

信用等级通知书

信评委函字 [2016]跟踪0600 号

北京华联综合超市股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定；

维持“14华联MTN001”AA的债项信用等级。

维持“15华联CP001”和“16华联CP001”A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一六年七月二十六日

北京华联综合超市股份有限公司 2016 年度跟踪评级报告

发行主体 北京华联综合超市股份有限公司

本次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AA 评级展望 稳定

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	起息日-兑付日	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
16 华联 CP001	5	2016/04/08-2017/04/08	A-1	A-1
15 华联 CP001	7	2015/10/10-2016/10/10	A-1	A-1
14 华联 MTN001	5	2014/05/23-2017/05/23	AA	AA

概况数据

华联综超	2013	2014	2015	2016.3
总资产(亿元)	112.99	115.09	116.13	117.38
所有者权益合计(亿元)	30.51	31.12	30.95	30.49
总负债(亿元)	82.48	83.97	85.18	86.90
总债务(亿元)	34.62	33.92	35.84	36.25
营业总收入(亿元)	127.48	133.32	134.30	37.38
净利润(亿元)	0.39	1.02	0.52	-0.49
EBIT(亿元)	2.45	3.49	2.76	--
EBITDA(亿元)	4.86	6.02	5.47	--
经营活动净现金流(亿元)	6.32	5.52	2.55	0.81
营业毛利率(%)	20.79	22.03	22.60	21.19
总资产收益率(%)	2.29	3.06	2.38	--
资产负债率(%)	73.00	72.96	73.35	74.03
总资本化比率(%)	53.16	52.16	53.66	54.32
总债务/EBITDA(X)	7.12	5.64	6.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.32	2.71	2.51	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2016 年 1-3 月财务报表未经审计；已将公司各期末短期融资券和短期的非公开定向债务融资工具由其他流动负债调整至交易性金融负债科目，长期的非公开定向债务融资工具和中期票据由其他非流动负债调整至应付债券科目；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2016 年 1-3 月利息支出相关指标无法计算。

分析师

项目负责人：王宝宁 bnwang@ccxi.com.cn

项目组成员：李廷蔚 twli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 7 月 26 日

基本观点

中诚信国际维持北京华联综合超市股份有限公司（简称“华联综超”或“公司”）的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“15 华联 CP001”和“16 华联 CP001”的债项信用等级为 A-1，维持“14 华联 MTN001”的债项信用等级为 AA。

2015 年以来，公司门店继续扩张，业务规模随之提升；物流配送中心的投运提升公司物流效率；借助股东资源进而发挥协同效应；拥有畅通的融资渠道。同时，中诚信国际也关注零售行业增速放缓并且竞争加剧、资金管理效率较低及店面租金和人工成本持续上升对公司盈利能力造成一定影响等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

优势

- 门店规模持续扩张，规模优势进一步增强。2015 年及 2016 年 1-3 月公司新开门店数量分别为 25 家和 8 家。截至 2016 年 3 月末，全国范围内门店总数达到 179 家，已形成全国化网络布局。
- 公司物流配送中心陆续投运，物流效率得到提升。截至 2016 年 3 月末，公司已投运的物流配送中心共 17 个，覆盖公司 170 家门店，有助于公司提升物流效率及降低采购成本。
- 借助股东资源，发挥协同效应。股东作为商务部重点扶持的十五家全国大型零售企业之一，具有品牌优势和管理经验。通过共享股东在国内外的商业资源，公司加强对海外优质商品的引进，且积极推出自有品牌商品，实现差异化经营，毛利率水平不断提升。
- 畅通的融资渠道。公司与国内外多家银行机构建立了良好的合作关系。同时作为上市公司（股票简称：华联综超，股票代码：600361），公司拥有畅通的直接融资渠道。

关注

- 零售行业增速下降。近年来，受经济增速下降影响，我国社会消费品零售总额增速持续下滑；同时网购市场快速发展，也对传统零售行业造成冲击。
- 资金管理效率。由于公司尚未能对各区域公司的资金实现归集管理，影响了公司资金使用效率，导致公司账面货币资金规模偏大。
- 租金及人工成本上升影响公司整体盈利。近年来受门店租金和人工费用持续上升等因素影响，公司期间费用收入占比较高，导致公司经营业务利润为负，2016 年一季度公司利润总额降为-0.49 亿元。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对公司在存续期内的债券进行定期跟踪评级或不定定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

基本分析

2015 年以来，连锁百强总销售规模继续保持增长，但增速明显放缓；我国二、三线城市市场空间显现，正在逐渐成为零售企业重点开发区域

目前，连锁经营是零售行业发展的主导模式，近几年连锁百强企业总销售规模增长迅速。根据中国连锁经营协会年度调查报告，2015 年连锁百强企业销售规模为 2.1 万亿元，同比增长 4.3%；门店总数达到 11.1 万余家，同比增长 4.7%。2015 年，百强企业销售额占社会消费品零售总额的 6.9%。

