

信用等级公告

联合[2015] 040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
二零一五年七月三日



海航商业控股有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 负面

评级时间: 2015年2月3日

财务数据

项 目	2011年	2012年	2013年	14年9月
资产总额(亿元)	142.81	165.45	212.37	201.30
所有者权益(亿元)	48.00	40.21	49.39	71.89
长期债务(亿元)	12.69	26.71	37.09	31.67
全部债务(亿元)	55.41	87.62	119.54	92.25
营业收入(亿元)	86.93	101.86	106.02	75.50
利润总额(亿元)	1.21	1.30	3.02	1.26
EBITDA(亿元)	5.99	6.09	10.01	--
营业利润率(%)	22.42	20.54	21.53	20.79
净资产收益率(%)	1.92	2.69	3.75	--
资产负债率(%)	66.39	75.70	76.75	64.29
全部债务资本化比率(%)	53.59	68.55	70.77	56.20
流动比率(%)	72.58	76.29	94.31	107.84
全部债务/EBITDA(倍)	9.24	14.38	11.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	2.62	2.01	--

注: 2014年三季度财务数据未经审计。

分析师

景雪 刘晓濛

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,反映了公司通过在全国范围内推进收购及兼并,在门店资源、区域市场占有率、品牌知名度、运营管理、股东支持等方面具备的显著优势。2010年以来,公司先后收购上海家得利、湖南家润多及广东乐万家等超市,经营规模迅速扩大。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、主营业务盈利能力弱等因素可能给公司带来的不利影响。

2014年7月,公司获得股东20亿元增资到位,偿还部分银行贷款,资产负债率显著下降。目前公司百货业务发展稳定,但超市业务处于快速扩张后的整合、清理期,几家超市业务子公司持续亏损,导致整体盈利能力出现下滑。随着近年的快速扩张,公司债务规模大导致财务费用高企,对利润形成侵蚀。近年上述不利因素对公司持续带来负面影响,未来超市业务整合效果不确定性较大。联合资信对公司评级展望为负面。

优势

1. 公司股东海航集团有限公司实力较强,多次向公司以股权和现金注资累计达51.50亿元,给予公司有力支持。
2. 近年来公司先后收购上海家得利、湖南家润多、江苏超越及广东乐万家等超市,经营规模迅速扩大,2013年在全国连锁百强排名第22位。
3. 公司主要子公司西安民生为上市公司,区域品牌知名度和市场占有率较高。
4. 公司百货业务经营良好,近三年收入规模

及毛利率持续提升。

关注

1. 商业零售行业竞争激烈，整体利润水平偏低，电子商务对传统百货业务冲击较大。
2. 近年公司债务规模大，财务费用高企，对利润形成侵蚀。
3. 公司主营业务盈利能力弱，几家超市业务子公司出现持续亏损，未来超市业务整合效果不确定性较大。
4. 非经营性损益对公司利润贡献大，且存在波动性。

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、海航商业控股有限公司主体长期信用等级自 2015 年 2 月 3 日至 2016 年 2 月 2 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。

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（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（其中271.28万元计入资本公积），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，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，公司实收资本增至56.80亿元。截至2014年9月底，公司股东构成情况见表1，其中海航集团持有公司90.67%的股权，为公司控股股东。海南航空股份有限公司工会委员会通过海航集团对公司进行控制，为公司的最终控制人。

表1 公司股东构成情况

股东单位	金额(万元)	持股比例(%)
海航集团有限公司	515000.00	90.67
海航基础产业集团有限公司	33000.00	5.81
天津信托有限责任公司	20000.00	3.52
合计	568000.00	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、针纺织品等。

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2013年底，公司资产总额212.37亿元，所有者权益49.39亿元（含少数股东权益15.67亿元）；2013年公司实现营业收入106.02亿元，利润总额3.02亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额201.30亿元，所有者权益71.89亿元（含少数股东权益15.91亿元）；2014年1~9月公司实现营业收入75.50亿元，利润总额1.26亿元。

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：何家福。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿

元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上半年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上半年加快2.1个百分点。

2. 政策环境

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（M2）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（M1）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（M0）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014年中央经济工作会议提出，2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境分析

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，零售行业状况对公司经营业绩影响较大。

1. 行业现状

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。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。

从近几年来看，2009~2013年，全国社会消费品零售总额以年均16.71%的速度增长，2013年达到23.78万亿元，销售规模已跃居世界第二位。同时，中国零售业从业人数由2008年的4500万增加到2012年的6100万，经营单位数达到2300多万个。从增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致，而社会消费品零售总额占GDP的比重保持平稳，说明零售业与中国经济整体发展的趋势是相符的。2008年美国金融危机及紧随其后的欧债危机波及世界各国，由于中国经济增长依然极大地依赖于世界经济特别是作为中国出口主要市场的美国和欧元区经济的表现，2008及2009年中国整体及城乡居民实际收入增长缓慢，当期社会消费品零售总额增速显著下降。2010年世界经济得到一定程度的复苏，而2011年以来中国宏观经济持续不振，2013年“国八条”限制过度消费，致使近年零售总额增速缓速下滑，但总体消费额仍在不断增长。

根据国家统计局统计，2014年前三季度，中国社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额163132亿元，同比增长11.9%，乡村消费品零售额26019亿元，增

长13.0%。按消费形态分，餐饮收入19934亿元，同比增长9.7%，商品零售169217亿元，增长12.3%，其中限额以上单位商品零售88414亿元，增长10.1%。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014年1~9月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额同比下降0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期10.2%的增速相差11个百分点。分品类看，受反贪腐政策持续严厉和房地产市场不振的影响，前三季度食品和家电类商品零售额同比增速相比上半年分别下滑了1.4和2.3个百分点，下滑幅度相对较大；化妆品、金银珠宝和日用品前三季度增速与上半年相比变化不大，其中化妆品零售额增速相比上半年高0.5个百分点，日用品零售额增速相比上半年低0.6个百分点，金银珠宝零售额同比降幅相比上半年收窄0.5个百分点，变化幅度均比较小；而相比之下，前三季度服装类商品零售额增速则相比上半年增速高1.0个百分点，增速呈现回升态势。

2014年4月25日，中国连锁经营协会正式对外发布“2013年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.9%。2013年，销售增幅首次出现个位数，是百强统计以来销售增幅最低的一年，但与前两年相比，回落幅度缩小，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的8.6%，较2012年下降0.7个百分点。连锁百强企业门店总数达到9.5万个，同比增长7.6%，是自连锁百强统计以来增速最低一年。

2013年连锁百强企业呈现以下特点：销售增速继续放缓的同时，成本持续攀升，百强企业房租支出增长11%、人工成本增长18%，两项成本快速的上涨迫使企业开店放缓，有21家企业的店铺总数出现负增长，销售出现负增长的企业也明显增加，达到15家，为历年最多；百货超市增幅下降，便利店增长较快，50家以百货业务为主的百强企业和以经营超市为主的快消品百强企业销售增长低于百强平均增幅，而

门店数量排名前45家的便利店企业门店增长9.5%，快于百强平均增幅1.9个百分点，按其中有可比销售的便利店企业计算，销售额同比增长16%，在各业态中增幅最大；积极开展网络零售，自建平台成为主流，2013年百强企业中共有67家开展了网络零售业务（2011年和2012年分别为41家和62家），其中有51家采用自建平台方式，开展网络零售的百强企业线上销售额占企业总销售的比例由2012年的2.9%上升到3.7%。

总体看，受人口红利的消减、渠道分流、消费者消费习惯变化、“国八条”政策引导等多种因素影响，2013年连锁百强平均年销售额增速继续放缓，预计未来几年中国连锁企业将进入稳定发展期。

表2 2013年中国连锁企业前20强基本情况

(单位: 亿元、家)

排序	企业名称	销售规模	店铺数
1	苏宁云商集团股份有限公司	* 1380.00	1626
2	国美电器有限公司	1333.40	1585
3	华润万家有限公司	1004.00	4637
4	康成投资(中国)有限公司(大润发)	801.20	264
5	沃尔玛(中国)投资有限公司	722.15	407
6	联华超市股份有限公司	688.18	4600
7	山东省商业集团有限公司	611.38	575
8	上海友谊集团股份有限公司	608.00	45
9	重庆商社(集团)有限公司	602.97	326
10	百胜餐饮集团中国事业部	502.00	6000
11	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	* 467.06	236
12	大商股份有限公司	394.84	200
13	永辉超市股份有限公司	350.60	292
14	物美控股集团有限公司	325.37	696
15	武汉武商集团股份有限公司	306.85	100
16	石家庄北国人百集团有限责任公司	301.68	239
17	农工商超市(集团)有限公司	300.01	2644
18	中百控股集团股份有限公司	293.19	1016
19	长春欧亚集团股份有限公司	282.78	75
20	宏图三胞高科技技术有限公司	275.64	510

资料来源：中国连锁经营协会

注：数字前面带*为估计值；苏宁云商集团股份有限公司为苏宁控股集团下属公司。

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。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。

根据商务部《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》，“十二五”时期将奔着“社会消费品零售总额年均增长15%、零售业增加值年均增长15%”的目标，保持商品零售规模的稳定较快增长；“以提升零售业整体发展水平为目标，以加快零售业发展方式转变、结构调整为主线，以扩大消费、增加就业、引导生产、改善民生、促进和谐为根本出发点和落脚点，深化流通体制改革，提高流通效率，降低流通成本。”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. 超市业态

超市行业是中国开放最早、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。2004年之后，随着超市行业对外资全面开放，以及商务部决定自2008年9月12日始将外资商业企业的审批权下放到省级商务部门，外资超市企业凭借成熟的管理模式、雄厚的资金实力和强大的品牌效应加速扩张，行业竞争进一步加剧。近年来随着一线城市的空间基本饱和，二三线城市超市行业增速快于一线城市，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。目前中国超市行业正逐渐走向成熟，行业集中度逐渐提高。

超市行业竞争格局首先表现为内外资企业

间的竞争，外资企业优势在于全国范围扩张，通过布局物流中心及网点，跨区域采购，充分发挥其在供应链管理、物流配送、仓储管理和信息搭建方面的优势。此外，外资超市通过全球扩张，实现了全球采购，对上游厂家的议价能力强。内资超市门店布局策略倾向于在具有市场规模优势的区域扩张，布店相对集中，更易于形成区域规模和提高市场占有率。受销售渠道、仓储物流水平、开店成本以及当地消费者消费偏好等因素制约，内资超市实行全国范围扩张的企业较少。综合来看，外资超市相比内资超市具有一定竞争优势。

