



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

深圳茂业商厦有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

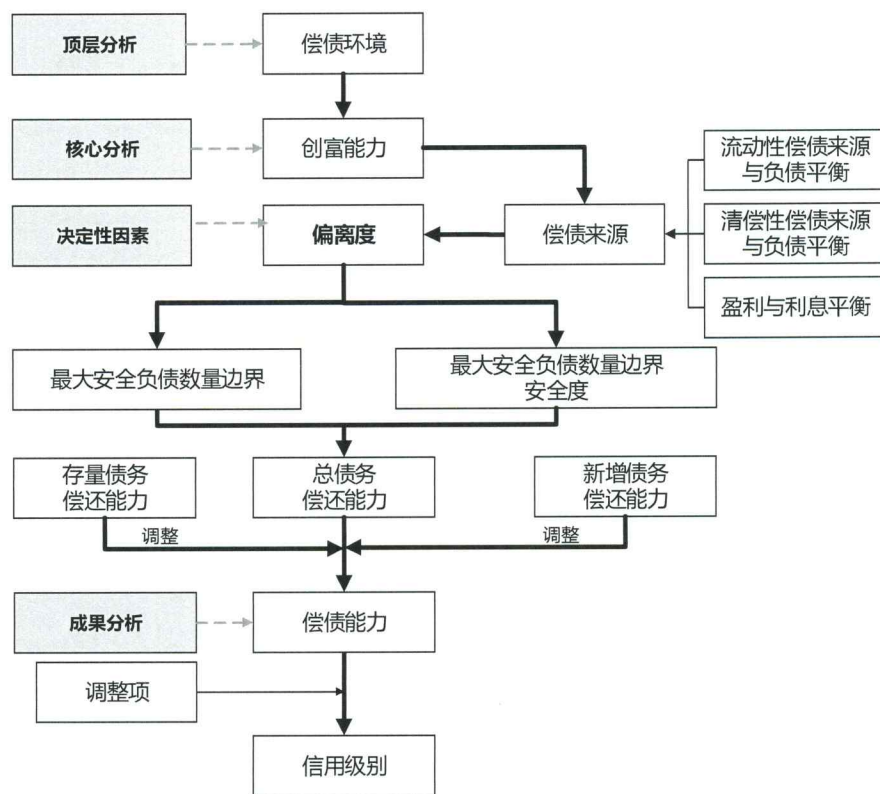
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的深圳茂业商厦有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



评级结果

评定等级					
跟踪评级结果	AA		评级展望	稳定	
上次评级结果	AA		评级展望	稳定	
债项信用:					
债券简称	金额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 茂业 01	11	3 (2+1)	AA	AA	2017. 06
16 茂业 02	17	5 (3+2)	AA	AA	2017. 06

主要观点

大公对深圳茂业商厦有限公司（以下简称“茂业商厦”或“公司”）“16 茂业 01”、“16 茂业 02”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。本次评级结果反映公司偿债环境良好；财富创造能力很强；可用偿债来源偏离度很小；偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、偿债环境整体稳定。经济增长、居民收入的提高和城市人口增加，为零售行业提供持续发展的动力；2017 年，实体零售行业呈现回暖趋势。

2、财富创造能力很强。公司大部分门店位于当地核心黄金地段，仍具有一定区位优势；公司自持物业比例较高，成本控制能力较好。

3、公司偿债来源保持稳定。可变现资产总额较大，融资渠道畅通，但受限资产占比较高，影响了资产流动性，整体对债务的覆盖水平保持稳定。

4、公司偿债能力很强。公司偿债来源较为充足，能够对整体负债偿还提供良好的保障；随着经营规模扩大，公司存在盈利提升的空间，清偿性和流动性还本付息预计将改善。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、公司连锁门店覆盖华南、华东、华北和西南四个区域，大部分门店位于当地核心商圈黄金地段，具备一定区位优势；
- 2、公司自有物业比例仍较高，能够有效避免租金上升带来的风险，保证公司可持续发展；
- 3、2017 年，公司新增的多家门店逐步成熟致使销售收入和毛利率均有所增长。

不利因素:

- 1、2017 年，受竞争压力增加影响，公司华东和西南大部分门店收入继续下滑；
- 2、2017 年末，公司受限资产规模较大，对上市子公司和联营公司的股权质押比例较高，影响资产质量和未来融资空间；
- 3、2017 年，公司利润受投资收益影响较大，未来存在一定的波动性；
- 4、公司本部作为投融资平台，2017 年债务压力较大，盈利能力很弱。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位：人民币亿元、%)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	454.06	431.01	299.18
所有者权益	120.58	104.79	89.07
总有息债务	175.75	178.30	69.80
营业收入	62.25	57.52	33.98
净利润	12.16	1.85	4.25
经营性净现金流	16.53	1.64	2.53
毛利率	73.26	67.63	70.74
总资产报酬率	5.85	3.20	3.88
债务资本比率	59.31	62.98	43.93
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	3.01	1.85	1.87
经营性净现金流/总负债	5.01	0.61	1.41

注：公司提供了 2017 年审计报告财务报表。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

◆ 联系方式

评级小组负责人：王桐桐

联系电话：+86-10-51087768

传真：+86-10-84583355

地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员：栗婧岩 王 鹏

客服电话：+ 86-4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月二十二日



基本经营

（一）主体概况与公司治理

茂业商厦成立于 1996 年，成立之初为合作经营企业，注册资本 1,200 万美元。经多次增资，2009 年注册资本增至 2.20 亿美元，企业类型变更为有限公司。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 3.20 亿美元，茂业百货（中国）有限公司（以下简称“茂业百货”）是公司的直接控股股东，持有公司 98.69% 的股权，茂业百货的控股股东为茂业国际控股有限公司（以下简称“茂业国际”，股票代码：00848.HK），公司实际控制人为自然人黄茂如。

2018 年 6 月 20 日，茂业商业股份有限公司（以下简称“茂业商业”，股票代码：600828.SH；曾用名“成商集团股份有限公司”）发布关于近日有媒体发布报道《茂业商业吞高溢价苦果》的澄清公告，公告针对媒体提及的公司经过高溢价收购背负了巨大财务费用及偿债压力，通过投资性房地产会计估计变更、未就其他应收款计提减值准备等措施进行会计处理等问题进行了详细说明。

公司严格依照《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国公司法》及中国其他有关法律规定，建立了一套符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，完善了董事会、决策委员会、首席执行官相互制衡的管理体制，并制定了相关的议事规则和工作制度，各主体职责明确、运作规范。

（二）盈利模式

公司定位为中高档百货，是国内知名零售品牌“茂业百货”、“茂业天地”、“仁和春天”、“维多利”和“人民商场”的经营者。公司仍主要从事百货类商品零售业务，截至 2017 年末，公司共经营 56 家门店，门店建筑面积约 249.20 万平方米（不含管理门店），其中自有物业建筑面积占比为 81.81%。门店覆盖城市包括广东深圳和珠海，四川成都、南充、绵阳，江苏无锡、南京、泰州，山东淄博、菏泽、临沂，河北秦皇岛和保定，辽宁沈阳以及山西太原等城市。



（三）股权链

截至 2017 年末，公司拥有 17 家直接控股子公司，78 家二级控股子公司。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 3.20 亿美元，茂业百货（中国）有限公司（以下简称“茂业百货”）是公司的直接控股股东，实际控制人为自然人黄茂如。

截至 2018 年 3 月末，公司控股 1 家上市公司茂业商业，持股比例为 81.69%；拥有两家联营上市公司，分别为茂业通信网络股份有限公司（以下简称“茂业通信”，股票代码：000889.SZ；曾用名“茂业物流股份有限公司”）和沈阳商业城股份有限公司（以下简称“商业城”，股票代码：600306.SH），通过子公司中兆投资间接持股比例分别为 22.20%和 24.22%。截至 2018 年 3 月末，茂业商厦累计质押茂业商业 13.03 亿股股份，占其持有茂业商业股份总数的 92.61%，占茂业商业总股本的 75.23%。

（四）信用链

截至 2017 年末，公司总有息债务总额 175.75 亿元，占总负债比重维持在 52.70%以上，其中短期有息债务和长期有息债务分别为 65.58 亿元和 110.17 亿元，有息债务债权人主要来源于银行及债券市场投资者等；公司共获得授信额度 140.80 亿元，未使用授信额度为 6.60 亿元。

