

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: AA⁺ 级

12 王府 01 信用等级: AA⁺ 级

12 王府 02 信用等级: AA⁺ 级

评级时间: 2016 年 4 月 25 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[2016]100092】

	12 王府 01	评级时间	12 王府 02	评级时间
主体评级/展望/债项评级	AA+/稳定/AA+级	2016年4月	AA+/稳定/AA+级	2016年4月
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+级	2015年4月	AA+/稳定/AA+级	2015年4月
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+级	2012年8月	AA+/稳定/AA+级	2012年8月
首次评级:	AA+/稳定/AA+级		AA+/稳定/AA+级	

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	53.58	55.37	54.48
刚性债务	21.86	21.91	21.99
所有者权益	61.18	68.31	74.05
经营性现金净流入量	0.61	-6.95	-1.93
发行人合并数据及指标:			
总资产	140.40	137.49	139.54
总负债	77.72	68.60	65.66
刚性债务	21.86	21.91	21.99
所有者权益	62.68	68.89	73.87
营业收入	197.90	182.77	173.28
净利润	6.97	6.36	6.61
经营性现金净流入量	9.25	1.73	6.50
EBITDA	15.82	15.31	15.32
资产负债率[%]	55.35	49.89	47.06
权益资本与刚性债务的比率[%]	286.80	314.43	335.97
流动比率[%]	127.62	155.34	180.22
现金比率[%]	106.89	132.33	143.21
利息保障倍数[倍]	9.11	8.71	8.78
净资产收益率[%]	11.24	9.67	9.26
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	11.44	2.37	9.69
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-6.75	6.11	2.69
EBITDA/利息支出[倍]	13.05	12.71	12.73
EBITDA/刚性债务[倍]	0.72	0.70	0.70

注:根据王府井经审计的 2013~2015 年财务报表数据整理、计算。
其中 2013 年数据采用 2014 年审计报告中经追溯调整后的数据。

分析师

熊梓、贾飞宇

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,在国内消费增速进一步放缓、电商对实体零售冲击持续等背景下,王府井经营仍面临着较大的外部压力,公司收入规模继续出现下滑。但公司积极推进战略调整,加强业务升级与转型,推动全渠道、多业态业务架构的建设发展,通过精细化管理控制成本费用,保持了盈利能力的稳定。公司整体仍具有很强的债务偿付能力。

- 作为国内大型百货零售集团之一,在国内百货零售行业变革加快的背景下,王府井积极推进业务转型及调整。公司显著的规模优势及良好的运营能力,为其稳定发展提供了基本保障。
- 跟踪期内王府井负债经营程度继续下降,财务稳健度高。公司货币资金存量极为充裕,可为其债务偿付提供良好保障。
- 王府井目前在推进 30 亿元的非公开增发,拟将募集资金用于多个购物中心项目及 O2O 项目。公司推进多元化业态发展,有助于完善自身全渠道业务布局。此次增发事项若能顺利实施将有助于公司充实资本实力及补充发展所需资金。
- 在国内消费增速持续放缓、电商大规模分流等因素影响下,王府井在业务调整转型、开店节奏、缩短培育期、消费卡销售等环节面临着持续的压力。跟踪期内,公司关闭门店 1 家,收入规模继续出现下滑。
- 近年来王府井新开业门店基本以租赁物业为主,租金支出压力大,且长期来看存在续租风险。此外,公司全国范围的门店布局及门店数量的增加也加大了经营管理难度。
- 跟踪期内王府井回收部分信托理财投资本金,但投资余额规模仍较大,或面临一定投资风险。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对本期公司债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本期公司债券的一种建议。报告中引用的资料主要由王府井提供,所引用资料的真实性由王府井负责。

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”、该公司或公司)¹2012 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提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据,对王府井的财务状况、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。

跟踪期内,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。

截至 2015 年末,该公司续存期债券仍为 2012 年发行的 2 期公司债券。

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

截至 2015 年末,北京王府井国际商业发展有限公司(简称“王府井国际”)仍持有该公司 49.27%股份²,为公司控股股东。除公司外,王府井国际还拥有“春天百货”百货品牌,本评级机构将持

