

杭州市商贸旅游集团有限公司
及其发行的 17 杭旅 01 与 17 杭旅 02

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2019)100036】

评级对象： 杭州市商贸旅游集团有限公司及其发行的 17 杭旅 01 与 17 杭旅 02

	17 杭旅 01	17 杭旅 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 5 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 5 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2017 年 3 月 2 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 7 月 3 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位：人民币亿元			
母公司口径数据：			
货币资金	1.96	9.99	13.09
刚性债务	28.92	29.25	45.55
所有者权益	50.39	54.14	53.85
经营性现金净流入量	2.09	3.68	0.10
合并口径数据及指标：			
总资产	215.03	225.85	247.98
总负债	120.94	120.10	135.37
刚性债务	67.58	53.21	70.64
所有者权益	94.09	105.74	112.60
营业收入	115.54	121.95	131.96
净利润	7.56	9.87	11.16
经营性现金净流入量	11.46	15.06	9.99
EBITDA	15.62	18.96	22.24
资产负债率[%]	56.24	53.18	54.59
权益资本与刚性债务比率[%]	139.24	198.73	159.40
流动比率[%]	100.64	152.83	152.30
现金比率[%]	29.41	59.95	64.62
利息保障倍数[倍]	3.60	5.72	5.64
净资产收益率[%]	8.56	9.88	10.23
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.93	19.45	14.05
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.39	12.43	6.94
EBITDA/利息支出[倍]	4.68	7.67	7.40
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.31	0.36

注：根据杭州商旅经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。其中 2017 年度数据采用 2018 年审计报告中列示的经追溯调整后的期初数据。

分析师

陈婷婷 ctt@shxsj.com
 贾飞宇 jfy@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对杭州市商贸旅游集团有限公司（简称杭州商旅、发行人、该公司或公司）及其发行的 17 杭旅 01 与 17 杭旅 02 的跟踪评级反映了 2018 年以来，杭州商旅在政府支持、市场地位、资产质量、财务弹性等方面保持的优势，同时也反映了公司在百货零售业务转型、在建项目资本性支出、投资收益稳定性及业务整合等方面持续面临的压力或风险。

主要优势：

- **政府支持优势。** 杭州市商贸旅游业发达，G20 峰会的成功举办，提高了当地旅游、酒店餐饮业影响力，杭州商旅作为当地政府下属重要的国有资产经营主体，跟踪期内继续在股权划入、政府补助等方面得到股东支持。
- **品牌影响力较大，区域市场竞争力强。** 杭州商旅业务发展较多元，并形成规模化经营，公司下属杭州大厦、黄龙饭店、知味观等品牌知名度高。跟踪期内，公司经营规模进一步扩大，在区域市场保持了突出的市场地位和较强的竞争力。
- **资产质量较好。** 跟踪期内，杭州商旅经营性现金流情况保持良好，目前现金类资产较充足，并拥有肯德基等优质股权资产及大量市场价值远高于账面价值的优质商业物业资产，整体资产质量较好。
- **财务弹性好。** 杭州商旅拥有杭州解百上市公司平台，并与多家银行建立了长期合作关系，目前未使用银行授信规模较大，跟踪期内财务弹性保持良好。

主要风险：

- 零售业务经营压力较大。跟踪期内，受国内经济增速放缓，区域内竞争加剧，及人力、租金成本上涨等影响，杭州商旅百货零售业务业绩改善和转型压力持续较大。
- 后续仍存在一定资金投入需求。杭州商旅在推进经营规模扩大与丰富经营业态上，仍存在一定资本性支出需求，或将推升公司现有负债率水平。
- 投资收益波动风险。杭州商旅利润构成中投资收益贡献度较高，部分投资收益为股权处置、理财收益等，可能对公司业绩造成一定波动影响。
- 经营管理方面存在持续整合、提升的压力。杭州商旅下属企业数量较多，公司在业务管理优化等方面存在持续整合、清理及业绩提升的压力。

➤ 未来展望

通过对杭州商旅及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并给与上述公司债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



杭州市商贸旅游集团有限公司 及其发行的 17 杭旅 01 与 17 杭旅 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照杭州市商贸旅游集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）、2017 年公司债券（第二期）（分别简称 17 杭旅 01 及 17 杭旅 02）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据杭州商旅提供的经审计的 2018 年财务报表相关经营数据，对杭州商旅的财务状况、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，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会出具的证监许可[2016]704 号文核准，该公司获准公开发行不超过 30 亿元（含 30 亿元）的公司债券。2017 年 3 月，公司发行了 5 亿元的第一期公司债券“17 杭旅 01”；2017 年 7 月，公司发行了 15 亿元的第二期公司债券“17 杭旅 02”。“17 杭旅 01”及“17 杭旅 02”均附有第 3 年末投资者回售选择权与发行人调整票面利率的权利。公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至评级报告日公司存续债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
17 杭旅 01	5.00	5 (3+2)	4.75	2017 年 3 月	正常
17 杭旅 02	15.00	5 (3+2)	4.71	2017 年 7 月	正常
合计	20.00	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯

该公司已发行的两期债券均用于偿还有息债务及补充营运资金，截至评级报告日，募集资金均按照规定用途使用，截至 2018 年末，公司募集资金已全部使用完毕。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的

情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度

提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业因素

该公司主要从事商业零售、宾馆餐饮、文化旅游等业务，业务集中在杭州地区，经营状况受杭州地区经济发展水平、居民消费能力、商业及旅游活跃度等影响大。

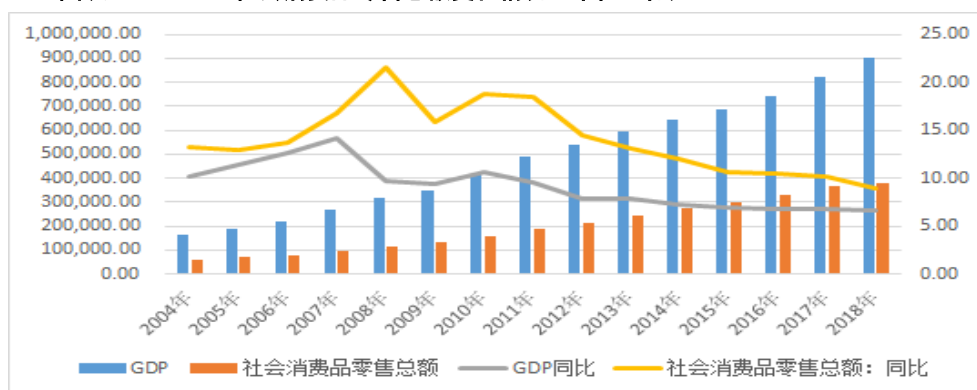
A. 零售业

2018年以来，国内零售消费市场继续保持增长态势，消费仍是拉动国内经济增长的第一驱动力。伴随着我国经济的不断发展，城市化进程的持续推进，居民收入的不断提高，消费的持续升级以及政府鼓励消费政策的实施，我国零售行业有着持续平稳上升的空间，但同时，国内经济结构调整、新旧产能转换过程带来的阶段性压力，以及中美贸易摩擦等引发的外部压力，也或对国内消费市场带来一定不确定性。同时，国内零售行业市场化程度高，行业集中度总体仍处于相对较低水平，市场将持续维持着激烈竞争。此外，“新零售”模式引领下的零售商之间合作日趋紧密，零售行业竞争格局仍在重塑中，龙头企业

的经营规模、市场地位预期将得到进一步巩固提升。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但同时，受宏观经济波动、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，零售业增速已连续多年出现下滑。进入 2018 年，宏观经济总体延续平稳走势，根据国家统计局初步核算，2018 年全年我国国内生产总值为 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速较上年同期减少 0.2 个百分点；同期社会消费品零售总额为 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较上年同期减少 1.2 个百分点，增速放缓主要系受优惠政策到期等因素影响，汽车销售同比大幅放缓所致。2018 年，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率为 76.20%，比上年同期提高 17.4 个百分点；最终消费拉动 GDP 增长 5.03%。作为拉动国内经济增长的主要动力，消费对国民经济的拉动效应进一步显现。

图表 2. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国 2001 年加入 WTO，尤其是随着 2004 年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内零售行业发展迅速，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。据商务部典型零售企业统计数据测算，截至 2016 年末我国零售业经营单位达到 1,811.91 万个，同比增长 5.2%；其中，法人企业单位数量为 244.83 万个，同比增长 28%。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售业集中度始终处于较低水平。根据中国连锁经营协会数据，目前国内连锁百强企业销售规模占社会消费品零售总额的比重不足 10%；而网上零售占比也仅在 15% 左右。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局逐步重塑。

在国内经济及零售业增长放缓、电商大规模分流等背景下，近年来实体零

售业态面临的冲击相对明显，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，经营业绩压力加大，关店风险上升。为应对零售市场的发展变化，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，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；积极进行业态调整及创新，开发新业态模式；加强品类调整，提升自营业务比重，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，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。在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。受此影响，以及在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，阿里盒马生鲜、永辉超级物种、无人零售店等新型门店业态形式不断涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。其中互联网及电商龙头企业依靠其雄厚资金实力，近年来持续推进对实体零售的投资布局。2018 年以来，腾讯及京东入股上市公司步步高，腾讯、永辉超市与家乐福中国达成对后者的投资意向。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，龙头企业规模、地位预期将得到进一步巩固。

图表 3. 按业态分部分典型零售企业数据概览（单位：亿元，%）

企业名称	核心经营指标（合并口径）					核心财务数据（合并口径）			
	核心业态	营业收入	毛利率	应收账款周转速度	存货周转速度	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
苏宁易购	家电连锁	1,879.28	14.10	107.61	9.80	1,572.77	46.83	40.50	-66.05
王府井	百货	260.85	20.72	126.71	35.54	201.89	46.56	9.32	20.58
百联股份	百货、超市	471.81	21.24	98.81	11.64	446.71	54.51	8.58	21.33
永辉超市	超市	585.91	20.84	79.88	8.46	328.70	37.91	16.85	26.41
华润万家	超市	10.96	36.27	9.80	1.66	138.89	43.06	0.10	-0.49
天虹股份	百货、超市	185.36	25.76	355.66	9.85	154.07	60.88	7.18	11.23
大商股份	百货、超市、家电连锁	267.44	22.61	100.38	9.52	176.42	56.59	8.50	1.98
重庆百货	百货、超市、家电连锁	329.15	17.68	271.35	10.66	132.44	61.13	6.50	12.87
杭州商旅	百货、酒店餐饮等	121.95	26.80	43.36	5.22	225.85	53.18	9.87	15.06

注：新世纪评级根据公开资料整理；数据口径为 2017 年。

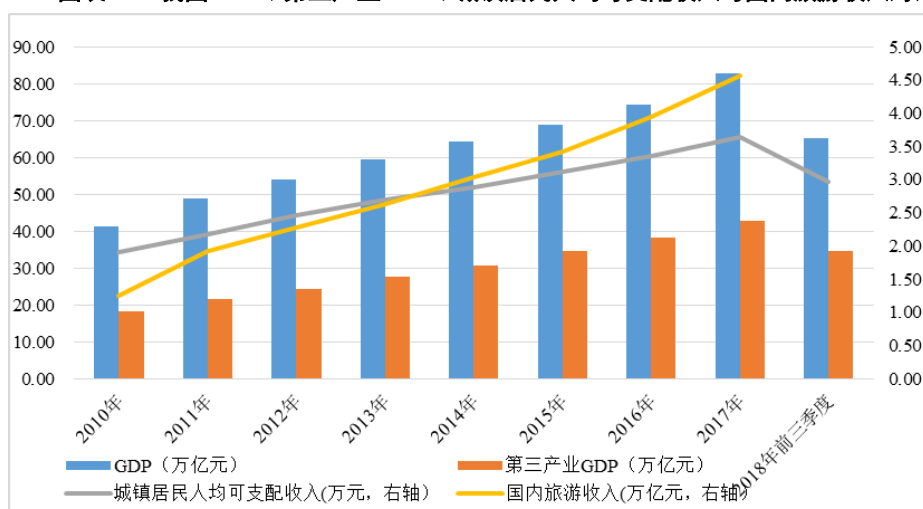
政策方面，2016 年 11 月，国务院办公厅发布《关于推动实体零售创新转型的意见》，提出要推进商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持（包括减轻企业税费负担、加强财政金融支持等）等意见，旨在推动实体零售创新转型，增强发展动力。同时国家大力支持电商的发展，并对其逐步进行规范，促进电商及实体零售之间的公平有序竞争。根据政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，不断培育消费发展新动能，鼓励行业升级转型，加强行业规范运行，对零售行业发展而言存在长期利好。

