

百联集团有限公司 2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

 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.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010292】

评级对象: 百联集团有限公司 2019 年度第二期中期票据

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

注册额度: 50 亿元

本期发行: 20 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

评级时间: 2019 年 3 月 18 日

发行目的: 偿还有息债务

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
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	52.47
刚性债务	130.24	96.30	92.53	108.42
所有者权益	162.38	183.86	196.45	198.73
经营性现金净流入量	-12.15	-16.38	11.01	-16.52
合并口径数据及指标:				
总资产	890.74	837.53	811.62	826.22
总负债	578.25	518.46	498.84	516.66
刚性债务	163.15	124.81	118.22	154.77
所有者权益	312.49	319.07	312.78	309.56
营业收入	1,197.43	851.08	603.54	460.92
净利润	-13.34	9.55	6.65	4.30
经营性现金净流入量	11.60	31.42	31.04	16.69
EBITDA	23.43	41.99	38.16	—
资产负债率[%]	64.92	61.90	61.46	62.53
权益资本与刚性债务 比率[%]	191.53	255.65	264.57	200.01
流动比率[%]	84.64	86.49	82.43	87.55
现金比率[%]	45.39	49.90	49.82	56.37
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 年前三季度财务数据整理、计算。

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>

评级观点

主要优势:

- **业务所处区位条件良好, 市场地位较高。**百联集团业务分布于上海市各大核心商圈, 所处区域商业成熟度及居民消费水平较高。同时, 公司保持较高的品牌知名度与市场地位, 龙头优势明显。
- **经营业务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。
- **资产质量及财务弹性好。**百联集团现金类资产较充裕, 并拥有大量市场价值较高的商业物业资产及上市公司股权资产等。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, 财务弹性好。
- **股东背景及支持优势。**百联集团是上海市国资委下属重要的商业零售类国有资产经营主体, 并可在财政补助等方面获得政府支持。

主要风险:

- **物贸业务对整体经营形成拖累。**近年来, 受宏观经济低迷、电商冲击等的影响, 百联集团超商业务经营业绩下滑且转型升级压力加大。同时, 受物贸业务严重拖累, 公司整体收入缩减, 净利润相应减少。
- **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, 近期金融市场的年化收益率下降, 金融资产价值波动及理财风险上升。
- **子公司管控风险。**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，若对子公司控制不力，将影响公司债务偿付能力。

- **受限资产规模较大。**百联集团货币资金中存在一定规模预收购物卡保证金等，并有部分资产用于抵质押融资，流动性受到一定限制。
- **诉讼事项较多。**百联集团物贸板块涉及诉讼较多，且涉诉金额较大，公司为此计提大额资产减值损失，目前已结案案件冲回的资产减值损失有限，并有部分案件仍在诉讼中，存在一定或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对百联集团及其发行的上述中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用评级，评级展望为稳定；认为上述中期票据还本付息安全性极强，并给予上述中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



百联集团有限公司 2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

百联集团有限公司（以下简称“百联集团”、该公司或公司）系经上海市人民政府“沪府[2003]28 号”《关于同意组建上海百联（集团）有限公司的批复》批准，于 2003 年 5 月 8 日成立的国有独资的有限责任公司。2003 年 4 月 23 日，公司取得上海市国有资产管理办公室审定的《企业国有资产占有产权登记表》，公司经审定的实收资本为人民币 10 亿元。2003 年 12 月 31 日，经上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）“沪国资委产[2003]300 号”《关于上海一百（集团）有限公司等四个集团国有资产划转的批复》批准，上海一百（集团）有限公司、华联（集团）有限公司、上海友谊（集团）有限公司、上海物资（集团）总公司等四家公司的国有资产划转到公司名下。2004 年 5 月 24 日，经上海市国有资产监督管理委员会“沪国资委产[2004]200 号”《关于上海百联（集团）有限公司变更企业名称的批复》批准，公司更名为现名。截至 2018 年 9 月末，公司实收资本为 10 亿元，上海市国资委持有公司 100% 股权。

该公司是国内规模最大的商业零售集团之一，拥有连锁超市、大卖场、便利店、综合百货、购物中心、专业专卖店、奥特莱斯等多种商业业态。公司下属运营企业中包括了百联股份（600827.SH）、上海物贸（600822.SH）、第一医药（600833.SH）和联华超市（0980.HK）等 4 家上市公司。公司经营性网点主要集中于上海及其他长三角地区主要城市，截至 2018 年 9 月末在全国范围内拥有约 3,520 家营业网点，规模优势显著。公司主业涉及的经营主体详见附件三。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司申请注册发行总额度不超过 50 亿元的中期票据，已分别于 2016 年 10 月 28 日和 2016 年 11 月 25 日获得公司董事会及上海市国有资产监督管理委员会的批复核准（沪国资委评价[2016]385 号），其中本期中期票据发行金额为 20 亿元，期限 3 年，公司计划将募集资金全部用于偿还本部付息性债务。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	百联集团有限公司 2019 年度第二期中期票据
总发行规模:	50 亿元人民币
本期发行规模:	20 亿元人民币
本次债券期限:	3 年期
债券利率:	按实际发行情况决定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息, 到期一次还本
增级安排:	无

资料来源: 百联集团

截至本评级报告日, 该公司及下属子公司已发行但尚未到期的债券合计 22.00 亿元, 具体情况如下:

图表 2. 公司及下属子公司存续期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 百联集 MTN002	10.00	3 年	2.99	2016 年 8 月	10 亿元/2016 年 4 月	正常
17 百联 01	12.00	5 年	4.69	2017 年 8 月	35 亿元/2017 年 8 月	正常

资料来源: wind

(2) 募集资金用途

该公司本期中期票据发行金额为 20 亿元, 公司拟将募集资金全部用于偿还本部付息性债务。

图表 3. 公司拟以募集资金偿还的付息性债务安排

债务性质	债务类型	归还数额(亿元)	备注
流动资金借款	信用	20	工商银行、交通银行等银行的到期借款

资料来源: 百联集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中, 全球经济增长步伐放缓, 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, 全球货币政策走向趋同, 美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显, 新兴市场货币普遍承压, 全球金融市场波动明显加剧, 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, 我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化, 宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大, 宏观政策向稳增长倾斜且正在形

成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。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。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。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，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，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，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；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，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。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；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，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。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，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的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减

税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，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操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。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有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，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”将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因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。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以及国内金融强监管和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

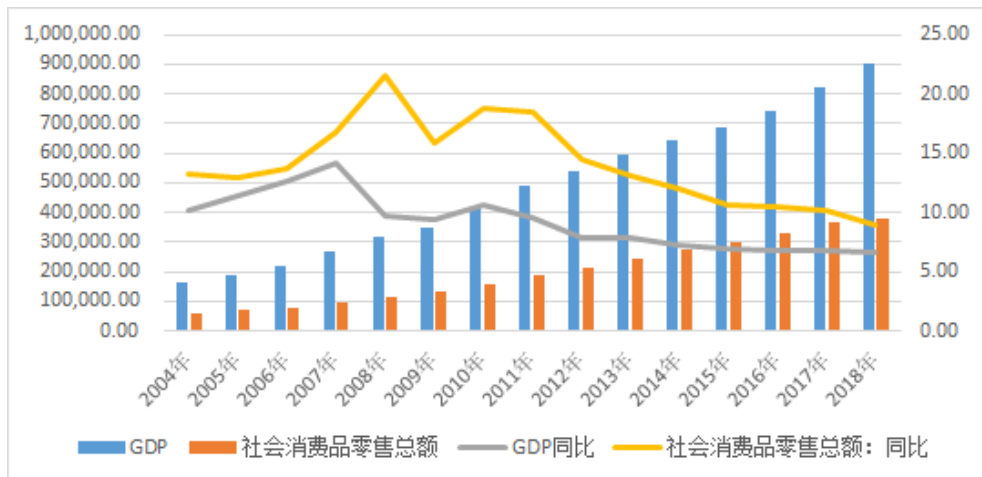
2018年以来，国内零售消费市场继续保持增长态势，消费仍是拉动国内经济增长的第一驱动力。伴随着我国经济的不断发展，城市化进程的持续推进，居民收入的不断提高，消费的持续升级以及政府鼓励消费政策的实施，我国零售行业有着持续平稳上升的空间，但同时，国内经济结构调整、新旧产能转换过程带来的阶段性压力，以及中美贸易摩擦等引发的外部压力，也或对国内消费市场带来一定不确定性。

同时，国内零售行业市场化程度高，行业集中度总体仍处于相对较低水平，市场将持续维持着激烈竞争。此外，“新零售”模式引领下的零售商之间合作日趋紧密，零售行业竞争格局仍在重塑中，龙头企业的经营规模、市场地位预期将得到进一步巩固提升。

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，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但同时，受宏观经济波动、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，零售业增速已连续多年出现下滑。进入 2018 年，宏观经济总体延续平稳走势，根据国家统计局初步核算，2018 年全年我国国内生产总值为 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速较上年同期减少 0.2 个百分点；同期社会消费品零售总额为 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上年同期减少 1.2 个百分点，增速放缓主要系受优惠政策到期等因素影响，汽车销售同比大幅放缓所致。2018 年，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 76.20%，比上年同期提高 17.4 个百分点；最终消费拉动 GDP 增长 5.03%。作为拉动国内经济增长的主要动力，消费对国民经济的拉动效应进一步显现。

