



信用等级通知书

信评委函字[2019]G152-F4号

物美科技集团有限公司：

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拟发行的“物美科技集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年九月六日

物美科技集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	物美科技集团有限公司
发行规模	本次债券的发行总规模不超过 83 亿元，采用分期发行方式，本期债券为第四期发行，发行规模为不超过 10 亿元。本期债券引用品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券发行情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择。
债券期限	本期债券包括两个品种，品种一为 3 年期，在第 1 年末、第 2 年末附发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权；品种二为 3 年期，在第 2 年末附发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券为固定利率债券，发行票面利率由发行人与主承销商根据市场询价情况协商确定。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。每期付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。具体本息兑付工作按照主管部门的相关规定办理。
资金用途	本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，0.5 亿元用于偿还银行借款，剩余部分拟用于补充流动资金。

概况数据

物美科技	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益（亿元）	245.17	264.68	281.69	289.14
总资产（亿元）	548.74	566.41	613.86	651.80
总债务（亿元）	115.70	111.65	129.81	-
营业总收入（亿元）	377.39	405.57	413.19	113.02
营业毛利率（%）	23.20	23.35	23.89	24.79
EBITDA（亿元）	73.08	37.70	39.38	-
所有者权益收益率（%）	18.07	7.65	7.58	10.03
资产负债率（%）	55.32	53.27	54.11	55.64
总债务/EBITDA（X）	1.58	2.96	3.30	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.28	7.27	6.05	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、公司 2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“物美科技集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定物美科技集团有限公司（以下简称“物美科技”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体物美科技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。中诚信证评肯定了公司显著的规模优势、零售业务实力进一步增强、所持金融资产质量较好以及获现能力较强等正面因素为其业务发展及信用水平提供的有力支持。同时，中诚信证评也关注到外部竞争压力较大、盈利能力下滑风险以及债务规模增加较快，短期偿债压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 规模优势明显。公司系国内规模靠前的商业零售集团之一，经营业态涵盖超市、百货、家电和家居建材等零售领域，旗下拥有“物美”、“美廉美”、“浙江供销超市”、“新华百货”和“百安居”等多个零售品牌，并连续 18 年荣获“中国连锁经营 100 强”，且排名不断提升，2018 年位列第十一名。
- 零售业实力进一步增强。公司坚持区域化的发展战略，通过渗透式发展，深耕区域市场。其中，“物美”超市在北京、浙江地区为超市行业龙头；银川新华百货商业集团股份有限公司（以下简称“新华百货”，股票代码 600785.SH）系宁夏地区百货行业的传统品牌，市场占有率较高。此外，2019 年 6 月，公司作为战略投资者以增资方式入股重庆商社（集团）有限公司，获得其 45% 的股权。此次入股，实现了公司在西南零售市场的扩张，零售业务核心竞争力进

分析师

夏敏 mxia@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

龚薇 wgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年9月6日

一步提升。

- 所持金融资产质量较好。2016~2018年末，公司持有长期股权投资余额分别为45.22亿元、56.59亿元和68.66亿元，主要持有对象为泰康人寿保险股份有限公司等企业，资产质量较好且持续为公司带来稳定的、规模较大的投资收益，对利润形成有力补充。
- 经营性净现金流表现较好。近年来公司保持着良好的经营性现金净流入规模，2016~2018年经营活动净现金流分别为18.84亿元、18.67亿元和21.18亿元，同期经营活动净现金/总债务分别为0.16倍、0.17倍和0.16倍；经营活动净现金/利息支出分别为3.69倍、3.60倍和3.26倍，能够对债务本息形成较好覆盖。

关注

- 外部竞争压力较大。零售行业增速放缓，电商冲击及市场化程度较高等因素使得实体零售商面临持续较大的竞争压力。
- 盈利能力下滑风险。受各项运营成本及期间费用增长影响，2018年公司经营性业务利润同比下滑21.32%至9.52亿元。
- 债务规模增长较快，短期偿债压力较大。截至2018年末，公司总债务129.81亿元，同比增长16.27%；同期长短期债务比（短期债务/长期债务）为2.86倍，较上年下降3.56倍，长短期债务比有所改善，但仍面临一定的即期偿债压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

物美科技集团有限公司（以下简称“物美科技”或“公司”）前身为 1994 年 10 月 6 日成立的北京物美商城有限责任公司，初始注册资本 1,000 万元，系由北京北美物产集团、北京卡斯特科技产业集团和中国国际期货经纪有限公司共同出资设立，各方持股比例分别为 40%、30% 和 30%。公司注册资本、股权结构及名称多次发生变更，2013 年 4 月股东变更为北京卡斯特科技投资有限公司（以下简称“卡斯特”），同年 11 月引入投资者西藏爱奇弘盛投资管理有限公司（以下简称“爱奇弘盛”），注册资本由 15,000 万元增至 15,257.97 万元，卡斯特和爱奇弘盛分别持股 98.31% 和 1.69%；2014 年 4 月爱奇弘盛向公司增资 461.53 万元，注册资本增至 15,461.53 万元，卡斯特和爱奇弘盛分别持有公司 97.02% 和 2.98% 的股权；2015 年 12 月 21 日，公司注册资本增至 80,000 万元，股东卡斯特和爱奇弘盛的持股比例为 97.02% 和 2.98%；公司名称于 2019 年 2 月变更为现名。截至 2019 年 3 月 31 日，公司注册资本 80,000 万元，控股股东为卡斯特，实际控制人为自然人张文中。

公司传统主业为超市、百货和家电等业务，下属核心运营单位为北京物美商业集团股份有限公司（以下简称“物美商业”）和银川新华百货商业集团股份有限公司（以下简称“新华百货”，股票代码 600785.SH）；2015 年 4 月公司收购百安居中国（B&Q China）（以下简称“百安居中国”）70% 的股权后，新增家居建材业务板块，并在 2016 年 7 月完成百安居中国剩余 30% 股权的收购工作。目前公司经营主业为超市、百货、家电和家居建材四大业务板块，旗下现已拥有“物美”、“美廉美”、“浙江供销超市”、“新华百货”和“百安居”等多个零售品牌，在北京、宁夏、天津、浙江和上海等区域市场已形成了较高的知名度及综合竞争实力。

截至 2018 年末，公司总资产 613.86 亿元，所有者权益 281.69 亿元，资产负债率为 54.11%；2018 年公司实现营业总收入 413.19 亿元，产生经营性活动净现金流 21.18 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 651.80 亿元，所有者权益 289.14 亿元，资产负债率 55.64%；2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 113.02 亿元，产生经营性活动净现金流 18.46 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	物美科技集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）
发行总额	本次债券的发行总规模不超过 83 亿元，采用分期发行方式，本期债券为第四期发行，发行规模为不超过 10 亿元。本期债券引用品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券发行情况，在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择
债券期限	本期债券包括两个品种，品种一为 3 年期，在第 1 年末、第 2 年末附发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权；品种二为 3 年期，在第 2 年末附发行人调整票面利率选择权、赎回选择权和投资者回售选择权
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券为固定利率债券，发行票面利率由发行人与主承销商根据市场询价情况协商确定
还本付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。每期付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。具体本息兑付工作按照主管部门的相关规定办理
募集资金用途	本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，0.5 亿元用于偿还银行借款，剩余部分拟用于补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

零售行业运行现状

零售行业在国民经济体系中处于下游，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，2011 年以来，我国坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，不断加强和改善宏观调控，经济总体运行良好。随着经济的发展，零售行业逐步占据了产业链的主导位置，在我国国民经济中占有相当重要的地位。2016 年，我国国内生产总值达到 74.41 万亿元，同比增长 6.70%；社会消费品零售总额为 33.23 万亿元，同比增长 10.40%。2017 年，我国国内生产总值 82.71 万亿元，同比增长

6.90%；社会消费品零售总额 36.63 万亿元，同比增长 10.2%。2018 年我国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。

图 1：2006~2018 年我国国内生产总值和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从商品零售价格来看，商品零售价格指数和居民消费价格指数（CPI）具有很高的相关性。2011 年 8 月以来，随着我国经济增速的放缓，居民消费价格指数和商品零售价格指数均同趋势回落，于 2012 年年中开始趋于稳定，在 102 上下徘徊。2014 年下半年，居民消费价格指数进一步下降，全国商品零售价格指数相应回落，为零售企业业务实现内生增长带来了一定的压力。2016 年，居民消费价格指数小幅回升后有所回落，商品零售价格指数亦出现小幅波动，但总体仍较为稳定。2017 年全国居民消费价格上涨 1.6%，涨幅较 2016 年回落 0.4 个百分点。2018 年，全国居民消费价格指数上涨 2.1%，涨幅较 2017 年增加 0.5 个百分点，延续了 2012 年以来涨幅低于 3% 的态势，温和增长。商品零售价格与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

随着经济的快速发展，我国居民人均可支配收入水平持续提高，居民消费意愿不断提升，消费者的购买力也不断增长。2016 年全国居民人均可支配收入 23,821 元，比上年名义增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 33,616 元，比上年增长 7.8%，扣除价格因素，实际增长 5.6%；农村居民人均可支配收入 12,363 元，比上年增长 8.2%，扣除价格因素，实际

