

王府井集团股份有限公司

2012 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

12 王府 01 信用等级： AAA 级

12 王府 02 信用等级： AAA 级

评级时间： 2017 年 4 月 17 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

王府井集团股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告
概要

编号: 【新世纪跟踪[2017]100047】

	12 王府 01		12 王府 02	
	主体评级/展望/债项评级	评级时间	主体评级/展望/债项评级	评级时间
本次跟踪:	AAA 级/稳定/AAA 级	2017 年 4 月	AAA 级/稳定/AAA 级	2017 年 4 月
前次跟踪:	AA+ 级/稳定/AA+ 级	2016 年 4 月	AA+ 级/稳定/AA+ 级	2016 年 4 月
首次评级:	AA+ 级/稳定/AA+ 级	2012 年 8 月	AA+ 级/稳定/AA+ 级	2012 年 8 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	55.37	54.48	75.38
刚性债务	21.91	21.99	21.98
所有者权益	68.31	74.05	105.09
经营性现金净流入量	-6.95	-1.93	-0.80
发行人合并数据及指标:			
总资产	137.49	139.54	177.88
总负债	68.60	65.66	71.17
刚性债务	21.91	21.99	23.46
所有者权益	68.89	73.87	106.71
营业收入	182.77	173.28	177.95
净利润	6.36	6.61	5.66
经营性现金净流入量	1.73	6.50	9.80
EBITDA	15.31	15.32	14.44
资产负债率[%]	49.89	47.06	40.01
权益资本与刚性债务的比率[%]	314.43	335.97	454.90
流动比率[%]	155.34	180.22	177.73
现金比率[%]	132.33	143.21	140.05
利息保障倍数[倍]	8.71	8.78	8.06
净资产收益率[%]	9.67	9.26	6.26
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	2.37	9.69	14.33
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	6.11	2.69	-0.38
EBITDA/利息支出[倍]	12.71	12.73	12.04
EBITDA/刚性债务[倍]	0.70	0.70	0.64

注: 根据王府井集团经审计的 2014~2016 年财务报表数据整理、计算。

分析师

熊桦、陈思阳

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

 E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>
跟踪评级观点

跟踪期内,王府井集团通过推进战略转型及业务机制调整,加快购物中心、奥特莱斯等新业态的拓展,同时加强运营能力提升,总体仍保持了相对稳定的运营态势和较强的盈利能力。同时,随着近 30 亿元非公开增发的完成,公司资本实力得到进一步增厚。公司财务稳健度高,整体具有很强的债务偿付能力。

- 作为国内大型百货零售商之一,王府井集团具备了较高的品牌知名度及较为显著的规模优势。在国内零售行业变革加快的背景下,公司不断提升自身运营能力,总体保持了较为稳定的经营业绩,较好的盈利水平。
- 跟踪期内王府井集团继续推进对传统百货业态的升级转型,并加快布局购物中心、奥特莱斯等新业态,多种业态的协同发展将有助于公司经营抗风险能力的增强。此外,后续来看,公司筹划推进中的外延式并购若能成功落地,将有助于进一步推动公司业务规模的扩大及业态的完善。
- 跟踪期内王府井集团完成了近 30 亿元的非公开发行股票事宜,资本实力得以增强,负债经营程度继续下降,财务稳健度高。
- 王府井集团主业现金回笼能力强,货币资金存量充裕,资产流动性好。同时,公司融资手段多样,且拥有一定量位于较好地段的自有商业物业资产以及有价证券资产,能对融资及债务偿付提供支撑。
- 零售行业增速放缓、电商冲击等因素仍使得实体零售商面临较大的竞争压力。
- 跟踪期内王府井集团积极推进新业态布局,存在较大的资本性支出需求。随着业务升级拓展的推进,其效果产出情况,以及推进中的外延式并购的落地情况及影响,需持续加以关注。
- 王府井集团已开业门店中租赁物业占比较高,

面临一定租金上涨、门店租约到期等租赁相关风险。同时，随着门店的增多，公司在提升运营管理水平、控制运营成本等方面存在持续压力。

- 近年来王府井集团不断通过合作形式推进商业项目及业态拓展，对外形成的股权投资及股东借款规模增大，相关项目培育期长短，盈利产出情况对公司投资回报及资金回笼存在较大影响。此外，公司尚存在一定量的信托理财投资，或面临一定风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照王府井集团股份有限公司(以下简称“王府井集团”、该公司或公司)2012年公司债券信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据王府井集团提供的经审计的2016年财务报表及相关经营数据,对王府井集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2012年,经中国证监会证监许可(2012)1271号文核准,该公司于当年10月完成了本次22亿元公司债券的发行工作。本次债券分为5年期固定利率品种(简称“12王府01”)和7年期固定利率品种(简称“12王府02”),发行规模均为11亿元。其中“12王府01”的票面利率为4.94%,附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权;“12王府02”的票面利率为5.20%,附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2012年11月27日起,上述公司债券在上交所挂牌交易。公司上述债券历史付息情况正常。

