

复地(集团)股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：余 璐 lyu@ccxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0922 号

复地(集团)股份有限公司:

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审定:

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定;

维持“20 复地 01”、“20 复地 02”和“21 复地 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持复地(集团)股份有限公司(以下简称“复地集团”或“公司”)的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“20复地01”、“20复地02”和“21复地01”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了股东的产业资源优势、房地产业务区域布局良好及豫园商圈价值很高，珠宝时尚板块拥有较高品牌知名度等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险、土地储备中商业占比较高、经营管理能力面临挑战以及融资渠道收窄等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

复地集团(合并口径)	2019	2020	2021
总资产(亿元)	1,658.72	1,808.97	1,854.84
所有者权益合计(亿元)	485.54	533.56	565.95
总负债(亿元)	1,173.18	1,275.41	1,288.89
总债务(亿元)	589.68	648.31	706.48
营业总收入(亿元)	454.00	508.12	557.27
净利润(亿元)	42.33	44.03	45.06
EBITDA(亿元)	88.29	85.05	91.62
经营活动净现金流(亿元)	48.83	28.94	-46.46
营业毛利率(%)	29.76	26.41	25.17
净负债率(%)	68.83	77.81	98.77
总债务/EBITDA(X)	6.68	7.62	7.71
EBITDA利息倍数(X)	2.57	2.60	2.59

注：1、中诚信国际根据2019年~2021年审计报告整理，各期数据使用合并口径期末数据；2、本评级报告中的债务包含应付票据、租赁负债。

正面

- **股东的产业资源优势。**公司股东复星国际有限公司(以下简称“复星国际”，股票代码0656.HK)是国内最大民营投资控股企业集团之一，拥有医药健康、房地产、钢铁、矿业、保险、旅游、文化传媒等丰富的产业资源。复地集团系复星国际的房地产业务平台，在产业资源嫁接上具有较强的协同发展优势。
- **房地产业务区域布局良好。**公司项目储备主要分布在成都、武汉、重庆、南京、长春、上海等重点一、二线城市，区域布局良好。
- **豫园商圈价值很高，珠宝时尚板块拥有较高的品牌知名度。**

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	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
20复地01	AAA	AAA	2021/06/07	10.00	0.30	2020/02/14~2023/02/14(2+1)	调整票面利率、回售
20复地02	AAA	AAA	2021/06/07	30.00	30.00	2020/07/17~2023/07/17(2+1)	调整票面利率、回售、事先约束
21复地01	AAA	AAA	2021/06/07	5.00	5.00	2021/04/06~2024/04/06(2+1)	调整票面利率、回售、事先约束

公司下属控股子公司上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司(以下简称“豫园股份”，股票代码：600655.SH)所持有的豫园商圈区位优势，其珠宝时尚品牌“老庙黄金”和“亚一金店”具有较高的知名度。

关注

- **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但目前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。
 - **土地储备中商业占比较高。**相较于其销售进度及开发进度，公司土地储备规模较大，其中较高的商业占比亦将对其项目去化进度及资产周转效率形成考验。
 - **经营管理能力面临挑战。**公司通过外延式并购及整合复星产业资源方式不断拓展产业布局，收购标的资产和整合资源为公司经营管理能力带来一定的挑战。
 - **融资渠道收窄。**2021年下半年以来受市场环境的影响，公司除豫园股份外到期公开债务再融资渠道收缩，公司信用债偿还主要依赖自有资金。为满足相关资金需求，公司将豫园股份部分股权用以质押。公司融资渠道整体有所收窄。
- 评级展望**
- 中诚信国际认为，复地(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。**对豫园股份的控制权出现严重不利变化、杠杆比例显著上升、融资渠道严重受阻、盈利能力大幅下滑、现金流平衡能力明显恶化。

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

复地（集团）股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“20 复地 01”、债券代码为“163145”）起息日为 2020 年 2 月 14 日，期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调利率选择权和投资者回售权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，最终票面利率为 4.20%。“20 复地 01”募集总额人民币 10 亿元，均按照约定用于调整债务结构和偿还公司债务。2022 年 2 月 14 日，本期公司债券回售 10 亿元，公司对回售债券进行转售，转售后本期债券存续余额为 0.30 亿元。自 2022 年 2 月 14 日起，本期债券票面利率调整为 5.60%。

复地（集团）股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）（债券简称为“20 复地 02”、债券代码为“163739”）起息日为 2020 年 7 月 17 日，期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调利率选择权和投资者回售权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，最终票面利率为 4.57%。“20 复地 02”募集总额人民币 30 亿元，均按照约定用于调整债务结构和偿还公司债务。

复地（集团）股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“21 复地 01”、债券代码为“175947”）起息日为 2021 年 4 月 6 日，期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调利率选择权和投资者回售权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付，最终票面利率为 4.95%。“21 复地 01”募集总额人民币 5 亿元，均按照约定用于调整债务结构和偿还公司债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入

型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

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

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

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

为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

2016 年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。2020 年 12 月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021 年 2 月，自然资源部组织召开“全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021 年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年

四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2021 年，黄金价格高位震荡，但由于疫情防控常态化及通胀高企等因素，黄金消费需求有所回升；2022 年以来，国际形势动荡、疫情反复等因素支撑金价进一步上涨，市场需求与供给存在不确定性

在多数国家疫情防控常态化、全球经济复苏提速和美联储加息预期增强等因素影响下，2021 年国际黄金价格自 2020 年高点回落，但由于各国央行增持黄金、国际宏观经济不确定性尚存、通胀预期增高等因素对黄金价格下行形成一定支撑作用，2021 年黄金价格整体仍处于高位，呈现震荡下行态势。2021 年末国际黄金价格自年初 1,943.20 美元/盎司下降至 1,805.85 美元/盎司，全年平均价格为 1,798.94 美元/盎司，比 2020 年增长 1.68%。截至 2021 年末，

