

上海豫园旅游商城股份有限公司

2012 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AAA 级
债项信用等级：	AAA 级
评级时间：	2018 年 4 月 11 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

编号：【新世纪跟踪[2018]100029】

存续期间 5 年期，5 亿元人民币，2013 年 6 月 17 日—2018 年 6 月 17 日

	主体信用等级	评级展望	债券信用等级	评级时间
本次跟踪:	AAA 级	稳定	AAA 级	2018 年 4 月 11 日
前次跟踪:	AAA 级	稳定	AAA 级	2017 年 9 月 18 日
首次评级	AA+ 级	稳定	AA+ 级	2013 年 4 月 26 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	16.52	12.45	17.31
刚性债务	40.80	41.00	42.50
所有者权益	49.56	65.73	72.99
经营性现金净流入量	-9.20	-2.91	0.47
发行人合并数据及指标：			
总资产	181.75	231.79	241.16
总负债	89.86	122.41	127.23
刚性债务	67.26	87.96	93.47
所有者权益	91.88	109.38	113.93
营业收入	175.51	156.43	171.11
净利润	8.57	4.45	6.58
经营性现金净流入量	-3.07	3.97	11.13
EBITDA	13.69	11.85	13.28
资产负债率[%]	49.44	52.81	52.76
权益资本与刚性债务的比率[%]	136.61	124.36	121.88
流动比率[%]	112.57	98.43	102.23
现金比率[%]	38.84	35.87	42.54
利息保障倍数[倍]	4.81	2.95	3.19
净资产收益率[%]	9.96	4.42	5.89
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-4.15	3.74	8.92
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-17.06	-16.36	4.67
EBITDA/利息支出[倍]	5.26	3.57	3.70
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.15	0.15

注：根据豫园股份经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。其中 2015 年数据采用 2016 年审计报告经追溯调整后数据，2016 年数据采用 2017 年审计报告经追溯调整后数据。

分析师

翁斯喆 陈思阳

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsi.com
<http://www.shxsi.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，国内宏观经济企稳向好，消费需求增速有所恢复，金饰需求增长及金价上涨使得豫园股份经营业绩有所增长。公司持续推进主业整合及结构调整，提升运营能力；同时继续推进商旅文业务发展，完善产业链及业务结构。此外，公司还积极推进重大资产重组事项，跟踪期内已获中国证监会审核通过。公司总体仍保持了相对稳定发展。

- 跟踪期内，豫园股份仍保持了较多元的业务结构及较丰富的品牌资源，业务协同发展和规模优势显著，旗下“老庙”、“亚一”、“南翔”、“童涵春”等品牌具备较高市场知名度和品牌优势。
- 跟踪期内，受益于黄金销量的增长和金价的上升，豫园股份经营业绩同比有所改善。
- 豫园股份主业现金回笼及时，货币资金存量保持充裕，且拥有一定变现能力较强的金融资产及所处区位良好的物业资产，可对债务偿付形成较好保障。
- 跟踪期内，随着商旅文板块项目的推进，豫园股份资金需求继续增大，刚性债务规模持续扩张，公司仍面临较大的投融资及项目运作压力，公司“豫珑城”项目培育情况及效益产出情况仍有待关注。
- 豫园股份对投资性房地产采用公允价值模式计量，相关资产价值波动会对公司财务表现产生较大影响。
- 豫园股份黄金 T+D、理财产品等的投资面临着一定的风控压力，此外随着公司海外投资的进行，相应面临的跨国投资及运营风险也有所加大。
- 根据豫园股份最新公告的重大资产重组预案，其拟通过发行股票方式购买股东旗下 25 家公司全部或部分股权。标的公司主要从事房地产业务，预估作价合计 239.77 亿元，目前该事项已获证监会有条件通过，关注该事项后续进展及影响。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照上海豫园旅游商城股份有限公司（以下简称“豫园股份”、“该公司”或“公司”）2012 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据豫园股份提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对豫园股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司债券市场融资渠道畅通，先后发行过公司债、中期票据、短期融资券等多类型债券。2013 年，经中国证监会核准（证监许可[2013]357 号文），公司获准发行不超过 10 亿元的公司债券。公司于 2013 年 6 月发行了 5 亿元 2012 年公司债券（简称“12 豫园 01”），期限为 5 年，发行利率为 5.2%。

截至本评级报告出具日，该公司待偿还债券本金余额共计 29.00 亿元。除“12 豫园 01”外，公司待偿还债券还包括 2016 年发行的“16 豫园商城 MTN001”，2017 年发行的“17 豫园商城 MTN001”和 2018 年发行的“18 沪豫园 CP001”。公司历史债券兑付情况正常。

图表 1. 豫园股份债券发行概况（单位：亿元，%）

债券名称	债券期限	发行总额	发行时间	到期时间	票面利率	兑付情况
09 豫园债	5 年	5.00	2009 年 07 月	2014 年 07 月	5.90	已兑付
10 豫园债	5 年	5.00	2010 年 12 月	2015 年 12 月	5.90	已兑付
11 沪豫园 MTN1	5 年	3.00	2011 年 11 月	2016 年 11 月	6.64	已兑付
12 沪豫园 MTN1	5 年	5.00	2012 年 07 月	2017 年 07 月	5.29	已兑付
12 豫园 01	5 年	5.00	2013 年 06 月	2018 年 06 月	5.20	未到期
15 沪豫园 CP001	366 天	10.00	2015 年 05 月	2016 年 05 月	3.70	已兑付
16 豫园商城 MTN001	3 年	4.20	2016 年 03 月	2019 年 03 月	3.50	未到期
16 沪豫园 CP001	365 天	10.00	2016 年 11 月	2017 年 11 月	3.40	已兑付
17 豫园商城 MTN001	3 年	9.80	2017 年 11 月	2020 年 11 月	5.68	未到期
18 沪豫园 CP001	365 天	10.00	2018 年 03 月	2019 年 03 月	5.49	未到期

