

百联集团有限公司公开发行 2017 年公司债券(第一期)

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100625】

评级对象: 百联集团有限公司公开发行 2017 年公司债券(第一期)

17 百联 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 28 日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2017 年 8 月 17 日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 第一季度 |
|--------------------------|---------|--------|--------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 48.54 | 56.04 | 52.34 | 50.50 |
| 刚性债务 | 130.20 | 96.26 | 92.49 | 91.25 |
| 所有者权益 | 162.38 | 183.86 | 196.45 | 195.19 |
| 经营性现金净流入量 | -12.15 | -16.38 | 11.01 | -2.02 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 890.74 | 837.53 | 811.62 | 811.24 |
| 总负债 | 578.25 | 518.46 | 498.84 | 493.54 |
| 刚性债务 | 163.15 | 124.81 | 118.22 | 134.74 |
| 所有者权益 | 312.49 | 319.07 | 312.78 | 317.70 |
| 营业收入 | 1197.43 | 851.08 | 603.54 | 172.20 |
| 净利润 | -13.34 | 9.55 | 6.65 | 2.74 |
| 经营性现金净流入量 | 11.60 | 31.42 | 31.04 | 11.94 |
| EBITDA | 23.43 | 41.99 | 38.16 | — |
| 资产负债率[%] | 64.92 | 61.90 | 61.46 | 60.84 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 191.53 | 255.65 | 264.57 | 235.79 |
| 流动比率[%] | 84.64 | 86.49 | 82.43 | 86.99 |
| 现金比率[%] | 45.39 | 49.90 | 49.82 | 56.45 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.73 | 3.20 | 3.31 | — |
| 净资产收益率[%] | -4.21 | 3.03 | 2.11 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 2.28 | 6.94 | 7.46 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 4.56 | 6.40 | 3.71 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 2.24 | 5.05 | 5.78 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.13 | 0.29 | 0.31 | — |

注: 根据百联集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中, 2015 年数据采用 2016 年审计报告中经追溯调整后的数据。

分析师

陈婷婷 ctt@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对百联集团有限公司(简称百联集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 百联 01 的跟踪评级反映了 2017 年以来, 百联集团在主业经营规模、品牌及区域市场地位、主业现金回笼、经营业态丰富等方面保持了优势, 同时也反映了公司在转型升级、子公司管控等方面持续面临压力。

主要优势:

- **业务所处区位条件较好, 市场地位较高。**百联集团业务分布于上海市各大核心商圈, 业务所处区域商业成熟程度及居民消费水平较高, 为公司业务发展创造了良好的外部条件。跟踪期内, 公司保持了较高的品牌知名度与市场地位。
- **经营业态丰富且具有规模优势。**百联集团是国内规模最大的商业零售集团之一, 业务涵盖超商连锁、综合百货、购物中心、奥特莱斯等多种商业业态及物资贸易业务, 具备了较强的规模优势。
- **财务状况及弹性较好。**跟踪期内, 百联集团现金类资产保持充裕, 并拥有大量市场价值较高的商业物业资产等。此外, 公司旗下拥有多家上市公司平台, 且未使用银行授信规模较大, 可在必要时为债务偿付提供缓冲。

主要风险:

- **主业经营业绩持续下滑, 转型升级压力仍较大。**跟踪期内, 百联集团超商、连锁百货业务经营业绩仍面临较大业绩下滑及转型压力。同时公司持续剥离部分物贸业务, 公司收入及利润规模明显下滑。
- **公司本部自身偿债能力有限。**百联集团优质资产及大量货币资金集中于下属独立性较强的上市公司, 而债务多数在公司本部名下, 公司本

部自身债务偿付能力有限。

- 金融资产价值波动及理财风险。百联集团持有大量理财产品和可供出售金融资产，其中理财产品类型多为非保本浮动收益型，跟踪期内金融市场的年化收益率下降，影响了公司资金收益，且金融资产价值波动易对权益资本稳定性产生影响。
- 或有负债风险。跟踪期内，百联集团推进了对物贸板块的诉讼梳理，但未决涉诉事项仍存在一定的或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对百联集团及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性最高，并给于上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

百联集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照百联集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（简称 17 百联 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据百联集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对百联集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2017 年 7 月 26 日，经中国证监会“证监许可[2017]1333 号”文件核准，同意公司公开发行 35 亿元公司债券。公司于 2017 年 8 月发行“17 百联 01”，截至评级报告日，公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至评级报告日公司存续债券情况

| 债项名称 | 发行金额 (亿元) | 期限 (天/年) | 发行利率 (%) | 发行时间 | 本息兑付情况 |
|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------|
| 15 百联集 MTN001 | 20.00 | 3 年 | 3.47 | 2015 年 12 月 | 正常 |
| 16 百联集 MTN001 | 10.00 | 3 年 | 3.05 | 2016 年 3 月 | 正常 |
| 16 百联集 MTN002 | 10.00 | 3 年 | 2.99 | 2016 年 8 月 | 正常 |
| 17 百联 01 | 12.00 | 5 年 | 4.69 | 2017 年 8 月 | 正常 |
| 合计 | 52.00 | - | - | - | - |

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。总体来看，该公司核心主业所处的软件及服务行业属于非周期性行业，与宏观经济的关联度不强。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开

放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

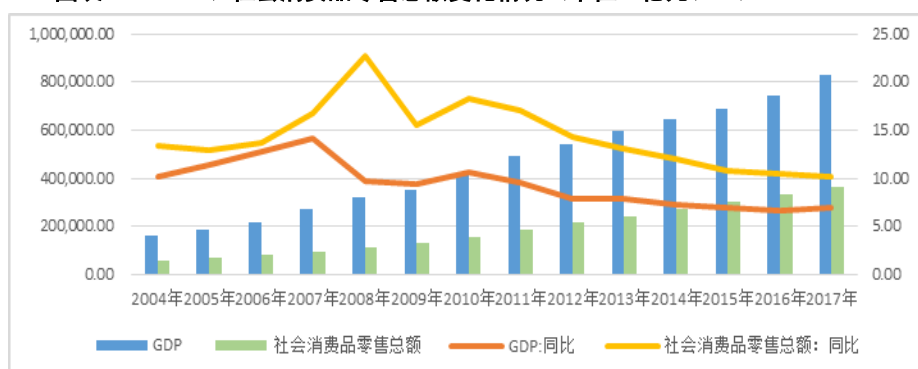
近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速亦持续下滑。进入 2017 年以来，随着经济的企稳向好，国内零售行业实现了平稳增长，消费仍是拉动经济增长的主要动力。

随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，长期来看，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

A. 行业概况

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速已连续多年出现下滑。2017 年以来，伴随着宏观经济的企稳及保持稳中向好态势，零售行业增速下跌势头得到一定遏制。经初步核算，2017 年国内完成生产总值（GDP）82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，增速比上年提高 0.2 个百分点。同期，我国社会消费品零售总额 36.63 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上年略降 0.2 个百分点。2017 年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 58.8%；最终消费拉动 GDP 增长 4.1%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

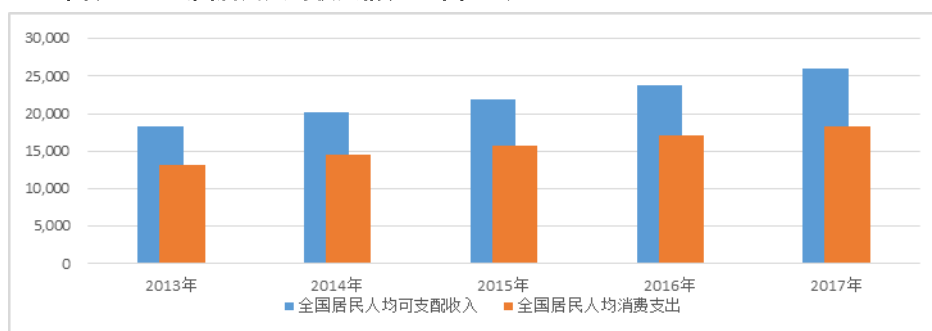
图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

需求方面，我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的发展提供了基本支撑。2017年末全国大陆总人口为139,008万人，比上年末增加737万人；其中年末城镇常住人口81,347万人，常住人口城镇化率为58.52%，比上年末提高1.17个百分点。同时，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高。2017年，全国居民人均可支配收入25,974元，扣除价格因素影响，比上年实际增长7.3%。且自2001年国内人均GDP首次超过1,000美元之后，我国开始步入消费升级阶段，即由生存型消费向发展型和享受型消费过渡；2015年国内人均GDP超过8,000美元，我国消费结构开始步入快速升级阶段。国内居民收入水平的提高，购买力的提升，以及消费水平的升级，推动了消费支出的持续增长。2017年全国居民人均消费支出18,322元，扣除价格因素，比上年实际增长5.4%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位。2017年，全国居民人均食品烟酒消费支出增长4.3%，但占消费支出的比重继续降低，为29.3%，比上年下降0.8个百分点，恩格尔系数进一步降低。此外，随着“80后”、“90后”逐步成为国内消费的主力人群，消费人口结构变化带来的消费观念转变，也为零售消费发展提供了助力，国内消费者信贷消费意愿的提升也进一步推动了消费支出的增长。

