

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）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 2 月 19 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和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 [2021]跟踪 0093 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存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“20 豫园 S4”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

二零二一年二月十九日

评级观点：中诚信国际维持上海豫园旅游商城（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；维持“20 豫园 S4”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持续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	2020.9
总资产（亿元）	241.16	852.54	994.53	1,100.93
所有者权益合计（亿元）	113.93	321.74	364.74	357.96
总负债（亿元）	127.23	530.80	629.80	742.97
总债务（亿元）	93.61	230.76	289.26	391.55
营业总收入（亿元）	171.11	337.77	429.12	290.68
净利润（亿元）	6.58	34.22	39.06	18.61
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	-30.58
营业毛利率(%)	16.02	25.72	26.83	23.65
总资产收益率(%)	4.84	6.92	6.85	--
资产负债率(%)	52.76	62.26	63.33	67.49
总资本化比率(%)	45.10	41.77	44.23	52.24
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 年前三季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **豫园商圈价值很高，继续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。

■ **珠宝时尚板块保持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 9 月末门店数量达 3,222 家。

■ **经营业绩持续提升。**主要得益于房地产业务规模扩大、珠宝时尚业务加盟商网络扩张以及黄金价格上涨，2020 年前三季度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。**2020 年以来，公司房地产业务规模进一步扩大，导致公司债务规模持续大幅增长，截至 2020 年 9 月末，公司总债务为 391.55 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 9 月末 资产总额（亿元）	2020 年 9 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	1,263.34	74.65	2,180.47	24.57
物产中大	1,224.21	73.35	3,589.22	39.13
豫园股份	1,100.93	67.49	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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 豫园 S4	A-1	A-1	3.00	3.00	2020/08/27~2021/08/27	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 豫园 S4”实际募集资金 3.00 亿元，拟将募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金。截至本报告出具日，已全部按募集说明书披露的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP 同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021 年经济增长中枢将显著高于 2020 年，全年走势前高后低。

2020 年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下 CPI 回落，需求疲弱 PPI 低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的 GDP 环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但 2021 年经济

运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020 年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021 年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020 年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021 年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在 2020 年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体

感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

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%。2020 年新冠肺炎疫情爆发，叠加美联储降息等因素，黄金价格震荡上行，6 月末 COMEX 黄金期货收盘价为 1,798.10 美元/盎司。

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，黄金价格震荡上行，6 月末 COMEX 黄金期货收盘价为 1,798.10 美元/盎司。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，中诚信国际将持续关注疫情期间的不确定性对黄金市场的供需情况及金价的影响。

中诚信国际认为，黄金价格受通货膨胀预期、利率、市场供需及避险需求等多方面因素的影响，价格不确定性高，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。

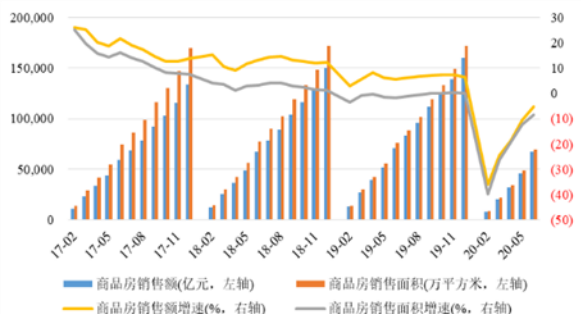
在疫情影响下 2020 年第一季度全国商品房销售降至 2017 年以来的季度最低水平；4 月以来市场逐渐恢复，1~6 月全国商品房销售降幅明显收窄；同时，上半年房地产开发及土地投资呈先抑后扬的态势，偏紧的外部融资环境下房企外部现金流平衡能力面临挑战

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%。

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情影响较大，全国商品销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30% 至 2.04 万亿元和 2.20 亿平方米，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，上半年全国房地产销售额虽呈下降态势，但降幅明显收窄；上半年商品房销售价格略有回升，70 个大中城市价格指数环比涨幅从 1 月的 0.3% 小幅增至 6 月的 0.6%。4 月以来，随着疫情影响逐步缓解，房企投资力度有所增加，6 月末全国商品房待售面积同比小幅增长 1.8% 至 5.11 亿平方米。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。

