

北京华联综合超市股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；
维持“16华联MTN001”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一九年七月十二日

北京华联综合超市股份有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 北京华联综合超市股份有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

| 债券简称 | 发行额 (亿元) | 起息日~兑付日 | 上次债项 信用等级 | 本次债项 信用等级 |
|------------|-------------|-----------------------|--------------|--------------|
| 16华联MTN001 | 7 | 2016/08/31~2019/08/31 | AA | AA |

概况数据

| 华联综超 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产(亿元) | 109.77 | 96.02 | 102.21 | 102.58 |
| 所有者权益合计(亿元) | 26.18 | 27.01 | 27.17 | 27.65 |
| 总负债(亿元) | 83.60 | 69.01 | 75.04 | 74.92 |
| 总债务(亿元) | 40.37 | 30.57 | 33.47 | 33.81 |
| 营业总收入(亿元) | 123.58 | 117.59 | 115.95 | 33.50 |
| 净利润(亿元) | -2.64 | 0.75 | 0.81 | 0.49 |
| EBIT(亿元) | -1.85 | 2.23 | 2.46 | -- |
| EBITDA(亿元) | 0.97 | 4.74 | 4.94 | -- |
| 经营活动净现金流(亿元) | -0.78 | 6.34 | 7.26 | 3.29 |
| 营业毛利率(%) | 22.13 | 21.63 | 22.19 | 22.70 |
| 总资产收益率(%) | -1.64 | 2.17 | 2.48 | -- |
| 资产负债率(%) | 76.15 | 71.87 | 73.42 | 73.04 |
| 总资本化比率(%) | 60.67 | 53.09 | 55.19 | 55.01 |
| 总债务/EBITDA(X) | 41.52 | 6.45 | 6.77 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.58 | 3.05 | 3.17 | -- |

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2019年1-3月财务报表未经审计；为了完整的反映公司有息债务规模，已将公司各期末（超）短期融资券由其他流动负债调整至短期债务，中期票据由其他非流动负债调整至长期债务；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2019年1-3月部分指标无法计算。

分析师

项目负责人：李廷蔚 twli@ccxi.com.cn

项目组成员：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019年7月12日

基本观点

中诚信国际维持北京华联综合超市股份有限公司（简称“华联综超”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为 **稳定**；并维持“16华联MTN001”的债项信用等级为 **AA**。

2018年以来，公司门店布局保持了一定的规模优势，亏损门店占比有所下降，2018年经营性业务利润扭亏；公司继续推进物流配送体系建设，建立区域和城市两级配送网络，物流费用持续下降；同时，公司经营活动净现金流保持上升态势，并保持了畅通的融资渠道。此外，中诚信国际也关注到零售行业竞争日趋激烈、总债务规模上升且短期债务占比高以及新开门店仍处于培育期等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

优势

- **门店布局具有一定规模优势。**截至2019年3月末，公司在全国范围内门店总数达到164家，分布在全国50余个城市，已形成全国化网络布局。
- **经营性业务利润持续好转。**2018年以来，公司继续调整门店结构，亏损门店占比进一步下降；同时，公司持续优化商品种类，加之新开门店培育期持续缩短，经营性业务利润实现扭亏。
- **物流配送体系持续完善，物流费用减少。**2018年以来，公司继续推进物流中心建设，完成区域和城市两级配送网络建设，有利于控制物流费用；2018年，公司物流费用同比下降9.34%至0.55亿元。
- **经营活动净现金流持续提升。**2018年，公司新开门店数量减少、备货等资金需求下降，加之以前年度开设的门店陆续培育成熟，使得当期公司实现经营活动净现金流同比增长14.57%至7.26亿元，其对总债务和利息支出的覆盖能力均有所增强。
- **畅通的融资渠道。**公司与多家银行机构建立了良好的合作关系。同时作为上市公司（股票代码：600361.SH），公司拥有畅通的直接融资渠道。

关注

- **零售行业竞争日趋激烈。**近年来，线上线下零售企业相互渗透，加快产业布局，形成线上线下融合发展的新格局，行业竞争日趋激烈。
- **总债务规模同比增长，且短期债务占比高。**截至2018年末，公司总债务为33.47亿元，同比增长9.46%，主要是当期为满足股权收购、新开门店等资金需求而新增债务等因素影响。同期末公司短期债务为33.02亿元，占总债务比重为98.67%。中诚信国际将关注公司短期债务压力情况。
- **新开门店尚处于培育期。**2018年，公司新开6家超市门店，其中4家亏损，部分新开门店尚处于培育期，其经营业绩存在一定的不确定性，中诚信国际将对新开门店未来盈利情况保持关注。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，在“19华联 SCP002”到期之前有效。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

跟踪评级原因

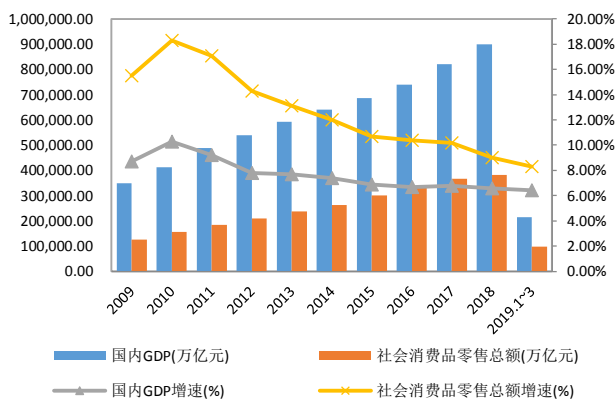
根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将对公司在存续期内的债券进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