近年来，国内超市行业格局较稳定，2013年超市行业排名前五企业分别为华润万家有限公司、康成投资（中国）有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、家乐福（中国）管理咨询服务有限公司和农工商超市（集团）有限公司，排名情况较2012年变化不大。2013年，上述五家企业累计销售规模为0.33万亿元，占超市连锁百强整体销售规模16.41%；累计门店数为7989家，占整个零售连锁百强企业门店总数的6.17%，行业集中度较低。

总体看，超市行业进入门槛较低，业态活跃且竞争激烈，需要企业密切跟踪行业发展趋势，同时也必须借鉴吸收国内外一些先进的经营模式，根据自身定位和企业实际情况，在服务理念、服务标准、服务水平、服务质量与国际理念接轨。流通企业的价值在于渠道价值，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。

3. 百货业态

百货店是历史最悠久的零售业态之一，经过多年发展，中国百货行业已根据所提供的商品和服务的种类特点及针对的消费群体的不同拓展出多种百货店形式，包括折扣百货店、生

活百货店、时尚百货店、主题百货店、高档百货店等，通过细分满足不同的购物消费体验和

需求。

从目前的竞争状况来看，中国百货行业的集中度还比较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中。2013年55家主要零售业上市公司里41家主业包括百货的公司中，仅有6家已实际实现全国布局，其余主要为区域性布局。中国连锁经营协会发布的《2013年主要连锁百货企业经营情况》显示，2013年销售额排名前五的百货企业分别是上海友谊集团有限公司、大商股份有限公司、重庆百货大楼股份有限公司、银座集团股份有限公司和长春欧亚集团股份有限公司，2013年上述五家企业累计销售规模为0.20万亿元，占整个百货连锁50强企业销售规模的31.29%，同比基本维持不变；累计门店数为7989家，占整个百货连锁50强企业门店总数的17.11%。可以看出，百货行业中龙头企业凭借优质商圈资源、品牌效应、专业团队及规模优势等特点，形成区域竞争优势，市场地位较难撼动。

2013年，百货行业整体走势并不乐观。50家以百货业务为主的百强企业销售增长9.6%，店铺数量增长0.4%，均低于零售连锁业百强平均水平，分别比去年下降0.7和8.0个百分点。商务部重点监测的百货企业中，2014年5月销售累计增长4.1%，低于社会消费品零售总额增幅2.1%。运营成本的持续上升不断侵蚀百货企业利润，自有物业比例较高的百货企业受租金上涨压力影响较小，竞争优势进一步加强。

随着市场需求和消费结构产生新变化，谋变、创新、转型和突破的转变模式成为百货业未来一段时间内发展的主旋律。百货业企业通过加大休闲、餐饮、娱乐等体验业态，发展自有品牌，向购物中心等方向转移以提升客流、促进销售。但随着中国城镇化进程的加速以及中国城乡居民收入的稳定增长，中国消费市场仍具备良好的外部发展环境。从市场来看，二、三线城市乃至三、四线城镇消费需求爆发，行

业内企业相应进行渠道拓展和市场培育，未来发展空间广阔。

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年以来，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福等增幅明显高于内资。外资企业业态相对单一，主要集中在大型超市业态。2013年，外资连锁企业前20名实现销售规模4878.80亿元，同比增长12.48%，高于百强前20名增速4.05个百分点；门店总数11336个，同比增长13.05%，高于百强增速5.45个百分点。

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，而国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发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、优势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。

渠道分流，探索多渠道经营

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2013年中国网购用户规模3.12亿人，较2012年增长26.3%。2013年底，中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的8.04%，同比增长27.6%。其中，中国最大的电商平台天猫在“双十一”促销活动当天交易额高达350亿元，同比增长165%。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。

面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展线上与线下相结合（O2O）的多渠道经营探索。2013年百强中，有67家开展网络零售业务，比2012年62家增加5

家，但有四家企业暂停了网络零售业务，实际新增9家。与此同时，移动应用技术逐渐登上零售行业舞台并实现飞速发展。2013年底中国移动电子商务市场交易规模达到2325亿元，同比大幅增长141%。部分百强企业逐渐利用移动应用技术开展移动购物平台，提高顾客消费体验。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

据国家统计局数据显示，2013年农村人均纯收入8896元，比上年名义增长12.4%，扣除价格因素实际增长9.3%。在国内经济增速放缓背景下，农村市场消费需求依然保持稳定较快增长。2000年以来，为响应国务院号召，中国城镇化建设不断推进，2013年城市化率已提升至53.70%，但增速逐年放缓。

目前国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。外资零售企业则主要瞄准大中城市，并集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场竞争优势明显。

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

成本主要包括房租和人工成本两个方面，总体上升幅度较快，2013年百强企业房租支出增长11%，人工成本同比增长18%，两项成本增速明显高于当期销售规模增速。十八大提出的“收入倍增计划”，以及国家《促进就业规划（2011~2015）》称，“十二五期间，最低工资标准将年均增长达13%以上”，为人工成本增长设定了下限。2013年，中国有27个省区市提高了最低工资标准，平均提高幅度为17%。在房租成本方面，2002~2005年期间（零售全面开放初期）是企业开店最快的时期，有一部分门店的租期是10年，近期集中续租，租金将会成倍增长。迫于经营成本高企，2013年百强企业中，有21家企业门店总数有所减少，负增长企业数同比增长约50%。

经营模式的转变促进行业升级不可逆转

市场竞争加剧的直接结果，是行业整合以及零售市场竞争模式的逐步升级。各连锁企业已经逐步脱离单纯依靠打价格战争取消费者的竞争模式，竞争的焦点更多的转向售后服务、物流配送、电子商务及购物环境等配套服务，连锁超市被赋予了更多的文化和服务内涵，通过调整各自的经营模式实现差异化竞争，未来经营模式的竞争将成为市场竞争的核心内容，零售行业整体将得到升级。

政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降

受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，与之相关的预付卡消费、高端消费（如烟、酒等）及奢侈品消费比例均出现下降，对于超市及定位高端的百货企业造成较大冲击，传统销售旺季“春节”、“黄金周”期间的销售热度也相应下降。2013年“黄金周”及2014年春节期间的消费增速持续下降，2014年一季度全国50家重点大型零售企业零售额同比仅增长0.1%，增速同比大幅减少9.1个百分点，是自2009年以来同期最低水平。从各品类商品销售情况来看，销售增速均不及上年同期表现。2014年1~9月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额同比下降0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期10.2%的增速相差11个百分点，其中9月份零售额同比下降1.8%，与上年同期7.8%的增速相比低了9.6个百分点，零售额实现同比正增长的企业仅有13家。

5. 行业政策

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。同年6月，国务院下发《关于促进流通业发展的若干意见》，指出要积极培育一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心能力强、具有国际竞争力的大型流通企业；鼓励具有竞争优势的流通企业通过参股、控股、承包、兼并、收购、托管和特许经营等方式，实现规模扩张，引导支持流通企业做强做大。

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，并由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。

2011年，国家首次出台国内贸易“十二五”发展规划，提出六项重点任务：一是要突出扩大消费的重要战略地位，努力扩大国内消费需求；二是要着力加强流通基础设施，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；三是加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平；四是优化国内贸易布局，加强商业网点规划管

理，满足多样化的生产生活服务需要；五是切实做好市场主体培育工作，积极扶持发展大型内贸企业，支持中小内贸企业创新发展；六是规范市场经济秩序，推进全国统一市场建设，创造公平竞争、安全规范的市场环境。总体目标截至十二五末期，实现社会零售总额较2010年底翻一番。

2012年1月，为贯彻国民经济和社会发展规划“十二五”规划和《国内贸易发展规划(2011-2015年)》，进一步促进零售业发展的指导意见》，提出大力发展社区、农村连锁零售网点；支持中小企业发展直营连锁经营；加快完善促进中小零售企业发展的政策措施，破除投资障碍，降低经营负担，缓解融资困难。

2012年3月，国家邮政局和商务部近日联合发布《关于促进快递服务与网络零售协同发展的指导意见》，提出通过七项政策措施，统筹快递市场与网络零售市场长远发展要求，优化发展环境，健全产业联动政策，消除协同发展障碍，推动快递服务转型升级，促进网络零售健康发展。随着电商企业在零售行业的快速发展，指导意见的出台对于规范快递服务与网络零售、构建可持续发展的电商竞争格局具有促进与指导意义。

6. 行业发展

受国内经济增速放缓、消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等综合因素影响，且外商活跃带来行业竞争加剧，网络零售快速发展带来渠道分流，传统零售业盈利能力有所弱化；近年政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降，受此影响高端商品销售走低。2013年连锁企业经受了多方面的压力和挑战，不断探索多渠道经营以巩固市场份额，加强线上线下的融合。

目前中国零售行业经济增加值占 GDP 的比重相比发达国家仍处于较低水平，大型零售企业的资产、收入、利润水平不到国外零售巨

头平均水平的 3%，零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期来看，随着未来国内经济的持续发展、居民可支配收入的提高、城市化进程的推进和国际化经济的不断融合，传统零售和网络零售作为整体将会呈现良好的发展态势。在此过程中，随着市场壁垒的降低，行业竞争将日益激烈，通过自身优势实现差异化竞争是零售企业占领市场的关键。

7. 区域经济环境

公司主要百货门店集中在陕西省和天津市，超市门店分布在上海市、广东省等经济发达地区及湖南省等地。

据《2013年陕西省国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2013年陕西省实现生产总值（GDP）16045.21亿元，比上年增长11%，增速居全国第6位；人均生产总值42692元，居全国第13位；2013年城镇居民人均可支配收入22858元，增长10.2%，农村居民人均纯收入6503元，增长12.8%。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。2013年，陕西省实现社会消费品零售总额4938.54亿元，增长14%；其中，限额以上企业（单位）消费品零售额3161.08亿元，增长16.4%。按经营地分，城镇消费品零售额4376.49亿元，比上年增长14.9%；乡村消费品零售额562.05亿元，增长7.9%。按消费形态分，商品零售额4443.34亿元，增长15.2%；餐饮收入495.2亿元，增长4.4%。

陕西省会西安是中国西北最大的城市。2013年西安市全年实现生产总值（GDP）4884.13亿元，比上年增长11.1%；2548.02亿元，比上年增长14.0%，扣除价格因素，实际增长12.1%；城镇居民人均可支配收入33100元，比上年增长10.4%，扣除价格因素，实际增长7.5%。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。

表3 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。目前以大唐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

总体上，陕西省及湖南省是中西部经济大省，增长速度快；上海市、天津市及广东省等地经济发达，居民消费能力强；为公司在区域内的零售业发展提供了良好的运营环境，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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年9月底，公司注册资本56.80亿元，海航集团持有公司90.67%的股权，为公司控股股东。海南航空股份有限公司工会委员会通过海航集团对公司进行控制，为公司的最终控制人。