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

中诚信国际认为，2020 年上半年疫情对房地产销售产生不利影响，但疫情对销售影响已逐渐消减。考虑到调控政策持续的影响，下半年房地产企业整体内部流动性来源增速依然承压。

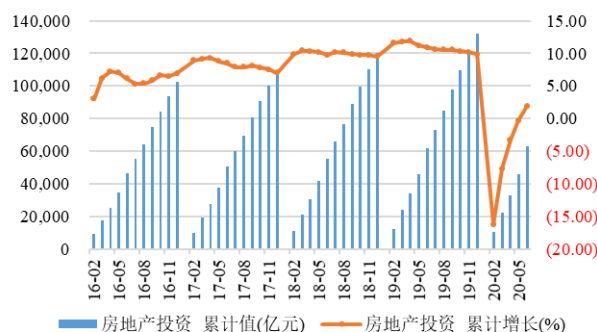
2020 年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自 2016 年以来首次出现负增长；4 月以来随着疫情得到有效控制，各

¹5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金

地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，1~6 月全国新开工面积同比下降 7.6%。

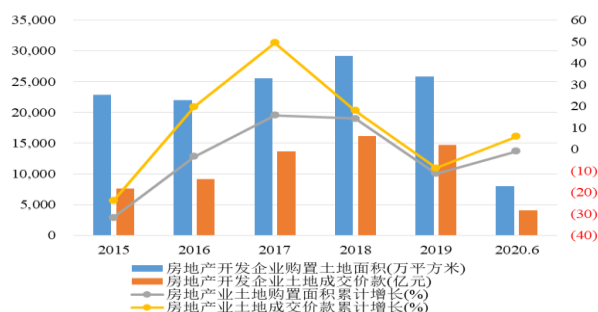
建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5 月房地产开发投资额增速出现负增长；在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额降幅亦逐月收窄，1~6 月房地产开发投资额同比增长 1.9% 至 6.28 万亿元，增速已由负转正。土地投资方面，2020 年第一季度受疫情影响，国内土地市场购置价款同比增速为负，4 月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，国内土地市场购置价款增速由负转正，1~6 月土地市场购置价款同比增长 5.9%。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加；

融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；

与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，受疫情影响，房地产投资及开发规模短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，或将加剧内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力较大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

珠宝时尚业务保持较强的品牌和渠道优势，在黄金价格上涨等因素的带动下，2020 前三季度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前景度、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，2020 年以来新冠肺炎疫情对实体零售产生一定冲击，公司黄金及铂金销售量同比有所减少；但由于公司已于 2020 年春节前完成春季订货会并实现部分销售回款，珠宝时尚业务受新冠疫情冲击影响较小；同时得益于黄金价格上涨及连锁化战略下加盟门店扩张，2020 年前三季度公司珠宝时尚业务收入同比小幅增长。

表 1：公司黄金和铂金销量情况（单位：公斤）

品种	2017	2018	2019	2020.1~9
黄金	54,130	62,753	65,623	41,382
铂金	535	396	429	256

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。公司持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，

当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况，8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

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

使得加盟店数量快速增长。截至 2020 年 9 月末，公司珠宝时尚零售门店数量达 3,222 家，其中加盟门店数量 3,009 家，直营连锁店 213 家。得益于加盟商网络扩张，2020 年前三季度公司珠宝时尚业务中批发业务收入占比保持在 75%以上。

表 2：公司珠宝时尚零售门店情况（单位：家）

	2017	2018	2019	2020.9
直营连锁店数量	196	181	199	213
加盟门店数量	1,688	1,909	2,560	3,009
经销门店数量	69	0	0	0
合计	1,953	2,090	2,759	3,222

资料来源：公司提供

原材料采购方面，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，2019 年公司仍主要使用黄金租赁形式进行黄金采购，用以对冲金价波动风险。结算方面，公司根据加盟商信用评级给予其一定的赊销额度和期限；2020 年一季度，公司基于疫情因素对加盟商采取了延长账期、减免加盟费等扶持措施；随着新冠疫情逐步得到控制，目前公司对加盟商结算账期已恢复至正常水平。

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。2020 年 4 月，公司公告称拟向 Fosun Fashion Group(Cayman)Limited（以下简称“FFG”）⁴增资 4,600 万欧元，增资完成后持有其

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。

⁴FFG 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、Wolford AG、Arpege SAS 及 Raffaele Caruso S.p.A