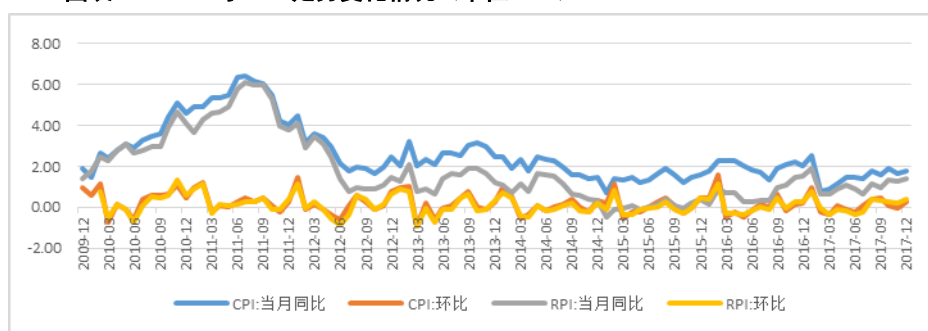
图表 3. 全国居民人均收支情况（单位：元）



数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2017年全国居民消费价格（CPI）上涨1.6%，涨幅比2016年回落0.4个百分点，延续了2012年以来涨幅低于3%的态势，属于温和上涨。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

图表 4. CPI 与 RPI 走势变化情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

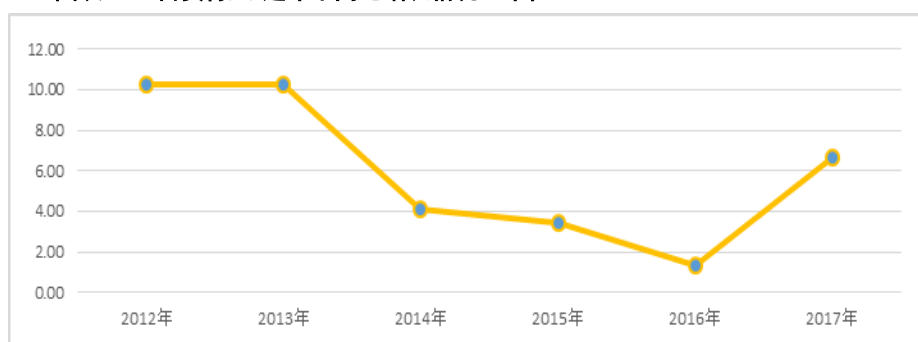
实体零售

百货

从国内百货业发展来看，在商品结构和业态定位方面经历了多次变化，实现了从传统百货业向现代百货业的转变，百货业态不断细分，出现了社区百货、时尚百货、精品百货等不同定位，并伴生出购物中心、奥特莱斯等业态。国内百货零售商通过业态间的错位经营，以更好地满足消费者的消费需求。但同时，由于国内百货业开放程度高，零售品牌较多，行业竞争激烈，加之联营为主的经营模式导致各百货品牌经营过程中商品同质化倾向较为突出，行业盈利难以有效提升。此外，国内复杂的供应商体系，以及品牌知名度的区域性，也加大了百货零售商在全国范围内进行扩张的难度。

近年来，在零售行业增速放缓，以及电商的冲击下，实体百货零售业整体面临的经营压力加大，零售企业经营增速出现下滑甚至负增长。进入 2017 年以来，随着国内经济的企稳向好，以及百货零售企业的持续升级调整，行业总体呈现回暖状态。2017 年限额以上零售业单位中百货店零售额同比增长 6.7%，增速比上年提高 4.1 个百分点。

图表 5. 百货行业¹近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

超市

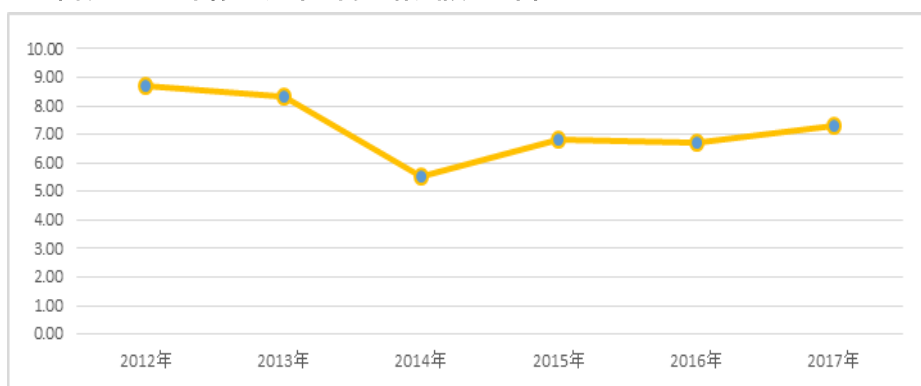
从超市业态来看，近年来生鲜产品经营逐渐成为国内超市业务经营的亮点。超市企业通过农超对接、基地直采、建设生鲜配送中心等手段，提升生鲜

¹ 2012-2016 年为重点流通企业中百货店数据；2017 年为限额以上零售业单位中百货店数据。

商品的运营能力。同时，超市运营商积极实施差异化经营，通过业态创新、增加自营及进口商品组合、提升门店软硬件设施等方式，改变同质化竞争的局面，超市的经营管理水平得到了一定深化。此外，超市业态依靠连锁发展形成规模优势，随着区域开店密度的提高，企业自身科技实力和信息系统应用能力、物流配送体系运行效率等因素将决定超市运营商能否真正实现规模效益。

近年来，实体超市行业在电商冲击的背景下，加快了升级调整步伐，增加互联网技术在日常运营中的应用，行业总体呈现波动中回暖的态势。2017 年限额以上零售业单位中超市零售额同比增长 7.3%，增速比上年提高 1.2 个百分点。

图表 6. 超市行业²近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

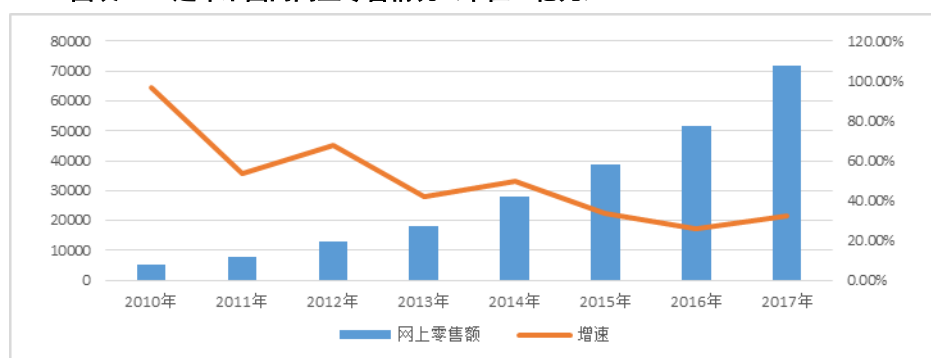
电商

从电商发展来看，随着淘宝\天猫、京东等一批大型电商信誉度及用户粘度的逐步提升，国内居民消费主力和消费模式的转变，以及国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业发展取得了显著的成长，并对实体零售业经营造成了明显的冲击，尤其对于物流体系相对完善的一、二线城市而言，冲击更易显现。

近年来零售电商持续保持着较快的增长。根据国家统计局数据，2017 年，全国网上零售额 71,751 亿元，增长 32.2%。其中，实物商品零售额 54,806 亿元，增长 28.0%，增速比社会消费品零售总额高 17.8 个百分点，占社会消费品零售总额比重为 15.0%，比上年提高 2.4 个百分点。从增速来看，随着国内电商市场渗透的深入及网络零售发展的不断成熟，网络零售端增速总体有所放缓，但仍维持在较快水平。

² 2012-2016 年为重点流通企业中超市数据；2017 年为限额以上零售业单位中超市数据。

图表 7. 近年来国内网上零售情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、商务部、国家统计局

从电商市场排名来看，根据中国电子商务研究中心 2017 年 5 月公布的《2016 年度中国网络零售市场数据监测报告》数据，中国 B2C 网络零售市场（包括开放平台式与自营销售式，不含品牌电商），天猫排名第一，占 57.7% 份额；京东名列第二，占据 25.4% 份额；唯品会位于第三，占 3.7% 份额。电商行业“马太效应”突出，天猫和京东已经形成较明显的市场地位优势。

B. 政策环境

零售行业开放程度高。且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。2015 年，国务院发布了《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》（国发〔2015〕66 号）、《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（国办发〔2015〕85 号）等文件，明确了消费对于推进产业转型升级，推动经济稳定增长的重要意义，旨在通过传统消费提质升级来引领产业升级，并提出要全面改善优化消费环境、支持发展消费信贷等意见，通过制度创新、技术创新、产品创新来增加新供给，满足创造新消费。2016 年国家发布“十三五”规划纲要，提出要实施创新驱动发展战略，其中重点之一是通过促进消费升级，拓展发展动力新空间。根据《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出我国在“十三五”期间要从流通大国走向流通强国，要通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速 10% 左右的目标。

具体到零售细分行业，2013 年以来，国家加大了对电商领域的政策支持力度，相继出台了包括《关于促进电子商务应用的实施意见》（2013 年）、《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》（2015 年）、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》（2015 年）等多项政策，并明确从准入门槛、税负、金融服务支持等方面支持电商跨境电商发展。在支持电商发展的同时，政府也在对其逐步进行规范，并促进电商及实体零售之间的公平有序竞争。根据 2016 年 12 月商务部等多部委联合发布的《电子商务“十三五”发展规划》，提出到 2020 年，电子商务交易额同比要翻一番，超过 40 万亿元，网络零售额达到 10 万亿元左右；同时也提出了在发展过程中要实现发展和规范并举；竞争和协调并行；开放和安全并重的原则。实体零售方面，为促进实体零售创新转型，2016 年国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》（国办