在 2015 年连锁百强排名中，排名前五家的超市连锁企业分别是华润万家、高鑫零售有限公司（简称“高鑫零售”，超市品牌为“大润发”和“欧尚”）、沃尔玛（中国）投资有限公司（以下简称“沃尔玛”）、山东省商业集团有限公司（简称“山东商业”）和联华超市股份有限公司（以下简称“联华超市”）。2015 年，上述五家企业累计销售规模为 4,150.48 亿元。

表 1：2015 年连锁百强中部分连锁超市企业情况

企业名称	销售规模 (亿元)	门店个数 (个)
华润万家	1,094.00	3,397
大润发+欧尚	1,079.06	409
沃尔玛	735.47	432
山东商业	637.21	740
联华超市	604.74	3,912

资料来源：中国连锁经营协会

中诚信国际也注意到，近年来百强企业面临的困难是经营成本的提高，包括租金成本和人工成本。对优质网点资源的竞争、房租的大幅度上涨，使企业租金成本明显提高。在此环境下，前些年低成本购买土地资源导致自有物业比例较高的零售企业具备一定竞争力。而人工成本上升的直接体现是员工工资和福利的增长。此外，人员流失率高以及因此造成的招聘、培训等方面的投入也明显增

加。2015 年以来，百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的 75 家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，但占企业销售的比例依然很低。

目前零售企业在二、三线城市盈利能力和发展空间日益提高。一般来说，市场总是由成熟市场向高增长潜力市场转移。北京、上海、广州、深圳等一线城市行业竞争激烈，开店成本较高，且零售市场优质网点已趋于饱和，于是一线城市中具有一定实力的龙头零售企业正逐步转舵二、三线城市。相比于一线城市，二、三线市场增长潜力巨大，零售企业有非常大的发展空间。另外，为应对行业竞争、扩大业务规模并提高自身整体实力，近两年我国零售企业整合资源和实施战略重组等计划已提上日程。预计随着我国推动商业行业整合的推进，未来规模化、集团化的行业龙头企业将更快速的夺取市场份额，同时也将催生新一轮并购重组高潮。

网购市场的高速发展对传统零售行业带来较大冲击，传统零售商积极顺应线上、线下资源整合的趋势谋求转型

过去 10 年，我国网购市场从无到有，经历了超高速的发展。2004 年，我国网络零售额仅为 45 亿元；2015 年，我国网络购物市场交易规模达到 3.8 万亿，年均复合增长 76.77 倍。2015 年 B2C 市场中，天猫市场份额占比达 58.0%，京东占比为 22.9%，其余 B2C 企业中唯品会、1 号店、国美的增速均高于 B2C 市场整体增速。从自主销售为主 B2C 市场来看，京东占比近五成，苏宁易购和唯品会分列第二和第三位，其他项中小米手机官网发展迅速，整个市场集中度依然较高。

网购市场的高速发展使得中国传统零售商面临着更大的挑战。目前许多中国传统零售商都面临着通过不断加强商品经营和品类管理能力来提高运营效率的挑战，此外租金和人工成本的上涨也使得运营压力不断增加。而网购市场的各种促销模式以及价格优势对传统零售企业毛利率和净利率水

平产生一定的负面冲击。在动态博弈过程中，网购的高速发展促进了传统零售企业尤其是家电连锁企业的模式转型。

中诚信国际认为，未来几年，随着传统零售企业大规模进入电商行业，中国西部省份及中东部三四线城市的网购潜力也将得到进一步开发，加上移动互联网的发展促使移动网购日益便捷，中国网络购物市场整体还将保持较快增长速度。不过，随着基数扩大以及网购消费理性发展，网购零售额的增长速度将逐步下降，且由于网购在覆盖品类、区域、人群上有所侧重，加之物流瓶颈的制约，未来不可能完全取代传统零售，但会加速传统零售企业模式转型。

2015年以来，公司门店持续增加，进一步增强了公司的规模和网络优势。但中诚信国际注意到新开门店也给公司带来一定的经营和资本支出压力；同时公司尚未能对各区域子公司的资金实现归集管理，

影响了其公司资金使用效率

公司是国内较早开展大型综合超市业务的零售企业，主营业务突出。得益于超市数量的增加，2015年公司实现营业总收入134.30亿元，同比增长0.74%。其中，超市业务实现营业收入117.74亿元，同比增长0.05%；其他业务收入为16.56亿元，主要为租金收入、管理服务收入、营运服务收入、材料销售收入等。

2015年，公司根据市场环境调整了投资进度，当年新开门店25家，较上年有所增加。公司新开门店主要分布在北京、江苏、广西、辽宁、甘肃、安徽等省份；2016年1~3月，公司新开门店8家。同时，近年来公司关闭了部分盈利情况较差的门店，2015年和2016年一季度，公司分别关闭门店14家和2家。截至2016年3月末，公司在全国20个省（直辖市、自治区）经营的门店数量达到179家，总面积约163.58万平方米。

