信用等级公告

联合〔2019〕2329 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

二〇一九年七月二十九日

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

跟踪评级结果

本次偿债主体长期信用等级：AA
上次偿债主体长期信用等级：AA
本次担保方长期信用等级：AA
上次担保方长期信用等级：AA

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.79	16.75	1.60	4.29
资产总额(亿元)	192.71	199.92	58.97	58.62
所有者权益(亿元)	63.59	63.02	20.00	20.23
短期债务(亿元)	14.48	30.90	14.99	8.99
长期债务(亿元)	72.53	55.62	10.85	10.85
全部债务(亿元)	87.01	86.53	25.84	19.84
营业收入(亿元)	28.76	18.63	30.66	17.81
利润总额(亿元)	0.87	0.30	0.62	0.23
EBITDA(亿元)	3.77	3.26	2.51	--
经营性净现金流(亿元)	-7.63	-2.75	-2.62	2.80
营业利润率(%)	25.30	21.44	9.59	4.10
净资产收益率(%)	0.38	-0.92	1.95	--
资产负债率(%)	67.00	68.48	66.08	65.49
全部债务资本化比率(%)	57.78	57.86	56.37	49.51
流动比率(%)	283.03	208.17	127.36	127.14
经营现金流动负债比(%)	-18.81	-4.50	-11.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.10	26.53	10.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	0.47	1.52	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

分析师

王 晴　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

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”）原为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆市国资委”）下属的国有独资企业，2018年经过资产重组及股权变更，公司原有批发市场、商业地产建设及运营等业务及资产进行了剥离，经剥离后的重庆商投成为重庆商社（集团）有限公司（以下简称“重庆商社”）全资子公司，主要业务涉及重客隆社区超市的运营及依托重庆商社开展的橡胶批发业务。

自合并以来，重庆商社对“重客隆”品牌进行了经营调整改革，按照“新型社区超市”的定位对多家门店进行改造，协助其在采购、第三方支付等方面进行提升，并于2019年启动重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百货”）对重客隆的业务托管，实质性推进超市业态的经营管理协同。同时，借助重庆商社的资源优势，公司新增橡胶产品贸易业务，收入规模同比大幅提升。资金支持方面，重庆商社于2018年7-12月先后对公司增资合计24.00亿元，用于偿还公司到期债券及充实资本金。截至2018年底，公司注册资本由2.30亿元变更为26.30亿元，所有者权益得以充实。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，公司超市业务持续亏损，主业盈利能力弱；短期偿债压力大等因素对公司整体信用水平带来的影响。

“15渝商业MTN001”由担保方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长期信用等级为AA，担保实力较强，上述担保措施可有效提升“15渝商业MTN001”本息偿付的安全性。

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”的信用等级为 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”超市在重庆地区具备一定的网点布局优势。重组后公司超市业务得以保留，并获得重庆商社在商业运营、管理等方面的支持，“重客隆”品牌的重塑有望提升公司盈利能力。
2. 公司持有的投资性房地产规模较大，截至2018年底公允价值为26.42亿元，包括朝天门交易市场等在内的物业资产，每年可获得稳定的租金收入，对利润总额形成补充。
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，重庆商社先后对公司注资共24.00亿元，股东支持力度大。
4. 重庆商社对“15渝商业MTN001”提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，其资产规模较大，近年来业务经营稳定，利润水平持续提升，担保实力较强，提升了“15渝商业MTN001”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。公司连锁超市业务盈利能力弱，近年来亏损店面数量不断增加，超市业务处于持续亏损状态。
2. 跟踪期内，公司短期债务占比高，短期偿债压力大。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。
3. 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。
4. 公司股东及债券担保方重庆商社于2019年6月引入战略投资者物美科技集团有限公司（以下简称“物美集团”）和步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”），将分别以70.75亿元和15.72亿元货币资金对重庆商社进行增资，混改完成后，重庆商社原股东方重庆市国资委持股比例将降至45%，物美集团和步步高集团分别通过下属子公司持有重庆商社45%和10%的股份，重庆商社控制权将发生重大变化，联合资信将持续关注混改事项的后续进展情况。
5. 重庆商社子公司重庆商社信息科技有限公司在开展IT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2018年底，重庆商社涉案款项余额为6.87亿元，已计提坏账准备2.06亿元，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。2018 年 7 月，根据重庆市国资委《关于重庆商业投资集团有限公司重组有关事宜的批复》（渝国资〔2018〕249 号文），公司划转出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”）、重庆双福农产品批发市场有限公司（以下简称“双福公司”）等 16 家公司股权约 17.80 亿元，划转出所持朝天门公司债权 16.36 亿元，划转出 3.50 亿元房产；并将公司 100%股权划转至重庆商社（集团）有限公司（以下简称“重庆商社”）[1]。重庆商社作为公司新的股东方，于 2018 年 7-12 月，分次向公司增资共计 24.00 亿元，相关工商变更已完成。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 26.30 亿元，重庆商社为公司控股股东，重庆市国资委为公司实际控制人。

