

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

项目负责人：王 鹏 pwang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 08 月 17 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1685D 号

上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**，“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种二）”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年八月十七日

发行要素

发行主体	发行规模	发行期限	偿还方式	发行目的
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	本期债券品种一发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），其中基础规模 10 亿元，可超额配售规模不超过 10 亿元；品种二发行规模为 3 亿元	品种一为 3 年期，第 2 个计息年度末设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 1 年期	每年付息一次，到期一次还本付息	用于偿还公司债务以及补充流动资金

评级观点：中诚信国际评定上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司（以下简称“豫园股份”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**，“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种二）”的信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了豫园商圈价值很高且对公司多元化业务经营构成有力支撑、珠宝时尚品牌拥有较高品牌知名度和完善的销售渠道布局以及经营业绩大幅提升等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到外部环境变化、房地产业务推动债务规模增长以及经营管理能力面临挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

豫园股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	241.16	852.54	994.53	1,007.80
所有者权益合计（亿元）	113.93	321.74	364.74	364.07
总负债（亿元）	127.23	530.80	629.80	643.73
总债务（亿元）	93.61	230.76	289.26	320.43
营业总收入（亿元）	171.11	337.77	429.12	103.03
净利润（亿元）	6.58	34.22	39.06	4.87
EBIT（亿元）	11.45	51.13	63.26	--
EBITDA（亿元）	13.28	53.78	67.15	--
经营活动净现金流（亿元）	11.13	75.77	35.34	1.13
营业毛利率(%)	16.02	25.72	26.83	22.17
总资产收益率(%)	4.84	6.92	6.85	--
资产负债率(%)	52.76	62.26	63.33	63.87
总资本化比率(%)	45.10	41.77	44.23	46.81
总债务/EBITDA(X)	7.05	4.29	4.31	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.82	5.93	4.54	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ 豫园商圈价值很高，且对公司多元化业务经营构成有力支撑。

公司拥有上海市区内唯一具有传统文化内涵的地标式商圈—豫园（以下简称“豫园商圈”），豫园商圈内部物业为公司自持，且大部分以历史成本计价，增值空间很大。豫园商圈较强的客流吸聚能力亦对公司珠宝时尚及餐饮等板块的经营构成有力支撑。

■ 珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度和完善的销售渠道布局。

公司珠宝时尚品牌“老庙黄金”和“亚一金店”有较高的知名度和市场影响力。此外，公司珠宝时尚销售渠道布局较为完善，截至 2020 年 3 月末门店数量达 2,818 家。

■ **经营业绩持续提升。**主要得益于房地产业务规模扩大以及珠宝时尚业务加盟商网络扩张，近年来公司营业收入及净利润保持增长态势。

关注

■ **外部环境变化。**公司珠宝时尚板块及房地产板块易受到黄金价格波动、珠宝消费景气度及房地产政策调控等外部因素的影响。此外，近期发生的新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎疫情”）也对公司主营业务板块带来一定的冲击。

■ **房地产业务推动债务规模增长。**自 2018 年公司完成重大资产重组后，外延式并购及房地产项目投入公司导致公司债务规模呈增长态势，截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 320.43 亿元；随着房地产业务的进一步拓展，公司或将面临一定的资金压力。

■ **经营管理能力面临挑战。**公司通过外延式并购及关联交易方式不断拓展产业布局，收购标的资产和托管资产为公司经营管理能力带来一定的挑战。

评级展望

中诚信国际认为，上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**房地产政策调控或收购标的项目业绩不佳等因素大幅侵蚀经营性业务利润，流动性压力大幅增加。

同行业比较

部分贸易企业主要指标对比表				
公司名称	2020 年 3 月末 资产总额（亿元）	2020 年 3 月末 资产负债率（%）	2019 年 营业总收入（亿元）	2019 年 净利润（亿元）
厦门国贸	1,070.13	73.86	2,180.47	24.57
物产中大	1,134.26	72.44	3,589.22	39.13
豫园股份	1,007.80	63.87	429.12	39.06

注：“厦门国贸”为“厦门国贸集团股份有限公司”简称；“物产中大”为“物产中大集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

发行主体概况

公司于 1987 年 6 月成立，由上海豫园商场改制形成；1992 年，公司吸收合并当地十五家经济实力较强的单位，并于上海证券交易所上市交易（股票代码 600655）。2016 年，公司向浙江复星商业发展有限公司（以下简称“浙江复星”）等 16 名对象¹发行股份，购买 24 家房地产项目公司的全部或部分股权；并向上海市黄浦区房地产开发实业总公司（以下简称“黄房公司”）发行股份购买其持有的上海新元房地产开发经营有限公司（以下简称“新元房地产”）100% 股权；上述重大资产重组交易于 2018 年 7 月完成。目前公司已形成以珠宝时尚、房地产业务为主，餐饮、度假村、医药、百货及工艺品销售等多种产业共同发展的业务格局。

产权结构：截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 38.84 亿元，郭广昌通过香港上市公司复星国际有限公司（以下简称“复星国际”，股票代码：00656.HK）下属的 18 家公司间接持有公司 68.53% 的股份，是公司的实际控制人。此外，公司主要子公司包括珠宝时尚集团、豫园餐饮、童涵春堂药业及豫园商城地产等。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	珠宝时尚集团
上海老城隍庙餐饮（集团）有限公司	豫园餐饮
上海童涵春堂药业股份有限公司	童涵春堂药业
上海豫园商城房地产发展有限公司	豫园商城地产
海南复地投资有限公司	海南复地
合肥星泓金融城发展有限公司	合肥星泓
上海闵光房地产开发有限公	上海闵光
武汉复江房地产开发有限公司	武汉复江
上海复地企业发展有限公司	复地企发

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

	基本条款
债券名称	上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

发行规模	本期债券品种一发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），其中基础规模 10 亿元，可超额配售规模不超过 10 亿元；品种二发行规模为 3 亿元。
债券期限	本期债券包括两个品种，品种一为 3 年期，第 2 个计息年度末设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 1 年期。
票面金额和发行价格	本次债券面值 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本次债券为固定利率债券，将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
偿还方式	本次债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	拟将本次债券募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑

¹均为复星国际控股子公司，实际控制人均为郭广昌，且互为一致行动人。

战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下降，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度

