

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、品种二2022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.

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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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、品种二2022年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------------|------|------|
| 主体信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 品种一：20 茂业 01 | AAA | AAA |
| 品种二：20 茂业 02 | AAA | AAA |

评级观点

- 中证鹏元维持深圳茂业商厦有限公司（以下简称“茂业商厦”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 茂业 01”、“20 茂业 02”的信用等级为 AAA。
- 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”）提供的保证担保有效提升了“20 茂业 01”和“20 茂业 02”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司期间费用和非经常性损失对利润侵蚀较多，资产流动性较弱、偿债压力较大，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

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。

评级日期

2022 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 483.15 | 462.31 | 473.75 |
| 归母所有者权益 | 114.52 | 111.71 | 113.65 |
| 总债务 | 206.22 | 188.98 | 174.96 |
| 营业收入 | 60.38 | 67.77 | 68.12 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.26 | 2.15 | 2.34 |
| 净利润 | 0.96 | -0.98 | 6.43 |
| 经营活动现金流净额 | 7.19 | 3.55 | 16.63 |
| 销售毛利率 | 66.27% | 61.00% | 74.57% |
| EBITDA 利润率 | 37.97% | 33.41% | 39.19% |
| 总资产回报率 | 2.33% | 2.11% | 4.42% |
| 资产负债率 | 70.67% | 70.09% | 69.11% |
| 净债务/EBITDA | 8.35 | 7.92 | 6.14 |
| 总债务/总资本 | 59.28% | 57.75% | 54.45% |
| FFO/净债务 | 1.13% | 2.29% | 3.67% |
| 速动比率 | 0.28 | 0.25 | 0.23 |
| 现金短期债务比 | 0.22 | 0.11 | 0.12 |
| 投资收益 | -0.58 | 1.45 | -2.39 |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司百货业务覆盖区域广泛。**截至 2021 年末，公司百货业务全国范围内运营门店为 42 家，较去年减少 1 家，覆盖广东、四川、江苏、河北、内蒙古等 8 个省份 18 个城市，具有较高的知名度。疫后全国消费呈复苏态势，公司百货业务收入有所增长。
- **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 2021 年末，公司门店总面积规模较大，自有门店面积占比 81.19%，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。
- **第三方保证担保仍能有效提升“20 茂业 01”、“20 茂业 02”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，深担增信主体信用等级为 AAA，由其为“20 茂业 01”、“20 茂业 02”提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，能有效提升“20 茂业 01”、“20 茂业 02”的信用水平。

关注

- **线上分流维持在较高水平，挤压实体零售市场份额。**近年网络销售迅速发展，在社会消费品总额的占比维持在较高水平，对实体零售市场造成持续挤压；此外 2022 年以来多地疫情不断反复，也对实体零售业产生影响。
- **房地产业务波动性较大，在售楼盘存在销售压力。**2021 年公司房地产收入大幅下降，加之目前房地产市场不景气，且项目多位于二、三线城市，需关注公司未来的房地产销售情况。
- **主营业务期间费用和非经常性损失对利润形成侵蚀较多。**受公司处置中嘉博创信息技术股份有限公司（以下简称“中嘉博创”）部分股份以及部分投资标的持续亏损影响，2021 年投资收益由盈利转为亏损。同时，叠加管理费用增长及利息支出上升，对利润侵蚀较大，导致 2021 年公司净利润规模较小。
- **其他应收款规模较大，部分收购企业经营表现不佳。**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。此外公司商誉规模较大，且部分收购获得的企业经营表现不佳，存在一定商誉减值风险。
- **债务压力较大。**截至 2021 年末，公司总债务持续增长，资产负债率高企，且 2022 年要偿还的总债务规模较大，而现金短期债务比很低，面临较大短期偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司子公司沈阳展业置地有限公司（以下简称“展业置地”）主要涉及三项大额诉讼事件，诉讼金额合计 3.57 亿元，存在一定的或有负债损失风险。此外展业置地所开发的沈阳中街公合巷项目长期处于停工状态，累计计提存货跌价损失较少。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 茂业商厦 | 合肥百货 (000417.SZ) | 中兴商业 (000715.SZ) | 广百股份 (002187.SZ) | 友阿股份 (002277.SZ) | 天虹股份 (002419.SZ) |
|-------|--------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 总资产 | 483.15 | 128.93 | 24.44 | 96.71 | 155.63 | 321.07 |
| 营业收入 | 60.38 | 63.38 | 8.68 | 59.76 | 25.85 | 122.68 |
| 净利润 | 0.96 | 2.47 | 1.36 | 2.61 | 0.74 | 2.33 |
| 销售毛利率 | 66.27% | 30.83% | 55.14% | 24.93% | 47.01% | 39.24% |
| 资产负债率 | 70.67% | 60.94% | 32.13% | 61.58% | 55.53% | 87.18% |

注：以上各指标均为 2021 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

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 行业风险 | 3 | 财务状况 | 杠杆状况 | 中等 |
| | 经营状况 | 强 | | 净债务/EBITDA | 3 |
| | 公司规模 | 6 | | EBITDA 利息保障倍数 | 4 |
| | 产品、服务和技术 | 4 | | 总债务/总资本 | 4 |
| | 品牌形象和市场份额 | 4 | | FFO/净债务 | 2 |
| | 经营效率 | 5 | | 杠杆状况调整分 | 0 |
| | 业务多样性 | 4 | | 盈利状况 | 强 |
| | | | | 盈利趋势与波动性 | 中等 |
| | | 盈利水平 | 4 | | |
| 业务状况评估结果 | | 强 | 财务状况评估结果 | | 较小 |
| 指示性信用评分 | | | | | aa |
| 调整因素 | | 无 | 调整幅度 | | 0 |
| 独立信用状况 | | | | | aa |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 0 |
| 公司主体信用等级 | | | | | AA |

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|-------|------|-----------|---------|--|----------------------|
| AA/稳定 | AAA | 2021-6-25 | 何佳欢、谢海琳 | 工商企业通用信用评级方法与模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0) | 阅读全文 |
| AA/稳定 | AAA | 2020-5-25 | 蒋申、肖旅菲 | 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 零售企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2017V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|----------|----------|----------|-----------|----------|
| 20 茂业 01 | 3.00 | 3.00 | 2021-6-25 | 2022-8-4 |
| 20 茂业 02 | 3.00 | 3.00 | 2021-6-25 | 2023-8-4 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2022年6月10日，“20茂业01”、“20茂业02”募集资金专项账户余额为4.35万元。

三、发行主体概况

2021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2021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，仍持有公司99.06%的股份，实际控制人仍为黄茂如。

截至2021年末，公司合并范围内子公司合计72家，2021年合并范围子公司无变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全

球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

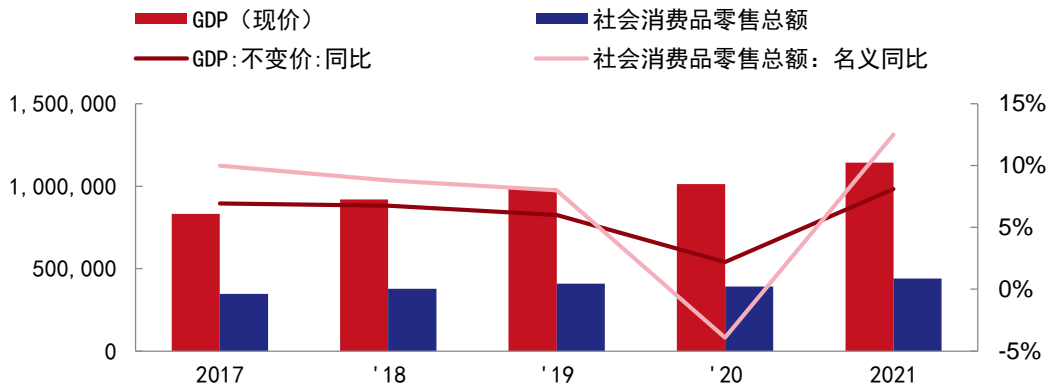
2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

