

鼎资公司研究部

 分析师: 蔡烁 dzyj@tpbond.com

 联系人: 王丽丽 wanglili@tpbond.com

(8621) 6143 2566

[Http://www.tpbond.com.cn](http://www.tpbond.com.cn)

武汉中百 07 年第一期

短期融资券分析报告

分析观点

行业状况

随着国民经济的持续稳定快速发展,我国社会消费品零售总额平稳增长。1999-2005年,消费品零售总额年均增长10.54%。随着加入WTO后在商品零售领域的逐步对外开放,中国零售市场的国际化趋势正在日益显现,国内零售业与国际商业跨国公司的全面竞争将会更加激烈。零售业业态形式已打破传统百货店为主的商业格局,零售业的扩张重点转为超市和购物中心。连锁经营已经成为主流模式,零售业市场集中化、规模化和细分化的程度日益提高。

财务状况

武汉中百流动负债占负债总额的比重大,公司未来几年投资支出较多,对外融资规模扩大,负债水平将呈上升趋势。目前公司各项经营性资产运营情况良好,经营能力优于行业平均水平且在逐步加强,盈利能力持续增强。总体看,公司债务压力较大,当整体经营状况良好,对拟发行的短期融资券具有偿还能力。

融资券状况

武汉中百本期发行短期融资券3亿元人民币,募集资金的主要用于补充公司的流动资金,增加商品采购,扩大经营规模。若募集资金在使用中有节余,可用于偿还公司到期贷款,以降低融资成本,提高资金使用效率。2006年,公司银行贷款余额84575万元,可以为融资券的按时足额还本付息提供重要的保障作用。

结论

武汉中百集团股份有限公司是武汉市大型商业集团,经营涉足医药、进出口贸易、电子商务、物流配送等。受经营规模扩大及连锁经营模式特点的影响,公司未来几年投资支出较多,对外融资规模扩大,负债水平将呈上升趋势。目前公司各项经营性资产运营情况良好,盈利能力持续增强。武汉中百间接融资渠道通畅。综合以上分析,我们认为武汉中百对本次短期融资券具有较强的还本付息能力,本次融资券偿还的风险较低。

本期短融券信用级别: 大公国际: A-1
鼎资研究 A-2

| 公司信息 | | | |
|--------------------|--------------|------|-----------|
| 发行人 | 武汉中百集团股份有限公司 | | |
| 公司简称 | 武汉中百 | 成立日期 | 1989-11 |
| 公司性质 | 国有企业 | 是否上市 | 是(000759) |
| 短期融资券要素 (2007年第一期) | | | |
| 发行总额 | 3亿元 | 发行方式 | 面值发行 |
| 发行收益率 | 4.00% | 起息日 | 2007-4-17 |
| 上市日 | 2007-4-18 | 期限 | 365天 |

行业&政策分析

■ 行业增长平稳，竞争趋于国际化

随着国民经济的持续稳定快速发展，我国社会消费品零售总额平稳增长。1999-2005年，消费品零售总额年均增长10.54%。随着加入WTO后在商品零售领域的逐步对外开放，中国零售市场的国际化趋势正在日益显现，国内零售业与国际商业跨国公司的全面竞争将会更加激烈，国内零售企业在吸取国际先进经验的基础上，充分发挥本土优势，全面拓展规模。

图 1: 1995-2005 年中国社会消费品总额及增长率

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

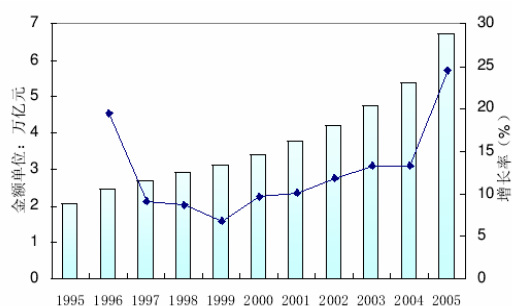
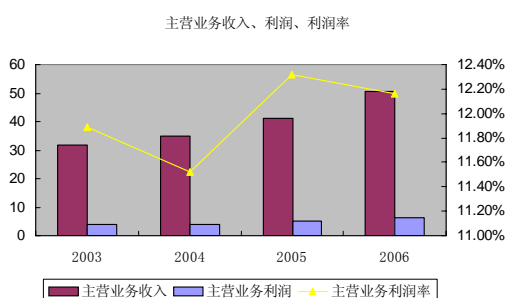


