



# 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 2023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评级的变化情况。

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) 品种二2023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   |
| 20 茂业 02 | AAA  | AAA  |

## 评级观点

- 该评级结果是考虑到：深圳茂业商厦有限公司（以下简称“茂业商厦”或“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 02”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，较高水平的线上分流持续挤压实体零售市场份额，随着房地产行业景气度下降，公司经营性业务利润面临下滑压力，而投资收益和公允价值变动等非经常性损益对公司利润的影响较大，后续盈利稳定性存在不确定性，以及公司偿债压力仍然较大和存在或有负债风险等风险因素。

## 评级日期

2023年6月20日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径          | 2022   | 2021   | 2020   |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 469.90 | 483.15 | 462.31 |
| 归母所有者权益       | 116.03 | 114.52 | 111.71 |
| 总债务           | 187.95 | 206.22 | 188.98 |
| 营业收入          | 55.15  | 60.38  | 67.77  |
| 投资收益          | 3.26   | -0.58  | 1.45   |
| 资产减值损失        | -0.85  | -1.45  | -2.94  |
| 净利润           | 2.38   | 0.96   | -0.98  |
| 经营活动现金流净额     | 10.78  | 7.19   | 3.55   |
| 净债务/EBITDA    | 8.39   | 8.35   | 7.92   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.00   | 1.95   | 2.15   |
| 总债务/总资本       | 56.80% | 59.28% | 57.75% |
| FFO/净债务       | 2.39%  | 1.12%  | 2.03%  |
| EBITDA 利润率    | 39.61% | 37.97% | 33.41% |
| 总资产回报率        | 3.13%  | 2.67%  | 2.11%  |
| 速动比率          | 0.25   | 0.28   | 0.25   |
| 现金短期债务比       | 0.08   | 0.22   | 0.11   |
| 销售毛利率         | 63.21% | 66.27% | 61.00% |
| 资产负债率         | 69.57% | 70.67% | 70.09% |

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：陈刚  
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司百货业务覆盖区域广泛，具有品牌知名度。**截至 2022 年末，公司百货业务全国范围内运营门店为 42 家，覆盖广东、四川、江苏、河北、内蒙古等 8 个省份 18 个城市，并打造了“茂业天地”、“茂业百货”、“人民商场”、“仁和春天”、“维多利”等针对不同客户群体的品牌，业态包括百货商场、购物中心和奥特莱斯。
- **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。**公司门店总面积规模较大，2022 年末自有门店面积占比 81.19%，能够有效缓解物业租金上浮及租约到期带来的经营压力。此外，公司部分自有门店位于深圳、成都等一二线城市的成熟商圈及新城商业中心，具有一定保值增值潜力。
- **第三方保证担保仍能有效提升“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 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 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，2022 年我国实物商品网上零售额占比达到 27.20%，同比增长 2.7 个百分点，对实体零售市场造成持续挤压。
- **房地产行业景气度下降，公司在售楼盘存在销售压力。**公司在售楼盘较多，但主要分布在市场景气度偏弱的安徽、河北和山西等省份的三四线城市，后续面临较大的销售去化压力，同时部分在建项目建设周期偏长，资金沉淀较多，后续资金压力较大。
- **公司经营性业务利润面临下滑压力，非经常性损益对公司利润的影响较大。**公司通过并购扩大业务规模，但管理难度加大且部分收购获得的企业经营表现不佳，近年来持续计提商誉减值；公司对外股权投资标的中部分被投资对象经营情况较差，未来可能对公司业绩产生不利影响。2022 年公司投资收益主要是其持有沈阳商业城股份有限公司（以下简称“商业城”）的股份被动稀释，由联营企业转换为其他权益工具核算产生。公司扣除非经营性损益后利润亏损，经营性利润仍面临下滑压力，整体收益质量有所下降。
- **公司债务压力较大，且较高的资产抵质押比率影响资产流动性。**重资产经营的模式导致公司财务杠杆水平较高，总债务规模较大。公司债务期限结构欠佳，2022 年末短期债务占比增加至 38.18%，现金短债比下降至 0.08，面临较大的短期偿债压力。此外，公司资产抵押比率较高，2022 年末抵质押资产合计 160.36 亿元。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 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，公司已计提 0.58 亿元的负债，后续仍存在一定的或有负债风险。此外，展业置地所开发的沈阳中街合合巷项目因涉及未决诉讼长期处于停工状态。

## 未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标    | 茂业<br>商厦 | 合肥百货<br>(000417.SZ) | 中兴商业<br>(000715.SZ) | 广百股份<br>(002187.SZ) | 友阿股份<br>(002277.SZ) | 天虹股份<br>(002419.SZ) |
|-------|----------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 总资产   | 469.90   | 130.62              | 24.03               | 87.96               | 148.30              | 304.44              |
| 营业收入  | 55.15    | 63.02               | 6.93                | 48.92               | 18.13               | 121.25              |
| 净利润   | 2.38     | 2.28                | 0.86                | -1.45               | 0.04                | 1.20                |
| 销售毛利率 | 63.21%   | 29.33%              | 55.15%              | 23.81%              | 50.57%              | 36.81%              |
| 资产负债率 | 69.57%   | 60.19%              | 27.73%              | 54.62%              | 53.62%              | 86.70%              |

注：以上各指标均为 2022 年末/2022 年数据。

资料来源：同花顺 iFind，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 | <a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a> |
| 外部特殊支持评价方法和模型   | <a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a> |

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     | 宏观环境      | 4/5  | 财务状况     | 初步财务状况 | 5/9        |
|          | 行业&运营风险状况 | 5/7  |          | 杠杆状况   | 3/9        |
|          | 行业风险状况    | 3/5  |          | 盈利状况   | 强          |
|          | 经营状况      | 5/7  |          | 流动性状况  | 4/7        |
| 业务状况评估结果 |           | 5/7  | 财务状况评估结果 |        | 5/9        |
| 调整因素     | ESG 因素    |      |          |        | 0          |
|          | 重大特殊事项    |      |          |        | 0          |
|          | 补充调整      |      |          |        | 1          |
| 个体信用状况   |           |      |          |        | <b>aa-</b> |
| 外部特殊支持   |           |      |          |        | 1          |
| 主体信用等级   |           |      |          |        | <b>AA</b>  |

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 外部特殊支持

公司是茂业国际控股有限公司（以下简称“茂业国际”）的重要子公司，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，茂业国际提供支持的意愿几乎肯定，主要体现为公司对茂业国际极其重要。同时，中证鹏元认为茂业国际提供支持的能力较强，主要体现为较强的业务实力和财务实力。

## 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  | 2022-6-28 | 蒋晗、刘惠琼 | <a href="#">工商企业通用信用评级方法与模型（cspy_ffmx_2021V1.0）</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法（cspy_ff_2019V1.0）</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA/稳定 | AAA  | 2020-5-25 | 蒋申、肖旅菲 | <a href="#">公司债券评级方法（py_ff_2017V1.0）</a> 、 <a href="#">零售企业主体长期信用评级方法（py_ff_2017V1.0）</a>          | <a href="#">阅读全文</a> |

## 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 02 | 3.00     | 3.00     | 2022-6-28 | 2023-08-04 |

## 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日发行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2023年3月21日，“20茂业02”募集资金专项账户余额为4.36万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，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2022年末，公司注册资本仍为4.45亿美元，实收资本3.20亿美元，控股股东茂业百货（中国）有限公司持有公司99.06%的股份，实际控制人仍为黄茂如。截至2022年末，公司合并范围内新增成都茂业不动产管理有限公司1家子公司。截至2022年末，公司纳入合并范围内的子公司共73家（详见附录四）。