截至 2019 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 2018 年底，公司（合并）资产总额 58.97 亿元，所有者权益 20.00 亿元（其中少数股东权益-0.06 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 30.66 亿元，利润总额 0.62 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 58.62 亿元，所有者权益 20.23 亿元（其中少数股东权益-0.06 亿元）；2019 年一季度，公司实现营业收入 17.81 亿元，利润总额 0.23 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，公司存续期内债券为“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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化

[1] 详见重大事项。

更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82

个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国

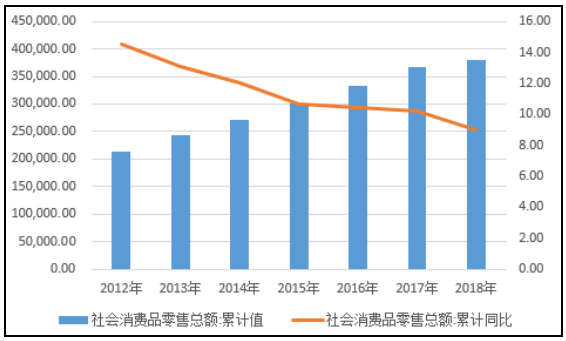
内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

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。

2018年，中国居民生活水平稳步提升，居民收入与经济增长基本同步。全国居民人均可支配收入28228元，比上年增长8.7%，扣除价格因素，实际增长6.5%，较人均GDP增速快0.4个百分点。消费品市场总量继续扩大，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新。国内消费对经济增长的拉动作用进一步增强，全年消费支出对经济增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点，消费成为经济增长的第一驱动力。全年社会消费品零售总额38.10万亿元，比上年增长9.0%。其中：城镇消费品零售额32.56万亿元，增长8.8%；乡村消费品零售额5.54万亿元，增长10.1%。商品零售额33.83万亿元，增长8.9%，增速进一步放缓。

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，2018年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长0.7%，增速较1-11月份放缓0.3个百分点。12月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降2.4%，降幅较上月略扩大0.1个百分点。整体经营环境景气度下降。

2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%，增速较上年同期的32.2%进一步放缓。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，较上年同期的28.0%进一步放缓，对社会消费品零售总额增长的贡献率为45.2%，占社会消费品零售总额的比重达到18.4%；实体店消费品零售额增长5.9%。网上销售增速依然快于实体店，实体店经营继续承压。

虽然2018年实体店零售额增速再度回落，但2017年下半年以来，零售市场景气度步入复苏阶段，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、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》”），称：为有效整合公司存量资产、提高国资整体运营效率，经重庆市政府同意，拟实施重庆商投改革重组。2018 年 7 月 2 日，重组事项获得重庆市国资委批复（渝国资〔2018〕249 号），具体调整方案如下。

1. 剥离朝天门公司股权

公司持有的朝天门公司 70.01%股权全部无偿划转至南岸区政府下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 亿元债权全部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。朝天门公司主要负责重庆朝天门国际商贸城的建设和运营，截至 2017 年底，朝天门公司资产总额为 76.46 亿元、负债总额为 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），所有者权益为 22.18 亿元；2017 年朝天门公司营业收入为 3.43 亿元，净利润为-1.54 亿元。

2. 剥离农产品批发市场及配套公司股权

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》，其中 11 户农产品市场及配套公司在本次重组中无偿划转至重庆市国资委全资持股的重庆交通运输（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。重庆商投将所持有的重庆山货市场有限责任公司 51%股权经审计评估后公开挂牌转让，转让收入上缴国有资本经营收益。

表2　2017年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%股权以及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。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”“15 渝商业 PPN003”和“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。

根据公司与重庆商社签订的《增资意向协议书》，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。2018年7-12月，重庆商社已先后对公司现金增资合计24.00亿元，用于偿还上述三期私募债券及充实资本金。截至目前，公司本部及下属子公司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26.30亿元。重庆商社2018年度三季度财务报告已将重庆商投纳入合并范围。

自合并以来，重庆商社对重客隆品牌进行了经营调整改革，按照“新型社区超市”的定位对多家门店进行改造，协助其在采购、第三方支付等方面进行提升。根据重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百货”，重庆商社持股45.05%）2019年7月4日发布的《受托经营管理重庆重客隆商贸有限公司100%股权的关联交易公告》，重庆百货已与重庆商投签订《委托管理协议》，拟受托经营管理重客隆商贸有限公司100%股权，以解决同业竞争，委托管理的期限为自受托方真实履行托管职责之日起至同业竞争消除或目标资产划转、转让或注销之日止。同时，借助重庆商社的资源优势，公司2018年起新增橡胶产品贸易业务，收入规模同比大幅提升。

整体看，重庆商社作为重庆地区零售业龙头企业，在商业资源、管理经验和品牌管理等

方面具有优势。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，管理能力将得到提升；结合重庆商社在零售及批发行业的资源和经验，公司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。

七、基础素质分析

截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共 6 家，以重客隆品牌连锁超市的运营及资产管理为主，并依托重庆商社的资源开展橡胶产品贸易。

表3　截至2018年底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

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 2018 年底，公司在重庆主城区、各区县以及四川省的超市店面共计 73 家，营业总面积合计 11.36 万平方米。

此外，公司本部及子公司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2018年底公允价值合计26.42亿元，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。