¹ 经该公司 2016 年第一次临时股东大会审议通过,公司变更法定名称,由原“北京王府井百货(集团)股份有限公司”变更为“王府井集团股份有限公司”。

² 所持股份无质押或冻结情况。

续关注后续品牌间整合的可能性。

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，公司跟踪期内成立了北京区域中心，对区域内的经营管理资源进行整合，以实现集约化发展。

根据该公司 2016 年 1 月公告的《非公开发行股票预案》，公司拟向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非公开发行 1.30 亿股，募集资金 30 亿元，拟将募集资金用于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。王府井国际不参与此次增发，预计此次发行完成后，王府井国际所持公司股份将降至 38.44%，但仍为公司控股股东及实际控制人，此次增发不会导致公司控制权发生变化。

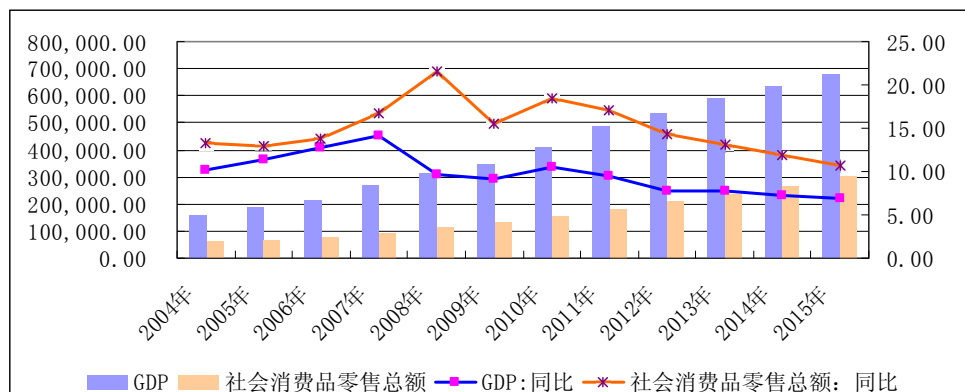
（二）业务运营

从宏观环境来看，2015 年我国宏观经济仍面临复杂的国际环境，美国经济在量化宽松政策后维持低利率的货币政策下继续复苏，2015 年底的加息政策对全球资本的流动、汇率波动、证券市场震动产生了明显影响。在欧洲，尽管希腊主权债务危机的暂时性解决，有利于欧盟政治、经济的整体稳定，但是欧洲经济增长仍整体乏力，复苏前景仍不明朗。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。国内来看，我国经济总体仍面临一定的下行压力，GDP 增速有所放缓但相对平稳。根据《2015 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，全年实现国内生产总值 676,708 亿元，比上年增长 6.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点。

2015 年我国社会消费品零售总额 300,931 亿元，比上年增长 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 258,999 亿元，增长 10.5%；乡村消费品零售额 41,932 亿元，增长 11.8%。按消费类型统计，商品零售额 268,621 亿元，增长 10.6%。零售业总体仍保持了增长态势，但增速依然趋缓。零售业与居民生活消费息息相关，会受到宏观经济发展的一定影响。同时，

随着国民出境游人数的持续增长，境外消费对国内零售业形成了一定分流。继 2014 年首次突破上亿人次后，2015 年国内居民出境量达到 12,786 万人次，较上年增长 9.7%。据商务部数据，2015 年我国海外消费预计达到 1.2 万亿元，继续位居全球第一大出境游消费国。

