

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 830 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持海航商业控股有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“12海航商MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月三日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

海航商业控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 海航商 MTN1	9 亿元	2012/4/16-2015/4/16	AA	AA

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 3 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.29	25.82	48.79	56.48
资产总额(亿元)	88.09	142.81	165.45	167.20
所有者权益(亿元)	22.41	48.00	40.21	39.79
短期债务(亿元)	19.98	42.73	60.92	55.68
全部债务(亿元)	29.53	55.41	87.62	89.91
营业收入(亿元)	41.86	86.93	101.86	28.18
利润总额(亿元)	1.01	1.21	1.30	0.31
EBITDA(亿元)	3.10	5.99	6.09	--
经营性净现金流(亿元)	6.92	24.61	26.55	5.55
营业利润率(%)	21.42	22.42	20.54	17.54
净资产收益率(%)	4.08	1.92	2.69	--
资产负债率(%)	74.56	66.39	75.70	76.20
全部债务资本化比率(%)	56.85	53.59	68.55	69.32
流动比率(%)	61.09	72.58	76.29	82.70
全部债务/EBITDA(倍)	9.54	9.24	14.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.54	2.04	2.62	--
经营现金流/流动负债(%)	12.89	30.35	27.18	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计

分析师

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

PICC 大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 海航商业控股有限公司(以下简称“公司”)主要通过对现有资源的进一步整合, 保持了营业收入的稳定增长。但公司快速扩张带来的债务规模增长, 以及零售行业竞争激烈等因素也影响到公司的盈利水平。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政策的实行, 公司收入和利润水平有望提升。

综合考虑, 联合资信维持海航商业控股有限公司的主体长期信用等级为AA, 评级展望为稳定, 并维持“12海航商MTN1”的信用等级为AA。

优势

1. 公司股东海航集团有限公司实力较强, 2011年先后向公司注资13亿元, 给予公司有力支持。
2. 公司2011年先后收购湖南家润多、湖南购宝乐、江苏超越及广东乐万家等超市, 经营规模迅速扩大, 2012年在全国连锁百强排名第20位。
3. 公司经营活动净现金流充沛。

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冲击较大。
2. 跟踪期内, 公司债务规模扩张, 债务负担加重。
3. 公司主营业务盈利能力弱, 非经营性损益对利润贡献大, 且存在一定的波动性。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于海航商业控股有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

海航商业控股有限公司（以下简称“公司”或“海航商业”）于 2007 年 9 月 11 日注册成立，注册资本为 1 亿元，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）持股 100.00%。2008 年 4 月 1 日，海航集团与公司签订了《股权增资协议》，海航集团以其持有的宝鸡商场集团股份有限公司（以下简称“宝商集团”）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 亿元股权对公司增资扩股（其中 271.28 万元计入资本公积）。2008 年 4 月 11 日，相关工商变更手续完成，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 10 月，海航集团以现金 2.5 亿元对公司进行增资，增资完成后公司注册资本增加至 14.5 亿元。

2011 年 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。2011 年 12 月，天津信托有限责任公司以货币资金对公司增资 4.00 亿元，公司注册资本增至 34.80 亿元。

2013 年 3 月，海航基础产业集团回购中信

信托的股权，至此，海航集团持有发行人 79.02%的股权，海航基础产业集团持有发行人 9.48%的股权，天津信托持有发行人 11.50%股权。截至 2013 年 3 月底，公司注册资本 34.80 亿元，股东构成如下：

表 1 截至 2013 年 3 月底公司股东构成情况

股东单位	金额（万元）	持股比例（%）
海航集团有限公司	275000.00	79.02
海航基础产业集团有限公司	33000.00	9.48
天津信托有限责任公司	40000.00	11.50
合计	348000.00	100.00

资料来源：公司 2012 年审计报告

截至 2013 年 3 月底，海航集团持有公司 79.02%的股权，为公司控股股东。

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、招标采购部、商业金融部、基建管理办公室等职能部门。

截至 2012 年底，公司资产总额 165.45 亿元，所有者权益 40.21 亿元（含少数股东权益 11.89 亿元）；2012 年公司实现营业收入 101.86 亿元，利润总额 1.30 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额 167.20 亿元，所有者权益 39.79 亿元（含少数股东权益 11.38 亿元）；2013 年 1-3 月公司实现营业收入 28.18 亿元，利润总额 0.31 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，

经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，

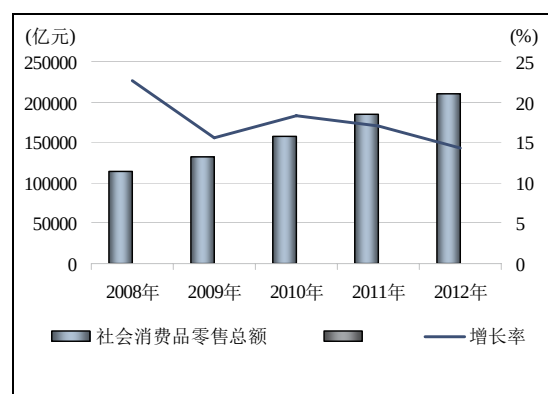
公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。

总体来看，2012 年中国继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。

四、行业及区域经济环境

1. 行业

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

根据《2012 年国民经济和社会发展统计公报》，2012 年社会消费品零售总额 210307 亿元，比上年增长 14.3%，扣除价格因素，实际增长 12.1%。按经营地统计，城镇消费品零售额 182414 亿元，增长 14.3%；乡村消费品零售额 27893 亿元，增长 14.5%。按消费形态统计，商品零售额 186859 亿元，增长 14.4%；餐饮收入额 23448 亿元，增长 13.6%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 7.3%，粮油类增长 19.9%，肉禽蛋类增长 18.0%，服装类增长 17.7%，日用品类增长 17.5%，文化办公用品类增长 17.7%，通讯器材类增长 28.9%，化妆品类增长 17.0%，金银珠宝类增长 16.0%，中西药品类增长 23.0%，家用电器和音像器材类增长 7.2%，家具类增长 27.0%，建筑及装潢材料类增长 24.6%。

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，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。但同时，外商零售企业发展活跃、行业竞争加剧及经营成本大幅上涨等因素对零售企业提出了新的挑战。

2. 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《2012年陕西省国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2012年陕西省实现生产总值（GDP）14451.18亿元，比上年增长12.9%。2012年城镇居民人均可支配收入20734元，农村居民人均收入5763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。2012年，陕西省实现社会消费品零售总额4330.75亿元，同比增长16%；其中城镇市场实现零售额3809.9亿元，增长15.9%，乡村市场实现零售额520.85亿元，增长16.5%。限额以上实现零售额2676.99亿元，增长18.5%；限额以下实现零售额1653.76亿元，增长8.6%。

陕西省会西安是中国西北最大的城市。2012年西安市全年实现生产总值（GDP）4639.37亿元，全年实现社会消费品零售总额2236.06亿元，城市居民人均可支配收入29982元。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。

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。

表 2 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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年3月底，公司注册资本34.80亿元。跟踪期内公司控股股东未发生变化，海航集团持有公司79.02%的股权，为公司控股股东。