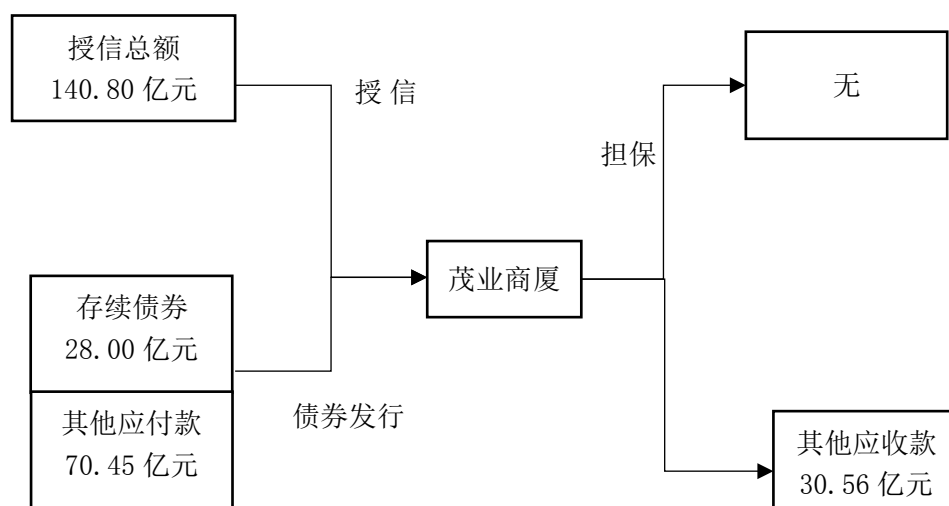


图 1 截至 2017 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018



年 4 月 26 日,公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日,公司在公开资本市场上发行多期债券,到期债券均已到期兑付,未到期债券均已按时支付到期利息,其中公司存续债券“16 茂业 01”已于 2018 年 1 月 5 日实施回售,回售有效申报数量为 1,076,354 手,回售金额为 1,076,354,000 元(不含利息),回售实施完毕后,“16 茂业 01”数量变更为 23,646 手。

(五) 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况(单位:亿元)

债券简称	发行总额	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 茂业 01	11	2016.1.5~ 2019.1.5	补充营运资金、偿还债务	已按募集资金要求使用
16 茂业 02	17	2016.1.5~ 2021.1.5	补充营运资金、偿还债务	已按募集资金要求使用

数据来源:根据公司提供资料整理

偿债环境

中国供给侧改革不断推进,充足的政策调整空间为公司业务发展提供良好的偿债环境;2017 年,实体零售行业呈现回暖趋势。

偿债环境指数:偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

(一) 宏观与政策环境

中国供给侧改革不断推进,充足的政策空间有利于消费和产业结构升级。

中国供给侧改革稳步推进:对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间,对外以“一带一路”战略为依托,加快全球产业链布局,拓宽经济发展空间。2017 年以来,在强调稳增长、保就业的同时,中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度,并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合



作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

长期看，经济增长、居民收入的提高和城市人口增加，为零售行业提供持续发展的动力；2017 年，实体零售行业呈现回暖趋势

零售行业在国民经济体系中处于下游，随着经济的发展，零售行业占据了产业链的主导位置，在我国国民经济中占有非常重要的地位。同时，零售行业也是我国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

2017 年，商务部会同相关部门持续优化零售业发展环境，广大零售企业积极主动转型升级、不断加快创新步伐，创新贡献度与影响力与日俱增，零售业回稳向好的态势基本形成。实体零售发展呈现以下特点：一是销售规模增速加快。2017 年，商务部重点监测的 2,700 家典型零售企业（以下简称典型企业）销售额同比增长 4.6%，增速较上年同期加快 3 个百分点，其中通过电子商务实现销售额增长 26.8%，增速加快 3.2 个百分点。二是企业盈利能力增强。2017 年，典型企业营业利润和利润总额分别增长 8%和 7.1%，增速分别比上年同期加快 6.5 和 11 个百分点。三是主要业态经营回暖。典型企业分业态数据显示，2017 年，专卖店、专业店、超市和百货店销售额增速分别为 8.3%、6.2%、3.8%和 2.4%，较上年同期分别加快 6.6、3.3、1.9 和 2.7 个百分点。



（三） 区域环境

深圳市经济保持平稳发展,为区域内零售企业提供良好的发展环境。

2017 年,深圳社会消费品零售总额为 6,016 亿元,同比增幅为 9.1%,社会消费品零售总额保持较快增长;深圳市 GDP 为 22,438 亿元,同比增长 8.8%。人均 GDP183,127 元,同比增长 4.0%。深圳 GDP 的增长为消费者提供了多样性选择的能力,是推动深圳百货零售行业发展的重要动力之一。

目前深圳市连锁经营业态包括大型综合连锁超市、百货业态、家电连锁、手机连锁、家居连锁、医药连锁等。深圳连锁企业还通过并购、买地、购置物业等多种形式,迅速扩张,深圳商业已迈入发展的新阶段。网购市场的高速发展,对传统百货零售业带来一定冲击。综合来看,深圳市经济保持平稳发展,为区域内零售企业提供良好的发展环境。

财富创造能力

公司财富创造能力很强。随着百货行业竞争加剧、网络零售市场分流的影响,百货行业增速低于同期我国社会消费总额的增长速度。公司大部分门店位于当地核心黄金地段,具有一定区位优势;公司坚持重资产发展方式,自有物业比例仍较高,能够有效避免租金上升带来的风险,保证持续发展。

财富创造能力指数: 财富创造能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

1、市场需求

线上与线下传统零售企业加速融合共生,电商与店商之间边界逐渐模糊化,“新零售”成为了行业发展的新趋势。

2017 年,线上与线下传统零售企业加速融合共生,电商与店商之间边界逐渐模糊化,“新零售”成为了业内发展的主旋律。2017 年,



实体零售创新转型呈现三大特点：一是发展新业态。零售企业积极打通线上线下和上游下游，促进多业态、跨行业、聚合式、协同化深度融合。如探索无人货架和无人便利店，提高购买效率，一些超市发展“超市+餐饮”新模式。二是搭建全渠道。零售企业充分运用现代信息技术，全面拓展实体店、无人店、移动终端、电视购物平台等销售渠道，使消费者实现便捷高效的一体化购物。三是重构供应链。零售企业积极推进供应链向生产端延伸，压缩成本，以需定产，实现“千店千面”。四是推进渠道下沉。零售企业加快向中小城市、新型城镇和农村市场推进渠道延伸，积极在农村开设直销店。

（二）产品和服务竞争力

随着新合并门店逐步成熟，2017 年公司特许专柜销售和直销模式下销售收入均有所增长；公司大部分门店位于当地核心黄金地段，具有一定区位优势；公司坚持重资产发展方式，自有物业比例仍较高，能够有效避免租金上升带来的风险，保证持续发展。

1、经营模式

公司经营模式仍然主要为特许专柜销售和直销，以特许专柜销售为主；随着新合并门店逐步成熟，2017 年公司两种模式下销售收入均有所增长。

公司百货门店销售的商品包括时装及配饰、化妆品、金饰、珠宝及钟表等。公司的主要经营模式仍为特许专柜销售和直销。2017 年，公司特许专柜销售和直销收入分别占比为 88.10%和 11.90%，结构较为稳定。特许专柜销售模式下，品牌货品供应商（称为特许经销商）占用茂业商厦商店的特定位置，并以其自身的销售人员、自行设置销售柜台、销售自有品牌商品。特许专柜销售模式下，公司直接从零售顾客处取得销售收入，即为特许专柜销售所得款项，并按月从中扣除佣金、行政、信用卡手续费及管理费用后支付给特许经销商。



2、门店分布及经营

公司连锁门店覆盖华南、华东、华北、西南四个区域，大部分门店位于当地核心黄金地段，具有一定区位优势；2017 年，公司新增的多家门店销售收入有所增长，但公司华东和西南大部分门店收入有所下滑。

截至 2017 年末，公司开业门店数量为 56 家。公司门店分布于华南、西南、华东和华北，四个区域门店数目分别为 6 家、9 家、10 家和 31 家，总建筑面积分别为 21.88 万平方米、28.87 万平方米、62.17 万平方米和 136.29 万平方米，且大部分位于当地核心商圈，具备一定区位优势。2016 年以来，公司继续积极拓展营销模式，大力推广会员营销、文化营销等创新营销模式，减低价格营销频率和次数，以提高现有百货门店的盈利能力。总体来看，公司门店均分布于经济发展良好的地区，在当地具有一定的市场占有率，仍能为公司未来业绩提供一定保障。

区域 1：华南

公司不断深耕华南区域，在该区域已具备较强的市场竞争地位。截至 2017 年末，公司在华南地区拥有门店 6 家，其中深圳 5 家，珠海 1 家。公司华南地区门店店龄均在 6 年以上，多半门店店龄已超过 10 年，公司百货业务在深圳地区依然具备一定规模优势。其中，除深圳东门店、深圳南山店为自有物业外，其余门店均为向关联方租赁。分门店看，深圳华强北店、深圳东门店和深圳南山店为核心门店，2017 年分别实现收入 7.63 亿元、3.17 亿元和 2.58 亿元。从门店收入增长率来看，2017 年，仅深圳深南店增长率为负值，其余门店均有所增长，主要因为深南店 2016 年进行了百货升级尚处于调整期，加之附近购物中心较多，竞争压力增加所致。总体来看，2017 年华南地区核心门店收入贡献率仍保持较高水平。

