

跟踪评级公告

联合[2016] 705 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持海航商业控股有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望由负面调整为发展中，并维持“15海航商CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年五月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海航商业控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 发展中
上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 海航商 CP001	5 亿元	2015/5/27-2016/5/27	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 26 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.34	46.36	42.99	44.98
资产总额(亿元)	212.37	201.44	267.23	270.52
所有者权益(亿元)	49.39	71.70	102.22	102.66
短期债务(亿元)	82.45	56.24	113.60	133.46
全部债务(亿元)	119.54	89.17	123.86	142.60
营业收入(亿元)	106.02	107.91	92.75	26.48
利润总额(亿元)	3.02	3.01	3.74	0.30
EBITDA(亿元)	10.01	11.02	8.99	--
经营性净现金流(亿元)	2.49	8.70	45.76	6.70
营业利润率(%)	21.53	18.62	17.06	14.13
净资产收益率(%)	3.75	2.52	3.22	--
资产负债率(%)	76.75	64.41	61.75	62.05
全部债务资本化比率(%)	70.77	55.43	54.79	58.14
流动比率(%)	94.31	98.56	116.83	111.13
全部债务/EBITDA(倍)	11.95	8.09	13.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.01	2.54	2.47	--
经营现金流流动负债比(%)	2.03	9.30	31.29	--

注: 2016 年一季度财务数据未经审计; 计入应付债券的短期融资券已调整计入短期债务; 现金类资产已剔除受限资金。

分析师

景雪 王晴
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 海航商业控股有限公司(以下简称“公司”)主要经营实体西安民生集团股份有限公司(以下简称“西安民生”)经营较好, 公司整体营业收入保持较大规模, 利润水平有所提升, 股东现金增资 28.40 亿元, 公司资本实力进一步充实。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内, 零售行业竞争激烈、增速放缓, 公司主业盈利对利润贡献度持续下降, 期间费用率较高, 利润水平对非经营性损益依赖度高, 短期债务大幅增加, 短期偿债压力大, 往来款规模大, 对外担保比率高等对公司经营发展带来不利影响。

2015 年, 公司采用现金及股权增资, 与新合作集团合作成立控股公司海南供销大集控股有限公司(以下简称“供销大集”), 公司业务构成及合并范围变动大, 相关往来款规模大。子公司西安民生计划非公开发行股份购买供销大集 100% 股权, 本次重大资产重组已经证监会批准, 计划于 2016 年第三季度完成, 实施后将对公司业务结构和财务情况产生很大影响。新成立的供销大集涉及两方股东多层次合作, 电商业务及网点布局快速推动对资金需求量大, 可能产生经营管理风险和资金压力, 此事项进展将对公司产生较大影响, 且存在不确定性。

综合考虑, 联合资信维持海航商业控股有限公司的主体长期信用等级为 AA, 评级展望由负面调整为发展中, 并维持“15 海航商 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司控股股东海航集团有限公司实力较强, 2015 年与少数股东共同增资 28.40 亿元, 公司资本金实力进一步增强。
2. 跟踪期内, 公司主要经营实体西安民生经营较好, 收入规模较稳定。
3. 公司现金类资产对“15 海航商 CP001”的保

障能力很强。

关注

1. 商业零售行业竞争激烈、增速放缓，人力、租金等成本不断上升，公司零售业务毛利率有所下降，期间费用率较高。
2. 公司主业盈利对利润贡献度持续下降，贸易业务迅速增长但毛利率极低，整体利润水平对非经营性损益依赖度高。
3. 跟踪期内，公司短期债务大幅增加，短期偿债压力大。
4. 跟踪期内，公司合并范围变化大，且关联交易较多，相关往来款规模大，对资金形成占用。
5. 公司对外担保比率高，存在或有负债风险。
6. 西安民生资产重组计划于2016年第三季度完成，对公司经营及财务情况影响大，供销大集业务的快速推动，将对公司带来管理经营风险和资金压力，此事项进展将对公司产生较大影响，且存在不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与海航商业控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与海航商业控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因海航商业控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由海航商业控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 海航商 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海航商业控股有限公司主体长期信用及“15 海航商 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

海航商业控股有限公司（以下简称“公司”或“海航商业”）于 2007 年 9 月 11 日注册成立，注册资本为 1 亿元，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）持股 100.00%。2008 年 4 月 1 日，海航集团与公司签订了《股权增资协议》，海航集团以其持有的宝鸡商场集团股份有限公司（现已更名为宝鸡商场有限公司，以下简称“宝鸡商场”）股权 17.38%（4284.79 万股）即 48932.37 万元、西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”）股权 19.16%（5180.52 万股）即 51338.91 万元，共价值 10.00 亿元股权对公司增资扩股，同月海航集团对公司进行 1 亿元现金增资，公司注册资本增加至 12 亿元。2008 年 4 月至 2013 年底，海航集团对公司多次现金增资，合计增资 15.50 亿元；期间中信信托有限责任公司于 2011 年 2 月、3 月合计对公司增资 3.30 亿元，此后海航基础产业集团有限公司于 2013 年 3 月回购中信信托有限责任公司的股权；2011 年 12 月，天津信托有限责任公司（以下简称“天津信托”）对公司现金增资 4.00 亿元；2014 年 3 月海航集团完成回购天津信托的 4.00 亿元股权；2014 年 4 月天津信托对公司现金增资 2.00 亿元；2014 年 7 月海航集团对公司现金增资 20.00 亿元；2015 年 8 月，海航资产管理集团有限公司和海航基础产业集团有限公司分别对公司现金增资 3.30 亿元和 10.90 亿元，公司实收资本增至 71.00 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司股东构成情况见表 1，其中海航集团持有公司 72.53% 的股权，为公司控股股东。慈航基金通过控股海航集团

对公司进行控制，为公司的实际控制人。

表 1 公司股东持股情况

股东单位	金额（亿元）	持股比例（%）
海航集团有限公司	51.50	72.53
海航基础产业集团有限公司	14.20	20.00
海航资产管理集团有限公司	3.30	4.65
天津信托有限责任公司	2.00	2.82
合计	71.00	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围：项目投资及投资管理；货物进出口、技术进出口、代理进出口；专业承包；技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；设备租赁（汽车除外）；销售服装鞋帽、五金交电、日用杂品、文化体育用品、日用百货、珠宝首饰、针纺织品。