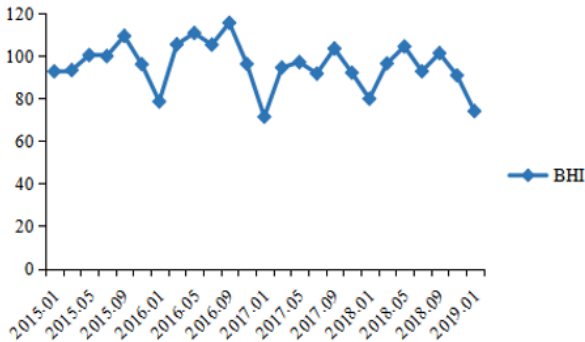
增长 6.2%。城乡居民人均收入倍差 2.72，比上年缩小 0.01。2017 年，全国居民人均可支配收入 25,974 元，同比增长 9.0%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 36,396 元，比上年增长 8.3%，扣除价格因素，实际增长 6.5%；农村居民人均可支配收入 13,432 元，比上年增长 8.6%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。另外，2018 年国内居民人均可支配收入 28,228 元，扣除价格因素影响，较上年增长 6.5%。

2016 年我国居民人均消费支出 17,111 元，比上年名义增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 23,079 元，增长 7.9%，扣除价格因素，实际增长 5.7%；农村居民人均消费支出 10,130 元，增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 7.8%。2017 年全国居民人均消费支出 18,322 元，扣除价格因素，较上年增长 5.4%。按常住地分，城镇居民人均消费支出 24,445 元，扣除价格因素实际增长 4.1%；农村居民人均消费支出 10,955 元，扣除价格因素，实际增长 8.1%。2018 年全国居民人均消费支出 19,853 元，扣除价格因素，较上年增长 6.2%。从消费结构来看，目前我国居民消费性支出中，食品烟酒、衣着、生活用品等家庭日常必需品消费占比较大，居民消费具有一定的刚性，因此总体看来我国零售行业受经济波动的影响较小，抗风险性较强。随着社会的发展，未来消费者将更加注重服务消费，追求购买及使用过程中的服务质量和体验，更为讲求品牌和文化内涵，更加关注食品安全和健康等，消费个性化、便利化、情感化特征更加明显。消费结构、消费方式等方面的变化必将促进以提高生活品质为主旨的各种新型零售业态应运而生。

建材零售方面，建材行业是我国重要的材料工业，目前我国是世界上最大的建筑材料生产国和消费国。从全国建材家居景气指数（BHI）来看，2015~2016 年全国房地产市场在宽松政策环境下快速发展，带动了建材家居市场走暖，BHI 指数也于 2016 年初探底回升，2016 年 9 月指数达到阶段高点，但随着 2016 年 10 月全国房地产政策趋紧调控，景气指数随着宏观政策而开始持续下滑，2017 年 1

月降至 2015 年以来最低水平。2017 年以来我国房地产景气指数持续上升，BHI 指数也呈现上升态势。进入 2018 年以来，各地房地产调控政策依然延续，BHI 指数呈波动趋势，未来仍需关注房地产宏观政策对家居建材市场的影响。

图 2：2015.01~2019.01 全国建材家居景气指数 (BHI)



资料来源：中国建筑材料流通协会网站，中诚信证评整理

此外，近年来城镇居民的人均消费性支出金额明显大于农村居民，城市居民是驱动社会消费增长的主力军。2000 年以来，我国城市化率不断提高，2018 年城市化率升至 59.58%，城镇化进程的不断加速为零售行业的进一步发展提供了机遇。未来城镇化进程的推进将拉动消费持续增长，而且城市拥有丰富的消费渠道，城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民，城市人口的增加意味着总体消费能力的增加，为零售行业的快速发展奠定了良好的基础。

从长期来看，经济持续发展、人均可支配收入增加、城镇化推进以及消费升级等因素将为零售业务提供可观的市场规模。但短期来看，受宏观经济增速放缓、政府限制三公消费等影响，居民消费能力增速放缓，加之网络渠道分流等影响，国内实体零售行业普遍面临较大的经营压力。

行业关注

我国零售业态呈现多元化发展，租金、人力成本的上升以及行业竞争，促使零售企业扩大规模，加快兼并收购

近年来，随着我国经济的快速发展，零售业态多元化格局日益明显。批发零售、连锁经营、直销经营以及电子商务等模式不断涌现。在零售领域，专卖店、百货店、便利店、购物中心等商业形态共

同发展，相互竞争，多元化的商业形态已经形成。由于我国地区经济发展的不平衡性，零售业态在整体上日益向现代化演进的同时，还呈现出一种新旧业态不断交替、多种业态同时并存的局面。业态发展的多元化特点是零售企业适应市场竞争、满足不同收入层次消费者的多元化需求的产物。传统化的商业模式需要不断变革，在理念、服务、管理及品牌等方面不断创新，才能把握良好的机遇，保持持续健康的发展。

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，2018 年连锁百强企业销售规模为 239,282,709 万元，同比增长 7.7%；门店总数达到 138,325 家，同比增长 16.0%。

中诚信证评注意到，近年来零售企业面临的最大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使得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。近年来零售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。开展网络销售的零售企业线上销售增幅较大，但占企业销售的比例依然较低。

此外，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。预计随着我国商业行业整合的推进，未来规模化、集团化的龙头企业将更快速地夺取市场份额，同时也将催生新一轮并购重组高潮。

互联网市场发展不断冲击传统零售市场，行业竞争日益激烈，加速传统零售企业转型

过去十年，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；2017年我国网络购物市场交易规模达到6.10万亿元，同比增长29.6%。2017年中国网络购物市场中B2C市场交易规模为3.6万亿元，在中国整体网络购物市场交易规模中的占比达到60.0%，较2016年提高4.8个百分点；2018年，网上零售继续保持着高增长态势，全年实现商品网上零售额7.0万亿元，同比增长25.4%，高于社会消费品零售总额增速16.4个百分点，占社会消费品零售总额的比重提升3.4个百分点至18.4%。

网购市场的高速发展使得中国传统零售商面临更大的挑战。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。

中诚信证评认为，未来几年，随着传统零售企业大规模进入电商企业，中国西部省份以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。

竞争优势

规模优势

公司系国内规模领先的商业零售集团之一，旗下拥有“物美”、“美廉美”、“浙江供销超市”、“新华百货”和“百安居”等多个零售品牌，经营业态涵盖超市、百货、家电和建材等多个零售领域。截至2019年3月末，公司拥有381家大型超市、537家便利超市、14家百货商场、100家电器卖场以及39家家居建材卖场，共计拥有900家零售营业网点。同时，公司连续18年荣获“中国连锁经营100强”，且排名逐

年上升，2016~2018年分别位列第十九名、第十一位和第十一位。2016~2018年公司实现营业总收入分别为377.39亿元、405.57亿元和413.19亿元，收入规模保持增长。总体而言，公司经营规模及品牌优势明显。

区域竞争优势

公司自成立以来，坚持以区域化为中心的全国发展战略，通过渗透式发展，加强区域集中度，提升规模效应；同时，公司也通过收购区域知名零售企业，以快速提升市场占有率。目前公司已在北京、宁夏、浙江及天津等展业区域形成了较高的知名度及综合竞争实力，区域竞争优势不断得到加强。同时公司系宁夏地区百货行业的传统经营企业，区域市场占有率较高。

精细化管理有效地提升了运营效率

公司以“供应链企业”为发展目标，以“整体供应链最优”为经营思路，从供货商管理、采购优化、物流运作到店铺销售的各环节强化管理，并通过“高度信息化、充分机械化、适度自动化”的物流运作模式，提升公司商品配送效率，降低物流作业成本。目前公司拥有7个物流配送中心，能够满足各片区的物流配送需求，并不断完善自身物流基础配套、冷链物流以及仓储管理等供应链体系。同时，公司注重技术创新，在信息化技术应用以及供应链运作方面均取得了显著成果，如其研发的“大型连锁零售企业顾客导向的高效供应链管理”以及“基于信息化的连锁商业供应链系统集成”等项目。公司于2006年开始与SAP公司合作，共同开发了WINBOX项目，并根据自身运营需要，持续对信息系统进行优化升级，通过新模块的不断上升和调整，WINBOX系统现已形成了对于采购、物流、销售、店铺管理、财务和人力资源等业务环节的覆盖，形成了前后台系统软件的集成。同时，在信息系统的支持下，公司实现了供应商、配送中心及店铺间商品配送的可预约、车辆位置可查询，进一步提高了供应链整体效率。

总体来看，公司经营管理体系构建完善，精细化地管理有效地提升了整体运营效率，为零售业务发展奠定良好基础。

业务运营

公司成立以来专注于超市业务的发展，2006年收购上市公司新华百货后将业务范围拓展至百货及家电领域；2015年4月和2016年7月公司先后收购百安居中国70%和30%的股权，新增加家居建材业务板块。目前公司核心主业为超市、百货、家电和家居建材四大业务板块，2018年上述四大业务板块占营业收入的比重分别为64.26%、7.61%、3.86%和9.35%；2019年1~3月上述四大业务板块

