

信用等级公告

联合[2015]028号

北京城乡贸易中心股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京城乡贸易中心股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

北京城乡贸易中心股份有限公司主体长期信用等级为 AA

北京城乡贸易中心股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：



二零一五年四月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedrating.com.cn>

北京城乡贸易中心股份有限公司

2015年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过9亿元，本期不低于3亿元
 债券期限：不超过5年，第3年末附公司赎回选择权、公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2015年4月20日

财务数据：

项目	2012年	2013年	2014年
资产总额(亿元)	32.95	35.36	44.77
所有者权益(亿元)	22.15	22.83	23.44
长期债务(亿元)	2.83	5.39	10.07
全部债务(亿元)	2.83	5.39	10.07
营业收入(亿元)	22.50	24.60	22.19
净利润(亿元)	0.95	1.01	1.09
EBITDA(亿元)	2.03	2.32	2.49
经营性净现金流(亿元)	-1.16	-2.96	-2.03
营业利润率(%)	19.50	17.52	20.07
净资产收益率(%)	4.35	4.49	4.70
资产负债率(%)	32.79	35.44	47.65
全部债务资本化比率(%)	11.32	19.10	30.05
流动比率	2.50	3.28	3.06
EBITDA全部债务比	0.72	0.43	0.25
EBITDA利息倍数(倍)	13.84	4.27	2.67
EBITDA/本期发债额度	0.68	0.77	0.83

注：①公司于2007年开始执行新会计准则；②本报告财务数据及指标计算均是合并口径；③本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京城乡贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“北京城乡”）的评级反映了公司作为北京市商贸零售上市企业，在自持物业、资产质量、经营管理等方面的优势。近年来，受宏观经济增速放缓影响，百货零售行业增速整体放缓，但公司仍保持了收入和利润的稳步增长，体现了公司管理层良好的经营能力。同时，联合评级也关注到宏观经济下滑及电子商务迅速发展可能给公司未来经营与发展带来的负面影响。

目前，零售行业的发展面临一定的压力，但考虑到城乡世纪广场购物中心开业后将推动公司收入规模进一步扩大，同时也有利于经营网络合理分布及业务模式多元化，公司有望保持良好的发展态势，联合评级对公司评级展望维持为“稳定”。

综合来看，本次债券到期不能偿付本息的风险很低。

优势

1. 北京市人口密集，人均收入居于全国前列，消费能力强。近年来北京市经济稳定发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为北京市自持物业商贸零售上市企业，绝大部分物业自有，无租金压力，经营稳定，具有较大的发展潜力。

3. 2015年上半年正式营业的城乡世纪广场将作为购物中心进行运营，为公司未来利润的增长和业务的转型提供有力的支持。

关注

1. 受宏观经济增速放缓影响，公司作为商贸零售企业，未来的销售收入增速存在进一步放缓的可能。

2. 电子商务的发展会对实体的百货店、超

市进行冲击，同时随着物价、人工成本的不断上涨，如果公司不能通过优化转型提高产品的毛利率水平，公司的营业利润可能会随着成本的上升而下降。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层（100022）

<http://www.unitedratings.com.cn>

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京城乡贸易中心股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京城乡贸易中心股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京城乡贸易中心股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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、建议等。

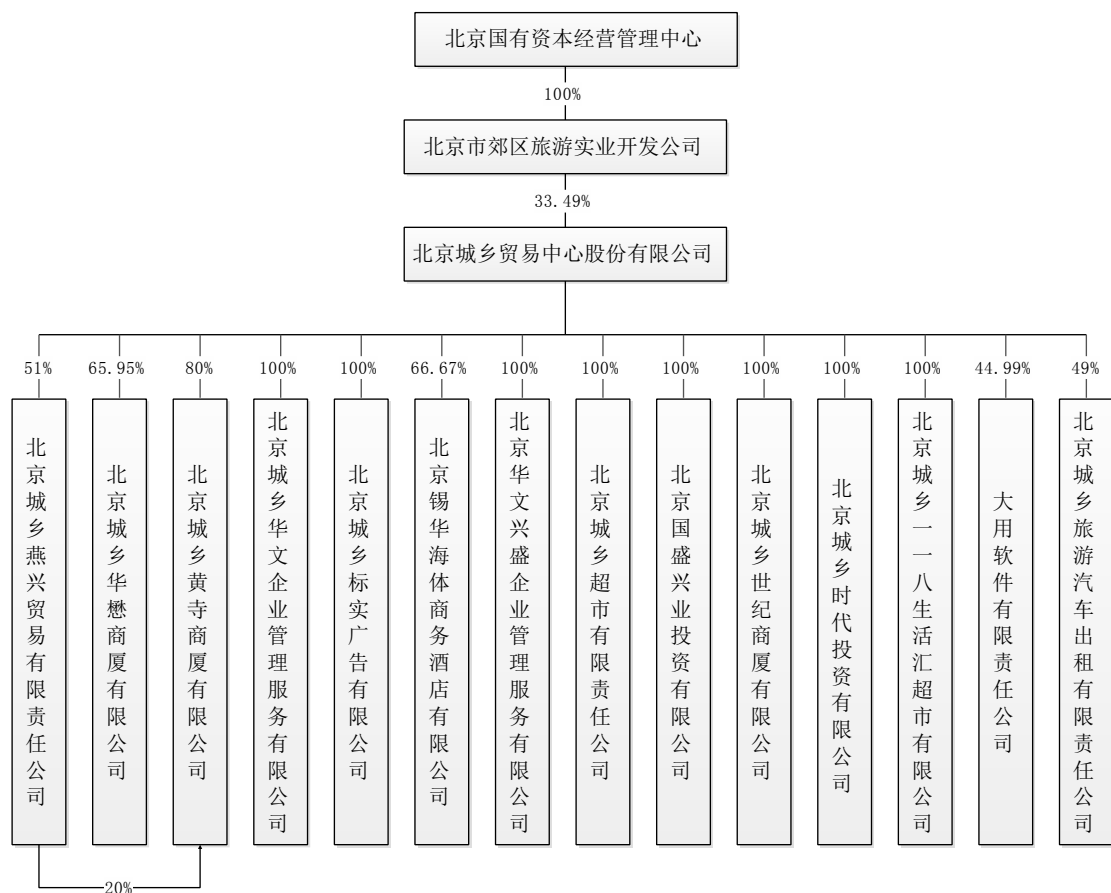
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京城乡贸易中心股份有限公司提供，联合评级整理，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

北京城乡贸易中心股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京城乡贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“北京城乡”）前身是北京市郊区旅游实业开发公司筹建的北京市城乡贸易中心商场。1992年8月，经北京市人民政府经济体制改革办公室京体改办字(1992)第8号文批准，北京市郊区旅游实业开发公司为主要发起人，与深圳万科企业股份有限公司、北京海兴实业公司、北京国际信托投资公司、中国人民建设银行北京信托投资公司共五家中国法人共同发起，对北京市城乡贸易中心商场进行改组，设立北京城乡贸易中心股份有限公司。公司于1994年5月20日正式在上海证券交易所挂牌上市，证券代码：600861。后经多次配股、转增，截至2014年底，公司总股本为31,680.49万股，北京市郊区旅游实业开发公司为公司控股股东，持股比例33.49%。公司的实际控制人为北京国有资本经营管理中心。

图1 公司控股股东及实际控制人股权关系图



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司经营范围涉及：商品零售及批发、公共饮食业、物资供销业、仓储业、日用品修理、群众文化事业；经营本系统商品的进出口业务、承办中外合资经营、合作生产、“三来一补”、易货贸易及转口贸易业务；柜台、场地出租等。

截至2014年底，公司下设总经理办公室、财务部、股权投资管理办公室、审计部、业务管理部、党群工作部、人力资源部、资产管理部、行政保卫部、服务管理办公室共10个职能部门；纳入合并范围的子公司共12家，在职员工合计为1,131人。

截至2014年末，公司合并资产总额447,654.33万元，负债总额213,296.08万元，所有者权益（含

少数股东权益) 234,358.25万元。2014年公司实现合并营业收入221,917.10万元, 净利润(含少数股东损益) 10,876.85万元。经营活动产生的现金流量净额-20,328.11万元, 现金及现金等价物净增加额25,735.40万元。

公司注册地址: 北京市海淀区复兴路甲23号; 法定代表人: 王禄征。

二、债券概况

1. 本次债券概况

本次拟发行的债券名称为“北京城乡贸易中心股份有限公司 2015 年公司债券”, 本次发行的公司债券面值总额不超过人民币 9 亿元(含 9 亿元)。本次公司债券采用分期发行方式, 首期发行面值不少于 3 亿元, 自中国证监会核准发行之日起 12 个月内完成; 其余各期债券发行, 自中国证监会核准发行之日起 24 个月内完成。本期债券的期限为 5 年, 第 3 年末附发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券为固定利率债券, 债券票面利率采取单利按年计息, 不计复利。本期债券票面利率在债券存续期的前 3 年固定不变。如发行人行使上调票面利率选择权, 未被回售部分债券存续期限后 2 年票面年利率为债券存续期限前 3 年票面年利率加上调基点, 在债券存续期限后 2 年固定不变。如发行人未行使上调票面利率选择权, 则未被回售部分债券在存续期限后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。

本次公司债券为无担保公司债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券的募集资金将全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司的主营业务包括销售商品、租赁和酒店等, 属百货零售业。

1. 行业概况

根据商务部《零售业态分类》(GB/T18106—2004)的解释, 百货店是指在一个建筑物内, 经营若干大类商品, 实行统一管理, 分区销售, 满足顾客对时尚商品多样化选择需求的零售业态。百货零售业属于零售业分支, 向终端消费市场提供综合性的商品及服务。根据国家统计局颁布的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011), 百货零售行业归类为“批发和零售业(F)”下的“零售业(52)”下的“综合零售(521)”下的“百货零售(5211)”。根据中国证监会《上市公司行业分类指引》, 百货零售行业归类为“批发和零售业(F)”下的“零售业(F52)。”

百货零售行业的上游行业为各类消费品的供应商, 包括代理商和生产厂商, 下游为终端消费者。就我国百货零售行业的现状和特点而言, 消费品的品类齐全、供应充足、流通渠道多元化, 大部分商品处于充分竞争态势。招商政策、供应商管理、资源整合能力是衡量连锁百货零售企业竞争优势的重要指标。百货零售行业作为服务业的重要分支, 直接面对下游普通消费者, 属于商品生产流通的最终环节。除国民经济发展水平、居民可支配收入等因素影响市场需求外, 消费者的消费需求、消费习惯、消费结构的变化, 也会影响百货零售企业在商业业态、经营模式、商品品类等方面的经营决策。