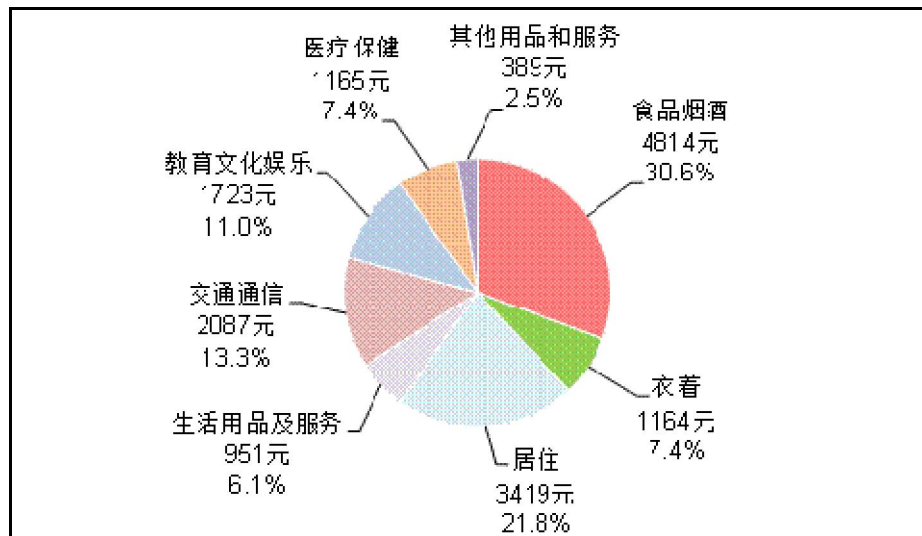
图表 1. 我国 GDP 及社会消费品零售总额情况（单位：亿元、%）



资料来源：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。2015 年末全国大陆总人口 137,462 万人，比上年末增加 680 万人，其中城镇常住人口 77,116 万人，常住人口城镇化率为 56.10%，比上年末提高 1.33 个百分点。当年全国居民人均可支配收入 21,966 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 7.4%。2015 年全国居民人均消费支出 15,712 元，比上年增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.9%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信占据了支出的前三位。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。2015 年，国务院《关于积极发挥新消费引领作用、加快培育形成新供给新动力的指导意见》（国发〔2015〕66 号）中明确了消费对于推进产业转型升级，推动经济稳定增长的重要意义，并提出要全面改善优化消费环境、支持发展消费信贷等意见。同时，为鼓励电商发展，2015 年国务院印发了《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，明确从准入门槛、减轻税负、金融服务支持等方面对电子商务行业进行扶持。

图表 2. 2015 年全国居民人均消费支出及构成情况



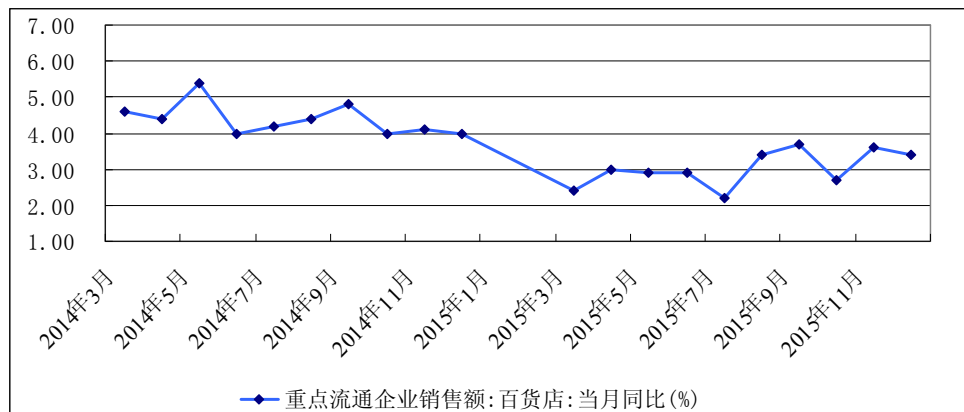
资料来源：《2015 年国民经济和社会发展统计公报》

总体来看，国内经济增速放缓、境外消费分流等因素持续制约着国内消费场景气度的提升，但经济的不断发展、城镇化率的提高、居民收入及消费需求的增长，以及政府鼓励消费措施的落实仍将有助于推动国内零售消费市场容量的稳步扩大。

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用户粘度的逐步提升，以及国内物流系统的不断完善，凭借其便捷性、品类选择多样性及价格优势，线上消费对实体门店形成了大规模的分流。同时，在大量资本补充的支持下，近年来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，如 2014 年天猫“双十一”单日交易额就达到 571 亿元，2015 年进一步增至 912 亿元。电商大规模的分流造成了实体零售企业营销压力的加大，以及传统节假日营销策略对顾客吸引力的降低。同时，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。从 2015 年销售情况来看，根据商务部数据，百货业态重点流通企业销售额增速较上年继续出现下降，年内月度同比增速在 2~4% 之间（如图表 3 所示）。在实体零售门店增长乏力、业绩弱化的同时，线上零售端继续保持着相对较高的发展速度。据《2015 年国民经济