B. 文化旅游（含酒店餐饮）

近年来，在我国 GDP 和人均可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，国内旅游人数和收入规模均保持稳定增长，旅游业投资也保持在高位。同时，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。但随着旅游投资的高速扩张，现代旅游项目同质化现象愈发明显。此外，旅游业易受突发事件影响，导致行业收入增速出现较大波动。总体来看，2017 年及 2018 年以来行业内主要龙头企业盈利持续增长，未来旅游经济持乐观预期，行业信用质量稳中向好。

近年来，在我国 GDP 和人均可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，我国国内旅游人数和收入规模均保持稳步增长。据国家旅游局公开数据显示，2015~2017 年，我国国内旅游人数分别为 40.00 亿人次、44.40 亿人次和 50.01 亿人次，同期国内旅游收入分别实现 3.42 万亿元、3.94 万亿元和 4.57 万亿元。根据我国文化和旅游部发布的《2018 上半年旅游经济主要数据报告》，2018 年上半年国内旅游人数同比增长 11.4%至 28.26 亿人次，当期实现国内旅游收入 2.45 万亿元，较上年同期增长 12.5%。

图表 4. 我国 GDP、第三产业 GDP、城镇居民人均可支配收入与国内旅游收入对比



资料来源：Wind，新世纪评级整理、绘制

旅游业对外部环境存在较强的敏感性，易受突发事件影响。以国内游为例，2013 年以来，受“八项规定”、“六项禁令”等三公消费限制政策的影响，国内部分景区游客接待量出现下滑，酒店及高端餐饮行业业绩也进一步缩减，国内旅游收入增速持续放缓。但 2015 年以来，在 GDP 和居民可支配收入不断增长的推动下，居民旅游消费需求不断增加，“三公消费”限制政策的影响趋弱，旅游业收入增速出现恢复性增长。2015~2017 年，我国国内旅游人数增速分别为 10.50%、11.28%和 12.80%，同期国内旅游收入增速分别为 12.81%、15.19%和 15.90%。2018 年上半年度，我国国内旅游人数和收入分别较上年同期增长 11.40%和 12.50%，增速虽较上年略有放缓，但整体仍保持较好状态。

从细分行业来看，1999 年国家旅游局开始实行旅游区（点）质量等级管理，景区根据服务质量、环境质量、景观质量以及游客意见进行等级划分为 1A 到 5A 级，2007 年我国开始首次评定 5A 级景区，截至 2017 年末，我国共有 5A 级景区 247 家，其中 2017 年新增 22 家。由于景区经营类企业的经营性资产主要以门票和景区交通为主，其中景区门票价格通常由当地物价局制定或批准，变更可能性较小，故门票收入规模受客流量的影响较大，拥有国家最高等级景区门票经营权的企业景区竞争优势更为明显。以黄山景区、丽江景区、峨眉山景区、桂林景区、乌镇景区和海南南山景区等知名度较高的上市景区为例，其游客接待量和经营主体业绩整体保持稳步增长态势。

根据《中华人民共和国星级酒店评定标准》，我国酒店按等级分为一星级到五星级 5 个标准。星级越高，表示酒店的档次越高。根据国家旅游局数据显示，2018 年第二季度，国家旅游局星级饭店统计管理系统中有 10,739 家星级饭店，环比减少 7.48%，由于行业内竞争不断加剧，部分酒店因经营不善等各方面原因陆续停业或关闭。其中 9,332 家星级饭店通过省级旅游主管部门审核，包括一星级 60 家、二星级 1,583 家、三星级 4,497 家、四星级 2,367 家、五星级 825 家。

从酒店经营指标来看，客房出租率有明显的季节周期性，2017 年第三季度至 2018 年第二季度，五星级、四星级和三星级饭店季度客房出租率区间分别为 58.28-63.03%、47.67-57.37%和 54.16-63.32%。；同期，我国五星级酒店各季度平均房价均在 610 元/间/天以上，四星级酒店各季度平均房价在 325-340 元/间/天之间，三星级酒店各年平均房价在 200-225 元/间/天之间，各档次星级酒店之间房价具有较大的差异。具体来看，三星级、四星级饭店因同档次酒店数量众多，竞争较为激烈；五星级饭店随着人民群众生活水平的日益提升以及对旅游住宿需求的提高，竞争力不断提高，酒店入住率不断提升。

政策方面，2017 年 8 月，国家旅游局发布《2017 年全域旅游发展报告》，报告中指出，2016 年我国民众人均出游率达 3 次，旅游已成为我国民众生活的必需品，全域旅游因此应运而生。国家各部委将加大对全域旅游的政策和资金支持力度，使其成为一项中长期国家战略和国策，并得到进一步强化和巩固。2018 年 3 月，《政府工作报告》提出要“创建全国旅游示范区，降低重点国有景区门票价格”，同年 6 月国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》，为国有景区降价划定了时间表，明确提出在今年“十一”黄金周旅游高峰之前，切实降低一批重点国有景区偏高的门票价格，上述政策的实施或将对部分以门票收入为主的旅游类企业产生一定影响，但门票价格的下降也将在一定程度上刺激游客量的增长。总体来看，中央和地方政府近年来一直持续推动旅游发展，各项旅游刺激方案存在积极意义，旅游行业在产业政策的支持下整体呈现稳中向好的趋势。

从国内市场竞争格局来看，虽然我国旅游资源较为丰富，但由于地域面积较大，资源分布较为分散，因此单一企业所占份额较小，行业整体市场化程度

较高，竞争压力较大。受旅游资源质量和特色、周边交通便利程度、住宿及餐饮娱乐一体化程度等各方面因素影响，旅游行业呈现出较强的区域性竞争特点，东部和中部地区客流量较大且游客来源广泛。我国旅游业经营主体通常采用多元化经营模式，涉及的细分子行业较多。其中，高等级景区因其稀缺性和不可复制性而具有较高的吸引力，拥有该类景区开发运营管理权的企业通常系央企或地方国企，故该类经营主体盈利情况通常较好；酒店餐饮业属于完全竞争行业，各企业间竞争优势较不明显，因此发债企业相对较少，且各企业所运营的酒店也主要集中在高星级。

旅游行业主要关注风险包括：（1）投融资风险较高。我国旅游投资主要以民营资本为主、政府投资和国有企业投资为辅，整体投资体量较大，资金来源保障性较低。加之项目建设进度及投运后的盈利情况不确定性较大，企业投融资风险相对较高。（2）突发事件影响。旅游业对外部环境存在较强的敏感性，病疫情、国家政策、国际政局等都对旅游行业整体营收、细分行业格局以及目的地产生了不同程度的影响。随着旅游行业在国民经济中的地位 and 外交地位的不断提升，信息传播的高速发展，突发事件的产生来源、影响范围也将进一步扩大。（3）市场竞争风险。旅游行业市场化程度较高，竞争压力较大，行业内多数企业旅游产业链尚未完善，旅游项目同质化现象明显。特别是以酒店餐饮和旅行社为主业的经营主体，需要分别关注其在酒店业品牌化、集团化和在线旅游冲击下的竞争能力。

（3）区域市场因素

杭州市是长江三角洲经济圈两个副中心城市之一，区域经济实力及居民消费能力较强，商业氛围浓厚，百货零售业发展历史悠久，现已形成十多个大型商圈，但目前杭州市内百货网点布局的密度已较高，竞争日趋激烈。

杭州市服务业发达，且拥有着丰富的旅游资源。多年来区域经济的发展，政策对服务产业发展的支持，以及旅游业的良好发展，能对当地酒店和餐饮服务行业的发展提供较好的支撑。但同时，酒店餐饮业竞争充分，且近年来宏观经济低迷、消费升级等对行业的发展带来压力及挑战。

该公司零售业务主要集中在杭州市。杭州市是长江三角洲经济圈两个副中心城市之一，区域经济实力及居民消费能力较强。根据《2018 年杭州市国民经济与社会发展统计公告》显示，2018 年杭州市实现地区生产总值（GDP）13,509 亿元，比上年增长 6.7%；当年全市居民人均可支配收入 54,348 元，实际增长 6.6%；全市全体居民人均生活消费支出 37,369 元，实际增长 6.9%。2018 年杭州市实现社会消费品零售总额 5,715 亿元，增长 9.0%。杭州市经济总量多年位居全省首位，在长三角地区排名居前。2018 年杭州市第三产业实现增加值 8,631.70 亿元，同比增长 7.50%，在 GDP 中占比超过 60%，服务业发达。

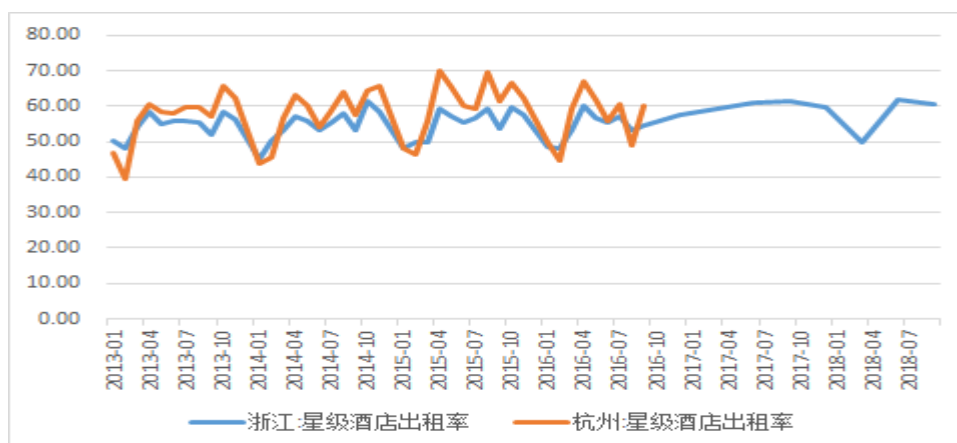
杭州市商业氛围浓厚，百货零售业发展历史悠久，现已形成十多个大型商

圈，包括武林商圈、湖滨商圈、吴山商圈、庆春商圈、下沙商圈、钱江新城商圈等，其中武林商圈、湖滨商圈、吴山商圈已相对较为成熟。根据《杭州市商贸物流业发展规划纲要（2006-2020）》，在 2020 年前，要提升市级商业中心层次，以延安路为轴，贯穿湖滨、武林、吴山三个商圈，组成“一线三圈”市级商业中心，形成既具各自区位特色，又能发挥联动互促效应的商业格局。目前湖滨商圈凭借多元化的经营业态、完善的基础设施、便捷的交通等优势而具备了很强的人气聚集能力，其中入驻的主力百货品牌包括杭州大厦、银泰 in7 等。除上述百货品牌外，杭州市各商圈内主要商业零售品牌还包括杭州解百、万象城、万达广场、奥特莱斯等。2018 年杭州地区新开杭州大悦城、杭州理想银泰城、杭州黄龙万科中心等大型商业项目 28 家，增加面积约 259.9 万 m²，进一步加剧了区域市场竞争。总体来看，目前杭州市内百货网点布局的密度已较高，竞争较为激烈。

