

信用等级公告

联合[2015] 860 号

联合资信评估有限公司通过对重庆商业投资集团有限公司及其拟发行的 2015 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

重庆商业投资集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

重庆商业投资集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

重庆商业投资集团有限公司

2015 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: 10 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

发行目的: 用于置换公司本部和子公司的银行贷款

评级时间: 2015 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	79.18	124.23	152.41	179.73
所有者权益(亿元)	37.51	57.98	61.72	61.54
长期债务(亿元)	10.10	15.50	16.36	22.36
全部债务(亿元)	20.06	38.69	54.61	72.39
营业收入(亿元)	24.59	24.41	24.29	6.22
利润总额(亿元)	0.36	2.06	0.77	0.30
EBITDA(亿元)	2.72	3.71	3.39	--
经营性净现金流(亿元)	-1.15	3.38	4.78	1.19
营业利润率(%)	19.83	22.18	24.14	24.83
净资产收益率(%)	0.63	2.74	0.57	--
资产负债率(%)	52.62	53.32	59.51	65.76
全部债务资本化比率(%)	34.84	40.02	46.95	54.05
流动比率(%)	83.39	56.51	47.87	57.69
全部债务/EBITDA(倍)	7.37	10.42	16.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	2.31	1.12	--
EBITDA/本期中期票 额度(倍)	0.27	0.37	0.34	--

注: 1. 2013 年财务数据采用 2014 年期初数;

2. 其他流动负债中短期融资券及非公开定向融资工具调整至短期债务核算;

3. 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 毓 李祥源 霍 焰

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

重庆商业投资集团有限公司 (以下简称“重庆商投”或“公司”) 作为重庆市国资委下属国有企业, 是重庆市连锁超市、农产品批发市场的重要经营实体以及重庆市三级食品 (农产品) 市场体系的建设主体。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了其连锁超市作为重庆市“菜篮子工程”的重要组成部分、农产品市场体系的唯一建设主体获得来自政府的多方面有力支持, 销售网络覆盖面广, 具备一定的规模优势, 竞争力较强。同时, 联合资信也关注到公司债务规模上升快、整体盈利能力较弱及对外投资规模大等不利因素对公司信用基本面可能带来的不利影响。

重庆市经济快速发展, 人均收入不断提高, 给公司连锁超市和农贸市场等业务创造了良好的外部环境。未来随着双福国际农贸城经营不断成熟, 朝天门国际商贸城投入运营, 公司收入和利润规模有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。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。

优势

1. 重庆市不断增长的区域经济和人均收入为公司连锁超市和农贸市场等业务创造了良好的外部环境。
2. 公司作为重庆市连锁超市、农产品批发市场的重要经营实体以及重庆市三级食品 (农产品) 市场体系的唯一建设主体、朝天门国际商贸城的建设主体, 获得了政府

在股本金、补贴方面的有力支持。

3. 公司主要在建项目陆续收到政府土地出让金返还，在建项目的土地支出成本将低于实际土地支出成本，有助于减轻未来投资支出压力。
4. 公司连锁超市业务销售网络覆盖广泛，具备一定的规模优势，市场竞争力较强。
5. 随着重庆双福国际农贸城和朝天门国际商贸城的逐步建成，公司农产品市场业务及资产租赁业务发展将获得较大提升空间。
6. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

关注

1. 近年来中国房租、人工成本的上升对连锁企业经营成本造成较大压力，外资零售企业的扩张造成零售行业竞争进一步加剧。
2. 公司在建项目投资规模大，公司面临的资金压力大。
3. 公司整体盈利能力较弱，营业利润持续为负。
4. 公司有息债务规模快速增长，偿债压力加大。

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）与重庆商业投资集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与重庆商业投资集团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，未因重庆商业投资集团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重庆商业投资集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、重庆商业投资集团有限公司 2015 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。

一、主体概况

重庆商业投资集团有限公司（以下简称“重庆商投”或“公司”）的前身是根据《重庆市人民政府关于同意组建重庆市商务集团有限公司的批复》（渝府【2004】58号），于2004年3月成立的重庆市商务集团有限公司（以下简称“重庆商务集团”），重庆商务集团是由重庆市商业委员会（以下简称“市商委”）所属13家国有企业改制后组建的国有集团公司，市商委持有100%的股份。2007年12月重庆商务集团更名为渝惠食品集团有限公司，由重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）履行出资人职责。2011年11月，渝惠食品集团有限公司更为现名。2012年4月，重庆市国资委同意将财政拨付、返还资金共计4696.19万元转增国家资本。截至2015年3月底，公司注册资本为2.30亿元，重庆市国资委持有公司100%的股权，为公司的实际控制人。

公司主要经营连锁超市、农产品市场以及国有商业资产经营管理，除此之外，公司业务还包括糖酒批发、食品加工、餐饮酒店、融资担保、物流、会展等。

公司下设人力资源部、业务发展部、工程建管部、财务部、法务风控部、资产经营部、综合办公室等13个职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额152.41亿元，所有者权益61.72亿元（其中少数股东权益19.89亿元）；2014年公司（合并）实现营业收入24.29亿元，利润总额0.77亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额179.73亿元，所有者权益61.54亿元（其中少数股东权益19.93亿元）；2015年1~3月，公司（合并）实现营业收入6.22亿元，利润总额0.30亿元。

公司注册地址：重庆市渝中区五四路39号同属邹容路120号第15层；法定代表人：范光明。

二、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册额度为20亿元的中期票据，2015年第一期中期票据拟发行额度为10亿元（以下简称“本期中期票据”），期限为5年，偿还方式为每年付息，到期一次性还本。募集资金用途为置换公司本部部分银行贷款7.04亿元，置换下属子公司——重庆重客隆商贸有限公司部分银行贷款2.96亿元。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。

全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

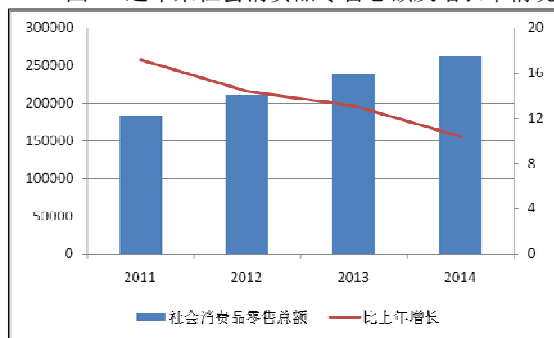
（一）零售行业

1. 行业现状

近年来，在经济增速下滑和电商崛起的双重夹击等不利条件下，传统零售行业业绩不断受到挤压，收入规模虽然仍保持一定增长，但增速明显下滑。2011 年四季度以来，受到宏观经济增速放缓和“三公消费”政策持续影响，零售行业需求持续疲软，行业景气度持续低迷。

根据《2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额 226368 亿元，增长 11.8%；乡村消费品零售额 36027 亿元，增长 12.9%。按消费类型统计，商品零售额 234534 亿元，增长 12.2%；餐饮收入额 27860 亿元，增长 9.7%。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 11.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 10.9%，化妆品类增长 10.0%，金银珠宝类与上年持平，日用品类增长 11.6%，家用电器和音像器材类增长 9.1%，中西药品类增长 15.0%，文化办公用品类增长 11.6%，家具类增长 13.9%，通讯器材类增长 32.7%，石油及制品类增长 6.6%，建筑及装潢材料类增长 13.9%，汽车类增长 7.7%。

图1 近年来社会消费品零售总额及增长率情况



资料来源：Wind 资讯

2014 年 1~12 月份，全国 50 家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降 0.7%，与上年全

年的增速差距为10.2个百分点，全年12个月中有7个月的零售额同比呈现负增长，全年累计零售额同比下降的企业家数为38家，较上年增加了23家。

2010年以来，连锁百强销售增幅持续回落，2010~2014年销售增长分别为21%、12%、10.8%、9.9%和5.1%。2014年成为百强统计以来销售增幅最低的一年。2014年，百强企业门店数增长4.2%，其中23家企业关店数超过新开店数，7家企业店铺数与上年持平。2014年，百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%，减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。

2014年，47家以百货为主营业态的企业销售增长2.7%，在各业态中增速最低。以经营超市为主的快消品百强企业销售增长6.5%，门店增长5.0%，分别高于百强平均增幅1.4和0.8个百分点。便利店销售增幅较快，全国排名前55家的便利店门店数增长7.8%。从有可比数据的便利店企业来看，企业销售额增长17.7%，高于百强销售增长12.6个百分点，销售增幅在各业态中最高。百强企业中，外资企业销售额增长4.7%，门店增长13.9%（主要是快餐、便利店、专业店门店增长）；内资企业销售额增长5.2%，门店增长2.9%。外资百货销售同比下降3.8%，门店数量同比下降1.0%。内资百货销售额增长3.0%，门店增长10.2%。快消品连锁百强企业中，外资企业销售增长为4.2%，门店增长为16.8%，内资企业销售增长为7.5%，门店增长为4.4%。

2014年，有30家百强企业的销售和23家企业的门店出现负增长。但同时，百强企业中还有31家企业的销售增幅和26家企业的门店增长达到两位数。企业通过调整发展策略，优化管理，加大创新力度，依然可以实现较好的经营业绩。经营效益方面，2014年百强企业平均毛利率为16.4%，略高于去年0.2个百分点。净利率平均为2.08%，低于去年0.03个百分点。2014年，百强企业房租支出增长10.0%，人工成本增长9.2%，分别比2013年的11%和18%下

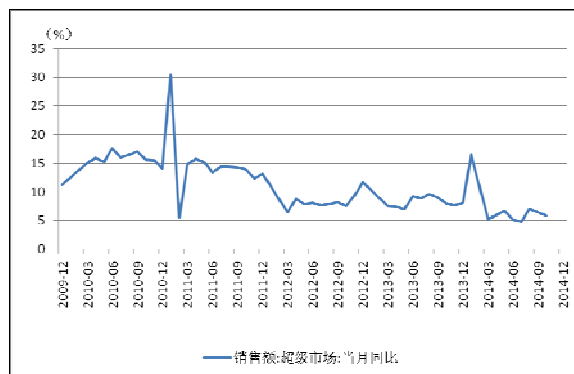
降1.0和8.8个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降，但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式。随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。

超市业态

超市行业是中国开放最早、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。随着超市行业对外资全面开放，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，行业竞争不断加剧。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。2014年以来，超市行业受制于下游需求景气度低迷，刚性成本（比如租金、人力成本）上涨的背景下，超级市场销售额当月同比先呈现大幅下滑随后在低位波动，行业内企业盈利能力有所下降。

图2 2010~2014年超级市场销售额：当月同比



资料来源：Wind

超市采取自选销售方式，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。

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。

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；公司的便利店即采用特许经营模式。

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。自营方式下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，购销差价是超市的主要利润来源。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。代销是指供应商作为委托方和超市签订委托合同或协议，可分为两大类：一类是手续费的形式，即供应商根据代销商品数量向超市支付手续费；另一类是视同买断，供应商按合同或协议收取代销的货款，实际售价由超市自定，实际售价与合同或协议价之间的差额归超市所有。代销模式下，零售商在将商品售出后再支付货款给供应商。

总体看，超市行业进入门槛较低，业态活跃且竞争激烈，需要企业密切跟踪行业发展趋势，同时也必须借鉴吸收国内外一些先进的经营模式，根据自身定位和企业实际情况，在服务理念、服务标准、服务水平、服务质量与国际理念接轨。流通企业的价值在于渠道价值，区域集中的供应链管理较容易，全面扩张则面临管理难度加大和风险加大。因此，布店相对集中、所属区域采购成本和运营成本较低、规模优势明显且能有效规避外资连锁巨头冲击的连锁超市有较好发展前景。

2. 行业政策

当前，零售行业在国民经济中的地位越发重要。随着中国零售行业的快速发展，政府出台了一系列政策法规以规范零售行业市场行为，促进零售行业进一步发展。

2006年9月12日和11月15日施行的《零售商经销行为管理办法》和《零售商、供应商公平交易管理办法》，针对零售市场过度和无序竞争所引发的不正当竞争与不公平交易行为进行了强有力的监管。

