

信用等级公告

联合[2011] 713 号

联合资信评估有限公司通过对海航商业控股有限公司及其拟发行的 2012 年度第一期中期票据的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⁻

海航商业控股有限公司

2012 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年九月五日



地址: 青岛市市南区江苏路19号(即2011中国工商银行大厦)

电话: (0532) 89729896

传真: (0532) 89729898

邮编: 266022

网址: www.lhjz.com.cn

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 2012 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。



海航商业控股有限公司

2012 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁻

本期中期票据发行额度: 9 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 9 月 5 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 6 月
资产总额(亿元)	36.17	49.52	88.09	128.41
所有者权益(亿元)	15.78	18.13	22.41	40.72
长期债务(亿元)	0.00	4.18	9.55	8.77
全部债务(亿元)	4.11	10.54	29.53	36.87
营业收入(亿元)	29.78	34.50	41.86	37.35
利润总额(亿元)	1.30	0.83	1.01	0.40
EBITDA(亿元)	2.33	2.29	3.10	--
经营性净现金流(亿元)	3.44	2.32	6.92	6.89
营业利润率(%)	22.92	21.66	21.42	21.09
净资产收益率(%)	6.20	3.44	4.08	--
资产负债率(%)	56.37	63.40	74.56	68.29
全部债务资本化比率(%)	20.66	36.76	56.85	47.52
流动比率(%)	102.33	95.30	61.09	72.34
全部债务/EBITDA(倍)	1.77	4.60	9.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.23	6.28	3.54	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.26	0.25	0.34	--

注: 公司 2011 年 2 月发行 7 亿元短期融资券, 并将其计入应付债券中, 长期债务指标不包含此数据; 2011 年半年报已审计。

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、股东支持等方面显著优势。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。

2011 年, 公司先后收购湖南家润多、湖南购宝乐及广东乐万家等超市, 经营规模迅速扩大。未来公司发展策略仍以收购成熟商业企业为主, 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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

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. 公司股东海航集团有限公司实力较强, 2011 年 6 月海航集团先后向公司注资 13 亿元, 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. 公司近几年债务规模快速扩张, 债务负担加重, 且债务结构不尽合理。
3. 公司对外担保金额较大, 担保比率较高, 存在一定的或有负债风险。
4. 公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖倍数较低。

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。

2011 年 2 月，中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）以 3.253 亿元现金对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 17.753 亿元。2011 年 3 月，中信信托以 0.047 亿元现金再次对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 17.8 亿元。2011 年 6 月 7 日，海航集团以 6.5 亿元现金对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 24.3 亿元。2011 年 6 月 23 日，海航集团再次以 6.5 亿元现金对海航商业进行增资，公司注册资本增加至 30.8 亿元。至此，海航集团持有公司 89.29% 的股权，中信信托持有公司 10.71% 的股权；海航集团为公司实际控制人。

截至 2011 年 6 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 截至 2011 年 6 月底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”）	28.18	30431
汉中世纪阳光商厦有限公司（简称“汉中世纪阳光”）	62.40	19655
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	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	33.34	100000
陕西民生家乐投资管理有限公司	100.00	10000
西安曲江海航购物中心有限公司	100.00	20000
北京海航家乐商业管理有限公司	100.00	1000
北京海航家乐美家企业管理有限公司	100.00	50
上海海航悦悦电子商务有限公司	100.00	1000
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

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、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、招标采购部、商业金融部、基建管理办公室等职能部门（详见附件 1）。

截至 2010 年底，公司资产总额 88.09 亿元，所有者权益 22.41 亿元（含少数股东权益 12.75 亿元）；2010 年公司实现营业收入 41.86 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 128.41 亿元，所有者权益 40.72 亿元（含少数股东权益 14.65 亿元）；2011 年 1~6 月公司实现营业收入 37.35 亿元，利润总额 0.40 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、本期中期票据概况

公司计划于 2012 年发行总额度为 9 亿元的中期票据，本期发行 9 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据存续期限 3 年，无担保。

本期债务募集资金的 3 亿元将用于补充企业短期经营性流动资金，6 亿元将用于偿还银行贷款。

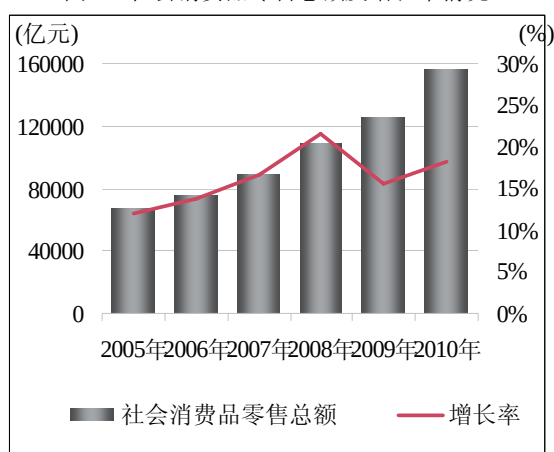
三、行业分析

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。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况



资料来源：国家统计局

近几年来，中国经济持续稳定快速发展，国内贸易规模不断扩大，零售行业作为中国第三产业中市场化程度较高的流通业，随着居民

收入和消费水平的逐年提高，行业总体维持平稳、持续的高增长水平，除 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。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。

根据《2010 年国民经济和社会发展统计公报》，2010 年社会消费品零售总额 156998 亿元，比上年增长 18.3%，扣除价格因素，实际增长 14.8%。按经营地统计，全年城镇消费品零售额 136123 亿元，同比增长 18.7%；乡村消费品零售额 20875 亿元，同比增长 16.2%。按消费形态统计，商品零售额 139350 亿元，同比增长 18.4%；餐饮收入额 17648 亿元，同比增长 18.1%。在限额以上批发和零售业零售额中，汽车类零售额比上年增长 34.8%，粮油类增长 27.9%，肉禽蛋类增长 21.7%，服装类增长 25.8%，日用品类增长 25.1%，文化办公用品类增长 23.5%，通讯器材类增长 21.8%，化妆品类增长 16.6%，金银珠宝类增长 46.0%，中西药品类增长 23.5%，家用电器和音像器材类增长 27.7%，家具类增长 37.2%，建筑及装潢材料类增长 32.3%。

2011 年 1~6 月，社会消费品零售总额 85832.7 亿元，同比增长 16.8%，其中 6 月当月社会消费品零售总额为 14565.1 亿元，同比增长 17.7%。

主要业态

根据商务部 2004 年颁布的《零售业态分类》，按照零售店铺的结构特点，根据其经营方式、商品结构、服务功能，以及选址、商圈、规模、店堂设施、目标顾客和有无固定营业场所等因素将零售业分为食杂店、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、家居建材店、购物中心、厂家直销中心、电视购物、邮购、网上商店、自动售货亭、电话购物等 17 种业态。

据联商网 2010 年 1 月 28 日的报道，由中

国连锁经营协会承担的《零售业态分类》国家标准修订已进入公开征求意见环节，本次修订首次对超市业态细分为便利超市、社区超市、

综合超市、大型超市四大类。修订的征求意见稿将零售行业分为有店铺零售业态和无店铺零售业态，具体如下：

表 2 零售业态分类修订意见

有店铺零售业态						
业态		经营面积	经营商品及基本特点			
食杂店		100 平方米以下	以烟酒、饮料、休闲食品为主			
便利店		200 平方米以下	日用小百货为主，营业 16 个小时以上			
折扣店		300-500 平方米	商品均价低于市场均价，重视自有品牌			
仓储会员店		6000 平方米以上	自有品牌 4000 多种，低价、批量消费			
专卖店		按商品特点定	某一品牌系列商品为主，量少质优高毛利			
厂家直销中心		建筑面积 100-200 平方米	品牌商品生产商直接设立，500 车位			
专业店	专业市场	按商品特点定	经营某一类商品为主，摊位管理			
	专业超市	按商品特点定	某一类商品为主，采用集中收款方式			
百货店	高档百货店	6000-20000 平方米	高档百货商品			
	时尚百货店	6000-20000 平方米	时尚百货商品			
	大众百货店	6000-20000 平方米	大众百货商品			
购物中心	社区购物中心	建筑面积 5 万平方米以内	20-40 个租赁店独立经营			
	市区购物中心	建筑面积 10 万平方米以内	40-100 个租赁店独立经营			
	城郊购物中心	建筑面积 10 万平方米以上	200 个租赁店独立经营			
超市	便利超市	200-500 平方米	即食品、日用小百货为主，营业 16 个小时以上			
	社区超市	500-2000 平方米	生鲜食品为主，营业 12 小时以上			
	综合超市	2000-6000 平方米	日常生活必需品，营业 12 小时以上			
	大型超市	6000 平方米以上	大众化衣食日用品一次购齐、设停车场			
无店铺零售业态						
电视购物		邮购	网上商店	自动售货亭	直销	电话购物