2015年,该公司根据自身实际情况和当时的市场环境,决定不调整“12王府01”存续期票面利率,维持4.94%不变,并实施了投资者回售,最终未有投资者行使回售权,公司“12王府01”待偿还本金余额仍为11亿元。同时,本评级机构将关注公司“12王府02”于2017年上调票面利率选择权和投资者回售选择权的实施情况。

截至2016年末,该公司续存期债券仍为2012年发行的2期公司债券。公司“12王府01”将于2017年10月到期。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,该公司完成非公开发行股票事宜,共发行募集资金

29.74 亿元¹。受本次非公开发行影响，北京王府井国际商业发展有限公司（简称“王府井国际”）持有公司的股份比例由发行前的 49.27% 降至 2016 年末的 38.18%²，但仍为公司控股股东。

除该公司外，王府井国际旗下另一核心主体为其全资子公司 BELMONT HONG KONG LTD（简称“贝尔蒙特”）。王府井国际于 2013 年通过贝尔蒙特完成对原港交所零售类上市公司中国春天百货集团有限公司的全资收购。2017 年 3 月，公司公告已与王府井国际签订《股权转让协议》，拟收购王府井国际所持有的贝尔蒙特 100% 的股权。本评级机构将关注该关联交易事项后续进展。

该公司经过多年持续的内控体系建设与完善，已建立了较完整的内部控制体系，跟踪期内公司内控制度建设方面无重大变化。管理架构方面，公司跟踪期内推进了组织架构的优化调整，在总部层级设置财务部、投资发展部、人力资源部等常规职能部门的同时，将部分原有职能单位进行整合，新设立全渠道中心、零售本部等职能部门，并通过事业部及专业管理公司形式对百货、购物中心、奥特莱斯等业态进行专业化的管理。

（二）业务运营

从宏观环境来看，2016 年我国经济仍然面临着复杂的国际环境与背景。在发达经济体中，美国经济延续了温和增长的态势，欧盟经济保持了温和复苏的态势，而日本经济处于低速复苏的状态。在新兴经济体中，印度经济维持了中高速的增长状态，俄罗斯与巴西的经济呈现出了复苏的态势，而南非经济正在低速地增长。总的来说世界经济形势都有所好转。但是另一方面，美国新总统的民粹主义性政策思路和英国脱欧等事件增加了国际经济局势的不确定性，新兴经济体的经济也还没有完全复苏，导致我国经济的国际环境仍然复杂多样。

国内来看，2016 年我国经济继续下行，但表现出了逐渐企稳的总体特征。根据《2016 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步

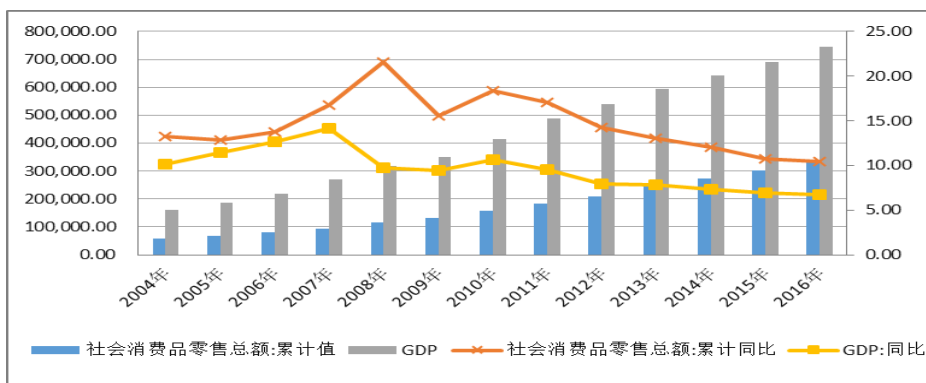
¹ 非公开发行股票 17,465.18 万股，其中北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）、三胞集团南京投资管理有限公司和上海懿兆实业投资有限公司分别以现金方式认购 5,821.73 万股、8,732.59 万股和 2,910.86 万股。募集资金将用于推进哈尔滨群力文化广场二期购物中心项目、熙地港（郑州）购物中心项目、熙地港（西安）购物中心项目、佛山王府井购物中心项目、南昌王府井购物中心项目、银川东方红购物中心项目和王府井 O2O 全渠道项目。

² 所持股份无质押或冻结情况。

核算，全年实现国内生产总值 74.41 万亿元，比上年增长 6.7%，增速较 2015 年下降 0.2 个百分点。从季度增速来看，第四季度增速为 6.8%，高于前三季度的 6.7%。

从零售行业来看，近年来受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业虽保持增长但增速不断下滑，至 2016 年已连续 6 年呈现下降态势。根据《2016 年国民经济与社会发展统计公报》，我国全年实现社会消费品零售总额为 33.23 万亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素，实际增长 9.6%，增速下滑势头有所放缓。按经营地统计，城镇消费品零售额 28.58 万亿元，增长 10.4%；乡村消费品零售额 4.65 万亿元，增长 10.9%。总体来看，在当前宏观环境下，短期内零售业或仍将延续中低速增长态势。