2. 公司规模

2014年4月，中国连锁经营协会正式对外发布“2013中国连锁百强名单”，公司以264.00亿元的销售规模（含税）位居百强的第22位。

截至2014年9月底，公司纳入合并报表范围的二级子公司如下表所示，其中西安民生（000564.SZ）为A股上市公司。

表 4 截至 2014 年 9 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 (简称“西安民生”)	39.29	47331
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司 (简称“民生家乐”)	100.00	4000
西安兴正元购物中心有限公司	100.00	64356
天津国际商场有限公司	76.19	21000
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	100000
陕西民生家乐投资管理有限公司	100.00	20000
西安曲江海航购物中心有限公司	100.00	20000
民生家乐超市控股有限公司	100.00	10000
重庆通茂投资有限公司	100.00	12000
西安通茂置业有限公司	100.00	5000
国富瑞 (天津) 股权投资基金管理有限公司	100.00	100
广东海航乐万家连锁超市有限公司	51.00	16000
中南海航投资有限公司	100.00	50000

资料来源: 公司提供

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。2012 年 9 月, 西安民生完成非公开发行股票事项, 共募集资金 97006.00 万元, 其中海航商业出资 57514.80 万元, 吸收华鑫国际信托有限公司等外部资金 39491.20 万元 (财务处理反映在少数股东权益科目), 北京兴华会计师事务所有限责任公司已对该事项进行审验并出具了【2012】京会兴验字第 01010200 号验资报告。此次非公开发行股票事项完成后, 海航商业对西安民生的持股比例增至 39.29%。2013 年 5 月 17 日, 海航商业将持有的西安民生无限售条件流通股 2180.50 万股股份 (占公司总股本的 4.61%) 与中信证券股份有限公司进行约定购回式证券交易, 购汇期限为一年, 交易后海航商业持有西安民生 34.68% 的股份。2014 年 5 月 21 日海航商业到期购回, 交易后

海航商业持有西安民生 39.29% 的股份, 为其控股股东。

表 5 截至 2014 年 9 月底西安民生前十大股东构成

序号	股东	持股数 (万股)	持股比例 (%)
1	海航商业控股有限公司	18596.99	39.29
2	华鑫国际信托有限公司	3480.00	7.35
3	华安基金公司—兴业—天津信托有限责任公司	3400.00	7.18
4	西安民生劳动服务公司	475.70	1.01
5	彭朵花	100.00	0.21
6	黄丽佳	80.00	0.17
7	青岛瀚洋东盛贸易有限公司	70.00	0.15
8	江丽芬	69.88	0.15
9	王艳兰	67.76	0.14
10	刘利洪	66.00	0.14

资料来源: 西安民生公告

截至 2013 年底, 西安民生合并资产总额 67.09 亿元, 所有者权益合计 17.00 亿元; 2013 年实现营业收入 38.99 亿元, 利润总额 0.73 亿元。

截至 2014 年 9 月底, 西安民生资产总额 73.91 亿元, 所有者权益合计 17.44 亿元; 2014 年 1~9 月实现营业收入 29.06 亿元, 利润总额 0.61 亿元。

3. 人员素质

公司现任高级管理人员共 5 人, 其中, 董事长 (兼总裁)、副董事长、副总裁、财务总监、总经理各一位。

公司董事长、总裁何家福先生, 1969 年出生, 毕业于南开大学, 本科学历。1993 年进入海航集团, 1996 年任海航集团有限公司办公室副主任; 1999 年任海航酒店管理集团公司副董事长; 2000 年任海航酒店有限责任公司 CEO; 2001—2003 年历任海航酒店 (集团) 有限公司总经理、副董事长; 2003—2004 年历任海南兴隆温泉康乐园有限公司总经理、董事长; 2005—2008 年历任广东中央酒店有限公司总经理、董事长; 2008—2011 年期间, 在海航置业控股 (集团) 有限公司、海航集团华南总部、海航基础

产业集团有限公司历任副总裁、执行董事长、董事长等职。现任公司董事长兼总裁。

公司总经理马超先生，1976年生，中共党员，毕业于西北大学，经济学博士。1999年进入海航集团。2007年至今任西安民生集团股份有限公司副董事长；2010年至今任陕西民生家乐商业连锁有限责任公司董事长；从2012年4月至2014年11月担任公司总裁；2013年担任海南望海国际商业广场有限公司董事长；2014年起担任西安民生集团股份有限公司执行董事长兼首席执行官。现任公司总经理。

截至2014年9月底，公司合并范围员工共20637人。从教育背景来看，研究生及以上的占0.63%，大学及大专学历的占39.51%，中专及以下的占59.86%。从年龄构成来看，30岁以下员工占28.32%、30~50岁员工占63.53%、50岁以上员工占8.15%。从岗位划分来看，管理干部占0.37%，业务干部占7.42%，员工占92.21%。

总体看，公司高级管理人员行业及管理经验丰富，员工构成以中青年为主，员工整体素质能满足公司经营发展需求。

4. 股东支持

近年，海航集团作为控股股东通过资产注入、现金注资等方式给予了公司大力支出，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鸡商场股权、西安民生共计价值10亿元股权对公司增资扩股，同月再对公司进行1亿元现金增资。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。2014年3月海航集团回购天津信托的4.00亿元股权。2014年7月15日海航集团完成对公司现金增资20.00亿元，公司实收资本增至56.80亿元。至此，海航集团对公司累计投资51.50亿元，持有公司90.67%的股权。

总体看，公司在发展过程中得到了股东有力的资本金支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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，成员为5人，董事由股东推荐，经股东会选举产生。董事任期三年，任期届满，可连选连任。公司设董事长1人，副董事长1人，由董事会选举产生。公司设总经理（总裁），由董事会聘任或者解聘，总经理（总裁）对董事会负责。

公司设立监事会，成员为3人，其中2名由股东会选举产生，职工代表监事1名，由职工代表大会选举产生。监事会设主席1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2:1。监事任期三年，任期届满可连选连任。

2. 管理水平

资金管理方面，公司计划财务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。

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——计划财务部”三级审批程序，由归口管理部门和计划财务部负责审批；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——计划财务部——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——计

划财务部——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。

对外担保管理方面，公司实行总额管理及选择管理原则。总额管理上，公司规定担保总额不得超过公司资本总额，且对单个企业提供担保的金额不能超过公司净资产的 70%；选择管理上，公司规定对海航集团批准的成员单位优先提供担保，担保期限一般不超过 1 年，且担保范围仅限于流动资金贷款，项目贷款原则上不提供担保或过渡担保。担保审批上，公司建立担保逐级审批的管理制度，在授信审批的基础上，需经公司计财部审批同意后报公司总经理审批。

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，为推动公司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。

公司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，为公司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，但由于近年快速扩张后各片区子公司经营相对独立，资金集中管控、物流体系整合等方面压力较大。

六、公司经营

1. 经营现状

公司于 2010~2012 年完成了一系列超市类企业股权收购：2010 年收购上海家得利超市有限公司，2011 年收购湖南家润多超市有限公司、购宝乐商业（湖南）有限公司及江苏超越超市、公司新合并广东省梅州市乐万家连锁超市有限公司等，但 2012 起购宝乐商业（湖南）有限公司不再纳入公司合并范围，2013 年公司未进行超市并购活动，处于培育整合期间。因此近三年公司超市业务收入增速先升后降，2013 年收入规模出现小幅收缩，主营业务收入的增加主要来自百货业务。从主营业务收入构成来看，2013 年百货和超市业务收入占比分别为 34.20%和 60.35%，百货收入占比逐年有所上升。租金收入占比较小，2013 年公司扩大外租

区带来租金收入大幅增加，共实现租金收入1.09亿元，较上年增长较多。公司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。

从毛利率来看，近三年百货毛利率持续上升，超市业务毛利率则持续下降，且导致主营业务毛利率有所波动。2013年公司百货和超市业务毛利率分别为23.45%和10.65%，主营业务

毛利率为15.79%。由于其他业务毛利率较高，拉升了公司综合毛利率，2013年为22.72%。

2014年1~9月，公司实现主营业务收入68.43亿元，同比基本持平；百货和超市业务收入分别占35.14%和63.66%，毛利率分别为18.94%和10.36%，同比分别上升1.70和0.13个百分点；由于四季度是零售业务的旺季，1~9月收入 and 利润情况暂时偏低。

表6 公司营业收入与毛利率情况

业务板块	营业收入(亿元)				毛利率(%)			
	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
主营业务	78.48	91.58	96.90	68.43	15.34	13.81	15.79	14.32
其中: 百货	24.61	30.68	37.31	24.05	17.80	18.56	23.45	18.94
超市	53.66	60.70	58.50	43.56	13.90	11.31	10.65	10.36
租金	0.20	0.20	1.09	0.82	100.00	42.36	29.96	89.63
其他业务	8.45	10.28	9.12	7.06	97.16	90.22	96.30	94.86
合计	86.93	101.86	106.02	75.50	23.29	21.52	22.72	21.85

资料来源: 公司提供

公司针对百货和超市零售业经营特点进行分业管理。

2. 百货业态

目前公司百货业态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

主要管理民生包含自有门店及其子公司宝鸡商场的两家百货门店，并托管西安兴正元购物中心（西安民生持股32.41%）和汉中世纪阳光商厦。西安兴正元购物中心和汉中世纪阳光商厦为公司的控股子公司，为避免下属企业同一地区的同业竞争，公司将上述两家商场托管给西安民生进行统一经营。

表7 截至2014年9月底公司百货业态核心门店经营情况(单位: 平方米、万元)

门店	开业时间	营业面积	物业性质	2012年收入	2013年收入	14年1-9月收入
民生解放路店	1958年	53404	自有	109243.44	105477.17	71913.61
民生西大街店	2007年9月	18145	自有	22626.36	22377.37	12384.66
民生百货庆阳店	2007年10月	10815	租赁	--	--	--
民生国际	2011年5月	35084	租赁	15854.44	18676.51	12395.95
华城百货	2010年8月	22588	自有	4846.61	5730.42	5742.73
宝商新世纪店	2007年	16000	自有	12272.10	13716.37	8856.31
宝商百货店	2003年	8800	自有			
汉中世纪阳光商厦	2000年1月	32627	自有	16379.56	12341.50	22106.90
海德城	2012年4月	10200	自有			
时尚广场(虎头桥)	2012年1月	12083	自有			
天津国际商场	1986年	21797	自有	16482.03	15587.59	11390.85
西安兴正元百货	2009年2月	61598	自有	83542.10	89398.91	54451.19
民生百货延安店	2011年10月	18190	自有	12179.38	16855.77	12841.05

民生电器	2011年4月	10001	租赁公司场地	10873.32	19196.73	12317.25
民生百货五路口店	2012年9月	20202	自有	2482.13	8443.73	5993.67
民生百货文景店	2013年9月	28876	自有	--	3641.84	10105.78
合计	--	380410	--	305034.47	331443.91	240499.95