疫后消费呈复苏态势，社会消费品零售总额大幅增长

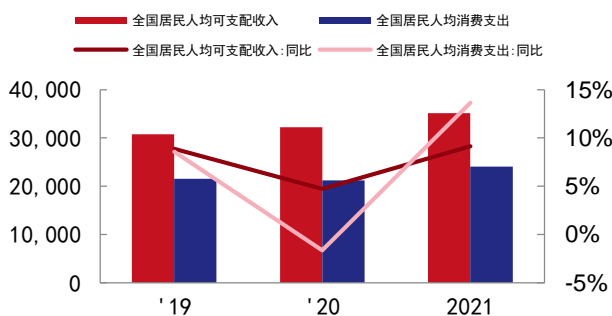
我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。与2020年相比，2021年疫情对消费行业和零售市场造成的影响明显减少，消费呈复苏的态势，社会消费品零售总额大幅提升（较2019年同比增长8%）。2022年一季度社会消费品零售总额同比增长3.3%，增速同比有所回落。

图1 疫后 GDP 增速有所增长，社会消费品零售大幅提升（单位：亿元）


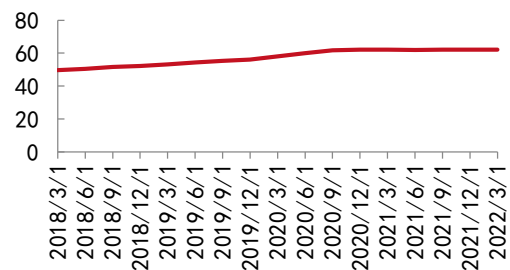
资料来源：Wind，中证鹏元整理

居民可支配收入增速恢复到疫情前水平。2021年随着疫情得到控制，国内经济活跃度有所好转，2021年居民人均可支配收入增速有所提升，支出端由负转正，增速超过疫情前水平，但居民杠杆率仍居高位积压了消费空间。

2021年末我国居民部门杠杆率为62.10%，与2020年末持平，虽2022年一季度居民杠杆率轻微回落，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，且在2021年社会消费品零售增速大幅提升的前期下，预计2022年社会消费品零售增速将有所回落。

图2 居民收入实际增速恢复疫前水平，人均消费支出大幅反弹（单位：亿元）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 居民杠杆率继续维持在较高水平（单位：%）


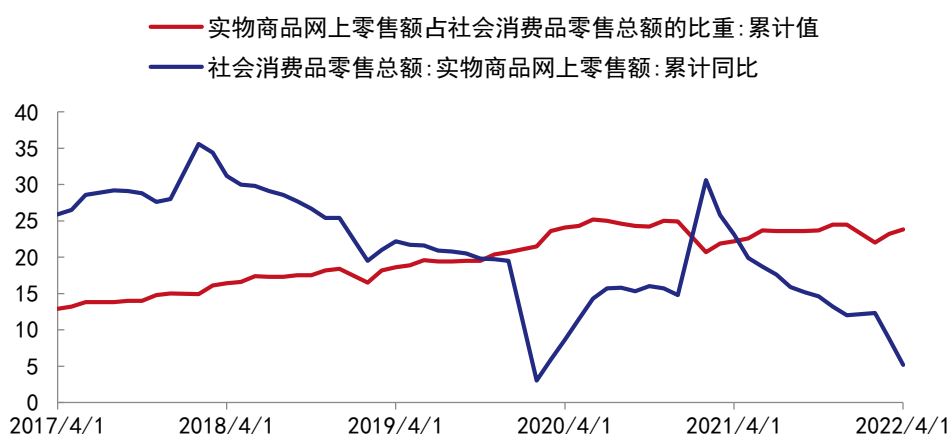
资料来源：Wind，中证鹏元整理

网络零售增速仍居高位，挤压实体零售市场份额，百货行业消费增速承压

线上分流维持在较高水平，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2021年社会消费品零售总额大幅回升的情况下，实物商品网上零售额同比大幅增长14.10%，在社会消费品零售总额的占比基本与2020年持平，线上分流继续维持在较高水平，对实体零售市场造成持续挤压。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（单位：%）

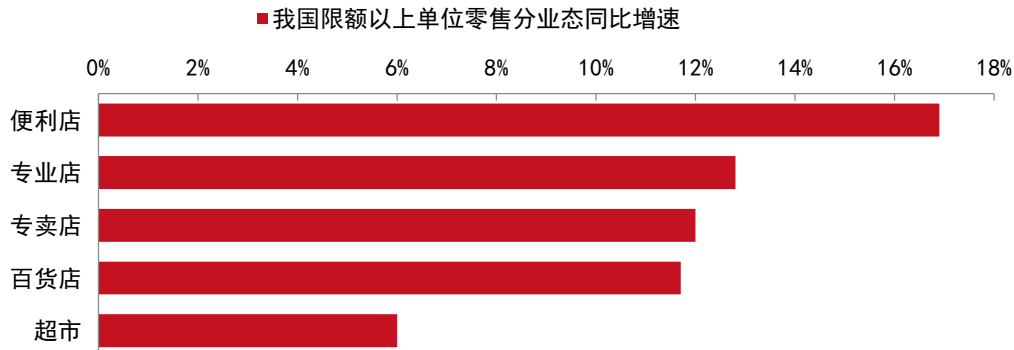


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

2021年，社会消费品零售大幅增长的背景下，各业态的零售行业增长速率有所分化。限额以上单位企业的销售额数据显示，便利店增长较快，同比增长16.9%；其次是专业店和专卖店，分别为12.8%和12.0%，百货业态同比增长11.7%。超市增速最慢，仅为6.0%。2022年一季度，零售业单位中的超市、便利店、专业店和专卖店零售额同比分别增长3.2%、10.1%、6.6%和1.0%，百货店同比下降3.3%，主要系一季度国内疫情反复，百货店受影响较大。

图5 2021年超市增速垫底，便利店增长较快


资料来源：中国百货商业协会，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。2021年，百货业务营业收入同比增长10.41%，主要系疫情对零售行业的冲击有所缓和，自营销售和商业租赁收入规模有所增长。其他业务收入主要为管理费收入、促销费收入以及信用卡手续费收入等。受地产板块结转规模大幅下降影响，公司整体营业收入同比下降10.90%。

2021年公司销售毛利率上升5.27个百分点，主要系毛利率较高的百货业务占比上升以及地产业务毛利率提高所致。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 百货业务 | 40.74 | 59.51% | 36.90 | 60.78% |
| 地产业务 | 6.82 | 49.60% | 18.99 | 37.86% |
| 其他 | 12.83 | 96.60% | 11.88 | 98.69% |
| 合计 | 60.38 | 66.27% | 67.77 | 61.00% |

资料来源：公司提供

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

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2021年末，公司百货业务在全国范围运营门店为42家，较2020年减少2家自有物业，增加了1家租赁物业，

日常经营管理均由下属上市子公司茂业商业股份有限公司（以下简称“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，较上年无变化，公司百货业务覆盖广东、四川、山东、江苏、河北、内蒙古等8个省份的18个城市；自有物业门店面积占比达81.19%，较上年略有下降。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2 截至 2021 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 | 54.28 | 1 | 19.09 | 8 | 73.37 |
| 河北 | 6 | 34.41 | 2 | 8.32 | 8 | 42.73 |
| 山东 | 6 | 37.53 | 1 | 0.98 | 7 | 38.51 |
| 山西 | 2 | 28.35 | 0 | 0 | 2 | 28.35 |
| 四川 | 6 | 22.74 | 0 | 0 | 6 | 22.74 |
| 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 | 33 | 208.94 | 9 | 48.40 | 42 | 257.34 |

注：山东地区建筑面积增加，系山东莱芜购物中心建筑面积计算口径调整所致。

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，2021年门店收入同比增长 10.41%，单位面积门店收入有所增长，但未恢复到 2019 年水平。

表3 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 | 2021 年 | 2020 年 |
|-----------------|-----------------|-----------------|
| 门店收入： | 53.57 | 48.78 |
| 其中：百货收入 | 40.74 | 36.90 |
| 其他收入 | 12.83 | 11.88 |
| 门店经营面积 | 257.34 | 254.18 |
| 单位面积门店收入 | 2,081.59 | 1,919.02 |
| 其中：单位面积百货收入 | 1,583.13 | 1,451.78 |