国内百货零售行业的经营模式主要包括联营模式、自营模式和租赁模式。联营模式是指百货零售企业提供经营场所，供应商设立品牌专柜、提供商品并派遣销售人员负责商品销售。在商品售出前，相关商品的权属归供应商所有，商品跌价及其他风险由供应商自行承担，百货零售企业的利润来源为商品进销差价按照联营协议确定的扣率部分。自营模式是百货零售行业的传统经营模式，即企业直接向供应商采购商品，并自行负责商品的物流、存货管理和销售，百货零售企业承担与商品相关的风险和收益，并以赚取进销差价为盈利模式。租赁模式是百货零售企业将部分经营场地对外租赁，利润来自于租金扣除物业成本后的余额，租金水平主要受地区、商圈、经营业绩等因素影响，在合同期内保持相对稳定。联营模式作为现今百货零售行业的主要经营模式，具有风险小、收入稳定的特点。

百货零售行业作为国民经济的基础性行业，与居民生活息息相关，也反应出国民经济发展和居民生活水平提升的情况。2014年，在原有以出口主导型拉动经济增长方式放缓的形势下，我国积极调整国民经济结构，并着重实施包括增加城镇及农村居民收入、扩大消费、优化投资、稳定物价等在内的扩大内需政策。从经济增长的动力结构来看，在2014年GDP增长的7.4%中，最终消费对GDP的贡献占51.2%，货物和服务的净出口贡献率为10.5%。

虽受宏观经济增长步伐放缓影响，2014年我国社会消费品零售总额仍创纪录的达到262,394亿元，较2013年同比名义增长率为12.0%，是2001年社会消费品零售总额43,055亿元的6.09倍，期间的复合增长率达到了14.92%，消费市场增长的潜力巨大。

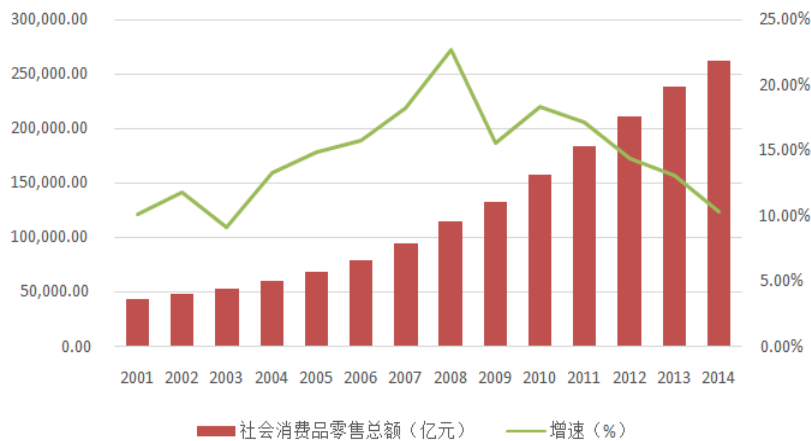
宏观经济的发展是带动社会消费增长和零售业发展的根本因素。2014年，我国宏观经济整体增速放缓，全年国内生产总值达到636,463亿元，同比增长7.4%。根据国家统计局数据显示，2014年中国社会消费品零售总额262,394亿元，同比增长12.0%，扣除价格因素后实际增长10.9%。根据中华商业信息网的数据，2014年中国百家零售额同比增长0.4%，增速较上年放缓8.5个百分点，创下了2005年以来的最低增速。

图2 中国国内生产总值增长情况



资料来源:wind

图3 社会消费品零售总额增长情况



资料来源:wind

与此同时，随着电子商务和网络经济的发展，以及第三方配送的出现，使得消费者网上购物更为便利，越来越多的消费者加入到网购行列。2011年中国网上购物交易额达到0.78万亿元，2012年为1.26万亿元，2013年增至1.85万亿元，2014年增至2.8万亿元，我国的网络消费正迎来井喷式增长。网上购物通过争夺终端客户有可能取代部分传统零售渠道的市场份额，并造成市场格局和销售方式的转变。但从实际情况看网上购物也有一定的局限性，从消费人群看网上购物的对象通常为年轻人，因此短期内实体店的体验式购物方式仍有其存在的必要性。

总体看，近年来随着连锁零售行业整体快速发展以及网络购物的兴起，市场竞争程度加强，企业面临来自经营成本、业态选择、区域竞争力等多方面的经营压力，加速了零售企业的优胜劣汰。

2. 行业竞争

百货零售行业整体低迷，经营普遍承压。根据联商网2014年全国单店销售额前50名共计61家门店的销售数据，2014年上述61家门店销售总额同比下降2.84%，市场份额持续下降；从单店销售来看，共有38家门店出现2%~20%左右的负增长（未扣除门店升级改造或品牌调整情况），占比为62%；18家门店实现了1%~29%的销售增速，占比为30%；其余5家门店与2013年持平。整体来看，百货零售行业整体表现低迷，在消费市场不振、电商冲击以及行业投资过度致使市场竞争加剧的不利环境下，百货行业市场竞争力持续下降。

市场集中度

国内百货零售行业向现代化经营模式转变的时间尚短，在全国范围内尚未形成具有较高市场地位的垄断性百货零售企业，行业整体市场集中度仍然处于较低的水平。以中国百货商业协会销售排名前100家企业的2013年销售收入合计除以社会消费品零售总额计算得到国内百货零售行业CR100来看，2013年国内百货零售行业CR100为8.90%，行业集中度很低。

对于国内百货零售行业的低市场集中度，主要有三个方面的原因：一是国内零售市场百货业态与超市、专业店等多种业态同时存在，百货业态只是零售市场中的一部分，因此百货零售行业排名前列的企业销售收入在零售总额中的占比不高；二是百货零售行业市场极度分散，单一百货店的市场覆盖范围有限，加之行业整体进入门槛不高，各区域市场均形成了自己的百货企业和百货品牌；三是国内百货零售行业企业多数仍发轫于计划经济体制下的传统百货，普遍资本实力有限，仍不能大规模的实现行业整合。

百货零售行业业态表现

从业态表现来看，2014年正增长前10名中购物中心业态门店6家，奥特莱斯业态2家，连锁百货业态2家，负增长前10名门店中连锁百货业态达7家，购物中心业态门店仅为3家，连锁百货业态在品类同质化以及使用功能单一方面的经营劣势已逐步凸显。同地区门店销售额对比进一步印证了连锁百货业态的经营压力，北京地区8个样本门店中，除北京燕莎奥莱以及西单大悦城实现销售增长外，其余6家连锁百货门店出现负增长，广州、重庆以及长春等地样本门店也呈现类似特征，仅有南京、郑州等少部分老牌百货门店实现了低速增长，但经营活力处于较低水平。值得关注的是，虽然成熟大型购物中心的经营表现强于连锁百货，但受2010年以来购物中心持续高速建设影响，2013年起购物中心项目市场供给压力明显上升，整体已处于供过于求的过剩状态，对其未来发展产生较大不利影响。

百货零售行业主要企业和市场份额

“十一五”以来，在国民经济发展、国家政策支持的双重提振下，我国百货零售行业的发展环境持续改善，企业规模、数量不断扩大，市场销售规模快速增长，行业集中度逐步提高。根据中国连锁经营协会公布的2013年主要连锁百货企业经营情况，排名前10位的连锁百货企业的销售情况如下：

表1 2013年连锁百货企业前10强

序号	企业名称	销售总额 (万元)	门店总数(个)	单店销售额(万元)
1	上海友谊集团股份有限公司	6,080,000	45	135,111
2	大商股份有限公司	3,948,386	200	19,742
3	重庆百货大楼股份有限公司	3,763,210	292	12,888
4	银座集团	3,443,458	179	19,237
5	长春欧亚集团股份有限公司	2,827,826	75	37,704
6	北京王府井百货(集团)股份有限公司	2,364,353	29	81,529
7	利群集团股份有限公司	2,286,202	580	3,942
8	天虹商场股份有限公司	2,202,249	62	35,520
9	烟台市振华百货集团股份有限公司	2,196,400	113	19,437
10	文峰大世界连锁发展股份有限公司	2,071,675	921	2,249

资料来源：中国连锁经营协会，联合评级整理

从上表来看，上海友谊集团股份有限公司以608亿元的销售总额居榜首，大商股份、重庆百货大楼、银座集团、长春欧亚、王府井百货、利群集团、天虹商场、烟台振华百货、文峰大世界分列前十名。

根据中国连锁经营协会公布的统计数据，全国连锁百强企业的商品销售额及市场占有率情况如下：

表2 全国连锁百强企业销售额及在社会消费品零售总额的占比

项目	2011年		2012年		2013年	
	商品销售额(万亿元)	占比	商品销售额(万亿元)	占比	商品销售额(万亿元)	占比
全国连锁百强企业	1.65	11.00%	1.87	9.30%	2.04	8.90%

资料来源：中国连锁经营协会，联合评级整理

2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.09%，增速有所下降；2013年连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的8.9%，占比也连续三年持续下降。

3. 行业政策

目前，我国对百货零售行业采取国家宏观调控和行业自律相结合的监管模式。国家发改委、商务部及下属各级商务主管部门制定相关产业政策及发展规划对百货零售行业的运行和发展进行规范和引导。国家质量监督检验检疫总局及其下属国家标准化委员会负责建立行业国家标准。商务部、卫计委、新闻出版广电总局等部委依据相关法律法规对特殊商品的零售流通建立行政许可或备案管理制度。中国商业联合会、中国百货商业协会、中国连锁经营协会等全国性行业组织，主要承担行业自律、沟通、协调、监督以及保护企业合法权益等职能。

2011年3月17日，第十一届全国人民代表大会第四次会议审议通过《中国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，纲要提出：建立扩大消费需求的长效机制。把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，通过积极稳妥推进城镇化、实施就业优先战略、深化收入分配制度改革、健全社会保障体系和营造良好的消费环境，增强居民消费能力，改善居民消费预期，促进消费结构升级，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。

2012年1月，商务部发布《商务部关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》（商流通发[2012]27号），意见提出“十二五”时期零售业的发展目标是：商品零售规模保持稳定较快增长，社会消费品零售总额年均增长15%，零售业增加值年均增长15%；零售业发展方式加快转变与创新，各种业态协调发展；大型零售企业整体优势进一步增强，跨区域发展成效显著，中小零售企业健康发展，零供双方互利共赢、和谐发展；节能减排取得明显进展，节能型购物中心、商场（店）、超市层出叠现；零售业结构布局更趋完善，城乡、区域间协调发展，基本形成结构合理、布局科学、竞争有序的现代零售业。

2012年9月1日，国务院办公厅印发《国内贸易发展“十二五”规划》（国办发[2012]47号），规划提出“十二五”期间国内贸易总体规模指标实现翻番；社会消费品零售总额达到32万亿元左右，年平均增长率达到15%；流通现代化水平在“十二五”期间得到显著提升。限额以上连锁零售企业商品销售额占全社会零售总额比例达到20%左右。

2014年11月初，《国务院办公厅关于促进内贸流通健康发展的若干意见》对外发布，部署内贸流通在现代流通方式、流通基础设施、流通领域改革、改善营商环境等方面的工作。会后，商务部在内贸流通重点领域推动六项“专项行动计划”并广泛征求意见，将围绕推进国内贸易流通体制改革、构建法治化营商环境这条主线，加速推进《意见》尽快落地。