图表 4. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）

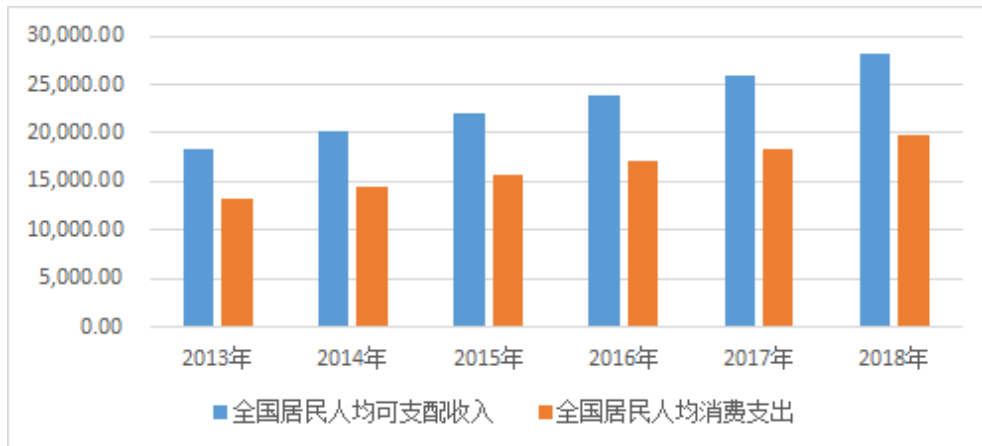


资料来源：Wind、国家统计局

从国内需求方面来看，我国人口基数大，为零售行业提供了大量的消费人口。根据国家统计局数据，截至 2018 年末全国大陆总人口为 139,538 万人，比上年末增加 530 万人；其中年末城镇常住人口 83,137 万人，城镇化率为 59.58%，比上年末提高 1.06 个百分点。消费人口的持续增长为零售行业需求奠定了坚实的基础。同时，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，由生存型消费向发展型和享受型消费过渡。近年来，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为 28,228 元，比上年同期名义增长 8.7%，扣除价格因素，实际增长 6.5%；同期全国居民人均消费支出 19,853 元，比上年同期名义增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.2%。国内居民收入水平的提高，购买力的提升，推动了消费支出的持续增长，居民消费持续升级。具体来看，2018 年恩格尔系数为 28.4%，较上年同期下降 0.9 个百分点；同期服务性消费占比达到 44.2%，较上年同期提高 1.6 个百分点。此外，随着消费理念及消费模式的改变，国内消费者信贷消费意愿大幅提升，这也进一步推动了消费支出

的增长。近年来，国内消费贷款总体呈现快速攀升趋势，截至 2018 年末，国内本外币住户消费性贷款余额 37.80 万亿元，同比增长 19.89%。随着“80 后”、“90 后”逐步成为国内消费的主力人群，以及超前消费理念被广泛接纳，追求物质享受、提倡超前消费的观念提升了对信贷消费的接受度。加之国内信贷消费手段的持续创新与推广，信用卡、蚂蚁花呗、京东白条、P2P 借贷等信贷消费手段层出不穷，大幅降低了信贷消费的门槛。消费人口结构变化带来的消费观念转变，为零售消费发展提供了助力。

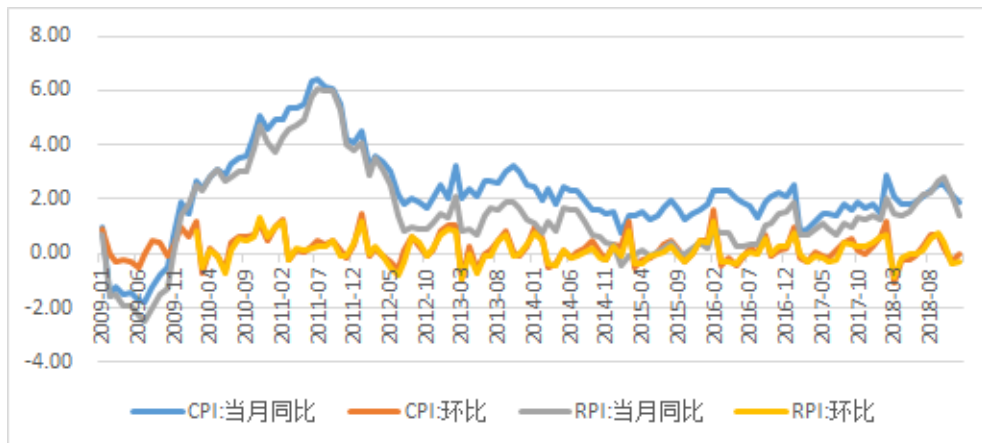
图表 5. 全国居民人均收支情况（单位：元）



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%，涨幅比去年同期扩大 0.5 个百分点，仍属于温和上涨。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 6. 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

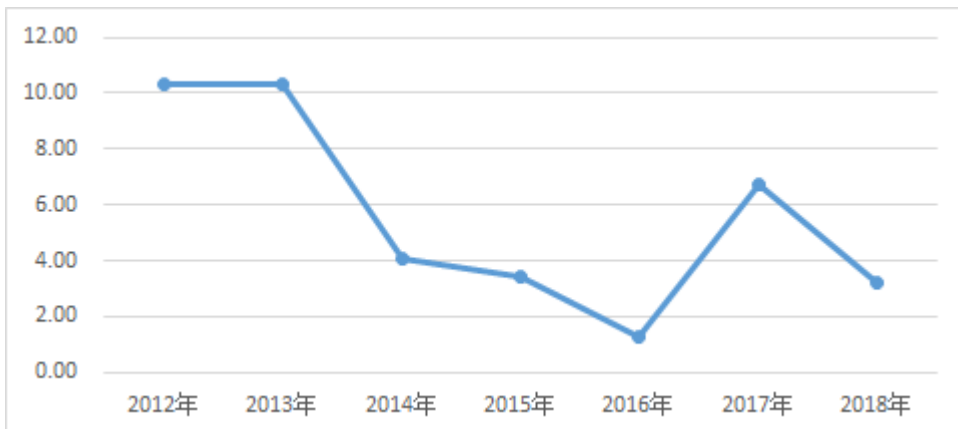
百货

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。进入 2018 年之后，内外部环境压力下，国内消费略有疲软，2018 年限额以上零售业单位中百货店零售额同比增长 3.2%，增速比上年下降 3.5 个百分点，增速继续有所放缓。

图表 7. 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

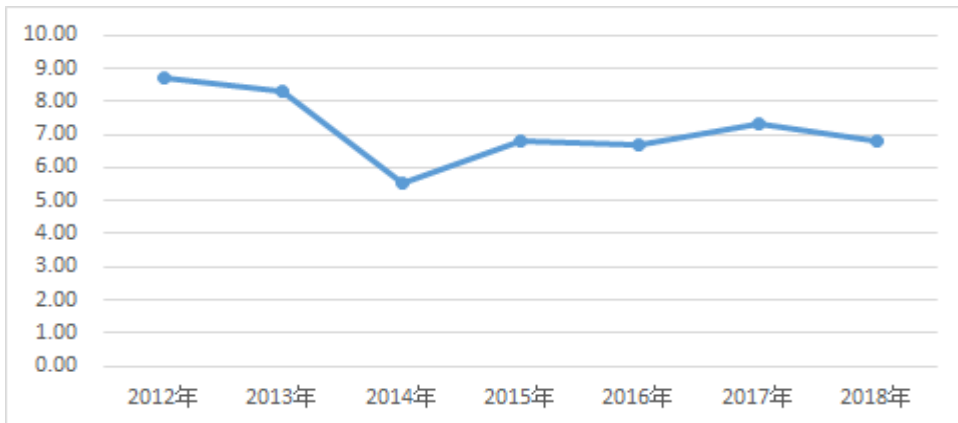
超市

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。2018 年限额以上零售业单位中超市零售额同比增长 6.8%，增速比上年下降 0.5 个百分点。

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

图表 8. 超市行业²近年来同比增长情况（单位：%）



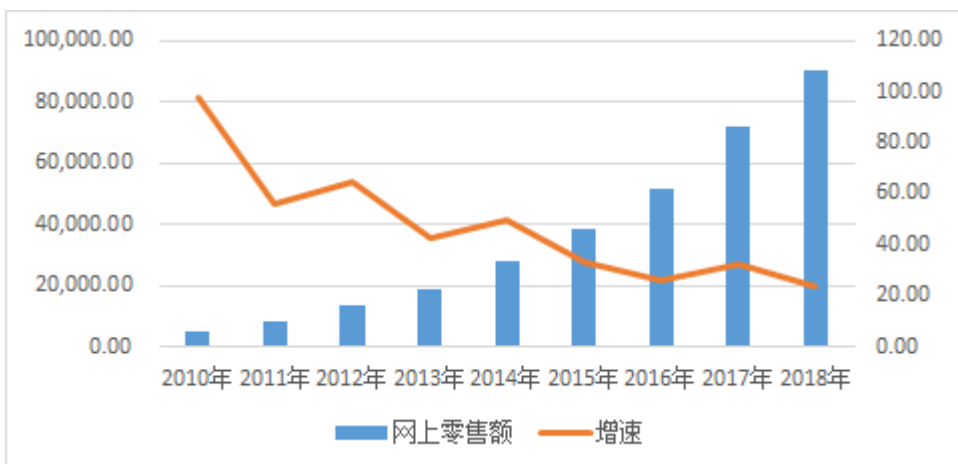
资料来源：Wind、国家统计局

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，2018年，全国网上零售 90,065 亿元，增长 23.9%。其中，实物商品零售额 70,198 亿元，增长 25.4%，增速比社会消费品零售总额高 16.4 个百分点，占社会消费品零售总额比重为 18.4%，比上年提高 3.4 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。

图表 9. 近年来国内网上零售情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局、中国电子商务研究中心

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

B. 政策环境

政策方面，零售行业开放度高，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。根据 2016 年 11 月商务部等多部委联合发布的《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出“十三五”期间，我国要从流通大国走向流通强国，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；其中消费促进方面，要顺应个性化、多样化消费需求，改善消费环境，着力扩大居民消费；保障基本消费，满足中高度消费；积极引导海外消费回流；发挥新消费引领作用，加快培育形成新供给新动力，增强消费拉动经济的基础作用。并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速 10% 左右；电子商务交易额和网上零售额年均增速分别为 15% 和 20% 左右的目标。预计“十三五”期间，以消费升级为主导的经济增长新格局将继续为零售行业发展提供支撑。

从细分行业来看，实体零售方面，2016 年 11 月，国务院办公厅发布《关于推动实体零售创新转型的意见》，提出要推进商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持（包括减轻企业税费负担、加强财政金融支持等）等意见，旨在推动实体零售创新转型，增强发展动力。同时国家大力支持电商的发展，并对其逐步进行规范，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。

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，加强行业规范运行，对零售行业发展而言存在长期利好。

图表 10. 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	《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》	2015 年 11 月
国务院办公厅	《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》	2015 年 11 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
商务部、中央网信办、发展改革委三部门	《电子商务“十三五”发展规划》	2016 年 12 月
国务院关税税则委员会	《国务院关税税则委员会关于调整部分消费品进口关税的通知》	2017 年 11 月
-	《中华人民共和国电子商务法》	2018 年 8 月
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

政府部门	政策名称	发布时间
国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）的通知》	2018年10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、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 11. 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
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	2091.67	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