资料来源：中国连锁经营协会

连锁经营成为行业发展主导模式

2011 年 3 月，中国连锁经营协会正式对外发布“2010 中国连锁百强名单”。调查显示，2010 年，连锁百强销售规模达到 1.66 万亿元，同比增长 21.2%，增幅高出社会消费品零售总额 2.9 个百分点；分别比 2009 年的 13.5% 和 2008 年的 18.4% 高出 7.7 和 2.8 个百分点。百强企业门店总数达到 15 万个，同比增长 9.8%。百强企业销售额占到社会消费品零售总额的 11%，与 2009 年基本持平。

表 3 2010 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	15622292	33.5	1342	41.4
2	国美电器有限公司	15490000	45.0	1346	15.0
3	百联集团有限公司	10369291	5.9	5809	-5.6

4	大连大商集团有限公司	8615769	22.1	170	6.3
5	华润万家有限公司	7180000	5.6	3155	7.8
6	康成投资（中国）有限公司 （大润发）	5022500	24.2	143	18.2
7	家乐福（中国）管理咨询服 务有限公司	4200000	14.8	182	16.7
8	安徽省徽商集团有限公司	4051974	17.9	2915	1.1
9	沃尔玛（中国）投资有限公 司	4000000	17.6	219	25.1
10	重庆商社（集团）有限公司	3821585	27.2	319	1.9
11	物美控股集团有限公司	3750456	14.9	2578	10.5
12	山东银座商城股份有限公 司	3700000	44.3	264	28.2
13	新合作商贸连锁集团有限公 司	3560000	18.7	99321	12.0
14	百胜餐饮集团中国事业部	3360000	16.7	3500	9.4
15	农工商超市（集团）有限公	2781359	4.0	3204	-3.8

	司				
16	百思买（中国内地）	2700000	5.1	277	5.7
17	合肥百货大楼集团股份有限 公司	2490000	19.1	171	25.7
18	宏图三胞高科技术有限公司	2008965	26.1	191	11.7
19	武汉中百集团股份有限公司	1923413	14.1	713	5.8
20	新世界百货中国有限公司	1790000	19.3	37	8.8

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 1562 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 1549 亿元、1037 亿元、862 亿元、718 亿元的销售业绩排名第二至第五位。百强最后一名的销售额为 22 亿元，比上年提高 37%。海航商业控股有限公司位居 47 位，较上年 58 位快速上升。

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，2010 年中国连锁百强各业态中，以经营百货为主的连锁企业占据了三分之一的百强席位。35 家主营百货的连锁企业的销售额和店铺数量平均增幅分别为 23.2%和 18.5%，明显高于超市连锁企业。并购成为百货企业扩张的重要方式，为数不少的百货企业在 2010 年进行了并购。

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。

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

超市可以细分为便利超市、社区超市、综合超市、大型超市等业态。

社区超市一般分布在地区中心、居住区；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。此外，超市、便利店、大型综合超市及仓储商店在营业面积、商品结构及服务功能等方面也各有侧重。

行业经营模式

从组织形式来看，超市行业的经营模式主要分为个体经营和连锁经营两大类，其中连锁经营目前为主要经营模式。连锁经营模式通常可以分为直营连锁、特许经营连锁和自由连锁，其中前两种方式在国内较为常见。直营连锁指的是连锁公司的店铺均由公司总部全资或控股开设，在总部的直接领导下统一经营。总部对各店铺实施人、财、物及商流、物流、信息流等方面的统一经营；直营连锁利用连锁组织集中管理、分散销售的特点，充分发挥了规模效应。特许经营是指特许者将自己所拥有的商标、商号、产品、专利和专有技术、经营模式等以特许经营合同的形式授予被特许者使用，被特

许者按合同规定，在特许者统一的业务模式下从事经营活动，并向特许者支付相应的费用。

从盈利来源看，超市行业的经营模式也可分为自营、联营和代销。自营又称约期买断，由超市企业直接采购商品，待购销商品验收入库后，将作为超市企业的库存，与商品所有权相关的风险和收益均由超市企业承担；自营方式下，购销差价将是主要利润来源。联营是指供应商提供商品在超市企业卖场指定区域设立品牌专柜由供应商的销售人员负责销售，双方共同管理；在商品尚未售出的情况下，该商品仍属供应商所有，超市企业不承担该商品的跌价损失及其他风险，主要的利润来源是销售额扣点。代销分为两大类：一类是手续费的形式，是指委托方和受托方签订合同或协议，委托方根据代销商品数量向受托方支付手续费的销售方式；一类是视同买断，是指委托方和受托方签订合同或协议，委托方按合同或协议收取代销的货款，实际售价由受托方自定，实际售价与合同或协议价之间的差额归受托方所有。代销模式下，零售商在将商品售出后再支付货款给供应商。

目前，除了少部分如电视机、电冰箱等家电产品采用代销方式外，公司对生鲜及加工、食品用品、服装等三大类商品均采用自营模式。

行业格局

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部分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。

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。2010 年百强企业积极参与农村流通体系建设，新增门店很多是纳入“万村千乡市场工程”的农村店，一些社区超

市和便利店通过增设服务设施,延长营业时间,增加服务功能,取得了较好的效果,百货店也在强化其社区渗透能力,开发社区型购物中心。

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。

生鲜商品发展势头明显。与过去以经营日用百货为主相比,近年来大型超市均增加了果蔬、海鲜、加工食品等生鲜类产品的销售规模,部分超市将此部分作为招牌吸引顾客。目前发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店进行销售,其中美国和德国的农产品 90% 通过此类终端销售,日本为 70%,而中国仅有 30% 左右,约 70% 的农产品通过传统农贸市场进行销售,生鲜商品的发展空间十分广阔。

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。2010年,百强中的5家外资大型超市新增店铺140家,新开店数比上年增加了22%。外资企业总体保持较快的发展速度,且开店和销售增幅基本保持同步。2010年,店铺增幅超过20%的外资企业达到6家(2009年为2家)。

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、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。

百货店发展速度高于超市

2010年,以经营百货为主的连锁企业占据了三分之一的百强席位。35家主营百货的连锁企业的销售额和店铺数量平均增幅分别为23.2%和18.5%,明显高于超市连锁企业。并购成为百货企业扩张的重要方式,为数不少的百货企业在2010年进行了并购。

以超市为代表的快消品百强,2010年的销售规模和门店数量增幅分别为13.8%和4.5%(剔除个别特殊情况),店铺增幅低于2009年,但销售增幅比2009年有所提高(2009年分别为10.2%和9.5%)。

农村市场发展空间大,国内企业在农村市场竞争优势明显

据商务部统计,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。

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。据商务部统计,2007年“万村千乡市场工程”共投入政策资金5.1亿元,截至2009年底,全国近3000家承办企业累计新建和改造农家店近35万家,新建和改造营业面积近3500万平方米。外资零售企业则主要瞄准大中城市,并主要集中在连锁超市、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

2010年,百强企业面临的最大困难是经营成本的提高,包括租金成本和人工成本。对优质网点资源的竞争、房地产价格飙升带来房租的大幅度上涨,企业租金成本明显提高,有限的利润被租金吞食,也造成企业新开门店数量的减缓。统计显示,2010年,连锁企业续约房

租成本平均上涨约30%。

人工成本上升的直接体现是员工工资和福利的增长。对百强企业的抽样统计显示，2010年，人工成本平均上涨15%。此外，人员流失率高以及因此造成的招聘、培训等方面的投入也明显增加。

5. 产业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到到并购、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。

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。

2011年，国家出台国内贸易“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。

6. 未来发展

国内宏观经济的持续稳定发展，带动了消费市场的繁荣，拉动内需、促进消费等政策力度有望进一步加大。

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、利润水平还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。长期看，未来随着消费逐渐替代投资成为经济增长的主导力量，在居民收入持续增长、城市化进程逐步推进、社会保障体系逐步完善等多种因素促进下，可以预计消费品零售总额将保持较快的增长势头，零售业发展空间广阔。