2009年3月1日，商务部颁布《零售商供应商公平交易行为规范》，建立了中国零售商与供应商的公平交易评判的行规依据，对于缓解零售商供销商关系、建立良好的市场秩序、

引导贸易健康发展、保护零售商和供应商的利益、实现维护消费者利益具有重要的意义。

2011年，国家首次出台国内贸易“十二五”发展规划，提出六项重点任务：一是要突出扩大消费的重要战略地位，努力扩大国内消费需求；二是要着力加强流通基础设施，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；三是加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平；四是优化国内贸易布局，加强商业网点规划管理，满足多样化的生产生活服务需要；五是切实做好市场主体培育工作，积极扶持发展大型内贸企业，支持中小内贸企业创新发展；六是规范市场经济秩序，推进全国统一市场建设，创造公平竞争、安全规范的市场环境。规划的总体目标为截至“十二五”末期，实现中国社会零售总额较2010年底翻一番。

3. 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。外资企业业态相对单一，主要集中在大型超市业态。2014 年，外资连锁企业前 19 名实现销售规模 4265.96 亿元，同比增长 4.5%，低于百强增速 0.6 个百分点；门店总数 13854 个，同比增长 13.9%，高于百强增速 9.7 个百分点。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，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。

渠道分流，探索多渠道经营

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击。2014 年，中国网上零售额 27898 亿元，比上年增长 49.7%，中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 10.63%。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以

及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。但是，线下购物所带来的实体消费体验并不能被完全替代，渠道间的相互融合与补充才是支撑零售企业发展。

面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发展电商经营模式，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展线上与线下相结合（O2O）的多渠道经营探索。2014 年百强中，有 75 家开展网络零售业务，比 2013 年 67 家增加 8 家。与此同时，移动端在 2014 年受到广泛的重视和应用，移动销售占网上销售的比例迅速上升，在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到 30%以上的为 17%，介于 10-30%的占 50%，低于 10%的占 33%。

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

成本主要包括房租和人工成本两个方面，总体上升幅度较快，2014 年百强企业房租支出增长 10%，人工成本增长 9.2%，两项成本增速明显高于当期销售规模增速。在房租成本方面，2002~2005 年期间（零售全面开放初期）是企业开店最快的时期，有一部分门店的租期是 10 年，近期集中续租，租金将会成倍增长。

品牌整合及行业升级不可逆转

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

政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降

2011 年以来，受“三公消费”等政策影响，与之相关的预付卡消费、高端消费（如烟、酒等）及奢侈品消费比例均出现下降，对于超市及定位高端的百货企业造成较大冲击，传统销售旺季“春节”、“黄金周”期间的销售热度也相

应下降。

4. 行业发展

目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重相比发达国家仍处于较低水平，大型零售企业的资产、收入、利润水平不到国外零售巨头平均水平的3%，零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期看，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。

2009年12月5日至7日召开的中央经济工作会议提出，“要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城市化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展”。由此可见，城市化已经成为国家扩大内需、调整经济结构的重要考虑因素。此外，麦肯锡全球研究院(MGI)的最新研究表明，到2025年，中国中等收入人群将会达到5.2亿人，届时将占中国预期城镇总人口的一半以上，其每年的可支配总收入将达到13.3万亿人民币，人均收入水平的提高、城市化进程的推进都将成为推动中国零售市场发展的重要力量。

国内经济的持续发展、居民可支配收入的提高以及城市化进程的推进都将成为零售市场快速发展的助推力量，在此过程中，伴随着市场壁垒的降低，行业竞争将日益激烈，通过自身优势实现差异化竞争是零售企业占领市场的关键。

(二) 农产品市场

1. 行业现状

中国农户、不同类型食品生产者以及肉类屠宰加工企业，每天将中国各地各种农产品送到农产品批发市场进行交易，农产品在流通过程中形成了比较完整的供应链条。其中农产品

批发市场是这个链条的中心环节，是商流、物流、信息流的集散中心，承担着农产品集中分散和价格形成功能。

经过将近30年的发展演变，批发市场逐渐发展，目前国内农批市场的特点主要表现在以下几个方面：批发市场平均交易规模迅速扩大，产地批发市场和销地批发市场发展速度各异。市场运行机制以现货、现金交易为主，批零兼营相对比较普遍；批发市场功能由产品集散、辅助流通向价格决定、质量监控发展。

中国农产品批发市场的发展得到了政府的大力扶持，农业部2001年以来共安排7000万元预算内基建投资支持了280家农产品批发市场建设；国家发改委从2003年开始连续安排国债资金共11亿元支持农产品市场建设，帮助290家大型批发市场实施改扩建工程；国家农业综合开发办也从扶持产业化资金中安排项目用于支持农产品市场建设。市场也多方筹集资金加快交易基础设施改造。近年来，中国一直在加强农业信息化建设，目前，全国31个省、80%左右的地（市）和40%的县都建立了农业信息局域网，开通了农产品供求信息全国“一站通”系统，农产品批发市场价格信息网入网单位发展到400家左右，农产品市场信息服务受到广泛重视，信息服务效果明显增强。

在宏观环境向好的背景下，中国农产品市场受到了相关部门及政策的扶持，取得了较快的发展，规模以上交易市场具备一定竞争实力，农业信息化建设给农产品批发市场业务带来机遇的同时也提出了挑战，电子结算等配套服务有望成为行业新的经济增长点。同时，中国农产品市场区域性较强、单一规模还不雄厚、行业整合要求客观存在、经营效益不高、市场老化及迁建成本高等因素仍对行业发展有一定的影响。

2. 行业关注

(1) 土地流转制度的松动使生产集中化程度进一步提高，未来农业生产将逐渐向大规

模发展，生产的大规模必然导致流通渠道发生变化，产地批发市场的竞争将更加激烈；

(2) 农产品市场国际化趋势继续推进，农产品市场国际化也提高了对农产品规格化、标准化的要求，批发市场必须做出反应；消费者对食品安全的重视程度提高，作为大中城市农产品流通的重要的中转环节，能否从源头上控制食品安全，决定了批发市场未来发展的空间；

(3) 随着生鲜连锁超市和电子商务的发展抢占了传统市场的份额，使得传统的农产品批发市场也不得不选择向零售领域的纵向发展和主动探索虚拟化市场。

3. 行业政策

农业部自 2002 年起连续出台《全国农产品市场体系建设规划》等指导性意见，开展“菜篮子”工程建设，推进作为农产品市场流通主渠道的批发市场改造升级；国家发展改革委、财政部分别从 2003 年、2005 年起连续安排资金，扶持大型农产品批发市场信息系统和质量检测系统及公共信息服务平台、配送中心和冷链系统建设。

2008 年至 2013 年 6 年间，除 2011 年外，中央各年都以 1 号文件对农产品市场建设高度重视，提出了明确的要求。2008 年中央 1 号文件第四条、第五项明确提出“农产品批发市场用地按工业用地对待”。2009 年中央 1 号文件第 15 条明确提出要“加强农产品市场体系建设。加大力度支持重点产区和集散地农产品批发市场、集贸市场等流通基础设施建设”。2010 年中央 1 号文件第 11 条明确提出要“健全农产品市场体系。统筹制定全国农产品批发市场布局规划，支持重点农产品批发市场建设和升级改造，落实农产品批发市场用地等扶持政策，发展农产品大市场大流通。”2012 年中央 1 号文件第 8 条明确提出“加快农业技术转移和成果转化，加强农业知识产权保护，稳步发展农业技术交易市场。”2013 年中央 1 号文件第 3

条明确提出“统筹规划农产品市场流通网络布局，重点支持重要农产品集散地、优势农产品产地市场建设，加强农产品期货市场建设，适时增加新的农产品期货品种，培育具有国内外影响力的农产品价格形成和交易中心。加快推进以城市标准化菜市场、生鲜超市、城乡集贸市场为主体的农产品零售市场建设。加强粮油仓储物流设施建设，发展农产品冷冻贮藏、分级包装、电子结算。健全覆盖农产品收集、加工、运输、销售各环节的冷链物流体系。大力培育现代流通方式和新型流通业态，发展农产品网上交易、连锁分销和农民网店”；第 4 条明确提出“完善农产品市场调控”、“健全重要农产品市场监测预警机制，认真执行生猪市场价格调控预案，改善鲜活农产品调控办法。”、“加强和完善农产品信息统计发布制度，建立市场调控效果评估制度。扩大农资产品储备品种。”

财政部、商务部 2010 年 8 月把重庆列入了“农产品现代流通综合试点”和“肉菜流通追溯系统建设试点”，是全国唯一纳入双试点省市。通过开展试点，初步建成高效率、低成本、低损耗、安全通畅的农产品现代流通体系，探索农产品产销的有效模式。试点对完善重庆市农产品流通体系，促进农村经济发展，推动农业产业化，解决农产品“卖难”，提升农产品安全，促进农民增收，带动农村就业，改善人们生活意义十分重大，尤其是对重庆市万元农户增收工程，将发挥极其重要的推动作用。

《关于免征部分鲜活肉蛋产品流通环节增值税政策的通知》（财税(2012)75 号）规定自 2012 年 10 月 1 日起，免征部分鲜活肉蛋产品流通环节增值税；农业部印发的《全国农产品质量安全检验检测体系建设规划（2011-2015）》强调应进一步强化政府公共服务，保障农产品安全消费和农业产业健康发展；《关于农产品批发市场、农贸市场房产税、城镇土地使用税政策的通知》（财税(2012)68 号）规定自 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，对专门经营农产品的农产品批发市场、

农贸市场使用的房产、土地，暂免征收房产税和城镇土地使用税，对同时经营其他产品的农产品批发市场和农贸市场使用的房产、土地，按其他产品与农产品交易场地面积的比例确定免征房产税和城镇土地使用税；由此可见，中国农产品市场前景广阔。

4. 行业发展

中国农产品批发市场正进入全面升级改造时期，亿元以上交易额的市场已经全部进行了升级改造，但是中国的绝大多数农产品批发市场还是处于简单的场地经营、粗放管理收租模式。而现代批发市场是设施先进、功能完善、管理科学、主动承担社会责任的现代化市场，应符合城市商业网点建设规划，布局合理，不能有损城市形象；以保证农产品质量为核心竞争力，通过建立完善的质检体系、信息追溯系统督促经销商诚信经营；运用系统工程进行企业管理，用科技手段实现管理现代化；在大范围内运用电子信息系统实现信息共享、电子交易，从而提高农产品流通效率，降低交易成本。农产品批发市场的标准化程度和技术管理水平还将不断提高，并与现代物流紧密结合，将向规范化、信息化、数字化发展，逐步完成从简单的以提供场地服务为主向综合配套增值服务的转变。由于现代农批市场对于经营主体在资本实力、人员储备、管理经验、创新能力等要求较高，行业内具有品牌和网络优势的企业将在发展过程中占据有利位置。

（三）区域经济概况

重庆市地处长江上游，位于中西结合部，具有承东启西、左右传递的战略地位，是长江上游最大的经济中心、西南工商业重镇和水陆交通枢纽。

2014 年，重庆市实现地区生产总值 14265.40 亿元，同比增长 10.9%。其中，第一产业增加值 1061.03 亿元，同比增长 4.4%；第二产业增加值 6531.86 亿元，同比增长 12.7%；

第三产业增加值 6672.51 亿元，同比增长 10.0%。三次产业结构比为 7.4：45.8：46.8。

财政收入方面，重庆市全年实现一般公共预算收入 1921.88 亿元，同比增长 13.9%。其中税收收入 1281.70 亿元，同比增长 15.2%。

2014 年，重庆市实现社会消费品零售总额 5096.20 亿元，同比增长 13.0%，扣除价格因素，实际增长 12.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额 4838.22 亿元，同比增长 12.9%；乡村消费品零售额 257.98 亿元，同比增长 14.8%；按行业统计，批发和零售业零售额 4339.43 亿元，同比增长 12.9%；住宿和餐饮业零售额 756.77 亿元，同比增长 13.4%。

2014 年，重庆市常住人口 2991.40 万人，比上年增加 21.40 万人。城镇化率 59.6%，比上年提高 1.26 个百分点。2014 年，重庆市市常住居民人均可支配收入 18352 元，同比增长 10.8%。

巨大的人口基数和较大的城市化空间将给重庆市的零售行业带来更大的市场空间。随着中国西部经济发展政策倾斜、重庆市政府大力推动经济发展及发展农村经济等因素影响，未来重庆市零售行业有望保持较高增长率，增长空间较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