图表 1. 我国 GDP 及社会消费品零售总额情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 国家统计局、Wind 资讯

我国人口基数的持续扩大、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的发展提供了基本支撑。2016 年末全国大陆总人口 138,271 万人，比上年末增加 809 万人，其中城镇常住人口 79,298 万人，常住人口城镇化率为 57.35%，比上年末提高 1.25 个百分点。当年全国居民人均可支配收入 23,821 元，比上年增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位。其中 2016 年全国居民人均食品烟酒消费支出增长 7.0%，占消费支出的比重为 30.1%，占比较上年回落 0.5 个百分点，居民消费结构进一步改善。

政策方面，近年来随着宏观经济增速的放缓，我国致力推动经

济结构的调整，并将消费作为激活经济增长的内生动力。2016年 国家发布“十三五”规划纲要，提出要实施创新驱动发展战略，其中重点之一是通过促进消费升级，拓展发展动力新空间。根据《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出我国在“十三五”期间要从流通大国走向流通强国，要通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速 10%左右的目标。同时，为促进实体零售创新转型，2016年国务院办公厅印发《关于推动实体零售创新转型的意见》（国办发〔2016〕78号），提出了推动商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持等意见，以加快对实体零售转型的推动。

总体来看，人口的增长、城市化进程的推进、居民收入水平的提高、消费结构的升级，可为零售行业长期发展提供较好基础；政府鼓励消费，以消费拉动内需、促进经济结构升级调整等政策的实行也为行业发展提供了支撑。但同时，行业发展也面临着宏观经济增速持续放缓、消费增长不足、行业竞争加剧及海外消费分流、商品质量安全事件影响消费者信心、行业监管整治等方面的挑战或压力。

从行业发展来看，近年来国内零售业面临的变革有所加剧，各业态间的表现也存在分化。电商、移动购物、海淘等线上消费模式对传统线下实体零售企业的冲击在加大。随着淘宝\天猫、京东等一批大型电商信誉度及用户粘度的逐步提升，以及国内居民消费主力和消费模式的转变，国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业发展取得了显著的成长，并对实体零售业经营造成了明显的冲击，尤其对于物流体系相对完善的一线城市而言，冲击更易显现。根据国家统计局数据，2016年全国网上零售额达到 51,556 亿元，同比增长 26.2%，尽管增速有所放缓，但仍保持着较快的发展。同时，近年来在大量资本补充的支持下，电商持续开展着大力度的营销、促销活动，并形成了以“双十一”、“双十二”等为代表的大型线上购物节，吸引着大量的消费者。以天猫“双十一”单日交易额数据来看，由 2015 年的 912 亿元逐年快速增至 2016 年的 1,207 亿元。对于实体零售企业而言，在面临线上竞争压力的同时，也持续面临着实体零售门店间竞争加剧，以及人工成本攀升、大量

物业租金支出压缩盈利空间等方面的压力。总体来看，在国内经济及零售业增长放缓、电商持续分流等影响下，实体零售业态受到的冲击明显，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，关店风险、经营业绩压力相应加大。

为应对行业市场的发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，开展线上业务，布局移动端，通过微信、手机 APP 等方式推进 O2O 模式，试图通过线上线下的融合及多渠道发展，以增加竞争力。与此同时，考虑到实体门店体验消费的价值等因素，电商企业也加大了对线下的布局，并在股权、业务等方面与传统零售商进行合作发展。

在行业变革加剧的环境下，对于传统零售商而言，能否利用自身既有网络、客户优势，积极有效地应对变革，顺应行业未来的发展趋势，将会对其可持续发展产生重大影响。目前来看，多数传统零售企业已在积极推进业务调整及革新，包括通过开展线上业务，布局移动端，加强 O2O 联动；积极进行业态、品类调整，加强自营业务比重，降低商品同质化；提升品类、单品管理力度及深度，加强消费数据研发，以为采购、招商、营销等环节提供数据支撑；试水跨境电商、消费信贷等新型业务模式，以吸引客源、增强客户体验。而这一系列尝试能否改善业绩，提升竞争力仍有待持续关注。

从该公司发展来看，作为全国性百货零售企业，跟踪期内公司继续面临着国内经济及零售业增速下行、电商冲击等压力，但公司通过推进战略转型及业务机制调整，加快购物中心、奥特莱斯等新业态的拓展，同时加强运营能力提升，总体仍保持了相对稳定的运营态势。2016 年公司实现营业收入 177.95 亿元，较 2015 年增长 2.70%；其中主营业务为商品零售，全年实现收入 169.58 亿元，同比增长 1.89%，公司其他收入包括租金及管理费、通道费等。公司当年收入增长主要受增量项目影响，新增门店营业收入 7.36 亿元；从同店收入变化来看，2015-2016 年可比增速分别为 -6.02% 和 -1.57%，虽持续下滑，但降速已有所放缓。

从收入区域结构看，跟踪期内华北、西南等地区仍是该公司收入的主要来源，对收入的贡献比例超过 60%。但由于相关区域门店成熟度相对较高且近年来增量项目不多，在零售市场竞争加剧的情况下，收入存在一定下滑。同时，随着公司在西北地区布局的加快，