7.8%的股权。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”）⁵74.93%股权。上述收购标的企业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带来一定挑战。

中诚信国际关注到，公司珠宝时尚业务保持较强的品牌和渠道优势，加盟网络快速扩张，在黄金价格上涨带动下珠宝时尚板块收入呈增长态势。但2020年以来，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，公司黄金及铂金销量同比有所减少；中诚信国际将关注黄金珠宝市场景气度及新店培育情况对公司珠宝时尚板块运营效益的影响。

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，但受政策调控趋严及部分在售项目进入尾盘阶段影响，公司房地产签约销售面积及销售金额有所波动；中诚信国际将对房地产市场调控政策对公司综合体项目销售的影响以及公司部分物业项目的对外出租情况保持关注

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。目前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、昆明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。2020年前三季度，公司实现物业开发与销售业务收入99.82亿元，

同比基本持平。

从项目经营情况来看，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。2020年以来，公司加快开工及推盘节奏，新开工面积明显增加，同时签约销售金额及销售面积同比均有所增加；但受新冠疫情期间项目开发进度放缓等因素影响，竣工面积同比大幅减少。

表 3：公司房地产销售及结算数据（万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2018	2019	2020.1~9
新开工面积	54.43	48.62	99.62
竣工面积	152.64	119.37	26.35
销售面积	99.65	82.99	52.13
销售金额	187.92	136.48	98.71
结算面积	71.10	95.24	42.76
结算金额	146.97	192.19	99.82
结算单价	20,670.89	20,179.55	23,344.25

注：1、上表数据口径包含公司联营及合营项目；2、结算单价数据根据结算面积及结算金额计算得出。

资料来源：公司提供

表 4：公司主要签约销售地区及签约金额情况（亿元）

地区	2018	2019	2020.1~9
上海	11.61	13.55	5.66
北京	48.10	--	--
南京	24.26	1.43	23.41
武汉	12.24	22.99	9.71
杭州	9.77	9.76	2.15
天津	8.72	6.52	1.67
长沙	8.10	4.05	1.18
成都	8.07	16.06	11.43
三亚	4.55	22.14	12.57
苏州	4.28	7.01	3.53
宁波	3.31	6.43	8.21
合肥	30.27	6.63	2.49
安康	12.86	6.81	0.59
其他	1.78	13.10	16.11
合计	187.92	136.48	98.71

注：其他地区主要包括昆明、南通、泉州、台州、余姚等。

资料来源：公司提供

四大时装品牌。

⁵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，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。

表 5：截至 2020 年 9 月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	竣工时间
悦城花园	住宅、商业	天津	29.83	17.30	2015.9	2021.12
复地金融中心	商业	北京	23.37	19.89	2017.1	2020.12
天悦城	住宅、商业	安康	13.68	8.07	2018.5	2022.9
云谷名庭/智慧金融城	住宅、商业、办公	合肥	66.00	44.19	2015.12	2021.6
复地金融岛	商业、住宅、办公	成都	78.92	49.88	2015.8	2029.1
星悦中心	商业	宁波	42.84	32.40	2015.7	2021.5
宴南都	住宅、商业、办公	南京	42.16	39.29	2015.4	2021.4
御钟山花园	住宅、办公、商业	南京	30.84	21.18	2012.7	2022.11
金豫兰庭 2 期	住宅	上海	8.05	4.96	2018.4	2020.11
大鱼山居	住宅、商业	南京	24.98	11.83	2019.7	2022.6
崑玉国际	住宅、商业、办公	长沙	5.89	3.65	2011.11	2022.12
苏州星光耀	住宅、商业	苏州	35.16	28.00	2013.9	2021.6
南通星光域	住宅、商业、办公	南通	24.44	20.80	2015.6	2020.11
台州星光耀	住宅、商业	台州	17.58	13.62	2015.2	2021.11
泉州星光耀	住宅、商业、办公、酒店	泉州	39.05	34.26	2015.1	2021.6
中央公园	住宅、商业、办公、医院	重庆	19.67	10.78	2020.4	2021.12
复地运通府/复地时代中心	商业	北京	46.17	19.77	2018.1	2020.12
复地云极	住宅、商业	昆明	75.33	26.27	2020.2	2024.12
卡伦湖	住宅、商业、酒店	长春	41.59	7.28	2020.3	2025.9
珠海斗门岭南商业	住宅、商业	珠海	75.44	17.73	2020.9	2026.3
合计	--	--	740.99	431.15	--	--