资料来源：公司提供

注：民生百货庆阳店经营模式以租赁为主，收入计入租金板块，而非百货业务板块。

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2014年9月底，民生百货拥有百货门店7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、陕西省延安市，其中3家为2011年以来新开的门店。

经营管理方面，西安民生对西安市内百货店（即解放路店、西大街店、五路口店、民生国际及文景店）实行总部统一管理，外阜门店（即庆阳店、延安店）经营相对独立。从物业方面，其中5家百货店为自有物业，自有占比较高，有利于规避租金压力。

目前民生百货经营模式包括联营、经销、代销及租赁。按销售额的一定比例抽成形成毛利，即联营。公司百货类业务以联营为主，其收入占百货类总收入的70%以上。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的商品采购实行集团总部统一采购（包括两家托管商场），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。

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14个大类，约140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5万余名，会员销售占总销售的39%。

宝商新世纪店

宝商新世纪店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，新世纪店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6.16万平方米，是西安市重点建设的商业项目之一即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。2013年11月，公司将持有的兴正元百货32.41%股权转让至西安民生，目前公司拥有兴正元67.59%的股权，并由西安民生进行托管。

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2000年1月投入运营，2014年完成扩建工程后，营业面积由17745平方米增至32627平方米，现面积使用率100%，其中商厦自营、联营面积9945.14平方米，出租面积7800平方米。

海德城位于汉中市北团结街与连湖路十字129号，该项目是世纪阳光购买海德房产的4层营业用房，营业用房全部用于出租，出租面积为1.02万平方米，其中一、二层出租给陕西民生家乐经营超市，三、四层由世纪阳光以租赁经营方式，开办阳光精品家俬城，2011年6月30日开业运营。

虎头桥广场地下商城项目地处汉中市核心

商圈中心，位于汉中市天汉大道、劳动路、兴汉路、人民路合围中心区域——虎头桥广场(地下)，南北长约 224 米,东西纵深宽约 91.50 米,净高 4.75 米,建筑面积 18619.89 平方米,土地面积 18000 平方米。该项目中的 9240.05 平方米百货部分已于 2012 年 1 月 1 日营业。

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，营业面积 2.18 万平方米，商场定位以年轻、时尚女性为主要客户群。

民生电器

民生电器于 2011 年 4 月成立，定位专业的电器经销商。民生电器经营场地主要是租赁民生百货解放路店、延安店、以及西安兴正元百货的场地。

3. 超市业态

2010 年以来，公司先后收购上海家得利超市有限公司、湖南家润多超市有限公司、购宝乐商业（湖南）有限公司（2012 年起不再纳入合并范围）及江苏超越超市、广东省梅州市乐万家连锁超市有限公司等，超市板块收入大幅增加，目前仍处于对现有资源的整合过程中。公司主要超市经营主体如下表所示：

表 8 公司超市业态核心门店经营情况（单位：平方米、家、万元）

经营主体	营业面积	门店数量	分布区域	2012 年收入	2013 年收入	14 年 1-9 月收入
民生家乐	84042	18	陕西	52646.01	57465.74	56841.63
宝商家美佳	119596	31	陕西、甘肃	100738.83	107515.61	81834.09
上海家得利	140553	161	上海、江苏	186087.35	145632.57	92070.36
其中：上海家得利	124400	119	上海	165171.93	128089.98	74956.07
江苏超越超市	16153	42	江苏	20915.42	17542.58	17114.29
湖南家润多	141057	34	湖南	195378.31	177368.61	128657.77
家乐投资	71735	25	陕西	35397.56	35646.53	28542.93
广东乐万家	66874	32	广东	37977.23	42876.85	34895.27
西安民生	18320	2	陕西	16415.92	17767.62	12780.44

资料来源：公司合计提供

注：此处统计的收入仅为超市部分收入。

采购与配送

在超市采购方面，公司采用两级管控制度，对下属成员企业的采购业务进行垂直领导和管理，各成员公司对各门店销售的商品采购均进行统一管理。海航商业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，按照预定的采购计划、采购工作原则、采购业务标准进行具体采购业务的执行和操作。

各成员公司商品管理部通过在区域门店驻店采购的设置，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，确保门店正常运营。超

市门店根据经营销售状况上传订货需求，或商品管理部根据市场需求和经营制定订货信息、送货地点等要求进行送货（直送订单送货至门店、直通订单送货至配送中心）。公司物流中心在供应商送货之后进行商品入库定位、存放、定位拣选、出货、配送在内的多项物流业务。物流中心根据各门店采购订单情况进行统一物流配送。

配送方面，在超市向供应商下达统一采购订单后，供应商按照需要将货物运送至公司物流中心。公司物流中心按两种方式进行配送，一类是通过型，即货物进入配送中心后，不进入库存，直接理货出库进行配送到各门店；一类是存储型，即货物进入配送中心后，进入配送中心库存并划分储位，出库时根据需求进行

拣选、理货等作业，最后完成商品配送。

公司对于生鲜食品采用“直采+地采”的采购模式，从种植养殖基地、产地市场、本地市场、委托加工单位四大生鲜品采购渠道采购商品。一方面由商品管理部生鲜采购中心从全国产地市场和委托加工单位进行统一采购，再配送到各个门店；另一方面，对于一些地方特色商品、易损耗、保质期较短的生鲜食品，由各门店驻店采购经理进行地采，直接在本地市场和种植养殖基地进行商品采购谈判，建立与当地供应商的合作关系，缩短采购配送时间，保证商品鲜度和品质。

结算

目前超市的结算方式主要有三种，一种是经销按账期结算，供需双方签订购销合同，约定结算账期，按约定账期进行结算；第二种是代销，先销售后结算，即按实际销售额确定结算金额，销多少结多少；这两种方式均对库存商品进行管理，商品需要验收入库，是超市主要的结算方式。第三种是联营，根据合同约定的结算期、任务、扣率等条款，按照结算期内的销售及约定的结算扣率对供应商进行结算；平时不管理库存商品，结算时按照结算金额确认进货金额。

主要门店

(1) 民生家乐

民生家乐现有超市门店数 18 家，总营业面积 8.40 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。2013 年民生家乐超市业务收入 5.75 亿元，同比增长 9.15%；利润总额 188.72 万元，同比增长 25.26%；2014 年 1~9 月实现超市业务收入 5.68 亿元，利润总额 15.12 万元。

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。

(2) 家乐投资

陕西民生家乐投资管理有限公司（以下简称“家乐投资”）为公司全资子公司，与民生家乐同为公司下属在陕企业，目前对两家公司施行“两块牌子，一套人马”进行管理。2010 年家乐投资从陕西三棵树超市商贸有限公司全额收购其持有的西安三棵树商贸有限公司（以下简称“三棵树公司”）100% 股权。三棵树公司目前拥有西安市 15 家、外埠 2 家共计 17 家门店，营业面积共约 1.54 万平方米，员工 400 余人；以便利店为主要发展业态，月均销售额为 800 万元，所有门店均为租赁形式，每月租金合计 75 万元。除持有三棵树公司 100% 股权外，家乐投资还拥有 8 家超市门店，总营业面积约 5.63 万平方米，其中科技店为自购房产，入账价值为 8545.53 万元，其他店面均为租赁形式，每月租金合计 141.69 万元，门店分布遍及陕西省，包括西安、咸阳、延安、汉中等地，经营品种共分为三大类、22 个小类，商品单品数量达 3 万余种。家乐投资 2013 年超市业务合并收入 3.56 亿元，同比增长 0.70%；合并利润总额 -21.57 万元，亏损额较上年有所收缩。2014 年 1~9 月实现合并收入 2.85 亿元，利润总额为 138.67 万元。

对于民生家乐和家乐投资，公司计划继续巩固陕北、陕南强势市场龙头地位，逐步开拓

周边县级市场，发展策略强调集中度，以点带面，稳步推进，形成西安、陕北（延安）、陕南（汉中及安康）为重点发展区域。

（3）宝商家美佳

公司子公司宝鸡商场有限公司的超市品牌“商佳美家”主要经营日用百货及食品，截至2014年9月底拥有31家门店，其中，宝鸡市区超市门店15家、县区超市门店12家、天水地区超市门店4家。2013年，宝商家美佳超市业务收入10.75亿元，同比增长6.73%；但受成本及费用上升影响，利润总额由2012年的1176.76万元降至-157.51万元；2014年1~9月实现合并收入8.18亿元，超市业务利润总额转正，为900.35万元。

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，未来将围绕“做强区域，稳健增长”的发展思想，扩大连锁超市的覆盖区域，加密宝鸡市区及经济强县的网络布局，填补县区空白，抢占市场先机。同时，适度调整天水地区市场门店，巩固占有率。

（4）上海家得利

公司全资子公司上海海航家乐企业管理有限公司于2010年收购上海家得利超市有限公司（以下简称“上海家得利”）；2011年上海家得利收购湖南家润多超市、湖南购宝乐超市及江苏超越超市；2012年1月公司将湖南购宝乐托管给全资子公司中南海航投资有限公司（以下简称“中南海航投”），转入长期股权投资；2013年上海家得利已将所持湖南购宝乐100%股份出售给海航酒店（集团）有限公司（海航集团下属子公司）。2013年以来，上海家得利对经营业绩不达标的店面进行清理，陆续关闭23家店面。截至2014年9月底，上海家得利共有综超门店161家，经营面积约14.06万平方米。2013年上海家得利超市业务合并收入14.56亿元，同比下降21.74%；全年持续亏损，合并利润总额为-2306.81万元，同比亏损额增加1470.69万元。2014年1~9月上海家得利超

市业务收入9.21亿元，利润总额44.53万元。

公司于2011年收购的江苏超越超市由江苏超越超市连锁发展有限公司及分公司、南通市通州区超越超市、如皋市超越购物有限公司、江苏超越投资管理有限公司组成。江苏超越超市是江苏省南通市县具有一定规模的连锁零售企业，拥有配送中心，主营食品（含）酒、百货服装、日化针棉、五金文具、家电生鲜等产品。截至2014年9月底，江苏超越超市共开设42家门店，总经营面积为1.62万平方米。2013年江苏超越超市实现超市业务收入1.75亿元，同比下降16.13%；全年持续亏损，合并利润总额为-21.57万元，亏损额同比减少814.57万元。2014年1~9月江苏超越超市业务收入1.71亿元，利润总额14.32万元。

未来上海家得利将以标超便利、生活超市为基础，利用上海商品资源丰富，开拓新的交易平台，进一步发展创新业态。未来家得利将立足社区生活超市，发展社区精致生活、生鲜量贩折扣、生鲜精品便利三种营运模式为核心的核心竞争力。2014-2015年启动建立高超、折扣店、生鲜超市等新业态模式，带动华东市场规模扩大，2016年开始，逐步形成规模效应。对于江苏超越超市，将继续巩固南通市区及周边市场网点控制力，逐步向周边乡镇进行扩散拓展，重点发展南通市区网点盲区、新开发居民小区及通州区、海门市重点乡镇。发展业态坚持市区以社区店、便利店为主要业态，乡镇以标超为主要业态，周边县市主城区以综超为主要业态，重点发展商圈为通州区与海门市。