八、管理分析

跟踪期内，除重大重组事项外，公司在管理体制、管理制度及高级管理人员等方便无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

目前，公司业务范围主要由商品零售、橡胶批发及资产租赁业务构成，2018 年实现营业收入 30.66 亿元，主要由于新增橡胶批发业务所致。2018 年，商品零售及橡胶批发收入对营业收入的贡献度分别为 25.70%和 65.08%。

2018 年，围绕重客隆连锁超市的运营产生的商品零售收入为 7.88 亿元，同比下滑 21.95%，主要由于重客隆超市当期对亏损店铺进行清理，关闭部分长期亏损门店所致。公司并入重庆商社后，依托重庆商社在橡胶产品方面的资源，开展橡胶产品批发业务，当期实现销售收入 19.95 亿元。此外，由子公司重庆恒升资产经营管理有限公司（以下简称“恒升公司”）运营的物业资产租赁收入为 1.70 亿元，由于重组转出资产规模较大，资产租赁收入同比有所下滑。公司其他业务包括物流配送、利息收入及其他零散业务，2017 年其他收入规模较大，主要系包含了已转出的朝天门国际商贸城店铺销售收入 3.93 亿元。

毛利率方面，2018 年公司综合毛利率 10.18%，同比下降明显，主要由于新增橡胶批发业务毛利率微薄，稀释了整体毛利率水平。分板块来看，商品零售毛利率为 10.05%，同比变动不大；资产租赁毛利率保持在较高水平。

2019 年一季度，公司实现营业收入 17.81

亿元，主要来自橡胶批发业务，其占比进一步升至 85.46%，公司综合毛利率也由于该业务收入占比的提升而降至 4.52%。

整体看，资产重组完成后，公司业务线条较为清晰，商品零售业务处于门店整合、清理、改造阶段，收入规模有所下滑；新增橡胶批发业务在保障收入规模的同时，也拉低了公司综合毛利率；资产划出后，资产租赁收入有所下滑。

表4　公司营业收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		
	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
商品零售	10.10	7.88	1.91	54.19	25.70	10.72	10.38	10.05	--
橡胶批发业务	--	19.95	15.22	--	65.08	85.46	--	0.55	--
资产租赁	2.57	1.70	0.45	13.78	5.54	2.53	50.77	65.35	--
其他	5.97	1.13	0.23	32.03	3.68	1.29	0.38	98.30	--
合计	**18.63**	**30.66**	**17.81**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**24.78**	**10.18**	**4.52**

资料来源：公司提供

注：2017 年度其他收入包括朝天门国际商贸城商铺销售收入

2. 商品零售业务

公司商品零售业务主要经营主体为子公司重客隆超市。截至2018年底，重客隆超市共拥有73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。

截至2018年底，重客隆超市资产总额1.33亿元，净资产-1.90亿元，2018年实现营业收入7.31亿元，净利润为-0.41亿元。近年来，重客隆超市持续亏损，主要由于其店铺普遍存在面积小、店铺装修老旧等情况，无法满足原有消费者的需求；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。

截至 2018 年底，公司超市门店营业总面积为 11.36 万平方米。2018 年，公司门店租赁费用为 0.71 亿元，同比持平。当期亏损门店数量共计 66 个，较 2017 年有所减少。资产重组完成后，重庆商社在门店管理方面给予了重客隆公司较大支持，重庆商社下属新世纪及重百品牌在重庆地区零售行业具有较强的影响力，为避免同业竞争，部分重客隆门店已托管给重庆百货，在重庆百货的协助下，2018 年重客隆超市门店清理、改造力度较大，年度关闭亏损门店数量增加至 17 个，重客隆超市有所减亏，净利润为-0.41 亿元（上年同期为-0.88 亿元）。

表5　截至2018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	2018 年营业收入
主城	47	6.55	3.61
区县	26	4.81	2.80
合计	**73**	**11.36**	**6.41**

资料来源：公司提供

注：2018 年营业收入合计 6.41 亿元与重客隆超市全年收入 7.31 亿元差异主要为已撤门店收入及总部营业收入

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、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、生鲜产品与百货类商品占比高。2018 年，食品和生鲜产品分别占收入合计的 45.12%和 23.58%。

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，2018 年，前五大供应商采购金额占公司连锁超市营业成本比例为 15.39%。

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。2018 年，配送的占比均在 70%以上。

3. 橡胶批发业务

2018年以来，公司新增橡胶批发业务，主要是通过重庆商社下属子公司重庆商社进出口贸易有限公司（以下简称“商社进出口”）、重庆商社化工有限公司（以下简称“商社化工”）以及其上下游资源进行的贸易业务，公司赚取少量经销价差，当期实现收入19.95亿元。公司采取以销定采的方式，资金结算周期较短且风险可控。2018年，公司橡胶批发业务前五大供应商包括商社进出口、格林大华资本管理有限公司、重庆通用机械工业有限公司、青岛云象国际贸易有限公司及浙江热联中邦供应链服务有限公司，合计采购金额为20.20亿元（含税）；下游客户包括商社化工和新疆中泰物产有限公司，合计销售金额为23.14亿元（含税），上下游集中度很高。

