



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪117号

北京华联综合超市股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京华联综合超市股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年六月二十五日

北京华联综合超市股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	北京华联综合超市股份有限公司		
发行规模	人民币 7 亿元		
债券期限	6 年		
存续期	2009/11/2~2015/11/1		
担保主体	北京华联商厦股份有限公司		
上次评级时间	2012/6/21		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望：稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望：稳定
	主体级别	AA	

概况数据

华联综超	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	18.04	30.54	30.53	30.65
总资产(亿元)	62.70	92.57	101.07	107.74
总债务(亿元)	14.97	20.42	21.49	24.32
营业总收入(亿元)	103.39	114.50	123.23	34.80
营业毛利率(%)	18.99	20.47	20.93	20.05
EBITDA(亿元)	3.34	3.81	4.63	--
所有者权益收益率(%)	3.05	1.87	1.67	1.52
资产负债率(%)	71.24	67.01	69.79	71.55
总债务/EBITDA(X)	4.48	5.35	4.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.61	3.31	2.62	--
华联股份	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	37.29	30.73	34.89	34.95
总资产(亿元)	62.83	59.76	73.85	81.60
总债务(亿元)	9.40	10.70	20.49	27.02
营业总收入(亿元)	6.27	6.23	8.48	2.45
营业毛利率(%)	34.79	43.79	54.35	52.57
EBITDA(亿元)	1.64	3.06	3.63	--
所有者权益收益率(%)	1.48	2.17	1.53	0.87
资产负债率(%)	37.35	48.57	52.75	57.17
总债务/EBITDA(X)	5.75	3.50	5.64	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.43	2.55	2.13	--

注：1、2013 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

刘冰 blin@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 25 日

基本观点

2012 年以来，北京华联综合超市股份有限公司（以下简称“华联综超”或“公司”）继续加快开店步伐，截至 2013 年 3 月 31 日，总门店数达到 147 家，区位优势得到提升的同时，总门店数量和业务规模在行业中的领先地位也进一步巩固，营业收入实现稳定增长。同时，中诚信证评关注到零售行业竞争加剧、公司期间费用增长较快和未来资本支出规模较大等因素都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA，维持公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定。本级别考虑了北京华联商厦股份有限公司（以下简称“华联股份”）提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 门店规模继续扩张，优势区域的竞争地位得以巩固。近年来，公司加快开店步伐，2012 年新开门店 29 家，2013 年 1~3 月新开门店 6 家，北京等优势区域新开门店增速较快，竞争地位进一步得到巩固。
- 现金获取能力较强。零售行业特殊的结算模式，使得公司主营业务获现能力较强，经营性现金净流入充裕，对债务及利息的偿还能够形成保障。
- 收入规模实现持续稳定增长。随着超市拥有量的增加，公司主营业务收入逐年稳步增长，2012 年，公司实现营业收入 123.23 亿元，同比增长 7.63%。

关 注

- 零售行业竞争日趋加剧。目前外资零售企业凭借其显著的资本及品牌优势规模不断扩张，网络零售业也实现了快速发展，零售行业竞争日益激烈，中资零售企业面临着更大经营压力。
- 资本支出规模较大。未来随着公司门店的扩张，资本支出将不断增加，未来公司债务规模仍将继续增长。

重大事项

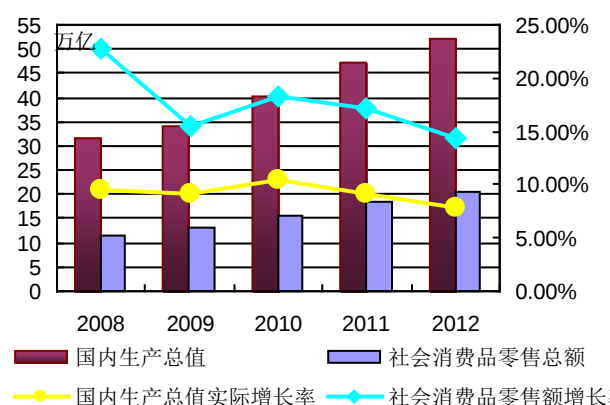
公司 2012 年 12 月 25 日公告，海南鸿炬实业有限公司（以下简称“鸿炬实业”）完成以 35,000 万元认购公司第一大股东北京华联集团投资控股有限公司（以下简称“华联集团”）增加的注册资本，增资完成后，华联集团注册资本增加至 115,000 万元，鸿炬实业持股比例 30.43%，成为华联集团第一大股东。在上述增资完成后，公司的第一大股东未发生变化，仍为华联集团，持有公司 29.17% 股份。由于鸿炬实业的实际控制人为海南省文化交流促进会，公司的实际控制人变更为海南省文化交流促进会。目前来看，该控股股东的股权变更并未对公司业务运营产生实质影响。