公司下设办公室、人力资源部、计划财务部、信息管理部、合规部、营运管理部、项目开发与管理部、招商采购部、商业金融部、基建管理办公室等职能部门。

截至 2015 年底，公司资产总额 267.23 亿元，所有者权益 102.22 亿元（含少数股东权益 18.92 亿元）；2015 年公司实现营业收入 92.75 亿元，利润总额 3.74 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 270.52 亿元，所有者权益 102.66 亿元（含少数股东权益 19.06 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 26.48 亿元，利润总额 0.30 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区南法信镇府前街 12 号 207 室；法定代表人：姜杰。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指

数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截

至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

根据《2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年全年社会消费品零售总额300931亿元，比上年增长10.7%，增速较上年放缓1.3个百分点；扣除价格因素，实际增长10.6%，增速较上年放缓0.3个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额258999亿元，同比名义增长10.5%，增速较上年放缓1.3个百分点；乡村消费品零售额41932亿元，增长11.8%，增速较上年放缓1.1个百分点。扣除价格因素，城镇消费品零售额实际增长8.9%，增速较上年回落1.8个百分点；乡村消费品零售额实际增长10.4%，增速较上年回落1.4个百分点。2015年，城镇消费品零售额占社会消费品零售总额比重为86.1%，较上年略降0.2个百分点。按消费类型统计，商品零售额268621亿元，增长10.6%；餐饮收入32310亿元，比上年增长11.7%，增速较上年提高2.0个百分点，自2013年餐饮市场增速陷入低谷后，连续第二年增速有所回升。其中，限上单位餐饮收入增速回升幅度较大，同比增长7%，增速较上年提

高 4.8 个百分点，餐饮业市场明显回暖。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015 年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.1%，增速相比上年回落了 0.5 个百分点，也是自 2012 年以来增速连续第四年下降。100 家企业中，零售额同比下降的达到 64 家，其中降幅在 10% 以上的（包括 10%）的 23 家，增长 10% 以上的（包括 10%）9 家。

中国连锁经营协会（CCFA）2016 年 5 月 3 日发布“2015 中国连锁百强”及相关榜单，统计结果显示，2015 年连锁百强销售规模 2.1 万亿元，同比增长 4.3%。门店总数达到 11.1 万余家，同比增长 4.7%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额 6.9%。但同时，2015 年连锁零售行业销售增幅下降，业态分化明显。2015 年，百强企业销售规模平均增幅为 4.3%，其中 31 家企业销售增长为负，是百强统计以来增长水平最低的一年。近几年来，百强销售增幅持续下降，2010-2015 年的销售增长分别为 21.0%、12.0%、10.8%、9.9%、5.1% 和 4.3%。2015 年，各业态的销售增幅分化明显。增长最快的是专业专卖店，增幅达到 16.1%，便利店的销售增幅达到 15.2%，超市的销售增幅为 4.1%，百货店的销售增幅为 -0.7%。

2015 年，人工、房租持续上涨，开店放缓，用工减少。2015 年，百强企业人工成本上涨 4.2%，房租上涨 8.6%。在成本持续走高的形势下，百强企业门店扩张速度放缓，关店数量上升。2015 年，百强企业平均新开门店 115 个，同比下降 16%，平均关闭门店 62 个，同比上升 39%。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效。2015 年，百强企业正式用工人数下降 3.1%。报送数据的企业中，56% 的企业用工数增幅低于门店增幅，25% 的企业用工数降幅大于门店的降幅。

面对经济增长放缓，竞争加剧，成本上涨等一系列不利因素，以百强为代表的零售企业积极拥抱互联网，回归零售根本，在门店优化、

商品采购、供应链管理、全渠道营销等方面积极探索，服务质量和竞争能力得到一定程度的提高。2015 年，百强企业网络销售额达到 710 亿元，比 2014 年增长 85%。在开展网络零售的 83 家百强企业中，近 80% 的企业拥有自建平台，超过 70% 的企业采用两种及以上的线上渠道开展网络零售，有 20 家企业开发了自己的 APP。在提供数据的百强企业中，移动端销售占到企业网络销售额 30% 以上的企业达到 58%，介于 10%-30% 的企业占 11%，低于 10% 的企业占 31%。企业研发投入比上一年增长 11%，平均达到 616 万元。

百强企业中有 18 家企业试水跨境购业务，一半以上的企业其跨境购规模占总销售额的比重不足 1%。尽管很多企业认为跨境购对企业整体销售和毛利贡献不大，但还是有 73% 的企业打算进一步扩大跨境购业务。

百强企业加快对传统实体门店的升级改造，引入多种移动支付方式，比如微信、支付宝、Apple Pay 等。在 55 家引入移动支付的企业中，22% 的企业引入一种支付方式，78% 的企业引入两种及以上的移动支付方式。29% 的企业移动支付占总支付额的比例超过 10%，其他 71% 的企业移动支付比例低于 10%。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈

现良好的发展态势。

2. 区域经济环境

公司主要门店集中在陕西省，西安及周边城市。据《2015年陕西省国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年陕西省实现生产总值（GDP）18171.86亿元，比上年增长8.0%；48023元，比上年增长7.6%；城镇居民人均可支配收入26420元，比上年增加2054元，农村居民人均可支配收入8689元，比上年增加757元。陕西经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2015年，陕西省实现社会消费品零售总额6578.11亿元，比上年增长11.1%；其中，限额以上企业（单位）消费品零售额4055.06亿元，增长7.7%；限额以上企业（单位）网上零售额107.35亿元，增长1.7倍。按经营地分，城镇消费品零售额5794.90亿元，比上年增长10.7%；乡村消费品零售额783.20亿元，增长14.3%。按消费形态分，商品零售额5904.77亿元，比上年增长10.6%；餐饮收入673.34亿元，增长15.7%。

陕西省会西安是中国西北最大的城市。2015年西安市全年实现生产总值（GDP）5810.03亿元，比上年增长8.2%。全市居民人均可支配收入27845元，比上年名义增长8.77%，扣除价格因素实际增长8.01%。西安市经济发展处于西北地区最高水平，并位居国家西部13个省会城市前列。目前西安市商业布局主要划分为钟鼓楼、解放路、小寨、高新区、曲江等五个商圈，商业市场发展迅速，各种业态齐全，百货店、超市、专业店及各种专业市场林立，竞争激烈。