资料来源：Wind 资讯

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

作为上市公司，该公司按照相关法律法规和中国证监会、上海证券交易所的规定和要求，完善治理水平，规范公司运作。管理方面，跟踪期内公司持续优化组织架构，完善总部职能，采用战略控制型管控模式，简化总部部门设置，经营职能逐步授权下放，以提升管理效能，公司新设立了 C2M 及科技创新办公室，并将品牌市场部调整为品牌市场及公共事务中心。另外，为适应新的组织架构及管控体系，公司修订、完善了公司成本采购管理制度、财务会计管理制度、劳动合同管理规定等，进一步完善公司制度体系，规范公司管理。由公司总部牵头梳理、完善了各子公司采招制度，从制度层面进一步强化风险管控机制。

跟踪期内，该公司股权状况保持稳定。截至 2017 年末，上海复星产业投资有限公司（简称“复星产业投资”）所持公司股份为 17.24%，仍为公司第一大股东。此外，复星产业投资的母公司、一致行动人上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星高科”）年末直接持有公司 9.21% 股份，仍为公司第二大股东。复星产业投资及复星高科年末所持公司股份均未被质押或冻结。复星产业投资及复星高科的最终控制人为自然人郭广昌。

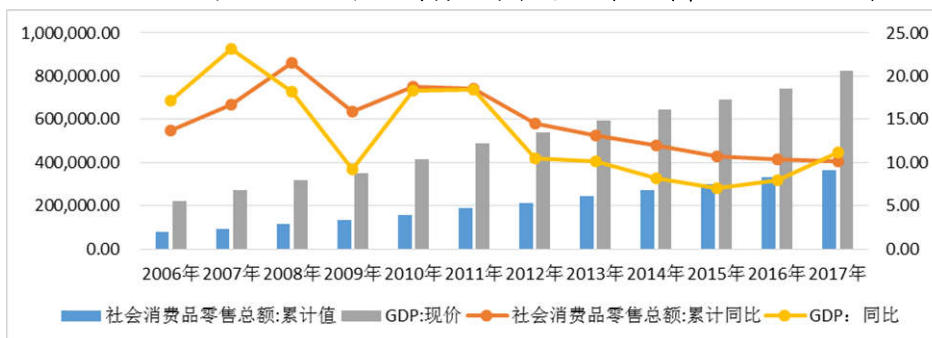
（二） 业务运营

从宏观环境来看，2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下，整体表现出稳中向好的态势。2017 年我国经济逐渐企稳。根据《2017 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，全年实现国内生产总值 827,122 亿元，比上年增长 6.9%，增速较 2016 年上升 0.2 个百分点。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

从零售行业来看，2017 年以来，随着国内宏观经济的企稳向好，国内零售行业景气度有所好转，行业增速企稳。2017 年我国全年实

现社会消费品零售总额 36.63 万亿元，比上年增长 10.2%，增速下滑势头有所放缓。其中按经营地统计，城镇消费品零售额 31.43 万亿元，比上年增长 10.0%；乡村消费品零售额 5.20 万亿元，比上年增长 11.8%。总体来看，伴随着我国经济结构的不断调整，城市化进程的持续推进，居民收入的不断提高，消费的持续升级以及政府鼓励消费政策的支持，我国零售行业有着持续平稳上升的空间，预期 2018 年零售行业依然会延续中低速的增长。

图表 2. 我国 GDP 及社会消费品零售总额情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: wind 资讯

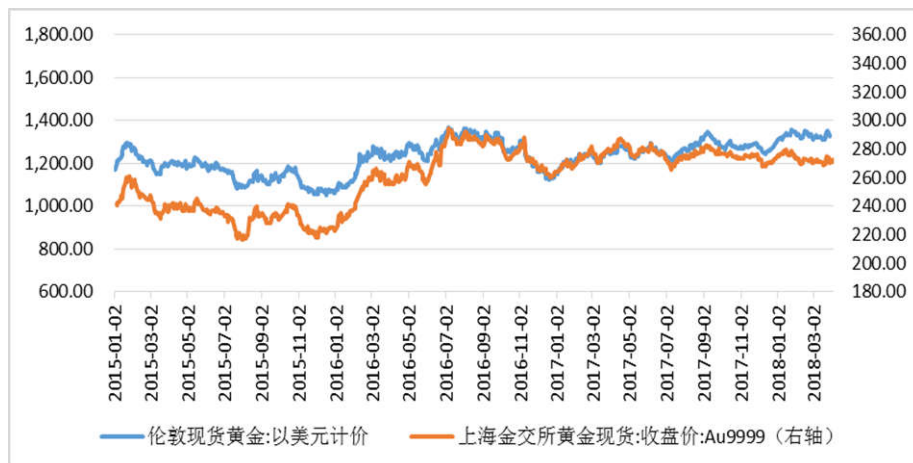
按零售业消费形态来看，2017 年国内商品零售额为 32.66 万亿元，比上年增长 10.2%，增速较上年下滑 0.2 个百分点；餐饮收入额为 3.96 万亿元，比上年增长 10.7%，增速较上年下滑 0.1 个百分点。在限额以上企业商品零售额中，金银珠宝类同比增长 5.6%，增速较上年大幅提升，2017 年国内金饰类消费有所恢复。