旅游休闲属于杭州重点扶持发展的战略性支柱产业之一。作为旅游城市，杭州市旅游资源丰富，是全国重点风景旅游城市和首批历史文化名城。截至 2018 年末，杭州市的 A 级景区共计 109 个（较上年末增加 18 个），其中 5A 级景区 3 个，4A 级景区 39 个。2018 年，杭州市旅游总收入达到 3,589.12 亿元，比上年增长 18.01%，全市累计接待中外游客 18,403.35 万人次，比上年增长 13.00%。此外，2018 年 2 月，杭州市政府通过了《关于实施全域旅游发展战略加快国际重要的旅游休闲中心建设的若干建议》，建议提出要推进杭州旅游休闲业转型升级，加快国际重要的旅游休闲中心建设，努力形成以国际化为引领的观光游览、休闲度假、文化体验、商务会展“四位一体”全域旅游新格局，要以“全域化”、“国际化”、“品质化”及“智慧化”的方式推进杭州旅游业不断发展。

酒店方面，截至 2018 年末，杭州市星级宾馆为 145 家，其中五星级酒店 23 家，四星级酒店 44 家。2018 年杭州市住宿餐饮实现增加值 208 亿元，增长 4.90%。2014 年 6 月商务部出台的《关于加快发展大众餐饮的指导意见》（简称“指导意见”）指出：力争用 5 年左右时间，健全大众化餐饮服务体系，并使其占全国餐饮市场的比重由现在的 80%提高至 85%以上。杭州市政府结合该《指导意见》相应发布了《关于进一步加快餐饮住宿业转型升级促进持续稳定发展的实施意见》（征求意见稿），提出未来餐饮、住宿企业的发展路线，以及政府支持大众化餐饮发展实施的各项优惠政策，以促进餐饮行业结构性调整。

图表 5. 近年来浙江省和杭州市星级酒店平均出租率（单位：%）¹



资料来源：国家统计局，浙江省旅游局

总体来看，杭州市区域经济和旅游业的良好发展以及政府对于服务业发展的支持，能对当地零售、宾馆餐饮业形成较为有效的支撑。但同时区域内百货零售、酒店餐饮企业数量众多，竞争激烈，且近年来宏观经济增速放缓、零售业态变革、政府限制公务消费等对行业的发展，仍带来了较大压力及挑战。

2. 业务运营

该公司业务多元化程度较高，主业涉及百货零售、宾馆餐饮、食品销售、房地产、文化旅游，经营已具备较大规模。公司拥有杭州大厦、杭州解百、黄龙饭店、知味观等一批知名品牌，在区域内具有很强的资源优势 and 品牌影响力。跟踪期内，公司收入和利润规模进一步扩大。但是受经济增速放缓、区域竞争激烈、人力成本上升等影响，公司主业尤其是百货零售板块业绩改善和转型压力较大，此外公司利润构成中投资收益贡献度较高不利于盈利的稳定性。

该公司在整合杭商资产和杭旅集团的基础上，现已形成了以百货零售、宾馆餐饮为核心，食品加工、房地产销售、文化旅游等业务多元化发展的经营格局。公司业务大量布局在浙江省杭州市，区域商业氛围较好，跟踪期内通过内生增长，公司业务规模进一步有所扩大，2018 年实现营业收入 131.96 亿元，较上年增长 8.20%。

从主营业务收入结构看，商品销售和宾馆餐饮两大业务板块仍是该公司最主要的收入来源，2018 年合计占核心业务收入比重为 79.20%，商品销售和宾馆餐饮业务模式成熟，经营较为稳定；食品销售和房地产业务规模不大，但是由于 2018 年进行了收入重分类²，及食品加工线上销量增幅大等，食品销售板块收入同比明显增加。房地产业务随着库存的逐步消化，近年来总体收入有所

¹月度数据仅更新至 2016 年 9 月，之后仅公布浙江省季度数据

²2018 年公司将粮油销售收入（4.4 亿元）从商品销售板块调整至食品销售板块，同时将食品加工收入（1.98 亿元）从其他板块调整至食品销售板块。而商品销售板块中贸易业务规模扩大，因此虽然粮油销售收入转出，当年整体收入规模仍保持增长。

下降。公司其他业务收入还包括服务收入、租赁收入、旅游收入、车辆运营收入等，对整体收入形成补充。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
商品销售	杭州市	规模/资产/品牌/管理等
宾馆餐饮	杭州市	规模/品牌/管理等
食品销售	全国/杭州市等	规模/品牌/管理等
房地产	杭州市	资本/资产/政策等

资料来源：杭州商旅

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计		115.54	121.95	131.96
其中：核心业务营业收入	金额	110.87	117.85	126.78
	占比	95.95	96.64	96.08
其中：（1）商品销售	金额	77.97	79.16	82.90
	占比	70.33	67.17	65.39
（2）宾馆餐饮	金额	13.52	14.60	17.51
	占比	12.20	12.39	13.81
（3）食品销售	金额	3.53	2.49	8.98
	占比	3.19	2.11	7.08
（4）房地产	金额	4.19	5.99	2.29
	占比	3.78	5.08	1.80
（5）其他	金额	11.64	15.61	15.10
	占比	10.50	13.24	11.91

资料来源：杭州商旅

A. 商品销售

该公司商品销售业务主要包括百货零售及商品批发业务。2018 年公司商品销售业务实现收入为 82.90 亿元，较上年增长 4.73%，其中百货零售业务收入变化不大，收入增长主要系由商品批发中大宗贸易业务规模扩大拉动；同期毛利率为 11.73%，较上年下降 1.93 个百分点，2018 年杭州解百转型城市奥特莱斯，毛利率比正品店低，加之低毛利的大宗贸易收入占比上升，导致当年商品销售板块整体毛利率有所下降。

百货零售

该公司百货零售业务的经营主体为上市公司杭州解百股份有限公司（简称

“杭州解百”，股票代码 600814）³，旗下百货零售门店包括本部的杭州解百购物广场、解百义乌店和兰溪购物中心（2018 年第三季度末已关店）和杭州大厦下的杭州大厦购物城⁴。公司多数门店开业时间较早，以成熟门店为主。

图表 8. 截至 2019 年 3 月末，公司百货零售门店情况（单位：万平方米）

物业大楼	开业时间	位置	经营面积	物业性质	经营模式	2018 年收入（亿元）
解百购物广场	1992 年	杭州市	124,939.76	新元华部分租赁，新世纪、B 座自有	联营为主	6.09
解百义乌店	1995 年	义乌市	20,410.92	自有	联营为主	0.31
杭州大厦购物城	1992 年	武林广场 1 号	24,974	自有	联营、自营、批发、租赁	52.18
	1999 年	武林广场 1 号	39,226	自有	联营、批发、租赁	
	2009 年	环城北路 208 号，坤和中心	42,115	租赁	联营、自营、批发、转租赁	
	2009 年	华浙广场	34,104	租赁	联营、批发、转租赁	
	2018 年	武林广场 11 号商业房产，武林广场地下商场	86,979	租赁 ⁵	联营、批发、转租赁	
	2017 年	环城北路 205 号，三立大厦	26,600	租赁	联营、批发、转租赁	

资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

解百购物广场系杭州市最早建立的国营零售企业，位于毗邻西湖的湖滨商圈，由新元华、新世纪和 B 座（原 A、B 楼）三幢物业大楼组成，建筑面积 12.50 万平方米，定位为中端城市综合消费。随着大型商业项目陆续落地杭州地区，跟踪期内区域百货零售市场竞争压力进一步增大。跟踪期内，解百购物广场在业态上发生重要变化，充分利用杭州大厦奢侈品供应商资源，转型城市奥特莱斯，其中新元华已完成城市奥特莱斯转型，2018 年 12 月底开业，新世纪和 B 座也在逐步进行转型，预计 2019 年下半年全部开业，该业态弥补了湖滨商圈城市奥特莱斯业态的空白，但转型效果还有待进一步关注。此外，杭州解百本部以“零售+”为路径，积极尝试向大健康及体育等领域拓展，其中全程医疗 medical mall（未并表）分两期建设，目前处于 2 期招标阶段，未来入住品牌将达到 30 个，medical mall 收益主要来自租金和高端体检产品，意在通

³截至 2018 年 3 月末，该公司通过直接及间接方式共计持有杭州解百 68.26% 股权，期末所持股份无质押或冻结情况。

⁴杭州大厦原系该公司与澳门南光（集团）有限公司共同投资设立的中外合资经营企业。2014 年 8 月，经证监会核准《关于批准杭州解百集团股份有限公司向杭州市商贸旅游集团有限公司发行股份购买资产的批复》（证监许可[2014]883 号），杭州解百向公司发行 404,643,737 股股份，购买其持有的杭州商旅投资有限公司（简称商旅投资）100% 股权，自此杭州解百通过商旅投资间接持有杭州大厦 60% 股权，杭州大厦因此整合进入杭州解百。

⁵ 杭州大厦租赁公司另一子公司商旅资产物业，从合并范围看属于自有物业。

过高端体检等健康产品为商场导流。悦胜体育⁶完成了世游赛市场开发工作，目前正面临转型模式的确定。上述新业态均尚处于投入和培育阶段，短期内无法为公司业绩带来贡献。总体来看，受电商快速发展，区域市场竞争加剧及自身转型的影响，跟踪期内杭州解百本部业绩仍有所下滑。2018 年杭州解百（本部）实现营业收入 6.09 亿元，较上年下降 27.55%；净利润出现亏损 0.12 亿元，主要是由于收入下滑同时业务转型中销售、管理费用增加及商场改造涉及以前年度装修摊余价值进行提前报废，同时解百兰溪店于 2018 年三季度末闭店清算产生了 3,000 多万损失所致。此外，杭州解百义乌店处于旧城改造区域，经营持续亏损，2018 年亏损 454.33 万元，公司也存在闭店计划。

杭州大厦系杭州市乃至全国知名的高端百货企业，其目前属于单店经营，旗下购物城地处杭州市最繁华的武林商圈，商业氛围浓厚。购物城建筑面积 14.04 万平方米，由 ABCD 四座物业大厦构成⁷。通过多年来对百货业经营模式的不断探索，杭州大厦逐步确立了“高端百货+奢侈品牌”的精品百货模式，奠定了杭州大厦高端品牌聚集地的形象。同时，杭州大厦近年也在根据市场需求及经营效果，持续推进四幢大厦品牌结构的调整，2019 年杭州大厦将进行新一轮的 3 年调整，对不同楼层的产品布局进行重新分配，使得 ABCD 座各自的特点更加突出。

杭州大厦近年也将新业态及经营空间的拓展作为发展重点。作为对于超市业态的尝试，杭州大厦于 2010 年在购物城 C 座地下一层开设了首家 LSE⁸ 超市。LSE 超市定位为自营高端精品超市，主营进口商品、生鲜等，定位高端、商品价格偏高，2018 年杭州大厦 LSE 超市业务收入 22,487.74 万元，净利润 2,926.69 万元。在拓展经营空间，扩大百货业务规模方面，杭州大厦租赁紧邻杭州大厦 B 座西侧的三立大厦⁹，与 B 座连通，已于 2017 年 3 月末起投入试运营，增加杭州大厦营业面积 26,600 平方米。此外，杭州大厦与公司孙公司杭州武林广场地下商城建设有限公司签订《关于杭州武林广场地下商城项目之整体租赁经营合作协议》及其《补充协议》，杭州大厦租赁武林广场 11 号商业房产，2018 年 4 月武林广场地下商场项目开业，杭州大厦经营面积进一步