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，联营收入基本与 2020 年持平，但在百货业务中的收入占比由 2020 年的 29.24% 下降至 25.80%。自营收入占比仍在 35% 以上，高于行业平均值。

表4 百货收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 模式 | 2021年 | | 2020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 | 10.51 | 100.00% | 10.79 | 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 | 17.78 | 7.23% | 15.75 | 8.11% |
| 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 | 12.44 | 100.00% | 10.36 | 100.00% |
| 合计 | | 40.74 | 59.51% | 36.90 | 60.78% |

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，2020-2021年主要十大门店收入在当期门店收入中的占比分别为58.20%和60.18%，对公司收入贡献度较高。受线上冲击等因素影响，部分门店营业收入存在下滑

表5 2020-2021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 | 2021年 | 2020年 |
|-----------|---------------|----------|--------------|--------------|
| 百货 | 深圳华强北店 | 2003年10月 | 11.08 | 9.20 |
| 购物中心 | 太原茂业天地 | 2014年11月 | 3.84 | 3.21 |
| 百货 | 成都光华店 | 2009年12月 | 3.33 | 3.36 |
| 购物中心 | 呼和浩特维多利亚摩尔城店 | 2013年12月 | 2.53 | 1.98 |
| 百货 | 呼和浩特维多利亚商厦 | 2003年5月 | 2.33 | 1.99 |
| 购物中心 | 呼和浩特维多利亚时代城店 | 2010年11月 | 2.27 | 1.91 |
| 百货 | 深圳南山店 | 2009年9月 | 2.09 | 1.89 |
| 百货 | 深圳东门店 | 1997年3月 | 2.05 | 2.06 |
| 购物中心 | 淄博茂业时代广场 | 2015年2月 | 1.44 | 1.46 |
| 百货 | 呼和浩特维多利亚国际广场店 | 2008年1月 | 1.28 | 1.32 |
| 合计 | - | - | 32.24 | 28.39 |

资料来源：公司提供

公司2021年房地产收入大幅下降，在售楼盘较多，业务波动性较大；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。

2021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，2021年公司房地产收入大幅下降。

截至2021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、茂业豪园和茂业时代广

场等项目，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。

表6 截至 2021 年末公司主要在售房地产项目（单位：平方米、亿元）

| 项目名称 | 位置 | 可售面积 | 已售面积 | 已售待结算面积 |
|-----------|-------|----------------|----------------|----------------|
| 秦皇岛茂业中心 | 河北秦皇岛 | 108,417 | 92,079 | 16,338 |
| 太原茂业天地 | 山西太原 | 184,242 | 112,835 | 71,406 |
| 包头茂业天地 | 内蒙古包头 | 34,655 | 30,690 | 3,965 |
| 茂业豪园 | 四川成都 | 43,345 | 42,382 | 963 |
| 茂业时代广场 | 江苏无锡 | 30,459 | 28,502 | 1,957 |
| 财富广场 | 安徽滁州 | 116,997 | 83,827 | 33,170 |
| 合计 | | 518,115 | 390,315 | 127,800 |

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司储备土地资产账面价值合计4.47亿元，占地面积6.23万平方米，暂无具体开发计划。

表7 截至 2021 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 | 3.81 |
| 秦皇岛金梦海湾 | 河北秦皇岛 | 商服 | 10,420 | 0.66 |
| 合计 | - | - | 62,333 | 4.47 |

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建项目（包括在建楼盘）包括淄博茂业中心、太原茂业天地、滁州商贸城二期等，包头茂业天地和秦皇岛茂业中心已于2021年完工，涉及城市综合体、酒店、写字楼等多种业态，预计总投资27.48亿元，已投资16.92亿元，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8 截至 2021 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 | 4#住宅预计2022年6月，1#住宅预计2023年10月 | 171,292.10 | 79,559.03 | 91,733.07 |
| 太原茂业天地 | 2010年12月 | 2022年10月 | 55,684.58 | 52,292.21 | 3,392.37 |
| 滁州商贸城二期 | 2018年5月 | 2022年8月 | 35,545.60 | 25,783.80 | 9,761.80 |
| 呼和浩特维多利君豪国际 | 2016年6月 | 2019年8月 | 12,284.13 | 11,581.69 | 702.44 |
| 小计 | - | - | 274,806.41 | 169,216.73 | 105,589.67 |
| 潍坊茂业中心 | - | - | - | 57,781.20 | |
| 沈阳中街公合巷 | 2004年7月 | - | - | 111,097.17 | |

| | | | | |
|----|---|---|---|-------------------|
| 合计 | - | - | - | 338,095.11 |
|----|---|---|---|-------------------|

注：（1）呼和浩特维多利亚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，2021年计存存货跌价损失0.03亿元。

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，但管理难度加大，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”）、成都仁和投资有限公司（以下简称“仁和投资”）等标的。2021年无重要并购、重组事项。值得注意的是，人东百货连续3年计提商誉减值，其中2021年受周边施工影响，商誉减值0.39亿元。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，但管理难度加大，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 近年公司涉及主要并购、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2021年末，公司持有的中嘉博创、银座集团股份有限公司（以下简称“银座股份”）和盛京银行股份有限公司（以下简称“盛京银行”）等标的股权均未被质押，账面价值合计18.12亿元，较2020年末下降29.47%，主要系公司出售中嘉博创8.31%的股权以及重药控股股份有限公司（以下简称“重药控股”）的部分股权所致，此外银座股份和盛京银行等公司的股价下降导致公允价值减少也是原因之一。公司不再对中嘉博创产生重大影响，并将剩余4.19%的权益投资转为其他权益工具。

表10 截至2021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 | 归类科目 | 持股数量 | 持股比例 | 账面价值 | 备注 |
|-----------------|-----------|--------|--------|----------|--------|--------------|-------|
| 沈阳商业城股份有限公司 | 600306.SH | *ST 商城 | 长期股权投资 | 4,314.16 | 24.22% | 0.73 | 第一大股东 |
| 深圳优依购电子商务股份有限公司 | - | - | | 1,706.32 | 58.83% | 3.74 | - |
| 银座集团股份有限公司 | 600858.SH | 银座股份 | 其他权益工具 | 7,442.69 | 14.31% | 3.86 | - |
| 盛京银行股份有限公司 | 2066.HK | 盛京银行 | | 8,550.00 | 0.97% | 3.81 | - |
| 重药控股股份有限公司 | 000950.SZ | 重药控股 | | 3,848.11 | 2.21% | 1.96 | - |
| 中嘉博创信息技术股份有限公司 | 000889.SZ | *ST 中嘉 | | 3,921.45 | 4.19% | 1.42 | - |
| 彩虹集团 | 003023.SZ | 彩虹集团 | | 102.00 | 1.68% | 0.27 | - |
| 其他公司 | - | - | | - | - | 2.32 | - |
| 合计 | - | - | - | - | - | 18.12 | - |

注：1、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。

2、截至2022年3月末，公司不再是沈阳商业城股份有限公司第一大股东。

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，2021年遭受投资损失0.58亿元，主要系公司处置中嘉博创部分股权以及中嘉博创和沈阳商业城股份有限公司2021年持续亏损所致。目前这两家公司已资不抵债，且被“*ST”。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 | 2021年 | 2020年 |
|-----------|-----------------------|------------------|------------------|
| 长期股权投资 | 出售中嘉博创8.31%股权收益 | -4,627.20 | 366.39 |
| | 持有长期股权投资获得收益 | -2,616.70 | -825.28 |
| 其他权益工具投资 | 仍持有的其他权益工具投资的股利收入 | 641.77 | 0.00 |
| 交易性金融资产 | 持有可供出售金融资产的股权收益、红利/股利 | 155.92 | 1,816.95 |
| | 处置交易性金融资产及理财收益 | 625.13 | 13,092.57 |
| 合计 | - | -5,821.09 | 14,450.62 |

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2019-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末，公司合并范围无变化。