占营业收入的比重分别为64.20%、7.72%、3.59%和7.09%。此外，公司还从事物业租赁、对供应商提供配套服务以及对加盟店提供配送服务等业务。

得益于良好的经营策略，近年来公司收入规模稳步提升，2016~2018年，公司收入规模分别为377.40亿元、405.57亿元和413.19亿元。其中超市业务是公司收入最主要的来源，近三年占比均在60%以上。

表 2：2016~2019.1~3 公司营业收入构成

单位：亿元、%

业务类别	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
超市	243.13	7.47	259.78	7.57	265.50	8.10	72.56	6.65
百货	26.97	16.75	31.36	15.98	31.44	15.33	8.73	16.30
家电	15.30	15.90	15.84	15.51	15.93	15.94	4.06	15.62
家居建材	39.60	25.52	40.69	24.05	38.63	21.19	8.01	20.20
其他	52.40	99.85	57.90	99.82	61.70	99.86	19.66	99.25
合计	377.40	23.20	405.57	23.35	413.19	23.90	113.02	24.79

注：2015年数据经追溯调整。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

超市业务板块

公司自开业以来以北京地区为主要经营区域，并通过渗透式发展，持续推进门店开拓，并通过收购、整合市内外区域知名商业零售企业，以快速提升区域市场占有率。目前公司拥有“物美”、“美廉美”、“浙江供销超市”和“新百连超”等多个超市品牌，门店广泛分布于北京、天津及浙江等地，且在区域市场已具备较高的知名度。从超市结构来看，截至2019年3月末，公司在北京、浙江、天津、银川等主要地区共拥有超市门店918家，其中直营大型超市381家，同比增长19.06%，直营便利店537家，同比增长22.60%。从分布区域来看，目前公司门店主要分布于北京、天津、浙江和宁夏等地，其中华北地区587家、华东地区181家、宁夏及其他地区150家。公司总体门店数量保持增长态势，同时，便利店模式因选址灵活、投入成本较低等优势，成为公司近期主要布局方向。

表 3：截至 2019 年 3 月末公司超市门店地区分布情况

单位：家

地区	大型超市	便利超市	合计
北京+河北	174	335	509
浙江	96	85	181
天津	17	61	78
宁夏及其他	94	56	150
合计	381	537	918

注：公司在河北省燕郊、廊坊等地开设门店较少，与北京地区的门店合并管理，相关数据并入北京地区。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司超市业态发展稳健，业务区域逐步拓宽，且持续推进门店开拓，门店数量总体保持增长，带动了超市板块业务收入稳步增长。2016~2018年，公司超市业务板块收入分别为243.13亿元、259.78亿元和265.50亿元，近三年年均复合增长率为4.50%。2019年1~3月，公司超市业务板块取得收入72.56亿元。具体来看，2018年北京地区（含河北）实现收入160.56亿元，同比增加6.49%，占超市业务收入的60.48%，得益于该地区直营大卖场的稳步铺设，使得收入规模呈现增长态势；浙江地区实现收

入55.08亿元，同比增加1.12%，占超市业务收入的20.74%；宁夏银川及其他地区实现收入35.09亿元，占超市业务收入的13.22%；天津地区实现收入14.77亿元，占超市业务收入的5.56%。整体来看，公司超市业态区域布局仍以北京为重点的华北地区为主。

目前公司超市经营业态包括大型超市（包含大卖场和综合超市）以及便利店等，通过直营方式开展业务，并以轻资产模式运营来推动业务快速发展。直营店系公司直接投资所建设的店铺，主要盈利模式为销售商品收入，即向供应商进货，并将货物出售给消费者赚取差价利润的自营买断模式；此外，公司还可通过出租店铺经营场地、向供应商收取服务费（包括销售返利、店铺陈列收入及宣传收入）及出售废品来获取收益。截至2018年末，公司超市业务租赁物业面积占比约86.54%。公司超市门店物业以租赁为主，其中大卖场、综合超市的租约一般为15年左右，便利超市的租约为3年左右。凭借公司的品牌和聚集客流的效应，公司在租约签订时能够在租金、配套支持方面取得一定的优惠。但近年公司新签约租赁物业普遍存在租金上涨，加大了其成本控制压力。2018年公司租赁物业支付租金总额22.94亿元（包含超市、百货、家电和家居建材各业态门店），同比增加14.19%；其中超市业务板块主要运营主体物美商业的租金支出规模为17.88亿元，同比上升29.36%。此外，未来公司计划在北京、天津等地以社区生活中心为主要发展业态，并继续拓展线上线下相结合的网上销售模式，打造新型的城市便民业态。

门店管理方面，公司在确保商品质量的同时，不断提升自身服务水平，提高运营效率，同时大力拓展与其他知名零售品牌的合作方式，以提升自身的综合竞争力。公司持续对现有门店进行软硬件的整改及升级，并不断优化商品陈列、店面呈现、库存管理以及客户服务等各项运营指标，同时通过数据分析研究客户消费习惯以及商品规律，以此来制定陈列标准和营销策略等，充分发挥商品聚客效应以及提升客单价的效用。同时，公司经营门店还通过吸纳星巴克、必胜客等知名品牌的入驻，来提升

自身门店的品牌形象，并实现客户“一站式”服务的需求。此外，公司积极组织各类营销活动，依靠自身信息平台，通过宣传单、短信、邮件、手机客户端、微信公众号以及各类网站等渠道向消费者传达营销信息，同时推出会员积分换购、会员特惠产品、节假日促销等活动，以提升门店客流量以及客户忠诚度。2018年以来，公司调整超市开店策略以及对原有门店布局进行精简，实现“小而美”、“小而便”的超市运营，在超市经营面积缩减的同时，增加了对外转租面积，由此带来的租金收入在一定程度上缓解了公司承担的租金成本压力。

食品安全方面，公司严格贯彻“物美价廉”的经营理念，时刻关注在库、陈列商品的保鲜期/保质期问题，保证在售商品的优质、安全。对于临近保质期/保质期的商品，公司通常采取降价促销、附赠等方式予以消化，而对于过期商品则直接作废处理，严禁再次流入消费者市场。

作为大型零售企业，商品种类丰富，基本涵盖了消费者日常所需的日用品、食品等各个领域，能够满足不同消费者多层次的消费需求。近年公司将生鲜类商品作为经营重点，打造具有特色的生鲜品牌（如“缤纷田园”等），并不断丰富产品种类，现已涵盖了蔬菜、肉品和水产等多类商品。2018年公司生鲜业务销售占比已达超市板块收入的37.74%，对公司超市板块收入及利润贡献较大，且该业务收入及盈利均具有良好的成长性，有助于超市业务板块的发展。

表 4：2018 年公司超市业务主要商品销售情况

单位：万元、%		
商品种类	销售额	占比
生鲜类	100.20	37.74
食品类	94.39	35.55
家居服饰类	24.05	9.06
清洁护肤类	25.94	9.77
酒饮类	20.92	7.88
合计	265.50	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司门店数量逐年扩增，商品种类不断丰富，超市业务板块收入规模保持增长趋势。但值得关注的是，近年来电商模式的迅速发展对零售行业带来了较大的冲击，超市品类中具有较高标准化程度的

日用品、食品等商品均存在消费分流，同时实体店运营中人工、租金及能源费用等成本持续上涨，公司所面临的经营压力上升。因此，公司积极拓展及维护会员客户群体，确保固有客户群体的忠诚度，以保障超市业务的稳步发展。目前公司超市业务中会员销售占比已达70%以上，成为超市收入的主要来源。此外，公司还通过加强门店管理、提高物流配送效率及降低管理成本等措施来降低运营成本，以缓解人工、租金等成本上涨的压力。

近年来国内零售环境整体趋紧，电商模式的迅速发展对零售行业带来了较大的冲击，电商平台渠道分流、经营成本上升等因素对公司发展带来了较大挑战，公司面临的转型升级压力加大。为此，公司积极拓展线上销售渠道，通过与第三方互联网技术公司合作的方式涉足线上销售，且在北京、杭州地区通过推广“多点APP”来拓展线上线下融合业务，助力于超市业态的转型升级。2018年，“多点APP”获订单量2.17亿个，交易金额（GMV）达176亿元。截至2019年3月末，“多点APP”注册用户数量5,631万人。此外，公司亦利用多点Dmall平台，为传统零售商超搭建仓配售一体化完整电商能力，目前已与全国多达50家龙头商超合作，其中北京地区的合作伙伴主要包括物美超市、美廉美超市、麦德龙及大星发等区域民生商超。目前所有合作商超门店均已完成了智能选购业务，解决了传统零售商超结账难的问题，优化了服务体验。

采购方面，由于业务经营区域集中度较高，公司主要采取集中采购模式，主要品牌实现全国一体化采购，进而充分发挥规模优势。公司通常与品牌供应商以及优质的供应商建立长期合作关系，通过建立库存商品管理、供应商特约观察员等措施，优化零供管理体系，以提高供货、配货等商品流通效率。同时，公司建立了商品品牌及供应商等级评价制度，通过每月供应商销售占比分析和单品贡献分析，对供应商级别进行对比，动态调整供应商的级别，并通过经营权、陈列位招商等方式使得招商环节更具透明化，实现供应商之间的优胜劣汰。公司与供货商每年签订意向性采购合同，约定采购价格，在市场价格发生较大变化时由公司与供货商重

