

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

信用评级结果通知书

编号：2019—债评—0622

利群商业集团股份有限公司：

经过本评级机构信用评级委员会评审，确定贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为“稳定”，利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券信用等级为 AA 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2019年6月13日



利群商业集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告

 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.

概述

编号：【新世纪债评(2019)010680】

评级对象： 利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级 AA

评级时间： 2019年6月20日

注册额度： 不超过18亿元

本期发行： 不超过18亿元

发行目的： 项目建设

存续期限： 6年

偿还方式： 每年付息一次，到期还本和最后一年利息

增级安排： 无

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	3.49	2.76	13.89	4.06
刚性债务	10.12	5.71	15.92	17.29
所有者权益	25.84	43.74	44.02	43.99
经营性现金净流入量	5.22	-1.79	-4.23	1.84
合并口径数据及指标：				
总资产	70.59	78.21	128.63	117.30
总负债	43.32	32.83	82.92	70.61
刚性债务	24.84	13.34	25.65	26.80
所有者权益	27.27	45.37	45.70	46.69
营业收入	102.93	105.54	114.14	35.94
净利润	3.62	3.94	2.02	0.97
经营性现金净流入量	9.26	9.37	0.21	-0.19
EBITDA	8.05	8.23	7.47	—
资产负债率[%]	61.37	41.98	64.47	60.20
权益资本与刚性债务 比率[%]	109.78	340.08	178.21	174.21
流动比率[%]	64.82	90.79	71.52	65.10
现金比率[%]	16.49	17.59	29.86	15.60
利息保障倍数[倍]	6.02	10.95	7.03	—
净资产收益率[%]	13.93	10.86	4.44	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	22.63	25.77	0.40	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	14.90	-8.88	10.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.02	14.81	12.05	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.43	0.38	—

注：根据利群股份经审计的2016~2018年及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

评级观点

主要优势：

- **品牌及区域市场竞争优势。**利群股份是山东省商业零售龙头企业之一。多年来，公司业务发展以青岛为中心，辐射山东半岛零售市场，已在区域内形成了较高的品牌认知度及区域市场竞争力。
- **业态多元化，经营规模不断扩大。**利群股份现已形成全品类、多业态的零售业务结构，加之品牌代理及物流配送业务的共同发展，公司业务之间能形成良好协同。近年来，公司推进主业内生式及外延式发展，经营规模不断扩大。2018年，公司完成对乐天购物（香港）控股有限公司旗下12家全资子公司及72家门店的收购，经营范围延伸至江苏、安徽、上海等华东区域市场，经营规模进一步扩大。
- **零售主业现金回笼及自有物业资产能为偿债提供保障。**利群股份零售主业现金回笼较为及时，能为偿债提供基本保障。同时，公司拥有一批自有商业物业资产，资产质量较好，能为偿债提供进一步支撑。
- **2017年完成IPO上市，融资渠道得到拓宽。**利群股份于2017年完成IPO上市，资本实力得到大幅增强，同时具备了资本市场融资能力，融资渠道得到拓宽。

主要风险：

- **零售行业增速放缓及业内竞争激烈。**零售行业增速放缓、电商冲击及激烈竞争等因素使得近年来实体零售商持续面临较大的运营压力。
- **门店培育及业绩增长压力。**利群股份不断推进业务扩张，2018年以来收购原乐天资产并重开44家门店，导致短期内门店费用支出增加，同时新开业门店需要一定时间培育，因此利润同比有所下滑。公司零售业务持续面临门店培

分析师

熊桦 xh@shxsj.com

翁斯喆 wsz@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>



育、租赁及人工等运营成本控制压力。

- **项目投融资压力。**利群股份规划建设的商业综合体及物流等项目的总投资规模较大，后续存在较大的资本性支出需求。公司拟使用本次可转债募集资金满足部分项目投入需求，需关注未来转股情况，以及公司负债经营程度控制情况。
- **业务运营管控压力。**随着外部竞争压力加大以及利群股份业务规模的扩大，跨区域、跨业务领域发展带来的内部管控压力加大，同时对公司提升运营能力及效率、扩大品牌影响力等方面提出了更高的要求。

➤ 未来展望

通过对利群股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA 信用等级。



利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司原名青岛长江商厦股份有限公司。1997年12月，青岛市经济体制改革委员会下发青体改发[1997]246号《关于青岛长江商厦股份有限公司获准设立的通知》，同意青岛利群股份有限公司¹作为主要发起人，青岛福兴祥商品配送有限责任公司、临海市仲达建筑装饰公司、江苏省江都市宏伟工业设备配套公司、青岛金海通装饰工程公司、青岛利群股份有限公司工会（代表内部职工个人）作为发起人，采取发起方式设立“青岛长江商厦股份有限公司”，设立时股本总额为1,200万元。其后，公司经历多次增资及股权变更，并分别于2007年和2011年更名为“青岛利群百货股份有限公司”和“青岛利群百货集团股份有限公司”。

2017年4月，根据中国证监会《关于核准青岛利群百货集团股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可【2017】374号）核准，该公司在上交所A股市场挂牌上市（股票代码：601366），向社会公开发行人民币普通股17,600万股，每股面值人民币1元，每股发行价格人民币8.82元，募集资金总额15.52亿元²。2018年2月公司更名为现名。

截至2019年3月末，该公司实收资本（股本）为8.61亿元。利群集团股份有限公司（简称“利群集团”）、青岛钧泰基金投资有限公司（简称“钧泰投资”）、青岛利群投资有限公司（简称“利群投资”）期末分别直接持有公司17.95%、14.20%和4.88%股份，为公司前三大股东。公司实际控制人为自然人徐恭藻、赵钦霞及徐瑞泽³。

该公司成立以来，专注于零售领域的深耕发展，现已形成了以百货、超市、电器为核心业态的零售连锁业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理和商业物流业务的经营格局，公司各业务之间能形成良好协同。公司业务发展立足于山东青岛及周边的山东半岛地区，通过多年经营发展已在区域内形成了较强的品牌影响力。同时近年来，主要通过2018年收购乐天购物（香港）控股有限

¹ 于2003年更名为利群集团股份有限公司。

² 募集资金净额为14.97亿元。经部分变更后募集资金用于：连锁百货发展项目5.04亿元、门店装修升级项目2.27亿元、荣成利群广场（商场）项目的建设和装修升级2.02亿元、城市物流配送中心四期项目4.40亿元、电子商务平台升级项目0.17亿元和智慧供应链信息管理升级改造项目1.08亿元，截至2018年末已分别投入资金4.14亿元、2.20亿元、0.48亿元、0.01亿元、0.17亿元和0.32亿元。其中连锁百货发展项目截至2017年9月末已全部开业。

³ 徐恭藻、赵钦霞为配偶关系，徐瑞泽为徐恭藻和赵钦霞之女。

公司（简称“乐天”）旗下 12 家全资子公司及 72 家门店资产，公司业务范围进一步拓展至华东区域。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司 2018 年年度股东大会决议通过，公司拟公开发行不超过 18 亿元的可转换公司债券，期限为 6 年。公司计划将本次债券募集资金全部用于项目投资。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	利群商业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 18 亿元（含 18 亿元）
本期发行规模:	不超过 18 亿元（含 18 亿元）
本次债券期限:	自发行之日起 6 年
债券利率:	本次发行的可转换公司债券的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。
转股期限:	自可转换公司债券发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期之日止。
转股价格:	初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价，具体转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。
转股价格向下修正条款:	修正权限与修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意 20 个连续交易日中至少 10 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日的公司股票交易均价。若在前述 20 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。 修正程序：如公司决定向下修正转股价格时，公司须在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间等有关信息。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后、转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。
赎回条款:	到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 有条件赎回条款：在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款:	有条件回售条款：自本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度起，如果公司股票收盘价任何连续 30 个交易日低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将全部或部分债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度，可转换公司债券持有人可在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

	附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再次行使附加回售权。
增级安排：	无

资料来源：利群股份

该公司无存续期债券。

(2) 募集资金用途

该公司本次可转换公司债券募集资金总额不超过 18 亿元，扣除发行费用后将投资于 3 个商业综合体项目和 1 个物流供应链项目，具体为“利群百货集团总部及商业广场项目”、“利群广场项目”、“蓬莱利群商业综合体项目”以及“利群智能供应链及粮食产业园二期项目”，项目总投资额合计为 33.39 亿元。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况

序号	募集资金投资项目	项目实施地点	投资额 (亿元)	拟使用募集资金 金额(亿元)
一	商业综合体项目			
1	利群百货集团总部及商业广场项目	青岛西海岸新区	14.51	6.00
2	利群广场项目	烟台莱州市	7.08	3.00
3	蓬莱利群商业综合体项目	烟台蓬莱市	3.87	2.00
二	物流供应链项目			
1	利群智能供应链及粮食产业园二期项目	青岛胶州市	7.93	7.00
合计			33.39	18.00

资料来源：利群股份

根据该公司《公开发行可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告》，公司拟在青岛西海岸新区、烟台莱州市和烟台蓬莱市分别投资“利群百货集团总部及商业广场项目”、“利群广场项目”和“蓬莱利群商业综合体项目”，以建设形成三座集传统百货、大型超市、购物中心等多种业态为一体，提供购物、餐饮、休闲娱乐等多种服务体验的商业综合体。上述项目总建筑面积 46.46 万平方米，总投资合计 25.46 亿元（其中拟使用募集资金 11 亿元），项目建设周期均为 2 年。公司目前在西海岸新区、莱州、蓬莱三地的门店均偏重于百货商场业态，在现有门店附近建设新的商业综合体项目，将能在多业态并存的场景中为消费者进一步提供休闲娱乐、亲子教育、动漫游戏、艺术文化、餐饮游艺、购物消费等多种差异化消费体验，有助于巩固优势区域的市场地位。据测算，商业综合体项目未来能形成年均营业收入（不含税）合计 12.64 亿元、年均净利润合计 1.21 亿元。