## 四、运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策



利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

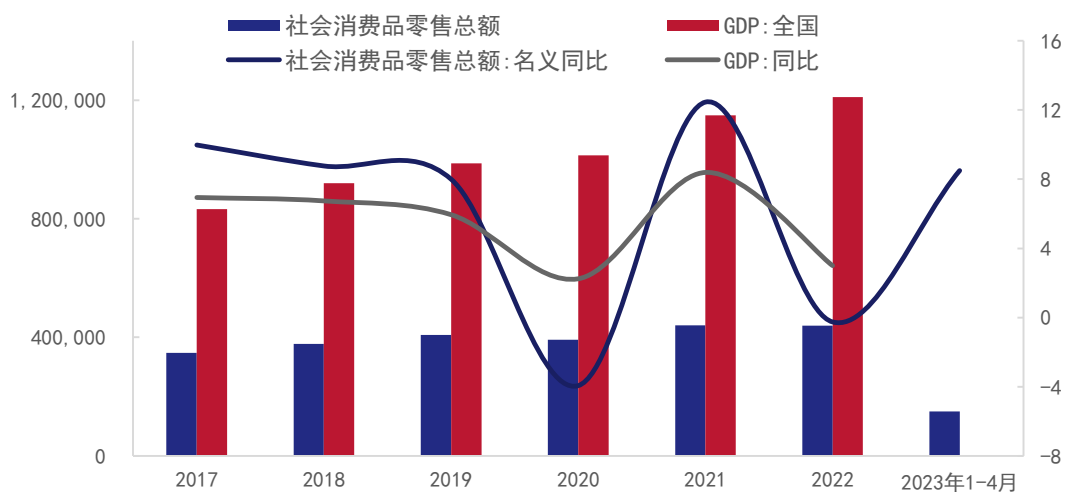
## （二）行业环境

**2022年实体零售企业受到外部环境影响较大，消费仍然是国内经济增长的核心动力，但宏观经济增速放缓、对未来收入预期的不确定性增加、以及居民杠杆率仍居高位挤压了我国居民的消费空间**

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位，随着经济的增长和消费升级，零售业的规模不断扩大。2022年国内经济发展面临的不确定性因素较多，消费市场表现亦受到拖累。2022年我国实现国内生产总值121.02万亿元，按不变价格计算，同比增长3%；同期社会消费品零售总额43.97万亿元，比上年下降0.2%。

2023年以来，随着外部影响消除，加之各地加快落实各项促进消费的政策，我国消费市场持续发力，对经济增长的拉动增强。一季度社会消费品零售总额11.49万亿元，同比增长5.8%；消费对经济增长的贡献率达到66.6%，成为三大需求中拉动经济增长的主力。消费仍然是国内经济增长的核心动力，随着中国经济的不断发展和人均收入的提高，未来零售业规模仍将继续扩大。

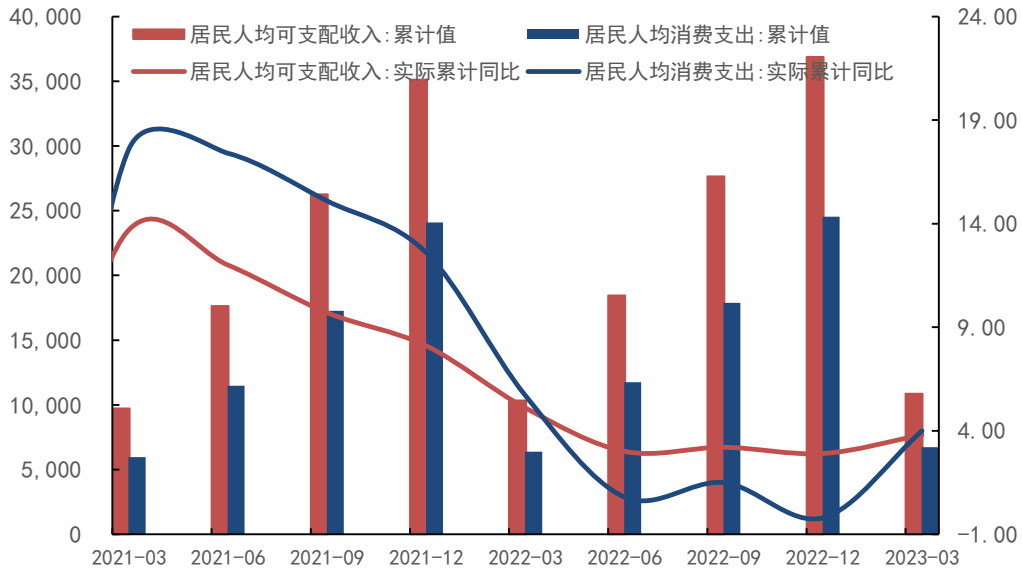
**图1 2023年以来社会消费品零售总额同比大幅提升（单位：亿元、%）**



资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

需求方面，居民收入的增长和消费水平的提升为我国零售业持续发展提供了较好的支撑。2022年，全国居民人均可支配收入36,883元，比上年同比增长2.9%；消费支出方面，同期全国居民人均可支配支出24,538元，同比下降0.2%。随着国内经济活跃度有所好转，2023年一季度居民人均可支配收入同比增速提升至3.8%，支出端由负转正，累计同比增长4%。

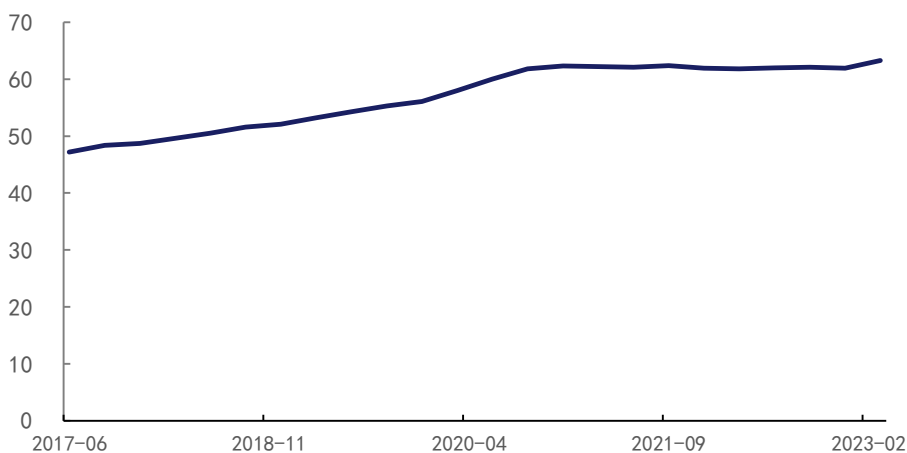
**图2 网络零售增速持续高位（单位：元、%）**



资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

宏观经济增速放缓、对未来收入预期的不确定性增加、以及居民杠杆率仍居高位挤压了我国居民的消费空间。2023年3月末，我国居民部门杠杆率为63.30%，同比有所提升，对全年消费增长仍将产生一定不利影响。