⁶ 由杭州悦胜体育经纪有限公司（以下简称“悦胜公司”）运营，公司持股比例为 69.50%，纳入公司合并报表范围。截至 2018 年末，悦胜公司总资产为 0.27 亿元，净资产为 0.08 亿元，2018 年度，悦胜公司净亏损 485.17 万元。

⁷ 其中 A、B 两座物业土地使用期限已于 2016 年 10 月到期，目前杭州大厦已收到杭州市国土资源局下城分局出具的《关于杭州大厦有限公司土地使用问题复函》，杭州大厦地块为商业地块，根据《中华人民共和国城镇国有土地出让和转让暂行条例》（国务院令第 55 号）第四十一条的规定，土地使用期满，土地使用者可以申请续期。杭州大厦应依照该条例重新签订合同，支付土地使用权出让金，并办理登记。但是公司管理层于 2017 年 12 月 28 日作出决议，要求杭州大厦公司尽快再次与相关国土部门进行沟通协商争取土地到期后续租事项，截至目前，上述事项杭州大厦仍正在与有关部门沟通中，未支付土地使用权出让金，2018 年暂按原土地使用合同计提土地使用费 194.45 万元。

⁸ LSE 取自杭州大厦倡导的 living（生活）、shopping（购物）、enjoying（享受）的经营宗旨。

⁹ 为中国人民解放军 61195 部队后勤部（简称“部队”）所有。部队拟在原址建设商场、宾馆，建成后的物业除用于宾馆经营的面积外，其余部分全部租赁给杭州大厦经营。根据相关协议，租赁期限自商场开业起 18 年，租期满后，杭州大厦有优先续租权。

扩大。此外，杭州大厦还参股百大绿城·西子国际项目 40%¹⁰股权。自持商业部分“501 城市广场”已于 2016 年 10 月正式开业，目前招商工作已基本完成，但因尚处于培育期，前期投资产生较高财务成本导致持续亏损，至今未产生投资收益。

跟踪期内，杭州大厦经营业绩保持稳定增长。2018 年，杭州大厦实现营业收入为 52.18 亿元，较上年同期增长 7.90%；同期杭州大厦实现净利润为 4.00 亿元，同比增长 33.78%，主要系武林广场 11 号物业开业运营，对杭州大厦的业绩拉动作用较强所致。

商品批发

该公司商品批发业务的经营主体主要为杭州商旅资产管理有限公司（简称“商旅资产”）和杭州市金属材料有限公司（简称“杭州金属”）。

商旅资产主要从事资产管理、物业管理业务，主要管理资产包括集团自持的杭州武林广场地下商城、灵隐休闲等物业，2017 年商旅资产开始从事大宗商品贸易业务，主要贸易品种为金属材料、针纺织品、煤炭等，业务规模明显扩大，2018 年商旅资产实现收入 20.94 亿元，较上年增长 50.85%；净利润 -3,066.89 万元，经营持续亏损主要是由于武林广场地下商城计提折旧所致。

杭州金属主营铝锭、锌锭、小型钢、中板等产品的批发业务，以铝锭和小型钢二大产品为主。杭州金属的供应商均为国内大型金属材料生产厂家，其中有色金属按销售当期的期货市场价格确认采购价格；黑色金属以现货市场价格，随行就市来确定当月进货价格及数量。在产品销售方面，杭州金属基本按照市场价格进行销售，下游客户主要为浙江省内以及上海的工矿企业，合作时间较长；销售款结算模式主要为款到发货，部分供应工地的钢材结算周期较长，但一般不超过三个月。2018 年杭州金属实现营业收入 4.26 亿元，较上年增长 40.58%；实现净利润为 168.42 万元，较上年下降 15.53%，经营保持微利状态。

B. 宾馆餐饮

该公司宾馆餐饮业务主要包括宾馆酒店业务及餐饮服务业务。跟踪期内，公司通过加强经营调整，酒店板块整体经营维持稳定；同时以知味观、奎元馆等为核心的餐饮服务业务保持较稳定的业绩增长。2018 年公司宾馆餐饮业务实现收入为 17.50 亿元，较上年增长 19.94%，增幅较大主要系收入重分类¹¹导

¹⁰ 2012 年 7 月 7 日，浙江百大、杭州百大以及杭州大厦签订了《投资合作暨股东协议》，浙江百大拟与杭州大厦就西子国际项目进行股权投资合作，并在项目建成后合作经营名下的商业物业。具体方案为：浙江百大将持有的杭州百大 40%股权转让给杭州大厦，股权转让价格为 2.41 亿元。本次股权转让完成后，杭州百大的注册资本为 5.30 亿元，浙江百大持有 30%的股权，杭州大厦持有 40%股权，绿城集团持有 30%的股权（委托浙江百大代为持有，2013 年委托关系解除）。在上述股权转让完成后的四年内，杭州大厦或其指定方有权选择向浙江百大收购杭州百大额外 11%以上的股权，股权转让价格由双方另行协商确定。另外，2015 年 9 月，杭州百大完成股东同比例增资，注册资本增至 19.66 亿元，其中杭州大厦出资 5.74 亿元。该项目位于杭州市老城区与钱江新城转换的核心地段，系集居住、商业、办公、购物等功能为一体的大型商业综合体项目。

¹¹ 2017 年五洋宾馆收入记入其他收入，2018 年该公司将五洋宾馆划给仁和集团后全部重分类为宾馆餐饮收入。

致。公司宾馆餐饮业务毛利率水平较高，2018 年为 70.37%，较上年变化不大。

宾馆酒店

该公司拥有 12 家自营单体酒店¹²以及西溪天堂商业地产项目中的酒店集群¹³。近年来，针对公务消费、集团消费受限等情况，公司宾馆餐饮业务持续承压，公司继续将经营重点放到刚性消费、大众消费上，并加大与旅行社、网络、品牌大企业的合作，推出各种折扣、优惠礼包等促销套餐，尝试客户打包销售模式。跟踪期内，公司旗下高星级宾馆酒店调整了目标市场和价格体系，在提高商务散客比例，增加婚宴承接，积极推进网络营销的同时，采取灵活的价格策略，基本实现了目标客户群和销售渠道的转型。2018 年，除商业大厦、天元大厦、升洋酒店等收入小幅下滑外，其余自营酒店收入均有所增长。其中黄龙饭店由于前期投入大，每年折旧和财务费用较高，一直处于亏损状态，2018 年通过加强管理，主业小幅增长的同时新增信托投资收益约 1,600 万元，黄龙饭店实现了成立以来的首次盈利，2018 年归母净利润扭亏为 385.00 万元。同年西溪天堂酒店集群方面，2018 年实现营业收入 2.91 亿元，较上年下降 7.96%，受西湖区整体酒店不景气影响，西溪天堂酒店集群中除喜来登收入和入住率有所增长外，其他酒店收入均出现不同程度的下滑。其中 2018 年布鲁克酒店开始装修整改，收入受到一定程度的影响。

图表 9. 2016 年以来公司自营酒店收入情况（单位：万元）

酒店名称	2016 年	2017 年	2018 年
黄龙饭店	23,348	23,007	24,924
仁和饭店	2,343	2,378	2,503
商业大厦	1,097	2,660	2,252
天元大厦	11,296	10,964	10,936
五洋宾馆	5,750	6,000	6,070
新侨饭店	2,550	6,847	8,288
乾洋酒店	730	811	822
坤洋酒店	428	394	410
升洋酒店	1,032	1,044	1,032
吴山居	472	567	497
五洋之星	559	543	495
恒洋酒店	716	694	675

资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

图表 10. 2016 年以来公司西溪天堂酒店集群经营情况（单位：万元、%）

酒店名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	客房入住率	收入	客房入住率	收入	客房入住率
悦榕庄	6,730	53	7,090	62	6,342	59

¹² 2018 年该公司对旗下酒店进行了股权架构调整，将乾洋酒店、坤洋酒店、升洋酒店、吴山居、五洋之星、恒洋酒店和连锁黄山分公司等原五洋宾馆孙、子公司变成与五洋宾馆平级公司，因此自营酒店数量较历史报告有所增加。

¹³ 西溪天堂商业地产项目中的酒店集群包括悦榕庄、喜来登、西轩、悦椿、布鲁克等 5 家酒店，其中西轩、布鲁克为该公司自营品牌，其他酒店基本采取委托管理的经营模式。

悦椿	1,673	69	1,475	67	1,376	71
喜来登	18,160	64	18,939	73	19,054	77
西轩	1,760	54	1,815	70	1,652	60
布鲁克	1,080	74	922	69	658	52
西溪度假	1,372	53	1,355	58	0 ¹⁴	
合计	30,775	—	31,596	—	29,082	—

资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

餐饮服务

该公司餐饮服务业务的经营主体为下属的杭州饮食服务集团有限公司（简称“饮服集团”）。饮服集团拥有包括知味观、奎元馆、天香楼、杭州酒家等知名餐饮品牌，名列中国特色餐饮集团前列。其中知味观知味观品牌是国家商务部首批认定的中华老字号、中国十大餐饮品牌，是杭州是最具知名度的餐饮品牌之一；奎元馆宁式大面传统手工制作技艺已成功进入第四批浙江省非物质文化遗产名录。公司餐饮品牌总体市场知名度较高。截至 2019 年 3 月末，知味观已在杭州及周边地区开设中餐店 12 家，各类点心、小吃连锁店 24 家，卤味熟食外卖连锁店 12 家。饮服集团积极调整业务结构，增加线上线下互动，突出年夜饭、私人宴请、家庭聚会等营销形式，并继续推进建设中央大厨房及集中采购机制等，跟踪期内，饮服集团营业收入保持增长，2018 年实现营业收入 9.88 亿元，较上年上升 14.33%；净利润 3.08 亿元，较上年上升 5.56%。除自营餐饮业务外，饮服集团还持有杭州肯德基有限公司（简称“杭州肯德基”）45%股权（权益法核算），2018 年获得投资收益 2.72 亿元，较上年上升 5.33%。

C. 食品销售

杭州知味观食品有限公司（简称“知味观食品”）、杭州粮油食品有限公司（简称“杭州粮油”）和杭州东南面粉有限公司（简称“东南面粉”）是该公司近年来食品销售业务的主要运营主体。

从产销情况看，知味观食品拥有焙烤、速冻、糕团、熟肉、粽子及真空包装食品等一系列先进的生产线。产品通过直营专卖店、商场超市、团购、经销商等渠道进行销售。跟踪期内，依托知味观的品牌影响力，知味观食品通过加强线上渠道建设，线上销售大幅增长，2018 年知味观食品实现收入 3.50 亿元，较上年同比上升 43.44%；实现净利润 0.21 亿元，较上年同比上升 90.91%。

杭州粮油主要从事食用油、大米、大豆等粮油产品的批发业务，其中食用油是杭州粮油最主要的产品，对收入的贡献率在 70%以上。产品销售地主要集中在杭州市及浙江省内。杭州粮油的业务模式包括加工批发、经销批发和异地经销。但是由于大豆油行情不景气及受中美贸易战的影响，大豆油价格持续走低，并连累菜籽油价格下降，导致杭州粮油囤积的菜籽油未能销售，占用大量流动资金，产生较高资金成本，2018 年杭州粮油收入下滑，经营出现亏损。当年杭州粮油实现营业收入 4.92 亿元，较上年同比下降 26.23%；实现净利润