经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

2019年，黄金价格呈上升态势，叠加经济下行压力加大等因素，黄金消费需求受到抑制；2020年以来，新冠肺炎疫情等因素支撑金价进一步上涨，但市场需求仍然承压

在避险情绪上升及美联储降息等因素影响下，2019年末国际黄金价格自年初1,282.70美元/盎司上涨至1,516.90美元/盎司，全年平均价格为1,395.60美元/盎司，比2018年增长9.84%。

黄金供应方面，2019年全球黄金总供应量增长2%至4,776吨，矿产金仍为黄金供应的主要来源。国内原料黄金产量连续13年位居全球第一，当期产量同比下降至380吨，主要系环保政策趋严所致；受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响，河南、福建、新疆等重点产金省（区）矿产金产量下降。

黄金需求方面，2019年全球黄金总需求为4,356吨，同比小幅下降1%。金饰需求仍为黄金主要需求来源。2019年，不断上涨的金价和疲软的经济环境令金饰需求量和其占总需求的比重均有所下降。但随着全球宽松的货币政策、经济不确定性增加以及金价的上升，黄金ETF产品投资作为对冲其他市场不确定性及分散风险的工具，其需求保持强劲的增长态势。全球央行已连续十年成为黄金净

买家，2019 年上半年央行需求高速增长，下半年企稳，但全球央行黄金购买量仍为近 50 年来最高水平。科技方面，电子行业景气度下行令整体电子用金量出现下滑。从国内需求来看，2019 年全国实际黄金消费量为 1,003 吨，同比下降 8%。细分来看，国内金饰需求全年下降 7%至 637 吨，与全球趋势保持一致；同时，金价上涨及宏观经济下行等因素导致的金条与金币需求大幅下降超过 30%；央行黄金储备总量仍然保持较好的增长态势，2019 年增加 96 吨至 1,948 吨。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情爆发及美联储降息等因素影响，黄金价格于 3 月 4 日上升至 1,673.50 美元/盎司，并于 3 月末收于 1,577.10 美元/盎司，较年初增长 3.97%。避险情绪升温以及美联储降息使得整体黄金行业景气度回升，但金饰消费需求及金条和金币投资需求仍然承压。同时，部分生产企业复工不足，对行业供给产生一定影响。

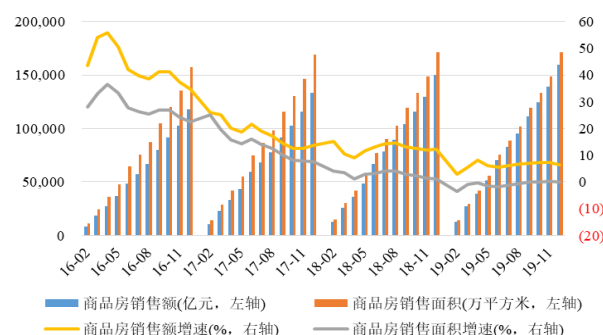
中诚信国际认为，2019 年以来全球经济环境变化及新冠肺炎疫情等因素带动金价上涨，但黄金消费需求有所下降，对黄金珠宝企业的运营带来一定的挑战。目前国内疫情形势持续向好，但国外疫情形势仍未得到有效遏制，新冠肺炎疫情对黄金价格及市场供需的影响仍需进一步关注。

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，去库存效果逐步显现；新冠肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘已产生一定负面影响，各地政府相继出台支持政策，疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈明显缩窄，由 2018 年 8 月

环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

新冠肺炎疫情直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。此外，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内疫情对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若

疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

业务运营

公司主营业务突出，珠宝时尚业务和房地产业务是公司收入的主要来源；同时，餐饮、度假村、医药、百货、管理服务等其他板块为公司补充了一定的收入。

表 3：公司主要板块收入结构及占比

收入（亿元）	2017	2018	2019	2020.1~3
珠宝时尚：	145.45	166.77	204.57	53.96
其中：批发	111.66	131.94	168.37	47.68
零售	33.79	34.83	32.42	5.50
物业开发与销售	4.06	146.97	192.19	41.50
商业	--	3.33	6.11	1.40
度假村	5.81	8.20	9.48	2.64
餐饮	5.73	6.62	7.78	0.99
医药	4.62	3.33	3.39	0.83
百货等	5.45	1.60	5.12	1.45
管理服务	--	0.95	0.49	0.26
合计	171.11	337.77	429.12	103.03
占比（%）	2017	2018	2019	2020.1~3
珠宝时尚	85.00	49.37	47.67	52.37
物业开发与销售	2.37	43.51	44.79	40.28
商业	--	0.99	1.42	1.36
度假村	3.40	2.43	2.21	2.56
餐饮	3.35	1.96	1.81	0.96
医药	2.70	0.99	0.79	0.81
百货等	3.19	0.47	1.19	1.41
管理服务	--	0.28	0.11	0.25
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、百货等业务主要包含物业管理与租赁、食品销售、百货及工艺品销售、管理服务；2、2018 年及以后，物业租赁与管理业务计入商业业务；3、表中合计数与该列数据之和存在差异，系四舍五入影响。

资料来源：公司提供

珠宝时尚业务具有较强的品牌和渠道优势，在加盟网络扩张等因素的带动下，公司珠宝时尚业务收入持续增长；但仍需关注黄金珠宝市场景气度、收购标的公司经营情况以及新冠肺炎疫情对珠宝时尚板块的影响

珠宝时尚业务为公司的核心产业，旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，在上海及其他地区珠宝消费市场已形成较高的知名度和市场影响力，且销售渠道体系较为完善。得

益于加盟网络快速扩张等因素，近年来公司珠宝时尚业务收入持续增长，2019 年珠宝时尚业务收入同比增长 22.67%至 204.57 亿元。2020 年一季度，由于公司已于 2020 年春节前完成春季订货会并实现部分销售回款，黄金销售受到疫情的冲击不大，珠宝时尚业务实现收入 53.96 亿元。

公司主要销售黄金、铂金及少量镶嵌类饰品，同时实行双品牌错位经营策略，其中“老庙黄金”主要定位于成熟消费群，产品以黄铂金产品为主；“亚一金店”主要定位于年轻群体，主要产品为婚庆用珠宝饰品。由于国内珠宝市场需求向好且加盟网络快速扩张，公司黄金销售量持续增加；同时，受铂金珠宝市场低迷影响，铂金销售规模呈波动下降趋势。此外，为顺应消费升级趋势、加强业务稳定性及提升盈利能力，近年来公司加大对研发设计和生产工艺等高附加值环节的投入以及镶嵌类饰品的推广。