基本分析

2018年，随着宏观经济下行压力加大，实体零售企业的经营面临一定的压力；网络购物保持高速增长，线上线下加速融合

2018年以来，在内部去杠杆和外部中美贸易冲突持续的双重挑战下，我国经济下行压力加大，社会消费品零售总额增速降至个位数运行。2018年，国内生产总值同比增长6.6%，增速较上年下降0.2个百分点；社会消费品零售总额同比增长9.0%，增速较上年下降1.2个百分点，降幅有所扩大。

图1：国内生产总值和社会消费品零售额增速对比



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着宏观经济增速的放缓，实体零售行业的经营面临了一定的压力。根据中国连锁经营协会统计数据，2018年连锁百强销售规模为2.4万亿元，同比增长7.7%，比上年降低0.3个百分点；连锁百强门店总数13.8万个，同比增长16.0%，去除便利店门店因素（含苏宁小店），百强门店增速为9.1%，与上年持平。

从各个业态细分来看，百货店方面，2018年，百强百货店总销售额同比增长3.5%，门店数同比增长3.9%，均低于百强平均水平；作为快消品零售的主力业态，大型超市普遍面临坪效下降、盈利能力趋弱的困局，2018年，经营大型超市为主的百强企业销售额平均增长2.5%，门店数平均增长3.6%，均显著低于百强平均增速；在连锁百强各业态中，

便利店增速遥遥领先，2018年，便利店百强企业销售规模同比增长21.1%，门店数量增长18.0%，新增门店11,944个，占百强新增门店总数的62.5%。

网络购物方面，2018年，我国实物商品网上零售额达到7.02万亿元，同比增幅为25.4%，保持高速增长态势。同时，实体零售门店亦逐步向线上延伸，进一步拓展全渠道业务，2018年，百强线上销售业务增长55.5%，去除线上销售占比较高的苏宁、国美、盒马鲜生等企业，百强企业线上销售额平均占比达到2.6%，比上年提高0.8个百分点，其中超市业态占比为1.9%，比上年提高0.6个百分点。

此外，本土企业也加速和国际零售品牌在资本方面进行合作。家乐福超市引入腾讯控股有限公司，永辉超市整合屈臣氏集团下的百佳超市，利群超市收购乐天玛特。近两年是外资零售企业与本土企业资本合作最活跃的阶段。

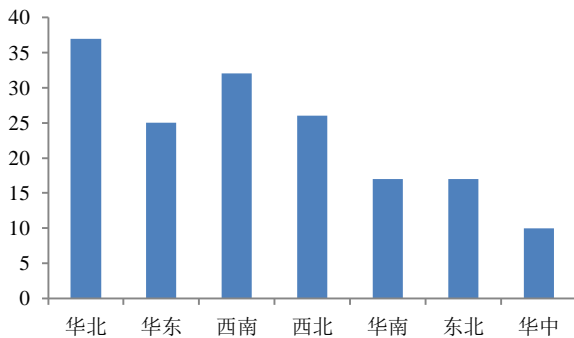
总的来看，2018年，随着宏观经济增速的放缓，实体零售行业的经营面临一定的压力。同时，网络购物增速维持高位，线上线下融合的速度明显加快。

2018年，公司保持了门店布局的规模优势，主营业务突出，其中华南地区营业收入增速较快；同时，受行业竞争日趋激烈及公司转让华北地区高级超市业务等因素的影响，公司营业收入同比有所下降

公司是国内较早开展大型综合超市业务的零售企业，主营业务突出。受2017年6月公司完成剥离华北地区高级超市业务等因素的影响，2018年公司实现营业总收入115.95亿元，同比下降1.39%。其中，超市业务实现营业收入102.66亿元，同比下降1.74%。

截至2019年3月末，公司在全国20多个省（直辖市、自治区）经营的门店数量达到164家，总面积共160.54万平方米。从门店布局来看，截至2019年3月末，公司门店在华南17家、西南32家、华东25家、东北17家、西北26家、华北37家及华中10家，布局于全国50余个城市。公司在各地区均设有生活超市，在华东及华中地区设有高级超市。截至2019年3月末，公司拥有生活超市153家、高级超市11家。

图2：截至2019年3月末公司已开门店布局（单位：家）



资料来源：公司提供

从公司主营业务收入的地区分布来看，2018年以来公司各地区收入占比变化较小，以北京为核心的华北地区收入在公司主营业务收入中占比最高，2018年占比为29.01%；其次为西北和西南地区，占比分别为18.32%和17.26%，以上三个地区营业收入合计占公司主营业务收入的比例为64.69%；其余依次为东北、华南、华东和华中地区。在生活超市发展速度方面，华南地区和东北地区2018年营业收入同比分别增长21.23%和3.95%；华东地区市场竞争加剧，当期生活超市平销同比下降21.21%，导致生活超市营业收入同比下降6.15%；其余地区2018年营业收入均有不同程度的下滑，其中东北和西南地区营业收入降幅较大，分别同比下降5.77%和3.55%。在高级超市发展速度方面，2018年，受市场竞争加剧等因素影响，华东地区高级超市营业收入同比下降19.64%；2018年，公司在湖北武汉的高级超市实现营业收入0.31亿元，同比增长23.12%，主要是由于该店开业于2017年3月，上年运营时间不足整年所致。