区域 2：华北

截至 2017 年末，公司在华北地区拥有 18 家百货门店，主要位于秦皇岛、太原、沈阳、保定、包头、呼和浩特等地，且均位于当地核心商圈黄金地段。



华北地区门店店龄均为 3 年以上。秦皇岛现代购物广场为向独立第三方租赁，维多利亚厦店、维多利亚购物中心店和维多利亚国际广场店部分自有，部分租赁，其余门店均为自有物业。2017 年以来，新并入的维多利亚系列收入大幅增长，贡献率较高，太原柳巷店持续负增长。总体来看，2017 年以来，受维多利亚系收入大幅增长的影响，华北地区门店销售收入为 24.71 亿元，同比大幅增加 10.64 亿元。

区域 3：西南

公司西南地区的业务由茂业商业负责运营。茂业商业是西南地区最大的综合性商业企业集团之一，截至 2017 年末，公司在西南地区共拥有 11 家门店，其中，成都 7 家、南充 1 家、绵阳 1 家。2017 年关闭了绵阳临园店、成都北站店两家门店。

除 2014 年新开业的成都春熙店和 2016 年新并入的成都光华店、成都人东店外，西南地区其他门店店龄均在 7 年以上，经营较为成熟。其中成都武侯店、成都温江店和成都龙泉驿店为向第三方租赁，其他门店为自有物业。分门店看，2017 年以来，成都光华店坪效和收入贡献率均较高，成都人东店客单价仍较高。从同店收入增长率看，2017 年以来，西南地区武侯店、温江店及龙泉驿呈现负增长趋势，主要是进行品牌优化，门店升级改造对收入造成一定影响，以上门店主要为租赁门店，未来租约到期后公司将采取闭店方式退出经营。从销售总额来看，2017 年西南地区门店收入同比下降 7.00%，其中光华百货和人东百货为 2016 年 2 月末收购门店，2017 年两门店实现收入占西南地区门店总收入的比重为 59.60%。

区域 4：华东

华东地区是公司目前战略发展的重点区域，其中莱芜茂业天地为 2017 年 12 月新开门店。截至 2017 年末，公司在华东区域拥有 10 家门店，分别位于常州、泰州、无锡、南京、淄博和莱芜等地，同时计划未来在淮安等地开设新店。

除 2015 年新开业的淄博茂业时代店、2016 年新开业的无锡亿佰百货、南京茂业天地以及 2017 年新开的莱芜茂业天地外，华东地区其他门店店龄均在 4 年以上。从自有物业看，除淄博茂业商城为向独



立第三方租赁外，其余门店均为自有。分门店看，泰州第一百货和淄博茂业时代店为公司在华东地区的核心门店，2016 年分别实现销售收入 1.62 亿元和 1.51 亿元，坪效及客单价远高于其他门店。从增长率来看，大部分门店收入有所下降，主要是受电商冲击，竞争压力增大所致；南京茂业天地经过市场培育，收入得到大幅提升。总体来看，2017 年以来，华东地区门店销售收入略有下滑。

公司坚持重资产发展方式，目前门店数量具备一定规模，自有物业比例仍较高，能够有效避免租金上升带来的风险，保证持续发展；公司核心门店具有较好的区位内品牌优势，对公司收入、利润贡献仍较大。

公司采取重资产的经营模式，自有物业比例较一般百货企业高。从公司的门店物业来看，截至 2017 年末，公司拥有门店 56 家，其中 2017 年公司关停坪效较差的门店 4 家；门店建筑面积约 249.20 万平方米（不含管理门店），其中自有面积 2,038,599 平方米，占门店总建筑面积的 81.81%；关联方拥有面积 343,264 平方米，占比 13.77%，自有物业和关联方物业的占比较高，可以有效保证公司的持续发展并避免租金成本上升带来的财务风险。同时，收购、自建物业前期投入大，收回投资周期较长，在百货门店营业前期会对公司的盈利水平、现金流造成一定的压力。

公司核心门店主要包括地处华南区域的深圳东门店、深圳华强北店以及深圳南山店，地处华北地区 2016 年收购的维多利亚系列门店（维多利连锁超市、维多利商厦、维多利国际广场店、维多利摩尔城店、维多利购物中心）、西南地区的成都盐市口店以及 2016 年并入的成都光华店和成都人东店，地处华东区域的泰州第一百货门店、淄博茂业时代店等。2017 年 13 家门店合计收入为 37.21 亿元，占公司收入的比例达 59.78%，是公司主要的收入来源。其中，深圳华强北店目前是公司所有门店中坪效水平位居第一的门店。公司核心门店均是店龄较长的成熟门店，位于当地核心商圈，具备良好的品牌优势，对营业收入和利润的贡献度较大。



（三）盈利能力

公司营业收入仍主要来自于特许专柜销售和直销业务；2017 年以来，公司营业收入有所上升，毛利率同比提升，盈利能力增强。

公司主要从事特许专柜销售、商品直销、商场管理、商业租赁等业务。特许专柜销售模式下，因特许专柜营业员为厂派员工，公司不核算该部分业务人工成本，水电成本会计上计入销售费用，因而公司的特许专柜销售营业毛利润与其营业收入相等。管理费业务，主要是指向供应商提供空调及基本照明等基本设施，以及包括收银服务、保安、维修等活动在内的服务。租赁业务，主要是为面向消费者的贵金属、快速消费与饮食行业，公司将百货商店的特定位置予以出租。管理费与租赁业务在会计核算时不计算成本，故毛利润与收入一致。公司其他业务包括商业地产配套销售、促销费、信用卡刷卡等，其中，商业地产配套销售主要是公司将少部分商业地产配套出售，以缓解短期资金需求，该部分收入受新开发项目和存量物业用途规划的影响。

表 2 2015~2017 年公司营业利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	62.25	100.00	57.52	100.00	33.98	100.00
特许专柜销售	20.37	32.72	18.25	31.73	12.85	37.83
直销业务	17.09	27.45	14.05	24.42	8.73	25.69
管理费	6.95	11.16	5.33	9.26	3.87	11.39
租赁业务	8.42	13.53	4.76	8.28	2.29	6.75
其他	9.42	15.13	15.13	26.31	6.24	18.34
毛利润	45.61	100.00	38.90	100.00	24.04	100.00
特许专柜销售	20.37	44.66	18.25	46.92	12.85	53.45
直销业务	2.04	4.47	1.58	4.06	0.50	2.08
管理费	6.95	15.24	5.33	13.69	3.87	16.10
租赁业务	8.42	18.46	4.76	12.24	2.29	9.53
其他	7.83	17.17	8.98	23.09	4.53	18.84
毛利率	73.26		67.63		70.74	
特许专柜销售	100.00		100.00		100.00	
直销业务	11.94		11.25		5.69	
管理费	100.00		100.00		100.00	
租赁业务	100.00		100.00		100.00	
其他	83.12		59.35		72.60	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司营业收入同比增长 8.23%，毛利润同比增长 17.24%，



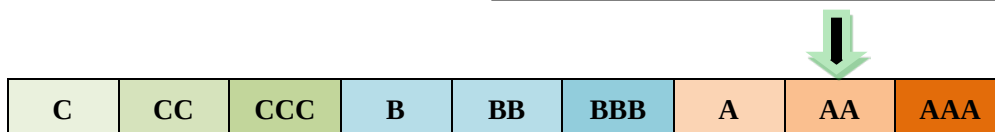
各细分业务收入和毛利润均有所增长，其中特许专柜销售和直销业务仍是公司营业收入和利润的主要的来源，收入和毛利润均保持增长，主要由于华南和华北地区门店坪效增长所致；租赁业务收入和毛利润同比增幅较大，主要是摩尔城、包头东河区维多利新天地地下一层等出租物业增加所致；受房地产项目结转影响，其他业务收入和毛利润均有所下降。从毛利率来看，2017 年公司毛利率同比提升了 5.63 个百分点，其中其他业务毛利率同比上升 23.77 个百分点，主要是受房地产结转项目影响所致。

综上所述，2017 年以来，公司营业收入和毛利率均同比增加，投资收益等非经常性损益对公司利润影响较大，但扣除非经常性损益影响后，公司主营业务盈利能力保持增长。根据公司提供资料，大公测算公司 2018 年营收规模将保持稳定，仍面临一定的网购竞争压力；未来若无股权或理财产品出售计划，利润水平将有所下滑。

偿债来源

公司偿债来源稳定。2017 年经营性净现金流由净流出转为净流入，对债务和利息的保障能力增强；公司债务收入仍以银行借款为主，随着公司拓展销售网络和现有门店的升级改造，融资需求仍较大；公司可变现资产规模较大，可变现能力较强，但受限资产规模较大，影响了资产的质量和未来融资空间。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