（5）湖南家润多

湖南家润多超市有限公司（以下简称“湖南家润多”）成立于2000年7月，主营食品、生鲜水产、日用品、服装等百余个大类两万多种商品，是湖南领先的零售商之一，在湖南省一直保持着明显的区域优势，旗舰店朝阳店是湖南地区单店销售规模最大的门店，在省会长沙市场上市场份额第一，2014年5月27日在第九届中国零售商大会上荣获“零售业十佳成

长型标杆企业”称号。2011年上海家得利收购湖南家润多80%的股权，2013年中南海航投支付上海家得利2.00亿元收购其所持有的湖南家润多80%股权，湖南家润多纳入中南海航投合并范围。截至2014年9月底，湖南家润多拥有门店34家，分布在湖南省长沙、益阳、湘乡等城市，总营业面积14.11万平方米。2013年湖南家润多实现超市业务收入17.74亿元，同比下降9.21%；全年实现利润总额1106.95万元，同比增长46.99%。

未来发展方面，湖南家润多将以大卖场及综超为主，采用多元化发展模式，集中发展优势城市并深入周边县城，伺机布局优质空白城市，做到区域领先，充分体现规模优势，占领湖南市场；同时建立标准化、精细化、专业化的管理模式，通过加大整合、业绩提升、开店与资本经营，通过大力拓展，初步形成超市业态在区域的核心竞争力，择机进入百货业态，力争成为中南区域零售服务业综合运营商。

(6) 广东乐万家

2011年4月公司收购了广东省梅州市乐万家连锁超市有限公司(以下简称“广东乐万家”)51%的股权。截至2014年9月底，广东乐万家共有超市门店32家，总营业面积6.69万平方米；门店分布于三市四县，其中梅州市区14家、兴宁市3家、福州市1家、大埔县5家、五华县5家、丰顺县3家、平远县1家。2013年广东乐万家实现超市业务收入4.29亿元，同比增长12.90%；利润总额27.16万元。

未来广东乐万家将以梅州市及周边县市发展为重点，2014年重点发展蕉岭片区，该县暂未有网络布点，并计划在2014年逐渐完善平远县的网络布局，在以上地区布点有利于海航乐万家日后拓展赣州市场，奠定基础；同时在周边市县，未来三年力争在稳定中求发展，稳固并提升原有门店的经营业绩，在梅州市外围寻求发展机会。

总体上，公司百货业发展良好，超市业务仍处于快速扩张后的整合、清理阶段，2013年

宝商佳美家、上海家得利、家乐投资等超市业务亏损，未来整合成效值得关注。

4. 经营效率

公司2011~2012年的快速扩张带来收入规模大幅增长，当年销售债权和存货的周转效率均有所提高；但随着应收账款和存货的持续较快增长，销售债权和存货的周转次数在2013年出现大幅下降，分别为96.11次和5.56次，但周转效率仍较高。公司总资产周转次数呈波动下降趋势，近三年分别为0.75次、0.66次和0.56次，处于合理水平。

5. 未来发展

目前，公司投资额较大的在建工程主要为世纪阳光商厦二期，所在地为汉中市汉台区天汉大道东侧、北大街西侧、劳动中路南侧地段，为地下二层、地上五层框架结构的商场，总建筑面积25081平方米，项目总投资15480.03万元。该项目各项审批文件齐全，已于2013年11月建成并投入使用，实际投资1.55亿元(其中1.48亿元已转入固定资产)，但工程尚未进行竣工决算，也尚未营业。此外，公司在建多个现有店面装修改造工程，包括西安民生裕华店(五路口)装修工程、世纪阳光一期改造、山东海航商业万邦中心1#楼26-50层装修工程等。截至2014年9月底，公司所有在建工程(按实际建设进度统计，与2014年三季度报财务数据口径不同)合计总投资额4.18亿元，已完成投资3.17万元(其中2.18亿元已转固定资产)，尚需投资1.01亿元。

海航商业目前通过在西北(陕西、甘肃)、华北(北京、天津)、华东(上海、山东、安徽、江苏)、华南(广东、海南)、华中(湖南)等地的战略布局，已初步实现“全国布局、区域领先，多业态发展”战略方针。搭建起实体(零售)商业，虚拟(网络)商业，金融(投行)商业，物业(地产)商业，互为协同的良性发展格局。

未来公司将继续坚持以零售业全产业链战略与多业态协同发展战略并举，按照“兼并重组、自主创新、十年超越、调整提升”的发展思路，全力构建五网合一的商业模式，即电子商务直销网、地面商业零售网、商品展示网、仓储物流快速配送网、支付结算服务网的整合。并结合自身的运作能力，整合上下游资源，快速的形成规模，建立起全方位的满足顾客消费需求的商业综合服务平台。以地面商业零售网的开发和整合为重点，做实体商业资源的综合运营商；以商品展示为契机，引领零售细分行业，构建商品展示的交易平台；建立起全国性的商品仓储、物流网络，为企业提供供应链与仓储物流一体化的服务方案，以及各种小额贷款、保险、担保等金融增值服务；开展国内外商品网上直销，完善境外代购业务，整合机票、酒店、快递、汽车租赁、缴费、还款等便民服务，实现线上线下相结合，构建国内外一体化的B2C交易平台；完善支付结算业务，实施创新型收入；为消费者消费和企业客户的生产经营提供全方位的金融服务。

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。但公司面临快速发展带来的资金及业务整合的压力。

七、重大事项

上海家得利出售湖南购宝乐100%股份

2011年4月，购宝商业集团以1.00亿元的收购金额将其持有湖南购宝乐的100%股权转让给上海家得利。湖南购宝乐注册资本1.04亿元，是湖南具有一定规模的连锁零售企业，拥有配送中心。2012年1月，公司将湖南购宝乐托管给中南海航投（2012年底尚非公司子公司），自2012年起不再纳入合并报表范围，转入长期股权投资。2013年12月15日，上海家得利以3.69亿元将所持湖南购宝乐100%的股份出售给海航酒店（集团）有限公司（海航集团下属企业），上海家得利已于2014年2月收到全部股权款。此

次股权转让形成收益2.69亿元，计入“投资收益”。2012年湖南购宝乐营业收入2.74亿元，利润总额-683.30万元。截至股权出售日，湖南购宝乐合并资产总额2.95亿元，所有者权益合计-0.11亿元；近年来湖南购宝乐持续亏损，此次出表符合公司超市业务整合的整体利益。

成立青岛家乐收购山东海航商业

2011年，公司出资1000.00万元成立青岛海航家乐投资管理公司（以下简称“青岛家乐”），后中融国际信托公司（以下简称“中融信托”）筹集外部投资者资本金17.52亿元、公司投资5.84亿元，合计23.36亿元成立信托计划，以其中900.00万元收购青岛家乐90%股份并将剩余23.27亿元作为贷款给青岛家乐用于收购山东海航商业发展有限公司（原为青岛万邦中心项目公司，以下简称“山东海航商业”）100%股权，收购总价21.21亿元，股权过户、工商变更于2011年7月全部完成。青岛万邦中心是集写字楼、公寓、商业为一体的大型地标级城市综合性建筑，位于青岛市市南区香港中路与延安三路交汇处，地处CBD核心区，总用地面积2.02万平方米，总建筑面积21.39万平方米，该项目已于2011年1月31日办理竣工验收备案，目前为现房销售。截至2014年9月底，写字楼累计完成租赁面积4.94万平方米，出租率为73.04%，整层出售0.73万平方米；佰御都公寓已实现42套公寓的销售，计划2016年12月31日前完成清盘；海航万邦购物中心已于2014年11月22日开业。

由于此时青岛家乐控股股东为中融信托（持股90%），公司未将青岛家乐纳入合并范围。2013年，公司代青岛家乐偿还了信托计划中外部投资者出资部分的贷款本金及利息，并回购中融信托所持股权，合计支出21.02亿元，此后公司持有青岛家乐100%股权。但由于2013年1月公司与海航实业有限公司（海航集团下属子公司）签订《股权托管协议》，将青岛家乐的全部股权委托给海航实业有限公司，托管期间至2023年底，因此2013年底公司依然未将

青岛家乐并表，代其支出的 21.02 亿元代偿款计入“支付其他与经营活动有关的现金”，产生的 26.86 亿元(包括信托计划中公司出资的 5.84 亿元，无息)应收青岛家乐借款本金及利息计入“其他应收款”科目。2013 年 11 月，青岛家乐以 2.53 亿元将所持山东海航商业 100%股权转让给中南海航投(2013 年起成为公司全资子公司)，年底公司将山东海航商业纳入合并范围。截至 2013 年底，山东海航商业注册资本、实收资本 4.50 亿元，资产总额 20.58 亿元，所有者权益 3.68 亿元；2013 年实现营业收入 4.17 亿元，利润总额 1.06 亿元。

截至 2014 年底，公司应收青岛家乐 26.86 亿元代偿款及贷款本已全部收回(截至 2014 年 9 月底收回 15.00 亿元，体现在财务报表“收到其他与筹资活动有关的现金”科目中)。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011 年财务报表已经北京中平建华浩会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2012~2013 年财务报表已经北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，2011 年，公司纳入合并报表范围的二级子公司 17 家；2012 年，公司纳入合并范围的二级子公司较上年减少 3 家，分别为国付宝信息服务有限公司，北京民生家乐商业管理有限公司和上海海航悦悦电子商务有限公司；2013 年，公司以合并日账面净资产 1.00 亿元股权款购得(同一控制下企业合并)中南海航投 100%股权并纳入合并报表，合并范围较 2012 年底增加 1 家。2014 年 9 月底合并范围较 2013 年底无变化。

2013 年，公司二级子公司合并范围变化不大，但合并范围内发生以下变动：2013 年 3 月，

公司将所持汉中世纪阳光商厦有限公司 44%的股权以 3.35 亿元(其中现金 2.46 亿元、应付款冲抵 0.89 亿元)的价格转让给西安民生，收购后西安民生合并持有汉中世纪阳光商厦有限公司 83.51%的股权并纳入合并范围；2013 年 11 月，公司将所持西安兴正元 32.41%的股权以 5.00 亿元的价格转让给西安民生，转让后公司作为西安兴正元控股股东持有其 67.59%的股份，西安民生依然按照托管协议对西安兴正元进行托管，2013 年收到托管费 1000.00 万元。2013 年上海家得利以 3.69 亿元的价格将所持湖南购宝乐 100%的股份出售给海航酒店(集团)有限公司，股权转让形成收益 2.59 亿元收益，计入 2013 年合并报表“投资收益”科目。2013 年 11 月，上海家得利以 2.00 亿元的价格将所持湖南家润多 80%的股权转让给中南海航投。2013 年，公司以 1.27 亿元的总价款收购宝鸡华通商厦有限责任公司下属新世纪购物中心的土地使用权、产权商业楼体及现有商业设施设备，并于 2014 年 4 月等价转让给宝鸡商场。上述变动对公司财务数据产生一定影响，详见下文财务分析。