2015年2月，商务部联合发展改革委办公厅、公安部办公厅、税务总局办公厅、工商总局办公厅共同发布《关于进一步加强零售商供应商交易监管工作的通知》（以下简称《通知》），该《通知》指出，鼓励零售企业建立健全与供应商的纠纷调解机制，通过完善相关管理制度，设置专门岗位，安排专人负责，及时调解纠纷。同时加强行业信用体系建设，将违法违规企业和相关人员的信息纳入有关部门的信用信息系统和国家统一的信用信息共享交换平台，建立“黑名单”，并依法向社会公示。

总体看，中央对国内消费市场较为重视，从物流、诚信体系建设、节能减排等方面支持现代零售行业的发展，相关政策制定为现代零售行业的发展提供了良好的宏观环境。

4. 行业关注

行业竞争加剧行业升级不可逆转

2011年以来，外资企业总体保持较快的发展速度，零售行业中的外资连锁企业份额占比明显提高。随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，国内零售企业面临着更为激烈

的市场份额争夺。

市场竞争加剧的直接结果，是行业整合以及零售市场竞争模式的逐步升级。各连锁企业已经逐步脱离单纯依靠打价格战争取消费者的竞争模式，竞争的焦点更多的转向售后服务、物流配送、电子商务及购物环境等配套服务，通过调整各自的经营模式实现差异化竞争，未来经营模式的竞争将成为市场竞争的核心内容，零售行业整体将得到升级。

房租与人工成本大幅上涨

从成本端来看，零售行业人工成本持续增长，2013年全国城镇批发和零售行业平均工资累计值为5.0万元，同比增长8.75%，2014年1~9月平均工资同比增速上升至9.31%，人工成本继续保持增长；租金方面，受到了空置率上升以及商用物业大面积业态调整（加大了餐饮及娱乐休闲等体验业态的比重）等因素影响，一线城市的副中心、偏远郊区以及二三线城市的零售物业首层租金有所下滑，但核心商圈优质零售物业租金水平仍保持稳定较高水平。经营成本上涨给行业的经营带来压力。

电商的崛起对行业冲击明显

中国电子商务产业发展迅猛，2011年，中国网络购物总体规模达到7,665亿，占当年社会消费品零售总额5.5%；过去5年，中国网络购物规模平均增速达到96%。网络购物发展空间巨大，预计未来仍将以30%左右的速度增长，2014年，网络购物成交额已达2.8万亿，占社会消费零售总额比达10.7%。以天猫商城、京东商城、苏宁易购等为代表的电商产业对传统零售业形成了较大的冲击，这些冲击集中表现在对市场规模的逐渐侵蚀、对中高端客户的逐渐分流及对相应产品客户的不断争夺等。

5. 未来发展

连锁化经营已成为行业发展趋势

连锁化经营作为一种现代化的组织形式和经营方式，其显著的规模效益在国内外百货零售行业的发展过程中已被充分实践和证明。连锁化经营要求企业施行标准化操作的管理运作体系，包括在门店、品牌、采购、物流、定价、服务、营销、核算等环节实现统一化的管理和专业化的分工、操作，从而降低整体运营成本，提高企业盈利能力。通过连锁化经营，企业可以通过经营管理模式的复制实现快速扩张，促进规模化发展，在采购、物流等环节形成价格优势和成本优势，最大程度的实现规模效益。

行业结构性升级、多种商业模式并存

随国内社会消费需求的持续增长，百货零售行业也在进行结构性变革，主动适应市场需求的变化。一方面，知名百货店、大型百货店占据一、二线城市的核心商圈、消费者认同度高，较难被新渠道分流，能够确保稳定的市场份额和业绩增速；另一方面，传统百货零售行业经营的一些品种逐步从百货业态中分离出去，形成新的零售业态，例如综合多种业态的大型购物中心、经营食品日用品为主的综合超市、家电连锁店、品牌服装专卖店、B2C模式的网络商店等。特别是购物中心将对传统百货产生一定冲击，一些区域领先的零售商在获取优质商业项目、招商方面将拥有更大优势，并成为未来重要的盈利增长点。

传统百货向购物中心转型

目前越来越多的传统百货向购物中心转型，这一发展趋势主要源自消费群体对于消费体验需求的不断提高。消费者将更多地影响零售行业的发展，高收入人群和年轻消费者追求更舒适和更精致的生活。购物中心在服务功能上比传统百货具有更多优势。购物中心结合了购物、餐饮、娱

乐等业态，形成为消费者提供“一站式”消费服务的综合商业体，观影、餐饮、KTV等成为消费者的日常消费项目。

总体看，零售行业的竞争进一步加剧，经营模式面临优化升级，随着电子商务的发展和经营成本上涨，保持有效的利润增长将是实体零售业未来发展的重中之重。

四、管理分析

1. 规模及竞争力

公司是北京地区的大型零售企业，主营大卖场和超市业务。在“多元化经营、综合性发展”的战略思想指导下，公司成功涉足了宾馆、餐饮、商品、房地产开发等多个行业。经过多年的发展，公司已成为具有雄厚经济实力，良好商誉和发展潜质的大型上市公司。公司连年荣获AAA级或AA+信用企业、纳税信用A级企业、北京市海淀区国税50强、中国商业名牌企业、中国商业信用企业、中国商业服务名牌、全国商业企业管理奖单位、全国文明单位、全国诚信维权先进单位等一系列荣誉称号。公司坚持以市场为导向，以资产为纽带，以效益为中心，不断加大改革力度，加速与国际市场接轨的步伐，在竞争中求生存、求发展，力求实现将公司建成集团化、国际化股份公司的宏伟目标。

表3 2014年百货行业公司对比（wind二级行业分类）

代码	简称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总计 (亿元)	负债合计 (亿元)	所有者权益 合计(亿元)
600828.SH	成商集团	20.67	2.62	1.94	23.10	10.44	12.66
000715.SZ	中兴商业	31.34	0.98	0.84	22.32	11.34	10.98
000759.SZ	中百集团	169.09	2.89	1.84	88.55	58.08	30.47
002264.SZ	新华都	70.18	0.40	0.25	36.86	26.50	10.36
601116.SH	三江购物	44.44	1.37	1.10	28.48	12.52	15.96
600861.SH	北京城乡	22.19	1.33	1.09	44.77	21.33	23.44

资料来源：wind 资讯

注：同行业公司选择标准为 wind 二级行业分类

从wind二级行业中选取五家可比上市百货公司与北京城乡对比，可以发现北京城乡的资产规模、净利润一般，属于小而精致的百货公司。

公司在多年的经营过程中，逐步形成了多种业态并存的经营模式，为不同目标消费者的需求以及相同目标消费者的不同类型的需要提供服务，形成了较强的客户粘性和差异化服务能力。同时，公司绝大部分营业物业自有，在北京市区自有物业建筑面积超24万平米，经营租金负担低，管理成本较低，实现了超市应具有的向顾客提供低价格、高质量商品特色要求。

公司主要经营实体为位于公主坟、西三环与复兴路交界的城乡贸易中心和华懋商场，以及苏州街店和丰台店两家超市。同时，公司还拥有华懋商场写字楼、北京黄寺商厦、沈阳财富中心租赁物业，以及锡华商务酒店。公司位于亦庄的30万平综合体城乡世纪广场项目已经基本竣工进入预售阶段，同时利用新增自持物业经营的城乡世纪广场购物中心预计于2015年开业，这有助于推动公司主营业务规模增长。

表 4 公司所持物业基本情况

业态	物业	物业介绍
百货	城乡贸易中心	位于公主坟，西三环与复兴路交界处，1992 年开业，6 层
	华懋商场	位于公主坟，西三环与复兴路交界处，1997 年开业，7 层
超市	苏州街店	位于北京海淀区苏州街地块（苏州街 63 号），1998 年开业，为母公司旗下的北京城乡仓储大超市
	丰台店	北京市丰台区小屯路 149 号美域家园北区 3 号楼，位于北京市西四环与西五环之间，2011 年开业，为公司子公司旗下的北京城乡超市（小屯店）
租赁	华懋写字楼	位于公主坟，西三环与复兴路交界处，华懋商场楼上
	沈阳财富中心	沈阳市沈河区北站路，公司持有一期部分面积（约 3 万平方米）
	北京黄寺商厦	北京市朝阳区黄寺大街 15 号
酒店	锡华商务酒店	北京市海淀区颐和园路 12 号，2006 年取得
购物中心	城乡世纪广场	位于亦庄国家级经济开发区内，远期有地铁规划；其中约 7 万平方米办公楼及地下车库面积于 2014 年开始预售

资料来源：公司年报

城乡贸易中心与华懋商场的经营模式都是百货业态，但在经营商品品类、品种上，错位互补，相得益彰。针对地区顾客需求，城乡贸易中心不仅在百货业态上保持经营种类的齐全，而且在百货业态经营面积中又含有小规模的食物超市和日用品超市面积。由于两店经营商品和模式适销对路，顾客满意度较高，单位面积盈利水平始终保持在较好水平。

超市拥有自主产权，经营没有租金负担，管理成本较低，实现了超市应具有的向顾客提供低价格、高质量商品特色要求，进而赢得了广大消费群体的青睐，其经营以低价位、快节奏、高质量的服务模式在同业中独树一帜，成为较稀少的销售单体亿元店，也为公司主业发展连锁仓储超市积累了丰富的实践经验。

总体看，公司作为北京市商贸零售上市公司，规模较大，业态齐全，在百货和超市领域具备较强的竞争力。

2. 人员素质

公司高管包括总经理 1 人、副总经理 2 人、总会计师 1 人。

公司董事长兼总经理王禄征先生，现年 51 岁，中共党员，研究生学历，经济师，曾任北京城乡贸易公司财务科长，公司副总经理，北京城乡华懋商厦有限公司总经理。现任公司董事长、总经理。

公司副总经理王洪波先生，现年 44 岁，曾任北京城乡贸易中心股份有限公司仓储大超市副经理，北京城乡仓储大超市经理、北京城乡超市有限责任公司经理，现任公司董事、副总经理，具有丰富的实践经验。

公司副总经理赵新先生，现年 52 岁，曾任北京城乡贸易中心第三经营处钟表部经理、第三经营处处长，北京城乡黄寺商厦有限公司总经理，本公司总经理助理兼业务部部长、资产管理部部长。现任公司董事、副总经理，北京国盛兴业投资有限公司总经理、北京城乡世纪商厦有限公司总经理、北京城乡一一八生活汇超市有限公司总经理。

截至 2014 年底，公司共有在职员工 1,131 人。按文化程度划分，高中以下学历占比 31.83%，中专学历占比 7.52%，专科学历占比 29.35%，本科学历占比 30.50%，研究生学历占比 0.80%。按专业划分，生产人员占比 8.22%，销售人员占比 60.57%，技术人员占比 2.65%，财务人员占比 7.78%，行政人员占比 20.78%。公司员工结构合理，能够满足日常经营管理的需要。

总体看，公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司人员结构基本合理，在职员工中，销售及行政人员占比较大，符合公司实际的经营需要。

