

信用等级公告

联合[2010] 597 号

联合资信评估有限公司通过对海航商业控股有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

海航商业控股有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月七日



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、海航商业控股有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 7 日至 2011 年 12 月 6 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月七日



海航商业控股有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: AA⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 12 月 7 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	2.90	36.17	49.52	58.93
所有者权益(亿元)	1.56	15.78	18.13	17.99
长期债务(亿元)	0.00	0.00	4.18	8.03
全部债务(亿元)	0.00	4.11	10.54	23.97
营业收入(亿元)	0.00	29.78	34.50	28.17
利润总额(亿元)	0.00	1.30	0.83	0.68
EBITDA(亿元)	0.00	2.33	2.29	--
营业利润率(%)	--	22.92	21.66	20.69
净资产收益率(%)	0.07	6.20	3.44	--
资产负债率(%)	46.34	56.37	63.40	69.47
全部债务资本化比率(%)	0.00	20.66	36.76	57.13
流动比率(%)	152.28	102.33	95.30	83.66
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.77	4.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	13.23	6.28	--

注: 公司于 2007 年成立, 2007 年无实际经营数据。公司 2010 年 9 月份数据未经审计。

分析师

王佳 肖雪
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
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对海航商业控股有限公司(以下简称“公司”) 的评级, 反映了其作为陕西商业零售的龙头企业, 在门店资源、区域市场占有率、品牌知名度、运营管理等方面显著优势。同时, 联合资信也注意到零售行业竞争激烈、公司快速扩张带来的债务规模大幅增长等因素可能给公司带来的不利影响。

考虑到公司经营策略仍以收购成熟商业企业为主, 区域内品牌知名度较高, 经营管理体系较为完善, 且公司门店布局合理、区位优势明显, 同时受益于国家刺激消费的政策进一步实行, 公司收入和利润水平有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司现有商业布局主要集中在陕西省, 区域内品牌知名度较高, 网络布局优势明显。
2. 公司业务规模扩张迅速, 发展速度较快。
3. 公司股东海航集团有限公司实力雄厚, 在日常运营中能给予公司有力支持。

关注

1. 商业零售行业竞争激烈, 整体利润水平偏低。
2. 公司规模扩张速度较快, 下属企业面临进一步整合。
3. 公司债务负担趋于加重。

一、主体概况

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（以下简称“宝商集团”）股权、西安民生集团股份有限公司（以下简称“西安民生”）股权对公司增资扩股。2008 年 4 月 11 日，相关工商变更手续完成。增资扩股完成后，公司注册资本增加为 12 亿元。2008 年 10 月，海航集团以现金对公司进行增资，增资完成后公司注册资本增加至 14.5 亿元。

2008 年 5 月宝商集团出资 3000 万元注册成立宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司（以下简称“宝鸡商业”）。2009 年 12 月 31 日海航商业将其持有的六家航食公司与宝商集团持有的宝鸡商业进行资产置换，置换后，海航商业持有宝鸡商业 100% 的股权。2010 年 1 月海航商业将其持有的宝鸡商业的股权向西安民生定向投资，新增西安民生 9.025% 的长期股权投资。2010 年 3 月，海航商业将其持有的宝商集团股份全部转让给海航易控股有限公司。

截至 2010 年 9 月底，公司直接投资控股的企业如表 1 所示，其中西安民生（000564）为 A 股上市公司。

表 1 公司投资控股企业列表

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（简称“西安民生”）	28.185	30431
汉中世纪阳光商厦有限公司（简称“汉中世纪阳光”）	60.00	4500
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司（简称“民生家乐”）	61.00	4000
西安兴正元购物中心有限公司	70.00	64356
天津国际商场有限公司	60.00	16000
陕西海航电子商务有限公司	100.00	1000
上海海航家乐企业管理有限公司	100.00	30000
西安曲江海航购物中心有限公司	100.00	1000

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；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、针纺织品等；设备租赁（汽车除外）。

公司下设办公室、人力资源部、财务与投资管理部、信息管理部、合规部、运营管理部、战略发展部、采购管理部等职能部门（参见附件 1）。

截至 2009 年底，公司资产总额 49.52 亿元，所有者权益 18.13 亿元（含少数股东权益 12.11 亿元）；2009 年公司实现营业收入 34.50 亿元，净利润 0.62 亿元（归属于母公司所有者的净利润 0.10 亿元）。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 58.93 亿元，所有者权益 17.99 亿元（含少数股东权益 7.84 亿元）；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 28.17 亿元，净利润 0.59 亿元（归属于母公司所有者的净利润 0.28 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：张翼。

二、行业分析

公司主营业务收入主要来源于商业零售，以百货和超市业态为主，目前基本上集中在陕西地区，零售行业状况对公司经营业绩影响较大。

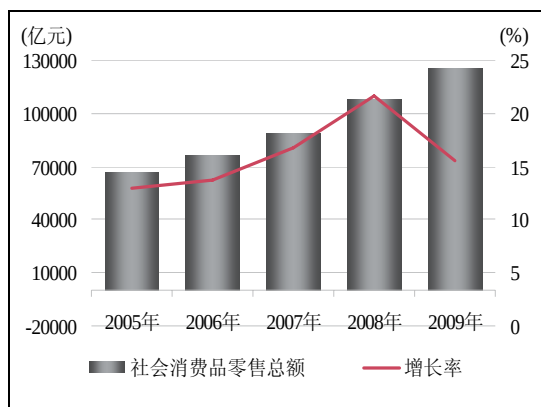
1. 行业现状

零售业是以向消费者销售商品为主，并提供相关服务的行业。零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，其发展主要受国民收入水平和消费需求的影响。随着近年来国民经济的快速发展及巨大消费市场潜力的不断开发，中国零售业表现出持续快速发展的态势，迅速占据了产业链的主导地位，在中国国民经济中占有相当重要的位置。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞

争最为激烈的行业之一。

近年来,中国经济持续稳定快速发展,GDP增长率自 2001 年的 8.3%增长至 2007 年的 14.2%;2008 年虽然受到自然灾害冲击和世界经济危机影响增速有所回落,但仍然保持了 9.6%的增速。国内贸易规模不断扩大,社会消费品零售总额由 2001 年的 4.3 万亿元增加到 2009 年的 12.5 万亿元,年均增长 12.9%;随着居民收入和消费水平的逐年提高,零售行业总体维持平稳、持续的高增长水平,除 2003 年受非典、2008 年中国经济受到自然灾害冲击和世界经济增速放缓的不利影响外。

图 1 社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局

2009 年,中国经济虽然受到世界经济增速放缓的不利影响,但通过采取系列宏观调控措施,国内生产总值仍保持平稳较快发展,同比增长 9.1%且呈逐季度好转趋势。根据《2009 年国民经济和社会发展统计公报》,2009 年社会消费品零售总额 125343 亿元,比上年增长 15.5%。分地域看,城市消费品零售额 85133 亿元,增长 15.5%;县及县以下消费品零售额 40210 亿元,增长 15.7%。分行业看,批发和零售业零售额 105413 亿元,增长 15.6%;住宿和餐饮业零售额 17998 亿元,增长 16.8%;其他行业零售额 1932 亿元,增长 2.5%。

进入 2010 年,受益于实体经济的持续复苏,人均收入的稳步增长以及相关消费刺激政策的延续,国内的零售行业仍保持了良好的发

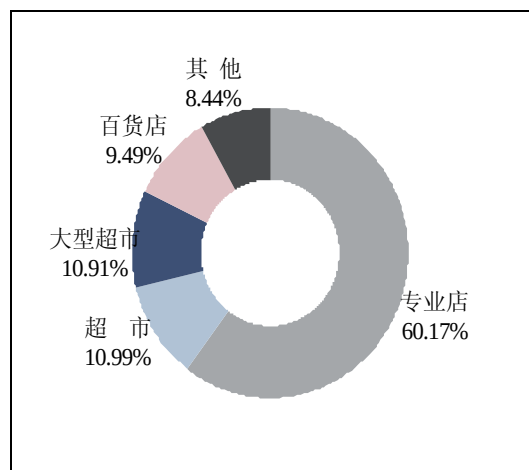
展势头,2010 年 1~6 月,社会消费品零售总额 72669 亿元,同比增长 18.2%,其中 6 月当月社会消费品零售总额为 12330 亿元,同比增长 18.3%。

主要业态

根据中国商务部的行业分类,零售业主要有便利店、折扣店、超市、大型超市、仓储会员店、百货店、专业店、专卖店、家居建材商店、购物中心、厂家直销中心、食杂店、电视购物、邮购、网上商店、自动售货亭、电话购物等 17 种零售业态。

目前,中国零售业态主要是专业店、超市、和百货店(见图 2)。据国家统计局统计数据显示,2008 年中国连锁零售业商品销售额达 20466.5 万亿元,其中专业店销售收入为 12315.3 万亿元(其中加油站收入为 8473.4 万亿元,占专业店销售收入的 68.80%);超市销售额为 2249.5 万亿元;大型超市销售额为 2233.8 万亿元;百货店销售额为 1943.0 万亿元。

图 2 2008 年按业态分连锁零售企业销售额基本情况



资料来源：国家统计局

不同零售业态盈利模式各有特点(见表2)。

表2 国内主要零售业态盈利模式

	定位	销售商品	盈利模式
百货	高端消费	珠宝化妆品 (10-20%)	自营,收入来源于差价
		服装 (70%)	联营,收入来源于扣点
		出租 (10%)	租金