总体上，陕西省是中西部经济大省，增长速度快，为公司在区域内的零售业发展提供了良好的运营环境。

五、重大事项

1. 投资成立供销大集控股有限公司

2015年4月，海航实业集团有限公司（以下

简称“海航实业”）与新合作商贸连锁集团有限公司（以下简称“新合作集团”）共同投资设立海南供销大集控股有限公司（以下简称“供销大集”），成立时注册资本5000万元，两方股东分别持股50%。2015年5月，根据供销大集控股股东会决议及海航实业与公司签订的股权转让协议，海航实业将其持有的供销大集控股50%股权作价50万元转让给公司（此前供销大集实收资本100万元）。经过2015年5月、6月两次股权增资，供销大集注册资本、实收资本增至269.12亿元，股权结构如下：

表 2 截至 2016 年 3 月底供销大集股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
海航商业	315487.58	11.72
海岛酒店管理	105266.72	3.91
青岛海航地产	96685.85	3.59
长春海航地产	93343.70	3.47
海岛建设集团	82177.30	3.05
海航工程建设	51908.21	1.93
海航投资控股	200000.00	7.43
海航实业集团	159000.00	5.91
海航资本集团	60000.00	2.23
海旅盛域基金	60000.00	2.23
上海轩创投资	60000.00	2.23
新合作集团	183605.43	6.82
湖南新合作投资	162429.97	6.04
泰山新合作商贸	104387.75	3.88
十堰新合作超市	65131.50	2.42
张家口新合作商贸	25081.24	0.93
江苏新合作超市	22251.20	0.83
江苏信一房产	22251.20	0.83
延边新合作超市	20152.66	0.75
兖州新合作商贸	15254.07	0.57
山东新合作超市	13585.66	0.50
常熟龙兴物流	11125.61	0.41
河南新合作商贸	10933.00	0.41
赤峰新合作超市	5398.22	0.20
河北新合作再生资源	3749.11	0.14
江苏悦达置业	54074.72	2.01
耿发	46905.02	1.74
深圳鼎发投资	200000.00	7.43
乾盛瑞丰资管计划	200000.00	7.43
上海并购基金	50000.00	1.86
嘉兴洺洛投资	40000.00	1.49
北京万商投资	35000.00	1.30
上海景石投资	30000.00	1.11
上海盛纳投资	20000.00	0.74
新疆永安投资	10000.00	0.37

潘明欣	50000.00	1.86
王雷	6000.00	0.22
合计	2691185.72	100.00

资料来源：公司提供

注：上述股东名称均为简称。

公司作为供销大集第一大股东，于2015年5月以其持有的海南海岛绿色农业开发有限公司（以下简称“海岛绿色农业”）42.35%的股权对供销大集进行股权增资。海岛绿色农业成立于2010年2月，2015年4月公司通过股权收购，以11.00亿元出资额获得海岛绿色农业84.62%的股权。2015年5月，多个股东对海岛绿色农业多次增资，公司将原二级子公司：西安曲江海航购物中心、重庆通茂投资有限公司、重庆鼎瑞地产有限公司、西安通茂置业有限公司、广东海航乐万家连锁超市有限公司、上海海航家乐企业管理有限公司、陕西民生家乐投资管理有限公司、天津国际商场有限公司、海航大集网络贸易有限公司，先后转让及注资至海岛绿色农业，后对海岛绿色农业增资13.00亿元，实现对海岛绿色农业42.35%的投资。至此，海岛绿色农业实收资本61.63亿元。2015年5月28日，公司将海岛绿色农业的股权根据评估值（北京中企华资产评估有限责任公司已出具评估报告）作价31.54亿元（溢价5.05亿元）注入供销大集，实现对供销大集持股11.72%。同时，其余股东将其持有的57.65%股份转让给供销大集，供销大集对海岛绿色农业实现全资控股。

经过上述股权注资，公司将曲江海航购物中心、青岛万邦购物中心、广东乐万家、民生家乐、家乐投资、湖南家润多等多家超市和百货转至供销大集。虽然公司为供销大集第一大股东，但绝对持股比例（11.72%）较低，实质上并未对其实现控制，因此公司2015年底、2016年3月底财务报表中并未将供销大集纳入合并范围。此次资产转让对公司合并范围经营和财务情况影响大，详见后文相关分析。

供销大集是由中国供销集团与海航集团联手打造的城乡商品流通骨干网，是连通城乡、服务“三农”的生态型流通服务平台。供销大

集为控股型集团公司，由于其资产主要为来自新合作集团和海航集团旗下的商业资产，因此主要从事多种商业业态，包括连锁超市、商业百货和商业综合体。公司本次资产转让和供销大集整合意在为下一步的西安民生收购供销大集并整合两方股东商业资源做准备。

2. 西安民生收购供销大集

西安民生集团股份有限公司是陕西省西安市一家以经营百货零售业为主的商贸企业集团，成立于1959年，1992年在西安市率先实行股份制改革，1994年1月10日其股票在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称：000564，以下简称“西安民生”），2003年5月27日与海航集团实施重组。截至2016年3月底，公司对其持股39.95%，为西安民生控股股东并将其纳入合并范围。截至2015年底，西安民生合并资产总额91.42亿元，所有者权益合计23.70亿元；2015年实现营业收入58.48亿元，利润总额0.63亿元。

2016年1月，西安民生发布公告，拟向公司及其特定关联方、新合作集团及其一致行动人以及其他交易对方发行股份购买其合计持有的供销大集100%股权。根据西安民生公告，本次重大资产重组事项已于2016年2月1日获得证监会通过。根据修订后的报告书，供销大集100%股权评估值为268.67亿元，交易价格确定为268.00亿元。本次交易后，公司及其特定关联方合计持有西安民生股份比例为46.70%，合计享有表决权比例为29.18%，仍为西安民生控股股东。