从黄金价格来看，2016 年黄金价格呈现大起大落的走势。2015 年末开始，国际黄金价格出现一轮较快上涨，2016 年 6 月末英国脱欧公投结果出炉后更是在短时间内大幅上涨。在 2016 年 8 月前国际金价走势相对坚挺，其中黄金现货价格于 7 月飙升到 1,366 美元/盎司的全年最高价格，其后价格开始回落。2017 年黄金价格整体有所回弹。后续来看，国际政治经济局势依然复杂，美国新任总统施政影响、美联储加息、英国脱欧进程、欧洲多国大选、反恐、局部战争等不确定因素较多，市场避险情绪持续升温，美元疲弱、金价反弹趋势仍将延续。

需求方面，根据世界黄金协会发布的《2017 年黄金需求趋势报告》显示，2017 年，在相对稳定的金价和全球经济和状况好转的背景下，国内金饰需求出现了自 2013 年以来的首次年度增长，同比增长 3%至 646.90 吨；同时金条和金币的需求量继续保持增长

态势，同比增长 8%至 306.4 吨。总体来看，2017 年国内金饰类消费意愿有所恢复。一直以来金饰在国内有着较好的消费传统及消费基础，但长期来看，随着国内消费主力、消费理念及消费模式的变化，以及潮流风向的转变，或对金饰类消费存在一定影响。

图表 3. 2015 年以来黄金现货价格走势



资料来源: wind 资讯

该公司是一家综合性商业上市公司，以具有悠久历史的上海豫园商圈为依托，目前已发展形成了以黄金珠宝、餐饮、医药为主，百货、商旅文等产业共同发展的多元化经营格局，并已在豫园商圈内圈拥有约 10 万平方米的自有商业物业。公司依靠自身较为丰富的品牌资源，开展差异化经营和特色化发展，截至 2017 年末，公司共拥有中国名牌 2 个、中国驰名商标 3 个、中华老字号 13 个、上海市著名商标 15 个。跟踪期内，公司继续坚持“产业运营+产业投资”双轮驱动，着力现有三大业务板块（黄金珠宝、餐饮服务、文化商业），清晰 C 端（消费端）需求及 M 端（生产端）的整合进化方向，逐步构建、完善快乐时尚产业+线下时尚地标+线上快乐时尚家庭入口的 C2M 战略构架，在加强黄金珠宝等传统主业的整合及市场拓展的同时，继续推进商旅文板块的发展。

2017 年该公司实现营业收入 171.11 亿元，同比增长 9.39%。其中，黄金珠宝业务是公司最主要的收入来源，占当年营业收入的比重为 85%；其余收入仍主要来自餐饮、医药等传统主业。2017 年以来受黄金珠宝销量增长、销售价格的提升，公司当年黄金珠宝业务收入同比增长 7.20%，进而造成当年营业收入较上年出现增长。公司医药业务收入同比下降 10.59%，主要是部分网点如参茸店关闭调整所致。此外，公司 2017 年度假村业务的营业收入同比

仍有较大幅度增长。

图 4. 公司 2017 年营业收入及毛利率变化情况

业务板块	2017 年			
	收入 (亿元)	同比变化 (%)	毛利率 (%)	同比变化
黄金珠宝	145.45	7.20	8.17	-1.28 个百分点
餐饮	5.73	2.77	67.08	+0.37 个百分点
医药	4.62	-10.59	15.57	-0.07 个百分点
房产	4.06	—	59.25	—
度假村	5.81	16.81	87.04	-0.37 个百分点
百货等 ¹	5.44	8.19	64.13	+5.39 个百分点
合计	171.11	9.39	16.02	+0.26 个百分点

资料来源：豫园股份

1. 黄金珠宝业务

黄金珠宝业务是该公司的支柱产业，自 2013 年以来由上海豫园黄金珠宝集团有限公司（简称“黄金珠宝集团”）负责黄金珠宝业务运营。公司以“老庙黄金”和“亚一珠宝”双品牌进行运作。跟踪期内，公司将中式传统文化与老庙品牌文化相结合，吸纳时尚元素，形成新的品牌 VI/SI，新品牌形象正逐步在门店装修中加以推广。此外，公司还完成了老庙品牌形象代言人的合约续签，通过新合约提升品牌代言人的品牌宣传配合度，为后续更有效的品牌推广奠定基础。

采购方面，跟踪期内该公司继续通过现货黄金、黄金租赁、黄金 T+D、黄金远期合约等方式，灵活进行采购及成本锁定。其中，采用黄金租赁模式采购可在完成销售的同时买回现货黄金归还银行，通过缩短采购及销售的时间差以抵御价格波动风险；黄金 T+D 可以在黄金现货采购和黄金租赁（买回）阶段，通过配套的空头或多头交易，以锁定价格。2014 年以来公司保持了完全的对冲机制。总体来看，黄金租赁等工具的采用有助于公司抵御价格波动风险，稳定中长期经营业绩，但同时由于黄金租赁合同期内公允价值变动计入当期损益，其“公允价值变动损益”会在一定会计期间内影响经营业绩。尤其在金价上涨过程中，对冲机制会冲减金价上涨、销售单价提升所带来的利润，同时也会导致暂时性的公允价值变动损失。2017 年公司对冲金融工具产生的损失为 1.86 亿元。

¹ 包括百货及服务、食品、工艺品等。

图表 5. 公司黄金租赁情况 (单位: 公斤)

年度	黄金租赁量	至年末尚未归还的量
2017年	20,207	6,579
2016年	20,524	6,510

资料来源: 豫园股份

图表 6. 公司黄金 T+D 情况 (单位: 万元)