发〔2016〕78号），提出了要推动商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持等意见，以加快对实体零售转型的推动。同时，在推动线上线下融合发展方面，国务院办公厅也于 2015 年出台了《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》。

总体来看，政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型，对零售行业发展而言存在长期利好。

图表 8. 近年来零售行业相关政策颁布情况

| 政府部门 | 政策名称 | 发布时间 |
|--------|-------------------------------|-------------|
| 国务院 | 《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》 | 2015 年 5 月 |
| 国务院办公厅 | 《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》 | 2015 年 6 月 |
| 国务院办公厅 | 《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》 | 2015 年 9 月 |
| 国务院办公厅 | 《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》 | 2016 年 4 月 |
| 国务院办公厅 | 《关于推动实体零售创新转型的意见》 | 2016 年 11 月 |

注：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。据商务部典型零售企业统计数据测算，截至 2016 年末我国零售业经营单位达到 1,811.91 万个，同比增长 5.2%；其中，法人企业单位数量为 244.83 万个，同比增长 28%。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于较低水平。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；而网上零售占比也仅在 15% 左右。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。

近年来，实体零售业面临的电商冲击较大，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，经营业绩压力加大，关店风险上升。为应对行业市场的发展变化，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新，包括积极进行业态调整及创新，开发新业态模式；加强品类调整，提升自营业务比重，降低商品同质化；提升品类、单品管理力度及深度，加强消费数据研发，为采购、招商、营销等环节提供数据支撑；试水跨境电商、消费信贷等新型业务模式；开展线上业务，布局移动端，通过微信、手机 APP 等方式推进 O2O 模式，通过线上线下的融合及多渠道发展，以吸引客源，增强客户体验，增强竞争力等等。

与此同时，考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商企业也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商进行合作发展。诸如，阿里已与多家实体零售企业开展战略合作，并入股了银泰商业（01833.HK）、苏宁云商（002024.SZ）、三江购物（601116.SH）、联华超市（0980.HK）、新华都（002264.SZ）、高鑫零售（6808.HK）等上市公司；腾讯联合京东也已与沃尔玛、永辉超市（601933.SH）、家乐福、步步高（002251.SZ）等零售企业达成战略合作或已开展了股权及业务层面的合作。

总体来看，在行业变革加剧，O2O融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，如无人零售店等新型业态形式、新型购物场景体验模式陆续涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

财务方面来看，在实体零售回暖的带动下，有助于零售企业经营业绩的提振。零售企业销售环节回款普遍较为及时，经营环节现金流能对债务偿付形成必要保障。但同时，行业内部企业间竞争压力仍然较大，个体零售企业的财务表现会受其运营成效、战略选择、财务杠杆控制、流动性管理等状况而存在差异。

图表 9. 按业态分部分典型零售企业数据概览（单位：亿元，%）

| 企业名称 | 核心经营指标（合并口径） | | | | | 核心财务数据（合并口径） | | | |
|------|--------------|----------|-------|----------|--------|--------------|-------|-------|---------|
| | 核心业态 | 营业收入 | 毛利率 | 应收账款周转速度 | 存货周转速度 | 总资产 | 资产负债率 | 净利润 | 经营性净现金流 |
| 苏宁易购 | 家电连锁 | 1,879.28 | 14.10 | 107.61 | 9.80 | 1,572.77 | 46.83 | 40.50 | -66.05 |
| 王府井 | 百货 | 260.85 | 20.72 | 126.71 | 35.54 | 201.89 | 46.56 | 9.32 | 20.58 |
| 百联股份 | 百货、超市 | 471.81 | 21.24 | 98.81 | 11.64 | 446.71 | 54.51 | 8.58 | 21.33 |
| 天虹股份 | 百货、超市 | 185.36 | 25.76 | 355.66 | 9.85 | 154.07 | 60.88 | 7.18 | 11.23 |
| 大商股份 | 百货、超市、家电连锁 | 267.44 | 22.61 | 100.38 | 9.52 | 176.42 | 56.59 | 8.50 | 1.98 |
| 重庆百货 | 百货、超市、家电连锁 | 329.15 | 17.68 | 271.35 | 10.66 | 132.44 | 61.13 | 6.50 | 12.87 |
| 鄂武商 | 购物中心、超市 | 181.22 | 22.71 | 2,091.67 | 8.86 | 180.20 | 60.17 | 12.41 | 2.58 |
| 永辉超市 | 超市 | 585.91 | 20.84 | 79.88 | 8.46 | 328.70 | 37.91 | 16.85 | 26.41 |
| 华润万家 | 超市 | 262.58 | 17.73 | 86.76 | 10.34 | 301.47 | 85.55 | 0.37 | -15.63 |
| 百联集团 | 百货、超市、物贸 | 603.54 | 19.15 | 49.29 | 10.20 | 811.62 | 61.46 | 6.65 | 31.04 |

注：新世纪评级根据公开资料整理；数据口径为 2017 年

D. 风险关注

➤ 行业增速不达预期风险。

宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响。尽管由于经营的商品及服务与居民生活息息相关，并以一般消费品为主，存在着大量的刚性需求，因此相较一些强周期性行业，零售行业受其影响相对较小，但仍面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，随着国人境外消费、跨境购物需求的增加，也存在着分流境内消费，影响行业增速的风险。

➤ 竞争风险。

现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大。同时，各零售业态经营过程中的同质化情况仍较为严重，自营能力的不足，自有品牌的占比较低，造成门店陈列、商品及品牌构成等方面的同质化现象突出。同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。

➤ 成本费用控制压力。

对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成。受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。

➤ 零售商运营及升级转型压力。

随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。同时，在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场持续活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源共享。在零售行业线上线下双向融合的趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或将影响企业的长期发展。

此外，零售企业还持续面临着商品质量、安全经营、线上线下公平交易等方面的运营监管压力。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司继续保持规模优势及较强的市场地位，并持续推进业务创新和结构调整，但在面临宏观经济低迷、电商分流等不利因素的情况下，公司超商、专业连锁业务仍面临较大业绩下滑压力，同时公司继续收缩资贸易业务规模，加之受投资收益波动影响，导致跟踪期内公司收入及利润规模均出现较大幅度下滑。

该公司主业包括超商、综合百货、物资贸易等业务，其中以超商和综合百货为主的零售业已具备了较显著的规模，在长三角地区，尤其是上海市场已具

备了较高的市场地位和品牌知名度，是公司经营收益的核心来源，2017 年超商和综合百货在营业收入和毛利中合计占比分别为 78.22% 和 78.16%。但受宏观经济下行、电商冲击等因素的持续影响，跟踪期内公司超商、专业连锁业务仍面临较大业绩下滑压力。此外，跟踪期内公司继续剥离物资贸易业务，物资贸易业务规模明显缩减。受上述因素影响，2017 年，公司实现营业收入 603.54 亿元，同比下降 29.09%，实现净利润 6.65 亿元，同比下降 30.36%；2018 年第一季度，公司实现营业收入 172.20 亿元，同比略增 2.24%，实现净利润 2.74 亿元，同比下降 9.65%。

图表 10. 公司主业基本情况

| 主营业务/产品或服务 | 市场覆盖范围/核心客户 | 业务的核心驱动因素 |
|---------------------|-------------|--------------|
| 综合百货、专业连锁、连锁超商、物资贸易 | 全国/上海等 | 规模/品牌/管理/资产等 |

资料来源：百联集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 第一季度 | 2017 年 第一季度 |
|-----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 | 1198.39 | 852.15 | 605.57 | 173.05 | 168.67 |
| 其中：核心业务营业收入（亿元） | 1197.43 | 851.08 | 603.54 | 172.20 | 168.43 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 99.92 | 99.87 | 99.66 | 99.51 | 99.86 |
| 其中：（1）综合百货 | 189.27 | 173.11 | 187.29 | 57.56 | 55.17 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 15.81 | 20.34 | 31.03 | 33.43 | 32.76 |
| （2）专业连锁 | 31.65 | 33.20 | 22.77 | 2.51 | 10.91 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 2.64 | 3.90 | 3.77 | 1.46 | 6.48 |
| （3）超商连锁 | 311.60 | 300.86 | 284.80 | 81.06 | 82.18 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 26.02 | 35.35 | 47.19 | 47.07 | 48.79 |
| （4）物资贸易 | 588.09 | 299.68 | 65.68 | 18.32 | 17.25 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 49.11 | 35.21 | 10.88 | 10.64 | 10.24 |
| 毛利率（%） | 12.07 | 14.30 | 19.15 | 18.56 | 19.39 |
| 其中：综合百货（%） | 19.01 | 16.61 | 17.85 | 20.71 | 21.86 |
| 专业连锁（%） | 17.09 | 18.49 | 17.26 | 41.04 | 25.94 |
| 超商连锁（%） | 20.24 | 20.21 | 19.99 | 19.63 | 19.15 |
| 物资贸易（%） | 0.94 | 1.42 | 4.84 | 2.46 | 5.33 |