新合作集团于2003年11月设立，目前控股股东为中国供销集团有限公司（持股比例57.45%），实际控制人为中华全国供销合作总社。新合作集团主要业务为连锁超市的经营及管理，发挥供销社网点多、渠道广、贴近农村的天然优势，通过在县（市）建立县级中心店和配送中心，带动县以下的供销社农村零售网点和社会各类商业网点入网加盟，已建成“城乡结合、上下贯通、合纵连横”的连锁经营网

络；通过实行“双向配送”和“共同采购、统一配送”的经营模式，将农村需要的适销对路、质优价实的日用消费品和农业生产资料送下乡，同时将农副产品带进城，为推进中国农业产业化进程、解决农民“买难卖难”、帮助农民增收等方面做出了较大贡献。

供销大集为控股型集团公司，主要经营实体从事多种商业业态，包括连锁超市、商业百货和商业综合体。除实体零售，供销大集正在通过“互联网+”实现战略转型，由单一的传统零售业务转变为传统零售业务和电商业务相结合，一方面将提升现有线下传统零售业务平效的提升，同时配以线上直营提升业绩；另一方面，通过设立交易平台、提供服务，增加新的收入和盈利增长点。公司和新合作集团共同出资和管理，供销大集结合二者城市商超的经营管理经验、农村合作社的网点和地域资源优势，有利于大幅提高城乡商品流通效率。

目前供销大集正在加紧扩充线下门店，已在全国33个省市完成“十家集、千家贸、十万家铺”的实体网络布局，构建全国11大区物流中心，260个实现区域配送中心，服务网点覆盖全国。线下包括线下直营店、商场销售，以及线下加盟店采购交易服务；线上包括B2B交易平台交易服务、营销服务、金融服务、大集网（开放平台）交易服务、营销服务、金融服务，以及大集网（直营平台）销售。线上销售平台前期会员主要依托于线下门店会员的导入，因此线上平台的销售额将根据线下门店的拓展进度而增长。截至2015年底，供销大集资产总额370.76亿元，所有者权益合计268.26亿元；2015年实现营业收入29.30亿元，利润总额-4.78亿元（以上数据未经审计）。由于供销大集现有资产盈利能力一般，且线下布点和线上业务开发前期投资较大，供销大集尚未实现规模化盈利。

总体看，西安民生此次重大资产重组对公司主营业务发展方向和财务报表影响很大，公司与新合作集团的优势互补有利于供销大集迅速深入农村市场并实现商品流通效率的提高。

但此次资产重组规模大，电商业务及线下布点投资规模大，且回报期具有不确定性，存在较大的业绩和管理风险。根据西安民生2016年5月14日发布的公告，此次资产重组计划于2016年第三季度进行资产交割并办理完成发行股份购买资产的相关工作。此事项进展将对公司产生较大影响，且存在不确定性。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3月底，公司注册资本71.00亿元，海航集团持有公司72.53%的股权，为公司控股股东，慈航基金通过控股海航集团对公司进行控制，为公司的实际控制人。

2. 企业规模

由于转让部分子公司股权至供销大集，跟踪期内，公司合并范围变化较大。截至2016年3月底，公司纳入合并范围的二级子公司如下表所示，西安民生为公司零售业务核心经营实体。根据西安民生2016年4月30日发布的公告，截至当日，公司共持有西安民生股份3.01亿股，占总股本的39.95%，其中已质押2.79亿股，占其所持股份的92.58%。

表3 截至2016年3月底公司二级子公司列表

被投资企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
西安民生集团股份有限公司	39.29	75292.63
民生家乐超市控股有限公司	100	10000.00
国富瑞（天津）股权投资基金管理有限公司	100	100.00
陕西海航电子商务有限公司	100	1000.00
中南海航投资有限公司	100	110000.00

资料来源：公司提供

七、管理分析

2015年，公司董事会、高管人员发生较大变化。公司董事会仍为五人，但自2015年10

月起，公司董事长变更为姜杰，原董事长、总裁何家福改任公司副董事长、总经理，更换董事会中另外两名董事。高管团队中，新增一位首席投资官、一位首席培训官。

姜杰，男，1964年生，中共党员，毕业于荷兰马斯特里赫特工商管理学院工商管理专业，硕士研究生学历。2001年进入海航集团，2006年任海航集团有限公司计划财务部副总经理；2009年任海航旅业控股(集团)有限公司财务总监；2010-2011年任海航集团北方总部(天津)有限公司财务总监；2012年任海航基础产业集团有限公司副总裁兼财务总监；2013-2015年任海航实业集团有限公司副总裁兼财务总监。现任海航商业控股有限公司董事长，并兼任西安民生集团股份有限公司执行董事长。

王斐，女，1979年生，西北政法学院法律英语专业，本科学历。2001年进入海航集团，2011年任海航集团有限公司证券业务部总经理助理；2011年任海航基础产业集团有限公司资本运作部总经理；2012年至今任海航实业总部证券业务部总经理，于2015年起兼任海航商业控股有限公司首席投资官。

陈德辉，男，1976年生，中共党员，湖南农业大学贸易经济专业，本科学历。2000年进入海航集团，2012年任大新华运通国际旅行社有限公司总裁；2013年任海航易生控股有限公司旅游发展部总经理、海航思福汽车租赁有限公司总裁、海航实业控股(集团)有限公司办公室主任、易食集团股份有限公司副总裁；2014年任北京锦绣大地联合农副产品批发市场有限公司董事长、海南新生中彩科技有限公司董事长、海岛绿色农业董事长；2015年任海航实业总部商业事业部副总裁；现任海航商业控股有限公司首席培训官，并兼任海南大集网络董事长、上海家得利超市有限公司董事长。

总体看，新任董事和高管在海航集团内部任职时间长，管理经营丰富，能够满足公司管控和经营需要。除此之外，公司在管理制度、治理架构等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营分析

跟踪期内，部分超市类子公司股权陆续转出，同时贸易业务规模有所扩张，共同导致公司主营业务收入同比下降12.05%至86.02亿元，百货、租金业务收入变动不大。此外，其他业务主要是供应商渠道收入、品牌收费收入、租赁收入等，2015年其他业务收入同比下降33.37%，主要由于部分超市子公司股权转出不再纳入合并范围所致。2015年，公司共实现营业收入92.75亿元，同比下降14.05%。