行业关注

2012 年以来，受经济增速放缓影响，零售行业景气度有所下降

宏观经济的发展是带动社会消费增长和零售业发展的根本因素。2012 年，我国国内生产总值为 519,322 亿元，按可比价格计算，较上年增长 7.8%，增速回落 1.4 个百分点。2012 年，我国城镇人口人均可支配收入为 26959 元，较上年名义增长 12.6%，剔除价格因素，实际增长 9.6%，增速比上年加快 1.2 个百分点；农村人口人均纯收入为 7917 元，较上年名义增长 13.5%，剔除价格因素，实际增长 10.7%，增速比上年回落 0.7 个百分点。受经济增速放缓影响，零售行业呈现增速趋缓态势。2012 年，社会消费品零售总额为 207,167 亿元，较上年名义增长 14.3%，增速回落 2.8 个百分点。2013 年一季度的社会消费品零售总额为 55,451 亿元，同比名义增长 12.4%，较上年同期减少 2.4 个百分点，较 2012 年全年回落 1.9 个百分点。

图1：2008～2012年中国GDP和社会消费品零售总额情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

城市居民是社会消费的主力军，我国城市化进程的推进为社会消费品零售行业提供了更大的消费者群体，刺激着市场容量的增加。截止到2012年末，我国城镇人口71,182万人，占总人口比重达到了52.6%，比上年末提高1.3个百分点，城镇化水平继续提高。国家统计局预计，至2050年，我国人口城镇化率将达到70%左右。从消费品零售行业的发展分析，人口向城镇迁徙将带来更多的潜在消费力，由于我国长期处于二元经济模式下，城乡经济发展不平衡，城镇居民的收入水平、消费能力和消费需求远大于农村人口。在人口向城镇迁移的趋势下，城镇地区丰富的消费渠道必然能更好地满足居民日益增长的消费需求，从而促进零售行业的发展。

总体看，宏观经济增长、居民收入提高、城市化进程加快是零售行业发展的动力。长期来看，随着居民收入的不断提高，消费升级将不断延伸，零售行业还将有较大的发展空间。但短期内受经济增速放缓影响，零售行业增速将呈趋缓态势。

超市零售行业竞争日趋激烈，外资企业优势显著，网络零售发展迅速，中资超市面临的经营压力不断加大

近年来，以沃尔玛、家乐福、大润发等为代表的外资超市零售商通过不断的并购及扩张，已进入中国大部分省市。截至2012年末，沃尔玛在中国25个省市中拥有门店295家（不包括99家好又多）；家乐福在24个省市中拥有门店219家，大润发在25个省市拥有门店219家。而中资本土零售企业则大部分以大卖场、标准超市或便利店等多业态占领区域

市场，如百联集团主要集中于江浙沪地区、物美集团则主要占据华北地区。与中资零售企业相比较，外资零售企业具有更加成熟的管理模式、雄厚的资金实力和强大的品牌效应，在市场竞争中优势显著，中资零售企业的市场份额不断受到挤压。

另一方面，网络零售模式的兴起为传统零售行业带来了新的挑战。近几年，随着我国网络普及率的提高，网络零售表现出来快速增长态势。2012年中国网络零售市场交易规模达到了13,040亿元，同比增长66.2%。2012年，我国网络零售额占社会消费品零售总额的比重由上年的4.36%上升到6.29%，说明我国居民对于网络购物的消费方式日益侧重。

目前，我国网络市场的购物模式越发多元化、成熟化和规范化，消费者可以在线获得购物引导和咨询，享受较为丰厚的价格优惠，体验更为便捷的消费过程，网络零售模式也获得更多消费者的青睐。这种购物方式的发展趋势一方面对于传统零售市场的压力日益增大，另一方面也促使传统零售企业开始拓展自身的网络零售渠道。根据中国连锁经营协会的统计，2012年中国市场连锁百强中已有62家企业开展了网络零售业务，包括了电器零售商苏宁和国美、零售业巨头沃尔玛等等，均有自身旗下的购物网站。

总的来看，中诚信证评认为，随着居民收入水平的提高以及城市化进程的推进，零售行业未来具有广阔的发展空间。但是我们也关注到受中国经济增速放缓影响，零售行业景气度短期内将呈下滑趋势，同时随着外资零售企业的扩张，以及网络零售业的快速发展，行业竞争日趋加剧。