超市	生活必需品	食品生活用品等	自营, 收入来源于差价
家电连锁	专业店	家电	进场费促销费等通道费用, 重要收入来源类似于超市

资料来源: 金鼎证券

连锁经营成为行业发展主导模式

2010年4月, 中国连锁经营协会正式对外发布“2009中国连锁百强名单”。调查显示, 2009年, 连锁百强销售规模达到1.36万亿元, 同比增长13.5%。百强企业门店总数达到13.7万个, 门店总数增长18.9%。百强企业销售额占社会消费品零售总额的11%, 与2008年基本持平。

表3 2009年部分中国连锁百强企业基本情况

排序	企业名称	销售规模(万元)	同比增幅(%)	店铺数(个)	同比增幅(%)
1	苏宁电器集团	11700267	14.3	941	15.9
2	国美电器有限公司	10680165	2.1	1170	-14.1
3	百联集团有限公司	9791537	3.8	6153	-4.1
4	大商集团有限公司	7053590	12.8	160	6.7
5	华润万家有限公司	6800000	6.6	2926	8.5
6	康成投资(中国)有限公司(大润发)	4043169	20.5	121	19.8
7	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	3660000	8.2	156	16.4
8	安徽省徽商集团有限公司	3437883	13.5	2884	15.5
9	沃尔玛(中国)投资有限公司	3400000	22.2	175	45.8
10	物美控股集团有限公司	3270000	6.7	2333	16.1
11	重庆商社(集团)有限公司	3004698	14.4	313	6.5
12	新合作商贸连锁集团有限公司	3000000	76.5	88653	24.8
13	百胜餐饮集团中国事业部	2880000	9.9	3200	18.5
14	农工商超市(集团)有限公司	2673800	0.2	3331	0.0
15	百思买(中国内地)	2570000		262	
16	山东省商业集团有限公司(银座集团)	2564116	37.0	206	25.6
17	合肥百货大楼集团股份有限公司	2090000	7.7	136	8.8
18	新一佳超市有限公司	1723600	-2.0	109	3.8
19	武汉中百集团股份有限公司	1685519	18.4	674	7.0
20	好又多管理咨询服务(上海)有限公司	1650000	0.6	104	0.0

资料来源: 中国连锁经营协会

在“连锁百强”中, 苏宁电器集团以1170亿元的销售规模位居中国连锁百强榜首, 国美电器集团、百联集团有限公司、大商集团有限

公司、华润万家有限公司分别以1068亿元、979亿元、705亿元、680亿元的销售业绩排名第二至五位, 海航商业控股有限公司位居58位, 较上年61位有所上升。

2. 百货

2000年以后, 随着中国经济的迅速腾飞, 现代零售业态的引进开发以及连锁经营等新型组织方式的发展, 中国百货行业加强创新与合作, 连锁水平及物流体系发展水平不断提高, 进入快速发展的轨道。

行业经营现状

从行业规模来看, 2009年中国连锁百强各业态中, 百货业态增长最快, 销售增长16.6%, 门店增长19.4%; 其中百强中百货企业销售增幅在10%以上的占百货类企业的82%。

目前以百货行业为首的零售上市公司共有42家, 其中重点公司20家, 从表3可以看出, 百货行业销售毛利率较高, 约在20%左右; 整体负债水平较高, 反映零售企业在经营过程中较多的运用财务杠杆。

表4 2009年国内零售业主要上市公司经营情况

公司简称	总资产(亿元)	营业收入(亿元)	销售毛利率(%)	资产负债率(%)
广州友谊	22.56	29.59	22.62	41.58
百联股份	151.11	102.74	26.19	50.61
鄂武商A	58.49	79.38	20.16	73.40
王府井	74.13	110.99	18.67	60.28
合肥百货	36.94	58.85	16.51	64.56
广百股份	26.37	46.31	20.74	55.36
大商股份	110.32	211.63	18.52	71.82
重庆百货	27.34	73.12	15.86	64.88
武汉中百	46.42	100.96	18.15	62.60
银座股份	54.94	52.43	18.68	71.21
西单商场	18.75	24.86	22.32	38.44
武汉中商	24.96	33.63	17.93	73.65
西安民生	12.46	12.33	20.76	45.12
新世界	39.43	27.30	28.60	54.11
南京新百	26.32	14.09	26.71	60.41
百大集团	14.95	11.11	23.74	40.53

资料来源: WIND及公司年报

从商品品类来看, 传统百货商店经营的中

低档商品、五金家电等商品渐渐退出百货市场，让位给超市和专业店；而服装服饰、化妆品、珠宝等转变成为现代百货商店最主要的商品品类，其中服装服饰类商品占销售总额的比例达到 50% 以上。根据商务部公布的信息，2010 年 6 月份重点零售企业销售额百货业态同比增长 19.40%，其中金银珠宝类商品及服装服饰类商品增幅较大，分别增长 34.70% 和 20.20%。在经济发展和消费需求带动下，一部分大型百货零售企业正在从“大而全”的品种经营向“专而精”的品牌经营转变，重视品牌经营；也有一部分百货店仍然以大众消费需求为目标市场，改变自身业态，向大型综合超市转化。传统百货企业以百货商店为主要业态、单一发展的局势也有所改变，多业态经营成为百货企业普遍选择的发展模式，超级市场、大卖场、便利商店是国内百货企业较多开发的业态，有效保证了百货企业整体持续稳定增长。

行业格局

近年来，中国百货行业的市场集中度不断提高。但从国际视角看，中国百货业集中度仍处于较低水平。

2009 年中国零售百强企业销售额占社会消费品零售总额的 11%，与 2008 年基本持平，这一数字与美国零售百强销售额占社会零售总额 40% 左右的数字比起来依然偏低，中国零售行业市场整合空间仍然很大。

相对于家电连锁企业，现阶段中国百货零售商的区域性特征明显：一方面，受消费习惯影响，很多地方消费者往往更认同当地品牌百货零售商；另外，现阶段中国百货零售商的供应商（如服装生产商等）的集中度不高，大多采取区域代理制，而大多数百货零售商也并不具备全国性的物流平台。因此，无论对于全国性扩张还是区域性扩张的百货零售商，现阶段，区域性规模效应最重要，能够在扩张区域占据强势地位的企业有望进一步发展。

目前，全国性连锁门店扩张的代表企业是内资中的王府井和大商股份，以及外资中的百盛集团、新世界和太平洋等。近几年，这些大

型百货企业的门店开始向二、三线城市扩张。而区域性百货企业的代表包括银座股份、重庆百货、合肥百货、鄂武商和开元控股等，其门店网点主要分布在本省，在区域市场具有一定的垄断优势。

未来百货企业的发展依靠两点，其一，百货单体门店依靠优越的地理位置，通过品牌调整，明晰定位，达到内生增长，提高经营业绩；其二，虽然百货连锁发展具有难度，但是对于优质企业来说连锁仍然是主要发展途径，通过扩张抢占市场份额，巩固品牌影响力，在强调区域个性化的同时，通过门店的标准化、商品资源的渠道整合来实现集约化管理。因此，管理优秀、品牌号召力及招商能力强、且财务稳健、具有充足现金流的百货企业有较好发展前景。

3. 超市

超级市场是一种采取自选销售方式，以销售生鲜商品、食品和向顾客提供日常必需品为主要目的的零售业态，是零售市场的生力军。相对于百货店主要经营服装、鞋帽、化妆品等可选消费品而言，超市经营的日用品、食品等商品必需品的价格弹性更小，价低利薄是超市经营的主要特点。连锁超市一般由 10 个以上门店组成，超市的发展壮大必需连锁经营，实现规模化。目前中国超市行业正逐渐走向成熟，行业集中度逐渐提高。

主要细分业态

超市可以细分为标准超市、大型综合超市、便利店、仓储商店等业态。

超市一般分布在地区中心、居住区；大型综合超市一般选址在城郊综合部、交通要道和符合城市规划的大型居住区附近；便利店主要集中在地区中心、居住区、交通要道及车站、医院、学校等公共或地区；仓储商店一般选址在城乡结合部的交通要道。从表 4 可以看出，超市、便利店、大型综合超市及仓储商店在商圈大小、目标顾客、营业面积、商品结构及服务功能等方面也各有侧重。

表 5 超市细分业态基本情况

业态	商圈、目标顾客	营业面积	商品(经营)结构	服务功能
超市标准店	经营服务辐射半径 0.5 公里, 目标顾客以居民为主	500 平方米以上	以销售食品、生鲜、日用品为主	营业时间 12 小时以上
便利店	目标顾客以居民、单身、年轻人为主	100-200 平方米	以销售食品、小百货为主, 有即时消费性、小容量、应急性等特点	营业时间 16 小时以上, 提供即时性食品的辅助设施, 开设多项商品性服务项目
大型综合超市	经营服务辐射半径 3 公里以上, 目标顾客以居民、流动顾客为主	5000 平方米以上	大众化衣、食、用品齐全, 满足一次性购全, 注重本企业品牌开发	设不低于营业面积 50% 的停车场
仓储商店	经营服务辐射半径 5 公里以上, 目标顾客以中小零售店、餐饮店、集团购买和流动顾客为主	10000 平方米以上	以销售大众化衣、食、用品为主, 自有品牌占相当部分, 实行低价格, 批量销售	设相当于营业面积的停车场

资料来源: 联合证券研究

行业经营现状

从行业规模来看, 2009 年连锁百强业态中, 以超市为代表的快消品零售业态销售增长 12.3%, 门店数量增长 22.2% (快消品百强销售增长 10.2%, 门店增长 9.5%); 在快消品的门店增长中, 农村店贡献较大, 如新合作集团, 一年新增 1.7 万家店, 其中大多为单店销售能力较弱的农村店; 连锁百强中快消品企业销售增幅在 10% 以上的占 60%, 且有 4 家企业出现负增长。根据商务部公布的信息, 2010 年 6 月份重点零售企业销售额按业态分, 超市业态同比增长 17.60%, 其中食品类商品增幅为 20.20%。

