

信用等级通知书

信评委函字[2018]1256D 号

上海豫园旅游商城股份有限公司：

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“上海豫园旅游商城股份有限公司2018年
度第二期中期票据”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，本期中期票据的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一八年八月二十日

上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年度第二期中期票据信用评级报告

发行主体	上海豫园旅游商城股份有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AAA
注册额度	30 亿元
本期规模	10 亿元
发行期限	3 年
偿还方式	每年支付利息，到期还本付息
发行目的	补充营运资金和偿还银行借款



概况数据

豫园股份	2015	2016	2017	2018.3
总资产(亿元)	171.56	231.79	241.16	264.02
所有者权益合计(亿元)	84.24	109.38	113.93	115.16
总负债(亿元)	87.31	122.41	127.23	148.86
总债务(亿元)	67.28	87.98	93.49	114.10
营业总收入(亿元)	175.51	156.43	171.11	56.44
净利润(亿元)	8.14	4.45	6.58	2.12
EBIT(亿元)	11.94	9.80	11.45	--
EBITDA(亿元)	13.10	11.85	13.28	--
经营活动净现金流(亿元)	-3.07	3.97	11.13	1.76
营业毛利率(%)	11.47	15.76	16.02	15.43
总资产收益率(%)	7.71	4.74	4.84	--
资产负债率(%)	50.90	52.81	52.76	56.38
总资本化比率(%)	44.40	44.58	45.07	49.77
总债务/EBITDA(X)	5.14	7.42	7.04	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.75	4.50	4.82	--

注：公司财务报表按新会计准则编制；公司 2018 年一季度财务报表未经审计；为了完整地反映公司有息债务规模，中诚信国际将各期末“其他流动负债”中的短期融资券纳入短期债务计算范围，将各期末“其他非流动负债”科目中的中期票据纳入长期债务计算范围；利息支出不包含资本化利息；因缺乏相关数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算。

分析师

项目负责人：杨傲楠 adyang@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 8 月 20 日

基本观点

中诚信国际评定上海豫园旅游商城股份有限公司（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“上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年度第二期中期票据”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了公司多元的业务、丰富的品牌资源、很高的商圈价值、黄金珠宝品牌较强的市场影响力和完善的销售渠道布局、较高价值的股权资产和畅通的融资渠道等优势；且公司重大资产重组事项顺利推进，未来其收入和利润水平将大幅提升。同时中诚信国际也关注黄金珠宝市场景气度波动及债务增加等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优 势

- **业态多元化，品牌资源丰富。**公司业态涉及黄金珠宝销售、餐饮和医药等，旗下拥有丰富的品牌资源。截至 2018 年 3 月末，公司拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个和上海市著名商标 15 个。
- **商圈价值很高。**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，其悠久的历史 and 鲜明的文化特色使豫园商圈成为上海重要的旅游商业区。豫园商圈内部物业全部为公司自持，且大部分以历史成本计价，增值空间很大。目前公司正在推进豫园二期项目的动迁事宜，未来该项目的运营将进一步丰富商圈业态，提升整个豫园商圈的吸引力和商业价值。
- **黄金珠宝品牌具备较强的市场影响力，销售渠道布局完善。**公司黄金珠宝品牌“老庙黄金”和“亚一金店”具备较高的知名度和市场影响力。此外，公司黄金珠宝销售渠道布局较为完善，截至 2018 年 3 月末门店数量达 1,868 家，包括直营连锁店 197 家、加盟门店数量 1,602 家和特约经销门店 69 家。
- **持有的股权资产价值较高。**截至 2018 年 3 月末，公司持有国内主要黄金生产企业之一的招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”，股票代码：01818.HK）以及上海银行股份有限公司（以下简称“上海银行”，股票代码：601229.SH）的股份。较高价值的金融资产可为公司流动性提供有力的支撑。
- **重大资产重组事项顺利推进。**公司向股东购买房地产项目公司股权的事项获得了证监会的核准批复。2018 年 7 月，上述股权已过户至公司，并完成相关工商变更登记手续。该事项的顺利完成将带动公司收入和利润大幅提升。
- **畅通的融资渠道。**截至 2018 年 3 月末，公司银行授信总额（含黄金租赁）为 225.22 亿元，其中尚未使用的授信额度为 139.93 亿元。且公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

关 注

- **黄金珠宝市场景气度波动。**黄金珠宝业务是公司最主要的收入和利润来源，因此公司业绩容易受到黄金消费市场前景气度的影响。
- **债务规模增长。**2017 年以来，公司债务不断增加，截至 2018 年 3 月末总债务为 114.10 亿元。且随着被收购房地产项目公司纳入合并报表，公司债务规模将进一步增长。中诚信国际将对公司债务水平保持关注。

声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

上海豫园旅游商城股份有限公司的前身为上海豫园商场，上海豫园商场于 1987 年 6 月经上海市人民政府有关部门批准，改制为上海豫园商场股份有限公司。1992 年 5 月 13 日，经沪府财贸(92)第 176 号文批准，上海豫园商场股份有限公司吸收上海豫园旅游服务公司、南市区饮食公司、上海市商业建设公司、上海旅游公司、南市区糖业烟酒公司、南市区果品杂货公司、南市区药材医药公司、南市区百货公司、南市服务公司、南市区五金交电公司、南市区合作联社、南市区工业供销公司、南洋服装工业公司、唐城实业公司、南市区粮食局十五家经济实力较强的单位，采用募集方式共同发起成立上海豫园旅游商城股份有限公司。1992 年 9 月 2 日，公司股票在上海证券交易所上市交易（股票代码 600655¹）。截至 1992 年末，公司总股本为 1.13 亿股。其后经过历年的配股、分红、资本公积转增股本以及股权转让，截至本报告出具日总股本达 38.76 亿股。截至 2018 年 7 月 19 日²，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 68.52% 的股份，是公司的实际控制人；公司注册资本为 38.76 亿元。

公司以历史悠久的上海豫园商圈为依托，目前已发展形成以黄金珠宝、餐饮、医药和房地产等板块为主的多元化经营格局。公司自身拥有较为丰富的品牌资源，截至 2018 年 3 月末，公司拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个和上海市著名商标 15 个。

截至 2017 年末，公司总资产为 241.16 亿元，所有者权益为 113.93 亿元，资产负债率为 52.76%；2017 年，公司实现营业总收入 171.11 亿元，净利润 6.58 亿元，经营活动净现金流 11.13 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 264.02 亿元，所有者权益为 115.16 亿元，资产负债率为

56.38%；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 56.44 亿元，净利润 2.12 亿元，经营活动净现金流 1.76 亿元。

本期中期票据概况

上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年度第二期中期票据拟发行 10 亿元，期限为 3 年。

本期中期票据的偿还方式为每年支付利息，到期还本付息。

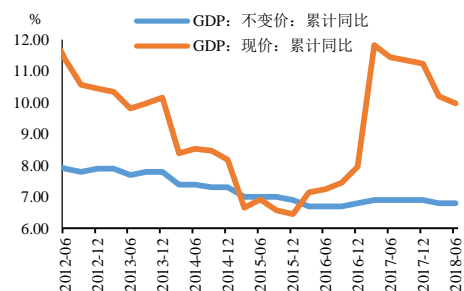
募集资金用途

公司拟将本期中期票据募集资金中的 8 亿元用于补充公司本部及下属子公司的营运资金，剩余 2 亿元用于偿还银行借款。

宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6~6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2018 年上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经

¹ 2017 年 9 月公司发布公告称，自 2017 年 9 月 13 日起，公司股票简称由“豫园商城”变更为“豫园股份”，股票代码“600655”保持不变。

² 2018 年 7 月 19 日，公司股东上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”）以自有资金约 829 万元通过上海证券交易所系统增持公司 100 万股 A 股股份，增持股份数量占截至 2018 年 7 月 19 日公司股份总数的约 0.0258%。

经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信国际认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

行业及区域经济环境

黄金珠宝行业

中国是全球第一大实物黄金消费国，黄金需求主要集中在金饰消费领域和投资领域。2016年以来，受经济增速放缓、整体消费市场疲软影响，我国黄金首饰消费需求同比大幅下滑，同时黄金避险属性使得投资需求迅速升温。根据中国黄金协会统计，2016年全国黄金消费量为975.38吨，同比下降6.74%。其中，首饰用金611.17吨，同比下降18.91%；金条用金257.64吨，同比增长28.19%；金币用金31.19吨，同比增长36.80%；工业及其他用金75.38吨，同比增长10.14%。2017年，受节日购买增加和黄金线上零售发展的影响，我国黄金首饰消费需求同比上涨10.35%；同时，对于人民币汇率走弱的担忧也使得中国金条和金币投资需求加大。根据中国黄金协会统计，2017年，全国黄金消费量为1,089.07吨，同比增长9.41%。其中，首饰用金696.50吨，同比增长10.35%；金条用金276.39吨，同比增长7.28%；金币用金26.00吨，同比下降16.64%；工业及其他用金90.18吨，同比增长19.63%。从终端零售环节来看，根据中华全国商业信息中心的统计数据，2017年，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速较上年提升3.3个百分点。

从影响黄金价格的因素来看，传统的生产与消费因素影响很小，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是近年来决定黄金价格走势的主要推动力。2015年以来，国际金价受到美联储加息预期升温影响走低，黄金价格持续下跌，截至2015年底，COMEX 黄金当月连续期货合约收盘价格为1,060.50美元/盎司，同比下跌10.42%，全年均价为1,158.72美元/盎司，同比下滑8.47%。2016年初，受美联储加息节奏放缓及英国脱欧预期增强等因素影响，国际金价开始触底反弹；下半年随着英国脱欧成功，风险逐渐释放，以及在美联储年底加息预

期背景下，国际金价于7月初达到年内高点1,367.40美元/盎司后开始回落，但全年仍呈上升趋势。截至2016年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,152.00美元/盎司，较上年末上涨8.63%，全年均价为1,250.34美元/盎司，同比上升7.91%。2017年上半年，在美联储两度加息背景下全球政治形势不确定性等风险事件引发的避险需求使得国际金价一路震荡走高，9月上旬国际金价达到年内高点1,362.40美元/盎司，此后虽小幅回调，但整体仍保持在较高水平。截至2017年末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,305.1美元/盎司，同比上涨13.29%，全年均价为1,258.79美元/盎司，同比上升0.68%。2018年1~3月，在美国债务上限危机临近、中美贸易战笼罩全球及俄罗斯与西方国家外交战升级等因素的推动下，国际金价维持高位震荡。截至2018年3月末，COMEX黄金当月连续期货合约收盘价格为1,329.60美元/盎司，较年初上涨了0.80%，一季度均价为1,331.01美元/盎司，同比上升9.06%。

图 2：近年来 COMEX 黄金当月连续期货价格图

(单位：美元/盎司)



资料来源：Choice，中诚信国际整理

总体来看，近年来国际经济形势及地缘政治的不确定性有所增加，黄金的投资及避险需求有所上升，全球黄金投资需求大幅增长，国内黄金首饰消费在2017年以来亦有所改善，对黄金价格的上涨形成有力支撑。从居民消费持续升级、婚庆消费需求具有一定的刚性以及通胀带来黄金保值增值投资需求等方面来看，未来我国黄金饰品市场仍具备良好的发展机遇。

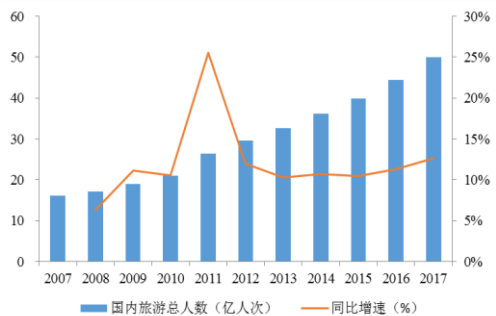
旅游行业

旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展的核心驱动力主要来自于区域经济的成长以及居民可支配收入的增加。自 2011 年以来，随着

经济增速的回落，城乡居民收入增速均呈现出放缓的态势，其中我国城镇居民年人均可支配收入增速由 2011 年的 14.1% 回落至 2017 年的 9.0%；同期，我国农村居民人均可支配收入增速从 17.9% 下降至 8.6%。尽管收入增速有所放缓，但在居民可支配收入持续增长的推动下，我国旅游行业正处于快速发展时期，目前我国已成为世界第三大入境旅游接待国和出境旅游消费国，并形成全球最大的国内旅游市场，旅游业已基本进入大众化、产业化发展阶段。

