信用等级公告

联合[2018] 1843 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持重庆商业投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 渝商业 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

重庆商业投资集团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

担保方主体长期信用

评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 渝商业 MTN001	10 亿元	2020/11/06	AA	AA

评级时间：2018 年 7 月 23 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.33	10.90	15.34	10.93
资产总额(亿元)	194.41	192.71	199.92	173.92
所有者权益(亿元)	61.55	63.59	63.02	62.91
短期债务(亿元)	31.33	14.48	30.90	24.08
长期债务(亿元)	52.57	72.53	55.62	54.78
全部债务(亿元)	83.90	87.01	86.53	78.87
营业收入(亿元)	23.21	28.76	18.63	3.54
利润总额(亿元)	1.69	0.87	0.30	0.37
EBITDA(亿元)	6.05	3.77	3.26	--
经营性净现金流(亿元)	-12.33	-7.63	-2.75	-0.54
营业利润率(%)	25.59	25.30	21.44	28.30
净资产收益率(%)	0.82	0.38	-0.92	--
资产负债率(%)	68.34	67.00	68.48	63.83
全部债务资本化比率(%)	57.68	57.78	57.86	55.63
流动比率(%)	163.11	283.03	208.17	294.25
经营现金流动负债比(%)	-18.68	-18.81	-4.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.86	23.10	26.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	0.88	0.47	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务包括计入其他应付款和其他流动负债的有息债务；3. 现金类资产已剔除受限部分。

分析师

景　雪　陈　婷

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

重组后模拟及预测财务数据

项　　目	*2017 年	*2018 年	*2019 年	*2020 年
现金类资产(亿元)	5.30	23.02	17.50	17.05
资产总额(亿元)	54.35	61.76	56.29	55.89
所有者权益(亿元)	-1.05	20.65	21.18	30.78
短期债务(亿元)	21.03	6.83	6.83	6.83
长期债务(亿元)	19.60	19.60	13.60	3.60
全部债务(亿元)	40.63	26.43	20.43	10.43
营业收入(亿元)	12.52	30.02	35.09	40.19
利润总额(亿元)	2.07	0.60	0.70	0.81
营业利润率(%)	24.45	9.45	8.87	8.48
净资产收益率(%)	--	2.91	3.31	2.63
资产负债率(%)	101.94	66.56	62.38	44.92
全部债务资本化比率(%)	102.66	56.13	49.10	25.30
流动比率(%)	203.94	203.94	168.19	165.32

注：模拟及预测数据未经审计。

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的国有独资企业，继续巩固综合商贸服务、批发市场、资产租赁等在内的多元化业务格局，持续保持在零售网点布局、区域品牌知名度、政府支持等方面具有的优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，零售行业竞争激烈、2017年朝天门国际商贸城租售欠佳、公司主业盈利偏弱并呈现经营性亏损、短期偿债压力大等因素对公司整体信用水平带来的影响。

2018年5月28日，公司发布《重庆商业投资集团有限公司关于拟实施资产重组与股权变更的重大事项的公告》，拟实施改革重组，将公司所持重庆朝天门国际商贸城股份有限公司70.01%的股权无偿划转给重庆迎龙商务区开发建设有限公司；将重庆双福农产品批发市场有限公司等12家一、二级农产品批发市场及配套公司股权无偿划转给重庆交通运输（控股）集团有限公司；将包含重庆市惠泉信用担保有限公司在内的3家公司股权等遗留问题进行一次

性剥离；同时，将剥离上述股权后的重庆商投整体无偿划转给重庆商社（集团）有限公司（以下简称“重庆商社”）。

划转后，重庆商社承诺以“资产+现金”方式对公司实施增资，并将发挥其商业经营优势及产业协同性，推动公司重庆重客隆超市连锁有限责任公司等商贸子公司融入其供销体系，盘活公司商业类资产，提升公司盈利能力。根据公司与重庆商社签订的《增资意向协议书》，公司股权划转至重庆商社并完成工商变更登记后，重庆商社将于2018年7月底前和8月底前分阶段以现金方式向公司合计增资10亿元，并在2018年底前以现金或资产方式持续向公司增资，确保公司在2018年底净资产不低于20亿元；此外根据公司生产经营进度安排，重庆商社后续再向公司增资10亿元。

目前拟划入重庆商社的公司金融债务余额37.43亿元，其中11.43亿元银行贷款主体不变、信用结构不变，其余包括“15渝商业MTN001”在内的中期票据及定向债务融资工具共计26亿元，根据渝国资【2018】178号《重庆市国有资产监督管理委员会关于重庆商社（集团）有限公司为重庆商业投资集团有限公司26亿元未到期债务提供连带保证责任的批复》和重庆商社出具的《担保函》，由重庆商社提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。重庆商社作为中国西部地区最大的商贸流通企业，旗下上市公司零售业务区域市场占有率高，品牌实力强。重庆商社资产规模较大，近年来业务经营稳定，利润水平持续提升，联合资信确定重庆商社主体信用等级为AA，担保实力较强，上述担保措施可有效保障“15渝商业MTN001”等相关债券本息偿付的安全性。

截至本报告出具日，公司本部股权划转已完成工商变更，公司注册资本由2.30亿元变更为12.30亿元，其中重庆商社3亿元增资已用于偿还“15渝商业PPN002”。公司下属相关子公司正在陆续办理工商变更手续，计划在2018年7月底前完成所有股权划转工作。

重组后，公司业务将以超市零售及物业经营管理为主，资产和权益规模有所下降，低效资产的剥离推动主业盈利得到改善，剩余资产中投资性房地产占比高且可获得稳定租金收益，另有固定资产中部分正在或计划拆迁，重庆市国资委在拆迁补助等方面的支持到位情况良好。根据重庆商社提供的《商社集团支持公司发展的初步经营计划》，公司将在商业资源、产业链契合、协同资源配置等方面得到重庆商社的大力支持，“重客隆”超市将在品牌定位、经营模式、体系建设等方面得到升级，原有餐饮业务将得到品牌的重新改造和提升，并借助重庆商社的大众生产生活用品批发平台，新增国内大宗商品贸易业务，带动公司资产质量和盈利能力的提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 渝商业 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为重庆市大型国有企业，旗下的“重客隆”超市在重庆地区品牌知名度高，具备一定的网点布局优势。重组后公司超市业务得以保留，所持公允价值29.03亿元的投资性房地产每年可获得稳定租金收入，低效资产的剥离减轻费用压力，公司整体盈利能力有望提升。
2. 公司所持多处早年建成的房产逐步拆迁，跟踪期内拆迁补偿款到位情况良好，各项政府补助对公司利润形成有力支撑，重组后剩余资产相关补助支持将持续有效。
3. 重庆商社作为中国西部地区最大的商贸流通企业，旗下上市公司零售业务区域市场占有率高，品牌实力强。公司股权划转至重庆商社后，重庆商社将在资本金注入、商业资源共享、产业链契合、协同资源配置等多方面的对公司提供大力支持，有望推动公司资产质量和盈利能力的快速提升。

4. 重庆商社资产规模较大，近年来业务经营稳定，利润水平持续提升，担保实力较强。重组完成后，重庆商社对公司存续期内26亿元债券提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，保障了相关债券本息偿付的安全性。

关注

1. 中国实体零售业竞争激烈，整体利润水平不高，受宏观经济、政策及电商消费分流影响，零售行业增速较缓。
2. 公司连锁超市业务盈利能力偏弱，近年来亏损店面数量不断增加，朝天门国际商贸城店铺销售乏力，公司呈现经营性亏损。
3. 2017年以来，公司短期债务占比大幅提高，集中兑付压力大。公司在银行等金融机构未使用授信额度有限，间接融资渠道亟待拓宽。
4. 公司重组涉及股权划转均为无偿划转，农批市场等非商贸类业务大部分剥离，划转后公司资产、收入和权益规模均有所下降，合并范围的变动带来其他应收款的增加，需持续关注应收款的回收情况。
5. 担保方重庆商社子公司重庆商社信息科技有限公司在开展IP产品供应链业务过程中，部分采购货物出现遭受合同诈骗的可能，截至2017年底，涉案款项余额为6.87亿元，已计提坏账准备0.69亿元，存在一定回收风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由重庆商业投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

重庆商业投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于重庆商业投资集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，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 2018 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。

截至 2018 年 3 月底，公司下设人力资源部、投资发展部、企业经管部、财务部、资产经管部、市场建管部、综合办公室等 12 个职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 199.92 亿元，所有者权益 63.02 亿元（其中少数股东权益 17.81 亿元）；2017 年，公司（合并）实现营业收入 18.63 亿元，利润总额 0.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 173.92 亿元，所有者权益 62.91 亿元（其中少数股东权益 17.79 亿元）；2018 年一季度，公司（合并）实现营业收入 3.54 亿元，利润总额 0.37 亿元。

基于模拟报表，重组后，截至 2017 年底，公司合并资产总额 54.35 亿元，所有者权益 -1.05 亿元（其中少数股东权益 0.12 亿元）；2017 年，公司（合并）实现营业收入 12.52 亿元，利润总额 2.07 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续期内中期票据为“15 渝商业 MTN001”，募集资金 10.00 亿元已全部使用完毕，并按期足额付息；详情见下表：

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15渝商业MTN001	10.00	10.00	2015-11-06	2020-11-06