注：悦城花园、御钟山花园、崑玉国际、台州星光耀、复地运通府/复地时代中心项目，总投资金额发生变化，主要系上述项目均为分期建设项目，2017 年之前已建设并销售完毕部分，公司不再将其列示为在建项目。

资料来源：公司提供

在建项目方面，2020 年 9 月末公司主要在建项目 20 个，计划总投资合计 740.99 亿元，已投资 431.15 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上海复地产业发展集团有限公司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。

项目储备方面，2020 年以来公司主要采用“招拍挂”、外延式并购以及地产与产业相结合的综合体拿地方式。2020 年前三季度，公司共获得 4 块土地，拿地区域位于上海、苏州、长沙及南京，土地价款合计 71.18 亿元，新增土地主要为商业办公以及住宅用地，新增有待开发土地面积 27.38 万平方米。公司项目储备较为充足，但后续去化情况有待关注。

表 6：截至 2020 年 9 月末公司主要储备项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	区域	建筑面积	总投资	预计开工时间
豫园二期	上海	14.00	79.94	--
招远豫金坊项目	招远	6.06	--	--
金豫阁	上海	2.75	5.00	--
如豫苑（原如东三号街区）	南通	21.03	15.10	2020.11
苏州虎丘北	苏州	26.24	38.00	2020.12
长沙滨江天地	长沙	31.98	31.67	2020.11
上海金山新项目	上海	12.65	10.82	2020.11
南京铁北	南京	38.86	62.00	2021.2

注：豫园二期项目（豫泰确诚商业广场项目）目前动拆迁已完成，该项目总投约 79.94 亿元，截至 2020 年 9 月末已投 42.51 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

收购项目方面，公司通过外延式并购方式不断扩大地产业务规模。2020 年 7 月，公司完成对关联方上海策源置业顾问股份有限公司（以下简称“策

源股份”)⁶的要约收购,将有利于强化公司旗下地产项目在前评估、产品定位、广告策划、销售退出、商办类物业运营等方面的实力。2020年9月,公司拟收购澄江益邦投资有限公司(以下简称“澄江益邦”)⁷100%股权,同时承接各方对澄江益邦的债权,澄江益邦具有云南省玉溪市澄江市仙湖山水国际休闲旅游度假园项目开发权。

物业租赁与管理业务方面,目前公司出租物业以商业综合体为主,主要分布在沈阳、上海、北京、南京、宁波等地。新冠肺炎疫情期间,公司对下属物业租户施行租金减免等优惠政策,但得益于对外出租物业面积同比增加,2020年前三季度公司物业租赁与管理业务收入同比基本持平。从部分出租项目来看,中街-盛京龙城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,2019年处于部分停业改造阶段,2020年10月已重新开业。

表 7: 截至 2020 年 9 月末公司部分出租物业情况 (万平方米、%)

物业名称	可供出租面积	已出租面积	出租率
中街-盛京龙城	16.48	13.13	--
天津复地活力广场	9.84	7.72	78
泉州星光耀万达广场	9.98	9.98	100
安康天贸城	4.78	2.91	61
台州星光耀广场	4.72	2.11	45
苏州星光耀广场	4.08	3.38	83

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,但公司项目储备规模较大且以综合体项目居多,后续投资压力以及地产项目去化情况需要关注,同时部分物业项目的出租率亦有待提升。

2020 年以来,受新冠肺炎疫情影响,公司餐饮及度假村业务收入同比明显减少,未来餐饮及度假村业务恢复情况有待持续关注

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。2020年前三季度,受新冠肺炎疫情影响,公司餐饮板块业务收入同比大幅减少 46.55%至 3.12 亿元。

此外,公司通过并购方式不断拓展餐饮业态及规模,2020年10月公司完成收购金徽酒股份有限公司⁸(以下简称“金徽酒”)38%股权,成为其控股股东。2020年12月,公司公告称以 45.30 亿元的价格竞得四川沱牌舍得集团有限公司(以下简称“舍得集团”)⁹70%股权,目前上述收购事项公司已