该公司是国内大型的国有商业零售集团之一，主要经营以超商、综合百货为主的商业零售业务和物资贸易业务，目前在网点布局、经营规模、品牌以及业态多元化等方面具有较强的综合竞争优势。但是近年来国内宏观经济低迷、电商高速增长等加大传统零售企业竞争压力，同时人工租金成本上升等挤压传统零售企业盈利空间，公司通过业态升级及业务结构调整方式改善经营，但是业绩下滑压力仍较大，加之受物资贸易业务拖累，近年来公司收入及利润规模总体减少。

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具备较强规模优势，在长三角地区，尤其是上海地区具有较高的市场地位和品牌知名度。

图表 12. 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

近年来受宏观经济低迷、电商冲击等因素的影响，该公司零售主业经营压力加大，通过门店梳理及关闭部分亏损较大的门店，公司超商连锁、综合百货等业务收入均有所下降。同时由于公司对有色金属、进出口贸易等亏损业务进行清理整顿，物资贸易业务收入和毛利明显缩减，导致近年来公司营业收入持续较大幅下滑，2015-2017年，公司分别实现营业收入 1,197.43 亿元、851.08 亿元和 603.54 亿元，其中 2016 年和 2017 年分别下降 28.92% 和 29.09%，但通过业态升级及业务结构调整，公司盈利能力有所提升，同期毛利率分别为 12.07%、14.30% 和 19.15%。2018 年前三季度，公司超商连锁业绩下滑状况仍未改善，但百货业态升级调整门店陆续开业，综合百货业务持续增长，同时公司完成对有色金属贸易业务剥离，物资贸易业务收入扭转前期下滑态势并因整车经销规模扩大同比实现小幅增长，当期公司实现营业收入 460.92 亿元，同比略增 2.03%。

从该公司营业收入和毛利构成来看，超商和综合百货业务是公司经营收益的核心来源，且随着物资贸易业务规模缩减及在总体收入和毛利中占比下降，公司零售主业集中度不断上升，2017年超商和综合百货业务在公司营业收入和毛利合计占比分别为78.22%和78.16%。

此外，该公司还利用闲置资金购置理财产品，每年可产生一定利息收入，2015-2017年及2018年前三季度分别为0.96亿元、1.07亿元、2.03亿元和2.19亿元，逐年增加主要是公司根据利率走势判断，增加购买理财产品所致。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 13. 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 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计	1,197.43	851.08	603.54	460.92	451.74
其中：核心业务营业收入（亿元）	1,120.61	806.85	560.54	440.73	435.47
在营业收入中所占比重（%）	93.58	94.80	92.88	95.62	96.40
其中：（1）综合百货	189.27	173.11	187.29	146.01	141.10
在核心业务收入中所占比重（%）	16.89	21.46	33.41	33.13	32.40
（2）专业连锁	31.65	33.20	22.77	16.82	19.71
在核心业务收入中所占比重（%）	2.82	4.11	4.06	3.82	4.53
（3）超商连锁	311.60	300.86	284.80	226.01	225.85
在核心业务收入中所占比重（%）	27.81	37.29	50.81	51.28	51.86
（4）物资贸易	588.09	299.68	65.68	51.89	48.81
在核心业务收入中所占比重（%）	52.48	37.14	11.72	11.77	11.21
毛利率（%）	12.07	14.30	19.15	19.26	19.82
其中：综合百货（%）	19.01	16.61	17.85	20.15	20.34
专业连锁（%）	17.09	18.49	17.26	30.67	26.11
超商连锁（%）	20.24	20.21	19.99	19.61	19.78
物资贸易（%）	0.94	1.42	4.84	5.17	5.36

资料来源：百联集团

A. 超商连锁

该公司超商业指连锁超市业务，包括便利店、大卖场和超级市场（标超）等经营业态。公司超商业板块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最核心的运营主体。

联华超市于2003年6月在香港联交所上市，是首家在香港联交所上市的内地零售连锁超市公司，目前旗下主要包括“联华”、“世纪联华”、“快客”和“华联”等品牌。联华超市业务涉及超级市场、便利店和大卖场等细分业态，主要通过直营、加盟等方式进行门店拓展。

从细分业态来看，联华超市以大卖场为发展的主力业态，大卖场均采取门

店直营模式。超级市场方面，以“联华超市”和“华联超市”双品牌进行运营，但业务拓展则以“联华超市”为主要品牌。前期为了加快市场拓展，超级市场业态大量采用了加盟模式。便利店业态成长性较好，以“快客便利”品牌运营，近年来联华超市致力发展高端便利店，通过优化商品结构、推进 O2O 销售模式等吸引客流以提高销售。

该公司超商业务的经营模式有直营和加盟两种方式，直营是公司自己开设门店经营，加盟店采取授权经营的方式加盟经营，并收取加盟费，加盟店也需从公司直接进货。为提升网点质量及控制运营风险，近年来联华超市推进了对加盟店的调整，对加盟店的发展和续约严格以质量为先，致使加盟店的整体发展速度低于预期。同时，联华超市业务发展大量通过租赁方式获得物业，随着业务的发展，租金上涨压力、租约到期而引发的关店风险以及在消费增速放缓、电商冲击的双重压力下，因门店效益不佳而引发的关店风险也在增加；而优质网点资源的减少也导致了门店拓展难度的加大。受上述因素的综合影响，近年来联华超市持续对网点布局进行结构调整，关闭部分亏损较大网点，2015-2017 年分别关闭门店 612 家、477 家和 492 家，致使其门店数量逐年减少。截至 2017 年末联华超市总网点数净减少至 3,421 家（其中加盟店减少 181 家），2018 年 9 月末联华超市总网点数进一步减少至 3,405 家。

图表 14. 2015 年以来联华超市门店数量变化情况（单位：家）

业态	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 9 月末	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
大型综合超市	157	—	152	—	145	—	144	—
超级市场	591	1,532	569	1,384	556	1,266	574	1,302
便利店	817	786	805	708	809	645	778	607
合计	3,883		3,618		3,421		3,405	

资料来源：百联集团

此外，联华超市也在不断推进既存实体门店的转型升级，尝试业态创新与调整。2015 年联华超市以推进供应链整合、产业链延伸、盈利模式转变及营采模式转变为主要改革方向，实施了包括扩大标超生鲜经营面积及经营品种；调整快客便利商品结构，增加鲜食、定牌和进口商品销售占比；在加盟店试点实施 O2O，提升购物体验；加大直采比例等。2016 年，联华超市继续改善经营管理，包括加快门店转型升级，改善购物环境，增加体验服务；加强采购业务的市场化改革，加强供应链建设；继续提升生鲜经营能力，及推进上海区域数字化门店改造。2017 年联华超市对上海地区全部大卖场门店、及超过 80% 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。2018 年以来联华超市继续推进门店转型升级，在华东地区加快超级市场业态网点布局及定型，在其他地区探索小业态发展模式，并继续建设新零售下的全渠道销售模式和上海地区数字化门店改造与百联通会员体系等，其中截至目前，超市门店数字化改造覆盖率已超过 50%。但上述措施对业绩改善效果仍有待检验。

采购及物流方面，联华超市近年加强了集约采购管理，通过持续推进、完善品牌间的统一采购，提高总部集中采购比例等，增强规模采购优势。同时也

进一步梳理及规范了供应商收费标准，优化与供应商的合作关系。此外，为提升生鲜商品的经营能力，联华超市积极拓展源头采购及生鲜采购基地开发。在农超对接、基地采购的基础上，联华超市与崇明静捷蔬菜专业合作社进行合作，创建了约 1,200 亩的自营蔬菜种植基地，以此增强成本、质量控制，做强生鲜战略性品牌，截至 2018 年 9 月末，联华超市已在江苏、广西、吉林、海南等 8 个省市拥有 202 个生鲜基地，单品数量达到 952 个，当年生鲜基地采购商品销售额同比增幅 9.20%，蔬菜自采自配试点已覆盖全国世纪联华 143 家门店和标超门店 1,435 家，门店覆盖比率提高较快。在物流体系建设方面，联华超市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，截至 2018 年 9 月末均已全部投入完毕，其中江桥物流中心项目总投资 7.59 亿元，已处于试运营状态，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项目总投资 6.76 亿元，已于 2018 年 12 月正式运行。

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 9 月末，拥有门店 12 家。近年来，受外部经营压力加大及租金、人工成本上涨等影响，华联吉买盛自 2017 年经营陷入亏损状态，2017 年及 2018 年前三季度，华联吉买盛分别实现营业收入 13.37 亿元及 10.46 亿元，净利润-0.18 亿元及-0.20 亿元。

此外，近年来该公司超商连锁板块还进行了一些资本运作。2015 年，百联股份以现金方式向永辉超市出售其全资子公司百青投资持有的联华超市 21.17% 股份，永辉超市³成为联华超市第二大股东⁴。但是 2016 年，因永辉超市经营战略发生调整，永辉超市与上海易果电子商务有限公司（以下简称“上海易果”）签订《股份转让合同》，以总价 9.50 亿港元转让其所持有的 2.37 亿股联华超市非上市内资股，自此，上海易果持有联华超市 20% 的股权。2017 年 5 月，上海易果又将所持有的联华超市 2.01 亿股（占联华超市已发行股本的 18%）转让给阿里巴巴(中国)网络技术有限公司（简称“阿里巴巴”），余下的 0.22 亿股（占联华超市已发行股本的 2%）转让给公司，公司拟与阿里巴巴开展新零售合作，2018 年 7 月 25 日，联华超市发布公告称，与浙江天猫订立商品采购框架协议，将从浙江天猫采购包括但不限于食品、生鲜及工业品等，合作期限为 2018 年 7 月 25 日-2020 年 12 月 31 日，最高交易金额总共为 1.8

³ 永辉超市成立于 1998 年，为我国知名民营连锁超市上市公司（股票代码：601933）。永辉超市在连锁超市行业拥有较为丰富的运营经验，尤其在生鲜领域的运营能力突出，2015 年其在中国连锁百强企业中位居第 10 位。截至 2015 年末，永辉超市在全国拥有精品店 55 家、卖场及大卖场 284 家、社区店 44 家、会员店 5 家；当年实现营业收入 421.45 亿元，净利润 6.00 亿元，经营规模优势较显著。自 2015 年以来，永辉成功引入牛奶有限公司（The Dairy Farm Company, Limited）、京东等投资者，永辉超市的资本实力得到显著增强。永辉超市近年来在积极加深与地方国资零售企业的合作，在此次股权交易以前已通过二级市场增持成为武汉地区零售龙头企业之一中百集团（股票代码：000759）的第二大股东。

⁴ 同时公司与百联股份签署《托管协议》，由百联股份受托管理公司所持联华超市 22.70% 股份，百联股份通过直接持有联华超市 20.03% 股份及受托管理公司将持有联华超市 22.70% 股份，合计享有联华超市 42.73% 表决权，仍为对联华超市实际控制。