2. 企业规模

2013年4月，中国连锁经营协会正式对外发布“2012中国连锁百强名单”。海航商业由2010年的第47位迅速上升至2012年的第20位。

表3 2012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	* 1240.00	1705
2	百联集团有限公司	1220.52	5147
3	国美电器有限公司	1174.80	1685
4	华润万家有限公司	941.00	4423
5	康成投资(中国)有限公司(大润发)	724.70	219
6	沃尔玛(中国)投资有限公司	580.00	395
7	重庆商社(集团)有限公司	544.94	327
8	百胜餐饮集团中国事业部	522.00	5200
9	山东省商业集团有限公司	493.81	526
10	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	452.74	218
11	大商股份有限公司	* 372.75	170
12	农工商超市(集团)有限公司	303.03	2734
13	永辉超市股份有限公司	279.30	249
14	武汉武商集团股份有限公司	268.00	98
15	宏图三胞高科技技术有限公海	264.56	482
16	中百控股集团股份有限公司	262.16	948
17	石家庄北国人百集团有限责任公司	254.16	198
18	江苏五星电器有限公司	241.85	252
19	长春欧亚集团股份有限公司	241.45	58
20	海航商业控股有限公司	240.00	448

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; 大商股份有限公司(600694)2012年报数据显示, 公司营业收入318.59亿元, 表中数值为含税营业收入。

3. 主要子公司

截至2013年3月底, 公司纳入合并报表范围的二级子公司如表4所示, 其中西安民生(000564)为A股上市公司。

表4 截至2013年3月底公司二级子公司列表

被投资企业名称	持股比例(%)	注册资本(万元)
西安民生集团股份有限公司(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	100.00	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	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
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

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(财务处理反应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, 西安民生前十大股东如下表所示, 海航商业对西安民生的持股比例增至39.29%。

表5 西安民生非公开发行股票后前十大股东构成

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	全国社保基金一零九组合	478.41	1.01
5	西安民生劳动服务公司	475.70	1.01
6	渤海证券—建行—滨海一号民生价值集合资产管理计划	191.81	0.41
7	国泰君安证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	147.30	0.31
8	刘桂英	123.97	0.26
9	长城证券有限责任公司客户信	102.13	0.22

	用交易担保证券账户		
10	彭朵花	88.97	0.19

资料来源：西安民生公告

截至 2012 年底，西安民生资产总额 57.87 亿元，所有者权益合计 18.59 亿元；2012 年实现营业收入 33.65 亿元，利润总额 0.78 亿元。

截至 2013 年 3 月底，西安民生资产总额 64.49 亿元，所有者权益合计 16.86 亿元；2013 年 1-3 月实现营业收入 10.87 亿元，利润总额 0.31 亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

公司总裁马超先生，1976 年生，中共党员，经济学博士，1999 年进入海航集团，曾任西安民生集团股份有限公司副董事长、陕西民生家乐商业连锁有限责任公司董事长。从 2012 年 4 月开始担任海航商业控股有限公司总裁。

七、经营分析

1. 经营分析

从表 6 可以看出，跟踪期内公司营业收入增长主要源自于超市业态收入增长。2011 年下属子公司上海家得利新增湖南家润多、湖南购宝乐及江苏超越超市、公司新合并广东乐万家超市等，使得超市收入增长较快。2012 年未进行大规模超市并购活动，且湖南购宝乐不再纳入公司合并范围，故当年超市收入增速放缓。

从主营业务收入构成来看，近年来公司百货收入稳定增长；超市业务方面，2011 年由于新合并超市较多，超市收入迅速增长，2012 年公司实现超市收入 60.70 亿元，占主营业务收入的 66.29%，成为公司最主要的收入来源之一。

从毛利率来看，公司核心业务百货和超市业务毛利率 2011 年分别为 17.80% 和 13.90%，2012 年为 18.56% 和 11.31%；公司百货毛利率较

为平稳，超市业务毛利率略有下降。

2013 年 1-3 月，百货和超市业务占主营业务的比重分别为 35.31% 和 64.46%，毛利率分别为 16.83% 和 10.17%，较上年略有下降。

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，跟踪期内呈上升趋势。

表 6 公司营业收入与毛利润构成情况

业务板块	营业收入（亿元）			毛利润（亿元）		
	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
主 营 业务	78.48	91.58	26.25	12.04	12.64	3.31
其中：百货	24.61	30.68	9.27	4.38	5.70	1.56
超市	53.66	60.70	16.92	7.46	6.87	1.72
租 金	0.20	0.20	0.06	0.20	0.08	0.03
其 他 业务	8.45	10.28	1.93	8.21	9.28	1.85
合 计	86.93	101.86	28.18	20.25	21.92	5.15

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。

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业的两家百货门店，并托管西安兴正元购物中心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海航商业的控股子公司，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）。2012 年公司百货收入 30.68 亿元，占主营业务收入的 33.50%，毛利率为 18.56%；2013 年 1-3 月，百货收入 9.27 亿元，占全部收入的 35.31%，毛利率为 16.83%。

表 7 截至 2013 年 3 月底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	2010 年收入 (万元)	2011 年收入 (万元)	2012 年收入 (万元)	13 年 1-3 月收 入 (万元)
民生解放路店	1958 年	53404	自有	94220.90	101745.73	109243.44	30694.72
民生西大街店	2007 年 9 月	18145	自有	18477.98	22908.65	22626.36	6641.61
民生甘肃庆阳店	2007 年 10 月	10815	租赁	894.81	1528.72	--	--
民生国际	2011 年 5 月	35084	租赁	--	5268.37	14107.44	4653.10
华城百货	2010 年 8 月	22588	自有	422.31	917.20	4846.61	1730.42
宝商新世纪店	2007 年	16000	自有	10239.37	9371.78	12272.10	4119.71
宝商百货店	2003 年	8800	自有				
汉中世纪阳光商厦	2000 年 1 月	17745	自有	17258.99	20516.30	16379.56	4375.31
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	9420.49	14750.51	16482.03	4060.44
西安兴正元百货	2009 年 2 月	67486	自有	47554.84	67195.72	83542.10	25475.00
民生百货延安店	2011 年 10 月	18190	自有	--	2507.96	12179.38	4246.20
民生电器	2011 年 4 月	10001	租赁公司场地	--	962.06	10873.32	4530.92
民生百货五路口店	2012 年 9 月	20202.16	自有	--	--	2482.13	2264.51

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司百货收入较为稳定，新开的几家百货门店仍处于门店培育期，目前经营规模较小。

超市业态

跟踪期内，公司由于 2011 年新收购湖南家

润多超市、购宝乐超市、江苏超越超市及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”），使得超市板块收入大幅增加。2012 年并未进行大规模超市并购活动，主要侧重于对现有资源的整合。目前公司主要超市经营主体如下表所示：