新商定，合同签订期限一般为一年。近年来，公司前五名供应商在公司总采购金额中的占比基本维持在7%~9%，采购渠道较为分散，公司在采购中占有较为有利地位。账期方面，一般情况下，公司对供应商的结算周期为收到发票后30~45天，或收到货物后60~75天。结算方面，公司一般通过网上银行与供应商结算，通过结算系统与SAP系统、银行系统间的统一管控，每月5日、25日作为付款日，进行集中支付。

此外，公司在发展生鲜业务的同时，持续推进“农超对接”和“基地直采”，现已形成“基地直采+批发市场补充+品牌专营”的模式，逐渐将生鲜经营模式由联营向自营转变，实现从“供应商直接供货上架销售”到“自行采购→配送→上架销售”的转变，减少了中间经销环节，降低了采购成本。近年来公司生鲜直营销售占比不断提升，其较高的获利空间为超市业务板块盈利提供正面支持。基地直采方面，公司通常与合作的农民专业合作社签订供货协议，包含对农药及其他药剂使用情况的限制，并在采购环节进行抽检，严格把控货源质量，确保商品质量安全、可靠。同时，公司对直采商品采购、运输、仓储及销售环节建立了专业化、标准化的管理机制，从商品源头、加工环节、运输环节以及存储环节实现全方位的质量监控管理，并实施封闭供应链可追溯体系管理，保证生鲜食品质量合格。但由于生鲜食品的保鲜期较短，公司在物流、仓储及在售环节存在着较大的管控压力，且随着消费者对食品安全问题日益重视，公司面临着一定的食品安全风险。

物流配送方面，公司在依靠供应商物流体系供货的同时，不断完善自身物流体系，并加强门店商品供给管控，提升物流配送效率，降低进货及物流配送成本。截至2019年3月末，公司拥有7个物流配送中心，其中2010年启用的华北物流配送中心，占地面积约7万平方米，系公司最大的配送中心，可实现京津地区大部分干货、生鲜、果蔬等商品的集中统一配送，同时亦可实现家电等商品的宅配业务；华东物流配送中心于2014年启用，占地面积达3.40万平方米，主要配送商品为常温干货、家电产品、生鲜蔬菜和水果等，配送对象为浙江省内的直

营及加盟店铺。此外，公司WINBOX系统现已形成了前后台系统软件集成，实现了供应商、配送中心及店铺间商品的预约配送，有效地提升了整体物流及管理效率。

表 5：公司超市业务物流配送中心情况

单位：万平方米

	物业类型	占地面积	投运时间
北京生鲜加工中心	租赁	0.10	2015 年
北京大兴冷冻冷藏库	租赁	1.50	2014 年
华东物流配送中心	租赁	3.40	2014 年
华东物流生鲜库	租赁	0.30	2013 年
华北物流配送中心	租赁	7.00	2010 年
浙江绍兴供销配送中心	租赁	2.00	2002 年
天津配送中心	租赁	0.50	2003 年

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，公司持续推进门店开拓，拓宽覆盖网络，并不断丰富商品种类，完善物流配套及信息化建设，提升其综合竞争实力，保障超市业务板块的稳定发展。近年，随着门店数量不断扩增，公司超市业务板块收入规模保持增长趋势，但国内零售业竞争激烈，加之电商模式的迅速发展对零售业形成较大冲击，公司仍面临的一定经营压力。

百货业务板块

公司主要通过“新华百货”发展其百货业务，业务区域主要集中于宁夏地区，并逐步拓展西北及华北地区市场。受宏观经济下行、政府限制“三公消费”及人力、租金成本上涨等因素影响，公司百货经营受到一定冲击。在此影响下，公司持续推进门

店定位和品牌调整，加强资源整合及营销力度，通过实施差异化经营策略，提高服务水平，以稳定百货业务经营。东方红店于 2016 年 2 月租期到期后，未能与出租方达成续租协议，但仍与该店整体物业新的承租方达成了超市和家电经营区域的协议承租，仍保留超市和家电经营业态，自此该门店不再经营百货业务。同时，公司于 2013 年、2014 年及 2016 年初分别开设了青海新百、固原店和鼓楼时尚广场店三家百货门店，2017 年新增北京圣熙八号及新街口百货，2018 年新增 CCpark 和 Ccmall 店，整体百货门店数量有所增长。目前公司在运营的百货实体门店共 14 家，其中 10 家分布于宁夏地区，1 家位于青海西宁，3 家位于北京。此外，公司持续推进百货业务向电商模式的拓展，现已拥有 1 家线上商城，丰富了其销售渠道，有助于其百货业务的可持续发展。

2016~2018 年公司百货业务板块实现收入分别为 26.96 亿元、31.36 亿元和 31.44 亿元。近年来电子商务继续冲击实体零售，公司主动顺应市场发展趋势，充分利用自媒体将线上顾客导流至线下实体店，同时以 CCmall 店为传统百货经营模式转型的突破口，充分发挥了其丰富的业态组合优势，从而稳定其收入规模。2018 年公司百货业务实现收入 31.44 亿元，规模基本与上年相当。2019 年 1~3 月公司百货业务板块实现收入 8.73 亿元。

表 6：公司百货业务板块主要经营门店情况

单位：万元

门店名称	位置	物业性质	开业时间	2017 年收入	2018 年收入	2019 年 1~3 月收入
新华店	宁夏银川	自有	1997 年	58,327.98	58,559.74	17,045.18
购物中心店	宁夏银川	自有	1994 年	32,304.69	33,310.50	10,258.91
中卫店	宁夏中卫	租赁	2007 年	4,150.88	3,859.68	1,008.02
老大楼店	宁夏银川	自有+租赁	1955 年	23,797.01	23,939.27	6,672.62
西夏店	宁夏银川	租赁	2010 年	18,759.56	17,405.22	5,106.09
现代城店	宁夏银川	租赁	2011 年	10,216.92	9,080.91	1,985.04
固原店	宁夏固原	租赁	2014 年	15,117.86	17,231.35	4,874.60
青海新百	青海西宁	自有	2013 年	4,609.11	3,114.28	550.92
鼓楼时尚广场	宁夏银川	租赁	2016 年	12,151.74	12,995.29	3,658.35
京北大世界	北京怀柔	自有	1995 年	80,938.54	80,006.70	20,248.25

圣熙八号	北京	租赁	2011年	18,743.04	19,477.19	5,547.98
新街口	北京	租赁	2006年	34,525.97	35,456.88	10,373.54
CCPARK	宁夏银川	自有+租赁	2018年	-	-	-
Csmall店	宁夏银川	租赁	2018年	-	-	-

注：老大楼店实际的物业类型为“自有+租赁”，其中自有部分 3.80 万平方米，租赁部分 0.43 万平方米，由于自有物业占比较大，此处将其归入自有物业；CCPark 店实际的物业类型为“自有+租赁”，其中自有部分 2.10 万平方米，租赁部分 8.36 万平方米，由于租赁物业占比较大，此处将其归入租赁物业。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司百货业务主要集中于宁夏地区，具备较高的知名度，区域竞争优势较明显。目前，公司在宁夏银川地区开设了8家门店，多位于当地的核心商圈，拥有较明显的网点优势及市场占有率，其百货业态销售收入占银川市场的50%以上。此外，公司还在宁夏中卫和固原两地开设了两家门店，其中中卫店于2007年开业，营业面积约1.93万平方米，运营时间较长，在当地已具有良好的品牌知名度；固原店于2014年开业，位于市中心核心商业圈，营业面积约5万平方米，在地理位置、门店规模以及品牌档次等方面均具备一定竞争优势。公司位于青海西宁的门店于2013年下半年开业，目前系当地经营面积最大的购物中心，其门店的培育情况将成为公司未来业绩增长的重要基础。此外，公司亦于2017年新并入北京2家门店。从物业性质来看，截至2019年3月末，公司在运营的14家百货门店中，有9家门店物业为租赁性质，租约以10~20年为主。此外，单位租金、人工等运营成本上升问题仍影响着百货业务的获利能力，2018年百货业务毛利率为15.53%，同比下降0.65个百分点。此外，未来公司门店租期到期后，能否完成续租仍存在不确定性，对租赁门店的经营稳定性应保持关注。

公司百货业务主要采取联营模式，较大程度上降低了公司百货业务经营风险。联营模式下，公司合作的供应商在百货门店指定区域设立品牌专柜，由门店营业员以及供应商的销售人员共同负责销售。在商品未售出的情况下，该商品属于供应商所有，百货公司不承担该商品的跌价损失及其他风险；在商品售出后，公司按照企业会计准则的规定根据提成金额核算结转毛利，供应商按售价扣除与百货门店约定的分成比例后开具发票给公司，分成比例通过协商方式决定。公司一般选择具有较雄厚的经营实力、品牌推广实力和丰富管理经验的商品

生产商或国内一级代理商作为合作供货商，并签订专柜合同。公司与供应商的专柜合同通常一年一签，少部分签订2~5年期的专柜合同。此外，公司每月对供应商进行量化评估，通过绩效管理和末位淘汰的方式来选择和管理供应商。2018年，公司百货业务前五名供应商的采购金额占该业务总采购金额的比例为20.17%。结算方面，公司通常与供应商以网银汇款方式结算，结算周期为15~60天。

