

王府井集团股份有限公司

2018 年度第一期中期票据

# 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(2019)100027】

**评级对象:** 王府井集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据

18 王府井集 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AAA/稳定/AAA/2019 年 4 月 19 日

**首次评级:** AAA/稳定/AAA/ 2018 年 7 月 9 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	256.83	201.89	217.05
总负债	153.84	94.00	102.26
刚性债务	70.54	22.49	32.93
所有者权益	102.99	107.89	114.79
营业收入	234.87	260.91	267.11
净利润	5.77	7.42	12.26
经营性现金净流入量	14.66	19.86	15.22
EBITDA	19.03	21.91	24.59
资产负债率[%]	59.90	46.56	47.11
权益资本与刚性债务比率[%]	146.00	479.75	348.59
流动比率[%]	105.46	111.10	100.69
现金比率[%]	77.59	83.14	79.37
利息保障倍数[倍]	4.19	5.17	14.11
净资产收益率[%]	6.53	7.04	11.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.15	19.60	19.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.75	10.83	3.49
EBITDA/利息支出[倍]	6.33	7.30	18.93
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.47	0.89

注:根据王府井集团经审阅的 2016-2017 年财务数据及经审计的 2018 年财务数据整理、计算。其中 2016 年财务数据采用 2017 年备考合并财务报表审阅报告列示的 2016 年末数或 2016 年度数; 备考审阅报告未编制母公司财务报表。

### 分析师

熊桦 xh@shxsj.com

陈婷婷 ctt@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)对王府井集团股份有限公司(简称王府井集团、发行人、该公司或公司)2018 年度第一期中期票据的跟踪评级反映了王府井集团在品牌知名度、经营规模、财务结构稳健度、资产质量等方面保持优势,同时也反映了公司在市场竞争、门店培育、项目投资融资等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **零售品牌知名度高,多业态协同发展。**王府井集团专注百货零售业务发展,经过多年运营已发展成为行业内龙头企业之一,并已形成了较高的品牌及市场知名度。跟踪期内,公司继续推进战略转型与业务结构升级调整,加强多业态布局,业态间的协同发展将有助于公司经营抗风险能力的增强。
- **规模经营优势较显著。**通过多年的运营积累及业务拓展,王府井集团零售网点资源丰富,整体已具备了较显著的规模经营优势。跟踪期内,公司收入及利润规模进一步扩大。
- **资本实力不断增强,财务结构较稳健。**跟踪期内,得益于经营积累,王府井集团资本实力进一步增强。公司目前负债经营程度处于合理水平,财务结构较为稳健。
- **流动性充足,资产质量较好。**王府井集团经营获现能力强,货币资金存量较充足,资产流动性整体维持在良好水平。作为上市公司,公司融资手段多样,且拥有一定量位于较好地段的自有物业以及有价证券资产,能对融资及债务偿付提供良好支撑。

#### 主要风险:

- **实体零售市场发展压力。**零售行业增速放缓、电商冲击及竞争激烈等因素使得近年来实体零售商持续面临较大的市场竞争压力。
- **业务升级拓展压力。**在实体零售市场竞争加剧

的背景下，王府井集团近年来不断推进业务升级调整及新业态布局，存在持续的资本性支出需求。同时，公司业务升级拓展的推进情况及实施效果需持续加以关注。

- **门店管理及成本控制压力。**王府井集团已开业门店中租赁物业门店较多，面临一定租金上涨、门店租约到期等租赁相关风险。同时，随着门店的增多，公司在提升运营管理水平、控制运营成本、缩短培育期等方面存在持续压力。
- **项目投资风险。**近年来王府井集团通过合作形式推进商业项目及业态拓展，对外形成的股权投资及股东借款规模较大，需关注相关项目培育期长短、盈利情况等对公司投资回报及资金回笼的影响。

### 评级关注

- **关注同业竞争事项。**跟踪期内，根据北京市国资委的相关安排，王府井集团控股股东王府井东安的国有资产已被无偿划转至首旅集团。由于首旅集团旗下上市公司首商股份与王府井集团同属于零售业，未来双方同业竞争解决情况有待持续关注。

### ➤ 未来展望

通过对王府井集团及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中期票据还本付息安全性极强，并维持本期中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 王府井集团股份有限公司

## 2018 年度第一期中期票据

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照王府井集团股份有限公司 2018 年度第一期中期票据（简称“18 王府井集 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据王府井集团提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对王府井集团的财务状况、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。

截至 2018 年末，该公司已发行但尚未到期的债券为“12 王府 02”、“18 王府井集 SCP001”和“18 王府井集 MTN001”，待偿还债券本金余额合计为 26 亿元。其中“18 王府井集 SCP001”和“12 王府 02”分别将于 2019 年 5 月及 10 月到期。公司历史债券兑付情况正常。

图表 1. 截至 2018 年末公司存续债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	到期时间	本息兑付情况
12 王府 02	11.00	7 年	5.20	2019-10-24	正常
18 王府井集 SCP001	10.00	270 天	3.84	2019-05-17	正常
18 王府井集 MTN001	5.00	3 年	4.50	2021-08-20	正常
合计	26.00	-	-	-	-

资料来源：Wind

### 业务

#### 1. 外部环境

##### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。**

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完



善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

## (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。2018年以来，零售行业总体保持了平稳发展，消费仍是拉动经济增长的主要动力。

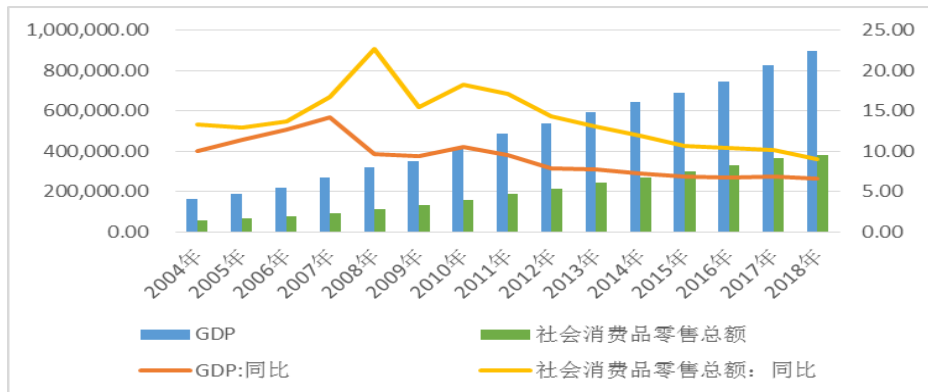
随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，长期来看，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

### 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。经初步核算，2018年国内完成生产总值（GDP）90.03万亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%，增速比上年减少0.3个百分点。同期，我国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9%，增速较上年下降1.2个百分点。2018年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为76.2%；最终消费拉动GDP增