和社会发展统计公报》数据显示，2015 年国内网上零售额 38,773 亿元，比上年增长 33.3%，其中网上商品零售额 32,424 亿元，比上年增长 31.6%。

图表 3. 2014、2015 年重点流通企业（百货店）销售额月度同比变化情况



资料来源: wind 资讯

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 O2O³ 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，并主要通过与传统零售商合作的方式发展 O2O，包括阿里投资银泰及与苏宁云商开展股权合作、京东投资永辉超市等。零售业 O2O 发展势头较为明显。

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，大量传统零售企业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。而这一系列尝试的效果仍有待时间的检验。

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经济下行、新型零售方式冲击等不利因素影响，外部经营压力仍然较大。2015 年公司实现营业收入 173.28 亿元，继续较

³ Online To Offline。

2014 年下降 5.19%。从收入区域结构看，跟踪期内华北、西南等地区仍是公司收入的主要来源，但受竞争加剧、市政建设等因素影响，除了西北地区，其余地区收入规模均出现了不同程度的下降。针对现阶段经营所面临的压力及未来发展需要，跟踪期内公司继续推进战略转型，从商品经营能力和顾客经营能力、业态创新和拓展、全渠道构建等方面重塑商业模式。依托运营的不断调整，公司 2015 年主业毛利率同比仍有所上升，较上年小幅增加 0.05 个百分点至 18.52%。

图表 4. 2015 年公司主营业务分地区情况

地区	业务收入（亿元）	较上年增减（%）
华北地区（北京、山西、内蒙古）	64.86	-6.26
华中地区（河南、湖北、湖南）	27.02	-5.22
华南地区（广东、广西）	7.55	-6.23
西南地区（重庆、四川、云南）	41.17	-8.07
西北地区（青海、新疆、甘肃）	22.41	1.12
华东地区（福建）	2.87	-3.16

数据来源：根据王府井提供数据绘制

从业态及门店发展来看，根据战略规划，该公司计划发展形成百货、购物中心、奥特莱斯等多业态并举的业务结构。2015 年以来随着前期筹备购物中心的陆续开业，当年新增 4 家门店。同时，受市场环境及公司经营战略因素影响，公司当年关闭了在东北地区的唯一门店——抚顺王府井门店⁴。截至 2015 年末，公司在全国范围运营 31 家连锁门店，较上年末净增加 3 家，门店总经营建筑面积 146.1 万平方米，其中自有物业门店经营建筑面积 33.8 万平方米。公司租赁物业量较大，持续面临较重的成本支出，2015 年门店租金总成本 5.80 亿元。

图表 5. 2015 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
洛阳王府井购物中心	8.1	租赁	2015.5
乐山王府井购物中心	4.5	租赁	2015.9
长沙王府井购物中心	6.3	租赁	2015.12

⁴ 租赁门店，经营建筑面积为 4.7 万平方米，2014 年实现收入 1.29 亿元。

新增门店	经营建筑面积	物业情况	开业时间
右安门王府井购物中心	2.0	自有	2015.12

图表 6. 2015 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	经营建筑面积	门店数量	经营建筑面积
华北地区(北京、山西、内蒙古)	3	17.4	8	28.7
华中地区(河南、湖北、湖南)	2	10.5	5	29.1
华南地区(广东、广西)	--	--	2	5.6
西南地区(重庆、四川、云南)	1	5.8	5	25.5
西北地区(青海、新疆、甘肃)	--	--	4	17.2
华东地区(福建)	--	--	1	6.3

数据来源: 根据王府井提供数据绘制

同时, 针对存量门店, 该公司积极进行业态优化调整, 推进现有百货门店的“购物中心化”, 增加功能及出租面积; 并对个别门店开展了城市奥特莱斯业态的转型。此外, 为进一步提升自有物业比重以及满足自身奥特莱斯业务发展, 2015 年末公司完成了对青岛北方奥莱管理有限公司(简称“青岛北奥”)100%股权及 3.45 亿元债权的竞购, 涉及价款 5.6 亿元。青岛北奥拥有沈阳棋盘山欧陆旅游小镇近 7 万平米商业物业, 目前该物业由公司控股股东王府井国际旗下中国春天百货集团有限公司的下属企业租赁经营奥特莱斯项目, 双方将继续维持租赁业务关系, 未来将为公司带来一定的租金收益⁵。