**图3 居民杠杆率维持高位（单位：%）**



资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

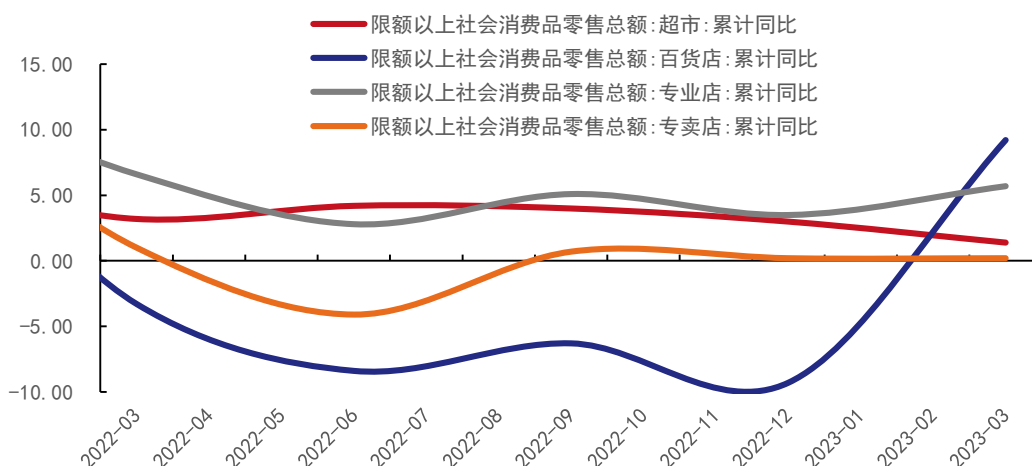


## 零售行业市场充分竞争且同质化，外部环境对各业态的零售冲击有所分化；网络零售增速仍居高位，挤压实体零售市场份额，百货行业消费增速承压

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。

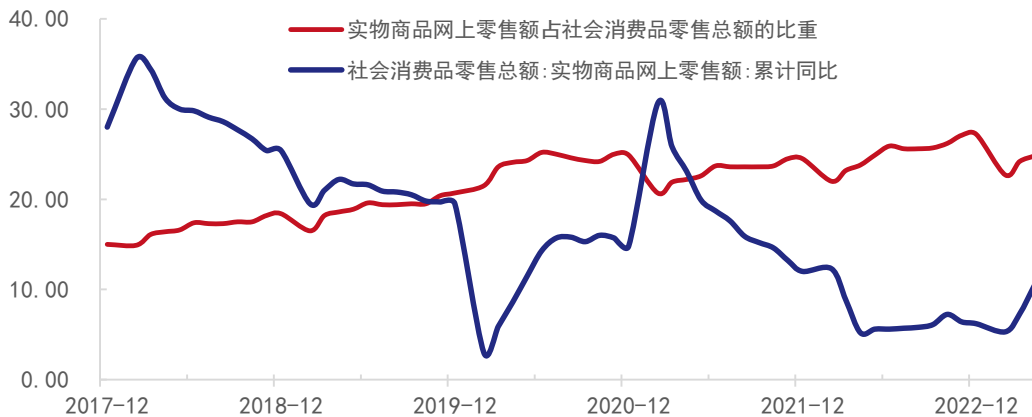
2022年，社会消费品零售同比下降的背景下，各业态的零售行业增长速率有所分化，其中百货店表现最差，累计同比下降9.30%。2022年线下零售门店的经营受外部环境以及高温限电影响，业绩进入低谷期。随着社会生产生活秩序逐步恢复，线下客流逐步恢复，商超百货线下经营转向正常化，经营有望回暖。2023年一季度，零售业单位中的百货、专业店、超市和专卖店零售额同比分别增长9.2%、5.7%、1.4%和0.2%，其中百货店反弹最为迅速。为促进消费，从中央到地方政府均出台了系列促消费政策，各级政府持续通过发放消费券、补贴、减轻贷款压力、金融支持等多方面政策刺激消费的恢复和升级，预计行业外部环境有望逐渐改善。

**图4 2022年百货业态增速垫底，2023年一季度反弹最为迅速**



资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

我国零售行业竞争激烈，大型超市、便利店、百货公司、电商等都在激烈争夺市场份额。其中，电商行业的发展速度最快，阿里巴巴、京东、拼多多等电商巨头稳坐市场龙头，占据了越来越大的市场份额。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 年起连续成为全球最大市场。随着零售行业整合与变革的加速，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。2022 年末，我国实物商品网上零售额占比达到 27.20%；2023 年经济活动恢复正常后，占比有所下降。整体来看，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5 网络零售增速持续高位（单位：%）**


资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司主要从事百货零售业务，辅以配套商业地产业务；百货板块业态包括百货商场、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项目；受宏观经济形势严峻等因素影响，2022年公司百货业务收入持续下滑，地产收入随着待结算项目的减少持续下降

公司百货板块以“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。2022年公司营业收入同比下降8.66%，主要系受外部环境影响，自营销售和商业租赁收入规模均有所减少。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。2022年公司销售毛利率同比下降3.06个百分点，毛利率稳定在较高水平。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

| 项目   | 2022年 |        |         | 2021年 |        |         |
|------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|
|      | 金额    | 毛利率    | 占比      | 金额    | 毛利率    | 占比      |
| 百货业务 | 33.25 | 58.01% | 60.29%  | 40.74 | 59.51% | 67.47%  |
| 地产业务 | 7.25  | 46.12% | 13.15%  | 6.82  | 49.60% | 11.30%  |
| 其他   | 14.65 | 83.47% | 26.56%  | 12.83 | 96.60% | 21.25%  |
| 合计   | 55.15 | 63.21% | 100.00% | 60.38 | 66.27% | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 1、百货业务

公司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，采用重资产运营模式，主要定位为中高档百货及购物中心。截至2022年末，公司百货业务在全国范围内运营门店42家，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。公司百货业务地域范围广，覆盖了广东、四川、山东、江苏、河北、内蒙古等8个省份的18个城市。2022年末自有物业门店面积占比达81.19%，与上年持平。公司自持物业占比在同业中处于较高水平，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深圳和成都等一二线城市成熟商圈及新城商业中心，具有一定的保值增值潜力。

**表2 截至2022年末公司百货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        | 13.28        | 6         | 21.84         |
| 辽宁        | 1         | 4.85          | 0        | 0            | 1         | 4.85          |
| 重庆        | 0         | 0             | 1        | 6.75         | 1         | 6.75          |
| <b>总计</b> | <b>33</b> | <b>208.94</b> | <b>9</b> | <b>48.42</b> | <b>42</b> | <b>257.36</b> |

注：广东地区建筑面积略有增加，系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，2022年门店收入同比下降10.58%，受外部环境的影响，单位面积门店收入同比有所下降。

**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            | 2022年           | 2021            | 2020年           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 门店收入：           | <b>47.90</b>    | <b>53.57</b>    | <b>48.78</b>    |
| 其中：百货收入         | 33.25           | 40.74           | 36.90           |
| 其他收入            | 14.65           | 12.83           | 11.88           |
| 门店经营面积          | 257.37          | 257.34          | 254.18          |
| <b>单位面积门店收入</b> | <b>1,861.22</b> | <b>2,081.59</b> | <b>1,919.02</b> |
| 其中：单位面积百货收入     | 1,291.89        | 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、自营及商业租赁三种模式，其中联营模式也称特许专柜模式，公司与供应商签订联营合同，约定扣率及费用承担方式，由供应商自行销售，公司以收到的销售款扣除应结算给供应商的采购款后的净额确认销售收入；自营模式下，公司采购商品后，在完成货物销售收到货款或取得

销售款凭据以后，按取得销售款总额确认收入。2022年主要受外部环境影响，公司联营销售收入、自营销售收入和商业租赁收入均有不同程度的下降，由于外部环境不佳以及经营模式变动等因素影响，联营销售收入同比下滑幅度较大。

**表4 百货收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

| 项目        | 模式   | 2022年        |               | 2021年        |               | 2020年        |               |
|-----------|--|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|           |  | 金额           | 毛利率           | 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 | 7.15         | 100.00%       | 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                                    | 15.06        | 7.26%         | 17.79        | 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                      | 11.04        | 100.00%       | 12.44        | 100.00%       | 10.36        | 100.00%       |
| <b>合计</b> |  | <b>33.25</b> | <b>58.01%</b> | <b>40.74</b> | <b>59.51%</b> | <b>36.90</b> | <b>60.78%</b> |

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、太原茂业天地、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。2020-2022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%、60.18%和57.70%，对公司收入贡献度较高。受宏观经济形势严峻以及线上零售持续冲击等因素影响，2022年深圳华强北店、成都光华店等多家门店营业收入均有所下滑。