资产结构与质量

2021年末公司资产有所增长，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

受益于经营积累及外部融资增加等，公司资产总额有所增长。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金主要为银行存款，其中1.44亿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、股权转让款和地产开发款等组成，截至2021年末，其他应收款账面价值较上年有所下降，坏账计提比例为8.80%，较上年大幅上升，主要系2021年执行新金融工具准则所致。

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，2021年末账面价值同比下降7.35%，主要系价值7.68亿元地产项目由存货转至固定资产所致，其中账面价值18.74亿元的存货已用于抵押，占存货的26.43%。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 | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 13.18 | 2.73% | 12.18 | 2.63% |
| 其他应收款 | 20.82 | 4.31% | 27.09 | 5.86% |
| 存货 | 70.92 | 14.68% | 76.55 | 16.56% |
| 流动资产合计 | 117.89 | 24.40% | 124.42 | 26.91% |
| 可供出售金融资产 | 0.00 | 0.00% | 15.00 | 3.24% |
| 其他权益工具投资 | 13.65 | 2.82% | 0.00 | 0.00% |
| 长期股权投资 | 4.47 | 0.93% | 10.69 | 2.31% |
| 投资性房地产 | 190.12 | 39.35% | 180.55 | 39.05% |
| 固定资产 | 65.60 | 13.58% | 63.13 | 13.66% |
| 无形资产 | 35.18 | 7.28% | 36.16 | 7.82% |
| 商誉 | 13.22 | 2.74% | 13.61 | 2.94% |
| 非流动资产合计 | 365.26 | 75.60% | 337.89 | 73.09% |

| | | | | |
|-------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 资产总计 | 483.15 | 100.00% | 462.31 | 100.00% |
|-------------|---------------|----------------|---------------|----------------|

资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理

2021年公司进行科目调整，将可供出售金融资产转至其他权益工具投资，其他权益工具投资及长期股权投资均为公司股权投资，2021年末账面价值均有所下降，主要系出售中嘉博创和重药控股的部分股权以及银座股份和盛京银行等公司的公允价值下降所致。投资性房地产为公司自持物业，2021年末账面价值有所上升，主要系公司将价值6.97亿元无形资产、固定资产和存货中的房产转至投资性房地产所致，其中账面价值84.22亿元的投资性房地产已用于抵押，占当期末投资性房地产的44.30%。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，2021年末账面价值同比增长3.91%，主要系秦皇岛茂业中心、包头茂业天地等资产自存货结转至固定资产所致，其中账面价值41.41亿元的固定资产已用于抵押、账面价值1.69亿元的固定资产产权手续正在办理中。无形资产主要为土地使用权及计算机软件，2021年账面价值略有下降主要系正常的摊销，其中账面价值1.59亿元的无形资产已用于抵押、账面价值0.89亿元的无形资产产权手续正在办理中。商誉由并购内蒙古维多利商业（集团）有限公司（以下简称“维多利集团”）、人东百货和光华百货等百货业务板块产生，2021年账面价值略有下降，主要系人东百货受周边施工影响，进行的商誉减值。截至2021年末，公司商誉成本为17.46亿元，商誉累计减值4.23亿元，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。

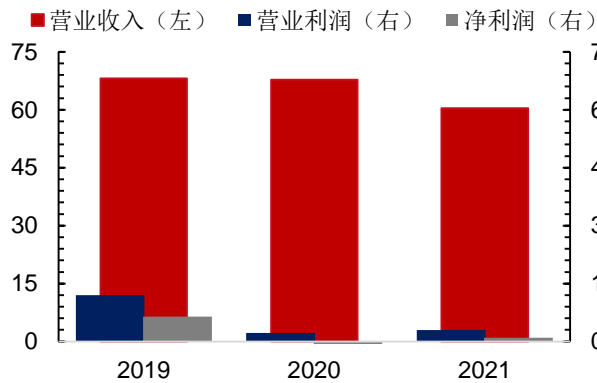
总的来看，公司资产仍主要为自持物业和房地产项目，截至 2021 年末使用权受限资产合计 155.88 亿元，占同期末净资产的 110.01%，资产流动性受限。

盈利能力

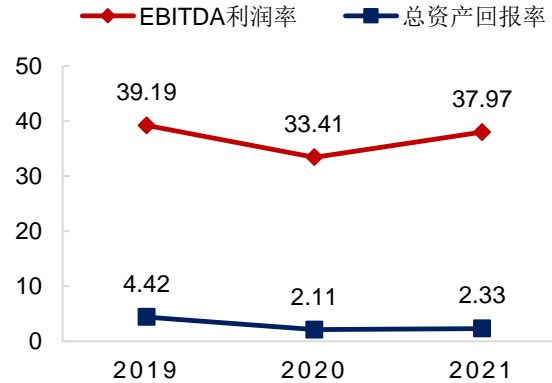
公司2021年营业收入有所下降，期间费用和非经常性损失对利润侵蚀较多，受投资性房地产公允价值变动影响，净利润转为盈利

2021年公司营业收入同比下降10.90%，主要系受地产板块结转规模大幅下降所致。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。

2021年综合毛利率有所提升，主要系毛利率较高的百货业务占比上升以及地产业务毛利率提高所致。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，叠加管理费用增长及较大规模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。综合影响下，2021年公司营业利润及净利润同比增长，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年，受公司处置中嘉博创8.31%股份以及沈阳商业城股份有限公司2021年持续亏损影响，股权投资损益由2020年的净收益转为2021年的投资亏损。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收益。2021年公司资产减值损失有所减少，主要包括股权投资标的中嘉博创计提了1.03亿元长期股权投资减值损失、沈阳中街公合巷停工确认的0.03亿元存货跌价损失和并购人东百货确认的0.39亿元商誉减值损失。此外，公司2021年营业外支出有所下降，主要由罚息及违约金构成。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。

表13 公司部分非经营性损益情况（单位：亿元）

| 指标名称 | 2021年 | 2020年 |
|-----------|-------|-------|
| 投资收益 | -0.58 | 1.45 |
| 公允价值变动净收益 | 2.42 | -2.22 |
| 资产减值损失 | 1.45 | 2.94 |
| 营业外支出 | 1.66 | 2.06 |

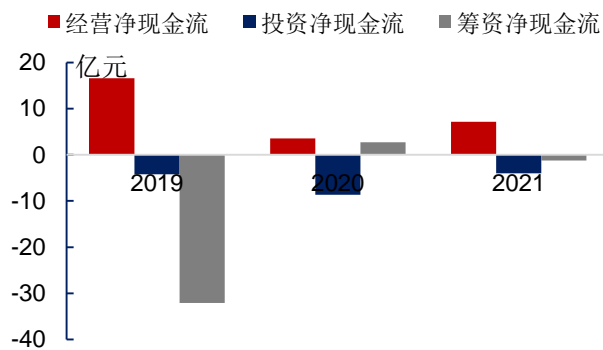
资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理

现金流

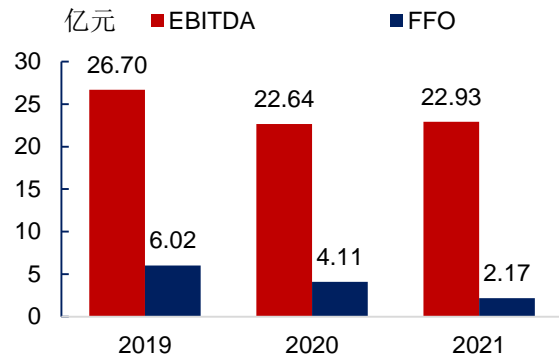
公司获现能力较强，经营活动现金流表现较好，但后续仍面临较大的资金压力

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，收现比指标仍表现较好，2021年收现比上升至2.19，FFO仍为净流入，但流入规模有所下降，经营活动现金生成能力强。

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，2021年投资活动现金净流出规模有所减少，主要系公司减少了对外投资支出。2021年筹资活动现金流转为净流出，但流出规模较小，主要系公司降低债务融资力度。截至2021年末，公司主要在建项目尚需投资10.56亿元，且需偿还的债务规模较大，面临较大的资金压力。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