表 8 超市业态核心门店经营情况一览

经营主体	营业面积 (平方米)	截至 13 年 3 月底门店数 量	分布区域	2010 年收 入 (万元)	2011 年收 入 (万元)	2012 年收 入 (万元)	13 年 1-3 月 (万元)
民生家乐	80839.00	15	陕西	54332.82	52544.68	52646.01	15553.74
宝商家美佳	78000.00	32	陕西、甘肃	84600.45	94271.39	100738.83	32890.99
上海家得利	455148.67	253	上海、湖南	26604.35	309846.86	362032.79	94772.27
其中：湖南家润多	252977.73	69	湖南	--	151054.36	200430.44	60320.09
湖南购宝乐	50027.94	--	湖南	--	28034.00	--	--
江苏超越超市	15492.00	43	江苏	--	7644.48	20915.42	5014.94
家乐投资	61681.00	27	陕西	3859.21	29958.41	35397.56	10151.90
广东乐万家	51900.00	28	广东	--	15628.48	37977.23	10953.45
北京民生家乐	16000.00	--	北京	--	14503.67	--	--
兴正元	2012 年初已撤销超市区	--	陕西	1049.24	530.71	--	--
汉中世纪阳光	1800.00	1	陕西(汉中)	2769.83	2311.77	1821.57	510.64
西安民生	11801.00	2	陕西	10501.52	15277.73	16415.92	4879.02

资料来源：公司会计提供

注：此处统计的收入仅为超市部分收入；如遇部分公司包含其他业务收入的，则下文营业收入数值将大于此处数值。

(1) 民生家乐

民生家乐现有超市门店数 15 家,总营业面积约 8 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。

(2) 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 2013 年 3 月底拥有 32 家门店,其中,宝鸡市区超市门店 15 家、县区超市门店 11 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。

(3) 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。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;2011 年,家得利超市收购湖南家润多超市、湖南购宝乐超市及江苏超越超市,规模进一步扩大。截至 2013 年 3 月底共有综超门店 253 家,经营面积约 45 万平方米。2012 年家得利实现合并收入(含其他业务收入)39.65 亿元,净利润 758.62 万元;2013 年 1-3 月实现营业收入(含其他业务收入)10.18 亿元,净利润-6727.73 万元。

2011 年,家得利超市收购湖南家润多超市及湖南购宝乐超市,收购金额共计 3.6 亿元,其中收购湖南家润多 2.6 亿元,收购购宝乐 1 亿元,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,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。截至 2013 年 3 月底，家润多拥有门店 69 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 25.3 万余平米，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4月，购宝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10431.88万元，收购金额为1亿元。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月被购宝商业集团资产收购，成为外商独资企业。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2012年9月底，湖南购宝乐共开设40家门店，总经营面积为5万平方米，其中大卖场2家、生鲜店3家、标超店35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年湖南购宝乐实现营业收入2.8亿元，净利润-1495.94万元。2012年1月，公司将湖南购宝乐托管给中南海航投资有限公司，自2012年起不再纳入合并报表范围，转入长期股权投资；根据托管协议，尚未支付托管费用。

2011年8月，江苏超越超市将由周海军、杨丽、周宜生持有的100%股权转让给南通家得利投资管理有限公司，注册资本为2250万元，公司收购金额为0.69亿元。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，截至2013年3月底，江苏超越超市共开设43家门店，总经营面积为1.55万平方米。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。2012年实现营业收入20915.42万元，净利润23.53万

元；2013年1-3月实现营业收入5014.94万元，净利润-760.70万元。

（4）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，截至2013年3月底公司共有超市门店28家，经营面积5.19万平方米，分布于二市二县，其中梅州市区14家、兴宁市3家、大埔县4家、五华县1家、丰顺县2家。2012年实现营业总收入（含除超市业务外的其他业务收入）4.05亿元，净利润0.68万元；2013年1-3月实现营业总收入1.18亿元，净利润0.15万元。

总体上，跟踪期内，公司在超市业的带动下，公司营业收入稳步增长，核心业务百货业综合毛利率水平基本稳定，超市业务毛利率水平略有下降。

八、财务分析

公司提供的2010年-2011年财务报表均已中勤万信会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2012年财务报表已经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司2013年一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，与2010年相比，减少一家国付宝信息科技有限公司，增加6家二级子公司，分别为：上海海航

悦悦电子商务有限公司（新成立）、广东海航乐万家连锁超市有限公司（新收购）、西安通茂置业有限公司（新成立）、重庆通茂投资有限公司（新成立）、国富瑞（天津）股权投资基金管理有限公司（新成立）及国付宝信息服务有限公司（新成立）；由于合并范围增加较多，公司2011年资产及收入规模均较上年大幅增长。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。

截至2012年底，公司资产总额165.45亿元，所有者权益40.21亿元（含少数股东权益11.89亿元）；2012年公司实现营业收入101.86亿元，利润总额1.30亿元。

截至2013年3月底，公司资产总额167.20亿元，所有者权益39.79亿元（含少数股东权益11.38亿元）；2013年1-3月公司实现营业收入28.18亿元，利润总额0.31亿元。

1. 盈利能力

2010-2012年，公司新合并超市较多、经营规模迅速扩大，公司营业收入出现大幅增长，年均复合增长56.00%，2012年实现营业收入101.86亿元；同期，公司营业成本年均增长56.77%，略高于营业收入增长幅度，2012年公司营业成本79.94亿元。2010-2012年，公司营业利润率波动下降，2012年为20.54%。

从期间费用看，2010-2012年，公司期间费用占营业收入的比重分别为19.25%、23.14%和20.97%。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，对利润产生较大影响。

表9 公司2012年营业外收入构成（单位：万元）

项目	本期额	上期额
处置固定资产利得	520.06	816.66
补偿金	15000.00	
罚款收入	84.20	233.36
政府补助	512.97	53.82

无法支付的应付款项	45.39	896.14
其他收益	901.56	216.72
合计	17064.18	2216.69

资料来源：公司2012年审计报告

2012年，公司公允价值变动损益0.15亿元，主要为投资性房地产天津国际商场评估增值所致。2011年公司实现投资收益为0.02亿元（主要为公司按权益法核算的长期股权投资收益）。2012年公司营业外收入为1.71元，公司当期营业利润为负值，利润总额主要来源于营业外收入等其他非经营性损益。2012年，公司利润总额和净利润分别为1.30亿元和1.08亿元。

从盈利指标看，2010-2012年，公司总资产收益率和净资产收益率波动下降，2012年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为2.83%和2.69%。

2013年1-3月，公司实现营业收入28.18亿元，占2012年全年的27.66%；同期，公司营业成本23.03亿元，占2012年全年的28.80%；公司营业利润率为17.54%。2013年1-3月，公司分别实现利润总额和净利润0.31亿元和0.26亿元，占2012年全年的24.05%和24.23%。

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，但并购初期整合效益并不能完全释放，同时期间费用占比高，公司主业盈利能力一般，2012年营业利润出现亏损。非经营性损益对利润贡献大，且多为一次性收益，导致利润总额存在一定的波动性。未来随着对持有资源的进一步整合，公司主业盈利能力有望改善。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2010-2012年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长48.62%，低于营业收入增幅（56.00%），2012年为104.14亿元；收到的其他与经营活动有关的现金19.77亿元，主要是收到的房租、物业费、商户费用（更名费、租金、商誉费、陈列费）、商户水电费及代收商户销货款等；公司经营活动产生现金流入额为123.95亿元。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（2012年占85.73%），公司支付其他与经营活动有关的现金主要为支付关联企业往来款，2012年下降至3.10亿元；经营活动的现金流出额为97.40亿元。2010-2012年，公司经营活动产生的现金流量净额均表现为净流入，三年分别为6.92亿元、24.61亿元和26.55亿元。从现金收入比看，三年分别为112.64%、104.69%和102.24%，现金收入实现质量一般。