表 4：近年来公司黄金和铂金销量情况（单位：公斤）

品种	2017	2018	2019	2020.1~3
黄金	54,130	62,753	65,623	14,713
铂金	535	396	429	96

资料来源：公司提供

公司珠宝时尚业务主要包括批发和零售两种业务模式，以批发业务为主。公司主要在上海及华东地区开设直营门店，在上海以外地区多采用特许加盟等方式进行网络扩张，加盟店覆盖国内大部分省市，其中华东及华中地区的门店数量占比较高。近年来公司持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，同时鼓励部分经销商将门店转型成为加盟店，使得加盟店数量快速增长。截至 2020 年 3 月末，公司珠宝时尚零售门店数量达 2,818 家，其中加盟门店数量 2,622 家，直营连锁店 196 家。得益于加盟商网络扩张，公司批发业务收入占比保持在 75%以上，且呈上升趋势。此外，公司亦积极开发网络渠道，开设天猫旗舰店，进驻百联 E 城和东方购物等平台。

表 5：近年来公司珠宝时尚零售门店情况（单位：家）

	2017	2018	2019	2020.3
--	------	------	------	--------

直营连锁店数量	196	181	199	196
加盟门店数量	1,688	1,909	2,560	2,622
经销门店数量	69	0	0	0
合计	1,953	2,090	2,759	2,818

资料来源：公司提供

原料采购方面，公司综合利用黄金租赁、黄金T+D 延期交易、黄金远期交易和黄金期货交易等衍生金融工具实现珠宝时尚业务环节的套期保值，对冲金价波动风险，其中以黄金租赁形式为主。加工方面，公司珠宝时尚产品采用委托加工和自有加工相结合的模式，以委托加工模式为主。销售定价方面，公司批发定价主要采用固定加价率方式；零售定价主要采用固定加价额方式。结算方面，公司对于合作初期的加盟商严格执行款到发货；对于长期合作的加盟商，公司根据信用评级给予其一定的赊销额度和期限，一般情况下，加盟商先付 20% 的货款提货，其余 80% 货款在提货后 30 天内付完。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司对加盟商回款账期有所延长。

此外，公司通过外延式收购方式不断完善珠宝时尚产业布局。2018 年，公司出资 1.09 亿美元投资收购 International Gemological Institute（以下简称“IGI”）² 80% 股权，从而获得了钻石领域专业知识及行业资源，为公司在镶嵌钻石领域的发展提供一定支持；2019 年，公司收购天津海鸥表业集团有限公司³（以下简称“天津海鸥”）65% 股权和上海表业有限公司 55% 股权。上述收购事项或将与公司珠宝时尚板块在目标消费群体、销售渠道及产品组合等方面实现一定的协同效应，但外延式并购也对公司经营管理能力产生一定挑战。

中诚信国际认为，公司珠宝时尚业务的品牌和渠道优势较强，随着加盟网络快速扩张，珠宝时尚板块收入呈增长态势。但新冠肺炎疫情等外部因素使得终端需求疲弱以及加盟商存货周转压力上升，

或将对公司后续销售业绩带来一定影响。

公司房地产区域布局较好，重大资产重组的业绩承诺完成率高；同时中诚信国际将关注房地产市场调控政策对公司综合体项目销售的影响，以及部分物业项目的租赁情况

公司房地产业务定位于复合功能地产业务，涉及商业、住宅和办公等多种业态。区域方面，公司房地产项目分布在上海、北京、武汉、南京、成都和杭州等一二线城市以及台州、泉州、安康等三四线城市，其中一二线城市的项目布局占比较大，部分项目属于当地核心商圈的地标式建筑。2018 年 7 月，公司发行股份购买 25 家房地产项目公司的全部或部分股权的重大资产重组事项完成，公司房地产业务规模大幅扩张。受房地产项目交付结转面积增加影响，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司物业开发与销售业务分别实现收入 192.19 亿元和 41.50 亿元，同比增长 30.34% 和 119.31%。

近年来，公司房地产销售业绩主要来自北京、南京、武汉、上海、合肥、三亚、成都等一二线城市。2019 年，由于房地产政策调控趋严及部分在售项目进入尾盘阶段，公司房地产签约销售面积及销售金额同比均有所下降。2020 年一季度，公司签约销售面积约 13 万平方米，签约销售额约 20.80 亿元。

表 6：公司房地产销售及结算数据（万平方米、亿元）

指标	2018	2019
在建面积	318.70	388.88
新开工面积	54.43	48.62
竣工面积	152.64	119.37
销售面积	99.65	82.99
销售金额	187.92	136.48
结算面积	71.10	95.24
结算金额	146.97	192.19

注：上表数据口径包含公司联营及合营项目。

资料来源：公司提供

表 7：公司主要签约销售地区情况（亿元）

集团有限公司（以下简称“天津海鸥”）65% 的股权，交易对价为 5.22 亿元。截至 2019 年末，天津海鸥总资产 8.63 亿元，净资产 1.47 亿元；2019 年天津海鸥营业收入 4.76 亿元，净利润 0.23 亿元。

²IGI 目前已形成布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务。截至 2018 年末，IGI 资产总额为 0.51 亿美元，净资产为 0.45 亿美元。

³2019 年 11 月，公司通过增资及收购转让股权的方式收购天津海鸥表业

地区	2018 年签约金额	2019 年签约金额
上海	11.61	13.55
北京	48.10	--
南京	24.26	1.43
武汉	12.24	22.99
杭州	9.77	9.76
天津	8.72	6.52
长沙	8.10	4.05

成都	8.07	16.06
三亚	4.55	22.14
苏州	4.28	7.01
宁波	3.31	6.43
合肥	30.27	6.63
安康	12.86	6.81

