



深圳茂业商厦有限公司2020年面向合格 投资者公开发行公司债券(第一期)品种一、 品种二2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



深圳茂业商厦有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)品种一、品种二2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级		
品种一	AAA	AAA
品种二	AAA	AAA
评级日期	2021-6-25	2020-5-25

评级观点

- 中证鹏元对深圳茂业商厦有限公司（以下简称“茂业商厦”或“公司”）及其2020年8月发行的2020年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)品种一、品种二（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司百货业务覆盖区域广泛，较高的自有物业占比有助于缓解租金上浮及租约到期续约带来的风险，且深圳市深担增信融资担保有限公司（以下简称“深担增信”）为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，2020年公司净利润转为亏损，资产流动性较弱、短期偿债压力较大、股权投资波动性较大且部分标的经营表现不及预期等风险因素。

债券概况

债券简称：

品种一：20茂业01

品种二：20茂业02

债券剩余规模：两期均为3亿元

债券到期日期：

20茂业01：2022-8-4

20茂业02：2023-8-4

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市深担增信融资担保有限公司

未来展望

- 公司百货业务覆盖区域广泛，预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	462.31	473.75	480.34
归母所有者权益	111.71	113.65	104.13
总债务	188.98	174.96	166.27
营业收入	67.77	68.12	74.21
净利润	-0.98	6.43	11.49
经营活动现金流净额	3.55	16.63	29.53
销售毛利率	61.00%	74.57%	73.86%
EBITDA 利润率	33.41%	39.19%	44.83%
总资产回报率	2.11%	4.42%	6.21%
资产负债率	70.09%	69.11%	71.86%
净债务/EBITDA	7.92	6.14	4.08
EBITDA 利息保障倍数	2.15	2.34	2.73
总债务/总资本	57.75%	54.45%	55.16%
FFO/净债务	2.29%	3.67%	9.13%
速动比率	0.25	0.23	0.34
现金短期债务比	0.11	0.12	0.46

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何佳欢

hejh@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳

xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司百货业务覆盖区域广泛。**截至 2020 年末，公司百货业务全国范围内运营门店仍为 43 家，覆盖广东、四川、江苏、河北、内蒙古等 9 个省份 18 个城市，具有较高的知名度。
- **自有物业占比较高，有效缓解租金上浮及租约到期续约带来的风险。**截至 2020 年末，公司门店总面积 254.18 万平方米，其中自有物业 210.41 万平方米，占门店面积的 82.78%，能有效缓解物业租金上浮及租约到期带来的经营压力，此外部分自有门店位于深圳等城市的成熟商圈及新城商业中心，具有一定增值潜力。
- **第三方保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，深担增信主体长期信用等级为 AAA，由其为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **门店收入下滑叠加投资损失，公司净利润由盈转亏。**消费增长乏力、疫情冲击及线上分流加剧等因素加大公司经营压力，门店收入整体下滑；叠加投资损失和自有物业公允价值变动损失，2020 年度公司净利润转为亏损。
- **资产流动性较弱。**公司其他应收款规模较大，其中部分为应收关联方款项，账龄较长；受限资产规模已超同期净资产，融资弹性受限。
- **短期债务压力较大。**截至 2020 年末，公司有息债务小幅增长，资产负债率高企，且 2021 年要偿还的有息债务规模较大，而现金短期债务比很低，面临较大短期偿债压力。
- **股权投资收益波动性较大，部分投资对象经营不佳。**受益于出售持有的成都银行全部股权，2020 年投资收益由连续两年的投资亏损转为投资盈利，但投资收益的改善不具有持续性，且部分投资标的已被 ST。

同业比较（单位：亿元）

指标	茂业商厦	合肥百货	中兴商业	广百股份	友阿股份	天虹股份
总资产	462.31	111.26	23.21	42.33	163.64	178.06
营业收入	67.77	63.30	8.58	23.56	23.13	118.00
净利润	-0.98	1.89	0.97	0.68	0.02	2.57
销售毛利率	61.00%	28.92%	52.20%	39.57%	45.24%	42.88%
资产负债率	70.09%	56.46%	33.49%	33.66%	54.22%	62.36%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月4日分别发行2年期3亿元深圳茂业商厦有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)品种一和3年期3亿元深圳茂业商厦有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)品种二，募集资金计划用于偿还金融机构借款。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为4.33万元。

三、发行主体概况

2020年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2020年末，公司注册资本仍为4.45亿美元，实收资本3.20亿美元，控股股东仍为茂业百货（中国）有限公司，实际控制人仍为黄茂如。

截至2020年末，公司合并范围内子公司合计72家，其中新增1家子公司，减少6家子公司，具体如下表所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
成都仁和投资有限公司	100.00	10,000.00	房地产开发	收购

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
天津德泰正达投资有限公司	100.00	10,000.00	投资控股	注销
成都成商实业（控股）有限公司	82.80	500.00	投资控股	注销
内蒙古维多利超市连锁有限公司	57.96	2,000.00	综超	注销
包头市维多利超市有限公司	57.96	50.00	综超	注销
包头市维多利物业管理有限公司	57.96	100.00	物业管理	注销
深圳茂业商业保理有限公司	82.80	500.00	投资控股	注销

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

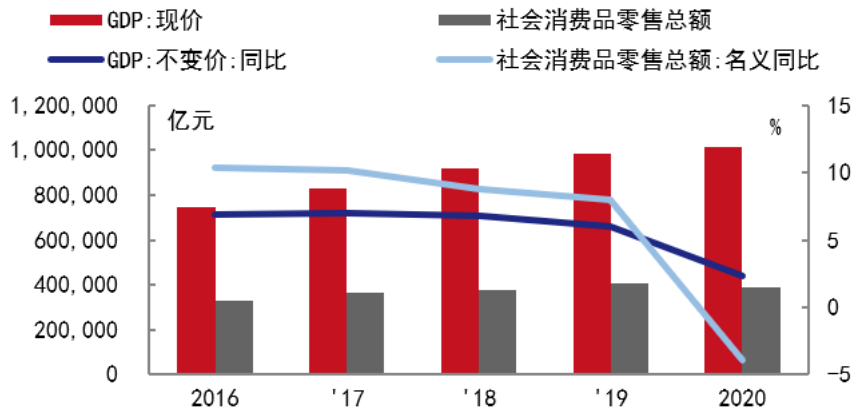
2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

疫情给零售行业带来巨大冲击，而疫后消费将呈复苏态势

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。2020年初，新型疫情迅速发展，给国内消费行业和零售市场带来了巨大冲击，客流断崖式下降，部分门店和商户被迫停业，下半年疫情缓和后逐步恢复，全年呈现“前低后高”特征，最终导致2020年GDP增速大幅回落，而社会消费品零售总额呈负增长。进入2021年，消费复苏态势延续，一季度社零同比增长33.9%（较2019年同期+8.5%）。预计消费复苏态势延续。