年度	多头合约价值	空头合约价值
2017年末	623.72	19,640.89
2016年末	3,709.54	3,152.37

资料来源: 豫园股份

目前该公司已形成了以上海市场为核心,覆盖全国大部分省市的门店布局。近年来,公司持续通过直营、特许加盟和经销的模式进行业务拓展,实体网点数量不断增长,2017年末公司实体渠道网点较2016年末增长125个至1,953个,其中“老庙”和“亚一”品牌分别拥有网点1,678个和275个。在网点总量增长的同时,公司不断加强网点的优胜劣汰及信用管控,按经营业绩对网点进行考核调整,2017年末公司直营网点较上年末减少15个至196个;经销网点较上年末减少209个至69个。公司直营门店以租赁物业为主,年末自有物业和租赁物业的建筑面积分别为0.96万平方米和1.20万平方米。此外,在持续拓展调整传统实体渠道外,公司也积极布局线上、电视购物、银行等渠道,开设了天猫旗舰店、进驻了京东、唯品会、百联E城等平台。

图表 7. 公司实体渠道网点情况 (单位: 个)

年度	直营连锁店	加盟店	特约经销点	合计
2017年	196	1,688	69	1,953
2016年	211	1,339	278	1,828

资料来源: 豫园股份

销售方面,除常规季度大型订货会外,该公司会根据市场情况,在不同地区开展小型订货会,通过加强广告宣传、参与婚博会及珠宝展等各类展会,并加强互联网营销等方式,加大产品销售力度。2017年黄金消费市场有所回暖,当年公司黄金饰品批发及零售端销量均有所增长,同比分别增长6.22%和12.39%至35,916.98千克和10,758.52千克,加之金价的上涨,公司当年黄金珠宝业务收入同比增长7.20%,至145.45亿元,毛利率较上年略有下降1.28个

百分点至 8.17%。

该公司黄金珠宝业务已形成较好的品牌及规模优势。但同时，由于金价波动性较大，公司在黄金库存的价值波动、套期保值等环节仍面临着持续的风控压力。此外，黄金珠宝行业竞争日趋激烈、消费市场需求波动、消费结构的变化等也对公司黄金珠宝业务发展带来了压力。

除自营黄金珠宝业务外，该公司还是上市公司招金矿业（1818.HK）的第二大股东，投资按权益法确认，截至 2017 年末持有其（直接及间接）23.70%股份。招金矿业为黄金生产企业，近年来能为公司贡献一定的利润。得益于金价上涨等因素影响，招金矿业 2017 年实现收入及净利润分别为 69.78 亿元和 6.65 亿元，同比均实现增长；当年公司确认的招金矿业投资收益为 1.23 亿元，同比增长 98.71%。

2. 其他主业

除黄金珠宝业务外，该公司其他业务收入来源较多样，包括餐饮、医药、房产、度假村、食品、工艺品和百货等，但目前在收入中占比均不大。其中食品、工艺品和百货等收入主要依赖豫园商城商圈客流及消费。

(1) 餐饮业务

该公司餐饮品牌资源较为丰富，拥有“南翔”、“上海老饭店”、“绿波廊”等多个中华老字号及上海市著名商标。公司餐饮业务经营区域主要集中于豫园商圈，门店主要包括上海老饭店、绿波廊、和丰楼、湖滨美食楼等 9 家门店，近年收入在餐饮收入中的占比在 70%以上。受市场及业务调整等影响，2017 年公司餐饮板块关店 9 家，涉及面积 0.08 万平方米，至年末国内门店数量为 24 家²，其中自有物业门店 18 家，建筑面积 3.42 万平方米；租赁物业门店 6 家，建筑面积 0.14 万平方米。依靠豫园商圈大量的客流量，能对公司餐饮业务经营形成持续较好的客源支撑。同时为适应消费升级，公司近年来也对豫园商圈内的经营主体进行了涉及商业业态、物业、服务等方面的升级调整，其中对 2016 年改造完成的湖滨美食楼的装饰和就餐环境实现全面升级，品种品类实现优化，产品品

² 另有 9 家海外“南翔”品牌门店，公司收取牌誉费。

质进一步提升。另外，绿波廊通过精致茶点打造、服务质量提升、用餐环境优化提升顾客满意度。

总体来看，该公司餐饮板块品牌及资源优势较突出，但餐饮市场竞争激烈、人工等运营成本上升等因素，也使得公司业务经营面临着持续的压力。2017 年公司餐饮业务实现收入 5.73 亿元，较上年增长 2.77%；业务毛利率微升至 67.08%。

(2) 医药业务

该公司通过“童涵春堂”品牌从事中医药的批发和零售业务、中药饮片制造业务。“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标，产品定位于中医药及参茸滋补品特色品牌，已形成了冬虫夏草、精致饮片、人参（粉）、西洋参系列等产品。童涵春堂医药销售网络主要集中在上海地区，截至 2017 年末拥有 47 家零售网点，较上年末减少 11 家，主要由于对部分网点进行调整所致；年末网点中包括医保定点零售药店 12 家，中医门诊部 3 家。2017 年以来，公司新开发整复外科专治面额血管瘤新药“复美达注射液”，生殖科专用新药“醋酸加尼瑞克注射液”和“黄体酮注射液”三个新特药，新开发养生新品类冬虫夏草三个新品规，精制黄芪饮片二个新品种，并开展了“冬病夏治，养生保健”系列促销活动。随着国家新医改政策的不断推进及深化，药品价格下滑、医保控费以及中药原材料价格上涨等也对公司医药业务的运营带来了一定压力，公司医药业务 2017 年实现收入 4.62 亿元，较上年下降 10.59%；毛利率 15.57%，同比小幅减少 0.07 个百分点。