图 3：近年来国内旅游人数情况

单位：亿人次、%

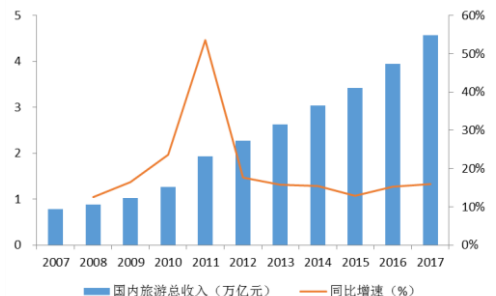


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

国内游是我国旅游市场重要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在 90% 以上。2017 年国内旅游业市场高速增长，供给侧结构性改革成效明显。国内旅游人数达 50.01 亿人次，同比增长 12.8%；全年实现国内旅游收入达 4.57 万亿元，同比增长 15.9%。随着国民可支配收入的增长，国内旅游在居民日常生活中已逐渐成为不可或缺的消费需求，未来仍具备较强的增长动力。

图 4：近年来国内旅游收入情况

单位：万亿元、%

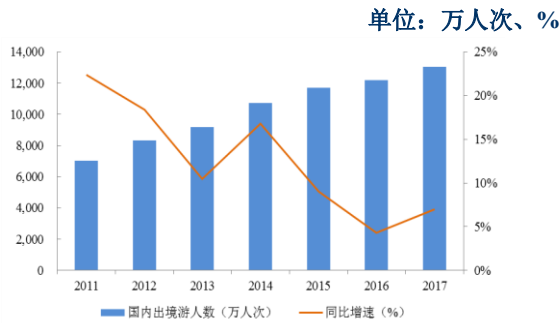


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在国内旅游市场快速发展的同时，我国出境游市场亦增长迅猛，目前中高收入人群已成为出境游市场发展的主要驱动力。根据国家旅游局数据显示，我国出境旅游人次由 2011 年的 7,025 万人次增长至

2017 年的 13,051 万人次, 年均复合增长率为 11%。

图 5: 近年来国内出境旅游情况

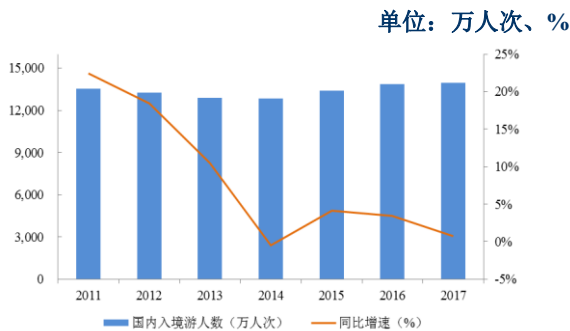


资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

受国际经济形势低迷以及中国日渐增长的境外消费需求的影响, 发达国家对华签证政策的日渐放宽, 吸引了更多的中国游客出境旅游。中诚信国际认为, 未来出境游市场具备较大的发展空间, 或将成为未来细分旅游市场中的新兴增长点。

相比于出境游的发展速度, 我国入境游人次整体增速缓慢, 入境旅游人次由 2011 年的 13,542 万人次增长至 2017 年的 13,948 万人次, 年均复合增长率不足 1%; 2017 年入境游同比增速降至 0.8%。

图 6: 近年来我国入境旅游人数



资料来源: 国家旅游局, 中诚信国际整理

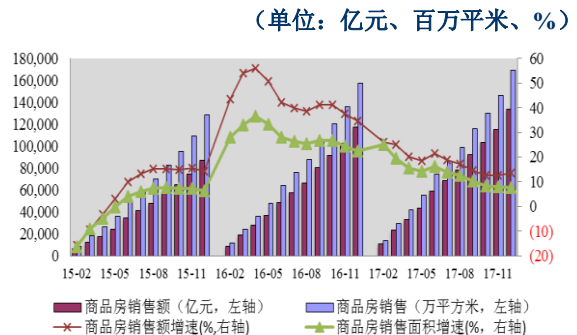
总的来看, 我国旅游市场呈现良好的发展态势。其中, 国内游目前依然是我国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场, 短期内其在我国旅游细分市场中的支柱地位将不会被动摇; 另外, 随着国内中高收入人群的扩大, 出境游市场未来将具备较大的发展空间; 同时相比于出境游的发展速度, 我国入境游市场整体增速缓慢。

房地产行业

2015 年以来, 随着一系列扶持购房需求政策的陆续推出以及央行的连续降息, 市场需求开始逐步

释放, 房地产市场需求转暖, 全国商品房销售金额和销售面积同比增速分别在 2015 年 5 月和 6 月由负转正。2015 年, 全国商品房销售金额和销售面积分别为 8.73 万亿元和 12.85 亿平方米, 同比增长 14.4% 和 6.5%。2016 年 1~9 月, 在政府“去库存”的大基调下, 整体政策环境保持宽松, 房地产市场明显复苏, 销售势头强劲, 当期全国商品房销售金额和销售面积同比分别大幅增长 41.3% 和 26.9% 至 8.02 万亿元和 10.52 亿平方米, 尤其是一线城市、部分热点二线城市 (南京、苏州、杭州、厦门等) 以及发达城市群的卫星城市 (惠州、东莞、昆山、廊坊等) 地区市场销售表现尤其突出。但为抑制房价快速上涨, 9 月底以来, 国内多个城市推出楼市调控政策, 商品房销售增幅有所放缓, 全年销售金额和销售面积同比涨幅分别收窄至 34.8% 和 22.5%, 规模分别达 11.76 万亿元和 15.73 亿平方米。2017 年, 受楼市调控政策的影响, 商品房销售增速持续放缓, 当期全国商品房销售金额和销售面积分别为 13.37 万亿元和 16.94 亿平方米, 同比涨幅分别收窄至 13.7% 和 7.7%。

图 7: 近年来全国商品房销售情况

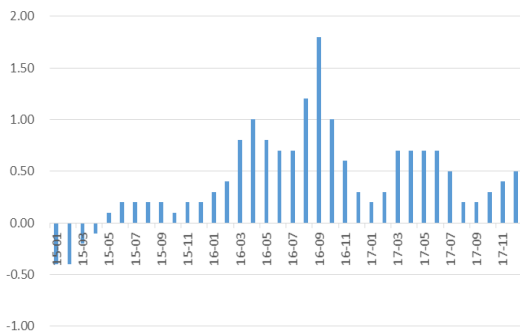


资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

商品房销售价格方面, 自 2015 年 4 月至 2016 年 9 月, 伴随着市场需求的回暖带动房地产销售价格企稳回升, 70 城市价格指数实现连续的环比增长, 且环比增幅在 2016 年 3 月份以来明显加大, 2016 年 3~9 月价格指数环比涨幅的平均值已达 1.06%, 达到近年来的高点, 部分新房库存较少的城市面临房价上涨过快的压力。但随着 2016 年 9 月底以来楼市调控政策密集出台, 并于 2017 年 3 月起加码升级, 价格指数环比涨幅开始呈现明显收缩, 从 2016 年 9 月份环比涨幅 1.80% 的高点降至 2017 年 9 月份的 0.2%, 2017 年 9~12 月价格指数环

比涨幅有所回升，但幅度仍然较小。

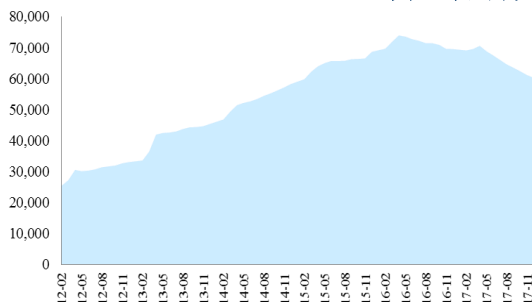
图 8：近年来全国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比
(单位：%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2015 年以来，虽然全国商品房销售情况持续好转，但由于新开工和竣工面积依旧维持在较高水平，因此全国商品房待售面积依旧攀升，2015 年末为 7.19 亿平方米，较 2014 年末继续增加 0.97 亿平方米，其中住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增加 0.45 亿平方米。在整体来看依然面临较大的去化压力。2016 年，虽然当期房地产市场销售表现良好，但由于竣工未售量的累计以及旧库存去化速度慢，当期末待售面积仅小幅降至 6.95 亿平方米；2017 年以来，随着三、四线城市持续的销售去化，2017 年末全国商品房待售面积继续降至 5.89 亿平方米，仍面临一定的库存压力，此外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城市，库存压力仍然较大，情况并未好转。

图 9：近年来全国商品房待售情况
(单位：万平方米)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

竞争及抗风险能力

股东旗下丰富的资源能够为公司的业务发展提供较强的支持

复星国际于 1992 年成立，具备优质的旅游、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。截至 2017 年末，复星国际总资产达 5,337.88 亿元，权益规模达 1,364.12 亿元；2017 年，复星国际实现收入 880.25 亿元，净利润 167.96 亿元。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。近年来，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（以下简称“武汉中北”）和加拿大太阳马戏团（以下简称“太阳马戏团”）等项目。2015 年 1 月，公司以 2.03 亿元受让复星国际另一子公司上海复地投资管理有限公司（以下简称“复地投资”）旗下的上海确诚地产公司（以下简称“确诚地产”）100% 股权，进而获得与“豫泰基地”紧邻的“侯家路 38-II”地块，合并开发上海豫泰确诚商业广场项目（即豫园二期项目），作为豫园旅游商圈的延伸和升级。

此外，近年来，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（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）发行股份，购买上海星泓投资控股有限公司（以下简称“上海星泓”）及上海闵祥房地产开发有限公司（以下简称“闵祥地产”）等 24 家房地产项目公司的全部或部分股权；同时，公司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”，实际控制人为上海市黄浦区国有资产监督管理委员会）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；2018 年 7 月，上述股权已过户至公司，并完成相关工商变更登记手续。

公司所在商圈区位优势显著，升值潜力极大

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——豫园商圈。豫园商圈是上海具有传统特色的商业中心，位于上海 700 年历史发源地——老城厢的核心，与四邻的豫园公园、老城隍庙、沉香阁等名胜古迹和人文景观融为一体，是传承上海历史文脉的重要载体，鲜明的文化特色使豫园商圈成为上海重要的旅游商业区。豫园商圈占地面积约 5.3 万平方米，建筑面积达 10 万平方米，

每年接待游客超过 3,000 万人次。公司在商圈内部运营的品牌包括老庙黄金、亚一金店；餐饮方面包括上海老饭店、绿波廊、湖心亭、松运楼、南翔馒头店等知名品牌。此外，豫园商圈内部物业全部为公司自持，且大部分以历史成本计价³，增值空间很高。

公司具有突出的品牌优势和优良的业态组合

公司旗下拥有丰富的品牌资源，如“老庙黄金”、“亚一金店”、“童涵春堂”、“上海老饭店”、“南翔馒头店”等，享誉全国。截至 2018 年 3 月末，公司拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个和上海市著名商标 15 个。此外，根据世界品牌实验室发布的 2018 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，“豫园商城”品牌以 538.68 亿元的品牌价值，位列排行榜第 76 位。公司丰富的品牌资源对其商业、旅游和文化相结合（以下简称“商旅文”）的业务模式发展起到了较强的支撑作用。

公司旗下业态组合完备，黄金饰品、餐饮、医药、百货等多个产业协同发展，满足了消费者的多种消费需求，完善了公司的商业服务功能；同时，公司依托各个产业组团式发展、向外扩张，提升了整体竞争力，为其长期可持续发展提供了保障。

持有的股权资产价值较高，为公司带来了充足的流动性

截至 2018 年 3 月末，公司直接持有招金矿业 23.04% 的股份，通过老庙黄金间接持有招金矿业 0.66% 的股份，合计持有招金矿业 23.70% 的股份，是其第二大股东；公司直接和间接持有的招金矿业股权的投资成本为 5.70 亿元，对应 H 股市值⁴为 45.78 亿港元。此外，公司还持有上海银行的股票。根据公司公告，公司于 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 11 日合计出售上海银行 1,269.52 万股，扣除成本及相关税费后，实现投资净收益 1.23 亿元；2018 年 6 月 11 日收盘后，公司持有上海银行股份 3,016.94 万股，以当日收盘价计算的市值约 4.81 亿元。公司持有的优质股权资产带来了充足的流动性。