表1：2018年公司各地区门店经营效益情况

| 地区 | 经营业态 | 门店数量 | 主营业务收入 (亿元) | 主营业务收入增速 (%) | 平销 (元) |
|----|------|------|-------------|--------------|----------|
| 东北 | 生活超市 | 17 | 10.64 | 3.95 | 5,237.90 |
| 华北 | 生活超市 | 37 | 29.78 | -5.77 | 7,931.32 |
| 西北 | 生活超市 | 24 | 18.81 | -2.04 | 7,649.67 |
| 华东 | 生活超市 | 15 | 7.48 | -6.15 | 4,067.60 |
| | 高级超市 | 10 | 2.86 | -19.64 | 7,582.39 |
| 华中 | 生活超市 | 9 | 4.42 | -1.52 | 3,525.71 |
| | 高级超市 | 1 | 0.31 | 23.12 | 6,674.15 |
| 华南 | 生活超市 | 16 | 10.54 | 21.23 | 7,624.85 |
| 西南 | 生活超市 | 31 | 17.82 | -3.55 | 6,123.28 |

注：平销是指平均每平米的销售金额。平米效率越高，卖场的效率也就越高，同等面积条件下实现的销售业绩也就越高。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从物业类型来看，公司门店物业以租赁为主，截至2019年3月末，公司自有物业包括兰州西固店和哈尔滨汇金源店等4处，面积5.74万平方米。其中，2018年10月，公司以2.36亿元的对价完成江苏紫金华联商用设施运营有限公司（以下简称“江苏紫金”）100%股权收购项目¹，收购前，公司已对江苏紫金所持物业进行整体租赁，收购完成后，公司自有物业规模增加，且将有利于公司对该物业的统一管理。公司超市物业以租赁物业为主，面临一定的租金成本上升以及租约到期而无法续约的风险，中诚信国际将对此保持关注。

此外，2018年12月，公司向关联方BHG（北京）百货有限公司（以下简称“BHG百货”）收购北京百好吉社区百货有限公司（以下简称“百好吉百货”）100%股权，交易对价为2.08亿元²，拟拓展社区零售业务。目前百好吉主营社区百货商店，目前在北京拥有上地店和回龙观店2家门店，以及四川乐山1家门店。截至2018年末，百好吉百货总资产1.26亿元，净资产0.35亿元；2018年实现净利润0.19亿元，完成承诺净利润数的101.10%。本次收购有利于公司在现有综合超市业态基础上，进一步丰富社区零售业务，满足社区日趋多样化的客户需求，提升公司在社区零售方面的竞争力；同时，中诚信国际亦对公司新增加业态的经营及整合情况保持关注。

总体来看，2018年以来，公司保持较大的门店数量，保持了全国网络化布局规模优势，且华南地区的营业收入增幅较大。但受行业竞争激烈、门店关闭以及华北地区高级超市业务完成转让等因素影响，华北、华东及西南地区超市业务收入均有所下降，中诚信国际将对此保持关注。

2018年，公司适当控制扩张速度，并通过控制运营成本等方式缩短新开门店的培育期，使得当期亏损门店数量占比明显下降。同时，公司持续优化商品结构，扩大生鲜商品及自有商品销售，并积极探索

¹交易对手方为关联方北京华联商厦股份有限公司。

²该事项涉及业绩承诺：百好吉百货2018-2020年度经审计的净利润分别不低于1,843.89万元、1,762.64万元和1,721.17万元。BHG百货应就经审计的目标公司在补偿期间当期期末累积实际净利润数与当期期末累积预测净利润数之间的差额以现金方式对华联综超进行补偿。

合伙人制度，主营业务盈利能力提升

2018年，公司根据市场环境调整了扩张节奏，当年新开门店6家，主要分布在四川、黑龙江、山西、贵州以及江苏等省份，新开门店数量同比减少5家；2019年1~3月，公司新开门店5家。目前，公司将生活超市作为重点发展的业态，选址首选购物中心等客流较为充沛的地点，整租场地后，适当控制超市面积，降低租金成本，同时通过将部分承

租面积再出租给餐饮等其他业态，分摊租金成本的同时亦可为公司增加客流量，有效地缩短了新开门店的培育期；2018年，公司2家新开门店实现盈利。2019年，公司计划开店10~20家左右，平均每家门店的投资约为2,000万元，并主要通过自有资金以及银行贷款等方式解决因规模扩张而产生的资金需求，中诚信国际将关注公司新开门店培育期经营情况以及未来投资进度等对公司经营的影响。