图表 3. 商业综合体项目预期效益概况

项目名称	总建筑面积 (万平方米)	年均营业收入（不含税） (亿元)	年均净利润 (亿元)
利群百货集团总部及商业广场项目	24.32	5.55	0.64
利群广场项目	15.50	4.93	0.38
蓬莱利群商业综合体项目	6.64	2.16	0.19

项目名称	总建筑面积 (万平方米)	年均营业收入(不含税) (亿元)	年均净利润 (亿元)
合计	46.46	12.64	1.21

资料来源：利群股份

“利群智能供应链及粮食产业园二期项目”为物流供应链项目，通过建设常温仓库、冷链仓库等仓储设施，并购置自动化立体库、拆垛机器人、自动输送机等国内外先进设备，形成大型智能化供应链物流中心。该项目建设期2年，建成后公司将新增仓储面积合计14.14万平方米（其中包含冷链库5.06万平方米），可有助于公司完善以胶州为核心，辐射整个山东及其周边地区的统一物流配送网络，缓解既有仓储空间饱和压力，并为前述商业综合体项目以及未来区域内零售门店规模增长提供物流配送支撑；同时也可使得公司有更充足的储位和配送资源拓展品牌代理业务及第三方物流业务，有助于公司加强“自营+供应链”经营模式建设。“利群智能供应链及粮食产业园二期项目”总投资为7.93亿元，拟使用募集资金7亿元。经测算，项目未来可实现年均营业收入20.46亿元（不含税），年均税后利润0.73亿元。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

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，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。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

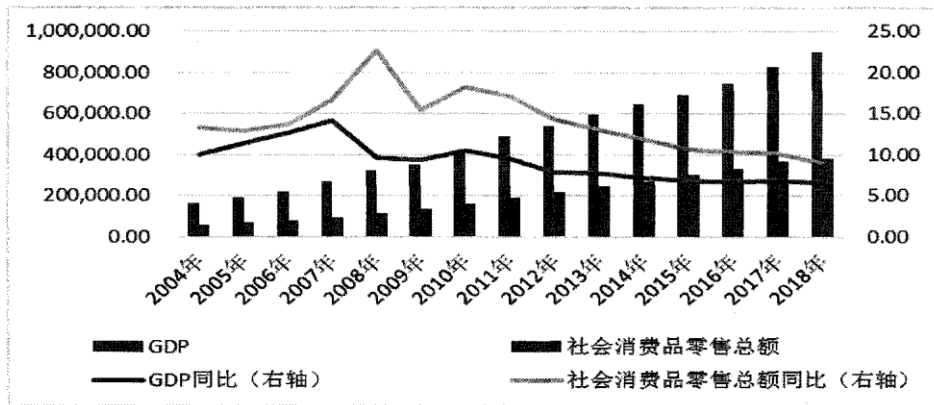
近年来我国零售行业总体保持着持续增长态势，尽管受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速有所下滑，但仍维持在较好水平。2018年以来，零售行业总体保持了平稳发展，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，长期来看，国内零售行业仍有着持续增长的空间。此外，现阶段零售行业内部在维持着激烈竞争的同时，线上线下零售相互融合态势显现，未来龙头零售企业地位或将进一步得到提升。

A. 行业概况

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等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。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，零售业增速连续多年出现下滑，但总体仍维持在较好水平。经初步核算，2018年国内完成生产总值（GDP）90.03万亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%，增速比上年减少0.3个百分点。同期，我国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9%，增速较上年下降1.2个百分点。2018年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为76.2%；最终消费拉动GDP增长5%，消费仍是拉动国内经济增长的主要动力。

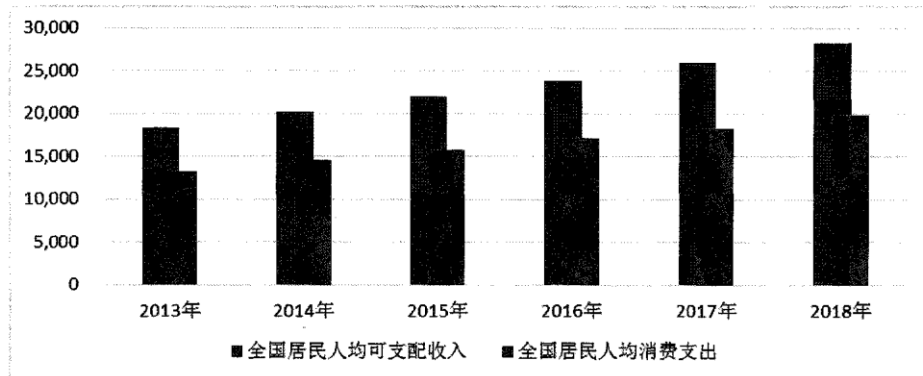
图表 4. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国家统计局

需求方面，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，为零售行业的平稳发展提供了基本支撑。2018年末全国大陆总人口为139,538万人，比上年末增加530万人，其中城镇常住人口83,137万人，常住人口城镇化率为59.58%，比上年末提高1.06个百分点。同时，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高。2018年，全国居民人均可支配收入28,228元，扣除价格因素影响，比上年实际增长6.5%。且自2001年国内人均GDP首次超过1,000美元之后，我国开始步入消费升级阶段，即由生存型消费向发展型和享受型消费过渡；2015年国内人均GDP超过8,000美元，我国消费结构开始步入快速升级阶段。国内居民收入水平的提高，购买力的提升，以及消费水平的升级，推动了消费支出的持续增长。2018年全国居民人均消费支出19,853元，扣除价格因素，比上年实际增长6.2%。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。2018年，全国居民人均食品烟酒消费支出占消费支出的比重继续降低，为28.36%，比上年下降0.97个百分点，恩格尔系数进一步降低。此外，随着“80后”、“90后”逐步成为国内消费的主力人群，消费人口结构变化带来的消费观念转变，也为零售消费发展提供了助力，国内消费者信贷消费意愿的提升也进一步推动了消费支出的增长。

图表 5. 全国居民人均收支情况（单位：元）

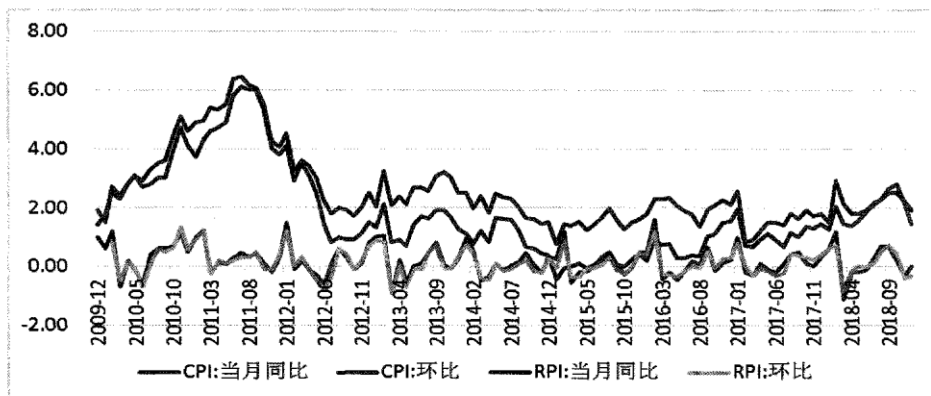


数据来源：Wind、国家统计局

价格方面，2018年全国居民消费价格（CPI）上涨2.1%，涨幅比上年扩大

0.5 个百分点，延续了 2012 年以来涨幅低于 3% 的态势，属于温和上涨。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

图表 6. CPI 与 RPI 走势变化情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

B. 政策环境

零售行业开放程度高。且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视及支持。2015 年，国务院发布了《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）、《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（国办发〔2015〕85 号）等文件，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，旨在通过传统消费提质升级来引领产业升级，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，通过制度创新、技术创新、产品创新来增加新供给，满足创造新消费。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。2018 年以来，政府进一步出台一系列完善促进消费体制机制、减税降费等政策，这将有助于激发居民消费潜力，为零售行业发展带来利好。

具体到零售细分行业，2013 年以来，国家加大了对电商领域的政策支持力度，相继出台了包括《关于促进电子商务应用的实施意见》（2013 年）、《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》（2015 年）、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》（2015 年）等多项政策，并明确从准入门槛、税负、金融服务支持等方面支持电商\跨境电商发展。在支持电商发展的同时，政府也在对其逐步进行规范，并促进电商及实体零售之间的公平有序竞争。根据 2016 年 12 月商务部等多部委联合发布的《电子商务“十三五”发展规划》，提出到 2020 年，电子商务交易额同比要翻一番，超过 40 万亿元，网络零售额达到 10 万亿元左右；同时也提出了在发展过程中要实现发展和规范并举；竞争和协调并行；开放和安全并重的原则。实体零售方面，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），提出了要推动商业结构调整、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。同时，在推动线上线下融合发展方面，国务院办公厅也于 2015 年出台了《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》。

总体来看，政府持续鼓励促进消费，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，对零售行业发展而言存在长期政策利好。

图表 7. 近年来零售行业相关政策颁布情况

政府部门	政策名称	发布时间
国务院	《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	2015 年 5 月
国务院办公厅	《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	2015 年 6 月
国务院办公厅	《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》	2015 年 9 月
国务院办公厅	《关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》	2016 年 4 月
国务院办公厅	《关于推动实体零售创新转型的意见》	2016 年 11 月
中共中央、国务院	《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	2018 年 9 月
国务院办公厅	《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》	2018 年 9 月
发改委、商务部等部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	2019 年 1 月

注：新世纪评级整理

C. 竞争格局/态势

从市场竞争格局来看，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。据国家统计局数据和商务部典型零售企业统计数据测算，截至 2017 年末我国零售业经营单位共有 1,938 万个，同比增长 7.4%；其中，法人企业单位数量为 288.8 万个，同比增长 20%。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%；同时，近年来网上零售占比不断提升，但比重尚不足 20%。