业务运营

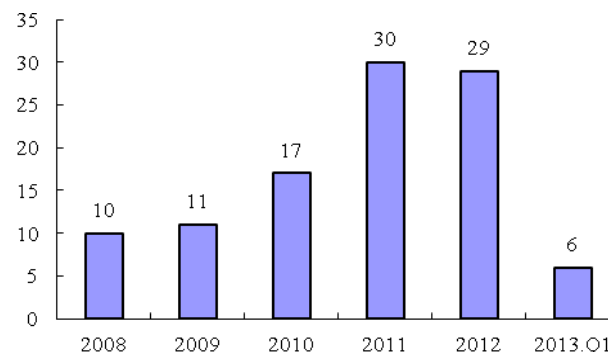
公司主营业务为商业零售，主力业态为大型综合超市。随着超市拥有量的增加，公司主营业务收入逐年稳步增长，2012年，公司实现营业收入123.23亿元，同比增长7.63%。

2012年公司的门店规模继续保持快速扩张态势，在知名度较高区域加快网络布局，巩固区域竞争优势

近两年，公司门店扩张速度较快。2012年公司新开门店29家，新开门店数量较2011年减少1家，

新增面积14.60万平方米，较2011年减少1.73万平方米。2013年1~3月公司新开门店6家，新增面积4.61万平方米，较2012年同期增加1.26万平方米。

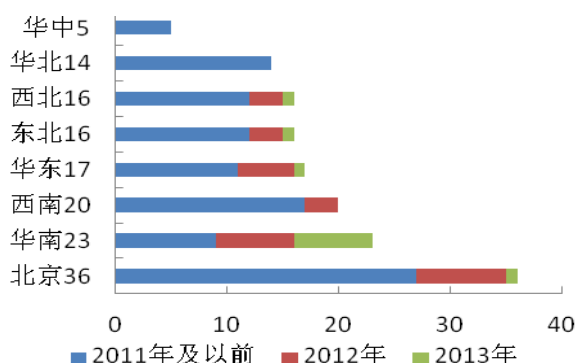
图2：2008~2013.Q1公司每年新增门店数



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2013年3月31日，公司在全国34个城市经营超市门店共计达到147家，总面积约142.93万平方米，其中自有物业4家，共6.40万平方米，其他全部为租赁，公司门店数量和规模在国内同行业中都居领先地位。从分布区域来看，公司的门店布局为北京36家、华南23家、西南20家、华东17家、东北16家、西北16家、华北14家、华中5家。这是公司近年来坚持执行在优势区域和竞争较缓和的西南、华南地区二三线城市重点布局的发展战略的结果。2012年以来，公司新开门店主要集中于北京、广西等地。北京是公司具有较高知名度的区域，加速网络布局可不断巩固公司的区域优势。而二三线城市目前外资进入较少，竞争相对缓和，且公司较早占领了二、三线城市核心商圈，物业成本相对较低，保障了公司的盈利能力，并为公司未来同城继续开店奠定了良好的基础。同时我们也关注到，目前公司在二、三线城市开店仍较为分散，尚未在区域内形成一定的规模优势。而且过于分散的门店布局也给公司的管理和物流配送等方面带来一定的挑战。

图3：截至2013年一季度公司门店布局情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司所经营的超市主要包括生活超市（lifestyle 或大卖场）、高级超市和便捷超市等几种业态，现阶段公司主要以生活超市为主，并在北京等重点城市加大了高级超市的发展力度。截至 2013 年 3 月 31 日，公司拥有生活超市 114 家，高级超市 27 家，便捷超市 6 家。

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贡献最大，2012年收入占比为36.86%（各地区之间未抵消前），与上年比重基本一致，其次为西南、华东，三地合计营业收入占比达到67.301%。公司未来将继续执行“优势地区加快发展，重点地区及资源型城市帮助推进”的发展战略，进一步扩大门店规模，巩固其在北京等优势区域的竞争优势。

在商品物流方面，公司不断加强采购与配送体系建设。截至目前，公司共设立了 10 个加工配送中心和 5 个采购公司。10 个加工配送中心覆盖了主要经营区域，5 个采购公司特色化差异化采购，以便控制采购成本。此外，公司不断提高生鲜自营自采比例，加强自有品牌建设。2012 年公司生鲜自营占比 61.06%，较上年提高了 4.64 个百分点。公司建立了陕西事农果品有限公司等商品基地，拥有“事农牌”大枣、葡萄干、辣椒、花椒、苹果干、松花蛋等自有品牌商品，未来仍将继续加强自有品牌的开拓。

中诚信证评认为，随着门店扩张速度的加快，公司的经营规模将得到进一步扩大，主营业务收入将会继续保持增长态势。但同时我们也注意到，新开门店数量的增加将导致资本支出的提升，对公司内部信息系统、物流配送、人力资源等各项管理亦

提出了较高的要求。

公司超市同店销售收入增长率有所提高，但主营业务毛利率有所下降

公司近三年来毛利率波动幅度较小，2012 年主营业务毛利率为 11.28%，较上年下降 0.18 个百分点，基本保持稳定。随着前期投入的新店度过培育期，公司 2012 年同店销售收入增长率为 3.25%，增速同比上升 0.90 个百分点。