表 2：2015 年公司新增门店情况

单位：平方米

门店名称	地区	业态	物业属性	建筑面积	开业时间
防城港行政中心店	广西	生活超市	租赁	12,111	2015.1.23
凯里天柱县缤纷天地店	贵州	生活超市	租赁	8,166	2015.2.1
南京百家湖商业中心店	江苏	生活超市	租赁	7,630	2015.2.7
南京紫荆广场店	江苏	生活超市	租赁	5,100	2015.2.7
呼和浩特金游城店	内蒙古	生活超市	租赁	15,400	2015.2.6
北京力宝中心店	北京	生活超市	租赁	10,488	2015.2.11
南宁九曲湾商贸城店	广西	生活超市	租赁	8,282	2015.2.11
南宁五一东路店	广西	生活超市	租赁	9,774	2015.2.16
四川达州宣汉金鼓商业广场店	四川	生活超市	租赁	13,990	2015.5.1
攀枝花华山店	四川	生活超市	租赁	5,242	2015.5.21
北京朝阳定福庄店	北京	生活超市	租赁	7,835	2015.5.30
甘肃临夏义乌国际商业广场店	甘肃	生活超市	租赁	8,609	2015.6.12
武汉瑞景广场店	湖北	生活超市	租赁	5,704	2015.6.20
北京八达岭奥特莱斯店	北京	高级超市	租赁	200	2015.6.26
大连澳新世纪店	辽宁	生活超市	租赁	14,700	2015.7.26
安徽桐城盛源店	安徽	生活超市	租赁	11,992	2015.8.8
大庆市百湖文化广场店	黑龙江	生活超市	租赁	12,588	2015.9.8
南京奥体中央广场店	江苏	高级超市	租赁	4,997	2015.9.19
南京金茂汇店	江苏	高级超市	租赁	3,210	2015.9.26
贵州龙里县龙城国际店	贵州	生活超市	租赁	7,687	2015.9.26

宁夏灵武市水上锦都店	甘肃	生活超市	租赁	11,087	2015.9.30
乐山亚马逊店	四川	生活超市	租赁	10,549	2015.11.6
北京金隅嘉品 MALL 店	北京	生活超市	租赁	11,340	2015.11.18
首开福茂购物中心店	北京	生活超市	租赁	7,151	2015.12.12
兰州银滩雅苑店	甘肃	生活超市	租赁	4,916	2015.12.12

资料来源：公司年报

表 3：2015 年公司关闭门店情况

门店名称	地区	业态	物业属性	停业时间	关店原因
屯三里永利国际中心店	北京	生活超市	租赁	2015.4.20	经营亏损
铁道部羊坊店	北京	高级超市	租赁	2015.2.1	经营亏损
沈阳五洲店	辽宁	生活超市	租赁	2015.6.30	经营亏损
鄂尔多斯青铜器广场店	内蒙古	高级超市	租赁	2015.6.30	经营亏损
苏州丽丰店	江苏	高级超市	租赁	2015.6.30	经营亏损
滁州大金新百店	安徽	生活超市	租赁	2015.1.9	经营亏损
广东惠州华贸店	广东	高级超市	租赁	2015.6.9	经营亏损
广西南宁马山店	广西	生活超市	租赁	2015.5.14	经营亏损
四川达州金兰店	四川	生活超市	租赁	2015.7.4	经营亏损
四川遂宁店	四川	生活超市	租赁	2015.6.8	经营亏损
朝阳门店	北京	高级超市	租赁	2015.12.31	经营亏损
芜湖华强中心店	安徽	生活超市	租赁	2015.10.10	经营亏损
郑州中孚店	河南	生活超市	租赁	2015.8.1	拆迁
贵港华隆广场店	广西	生活超市	租赁	2015.12.31	经营亏损

资料来源：公司年报

值得关注的是，新开超市门店需要 1~2 年的市场培育期，公司近年来持续拓展门店影响了整体盈利情况，并且随着业务规模的扩张公司资本支出也在不断增大。中诚信国际将关注公司新开门店的投资进度以及门店拓展对公司业务经营的影响。

公司门店类型包括生活超市和高级超市。截至 2016 年 3 月底，公司拥有生活超市 155 家、高级超市 24 家。从物业类型来看，公司门店物业以租赁为主，截至 2016 年 3 月末，公司自有物业包括兰州西固店和哈尔滨汇金源店 2 处，面积 3.02 万平方米。公司自有物业所占比例很小，符合超市行业以租赁物业为主的特性。同时中诚信国际关注到，由于公司绝大多数门店以租赁为主，给公司带来一定的租金成本上升以及租约到期而无法续约的风险。