3. 区位优势

北京作为“国家首都、世界城市、文化名城和宜居城市”的城市功能定位，人口众多，属特大型消费城市。

近年来，北京市始终保持着持续快速、协调健康发展势头，综合经济实力不断增强。根据国家统计局的数据显示，2014年，北京市实现地区生产总值21,330.8亿元，同比增长7.3%；同期，北京城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别达到43,910元和20,226元，分别比上年增长8.9%和10.3%。截至2014年底，北京市总人口2,151.6万人，比上年末增加36.8万人。北京市是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京市经济的快速发展、城乡居民可支配收入的迅速提高以及外来人口的迅速增长使得人们的消费需求大幅增加，这些都为公司的发展提供了重要推动力。

公司核心店面城乡贸易中心商场和华懋商厦位于公主坟商圈，城乡仓储大超市位于中关村商圈。伴随热点区域地产的不断升值，公司核心店面资产重估价值不断提升。在探索公司发展模式方面，公司通过合作开发，合作经营等形式扩大经营面积，实现零售业良性发展，积累了一定的成功经验，为公司主业形成可持续发展能力，积累商业发展资本，做强做大零售业提供了坚实的支撑。

总体看，北京市经济的快速良好发展和较高的人均收入水平给公司未来业务发展提供了广阔的空间，公司主要营业物业地理位置优越，有利于公司核心业务的开展。

五、公司治理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，建立了较为完善的公司治理结构和公司治理制度，公司权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，运作规范。

股东与股东大会方面，公司努力确保所有股东，特别是中小股东享有平等地位，确保股东能充分行使自己的权利。

控股股东与上市公司的关系方面，公司与控股股东在人员、资产、财务、机构、业务等方面明确分开，不受控股股东干预。公司独立决策，董事会、监事会和经营层能够独立规范运作。

董事与董事会方面，公司严格按照《公司章程》规定的董事选聘程序选举董事，公司董事会人数和人员构成符合法律、法规的要求，公司董事会制订了董事会议事规则，公司董事能够以认真负责的态度出席董事会和股东大会，能够积极参加有关培训，熟悉有关法律法规，了解作为董事的权利、义务和责任。

监事和监事会方面，公司监事会的人员人数构成符合法律、法规的要求，并制定了监事会议事规则；公司监事能够认真履行自己的职责，能够本着对股东负责的精神，对公司财务和董事、经理和其他高级管理人员履行职责，合法合规进行监督，并发表独立意见。

绩效评价与激励约束机制方面，公司高级管理人员的聘任公开、透明，公司将进一步完善董事、监事和高级管理人员的绩效评价标准和激励约束机制。

相关利益者方面，公司能够充分尊重和维持债权人、银行、客户等利益相关者合法权益，在

经济交往中做到互惠互利，以推动公司持续、健康发展。

信息披露与透明度方面，公司能够按照法律、法规及公司章程的规定，真实、准确、完整、及时地披露相关信息。做到了信息披露前的保密工作，并确保所有股东都有平等机会获得信息。最近三年公司未受到证监会的任何处罚。

公司董事会设董事 7 人，其中独立董事 3 人；监事会成员 4 人，其中 2 名为职工监事。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。为完善公司决策机制，公司建立了董事会专门委员会，包括董事会战略与投资委员会、董事会提名委员会、董事会薪酬与考核委员会、董事会审计委员会。公司监事会与内部审计部独立工作，对公司生产经营和重大决策进行监督。

总体看，公司作为上市企业，拥有较为完善的法人治理结构，运行规范有效。

2.管理体制

公司根据《关于提高上市公司质量的意见》、《企业内部控制规范》等文件要求，建立了涵盖人力资源、采购业务、资产管理、销售业务、工程项目、财务报告、合同管理、信息系统等较为完整系统的内部控制制度。

人力资源方面，公司根据《劳动法》及相关法律法规，结合实际经营需要，制定了《薪酬管理制度》、《招聘管理制度》、《培训管理制度》等多项人力资源管理制度，对人员录用、员工培训、薪酬计发、福利保障等事项做了详细规定。企业重视员工素质的培养，并有针对性地组织业务培训，提高员工的技术水平和业务能力，促进员工与企业共同成长。

采购业务方面，公司制定了《招商引进管理制度》和《商品购进管理规定》，对供应商的选择、准入标准、评估、清退等方面做出了详细规定。公司建立科学的供应商评估和准入制度，确定合格供应商清单，与选定的供应商签订质量保证协议，并通过供应商管理信息系统，对供应商的资信情况、商品的质量、价格、交货是否及时等事项进行监控和综合评价，依据评价结果对供应商进行合理选择和调整。同时制度也对存货的验收、保管、库存定额等环节进行了规范，确保存货的质量合格和管理安全。

资产管理方面，公司制定了《固定资产管理制度》、《无形资产管理制度》、《资产项目管理办法》等一系列管理办法，全面梳理资产管理流程，及时发现资产管理中的薄弱环节，切实采取有效措施加以改进，并关注资产减值迹象，合理确认资产减值损失，不断提高公司资产管理水平。

销售业务方面，公司制定了《商品销售管理规定》，规定商品销售要以市场为导向，紧密围绕顾客需要，采取多种经营方式、灵活多样适时地举办展促销活动，引导和促进销售。对商品销售的不同形式、营业现场、商品盘点等工作进行规范，加强商品销售工作的管理，使之更加规范化、科学化。同时还制定了《商品质量管理规定》，对商品质量管理的权责归属及出现质量问题的处罚措施等做出了明确规定，保证销售商品的质量达标。

工程项目方面，公司制订了《招投标管理办法》、《工程款项审批制度》、《日常工程管理流程规定》、《建设单位管理职责》等规定，规范了对工程建设及工程协作单位的主要职责，以对工程质量、进度、成本、安全等工作进行监督和把控。

财务方面，公司制定了《会计核算管理办法》、《财务报告管理制度》，规范了公司会计政策、核算方法、会计业务处理程序、资产盘点、核实账务及合并报表编制等内容，明确了公司负责人、主管会计工作负责人以及会计机构负责人对公司财务会计报告的真实性和准确性负责。

合同管理方面，公司制定了《合同管理规定》等相关制度，明确了合同拟定、审批、执行、

变更与解除等环节的程序和要求，并在合同生效后，加强监督检查，及时发现合同管理中的薄弱环节，采取相应控制措施，促进合同有效履行，切实维护公司的合法权益。

信息系统方面，公司制定了《信息系统安全管理制度》等多项制度，旨在对信息系统安全、系统操作、变更管理、应用系统实施与维护实行有效的管理，指导信息系统的正常运行，增强信息系统的安全性、可靠性、合理性，为建立有效的信息与沟通机制提供保障，防范经营风险。

公司对下属子公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、考核等关键环节进行。对下属控股子公司的管理和控制，公司主要通过委派董事、监事、高级管理人员等方式实现。公司已制定各项规章制度，明确了各部门权责关系和下属公司经营权限。

总体来看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

2012~2014年，公司始终以百货零售业务为主业，整体经营状况稳定。公司主要经营实体为位于公主坟、西三环与复兴路交界的城乡贸易中心和华懋商厦，以及苏州街店和丰台店两家超市，在多年的经营中形成了一定的品牌知名度。同时，公司拥有华懋商场写字楼、北京黄寺商厦、沈阳财富中心租赁物业以及锡华商务酒店，除这四处外，公司旗下北京城乡贸易中心也有部分物业用于租赁。

公司位于亦庄的30万平方米综合体一城乡世纪广场项目中约7万平方米办公楼及地下车库面积于2014年开始预售；利用新增自持物业经营的城乡世纪广场购物中心预计于2015年开业，城乡世纪广场购物中心的开业将有助于推动公司主营业务规模增长。

从营业收入情况来看，近三年公司主营业务收入分别为220,077.25万元、241,026.59万元和206,944.18万元，呈波动下降，平均年增长-0.51%。主营业务收入中，销售商品收入的占比最大，近三年其在主营业务收入中的占比均在91%以上，2014年实现收入200,305.18万元，同比下降9.63%。近三年，公司租赁及酒店收入占比较小且呈下降趋势，而租赁及酒店收入相对稳定，分别处于6,300~6,800万元及4,500~5,000万元的范围，三年复合增长率分别为0.39%和-4.48%。房地产销售收入主要为城乡世纪广场项目办公楼及地下车库销售收入。

从盈利情况来看，近三年公司主营业务毛利率呈上升趋势，分别为18.64%、16.62%和19.53%，2014年的提升主要由于房地产销售毛利拉动所致。2012~2014年，销售商品业务毛利率分别为14.42%、12.58%和13.58%，毛利率近三年波动下降。公司租赁及酒店业务毛利率相对稳定，由于其收入占比较低，因此对主营业务毛利率影响较小。

总体看，公司作为北京市商贸零售上市企业，整体经营状况良好；公司在多年的经营中形成了一定的品牌知名度，主要经营场所地理位置优越，且经营场地全部为自持物业，租金负担较轻，具有较强的竞争优势。

表5 2012~2014年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012年		2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
销售商品	208,187.02	14.42	228,919.68	12.58	200,305.18	13.58
租赁收入	6,314.95	95.63	6,626.36	94.52	6,363.76	96.05

项目	2012年		2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
酒店收入	4,945.56	88.53	4,709.01	90.05	4,512.74	91.39
房地产销售	-	-	-	-	5,761.57	73.91
其他	629.71	91.96	771.54	96.88	877.43	97.62
合计	220,077.25	18.64	241,026.59	16.62	206,944.18	19.53

资料来源：公司年报

2. 销售商品业务

公司销售商品业务为百货零售行业的商品销售，主要经营模式包括联营和自营两种模式，其中联营模式占比较大。

联营是公司 与供应商之间的一种合作经营模式，即由公司负责提供营业场地，进行统一营销策划和顾客服务，供应商提供商品设立品牌专柜，由公司营业员或供应商的销售人员负责销售。在商品未售出前，商品仍属于供应商所有，公司不承担商品的跌价损失等风险。在商品售出后，公司和供应商按照约定的比例分配销售所得。利益分配方面，公司会制定一般性的扣率标准，通常服装类商品、位置好的商铺及谈判能力弱的供应商扣率较高。公司定期从营业收入、业绩增长等各方面对供应商进行考核，对于营业收入低的供应商采取末位淘汰。

自营是公司采购商品后再组织销售的经营模式，公司自营模式下多采用代销方式，即公司先提货销售后付款，且可以退货或更换商品，账期一般在1个月，这种经营方式风险较低，占自营业务比重的70%以上；另一种经营方式为经销制，即公司买断产品所有权，商品带来的利益及风险完全由公司承担。自营模式下的利润来源于公司的购销差价。公司目前采用经销模式经营的商品主要为超市商品。

公司的招标采购工作主要由业务管理部负责，采取“1+N”的管理模式，即公司业务管理部加各店业务部门。公司业务管理部负责制定公司品牌战略，决定商场定位，进行全公司品牌商品的招标采购管理，各店业务部门负责组织实施各店的日常运营工作。

合作经营招商方面，根据公司目前的整体发展战略，公司通常选择热销的成熟名品，追求坪效（指每坪经营面积产出的营业额）最大化。在引进供应商时，主要考虑供应商品牌级别是否符合公司的发展战略及所开店面的经营定位、品牌知名度、品牌的市场占有率、品牌的经济效益、供应商的企业文化、历史背景及发展阶段等因素。