从投资活动看，2010-2012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他与投资活动有关的现金。2011年，公司投资活动现金流入主要是收回投资收到的现金1.52亿元（减少对广东乐万家投资款0.77亿元，持有至到期投资及定期存款利息收入0.55亿元，转让西北置业股权款0.20亿元），以及收到其他与投资活动有关的现金3.20亿元（2011年主要为转让股权款及收到的利息）；2012年，公司收到其他与经营活动有关的现金3.80亿元，主要是与其他单位的往来款。2010-2012年，公司投资活动现金流出主要表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，2011年公司投资活动流出为40.01亿元，其中投资支付的现金30.09亿元，主要为股权投资，包括支付对海航资本、海航实业、海航集团北方总部等公司的投资款及其他下属公司的收购尾款20.46亿元，支付收购家润多、购宝乐、江苏超越超市的股权款5.00亿元，支付华平置业股权款3.67亿元等；支付其他与投资活动有关的现金4.02亿元，主要是支付的预付租金及定金。2012年，公司未发生大规模收购活动，公司投资支付的现金2.24亿元，主要是前期收购的股权款尾款等。2012年，公司投资活动产生的现金流量净额-5.09亿元，投资规模较前两年迅速下降。

从筹资活动前现金流量净额看，2010-2012年分别为-16.73亿元、-10.67亿元和21.46亿元，公司前两年投资规模大，自身经营活动已不能满足投资需求，对外融资需求较高；2012年随

着投资规模的迅速下降，筹资活动前现金流量净额处于较高水平。

从筹资活动看，2010-2012年，公司筹资活动现金流入主要是银行借款及发行债券取得现金、吸收投资收到的现金；筹资活动流出主要是偿还债务及支付其他与筹资活动有关的现金。2011年，公司筹资活动现金流入为69.42亿元，主要是银行借款取得现金和吸收投资收到的现金（主要为注册资本金增加20.3亿元）；筹资活动现金流出为48.23亿元，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（主要为票据承兑、贴现、支付的利息、担保手续费等支出）。2012年，公司吸收投资收到的现金3.84亿元主要是西安民生定向增发收到的现金；支付其他与筹资活动有关的现金35.85亿元，主要是与关联企业的资金往来等。2010-2012年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为17.00亿元、21.20亿元和-2.43亿元。

2013年1-3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36.40亿元和5.55亿元。投资活动产生的现金流量净额-0.89亿元，其中投资支付的现金2.78亿元，主要为支付的股权款。筹资活动中，收到其他与筹资活动有关的现金5.95亿元，主要是票据业务收到的资金；公司筹资活动产生的现金流量净额2.83亿元。

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，2012年公司未有大规模投资活动，但考虑到未来公司仍将以收购成熟物业模式为主，对外融资需求仍将保持较高水平。

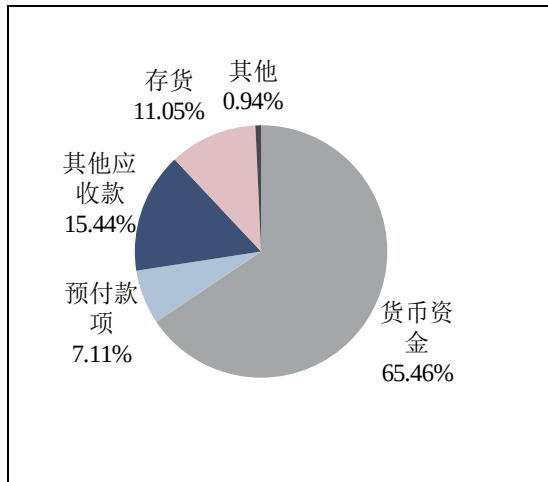
3. 资本及债务结构

截至2012年底，公司资产总额165.45亿元，其中流动资产占45.04%，非流动资产占54.96%，近年来流动资产占比逐年提升。

截至2012年底，公司流动资产74.51亿元，同比增长26.63%，主要来自货币资金的增长，构成主要以货币资金、其他应收款、存货和预

付款项为主，其他科目占比相对较小。

图2 公司2012年底流动资产构成



资料来源：公司提供

2010-2012年，公司货币资金增长迅速，年均增长78.62%，主要系借款增加、发行债券及2012年西安民生定向增发所致。截至2012年底，公司货币资金48.78亿元，其中银行存款占84.08%，其他货币资金占15.63%，主要是商联卡、在途营业款等。

截至2012年底，公司预付款项5.30亿元，较上年略有下降，预付款项多为项目类定金，其中账龄1年以内的占82.25%。

2010-2012年，公司其他应收款净值呈波动态势，三年分别为6.65亿元、14.65亿元和11.51亿元。2011年底，公司其他应收款较上年增长120.44%，主要由于新合并企业增加所致。截至2012年底，公司其他应收款余额12.72亿元，主要是与业务公司的往来款及房屋定金等。公司按单项金额及账龄分析法共计提坏账准备1.21亿元。按账龄分析法计提的其他应收款中，账龄1年以内的占71.84%。从客户集中度来看，2012年前五名欠款人欠款合计3.66亿元，集中度较高。

表10-1 2012年底公司其他应收款构成（万元）

种类	账面余额		坏账准备	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)

单项金额重大并单项计提坏账准备的	15275.60	12.01	8933.39	73.75
按组合计提坏账准备的				
按账龄分析法计提坏账准备的	111104.13	87.37	2392.69	19.75
组合小计	111104.13	87.37	2392.69	19.75
单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的	786.25	0.62	786.25	6.49
合计	127165.98	100.00	12112.33	100.00

资料来源：公司提供

表10-2 2012年底公司其他应收款前5名

单位名称	金额（万元）	占比（%）
江阴紫光软件有限公司	10800.00	9.39
西藏自治区国有资产经营公司	8467.20	7.36
西安商联科技发展有限公司	6342.21	5.51
华鑫国际信托有限公司	5992.56	5.21
天津万和投资咨询有限公司	5000.00	4.35
合计	36601.97	31.82

资料来源：公司提供

2010-2012年，公司存货波动增长，三年复合增长25.61%，其中2011年增长较快主要是由于新增合并企业增加所致。截至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；从构成来看，主要是库存商品（2012年底占94.82%），大部分是日常消费品，变现能力很强；2012年，公司计提存货减值准备242.83万元。

近年公司非流动资产年均增长28.25%，截至2012年底，公司非流动资产90.94亿元，较上年底增长8.30%。非流动资产构成中，长期股权投资（占23.95%）、投资性房地产（占15.46%）、固定资产（占26.44%）、无形资产（占7.79%）及商誉（占21.83%）占比较高。

2010-2012年，公司长期股权投资三年复合增长894.19%，其中2011年增长迅速主要系公司新增对重庆鼎瑞地产开发有限公司及海航集团内其他企业的投资。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年托管给别家公司管理，不再纳入合并报表范围而转入长期股权投资所致。截至2012年底，公司长期股权投资账面余额21.87亿元，共计提减值准备945.80万元，长期股权投资净值为21.78亿元。