⁶策源股份核心业务分为新房交易服务、资产管理、创新投资三大业务板块,系一家在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让的股份有限公司。2020年3月,公司发布公告称基于要约价格为不超过 6.98 元/股,收购策源股份 100%股权,公司与策源股份控股股东均为上海复星高科技(集团)有限公司,上述交易构成关联交易。截至 2020 年 6 月 24 日,上述要约收购的清算过户手续已经办理完毕,公司持有策源股份 90.09% 的股份,成为策源股份第一大股东。

⁷本次收购股权转让对价为 11.84 亿元;如假设 2020 年 9 月 30 日为《股权转让框架协议》签署日,模拟推算首笔资金付款日为 2020 年 11 月 4 日,第二笔资金付款日为 2020 年 11 月 23 日,按此计算本次收购股权债权转让对价合计约为 19.2 亿元。

⁸2016 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“金徽二十年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星级”、“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,金徽酒实现营业收入 16.34 亿元,净利润 2.71 亿元。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(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;同时,公司通过要约收购方式进一步增持金徽酒,截至 2020 年 10 月末,上述交易已完成,公司合计持有金徽酒 38%股权,为其控股股东。

⁹舍得集团主营业务包括白酒生产经营、医药和玻璃瓶生产制造等,以白酒生产经营为主。截至 2020 年末,舍得集团直接持有舍得酒业股份有限公司(以下简称“舍得酒业”)29.95%股权。截至 2020 年 6 月末,舍得酒业总资产为 104.88 亿元,净资产为 59.80 亿元,2019 年实现营业收入 29.11 亿元,净利润 6.21 亿元。

舍得酒业为 A 股上市公司,主要业务为白酒产品的设计、生产销售,主要产品有高端产品品味舍得、智慧舍得、水晶舍得;中端产品沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲、陶醉;大众光瓶酒沱牌特级 T68;超高端产品天

支付完毕并完成股权登记变更，中诚信国际将对公司资金平衡以及后续业务整合协同情况保持关注。

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。2020 年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，度假村业务收入同比减少 46.67%至 4.07 亿元。

医药业务方面，公司医药业务覆盖药品生产和流通（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 2020 年 9 月末，公司共拥有 43 家零售网点（包含加盟店 4 家），其中医保定点零售药店 12 家，中医门诊部（医诊所）5 家。2020 年前三季度，得益于新增宠物健康业务¹⁰，公司医药业务收入同比增长 26.53%至 2.98 亿元。

中诚信国际关注到，新冠疫情对餐饮及度假村行业造成较大冲击，公司餐饮及度假村板块短期业绩面临下滑压力；餐饮板块复苏情况以及日本疫情态势对星野度假村的影响仍有待持续关注。此外，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，但收购标的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。

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 年前三季度财务报表。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。

2020 年前三季度，新冠疫情对公司餐饮、度假村等业务产生较大冲击，但得益于同期房地产业务毛利率小幅提升，公司营业毛利率同比基本持平；但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仍有待持续关注

毛利率方面，2019 年公司珠宝时尚产品结构优化升级带动毛利率水平有所提升；2020 年前三季度，受新冠肺炎疫情影响，公司珠宝时尚、餐饮、商业与物业综合服务等业务板块毛利率均有所下降，但得益于同期物业开发与销售业务毛利率小幅提升，公司营业毛利率同比基本持平。

表 8：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 1~9 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	162.95	7.38
物业开发与销售	4.06	59.25	146.97	29.58	192.19	29.31	99.82	31.16
商业与物业综合服务	--	--	3.33	81.29	6.11	68.62	7.16	47.23
度假村	5.81	87.04	8.20	84.90	9.48	85.35	4.07	84.10
餐饮	5.73	67.08	6.62	64.47	7.78	65.31	3.12	60.73
医药	4.62	15.57	3.33	22.29	3.39	21.00	2.98	19.36

子呼、舍不得、吞之乎等。截至 2020 年 9 月末，舍得酒业总资产为 62.92 亿元，净资产为 34.95 亿元，2019 年实现营业总收入 26.50 亿元，净利润 5.38 亿元。