图1 疫情影响下，GDP增速明显回落，消费负增长

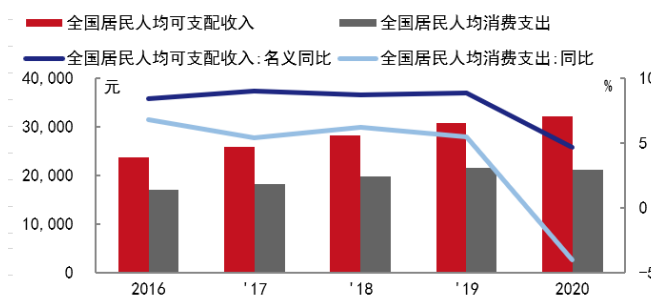


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

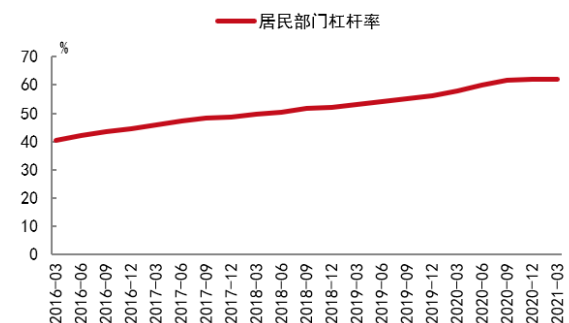
居民可支配收入增速增长乏力。疫情爆发对国内经济及企业经营效益产生较大负面影响，国内经济活跃度降低，2020年居民人均可支配收入增速大幅下降，支出端冲击更大，近年来首次呈负增长。而另一方面，居民杠杆率仍居高位挤压消费空间。2020年末我国居民部门杠杆率为62.20%，较2019年末上升6.1个百分点，虽2021年一季度居民杠杆率轻微回落，为2012年以来首次季度性下降，但个人经营性贷款增长较快，房地产市场交易活跃，全年看居民杠杆率较难下降，对全年消费增长仍将产生一定不利影响，但在去年低基数的基础上，预计全年社零增速将回升。

图2 居民收入实际增速表现不佳，近年来人均消费支出首次转为负增长

图3 居民杠杆率持续攀升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理



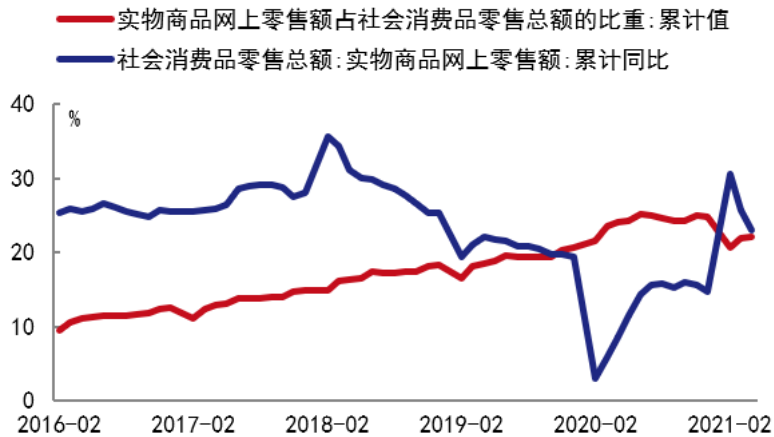
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

网络零售增速仍居高位，挤压实体零售市场份额，与电商市场重叠度较高的百货行业消费增速承压

线上分流加剧，挤压实体零售市场份额。据中国互联网络信息中心的报告显示，我国网络零售市场自2013年起，已连续八年为全球最大市场。而2020年的疫情加速零售行业的整合与变革，线上零售、新零售凭借供应链的集成化、数字化和现代化获得迅速发展，网络购物、直播带货等新模式快速发展，在2020年社会消费品零售总额负增长的情况下，实物商品网上零售额同比大幅增长14.80%，在社会消费品零售总额的占比由2019年的20.70%上升至2020年的24.9%，线上分流加剧，对实体零售市场造成进一步挤压。考虑到服装、化妆品等商品线上渗透率较高，以上述商品销售为主的实体百货企业受线上

渠道分流作用明显，下行压力加大。

图4 网络零售增速持续高位，渗透率持续提升



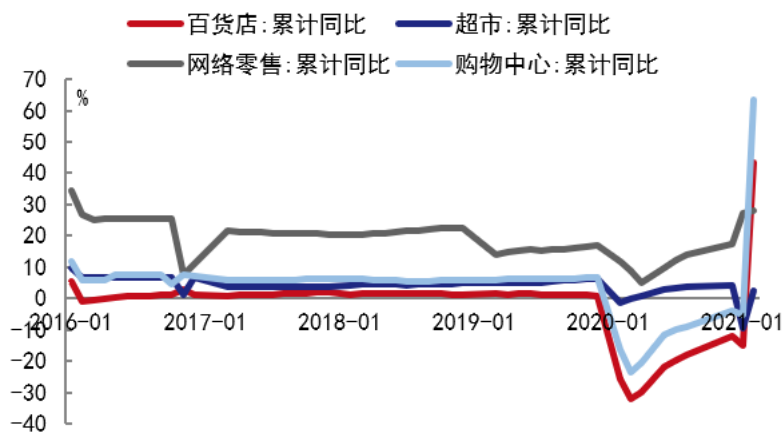
资料来源：Wind，中证鹏元整理

零售行业市场充分竞争且同质化，疫情对各业态的零售冲击有所分化

零售行业由于进入门槛低、疆域广阔、供应链体系复杂等，导致国内零售企业数量多，市场竞争程度高，“千店一面”的同质化竞争明显。另一方面，零售行业规模化发展，已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。

2020年，疫情对各业态的零售行业冲击有所分化。在疫情下，居民日常生活物资保障的刚性需求并未受影响，此时大型连锁超市企业凭借强大的供应链、控费及议价能力，承担居民的基础物资供应职能，疫情对其冲击相对较小，2020年重点流通的超市销售额累计同比增长4.3%，较2019年的6.3%小幅回落。受居家隔离和餐饮停业等因素影响，大量线下消费转为线上，百货店零售额大幅下降12.10%，购物中心零售额下降4.0%，而网络零售额同比增长17.30%。

图5 疫情对百货店冲击最大，超市相对较小



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事百货零售业务，并辅以配套商业地产业务，百货板块以“茂业天地”、“茂业百货”、“仁和春天”和“人民商场”等多品牌模式运营，业态包括百货商场、购物中心和奥特莱斯；地产项目为城市综合体中的配套商业地产（含住宅和商铺），主要分布在安徽、河北和山西等省份。2020年，受地产板块结转规模大幅增加及疫情对零售行业冲击较大等因素影响，公司收入结构变化较大，地产和百货业务收入占比一升一降，且地产收入较大程度上抵消了百货业务收入下滑，2020年营业收入小幅下滑。

2020年公司综合毛利率大幅下降，主要原因是：一是疫情冲击下百货业务收入结构调整，即高毛利率的联营减收明显导致百货毛利率下降；二是地产业务毛利率大幅下降且收入占比明显提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