重庆商投是由重庆市商业委员会所属国有企业改制后组建的国有集团公司，截至 2015 年 3 月底，重庆市国资委持有公司 100% 的股权，为公司股东和实际控制人。

2. 企业规模

公司业务主要包括连锁超市、农产品市场、资产租赁和其他业务。

公司连锁超市业务的主要经营主体是重庆重客隆商贸有限公司（以下简称“重客隆商贸”）下属子公司重庆重客隆超市连锁有限责任公司（以下简称“重客隆超市”）。重客隆超

市是重庆市“菜篮子工程”的重要组成部分，是重庆市的第三大连锁经营企业，是国家商务部批准的“万村千乡”市场工程的龙头企业。经过近年的发展，重客隆超市已基本建成了城乡两个市场的零售终端网络，形成了覆盖城乡各具特色的综合超市和便民连锁店，具有较强的市场竞争力。重客隆超市和下辖门店拥有山城百店无假货示范店、诚信文明单位、重庆市放心食品店等多项荣誉，在重庆市商贸流通业中树立了良好的品牌。

农产品市场板块主要是重庆商投按照市委市政府的要求，保供稳价，服务民生，组织农产品批发市场开发、建设、经营、管理。2009年市政府规划由公司建设全市三级食品（农产品）市场体系，要求：在渝北和江津区分别建设主城区东、西两个一级食品批发市场，作为龙头市场，组织食品资源的物流大循环，引领全市食品市场资源配置。同时，完善区县（自治县）二级食品批发市场和农村乡镇、村社、城市社区、学校、厂矿三级食品零售市场，形成全市三级食品市场体系。根据此要求，重庆商投拟在主城区建2个大型一级农产品批发市场，25个区县建二级批零市场，520个乡镇建农贸市场，最终可实现年交易量1200万吨，年交易额600亿元，年销售额80亿元，直接提供就业岗位10万个，带动就业20万人，带动120多万农户增收50多亿元。三级市场体系建成后，将形成覆盖全市的具有极强集聚、辐射功能的农产品交易平台和供应网络。

公司资产租赁板块业务主要是指公司将资产委托给下属两家子公司进行对外租赁而产生的收入。公司资产租赁板块业务经营主体主要为重庆恒升资产经营管理有限公司和重庆市实富物业管理有限责任公司。2011年5月，重庆商投新设立重庆朝天门国际商贸城股份有限公司作为朝天门国际商贸城的建设主体；未来，重庆朝天门国际商贸城股份有限公司将负责管理朝天门国际商贸城。

3. 人员素质

公司目前拥有高级管理人员8名，均有丰富从业经验。

公司董事长范光明先生，1956年10月生，中央党校经济管理专业，高级经济师，1979年11月参加工作，1985年7月加入中国共产党，拥有30余年的生产及商业企业管理经验；曾历任重庆市南岸区针织厂厂长，重庆市南岸区南坪针织厂厂长、党支部书记，重庆市南岸区南坪镇企业办公室主任，重庆市南岸区南坪镇副镇长，重庆市南岸区供销合作社主任，重庆市南岸区商委主任、党委书记兼南坪商务圈管委会主任，重庆市商业委员会副主任、党组成员，重庆市商业委员会（市粮食局）副主任、党组成员；现任公司董事长、党委书记。

公司董事、总经理杜朝刚先生，1964年5月出生，本科学历，会计师职称，中共党员，1982年7月参加工作，曾在商业系统从事企业管理工作近30年；曾历任四川省涪陵地区畜产品进出口公司副经理，四川省涪陵市外经贸委政治处主任，四川省涪陵市物资总公司副总经理、党委委员，重庆市供销合作社财会处副处长、处长、总会计师、副主任、党委委员；现任公司党委委员、董事、总经理。

截至2015年3月底，公司员工总数6007人，从学历方面看，初中及以下学历占18.13%，中专高中技校学历占44.07%，大专及以上学历占37.55%，硕士及以上学历占0.25%；从年龄方面看，20岁及以下占5.19%，21~35岁占35.39%，36~50岁占42.90%，51岁及以上占16.52%；从职称方面看，高级职称占0.58%，中级职称占3.62%，初级职称占5.06%，其他占90.74%。此外，公司有劳务派遣人员2045人，未计入员工总数。

总体看，公司高管人员具有较强的行业背景及管理经验，公司员工整体素质满足公司业务需求，符合公司发展需要。

4. 外部支持

作为重庆市三级食品（农产品）市场体系的建设主体，该市场体系建设规模大，涉及范围广，建设周期长，且具有一定公益性特点，因此政府支持是公司上述职能实施的重要保障。

政府支持主要体现在资金方面，其中公司获得的政府资金主要为股本金、农产品市场项目补贴（主要为农产品市场获得政府建设专项资金（2011-2012 年度）、国际商贸城项目补贴（主要为土地出让金返还，按挂牌价格的 50% 返还土地出让金）和城市配套建设返还等；针对已经建成且在运营的农产品市场，公司收到政府补贴时计入“营业外收入”科目；其他在建的农产品市场在收到政府补贴时，公司计入“递延收益”（2012 年计入“其他非流动负债”科目，2013 年经追溯调整后和 2014 年计入“递延收益”科目）和“资本公积”科目。

2013 年，公司资本公积净额增加 7.05 亿元，来自政府对公司的支持和补助，包括：①根据财政渝财建【2013】529 号文收到土地出让金返还 70.33 万元；根据财政渝财企【2013】686 号文收到专项用于补充重客隆商贸公司国有资本金的市级国有资本经营预算支出资金 126.00 万元。②重庆观音桥市场有限公司本年取得政府返还的土地出让金作为市场建设的投入，公司按照持股比例确认资本公积 1230.59 万元。③重庆朝天门国际商贸城股份有限公司本年取得政府返还的土地出让金做为市场建设的投入，公司按照持股比例确认资本公积 69057.49 万元。2014 年，公司资本公积净额增加 2.74 亿元，来自政府对公司的补助，①重庆朝天门国际商贸城股份有限公司收到重庆经济技术开发区管理委员会财务局返还的土地出让金 3.76 亿元，根据市政府专题会议纪要（2011-53），该返还作为国有企业资本金注入，公司按照持股比例确认资本公积 2.73 亿元；②重庆市财政局根据市政府《关于印发重庆市市级企业国有资本经营预算管理办法（实行）的通知》（渝府发【2007】121 号）的

规定，拨付 229 万元专项资金用于补充子公司（铭鼎化工）资本金。

2012~2014 年，公司计入营业外收入的政府补助分别为 1641.12 万元、937.36 万元和 2000.48 万元，主要包括粮油、肉菜补贴，展会政府补助、项目补助资金、税收返还款、商业发展基金等。

2012~2014 年，公司专项应付款分别为 3.44 亿元、3.44 亿元和 2.79 亿元，截至 2015 年 3 月底为 2.79 亿元，专项应付款主要为公司收到的拆迁补偿款（“专项应付款”与“固定资产清理”的差额将转计“营业外收入”）。

2012~2014 年，公司其他非流动负债/递延收益分别为 4.17 亿元、4.73 亿元和 4.88 亿元，主要为当期尚未转入营业外收入的政府补助。

总体看，公司作为重庆市三级食品市场体系的建设主体，重庆市政府对公司提供了有力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国公司登记管理条例》、《企业国有资产监督管理暂行条例》和国家有关法律、法规，建立了由董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理架构，制订了《重庆商业投资集团有限公司章程》，对公司的经营范围和法人治理架构等做出了明确的规定。

公司不设股东会，由重庆市国资委行使股东会职权。

公司董事会由 5 人组成，其中职工董事 1 名。董事由重庆市国资委委派或更换，其中董事会成员中的职工董事由公司职工代表大会选举产生或更换。董事会对出资人负责，依法执行出资人的决议，决定公司的经营计划和投资方案，决定除由出资人批准以外的投资项目等职权。

公司设监事会。监事会对公司行使监督职能，并定期向重庆市国资委报告工作。公司监事会由5人组成，其中职工代表监事2名。监事会主席（监事长）由重庆市国资委在公司监事会成员中指定，职工代表监事由公司职工代表大会选举或更换。董事、高级管理人员及市国资委规定的相关人员不得兼任监事。监事会对出资人负责，依法行使检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司设总经理，经出资人同意，董事可以兼任总经理。总经理对董事会负责，依法行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案等职权。

整体看，公司依照相关法律法规，规范并完善其治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的治理结构机制，能够较好的规范重大经营决策制定程序，法人治理结构较好。

2. 管理水平

公司根据产业布局、业务特点和资产结构等情况，制定了健全有效的内部控制体系。

财务管理方面，公司财务部负责组织集团公司财务、会计等日常工作，开展会计核算，全面推行目标考核责任制；统一管理集团资金，合理筹措资金，组织拟定资金使用方案，有效地安排调度使用资金，对子公司资金使用情况监督检查；定期分析企业的财务状况和经营成果，参与各项预测分析和专题分析，定期或不定期向公司领导提供财务会计信息。

担保管理方面，公司在对外担保上制订了相应的流程，财务部组织有关部门对担保事项进行评审，根据业务部门提供的有关资料，分析担保申请人的财务状况、行业前景、经营运作状况和信用信誉情况后，决定是否给予担保

或向上级审批机构提出是否给予担保的意见。评审后，根据其相应的审批权限，按程序逐级报总裁、董事会会议审批。

子公司管理方面，公司颁布了《重庆商业投资集团有限公司子公司管理制度和管理办法》以加强对子公司管理。该办法对子公司领导人员的选拔任用、考察与考核、免职与调动、培训、监督与约束等都出了细致规定。该办法规定子公司的重大决策应向公司报告、审批，对董事会报告的程序做出了详细规定。该办法规定下属全资、控股子公司实行预算管理制度，对全资、控股子公司的财务运行、内部稽核、财务审计监督都做了详细的规定，并制定了子公司财务总监委派管理办法。

安全生产管理方面，公司为了强化所属企业的安全生产管理，建立安全生产的长效机制和激励制约机制，促进安全生产状况好转，制定了《重庆商业投资集团有限公司安全生产责任制》等12项安全生产管理制度。对安全生产检查、安全生产责任、安全生产隐患排查治理等方面作了详细规定。

质量监督管理方面，为了加强对公司商品质量的监督管理，维护消费者的合法权益，集团结合连锁公司情况制定了商品质量管理制度。规定商品进货质量必须严格遵照《产品质量法》、《食品安全法》等国家有关质量法规进行。国家实行生产许可证、卫生许可证管理的商品必须有许可证。实行质量认证的商品必须有质量认证书。注册商标应有注册商标证书，商品条码必须有中国物品编码中心颁发的证书。

综合看，公司法人治理结构完善，内部管理制度相对健全，对公司经营和管理状况较好，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务范围较广，主要由综合商贸服务（包括连锁超市、糖酒批发和酒店餐饮业务）、

农产品市场、资产租赁和其他四大板块构成，其中连锁超市业务是公司收入和利润的主要来源。近三年受整体市场环境的影响公司收入有所下降，2012~2014 年分别为 24.59 亿元、24.41 亿元和 24.29 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.22 亿元，为 2014 年全年的 25.61%。

从收入构成来看，综合商贸服务业务是公司收入的主要来源，受整体市场环境的影响近三年收入呈下降趋势，占营业收入比重分别为 83.65%、83.78%和 83.23%；受新增市场开业影响，农产品批发市场业务近三年收入有所增长，分别为 1.67 亿元、1.79 亿元和 2.38 亿元，占营业收入比重分别为 6.79%、7.33%和 9.81%；资产租赁业务收入主要来自租金与管理费的收取，占营业收入比重分别为 3.62%、4.85%和 4.49%；其他板块业务收入主要来自食品加工和其他服务，近三年来受食品加工业整体发展缓慢，现有厂房与设备老化，产品更新换代能力较弱影响导致食品加工收入不

断下降，其他板块收入持续下滑，占营业收入比重分别为 5.94%、4.04%和 2.47%，其中 2014 年收入大幅下滑主要系公司转让重庆黄花园酿造调味有限公司（以下简称“黄花园公司”）的股权所致。2015 年 1~3 月，公司综合商贸服务、其他板块收入占比较 2014 年变化不大；另外，受部分老市场陆续拆迁导致租金收入下降以及市场竞争激烈造成市场服务收费下降影响，农产品市场收入仅为 2014 年的 13.45%；资产租赁收入 0.84 亿元，为 2014 年的 75.68%。