亿元，后续合作进展有待进一步关注。

总体来看，虽然该公司超商业务持续推进网点梳理及门店转型，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、租金、人工成本上升等因素影响，公司超商业务门店不断减少，经营业绩整体仍有压力。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司超商连锁业务实现营业收入分别为 311.60 亿元、300.86 亿元、284.80 亿元及 226.01 亿元；实现营业毛利分别为 63.06 亿元、60.79 亿元、56.92 亿元及 44.31 亿元，呈逐年下降态势。

B. 综合百货

该公司综合百货业务主要涉及连锁百货、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及一批地理位置优越的物业，运营主体为旗下上市公司百联股份。截至 2017 年末，百联股份既存网点建筑面积合计为 478.85 万平方米，其中自有物业门店建筑面积为 221.34 万平方米、租赁物业门店建筑面积为 257.51 万平方米。

近年来百联股份不断推进传统零售转型工作，聚焦重点商圈和重点门店，进行了多家既存门店的闭店改造，并在购物中心、奥特莱斯两大主力业态继续进行业务拓展，由于门店改造期间影响销售造成近年来综合百货经营呈现一定波动。2015~2017 年及 2018 年前三季度公司综合百货业务分别实现营业收入 189.27 亿元、173.11 亿元、187.29 亿元和 146.01 亿元；毛利率分别为 19.01%、16.61%、17.85% 和 20.15%。其中 2016 年营业收入及毛利率下滑较明显主要是受当年第一八佰伴和东方商厦（旗舰店）装修改造的影响。随着门店完成改造投入运营，加上保持了一定的开店量，2017 年以来公司综合百货收入和毛利率有所增长。

a. 连锁百货

该公司百货业务以联销模式为主。联销模式特征是商品在门店零售后，公司确认商品销售收入的同时，根据与供应商的协议确认商品采购成本和相应的毛利。对公司而言，采购和销售同时进行，无存货积压的风险，但毛利率相对较低。

根据经营模式的不同，该公司的百货零售业务主要分为连锁百货和历史名店两种类型，其中连锁百货是公司近年百货业态发展的重点。公司近年来主要通过“东方商厦”品牌来发展连锁百货业务，并主要通过购物中心联合开发的形式进行扩张，以较好地实现客源共享。公司门店以成熟门店为主，网点遍布上海南京路、徐家汇、淮海路等城市中心成熟商圈和黄金地段，在区域内具有较高的品牌知名度和市场占有率，在历年上海单体百货销售 16 强排行榜中“东方商厦”连锁百货品牌门店占据了多名席位。

除“东方商厦”品牌百货店外，该公司还拥有虹桥友谊商城店等 5 家友谊品牌百货店（含联营店）。此外，在公司单体百货店中，第一八佰伴持续多年保持着良好的经营业绩，在上海百货店单店销售排名中位居前列。2017 年 6 月第一八佰伴在上海市单体百货排行榜中零售额排名第一。

历史名店则主要为具有悠久发展历史和丰富文化积淀的老字号百货店。其中永安百货有限公司是解放前上海首屈一指的高档百货商店；上海妇女用品商店成立于 1956 年，是国内创建最早的女士用品专卖特色商店；上海时装商店是“中华商业第一街”南京东路的著名老字号企业，也是全国最大的时装专业特色商店。

图表 15. 公司主要百货门店销售情况（单位：亿元）

门店名称	建筑面积 (万平方米)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前 三季度
东方商厦					
上海徐汇店	3.22	9.27	6.67	7.04	5.68
上海南东店 ⁵	4.05	5.96	5.52	3.79	-
上海杨浦店 ⁶	3.24	3.22	2.63	2.11	1.22
上海中环店	4.19	8.32	7.31	7.84	6.85
上海淮海店	2.79	1.51	1.73	2.31	1.69
上海嘉定店	1.92	2.81	2.57	2.50	1.77
上海青浦店	1.90	3.82	3.33	3.48	2.47
上海奉贤店	4.12	6.62	6.17	6.25	4.26
上海金山店	1.25	2.34	1.93	2.01	1.57
上海西郊店 ⁷	1.00	1.67	-	-	-
重庆店 ⁸	2.40	0.64	0.82	-	-
宁波店	2.17	0.07	0.02	0.02	0.01
长沙店 ⁹	1.49	0.45	0.43	0.35	0.08
单体百货店					
上海第一八佰伴有限公司	13.14	45.60	17.95	27.06	18.71
历史名店					
永安百货	3.39	5.53	4.82	5.22	3.73
第一百货	7.97	11.59	10.97	7.02	6.70
上海时装商店	1.12	2.07	1.92	2.17	1.49
上海妇女用品商店	0.10	0.76	0.64	0.36	0.25

资料来源：百联集团

从门店经营情况看，为应对区域竞争激烈、市场趋于饱和及电商冲击等带来的经营压力，近年来该公司着力推进了核心商圈转型，并以南京路、徐家汇、浦东核心商圈门店作为转型重点实施物业改造和定位调整，以增强发展活力，并分别于 2016 年内对东方商厦（旗舰店）和第一八佰伴进行闭店装修¹⁰，于 2017 年对第一百货、东方商厦（杨浦店）、东方商厦（宁波店）、东方商厦（重庆店）进行闭店调整¹¹，导致相关门店销售额出现波动。同时，公司完成了第一百货和东方商厦（南东店）的整合工作，并将妇女用品商店（临沂店）整合

⁵ 与第一百货进行业务整合，2018 年收入不在单店体现。

⁶ 根据公司规划，为与周边商业项目形成错位经营，东方商厦杨浦店拟被打造成城市奥特莱斯业态，已开业。

⁷ 2013 年，根据“百购一体化”发展规划，友谊百货（长宁店）翻牌为东方商厦（西郊店），门店在经营面积、品牌大类和专柜数量方面均有所增加。自 2016 年起该百货门店纳入百联西郊购物中心统一核算。

⁸ 自 2017 年重庆店已与南坪上海城百联购物中心整合。

⁹ 长沙东方商厦 2018 年已关店。

¹⁰ 此次东方商厦（旗舰店）是以“高端都市精品百货”为转型目标。第一八佰伴转型目标是打造成为具有购物中心功能、面向中高收入家庭型消费的“现代名品百货商厦”，并着力于打造数字化门店场景，将线上线下优势有机结合。上述改造项目累计投资支出近 4 亿元。

¹¹ 第一百货店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。除东方商厦（宁波店）外，以上门店均已于 2018 年初开业运营。

进入临沂购物中心。2018年，公司将位于淮海中路上原一百淮海店及锦江国际购物中心裙楼两处物业整体打造商业项目。受闭店改造影响，近年来百货业态收入和毛利率出现一定波动。2015-2017年及2018年前三季度百货业态分别实现收入73.89亿元、59.76亿元、62.53亿元和43.36亿元；毛利率分别为17.82%、15.99%、17.11%和18.42%。

b.购物中心

该公司购物中心业态统一使用“百联”品牌。购物中心包括百货、娱乐、餐饮等经营项目，其中百货以自营为主，而外围商户则多以出租的方式经营。公司对购物中心的经营方式较为多元化，从现有购物中心项目来看，公司下属各家购物中心主要是通过租赁、收购、自建等方式取得并进行经营。

从门店经营情况来看，近年来，受电商冲击及市场竞争加剧等因素影响，该公司购物中心门店承受较大的业绩下滑压力，尤其是南方商城店、西郊店、沈阳店、社区商业中心店等收入逐年下滑，但通过持续品牌调整，中环、南桥、金山等部分门店收入出现一定回升，加之保持了一定的新开店量，公司购物中心总体收入仍有所增长，2015-2017年及2018年前三季度收入分别为53.65亿元、49.39亿元、54.33亿元和42.15亿元；毛利率为25.74%、22.46%、23.31%和21.46%。

图表 16. 公司主要购物中心情况（单位：亿元）

名称	建筑面积（万平方米）	物业来源	购物中心类型	2015年营业收入	2016年营业收入	2017年营业收入	2018年前三季度营业收入
百联又一城购物中心	12.61	自有	都市型	11.38	11.41	12.37	9.42
百联中环购物广场	24.37	收购	社区型	10.50	9.33	9.74	8.92
百联南方商城购物中心	8.30	自有	社区型	8.21	7.05	6.55	4.60
百联南桥购物中心	10.71	租赁	社区型	7.17	6.76	7.02	5.40
百联西郊购物中心	13.00	自有	社区型	5.26	4.11	3.86	3.02
百联沈阳购物中心	11.63	收购	都市型	0.71	0.60	0.58	0.44
百联南岸上海城购物中心	13.60	租赁	都市型	1.98	1.39	1.20	0.95
百联金山购物中心	8.70	收购	社区型	4.25	3.69	3.94	2.93
百联临沂购物中心	2.32	自有	社区型	0.27	0.22	0.04	0.23
百联徐汇购物中心	2.04	自有	都市型	0.59	0.61	0.61	0.48
百联东郊购物中心	3.46	租赁	社区型	1.64	1.68	1.68	1.19
百联世博源购物中心	5.00	租赁	都市型	4.02	4.36	4.42	3.47
台州百联东森购物中心 ¹²	2.25	租赁	都市型	0.05	-	-	-
百联杨浦滨江中心	5.08	自有	社区型	1.61	1.59	1.77	1.35
百联世纪购物中心 ¹³	8.43	自有	都市型	-	0.46	2.04	1.70
百联嘉定购物中心 ¹⁴	13.28	自有	社区型	-	1.25	2.24	1.81
百联川沙购物中心 ¹⁵	9.30	自有	社区型	-	-	2.33	2.68
百联安庆购物中心 ¹⁶	9.65	自有	社区型	-	-	0.12	0.28

资料来源：百联集团

¹² 2016年1月，百联股份与台州东森购物中心有限公司签订股权转让协议，将原持有子公司台州购物中心的51%股权以1元价格转让给台州东森购物中心有限公司，双方于2016年1月8日办妥产权交割手续，百联股份于2016年1月12日收到股权转让款。

¹³ 百联世纪购物中心位于上海浦东新区张杨路、福山路交通枢纽，项目总建筑面积8.43万平方米，已于2016年9月28日开业。

¹⁴ 百联嘉定购物中心于2016年5月开业，位于嘉定区澄浏中路与仓场路交界处，总建筑面积13.7万平方米，购物中心共五层，配有1000多个停车位，辐射周边近32万常住人口，系嘉定区第一家大型综合购物中心。