³ 其中约 7 万平方米计入固定资产，以历史成本计量；约 3 万平方米计入投资性房地产，以公允价值计量。

⁴ 该市值以 2018 年 3 月 29 日收盘价 6.17 港元/股计算。

总体来看，公司竞争及抗风险能力极强。

业务运营

公司是一家综合性商业企业，业务涉及多个经营板块，目前已形成黄金珠宝、餐饮和医药为主，工艺品、百货及服务、食品、房地产多种产业共同发展的业态。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 175.51 亿元、156.43 亿元和 171.11 亿元，呈现一定的波动态势。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 56.44 亿元，较上年同期增加 3.00%。

黄金珠宝业务

黄金珠宝饰品是豫园股份的第一大产业，公司旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，并在此基础上组建了上海豫园黄金珠宝集团有限公司（以下简称“黄金集团”）。

2015~2017 年，公司黄金珠宝业务收入分别为 158.73 亿元、135.68 亿元和 145.45 亿元，黄金珠宝业务收入占营业总收入比例分别为 90.44%、86.73% 和 85.00%。其中 2016 年，黄金全年均价有所上升，但国内黄金珠宝消费仍然低迷，使得公司黄金珠宝业务收入呈下降态势。2017 年，国内黄金珠宝市场形势转好，公司实现黄金销售量 54,129.69 公斤，同比增长 4.03%，带动黄金珠宝销售收入同比增长 7.20%。2018 年 1~3 月，公司黄金珠宝销售收入 49.04 亿元，较上年同期增长 0.81%；当期实现黄金销售量 16,473 公斤，较上年同期下降约 2%；同期铂金销售量为 98 公斤，较上年同期大幅减少约 32%。

黄金珠宝采购

黄金珠宝业务的主要原材料为黄金和少量铂金。公司黄金原料主要来自向银行租赁黄金以及用自有资金从上海黄金交易所采购现货（包括即时采购和 T+D 延期交易采购），近年来公司使用黄金租赁形式进行采购的黄金数量占黄金采购数量的比重在 99% 以上。公司通过综合利用黄金租赁、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黄金珠宝业务环节的套期保值，有助于对冲金价波动风险。

黄金租赁业务是指公司以租赁的方式向银行租用黄金，银行将黄金租赁纳入给予公司的综合授

信额度之内，租赁到期后公司如数归还黄金，并以现金方式支付租赁利息的业务模式。公司黄金租赁期限为 3~6 个月，可根据金价波动情况提前归还部分租赁的黄金；租赁费率为市场平均水平，无需缴纳保证金。公司向银行租赁黄金和归还黄金的过程中，仅在向银行租赁黄金时有实物黄金入库，在归还黄金时从上海黄金交易所采购的黄金以提单方式转给银行并无实物黄金从公司流出。公司利用黄金租赁实现现货销售业务的逐一完全套保，即每完成一笔销售业务后及时在黄金交易所买回黄金，并如期归还黄金。目前，公司已与中国银行、建设银行、工商银行、农业银行、交通银行等展开黄金租赁业务的合作。2015~2017 年，公司黄金租赁量分别为 33,884 公斤、20,524 公斤和 20,207 公斤，呈现逐年下降的态势；其中 2016 年，受黄金消费低迷的影响，公司黄金租赁量大幅下降；2017 年，公司依托旗下的省级物流平台，逐渐推行加工商到下游加盟商的直送模式，批发业务对应的备货需求下降，当期黄金租赁量随之减少。

表 1：近年来公司黄金租赁情况（单位：公斤）

年度	黄金租赁量	年末尚未归还量
2015	33,884	8,328
2016	20,524	6,510
2017	20,207	6,579

资料来源：公司提供

在黄金租赁额度不足的情况下，公司使用黄金 T+D 延期交易业务向上海黄金交易所直接进行原材料采购。黄金 T+D 延期交易业务是以保证金方式进行交易，会员及客户可以选择合约交易日当天交割，也可以延期至下一个交易日进行交割，同时引入延期补偿费机制来平抑供求矛盾的一种现货交易模式。在预期黄金价格上涨时公司通过适当买入（多头）操作，锁定原材料价格成本；并在预期黄金价格下跌时通过适当卖出（空头）操作，降低因黄金价格下降带来的经营风险，以平滑经营业绩。2018 年 3 月末，公司拥有黄金 T+D 多仓 266.40 公斤，合约价值为 7,190.94 万元；同期末拥有黄金 T+D 空仓 824.70 公斤，合约价值为 2.23 亿元。

黄金珠宝加工

生产加工方面，公司的黄金珠宝产品加工主要

采用委托加工的方式，年加工黄金量可达 40 吨以上。公司自有的上海本地加工厂受场地、设备及工艺水平的限制影响，主要服务于本地客户的小规模订单。2015~2017 年，公司自有金厂加工量分别为 7,780 公斤、6,265 公斤和 8,120 公斤，占黄金加工量的比例不到 20%。

公司委托深圳地区的多家加工厂进行黄金珠宝产品的加工。此种模式下，由加工企业先垫付原料加工，产品加工完成后由加工企业负责运送回上海交付公司下属的黄金销售企业，待双方交接后，公司会通过黄金租赁或购买现货的方式准备原材料，然后由加工企业凭提料相关资料到指定的深圳当地银行提取原料以结清先前垫付的原料。在委托加工厂商的选择上，公司通过对加工厂管理品质和单体或整体的加工量的综合考量，严格验收授牌，并每年与委托加工厂签订质量合同以保障委托加工产品质量。

表 2：2017 年黄金珠宝业务前五大供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购额	采购额占总采购额的比例
上海黄金交易所	72.04	44.70
深圳市翠绿首饰制造有限公司	2.88	1.80
深圳市粤豪珠宝有限公司	2.04	1.30
深圳市尚金缘实业有限公司	1.56	1.00
深圳市百爵实业发展有限公司	1.39	0.90
合计	79.91	49.70

资料来源：公司提供

公司亦通过投资参股形式进驻黄金产业链的上游环节。2004 年 4 月，公司发布公告，称其为进一步加强公司黄金产业的整体实力，健全黄金饰品产业链，与山东招金集团有限公司、上海复星产业投资有限公司（简称“复星产投”）和上海老庙黄金有限责任公司（以下简称“老庙黄金”）等共同投资发起设立招金矿业。截至 2018 年 3 月末，公司直接持有招金矿业 23.04% 的股份，通过老庙黄金间接持有招金矿业 0.66% 的股份，合计持有招金矿业 23.70% 的股份，是其第二大股东；公司直接和间接持有的招金矿业股权的投资成本为 5.70 亿元，对应 H 股市值⁵为 45.78 亿港元。

⁵ 该市值以 2018 年 3 月 29 日收盘价 6.17 港元/股计算。

黄金珠宝销售

公司黄金珠宝销售品类以黄金、铂金及少量的镶嵌类饰品。近年来，公司黄金和铂金销售量呈现波动的趋势，2015~2017年，黄金销售量分别为66,829公斤、52,034公斤和54,130公斤；其中2016年，国内黄金珠宝消费景气度整体不旺，使得黄金和铂金销售量均有所回落；但2017年，国内黄金珠宝市场形势转好，带动公司黄金销售量有所回升。但在铂金珠宝市场低迷的背景下，公司缩减铂金销售规模，2015~2017年铂金销售量分别为895公斤、755公斤和535公斤。近年来，为顺应消费升级趋势、加强业务稳定性及提升盈利能力，公司加大了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；2017年，公司镶嵌类饰品销售收入占黄金珠宝销售收入的比例为2.68%。

表3：近年来公司黄金和铂金销量情况（单位：公斤）

	2015	2016	2017
黄金	66,829	52,034	54,130
铂金	895	755	535

资料来源：公司提供

黄金集团实行一个主体下的双品牌错位经营，“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。截至2018年3月末，公司“老庙黄金”品牌拥有门店1,622家，“亚一金店”品牌拥有门店246家。2017年，公司“老庙黄金”实现销售额117.20亿元，同比增长14.20%；“亚一金店”销售额为8.21亿元，同比下降23.07%。

公司黄金珠宝业务主要包括批发和零售两种形式。零售模式下公司通过下属的黄金销售企业将黄金饰品出售给直营门店；批发业务是加盟店和经销商的主要经营模式，在该模式下，加盟商和经销商从公司下属的黄金企业处批发黄金饰品。公司黄金珠宝板块收入主要来源于批发业务，2017年实现批发业务收入111.66亿元，零售业务收入为33.79亿元。

表4：近年来公司黄金珠宝批发与零售收入情况

单位：亿元	2015	2016	2017
黄金批发业务	121.25	103.81	111.66
黄金零售业务	37.48	31.86	33.79

合计 158.73 135.68 145.45

资料来源：公司提供

目前公司黄金珠宝业务主要的批发客户均具备一定销售渠道优势，包括上海东方电视购物有限公司、重庆百货大楼股份有限公司等。2017年，公司黄金珠宝业务前五名销售客户销售金额合计36.51亿元，占销售总额比重为25.10%。

表5：2017年黄金珠宝业务前五大下游客户情况

（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	销售额占黄金珠宝业务收入的比重
上海黄金交易所	19.03	13.10
中国银行	14.56	10.00
重庆百货大楼股份有限公司	1.32	0.90
安徽唯艺珠宝有限责任公司	0.85	0.60
重庆恒豪珠宝有限公司	0.75	0.50
合计	36.51	25.10

资料来源：公司提供

从销售渠道来看，公司的直营店分为两种模式：一种是专卖旗舰店，另一种是商场店中店。专卖旗舰店指公司在百货商场外开设的专门销售各类珠宝首饰的店铺；专卖旗舰店是公司向终端消费者展示公司形象的最主要场所。商场店中店指公司在大中型百货商场中开办的专柜。公司加盟店的具体运作方式是加盟商（公司或个体经营者）与公司签订特许经营合同后，加盟商获得公司授权并从事“老庙黄金”或“亚一金店”的运营，公司要求加盟商只能销售其旗下品牌，加盟商买断货物，使用“老庙黄金”或者“亚一金店”的品牌进行经营。经销模式下经销商在销售公司旗下黄金珠宝品牌的同时亦可销售其他品牌的产品。此外，公司一般在每年春节和10月之前召开黄金订货会，这是开展旺季促销的一种重要形式。

黄金珠宝备货、运输、保管等业务环节的跨区域管理难度较大；为了实现业务的较快扩张，公司主要在上海及华东地区开设直营门店进行深耕，而在上海以外地区则多采用特许加盟等方式进行扩张。此外，为了实现对各区域加盟商的深度管控，公司在2017年建立了省级物流平台，由从业经验丰富、渠道开拓能力强的加盟商负责运营；该平台承载了渠道开拓、培训服务、授信担保、供应链物流服务、品牌推广、管理输出及公共关系维护等功

能。加盟模式管理结构垂直化，公司针对省级物流平台建立年度考评机制，包含了财务指标及非财务指标，其中财务指标涉及黄金克重、开店数量及应收账款规模等。

门店管理方面，公司结合门店所处商圈特点和开业时间，把门店进行分类为旗舰店、主力店、标准店与战略店四类，并针对不同类别门店配以业绩提升策略；同时，对四类门店进一步按照运营利润贡献绝对值进行排名，实施精细化管理。对连续三个月业绩不佳门店进行密切关注，进行实地调研与讨论后提出“止亏”整改办法，最终将无法实现整改目标的店面关闭。

截至 2018 年 3 月末，公司黄金珠宝门店数量达 1,868 家，包括直营连锁店 197 家，加盟门店数量 1,602 家，特约经销门店 69 家。直营连锁店方面，公司已形成了以上海市场为核心，覆盖全国多个省市的门店布局；截至 2018 年 3 月末，公司位于上海及上海以外地区的直营店分别为 137 家和 60 家；公司在豫园商圈内部共有三家直营门店，分别为老庙黄金景容楼店、老庙黄金旗舰店和亚一金店。近年来，公司根据区域市场和各门店效益情况对网点进行盘点和清理，使得直营门店数量有所减少。特约经销门店方面，一部分黄金珠宝经销商因承受黄金珠宝销售不旺以及公司信用政策收紧的压力而退出；同时，由于加盟店在品牌专注度和销售动力方面普遍胜于经销店，公司通过提供营销资料和培训等福利，鼓励部分经销商将门店转型成为加盟店，使得特约经销门店的数量大幅下降。加盟门店方面，公司主要采取特许加盟的形式实现渠道扩张，加盟门店数量大幅增加。从持有物业的情况来看，公司位于豫园商圈之外的直营店以租赁物业为主。2018 年一季度，公司基于下游销售与回款等方面的考核情况，清理了一部分加盟门店，使得 2018 年 3 月末加盟店数量有所回落。从持有物业的情况来看，公司直营店中租赁物业门店居多；截至 2017 年末租赁物业门店为 191 家，建筑面积合计 1.20 万平方米，租赁门店建筑面积占直营店总建筑面积的比例为 56%。近年来，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，2017 年公司黄金珠宝业务实现网上销售收入 1.80 亿元。