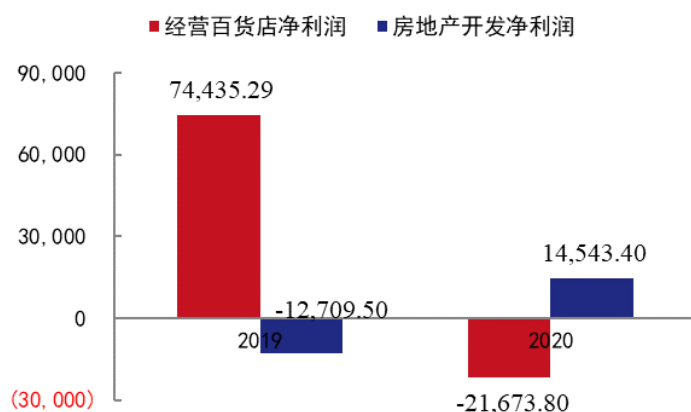
项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
百货业务	36.90	60.78%	46.83	66.15%
地产业务	18.99	37.86%	3.64	65.27%
其他	11.88	98.69%	17.64	98.86%
合计	67.77	61.00%	68.12	74.57%

注：其他收入为公司的行政与管理费收入、促销费收入、信用卡手续费收入及其他。

资料来源：公司提供

从分部信息来看，2020年受益于地产项目进入结算周期，公司地产分部转为盈利，但疫情对百货冲击较大，导致百货分部亏损，地产分部盈利无法完全覆盖百货的亏损。

图6 公司百货和地产分部利润情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

百货业务覆盖区域较广，主要门店业绩贡献大，自有物业占比较高，有助于缓解租金上浮、门店续签带来的经营压力；但疫情加大企业经营压力，导致2020年百货业务收入大幅下降，部分在建项目建设周期偏长，且面临项目建设进度及经营不及预期风险

公司百货业务覆盖区域较广，主要定位于中高档百货及购物中心，同时采用重资产模式发展。截至

2020年末，公司百货业务在全国范围运营门店仍为43家，日常经营管理均由下属上市子公司茂业商业（股票代码：600828.SH）负责，其中子公司茂业商业拥有的门店数量22家，覆盖广东、四川、山东、江苏、河北、内蒙古等9个省份的18个城市；自有物业门店面积占比达82.78%，较上年相比基本保持稳定。公司自持物业占比在同行中处于较高水平，有助于缓解租约到期及物业租金上浮带来的经营压力，同时部分自持物业位于城市成熟商圈及新城商业中心，具有一定增值潜力。

表3 截至2020年末公司门店数量及建筑面积情况（单位：家、万平方米）

省份	自有物业		租赁物业		小计	
	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积
内蒙古	7	53.93	1	19.09	8	73.02
河北	8	39.89	1	3.69	9	43.58
山东	6	34.08	1	0.98	7	35.06
山西	2	28.35	0	0	2	28.35
四川	6	22.53	0	0	6	22.53
江苏	3	18.22	0	0	3	18.22
广东	2	8.56	4	13.26	6	21.82
辽宁	1	4.85	0	0	1	4.85
重庆	0	0	1	6.75	1	6.75
总计	35	210.41	8	43.77	43	254.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司门店收入由百货业务收入及围绕百货业务形成管理费及信用卡手续费等其他收入构成，2020年门店收入及单位面积门店收入均大幅下降，主要是疫情拖累下，公司联营收入大幅下降。

表4 公司门店收入及单位面积收入情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

指标名称	2020年	2019年
门店收入：	48.78	64.47
其中：百货收入	36.90	46.83
其他收入	11.88	17.64
门店经营面积	254.18	259.90
单位面积门店收入	1,919.02	2,480.57
其中：单位面积百货收入	1,451.78	1,801.85

注：单位面积门店收入=门店收入/门店经营面积；单位面积百货收入=百货收入/门店经营面积。

资料来源：公司提供

公司百货业务包含联营、自营及租赁三种模式，其中联营模式也称特许专柜模式，受疫情影响，联营收入大幅下降，在百货业务中的收入占比由2019年的37.58%下降至2020年的29.24%。自营收入占比仍在35%以上，高于行业平均值。

表5 百货收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	模式	2020年		2019年	
		金额	毛利率	金额	毛利率

联营销售	公司自零售顾客处取得销售收入，并按月从中扣除佣金、手续费及管理费用等后支付给品牌商，佣金比例通常为店铺营业额的 10-30%，比例差异主要取决于区域、品类和品牌等影响因素	10.79	100.00%	17.60	100.00%
自营销售	公司自行采购自行销售，品类主要为中高端化妆品和家用电器，采购结算账期通常在 30-90 天，以现金结算	15.75	8.11%	17.49	9.36%
商业租赁	将门店特定位置租予商户，不参与其经营活动，向商户收取租金并负责一般的物业管理和设施维护，一般以餐饮、娱乐及酒店、办公等服务为主	10.36	100.00%	11.74	100.00%
合计		36.90	60.78%	46.83	66.15%

注：公司商业租赁收入为营业收入中的投资性房地产租金收入和租赁商铺租金收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司主要门店包括华南地区深圳华强北店、成都光华店、深圳东门店、深圳南山店等，均为店龄较长的成熟门店，经营相对稳定，2019-2020年主要十大门店收入在当期门店收入中的占比分别为53.06%和58.20%，对公司收入贡献度较高，2020年收入占比有所提升，主要原因是成熟门店受到疫情冲击的不利影响相对更小。

表6 2019-2020年公司主要十大门店收入情况（单位：亿元）

类型	门店	开业时间	2020年	2019年
百货	深圳华强北店	2003年10月	9.20	9.36
百货	成都光华店	2009年12月	3.36	3.96
购物中心	太原茂业天地	2014年11月	3.21	3.23
百货	深圳东门店	1997年3月	2.06	3.08
百货	呼和浩特维多利亚商厦	2003年5月	1.99	3.14
购物中心	呼和浩特维多利亚摩尔城店	2013年12月	1.98	2.49
购物中心	呼和浩特维多利亚时代城店	2010年11月	1.91	2.43
百货	深圳南山店	2009年9月	1.89	2.78
购物中心	淄博茂业时代广场	2015年2月	1.46	1.46
百货	呼和浩特维多利亚国际广场店	2008年1月	1.32	2.28
合计		-	28.39	34.21

注：呼和浩特维多利亚商厦在疫情期间停业装修改造，导致2020年营业收入大幅下降36.54%。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建项目（包括在建楼盘）包括淄博茂业中心、包头茂业天地和太原茂业天地等，涉及城市综合体、酒店、写字楼等多种业态，预计总投资27.75亿元，已投资22.20亿元，随着该部分项目逐步完工并开业/出售，公司收入规模或将提升。但我们也关注到，主要在建项目规模较大且部分项目建设周期偏长，对资金形成占用；同时受市场竞争及疫情影响，公司将部分项目开业时间推后，面临项目建设进度不及预期、拟投入运营项目经营不及预期风险。

表7 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	已投资	尚需投资
淄博茂业中心	2014年4月	2021年12月	80,000.00	66,883.66	13,116.34