7. 陕西省零售企业所处环境

据陕西省统计局资料，2010年陕西省实现生产总值（GDP）10021.53亿元，比上年增长14.5%，高于全国10.3%的同比增幅。2010年城镇居民人均可支配收入15695元，农村居民人均可支配收入4105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。2010年，陕西省实现社会消费品零售总额3147.67亿元，同比增长18.7%；其中城镇市场实现零售额2732.24亿元，增长18.8%，乡村市场实现零售额415.43亿元，增长17.8%。限额以上实现零售额1497.29亿元，增长29.7%；限额以下实现零售额1650.38亿元，增长10.2%。从陕西省内三大区域来看，关中地区零售额2493.69亿元，比上年增长18.7%，占全省的79.2%；陕北地区零售额306.86亿元，增长18.6%，占全省的9.8%；陕南地区零售额347.12亿元，增长18.5%，占全省的11.0%。

陕西省会西安是中国西北最大的城市。2010年末西安市全年实现生产总值（GDP）3241.49亿元，全年实现社会消费品零售总额1611.04亿元，城市居民人均可支配收入22244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 4 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

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，公司于 2010 年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。

四、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

乐等百货及超市经营主体。2010 年海航商业位列全国连锁企业百强第 47 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。

2011 年 3 月 14 日西安民生第七届董事会第六次会议及 2011 年 4 月 1 日召开的 2011 年第一次临时股东大会审议通过非公开发行股票预案（修订），西安民生拟向海航商业等不超过十名的特定对象非公开发行股票，发行股票数量不超过 16,500.00 万股，计划定向募集资金总额不超过 12.5 亿元人民币，投向延安东方红世纪广场投资项目、西安雁塔国际文化广场投资项目、宝鸡新世纪购物中心扩建项目、民生百货西安北大街店开店项目，投入资金分别为 4.724 亿元、4.245 亿元、2.199 亿元和 1.007 亿元，总投资约为 12.175 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 6 家百货门店、2 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、民生家乐和汉中世纪阳光商厦，与宝鸡商业合并持有民生家乐超市 39.00% 股权和汉中世纪阳光商厦有限公司 24.70% 股权。

截至 2010 年底，西安民生资产总额 27.79 亿元，所有者权益合计 8.03 亿元；2010 年实现营业收入 23.43 亿元，利润总额 0.68 亿元。

截至 2011 年 6 月底，西安民生资产总额 32.20 亿元，所有者权益合计 8.22 亿元；2011 年 1~6 月实现营业收入 14.37 亿元，利润总额 0.39 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 2011 年 6 月 30 日底，民生家乐资产总额 3.12 亿元，所有者权益合计 0.30 亿元；2010 年实现营业收入 5.91 亿元，利润总额-604 万元，2011 年 1~6 月累计实现营业收入 3 亿元，利润总额-79 万元。

2. 人员素质

公司现任高级管理人员共 9 人，其中，董事长、执行董事长兼首席执行官、副董事长、总裁、财务总监各一位，副总裁和总裁助理各两位。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。公司执行董事长兼首席执行官张翼先生，1971 年生，毕业于长江商学院工商管理专业，高级会计师，现任海航商业控股有限公司执行董事长兼 CEO、海航置业控股有限公司副总裁、海航酒店有限公司董事长。公司总裁王贺新先生，1973 年生，中共党员，本科学历，1996 年进入海航集团，曾任海航酒店集团有限公司变革经理，海南兴隆温泉康乐园有限公司总经理、董事长，海航集团执行总裁助理、海南海航地产集团有限公司总裁、海航置业总经理，现任海航商业控股有限公司总裁。

公司总部在职人员共 173 人，其中，拥有大专以上学历共 170 人，占比 98.27%。从年龄

构成来看，30 岁以下员工占比 59.54%、30~50 岁员工占比 22.54%、50 岁以上员工占比 2.89%。

总体看，公司高级管理人员行业经验丰富，年龄结构趋年轻化，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 2010 年底，海航集团注册资本 62.718 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 2010 年底，海航集团资产总额 1111.19 亿元，所有者权益合计 242.55 亿元；2010 年实现营业收入 142.55 亿元，利润总额 12.01 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。2011 年 6 月 7 日，海航集团有限公司以现金进行增资，增资完成后公司注册资本增加至 24.3 亿元。2011 年 6 月 23 日，海航集团有限公司以现金进行增资，增资后公司注册资本增加至 30.8 亿元。

总体看，公司在发展过程中得到了股东的有力支持。

五、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，成员为九人，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。公司设董事长一人，副董事长一人，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，成员为三人，由股东会选举产生。监事会设主席一人，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。

2. 管理制度

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。

六、经营分析

1. 经营现状

从表 5 可以看出，2010 年及 2011 年上半年公司营业收入增长主要源自于超市业态收入增长。2010 年公司合并上海家得利超市及三棵树超市，2011 年上半年上海家得利新增湖南家润多及湖南购宝乐超市、公司新合并广东乐万家超市，使得超市收入增长较快，2011 年上半年超市收入已超过 2010 年全年。

公司核心业务百货和超市业务毛利率 2010 年分别为 17.23% 和 12.96%，2011 年 1~6 月分别为 16.99% 和 13.86%，处于行业平均水平。

表 5 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）			
	2008年	2009年	2010年	2011年1~6月	2008年	2009年	2010年	2011年1~6月
主营业务	26.98	31.45	38.23	34.24	22.62	26.64	32.44	29.05
其中：百货	18.25	20.34	19.85	13.01	15.21	17.69	16.43	10.80
超市	7.09	9.24	18.37	21.14	6.35	7.68	15.99	18.21
航空食品	1.64	1.87	--	--	1.06	1.27	--	--
租金			0.01	0.09			0.02	0.03
其他业务	2.80	3.05	3.63	3.11	0.08	0.09	0.09	0.11
合计	29.78	34.50	41.86	37.35	22.70	26.73	32.53	29.16

资料来源：公司财务审计报告

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

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 2011 年 6 月底，民生百货拥有百货业态门店 4 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 119637 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、西大街店及民生国际）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%。

③民生国际店

民生国际是 2011 年 5 月新开业百货店，地处钟楼核心商圈，营业面积 35853 平方米，定位成熟时尚都市白领、中产家庭主力客层，汇集国际及国内知名时装品牌，集休闲、餐饮、娱乐为一体的现代化精品时尚百货店。

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

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。2010 年 10 月，海航商业又收购了原物业开发商兴正元实业投资集团有限公司持有的 30% 股权的股权，目前拥有兴正元 100% 的股权，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 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%，其中商厦自营、联营面积 9945.14 平方米，出租面积 7800 平方米；海德城出租面积 1.02 万平方米。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，总建筑面积约 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

表 6 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
民生国际	2011 年 5 月	35853	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
民生兴正元百货	2009 年 2 月	50000	自有
天津国际商场	1986 年	24900	自有

资料来源：公司提供

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。

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 2010 年底拥有 30 家门店，其中，宝鸡市区超市门店 14 家、县区超市门店 10 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，加快公司在水天地区的战略布局，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 33.34%），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以 11 亿元收购家得利超市 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；截至 2011 年 6 月底共有综超门店 150 家，经营面积约 22 万平方米。其中，上海门店 131 家，外省市门店 19 家。2010 年上海家得利超市有限公司实现营业收入 18.98 亿元，净利润 0.01 亿元；2011 年 1~6 月实现营业收入 11.52 亿元，净利润-0.07 亿元。

2011 年，家得利超市收购湖南家润多超市及湖南购宝乐超市，规模进一步扩大。

2011 年 4 月，上海家得利超市有限公司收购湖南家润多超市有限公司 80%的股权（湖南家润多注册资本 3000 万元），湖南友谊阿波罗

商业股份有限公司持有 20% 的股权。湖南家润多超市有限公司成立于 2000 年 7 月，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，公司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。目前家润多现拥有门店 26 家，分布在湖南长沙、岳阳、益阳、常德、郴州、衡阳、株洲、娄底、湘乡，总营业面积达 17 万余平米，员工 4000 余人，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。2011 年 1~6 月实现营业收入 8.56 亿元，净利润 1095.46 万元。

购宝乐商业（湖南）有限公司（以下简称“湖南购宝乐”）原为华银旺和超市有限公司，于 2006 年 3 月被购宝乐商业集团资产收购，成为外商独资企业。2011 年 4 月，购宝乐商业集团将其持有购宝乐公司的 100% 股权转让给上海家得利超市有限公司，注册资本为 8764.9863 万元。购宝乐是湖南具有一定规模的连锁零售企业，拥有配送中心，截至 2011 年 5 月底，湖南购宝乐共开设 51 家门店，总经营面积为 46197 平方米，其中大卖场 3 家、生鲜店 3 家、标超店 45 家，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。其中，长沙 3 家购物广场营业面积均在 1 万平方米以上，3 家生鲜店营业面积均在 2000 平方米左右。2011 年 1~6 月实现营业收入 1.76 亿元，净利润-768.71 万元。