4. 资产租赁业务

公司资产租赁业务主要由恒升公司经营，收入主要来自恒升公司管理的朝天门交易市场商铺及公司本部下属的仓库、办公设施的租金收入。

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，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，近期出租率有所下降，2018年朝天门交易市场的租金收入为0.72亿元。

此外，公司在重庆市区及周边地区拥有商业、仓库、工厂等资产可用于出租，包括商业大厦、朝天门港渝广场等优质资产，每年可产生较为稳定的租金收益。

5. 经营效率

从经营效率指标看，2018年，公司销售债权周转次数同比大幅下降，存货周转次数和总资产周转次数均有所提升，分别为26.79次、0.54次和0.24次。整体看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

根据重庆商社对于公司的未来发展规划，重庆商社将按与重庆商投产业链、供应链的关联契合度，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。

（1）加大重客隆经营调改，提升竞争能力。一是加强现有门店经营调改。按照“新型社区超市”的定位，以重客隆兰美路店等3个门店试点实施调整改造，探索提升重客隆门店管理及运营能力的有效途径。二是通过重客隆与重庆百货采购合同全面对标，协助重客隆争取更为优惠的商务条件；推动重客隆开展部分生鲜品类自营，增强集客能力。三是对重客隆经营给予资金支持，并帮助重客隆引进翼支付、银联、微信、支付宝等第三方支付及“饿了么”外卖系统，提升消费者体验。

（2）启动重客隆等零售业务托管，推动经营转型。2019年，重庆商社启动重客隆托管工作，拟将重客隆和人道美零售业务交由重庆百货托管，实质性推进超市业态的经营管理协同，落实重客隆超市“新型社区超市”的定位，推进重客隆超市转型。

（3）启动实施资产专业化重组，推动资产提质增效。2019年，重庆商社启动实施重庆商投资产专业化重组及资产提质增效工作，拟按

照“证券化一批、对标增收一批、提档升级一批、处置变现一批”的思路，推动资产集约专业化经营，实现资产价值最大化。

（4）借力重庆商社批发平台，实现规模和利润快速提升，继续支持重客隆商贸国内大宗商品贸易业务，有力助推公司经营规模和盈利能力提升。

十、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围方面，2018 年度公司由于重大资产重组，原 18 家二级子公司剥离公司合并范围，截至 2018 年底公司合并范围内共计 6 家二级子公司。2019 年一季度财务报表合并范围较 2018 年底无变化。跟踪期内，公司合并范围变动大，与前期财务数据的可比性较小，以下分析以 2018 年底/度数据为主。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 58.97 亿元，所有者权益 20.00 亿元（其中少数股东权益-0.06 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 30.66 亿元，利润总额 0.62 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 58.62 亿元，所有者权益 20.23 亿元（其中少数股东权益-0.06 亿元）；2019 年一季度，公司实现营业收入 17.81 亿元，利润总额 0.23 亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额58.97亿元，其中，流动资产占48.88%，非流动总资产占51.12%。公司流动资产28.82亿元，构成以应收账款（占7.78%）、其他应收款（占74.06%）和存货（占8.48%）为主。

截至2018年底，公司货币资金1.60亿元，主要为银行存款。货币资金中，受限部分为52.80万元。公司应收账款共计2.24亿元，以1年内的短期款项为主，其中2.16亿元为应收重庆商社化工有限公司橡胶产品货款。

截至2018年底，公司存货账面余额为2.45亿元，其中库存商品0.86亿元，开发成本1.56亿元。开发成本主要为子公司以前年度地产项目对应的土地成本。公司已计提存货跌价准备34.98万元，存货期末账面价值为2.44亿元。

截至2018年底，公司其他应收款账面余额23.42亿元，其中14.79%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（以下简称“商投石化”）和重庆市康河食品有限公司的借款，因预计只能部分收回，已分别计提45.12%和100.00%的坏账准备。其余85.15%按组合计提部分账龄主要在一年以内，主要由上缴重庆商社资金池款项（11.22亿元）构成。公司其他应收款构成主要为借款和关联方往来款，其中，①重庆新汇商实业有限公司（以下简称“新汇商”）系公司原子公司，2018年8月经股权转让后成为重庆迎龙商务开发区建设有限公司全资子公司，根据《借款还款及担保协议》，新汇商应于股权工商变更登记完毕的180日内（2019年2月21日）、360日内（2019年8月21日）、540日内（2020年2月21日）及720日内（2020年8月21日）分别支付借款本金（3.22亿元）的25%，并由重庆经开区开发建设有限公司对新汇商借款本息提供连带责任保证，保证期间为还款期限届满后2年。截至目前，首笔还款并未按期支付。②应收商投石化借款2.55亿元已通过法律诉讼进行追偿，2019年3月，公司与商投石化之间的诉讼案件胜诉，已收回2.95亿元的款项并上报重庆商社等待后续处理。公司其他应收款已计提坏账准备2.08亿元，计提较为合理，其他应收款账面价值为21.35亿元。

表6　截至2018年底大额其他应收款情况

（单位：万元）

债务人名称	款项性质	账面余额	坏账准备
重庆商社	上缴资金池款项	112200.00	--
重庆新汇商实业有限公司	借款	38182.40	--
商投石化	借款	25534.93	11521.42