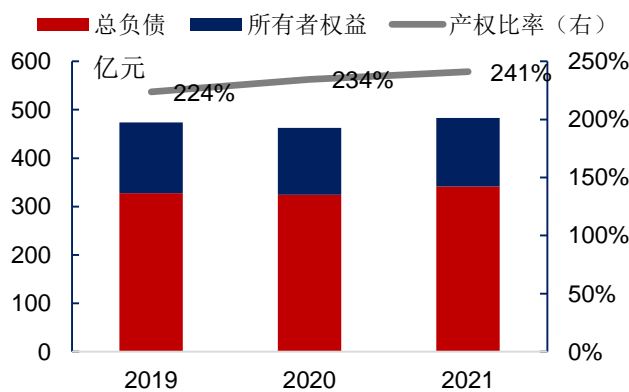
图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

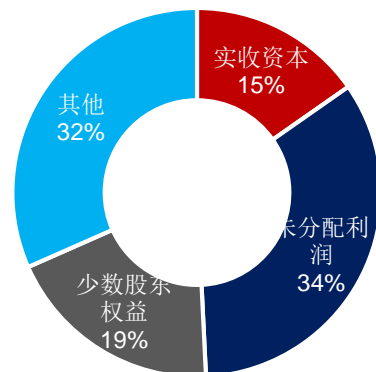
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，偿债压力较大

公司净资产仍主要由自身经营积累、自有物业转换公允价值大于账面价值部分的其他综合收益等组成。受执行新会计准则影响，新增租赁负债，总负债规模有所增长。受2021年末业绩盈利以及公允价值变动影响，年末净资产亦同步上升，综合影响下，公司产权比率小幅上升，净资产对负债的保障程度有所下降。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 11 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末，公司流动负债占比明显下降，债务结构有所优化。截至2021年末，公司短期借款较上年略有提升，由27.70亿元的抵押借款和2.00亿元质押借款构成，年利率在4.68%-6.09%之间。应付账款主要为应付供应商采购款，2021年末账面价值18.04亿元，规模有所下降。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，2021年末预收款项大幅下降，主要系执行新收入准则，将16.79亿元的预收款项重分类至合同负债。其他应付款主要包括应付关联方往来款项、应付建设项目工程款等款

项，截至2021年末，其他应付款账面价值56.25亿元，较上年末大幅下降，主要系与关联方深圳茂业（集团）股份有限公司的38.58亿元借款期限大于一年，被转至其他非流动负债所致，其他应付款中有息部分为3.82亿元。一年内到期的非流动负债为1年内即将到期的银行借款、应付债券和租赁负债组成，2021年末为36.95亿元。

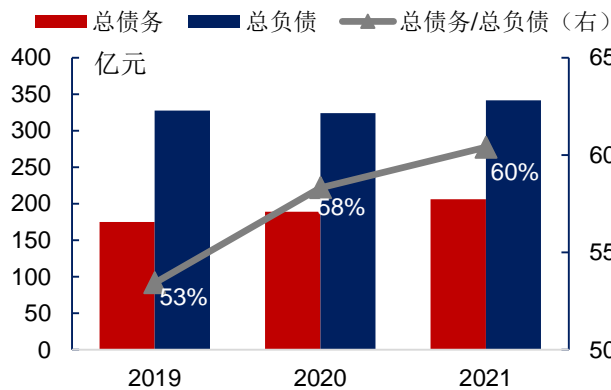
非流动负债方面，截至2021年末，公司长期借款75.40亿元，均为抵押借款，年利率在4.90%-6.52%之间。2021年末应付债券账面价值2.99亿元，为2020年发行的“20茂业01”和“20茂业02”。受执行新会计准则影响，新增租赁负债18.07亿元。公司递延所得税负债主要由收购子公司和投资性房地产公允价值调整形成，2021年末账面价值较为稳定。公司新增其他非流动负债38.59亿元，主要系关联方借款从其他应付款转至其他非流动负债所致。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

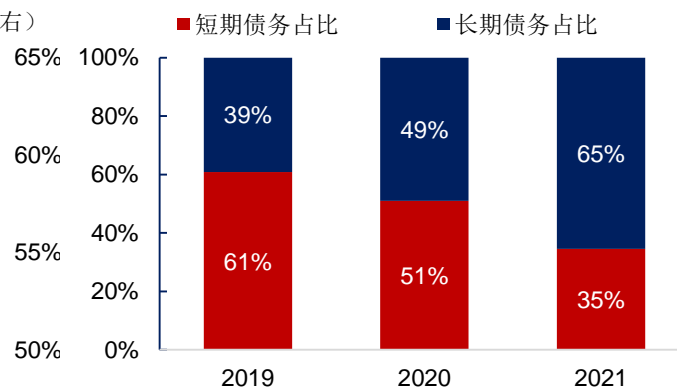
| 项目 | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 29.70 | 8.70% | 26.09 | 8.05% |
| 应付账款 | 18.04 | 5.28% | 23.13 | 7.14% |
| 预收款项 | 1.00 | 0.29% | 20.48 | 6.32% |
| 合同负债 | 16.79 | 4.92% | 0.00 | 0.00% |
| 其他应付款 | 56.25 | 16.47% | 91.35 | 28.19% |
| 一年内到期的非流动负债 | 36.95 | 10.82% | 23.68 | 7.31% |
| 流动负债合计 | 166.88 | 48.87% | 193.20 | 59.62% |
| 长期借款 | 75.40 | 22.08% | 86.68 | 26.75% |
| 应付债券 | 2.99 | 0.87% | 5.96 | 1.84% |
| 租赁负债 | 18.07 | 5.29% | 0.00 | 0.00% |
| 递延所得税负债 | 38.00 | 11.13% | 37.58 | 11.60% |
| 其他非流动负债 | 38.59 | 11.30% | 0.00 | 0.00% |
| 非流动负债合计 | 174.59 | 51.13% | 130.84 | 40.38% |
| 负债合计 | 341.46 | 100.00% | 324.04 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模和占比均持续增长，主要系新增18.07亿元租赁负债所致；短期债务集中度明显下降，债务结构有所优化。

图 12 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

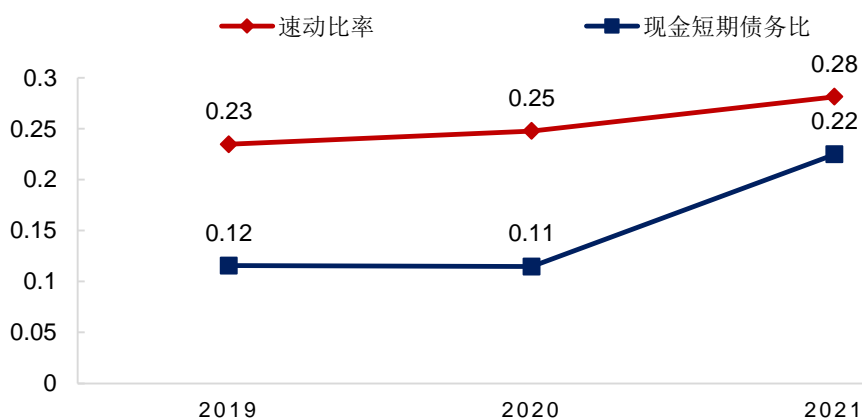
2021年末公司资产负债率较为稳定，但仍高于行业平均水平。受2021年业绩盈利影响，EBITDA利息保障倍数小幅上升，整体而言对利息的保障程度仍尚可。FFO与净债务的比率略有下降，考虑到公司净债务规模较大，FFO对净债务的覆盖能力仍较弱。

表15 公司杠杆状况指标

| 指标名称 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率 | 70.67% | 70.09% |
| 净债务/EBITDA | 8.35 | 7.92 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.26 | 2.15 |
| 总债务/总资本 | 59.28% | 57.75% |
| FFO/净债务 | 1.13% | 2.29% |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司速动比率、现金短期债务比仍处于较低水平，短期偿债压力较大。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，公司直接和间接持有茂业商业82.80%的股权，而茂业商业股权质押比例为16.77%，仍有一定的股权质押融资空间。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年5月18日）、子公司茂业商业（报告查询日为2022年5月7日）、子公司深圳茂业百货有限公司（报告查询日为2022年5月13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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021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的商业地产项目，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。根据公司于2021年12月1日公布的《深圳茂业商厦有限公司关于重大诉讼进展的公告》，一审判决展业置地支付原告沈阳市东大区城市建设事务服务中心2,443.56万元欠款并支付利息887.85万元。展业置地于2021年12月7日提起上诉，截至2022年5月末，公司尚未公布上诉结果。截至2021年末，展业置地主要涉及三项大额诉讼事件，诉讼金额合计3.57亿元，公司已计提0.96亿元的负债。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、抗风险能力分析