**表5 公司主要十大门店收入情况（单位：亿元）**

| 类型        | 门店            | 开业时间     | 2022年        | 2021年        | 2020年        |
|-----------|---------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| 百货        | 深圳华强北店        | 2003年10月 | 9.49         | 11.08        | 9.20         |
| 购物中心      | 太原茂业天地        | 2014年11月 | 4.30         | 3.84         | 3.21         |
| 百货        | 成都光华店         | 2009年12月 | 2.91         | 3.33         | 3.36         |
| 购物中心      | 呼和浩特维多利亚摩尔城店  | 2013年12月 | 2.09         | 2.53         | 1.98         |
| 百货        | 呼和浩特维多利亚商厦    | 2003年5月  | 1.64         | 2.33         | 1.99         |
| 购物中心      | 呼和浩特维多利亚时代城店  | 2010年11月 | 1.83         | 2.27         | 1.91         |
| 百货        | 深圳南山店         | 2009年9月  | 1.77         | 2.09         | 1.89         |
| 百货        | 深圳东门店         | 1997年3月  | 1.45         | 2.05         | 2.06         |
| 购物中心      | 淄博茂业时代广场      | 2015年2月  | 1.49         | 1.44         | 1.46         |
| 百货        | 呼和浩特维多利亚国际广场店 | 2008年1月  | 0.67         | 1.28         | 1.32         |
| <b>合计</b> | -             | -        | <b>27.64</b> | <b>32.24</b> | <b>28.39</b> |

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**

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。

由于业绩表现不佳，2022年公司分别对子公司内蒙古维多利商业（集团）有限公司（以下简称“维多利集团”）和成都市仁和春天百货有限公司分别计提商誉减值0.31亿元和0.21亿元。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6 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      |
|      | <b>合计</b>                          |                     |         | <b>146.80</b> |        |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 2、房地产业务

公司在售楼盘较多，但主要分布在市场景气度偏弱的三四线城市，后续面临较大的销售去化压力，部分在建项目建设周期偏长，资金沉淀较多，后续资金压力较大

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，地产板块的物业类型包括住宅、公寓等。2022年末，公司主要在售房地产包括秦皇岛茂业中心、太原茂业天地以及包头茂业天地等项目，分布在河北、山西、山东、江苏、安徽等省份，在售楼盘较多，有一定的业务可持续性，但考虑到房地产市场仍处于下行周期，且公司在售项目主要分布在三四线城市，后续将面临较大的去化压力。

**表7 截至 2022 年末公司主要在售房地产项目（单位：平方米）**

| 项目名称      | 位置    | 可售面积           | 已售面积           |
|-----------|-------|----------------|----------------|
| 秦皇岛茂业中心   | 河北秦皇岛 | 108,682        | 101,854        |
| 太原茂业天地    | 山西太原  | 221,078        | 151,617        |
| 包头茂业天地    | 内蒙古包头 | 34,655         | 32,240         |
| 淄博茂业中心    | 山东淄博  | 76,121         | 28,044         |
| 茂业时代广场    | 江苏无锡  | 30,459         | 29,574         |
| 财富广场      | 安徽滁州  | 117,158        | 89,862         |
| <b>合计</b> | -     | <b>588,153</b> | <b>433,191</b> |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司未有新增土地储备。截至2022年末，公司储备项目分布在山东淄博和河北秦皇岛，占地面积约7万平方米。

**表8 截至2022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        |
|-------------|-------|----------|------------------|-------------|
| 淄博茂业中心 2#3# | 山东淄博  | 商务金融城镇住宅 | 59,627.86        | 3.00        |
| 秦皇岛金梦海湾     | 河北秦皇岛 | 商服       | 10,420.00        | 0.72        |
| <b>合计</b>   | -     | -        | <b>70,047.86</b> | <b>3.72</b> |

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建项目包括淄博茂业中心、太原茂业天地等，涉及城市综合体、酒店、写字楼等多种业态。中证鹏元关注到，公司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，资金沉淀较多，后续资金压力较大；同时受市场竞争及外部环境的影响，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以及存在存货减值等风险。

**表9 截至2022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  | 1#住宅预计2023年10月 | 192,529.99        | 43,179.56         | 149,350.43        |
| 太原茂业天地    | 2010年12月 | 2022年10月       | 55,684.58         | 58,463.24         | --                |
| 潍坊茂业中心    | --       | --             | --                | 68,690.48         | --                |
| 沈阳中街公合巷   | 2004年7月  | --             | --                | 119,175.02        | --                |
| <b>合计</b> | --       | --             | <b>248,214.57</b> | <b>289,508.30</b> | <b>149,350.43</b> |

注：（1）太原茂业天地原计划于2022年10月竣工，但截止目前仍未竣工，公司未提供最新预计竣工日期；（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。

资料来源：公司提供

### 3、股权投资业务

2022年公司确认较大规模的投资收益主要源于账务处理，此外公司对外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，未来仍可能对公司业绩产生一定不利影响



公司对外股权投资规模较大，由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，投资标的行业包括信息技术、百货零售、银行和医药等，无明显行业分布特点。2022年公司处置长期股权投资收益是由于公司持有对商业城的股份被动稀释及丧失重大影响，由联营企业转换为其他权益工具核算产生。其中，商业城非公开发行股份导致公司对商业城的投资被动稀释产生投资收益5,478.15万元，2022年10月31日由联营企业转换为其他权益工具时持有的商业城股票公允价值与长期股权投资账面价值的差额相应确认投资收益2.73亿元，合计产生的投资收益为人民币3.28亿元。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10 截至 2022 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   | 持股数量     | 持股比例   | 账面价值         | 归类科目   |
|-----------------|-----------|--------|----------|--------|--------------|--------|
| 盛京银行股份有限公司      | 2066.HK   | 盛京银行   | 8,550.00 | 0.97%  | 3.73         | 其他权益工具 |
| 沈阳商业城股份有限公司     | 600306.SH | *ST 商城 | 4,314.16 | 18.63% | 3.67         | 其他权益工具 |
| 重药控股股份有限公司      | 000950.SZ | 重药控股   | 2,498.11 | 1.43%  | 1.27         | 其他权益工具 |
| 深圳优依购互娱科技有限公司   | -         | -      | 708.33   | 14.32% | 0.63         | 其他权益工具 |
| 深圳优依购电子商务股份有限公司 | -         | -      | --       | 61.45% | 3.63         | 长期股权投资 |
| 中嘉博创信息技术股份有限公司  | 000889.SZ | *ST 中嘉 | 2,997.53 | 3.20%  | 0.56         | 其他权益工具 |
| 秦皇岛银行股份有限公司     | -         | -      | 1,939.00 | 0.99%  | 0.56         | 其他权益工具 |
| 中铁信托有限责任公司      | -         | -      | 1,469.67 | 0.29%  | 0.34         | 其他权益工具 |
| 其他公司            | -         | -      | -        | -      | 0.36         | -      |
| <b>合计</b>       | -         | -      | -        | -      | <b>14.75</b> | -      |

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

**表11 2022 年年公司投资收益构成（单位：万元）**

| 类别        | 标的                   | 2022 年           | 2021 年           | 2020 年           |
|-----------|----------------------|------------------|------------------|------------------|
| 长期股权投资    | 出售长期股权投资收益           | 32,820.70        | -4,627.20        | 366.39           |
|           | 持有长期股权投资获得收益         | -827.07          | -2,616.70        | -825.28          |
| 其他权益工具投资  | 持有的其他权益工具投资的股利收入     | 469.35           | 641.77           | 0.00             |
| 交易性金融资产   | 持有交易性金融资产的股权收益、红利/股利 | 230.19           | 155.92           | 1,816.95         |
|           | 处置交易性金融资产及理财收益       | -134.38          | 625.13           | 13,092.57        |
| <b>合计</b> | -                    | <b>32,558.79</b> | <b>-5,821.09</b> | <b>14,450.62</b> |