包头茂业天地	2013年7月	2021年5月	65,256.29	61,034.64	4,221.64
太原茂业天地	2010年12月	2021年6月	55,684.58	45,766.68	9,917.90
滁州商贸城二期	2018年5月	2021年5月	34,145.60	13,531.78	20,613.82
秦皇岛茂业中心	2016年3月	2021年6月	30,121.88	23,221.05	6,900.83
呼和浩特维多利君豪国际	2016年6月	2019年8月	12,284.13	11,536.69	747.44
小计	-	-	277,492.48	221,974.51	55,517.97
潍坊茂业中心	-	-	-	39,454.09	
沈阳中街公合巷	2004年7月	-	-	107,104.79	
锦城艺术宫	-	-	-	138,503.71	-
合计	-	-	-	507,037.09	

注：（1）呼和浩特维多利君豪国际项目已完工，尚未竣工结算；（2）政府拟对潍坊茂业中心区域多块土地进行整体开发，目前公司无法对该项目进行正式开发，无法确定其预计总投资额。（3）沈阳中街公合巷因开发主体沈阳展业置地有限公司涉及未决诉讼，业务处于停滞状态，该项目亦处于停工状态，无法预估其预计总投资额，2020年计提减值准备6,432.27万元；（4）锦城艺术宫为2020年收购子公司的项目，目前正处于规划设计阶段，总投资暂未确认。

资料来源：公司提供

公司2020年房地产收入大幅增长，在售楼盘较多，业务波动性较大

公司在由传统百货向新型百货转型过程中，在城市中心区新建百货门店时，部分门店会根据城市规划需要，以城市综合体的形式进行开发，即地产项目是公司百货业务的配套设施。公司地产板块的物业类型包括住宅、公寓等。

2020年公司结转收入的项目主要为秦皇岛茂业中心、包头茂业天地、成都茂业豪园、太原茂业天地等，受包头茂业天地项目低毛利率拖累，当年房地产业务毛利率大幅下降。

截至2020年末，公司主要在售房地产包括秦皇岛茂业中心、太原茂业天地、茂业豪园、茂业时代广场和君豪国际等项目，分布在河北、山西、内蒙古、四川、江苏、安徽等省份，在售楼盘较多，有一定的业务可持续性，但收入结转跟随各项目进度，不具有时间上的连续性。

截至2020年末，公司储备土地资产账面价值合计2.19亿元，占地面积6.23万平方米，暂无具体开发计划。

表8 截至2020年末公司主要储备项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	位置	土地性质	占地面积	账面价值
潍坊茂业中心	山东淄博	商务金融城镇住宅	51,913	1.53
秦皇岛金梦海湾	河北秦皇岛	商服	10,420	0.66
合计	-	-	62,333	2.19

资料来源：公司提供

公司资本市场运作频繁，通过并购扩大业务规模，但加大管理难度，且部分并购企业经营不及预期，存在商誉减值风险，股权投资标的收益波动性较大，且部分被投资对象经营情况较差，对公司业绩产生一定不利影响

近年来公司资本运作较为频繁，主要分为内部资源整合、外部并购和对外投资三方面。在内部资源整合方面，为发挥百货业务规模效应，公司控股股东茂业国际及公司将旗下零售业务注入公司上市子公

司茂业商业，2016年2月茂业商业通过定向增发收购茂业国际华南地区零售业务。

外部收购方面，茂业商业近年来并购了成都市茂业仁和春天百货有限公司（以下简称“人东百货”）、成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司（以下简称“光华百货”）等标的。2020年，茂业商业以2.41亿元的现金收购成都仁和投资有限公司（以下简称“仁和投资”）100%股权，并同时代为支付了8.70亿元的债务，确认商誉0.84亿元。值得注意的是，仁和投资目前处于房地产项目开发前期，资不抵债。截至2020年末，公司商誉成本为17.46亿元，较上年末增长5.05%，主要系收购仁和投资所致；人东百货和光华百货等标的计提的商誉减值准备合计3.85亿元，计提比例为22.03%，其中人东百货已连续两年计提商誉减值准备。公司计划将收购的仁和投资与人东百货、光华百货打造为规模超20万平方米的门店群，但考虑到目前人东百货、光华百货业绩持续不佳，需关注其整合情况、经营情况及相应商誉的减值风险。

整体而言，公司通过多次收购重组，将控股股东茂业国际旗下零售业务注入上市子公司茂业商业，有助于发挥百货业务规模效应，但加大管理难度，且大部分历史并购事项未取得良好成效，存在较大的商誉减值风险。

表9 公司涉及主要并购、重组事项（单位：亿元）

购买方	并购资产	交易对手	时间	资金	是否关联交易
	成都仁和投资有限公司	成都仁和实业(集团)有限公司	2020.11	11.11	否
	泰州第一百货商店股份有限公司 97.31%股权	公司本部	2018.11	5.66	是
	重庆茂业百货有限公司 100%股权	茂业百货、中兆投资	2018.03	4.03	是
茂业商业	维多利亚集团 70%股权（旗下 6 家百货及购物中心和 15 家超市）	邹招斌等 20 名交易对手	2016.05	15.65	否
	和平茂业、华强北茂业、深南茂业、东方时代茂业、珠海茂业	公司、深圳德茂投资企业、深圳合正茂投资	2016.02	85.61	是
	人东百货 100%股权	成都仁和实业（集团）有限公司	2016.02	7.42	否
	光华百货 100%股权	纪高有限公司	2016.02	17.32	否
	合计			146.80	

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

在对外股权投资方面，投资规模较大，下属子公司中兆投资管理有限公司和茂业商业作为主要的对外投资主体，投资标的处于信息技术、百货零售业、银行和医药等行业，无明显行业分布特点。截至2020年末，公司持有的中嘉博创、盛京银行和银座股份等标的股权均未被质押，账面价值合计25.69亿元，较2019年末下降29.18%，主要系公司处置中嘉博创9.99%股份所致。就具体投资标的来看，联营公司中嘉博创股价大幅低于其账面价值，公司已对其计提1.68亿元的长期股权投资减值损失；沈阳商业城股份有限公司2018-2020年连续亏损，已资不抵债，且被“*ST”，存在发生投资损失的风险。

表10 截至 2020 年末公司主要对外投资情况（单位：亿元、万股）

标的公司	股票代码	股票简称	核算方式	持股数量	持股比例	账面价值	备注
中嘉博创信息技术股份有限公司	000889.SZ	中嘉博创	长期股权投资	11,706.44	12.50%	6.10	第二大股东
沈阳商业城股份有限公司	600306.SH	*st 商城		4,314.16	24.22%	0.96	第一大股东
深圳优依购电子商务股份有限公司	-	-		-	58.83%	3.64	-
盛京银行股份有限公司	2066.HK	盛京银行	可供出售金融资产	8,550.00	0.97%	5.22	-
银座集团股份有限公司	600858.SH	银座股份		7,442.69	14.31%	4.87	-
重药控股股份有限公司	000950.SZ	重药控股		7,332.75	4.24%	3.81	-
其他公司	-	-		-	-	1.10	-
合计	-	-	-	-	-	25.69	-

注：公司在深圳优依购电子商务股份有限公司（以下简称“优依购”）董事会的五个席位中仅占一席，且根据公司章程，优依购的利润分配方案需经过2/3以上股东表决权通过，故公司无法运用其权利影响其回报金额，无法达成控制，因此公司将其核算为联营企业。