表 2：2018 年公司新增门店情况（单位：平方米、万元）

| 门店名称 | 地区 | 业态 | 物业属性 | 经营面积 | 开业时间 | 营业收入 | 净利润 |
|------------|-----|------|------|--------|---------|----------|---------|
| 攀枝花福广金城店 | 四川 | 生活超市 | 租赁 | 6,193 | 2018.1 | 3,092.81 | -20.03 |
| 攀枝花花芝御景城店 | 四川 | 生活超市 | 租赁 | 6,510 | 2018.1 | 4,174.31 | 74.96 |
| 大庆铁人店 | 黑龙江 | 生活超市 | 租赁 | 8,995 | 2018.1 | 2,763.74 | -244.38 |
| 阳泉安康家园 | 山西 | 生活超市 | 租赁 | 14,000 | 2018.3 | 3,531.54 | -53.95 |
| 贵阳遵义湄潭香江半岛 | 贵州 | 生活超市 | 租赁 | 8,645 | 2018.1 | 4,280.57 | 82.17 |
| 扬州五彩世界店 | 江苏 | 高级超市 | 租赁 | 4,605 | 2018.12 | 162.82 | -69.89 |

资料来源：公司提供

近年来，公司持续进行门店调整，关闭店龄较长、持续大额亏损且扭亏无望的门店，2018年关闭位于江苏和宁夏的2家门店，关店数量同比减少7家；2019年1~3月，公司关闭1家门店，公司门店调整已基本结束。通过以前年度亏损门店的陆续关闭，加之新开门店培育期的缩短，公司亏损门店数

量及占比进一步降低，截至2018年末，公司亏损门店同比减少3家至39家（含2018年公司新开门店中的4家亏损门店），亏损门店数量占公司超市门店总数的比例同比下降2.54个百分点至24.38%。同时，中诚信国际将对公司亏损门店经营情况保持关注。

表 3：2018 年公司关闭门店情况

| 门店名称 | 地区 | 业态 | 物业属性 | 停业时间 | 关店原因 |
|---------------|----|------|------|---------|------|
| 南京 21 世纪太阳城店 | 江苏 | 高级超市 | 租赁 | 2018.12 | 门店亏损 |
| 宁夏石嘴山大武口和平广场店 | 宁夏 | 生活超市 | 租赁 | 2018.3 | 门店亏损 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

商品品类方面，近年来公司对销售商品进行升级，加快了自有品牌的开发与引进速度，同时提高了生鲜类商品的占比。公司自有品牌商品原来由公司控股子公司陕西事农果品有限公司（以下简称“陕西事农”）负责运营，陕西事农以“事农”自有品牌在公司超市销售各类产品，产品涉及新疆产干果、水果以及卫浴产品、旅行箱等，2018年8月，为了利用公司控股股东北京华联集团投资控股有限公司（以下简称“华联集团”）的资源优势提高陕西事农的生产经营能力，公司将所持有的陕西事农70%股权转让给华联集团，交易对价为123.18万元，同时，华联集团需支付陕西事农6,944.43万元往来债务款项，转让完成后，公司不再持有陕西事农的股权，陕西事农不再纳入公司合并范围；同时，公司以关联方购买商品的形式向其采购“事农”品牌商

品，2018年，公司向陕西事农购买商品金额为181.53万元。此外，公司积极推进生鲜类商品销售合伙人制度，即由生鲜销售团队对部分生鲜商品的销售进行“包干”，生鲜采购仍由公司把控，但销售团队有一定的定价权，若完成业绩指标，可享受利润分成。目前公司在各大区域均设置了试点门店，生鲜类商品合伙人制度已覆盖门店数量约50家，或将为公司的盈利情况带来促进作用，中诚信国际将对合伙人制度对生鲜商品销售及公司盈利水平的影响保持关注。

总体来看，2018年以来，公司门店结构调整基本完成，加之通过控制营运成本等方式缩短新开门店培育期，使得门店结构得到优化，亏损门店占比有所下降；同时，公司积极探索合伙人制度，不断发展生鲜商品。中诚信国际将持续关注公司新开门

店的投资进度、门店拓展以及关闭门店等对公司业务规模及盈利水平的影响。

2018年，公司继续推进物流中心建设，通过规划、建设区域和城市两级配送网络，进一步整合城市配送业务，提高物流效率，降低物流成本

2018年，公司继续推进物流中心建设，同时聘请第三方物流机构，在原有城市物流建设基础上做全国物流网络规划，整合城市配送中心，提高物流效率。目前，公司的物流体系已经形成区域（以下简称“RDC”）和城市（以下简称“DC”）两级配送网络，已建成并投入运营的 RDC 物流配送中心有六家，即北京物流中心、兰州物流中心、贵州物流中心、南宁物流中心、南京物流中心和大连物流中心。目前公司配送中心已经基本覆盖主要经营区域，其中北京物流中心位于天津市，覆盖北京地区及华北区域；兰州物流中心位于兰州市，覆盖甘肃、青海和宁夏三省；贵州物流中心位于贵阳市，覆盖贵州省和四川省部分地区；南宁物流中心位于南宁市，