该地区收入增速及对公司收入的贡献度不断增加。

图表 2. 2016 年公司收入分地区情况

地区	业务收入 (亿元)	较上年增减 (%)
华北地区(北京、山西、内蒙古)	62.73	-3.32
华中地区(河南、湖北、湖南)	28.38	5.10
华南地区(广东、广西)	6.82	-9.57
西南地区(重庆、四川、云南)	40.76	-1.00
西北地区(青海、新疆、甘肃、陕西、宁夏)	28.45	26.95
华东地区(福建)	2.44	-15.08

数据来源：根据王府井集团提供数据绘制

从业态及门店发展来看，该公司已逐渐形成百货、购物中心、奥特莱斯等多业态并举的业务结构。2016 年以来，公司加快了对购物中心及奥特莱斯的门店布局，当年新开 7 家门店，新增门店主要分布在西北、西南地区；当年未发生关店。针对存量门店，公司积极进行业态优化调整，如增加服务型业态占比，转型为奥特莱斯业态等。截至 2016 年末，公司在全国 23 个城市运营 38 家门店，总经营建筑面积约 200 万平方米；其中自有物业门店经营建筑面积超过 56 万平方米。此外，跟踪期内，为进一步拓展业态，公司与四川吉选实业有限公司合作，成立合资公司（注册资本 0.10 亿元，公司持股 51%），在当年新开的南充王府井购物中心内开设超市主力店，未来计划在首个项目成功的基础上，在西南地区开拓连锁超市市场。另根据公司 2017 年 3 月末公告，将与河南爱便利信息技术有限公司、北京美邻优品文化传媒有限公司合作成立合资公司（注册资本 0.50 亿元，公司持股 40%），在北京地区推进“社区便利店”业态。公司超市相关业态的进一步发展情况有待关注。

图表 3. 2016 年公司新增门店情况 (单位：万平方米)

新增门店	经营建筑面积	物业情况	开业时间
王府井赛特奥莱机场店	9.0	租赁	2016.12
王府井赛特奥莱临潼店	7.8	自有	2016.12
南充王府井购物中心 ³	9.4	租赁	2016.12
银川王府井奥特莱斯	5.6	租赁	2016.01
熙地港（西安）购物中心	14.8	自有	2016.04

³ 南充购物中心是由南充王府井购物中心管理有限公司运营的项目，后者目前由公司全资子公司成都王府井百货有限公司持有 10% 股权、联营公司北京王府井购物中心管理有限责任公司持有 90% 股权。公司对南充购物中心以权益法进行核算。

新增门店	经营建筑面积	物业情况	开业时间
西安王府井百货 ⁴	2.8	租赁	2016.04
银川王府井购物中心	7.3	租赁	2016.02

图表 4. 2016 年末公司门店情况 (单位: 万平方米)

地区	自有物业门店		租赁物业门店	
	门店数量 (家)	经营建筑面积	门店数量 (家)	经营建筑面积
华北地区	3	17.4	8	28.7
华中地区	2	10.5	5	29.1
华南地区	--	--	2	5.6
西南地区	1	5.8	6	34.9
西北地区	2	22.6	8	39.1
华东地区	--	--	1	6.3
合计	8	56.3	30	143.7

数据来源: 根据王府井集团提供数据绘制

从储备项目上看, 该公司 2017 年计划新开门店 4 家, 包括已于 2017 年 3 月开业的熙地港(郑州)购物中心和熙地港主力百货店、哈尔滨群力文化广场二期购物中心、厦门购物中心(委托管理模式)。此外, 储备中项目还包括合作项目佛山王府井购物中心、南昌购物中心、长春远洋奥特莱斯、郑州奥特莱斯⁵、昆明奥特莱斯⁶等。其中长春远洋奥特莱斯项目方面, 2016 年公司与长春东方联合置业有限公司(简称“长春东方”)、北京远坤房地产开发有限公司(简称“北京远坤”)签署合作框架协议, 拟与北京远坤成立合资公司(注册资本 0.50 亿元, 公司持股 60%), 购买北京远坤下属子公司长春东方开发建设的长春远洋奥特莱斯项目商业物业, 投资总价款为 6.80 亿元, 总建筑面积约 10 万平方米。公司储备项目较多, 随着多业态、持有物业项目的增加, 使得公司资金需求有所增长。资金方面, 除了自有资金外, 公司于 2016 年完成非公开增发事宜, 共募集资金 29.74 亿元, 主要用于推进哈尔滨群力文化广场二期购物中心、熙地港(郑州)购物中心、佛山王府井购物中心、南昌购物

⁴ 西安王府井百货位于熙地港(西安)购物中心内, 经营建筑面积包含在熙地港(西安)购物中心的经营建筑面积中。

⁵ 公司拟通过收购物业来设立郑州奥特莱斯店, 拟投资规模为 3.5 亿元。

⁶ 公司拟通过租赁物业来设立昆明奥特莱斯店, 拟投资规模为 0.5 亿元。

中心等项目的开发建设⁷。

图表 5. 2016 年非公开发行股票募投项目情况 (单位: 亿元)