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

近年来公司投资收益波动性很大，2020年实现投资收益1.45亿元，主要系出售成都银行股权所致。考虑到部分投资标的的经营不佳，需关注被投资对象业绩波动及股权转让对公司盈利的不利影响。

表11 2019-2020 年公司投资收益构成（单位：万元）

类别	标的	2020 年	2019 年
长期股权投资	出售中嘉博创 9.99% 股权收益	366.39	0.00
	持有长期股权投资获得收益	-825.28	-26,664.75
处置可供出售金融资产	出售成都银行/重药控股股票收益	12,419.82	261.88
	持有可供出售金融资产的股权收益、红利/股利	1,500.81	2,255.89
其他	处置交易性金融资产及理财收益	988.88	275.10
合计	-	14,450.62	-23,871.87

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2020年末公司资产小幅下降，仍主要为自持物业和房地产项目，且受限资产占比高，资产流动性受限

受收购子公司少数股东权益及2020年度业绩亏损影响，2020年末公司总资产小幅下降，资产仍主要为自持物业和房地产项目等。

截至2020年末，公司货币资金主要为银行存款，其中2.41亿元货币资金因用于质押存款、工程和按揭保证金等原因受限。公司其他应收款主要由与关联方的往来款、股权转让款和房地产开发款等组成，截至2020年末，其他应收款账面价值较上年末小幅下降，坏账计提比例为3.60%，较为稳定。

存货主要为拟用于百货及地产销售业务的房产项目，其中在建开发产品和已完工开发产品分别为在建和已完工的地产项目，2020年末账面价值同比增长20.81%，主要系在建地产项目持续投入所致，其中账面价值17.93亿元的存货已用于抵押，占存货的23.42%。值得注意的是，沈阳中街公合巷因涉及未决诉讼，处于停滞状况，目前正在进行清算。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.18	2.63%	13.95	2.94%
其他应收款	27.09	5.86%	29.30	6.19%
存货	76.55	16.56%	63.37	13.38%
流动资产合计	124.42	26.91%	114.82	24.24%
可供出售金融资产	15.00	3.24%	17.60	3.71%
长期股权投资	10.69	2.31%	18.68	3.94%
投资性房地产	180.55	39.05%	181.24	38.26%
固定资产	63.13	13.66%	68.77	14.52%
无形资产	36.16	7.82%	37.79	7.98%
商誉	13.61	2.94%	13.40	2.83%
非流动资产合计	337.89	73.09%	358.93	75.76%
资产总计	462.31	100.00%	473.75	100.00%

资料来源：公司2019-2020年度审计报告，中证鹏元整理

可供出售金融资产及长期股权投资均为公司股权投资，2020年末账面价值均有所下降，主要原因是出售中嘉博创股权所致。投资性房地产为公司自持物业，2020年末账面价值略有下降，主要原因是商业物业租金受影响下降，导致商铺等百货大楼公允价值下降，其中账面价值91.78亿元的投资性房地产已用于抵押，占当期末投资性房地产的50.84%。由于投资性房地产采用公允价值模式计量，未来存在价值波动风险。固定资产主要是房屋建筑物、机器设备等资产，2020年末账面价值同比下降8.20%，主要原因是将春熙茂业百货等资产自固定资产转入投资性房地产、处置部分固定资产及正常的折旧等，其中账面价值36.29亿元的固定资产已用于抵押、账面价值1.74亿元的固定资产产权手续正在办理中。无形资产主要是土地使用权及计算机软件，2020年账面价值略有下降主要系正常的摊销所致，其中账面价值3.89亿元的无形资产已用于抵押、账面价值0.93亿元的无形资产产权手续正在办理中。商誉由并购维多利亚集团、人东百货和光华百货等百货业务板块产生，2020年账面成本略有上升，主要系公司子公司以现金2.41亿元收购仁和投资100%股权产生商誉0.84亿元所致。截至2020年末，公司商誉成本为17.46亿元，商誉累计减值3.85亿元，考虑到百货行业外部消费增长乏力及线上分流加大公司经营压力，未来仍将继续面临商誉减值风险。

总的来看，公司资产仍主要为自持物业和房地产项目，截至2020年末使用权受限资产合计152.31亿

元，占同期末净资产的110.16%，资产流动性受限。

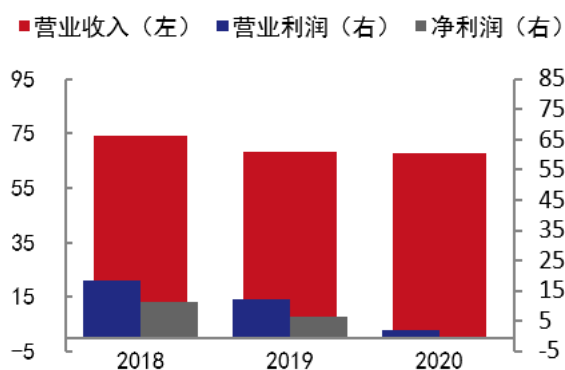
盈利能力

公司2020年营业收入小幅下降，期间费用和非经常性损失对利润形成一定侵蚀，净利润转为亏损

2020年公司营业收入小幅下降，主要系疫情导致公司百货业务收入大幅下降所致。随着在建地产项目竣工并投入运营，公司收入规模或将增加，但考虑到外部环境不佳，公司经营压力有所加大，主要在建项目面临建设进度及经营不及预期风险。

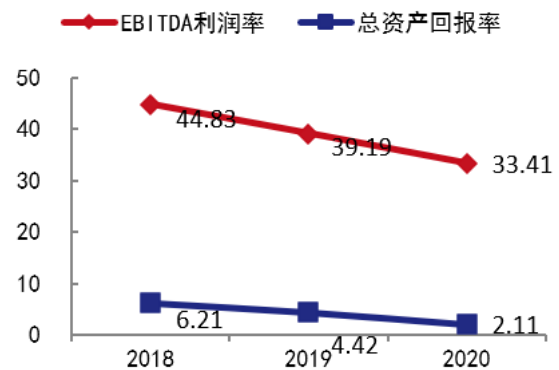
2020年综合毛利率亦大幅下降，主要原因是高毛利率的联营和商业租赁业务收入大幅下降及地产业务毛利率下降。此外，公司百货业务部分中人工成本及相关水电费作为费用核算，叠加多项对外并购带来销售和管理费用增长及较大规模有息债务带来大额利息支出，期间费用率高于行业平均水平，侵蚀公司利润。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年，受益于出售成都银行股权，股权投资损益由2019年的投资亏损转为2020年的净收益。受房地产市场行情影响，公司投资性房地产确认大额公允价值变动损失。2020年公司资产减值损失大幅增加，主要包括了股权投资标的中嘉博创计提了1.68亿元长期股权投资减值损失、沈阳中街公合巷停工确认的0.64亿元存货跌价损失和并购的光华百货等确认的0.63亿元商誉减值损失。此外，公司2020年营业外支出亦大幅增加，主要原因是确认了1.00亿元的固定资产报废损失。考虑到部分被收购企业业绩表现不佳，需关注被并购企业商誉减值风险。