乐主要以超市标准店业态为主, 单店面积不超过 500 平方米, 以销售食品、生鲜及日用品为主。

从商品品类来看, 随着中国生产力水平的不断提高, 生鲜食品从生产到消费之间的链条逐步形成, 食品超市中生鲜食品的比重将会逐步增加, 并达到规范化的水平。随着中国城市化进程的加快, 城市人口迅速增加, 大型综合超市会有更为广阔的发展空间; 一部分食品超市也将会发展成大型综合超市。这一业态将会成为中国零售业中的主导业态。

行业格局

目前全国超市行业内外资企业竞争激烈, 外资企业不断抢占中国内地市场, 内资企业多数采取“区域称王”的扩张模式。据中国连锁经营协会报道, 目前外资企业业态相对单一, 主要集中在大型超市业态; 2008 年连锁百强中 5 家经营大型超市业态的外资企业新开门店 68 家, 2009 年新开门店 115 家, 同比增长 69%。外资企业的单店业绩明显好于内资企业; 2009 年内资大型超市企业单店平均销售额为 1.7 亿元左右, 而 5 家外资大型超市企业单店平均销售额为 2.2 亿元。

二三线城市增速快于一线城市, 随着一线城市的空间基本饱和, 大部分新开门店在二三线城市发展。农村消费增速快于城市, 中西部地区消费增幅高于东部; 2009 年城市消费品零售额增长 15.5%, 县及县以下消费品零售额增长 15.7%, 在“家电下乡”、“万村千乡”等政

表 6 2009 年部分中国快速消费品连锁百强

排序	企业名称	销售规模(万元)
1	联华超市股份有限公司(含华联)	6716978
2	康成投资(中国)有限公司(大润发)	4043169
3	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	3660000
4	华润万家有限公司	3476400
5	沃尔玛(中国)投资有限公司	3400000
6	苏果超市有限公司	3323600
7	农工商超市(集团)有限公司	2673800
8	物美控股集团有限公司	2610000
9	新一佳超市有限公司	1723600
10	好又多管理咨询服务(上海)有限公司	*1650000
77	陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	76518

数字前带*为估计值, 资料来源: 中国连锁经营协会

从表 6 可以看出, 2009 年中国快速消费品连锁百强中, 民生家乐排名第 77 位。民生家

策措施的带动下，农村面积广阔的中部地区省市消费增速明显高于东部省市。

流通企业的价值在于渠道价值，而流通效率的提高就是效益，管理水平决定未来发展空间，未来超市的竞争主要是管理的竞争，管理的核心是供应链管理，区域集中的供应链管理较容易，全面扩张则面临管理难度加大和风险加大。因此，布店相对集中、所属区域采购成本和运营成本较低、规模优势明显且能有效规避外资连锁巨头冲击的连锁超市有较好发展前景。

4. 行业关注

外商零售企业发展活跃，行业竞争加剧

随着 2005 年中国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。2009 年，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福、TESCO 乐购、麦德龙、百安居等增幅明显高于内资，也高于外资 2008 年的增幅。20 家外资企业的销售和门店增长分别为 20.4% 和 15.7%，2008 年分别为 17.6% 和 13.1%。在快速开店的同时，外资企业通过独资经营和并购、向二三线城市拓展、加快本土化的转变和业态的创新，实现快速发展。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，国内零售企业面临着更为激烈的市场份额争夺。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、有市内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

二、三线城市增长较快，农村市场发展空间大，区域化做大做强趋势明显

2009 年，百强企业总部所在地位于北京、上海、广州、深圳的达 47 家。对不同区域百强企业的销售业绩比较可以看出，二三线城市百强增长明显高于一线城市。从百货、超市等业态中抽取上述一线城市 10 家企业和 20 家二三线城市区域型企业进行对比，一线城市百强的销售增长为 5.3%，店铺增长为 7.2%；二三

线城市百强的销售增长和店铺增长分别为 19.3% 和 14.7%。百强企业中，销售增长在 20% 以上的企业共有 24 家，其中总部位于上述四地的企业仅有 9 家，占 37%；销售增长低于 10% 的企业共有 36 家，总部位于以上四地的有 24 家，占 67%。

此外，据商务部统计，占全国人口三分之二的农村，只消费了全国三分之一的商品，农民人均每天消费不到 6 元钱；县以下的零售店铺面积人均不足 0.1 平方米，相当于上海、北京等大城市的十分之一，农村消费品市场发展潜力很大。2005 年开始实施的“万村千乡市场工程”截至 2009 年底共投入政策资金 27.1 亿元；截至 2010 年 2 月底，在全国已建设 42 万家农家店和 1467 个配送中心，覆盖 65% 乡镇和 50% 行政村。

“万村千乡”政策的持续深入，“家电下乡”、“农超对接”政策的施行，为一些大型零售企业做大做强区域市场创造了良好的发展机遇。同时，市场竞争的激烈，也使一些大型零售企业利用地方政府的政策优势、区域市场的竞争优势，把做大做强区域市场作为重要的发展战略，通过开店、并购等方式，促进区域规模、地位的提高。2009 年，百强企业并购呈现出区域化、向二三线城市延伸的明显趋势；如联华收购华联、银座收购东购、新华都收购闽南小超市、合肥百货收购省内四家企业等。

更多企业注重多业态发展，电子商务成为新的增长点

2007 年以前，中国零售百强企业中，单一业态企业一直占据着比较大的比重，但随着零售市场的不断发展，零售企业业态多样化发展态势逐渐明显。2008 年，零售百强企业中多业态企业首次超过单一业态企业；2009 年，零售百强企业中多业态企业数量进一步增加，达到 63 家。多业态企业销售规模相比 2008 年呈现大幅增长，其中以百货店+超市模式为主体的多业态企业销售规模同比增长 32.6%，而以超

市+便利店模式为主体的多业态企业销售规模增速则高达 130.6%。

另一方面，网上零售规模不断扩大，B2C¹及 C2C²发展前景广阔。根据易观国际及国家统计局公布数据，全国网上零售额由 2003 年的 16.2 亿元上升为 2008 年的 1220.1 亿元（不含外贸零售数据）；网上零售额占社会消费品零售总额的比例由 2003 年的 0.03% 上升到 2008 年的 1.12%。网上零售将成为中国零售行业新的增长点，也会对传统零售业形成一定的冲击。

5. 产业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。

2004 年 6 月 1 日，《外商投资商业领域管理办法》正式实施，外资加快了在中国零售业布局的进程。近两年中国零售业外资并购十分频繁，包括百思买、沃尔玛、特易购、百盛、百安居、家得宝等纷纷加快了投资步伐，零售业的竞争更趋激烈。

2005 年 5 月，商务部与国家开发银行签订了《支持流通业发展开发性金融合作协议》（以下简称《协议》），在五年时间内，国家开发银行将提供 500 亿元政策性贷款支持流通业发展。

2006 年商务部出台了《零售商供应商公平交易行为规范》，在一定程度上促进了零售商和供应商关系改善和商业零售业健康发展。

2007 年 3 月 19 日公布的新《中华人民共和国企业所得税法》规定，2008 年 1 月 1 日起，在中国的外资企业将于内资企业按 25% 的统

一税率交纳企业所得税，“两税合一”将使中国批发零售业竞争力大大增强。

2007 年 5 月 1 日，国务院通过的《商业特许经营管理条例》正式实施，对特许从事商业特许经营活动的条件较 2004 年 12 月商务部颁布的《商业特许经营管理办法》更明确、更开放。

2008 年 9 月，商务部发出通知，将外商投资商业企业的审批权下放到省级商务主管部门，自 9 月 12 日起执行。这将较大简化大型超市和其他外商投资商业企业的审批过程，国内零售企业竞争压力加大。但另一方面，地方商业主管部门对本地商业格局更了解，有利于当地的整体商业规划。

2009 年 1 月 6 日中国银监会正式批准 3 家银行作为主要出资人筹建消费金融公司，这标志着在欧美发达国家信贷消费市场占据重要地位的金融业态，在中国开始起航。对于完善国内消费信贷市场，提高消费金融支持力度，刺激消费增长具有积极意义。

2009 年 8 月，北京、上海等九个试点省市实行家电以旧换新政策，并有财政提供一定额度补贴，2010 年 6 月根据有关通知，该政策将延续至 2011 年底，相关补贴政策不变。

6. 未来发展

2008 年四季度开始，国内外宏观经济的波动在一定程度上加大消费者对未来收入预期的不确定性，减弱消费信心，2009 年 2 月国内消费者信心指数和国内全社会商品零售总额增速均下降到近 12 月最低水平。2009 年二季度以来，受益于相关宏观经济刺激政策，国内经济逐步企稳回升，国内社会商品零售总额增速在家电、汽车等大宗消费品的带动下也开始逐月提升。据国家统计局数据显示，中国消费者的信心指数在 2009 年后两季度中节节攀升，中西部地区以及二线消费者信心提升幅度最大，前者提升 8 点达到 100，后者提升 15 点达到 104。截至 2010 年 6 月，中国消费者信心指