商品品类方面，近年来公司对销售商品进行升级，增加毛利率较高的进口商品和自有品牌商品的比例。进口商品采购主要通过股东旗下的北京华联事农国际贸易有限公司（以下简称“事农国际”）¹来

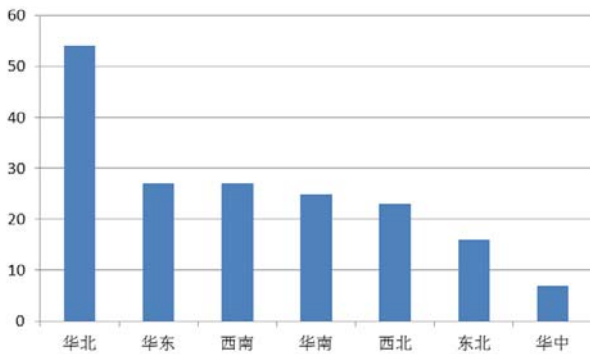
完成。通过借助股东海外的资源，公司门店加大了对海外优质进口商品的采购，以达到差异化经营。自有品牌建设上，公司控股子公司陕西事农果品有限公司（以下简称“陕西事农”）计划在未来五年中逐步完成苹果、红枣、各类蔬菜、肉蛋类订单农业的采购加工，以“事农”自有品牌在公司超市进行销售。

从门店布局来看，截至 2016 年 3 月末，公司门店在华南 25 家、西南 27 家、华东 27 家、东北 16 家、西北 23 家、华北 54 家、华中 7 家。

限公司”)以现金方式向事农国际投资 5,000 万元。增资后，事农国际注册资本由 3,000 万元增加至 8,000 万元，华联集团和公司分别持有事农国际 62.5% 和 37.5% 的股权，公司所持事农国际股权被稀释并丧失控制权。事农国际及其全资子公司北京华联国际贸易有限公司（以下简称“华联国贸”）不再纳入公司合并范围，变更为公司联营企业。

¹ 2015 年上半年，华联集团（以下简称“北京华联集团投资控股有

图1：截至2016年3月底公司已开门店布局（单位：家）



资料来源：公司提供

从营业收入的地区分布来看，以北京为核心的华北地区收入在公司营业收入中占比最高，2015年达到了26.77%，其次为西南地区，占比为16.04%，其余依次为西北、华东、东北、华南和华中地区。在发展速度方面，西北地区2015年主营业务收入同比增长8.96%，增速为各地区的最高水平；近年

来，华东和东北地区主营业务收入平稳增长，其中2015年增速分别为2.49%和1.26%；2015年，华北、华中、西南和华南地区主营业务收入同比有所下降。

从经营业态来看，公司在各地区均设有生活超市，在华北和华东地区设有高级超市。公司在华东地区的高级超市及西北地区的生活超市业务发展良好，2015年同店增速分别为34.30%和8.96%，东北及华北地区的生活超市销售情况与上年相比变化不大，其他地区超市业务的同店增速为负。另外，公司高级超市的平销金额较大，2015年华北及华东地区分别为24,952.07元和13,945.89元；除西北地区平销为10,183.56元外，其他地区生活超市的平销金额均在万元以下。

表4：2015年公司各地区门店经营效益情况

地区	经营业态	门店数量	主营业务收入（亿元）	同店增速（%）	平销（元）
东北	生活超市	16	12.12	1.26	7,217.53
	高级超市	--	--	--	--
华北	生活超市	35	27.74	0.17	9,529.45
	高级超市	15	8.22	-6.39	24,952.07
西北	生活超市	22	18.10	8.96	10,183.56
	高级超市	--	--	--	--
华东	生活超市	18	10.19	-5.87	5,508.42
	高级超市	9	3.82	34.30	13,945.89
华中	生活超市	6	3.96	-2.53	7,813.91
	高级超市	--	--	--	--
华南	生活超市	25	11.55	-6.25	7,780.29
	高级超市	--	--	--	--
西南	生活超市	27	21.55	-2.60	9,542.17
	高级超市	--	--	--	--

注：1、同店增速是指单一店内相对于上一年同一期间门店销售的同比增长率。

2、平销是指平均每平方米的销售金额。平米效率越高，卖场的效率也就越高，同等面积条件下实现的销售业绩也就越高。

资料来源：公司年报

公司计划2016年开店规模在20家左右，平均每家门店的投资约为2,000万元，并通过自有资金、发行债券、银行贷款等方式解决因规模扩张而产生的资金需求问题。

另外，中诚信国际注意到由于公司业务范围分散，费用及货款主要采用分地区结算的方式，目前尚未能对各区域子公司的资金实现归集管理，影响了公司资金使用效率。未来公司计划加强资金管控

