

# 信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0116 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：

维持贵公司的主体及“16华联MTN001”的信用等级为AA，并将其撤出信用评级观察名单；同时，评定贵公司主体信用评级展望为稳定。

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

二零一八年六月二十日

## 北京华联综合超市股份有限公司 2018 年度跟踪评级报告

受评主体 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** 列入观察名单

### 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 MTN001	7	2016/08/31~2019/08/31	AA, 列入 观察名单	AA

### 概况数据

华联综超	2015	2016	2017	2018.3
总资产(亿元)	116.13	109.77	96.02	98.75
所有者权益合计(亿元)	30.95	26.18	27.01	27.31
总负债(亿元)	85.18	83.60	69.01	71.44
总债务(亿元)	35.84	40.37	30.57	31.08
营业总收入(亿元)	134.30	123.58	117.59	33.95
净利润(亿元)	0.52	-2.64	0.75	0.29
EBIT(亿元)	2.76	-1.85	2.23	--
EBITDA(亿元)	5.47	0.97	4.74	--
经营活动净现金流(亿元)	2.55	-0.78	6.34	0.24
营业毛利率(%)	22.60	22.13	21.63	20.74
总资产收益率(%)	2.38	-1.64	2.17	--
资产负债率(%)	73.35	76.15	71.87	72.34
总资本化比率(%)	53.66	60.67	53.09	53.23
总债务/EBITDA(X)	6.55	41.52	6.45	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.51	0.58	3.05	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2018 年 1~3 月财务报表未经审计；为了完整的反映公司有息债务规模，已将公司各期末（超）短期融资券由其他流动负债调整至短期债务，中期票据由其他非流动负债调整至长期债务；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算。

### 分析师

项目负责人：李廷蔚 twli@ccxi.com.cn

项目组成员：葛孝舟 xzhge@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 20 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”）的主体信用等级及“16 华联 MTN001”的债项信用等级为 **AA**，并将其撤出信用评级观察名单；同时，中诚信国际评定华联综超主体信用评级展望为稳定。

此次将公司主体信用等级及相关债项信用等级撤出信用评级观察名单主要是基于，2017 年以来公司门店布局保持了一定的规模优势；目前公司已基本完成门店调整，2017 年末，亏损门店数量占比有所下降，加之公司产品种类持续优化，2018 年一季度主营业务实现扭亏为盈；公司完善物流配送体系，建立区域和城市两级配送网络，2017 年物流费用有所减少；同时，公司经营活动净现金流由负转正，总债务规模和财务杠杆水平下降，并保持了畅通的融资渠道。此外，中诚信国际也关注到零售行业竞争日趋激烈、关店损失较大以及新开门店仍处于培育期等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 优势

- 门店布局具有一定规模优势。截至 2018 年 3 月末，公司在全国范围内门店总数达到 161 家，分布在全国 50 余个城市，已形成全国化网络布局。
- 门店结构和商品种类持续优化。近年来，公司关闭部分亏损门店，目前已基本完成门店结构调整，2017 年末，亏损门店数量占比有所下降；同时，公司持续优化商品种类，使生鲜类产品收入比重维持在较高水平，并不断扩展自有品牌品类，2018 年一季度公司主营业务实现扭亏为盈。
- 物流配送体系持续完善，物流费用减少。2017 年以来，公司通过规划、建设区域和城市两级配送网络，进一步整合城市配送中心，有助于提高物流效率；受益于此，加之公司加强了成本控制，2017 年物流费用同比下降 17.17%。
- 经营活动净现金流同比大幅提升。2017 年，随着公司关闭亏损门店以及完成高级超市业务股权转让，存货占用的资金规模减少，加之期间费用有所下降，使得当期经营活动净现金流由负转正，且净流入规模达 6.34 亿元，其对总债务和利息支出的覆盖能力均显著增强。
- 总债务规模及财务杠杆水平下降。2017 年，公司适当控制门店扩展速度，新开门店数量同比减少 7 家，加之收回精品超市业务转让款，债务融资需求下降，2017 年末公司总债务规模同比下降 24.27% 至 30.57 亿元；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.87% 和 53.09%，分别同比下降 4.28 个百分点和 7.58 个百分点，财务杠杆水平有所下降。
- 畅通的融资渠道。公司与多家银行机构建立了良好的合作关系。同时作为上市公司（股票代码：600361.SH），公司拥有畅通的直接融资渠道。

## 关注

- **零售行业竞争日趋激烈。**近年来，线上线下零售企业相互渗透，加快产业布局，形成线上线下融合发展的新格局，行业竞争日趋激烈。
- **持续关闭门店的相关损失规模较大。**2017 年，公司营业外支出为 2.66 亿元，其中非流动资产毁损报废损失达 2.15 亿元，主要是受公司关闭 9 家门店等因素影响；较大金额的关店损失对公司利润造成较大影响，中诚信国际将对此保持关注。
- **新开门店尚处于培育期。**2017 年公司新开 11 家超市门店，其中 5 家亏损，部分新开门店尚处于培育周期，其经营业绩存在一定的不确定性，中诚信国际将对新开门店未来盈利情况保持关注。

## 声 明

一、本次评级为发行主体委托评级。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，充分履行了实地调查和诚信义务，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，亦不对发行主体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

**2017年以来，传统零售市场受网购市场发展的冲击有所缓解，连锁百强总销售规模继续保持增长；线上巨头资本持续投资线下资源，且出现线上线下相互补充融合现象**

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、便利超市、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均衡性，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。沿海发达城市、内地二三线城市和广大农村地区的主力业态并不完全相同。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。基于我国经济发展的这种跨度较大的特点，多种业态共存、零售业态多元化的局面还将长期存在。同时，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持续扩大，但销售增速持续下降。根据中国连锁经营协会年度调查报告，2017年连锁百强企业销售规模为2.2万亿元，同比增长8.0%，增速有所提升；门店总数达到10.98万家，同比增长9.1%。2017年，连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的6.0%。