西安三棵树

2010 年 9 月，公司的全资子公司陕西民生家乐投资管理有限公司（以下简称“家乐投资”），从陕西三棵树超市商贸有限公司（以下简称陕西三棵树）全额收购其持有的西安三棵树商贸有限公司 100% 股权，成为家乐投资的全资子公司。西安三棵树商贸有限公司于 2009 年 9 月成立，注册资本 100 万元，后增资为 1800 万元，自有物流配送中心，目前拥有西安市 21 家门店、外埠 2 家共计 23 家门店，营业面积 20000 余平方米，员工 700 余人。2010 年西安

三棵树实现营业收入 1.3 亿元，净利润-0.02 亿元，2011 年 1~6 月实现营业收入 0.8 亿元，净利润 0.01 亿元。

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”）。广东乐万家成立于 2004 年 12 月，由吴梅昌、吴俊元共同出资设立，2010 年 10 月其股东变更为吴梅昌、房梅芬，注册资金增至 600 万元，其中吴梅昌出资 540 万元，占注册资本的 90%。2011 年 4 月海航商业控股有限公司与吴梅昌、房梅芬签订股权转让协议，收购吴梅昌 46%、房梅芬 5%，合计 51% 的股权，股权转让款 1.71 亿元，转让后法人代表由吴梅昌变更为柯赛龙，注册资本变更为 1.6 亿元。广东乐万家主要以超市经营模式，目前共有超市门店 21 家，经营面积 4.9 万平方米。分布于二市二县，其中梅州市区 13 家、兴宁市 3 家、大埔县 4 家、五华县 1 家。2011 年 1 月~6 月实现销售收入 2.08 亿，净利润 258 万。

2. 经营效率

近两年，公司经营规模快速扩张，经营效率指标值有所波动，2010 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 45.07 次、8.57 次和 0.61 次，处于合理水平。

3. 未来发展

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，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。

七、财务分析

公司提供的 2008 年~2010 年财务报表已经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 2011 年 1~6 月份财务报表已经中审亚太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。

截至 2010 年底，公司资产总额 88.09 亿元，所有者权益 22.41 亿元（含少数股东权益 12.75 亿元）；2010 年公司实现营业收入 41.86 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2011 年 6 月底，公司资产总额 128.41 亿元，所有者权益 40.72 亿元（含少数股东权益 14.65 亿元）；2011 年 1~6 月公司实现营业

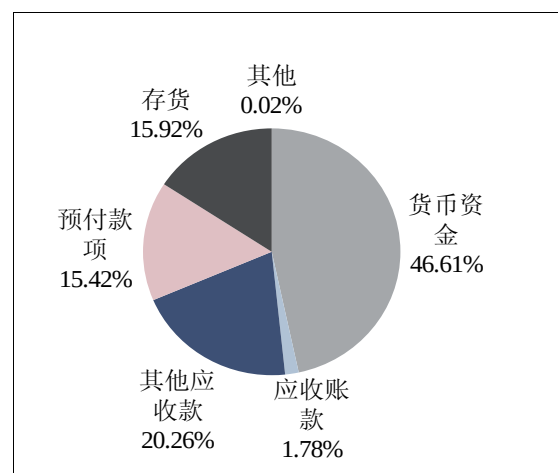
收入 37.35 亿元，利润总额 0.40 亿元。

1. 资产构成

2008 年~2010 年，公司资产总额年均增长 56.06%，主要源自投资性房地产、固定资产、无形资产及商誉的大幅增加。截至 2010 年底，公司资产总额 88.09 亿元，其中流动资产占 37.24%，非流动资产占 62.76%，以非流动资产构成为主。

截至 2010 年底，公司流动资产 32.80 亿元，其中主要以货币资金、其他应收款、存货和预付款项为主，上述四项分别占流动资产的 46.61%、20.26%、15.92%和 15.42%，其他科目占比相对较小。

图2 公司2010年底流动资产结构



资料来源：公司财务审计报告。

截至 2010 年底，公司货币资金 15.29 亿元，其中银行存款占 98.43%。

截至 2010 年底，公司预付款项 5.06 亿元，较上年增加 3.98 亿元，增长较快主要是由于 2010 年公司投资项目较多，预付款项多为项目类定金，包括预付上海爱邦房地产 1.14 亿元、西安新城城市建设 1.15 亿元、青岛诚基置业 0.60 亿元等；2010 年底账龄 1 年以内的占 99.50%。

2008 年~2010 年，公司其他应收款净值年增长率 56.98%，2010 年底为 6.65 亿元。截至 2010 年底，公司其他应收款原值为 7.50 亿元，其中账龄 1 年以内的占 69.38%，主要是与业务公

司的往来款及房屋定金等。2010年前五名欠款人欠款合计2.28亿元，集中度较高（应收北京集信资产1.03亿元、应收西安裕华实业0.44亿元、应收汉中钟基置业0.34亿元、应收天津大通0.27亿元、应收西安西大房地产0.20亿元）。公司2010年计提坏帐准备0.85亿元，其中大部分为计提账龄5年以上的其他应收款坏账准备（0.73亿元）。

2008年~2010年，公司存货呈波动态势，三年分别为2.70亿元、2.37亿元和5.22亿元，2010年增长较快是由于新增合并企业增加所致。截至2010年底，公司存货净值5.22亿元，主要是库存商品（占82.95%）、周转材料及包装物（占17.04%）和原材料及辅材（占0.01%）；公司存货大部分是日常消费品，变现能力很强；2010年，公司计提存货减值准备242.83万元。

近年公司非流动资产增长迅速，2008年~2010年，公司非流动资产年均增长89.88%。截至2010年底，公司非流动资产55.29亿元，非流动资产构成中，投资性房地产占22.66%，固定资产占26.63%，无形资产占13.64%，商誉占30.28%。

截至2010年底，公司投资性房地产12.53亿元，其中房屋、建筑物占99.84%。投资性房地产较上年增加11.38亿元，主要是由于2010年新收购天津国际商场及曲江华平地产所致：

（1）2010年2月公司以2.4亿元完成收购天津国际商场60%股权，于3月开始合并其报表。（2）2010年10月公司全资子公司西安曲江海航购物中心有限公司以7.82亿元收购了西安曲江华平置业有限公司100%股权，并于11月开始合并其报表，曲江华平置业位于西安市曲江新区大唐不夜城地区，拥有六栋楼，房产均位于西安市曲江新区雁塔南路大雁塔南广场东南角，建筑面积6.68万平方米。

2008年~2010年，公司固定资产净值年均增长31.24%，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2010年底，公司固定资产原值23.02亿元，其中房屋、建筑物占69.03%，机器设备占4.74%，运输工具占6.17%，电子设备占20.07%；对固定资产计提累计折旧8.15亿元（其中房屋、建筑物计提3.13亿元，电子设备计提3.30亿元），计提固定资产减值准备0.15亿元（其中电子设备计提0.13亿元）；截至2010年底，公司固定资产净值14.72亿元，固定资产成新率为63.94%，固定资产成新率有待提高。

2008年~2010年，公司无形资产分别为1.63亿元、7.08亿元和7.54亿元。2009年公司无形资产较上年增长较多主要是由于公司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。截至2010年底，公司无形资产7.54亿元，其中主要为土地使用权（占98.14%）及计算机软件（占1.86%）。

2008年~2010年，公司商誉变化较大，三年分别为1.36亿元、2.07亿元和16.74亿元。2009年公司商誉较上年增长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；2010年公司商誉较上年增加14.67亿元，主要构成如下表所示：

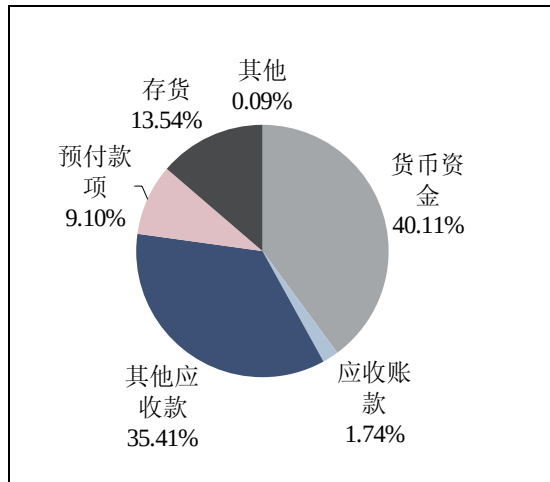
表7 公司2010年底商誉明细（单位：万元）

项目	2010-12-31	2009-12-31
陕西民生家乐商业连锁有限责任公	5632.71	5632.71
西安兴正元购物中心有限公司	7067.88	7067.88
海南航空食品有限公司		1474.62
北京新华空港航空食品有限公司		6507.21
上海海航家乐企业管理有限公司	82989.71	
西安民生集团股份有限公司	5484.07	
天津国际商场有限公司	21919.12	
西安曲江海航购物中心有限公司	41623.79	
陕西民生家乐投资管理有限公司	2673.55	
合计	167390.83	20682.43