（一）盈利

公司盈利受非经常损益影响较大，未来存在一定的波动性。

2017 年，公司利润总额和净利润分别为 17.21 亿元和 12.16 亿元，同比分别增加 11.84 亿元和 10.32 亿元；2017 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.58%和 10.09%，同比均有所提升。

2017 年，公司期间费用为 35.37 亿元，同比增长 12.97%，期间费用率为 56.81%，同比上升 2.38 个百分点，水平很高，整体来看，



公司费用控制能力有待进一步加强。公司期间费用主要以销售费用为主，销售费用同比增长 9.79%，主要是受合并范围增加影响；管理费用同比增长 23.68%，主要是人工薪酬增长所致；财务费用同比增长 11.37%，主要是有息债务增加导致的利息支出增长。

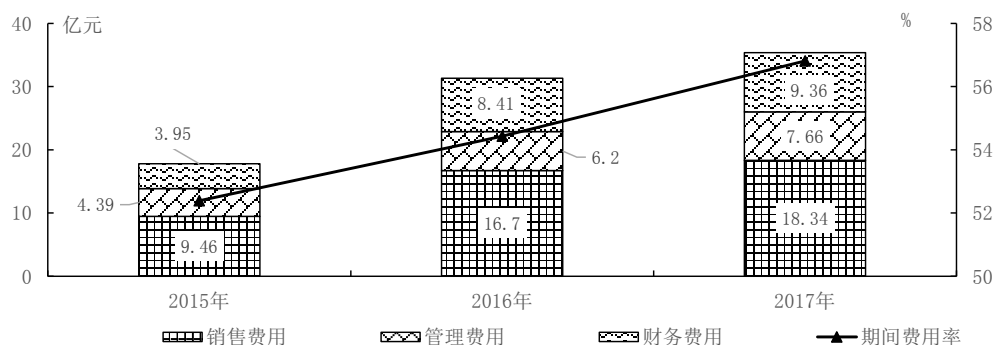


图2 2015~2017 年公司期间费用情况

2017 年，资产减值损失为 1.93 亿元，主要包括坏账损失 0.10 亿元和商誉减值损失 1.83 亿元，同比增加 1.49 亿元，主要是因通过收购的人东店和淄博茂业天地未达到预期业绩计提的商誉减值；公允价值变动收益为 1.61 亿元，同比大幅增加 1.00 亿元，主要是投资性房地产评估增值所致；投资收益为 11.03 亿元，占营业利润比重为 63.39%，主要包括出售茂业通信股权和形成的投资收益 6.20 亿元、处置中国平安股份获得投资收益 0.90 亿元、重庆医药（更名为建峰化工，股票简称：ST 建峰，股票代码 000950.SZ）于 2017 年 8 月借壳上市，原账面值与评估值之间的差异确认了 3.12 亿元投资收益，同比大幅增加 10.30 亿元，波动较大；营业外收入为 0.33 亿元，主要是华南门店清理三年以上押金、保证金收入和补贴收入，同比增加 0.11 亿元；整体来看，公司盈利受非经常损益影响较大，未来存在一定的波动性。

（二）自由现金流

2017 年公司经营性净现金流由净流出转为净流入，对债务和利息的保障能力增强。

2017 年，公司经营性净现金流为 16.53 亿元，净流入额大幅增加 14.89 亿元，主要是经营性应付项目增加所致，经营性净现金流对



债务和利息的保障能力增强。投资性净现金流为-1.76 亿元，净流出同比减少 49.27 亿元，主要是 2016 年公司通过收并购门店拓展经营规模，2017 年减少收并购所致。

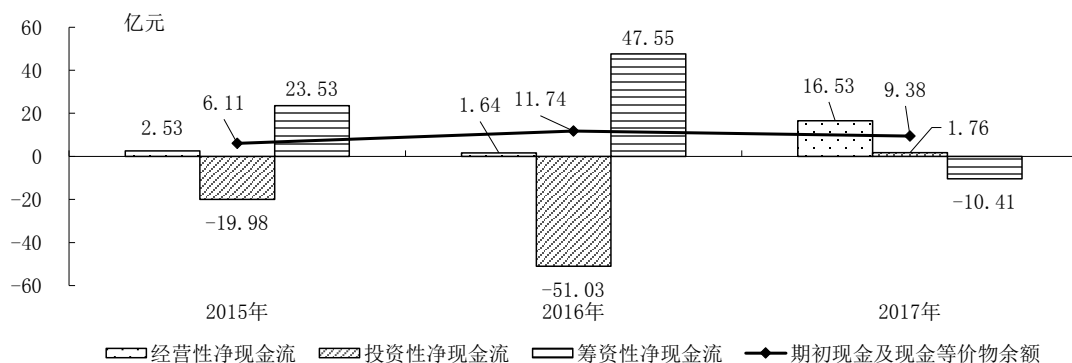


图3 2015~2017 年公司现金流和期初现金及现金等价物余额情况

预计未来，公司的经营活动仍将面临网络销售带来的压力，但随着新收购门店市场培育，逐步成熟，公司的门店坪效将不断提升，从而带动经营性净现金流不断改善。

（三）债务收入

公司债务收入仍以银行借款为主；随着公司拓展销售网络和现有门店的升级改造，融资需求仍较大，筹资性现金流规模将有所增加。

公司融资渠道以银行借款为主，辅以债券发行。公司银行借款主要包括信用借款、保证借款、抵押借款和质押借款等。2017 年，公司筹资性净现金流为-10.41 亿元，由净流入转为净流出，其中，借款收到的现金同比减少 67.37 亿元，偿还债务所支付的现金同比减少 34.01 亿元。

公司债务融资以银行借款为主，同时与多家银行保持良好的合作关系，银行授信额度较为稳定，截至 2017 年末，公司共获得授信额度 140.8 亿元，未使用授信额度为 6.6 亿元。未来随着公司扩大现有销售网络或开拓新的城市销售网络以及现有门店的升级与改造等投资需求，融资需求仍较大，筹资性现金流规模将有所增加。

（四）外部支持

公司获得的外部支持在经常性收入类的偿债来源中占比极小。

（五）可变现资产

2017 年末，公司资产规模持续增加，资产结构仍以非流动资产为主；公司可变现资产规模较大，但其他应收款中关联方占款较多，同时受限资产规模较大，对上市子公司和联营公司的股权质押比例较高，影响了资产的质量和未来融资空间。

2017 年以来，资产规模持续增加，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2017 年末，公司总资产为 454.06 亿元，同比增长 5.35%，非流动资产占比为 75.86%。

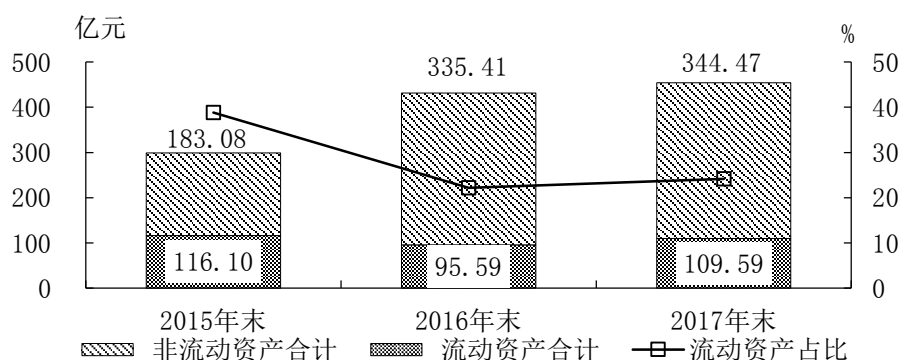


图 4 2015~2017 年末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和其他流动资产等构成。

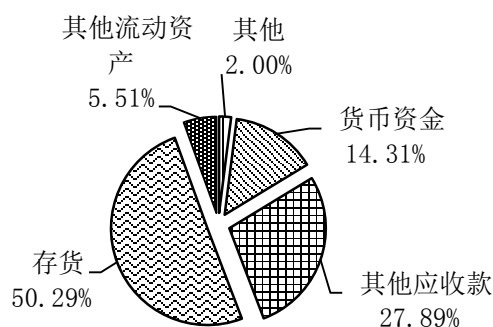


图 5 2017 年末公司流动资产构成情况

2017 年末，公司存货为 55.12 亿元，同比增长 17.12%，主要是在建项目转为投资性房地产所致，其中在建开发产品占比 81.37%，已完工开发产品占比 14.80%，库存商品占比 4.23%，累计计提存货跌价准备 0.23 亿元；其他应收款为 30.56 亿元，同比增长 7.49%，其中，关



关联方占款余额合计 19.50 亿元，其他应收款中账龄在一年以内的占比 92.00%，前五名占比 48.46%，计提坏账准备 0.18 亿元，前五名占款合计为 13.15 亿元，合计为 48.46%，全部为关联方占款，账龄在一年以内；货币资金为 15.68 亿元，同比增长 50.71%，其中现金、银行存款和其他货币资金占比分别为 0.13%、76.47%和 23.40%，使用权受限的货币资金为 1.94 亿元；其他流动资产新增 6.04 亿元，主要为待抵扣进项税额和预缴税金。