债务人名称	款项性质	账面余额	坏账准备
重庆商社	上缴资金池款项	112200.00	--
重庆新汇商实业有限公司	借款	38182.40	--
重庆市惠泉信用担保有限公司	借款	25000.00	--
合计	--	**200917.33**	**11521.42**

资料来源：公司 2018 年审计报告

注：商投石化为公司参股的合营企业，持股 46%，未纳入合并范围

截至2018年底，公司非流动资产30.15亿元，主要由投资性房地产（占87.63%）、固定资产（占8.13%）构成。投资性房地产26.42亿元，主要由公司本部持有仓储、办公、工业等用房和子公司人道美食品连锁所持农贸市场房产构成，其中评估价值为6.46亿元的投资性房地产已用于借款抵押。固定资产2.45亿元，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。

截至2018年底，公司所有权和使用权受限制的资产账面价值4.53亿元，占资产总额的7.68%，其中包括本部用于取得借款抵押的固定资产4.08亿元和人道美食品连锁的投资性房地产0.45亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额58.62亿元，其中流动资产占48.61%，非流动资产占51.39%。较2018年底变动较大的科目包括货币资金、应收账款、其他应收款及固定资产。其中，货币资金较上年底增加2.69亿元至4.29亿元，主要系2019年3月，公司与商投石化之间的诉讼案件胜诉，收回2.95亿元的款项，目前已上报重庆商社等待后续处理；应收账款较上年底增加4.17亿元，主要系橡胶批发业务中短期未结算货款；其他应收款较上年减少6.03亿元，主要包括上述商投石化借款收回以及存放在重庆商社资金池的部分款项回收。

跟踪期内，公司完成资产重组，资产规模大幅下降，资产构成发生较大变化。目前资产构成以其他应收款和投资性房地产为主。整体看，公司资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益20.00亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本为26.30亿元，股东方重庆商社2018年度增资合计24.00亿元；未分配利润为-12.48亿元，系本次重组过程中，公司无偿划转了股权、债权以及相关资产，相应冲减了资本公积、盈余公积、未分配利润，合并层面冲销未分配利润17.35亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益20.23亿元，规模和构成较上年底变动不大。

总体看，跟踪期内，重庆商社对公司增资24.00 亿元，权益保障有所增强，但由于重组过程中的资产划转，公司未分配利润降至负数，权益稳定性较弱。

负债

截至2018年底，公司负债总额38.97亿元，构成以流动负债为主，占比为58.08%。

截至2018年底，公司流动负债22.63亿元，构成以短期借款（占39.74%）、应付账款（占17.29%）、其他应付款（占12.02%）和一年内到期的非流动负债（占26.51%）为主。截至2018年底，公司短期借款8.99亿元，主要为抵押借款（4.09亿元）和保证借款（4.90亿元）。应付账款3.91亿元，主要为应付重庆商社进出口贸易有限公司的橡胶产品采购款，账龄为1年以内的占98.72%。其他应付款2.72亿元，主要包括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6.00亿元，为“16渝商投PPN001”6.00亿元，已于2019年2月28日到期兑付。

截至2018年底，公司非流动负债合计16.34亿元，构成主要为应付债券（占61.21%）和递延所得税负债（占21.22%）。截至2018年底，公司应付债券10.00亿元，为“15渝商业MTN001”，将于2020年11月6日到期。专项应付款1.60亿元，主要为尚未结转的拆迁补偿费，包括华岩

西山村192号拆迁补偿费0.93亿元和沙坪坝区南溪口兴国湾42号0.66亿元。

截至2018年底，由于子公司股权划转及债务到期兑付，公司长、短期债务规模均大幅下降，分别降至14.99亿元和10.85亿元，全部债务合计25.84亿元。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66.08%、56.37%和35.16%，整体债务水平大幅降低。

截至2019年3月底，公司负债合计38.39亿元，规模及构成均较上年底变动不大。其中，应付账款较上年底增长84.25%至7.21亿元，主要为应付橡胶批发业务货款；其他应付款增至5.60亿元，系收回商投石化2.95亿元款项目前处于股东审批阶段，暂计入该科目。截至2019年3月底，公司全部债务为19.84亿元，其中短期债务为8.99亿元，长期债务为10.85亿元；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65.49%、49.51%和34.90%。

总体看，重组后公司债务规模大幅下降，且2018年度到期债券已在股东方的协助下完成兑付，公司短期偿付压力有所缓解。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 30.66 亿元，主要来自橡胶批发及商品零售收入；同期营业成本为 27.54 亿元，营业利润率为 9.59%。

2018 年，公司期间费用合计 4.52 亿元，销售费用以职工薪酬及仓储运输费为主，管理费用主要由职工薪酬、折旧费及租赁费等构成。当期期间费率为 14.72%，对利润形成较大侵蚀。

2018 年，公司投资收益 1.72 亿元，主要为转让重庆新汇商实业有限公司 55%股权产生的收益。当期资产处置收益 0.50 亿元，系当期结转的沙坪坝区南溪口兴国湾 42 号拆迁补偿收益。2018 年，公司实现利润总额 0.62 亿元，实现净利润 0.39 亿元。从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.45%和 1.95%。