资料来源：百联集团

A. 综合百货

该公司综合百货业务主要运营主体为上市公司百联股份，涉及连锁百货、购物中心、奥特莱斯等业态，旗下拥有“第一八佰伴”、“第一百货”、“东方商厦”等多个知名商业品牌。

该公司门店以成熟门店为主，且门店位置优越，多数均处于上海市核心商

圈。跟踪期内，公司新增 2 家购物中心，为百联川沙购物中心³与百联安庆购物中心⁴；跟踪期内，妇女用品商店（临沂店）整合进入临沂购物中心，并对东方商厦（重庆店）进行闭店经营调整，此外，公司将东方商厦（南东店）与第一百货合并经营。截至 2018 年 3 月末，共拥有门店数量 52 家。

跟踪期内，该公司继续推进传统零售转型工作，聚焦重点商圈与重点门店，加大对既存门店的调整升级力度，并进行了多家门店的闭店改造。其中，公司对第一百货店进行闭店改造，并完成了其与东方商厦（南东店）的合并整合，将其打造成为上海南京路步行街上集文化、生活、美食、时尚于一体的综合商业中心；东方商厦（杨浦店）引入更多智能、时尚的体验性项目，为公司首家由既存门店转型成为城市奥特莱斯业态的门店；东方商厦（宁波店）通过引入生活方式集合店或主力店、丰富特色餐饮等方式打造成为“家庭生活空间”为主题的特色小型购物中心；东方商厦（临沂店）结合社区生活场所氛围，调整成为社区居民生活与社交需求的商场门店。除东方商厦（宁波店）外，以上门店均已于 2018 年初开业运营，目前来看，调整改造效果已初具效果。

从门店的经营情况来看，跟踪期内该公司奥特莱斯门店经营状况仍较好，同时通过加强对传统百货与购物中心的改造升级，百货与购物中心的部分门店业绩有所好转，加上公司保持了一定的开店数量。2017 年公司综合百货业务实现收入 187.29 亿元，较上年增长 8.19%，实现毛利 33.43 亿元，较上年增长 16.24%；2018 年第一季度，公司综合百货业务实现收入 57.56 亿元，较上年同期增长 4.33%，实现毛利 11.92 亿元，较上年同期下降 1.16%，主要系 2018 年以来，部分门店进行升级调整，毛利水平有所波动导致。

图表 12. 公司主要百货门店营业收入情况（单位：亿元）

| 门店名称 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 第一季度 |
|--------------------|--------|--------|-----------|
| 连锁百货业态（东方商厦） | | | |
| 上海徐汇店 | 6.67 | 7.04 | 2.40 |
| 上海南东店 ⁵ | 5.52 | 3.79 | 0.00 |
| 上海杨浦店 | 2.63 | 2.11 | 0.41 |
| 上海中环店 | 7.31 | 7.84 | 3.54 |
| 上海淮海店 | 1.73 | 2.31 | 0.58 |
| 上海嘉定店 | 2.57 | 2.50 | 0.81 |
| 上海青浦店 | 3.33 | 3.48 | 1.02 |
| 上海奉贤店 | 6.17 | 6.39 | 2.07 |
| 上海金山店 | 1.93 | 2.00 | 0.62 |
| 重庆店 ⁶ | 0.82 | 0.51 | 0.15 |
| 宁波店 | 0.02 | 0.02 | 0.00 |

³ 百联川沙购物中心位于上海浦东新区川沙路 5558 号，项目总建筑面积 9.30 万平方米，为自有物业。

⁴ 百联安庆购物中心位于安徽省安庆市马山广场德宽路 277 号，项目总建筑面积 9.65 万平方米，为自有物业。

⁵ 与第一百货进行业务整合，2018 年收入不在单店体现。

⁶ 重庆店于 2017 年进行闭店经营调整。

| 门店名称 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 第一季度 |
|----------------|--------|--------|-----------|
| 长沙店 | 0.43 | — | — |
| 单体百货店 | | | |
| 上海第一八佰伴有限公司 | 17.95 | 27.06 | 6.59 |
| 历史名店 | | | |
| 永安百货 | 4.82 | 5.22 | 1.49 |
| 第一百货 | 10.97 | 7.02 | 2.47 |
| 上海时装商店 | 1.92 | 2.17 | 0.73 |
| 上海妇女用品商店 | 0.64 | 0.36 | 0.14 |
| 购物中心业态 | | | |
| 百联又一城购物中心 | 11.41 | 12.37 | 4.10 |
| 百联中环购物广场 | 9.33 | 9.74 | 4.24 |
| 百联南方商城购物中心 | 7.05 | 6.55 | 1.69 |
| 百联南桥购物中心 | 6.76 | 7.02 | 2.25 |
| 百联西郊购物中心 | 4.11 | 3.86 | 1.26 |
| 百联沈阳购物中心 | 6.03 | 0.58 | 0.18 |
| 百联南岸上海城购物中心 | 1.39 | 1.20 | 0.35 |
| 百联金山购物中心 | 3.69 | 3.94 | 1.23 |
| 百联社区商业中心 | 0.22 | 0.04 | 0.04 |
| 百联徐汇购物中心 | 0.61 | 0.61 | 0.16 |
| 百联东郊购物中心 | 1.68 | 1.68 | 0.56 |
| 百联世博源项目（含一、二期） | 4.36 | 4.42 | 1.20 |
| 杨浦滨江购物中心 | 1.59 | 1.77 | 0.49 |
| 百联世纪购物中心 | 0.46 | 2.04 | 0.60 |
| 百联嘉定购物中心 | 1.25 | 2.24 | 0.65 |
| 百联川沙购物中心 | - | 2.33 | 0.98 |
| 奥特莱斯业态 | | | |
| 奥特莱斯（上海青浦） | 29.24 | 32.89 | 9.45 |
| 奥特莱斯（江苏·无锡） | 8.08 | 8.85 | 2.67 |
| 奥特莱斯（武汉·盘龙） | 10.65 | 11.71 | 3.27 |
| 奥特莱斯（南京） | 4.34 | 5.92 | 1.86 |
| 奥特莱斯（济南海那城） | - | 2.95 | 1.02 |

资料来源：百联集团

B. 连锁超商

该公司超商业务主要运营企业包括上市公司联华超市和华联吉买盛，业务涵盖便利店、大型卖场（大型综合超市）和标准超市等业态，旗下拥有“联华”、“世纪联华”、“华联”、“快客”、“华联吉买盛”等品牌。其中联华超市是公司超商业务最核心的运营主体。

跟踪期内，联华超市积极布局新网点，并关闭经营效益差的门店，截至 2018 年 3 月末，联华超市门店较 2016 年末减少 197 家至 3421 家（主要是加盟店减少 178 家），其中直营店 1510 家，加盟店 1911 家。

在门店减少的同时，跟踪期内联华超市继续推进既存实体门店的转型升级，对上海地区全部大卖场门店、及超过 50% 的标准超市门店进行了购物环境改造，调整商品结构，并提高服务水平；同时积极优化生鲜采购供应链，大力推进基地建设，构建完善的生鲜供给体系，同时门店也推行生鲜现场管理质量的提升。截至 2018 年 3 月末，联华超市已在江苏、广西、吉林、海南等 8 个省市拥有 201 个生鲜基地，单品数量达到 825 个，当年生鲜基地采购商品销售额同比增幅 5.1%，蔬菜自采自配试点已覆盖全国世纪联华 145 家门店和标超门店 1439 家，门店覆盖比率提高较快。同时为加强超市业务线上线下融合，并整合线上线下商品资源，推进渠道模式转型，联华超市继续推进上海区域数字化门店改造与百联通会员体系，其中截至目前，超市门店数字化改造覆盖率已超过 90%。在物流体系建设方面，跟踪期内联华超市继续推进江桥物流中心项目（建筑面积 13 万平方米）和浙江杨汛桥物流基地（建筑面积 18.26 万平方米）的建设，规划总投资 14.35 亿元，其中江桥物流中心项目截至 2018 年 3 月末已累计投入 8.40 亿元，处于试运营状态，能够覆盖上海、江苏及安徽等地的超市商品常温配送，提高了长三角区域商品配送能力；浙江杨汛桥物流基地尚处于建设阶段，截至 2018 年 3 月末已累计投入 3.76 亿元，预计将于 2018 年内完工。

跟踪期内，因集团资源整合及消除同业竞争的需要，该公司与联华超市的子公司杭州联华华商集团有限公司（简称“联华华商”）签订《股权转让协议》，将义乌都市生活超市 100% 的股权以现金 9.74 亿元的对价转让给联华华商，义乌都市生活超市后续的经营管理将按照联华超市的标准进行；同时作为对价之一，联华超市将持有的上海联华生鲜食品加工配送中心有限公司（简称“联华生鲜”）100% 股权转让给公司⁷；自股权转让完成日至 2017 年末，义乌都市生活超市有限公司实现收入 0.16 亿元，实现净利润 0.02 亿元，未来整合效果仍有待进一步关注。

除联华超市外，该公司超商板块另一经营主体华联吉买盛主要在上海地区经营大卖场业态，截至 2018 年 3 月末，拥有门店 15 家。跟踪期内受外部经营压力加大及租金、人工成本上涨等影响，华联吉买盛经营压力仍较大，仍处于亏损状态，2017 年及 2018 年第一季度，华联吉买盛分别实现营业收入 13.37 亿元及 3.61 亿元，净亏损 0.18 亿元及 0.02 亿元。公司未来将对华联吉买盛的经营进行进一步整合，以期扭亏为盈。