¹⁵ 百联川沙购物中心定位为“时尚、家庭、社交”全天候体验式生活新中心，于2017年4月2日正式开业，建筑面积9.3万平方米，引进200多个国际、国内知名品牌。

¹⁶ 百联安庆购物中心定位为集购物、休闲餐饮、文化娱乐一体的一站式购物中心，于2017年9月30日正式开业，建筑面积7万平方米，同步开业132个品牌。

c. 奥特莱斯

奥特莱斯 (Outlets) 指大型的品牌折扣直销广场, 以销售名牌过季、下架、断码商品组成, 是国际上较为成熟的一种商业零售业态。该公司奥特莱斯门店以销售国际、国内著名品牌折扣商品为主, 在国内奥特莱斯行业居领先地位。公司自投资的第一个奥特莱斯项目——上海青浦百联奥特莱斯广场于 2006 年开业以来, 截至 2018 年 9 月末, 已开业的奥特莱斯已扩展至 6 家。其中, 长沙百联奥特莱斯项目已完成建设并于 2018 年 12 月 21 日开业投入使用, 是第一家 3.0 最新升级版奥特莱斯。

在奥特莱斯的经营模式上除了自建以外, 该公司也推进了“输出经营管理+约期股权收购”的模式, 即先期通过派驻管理人员对购物中心项目进行管理 (期间公司每年仅收取管理费), 同时与合作方约定, 在一定期限内, 公司拥有可以预先确定的价格购买规定数量购物中心股权的权利。该模式在有效规避奥特莱斯项目培育期风险的同时, 可使公司获取项目长期利益的共享。公司采用该模式的项目为百联浙江奥特莱斯品牌直销广场 (杭州·下沙) 和百联奥特莱斯广场项目 (武汉·盘龙), 其中杭州·下沙项目管理输出期为 8 年, 在奥特莱斯建成开业起 5 年内公司拥有收购其 30% 股权的权利, 目前收购尚未完成。武汉·盘龙项目已于 2014 年完成了对其 51% 股权的收购, 实现了该项目资产与经营公司的合并。

从各门店运营情况来看, 奥特莱斯业态作为该公司重点发展业态, 近年来各门店的营业收入均保持较好增长, 2015-2017 年及 2018 年前三季度奥特莱斯业态分别实现收入 45.27 亿元、50.59 亿元、60.03 亿元和 46.02 亿元, 同期毛利率分别为 13.10%、12.78%、12.56% 和 12.46%。

图表 17. 公司奥特莱斯运营情况 (单位: 万平方米, 亿元)

门店名称	建筑面积	开业时间	物业权属	2015 年营业收入	2016 年营业收入	2017 年营业收入	2018 年前三季度营业收入
百联奥特莱斯广场 (上海 青浦)	10.61	2006	自有	28.08	29.24	32.89	24.91
百联奥特莱斯广场 (江苏 无锡)	11.73	2013	自有	7.60	8.08	8.85	6.67
百联奥特莱斯广场 (武汉 盘龙)	9.23	2012	自有	10.07	10.65	11.71	8.49
百联奥特莱斯广场 (江苏 南京)	9.00	2015	自有	0.96	4.34	5.92	4.66
百联奥特莱斯广场 (济南 海那) ¹⁷	5.33	2016	自有	-	-	2.95	2.76
百联奥特莱斯广场 (湖南 长沙)	13.00	2018	自有	-	-	-	-

资料来源: 百联集团

C. 专业连锁

该公司专业连锁业务以细分市场为目标, 通过多年的培育和历史的沉积, 培育出的著名企业品牌和商品品牌包括“第一医药”、“好美家”等, 在上海地区具有广泛的社会影响力。近年来, 专业连锁板块不断加强业务调整转型及创新, 以适应市场发展, 其中好美家所处连锁建材市场总体低迷, 经营持续处于亏损状态, 公司调整经营方针, 关闭了上海市外长期亏损且扭亏无望的部分门店。此外, 第一医药受市场竞争及战略调整影响, 收入也有所下滑。

¹⁷百联海那城奥特莱斯于 2016 年 12 月开业, 位于山东省济南市槐荫区美里路 555 号。总建筑面积 5.3 万平方米, 拥有近 6000 个停车位。奥特莱斯引进品牌近 200 个, 同时配有时尚餐饮、儿童娱乐等休闲体验式项目。

2015~2017年和2018年前三季度公司专业连锁业务分别实现营业收入31.65亿元、33.20亿元、22.77亿元和16.82亿元，总体收入有所下滑。

D. 物资贸易

该公司物资贸易业务核心运营主体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。近年来，在国内经济下行压力增大、国内大宗商品市场持续不景气的背景下，上海物贸金属材料、油品等主要贸易品种均处于亏损状态，为了改善经营状况，扭转亏损局面，公司逐步停止、清理了亏损严重的油品、黑色金属等业务，并将有色金属业务的经营主体剥离，近年来公司物资贸易业务收入有所缩减，2015~2017年及2018年前三季度分别为588.09亿元、299.68亿元、65.68亿元和51.89亿元。

此外，在国内大宗贸易市场低迷的环境下，上海物贸贸易纠纷频发。2015年11月30日，上海物贸铬矿贸易业务合作方山西省绛县明迈特有限公司、山西金石大国际贸易有限公司等企业出现未能在期限内履约情况，导致已经预付的款项计提大额减值准备¹⁸。此外，2015年11月30日，上海物贸所属无锡金属材料分公司和控股子公司上海物贸炉料有限公司存放于山西绛县明迈特有限公司仓库的铬矿缺失存货价值约人民币5亿元，导致计提大额减值准备¹⁹，上海物贸当年发生资产减值损失16.07亿元，全年净利润-16.85亿元，对公司当年经营业绩造成严重影响。上述事件已进入司法程序，正在逐步清偿，相关资产、股权²⁰已于2015年12月通过资产重组剥离给该公司全资子公司上海燃料有限公司（简称“上海燃料”）。此外，2016年6月，上海物贸完成了重大资产出售暨关联交易事项，将所属有色金属分公司全部资产及负债出售给公司并表范围内另一下子公司上海乾通金属材料有限公司²¹。

通过一系列清理整顿工作，上海物贸目前只剩下整车经销（4S店）、二手车贸易、化工等生产资料的批发与零售业务及仓储物流、有色金属交易平台等。其中汽车贸易业务主要通过品牌汽车4S店、连锁快修和汽车用品店，采用汽车销售和汽车售后服务相结合的经营方式，近年来公司积极策划4S店营销活动以扩大销售份额，旗下经营品牌新车销售收入不断提升。2018年前三季度，上海物贸实现营业收入50.29亿元，较上年同期增长7.30%，实现净利润0.47

¹⁸ 根据公司签订的《购销合同》情况，共有11笔合同待履约，涉及合同金额12.09亿元，上海物贸已支付合计11.67亿元的预付款。详见上海物贸已披露的公告（编号：临2015-028、031、036、037、050）。

¹⁹ 详见上海物贸已披露的公告（编号：临2015-054）。

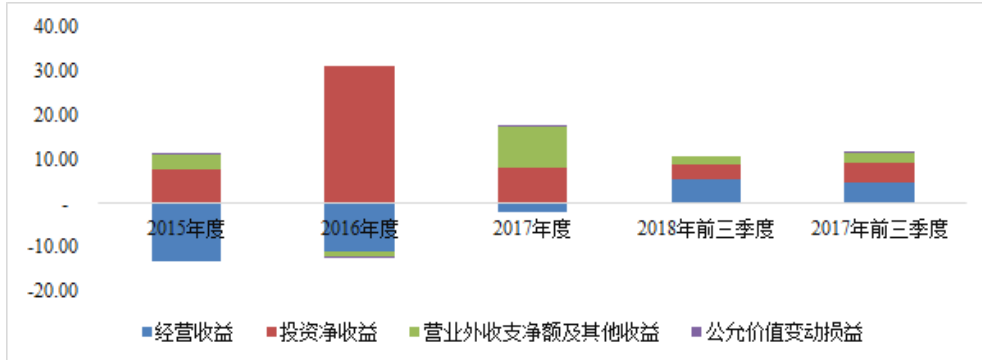
²⁰ 根据上海物贸2016年1月30日公告，上海物贸于2015年12月完成了资产出售的关联交易事项，将物贸无锡分公司、上海乾通金属材料有限公司100%股权和上海物贸炉料有限公司51%股权等相关资产和股权出售给了集团全资子公司上海燃料。至此，该三家企业与山西绛县明迈特有限公司、天津大恒国际贸易有限公司、山西金石大国际贸易有限公司以及连云港金拓矿产资源有限公司之间的合同买卖纠纷将由本次资产出售的受让方上海燃料有限公司予以处置。

²¹ 根据上海物贸2016年7月2日的公告，上海物贸完成重大资产出售暨关联交易事项，将所属有色金属分公司全部资产及负债出售给百联集团下子公司上海乾通金属材料有限公司。

亿元，较上年同期增长 67.55%。

(2) 盈利能力

图表 18. 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

该公司经营收益主要来源于以超商和综合百货为主的零售主业。近年来随着租赁、人工成本上升，公司各业态盈利压力加大，通过持续推进业务结构调整及经营管理改善，公司综合毛利率不断有所提升，2015-2017 年及 2018 年前三季度综合毛利率分别为 12.07%、14.30%、19.15% 和 19.26%；但是由于成本上升压力仍较大，公司主营业务毛利规模仍持续下滑，同期主营业务毛利分别为 144.55 亿元、121.73 亿元、115.60 亿元和 88.79 亿元。

图表 19. 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 第三季度	2017 年 第三季度
营业收入合计（亿元）	1,197.43	851.08	603.54	460.92	451.74
毛利（亿元）	144.55	121.73	115.60	88.79	89.54
期间费用率（%）	10.15	13.45	18.25	17.98	18.17
其中：财务费用率（%）	0.16	0.16	0.11	0.49	0.14
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。

2015-2017 年及 2018 前三季度该公司期间费用分别为 121.60 亿元、114.45 亿元、110.17 亿元和 82.87 亿元，但受业务规模下降幅度较快影响，同期单位收入期间费用率总体有所增长，分别为 10.15%、13.45%、18.25% 和 17.98%。