资料来源：公司提供

表 8：截至 2019 年末公司主要在建房地产项目情况（亿元）

项目名称	项目类型	位置	投资总额	已投金额	开工时间	预计竣工时间
悦城花园	住宅、商业	天津	40.72	24.18	2015.9	2021.12
复地金融中心	商业	北京	23.37	18.61	2017.1	2020.7
天悦城	住宅、商业	安康	13.68	6.13	2018.5	2022.9
云谷名庭/智慧金融城	住宅、商业、办公	合肥	66.00	38.97	2015.12	2021.6
复地金融岛	商业、住宅、办公	成都	78.92	45.45	2015.8	2029.1
星悦中心	商业	宁波	42.84	29.55	2015.7	2021.5
宴南都	住宅、商业、办公	南京	42.15	38.63	2015.4	2020.6
御钟山花园	住宅、办公、商业	南京	69.91	57.98	2012.7	2022.11
金豫兰庭 2 期	住宅	上海	8.05	3.98	2018.4	2020.11
大鱼山居	住宅、商业	南京	24.98	10.76	2019.7	2022.6
崑玉国际	住宅、商业、办公	长沙	19.11	17.06	2011.11	2022.12
苏州星光耀	住宅、商业	苏州	35.16	27.03	2013.9	2021.6
南通星光域	住宅、商业、办公	南通	24.44	19.26	2015.6	2020.11
台州星光耀	住宅、商业	台州	28.83	22.06	2015.2	2021.11
泉州星光耀	住宅、商业、办公、酒店	泉州	39.05	32.71	2015.1	2021.6
中央公园	住宅、商业、办公、医院	重庆	19.67	7.58	2020.4	2021.12
复地运通府/复地时代中心	商业	北京	42.02	18.73	2018.1	2020.12
复地云极	住宅、商业	昆明	75.33	24.49	2020.2	2024.12
合计	--	--	694.23	443.60	--	--

资料来源：公司提供

项目储备方面，2019 年末公司主要在建项目 18 个，计划总投资合计 694.23 亿元，已投资 443.60 亿元。近年来，公司通过“招拍挂”、外延式并购及关联方资源整合等方式增加土地及地产项目储备。2019 年公司共获得 6 块土地，拿地区域主要位于天津、珠海、昆明、重庆及长春等二、三线城市，新增土地主要为商业办公以及住宅用地，新增持有待开发土地面积 105.64 万平方米。收购方面，2018 年以来，公司陆续收购上海金豫阁置业有限公司、上海金豫置业有限公司（以下简称“金豫置业”）、上海星珏投资管理有限公司（以下简称“上海星珏”）以及上海星圻投资管理有限公司⁴（以下简称“上海星圻”）等公司股权。截至 2019 年末，公司拟建项

目共 7 个，业态涉及住宅、商业和办公等，建筑面积合计 180.45 万平方米，总投资为 224.01 亿元。此外，为解决同业竞争问题，2019 年 3 月公司发布公告称公司下属子公司复地企发已受托管理公司间接控股股东复地（集团）股份有限公司 60 家地产子公司，涉及北京、上海、广州、南京、武汉和重庆等地区的房地产项目。

表 9：截至 2019 年末公司主要拟建房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	区域	建筑面积	总投资	开工时间
复地大华 1935 二期	西安	7.22	6.94	2020.6
豫园二期	上海	14.00	79.94	--
招远豫金坊项目	招远	6.06	--	--

⁴根据公司 2019 年 11 月发布公告，公司下属企业上海闵光房地产开发有限公司拟以 12.64 亿元从关联企业收购上海星圻 100%股权，上海星圻以 2019 年 8 月 31 日为评估基准日的总资产评估值为 32.65 亿元，

权益评估值为 11.87 亿元（增值率 19.49%）；本次收购完成后，公司获得南通星光域、台州路桥项目、余姚全民健身中心东侧项目、余姚二院北侧项目等项目。

金豫阁	上海	2.75	5.00	--
如东三号街区	南通	21.03	15.10	2020.8
珠海斗门岭南商业	珠海	57.23	75.44	2020.9
卡伦湖	长春	72.16	41.59	2020.4

注：豫园二期项目（豫泰确诚商业广场项目）目前处于动迁阶段，该项目总投资约 79.94 亿元，截至 2019 年末已投 40.26 亿元，土地成本合计约 38.76 亿元，计划建设周期为 2021~2025 年。

资料来源：公司提供

物业租赁与管理业务方面，目前公司出租物业以商业大楼为主，主要分布在沈阳、上海、北京、南京、宁波等地。近年来，随着公司外延式并购以及完工物业增加，公司物业租赁与管理业务收入持续增长。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司物业租赁与管理业务分别实现收入 6.10 亿元和 1.40 亿元，同比分别增长 27.05%和 30.68%。截至 2020 年 3 月末，公司主要出租物业的可供出租面积合计 49.60 万平方米。其中沈阳豫珑城项目受所在区域经济下滑以及商业地产竞争激烈等因素影响，项目经营情况不佳，目前处于部分停业改造阶段，预计 2020 年下半年重新开业。

表 10：截至 2019 年末公司主要出租物业情况

物业名称	可供出租面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)
沈阳豫珑城	16.47	6.71
天津湖滨广场	7.52	6.26
豫园商圈（一期）	7.97	2.47
苏州星光耀	4.14	3.60
真如星光耀	2.62	2.08
台州星光耀	4.14	3.60
泉州星光耀	2.62	2.11
苏州观前街	2.63	2.56

资料来源：公司提供

除上述租赁物业以外，公司还拥有上海市区内具有传统文化内涵的“地标式”商圈豫园商圈。豫园商圈内部物业为公司自持，其中对外出租部分采用公允价值计量，自用部分以历史成本计价，增值空间很大；同时，豫园商圈对公司布局在商圈内部的珠宝时尚和餐饮品牌门店经营构成有力支撑。

中诚信国际关注到，公司房地产业务的区域布

局中一、二线城市项目较多，为公司业绩构成较好支撑，重大资产重组的业绩承诺完成率⁵；但 2019 年，公司签约销售额受销售区域差异影响而有所下降；公司在建未售及拟建项目储备规模较大且以综合体项目居多，后续去化情况需要关注，同时部分物业项目的出租率有待提升。

近年来餐饮及度假村收入呈增长态势；但新冠肺炎疫情短期内对餐饮及度假村业务形成一定冲击

公司餐饮业态覆盖经营休闲小吃、正餐和美食广场等多种业态，拥有绿波廊、上海老饭店和南翔馒头店等多家上海知名餐饮品牌，在上海及长三角区域具有较高的品牌认知度。公司各餐饮品牌核心门店多位于豫园商圈内部，豫园商圈较大的客流量对公司餐饮板块企业经营形成良好支撑；同时，公司以上海为中心向周边地区、国内一线城市以及海外市场不断进行拓展。2018 年 7 月，公司收购苏州松鹤楼饮食文化有限公司（以及简称“苏州松鹤楼”）及其子公司苏州松鹤楼餐饮管理有限公司 100%股权。受益于销售网络拓展及外延式并购完成，公司餐饮板块业务收入近年来呈增长态势，2019 年实现收入 7.78 亿元，同比增长 17.54%；2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，餐饮板块业务收入同比下滑 49.56%至 0.99 亿元。