总体来看，跟踪期内虽然该公司超商业务持续推进网点梳理及经营思路的改善、门店转型，并加强生鲜、物流体系建设等，但受消费市场增长趋缓、电商冲击等因素影响，公司超商业务门店进一步减少，经营业绩整体仍有所下滑。2017 年及 2018 年第一季度，公司连锁超商业务实现营业收入分别为 284.80 亿元及 81.06 亿元，较上年同期分别下滑 5.34% 及 1.36%；实现营业毛利分别为

⁷ 因联华生鲜的生鲜食品加工配送业务已迁址至联华超市投资经营的上海市嘉定区江桥物流基地，从而造成原有生产场地、设施设备空置，出售联华生鲜将提高联华超市盈利水平，增加其经营性现金流，有利于其门店转型改造和满足日常经营需要。

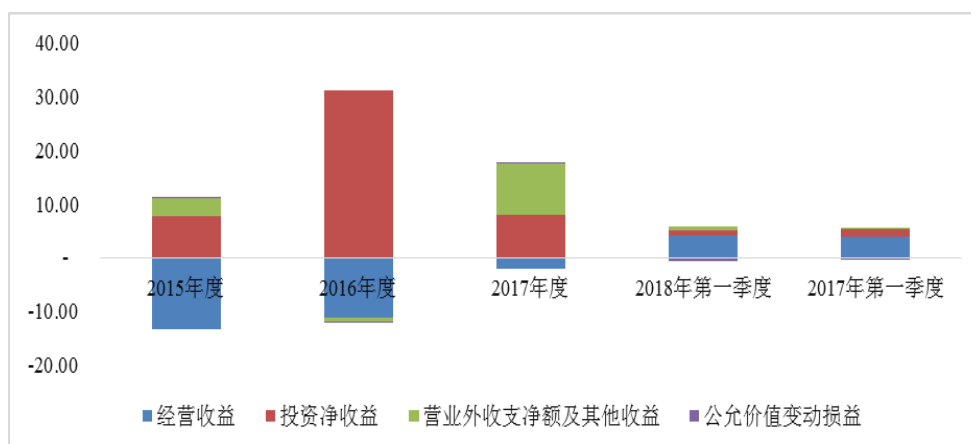
56.92 亿元及 15.91 亿元，较上年同期分别下滑 6.37% 及略增 1.08%。

C. 物资贸易

该公司物资贸易业务核心运营企业为上市公司上海物贸，主营金属材料、油品、汽车、木制品、化工品等大宗商品的贸易，主要经营方式为经销、代理、连锁经营、交易市场、电子商务、加工贸易、国际贸易等。物资贸易业务受宏观经济形势变化影响大，周期性较明显。跟踪期内，公司继续对部分物贸业务进行剥离与整合，进一步清理有色金属业务，同时梳理物贸涉及的相关诉讼事宜，目前公司物贸业务仅保留了整车经销（4S 店）、二手车交易、化工等生产资料的批发与零售业务，经营收入规模继续有所缩减，但资产质量、盈利能力等方面有所好转。2017 年，上海物贸实现营业收入分别为 61.03 亿元，较上年下降 62.83%，实现净利润 0.40 亿元，较上年增长 66.32%；2018 年第一季度，上海物贸实现营业收入 18.12 亿元，较上年同期增长 11.47%，实现净利润 0.18 亿元，较上年同期增长 32.69%。未来公司将继续做好风险业务的清理工作，加快资金回笼，并解决遗留诉讼问题；同时推进现有业务向平台经济模式转型。

(2) 盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据百联集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2017 年，该公司实现营业收入及营业毛利分别为 603.54 亿元及 115.60 亿元，较上年分别下滑 29.09% 及 5.04%。其中营业毛利下滑幅度较小主要系公司持续推进业务结构的调整及经营管理改善，当年公司综合毛利率较上年增加 4.85 个百分点至 19.15%。同时受人工、租金成本上升影响，公司期间费用规模有所增长，当年期间费用为 110.17 亿元，期间费用率较上年提高 4.80 个百分点至 18.25%。2018 年第一季度，公司综合毛利率略下滑至 18.56%，当期实现营业毛利 31.96 亿元，较上年同期下降 2.16%，同期公司期间费用为 27.85 亿元，当期期间费用率为 16.17%。

图表 14. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 第一季度 | 2017 年 第一季度 |
|----------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 1197.43 | 851.08 | 603.54 | 172.20 | 168.43 |
| 毛利（亿元） | 144.55 | 121.73 | 115.60 | 31.96 | 32.66 |
| 期间费用率（%） | 10.15 | 13.45 | 18.25 | 16.17 | 16.53 |
| 其中：财务费用率（%） | 0.16 | 0.16 | 0.11 | 0.66 | 0.60 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 10.44 | 8.32 | 6.60 | - | - |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 0.50 | 0.79 | 0.10 | - | - |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

除主业外，非经营性收益对该公司利润影响也较大，2017 年公司获得投资收益为 8.03 亿元，较上年下降 74.14%，主要系 2016 年公司以资产包方式转让了上海建配龙房地产有限公司、上海濠泉房地产有限公司以及上海兴力达商业广场有限公司 100%股权和相应债权⁸获取较多一次性投资收益所致，2017 年，公司实现的投资收益主要来自权益法核算的中银消费金融有限公司、上海复旦微电子集团股份有限公司等长期股权投资企业。同年公司实现的营业外收入为 12.65 亿元，主要为政府补助、动迁补偿收入等。受主业毛利及投资收益下降等双重因素影响，2017 年，公司实现净利润 6.65 亿元，较上年下降 30.36%。2018 年第一季度，公司主业毛利继续有所减少，当期实现净利润 2.74 亿元，同比下降 9.65%。

总体来看，跟踪期内，该公司主业经营继续有所下滑，叠加投资收益波动影响，整体利润规模同比降幅较明显。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析⁹

| 影响公司盈利的其他因素 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 第一季度 | 2017 年 第一季度 |
|------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 投资净收益（亿元） | 7.73 | 31.04 | 8.03 | 1.15 | 1.28 |
| 其中：理财产品（亿元） | 0.27 | 0.61 | 1.21 | - | - |
| 营业外收支净额及其他收益（亿元） | 3.21 | -0.89 | 9.37 | 0.69 | 0.38 |
| 其中：政府补助（亿元） | 3.34 | 3.17 | 2.77 | - | - |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

该公司将继续开展传统零售转型工作，并将继续推进重点门店转型改造，推进经营模式转型，深化供应链体系建设，同时推动渠道模式转型，促进线上线下相融合。

奥特莱斯业态与购物中心业态为该公司未来业务发展的重点。目前公司主

⁸ 上海衡源企业发展有限公司以 89.10 亿元受让了该资产包，公司已全额收到交易价款。其中处置上海濠泉房地产有限公司实现投资收益 6.26 亿元，处置建配龙项目实现投资收益 15.82 亿元。

⁹ 企业未提供一季度的分类数据。

要在建的购物中心项目为崇明新城项目与长沙百联奥特莱斯项目，两个项目均预期将于 2018 年内完工并投入使用。储备项目方面，主要为武汉奥特莱斯项目二期、济南高新东区百联奥特莱斯项目的筹备与建设工作，以上储备项目预计总投资 11.02 亿元，截至 2017 年末已累计投入 3.38 亿元。总体看，公司保持了一定的开店量，且储备项目较多，可为公司的长期发展奠定基础，但中短期内也将给公司带来一定资本性支出压力，并主要依靠债务融资解决资金需求，或将进一步推升公司现有债务规模。

图表 16. 截至 2017 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 资金来源 | 投资进度 | | |
|------------|-------|------|-------|--------|--------|
| | | | 年末已投资 | 2018 年 | 2019 年 |
| 崇明新城项目 | 19.98 | 贷款 | 14.56 | 5.42 | - |
| 长沙百联奥特莱斯项目 | 9.38 | 自筹 | 3.31 | 6.07 | - |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司产权结构及治理结构均保持稳定。

跟踪期内，该公司产权状况及法人治理结构保持稳定。截至 2018 年 3 月末，公司仍为国有独资企业，由上海市国资委代表上海市政府行使出资人职责。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，根据公开信息查询及该公司提供资料显示，公司不存在不良行为记录。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

| 信息类别 | 信息来源 | 查询日期 | 母公司 | 核心子公司 |
|----------|---------------------------|-----------|-----|-------------|
| 欠贷欠息 | 中国人民银行征信中心 | 2018/6 | 无 | 未提供 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露 | 2018/5/31 | 正常 | 正常 |
| 重大诉讼 | 最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明 | 2018/5/31 | 无 | 见后文“表外事项”分析 |
| 工商 | 国家企业信用信息公示系统 | 2018/5/31 | 无 | 无 |
| 质量 | 公司情况说明 | 2018/5/31 | 无 | 无 |
| 安全 | 公司情况说明 | 2018/5/31 | 无 | 无 |

资料来源：根据百联集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司负债经营程度控制稳定，且刚性债务偿付压力较轻。公司经营环节现金净流入量较大，现金类资产保持充裕，总体债务偿付能力强。