COMEX 黄金期货价格为 1,830.50 美元/盎司，较年初下降 5.96%，2021 年，COMEX 黄金价格期货平均价格为 1,799.37 美元/盎司，同比上升 0.68%。

黄金供应方面，矿产金仍为黄金供应的主要来源，2021 年疫情对黄金矿产的影响有所下降，全球矿产黄金总供应量同比增加 83 吨至 3,561 吨，但较疫情前的 2019 年仍略有下滑。2021 年，国内原料黄金产量为 328.98 吨，较 2020 年减产 36.36 吨，主要系山东省、河南省分别因停产安全检查、整顿中小型黄金企业等原因阶段性停产，其中山东省矿产金产量降幅超过 50%。海外矿山方面，在“双循环”新发展格局背景下，大型黄金企业（集团）积极开发海外矿山资源，2021 年境外矿山实现矿产金产量 38.63 吨，同比上升 19.86%。

黄金需求方面，2021 年全球黄金总需求为 4,021 吨，同比上升 6%。金饰需求仍为黄金主要需求来源。2021 年，消费者对于金饰的需求在 2020 年被压抑后大幅释放，金饰需求量和其占总需求的比重均有所回升。由于部分战术性投资者在 2021 年初新冠疫苗推出时缩减了对冲投资，且利率上升使黄金持仓成本增加，2021 年全球黄金 ETF 持仓量下降 173 吨，拖累黄金投资需求下滑。全球央行已连续十二年成为黄金净买家，2021 年由于疫情影响叠加通胀高企，全球央行总计增持黄金 463 吨，同比大增 82%，总持有量增至 31 年来最高水平。科技方面，随着国内新能源产业和电子工业快速发展，工业用金同比增长 15.44%。从国内需求来看，2021 年全国实际黄金消费量为 1,121 吨，同比增长 37%。细分来看，国内金饰需求全年增长 45%至 711 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同比增长 27%；央行黄金储备总量保持稳定，2021 年全年稳定在 1,948 吨。

2022 年以来，受国际形势动荡、通胀高企等因素影响，市场避险需求攀升，推动黄金价格震荡上行，截至 2022 年 3 月末，COMEX 黄金期货价格为 1,757.50 美元/盎司，较年初上升 9.71%，2022 年 1~3

月，COMEX 黄金价格期货平均价格为 1,800.23 美元/盎司，同比上升 3.05%。2022 年 1~2 月，国内黄金消费需求旺盛，但由于 2022 年 3 月以来国内疫情出现大规模反复，一季度黄金消费量及行业供给情况存在不确定性，中诚信国际将持续关注疫情的不确定性 & 宏观经济政策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，2022 年以来受避险情绪主导价格有所上升，但国内疫情反复对黄金消费需求和供给带来一定的不确定性。目前国内疫情有所反复，且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。

跟踪期内公司产权结构无重大变化；公司仍保持对豫园股份的控制地位，但将所持豫园股份的部分股权用以质押；公司保持良好的法人治理结构及相对健全的内部控制体系

公司股权结构未发生变化。截至 2021 年末，公司总股本仍为 25.04 亿元，其中上海复星产业投资有限公司（以下简称“复星产投”）持有公司 99.705% 的股份，为公司控股股东，浙江复星商业发展有限公司持有 0.295% 股份，二者均为复星国际子公司，公司实际控制人仍为郭广昌。跟踪期内，豫园股份仍为公司的核心控股子公司。截至 2021 年末，公司对豫园股份的持股比例为 49.09%，仍为豫园股份的单一大股东。值得关注的是，2022 年以来，公司将所持部分豫园股份股权质押，截至本报告出具日，上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科技”）及其一致行动人累计质押豫园股份股票 412,522,610 股，质押股份占其所持有豫园股份的 15.49%，中诚信国际将对公司及复星系所持豫园股份股权质押情况保持关注。

公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司持续稳定发展奠定

良好基础。跟踪期内，公司未发生三分之一以上董事、三分之二以上监事、董事长或者总经理发生变动的情况，同时在财务管理、生产采购管理、投融资管理、对外担保管理、销售管理、人力资源管理等方面的管理制度未发生重大变化。

2021 年公司全口径销售金额保持增长，项目仍主要位于核心一、二线城市，区域布局良好

跟踪期内，公司继续依托复星体系丰富的产业资源，灵活融通市场资源，积极践行“蜂巢城市”理念，推动产城融合，已实现上海、北京、广州、武汉、南京、成都、杭州、天津等国内 20 余座重点城市的布局深耕。

项目运营方面，随拿地项目陆续开工，2021 年公司新开工面积同比大幅增长，竣工面积同比小幅回落。

表 1：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

	2019	2020	2021
新开工面积	184.04	200.21	303.25
竣工面积	178.10	229.67	219.91

注：以上开发数据为全口径数据

资料来源：公司提供

2021 年公司全口径销售面积同比回落 8.23%，得益于销售均价的提升，销售金额小幅增长至 284.37 亿元。当期权益销售金额为 208.83 亿元，权益销售金额比例降至 73.44%。2021 年豫园股份实现全口径销售金额 174.54 亿元，占公司全口径销售金额的比例进一步提升至 61.38%。

表 2：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2019	2020	2021
销售面积	129.57	151.07	138.64
销售金额	283.95	269.51	284.37
销售均价	2.19	1.78	2.05
结算金额	192.21	226.48	199.44