在2017年连锁百强排名中，排名前五家的百货连锁企业分别是重庆商社（集团）有限公司（以下简称“重庆商社”）、长春欧亚集团股份有限公司（以下简称“欧亚集团”，600697.SH）、武汉武商集团股份有限公司（以下简称“鄂武商”，000501.SZ）、步步高投资集团股份有限公司（以下

简称“步步高投资”）和王府井集团股份有限公司（以下简称“王府井”，600859.SH）。2017年，上述五家企业的百货与购物中心销售规模合计2,090.55亿元。

表 1：2017 年连锁百强中排名前五的连锁百货企业情况

（单位：亿元、个）

排名	企业名称	百货与购物中心销售规模	门店个数（部分统计含超市门店）
1	重庆商社	582.81	322
2	欧亚集团	424.46	133
3	鄂武商	375.13	88
4	步步高投资	370.94	645
5	王府井	337.21	56

资料来源：中国连锁经营协会，中诚信国际整理

在2017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有限公司（以下简称“华润万家”）、康成投资（中国）有限公司（以下简称“康城投资”，系高鑫零售有限公司全资子公司，超市品牌为“大润发”）、沃尔玛（中国）投资有限公司（以下简称“沃尔玛”）、永辉超市股份有限公司（以下简称“永辉超市”，601933.SH）和联华超市股份有限公司（以下简称“联华超市”00980.HK）。2017年，上述五家企业销售规模合计4,077.84亿元。

表 2：2017 年连锁百强中排名前五的连锁超市企业情况

（单位：亿元、个）

排名	企业名称	销售规模	门店个数
1	华润万家	1,036.46	3,162
2	大润发	954.00	383
3	沃尔玛	802.78	441
4	永辉超市	654.00	806
5	联华超市	564.60	3,451

资料来源：中国连锁经营协会，中诚信国际整理

近年来连锁百强企业面临经营成本上涨的困难，包括租金价格和人工成本。对优质网点资源的竞争、房租的大幅度上涨，使企业租金价格明显提高。在此环境下，早期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。

另一方面，连锁百强企业业态加速调整，门店构成发生新变化，百货店、购物中心开店数量明显

减少，而小型门店数量增长相对较快，达到 7.7%。2017 年，连锁百强企业新增门店 9,197 个，小型门店约占新增门店总数的八成。大型超市和超市门店数量仅分别增长 3.7% 和 1.0%。

值得注意的是，2017 年，连锁百强企业便利店销售增长率达到 16.9%，门店数量增长 18.1%，成为实体零售企业中增长最快的业态。销售平均增长率方面，便利店单店销售平均增长率达到 6.0%，而社区超市、百货店、购物中心和大型综合超市的单店销售平均增长率分别为 3.8%、4.5%、3.4% 和 -2.3%，便利店单店销售平均增长率最高。中诚信国际认为，得益于较小的门店面积、较低的开店成本以及较强的获现能力等因素，便利店业态的销售额和门店数量或将继续保持较高的增长速度，但受物流成本、运营管理费用高企以及行业竞争激烈等因素，便利店业态的盈利能力值得关注。

2017 年以来，线上线下零售企业互相渗透速度明显加快。2017 年，我国网络购物市场交易规模达到 7.18 万亿元，同比增幅为 32.2%，保持高速增长态势。在网购市场保持高速增长的同时，部分线上电商逐步将重心向线下零售转移，通过收购进行线上线下融合的尝试，陆续推出无人值守商店（货架）、盒马鲜生等线上线下融合发展业态。2016 年 12 月以来，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司及其子公司先后完成三江购物俱乐部股份有限公司、联华超市、银泰商业（集团）有限公司、新华都以及高鑫零售等公司的股权收购项目；深圳市腾讯产业投资基金有限公司下属子公司则以 42.00 亿元的价格受让永辉超市 5% 股权。另一方面，实体零售门店亦逐步向线上延伸，部分连锁百强企业线上业务的增长和占比显著提升，正在演化为真正的全渠道零售商。调查显示，苏宁易购、孩子王和尚品宅配线上销售额分别占到企业销售总额的 52.1%、30.0% 和 30.0%，其他一些连锁百强企业的线上销售规模也达到较高水平。据相关调查数据显示，2017 年，连锁百强企业线上销售增幅为 78.9%，高于往年 69% 的水平，也远高于全国网上零售 32.2% 和连锁百强线下销售 8.0% 的增幅。但线上销售规模相对较小，平均占到实体零售企业总销售的 10.3%。其

中，家电数码类企业占比为 38.2%，超市仅为 0.7%。除了家电数码专业店，线上销售还未形成促进实体零售可持续增长的新引擎。同时，快消品零售企业的线上业务难以盈利。2017 年，连锁百强中的超市类企业，线上交易的平均客单价为 68.6 元，全国主要便利店品牌线上交易的平均客单价 46.2 元。

移动端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。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。近年来，连锁百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售连锁百强企业中，网上销售以自营渠道销售为主，平台销售为辅。据相关数据调查显示，移动支付的渗透率进一步提高，移动支付占交易额和交易笔数的比率分别为 27.2% 和 29.7%，分别比上一年提高 12.8 个百分点和 10.8 个百分点。其中，支付宝和微信支付占交易额和交易笔数的比率，分别为 13.8%、15.9% 和 15.0%、18.0%，同比增长分别为 4.6%、6.0% 和 4.3%、7.0%。