长 5%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

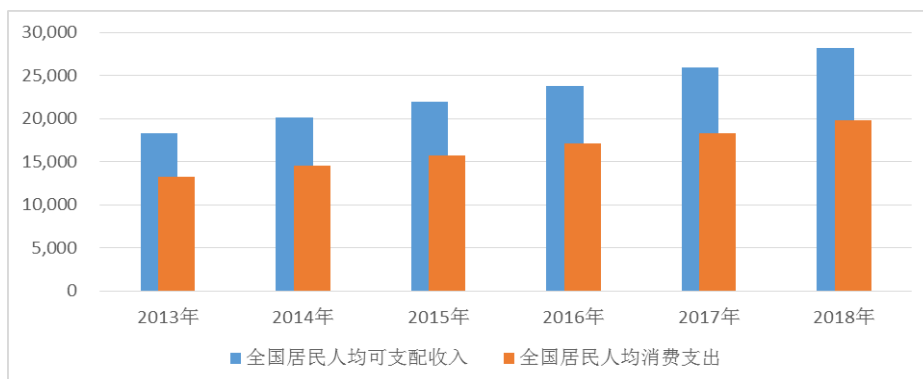
**图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）**



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。2018 年末全国大陆总人口为 139,538 万人，比上年末增加 530 万人，其中城镇常住人口 83,137 万人，常住人口城镇化率为 59.58%，比上年末提高 1.06 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。2018 年，全国居民人均可支配收入 28,228 元，扣除价格因素影响，比上年实际增长 6.5%。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。2018 年全国居民人均消费支出 19,853 元，扣除价格因素，比上年实际增长 6.2%。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。2018 年，全国居民人均食品烟酒消费支出占消费支出的比重继续降低，为 28.36%，比上年下降 0.97 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）**

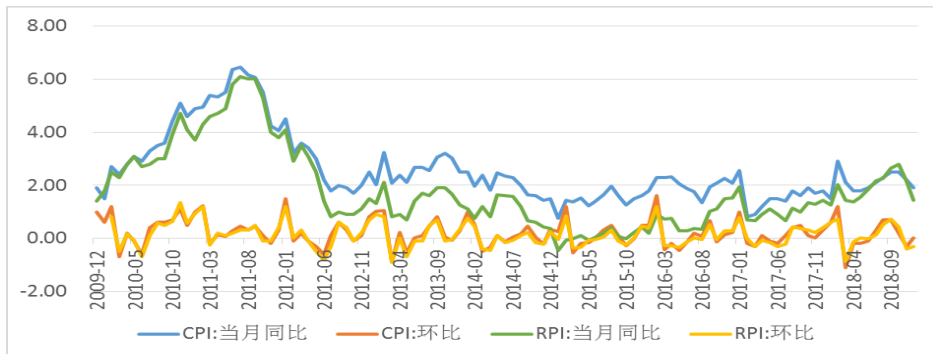


数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2018 年全国居民消费价格（CPI）上涨 2.1%，涨幅比上年扩大

0.5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：%）

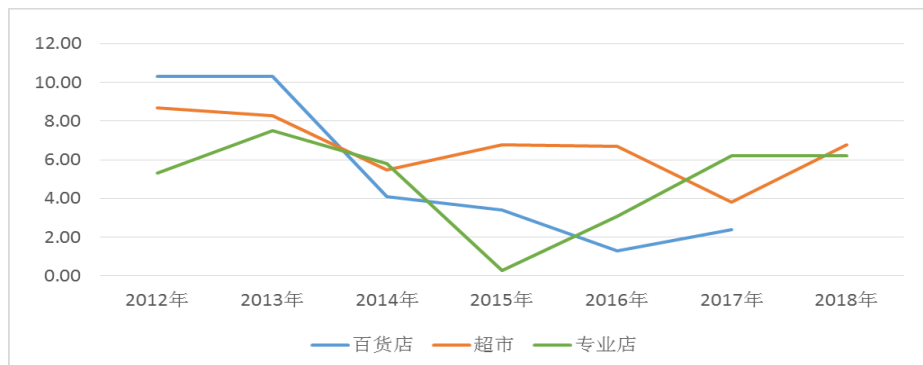


资料来源：Wind、国家统计局

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，以及百货零售企业的持续升级调整，行业总体呈现一定回暖状态。

从零售行业各业态数据来看，根据国家统计局相关数据，2018年限额以上单位实体零售业态零售额比上年增长4.6%。其中，限额以上超市、专业店的零售额分别增长6.8%和6.2%；百货店、专卖店等业态在上年恢复性增长的基础上继续保持增长态势。

图表 5. 零售行业各业态<sup>1</sup>近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局、商务部

<sup>1</sup> 2012-2017年为商务部重点监测零售企业数据；2018年为限额以上零售企业单位数据，其中百货店数据暂缺。



## 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。2018 年以来，政府进一步出台一系列完善促进消费体制机制、减税降费等政策，这将有助于激发居民消费潜力，为零售行业发展带来利好。

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，政府持续鼓励促进消费，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政策利好。

**图表 6. 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

政府部门	政策名称	发布时间
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
中共中央、国务院	《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	2018年9月
国务院办公厅	《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》	2018年9月
发改委、商务部等部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	2019年1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。据国家统计局数据和商务部典型零售企业统计数据测算，截至 2017 年末我国零售业经营单位共有 1,938 万个，同比增长 7.4%；其中，法人企业单位数量为 288.8 万个，同比增长 20%。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%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重尚不足 20%。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。为应对行业市场的变化发展，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）、家乐福中国、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。

#### **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<sup>2</sup>

该公司为我国百货零售行业的龙头企业之一，品牌具有较高的市场知名度。经过多年的连锁化经营以及全国布局，公司主业已形成了较明显的规模化经营优势及综合竞争实力。跟踪期内，国内实体零售市场仍面临着消费增速放缓、线上线下激烈竞争等压力，在此背景下，公司通过积极推进业务升级调整，加强业态拓展及运营能力提升，收入规模进一步增长，并保持了良好的盈利能力。

该公司百货业务运营历史较长，是我国百货零售行业的龙头企业之一，已形成了较高的市场知名度与竞争实力，根据中国连锁经营协会 2018 年 5 月发布的《2017 年中国连锁百强》排名，公司名列第 15 位。跟踪期内，公司继续以王府井百货、王府井奥莱、王府井购物中心、赛特奥莱等品牌进行连锁发展，坚持全国扩张、加强区域渗透的门店布局方式。截至 2018 年末，公司已在全国 31 个城市运营 51 家门店，总经营建筑面积约为 264.6 万平方米，门店网络覆盖全国七大经济区域。同时，为应对国内消费增速放缓、零售市场激烈竞争等不利外部因素，公司持续推进业务转型及机制调整，在加强对传统百货门店优化升级的同时，积极推进奥特莱斯、购物中心、超市等业态的拓展，从业态创新和拓展、商品经营能力和顾客经营能力、全渠道构建等方面巩固及提升自身运营能力。

**图表 7. 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
零售/百货、购物中心、奥特莱斯等	国内	规模/资产/管理/品牌等

资料来源：王府井集团

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 8. 公司核心业务收入及变化情况**

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	234.87	260.91	267.11
其中：核心业务营业收入（亿元）	223.27	246.59	249.23
在营业收入中所占比重（%）	95.06	94.51	93.31
其中：商品销售	223.27	246.59	249.23
在核心业务收入中所占比重（%）	100.00	100.00	100.00
毛利率（%）	21.33	20.71	21.18