公司经营的自营商品采购方面，主要为部分超市商品。超市商品的采购由各超市负责，公司每年会对自营商品编制采购计划，并根据各商场及超市的销售及库存情况向自营供应商订货，订货数量通常随季节性变化而进行动态的调整。

仓储配送方面，自营商品主要由厂商将商品直接配送到各超市。联营模式下的商品一般由供应商负责仓储和配送。

供应商结算方面，对于自行采购与联营模式的供应商，公司一般都采取月底统一结算的方式，供应商结算后会给公司30天账期。

公司的存货主要为自营商品存货。公司已制定了严格的存货管理政策，主要目标为维持合理库存量，加快商品周转，保证商品在各流转环节的安全。公司定期对库存商品进行实物盘点，确保商品的账实相符。

公司商品销售业务可分为百货业务及超市业务，其中百货业务的经营主体是城乡贸易中心、华懋商场，超市主要经营主体为苏州街店和丰台店。

城乡贸易中心

城乡贸易中心位于公主坟（西三环与复兴路交界处）。

定位与特色：城乡贸易中心自1992年开业以来，始终坚持以市场为导向、以满足广大顾客的消费需求、创造更大的社会效益和经营效益、为社会做出更大贡献为目标，城乡的定位为“高档名牌引路、中档精品为主、突出企业形象”，突出了时尚、个性、品位，适应消费者日益增长的对商品个性、商品文化内涵和购物选择多元化的要求。

经营布局及商品、品牌组合：城乡贸易中心共有六层营业楼层，汇集了包括帝舵、浪琴在内的众多国际及国内知名品牌，拥有服装珠宝、化妆品、皮具箱包、家电、工艺文化、照相器材、家居用品等各类商品，并搭配有超市及餐厅，能够满足客户的多方面及高品质需求。各楼层经营布局如下：

表6 城乡贸易中心经营布局情况

楼层	经营布局
地下一层	家居用品、五金电料、大小家电、生活超市、自行车
一层	副食、食品、化妆品、钟表、眼镜、保健品、面包房、肯德基
二层	女装、内衣、针织、羊绒、床用、冬服
三层	男服、鞋帽、箱包、服饰、运动
四层	珠宝、医疗、健身器材、户外体育
五层	文化用品、电脑、电视、音响、器材、手机广场、东来顺

资料来源：公司提供

近年来，城乡贸易中心销售规模波动下降，2014年城乡贸易中心毛利规模略有下降（见下表）。

表7 城乡贸易中心经营情况（单位：万元）

城乡贸易中心	2012年	2013年	2014年
收入	125,644.13	139,801.57	112,654.01
毛利	23,772.07	23,507.03	22,234.05

资料来源：公司提供

总体来看，城乡贸易中心地处繁华地带，品牌及品类分布结构合理，但近年销售收入有所下降。

仓储大超市

城乡仓储大超市位于北京海淀区苏州街地块（苏州街63号）。

定位与特色：城乡仓储大超市定位为“社区综合超市”，商品定位为中档，经营涉及吃、穿、用等二十几个大类三万余种商品，满足周边居民基本生活需求。

经营布局及商品、品牌组合：城乡仓储大超市共有四层营业楼层，汇集了天福号、牛栏山、红星、茅台、五粮液、中华、惠氏、美赞臣、福临门、鲁花、三元、康师傅、百事、可口可乐、乐事、蒙牛、燕京等知名品牌。

表8 城乡仓储大超市经营布局情况

楼层	经营布局
地下一层	库房、更衣区
一层	食品
二层	食品
三层	日用品、家电、通讯、化妆
四层	服装、鞋帽、针织

资料来源：公司提供

表9 城乡仓储大超市经营情况（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年
收入	34,713.17	34,811.10	36,497.38
毛利	3,985.41	4,324.17	4,181.33

资料来源：公司提供

总体来看，城乡仓储大超市定位符合周边居民需求，销售收入较为稳定。

华懋商厦

华懋商厦于公主坟（西三环与复兴路交界处）。

定位与特色：华懋商厦秉承“真品实价，诚信经营”的经营理念，以青春靓丽的商品定位，将华懋商场与城乡贸易中心错位经营、优势互补，为消费者提供引领时尚潮流的购物享受。

经营布局及商品、品牌组合：华懋商厦经营服装服饰类商品为主，共有七个营业楼层，涉及20余个商品大类，汇集了230余个国际国内名优品牌，其中包括：周大福、菜百、瑞恩、周大生、玉兰油、美宝莲、依瑶、五色风马、森达、哈森、卡曼妮、ONLY、VERO MODA、a02、艾格、JACK&JONES、思莱德、Levi's、EDC、诺帝卡、耐克、阿迪达斯、卡帕、彪马、狼爪、北面、Jeep、小耐克、小阿迪、派克兰帝、水孩儿、安奈儿、丽婴房等各大类知名品牌。

表10 华懋商厦经营布局情况

楼层	经营布局
地下一层	停车场、超市、烟酒、机关购物、顾客接待室、邮局
一层	珠宝玉器、镶嵌首饰、黄白金、化妆品
二层	淑女装、职业女装、时尚鞋帽、衬衫女裤
三层	少淑女装、休闲女装、女士内衣
四层	绅士精品、时尚男装、衬衫领带、箱包皮具
五层	体育服装、体育用品、户外体育
六层	儿童服装、儿童玩具、儿童用品、童车床、童鞋、书包文具

资料来源：公司提供

华懋商场坚持做青春靓丽店的发展定位，大力引进国际及国内知名品牌，经营以服装和金银珠宝为主，近三年销售占比均在70%以上。近三年华懋商厦收入规模分别为37,047.33万元、41,029.77万元和34,734.34万元，有所波动，主要由于在金银珠宝品类收入增长的带动下，华懋商厦2013年销售规模有所增长，但2014年由于金价下降销售收入有所下滑。

表11 华懋商场经营情况(单位:万元)

华懋商场	2012年	2013年	2014年
收入	37,047.33	41,029.77	34,734.34
毛利	7,822.59	7,285.23	6,719.05

资料来源:公司提供

总体来看,华懋商场与城乡贸易中心错位经营,经营以服装和金银珠宝为主,销售收入呈波动下降态势。

超市丰台店

超市丰台店位于北京市丰台区小屯路149号美域家园北区3号楼(北京市西四环与西五环之间)。

定位与特色:超市丰台店以“以诚行商、以德兴商”为经营理念,恪守“便民、利民、为民,为社会创造一片和谐”的企业使命,坚持“顾客至上,诚信为本,和谐社区,服务一流”的服务宗旨,以更优质的商品,更实惠的价格,为顾客提供更满意的服务。超市定位为服务社区居民,满足居民日常生活。

经营布局及商品、品牌组合:超市丰台店经营商品涉及吃、穿、用等二十几个大类,近40,000个品种,主要知名品牌有:雀巢、康师傅、汇源、蒙牛、伊利、鲁花、西王、思念、三全、稻香村、乐事、御食园、红螺、长城、华夏等食品类知名品牌以及欧莱雅、美宝莲、露得清、蓝月亮、洁柔、妮维雅、欧莱雅、茶花、晨光、美的、海尔、九阳、小护士、纤丝鸟等日化服装类品牌,以及阿迪耐克、金利来、宝岛眼镜、吴裕泰等知名专卖品牌。

表12 超市丰台店经营布局情

楼层	经营布局
地下一层	库房
一层	停车场、食品糕点、烟酒饮料、生鲜日配、粮油副食及花店、吴裕泰茶叶店、钰曦之路茶艺店、东方柏丽美容美体、联通电信、UCC洗衣店、味多美面包房、肯德基、工商银行、宝岛眼镜、同德堂药店、川名堂四川特产、手机充值、国货化妆品、颐寿园蜂蜜、西北特产等
二层	洗涤化妆、日用百货、图书家电、服装鞋帽、文体数码、食源美食城、渝川情食府、精品钟表、特百惠、中福金店、金利来皮具、阿迪耐克、阿柯姆、第一户外、骆驼户外、美甲店、美容院等

资料来源:公司提供

近年来,超市丰台店销售规模稳步上升,主要由于粮油食品及服装商品销售规模增长所致,由于人工及相关费用增长,超市丰台店毛利规模增长速度低于销售规模增长速度。

表13 超市丰台店经营情况单位:万元

项目	2012年	2013年	2014年
收入	16,877.07	20,020.69	22,453.17
毛利	2,379.59	2,541.42	2,521.82

资料来源:公司提供

总体看,超市丰台店经营以服装和粮油为主,近三年基本保持了3,000万/年的销售收入增长,销售规模呈上升趋势。

3. 租赁业务

租赁是在公司经营场所里进行的物业出租经营，其利润来源于租金收入扣除物业成本后的余额。根据租赁对象的不同，租赁大致分为两类：一类办公室；另一类是配合百货或超市门店零售业务，满足顾客其他消费需求的服务补充，例如餐饮、娱乐设施、美发厅等。公司华懋写字楼及沈阳财富中心主要为办公楼，采取零租为主的形式，租赁合同多采取一年一签的形式。

2012~2014年，公司出租收入为6,314.95万元、6,626.36万元和6,363.76万元，利润率分别为95.63%、94.52%和96.05%，收入及利润相对稳定。公司出租率较高，2012年到2014年，每年出租率均在95%以上。由于公司计划在2015年竣工的城乡世纪广场持有部分物业，未来公司租赁业务收入有望进一步增长。

整体看，公司出租面积有限，出租率较高，未来随着城乡世纪广场项目的完工，公司租赁收入规模有望增长。

表 14 公司目前出租物业基本情况

物业	位置或区域	主要租户
城乡贸易中心	美食区	东来顺等
华懋写字楼	位于公主坟，西三环与复兴路交界处，华懋商场后面	零租
沈阳财富中心	沈阳市沈河区北站路，公司持有一期部分面积（约3万平方米）	零租
北京黄寺商厦	北京市朝阳区黄寺大街28号	净雅食品股份有限公司、肯德基

资料来源：公司提供

4. 酒店业务

公司酒店业务的运营主体是北京锡华海体商务酒店有限公司（以下简称“锡华酒店”），锡华酒店位于颐和园路12号海淀区体育场院内。锡华酒店成立于2008年5月15日，是由北京城乡（占股66.67%）和北京安石共同投资的股份制有限责任公司，注册资金3,000万元人民币。

锡华酒店拥有247间客房，自成立之日起至2014年底，客房年平均出租率62.18%。近三年，锡华酒店营业收入规模稳定在4,500~5,000万元之间，2014年，锡华酒店实现营业收入4,512.74万元，毛利率达91.39%。公司未来无酒店业务扩展计划。