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采

购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅

提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

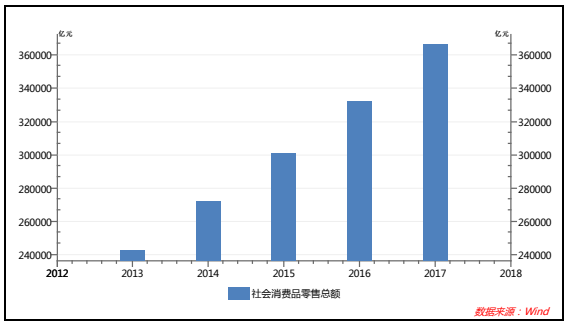
展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据国家统计局数据发布，2017年全年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.2%；餐饮收入额39644亿元，增长10.7%。

图1　近年社会消费品零售总额（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2017年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速快于2016年3.3个百分点。其中，粮油食品类增长3.1%，增速提高3.6个百分点；服装类增长4.3%，增速提高4.1个百分点；化妆品类增长9.5%，增速提高8.1个百分点；日用品类增长0.1个百分点，增速提高0.5个百分点；家用电器类增长2%，增速提高1.5个百分点。

2017年全年，网上实物商品零售额实现54806亿元，同比增长28%，增速比2016年加快2.4个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，比2016年提高8.06个百分点，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%,比2016年提高2.4个百分点。2017年，网下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。

虽然2017年实体店零售额增速有所回落，

但从2017年初，中国宏观经济稳中向好，零售市场景气度于2017年下半年步入复苏阶段。整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费品市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

六、企业规模

公司业务主要包括连锁超市、批发市场、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”）。重客隆超市成立于2004年，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。截至2017年底，公司在重庆主城区及各区县在营业超市店面89家，营业总面积合计14.94万平方米。

批发市场板块包括农产品批发市场和朝天门国际商贸城的建设和运营：①公司作为重庆市三级食品（农产品）市场体系的唯一建设主体，组织农产品批发市场开发、建设、经营和管理，承担着保供稳定、服务民生的责任。根据重庆市政府规划的全市三级食品（农产品）市场体系建设的要求，重庆商投拟在主城建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；②2016年9月，重庆朝天门国际商贸城正式开业，该项目是重庆市重点工程、惠民工程，是西部领先的国家级大型综合批发市场；拥有服装、纺织面料、小商品、鞋帽、日化等20多个大类、一万多个小类、十万个品种的商品。重庆市政府多次召开会议，对于商贸城周边道路的建设、招商入驻等事项给予高度的支持。

此外，公司本部及子公司重庆人道美食品连锁有限责任公司（以下简称“人道美食品连锁”）在重庆多处拥有大量出租物业，用于仓储、办公、工业等用途，截至2017年底公允价值合计29.03亿元，每年获得稳定租金收入，并为公司获得低成本融资提供抵押支持。

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，近年政府对公司在土地返还款、拆迁补贴等方面支持力度较大。

七、重大事项

公司于2018年5月28日发布《重庆商业投资集团有限公司关于拟实施资产重组与股权变更的重大事项的公告》（以下简称“《公告》”），拟实施改革重组，具体调整方案如下。

1. 剥离朝天门公司股权

《公告》决定将公司持有的重庆朝天门国际商贸城股份有限公司（以下简称“朝天门公司”）70.01%股权无偿划转至南岸区政府所属国企重庆迎龙商务区开发建设有限公司（以下简称“迎龙商务区公司”），朝天门公司资产、负债、人员整体成建制划转。其中，公司本部持有的朝天门公司 16.36 亿元债权无偿划转至迎龙商务区公司的母公司重庆经开区投资集团有限公司。截至 2017 年底，朝天门公司资产总额 76.46 亿元、负债总额 54.28 亿元（其中银行贷款 24.20 亿元，公司本部提供借款 16.36 亿元），所有者权益 22.18 亿元；2017 年营业收入 3.43 亿元，净利润-1.54 亿元。

2. 剥离农产品批发市场及配套公司股权

目前，公司持有的一级和二级农产品批发市场及配套公司共 12 户。根据《公告》，12 户农产品市场及配套公司将在本次重组中无偿划转至重庆交通运输（控股）集团有限公司（以下简称“重庆交运集团”），被划转公司现有资产、负债、人员整体成建制划转。被划转企业 17.27 亿元银行贷款主体不变；公司为双福公司等三家划转企业承担的 5.34 亿元银行借款担保责任由重庆交运集团承接；公司于 2015 年 9 月 10 日与中国农发重点建设基金有限公司签订的《中国农发重点建设基金投资协议》中约定的公司的权利义务由重庆交运集团承担。

表2 2017年度/底公司下属批发市场及配套公司财务情况（单位：%、亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	负债总额	营业收入	净利润
重庆双福农产品批发市场有限公司	45.60	37.80	24.19	1.91	-0.27
重庆观音桥市场有限公司	70.00	9.24	5.54	0.44	0.14
重庆潼南蔬菜批发物流市场有限公司	100.00	2.41	2.24	0.13	-0.01
重庆荣惠畜牧有限公司	62.50	1.98	2.16	0.04	-0.07
重庆市南川区丰绿农产品批发物流市场有限公司	51.00	2.76	2.38	0.01	-0.09
重庆山货市场有限责任公司	51.00	0.67	0.37	--	-0.01
重庆市石柱县丰绿农产品批发市场有限公司	51.00	0.61	0.30	0.04	0.01
重庆海富农产品市场有限公司	16.67	2.09	0.32	0.05	0.01
重庆吾空网络股份有限公司	50.00	0.23	0.17	0.22	0.01
重庆商投科技有限公司	100.00	0.43	0.33	0.05	0.01
重庆市商储物流有限公司	100.00	0.19	0.01	--	--
重庆渝惠物流有限公司	51.00	0.12	0.02	--	--
合计	--	**58.53**	**38.03**	**2.89**	**-1.27**

资料来源：公司提供

注：资产总额合计数与《公告》中 62.60 亿元差异主要系重庆观音桥市场有限公司无形资产中土地公允价值较账面价值高出 3.35 亿元、固定资产中房地产公允价值较账面价值高出 0.90 亿元；负债总额与《公告》中 37.79 亿元差异主要系重庆双福农产品批发市场有限公司与重庆商投科技有限公司间往来款 0.18 亿元。

3. 分类处置担保公司、少数股权、问题资产、遗留问题

《公告》决定，①将公司所持重庆市惠泉信用担保有限公司 100%股权无偿划转至重庆兴农融资担保集团有限公司，截至 2017 年底，该公司资产总额 1.54 亿元，所有者权益 1.08 亿元，2017 年实现营业收入 1759 万元，净利润 90 万元。②将 92 万股重庆银行股份（账面价值 476 万元）无偿划转至重庆渝富资产经营管理集团有限公司，其余少数股权（账面价值 1394 万元）整体打包无偿划转至重庆渝康资产经营管理有限公司。③将重庆市渝辉生活服务有限公司（主要职能为代管老企业离退休人员）100%股权、重庆市实富物业管理有限责任公司（主要职能为职工家属区物业管理）100%股权、重庆商投持有的存在产权不完善、重大法律纠纷等遗留问题的房产无偿划转给重庆市水产总公司，重庆商投代管老企业的职能转

移给重庆市水产总公司。以上三类股权未被质押，三家公司无银行贷款、无担保责任。

剥离后，公司涉及上述公司的遗留问题将一次性剥离，有利于公司未来健康发展。

4. 将公司整体划转至重庆商社，由重庆商社向公司增资并提供担保

将公司前述股权或资产分类处理后，重庆市国资委将所持公司 100%股权无偿划转至重庆商社（集团）有限公司（以下简称“重庆商社”）。根据《公告》，重庆商社承诺以“资产+现金”方式对重庆商投集团实施增资，提升公司盈利能力。公司与重庆商社已签订《增资意向协议书》，公司股权划转至重庆商社并完成工商变更登记后，重庆商社将以现金方式向公司增资 10 亿元，其中：2018 年 7 月 31 日前增资 3 亿元、8 月 31 日前增资 7 亿元，并在 2018 年 12 月 31 日前以现金或资产方式持续向公司增资，确保公司在 2018 年 12 月 31 日净资产不低于 20 亿元；且根据公司生产经营进度安排，重庆商社后续再行向公司增资 10 亿元。

拟划入重庆商社的重庆商投现有 37.43 亿元金融债务，其中 11.43 亿元银行贷款主体不变、信用结构不变；“15 渝商业 MTN001”、“15 渝商业 PPN002”（已于 2018 年 7 月兑付）、“15 渝商业 PPN003”、“16 渝商投 PPN001”合计余额 26 亿元的中期票据及定向债务融资工具，由重庆商社提供连带责任保证。重庆市国有资产监督委员会已就此出具批复（渝国资【2018】178 号《重庆市国有资产监督管理委员会关于重庆商社（集团）有限公司为重庆商业投资集团有限公司 26 亿元未到期债务提供连带保证责任的批复》），且重庆商社已于 2018 年 5 月 30 日出具《担保函》，公司存续的 26 亿元中期票据及定向债务融资工具，将由重庆商社提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保期限为上述债券存续期内，直至全部清偿完毕为止。

重组后，公司资产构成主要为商业类资产，合并范围内子公司如表 3 所示。

表3 重组后公司合并范围子公司情况（单位：%）

公司名称	持股比例	主要业务
重庆市华运现代农业有限责任公司	100.00	花木、果蔬种植销售、农副产品销售
重庆商务国际展览广告有限公司	100.00	展览及会议服务
重庆亚热带房地产开发有限公司	100.00	房地产开发
重庆恒升资产经营管理有限公司	100.00	资产出租
重庆颐之时饮食服务有限公司	100.00	餐饮服务
重庆重客隆商贸有限公司	100.00	批发零售
重庆人道美食品连锁有限责任公司	100.00	农贸市场运营、零售