表11 2012年底公司长期股权投资科目明细

投资单位	金额(万元)	持股比例(%)
按成本法核算的		
海航实业集团有限公司	50000.00	11.62
海航资本控股有限公司	50000.00	10.00
海航集团北方总部(天津)有限公司	30000.00	13.16
青岛民生国际商业管理有限公司	10000.00	100.00
北京民生家乐商业管理有限公司	10000.00	100.00
购宝乐商业(湖南)有限公司	10000.00	100.00
国付宝信息服务有限公司	9000.00	90.00
上海海航优悦电子商务有限公司	1000.00	100.00
陕西杨凌农村商业银行股份有限公司	500.00	0.25
四川杨天生物医药股份有限公司	403.20	9.60
家润多家电超市有限公司	370.13	20.00
上海辛辰商贸有限公司	356.00	100.00
上海家得利超市启东有限公司	260.00	100.00
西安亿兆电子商务有限公司	240.00	100.00
海南海航保税物流有限公司	200.00	20.00
青岛海航家乐投资管理有限公司	100.00	10.00
长安银行股份有限公司汉中分行	100.00	0.04
小计	172529.33	
按权益法核算的		
重庆鼎瑞地产开发有限公司	40950.00	65.00
海航东银期货有限公司	3237.63	30.00
西安鼎盛典当有限责任公司	566.60	49.00
延吉鼎盛典当有限公司	482.28	50.00
小计	45236.51	
合计	217765.84	

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、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。

截至2012年底，公司投资性房地产14.05亿元，其中按成本计量的9.09亿元，按公允价值计量的4.97亿元，房屋、建筑物合计占99.22%，主要来自于天津国际商场及曲江华平地产，近年来变化不大。

2010-2012年，公司固定资产净值年均增长27.80%，截至2012年底，公司固定资产原值35.59亿元，其中房屋、建筑物占71.01%，机器设备占10.43%，管理设备及其他占6.39%，运输工具占0.86%，电子及办公设备占4.86%；对固定资产计提累计折旧11.41亿元(其中房屋、建筑物计提4.31亿元，机器设备计提2.47亿元，管理设备及其他计提1.57亿元，电子及办公设备计提1.19亿元)，计提固定资产减值准备0.13亿元(其中电子设备计提0.05亿元)；截至2012年底，公司固定资产净值24.05亿元，较上年增长35.83%。

近年来公司在建工程规模较小，主要为各门店装修费用。2011年较2010年增加部分主要为裕华大厦装修项目0.76亿元。截至2012年底，公司在建工程0.56亿元，主要为阳光商厦项目0.46亿元。

2010-2012年，公司无形资产变化不大。截至2012年底，公司无形资产7.09亿元，主要为土地使用权(占97.19%)及计算机软件(占2.81%)。

2010-2012年，公司商誉呈波动态势，三年分别为16.74亿元、21.72亿元和19.85亿元。其

中2011年增长较快主要是上海海航家乐企业管理有限公司商誉增至12.45亿元所致。主要构成如下表所示：

表12 公司近年商誉明细（单位：万元）

项目	2010 年底	2011 年底	2012 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	7067.88	7341.75	7067.88
上海海航家乐企业管理有限公司	82989.71	124454.15	112919.18
西安民生集团股份有限公司	5484.07	5484.07	5484.07
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	41623.79
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
北京海航家乐商业管理有限公司	--	7131.32	--
合计	167390.83	217160.32	198494.02

资料来源：公司财务审计报告

截至2013年3月底，公司资产总额167.20亿元，较2012年底增长1.06%；公司资产构成中，流动资产占45.66%，非流动资产占54.34%，较上年底变化不大。截至2013年3月底，货币资金56.48亿元，较上年底增长主要是新发行债券所致；公司其他应收款6.78亿元，较2012年底下降较快，主要系公司对部分前期遗留往来款项进行清理及前期挂账的租金收入收回等原因所致。公司非流动资产构成中，仍以长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉为主，较2012年底均变化不大。

总体看，公司新收购企业纳入合并报表范围使得公司资产规模有所增长，流动资产中货币资金和其他应收款占比较高；非流动资产中长期股权投资增长迅速，整体看，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

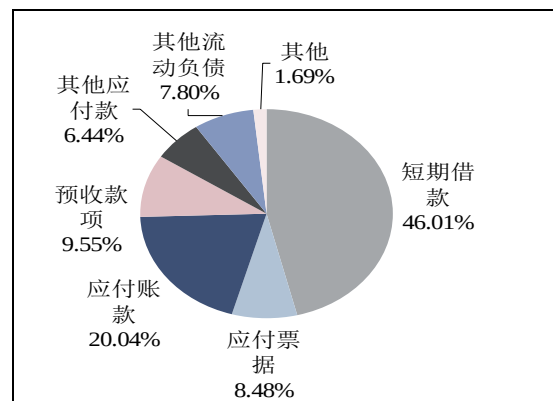
2010-2012年，公司所有者权益波动增长，截至2012年底，公司所有者权益40.21亿元，其中少数股东权益占29.56%，归属于母公司所有者权益占70.44%。截至2012年底，公司少数股东权益11.89亿元，较2011年底大幅下降的原因主要为公司回购中信信托持有的上海海航家乐60%股权，共计6亿元，使得少数股东权益减少6亿元；归属于母公司所有者权益29.91亿元，其中实收资本占34.80亿元，2011年增长部分主要为海航集团对公司的增资及引入天津信托及中信信托的投资；资本公积为-7.57亿元（公司资本公积为负值主要是因为合并西安民生及宝商集团所支付的对价与被合并方账目所有者权益之间的差额冲减所导致；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）；未分配利润1.09亿元。公司所有者权益构成稳定性尚可。

截至2013年3月底，公司所有者权益39.79亿元，较2012年底增略有下降，主要系少数股东权益减少所致；归属于母公司所有者权益构成中，较2012年底变化不大。

2010-2012年，公司负债合计年均增长38.09%，负债规模增长较为迅速。截至2012年底，公司负债合计125.24亿元，其中流动负债占77.98%，非流动负债占22.02%，以流动负债为主。

截至2012年底，公司流动负债97.67亿元，较上年增长20.47%，主要是由于短期借款增长较快所致，构成如下图所示：

图3 2012年底流动负债构成



资料来源：公司财务审计报告

截至2012年底，公司短期借款44.94亿元，较上年增长64.81%，其中质押借款占8.99%、抵押借款占49.60%、保证借款占40.19%、信用借款占1.22%。

截至2012年底，公司应付票据8.28亿元，全部为银行承兑汇票。截至2012年底，公司应付账款19.57亿元，较上年增长7.59%，主要是应付库存商品采购款增加，其中账龄在1年以内的占99.59%。公司预收款项9.32亿元，主要是购物卡预售所得。

2010-2012年，公司其他应付款呈下降趋势，年均下降35.73%，主要原因是公司新增项目逐渐减少，应付股权款逐步结清。截至2012年底，公司其他应付款为6.29亿元，主要为新收购企业与公司往来款及应付股权款、营业场所租赁费用，供应商质保金，供应商押金，应付装修款等。2012年其他应付款前5名如下表所示。