中诚信国际认为，连锁经营仍是我国零售行业发展的主导模式，且便利店得到了快速发展；2017 年以来传统零售市场受网购市场发展的冲击有所缓解，且传统零售企业陆续进入电商行业，线上电商通过股权收购完成实体零售产业的布局，线上和线下零售企业互相渗透，形成线上线下融合发展的新格局，并对传统零售单一业态的企业发展空间进行挤压，零售行业市场竞争日趋激烈。但中诚信国际注意到，线上线下零售企业融合发展业务的运营成本较高，加之高企的人工成本、房租成本等因素，其盈利能力或将受到一定影响，中诚信国际将持续关注线上线下融合发展业态的盈利情况。

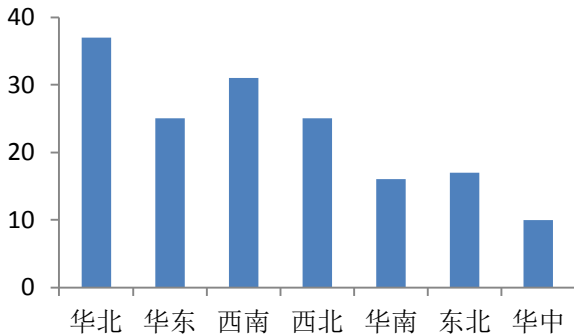
**2017年，公司保持了门店布局的规模优势，主营业务突出，其中华中地区营业收入增速较快，且公司明确了以社区生活超市为主的发展策略；同时，受公司转让华北地区高级超市业务等因素的影响，公司营业收入同比有所下降**

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。受公司剥离华北地区高级超市业务等因素的影响，2017 年公司实现营业收入 117.59 亿元，同比下降 4.85%。其中，超市业务实现营业收入 104.48 亿元，同比下降 4.61%。

截至 2018 年 3 月末，公司在全国 20 多个省（直辖市、自治区）经营的门店数量达到 161 家，总面积共 160.47 万平方米。从门店布局来看，截至 2018 年 3 月末，公司门店在华南 16 家、西南 31 家、华东 25 家、东北 17 家、西北 25 家、华北 37 家、华中 10 家，布局于全国 50 余个城市。公司在各地区均设有生活超市，在华东及华中地区设有高级超市。

**图1：截至2018年3月末公司已开门店布局（单位：家）**



资料来源：公司提供

从公司主营业务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主营业务收入中占比最高，2017 年达到了 31.07%；其次为西北和西南地区，占比分别为 17.89% 和 17.72%，以上三个地区营业收入合计占公司主营业务收入的比例为 66.68%；其余依次为华东、东北、华南和华中地区。在生活超市发展速度方面，华中地区和西北地区 2017 年营业收入同比分别增长 22.93% 和 4.44%；华南地区市场竞争加剧，当期平销同比下降 15.62%，导致营业收入同比下降 15.56%；其余地区均有不同程度的下滑，其中东北和华东地区营业收入降幅较大，分别同比下降 9.26% 和 8.98%。在高级超市发展速度方面，由于华北地区的高级超市于 2017 年 6 月完成转让，华北地区高级超市营业收入同比大幅下降 48.10%，且未来华北地区将无高级超市；2017 年，受市场竞争加剧等行业环境因素影响，华东地区高级超市营业收入同比下降 9.32%；2017 年公司在湖北武汉开业高级超市 1 家，当期实现营业收入

871.67 万元，净利润 53.78 万元。

**表 3：2017 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)	主营业务收入增速 (%)	平销 (元)
东北	生活超市	16	10.52	-9.26	6,271.32
	高级超市	--	--	--	--
华北	生活超市	36	28.73	2.79	9,350.66
	高级超市	--	4.36	--	--
西北	生活超市	25	19.06	4.44	8,624.07
	高级超市	--	--	--	--
华东	生活超市	15	8.06	-6.05	5,162.56
	高级超市	10	3.74	-9.32	11,853.35
华中	生活超市	9	4.53	16.39	4,752.29
	高级超市	1	0.25	--	6,377.60
华南	生活超市	16	8.38	-15.56	7,136.85
	高级超市	--	--	--	--
西南	生活超市	28	18.87	-4.54	8,360.35
	高级超市	--	--	--	--

注：平销是指平均每平米的销售金额。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；2017 年，公司华北地区高级超市主营业务收入为 4.36 亿元，为华北地区高级超市业务转让前产生的收入。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从业态上看，公司门店类型包括生活超市和高级超市，截至 2018 年 3 月末，公司拥有生活超市 150 家、高级超市 11 家。其中，高级超市的平销金额较大，2017 年华东及华中地区分别为 11,853.35 元和 6,377.60 元；各地区生活超市的平销金额均在万元以下。

2017 年 6 月，华联综超向凯大铂川控股有限公司转让其持有的北京华联精品超市有限公司（以下简称“华联精品”）100% 股权，转让完成后，公司不再持有华联精品。华联精品主要经营连锁高级超市，在北京拥有 15 家高级超市门店。华联精品评估基准日及前两年模拟口径的利润表显示，2015~2016 年及 2017 年 1~4 月，华联精品模拟营业收入分别为 9.29 亿元、9.23 亿元和 3.57 亿元，净利润分别为 0.83 亿元、0.59 亿元和 0.18 亿元。截至 2017 年 4 月末，华联精品模拟口径下的总资产和净资产分别为 8.63 亿元和 2.33 亿元。参考华联精品股权的评估价值<sup>1</sup>，转让价格为 2.94 亿元，有

<sup>1</sup> 华联精品股东全部权益的市场价值评估值为 2.94 亿元，较评估基准日（2017 年 4 月 30 日）报表中的股东全部权益（非模拟口径）-0.21 亿元，增值 3.15 亿元。

