

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1319 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，评级展望为负面，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
二零一四年七月二十八日



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: 负面
上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用

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

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.82	48.79	59.76	62.65
资产总额(亿元)	142.81	165.45	212.37	215.74
所有者权益(亿元)	48.00	40.21	49.39	49.04
长期债务(亿元)	12.69	26.71	37.09	45.52
全部债务(亿元)	55.41	87.62	119.54	126.73
营业收入(亿元)	86.93	101.86	106.02	28.80
利润总额(亿元)	1.21	1.30	3.02	0.44
EBITDA(亿元)	5.99	6.09	10.01	--
经营性净现金流(亿元)	24.61	26.55	2.49	5.81
营业利润率(%)	22.42	20.54	21.53	19.42
净资产收益率(%)	1.92	2.69	3.75	--
资产负债率(%)	66.39	75.70	76.75	77.27
全部债务资本化比率(%)	53.59	68.55	70.77	72.10
流动比率(%)	72.58	76.29	94.31	102.71
全部债务/EBITDA(倍)	9.24	14.38	11.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.04	2.62	2.01	--
经营现金流/流动负债(%)	30.35	27.18	2.03	--

注: 2014 年一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

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”)对收购合并后的现有超市企业及业务进一步整合, 百货业务收入及毛利率持续提升, 整体营业收入保持较大规模; 2014 年以来公司获得股东 20 亿元现金增资支持, 资本金实力显著增强。但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内, 零售行业竞争激烈、增速放缓, 公司多个子公司超市业务出现亏损, 债务规模持续快速增长导致财务费用高企等因素影响到公司的盈利水平, 公司主业亏损程度加大。同时, 跟踪期内, 公司其他应收款快速增加, 回收情况存在不确定性; 公司超市业务仍处于整合清理阶段, 未来整合成效值得关注。

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, 评级展望为负面, 并维持“12 海航商 MTN1”的信用等级为 AA。

优势

1. 公司控股股东海航集团有限公司实力较强, 2014 年以来合计已向公司完成现金增资 20 亿元, 公司资本金实力显著增强。
2. 2013 年公司百货业务经营良好, 收入规模及毛利率持续提升。
3. 公司现金类资产充裕, 经营活动现金流入量大, 对存续期内债券保障能力强。

关注

1. 商业零售行业竞争激烈, 2013 年行业成本上升、增速放缓, 电子商务对传统零售业冲击较大。
2. 2013 年主业亏损程度加剧, 其中宝商佳美家、上海家得利、家乐投资等超市业务发生亏损, 未来公司对超市业务整合成效值得关注。

3. 2013年，公司投资性房地产公允价值变动收益3.11亿元，处置长期股权投资产生的投资收益2.57亿元，对利润贡献很大；部分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。
4. 跟踪期内，公司其他应收款快速增加，回收情况具有不确定性。
5. 跟踪期内，公司资金使用效率较低；债务规模持续快速扩张，债务负担较重；财务费用增长快，对利润侵蚀大。

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（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 亿元股权对公司增资扩股（其中 271.28 万元计入资本公积），公司注册资本增加至 11 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 16.50 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。截至 2013 年底，公司注册资本 34.80 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。公司于 2014 年 4 月 8 日召开股东会会议，根据公司股东会决议（海航商业股[2014]3 号），海航集团对公司现金增资 20.00 亿元，至 2014 年 7 月 5 日增资款已全部到位，公司实收资本增至 56.80 亿元。目前公司已完成工商变更，注册资本增至 56.80 亿元。至此，海航集团投资 51.50 亿元，持有公司

90.67%的股权；海航基础产业集团有限公司投资 3.30 亿元，持有公司 5.81%的股权；天津信托投资 2.00 亿元，持有公司 3.52%股权。

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 3 月底，公司资产总额 215.74 亿元，所有者权益 49.04 亿元（含少数股东权益 15.51 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 28.80 亿元，利润总额 0.44 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据

初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；

灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改

造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财金[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;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,扩大“营改增”试点范围,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以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构