注：销售为全口径数据，结算为并表口径数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，跟踪期内公司销售项目主要集中在南京、上海及杭州等核心一、二线城市，区域布局保持良好。

2021 年公司合同销售金额排名前十的城市合计销售金额 253.57 亿元，合计占比为 89.17%，集中度较 2020 年进一步提升。其中南京、上海、济南、成都对公司销售业绩贡献依然较大。除此之外，受益于新项目开盘，2021 年杭州地区销售金额及占比同比大幅提升。

表 3：2021 年公司合同销售金额前十大城市分布（亿元、万平方米）

城市	销售面积	销售金额	金额占比
南京	22.6	72.76	25.59%
上海	16.96	45.28	15.92%
杭州	21.36	44.61	15.69%
济南	8.51	20.06	7.05%
成都	20.66	19.72	6.93%
天津	7.95	12.91	4.54%
武汉	2.53	11.29	3.97%
长沙	6.9	10.98	3.86%
珠海	4.16	8.59	3.02%
重庆	5.44	7.37	2.59%

注：以上数据为全口径数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，受竣工交付节奏放缓的影响，2021 年结算规模同比回落，其中豫园股份房地产结算金额占比 83.40%。2021 年结算金额排名前五的城市为上海、武汉、成都、济南和南京，合计结算金额占比为 62.74%。

表 4：2021 年公司结算金额前十大城市分布（亿元、万平方米）

城市	结算面积	结算金额	金额占比
上海	9.93	38.47	19.29%
武汉	9.03	33.35	16.72%
成都	30.1	19.37	9.71%
济南	6.62	19.17	9.61%
南京	4.51	14.77	7.41%
昆明	5.66	11.94	5.99%
重庆	6.62	10.21	5.12%
天津	5.75	9.97	5.00%
苏州	11.3	9.34	4.68%
台州	10.12	9.22	4.62%

注：以上数据为并表口径数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司仍保持一定的土地投资力度；随部分

项目去化，土地储备小幅回落；较高的商办占比仍对公司资金周转和项目去化形成一定压力

土地获取方面，公司坚持蜂巢城市的理念，通过地产与产业相结合的综合体方式拿地，配有写字楼、商场、医院和度假村等多样性业态。2021年公司仍保持一定的土地获取力度，全年获取6个项目，均以豫园股份为主体获取，新增土地主要为商业办公以及住宅用地。拿地区域位于佛山¹、苏州、上海、成都和青岛，土地价款合计143.41亿元，其中苏州和青岛项目已通过出售股权取得回款。受一、二线城市较高的土地价格影响，当期楼面均价显著增长。

表 5：近年来公司新增项目储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2019	2020	2021
新拓展项目	6	10	6
新增项目储备建筑面积	272.40	263.21	128.40
新增项目储备购置支出	115.02	146.24	143.41
新增项目楼面均价	4,222	5,556	11,169.16

注：1、以上为全口径数据；2、2019年新获取项目不含向上海星浩收购的项目

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年末，公司拥有的在建未售项目以及拟建项目（含商办业态²）合计总建筑面积为1,281.16万平方米，其中权益占比74.14%。土地储备面积同比有所回落，仍较为充沛，需要关注较大规模土地储备及较高的商办占比对公司资金周转和项目去化形成的压力。区域分布方面，公司项目储备主要分布在武汉、成都、合肥、苏州、上海等20多个城市，基本为一、二线城市，其中前十大城市建筑面积合计964.63万平方米，合计占比75.29%。

表 6：2021 年末公司项目储备前十大城市分布情况

城市	总建筑面积（万平方米）	占比
成都	259.97	20.29%
武汉	144.01	11.24%
上海	90.65	7.08%
昆明	79.01	6.17%
天津	78.99	6.17%
南京	78.19	6.10%

¹ 其中佛山禅曦项目为关联方收购。

² 公司土储中商办占比约40%，主要分布在上海、南通、成都、天津

重庆	71.30	5.57%
济南	55.57	4.34%
珠海	54.96	4.29%
杭州	51.99	4.06%
总计	964.63	75.29%

注：1、公司项目储备统计口径为在建未售项目以及拟建项目，含商办业态；2、公司其他项目储备分布在长春、北京、西安、长沙、宁波、苏州、合肥、大连、香港、广州、青岛、泉州等地

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，随着销售网络进一步完善及产品市场认可度进一步提升，公司黄金销售收入呈上升态势；但仍需关注黄金珠宝市场景气度波动及疫情反复等因素对珠宝时尚业务的影响

跟踪期内公司珠宝时尚业务仍主要由豫园股份运营。豫园股份旗下拥有“老庙黄金”和“亚一金店”两个主要的连锁品牌，在上海及其他地区珠宝消费市场已形成较高的知名度和市场影响力，且销售渠道体系较为完善。2021年，珠宝时尚业务实现收入274.48亿元，同比增长23.82%，主要系公司积极拓展加盟渠道布局，网点商业模式持续深化，同时公司继续打造爆款产品，其中老庙古韵金系列产品年销售收入近40亿元，是当期珠宝时尚业务收入增长的主要来源。

公司主要销售黄金、铂金及少量镶嵌类饰品，同时实行双品牌错位经营策略，其中“老庙黄金”主要定位于成熟消费群，产品以黄铂金产品为主；“亚一金店”主要定位于年轻群体，主要产品为婚庆用珠宝饰品。此外，为顺应消费升级趋势、加强业务稳定性及提升盈利能力，近年来公司加大对研发设计和生产工艺等高附加值环节的投入以及镶嵌类饰品的推广。2021年，受益于公司黄金类新品销售情况较好，黄金销量明显上升，同比增加36.60%。