近年网络销售迅速发展，线上分流维持在较高水平，对实体零售市场造成持续挤压。公司 2021 年

房地产业务波动性较大，期间费用和非经常性损失对利润侵蚀较多；其他应收款规模较大，受限资产规模已超同期净资产，融资弹性受限，资产流动性较弱；公司资产负债率高企，且 2022 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。但公司百货业务覆盖区域广泛，2021 年百货业务收入有所增长；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。综上，公司抗风险能力尚可。

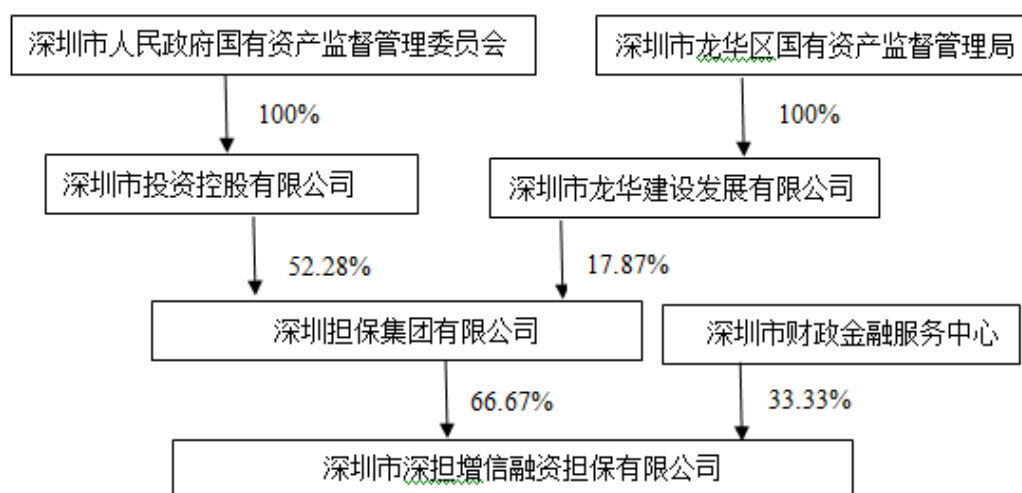
九、债券偿还保障分析

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“20茂业01”、“20茂业02”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“20茂业01”、“20茂业02”发行首日至“20茂业01”、“20茂业02”到期日后两年为“20茂业01”、“20茂业02”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“20茂业01”、“20茂业02”的本金及利息。在保证期间内，如公司在“20茂业01”、“20茂业02”的兑付日未按约定偿付“20茂业01”、“20茂业02”本金和/或利息，则深担增信在不超过担保范围的情况下在“20茂业01”、“20茂业02”的兑付日代公司偿付“20茂业01”、“20茂业02”应付未付的本金和当期应付未付的票面利息。

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2021年末，深担增信注册资本和实收资本均为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 15 截至 2021 年末深担增信股权结构图



资料来源：深担增信提供及公开资料，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，其主要从事债券增信和其他大额融资担保业务，深担增信债券增信业务涵盖短期融资券、中期票据、公司债、企业债、ABS、CMBS、地方性交易所的私募产品等多种类型的非信贷类固定收益产品，未来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。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2021年末，深担增信担保余额为524.60亿元，其中直接融资担保余额为479.69亿元，同比大幅增长。

表16 深担增信担保业务开展情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|-------------|--------|-------|-------|
| 期末担保余额 | 524.60 | 22.36 | 0.00 |
| 其中：间接融资担保余额 | 9.02 | 0.00 | 0.00 |
| 直接融资担保余额 | 479.69 | 22.36 | 0.00 |
| 保函担保余额 | 35.89 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：深担增信提供

从担保业务覆盖区域来看，以深圳市为主，并逐步扩展至珠三角及其他地区。从客户情况来看，截至2021年9月末，深担增信直接融资担保业务前十大客户担保余额合计28.48亿元，相当于期末权益总额的45.48%。深担增信直接融资担保业务被担保客户中中小规模民营企业居多，抗风险能力相对较弱，在宏观经济下行的背景下，需持续关注相关客户信用风险变化情况。

表17 截至2021年9月末深担增信直接融资担保业务前十大客户情况（单位：亿元）

| 客户名称 | 担保余额 | 占期末权益总额比例 | 企业性质 |
|-----------------|--------------|---------------|------|
| 深圳市怡亚通供应链股份有限公司 | 7.60 | 12.14% | 国企 |
| 深圳茂业商厦有限公司 | 6.00 | 9.58% | 民营 |
| 天安数码城（集团）有限公司 | 4.00 | 6.39% | 中外合资 |
| 深圳市赋安安全系统有限公司 | 3.00 | 4.79% | 民营 |
| 华润投资创业（深圳）有限公司 | 3.00 | 4.79% | 民营 |
| 北京爱奇艺互联科技有限公司 | 2.00 | 3.19% | 外资 |
| 深圳前海联动云汽车租赁有限公司 | 1.13 | 1.80% | 民营 |
| 摩比天线技术（深圳）有限公司 | 0.65 | 1.04% | 民营 |
| 深圳劲嘉集团股份有限公司 | 0.60 | 0.96% | 民营 |
| 深圳市铂科新材料股份有限公司 | 0.50 | 0.80% | 民营 |
| 合计 | 28.48 | 45.48% | - |

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

担保行业分布方面，深担增信担保业务主要分布于租赁和商务服务业、建筑业和零售业等行业。截至2021年9月末，前三大行业担保余额合计42.86亿元，占期末担保余额总额的73.49%，相当于期末权益

总额的68.45%。

表18 截至 2021 年 9 月末深担增信担保余额行业分布情况（单位：亿元）

| 行业名称 | 担保余额 | 占比 |
|------------|--------------|----------------|
| 租赁和商务服务业 | 17.35 | 29.75% |
| 建筑业 | 15.60 | 26.75% |
| 零售业 | 9.91 | 16.99% |
| 工业 | 5.82 | 9.98% |
| 农林牧渔业 | 3.29 | 5.63% |
| 软件和信息技术服务业 | 2.72 | 4.66% |
| 制造业 | 2.01 | 3.45% |
| 交通运输业 | 1.43 | 2.44% |
| 仓储业 | 0.20 | 0.34% |
| 合计 | 58.32 | 100.00% |

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

深担增信与九江银行、华夏银行等9家银行建立了合作关系，截至2021年9月末，尚未使用额度为103.68亿元，额度较为充足，可为深担增信业务开展提供有力支撑。

表19 截至 2021 年 9 月末银行对深担增信融资担保授信情况（单位：亿元）

| 合作银行 | 未使用额度 |
|-----------|---------------|
| 九江银行 | 30.00 |
| 华夏银行 | 20.00 |
| 华兴银行 | 14.70 |
| 北京银行 | 10.00 |
| 广州银行 | 10.00 |
| 邮储银行 | 8.98 |
| 东莞银行 | 5.00 |
| 招商银行 | 3.00 |
| 交通银行 | 2.00 |
| 合计 | 103.68 |

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

除担保业务外，为提升资金使用效率，深担增信还利用自有资金发放委托贷款和进行债券投资。委托贷款方面，贷款客户主要为上市公司或上市公司股东，一般采用股票质押的方式，2021年以来公司收缩委托贷款规模，委托贷款余额较之前年度大幅减少，年末委托贷款存量余额合计5.26亿元，占期末权益总额的比例为8.03%。在信用风险高发以及股票市场价格波动较大的背景下，需关注深担增信委托贷款业务面临的潜在风险。债券投资方面，深担增信于2020年起开展债券投资业务，投资标的主要为自身担保的债券，现阶段债券投资规模较小，截至2021年末，深担增信债券投资余额为2.04亿元。