调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。跟踪期内,中国零售行业保持了较好的发展趋势。根据《2013年国民经济和社会发展统计公报》,全年社会消费品零售总额237810亿元,比上年增长13.1%,扣除价格因素,实际增长11.5%。按经营地统计,城镇消费品零售额205858亿元,增长12.9%;乡村消费品零售额31952亿元,增长14.6%。按消费形态统计,商品零售额212241亿元,增长13.6%;餐饮收入额25569亿元,增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中,粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长13.9%,服装、鞋帽、针纺织品类增长11.6%,化妆品类增长13.3%,金银珠宝类增长25.8%,日用品类增长14.1%,家用电器和音像器材类增长14.5%,中西药品类增长17.7%,文化办公用品类增长11.8%,家具类增长21.0%,通讯器材类增长20.4%,石油及制品类增长9.9%,汽车类增长10.4%,建筑及装潢材料类增长22.1%。

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 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%。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。

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《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 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2014年6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. 企业规模

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。

3. 主要子公司

截至2014年3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）为A股上市公司。

表3 截至2014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”）	34.68	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	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
中南海航投资有限公司	100.00	10000

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。经过多次募集和增发，2012年底公司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，购回期限为一年，交易后海航商业持有西安民生34.68%的股份；截至2014年3月底西安民生前十大股东如下表所示。

表4 2014年3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	34.68
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	中信证券股份有限公司约定购回专用账户	2180.50	4.61
5	西安民生劳动服务公司	475.70	1.01
6	彭朵花	100.00	0.21
7	黄丽佳	80.00	0.17
8	青岛瀚洋东盛贸易有限公司	70.00	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

2014年5月21日，公司已按约定实施回购，对西安民生持股比例回升至39.29%，为西安民生控股股东。

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3月底，西安民生资产总额68.97亿元，所有者权益合计17.25亿元；2014年1~3月实现营业收入11.36亿元，利润总额0.30亿元。

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。

七、经营分析

1. 经营分析

在 2011~2012 年完成一系列超市类企业股权收购后,2013 年公司未进行超市并购活动,处于培育整合期间。从表 5 可以看出,跟踪期内公司营业收入增长主要源自于百货业态收入增长。从主营业务收入构成来看,百货收入占比升至 34.20%;由于超市收入略有下降,其主营业务占比由 2012 年的 66.28%降至 60.35%,百货和租金收入占比分别为 34.20%和 1.12%,同比略有上升,整体构成变化不大。

从毛利率来看,公司核心业务百货和超市业务毛利率2013年分别为23.20%和10.65%,百货毛利率持续上升,超市业务毛利率则持续下降。由于毛利率较高的百货业务收入占营业收入的比重上升,公司整体毛利率由2012年的 21.52%上升至22.72%。

2014年1~3月,百货和超市业务占主营业务的比重分别为35.51%和61.04%,毛利率分别为17.97%和9.66%,一季度促销力度大毛利率暂时偏低,但同比变动不大。

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。

表5 公司营业收入与毛利润构成情况

业务板块	营业收入(亿元)			毛利率(%)		
	2012年	2013年	2014年1~3月	2012年	2013年	2014年1~3月
主营业务	91.58	96.90	26.64	13.80	15.79	14.30
其中:百货	30.68	33.14	9.46	18.58	23.20	17.97
超市	60.70	58.50	16.26	11.32	10.65	9.66
租金	0.20	1.09	0.09	40.00	30.28	55.56

表6 截至2014年3月底海航商业百货业态核心门店经营情况一览(单位:平方米、万元)

门店	开业时间	营业面积	物业性质	2012年收入	2013年收入	14年1-3月收入
民生解放路店	1958年	53404	自有	109243.44	105477.17	25788.31

其他业务	10.28	9.12	2.16	90.27	96.27	95.83
合计	101.86	106.02	28.80	21.52	22.72	20.42

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。跟踪期内,公司新开民生百货文景店,文景店位于西安市政府新址正对面,建筑面积4.05万平米,共有5层,负一楼经营家电、超市、陕西特产,一楼经营化妆品、鞋包、珠宝、黄金等,二楼经营女装,三楼经营男装,四楼为餐饮,除餐饮外共计有约210个品牌。文景店于2013年9月26日试营业,2013年9~12月和2014年1~3月分别实现营业收入3641.84万元和3854.00万元,经营业绩良好。