2019年一季度，公司实现营业收入17.81亿元，实现利润总额0.23亿元。

总体看，重客隆超市近年来持续亏损，2018年依托利润空间较薄的橡胶批发业务收入规模得以提升，但考虑到期间费用对利润的侵蚀，以及资产处置、拆迁补偿收益等利润来源的不可持续，公司盈利能力弱。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入 30.99 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 30.87 亿元。当期，公司经营活动现金流出 33.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-2.62 亿元。从收入实现情况来看，2018 年公司现金收入比为 100.67%。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 1.21 亿元，主要来自处置固定资产和其他长期资产收回的现金，包括兴国湾 42 号的补偿款等；同期，公司投资活动现金流出 21.86 亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金 20.98 亿元，系公司存放于重庆商社资金池的款项；投资活动净现金流为-20.65 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 36.75 亿元，主要为吸收投资收到的现金 24.00 亿元和取得借款收到的现金 10.43 亿元。同期，筹资活动现金流出 27.22 亿元，主要为偿还债务支付的现金 25.22 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 9.53 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.80 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 3.22 亿元，主要系收回商投石化所欠款项；投资活动产生的现金流量净额为-34.87 万元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.12 亿元。

总体看，2018 年新增橡胶批发业务后公司经营活动现金流规模快速增长，但经营活动净现金流持续为负；公司自身营运资金及偿债资

金主要依赖股东方重庆商社的资金注入，闲置资金通过重庆商社资金池进行统一管理。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 127.36%和 116.56%，流动比率同比大幅下降。2018 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，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2018 年，由于整体利润水平有所下滑，公司 EBITDA 下降至 2.51 亿元；但由于子公司划转后债务规模及利息支出的下降，公司 EBITDA 利息倍数提升至 1.52 倍，全部债务/EBITDA 倍数降至 10.29 倍，公司长期偿债指标有所改善。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围共获得各家商业银行授信总额为 12.45 亿元，尚未使用的额度为 2.60 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司对外无担保。

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 2019 年 7 月 23 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，承接后无新增逾期和欠息。

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。

十一、存续债券偿还能力分析

截至 2019 年 5 月底，公司存续期内中期票据为“15 渝商业 MTN001”，债券余额为 10.00 亿元，将于 2020 年 11 月 6 日到期。

2018 年，公司经营活动现金流入量为 30.99 亿元，为“15 渝商业 MTN001”的 3.10 倍；公司 EBITDA 为 2.51 亿元，为“15 渝商业 MTN001”的 0.25 倍。整体看，公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较好。

表7 截至2019年5月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.10
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.25

资料来源：联合资信整理

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 2019 年 3 月底，重庆商社注册资本 8.45 亿元，重庆市国资委持有公司 100%股份，为重庆商社实际控制人。

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“2018 中国企业 500 强”排名第 327 位，位列“2018 中国服务业企业 500 强”第 122 位，连续 17 年进入中国企业 500 强榜单。

重庆商社商业零售业务主要由下属上市公司重庆百货，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”和“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 2018 年底，重庆百货资产总额 141.16 亿元，净资产 57.21 亿元；2018 年实现营业收入 340.84 亿元，同比增长 3.55%；实现利润总额 10.14 亿元，同比增长 28.98%。截至 2019 年 3 月底，重庆商社经营网点按业态口径计算有 316 个，其中：百货业态 55 个，超市业态 180 个，电器业态 47 个，汽贸业态 34 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。

重大事项方面，2018 年 4 月 9 日，重庆商社拟以公开征集方式引进两名战略投资者，实施混合所有制改革方案获得重庆市人民政府原则同意；2018 年 9 月 3 日，重庆商社资产评估工作完成并获得重庆市国资委的核准；2018 年 10 月 19 日，重庆商社混改增资项目在重庆联交所公开挂牌征集投资方；2019 年 2 月 12 日，重庆联交所通过“多轮竞争性报价”方式选出物美科技集团有限公司（以下简称“物美集团”）和步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”）作为本次混改的投资方，并于次日出具遴选结果确认意见函；2019 年 6 月 21 日，重庆商社依照相关程序召开董事会确认投资方，并根据重庆市国资委、物美集团、步步高集团各自出具的《关于同意重庆商社（集团）有限公司履行要约收购义务的函》相关安排，决议由重庆商社履行对除其所持股份以外的重庆百货全部无限售条件流通股的全面收购要约义务；2019 年 6 月 25 日，重庆市国资委、重庆商社分别与物美集团、天津滨海新区物美津融商贸有限公司（以下简称“天津物美”，物美集团全资子公司，重庆商社 45%股权的持股主体）以及步步高集团、深圳步步高智慧零售有限公司（以下简称“步步高零售”，步步高集团全资子公司，重庆商社 10%股权的持股主体）签署了《增资协议》，物美集团和步步高集团分别以货币资金 70.74 亿元和 15.72 亿元对重庆商社进行增资，增资完成后，天津物美和步步高零售将分别持有重庆商社 45%和 10%的股权。混改完成后，重庆市国资委对重庆商社的持股比例将降至 45%，重庆商社控制权将发生重大变化，无任何一个股东能够单独实现对重庆商社的实际控制。