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2020-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

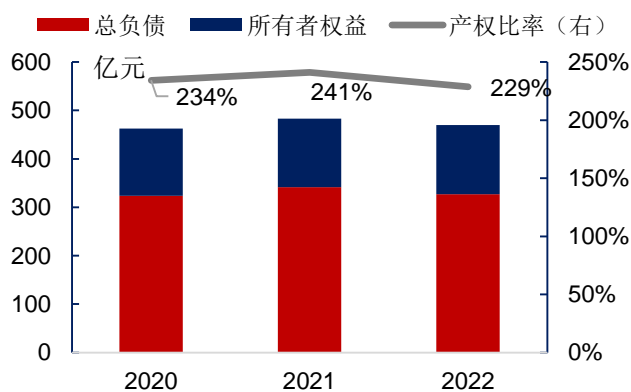


## 资本实力与资产质量

2022年末公司总资产略有减少，结构上仍主要包括自持百货商场物业和房地产项目，受限资产占比高，资产流动性受限

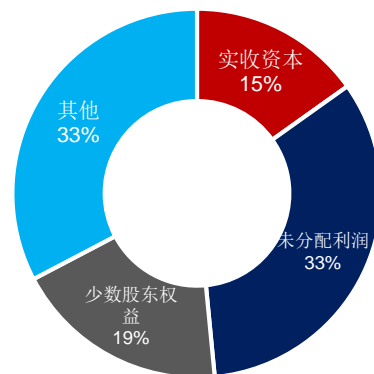
公司净资产主要由自身经营积累、自有物业转换公允价值大于账面价值部分的其他综合收益以及少数股东权益组成，权益稳定性一般。随着投资进度放缓以及债务持续偿还，公司总资产和总负债均有所降低。综合影响下，2022年末公司产权比率小幅下降，净资产对负债的保障程度仍较弱。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 7 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产在结构上仍主要为自持百货商场物业和房地产项目。存货主要为拟用于百货及地产销售业务的房产项目，其中账面价值19.30亿元的存货已用于抵押，占存货的26.05%。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。投资性房地产为公司自持物业，采用公允价值模式计量，其中账面价值90.60亿元的投资性房地产已用于抵押，占当期末投资性房地产的47.51%。固定资产主要是公司自用的房屋建筑物，其中账面价值34.56亿元的固定资产已用于抵押、账面价值1.51亿元的固定资产产权手续正在办理中。

商誉由并购维多利亚、人东百货和光华百货等百货业务板块产生，2022年账面价值略有下降，主要系收购标的经营业绩不佳计提的商誉减值。截至2022年末，公司商誉成本为17.46亿元，已累计减值4.75亿元，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。无形资产主要为土地使用权，2022年账面价值略有下降主要系正常的摊销，其中账面价值2.33亿元的无形资产已用于抵押、账面价值0.79亿元的无形资产产权手续正在办理中。

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，2022年末账面价值有所上升。其他权益工具投资及长期股权投资均为公司股权投资，2022年末账面价值有所下降，主要系出售银座股份股权以及深圳优依购互娱科技有限公司和盛京银行等公司公允价值下降所致。由于归还到期借款，2022年末公司货币资金大幅减少，其中3.57亿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。

**表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2022年         |                | 2021年         |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 货币资金           | 9.08          | 1.93%          | 13.18         | 2.73%          |
| 其他应收款          | 27.12         | 5.78%          | 20.82         | 4.31%          |
| 存货             | 74.08         | 15.77%         | 70.92         | 14.68%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>116.80</b> | <b>24.86%</b>  | <b>117.89</b> | <b>24.40%</b>  |
| 其他权益工具投资       | 11.12         | 2.37%          | 13.65         | 2.82%          |
| 投资性房地产         | 190.70        | 40.58%         | 190.12        | 39.35%         |
| 固定资产           | 62.04         | 13.20%         | 65.60         | 13.58%         |
| 无形资产           | 33.63         | 7.16%          | 35.18         | 7.28%          |
| 商誉             | 12.70         | 2.70%          | 13.22         | 2.74%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>353.10</b> | <b>75.14%</b>  | <b>365.26</b> | <b>75.60%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>469.90</b> | <b>100.00%</b> | <b>483.15</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司投资收益和公允价值变动等非经常性损益对利润影响较大，盈利能力的稳定性值得关注

受外部经济环境以及房地产结转项目减少影响，2022年公司营业收入同比下降8.66%。考虑到宏观经济增速放缓以及房地产行业外部环境不佳，公司经营压力持续加大，主要在建项目面临建设进度及经营不及预期风险。2022年公司销售毛利率同比下降3.06个百分点，毛利率稳定在较高水平。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，叠加管理费用维持高位及较大规模债务带来大额利息支出，较高的期间费用持续侵蚀公司利润。

公司投资收益主要是其持有商业城的股份被动稀释，由联营企业转换为其他权益工具核算产生；公允价值变动收益主要包括投资性房地产增值、以及少部分交易性金融资产价值变动产生；资产减值损失系收购子公司经营不达预期导致的商誉减值损失和联营公司优依购经营不达预期导致的长期股权减值损失；营业外支出主要由诉讼导致的罚息及违约金构成。考虑到公司部分投资企业和被收购企业经营业绩表现不佳，需持续关注各类资产的减值风险。

**表13 公司部分非经营性损益情况（单位：亿元）**

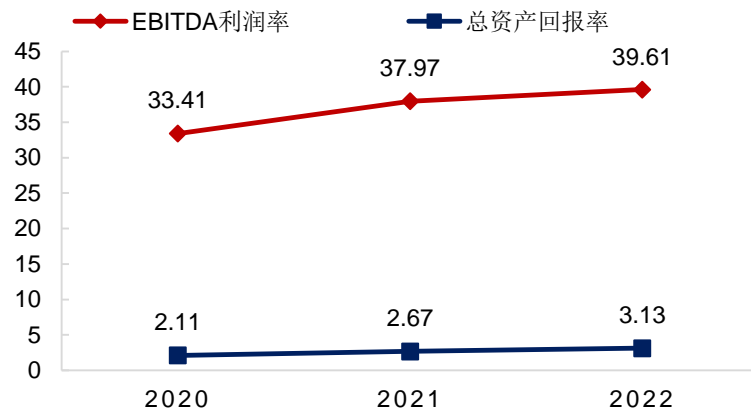
| 指标名称      | 2022年 | 2021年 |
|-----------|-------|-------|
| 投资收益      | 3.26  | -0.58 |
| 公允价值变动净收益 | 1.55  | 2.42  |
| 资产减值损失    | 0.85  | 1.45  |
| 营业外支出     | 0.86  | 1.66  |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

由于2022年公司营业利润及净利润同比均有所增长，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高，

但利润主要由账务处理带来的投资收益构成，经营性业务利润同比下滑，整体收益质量有所下降。中证鹏元关注到，公司经营性业务利润面临下滑压力，投资收益和公允价值变动等非经常性损益对公司利润的影响较大，盈利能力的稳定性值得关注。

**图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**公司财务杠杆水平较高，总债务规模较大，债务期限结构欠佳，整体偿债压力较大**

随着到期债务偿还，2022年末公司总债务同比下降8.86%至187.95亿元，其中短期债务占比提升至38.18%，债务期限结构有待优化。公司债务主要由银行借款、租赁借款、关联方借款和公司债构成。随着经营资金需求增加，2022年末公司短期借款同比增长24.55%，由34.99亿元的抵押和保证借款和2.00亿元质押借款构成，年利率在4.36%-6.5%之间。一年内到期的非流动负债为年内即将到期的银行借款、应付债券和租赁负债组成，2022年末为34.47亿元。其中应付债券系本期债券，债券余额3亿元，将于2023年8月4日到期。截至2022年末，公司长期借款59.62亿元，均为抵押和保证借款，借款年利率在4.35%-6.60%之间。2022年末公司租赁负债余额15.43亿元，规模同比有所下降。其他非流动负债系公司向关联方深圳茂业（集团）股份有限公司和崇德物业管理（深圳）有限公司的41.16亿元借款。