表 1：2010~2012 年公司同店销售收入增长率和

指标	主营业务毛利率		
	2010	2011	2012
同店销售收入增长率	3.51%	2.35%	3.25%
主营业务毛利率	10.84%	11.46%	11.28%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司继续快速扩张门店，经营规模不断扩大，但是受新店集中开业，且业绩短期内难以充分释放影响，公司利润水平并未实现同步增长。未来随着公司门店的扩张和物流中心的建设，公司的业务规模仍将保持增长，盈利水平有望增强。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所¹审计并出具的标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告和未经审计的 2013 年一季度合并财务报表。

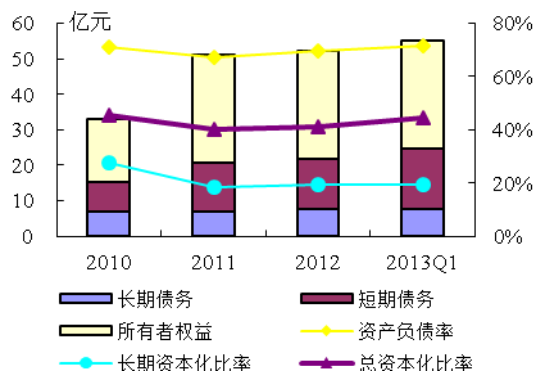
资本结构

2012 年以来，公司继续大规模投建新店，资产规模因此不断增加。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 101.07 亿元，同比增长 9.18%；同期，公司经营规模的扩大也给公司带来了资本支出压力，公司债务规模逐步增加，截至 2012 年 12 月 31 日，公司负债总额 70.54 亿元，同比增长 13.72%。2012 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.79%和 41.31%，较上年分别增长 2.68 个百分点和 1.25 个百分点。截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产总额为 107.74 亿元，负债总额为 77.09 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 71.55%和

¹ 致同会计师事务所前身为京都天华会计师事务所有限公司，2012 年 6 月，京都天华会计师事务所有限公司更名为“致同会计师事务所（特殊普通合伙）”。

44.25%，继续保持上升态势。

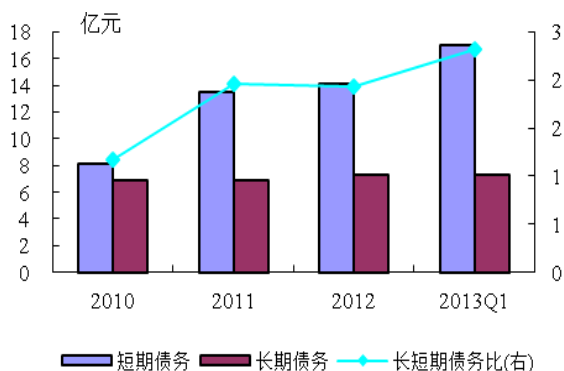
图 4：2010~2013.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，2012 年公司长短期债务规模均有所增长，年末短期债务与长期债务比为 1.93，与上年基本持平。考虑到未来公司将继续大规模投入门店，资本支出较大，目前短期债务占比较高，债务结构有待优化。

图 5：2010~2013.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来说，公司财务结构相对稳健，负债水平适中，但是债务结构还有待优化。考虑到公司未来门店扩张计划，仍将有较大规模的资本支出，债务规模可能会继续增加，中诚信证评将对公司资本结构状况保持关注。

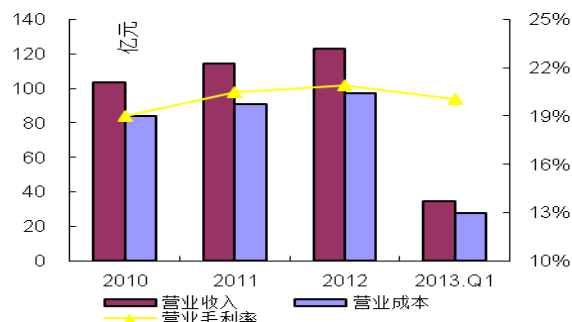
盈利能力

随着门店数量的不断增加，近年来公司的营业收入呈现逐年增长态势，但受宏观经济不景气影响，增速逐渐放缓。2012 年公司实现营业收入 123.23 亿元，同比增加 7.63%，增速较上年下降 3.12 个百分点。2013 年一季度，公司实现营业收入 34.80 亿元，同比增加 1.88%，增速较上年同期下降 10 个百分点。

从毛利率水平来看，近两年来，公司主营业务

毛利率和营业毛利率均波动较小。2012 年公司主营业务毛利率和营业毛利率分别为 11.28% 和 20.47%，与上年基本持平。2013 年一季度，公司的营业毛利率为 20.05%，继续保持稳定。