在营业收入下降、期间费用率高企和非经常性损失等因素综合影响下，公司净利润转为亏损。

表13 公司部分非经营性损益情况（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
投资净收益	1.45	-2.39
公允价值变动净收益	-2.22	4.01
资产减值损失	-2.94	-1.59
营业外支出	2.06	1.11

资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司获现能力较强，经营活动现金流表现较好，但后续仍面临较大的资金压力

公司主营业务为百货业务，下游为终端消费者，较多采用现金支付结算，回款较为及时，同时公司收入采用净额法，回款采用全额法，加之联营模式收入确认方式影响，收现比指标表现较好，2020年收现比虽有所下降，但仍为1.85，FFO仍为净流入，经营活动现金生成能力强，而地产项目规模较大，存货占用资金明显，而2020年地产预售回款规模有限，导致虽2020年经营活动现金流净额大幅下降，但仍为净流入。

投资活动现金流流出主要是对外投资支出及项目建设投入，投资活动现金流流入主要是持有及处置股权获得收益，2020年投资活动现金净流出规模大幅增加，主要原因是代仁和投资清偿购买前原股东成都仁和实业（集团）有限公司8.70亿元债务。

2020年筹资活动现金流转为净流入，主要原因是公司加大债务融资力度。截至2020年末，公司主要在建项目尚需投资5.55亿元，且需偿还的有息债务规模较大，面临较大的资金压力。

图9 公司现金流结构

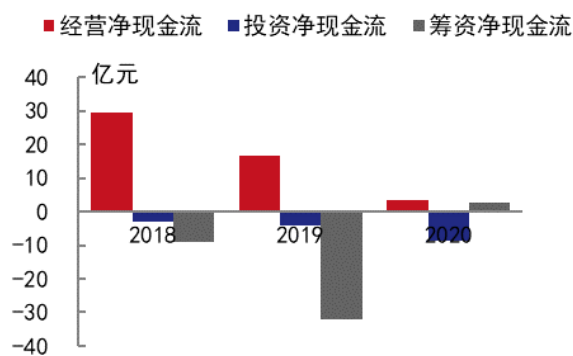
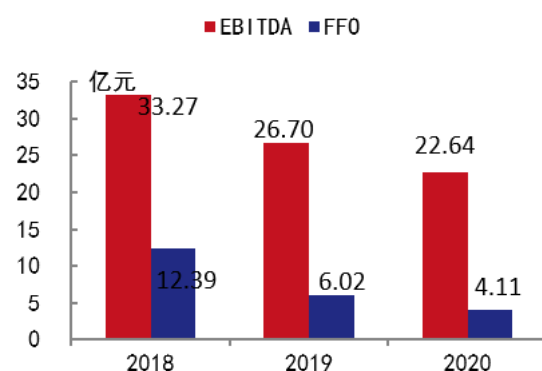


图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

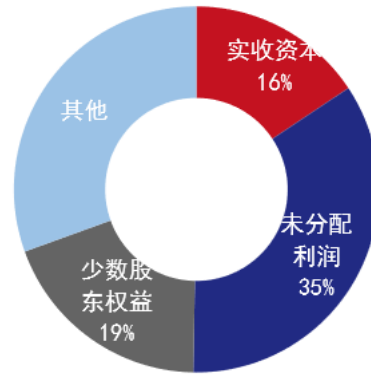
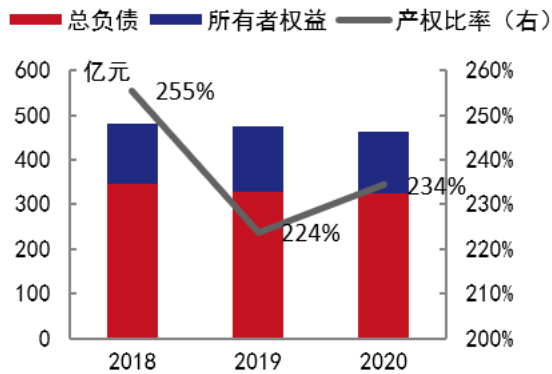
资本结构与偿债能力

公司有息债务规模小幅增长，债务偿债压力较大

公司净资产仍主要由自身经营积累、自有物业转换日公允价值大于账面价值部分的其他综合收益等组成。受益于2020年大规模的预收账款结转收入，年末总负债小幅下降。受2020年末业绩亏损影响，年末净资产亦同步下降，综合影响下，公司产权比率小幅回升，净资产对负债的保障程度有所回升。

图11 公司资本结构

图12 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年度审计报告，中证鹏元整理 资料来源：公司 2020 年度审计报告，中证鹏元整理

2020年末，公司流动负债占比明显下降，债务结构有所优化。截至2020年末，公司短期借款较上年明显下降，由22.80亿元的抵押借款和3.30亿元质押借款构成，年利率在4.50%-6.09%之间。应付账款主要为应付供应商采购款，2020年末账面价值23.13亿元，较为稳定。预收款项主要是公司百货业务的预售储值卡款项和预售房产款项，2020年末预收款项大幅下降，主要原因是秦皇岛和包头的楼盘结转收入。其他应付款主要包括应付关联方往来款项、应付股权收购款等款项，截至2020年末，其他应付款账面价值91.35亿元，较上年末大幅增长，主要是与关联方的往来款大幅增加，其中有息部分45.35亿元。一年内到期的非流动负债为1年内即将到期的银行借款，2020年末为23.68亿元。

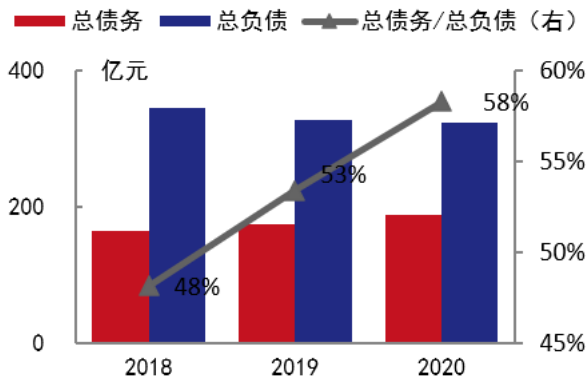
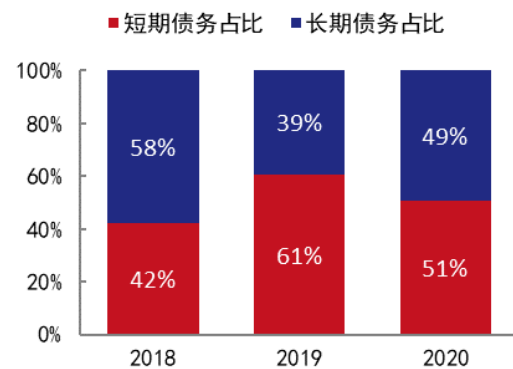
非流动负债方面，截至2020年末，公司长期借款86.68亿元，均为抵押借款，年利率在4.90%-6.52%之间。2020年末应付债券账面价值5.96亿元，为当年新发行的“20茂业01”和“20茂业02”。公司递延所得税负债主要由收购子公司和投资性房地产公允价值调整形成，2020年末账面价值较为稳定。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	26.09	8.05%	30.77	9.40%
应付账款	23.13	7.14%	24.38	7.45%
预收款项	20.48	6.32%	35.60	10.87%
其他应付款	91.35	28.19%	74.13	22.64%
一年内到期的非流动负债	23.68	7.31%	45.40	13.87%
流动负债合计	193.20	59.62%	219.24	66.96%
长期借款	86.68	26.75%	68.43	20.90%
应付债券	5.96	1.84%	0.03	0.01%
递延所得税负债	37.58	11.60%	38.79	11.85%
非流动负债合计	130.84	40.38%	108.17	33.04%
负债合计	324.04	100.00%	327.41	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模和占比均小幅增长，主要系本期债券成功发行所致；短期债务集中度明显下降，债务结构有所优化。