从毛利率来看，由于股权转让出表的部分超市盈利能力较低，因此留存部分的毛利率由上年的8.89%升至本年的12.80%。但由于百货业务受消费政策及新开店尚在培育期等影响毛利率下滑，同时利润率极低的贸易业务收入占比上升，公司整体毛利率同比下降1.79个百分点，至17.89%。

2016年1-3月，公司实现营业收入26.48亿元，占上年全年的28.55%。由于收入计入租金的购物中心股权转让出，租金收入为零。由于一季度节假日期间降价促销，超市和百货毛利率均较上年全年水平有所下降，导致当期整体毛利率降至14.65%。

表4 公司营业收入与毛利润构成情况

业务板块	营业收入(亿元)			毛利率(%)		
	2014年	2015年	2016年1~3月	2014年	2015年	2016年1~3月
主营业务	97.81	86.02	25.12	12.19	11.78	12.61
其中：百货	33.94	33.37	8.34	21.07	17.61	14.71
超市	50.06	29.46	5.56	8.89	12.80	9.46
租金	0.47	0.59	--	50.21	78.69	--
贸易	13.33	22.60	11.22	0.65	0.08	0.05
其他业务	10.10	6.73	1.36	92.17	95.99	89.67
合计	107.91	92.75	26.48	19.68	17.89	14.65

资料来源：公司提供

2. 百货

目前公司自营百货门店共17家，主要分布在陕西西安、宝鸡、汉中、甘肃庆阳和天津，主要通过西安民生和子公司天津国际商场有限公司（以下简称“天津国际商场”）行使管理职能。西安民生主要管理民生百货自有门店及其子公司宝鸡商场的两家百货门店。

跟踪期内，公司有三家新增门店开业，分别为西安民生龙首店、长安店和雁塔店，开业时间分别为2015年2月、2015年1月和2016年1月，三家门店均位于西安市，经营面积共计7.94万平方米。其中雁塔店为自有物业，位于西安市长安南路与雁塔西路十字西南角，毗邻小寨核心商圈，交通便利，临近地铁2号线，附近有多个公交车站点。周边商业氛围深厚，有军人服务社、西安国际中心，与政府规划打造的八里村商业街紧邻。雁塔店经营面积32894.00平米，分为地上局部、地下一层、地下二层及夹层，以打造集文化、艺术、休闲、娱乐和购物于一体的特色潮流商业门店，经营品类涉及品牌折扣、潮流小铺、文化娱乐、餐饮配套等项

目。至此，公司在西安市共拥有门店11家，合计经营面积48.11万平方米，百货业态区域市场占有率达到7.90%。

公司百货商场以自有物业为主，17家店面中自有物业面积占比为68.73%，但同比有所下降，主要由于考虑到宏观经济下行，商业物业价值增长空间有限，公司为降低新购置物业产生的资金成本以及控制门店扩张产生的风险，2015年采用了轻资产重运营的发展方式，新开业的西安民生龙首店、长安店物业为租赁取得。公司租赁物业租期一般为15-20年，2015年内无租约到期情况发生。

目前公司百货经营模式包括联营、经销和代销，其中以联营为主，即按销售额的一定比例抽成形成毛利，2015年联营收入占公司百货业务收入的比重为95.5%。百货销售结算模式分储值卡和即时消费两种，其中储值卡部分在预收及其他应付款科目反映，待实现销售后确认收入。截至2015年底，公司储值卡预收现金5.66亿元，同比增长24.70%，报表中计入预收款项科目。

表5 截至2016年3月底海航商业百货业态核心门店经营情况一览（单位：平方米、万元）

门店	位置	开业时间	营业面积	物业性质	2014年收入	2015年收入	2016年1-3月收入
民生百货解放路店	西安	1959年	53404	自有	104968.34	87700.22	28345.73
民生百货西大街店	西安	2007年	18145	租赁	--	12489.61	2786.17
民生百货国际店	西安	2011年	35084	租赁	16710.34	13832.92	2944.53
民生百货五路口店	西安	2012年	20202	自有	8412.43	5774.60	1440.08
民生百货延安店	延安	2011年	18190	自有	18453.88	18363.62	4096.62
民生电器	西安	2011年	10001	无	17159.20	29841.11	730.03
华城百货	西安	2010年	27126	自有	8082.66	6585.09	1209.94
宝商百货店	宝鸡	2003年	9138	自有	11750.63	11490.02	3076.53
宝商新世纪店	宝鸡	1996年	16000	自有			
汉中世纪阳光商厦	汉中	2000年	32627	自有	30773.54	30559.10	8607.55
海德城	汉中	2011年	10200	自有			
时尚广场（虎头桥）	汉中	2012年	12083	自有			
天津国际商场	天津	1986年	21797	自有	16579.24	--	--
西安兴正元购物中心	西安	2009年	88819	自有	77020.69	82088.11	22104.33

民生百货文景店	西安	2013年	28876	租赁	14105.12	14821.85	4476.03
民生百货龙首店	西安	2015年	29586.15	租赁	817.61	8232.81	2448.13
民生百货长安店	西安	2015年	16900	租赁	--	5266.09	1353.53
民生百货雁塔店	西安	2016年	32894	自有	--	--	249.24
合计	--	--	481072.15	--	324833.68	327045.15	83868.44

资料来源：公司提供

注：上表仅包括自营百货，收入为主营业务收入；天津国际商场股权已于2015年5月转出，2015年底不再纳入合并范围；此外曲江购物中心和青岛万邦购物中心以租赁为主要经营模式，不属于自营百货店，主营业务收入计入租金收入，公司所持这两家购物中心股权于2015年5月注入供销大集并出表；民生百货庆阳店属于以租赁模式经营的百货业态，主营业务收入计入其他业务收入；2014年民生百货西大街店与民生百货解放路店合并考核与管理，当年收入全部计入解放路店合计数，西安民生2015年起采用用友NC系统，将西大街与解放路店分离开来，独立建立账套核算。