资料来源：公司提供

注：此外，公司对重庆商投石化有限公司和重庆丰绿商贸公司分别持有 46%和 40%的股权，不纳入合并范围。

重组后，公司主营业务将围绕连锁超市展开，并与重庆商社合作开展商贸批发业务。根据重庆商社对于公司重组后的规划，公司原有超市业务将得到梳理和改善，结合重庆商社在零售及批发行业的资源和经验，销售网点和产业布局将得到有效的协同，整体竞争力有望得到提高。

截至本报告出具日，公司本部股权划转已完成工商变更，公司注册资本由 2.30 亿元变更为 12.30 亿元，其中，重庆商社 3 亿元增资已用于偿还“15 渝商业 PPN002”。公司下属相关子公司正在陆续办理工商变更手续，计划在 2018 年 7 月底前完成所有股权划转工作。

八、经营分析

1. 经营概况

重组前，公司业务范围主要由综合商贸服务（包括连锁超市、酒店餐饮业务）、批发市场、资产租赁等四个板块构成，其中综合商贸服务和批发市场业务是公司收入和利润的主要来源，收入合计占比约 90%。

2017 年，公司实现营业收入 18.63 亿元，同比大幅下滑 35.27%，主要由于批发市场业务中，朝天门国际商贸城当期租售情况欠佳，批

发市场业务 2017 年收入规模为 7.42 亿元，同比下降 51.63%；连锁超市业务受电商冲击等影响，收入水平持续下滑，2017 年为 9.08 亿元，同比下降 20.28%；其他板块对主业收入贡献较小。

毛利率方面，2017 年公司综合毛利率 24.78%，同比下降 5.21 个百分点。其中连锁超市毛利率为 15.38%，同比小幅下滑；批发市场业务实现毛利率 25.80%，同比下滑 9.66 个百分点，主要由于大部分批发市场处于培育期尚未盈利及朝天门国际商贸城销售情况不及预期。

批发市场、食品加工等业务划转后，公司将主要以连锁超市业务为主，伴随少量朝天门交易市场摊位的租赁和管理服务，收入规模将显著下降。模拟重组后，2017年模拟营业收入为12.52亿元，较划转前下降32.80%，毛利率水平变化不大。

表4　公司营业收务入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	营业收入			收入占比			毛利率		
	2016 年	2017 年	*2017 年	2016 年	2017 年	*2017 年	2016 年	2017 年	*2017 年
综合商贸服务	**11.61**	**9.33**	**9.08**	**40.34**	**50.10**	**72.55**	**17.05**	**16.83**	**15.38**
连锁超市	11.39	9.08	9.08	39.58	48.74	72.55	16.07	15.38	15.38
酒店餐饮	0.22	0.25	--	0.76	1.36	--	68.18	68.74	--
批发市场	**15.34**	**7.42**	**--**	**53.30**	**39.83**	**--**	**35.46**	**25.80**	**--**
资产租赁	**1.29**	**1.41**	**1.99**	**4.48**	**7.59**	**15.94**	**71.32**	**61.94**	**76.51**
其他	**0.54**	**0.46**	**1.44**	**1.88**	**2.48**	**11.51**	**53.70**	**55.32**	**21.27**
食品加工	0.21	--	--	0.73	--	--	23.81	--	--
其他服务	0.33	0.46	1.44	1.15	2.48	11.51	72.73	55.32	21.27
合计	**28.78**	**18.63**	**12.52**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**29.99**	**24.78**	**25.80**

资料来源：公司提供

注：*2017 年数据为划转后模拟数据；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。

2. 综合商贸服务业务

（1）连锁超市

公司连锁超市业务主要经营主体为子公司重客隆超市。截至 2017 年底，重客隆超市资产总额 1.79 亿元，净资产-1.49 亿元，2017 年实现营业收入 9.08 亿元，净利润为-0.88 亿元。

截至 2017 年底，重客隆超市共拥有 89 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。2017 年，超市业务收入同比下降 20.28%至 9.08 亿元，毛利率同比下滑 0.69 个百分点，主要受经营成本上升及电商冲击等因素影响。2017 年以来，共有 11 家门店关闭，分布在渝北区和长寿区等地，闭店原因主要为业绩长期亏损、租约到期及租金大幅上涨等。

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百货大楼股份有限公司、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。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、生鲜与百货类商品占比高。2017 年，食品、生鲜分别占收入合计的 55.00%、24.97%。

表5　截至2017年底重客隆超市门店分布情况

（单位：个、万平方米、亿元、%）

区域	门店数	营业面积合计	2017 年营业收入	营业收入占比
主城	55	8.03	4.61	50.87
区县	34	6.91	4.47	49.13
合计	**89**	**14.94**	**9.08**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司超市门店中，营业总

面积 14.94 万平方米。2017 年，公司门店租赁费用为 0.71 亿元，因店铺总数减少较 2016 年有所下降。2017 年，亏损门店数量共计 77 个，较 2016 年增长明显，重客隆超市净利润进一步下降至-0.88 亿元。近年来，中国消费者对商品质量及购物环境的要求不断提升，消费升级的大环境下，重客隆超市的定位难以满足原有消费者，公司店铺普遍存在面积小、店铺装修老旧等情况，加之近年来生鲜果蔬等商品在电商渠道得到快速发展，重客隆超市原本竞争力较强的生鲜产品销售也受到较大的冲击，大量店面持续亏损。

表6　2016~2017年重客隆门店经营情况

项目	2016 年	2017 年
门店数（个）	101	89
营业面积（万平方米）	16.98	14.94
租赁费用（亿元）	0.75	0.71
营业收入（亿元）	11.38	9.06
净利润（亿元）	-0.49	-0.88

资料来源：公司提供

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。公司采购供应商集中度较低，2017 年，前 5 大供应商采购金额占公司连锁超市营业成本比例为 14.95%。

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。2017 年，配送的占比均在 70%以上。

（2）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责任公司（以下简称“会仙楼酒店”，系恒升公司子公司）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”。2017 年，公司酒店餐饮业务收入为 0.25 亿元，毛利率为 68.74%。

3. 批发市场业务

批发市场板块的经营实体是本次无偿划转的主要标的公司，公司批发市场业务主力项目包括朝天门国际商贸城、双福国际农贸城、观农贸批发市场等。

朝天门公司成立于 2011 年，注册资本 9.37 亿元；截至 2017 年底，朝天门公司资产总额 76.46 亿元、负债总额 54.28 亿元（其中银行贷款 24.20 亿元，公司本部提供借款 16.36 亿元），所有者权益 22.18 亿元；2017 年营业收入 3.43 亿元，净利润-1.54 亿元。朝天门公司负责运营的朝天门国际商贸城规模大，原计划总投资 160 亿元，截至 2017 年底，累计投资 81.00 亿元，共获得政府土地返还款 14.39 亿元，累计实现销售收入 14.69 亿元。2016 年 9 月，商贸城一期（1 组团）正式开业，占地 524 亩，目前可售/租面积为 73.08 万平方米，已售面积 19.63 万平方米，整体去化速度慢，2017 年由于销售情况未达预期产生亏损，大规模在建及待售商铺对营运资金形成占用。

观农贸批发市场是公司经营的全国十大综合农产品批发市场之一，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。2017 年，观农贸批发市场实现收入 4418.20 万元，同比略有提升。整体看，观农贸市场属于培育成熟市场，运营多年，摊位出租率保持在较好水平，盈利情况较稳定。

双福国际农贸城是重庆市政府规划实施的主城 2 个一级农产品批发市场之一，是全国三级农产品现代流通体系中的龙头市场，是重庆市“民生工程”中的重点项目。2014 年 9 月，双

福国际农贸城一期开业，占地面积 2000 亩，截至 2017 年底已累计投资 33.00 亿元，共获得政府土地返还款 9.02 亿元，计入资本公积科目。交易区拥有蔬菜棚位 987 个、干副粮油摊位 525 个、仓储摊位 315 个、水果摊位 891 个，冷链棚位 891 个、沿河商业摊位 828 个。截至 2017 年底，双福市场整体可售面积约 17.20 万平方米，主要为商业和配套住宅，目前已售出面积 9.70 万平方米，累计结转收入 2.85 亿元；可租面积约为 24.40 万平方米，商户入驻率约为 88%。2017 年，双福公司实现营业收入 1.91 亿元，净利润为-0.27 亿元。

表 7　截至 2017 年底农产品市场板块经营主体情况（单位：万元）

市场状态	运营子公司	经营的市场名称	市场内主要经营商品	市场经营情况	市场级别	2017 年营业收入	2017 年净利润
已运营	重庆观音桥市场有限公司	重庆观农贸批发市场	蔬菜、副食、粮油、水果	1987 年开始运营，处于正常经营状态	一级	4418.20	1433.30
	重庆朝天门国际商贸城股份有限公司	重庆朝天门国际商贸城	服装、鞋帽、食品、床品家纺、百货、小商品	2016 年开始部分投入运营	一级	34259.20	-15385.70
	重庆双福农产品批发市场有限公司	重庆双福国际农贸城	蔬菜、副食、粮油、水果	2014 年 9 月开始部分投入运营	一级	19052.40	-2714.30
	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	二级	1300.90	-15.60
	重庆人道美食品连锁有限责任公司	经营①民心佳园等 7 家标准化菜市场；②1 家农产品市场：南坪市场；③1 家冷冻库：黄桷坪冻库；④100 余家社区便利店	农副产品（不含粮食）、水产品、畜牧类产品、水生植物、蛋类产品、蔬菜	2010 年开始运营，处于正常经营状态	二级	13766.30	23.10
	重庆市石柱县丰绿农产品批发市场有限公司	石柱黄水市场	农副产品	2016 年开始部分投入运营	二级	355.30	25.60
	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	二级	380.20	-749.00
在建	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	--	143.90	-903.50
	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	--	--	-8.10