总体来看，酒店业务为公司在利用自有物业基础上开展的三产业务，以持续稳健经营为主，并非公司未来主要发展方向。

5. 在建项目

公司在建项目为“城乡世纪广场”项目，系公司于2010年12月公司出资2.6亿元，购买北京国融置业有限公司全资子公司北京国盛兴业投资有限公司100%股权。公司购买国盛兴业后，对其拥有的座落于北京经济技术开发区路东区“开发区路东区B1地块”进行商业开发（即“城乡世纪广场”项目）。“城乡世纪广场”项目总建筑面积约30万平方米，项目预计总投资额为29.70亿元，目前已经封顶，正在进行内部装修。该项目资金主要来源自有资金及银行贷款，目前工程投入已进入尾声，公司整体资金压力不大。

公司2014年1月23日取得北京经济技术开发区房屋和土地管理局颁发的《北京市商品房预售许可证》（京房售证字（2014）开1号）。预售范围为A1、A2、B1、B2及地下车库、B1办公楼、B2办公楼，预售面积共计70,435.47平米，收回资金用于支付工程款、偿还银行贷款及补充流动资金。截至2014年底，公司房地产销售收入5,761.57万元，城乡世纪广场项目预售款项52,476.66万元，预

售比例47.60%，预计2015年公司收入及利润规模将有较大提升。

综合来看，随着“城乡世纪广场”项目出售面积的交付，预计公司将获得较大规模的房地产销售资金回笼；“城乡世纪广场”的购物中心开业运营后，将提升公司收入及利润规模，增加公司抗风险能力。

6. 经营效率

公司近三年应收账款周转次数分别为 175.50 次、219.82 次和 327.02 次，存货周转次数分别为 2.54 次、1.82 次和 1.00 次，总资产周转次数分别为 0.73 次、0.72 次和 0.55 次，除存货周转率和总资产周转率呈现下降之外，应收账款周转次数近三年呈上升趋势，主要是由于应收账款规模较小，其小幅波动对应收账款周转率影响较大；存货周转率呈下降趋势，主要是随着城乡世纪广场建设推进导致存货规模增加所致；总资产周转率相对偏低，主要由于公司自建世纪广场项目，该项目销售时间不长，收入与利润较小。

从公司与其他百货类上市公司经营指标对比情况看，公司存货周转率及总资产周转率相对偏低，主要由于公司存货规模过大所致，未来随着世纪广场项目的销售，经营指标有望好转。整体看，公司经营效率尚可。

表 15 2014 年我国主要百货类上市企业经营效率情况

指标名称	北京城乡	成商集团	广州友谊	中兴商业	徐家汇
存货周转率(次)	1.00	8.95	15.95	34.12	61.65
应收账款周转率(次)	346.05	177.03	3,507.11	11,319.71	96.73
总资产周转率(次)	0.55	0.89	0.95	1.41	0.91

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

综合以上分析，整体上看，公司经营效率尚可，随着城乡世纪广场项目建设完工，公司经营指标有望进一步提升。

7. 经营风险

存货风险

公司经营规模较大，库存商品数量和金额较大，面临因管理不善而毁损以及滞销过期的风险。

为规避存货毁损的风险，公司百货类基本采用联营模式，公司与供应商提前约定双方的保底结算比例，并约定供应商给予公司的保底毛利额，这样可保证公司可实现基本经营收益及稳定的毛利率；供应商负责采购和配送商品，在商品未售出前，商品仍属于供应商，公司不承担存货风险，这可有效减少公司的营运成本和风险；公司可通过不同商场的定位优选品牌组合，以较低的成本扩大向顾客销售的商品种类，不仅可有效保障消费者权益，而且可提高供应商的营销效率，从而降低顾客的采购成本及供应商的营销成本。公司对自营的超市采购也尽量采取代销的模式，并通过少量多次的方式降低库存商品数量，达到规避存货毁损的目的。

电商的冲击

电子商务的发展对实体的百货店、超市进行冲击，实体百货店、超市经营压力加大。公司一方面实行综合销售排名淘汰制，提供顾客喜闻乐见的产品，以保证公司营业规模；另一方面，公司继续推行经营物业自持的特殊，降低经营成本此外，公司还推出网上商城配送等形式，为不同的客户需求提供服务。但联合评级也关注到，实体百货商城整体销售收入增速放缓，公司整体经

营压力依然较大。

综合来看，公司在应对主要的外部风险方面均有一定的应对措施，并在不断提升自身应对风险的能力和水平，公司经营风险整体可控。

8. 未来发展

公司将以国家宏观政策为依托，发挥资源优势，以商业零售业为龙头，以城乡电子商务平台建设和发展为补充，通过实体经济与网络经济结合、商业资源与相关资源相结合，使公司突破常规、特色取胜、稳健发展。公司位于亦庄的30万平方米综合体城乡世纪广场预计在2015年开业运营，城乡世纪广场的建成将进一步扩大公司的经营布点范围，提升经营业绩。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012~2014年度财务报表经北京致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司2014年财务报告除按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制外，还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号—财务报告的一般规定》（2014年修订）披露有关财务信息。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司共12家（附件2）。2014年8月，公司出资新设北京城乡一一八生活汇超市有限公司，持股100%，其成为新纳入公司合并范围的全资子公司。2014年9月，公司出资新设北京城乡时代投资有限公司，持股100%，其成为新纳入公司合并范围的全资子公司。整体看，2012-2014年，公司纳入合并范围子公司数量变化不大，财务数据的可比性很强。

截至2014年末，公司合并资产总额447,654.33万元，负债总额213,296.08万元，所有者权益（含少数股东权益）234,358.25万元。2014年公司实现合并营业收入221,917.10万元，净利润（含少数股东损益）10,876.85万元。经营活动产生的现金流量净额-20,328.11万元，现金及现金等价物净增加额25,735.40万元。

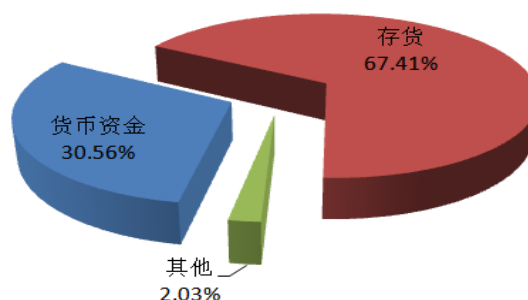
2. 资产质量

2012~2014年公司资产规模稳步增长，复合增长率为16.56%。截至2014年末，公司资产总额447,654.33万元，其中流动资产和非流动资产分别占比72.74%和27.26%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年公司流动资产增长较快，复合增长率为29.19%。截至2014年末，公司流动资产合计325,625.48万元，主要由货币资金和存货组成，占比分别为30.56%和67.41%。

图4 2014年末公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

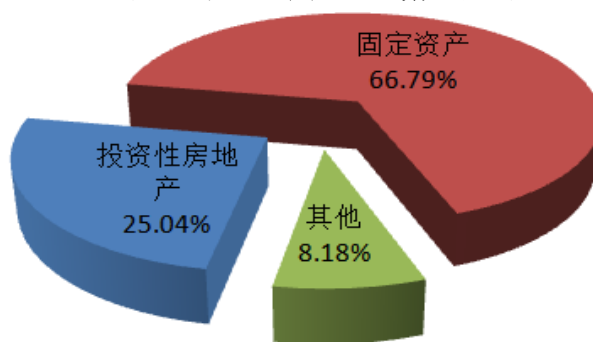
2012~2014年，公司货币资金年均增长15.13%。截至2014年末，公司货币资金为99,502.79万元，较年初增长60.66%，主要系经营规模扩大所致；其中银行存款99,467.27万元、现金15.75万元、其他货币资金19.77万元。截至2014年末，公司货币资金中使用受限资金金额11,833.16万元，主要系公司子公司北京国盛兴业投资有限公司（以下简称“国盛兴业”）因本期预售房交予北京市住房和城乡建设委员会监管资金所致。

2012~2014年，公司存货净额逐年增长，复合增长率为54.67%。公司存货主要为为公司全资子公司国盛兴业于2011年1月投资建设的“城乡世纪广场”综合体的开发成本。截至2014年末，公司存货净额219,509.09万元，较年初增长69.50%，主要系“城乡世纪广场”开发成本增加所致；2014年公司存货中，开发成本占比98.17%，资产质量较高，但流动性一般。

非流动资产

2012~2014年公司非流动资产变化不大，年均减少4.71%。截至2014年末，公司非流动资产合计122,028.85万元，较年初减少4.49%，主要由于公司将部分出租的房屋改变用途为自用，导致投资性房地产规模下降所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比25.04%）、固定资产（占比66.79%）组成。

图5 公司2014年末非流动资产构成图



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司固定资产净值变化不大，年均减少0.26%。截至2014年末，公司固定资产净值81,499.17万元，较年初减少5.22%。2014年末公司固定资产成新率为59.44%，成新度一般。公司2014年末的固定资产中，房屋及建筑物占比95.29%，主要系公司为零售百货行业，绝大部分经营场所为公司自有物业所致。截至2014年末，公司未发现固定资产存在减值迹象，因此未计提固定资产减值准备。

2012~2014年，公司投资性房地产有所下降，年均减少15.09%。截至2014年末，公司投资性房地产30,553.77万元，较年初减少24.52%，主要系公司2014年将用于出租的房屋改变用途为自用，相应地由投资性房地产转为固定资产所致。公司投资性房地产按照取得时的成本进行初始计量，由于取得时间较早，公司投资性房地产价值存在较大的升值空间。公司的投资性房地产主要是位于海淀区复兴路甲23号北京城乡贸易中心商厦、华懋商厦、黄寺商厦、沈阳财富中心等建筑物，公司已经与北京肯德基有限公司、北京必胜客披萨饼有限公司、天安保险等客户签订了长期租赁协议，该投资性房地产能够为公司产生持续稳定的租金收入。

总体看，公司资产规模稳步增长，流动资产占比高，流动资产主要是存货和货币资金；非流动资产主要由固定资产和投资性房地产组成；公司投资性房地产取得时间较早，采用成本法计量，存在较大的升值空间，公司整体资产流动性较好，资产质量较高。

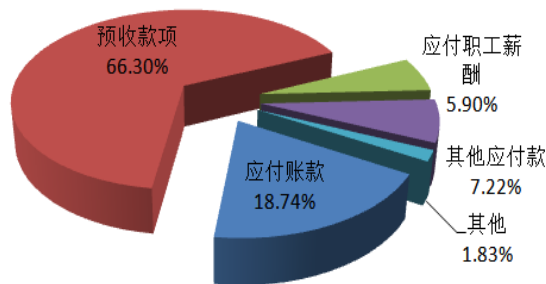
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014年，公司负债总额呈增长趋势，复合增长率为40.51%，增长较快，主要系公司全资子公司国盛兴业加快投资建设“城乡世纪广场”综合体项目，资金需求较大，向银行借款较多所致。2014年末，公司负债总额为213,296.08万元，较年初增长70.22%，主要来自预收款项和长期借款的增加；其中，流动负债占比49.93%，非流动负债占比50.07%。

2012~2014年，公司流动负债规模变化不大，年均增长16.80%。截至2014年末，公司流动负债合计106,498.78万元，较年初增长54.73%。流动负债增长的原因主要系预收款项增多所致。公司2014年末的流动负债主要由应付账款（占比18.74%）、预收款项占比（66.30%）、其他应付款（占比7.22%）组成