同时，由于重庆商社股东结构发生重大变化，触发重庆百货要约收购义务，根据重庆百货 2019 年 6 月 26 日发布的《重庆百货大楼股份有限公司要约收购报告书摘要》，重庆商社拟向重庆百货除重庆商社以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约，通过要约收购方式收购除商社集团以外的全部无限售条件流通股（不超过 223293341 股，但无最低股份数量限制），预定收购股份占被重庆百货总股本的比例为 54.93%，要约价格为 27.16 元/股。本次要约收购为全面要约收购，主要目的系为赋予投资者充分选择权，不以终止重庆百货上市地位为目的。本次交易尚需完成经营者集中申报及反垄断审查，且尚需完成重庆商社工商登记变更等后续相关程序。联合资信将持续关注重庆商社混改后续事项的进展。

截至 2018 年底，重庆商社合并资产总额 266.02 亿元，所有者权益合计 66.55 亿元（含少数股东权益 33.17 亿元）；2018 年，重庆商社实现营业收入 546.15 亿元，利润总额 8.23 亿元。截至 2019 年 3 月底，重庆商社合并资产总额 267.62 亿元，所有者权益合计 70.74 亿元（含少数股东权益 35.74 亿元）；2019 年 1-3 月，重庆商社实现营业收入 157.02 亿元，利润总额 4.99 亿元。

资产方面，截至 2018 年底，重庆商社资产以流动资产为主，流动资产 155.70 亿元中，货

币资金（占 29.13%）、预付款项（占 25.07%）和存货（占 26.35%）占比高。其中，货币资金 45.36 亿元，使用受限部分 6.44 亿元，主要为定期存款及各类保证金；预付款项 39.04 亿元，主要为预付上游采购款；存货 41.02 亿元，主要由库存商品构成，累计计提跌价准备 3.18 亿元。截至 2018 年底，重庆商社非流动资产 110.32 亿元，主要由固定资产构成，固定资产 41.24 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 2018 年底，重庆商社负债主要为流动负债（占 89.35%）；其中，短期借款、应付账款及预收款项规模较大。短期借款 47.81 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；应付账款和预收款项分别为 61.14 亿元和 23.72 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。

截至 2018 年底，重庆商社所有者权益为 66.55 亿元，其中实收资本占 12.70%，资本公积占 8.53%，未分配利润占 27.11%，少数股东权益占 49.84%。重庆商社所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

收入及利润方面，2018 年，重庆商社营业收入 546.15 亿元，同比增长 10.29%，综合毛利率为 12.43%；当期重庆商社实现利润总额 8.23 亿元，同比增长 16.90%。

现金流方面，2018 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 619.15 亿元构成，经营活动现金流量净额为 8.30 亿元，收入实现质量较好。同期投资活动净现金流为-16.49 亿元，对外投资支出较大，筹资活动净现金流为 10.04 亿元。

债务方面，截至 2018 年底，重庆商社全部债务合计 82.08 亿元，以短期债务为主；资产负债率为 74.98%，全部债务资本化比率为 55.22%，存在一定的短期偿债压力。

或有事项方面，截至 2019 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 IT 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 2018 年底，商社信科账面与该供应链业务相关往来涉案款项余额为 68735.79 万元。目前，重庆市公安机关已查封冻结犯罪嫌疑人部分资产，同时，该案属于刑民交叉案件，重庆商社对上游供应商提起的民事诉讼，现均被相关法院以“先刑后民”为由驳回。商社信科账面已计提坏账准备 2.06 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。

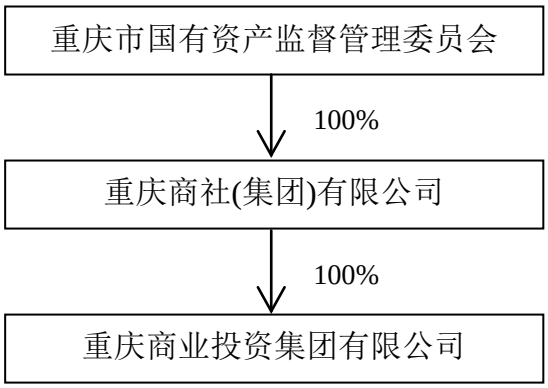
总体看，重庆商社作为西部地区最大的商贸流通集团企业，在商贸规模化经营、多元化业务结构、商业网点布局及品牌资源等方面具备较强的优势，区域竞争力强。重庆商社资产质量较好，整体盈利能力及经营获现能力较强，债务规模尚可，但债务结构不尽合理，存在一定的短期偿债压力。综合分析，联合资信确定重庆商社主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

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。截至 2018 年底，重庆商社所有者权益、2018 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 6.66 倍、0.82 倍、63.31 倍和 0.83 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。