¹⁴ 2018 年西溪投资对西溪度假已撤资。

-782.12 万元。

东南面粉拥有两条专用粉生产线，客户主要为杭州顶益食品有限公司（系康师傅控股有限公司旗下企业）。跟踪期内，东南面粉受下游客户经营压力传导及小麦价格上涨、所处区域面粉需求量不高等影响，主业经营持续亏损，仍主要依靠厂房出租及拆迁补助维持微利。2018 年，东南面粉实现营业收入为 2.18 亿元，较上年同比上升 6.34%；实现净利润为 0.04 亿元，较上年变化不大。

D. 房地产

该公司近年来房地产销售收入主要来自西溪投资负责开发的西溪天堂项目的配套房产和国大实业开发的下宅 1#、2#地块项目。其中西溪天堂项目配套房产包括悦居酒店式公寓（简称“悦居”）和悦庄产权式酒店（简称“悦庄”）。随着库存的去化，跟踪期内公司房地产业务收入总体有所下降，2018 年公司实现房地产收入 2.29 亿元，同比下降 61.77%。

悦居和悦庄均定位为高档房产项目，总投资合计超过 8 亿元。其中，悦居于 2009 年底开盘，总可售房产共 162 套，2016 年以来存量房销售进度加快，2016 年销售 17 套，2017 年销售 3 套，2018 年销售 8 套，截至 2019 年 3 月末尚有 1 套待售，已回笼销售资金 10.73 亿元，销售均价约 3.65 万元/平方米，预计待售房源未来还可实现 537 万元的销售收入。悦庄于 2014 年 12 月开盘销售，总可售房产 20 套，截至 2019 年 3 月末，已销售 17 套，剩余 3 套待售，销售均价约为 5.89 万元/平方米，累计回笼资金 5.23 亿元，若将剩余房全部销售预计可回笼资金约 1.21 亿元。

下宅 1#、2#地块项目（颐和最苑三期）位于宁波江北区，项目建设用地面积 2.36 万平方米，已建成 8 幢，每幢约 17 层的住宅。项目总投资 3.5 亿元，于 2014 年下半年开始销售，截至 2018 年 12 月末，尚未销售面积共 4,867.19 平方米，其中高层 1,569.18 平米，商铺 1,299.08 平米，车位 1,998.93 平米，已销售金额 4.66 亿元，累计回笼资金 4.64 亿元，总体看，公司项目房产销售回笼资金均已覆盖前期资金投入。

E. 其他

该公司其他业务收入包括服务收入、租赁收入、旅游收入、车辆运营收入等，2018 年合计实现收入 15.10 亿元，较上年略有下降。其中服务收入主要是子公司杭州市安保服务集团有限公司（简称“杭州安保”）贡献的安保服务收入。杭州安保主要从事运钞车保安业务，客户主要为各大商业银行，具有一定区域垄断经营优势，2018 年实现收入 6.05 亿元，较上年变化不大。

该公司租赁收入主要来自于自有物业出租产生的租金收入，包括义乌之心城市生活广场¹⁵及零星商铺等。公司各类零星物业面积共计约 19.89 万平方米，

¹⁵ 义乌之心城市生活广场位于义乌市中心绣湖商圈，由大型购物广场、景观广场、室内外步行街和地下停车库等建筑形式组成，用地面积 4.8 万平方米，总建筑面积 27 万平方米（地上 8 层 14.6 万平方米，地下 3 层 12.4 万平方），目前已全部对外出租，合同期限一般 1 年、3 年、5 年不等，公司负责其中自营，联营部分商场的管理和推广工作。

有相当部分处于杭州繁华地段且取得时间较早，市场价值远高于资产账面价值，目前出租率接近 100%，但由于租赁合同签订较早（期限均在 10 年左右），租金水平较低，近年来公司在积极对零星商铺进行清理整顿以提高经济效益。2018 年公司实现租赁收入 2.92 亿元，同比增长 178.44%，主要系 2017 年 7 月义乌之心综合体完工开始租赁，近年来租赁收入整体有所增长。

图表 11. 截至 2018 年末公司零星商铺情况（单位：万平方米，亿元）

物业类型	面积	位置	账面净值
经营性物业	15.72	新华路、庆春路、国货路、始板桥直街、中山中路等	1.12
非经营性物业（如宿舍楼等）	2.22		—
混合型物业	1.95		0.05
合计	19.89		1.17

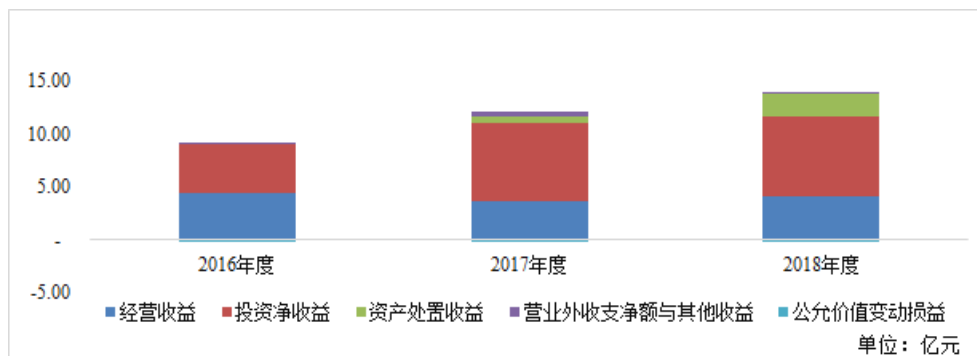
资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理、绘制

该公司旅游业务收入主要系下属旅行社公司产生的旅游中介服务收入及子公司杭州宏逸投资集团有限公司（简称“宏逸投资”）经营的丽水云和梯田景区产生的景区门票等收入，2018 年公司实现旅游收入为 2.79 亿元，较上年增长 52.84%，主要是当年杭州西湖国际博览有限公司（简称“西湖博览公司”）无偿划入新增会展收入所致。宏逸投资是公司于 2017 年 12 月成立的旅游板块投资平台¹⁶，注册资本 5 亿元，重点布局优质文化旅游资源、聚焦旅游目的地、田园综合体、城市微度假、文商旅综合开发。宏逸投资选择的投资项目主要省内项目，以杭州及周边县市为主，选择景点具有稀缺性和特色的项目。目前宏逸投资主要在投项目包括云和梯田项目和桐庐合村项目（含滑翔伞、滑雪场、乡村酒店、漂流二期等项目），其中公司拟将云和梯田打造成 5A 景区，计划总投资 6.60 亿元，截至 2019 年 3 月末一期项目已累计投入资金 1.73 亿元；同时公司拟在桐庐合村建成一批乡村旅游业态，创成国家 4A 级景区，打造乡村振兴示范项目，计划总投 1.175 亿元，截至 2019 年 3 月末已投入资金 0.68 亿元，后续暂无新增投资计划。另外，宏逸投资还以轻资产运营的形式，对余杭江南慢村、遂昌金矿项目、丽水青田小舟山项目、温州洞头海岛项目等景区进行经营管理。由于主要投资项目尚处于培育和投资阶段，宏逸投资现阶段营收规模还较小，2018 年实现收入 1.68 亿元；净利润 0.24 亿元。

¹⁶ 同时公司将杭州商旅经营发展有限公司股权划转入宏逸投资，将杭州旅游实业发展有限公司、杭州紫烟投资管理有限公司、义乌商旅投资发展有限公司和杭州西湖国际旅行社管理有限公司的经营权委托宏逸投资管理。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要由经营收益和投资净收益贡献，2018 年贡献度分别为 29.09%和 54.63%。其中投资净收益贡献度较高，整体盈利结构稳定性一般。跟踪期内，公司稳步推进主业发展，主业经营规模不断扩大，并保持了相对较强的盈利能力，营业毛利规模不断扩大。2018 年，公司实现营业毛利为 33.39 亿元，较上年同比上升 2.16%，增速较上年下降主要是由于毛利率从上年的 26.80%下降至 25.30%所致。其中宾馆餐饮板块毛利率仍很高，保持在 70%左右，主要是公司经营的酒店大多定位中高端且餐饮服务具有一定品牌优势；而收入占比最大的商品销售板块中百货零售业务由于新业态仍处于培育期，毛利率同比小幅下降。食品销售业务由于激烈的市场竞争及收入结构调整等，毛利率下滑较明显；而房地产业务成本投入减少同时房价上涨推动房地产业务毛利率继续大幅增加。其他业务毛利率总体下滑主要是由于安保服务人力成本上升，同时传统出租车受市场持续低迷及其他交通工具冲击影响毛利率降低，另外，义乌之心综合体投运开始计提折旧导致租赁业务毛利率持续下滑。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
营业收入合计（亿元）	115.54	121.95	131.96
综合毛利率（%）	24.78	26.80	25.30
其中：商品销售（%）	11.82	13.66	11.73
宾馆餐饮（%）	69.88	69.85	70.37
食品销售（%）	28.77	12.57	17.87
房地产（%）	19.14	30.27	55.52
其他（%）	36.78	38.95	28.84
毛利（亿元）	28.63	32.68	33.39
其中：商品销售（亿元）	9.21	10.81	9.72
宾馆餐饮（亿元）	9.45	10.20	12.32
食品销售（亿元）	1.02	0.31	1.60
房地产（亿元）	0.80	1.81	1.27

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年
其他（亿元）	4.28	6.08	4.35
期间费用率（%）	19.69	22.51	20.80
全年利息支出总额（亿元）	2.99	2.47	3.01
其中：资本化利息数额（亿元）	0.17	0.48	-

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

跟踪期内，该公司期间费用仍保持较大规模，主要是由于大量物业租赁及折旧摊销使得费用支出居高；同时由于服务业用工成本上升及管理团队建设投入等原因造成公司薪酬费用开支较大；加之外部融资产生较多利息支出等。2018 年公司期间费用为 27.44 亿元，较上年变化不大；同期公司期间费用率为 20.80%，较上年下降 1.71 个百分点，虽然仍处于较高水平但总体控制稳定。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年
投资净收益（亿元）	4.54	7.36	7.62
其中：理财产品及信托产品（亿元）	0.40	0.81	1.84
联营及合营企业投资收益（亿元）	4.09	3.49	4.29
资产处置收益（亿元）	-	0.60	2.17
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.22	0.50	0.11
其中：政府补助（亿元）	0.47	0.29	0.55

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

跟踪期内，该公司投资收益、营业外收入、资产处置收益等非经常性损益对利润形成有力补充。2018 年，公司实现投资净收益为 7.62 亿元，较上年小幅增长，主要系公司持有杭州肯德基¹⁷、杭州联华华商集团有限公司（简称“联华华商”）¹⁸等长期股权投资所形成的投资收益，此外，当年公司将信托理财收益从财务费用贷方调整至投资收益，并加大对国债等理财产品投资规模，因此当年公司投资收益保持在较大规模。此外，公司还能获得一定的营业外收入和其他收益，主要为政府补助，2018 年公司获得的营业外收支净额及其他收益为 0.11 亿元，较上年下降是由于核销毁损报废资产产生的营业外支出较大所致。另外，公司还会产生一定固定资产处置收益，2018 年公司因湖滨项目拆迁获得资产处置收益 2.17 亿元。

受该公司主业经营业绩提高及投资净收益规模增长共同影响，2018 年，公司实现净利润 11.16 亿元，较上年增长 13.06%，增速较上年放缓主要是由于 2017 年投资收益大幅增加及 2018 年综合毛利率下滑导致营业毛利增速明显放缓等多因素叠加所致。

¹⁷ 截至 2018 年末，公司持有杭州肯德基 45% 的股权，2016-2018 年度，公司持有杭州肯德基所实现的投资收益为 2.19 亿元、2.58 亿元和 2.72 亿元。