¹ Business-to-Consumer，中文简称为“商对客”，是电子商务的一种模式，直接面向消费者销售产品和服务。

² Consumer to Consumer，中文译为“客对客”，是个人与个人之间的电子商务。

数持续攀升，达到 108.9，创下自 2007 年下半年以来的新高。

2009 年 12 月召开的中央经济工作会议中将促进国内需求特别是消费需求的持续增长作为 2010 年国内经济发展的重要目标之一，同时提出了要增强居民特别是低收入群众消费能力，完善促进消费的相关政策。未来政策对于扩大消费的支持仍将延续，且力度有望进一步加大，随国内宏观经济的进一步复苏国内消费市场在中短期内有望继续保持乐观走势。因此，中国零售行业仍然具有良好的发展机会，但面临外资零售企业扩张和国内大型企业网络布点拓展造成竞争压力加大的挑战。

7. 陕西省零售企业所处环境

据陕西省统计局资料，2009 年陕西省实现生产总值（GDP）8186.65 亿元，按可比价格计算，增长 13.6%，高于全国 9.1% 的同比增幅。2009 年城镇居民人均可支配收入 14128 元，农村居民人均收入 4270 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。2009 年，陕西省实现社会消费品零售总额 2699.67 亿元，同比增长 19.7%，高于全国平均水平 4.2 个百分点；其中城市社会消费品零售总额达 1802.07 亿元，同比增长 19.8%。在西部 12 个省市中，陕西社会消费品零售总额总量列四川（5758.7 亿元）、内蒙（2855.3 亿元）、广西（2790.7 亿元）之后，居西部第 4 位。

2009 年陕西省限额以上批发和零售业企业实现零售额 1051.50 亿元，增长 32.5%。其中，一季度增长 27.0%，二季度 28.6%，三季度 31.8%，四季度 40.6%，增速呈逐季回升态势。根据对全省限额以上批发和零售业企业统计，2009 年金银珠宝类零售额 20.93 亿元，增长 69.1%；化妆品类 19.58 亿元，增长 38.8%；服装类 95.62 亿元，增长 81.5%；体育、娱乐用品类 8.72 亿元，增长 2.13 倍。此外，由于国家及地方政府支农惠农政策的推进，陕西农村消费市场进一步活跃，城乡市场差距缩小。2009 年

陕西省城市市场实现零售额 1802.07 亿元，增长 19.8%；县及县以下农村市场实现零售额 897.60 亿元，增长 19.4%。2009 年，陕西省全省共建成标准化农家店 2.62 万家，配送中心 77 个，对支撑全省消费市场平稳较快增长发挥了积极作用。

陕西省会西安是中国西北最大的城市。2009 年末西安市全年实现生产总值（GDP）2719.10 亿元，全年实现社会消费品零售总额 1381.12 亿元，城市居民人均可支配收入 18963 元。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。

表 7 西安市主要商圈布局

商圈名称	商圈划分	商圈特色
钟鼓楼	以钟鼓楼为核心，涵盖东、西、南、北四条大街，属西安市核心商圈。	业态齐全，人流密集。分布有开元、金花、百盛、民生等大型百货。
解放路	以解放路为核心，属西安市传统一级商圈。	分布有民生、万达购物广场、东光商业广场等。
小寨	属西安市一级商圈。	典型的区域市场中心，商品定位以青春时尚为主流。分布有金鹰国贸店、百盛小寨店等。
高新区	属西安市新兴商圈。	分布有世纪金花高新店、金鹰高新店等大型百货。
曲江商圈	以大雁塔位中心，属西安市新兴商圈。	商业业态多元化。目前以大堂不夜城新乐汇为核心，其余项目正在建设中。

资料来源：公司提供

目前，公司已基本完成在西安核心商圈解放路和钟楼商圈的商业布局，在此发展形势下，公司近期入驻西安市区新兴商圈曲江商圈，进一步完善其在西安商业市场的布局，通过抢占新区换取掌握未来竞争的时间与空间，为跨区域发展积聚能量。

总体上，陕西省是中西部经济大省，增长速度快，居民消费能力强；国家“西部大开发”战略的持续推进为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内

企业网点拓展造成的较大竞争压力。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司通过收购股权方式进行规模扩张，并通过业务整合，目前已确立西安民生、民生家乐等百货及超市业经营主体。2009 年海航商业位列全国连锁企业百强第 58 名。

西安民生

西安民生是陕西省西安市一家以经营百货零售业为主的大型商贸企业集团，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，2003 年 5 月 27 日与海航集团实施重组。2009 年，西安民生通过向海航商业定向增发持有宝鸡商业 100% 股权，2010 年 1 月股权转让事宜全部完成。

2010 年 8 月 12 日，西安民生披露非公开发行方案，计划定向募集资金不超过 9.8 亿元，投向西安雁塔国际文化广场资产收购项目、新世纪购物中心扩建、民生百货大楼扩建、民生百货西安北大街店开店，投入资金分别为 4.24 亿元、2.2 亿元、1.9 亿元和 1.095 亿元，总投资约为 9.44 亿元。项目建成和营业后，预计西安民生的经营规模、业务结构及盈利能力等有望得到进一步改善。

目前，西安民生拥有 5 家百货门店、1 家超市门店，并拥有宝商家美佳连锁超市门店 30 家。此外，西安民生托管民生兴正元百货店和汉中世纪阳光商厦，并持有民生家乐超市 19.70% 股权和汉中世纪阳光商厦有限公司 19.73% 股权。

截至 2009 年底，西安民生资产总额 12.46 亿元，所有者权益合计 6.84 亿元；2009 年实现营业收入 12.33 亿元，利润总额 0.58 亿元。

截至 2010 年 9 月底，西安民生资产总额 24.03 亿元，所有者权益合计 7.94 亿元；2010 年 1~9 月实现营业收入 17.47 亿元，利润总额

0.58 亿元。

民生家乐

陕西民生家乐商业连锁有限责任公司原名为陕西晶众家乐投资有限公司，成立于 2007 年 9 月。2008 年 2 月，海航商业以 5856 万元收购其 61% 股权，成为控股股东。2008 年 2 月，民生家乐正式投入运营。

民生家乐现有超市门店数 17 家，总营业面积约 12 万平方米，现有店面中三原店为租地自建，其他店面均为租赁形式，门店分布遍及陕西省。

截至 2009 年底，民生家乐资产总额 8.67 亿元，所有者权益合计 0.37 亿元；2009 年实现营业收入 6.59 亿元。

2. 人员素质

公司现任高级管理人员共 7 人，其中，董事长、执行董事长兼首席执行官、副董事长、总裁、副总裁、财务总监、总裁助理各一位。公司董事长詹军道先生，1949 年出生，党员，高级政工师，高级经济师，曾任西安市石油公司党委书记、纪委书记，西安民生百货商店党委书记、纪委书记。现任中共海航西安企业工作委员会委员、副书记，海航商业控股有限公司董事长。

公司总部在职人员共 67 人，其中，拥有大专以上学历共 65 人，占比 97.02%。从年龄构成来看，30 岁以下员工占比 26.87%、30~50 岁员工占比 68.66%、50 岁以上员工占比 4.47%。

总体看，公司高级管理人员行业经验丰富，整体素质较高。

3. 股东背景

海航集团是于 1998 年 4 月 16 日经国家工商行政管理局批准组建，以航空运输业为主体，向上下游产业延伸发展而成的集航空运输业、机场管理业、酒店旅游业和其他相关产业为一体的大型企业集团。截至 2009 年底，海

航集团注册资本 45 亿元，股权结构为海南交管控股有限公司持股比例 70%、洋浦建运投资有限公司持股比例 30%。

截至 2009 年底，海航集团资产总额 553.84 亿元，所有者权益合计 138.38 亿元；2009 年实现营业收入 53.92 亿元，利润总额 4.56 亿元。

近年，海航集团作为控股股东通过资产注入、现金注资的方式等方式给予了公司大力支持，使公司的资本实力得到扩充，实现了快速扩张。2008 年 4 月，海航集团以其持有的宝商集团股权、西安民生股权对公司增资扩股。2008 年 10 月，海航集团以现金对公司进行增资，增资完成后公司注册资本增加至 14.5 亿元。

总体看，公司在发展过程中能够得到股东的有力支持。

四、管理分析

1. 公司治理

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等。

公司设立董事会，由五人组成，股东委派产生，董事任期三年，任期届满可连选连任。公司设董事长一人，副董事长三人，由董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。公司设经理，由董事会聘任或者解聘，经理对董事会负责。

公司设立监事会，由三人组成，监事会设监事长一人，由全体监事过半数选举产生。监事会中股东代表监事与职工监事的比例为二比一。监事任期三年，任期届满可连选连任。

公司下设办公室、人力资源部、财务与投资管理部、信息管理部、合规部、运营管理部、战略发展部、采购管理部等职能部门。

2. 管理制度

资金管理方面，公司财务与投资管理部负责公司及子公司的会计核算工作。公司实行会

计独立核算，各子公司实行会计独立核算，并按月向公司报送会计报表及相关资料，纳入报表汇总范围。公司按照股权投资战备投资单位有表决权资本情况确定采用权益法或成本法，确认各期收益。

预算管理方面，公司资金预算按照使用用途分管理类、税费类、投资类、筹资类、人员类、往来类六大类别。根据资金项目的性质，资金预算申请方式可分为预算申请、合同申请、文件申请三种方式，并在资金预算申请过程中设置三级审批、五级审批、七级审批和特殊审批程序。三级审批程序是指对于预算内日常资金用款项目，执行“使用部门——归口管理部门——财务与投资管理部”三级审批程序，由归口管理部门和财务与投资管理部负责审批；五级审批程序是指对于较为重要的资金预算项目和可控性较强的资金项目，执行“使用部门——归口管理部门——财务与投资管理部——分管副总裁——财务总监”五级审批程序，由公司财务总监负责最终审批；七级审批程序是指对于重大资金项目，公司执行“使用部门——归口管理部门——财务与投资管理部——分管副总裁——财务总监——总裁——执行董事长兼 CEO”七级审批程序；特殊审批程序是指除七级审批程序管辖之外的资金预算须报公司董事长审批。股权投资、基建投资、房产和车辆购置、筹融资资金、机动预算的非经营类预算以及预算外资金项目的审批权归属海航集团，履行完公司内部手续后依据海航集团相关管理规定继续呈报审批。