¹⁰2019 年，公司取得希尔斯（Hill's）中国业务独家代理权。希尔斯是全

球最大的宠物粮品牌之一，目前希尔斯旗下有超过 200 种包括猫粮、狗粮在内的功能性宠物食品，包括宠物毛发护理、口腔护理、肝脏护理食品等。

百货等	5.45	64.13	1.60	34.02	5.12	36.24	4.47	2.36
化妆品	--	--	--	--	--	--	2.83	69.32
时尚表业	--	--	--	--	--	--	3.01	25.60
管理服务	--	--	0.95	44.33	0.49	13.47	0.28	48.25
合计	171.11	16.02	337.77	25.72	429.12	26.83	290.68	23.65

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、管理服务等；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，2019 年以来，受债务规模增长影响，公司财务费用持续增加；同时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，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增加，公司期间费用率仅小幅上升。2020 年前三季度，受债务融资规模明显增长影响，财务费用同比显著增长，带动期间费用合计以及期间费用率同比均有所上升。

公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益。2019 年公司经营性业务利润随物业开发与销售及珠宝时尚业务收入规模增加而大幅增长；对外投资和投资物业公允价值上升导致公允价值变动收益大幅增加。2020 年前三季度，批发收入占比提升导致珠宝时尚业务毛利率有所减少，加之财务费用增加，公司经营性业务利润同比小幅下降；但得益于同期招金矿业、上海复星高科技集团财务有限公司等产生投资收益同比明显增加，公司利润总额同比有所增长。

表 9：公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~9
期间费用合计	20.59	31.27	45.33	35.49
期间费用率(%)	12.03	9.26	10.56	12.21
经营性业务利润	4.64	39.66	48.55	20.44
资产减值损失	-0.04	-0.40	0.54	0.73
公允价值变动收益	-0.84	-1.58	3.47	-1.09
投资收益	4.35	7.85	2.26	5.96
营业外损益	0.51	-0.34	0.32	0.75
利润总额	8.69	45.98	54.06	25.34
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 年前三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

2020 年以来，受外延式并购事项以及房地产板块持续投入影响，公司总资产和总负债规模均保持增长态势；有息债务规模持续增长，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、收购事项等因素对公司资本结构的影响

随着公司重大资产重组完成以及持续进行外延式并购事项，公司总资产规模呈大幅增长态势。2020 年 9 月末，公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比为 65.21%。2020 年 9 月末，公司总资产规模较年初有所增长，其中应收账款大幅增加，主要系珠宝时尚业务扩张所致；存货明显增加，主要系 2020 年以来土地储备规模增加所致；其他应收款大幅增加，系要约收购金徽酒股权支付的交易保证金以及向合联营地产项目合作方预分配的项目收益；长期股权投资大幅增加，主要系同期收购金徽酒所致。

从周转率指标来看，2019 年，主要受公司加强应收账款管理等因素的影响，公司应收账款周转率小幅上升。2020 年前三季度，主要受黄金销售季节性特征以及土地储备增加的影响，公司应收账款周转率和存货周转率均有所下降。

表 10：公司部分流动资产周转率指标（X）

指标	2017	2018	2019	2020.1~9
应收账款周转率	75.78	38.24	43.79	23.37*
存货周转率	4.54	0.92	0.94	0.77*

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

随着合并范围增加以及融资规模增长，公司总负债及总债务规模均呈快速增长态势，2020 年 9 月末公司总负债中有息债务占比为 52.71%。债务方面，2020 年以来，主要受银行借款及应付债券规模

大幅增长影响，公司有息债务规模显著增长，但债务结构有所优化。截至 2020 年 9 月末，公司总债务为 391.55 亿元，其中短期债务占比 43.24%，债务结构处于较为合理的水平。从主要的经营性负债科目来看，公司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，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。

所有者权益方面，2020 年 9 月末公司所有者权益规模较年初小幅下降，一方面系收购同一控制下的策源股份导致资本公积有所减少，另一方面系公司收购地产合联营公司少数股东股权，导致少数股东权益有所减少所致。