从收益结构看，除经营收益外，该公司每年可获得一定规模的投资收益和营业外净收入，可对利润形成补充。其中，投资收益主要来源于公司持有的长期股权投资与各类金融资产，2015-2017 年投资收益分别为 7.73 亿元、31.04 亿元和 8.03 亿元，其中 2017 年较上年下降 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²²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。公司所持有的可供出售金融资产整体质量较好，由此取得的股息收入持续性较强。营业外净收入主要来自政府补助，2015-2017 年分别为 3.21 亿元、-0.89 亿元和 9.37 亿元，主要为政府补助、动迁补偿收入等。其中 2017 年金额较大的原因是期末公司获得动迁补偿收入 3.63 亿元以及确认无需支付的应付账款 4.39 亿元。

总体来看，近年来受主业盈利压力加大及物资贸易业务拖累，公司利润规模呈现较大波动。2015~2017 年公司分别实现营业利润-5.55 亿元、20.00 亿元和 7.31 亿元；净利润-13.34 亿元、9.55 亿元和 6.65 亿元，其中 2015 年，公司出现大幅亏损主要因上海物贸存货缺失和预付账款合计计提 26.97 亿元资产减值损失所致。2017 年公司主业毛利继续下滑，叠加投资收益波动影响，公司当年营业利润和净利润同比降幅也较大。

2018 年前三季度，该公司营业收入虽然扭转上年下滑态势，同比小幅增长 2.23%，并因物贸相关诉讼的推进，冲回资产减值损失 0.58 亿元，但是由于公司融资规模扩大，当期财务费用同比大幅增长，导致当期实现净利润 4.30 亿元，同比下降 27.60%。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益（亿元）	7.73	31.04	8.03	3.45	4.54
其中：理财产品（亿元）	0.27	0.61	1.21	1.13	1.04
营业外收支净额及其他收益（亿元）	3.21	-0.89	9.37	1.97	2.02
其中：政府补助（亿元）	3.34	3.17	2.77	0.83	1.20

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

未来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仍为该公司未来业务发展的重点，从储备项目来看，目前公司主要在建的购物中心项目为崇明新城项目，建筑面积为 23 万平方米，规划总投资为 19.98 亿元，截至 2018 年 9 月末，已累计投资 12.28 亿元，预计将于 2019 年 9 月开业。此外，公司还在推进百联曲阳购物中心、淮海中路 TX 项目、北宝兴路等项目的筹备工作，2019-2020 年公司在建、拟建项目分别计划投入总资金 21.55 亿元和 17.70 亿元，并主要依靠日常经营所

²² 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。

得和银行贷款作为投资资金来源。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，但也同时增加公司债务压力，且需关注新项目投运后运营效果。

图表 21. 截至 2018 年 9 月末公司主要在建、拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	项目进展	投资计划	
				2019 年	2020 年
长沙奥莱	9.32	2.68	2018 年 12 月底已开业	2.65	3.20
一百商业中心改造工程	4.00	3.57	主体已于 2018 年 11 月 13 日正式开业，引入 Adidas 亚太区旗舰店和 100 里海派伴手礼体验店等诸多上海首店，成为上海时尚网红打卡地	0.43	—
崇明新城	19.98	12.28	开始启动招商	3.73	3.97
淮海中路 TX 项目	1.26	—	招商工作正在进行中，	1.26	—
百联曲阳购物中心	2.25	—	相关招商工作正在推进中	2.25	—
济南高新奥莱	9.75	6.50	招商工作已经完成	2.45	—
每年 10 家大卖场	6.00	1.50	—	2.00	2.00
天津路项目	0.15	0.10	2018 年 12 月底已开业	—	—
长沙购物公园项目	17.50	1.50	开始启动招商工作	5.38	8.00
北宝兴路项目	1.93	—	开始启动招商工作	1.40	0.53

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为上海市国资委下属重要的商业零售类国有资产经营管理及运营主体，公司根据相关法律法规等的要求建立了公司治理结构，并设立了相应的组织架构和管理制度，但是近年来在外部经营环境变化下，对公司管理能力提出更高要求。

(1) 产权关系

该公司自成立以来一直为国有独资企业，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。

该公司为上海市国资委下属重要的商业零售类国有资产经营管理及运营主体，在上海市建设国际经济、贸易中心和现代化国际大都市战略中具有排头兵作用，有望在必要时获得股东在资金、业务上的支持。

截至 2018 年 9 月末，该公司持有上市公司百联股份（600827.SH）45.62% 股份，持有上海物贸（600822.SH）48.10% 股份，持有第一医药（600833.SH）43.94% 股份，截至 2018 年 6 月末，公司直接及间接持有联华超市（0980.HK）45.90% 股份，且截至 2018 年 9 月末上述股权均无质押或冻结情况。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司日常经营中关联交易主要为购销商品、提供和接受劳务，以及物业出租/承租等。其中 2015-2017 年向关联方采购商品/接受劳务分别为 3.19 亿元、0.41 亿元及 0.36 亿元，同期出售商品/提供劳务分别为 11.56 亿元、0.08 亿元及 0.11 亿元，关联交易金额占公司采购和销售的比例均较低。

此外，2017 年 5 月，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²³，构成关联交易。

(3) 公司治理

该公司设立了董事会作为公司的最高经营决策机构。公司董事会设有战略委员会、提名委员会、预算与投资委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险委员会五个专门委员会，为公司更好地保持经营独立性和决策科学性提供了有效支持。根据公司章程，公司董事会成员由 7 名人员构成（目前实际到位 6 人），均由上海市国资委任免。截至本评级报告日，据上海市人民政府的任命，总裁职务由徐子瑛担任，董事长仍由叶子明担任。同时公司设监事会，由 4 名人员构成，其中 3 名由上海市国资委委派，1 名由职工代表担任。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司成立以来积极推进管控模式的完善，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—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，公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司现已建立起一系列涵盖预算管理、资金管理、对外投资管理等方面的内部管理制度，并通过制定相关考核办法来保证经营管理目标的有效执行。

但是，近年来该公司旗下上市子公司上海物贸因涉嫌信息披露违规、账

²³ 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。联华超市的相关股权转让完成后，公司直接及间接持有联华超市的股权比例变更为 44.73%，公司对联华超市仍具有实际控制权。

务处理不规范、重大资产缺失等，多次受到中国证券监督管理委员会的问询和行政处罚，给公司造成一定损失。此外，上海物贸全资子公司上海有色金属交易中心有限公司受到行政处罚等也给公司带来较大经营管理压力。

另外，该公司作为国有独资企业，虽然近年来持续进行国有企业体制、机制改革，但在当前激烈的市场竞争环境下，公司仍体现出管理机制的僵化及业务创新上的不足，从而制约公司竞争力的提升。

(3) 投融资及日常资金管理

在预算管理方面，该公司按照集中领导、分层管理原则，由公司董事会负责国有资产保值增值的预决算审定，公司经理层负责整个公司预算的编制和实施，全面预算管理体系基本完善。

在资金管理方面，该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。

在对外投资及担保方面，该公司的投资权限按上海市国资委规定程序办理。公司下属企业的投资项目，根据不同类别，须按规定向公司备案、申报或经公司审核后转报国家或市政府有关部门核批。对于投资总额在 1000 万元以上的固定资产项目或者自有资金出资在 500 万元以上的股权投资项目，由公司董事会审核；对于下属企业投资总额 100 万元以上的固定资产项目或者自有资金出资 50 万元以上的股权投资项目，必须事先报公司审核。公司在担保方面管理较为严格，一般只为集团内企业提供融资担保；未经公司董事会授权，公司及子公司不得对公司以外的企业单位提供融资担保。

(4) 不良行为记录

根据公开信息查询及该公司提供资料显示，近三年公司不存在欠贷欠息等不良行为记录，且历年来发行的各类债券还本付息正常，但是因物资贸易纠纷等产生较多诉讼事项，且有部分诉讼事项尚未执行完毕。

图表 22. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

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	2019/2/2	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/2/11	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	2019/2/3	无	见后文“表外事项”分析
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/2/11	无	无
质量	公司情况说明	2019/2/11	无	无
安全	公司情况说明	2019/2/11	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

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

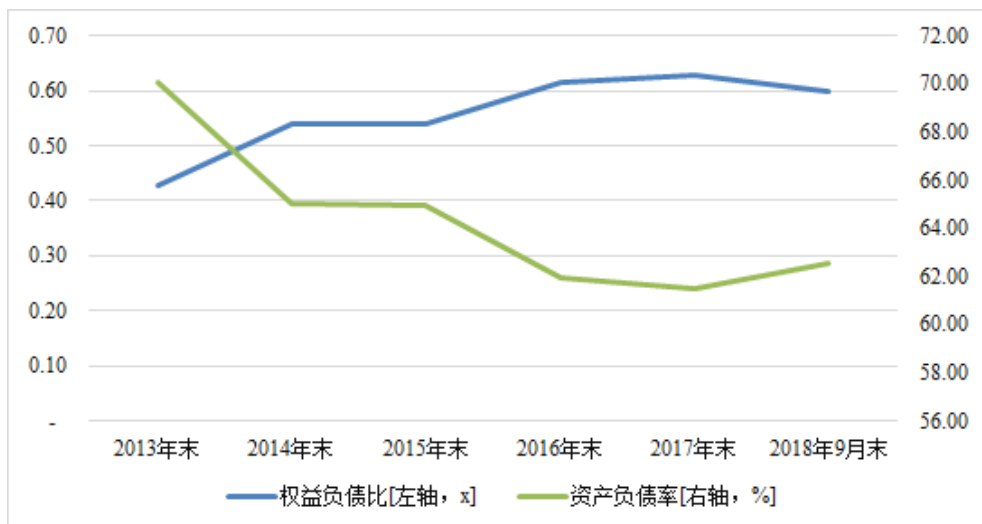
1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 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 年第三季度的财务报表未经审计。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