总体来看，公司在宁夏地区具有较高的知名度，区域竞争优势较明显，随着区域布局不断拓宽，在运营门店数量保持增加。此外，随着公司采取线上线下零售客户相互融合及新业务模式，公司百货业务开展整体较为稳定。

家居建材业务板块

公司于2015年4月收购百安居中国70%的股权后，新增家居建材业务板块；并在2016年7月份完成百安居中国剩余30%股权的收购工作。公司实行分片区管理，现设有华东、华南、华北和西南四大片区。截至2019年3月末，公司共拥有45家家居建材销售门店，较2017年末新增7家门店。目前公司家居建材门店主要分布于东南沿海地区，同时在武汉、重庆、成都和昆明等中西部重点城市亦有开设门店，销售网点覆盖广泛。

公司向消费者提供“一站式”的超市零售服务，建材品类包括装饰建材、家庭舒适、工具、管材管件、电工电料、五金、基础建材、装饰、瓷砖、卫浴、厨房、灯具、油漆、收纳、园艺和地板十六大类，同时提供装潢设计、装修等增值服务。百安居中国的经营模式区别于红星美凯龙、居然之家等，为国内唯一一家采取自营模式的家居建材卖场，能够实现商品品质的绝对把控。为了更进一步促进家居建材业务板块的发展，未来公司将在北京、上海、深圳、广州等地开设新门店。

公司在取得百安居中国控制权后，对其进行了有效整改，并强化经营管控能力，加强了成本控制力度，且随着房地产市场回暖，2016年家居建材收入规模实现较快增长。当年公司家居建材业务实现收入39.60亿元，同比增长37.58%。但随着房地产政策持续趋紧的影响，2017年家居建材收入规模增长有限。当年公司家居建材业务实现收入40.69亿元，同比微增2.75%。2018年家居建材板块表现欠佳，实现业务收入38.63亿元，同比下滑5.33%。

表 7：公司家居建材板块主要经营门店情况

单位：个、亿元

地区	2017		2018		2019.Q1	
	门店数量	收入	门店数量	收入	门店数量	收入
上海	10	11.25	10	10.55	10	1.80
北京	5	5.24	5	4.86	5	0.73
深圳	4	8.79	4	7.58	4	1.79
广州	2	3.83	2	2.98	2	0.75
其他	17	11.58	23	12.66	24	2.94
合计	38	40.69	44	38.63	45	8.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司还积极拓展B2B和B2C模式，以丰富家居建材销售渠道，充实客户资源。目前，公司已建立了800多个单品的B2B商品清单，并针对上海和北京地区的小型五金店、中小型家装公司等客户实现销售，商品涵盖装饰建材、工具、管材管件、电工电料、五金、基础建材、卫浴、灯具和油漆。同时，公司在天猫平台开设了百安居中国旗舰店，主要向个体消费者提供装修套餐服务，包括999环保套餐、E维修、局部维修等服务，通过天猫平台接单后，线下组织员工进场作业；公司也承接客户非套餐装修需求，并通过实体店进行线下业务沟通与承接。

采购方面，公司采取集中统一采购的模式，通过产品比价、质量评比、验厂以及资信调查等方式来遴选供应商，并不断完善供应商管理体系及售后服务机制。目前，公司合作品牌供应商包括科勒、摩恩、TOTO、美标、立邦、多乐士、飞利浦和博世等，均为国际一流建材品牌。2018年公司家居建材板块前五大供应商包括上海上房洁具有限公司、阿克苏诺贝尔太古漆油（上海）有限公司、科勒（中

国）有限公司、摩恩（上海）有限公司和宁波方太厨具有限公司，上述供应商采购总额占2018年总采购额的17.50%。公司与供应商的合作模式包括经销和代销两种方式，结算方面，前者以周结为主，后者采取月结形式。

售后方面，公司承诺一个月内无理由退货，如家居建材商品出现质量问题，则按照国家三包法执行；家装方面，由公司承建的项目工程质量可保修2年，并提供终生维修服务。此外，公司向消费者提供售后服务电话以维系客户与供应商的关系，并不断完善自身客户反馈及售后服务机制，提高客户满意度。

总体来看，公司新增家居建材业务板块后，丰富了业务种类，并推动了营业总收入的增长，但跨业态经营，亦加大了公司的经营管理压力。同时，受房地产政策持续趋紧调控影响，2018年公司家居建材业务收入有所下滑，面临一定的业绩增长压力。

家电业务板块

公司家电业务板块主要由新华百货下属银川新华百货东桥电器有限公司负责经营。公司家电业务由电器批发、电器零售和手机零售三个板块组成，业务区域主要集中于宁夏地区，截至2019年3月末，公司拥有家电零售门店100家，其中通信事业部55家、银川事业部22家、地县事业部19家和批发事业部4家，整体门店数较上年同期增加1家，公司家电零售门店基本覆盖了宁夏全区各县市。公司电器批发拥有美菱、容声、美的等一线家电品牌的区域代理商资格，市场覆盖了宁夏全境及部分周边市场。经多年发展，公司已成为宁夏地区最大的电器批发零售企业之一，在宁夏家电市场的占有率达到50%，具有较强的市场竞争实力。

近年，受到“家电下乡”、“以旧换新”等一系列鼓励家电销售政策的陆续退出，家电市场整体运行低迷，而实体及线上零售竞争日趋激烈，公司面临的经营压力上升。为应对激烈的同业竞争、提升自身经营效益，公司积极推进业务创新，通过在卖场内新增智能机体验台及体验区等消费者互动体验内容，以提升服务水平及聚客能力；积极参与移动

公司的合作项目，并中标了移动营业厅经营权，为手机零售业务的发展提供支撑；与京东等电商平台寻求合作方式，构建线上平台，以拓宽自身销售渠道，增强营运能力。同时，公司采取积极的营销策略，通过组织家电促销、节假日促销等营销活动，以提升客流量及客单价，同时为应对线上平台各类促销活动的冲击，亦提高了促销活动频率及商品促销力度，推动了家电业务板块收入增长。2016~2018年公司家电业务板块实现收入分别为15.30亿元、15.84亿元和15.93亿元；2019年1~3月家电业务板块实现收入4.06亿元。

公司家电业务板块以自营模式为主，自主负责商品采购、库存管理以及销售等事宜，商品进销差价为主要盈利来源，而供应商返利亦成为盈利的补充。在配送方面，公司拥有占地面积达 27 万平方米的现代物流中心，配送范围覆盖宁夏全境及陕西、甘肃、内蒙等周边地区。

售后方面，公司设立有专门的家电售后服务中心，负责对接客户咨询、维修、退换货等售后问题，如产品出现质量问题，则按照国家三包法执行。同时，公司不断完善自身客户反馈及售后服务机制，以提高客户满意度，提升自身品牌形象。

总体来看，公司家电业务板块在宁夏地区具有一定的区域竞争优势，通过增设用户体验提升服务水平及聚客能力，并积极与移动、京东等平台合作以寻求业务资源、拓宽销售渠道，同时采取积极的营销策略，业务整体运行稳定。

其他业务板块

公司其他业务板块主要包括物业租赁、对供应商提供的配套服务以及对加盟店提供的配送服务等。作为大型零售企业，公司一般根据业务需要，将大型超市、购物中心中部分商铺和区域通过招商出租给商业经营者和品牌厂商，以获取租金收益。公司向供应商提供的配套服务包括陈列商品宣传、物流配送等，并收取相关费用。此外，公司超市业务下的加盟店通常由公司配送中心进行统一配送，并向其收取配送服务费。随着公司超市门店数量不断以及合作供应商的扩增，其他业务板块收入规模保持增长。2016~2018年，公司其他业务实现收入

分别为52.40亿元、57.90亿元和61.70亿元，占营业收入的比重分别为13.88%、14.28%和14.93%。其中2016~2018年，公司物业租赁业务分别取得营业收入13.61亿元、16.91亿元和19.27亿元，年复合增长率为18.99%；同期为供应商提供的配套服务收入分别为30.68亿元、35.36亿元和36.27亿元，年复合增长率8.73%，均呈稳步增长态势。2019年1~3月，其他业务收入为19.66亿元，占营业收入比重为17.40%。总体来看，公司其他业务板块在整体营业收入的占比逐渐提高，此外，公司其他业务板块毛利极高且稳定，2016~2018年，该板块毛利率分别为99.85%、99.82%和99.86%，随着营收占比的提升，对公司整体利润形成有力补充。

公司管理

公司治理

根据《公司法》及相关法律法规的规定，公司建立和健全了完善的法人治理结构。公司最高权力机构为股东会。董事会是公司的经营决策机构，设4名董事，由股东会选举或更换，其中至少一名董事应由爱奇弘盛委任。公司董事任期每届3年，任期届满，可连选连任。董事长由董事会选举产生或罢免。公司不设监事会，设一名监事，由股东会选举产生，任期每届3年，可连选连任。公司监事主要行使监督的职责。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，对董事会负责。公司股东会、董事会、监事以及经营管理层均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

内部管理

公司根据自身业务特点以及经营管理需要，设有集团办公室、计财部、供应链部、集团采购部、信息中心、数据中心、发展部、法务稽核部、人力资源部、发展学院和资产管理部等职能部门，部门设置健全。同时，公司还结合实际情况建立健全了一系列内部控制制度，在财务管理、人力资源管理、审计管理、运营管理和安全生产管理等方面均建立