从毛利率来看，2012~2014 年公司综合毛利率呈上升趋势，由 2012 年的 20.98%上升至 2014 年的 25.61%。其中公司综合商贸服务业务毛利率不断上升，2014 年为 18.04%，主要原因为公司将盈利目标从采取薄利多销增加收入规模为主转变为更加侧重销售利润而非单纯追求收入规模。农产品市场毛利率小幅下降，从 2012 年的 60.48%下降至 2014 年的 58.02%。2015 年 1~3 月，公司综合毛利率小幅升至 26.82%。

表1 2012~2015年1-3月公司经营情况（单位：亿元、%）

分行业	营业收入				收入占比				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
综合商贸服务	20.57	20.45	20.20	4.91	83.65	83.78	83.23	78.81	16.43	17.31	18.04	17.46
连锁超市	16.54	16.65	17.02	4.13	67.26	68.22	70.13	66.29	15.90	16.91	17.63	18.28
糖酒批发	3.13	2.90	2.35	0.72	12.73	11.89	9.68	11.56	8.63	8.34	7.57	8.21
酒店餐饮	0.90	0.89	0.83	0.06	3.66	3.66	3.42	0.96	53.33	53.83	56.02	72.18
农产品市场	1.67	1.79	2.38	0.32	6.79	7.33	9.81	5.14	60.48	61.26	58.02	49.62
资产租赁	0.89	1.18	1.11	0.84	3.62	4.85	4.49	13.64	40.45	75.50	86.79	71.81
其他	1.46	0.99	0.6	0.15	5.94	4.04	2.47	2.41	28.08	18.85	40.01	28.15
食品加工	1.09	0.32	0.18	0.07	4.43	1.33	0.74	1.12	24.77	27.47	31.04	28.77
其他服务	0.37	0.66	0.42	0.08	1.50	2.71	1.73	1.28	37.84	18.85	43.85	27.61
合计	24.59	24.41	24.29	6.22	100.00	100.00	100.00	100.00	20.98	23.42	25.61	26.82

资料来源：公司提供

注：2013 年数据采用 2014 年年初调整数。

总体看，近年来公司营业收入小幅下降，综合商贸服务业务作为收入占比最高的业务板块，近三年收入占比相对稳定。公司综合毛利率总体呈上升趋势。

2. 综合商贸服务业务

综合商贸服务业务为公司收入的第一大来源。该板块业务包括连锁超市、糖酒批发和

酒店餐饮三个子业务。其中，连锁超市业务占比最高，是公司重要的收入与利润来源。2012~2015年1-3月，公司综合商贸服务业务收入分别为20.57亿元、20.45亿元、20.20亿元和4.91亿元，占公司营业收入比例分别为83.65%、83.78%、83.23%和78.81%。

(1) 超市连锁

公司连锁超市业务主要经营主体为子公司重庆重客隆超市连锁有限责任公司（以下简称“重客隆超市”）。重客隆超市成立于2004年1月，为重庆市第三大连锁经营企业，是重庆市“菜篮子工程”的重要组成部分。截至2015年3月底，重客隆超市共拥有120家门店，分布在重庆市主城区及周边多个区县，并延伸至四川等地的重点社区和商业中心，形成了覆盖城乡的销售网络，具有较强的市场竞争力。2012~2015年1-3月，重客隆超市收入保持平稳增长，分别实现营业收入16.54亿元、16.65亿元、17.02亿元和4.13亿元。

经营模式

重客隆超市是重庆市本土商贸流通业务中的连锁企业，经营地域侧重重庆市区县，采取与主要竞争对手重庆商社新世纪百货公司、重庆永辉超市有限公司、沃尔玛和家乐福超市等以重庆市主城区为主的差异化经营方式。

表2 截至2014年底重客隆超市门店分布情况
(单位：个、平方米、亿元、%)

区域	门店数	营业面积合计	营业收入	营业收入占比
主城	62	96200.32	8.85	52.00
区县	58	88800.29	8.17	48.00
合计	120	185000.61	17.02	100.00

资料来源：公司提供

近三年重客隆超市门店总数量波动下降，以租赁门店为主。2013年以来，公司在重庆市49个重点区县、58个乡镇进行了考察，目前公司拥有120家门店，其中4家门店为自有门店，116家为租赁门店。公司于2011年签订了最新的门店租赁协议，租赁期限约为10年。

根据租赁协议约定，租赁费按规定比列逐年增长，近三年公司租赁费用呈不断上升趋势，年均复合增长率为29.18%，2014年为7062.28万元；租赁费用占连锁超市业务营业成本比重分别为4.27%、4.95%和3.93%，呈波动下降趋势。

表3 2012~2015年1-3月重客隆超市门店数量变动情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-3月
门店数(个)	140	142	120	120
营业面积(万平方米)	18.6	19.7	18.5	18.5
租赁费用(万元)	6213.74	6854.84	7062.28	1826.28
毛利润(亿元)	2.6	2.9	3.0	0.75
净利润(万元)	673	804	600	125

资料来源：公司提供

重客隆超市主要经营商品类别包括食品类、百货类、生鲜产品类、家电及服装类，其中食品、生鲜与百货类商品为主要收入来源。连锁超市的盈利模式主要为取得进销货品的差价。对于生鲜产品，重客隆超市的经营主要采取联营模式，即：(1)重客隆超市为生鲜产品供应商提供销售场地及收款服务等，不负责生鲜产品的供应、储存等环节；供应商每日向重客隆超市供货、自行销售、自负盈亏。(2)重客隆超市定期与供应商结算，从销售货款中扣点返回剩余的销售货款。

表4 2012~2015年1-3月重客隆超市收入占比构成
(单位：%)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-3月
食品	50.32	53.74	56.38	58.54
百货	14.38	19.33	18.11	18.54
生鲜	28.76	26.36	25.05	22.42
家电及服装	1.51	0.34	0.13	0.14
其他	5.03	0.23	0.33	0.36
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

采购与配送模式

重客隆超市的采购方式包括直接采购和间接采购。直接采购是指直接向生产厂家采购货物，间接采购是指向生产厂家的经销商采购

货物。2012~2015 年 1-3 月直接采购模式占全部采购模式总额比例分别为 53.20%、54.30%、51.60%和 51.80%。公司采购供应商集中度一般，2014 年与 2015 年一季度向前 5 大供应商采购金额占公司连锁超市营业成本比例分别为 20.04%和 19.58%。

重客隆超市的商品配送采用配送和直送两种方式：配送是指供应商将商品送到重客隆商贸自有的配送中心，再由配送中心统一配送到门店；直送是指供应商将商品直接送到门店。重客隆超市目前较多采用配送的方式。2014 年及 2015 年 1-3 月，配送的占比分别为 98%及 98%。一般而言，重客隆超市将采购回来的商品在送到各连锁门店之前统一送到配送中心进行分类、加工、整理等，然后再根据各门店的需求将商品配送到各门店。通过这种方式，重客隆超市能够有效控制和降低生鲜产品的库存量和损耗率，有利于保证生鲜产品的质量和分类管理。

结算模式

重客隆超市的结算模式主要有三种，分别为自有资金结算、供应商供货定期结算及联营模式结算。

自有资金结算主要适用于直接采购模式，重客隆超市通过预付款，向供应商采购货物。每天，重客隆超市通过配送中心向各大卖场配送需要的货品。根据与供应商合作期限不同，结算周期也不同。重客隆超市与供应商的采购合同一般一年一签。自有资金采购的货品主要包括副食产品、生活用品、日化品等。

供应商供货定期结算主要适用于间接采购模式。重客隆超市经营多年，与重庆市内外上百家供应商建立了良好稳定的合作关系，合作时间平均超过 5 年。重客隆超市与供应商的采购合同一般一年一签，供应商定期按订单将货物配送至指定地点，结算周期根据情况分为 5 天、15 天、30 天。供货商定期结算涉及的商品主要包括食品、日化、百货、针织服装、家

电在内的近两万种商品。

联营模式结算主要适用于生鲜产品的运营。联营模式的结算周期根据实际情况分为 10 天、15 天、20 天。

(2) 糖酒批发

公司糖酒批发业务主要由子公司重庆糖酒有限责任公司（以下简称“糖酒公司”）经营，主要经营品种包括食糖、高端名酒、啤酒等的批发。经营模式分为先采购后销售和客户下单后公司专门批量采购两种情况，盈利模式为赚取进销差价。公司糖酒批发业务的主要供应商有宜宾五粮液酒厂、重庆啤酒股份有限公司、贵州茅台酒厂、绵竹剑南春酒厂、云南新平南恩糖纸有限责任公司，下游客户主要是超市。

表5 2012-2015年1-3月公司糖酒批发板块收入构成比（单位：%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
高端名优酒	29.75	36.9	46.22	61.33
啤酒	25.04	25.51	29.81	19.2
食糖	27.85	32.07	22.21	17.35
其他	17.36	5.52	1.75	2.12
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

受市场行情影响，公司近三年糖酒批发业务收入逐年下降，2012~2014 年分别为 3.13 亿元、2.90 亿元、2.35 亿元；同期毛利率有所下降，2014 年为 7.57%。2015 年 1-3 月，公司糖酒批发业务收入为 0.72 亿元，毛利率为 8.21%。

(3) 酒店餐饮

公司酒店餐饮业务主要由子公司重庆会仙楼酒店管理有限公司（以下简称“会仙楼酒店”）和重庆颐之时饮食服务有限公司（以下简称“颐之时饮食”）经营，目前会仙楼酒店拥有渝都酒店、会仙楼客栈、山城饭店 3 家酒店，颐之时饮食下辖酒店及餐饮品牌包括“颐之时”和“老四川”。

2012~2014 年，公司酒店餐饮业务收入相对平稳，分别为 0.90 亿元、0.89 亿元和 0.83 亿元，占公司综合商贸服务业务营业收入比例

较小，毛利率维持在较高水平，2014 年为 56.02%。2015 年 1-3 月，公司酒店餐饮收入 0.06 亿元，仅为 2014 年的 7.23%。

3. 农产品批发市场业务

农产品市场板块主要是公司按照市委、市政府的要求，保供稳价，服务民生，组织农产品批发市场开发、建设、经营、管理。

2009 年重庆市政府第 28 次常务会议作出决定，由公司建设全市三级食品（农产品）市场体系，要求在渝北和江津区分别建设主城区东、西两个一级食品批发市场，作为龙头市场，组织食品资源的物流大循环，引领全市食品市场资源配置。同时，完善区县（自治县）二级

食品批发市场和农村乡镇、村社、城市社区、学校、厂矿三级食品零售市场，形成全市三级食品市场体系。根据此要求，公司拟在主城区建 2 个大型一级农产品批发市场，25 个区县建二级批零市场，520 个乡镇建农贸市场，最终可实现年交易量 1200 万吨，年交易额 600 亿元，年销售额 80 亿元，直接提供就业岗位 10 万个，带动就业 20 万人，带动 120 多万农户增收 50 多亿元。三级市场体系建成后，将形成覆盖全市的具有极强集聚、辐射功能的农产品交易平台和供应网络，带动农产品的生产和加工，既助农增收，也保供稳价。