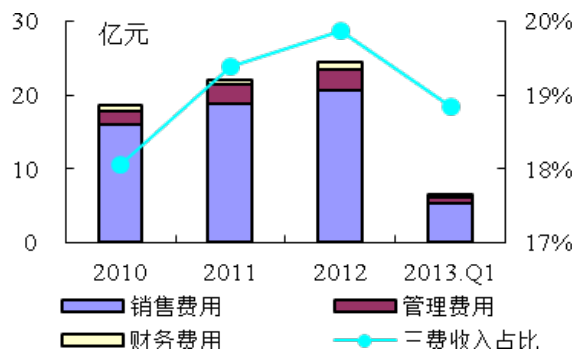
图 6：2010~2013.Q1 公司收入和毛利率分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来，随着开店速度的加快，公司期间费用占比呈现上升态势，2012 年，公司期间费用达到 24.48 亿元，同比增长 10.27%，三费占收入比为 19.86%，同比上升 0.48 个百分点，主要因为公司开设新店费用增加以及利息支出增加所致。根据公司未来几年发展规划来看，随着新开店的增加，公司期间费用仍会有较大幅度增加。2013 年一季度，公司期间费用为 6.56 亿元，同比增长 1.46%，占营业收入的比重为 18.85%，有所下降。

图 7：2010~2013.Q1 公司期间费用变化



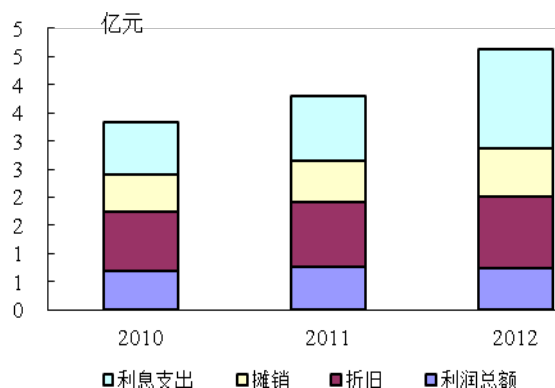
数据来源：公司定期报告，中诚信证评研究

利润总额方面，公司 2012 年实现利润总额 0.76 亿元，同比下降 1.43%，主要由经营性业务利润和投资收益构成，其中经营性业务利润为 0.39 亿元，占比 51.17%，受期间费用增长较快影响，经营性业务利润所占比重较上年下降 5.60 个百分点；投资收益 0.31 亿元，占比 40.87%，比重较上年上升 7.29 个百分点。同期公司实现净利润 0.51 亿元，同比下降 10.50%。2013 年一季度，公司实现利润总额 0.15 亿元，同比下降 47.68%；净利润 0.12 亿元，同比

下降 48.97%，主要是受期间费用增加所致。

从 EBITDA 构成来看，随着门店的扩张，公司固定资产折旧增加，此外由于债务规模扩大，公司利息支出增加，导致公司 2012 年 EBITDA 达到 4.63 亿元，同比上升了 21.40%。长期来看，公司将继续拓展新店，随着资本投入的增加，公司的 EBITDA 仍将保持增长趋势。

图 8：2010~2012 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，由于公司近两年大规模开设的新店尚处于培育期，业绩短期内难以充分释放，2012 年公司盈利能力有所下降。未来随着前期大规模投入的超市逐步渡过培育期，公司的整体盈利能力和盈利水平将有望回升。

偿债能力

近年来，随着公司门店规模的不断扩张，公司债务规模也逐年增加，截至 2012 年 12 月 31 日，公司的总债务规模为 21.49 亿元，同比增加 5.28%。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总债务规模为 24.32 亿元，继续保持增长态势。

表 2：2010~2012 公司偿债能力分析

财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
总债务（亿元）	14.97	20.42	21.49	24.32
长期债务（亿元）	6.89	6.91	7.33	7.34
总债务/EBITDA（X）	4.48	5.35	4.64	-
经营净现金流/总债务（X）	0.42	0.23	0.45	0.24
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.61	3.31	2.62	-
经营净现金流利息倍数（X）	6.79	4.14	5.44	-
总资本化比率（%）	45.35	40.06	41.31	44.25
长期资本化比率（%）	27.65	18.45	19.37	19.31

注：2013 年一季度经营净现金流/总债务指标经年化处理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务压力看，公司 2012 年总债务/EBITDA 由 2011 年的 5.35 倍下降至 4.64 倍，公司的债务压力有所减小。从利息支付能力来看，2012 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.62 倍，虽有所下降，但仍具有较强的利息支付能力。从现金流角度看，公司 2012 年实现经营活动净现金流 9.60 亿元，同比增长 101.33%，主要是由于当年销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动相关的现金均有所增加，而购买商品、接受劳务支付的现金减少所致，经营活动获得净现金流对总债务和利息支出的覆盖能力有所提高。