从该公司储备项目来看, 涉及购物中心、奥特莱斯等业态项目。跟踪期内公司继续推进位于西安、郑州、佛山的购物中心项目, 相关项目总建筑面积近 45 万平方米, 项目总投资约 58 亿元, 跟踪期内上述项目仍处于建设中, 预计 2016-2017 年建成开业。上述项目由项目公司具体负责建设运营, 公司所占权益基本在 50%左右, 对项目将主要通过投资收益的方式取得回报。对于上述项目, 公司主

⁵ 自 2014 年 11 月 1 日起, 在 2300 万元租金的基础上每年递增 5%。

要以项目资本金（体现在长期股权投资科目）、股东借款形式进行资金投入，截至 2015 年末公司共计提供股东借款 7.73 亿元（体现在其他应收款科目）。同时，跟踪期内公司与港中旅（沈阳）置业有限公司签署《合作开发框架协议》，计划共同开发沈阳奥莱二期土地，开发面积约 7 万平方米，其中公司规划投资总额不超过 3.01 亿元；收购了哈尔滨玺鼎泰商业投资有限责任公司 51% 股权⁶，目前其负责的哈尔滨群力文化广场项目二期仍在建设中，预计 2016 年底建成，公司拟通过收购二期物业并租赁一期物业后进行项目联合运作，打造集购物、文化、休闲、娱乐、餐饮于一体的购物中心。此外，公司计划继续通过租赁方式增加门店，储备项目包括陕西西安“周礼小镇”奥特莱斯项目、四川南充王府井购物中心项目、南昌王府井购物中心等。总体来看，公司储备项目较多，随着多业态、自持物业项目的增加，使得公司资金需求有所增长。

在商品及顾客经营方面，该公司继续通过推进与供应商的深度联营、加强自营、完善消费者服务等措施，巩固内生增长能力。公司跟踪期内已完成超过 800 个品牌、60 万个 SKU 的系统录入，其中 200 余个品牌、10 万个 SKU 已在试点门店展开单品管理，深度联营得到进一步推进，公司计划逐步实现从品牌管理到单品管理的转变。自营方面，跟踪期内公司与上海百联股份、香港利丰集团共同成立合资公司⁷，计划加强品牌战略合作，为自营提供支持。2015 年公司自营收入 22 亿元，占比为 12.71%，自营商品涉及部分化妆品、日用品、食品及家电等。截至 2015 年末，公司会员总数达到 264 万名，会员消费占公司销售总额的比重为 45%。为更好满足消费者支付方面需求，2015 年 7 月公司联合京东推出消费者金融服务“王府井白条”，目前已在公司旗下北京市百货大楼进行试点运行。

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。2015 年公司线上平台交易额（GMV）突破 1 亿元，实现营业收入 0.62 亿元，同比增长 273%。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。

⁶ 涉及资金 3 亿元，跟踪期内已支付 2.2 亿元。收购条件为项目主体完工。

⁷ 注册资本 4,800 万元，公司持股 40%。

(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 2015 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。年内根据财政部和国家税务总局相关规定并经董事会决议批准，公司对单位价值不超过 5000 元的固定资产的计提折旧方法进行了变更，将其折余价值在当期一次性计入成本费用。该会计估计变更采用未来适用法，增加当期成本费用 0.12 亿元。

2015 年，该公司在继续面临较大外部经营压力的背景下，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 21.43%，较上年小幅上升 0.68 个百分点。在当年收入继续出现下滑的情况下，公司实现营业毛利 37.13 亿元，较上年减少 2.09%。期间费用方面，公司租金、人工、装修改造费用摊销、水电等支出继续维持较大规模，但依靠利息收入增长带来的财务负担的减轻，公司 2015 年期间费用较上年减少 5.32%至 26.61 亿元，当年单位营业收入期间费用率为 15.36%，较上年基本持平。公司 2015 年投资净收益为 1.83 亿元，较上年增长 8.62%，主要来自信托投资收益 1.42 亿元以及出售北辰实业股票实现收益 0.48 亿元。得益于成本费用的有效控制，以及投资收益的较好补充，公司 2015 年营业利润较上年增长 10.81%至 10.60 亿元。但受计提门店预计关店损失影响，公司当年营业外支出大幅增长至 1.44 亿元，对利润形成了一定的负面影响。综上影响，公司当年实现净利润 6.61 亿元，较上年小幅增长 3.96%。