表 6 截至 2015 年 3 月底农产品市场板块经营主体情况表

一级子公司名称	二级子公司名称	市场名称	市场内主要商品	市场经营情况
重庆观音桥市场有限公司	-	重庆观音桥批发市场	蔬菜、副食、粮油、水果	1987 年开始运营，处于正常经营状态
重庆人道美食品连锁有限责任公司	-	石灰市市场	农副产品（不含粮食收购）、水产品、畜牧类产品、水生植物、蛋类产品日用化学用品、日用百货、日用杂品、服装、针纺织品、文教用品、办公用品、工艺美术品、五金、家用电瓶、建筑材料、装饰材料	2011 年开始运营，处于正常经营状态
	-	巴南东城市场	农副产品（不含粮食收购）、水产品、畜牧类产品、水生植物、蛋类产品日用化学用品、日用百货、日用杂品、服装、针纺织品、文教用品、办公用品、工艺美术品、五金、家用电瓶、建筑材料、装饰材料	2009 年开始运营，处于正常经营状态
	-	建东市场	社区市场，主要经营蔬菜、副食、粮油	2009 年开始运营，处于正常经营状态
	-	民心佳园市场	社区市场，主要经营蔬菜、副食、粮油	2011 年开始运营，处于正常经营状态
	-	黄桷坪市场	社区市场，主要经营蔬菜、副食、粮油	2011 年开始运营，处于正常经营状态
	-	新牌坊市场	社区市场，主要经营蔬菜、副食、粮油	2009 年开始运营，处于正常经营状态
重庆市石柱县丰绿农产品批发市场有限公司	-	石柱县辣椒批发物流市场	辣椒	已拿地，准备建设
重庆鑫盛农产品批发市场有限公司	-	两江食品冷链物流市场	两江国际食品城，主要经营食品及副食品等	已拿地，准备建设
梁平县丰绿农产品批发物流市场有限公司	-	梁平县渝惠农产品批发市场	蔬菜	正处于建设状态
重庆潼南蔬菜批发市场有限公司	-	潼南蔬菜批发物流市场	蔬菜	2012 年开始部分投入运营
重庆双福农产品市场有限公司	-	重庆双福国际农贸城	蔬菜、副食、粮油、水果	2014 年 8 月开始部份投入运营
重庆荣惠畜牧有限公司	-	中国（荣昌）畜牧产品交易市场	兽药	2012 年开始部分投入运营
重庆市南川区丰绿农产品批发物流市场有限公司	-	南川区农产品批发物流市场	蔬菜	正处于建设状态
重庆山货市场有限责任公司	-	巫溪山货市场	干货	正处于建设状态
重庆海富农产品市场	彭水丰绿农产品批发	彭水丰绿农产品	蔬菜	正处于建设状态

有限公司	物流市场有限公司	批发物流市场		
	秀山渝惠农产品批发市场有限公司	秀山丰绿农产品批发市场	蔬菜、副食	正处于建设状态
	丰都渝惠农产品批发市场有限公司	丰都农产品物流批发市场	蔬菜、水果、副食、粮油	正处于建设状态

资料来源：公司提供

目前农产品市场业务板块收入及利润主要来自于公司经营的全国十大综合农产品批发市场之一的观农贸批发市场，由持股 70.00% 的子公司重庆观音桥市场有限公司和重庆市江北区政府共同经营管理。观农贸批发市场是目前重庆市最大的“菜篮子”，于 1987 年建成并投入使用，已成长为集蔬菜、副食、粮油、水产品、水果、茶叶、肉类和冷冻制品八大专业批发市场群为一体的现代农产品物流中心。

经过近 30 年的投入使用，观农贸批发市场部分设施老旧，公司于 2009 年 11 月开始筹建双福国际农贸城一期工程，占地面积 2000 亩，累计投资 33.20 亿元，共获得政府土地返

还款 9.02 亿元，计入资本公积科目。双福国际农贸城一期于 2014 年 9 月开业，交易区拥有蔬菜棚位 1080 个，水果摊位 938 个，截至 2015 年 3 月底，双福国际农贸城的商户入驻率约为 60%。为鼓励商户积极入驻，双福国际农贸城推出租金、停车费、交易费减免等多重优惠。优惠具体包括在培育期内，蔬菜市场、水果市场和冷链市场的棚位、门面（大厅）、库房、办公用房等将享受半年的免租期；市场开业后第一年物业管理费全部免收；在市场范围内可享一年免费停车等。由于双福国际农贸城尚处于营业初期，且对租户优惠力度较大，目前尚不能对公司收入与利润形成较大贡献。

表 7 公司主要已建成农产品市场 2014 年收入及成本情况（单位：万元）

序号	农产品市场名称	营业收入	营业成本
1	重庆观音桥市场有限公司(合并表)	9788	1031
2	重庆双福农产品批发市场有限公司(合并表)	879	87
3	重庆荣惠畜牧有限公司	624	352
4	重庆潼南蔬菜批发物流市场有限公司	1063	792
5	重庆海富农产品市场有限公司(合并表)	848	817
6	重庆人道美食品连锁有限责任公司(合并表)	1640	592
7	梁平丰绿农产品批发物流市场有限公司	8880	6305
8	重庆市石柱县丰绿农产品批发市场有限公司	116	31
合计		23838	10007

资料来源：公司提供

公司农产品市场板块收入来源主要为租金收入、管理费收入及服务费收入。2012~2015 年 1~3 月，公司农产品市场板块收入分别为 1.67 亿元、1.78 亿元，2.38 亿元和 0.32 亿

元，占公司营业收入比重分别为 6.79%、7.33%、9.81%、5.14%。随着农产品市场业务的逐步发展，该板块营业收入有望继续提升。

表 8 农产品市场业务 2012~2015 年 1-3 月收入构成（单位：万元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		15 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租金收入	12767.00	76.47	10774.46	60.49	8670.20	36.37	1815.55	56.81
管理费收入	2847.00	17.05	3211.87	18.03	2672.80	11.21	768.45	24.04
服务收入	1082.00	6.48	3826.00	21.48	3615.00	15.16	612.00	19.15
销售收入					8880.00	37.25		
合计	16696.00	100.00	17812.33	100.00	23838.00	100	3196.00	100.00

资料来源：公司提供

注：因四舍五入原因，加总合计数与板块收入略有差异。

租金收入指农户租赁市场内商铺或摊位支付的租金，是农产品批发市场业务中占比最高的收入来源。2012~2015 年 1~3 月，农产品市场业务租金收入分别为 1.28 亿元、1.08 亿元、0.87 亿元和 0.18 亿元，租金收入逐年下降的原因主要是部分老市场陆续拆迁所致。公司农产品市场的租金收入受到政府保障农产品供应，稳定物价等因素的管制。政府出台农产品市场管制措施的同时会给予公司一定的财政补助，如果财政补助收入不能完全覆盖由于市场租金管制政策所减少的收入，将对公司收入产生一定影响。

管理费收入指在农产品市场，市场方按照商户货物成交量提取相应的佣金。近三年公司管理费收入保持稳定。

农产品市场内还有部分收入来源于服务费收入，主要是市场方为整个市场提供的保洁、停车等收入的服务费。2014 年及 2015 年 1-3 月的服务费收入较上年同期有小幅下降，主要原因是市场竞争的加剧，公司服务收费价格有所下调，相应收入较去年下降。

2014 年新增销售收入 0.89 亿元，主要是梁平丰绿公司出售市场周边配套住宅门面的销售收入，计入其他业务收入。

4. 资产租赁业务

公司资产租赁业务主要由重庆恒升资产经营管理有限公司（以下简称“恒升公司”）和重庆市实富物业管理有限责任公司（以下简称“实富公司”）两家子公司经营，收入主要来自恒升公司管理的朝天门交易市场商铺的租金收入及市场内的管理收入，实富公司主要负责重庆市商委直属企业改制后所有职工住宅、档案、不良债权的管理服务工作。

重庆朝天门交易市场是中国十大批发市场之一，位于长江和嘉陵江交汇处，交通运输极为便利，自古以来是西南地区重要的商品集

散地。朝天门交易市场经营面积 5.35 万平方米，商铺 4709 个，出租率达 99.90%，主要批发销售各类小商品、生活用品、服装鞋帽，是长江上游最大的日用品批发市场。

朝天门交易市场地处重庆市核心区，易造成交通不畅、火灾等隐患，重庆市政府规划将其搬迁至茶园新区，2011 年公司成立重庆朝天门国际商贸城股份有限公司（以下简称“朝天门商贸城公司”）作为项目建设主体。朝天门国际商贸城规划用地 2550 亩，总建筑面积 519 万平方米，其中交易区面积 225 万平方米，位列西部第三。新市场建成后，既能满足原市场搬迁，又能吸纳主城区其他同类市场进入。在建的朝天门国际商贸城是重庆市现有的档次最高、功能最全的特大型综合交易批发市场，涵盖服装、鞋帽、箱包等二十多个大类，上万个交易品种。朝天门国际商贸城通过即将开工的南山隧道，规划的东大门大桥至市中心老朝天门约 15 公里，新址东靠绕城高速公路及迎龙立交，南起茶涪路，北抵快速路三横线，区位优势良好。朝天门国际商贸城分三期建设，一期占地 524 亩，截至 2015 年 3 月底完成投资额 48.00 亿元，预计 2015 年下半年一期交易市场将开业。朝天门国际商贸城的建成有利于公司资产租赁业务的进一步的发展，据公司规划，一期建成资产将部分用于出售，预计未来 1~2 年，公司收入将获得提升。

根据重庆市政府规划，公司目前部分资产面临拆迁，截至 2015 年 3 月底已完成拆迁总面积 9 万平方米，已收款 4.18 亿元，累计应收款 4.87 亿元。公司收到政府的拆迁补偿款时计入“专项应付款”中，拆迁完成后与“固定资产清理”一并结转，差额计入“营业外收入”。

5. 其他

（1）食品加工

公司食品加工业务经营主体包括子公司

重庆黄花园酿造调味有限公司（以下简称“黄花园公司”）、重庆凌汤圆食品有限公司（以下简称“凌汤圆公司”）、重庆潼南康河食品有限公司（以下简称“康河公司”）。黄花园公司拥有 100 多年的生产历史，具有酱油、食醋、豆瓣酱、调料的生产工艺和设备，公司于 2014 年上半年已将黄花园公司转让；凌汤圆公司是重庆地区最大的速冻方便食品生产经营企业，“凌汤圆”品牌距今已有 70 多年的历史，产品覆盖速冻汤圆、速冻饺子，汤圆粉、月饼等速冻食品 and 传统节庆食品；康河公司主要经营公司食品加工业业务中的肉类加工，2011 年康河公司处于亏损状态，2012 年公司对康河公司进行整顿，此后无新业务发生，公司考虑将其整体转让，目前康河公司正等待转让。

近年来公司对食品加工业投入较少，食品加工业整体发展缓慢，现有厂房与设备老化，产品更新换代能力较弱。2012~2015 年 3 月，公司食品加工业收入分别为 1.09 亿元、0.32 亿元、0.18 亿元和 0.07 亿元，呈逐年下降趋势，其中黄花园公司于 2014 年 5 月在重庆市联合产权交易所挂牌出售，食品加工业收入大幅下降。

（2）其他服务

公司其他服务包括信用担保、旅游、物流、机动车拍卖、装饰、会展等业务。公司目前加

大整合力度，对资源占用量大、收益不高、与集团主营业务关联度不大的业务进行清理，重点发展一到两个收益高、发展前景广阔的业务。2012~2015 年 1-3 月，公司其他服务板块营业收入分别为 0.37 亿元、0.66 亿元、0.42 亿元和 0.08 元。

6. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数保持基本稳定，分别为 55.84 次、55.45 次和 55.85 次；存货周转次数逐年下降，分别为 4.01 次、3.92 次和 1.66 次；总资产周转次数持续下降，分别为 0.31 次、0.24 次和 0.18 次。公司销售债权周转次数处于较高水平。

7. 在建项目

截至 2015 年 3 月底，公司在建工程计划总投资 283.19 亿元，已投资 98.48 亿元。公司在建农产品项目的资金来源主要为销售配套商业地产和部分市场门面、加以外部借款、财政补贴、商户预付保证金等。

表9 截至2015年3月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目	建设期限	计划总投资额	资金来源			已投资额	投资规划		
			资本金	借款	其他		2015年	2016年	2017年
石柱县辣椒批发物流市场	2011.05~2015.12	5.48	1.64	3.84	0	0.98	1.99	0.54	2.39
梁平县渝惠农产品批发市场	2012.05~2016.05	3.52	1.06	2.46	0	2.10	0.70	0.32	1.30
重庆双福国际农贸城	2011.03~2015.12	61.19	18.36	42.83	0	33.20	17.99	5.52	4.18
南川区农产品批发物流市场	2012.07~2017.12	6.34	1.90	4.44	0	2.10	1.00	1.00	2.34
巫溪山货市场	2012.09~2014.06	2.00	1.30	0	0.70	0.83	0.50	0.93	-
彭水丰绿农产品批发物流市场	2012.09~2015.12	2.13	0.64	1.39	0.10	0.70	0.50	0.54	0.32
秀山丰绿农产品批发物流市场	2012.09~2016.12	6.98	2.09	4.89	0	0.67	1.50	1.50	3.71
重庆朝天门国际商贸城	2012.07~2017.12	160.00	48.00	112.00	0	48.00	30.00	30.00	48.00
迎龙医药城	2012.09~2017.10	35.55	10.67	24.88	0	9.90	8.00	8.00	9.85
合计	-	283.19	85.66	196.73	0.80	98.48	62.18	48.35	73.69