跟踪期内,公司百货经营实现稳步增长。2013年公司百货收入33.14亿元,同比增长8.02%,占主营业务收入的34.20%,占比较上年有所上升;2013年毛利率为23.20%,同比上升4.63个百分点。2014年1~3月,百货收入9.46亿元,同比增长2.05%;占主营业务收入的35.51%;毛利率为17.97%,同比上升1.14个百分点。

民生西大街店	2007 年 9 月	18145	自有	22626.36	22377.37	5493.51
民生国际	2011 年 5 月	35084	租赁	15854.44	18676.51	5409.27
华城百货	2010 年 8 月	22588	自有	4846.61	5730.42	2281.31
宝商新世纪店	2007 年	16000	自有	12272.10	13716.37	3577.37
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	16379.56	12341.50	9566.22
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	4397.61
西安兴正元百货	2009 年 2 月	67486	自有	83542.10	89398.91	22435.83
民生百货延安店	2011 年 10 月	18190	自有	12179.38	16855.77	4647.75
民生电器	2011 年 4 月	10001	租赁公司场地	10873.32	19196.73	4785.88
民生百货五路口店	2012 年 9 月	20202	自有	2482.13	8443.73	2345.35
民生百货文景店	2013 年 9 月	28876	自有	--	3641.84	3854.00
合 计	--	360601	--	306781.47	331443.91	94582.41

资料来源：公司提供

注：汉中世纪阳光大厦于2013年7-11月进行停业装修，期间无营业收入

3. 超市业态

自 2011 年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”）以来，

公司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 7 超市业态核心门店经营情况一览（单位：平方米、家、万元）

经营主体	营业面积	门店数量	分布区域	2012 年收入	2013 年收入	14 年 1-3 月收入
民生家乐	67667.00	14	陕西	52646.01	57465.74	20499.53
宝商家美佳	119596.00	31	陕西、甘肃	100738.83	107515.61	32851.48
上海家得利	140553.00	160	上海、江苏	186087.35	145632.57	30397.96
其中：上海家得利	124400.00	118	上海	165171.93	128089.98	26181.40
江苏超越超市	16153.00	42	江苏	20915.42	17542.58	4216.56
湖南家润多	179400.00	34	湖南	195378.31	177368.61	50923.97
家乐投资	71735.00	27	陕西	35397.56	35646.53	10829.12
广东乐万家	73545.00	32	广东	37977.23	42876.85	12283.55
西安民生	18320.00	2	陕西	16415.92	17767.62	4770.81

资料来源：公司提供

注：此处统计数据仅为超市业务收入及利润总额。

（1）民生家乐

跟踪期内，陕西民生家乐连锁有限责任公司（以下简称“民生家乐”）关闭韩城店和兴平南关南路店、新开凤城八路店；截至 2014 年 3 月底，门店数量为 14 家，营业面积由上年同期

的 8.08 万平方米减至 6.77 万平方米。现有店面中科技路店为自购房产，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。跟踪期内，民生家乐位于西安市未央区建章北路的自建物流中心仓储及配送能力未发生变化，而员工人数随业务量的增加而增至 95 人，并通过保本作业、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。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 1~3 月实现超市业务收入 2.05 亿元，利润总额 12.94 万元。

未来发展方面，民生家乐将继续巩固陕北、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）为主的重点发展区域，继续打造知名超市连锁品牌。

（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。三棵树公司目前持有拥有西安市 18 家、外埠 1 家共计 19 家门店，营业面积共约 1.50 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 1~3 月实现合并收入 1.08 亿元，利润总额为 1.84 万元。