力度，通过财务公司的平台与银行合作，同时积极建设ERP系统，实现资金归集管理。

总体来看，2015年以来公司门店数量持续增加，业务规模得到提升；目前包括北京在内的华北地区仍然为公司的核心区域，未来随着其他区域门店的扩张及逐渐成熟，其他地区收入比重将有所提升；中诚信国际也将关注公司新开门店的投资进度、门店拓展对公司整体盈利的影响以及货币资金

归集管理的进展。

公司物流配送中心陆续投运有助于提高物流效率，但也会导致一定规模的资本支出

随着公司门店数量的增加和经营规模的增长，尤其是随着公司生鲜品类销售占比的增加，既有的配送体系对于公司规模经营的限制愈发严重，公司近年来逐渐加大了物流配送中心的建设。2015 年公司新建大连物流配送中心，占地规模 12,000 平方米，包含生鲜及部分干仓配套设施。截至 2016 年 3 月末，公司已投入运营的物流配送中心共 17 个，

其中生鲜物流配送中心 16 个，干仓物流配送中心 1 个，即北京来广营物流配送中心。目前生鲜配送中心已经基本覆盖公司主要经营区域，未来公司将继续推进干仓配送中心的建设。在投资模式上，公司生鲜物流配送中心主要由公司租赁场地、雇佣员工并开展运营；公司目前干仓物流配送中心由管理经验丰富、人才储备充足的第三方负责建设和运营，公司支付一定的服务费，合同期限一般在三年以上。

表 5：截至 2016 年 3 月末公司已投运物流配送中心情况

名称	位置	占地面积 (平方米)	覆盖超市数量(家)
北京来广营物流配送中心	北京	9,600	28
北京二分物流配送中心	北京	3,300	36
南京物流配送中心	南京	2,708	11
合肥物流配送中心	合肥	3,382	9
青海物流配送中心	青海	1,267	5
银川物流配送中心	银川	500	5
兰州物流配送中心	兰州	7,300	6
贵阳物流配送中心	贵阳	4,547	12
遵义物流配送中心	遵义	1,445	4
成都物流配送中心	成都	2,000	5
攀枝花物流配送中心	攀枝花	1,890	3
广西物流配送中心	广西	1,800	28
郑州物流配送中心	郑州	500	4
呼市物流配送中心	呼和浩特	200	5
太原物流配送中心	太原	600	2
酒泉物流配送中心	酒泉	400	1
大连物流配送中心	大连	12,000	6

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司逐渐加大了物流中心的建设，逐步完善的物流配送网络有助于提高物流效率以及降低公司采购成本，但亦带来一定投资支出。

财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2016 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，均为合并口径数据。

盈利能力

2015 年，公司实现营业总收入 134.30 亿元，同比增长 0.74%，主要是由于公司门店数量和其他业务收入增加所致。2016 年 1~3 月，受居民消费需求增速下降和网络购物对传统零售渠道分流的影响，公司实现营业收入 37.38 亿元，同比小幅下降 5.29%。

从公司盈利模式来看，公司的主要利润来源是销售商品取得进销差价以及销售返利。2015 年公司营业毛利率为 22.60%，同比增长 0.57 个百分点，主要是毛利率较高的高级超市收入增长所致。2016 年 1~3 月，公司毛利率为 21.19%。

费用方面，2015 年以来公司持续新开门店，

同时劳动力和租金成本有所上升，2015年公司期间费用同比增长4.93%至29.84亿元，受此影响公司三费收入比增长至22.22%。2016年1~3月，公司新开门店数维持较高水平，当期公司期间费用为7.87亿元，当期三费收入比为21.06%。

表 6：2013 年~2016 年 3 月公司期间费用情况

单位：亿元	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	21.50	23.90	25.16	6.63
管理费用	2.79	3.06	3.34	0.93
财务费用	1.43	1.48	1.33	0.31
三费合计	25.72	28.44	29.84	7.87
营业总收入	127.48	133.32	134.30	37.38
三费收入比	20.18%	21.33%	22.22%	21.06%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2015年公司实现利润总额0.57亿元，同比下降54.96%，主要受经营性业务亏损扩大所致。从利润总额结构看，2015年，受营业税金及附加和费用支出增加影响，公司经营性业务依然处于亏损状态，当年公司利润总额主要来源于投资收益和营业外损益。2015年，公司投资收益为0.39亿元，主要是转让武汉海融兴达商业管理有限公司（以下简称“武汉海融兴达”）股权及事农国际股权被动稀释形成；营业外损益方面，2015年公司营业外收入主要来自转让武汉海融兴达股权²；此外2015年公司关闭部分门店，相应门店装修支出产生的损失计入营业外支出。2016年1~3月，公司利润总额下降至-0.49亿元，主要由于公司收入水平下降所致；当期公司投资收益为0.03亿元，但较上年同期减少69.83%，主要是联营企业净利润减少所致；当期营业外损益受报废及因闭店赔偿业主的款项增加影响，由上年同期的1.79亿元降至-0.11亿元；受公司计提坏账准备及固定资产减值准备影响，公司2016年一季度的资产减值损失为-0.15亿元。