表 6：近年来公司黄金珠宝零售门店情况

单位：家	2015	2016	2017	2018.3
直营连锁店数量	214	211	196	197
加盟门店数量	1,244	1,339	1,688	1,602
特约经销门店数量	358	278	69	69
合计	1,816	1,828	1,953	1,868

资料来源：公司提供

销售定价方面，公司黄金珠宝产品针对批发和零售两种模式分别定价。批发价是对加盟商、经销商和公司内部连锁各门店的销售价格。2016 年及以前，公司批发价格通常是在每克黄金原料价⁶的基础上加一定金额的毛利(包括加工费等)构成。但 2017 年以来，公司将普货的固定加价额改为固定加价率；并推动精品的计价方式由计“克”向计“件”转变，其较高的毛利率（通常在 20% 以上）可覆盖短期金价波动带来的影响。零售定价则是针对消费者的价格，一般是在进货价的基础上加计一定金额的毛利构成。

结算方面，公司直营门店销售款当天营业结束后及时解款入账，而对于加盟商和经销商的货款回笼安排，企业制定了一套内部管理办法。对于零售客户和经销商，公司销售结算方式为现款现货。加盟商方面，公司在每次订货会之前对有授信资质的加盟商提供临时授信，授信期限取决于公司在每季度对加盟商的信用等级评估结果，具体评估维度包括对方近一年的拿货量、回款情况及合作年限等；一般情况下，加盟商和经销商先付 20% 的货款提货，其余 80% 货款在提货后 30 天内付完。

总体来看，黄金珠宝饰品业务作为公司的核心产业，已形成了较为完善的销售网络格局。同时，公司利用黄金租赁方式等工具锁定价格风险，有利于业务的良好经营；2017 年以来，国内黄金珠宝消费的回暖有利于公司黄金珠宝板块业绩提升。但中诚信国际仍将关注黄金珠宝市场景气度波动及公司销售渠道优化等因素对其经营效益的影响。

餐饮业务

餐饮业务是公司另一大收入和利润来源，主要由下属子公司上海老城隍庙餐饮集团有限公司（以

⁶ 该价格为当天牌价，而非库存入库价格。

下简称“豫园餐饮”)负责运营。豫园餐饮经营休闲小吃、正餐和美食广场等多种业态,其中“绿波廊”、“上海老饭店”、“南翔馒头店”等传统餐饮品牌在上海及长三角区域具有较高的认知度。

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。近年来,为应对餐饮市场疲软的情况,公司继续积极推进大众消费营销、加强网络营销和主题营销,并通过举办“老上海、老城厢、老味道”美食文化节和“豫园中国日(节)非遗文化技艺展”等活动进行营销推广,使得餐饮板块实现稳定经营。2015~2017年及2018年1~3月,公司餐饮板块分别实现收入5.69亿元、5.58亿元、5.73亿元和1.42亿元。

截至2018年3月末,公司在国内的餐饮门店数量为21家,其中自有物业门店为11家,建筑面积合计3.10万平方米;租赁物业门店为10家,建筑面积合计0.39万平方米。公司旗下的上海老饭店、绿波廊及和丰楼等9家核心餐饮门店主要位于豫园商圈内,豫园商圈充足的客流为公司餐饮业务的平稳经营提供了较好的保障。2017年,公司位于豫园商圈内的9家门店营业收入占餐饮业务收入的比重为80.50%。

近年来,公司以“南翔馒头店”、“绿波廊”和“上海老饭店”等品牌为依托,积极推进品牌的外埠扩张,即以上海为中心,向周边及国内一线城市进行市场拓展,逐步开拓东南亚等海外市场网络。公司在海外的门店以加盟店为主,收取3%的品牌使用费;公司负责前期开店培训,门店移交后通过每年进行巡检、财务监控等方式对海外加盟店进行管控。

2018年6月22日,公司发布公告称,拟以总价16.38亿元收购苏州松鹤楼饮食文化有限公司(以下简称“松鹤楼饮食文化”)100%股权和苏州松鹤楼餐饮管理有限公司(以下简称“松鹤楼餐饮”)100%股权。其中,松鹤楼饮食文化拥有苏州市历史文化中心城区约3.40万平米的商用物业,主要集中于观前街商圈和石路商圈;该公司还持有苏州肯德基有限公司20%股权,参与发展快餐连锁业务,同时运营苏州五芳斋和新聚丰等多个苏州老字号。松

鹤楼餐饮是一家主营中式正餐连锁的知名餐饮管理公司,运营松鹤楼餐饮及食品业务,目前在苏州、上海、北京、无锡拥有16家直营门店、1家合营店和4家加盟店,并配设了1个中央厨房和供应链中心及1个食品加工厂。截至2018年6月29日,上述收购标的审计、评估工作已完成,且董事会已同意公司根据《股权转让协议》的规定进行股权交割及支付款项。截至2018年4月30日,经审计后的松鹤楼饮食文化资产总额为17.48亿元⁷,所有者权益为5,175.07万元;2017年营业收入为3.37亿元,净利润为3,518.65万元。截至2018年4月30日,经审计后的松鹤楼餐饮资产总额为10.22亿元,所有者权益为-8,124.54万元;2017年营业收入为2.80亿元,净利润为-1,748.17万元。若本次收购顺利完成,或将有利于公司丰富餐饮业态及门店布局,打造中华传统文化及品牌集群,提升餐饮板块的市场竞争力与业绩水平。

总体来看,公司旗下拥有多家上海知名餐饮企业,品牌资源丰富。近年来,依托豫园商圈的客流效应,公司餐饮业务运营平稳。中诚信国际将关注到餐饮市场竞争激烈及原材料、人力和租赁等成本上涨对公司餐饮业务的影响,以及收购事项的进展。

医药业务

公司医药品牌“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。

公司的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。截至2018年3月末,公司拥有46家零售网点(包括连锁门店及参茸精品店\柜),网点中包括医保定点零售药店11家,中医门诊部(诊所)3家。2015~2017年,公司医药业务收入分别为5.17亿元、5.17亿元和4.62亿元;其中2017年,“两票制”政策的实施对现有医药流通体系带来冲击,使得公司医药业务收入同比有所下降。2018年1~3月,公司医药业务收入为0.93亿元,较上年同期下降30.28%。

⁷ 该数据及下文松鹤楼饮食文化资产和松鹤楼餐饮的财务数据均为合并报表口径数据。松鹤楼饮食文化持有松鹤楼餐饮55%的股份,将其纳入合并报表范围。

目前，饮片公司主要加工和生产冬虫夏草、铁皮枫斗、野山人参、参茸贵细药材等精制优质饮片品牌系列产品；制药公司主要生产和经销“六味地黄丸”、“良园枇杷膏”、“小柴胡颗粒”等系列产品。饮片公司的原药材供应商主要为上海华宇药业有限公司。药业公司下属的药品批发部和连锁公司以经销代理为主，目前已取得了“片仔癀”、“金水宝胶囊”等产品的上海地区独家代理权、“奥扎格雷纳”粉针剂的上海一级独家总代理权以及香港念慈庵“蜜炼川贝枇杷膏”、“复方银翘氨敏胶囊”、“川芎茶调片”、“银黄冲剂”和“黑骨藤胶囊”等产品的代理商资质。近年来，公司医药业务收入主要源于“金水宝胶囊”、“醒脑静注射液”、“盐酸多柔比星脂质体注射液”和“片仔癀”等产品。

为了应对医疗改革措施带来的冲击，公司将从渠道和产品两个维度培育业务增长点。渠道方面，公司已搭建了“小鹿医馆”与线下“童涵春堂中药配方”的 O2O 平台，该平台已在 2018 年 5 月进入试运行阶段。公司还计划通过独家代理的方式拓展“童涵春堂”旗下经典中成药产品的销售业务。产品方面，公司将深度挖掘“童涵春堂”品牌内涵，研发“进口西洋参片袋泡茶”和“灵芝破壁孢子粉”等养生产品，并逐步形成覆盖全国市场的销售网络。

总体来看，“童涵春堂”品牌在中医养生等领域已形成较强竞争力和较高市场知名度，同时公司取得了多种药品在上海的代理资质。但受医疗改革推进的影响较大，公司医药业务收入有所下滑；中诚信国际将持续关注行业政策调控等外部因素及公司自身应对措施对其医药业务经营的影响。

房地产业务

房地产板块方面，2015~2017 年，公司房地产板块分别实现业务收入 0.05 亿元、0.004 亿元和 4.06 亿元；2018 年 1~3 月，公司房地产业务结转收入 0.65 亿元。公司已开发项目包括沈阳一世界、金山豫园雅郡（普通住宅）和北京御茗苑等项目。

住宅方面，近年来公司主要推进的住宅项目为豫金项目。截至 2018 年 3 月末，豫金项目已投资 5.60 亿元，其中一期项目于 2017 年 1 月开盘销售，

2017 年实现签约销售金额 5.05 亿元，结转收入 4.06 亿元；二期项目尚未开发。

表 7：近年来公司豫金一期项目经营情况

	2017	2018.1~3
合同销售面积（万平方米）	2.80	0.13
合同销售金额（亿元）	5.05	0.26
销售均价（万元/平方米）	1.80	1.95
销售回款（亿元）	4.62	0.49
结转收入（亿元）	4.06	0.34

资料来源：公司提供

公司下属子公司沈阳豫园商城置业有限公司（以下简称“沈阳豫园置业”）主要负责开发和运营豫珑城项目。豫珑城项目位于沈阳故宫旁的中街商圈，总建筑面积为 16.37 万平方米，总投资 18.90 亿元，于 2015 年 12 月正式营业。截至 2018 年 3 月末，豫珑城项目出租面积为 3.99 万平方米，入驻商户为 74 家。受辽宁地区经济下滑及商业地产竞争激烈等因素影响，豫珑城项目经营情况不佳；2016~2017 年，沈阳豫园置业净利润分别亏损 1.30 亿元和 1.71 亿元。公司预计沈阳豫园置业可在 2019 年实现 EBITDA 的扭亏。中诚信国际将对豫珑城项目的培育及其经营效益保持关注。

表 8：截至 2018 年 3 月末公司主要出租物业情况

（单位：万平方米、%、万元）

物业名称	建筑 面积	出租面 积	出租率	2017 年 租金收入	租约期限
北京御茗苑	1.49	1.49	100.00	1,952	2023 年 11 月
沈阳一世界	1.92	1.57	82.00	513	2021 年 12 月
沈阳豫珑城	16.37	3.99	80.93	1,181	2026 年末

注：公司出租物业时分别与每家商户签订租约，表中“租约期限”系指最晚的租约到期时间。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司依靠豫园商圈的经营经验和在黄金珠宝、餐饮、旅游商品等品牌方面的资源优势，积极推动“商旅文”模式的地产业务发展。2015 年 1 月，公司以 2.03 亿元的对价受让关联企业复地投资旗下的确诚地产 100% 股权，进而获得与公司旗下豫泰基地（沉香阁路 38-I 街坊地块）紧邻的侯家路 38-II 地块，两幅地块合计约 2.10 公顷土地。公司在两幅地块基础上统筹开发豫泰确诚商业广场项目，实现豫园商圈的延伸与升级。公司豫泰确诚商业广场项目预计总投资约 67.00 亿元（不含土地

成本),其中确诚商业广场总投资 31.00 亿元,豫泰商业广场总投资 36.00 亿元。针对豫泰确诚商业广场项目,公司计划通过银行借款与自筹方式融资。2017 年,公司推进该项目地块的动迁征询工作,截至 2018 年 3 月末,豫泰确诚商业广场已累计投入资金 33.90 亿元,签约率达到 98.98%,项目计划于 2019 年 6 月开始建设,于 2022 年完工。目前,豫园商圈承担的商业功能已基本饱和,在扩大空间容量和安保等方面面临一定的压力;若豫泰确诚商业广场项目顺利开发和运营,将有助于分担豫园商圈的客流压力,并进一步丰富商圈业态,提升整个豫园商圈的吸引力和商业价值。但值得注意的是,目前该项目动迁进程缓慢,中诚信国际将对其开发进展及后续资金压力保持关注。