募集项目	项目投资总额	其中: 拟使用募集资金	截至 2016 年末项目已累计投入资金	其中: 已使用募集资金
哈尔滨群力文化广场二期购物中心 ⁸	7.69	5.19	3.84	3.78
熙地港 (郑州) 购物中心	22.69	6.96	7.23	3.60
熙地港 (西安) 购物中心	23.51	6.70	9.76	3.93
佛山王府井购物中心	12.00	5.41	2.07	0.21
南昌王府井购物中心	3.03	2.75	-	-
银川东方红购物中心	1.77	1.36	0.07	0.07
合计	70.69	28.36	22.97	11.60

注 1: 根据王府井集团提供的数据整理

注 2: 哈尔滨群力文化广场二期购物中心、熙地港 (郑州) 购物中心、熙地港 (西安) 购物中心及佛山王府井购物中心的已累计投入资金由股权投资的账面价值与股东借款构成。

在门店管理方面, 该公司推行“一店一策”策略, 考虑单店自身运营与当地市场情况调整运营策略, 为门店发展提供支持。跟踪期内, 为应对市场竞争、提升门店管理能力, 公司推进了业务组织架构调整, 通过设立事业部的形式加强对百货、奥特莱斯等细分业态的专业化管理, 并在奥特莱斯板块试点“合伙人”改革⁹, 加强团队激励。

在商品及顾客经营方面, 该公司通过推进与供应商的深度联营、加强自营采购等方式, 提升商品管理能力及巩固内生增长能力。公司供应商较为分散, 2016 年前五名供应商采购额约占年度采购总额的 9.65%。公司通过试点开展单品管理, 加强 SKU 管控, 深化与供应商的联营关系, 并计划逐步推动实现从品牌管理到单品管理的转变。跟踪期内, 公司也继续推进自营模式, 2016 年, 公司自营收入 23.28 亿元, 占比 13.08%, 自营商品涉及部分化妆品、日用品、食品及家电等。截至 2016 年末, 公司会员数量为 400 万名, 当年会员

⁷ 剩余募集资金 1.38 亿元用于王府井 O2O 全渠道建设。

⁸ 公司 2016 年通过收购哈尔滨玺鼎泰商业投资有限责任公司 (简称“玺鼎泰公司”) 51% 股权获得该项目, 股权交易总价 3 亿元 (其中使用募投资金 2.8 亿元), 已全部支付完毕。截至 2016 年末玺鼎泰公司资产总额为 6.25 亿元、净资产 2.97 亿元。

⁹ 与奥特莱斯管理团队合资成立北京王府井奥莱企业管理有限公司, 公司持股 70%。

消费占到公司销售总额的比重为 42.53%。

全渠道建设方面，该公司已搭建了实体店与网上商城、移动商城、微信微店、天猫旗舰店等多渠道的销售网络和服务体系；同时，通过与腾讯、百度、糯米网、大众点评网等平台合作，开展基于位置的互联网 LBS 引流，为公司实体门店导入客流。2016 年公司线上平台交易额（GMV）为 1.64 亿元，同比增长 51.91%。但总体来看，目前线上业务对公司经营业绩的影响仍较为有限。2016 年，公司推进了组织架构调整，成立全渠道中心促进公司全渠道建设发展。2016-2018 年，公司计划推进 O2O 全渠道项目建设，在既有系统平台体系的基础上，继续发展完善数据支持、营促销支持、大数据分析、统一支付等多个平台，项目计划投资 4.57 亿元，其中拟使用 2016 年非公开发行募集资金 1.38 亿元。

从后续发展来看，该公司拟通过外延式并购推动业务规模的进一步扩大。根据公司 2017 年 3 月公告，公司拟购买王府井国际所持有的 100% 贝尔蒙特的股权，交易价格为人民币 51.23 亿元，支付对价为承接债务与支付现金相结合。贝尔蒙特以零售为主业，旗下拥有赛特奥特莱斯、春天百货等零售品牌，经营业态主要为百货与奥特莱斯，目前已在北京、厦门、贵阳、遵义、沈阳、六盘水等多个城市开设了 12 家门店，公司拟通过收购贝尔蒙特来丰富公司业态类型，进一步推动对奥特莱斯业态的布局，并通过该收购推进公司在贵州区域的布局，填补市场空白。截至 2016 年末，贝尔蒙特经审计的资产总额为 65.96 亿元，所有者权益为 47.50 亿元，当年实现营业收入 57.09 亿元，实现净利润 2.38 亿元。目前该事项已经公司股东大会决议通过。

图表 6. 贝尔蒙特已开业门店情况

门店名称	建筑面积 (万平方米)	物业性质	经营业态	所在省份	开业时间
北京赛特店	2.31	租赁	百货	北京	1992.12
厦门中山店	2.01	自有	百货	福建	1998.12
厦门嘉禾店	1.15	自有	百货	福建	1998.12
贵阳国贸店	1.34	自有+租赁	百货	贵州	2002.09
遵义国贸店	3.00	租赁	百货	贵州	2003.09
贵州国晨店	0.89	租赁	百货	贵州	2005.11
贵阳南国花锦店	1.70	自有	百货	贵州	2008.01