图6 公司2014年末流动负债构成图



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司应付账款变化不大，年均减少5.81%。截至2014年末，公司应付账款19,956.39万元，较年初增长5.75%，公司的应付账款主要是应付货款和工程款，从账龄来看，公司应付账款都是一年以内的应付账款。

2012~2014年，公司预收款项增长较快，年均增长45.30%。截至2014年末，公司预收款项70,613.08万元，较年初增长138.32%，主要系公司子公司国盛兴业的“城乡世纪广场”创意工作室2014年取得预售许可证进行对外出售收到的预售房款增加所致。公司的预收账款都是一年之内的货款、租金，无账龄超过一年的预收款项。

2012~2014年，公司其他应付款减少较多，年均减少16.04%，公司的其他应付款主要系公司收取的厂家和承租方的押金、质保金、代收物业水电费等。截至2014年末，公司其他应付款7,692.76万元，较年初减少25.70%。

2012~2014年，公司非流动负债大幅增加，复合增长率为88.78%。截至2014年末，公司非流动负债106,797.29万元，较年初增长89.11%，公司的非流动负债主要是长期借款，占比94.26%。

2012~2014年，公司长期借款大幅增加，复合增长率为88.70%。2014年末公司长期借款100,663.00万元。截至2014年末，公司的长期借款全部为抵押借款。长期借款为公司全资子公司北京国盛兴业投资有限公司为建设“城乡世纪广场”项目而取得的长期浮动利率贷款，每笔贷款起始日为提款日，到期日均为2020年4月12日。该贷款总额为11亿元，该贷款由公司母公司提供担保，并以项目所处地块的土地使用权及在建工程作为抵押。

2012~2014年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年上升。截至2014年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.65%、30.05%和30.05%，公司无短期债务，整体债务负担较轻。

总体看，公司负债水平逐年增加，债务负担有所加重，考虑到公司没有短期有息债务，且预收账款规模较大，长期有息债务规模尚可，公司的整体债务负担仍然处于适中水平。

所有者权益

2012~2014 年公司所有者权益变化不大，年均增长 2.87%。截至 2014 年末，公司所有者权益合计 234,358.25 万元，其中归属于母公司所有者权益 225,826.62 万元，占比 96.36%。2014 年末公司所有者权益（含少数股东权益）中，股本占 13.52%，资本公积占 36.75%，盈余公积占 25.99%，未分配利润占 19.73%，少数股东权益占比 3.64%。

总体看，公司所有者权益较大，资本实力较强，有利于提高公司的长期偿债能力，在归属于母公司的所有者权益中，资本公积占比较高，公司所有者权益的稳定性一般。

4. 盈利能力

随着经营规模的扩大，2012~2014 年，公司营业收入基本稳定，年均下降 0.68%，同期营业成本年均下降 1.06%，高于收入下降速度。2014 年，公司实现营业收入 221,917.10 万元，同比下降 9.81%。公司营业收入的主要来源为商品销售收入，业态为百货零售、超市及网上商城。2014 年，公司营业成本 175,300.73 万元，同比下降 12.77%。2012-2014 年，公司营业利润率分别为 19.50%、17.52% 和 20.07%，波动不大。

2012~2014 年，公司期间费用变化不大，年均下降 0.49%。从费用构成来看，2014 年公司期间费用 31,667.86 元，较年初增长 1.96%。2012~2014 年公司的销售费用和管理费用基本稳定，财务费用为负的原因主要系公司资金周转快、银行存款利息收入增加所致。公司所处行业为商贸零售业，存货周转较快，有息债务较少，银行存款利息收入较多。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 14.22%、12.62% 和 14.27%，基本稳定，公司费用控制能力较强。

2012~2014 年，公司实现净利润分别为 9,518.69 万元、10,103.34 万元和 10,876.85 万元，年均增长 6.90%，公司盈利能力较好。

从与同行业上市公司的盈利能力比较看，公司的盈利能力处于行业中下水平。

表 16 零售行业上市公司盈利能力比较（指标为 2014 年数据）

证券代码	证券简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 ROE ¹ (%)
000715.SZ	中兴商业	18.53	2.67	10.28
002561.SZ	徐家汇	30.35	13.02	13.09
600828.SH	成商集团	21.39	9.36	9.92
600861.SH	北京城乡	21.01	4.90	4.22
000987.SZ	广州友谊	23.93	7.81	10.59

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体看，公司营业收入稳定增长，营业利润率稳定，净利润逐年上升，整体盈利能力稳健。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -11,601.00 万元、-29,553.17 万元和 -20,328.11 万元，连续三年为负，主要原因是公司子公司国盛兴业房地产开发前期投入力度

¹选取 wind 净资产收益率（扣除/加权）

较大所致。随着亦庄城乡世纪广场的竣工、国盛兴业未来资本支出力度的下降，公司未来的经营活动现金流量净额会大幅好转。2014 年公司经营活动现金流量净额为-20,328.11 万元，主要系公司子公司国盛兴业投资建设“城乡世纪广场”项目，随着工程进度投入开发成本从而导致经营性现金净流量的减少所致。从收入实现质量来看，2012~2014 年公司的现金收入比分别为 117.00%、114.15%和 135.14%，收入实现质量较高。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额分别为 822.04 万元、-886.25 万元和 8,078.26 万元。2014 年，公司投资活动现金流入合计 40,554.20 万元，主要系公司购买银行发行的保本型短期理财产品到期所致；公司投资活动现金流出合计 32,475.93 万元，主要为公司购买银行发行的保本型短期理财产品所致。2014，公司投资活动净现金流为 8,078.26 万元。公司经营净现金流无法满足投资活动现金支出，需要对外筹资来予以满足。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 23,318.42 万元、17,299.81 万元和 37,985.26 万元。2014 年，公司筹资活动现金流入为 56,795.28 万元，主要为银行借款；筹资活动现金流出为 18,810.02 万元，主要系公司偿还债务及债券利息所致；筹资活动现金流量净额为 37,985.26 万元，同比增长 119.57%。

总体看，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流量净额连续三年为负，但随着近期项目的预售，经营现金流有所改善，但公司有息债务仍在增加，未来仍存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014 年，公司的流动比率呈波动上升、速动比率呈波动下降趋势。由于公司属于百货零售行业，存货周转快，现金周转快，因此流动比率和速动比率均会好于一般制造业企业。截至 2014 年末，公司流动比率和速动比率分别为 3.06 倍和 1.00 倍，均较 2013 年有所下降。2014 年末流动比率和速动比率下降的原因主要是 2014 年公司流动负债增长 54.73%，但流动资产只增长 44.20%，其中存货又增长了 69.50%所致，由于公司流动负债中预收账款占比较大，因此公司实际偿债能力较强。截至 2014 年末，公司现金类资产为 99,502.79 万元，短期债务为零，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力看，2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别逐年上升。公司 2014 年末资产负债率为 47.65%，较上年增加 12.21 个百分点；由于无短期债务，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率相同，为 30.05%，较上年增加 10.95 个百分点，主要由于公司为建设“城乡世纪广场”项目增加了银行借款所致。2014 年公司 EBITDA 为 24,871.59 万元，同比增长 7.20%，EBITDA 利息倍数从 2013 年的 4.27 倍下降到 2014 年的 2.67 倍，EBITDA 全部债务比为 0.25 倍，较上年的 0.43 倍有所下降。公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力尚可。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2015 年 1 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2014 年末，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项，不存在逾期借款和银行不良记录。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2014 年末，公司获得银行授信额度 16 亿元，已使用额度 10.07 亿元，尚可使用的授信额度 5.93 亿元。公司作为 A 股上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2014 年末，公司全部债务为 100,663.00 万元，本次拟发行公司债额度为 90,000 万元，总发债额度相对于公司全部债务规模很大。

以 2014 年末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 44.86%、44.86%和 56.41%，公司的负债水平有所上升，债务负担显著加重。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 和经营活动现金流入量对于本次 9 亿元公司债的保护倍数分别为 0.28 倍和 3.34 倍，对本次债券的覆盖程度较高。

未来，随着城乡世纪广场开业运营及销售进度的推进，公司的盈利能力和收入规模都将进一步得到提升，从而提升对本次债券的偿付能力。

综合以上分析，并考虑到公司目前没有短期有息债务、存货周转快、现金收入比高、物业全自持等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2014 年末，公司全部债务为 100,663.00 万元，本期拟发行公司债额度为 30,000 万元，总发债额度相对于公司全部债务规模较小。

以 2014 年末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.80%、35.80%和 50.94%，公司的负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2014 年相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 和经营活动现金流入量对于本期 3 亿元公司债的保护倍数分别为 0.83 倍和 10.03 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司目前没有短期有息债务、存货周转快、现金收入比高、物业绝大多数自持等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

十、综合评价

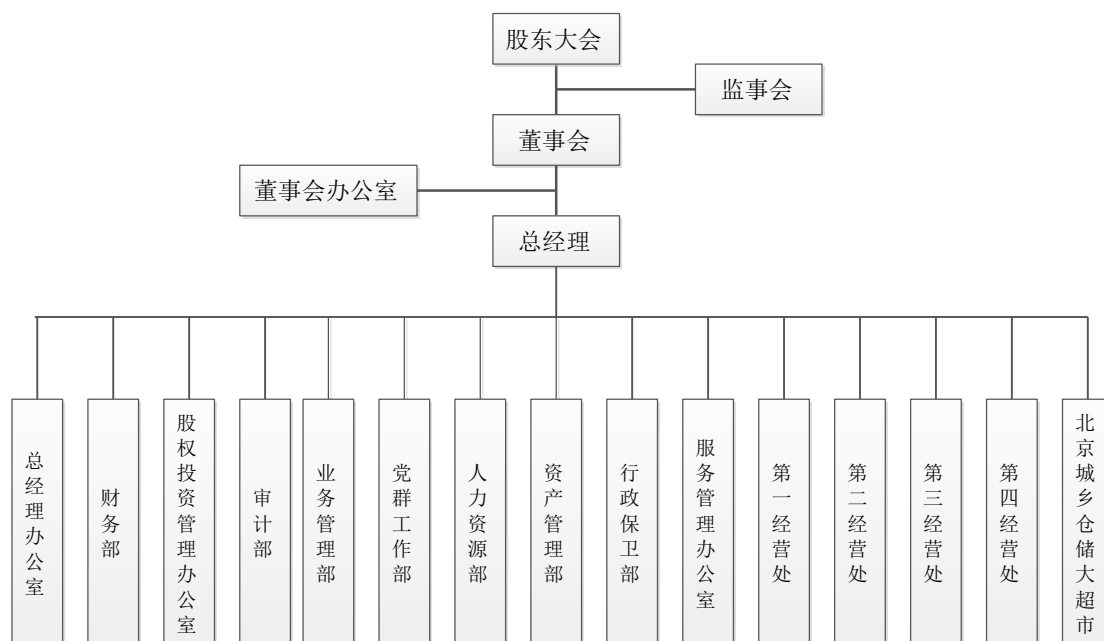
公司作为北京市商贸零售上市企业，在物业自持比例、资产质量、经营管理等方面优势显著；北京市人口密集，人均收入居于全国前列，消费能力强。近年来北京市经济稳定发展，为公司发展提供了良好的外部环境；2014 年开始预售、2015 年开始营业的城乡世纪广场将作为购物中心进行运营，为公司未来利润的增长和业务的转型提供有力的支持。