物流管理方面，公司对下属超市采购业务实行两级管控制度，公司总部对下属成员企业的采购业务实行垂直领导和管理，各成员公司对各门店销售的商品采购均进行统一管理。公司对各成员公司年度采购计划制定进行指导和审核，并对经营期间各成员公司的采购业务工作和商品配送流程进行全程监控和督导。各成员公司商品管理部负责各公司商品的统一采购工作，通过在区域门店驻店采购的设置，

有效掌握区域及门店的市场信息，通过对信息搜集调研，及时制定和调整各经营时段的采购进货计划，确保门店正常的运营。

信息管理方面，公司 IT 系统服务于商业总部及各成员企业、用户及供应商。通过系统建立高效、灵活、稳定及富有弹性的 IT 管理架构，实现海航商业人、财、物各种信息的顺畅流通和高度共享，为推动海航商业管理决策及业态拓展打下了坚实的 IT 基础。目前正在使用的系统包括：一、集团及商业级 IT 系统，包括海航 OA 办公系统、资产管理系统、用友 NC 系统、海航商业供应商服务系统、海航商业 BI 销售分析系统、海航商业积分换购系统及海航商业电子商务平台。二、成员企业级 IT 系统，包括百货总部管理系统、百货 ERP 管理系统、百货前台 POS 系统、百货 CRM 系统、超市总部管理系统、超市 ERP 连锁管理系统、超市前台 POS 系统、超市 CRM 系统、超市物流配送系统、用友 U8 财务系统、人事管理系统、ITSM 运维管理系统、客户服务平台、商业辅助系统及逸购网平台。

海航商业建立了供应商价值链拓展制度，每一个供应商都会根据供应商手册，按照国家各种法规，非常明晰的确定了供应商业的由进店到货款结算、销售奖惩、后续合同的签订的等等一系列流程和权利义务。良好的供应商关系和科学有效的供应商管理机制，为海航商业业务拓展创造了有利条件。

总体看，公司管理制度较为完善，管理体系健全，但资金集中管控、物流体系整合等方面压力较大。

五、经营分析

1. 经营现状

公司针对百货和超市零售业经营特点进行分业管理。百货业态管理方面，西安民生主要管理民生百货自有门店和宝鸡商业两家百货门店，并托管民生兴正元百货和汉中世纪阳

光商厦。超市零售业态管理方面，经营主体分别为民生家乐和宝商家美佳超市。

百货业态

民生百货

民生百货是海航商业旗下西安民生的百货品牌，截至 2010 年 9 月底，民生百货拥有百货业态门店 3 家，分布于西安市解放路商圈和钟楼商圈及甘肃省庆阳市西峰区，经营面积合计 83784 平方米。

经营管理方面，西安民生对西安市内百货店（即解放路店和西大街店）实行总部统一管理，外阜门店（即甘肃庆阳店）经营相对独立。

目前民生百货经营模式包括联营、经销、代销及租赁，以代销方式为主。代销是公司根据市场销售情况确定进货量并进行销售，这样有效地降低了经营风险，保证了公司的收益。民生百货销售结算模式分两种，一种是通过销售储值卡获得现金，在预收及其他应付款科目反映，待实现销售后确认收入；另一种是非储值卡销售，收入在当期确认。

西安民生对西安市内百货店（即解放路店和西大街店）的商品采购实行集团总部统一采购，有效降低采购成本的同时更有利于规避采购风险和规范采购行为。

①民生百货解放路店

民生百货解放路店是公司经营业绩排名第一的核心门店，地处西安市解放路中段。解放路店在经营上实现了由“传统百货向现代百货”的转变，建立了品牌化“生活品质店”的商品定位。解放路店经营约 300 个大类，800 余个品牌，17 余万种商品，拥有众多国际及国内知名品牌。解放路店目前拥有会员 12 万余名，会员销售占总销售的 45%。

②民生百货西大街店

民生百货西大街店地处西安市钟楼核心商圈西大街，定位为以经营中高档商品为主的精品百货店。目前西大街店经营约 31 个大类，230 余个品牌，拥有众多国际及国内知名品牌。西大街店会员销售占总销售的 25%。

宝商百货店

宝商百货地处宝鸡最繁华商圈的黄金地段，在经营上逐步实现从时尚百货到适合宝鸡市场的高端百货转型。宝商百货建立了“打造宝鸡高端第一店，精于品质专于生活”的商品定位。宝商百货经营 12 个大类，约 142 个品牌，拥有国际国内众多知名品牌。目前宝商百货拥有会员 4 万余名，会员销售占总销售的 39%。

宝商新世纪店

新世纪购物中心是以流行百货为定位的主题店，以流行人群为核心。目前新世纪购物中心经营大类 15 个，经营品牌 240 个。二期扩建项目到位后，新世纪购物中心将全面实现由租赁经营到联营形式的转变，以“时尚前沿，流行一线”为定位，打造宝鸡流行百货领航者的地位。

民生兴正元百货

民生兴正元百货由西安兴正元实业投资集团有限公司出资组建，成立于 2009 年 2 月，地处西安市钟楼商圈，营业面积 5 万平方米，是西安市重点建设的商业项目之一——骡马市商业步行街的重要组成部分，聚集购物、休闲、餐饮、娱乐、文化等功能。2009 年 3 月底，海航商业对其进行重组，海航商业持有 70% 股权，原物业开发商兴正元实业投资集团有限公司持有 30% 股权。重组后的兴正元百货经过品牌形象、商品结构、经营定位的全面更换与升级，以“民生购物中心”的形象于 2009 年 9 月 26 日对外营业。

汉中世纪阳光商厦

汉中世纪阳光商厦地处汉中市汉台区天汉大道 968 号，建筑面积 2 万平方米，于 1998 年开工建设，2000 年 1 月投入运营，营业面积 17745.14 平方米，现面积使用率 100%，其中自营、联营面积 8042.84 平方米，外租面积 9702.30 平方米，商场定位为精品百货。

世纪阳光二期工程建设项目是海航集团重组世纪阳光时同汉中政府签订的重组框架

协议的重要内容，已被汉中市政府列为重点建设项目。该项目位于汉中市商业区的中心，属汉中政府规划的重点商业建筑，总建筑面积 2.6 万平方米，毗邻世纪阳光一期，土地为世纪阳光原有综合用地，建成后将与一期贯通，形成约 4.5 万平方米的集购物、休闲、娱乐为一体的综合型现代化商厦。

天津国际商场

天津国际商场地处天津市最繁华的南京路与滨江道交接点，位于南京路商圈，是天津市最大的商业中心、金融中心和信息中心的集聚地。天津国际商场建筑面积 3.66 万平方米，经营面积 2.49 万平方米，商场定位以年轻、时尚女性为主要客户群。

表 8 海航商业百货业态核心门店经营情况一览

门店	开业时间	营业面积 (平方米)	物业 性质
民生解放路店	1958 年	58560	自有
民生西大街店	2007 年 9 月	17924	自有
民生甘肃庆阳店	2007 年 10 月	7300	租赁
宝商新世纪店	2007 年	18000	自有
宝商百货店	1995 年	8800	自有
汉中世纪阳光商厦	2000 年 1 月	17745	自有

资料来源：公司提供

超市业态

民生家乐

民生家乐现有超市门店数 17 家，总营业面积约 12 万平方米，现有店面中三原店为租地自建，其他店面均为租赁形式，门店分布遍及陕西省，包括西安、咸阳、渭南、延安、安康、汉中等地，经营品种共分为三大类、22 各小类，商品单品数量达 3 万余种。

民生家乐自建物流中心。民生家乐物流中心位于西安市未央区建章北路 11-1 号，土地租赁，房屋自建，总面积约 14493 平方米，分为两个库房，一个办公楼。目前物流中心拥有大型运输车 3 辆、中型运输车 9 辆、小型运输车 7 辆，日配送量 100~300 万元，最远配送距离 485 公里（靖边）。物流中心目前共有员工 69

人，分仓储和配送两个部门，通过保本作业、增收作业、创收作业及信息化作业四个阶段实现“精益物流”的目标。

民生家乐对下属门店实行中心店管理模式，将门店分为 A、B、C 三类门店分别管理，A 类门店是指营业面积超过 6000 平米以上的门店，实行集中管理；C 类门店经营面积较小，管理较为灵活；其余为 B 类门店。在财务管理方面实行收支两条线管理和全面预算管理。

未来发展方面，民生家乐将以营业面积 2500 平方米以上的大型综合超市和营业面积 1000 平方米以下的标准超市为主要发展业态，采取自主开店、兼并托管、兼并重组并重的发展模式，将民生家乐打造为中国知名超市连锁品牌。

宝商家美佳

宝商家美佳连锁超市主要经营日用百货及食品为主，截至 2009 年底拥有 30 家门店，其中，宝鸡市区超市门店 16 家、县区超市门店 8 家、天水地区超市门店 6 家。

宝商家美佳超市实行总部集中管理，统采统配的运营模式，以宝鸡市县区为中心，辐射甘肃天水地区，未来在门店拓展方面制定了三步走实施计划，第一步完成宝鸡区域市场战略布局，即在西安以西、宝鸡以东(进一步扩展至天水以东)区域，借助宝商家美佳品牌优势，抢占空白市场，抢筑超市企业群，巩固区域市场龙头地位；第二步跨区经营，构建天水业务中心，即在已有天水六家店面基础上，加快公司在天水地区的战略布局，进而构建公司第一个跨区经营业务中心；第三步西进东扩，走出宝鸡，走向西部，即规划跨区域网络布局雏形，以宝鸡业务中心和天水业务中心为基础，逐步向周边辐射，并最终走向整个西部。