（3）宝商家美佳

宝商家美佳主要经营日用百货及食品为主，截至 2014 年 3 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。跟踪期内，宝商家美佳关闭兴平县门西街店，目前经营面积（包含外租面积）为 11.96 万平方米。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 1~3 月实现合并收入 3.29 亿元，超市业务利润总额转正，为 949.92 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；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 3 月底，上海家得利共有综超门店 160 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 1~3 月上海家得利超市业务收入 3.05 亿元，利润总额-457.71 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3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，较上年同期增长4.52%。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，同比亏损额减少814.57万元。2014年1~3月江苏超越超市业务收入4216.56万元，利润总额-11.04万元。

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；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主的核心竞争力。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。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，上海家得利不

再合并湖南家润多。截至2014年3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17.94万平方米。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；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51%的股权。截至2014年3月底，广东乐万家共有超市门店32家，其中跟踪期内新开门店4家；总营业面积7.35万平方米，较上年同期增长41.62%；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，并逐渐完善平远县的网络布局，在以上地区布点有利于日后拓展赣州市场，奠定基础；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，并在梅州市外围寻求发展机会。

总体上，公司百货业发展良好，推动了公司主营业务收入及综合毛利率的提高。经过股权收购带来的扩张阶段后，公司超市业务正处于整合、清理期间，跟踪期内宝商佳美家、上海家得利、家乐投资等超市业务出现亏损，公司超市业务利润总额合计亏损约2464.32万元，未来整合成效值得关注。

4. 未来发展

目前，公司主要在建工程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；截至2014年3月底已投资1.13亿元（其中1.00亿元已转固定资产），工程尚未进行竣工决算，也未开始营业。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3月底，公司所有在建工程（按实际建设进度统计，与2014年一季报财务数据口径不同）合计总投资额4.92亿元，已完成投资2.87万元（其中1.91亿元已转固定资产），尚需投资2.05亿元，其中计划筹资0.13亿元，自有资金投资1.92亿元。

从未来发展来看，在目前零售业成本压力及电商冲击的环境下，公司2014年起主要以陕西区域、湖南华东区域、天津东北区域及海南区域等四大区域为基点，以大型百货、超市、购物中心为主要业态，以开店、并购、管理输出等多种方式，积极尝试新业态，多业态协同发展，做强区域市场，向三、四线城市下沉，择机收购所属地市具有影响力的百货或综合类零售企业及商业地产项目，以快速占领当地商业市场份额。

八、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4月底，写字楼累计完成租赁面积4.50万平方米，出租率为62%，整层出售1.37万平方米；佰御都公寓已实现44套公寓的销售，计划2016年12月31日前完成清盘；海航万邦购物中心计划将于2014年9月开业。

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“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）应收青岛家乐贷款本金及利息计入“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 6 月底，公司应收青岛家乐 26.86 亿元代偿款及贷款本金仍未收回，未来可回收额及回收时间具有不确定性，联合资信将对上述事项的进展保持关注。

九、财务分析

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 年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，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优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，合并范围较上年底增加 1 家。2014 年 3 月底合并范围较上年底无变化。

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 3 月底，公司资产总额 215.74 亿元，所有者权益 49.04 亿元（含少数股东权益 15.51 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 28.80 亿元，利润总额 0.44 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 106.02 亿元、营

业成本81.93亿元，同比分别增长4.08%和2.49%；2013年收入主要来自百货业务的增长，百货业务营业能力持续提升，当年营业利润率较2012年上升0.99个百分点至21.53%。

公司期间费用看依然以销售费用和管理费用为主，合计占营业收入的比重为23.94%，同比上升2.97个百分点；此外，由于有息债务的大幅增加，公司财务费用增长迅速，2013年财务费用5.60亿元，同比增长162.50%，对利润侵蚀大。

2013年，公司公允价值变动收益3.12亿元，主要为公司间接持有的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”）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。2013年公司投资收益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。营业外收入为0.16亿元，主要为政府补助、固定资产处置利得等。2013年公司利润总额和净利润分别为3.02亿元和1.85亿元，同比分别增长132.82%和71.18%，但主要来自非经营性收益，持续性差。

从盈利指标看，2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.04%和3.75%，均较上年有所提升。

2014年1~3月，公司实现营业收入28.80亿元，占2013年全年的27.17%；同期，公司营业成本22.93亿元，占2013年全年的27.98%；营业利润率为19.42%。2014年1~3月，公司分别实现利润总额和净利润0.44亿元和0.37亿元，占2013年全年的14.51%和19.93%，暂无大规模非经营性损益发生。