¹⁸ 截至 2018 年末，公司持有联华华商 25.39% 的股权，2016-2018 度，公司持有联华华商所实现的投资收益为 0.94 亿元、1.03 亿元和 1.13 亿元。

（3）运营规划/经营战略

根据该公司战略规划，未来公司将按照发展大产业、培育大企业的要求，加快商业资源整合，拟将公司打造成为集商贸流通、文化旅游、食品生产、公共服务、健康教育和金融投资等产业于一体的综合性商贸旅游集团。

2018年9月该公司针对文化旅游板块（含酒店餐饮、旅游等）制定了文化旅游板块发展规划（2018-2020年），以打造具有国际竞争力的国内一流文化旅游产业集群为目标，通过资源整合、产业融合和兼并重组，到2020年板块实现收入超过100亿元；实现净利润超过12亿元，其中知味观连锁拓展门店30家并力争“走出国门”，仁和集团新拓展宾馆酒店数量达到50家；《最忆是杭州》、西博会、休博会等演艺和会展品牌国际影响力显著提升。

此外，为配合杭州市推进国有会展业市场化改革，该公司于2018年承接了西湖博览公司、杭州世界休闲博览会有限公司（以下简称“休博公司”）、杭州西博文化传播有限公司（以下简称“文化公司”）三家会展企业，并计划2019年承办中国杭州西湖国际博览会、世界休闲博览会，公司针对会展板块制定了会展业发展规划（2018-2020年），计划到2020年，基本建立起以会展项目、会展场馆、会展配套等三大业务协同发展的产业链，实现会展经营收入2亿元，利润总额达到1,000万元，取得3个及以上会展场馆的运营权，谋划建设一个展览面积30万平方米，集会议、展览、酒店、商场、餐饮、演艺、电竞等功能于一体的会展综合体。

未来三年，该公司主要对“城市之星”项目和云和梯田项目存在投资计划。其中云和梯田项目运营主体为云和梯田投资发展有限公司，系宏逸投资与当地旅游平台云和县瓯上旅业投资有限公司合资成立企业¹⁹，注册资本2亿元。景区占地面积8.50平方公里，力争创5A景区（目前为4A），拟打造成以梯田体验为引领，集复合生态养生、文化体验、摄影采风、度假修养、山水运动、乡村休闲等功能为一体的“最好玩3D梯田”，项目计划总投资6.60亿元，分两期建设，其中一期建设期2年，主要为游客服务中心和索道的建设。游客服务中心位于景区入口，与商业综合体相结合，打造成梯田Shopping Mall，同时建设配套设施，如地上地下停车场等。同时，一期还计划建设5.90公里长的索道，以游客接待中心为起点、天籁云和景点为中转站、七星墩景点为终点，并配有80个8人轿厢，目前基桩建设已完成70%，预计2019年10月基本建成进入试运行期，截至2019年3月末一期项目已累计投入资金1.73亿元，资金来源全部为股东前期注册资金。二期项目建设内容为智能会议酒店（260间客房）、梯田民俗街、民宿聚落（100件名宿客房）、高端度假酒店（70间客房）、神庙天梯等，将根据一期建成后景区游客量增长情况推进二期项目建设。根据云和梯田可研报告，该项目主要通过景区门票（含索道）收入、酒店收入、其

¹⁹ 宏逸投资持股40.00%，公司另一子公司杭州商旅金融投资有限公司持股11.00%，财通创新投资有限公司持股29.00%，云和县梯田实业有限公司（瓯上投资控股60.00%）持股20.00%，均以现金出资，目前云和梯田投资发展有限公司仅拥有景区使用权。

他业态自营收入（景区餐饮娱乐、旅游商品、特色体验收费等）回笼前期投入资金，投资内部收益率约为 13.6%，投资回收期为 8.2 年（不含一期 2 年建设期）。

“城市之星”项目是杭州市委、市政府保护用老工业厂房着力打造的以博物馆集群为核心的国际旅游综合体。根据杭府纪要（2010）62 号文件，该公司子公司杭州旅游投资发展有限公司承担该项目的开发、建设和营运任务。该项目位于原杭氧杭锅老厂房所在地，地理位置较优越，总用地约 530 亩（含道路和河道），实际保护和开发用地为 423 亩，其中出让用地 147 亩，老厂房保护区块 276 亩。总建筑面积 83.5 万平方米，主要投资内容为博物馆、零售商业、酒店、写字楼等。该项目计划总投资 50 亿元²⁰，目前公司已完成杭氧老厂区 10.56 万平方米土地的拿地，并在进行其中老厂房的加固与修缮工作，同时还新建四栋商业楼，截至 2019 年 3 月末已累计投入资金 12 亿元，其中两栋商业楼已于 2018 年底实现 0.88 亿元资金回笼。此外，杭州市财政局向公司拨入 5.02 亿元用于杭氧地块修缮资金补助。该项目主要通过配套商业销售、商业经营方式回笼资金，内部报酬率为 5.10%，投资回笼期 16 年。

图表 15. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	资金来源	期末累计已投入资金	项目所处阶段
“城市之星”国际旅游综合体	50	自筹	12	1、完成 80#地块新建建筑墙体粉刷，跟进 80#地块外架拆除，外立面保温层及防水施工完成，跟进楼地面施工；2、跟进 82#地块新建建筑内部墙体及地下室粉刷，跟进外立面及门窗钢架施工 3、完成 1-4#老房屋盖系统设计调整工作，并进入历保办及专家评审；4、完成 5-6#老厂房基础及柱体加固，跟进屋面板制作及施工。
丽水云和梯田 5A 项目	6.6	自筹	1.73	第一期索道和游客服务中心建设

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，公司已构建了适应自身经营管理需要的职能部门，并不断制订完善管理体系，以为其日常经营提供有效的组织和制度保障。公司部分高管人员发生变动，尚未对公司生产经营构成实质性影响，但董事会、监事会人数与公司章程不符，公司治理尚待完善。此外，公司孙、子公司数量众多，并不断有新公司划入，在日常管理、业务运营等方面存在持续整合、清理及提升的需要。

跟踪期内，该公司股权结构无变化，仍由杭州市国资委代表杭州市人民政府履行出资人职责。公司为国有独资企业，最终控制人仍为杭州市人民政府。

该公司已构建了适应自身经营管理需要的职能部门，并不断制订完善管

²⁰ 城市之星原计划总投资 120 亿元，由于原规划的杭氧商住地块及杭锅配套商业不再拿地，项目总投资因此减少至 50 亿元。

理体系，以为其日常经营提供有效的组织和制度保障。其中公司设立党委、董事会、经理层和监事会，董事会下增设战略投资、预算风险、薪酬绩效管理 3 个专业委员会，集团总部共设立办公室、党群工作部、人力资源部、监察室、战略研究部、财务管理部、审计风控（法务）部、品牌公关部、信息管理部、投资发展部、资本营运部、运营保障部等 12 个部室。优化调整后的组织结构能对公司业务开展及未来战略实现提供基础支撑。组织结构图请参见附录二。

2019 年 1 月 9 日根据《杭州市人民政府关于免去陆晓亮同志职务的通知》（杭政函[2019]5 号），免去陆晓亮董事会董事职务，提议免去其总经理职务，后经公司一届董事会临时会议审议，免去其总经理职务。此次人员变动系为正常的人事工作调动，但导致公司董事人数由 6 人减至 5 人，影响公司董事会会议人数不满足公司章程规定的：董事会会议应有三分之二以上的董事（含授权委托）出席方可举行，其中涉及报市人民政府批准的事项，须经全体董事的三分之二以上通过的要求。此外，公司监事会人员也处于缺位状态，相关人员任命事宜仍在协调落实中，原总经理职责暂由副总经理、总会计师根据职责分工履职。目前公司尚未发生涉及报市人民政府批准的决议事项（无需报市人民政府批准的事项，全体董事的过半数通过即可）。后续若发生涉及报市人民政府批准的事项，将由全体董事表决通过后，报送市人民政府审批，对公司生产经营未构成实质性影响，但是董事会、监事会人数与公司章程不符，公司的公司治理尚待完善。

跟踪期内，该公司关联交易主要体现与关联方之间的担保、资金往来等方面。截至 2018 年末，杭州大厦为联营企业杭州百大置业²¹提供担保金额 3.48 亿元，同时向杭州百大置业提供财务资助 0.64 亿元，期限为 2016 年 12 月 20 日至 2019 年 12 月 19 日²²，主要是为了保证杭州百大置业运营的西子国际商业综合体项目的顺利推进，目前上述项目尚处于培育期，需关注相关被占用资金的回收情况和担保风险。同时，浙江中国小商品城集团股份有限公司为公司子公司义乌商旅投资发展有限公司提供担保金额 3.68 亿元。另外，截至 2018 年 12 月末，公司占用关联方资金 3.55 亿元，关联方占用公司资金 0.14 亿元。

跟踪期内，根据公开信息查询及该公司提供资料显示，公司、控股股东及核心子公司均不存在不良行为记录。

²¹杭州大厦持有杭州百大置业 40% 股权。杭州百大置业主要从事西子国际商业综合体项目开发。截至 2018 年 12 月 31 日，杭州百大置业资产总额为 29.65 亿元，负债总额为 13.56 亿元，实现营业收入 3.84 亿元，净利润-0.35 亿元。

²² 根据杭州解百集团股份有限公司第八届董事会第二十三次会议决议公告（公告编号：2016-023），相关条款如下：1、财务资助金额及期限：在确保杭州大厦正常经营的前提下，杭州大厦拟向杭州百大置业提供总额为 1.2 亿元资金的财务资助，期限：（1）提供财务资助的授权期限为自股东大会审议通过之日起不超过一年（含）；（2）资金的使用期限为自款项支付之日起，最长不超过 3 年（含）。2、资金主要用途：本次向杭州百大置业提供的财务资助资金主要用于补充流动资金。3、财务资助的利率：在参照同期金融机构贷款利率范围内协商确定。

图表 16. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2019/1/31	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/4/14	正常	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2019/4/14	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/4/14	无	无
质量	公司情况说明	2019/4/14	无	无
安全	公司情况说明	2019/4/14	无	无

资料来源：根据杭州商旅所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司融资力度加大，负债规模总体有所扩大，但资产负债率仍控制在合理水平。公司资产流动性增强，经营活动现金流持续呈净流入状态，且现金类资产保持充裕，并拥有大量优质商业物业资产和股权资产，能对债务偿付形成很好保障。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 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。公司执行《企业会计准则—基本准则》（2006 版）和财政部颁布的其他各项会计准则。2018 年，公司根据财政部新发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对相关会计政策内容进行调整。另外，按照公司的会计政策和会计期间，对合并范围内的信托产品、银行理财产品、私募基金在财务报表列报做了必要的统一表述，并对 2017 年数据做了重分类调整，本评级报告 2017 年度数据采用 2018 年审计报告中列示的经追溯调整后的期初数据。