家得利

2010 年 6 月，海航商业注册成立上海海航家乐企业管理有限公司（持股比例 100%），2010 年 8 月，上海海航家乐企业管理有限公司与上海信盟投资有限公司签订了股权转让协

议收购家得利超市 100%的股权，截至目前已完成股权变更手续。上海家得利超市有限公司由上海城开（集团）有限公司出资设立，成立于 1998 年 3 月 24 日，注册资金 500 万元，后转让给上海信盟投资有限公司，注册资金增至 9000 万元。上海家得利超市有限公司是以上海市社区标准超市经营为主，以跨省市综合超市经营为辅的直营连锁企业。家得利超市为全国百强零售企业之一，在上海超市行业名列第四；目前共有综超门店 153 家，经营面积约 22 万平方米。其中，上海门店 136 家，外省市门店 21 家。2009 年上海家得利超市有限公司实现营业收入 20.58 亿元，净利润 0.54 亿元。

2. 经营效率

近两年，公司经营规模快速扩张，经营效率指标值变化较大，2009 年销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 34.23 次、10.55 次和 0.81 次，处于合理水平。

3. 未来发展

海航商业通过在陕西和天津等地的战略布局，充分实现了“巩固西北，走向全国”战略目标。海航商业未来将通过搭建商业实体与虚拟的销售网络，打造商业综合运营服务平台，提高商业产业利润水平，增强客户忠诚度，为海航集团一体化产业链提供丰富的客户资源。即实施百货为主力业态，超市、专业店、电子商务为辅的业务拓展策略，构建在京、津、沪、穗等重点城市的业务集群基地，形成面向全国的网络辐射格局；以百货、超市实体业务和网络购物等虚拟业务为主业，通过业务规模的扩大和实虚资源的结合，建立全方位满足顾客消费需求的商业综合服务平台；依托主干业态（百货）树立海航商业“有品位、有品牌、有文化”的市场形象和行业影响力，并借助消费信贷、供应商直贷、担保、典当、零售商业银行等金融手段，增加后端关键客户黏度和前端顾客的忠诚度，不断扩大海航商业会员规

模，为集团提供丰富的共享会员资源。

海航商业将京津、华东、华南、华中、西部地区作为战略发展的重点区域，在京津沪穗等重点城市建立业务集群基地。即在京、津、沪、穗等每个重点城市中开设 2~5 家大型百货店（购物中心），以百货为主力业态，在当地区域数立海航商业“有品位、有品牌、有文化”的市场形象，提高品牌影响力，并通过超市、专业店等辅助业态的补充，增强在区域市场的渗透度和辐射力。同时，建立区域物流配送中心，有效分担物流配送费用，支持海航商业在区域内向更深、更广的地区扩张。

总体看，公司未来经营策略仍以收购成熟商业企业为主，业务范围逐步拓展至全国，业态分布更为多元化，整体发展态势良好。但公司面临快速发展带来的资金及业务整合的压力。

六、财务分析

公司提供的 2007 年~2009 年财务报表已经北京中勤万信会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2010 年 1~9 月份财务报表未经审计。

公司于 2007 年 9 月注册成立，执行 2006 年财政部发布的《企业会计准则》。公司 2007 年无实际经营数据，为便于财务数据比较，本文仅对 2008 年及 2009 年财务数据进行分析。

截至 2009 年底，公司资产总额 49.52 亿元，所有者权益 18.13 亿元（含少数股东权益 12.11 亿元）；2009 年公司实现营业收入 34.50 亿元，净利润 0.62 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 58.93 亿元，所有者权益 17.99 亿元（含少数股东权益 7.84 亿元）；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 28.17 亿元，净利润 0.59 亿元。

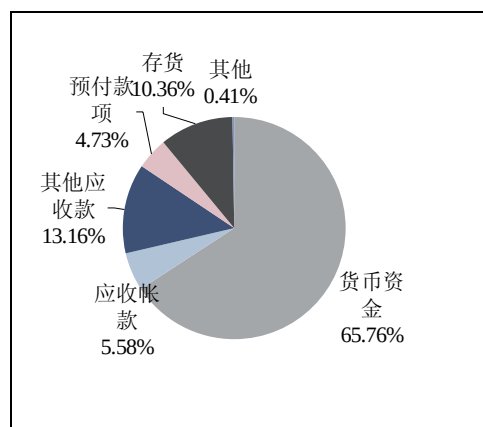
1. 资产构成

2008 年~2009 年，公司资产总额增长

36.91%，主要源自固定资产、无形资产及商誉的大幅增加。截至 2009 年底，公司资产总额 49.52 亿元，其中流动资产占 46.16%，非流动资产占 53.84%，以非流动资产构成为主。

截至 2009 年底，公司流动资产 22.86 亿元，其中主要以货币资金、其他应收款和存货为主，上述三项分别占流动资产的 65.76%、13.16%和 10.36%，其他科目占比相对较小。

图3 公司2009年底流动资产结构



资料来源：公司财务审计报告。

截至 2009 年底，公司货币资金 15.03 亿元，较 2008 年增长 12.19%；公司货币资金主要以银行存款为主，2009 年底占 99.14%。

2008~2009 年，公司其他应收款净值年增长率为 24.57%，2009 年底为 3.01 亿元，其中 1 年以内其他应收款占 73.74%，主要是与业务公司的往来款及房屋定金等。2009 年前五名欠款人欠款合计 1.25 亿元，集中度较低。公司 2009 年计提坏帐准备 2.11 亿元，计提金额较高主要是因为其他应收款中账龄 5 年以上的金额较大，计提比例为 100%。

2008 年~2009 年，公司存货下降 12.15%，截至 2009 年底，公司存货净值年末余额 2.37 亿元，其中主要是库存商品（占 74.23%）、在产品（占 14.03%）和周转材料及包装物（占 9.69%）；公司存货大部分是日常消费品，变现能力很强；2009 年，公司计提存货减值准备 0.01 亿元。

截至 2009 年底，公司非流动资产 26.66 亿

元，非流动资产构成中，固定资产占51.07%，无形资产占26.55%，商誉占7.76%。

2008年~2009年，公司固定资产净值增长率为59.32%，主要是房屋、建筑物增加所致。截至2009年底，公司固定资产13.62亿元，较2008年增加5.07亿元，主要是由于2009年收购西安兴正元购物中心所致。截至2009年底，公司对固定资产计提累计折旧6.12亿元，计提固定资产减值准备0.20亿元。

截至2009年底，公司无形资产7.08亿元，其中主要为土地使用权（占98.14%）及特许权（占1.7%）。由于2009年收购西安兴正元购物中心获得5.56亿元的土地使用权，公司2009年无形资产是2008年的4.35倍。

2008~2009年，公司商誉增长51.91%，增长部分为购买西安兴正元购物中心有限公司股权所致；2009年底公司商誉为2.07亿元。

截至2010年9月底，公司资产总额58.93亿元，较2009年底增长18.99%；公司资产构成中，流动资产占44.25%，非流动资产占55.75%。公司流动资产构成中，预付款项4.36亿元，较期初变化较大，主要是由于支付项目定金。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，流动资产中货币资金所占比重高，整体资产流动性较好。整体看，公司资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

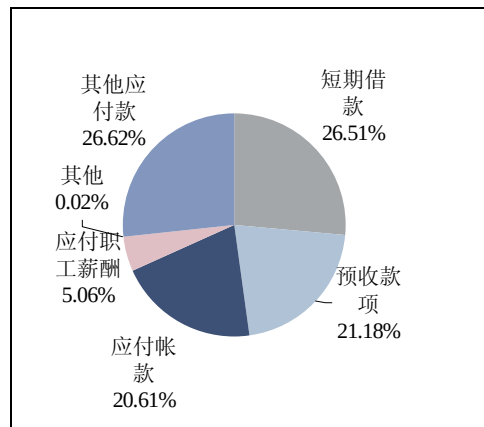
截至2009年底，公司所有者权益18.13亿元，其中少数股东权益占66.79%，归属于母公司所有者权益占33.21%；归属于母公司所有者权益6.02亿元，其中实收资本占14.50亿元，资本公积为-8.84亿元（公司资本公积为负值主要是因为合并西安民生及宝商集团所支付的对价与被合并方账目所有者权益之间的差额冲减所导致）。公司所有者权益构成较为稳定。截至2010年6月底，公司所有者权益18.61亿元，较2009年底增长2.68%，其中少数股东权益占41.59%，归属于母公司所有者权益占58.41%。

2008年~2009年，公司负债合计增长54%，

主要是由于非流动负债的迅速增加。2009年公司流动负债较上年增长17.82%，主要是短期借款及其他应付款的增加；公司2008年非流动负债合计仅为0.03亿元，2009年由于扩大规模的需要，公司非流动负债迅速增长为7.41亿元。截至2009年底，公司负债合计31.40亿元，其中流动负债占76.40%，非流动负债占23.60%，以流动负债为主。

截至2009年底，公司流动负债23.99亿元，其中其他应付款、短期借款、预收账款、应付账款占比较大。

图4 公司2009年底流动负债构成



资料来源：公司财务审计报告。

截至2009年底，公司其他应付款为6.39亿元，主要包括销售储值卡收入、进场费等渠道费用以及与供应商的往来款项。短期借款6.36亿元，主要以抵押借款和保证借款为主；公司预收款项5.08亿元，主要是购物卡预售所得；应付账款4.94亿元，主要是应付库存商品采购款。