<sup>2</sup> 公司于 2017 年 4 月完成收购贝尔蒙特 100% 股权，2018 年 1 月完成吸收合并王府井国际，上述两事项均属同一控制下企业合并。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《王府井集团股份有限公司 2017 年度备考合并财务报表审阅报告》（XYZH/2018BJA10553），该备考合并财务报表是假设吸收合并王府井国际完成后的公司架构在 2016 年 1 月 1 日已经存在，且在 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日止期间内无重大改变，以此假定的公司架构为会计主体编制而成。本评级报告本段内容所涉 2016-2017 年财务数据，如无特别注明采用自该备考合并财务报表。



主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
其中：商品销售（%）	17.55	16.56	16.51

资料来源：王府井集团

2017-2018 年，该公司分别实现营业收入 260.91 亿元和 267.11 亿元。跟踪期内公司收入保持增长，但同比增速有所下滑，由 11.09% 下降至 2.38%，主要受外部零售环境以及门店调整等因素影响。从收入构成来看，公司主要从事商业零售业务，收入以商品零售收入为主，2018 年占比为 93.31%。公司其他收入包括围绕零售主业形成的经营收费、功能及出租收入等。

该公司业务经营模式主要包括联营、自营和租赁。其中以联营模式为主，2018 年占营业收入的比重为 79.51%。联营模式主要是由供应商在门店设立品牌商品专柜，由门店与供应商共同承担销售任务，其特征是商品销售后，公司在确认商品销售收入的同时根据与供应商的协议分成比例确认商品采购成本和相应的毛利。对公司而言，采用联营模式无存货积压、跌价等风险，但毛利率相对较低。为提升门店盈利能力及核心竞争力，公司近年来也积极推进自营模式，即公司自行承担商品的采购、保管及销售，并承担商品所有权上的风险和收益，目前公司已在部分化妆品、家用电器、日用品及食品等品类上采用自营模式。公司还规划通过自有品牌开发及外部合作方式不断推进自营业务发展。跟踪期内，公司成立了全资品牌管理公司，计划推进国际品牌代理、国际品牌买手制集合店等业务。此外，公司还以租赁模式开展业务，即商户租赁门店的部分场地开展经营活动，门店向商户收取租金，租赁模式毛利率较高，主要涉及餐饮、休闲、娱乐、母婴教育、服饰等品类。2018 年公司联营、自营及租赁模式实现的收入分别为 212.39 亿元、36.28 亿元和 6.85 亿元。

管理方面，该公司采用总部、门店的两级管理模式，由总部负责目标计划的制定及管理、门店选址与定位、招商及营销、门店经营业绩考核等。为应对市场竞争、提升门店管理能力，公司近年来推进了业务组织架构调整，通过设立事业部的形式加强对百货、奥特莱斯等细分业态的专业化管理，并在奥特莱斯板块试点“合伙人”改革<sup>3</sup>，加强团队激励。同时公司持续推动百货业态不断地向购物中心化、城市奥莱化、社区化的方向发展。在门店管理方面，公司持续推行“一店一策”策略，考虑单店自身运营与当地市场情况调整运营策略，为门店发展提供支持。会员及营销方面，公司加快推进会员电子化进程，通过大数据营销系统，加强精准营销。截至 2018 年末，公司会员总数为 901 万名，会员消费占公司销售总额的比重约为 56%。

招商采购方面，为加强品牌集中管理，实现规模化优势，该公司由总部统一负责重点品牌的招商工作，下属门店具有一般品牌的引进权限。公司与供应商的货款结算周期一般在 1 个月左右。经过多年发展，公司已与上千家国内外知名零售品牌商、功能服务合作商、地产商形成了长期合作关系。公司供应商较为分散，2018 年向前五名供应商采购额约占年度采购总额的 8.71%。公司通

<sup>3</sup> 与奥特莱斯管理团队合资成立北京王府井奥莱企业管理有限公司，公司持股 70%。

过推进与供应商的深度联营、加强自营采购等方式，提升商品管理能力及巩固内生增长能力。

门店拓展方面，跟踪期内该公司继续推进全国性发展，目前门店分布在华北、华中、华南、西南、西北、华东、东北等七大经济区域。2018 年以来，公司新开门店 1 家，为长春赛特奥莱 MALL，总经营建筑面积 9.8 万平方米，为自有物业门店；同时受物业出租方转型、租约到期、门店经营业绩状况等因素的影响，公司当年关店门店 4 家<sup>4</sup>，总经营建筑面积合计 11.1 万平方米。截至 2018 年末，公司在全国 31 个城市运营 51 家门店，当期净减少 3 家。实体店以外，公司已搭建了微信网上商城、天猫旗舰店等多渠道的线上销售网络和服务体系，并不断推进全渠道建设。但目前线上业务对公司经营业绩的影响仍较为有限。

**图表 9. 2018 年公司开店及闭店情况（单位：万平方米）**

	门店	开店/闭店时间	经营建筑面积	物业性质	闭店原因
新开门店	长春赛特奥莱 MALL	2018 年 12 月 30 日	9.8	自有	-
关闭门店	北京大兴王府井	2018 年 10 月 08 日	4.3	租赁	物业方转型，提前解除租赁合同
	重庆王府井百货 1 店（解放碑店）	2018 年 10 月 08 日	4.8	租赁	租赁到期，不再续约
	贵州国晨店	2018 年 09 月 30 日	0.9	租赁	租赁到期，不再续约
	厦门嘉禾店	2018 年 10 月 08 日	1.1	自有	闭店转型

数据来源：根据王府井集团提供数据绘制

**图表 10. 截至 2018 年末公司已开业门店情况**

区域位置	门店名称	经营建筑面积（万平方米）	物业性质	开业时间/并入时间
华北地区	北京市百货大楼	10.6	自有	1955.09
	北京双安商场	3.9	自有	1994.08
	北京长安商场	2.9	自有	1990.05
	北京东安市场	1.1	租赁	1998.01
	北京右安门王府井购物中心	2.0	自有	2015.12
	包头王府井百货 1 店	3.4	租赁	2002.12
	包头王府井百货 2 店	3.0	租赁	2008.04
	鄂尔多斯王府井百货	4.6	租赁	2011.09
	呼和浩特王府井奥莱	3.6	租赁	2004.12
	太原王府井百货	6.8	租赁	2010.05
	北京赛特购物中心	2.3	租赁	1992.12
	北京赛特奥莱店	4.4	自有	2009.07
	华中地区	焦作王府井百货	5.3	租赁
洛阳王府井百货		4.7	租赁	2004.12
洛阳王府井购物中心		8.1	租赁	2015.05
郑州王府井百货		4.8	租赁	2012.12
武汉王府井百货		3.4	自有	1998.01
长沙王府井百货		7.1	自有+租赁	2004.12
长沙王府井购物中心		6.3	租赁	2015.12