表13 公司2012年底其他应付款前5名

单位名称	金额 (万元)	内容
陕西欣源置业有限责任公司	18542.84	定金
天津大通置业投资控股集团有限公司	9000.00	股权款
陕西玉龙房地产开发有限公司	8167.60	应付购房款
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
合计	44610.44	

资料来源：公司提供

截至2012年底，公司其他流动负债7.62亿元，主要为2012年所发行的短期融资券“12海航商CP001”。

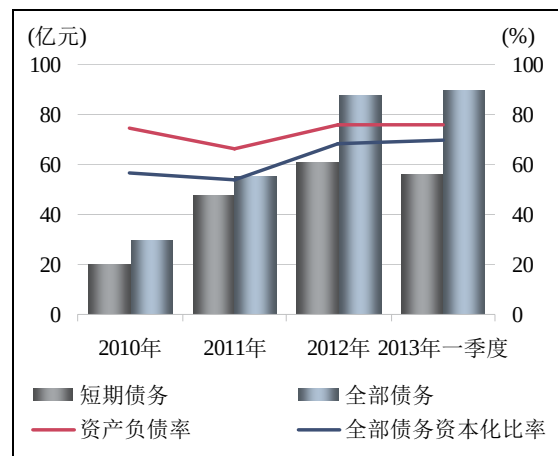
截至2012年底，公司非流动负债27.57亿元，主要由长期借款（占62.52%）和应付债券（占34.34%）构成。公司应付债券9.47亿元，主要为2012年发行的“12海航商MTN1”。长期应付款变化较大，2011年仅为0.15亿元，下降

较快主要是已结清2010年应付西安兴正元实业投资集团有限公司股权转让款1.21亿元所致。

截至2013年3月底，公司负债合计127.41亿元，较2012年底增长1.73%；公司负债构成中，流动负债占72.46%，非流动负债占27.54%，与2012年底相比，非流动负债占比有所上升，主要系“12海航商CP001”到期偿还及西安民生新发行6亿元公司债券所致。其余科目较2012年底变化不大。

2010-2012年，由于经营规模的扩大，公司债务总额大幅增长，2012年底公司全部债务为87.62亿元，其中短期债务占69.52%，长期债务占30.48%。2010-2012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波动上升，截至2012年底，三项指标分比为75.70%、68.55%和39.91%，公司债务负担较2011年底有所上升。

图4 近年公司债务情况



资料来源：公司提供

截至2013年3月底，公司全部债务为89.91亿元，较2012年底进一步上升。同期资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为76.20%、69.32%和46.25%。

总体看，公司权益规模显著扩大，结构较稳定；负债以流动负债为主，有息债务规模增长快，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010-2012年，由于流动资产规模的大幅增长，公司流动比率和速动比率均有所上升。截至2012年底两项指标分别为76.29%和67.86%，截至2013年3月底分别为74.65%和82.70%。2010-2012年，公司经营现金流动负债比分别为12.89%、30.35%和27.18%。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，2010-2012年，公司EBITDA分别为3.10亿元、5.99亿元和6.09亿元。2012年EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为2.62倍和14.38倍，总体看EBITDA对全部债务保护能力一般。

截至2013年3月底，公司对外担保余额2.92亿元，占2013年3月底所有者权益的7.34%。目前公司被担保企业经营正常，公司或有负债风险较小。

表 14 2013 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	期限	担保类型	担保金额(万元)
海航易控股有限公司	2012.12.5-2013.12.4	信用	7000.00
海航旅业控股(集团)有限公司	2012.4.13-2013.4.12	信用	5000.00
北京新华空港航空食品有限公司	2013.3.19-2014.3.18	信用	3700.00
国付宝信息科技有限公司	2012.12.11-2013.6.11	信用	3500.00
国付宝信息科技有限公司	2013.2.22-2014.2.21	信用	3000.00
国付宝信息科技有限公司	2012.3.31-2014.3.31	信用	3000.00
北京海航珺府投资有限公司	2013.2.4-2013.10.3	信用	3000.00
国付宝信息科技有限公司	2012.5.28-2013.5.28	信用	500.00
北京新华空港航	2013.2.22-2014.2.21	信用	500.00

空食品有限公司			
合计			29200.00

资料来源：公司提供

截至2013年3月底，公司在各商业银行、政策性银行共获得授信总额64.03亿元，其中未使用额度为5.91亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

2012年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对待偿还券9亿元“12海航商MTN1”的保护倍数分别为0.68倍、13.77倍和2.95倍。经营活动现金流对公司待偿还债券的保障能力较强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示，截至2013年6月24日，公司无未结清不良信贷信息、无已结清不良信贷信息，过往债务履约情况较好。