资料来源：公司财务审计报告

截至2011年6月底，公司资产总额128.41亿元，较2010年底增长45.78%；公司资产构成中，流动资产占39.78%，非流动资产占60.22%。

图3 公司2011年6月底流动资产结构



公司流动资产构成中，货币资金20.49亿元，较上年增长5.20亿元，主要是由于银行贷款增加以及收入增加所致；公司其他应收款18.09亿元，较上年增长11.44亿元，增长较快主要是新合并企业增加使得项目类预付款增长所致（金额较大的包括应收西安裕华实业股份有限公司项目预付款1.50亿元、应收海航易控股有限公司1.18亿元、应收陕西玉龙房地产开发有限公司项目预付款0.78亿元、应收陕西汉中钟基置业有限责任公司0.60亿元、应收宝鸡华通商厦有限责任公司0.36亿元等，前五名欠款客户欠款金额合计4.42亿元）。公司非流动资产构成中，长期股权投资17.31亿元，较上年的0.22亿元变化较大，主要是公司2011年新投资项目较多所致（见表8）。

表8 公司2011年6月底长期股权投资原值明细

（单位：万元）

投资单位	持股比例	2011年6月底	2010年底
按成本法核算的长期股权投资			
四川杨天生物医药股份有限公司	9.6%	1344.00	1344.00
汉中市城市信用社	4%	100.00	100.00
延吉鼎盛典当有限公司	50%	500.00	500.00
海南海航保税物流有限公司	20%	200.00	200.00
西安鼎盛典当有限责任公司	49%	490.00	
重庆鼎瑞地产开发有限公司	35%	35000.00	
湖南湘乐商贸有限公司	100%	500.00	
海航资本控股有限公司	10%	50000.00	
海航实业集团有限公司	11.62%	50000.00	

海航商业控股有限公司

海航集团北方总部（天津）有限公司	13.16%	30000.00	
青岛海航家乐投资管理有限公司	10%	2555.00	
江苏炎黄在线物流股份有限公司	0.09%	5.00	
小计		170694.00	3144.00
按权益法的长期股权投资			
湖南家润多家电超市有限公司	20%	353.55	
海航东银期货有限公司	30%	3045.53	
小计		3399.08	
合计		174093.08	3144.00

注：湖南湘乐商贸有限公司目前尚未正式运营，故未纳入合并报表。

资料来源：公司财务审计报告

由表8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、海航资本控股有限公司、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3家均为海航集团旗下公司。公司投资海航资本控股有限公司及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。

公司商誉20.71亿元，较上年的16.74亿元增长3.97亿元，主要是上海海航家乐企业管理有限公司商誉增至11.33亿元且公司新增收购广东海航乐万家连锁超市有限公司商誉0.91亿元所致。

表9 公司2011年6月底商誉明细（单位：万元）

项目	2011-6-30	2010-12-31
陕西民生家乐商业连锁有限责任公司	5632.71	5632.71
西安兴正元购物中心有限公司	7067.88	7067.88
上海海航家乐企业管理有限公司	113301.99	82989.71
西安民生集团股份有限公司	5484.07	5484.07
天津国际商场有限公司	21919.12	21919.12
西安曲江海航购物中心有限公司	41623.79	41623.79
陕西民生家乐投资管理有限公司	2673.55	2673.55
广东海航乐万家连锁超市有限公司	9073.72	
合计	207050.70	167390.83

资料来源：公司财务审计报告

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和其他应收款占比较高；

非流动资产中投资性房地产、商誉占比偏高，整体看，公司资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

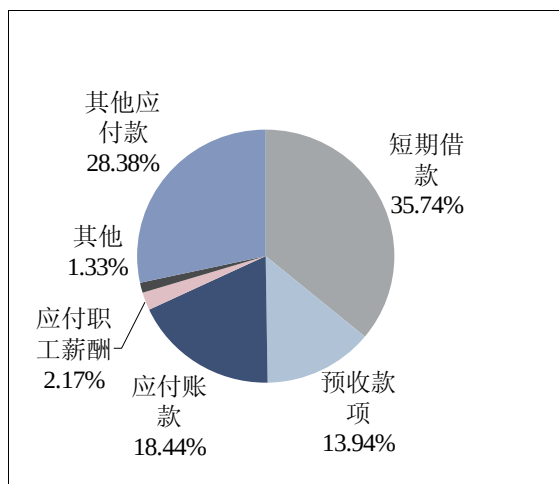
截至2010年底，公司所有者权益22.41亿元，其中少数股东权益占56.87%，归属于母公司所有者权益占43.13%；归属于母公司所有者权益9.67亿元，其中实收资本占14.50亿元，资本公积为-5.24亿元（公司资本公积为负值主要是因为合并西安民生及宝商集团所支付的对价与被合并方账目所有者权益之间的差额冲减所导致）。公司所有者权益构成较为稳定。

截至2011年6月底，公司所有者权益40.72亿元，较2010年底增长81.66%，其中少数股东权益占35.98%，归属于母公司所有者权益占64.02%；归属于母公司所有者权益构成中，实收资本增至30.80亿元。

2008年~2010年，公司负债合计年均增长79.47%，负债规模增长迅速。截至2010年底，公司负债合计65.67亿元，其中流动负债占81.76%，非流动负债占18.24%，以流动负债为主。

截至2010年底，公司流动负债53.69亿元，较上年增长123.84%，主要是由于短期借款和其他应付款增长较快所致。公司2010年底流动负债构成如下图所示：

图4 公司2010年底流动负债构成



资料来源：公司财务审计报告。

截至2010年底，公司短期借款19.19亿元，其中质押借款占9.95%、抵押借款占30.22%、保证借款占40.65%、信用借款占19.18%。

截至2010年底，应付账款9.90亿元，主要是应付库存商品采购款，其中账龄在1年以内的占99.77%。公司预收款项7.48亿元，主要是购物卡预售所得。

截至2010年底，公司其他应付款为15.24亿元，较上年增加8.56亿元，变化较大主要是由于新收购企业与公司往来款及应付股权款增加所致。2010年其他应付款前5名：

表10 公司2010年底其他应付款前5名

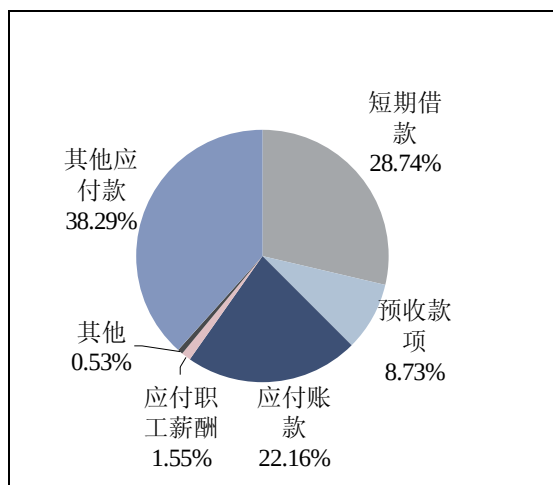
单位名称	金额 (万元)	年限	占比 (%)
海航航空食品控股有限公司	9956.80	1 年以内	3.68
Mayrose Investment SRL	9549.86	1 年以内	3.53
陕西三棵树有限公司	1341.93	1 年以内	0.50
西安兴正元地产开发有限公司	1290.50	1 年以内	0.48
梅州市梅丽贸易有限公司	1200.00	1 年以内	0.44
合计	23339.08		8.63

资料来源：公司提供

截至2010年底，公司非流动负债11.98亿元，主要由长期借款（占79.71%）和长期应付款（占11.32%）构成。公司长期应付款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年底，该笔长期应付款余额为1.21亿元。

截至2011年6月底，公司负债合计87.70亿元，较2010年底增长33.53%，主要是由于公司规模扩大导致应付账款、其他应付款增加及新发行债券所致；公司负债构成中，流动负债占80.52%，非流动负债占19.48%，与2010年底相比，非流动负债占比略有提高。