资料来源：公司提供

公司批发市场板块收入来源主要为店铺销售收入、租金收入、管理费收入和服务费收入。2017 年，公司批发市场板块收入 7.42 亿元中，租金收入占 15.46%、销售收入占 72.40%，管理费和服务收入占比较低；由于公司对进驻租户实行三年免租金的优惠政策，租金方面暂没有带来收入的提升，目前朝天门国际商贸城收入主要为店铺销售收入。

整体看，农产品市场建成后需要较长的培育期，对运营公司的资金、管理等方面具有较高的要求。目前公司下属的多处批发市场处于持续亏损状态，对公司利润形成拖累。经过本次无偿划转，朝天门国际商贸城和大部分批发市场业务将被剥离，有利于减轻公司经营和资金负担，得以集中资源发展优势业务。剥离后，公司市场业务运营主体剩余重庆人道美食品连锁有限责任公司，由其运营的民心家园等 7 家标准化菜市场、南坪农产品市场、黄桷坪冻库

及100余家社区便利店仍在公司业务范围内。

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，实富公司将在本次重组中被剥离。

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4306个，出租率达99%，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朝天门国际商贸城，目前搬迁工作正在进行中。根据重庆市政府规划，公司目前部分资产面临拆迁，截至2017年底已完成拆迁总面积24万平方米，已累计收到拆迁补偿款11.54亿元（计入专项应付款，待拆迁结束后与固定资产清理的差额计入营业外收入）。2017年，受朝天门交易市场搬迁改造影响，公司资产租赁业务收入1.41亿元，毛利率有所下降。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，分别为61.58次、0.14次和0.09次。整体看，公司经营效率一般。

6. 重组后初步经营发展规划

根据重庆商社提供的《初步经营发展计划》，接手重庆商投商业类资产物业及母公司后，重庆商社将按与重庆商投产业链、供应链关联契合度，全方位、多层次整合商业相关资源，利用较强的市场竞争力和资源整合能力，充分发挥产业协同效应，实现资源配置效率最大化，力争在较短时间内，有效恢复重庆商投盈利能力和可持续发展能力。

（1）调整定位，重构商业模式，改善重客隆超市的经营能力，促进销售增长、恢复盈利能力：

①按照重庆商社做优做强零售核心主业发展战略，全面梳理场店区域市场。一是细分其超市业态，调整定位，聚焦社区和乡镇，通过优化升级改造提升其运营能力；二是补充运营资金，确保重客隆超市各项业务正常、有序开展；三是引入新零售理念，利用新技术改造门店，提升门店管理和运营能力，改善消费体验，增强顾客粘性，获得竞争优势。

②纳入重庆商社网点发展战略，优化重客隆网点布局。通过共享商业资源等方式，避免同业竞争。

③对标供应商体系，推动重客隆超市供应链优化重构，通过重构着力提高其盈利能力。

④转变重客隆超市生鲜经营模式，提升其生鲜经营能力。

⑤统筹超市业态营销活动，实现互动协作、活动统筹。

⑥集成重庆商社仓储物流资源，降低物流配送成本。

（2）重塑“老四川”、“颐之时”等老字号品牌形象，通过标准化改造重新成为重庆美食名片。拟通过专业化运营重塑这两个老字号的品牌形象，实现“老四川”、“颐之时”形象统一、标准化运营，配合零售业态需求、增强购物体验。

（3）借力重庆商社批发平台，支持重客隆拓展商贸批发业务，有效提升其收入规模和盈利能力。借助重庆商社大宗生产生活用品批发平台，新增国内大宗商品贸易业务，以较快速度实现规模和利润提升。

（4）梳理重庆商投商业类资产，将其与重庆商社商业类资产有机整合。整合仓储资源，丰富重庆商社配送体系，提高使用效率和运营水平；优化提升商业类资产使用效率，增加经营收益；有序处置低效无效资产，夯实重庆商投资产质量、获取投资收益、有效提升其偿债能力。

九、财务分析

公司提供了 2017 年审计报告，经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围方面，2017 年底公司控股二级子公司共 24 户，因撤销关闭、股权转让及进入破产程序等变动导致较 2016 年底减少 6 户；2018 年一季度财务报表合并范围较 2017 年底减少 1 家子公司（重庆新汇商实业有限公司，以下简称“新汇商实业”）；上述合并范围的变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 199.92 亿元，所有者权益 63.02 亿元（其中少数股东权益 17.81 亿元）；2017 年，公司（合并）实现营业收入 18.63 亿元，利润总额 0.30 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 173.92 亿元，所有者权益 62.91 亿元（其中少数股东权益 17.79 亿元）；2018 年一季度，公司（合并）实现营业收入 3.54 亿元，利润总额 0.37 亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额199.92亿元，同比基本持平，构成仍以流动资产为主，占比63.76%。公司流动资产127.48亿元，同比增长10.97%，主要系存货及货币资金增长所致，构成以货币资金（占13.14%）和存货（占78.77%）为主。

截至2017年底，公司货币资金16.75亿元，同比增长42.14%，主要来自经营收现及当期所获拆迁补偿款、土地返还款留存。其中受限货币资金为1.41亿元，为被冻结的银行存款等。

截至2017年底，公司存货同比增长7.01%，账面价值为100.41亿元，主要系朝天门国际商贸城建成待售商铺增加所致，构成以开发产品和开发成本为主，占比分别为72.53%和26.47%，此部分未计提跌价准备，仅针对库存商品和原材料计提准备金8.52万元。

表8　2017年底存货开发产品主要构成（单位：亿元）

项目	账面价值
朝天门国际商贸城	68.78
双福农贸城	2.64

资料来源：公司 2017 年审计报告

表9　2017年底存货开发成本主要构成（单位：亿元）

项目	账面价值
迎龙医药城	15.94
双福农产品批发市场南侧配套	7.49
合川食品厂项目	1.91

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2017年底，公司其他应收款账面余额9.38亿元，其中53.60%为单项重大并已单项计提坏账准备，主要为应收重庆商投石化有限公司和重庆市康河食品有限公司的借款（见表10），因预计只能收回部分，已分别计提30.97%和29.77%的坏账准备；其余46.36%按组合计提部分账龄主要在一年以内。公司其他应收款构成主要为借款和施工单位暂借款，计提坏账准备1.50亿元，计提较为合理，其他应收款账面价值为7.88亿元。

表10　2017年底其他应收款前五名（单位：万元）

债务人名称	款项性质	账面余额	坏账准备
重庆商投石化有限公司	借款	42037.82	13020.05
重庆建工集团股份有限公司	施工单位暂借款	9500.00	--
贵州建工集团有限公司	施工单位暂借款	7866.11	--
重庆市康河食品有限公司	借款	6408.35	1907.86
广西建工集团第五建筑工程有限责任公司	施工单位暂借款	4690.95	--
合计	--	**70503.23**	**14927.91**

资料来源：公司 2017 年审计报告

注：应收重庆商投石化有限公司的 4.20 亿元款项中，包括公司本部债权 2.60 亿元和朝天门公司债权 1.50 亿元。

截至2017年底，公司非流动资产72.44亿元，同比略有下降，主要系在建工程和无形资产的减少，构成以投资性房地产为主，占比为74.93%。在建工程主要因合并范围变动导致减少2.50亿元，无形资产因政府征收导致土地使用权减少2.28亿元，期末余额分别为3.74亿元和5.34亿元。投资性房地产54.28亿元，全部以公允价值计量，构成为房屋及建筑物。

截至2017年底，公司所有权和使用权受限制的资产账面价值53.79亿元，占资产总额的26.91%，明细如下：

表11 截至2017年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	1.41	冻结、担保、受监管资金
存货	29.56	抵押贷款
固定资产	2.91	抵押贷款
无形资产	0.27	抵押贷款
在建工程	1.18	抵押贷款
投资性房地产	18.46	抵押贷款
合计	**53.79**	--

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至2018年3月底，公司资产总额173.92亿元，其中流动资产占59.04%，非流动资产占40.96%。较2017年底变动较大的科目包括货币资金、其他应收款、存货及无形资产；其中，货币资金较上年底下降28.62%至11.96亿元，主要系集团本部归还银行借款3亿元；其他应收款较上年增长23.00%至9.69亿元，系原子公司新汇商实业已划出，其暂借款不再进行内部抵消；存货较上年底下降21.00%，系新汇商实业不再纳入合并范围，其存货规模15.90亿元出表所致；无形资产较上年底下降29.95%，主要系观农贸公司水果市场土地拆迁。

总体看，2017年以来公司资产保持较大规模，资产结构变动不大，存货及投资性房地产占比高，且部分已用于抵押。存货以朝天门国际商贸城在建和待售商铺为主，去化速度慢，对公司资金占用明显。整体看，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益63.02亿元，同比变动不大。归属于母公司权益45.21亿元中，资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占65.72%、16.23%和10.86%。其他综合收益7.34亿元，系投资性房地产公允价值变动而形成。