图13 公司债务占负债比重

图14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

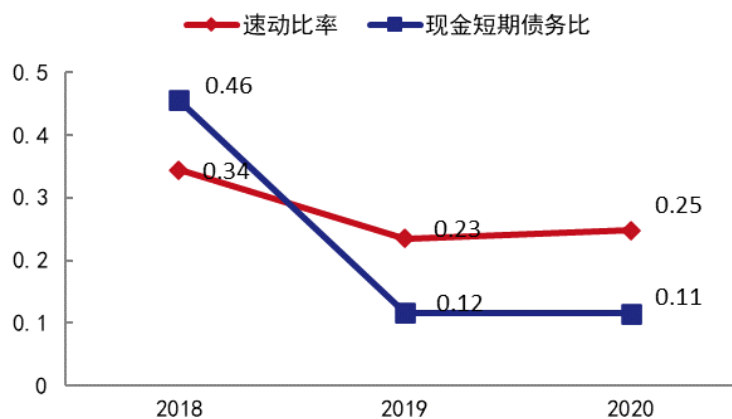
2020年末公司资产负债率较为稳定，但仍高于行业平均水平。受2020年业绩亏损影响，EBITDA利息保障倍数和FFO/净债务均小幅下降，但整体而言对利息的保障程度仍较好。考虑到公司净债务规模较大，FFO对净债务的覆盖能力较弱。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2020年	2019年
资产负债率	70.09%	69.11%
净债务/EBITDA	7.92	6.14
EBITDA 利息保障倍数	2.15	2.34
总债务/总资本	57.75%	54.45%
FFO/净债务	2.29%	3.67%

资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司速动比率和现金短期债务比较为稳定，但仍处于较低水平，短期偿债压力较大，可能会造成流动性压力。此外，公司拥有1家上市子公司茂业商业，一方面可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金，另一方面，茂业商业股权质押比例为14.30%，仍有一定的股权质押融资空间。

图15 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2021年4月9日）、子公司茂业商业（报告查询日为2021年5月14日）、子公司深圳茂业百货有限公司（报告查询日为2021年5月11日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年末，公司无对外担保事项。

未决诉讼方面，公司在建开发产品—沈阳中街公合巷项目，是隶属于子公司沈阳展业置地有限公司（以下简称“展业置地”）的资产，展业置地是茂业商厦于2014年12月29日收购辽宁物流有限公司时并入。沈阳中街公合巷项目是展业置地在建商业地产项目，展业置地以沈阳中街公合巷项目为抵押的债务诉讼事项出现在2015年8月。截至2020年末，展业置地主要涉及三项大额诉讼事件，诉讼金额合计3.79亿元，公司已计提相关的负债。除上述事项外，公司还存在合同标的金额相对较小的未决诉讼，对公司正常经营影响不大。

八、本期债券偿还保障分析

深担增信提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平

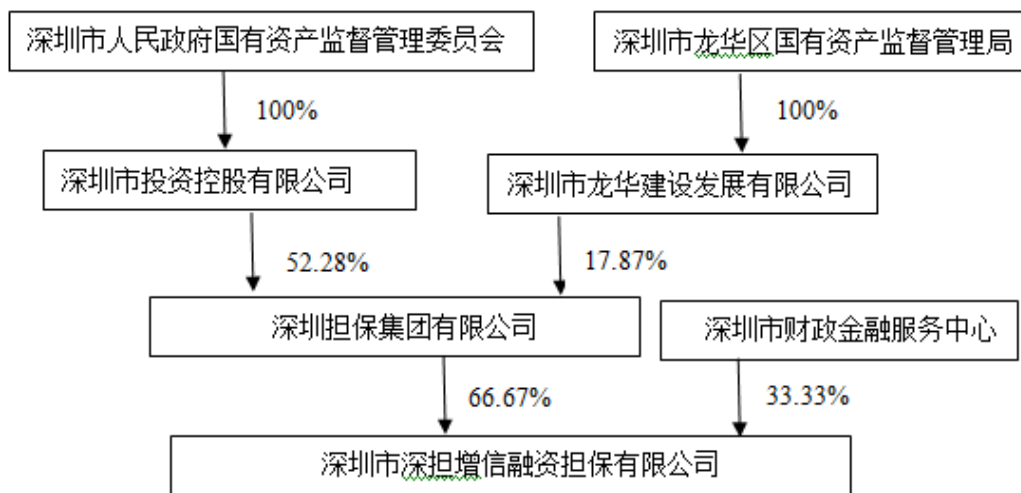
根据深担增信于2020年05月09日出具的担保函，深担增信在本期债券发行首日至本期债券到期日后两年为本期债券到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金及利息。在保证期间内，如公司在本期债券的兑付日未按约定偿付本期债券本金和/或利息，则深担增信在不超出担保范围的情况下在本期债券的兑付日代公司偿付本期债券应付未付的本金和当期应付未付的票面利息。

若本期债券持有人、债券受托管理人在保证期间内未要求深担增信承担保证责任的，或在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前再行向深担增信追偿的，深担增信免除保证责任。同时本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经深担增信的书面同意，未经深担增信书面同意而加重深担增信责任的，深担增信就加重部分不再承担保证责任。此外根据担保函第十条，担保函的生效需已签订委托保证合同及反担保合同且反担保措施已生效；同时在保证期间内不得变更或撤销该担保函。截至2020年末，公司、深圳茂业（集团）股份有限公司、实际控制人黄茂如等单位/个人与深担增信已签订

保证反担保、质押反担保等合同。

深担增信由深圳担保集团有限公司（以下简称为“深圳担保集团”）于2019年11月5日投资设立，初始注册资本为60亿元。截至2020年末，深担增信注册资本60亿元，实收资本60亿元。深圳担保集团为深担增信的控股股东，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会为深担增信的实际控制人。深担增信的股权结构如下图所示。

图16 截至2020年末深担增信股权结构图



资料来源：深担增信及深圳担保集团2020年审计报告，中证鹏元整理

为优化深圳担保集团的业务结构，规范各专业子公司的业务范围，深圳担保集团投资设立深担增信专业从事债券增信和其他大额融资担保业务，后续深圳担保集团新增的直接融资担保业务将由深担增信承接。深担增信于2019年11月18日取得融资担保业务经营许可证（粤（深圳）A0001），2019年深担增信收入为资本金存款取得的利息收入以及发放委贷利息收入，2020年深担增信开始开展担保业务，依托深圳担保集团客户资源优势，深担增信债券担保业务规模快速增长，截至2020年末，深担增信担保业务余额为19.04亿元，全部为直接融资担保业务。因深担增信处于成立初期，业务规模较小。