表 7：近年来公司黄金和铂金销量情况（公斤）

品种	2019	2020	2021
黄金	65,623	56,097	76,629
铂金	429	332	197

资料来源：公司提供

和西安等地。

近年来公司持续发展以省级物流平台为核心的加盟体系，使得加盟店数量快速增长。截至 2021 年末，“老庙”和“亚一”零售门店数量达 3,959 家，较 2020 年末净增加 592 家，新增门店的区域主要集中在江苏、安徽、浙江等省份，其中加盟门店数量净增 576 家，直营连锁店净增 16 家。此外，公司亦积极开发网络渠道，开设天猫旗舰店，进驻百联 E 城和东方购物等平台。

表 8：近年来“老庙”和“亚一”门店情况（家）

	2019	2020	2021
直营连锁店数量	199	207	223
加盟门店数量	2,560	3,160	3,736
合计	2,759	3,367	3,959

资料来源：公司提供

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。2020 年，公司增资及收购 DJULA 55.40% 股权，截至 2021 年末，DJULA 全球直营网点共 17 家（其中 2021 年在上海、成都和深圳各开设 1 家网点，在海外新开设 3 家网点），由于国内网点成立时间较短，收入仍主要由海外市场贡献。公司亦通过和国际顶级珠宝品牌 Damiani³ 成立合资企业，共同拓展中国市场，截至 2021 年末，Damiani 直营网点为 3 家，Salvini 直营网点为 2 家。

2022 年 3 月以来，上海爆发大规模疫情，疫情管控环境或对公司珠宝时尚业务的经营产生不利影响。2022 年一季度，受益于积极拓店及疫情影响时间较短，珠宝时尚业务实现收入 89.41 亿元，同比增长 27.30%，后续经营及盈利情况仍需关注。

中诚信国际认为，跟踪期内，豫园股份珠宝时尚业务保持较强的品牌和渠道优势，随着加盟网络快速扩张，珠宝时尚板块收入呈增长态势。但近期黄金价格持续处于高位，黄金终端消费市场竞争激烈，且 2022 年 3 月以来上海疫情出现大规模反复，中诚信国际将持续关注黄金珠宝市场景气度、新店培育情况及上海疫情状况对公司珠宝时尚板块运营效益的影响。此外，公司新收购的 DJULA 项目在国内的品牌知名度及销售渠道尚在建立阶段，其销售能力及

盈利性有待观察。

跟踪期内，公司餐饮业务连锁化经营战略成效明显，时尚表业、化妆品、白酒等新增业务领域稳健增长，但随着公司业务范围持续扩大，管理难度亦有所上升

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。从部分出租项目来看，2021 年以来，受商业地产竞争激烈及疫情反复等因素影响，项目出租率普遍较 2020 年末下降，整体出租率保持在 70~80% 之间。此外，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。2021 年公司物业经营管理与租赁收入为 23.52 亿元，其中租金收入为 7.40 亿元。

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、南翔馒头店和松鹤楼等多家知名餐饮品牌，且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。2021 年，随着国内疫情逐渐控制以及公司餐饮业务连锁化经营战略的实施，餐饮板块收入同比增长 56.77%。截至 2021 年末，公司拥有文化饮食直营网点 116 家，较 2020 年末净增长 59 家，其中松鹤楼 91 家（苏式正餐 10 家、苏式面馆 81 家），较 2020 年末净增长 60 家。

食品百货业务方面，2021 年，豫园股份食品百货业务收入同比增长 22.42% 至 8.36 亿元，主要系 2020 年同期受疫情影响基数低所致。度假村业务方面，2021 年，受新冠肺炎疫情影响，海外度假村业务阶段性关闭，度假村业务收入同比减少 29.00% 至 3.53 亿元。

³ Damiani 和 Salvini 均为 Damiani 集团旗下品牌。

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 2021 年末，公司共拥有 33 家零售网点（包含加盟店 3 家），其中医保定点零售药店 11 家，中医门诊部（医诊所）2 家。2019 年，公司取得希尔思（Hill's）中国业务独家代理权，希尔思是全球最大的宠物粮品牌之一，目前希尔思旗下有超过 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。得益于宠物健康业务持续发力，2021 年，公司医药业务收入同比增长 21.43% 至 5.19 亿元。

时尚表业方面，公司旗下拥有上海汉辰表业集团有限公司（以下简称“汉辰表业”）、天津海鸥表业集团有限公司（以下简称“海鸥表业”）和上海表业有限公司（以下简称“上海表业”）三家主要管理和经营主体。海鸥表业及上海表业均定位为中高端手表，汉辰表业作为业务管理平台旨在管理品牌群的定位、整合和营销。截至 2021 年末，时尚表业板块

共拥有直营网点 42 家（其中海鸥表业 35 家）。2021 年，时尚表业板块实现销售收入 8.61 亿元，主要由海鸥表业贡献。

2020 年以来，公司通过外延式收购拓展化妆品业务，并新增酒类业务。其中化妆品板块主要包括以色列化妆品品牌公司 AHAVA 和草本护肤品品牌公司 WEI，2021 年公司化妆品板块实现营业收入 4.87 亿元。

酒业方面，截至 2021 年末，金徽酒股份有限公司（以下简称“金徽酒”）总资产 37.73 亿元，净资产 29.82 亿元，2021 年实现营业总收入 17.88 亿元，净利润 3.25 亿元；舍得酒业股份有限公司（以下简称“舍得酒业”，股票代码 600702）总资产为 80.93 亿元，净资产为 49.97 亿元，2021 年实现营业总收入 49.69 亿元，净利润 12.71 亿元。