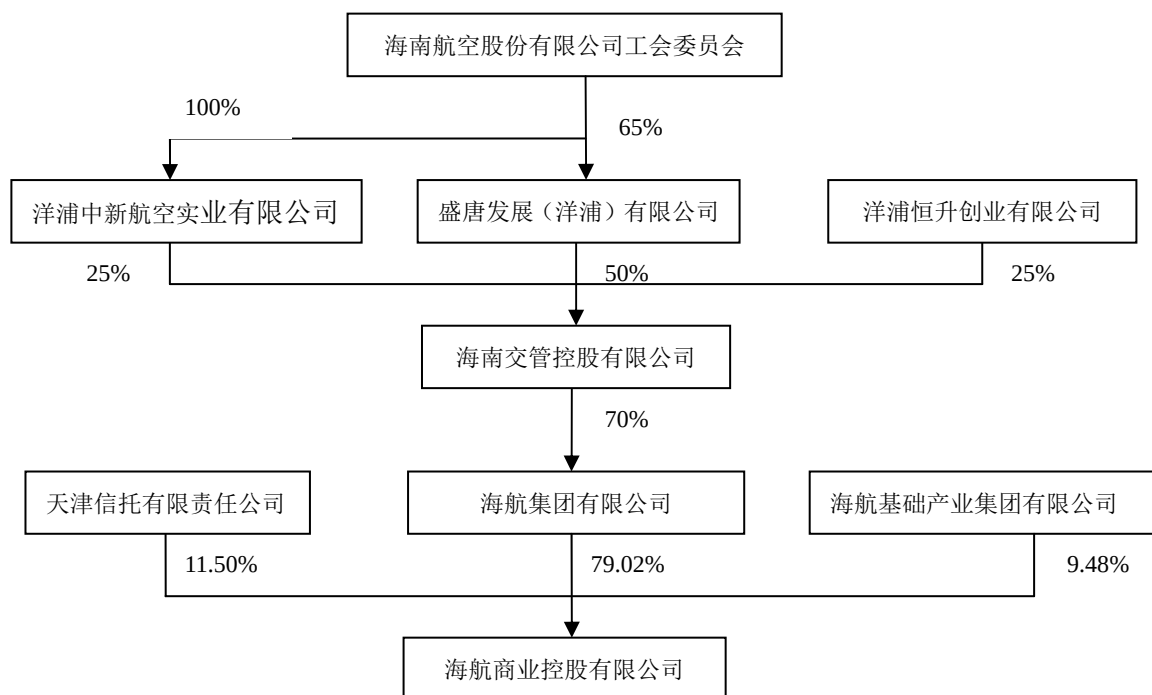
6. 抗风险能力

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

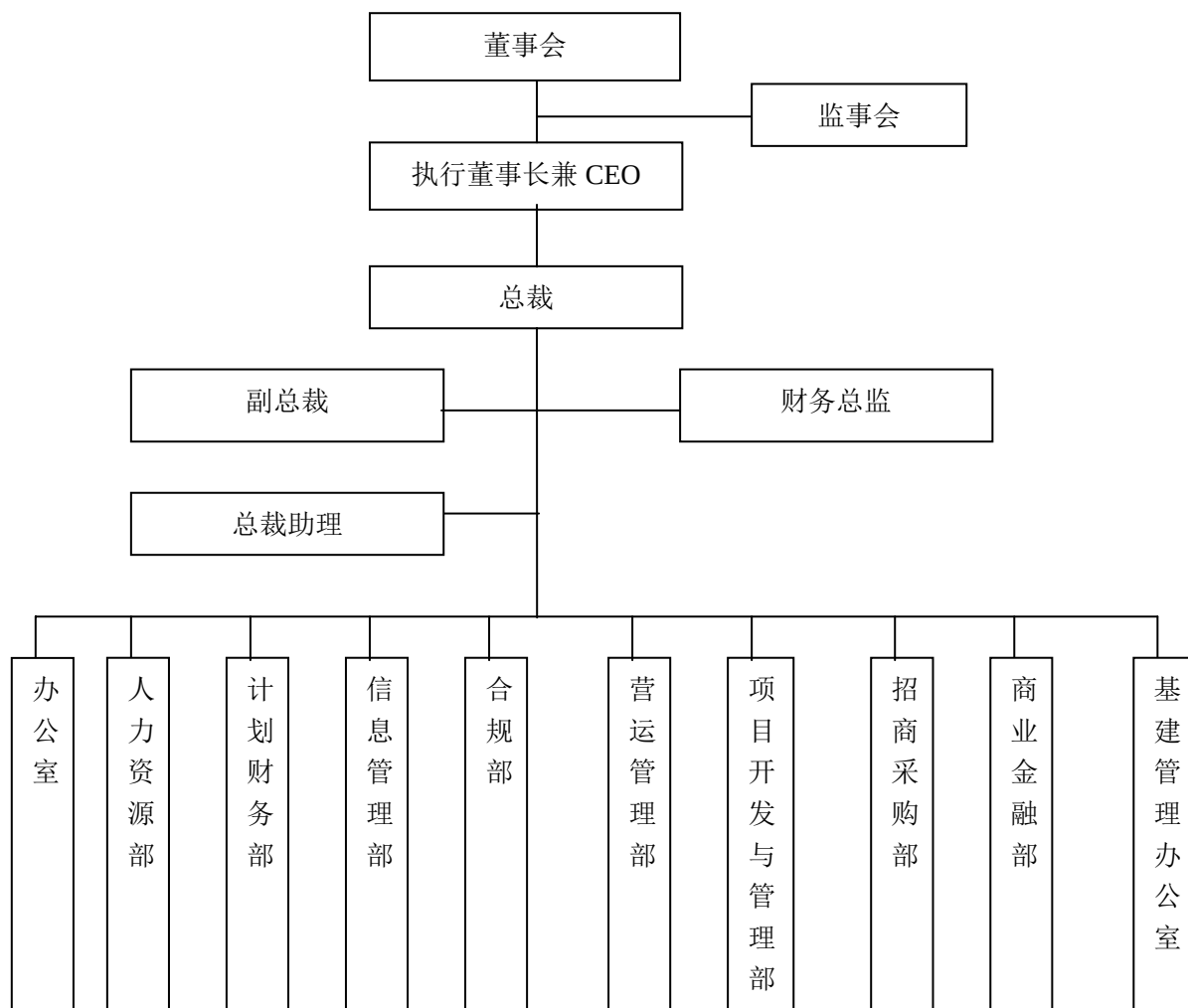
十、结论

综合考虑，联合资信维持海航商业控股有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12海航商MTN1”的信用等级为AA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	152879.27	258159.83	487789.67	78.62	564836.24
交易性金融资产					
应收票据	0.00	0.00	85.50	--	8.50
应收账款	5826.24	9318.82	6169.13	2.90	7694.69
预付款项	50575.17	57451.78	52985.68	2.36	47833.26
应收利息	42.74	34.48	41.97	-0.91	49.01
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	890.89
其他应收款	66450.30	146485.57	115053.65	31.58	67767.94
存货	52204.28	116949.43	82368.66	25.61	74337.41
一年内到期的非流动资产	0.00	7.73	0.00	--	0.00
其他流动资产	35.09	19.63	622.69	321.25	37.23
流动资产合计	328013.09	588427.28	745116.96	50.72	763455.16
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	1125.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款	5049.23	5049.23	0.00	-100.00	0.00
长期股权投资	2203.20	177777.99	217765.84	894.19	217765.84
投资性房地产	125294.18	127463.32	140547.58	5.91	139931.87
固定资产	147230.27	177036.14	240467.96	27.80	238442.93
在建工程	9730.01	17194.54	5562.81	-24.39	7501.52
工程物资					
固定资产清理	91.91	0.00	0.00	-100.00	0.00
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	75432.02	76784.69	70870.52	-3.07	70321.76
开发支出					
商誉	167390.83	217160.32	198494.02	8.89	198494.02
合并价差					
长期待摊费用	17182.96	39724.60	34069.64	40.81	34449.27
递延所得税资产	1883.47	1488.30	1606.41	-7.65	1605.56
其他非流动资产	252.87	13.52	0.00	-100.00	-3.03
非流动资产合计	552865.96	839692.66	909384.78	28.25	908510.29
资产总计	880879.06	1428119.94	1654501.74	37.05	1671965.45

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）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	191880.00	272670.45	449430.00	53.04	460730.00
交易性金融负债					
应付票据	3275.00	71354.26	82814.56	402.86	96087.31
应付账款	99032.26	181936.89	195725.60	40.58	208190.73
预收款项	74842.50	78574.68	93233.10	11.61	92934.64
应付职工薪酬	11646.27	13909.50	13731.92	8.59	10903.69
应交税费	-2609.63	80.49	-2293.68	-6.25	-5171.70
应付利息	207.59	422.29	558.89	64.08	544.55
应付股利	1486.36	1490.96	1379.50	-3.66	1379.50
其他应付款	152402.90	107072.84	62943.63	-35.73	57397.96
一年内到期的非流动负债	4648.46	9889.42	3000.00	-19.66	0.00
其他流动负债	127.10	73336.67	76177.51	2348.20	120.60
流动负债合计	536938.80	810738.45	976701.02	34.87	923117.27
非流动负债：					
长期借款	95497.90	126889.27	172390.00	34.36	185890.00
应付债券	0.00	0.00	94680.00	--	156435.00
长期应付款	13560.40	1507.81	151.02	-89.45	151.02
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	4525.37	2934.89	2583.61	-24.44	2583.61
递延收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	6221.21	6068.80	5916.40	-2.48	5878.30
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动负债合计	119804.89	137400.77	275721.03	51.70	350937.93
负债合计	656743.69	948139.23	1252422.05	38.09	1274055.20
所有者权益：					
实收资本(或股本)	145000.00	348000.00	348000.00	54.92	348000.00
资本公积	-52372.21	-48908.52	-75653.29	20.19	-75653.29
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	0.00	0.00	0.00	--	0.00
未分配利润	4047.50	-31.83	10866.80	63.85	11793.82
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司权益合计	96675.29	299059.65	283213.51	71.16	284140.53
少数股东权益	127460.07	180921.06	118866.17	-3.43	113769.72
所有者权益合计	224135.37	479980.71	402079.69	33.94	397910.24
负债和所有者权益总计	880879.06	1428119.94	1654501.74	37.05	1671965.45