度假村业务方面，2015 年，公司通过收购方式获得位于北海道的 Tomamu 滑雪度假村（以下简称“星野度假村”）；2016 年，公司在星野度假村中另外设立 Club Med TOMAMU 度假村。近年来公司度假村业务收入呈持续增长态势，2019 年得益于星野度假村未投入使用的客房改造完成，公司实现度假村业务收入 9.48 亿元，同比增长 15.52%；2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，度假村业务收入同比下滑 28.84%至 2.64 亿元。

医药业务方面，公司医药业务覆盖药品生产和

⁵2018 年公司重大资产重组的原投资者承诺，采用动态假设开发法、收益法及市场价值倒扣法评估的标的资产（以下简称“资产范围 A 内标的资产”）在 2018~2020 年经审计扣非净利润合计数总额不低于 70 亿元，且剩余标的资产（系指主要采用市场法评估的资产，以下简称“资产范

围 B 内标的资产”）总体在利润补偿期末不发生减值。2018~2019 年，公司资产范围 A 内标的资产实现扣非净利润分别为 22.22 亿元和 35.76 亿元，合计占承诺业绩总额的 82.83%；2018 年和 2019 年末资产范围 B 内的标的资产均未发生减值。

流通（包含销售及门诊服务）环节，其中流通环节是医药收入的主要来源；公司旗下“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标，且作为上海本土知名中医药品牌之一，在长三角地区具有较高的市场认可度。截至 2019 年末，公司共拥有 49 家零售网点，其中医保定点零售药店 12 家，中医门诊部（医诊所）5 家。近年来，“两票制”政策对现有医药流通体系形成冲击，公司医药板块销售渠道随之调整，业务经营逐渐趋于稳定。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司医药业务收入分别为 3.39 亿元和 0.83 亿元，同比均基本持平。

中诚信国际关注到，近年来公司餐饮及度假村业务收入实现一定增长，医药业务经营趋于稳定。在新冠肺炎疫情的冲击下，公司餐饮及度假村业务板块短期业绩有所下滑。目前国内疫情控制情况较好，公司餐饮板块逐渐复苏，但日本疫情态势对星野度假村的影响仍需关注。

战略规划及管理

未来公司将继续打造以珠宝时尚、房地产两大板块为主的多元化业务格局，相关投资项目带来的资金压力有待关注

公司致力于成为一家商业经营、商业投资与战略投资相结合的商业企业集团，重点发展珠宝时尚及房地产两大主业，加大餐饮、度假村、医药、百货等板块的客户资源布局、产业链延伸及投资并购力度。

2020 年 4 月，公司公告称拟向 Fosun Fashion Group(Cayman)Limited（以下简称“FFG”）⁶增资 4,600 万欧元，增资完成后持有其 7.8%的股权。2020 年 5 月，公司公告称通过协议转让方式收购甘肃亚特投资集团有限公司持有的金徽酒股份有限公司⁷

（以下简称“金徽酒”）1.52 亿股股份（以下简称“标的股份”），占金徽酒总股份的约 30.00%，交易总价款为 18.37 亿元；2020 年 8 月，上述交易已完成，公司已成为金徽酒控股股东。2020 年 6 月，公司公告称拟出资 5.58 亿元收购亚东北辰投资管理有限公司（以下简称“亚东北辰”）持有的复星津美（上海）化妆品有限公司（以下简称“复星津美”）⁸74.93% 股权。

中诚信国际关注到，公司积极通过外延式并购及关联方资源整合，拓展业务布局，但收购标和托管标的资产也给公司经营管理能力带来更大的挑战。未来公司战略规划实施过程中的项目落地及资金需求情况需要关注。

公司结合所在行业特征，建立了较为完善的内控体系和风险防范机制

公司设立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层等决策、监督和经营管理机构，并下设董事会办公室、战略投资中心、投资管理中心、人力资源中心、财务资金中心、成本采购中心、智能科技创新中心等职能部门，法人治理结构较为完善。

公司全面财务预算内容包括业务预算、投资预算、筹资预算和财务预算，按照上下结合、分级编制、逐级汇总的程序制定。公司对有条件实施资金池管理的各子公司，严格执行资金池管理的规定，对于条件尚未成熟的子公司，执行收入和支出分别管理的规定。公司及下属子公司的对外融资、担保及黄金租赁授信申请实行统一管理、逐级审批制度。

关联交易方面，公司根据《上海证券交易所股票上市规则》和《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》等有关规定，制定了《上海豫园旅游

⁶FFG 主要从事时尚服饰的设计、生产和销售，以及时装品牌的运营，旗下运营 ST. JOHN、Wolfford AG、Arpege SAS 及 Raffaele Caruso S.p.A 四大时装品牌。

⁷2016 年，金徽酒于上海证券交易所上市，主营业务为白酒生产及销售，代表产品有“金徽二十八年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星徽”、“柔和金徽”、“金徽正能量”等，营销网络已辐射甘肃、陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等西北市场。2019 年末，金徽酒总资产 31.78 亿元，归属于上市公司股东净资产 25.41 亿元，资产负债率 20.04%；

2019 年，金徽酒实现营业总收入 16.34 亿元，净利润 2.71 亿元。

⁸公司与亚东北辰的控股股东均为上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科技”），实际控制人均为郭广昌先生，本次投资构成关联交易。复星津美持有以色列化妆品品牌公司 AHAVA 的 100%股权及草本护肤品牌公司 WEI（旗下拥有高端护肤品牌 WEI 和大众护肤品牌 WEI EAST）的 68%股权。AHAVA 以色列 2019 年营业收入约 4.55 亿元、净利润约 0.18 亿元。WEI 品牌 2019 年营业收入约 1.14 亿元、净利润约 0.24 亿元。

商城股份有限公司关联交易管理制度》，并在董事会下设审计与财务委员会负责履行公司关联交易控制和日常管理的职责。2019年，公司从关联方拆入资金0.58亿元，向关联方合营地产公司拆出资金47.17亿元。此外，截至2019年末，公司在关联方上海复星高科技集团财务有限公司（以下简称“复星财务公司”）存款合计29.26亿元；同时公司可向复星财务公司申请最高综合授信额度不超过80亿。