<sup>4</sup> 4 家门店 2017 年营业收入及净利润合计分别为 9.23 亿元和 0.16 亿元。



区域位置	门店名称	经营建筑面积 (万平方米)	物业性质	开业时间/ 并入时间
华南地区	熙地港（郑州）购物中心	13.7	自有	2017.03
	郑州王府井百货熙地港店	2.4	租赁	2017.03
	广州王府井百货	3.2	租赁	1996.07
	南宁王府井奥莱	2.5	租赁	2011.12
西南地区	成都王府井百货	5.8	自有	1999.12
	成都王府井购物中心	9.1	租赁	2011.12
	乐山王府井购物中心	4.5	租赁	2015.09
	重庆王府井百货 2 店	3.8	租赁	2006.01
	昆明王府井百货	3.3	租赁	2009.09
	南充王府井购物中心 <sup>5</sup>	9.4	租赁	2016.12
	贵阳国贸广场	2.2	自有+租赁	2002.09
	遵义国贸购物中心	3.2	租赁	2003.09
	贵阳南国花锦春天百货	2.0	自有	2008.01
	六盘水国贸广场	1.3	租赁	2008.01
	TP Mall 国贸购物中心	3.6	租赁	2011.09
	逸天城购物中心	4.1	租赁	2014.09
	国贸凯里购物中心	8.1	租赁	2017.03
	西北地区	西宁王府井百货 1 店	5.4	租赁
西宁王府井百货 2 店		3.7	租赁	2013.05
兰州王府井百货		5.0	租赁	2010.11
乌鲁木齐王府井百货		3.1	租赁	2007.03
银川王府井购物中心		7.3	租赁	2016.02
熙地港（西安）购物中心 <sup>6</sup>		14.8	自有	2016.04
西安王府井百货		2.8	租赁	2016.04
银川王府井奥特莱斯		5.6	租赁	2016.10
王府井赛特奥莱临潼店		7.8	自有	2016.12
王府井赛特奥莱机场店		9.0	租赁	2016.12
华东地区	福州王府井百货	6.3	租赁	2012.11
	厦门中山巴黎春天	1.8	自有	1998.12
东北地区	沈阳赛特奥莱店	4.1	自有	2012.08
	哈尔滨王府井购物中心	12.8	自有+租赁	2017.09
	长春赛特奥莱 MALL	9.8	自有	2018.12

注：根据王府井集团提供的资料整理

门店物业性质方面，截至 2018 年末，该公司自有物业门店 17 家，经营建筑面积为 109.1 万平方米，主要分布在北京、武汉、成都等经济较发达地区，且基本处于当地核心商圈内。同期末，公司租赁物业门店 34 家，经营建筑面积为 155.5 万平方米。公司租赁物业一般签长期合约，租赁期限在 15~20 年，并规定了同等条件下的优先续租权，能基本保障经营的稳定性，但也面临物业

<sup>5</sup> 南充购物中心是由南充王府井购物中心管理有限公司运营的项目，后者目前由公司全资子公司成都王府井百货有限公司持有 10% 股权、联营公司北京王府井购物中心管理有限责任公司持有 90% 股权。公司对南充购物中心以权益法进行核算。

<sup>6</sup> 熙地港（西安）购物中心是由西安王府井商业运营管理有限公司投资，西安王府井商业运营管理有限公司是由公司与塔博曼西安（香港）有限公司各出资 50% 设立而成，公司以权益法进行核算。西安王府井百货位于熙地港（西安）购物中心内。

租金上涨、租约到期无法续租、物业方断租等压力及风险，公司 2018 年所关闭门店中 3 家为租赁物业门店。从租赁费用来看，随着租金的上涨，公司整体租金支出水平有所增长，2017-2018 年租赁费分别为 8.80 亿元和 9.20 亿元。

**图表 11. 2018 年末公司门店情况（单位：万平方米）**

地区	自有物业门店		租赁物业门店	
	门店数量（家）	经营建筑面积	门店数量（家）	经营建筑面积
华北地区（北京、山西、内蒙古）	5	23.8	7	24.8
华中地区（河南、湖北、湖南）	3	24.2	6	29.2
华南地区（广东、广西）	--	--	2	5.7
西南地区（重庆、四川、云南、贵州）	3	10.0	10	50.4
西北地区（青海、新疆、甘肃、陕西、宁夏）	2	22.6	8	39.1
华东地区（福建）	1	1.8	1	6.3
东北地区（辽宁、黑龙江、吉林）	3	26.7	--	--
<b>合计</b>	<b>17</b>	<b>109.1</b>	<b>34</b>	<b>155.5</b>

数据来源：根据王府井集团提供数据绘制

近年来，除了自行开店外，该公司也通过合作方式进行业务拓展，主要推进了位于西安、郑州、佛山等地的项目，具体包括熙地港（西安）购物中心项目、熙地港（郑州）购物中心项目和佛山王府井购物中心项目，上述项目主要由项目公司具体负责建设运营，公司所占权益基本在 50%左右，对项目将主要通过投资收益的方式取得回报。对于上述项目，公司主要以项目资本金（体现在长期股权投资科目）和股东借款形式进行资金投入，截至 2018 年末公司应收相关借款及利息合计近 12 亿元（主要体现在其他非流动资产科目）。其中熙地港（西安）购物中心项目和熙地港（郑州）购物中心项目已分别于 2016 年 4 月和 2017 年 3 月对外营业，目前仍处于培育期，2017 年分别实现营业收入 1.59 亿元及 1.25 亿元，净亏损分别为 0.61 亿元及 0.65 亿元；2018 年分别实现营业收入 1.97 亿元及 1.82 亿元，净亏损分别为 0.09 亿元及 0.07 亿元，亏损幅度同比已明显收窄；佛山王府井购物中心项目仍在建设推进中。

从销售收入区域结构看，华北、西南等地区一直是该公司收入的主要来源，近年来对收入的贡献比重均超过 60%。2018 年以来，公司西南、西北和东北地区受新增门店及次新店拉动，收入实现较好增长；但受市场竞争、经营调整等因素影响，其他地区的销售规模均存在小幅下滑。公司 2018 年平均坪效为 1.81 万元，较上年提高 0.23 万元。

**图表 12. 公司收入分地区情况（单位：亿元、%）**

地区	2018 年		2018 年坪效（万元） <sup>7</sup>
	金额	同比变化	
华北地区	84.65	-1.31	2.41
华中地区	32.52	-1.44	1.21
华南地区	6.14	-5.87	1.39
西南地区	73.35	4.07	2.41

<sup>7</sup> 为提高数据准确性，坪效数据计算时已剔除公司购物中心业态、功能租赁及年内新开业门店面积。

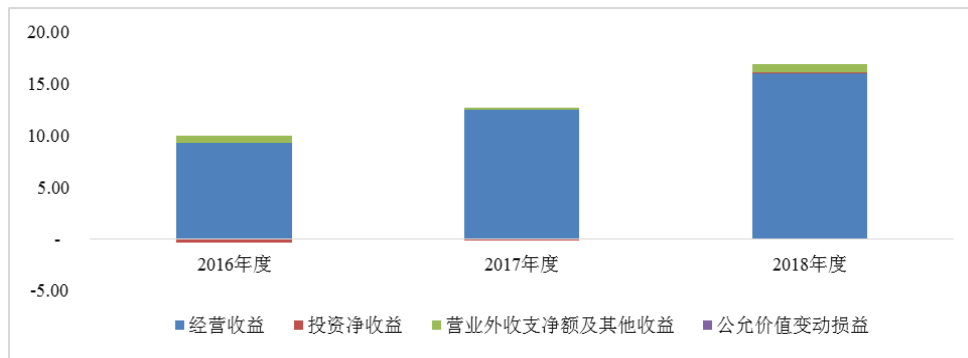
地区	2018年		2018年坪效（万元） <sup>7</sup>
	金额	同比变化	
西北地区	40.00	2.75	1.42
华东地区	4.34	-12.34	0.69
东北地区	8.23	18.72	1.51