中诚信国际关注到，近年来，随着公司销售网络布局完善以及不断推进收并购事项，公司业务布局趋于多元化，但新冠肺炎疫情对公司餐饮及度假村业务板块造成一定影响。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，但收购标的资产亦给公司经营管理能力带来更大的挑战。

表 9：近年来公司产业运营板块重大收并购情况（亿元、%）

板块	标的公司	股权取得时间	股权取得成本	股权取得比例	标的公司业务情况
珠宝时尚	International Gemological Institute	2019 年 2 月	7.51	80.00	IGI 拥有 40 余年历史，是全球知名的宝石学培训及钻石鉴定组织，经过多年发展形成了布局全球的钻石、宝石和首饰专业鉴定以及宝石学培训课程等业务，广泛服务钻石相关领域的各类合作伙伴、包括知名钻石零售商。
	DJULA.SAS	2020 年	2.09	55.40	Djula 是法国时尚珠宝品牌，是以强设计为驱动，自带流量的年轻时尚珠宝品牌。2020 年，公司以 1,500 万欧元增资法国时尚珠宝品牌 DJULA 项目，同时以 1,148 万欧元收购 DJULA 项目老股，截至 2021 年末，公司控股 DJULA 项目 55.40% 股权。
餐饮管理与服务	苏州松鹤楼饮食文化有限公司、苏州松鹤楼餐饮管理有限公司	2018 年 8 月	16.29	100.00 100.00	苏州松鹤楼是一家主营中式正餐连锁的知名传统餐饮品牌，目前门店分布于苏州、上海、北京、无锡等地，并配备有中央厨房和供应链中心。
食品百货及工艺品	如意情生物科技股份有限公司	2019 年 9 月	6.99	55.50	如意情主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售，年销量处于行业前三位，销售网络覆盖了全国 25 个省、市及自治区，如意情所处行业处于快速发展阶段，并在食品加工领域形成协同发展。
时尚表业	天津海鸥表业集团有限公司	2020 年 4 月	5.22	65.00	“海鸥表”和“上海表”在国内拥有较高的品牌知名度和美誉度。海鸥表业在天津建设了国内规模最大的精密机械手表机芯制造基地，掌握了代表国际手表制造顶尖水平的陀飞轮、万年历、问表等超复杂机芯的自主知识产权；上海表业也掌握了多种复杂机芯设计制造能力。
	上海表业有限公司	2020 年 4 月	0.71	55.00	
化妆品	复星津美（上海）化妆	2020 年 6 月	5.58	88.58	复星津美旗下有以色列化妆品品牌 AHAVA 及草本护肤品品牌 WEI

	品有限公司				(旗下拥有高端护肤品牌 WEI 和大众护肤品牌 WEI EAST)。目前, AHAVA 及 WEI 均在主流电商平台建立了线上销售渠道, 同时线下 AHAVA 设立了 24 家直营网点(其中国内 13 家), WEI 拥有丝芙兰渠道优势。
酒业	金徽酒股份有限公司	2020 年 10 月	33.96	37.99	金徽酒于 2016 年在上海证券交易所上市(股票代码 603919), 主营业务为白酒生产及销售, 代表产品有“金徽二十八年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星级”、“柔和金徽”、“金徽正能量”等, 主要市场位于甘肃, 同时营销网络已辐射陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等西北市场。
	四川沱牌舍得集团有限公司	2021 年 1 月	45.30	70.00	四川沱牌舍得集团有限公司(以下简称“舍得集团”)旗下拥有 A 股上市公司舍得酒业, 舍得酒业主营白酒生产及销售, 主要产品有“品味舍得”、“智慧舍得”、“沱牌曲酒”、“吞之乎”、“天子呼”等, 销售区域主要集中于四川、山东、河南、河北等省份以及东北、华东地区。
度假村	株式会社星野 Resort Tomamu	2015 年 12 月	9.61	100.00	2020 年以来, 受新冠肺炎疫情影响, 海外订单量骤缩, 且日本疫情影响下度假村阶段性关闭, 度假村业务收入大幅缩减。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019 年~2021 年财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。

2021 年受期间费用增长影响, 公司经营性业务利润显著下滑, 投资收益对利润贡献明显上升, 需关注公司经营性业务盈利恢复情况

2021 年, 受珠宝业务及新收购的其他业务驱动等因素影响, 公司营业总收入保持增长趋势, 当期珠宝时尚板营业收入已经超过房地产销售业务, 成为公司规模最大的收入来源。从各业务板块毛利率水平来看, 得益于较好的土地成本控制及较高的结算价格, 公司房地产销售板块毛利率仍处于较高水平; 因销售新品毛利更高, 珠宝时尚板块毛利率小幅提升; 物业管理及其他业务板块毛利率略有下降, 综合来看, 公司营业毛利率整体较 2020 年变动不大。

表10: 近年来公司主要板块营业收入及毛利率构成(亿元、%)

项目	2019	2020	2021
房地产销售	192.21	226.48	199.44
珠宝时尚	204.57	221.94	274.48
物业管理	17.80	29.99	23.52
其他	13.12	29.72	59.83

⁴ 2019 年处置子公司广州市星健星穗房地产, 取得处置收益 15.68 亿元。

合计	293.38	508.13	557.27
项目	2019	2020	2021
房地产销售	46.99	40.42	40.38
珠宝时尚	8.84	8.09	9.17
物业管理	25.78	30.47	30.20
其他	46.18	46.51	45.91
营业毛利率	29.76	26.41	25.17

资料来源: 公司提供

期间费用方面, 随着业务规模的增长和外延式并购事项影响, 新收购标的并表导致销售费用及管理费用持续增加。2021 年受债务规模上升及资本化利息支出减少影响, 财务费用亦有所增长。受此影响, 2021 年期间费用同比显著增长, 期间费用率也有所上升。