图5 公司2011年6月底流动负债构成



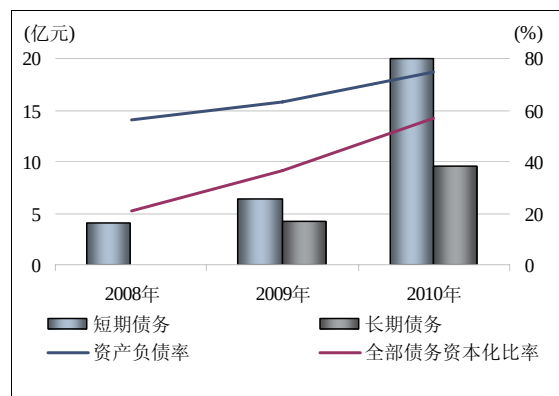
截至2011年6月底，公司应付账款15.65亿元，其中账龄1年以内的占99.87%，应付账款前5名包括粮油副料、天水供应商、梅州市梅丽贸易有限公司等，前5名合计占比6.14%。截至2011年6月底，公司其他应付款27.04亿元，其中账龄1年以内的占92.63%，其他应付款前5名包括海航航空食品控股有限公司、Mayrose Investment SRL、陕西三棵树有限公司等，前5名合计占比8.63%。2011年2月，公司新发行短期融资券7.00亿元，将其计入应付债券中；为保持财务指标的一致性，2011年6月底公司长期债务的计算不包含应付债券，而将其计入短期债务计算中。

2008年~2010年，由于经营规模的扩大，公司债务总额大幅增长，2010年底公司全部债务为29.53亿元，其中短期债务占67.66%，长期债务占32.34%。

2008年~2010年，公司资产负债率由56.37%上升为2010年底的74.56%；由于有息债务增长迅速，公司全部债务资本化比率持续上升，2010年底为56.85%。公司债务负担偏重。

截至2011年6月底，公司全部债务为36.87亿元，较2010年底有所上升，主要是公司新发行7亿元债券所致。由于所有者权益的增加，公司资产负债率和全部债务资本化比率变化分别下降至68.29%和47.52%。

图6 公司债务结构



资料来源：公司财务审计报告。

总体看，公司权益构成较为稳定；负债以流动负债为主，负债水平增长较快，债务负担偏重。

3. 盈利能力

2008年~2010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，年均增长18.56%，2010年实现营业收入41.86亿元。同期，公司营业成本年均增长19.69%，略高于营业收入增长幅度。2008年~2010年，公司营业利润率呈下降趋势，三年分别为22.92%、21.66%和21.42%，2011年1~6月进一步下降至21.09%。

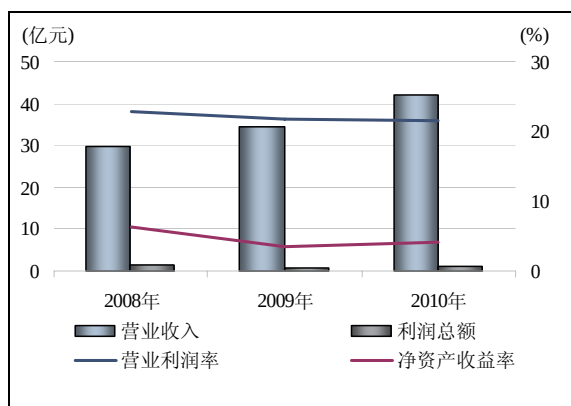
从期间费用看，2008年~2010年，公司期间费用占营业收入的比重分别为17.58%、19.04%和19.25%，呈上升趋势。从公司期间费用构成来看，销售费用和管理费用所占比重较大，符合零售行业的特征；此外，由于有息债务的大幅增加，公司财务费用增长迅速，对利润产生一定影响。

2010年，公司投资收益为0.12亿元，较2009年增长较快，主要为其他投资收益0.11亿元（主要为公司转出宝商及6家航食确认的投资收益）。2010年公司营业外收入为0.07亿元，占利润总额的比重分较低，对公司整体盈利水平影响不大。

2010年，公司利润总额和净利润分别为1.01亿元和0.92亿元，均较2009年有所增长。

从盈利指标看, 2008年~2010年, 公司总资产收益率持续下降, 2010年为3.44%。净资产收益率呈波动态势, 三年分别为6.20%、3.44%和4.08%。

图7 公司盈利情况



资料来源: 公司财务审计报告。

2011年1~6月, 公司实现营业收入37.35亿元, 实现营业利润0.32亿元, 营业利润率为21.09%, 较上年略有下降; 实现利润总额0.40亿元, 净利润0.28亿元。

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. 现金流

从经营活动看, 2008年~2010年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长18.54%, 与营业收入增幅相符 (18.56%), 2010年底为47.15亿元; 从现金收入比看, 三年分别为112.68%、107.71%和112.64%; 2010年, 公司经营活动产生现金流入额为56.54亿元。公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金 (2010年占77.40%) 以及支付其他与经营活动有关的现金 (2010年占13.90%, 主要为支付关联企业往来款); 2008年~2010年, 公司由经营活动产生的现金流量净额均表现为净流

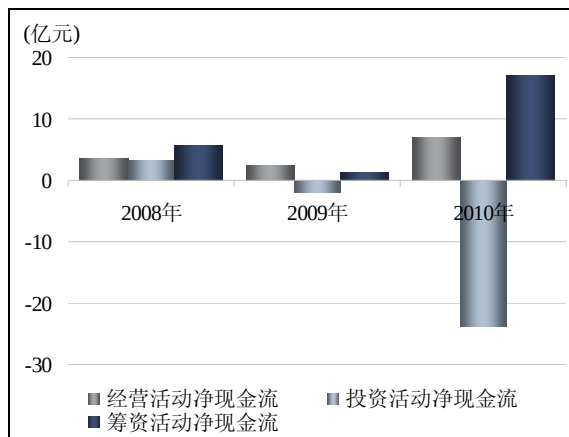
入, 分别为3.44亿元、2.32亿元和6.92亿元。

从投资活动看, 2008年~2010年, 公司投资活动现金流入主要是收回投资所收到的现金及收到其它与投资活动有关的现金; 2008年由于海航集团以其持有的宝商集团股权及西安民生股权对公司增资扩股, 且同年以现金对公司增资3.5亿元, 造成公司投资活动现金流入大; 2010年收到其他与投资活动相关的现金主要为收到转出宝商股权款4.89亿。2008年~2010年, 公司投资活动现金流出分别为6.35亿元、3.00亿元和31.83亿元; 公司2008年投资现金流出主要为支付民生家乐、宝商集团等的股权投资款3.46亿元及支付航食控股的股权投资款2.24亿元, 公司2009年投资现金流出主要为分期购入对西安兴正元购物中心有限公司的股权投资款1.29亿元及支付西安兴正元实业投资集团有限公司项目定金0.99亿元, 公司2010年投资现金流出主要为股权投资, 其中包括支付对上海海航家乐企业管理有限公司股权投资9亿元、对西安曲江海航购物中心有限公司的股权投资2亿元、对西安曲江华平置业有限公司的股权3.6亿元、支付西安兴正元购物中心有限公司的股权投资款1.48亿元, 此外还有西安兴正元实业投资集团有限公司项目定金2亿元等。

从筹资活动前现金流量净额看, 2008年~2010年分别为6.63亿元、0.41亿元和-16.73亿元, 公司近年投资规模大, 自身经营活动已不能满足投资需求, 对外融资需求较高。

从筹资活动看, 2008年~2010年, 公司筹资活动现金流入分别为15.68亿元、13.97亿元和35.37亿元, 主要是银行借款取得现金和吸收投资收到的现金; 筹资活动现金流出分别为10.02亿元、12.73亿元和18.38亿元, 主要是偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金; 公司2008年收到和支付的其他与筹资活动有关的现金主要来源于公司所属航食控股及六家航食公司的关联往来款收付, 2008年~2010年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为5.67亿元、1.24亿元和17.00亿元。

图8 公司现金流



资料来源：公司财务审计报告。

2011年1~6月，公司经营活动现金流入和经营活动产生的现金流量净额分别为46.90亿元和6.89亿元，其中，公司支付其他与经营活动有关的现金16.54亿元，主要是支付关联单位资金往来款及支付项目类定金。投资活动产生的现金流量净额-27.70亿元(投资活动现金流出31.83亿元多为支付收购项目股权款)，筹资活动产生的现金流量净额26.01亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营活动现金流构成中与关联企业往来款较多，近年投资规模较大，经营活动产生的现金流净额已不能满足公司投资需求，对外融资需求较高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008年~2010年，公司流动比率和速动比率均有所下降，2010年分别为61.09%和51.37%，截至2011年6月底分别为72.34%和62.55%，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~2010年，公司经营现金流动负债比分别为16.88%、9.69%和12.89%。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2008年~2010年，公司EBITDA分别为2.33亿元、2.30亿元和3.10亿元。2010年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为3.54倍和9.54倍。总体看，公司