公司非流动资产主要为投资性房地产、固定资产、无形资产、可供出售金融资产和长期股权投资等构成。2017 年末，公司投资性房地产为 124.38 亿元，以经营租赁方式租给第三方，采用公允价值计量，同比增长 33.64%，主要是从固定资产转入致使房屋建筑物和土地使用权增加所致；固定资产为 87.58 亿元，同比减少 14.26%，主要是 2016 年购入子公司及在建工程转入，但 2017 年无此收购所致；无形资产为 47.04 亿元，同比减少 16.11%，主要是转入投资性房地产所致；可供出售金融资产为 29.47 亿元，同比增长 65.76%，包含以公允价值计量的可供出售权益工具为 15.66 亿元和以成本计量的可供出售权益工具为 13.81 亿元；长期股权投资为 18.67 亿元，同比减少 26.84%，主要是出于资金需求，减持联营企业茂业通信股权所致；商誉为 14.10 亿元，同比减少 11.50%，计提减值 2.52 亿元。

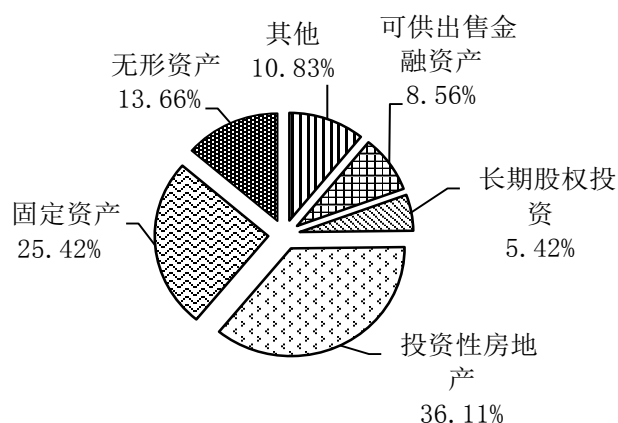


图 6 2017 年末公司非流动资产构成情况

2017 年，公司存货周转天数为 276.27 天，存货周转效率同比略有提升，应收账款周转天数为 0.20 天，由于百货零售业终端消费者基本采用现款结算，采用赊销方式较少，因此公司应收账款金额总体较



小，且周转效率较高。

截至 2017 年末，公司受限资产账面价值总额为 96.87 亿元，占总资产比重为 21.33%，占净资产比重为 80.34%，其中抵押的固定资产、无形资产和投资性房地产分别为 28.42 亿元、12.19 亿元和 52.82 亿元，受限货币资金为 1.94 亿元，存货 1.49 亿元；截至 2018 年 3 月末，茂业商厦累计质押茂业商业 13.03 亿股股份，占其持有茂业商业股份总数的 92.61%，占茂业商业总股本的 75.23%。公司受限资产占净资产比重较大，影响公司资产质量和未来融资空间。

公司偿债来源稳定，整体对债务覆盖能力较强，债务安全度。

整体来看，公司偿债来源稳定，经营性净现金流对债务和利息的保障能力增强，货币资金规模一般，2017 年末，可变现资产为 218.29 亿元，包括投资性房地产、以房屋建筑物为主的固定资产和以土地使用权为主的无形资产，均具有保值增值的属性，变现能力较强；受限资产规模较大，对资产流动性有较大不利影响。预计未来 1~2 年，公司可变现资产结构变化不大，其对短期有息债务的保障能力将保持稳定。2017 年，偿债来源与财富创造能力的偏离度为 5.01 倍，债务安全度一般。

偿债能力

公司偿债能力很强。2017 年末，公司有息债务略有减少，期限结构有所改善，但仍存在一定的集中偿付压力；公司存在未决诉讼涉案，有一定的或有风险；由于公司本部作为集团投融资平台，债务压力较大，盈利能力很弱。公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----



（一）存量债务分析

2017 年末，公司负债规模继续增加，负债构成仍以流动负债为主。

2017 年末，公司总负债继续增长，负债结构仍以流动负债为主，但非流动负债占比不断提升。截至 2017 年末，公司总负债为 333.48 亿元，同比增长 2.23%，流动负债占比 57.16%。

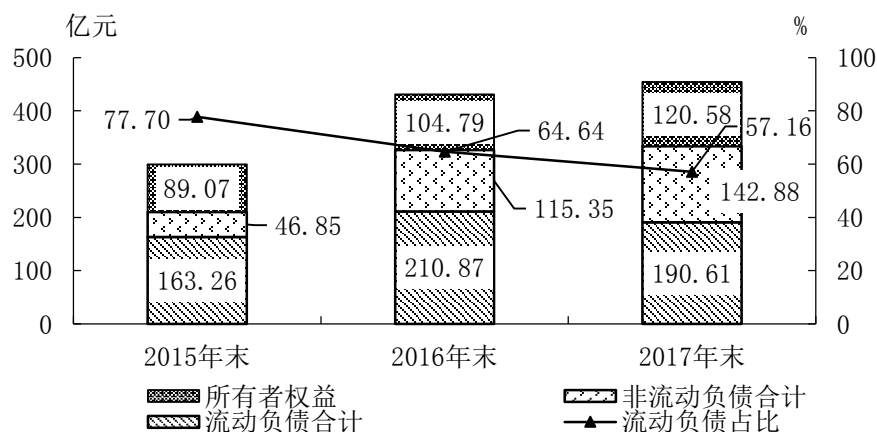


图 7 2015~2017 年末公司资本构成情况

公司流动负债主要由其他应付款、短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。2017 年末，其他应付款为 70.45 亿元，同比增加 10.34%，主要是关联方往来款、应付建设项目工程款项和应付第三方往来款；公司短期借款为 49.55 亿元，同比大幅减少 31.41%，主要包括质押借款 27.25 亿元、抵押借款 15.65 亿元和信用借款 6.65 亿元；应付账款为 27.58 亿元，同比减少 6.43%；一年内到期的非流动负债为 15.85 亿元，同比下降 26.65%，主要是借款到期偿还所致；预收款项为 18.92 亿元，同比增长 16.18%，主要是滁州国润预售房款增加所致。

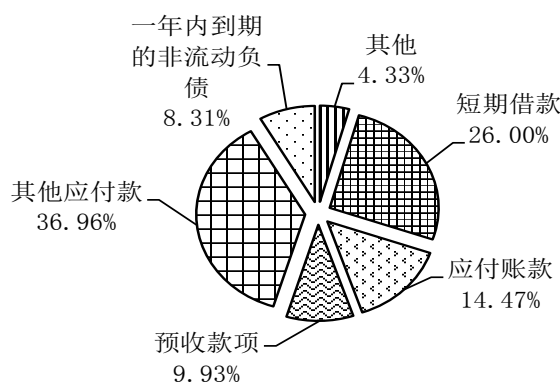


图 8 2017 年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款、递延所得税负债和应付债券构成。2017 年末，长期借款金额为 93.23 亿元，同比增长 64.66%，新增的借款主要用于置换原有负债，将债务结构从短期为主调整为长期为主，降低偿债压力，包括抵押借款 61.72 亿元、质押借款 42.05 亿元和保证借款 0.50 亿元；递延所得税负债金额为 32.56 亿元，同比增长 5.82%，主要是投资性房地产公允价值变动所致；应付债券 16.95 亿元，包括发行公司债券 16.95 亿元，同比减少 39.04%，主要是债券回售“16 茂业 01”所致。

2017 年末公司有息债务规模略有减少，结构有所改善，但债务到期仍较为集中，存在一定的集中偿付压力。

有息负债方面，2017 年末，随着公司短期借款的偿还和长期借款的增加，总有息债务规模和占总负债中所占比重同比变动不大，但有息债务结构有所改善，长期有息债务占比大幅提升至 62.69%。

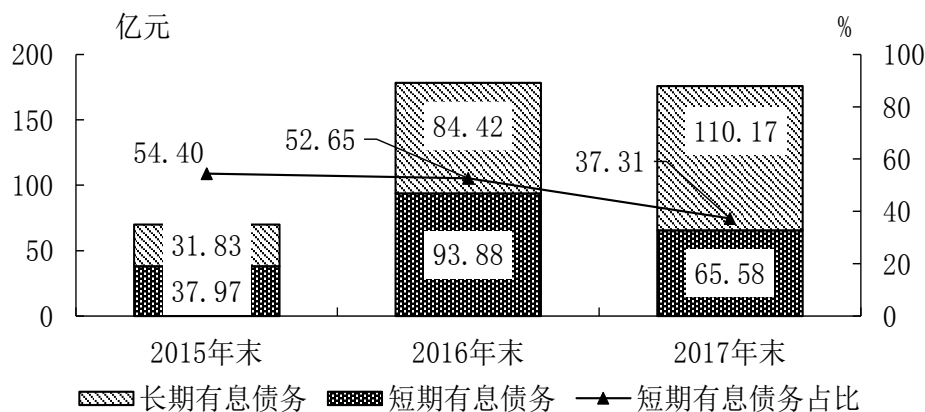


图 9 2015~2017 年末公司存量债务结构



从债务期限结构来看，截至 2017 年末，公司有息债务到期期限主要分布在一年以内和 2 至 3 年，结合资产流动性情况综合来看，公司偿债压力较为集中。

表 3 截至 2017 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	4 年以上	>5 年	合计
金额	65.58	26.38	48.35	26.26	3.76	5.42	175.75
占比	37.31	15.01	27.51	14.94	2.14	3.08	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从杠杆率来看，2017 年末，公司资产负债率分别为 73.44%；流动比率和速动比率分别为 0.57 倍和 0.29 倍，同比分别提升 0.12 和 0.06 个百分点，但流动资产对流动负债的覆盖程度仍较低。