根据公司 2018 年 5 月 12 日发布的《上海豫园旅游商城股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书(修订稿)》,豫园股份拟向浙江复星等 16 名对象(以下简称“原投资者”)发行股份,购买上海星泓及闵祥地产等 24 家房地产项目公司的全部或部分股权;同时,公司拟向黄房公司发行股份,购买其持有的新元房地产 100% 股权。根据各方签署的《发行股份购买资产协议》的约定,上述两项交易互为前提。本次交易中,星泓投资等 24 家公司的全部或部分股权评估作价约为 223.62 亿元,新元房地产 100% 股权的评估作价约为 16.15 亿元;标的资产评估作价合计 239.77 亿元。本次重组交易金额占公司 2016 年度经审计的合并财务报告期末总资产 231.79 亿元的比例达到 50% 以上,构成重大资产重组。本次交易中,浙江复星等 16 名交易对象以其持有的标的公司资产认购公司发行股份 22.75 亿股,黄房公司认购公司发行股份 1.64 亿股。本次交易完成后,郭广昌通过复星高科、复星产投及 16 家交易对象间接持有公司 68.49% 的股份,持股比例大幅上升⁸;同时黄浦区国资委通过黄房公司等持有公司 8.70% 的股份。2018 年 7 月,上述股权已过户至公司,并完成相关工商变更登记手续。

本次交易完成后,上海星泓及闵祥地产等 24

家房地产项目公司将成为公司控制的下属企业,新元房地产持有的毗邻豫园商圈的核心物业也将成为公司的重要资产。此外,公司发布了本次交易完成后的经上会会计师事务所(特殊普通合伙)审阅的备考财务数据,本次交易对公司 2017 年度财务指标的影响如下表所示:

表 9: 本次交易前公司 2017 年度合并报表主要财务指标及本次交易后未经审计备考合并主要财务指标对比情况

	2017	
	本次交易前 (合并)	本次交易后 (备考合并)
总资产(亿元)	241.16	651.26
总负债(亿元)	127.23	390.76
资产负债率(%)	52.76	60.00
营业收入(亿元)	171.11	315.07
净利润(亿元)	6.58	33.36

资料来源:公司公告,中诚信国际整理

根据上述交易相关的《盈利预测补偿协议》,原投资者对主要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进行了业绩承诺,即未来注入上市公司的标的资产在 2018~2020 年经审计扣非净利润⁹合计数总额不低于 70 亿元,且剩余资产总体在利润补偿期末不发生减值。

总体来看,近年来,公司豫金项目结转情况较好,为公司补充了一定的收入。随着重组事项顺利推进,公司业绩水平将大幅提升。同时中诚信国际将对豫泰确诚商业广场项目进展、豫珑城项目培育以及房地产项目公司并表带动公司债务规模增长等情况予以关注。

度假村及百货等业务

度假村板块也是公司“商旅文”业务布局的重要构成。2015 年 11 月,公司下属子公司株式会社新雪以交易对价约 184 亿日元收购株式会社星野 Resort Tomamu(以下简称“株式会社星野”)100% 股权。

株式会社星野主要持有位于北海道的 Tomamu 滑雪度假村(以下简称“星野度假村”),该度假村具备 757 间酒店客房(不包括尚未投入使用的 710

⁸ 本次交易前的持股比例为 26.45%。

⁹ 即扣除非经常性损益后归属于上市公司所有者的净利润。

间客房)、25 道滑雪场和 18 洞高尔夫球场等设施。收购事项完成后,公司委托星野 Resort 公司¹⁰运营管理星野度假村。株式会社星野的营业收入来源于酒店、滑雪、餐厅、商铺和教堂婚庆等多个业态,其中酒店业务收入最大,占度假村业务收入的比重在 40%左右。近年来,株式会社星野通过优化营销策略和降本增效等措施逐渐改善经营效益。一方面,株式会社星野在旺季适当提价,在淡季以优惠活动吸引顾客,使得酒店和滑雪项目客流大幅增加,从而提高酒店入住率。另一方面,株式会社星野加大对人工、营销费用及费用化设备投资的控制。2017 年,公司实现度假村业务收入 5.81 亿元,同比增长 16.81%。2018 年 1~3 月,公司度假村业务收入为 3.11 亿元,较上年同期增加 65.83%,主要受益于度假村更新改造工程的完成。

表 10: 近年来公司星野度假村内部酒店经营情况

(单位: %、元/间/天)

	2016	2017	2018.1~3
入住率	74.10	89.20	91.50
平均房价	1,447	1,565	1,802

注: 2017 年平均房价按汇率 0.05788 人民币/日元折算; 2018 年 1~3 月按汇率 0.05907 人民币/日元折算。

资料来源: 公司提供

2016 年,公司与国际知名度度假村开发商 Club Med Asia S.A.(以下简称“Club Med”)达成合作; Club Med 负责对星野度假村中尚未投入使用的 710 间客房以及相应的配套设施进行经营管理,并在星野度假区外设立度假村 Club Med Tomamu。星野度假区更新改造工程项目包括上述 Club Med 负责实施的改造以及星野度假村自行更新部分,总投资为 8.33 亿元;截至 2018 年 3 月末,星野度假村自行更新部分及 Club Med 的改造已投资 6.43 亿元。2017 年 12 月,星野度假村部分未投入使用的客房改造完成,Club Med Tomamu 亦开业运营。Club Med Tomamu 拥有 341 间客房以及接待中心、餐厅、酒吧等服务配套设施,还有专为各年龄段儿童准备的俱乐部;此外,Club Med 与星野度假村共享雪道、泳池及缆车等设备。

其他业务方面,2015~2017 年,公司百货等业

务分别实现收入 5.42 亿元、5.03 亿元和 5.45 亿元,总体较为稳定;2018 年 1~3 月,公司百货等业务收入为 1.29 亿元。公司百货等业务主要包含经营租赁、物业管理、食品销售和百货销售等。其中经营租赁主要是指豫园商圈商铺出租;2017 年,公司将豫园商圈部分物业的用途调整为租赁,加之租金价格上涨,使得经营租赁收入同比提升 29.90%至 2.27 亿元。百货销售业务主要是向豫园商圈内旅游观光人群销售传统工艺品及旅游纪念品。公司食品业务由下属子公司上海老城隍庙食品有限公司开展,公司立足城隍庙特色食品开发,“老城隍庙”五香豆、梨膏糖等旅游休闲食品深受消费者喜爱,形成了鲜明的产品特色。

总体来看,近年来,公司采取的营销策略和降本增效措施效果良好,加之更新改造项目完工投运,带动度假村板块收入规模显著增长。从其他业务来看,尽管百货和食品等业务规模较小,但其特色商品有助于强化豫园商圈作为“上海文化名片”的地标属性、增强客流吸引力,进而促进黄金珠宝等主营业务的发展。

战略规划

战略规划方面,公司将进一步定位于中国家庭消费升级、中国传统文化复兴的需求和趋势,坚持产业运营与产业投资双轮驱动,持续更新优化上海城市文化名片知名品牌“豫园商城”,努力打造移动互联网和新零售时代背景下,珠宝时尚、餐饮食品、品质生活、旅行服务等成长行业的快乐时尚生态系统。

黄金业务板块方面,公司将以中产阶级家庭客户为主要目标客户,进行渠道、产品结构及品牌形象的升级。渠道方面,公司逐渐提高直营店数量占比,将直营终端布局延伸至上海以外主要省会城市及地级城市的核心商业圈;同时,公司加盟网络将保持快速扩张态势。产品方面,“老庙黄金”品牌将好运文化提炼为更细化的“福”、“禄”、“寿”、“喜”和“财”五运概念,在这五运条线下设计研发更多五运系列品牌新品并打造爆款产品。“亚一金店”品牌产品亦将以黄金为主,但侧重于打造高性价比黄金产品,以三四线城市作为主力市场。

¹⁰ 公司收购株式会社星野之前,星野 Resort 公司持有株式会社星野 20% 的股权。

餐饮方面，公司将明确品牌内涵和产品定位，以增强客户黏性，有望在豫园商圈的升级改造中率先完成多个品牌的旗舰店模型，并为部分品牌的连锁发展打下较好基础，同时积极拓展餐饮品牌食品大类的拓展和延伸。公司也将积极筛选餐饮领域具有互补属性的投资标的，以期进一步完善餐饮集团品牌组合和口味组合，将餐饮集团打造成为代表中华饮食文化的一流企业。

房地产板块，公司房地产业务和其他板块共同构成公司“快乐、时尚”战略的重要组成部分。通过与复星系医药与金融板块资源的嫁接，公司致力于在核心城市打造著名地标。随着各地产项目的推进，公司将不断增强在招商策划、运营管理及市场营销方面的核心竞争力。此外，公司在自行开发的同时，亦将择机开展外延式并购。

度假村等业务方面，公司以战略投资方式先后布局了秀场演艺、滑雪度假和匠人定制等产业，未来将通过持续的投后管理服务提升企业价值，并力争实现多个业务之间的协同效益。

2018年4月，公司发布公告称，拟出资1亿元人民币，通过增资浙江复逸化妆品有限公司（以下简称“浙江复逸”）持有其15.28%的股权，进而间接持有以色列化妆品品牌公司AHAVA的股权。浙江复逸既是一家特殊目的实体公司，持有以色列化妆品品牌公司AHAVA¹¹的100%股权，也是复星高科在中国国内化妆品业务运营的主要平台。截至2017年末，浙江复逸资产总额为7.26亿元，所有者权益为5.34亿元；2017年营业收入为3.72亿元，净利润为-0.14亿元。本次关联交易由公司董事会审议批准后实施，无需股东大会审议。通过投资收购浙江复逸，公司将进一步丰富和充实“快乐时尚”战略版图中的品牌及产品资源。

总的来看，公司大力开展多元化战略布局，规划的有效实施将助推各项主营业务的协同发展。

管理

产权结构

¹¹ AHAVA 是全球公认的以色列国宝级化妆品品牌，以色列著名旅游纪念品之一；该品牌拥有 27 年历史，是唯一一家在死海边设立工厂的化妆品公司，拥有开发死海的宝贵优势；旗下产品线完整，分为“脸部护理”、“身体护理”、“死海植物护理”以及“男士护理”4 个大类，共 10 条产品线，92 款单品，在 27 个国家和地区销售。

截至 2018 年 7 月 19 日，郭广昌作为公司实际控制人，通过复星国际的 18 家控股子公司间接持有公司 68.52% 的股权。

治理结构

公司根据相关法律法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层等决策、监督机构和经营管理团队，建立并不断完善各项议事规则和内部控制制度，以健全公司治理结构，规范运行机制。公司在经营管理方面具有较强的独立性，与控股股东在资产、财务、人员、业务和机构等方面完全分开，控股股东主要通过股东大会、董事会行使股东权利。

管理水平

公司根据业务发展及经营管理需要设置部门，并不断对部门设置进行优化调整。通过制度化管理，公司各职能部门之间职责明确，在业务开展中既保持应有的独立性，也能保持协作顺畅。公司本部主要行使对下属企业投资管理的职能，通过公司高管兼任下属核心子公司董事长，向下属子公司推荐、委派董事、高级管理人员等方式对下属企业的经营活动进行有效管理和监控。

资金日常管理方面，有条件实施资金池管理的各子公司，必须执行资金池管理的规定。对于条件尚未成熟的各子公司，仍按资金收支两条线管理模式，执行收入和支出分别管理的规定。

内部资金管理方面，公司严禁各子公司对外拆借资金以及各子公司之间相互拆借资金。各子公司应将多余资金存入公司本部。下属企业需要资金时向公司本部财务资金中心提出申请，经批准后方可实施。

投融资管理方面，公司对外投资必须按有关程序进行报批，提供项目可行性报告、合作意向等相关材料，并经财务资金中心审批通过后实施。在对外融资方面，公司及下属子公司的对外融资、担保及黄金租赁授信申请统一由公司财务资金中心负责并运作；严禁任何子公司或个人以公司名义擅自对外融资或担保。公司及各子公司参股和联营的公司因业务需要，提出向公司及各子公司借款，应向

其股东（即公司及各子公司）提出申请，经公司及各子公司按审批权限逐级上报至公司财务资金中心审核后，按公司审批权限报分管副总裁、总裁、董事长审批。黄金集团及其下属子公司向银行租赁黄金须提出申请，经黄金集团财务资金部总经理审核，财务总监、总裁审批后方可实施。

对外担保方面，公司为各控股及参股子公司的银行融资提供担保，必须按控股和参股的比例进行担保，由控股和参股子公司提出担保申请，经逐级审批后上报至公司财务资金中心审核。未经同意，公司及下属企业不得为公司的股东、股东的控股公司、股东的附属企业或个人债务提供担保；若为其他法人或企业提供担保，必须按照《公司章程》等有关担保的规定执行，按审批权限报批后才能办理担保手续。