截至2018年3月底，公司所有者权益62.91亿元，规模和构成较上年底变动不大。

总体看，2017 年以来，公司所有者权益规模及构成变动不大，权益稳定性尚可。

负债

截至2017年底，公司负债总额136.90亿元，同比增长6.03%，构成仍以非流动负债为主，但占比降至55.27%。

截至2017年底，公司流动负债61.24亿元，同比大幅增长50.88%，构成以短期借款（占16.08%）、应付账款（占21.03%）、其他应付款（占17.96%）和一年内到期的非流动负债（占31.61%）为主。截至2017年底，公司短期借款9.85亿元，同比略有下降，主要为抵押借款（9.79亿元）。应付账款12.88亿元，同比增长66.83%，主要由于朝天门国际商贸城应付工程款增加，账龄为1年以内的占83.02%。其他应付款11.00亿元，同比增长15.36%，主要为公司与其他企业间的往来款、无息借款、保证金等。一年内到期的非流动负债19.36 亿元，包括一年内到期的长期借款9.36亿元，以及定向债务融资工具“15渝商业PPN002”、“15渝商业PPN003”，存续余额分别为3.00亿元和7.00亿元，分别将于2018年7月和8月到期。其他流动负债1.32亿元，包括1.00亿元非公开定向债务融资工具，于2017年11月在四川金交所发行，期限为1年，利率为4.35%，已计入短期债务。

截至2017年底，公司非流动负债合计75.67亿元，同比下降14.52%，主要来自长期借款和应付债券的减少，构成主要为长期借款（占52.36%）、应付债券（占21.14%）和递延收益（占

10.97%）。截至2017年底，公司长期借款39.62亿元，抵押借款和保证借款分别占73.25%和26.75%，期末借款成本区间为4.35%至5.22%。应付债券16.00亿元，包括10.00亿元中期票据“15渝商业MTN001”和6.00亿元定向债务融资工具“16渝商业PPN001”。专项应付款6.31亿元，主要为拆迁补偿费，包括盘溪蔬菜市场（属于观农贸批发市场）房地拆迁补偿费4.50亿元等。递延收益8.30亿元，同比变化不大，主要为各类政府补助款，期末金额较大的为迎龙医药城用地返还款4.60亿元。

2017年底，由于部分长期借款及债券即将于一年内到底兑付，公司短期债务占比大幅上升。截至2017年底，公司全部债务86.53亿元，同比变动不大，其中短期债务30.90亿元，占比升至35.71%。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68.48%、57.86%和46.88%，整体债务水平较高。

截至2018年3月底，公司负债合计111.01亿元，较上年底下降18.91%；其中，应付账款较上年底下降51.90%至6.19亿元，主要系子公司采购结算所致；一年内到期的非流动负债较上年底下降83.18%至3.26亿元，主要系集团本部归还银行借款3.00亿元所致；应付债券较上年底增加10.00亿元，系将于一年内到期的私募债10亿元一季度未进行重分类所致；专项应付款较上年底下降65.02%至2.21亿元，主要系观农贸公司收到的4.50亿元水果市场拆迁款与土地成本一并进行结转。

总体看，2017年以来公司债务规模略有收缩，但因部分长期借款和债券的临近到期而导致短期债务占比大幅上升，短期偿付压力很大。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 18.63 亿元，同比下降 35.23 %，主要系朝天门国际商贸城当期销售乏力，盈利能力相对较强的房地产收入下降，收入结构产生变化，营业利润率同比下降 3.86 个百分点，为 21.44%。

2017 年，公司期间费用增至 9.17 亿元。销售费用方面，国际商贸城前期推广宣传期结束，相应广告费和销售佣金得以削减，但由于朝天门国际商贸城建设期进入尾声，利息逐步费用化，公司利息支出同比增长 104.41%，导致财务费用大幅增加。期间费用增加的同时，由于收入规模的迅速下滑，当期期间费率自上年的30.09%升至 49.22%，严重侵蚀利润。

2017 年，公司公允价值变动收益 0.83 亿元，系投资性房地产产生的公允价值变动。同期，公司获得投资收益 0.26 亿元，主要为处置长期股权投资所得。

2017 年，公司营业利润亏损加重至-4.68亿元，经营方面主要由于①连锁超市业务为民生超市，盈利水平较低，且当期收入出现下滑；②朝天门国际商贸城商铺销售乏力，且已出租部分目前对商户采用三年免租金的优惠政策；③农贸市场培育期较长，除几大成熟市场外均为亏损状态。

此外，公司实现营业外收入 5.06 亿元，同比大幅增长 91.49%，构成主要包括公司本部上桥物流中心拆迁收益 3.00 亿元、朝天门交易市场土地返还补助 1.10 亿元及其他政府补助。此外，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。

2017年，公司实现利润总额0.30亿元，同比下降65.66%。从盈利指标来看，由于净利润的下滑，公司总资本收益率和净资产收益率较2016年均有所下滑，分别为1.07%和-0.92%。

2018年一季度，公司实现营业收入3.54亿元，同比下滑32.98%，当期实现利润总额0.37亿元，同比大幅增长，主要来自营业外收入1.94亿元的拉升，系观农贸公司水果市场拆迁收益。

总体看，2017年朝天门国际商贸城店铺销售收入的骤减对收入规模带来显著影响，同时期间费用的高企严重侵蚀利润，公司营业利润亏损加重，主业盈利能力持续弱化，但拆迁补

偿等政府补助持续到位，对公司利润形成有力支撑。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2017 年，随着朝天门国际商贸城商铺销售进度的放缓，公司经营活动现金流入 17.93 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 17.53 亿元，同比下滑 31.87%。当期，公司经营活动现金流出 20.68 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-2.75 亿元，净流出额同比有所缩减。从收入实现情况来看，2017 年公司现金收入比为 94.11%，同比有所回升，收入实现质量一般。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 9.02 亿元，同比大幅上升，主要由于处置固定资产和其他长期资产收回现金 7.82 亿元，包括盘溪蔬菜市场房地拆迁补偿费 4.50 亿元、上桥物流中心拆迁款 2.92 亿元、沙坪坝沙坪坝区兴国湾 42 号拆迁款 0.27 亿元等。当期，公司投资活动现金流出 1.16 亿元，投资活动净现金流为 7.86 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 28.58 亿元，主要为取得借款收到的现金 22.58 亿元。同期，筹资活动现金流出 29.40 亿元，主要为偿还债务支付的现金 24.06 亿元。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.81 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.54 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 0.50 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-3.45 亿元。

总体看，由于朝天门国际商贸城店铺销售进度的放缓，且收款与收入结转时间存在差异，公司经营活动现金流规模下降，现金收入质量一般。现阶段公司筹资活动现金流主要用于借款到期的偿付和接续。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，由于存货规模的持续扩大，公司流动比率和速动比率分别为 208.17%和 44.20%，同比略有下降。2017 年，由于经营活动现金流量净额为负，公司经营获现无法对流动负债提供有效覆盖。总体来看，考虑到公司目前的资产构成及流动性、周转效率，公司短期偿债压力很大。

从长期偿债能力指标看，2017 年，由于整体利润水平有所下滑，公司 EBITDA 下降至 3.26 亿元，EBITDA 利息倍数降至 0.47 倍，全部债务/EBITDA 倍数增至 26.53 倍，公司长期偿债指标进一步弱化。考虑到重庆市政府对公司在土地出让补偿款、财政补贴等方面的持续支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围共获得各家商业银行授信总额为 83.12 亿元，尚未使用的额度为 3.52 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 3 月底，公司下属全资子公司重庆市惠泉信用担保有限公司单位或个人提供担保余额合计 5.58 亿元，未出现过代偿情况。除此之外，公司对外无担保。

截至 2018 年 3 月底，公司合并范围共获得银行授信 37.84 亿元，其中未使用额度为 0.35 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版）（信用机构代码：G1050010300259490L），截至 2018 年 5 月 8 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息，已结清信贷信息记录中存在 1 笔不良关注类贷款记录。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，该笔贷款已于 2007 年全部结清本息，承接后无逾期和欠息。

7. 抗风险能力

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较强。

十、重组后财务分析

1. 模拟重组后2017年财务情况分析

以下内容基于公司提供的 2017 年的模拟财务数据进行分析，模拟财务数据未经审计。重组后，公司合并范围内二级子公司减至 7 家。公司提供的 2017 年模拟重组后的资产负债表、利润表未经审计，公司未提供模拟重组后的现金流量表。截至 2017 年底，公司合并资产总额 54.35 亿元，所有者权益-1.05 亿元（其中少数股东权益 0.12 亿元）；2017 年，公司（合并）实现营业收入 12.52 亿元，利润总额 2.07 亿元。

资产质量

重组后，公司 2017 年底资产总额为 54.35 亿元，较重组前下降 54.60%，主要来自存货和投资性房地产的减少，资产结构转为以非流动资产为主，构成主要为其他应收款和投资性房地产，占比分别为 23.05%和 53.41%。其他应收款 12.52 亿元，主要为重组导致的本部应收已转让子公司新汇商实业，新汇商实业的往来款和应收重庆商投石化有限公司（以下简称“商投石化”）的暂借款等，前五名欠款余额合计 9.11 亿元。商投石化为公司参股的合营企业，因经营不善导致还款困难，公司对其借款 3.68 亿元存在较大的回收风险，截至 2017 年底已计提坏账准备 1.30 亿元。投资性房地产 29.03 亿元，主要为公司本部持有仓储、办公、工业等用房 28.34 亿元和子公司人道美食品连锁所持农贸市场房产 0.45 亿元，其中 41.92%已用于借款抵押。固定资产 2.19 亿元，主要为公司本部早年建成的房产，账面成本较低，部分已陆续由政府拆迁并获得补偿款，其中山城饭店已进入拆迁规划中。