3. 超市

2015年，公司于3月底转让家乐投资、广东乐万家和湖南家润多股权，7月底转让民生

家乐股权，导致当年超市收入同比下降41.25%。2015年，公司超市业务主要经营实体情况如下：

表6 2015年超市业态核心门店经营情况一览（单位：平方米、家、万元）

经营主体	营业面积	门店数量	分布区域	2014年 主营业务收入	2014年 主营业务利润总 额	2015年 主营业务收 入	2015年 主营业务利润 总额
民生家乐	10.01	20	陕西	73824.91	-755.57	68517.11	-845.02
宝商家美佳	11.86	31	宝鸡、天水	107758.49	1185.34	105830.07	1164.13
湖南家润多	16.10	45	湖南	189425.60	1115.46	186004.22	1822.89
家乐投资	8.14	22	西安，延安，汉中	37243.04	22.91	31405.58	69.51
广东乐万家	6.77	30	广东梅州、福建省永定、永安	52951.33	-1320.01	58586.38	-2000.19
西安民生	1.83	2	西安	17197.4	1319.73	16101.05	701.72
合计	54.71	150	--	478400.77	1567.86	466444.41	913.04

资料来源：公司提供

注：家乐投资、广东乐万家、湖南家润多于2015年6月起不再纳入合并范围，上表中2015年、2016年1-3月收入 and 利润为其合并范围整年或整季数据。

4. 贸易及其他

2014年起公司利用现有市场优势和融资能力开展以有色金属为主的大宗商品贸易业务，并不断扩大业务规模，2015年实现收入22.60亿元，同比增长69.54%。由于目前该业务意在迅速扩大规模，不追求盈利，因此毛利率很低。此外，公司另有超市百货企业经营中收取的租赁费及供应商渠道费用等各项费用，包括返利收入、合同扣项收入、外场专柜租金收入、联

营提成、广告收入等。

5. 未来发展

目前，公司重大在建工程为民生百货解放路店综合停车楼建设、新世纪购物中心后方改扩建和陈仓物流园，计划总投资额2.29亿元，截至2016年3月底已完成投资0.26万元，尚需投资2.04亿元。总体看，公司在建工程投产后主要服务于零售主业，后续投资规模不大。

表7 公司重大在建工程情况（单位：万元）

名称	计划投资 金额	资金来源	截至2016年3 月已投资金	投资计划		
				2016年4-12	2017年	2018年

			额	月		
民生百货解放路店综合停车楼建设工程	9763.22	自筹	2266.78	5196.22	2000.00	300.00
新世纪购物中心后方改扩建	5220.1	自筹	238.45	4750.27	233.17	--
陈仓物流园	7964.97	自筹	60.51	5349.32	230.53	230.53
合计	22948.29	--	2565.74	15295.81	2463.7	530.53

资料来源：公司提供

从未来发展来看，公司目前主要任务为西安民生对供销大集的收购重组。2016年公司将全力推进供销大集重组的收尾工作，加快现有存量业务与供销大集O2O业务的深度融合，全力推进并完成供销大集10万家“酷铺”加盟店计划，搭建满足全国业务开展要求的B2B、B2C、O2O电商平台，供销大集网计划发展3000万注册会员，计划实现商品交易总额（GMV）450亿元，初步实现实体、电商、物流配送三张网有机高效运行，同时借助供应链金融等业务增加新的利润增长点，切实提高生产经营效益，确保完成全年各项生产经营目标。

总体看，公司传统百货业务经营良好，2015年股权转让对收入影响较大。未来短期内公司业务发展重点明确，但西安民生资产重组对公司主业经营和财务情况影响大，且新业务存在一定的经营和管理风险。

九、募集资金使用情况

“15海航商CP001”于2015年5月25日发行，募集资金5.00亿元，计划用于补充流动资金、偿还银行借款，目前已全部按计划使用完毕。

十、财务分析

公司提供的2015年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年一季度财务数据未经审计。

2015年底，公司纳入合并范围内二级子公司共5家，较上年底减少9家，原所持股权全部打包转让至供销大集。由于合并范围变化对

公司财务报表影响大，部分科目财务数据可比性较差，以下分析以2015年底数据为主。

截至2015年底，公司资产总额267.23亿元，所有者权益102.22亿元（含少数股东权益18.92亿元）；2015年公司实现营业收入92.75亿元，利润总额3.74亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额270.52亿元，所有者权益102.66亿元（含少数股东权益19.06亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入26.48亿元，利润总额0.30亿元。

1. 盈利能力

2015年公司实现营业收入92.75亿元，同比下降14.05%，主要是合并范围的变化带来超市业务收入的下降，同时贸易业务收入大幅增长，营业收入构成有所变动，同时导致营业利润率同比下降1.57个百分点至17.06%。

公司期间费用看依然以销售费用和管理费用为主，由于超市子公司的出表，2015年销售费用同比下降26.76%；当期期间费用率为18.59%，同比略有下降。

2015年，公司获得投资收益5.36亿元，主要为海岛绿色农业股权溢价5.05亿元。2015年公司公允价值变动收益0.77亿元，主要是投资性房地产升值所致；上年同期为3.45亿元，规模较大，主要系2015年转出的两家购物中心作为投资性房地产于2014年大幅增值所致。

2015年，公司实现利润总额3.74亿元、净利润3.29亿元，同比分别增长24.25%、82.51%。从盈利指标看，由于权益和债务的增加，2015年公司总资本收益率同比下降0.75个百分点至3.06%；净资产收益率为3.22%，同比上升0.71个百分点。

2016年1~3月,公司实现营业收入26.48亿元,占2015年全年的28.55%;同期,营业利润率为14.13%,较上年下降2.93%。2016年1~3月,公司分别实现利润总额和净利润0.30亿元和0.23亿元。

总体看,跟踪期内,由于合并范围的变化,公司整体营业收入有所下降,但贸易业务规模扩大,收入构成有所变化;同时,贸易业务毛利水平低,带来营业利润率的下降,但期间费用的下降和投资收益的增加,导致公司盈利水平同比大幅增长。总体看,公司盈利水平对非经营性收益依赖程度较高,期间费用控制力及主业经营盈利能力偏弱。

2. 现金流及保障

从经营活动看,2015年公司经营活动现金流仍然主要由销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金构成,分别为111.80亿元和103.13亿元,同比分别增长-0.41%和10.81%;收到的其他与经营活动有关的现金56.44亿元、支付其他与经营活动有关的现金13.16亿元,主要是关联企业往来款。2015年,公司经营活动产生的现金流量净额45.76亿元,但其中关联款流入较多。2015年公司现金收入比为120.54%,收入实现质量同比有所提升。