覆盖广西壮族自治区；南京物流中心位于南京市，覆盖江苏和安徽省；大连物流中心位于大连市，覆盖大连地区。在运营模式方面，RDC 采用自有运营和外包专业物流公司管理相结合的模式，RDC 外包占比在三分之二左右，并计划在未来逐步提升外包比例。DC、RDC 的仓库及车辆主要以租赁形式运营，RDC 主要承载干货和基地自采商品的存储、配送工作，未来还将实现区域间特色商品全国互通，为顾客提供新零售带来的新鲜、便利购物体验，以满足不同购物者对商品的需求。2018年，公司物流费用为 0.55 亿元，同比下降 9.34%；其中自有物流费用为 0.46 亿元，同比下降 15.07%。目前 RDC 主要承载干货和基地自采商品的存储、配送工作，未来公司将推进区域间特色商品全国互通，以满足不同购物者对商品的需求。截至 2019 年 3 月末，公司拟建/改造物流配送中心 8 个，均为干仓仓储配送功能。在投资模式上，公司干仓物流配送中心主要由公司租赁场地、雇佣员工并开展运营。

表 4：截至 2019 年 3 月末公司物流配送中心情况

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

资料来源：公司提供

总体看，2018 年以来，公司继续推进物流配送中心建设及全国物流网络的建设，物流配送网络逐步完善，将有助于提高物流效率以及降低公司采购成本。中诚信国际将持续关注公司全国物流网络规划的建设情况以及其对公司经营产生的影响。

财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通

合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2019 年 1~3 月财务报表。为了完整的反映公司的有息债务规模，中诚信国际已将公司各期末（超）短期融资券由其他流动负债调整至短期债务，中期票据由其他非流动负债调整至长期债务。

盈利能力

2018年，公司实现营业总收入115.95亿元，同比下降1.39%，主要是受公司行业竞争激烈以及转让高级超市业务影响。2019年1~3月，公司实现营业总收入33.50亿元，同比下降1.36%。

从公司盈利模式来看，公司的主要利润来源是销售商品取得进销差价以及销售返利。2018年，公司门店结构调整逐渐完成，使得营业毛利率同比提高0.56个百分点至22.19%。2019年1~3月，公司毛利率为22.70%，较上年同期提高1.96个百分点。

费用方面，2018年，公司三费合计25.28亿元，同比小幅下降；同期，公司期间费用构成较为稳定，销售费用、管理费用和财务费用同比均基本持平。其中，财务费用方面，2018年公司利息支出为1.56亿元，同比基本持平；中诚信国际注意到，公司每年确认一定规模的利息收入，主要来自华联财务有限责任公司（以下简称“华联财务”）支付的利息，2018年为0.46亿元。2018年，公司三费收入比为21.80%，同比小幅下降0.05个百分点。2019年1~3月，公司期间费用为7.15亿元，当期三费收入比为21.35%，较上年同期均有所上升。

表5：近年来公司期间费用情况

| 单位：亿元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.1~3 |
|-------|--------|--------|--------|----------|
| 销售费用 | 24.61 | 21.63 | 21.12 | 5.81 |
| 管理费用 | 3.00 | 2.73 | 2.72 | 0.95 |
| 财务费用 | 1.09 | 1.34 | 1.43 | 0.40 |
| 三费合计 | 28.71 | 25.69 | 25.28 | 7.15 |
| 营业总收入 | 123.58 | 117.59 | 115.95 | 33.50 |
| 三费收入比 | 23.23% | 21.85% | 21.80% | 21.35% |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2018年，公司利润总额和净利润分别同比增长32.65%和7.41%至0.90亿元和0.81亿元，延续增长态势。从利润总额结构看，2018年，受益于公司门店结构的调整结束、亏损门店占比下降、新开门店培育期缩短以及商品结构优化等因素，公司经营性业务利润³同比增长0.67亿元至0.31亿元，经营性业务利润实现扭亏为盈。2018年，公司投资收益为0.63亿元，主要包括持有华联财务等公司股权产生的投资收益0.47亿元，由于上年同期公司转让华联精品超市有限公司股权产生的3.04亿元、基数较大，导

³包括其他收益0.10亿元。

致当期投资收益同比大幅下降82.33%。营业外损益方面，2018年公司营业外收入主要来自罚款及赔款收入0.32亿元等，营业外支出主要包括赔偿款0.29亿元等；当期，公司营业外损益为-0.06亿元，受益于当期公司门店调整结束，亏损规模同比大幅减少。2019年1~3月，公司利润总额和净利润分别为0.53亿元和0.49亿元；其中，经营性业务利润为0.36亿元，投资收益0.17亿元，营业外损益为0.02亿元。

总的来看，2018年以来，得益于公司门店结构优化调整、亏损门店占比下降等因素，公司经营业务实现扭亏为盈。同时，2018年以来，受行业竞争依然激烈等因素影响，公司经营依旧承受一定压力，盈利能力处于较弱水平，中诚信国际将持续关注公司盈利情况。