(3) 商旅文及房地产业务

房地产业务方面，近年来该公司房地产销售收入规模小，主要是前期开发房产项目的尾房销售。跟踪期内，公司推进开发的房产项目主要为“豫金项目”。“豫金项目”位于上海金山区亭林镇朱行地区，土地面积约 6.83 万平方米，地上建筑面积约为 12.93 万平方米，项目规划总投资额约为 10 亿元（包括土地款 2.97 亿元），公司计划分两期进行滚动开发。项目一期于 2015 年第四季度开工建设，项目于 2017 年 1 月开盘预售，2017 年部分房源已销售，截至 2017 年末结转收入 4.06 亿元，实现净利润 1.65 亿元，目前还有部分房源正在办理预售证，预计 2018 年年中销售。项目二期目前仍在方案设计阶段。

近年来，该公司依靠自身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，积极推动商旅文相结合的商业地产业务发展。公司“豫珑城”项目³于2015年12月27日正式营业。该项目位于沈阳故宫旁的中街商圈，总建筑面积约16.5万平方米，规划总投资约19亿元，截至目前已基本全部投资完成。该项目采用明清建筑风格，仿照豫园商城的商业模式进行运营，涉及业态包括餐饮美食、黄金珠宝、城市市集、儿童游乐、互动体验、文化演艺等。截至2017年末“豫珑城”项目出租面积约5万平方米，出租率近80%，已入驻商户/品牌包括公司旗下珠宝、餐饮等业务板块品牌。由于当地商业景气度偏低，跟踪期内项目仍处于培育期，经营业绩不佳，2017年实现营业收入0.15亿元，较2016年增长66.67%，但仍呈亏损状态，2017年净利润亏损1.79亿元，“豫珑城”项目的培育及业绩产出情况仍有待关注。

此外，该公司计划在现有豫园商城经营的基础上，推进二期项目——上海豫泰确诚商业广场项目建设。公司通过收购关联方上海复地投资管理有限公司持有的上海确诚房地产有限公司100%股权⁴（其拥有侯家路38-II地块），结合公司持有的豫泰基地（沉香阁路38-I街坊地块），公司合计持有共约2.1公顷土地，并在此基础上统筹规划建设“上海豫泰确诚商业广场”项目，实现现有商圈功能的外扩与升级。从目前来看，豫园商城一期商业功能基本已处于饱和状态，在承接更大客流上面临着空间容量、安保等方面的压力，二期项目的建设将有助于缓解即有瓶颈；且通过一、二期项目的互动延伸，可丰富商圈内容，优化业态组合，增强豫园商圈作为旅游目的地的吸引力。“上海豫泰确诚商业广场”项目规划投资额约67亿元，其中豫诚商业广场总投资31亿元，豫泰商业广场总投资36亿元。公司计划通过银行借款及自筹的方式解决项目资金需求。该项目整体投资规模大，其中存在大量动拆迁需求，项目计划于2019年完工。跟踪期内，公司主要推进了地块动迁工作，截至2017年末签约率为98.37%，项目已投入资金30.26亿元，主要用于动迁费用。本评级机构将持续关注该项目进展、项目在投融资方面的变化情况及对公司偿债能力的相应影响。

³ 公司持有项目67%股权，合作方为Pramerica China Opportunity Company Limited。

⁴ 收购金额为2.03亿元，股权收购工作已经于2015年完成。

(4) 度假村业务

2015 年该公司通过在日本的全资下属企业株式会社新雪以 183.58 亿日元（以 2015 年 11 月 9 日汇率折合人民币约为 9.47 亿元）的价格收购日本星野 Resort Tomamu 公司的 100% 股权。日本星野 Resort Tomamu 公司成立于 2004 年，主要经营性资产为位于北海道 Tomamu 的滑雪场度假村，公司于 2015 年 12 月初完成相关股份和资产交割，并按合同约定支付了股权款。2016 年，公司与国际知名度假村开发商 Club Med 合作，将由其经营管理度假村部分尚未投入使用的客房以及相应的配套设施，并由 Club Med 对度假村进行推广和营销。度假村相关更新改造工程预计总投资 6.05 亿元，2017 年末已投入 5.20 亿元，改造后的 Club Med Tomamu 度假村拥有 341 间客房以及接待中心、餐厅、酒吧等服务配套设施。2017 年公司度假村业务收入为 5.81 亿元，同比增长 16.81%，当期毛利率 87.04%，经营状况较好。

2016 年，该公司通过香港控股子公司裕吉实业有限公司（简称“裕吉公司”）出资 400 亿韩元（折合约 2.4 亿元人民币），以认购发行普通股和可转换债券的方式投资了 Phoenix JoongAng Co., Ltd.⁵（简称“Phoenix 公司”），截至 2017 年末公司持有股权为 7.80%，并享有 10.13% 的表决权；年末所持股权及债权余额分别为 1.09 亿元和 1.30 亿元，均计入可供出售金融资产科目。Phoenix 公司拥有位于江原道的 Phoenix Park 度假村和济州的 Phoenix Island 度假村，分别于 1995 年和 2008 年开始运营，近年来由于内外部原因业绩下滑并发生亏损。根据签署的《可转换债券认购协议》和《股东协议》的有关约定，如果 Phoenix 公司的运营达到预期的条件，裕吉公司可行使债转股权利，进一步扩大投资收益；而若 Phoenix 公司运营未能达到约定的若干条件，裕吉公司有权要求 Phoenix 公司的控股股东 JoongAng Resort Investment Co., Ltd.（简称“JRI”）或其指定的主体（包括 JoongAng Media Network Ltd.，简称“JMNet”）⁶，以裕吉公司初始投资金额加一定年化收益率计算的金额（一定年限内，以年复利计算）购买裕吉公司持有的所