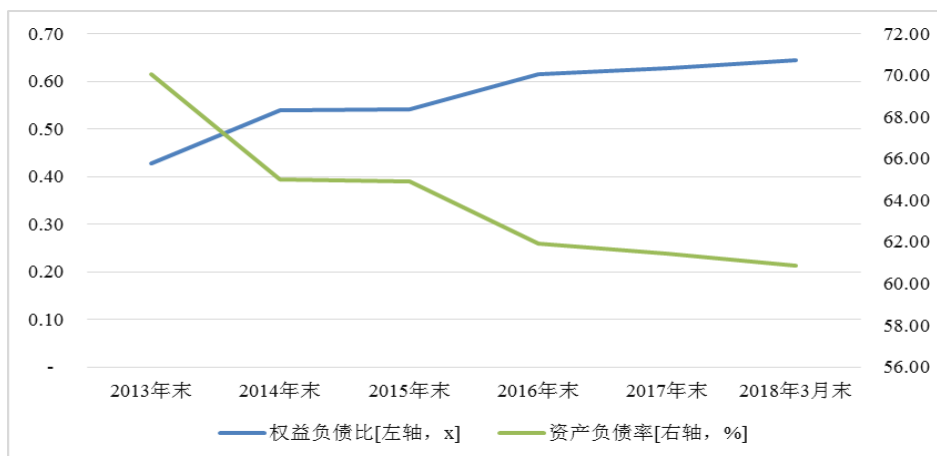
1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。其中 2017 年，公司采用了财政部对政府补助、资产处置损益会计处理的最新规定，对当年公司的营业外收入、营业外支出、资产处置收益等会计科目按照最新规定进行了重分类调整。2018 年第一季度的财务报表未经审计。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



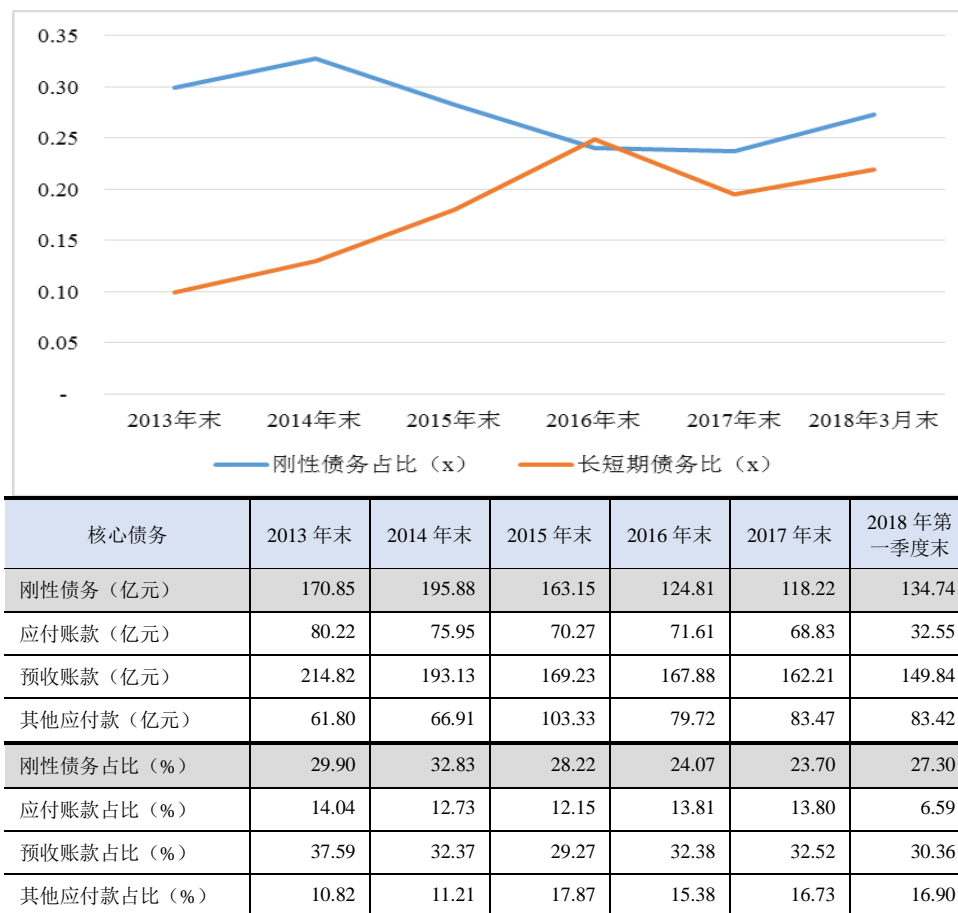
资料来源：根据百联集团所提供数据绘制。

跟踪期内，随着该公司偿付部分刚性债务，债务规模有所下降。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 498.84 亿元及 493.54 亿元，较上年末分别下降 3.79% 及 1.06%。受益于负债规模的下降，公司负债经营程度也呈现下降态势，同期末，公司资产负债率分别为 61.46% 及 60.84%，分别较上年末减少 0.44 和 0.62 个百分点，负债经营程度控制稳定。

近年来，该公司净利润波动引起经营积累存在波动，导致权益资本也处于波动状态。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 312.78 亿元及 317.70 亿元，其中同期末未分配利润为 28.74 亿元及 29.38 亿元。此外，受公司旗下拥有百联股份、上海物贸等上市实体，公司少数股东权益规模较大，同期末公司归属于母公司的所有者权益为 199.39 亿元及 202.10 亿元。总体看，公司资本补充能力一般。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据百联集团所提供数据绘制。

该公司主业特点造成其债务一直大量集中于流动负债，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 19.54% 及 21.97%，流动负债占比仍很高。同期末，公司流动负债分别为 417.31 亿元及 404.64 亿元，分别占负债总额的 83.66% 和 81.99%。公司流动负债主要由预收账款、应付账款、其他应付款和短期刚性债务（包括银行借款及应付债券等）构成，截至 2017 年末分别为 162.21 亿元、68.83 亿元、83.47 亿元及 74.71 亿元，分别占流动负债的 38.87%、16.49%、20.00% 和 17.90%。其中，其他应付款主要是动迁款、人员费用及往来款等，当年因土地及房地产动迁置换款增加，导致年末其他应付款较上年末增长 4.70% 至 83.47 亿元；此外公司年内偿还了短期融资券，但加大了短期借款的融资力度，年末短期刚性债务较上年末增长 7.99%。预收账款和应付账款分别是 162.21 亿元及 68.83 亿元，受公司业务规模整体有所缩减的影响，两者均较上年末略有下降。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等中长期刚性债务构成，年末公司中长期刚性债务规模为 43.52 亿元，较上年末下降 21.77%，主要系“15 百联集 MTN001”将于 2018 年内到期，重分类至流动负债所致。截至 2018 年 3 月末公司刚性债务合计为 134.74 亿元，较上年末增长 13.97%，其余负债科目较上年末变化不大。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-----------------|
| 短期刚性债务合计 | 142.91 | 170.01 | 117.90 | 69.18 | 74.71 | 82.96 |
| 其中：短期借款 | 103.38 | 93.25 | 56.82 | 20.12 | 40.41 | 48.95 |
| 一年内到期非流动负债 | 0.50 | 15.67 | 11.72 | 10.17 | 4.79 | - |
| 应付短期债券 | 23.40 | 46.73 | 40.86 | 25.33 | - | - |
| 应付票据 | 15.05 | 13.77 | 8.20 | 8.09 | 8.16 | 8.71 |
| 其他短期刚性债务 | 0.58 | 0.60 | 0.30 | 5.47 | 21.35 | 25.31 |
| 中长期刚性债务合计 | 27.94 | 25.87 | 45.26 | 55.63 | 43.52 | 51.77 |
| 其中：长期借款 | 1.95 | 5.36 | 15.06 | 14.54 | 10.95 | 19.22 |
| 应付债券 | 25.99 | 20.51 | 30.20 | 41.09 | 32.56 | 32.55 |
| 其他中长期刚性债务 | - | - | - | - | - | - |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司刚性债务规模呈现波动态势，2017 年末为 118.22 亿元，较上年末下降 5.28%，2018 年 3 月末公司刚性债务增至 137.74 亿元。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 23.70% 及 27.30%，公司总体债务偿付压力不大。

跟踪期内，该公司刚性债务主要由银行借款及应付债券构成。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司短期借款与长期借款合计额分别为 51.36 亿元及 68.17 亿元，且以信用借款与抵押借款为主，公司能以较低的利率水平取得银行借款，利率区间主要为 2.75%-4.75%。同期末，公司应付债券余额分别为 32.56 亿元及 32.55 亿元，主要系公司发行“16 百联集 MTN001”及“16 百联集 MTN002”，发行利率分别为 3.05% 和 2.99%；2017 年末，公司一年内到期的应付债券余额为 20.73 亿元，为即将到期的“15 百联集 MTN001”，发行利率为 3.47%，总体而言，公司融资成本不高。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业周期（天） | 37.83 | 45.67 | 47.10 | 48.06 | 43.19 |
| 营业收入现金率（%） | 126.78 | 122.56 | 123.68 | 128.06 | 130.87 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 97.55 | 71.43 | 68.51 | 76.45 | 66.12 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -87.57 | -33.39 | -56.90 | -45.03 | -35.08 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 9.98 | 38.04 | 11.60 | 31.42 | 31.04 |
| EBITDA（亿元） | 49.07 | 48.42 | 23.43 | 41.99 | 38.16 |

| 主要数据及指标 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.29 | 0.26 | 0.13 | 0.29 | 0.31 |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 4.39 | 4.04 | 2.24 | 5.05 | 5.78 |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