门店名称	建筑面积 (万平方米)	物业性质	经营业态	所在省份	开业时间
六盘水国贸店	0.80	租赁	百货	贵州	2008.01
北京赛特奥莱店	4.00	自有	奥特莱斯	北京	2009.07
TP Mall 国贸店	2.10	租赁	百货	贵州	2011.09
沈阳赛特奥莱店	5.30	自有	奥特莱斯	辽宁	2012.08
逸天城店	4.00	租赁	百货	贵州	2014.09

注：根据公开数据整理

此外，根据该公司 2016 年 12 月及 2017 年 2 月相关公告，公司筹划重大事项，拟收购上市公司西安国际医学投资股份有限公司（简称“国际医学”、股票代码 000516）持有的开元商业有限公司（简称“开元商业”）100% 股权事项，目前公司已与国际医学签订了《开元商业有限公司股权转让框架协议》。根据公开资料，开元商业主要经营百货零售业务，在西安市及陕西省内主要二线城市的核心商圈拥有 5 家百货门店，区域市场知名度较高，且自有物业比例超过 90%。截至 2015 年末开元商业资产总额为 20.71 亿元，所有者权益为 4.57 亿元；2015 年实现营业收入 33.79 亿元，实现净利润 1.43 亿元。截至 2016 年 6 月末，开元商业资产总额为 20.69 亿元，所有者权益为 5.50 亿元；2016 年 1-6 月，实现营业收入 17.06 亿元，实现净利润 0.93 亿元。该事项目前仍处于前期推进过程中，公司自 2016 年 12 月开始停牌，其进展情况需持续关注。

图表 7. 开元商业下属门店 2015 年度经营业绩情况（单位：亿元）¹⁰

门店名称	营业收入	利润总额	净利润
开元商业钟楼店	21.11	1.62	1.24
开元商业西旺店	4.74	0.17	0.13
开元商业宝鸡店	5.84	0.30	0.23
开元商业咸阳店	1.52	0.06	0.05
开元商业安康店	0.60	0.01	0.01

注：根据公开数据整理

（三）财务质量

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。年内公司采用了财政部对增值税会计处理的最新规定，对当年公司的部分

¹⁰ 数据来源于国际医学 2015 年年度报告，其 2016 年年度报告尚未公告。

税费按照最新规定进行了重分类调整,对以前期间的税费处理不予追溯调整。2016年末,公司应付债券中余额为11亿元的“12王府01”将于2017年10月到期,故本评级报告中将其重分类至流动负债。

2016年,该公司实现营业收入177.95亿元,较上年略增2.70%。在外部经营压力仍然较大的背景下,公司积极推动业务变革与调整,通过加强精细化管理,控制运营成本,公司当年毛利率为21.38%,与上年基本持平;公司当期实现营业毛利38.05亿元,较上年增长2.47%。期间费用方面,在门店规模扩大,人工成本增长的情况下,费用规模总体有所增长,公司2016年期间费用较上年增长5.82%至28.16亿元,期间费用率为15.82%。公司利润主要来源于营业毛利,此外,投资收益与营业外净收入也对利润规模存在一定的影响。随着公司前期投资的信托产品陆续到期回收,以及权益法核算的对外合作项目正处于建设期或培育期,投资收益情况不佳,2016年公司实现投资净收益-0.03亿元,较上年大幅减少。公司原计划于2016年关闭福州王府井百货(简称“福州店”),并于2015年计提了1.3亿元关店损失(体现在营业外支出),2016年公司在与租赁方协商降租并对门店运营模式调整后决定继续经营福州店,当期将2015年计提的损失全部转回¹¹,受此影响公司当年营业外收入较上年增长335.68%至0.86亿元,营业外净收入随之增至0.60亿元。综上影响,公司当年实现净利润5.66亿元,较上年下降14.49%。

图表 8. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 亿元)

项目	2015 年度	2016 年度
营业毛利	37.13	38.05
投资净收益	1.83	-0.03
营业外净收入	-1.24	0.60
公允价值变动净收益	-	-
合计	37.72	38.62

资料来源: 根据王府井集团所提供数据整理、绘制

2016年末,该公司债务规模较上年末增长8.39%至71.17亿元。受益于当年公司完成非公开发行股票,资本实力得到增强,公司所有者权益较上年末增长44.45%至106.71亿元,公司负债经营程度有所下降,资产负债率由上年末的47.06%降至40.01%,公司财务稳健