资料来源：公司提供；

注：总投资额中包含土地使用权投入，且公司购地价格为政府摘牌价。政府将分期按摘牌价的 50% 向公司返还土地款，公司实际总投资额小于计划总投资额。

朝天门国际商贸城项目由朝天门国际商贸城公司负责建设。其注册资本 9.37 亿元，其中公司持股 70.01%，是朝天门国际商贸城公司实际控制人。朝天门国际商贸城建设模式是公司自建，权属归公司自有。截至 2015 年 3 月底，项目已投资 48.00 亿元。2015 年朝天门国际商贸城建设预计投资 30.00 亿元，预计完成二期市场建设，启动二期市场配套建设；资金来源包括配套商住出售收入 4.00 亿元，税费返还 2.00 亿元，企业债券 10 亿元，出售市场经营权及市场租金 4.00 亿元，银行贷款 10.00 亿元。2016 年朝天门国际商贸城建设预计投资 30 亿元，预计完成二期市场配套建设，启动三期市场建设和加工基地建设；资金来源包括市场租金收入及二期配套出售收入 8.00 亿元，银行贷款及商户保证金 32.00 亿元。2017 年朝天门国际商贸城建设预计投资 48.00 亿元，预计完成三期市场和加工基地建设；资金来源包括市场租金收入及二期配套商住出售收入 10.00 亿元，其余主要来自银行贷款及商户保证金。

重庆双福国际农贸城项目由重庆双福农产品市场有限公司（以下简称“双福公司”）负责建设，双福公司由江苏华西集团（以下简称“华西集团”）和公司共同出资组建，注册资本 5.88 亿元，其中公司占比 51.00%。该项目总投资 61.19 亿元，其中自筹 18.36 亿元，银行贷款 42.83 亿元。自筹资金来源一方面通过公司和华西集团增资，另一方面通过引进外来投资者入股，成立各市场经营管理子公司的方式筹集部分资金，另外通过争取国家、市级专项资金解决。截至 2015 年 3 月底，已投资 33.20 亿元。

迎龙医药城项目由重庆汇商置业有限公司（以下简称“汇商置业”）负责建设，汇商置业由公司和重庆弘毅投资有限公司共同投资组建，公司持有汇商置业 55.00% 的股权，是其实际控制人。迎龙医药城项目规划总用地面积为

615 亩，计划总投资 35.55 亿元，资金来源包括自筹资金 10.67 亿元，银行贷款 24.88 亿元。自筹资金部分主要来自政府土地出让金返还及税收返还。截至 2015 年 3 月底，已投资 9.70 亿元。

迎龙医药城项目拟建成中国西部最大的医药流通中心，该项目将整合重庆储奇门、南岸四小区两大医药批发市场，还将集交易展示、仓储物流、商务信息为一体，形成功能齐全、设施完善，以医药为主的商品交易会会展中心，发展成为适应未来市场的大型专业批发市场。项目建成后，年交易额有望达 300 亿元以上，有望改变目前药材批发市场小、散、乱现状。

在建项目的土地支出成本占总投资的比例约 25%，约为 70.80 亿元。公司主要在建项目陆续收到政府土地出让金返还，在建项目的土地支出成本将大幅低于实际土地支出成本，有助于减轻未来投资支出压力。

总体看，公司目前在建工程数量较多，投资规模大，公司未来融资压力大。但公司朝天门国际商贸城等主要项目为重庆市政府重点支持建设项目，政府对公司资金支持力度较大，一定程度上缓解了公司的融资压力。

8. 未来发展

未来三年，公司主要实施“1234”战略：“1”：就是构建一大体系，即：建立重庆市三级农产品市场体系。在主城建立一级农产品市场，作为整个农产品市场体系的龙头市场，整合全市乃至国内外的农产品资源，组织农产品资源的物流大循环，统领二、三级农产品市场的资源配置。“2”就是培育两大产业，即：电子商务产业、成品油产业。电子商务产业主要是将固定客户群的商品资源整合起来，大力发展电子商务，扩大线上交易量。成品油业务主要是公司将与韩国 GS 集团合作，开展成品油进口和

进口代理业务，力争建立辐射西南、面向国内外的成品油供销网络。“3”为夯实三大基础，即夯实观农贸市场、老朝天门市场发展基础、重客隆品牌发展基础和资产管理基础。夯实观农贸市场、老朝天门市场发展基础主要是指对观农贸市场、老朝天门市场搬迁后进行整体开发，打造以特色专业市场为主的城市综合体。“4”：就是打造四座商城，即重点打造双福国际农贸城、朝天门国际商贸城、迎龙医药城和两江食品城（尚未开工建设）。到 2016 年，公司主要经济指标力争实现“四个增半”的目标，即营业收入增半，达到 36 亿元；利润总额增半，力争达到 9000 万元；资产总额增半，达到 180 亿元；交易额增半，达到 450 亿元。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2012～2014 年审计报告，2012 年审计报告经重庆中瑞会计师事务所审计，2013 年和 2014 年审计报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。

2012 年公司纳入合并范围的二级子公司较 2011 年新增 3 家；2013 年公司纳入合并范围的二级子公司共计 36 家，三级子公司 1 家，其中新设立的二级子公司 1 家，不再纳入合并范围的二级子公司 3 家，全部进入清算程序；2014 年公司新纳入合并范围的二级子公司 1 家，由于清算或处置本年不再纳入公司合并范围的子公司 5 家。2015 年一季度合并范围较 2014 年没有变化。总体看，公司合并范围变化对公司整体经营影响不大，三年数据可比性较好。

2014 年，公司采用财政部于 2014 年初发布的新修订会计准则，对相应会计科目 2013 年数据进行追溯调整；2014 年审计报告中，公司对重要前期差错进行了更正。由于上述会计

政策变更及差错更正涉及科目较多及金额调整规模较大，为遵循财务数据可比性原则，本评级报告所使用 2013 年财务数据采用 2014 年期初数，以下财务分析以 2014 年期末数与 2014 年期初数比较分析为主，以 2012～2014 年财务数据变化为辅。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 152.41 亿元，所有者权益 61.72 亿元（其中少数股东权益 19.89 亿元）；2014 年公司（合并）实现营业收入 24.29 亿元，利润总额 0.77 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 179.73 亿元，所有者权益 61.54 亿元（其中少数股东权益 19.93 亿元）；2015 年 1～3 月公司（合并）实现营业收入 6.22 亿元，利润总额 0.30 亿元。

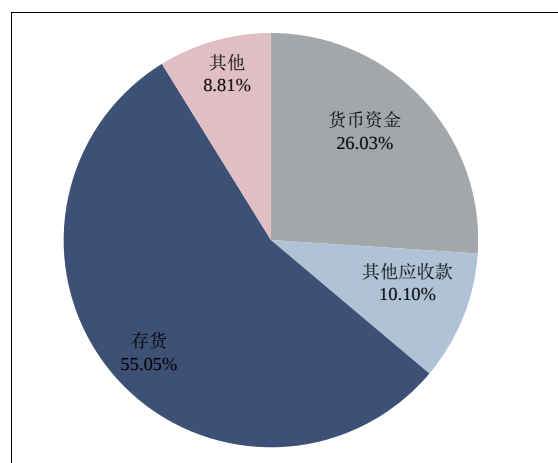
2. 资产质量

2012～2014 年，公司资产总额年均增长 38.74%。截至 2014 年底，公司资产总额 152.41 亿元，其中流动资产占 20.38%，非流动资产占 79.62%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2012～2014 年，公司流动资产年均复合增长 24.71%。截至 2014 年底，公司流动资产 31.07 亿元，同比增长 30.57%，主要由货币资金（占 26.03%）、其他应收款（占 10.10%）和存货（占 55.05%）构成。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



资料来源:公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 21.39%。截至 2014 年底，公司货币资金 8.09 亿元，同比下降 42.87%。2014 年公司货币资金主要为银行存款 7.15 亿元及其他货币资金 0.90 亿元；使用受限货币资金 130 万元。

2012~2014 年，公司应收账款基本保持稳定，主要为公司客户所欠货款及租金等。截至 2014 年底，公司应收账款 0.43 亿元，其中前五名占比为 36.14%，应收账款债务人集中度一般。从账龄结构来看，账龄在一年以内的占 62.25%，1-2 年的占 15.93%，2-3 年的占 4.88%，3 年以上的占 16.94%，整体账龄较短。截至 2014 年底，公司共计提应收账款坏账准备 0.06 亿元，计提比例为 12.95%，计提比例较合理。

2012~2014 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 99.19%。截至 2014 年底，公司预付款项 2.31 亿元，同比增长 354.23%，主要为预付货款及工程款；从账龄来看，一年以内占 99.18%。

2012~2014 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 39.37%。截至 2014 年底，公司其他应收款 3.14 亿元，同比下降 10.68%，其中单项金额较大款项包含应收双福新区管理委员会借款、土地结算款、民工工资保证金合计 0.38 亿元、应收重庆联合产权交易所秦巴山货拍卖款 0.28 亿元等，其余款项数量较多且金额较小，集中度小。从账龄结构来看，账龄在一年以内的占 77.55%，1-2 年的占 2.12%，2-3 年的占 14.85%，3 年以上的占 5.48%。公司计提坏账准备共计 730.09 万元，计提比例为 2.27%。

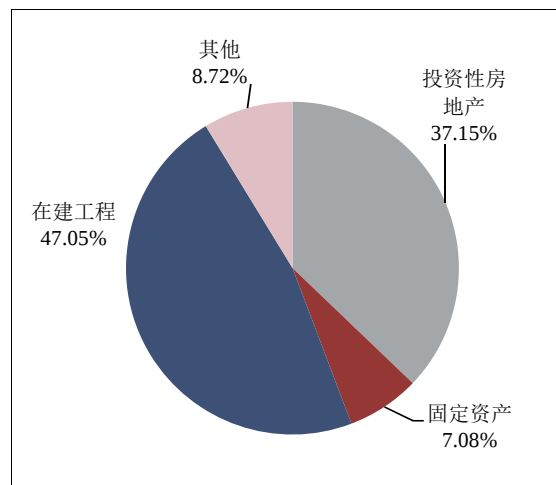
2012~2014 年，公司存货波动增长，年均复合增长 87.80%。截至 2014 年底，公司存货账面余额 17.10 亿元，同比大幅增长 264.47%，增长主要系公司自制半成品及在产品较上年年底增长 12.88 亿元至 15.06 亿元，主要是重庆双福农产品批发市场有限公司的市场周边商

业住房由“在建工程”转入“存货”，金额 9.87 亿元；重庆潼南蔬菜批发物流市场有限公司新增开发成本 2.09 亿元等。公司计提存货跌价准备 48.26 万元，主要是对库存商品计提的跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模快速增长，年均复合增长 43.17%。截至 2014 年底，公司非流动资产总额 121.35 亿元，主要由投资性房地产（占 37.15%）、在建工程（占 47.05%）和固定资产（占 7.08%）构成。

图 4 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 453.22%。截至 2013 年底，公司投资性房地产 20.16 亿元（2014 年期初数），同比增加 18.69 亿元，主要原因为公司将 2012 年计入固定资产和无形资产的 land 及房屋建筑物调至投资性房地产。截至 2014 年底，公司投资性房地产 45.07 亿元，同比增长 123.56%，增长主要系公司自用房地产转入 24.15 亿元，以及由于公司根据董事会决议，对公司投资性房地产由成本法计量转为以公允价值计量，并进行追溯调整导致公允价值变动增加 0.76 亿元（相应金额同时贷记公允价值变动收益）。

2012~2014 年，公司固定资产呈波动下降趋势，年均复合下降 20.00%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值合计 8.60 亿元，主要由