偿债能力

截至2018年末，公司总债务为33.47亿元，同比增长9.46%，主要是当期为满足股权收购、新开门店等资金需求而新增债务等因素影响。同期末公司短期债务为33.02亿元，占总债务比重为98.67%，短期债务占比较高，短期偿债压力较大，中诚信国际将对此保持关注。在总债务规模上升的推动下，公司财务杠杆水平亦呈上升态势，截至2018年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为73.42%和55.19%，同比分别上升1.55个和2.10个百分点。截至2019年3月末，公司总债务规模为33.81亿元，其中短期债务为33.38亿元，较年初基本持平；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为73.04%和55.01%，较年初亦基本持平。

表6：近年来公司偿债指标

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|------------------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金(亿元) | 50.66 | 41.87 | 46.55 | 48.10 |
| 短期债务(亿元) | 32.89 | 23.12 | 33.02 | 33.38 |
| 长期债务(亿元) | 7.48 | 7.46 | 0.44 | 0.43 |
| 总债务(亿元) | 40.37 | 30.57 | 33.47 | 33.81 |
| 经营活动净现金流(亿元) | -0.78 | 6.34 | 7.26 | 3.29 |
| EBITDA(亿元) | 0.97 | 4.74 | 4.94 | -- |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | -0.46 | 4.08 | 4.65 | -- |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.02 | 0.21 | 0.22 | 0.39* |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.58 | 3.05 | 3.17 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 41.52 | 6.45 | 6.77 | -- |

注：公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2019 年 1~3 月部分指标无法计算；带“*”指标已年化。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 同比小幅提升，其对利息支出的覆盖能力略有提升；但由于当期总债务同比增幅较大，EBITDA 对总债务的覆盖能力同比下降。从现金流水平看，2018 年，公司新开门店数量减少、备货等资金需求下降，加之以前年度开设的门店陆续培育成熟，使得当期公司实现经营活动净现金流同比增长 14.57% 至 7.26 亿元。受益于此，2018 年公司经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖能力均同比有所上升。

中诚信国际注意到，由于公司经营区域分散，费用及货款主要采用分地区结算的方式，目前尚未能对各区域子公司的资金实现归集管理，影响了公司资金使用效率。未来公司计划加强资金管控力度，通过参股华联财务的平台与银行合作，并在华联财务开设结算账户，同时积极建设 ERP 系统，实现资金归集管理。截至 2018 年末，公司货币资金余额为 46.55 亿元，为提高资金使用效率，公司华联财务开设结算账户，用于支付采购货款等日常经营活动的现金。截至 2018 年末，公司存放于华联财务公司的货币资金规模为 28.77 亿元，其中定期存款规模为 17.07 亿元。2018 年，华联财务支付给公司利息 0.42 亿元⁴。此外，公司在物业租赁、商品购销、水电费支付等方面均存在与控股股东或其他关联方的交易，近年来多次与关联方进行股权收购与转让，中诚信国际将对公司关联交易的公允性、必要性以及相关事项对公司经营及业绩方面的影响保持关注。

或有事项方面，截至 2019 年 3 月末，公司为控股股东北京华联集团投资控股有限公司 4.50 亿元的借款提供保证担保，担保总额占公司净资产的比例为 16.27%。受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产的账面价值为 1.17 亿元，主要为抵押担保用途的固定资产。截至 2019 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

此外，2019 年 5 月 29 日，公司发布《关于北

京华联综合超市股份有限公司 2018 年年度报告的事后审核问询函》，上海证券交易所对公司关联方及关联交易、企业合并、行业经营及财务信息等方面问题进行了问询。2019 年 6 月 20 日，公司发布《北京华联综合超市股份有限公司关于回复上海证券交易所〈关于对北京华联综合超市股份有限公司 2018 年年度报告的事后审核问询函〉的公告》，对相关问题进行了补充披露和风险提示。中诚信国际将持续关注相关事项对公司经营及外部融资等方面的影响。

公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共获得合作银行授信额度为 13.94 亿元，未使用授信额度 1.24 亿元；同时作为上市公司，公司拥有畅通的直接融资渠道。