财务分析

以下分析基于经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的2017~2019年财务报告以及公司提供的未经审计的2020年一季报。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据，并将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”调整至短期债务。

2018年7月，公司完成重大资产重组并对2018年期初数据进行了追溯调整；中诚信国际使用的财

务数据为公司各期财报期末数据，其中2017年数据未经追溯调整。

盈利能力

2017~2019年，受益于重大资产重组事项的完成及加盟商网络扩张，公司营业收入持续增长，整体盈利能力较好；中诚信国际亦将关注黄金珠宝及房地产市场波动、新冠肺炎疫情及收购标的资产经营情况对公司盈利水平的影响

2017~2019年，主要得益于重组事项完成、高毛利率的房地产业务收入占比提升，公司营业毛利率呈增长趋势。分业务来看，珠宝时尚板块毛利率波动，主要受批发业务收入占比及金价波动的影响；2018年以来，随着重大资产重组完成，公司物业开发与销售板块毛利率有所下降但仍然处于较高水平；餐饮和度假村板块的盈利能力整体较为稳定且保持在较高水平。2020年1~3月，公司营业毛利率同比下降至22.17%，系受到珠宝时尚板块批发收入占比进一步提升以及疫情冲击下餐饮板块盈利能力降低等因素影响。

表 11：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

业务	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
珠宝时尚	145.45	8.17	166.77	6.93	204.57	8.40	53.96	7.80
物业开发与销售	4.06	59.25	146.97	29.58	192.19	29.31	41.50	25.43
商业	--	--	3.33	81.29	6.11	68.62	1.40	62.04
度假村	5.81	87.04	8.20	84.90	9.48	85.35	2.64	86.98
餐饮	5.73	67.08	6.62	64.47	7.78	65.31	0.99	53.86
医药	4.62	15.57	3.33	22.29	3.39	21.00	0.83	22.28
百货等	5.45	64.13	1.60	34.02	5.12	36.24	1.45	12.35
管理服务	--	--	0.95	44.33	0.49	13.47	0.26	72.49
合计	171.11	16.02	337.77	25.72	429.12	26.83	103.03	22.17

注：1、百货等业务包含物业管理与租赁、食品销售、百货及工艺品销售、管理等；2、2018年及以后，物业租赁与管理业务计入商业业务；3、2018年及以后，公司各业务板块毛利率数据已扣除税金及附加；4、表中合计数与该列数据之和存在差异，系四舍五入影响。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2018年以来，受债务规模增加影响，公司财务费用持续增加；主要受重大资产重组、加盟商网络扩张以及外延式并购事项影响，公司销售费用及管理费用亦持续大幅增长，带动期间

费用合计金额大幅上升；但得益于营业总收入持续大幅增加，公司期间费用率仅小幅上升。

公司利润总额主要来自经营性业务利润；经营性业务利润随着重大资产重组完成及房地产和珠

宝时尚板块扩张而整体大幅增长；投资收益主要包含长期股权投资按权益法确认的收益、黄金价格对冲工具收益以及股权处置收益等，对公司利润总额形成一定补充，投资收益呈波动态势，主要受股权处置收益变化的影响。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	20.59	31.27	45.33	11.18
期间费用率(%)	12.03	9.26	10.56	10.86
经营性业务利润	4.64	39.66	48.55	7.94
资产减值损失	0.04	0.40	0.54	0.26
公允价值变动收益	-0.84	-1.58	3.47	-1.33
投资收益	4.35	7.85	2.26	0.25
营业外损益	0.51	-0.34	0.32	0.46
利润总额	8.69	45.98	54.06	7.06
EBITDA 利润率(%)	7.76	15.92	15.65	--
总资产收益率(%)	4.84	6.92	6.85	--

注：将公司 2019 年及 2020 年一季度信用减值损失计入资产减值损失列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

受外延式并购事项完成以及房地产项目持续投入影响，公司总资产和总负债规模均呈大幅增长态势，预收款项可对未来房地产业绩提供一定的支撑；有息债务规模呈增长态势，但债务结构有所优化；公司财务杠杆压力一般，但仍需关注业务扩张等因素对公司资本结构的影响

随着公司重大资产重组以及外延式并购事项完成，公司总资产规模呈大幅增长态势。2018 年以来公司资产中流动资产居多，2020 年 3 月末流动资产占比为 64.76%。公司资产主要由存货、货币资金、投资性房地产、长期股权投资等构成；其中货币资金以未受限资金为主，截至 2020 年 3 月末未受限货币资金为 167.15 亿元；存货主要为房地产业务开发成本和开发产品，其中以开发成本为主，2019 年以来新增土地储备带动存货有所上升；投资性房地产主要包括豫园一期、豫园二期、沈阳豫珑城、天

津湖滨广场及上海滩商厦等物业资产，得益于重大资产重组以及收购苏州松鹤楼、金豫置业、上海星珏、上海星圻等事项，公司投资性房地产大幅增长；长期股权投资主要包括招金矿业股份有限公司⁹（以下简称“招金矿业”）、苏州肯德基有限公司以及合营房地产公司股权；此外，受合营房地产公司拆借款¹⁰增加影响，公司其他流动资产大幅增加。

从周转率指标来看，受重大资产重组影响，2018 年公司应收账款周转率及存货周转率均同比大幅降低；2019 年以来主要受公司加强对应收账款管理等因素的影响，公司应收账款周转率有所回升。

表 13：近年来公司部分流动资产周转率指标（X）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
应收账款周转率	75.78	38.24	43.79	48.82*
存货周转率	4.54	0.92	0.94	0.89*

注：带“*”数据经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2020 年 3 月末，公司总负债大幅上升至 643.73 亿元，其中流动负债占比为 64.53%。从主要的经营性负债科目来看，其中应付账款主要为应付房地产项目工程款；预收款项主要系预收房地产销售款；其他应付款主要为应付复地（集团）股份有限公司等关联方及合作单位往来款。公司房地产业务呈扩张态势，公司负债中预收房地产销售款规模维持在较高水平，能够为公司业绩提供一定支撑。

债务方面，受重大资产重组、外延式并购以及业务扩张影响，公司债务规模整体大幅增长，但短期债务占比总体有所下降，债务结构有所优化。

所有者权益方面，2017~2019 年末，公司所有者权益保持增长，主要得益于未分配利润积累；2020 年 3 月末公司所有者权益规模较年初略有下降，系受到公司回购股份用于股权激励以及少数股