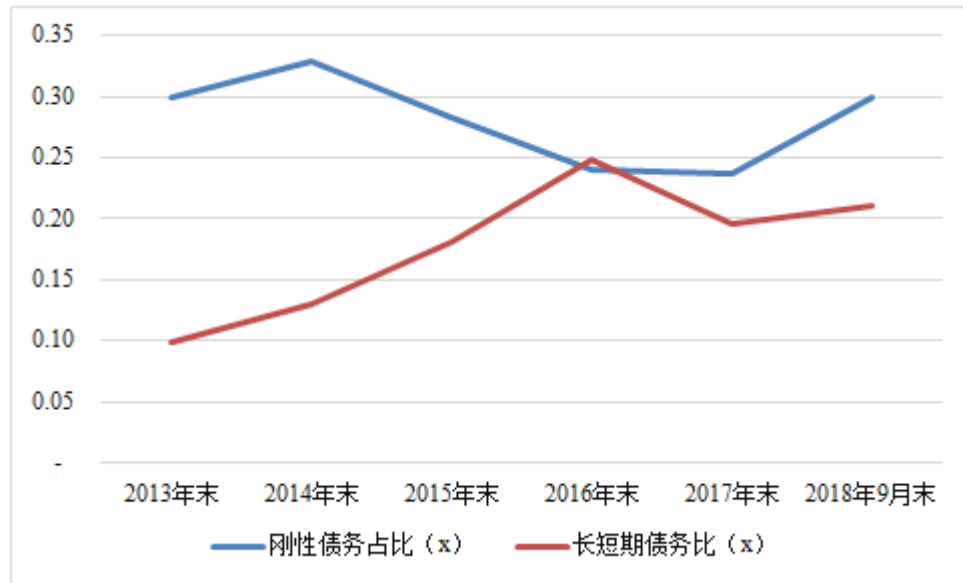
资料来源：根据百联集团所提供数据绘制。

近年来，该公司由于业务转型、物业改造、新门店布局等资本性支出规模较大，产生一定的外部融资需求，公司债务维持在一定规模。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司负债总额分别为 578.25 亿元、518.46 亿元、498.84 亿元及 516.66 亿元，其中 2015~2017 年负债总额较上年年末分别下降 3.08%、10.34% 及 3.79%，2018 年 9 月末负债总额较上年末上升 3.57%，主要由于旗下百联股份 2018 年发行超短期融资券 15 亿元，同时因公司项目建设需要增加长期借款所致。同期末，公司资产负债率分别为 64.92%、61.90%、61.46% 及 62.53%，其中 2015~2017 年公司资产负债率分别较上年末减少 0.08、3.01 及 0.44 个百分点，2018 年 9 月末公司资产负债率较上年末增加 1.07 个百分点，但整体仍处于合理水平。

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。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司所有者权益分别为 312.49 亿元、319.07 亿元、312.78 亿元及 309.56 亿元，其中同期末未分配利润为 23.95 亿元、26.30 亿元、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 191.10 亿元、196.36 亿元、199.39 亿元及 195.46 亿元。总体看，公司资本补充能力一般。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第三季度末
刚性债务 (亿元)	170.85	195.88	163.15	124.81	118.22	154.77
应付账款 (亿元)	80.22	75.95	70.27	71.61	68.83	32.62
预收账款 (亿元)	214.82	193.13	169.23	167.88	162.21	157.84
其他应付款 (亿元)	61.80	66.91	103.33	79.72	83.47	81.98
刚性债务占比 (%)	29.90	32.83	28.22	24.07	23.70	29.96
应付账款占比 (%)	14.04	12.73	12.15	13.81	13.80	6.31
预收账款占比 (%)	37.59	32.37	29.27	32.38	32.52	30.55
其他应付款占比 (%)	10.82	11.21	17.87	15.38	16.73	15.87

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，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司长短期债务比分别为 18.01%、24.89%、19.54%及 20.99%，流动负债占比仍很高。同期末，公司流动负债分别为 490.02 亿元、415.13 亿元、417.31 亿元及 427.04 亿元，分别占负债总额的 84.74%、80.07%、83.66%和 82.65%。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。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司预收账款分别为 169.23 亿元、167.88 亿元、162.21 亿元及 157.84

亿元，分别占流动负债的 34.54%、40.44%、38.87%及 36.96%，主要为预收的预付卡售卡款等。同期末公司应付账款分别为 70.27 亿元、71.61 亿元、68.83 亿元及 66.11 亿元，分别占流动负债的 14.34%、17.25%、16.49%及 15.48%，主要为应付供应商货款，随业务发展呈现波动态势。同期末，公司其他应付款分别为 103.33 亿元、79.72 亿元、83.47 亿元及 81.98 亿元，分别占流动负债的 21.09%、19.02%、20.00%及 19.20%，其他应付款主要是动迁款、人员费用及往来款等，其中 2015 年末公司预收资产包处置款项 10.33 亿元，导致当期其他应付款的大幅上升，而 2017 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。同期末，公司短期刚性债务分别为 117.90 亿元、69.18 亿元、74.71 亿元及 101.73 亿元，其中 2018 年公司旗下百联股份发行超短期融资券 15 亿元，并加大了短期借款的融资力度，导致 2018 年 9 月末短期刚性债务比上年末增长 36.17%。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。2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司长期借款分别为 15.06 亿元、14.54 亿元、10.95 亿元及 20.43 亿元；同期末，公司应付债券分别为 30.20 亿元、41.09 亿元、32.56 亿元及 32.62 亿元，其中 2017 年末公司应付债券较上年末下降 20.76%，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。

2015~2017 年及 2018 年 9 月末，该公司刚性债务分别为 163.15 亿元、124.81 亿元、118.22 亿元及 154.77 亿元，分别占公司负债总额的 28.22%、24.07%、23.07%及 29.96%，2015~2017 年末，公司刚性负债规模整体呈现下降趋势，2018 年 9 月末出现明显上升，主要由于旗下百联股份发行超短期融资券 15 亿元，同时因公司项目建设需要，增加长期借款 10 亿所致。公司总体债务偿付压力不大。

(3) 刚性债务

图表 25. 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 9 月末
短期刚性债务合计	142.91	170.01	117.90	69.18	74.71	101.73
其中：短期借款	103.38	93.25	56.82	20.12	40.41	55.36
一年内到期非流动负债	0.50	15.67	11.72	15.36	25.51	21.92
应付短期债券	23.40	46.73	40.86	25.33	-	15.00
应付票据	15.05	13.77	8.20	8.09	8.16	6.78
其他短期刚性债务	0.58	0.60	0.30	0.27	0.63	2.67
中长期刚性债务合计	27.94	25.87	45.26	55.63	43.52	53.05
其中：长期借款	1.95	5.36	15.06	14.54	10.95	20.43
应付债券	25.99	20.51	30.20	41.09	32.56	32.62
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。

该公司刚性债务主要由银行借款及应付债券构成。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司短期借款与长期借款合计额分别为 71.88 亿元、34.65

亿元、51.36 亿元及 75.79 亿元，且以信用借款为主，公司能以较低的利率水平取得银行借款，利率区间主要为 4.00%-4.75%。同期末，公司应付债券余额分别为 30.20 亿元、41.09 亿元、32.56 亿元及 32.62 亿元，主要系公司发行“15 百联集 MTN001”、“16 百联集 MTN001”、“16 百联集 MTN002”和“17 百联 01”及子公司百联股份发行的“18 沪百联 SCP002”，发行利率分别为 3.70%、3.05%、2.99%、4.69%和 3.70%；同期末，公司一年内到期的应付债券分别为 10.34 亿元、10.17 亿元、20.73 亿元及 21.92 亿元，其中 2017 年末主要为于 2018 年底到期的“15 百联集 MTN001”，此外，“18 沪百联 SCP002”也已于 2019 年 2 月 13 日到期兑付。总体而言，公司融资成本不高。

图表 26. 截至 2017 末公司银行借款明细（单位：亿元）

借款银行	信用借款	保证借款	抵押借款	应收账款保理借款	合计
短期借款（含一年内到期长期借款）	37.55	2.28	0.02	0.57	40.41
长期借款	—	2.96	7.99	—	10.95
合计	37.55	5.21	8.01	0.57	51.36

资料来源：百联集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 27. 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	2018Q3
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	83.13
业务现金收支净额（亿元）	97.55	71.43	68.51	76.45	66.12	24.38
其他因素现金收支净额（亿元）	-87.57	-33.39	-56.90	-45.03	-35.08	-7.69
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	16.69
EBITDA（亿元）	49.07	48.42	23.43	41.99	38.16	—
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，2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司营业收入现金率分别为 123.68%、128.06%、130.87%及 83.13%，其中 2018 年前三季度大幅下降主要由于租户拖欠百联置业租金所致，截止目前，百联置业已加大租金催收力度，基本完成欠收租金的回笼工作。公司业务现金收支净流入规模较大，但是近年来受净利润规模下降影响总体有所减少，加之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，同期分别为 11.60 亿元、31.42 亿元、31.04 亿元和 16.69 亿元。

2017年，该公司实现的 EBITDA 为 38.16 亿元，当年，公司 EBITDA 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。近年来公司 EBITDA 有所波动，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 28. 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	2018Q3
回收投资与投资支付净流入额	-1.11	-8.86	11.87	-32.97	3.76	-4.62
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	-16.82	-37.82	-23.76	-20.68	-15.23	-6.81
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	-1.15
投资环节产生的现金流量净额	-16.39	-45.30	15.16	3.68	-12.14	-12.59

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

该公司持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，2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司投资活动现金流量净额分别为 15.16 亿元、3.68 亿元、-12.14 亿元和-12.59 亿元，仍呈现波动态势。后续来看，随着理财的继续及公司不断推进业务升级调整及储备门店建设，公司投资活动现金流仍将呈现波动态势。

(3) 筹资环节

图表 29. 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	2018Q3
权益类净融资额	-4.54	5.51	-0.92	2.59	0.11	0.73
债务类净融资额	-6.02	4.44	-31.53	-51.85	-16.93	18.83
其中：现金利息支出	11.17	11.99	10.44	8.32	6.60	-
筹资环节产生的现金流量净额	-10.56	9.95	-32.45	-49.27	-16.82	18.28

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

该公司经营环节获现能力较强，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。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司筹资活动现金流净额分别为-32.45 亿元、-49.27 亿元、-16.82 亿元及 18.28 亿元，其中 2018 年前三季度公司旗下子公司百联股份发行 15 亿“18 沪百联 SCP001”及 15 亿“18 沪百联 SCP002”，当期公司筹资性现金流转正。

4. 资产质量

图表 30. 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 年第三季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	471.59	452.90	414.73	359.03	344.00	373.86
	57.80	49.34	46.56	42.87	42.38	45.25
其中：货币资金（亿元）	222.72	220.39	221.44	206.65	207.01	238.03
存货（亿元）	141.49	129.21	112.57	53.14	42.55	39.06
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	344.36	464.97	476.01	478.50	467.62	452.36
	42.20	50.66	53.44	57.13	57.62	54.75
其中：固定资产（亿元）	145.27	157.51	158.22	176.41	181.10	181.92
在建工程（亿元）	23.96	30.56	45.56	26.84	26.32	32.05
可供出售金融资产（亿元）	71.56	157.95	156.41	151.24	140.58	127.09
无形资产（亿元）	38.88	39.16	38.27	43.84	49.70	49.05
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。