⁵ 原名为韩国株式会社普光。

⁶ JMNet 是韩国大型综合媒体集团，成立于 1964 年 12 月。JMNet 业务包括韩国主要综合日报之一《中央日报》、韩国四大综合编成频道之一 JTBC 电视台、韩国三大电影院线之一 Megabox 电影院、电视剧和综艺节目制作和分销、杂志发行等。JRI 属于 JMNet 的关联公司。

有 Phoenix 公司股权，并到期偿还可转换债券。上述条款安排对公司投资的安全性有一定的保障。

3. 非公开发行股票及重大重组事宜

作为上市公司，该公司具备资本市场直接融资能力。公司于 2015 年 5 月公告拟非公开发行 A 股股票事项，并于 2015 年 10 月、2016 年 1 月和 2016 年 10 月三次对非公开发行股票的发行数量、发行价格、募集资金金额和用途等进行调整修订⁷。公司本次非公开发行已于 2016 年 4 月获中国证监会发行审核委员会审核通过。根据 2017 年 3 月的公告，由于公司目前正在进行重大资产重组，处于停牌期，且本次非公开发行的定价基准日为发行期首日，为避免重组事项可能对发行价格的影响，公司已向中国证监会申请中止非公开发行股票的审核。2017 年 5 月，公司公告考虑到 2015 年度非公开发行股票方案自发布至今，非公开发行股票的相关政策发生了调整，资本市场环境也有所变化，综合考虑目前的相关政策要求、融资环境、重大资产重组事项等各种因素，公司决定终止 2015 年度非公开发行股票，并向中国证监会申请撤回相关发行文件。目前该事项由于股东大会授权的非公开发行 A 股股票相关事宜的有效期已过（2017 年 6 月 2 日），本次非公开发行股票方案自动失效，且无需再次提交公司股东大会审议。

同时，由于筹划重大资产重组事项，该公司自 2016 年 12 月 20 日起停牌。2017 年以来经过多次对重大资产重组事项的调整，根据公司最新发布的公告（2018 年 3 月《上海豫园旅游商城股份有限公司收购报告书（第四次修订稿）》），公司拟向浙江复星商业发展有限公司、上海复地投资管理有限公司等 16 名对象⁸发行股份，购买其持有的上海星泓投资控股有限公司、上海闵祥房地产开发有限公司等 24 家公司的全部或部分股权，预估作价 223.62 亿元。同时，公司拟向上海市黄浦区房地产开发实业总公司⁹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 100% 股权，预估

⁷ 根据公司 2016 年 10 月公告的《上海豫园旅游商城股份有限公司 2015 年度非公开发行 A 股股票预案（四次修订稿）》，公司本次非公开发行拟募集资金总额不超过 38.14 亿元，募集资金将全部用于黄金珠宝全产业链互联网平台项目。该项目总投资 58.50 亿元，其中募集资金 38.14 亿元将用于三个平台和一个中心（即设计平台、O2O 销售平台、贵重商品物流平台和大数据中心一期）的部分建设投入；公司自筹 20.36 亿元将用于三个平台和一个中心剩余部分投入，以及加工商管理展示平台建设投入。

⁸ 系公司实际控制人郭广昌控制的主体。

⁹ 实际控制人为上海市黄浦区国资委。

作价 16.15 亿元。上述两项交易互为前提。本次交易标的公司的主营业务为房地产开发业务，包括复星集团近年持续打造的“蜂巢城市”复合功能地产业务资产以及黄浦区国资委拥有的豫园商圈毗邻核心物业资产，交易若完成，公司地产相关业务资源将明显增加。本次交易拟发行股份 24.03 亿股（预估数），不涉及募集配套资金，交易完成后预计郭广昌将通过复星产投和复星高科等间接持有公司 68.25% 股份，本次交易将不会导致公司控制权发生变化。2018 年 1 月 31 日公司重大资产重组事项已获中国证监会条件通过。总体来看，该重大重组事项规模较大，从公司公告的 2017 年未经审计数据来看（图表 8），待上述事项成功实施，对公司财务方面会产生较大影响，公司资产规模及综合实力有望得到大幅提升，新世纪评级将持续关注后续进展及相关影响。

图表 8. 本次交易对公司 2017 年主要财务指标的影响情况

财务指标	本次交易前（合并）	本次交易后（合并备考）
总资产（亿元）	241.16	651.26
总负债（亿元）	127.23	390.76
归属于母公司所有者权益（亿元）	110.85	239.31
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	33.56

资料来源：豫园股份（备考财务数据未经审计）

（三）财务质量

上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年发布的《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等八项具体会计准则。

2017 年，该公司根据财政部当年 5 月颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号—政府补助〉的通知（财会[2017]15 号）》，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目¹⁰，并不涉及对以前年度的追溯调整。另外，公司还根据 4 月颁布的《关于印发〈企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营〉的通知（财会[2017]13 号）》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财

¹⁰ 2017 年“其他收益”项目增加 764.54 万元，“营业外收入”减少 764.54 万元。

会[2017]30号)》的规定,在利润表中新增了“资产处置收益”项目,将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为列报于“资产处置收益”项目¹¹。上述会计政策变更对公司财务状况、经营成果和现金流量不产生重大影响。此外,2017年9月,公司第九届董事会第九次会议及第九届监事会第六次会议审议通过《关于公司会计估计变更的议案》,将应收款项坏账准备计提方法从余额百分比法变更为账龄分析法,本次会计估计变更将采用未来适用法进行相应会计处理,无需进行追溯调整,对公司以往各年度财务状况和经营成果不会产生影响。