经营性负债方面，应付账款主要为应付供应商采购款；合同负债主要是公司百货业务的预售储值卡款项11.25亿元和预收房款5.50亿元；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；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。

**表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

| 项目   | 2022年 |        | 2021年 |       |
|------|-------|--------|-------|-------|
|      | 金额    | 占比     | 金额    | 占比    |
| 短期借款 | 36.99 | 11.31% | 29.70 | 8.70% |
| 应付账款 | 15.62 | 4.78%  | 18.04 | 5.28% |

|                |               |                |               |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 合同负债           | 16.75         | 5.13%          | 16.79         | 4.92%          |
| 其他应付款          | 59.48         | 18.19%         | 56.25         | 16.47%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 34.47         | 10.54%         | 36.95         | 10.82%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>171.37</b> | <b>52.42%</b>  | <b>166.88</b> | <b>48.87%</b>  |
| 长期借款           | 59.62         | 18.24%         | 75.40         | 22.08%         |
| 应付债券           | 0.00          | 0.00%          | 2.99          | 0.87%          |
| 租赁负债           | 15.43         | 4.72%          | 18.07         | 5.29%          |
| 递延所得税负债        | 38.18         | 11.68%         | 38.00         | 11.13%         |
| 其他非流动负债        | 41.16         | 12.59%         | 38.59         | 11.30%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>155.55</b> | <b>47.58%</b>  | <b>174.59</b> | <b>51.13%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>326.92</b> | <b>100.00%</b> | <b>341.46</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务合计          | 187.95        | 57.49%         | 206.22        | 60.39%         |
| 其中：短期债务        | 71.75         | 21.95%         | 71.18         | 20.85%         |
| 长期债务           | 116.21        | 35.55%         | 135.04        | 39.55%         |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

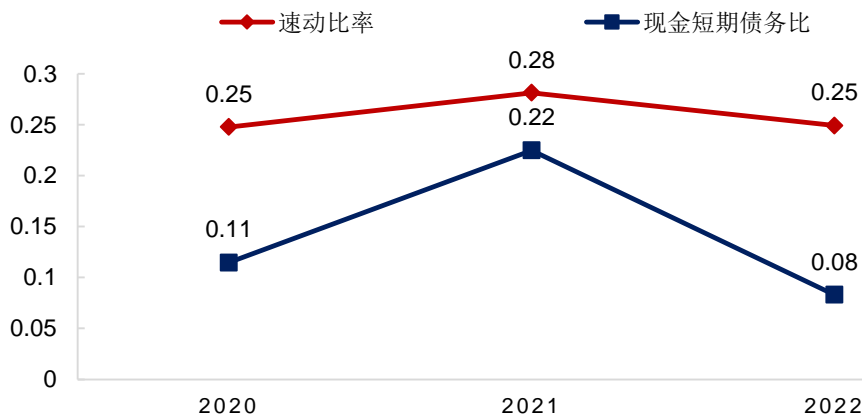
公司主营业务为百货业务，下游为终端消费者，较多采用现金支付结算，回款较为及时，经营活动现金生成能力强。2022年末公司资产负债率小幅下降，但重资产经营的模式导致公司财务杠杆仍处于较高水平。公司EBITDA利息保障倍数小幅上升，对利息支付的保障程度仍尚可。FFO与净债务的比率略有提升，但考虑到公司净债务规模较大，FFO对净债务的覆盖能力仍较弱。

**表15 公司现金流及杠杆状况指标**

| 指标名称          | 2022 年 | 2021 年 |
|---------------|--------|--------|
| 经营活动净现金流（亿元）  | 10.78  | 7.19   |
| FFO（亿元）       | 4.37   | 2.14   |
| 资产负债率         | 69.57% | 70.67% |
| 净债务/EBITDA    | 8.39   | 8.35   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.00   | 1.95   |
| 总债务/总资本       | 56.80% | 59.28% |
| FFO/净债务       | 2.39%  | 1.12%  |
| 经营活动净现金流/净债务  | 5.89%  | 3.76%  |
| 自由现金流/净债务     | 5.20%  | 2.62%  |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司速动比率、现金短期债务比仍处于较低水平，由于货币资金减少，2022年末现金短债比下降至0.08，面临较大的短期偿债压力。公司子公司茂业商业为上市公司，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，公司持有茂业商业82.80%的股权，直接持股数量为140,113.52万股，已质押25,500万股份，已质押股份占其持有股份的18.20%，仍有一定的股权质押融资空间。

**图 9 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

根据公开信息查询和公司提供的证明，公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据公开信息查询和公司提供的证明，公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

#### 公司治理

公司主要管理团队较为稳定且行业经验丰富。在组织架构上，公司董事会下设战略规划委员会，总部设有人力资源中心、风险控制中心、财务经济中心、智能创新中心、行政服务中心、资本运营中心、资金运营中心、招商运营中心和会员数据中心等。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、销售等各个环节。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。截至 2022 年末，公司组织架构图如附录三所示。

### （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日为 2023 年 4 月 21 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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至查询日（2023年6月13日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

### （三）或有事项分析

公司为商品房承购人向银行提供按揭抵押贷款担保，2022年末余额为4.37亿元。除此之外，公司无其他对外担保事项。

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。目前，本案处于发回重审阶段，尚未判决。截至2022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0.58亿元的负债。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、外部特殊支持分析

公司是茂业国际的重要子公司，其间接持有公司99.06%股权。中证鹏元认为公司对茂业国际的重要性为极其重要，在公司面临债务困难时，茂业国际提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

（1）公司是茂业国际旗下百货及地产业务的经营平台，目前百货业务全国范围内运营门店为42家，覆盖广东、四川、江苏、河北、内蒙古等8个省份18个城市。公司是茂业国际的核心子公司，承担股东战略规划的核心业务，主要业务部门、客户基础和目标市场与股东高度一致。

（2）公司在资产、收入、利润和现金流方面对股东茂业国际的贡献很大。截至2022年末，茂业国际总资产规模502.37亿元，同期末公司总资产规模469.90亿元，占比达到93.54%；2020-2022年茂业国际年均实现营业收入66.04亿元；同期限内公司平均营业收入61.10亿元，占股东营业收入的92.52%。

（3）公司为茂业国际旗下业务经营主体，亦为茂业国际旗下重要的境内债券发行主体，公司目前存在公开发行的存续债券“20茂业02”，公司违约将使茂业国际的声誉、品牌形象和融资渠道受到重创。

## 九、债券偿还保障分析

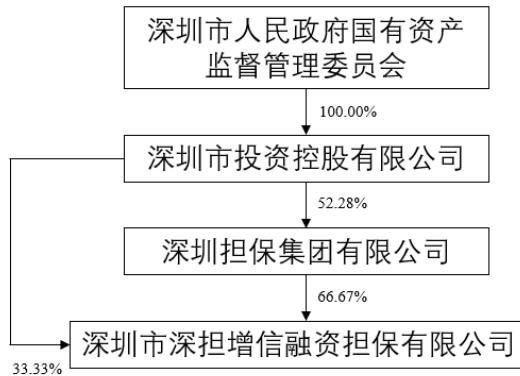
**深担增信提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平**

为进一步搭建专业规范的中小企业创新金融服务业务架构，优化深圳担保集团有限公司（以下简称



为“深圳担保集团”的业务结构，规范各专业子公司的业务范围，深圳担保集团于2019年11月出资设立深担增信，主要从事债券及金融产品增信和大额贷款担保业务，初始注册资本为60亿元。截至2022年末，深担增信注册资本和实收资本均为60亿元，控股股东为深圳担保集团，实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