在或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司对外担保（不含对子公司担保）的借款合同金额合计 9 亿元，均为对控股股东北京华联集团投资控股有限公司（以下简称“华联集团”）的借款提供的担保，担保额占 2012 年底所有者权益（含少数股东权益）的比重为 29.48%，担保金额较大，但是考虑到华联集团具有良好的资信，偿债能力较强，因此目前或有负债风险可控。

授信方面，公司与金融机构有着较好的合作关系。截至 2013 年 3 月 31 日，公司拥有的人民币授信总额为 20.60 亿元，尚未使用授信余额 3.55 亿元。

总体来看，随着扩张步伐加快，公司债务规模不断扩大，但公司经营净现金流充裕，对债务本息的覆盖能力较高，各项指标均处于合理水平，总体偿债能力很强。

担保实力

本次公司债由华联股份提供了全额不可撤销的连带责任保证担保。

华联股份原主营业务为购物中心的运营管理和百货销售，2008 年开始实施转型，逐渐放弃百货销售业务。2010 年公司完成转型，2011 年主营业务完全转变为购物中心的运营管理，收入来源为出租的租金收入及向租户收取的管理费。华联股份 2012 年实现主营业务收入 7.35 亿元，同比增长 22.22%，其中租赁及物业管理收入 6.71 亿元，占比 91.24%。

表 3：2011~2012 年华联股份主营业务收入和毛利情况

业务	2011		2012	
	收入（亿元）	毛利率	收入（亿元）	毛利率
租赁及 物业管理	6.02	41.81%	6.71	52.77%
咨询管理 服务	-	-	0.64	87.81%
合计	6.02	41.81 %	7.35	55.84%

资料来源：华联股份定期报告，中诚信证评整理

华联股份通过自建、租赁、受托管理三种途径获得店铺资源，以北京地区为主要发展区域，并向中西部的二三线城市拓展。截至 2013 年 3 月 31 日，华联股份共有购物中心 40 家，其中 23 家已经开业，1 家为 2012 年开业，2 家为 2013 年开业，已开业面积达到 77.65 万平方米。从区域分布来看，已开业的 23 家购物中心，北京 10 家，辽宁 3 家，四川 2 家，青海 2 家，甘肃 1 家，江苏 3 家，安徽 2 家。华北地区为华联股份的主要收入和利润来源，2012 年收入占比 66.46%。

此外，2012 年华联股份新增咨询管理服务收入 0.64 亿元，主要是为非关联方在建的购物中心提供咨询管理服务，包括招商谈判、卖场规划、招商等服务，并相应收取咨询费用。该业务初始利润空间较高，毛利率达到 87.81%。

总的来看，随着购物中心开业数目的增加，华联股份的收入规模稳步增长。同时，随着购物中心运营管理业务步入正轨，加之新增咨询管理服务的初始利润空间较高，华联股份的毛利率有所提高。

财务表现方面，随着店铺的增加，华联股份的资产规模不断增长，截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 73.85 亿元，同比增加 23.58%。同期，经营规模的扩大也给华联股份带来了资本支出压力，华联股份的债务规模也逐步增加，截至 2012 年 12 月 31 日，华联股份负债总额为 38.96 亿元，同比增加 34.20%。2012 年 12 月 31 日，华联股份资产负债率和总资本化比率分别为 52.75% 和 37.00%，分别同比上升 4.18 个百分点和 11.18 个百分点。

盈利方面，2012 年华联股份实现营业收入 8.48 亿元，同比增长 36.22%，主要由于店铺增加所致，营业毛利率为 54.35%，同比增加了 10.56 个百分点。虽然华联股份营业收入大幅增加，营业毛利率也有

所提高，但受期间费用增长较快以及投资收益大幅下降影响，华联股份 2012 年实现净利润 0.53 亿元，同比下降 19.87%。

偿债能力方面，华联股份 2012 年 EBITDA 为 3.63 亿元，同比增长 18.75%，EBITDA 利息保障倍数为 2.13 倍，能够较好的保障利息的偿还。现金流方面，由于华联股份当年为子公司支付往来款较多，导致经营活动现金净流出 0.32 亿元，对总债务和利息的保障程度有所下降。

表 4：2010~2012 华联股份财务数据

财务指标	2010	2011	2012
资产总额（亿元）	62.83	59.76	73.85
短期债务（亿元）	2.40	3.86	11.70
长期债务（亿元）	7.00	6.84	8.79
总债务（亿元）	9.40	10.70	20.49
营业收入（亿元）	6.27	6.23	8.48
营业毛利率（%）	34.79	43.79	54.35
净利润（亿元）	0.08	0.67	0.53
EBITDA（亿元）	1.64	3.06	3.63
资产负债率（%）	40.65	48.57	52.75
总资本化比率（%）	26.44	25.83	37.00
总债务/EBITDA（X）	5.75	3.50	5.64
EBITDA 利息倍数（X）	1.81	2.55	2.13