较大幅度的增值。截至 2017 年 6 月末，上述转让交易已完成，公司确认投资收益 3.04 亿元。中诚信国际认为，转让华联精品股权后，公司高级超市业务收缩，对公司业态布局、营业收入及盈利能力产生一定影响，中诚信国际对此保持关注。未来，由于高级超市业务门店区位及消费定位均较高，公司将审慎拓展高级超市门店；生活超市方面，公司明确了“社区生活中心”门店的发展策略，生活超市门店规模或将进一步扩大。

从物业类型来看，公司门店物业以租赁为主，截至 2018 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。

总体来看，2017 年以来，公司保持较大的门店数量，全国网络化布局规模优势显著，且华中地区的营业收入增幅较大；公司明确了以生活超市为主的发展策略，并转让华北地区高级超市业务，取得较大规模的投资收益。同时，2017 年公司营业收入同比有所下降，中诚信国际将持续关注华北地区高级超市转让事项对公司业务规模及盈利水平的影响。

**2017年，公司适当控制扩张速度，当期新开门店数量同比减少7家，并通过控制运营成本等方式缩短新开门店的培育期，使得当期亏损门店数量占比明显下降。同时，公司持续优化商品结构，扩大生鲜商品及自有商品销售，并积极探索合伙人制度，主营业务减亏明显**

2017 年，公司根据市场环境调整了扩张节奏，当年新开门店 11 家，主要分布在内蒙古、江苏、广西、贵州、甘肃、湖北、安徽及吉林等省份，新开门店数量同比减少 7 家；2018 年 1~3 月，公司新开门店 5 家。目前，公司将生活超市作为重点发展的业态，选址首购购物中心等客流较为充沛的地点，整租场地后，适当控制超市面积，降低租金成本，同时通过将部分承租面积再出租给餐饮等其他业态，分摊租金成本的同时亦可为公司增加客流量，有效地缩短了新开门店的培育期。新开超市门店需要 1~2 年的市场培育期，2017 年公司新开 11 家门店，受益于选址和良好的客流量，当年有 6 家实现盈利。公司近年来持续有新门店开业，新门店的经营业绩对公司整体盈利情况产生一定影响，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经营的影响。2018 年，公司计划开店 20~30 家左右，平均每家门店的投资约为 2,000 万元，并主要通过自有资金、发行债券以及银行贷款等方式解决因规模扩张而产生的资金需求。

表 4：2017 年公司新增门店情况（单位：平方米、万元）

门店名称	地区	业态	物业属性	经营面积	开业时间	营业收入	净利润
长春高新店	吉林	生活超市	租赁	4,800	2017.11	940.61	9.03
呼市金厦广场店	内蒙古	生活超市	租赁	4,500	2017.12	717.83	-68.71
安庆盛晟阳光城店	安徽	生活超市	租赁	9,490	2017.1	56.71	-57.03
南京东方红郡商业广场店	江苏	生活超市	租赁	11,000	2017.1	2,715.84	81.86
武汉群星城广场店	湖北	高级超市	租赁	4,700	2017.3	871.67	53.78
亚星时代广场店	河南	生活超市	租赁	17,148	2017.1	1,834.03	66.04
银川海悦广场店	甘肃	生活超市	租赁	34,000	2017.1	1,467.86	-102.03
武威文化广场店	甘肃	生活超市	租赁	7,453	2017.10	941.11	29.29
南宁那洪路店	广西	生活超市	租赁	6,140	2017.7	1,237.14	-27.93
攀枝花半山康城店	四川	生活超市	租赁	8,632	2017.1	989.99	63.97
黔西世纪莲城店	贵州	生活超市	租赁	6,927	2017.9	1,195.12	-20.56

资料来源：公司提供

近年来，公司持续进行门店调整，关闭店龄较

长、持续大额亏损且扭亏无望的门店，2017 年关闭



门店 9 家，主要分布在江苏、四川、青海、广西以及安徽等省份，关店门店数量同比减少 14 家。截至 2018 年 3 月末，公司基本完成门店结构调整，2018 年 1~3 月无关闭亏损门店。通过亏损门店的陆续关闭，加之新开门店培育期的缩短，公司亏损门店占比明显减少，截至 2017 年末，公司亏损门店

同比减少 19 家至 42 家（含 2017 年公司新开门店中的 5 家亏损门店），亏损门店数量占公司超市门店总数的比例同比下降 9.17 个百分点至 26.92%。同时，中诚信国际将对公司亏损门店经营情况保持关注。

表 5：2017 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
南京同曦瑞都店	江苏	高级超市	租赁	2017.9	业主违约
安庆晟晟阳光城店	安徽	生活超市	租赁	2017.11	门店亏损
南昌世茂广场店	江西	生活超市	租赁	2017.1	门店亏损
连云港东盛名都广场店	江苏	生活超市	租赁	2017.4	门店亏损
青海汇通店	青海	生活超市	租赁	2017.5	业主违约
广西崇左东成国际店	广西	生活超市	租赁	2017.6	门店亏损
攀枝花华山店	四川	生活超市	租赁	2017..6	业主违约
达州宣汉金鼓商业广场店	四川	生活超市	租赁	2017.4	门店亏损
苏州国贸店	江苏	生活超市	租赁	2017.1	业主违约

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

商品品类方面，近年来公司对销售商品进行升级，加快了自有品牌的开发与引进速度，同时提高了生鲜类商品的占比。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”）以“事农”自有品牌在公司超市销售各类产品，产品涉及新疆产干果、水果以及卫浴产品、旅行箱等，2017 年公司自有品牌销售收入为 1.18 亿元，同比增长 3.51%，未来，公司将逐步完善自有品牌商品品类。生鲜类商品方面，公司通过调整门店布局等方式增加生鲜类商品摆台面积，持续在山东等地拓展产地直供的货源，并采用空运的方式，增加了海南产地的水果、蔬菜的供应渠道，2017 年公司生鲜类商品销售收入占食品类销售收入比重约 44.35%。此外，公司正在推进生鲜类商品销售合伙人制度，即由生鲜销售团队对部分生鲜商品的销售进行“包干”，生鲜采购仍由公司把控，但销售团队有一定的定价权，若完成业绩指标，可享受利润分成。目前，公司已经在各大区域均设置试点门店，调动了员工的积极性，促进了生鲜商品的销售情况，或将为公司的盈利情况带来积极影响，中诚信国际将对合伙人制度对生鲜商品销售带来的影响及其对公司的盈利情况影响保持关注。