多年来，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，随着电商前期的蓬勃发展，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。近年来，随着“新零售”的发展，线上线下呈现一定融合态势。

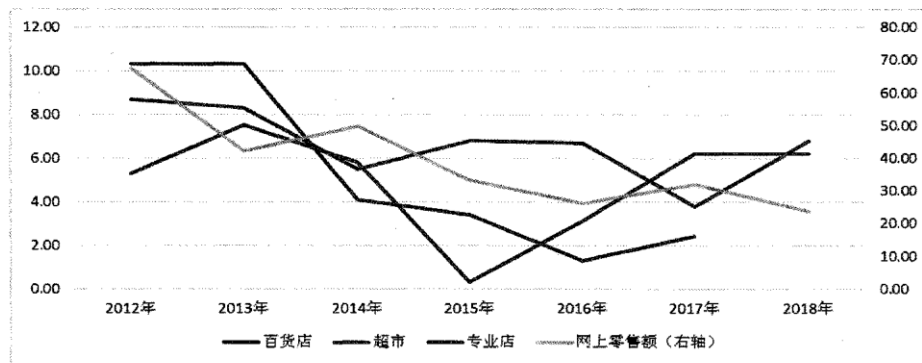
实体零售方面，近年来受电商冲击及消费升级等影响，传统零售商销售增速出现放缓，部分零售商甚至出现负增长，经营业绩压力有所加大。为应对行业市场的变化发展，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及

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；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，通过线上线下的融合及多渠道发展，以吸引客源，增强客户体验，增强竞争力等等。与此同时，随着电商人口红利的逐步减弱和获客成本的增加，以及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。诸如，阿里已与多家实体零售企业开展战略合作，并入股了银泰商业（01833.HK）、苏宁云商（002024.SZ）、三江购物（601116.SH）、联华超市（0980.HK）、新华都（002264.SZ）、高鑫零售（6808.HK）等上市公司；腾讯联合京东也已与沃尔玛、永辉超市（601933.SH）、家乐福中国、步步高（002251.SZ）等零售企业达成战略合作或已开展了股权及业务层面的合作。

总体来看，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。同时，在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，如无人零售店等新业态形式、新型购物场景体验模式陆续涌现，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。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，未来龙头企业规模、地位预期将会得到进一步巩固。

从零售行业各业态数据来看，近年来电商发展速度虽有所放缓，但总体仍维持着较高的增速，据国家统计局数据，2017 年全国网上零售额 71,751 亿元，同比增长 32.2%。2018 年全国网上零售额为 90,065 亿元，比上年增长 23.9%；其中实物商品网上零售额 70,198 亿元，比上年增长 25.4%，占社会消费品零售总额的比重为 18.4%，比上年提高 3.4 个百分点。实体零售方面，随着企业的持续升级调整，行业总体也有所回暖。2018 年限额以上单位实体零售业态零售额比上年增长 4.6%。其中，限额以上超市、专业店的零售额分别增长 6.8% 和 6.2%；百货店、专卖店等业态在上年恢复性增长的基础上继续保持增长态势。

图表 8. 零售行业各业态⁴近年来同比增长情况（单位：%）



资料来源：Wind、国家统计局

⁴ 2012-2017 年为商务部重点监测零售企业数据；2018 年为限额以上零售业单位数据，其中百货店数据暂缺。

D. 风险关注

从行业风险来看，宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，随着国人境外消费、跨境购物需求的增加，也存在着分流境内消费，影响行业增速的风险。现阶段，国内零售行业市场集中度仍偏低，业内企业间竞争压力持续较大，同时同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成，受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。此外，随着居民消费需求的不断升级，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。同时，在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场持续活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源共享。在零售行业线上线下双向融合的趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或将影响企业的长期发展。此外，零售企业还持续面临着商品质量、安全经营等方面的运营监管压力。

2. 业务运营

该公司零售业务发展以青岛为中心，辐射山东半岛零售市场，通过多年运营积累，已在区域内形成了较高的品牌认知度，较强的区域市场竞争力。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理和商业物流业务，业务之间能形成良好协同，近年来经营规模不断扩大。2018 年，公司收购原乐天在华东区域相关资产，业务运营规模及市场范围得到进一步扩大。但同时，受原乐天门店集中重开及培育期影响，短期内对公司业绩增长形成压力，需关注后续盈利表现改善情况。

该公司成立以来立足于零售主业发展，以“百货+超市+电器”全品类经营为主进行连锁发展，经营业态现已涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店等实体业态，以及利群网商等线上业态。公司零售主业立足于山东青岛，以山东半岛为中心市场进行发展，区域内市场知名度较高。2018 年，随着公司收购乐天相关资产⁵，将业务范围进一步拓展至江苏、浙江、安徽及上海等华东市场。根据中国连锁经营协会 2019 年 5 月发布的《2018 年中国连锁百强》排名，公司名列第 23 位。

此外，围绕零售主业，该公司还开展品牌代理和商业物流配送业务，主要为自身主业运营提供支撑，业务间协同性较好。

⁵ 包括受让乐天所持有的 12 家法人公司（含其直接或间接控制的其他企业）的 100% 股权，以及上述 12 家法人公司拥有的 15 处房产和 72 家门店的经营性商业资产。15 处房产建筑面积合计 30 余万平方米。相关收购交割日为 2018 年 7 月 31 日，自 8 月 1 日起并表。此次转让总价款为 18.68 亿元，截至 2019 年 4 月末，公司已陆续支付转让款合计 13.71 亿元。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
零售\百货、超市、电器	国内\山东、江苏等华东区域	规模、品牌、资产、管理、资本等

资料来源：利群股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计		102.93	105.54	114.14	35.94	30.75
其中：主营业务收入	金额	97.92	99.88	106.94	33.48	29.04
	占比	95.13	94.64	93.70	93.13	94.43
其中：(1) 百货	金额	45.38	45.64	47.38	14.58	14.13
	占比	46.34	45.70	44.30	43.55	48.64
(2) 超市	金额	39.37	40.61	46.18	15.58	11.87
	占比	40.21	40.66	43.18	46.54	40.88
(3) 电器	金额	13.17	13.62	13.39	3.32	3.04
	占比	13.45	13.64	12.52	9.91	10.48

资料来源：利群股份

2016-2018 年和 2019 年一季度，该公司营业收入分别为 102.93 亿元、105.54 亿元、114.14 亿元和 35.94 亿元，保持增长态势。公司主业从事零售连锁业务，主营业务收入主要由百货、超市及电器形成的销售收入构成。公司其他业务收入主要包括租赁收入、服务费和管理费收入、加盟收入等，亦与零售业务开展紧密相关，2016-2018 年和 2019 年一季度，公司其他业务收入分别为 5.01 亿元、5.66 亿元、7.20 亿元和 2.47 亿元，毛利率均在 98%左右。

业务模式方面，该公司主要的经营模式为经销模式和联营模式。公司多年来致力于打造以自营为主的商业模式，目前收入中经销模式占比较大，2018 年为 61.33%。

图表 11. 公司主要经营模式收入构成情况（单位：亿元）

主要经营模式	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
经销	63.14	61.72	65.59	21.06
联营	34.78	38.15	41.35	12.42
合计	97.92	99.88	106.94	33.48

资料来源：利群股份

经销模式下，该公司需先采购商品，取得商品的所有权后再行销售，利润主要来源于商品的进销差价。该模式下公司需承担相应的存货风险，对商品判断及采购能力提出了更高的要求。公司采用经销模式的主要为电器、超市类商品，以及百货类的家居及部分服饰、鞋帽、化妆品、首饰等商品。其中电器、超市类商品中通过经销方式的比重近年来在 90%以上；家居服饰、鞋帽、珠宝

首饰、化妆品等品类商品的经销比率达到 40%以上。该模式下，公司主要通过下属批发类子公司进行采购，并销售给旗下门店。且除了为自身零售业务提供采购服务外，公司批发类子公司亦对外开展业务，客户包括青岛兴泰和商贸有限公司、青岛瑞祥通商贸有限公司、青岛北方国贸集团股份有限公司、青岛利客来商贸集团股份有限公司、青岛永旺东泰商业有限公司、济南历下大润发商贸有限公司等区域内的零售、批发类企业。

联营模式下，该公司为供应商提供营业场地，供应商设立品牌专柜，由双方人员共同负责销售。联营模式特征是在实现销售后，公司在确认商品销售收入的同时，根据与供应商的协议确认商品采购成本和相应的毛利，利润主要来源于销售的扣点分成。对公司而言，该模式下无存货积压、跌价等风险。公司主要在百货类业态中采用联营模式。

经销及联营模式以外，该公司还通过租赁及加盟模式开展业务，相关收入计入其他业务收入。其中租赁模式主要是将部分门店场地提供给租户自主经营，公司依据合同约定，根据承租方的销售金额收取一定比例或固定金额的租赁费用，利润主要来源于租金收入。公司租赁模式主要涉及部分小商品零售柜台租赁，以及品牌餐饮、儿童娱乐、美容健身、电影院等体验及配套业态商户。此外，公司开展以社区便利店为主的加盟连锁业务，利润主要来自加盟费收入。公司目前共有 50 余家便利店。

招标采购方面，该公司设立采购中心，统一制定采购计划，负责商品采购和零售门店的整体招商工作。在超市百货类商品、电器、家居服饰、鞋帽、珠宝首饰、化妆品等品类上，公司主要通过下属批发类子公司统一进行采购并销售给公司旗下门店。随着在山东地区多年的运营积累，公司已取得众多知名品牌的区域代理权，主要代理品牌包括花王、蓝月亮、雅培、郎酒、茅台酱香酒、喜旺、佰草集、谢瑞麟、李宁、海尔、海信、华为等。截至 2018 年末，公司通过旗下 16 家批发类子公司代理销售国内外百货、超市和家电知名品牌超过 500 个，渠道合作品牌近 3,000 个。生鲜品类方面，公司主要采用基地直采模式进行采购。