资料来源：华联股份定期报告，中诚信证评整理

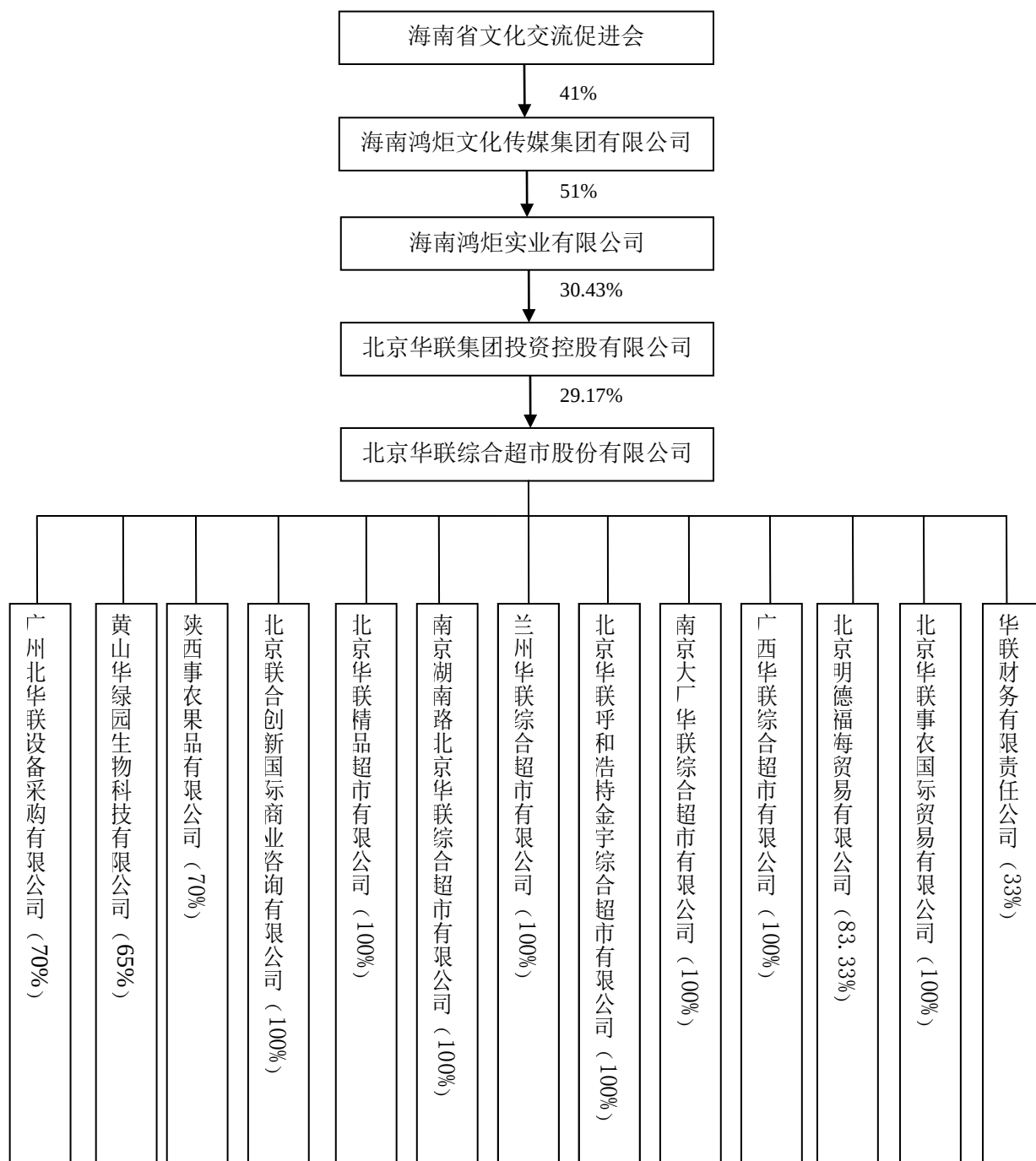
或有事项方面，截至 2012 年 12 月 31 日，华联股份为控股股东华联集团提供担保 7.15 亿元，为华联综超提供担保 7 亿元，累计对外提供担保 14.15 亿元，占净资产的比例为 40.55%，担保金额较大，但是考虑到华联股份主要对关联方进行担保，能够相对有效控制担保风险，其整体的或有负债风险尚可控制。