了相应管理制度，确保公司经营管理的合法性、安全性和规范性，保证各项工作有章可循。

财务管理方面，为加强公司及所属企业的财务管理与会计核算，建立健全内部财务会计制度，规范公司各项财务行为，公司成立资金管理中心，明确了资金筹措、各项资产及利润指标的核算方法，对财务人员的管理、资金的管理及财务核算的管理作了明确规定。并根据现行企业会计准则制定了《资金安全管理制度》、《主要会计政策及会计估计》、《理财产品管理制度》、《网上银行内控管理制度》、《门店资金安全管理制度》、《会计档案管理规范》等制度，统一会计政策，规范和加强财务管理工作，为真实、准确、完整反应财务信息提供了制度保证。

运营管理方面，公司制定了《购物车筐管理办法》、《赊销工作流程》、《总部售卡、券赊销管理制度》、《大店赊销流程》、《物美集团庆生会工作流程》、《物美集团客户端 IT 管理规定》、《信息系统用户取消及变更作业流》、《员工主数据维护作业流程》和《组织单位新增或变更作业流程（新增、分拆、合并或撤销一个组织单位，不包括开店或闭店）》等规则制定，对公司运营管理的各方面进行了详细规定。

安全管理方面，公司严格进货渠道、进货商品的资质审核。对于自主品牌商品、生鲜等风险性高的商品进行实地考察、重点监控，从源头上降低质量风险，并按一户一档建立供应商信用档案。对在营商品按风险性高低采取不同的措施监控管理，安排专人对所售商品实行不定期随机抽样，后送商品质量检测中心及时检测的模式进行质量把关，保障商品的品质和安全。

人力资源管理方面，公司制定了《招聘管理制度》、《绩效考评制度》、《薪酬管理办法》、《考勤休假管理办法》、《员工日常管理奖惩办法》等制度，构建了完整的人力资源管理体系，并通过培训和沟通加强员工素质培养。根据发展战略，公司提出人力资源战略，制定了人力资源规划。依据经营发展目标，根据科学配置人力资源的原则，拟订了人员编制和配置计划；指导、协助各下属单位制定人力资

源战略和规划，建立人力资源管理体系。公司组织形成了集团公司定岗定编方案、总部员工招聘计划、外派人员的聘免等管理体系；并组织制定了完善的公司绩效考核体系（各岗位的关键指标、业绩目标、考核标准及奖惩措施），定期汇总各部门绩效考核的结果，同时形成完整的薪酬与福利政策，每年编制公司年度工资总额计划及薪资调整方案。

总体来看，公司的法人治理结构较完善，部门设置健全，能够有效地对公司进行管理，内部控制体系可较好的保障各项业务的顺利开展，日常管理规范有序。

战略规划

未来公司仍坚持以区域化为中心的全国发展战略，提升优势区域的市场占有率，通过并购境内外同业或供应链上游企业以扩大经营规模，探索电子商务等新业态来拓宽渠道，最终获得协同效应，并实现各业态的全面发展。

公司实行集中布局策略，在北京地区、华东地区和西北地区等优势地区密集开店，以保证市场占有率稳步提升。而在其他区域，公司主要以收购方式快速进入该市场，继而通过整合中小型区域连锁超市企业以及自主开店等方式，扩大市场布局，并逐步提升区域市场份额。

目前公司主要经营业态包括大卖场、标准超市、高等级超市（精品超市）、便利店、百货等。未来，公司将在已经推行的“农超对接”基础上，开始在北京、天津等地开设社区菜市场和生活日用品社区网点建设。随着团购、网上销售等新型流通形式的发展，公司计划将社区点和社区便民日用品批发配送站与网上销售结合起来，开设出新型城市便民业态——“社区批发配送站”，使其营销网络进一步延伸，推动零售业务全面发展。

为支持业务快速扩张，公司持续升级信息系统，加强供应链体系建设，打造信息系统管理能力和供应链建设管理能力。首先，公司将完成对“美廉美”、华东地区所有门店和宁夏所有超市门店的信息系统集成上线，实现统一经营管理及财务监管。同时，公司利用规范统一的信息系统和管理优势，对收购的连锁企业进行系统上线，快速实现业

务、物流、财务、采购管理一体化，提升统一采购后的供应商谈判能力以及分享供应链利润能力。此外，公司还将在河北地区、西部地区和华东地区等区域建立大型的物流配送中心，整合供应链并降低采购成本，提升物流配送效率。

在建工程方面，公司计划投资 16.06 亿元，建设国际雕塑园等项目。此外，随着后期新开直营大卖场、直营超市以及直营便利店等超市门店的增多，公司未来将面临一定资金压力，中诚信证评对公司未来资本支出情况保持关注。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	项目类型	总投资	资金来源	截至 2019 年 3 月末已投入资金	投资进度	
					2019.4-12	2020
国际雕塑园项目	文化娱乐中心	8.17	自筹	1.02	0.92	6.23
望京项目	商业办公	3.43	自筹	0.82	-	-
东门购物广场项目	购物娱乐中心	4.46	自筹+贷款	3.12	0.15	1.19
合计		16.06		4.96	1.07	7.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

未来五年，公司还将建立人才储备机制，建立人才跟踪服务机制，建立基层员工社会培训机制，建立中高层专业管理人员持续培训机制，建立员工生活应急救助机制，建立人才队伍的长期股权激励机制，为公司跨越式发展提供人才输送保障。

整体来看，公司未来发展思路明确，高度集中的区域化经营将保证其区域竞争实力的增强，加之信息系统建设及物流体系进一步完善，为后期各业务板块发展提供保障。但公司未来资本性支出压力仍存，中诚信证评对公司未来债务融资情况保持关注。

重大事项说明

2019 年 6 月 26 日，重庆百货大楼股份有限公司（以下简称：“重庆百货”）发布公告称，其控股股东重庆商社（集团）有限公司（以下简称“商社集团”）通过增资方式引入物美科技及步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”）为战略投资者，增资金额分别为 70.75 亿元和 15.73 亿元。本次权益变动完成后，商社集团的股权结构将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”）持股 100% 变更为重庆市国资委、物美科技、步步高集团分别持有商社集团 45%、45% 和 10% 的股权，商社集团及重庆百货的控制权发生变化，但无任何一股东能够单独实现对商社集团及重庆百货的实际控制。

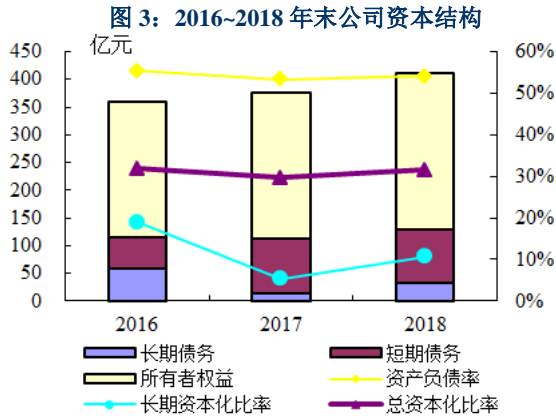
本次增资后，公司将借助现有移动互联网平台推动商社集团业务的增长，同时，公司零售板块区域布局将进一步优化，零售业务核心竞争力进一步提升。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，均以合并口径统计。

资本结构

近年公司股权并购以及业务规模扩张，推动资产及负债规模快速增长，2016~2018 年末，资产总额分别为 548.74 亿元、566.41 亿元和 613.86 亿元；同期，负债总额分别为 303.58 亿元、301.73 亿元和 332.16 亿元。从所有者权益来看，随着股东利润留存积累的积累，使得公司所有者权益稳步增长，2016~2018 年，公司所有者权益合计分别为 245.17 亿元、264.68 亿元和 281.69 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司总资产、总负债及所有者权益分别 651.80 亿元、362.66 亿元和 289.14 亿元。



数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从财务杠杆比率来看, 得益于自有资本实力的不断增强, 公司财务杠杆比率呈波动下降趋势。2016~2018 年末, 公司资产负债率分别为 55.32% 和 53.27% 和 54.11%, 同期总资本化比率为 31.89%、29.41% 和 31.55%, 财务结构较为稳健, 资产负债水平适中。截至 2019 年 3 月末, 公司资产负债率为 55.64%。