**图 10 截至 2022 年末深担增信股权结构图**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

深担增信自2020年起开展直接融资担保业务，包括债券担保和金融产品担保。2020-2021年末深担增信直接融资担保业务余额大幅增加；2022年以来，随着存量批量化金融产品到期解保，深担增信直接融资担保业务余额大幅下降。深担增信间接融资担保业务以大额贷款项目为主，业务规模较小。2021年深圳市中小担非融资性担保有限公司（以下简称“中小担非融”）与深担增信合作开展保证担保业务，深担增信非融资担保业务余额快速增加。

**表16 深担增信担保业务开展情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2022 年 | 2021 年 | 2020 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 当期担保发生额  | 776.00 | 654.81 | 25.36  |
| 当期解除担保额  | 837.70 | 150.37 | 3.00   |
| 期末担保余额   | 465.10 | 526.80 | 22.36  |
| 直接融资担保余额 | 201.26 | 481.89 | 22.36  |
| 间接融资担保余额 | 14.09  | 9.02   | 0.00   |
| 保函担保余额   | 249.75 | 35.89  | 0.00   |

资料来源：深担增信提供，中证鹏元整理

深担增信直接融资担保业务包括公司债、中期票据、ABS、ABN、信托计划、债权融资计划等品种。行业分布上，主要包括租赁和商务服务业、建筑业、软件和信息技术服务等行业客户。业务区域主要以深圳市为主，同时辐射粤港澳大湾区。根据Wind数据显示，截至2022年末深担增信担保的公开发行业债券26只，担保债券余额80.58亿元。2022年以来，随着存量批量化金融产品逐步到期解保，直接融资担保业务余额大幅下降至201.26亿元。未来深担增信直接融资担保业务将坚持以民营上市公司或行业头部企业的债券担保和ABS等产品担保为主。



深担增信间接融资担保业务的客户以深圳民营企业为主，多聚焦于电子设备、交通运输、工业机械、建筑业和医疗保健等行业。截至2022年末，深担增信间接融资担保业务余额为14.09亿元，占期末担保余额比例仅为3.03%。

深担增信的工程保函担保业务主要由中小担非融负责运营。2021年起中小担非融与深担增信合作开展保证担保业务，展业过程中客户获取、现场尽调、风险审查、保后管理及风险代偿等业务环节均由中小担非融负责，深担增信仅负责出具担保函并收取担保服务费，不承担实质代偿风险。截至2022年末，深担增信保函担保余额为249.75亿元，同比增加595.88%，未来深担增信非融资担保业务以稳定发展为主，非融资担保业务是深担增信业务增长的重要支撑点。目前深担增信代偿规模不大、代偿率较低。截至2022年末应收代偿款为0.93亿元，2022年当期担保代偿率为0.11%，处于较低水平。

**表17 深担增信担保业务代偿情况（单位：亿元）**

| 担保业务    | 2022年 | 2021年 | 2020年 |
|---------|-------|-------|-------|
| 当期担保代偿额 | 0.93  | 0.00  | 0.00  |
| 累计担保代偿额 | 0.93  | 0.00  | 0.00  |
| 当期担保代偿率 | 0.11% | 0.00% | 0.00% |
| 累计代偿回收率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

资料来源：深担增信提供

为提升资金使用效率，深担增信利用自有资金投资大额存单、发放委托贷款和投资债权。截至2022年末深担增信大额存单投资本金为13.20亿元，为投资收益的主要来源。委托贷款客户主要为上市公司或其股东，一般采取股票质押的方式，截至2022年末委托贷款账面价值为12.41亿元，同比增加135.91%。深担增信于2020年起开始开展债权投资业务，截至2022年末，分类为交易性金融资产的债务工具投资5.06亿元、债权投资账面价值为1.56亿元。

深担增信收入规模保持快速增长，2022年实现营业收入6.33亿元，同比增长75.80%，主要由担保业务产生的担保费收入和委托贷款业务产生的利息收入构成。同期，深担增信实现投资收益0.40亿元，同比增长146.81%，主要来源于大额存单持有期间取得的投资收益。

**表18 深担增信收入及投资收益构成情况（单位：万元）**

| 项目        | 2022年            | 2021年            | 2020年            |
|-----------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入      | 63,334.47        | 36,027.24        | 29,678.68        |
| 投资收益      | 4,020.00         | 1,628.76         | 590.35           |
| <b>合计</b> | <b>67,354.47</b> | <b>37,656.00</b> | <b>30,269.03</b> |

资料来源：深担增信 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

深担增信资产规模稳步增长，截至2022年末为70.88亿元，同比增长7.63%，其中流动资产占比为97.56%，处于很高水平。深担增信资产以货币资金和投资资产为主，2022年末深担增信货币资金同比增长1.99%至36.42亿元，在资产总额中的占比为51.38%；同期末投资的大额存单、发放的委托贷款和债权资产合计32.84亿元，在资产总额中的合计占比为46.34%。深担增信负债主要包括存入保证金及各项准备金等，截至2022年末为4.80亿元，规模较小。期末无有息债务，债务偿还压力小。

截至 2022 年末，深担增信所有者权益合计 66.08 亿元，其中实收资本为 60.00 亿元，资本实力强；同期末融资担保责任余额放大倍数为 2.99 倍，未来业务发展空间较大。得益于业务发展，近年深担增信营业收入和净利润稳步增加，2022 年实现营业收入 6.33 亿元、净利润 2.55 亿元；2022 年深担增信净资产收益率为 3.94%，较 2020 年增加 1.60 个百分点，盈利水平有所提升。

**表19 深担增信主要财务指标情况（单位：亿元）**

| 项目      | 2022    | 2021  | 2020  |
|---------|---------|-------|-------|
| 资产总额    | 70.88   | 65.86 | 62.41 |
| 货币资金    | 36.42   | 35.71 | 36.09 |
| 应收代偿款净额 | 0.93    | 0.00  | 0.00  |
| 所有者权益合计 | 66.08   | 63.53 | 61.46 |
| 营业收入    | 6.33    | 3.60  | 2.97  |
| 净利润     | 2.55    | 2.07  | 1.42  |
| 净资产收益率  | 3.94%   | 3.31% | 2.34% |
| 当期担保代偿率 | 0.11%   | 0.00% | 0.00% |
| 累计代偿回收率 | 0.00%   | 0.00% | 0.00% |
| 拨备覆盖率   | 122.46% | -     | -     |

资料来源：深担增信 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，深担增信控股股东为深圳担保集团，实际控制人为深圳市国资委，股东背景实力强，在资金及业务等方面给予深担增信较大支持。

综上所述，深担增信控股股东深圳担保集团为深圳市政府出资设立的国有专业金融服务机构，综合实力强，在资金及业务等方面给予深担增信较大支持；深担增信资本实力强，资产流动性高，担保业务代偿率处于较低水平。同时中证鹏元也关注到，受批量化金融产品担保业务到期解保影响，深担增信融资担保业务规模下降；未来的经营业绩和风险管理制度执行情况有待更长时间的周期检验。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，有效提升了“20茂业02”的信用水平。

## 十、结论

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，且房地产行业景气度下降，公司经营性业务利润面临下滑压力。投资收益和公允价值变动等非经常性损益对公司利润的影响较大，未来盈利稳定性值得关注。公司财务杠杆水平高企，且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，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，业务具有较好的稳定性。