供应商管理方面，该公司与供应商签订合同前，要求供应商提供产品情况，包括价格、产地、规格、登记、主要成分等，并要求提供产品质量合格证明等必要资料和相关证照，经评审委员会综合评估通过后，签订采购合同。公司对供应商实施动态管理，定期对供应商商品进行销售分析，并综合货品进价、零售价、销量等指标，对供应商实施“末位淘汰制”。结算方面，联营模式下，公司一般按月结算，根据不同商品类型对应合同约定的扣点与供应商进行结算。经销模式下，公司与供应商的货款结算方式包括先款后货、货到付款等，支付方式包括支票、电汇等。不同商品采购的账期存在差异，以食品和百货类商品为例，账期通常在 30-45 天左右；部分酒类、家电等商品存在预付。公司零售业务合作供应商数量较多，集中度较低，2018 年前五大供应商占年度采购总额的比重为 10.90%。

物流配送方面，主要由该公司下属全资企业福兴祥物流集团有限公司（简

称“福兴祥物流”)负责运营,其为AAAA级物流企业。截至2019年3月末,公司已在青岛、胶州、淮安、南通等地拥有6个物流中心,其中3个位于山东区域。公司物流中心仓储面积超过32万平方米,其中冷链仓储面积4万多平方米。同时公司拥有配送车辆300余辆,配送区域辐射山东、江苏、上海、安徽等地区。公司物流中心采用现代化智能管理,使用立体式高位仓储货架和全自动分拣系统存储商品,对库存商品实行电子化标签管理。公司运营商品品类众多,物流中心能够独立承担生鲜产品、食品饮料、日化用品、衣帽服饰、家用电器等多种商品的仓储和配送工作。同时,物流中心下设生鲜加工配送中心,能够对采购的蔬果、畜牧水产、烘焙面食等短保质期商品进行一定深加工。除为自身业务提供物流服务外,公司还可为区域内的其他商业企业提供商品供应和中转配送等第三方物流服务,客户涵盖多家知名零售连锁企业。此外,公司还是政府应急物资储备、农产品定点储备指定单位,2018年上合峰会期间,福兴祥物流承担了独家总仓配送服务。

业态及品牌方面,该公司经营业态较为多元,并不断根据市场发展需求,尝试新业态。目前公司经营业态涵盖综合商场、购物中心、综合超市、便利店、生鲜社区店、品类集合店、利群网商、利群采购平台等。公司根据业态及业务定位,实体业态采用的品牌包括“利群”、“利群便利”、“福记农场”、“利群时代”等。总体来看,公司形成了以中高端商业综合体为旗舰,购物广场为中心店,综合超市、便利店、生鲜社区店、各品类集合店为补充的线下商业零售格局,同时公司也在通过“利群网商”和“利群采购平台”开展O2O及B2B业务。

图表 12. 公司实体零售业态概况

业态	使用的品牌	门店规模
综合商场	利群	平均3-4万平
购物中心	利群	平均5万平
综合超市	利群、利群时代	平均1.8万平
家电商场	利群	8000平左右
生鲜社区店	利群·福记农场	300-500平
便利店	利群便利	100平左右

资料来源:利群股份

门店规模及资产方面,该公司多年来立足于山东青岛及其它省内城市进行深耕发展,近年来总体发展较为平稳。而随着IPO上市的完成,公司发展步伐有所加快,2018年公司完成对乐天华东区相关资产的收购,并以此为契机设立华东区域总部,正式布局华东区域。公司收购原乐天72家门店时门店已全部停业,公司通过对门店地理位置、商圈情况、物业条件等综合评估,选择重新开业44家门店⁶,截至2018年末已陆续全部开业,并更名为“利群时代”,经营业态为综合超市。2018年和2019年一季度利群时代门店分别实现营业收入6.07亿元和4.62亿元,净利润分别为-2.33亿元和-1.04亿元,由于门店开业

⁶ 其余门店,根据公司与乐天的协议约定,由乐天方面协助公司完成门店的闭店及注销程序并承担相关费用。

时间尚短，仍处于培育期，短期内对公司业绩增长带来压力，需关注利群时代门店后续经营业绩改善情况。

图表 13. 公司开店及关店情况（单位：家）

门店 (按单一物理体计算)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
开店数	1	2	46	1
关店数	0	4	0	1

资料来源：利群股份

截至 2019 年 3 月末，按业态来看，该公司共拥有综合商场 27 家、购物中心 6 家、综合超市 59 家、家电商场 1 家；期末门店主要分布在山东（包括青岛、烟台、威海、日照、东营、淄博、潍坊、枣庄等城市），以及江苏（包括连云港、扬州、南通、江阴、淮安、无锡、泰州、盐城、宿迁、海门等城市）、安徽（包括芜湖、宿州等城市）、上海等华东区域省市，期末分别为 49 家、39 家、4 家和 1 家。从门店物业性质来看，公司拥有一定量的自有物业门店，2019 年 3 月末建筑面积合计 79.73 万平方米；租赁物业门店建筑面积合计 139.57 万平方米。公司租赁物业门店的租赁期限不等，包括 5 年、10 年、15 年、20 年等，公司会在合同中约定同等条件下的优先续租权，2016-2018 年和 2019 年一季度，公司门店物业租赁相关支出（含税）分别为 1.60 亿元、2.06 亿元、2.99 亿元和 1.18 亿元。相对而言，租赁模式前期投入量少，有助于加快开店速度，但面临着租期内租金支出不断上涨、租期到期后无法续租、物业租赁纠纷等风险。而自有物业门店前期投入量大，但不受租期及租金上涨等的影响，能够保证门店的持续稳定经营。

图表 14. 截至 2019 年 3 月末公司已开业门店分布情况（单位：家、万平方米）

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积	门店数量	建筑面积
山东	综合商场	10	28.71	17	54.94
	购物中心	4	15.92	1	9.05
	综合超市	2	4.25	14	15.47
	家电商场	1	0.87	-	-
江苏	综合超市	10	22.03	28	51.12
	购物中心	1	5.32	-	-
安徽	综合超市	1	2.64	3	6.43
上海	综合超市	-	-	1	2.57
合计	-	29	79.73	64	139.57

资料来源：利群股份

从门店收入贡献来看，2018 年该公司前十门店收入合计占营业收入的比重为 48.09%，单一门店占收入比重不高。公司核心门店主要位于青岛市，开业时间普遍较长，运营态势总体平稳。分区域来看，2018 年公司山东区域实现收入 101.46 亿元，同比增长 1.58%；其中青岛区域实现收入 84.10 亿元。同时，随着 2018 年利群时代门店的开业，华东区域收入贡献也有所增加。

图表 15. 公司收入前十门店基本情况（单位：万平方米、亿元）

门店名称	区域位置	成立时间	建筑面积	物业情况	收入	
					2017年	2018年
利群商厦	青岛市	2004	2.69	租赁	13.26	12.69
即墨商厦	青岛市	1999	3.72	租赁	5.76	6.17
长江购物广场	青岛市	2006	3.41	租赁	5.73	5.71
城阳购物广场	青岛市	2008	4.58	租赁	5.34	5.62
金鼎广场	青岛市	2016	9.05	租赁	4.11	4.93
四方购物广场	青岛市	2000	2.72	自有、租赁	4.68	4.55
胶南购物中心	青岛市	2008	3.16	租赁	3.92	4.04
莱州购物广场	烟台市	2001	4.77	自有、租赁	3.62	3.82
胶州购物广场	青岛市	2009	6.93	租赁	3.58	3.78
蓬莱购物广场	烟台市	2003	4.21	自有	3.39	3.59
合计	-	-	45.24	-	53.39	54.90

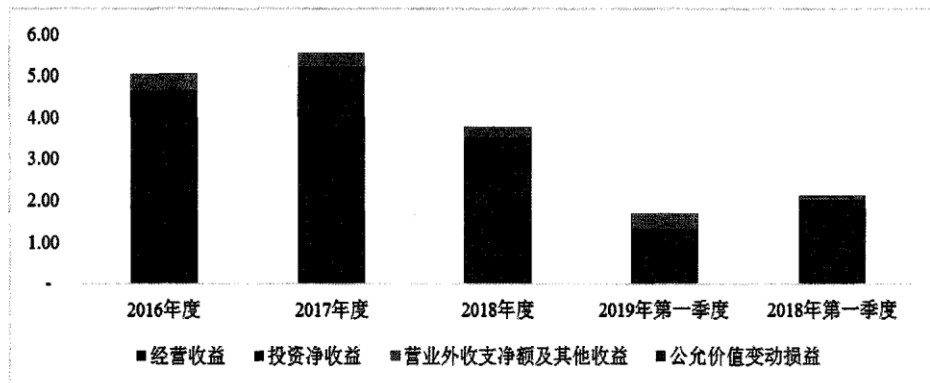
资料来源：利群股份

该公司线上业务主要分为 O2O 和 B2B 两个部分。其中 O2O 主要通过利群网商开展，依托线下门店资源，顾客可通过 APP、微信公众号、PC 端实现网上下单、配送等服务。B2B 方面，公司通过利群采购平台，为便利店、专卖店、企事业单位等 B 端客户提供一站式采购服务。2018 年公司线上业务（利群网商和利群采购平台）共计实现销售收入 7.16 亿元，同比增长 59%，其中利群网商实现销售 5.01 亿元。整体来看，公司线上业务以与线下业务形成协同，加强客户服务能力为目标。

运营管理方面，该公司不断加强门店的精细化管理，通过多元化营销，提升已有门店硬件设施，改善购物环境等方式提升服务能力。同时公司不断加强零售业态多元化探索，其中依靠已有的自营供应链优势，结合市场需求，公司推出了休闲零食类、美妆化妆类、家电潮品类、玩具类、家居用品类、文体用品类、黄金珠宝类、内衣袜品类等细分品类集合店，丰富了门店自营品类结构。此外，面对零售行业数字化转型趋势，2017 年以来，公司已与 SAP、IBM、东软集团、腾讯云等知名科技企业合作，全面部署数字化转型，旨在通过信息化系统的重构，建立以数字化平台为基础的新型 IT 架构，实现业务管理流程重构，进一步提升公司精细化管理水平与精准决策能力。目前，ERP 智慧信息管理平台、利群网商系统等已陆续上线。