房屋及建筑物 7.69 亿元，机器设备 0.41 亿元等构成。2014 年公司累计计提折旧合计 2.85 亿元，固定资产减值准备 0.16 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 88.78%，主要为朝天门国际商贸城、中国（潼南）蔬菜批发交易市场和迎龙商贸城等规模较大的在建项目投入不断增长所致。截至 2014 年底，公司在建工程 57.10 亿元，同比增长 22.92%，当年由于项目投入增加 34.58 亿元，由于转入固定资产减少 15.34 亿元，其他减少 8.59 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产快速下降，年均复合下降 43.64%。截至 2014 年底，公司无形资产账面价值 8.13 亿元，同比下降 63.82%，下降主要原因是双福公司将无形资产 13.75 亿元调整至投资性房地产核算。2014 年底公司无形资产中主要由土地使用权 7.96 亿元构成。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 179.73 亿元，较 2014 年底增长 33.12%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 27.99%和 72.01%，在货币资金大幅增长带动下流动资产占比有所上升。其中，公司由于银行借款增加及分别于 2015 年 1 月和 3 月发行“15 渝商业 PPN001”10 亿元和“15 渝商业 CP001”5 亿元导致货币资金较 2014 年底增加 14.80 亿元；公司其他应收款 9.82 亿元，较 2014 年底增长 213.03%，主要系应收重庆联交所股权转让款 0.28 亿元，预付中科致远工程款 0.25 亿元，预付二建工程款 0.19 亿元，预付高速集团 0.45 亿元，预付建工集团 3.55 亿元；公司无形资产 22.99 亿元，较 2014 年底大幅增加 14.86 亿元，主要系重庆朝天门国际商贸城将在建工程中土地转入无形资产核算，调增金额 13.80 亿元。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金与存货占比较高，非流动资产中投资性房地产、在建工程 and 无形资产占比高。公司资产流动性一般，整体资产质量尚可。

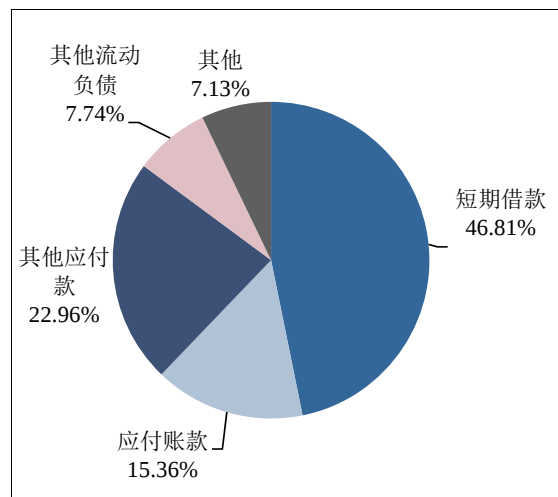
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 47.54%。截至 2014 年底，公司负债总额 90.69 亿元，其中流动负债占 71.56%，非流动负债占 28.44%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债呈快速上升趋势，年均复合增长 64.59%。截至 2014 年底，公司流动负债总额 64.90 亿元，主要以短期借款（占 46.81%）、应付账款（占 15.36%）、其他应付款（占 22.96%）和其他流动负债（占 7.74%）为主。

图 5 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 74.65%。截至 2014 年底，公司短期借款合计 30.38 亿元，同比增长 70.29%，其中质押借款 5.00 亿元，抵押借款 13.82 亿元，保证借款 8.21 亿元，信用借款 3.35 亿元。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 116.45%。2014 年底，公司应付账款合计 9.97 亿元，同比增长 100.62%，主要为应付工程款、应付土地出让金及应付货款等。从账龄结构来看，公司应付账款账龄在一年以内的占 79.08%。

2012~2014 年，公司预收账款持续增长，年均复合增长 67.90%。截至 2014 年底，公司

预收账款合计 1.33 亿元，主要为预收的售房款、保证金及租金等，账龄在一年以内的占 98.13%。

2012~2014 年，公司其他应付款年均复合增长 15.95%。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 14.90 亿元，主要为公司与其他企业间的借款、征地款、施工保证金等。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 2.87 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2013 年底和 2014 年底，公司其他流动负债均为 5.02 亿元，分别包含公司于 2013 年 7 月发行的“13 渝商业 CP001”5.00 亿元和于 2014 年 5 月发行的“14 渝商业 CP001”5 亿元。上述短期融资券金额调整至短期债务核算。

2012~2014 年，公司非流动负债规模持续增长，年均复合增长 20.70%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 25.79 亿元，同比增长 6.86%。其构成主要包含长期借款占 63.44%，专项应付款占 10.81%，递延所得税负债占 6.82%。

2012~2014 年，随着项目投资资金需求的增加，公司长期借款快速增长，年均复合增长 27.31%。截至 2014 年底，公司长期借款 16.36 亿元，同比增长 5.54%，主要为公司以土地使用权为抵押取得的借款。

2012~2014 年，公司专项应付款波动中有所下降，年均复合下降 9.90%，专项应付款主要为政府给予的拆迁补偿费。截至 2014 年底，公司专项应付款合计 2.79 亿元，主要包括渝中区北区路 168 号拆迁补偿费 1.51 亿元、新华路房屋拆迁补偿款 0.17 亿元和陕西路 26 号拆迁补偿费 0.54 亿元等。拆迁完成后“专项应付款”与“固定资产清理”一并结转，差额计入“营业外收入”。

截至 2014 年底，公司递延收益 4.88 亿元，同比增长 3.07%（2012 年递延收益计入其他非流动负债，2013 年起调整至递延收益科目），其中主要为政府预付的针对公司承接的多项

市场建设项目的补贴资金及部分土地出让金返还款等，公司将于之后年度分期确认营业外收入。

2012~2014 年，随着农产品市场、商贸城等建设规模的扩大，公司长短期借款不断增加，带动公司全部有息债务快速增长，年均复合增长 65.02%。截至 2014 年底，公司全部有息债务总额 54.61 亿元，同比增长 41.14%；其中短期债务占 70.04%，长期债务占 29.96%。

2012~2014 年，随着公司债务规模的快速扩大，资产负债率和全部债务资本化比率持续增长，三年平均值分别为 56.27% 和 42.45%，2014 年底分别为 59.51% 和 46.95%；由于公司债务增长主要来自短期债务，且长期债务增长幅度较所有者权益增长幅度较小，公司长期债务资本化比率持续下降，三年平均值为 21.05%，2014 年底为 20.96%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 118.19 亿元，较 2014 年底增长 30.31%，主要来自短期借款、其他流动负债和长期借款的增加。负债总额其中流动负债占 73.77%，非流动负债占 26.23%，负债构成与 2014 年底相比变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司其他流动负债 15.03 亿元，较 2014 年底增长 199.36%，主要是因为公司 2015 年 1 月发行 10 亿元非公开定向融资工具“15 渝商业 PPN001”所致。2015 年一季度，公司继续加大对外融资力度，截至 2015 年 3 月底，短期借款（2015 年 3 月发行 5 亿元短期融资券“15 渝商业 CP001”计入短期借款）和长期借款分别为 42.16 亿元和 22.36 亿元，较 2014 年底分别增长 38.78% 和 36.65%。

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务合计 72.39 亿元，较 2014 年底增长 32.55%，主要因为短期借款、其他流动负债和长期借款增加所致，其中短期债务占 69.11%、长期债务占 30.89%，与 2014 年底相比变化不大；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 65.76%、54.05%、26.65%，均较 2014 年底有所上升，公司债务负担加重。

总体看，公司负债以流动负债为主；有息债务构成以短期债务为主。近年随着在建工程规模的扩大，公司债务规模快速上升，债务负担有所加重，整体债务期限结构有待进一步优化。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长28.27%，其中归属于母公司所有者权益年均复合增长38.19%，少数股东权益年均复合增长12.89%。

截至2014年底，公司所有者权益合计61.72亿元，同比增长6.44%，主要是资本公积加所致。公司所有者权益中实收资本占3.73%，资本公积占46.04%，其他综合收益占8.60%，盈余公积占1.09%，一般风险准备占0.04%，未分配利润占8.26%，少数股东权益占32.23%。

截至2014年底，公司资本公积28.42亿元，同比增长10.67%，主要是因为公司子公司重庆朝天门国际商贸城股份有限公司收到重庆经济技术开发区管理委员会财务局返还的土地出让金3.76亿元，根据市政府专题会议纪要（2011-53），该返还作为国有企业资本金注入，公司按照持股比例确认资本公积2.73亿元；重庆市财政局根据市政府《关于印发重庆市市级企业国有资本经营预算管理办法（实行）的通知（渝府发[2007]121号）的规定，拨付229.00万元专项资金用于补充公司子公司重庆铭鼎化工有限公司资本金。

截至2013年底，公司其他综合收益和未分配利润分别为5.21亿元和4.67亿元，均较2012年底大幅增长，增长主要系公司投资性房地产由成本法转为以公允价值计量后追溯调整，其中其他综合收益调增5.21亿元，未分配利润调增2.01亿元（未分配利润增长金额中还包含会计更正调整金额及当年实现的净利润转入）。截至2014年底，公司其他综合收益和未分配利润分别为5.31亿元和5.10亿元，均较2013年底小幅增长。

2012~2014年，公司少数股东权益持续增

长，分别为15.61亿元、19.55亿元和19.89亿元，在公司所有者权益中占比分别为41.61%、33.72%和32.23%，少数股东权益在所有者权益中占比较高。

截至2015年3月底，公司所有者权益合计61.54亿元，与2014年底基本持平，其构成及占比较2014年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入呈小幅下降趋势，年均复合下降0.62%，2014年，公司实现营业收入24.29亿元，较2013年略有下降。同期，公司营业成本呈下降趋势，年均复合下降3.58%，高于营业收入下降幅度。2014年，公司营业成本18.07亿元，同比下降3.35%。

2012~2014年，公司期间费用年均增长15.73%，近三年公司期间费用占营业收入比重分别为22.09%、24.88%、29.95%，占比较高。2014年，公司期间费用合计7.27亿元，较2013年同比增长19.76%，其中由于公司对外融资规模加大，财务费用1.75亿元，较2013年增加0.84亿元；销售费用2.53亿元，较2013年增加0.33亿元，主要系职工薪酬的增长；管理费用3.00亿元，较上年小幅增长，主要包含租赁费、职工薪酬、折旧及摊销等多项费用。总体看，公司期间费用较高，且呈不断增长趋势，期间费用控制能力有待提高。

2013年和2014年，公司公允价值变动收益分别为0.46亿元和0.76亿元，均为按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动收益。2014年，公司投资收益0.44亿元，主要为当年处置长期股权投资产生的投资收益0.44亿元。

2012~2014年，公司营业利润持续为负，分别为-0.57亿元、-0.16亿元和-0.22亿元，一是因为公司经营的连锁超市为民生超市，毛利水平较低，二是由于公司期间费用持续较高

且不断增长。

2012~2014 年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长 13.59%。2013 年，公司营业外收入 2.26 亿元，其中主要为非流动资产处置利得合计 2.00 亿元，政府补助 0.09 亿元；2014 年，公司营业外收入 1.28 亿元，其中主要为非流动资产处置利得 0.99 亿元和政府补助 0.20 亿元。非流动资产处置利得主要是政府支付的拆迁费超过拆迁房屋成本的部分，朝天门市场的拆迁在 2013~2017 年进行，故非流动资产处置利得在 2013~2017 年具有持续性；作为重庆市最大的农产品流通市场建设和经营主体，公司农产品市场收取的租金受政府保供稳价影响，为弥补租金价格受限带来的损失，政府每年会给予公司一定金额的补贴，公司营业外收入中的政府补助具有一定持续性，从构成上看，公司政府补助中子项较多，其中包括便民设施建设类补贴、土地出让金返还类补贴及其他与公司商贸经营有关的各类补贴。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率呈上升趋势，近三年分别为 19.83%、22.18%和 24.14%；总资本收益率和净资产收益率呈波动下降趋势，近三年平均值分别为 2.19%和 1.12%，2014 年为 1.88%和 0.57%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入、利润总额分别为 6.22 亿元、0.30 亿元，分别为 2014 年的 25.61%、39.16%。2015 年 1~3 月，公司营业利润率为 24.83%，较 2014 年小幅提升。

总体看，公司收入规模小幅下降，但受公司占比较大的综合商贸服务板块（以连锁超市为主）毛利率上升影响，公司营业利润率持续提升，但高额的期间费用支出显著侵蚀了公司的利润空间，公司营业利润持续为负。公司利润总额主要来源于营业外收入，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营