作为商业零售企业，该公司业务周转速度较快，保持了较强的主业现金回笼能力，2017 年及 2018 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 130.87% 及 135.77%。同期，公司经营性现金流净额分别为 31.04 亿元及 11.94 亿元，公司业务现金收支净流入规模较大，并受其他因素现金收支净流出额波动影响，整体经营活动产生的现金净流入规模呈现一定波动。

2017 年，该公司实现的 EBITDA 为 38.16 亿元，当年，公司 EBITD 对刚性债务的覆盖倍数为 0.31 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 5.78 倍。跟踪期内，受公司利润总额下降的影响，公司 EBITDA 也有所下降，但仍能对公司刚性债务及相关利息偿付形成一定的保障。

（2）投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -1.11 | -8.86 | 11.87 | -32.97 | 3.76 |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | 0.29 | -37.82 | -23.76 | -20.68 | -15.23 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | 1.54 | 1.38 | 27.05 | 57.32 | -0.67 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | 0.73 | -45.30 | 15.16 | 3.68 | -12.14 |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

跟踪期内，该公司继续推进存量项目升级改造及新项目建设，在建项目支出仍维持在较大规模，加上公司每年理财投资规模较大且波动频繁，2017 年及 2018 年第一季度，公司投资活动现金流量净额分别为-12.14 亿元和-8.56 亿元，仍呈现波动态势。后续来看，随着公司不断推进业务升级调整及新网点的布局，公司仍将持续面临一定资本性支出需求。

（3）筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 权益类净融资额 | -4.54 | 5.51 | -0.92 | 2.59 | 0.11 |
| 其中：永续债及优先股 | - | - | - | - | - |
| 债务类净融资额 | -6.02 | 4.44 | -31.53 | -51.85 | -16.93 |
| 其中：现金利息支出 | 11.17 | 11.99 | 10.44 | 8.32 | 6.60 |

| 主要数据及指标 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 筹资环节产生的现金流量净额 | -10.56 | 9.95 | -32.45 | -49.27 | -16.82 |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理，其中现金利息支出以费用化利息与资本化利息总和列示。

跟踪期内，该公司经营环节获现能力仍较强，除依靠日常经营回笼的资金以满足投资环节资金支出需求外，公司也依靠银行借款、发行债券等方式融入资金。2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动现金流净额分别为 -16.82 亿元及 -0.27 亿元。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一季度末 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 471.59 | 452.90 | 414.73 | 359.03 | 344.00 | 352.01 |
| | 57.80 | 49.34 | 46.56 | 42.87 | 42.38 | 43.39 |
| 其中：货币资金（亿元） | 222.72 | 220.39 | 221.44 | 206.65 | 207.01 | 228.39 |
| 存货（亿元） | 141.49 | 129.21 | 112.57 | 53.14 | 42.55 | 41.04 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 344.36 | 464.97 | 476.01 | 478.50 | 467.62 | 459.23 |
| | 42.20 | 50.66 | 53.44 | 57.13 | 57.62 | 56.61 |
| 其中：固定资产（亿元） | 145.27 | 157.51 | 158.22 | 176.41 | 181.10 | 180.17 |
| 在建工程（亿元） | 23.96 | 30.56 | 45.56 | 26.84 | 26.32 | 28.69 |
| 可供出售金融资产（亿元） | 71.56 | 157.95 | 156.41 | 151.24 | 140.58 | 135.20 |
| 无形资产（亿元） | 38.88 | 39.16 | 38.27 | 43.84 | 49.70 | 50.52 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 51.06 | 103.35 | 117.46 | 142.29 | 165.29 | — |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 6.26 | 11.26 | 13.19 | 16.99 | 20.37 | — |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

2017 年末及 2018 年 3 月末该公司资产总额分别为 811.62 亿元和 811.24 亿元，其中非流动资产占比分别为 57.62% 和 56.61%。公司非流动资产主要集中为固定资产、可供出售金融资产、在建工程、无形资产等。其中固定资产余额分别为 181.10 亿元及 180.17 亿元，主要系部分自有物业。作为大型零售企业，公司拥有众多自有商业物业，其中相当部分处于繁华商圈内，且取得时间较早，成本较低，市场价值远高于账面值。同期末公司无形资产余额分别为 49.70 亿元及 50.52 亿元，较上年末分别增长 13.38% 及 1.65%，主要系土地使用权。随着部分在建项目完工，转入固定资产和无形资产，2017 年末公司固定资产、无形资产同比均有所增加，在建工程余额总体有所下降，同期末在建工程余额分别为 26.32 亿元及 28.69 亿元。同期末公司可供出售金融资产余额分别为 140.58 亿元及 135.20 亿元，主要为持有的浦发银行、海通证券、兴业银行等上市公司股权，以及信托及银行理财等，公司可供出售金融资产具有较强变现能力，可为偿债提供进一步保障，但同时其价值会受金融市场波动影响。跟踪期内，受所持股价值波动的影响，公司可供出

售金融资产分别同比下降 7.05% 和 3.82%。

从该公司流动资产来看，主要由货币资金和存货构成，2017 年末及 2018 年 3 月末，两者合计分别占流动资产的 72.55% 和 76.53%。同期末存货为 42.55 亿元和 41.04 亿元，2017 年以来存货规模持续下降主要系物贸业务规模收缩所致。同期末货币资金为 207.10 亿元和 228.39 亿元，其中 2017 年末受限货币资金为 86.76 亿元，受限的原因主要为预付卡存管资金、履约保证金等。同期末公司预付款项分别为 14.70 亿元及 12.46 亿元，呈现持续下降态势，主要系物贸业务规模收缩所致。此外，公司将闲置资金用于购买理财产品，同期末公司其他流动资产分别为 55.17 亿元及 42.63 亿元。公司购买的大部分理财产品类型为非保本浮动收益型，近年来金融市场的年化收益率下降，影响了公司资金收益，存在一定投资理财风险。

2017 年末，该公司受限资产规模为 165.29 亿元，占同期末总资产的 20.37%，主要系保证金、用作抵押的固定资产、在建工程及无形资产等。

图表 25. 截至 2017 年末，公司受限资产情况（单位：亿元）

| 受限资产 | 金额 | 受限原因 |
|--------|--------|---------------------------|
| 货币资金 | 86.76 | 银行承兑汇票、预收购物卡保证金等 |
| 固定资产 | 48.67 | 用于抵押借款及未办妥产权证书的固定资产 |
| 在建工程 | 14.93 | 用于抵押借款的在建工程 |
| 无形资产 | 12.78 | 用于抵押借款的无形资产及未办妥产权证书的土地使用权 |
| 长期股权投资 | 2.16 | 用于抵质押贷款的长期股权投资 |
| 合计 | 165.29 | - |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动比率（%） | 90.73 | 85.75 | 84.64 | 86.49 | 82.43 | 86.99 |
| 速动比率（%） | 53.85 | 53.15 | 56.10 | 69.53 | 68.71 | 73.77 |
| 现金比率（%） | 43.40 | 41.94 | 45.39 | 49.90 | 49.82 | 56.45 |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

跟踪期内该公司保持了较强的流动性。2017 年末和 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 82.43% 及 86.99%，速动比率分别为 68.71% 及 73.77%。公司现金类资产较为充裕，能对即期债务偿付提供较强的保障，同期末，公司现金比率分别为 49.82% 及 56.45%。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司对并表范围外企业担保余额为 6.24 亿元，系为上海海外联合投资股份有限公司、上海国际汽车城发展有限公司 2 家企业

的银行贷款提供的担保，目前被担保企业经营正常。

截至 2018 年 3 月末，该公司涉及重大诉讼事项共 7 项，涉案金额合计为 20.36 亿元，且均产生于物贸板块业务纠纷，公司已对诉讼案件计提较为充分的资产减值损失。跟踪期内，公司继续推进诉讼案件，并取得一定进展，但未决诉讼案件后续进展仍有待持续关注。

图表 27. 截至 2018 年 3 月末公司诉讼案件进展情况（单位：亿元）

| 被告 | 原告 | 涉案金额 | 案由 | 进展 |
|---------------------------|--|------|-----------------|---------|
| 宁波湛天贸易有限责任公司 | 上海物资贸易股份有限公司黑色金属分公司 | 0.62 | 欠款纠纷 | 正在执行过程中 |
| 山西省绛县明迈特有限公司、连云港金拓等八被告 | 上海乾通金属材料有限公司 | 6.94 | 买卖合同纠纷 | 正在执行过程中 |
| 山西省绛县明迈特有限公司 | 上海乾通金属材料有限公司 | 3.85 | 《仓库租赁及货物保管合同》纠纷 | 已裁决 |
| 山西省绛县明迈特有限公司 | 上海物贸炉料有限公司 | 5.38 | 《仓库租赁及货物保管合同》纠纷 | 已裁决 |
| 上海臻金贸易有限公司 | 上海乾通金属材料有限公司/（上海物资贸易股份有限公司、中国兵工物资集团有限公司） | 1.18 | 买卖合同纠纷 | 正在诉讼过程中 |
| 中山市长虹石油贸易有限公司 | 上海燃料有限公司 | 1.60 | 买卖合同纠纷 | 正在审理过程中 |
| 森工（苏州）商贸有限公司、森工（苏州）物流有限公司 | 上海森联木业发展有限公司 | 0.79 | 借款合同纠纷 | 正在审理过程中 |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管控职能，通过事业部公司制改造，逐步由成立之初的事业部制改造为母子公司制，建立“集团一经营性企业”两个层次的管控模式；同时根据自身运营管理需要，对职能部门进行设置及调整，对子公司形成一定的管控力度。资金管理方面，公司实行资金集中管理，并以规避资金使用风险，提高资金使用效益为核心目标，制订了《百联集团有限公司资金集约管理暂行办法》，同时加强对公司及下属企业的资金筹集、往来结算等的监管和控制。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司本部资产规模分别为 391.07 亿元及 389.01 亿元，其中货币资金分别为 52.34 亿元和 50.50 亿元。同期末负债规模分别为 194.62 亿元及 193.82 亿元。作为核心融资主体，公司本部刚性债务规模较大，同期末分别为 92.49 亿元和 91.25 亿元。2017 年及 2018 年第一季度，公司本部实现营业收入 1.56 亿元及 0.16 亿元，公司本部总体收入规模较小，且经营性现金净流量呈现波动，2017 年及 2018 年第一季度分别为 11.01 亿元和 -2.02 亿元。总体来看，公司本部能对集团内部非上市板块资源进行有效调度，但公司优质资源及大量货币资金多集中于上市子公司，且上市子公司经营独立性较强，而债务多集中在公司本部名下，导致公司本部自身债务偿付