(2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据利群股份所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来自主业运营形成的经营收益, 非经常性损益对利润的影响相对较小。

图表 17. 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 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	102.93	105.54	114.14	35.94	30.75
毛利率 (%)	19.16	19.96	22.45	23.40	19.16
其中: 百货	16.84	17.00	17.67	17.84	18.29
超市	14.55	15.41	18.17	18.90	17.18
电器	10.85	10.87	13.53	13.01	12.29
毛利 (亿元)	19.72	21.06	25.62	8.41	6.68
其中: 百货	7.64	7.76	8.37	2.60	2.58
超市	5.73	6.26	8.39	2.94	2.04
电器	1.43	1.48	1.81	0.43	0.37
期间费用率 (%)	13.46	14.02	18.21	18.46	14.11
其中: 财务费用率 (%)	1.14	0.69	0.64	0.80	0.50
全年利息支出总额 (亿元)	1.00	0.56	0.62	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	-	-	-	-	-

资料来源: 根据利群股份所提供数据整理。

2016-2018 年和 2019 年一季度, 该公司营业毛利分别为 19.72 亿元、21.06 亿元、25.62 亿元和 8.41 亿元, 保持增长。同期, 随着公司运营规模扩大, 终端议价能力提升, 以及加强精细化管理, 优化产品结构, 淘汰低毛利率产品, 公司各业态毛利率均有所提升; 加之高毛利率的租赁、服务管理等其他业务收入增长, 公司整体毛利率水平也呈上升态势。公司电器业态毛利率相对较低, 主要系受电器产品市场竞争激烈、价格透明、消费者价格敏感性高、存在批发销售等因素影响。2016-2018 年和 2019 年一季度, 公司期间费用分别为 13.86 亿元、14.80 亿元、20.79 亿元和 6.64 亿元; 同期期间费用率分别为 13.46%、

14.02%、18.21%和 18.46%。从期间费用构成来看，销售费用及管理费用所占比重较高，2018 年分别为 66.22%和 30.25%，主要为职工薪酬、租赁费、水电费、折旧摊销等。2018 年受收购乐天相关资产后开始承担收购后原乐天门店的固定费用开支，收入与费用未能实现有效配比，加之门店集中重开仍处于培育期，2018 年以来公司期间费用率出现较明显攀升，拖累主业经营收益。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-	0.14	0.14	-	0.09
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.41	0.32	0.24	0.36	0.06
公允价值变动损益（亿元）	-	-	-	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2017 年以来该公司将部分闲置募集资金以及自有资金用于保本理财投资，实现了一定投资收益。公司营业外净收支及其他收益主要受政府补助、盘盈\亏、资产处置\报废等因素影响。总体来看，非经常性损益对公司盈利的影响不大。

2016-2018 年和 2019 年一季度，该公司净利润分别为 3.62 亿元、3.94 亿元、2.02 亿元和 0.97 亿元，受利群时代门店培育影响，公司 2018 年以来净利润有所下滑，拖累利润增长。关注门店培育期长短对公司后续利润表现的影响。

(3) 运营规划/经营战略

战略方面，该公司未来将继续加快各类零售门店的开店速度，通过征地自建商业综合体，租赁第三方物业或与第三方合作开发开设类购物中心、综合超市等，在不断巩固优势区域市场占有率的同时，门店逐步向空白区域市场辐射。同时在全国范围内寻求符合公司发展战略的并购标的，通过全资收购、控股收购、参股经营等方式实现在全国的合理化扩张，逐步实现跨多省区布局。同时，公司将继续巩固供应链资源优势，强化供应链深度和广度，实现供应链立体化布局；全面实施智慧供应链升级、改造建设，提升数字化综合管理能力。

从投融资规划来看，该公司后续在商业零售项目、物流项目方面存在投资需求。其中物流方面，随着公司业务进一步拓展至华东地区，以及为进一步提升生鲜产品运营能力，公司规划分别在青岛胶州和江苏淮安投资物流基地，规划建设两处大型现代化物流中心，打造集供应链交易、常温仓储、冷链加工、中央厨房、豆制品生产、成品粮库、智能化立体存储及分拣、全品类商业物流配送及电子商务等功能于一体的综合性物流基地。零售项目方面，公司存在持续开店需求，并规划在青岛西海岸新区、烟台莱州市和烟台蓬莱市投资建设三座商业综合体。总体来看，公司后续面临着较大的投资需求。资金方面，公司计划通过自有资金、2017 年 IPO 募集资金、本此可转债募集资金等满足项目资金需求。关注后续项目推进进度及投融资压力变化。

图表 19. 截至 2019 年 3 月末, 公司主要重大在\拟建项目投资规划 (单位: 亿元)

项目名称	规划投资总额	截至 2019 年 3 月末已投资额	(规划) 资金来源
文登购物广场二期	1.71	1.56	自有资金
黄岛综合体工程 (利群百货集团总部及商业广场项目)	14.51	0.77	自有资金、可转债募集资金
荣成新广场工程	2.75	1.31	自有资金、IPO 募集资金
莱州新广场项目 (利群广场项目)	7.08	0.16	自有资金、可转债募集资金
淮安物流项目	3.00	0.43	自有资金、IPO 募集资金
胶州地区物流项目	10.83	0.19	自有资金、IPO 募集资金、可转债募集资金
蓬莱鼎峰综合体工程 (蓬莱利群商业综合体项目)	3.87	0.05	自有资金、可转债募集资金
合计	44.14	4.68	-

资料来源: 根据利群股份所提供数据整理。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营零售类上市公司, 公司已根据相关法律法规要求及自身经营管理的需要建立了必要的治理体系和内控管理体系。

(1) 产权关系

该公司于 2017 年完成 IPO 上市, 截至 2019 年 3 月末, 公司第一大股东为利群集团, 持有公司 17.95% 的股份; 第二大股东为钧泰基金, 持有公司 14.20% 的股份; 第三大股东为利群投资, 持有公司 4.88% 的股份。其中, 钧泰基金持有利群集团 68.34% 的股权, 利群集团持有利群投资 100% 的股权。

该公司实际控制人为自然人徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽, 其中三人分别直接持有公司 2.46%、0.70% 和 0.49% 股份。同时徐恭藻、赵钦霞和徐瑞泽分别直接持有钧泰基金 18.25%、8.38% 和 14.07% 股权, 为其前三大股东⁷; 三人另直接持有利群集团 2.73%、0.18% 和 0.32% 股权。目前徐恭藻担任公司董事长、徐瑞泽担任公司副董事长及总裁。

该公司第一大股东利群集团为投资控股型企业, 对外投资较为广泛, 除公司外, 还投资酒店、医药批发零售、汽车租赁、典当、影院、房地产等多个领域企业。截至 2018 年末, 利群集团合并口径资产总额为 77.09 亿元, 其中长期股权投资为 10.42 亿元 (为对公司的投资); 年末净资产为 20.37 亿元。2018 年利群集团合并口径实现营业收入 23.48 亿元、净利润 1.94 亿元。

⁷ 另有 20 名自然人股东持有剩余 59.30%。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司制定了《关联交易决策制度》、《关联资金拆借内部控制制度》、《关联租赁管理制度》等制度，以规范关联交易行为。公司日常经营中关联交易主要为商品购销、提供和接受劳务，以及物业出租/承租等，关联交易定价一般根据公允价格确定，关联交易往来对象包括股东方其他下属企业、公司联营企业参控股的企业等。2018年，公司关联交易主要包括关联方商品采购金额为3.24亿元、关联方销售商品金额为2.19亿元；向关联方出租确认的租赁收益为0.13亿元、承租关联方房产确认的租赁费为1.28亿元。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》以及中国证监会和上海证券交易所颁布的其他相关法律法规等要求建立及完善公司治理结构。公司设有股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的经营团队，同时董事会下设战略与投资委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等专业委员会。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身运营管理需要，设立了营运部、采购中心、企业管理部、企划部、财务部、审计部、人力资源部等职能部门，并对各职能部门进行制度化、精细化管理，明确了各部门之间的分工及权责。

该公司制订了《控股子公司管理制度》，通过向子公司委派董事、监事、高管人员，以及加强在财务、内审监督、投融资、考核等方面的管理，对子公司进行管控。

业务方面，该公司由营运部对经营业务实施管理。其中营运部对各商场的总体布局、经营范围、经营方式进行统一划分和管理，商场布局和经营范围等的变动由总裁办公会批准。

(2) 经营决策机制与风险控制

为规范运营及管理，控制经营风险，该公司建立了必要的内控制度，涉及财务、对外担保、内部审计、人力资源、供应商及销售等经营管理环节。

其中，在财务管理方面，该公司制订了《财务管理制度》，对资金筹集运用、资产存量、对外投资、会计工作管理、利润分配等方面进行了规范。同时公司制订了《内部审计管理制度》，公司审计部在公司审计委员会的直接领导下，依照国家法律、法规和政策及公司的规章制度，对公司及下属公司的财务收支及其经济效益和经营活动进行内部审计监督。

在对外担保方面，该公司制定了《对外担保决策制度》，建立了严格的授权审批流程。公司对外担保实行统一管理，公司的分支机构不得对外提供担保。未经公司批准，子公司不得对外提供担保。

(3) 投融资及日常资金管理

投资方面，该公司制定了《对外投资决策制度》等制度，在对外投资的决策权限、管理分工、审查执行与控制等环节进行了规范。公司对外投资由公司总部集中进行，股东大会是公司对外投资的最高决策机构。