2015~2017 年末及 2018 年 9 月末该公司资产总额分别为 890.74 亿元、837.53 亿元、811.62 亿元和 826.22 亿元，其中非流动资产占比分别为 53.44%、57.13%、57.62% 和 54.75%。公司非流动资产主要集中在为固定资产、可供出售金融资产、在建工程、无形资产等。同期末，公司固定资产余额分别为 158.22 亿元、176.41 亿元、181.10 亿元及 181.92 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 38.27 亿元、43.84 亿元、49.70 亿元及 49.05 亿元，较上年末分别下降 2.26%、增长 14.53%、增长 13.38% 及下降 1.32%，主要系土地使用权。同期末在建工程余额分别为 45.56 亿元、26.84 亿元、26.32 亿元及 32.05 亿元，其中 2017 年末随着部分在建项目完工，转入固定资产和无形资产，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，但是 2018 年 9 月末公司增加对长沙购物公园项目、济南高新奥莱等项目投入，在建工程较上年末又有所增加。同期末公司可供出售金融资产余额分别为 156.41 亿元、151.24 亿元、140.58 亿元及 127.09 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，以及信托及非保本浮动收益型银行理财等，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。受所持股权价值波动的影响，同期末公司可供出售金融资产较上年末分别下降 0.97%、3.30%、7.05% 和 9.60%。

从该公司流动资产来看，主要由货币资金和存货构成，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，两者合计分别占流动资产的 80.54%、72.36%、72.55% 和 74.12%。同期末存货为 112.57 亿元、53.14 亿元、42.55 亿元和 39.06 亿元，

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 221.44 亿元、206.65 亿元、207.01 亿元和 238.03 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 27.24 亿元、17.27 亿元、14.70 亿元及 9.82 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 10.51 亿元、51.24 亿元、55.17 亿元及 57.62 亿元。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 31. 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	用于抵质押借款的长期股权投资
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 32. 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 年第三季度末
流动比率（%）	90.73	85.75	84.64	86.49	82.43	87.55
速动比率（%）	53.85	53.15	56.10	69.53	68.71	76.10
现金比率（%）	43.40	41.94	45.39	49.90	49.82	56.37

资料来源：根据百联集团所提供数据整理。

该公司流动负债规模较大，因此流动比率和速动比率均不高。2015~2017 年末和 2018 年 9 月末，公司流动比率分别为 84.64%、86.49%、82.43% 及 87.55%，速动比率分别为 56.10%、69.53%、68.71% 及 76.10%。但是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 45.39%、49.90%、49.82% 及 56.37%。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司对并表范围外企业担保余额为 5.90 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，代偿风险较小。

截至评级报告日，该公司涉及重大诉讼事项共 23 项，涉案金额合计

31.34 亿人民币及 26.34 万美元，主要产生于物贸板块业务纠纷，公司对诉讼案件已累计计提减值损失 16.53 亿元，随着部分案件结案或裁决，2018 年前三季度公司冲回资产减值损失 0.58 亿元，且仍有部分案件尚处于诉讼阶段，存在一定或有负债风险。

图表 33. 截至本报告日公司主要诉讼案件进展情况（单位：亿元）

被告	原告	涉案金额	案由	计提坏账情况	进展
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	1.20	买卖合同纠纷	1.09	已调解结案，与 5 号案件债务抵消
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，2018 年 4 月 26 日已执行回笼预付款 887.32 万元并入账
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
天津大恒国际贸易有限公司等七家公司及郭光明（共八被告）	上海物贸炉料有限公司	5.13	买卖合同纠纷	12.69	正在执行过程中，已查封的金石大房产现已进入司法拍卖阶段
山西金石大国际贸易有限公司等七家公司及郭光明（共八名被告）	上海物贸炉料有限公司	4.04	买卖合同纠纷		已调解结案，
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/（第三人：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	1.18	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	1.06	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，具体经营由下属子公司负责。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司本部资产规模分别为 407.28 亿元、395.06 亿元、391.07 亿元及 394.80 亿元，其中货币资金分别为 48.54 亿元、56.04 亿元、52.34 亿元和 52.47 亿元。同期末负债规模分别为 244.90 亿元、211.20 亿元、194.62 亿元及 196.07 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 130.24 亿元、96.30 亿元、92.53 亿元和 108.42 亿元。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司本部实现营业收入 1.53 亿元、1.49 亿元、1.56 亿元及 0.61 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，2015~2017 年及 2018 年前三季度分别为 -12.15 亿元、-16.38 亿元、11.01 亿元和 -16.52 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 9 月末，合并口径下，公司获得的银行授信总额为 450.80 亿元，其中贷款授信为 236.90 亿元，尚有 356.73 亿元授信额度未使用。

图表 34. 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）	450.80	236.90	356.73	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）	328.40	158.00	242.15	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	72.85	66.69	67.88	无

资料来源：根据百联集团所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券未设特定条款。

2. 增信措施及效果

本次债券未设增信措施。

3. 其他偿付保障措施

（1）核心业务盈利保障

该公司拥有较强的规模优势及市场地位，虽然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、专业连锁业务面临较大业绩压力，但公司业务涵盖超商连锁、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，且网点分布各大上海地区核心商圈，在区域市场竞争优势依然明显。2015~2017 年及 2018 年前三季度，公司实现营业收入 1,197.43 亿元、851.08 亿元、603.54 亿元及 460.92 亿元；净利润-13.34 亿元、9.55 亿元、6.65 亿元及 5.94 亿元。

（2）财务状况及弹性较好

该公司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，财务弹性较好。

评级结论

该公司是国内大型的国有商业零售集团之一，主要经营以超商、综合百货为主的商业零售业务和物资贸易业务，目前在网点布局、经营规模、品牌以及业态多元化等方面具有较强的综合竞争优势。但是近年来国内宏观经济低迷、电商高速增长等加大传统零售企业竞争压力，同时人工租金成本上升等压缩传统零售企业盈利空间，公司通过业态升级及结构调整方式改善经营，但是业绩下滑压力仍较大，加之受物资贸易业务严重拖累，导致公司收入及利润规模持续减小。

财务方面，该公司资本实力强，且财务结构较稳健，刚性债务偿付压力不大。公司经营环节现金净流入量较大，现金类资产保持充裕，总体债务偿付能力很强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后3个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

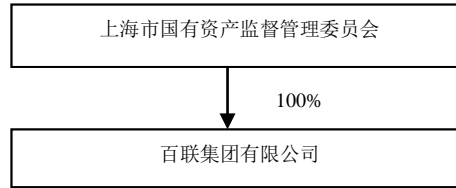
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

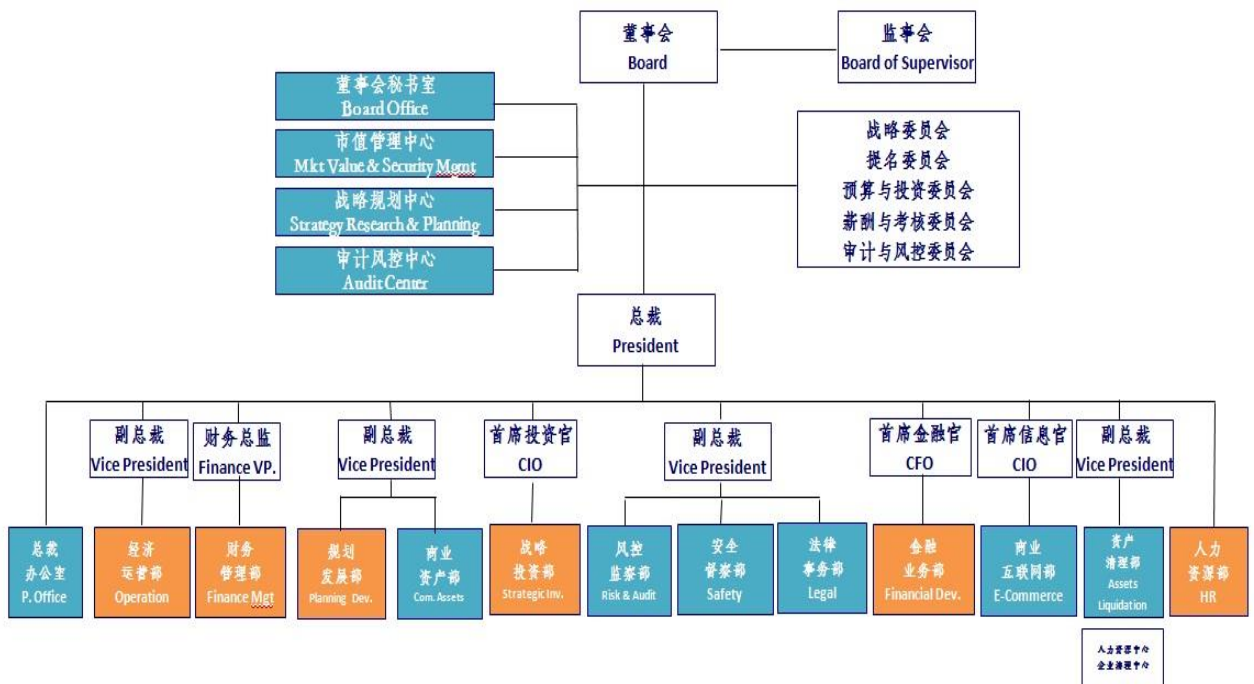
公司与实际控制人关系图



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 前三季度
资产总额 [亿元]	890.74	837.53	811.62	826.22
货币资金 [亿元]	221.44	206.65	207.01	238.03
刚性债务[亿元]	163.15	124.81	118.22	154.77
所有者权益 [亿元]	312.49	319.07	312.78	309.56
营业收入[亿元]	1,197.43	851.08	603.54	460.92
净利润 [亿元]	-13.34	9.55	6.65	4.30
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	16.69
投资性现金净流入量[亿元]	15.16	3.68	-12.14	-12.59
资产负债率[%]	64.92	61.90	61.46	62.53
权益资本与刚性债务比率[%]	191.53	255.65	264.57	200.01
流动比率[%]	84.64	86.49	82.43	87.55
现金比率[%]	45.39	49.90	49.82	56.37
利息保障倍数[倍]	0.73	3.20	3.31	—
担保比率[%]	3.66	1.00	1.04	—
营业周期[天]	47.10	48.06	43.19	—
毛利率[%]	12.07	14.30	19.15	19.26
营业利润率[%]	-0.46	2.35	1.21	1.98
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	83.13
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年前三季度财务数据整理、计算。

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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，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。