总体来看，2017 年以来公司减持关闭亏损门

店，并通过控制营运成本等方式缩短新开门店培育期，使得门店结构得到优化，亏损门店占比有所下降；同时，公司积极探索合伙人制度，不断发展生鲜及自有品牌商品，受益于此，2017 年公司主营业务减亏明显。但中诚信国际将持续关注公司新开门店的投资进度、门店拓展以及关闭门店等对公司业务规模及盈利水平的影响。

**2017年以来，受商品结构及发展思路调整，公司重点建设发展干仓物流配送中心；同时，公司通过规划、建设区域和城市两级配送网络，进一步整合城市配送业务，有助于提高物流效率，降低物流成本**

2017 年以来，公司将生鲜商品的结构向中高端品牌调整，联营比例增加，生鲜物流向使用联营品牌物流转变，持续推进物流中心建设。同时，公司为推进区域特色商品流通以及保障一线供货，加大干仓建设力度。截至 2018 年 3 月末，公司共有物流配送中心 15 个，全部为干仓仓储配送功能，其中南京、贵阳、山西及广西等地的物流配送中心保留生鲜仓储配送功能。目前公司配送中心已经基本覆盖主要经营区域。在投资模式上，公司干仓物流配送中心主要由公司租赁场地、雇佣员工并开展运营；公司目前生鲜物流配送工作由相关联营品牌负

责。

2017年,为了进一步整合并完善公司的城市配送中心功能,公司聘请第三方机构进行全国物流网络的规划设计,明确了公司未来区域(以下简称“RDC”)和城市(以下简称“DC”)两级配送网络规划。公司初步规划在东北、西北、内蒙、北京、华东、华南和西南等地建立RDC,并逐步整合城市配送中心。目前西北(可覆盖甘肃、青海和宁夏三省)、西南(暂覆盖贵州省)的RDC已经上线运营,北京(计划覆盖北京、河北、山西等省)RDC已经完

成选址和招投标工作。

仓库及车辆方面,DC、RDC主要以租赁形式运营。RDC采用自有运营和外包专业物流公司管理相结合的模式,目前RDC外包比例为2/3,公司计划逐步提升外包比例。2017年,公司物流费用为0.61亿元,同比下降17.17%;其中自有物流费用为0.54亿元,同比下降19.72%。目前RDC主要承载干货和基地自采商品的存储、配送工作,未来公司将推进区域间特色商品全国互通,以满足不同购物者对商品的需求。

表 6: 截至 2018 年 3 月末公司已投运物流配送中心情况

名称	类型(干仓/生鲜)	位置	占地面积(平方米)	覆盖超市数量(家)
北京综超物流配送中心	干仓	北京	5,000	16
南京物流配送中心	干仓/生鲜	南京	2,700	17
大连物流配送中心	干仓	大连	1,200	8
兰州物流配送中心	干仓	兰州	13,500	25
贵阳物流配送中心	干仓/生鲜	贵阳	5,400	15
山西物流配送中心	干仓/生鲜	太原	500	4
广西物流配送中心	干仓/生鲜	南宁	3,680	15
青海物流配送中心	干仓	西宁	1,300	6
呼市物流配送中心	干仓	呼市	1,500	12
银川物流配送中心	干仓	银川	4,000	7
哈尔滨物流配送中心	干仓	哈尔滨	1,500	7
攀枝花物流配送中心	干仓	攀枝花	1,890	4
武汉物流配送中心	干仓	武汉	500	4
成都物流配送中心	干仓	成都	2,000	4
郑州物流配送中心	干仓	郑州	500	6

资料来源:公司提供

总体看,近年来,公司通过推进物流配送中心建设及全国物流网络的规划设计,物流配送网络逐步完善,将有助于提高物流效率以及降低公司采购成本。中诚信国际将持续关注公司全国物流网络规划的建设情况以及其对公司经营产生的影响。

## 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2015~2017年财务报告以及公司提供的未经审计的2018年1~3月财务报表。为了完整的反映公司的有息债务规模,中诚信国际已将公司各期末(超)短期融资券由其他流动负债调整至短期债务,中期票据由其他非流动负债调整至长期债务。

## 盈利能力

2017年,公司实现营业总收入117.59亿元,同比下降4.85%,主要是受公司出售华联精品股权影响。2018年1~3月,公司实现营业总收入33.95亿元,同比小幅下降3.40%。

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。2017年公司营业毛利率为21.63%,同比下降0.50个百分点,主要是受公司将毛利率较高的华北地区高级超市股权转让等因素的影响。2018年1~3月,公司毛利率为20.74%。

费用方面,2017年公司期间费用同比下降10.50%至25.69亿元;受公司出售华联精品、北京

联合创新国际商业咨询有限公司（以下简称“联合创新”）<sup>2</sup>等公司股权以及亏损门店关闭带来的期间费用下降等因素的影响，当期公司销售费用同比下降 12.13%，管理费用同比下降 9.12%。财务费用方面，2017 年公司利息支出为 1.55 亿元，同比下降 7.72%，主要受益于总债务规模下降；中诚信国际注意到，公司每年确认一定规模的利息收入，主要来自华联财务公司支付的利息，2017 年同比下降 37.05% 至 0.54 亿元，受以上因素影响，当期公司财务费用同比增长 22.68%。2017 年，受益于期间费用总额下降，公司三费收入比下降 1.38 个百分点至 21.85%。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 6.74 亿元，当期三费收入比为 19.84%。