总体看，跟踪期内，公司营业收入及营业利润率在百货业务的带动下有所增长，但期间费用占比进一步上升，财务费用增长快，对利润侵蚀较大；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。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013年公司经营活动现金流仍然主要由销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金构成，分别为116.15亿元和92.81亿元，同比分别增长11.53%和11.15%；收到的其他与经营活动有关的现金20.81亿元，主要是收到的房租、物业费、商户费用、商户水电费及代收商户销货款等；支付其他与经营活动有关的现金31.23亿元，规模较大，主要为公司代未列入合并范围的子公司青岛家乐偿还的信托贷款本金及利息（外部投资者出资部分）合计21.02亿元，此外主要为支付关联企业往来款。2013年，公司经营活动产生的现金流量净额2.49亿元，由于代偿等其他经营有关现金支出较大，导致经营活动现金流净额大幅下降；剔除非经营性的代偿款的影响，实际经营活动现金流净额同比变动不大。2013年公司现金收入比为109.56%，现金收入质量同比有所上升。

从投资活动看，2013年，公司投资活动现

金流入3.42亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金2.67亿元，主要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（总价款为3.69亿元，报表编制时发生超额抵销）；投资活动现金流出5.74亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金4.17亿元，另有投资支付的现金1.57亿元，主要为公司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支付的总价款1.27亿元及其他项目保证金等；公司投资活动现金流净额为-2.31亿元，投资规模继续下降。

从筹资活动看，2013年，公司筹资活动现金流入106.77亿元，主要是银行借款取得现金，另外吸收投资收到的现金2.00亿元为天津信托对公司控股子公司天津国际商场（其中0.50亿元实收资本，形成1.5亿元资本公积，增资后公司持股61.54%）的增资款；西安民生发行公司债收到募集资金5.95亿元计入发行债券收到的现金；收到其他与筹资活动有关的现金4.33亿元为部分往来款；筹资活动现金流出为99.44亿元，主要是偿还债务支付的现金。2013年，公司筹资活动产生的现金流量净额为7.33亿元，从上年的2.43亿元净流出转为净流入。

2014年1~3月，公司经营活动现金流净额分别为5.81亿元，收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，占经营活动现金流入和流出的比重较大。投资活动产生的现金流量净额-1.33亿元，全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。筹资活动偿还债务支付的现金相对较多，筹资活动现金流净流出2.34亿元。

总体看，跟踪期内，公司保持较大的经营活动现金流入规模，经营活动现金流构成中与关联企业往来款仍然较多，且经营活动现金流净额受代偿款支出的影响波动较大；近期公司无大规模投资或并购计划，融资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额212.37亿元，同比增长28.36%；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。

截至2013年底，公司流动资产115.88亿元，同比增长55.52%，主要来自货币资金、其他应收款及存货的增加，其他科目变动不大。

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%，货币资金占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。应收账款余额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，1年以内的占98.77%，账龄短；前五名合计0.43亿元，占应收账款余额的29.03%，集中度一般；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。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。

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”，回收情况存在不确定性。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%。

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。存货余额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。

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。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”应付公司海航资本控股有限公司的5.00亿元往来款相抵），截至2014年6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。

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，除上年底的天津国际商场及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%。

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、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。在建工程规模较小，主要为各门店装修费用，2013年底合计1.26亿元。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”。商誉19.71亿元，依然为上海海航家乐企业管理有限公司、西安曲江海航购物中心有限公司等公司形成，