表16 近年来深担增信主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年
总资产	624,139.54	600,907.60
所有者权益合计	614,617.06	600,382.25
货币资金	360,864.32	395,024.87
营业总收入	29,678.68	1,443.14
净利润	14,234.80	382.25
净资产收益率	2.34%	0.00%
融资担保余额	190,413.00	0

资料来源：深担增信2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

为提高资金使用效率，深担增信还开展一定规模委托贷款业务，截至2020年末，委托贷款业务规模

为19.90亿元，贷款客户主要为上市公司股东，单笔金额相对较大，集中度较高，需关注相应的损失风险。

风险管理方面，根据深圳担保集团对下属企业业务管理、内控管理的要求，在深圳担保集团总体风险管理框架下，深担增信制定了涵盖项目审查和评价、项目评审、保后检查等环节的业务流程和风险管理制度。但深担增信成立时间较短，后续各项制度执行情况仍有待观察。

截至2020年末，深担增信总资产为62.41亿元，主要包括货币资金和委托贷款两部分，其中货币资金为36.09亿元，无使用权受限资金，整体代偿能力强。2020年，深担增信实现营业收入2.97亿元，较上年出现较大增长，深担增信作为实施深圳市民营企业发债千亿计划的主要实施载体，在深圳担保集团的支持下，后续担保业务规模有望保持快速增长。

经中证鹏元综合评定，深担增信主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

九、结论

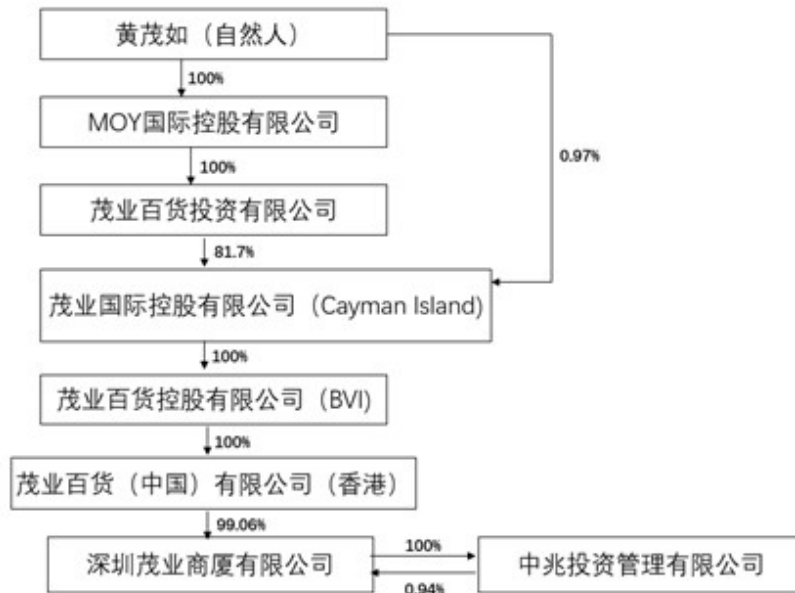
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	12.18	13.95	33.65
存货	76.55	63.37	57.95
流动资产合计	124.42	114.82	131.34
投资性房地产	180.55	181.24	148.69
固定资产	63.13	68.77	76.87
非流动资产合计	337.89	358.93	349.00
资产总计	462.31	473.75	480.34
短期借款	26.09	30.77	32.20
其他应付款	91.35	74.13	67.69
一年内到期的非流动负债	23.68	45.40	37.83
流动负债合计	193.20	219.24	213.05
长期借款	86.68	68.43	96.22
应付债券	5.96	0.03	0.03
长期应付款	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	37.58	38.79	35.81
非流动负债合计	130.84	108.17	132.14
负债合计	324.04	327.41	345.19
总债务	188.98	174.96	166.27
归属于母公司的所有者权益	111.71	113.65	104.13
营业收入	67.77	68.12	74.21
净利润	-0.98	6.43	11.49
经营活动产生的现金流量净额	3.55	16.63	29.53
投资活动产生的现金流量净额	-8.67	-4.19	-2.78
筹资活动产生的现金流量净额	2.70	-32.11	-8.86
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	61.00%	74.57%	73.86%
EBITDA 利润率	33.41%	39.19%	44.83%
总资产回报率	2.11%	4.42%	6.21%
产权比率	234.35%	223.73%	255.41%
资产负债率	70.09%	69.11%	71.86%
净债务/EBITDA	7.92	6.14	4.08
EBITDA 利息保障倍数	2.15	2.34	2.73
总债务/总资本	57.75%	54.45%	55.16%
FFO/净债务	2.29%	3.67%	9.13%
速动比率	0.25	0.23	0.34

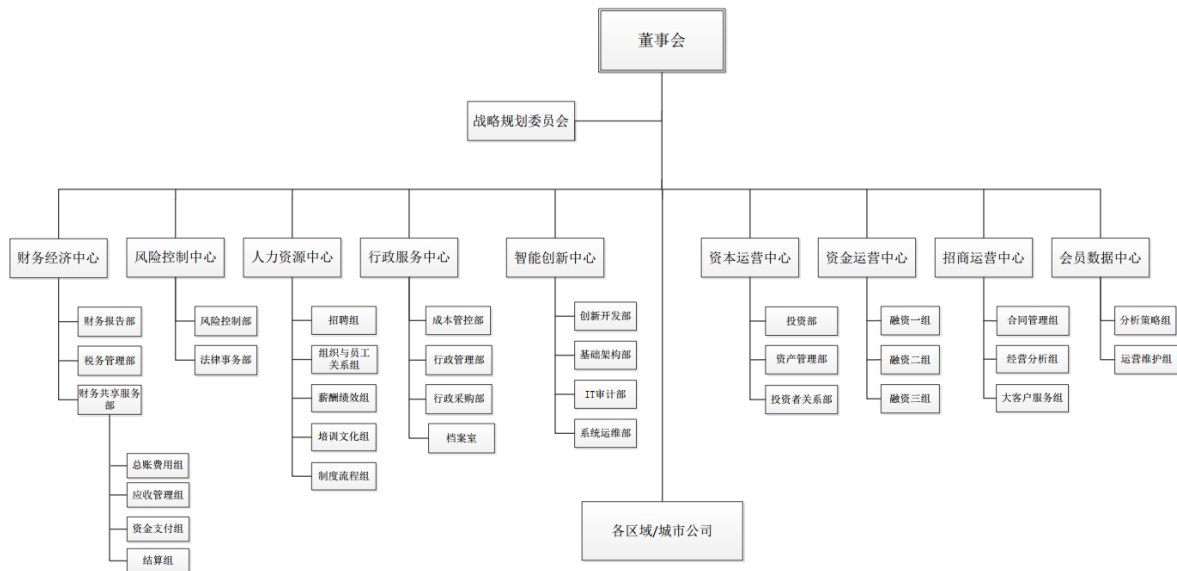
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。