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。

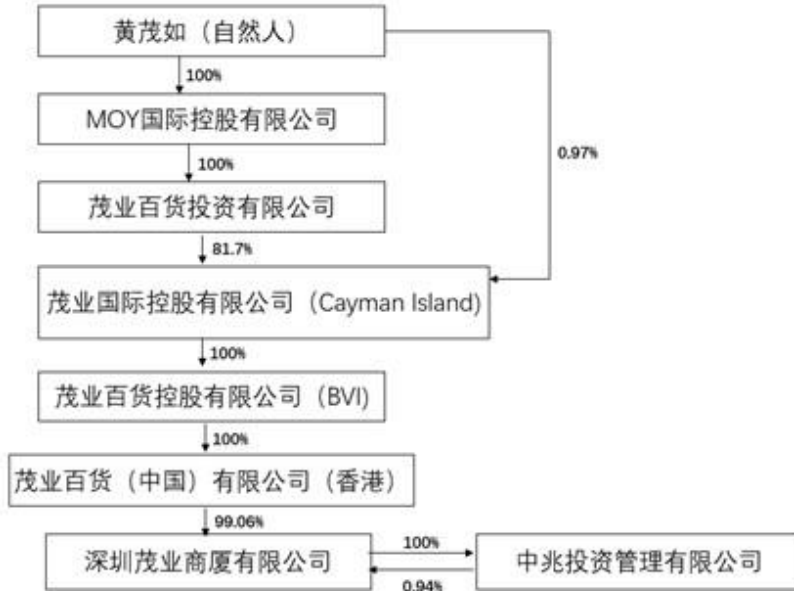
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2022年        | 2021年        | 2020年        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 存货            | 74.08        | 70.92        | 76.55        |
| 流动资产合计        | 116.80       | 117.89       | 124.42       |
| 投资性房地产        | 190.70       | 190.12       | 180.55       |
| 固定资产          | 62.04        | 65.60        | 63.13        |
| 非流动资产合计       | 353.10       | 365.26       | 337.89       |
| 资产总计          | 469.90       | 483.15       | 462.31       |
| 短期借款          | 36.99        | 29.70        | 26.09        |
| 其他应付款         | 59.48        | 56.25        | 91.35        |
| 一年内到期的非流动负债   | 34.47        | 36.95        | 23.68        |
| 流动负债合计        | 171.37       | 166.88       | 193.20       |
| 长期借款          | 59.62        | 75.40        | 86.68        |
| 递延所得税负债       | 38.18        | 38.00        | 37.58        |
| 其他非流动负债       | 41.16        | 38.59        | 0.00         |
| 非流动负债合计       | 155.55       | 174.59       | 130.84       |
| 负债合计          | 326.92       | 341.46       | 324.04       |
| 总债务           | 187.95       | 206.22       | 188.98       |
| 所有者权益         | 142.97       | 141.69       | 138.27       |
| 营业收入          | 55.15        | 60.38        | 67.77        |
| 营业利润          | 5.42         | 2.94         | 2.17         |
| 净利润           | 2.38         | 0.96         | -0.98        |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 10.78        | 7.19         | 3.55         |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 8.42         | -3.99        | -8.67        |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -25.44       | -1.22        | 2.70         |
| <b>财务指标</b>   | <b>2022年</b> | <b>2021年</b> | <b>2020年</b> |
| EBITDA        | 21.85        | 22.93        | 22.64        |
| FFO           | 4.37         | 2.14         | 3.64         |
| 净债务           | 183.22       | 191.50       | 179.38       |
| 销售毛利率         | 63.21%       | 66.27%       | 61.00%       |
| EBITDA 利润率    | 39.61%       | 37.97%       | 33.41%       |
| 总资产回报率        | 3.13%        | 2.67%        | 2.11%        |
| 资产负债率         | 69.57%       | 70.67%       | 70.09%       |
| 净债务/EBITDA    | 8.39         | 8.35         | 7.92         |
| EBITDA 利息保障倍数 | 2.00         | 1.95         | 2.15         |
| 总债务/总资本       | 56.80%       | 59.28%       | 57.75%       |
| FFO/净债务       | 2.39%        | 1.12%        | 2.03%        |
| 速动比率          | 0.25         | 0.28         | 0.25         |

|         |      |      |      |
|---------|------|------|------|
| 现金短期债务比 | 0.08 | 0.22 | 0.11 |
|---------|------|------|------|

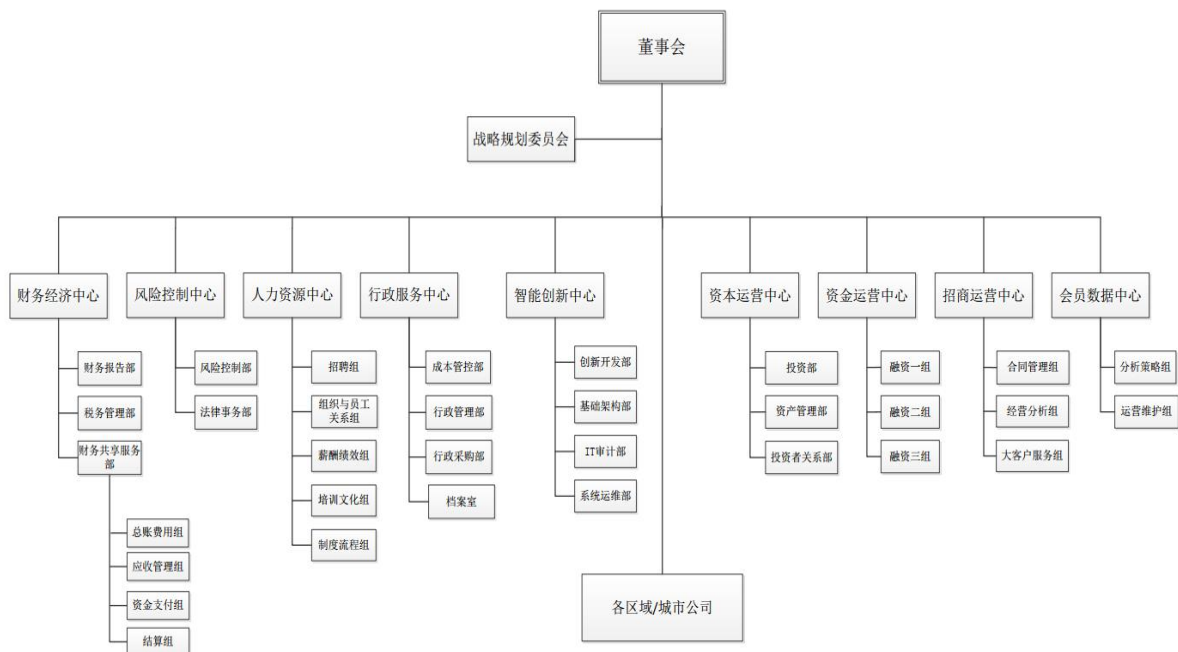
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月底）



资料来源：公司 2022 年年度报告

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月底）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 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      |
| 成都茂业不动产管理有限公司       | 100.00    | 0.00   | 82.80  | 物业管理       |

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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              |
|------------|-----------------|
| <b>AAA</b> | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| <b>AA</b>  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| <b>A</b>   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| <b>BBB</b> | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| <b>BB</b>  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| <b>B</b>   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| <b>CCC</b> | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| <b>CC</b>  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| <b>C</b>   | 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                              |
|------------|---------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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。 |
| <b>AA</b>  | 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。  |
| <b>A</b>   | 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。   |
| <b>BBB</b> | 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。    |
| <b>BB</b>  | 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>B</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。    |
| <b>CCC</b> | 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。     |
| <b>CC</b>  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| <b>C</b>   | 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、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号         | 定义   |
|------------|--|
| <b>aaa</b> | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。 |
| <b>aa</b>  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。  |
| <b>a</b>   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。   |
| <b>bbb</b> | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。    |
| <b>bb</b>  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。    |
| <b>ccc</b> | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。     |
| <b>cc</b>  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| <b>c</b>   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

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