此外，公司及下属企业建立了涵盖生产成本费用和全面预算等方面的财务管理体系。公司各子公司须在提取现金、货款支付、费用支出、投融资、工程项目与资产购置等方面建立总经理和财务总监联签制度。

应收账款管理方面，为了从源头上控制应收账款的安全收回，各子公司应建立客户信用管理制度。公司按照账龄法和应收账款周转率法对子公司应收账款管理实行考核。

公司全面财务预算内容由业务预算、投资预算、筹资预算和财务预算共同构成。全面预算的编制由公司各部门及下属子公司根据预算管理委员会的相关规定，按照上下结合、分级编制、逐级汇总的程序进行。

分红政策方面，根据公司最新公布的《公司章程》，在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，公司如无重大投资计划或重大资金支出等事项发生，原则上公司每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的10%。具体分配方案将由股东大会根据公司年度的实际经营情况决定。公司董事会应当综合考虑公司所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素，区分下列情形，提出差异化的现金分红政策：(1)公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例

最低应达到80%；(2)公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到40%；(3)公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。公司发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，可以按照前项规定处理。2017年分红年度，公司本部以14.37亿股为基数，向全体股东按每10股派发现金红利1.5元（含税），共计派发股利2.16亿元，现金分红占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为30.79%。

总体来看，公司在资金及财务等方面均建立了完善的管理机制。公司涉及多种业务板块，子企业数量较多，通过建立有效的内部控制体系，有助于实现对子企业的严格管控。但中诚信国际将关注未来公司对收购标的资产的管理与整合情况。

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）审计并出具的标准无保留意见的 2015~2017 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2018 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，以下分析基于合并口径数据。

为了完整地反映公司有息债务规模，中诚信国际将“应付短期融资券”科目中的短期融资券纳入短期债务计算范围，将“其他非流动负债”中的中期票据纳入长期债务计算范围。

2016 年 8 月，公司公告称其将会计政策中关于投资性房地产后续计量方式由成本计量模式变更为公允价值计量模式，并根据相应会计准则规定，对财务报表进行了追溯调整。根据上会会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于上海豫园旅游商城股份有限公司会计政策变更追溯调整财务报表专项说明》，此次追溯调整对 2015 年合并报表部分财务科目数据影响如下：投资性房地产调增 10.19 亿元，递延所得税负债调增 2.55 亿元，未分配利润调增 7.29 亿元，归属于母公司所有者权益调增 7.54 亿元，公允价值变动损益调增 0.48 亿元，归属于母公司所有者净利润调增 0.42 亿元。

本评级报告采用的 2015 年财务数据为未经追

溯调整的数据。

资本结构

近年来，受豫泰确诚商业广场及星野度假村更新改造工程项目推进及自持物业价值重估等因素影响，公司资产总额总体大幅增长；2015~2017年末及2018年3月末，公司资产总额分别为171.56亿元、231.79亿元、241.16亿元和264.02亿元。

从资产结构来看，近年来，由于公司加大对“商旅文”地产项目的投资力度并将豫泰确诚商业广场项目由流动资产调整至非流动资产科目进行后续计量，公司流动资产占总资产比例持续下降，2015~2017年末及2018年3月末分别为43.39%、30.24%、29.72%和34.79%。公司流动资产主要由货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和存货构成。货币资金方面，2015~2017年末及2018年3月末，公司货币资金分别为20.25亿元、19.16亿元、24.40亿元和38.21亿元¹²，整体呈快速增长态势；2018年一季度，公司进行较大规模的短期债务融资，使得2018年3月末货币资金较年初大幅增长。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以货币基金等理财产品为主，2015~2017年末及2018年3月末分别为5.43亿元、6.39亿元、5.42亿元和6.94亿元。存货方面，公司存货主要包括发出商品、库存商品以及开发成本，2015~2017年末及2018年3月末存货分别为42.20亿元、32.54亿元、30.74亿元和32.92亿元，呈现一定的波动态势。其中2016年，公司将豫泰确诚商业广场项目的持有目的调整为整体统一自主招商出租，对应开发成本转入投资性房地产科目，使得2016年末存货显著下降。

表 11: 2015-2017 年末公司存货主要构成情况

单位：亿元	2015	2016	2017
发出商品	0.89	2.60	1.58
库存商品	18.42	21.16	21.46
开发成本	18.18	5.17	2.89
其中：豫泰确诚商业广场	15.15	0.00	0.00
豫金项目	3.03	3.88	1.54
招远豫金坊	0.00	1.29	1.35

¹² 无受限货币资金。

存货 42.20 32.54 30.74

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2015~2017年末及2018年3月末，公司非流动资产分别为97.12亿元、161.70亿元、169.49亿元和172.17亿元，总体大幅增长。公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产等。可供出售金融资产方面，2015~2017年末及2018年3月末，公司可供出售金融资产分别为7.31亿元、20.28亿元和18.03亿元¹³和18.02亿元。其中2016年，公司持有的上海银行股票完成A股IPO上市，该股票从按成本计量的可供出售金融资产重分类为按公允价值计量的可供出售金融资产，产生了公允价值变动增值7.41亿元；此外，公司对泰康人寿保险股份有限公司¹⁴的股权投资2.96亿元因工商变更登记的完成而由其他非流动资产转入可供出售金融资产科目，加之对Phoenix JoongAng权益与债权的投资，使得2016年末可供出售金融资产较年初大幅增加；2017年末可供出售金融资产有所减少，系受到公司处置部分上海银行股票以及股价波动的影响。公司长期股权投资主要是对招金矿业、上海友谊复星（控股）有限公司（以下简称“友谊复星”）¹⁵和武汉中北¹⁶等的参股投资；2015~2017年末及2018年3月末长期股权投资分别为40.58亿元、38.48亿元、41.82亿元¹⁷和41.22亿元，呈现小幅波动态势。投资性房地产方面，2015~2017年末及2018年3月末，公司投资性房地产分别为2.05亿元、77.17亿元、78.84亿元¹⁸和82.09亿元。其中2016年，公司将投资性房地产的计量方式由按成本计量调整为采用公允价值计量；此外，公司豫泰确诚商业广场全部物业

¹³ 包括按公允价值计量的权益工具7.35亿元（主要为上海银行股权）以及按成本计量的权益工具和债务工具10.67亿元；其中按成本计量的权益工具和债务工具包括泰康保险集团股份有限公司2.96亿元、上海星荟投资中心（有限合伙）2.56亿元及Phoenix JoongAng 2.39亿元等。

¹⁴ 现已更名为泰康保险集团股份有限公司。

¹⁵ 2007~2008年，公司受让上海复星医药（集团）股份有限公司持有的友谊复星48%股权。公司与友谊复星的控股股东百联集团有限公司拟对友谊复星根据双方原有的股权比例进行相关资产、负债及权益的分立处置。2016年7月友谊复星已更名上海百联控股有限公司（以下简称“百联控股”）。截至2017年末百联控股尚完成资产交割，故公司仍将其作为联营企业。

¹⁶ 是公司关联方上海复地投资管理有限公司共同设立的地产项目公司，公司间接持有武汉中北30%股权。

¹⁷ 包括招金矿业24.82亿元、友谊复星8.07亿元和武汉中北8.64亿元等。

¹⁸ 包括房屋建筑物44.14亿元、在建工程32.86亿元和土地使用权1.84亿元。

由存货转入投资性房地产，豫园商圈的部分物业和豫珑城的全部物业资产由固定资产转入投资性房地产，且对豫泰确诚商业广场项目进行持续投资。受上述物业增值及投资因素的影响，2016年末公司投资性房地产较2015年末大幅增长75.12亿元。固定资产方面，2015~2017年末及2018年3月末，公司固定资产分别为32.48亿元、14.05亿元、19.07亿元和18.89亿元；其中2016年，主要由于公司将豫珑城项目资产由固定资产转入投资性房地产科目，2016年末固定资产较上年末大幅回落。公司无形资产主要为株式会社星野土地使用权等，2015~2017年末及2018年3月末无形资产分别为5.45亿元、5.36亿元、5.13亿元和5.25亿元。

近年来，受地产项目推进带动融资增加以及投资性房地产重估增值产生递延所得税负债等影响，公司总负债整体大幅增加，2015~2017年末及2018年3月末，公司负债总额分别为87.31亿元、122.41亿元、127.23亿元和148.86亿元。公司流动负债较多，在负债中占比保持在50%以上，主要包括短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债和其他应付款等。公司短期借款以信用借款为主，2015~2017年末及2018年3月末分别为17.80亿元、16.80亿元、25.00亿元和30.00亿元，整体呈增长态势，主要系受债务置换及资金储备需求上升的影响。公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要为公司向银行借入实物黄金的期末公允价值；受租赁、归还的黄金数量和时点变化以及金价波动的影响，公司公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债小幅波动，2015~2017年末及2018年3月末分别为18.66亿元、17.21亿元、18.03亿元和20.45亿元。公司其他应付款包括工程款、暂借款和保证金等，2015~2017年末及2018年3月末其他应付款分别为8.63亿元、9.10亿元、10.75亿元¹⁹和9.73亿元。

公司非流动负债包括长期借款和债务融资工具等，2015~2017年末及2018年3月末非流动负债分别为21.19亿元、51.20亿元、57.12亿元和60.33亿元，呈现持续增长的态势。长期借款方面，公司

长期借款包括抵押借款和保证借款，2015~2017年末及2018年3月末长期借款分别为7.34亿元、29.03亿元、30.84亿元和34.02亿元，呈现不断增长的态势，主要系受豫泰确诚商业广场及星野度假村更新改造项目等资金需求的影响。

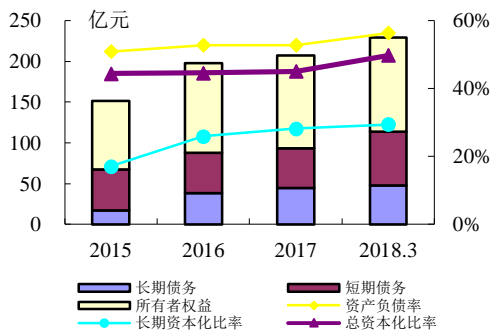
债务方面，随着业务运营、在建项目及对外投资等资金需求上升，公司总债务规模快速增长，2015~2017年末及2018年3月末分别为67.28亿元、87.98亿元、93.49亿元和114.10亿元。同期末，公司短期债务分别为49.94亿元、49.75亿元、48.66亿元和66.08亿元；其中2018年3月末短期债务较年初明显增长，主要由于市场环境变化、公司增加短期资金储备所致。

所有者权益方面，2015~2017年末及2018年3月末，公司所有者权益分别为84.24亿元、109.38亿元、113.93亿元和115.16亿元，呈持续增长趋势。2016年，由于公司将投资性房地产的计量方式调整为按公允价值计量，且将部分自用存货和固定资产转入投资性房地产科目，同时调增其他综合收益和期初未分配利润，因此年末所有者收益较2015年末大幅增长；2016年末，公司其他综合收益较2015年末增加15.45亿元至15.87亿元，未分配利润较2015年末增加9.26亿元至59.26亿元。分红方面，2015~2017年，公司分别向股东分配上年度利润3.29亿元、2.60亿元和1.52亿元。

从财务杠杆来看，2015~2017年末及2018年3月末，公司资产负债率分别为50.90%、52.81%、52.76%和56.38%，总资本化比率分别为44.40%、44.58%、45.07%和49.77%，均总体呈上升态势。其中2016年，公司总债务显著增加，但由于物业价值重估使得所有者权益增幅较大，年末财务杠杆水平变化不大。2017年以来，公司债务规模进一步增长，带动财务杠杆总体有所上升，但仍然维持在合理水平。

¹⁹ 包括工程款3.20亿元、暂借款1.69亿元和保证金1.31亿元等。

图 10: 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

总体来看, 近年来, 随着“商旅文”战略的不断推进, 公司资产和负债规模快速增长。同时, 受益于利润积累及投资性房地产增值体现, 公司财务杠杆保持在合理水平。中诚信国际将关注后续房地产项目公司并表以及在建项目推进对公司资本结构的影响。

盈利能力

2015~2017 年, 公司营业总收入分别为 175.51 亿元、156.43 亿元和 171.11 亿元, 呈现一定的波动态势; 其中 2016 年, 受黄金行业需求趋弱、公司黄金销量减少等因素影响, 公司营业总收入同比有所下降; 但 2017 年营业总收入明显回升, 主要源于黄金珠宝和房地产业务收入的增长。2018 年 1~3 月, 公司营业总收入为 56.44 亿元, 较上年同期增加 3.00%, 主要由于度假村经营面积扩增带动业务