本评级报告2015年数据采用自2016年审计报告中经追溯调整后的数据,主要是2016年该公司投资性房地产后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式所致。此外,2016年数据采用自2017年审计报告经追溯调整后的数据,主要是2017年会计政策变更导致利润表科目调整所致。

跟踪期内,随着主业的持续推进,该公司资金需求加大,刚性债务规模增长导致公司2017年末负债总额较年初增长3.94%至127.23亿元,但公司负债经营程度控制较好,2017年末为52.76%,较2016年末略有下降。

2017年末,该公司非流动负债为57.12亿元,较年初增长11.57%,主要系其他非流动负债(公司发行的中期票据)较年初增长233.33%至14.00亿元所致,2017年公司发行了本金为9.80亿元的“17豫园商城MTN001”。公司长期借款较年初增长6.23%至30.84亿元,2017年公司长期借款加权平均利率为3.86%;应付债券较年初减少5.00亿元,主要是由于“12豫园01”将于2018年6月到期,公司将其调至“一年内到期的非流动负债”科目所致。

该公司2017年末流动负债为70.11亿元,较年初略有下降。从流动负债构成来看,年末由短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、一年内到期的银行借款及中期票据、短期融资券等构成的短期刚性债务为48.64亿元,较年初下降2.19%。其中,期末短期刚性债务中短期借款较年初增长48.81%;以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为18.03亿元,较年初

¹¹ 其中2016年“营业外收入”减少19,742.96万元,“营业外支出”减少85.48万元,“资产处置收益”变动为19,657.49万元;2017年“营业外收入”减少23.28万元,“营业外支出”减少90.57万元,“资产处置收益”变动为-67.30万元。

增长 4.78%，为尚未归还的租赁黄金的期末公允价值；随着“12 沪豫园 MTN1”的偿还，一年内到期的非流动负债主要为转入的“12 豫园 01”，余额为 5 亿元。年末公司其他应付款为 10.75 亿元，主要是工程款、暂借款、保证金等，较年初增长 18.13%。

图表 9. 公司 2016~2017 年末刚性债务构成情况 (单位: 亿元)

项目	2016 年末	2017 年末
短期借款	16.80	25.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	17.21	18.03
一年内到期的长期借款	0.72	0.60
一年内到期的中期票据	5.00	—
一年内到期的应付债券	—	5.00
应付短期融资券	10.00	—
长期借款	29.03	30.84
应付债券	5.00	—
其他非流动负债 (中期票据)	4.20	14.00
合计	87.96	93.47

注：根据豫园股份提供数据整理绘制

2017 年该公司实现营业收入 171.11 亿元，同比增长 9.39%，当年实现营业毛利 27.41 亿元，同比增长 11.16%，公司毛利率持续提升，当年为 16.02%，同比增长 0.26 个百分点。公司期间费用同比增长 12.53%至 20.59 亿元，单位收入期间费用率由 2016 年的 11.69%上升至 12.03%，其中主要受日币对人民币汇率变动引起汇兑收益减少影响，公司财务费用同比增长 191.06%。公司采用黄金租赁、黄金 T+D 等方式控制金价波动风险，黄金价格走势对公司年度间公允价值变动净收益影响较大，同时随着投资性房地产采用公允价值模式计量，其价值变动也会对公允价值变动损益产生影响。2017 年公司公允价值变动损失为 0.84 亿元，主要是投资性房地产公允价值变动收益较上年有所减少。公司投资收益包括长期股权投资收益、理财收益、开展黄金租赁及黄金 T+D 等实现的投资收益等。年内金价走势较 2016 年相对平稳，公司黄金租赁实现的投资收益损失同比减少，以及参股公司武汉中北房地产开发有限公司（简称“武汉中北”）和招金矿业利润同比增长较多等影响，公司当年实现投资收益 4.35 亿元，同比大幅增长。受上述因素综合影响，公司当年实现营业利润 8.18 亿元，较上年增长 20.56%；实现

净利润 6.58 亿元，较上年增长 47.73%。

图表 10. 公司 2016~2017 年利润主要构成情况 (单位: 亿元)

项目	2016 年	2017 年
营业毛利	24.65	27.41
公允价值变动收益	1.93	-0.84
投资收益	-1.73	4.35
营业外净收入	0.38	0.51

注：根据豫园股份提供数据整理绘制

该公司主业现金回笼情况较好，2017 年营业收入现金率为 113.66%。当年公司经营活动现金流净流入量为 11.13 亿元，较上年同期大幅增加 7.16 亿元，主要是公司黄金珠宝业务购销净额同比增加以及豫金项目开盘预售所致。投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流量净流出 5.31 亿元，净流出额较上年减少 75.13%，主要系豫泰确诚商业广场等在建项目支出，对外长期投资和用短期闲置资金投资减少所致。2017 年公司筹资活动现金流量净额为 -0.37 亿元，主要是当年公司借款融资减少所致。后续来看，随着公司主业的发展，商旅文板块项目的推进，尤其是“上海豫泰确诚商业广场”项目的进一步开发，公司在筹资环节及资本性支出环节面临的压力预计仍将有所加大。