⁹截至 2019 年末公司合计持有招金矿业（股票代码：01818.HK）23.70%的股份，为招金矿业第二大股东，公司合计持有的招金矿业股权的投资成本为 5.70 亿元，同期末账面价值为 26.19 亿元。

¹⁰2019 年末，公司其他流动资产中给合营公司股东借款合计 47.17 亿元，

其中给武汉复星汉正街房地产开发有限公司借款 31.25 亿元，利率为 7%；给上海复屹实业发展有限公司和天津复地置业发展有限公司借款分别为 6.92 亿元和 9.00 亿元，利率均为 10%。上述公司对合营公司及其子公司的拆借款未超过公司所占股比，小于合营公司另一方股东资金投入。

东权益减少的影响。

表 14：近年来公司部分资产负债表科目及相关指标情况
(亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	24.40	198.13	178.93	185.14
存货	30.74	308.06	362.15	356.91
其他流动资产	4.42	39.83	65.76	71.18
长期股权投资	41.82	72.95	72.38	71.92
投资性房地产	78.84	136.50	182.33	183.87
应付账款	3.96	40.75	67.55	62.97
预收账款	3.18	145.98	130.68	118.64
其他应付款	10.75	44.56	40.43	39.92
资本公积	9.83	111.50	113.73	113.72
未分配利润	64.04	112.03	128.99	132.38
总债务	93.61	230.76	289.26	320.43
短期债务	48.66	92.05	134.80	123.06
资产负债率	52.76	62.26	63.33	63.87
总资本化比率	45.10	41.77	44.23	46.81

注：将公司 2020 年一季度财务报表中合同资产计入存货列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，2019 年以来，主要由于债务规模提升，公司资产负债率和总资本化比率均呈上升趋势，但仍然处于合理水平。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 63.87% 和 46.81%。

现金流及偿债能力

经营活动净现金流在房地产业务的影响下呈波动态势，收购事项导致投资活动净现金流持续流出；优质流动资产对公司偿债形成有力保障

现金流方面，2017~2019 年公司经营活动净现金流呈波动态势；其中 2018 年，随着房地产项目公司的注入，公司经营活动净现金流同比大幅上升；2019 年，主要受销售回款下降及拿地支出增加的影响，公司经营活动净现金流有所下降。同期，公司投资活动净现金流持续为负且缺口扩大，主要系收购对价支付金额增加所致。

偿债能力方面，2018 年，随着重大资产重组事项完成，公司主要偿债指标均有所提升；2019 年，公司债务规模进一步增长及经营活动净现金流有所下降，偿债指标有所弱化，但 EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍处于较好水平。此外，公司未受限

货币资金规模较大且拥有招金矿业等优质资产，可对公司债务偿付提供有力保障。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

指标	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	11.13	75.77	35.34	1.13
投资活动净现金流	-5.31	-22.85	-35.82	-10.76
筹资活动净现金流	-0.37	27.40	-9.74	21.19
总债务/EBITDA	7.05	4.29	4.31	--
经营活动净现金流/总债务	0.12	0.33	0.12	0.01*
EBITDA 利息保障倍数	4.82	5.93	4.54	--
经营活动净现金流利息保障系数	4.04	8.35	2.39	--

注：1、因缺少相关数据，公司 2020 年一季度部分指标无法计算；2、带“*”数据经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信以及股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持，未决诉讼规模可控

截至 2020 年 3 月末，公司获得主要合作银行的授信总额（含黄金租赁）为 452.79 亿元，其中尚未使用的授信额度为 210.82 亿元，拥有一定的备用流动性。此外，公司作为 A 股上市公司，拥有畅通股权融资渠道。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 249.79 亿元，包括货币资金 17.99 亿元（主要为使用受限的预售房款）、存货 112.25 亿元、投资性房地产 107.20 亿元和无形资产 4.97 亿元等，受限资产账面价值占总资产的比例为 24.79%。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保情况；同期末，公司及下属子公司未决诉讼事项较少，涉案金额较小，预计不会对公司经营和财务产生重大影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2017 年~2020 年 4 月 17 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司股东旗下丰富的资源能够为公司的业务发展提供很强的支持

复星国际拥有优质的旅游、文化及商业资产，业务涵盖医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资等。公司是复星国际旗下唯一的A股商业文化板块上市公司，也是复星国际旗下“快乐”生态的旗舰平台；复星国际利用旗下丰富的资源支持公司的业务发展。

公司在资产整合与经营等方面得到了复星国际的大力支持，公司和复星国际先后共同投资了招金矿业、武汉中北房地产开发有限公司和加拿大太阳马戏团等多个项目；复地集团将下属 60 家地产子公司委托公司管理；此外，公司完成向浙江复星等 16 名对象发行股份购买 24 家房地产项目公司股权的重大资产重组事项使得公司房地产业务体量实现跃升，总资产和所有者权益规模大幅扩张，且营业收入和盈利水平大幅提高。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**，“上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（品种二）”的信用等级为 **A-1**。

中诚信国际关于上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪 评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