过往债务履约情况

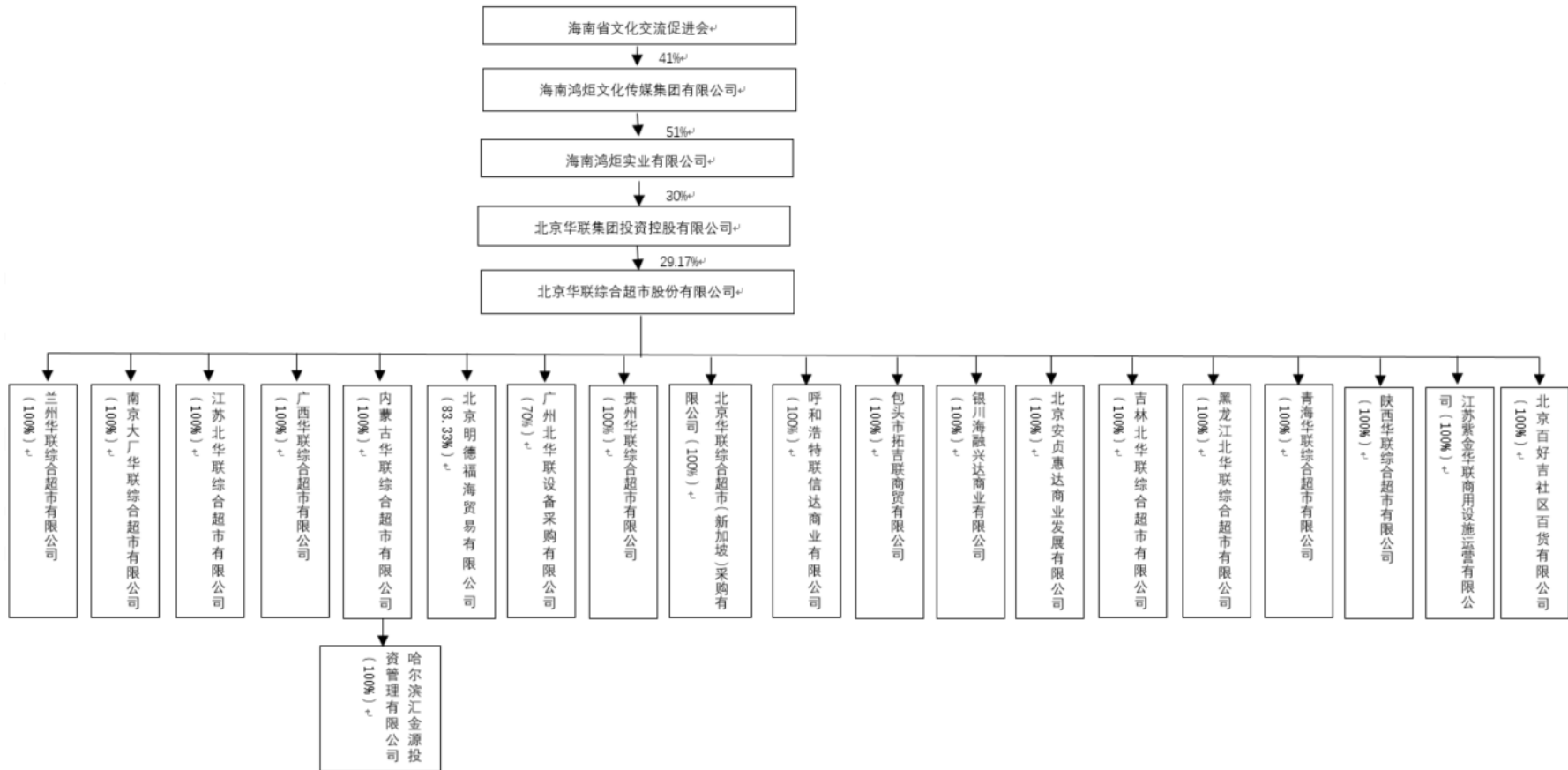
根据公司提供资料，截至 2019 年 3 月末，公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

结论

综上，中诚信国际维持北京华联综合超市股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，维持“16 华联 MTN001”的债项信用等级为 **AA**。

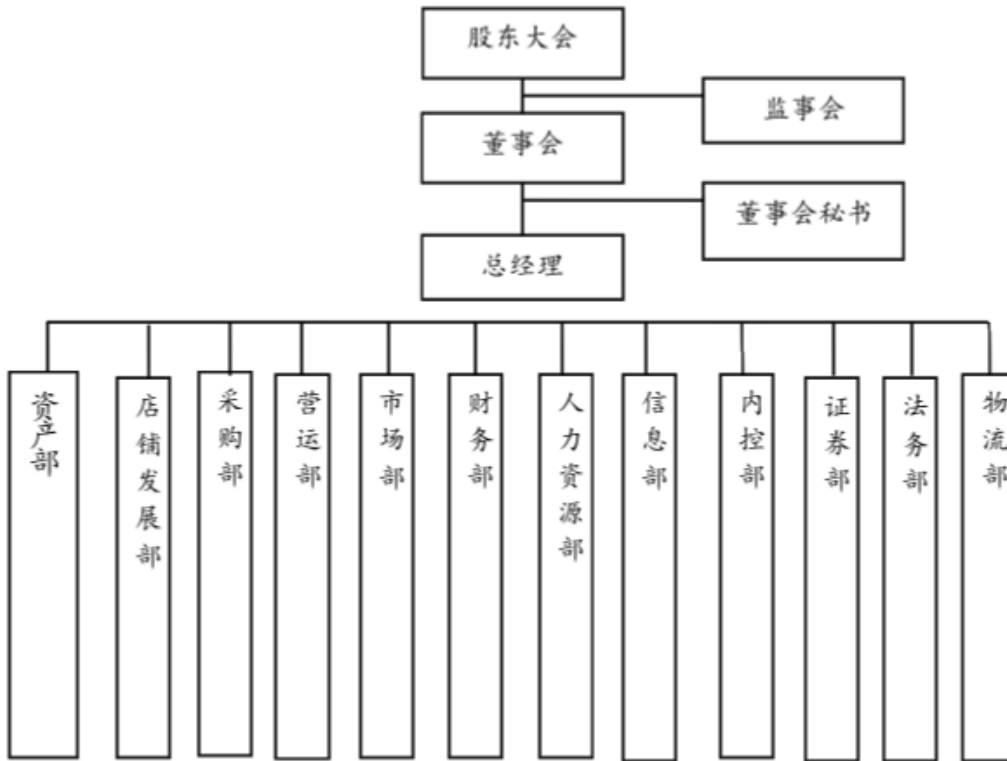
⁴公司存放于华联财务公司的存款利率按中国人民银行公布的同期银行存款利率确定。

附一：北京华联综合超市股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



注：截至 2019 年 3 月末，北京华联集团投资控股有限公司将其持有的 0.46 亿股公司股票进行质押，占其合计持有公司股权比例的 23.69%。
资料来源：公司提供