近年来，受宏观经济增速放缓影响，百货零售行业增速整体放缓，但公司仍保持了净利润的

较快增长，体现了公司管理层良好的经营能力。同时，联合评级也关注到宏观经济下滑过快可能给公司未来经营与发展带来的负面影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次拟发行的不超过9亿元公司债券到期不能偿付本息的风险很低。

附件 1 2014 年末公司组织结构图



附件2-1 北京城乡贸易中心股份有限公司
合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率（%）
流动资产：				
货币资金	75,073.85	61,934.24	99,502.79	15.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,330.84	2,471.24	0.00	-100.00
应收票据	0.00	0.00	0.00	
应收账款	1,319.94	795.48	487.08	-39.25
预付款项	21,772.83	23,846.16	2,323.21	-67.33
应收利息	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	1,005.24	946.56	1,459.46	20.49
应收股利	170.62	132.80	0.00	-100.00
存货	91,757.12	129,503.65	219,509.09	54.67
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	43.05	
其他流动资产	1,676.73	6,191.41	2,300.80	17.14
流动资产合计	195,107.17	225,821.53	325,625.48	29.19
非流动资产：				
可供出售金融资产	345.56	439.03	500.84	20.39
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	2,169.05	2,231.42	2,249.30	1.83
投资性房地产	42,375.32	40,478.56	30,553.77	-15.09
固定资产	81,930.14	77,457.32	81,499.17	-0.26
在建工程	0.00	0.00	0.00	
工程物资	0.00	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	5,499.02	5,267.22	5,035.42	-4.31
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	0.00	164.84	
递延所得税资产	2,069.70	1,886.31	2,025.50	-1.07
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	134,388.79	127,759.86	122,028.85	-4.71
资产总计	329,495.96	353,581.40	447,654.33	16.56

附件2-2 北京城乡贸易中心股份有限公司

合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012年	2013年	2014年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00	0.00	
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	
应付账款	22,494.83	18,871.12	19,956.39	-5.81
预收款项	33,448.55	29,629.10	70,613.08	45.30
应付职工薪酬	7,419.50	7,537.76	6,286.86	-7.95
应交税费	1,702.63	2,185.88	1,645.24	-1.70
应付利息	53.85	101.11	152.73	68.41
其他应付款	10,912.90	10,354.12	7,692.76	-16.04
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	
应付股利	2,033.34	151.72	151.72	-72.68
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	78,065.59	68,830.82	106,498.78	16.80
非流动负债：				
长期借款	28,270.70	53,883.78	100,663.00	88.70
应付债券	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	
专项应付款	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	1,695.18	1,718.55	1,734.00	1.14
递延收益-非流动负债	0.00	0.00	2,832.88	
其他非流动负债	0.00	870.84	0.00	
非流动负债合计	29,965.88	56,473.16	106,797.29	88.78
负债合计	108,031.47	125,303.98	213,296.08	40.51
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	31,680.49	31,680.49	31,680.49	0.00
资本公积	85,951.28	86,917.94	86,134.59	0.11
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	58,716.32	59,793.00	60,904.10	1.85
未分配利润	37,780.44	41,887.19	46,244.48	10.64
其他综合收益	0.00	0.00	862.95	
少数股东权益	7,335.95	7,998.79	8,531.63	7.84
归属于母公司所有者权益合计	214,128.54	220,278.63	225,826.62	2.70
所有者权益合计	221,464.49	228,277.41	234,358.25	2.87
负债和所有者权益总计	329,495.96	353,581.40	447,654.33	16.56

附件3 北京城乡贸易中心股份有限公司

合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)
一、营业总收入	224,964.58	246,042.53	221,917.10	-0.68
营业收入	224,964.58	246,042.53	221,917.10	-0.68
二、营业总成本	213,087.78	233,961.84	209,059.43	-0.95
营业成本	179,059.63	200,970.14	175,300.73	-1.06
营业税金及附加	2,039.76	1,965.06	2,076.87	0.91
销售费用	18,582.75	18,051.05	18,951.24	0.99
管理费用	13,778.58	14,530.97	14,757.57	3.49
财务费用	-382.17	-1,523.33	-2,040.95	131.09
资产减值损失	9.23	-32.05	13.96	22.99
公允价值变动净收益	227.00	129.98	512.16	50.21
投资净收益	41.65	223.48	-108.20	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-46.28	190.84	-15.36	-42.39
三、营业利润	12,145.45	12,434.16	13,261.63	4.49
加：营业外收入	714.18	1,435.53	735.85	1.51
减：营业外支出	45.57	8.28	31.45	-16.92
其中：非流动资产处置净损失	24.80	7.82	30.81	11.47
四、利润总额	12,814.06	13,861.41	13,966.03	4.40
减：所得税	3,295.37	3,758.07	3,089.18	-3.18
五、净利润	9,518.69	10,103.34	10,876.85	6.90
减：少数股东损益	601.13	801.45	656.38	4.49
归属于母公司所有者的净利润	8,917.56	9,301.89	10,220.47	7.06
加：其他综合收益	-23.60	74.43	79.60	
六、综合收益总额	9,495.09	10,177.77	10,956.44	7.42
减：归属于少数股东的综合收益总额	601.13	801.45	656.38	4.49
归属于母公司普通股股东综合收益总额	8,893.96	9,376.32	10,300.06	7.61

附件4-1 北京城乡贸易中心股份有限公司
合并现金流量表
(单位:人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	263,197.79	280,864.11	299,909.82	6.75
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	
收到其他与经营活动有关的现金	1,477.41	1,105.38	1,062.06	-15.21
经营活动现金流入小计	264,675.19	281,969.49	300,971.88	6.64
购买商品、接受劳务支付的现金	239,225.09	273,674.90	264,912.35	5.23
支付给职工以及为职工支付的现金	13,405.31	14,657.08	16,525.05	11.03
支付的各项税费	12,297.69	11,701.52	16,358.71	15.34
支付其他与经营活动有关的现金	11,348.11	11,489.16	23,503.86	43.92
经营活动现金流出小计	276,276.20	311,522.66	321,299.98	7.84
经营活动产生的现金流量净额	-11,601.00	-29,553.17	-20,328.11	32.37
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	9,000.00	3,000.00	38,693.99	107.35
取得投资收益收到的现金	202.77	1,356.17	329.36	27.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	34.57	911.95	92.06	63.19
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	
收到其他与投资活动有关的现金	817.39	1,106.83	1,438.78	32.67
投资活动现金流入小计	10,054.73	6,374.95	40,554.20	100.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	193.26	250.78	475.93	56.93
投资支付的现金	9,039.43	7,010.42	32,000.00	88.15
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	9,232.69	7,261.20	32,475.93	87.55
投资活动产生的现金流量净额	822.04	-886.25	8,078.26	213.48
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	
取得借款收到的现金	28,270.70	25,613.08	56,116.22	40.89
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	496.72	679.06	
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流入小计	28,270.70	26,109.80	56,795.28	41.74
偿还债务支付的现金	0.00	0.00	9,337.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,708.55	8,809.99	9,473.02	41.84
支付其他与筹资活动有关的现金	243.73	0.00	0.00	-100.00
筹资活动现金流出小计	4,952.28	8,809.99	18,810.02	94.89
筹资活动产生的现金流量净额	23,318.42	17,299.81	37,985.26	27.63
四、现金及现金等价物净增加:				
汇率变动对现金的影响	0.00	-0.00	-0.02	
现金及现金等价物净增加额	12,539.45	-13,139.62	25,735.40	43.26
期初现金及现金等价物余额	62,534.40	75,073.85	61,934.24	-0.48
期末现金及现金等价物余额	75,073.85	61,934.24	87,669.63	8.06

附件4-2 北京城乡贸易中心股份有限公司

现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项 目	2012年	2013年	2014年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动的现金流量：				
净利润	9,518.69	10,103.34	10,876.85	6.90
加：资产减值准备	9.23	-32.05	13.96	22.99
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,566.28	6,389.76	6,017.40	-4.27
无形资产摊销	231.80	231.80	231.80	0.00
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	7.34	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	10.58	-681.36	29.89	68.05
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.02	
公允价值变动损失	-227.00	-129.98	-512.16	50.21
财务费用	-573.66	-1,621.86	-2,117.82	92.14
投资损失	-41.65	-223.48	108.20	
递延所得税资产减少	200.19	183.39	-139.19	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-41,818.62	-35,027.96	-85,666.24	43.13
经营性应收项目的减少	10,094.98	-1,523.39	21,511.22	45.98
经营性应付项目的增加	4,428.16	-7,221.37	41,143.80	204.82
其他	0.00	0.00	-11,833.16	
经营活动产生的现金流量净额	-11,601.00	-29,553.17	-20,328.11	32.37
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
现金的期末余额	75,073.85	61,934.24	87,669.63	8.06
减：现金的期初余额	62,534.40	75,073.85	61,934.24	-0.48
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
间接法-现金及现金等价物净增加额	12,539.45	-13,139.62	25,735.40	43.26

附件5 北京城乡贸易中心股份有限公司

主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	175.50	219.82	327.02
存货周转次数(次)	2.54	1.82	1.00
总资产周转次数(次)	0.73	0.72	0.55
现金收入比率(%)	117.00	114.15	135.14
盈利能力			
总资本收益率(%)	4.40	4.82	5.03
总资产报酬率(%)	4.37	4.85	4.65
净资产收益率(%)	4.35	4.49	4.70
主营业务毛利率(%)	18.64	16.62	19.53
营业利润率(%)	19.50	17.52	20.07
费用收入比(%)	14.22	12.62	14.27
财务构成			
资产负债率(%)	32.79	35.44	47.65
全部债务资本化比率(%)	11.32	19.10	30.05
长期债务资本化比率(%)	11.32	19.10	30.05
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	13.84	4.27	2.67
EBITDA 全部债务比(倍)	0.72	0.43	0.25
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.41	-0.55	-0.20
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.38	-0.56	-0.12
流动比率(倍)	2.50	3.28	3.06
速动比率(倍)	1.32	1.40	1.00
现金短期债务比(倍)	--	--	--
经营现金流动负债比率(%)	-0.15	-0.43	-0.19
经营现金利息偿还能力(倍)	-7.89	-5.44	-2.19
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.33	-5.60	-1.32
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.68	0.77	0.83

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
复合增长率或变动率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 (此公式有变动, 见下注)
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

速动比率=(流动资产-存货) / 流动负债

附件 7 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级(含)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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京城乡贸易中心股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年北京城乡贸易中心股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京城乡贸易中心股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京城乡贸易中心股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京城乡贸易中心股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京城乡贸易中心股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京城乡贸易中心股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京城乡贸易中心股份有限公司提供，联合评级整理相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送北京城乡贸易中心股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年四月二十日