数据来源：根据王府井集团提供数据绘制。

此外，为进一步拓展超市业态，该公司 2017 年与北京首航国力商贸有限公司签署战略合作协议，计划成立合资公司，以“王府井首航”为商业品牌，发展社区生鲜超市、连锁综合超市等业态。跟踪期内，合资公司<sup>8</sup>已完成工商注册，注册资本 1 亿元，公司持股 48%，并已分别于 9 月及 12 月在包头开设王府井首航昆区店和王府井首航青山店两家门店，营业面积合计为 1.11 万平方米。公司新业态拓展进度及门店效益情况有待关注。

## （2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据王府井集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司盈利仍主要依靠经营收益，非经常性损益对利润的影响相对较小。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	234.87	260.91	267.11
毛利（亿元）	50.09	54.03	56.59
期间费用率（%）	16.22	14.88	14.07
其中：财务费用率（%）	1.20	0.24	-0.45
全年利息支出总额（亿元）	3.00	3.00	1.30
其中：资本化利息数额（亿元）	0.01	0.12	-

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

<sup>8</sup> 公司与北京首航国力商贸有限公司、共青城融发投资管理合伙企业（有限合伙）共同投资设立王府井首航超市有限公司。董事会成员 5 名，其中公司委派 2 名；且由于董事长（对重要事项有决定权）以及财务总监由公司委派，公司能构成控制关系，故将王府井首航超市有限公司纳入并表范围。

2017-2018 年，该公司营业毛利分别为 54.03 亿元和 56.59 亿元。得益于公司持续推进业务拓展，加强业态调整及运营管理水平提升，公司毛利保持增长态势。

2017-2018 年，该公司期间费用分别为 38.81 亿元和 37.59 亿元，受财务费用支出减少影响，公司跟踪期内费用规模有所压缩。从期间费用构成来看，销售费用所占比重最高，2018 年为 28.97 亿元，同比增长 1.33%；管理费用 9.83 亿元，同比增长 2.37%，主要是租赁费、人工等支出增长所致。公司有息债务主要为跟踪期内新增，且整体规模不大，财务负担相对较轻，加之利息收入增长，2018 年公司财务费用为-1.22 亿元。公司持续推进精细化管理，加强运营成本管控，期间费用控制情况相对较好，同期期间费用率分别为 14.88% 和 14.07%，总体有所下降。

**图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	-0.38	-0.18	0.06
其中：对联营企业和合营企业的投资收益（亿元）	-0.83	-0.49	-0.08
营业外净收入及其他收益（亿元）	0.75	0.16	0.88
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

该公司投资收益主要来源于公司所持有的长期股权投资、股票等的收益。公司权益法核算的西安、郑州、佛山等地的合作项目由于正处于建设期或培育期，盈利能力尚未能体现，导致公司长期股权投资相关收益欠佳，但跟踪期内亏损幅度继续有所收窄。公司营业外净收入及其他收益主要受政府补助、赔偿收入、关店损失等因素影响，存在一定波动。总体来看，跟踪期内非经常性损益对利润影响仍较为有限。

得益于主业盈利扩大及费用压缩，该公司跟踪期内利润有所增长，2017-2018 年实现利润总额分别为 12.62 亿元和 17.03 亿元；净利润分别为 7.42 亿元和 12.26 亿元。跟踪期内公司保持了良好的盈利水平，2017-2018 年总资产报酬率分别为 6.76% 和 8.75%。

### **(3) 运营规划/经营战略**

从发展战略来看，该公司将坚持推进创新转型，回归零售本质，积极开展业态创新、经营模式创新，全面提升经营质量和运营管理效率。管理方面，公司将继续深化业态管控模式，推动体制机制改革，将集团管控与市场化运作相结合。未来，公司将采取租赁、自建、合资合作及并购重组等多种方式加快发展速度。

该公司目前主要规划的项目包括合作项目佛山王府井购物中心、贵阳观山湖区金融城购物中心项目等。公司储备项目较多，但受项目客观条件变化等因素影响，能否最终落地存在一定不确定性。公司在项目拓展方面存在持续资本

性投入需求。

**图表 16. 公司主要储备项目情况（单位：亿元）**

项目	建筑面积 (万平方米)	物业 性质	项目投 资总额	截至 2018 年 末已投资额	计划开 业时间	项目资金来源
贵阳观山湖区金融城项目	13	自有	9.00	5.08	2019	自筹
佛山王府井购物中心项目	22	自有	12.00	3.94	2019	自筹+募集资金
南昌王府井购物中心项目	15	租赁	3.03	-	2019	自筹+募集资金
西宁王府井购物中心项目	5.1	租赁	0.10	-	2019	自筹
昆明国际会展中心奥莱项目	6.8	租赁	0.20	-	2019	自筹

注：根据王府井集团提供的数据整理

## 管理

**2018 年以来，该公司产权结构存在一定变动，但最终控制方保持稳定，仍为北京市国资委。公司目前实际控制人为首旅集团，与其下属另一上市公司首商股份同属零售业，关注双方未来同业竞争问题解决情况。**

该公司为国资背景上市公司，多年来控股股东一直为北京王府井国际商业发展有限公司（简称“王府井国际”），最终控制方为北京市国资委。2017 年以来，公司推进了吸收合并王府井国际的事项，并于 2018 年 1 月完成，此次变更后，公司控股股东变更为北京王府井东安集团有限责任公司（简称“王府井东安”），最终控制方仍为北京市国资委。此外，2018 年以来，为促进北京市优势资产资源集中集聚，形成具有核心竞争力的大企业集团和优势产业集群，北京市国资委决定对北京首都旅游集团有限责任公司（简称“首旅集团”）与王府井东安实施合并重组，将王府井东安的 100% 国有股权无偿划转给首旅集团。截至 2018 年末，相关事项已完成工商变更登记。此次变更后，公司的实际控制人变为首旅集团，最终控制方仍为北京市国资委。同期末，控股股东王府井东安持有公司 26.73% 股份，所持股份无质押或冻结情况。

2019 年 3 月，该公司公告，根据首旅集团安排，将王府井东安持有的 26.73% 股份无偿划转至首旅集团，该变更事项完成后首旅集团将成为公司控股股东。

首旅集团系北京市国资委下属全资企业，是国内大型旅游企业集团之一，已形成了酒店、餐饮、旅行社、旅游商业、汽车服务及景区景点为主的业务板块。首旅集团持有多家上市公司股份，包括直接持有北京首旅酒店（集团）股份有限公司（股票代码：600258.SH）35.92% 的股份，直接持有中国全聚德（集团）股份有限公司（股票代码：002186.SZ）42.67% 的股份，直接持有北京首商集团股份有限公司（股票代码：600723.SH，简称“首商股份”）57.82% 的股份。鉴于公司与首商股份同属零售业，构成同业竞争，未来需关注同业竞争解决计划及影响。

跟踪期内，该公司董事、监事、高级管理人员存在一定变动。其中公司董事长刘毅先生因病逝世，目前由公司董事、总裁杜宝祥先生代为履行董事

长职责。

根据公开信息查询及该公司提供的资料，公司控股股东、公司母公司及下属核心子公司近三年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	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2019/3/26、 2019/3/27	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息	2019/4/8	不涉及	正常	不涉及
重大诉讼	公开信息、审计报告	2019/4/8	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/4/8	正常	正常	正常
质量	企业说明	2019/4/8	无	无	无
安全	企业说明	2019/4/8	无	无	无