2018 年，该公司通过无偿划入的方式将西湖博览公司、文化公司两家公司并入合并报表范围。截至 2018 年末，公司合并范围内一级子公司数量调整至 31 家。

图表 17. 2018 年公司合并范围变化情况

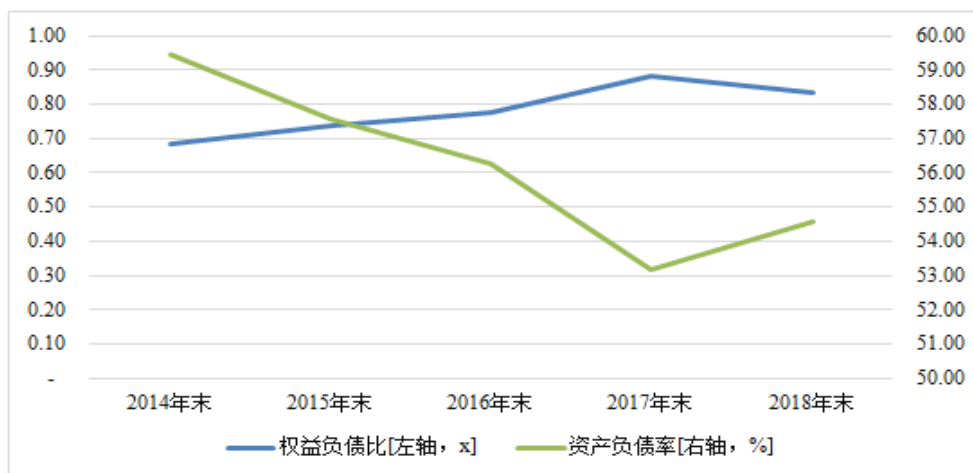
单位名称	持股比例	变更方向	变更原因
杭州西湖国际博览有限公司	62.50%	新纳入	无偿划入
杭州西博文化传播有限公司	100.00%	新纳入	无偿划入

资料来源：杭州商旅

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



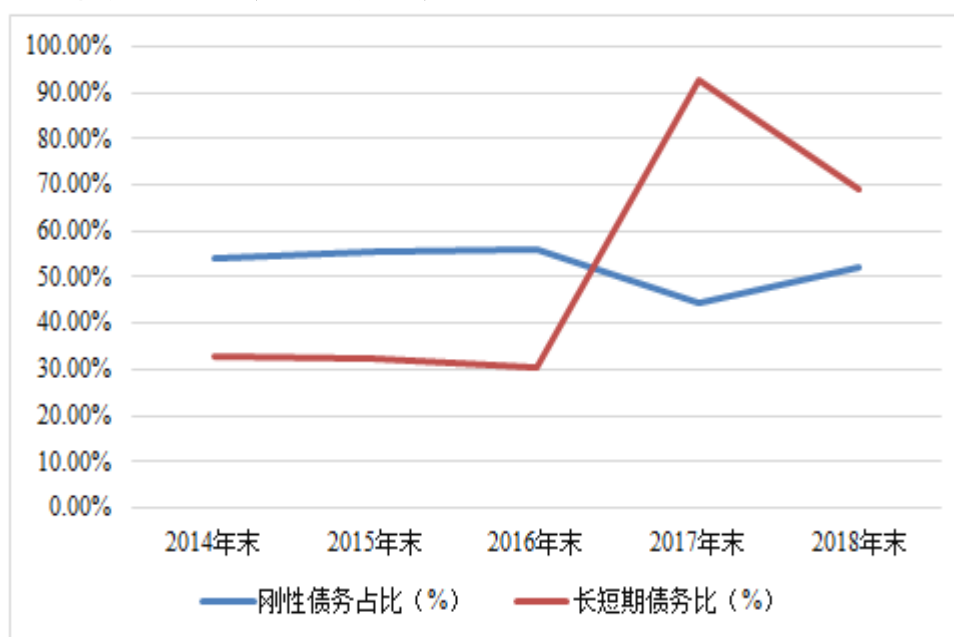
资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

2018 年末，该公司负债总额为 135.37 亿元，同比上升 12.71%，随着在建项目投入的推进，公司资金需求上升，负债规模总体有所扩大。得益于公司经营积累，公司资本实力有所增强，2018 年末公司所有者权益为 112.60 亿元，同期末公司资产负债率为 54.59%，控制在合理水平。

根据战略规划，该公司在推进经营规模扩大与丰富经营业态上，仍存在一定资本性支出需求，或将推升公司现有负债率水平。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务（亿元）	58.51	62.40	67.58	53.21	70.64
应付账款（亿元）	8.51	7.58	9.62	11.64	11.02
预收账款（亿元）	15.16	14.03	13.60	14.41	15.07
其他应付款（亿元）	13.44	16.74	17.48	20.20	20.14
刚性债务占比（%）	53.86	55.67	55.88	44.30	52.18
应付账款占比（%）	7.84	6.76	7.96	9.69	8.14
预收账款占比（%）	13.96	12.52	11.25	12.00	11.13
其他应付款占比（%）	12.37	14.93	14.45	16.82	14.88

资料来源：根据杭州商旅所提供数据绘制。

前几年该公司负债主要集中于流动负债，而随着 2017 年公司 20 亿规模的公司债券的发行，非流动负债规模有所上升，债务期限结构得以改善。2016-2018 年末公司长短期债务比分别为 30.57%、92.81%及 69.22%，其中 2018 年公司增加短期银行借款，为投资项目提前储备资金，导致长短期债务比又有所下降。公司计划发行公司债券对债务期限结构进行调整，目前处于申报准备阶段。

2018 年末该公司流动负债为 80.00 亿元，占同期末负债总额的 59.09%。公司流动负债主要由短期刚性债务、应付账款、预收款项及其他应付款构成。2018 年末公司应付账款为 11.02 亿元，占同期末流动负债的 13.78%，较上年末下降 5.27%，主要为百货零售业务的应付供应商货款等，随着业务规模的扩大有所变化。同期末，公司预收款项为 15.07 亿元，占同期末流动负债的 18.84%，较上年末上升 4.55%，主要产生自百货零售业务，近年来随着公司预付费卡的销售规模扩大，公司预收款规模不断增加。同期末，公司其他应付款为 20.14 亿元，占同期末流动负债的 25.17%，较上年末下降 0.32%，主要为往来款、押金保证金、租赁费、装修工程款等。同期末，公司短期刚性债务（含短期借款、应付票据、应付短期融资券）为 28.96 亿元，占同期末流动负债的 36.21%，2018 年为减少后续项目资金投入对营运资金的占用，公司增加短期银行借款，短期刚性债务规模占比有所上升。

2018 年末该公司非流动负债为 55.38 亿元，主要为中长期刚性债务、专项应付款、递延收益等。同期末，公司中长期刚性债务分别为 41.68 亿元，主要为 2017 年公司发行了“17 杭旅 01”及“17 杭旅 02”两期合计 20 亿元公司债，公司中长期刚性债务规模维持较高水平。同期末，公司专项应付款为 4.31 亿元，较上年末下降 34.25%，主要由于 2017 年收到湖滨街区整治指挥部拆迁款（2.31 亿元）及始板桥直街 159 号拆迁款（1.98 亿元）数额较大。同期末，公司递延收益为 5.97 亿元，主要为尚待确认的拆迁补偿收入，2018 年数额较大主要是新增朝晖路 92 号仓库尚待确认的拆迁补偿款所致。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	41.55	43.12	48.85	11.87	28.96
其中：短期借款	25.94	10.39	13.57	11.21	28.73
一年内到期非流动负债	-	-	5.12	0.60	-
应付短期债券	12.40	21.30	20.30	-	-
应付票据	1.32	9.58	9.82	-	0.19
其他短期刚性债务	1.90	1.84	0.03	0.05	0.05
中长期刚性债务合计	16.96	19.28	18.73	41.34	41.68
其中：长期借款	11.83	14.16	18.73	20.81	21.15
应付债券	5.13	5.12	-	20.53	20.53
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	6.26	6.76	4.61	4.09	4.89

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

跟踪期内，由于短期借款的增加，该公司刚性债务上升至 70.64 亿元，较上年末增加 32.76%。而经过 2017 年债务结构调整，公司刚性债务期限结构现仍以中长期刚性债务为主，2018 年末中长期刚性债务占比为 59.00%。

该公司刚性债务主要由银行借款、应付短期融资券及应付债券构成，2018 年末公司银行借款为 49.88 亿元，其中短期借款主要以信用借款为主；长期借款以抵质押借款和保证借款为主，其中抵质押借款以武林广场地下一二三層土地、义乌之星房产、悦椿、悦榕庄和西轩三个酒店作为抵质押物，保证借款均为公司本部为下属子公司提供保证担保，银行借款利率区间为 4.35%-5.87%。2018 年末公司应付债券为 20.53 亿元，主要系“17 杭旅 01”及“17 杭旅 02”，发行利率分别为 4.75%及 4.71%。

图表 21. 截至 2018 年末公司银行借款明细（单位：亿元）

借款银行	信用借款	保证借款	抵质押借款	合计
短期借款	26.90	—	1.84	28.73
长期借款	0.30	6.90	13.95	21.15
合计	27.20	6.90	15.79	49.88

资料来源：杭州商旅

融资成本方面，2018 年该公司综合融资成本 4.89%，受外部融资环境影响及自身信用资质的提升，公司综合融资成本自 2016 年总体有所下降，目前融资成本整体处于中等偏低水平。

图表 22. 公司 2018 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
4%~5%（不含 5%）	24.65	2.00	0.56	20.58
5%~6%（不含 6%）	1.24	0.50	—	—
合计	25.89	2.5	0.56	20.58

资料来源：杭州商旅

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	119.58	120.26	99.19	78.41	65.87
营业收入现金率（%）	108.95	108.22	107.93	113.13	111.28
业务现金收支净额（亿元）	3.32	12.45	16.62	24.49	16.35
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.29	1.63	-5.16	-9.43	-6.36
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.04	14.08	11.46	15.06	9.99
EBITDA（亿元）	15.20	16.22	15.62	18.96	22.24
EBITDA/刚性债务（倍）	0.29	0.27	0.24	0.31	0.36
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.59	3.97	4.68	7.67	7.40

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

跟踪期内，随着房地产项目逐步去化，该公司营业周期继续下降至 65.87 天，经营效率有所提高。同时作为商业零售企业，公司保持了较强的业务销售款回笼能力，2018 年公司营业收入现金率分别为 111.28%。同期，公司经营性现金流净额为 9.99 亿元，其中，公司业务现金收支净额为 16.35 亿元，均有所下降，主要是宏逸投资 2018 年开始经营，现金流量净额为负值拉低公司整体规模水平所致。

2018 年，该公司实现的 EBITDA 为 22.24 亿，较上年增长 17.30%，主要是由于利润总额增加所致。当年公司 EBITD 对刚性债务的覆盖倍数为 0.36 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 7.40 倍，跟踪期内，公司 EBITDA 对刚性债务覆盖程度有所提高。

（2）投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.62	1.71	-15.72	10.43	-7.49
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.83	-6.79	-7.04	-0.79	-2.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.65	-1.30	5.03	-9.72	8.75

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
投资环节产生的现金流量净额	-13.10	-6.38	-17.74	-0.08	-1.13

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

跟踪期内，该公司在项目建设方面存在持续投入，同时因增加购买理财产品，投资活动现金流持续呈现净流出状态。2018 年，公司投资活动现金流净额为-1.13 亿元，其中公司因购买信托产品、私募基金、银行理财等产生 7.49 亿元投资活动现金流出，但因同时赎回大量理财产品，当年净流出规模不大。未来，随着公司在建项目的推进，公司投资活动现金流仍可能继续呈现净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	0.19	0.45	3.59	1.94	-1.84
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	4.90	-8.01	3.05	-3.16	10.73
其中：现金利息支出 ²³	3.31	4.09	2.99	2.47	3.01
筹资环节产生的现金流量净额	5.09	-7.56	6.63	-1.22	8.89