表 12 重组后模拟截至 2017 年底
公司其他应收款前五名（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	账面余额	坏账准备
重庆新汇商实业有限公司	借款	3.82	--
重庆潼南蔬菜批发物流市场有限公司	借款	0.70	--
重庆商投石化有限公司	借款	2.38	1.30
重庆双福农产品批发市场有限公司	借款	1.51	--
重庆康河食品有限公司	借款及利息	0.70	0.19
合计	**--**	**9.11**	**1.49**

资料来源：公司提供

注：1. 公司与重庆新汇商实业有限公司签订了还款合同，约定股权划转工商变更后 180 天、360 天、540 天、720 天内分别还款 25%；2. 重组前公司应收重庆商投石化有限公司 4.10 亿元借款，其中朝天门公司债权 1.50 亿元重组后不再纳入合并范围，公司本部债权 2.60 亿元中，2.38 亿元为本金，其余为利息，模拟报表中未计入其他应收款。

重组后，公司资产规模大幅下降，结构转为以非流动资产为主，构成主要为其他应收款和投资性房地产，其他应收款中商投石化借款存在较大的回收风险。考虑到重庆商社已协议承诺于 2018 年底前及后续进行多次现金或资产增资，公司资产规模及流动性将相应获得提升。同时随着重庆商社对公司资产及业务进行优化资源配置，发挥产业协同效应，公司整体资产质量有望同步提高。

所有者权益及负债

从财务数据来看，本次重组的执行对公司权益构成影响大。2017 年底，公司所有者权益合计-1.05 亿元。归属于母公司权益-1.18 亿元中，未分配利润-11.73 亿元，实收资本和其他综合收益仍为 2.30 亿元和 7.34 亿元。

重组计划中多家子公司划出，各项重组费用导致公司权益规模降至负值。考虑到根据增资协议，重庆商社承诺以“资产+现金”方式对重庆商投实施增资，其中在 2018 年 7 月底前、8 月底前及后续分阶段增资合计 10 亿元，并确保公司在 2018 年底净资产不低于 20 亿元，权益质量及稳定性将随着增资资金的到位而逐步提升。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 55.40 亿元，较重组前大幅下降 59.53%。其中，流动负债 19.75 亿元，主要为短期借款和其他应付款，占比分别为 49.59%和 31.39%。非流动负债 35.65 亿元，主要为应付债券 26.00 亿元，较重组前增加 10.00 亿元，系未经审计的模拟报表中将两期一年内到期的定向债务融资工具计入应付债券科目所致，已调整计入短期债务。专项应付款 1.63 亿元，其中拆迁补贴款 1.62 亿元；该部分正在拆迁的固定资产清理余额 0.52 万元，待转收益 1.10 亿元。

截至 2017 年底，公司全部债务 40.63 亿元，较重组前下降 52.66%，债务结构转为以短期债务为主。由于期末所有者权益为负，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均超过 100%。

重组后，尽管公司债务规模得以收缩，但仍超出划转后资产权益及经营获现水平的支撑能力，在自身业务维持现有规模持续经营的情况下，公司对存续债务难以具备实际有效的偿付能力，短期兑付压力很大。根据增资协议，重庆商社将在 2018 年 7 月底和 8 月底前分别完成现金增资 3.00 亿元和 7.00 亿元，可及时有效地缓解短期债务的偿付压力，支撑公司合理负债经营。

盈利能力

2017年，公司实现营业收入12.52亿元，主要来自重客隆连锁超市业务收入及租金收入，营业利润率为24.45%。营业外收入3.14亿元，仍为上桥物流中心拆迁收益。由于合并范围的减少，各项费用均有不同程度的下降，公司利润总额和净利润分别增至2.07亿元和2.07亿元。

重组后，合并范围的变动带来收入规模缩减的同时，各项费用负担得以减轻，整体盈利能力有所提高，但仍处于经营性亏损阶段。

2018年，针对公司目前的经营状况，重庆商社作为公司重组后的控股股东，计划在重构商业模式、重塑品牌形象、丰富业务体系等方面对公司主业进行提质增效，同时借助重庆商社大宗生产生活用品批发平台，为公司注入大宗商品贸易业务，公司收入和利润发展趋势有望获得改善。根据公司规划，2018~2020年可实现收入规模分别为30.02亿元、35.09亿元和40.19亿元，经营性亏损规模逐步收缩。同时，考虑到公司所持山城饭店等房产已列入政府拆迁规划范围，且近年拆迁补偿款到位情况良好，公司将在重庆商社的协调下优化对外投资和资产整合，预计当期可分别实现利润总额0.60亿元、0.70亿元和0.81亿元，整体盈利能力逐步提升。

朝天门国际商贸城等项目经重组剥离后，公司主业将集中于超市业务，并辅以物业出租经营，零售及物业出租行业现金流情况好，公司经营获现能力及现金周转效率有望得以提升。未来重庆商社向公司注入大宗商品贸易业务，将进一步扩大公司经营活动现金流入的规模，提高投资和融资灵活性。

偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 108.65%和 92.62%，短期偿债能力较重组前有所提升。考虑到重组后公司整体利润水平上升，重庆市政府对公司相关支持可持续性强，公司长期偿债能力将得到改善。

担保方面，由于重组导致公司本部原对集团内部的担保变更为对外担保。截至 2018 年 3 月底，公司本部对外担保 24.51 亿元。重组后，公司对朝天门公司承担的 15.45 亿元担保责任将由重庆经开区投资集团有限公司承接，对双福公司、重庆市南川区丰绿农产品批发物流市场有限公司和重庆吾空网络股份有限公司承担的 5.34 亿元担保责任将由重庆交运集团承接，其余 3.72 亿元担保的被担保人为重庆新汇商实业有限公司，公司已于 2018 年 4 月将持有被担保人的 55%股权转让至迎龙商务区公司，根据重庆市国资委的渝国资【2018】69 号批复，该项担保正在解除过程中。

2. 重组后2018~2020年财务预测分析

资产质量及债务结构预测

根据公司提供的资产及负债预测，2018～2020年底，公司资产规模将分别达到61.76亿元、56.29亿元和55.89亿元，下降主要由于偿债资金的支出带来货币资金的减少。从资产构成来看，货币资金和投资性房地产占比较高，其中2018年底货币资金较2017年底模拟数大幅增加17.72亿元，主要系当年重庆商社增资所致；投资性房地产分别为26.37亿元、26.42亿元和26.47亿元，在假设公允价值变动不大的情况下，将维持较大体量。随着应收新汇商公司等欠款方的借款和往来款逐步转移和收回，公司其他应收款较2017年底模拟数12.52亿元明显下降，预计仍有4.87亿元未收回，包括应收商投石化借款且未新增计提坏账准备。

表 13 重组后模拟预测 2018~2020 年资产及负债情况（单位：万元）

项目	*2018年	*2019年	*2020年	项目	*2018年	*2019年	*2020年
流动资产：				**流动负债：**			
货币资金	230209	174950	170511	短期借款	65920	65920	65920
应收账款	662	662	662	应付账款	13506	13506	13506
应收利息	949	949	949	预收款项	3229	3229	3229
预付款项	2253	2253	2253	应付职工薪酬	1114	1114	1114
其他应收款	48747	48747	48747	应交税费	3444	3444	3444
存货	31653	31653	31653	应付利息	3920	3920	3920
其他流动资产	751	751	751	其他应付款	51083	51083	51083
				一年内到期的非流动负债	2350	2350	2350
				其他流动负债	10000	10000	10000
流动资产合计	**315224**	**259965**	**255526**	**流动负债合计**	**154566**	**154566**	**154566**
非流动资产：				非流动负债：			
可供出售金融资产	73	73	73	长期借款	36000	36000	36000
长期股权投资	2780	2780	2780	应付债券	160000	100000	--
投资性房地产	263727	264237	264747	专项应付款	16254	16254	16254
固定资产净额	21917	21917	21917	递延收益	4523	4523	4523
在建工程	760	760	760	递延所得税负债	39751	39751	39751
固定资产清理	5172	5172	5172	**非流动负债合计**	**256528**	**196528**	**96528**
无形资产	1637	1637	1637	**负债合计**	**411094**	**351094**	**251094**
长期待摊费用	1207	1207	1207	所有者权益：			
递延所得税资产	5120	5120	5120	实收资本	303021	303021	393021
非流动资产合计	**302393**	**302903**	**303413**	资本公积	--	--	--
				其他综合收益	73383	73383	73383
				盈余公积	9134	9134	9134
				未分配利润	-180256	-175005	-168934
				归属于母公司所有者权益合计	**205282**	**210533**	**306604**
				少数股东权益	1241	1241	1241
				所有者权益合计	**206523**	**211774**	**307845**
资产总计	**617617**	**562868**	**558939**	**负债和所有者权益总计**	**617617**	**562868**	**558939**