截至2009年底，公司非流动负债7.41亿元，主要是公司抵押借款及长期应付款迅速增加所致；其中长期借款占55.33%、长期应付款占43.46%。公司长期应付款3.22亿元，主要是应付西安兴正元实业投资集团有限公司股权转让款，截至2010年6月底，该笔长期应付款余额为1.22亿元。

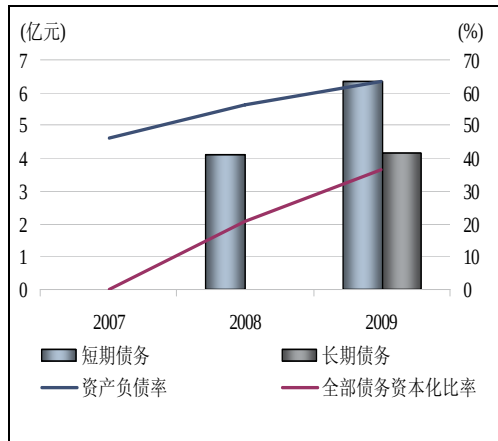
截至2010年9月底，公司负债合计40.94亿元，较2009年底增长30.39%；公司负债构成中，

流动负债占76.13%，非流动负债占23.87%，与2009年底相比，负债构成变化不大。

2008年~2009年，由于经营规模的扩大，公司债务总额大幅增长，2009年底公司债务总额为10.54亿元，其中短期债务占60.34%，长期债务占39.66%。

2008年~2009年，公司资产负债率由56.37%上升为2009年底的63.40%；由于有息债务所占比重较低，公司全部债务资本化比率处于较低水平，2008年底为20.66%，2009年底为36.76%。

图5 公司债务结构



资料来源：公司财务审计报告。

截至2010年9月底，公司债务总额为23.97亿元，较2009年底有所上升，主要是公司继续扩大规模而导致的长期借款及短期借款的增加。公司资产负债率和全部债务资本化比率变化分别上升至69.47%和57.13%。

总体看，公司的负债以流动负债为主。公司成立后由于业务迅速扩张，负债水平有所增长，但债务负担仍处于合理水平。

3. 盈利能力

2008年~2009年，得益于经济形势的好转以及公司经营规模的不断扩大，公司营业收入快速增长。2009年公司营业收入较上年增长15.86%，为34.50亿元；营业成本较上年增长18.78%，略高于营业收入增长幅度。2008年，公司营业利润率为22.92%，2009年由于营业成本的较快增长，公司营业利润率较上年略有下降，为21.66%，2010年1~9月进一步下降至20.69%。从表9来看，公司核心业务百货和超市业务毛利率2009年分别为15.29%和12.92%，2010年1~9月分别为16.24%和12.21%，处于行业平均水平。

表9 公司营业收入与营业成本构成情况

业务板块	营业收入 (亿元)				营业成本 (亿元)			
	2007年	2008年	2009年	2010年1~9月	2007年	2008年	2009年	2010年1~9月
主营业务	--	26.98	31.45	25.53	--	22.62	26.64	21.83
其中：百货	--	13.22	16.42	14.47	--	11.02	13.91	12.12
超市	--	12.12	13.16	11.06	--	10.54	11.46	9.71
航空食品	--	1.64	1.87	--	--	1.06	1.27	--
其他业务	--	2.80	3.05	2.64	--	0.08	0.09	0.27
合计	--	29.78	34.50	28.17	--	22.70	26.73	22.10

资料来源：公司财务审计报告

从期间费用看，2008年~2009年，公司期间费用占营业收入的比重分别为17.58%和19.04%。从公司期间费用构成来看，销售费用和管理费用所占比重较大，符合零售行业的特征；此外，由于有息债务的大幅增加，公司财务费用增长迅速，对利润产生一定影响。

2008年~2009年，公司营业外收入有所上

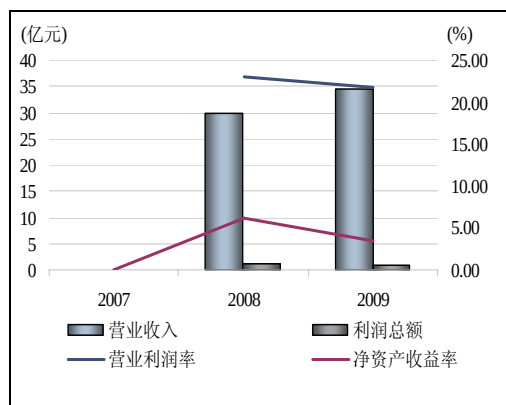
升，分别为0.06亿元和0.09亿元，占利润总额的比重分别为4.37%和10.65%，对公司整体盈利水平影响不大。

2009年，公司利润总额和净利润分别为0.83亿元和0.62亿元，均较2008年有所下降。

从盈利指标看，2008年~2009年，公司总资产收益率和净资产收益率均有所下降。总资

本收益率由2008年的5.80%下降至2009年的3.45%，净资产收益率由2008年的6.20%下降至2009年的3.44%。

图6 公司盈利情况



资料来源：公司财务审计报告。

2010年1~9月，公司实现营业收入28.17亿元，实现营业利润0.59亿元，营业利润率为20.69%，较上年变化不大；实现利润总额0.68亿元，净利润0.59亿元。

总体看，近几年公司通过收购、置换股权等方式实现了快速发展，业务扩展模式以收购成熟商业企业为主，整体盈利状况一般。未来随着公司业务范围的进一步拓展，业务整合带来的规模效应逐步显现，公司收入规模及盈利能力有望得到进一步提升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008年~2009年，公司流动比率和速动比率均有所下降，2009年分别为95.30%和85.42%，截至2010年9月底分别为83.66%和76.40%，受非流动资产规模占比较高影响，流动比率和速动比率指标偏低。2008年~2009年，公司经营现金流动负债比分别为16.88%和9.69%。考虑到公司货币资金和经营活动现金流入规模大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2008年~2009年，公司EBITDA分别为2.33亿元和2.30亿元，基本保持稳定。2009年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为6.28倍和4.60倍。总体看，公司

对全部债务保护能力较强。

截至2010年9月底，公司对外担保余额10000.00万元，全部是对关联企业进行担保，其中，对北京科航投资有限公司担保余额5000.00万元，对北京天辰展示工程有限公司担保余额5000.00万元，担保比率较低。

截至2010年9月底，公司在各商业银行、政策性银行共获得授信总额40.75亿元，其中未使用额度为22.92亿元。

七、综合评价

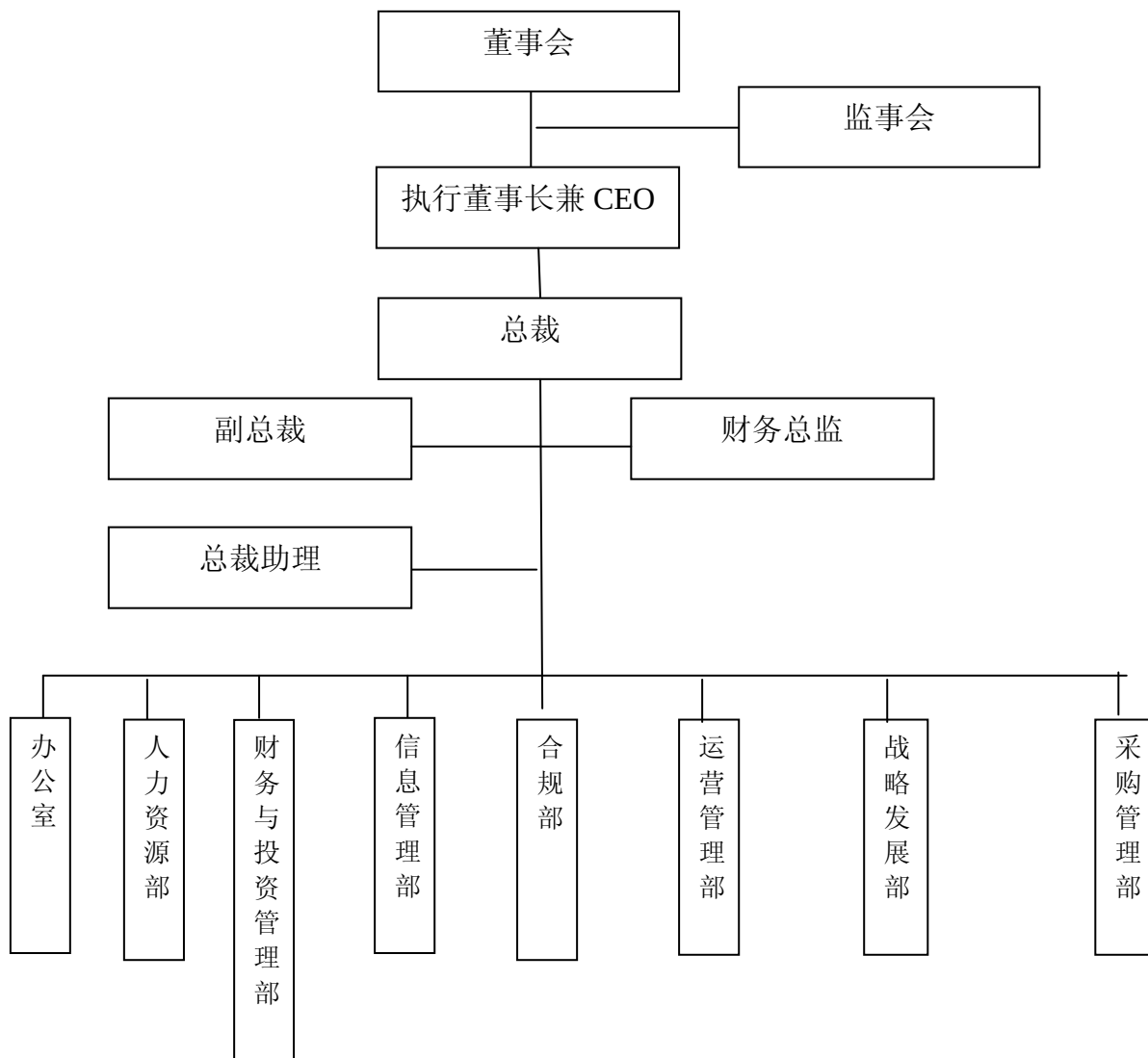
中国宏观经济持续健康发展和居民生活水平的逐步提高为零售行业提供了良好的发展机会，但外资零售企业扩张和国内大型企业网络布点拓展使行业竞争较为激烈，整体利润水平偏低。