表 11: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2019	2020	2021
销售费用	16.65	18.60	26.95
管理费用	27.48	33.59	38.91
财务费用	15.91	14.68	18.13
期间费用合计	60.04	66.87	83.99
期间费用率(%)	13.23	13.16	15.07
经营性业务利润	46.73	46.70	26.39
资产减值损失	1.15	2.82	1.54
公允价值变动收益	-3.89	1.15	2.48
投资收益	19.22	14.17	28.56
营业外损益 ⁴	0.67	0.75	-0.56
利润总额	61.58	60.01	58.08
净利润	42.33	44.03	45.06
净利润率(%)	9.32	8.67	8.09

注：资产减值损失包含信用减值损失，管理费用含研发费用

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润主要来源于经营性业务利润和投资收益，2021 年受期间费用及税金支出大幅增加影响，公司经营性业务利润同比显著下降。同期，公司投资收益进一步增至 28.56 亿元，其中来自合营及联营企业按权益法核算的投资收益 17.78 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 10.03 亿元。当期公司公允价值变动收益亦有所增长，主要是持有的权益类投资的公允价值上升所致。综合来看，2021 年公司利润总额及净利润率均较上年回落。中诚信国际将关注公司经营业务盈利恢复情况。

随着业务规模扩大, 2021 年末公司资产负债规模继续增加, 受货币资金余额下降及债务规模上升影响, 跟踪期内公司财务杠杆水平明显提升

2021 年公司总资产规模平稳增长，其中流动资产⁵占比为 57.02%，较 2020 年末有所回落。公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款以及其他流动资产构成。随珠宝时尚业务规模的扩大，加之增加酒业等业务，公司存货规模进一步增长。货币资金方面，因新增土地储备、扩张珠宝业务及收购子公司等原因导致现金支出增加，货币资金余额显著下降。截至 2021 年末，公司货币资金余额 147.48 亿元，其中受限制的货币资金为 20.45 亿元（含监管账户资金 18.16 亿元），受限比例为 13.87%。公司其他应收款主要为对合联营项目以及复星集团体系内拆借，2021 年末应收前五大对象合计 67.75 亿元，其中对武汉复智房地产开发有限公司的往来款为 56.84 亿元。2021 年末以向合营公司提供的股东借款为主的其他流动资产进一步增长。公司非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、固定资产和无形资产构成。由于当期公司收购舍得集团，长期股权投资大幅增加，截至 2021 年末，舍得集团账面价值为 48.45 亿元。同期，公司存量项目新增投入，投资性房地产有所增加。此外，截至 2021 年末公司商誉规模保持稳定，其中金徽

酒商誉账面价值为 18.07 亿元，中诚信国际将持续关注金徽酒等被收购对象的经营状况及对商誉减值的影响。

表 12: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2019	2020	2021
货币资金	255.47	233.14	147.49
其他应收款	91.29	77.21	101.26
其他流动资产	88.72	79.53	96.31
存货	615.10	668.56	683.67
长期股权投资	132.41	123.99	189.07
投资性房地产	251.67	317.76	328.45
固定资产	89.85	108.50	107.22
商誉	6.95	30.10	30.07
总资产	1,658.72	1,808.97	1,854.84
预收款项	202.03	181.67	113.64
其他应付款	127.00	151.45	119.94
总负债	1,173.18	1,275.41	1,288.89
资本公积	46.23	44.17	43.75
少数股东权益	208.33	229.33	238.72
所有者权益	485.54	533.56	565.95
资产负债率 (%)	70.73	70.50	69.49
净负债率 (%)	68.83	77.81	98.77

注：1、将非流动资产中的存货纳入流动资产中存货整体核算；2、预收账款含合同负债

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2021 年公司负债规模小幅增长，除有息债务外，仍主要为预收款项⁶和其他应付款。跟踪期内由于前期预售房款结转规模扩大，公司预收账款规模回落较为明显，截至 2021 年末，预收款项 113.64 亿元，为上年房地产结算收入的 57%，对未来房地产收入结转的保障程度较低。其他应付款主要为公司合联营项目以及复星集团体系内拆借，2021 年以来其他应付款亦有所回落。

所有者权益方面，受公司合并范围扩大影响，2021 年公司少数股东权益仍小幅增长，同时利润积累带动未分配利润同比增长，受此影响，2021 年所有者权益保持平稳增长态势。财务杠杆方面，受债务规模增长及货币资金余额下降影响，2021 年末公司净负债率显著上升。

跟踪期内随房地产投资放缓, 公司开发成本规模及占比均有所下降, 随北京、佛山等地竣工项目增多,

⁵ 含非流动资产中存货规模

⁶ 含合同负债

开发产品规模及占比明显上升，房地产项目去化速度仍有待提升

公司流动资产主要由存货，货币资金和其他应收款构成。跟踪期内公司存货及其他应收款规模保持增长，但受货币资金余额大幅下降影响，2021年末公司流动资产规模小幅回落，同期末投资性房地产及长期股权投资进一步增长，导致同期末公司流动资产占总资产比重亦有所回落。

表 13：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021
流动资产/总资产	64.94	60.22	57.02
存货/流动资产	57.11	61.37	64.64
货币资金/流动资产	23.72	21.40	13.94
其他应收款/流动资产	8.48	7.09	9.57
（存货+货币资金）/流动资产	80.82	82.78	78.59
开发产品	110.02	104.59	128.66
开发产品/存货	17.89	15.64	18.82
开发成本	480.22	516.99	479.41
开发成本/存货	78.07	77.33	70.12