**表 7：近年来公司期间费用情况**

单位：亿元	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	25.16	24.61	21.63	5.58
管理费用	3.34	3.00	2.73	0.79
财务费用	1.33	1.09	1.34	0.36
三费合计	29.84	28.71	25.69	6.74
营业总收入	134.30	123.58	117.59	33.95
三费收入比	22.22%	23.23%	21.85%	19.84%

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2017 年公司利润总额同比增长 4.21 亿元至 0.68 亿元，扭亏为盈，主要是由于公司转让华联精品而获得了较大规模的投资收益。从利润总额结构看，2017 年，受益于零售行业整体回暖、公司门店结构的调整、亏损门店占比下降以及商品结构优化等因素，公司经营性业务亏损金额同比减少 1.50 亿元至 0.37 亿元，经营性业务减亏明显。2017 年，公司投资收益为 3.59 亿元，其中包括公司转让华联精品股权产生的 3.04 亿元和持有华联财务公司等公司股权产生的投资收益 0.54 亿元。营业外损益方面，2017 年公司营业外收入主要来自罚款及赔款收入 0.17 亿元等，营业外支出主要包括关闭门店导致的非流动资产处置损失 2.15 亿元和赔偿款 0.26 亿元等；当期，公司营业外损益为 -2.45 亿元，亏损规模同比增加了 0.24 亿元。中诚信国际注意到，2017 年，由于会计政策调整，公司将当期收到的政府补

助 0.11 亿元纳入其他收益科目核算，加之当期公司罚款及赔款收入下降，导致营业外收入同比下降 67.51%。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 0.35 亿元，较上年同期增加 0.29 亿元，主要是公司经营性业务利润增长以及联营企业净利润增加所致。其中，2018 年 1~3 月经营性业务利润为 0.21 亿元，受益于门店结构调整的完成、较高的生鲜商品收入占比以及自有商品销售规模的扩大，实现扭亏为盈；公司投资收益为 0.17 亿元，较上年同期增加 45.46%，主要受益于华联财务公司净利润同比增加；当期未有关店，营业外损益很小。

总的来看，由于公司进行门店结构及商品种类调整，经营性业务减亏明显，加之公司转让华联精品而获得了较大规模的投资收益，2017 年公司净利润实现扭亏为盈。同时，2017 年以来公司经营依旧承受一定压力，盈利能力处于较弱水平，中诚信国际将持续关注公司经营及盈利情况。

## 偿债能力

受益于持续关闭亏损门店和出售华联精品的高级超市业务，公司存货等对资金占用金额减少，加之公司收回相关股权转让资金 3.04 亿元，使得公司 2017 年末总债务规模同比下降 24.27% 至 30.57 亿元。受益于此，公司财务杠杆水平亦呈下降态势，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.87% 和 53.09%，同比分别下降 4.28 个和 7.58 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司总债务规模为 31.08 亿元，其中短期债务为 23.63 亿元，长期债务为 7.45 亿元；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.34% 和 53.23%，较年初基本持平。

从现金流水平看，2017 年，公司完成高级超市业务股权转让，降低存货对资金占用的同时，减少了公司购买商品、接受劳务支付的现金，加之公司支出的期间费用有所下降，当期公司实现经营活动净现金流 6.34 亿元，同比大幅增加 7.12 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现经营活动净现金流 0.24 亿元，较上年同期相比减少 2.12 亿元，主要由于当期公司销售商品和提供劳务收到的现金减少等因素影响。

<sup>2</sup> 2017 年 8 月，公司以 705.21 万元的价格将联合创新 100% 股权转让。截至 2016 年末，联合创新总资产为 4,523.58 万元，净资产为 -4,550.23 万元；2016 年联合创新实现营业收入 1,636.01 万元，净利润 -545.07 万元。

表 8：近年来公司偿债指标

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金(亿元)	57.46	50.66	41.87	43.47
短期债务(亿元)	30.87	32.89	23.12	23.63
长期债务(亿元)	4.98	7.48	7.46	7.45
总债务(亿元)	35.84	40.37	30.57	31.08
经营活动净现金流(亿元)	2.55	-0.78	6.34	0.24
EBITDA(亿元)	5.47	0.97	4.74	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.17	-0.46	4.08	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	-0.02	0.21	0.03*
EBITDA 利息倍数(X)	2.51	0.58	3.05	--
总债务/EBITDA(X)	6.55	41.52	6.45	--

注：公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2018 年 1~3 月部分指标无法计算；带“\*”指标已年化。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从偿债能力指标来看，受利润总额扭亏为盈影响，2017年公司EBITDA同比大幅增长387.09%至4.74亿元，EBITDA对总债务和利息支出的覆盖能力均大幅提升。2017年，公司经营活动净现金流由负转正，对总债务和利息支出的覆盖能力均显著提升。

中诚信国际注意到，由于公司经营区域分散，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，通过参股华联财务有限责任公司（“华联财务公司”）的平台与银行合作，并在华联财务公司开设结算账户，同时积极建设 ERP 系统，实现资金归集管理。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 41.87 亿元，为提高资金使用效率，公司华联财务公司开设结算账户，用于支付采购货款等日常经营活动的现金。截至 2017 年末，公司存放于华联财务公司的货币资金规模为 28.34 亿元，其中定期存款规模为 16.75 亿元。2017 年，华联财务公司支付给公司利息 0.49 亿元<sup>3</sup>。

或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司为控股股东北京华联集团投资控股有限公司 2.00 亿元的借款提供保证担保，担保总额占公司净资产的比例为 7.32%。资产抵质押方面，截至 2018 年 3 月末，公司用于抵、质押资产的账面价值为 1.10 亿