表20 深担增信资金业务情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|------|-------|-------|-------|
| 委托贷款 | 5.26 | 20.00 | 20.60 |
| 债券投资 | 2.04 | 2.94 | 0.00 |

资料来源：深担增信 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年来深担增信业务规模快速增长，带动营业收入和净利润增加。深担增信财务费用主要为银行存款取得的利息收入，投资收益为债券投资利息收入。深担增信融资担保业务展业时间较短，尚未出现代偿情况。

表21 近年来深担增信主要盈利指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3.60 | 2.97 | 0.14 |
| 营业成本 | 1.14 | 1.64 | 0.04 |
| 财务费用 | -0.09 | -0.49 | -0.10 |
| 投资收益 | 0.16 | 0.06 | 0.00 |
| 营业利润 | 2.76 | 1.86 | 0.09 |
| 利润总额 | 2.76 | 1.86 | 0.09 |
| 净利润 | 2.07 | 1.42 | 0.04 |
| 净资产收益率 | 3.31% | 2.34% | - |

资料来源：深担增信 2019-2021 年审计报告及深担增信提供，中证鹏元整理

受益于经营积累，深担增信资产规模保持增长，截至2021年末，总资产为65.86亿元，其中货币资金为47.66亿元，其中因定期存单和保证金受限部分占比27.32%，资产流动性较高，整体代偿能力极强。年末其他应收款为10.82亿元，主要为深担增信对深圳担保集团的拆借款。2021年末深担增信负债规模为2.33亿元，资产负债率为3.54%，处于较低水平，债务压力较小。随着业务规模的快速扩大，2021年末深担增信融资担保放大倍数大幅上升至8.26，未来担保业务发展空间有待拓展。

表22 近年来深担增信资产负债情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 47.66 | 36.09 | 39.50 |
| 其他应收款 | 10.82 | 3.29 | 0.08 |
| 委托贷款 | 5.26 | 19.90 | 20.50 |
| 流动资产合计 | 63.81 | 59.45 | 60.09 |
| 持有至到期投资 | 2.04 | 2.94 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 2.05 | 2.97 | 0.00 |
| 资产总计 | 65.86 | 62.41 | 60.09 |
| 其他流动负债 | 1.08 | 0.38 | 0.00 |
| 负债总计 | 2.33 | 0.95 | 0.05 |
| 所有者权益合计 | 63.53 | 61.46 | 60.04 |
| 融资担保责任余额 | 490.86 | 19.04 | 0.00 |

| | | | |
|----------|------|------|---|
| 融资担保放大倍数 | 8.26 | 0.31 | - |
|----------|------|------|---|

注：货币资金包括大额存单

资料来源：深担增信2019-2021年审计报告及深担增信提供，中证鹏元整理

综上所述，深担增信股东实力强，近年来担保业务规模增长快，资产流动性好，代偿能力极强。但中证鹏元也关注到，2021年深担增信融资担保放大倍数大幅上升，未来业务发展空间有待拓展；主要客户群体为民营企业，需对代偿风险保持关注；深担增信成立时间较短，后续经营业绩、风险管理制度执行情况与实际风控水平有待观察。经中证鹏元综合评定，深担增信主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。“20茂业01”、“20茂业02”由深担增信提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了“20茂业01”、“20茂业02”的信用水平。

十、结论

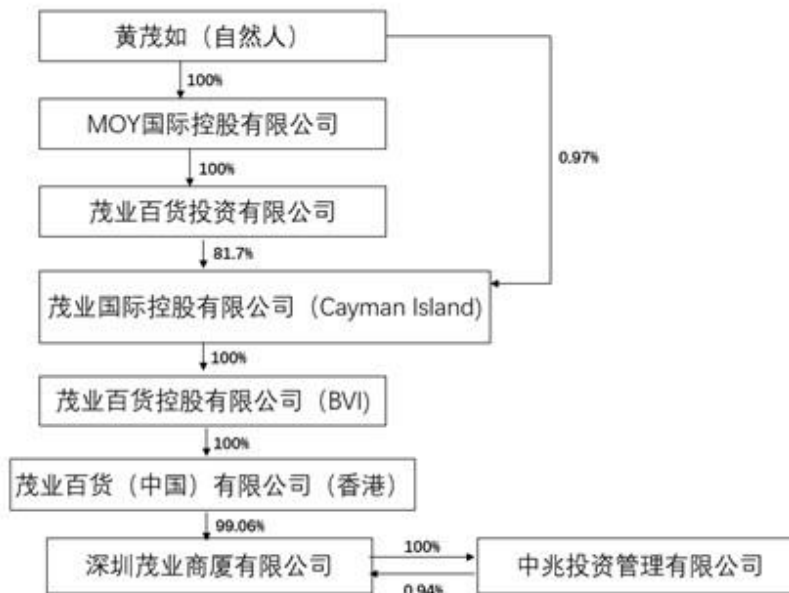
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20茂业01”、“20茂业02”的信用等级为AAA。

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） | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 13.18 | 12.18 | 13.95 |
| 存货 | 70.92 | 76.55 | 63.37 |
| 流动资产合计 | 117.89 | 124.42 | 114.82 |
| 投资性房地产 | 190.12 | 180.55 | 181.24 |
| 固定资产 | 65.60 | 63.13 | 68.77 |
| 非流动资产合计 | 365.26 | 337.89 | 358.93 |
| 资产总计 | 483.15 | 462.31 | 473.75 |
| 短期借款 | 29.70 | 26.09 | 30.77 |
| 其他应付款 | 56.25 | 91.35 | 74.13 |
| 一年内到期的非流动负债 | 36.95 | 23.68 | 45.40 |
| 流动负债合计 | 166.88 | 193.20 | 219.24 |
| 长期借款 | 75.40 | 86.68 | 68.43 |
| 应付债券 | 2.99 | 5.96 | 0.03 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税负债 | 38.00 | 37.58 | 38.79 |
| 其他非流动负债 | 38.59 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 174.59 | 130.84 | 108.17 |
| 负债合计 | 341.46 | 324.04 | 327.41 |
| 总债务 | 206.22 | 188.98 | 174.96 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 114.52 | 111.71 | 113.65 |
| 营业收入 | 60.38 | 67.77 | 68.12 |
| 净利润 | 0.96 | -0.98 | 6.43 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 7.19 | 3.55 | 16.63 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3.99 | -8.67 | -4.19 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -1.22 | 2.70 | -32.11 |
| 财务指标 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 66.27% | 61.00% | 74.57% |
| EBITDA 利润率 | 37.97% | 33.41% | 39.19% |
| 总资产回报率 | 2.33% | 2.11% | 4.42% |
| 产权比率 | 241.00% | 234.35% | 223.73% |
| 资产负债率 | 70.67% | 70.09% | 69.11% |
| 净债务/EBITDA | 8.35 | 7.92 | 6.14 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.26 | 2.15 | 2.34 |
| 总债务/总资本 | 59.28% | 57.75% | 54.45% |
| FFO/净债务 | 1.13% | 2.29% | 3.67% |
| 速动比率 | 0.28 | 0.25 | 0.23 |
| 现金短期债务比 | 0.22 | 0.11 | 0.12 |