资金方面，该公司财务部下设“资金结算中心”，各子、分公司设“财务处”。“资金结算中心”是公司资金管理的直接部门，负责对公司各子、分公司资金统一归集、集中办理贷款结算业务；负责按照年度工作计划和财务计划，预测资金需要量，按月制定资金需求计划，多渠道筹集资金，办理有关银行借款及还款事项。募集资金方面，公司制订了《募集资金管理制度》。

(4) 不良行为记录

根据公开信息查询及该公司提供的资料，公司近三年无实质不良行为。

图表 20. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	大股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2019-04-12、 2019-04-23、 2019-03-18	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息	2019-5-20	不涉及	不涉及	不涉及
重大诉讼	公开信息、审计报告	2019-5-20	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019-5-20	正常	正常	正常
质量	公司说明	2019-5-6	无	无	无
安全	公司说明	2019-5-6	无	无	无

资料来源：根据利群股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

得益于经营积累及 2017 年完成 IPO 上市，该公司权益得到不断增厚。同时 2018 年以来，受收购原乐天相关资产并重开门店影响，公司资产及债务规模均明显扩大，公司资产负债率有所回升，但尚处在可控水平。公司零售主业现金回笼能力较强，且已拥有一批自有商业物业资产，可为债务的偿付提供基本保障。后续来看，公司规划项目投资规模较大，面临一定投融资压力，需关注本次可转债未来转股情况及公司整体负债经营程度控制情况。

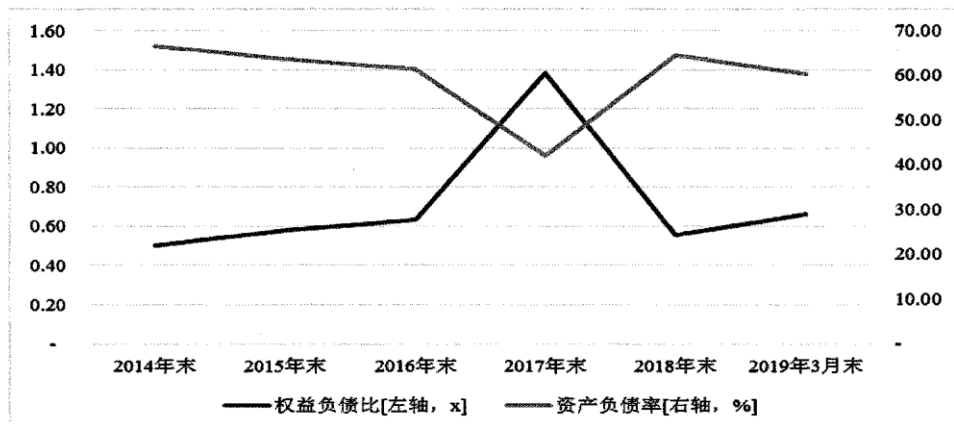
1. 数据与调整

信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014-2016 年度、2017 年度和 2018 年度的财务报表进行了审计，并均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。公司自 2017 年 5 月 28 日起执行财政部制定的《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》；自 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号—政府补助》。公司编制 2017 年度报表执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）。2018 年，根据财政部发布财会[2018]15 号《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，公司对企业财务报表格式进行相应调整。公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据利群股份所提供数据绘制。

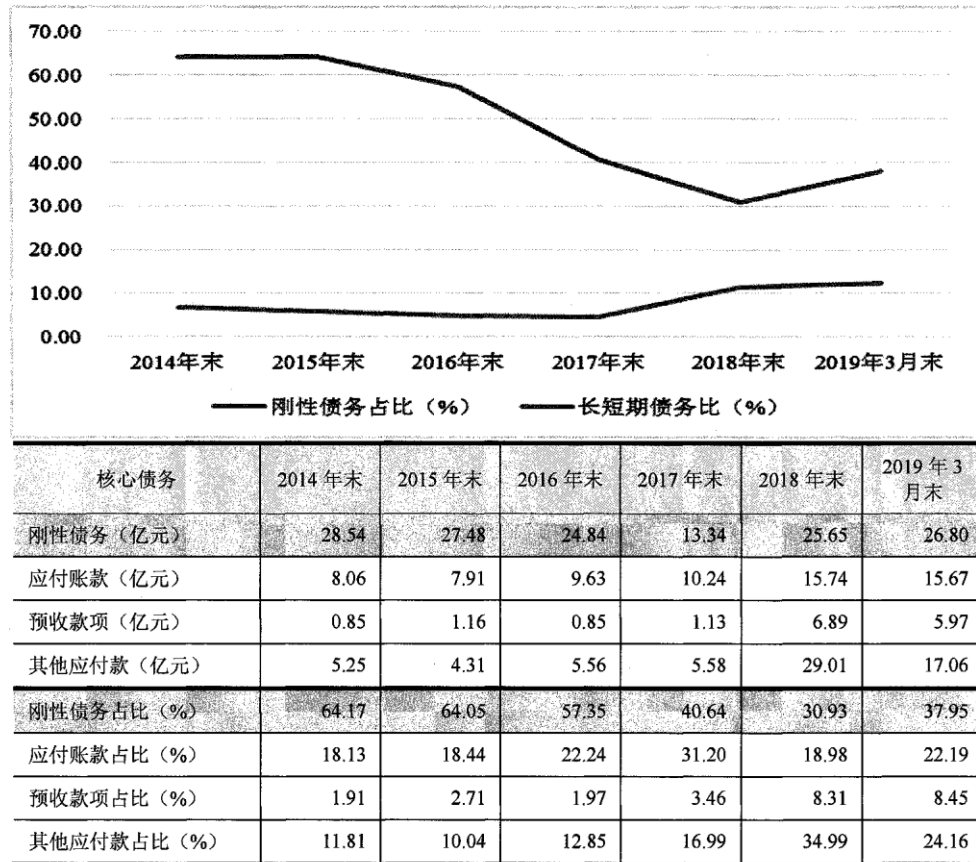
2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司负债总额分别为 43.32 亿元、32.83 亿元、82.92 亿元和 70.61 亿元，资产负债率分别为 61.37%、41.98%、64.47%和 60.20%，波动较大。其中 2017 年公司完成 IPO 上市，资金面充裕，并偿还了较多借款，当年债务规模得到压缩，资产负债率大幅下降。2018 年，公司为收购乐天相关资产增加并购贷款，加之新开门店流动资金需求增加，导致借款规模增长较快；此外，至年末，由于乐天股权款尚未支付，使得其他应付款也大幅增加，上述因素综合导致年末负债增长较快，资产负债率回升。2019 年一季度，随着股权转让款的陆续支付，公司期末负债规模相应减少，资产负债率又有所下降。后续来看，公司规划项目投资规模较大，关注本次可转债未来转股情况及公司整体负债经营程度控制情况。

资本方面，随着持续经营积累及 IPO 的完成，该公司资本实力得到不断增强，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 27.27 亿元、45.37 亿元、45.70 亿元和 46.69 亿元。公司 2016-2018 年度均实施了现金分

红，金额（含税）分别为 0.86 亿元、1.72 亿元和 1.72 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司未分配利润为 16.90 亿元，占归属于母公司所有者权益的比重为 36.22%。公司制定了未来三年股东回报规划（2019 年-2021 年），在公司实现盈利、不存在未弥补亏损、有足够现金实施现金分红且不影响公司正常经营的情况下，公司将实施现金股利分配方式。公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 10%。关注未来股利分配安排对权益的影响。

（2）债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务⁸



资料来源：根据利群股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，2018 年以来该公司非流动负债规模有所扩大，但债务构成仍以流动负债为主，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 4.79%、4.54%、11.40%和 12.44%。

从债务构成看，该公司负债主要为日常经营活动中形成的应付账款、预收款项等经营性负债，以及其他应付款和刚性债务。其中受业务发展融资需求增长影响，公司 2018 年刚性债务规模增长较快，当年末和 2019 年 3 月末分别为 25.65 亿元和 26.80 亿元。公司应付账款主要是应付供应商货款，随着门店增加，备货增长而呈现增长态势，2018 年末和 2019 年 3 月末分别为 15.74

⁸ 本评级报告所列示的 2018 年以来数据中，其他应付款不含应付股利及应付利息，应付利息计入刚性债务。

亿元和 15.67 亿元。公司预收款项主要为预收货款、预收租金，2018 年因合并原乐天预售 IC 卡款导致年末预收款项增至 6.89 亿元。公司 2018 年末其他应付款为 29.01 亿元，其中应付乐天相关资产的股权转让款 18.20 亿元，应付工程款或设备款 4.04 亿元、应付关联方款项 2.37 亿元、应付押金及保证金 1.87 亿元。2019 年一季度，公司支付乐天股权转让款 12.31 亿元，期末其他应付款相应出现减少。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	25.94	25.27	23.02	12.04	19.58	21.46
其中：短期借款	21.22	20.38	17.42	6.80	11.60	14.40
一年内到期长期借款	1.09	0.39	0.39	0.35	1.63	1.63
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	3.57	4.46	5.18	4.88	6.32	5.40
其他短期刚性债务	0.06	0.04	0.03	0.01	0.03	0.03
中长期刚性债务合计	2.60	2.21	1.82	1.30	6.07	5.34
其中：长期借款	2.60	2.21	1.82	1.30	6.07	5.34
应付债券	-	-	-	-	-	-
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司近年来刚性债务主要包括银行借款及应付票据等。2018 年末，公司刚性债务为 25.65 亿元。其中短期借款为 11.60 亿元，其中抵押借款、保证借款和信用借款分别为 6.00 亿元、4.10 亿元和 1.50 亿元；长期借款为 6.07 亿元，其中抵押借款 5.51 亿元、保证借款 0.56 亿元，主要为收购乐天资产增加的并购贷款。截至 2019 年 3 月末，受短期借款增长影响，公司刚性债务增至 26.80 亿元。期末公司借款年利率分布在 4.57%-5.39% 区间。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 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	2019 年 第一季度
营业周期（天）	71.39	67.41	67.55	62.02	73.24	-
营业收入现金率（%）	115.72	114.96	112.65	113.07	111.84	113.10
业务现金收支净额（亿元）	10.54	10.91	12.12	12.24	6.03	-0.15
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.28	-3.51	-2.86	-2.86	-5.82	-0.04
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.27	7.40	9.26	9.37	0.21	-0.19
EBITDA（亿元）	7.92	8.14	8.05	8.23	7.47	-