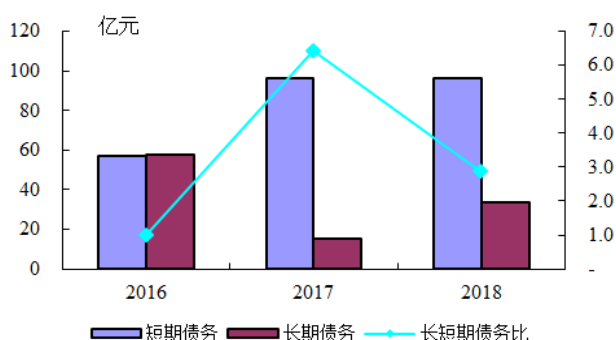
从资产结构来看, 公司资产以非流动资产为主, 截至 2018 年末, 非流动资产合计 489.47 亿元, 占总资产的 79.74%。公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成, 两者占非流动资产的比重分别为 60.42% 和 14.03%。当年投资性房地产余额 295.74 亿元, 同比增长 7.57%, 所持有的物业目前主要分布在北京、上海等地区, 近年来公司持续将部分自用房产转为出租用途并转入以采取公允价值计量的投资性房地产进行核算, 且受一线城市房地产价格持续走高的影响, 公司投资性房地产规模整体呈上升态势。考虑到公司物业主要为位于北京及上海核心区域的商业物业, 具备一定的保值、升值空间, 整体资产质量较好。同期长期股权投资余额 68.66 亿元, 同比增长 21.33%, 其中主要投资对象为泰康人寿保险股份有限公司 (投资余额 52.05 亿元)、河北省金融租赁有限公司 (投资余额 5.92 亿元)、马上消费金融股份有限公司 (投资余额 9.65 亿元) 等企业, 近年来经营效益较好, 得益于此, 公司长期股权投资规模持续扩大。此外, 截至 2018 年末, 公司固定资产余额 38.31 亿元, 主要为房屋及建筑物等资产; 无形资产 36.30 亿元, 主要为土地使用权。截至 2018 年末, 公司流动资产合计 124.39 亿元, 主要由货币资金及存货构成, 其

中货币资金余额 46.78 亿元, 同比增长 13.08%, 受限制货币资金 1.52 亿元。存货主要系直营大卖场的备货, 余额为 26.40 亿元, 规模基本与上年持平。此外, 截至 2018 年末, 公司其他应收款余额 11.65 亿元, 主要为与其他企业往来款、各种银行卡款、公交一卡通、收银备用金、存出保证金、代垫费用、未收到的配送费等, 涉及的应收对象较为分散。其中 3 年以上账龄其他应收款余额 2.63 亿元, 公司对 3 年以上账龄的应收款坏账计提比例平均为 90%, 截至 2018 年末, 已计提坏账准备 2.80 亿元, 后续对其回收风险仍应保持关注。截至 2019 年 3 月末, 公司流动资产及非流动资产分别为 158.22 亿元和 493.58 亿元。其中流动资产较年初增长 27.20%, 主要系银行借款增加以及日常经营活动所带入的现金流使得货币资金增长所致。从负债结构来看, 公司负债以流动负债为主, 截至 2017 年末, 公司流动负债合计 244.56 亿元, 占负债总额的 73.63%, 主要由短期借款、应付账款和预收款项构成。上述三项的余额分别为 78.54 亿元、70.68 亿元和 44.39 亿元, 其中应付账款规模与上年相当; 同年末公司短期借款余额 78.54 亿元, 同比增长 101.69%, 主要为新增的银行信用借款; 预收款项主要为公司拓展的美通卡、IC 卡等业务, 随着业务的扩大, 公司零售板块预充值类消费卡规模不断增长, 使得当年预收款项较上年末增长 8.51% 至 44.39 亿元。截至 2018 年末, 公司非流动负债合计 87.60 亿元, 主要为应付债券及递延所得税负债, 公司应付债券余额为 24.78 亿元, 主要为公司所发行的公司债券; 受投资性房地产公允价值变动影响, 公司递延所得税负债余额 51.53 亿元, 同比增长 12.51%。截至 2019 年 3 月末, 公司流动负债及非流动负债分别为 275.49 亿元和 87.16 亿元, 其中流动负债较年初增长 12.65%, 主要系短期借款及应付账款增加所致。整体看, 公司资产负债结构不甚匹配, 未来财务结构有待进一步调整。

从债务期限结构看, 截至 2018 年末, 公司总债务 129.81 亿元, 其中长短期债务比为 2.86 倍, 2018 年公司通过新增长期借款及发行债券等方式, 调整长短期债务比, 公司长期债务占比提升明显,

长短期债务比有所改善，但仍面临一定的即期偿债压力。

图 4：2016~2018 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司自有资本实力不断增强，资产负债水平适中，债务期限结构有所改善，但仍存在一定的短期偿债压力。

盈利能力

公司传统主业超市板块稳健发展，门店数量不断扩增，超市业务收入规模保持稳步增长趋势推动了营业总收入逐年增长。2016~2018 年，公司实现营业总收入分别为 377.39 亿元、405.57 亿元和 413.19 亿元，近三年年均复合增长率为 4.64%；2019 年 1~3 月营业总收入为 113.02 亿元。

从毛利水平来看，受国内房地产调控趋紧、零售行业竞争加剧以及人工、租金等成本持续上涨等影响，公司家居建材以及百货板块毛利水平出现小幅下滑，2018 年上述业态毛利率水平分别较上年下降 2.86 个百分点和 0.45 个百分点，但得益于超市业态规模效应的体现及其获利能力较强的物业租赁等增值服务收入占比的提升，最终使得公司整体毛利率仍有小幅增长。2018 年公司营业毛利率为 23.90%，较上年增加 0.55 个百分点。2019 年一季度，公司实现营业收入 113.02 亿元，同比增长 1.93%，营业毛利率为 24.79%。

表 9：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用分析

单位：亿元

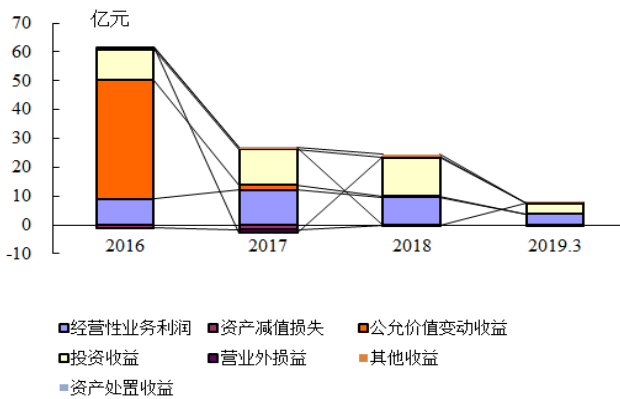
	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	59.73	63.99	69.22	17.80
管理费用	10.67	11.98	12.72	4.19
财务费用	5.59	4.84	5.57	1.74
三费合计	75.99	80.81	87.51	23.72
营业总收入	377.39	405.57	413.19	113.02
三费收入占比	20.13%	19.92%	21.18%	20.99%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用合计分别为 75.99 亿元、80.81 亿元、87.51 亿元和 23.72 亿元，同期三费收入占比分别为 20.13%、19.92%、21.18% 和 20.99%。近年，由于门店租金、人工、营销、电力能源等运营成本增长以及借款利息支出增加，导致期间费用逐年上升，同时，2018 年由于三费增长速度高于营业收入增速，公司三费占比较上年增加 1.26 个百分点至 21.18%，费用管控有待加强。

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益、投资收益和营业外损益构成，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 9.08 亿元、12.10 亿元和 9.52 亿元，其中 2018 年受各项运营成本等费用增长影响，公司经营性业务利润同比下滑 21.32%。同期，公司公允价值变动收益分别为 41.18 亿元、1.82 亿元和 0.49 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值变动损益。同时，公司所投资联营、合营企业整体经营效益较好，2016~2018 年公司分别实现投资收益 10.70 亿元、12.21 亿元和 13.21 亿元，对利润形成有力补充。2016~2018 年公司利润总额分别为 60.55 亿元、24.19 亿元和 24.49 亿元；同期，净利润分别为 44.30 亿元、20.24 亿元和 21.36 亿元。2019 年 1~3 月公司利润总额 7.64 亿元，其中经营性业务利润和投资收益分别为 3.86 亿元和 3.50 亿元，当期净利润为 7.25 亿元，整体盈利能力很强。

图 5：2016~2019.1~3 公司利润总额构成



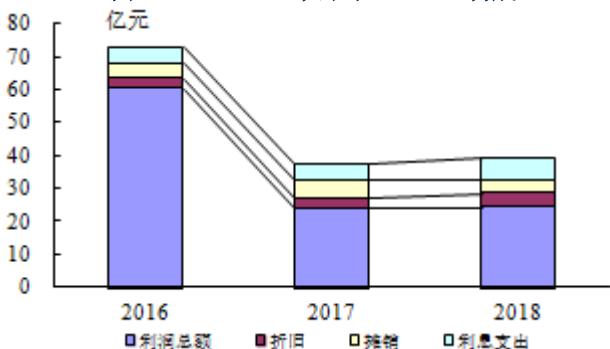
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司门店规模扩张及并购带动收入规模不断增加，毛利率略有提升，但费用支出规模的增长使得公司经营性业务利润有所下滑。公司整体盈利能力很强，盈利规模受非经常性损益影响较大，对其投资收益规模的稳定性应予以关注。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出和利润总额构成，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 73.08 亿元、37.70 亿元和 39.38 亿元，其中 2016 年受益于附加值较高的其他业务收入大幅增长，经营性业务利润大幅增加，同时以公允价值计量的投资性房地产增值而取得大量公允价值变动收益，使得当年利润总额仍保持较大规模。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.58 倍、2.96 倍和 3.30 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 14.28 倍、7.27 倍和 6.05 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所下降，但仍处于良好水平。