2015 年，该公司债务规模受流动负债下降带动，较上年末下降 4.28%至 65.66 亿元。其中流动负债下降 9.52%至 40.86 亿元；非流动负债小幅增长 5.79%至 24.81 亿元。公司当年非流动负债增长主要是受计提门店预计关店损失影响，新增预计负债 1.30 亿元。此外，公司年末非流动负债仍主要由 2012 年发行的公司债券构成。公司年末短期刚性债务规模很小，为 280 万元，系当年新增的委托贷款⁸；流动负债仍主要由应付账款、预收款项和其他应付款等构成。其中年末预收款项为 16.54 亿元，较上年末减少 20.12%；受购物卡销量下降及持卡消费结转影响，公司预收款项规模持续减少。公司应付账款主要为应付供应商货款，年末为 16.14 亿元，同比下降 4.76%；

⁸ 该委托贷款系由北京市国资委信息化处批准，通过王府井国际以委托贷款形式下拨公司用于全渠道核心中台建设项目，年贷款利率为 3.48%。

其他应付款较 2014 年末增长 10.59%至 4.58 亿元，主要受当期押金增长影响，除押金外，还主要包括物业租金、会员回馈、工程施工款、往来款等。受负债规模下降及权益持续增强影响，公司年末资产负债率进一步降至 47.06%，公司财务稳健度较高。公司目前在筹划非公开发行股票，拟募集资金总额为 30 亿元，若顺利完成将有助于进一步增厚公司资本。

该公司百货零售主业保持了良好的现金回笼能力，2015 年营业收入现金率为 111.17%。尽管当年公司收入规模下降，但依靠较好的成本费用控制，以及大量存款利息收入⁹等影响，公司经营环节现金净流入量为 6.50 亿元，较上年出现明显增长，与负债的比率相应升至 9.69%。投资性现金流方面，公司当年基于百货零售项目的门店建设装修、股权投资以及合资项目股东借款支出量较大，导致当年投资活动现金流出量达到 13.92 亿元；同时随着信托理财部分本金的收回¹⁰及收益的实现，以及股票处置收益等，当年投资活动现金流入量为 9.22 亿元，投资环节现金整体呈现净流出状态，为-4.70 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。公司当年筹资性现金净流出 3.04 亿元，主要是分红及公司债利息支出。

2015 年末，该公司流动资产为 73.63 亿元，较上年末小幅增长 4.98%；同时随着流动负债的减少，公司年末流动比率和速动比率分别升至 180.22%和 169.61%。

跟踪期内该公司流动资产构成总体变化不大。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 2015 年末存货为 4.12 亿元，主要为自营业务商品；应收账款主要为应收各银行的信用卡刷卡结算资金，年末为 0.81 亿元。公司年末其他应收款为 9.97 亿元，较上年末大幅增长 201.47%，主要是关联方借款、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 亿元）及西安王府井商业运营管理有限公司（年末余额 3.37 亿元）提供股东借款等，导致年末余额增长较快。公司年末货币资金为 58.51 亿元，现金比率仍高达 143.21%，公司保持了很强的即期付现能力。

⁹ 2.74 亿元，计入“收到的其他与经营活动有关的现金”科目，主要为结构性存款及定期存款取得的利息收入。

¹⁰ 涉及安盈·商业物业投资 II 期单一信托项目 5 亿元、盈瑞 1 号信托项目 1.5 亿元等。

该公司 2015 年末非流动资产为 65.90 亿元，同比小幅减少 2.15%。其中年末可供出售金融资产为 15.92 亿元，同比减少 29.09%，主要受部分信托投资收回及股票处置影响；公司年末可供出售金融资产主要包括信托理财（年末已投资本金 9.14 亿元）和股票投资（主要是持有的北辰实业股票¹¹），以及少量股权投资。公司利用闲余资金参与信托理财，能从一定程度上提高资金使用效率，并为公司带来一定的投资收益，但也相应面临一定的投资回收风险。截至 2015 年末公司信托投资兑付情况正常。公司年末长期股权投资为 5.65 亿元，变化不大，仍主要是对西安、郑州、佛山等地合作购物中心项目的相关股权投资。公司年末固定资产及投资性房地产（成本模式计量）合计为 28.21 亿元，由于年内成功竞购青岛北奥，并表其所持物业，公司当年投资性房地产有较明显增长。公司年末无形资产为 9.44 亿元，主要为土地使用权；长期待摊费用为 5.59 亿元，为待摊门店装修等。