从投资活动看,2015年,公司投资活动现金流入27.93亿元,包括:收回投资收到的现金18.53亿元,主要为海岛绿色农业向公司支付的股权对价;收到其他与投资活动有关的现金4.91亿元为持有至到期定期存款、资金往来及收取资金占用费等。2015年,公司投资活动现金流出37.32亿元,其中投资支付的现金30.03亿元为公司对海岛绿色农业(13亿元)、海航通信有限公司、上海辛辰商贸有限公司、海南新生信息技术有限公司的投资款。公司投资活动现金流净额为-9.40亿元,净流出额同比加大。

从筹资活动看,2015年,公司筹资活动现金流入169.71亿元,主要为取得借款和本息偿

付因此。此外,吸收投资收到的现金25.15亿元主要是股东增资款,收到其他与筹资活动有关的现金41.62亿元为短期融资券募集资金和银行承兑汇票贴现资金,支付其他与筹资活动有关的现金94.86亿元包括支付到期银行承兑汇票及向关联企业提供资金等。2015年,公司筹资活动产生的现金流量净额为-25.51亿元,净流出额大幅增加。

2016年1~3月,公司经营活动现金流净额为6.70亿元,往来款流入和流出量仍较大,对经营活动现金流产生影响。投资活动产生的现金流量净额-0.39亿元,筹资活动现金流净额-0.30亿元。

总体看,跟踪期内,公司保持较大的经营活动现金流入规模,其中与关联企业的往来款较多,资产转让事宜造成投资现金流出规模较大,业务经营现金净流入无法满足投资需求,公司筹资规模加大。

3. 资本及债务结构

截至2015年底,公司资产总额267.23亿元,同比增长32.66%;其中流动资产占63.94%,同比上升18.17个百分点,转为以流动资产为主。截至2015年底,公司流动资产170.85亿元,同比增长85.35%,主要来自预付款项(占29.97%)和其他应收款(占38.91%)的增加,其余占比较高的资产为货币资金(占28.78%)。

截至2015年底,公司货币资金49.17亿元,同比下降9.29%;其中银行存款占87.36%,使用受限的金额为6.18亿元,主要为银行承兑汇票保证金和质押的定期存款等。预付款项51.20亿元,同比大幅增加48.00亿元,主要为预付股权款,其中预付36.41亿元购买海航资产管理集团有限公司28.89%股权、预付6.6亿元购买海南海航工程建设有限公司100%股权、预付4.5亿元购买海南海航工程建设有限公司100%股权。其他应收款66.47亿元,同比增长217.25%,构成主要为股权款和关联企业往来款;由于当期部分子公司股权转让,但公司与之内部往来款尚未

结清，导致该部分往来款于年底体现在合并报表中。存货2.40亿元，同比减少9.33亿元，主要系多家超市子公司出表所致。

截至2015年底，公司非流动资产96.37亿元，同比下降11.79%，主要来自投资性房地产和商誉的减少。截至2015年底，公司长期股权投资37.84亿元，同比增长83.36%，构成主要为权益法核算的供销大集31.12亿元，其余投资为成本法核算。投资性房地产16.53亿元，全部为房屋建筑物和土地，成本和公允价值变动分别占48.70%和51.20%。固定资产28.65亿元，同比变化不大，主要为房屋及建筑物，累计折旧8.55亿元。无形资产8.87亿元，同比增长48.67%，变动来源及主要构成均为土地使用权。商誉1.10亿元，同比大幅下降86.90%，主要由于原所持上海海航家乐企业管理有限公司、西安曲江海航购物中心有限公司等子公司股权转让所致。

截至2016年3月底，公司资产总额270.52亿元，较上年底增长1.23%，其中流动资产占64.82%；增长主要来自货币资金的增长，资产构成较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构转为以流动资产为主，预付股权款和应收往来款占比高，对资金占用程度高。整体看，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益102.22亿元，同比增长42.57%，增加来自实收资本和资本公积。2015年8月，海航资产管理集团有限公司和海航基础产业集团有限公司分别对公司现金增资6.60亿元和21.80亿元，导致实收资本和资本公积分别增加14.20亿元。未分配利润为-1.93亿元，主要是股权转让且合并范围变动引起。截至2016年3月底，公司所有者权益合计102.66亿元，较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益受增资及合并范围变化影响，变动较大。变动之后，公司权益稳定性尚可。

截至2015年底，公司负债合计165.01亿元，同比增长27.19%，主要来自短期借款、应付票据和其他应付款的增加，导致流动负债占比升至88.62%。

截至2015年底，公司流动负债146.24亿元，同比增长56.36%。短期借款91.85亿元，同比大幅增长104.75%，其中质押借款占41.86%、抵押借款占28.36%、保证借款占10.75%、信用借款占19.03%。应付票据13.78亿元，全部为银行承兑汇票，同比增长58.65%。应付账款7.62亿元，同比下降64.57%，主要是超市子公司出表带来应付库存商品采购款下降，其中账龄在1年以内的占99.94%。预收款项7.50亿元，同比下降6.68%，主要是购物卡预售所得。其他应付款20.79亿元，主要为往来款（占77.44%）、押金保证金（占6.08%）等。

截至2015年底，公司非流动负债18.77亿元，同比下降48.16%。长期借款4.27亿元，全部为抵押借款。应付债券11.17亿元，为公司发行的5.00亿元短期融资券“15海航商CP001”和西安民生2013年发行的6.00亿元公司债券本金及利息，其中短期融资券已调整计入短期债务。

截至2016年3月底，公司负债合计167.86亿元，较2015年底增长1.72%。其中流动负债占94.01%，占比持续上升，主要由于公司短期借款增加，且西安民生公司债到期兑付所致。公司结清部分关联款项，其他应付款8.68亿元，较上年底下降58.24%。其余科目较2015年底变化不大。

截至2015年底，公司全部债务123.86亿元，同比增长38.91%，其中短期债务占91.71%。同期，公司资产和权益快速增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.75%、54.79%和9.13%，均较上年底有所下降；2016年3月底分别为62.05%、58.14%和8.18%，略有上升。