总体来看，2015年公司门店数量持续增加带动了营业收入增长，同时在高级超市和自有品牌

²武汉海融兴达系公司以武汉中华路店物业评估值2.17亿元及现金0.99亿元出资设立的全资子公司，实收资本3.16亿元。2015年北京华联商厦股份有限公司（“华联股份”）以3.16亿元收购武汉海融兴达100%的股权，股权转让于2015年3月31日完成。武汉中华路店物业账面价值0.41亿元，与评估值的差额1.76亿元作为处置固定资产收益计入营业外收入。

商品销售增长的带动下，公司毛利率有所提高，但由于人工成本、房租和物流费用的持续上涨，以及公司资金归集效率的问题，公司期间费用呈上升趋势。中诚信国际将对公司盈利水平持续下滑并出现亏损等情况保持关注。

偿债能力

截至2015年末，公司总债务规模为35.84亿元，同比上升5.66%，主要是由于公司经营规模扩大所致。2016年3月末，公司总债务规模上升至36.25亿元，其中短期债务为30.69亿元，长期债务为5.55亿元。

从现金流水平看，公司2015年实现经营活动净现金流2.55亿元，同比下降53.82%，主要是各类费用和人工成本增加所致。2016年1~3月，公司实现经营活动净现金流0.81亿元，较上年同期同比减少90.65%，主要由于收入下滑且成本费用等刚性支出上涨等因素影响，公司经营活动现金流入减少。

表 7：近年来公司偿债指标

	2013	2014	2015	2016.3
货币资金（亿元）	56.97	58.67	57.46	58.59
短期债务(亿元)	17.71	28.96	30.87	30.69
长期债务(亿元)	16.91	4.96	4.98	5.55
总债务(亿元)	34.62	33.92	35.84	36.25
净债务(亿元)	-22.35	-24.75	-21.62	-22.34
EBITDA(亿元)	4.86	6.02	5.47	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.01	2.49	1.17	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.16	0.07	0.09*
EBITDA 利息倍数(X)	2.32	2.71	2.51	--
总债务/EBITDA(X)	7.12	5.64	6.55	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2016年1~3月财务报表未经审计；已将公司各期末短期融资券和短期的非公开定向债务融资工具由其他流动负债调整至交易性金融负债科目，长期的非公开定向债务融资工具和中期票据由其他非流动负债调整至应付债券科目；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2016年1~3月利息支出相关指标无法计算；带“*”指标已年化。

资料来源：公司财务报告

从偿债能力指标来看，受利润总额减少影响，2015年公司EBITDA同比减少9.01%至5.47亿元，EBITDA对总债务和利息支出的覆盖能力均有所下降。2015年，公司经营活动净现金流同比有一定下降，其对总债务和利息支出的覆盖能力随之减弱。另外，近年来公司的净债务一直为负值，

主要由于公司尚未能对各区域子公司的资金实现归集管理，导致公司货币资金一直维持较高水平。

截至 2016 年 3 月底，公司为华联集团 5.10 亿元的借款提供保证担保，担保总额占所有者权益（含少数股东权益）的比例约为 16.73%。资产抵质押方面，截至 2016 年 3 月底，公司无抵、质押资产，无未决诉讼。

公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行及华联财务有限责任公司综合授信额度 10.00 亿元，未使用授信额度 3.38 亿元；同时作为上市公司，公司拥有畅通的直接融资渠道。