表 11：公司部分资产负债表科目及相关指标情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	24.40	198.13	178.93	175.90
应收账款	2.17	11.95	7.64	25.52
存货	30.74	308.06	362.15	408.70
其他流动资产	4.42	39.83	65.76	61.26
其他应收款	0.99	6.84	12.07	26.30
长期股权投资	41.82	72.95	72.38	91.59
投资性房地产	78.84	136.50	182.33	184.91
商誉	2.85	7.33	11.15	16.19
总资产合计	241.16	852.54	994.53	1,100.93
短期借款	25.00	31.60	42.19	64.18
应付账款	3.96	40.75	67.55	66.39
预收账款	3.18	145.98	130.68	112.49
其他应付款	10.75	44.56	40.43	49.97
一年内到期的非流动负债	5.63	31.99	59.88	72.06
长期借款	30.84	88.79	98.36	144.23
应付债券	0.00	20.00	26.00	58.00
负债合计	127.23	530.80	629.80	742.97
股本	14.37	38.81	38.84	38.84
资本公积	9.83	111.50	113.73	108.08
未分配利润	64.04	112.03	128.99	135.41
少数股东权益	3.08	34.75	50.96	46.74
所有者权益合计	113.93	321.74	364.74	357.96
总债务	93.61	230.76	289.26	391.55
短期债务	48.66	92.05	134.80	169.30
资产负债率	52.76	62.26	63.33	67.49
总资本化比率	45.10	41.77	44.23	52.24

注：将公司 2020 年前三季度财务报表中合同负债计入预收账款列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，受债务规模增长影响，公司资产负债率和总资本化比率均呈上升趋势，截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 67.49% 和 52.24%，财务杠杆压力一般。同时，公司主要通过债务融资方式获取外延式并购所需资金，对公司财务杠杆影响有待持续关注。

2020 年前三季度，受地产业务扩张影响，经营活动净现金流呈流出态势，同期受债务融资规模大幅增加影响，筹资活动净现金流大幅流入；但优质流动资产可对公司偿债形成一定保障

现金流方面，近年来公司经营活动净现金流呈波动态势。2020 年前三季度，主要由于同期土地储备规模增加，经营活动净现金流呈流出态势；同期受收购金徽酒等收购事项影响，投资活动净现金流仍呈大幅流出状态；同时由于外部融资规模增加，筹资活动净现金流大幅流入。

偿债能力方面，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。2020 年 9 月末，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 12：公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2017	2018	2019	2020.9
经营活动净现金流	11.13	75.77	35.34	-30.58
投资活动净现金流	-5.31	-22.85	-35.82	-37.53
筹资活动净现金流	-0.37	27.40	-9.74	65.46
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	-0.10*
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 年前三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 9 月末，公司获得主要合作银行

的授信总额（含黄金租赁）为 525.30 亿元，其中尚未使用的授信额度为 201.81 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 6 月末，公司受限资产账面价值合计 269.13 亿元，包括货币资金 21.99 亿元（主要为使用受限的预售房款）、存货 124.10 亿元、投资性房地产 107.93 亿元和无形资产 0.79 亿元等，受限资产账面价值占同期末总资产的比例为 26.21%。

或有事项方面，截至 2020 年 6 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 11 月 6 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。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 豫园 S4”的信用等级为 **A-1**。

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2020年6月末）

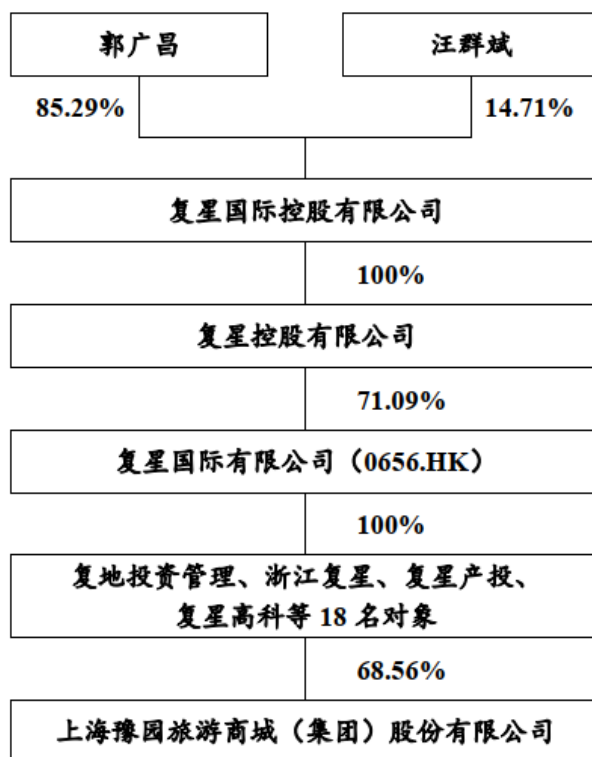
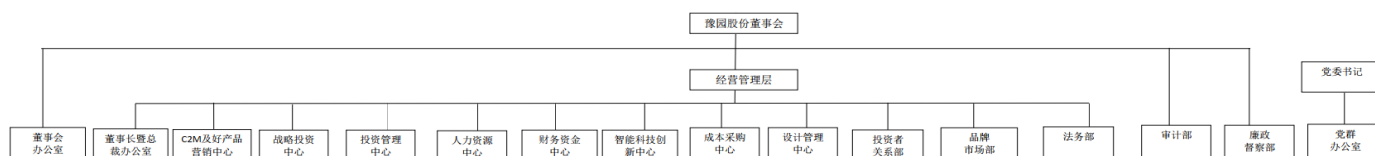