联合资信关注到，公司 2013 年经审计的现金流量表中“收到其他与投资活动有关的现金”2.67 亿元，主要构成为上海家得利收到的湖南购宝乐股权转让款收益部分 2.59 亿元；收购总价款为 3.69 亿元，报表编制时发生超额抵销，对公司财务质量产生影响。考虑到差额部分 1.10 亿元对公司整体财务数据影响不大，财务分析中将仅就此进行提示。

截至 2013 年底，公司资产总额 212.37 亿元，所有者权益 49.39 亿元(含少数股东权益 15.67 亿元)；2013 年公司实现营业收入 106.02 亿元，利润总额 3.02 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 201.30 亿元，所有者权益 71.89 亿元(含少数股东权益 15.91 亿元)；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 75.50 亿元，利润总额 1.26 亿元。

2. 资产质量

2011~2013年，公司资产总额逐年较快增长，年均复合增长21.95%。截至2013年底，公司资产总额212.37亿元，其中流动资产占54.56%，占比继续上升，资产构成自2013年底起转为以流动资产为主。

流动资产

2011~2013年，公司流动资产较快增长，年均复合增长40.33%。截至2013年底，公司流动资产115.88亿元，同比增长55.52%，构成主要为货币资金（占比为51.48%）、其他应收款（占比为26.03%）和存货（占比为18.32%）。

2011~2013年，公司货币资金快速增长，年均复合增长52.02%。截至2013年底，公司货币资金59.66亿元，同比增长22.31%；其中银行存款占67.36%，现金占32.39%，主要是商联卡、在途营业款等，其中使用受限的金额为2.42亿元；考虑到公司当年收入（106.02亿元）及有息债务（119.54亿元）规模，公司资金使用效率较低。

2011~2013年，公司应收账款较快增长，年均复合增长率为26.05%。截至2013年底，公司应收账款账面余额1.61亿元，同比增长120.60%，主要由于部分工程类预付款项按照各子公司记账要求转入应收账款所致；按账龄分析法计提坏账准备的1.51亿元中，账龄在1年以内的占98.77%，账龄短；前五名欠款单位合计0.43亿元，占应收账款余额的29.03%，集中度一般；当期应收账款计提坏账准备0.13亿元，计提比例为8.29%，计提较充分。

2011~2013年，公司预付款项年均复合下降25.71%。截至2013年底，公司预付款项3.17亿元，同比下降40.16%，主要由于部分预付款项转“应收账款”或达到确认条件转非流动资产所致，构成多为项目类定金和预付货款；1年以内的占77.79%，1~3年的占22.20%；前五名占比37.99%，存在一定的集中度。

2011~2013年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率为43.51%。截至2013年底，公

司其他应收款30.17亿元，同比增长162.22%；其中包括应收青岛家乐的代偿款26.86亿元。青岛家乐于2011年募集信托贷款收购山东海航商业全部股权，其中公司投资5.84亿元。2013年内，公司代青岛家乐偿还贷款本息共计21.02亿元，加上公司出资部分，合计26.86亿元计入“其他应收款”。剩余部分其他应收款主要是与业务公司的往来款及房屋定金等。2013年底公司共计提坏账准备1.02亿元，计提比例为3.29%。

2011~2013年，公司存货呈波动增长，年均复合增长34.74%。2012年底，公司存货8.24亿元，较2011年下降29.57%，主要原因是公司销售商品增加所致。截至2013年底，公司存货21.23亿元，同比增长157.78%，主要由于合并山东海航商业后新增土地开发成本12.89亿元。公司存货账面余额21.26亿元，其中库存商品占37.57%、开发成本占60.62%，另有少量原材料、低值易耗品和周转材料等。公司对原材料和库存商品计提了合计242.83万元的减值准备。

非流动资产

2011~2013年，公司非流动资产年均增长7.20%。截至2013年底，公司非流动资产96.49亿元，同比增长6.11%，主要来自投资性房地产的增加。非流动资产构成中，长期股权投资（占16.46%）、投资性房地产（占24.56%）、固定资产（占24.78%）及商誉（占20.42%）占比较高。

2011~2013年，公司长期股权投资年均复合下降5.49%。2012年长期股权投资增长主要由于原2011年纳入合并报表范围的部分子公司在2012年托管给其他公司管理，不再纳入合并报表范围而转入长期股权投资所致。截至2013年底，公司长期股权投资账面余额15.97亿元，同比下降27.40%，一方面转让湖南购宝乐导致长期股权投资减少1.00亿元，另一方面公司支付参股公司海航资本控股有限公司5.00亿元资本金。由于该公司未进行工商变更而调出长期股权投资（调出时计入“其他应收款”，与公司计入“其他应付款”应付海航资本控股有限公司的5.00亿元往来款相抵），截至2014年9月底仍

未完成工商变更；公司共计提减值准备945.80万元，长期股权投资净值为15.88亿元。

表9 2013年底公司长期股权投资明细
(单位: 万元、%)

投资单位	金额	持股比例
按成本法核算的:		
青岛民生国际商业管理有限公司	10000.00	100.00
海航实业集团有限公司	50000.00	11.62
海航集团北方总部(天津)有限公司	30000.00	13.16
西安亿兆电子商务有限公司	240.00	100.00
青岛海航家乐投资管理有限公司	1000.00	100.00
北京民生家乐商业管理有限公司	10000.00	100.00
国付宝信息服务有限公司	9000.00	90.00
海南海航保税物流有限公司	200.00	20.00
上海海航优悦电子商务有限公司	1000.00	100.00
上海辛辰商贸有限公司	356.00	100.00
家润多家电超市有限公司	387.36	20.00
四川杨天生物医药股份有限公司	1344.00	9.60
江苏炎黄在线物流股份有限公司	5.00	0.09
陕西杨凌农村商业银行股份有限公司	500.00	0.25
长安银行股份有限公司汉中分行	100.00	0.04
海航东银期货有限公司	3112.46	30.00
小计	117244.82	--
按权益法核算的:		
重庆鼎瑞地产开发有限公司	40950.00	65.00
西安鼎盛典当有限责任公司	622.14	49.00
其他	911.31	--
小计	42483.45	--
合计	159728.27	--

资料来源: 公司审计报告

注: 青岛民生国际商业管理公司于2012年7月新成立, 尚未开展业务, 故暂时放在长期股权投资科目, 未并表; 北京民生家乐商业管理有限公司、购宝乐商业(湖南)有限公司、国付宝信息服务有限公司、上海海航优悦电子商务有限公司、上海新辰商贸有限公司、上海家得利超市启东有限公司、西安亿兆电子商务有限公司均托管至别家公司管理, 故转入长期股权投资科目, 不再并表。

由上表可以看出, 公司长期股权投资金额较大的分别为海航实业集团有限公司、重庆鼎瑞地产开发有限公司和海航集团北方总部(天津)有限公司, 其中2家为海航集团旗下公司。公司投资海航实业集团有限公司符合海航商业未来在资本收购运作及项目战略合作方面的规划, 投资海航集团北方总部(天津)有限公司及重庆鼎瑞地产开发有限公司均是出于公司未来在天津地区及重庆地区发展及并购的需要。

2011~2013年, 公司投资性房地产较快增

长, 年均复合增长率为36.35%。截至2013年底, 公司投资性房地产23.70亿元, 全部为房屋、建筑物, 按公允价值计量; 除2012年底子公司天津国际商场及子公司西安曲江华平置业有限公司(以下简称“曲江华平置业”)所持投资性房地产, 年内西安兴正元将部分以盈利为目的自有房屋建筑物及土地使用权作价2.25亿元从“固定资产”及“无形资产”转入投资性房地产, 曲江华平置业及山东海航商业投资性房地产公允价值增值1.27亿元, 另有1.30亿元的投资性房地产转为自用, 造成年底投资性房地产同比增长68.61%。

2011~2013年, 公司固定资产净值波动增长, 年均复合增长16.21%。截至2013年底, 公司固定资产原值35.59亿元, 同比增长2.59%; 其中包括房屋及建筑物(占68.94%)、机器设备(占13.95%), 电子及办公设备(占5.10%)等; 公司累计计提折旧12.50亿元、计提减值准备0.13亿元, 固定资产净值23.91亿元。

近年来公司在建工程规模较小且有所波动, 主要为各门店装修。截至2013年底, 公司在建工程1.26亿元, 主要包括汉中虎头桥地下广场项目(0.68亿元)和海航万邦中心(0.32亿元)。

2011~2013年, 公司无形资产年均复合下降14.15%。截至2013年底, 公司无形资产5.66亿元, 同比下降20.15%, 主要由于部分土地使用权转入“投资性房地产”; 其中土地使用权(占97.87%)及计算机软件(占2.12%)。

2011~2013年, 公司商誉年均复合下降4.74%。截至2013年底, 公司商誉19.71亿元, 主要构成如下表所示:

表10 公司近年商誉明细(单位: 万元)

项目	2011年底	2012年底	2013年底
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	5632.71	5632.71	5632.71
西安兴正元购物中心有限公司	7341.75	7067.88	7067.88
上海海航家乐企业管理有限公司	124454.15	112919.18	112919.18

西安民生集团股份有限公司	5484.07	5484.07	4906.69
天津国际商场有限公司	21919.12	21919.12	21919.12
西安曲江海航购物中心有限公司	41623.79	41623.79	40775.79
陕西民生家乐投资管理有限公司	2673.55	2673.55	2673.55
广东海航乐万家连锁超市有限公司	899.86	1173.72	1173.72
北京海航家乐商业管理有限公司	7131.32	--	--
合计	217160.32	198494.02	197068.64

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司新增其他非流动资产 2.60 亿元，主要为西安民生支付陕西欣源置业有限责任公司的雁塔国际文化广场房产购置款 2.37 亿元，目前房产交付及产权过户手续尚未完成；另有 0.23 亿元为宝鸡商场支付的土地款及保证金。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 201.30 亿元，较 2013 年底下降 5.21%。资产构成中，流动资产占 51.70%，非流动资产占 48.30%，流动资产占比有所下降。流动资产方面，截至 2014 年 9 月底，公司其他应收款下降至 20.25 亿元，变动主要来自收回部分青岛家乐代偿款 15.00 亿元，同时西安民生支付项目进度款 5.00 亿元；存货较 2013 年底下降 17.75%，主要系子公司山东海航商业将部分存货转入投资性房地产所致，而山东海航商业在季报报表中未将投资性房地产按公允价值计量，因此金额较去年底反而有所下降。截至 2014 年 9 月底，公司非流动资产 97.22 亿元，较 2013 年底变化不大。