图 6：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司为零售类企业，销售回款快，

为其带来较为充裕的现金流入。2016~2018 年公司经营性净现金流分别为 18.84 亿元、18.67 亿元和 21.18 亿元，获现能力好。同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.16 倍、0.17 倍和 0.16 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 3.68 倍、3.60 倍和 3.26 倍，经营净现金流对债务本息具有较强的保障能力。

表 10：2016~2018 年公司偿债能力指标

	2016	2017	2018
短期债务 (亿元)	57.92	96.61	96.21
总债务 (亿元)	115.70	111.65	129.81
EBITDA (亿元)	73.08	37.70	39.38
资产负债率 (%)	55.32	53.27	54.11
总资本化比率 (%)	31.89	29.41	31.55
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.16	0.17	0.16
总债务/EBITDA (X)	1.58	2.96	3.30
EBITDA 利息倍数 (X)	14.28	7.27	6.05
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.68	3.60	3.26

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保事项。资产抵质押方面，截至 2019 年 3 月末，公司抵质押资产金额为 33.81 亿元，占总资产的比例为 5.51%。截至 2019 年 3 月末，公司作为被告共有涉案未决诉讼 6 起，合计金额 1.56 亿元，中诚信证评将对公司涉诉事项的进展及对公司的影响保持关注。

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好的合作关系，具有畅通的融资渠道。截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 119.09 亿元，其中尚未使用授信额度 30.67 亿元。

整体来看，公司自有资本实力稳步增强，资产负债率处于适中水平，财务结构较稳健，整体盈利能力很强，同时 EBITDA 和经营性现金流能够对债务本息提供很好的保障，整体偿债能力极强。

结论

综上，中诚信证评评定物美科技集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“物美科技集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）”信用级别为 **AAA**。

关于物美科技集团有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第四期）的跟踪评级安排

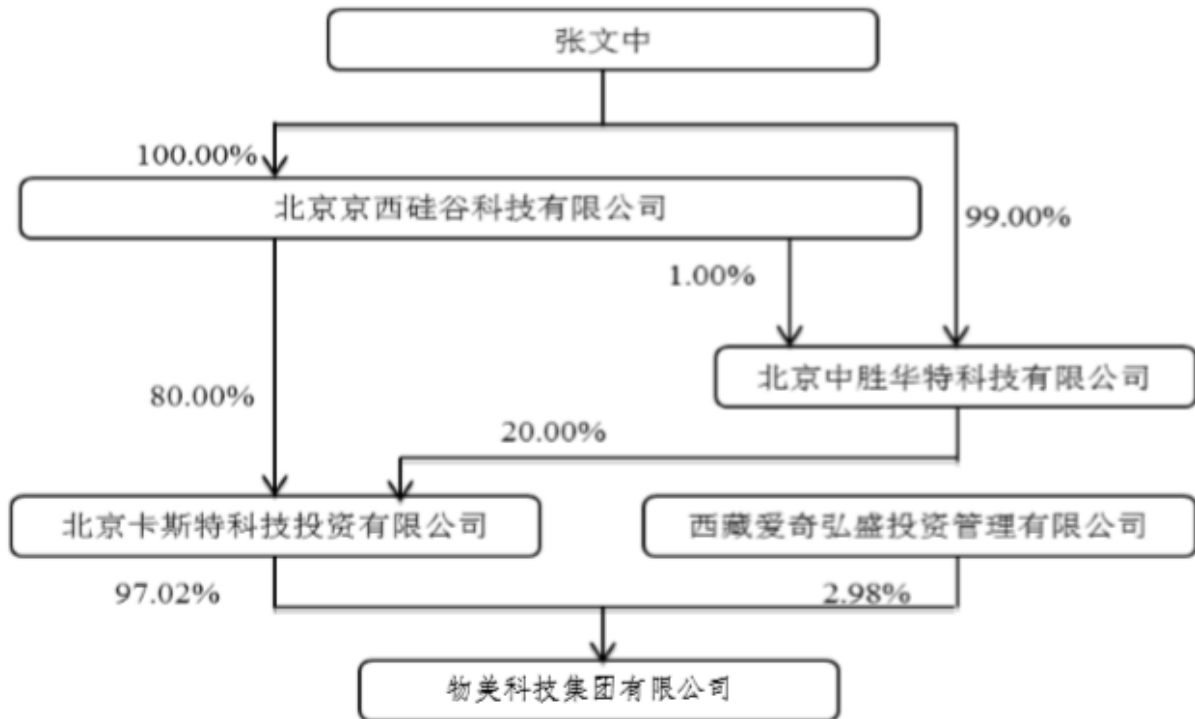
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

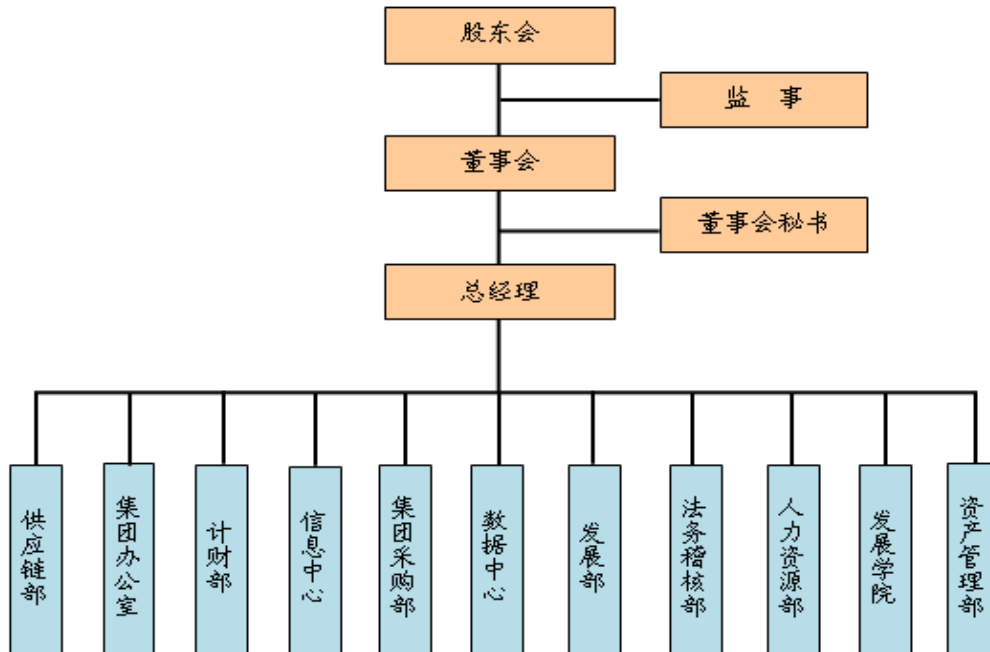
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：物美科技集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：物美科技集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：物美科技集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	425,211.71	413,682.53	467,822.04	840,108.23
应收账款净额	69,398.37	65,946.59	60,611.16	-
存货净额	313,393.94	265,084.47	264,047.51	257,360.93
流动资产	1,312,914.58	1,250,795.63	1,243,866.74	1,582,171.38
长期投资	485,557.07	584,525.03	711,943.07	746,917.82
固定资产合计	3,029,326.68	3,132,516.61	3,374,071.11	3,374,486.12
总资产	5,487,416.89	5,664,149.73	6,138,552.74	6,517,967.37
短期债务	570,058.95	952,577.98	962,087.19	-
长期债务	577,795.21	150,413.81	336,040.09	-
总债务	1,147,854.16	1,102,991.79	1,298,127.28	-
总负债	3,035,753.50	3,017,302.27	3,321,603.20	3,626,578.26
所有者权益（含少数股东权益）	2,451,663.39	2,646,847.46	2,816,949.54	2,891,389.11
营业总收入	3,773,921.90	4,055,741.66	4,131,941.26	1,130,229.08
三费前利润	850,665.51	929,079.53	970,276.90	275,775.60
投资收益	107,045.83	122,081.78	132,125.76	35,039.07
净利润	442,977.73	202,353.25	213,649.51	72,489.08
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	730,839.70	377,040.16	393,848.26	-
经营活动产生现金净流量	188,373.74	186,730.36	211,841.24	184,602.44
投资活动产生现金净流量	-342,954.37	-89,080.11	-258,760.82	19,054.75
筹资活动产生现金净流量	-31,821.89	-89,491.14	104,384.52	161,180.46
现金及现金等价物净增加额	-188,363.10	6,814.61	63,571.38	364,837.64
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	23.20	23.35	23.89	24.79
所有者权益收益率（%）	18.07	7.65	7.58	10.03
EBITDA/营业总收入（%）	19.37	9.30	9.53	-
速动比率（X）	0.48	0.41	0.40	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	0.16	0.17	0.16	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.33	0.20	0.22	-
经营活动净现金/利息支出（X）	3.68	3.60	3.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.28	7.27	6.05	-
总债务/EBITDA（X）	1.57	2.93	3.30	-
资产负债率（%）	55.32	53.27	54.11	55.64
总资本化比率（%）	31.89	29.41	31.55	-
长期资本化比率（%）	19.07	5.38	10.66	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、公司2019年一季度所有者权益收益率；

3、本报告中将2016~2018年以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债中的交易性债券计入短期债务中；2019年一季度因财务报表无附注，故未列示当期末债务及应收账款净额。

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 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

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

评级展望的含义

内容	含义
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

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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。