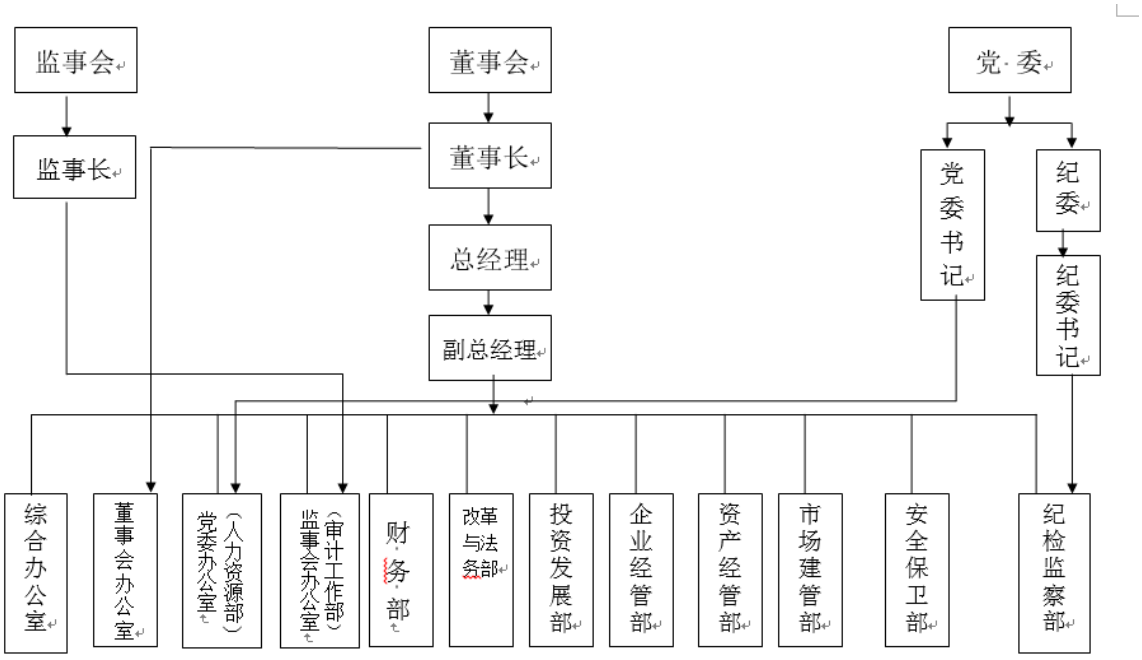
十三、结论

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”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.79	16.75	1.60	4.29
资产总额(亿元)	192.71	199.92	58.97	58.62
所有者权益(亿元)	63.59	63.02	20.00	20.23
短期债务(亿元)	14.48	30.90	14.99	8.99
长期债务(亿元)	72.53	55.62	10.85	10.85
全部债务(亿元)	87.01	86.53	25.84	19.84
营业收入(亿元)	28.76	18.63	30.66	17.81
利润总额(亿元)	0.87	0.30	0.62	0.23
EBITDA(亿元)	3.77	3.26	2.51	--
经营性净现金流(亿元)	-7.63	-2.75	-2.62	2.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	63.34	61.58	26.79	--
存货周转次数(次)	0.24	0.14	0.54	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.09	0.24	--
现金收入比(%)	89.48	94.11	100.67	90.38
营业利润率(%)	25.30	21.44	9.59	4.10
总资本收益率(%)	1.60	1.07	4.45	--
净资产收益率(%)	0.38	-0.92	1.95	--
长期债务资本化比率(%)	53.28	46.88	35.16	34.90
全部债务资本化比率(%)	57.78	57.86	56.37	49.51
资产负债率(%)	67.00	68.48	66.08	65.49
流动比率(%)	283.03	208.17	127.36	127.14
速动比率(%)	51.85	44.20	116.56	116.56
经营现金流动负债比(%)	-18.81	-4.50	-11.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	0.47	1.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	23.10	26.53	10.29	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计

附件 3　担保方主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.59	53.07	52.82	51.59
资产总额(亿元)	194.81	205.24	266.02	267.62
所有者权益(亿元)	59.99	63.49	66.55	70.74
短期债务(亿元)	45.73	40.48	71.23	62.94
长期债务(亿元)	5.00	--	10.85	10.85
全部债务(亿元)	50.73	40.48	82.08	73.78
营业收入(亿元)	477.82	495.21	546.15	157.02
利润总额(亿元)	5.71	7.04	8.23	4.99
EBITDA(亿元)	11.72	13.07	17.48	4.99
经营性净现金流(亿元)	11.16	9.11	8.30	7.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	88.62	138.42	257.98	--
存货周转次数(次)	9.08	10.30	12.38	--
总资产周转次数(次)	2.26	2.48	2.32	--
现金收入比(%)	114.53	113.97	113.37	103.34
营业利润率(%)	12.25	12.24	11.95	12.58
总资本收益率(%)	5.60	7.88	7.17	--
净资产收益率(%)	6.82	8.91	10.03	--
长期债务资本化比率(%)	7.69	--	14.01	13.29
全部债务资本化比率(%)	45.82	39.92	55.22	51.05
资产负债率(%)	69.21	69.07	74.98	73.56
流动比率(%)	104.21	100.08	87.36	89.39
速动比率(%)	66.82	73.73	64.34	69.14
经营现金流动负债比(%)	8.75	6.62	4.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.56	5.16	4.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.33	3.10	4.70	--

注：2019 年一季度数据未经审计

附件 4　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
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 5-1　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 5-2　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。

附件 5-3　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