资料来源：根据王府井集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

跟踪期内，该公司债务规模有所增长，但负债经营程度总体仍处于适中水平。公司债务以流动负债为主，且主要系日常运营所产生的经营性债务，跟踪期内受新发行短期债券及债务临近到期影响，即期刚性债务偿付压力有所增加。但作为百货零售企业，公司主业现金回笼能力保持良好，货币资金存量充裕，可对债务的偿付提供必要保障。此外，公司拥有一定规模的自有物业及有价证券资产，可为融资及偿债提供进一步缓冲。为满足战略发展及项目投入需要，公司资本性支出规模仍较大，但依靠主业现金的有效回笼，能对相关支出形成较好覆盖。

### 1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 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。2018 年，根据财政部发布财会[2018]15 号《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，公司对企业财务报表格式进行相应调整。

此外，该公司于 2017 年 4 月完成收购贝尔蒙特 100% 股权，2018 年 1 月完成吸收合并王府井国际，上述两事项均属同一控制下企业合并。信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《王府井集团股份有限公司 2017 年度

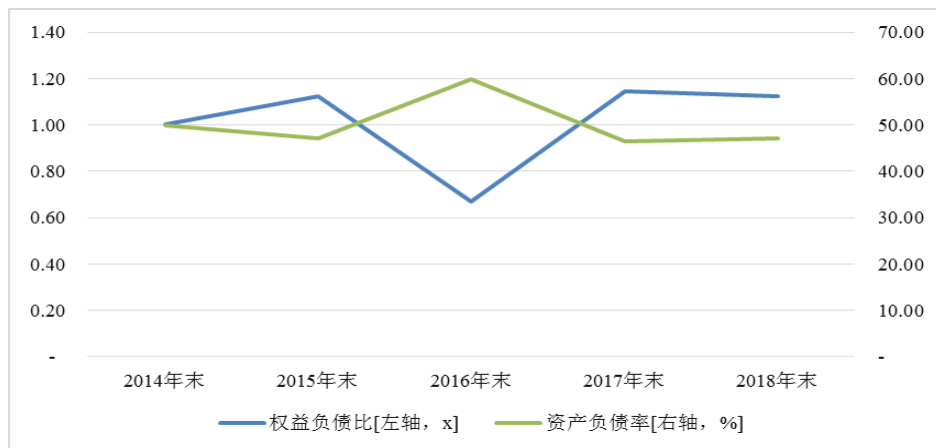


备考合并财务报表审阅报告》(XYZH/2018BJA10553)<sup>9</sup>，该备考合并财务报表是假设吸收合并王府井国际完成后的公司架构在 2016 年 1 月 1 日已经存在，且在 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日止期间内无重大改变，以此假定的公司架构为会计主体编制而成。本评级报告财务部分 2016-2017 年数据采用该备考合并财务报表审阅报告数据。

## 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



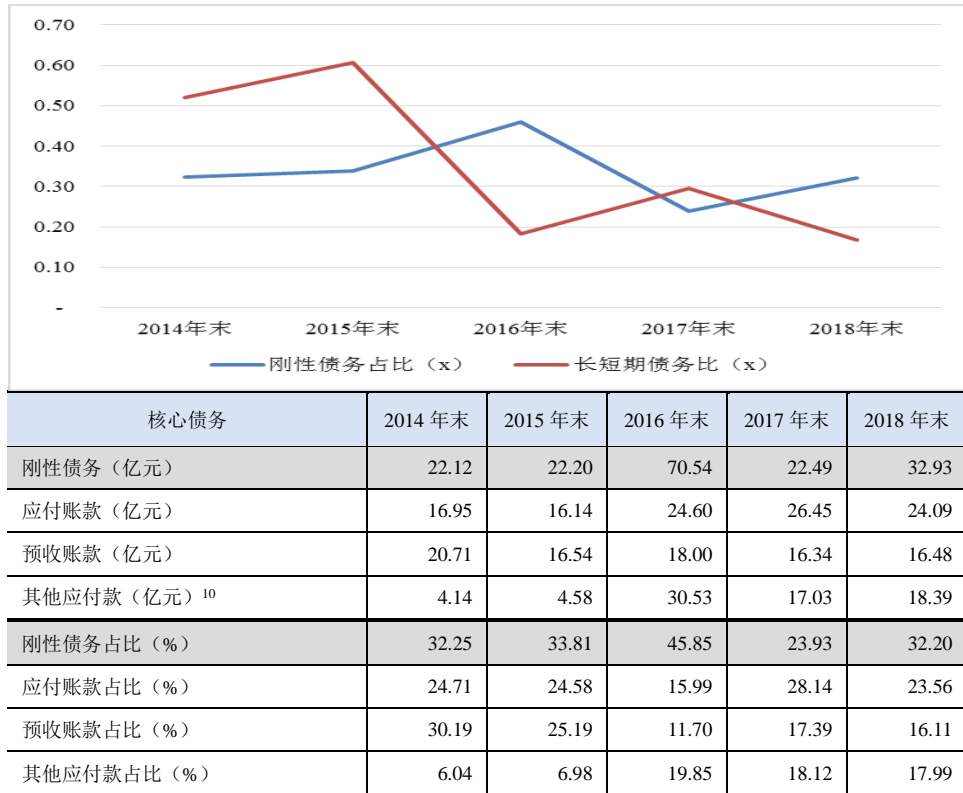
资料来源：根据王府井集团所提供数据绘制。

跟踪期内，受刚性债务规模扩大影响，该公司负债总额有所增长，2018 年末为 102.26 亿元，同比增长 8.79%。同期末，公司所有者权益为 114.79 亿元，得益于经营积累，同比增长 6.39%。公司 2016-2018 年均实施了现金分红，金额（含税）分别为 3.34 亿元、2.79 亿元和 3.65 亿元，影响了权益增速。截至 2018 年末，公司未分配利润为 35.48 亿元，占归属于母公司所有者权益的比重为 32.85%。2018 年末，公司资产负债率同比小幅上升 0.55 个百分点至 47.11%，但负债经营程度总体仍处于适中水平，财务稳健度较高。

<sup>9</sup> 该审阅报告仅供王府井集团拟申请发行超短期融资券以及发行中期票据之目的使用，不应用于其他任何目的。

## (2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据王府井集团所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司债务一直以流动负债为主，且随着新发行短期债券及公司债券临近到期转入，跟踪期内，公司流动负债规模进一步有所增长，2017-2018 年末，公司长短期债务比分别为 29.57% 和 16.78%。

该公司作为大型商业零售企业，负债主要体现为日常经营活动中形成的应付账款、预收账款和其他应付款，刚性债务规模相对可控，公司债务构成相对稳定。其中 2018 年末，公司应付账款余额为 24.09 亿元，主要系应付供应商的货款。公司预收款项主要为预收货款（2018 年末为 15.98 亿元）及少量预收租金等，规模主要受购物卡销售及持卡消费结转影响而存在一定波动。公司其他应付款主要为押金、保证金、租金、工程款、会员购物卡预提积分及往来款等。刚性债务方面，随着公司新发行超短期融资券及中期票据，公司 2018 年以来刚性债务规模有所增加。