附件 3 利润表

(单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1-3 月
一、营业收入	418582.75	869291.82	1018605.22	56.00	281785.90
减: 营业成本	325264.37	666790.42	799405.52	56.77	230260.83
营业税金及附加	3676.14	7569.25	9976.99	64.74	2109.59
销售费用	31269.37	95620.55	115535.35	92.22	24339.49
管理费用	43653.47	77719.52	76714.28	32.56	16445.62
财务费用	5639.95	27856.37	21316.19	94.41	5396.20
资产减值损失	594.26	916.33	246.85	-35.55	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	17974.55	1500.03	--	0.00
投资收益	1182.85	311.16	177.29	-61.29	0.00
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	9668.04	11105.09	-2912.63	--	3234.17
加: 营业外收入	653.86	2216.69	17064.18	410.86	195.53
减: 营业外支出	211.92	1177.34	1173.44	135.32	307.88
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	10109.99	12144.45	12978.11	13.30	3121.82
减: 所得税费用	955.91	2918.67	2168.56	50.62	502.58
四、净利润	9154.08	9225.78	10809.55	8.67	2619.24
其中: 归属于母公司的净利润	2557.74	-4079.34	6571.06	60.28	1692.23
少数股东损益	6596.34	13302.11	4238.49	-19.84	927.01

附件 4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1~3 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	471510.11	910050.85	1041415.74	48.62	301291.27
收到的税费返还	2.29	87.47	408.98	1235.60	27.06
收取利息、手续费及佣金的现金		58.20	0.27	--	15.12
收到其他与经营活动有关的现金	93869.78	193848.61	197666.42	45.11	62626.24
经营活动现金流入小计	565382.18	1104045.13	1239491.42	48.06	363959.69
购买商品、接受劳务支付的现金	384065.97	736301.34	835016.37	47.45	252993.32
支付利息、手续费及佣金的现金		1.55	0.18	--	0.32
支付给职工以及为职工支付的现金	26204.46	60487.61	72443.30	66.27	19289.88
支付的各项税费	16937.10	26388.97	35506.99	44.79	12876.88
支付其他与经营活动有关的现金	68973.89	34789.00	31017.04	-32.94	23263.25
经营活动现金流出小计	496181.42	857968.46	973983.88	40.11	308423.66
经营活动产生的现金流量净额	69200.77	246076.67	265507.54	95.88	55536.03
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	5992.56	15200.06	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	77.85	37.61	0.00	-100.00	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现	9.86	166.58	59.23	145.10	2.72
处置子公司及其他单位收到的现金净额	10367.32	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	65351.32	31998.35	38024.76	-23.72	24614.95
投资活动现金流入小计	81798.92	47402.59	38083.99	-31.77	24617.66
购建固定资产、无形资产等支付的现金	25616.91	57880.63	66332.59	60.92	5735.27
投资支付的现金	187014.60	300918.03	22370.62	-65.41	27754.20
取得子公司等支付的现金净额	28047.66	1196.48	150.00	-92.69	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	77582.27	40185.68	125.72	-95.97	0.00
投资活动现金流出小计	318261.44	400180.81	88978.93	-47.12	33489.47
投资活动产生的现金流量净额	-236462.53	-352778.22	-50894.94	--	-8871.81
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	60000.00	225000.00	38365.00	-20.04	0.00
取得借款收到的现金	290380.00	392980.00	704730.00	55.79	126550.00
发行债券收到的现金	0.00	70000.00	160000.00	--	59460.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3350.10	6260.00	12000.00	89.26	34788.84
筹资活动现金流入小计	353730.10	694240.00	915095.00	60.84	220798.84
偿还债务支付的现金	157889.08	276557.67	555359.15	87.55	176619.75
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12930.59	25071.71	25583.57	40.66	10632.10
支付其他与筹资活动有关的现金	12955.76	180628.50	358455.05	426.00	200.00
筹资活动现金流出小计	183775.44	482257.89	939397.76	126.09	192623.62
筹资活动产生的现金流量净额	169954.66	211982.11	-24302.76	--	28275.22
四、汇率变动对现金及现金等价物的影	0.00	0.00	0.00	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	2692.91	105280.56	190309.84	740.66	74839.44
加: 期初现金及现金等价物余额	150186.36	152879.27	258159.83	31.11	448469.67
六、期末现金及现金等价物余额	152879.27	258159.83	448469.67	71.27	523309.11

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	9154.08	9225.78	10809.55	8.67
加: 资产减值准备	594.26	916.33	246.85	-35.55
固定资产折旧及其他	8162.22	14775.91	14045.39	31.18
无形资产摊销	1986.43	2429.58	2142.40	3.85
长期待摊费用摊销	1967.18	1260.65	8531.51	108.25
处置固定资产、无形资产等损失	100.48	308.42	4809.70	591.86
固定资产报废损失	16.98	44.21	16.09	-2.65
公允价值变动损失	0.00	-17974.55	-1500.03	--
财务费用	6346.85	29336.41	22342.34	87.62
投资损失	-1182.85	-311.16	177.29	--
递延所得税资产减少	-374.40	395.17	-87.35	--
递延所得税负债增加	-63.50	-152.40	-169.35	--
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	--
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少	-6031.79	-64787.94	26248.38	--
经营性应收项目的减少	-54926.03	113165.25	73116.45	--
经营性应付项目的增加	103450.85	157445.02	104777.75	0.64
其他	0.00	0.00	0.58	--
经营活动产生的现金流量净额	69200.77	246076.67	265507.54	95.88

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	45.07	114.80	130.81	--
存货周转次数(次)	8.57	7.88	8.02	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.75	0.66	--
现金收入比 (%)	112.64	104.69	102.24	106.92
盈利能力				
营业利润率 (%)	21.42	22.42	20.54	17.54
总资本收益率(%)	3.44	3.73	2.83	--
净资产收益率(%)	4.08	1.92	2.69	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	29.88	20.91	39.91	46.25
全部债务资本化比率(%)	56.85	53.59	68.55	69.32
资产负债率(%)	74.56	66.39	75.70	76.20
偿债能力				
流动比率(%)	61.09	72.58	76.29	82.70
速动比率(%)	51.37	58.15	67.86	74.65
经营现金流动负债比(%)	12.89	30.35	27.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.54	2.04	2.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.54	9.24	14.38	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.57	-0.19	0.24	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-19.14	-3.64	9.24	--

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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。