收入增长所致。

从收入构成来看, 黄金珠宝业务是公司最主要的收入来源; 另外, 餐饮、医药和百货等业务对公司收入起到一定补充作用。2015~2017 年, 公司黄金珠宝业务收入分别为 158.73 亿元、135.68 亿元和 145.45 亿元, 呈现一定的波动态势。其他业务方面, 公司餐饮、医药和百货等业务对营业收入起到一定的补充作用。其中, 餐饮业务带有消费弹性低的属性, 加上豫园商圈的区位优势和独具特色的品牌内涵在较大程度上保障业务的稳定经营, 因此餐饮业务收入波动较小; 2015~2017 年, 公司餐饮业务收入分别为 5.69 亿元、5.58 亿元和 5.73 亿元。医药业务方面, 2015~2017 年, 公司医药业务收入分别为 5.17 亿元、5.17 亿元和 4.62 亿元; 其中 2017 年医药业务收入同比有所下降, 主要系受医药行业政策变化的影响。公司百货等业务主要包含经营租赁、物业管理、食品销售和百货销售等, 2015~2017 年百货等业务收入分别为 5.42 亿元、5.03 亿元和 5.45 亿元, 呈现小幅波动态势。度假村业务方面, 2015~2017 年, 公司度假村业务收入分别为 0.45 亿元、4.97 亿元和 5.81 亿元; 其中 2016 年度度假村业务收入同比大幅上升, 主要由于收购株式会社星野所致; 2017 年, 主要受益于营销策略的优化, 公司度假村业务收入进一步增长。

表 12: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司分业务收入与毛利率情况

单位: 亿元、%	2015		2016		2017		2018.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
黄金珠宝	158.73	7.57	135.68	9.45	145.45	8.17	49.04	7.61
餐饮	5.69	66.19	5.58	66.71	5.73	67.08	1.42	65.23
医药	5.17	16.14	5.17	15.64	4.62	15.57	0.93	21.53
房产	0.05	64.76	0.004	100.00	4.06	59.25	0.65	63.30
度假村	0.45	90.22	4.97	87.41	5.81	87.04	3.11	84.58
百货等	5.42	56.64	5.03	58.74	5.45	64.13	1.29	63.47
合计	175.51	11.47	156.43	15.76	171.11	16.02	56.44	15.43

注: 受四舍五入的影响, 表中加总数与合计数存在微小差异。

资料来源: 公司提供

毛利率方面, 2015~2017 年公司营业毛利率分别为 11.47%、15.76%和 16.02%, 呈逐年增长态势, 主要由于黄金珠宝产品结构优化以及其他高毛利率业务收入比重上升所致。黄金珠宝业务方面, 公司黄金珠宝业务毛利率与金价波动幅度、加价率及

产品结构等因素相关。2015~2017 年, 公司黄金珠宝业务毛利率分别为 7.57%、9.45%和 8.17%; 其中 2016 年, 公司提升毛利率较高的珠宝与镶嵌品类的销售权重, 使得黄金珠宝业务毛利率有所提升; 但 2017 年黄金珠宝业务毛利率同比下降, 主要由于销

售黄金的价格涨幅收窄所致。近年来，公司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；2015~2017年，公司餐饮业务毛利率分别为66.19%、66.71%和67.08%，度假村业务毛利率分别为90.22%、87.41%和87.04%。医药板块方面，2015~2017年，公司医药业务毛利率分别为16.14%、15.64%和15.57%；其中2016年医药业务毛利率同比有所下降，主要系受渠道竞争不断加剧的影响。此外，由于豫金项目拿地时间早、成本低，具备很强的盈利能力，2017年公司房地产业务毛利率达59.25%。2018年1~3月，公司营业毛利率为15.43%，较上年同期上升1.65个百分点，主要由于毛利率较高的度假村业务收入占比提高所致。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用较多；2015~2017年，公司销售费用分别为6.32亿元、7.13亿元和7.49亿元，管理费用分别为5.72亿元、10.00亿元和9.71亿元。其中2016年，公司销售费用与管理费用同比均有所增加，主要系受黄金珠宝板块营运费用增长、豫珑城项目投运及株式会社星野纳入合并范围的影响。2017年，公司黄金珠宝板块代理销售服务费支出增加带动销售费用进一步增加；但管理费用略有下降，主要由于公司加强管理人员费用控制力度所致。财务费用方面，2015~2017年，公司财务费用分别为1.89亿元、1.16亿元和3.39亿元。其中2016年，公司财务费用同比减少至较低水平，主要系受日币兑人民币汇率变动引起汇兑收益增加的影响；2017年，随着汇兑收益减少，公司财务费用大幅回升。2015~2017年，公司三费合计分别为13.92亿元、18.29亿元和20.59亿元，三费收入比分别为7.93%、11.69%和12.03%，均呈逐年上升态势；其中2016年三费收入比同比显著上升，主要系受黄金珠宝业务收入持续减少、商业地产项目费用投入及合并范围变化的影响；2017年三费收入比进一步上升，主要由于财务费用上行所致。2018年1~3月，公司三费合计6.37亿元，三费收入比为11.28%，与上年同期相比均有所上升，主要由于汇兑收益减少所致。

表 13: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况

单位: 亿元, %	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	6.32	7.13	7.49	2.22

管理费用	5.72	10.00	9.71	3.07
财务费用	1.89	1.16	3.39	1.08
三费合计	13.92	18.29	20.59	6.37
营业总收入	175.51	156.43	171.11	56.44
三费收入比	7.93	11.69	12.03	11.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从利润总额来看，2015~2017年，公司利润总额分别为9.66亿元、7.16亿元和8.69亿元，净利润分别为8.14亿元、4.45亿元和6.58亿元，均呈现一定的波动趋势。2018年1~3月，公司实现利润总额2.97亿元，净利润2.12亿元，较上年同期均显著增长，主要源于黄金租赁公允价值变动及处置收益增加。

公司利润总额由经营性业务利润、投资收益和公允价值变动收益等构成。其中经营性业务利润方面，公司多元化业务布局有利于平抑单项业务盈利波动的影响，因此经营性业务利润总体变化不大。2015~2017年，公司经营性业务利润分别为4.16亿元、4.65亿元和4.64亿元；其中2016年，公司经营性业务利润有所增长，主要由于黄金价格上升以及汇兑收益增加所致。

投资收益方面，公司投资收益主要源于股权投资和黄金价格对冲工具等，其中股权投资收益主要为公司对联营企业武汉中北房地产开发有限公司（以下简称“武汉中北”）和招金矿业按权益法确认的收益。近年来，由于黄金行业景气度变化以及房地产收入确认具有时点性，公司长期股权投资收益有所波动。另外，公司处置交易性金融资产和负债的投资收益主要与黄金租赁、黄金T+D业务以及远期黄金合约有关。2015~2017年，公司投资收益分别为5.04亿元、-1.73亿元和4.35亿元，呈现一定的波动态势。其中2016年，受联营企业武汉中北的收入结转的时点性影响，公司长期股权投资收益同比减少；且受金价整体上行背景下公司归还租赁黄金的影响，公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产形成的投资损失达2.71亿元。2017年，受黄金行业回暖带动招金矿业利润提升及武汉中北地产项目结转影响，公司长期股权投资收益同比大幅增加；当期公司处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产形成的收益为-0.26亿元，同比大幅提升，主要由于

当期金价较上年更加平稳、归还黄金租赁产生的损失减少所致。

表 14: 2015~2017 年公司投资收益主要来源情况

单位: 亿元	2015	2016	2017
按权益法确认的长期股权投资收益	2.42	0.51	3.26
其中: 招金矿业	0.80	0.62	1.23
武汉中北	1.44	-0.11	1.95
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产负债取得的投资收益	1.64	-2.71	-0.26
投资收益	5.04	-1.73	4.35

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

公允价值变动收益方面, 2015~2017 年, 公司公允价值变动收益分别为-0.19 亿元、1.93 亿元和-0.84 亿元。其中 2016 年公允价值变动收益同比大幅上升, 主要由于豫园商圈与豫珑城项目的部分土地和物业以及豫泰确诚商业广场项目全部开发成本转入投资性房地产科目并以公允价值进行后续计量所致; 2017 年, 公司投资性房地产及黄金租赁负债公允价值变动收益均有所下降, 使得公允价值变动收益转负。中诚信国际将关注金价波动及公司黄金租赁操作等因素对公司投资收益与公允价值变动损益的影响。

营业外损益方面, 2015~2017 年, 公司营业外损益分别为 0.68 亿元、2.35 亿元和 0.51 亿元; 其中 2016 年, 公司营业外收益同比大幅增加, 主要源于处置万国大酒店的收益; 2017 年, 由于上述收益减少, 公司营业外损益随之下降。

总的来看, 近年来, 受黄金市场景气度波动及房地产项目结转等因素影响, 公司营业总收入和利润水平均有所波动。随着公司黄金珠宝经营优化以及股东注入房地产项目公司股权事项的完成, 未来公司盈利水平或将大幅提升。同时, 中诚信国际亦将关注黄金珠宝行业景气度与汇率等因素变化以及沈阳豫珑城项目培育情况对公司盈利状况的影响。

现金流

2015~2017 年, 公司经营活动净现金流分别为-3.07 亿元、3.97 亿元和 11.13 亿元, 逐年不断提升。其中 2016 年, 公司经营活动净现金流转正, 主要由于豫泰确诚商业广场项目支出由经营活动现金

流调整至投资活动现金流进行计量, 且株式会社星野纳入合并报表所致; 2017 年, 主要受益于公司黄金珠宝销售规模扩大、年初黄金订货会备货时点较上年提前以及豫金项目开盘销售, 公司经营活动净现金流同比大幅增长。2018 年 1~3 月, 公司经营活动净现金流为 1.76 亿元, 较上年同期有所下降, 主要由于 2017 年一季度收到土地拆迁返还款²⁰及退回的资管产品认购保证金, 而本期无此类现金流入所致。

公司投资活动包括投资理财产品和在建项目等。近年来公司投资活动现金保持净流出态势, 2015~2017 年, 公司投资活动净现金流分别为-9.54 亿元、-21.34 亿元和-5.31 亿元。其中 2016 年, 主要受豫泰确诚商业广场项目支出核算口径调整、股权投资增加与黄金租赁损失的影响, 公司投资活动现金净流出额同比大幅增加。2017 年, 公司投资活动净流出规模同比大幅缩减, 主要由于豫泰确诚商业广场项目支出下降、黄金租赁业务扭亏、股权投资减少及自武汉中北收到的现金分红款增加所致。2018 年 1~3 月, 公司投资活动净现金流为-4.97 亿元, 较上年同期有所下降, 主要由于豫泰确诚商业广场项目购建支出增加所致。

筹资活动净现金流方面, 2015~2017 年, 随着项目投入以及资金需求加大, 公司外部融资力度明显增加, 筹资活动净现金流分别为 14.03 亿元、16.25 亿元和-0.37 亿元。2018 年 1~3 月, 公司发行短期融资券并增加银行借款, 使得筹资活动净现金流较上年同期大幅上升至 17.02 亿元。

表 15: 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司现金流情况

单位: 亿元	2015	2016	2017	2018.1~3
经营活动现金流入	198.35	185.64	200.11	65.42
经营活动现金流出	201.42	181.66	188.98	63.66
经营活动净现金流	-3.07	3.97	11.13	1.76
投资活动现金流入	43.68	22.20	48.27	10.60
投资活动现金流出	53.22	43.53	53.57	15.57
投资活动净现金流	-9.54	-21.34	-5.31	-4.97
筹资活动现金流入	25.16	33.92	21.64	18.00
其中: 吸收投资收到的现金	0.06	0.00	--	--
借款收到的现金	25.10	33.92	21.64	18.00
筹资活动现金流出	11.12	17.67	22.01	0.98
其中: 偿还债务支付的现金	5.15	11.49	16.73	0.01

²⁰ 招远市住房和城乡建设管理局的拆迁返还款约 5,300 万元。

筹资活动净现金流	14.03	16.25	-0.37	17.02
现金及现金等价物净增加额	1.57	-1.10	5.25	13.81

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总的来看，近年来，公司大力发展“商旅文”板块，产生了较大的资金需求；公司依托畅通的融资渠道实现资金的良性周转。但随着重大资产重组的事项完成以及相关房地产项目不断推进，公司的外部融资需求或将进一步上升。中诚信国际将对公司的资金平衡情况保持关注。