## (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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	0.21	0.24	51.01	5.50	21.34
其中：短期借款	-	0.03	0.47	-	-

<sup>10</sup> 不包括应付股利及应付利息；应付利息计入刚性债务。

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
一年内到期的长期借款	-	-	10.95	5.39	-
应付短期债券	-	-	28.00	-	10.14
应付票据	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.21	0.21	11.59	0.11	11.20
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>21.91</b>	<b>21.96</b>	<b>19.53</b>	<b>16.99</b>	<b>11.59</b>
其中：长期借款	-	-	8.55	6.00	6.63
应付债券	21.91	21.96	10.98	10.99	4.96
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

跟踪期内，随着“12 王府 02”转入流动负债以及新发行“18 王府井集 SCP001”，公司短期刚性债务规模有所扩大；公司 2018 年末应付债券为当年新发行的“18 王府井集 MTN001”。同期末公司无短期借款，长期借款主要系 2 笔抵押借款，金额分别为 5.83 亿元和 0.80 亿元，利率分别为 5.64% 和 4.99%，贷款期限分别至 2027 年和 2020 年。

### 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	11.47	12.33	14.79	17.51	18.23
营业收入现金率（%）	111.58	111.17	110.38	112.44	112.31
业务现金收支净额（亿元）	15.21	17.69	31.61	36.09	34.74
其他因素现金收支净额（亿元）	-13.48	-11.19	-16.95	-16.23	-19.52
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.73	6.50	14.66	19.86	15.22
EBITDA（亿元）	15.31	15.32	19.03	21.91	24.59
EBITDA/刚性债务（倍）	0.69	0.69	0.41	0.47	0.89
EBITDA/全部利息支出（倍）	12.71	12.73	6.33	7.30	18.93

资料来源：根据王府井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。

该公司为百货零售企业，经营活动收现能力较强，2017-2018 年营业收入现金率分别为 112.44% 和 112.31%，具有较强的现金回笼能力。公司同期经营活动产生的现金流净额分别为 19.86 亿元和 15.22 亿元，跟踪期内，公司经营活动现金净流量充沛但同比有所减少，主要是门店经营及筹备过程中支付的供应商货款、租赁费、物业管理费增加等所致。

得益于利润总额的增长，该公司 2018 年 EBITDA 保持增长态势，为 24.59 亿元，EBITDA 对刚性债务及利息的保障程度也处在较好水平。

## (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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	1.79	-3.22	-6.31	1.39	-0.46
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	-2.81	-2.34	-6.52	-12.28	-10.42
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.77	0.85	1.19	4.45	-0.92
投资环节产生的现金流量净额	2.74	-4.70	-11.64	-6.44	-11.80

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

2017-2018 年，该公司投资活动现金流量净额分别为-6.44 亿元和-11.80 亿元。公司持续推进业务拓展及升级，存在较大门店购建支出需求，2018 年公司“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”流出规模仍较大，为-10.42 亿元。此外，公司将对佛山、西安等合营项目的股东借款收支、理财收支等计入“收到\支付其他与投资活动有关的现金”，导致“其他因素对投资环节现金流量影响净额”存在一定波动。

## (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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	-2.31	-1.94	27.41	-1.81	-2.78
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-1.13	-1.10	5.45	-51.70	8.46
其中：现金利息支出	1.12	1.12	2.49	4.85	1.04
筹资环节产生的现金流量净额	-3.44	-3.04	32.86	-53.51	5.68

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

受年内债券兑付及新发行、现金分红等因素综合影响，该公司 2018 年筹资性现金流呈净流入状态，为 5.68 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	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	70.14	73.63	137.20	80.60	88.17
	51.01%	52.77%	53.42%	39.92%	40.62%
其中：货币资产	59.75	58.51	100.94	60.31	69.50
应收账款	0.73	0.81	2.20	2.43	2.82
预付款项	0.22	0.22	1.27	6.99	3.56
存货	3.87	4.12	8.49	7.69	9.21
其他应收款 <sup>11</sup>	3.31	9.97	22.39	2.40	1.86

<sup>11</sup> 不含应收利息及应收股利。

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	67.35	65.90	119.63	121.29	128.88
	48.99%	47.23%	46.58%	60.08%	59.38%
其中：可供出售金融资产	22.46	15.92	11.97	7.33	3.47
长期股权投资	5.93	5.65	6.90	8.72	8.64
投资性房地产	2.07	6.41	3.83	17.39	19.27
固定资产	22.10	21.80	48.70	46.45	49.15
在建工程	0.36	0.22	8.89	0.24	0.85
无形资产	9.50	9.44	10.29	9.88	9.57
商誉	0.30	0.30	8.58	8.58	8.93
长期待摊费用	4.02	5.59	8.27	8.42	7.97
其他非流动资产	-	-	11.25	13.24	20.05

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

2018 年末该公司非流动资产为 128.88 亿元，同比增长 6.25%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产、长期待摊费用、其他非流动资产等构成。其中公司所持有的可供出售金融资产为 3.47 亿元，主要为北辰实业的股票<sup>12</sup>，受股票公允价值变动影响年末规模有所减少。公司长期股权投资主要系对联营、合营企业的投资，截至 2018 年末被投资公司仍主要为西安、郑州等合营项目的运作主体西安王府井商业运营管理有限公司（3.85 亿元）、郑州王府井商业管理有限责任公司（1.82 亿元）、郑州枫华商业管理有限公司（1.54 亿元），以及联营企业柒·拾壹（北京）有限公司（0.85 亿元）等。公司固定资产及投资性房地产主要为自有物业及其他经营所需设备等，随着项目达到可使用状态转入，2018 年以来整体规模有所扩大，公司自有物业门店所处区位普遍较好。公司无形资产主要为所拥有的土地使用权；长期待摊费用主要为待摊的门店装修费用。公司 2018 年末其他非流动资产为 20.05 亿元，同比增长 51.45%，主要为储备项目物业购置款增加所致，年末为 5.54 亿元；此外，主要为对合作购物中心项目的应收往来款，年末为 11.95 亿元，以及储备项目前期土地出让金等。

该公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货等构成。公司百货零售主业结算资金回笼较及时，且业务以联营模式为主，因此公司存量货币资金较为充裕（2018 年末为 69.50 亿元），且流动资产中存货、应收账款等的规模总体不大。公司 2018 年末存货为 9.21 亿元，主要为自营业务商品；应收账款主要为应收各银行、支付宝、财付通等的结算资金，年末为 2.82 亿元。公司年末预付款项较上年末减少 49.06%至 3.56 亿元，主要系长春奥莱项目购置的经营用房转固所致。

截至 2018 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产为 14.75 亿元，主要为用于借款抵押的固定资产和投资性房地产，分别为 1.83 亿元和 12.91 亿元。

<sup>12</sup> 截至 2018 年末，公司持有北辰实业（证券代码 601588）1.25 亿股，期末价值为 3.40 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	155.34	180.22	105.46	111.10	100.69
速动比率 (%)	146.27	169.61	97.95	90.88	86.11
现金比率 (%)	132.33	143.21	77.59	83.14	79.37

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理。

该公司经营获现能力强，货币资金存量一直保持充裕，整体资产流动性维持在良好水平。2018 年末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 100.69%、86.11% 和 79.37%。