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

该公司可依靠银行借款、发行债券、股东注资、上市公司定增等多种方式融入资金。2016-2018 年，公司筹资活动现金流净额分别为 6.63 亿元、-1.22 亿元及 8.89 亿元，其中 2017 年公司偿还了短期融资券及部分银行借款，并获得较多股东资金支持（计入资本公积），公司筹资活动现金流转为净流出状态。而 2018 年，公司增加了较多银行借款，导致了筹资活动现金流再度转为净流入。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	86.70	81.78	93.22	95.20	121.84
	47.43	42.01	43.35	42.15	49.13
其中：货币资金（亿元）	27.90	30.80	27.23	37.33	51.68
应收账款（亿元）	2.22	2.36	3.04	2.59	3.21
存货（亿元）	23.56	24.64	18.54	15.70	15.55
其他应收款（亿元）	6.21	5.52	7.91	4.37	3.04
预付款项（亿元）	6.41	2.32	1.33	1.09	1.63
其他流动资产（亿元）	19.85	15.17	33.91	31.71	39.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	96.08	112.87	121.81	130.65	126.14

²³ 以全年费用化利息与资本化利息总和列示。

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
	52.57	57.99	56.65	57.85	50.87
其中：固定资产（亿元）	39.66	39.51	41.74	45.92	43.61
在建工程（亿元）	26.77	33.77	36.85	1.09	0.98
无形资产（亿元）	6.97	6.86	6.46	10.55	10.20
长期股权投资（亿元）	12.23	21.12	22.71	22.23	22.70
投资性房地产（亿元）	2.53	2.41	2.08	32.43	31.34
期末全部受限资产账面金额（亿元）²⁴	-	-	38.01	17.55	19.02
受限资产账面余额/总资产（%）	-	-	17.68	7.77	7.67

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产以非流动资产为主。2018 年末，公司资产总额 247.98 亿元，较上年末增长 9.80%，其中非流动资产占比为 50.87%。

2018 年末，该公司的非流动资产总额为 126.14 亿元，主要体现为长期股权投资、固定资产、无形资产及投资性房地产。同期末，公司长期股权投资为 22.70 亿元，较上年末变化不大，主要是对杭州肯德基、杭州五丰联合肉类有限公司、杭州百大置业、浙江五丰冷食有限公司、联华华商等企业的股权投资，每年可产生较为稳定的投资收益。同期末，公司固定资产为 43.61 亿元，较上年末下降 5.02%，主要为房屋及建筑物和机器设备。同期末，公司无形资产为 10.20 亿元，略有下降，固定资产和无形资产均较上年末下降系根据会计准则计提折旧摊销所致。同期末，公司投资性房地产 31.34 亿元，较上年末变化不大，主要是义乌之心城市生活广场项目、杭州武林广场地下商城项目及零星商铺等，每年可产生较为稳定的租金收入。另外，当年末公司可供出售金融资产为 10.12 亿元，主要系股票与信托投资，较上年末变化不大。其中股票投资主要系购买上市公司杭氧股份（002430.SZ）股票，购买的信托产品均设有抵押、担保，且选择大型金融机构购买，风险较为可控。此外，长期待摊费用 5.58 亿元，较上年末大幅增加原因是增加了三立租赁费及补偿金。

2018 年末，该公司的流动资产总额为 121.84 亿元，较上年末增长 27.98%，主要由货币资金、存货、其他流动资产等构成。同期末，公司货币资金为 51.68 亿元，较上年末增加 38.43%，随着业务规模扩大，公司账面留存的货币资金存量不断增加，其中 2018 年末受限货币资金为 0.56 亿元，受限货币资金占比较小。同期末，公司存货为 15.55 亿元，较上年末下降 0.95%，随着存量房产销售，存货规模逐年下降。同期末，公司其他流动资产为 39.64 亿元，主要为购买的银行低风险理财产品，较上年末增长 25.00%，主要是公司购买的信托产品大幅增加。此外，一年内到期的非流动资产大幅增加至 5.34 亿元，主要是 4.70 亿的信托产品及杭州大厦向杭州百大置业提供财务资助 0.64 亿元。

²⁴ 企业仅提供 2016-2018 年的资产受限情况。

受限资产方面，截至 2018 年末，该公司受限资产规模为 19.02 亿元，占同期末资产总额的 7.67%，其中受限货币资金 0.56 亿元，主要为住房维修基金、银行承兑汇票保证金、港币不动户；受限存货 1.91 亿元，为土地使用权抵押受限，用于杭州银行保函授信；受限固定资产、无形资产、投资性房地产分别为 12.11 亿元、4.23 亿元、0.21 亿元，均用于银行抵押借款。总体看，公司受限资产在总资产中占比较小，后续仍存在较大的融资空间。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	106.17	96.68	100.64	152.83	152.30
速动比率（%）	69.47	64.81	79.19	125.87	130.82
现金比率（%）	34.48	36.43	29.41	59.95	64.62

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理。

2018 年末，该公司流动比率为 152.30%，速动比率为 130.82%，现金比率为 64.62%，近年来，公司资产流动性有所增强，流动资产对流动负债的覆盖度较高，加上房地产去化速度加快，速动比率出现明显增长。同时公司现金类资产保持充裕，能对短期债务偿付提供很强保障。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保主要系对杭州奥体博览中心建设投资有限公司²⁵及杭州百大置业²⁶的担保，期末对外担保余额合计为 6.91 亿元，担保金额较大，存在一定或有事项风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事投融资管理，具体业务由下属企业负责运营。公司本部主要负责对下属子公司进行管理和对外股权投资，因此公司本部资产规模相比合并口径小。2018 年末，公司本部资产规模为 113.93 亿元，负债规模为 60.09 亿元，资产与负债规模均呈现逐年递增态势。2018 年，公司本部实现营业收入 0.45 亿元，实现净利润 6.35 亿元，利润主要来自下属子公司的投资收益。总体看，公司本部通过对核心子公司派驻董事、高管及财务总监等方式，能实现对非上市核心子公司资金的集中管理，管控力度较强。

²⁵ 国资委下 11 家公司共同为杭州奥体博览中心建设投资有限公司担保，用于博览中心建设，截止目前博览中心已完工但未做好竣工决算。

²⁶ 截至 2018 年 12 月 31 日，杭州百大置业资产总额为 29.65 亿元，负债总额为 13.56 亿元，实现营业收入 3.84 亿元，净利润-0.35 亿元。

外部支持因素

该公司外部融资渠道较为畅通，银行资信情况较好。公司已与多家银行保持了良好的合作关系，主要合作银行包括工商银行、招商银行、农业银行等。截至 2019 年 3 月末，合并口径下，公司获得的银行授信总额为 146.49 亿元，其中尚有 55.05 亿元未使用，后续仍有较大融资空间。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	146.49	108.49	53.44	4.35%-5.87%	无
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	101.84	69.84	45.59	4.35%-5.00%	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	69.52	64.37	85.31	-	无

资料来源：根据杭州商旅所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

附帶特定条款的债项跟踪分析

17 杭旅 01 及 17 杭旅 02：附投资者回售选择权及发行人调整票面利率权

该公司发行的“17 杭旅 01”与“17 杭旅 02”债券期限均为 5 年，并均附第 3 年末的投资者回售选择权及发行人调整票面利率权。截至评级报告日，尚未到可行权期。

发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度付息日将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给发行人。发行人将按照深交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。若发行人未行使利率调整权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

跟踪评级结论

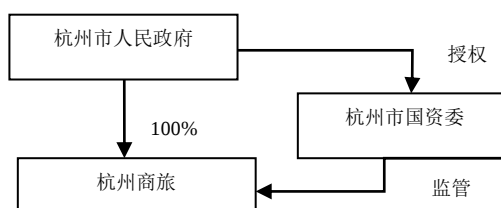
该公司业务多元化程度较高，主业涉及百货零售、宾馆餐饮、食品销售、房地产、文化旅游，经营已具备较大规模。公司拥有杭州大厦、杭州解百、黄龙饭店、知味观等一批知名品牌，在区域内具有较强的资源优势和品牌影响力。跟踪期内，公司收入和利润规模进一步扩大。但是受经济增速放缓、区域竞争激烈、人力成本上升等影响，公司主业尤其是百货零售板块业绩改善和转型压力较大，此外公司利润构成中投资收益贡献度较高不利于盈利的稳定性。

跟踪期内，该公司融资力度加大，负债规模总体有所扩大，但资产负债

率仍控制在合理水平。公司资产流动性增强，经营活动现金流持续呈净流入状态，且现金类资产保持充裕，并拥有大量优质商业物业资产和股权资产，能对债务偿付形成很好保障。

附录一：

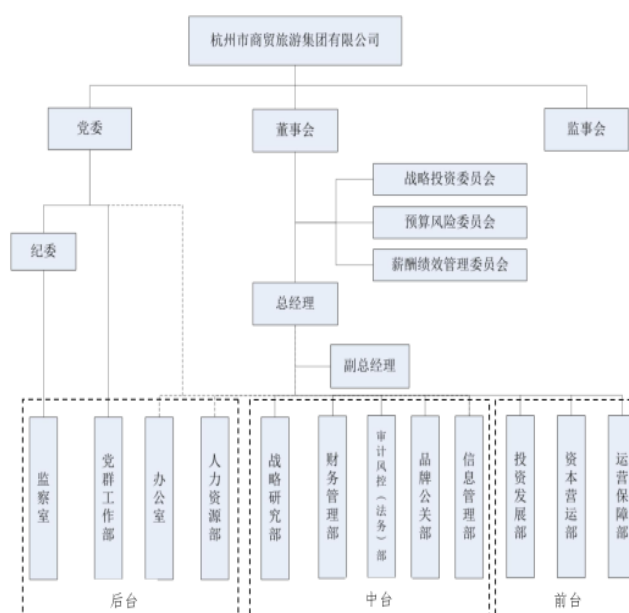
公司与实际控制人关系图



注：根据杭州商旅提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭州商旅提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
杭州商贸旅游集团有限公司	杭州商旅	公司本部	—	百货零售	45.55	53.85	0.45	6.35	0.10	8.70	母公司口径
杭州解百集团股份有限公司	杭州解百	核心子公司	68.26	百货零售	0.00	33.42	59.09	3.06	4.62	6.05	
杭州西溪投资发展有限公司	西溪投资	核心子公司	60.00	酒店餐 饮 等	5.10	2.58	4.31	0.37	1.49	1.61	
杭州饮食服务集团有限公司	饮服集团	核心子公司	72.00	酒店餐饮	1.11	6.71	9.88	3.08	-0.82	3.51	

注：根据杭州商旅 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	215.03	225.85	247.98
货币资金 [亿元]	27.23	37.33	51.68
刚性债务[亿元]	67.58	53.21	70.64
所有者权益 [亿元]	94.09	105.74	112.60
营业收入[亿元]	115.54	121.95	131.96
净利润 [亿元]	7.56	9.87	11.16
EBITDA[亿元]	15.62	18.96	22.24
经营性现金净流入量[亿元]	11.46	15.06	9.99
投资性现金净流入量[亿元]	-17.74	-0.08	-1.13
资产负债率[%]	56.24	53.18	54.59
权益资本与刚性债务比率[%]	139.24	198.73	159.40
流动比率[%]	100.64	152.83	152.30
现金比率[%]	29.41	59.95	64.62
利息保障倍数[倍]	3.60	5.72	5.64
担保比率[%]	12.15	7.22	6.14
营业周期[天]	99.19	78.41	65.87
毛利率[%]	24.78	26.80	25.30
营业利润率[%]	7.76	9.71	10.69
总资产报酬率[%]	5.87	6.41	7.16
净资产收益率[%]	8.56	9.88	10.23
净资产收益率*[%]	8.24	9.74	10.23
营业收入现金率[%]	107.93	113.13	111.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.93	19.45	14.05
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.39	12.43	6.94
EBITDA/利息支出[倍]	4.68	7.67	7.40
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.31	0.36

注：表中数据依据杭州商旅经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、计算。其中 2017 年度数据采用 2018 年审计报告中列示的经追溯调整后的期初数据。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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

附录五：

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告日出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 06 月）
- 《零售行业信用评级方法》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。