公司存在未决诉讼，有一定的或有风险。

截至 2017 年末，公司无对外担保事项。重大诉讼方面，公司联营公司商业城于 2014 年 6 月将持有的辽宁物流有限公司（以下简称“物流公司”）99.94%的股权向茂业商厦转让，商业城未向原告小股东舒勇提出明确、最终的股权转让价格，且不顾小股东的优先购买权将股权转让给了公司，侵犯了舒勇的优先购买权，公司被起诉，涉案金额为 0.71 亿元；沈阳亚欧工贸集团有限公司（以下简称“亚欧工贸”）持有物流公司子公司沈阳展业置地有限公司（以下简称“展业公司”）45%的股权，茂业商厦违反《股权转让协议》、《关于偿还物流公司 2 亿元借款的承诺函》中的承诺，拒绝履行代偿义务，导致展业公司向公司控制的嘉兴百秀承担年利率为 45%以上的利息、违约金等负担，公司利用控股股东地位，造成展业公司贷款逾期，并推动华融北京分公司对展业公司提起诉讼、设立嘉兴百秀购买生效判决债权并执行，侵害展业公司的利益，因上述事项，亚欧工贸起诉公司，涉案金额为 0.36 亿元。以上涉诉案件均尚未开庭。公司存在未决诉讼，有一定的或有风险。

公司未分配利润和其他综合收益规模仍较大，影响权益结构的稳定性。

2017 年末，公司所有者权益为 120.58 亿元，股本均为 21.66 亿元，资本公积为 0 亿元，同比减少 3.17 亿元，2016 年茂业商业收购



的公司华南区部分门店形成收入为 5.7 亿元，未达到 7.1 亿元的业绩承诺，2017 年公司需要无偿转让 66,591,618 股茂业商业股份予茂业商业的其他股东，扣减资本公积所致；盈余公积为 4.60 亿元，有所增长；未分配利润为 41.76 亿元，同比增加 8.08 亿元，主要是净利润转入所致；其他综合收益为 24.07 亿元，同比增加 2.34 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值大于账面价值的部分。

（二）偿债能力分析

公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障；随着经营规模扩大，以及公司存在一定新增融资空间，清偿性和流动性还本付息预计将改善，但盈利对利息覆盖能力将有所下降。

公司流动性还本付息能力较强。流动性偿债来源以货币资金、债务收入和经营性净现金流为主。截至 2017 年末，公司货币资金为 15.68 亿元，其中受限部分为 1.94 亿元，可用货币资金规模一般；公司流动性偿债来源中，债务收入占比较高，公司拥有股权、债券和银行借款等多种融资方式，融资渠道较为多元；2017 年，公司经营性现金流由净流出转为净流入，对公司利息支出能够形成良好保障。随着公司经营规模的不断拓展，预计公司流动性偿债能力将逐步增强。

公司清偿性还本付息能力一般。清偿性偿债来源为可变现资产，公司存货、长期应收款和可供出售金融资产占比较高，规模较大，但受限资产占比较高，影响了可变现能力。2017 年，公司盈利对利息覆盖能力为 4.27 倍，盈利对利息的覆盖程度较高。整体而言，公司偿债来源较为充足，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

表 4 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.65	0.74
流动性还本付息能力	0.38	0.48
盈利对利息覆盖能力	4.27	3.68

数据来源：公司提供、大公测算

大公测算公司 2018 年清偿性还本付息能力、流动性还本付息能力以及盈利对利息覆盖能力。随着新增门店逐渐成熟，公司经营规模将进一步扩大，公司盈利能力和经营性现金流状况将进一步提升，但



2017 年盈利提升主要依赖于出售股权形成的投资收益，存在较大的不稳定性，因此 2018 年盈利能力对利息的覆盖有所下降；截至 2017 年末，公司资产负债率为 73.44%。公司总有息债务为 175.75 亿元，占总负债比重为 52.70%，公司财务杠杆处于适度水平；同时，公司与境内外多家银行合作关系良好，截至 2017 年末未使用银行授信额度为 6.60 亿元，公司有一定的新增融资空间。

作为投融资平台，公司本部债务压力较大，盈利能力很弱。

公司本部方面，2017 年末，总资产为 226.13 亿元，其中应收利息为 13.28 亿元，同比增长 73.37%；其他应收款为 99.11 亿元，同比下降 15.09%；长期股权投资为 99.45 亿元，同比略有减少；货币资金为 3.09 亿元，同比增加 1.92 亿元。总负债为 122.42 亿元，同比减少 8.22%，其中，短期借款为 26.31 亿元，同比大幅减少 34.22 亿元；其他应付款为 36.72 亿元，同比增长 13.16%；长期借款为 34.04 亿元，同比大幅增加 33.44 亿元。所有者权益为 103.71 亿元，同比略有增长，其中实收资本为 21.66 亿元，未分配利润为 78.42 亿元。截至 2017 年末，公司本部资产负债率为 54.13%，同比下降 1.77 个百分点。整体来看，公司本部债务压力较大。

从盈利方面看，2017 年，公司本部实现营业收入 0.06 亿元，同比大幅减少 0.34 亿元；投资收益为 1.37 亿元，同比大幅减少 82.29 亿元，主要是 2016 年华南区重组形成的收益，2017 年无此事项；净利润为 -0.13 亿元，同比减少 76.99 亿元，盈利能力很弱。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。2017 年以来，实体零售行业呈现回暖态势，“新零售”成为了行业发展的新趋势。公司连锁门店覆盖华南、华东、华北和西南四个区域，大部分门店位于当地核心商圈黄金地段，具备较强的品牌优势和区位优势。通过多年发展，公司已具备丰富的百货连锁经营经验，在各区域树立了较为突出的品牌优势和竞争实力。公司坚持重资产发展模式，自有物业比例较高，长期来看能够规避租金上涨风险并保证公司的可持续发展。2017 年公司营业收入和毛利率有所增长，主营业务盈利能力有所提升，但净利润



大幅提升主要依赖于投资收益，未来存在很大的不稳定性；公司有息债务规模同比变动不大，债务结构有所改善，但存在债务集中偿付的压力。

综合分析，大公对公司“16 茂业 01”、“16 茂业 02”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