2017 年末该公司资产总额为 241.16 亿元，较年初增长 4.04%。其中年末非流动资产为 169.49 亿元，较年初增长 4.81%。年末非流动资产主要体现为可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产、商誉等。其中年末可供出售金融资产为 18.03 亿元，较年初下降 11.09%。公司年末长期股权投资为 41.82 亿元，仍主要是对招金矿业、上海友谊复星（控股）有限公司、武汉中北等联营、合营企业的股权投资，年内受武汉中北和招金矿业利润增长等影响，年末余额较年初增长 8.68%。公司投资性房地产采用公允价值模式计量，年末余额较年初增长 2.17%至 78.84 亿元；公司年末投资性房地产中，房屋及建筑物为 44.14 亿元（主要为豫园商圈内房产、“豫珑城”项目房产等）、土地使用权为 1.84 亿元、在建工程为 32.86 亿元（主要为“上海豫泰确诚商业广场”项目），公司投资性房地产位于一、二线城市的核心位置，区位优势较好。公司固定资产年末余额较年初增长 35.79%至 19.07 亿元，主要是北海道度假村更新改造工程当年建设并转固所致。公司年末

无形资产和商誉分别为 5.13 亿元和 2.85 亿元，较年初变化不大，主要为土地使用权和收购星野 Resort Tomamu 形成的商誉。公司年末受限非流动资产为 57.70 亿元，系以部分固定资产、无形资产和投资性房地产为银行借款提供抵押。

2017 年末，该公司流动资产为 71.67 亿元，较年初增长 2.26%；年末流动资产主要为货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、存货等。公司年末存货为 30.74 亿元，较年初略有下降，其中库存商品为 21.46 亿元，主要为黄金珠宝业务的库存商品等。公司年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 5.42 亿元，主要是理财投资，包括“德邦德利 B”、“广发货币”等货币基金。同时，公司年末新增 2 亿元的银行理财产品，体现在其他流动资产科目。公司年末货币资金为 24.40 亿元，现金比率为 42.54%，仍处于较好水平。

截至 2017 年 12 月末，该公司（合并报表口径）共获得主要合作银行的授信额度为人民币 225.37 亿元，已使用授信为人民币 74.52 亿元。

根据该公司 2018 年 3 月 1 日《企业信用报告》，公司跟踪期内无不良信用记录。

综上所述，2017 年国内消费市场有所恢复，金饰需求增加和金价的上漲使得该公司黄金珠宝等传统主业经营业绩实现增长；商旅文板块已开业项目仍处于培育阶段，效益仍欠佳，另外板块项目仍处于投入高峰期。跟踪期内，公司继续推进商旅文项目建设，当期资金需求仍呈上升态势，融资规模持续增长，但负债经营程度仍维持在较合理水平。公司主营业务现金回笼能力仍较好，货币资金存量仍保持充裕，且存在一定变现能力较强的金融资产及处于较好区位的物业资产，总体仍可对债务偿付形成较好保障。后续来看，随着公司主业的发展，“上海豫泰确诚商业广场”等项目的推进，公司在投融资、项目培育及盈利释放等方面仍存在压力。此外，公司重大资产重组事项已获中国证监会条件审核通过，后续的推进情况及相应影响仍需持续关注。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司黄金珠宝主业的销售及业绩变化情况，以及黄金租赁、黄金 T+D 等操作效果及风险控制；（2）市场竞争加剧、原材料价格波动等对公司餐饮、医药等

其他主业经营的影响；（3）公司商旅文板块项目进展、投融资压力、“豫珑城项目”的运作和盈利产出情况等；（4）公司理财投资规模及收益性；（5）公司重大资产重组事项的进展及影响等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2015年(未经追溯调整)	2015年(经追溯调整后)	2016年	2017年
金额单位：人民币亿元				
资产总额	171.56	181.75	231.79	241.16
货币资金	20.25	20.25	19.16	24.40
刚性债务	67.26	67.26	87.96	93.47
所有者权益合计	84.24	91.88	109.38	113.93
营业收入	175.51	175.51	156.43	171.11
净利润	8.14	8.57	4.45	6.58
EBITDA	13.21	13.69	11.85	13.28
经营性现金净流入量	-3.07	-3.07	3.97	11.13
投资性现金净流入量	-9.54	-9.54	-21.34	-5.31
资产负债率[%]	50.90	49.44	52.81	52.76
长期资本固定化比率[%]	92.12	92.81	100.70	99.09
权益资本与刚性债务比率[%]	125.25	136.61	124.36	121.88
流动比率[%]	112.57	112.57	98.43	102.23
速动比率[%]	43.36	43.36	46.80	53.68
现金比率[%]	38.84	38.84	35.87	42.54
利息保障倍数[倍]	4.59	4.81	2.95	3.19
有形净值债务率[%]	114.85	107.40	121.14	121.12
营运资金与非流动负债比率[%]	39.21	35.01	-2.19	2.74
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	84.72	84.72	69.79	75.78
存货周转速度[次]	4.35	4.34	3.53	4.54
固定资产周转速度[次]	8.36	8.36	6.72	10.33
总资产周转速度[次]	1.13	1.10	0.76	0.72
毛利率[%]	11.47	11.52	15.76	16.02
营业利润率[%]	5.12	5.45	4.34	4.78
总资产报酬率[%]	7.71	7.82	4.74	4.84
净资产收益率[%]	9.89	9.96	4.42	5.89
营业收入现金率[%]	110.50	110.50	115.18	113.66
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-4.22	-4.15	3.74	8.92
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-17.36	-17.06	-16.36	4.67
EBITDA/利息支出[倍]	5.07	5.26	3.57	3.70
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.24	0.15	0.15

注：表中数据依据豫园股份经审计的 2015~2017 年财务报表整理、计算。其中 2016 年数据采用 2017 年审计报告经追溯调整后数据。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产\以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	=EBITDA/[(期初刚性债务+期末刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债\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+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。