¹¹ 其中租金及物业费0.56亿元冲减期间费用,剩余0.74亿元计入营业外收入。

度较高。公司年末流动负债为 57.31 亿元，较上年末增长 40.27%；其中，由于经营规模扩大，公司应付账款较上年末增长 14.93% 至 18.55 亿元；公司其他应付款主要为押金、租金、工程款、会员回馈及往来款等，较上年末增长 48.20% 至 6.79 亿元，主要系公司当年收购西安西恩温泉奥特莱斯文化旅游有限公司（简称“西恩奥莱公司”）100% 股权¹²、玺鼎泰公司 51% 股权，合并其报表影响所致；公司预收款项总体变化不大，16 年末为 16.09 亿元，主要为预收销货款。此外，公司发行的债券“12 王府 01”即将于 2017 年 10 月到期，故本评级报告中将其由应付债券重分类至流动负债。受此影响，公司 2016 年末非流动负债同比下降 44.13% 至 13.86 亿元。年末非流动负债中，长期借款余额为 1.48 亿元，主要系合并玺鼎泰公司所新增¹³。由于福州店预计损失转回，公司预计负债较上年末下降 81.90% 至 0.24 亿元，余额主要为下属西宁王府井百货有限责任公司预计的须补缴的各项税费及滞纳金。

该公司经营活动收现能力较强，2016 年营业收入现金率为 110.31%。当年公司营业收入规模增加，经营性现金流量情况好转，公司当年经营环节现金净流入量为 9.80 亿元，与流动负债的比率升至 14.33%，对即期负债的覆盖程度有所提高。投资性现金流方面，公司当年在门店升级拓展、股权并购、合资项目投资以及支付合资项目股东借款等方面支出量较大，导致当年投资活动现金流出量达到 15.69 亿元；同时随着信托理财部分本金的收回¹⁴及收益的实现等，当年投资活动现金流入量为 5.62 亿元，投资环节现金整体呈现净流出状态，为 -10.06 亿元。公司经营环节现金流对投资需求的覆盖程度继续保持较好水平。同时，受公司完成非公开增发的带动，公司当年筹资性现金呈净流入状态，净流入量为 22.02 亿元。

2016 年末，该公司流动资产为 101.85 亿元，较上年末增长 38.33%；年末流动比率和速动比率分别小幅下降至 177.73% 和 168.68%，但资产流动性仍保持在良好水平。

跟踪期内，受该公司经营规模扩大以及完成非公开增发的带动，公司 2016 年末流动资产增至 101.85 亿元；其中，货币资金、应收

¹² 股权转让款为 0.78 亿元，截至 2016 年末已支付完毕。其为 2016 年开业的王府井赛特奥莱临潼店的物业持有方。截至 2016 年末西恩奥莱公司资产总额为 8.04 亿元、净资产 0.28 亿元。

¹³ 抵押借款。借款合同金额 4 亿元，借款期限 2016 年 9 月 23 日至 2022 年 9 月 22 日，利率为基准利率上浮 20%（5.88%）。

¹⁴ 收回信托投资款 4.64 亿元。

账款、其他应收款等有所增长，其他科目变化不大。其中公司年末货币资金增长 37.18% 至 80.27 亿元，现金比率达 140.05%，保持了很强的即期付现能力。由于公司百货零售业务以联营模式为主，且业务结算资金回笼较及时，因此公司流动资产中存货、应收账款等的规模不大。公司 2016 年末存货为 3.95 亿元，主要为自营业务商品，总体规模较稳定；应收账款主要为应收各银行的信用卡刷卡结算资金，因销售情况有所好转，年末销售增加导致应收账款随之增至 1.69 亿元。公司年末其他应收款为 13.15 亿元，较上年末增长 31.90%，主要是系公司合作商业项目股东借款（11.72 亿元）、预付租金、押金保证金等，当年因对合营企业郑州枫华商业管理有限公司（年末余额 3.21 亿元）及西安王府井商业运营管理有限公司（年末余额 6.77 亿元）提供股东借款等，导致年末余额增长较快。此外，2016 年末，公司其他流动资产余额为 1.56 亿元，主要系公司当年根据增值税会计处理的最新规定，调整未抵扣增值税进项税及预缴增值税所致。

该公司 2016 年末非流动资产为 76.03 亿元，同比增长 15.36%。其中年末可供出售金融资产为 9.80 亿元，同比减少 38.48%，主要受部分信托投资收回及股票价格波动的影响；公司年末可供出售金融资产主要包括信托理财（年末投资额 4.50 亿元¹⁵）和股票投资（主要是持有的北辰实业股票¹⁶），以及少量股权投资。公司年末长期股权投资为 6.89 亿元，较上年增长 21.84%，仍主要是对西安、郑州、佛山等地合作项目的相关股权投资，同比发生变化主要是对郑州项目追加投入。公司年末固定资产及投资性房地产（成本模式计量）合计为 34.06 亿元，由于年内股权收购导致并表范围扩大，固定资产较上年末增长 25.38% 至 27.33 亿元。公司年末在建工程较上年末增长 3853.10% 至 8.62 亿元，主要是合并玺鼎泰公司后增加在建项目所致。公司年末无形资产为 10.27 亿元，主要为土地使用权；长期待摊费用为 5.51 亿元，为待摊门店装修等。