能力较有限。

外部支持因素

该公司外部融资渠道较为畅通，银行资信情况较好。公司已与多家银行保持了良好的合作关系。截至 2018 年 3 月末，合并口径下，公司获得的银行授信总额为 302.53 亿元，其中贷款授信为 196.50 亿元，尚有 238.37 亿元授信额度未使用。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 其中： 贷款授信 | 尚未使用 额度 | 附加条件/增 信措施 |
|------------------|--------|-------------|------------|---------------|
| 全部（亿元） | 302.53 | 196.50 | 238.37 | 无 |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | - | - | - | - |
| 工农中建交五大商业银行（亿元） | 200.13 | 102.00 | 148.02 | 无 |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 66.15 | 51.91 | 62.10 | 无 |

资料来源：根据百联集团所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

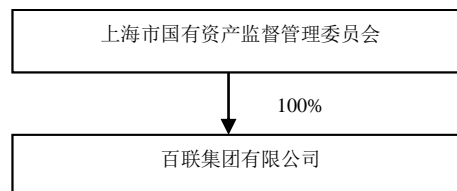
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司继续保持规模优势及较强的市场地位，并持续推进业务创新和结构调整，但在面临宏观经济低迷、电商分流等不利因素的情况下，公司超商、专业连锁业务仍面临较大业绩下滑压力，同时公司继续收缩资贸易业务规模，加之受投资收益波动影响，导致跟踪期内公司收入及利润规模均出现较大幅度下滑。

财务方面，跟踪期内该公司负债经营程度控制稳定，且刚性债务偿付压力仍较轻。公司经营环节现金净流入量较大，现金类资产保持充裕，总体债务偿付能力强。

附录一：

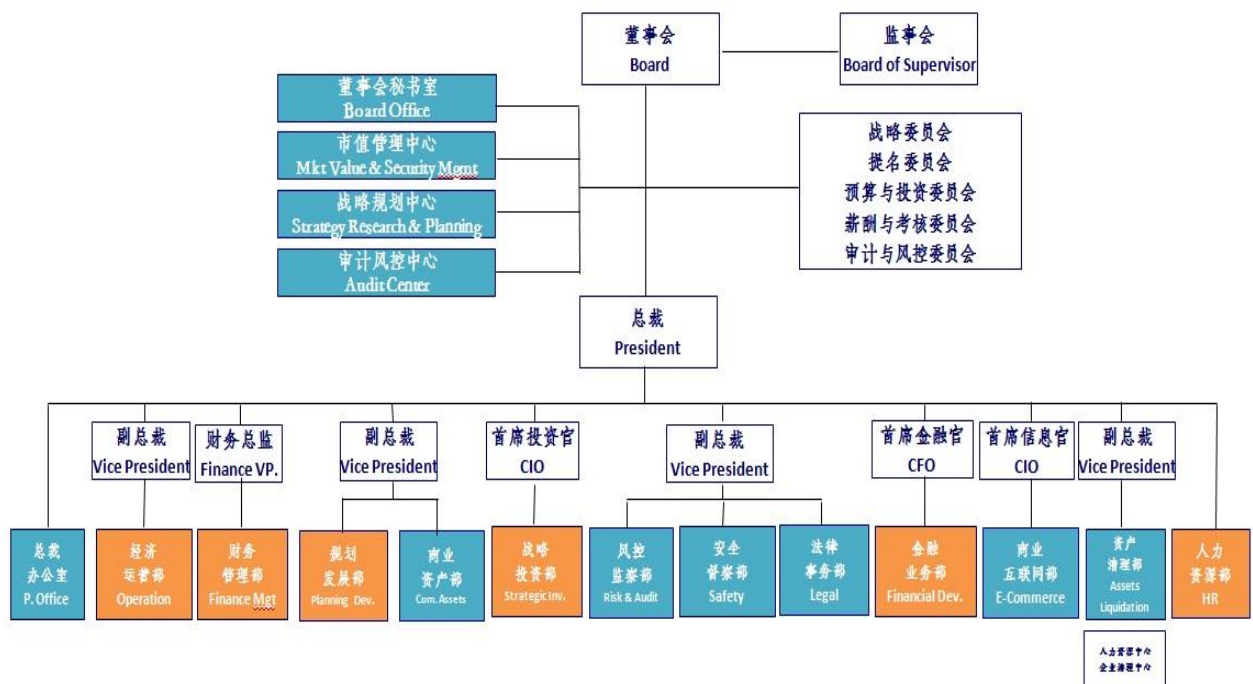
公司与实际控制人关系图



注：根据百联集团提供的资料绘制（截至评级报告日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据百联集团提供的资料绘制（截至评级报告日）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司 持股比例 (%) | 主营业务 | 2017 年（末）主要财务数据（亿元） | | | | | | 备注 |
|----------------|------|-------|--------------------|------------|---------------------|--------|--------|-------|----------------|--------|-------|
| | | | | | 刚性债务余额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营环节现金 净流入量 | EBITDA | |
| 百联集团有限公司（公司本部） | 百联集团 | 公司本部 | - | 百货、物 贸等 | 57.21 | 196.45 | 1.56 | 10.17 | 11.01 | - | 母公司口径 |
| 上海百联集团股份有限公司 | 百联股份 | 核心子公司 | 43.67% | 综合百货 | 35.09 | 203.20 | 471.81 | 8.58 | 21.33 | 19.69 | |
| 上海物资贸易股份有限公司 | 上海物贸 | 核心子公司 | 48.10% | 物资贸易 | 10.25 | 6.16 | 61.03 | 0.40 | 0.70 | 0.69 | |

注：根据百联集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 第一季度 |
|----------------------|----------|--------|--------|----------------|
| 资产总额 [亿元] | 890.74 | 837.53 | 811.62 | 811.24 |
| 货币资金 [亿元] | 221.44 | 206.65 | 207.01 | 228.39 |
| 刚性债务[亿元] | 163.15 | 124.81 | 118.22 | 134.74 |
| 所有者权益 [亿元] | 312.49 | 319.07 | 312.78 | 317.70 |
| 营业收入[亿元] | 1,197.43 | 851.08 | 603.54 | 172.20 |
| 净利润 [亿元] | -13.34 | 9.55 | 6.65 | 2.74 |
| EBITDA[亿元] | 23.43 | 41.99 | 38.16 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 11.60 | 31.42 | 31.04 | 11.94 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | 15.16 | 3.68 | -12.14 | -8.56 |
| 资产负债率[%] | 64.92 | 61.90 | 61.46 | 60.84 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 191.53 | 255.65 | 264.57 | 235.79 |
| 流动比率[%] | 84.64 | 86.49 | 82.43 | 86.99 |
| 现金比率[%] | 45.39 | 49.90 | 49.82 | 56.45 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.73 | 3.20 | 3.31 | — |
| 担保比率[%] | 3.66 | 1.00 | 1.04 | 1.96 |
| 营业周期[天] | 47.10 | 48.06 | 43.19 | — |
| 毛利率[%] | 12.07 | 14.30 | 19.15 | 18.56 |
| 营业利润率[%] | -0.46 | 2.35 | 1.21 | 2.67 |
| 总资产报酬率[%] | 0.84 | 3.08 | 2.65 | — |
| 净资产收益率[%] | -4.21 | 3.03 | 2.11 | — |
| 净资产收益率*[%] | -2.17 | 2.18 | 1.97 | — |
| 营业收入现金率[%] | 123.68 | 128.06 | 130.87 | 113.83 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 2.28 | 6.94 | 7.46 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 4.56 | 6.40 | 3.71 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 2.24 | 5.05 | 5.78 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.13 | 0.29 | 0.31 | — |

注：表中数据依据百联集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中，2015 年数据采用 2016 年审计报告中经追溯调整后的数据。

指标计算公式

| |
|---|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/[报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]] +365/[报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]] |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100% |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 发行人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 级 | 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低 |
| | A 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投 机 级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA 级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A 级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投 机 级 | BB 级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC 级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C 级 | 不能偿还债券本息。 |

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告日出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 06 月）
- 《零售行业信用评级方法》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。