表11 2014年9月底公司其他应收款前5名

单位名称	金额(万元)	形成原因
青岛海航家乐投资管理有限公司	118600.00	项目款
江阴紫光软件有限公司	10800.00	股权款
西藏自治区国有资产经营公司	8467.00	股权款
华鑫国际信托有限公司	5992.56	消费款
西大房地产开发有限责任公司	4257.37	往来款

资料来源：公司提供

总体看，公司资产结构转为以流动资产为主，流动资产中货币资金占比较大，但资金使

用效率较低；其他应收款占比较高，对资金有一定占用；非流动资产中投资性房地产受益于评估增值大幅增长，其中山东海航商业 1.27 亿元确认增值未经资产评估因而存在不确定性。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益波动增长。截至2013年底，公司所有者权益49.39亿元（少数股东权益15.67亿元），增加来自未分配利润；归属于母公司所有者权益中，实收资本占103.20%，未分配利润占12.48%，资本公积占-15.68%（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；2012年负值增加的原因是公司参与西安民生定向增发，溢价部分冲减资本公积）。2013年底，公司资本公积较2012年底增加2.28亿元，系天津信托对天津国际商场增资2.00亿元（其中5000万元计入实收资本，1.50亿元计入资本公积）、公司溢价出售世纪阳光和西安兴正元股权带来的资本公积增加。2012年底，公司少数股东权益11.89亿元，较2011年底大幅下降的原因主要为公司回购中信信托持有的上海海航家乐企业管理有限公司60%股权，共计6亿元，使得少数股东权益减少6亿元；2013年底，公司少数股东权益增至15.67亿元，主要由于天津信托增资及控股子公司所有者权益增加所致。

截至2014年9月底，公司所有者权益大幅增长至71.89亿元，主要来自控股股东海航集团对公司现金增资20.00亿元带动实收资本的增长，其余构成较2013年底变化不大。总体看，公司所有者权益构成稳定性有所提升。

负债

2011~2013年，公司负债年均复合增长31.11%，负债规模增长较为迅速。截至2013年底，公司负债合计162.99亿元，同比增长30.14%；其中流动负债占75.39%，占比略有下

降，负债构成仍以流动负债为主。

2011~2013年，公司流动负债年均复合增长23.11%。截至2013年底，公司流动负债122.88亿元，同比增长25.81%；其中短期借款占52.17%、应付账款占18.06%、应付票据占10.34%。

2011~2013年，公司短期借款规模快速增长，年均复合增长53.33%。截至2013年底，公司短期借款64.11亿元，同比大幅增长42.64%，其中质押借款占27.29%、抵押借款占23.38%、保证借款占47.03%、信用借款占2.31%。

2011~2013年，公司应付票据年均复合增长率为33.46%。截至2013年底，公司应付票据12.71亿元，全部为银行承兑汇票，增加主要来自新合并的山东海航商业。

2011~2013年，公司应付账款稳定增长。截至2013年底，公司应付账款22.19亿元，同比增长13.35%，主要来自应付库存商品采购款增加，其中账龄在1年以内的占93.94%

2011~2013年，公司预收款项年均复合增长13.42%。截至2013年底，公司预收款项10.11亿元，主要为购物卡预售所得。

2011~2013年，公司其他应付款年均复合下降26.48%。截至2013年底，公司其他应付款5.79亿元，主要由应付股权款、购房款及工程款等构成。

2011~2013年，公司其他流动负债波动下降。截至2013年底，公司其他流动负债0.29亿元，同比减少7.33亿元，主要由于7.00亿元短期融资券“12海航商CP001”到期兑付。

非流动负债方面，2011~2013年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为70.86%。截至2013年底，公司非流动负债40.11亿元；构成主要为长期借款（占54.01%）和应付债券（占38.46%）。

2011~2013年，公司长期借款较快增长，年均复合增长率为30.67%。截至2013年底，公司长期借款21.67亿元；其中质押借款占18.46%，抵押借款占81.54%。

2011~2013年，公司应付债券呈增长趋势。截至2013年底，公司应付债券15.43亿元，包括2012年4月发行的9.00亿元中期票据“12海航商MTN1”和西安民生2013年3月发行的6.00亿元公司债券（入账的募集资金已扣除承销佣金及保荐佣金）本金及利息。

2011~2013年，公司递延所得税负债呈波动增长趋势。截至2013年底，公司递延所得税负债大幅增长至2.10亿元，主要系按公允价值计量的投资性房地产形成的应纳税暂时性差异。

截至2014年9月底，公司负债129.41亿元，较2013年底下降20.60%，主要来自短期借款及长期借款的下降；负债构成中，流动负债占74.58%，非流动负债占25.42%，与2013年底相比，非流动负债占比有所上升。流动负债中，公司短期借款规模明显下降，其余科目较2013年底变化不大。

2011~2013年，随经营规模的扩大，公司全部债务较快增长，年均复合增长46.88%。截至2013年底，公司全部债务119.54亿元，同比增长36.43%，其中长、短期债务占比分别为31.03%和68.97%。2011~2013年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈逐年增长态势，近三年平均值分别为74.36%、66.66%和37.60%；截至2013年底，上述三项指标分别为76.75%、70.77%和42.89%。

表12 公司2013年底金额较大其他应付款情况

单位名称	金额 (万元)	内容
上官步燕	4900.00	股权款
西安裕华实业股份有限公司	4000.00	应付购房款
陕西省顺华建设有限公司	4295.72	工程款
陕西玉龙房地产开发有限公司	3440.00	应付购房款
商品质量保证金	1091.90	质保金
合计	17727.62	--

资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至2013年底，一年内到期的非流动负债大幅提升至5.63亿元，全部为一年内到期的长期借款。

截至2014年9月底，受股东海航集团现金增资带来的资本金实力显著增强以及偿还部分长、短期借款，公司有息债务较2013年底下降22.83%，全部债务规模下降至92.25亿元，其中短期债务占比为65.67%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别下降至64.29%、56.20%和30.58%，均较2013年底显著下降。

总体看，公司负债以流动负债为主，长短期借款及应付债券等有息债务持续快速增长，债务负担加重。考虑到海航集团于2014年7月对公司现金增资20亿元，且公司偿还部分银行借款，整体债务压力有所缓解。

4. 盈利能力

近年来，公司新合并超市较多、经营规模迅速扩大，公司营业收入稳定增长，年均复合增长10.43%，2013年实现营业收入106.02亿元；同期，公司营业成本年均复合增长10.85%，略高于营业收入增长幅度，2013年公司营业成本81.93亿元。2011~2013年，公司营业利润率波动下降，2013年为21.53%。

从期间费用看，2011~2013年，公司期间费用占营业收入的比重分别为23.14%、20.97%和23.94%。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，公司财务费用大幅增长至5.60亿元，同比增长162.50%，对利润侵蚀大。

2011~2013年，公司公允价值变动损益波动较大，近三年分别为1.80亿元、0.15亿元和3.12亿元。2013年，公司公允价值变动损益明显提升，主要为公司间接持有的子公司曲江华平置业及山东海航商业的投资性房地产评估增值3.41亿元，其中曲江华平置业投资性房地产评估增值2.14亿元，该资产已经陕西正和房地产评估有限责任公司评估并于2013年12月26日出具了《房地产估价报告》（编号：正和（估）字2013第0802号），其总建筑面积5.78万平方米的

房屋所有权评估价值为6.70亿元，评估增值2.14亿元；2013年内山东海航商业逐步将部分用于出租或获取增值的存货确认为成本计量的投资性房地产，并在年底纳入公司合并范围时，将其投资性房地产由原来的成本法核算转为公允价值入账，具体操作时是按照各个资产在确认为投资性房地产时相似资产销售价格作为公允价值依据进行调整，初次转入投资性房地产产生增值计入资本公积，并在年底时按照近期相似资产销售价格作为依据进行公允价值测算，增值1.27亿元计入公允价值变动收益，并未进行资产评估。

2011~2013年，公司投资收益呈波动增长态势；2013年公司实现投资收益2.57亿元，主要为处置长期股权投资产生的收益2.57亿元，包括上海家得利以3.69亿元转让湖南购宝乐股权形成收益2.69亿元以及清理关闭上海家得利超市启东有限公司取得收益。2011~2013年，公司营业外收入波动较大，近三年分别为0.22亿元、1.71亿元和0.16亿元。其中，2012年公司营业外收入主要为1.50亿元违约补偿金；2013年，公司营业外收入主要为政府补助、固定资产处置利得等。

2011~2013年，公司非经营性损益（公允价值变动损益+投资收益+营业外收入）分别占当期利润总额169.82%、144.41%和193.40%。总体看，非经营性损益对利润总额贡献程度很大。

从盈利指标看，2011~2013年，公司总资本收益率呈波动增长态势，近三年平均值为3.57%；净资产收益率逐年提升，近三年平均值为3.06%。2013年，总资本收益率和净资产收益率分别为4.04%和3.75%。

2014年1~9月，公司实现营业收入75.50亿元，同比增长1.33%；同期，公司营业成本58.99亿元，同比下降1.55%；公司营业利润率为20.79%，同比上升2.06个百分点。2014年1~9月，公司分别实现利润总额和净利润1.26亿元和1.10亿元，同比分别增长72.60%和96.43%，暂无大规模非经营性损益发生。

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，但目前主营业务盈利能力弱；公司期间费用占比较大，财务费用增长快，对利润侵蚀大；2013年公司主业亏损程度加剧，投资性房地产公允价值变动收益、处置长期股权投资产生的投资收益对利润贡献很大；山东海航商业投资性房地产并未进行资产评估，已确认的1.27亿元增值收益具有不确定性。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，随流动资产规模的较快增长，公司流动比率和速动比率均呈逐年增长态势，近三年平均值分别为84.56%和70.50%；截至2013年底两项指标分别为94.31%和77.03%；截至2014年9月底，上述两项指标分别进一步提升至107.84%和89.75%。2011~2013年，公司经营现金流流动负债比分别为30.35%、27.18%和2.03%；其中，2013年经营现金流流动负债比下降明显，主要由于2013年公司代偿支付造成经营活动现金流净流入大幅下降。考虑到公司货币资金和经营活动现金流入规模大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司EBITDA分别为5.99亿元、6.09亿元和10.01亿元。2011~2013年，公司EBITDA利息倍数呈波动下降态势，2013年为2.01倍；全部债务/EBITDA呈波动增长态势，2013年为11.95倍。总体看，公司EBITDA对全部债务保护能力一般。