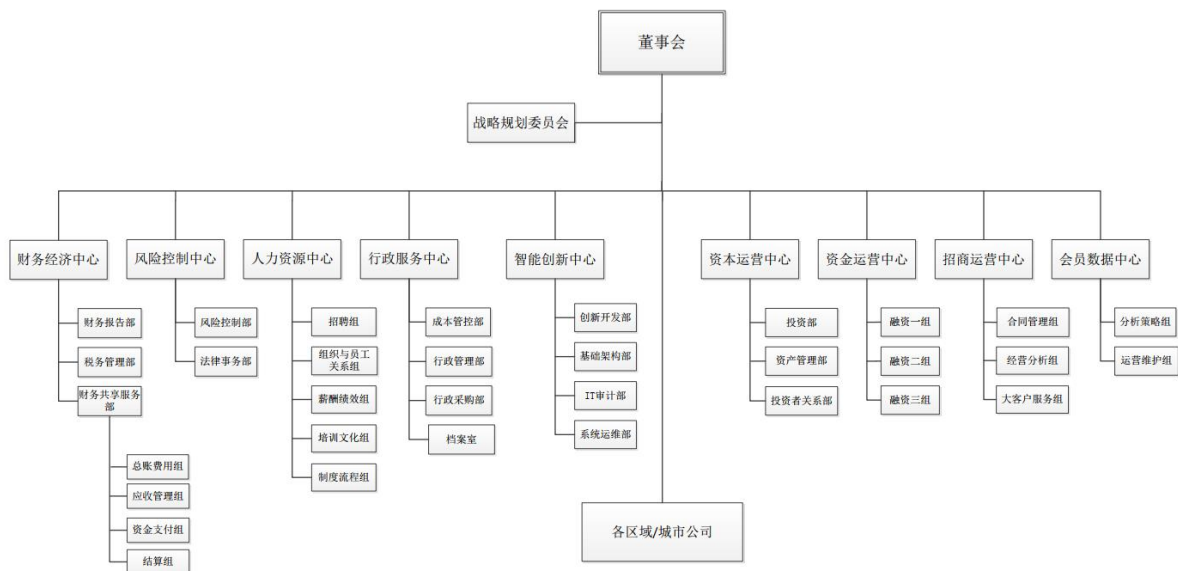
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | | 主营业务 |
|--------------------|------------|--------|--------|-------------|
| | | 直接持股 | 间接持股 | |
| 中兆投资管理有限公司 | 5,000.00 | 100.00 | 0.00 | 投资控股 |
| 深圳市茂业东方时代百货有限公司 | 120.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 深圳市茂业百货深南有限公司 | 100.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 深圳市茂业百货华强北有限公司 | 100.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 深圳茂业百货有限公司 | 53,686.98 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 珠海市茂业百货有限公司 | 480.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 常州茂业百货有限公司 | 500.00 | 100.00 | 0.00 | 百货店经营 |
| 泰州第一百货商店股份有限公司 | 1,895.00 | 0.00 | 80.57 | 百货店经营 |
| 沈阳茂业百货有限公司 | 15,500.00 | 100.00 | 0.00 | 百货店经营 |
| 临沂茂业百货有限公司 | 500.00 | 100.00 | 0.00 | 百货店经营 |
| 太原茂业百货有限公司 | 100,500.00 | 0.00 | 100.00 | 百货店经营 |
| 山西茂业置地房地产开发有限公司 | 10,000.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 沈阳茂业时代置业有限公司 | 800.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 深圳市茂业广告有限公司 | 200.00 | 0.00 | 100.00 | 广告经营 |
| 秦皇岛茂业房地产开发有限公司 | 51,500.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发及百货店经营 |
| 山东潍州置业有限公司 | 5,000.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 淄博茂业置业有限公司 | 2,000.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 无锡亿百置业有限公司 | 20,250.00 | 0.00 | 90.00 | 房地产开发 |
| 保定茂业百货有限公司 | 500.00 | 0.00 | 100.00 | 百货店经营 |
| 山东省淄博茂业百货股份有限公司 | 14,388.72 | 80.00 | 0.00 | 百货店经营 |
| 保定茂业房地产开发有限公司 | 5,000.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 茂业商业股份有限公司 | 173,198.25 | 82.80 | 0.00 | 投资控股及百货店经营 |
| 成商集团南充茂业百货有限公司 | 2,000.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 南充泽福商贸有限公司 | 2,150.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 南充志美商贸有限公司 | 380.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 乐山市峨眉山风景区成商凤凰湖有限公司 | 3,373.00 | 0.00 | 66.24 | 酒店经营及提供辅助服务 |
| 成商集团绵阳茂业百货有限公司 | 500.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 成都人民商场（集团）绵阳有限公司 | 500.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 成商集团成都人民商场有限公司 | 2.00 | 0.00 | 82.80 | 投资控股及百货店经营 |
| 重庆百福乐商贸有限公司 | 10,248.15 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 重庆茂业百货有限公司 | 3,000.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 成都茂业地产有限公司 | 800.00 | 0.00 | 82.80 | 房产开发 |
| 成都茂业置业有限公司 | 4,800.00 | 0.00 | 79.35 | 投资控股 |
| 秦皇岛茂业置业房地产开发有限公司 | 800.00 | 0.00 | 82.80 | 房产开发 |
| 成商集团控股有限公司 | 137,841.73 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |

| | | | | |
|---------------------|-----------|--------|--------|------------|
| 菏泽茂业百货有限公司 | 500.00 | 0.00 | 74.52 | 百货店经营 |
| 秦皇岛金原家居装饰城有限公司 | 100.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 秦皇岛茂业百货有限公司 | 34,230.16 | 0.00 | 100.00 | 百货店经营 |
| 秦皇岛茂业物业服务有限公司 | 500.00 | 0.00 | 100.00 | 物业服务 |
| 秦皇岛市金原商业管理有限责任公司 | 14,000.00 | 0.00 | 100.00 | 物业管理 |
| 秦皇岛市金原房地产开发有限公司 | 13,500.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 包头市茂业维多利亚商业管理有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 82.80 | 物业管理 |
| 芜湖茂业置业有限公司 | 11,000.00 | 0.00 | 100.00 | 物业管理 |
| 滁州茂业投资发展有限公司 | 7,000.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 安徽国润投资发展有限公司 | 29,433.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 淮南茂业投资发展有限公司 | 3,160.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 安徽省新长江商品交易有限公司 | 2,000.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 芜湖茂业农副产品市场有限公司 | 2,200.00 | 0.00 | 100.00 | 房地产开发 |
| 江苏茂业百货有限公司 | 32,500.00 | 54.00 | 0.00 | 百货店经营 |
| 包头市茂业东正房地产开发有限公司 | 1,000.00 | 100.00 | 0.00 | 房地产开发 |
| 莱芜茂业置业有限公司 | 2,000.00 | 100.00 | 0.00 | 百货店经营 |
| 深圳茂业投资控股有限公司 | 54,546.58 | 100.00 | 0.00 | 投资控股 |
| 沈阳安立置业经营有限责任公司 | 13,300.00 | 100.00 | 0.00 | 投资控股 |
| 沈阳茂业酒店有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 99.00 | 酒店业 |
| 辽宁物流有限公司 | 7,800.00 | 99.94 | 0.00 | 投资管理及物业开发 |
| 沈阳展业置地有限公司 | 24,500.00 | 0.00 | 50.97 | 物业开发 |
| 成都市茂业仁和春天百货有限公司 | 4,000.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 成都市青羊区茂业仁和春天百货有限公司 | 18,500.00 | 0.00 | 82.80 | 百货店经营 |
| 内蒙古维多利亚商业(集团)有限公司 | 17,000.00 | 0.00 | 57.96 | 百货店经营 |
| 内蒙古维多利亚新城商业管理有限公司 | 14,000.00 | 0.00 | 57.96 | 百货店经营 |
| 内蒙古金维利商业管理有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 57.96 | 百货店经营 |
| 包头市维多利亚商厦有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 57.96 | 百货店经营 |
| 包头市维多利亚商业管理有限公司 | 300.00 | 0.00 | 57.96 | 百货店经营 |
| 呼和浩特市维多利亚房地产开发有限公司 | 3,000.00 | 0.00 | 57.96 | 房地产开发 |
| 呼和浩特市维多利亚物业服务有限责任公司 | 50.00 | 0.00 | 57.96 | 物业管理 |
| 茂业数智联合信息技术(深圳)有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 98.00 | 投资控股 |
| 淄博茂业商厦有限公司 | 8,180.00 | 0.00 | 80.00 | 经营百货店及连锁超市 |
| 深圳茂乐惠电子商务有限责任公司 | 500.00 | 0.00 | 98.00 | 百货店经营 |
| 包头茂业置业有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 82.80 | 房产开发 |
| 茂业科技零售有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 82.80 | 投资控股 |
| 成都茂业酒店有限公司 | 1,000.00 | 0.00 | 82.80 | 酒店业 |
| 成都茂业投资有限公司 | 60,000.00 | 0.00 | 82.80 | 房地产开发 |

资料来源：公司提供

附录五 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 |

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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。 |