公司作为海航集团旗下以商业零售为主业的产业集团，在网络布局、品牌知名度、企业管理等方面综合优势显著。公司自成立以来，通过兼并收购、股权置换等方式不断扩大业务规模，拓展业务区域，收入规模实现较快增长。

目前，公司整体资产质量较好，盈利状况一般，债务负担处于合理水平，长、短期偿债能力较强。

综合来看，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
流动资产：				
货币资金	10723.97	133990.05	150316.98	117601.57
交易性金融资产				
应收票据			1.18	0.00
应收账款	55.60	7411.39	12748.03	7440.16
预付款项	1989.45	15747.94	10812.29	43577.83
应收利息		70.14	193.15	141.43
应收股利				
其他应收款	6085.52	24157.26	30093.78	68909.71
存货	1594.58	26967.15	23690.98	22636.85
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		2.81	741.62	441.51
流动资产合计	20449.13	208346.75	228597.99	260749.06
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资			4125.00	1125.00
长期应收款				5049.23
长期股权投资	100.00	15237.52	6793.56	4237.52
投资性房地产		11800.92	11457.96	9816.95
固定资产	4232.28	85476.69	136179.68	186235.55
在建工程		3866.96	9402.43	6045.39
工程物资				
固定资产清理				0.84
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	4200.27	16266.84	70786.02	70603.46
开发支出				
商誉		13614.54	20682.43	32293.63
长期待摊费用		5185.57	5593.07	11420.90
递延所得税资产		1858.51	1584.26	1607.56
其他非流动资产		42.47	41.80	129.72
非流动资产合计	8532.55	153350.04	266646.22	328565.74
资产总计	28981.68	361696.78	495244.21	589314.80

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
流动负债：				
短期借款		37500.00	63600.00	159080.00
交易性金融负债				
应付票据		3600.00		
应付账款	2261.42	43108.51	49434.84	57116.10
预收款项	3410.54	56651.85	50807.61	64286.57
应付职工薪酬	143.76	9281.08	12146.04	9085.43
应交税费	23.81	3484.80	-874.82	-2390.52
应付利息		10.99		27.65
应付股利		881.53	908.68	365.13
其他应付款	7578.12	49058.79	63851.07	23728.26
一年内到期的非流动负债				375.00
其他流动负债	11.26	20.47		-2.50
流动负债合计	13428.92	203598.02	239873.42	311671.11
非流动负债：				
长期借款			41751.47	80291.74
应付债券				
长期应付款		157.02	32207.61	12203.61
专项应付款				
预计负债		137.80	156.46	5236.41
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计		294.82	74115.54	97731.77
负债合计	13428.92	203892.84	313988.96	409402.88
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	10000.00	145000.00	145000.00	145000.00
资本公积		-88369.18	-88438.29	-49970.60
减：库存股				
盈余公积				
未分配利润	10.18	2612.53	3634.59	6434.55
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	100101.82	59243.35	60196.30	101463.95
少数股东权益	5542.58	98560.59	121058.95	78447.97
所有者权益（或股东权益）合计	15552.76	157803.94	181255.25	179911.92
负债和所有者权益（或股东权益）总计	28981.68	361696.79	495244.21	589314.80

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
一、营业收入		297785.76	345007.40	281732.27
减: 营业成本		227035.35	267329.07	221004.30
营业税金及附加		2486.35	2956.70	2431.28
销售费用		23833.61	27991.39	19288.44
管理费用	4.54	32172.23	36549.17	31374.01
财务费用	-3.24	-3668.62	1146.71	2811.09
资产减值损失		1876.18	1041.83	131.07
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)		-40.47	804.38	1162.04
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	-1.30	14010.19	8796.90	5854.13
加: 营业外收入	11.48	566.53	887.37	1075.56
减: 营业外支出		1600.17	1353.84	122.62
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	10.18	12976.55	8330.44	6807.07
减: 所得税费用		3193.25	2089.19	905.60
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	10.18	9783.31	6241.25	5901.47
其中: 归属于母公司所有者的净利润	10.18	2602.35	1022.06	2799.96
少数股东损益		7180.96	5219.20	3101.51

附件 4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金		335533.94	371609.14	318996.71
收到的税费返还		34.38		1.12
收到的利息、手续费及佣金的现金				0.87
收到其他与经营活动有关的现金		68087.31	95788.03	62645.11
经营活动现金流入小计	0.00	403655.63	467397.17	381643.81
购买商品、接受劳务支付的现金		259646.73	297984.11	241630.13
支付利息、手续费及佣金的现金				0.12
支付给职工以及为职工支付的现金		22977.23	24954.01	17052.61
支付的各项税费	0.03	13715.76	19986.78	12694.37
支付其他与经营活动有关的现金		72958.28	101233.99	165390.07
经营活动现金流出小计	0.03	369297.99	444158.90	436767.30
经营活动产生的现金流量净额	-0.03	34357.64	23238.27	-55123.49
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		28551.04	9250.00	5992.56
取得投资收益收到的现金		584.78	990.83	77.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		147.94	629.79	6.15
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				10367.32
收到其他与投资活动有关的现金	23036.76	66108.54	88.38	49450.43
投资活动现金流入小计	23036.76	95392.30	10959.00	65894.31
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金		6433.07	7272.02	10266.36
投资支付的现金	8316.00	34588.50	12852.37	86497.66
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				20819.58
支付其他与投资活动有关的现金	14000.00	22440.91	9896.31	35000.00
投资活动现金流出小计	22316.00	63462.48	30020.70	152583.60
投资活动产生的现金流量净额	720.76	31929.82	-19061.70	-86689.29
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	10000.00	39016.93	21023.39	13000.00
取得借款收到的现金		77100.00	76400.00	200080.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3.24	40729.53	42276.87	107.68
筹资活动现金流入小计	10003.24	156846.46	139700.26	213187.68
偿还债务支付的现金		46450.58	52338.62	96684.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		2448.44	4943.48	8752.78
支付其他与筹资活动有关的现金		51291.09	69994.63	4981.72
筹资活动现金流出小计	0.00	100190.11	127276.73	110419.22
筹资活动产生的现金流量净额	10003.24	56656.35	12423.53	102768.45
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-48.08	-33.44	
五、现金及现金等价物净增加额	10723.97	122895.73	16566.66	-39044.33
加: 期初现金及现金等价物余额		10723.97	133619.70	156645.89
六、期末现金及现金等价物余额	10723.97	133619.70	150186.36	117601.57

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	10.18	9783.31	6241.25	5901.47
加: 资产减值准备		1876.18	1041.83	130.51
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧		7203.81	8128.44	6055.45
无形资产摊销		696.19	1383.79	1452.06
长期待摊费用摊销		645.90	1430.03	-448.06
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)		-45.99	354.46	35.28
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)		323.82	3.92	
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	-3.24	-2999.53	1564.00	3772.86
投资损失(收益以“-”号填列)		40.47	-804.38	321.16
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)		-224.90	274.25	-98.49
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)		1464.84	3396.53	-2631.44
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	4.51	11584.65	-24867.70	-15480.22
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)		4020.71	24931.10	-54100.33
其他	-11.48	-11.80	160.75	-33.74
经营活动产生的现金流量净额	-0.03	34357.64	23238.27	-55123.49
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	10723.97	133619.70	150186.36	117601.57
减: 现金的期初余额		10723.97	133619.70	156645.89
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	10723.97	122895.73	16566.66	-39044.33

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	0.00	40.18	34.23	--
存货周转次数(次)	0.00	8.42	10.55	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.82	0.81	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	0.00	22.92	21.66	20.69
总资本收益率(%)	0.07	5.80	3.45	--
净资产收益率(%)	0.07	6.20	3.44	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	18.72	30.86
全部债务资本化比率(%)	0.00	20.66	36.76	57.13
资产负债率(%)	46.34	56.37	63.40	69.47
偿债能力				
流动比率(%)	152.28	102.33	95.30	83.66
速动比率(%)	140.40	89.09	85.42	76.40
经营现金流动负债比(%)	0.00	16.88	9.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	13.23	6.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.77	4.60	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	--	1.61	0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	37.68	1.14	--

注：公司于 2007 年成立，2007 年无实际经营数据。2008 年经营效率指标根据年末数计算得出。公司 2010 年 9 月份数据未经审计。

附件 6 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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(非流动)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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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

联合资信评估有限公司关于 海航商业控股有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在海航商业控股有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

海航商业控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。海航商业控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注海航商业控股有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现海航商业控股有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如海航商业控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至海航商业控股有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如海航商业控股有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送海航商业控股有限公司、主管部门、交易机构等。