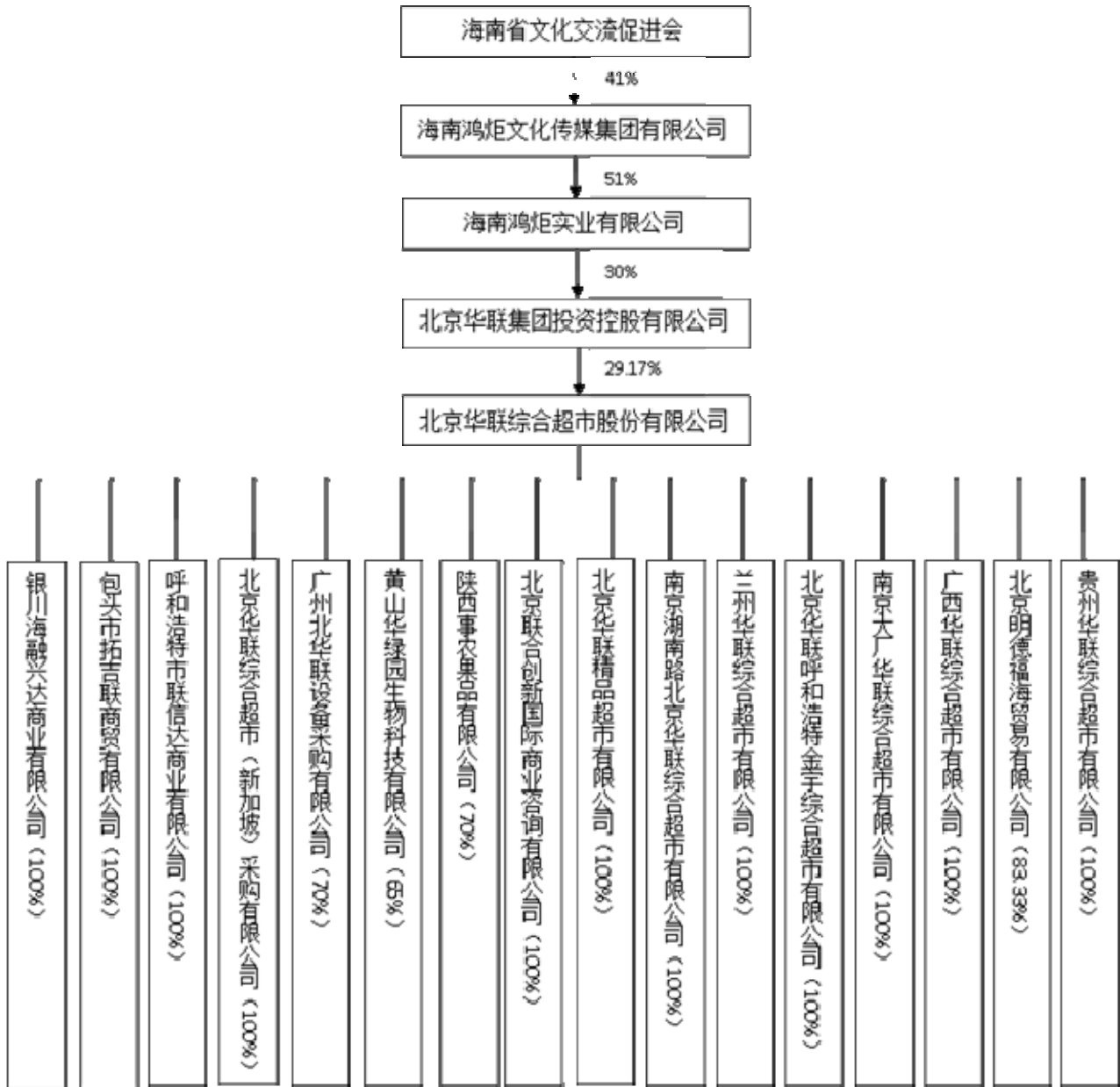
过往债务履约情况

根据公司提供资料，截至 2016 年 3 月末，公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

结论

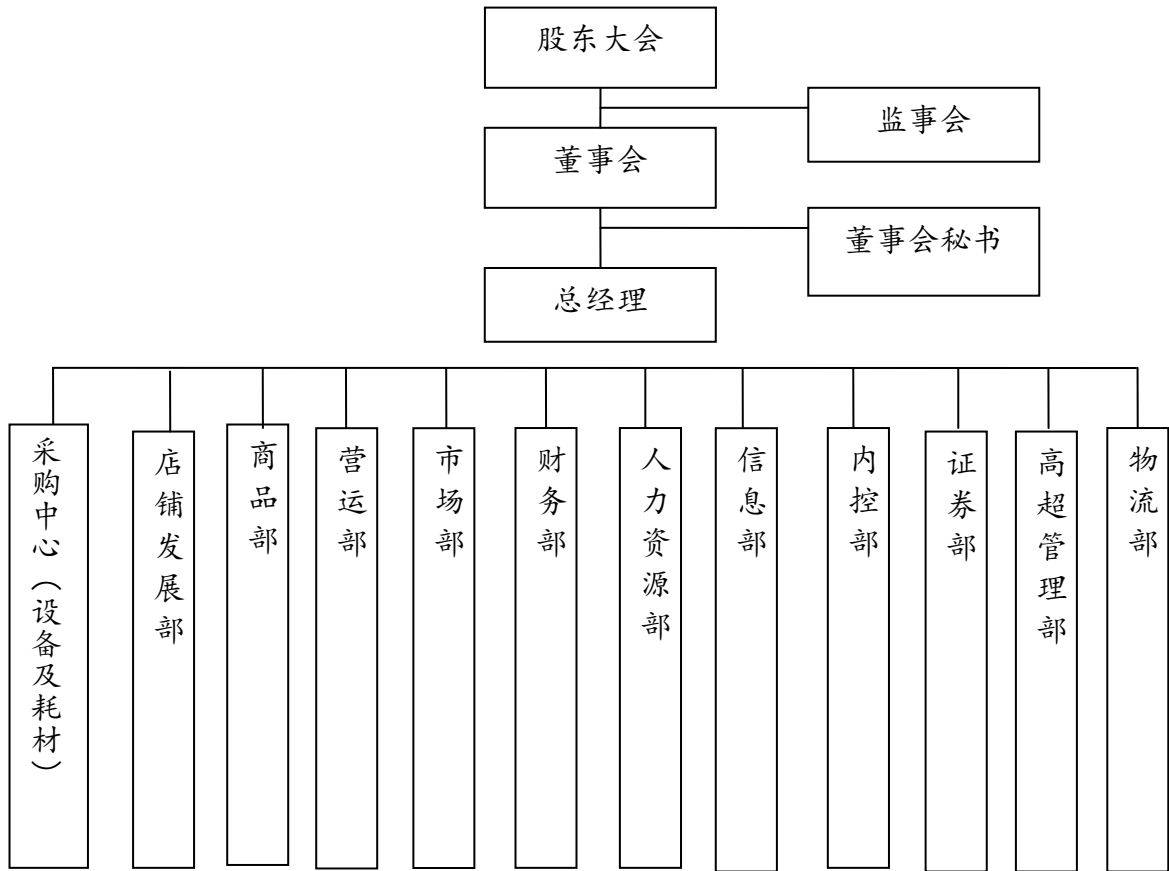
综上，中诚信国际维持北京华联综合超市股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 华联 CP001”和“16 华联 CP001”的债项信用等级为 **A-1**；维持“14 华联 MTN001”的债项信用等级为 **AA**。