附件 1

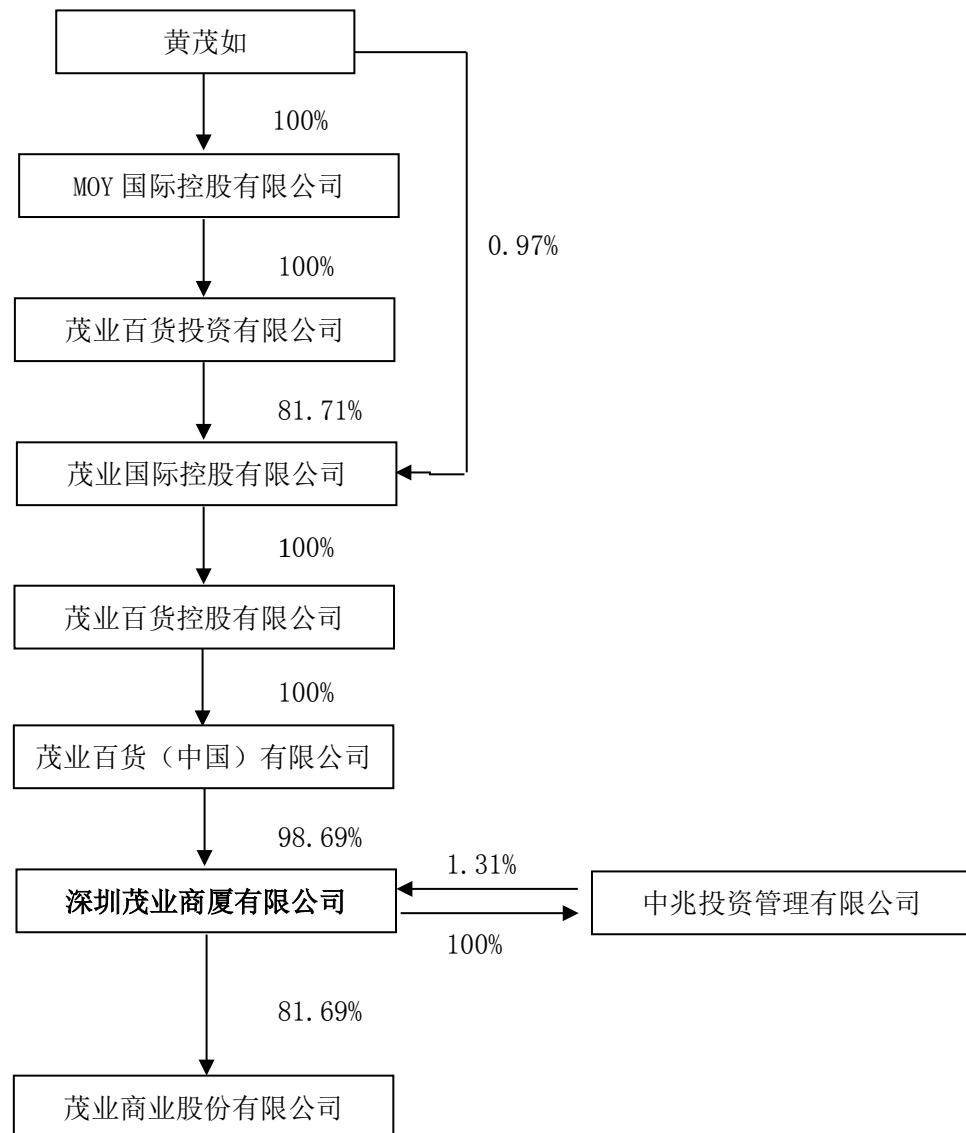
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。其中，风险系数的取值范围为 1~5，风险系数与可用偿债来源的可靠性呈现负向关系，即可用偿债来源的可靠性越强，对应的风险系数越小。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



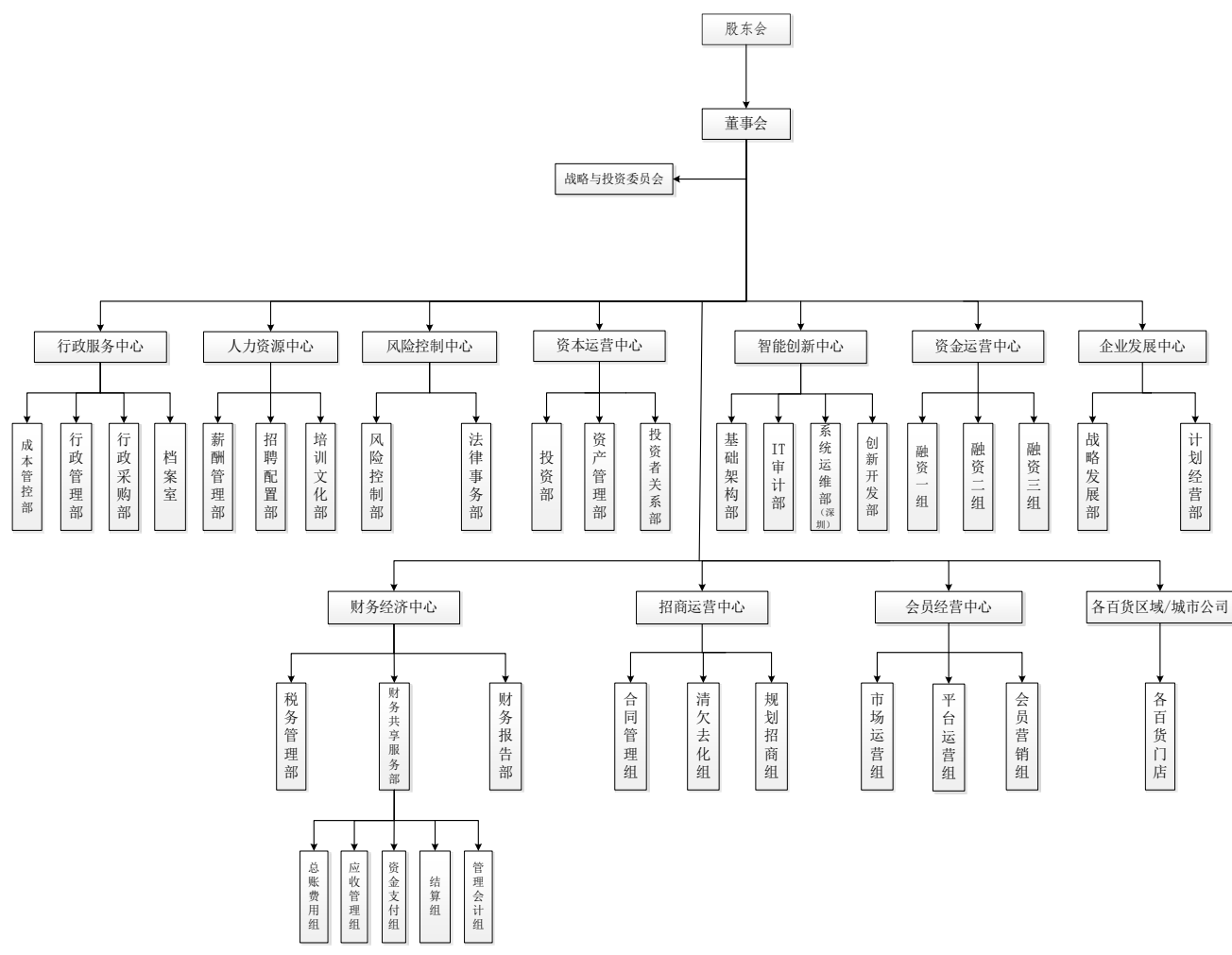
附件 2

截至 2018 年 3 月末深圳茂业商厦有限公司股权结构图



附件 3

截至 2018 年 3 月末深圳茂业商厦有限公司组织结构图



附件 4

茂业商厦运营主体相关数据表格

2015 ~ 2017 年公司销售所得款项（单位：亿元、%）

会计期间	特许专柜销售		直销		合计	
	销售所得款	占比	销售所得款	占比	销售所得款	占比
2017 年	126.49	88.10	17.09	11.90	143.58	100.00
2016 年	110.28	88.70	14.05	11.30	124.33	100.00
2015 年	76.47	89.76	8.73	10.24	85.19	100.00

2016 ~ 2017 年华南地区门店经营情况（单位：元/平方米、亿元）

店名	2017 年				2016 年			
	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)
深圳华强北店	26,929	1,475	7.63	35.77	23,644	680	5.62	-8.10
深圳东门店	20,822	1,065	3.17	12.41	17,412	443	2.82	-7.13
深圳南山店	16,351	1,239	2.58	18.89	15,602	428	2.17	1.82
珠海香洲店	8,670	691	1.05	8.25	12,577	382	0.97	-6.42
深圳奥特莱斯店	15,006	646	1.06	23.26	13,915	528	0.86	4.25
深圳深南店	7,104	734	0.35	-10.26	9,086	350	0.39	13.67
深圳友谊店 ¹					462	-	0.03	79.64
合计	-	-	15.84	-	-	-	12.86	-

¹ 友谊店是托管门店，16 年已闭店。

附件 4-1

茂业商厦相关数据表格

2016 ~ 2017 年华北地区门店经营情况 (单位: 元/平方米、亿元)

店名	2017 年				2016 年			
	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)
太原柳巷店	11,079	843	0.77	1.32	11,052	819	0.76	27.84
太原亲贤街店	1,657	864	1.95	209.52	3,292	1,018	0.63	38.24
保定燕赵店	1,306	489	0.30	20.00	1,366	419	0.25	5.20
沈阳铁西店	1,938	396	0.22	15.79	1,992	353	0.19	15.23
保定国贸店	4,274	296	0.20	5.26	4,236	211	0.19	11.11
维多利连锁超市	8,806	88	5.30	71.52	-	-	3.09	-
维多利商厦	17,004	1,219	2.74	98.55	6,518	474	1.38	-
维多利国际广场店	9,219	2,686	2.16	111.76	4,578	1,147	1.02	-
维多利摩尔城店	117	568	1.91	96.91	34	474	0.97	-
维多利购物中心	9,227	1,008	1.71	96.55	6,072	417	0.87	-
包头市维多利超市	3,676	71	0.64	82.86	-	-	0.35	-
维多利包头商厦店	2,983	919	0.62	82.35	1,797	405	0.34	-
维多利包头广场店	1,231	566	0.68	106.06	634	228	0.33	-
秦皇岛现代购物广场	12,760	935	1.01	-1.94	12,541	741	1.03	-
秦皇岛金都店	9,092	607	0.99	4.21	8,615	545	0.95	-
秦皇岛商城商场	9,930	1,592	0.79	2.60	10,393	1,127	0.77	-
秦皇岛华联商场	18,355	335	0.54	-14.29	18,767	349	0.63	-
秦皇岛金原超市	7,687	324	0.17	-46.88	4,469	-	0.32	-
合计	-	-	24.71	-	-	-	14.07	-