元，主要为抵押担保用途的固定资产。截至 2018 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司共获得合作银行授信额度为 14.20 亿元，未使用授信额度 2.90 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

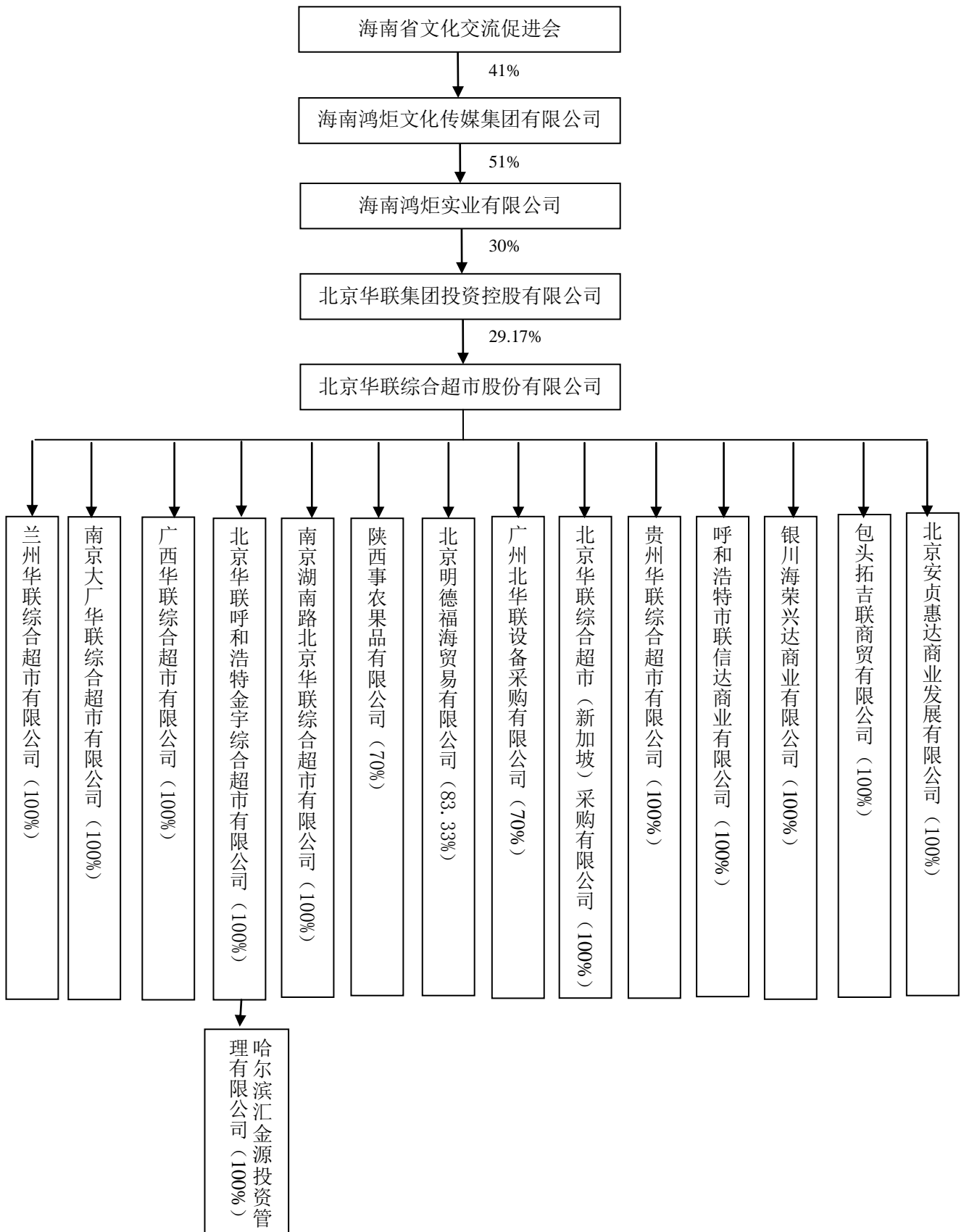
根据公司提供资料，截至 2018 年 3 月末，公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

## 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及“16 华联 MTN001”的债项信用等级为 **AA**，并将其撤出信用评级观察名单；同时，中诚信国际评定华联综超主体信用评级展望为稳定。