同比变化不大。

2013年公司新增其他非流动资产2.60亿元，主要为为西安民生支付陕西欣源置业有限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3月底，公司资产总额215.74亿元，较上年底增长1.59%；公司资产构成中，流动资产占57.01%，非流动资产占42.99%，构成较上年底变化不大。截至2014年3月底，公司应收账款0.91亿元，较上年底下降38.63%，主要由于公司加大应收债权清理力度，集中收回大量应收账款所致；其他应收款36.31亿元，较上年底增长20.37%，主要由于西安民生支付较多项目进度款，在未达到资产确认之前暂计入其他应收款所致；投资性房地产19.90亿元，较上年底下降16.02%，由于公司编制2014年一季度财务报表时早于2013年年报完成时间，子公司山东海航商业投资性房地产未按2013年审计报告中公允价值计量，而是仍按之前成本法入账，导致当期投资性房地产较低，实际较2013年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构转为以流动资产为主，流动资产中货币资金占比较大，但资金使用效率较低；其他应收款快速增长且回收情况存在不确定性；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。

负债及所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益49.39亿元，增加来自未分配利润；其中实收资本34.80亿元，未分配利润4.21亿元，少数股东权益15.67亿元；资本公积-5.29亿元，较2012年底增加2.28亿元，系天津信托对天津国际商场增资、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。截至2014年3月底，公司所有者权益49.04亿元，构成基本无变化。总体看，跟踪

期内，公司所有者权益稳定性尚可。

截至2013年底，公司负债合计162.99亿元，同比增长30.14%，主要来自长短期借款、应付债券及应付票据等的增加；其中流动负债占75.39%，占比略有下降。

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64.11亿元（包括信托借款及银行贷款），同比大幅增长42.64%；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；应付账款22.19亿元，同比增长13.35%，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93.94%；预收款项10.11亿元，主要是购物卡预售所得；其他应付款5.79亿元，主要为应付股权款、购房款及工程款等；一年内到期的非流动负债5.63亿元，增加较多，全部为一年内到期的长期借款；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”的到期兑付。

截至2013年底，公司非流动负债40.11亿元，其中长期借款21.67亿元（包括信托借款及银行贷款），应付债券15.43亿元，为公司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。

截至2014年3月底，公司负债合计166.70亿元，较2013年底增长2.28%；其中流动负债占71.84%，占比继续下降，主要由于公司偿还了上年底大部分一年内到期的非流动负债。其余科目较2012年底变化不大。

截至2013年底，公司全部债务119.54亿元，同比增长36.43%，其中长短期债务分别为37.09亿元和82.45亿元，分别较上年底有所增加；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为76.75%、70.77%和42.89%，均较上年底有所上升，2014年3月底继续升至77.27%、72.10%和48.14%。

总体看，跟踪期内，公司负债仍以流动负

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。考虑到公司控股股东于2014年5月以来对公司现金增资20亿元，增资后公司债务压力有所缓解。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着流动资产的快速增长，2013年公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为94.31%和77.03%，2014年3月底进一步提升至102.71%和86.13%。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，经营现金流动负债比由2012年的27.18%降至2.03%。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，2013年，公司EBITDA为10.01亿元，同比大幅增长64.25%；同期EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA分别为2.01倍和11.95倍，总体看EBITDA对全部债务保护能力一般。

截至2014年3月底，公司对外担保余额3.87亿元，占2014年3月底所有者权益的7.89%。目前公司被担保企业经营正常，公司或有负债风险较小。

表8 2014年3月底公司对外担保情况

被担保单位	担保期限	担保类型	担保金额（万元）
北京首都航空有限公司	2013.8.4-2014.8.4	信用	19000.00
湖南益阳粒粒晶粮食购销有限公司	2014.4.5-2015.4.5	信用	10000.00
北京新华空港航空食品有限公司	2014.3.10-2015.3.10	信用	3700.00
北京海航珥珥投资有限公司	2013.11.4-2014.11.4	信用	3000.00
北京新华空港航空食品有限公司	2014.2.15-2015.2.15	信用	500.00
海航基础产业集团有限公司	2013.8.22-2014.8.22	信用	2500.00

合计	--	--	38700.00
----	----	----	----------

资料来源：公司提供

截至2014年3月底，公司在各银行及金融机构共获得授信（不包括信托借款）总额109.01亿元，其中未使用额度为46.49亿元。公司间接融资渠道畅通。

“12 海航商 MTN1”到期日为 2015 年 4 月 16 日。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产 62.65 亿元，剔除使用受限的 2.65 亿元后，为“12 海航商 MTN1”的 6.67 倍。2013 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债券“12 海航商 MTN1”的保护倍数分别为 1.11 倍、15.22 倍和 0.28 倍。公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量大，对“12 海航商 MTN1”的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版）（报告编号：No.B201406190036949301）显示，截至 2014 年 6 月 19 日，公司无未结清、已结清不良信贷信息，过往债务履约情况较好。