偿债能力

近年来，受地产与度假村项目等融资需求的影响，公司总债务规模不断扩大，2015~2017年末及2018年3月末分别为67.28亿元、87.98亿元、93.49亿元和114.10亿元。债务结构方面，2015~2017年末及2018年3月末短期债务占总债务的比重分别为74.23%、56.55%、52.04%和57.92%；其中2016年以来短期债务占比有所下降，主要由于豫泰确诚项目广场项目融资带动长期债务大幅增加所致。

从偿债能力来看，2015~2017年，公司EBITDA分别为13.10亿元、11.85亿元和13.28亿元，呈现一定的波动态势；其中2016年EBITDA同比小幅下降，主要由于黄金珠宝销售业务承压以及金价波动对投资收益带来影响所致；但2017年，受益于豫金一期项目结转以及股权与黄金租赁投资收益增加，公司EBITDA同比回升。同期，EBITDA对总债务和利息支出的保障能力亦有所波动。此外，公司经营活动净现金流持续上升，对总债务和利息支出的覆盖能力不断增强。此外，公司未受限货币资金充足，且持有招金矿业和上海银行的股权，上述资产对短期债务的保障力度很强。

表 16：近年来公司主要偿债能力指标情况

	2015	2016	2017	2018.3
短期债务（亿元）	49.94	49.75	48.66	66.08
总债务（亿元）	67.28	87.98	93.49	114.10
经营活动净现金流（亿元）	-3.07	3.97	11.13	1.76
EBITDA（亿元）	13.10	11.85	13.28	--
货币资金（亿元）	20.25	19.16	24.40	38.21
总债务/EBITDA(X)	5.14	7.42	7.04	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.75	4.50	4.82	--
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.05	0.05	0.12	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.35	1.51	4.04	--

注：利息支出不包含资本化利息；因缺乏相关数据，2018年1~3月部分指标无法计算；带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有事项方面，截至2018年3月末，公司无重大诉讼和对外担保事项。抵押资产方面，截至2017年末，公司抵质押资产账面价值合计57.70亿元，包括固定资产1.43亿元、无形资产3.70亿元和投资性房地产52.57亿元，抵质押资产占总资产的比例为23.93%。截至2018年3月末，公司银行授信总额（含黄金租赁）为225.22亿元，其中尚未使用的授信额度为139.93亿元，备用流动性充裕；良好的银企关系为公司项目资金需求和债务本息支付提供了有力保障。此外，公司作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至2018年3月末，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

评级展望

豫园股份作为复星国际旗下唯一的A股商业文化板块上市公司，拥有多元的业务和丰富的品牌资源。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，内部物业全部为公司自持，大部分以历史成本计价（不包含豫泰确诚商业广场项目），增值空间很大。公司旗下黄金珠宝品牌的知名度和市场影响力较大，销售渠道布局完善。公司立足于“商旅文”协同发展的战略构思，通过参股、收购等形式实现商业地产和度假村等业务的深入发展。且公司以较低成本获得的招金矿业和上海银行的股份价值可观。公司向股东购买的房地产项目公司股权已过户至公司，并完成相关工商变更登记手续，该事项的顺利完成将带动公司收入和利润大幅提升。此外，公司作为A股上市公司，拥有畅通的融资渠道。但值得注意的是，近年来黄金珠宝市场景气度对公司黄金珠宝板块经营带来一定的影响；且公司债务水平不断上升，注入的房地产项目还将带动债务规模进一步增长。

综上，中诚信国际认为豫园股份在未来12~18个月内的信用水平将保持稳定。

结论

中诚信国际评定上海豫园旅游商城股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年度第二期中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于上海豫园旅游商城股份有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

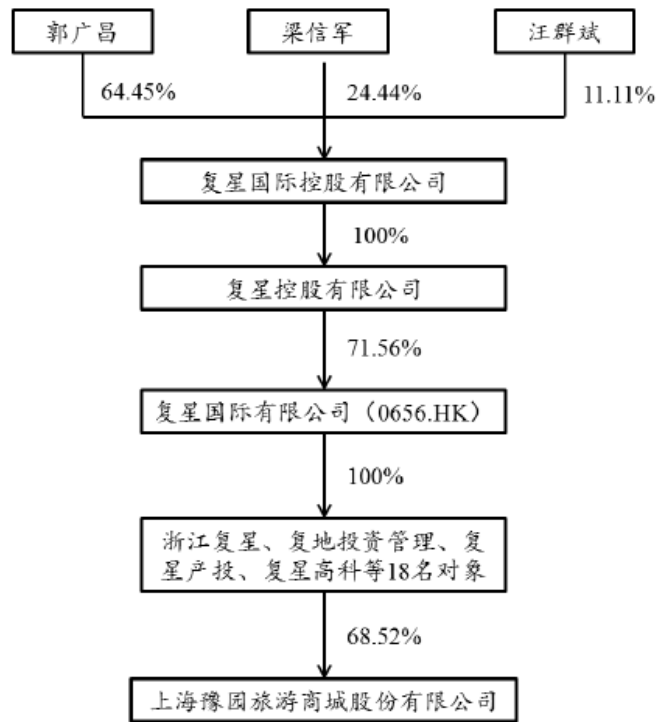
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的半年度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

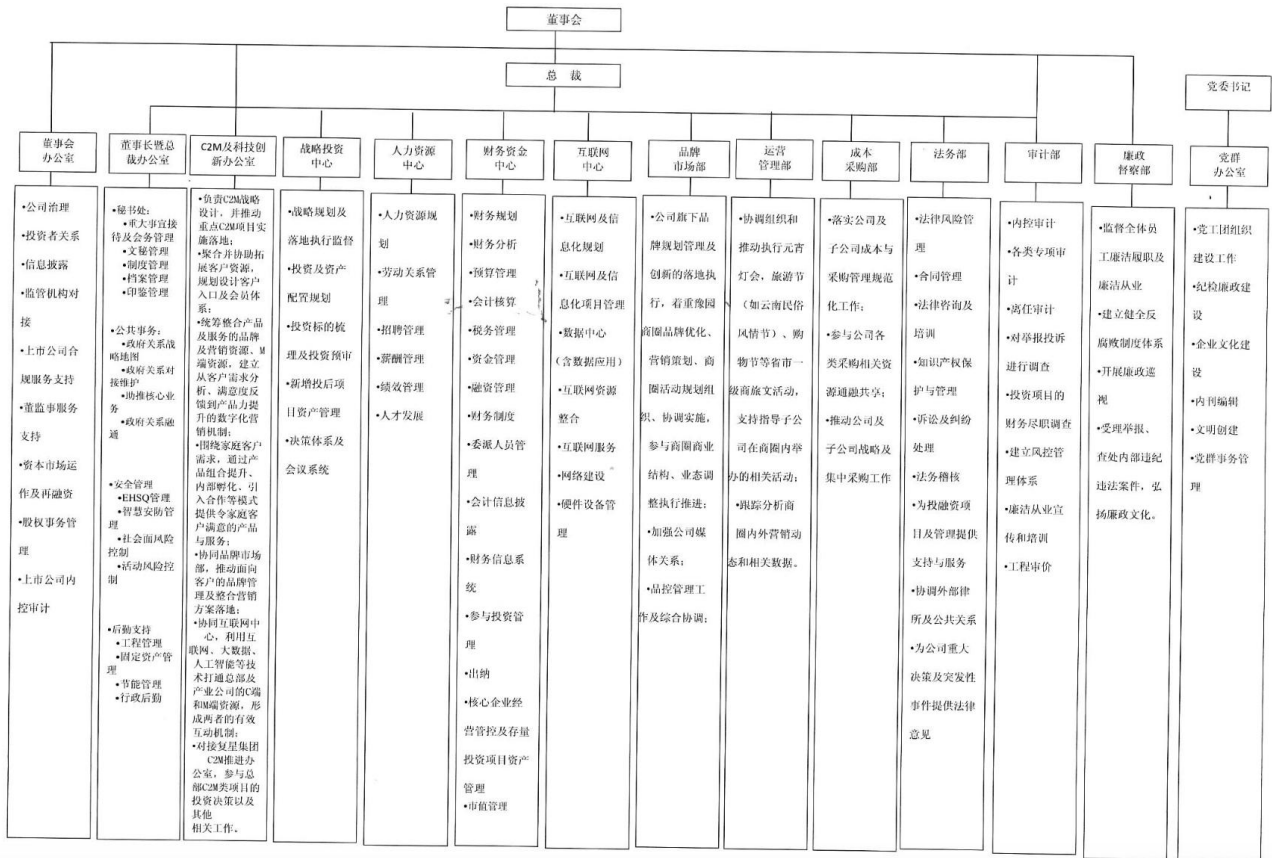
2018 年 8 月 20 日

附一：上海豫园旅游商城股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 7 月 19 日）



资料来源：公司提供

附二：上海豫园旅游商城股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附三：上海豫园旅游商城股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	202,508.25	191,550.80	244,040.33	382,142.18
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	54,635.65	64,088.19	54,187.63	69,385.31
应收账款净额	21,399.54	23,427.25	21,730.91	56,529.67
其他应收款	4,320.27	10,082.59	9,879.75	10,299.13
存货净额	421,981.54	325,358.37	307,383.12	329,167.54
长期投资	478,909.83	587,604.07	598,523.86	592,481.16
固定资产	324,827.94	140,467.79	190,744.17	188,871.97
在建工程	2,623.81	4,803.46	1,734.68	2,247.77
无形资产	54,537.59	53,649.35	51,324.84	52,505.86
总资产	1,715,561.25	2,317,898.47	2,411,568.72	2,640,175.92
其他应付款	86,263.40	91,026.03	107,529.42	97,304.69
短期债务	499,426.74	497,517.64	486,573.79	660,809.87
长期债务	173,406.45	382,270.83	448,356.67	480,173.66
总债务	672,833.20	879,788.48	934,930.46	1,140,983.53
净债务	470,324.94	688,237.68	690,890.13	758,841.35
总负债	873,142.33	1,224,094.56	1,272,280.54	1,488,585.93
费用化利息支出	22,767.70	26,327.34	27,537.50	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	842,418.92	1,093,803.91	1,139,288.18	1,151,589.99
营业总收入	1,755,148.04	1,564,305.32	1,711,124.68	564,441.96
三费前利润	180,785.61	229,428.78	251,513.00	82,086.05
投资收益	50,359.42	-17,266.78	43,476.14	7,917.40
净利润	81,371.70	44,522.02	65,773.61	21,178.59
EBIT	119,415.67	97,967.93	114,457.53	--
EBITDA	130,981.21	118,503.64	132,817.57	--
经营活动产生现金净流量	-30,694.13	39,723.08	111,312.54	17,646.03
投资活动产生现金净流量	-95,406.92	-213,371.56	-53,062.18	-49,733.70
筹资活动产生现金净流量	140,330.55	162,487.60	-3,720.85	170,168.77
现金及现金等价物净增加额	15,704.46	-10,957.45	52,489.53	138,101.85
资本支出	35,838.49	156,820.76	75,354.58	46,196.62
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	11.47	15.76	16.02	15.43
三费收入比(%)	7.93	11.69	12.03	11.28
EBITDA/营业总收入(%)	7.46	7.58	7.76	--
总资产收益率(%)	7.71	4.74	4.84	--
流动比率(X)	1.13	0.98	1.02	1.04
速动比率(X)	0.49	0.53	0.58	0.67
存货周转率(X)	4.35	3.53	4.54	6.00*
应收账款周转率(X)	84.72	69.79	75.78	57.70*
资产负债率(%)	50.90	52.81	52.76	56.38
总资本化比率(%)	44.40	44.58	45.07	49.77
短期债务/总债务(%)	74.23	56.55	52.04	57.92
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.05	0.05	0.12	0.06*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.06	0.08	0.23	0.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.35	1.51	4.04	--
总债务/EBITDA(X)	5.14	7.42	7.04	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.24	0.27	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.75	4.50	4.82	--

注：公司财务报表按新会计准则编制；2018年一季度财务报表未经审计；为了完整地反映公司有息债务规模，中诚信国际将各期末“其他流动负债”中的短期融资券纳入短期债务计算范围，将各期末“其他非流动负债”科目中的中期票据纳入长期债务计算范围；利息支出不包含资本化利息；因缺乏相关数据，2018年1~3月部分指标无法计算；带“*”数据经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-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-营业税金及附加-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

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。