注：将非流动资产中的存货纳入流动资产中存货整体核算

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成。由于存货中非房业务的库存商品及委托代销产品等规模上升，2021年公司开发产品和开发成本合计占比继续下降。受房地产开发投资放缓影响，公司开发成本规模小幅下降；随北京、佛山等地项目竣工，公司开发产品及在存货中的占比进一步增长，产品去化情况仍有改善空间。周转率方面，随着公司珠宝销售规模的进一步扩大，2021年存货周转率进一步上升。

表 14：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.57	0.58	0.61
总资产周转率（次/年）	0.29	0.29	0.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期公司债务规模继续上升，偿债指标有所弱化；同时应关注公司除豫园股份外的债务尤其是公开市场债务到期对自有资金的消耗

随着珠宝销售规模增加，2021年公司经营获现

能力进一步提升。同期，由于公司购买商品及为获取物业开发项目支付的款项同比大幅增加，经营活动现金流呈净流出态势；2021年公司存在同一控制下企业收购事项，投资活动现金流仍保持在较大流出规模。受外部融资环境影响，2021年公司筹资活动现金流入与流出规模均同比缩减，筹资活动净现金流转为小幅净流入。

跟踪期内，公司债务仍保持扩张态势。截至2021年末，公司短期债务占总债务的比重上升至为45.66%，债务进一步短期化。公司债务主要由银行借款、债券和信托借款构成，2021年综合融资成本5%，较上年变动不大。

2021年下半年以来，随着房地产行业融资环境整体趋紧，公司除豫园股份外债务尤其是公开市场债务再融资渠道收缩，相关债务到期偿还主要依赖自有资金。受此影响，截至2021年12月末，公司除豫园股份外债务金额同比收缩至184.59亿元⁷，其中公开市场债务金额缩减至75.96亿元。2022年下半年，公司仍面临一定的债券回售及兑付压力，中诚信国际将对公司偿债资金来源保持关注。

从偿债能力看，因有息债务规模进一步增长，2021年公司EBITDA偿债指标有所弱化。受公司货币资金规模下降以及债务持续上升影响，截至2021年末，货币资金无法覆盖短期债务。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	48.83	28.94	-46.46
销售商品、提供劳务收到的现金	532.09	526.01	559.84
投资活动净现金流	-18.63	-27.13	-33.81
筹资活动净现金流	-31.37	-25.34	2.14
货币资金/短期债务	0.90	0.95	0.46
总债务	589.68	648.31	706.48
短期债务	282.98	245.23	322.54
EBITDA	88.29	85.05	91.62
总债务/EBITDA	6.68	7.62	7.71
EBITDA 利息倍数	2.57	2.60	2.59
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.11	1.23	1.26
经调整的 EBIT 利息保障倍数	2.79	2.84	2.64

⁷由复地集团和豫园股份总债务相减计算得出。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司持有的豫园股份股权部分质押，股权质押融资空间缩小；或有负债代偿风险较小

银行授信方面，截至 2021 年末，公司共计获得银行综合授信 791.17 亿元，未使用授信额度 257.43 亿元。截至本报告出具日，复星高科技及其一致行动人累计将其所持豫园股份股票中 15.49% 质押，股权质押融资空间缩小。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计为 509.23 亿元，占总资产的 27.45%，其中受限的存货、投资性房地产、子公司权益、货币资金分别为 292.68 亿元、147.73 亿元、35.96 亿元和 20.44 亿元。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司对外担保 64.23 亿元，全部为对购房者的按揭担保，代偿风险较小。同期末，公司无重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 27 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

复星国际拥有丰富的产业资源，能产生较强的协同发展优势

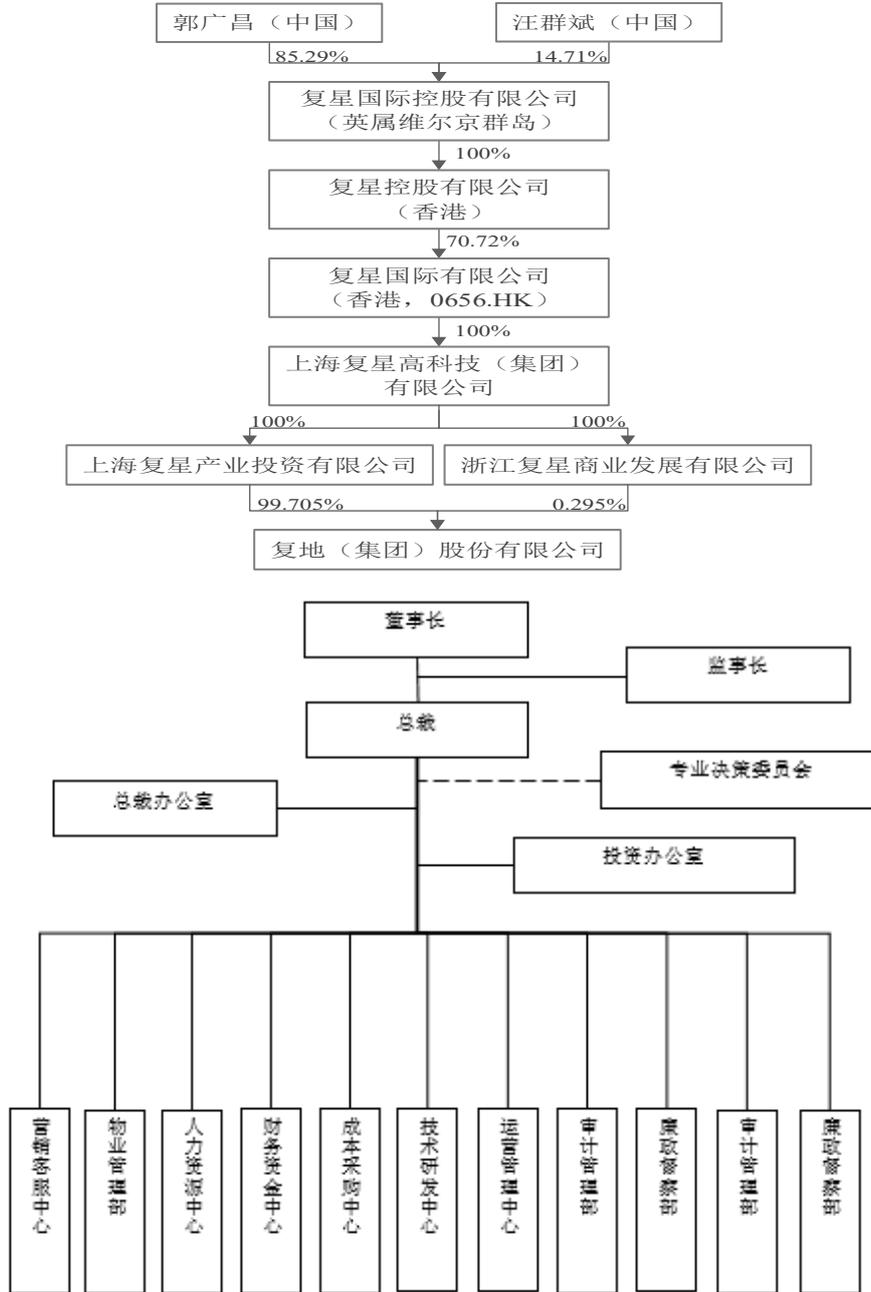
公司作为复星国际旗下较为重要的成员企业及主要的地产开发平台，能够得到复星国际的大力支持。公司房地产板块的发展战略与复星国际整体的战略规划相契合，较符合集团现阶段发展需求。