表 13：公司主要子公司情况（%）

全称	简称	持股比例
上海豫园珠宝时尚集团有限公司	珠宝时尚集团	100.00
上海老城隍庙餐饮（集团）有限公司	豫园餐饮	100.00
上海童涵春堂药业股份有限公司	童涵春堂药业	85.00
上海豫园商城房地产发展有限公司	豫园商城地产	100.00
海南复地投资有限公司	海南复地	100.00
上海星泓投资控股有限公司	上海星泓	100.00
上海闵光房地产开发有限公司	上海闵光	100.00



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	2020.9
货币资金	244,040.33	1,981,251.12	1,789,292.44	1,758,971.38
应收账款净额	21,730.91	119,544.30	76,440.05	255,210.91
其他应收款	9,879.75	49,524.53	120,659.42	263,015.82
存货净额	307,383.12	3,080,559.92	3,621,484.76	4,087,013.75
长期投资	598,523.86	856,300.52	855,873.31	996,166.10
固定资产	190,744.17	192,081.98	295,851.92	295,496.27
在建工程	1,734.68	2,229.43	35,450.49	77,067.60
无形资产	51,324.84	54,673.14	144,192.04	211,829.88
总资产	2,411,568.72	8,525,413.25	9,945,316.69	11,009,300.89
其他应付款	107,529.42	427,374.47	404,340.75	499,693.85
短期债务	486,573.79	920,522.58	1,348,007.63	1,693,022.38
长期债务	449,514.44	1,387,099.54	1,544,547.84	2,222,428.87
总债务	936,088.23	2,307,622.12	2,892,555.47	3,915,451.25
净债务	692,047.90	326,371.00	1,103,263.02	2,156,479.86
总负债	1,272,280.54	5,307,998.26	6,297,963.08	7,429,724.51
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	3,579,576.38
营业总收入	1,711,124.68	3,377,719.67	4,291,222.81	2,906,833.94
经营性业务利润	46,404.04	396,591.90	485,509.77	204,409.35
投资收益	43,476.14	78,489.21	22,584.46	59,556.09
净利润	65,773.61	342,228.93	390,615.06	186,086.25
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	-305,766.67
投资活动产生现金净流量	-53,062.18	-228,526.72	-358,168.80	-375,302.75
筹资活动产生现金净流量	-3,720.85	274,039.00	-97,403.13	654,649.57
资本支出	75,354.58	92,657.26	51,587.29	69,427.34
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	16.02	25.72	26.83	23.65
期间费用率(%)	12.03	9.26	10.56	12.21
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	6.87*
流动比率(X)	1.02	1.61	1.46	1.47
速动比率(X)	0.58	0.75	0.64	0.63
存货周转率(X)	4.54	0.92	0.94	0.77*
应收账款周转率(X)	75.78	38.24	43.79	23.37*
资产负债率(%)	52.76	62.26	63.33	67.49
总资本化比率(%)	45.10	41.77	44.23	52.24
短期债务/总债务(%)	51.98	39.89	46.60	43.24
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	-0.24*
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	--
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 年前三季度财务报表未经审计；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 年前三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 年前三季度财务报表中合同资产计入存货列示，将公司 2020 年前三季度财务报表中合同负债计入预收款项列示。

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
盈利能力	营业毛利率
	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
现金流	EBITDA 利润率
	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
偿债能力	留存现金流
	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。