对全部债务保护能力较弱。

截至2011年6月底，公司对外担保余额135510.00万元，担保比率33.28%，其中金额较大的为对海航易控股有限公司担保50000万元，对海航易生控股有限公司担保30000万元；目前公司所担保企业运转正常。总体看，公司担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表11 2011年6月底公司对外担保情况

担保对象	担保金额 (万元)	期限	是否正常运行
北京科航投资有限公司	5000.00	2010.9.28- 2011.9.27	是
北京天辰展示工程有限公司	5000.00	2011.6.8- 2012.6.7	是
海航酒店(集团)有限公司	10000.00	2011.1.20- 2012.1.19	是
大新华物流控股(集团)有限公司	10000.00	2011.2.28- 2012.2.27	是
海航易控股有限公司	50000.00	2010.9.28- 2011.9.27	是
长江租赁有限公司	15000.00	2010.8.28- 2012.8.27	是
长江租赁有限公司	510.00	2011.1.12- 2012.1.11	是
海航易生控股有限公司	30000.00	2010.11.30- 2012.11.29	是
长江租赁有限公司	10000.00	2010.11.12- 2011.11.11	是

资料来源：公司提供

海航易控股有限公司成立于2008年8月20日，注册资本68000万元，由海航集团出资63000万元，持股92.65%，海航酒店集团出资5000万元，持股7.35%。主要经营项目投资与资产管理，发展航空配餐、铁路配餐和航空饮品业务的基

础上，新增绿色产业和会所餐饮业务。该公司2010年末资产总额219442.80万元，净资产74111.31万元，2010年收入45648.66万元，目前该公司经营正常。

截至2011年6月底，公司在各商业银行、政策性银行共获得授信总额47.05亿元，其中未使用额度为19.40亿元。公司间接融资渠道畅通。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期发行额度为9亿元，占2010年底全部债务的30.48%，占2011年6月底全部债务的24.41%，对公司现有债务有一定影响。

截至2011年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为68.29%和47.52%，以公司2011年6月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至70.37%和52.98%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据将主要用于置换银行贷款，公司实际债务负担可能低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2010年，公司EBITDA为30964.30万元，EBITDA/本期中期票据为0.34倍，EBITDA对本期中期票据保障程度较低。公司经营活动产生的现金流入量为49.62亿元，为本期中期票据的6.28倍；公司经营活动产生的现金流量净额为6.92亿元，为本期中期票据的0.77倍，公司经营活动现金流对本期中期票据本金覆盖程度较好。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

九、综合评价

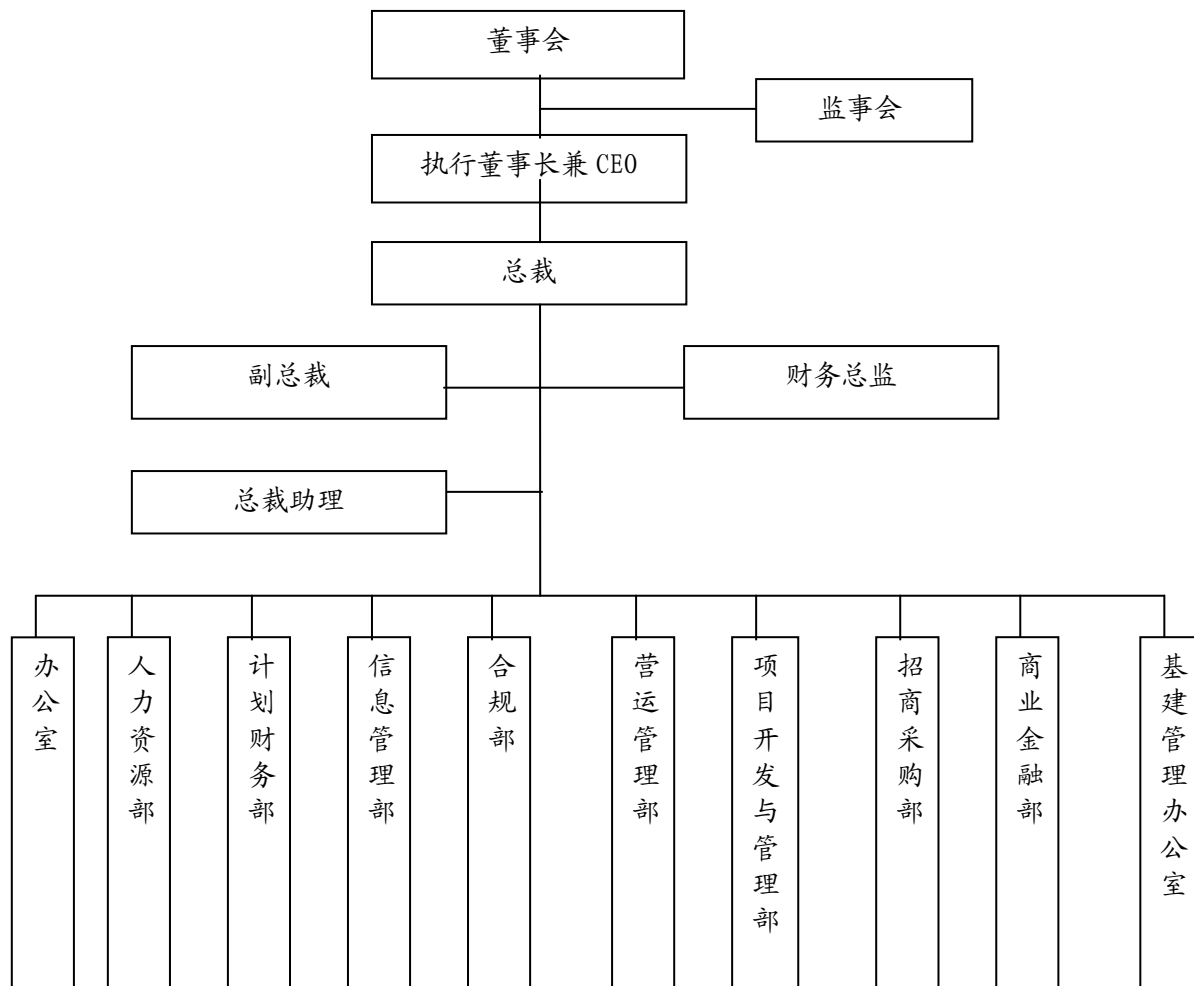
中国居民生活水平的逐步提高为零售行业提供了良好的发展机会，但外资零售企业扩张

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，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，公司整体资产质量一般，盈利能力偏弱，债务负担趋于加重；但公司经营活动现金流入规模大，对本期中期票据覆盖程度较高。综合来看，公司偿还本期中期票据的能力较强，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 6 月
流动资产：					
货币资金	133990.05	150316.98	152879.27	6.82	204864.53
交易性金融资产					
应收票据		1.18	0.00	--	0.00
应收账款	7411.39	12748.03	5826.24	-11.34	8867.61
预付款项	15747.94	10812.29	50575.17	79.21	46512.62
应收利息	70.14	193.15	42.74	-21.94	71.36
应收股利			0.00	--	428.85
其他应收款	24157.26	30093.78	66450.30	56.98	180863.66
存货	26967.15	23690.98	52204.28	39.13	69148.43
一年内到期的非流动资产				--	
其他流动资产	2.81	741.62	35.09	253.15	99.52
流动资产合计	208346.75	228597.99	328013.09	25.47	510856.59
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	--	5049.23
长期股权投资	15237.52	6793.56	2203.20	-61.97	173147.28
投资性房地产	11800.92	11457.96	125294.18	225.84	124573.15
固定资产	85476.69	136179.68	147230.27	31.24	153036.49
在建工程	3866.96	9402.43	9730.01		9875.51
工程物资					
固定资产清理			91.91		91.87
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	16266.84	70786.02	75432.02	115.34	75251.96
开发支出					
商誉	13614.54	20682.43	167390.83	250.64	207050.70
长期待摊费用	5185.57	5593.07	17182.96	82.03	22991.97
递延所得税资产	1858.51	1584.26	1883.47	0.67	1966.62
其他非流动资产	42.47	41.80	252.87	144.00	256.19
非流动资产合计	153350.04	266646.22	552865.96	89.88	773290.96
资产总计	361696.78	495244.21	880879.06	56.06	1284147.55