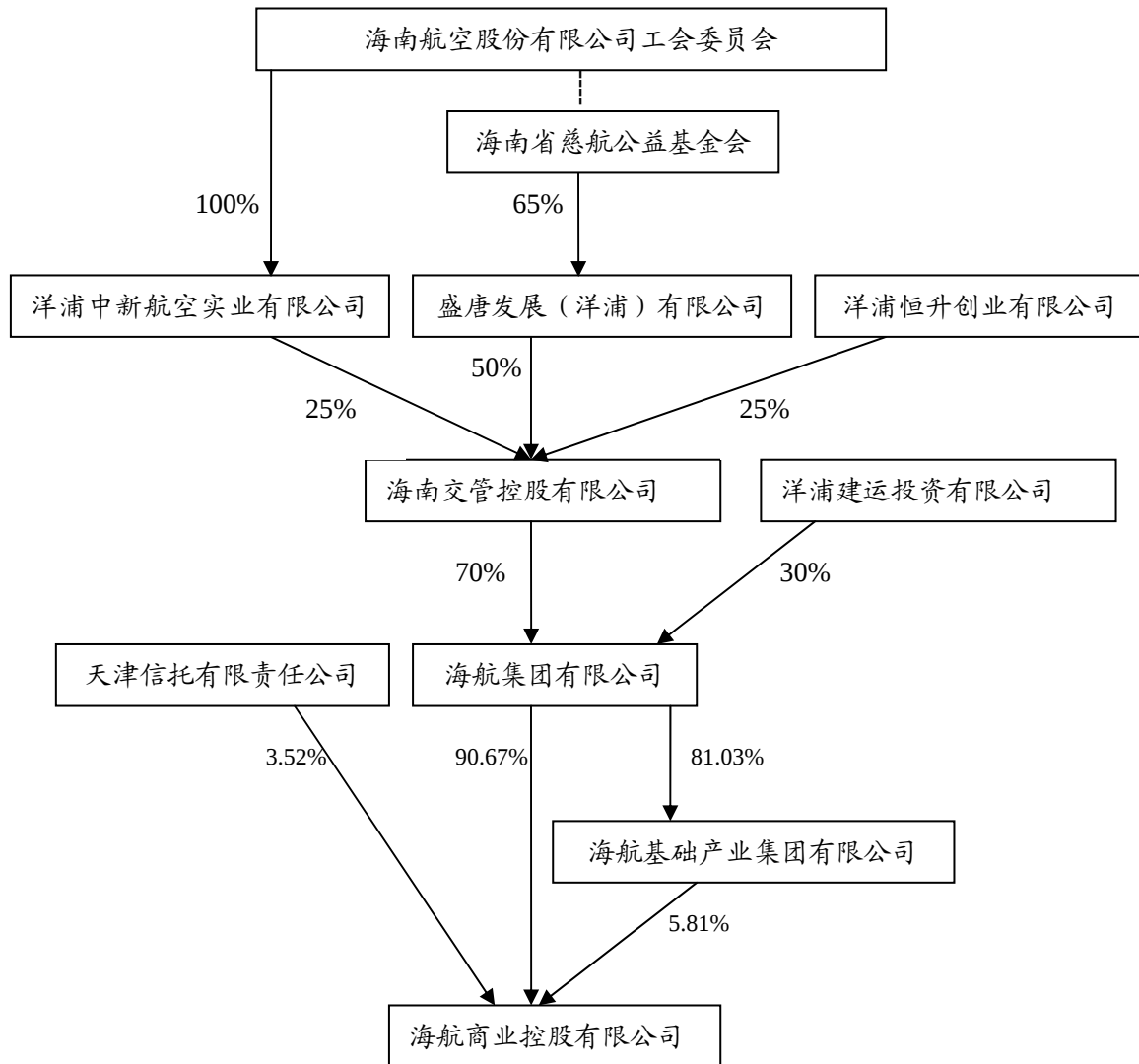
6. 抗风险能力

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

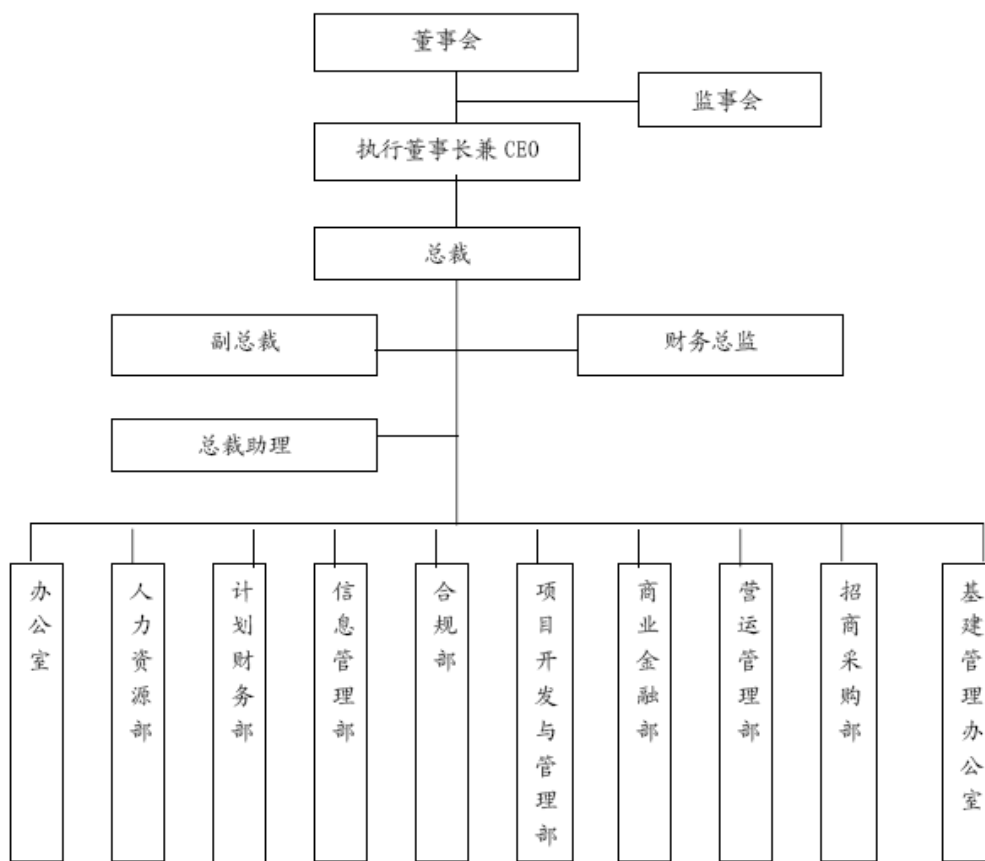
十、结论

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，评级展望为负面，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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.82	48.79	59.76	62.65
资产总额(亿元)	142.81	165.45	212.37	215.74
所有者权益(亿元)	48.00	40.21	49.39	49.04
短期债务(亿元)	42.73	60.92	82.45	81.21
长期债务(亿元)	12.69	26.71	37.09	45.52
全部债务(亿元)	55.41	87.62	119.54	126.73
营业收入(亿元)	86.93	101.86	106.02	28.80
利润总额(亿元)	1.21	1.30	3.02	0.44
EBITDA(亿元)	5.99	6.09	10.01	--
经营性净现金流(亿元)	24.61	26.55	2.49	5.81
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	102.20
营业利润率(%)	22.42	20.54	21.53	19.42
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	48.14
全部债务资本化比率(%)	53.59	68.55	70.77	72.10
资产负债率(%)	66.39	75.70	76.75	77.27
流动比率(%)	72.58	76.29	94.31	102.71
速动比率(%)	58.15	67.86	77.03	86.13
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：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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。