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.28	0.29	0.31	0.43	0.38	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.98	5.85	8.02	14.81	12.05	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司零售业务经营活动收现能力较强，2016-2018年和2019年一季度营业收入现金率分别为112.65%、113.07%、111.84%和113.10%。2016-2017年，公司业务现金收支净额持续增长，经营环节现金净流入量较为充沛。2018年以来，公司收购乐天相关资产后重装开业44家门店，集中开业导致门店备货增加，同时门店运营支付的租金、人工费成本增加，由于相关门店尚处于培育阶段，短期内对经营环节现金流造成影响，2018年和2019年一季度，公司经营现金净流入量为0.21亿元和-0.19亿元。

该公司EBITDA主要由利润总额构成，受2018年盈利弱化影响，当年EBITDA为7.47亿元，较上年减少9.17%，加之刚性债务增长影响，当年对刚性债务及利息支出的保障程度总体有所下滑。

（2）投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.48	-0.08	-	-5.46	5.10	-12.39
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	-9.90	-1.72	-2.04	-7.59	-6.03	-1.47
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-0.80	0.30	6.59	-
投资环节产生的现金流量净额	-10.37	-1.80	-2.84	-12.76	5.66	-13.87

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2016-2018年和2019年一季度，该公司投资活动现金净流量分别为-2.84亿元、-12.76亿元、5.66亿元和-13.87亿元。公司年度间存在一定量新开业门店，加之存量门店升级改造、物流中心建设等，公司存在持续的资本性支出需求。同时理财产品收支、股权并购等活动也会对投资环节现金流产生一定影响。2018年受收回前期理财产品，以及收购乐天相关资产支付现金扣除并购日现金及现金等价物差额增加6.59亿元，公司2018年投资活动现金流实现净流入。2019年一季度，公司投资活动现金净流出主要受支付乐天股权转让款影响。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-1.03	-1.03	-1.03	14.23	-1.72	-
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	5.49	-3.31	-4.36	-11.85	10.26	1.82
其中：现金利息支出	1.30	1.42	1.00	0.57	0.60	0.25
筹资环节产生的现金流量净额	4.46	-4.34	-5.39	2.37	8.54	1.82

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

2016-2018 年和 2019 年一季度，该公司筹资活动现金流净额分别为-5.39 亿元、2.37 亿元、8.54 亿元和 1.82 亿元。公司近年来筹资环节现金流主要受 IPO 上市募集资金到位、现金分红、借款融入及偿还等因素影响。

4. 资产质量

图表 27. 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	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	22.93	24.75	26.79	28.51	53.23	40.89
	34.33%	36.62%	37.96%	36.46%	41.38%	34.85%
其中：货币资金（亿元）	3.95	5.40	6.74	5.43	22.20	9.76
应收票据及应收账款（亿元）	0.97	1.12	1.38	1.39	1.53	1.94
预付款项（亿元）	2.43	2.80	2.73	2.00	3.98	4.31
其他应收款（亿元） ⁹	0.60	0.44	1.36	0.64	1.09	1.11
存货（亿元）	14.98	14.99	13.88	12.75	20.60	19.45
其他流动资产（亿元）	-	-	0.71	6.31	3.83	4.32
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	43.86	42.83	43.79	49.69	75.40	76.42
	65.67%	63.38%	62.04%	63.54%	58.62%	65.15%
其中：投资性房地产（亿元）	0.98	0.95	3.82	3.68	3.55	3.52
固定资产（亿元）	27.06	26.02	25.62	29.71	52.24	52.10
在建工程（亿元）	1.60	8.29	6.95	8.13	2.56	3.32
无形资产（亿元）	6.88	6.68	5.86	5.75	11.12	11.37
长期待摊费用（亿元）	0.92	0.66	1.28	1.19	4.22	4.68

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

近年来，随着主业的推进及外延式并购的实施，该公司资产规模不断增长，2016-2018 年及 2019 年 3 月末，资产总额分别为 70.59 亿元、78.21 亿元、128.63 亿元和 117.30 亿元。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产、长期待摊费用等构成。公司固定资产及投资性房地产（成本模式计量）

⁹ 其他应收款不包括应收利息、应收股利。

主要为房屋及建筑物，公司拥有一定规模商业物业用于主业经营，同时 2018 年公司收购乐天相关资产，增加 15 处房产（建筑面积约 30 万平方米），加之新开业门店利群·诺德广场的转固，公司年末固定资产增长 75.87%至 52.24 亿元；年末固定资产中 9.50 亿元资产的产权证书尚在办理中。公司在建工程主要为商业及物流项目，2018 年末和 2019 年 3 月末分别为 2.56 亿元和 3.32 亿元。公司无形资产主要为所拥有的土地使用权，受并购资产以及莱州综合体项目新增土地使用权影响，2018 年末增至 11.12 亿元；长期待摊费用主要为待摊的门店装修费用。

该公司流动资产主要由货币资金、预付款项、存货、其他流动资产等构成。其中 2018 年末，公司货币资金为 22.20 亿元，因并表原乐天资产以及待付股权转让款¹⁰导致期末货币资金较 2017 年末增长 308.90%；年末受限货币资金 4.11 亿元，主要为各类保证金。2019 年一季度，随着股权转让款的支付，货币资金降至 9.76 亿元。2018 年三季度以来，公司利群时代门店集中开业，且经营业态为综合超市，导致门店备货需求相应增加，2018 年末公司预付款项及存货分别增长 99.20%和 61.54%至 3.98 亿元和 20.60 亿元。公司其他流动资产较上年末减少 39.25%至 3.83 亿元，主要是收回 5.6 亿元理财产品所致；年末其他流动资产主要是待认证进项税额、增值税留抵税额。2018 年末公司应收票据及应收账款、其他应收款分别为 1.53 亿元和 1.09 亿元，主要为批发类业务外销应收款、应收银联等第三方代收款、保证金等。2019 年 3 月末，除货币资金外，公司其它的流动资产规模及构成较上年末变化不大。

截至 2018 年末，该公司所有权或使用权受到限制的资产为 14.91 亿元，占资产总额的比重为 11.59%；其中除受限货币资金外，主要为固定资产和无形资产，受限金额分别为 10.75 亿元和 0.05 亿元。2019 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产为 14.57 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 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	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	55.02	61.11	64.82	90.79	71.52	65.10
速动比率 (%)	13.24	17.18	24.66	43.83	38.50	27.27
现金比率 (%)	9.53	13.42	16.49	17.59	29.86	15.60

资料来源：根据利群股份所提供数据整理。

该公司经销业务模式占比较高，债务大量集中在流动负债，导致流动性整体不高。2019 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 65.10%、27.27%和 15.60%。

¹⁰ 因境外汇款相关手续尚未办理完毕，款项尚未支付。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司无重大或有负债事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司为上市公司，通过本部及下属企业从事主业运营。公司本部对下属企业管控及资源调度能力强。公司本部 2018 年营业收入为 7.92 亿元，主要来自长江商厦、长江购物广场的运营收入，同时公司主业运营大量通过下属子公司开展，2018 年形成投资收益 3.63 亿元，公司本部当年实现净利润 2 亿元。2018 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-4.23 亿元，主要受合并口径内企业间资金往来影响。

得益于 2017 年 IPO 的完成，该公司本部权益资本实力得到增强，截至 2018 年末，公司本部权益规模为 44.02 亿元。年末公司资产总额为 92.68 亿元，其中货币资金 13.89 亿元，其他应收款 36.36 亿元（为与子公司的资金往来）、对子公司的长期股权投资 31.37 亿元。同期末，公司本部负债为 48.66 亿元，其中刚性债务为 15.92 亿元，年末资产负债率为 52.51%，债务负担相对适中。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2019 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 41.35 亿元，其中已使用额度为 21.37 亿元；公司获得的工农中建交五大商业银行的授信占比较高，且已使用额度中工农中建交五大商业银行的额度占比为 90.59%。

图表 29. 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	已使用授 信额度	利率区间	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	41.35	39.85	21.37	4.57%-5.39%	抵押/保证/信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	27.50	26.00	19.36	4.57%-5.23%	抵押/保证/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	66.51	65.24	90.59	-	-

资料来源：根据利群股份所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券发行的种类为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，该可转换公司债券及未来转换的公司 A 股股票将在上海证券交易所上市。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

近年来该公司收入规模不断增长，2016-2018 年和 2019 年一季度营业收入分别为 102.93 亿元、105.54 亿元、114.14 亿元和 35.94 亿元；同期净利润分别为 3.62 亿元、3.94 亿元、2.02 亿元和 0.97 亿元，虽然受重开门店培育等因素影响，2018 年以来利润有所弱化，但整体来看，公司仍保持着较好的盈利水平，核心业务具备基本的盈利能力。2016-2018 年，公司利息保障倍数分别为 6.02 倍、10.95 倍和 7.03 倍，公司盈利对利息支出的保障程度高。

(2) 外部融资渠道较畅通

作为上市公司，该公司具备一定的资本市场融资能力，同时公司与多家金融机构建立了良好合作关系。截至 2019 年 3 月末，公司获得的金融机构授信总额为 41.35 亿元，其中尚未使用额度为 19.98 亿元，尚有一定的后续融资空间。

此外，该公司拥有一定的自有商业物业资产，截至 2019 年 3 月末，自有物业门店的建筑面积合计为 79.73 万平方米。同年末，公司投资性房地产和固定资产合计为 55.80 亿元，其中受限资产为 10.75 亿元。公司所持有的物业资产能为融资及偿债提供进一步支撑。