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）	2008 年	2009 年	2010 年	变动率（%）	2011 年 6 月
流动负债：					
短期借款	37500.00	63600.00	191880.00	126.20	202980.00
交易性金融负债					
应付票据	3600.00	--	3275.00	-4.62	2871.96
应付账款	43108.51	49434.84	99032.26	51.57	156472.55
预收款项	56651.85	50807.61	74842.50	14.94	61664.64
应付职工薪酬	9281.08	12146.04	11646.27	12.02	10939.32
应交税费	3484.80	-874.82	-2609.63	--	-5226.18
应付利息	10.99		207.59	334.63	212.38
应付股利	881.53	908.68	1486.36	29.85	2024.89
其他应付款	49058.79	63851.07	152402.90	76.25	270361.80
一年内到期的非流动负债			4648.46	--	3674.77
其他流动负债	20.47		127.10	149.19	182.88
流动负债合计	203598.02	239873.42	536938.80	62.40	706159.03
非流动负债：					
长期借款		41751.47	95497.90	--	87671.60
应付债券				--	71516.67
长期应付款	157.02	32207.61	13560.40	829.30	1507.81
专项应付款					
预计负债	137.80	156.46	4525.37	473.06	3975.37
递延所得税负债			6221.21	--	6145.01
其他非流动负债					
非流动负债合计	294.82	74115.54	119804.89	1915.85	170816.45
负债合计	203892.84	313988.96	656743.69	79.47	876975.48
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	145000.00	145000.00	145000.00	0.00	308000.00
资本公积	-88369.18	-88438.29	-52372.21	-23.02	-52361.21
减：库存股					
盈余公积					
未分配利润	2612.53	3634.59	4047.50	24.47	5048.98
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	59243.35	60196.30	96675.29	27.74	260687.77
少数股东权益	98560.59	121058.95	127460.07	13.72	146484.30
所有者权益（或股东权益）合计	157803.94	181255.25	224135.37	19.18	407172.07
负债和所有者权益（或股东权益）总计	361696.78	495244.21	880879.06	56.06	1284147.55

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~6 月
一、营业收入	297785.76	345007.40	418582.75	18.56	373523.67
减: 营业成本	227035.35	267329.07	325264.37	19.69	291569.31
营业税金及附加	2486.35	2956.70	3676.14	21.59	3179.20
销售费用	23833.61	27991.39	31269.37	14.54	37338.17
管理费用	32172.23	36549.17	43653.47	16.48	31690.19
财务费用	-3668.62	1146.71	5639.95	--	8944.21
资产减值损失	1876.18	1041.83	594.26	-43.72	193.43
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	1182.85	--	2603.28
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					104.91
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	14010.19	8796.90	9668.04	-16.93	3212.44
加: 营业外收入	566.53	887.37	653.86	7.43	1179.86
减: 营业外支出	1600.17	1353.84	211.92	-63.61	368.98
其中: 非流动资产处置损失					241.54
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	12976.55	8330.44	10109.99	-11.73	4023.32
减: 所得税费用	3193.25	2089.19	955.91	-45.29	1259.36
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	9783.31	6241.25	9154.08	-3.27	2763.97
其中: 归属于母公司所有者的净利润	2602.35	1022.06	2557.74	-0.86	1001.48
少数股东损益	7180.96	5219.20	6596.34	-4.16	1762.49

附件 4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~6 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	471510.11	18.54	385068.77
收到的税费返还	34.38		2.29	-74.18	11.47
收到的利息、手续费及佣金的现金					28.25
收到其他与经营活动有关的现金	68087.31	95788.03	93869.78	17.42	83928.10
经营活动现金流入小计	403655.63	467397.17	565382.18	18.35	469036.59
购买商品、接受劳务支付的现金	259646.73	297984.11	384065.97	21.62	292978.01
支付利息、手续费及佣金的现金					0.47
支付给职工以及为职工支付的现金	22977.23	24954.01	26204.46	6.79	25619.72
支付的各项税费	13715.76	19986.78	16937.10	11.12	14726.26
支付其他与经营活动有关的现金	72958.28	101233.99	68973.89	-2.77	66832.86
经营活动现金流出小计	369297.99	444158.90	496181.42	15.91	400157.31
经营活动产生的现金流量净额	34357.64	23238.27	69200.77	41.92	68879.28
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	-54.19	2000.00
取得投资收益收到的现金	584.78	990.83	77.85	-63.51	28.09
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	9.86	-74.19	20.26
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	66108.54	88.38	65351.32	-0.57	10103.12
投资活动现金流入小计	95392.30	10959.00	81798.92	-7.40	12151.48
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	25616.91	99.55	12695.00
投资支付的现金	34588.50	12852.37	187014.60	132.53	247497.81
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			28047.66	--	28316.72
支付其他与投资活动有关的现金	22440.91	9896.31	77582.27	85.93	670.42
投资活动现金流出小计	63462.48	30020.70	318261.44	123.94	289179.95
投资活动产生的现金流量净额	31929.82	-19061.70	-236462.53	--	-277028.48
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	39016.93	21023.39	60000.00	24.01	200700.00
取得借款收到的现金	77100.00	76400.00	290380.00	94.07	130500.00
发行债券收到的现金					70000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	40729.53	42276.87	3350.10	-71.32	0.00
筹资活动现金流入小计	156846.46	139700.26	353730.10	50.18	401200.00
偿还债务支付的现金	46450.58	52338.62	157889.08	84.37	130999.99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2448.44	4943.48	12930.59	129.81	9785.55
支付其他与筹资活动有关的现金	51291.09	69994.63	12955.76	-49.74	280.00
筹资活动现金流出小计	100190.11	127276.73	183775.44	35.44	141065.54
筹资活动产生的现金流量净额	56656.35	12423.53	169954.66	73.20	260134.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-48.08	-33.44	--	-100.00	
五、现金及现金等价物净增加额	122895.73	16566.66	2692.91	-85.20	51985.26
加: 期初现金及现金等价物余额	10723.97	133619.70	150186.36	274.23	152879.27
六、期末现金及现金等价物余额	133619.70	150186.36	152879.27	6.96	204864.53

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	9783.31	6241.25	9154.08	-3.27
加: 资产减值准备	1876.18	1041.83	594.26	-43.72
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	8162.22	6.44
无形资产摊销	696.19	1383.79	1986.43	68.92
长期待摊费用摊销	645.90	1430.03	1967.18	74.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)	-45.99	354.46	100.48	--
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)	323.82	3.92	16.98	-77.10
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)				
财务费用(收益以“一”号填列)	-2999.53	1564.00	6346.85	--
投资损失(收益以“一”号填列)	40.47	-804.38	-1182.85	--
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	-224.90	274.25	-374.40	29.02
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)			-63.50	--
存货的减少(增加以“一”号填列)	1464.84	3396.53	-6031.79	--
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	11584.65	-24867.70	-54926.03	--
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	4020.71	24931.10	103450.85	407.24
其他	-11.80	160.75	--	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	34357.64	23238.27	69200.77	41.92
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	133619.70	150186.36	152879.27	6.96
减: 现金的期初余额	10723.97	133619.70	150186.36	274.23
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	122895.73	16566.66	2692.91	-85.20

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	40.18	34.23	45.07	--
存货周转次数(次)	8.42	10.55	8.57	--
总资产周转次数(次)	0.82	0.81	0.61	--
现金收入比 (%)	112.68	107.71	112.64	103.09
盈利能力				
营业利润率 (%)	22.92	21.66	21.42	21.09
总资本收益率(%)	5.80	3.45	3.44	--
净资产收益率(%)	6.20	3.44	4.08	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	18.72	29.88	17.72
全部债务资本化比率(%)	20.66	36.76	56.85	47.52
资产负债率(%)	56.37	63.40	74.56	68.29
偿债能力				
流动比率(%)	102.33	95.30	61.09	72.34
速动比率(%)	89.09	85.42	51.37	62.55
经营现金流动负债比(%)	16.88	9.69	12.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.23	6.28	3.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.77	4.60	9.54	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.61	0.04	-0.57	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	37.68	1.14	-19.14	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.26	0.25	0.34	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	4.49	5.19	6.28	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.38	0.26	0.77	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.74	0.05	-1.86	--

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 中长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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 海航商业控股有限公司 2012 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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作出判断，联合资信有权撤销信用等级。

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。

联合资信评估有限公司

二零一一年九月五日