附二：北京华联综合超市股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：北京华联综合超市股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 财务数据(单位：万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 506,641.04 | 418,718.68 | 465,450.02 | 480,953.17 |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款净额 | 1,725.83 | 1,777.79 | 7,832.12 | 8,498.09 |
| 其他应收款 | 17,113.47 | 11,095.54 | 6,284.22 | 5,581.13 |
| 存货净额 | 154,251.66 | 121,831.60 | 119,377.29 | 107,840.87 |
| 长期投资 | 73,803.99 | 122,415.60 | 125,741.93 | 123,285.81 |
| 固定资产 | 68,765.68 | 62,228.17 | 67,615.92 | 67,449.92 |
| 在建工程 | 12,962.22 | 9,385.63 | 967.32 | 363.86 |
| 无形资产 | 7,576.38 | 6,882.11 | 17,311.76 | 16,946.47 |
| 总资产 | 1,097,706.76 | 960,209.65 | 1,022,116.15 | 1,025,752.37 |
| 其他应付款 | 64,933.62 | 61,646.93 | 81,620.00 | 82,752.48 |
| 短期债务 | 328,931.72 | 231,186.88 | 330,232.66 | 333,793.44 |
| 长期债务 | 74,811.80 | 74,560.28 | 4,437.49 | 4,312.68 |
| 总债务 | 403,743.53 | 305,747.16 | 334,670.15 | 338,106.12 |
| 净债务 | -102,897.51 | -112,971.52 | -130,779.86 | -142,847.05 |
| 总负债 | 835,950.43 | 690,076.13 | 750,389.32 | 749,244.00 |
| 费用化利息支出 | 16,855.14 | 15,554.69 | 15,612.79 | -- |
| 资本化利息支出 | -- | -- | -- | -- |
| 所有者权益合计 | 261,756.33 | 270,133.53 | 271,726.83 | 276,508.37 |
| 营业总收入 | 1,235,821.03 | 1,175,916.26 | 1,159,533.59 | 335,018.78 |
| 三费前利润 | 268,346.21 | 252,069.53 | 254,880.47 | 75,011.37 |
| 投资收益 | 5,331.17 | 35,899.43 | 6,345.05 | 1,692.32 |
| 净利润 | -26,419.37 | 7,527.17 | 8,084.92 | 4,858.22 |
| EBIT | -18,520.66 | 22,305.37 | 24,567.89 | -- |
| EBITDA | 9,724.92 | 47,369.46 | 49,420.21 | -- |
| 经营活动产生现金净流量 | -7,766.94 | 63,404.09 | 72,644.64 | 32,910.10 |
| 投资活动产生现金净流量 | -72,575.74 | 23,453.07 | 130,238.11 | -742.91 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 10,332.26 | -112,873.44 | -332.39 | -17,566.96 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -69,894.45 | -26,006.42 | 202,309.43 | 14,608.83 |
| 资本支出 | 60,583.18 | 54,569.86 | 4,021.60 | 2,121.50 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
| 营业毛利率(%) | 22.13 | 21.63 | 22.19 | 22.70 |
| 三费收入比(%) | 23.23 | 21.85 | 21.80 | 21.35 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 0.79 | 4.03 | 4.26 | -- |
| 总资产收益率(%) | -1.64 | 2.17 | 2.48 | -- |
| 流动比率(X) | 0.99 | 1.01 | 0.90 | 0.90 |
| 速动比率(X) | 0.78 | 0.81 | 0.74 | 0.76 |
| 存货周转率(X) | 6.27 | 6.68 | 7.48 | 9.12* |
| 应收账款周转率(X) | 461.20 | 671.26 | 241.32 | 164.12* |
| 资产负债率(%) | 76.15 | 71.87 | 73.42 | 73.04 |
| 总资本化比率(%) | 60.67 | 53.09 | 55.19 | 55.01 |
| 短期债务/总债务(%) | 81.47 | 75.61 | 98.67 | 98.72 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.02 | 0.21 | 0.22 | 0.39* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | -0.02 | 0.27 | 0.22 | 0.39* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | -0.46 | 4.08 | 4.65 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 41.52 | 6.45 | 6.77 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.03 | 0.20 | 0.15 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.58 | 3.05 | 3.17 | -- |

注：公司财务报表均依照新会计准则编制；2019年1-3月财务报表未经审计；为了完整的反映公司有息债务规模，中诚信国际将公司各期末（超）短期融资券由其他流动负债调整至短期债务，中期票据由其他非流动负债调整至长期债务；公司利息支出的计算不包括资本化利息；由于缺少数据，2019年1-3月部分指标无法计算；带“*”指标已年化。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金支出 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加 - 期间费用 + 其他收益

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

附五：主体信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。