2016 ~ 2017 年西南地区门店经营情况 (单位: 元/平方米、亿元)

店名	2017 年				2016 年			
	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)
光华百货	16,235	2,633	3.88	24.36	22,011	799	3.12	-
人东百货	11,746	3,072	1.74	-3.87	7,088	1,605	1.81	-
成都盐市口	5,749	829	1.26	-27.17	11,098	667	1.73	4.94
南充五星店	11,974	909	0.93	-23.77	13,243	772	1.22	-6.13
成都春熙店	8,573	846	0.65	0.00	7,346	719	0.65	-0.35
成都武侯店	3,374	155	0.27	-54.24	4,209	154	0.59	-14.24
绵阳兴达店	9,308	768	0.54	0.00	8,986	612	0.54	-4.59
成都温江店	3,653	185	0.13	-38.10	5,189	163	0.21	-26.83
成都龙泉驿店	1,514	106	0.03	-75.00	1,763	57	0.12	-53.75
合计	-	-	9.43	-	-	-	10.14	-

附件 4-2

茂业商厦相关数据表格

2016 ~ 2017 年华东地区门店经营情况（单位：元/平方米、亿元）

店名	2017 年				2016 年			
	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)	坪效	客单价 (元)	收入	增长率 (%)
泰州第一百货	17,266	1,333	1.62	-21.36	18,307	941	2.06	-3.98
淄博划时代店	3,200	149	1.51	-7.93	3,021	217	1.64	0.00
淄博泰客荣	6,803	133	0.79	-15.96	7,291	175	0.94	-14.21
菏泽店	5,346	122	0.68	11.48	3,238	136	0.61	-31.01
淄博茂业天地	598	89	0.45	-19.64	1,955	210	0.56	-44.63
淄博茂业商城	5,660	74	0.34	-5.56	6,275	98	0.36	6.26
淄博茂业广场	3,776	486	0.34	3.03	3,856	394	0.33	-19.23
无锡亿佰百货	196	380	0.20	11.11	236	-	0.18	-
南京茂业天地	784	643	0.61	1,120.00	137	-	0.05	-
莱芜茂业天地	-	49	0.03	-	-	-	-	-
合计	-	-	6.57	-	-	-	6.73	-

2017 年末公司其他应收款前五名（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	性质	占比	是否关联
淮安茂业置业有限公司	4.05	1 年以内	关联方借款	13.25	是
淮安茂业置业有限公司	3.74	1 年以内	关联方借款	12.24	是
深圳德茂投资企业（有限合伙）	3.69	1 年以内	关联方借款	12.07	是
锦州茂业置业有限公司	1.83	1 年以内	关联方借款	5.99	是
泰州茂业置业有限公司百货分公司	1.50	1 年以内	关联方借款	4.91	是
合计	13.15	-	-	48.46	-

2017 年末公司其他应付款前五名（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	性质	占比	是否关联
茂业百货（中国）有限公司	16.58	1 年以内	往来款	23.80	是
泰州茂业置业有限公司	8.67	1 年以内	往来款	12.45	是
大华投资（中国）有限公司	4.42	1 年以内	股权收购款	6.35	是
嘉兴百秀投资合伙企业(有限合伙)	3.84	0~2 年	往来款	5.51	是
维多利投资控股有限公司	1.57	0~2 年	股权收购款	2.25	是
合计	35.08	-	-	50.36	-

附件 5

深圳茂业商厦有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表			
年 份	2017 年	2016 年	2015 年
资产类			
货币资金	156,802	104,042	122,456
其他应收款	305,605	284,312	255,314
存货	551,162	470,604	706,238
流动资产合计	1,095,888	955,944	1,161,039
长期股权投资	186,718	255,213	237,223
可供出售金融资产	294,748	177,819	153,618
固定资产	875,822	1,021,447	479,483
在建工程	54,543	64,017	125,640
无形资产	470,468	560,813	389,964
投资性房地产	1,243,811	930,730	258,473
商誉	140,957	159,266	28,393
非流动资产合计	3,444,734	3,354,126	1,830,763
资产总计	4,540,622	4,310,070	2,991,802
占总资产比重（%）			
存货	12.14	10.92	23.61
其他应收款	6.73	6.60	8.53
流动资产合计	24.14	22.18	38.81
长期股权投资	4.11	5.92	7.93
可供出售金融资产	6.49	4.13	5.13
固定资产	19.29	23.70	16.03
在建工程	1.20	1.49	4.20
无形资产	10.36	13.01	13.03
投资性房地产	19.29	21.59	8.64
商誉	3.10	3.70	0.95
非流动资产合计	75.86	77.82	61.19

附件 5-1

深圳茂业商厦有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
	年 份	2017 年	2016 年	2015 年
短期借款		495,512	722,398	146,798
应付账款		275,848	294,792	188,373
预收款项		189,237	162,879	153,781
其他应付款		704,477	638,489	560,291
一年内到期的非流动负债		158,459	216,024	232,873
流动负债合计		1,906,083	2,108,713	1,632,629
长期借款		932,250	566,167	318,291
递延所得税负债		325,598	307,680	149,219
非流动负债合计		1,428,761	1,153,477	468,505
负债合计		3,334,845	3,262,190	2,101,134
占负债总额比（%）				
短期借款		14.86	22.14	6.99
应付账款		8.27	9.04	8.97
预收款项		5.67	4.99	7.32
其他应付款		21.12	19.57	26.67
一年内到期的非流动负债		4.75	6.62	11.08
流动负债合计		57.16	64.64	77.70
长期借款		27.95	17.36	15.15
递延所得税负债		9.76	9.43	7.10
非流动负债合计		42.84	35.36	22.30
权益类				
实收资本		216,646	216,646	216,646
资本公积		0	31,670	70,044
盈余公积		46,027	40,869	37,537
未分配利润		417,639	336,800	379,331
归属于母公司所有者权益合计		921,094	843,330	740,899
少数股东权益		284,683	204,550	149,770
所有者权益合计		1,205,777	1,047,880	890,669

附件 5-2

深圳茂业商厦有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
	年 份	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入		622,503	575,189	339,772
营业成本		166,429	186,170	99,420
销售费用		183,379	167,020	94,615
管理费用		76,636	61,963	43,949
财务费用		93,648	84,089	39,457
投资收益		110,341	7,340	19,568
营业利润		173,996	57,961	70,639
利润总额		172,142	53,725	66,320
净利润		121,616	18,450	42,516
归属于母公司所有者的净利润		99,363	12,185	43,097
少数股东损益		22,253	6,267	-582
占营业总收入比（%）				
营业成本		26.74	32.37	29.26
销售费用		29.46	29.04	27.85
管理费用		12.31	10.77	12.93
财务费用		15.04	14.62	11.61
投资收益		17.73	1.28	5.76
营业利润		27.95	10.08	20.79
利润总额		27.65	9.34	19.52
净利润		19.54	3.21	12.51
归属于母公司所有者的净利润		15.96	2.12	12.68
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额		165,271	16,409	25,329
投资活动产生的现金流量净额		-17,624	-510,304	-199,761
筹资活动产生的现金流量净额		-104,129	475,480	235,322

附件 5-3

深圳茂业商厦有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

财务指标	年 份	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT		265,790	137,815	116,120
EBITDA		350,975	207,798	154,557
总有息债务		1,757,510	1,782,981	697,963
毛利率（%）		73.26	67.63	70.74
营业利润率（%）		27.95	10.04	20.79
总资产报酬率（%）		5.85	3.20	3.88
净资产收益率（%）		10.09	1.76	4.77
资产负债率（%）		73.44	75.69	70.23
债务资本比率（%）		59.31	62.98	43.93
长期资产适合率（%）		76.48	65.63	74.24
流动比率（倍）		0.57	0.45	0.71
速动比率（倍）		0.29	0.23	0.28
保守速动比率（倍）		0.08	0.06	0.09
存货周转天数（天）		276.27	284.46	603.32
应收账款周转天数（天）		0.20	0.31	0.45
经营性现金净流/流动负债（%）		8.23	0.88	1.98
经营性现金净流/总负债（%）		5.01	0.61	1.41
经营现金流利息保障倍数（倍）		1.42	0.15	0.31
EBIT 利息保障倍数（倍）		2.28	1.22	1.40
EBITDA 利息保障倍数（倍）		3.01	1.85	1.87
现金比率（%）		8.23	6.10	9.03
现金回笼率（%）		274.88	261.68	287.58
担保比率（%）		0.00	0.00	0.00

附件 6

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额
23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和利息 + 股利 + 或有负债 (确定的支出项) + 其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）

附件 7

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		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		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		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		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		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		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。