资料来源：公司提供

从资本结构来看，2018～2020 年底，随着重庆商社“现金+资产”注资逐步到位，公司实收资本相应快速增加，三年年底将分别达到 30.30 亿元、30.30 亿元和 39.30 亿元。同时，由于重

组导致的离退人员费用等各项费用计提 6.10 亿元，公司未分配利润将在 2018 年底降至-18.03 亿元，并在未来持续盈利的情况下逐步回升。由于假设投资性房地产公允价值变动不大，因此其他综合收益金额保持不变。在上述预测下，公司所有者权益规模持续扩大，2018~2020 年分别为 20.65 亿元、21.18 亿元和 30.78 亿元，权益规模及稳定性稳步提升。

从负债情况来看，2018～2020 年，随着中期票据和非公开定向融资工具的到期偿付，公司负债规模逐步下降，全部债务分别为 26.43 亿元、20.43 亿元和 10.43 亿元，至 2020 年底公司债务将全部为银行借款，且以短期借款为主。同期，公司全部债务资本化比率分别为 56.13%、49.10%和 25.30%，债务规模逐渐降至合理水平，偿债压力逐步缓和。

总体看，根据公司预测，重组后的三年内，公司资产规模基本得以保持，其中货币资金和投资性房地产占比高，其他应收款中应收商投石化的欠款仍存在回收难度，资产质量整体有所提升。所有者权益规模及稳定性将随重庆商社增资的到位和公司盈利能力的改善而逐步提升，同时债务压力在中期票据和非公开定向债务融资工具到期偿还后逐步得到缓解。

盈利能力预测

根据公司提供的 2018～2020 年经营预测，重庆商社及公司将按计划着力推动转型升级，2018～2020 年营业总收入可分别实现 30.02 亿元、35.09 亿元和 40.19 亿元，收入来源主要为重客隆连锁超市业务以及与重庆商社合作开展的国内大宗商品贸易业务。随着毛利率较低的贸易业务规模的扩大，收入占比逐步提高，公司整体营业利润率将略有下滑，分别为 9.45%、8.87%和 8.48%。

表14　公司2018~2020年利润表预测（单位：万元）

	*2018 年	*2019 年	*2020 年
一、营业总收入	**300156**	**350850**	**401850**
二、营业总成本	**319841**	**356443**	**404150**
其中：营业成本	**270009**	**317887**	**365870**
税金及附加	1768	1838	1914
销售费用	9854	10154	10354
管理费用	20149	20080	20180
财务费用	18062	6485	5831
资产减值损失	--	--	--
加：公允价值变动收益	510	510	510
投资收益	15600	--	--
其他收益	--	--	--
三、营业利润	**-3575**	**-5083**	**-1790**
加：营业外收入	9637	12137	9937
减：营业外支出	53	53	53
四、利润总额	**6009**	**7001**	**8094**

资料来源：公司提供

2018～2020 年，公司销售和管理费用将稳中有增，财务费用随金融债券的逐步到期偿还而逐步下降，公司期间费用率将分别达到 16.01%、10.47%和 9.05%，呈现明显收缩趋势。2018 年，公司预计发生投资收益 1.56 亿元，主要来自 4 月已完成的新汇商实业 55%股权转让收益。2018～2020 年，公司预计可实现营业外收入 0.96 亿元、1.21 亿元和 0.99 亿元，主要是集团本部固定资产中拆迁房产预期可获得的拆迁补偿收益。目前除正在拆迁的房产及尚未确认收入的拆迁补贴款 1.62 亿元外，公司持有的山城饭店（南区路 238 号）已被列入重庆市渝中区人民政府拆迁公告的征收范围，山城饭店面积约 12000 平方米，根据公告的预评估单价，预计可获得拆迁补偿款 1.80 亿元，实现拆迁补偿收益 1.20 亿元。

总体看，重组完成后，公司主营业务变更为零售和贸易，营业总收入随贸易业务的拓展而逐步增加，期间费用随金融债务的到期偿还而逐年回落，同时预期政府拆迁补助款持续到位，公司整体盈利能力有望持续增强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至 2018 年 6 月底，公司存续期内中期票据为“15 渝商业 MTN001”，存续金额为 10.00 亿元，将于 2020 年 11 月 6 日到期；存续期内两期定向债务融资工具“16 渝商业 PPN001”、

“15 渝商业 PPN003”，债券余额分别为 7.00 亿元、6.00 亿元，将分别于 2018 年 8 月 31 日和 2019 年 2 月 28 日到期。

表15　截至2018年6月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	13.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.18
经营活动现金流入量/应付债券余额	0.78
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.14

资料来源：联合资信整理

重组前，2017 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 3.26 亿元和 17.93 亿元，分别为“15 渝商业 MTN001”的 0.33 倍和 1.79 倍，为存续期内债券合计额度 23.00 亿元的 0.14 倍、0.78 倍。公司经营活动现金流入量能够对“15 渝商业 MTN001”提供一定保障。

重组后，考虑到公司将获得重庆商社分阶段注资，自营的超市和物业出租业务现金流状况好，新注入的大宗商品贸易业务可产生较大规模现金流，且重组后公司利润水平有望提升，公司对存续期内债券的保障能力将有所增强。

十二、担保方主体信用分析

重庆商社是经重庆市国资委批准，由原重庆市交电公司、重庆市化工批发公司等企业合并注册组成，于 1996 年在重庆市工商局登记注册，初始注册资本 1.50 亿元；后经多次增资，截至 2017 年底，公司注册资本为 8.45 亿元，重庆市国资委持有其 100%股权，为其实际控制人。

重庆商社主要从事百货、超市、电器等商业零售业务，同时涉足汽车贸易、生产资料批发等业务。重庆商社立足重庆市开展业务，并开拓了周边四川、贵州、湖北等市场，在区域内具备较高品牌知名度和较强的竞争力，是西部地区最大的商贸流通企业，在中国连锁经营协会发布的《2017 年中国连锁百强》中位列第七。

重庆商社商业零售业务主要由下属上市公司重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百货”，股票代码 600729.SH，重庆商社持股 45.05%，为其第一大股东）负责运营，经营业态包括百货、超市和电器等。重庆百货拥有“新世纪百货”、“重百”两大品牌；超市及电器业态拥有包括“重百超市”、“新世纪连锁”及“重百电器”、“商社电器”等品牌，通过不同业态组合，实行组团式发展。截至 2017 年底，重庆商社经营网点按业态口径计算有 311 个，其中：百货业态 55 个，超市业态 181 个，电器业态 47 个，汽贸业态 28 个。网点辐射重庆主要城区，成为重庆市内网点规模、经营规模最大的商业企业，在重庆及周边地区已初步形成了规模优势，对当地市场形成了一定的控制力。

截至 2017 年底，重庆商社合并资产总额 205.24 亿元，所有者权益 63.49 亿元，2017 年实现营业收入 495.21 亿元，实现利润总额 7.04 亿元。截至 2018 年 3 月底，重庆商社合并资产总额 217.43 亿元，所有者权益 67.75 亿元，2018 年一季度实现营业收入 149.09 亿元，利润总额 5.09 亿元。

资产方面，截至 2017 年底，重庆商社资产以流动资产为主，流动资产 137.70 亿元中，货币资金（占 32.18%）、预付款项（占 25.45%）和存货（占 26.33%）占比高。其中，货币资金 44.31 亿元，使用受限部分 8.89 亿元，主要为定期存款及各类保证金；预付款项 35.04 亿元，主要为预付上游采购款；存货 36.25 亿元，主要由库存商品构成，累计计提跌价准备 2.45 亿元。截至 2017 年底，重庆商社非流动资产 67.54 亿元，主要由固定资产构成，固定资产 38.65 亿元主要为零售板块的自有物业，具有较高的市场价值。

负债方面，截至 2017 年底，重庆商社负债主要为流动负债（占 97.07%）；其中，短期借款、应付票据、应付账款及预收款项规模较大。

短期借款 17.59 亿元，主要由信用借款和保证借款构成；应付票据主要以银行承兑汇票为主；应付和预售账款分别为 53.89 亿元和 22.98 亿元，分别为应付商业零售、生产资料批发等业务的供应商货款和预售的商业预付卡及贸易业务货款等。

所有者权益方面，截至 2017 年底，重庆商社所有者权益 63.49 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.60 亿元，少数股东权益 28.89 亿元，少数股东权益占比高；归母权益中，未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

收入及利润方面，2017 年，重庆商社营业收入 495.21 亿元，同比增长 3.64%，综合毛利率为 12.74%；当期重庆商社投资收益 5.18 亿元，主要为处置持有的中天实业股权所产生的投资收益；实现利润总额 7.04 亿元，同比增长 23.29%。

现金流方面，2017 年，重庆商社经营活动现金流入保持在较大规模，主要由销售商品、提供劳务收到的现金 564.37 亿元构成，经营活动现金流量净额为 9.11 亿元，收入实现质量较好。同期投资活动净现金流为-11.45 亿元，对外投资支出较大，筹资活动净现金流为 3.31 亿元。

债务方面：截至 2017 年底，重庆商社全部债务规模为 40.48 亿元，全部为短期债务；资产负债率为 69.07%，全部债务资本化比率为 39.92%，存在一定的短期偿债压力。