综上所述，2016 年以来国内实体零售业继续面临着行业增速放缓、电商冲击、竞争激烈等因素的影响，经营压力依然较大。该公

¹⁵ 为财富 21 号（陕西富力）单一资金信托项目。该信托项目于 2013 年 9 月投资 8 亿元，截至 2016 年 5 月，公司共收回本金 3.50 亿元及累计信托收益 2.03 亿元，年化收益率为 12%；剩余本金 4.50 亿元，经董事会批准有效期延长 24 个月至 2018 年 9 月，延长期内预计年化收益率为 8.5%/年。

¹⁶ 证券代码 601588，初始投资成本 3.29 亿元，年末账面价值约为 5.23 亿元。

司作为国内大型连锁百货零售商之一，通过积极推进业务战略转型，多元化业态结构，精细化管理等措施，总体仍保持了相对稳定的运营态势及经营业绩。后续来看，公司筹划推进中的外延式并购若能成功落地，也将有助于进一步推动公司业务规模的扩大及业态的完善。跟踪期内，为满足战略发展及项目投入需要，公司资本性支出量较大，但依靠主业资金的有效回笼，能对相关支出形成较好覆盖。同时，公司完成近 30 亿元的非公开发行股票，为业务发展提供了较好的资金支持，并使得资本实力得以增厚。公司负债经营程度继续下降，财务稳健度较高。公司主业收现能力保持良好，货币资金存量充裕，且公司拥有一定量位于较好地段的自有商业物业资产以及有价证券资产，公司整体偿债保障度高。

通过对王府井集团主要信用风险要素的分析，本评级机构决定调升公司主体信用等级至 AAA 级、评级展望维持稳定；调升“12 王府 01”、“12 王府 02”信用等级至 AAA 级，主要基于以下几点考虑：1、王府井集团通过持续的连锁化经营以及全国布局，规模化经营优势及综合竞争实力不断增强，截至 2016 年末公司已在全国 23 个城市运营门店 38 家，总经营建筑面积约 200 万平方米，涉及百货、奥特莱斯、购物中心等多元化业态；此外，公司筹划推进中的外延式并购若能成功落地，也将有助于进一步推动公司业务规模的扩大及业态的完善。2、王府井集团近年来业绩相对稳定，经营积累不断增加，加之公司于 2016 年完成非公开发行股票事宜，共募集资金 29.74 亿元，公司资本实力得以持续增厚。2016 年末公司所有者权益达到 106.71 亿元，较上年末增长 44.45%。3、王府井集团债务规模总体平稳，2014-2016 年末分别为 68.60 亿元、65.66 亿元和 71.17 亿元，且其中刚性债务规模可控，同期末分别为 21.91 亿元、21.99 亿元和 23.46 亿元。得益于权益的增厚，公司近年来资产负债率不断下降，同期末分别为 49.89%、47.06%和 40.01%，负债经营程度处于较好水平，财务稳健度提高。

同时，我们仍将持续关注：（1）外部消费环境、电商分流等对王府井集团经营业绩的影响；（2）王府井集团战略转型推进情况及

成效；（3）王府井集团后续业务拓展、外延并购和储备项目推进情况，以及相应的资金支出压力；（4）王府井集团已开业门店运营情况变化及新开业门店的培育情况；（5）王府井集团对外投资效益产出情况及风险等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额[亿元]	137.49	139.54	177.88
货币资金[亿元]	59.75	58.51	80.27
刚性债务[亿元]	21.91	21.99	23.46
所有者权益 [亿元]	68.89	73.87	106.71
营业收入[亿元]	182.77	173.28	177.95
净利润 [亿元]	6.36	6.61	5.66
EBITDA[亿元]	15.31	15.32	14.44
经营性现金净流入量[亿元]	1.73	6.50	9.80
投资性现金净流入量[亿元]	2.74	-4.70	-10.06
资产负债率[%]	49.89	47.06	40.01
长期资本固定化比率[%]	72.94	66.79	63.06
权益资本与刚性债务比率[%]	314.43	335.97	454.90
流动比率[%]	155.34	180.22	177.73
速动比率[%]	146.27	169.61	168.68
现金比率[%]	132.33	143.21	140.05
利息保障倍数[倍]	8.71	8.78	8.06
有形净值债务率[%]	124.56	112.16	78.52
营运资金与非流动负债比率[%]	106.57	132.12	321.38
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	204.70	225.06	142.22
存货周转速度[次]	37.66	34.10	34.69
固定资产周转速度[次]	7.99	7.89	7.24
总资产周转速度[次]	1.32	1.25	1.12
毛利率[%]	20.75	21.43	21.38
营业利润率[%]	5.23	6.11	4.43
总资产报酬率[%]	7.55	7.62	6.10
净资产收益率[%]	9.67	9.26	6.26
净资产收益率*[%]	9.68	9.27	6.47
营业收入现金率[%]	111.58	111.17	110.31
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.46	15.12	19.97
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.37	9.69	14.33
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.94	4.19	-0.53
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.11	2.69	-0.38
EBITDA/利息支出[倍]	12.71	12.73	12.04
EBITDA/刚性债务[倍]	0.70	0.70	0.64

注：表中数据根据王府井集团经审计的 2014~2016 年财务报表数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。