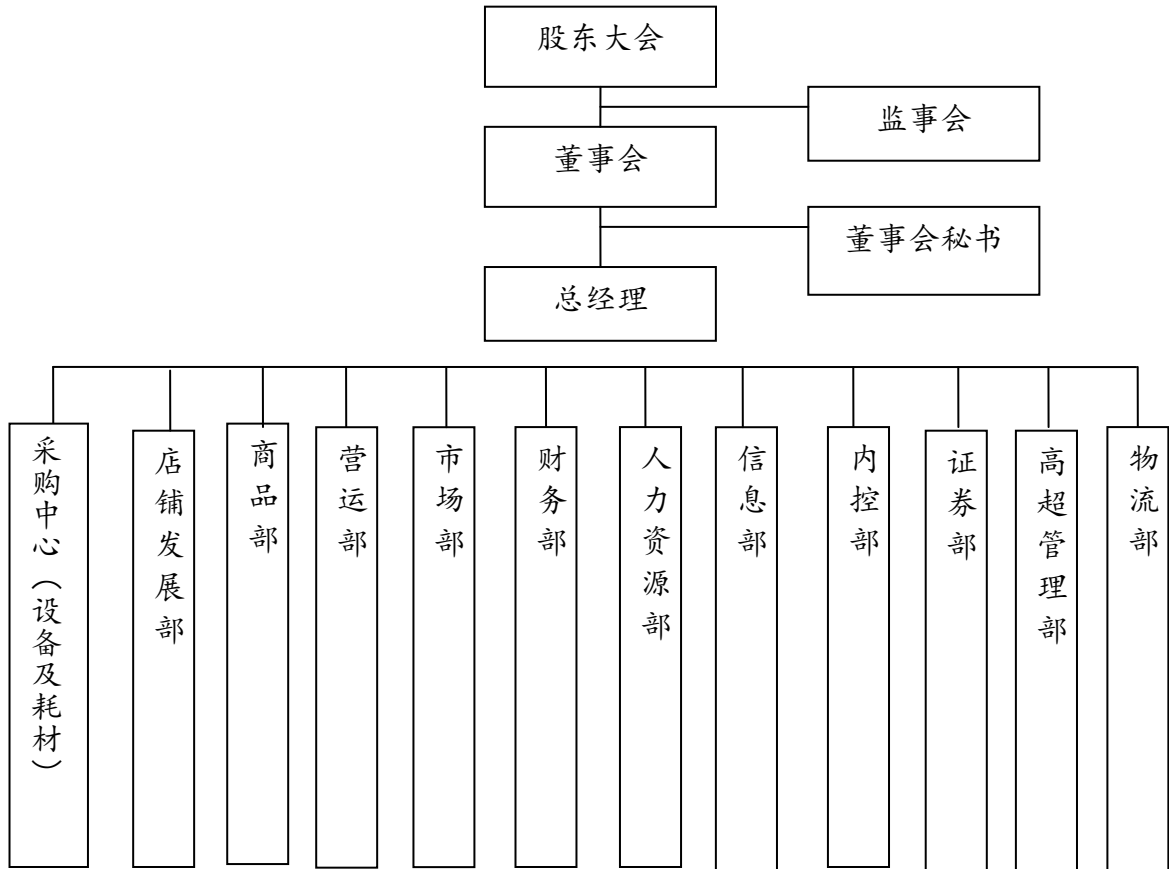
<sup>3</sup> 公司存放于华联财务公司的存款利率按中国人民银行公布的同期银行存款利率确定。

附一：北京华联综合超市股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



注：截至 2018 年 3 月末，北京华联集团投资控股有限公司将其持有的 0.46 亿股公司股票进行质押，占其合计持有公司股权比例的 23.69%。  
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 2018 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)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	574,632.19	506,641.04	418,718.68	434,747.66
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	3,633.29	1,725.83	1,777.79	2,227.52
其他应收款	21,593.38	17,113.47	11,095.54	12,331.51
存货净额	152,632.06	154,251.66	121,831.60	125,272.68
长期投资	69,913.76	73,803.99	122,415.60	123,863.06
固定资产	62,425.62	68,765.68	62,228.17	60,408.74
在建工程	30,370.96	12,962.22	9,385.63	11,840.07
无形资产	8,678.71	7,576.38	6,882.11	6,622.42
总资产	1,161,279.05	1,097,706.76	960,209.65	987,512.31
其他应付款	91,225.34	64,933.62	61,646.93	52,651.06
短期债务	308,656.84	328,931.72	231,186.88	236,330.78
长期债务	49,781.65	74,811.80	74,560.28	74,494.74
总债务	358,438.50	403,743.53	305,747.16	310,825.52
净债务	-216,193.70	-102,897.51	-112,971.52	-123,922.14
总负债	851,754.92	835,950.43	690,076.13	714,406.94
费用化利息支出	21,816.37	16,855.14	15,554.69	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	309,524.13	261,756.33	270,133.53	273,105.37
营业总收入	1,342,980.94	1,235,821.03	1,175,916.26	339,480.64
三费前利润	292,101.17	268,346.21	252,069.53	69,324.03
投资收益	3,911.93	5,331.17	35,899.43	1,736.18
净利润	5,206.88	-26,419.37	7,527.17	2,938.08
EBIT	27,554.04	-18,520.66	22,305.37	--
EBITDA	54,735.45	9,724.92	47,369.46	--
经营活动产生现金净流量	25,493.14	-7,766.94	63,404.09	2,432.59
投资活动产生现金净流量	-245,725.02	-72,575.74	23,453.07	-64,068.44
筹资活动产生现金净流量	-19,182.35	10,332.26	-112,873.44	9,582.85
现金及现金等价物净增加额	-239,578.89	-69,894.45	-26,006.42	-52,053.02
资本支出	41,750.61	60,583.18	54,569.86	7,411.34
<b>财务指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018.3</b>
营业毛利率(%)	22.60	22.13	21.63	20.74
三费收入比(%)	22.22	23.23	21.85	19.84
EBITDA/营业总收入(%)	4.08	0.79	4.03	--
总资产收益率(%)	2.38	-1.64	2.17	--
流动比率(X)	1.07	0.99	1.01	1.01
速动比率(X)	0.87	0.78	0.81	0.82
存货周转率(X)	6.85	6.27	6.68	8.71*
应收账款周转率(X)	462.84	461.20	671.26	678.06*
资产负债率(%)	73.35	76.15	71.87	72.34
总资本化比率(%)	53.66	60.67	53.09	53.23
短期债务/总债务(%)	86.11	81.47	75.61	76.03
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	-0.02	0.21	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	-0.02	0.27	0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.17	-0.46	4.08	--
总债务/EBITDA(X)	6.55	41.52	6.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.03	0.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.51	0.58	3.05	--

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2018年1-3月财务报表未经审计；为了完整的反映公司有息债务规模，中诚信国际将公司各期末（超）短期融资券由其他流动负债调整至短期债务，中期票据由其他非流动负债调整至长期债务；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2018年1-3月部分指标无法计算；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 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

经营性业务利润 = 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 - 营业税金及附加 - 期间费用 + 其他收益

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 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。



## 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 级及以下等级外，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：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 级及以下等级外，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