总体看，跟踪期内，负债总额随短期借款和应付往来款的增加而快速增长，短期债务规模显著扩大，公司短期偿债压力大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着流动资产的快速增长，2015年公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为116.83%和115.19%，2016年3月底为111.13%和109.76%。2015年，公司经营现金流流动负债比为31.29%。考虑到公司流动资产中关联款和预付款占比高，经营活动现金流入中关联款流入量大，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为2.47倍和13.78倍，EBITDA对全部债务保护能力一般。

截至2016年3月底，公司对外担保余额43.49亿元，占所有者权益的42.36%，担保比率高。目前公司被担保企业主要为关联企业，目前经营正常，其中金额较大包括：海航集团占32.19%，天津国际商场有限公司占15.17%，海口美兰国际机场有限责任公司占11.04%，其余占比均低于10%。公司对外担保均为保证担保，金额大幅增加，主要是原部分对集团内部的担保由于合并范围的变化成为对外担保，被担保企业多为海航集团下属关联企业，公司存在一定的或有负债风险。

截至2016年3月底，公司在各金融机构共获得授信总额145.01亿元，其中未使用额度为9.08亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。控股子公司西安民生为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

公司存续期内债券为“15海航商CP001”，募集资金5.00亿元，将于2016年5月27日到期。截至2016年3月底，剔除使用受限的资金后，公司现金类资产44.98亿元，为“15海航商CP001”的9.00倍。2015年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为“15海航商CP001”的33.65倍和9.15倍，考虑到公司经营活动现金流中往来款占比大，保障能力高于实际保障能力。总体看，公司现金类资产对“15海航商CP001”的保障能力很强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1011011306430940N）显示，截至2016年4月8日，公司无未结清、已结清不良信贷信息，过往债务履约情况较好。

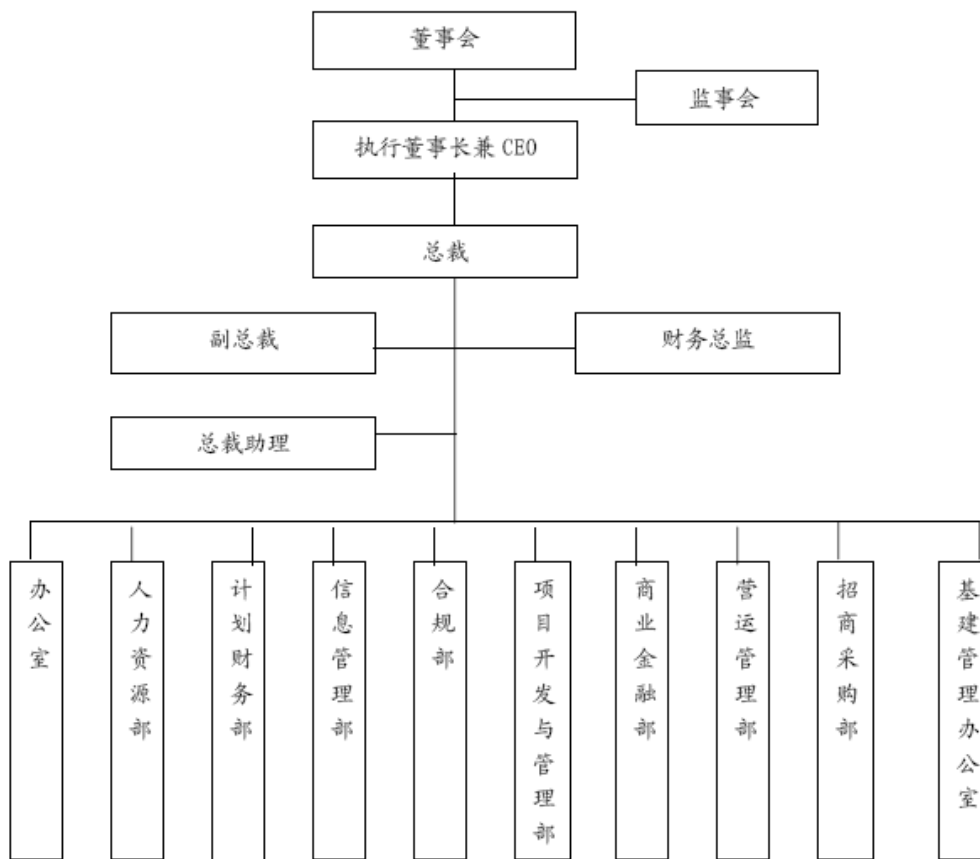
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、大股东海航集团对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持海航商业控股有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望由负面调整为发展中，并维持“15海航商CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.34	46.36	42.99	44.98
资产总额(亿元)	212.37	201.44	267.23	270.52
所有者权益(亿元)	49.39	71.70	102.22	102.66
短期债务(亿元)	82.45	56.24	113.60	133.46
长期债务(亿元)	37.09	32.93	10.27	9.14
全部债务(亿元)	119.54	89.17	123.86	142.60
营业收入(亿元)	106.02	107.91	92.75	26.48
利润总额(亿元)	3.02	3.01	3.74	0.30
EBITDA(亿元)	10.01	11.02	8.99	--
经营性净现金流(亿元)	2.49	8.70	45.76	6.70
财务指标				
销售债权周转次数(次)	96.11	88.04	131.27	--
存货周转次数(次)	5.56	5.26	10.78	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.52	0.40	--
现金收入比(%)	109.56	104.04	120.54	107.11
营业利润率(%)	21.53	18.62	17.06	14.13
总资本收益率(%)	4.04	3.81	3.06	--
净资产收益率(%)	3.75	2.52	3.22	--
长期债务资本化比率(%)	42.89	31.47	9.13	8.18
全部债务资本化比率(%)	70.77	55.43	54.79	58.14
资产负债率(%)	76.75	64.41	61.75	62.05
流动比率(%)	94.31	98.56	116.83	111.13
速动比率(%)	77.03	86.02	115.19	109.76
经营现金流动负债比(%)	2.03	9.30	31.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.01	2.54	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.95	8.09	13.78	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；计入应付债券的短期融资券已调整计入短期债务；现金类资产已剔除受限资金。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息