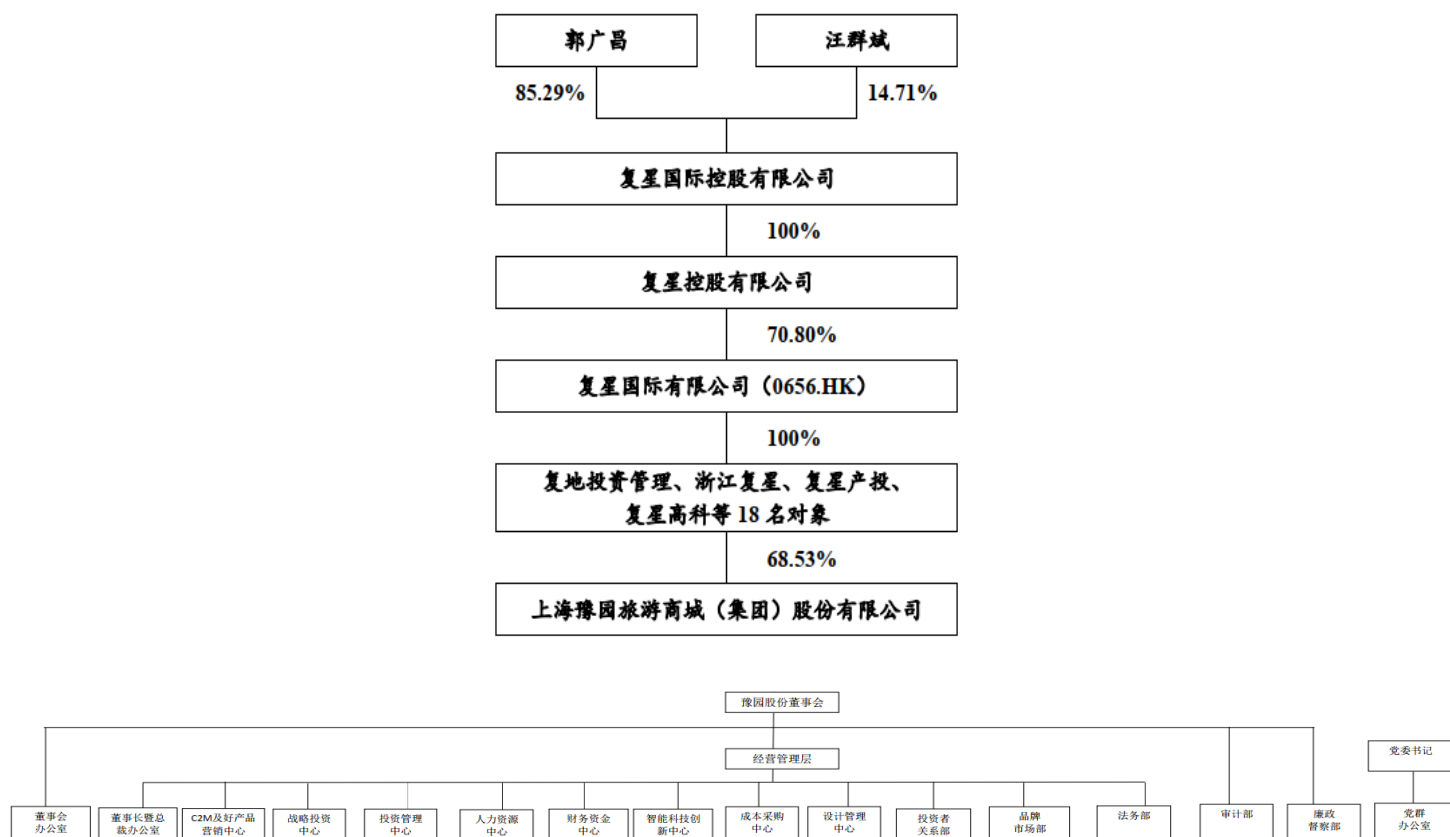
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 08 月 17 日

附一：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2019年末）



资料来源：公司提供

附二：上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	244,040.33	1,981,251.12	1,789,292.44	1,851,421.47
应收账款净额	21,730.91	119,544.30	76,440.05	92,382.12
其他应收款	9,879.75	68,374.03	120,659.42	135,233.69
存货净额	307,383.12	3,080,559.92	3,621,484.76	3,569,132.50
长期投资	598,523.86	856,300.52	855,873.31	838,111.20
固定资产	190,744.17	192,081.98	295,851.92	288,204.24
在建工程	1,734.68	2,229.43	35,450.49	42,018.29
无形资产	51,324.84	54,673.14	144,192.04	143,595.04
总资产	2,411,568.72	8,525,413.25	9,945,316.69	10,077,978.97
其他应付款	107,529.42	445,623.78	404,340.75	399,212.93
短期债务	486,573.79	920,522.58	1,348,007.63	1,230,601.22
长期债务	449,514.44	1,387,099.54	1,544,547.84	1,973,721.96
总债务	936,088.23	2,307,622.12	2,892,555.47	3,204,323.18
净债务	692,047.90	326,371.00	1,103,263.02	1,352,901.71
总负债	1,272,280.54	5,307,998.26	6,297,963.08	6,437,262.88
费用化利息支出	27,537.50	51,487.90	91,984.63	--
资本化利息支出	0.00	39,259.27	55,892.00	--
所有者权益合计	1,139,288.18	3,217,415.00	3,647,353.62	3,640,716.09
营业总收入	1,711,124.68	3,377,719.67	4,291,222.81	1,030,264.07
经营性业务利润	46,404.04	396,591.90	485,509.77	79,403.51
投资收益	43,476.14	78,489.21	22,584.46	2,458.88
净利润	65,773.61	342,228.93	390,615.06	48,671.37
EBIT	114,457.53	511,310.76	632,593.31	--
EBITDA	132,817.57	537,846.48	671,492.94	--
经营活动产生现金净流量	111,312.54	757,735.58	353,445.33	11,285.42
投资活动产生现金净流量	-53,062.18	-228,526.72	-358,168.80	-107,629.04
筹资活动产生现金净流量	-3,720.85	274,039.00	-97,403.13	211,933.14
资本支出	75,354.58	92,657.26	51,587.29	21,963.51
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	16.02	25.72	26.83	22.17
期间费用率(%)	12.03	9.26	10.56	10.86
EBITDA 利润率(%)	7.76	15.92	15.65	--
总资产收益率(%)	4.84	6.92	6.85	--
净资产收益率(%)	5.89	12.31	11.38	5.34*
流动比率(X)	1.02	1.61	1.46	1.57
速动比率(X)	0.58	0.75	0.64	0.71
存货周转率(X)	4.54	0.92	0.94	0.89*
应收账款周转率(X)	75.78	38.24	43.79	48.82*
资产负债率(%)	52.76	62.26	63.33	63.87
总资本化比率(%)	45.10	41.77	44.23	46.81
短期债务/总债务(%)	51.98	39.89	46.60	38.40
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.33	0.12	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.23	0.82	0.26	0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.04	8.35	2.39	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.39	25.79	0.86	-5.64*
总债务/EBITDA(X)	7.05	4.29	4.31	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.58	0.50	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.82	5.93	4.54	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.16	5.63	4.28	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将各期末“其他非流动负债”和“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务，将各期末“应付短期融资券”调整至短期债务；3、因缺少相关数据，公司 2020 年一季度部分指标无法计算；4、带*指标已经年化处理；5、将公司 2020 年一季度财务报表中合同资产计入存货列示。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
	营业毛利率
盈利能力	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
	EBITDA 利润率
现金流	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
	留存现金流
偿债能力	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。