附一：北京华联综合超市股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：北京华联综合超市股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：北京华联综合超市股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	569,688.22	586,728.18	574,632.19	585,859.76
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	3,725.95	2,169.98	3,633.29	3,928.19
其他应收款	21,064.82	20,960.29	21,593.38	26,707.66
存货净额	160,877.33	150,679.79	152,632.06	150,654.32
长期投资	54,674.52	58,660.13	69,913.76	70,451.70
固定资产	76,450.54	61,667.69	62,425.62	65,015.48
在建工程	28,334.51	46,948.35	30,370.96	30,437.48
无形资产	817.60	9,260.38	8,678.71	8,537.91
总资产	1,129,912.91	1,150,886.83	1,161,279.05	1,173,840.97
其他应付款	60,569.94	88,973.39	91,225.34	81,002.10
短期债务	177,143.15	289,599.96	308,656.84	306,946.04
长期债务	169,060.16	49,635.45	49,781.65	55,519.10
总债务	346,203.31	339,235.40	358,438.50	362,465.15
净债务	-223,484.91	-247,492.78	-216,193.70	-223,394.61
总负债	824,830.50	839,731.89	851,754.92	868,983.87
财务性利息支出	20,976.48	22,162.51	21,816.37	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	305,082.40	311,154.94	309,524.13	304,857.10
营业总收入	1,274,753.48	1,333,170.41	1,342,980.94	373,841.78
三费前利润	255,494.11	282,661.47	292,101.17	76,115.64
投资收益	3,423.07	3,985.32	3,911.93	349.64
净利润	3,894.48	10,179.73	5,206.88	-4,860.76
EBIT	24,541.66	34,901.26	27,554.04	--
EBITDA	48,631.48	60,156.66	54,735.45	--
经营活动产生现金净流量	63,191.99	55,204.72	25,493.14	8,094.52
投资活动产生现金净流量	-64,028.91	-5,187.97	-245,725.02	-1,698.98
筹资活动产生现金净流量	62,425.74	-32,907.08	-19,182.35	4,051.30
现金及现金等价物净增加额	61,588.82	16,997.32	-239,578.89	10,446.85
资本支出	58,854.28	54,531.38	41,750.61	16,684.80
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率(%)	20.79	22.03	22.60	21.19
三费收入比(%)	20.18	21.33	22.22	21.06
EBITDA/营业总收入(%)	3.81	4.51	4.08	--
总资产收益率(%)	2.29	3.06	2.38	--
流动比率(X)	1.31	1.09	1.07	1.06
速动比率(X)	1.06	0.90	0.87	0.87
存货周转率(X)	6.40	6.67	6.85	7.77*
应收账款周转率(X)	379.84	452.23	462.84	395.52*
资产负债率(%)	73.00	72.96	73.35	74.03
总资本化比率(%)	53.16	52.16	53.66	54.32
短期债务/总债务(%)	51.17	85.37	86.11	84.68
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.16	0.07	0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.36	0.19	0.08	0.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.01	2.49	1.17	--
总债务/EBITDA(X)	7.12	5.64	6.55	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.21	0.18	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.32	2.71	2.51	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2016年1-3月财务报表未经审计；已将公司各期末短期融资券和短期的非公开定向债务融资工具由其他流动负债调整至交易性金融负债科目，长期的非公开定向债务融资工具和中期票据由其他非流动负债调整至应付债券科目；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2016年1-3月利息支出相关指标无法计算；带“*”指标已年化。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附六：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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