图表 7. 截至 2015 年末公司信托理财情况

项目	投资金额 (亿元)	投资 期限	预期年化收 益率	投资进展情况
睿盈 11 号集合资金信托项目	1.3	28+8 个月	前两年 9%； 第 3 年及之后 11%	13 年投资，当年收益 0.07 亿元；14 年收益 0.16 亿元；15 年归还本金 0.16 亿元，取得收益 0.13 亿元；16 年 1 月收回剩余本金及当期收益合计 1.15 亿元
财富 21 号（陕西富力）单一资金信托项目	8	2+1 年	12%	13 年投资，当年收益 0.22 亿元；14 年收益 0.68 亿元；15 年收益 0.91 亿元；16 年 2 月收回部分本金及当期收益共计 0.52 亿元，剩余本金 7.5 亿元

数据来源：根据王府井提供数据绘制

综上所述，2015 年以来实体零售业继续受到行业增速放缓、电商冲击、运营成本高企等因素的影响，经营压力依然较大。该公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，在收入规模下滑的情况下，维持了经营业绩的总体稳定。公司战略转型效果有待持续关注。跟踪期内，为满足战略发展及项目建设需要，公司资本性支出量较大，

¹¹ 证券代码 601588，初始投资成本 3.29 亿元，年末账面价值 6.72 亿元。

但依靠主业资金的有效回笼，能对相关支出形成较好覆盖。公司继续保持了很高的财务稳健度，货币资金存量保持充裕，对债务偿付的保障度仍很高。

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经营业绩的影响；（2）王府井后续业务拓展和储备项目推进情况，以及相应的资金支出压力；（3）王府井门店运营情况及新开业门店的培育情况；（4）王府井信托理财的投资回收情况；（5）王府井战略转型推进情况及成效；（6）非公开发行进展等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	140.40	137.49	139.54
货币资金	58.72	59.75	58.51
刚性债务	21.86	21.91	21.99
所有者权益合计	62.68	68.89	73.87
营业收入	197.90	182.77	173.28
净利润	6.97	6.36	6.61
EBITDA	15.82	15.31	15.32
经营性现金净流入量	9.25	1.73	6.50
投资性现金净流入量	-14.70	2.74	-4.70
资产负债率[%]	55.35	49.89	47.06
长期资本固定化比率[%]	82.25	72.94	66.79
权益资本与刚性债务比率 [%]	286.80	314.43	335.97
流动比率[%]	127.62	155.34	180.22
速动比率[%]	120.12	146.27	169.61
现金比率[%]	106.89	132.33	143.21
利息保障倍数[倍]	9.11	8.71	8.78
有形净值债务率[%]	161.15	124.56	112.16
营运资金与非流动负债比率[%]	66.60	106.57	132.12
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	214.88	204.70	225.06
存货周转速度[次]	40.61	37.66	34.10
固定资产周转速度[次]	8.48	7.99	7.89
总资产周转速度[次]	1.39	1.32	1.25
毛利率[%]	19.82	20.75	21.43
营业利润率[%]	4.91	5.23	6.11
总资产报酬率[%]	7.73	7.55	7.62
净资产收益率[%]	11.24	9.67	9.26
营业收入现金率[%]	113.47	111.58	111.17
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	11.44	2.37	9.69
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-6.75	6.11	2.69
EBITDA/利息支出[倍]	13.05	12.71	12.73
EBITDA/刚性债务[倍]	0.72	0.70	0.70

注：表中数据根据王府井经审计的 2013~2015 年财务报表数据整理、计算。其中 2013 年数据采用 2014 年审计报告中经追溯调整后的数据。

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%
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%
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%
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%
现金类资产/短期刚性债务	(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)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	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	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	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	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%
利息保障倍数	(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)
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%
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%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	= EBITDA/[(期初短期刚性债务 + 期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=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+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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	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	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	不能偿还债务。

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。