复星国际拥有丰富的产业资源，在产业资源嫁接方面具有较强的协同发展优势。公司依靠复星集团产业资源联动，能在土地获取方面进行差异化竞争；此外，2018 年，在复星国际的支持下，公司完成对上市公司豫园股份重组事项，扩大了业务范围，提升了公司的综合实力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持复地（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 复地 01”、“20 复地 02”和“21 复地 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：复地（集团）股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

表：截至 2021 年末公司主要子公司情况

企业全称	持股比例
上海豫园旅游商城股份有限公司	49.09%

附二：复地(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）	2019	2020	2021
货币资金	2,554,666.36	2,331,449.57	1,474,857.36
其他应收款	912,851.53	772,107.79	1,012,574.31
存货净额	6,151,015.71	6,685,601.92	6,836,729.67
长期投资	1,488,009.39	1,429,768.16	2,097,860.89
固定资产	898,540.65	1,084,973.92	1,072,218.88
在建工程	35,555.12	54,163.81	20,648.62
无形资产	483,676.50	728,254.68	767,138.34
投资性房地产	2,516,682.73	3,177,575.43	3,284,542.30
总资产	16,587,151.54	18,089,746.46	18,548,408.41
预收款项	2,020,323.07	1,816,682.45	1,136,449.38
其他应付款	1,270,008.75	1,514,510.76	1,199,365.59
短期债务	2,829,769.42	2,452,253.31	3,225,432.89
长期债务	3,066,984.12	4,030,888.11	3,839,350.10
总债务	5,896,753.54	6,483,141.42	7,064,782.99
净债务	3,342,087.19	4,151,691.85	5,589,925.62
总负债	11,731,785.38	12,754,147.26	12,888,929.50
费用化利息支出	192,676.62	162,924.29	192,414.75
资本化利息支出	150,741.45	163,674.86	161,683.14
所有者权益合计	4,855,366.17	5,335,599.20	5,659,478.90
营业总收入	4,540,013.27	5,081,242.35	5,572,668.90
经营性业务利润	467,289.56	467,019.09	263,897.30
投资收益	192,183.37	141,713.62	285,581.27
净利润	423,271.00	440,341.21	450,611.53
EBIT	808,516.73	763,062.52	773,176.16
EBITDA	882,867.54	850,471.54	916,237.85
销售商品、提供劳务收到的现金	5,320,924.39	5,260,102.93	5,598,358.23
经营活动产生现金净流量	488,332.20	289,357.18	-464,614.57
投资活动产生现金净流量	-186,273.64	-271,306.92	-338,104.05
筹资活动产生现金净流量	-313,720.10	-253,415.69	21,439.65
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	29.76	26.41	25.17
期间费用率(%)	13.23	13.16	15.07
EBITDA 利润率(%)	19.45	16.74	16.44
净利润率(%)	9.32	8.67	8.09
总资产收益率(%)	5.14	4.40	4.21
存货周转率(X)	0.57	0.58	0.61
资产负债率(%)	70.73	70.50	69.49
总资本化比率(%)	54.84	54.85	55.52
净负债率(%)	68.83	77.81	98.77
短期债务/总债务(%)	47.99	37.83	45.66
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.04	-0.07
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	0.12	-0.14
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.42	0.89	-1.31
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.11	1.23	1.26
总债务/EBITDA(X)	6.68	7.62	7.71
EBITDA/短期债务(X)	0.31	0.35	0.28
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.57	2.60	2.59
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.79	2.84	2.64

注：中诚信国际将非流动资产中存货纳入存货核算；其他流动负债中有息部分纳入短期债务，租赁负债、其它非流动负债和长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利润率	=净利润/营业总收入
	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
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

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。