或有事项方面，截至 2018 年 3 月底，重庆商社无对外担保。2016 年，重庆商社子公司重庆商社信息科技有限公司（以下简称“商社信科”）在开展 IP 产品供应链业务过程中，部分采购货物出现如下情况：在商社信科未发出任何发货指令的情况下，供货商称其已依据商社信科发货指令完成了向第三方发货。经初步调查，鉴于商社信科与供货商均存在遭受合同诈骗的可能，商社信科已于 2016 年 10 月向重庆市公安局报案，并于 2017 年对涉案供应商进行了起诉，目前案件正在审理中。截至 2017 年底，涉案款项余额为 6.87 亿元，商社信科账面已计提坏账准备 0.69 亿元。上述案件涉案金额规模较大，联合资信将持续关注案件处理及货款回收进展。

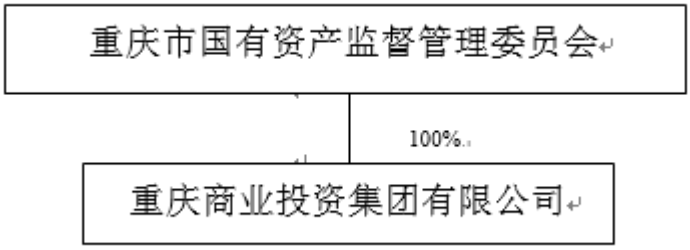
总体看，重庆商社作为西部地区最大的商贸流通集团企业，在商贸规模化经营、多元化业务结构、商业网点布局及品牌资源等方面具备较强的优势，区域竞争力强。重庆商社资产质量较好，整体盈利能力及经营获现能力较强，债务规模尚可，但债务结构不尽合理，存在一定的短期偿债压力。综合分析，联合资信确定重庆商社主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

根据重庆市国资委的批复（渝国资[2018]178 号）以及重庆商社出具的《担保函》，重组后将由重庆商社为“15 渝商业 MTN001”本息偿还提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保。重庆商社截至 2017 年底所有者权益、2017 年利润总额、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额分别为“15 渝商业 MTN001”的 6.35 倍、0.70 倍、56.91 倍和 0.91 倍，能够对“15 渝商业 MTN001”的形成有效覆盖，进一步提升了“15 渝商业 MTN001”本息偿付的安全性。

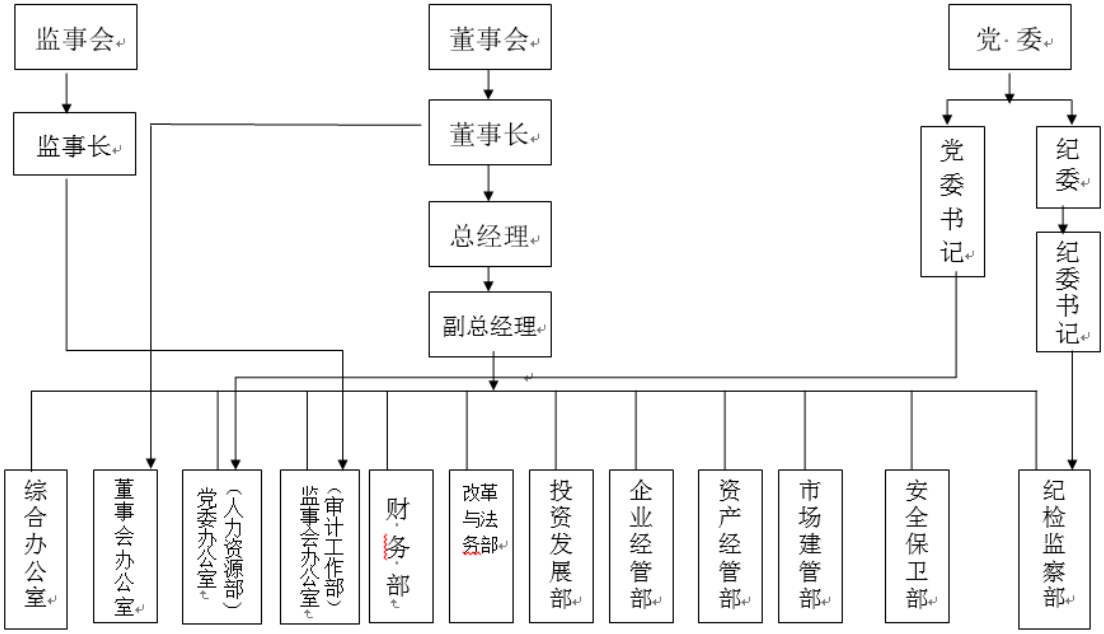
十三、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 渝商业 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

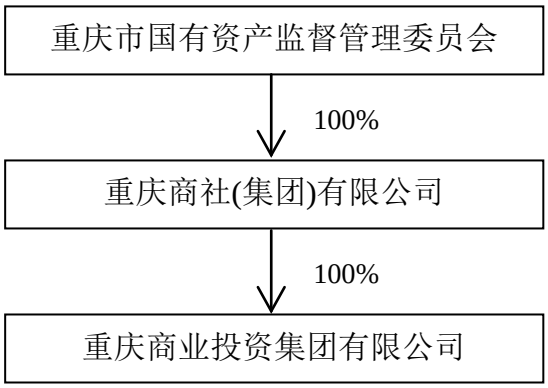
附件 1-1　重组前公司股权结构图



附件 1-2 重组前公司组织结构图



附件 1-3 重组后公司股权结构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.33	10.90	15.34	10.93
资产总额(亿元)	194.41	192.71	199.92	173.92
所有者权益(亿元)	61.55	63.59	63.02	62.91
短期债务(亿元)	31.33	14.48	30.90	24.08
长期债务(亿元)	52.57	72.53	55.62	54.78
全部债务(亿元)	83.90	87.01	86.53	78.87
营业收入(亿元)	23.21	28.76	18.63	3.54
利润总额(亿元)	1.69	0.87	0.30	0.37
EBITDA(亿元)	6.05	3.77	3.26	--
经营性净现金流(亿元)	-12.33	-7.63	-2.75	-0.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	59.90	63.34	61.58	--
存货周转次数(次)	0.37	0.24	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.15	0.09	--
现金收入比(%)	146.34	89.48	94.11	101.72
营业利润率(%)	25.59	25.30	21.44	28.30
总资本收益率(%)	2.77	1.60	1.07	--
净资产收益率(%)	0.82	0.38	-0.92	--
长期债务资本化比率(%)	46.07	53.28	46.88	46.55
全部债务资本化比率(%)	57.68	57.78	57.86	55.63
资产负债率(%)	68.34	67.00	68.48	63.83
流动比率(%)	163.11	283.03	208.17	294.25
速动比率(%)	50.50	51.85	44.20	66.94
经营现金流动负债比(%)	-18.68	-18.81	-4.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.01	0.88	0.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.86	23.10	26.53	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务包括计入其他应付款和其他流动负债的有息债务；3. 现金类资产已剔除受限部分。

附件 3　公司重组后模拟及预测财务数据及指标

项目	*2017 年	*2018 年	*2019 年	*2020 年
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.30	23.02	17.50	17.05
资产总额(亿元)	54.35	61.76	56.29	55.89
所有者权益(亿元)	-1.05	20.65	21.18	30.78
短期债务(亿元)	21.03	6.83	6.83	6.83
长期债务(亿元)	19.60	19.60	13.60	3.60
全部债务(亿元)	40.63	26.43	20.43	10.43
营业总收入(亿元)	12.52	30.02	35.09	40.19
利润总额(亿元)	2.07	0.60	0.70	0.81
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	--	--	--	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	453.36	529.98	607.02
存货周转次数(次)	--	8.53	10.04	11.56
总资产周转次数(次)	--	0.52	0.59	0.72
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	24.45	9.45	8.87	8.48
总资本收益率(%)	--	1.28	1.68	1.96
净资产收益率(%)	--	2.91	3.31	2.63
长期债务资本化比率(%)	105.68	48.69	39.11	10.47
全部债务资本化比率(%)	102.66	56.13	49.10	25.30
资产负债率(%)	101.94	66.56	62.38	44.92
流动比率(%)	108.65	203.94	168.19	165.32
速动比率(%)	92.62	183.46	147.71	144.84
经营现金流动负债比(%)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：模拟及预测数据未经审计。

附件 4　担保方主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	55.08	39.59	53.07	53.78
资产总额(亿元)	228.82	194.81	205.24	217.43
所有者权益(亿元)	57.99	59.99	63.49	67.75
短期债务(亿元)	61.64	45.73	40.48	38.18
长期债务(亿元)	7.71	5.00	--	--
全部债务(亿元)	69.35	50.73	40.48	38.18
营业收入(亿元)	505.01	477.82	495.21	149.09
利润总额(亿元)	5.50	5.71	7.04	5.09
EBITDA(亿元)	12.86	11.72	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.10	11.16	9.11	2.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	68.96	88.62	138.42	--
存货周转次数(次)	9.25	9.08	10.30	--
总资产周转次数(次)	2.24	2.26	2.48	--
现金收入比(%)	107.44	114.53	113.97	108.06
营业利润率(%)	12.16	12.25	12.24	12.51
总资本收益率(%)	2.64	3.67	5.35	
净资产收益率(%)	6.47	6.82	8.91	--
长期债务资本化比率(%)	11.73	7.69	--	
全部债务资本化比率(%)	54.46	45.82	39.92	36.64
资产负债率(%)	74.66	69.21	69.07	69.07
流动比率(%)	104.76	104.21	100.08	102.78
速动比率(%)	77.30	66.82	73.73	81.23
经营现金流动负债比(%)	1.30	8.75	6.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.86	4.20	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.39	4.29	--	--

注：2018 年一季度数据未经审计。

附件 5　主要财务指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 6-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。