截至2014年9月底，公司对外担保均为保证担保，余额公积12.37亿元，担保比率为17.21%。被担保企业均为海航集团下属子公司，目前经营正常，其中担保余额较高的海航酒店控股集团有限公司和海航基础产业集团有限公司截至2014年9月底净资产分别为38.18亿元和394.78亿元，2014年1~9月分别实现收入3.71亿元和64.00亿元（未经审计）。总体看，公司或有负债风险不大。

表13 2014年9月底公司对外担保情况

被担保单位	期限	担保金额 (万元)
海航酒店控股集团有限公司	2014.3.24-2021.3.23	60000.00
海航基础产业集团有限公司	2014.8.22-2015.8.22	30000.00
湖南益阳粒粒晶粮食购销有限公司	2014.6.25-2015.6.24	14000.00
海南新生信息技术有限公司	2013.11.12-2014.11.10	12000.00
北京新华空港航空食品有限公司	2014.3.26-2016.3.26	5000.00
北京民生家乐商业管理有限公司	2014.5.26-2015.5.26	2200.00
国付宝信息科技有限公司	2014.2.24-2015.2.24	500.00
合计	--	123700.00

资料来源：公司提供

截至2014年9月底，公司在各金融机构共获得授信（包括信托借款）总额116.81亿元，其中未使用额度为56.38亿元。公司间接融资渠道畅通。公司控股子公司西安民生为上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡号查询的中国人民银行企业信用报告（征信报告代码：B201411050053860401）显示，截至2014年11月5日，公司无未结清和已结清不良或关注信贷信息，过往债务履约情况良好。

7. 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。

九、结论

中国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，行业整体利润水平偏低。

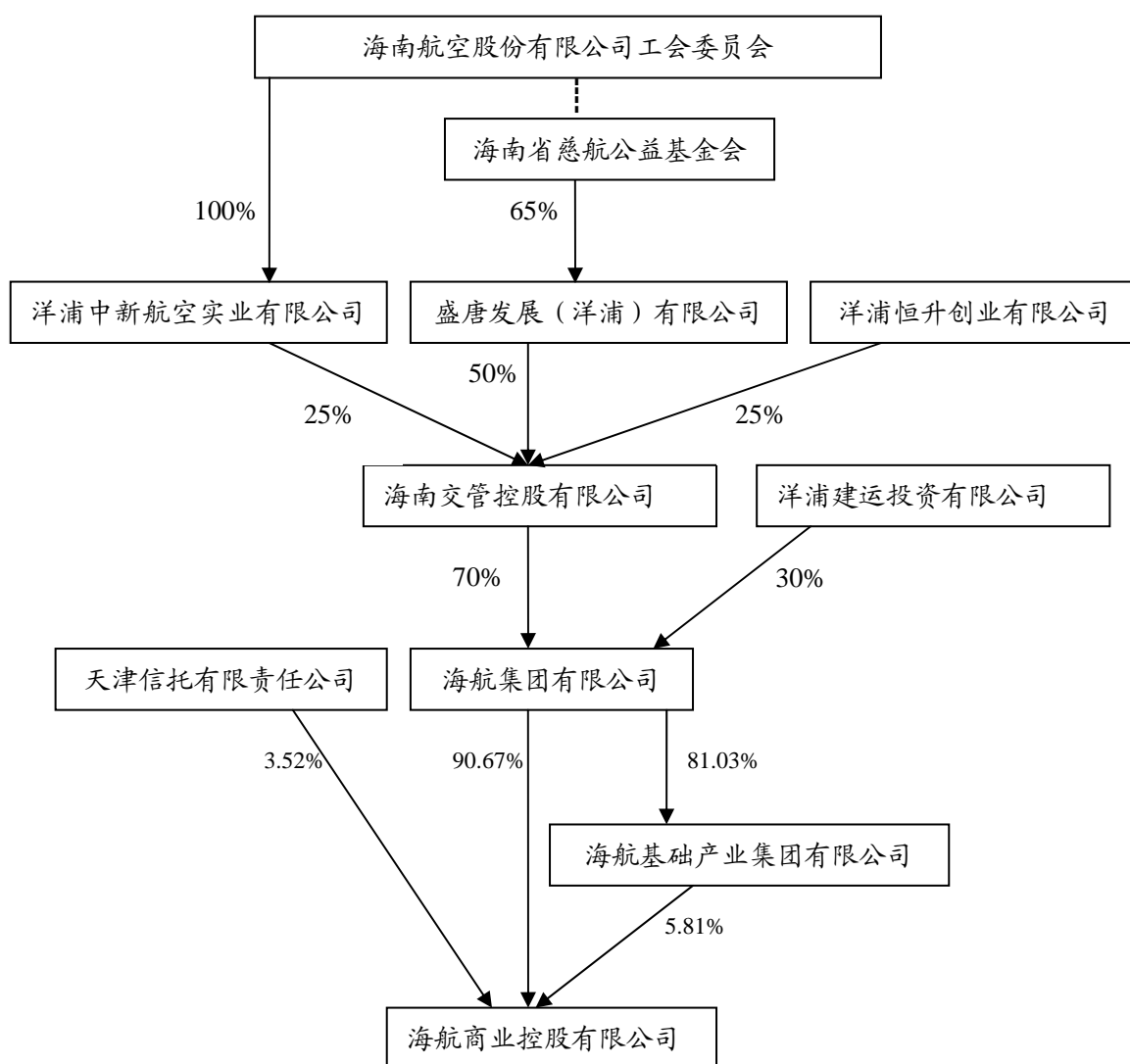
公司作为海航集团旗下以商业零售为主业的产业集团，在网络布局、品牌知名度、企业

管理等方面综合优势显著。公司自成立以来不断获得股东资本金支持，并通过兼并收购、股权置换等方式不断扩大业务规模，拓展业务区域。公司百货业务收入规模稳定增长，但超市业务目前正处于快速扩张后的整合期，几家超市子公司的亏损导致公司整体盈利能力下滑。随着近年的快速扩张，公司债务规模大导致财务费用高企，对利润形成侵蚀。上述不利因素对公司持续带来负面影响，未来超市业务整合效果不确定性较大。

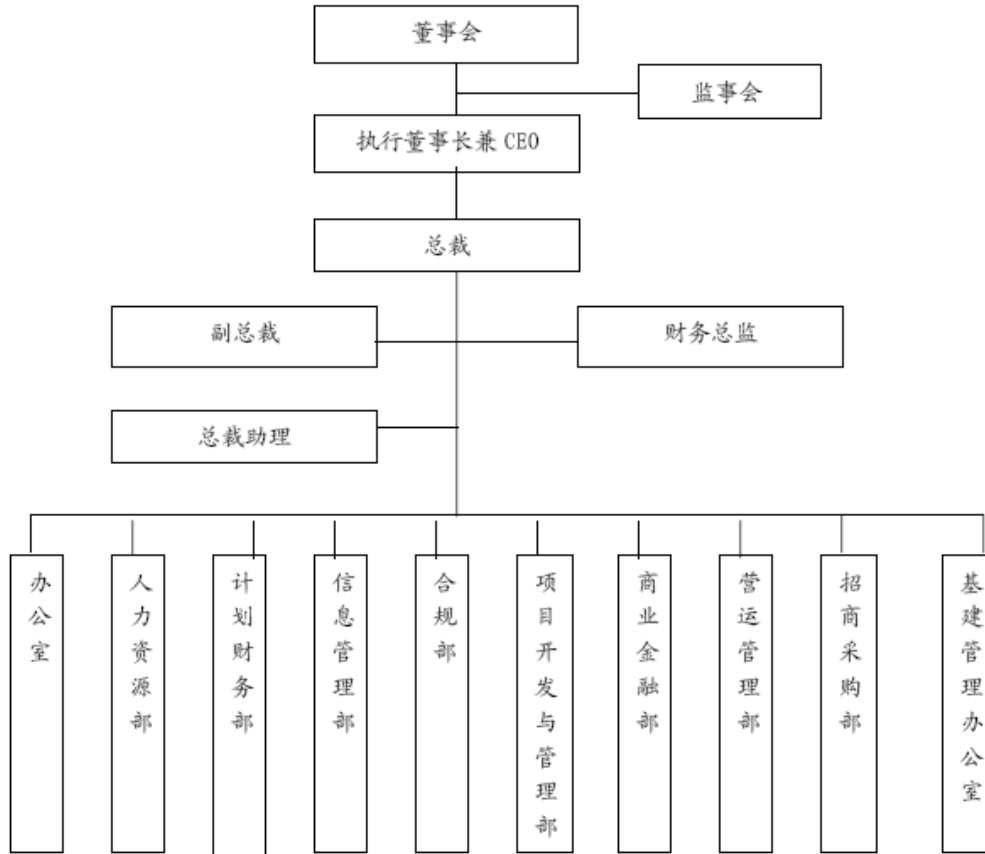
目前，公司流动资产中货币资金和其他应收款占比较高，整体资产质量一般。2014年7月，股东海航集团20亿元增资款到位，偿还部分银行借款，资产负债率显著下降。目前公司主营业务盈利能力弱，非经营性损益对利润贡献大，且存在波动性。公司货币资金和经营活动现金流入规模大，间接融资渠道畅通。

总体看，公司主体长期信用风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 公司主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.82	48.79	59.76	62.32
资产总额(亿元)	142.81	165.45	212.37	201.30
所有者权益(亿元)	48.00	40.21	49.39	71.89
短期债务(亿元)	42.73	60.92	82.45	60.58
长期债务(亿元)	12.69	26.71	37.09	31.67
全部债务(亿元)	55.41	87.62	119.54	92.25
营业收入(亿元)	86.93	101.86	106.02	75.50
利润总额(亿元)	1.21	1.30	3.02	1.26
EBITDA(亿元)	5.99	6.09	10.01	--
经营性净现金流(亿元)	24.61	26.55	2.49	4.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	114.80	130.81	96.11	--
存货周转次数(次)	7.88	8.02	5.56	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.66	0.56	--
现金收入比(%)	104.69	102.24	109.56	104.18
营业利润率(%)	22.42	20.54	21.53	20.79
总资本收益率(%)	3.73	2.66	4.04	--
净资产收益率(%)	1.92	2.69	3.75	--
长期债务资本化比率(%)	20.91	39.91	42.89	30.58
全部债务资本化比率(%)	53.59	68.55	70.77	56.20
资产负债率(%)	66.39	75.70	76.75	64.29
流动比率(%)	72.58	76.29	94.31	107.84
速动比率(%)	58.15	67.86	77.03	89.75
经营现金流动负债比(%)	30.35	27.18	2.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	2.62	2.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.24	14.38	11.95	--

注：2014 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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(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

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

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跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

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。