## 6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司无重大或有负债事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司为上市公司，通过本部及下属企业从事百货等零售业务。公司本部对下属企业管控及资源调度能力强。截至 2018 年末，公司本部资产为 196.53 亿元，其中货币资金 56.85 亿元。同期末，公司本部负债为 91.25 亿元，其中刚性债务为 26.10 亿元，主要为发行的各类债券，公司本部存量货币资金对刚性债务的保障程度很高。

## 外部支持因素

### 1. 金融机构支持

截至 2018 年末，该公司获得的金融机构授信共计 53.32 亿元，主要是北京银行、交通银行、招商银行及工商银行给予的授信，期末尚未使用授信为 46.69 亿元。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	尚未使用额度	附加条件/增信措施
全部 (亿元)	53.32	46.69	信用/抵质押
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)	8.32	1.69	抵质押
其中：大型国有金融机构占比 (%)	15.60	3.62	-

资料来源：根据王府井集团所提供数据整理（截至 2018 年末）。



## 跟踪评级结论

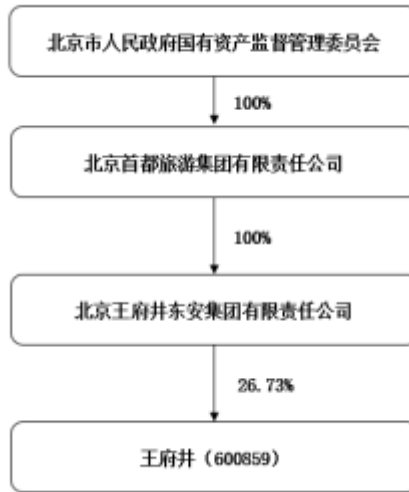
该公司为国资背景上市公司，目前实际控制人为首旅集团，与其下属另一上市公司首商股份同属零售业，关注未来双方同业竞争问题解决情况。

该公司为我国百货零售行业的龙头企业之一，品牌具有较高的市场知名度。经过多年的连锁化经营以及全国布局，公司主业已形成了较明显的规模化经营优势及综合竞争实力。跟踪期内，国内实体零售市场仍面临着消费增速放缓、线上线下激烈竞争等压力，在此背景下，公司通过积极推进业务升级调整，加强业态拓展及运营能力提升，收入规模继续增长，并保持了良好的盈利能力。

跟踪期内，该公司债务规模有所增长，但负债经营程度总体仍处于适中水平。公司债务以流动负债为主，且主要系日常运营所产生的经营性债务，跟踪期内受新发行短期债券及债务临近到期影响，即期刚性债务偿付压力有所增加。但作为百货零售企业，公司主业现金回笼能力保持良好，货币资金存量充裕，可对债务的偿付提供必要保障。此外，公司拥有一定规模的自有物业及有价证券资产，可为融资及偿债提供进一步缓冲。为满足战略发展及项目投入需要，公司资本性支出规模仍较大，但依靠主业现金的有效回笼，能对相关支出形成较好覆盖。

附录一：

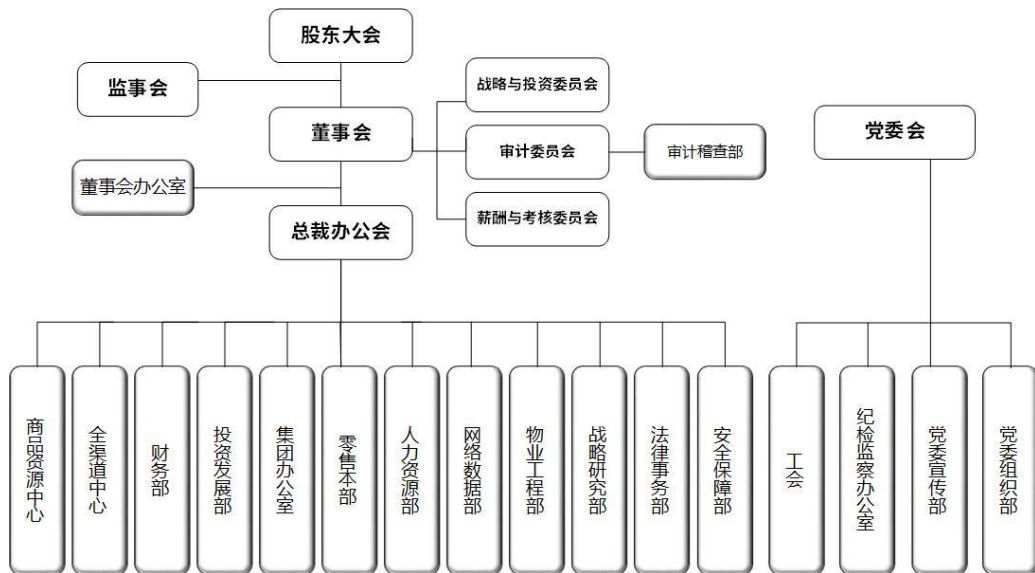
公司与实际控制人关系图



注：根据王府井集团提供的资料绘制

附录二：

公司组织结构图



注：根据王府井集团提供的资料绘制

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	2018 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	
北京王府井东安集团有限责任公司	王府井东安	公司之控股股东	—	零售	33.24	120.15	275.26	11.70	15.29	23.71	
<b>王府井集团股份有限公司</b>	<b>王府井集团</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>零售</b>	26.29	105.29	16.10	8.70	1.52	10.23	
Belmont Hong Kong Ltd	贝尔蒙特	核心子公司	100	零售	0.80	51.69	65.05	4.06	5.38	6.90	
成都王府井百货有限公司	成都王府井	核心子公司	100	零售	-	11.62	67.74	5.00	5.34	7.04	

注：根据王府井集团 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	256.83	201.89	217.05
货币资金 [亿元]	100.94	60.31	69.50
刚性债务[亿元]	70.54	22.49	32.93
所有者权益 [亿元]	102.99	107.89	114.79
营业收入[亿元]	234.87	260.91	267.11
净利润 [亿元]	5.77	7.42	12.26
EBITDA[亿元]	19.03	21.91	24.59
经营性现金净流入量[亿元]	14.66	19.86	15.22
投资性现金净流入量[亿元]	-11.64	-6.44	-11.80
资产负债率[%]	59.90	46.56	47.11
权益资本与刚性债务比率[%]	146.00	479.75	348.59
流动比率[%]	105.46	111.10	100.69
现金比率[%]	77.59	83.14	79.37
利息保障倍数[倍]	4.19	5.17	14.11
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	14.79	17.51	18.23
毛利率[%]	21.33	20.71	21.18
营业利润率[%]	3.77	4.80	6.10
总资产报酬率[%]	6.36	6.76	8.75
净资产收益率[%]	6.53	7.04	11.01
净资产收益率*[%]	6.33	7.25	11.46
营业收入现金率[%]	110.38	112.44	112.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.15	19.60	19.01
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.75	10.83	3.49
EBITDA/利息支出[倍]	6.33	7.30	18.93
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.47	0.89

注：表中数据依据王府井集团经审阅的2016-2017年财务数据及经审计的2018年财务数据整理、计算。其中2016年财务数据采用2017年备考合并财务报表审阅报告列示的2016年末数或2016年度数。

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。