总的来看，中诚信证评认为，华联股份具备一定的综合财务实力和抗风险能力，能够为本次公司债券按期偿还提供保障。

结 论

综上，中诚信证评维持本次公司债券的信用等级为 **AA**，维持华联综超主体信用等级为 **AA**，信用评级展望为稳定。

附一：北京华联综合超市股份有限公司股权结构（截至 2012 年 12 月 31 日）



附二：北京华联综合超市股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	263,995.14	485,425.19	508,369.81	545,200.13
应收账款净额	431.36	283.97	2,986.07	7,774.92
存货净额	106,265.69	150,870.82	154,559.57	141,680.08
流动资产	424,738.21	698,577.38	767,868.77	836,969.61
长期投资	38,984.18	41,560.65	44,651.45	45,313.55
固定资产合计	79,228.94	89,308.33	91,944.69	87,882.87
总资产	627,041.83	925,718.26	1,010,730.91	1,077,355.20
短期债务	80,740.00	135,035.18	141,598.10	169,848.10
长期债务	68,916.69	69,116.02	73,327.49	73,382.82
总债务（短期债务+长期债务）	149,656.69	204,151.21	214,925.59	243,230.93
总负债	446,684.14	620,304.09	705,412.51	770,872.47
所有者权益（含少数股东权益）	180,357.69	305,414.16	305,318.40	306,482.74
营业总收入	1,033,881.64	1,145,017.57	1,232,333.87	347,950.79
三费前利润	189,203.87	226,316.85	248,628.89	66,898.52
投资收益	4,570.97	2,576.47	3,090.80	662.10
净利润	5,499.73	5,710.25	5,110.70	1,164.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,418.58	38,136.16	46,296.10	-
经营活动产生现金净流量	62,937.31	47,675.82	95,985.62	14,762.67
投资活动产生现金净流量	-16,849.61	-35,611.82	-57,591.52	-4,292.63
筹资活动产生现金净流量	-8,083.09	209,067.37	-15,726.78	26,360.27
现金及现金等价物净增加额	38,004.61	221,131.37	22,667.32	36,830.32
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	18.99	20.47	20.93	20.05
所有者权益收益率（%）	3.05	1.87	1.67	1.52
EBITDA/营业总收入（%）	3.23	3.33	3.76	-
速动比率（X）	0.86	1.00	0.97	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	0.42	0.23	0.45	0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	0.78	0.35	0.68	0.38
经营活动净现金/利息支出（X）	6.79	4.14	5.44	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.61	3.31	2.62	-
总债务/EBITDA（X）	4.48	5.35	4.64	-
资产负债率（%）	71.24	67.01	69.79	71.55
总资本化比率（%）	45.35	40.06	41.31	44.25
长期资本化比率（%）	27.65	18.45	19.37	19.32

注：2013 年一季度所有者权益收益率、经营净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务指标经年化处理。

附三：北京华联商厦股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	186,328.28	134,707.12	50,603.93	103,625.01
应收账款净额	792.60	1,450.65	4,967.41	6,853.46
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	232,324.11	170,485.05	95,037.17	154,933.43
长期投资	86,889.37	73,450.50	78,277.16	87,263.52
固定资产合计	216,484.46	224,501.20	386,331.78	396,236.04
总资产	628,282.33	597,691.14	738,492.58	815,984.66
短期债务	24,000.00	38,620.00	116,980.00	88,000.00
长期债务	70,000.00	68,380.00	87,947.60	188,747.60
总债务（短期债务+长期债务）	94,000.00	107,000.00	204,927.60	276,747.60
总负债	199,107.93	290,284.54	389,574.24	466,459.75
所有者权益（含少数股东权益）	333,946.65	307,316.60	348,918.33	349,524.91
营业总收入	62,691.08	62,280.94	84,842.11	24,540.53
三费前利润	18,005.39	22,331.48	38,821.67	11,001.69
投资收益	11,502.57	10,186.63	3,570.10	662.10
净利润	4,930.03	6,676.29	5,349.56	755.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	16,356.53	30,605.15	36,342.23	--
经营活动产生现金净流量	-4,572.87	20,400.75	-3,223.54	2,685.76
投资活动产生现金净流量	-113,932.73	-93,896.05	-84,341.16	-16,786.06
筹资活动产生现金净流量	264,201.40	16,243.79	3,461.51	67,121.37
现金及现金等价物净增加额	125,896.40	-57,251.51	-84,103.19	53,021.08
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	34.79	43.79	54.35	52.57
所有者权益收益率（%）	1.48	2.18	1.53	0.87
EBITDA/营业总收入（%）	28.01	49.14	42.84	-
速动比率（X）	1.70	0.80	0.34	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	-0.03	0.19	-0.02	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.12	0.53	-0.03	0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.43	1.70	-0.19	--
EBITDA 利息倍数（X）	1.81	2.55	2.13	--
总债务/EBITDA（X）	7.86	3.50	5.64	--
资产负债率（%）	40.65	48.57	52.75	57.17
总资本化比率（%）	21.97	25.83	37.00	44.19
长期资本化比率（%）	17.33	18.20	20.13	35.07

注：2013 年一季度所有者权益收益率、经营净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定