评级结论

该公司为民营零售类上市公司。公司零售业务发展以青岛为中心，辐射山东半岛零售市场，通过多年运营积累，已在区域内形成了较高的品牌认知度，较强的区域市场竞争力。公司现已形成百货+超市+家电的全品类、多业态的零售业务，和以城市物流中心为支撑的品牌代理及物流配送业务，业务之间能形成良好协同，近年来经营规模不断扩大。2018 年，公司收购原乐天在华东区域相关资产，业务运营规模及市场范围得到进一步扩大。但同时，受原乐天门店集中重开及培育期影响，短期内对公司业绩增长形成压力，需关注后续盈利表现情况。

得益于经营积累及 2017 年完成 IPO 上市，该公司权益得到不断增厚。同时 2018 年以来，受收购原乐天相关资产并重开门店影响，公司资产及债务规模均明显扩大，公司资产负债率有所回升，但尚处在可控水平。公司零售主业现金回笼能力较强，且已拥有一批自有商业物业资产，可为债务的偿付提供基本保障。后续来看，公司规划项目投资规模较大，面临一定投融资压力，需关注本次可转债未来转股情况及公司整体负债经营程度控制情况。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

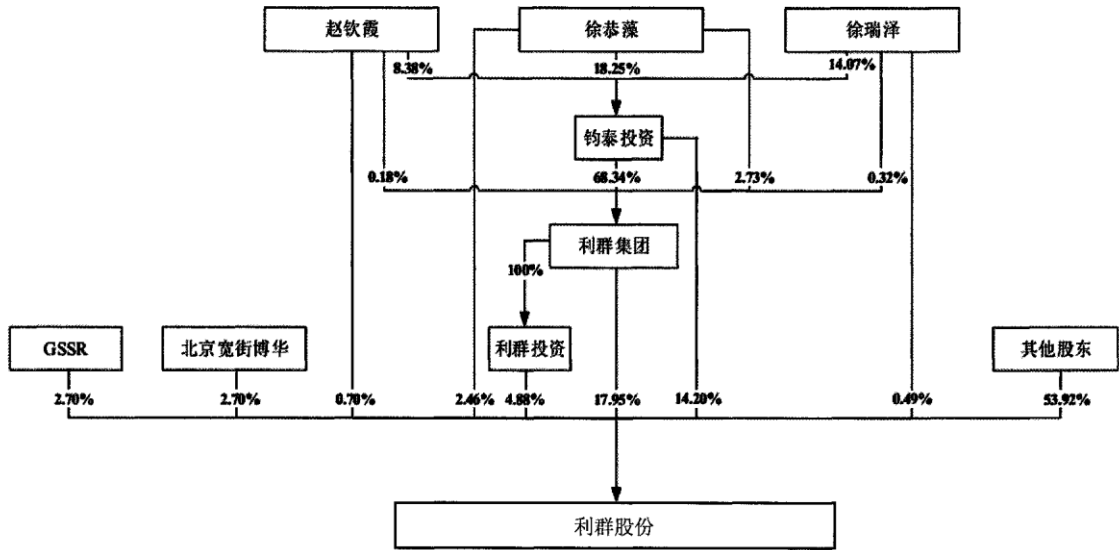
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

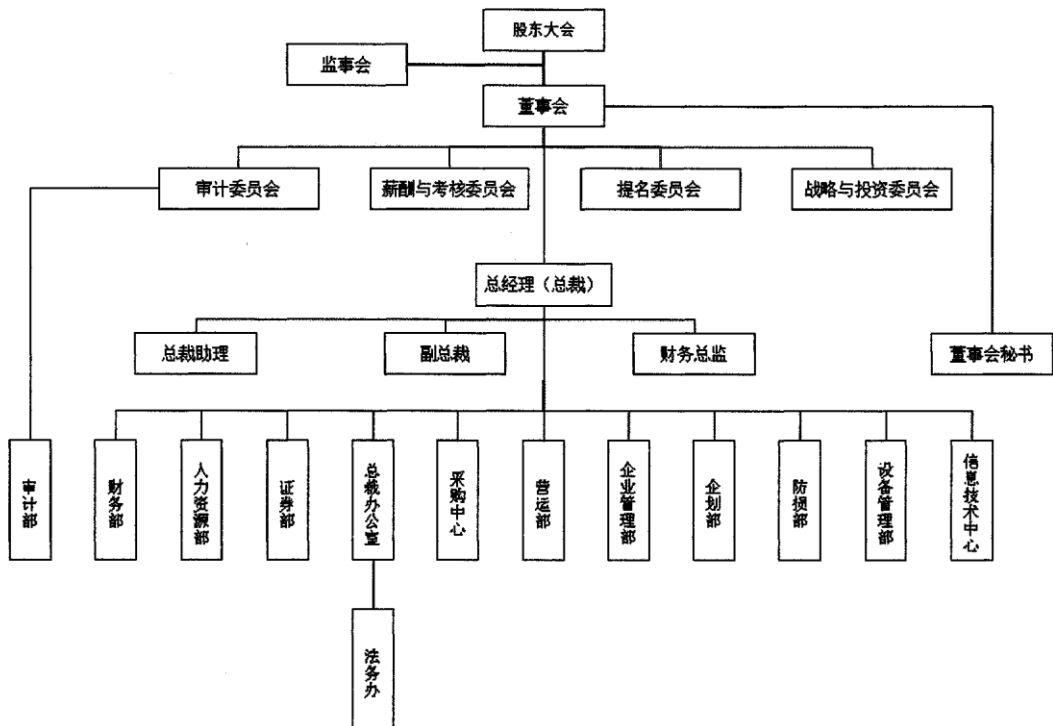
公司与实际控制人关系图



注：根据利群股份提供的资料绘制（截至 2019 年 5 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据利群股份提供的资料绘制（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	母公司直接持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注	
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量		EBITDA
利群集团股份有限公司	利群集团	第一大股东	17.95	商业	12.01	20.37	23.48	1.94	0.21	4.54	
利群商业集团股份有限公司	利群股份	本部	-	零售	15.92	44.02	7.92	2.00	-4.23	2.24	
福兴祥物流集团有限公司	福兴祥物流	子公司	100.00	物流、批发	1.18	5.94	30.02	2.10	2.37	2.91	
利群集团青岛利群商厦有限公司	青岛利群商厦	子公司	100.00	零售	2.80	3.85	14.34	0.49	0.18	0.97	

注：根据利群股份 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	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	70.59	78.21	128.63	117.30
货币资金 [亿元]	6.74	5.43	22.20	9.76
刚性债务[亿元]	24.84	13.34	25.65	26.80
所有者权益 [亿元]	27.27	45.37	45.70	46.69
营业收入[亿元]	102.93	105.54	114.14	35.94
净利润 [亿元]	3.62	3.94	2.02	0.97
EBITDA[亿元]	8.05	8.23	7.47	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.26	9.37	0.21	-0.19
投资性现金净流入量[亿元]	-2.84	-12.76	5.66	-13.87
资产负债率[%]	61.37	41.98	64.47	60.20
权益资本与刚性债务比率[%]	109.78	340.08	178.21	174.21
流动比率[%]	64.82	90.79	71.52	65.10
现金比率[%]	16.49	17.59	29.86	15.60
利息保障倍数[倍]	6.02	10.95	7.03	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	67.55	62.02	73.24	—
毛利率[%]	19.16	19.96	22.45	23.40
营业利润率[%]	4.50	4.98	3.13	3.76
总资产报酬率[%]	8.75	8.18	4.22	—
净资产收益率[%]	13.93	10.86	4.44	—
净资产收益率*[%]	13.93	10.87	4.44	—
营业收入现金率[%]	112.65	113.07	111.84	113.10
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.63	25.77	0.40	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.90	-8.88	10.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.02	14.81	12.05	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.43	0.38	—

注：表中数据依据利群股份经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

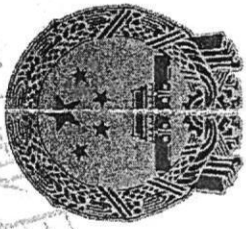
本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

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6月）
- 《零售行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。

仅供评级项目使用



中华人民共和国

证券资信评级业务许可证



公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号：ZPJ003



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日



营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币 3000.0000 万元整
 成立日期 1992 年 7 月 30 日
 营业期限 1992 年 7 月 30 日 至 不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

年报提示

请于每年1月1日至6月30日
申报年报, 逾期
将列入经营异常名录



登记机关

2016 年 08 月 18 日

中国证券业执业证书

执业注册记录

2011-03-07 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 证券投资咨询业务(其他)

证书取得日期 2011-11-18



姓名: 熊粹

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R007021110018

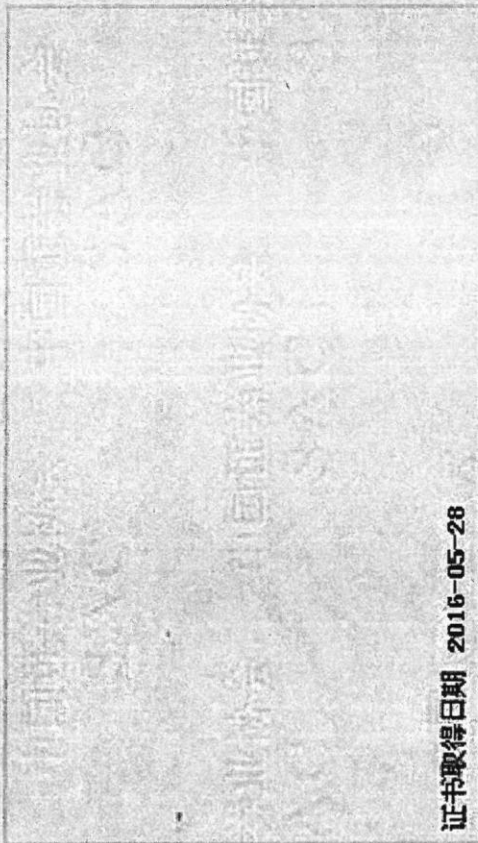


2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2016-05-28



姓名：翁斯喆

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070216050002



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。