活动现金流入量持续增长，年均复合增长 9.76%，2014 年为 35.70 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 27.06 亿元；公司经营活动现金流出年均复合增长 0.22%，2014 年为 30.92 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金 20.54 亿元。2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金 8.62 亿元，主要是公司向农产品市场小股东的临时性周转借款等；支付的其他与经营活动有关的现金 6.51 亿元，主要是支付人工成本、及重客隆超市支付的门店租金等。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额由净流出转变为净流入且规模有所增长，三年分别为-1.15 亿元、3.38 亿元和 4.78 亿元。

从收入实现质量看，2012~2014 年公司现金收入比分别为 108.05%、109.74%和 111.44%，公司收入实现质量有所提高，收现质量适宜。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入呈下降趋势，年均复合下降 13.63%，2014 年为 3.12 亿元，其中，处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额为 1.60 亿元，收回投资收到的现金 0.78 亿元，处置子公司及其他长期资产收回的现金净额为 0.60 亿元。2012~2014 年公司投资活动现金流出呈快速上升趋势，年均复合增长 48.61%，2013 年为 27.95 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金 17.85 亿元和支付其他与投资活动有关的现金 9.33 亿元（主要为汇商置业、朝天门商贸城预付给政府的土地款、借款）；2014 年为 28.90 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金 28.18 亿元。2012~2014 年，公司投资活动净现金流分别为 -8.91 亿元、-24.00 亿元和 -25.78 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年，随着在建项目资金需求的增加，公司筹资活动现金流入呈大幅上升趋势，2013 年为 45.86 亿元，同比增长 130.02%，主要为借款 31.46 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 13.46 亿元（主要

为 2013 年公司发行的短期融资券及朝天门商贸城收到的市财政借款)；2014 年为 46.51 亿元，主要为借款 37.34 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 9.14 亿元（主要为 2014 年公司发行的短期融资券 5.00 亿元、朝天门商贸城收到诚意金 2.60 亿元及收到工程建设保证金 1.20 亿元等）。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2014 年为 26.21 亿元。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 10.50 亿元、29.29 亿元和 14.93 亿元。

2015 年 1~3 月，公司销售商品提供劳务收到的现金 7.07 亿元；公司购买商品、接受劳务支付的现金 5.18 亿元；公司经营活动现金流入量和净额分别为 10.21 亿元和 1.19 亿元；现金收入比为 113.68%，较 2014 年有所上升；公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为 12.66 亿元；公司投资活动现金流净额为 -11.53 亿元。同期，筹资活动现金流量净额为 25.17 亿元，主要来自取得借款收到的现金 19.20 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 10.09 亿元（公司 2015 年发行的非公开定向融资工具 10 亿元）。

总体来看，公司经营活动现金流入量规模有所增长，2013 年以来，经营活动净现金流转为净流入，现金收入质量适宜；但经营活动净现金流规模较小，无法满足投资需求，且未来随着公司在建项目的资本性支出，存在较大筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，在短期借款快速增长的带动下，公司流动负债增速显著高于流动资产，致使流动比率和速动比率呈下降趋势，近三年均值分别为 57.56% 和 36.99%，截至 2014 年底，分别为 47.87% 和 21.51%。截至 2015 年 3 月底，流动比率及速动比率均略有提升，分别为 57.69% 及 39.86%。公司近三年经营现金流动负债比分别为 -4.82%、8.02% 和 7.36%。公司存在较大短期支

付压力。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 波动增长，近三年分别为 2.72 亿元、3.71 亿元和 3.39 亿元。2012~2014 年，随着公司对外融资规模的扩大，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 2.14 倍、2.31 倍和 1.12 倍；全部债务/EBITDA 倍数逐年上升，分别为 7.37 倍、10.42 倍和 16.10 倍。公司长期偿债指标持续弱化。考虑到重庆市政府对公司在土地出让款返还、财政补贴等方面的综合支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 62.67 亿元，尚未使用的额度为 0.28 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 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（企业信用报告银行专业版），截至 2015 年 5 月 4 日，公司已结清信贷信息记录中不良类贷款 1 笔，根据工商银行提供的说明文件，2006 年 12 月公司以重组方式承接了原市商委直属企业重庆商业储运公司在工商银行朝天门支行的债务 3288.00 万元，在人行系统中以承接方式取得的贷款属于存在问题的次级贷款，该笔贷款 2007 年全部结清本息，承接后无逾期和欠息。

8. 抗风险能力

公司业务板块多元化发展，在一定程度上有助于分散经营风险。未来随着双福国际农贸城运营不断成熟，公司农产品市场业务前景良好。目前，公司经营情况良好，资产保持增长，整体偿债能力尚可。公司作为政府确立的三级农产品市场建设运营主体，持续获得政府有力支持。基于对公司自身经营和财务风险，所处主要行业、重庆市区域经济水平状况，以及重庆市政府对公司有力支持的综合分析，公司整体抗风险能力正常。

九、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

本期中期票据拟发行额度为10.00亿元，占公司2015年3月底长期债务的44.72%，全部债务的13.81%，对公司现有债务负担影响较大。

截至2015年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为65.76%和54.05%，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至67.56%和57.24%。考虑到本期中期票据募集资金将用于置换公司本部和子公司的银行贷款，公司实际债务指标可能低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量加权均值分别为33.96亿元和3.17亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为3.40倍和0.32倍，2014年上述指标分别为3.57倍和0.48倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

2012~2014年，公司EBITDA加权平均值为3.35亿元，为本期中期票据发行额度的0.34倍，其中2014年公司EBITDA为3.39亿元，为本期中期票据发行额度的0.34倍。公司EBITDA对本期中期票据覆盖能力弱。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较好。

十、结论

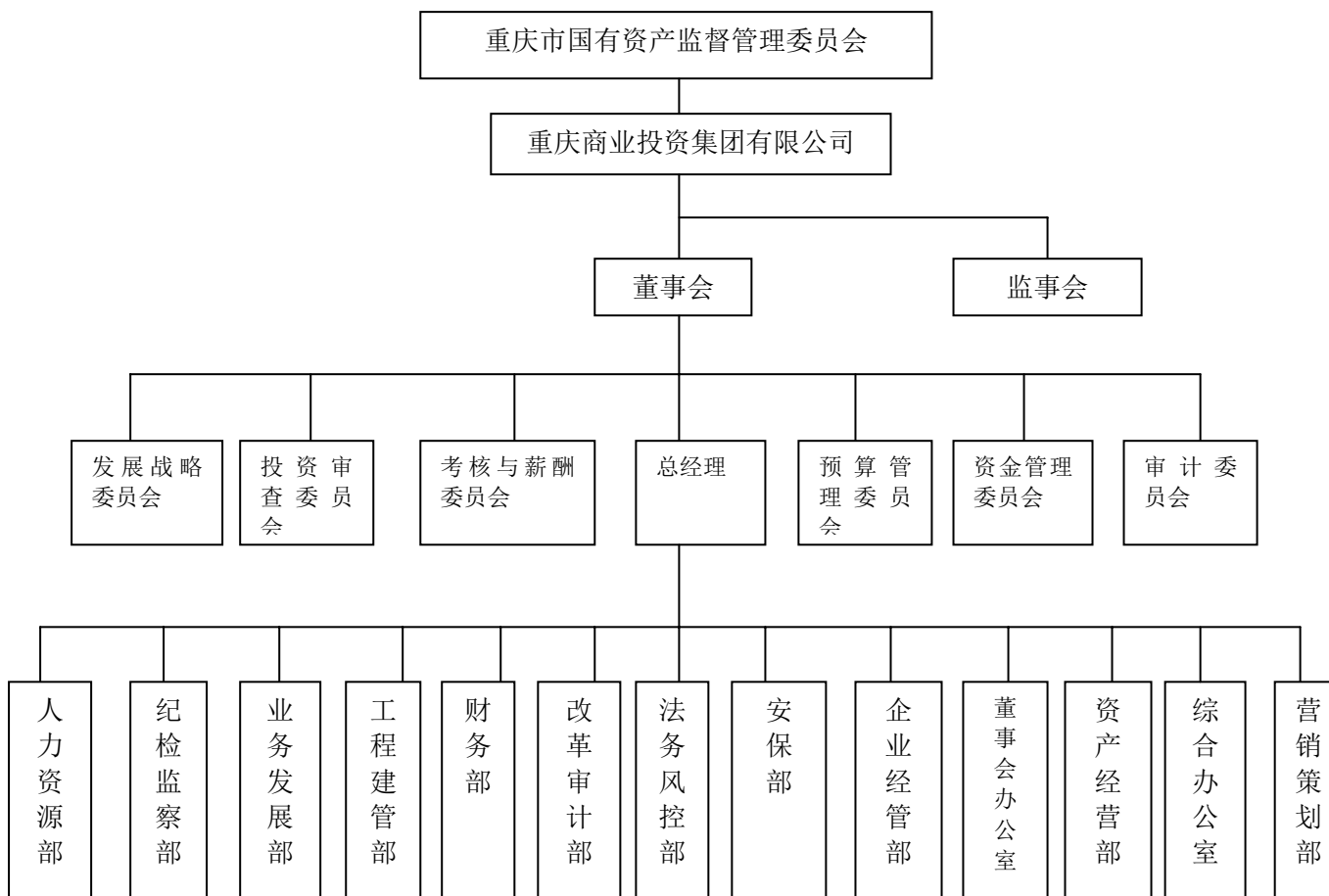
近年来外资零售企业扩张和国内大型零售企业网络布点拓展等使公司连锁超市业务面临激烈的市场竞争，盈利水平偏低。未来，在居民收入持续增长、城市化进程逐步推进、社会保障体系逐步完善等多种因素促进下，预计消费品零售总额将保持较快的增长势头，零售业发展空间广阔。

近年来，公司资产规模快速增长，但资产流动性较差，整体资产质量一般；在建项目投入规模较大，带动有息债务规模快速上升，偿债压力不断加大，未来仍存在较大的资本支出压力；利润总额高度依赖营业外收入，盈利能力较弱。

国家重视农产品市场建设并连续多年加大对农产品流通基础设施建设的扶持力度；重庆市政府确立公司为重庆市三级农产品建设市场主体，公司市场定位明确，政府对公司资金支持力度较大。目前公司农产品市场业务规模较大、毛利率较高，未来发展空间大。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行额度覆盖程度较好。联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.54	14.16	8.09	22.89
资产总额(亿元)	79.18	124.23	152.41	179.73
所有者权益(亿元)	37.51	57.98	61.72	61.54
短期债务(亿元)	9.96	23.19	38.25	50.03
长期债务(亿元)	10.10	15.50	16.36	22.36
全部债务(亿元)	20.06	38.69	54.61	72.39
营业收入(亿元)	24.59	24.41	24.29	6.22
利润总额(亿元)	0.36	2.06	0.77	0.30
EBITDA(亿元)	2.72	3.71	3.39	--
经营性净现金流(亿元)	-1.15	3.38	4.78	1.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	55.84	55.45	55.85	--
存货周转次数(次)	4.01	3.92	1.66	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.24	0.18	--
现金收入比(%)	108.05	109.74	111.44	113.68
营业利润率(%)	19.83	22.18	24.14	24.83
总资本收益率(%)	2.07	2.78	1.88	--
净资产收益率(%)	0.63	2.74	0.57	--
长期债务资本化比率(%)	21.21	21.10	20.96	26.65
全部债务资本化比率(%)	34.84	40.02	46.95	54.05
资产负债率(%)	52.62	53.32	59.51	65.76
流动比率(%)	83.39	56.51	47.87	57.69
速动比率(%)	63.14	45.36	21.51	39.86
经营现金流动负债比(%)	-4.82	8.02	7.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.14	2.31	1.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.37	10.42	16.10	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.96	3.40	3.57	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.12	0.34	0.48	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.37	0.34	--

注：1.2013 年财务数据采用 2014 年期初数；

2.其他流动负债中短期融资券及非公开定向融资工具调整至短期债务核算；

3. 2015 年一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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 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 重庆商业投资集团有限公司 2015 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。

重庆商业投资集团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。重庆商业投资集团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，重庆商业投资集团有限公司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重庆商业投资集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现重庆商业投资集团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，据以确认或调整信用等级。

如重庆商业投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如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重庆商业投资集团有限公司、主管部门、交易机构等。