图 2: 主营业务收入及利润 (亿元)

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理



- 随着国民经济持续稳定快速发展，我国社会消费品零售总额平稳增长。1995年以来，我国零售业已年均8.5%的速度增长，而且从1999年以后，增长速度不断加快，2002年、2003年、2004年、2005年社会消费品零售总额分别为40911、45842、53950、60910亿元，分别较上年同期增长8.8%、12.1%、17.7%和12.9%，1999-2005年，消费品零售总额年均增长10.54%，其中批发零售贸易额年均增长14%以上。预计2006年至2010年间，中国零售业将保持每年8%-10%的稳定增长。到2020年，社会消费品零售总额将超过20万亿元，中国已成为亚洲零售业最具增长潜力的国家。
- 随着我国加入WTO后在商品零售领域的逐步对外开放，中国零售市场的国际化趋势正在日益显现，零售业的竞争在外资和国内大型商业企业的快速扩张中不断升温。零售业态形式已打破传统百货店为主的商业格局，零售业的扩张重点转为超市和购物中心。连锁经营已经成为主流模式，零售业市场集中化、规模化和细分化的程度日益提高。
- 根据国家商务部披露信息，2001年11月我国加入世贸组织后，市场准入限制逐步取消，外资进入步伐加快。2004年全国新批零售业外资项目183个，实际利用外资3.6亿美元，增长5.1%，外商投资商业企业在华营业面积已超过800万平方米，店铺接近4000个。
- 零售行业的发展，主要取决于国家经济的发展和市场需求对其产品和服务接纳程度。国际经验表明，人均GDP达到800-2000美元，是连锁超市诞生的时期，目前中国人均GDP达到8000-1000美元，国民经济和消费支出的高速增长为连锁超市的快速成长奠定了坚实的基础。发达国家第三产业占GDP的比重普遍在60%以上，目前，我国原低于此比重，还有重大发展空间，未来5-10年零售业的销售规模将出现翻番局面。

公司主体分析

武汉中百集团股份有限公司是武汉市大型商业集团，国家商务部重点扶持的全国20家大型流通企业之一。公司拥有全资、控股企业9家，下有3家百货店，62家仓储超市，364家便民超市，在职员工11000余人。经营涉足医药、进出口贸易、电子商务、物流配送等。图2是公司2003-2006年主营业务收入、利润和利润率，可见公司的主营业务收入及利润都呈稳定上升的趋势。且主营业务利润利保持在较高水平。

财务分析

图 3: 速动比率

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

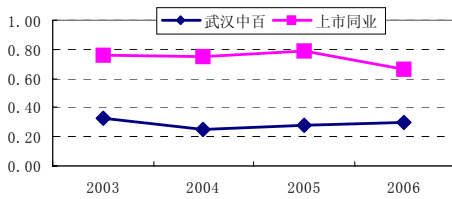


图 4: 资产负债率 (%)

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

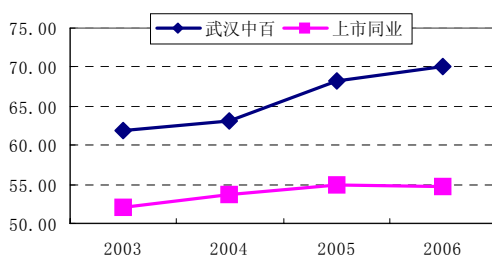


图 5: 利息保障倍数

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

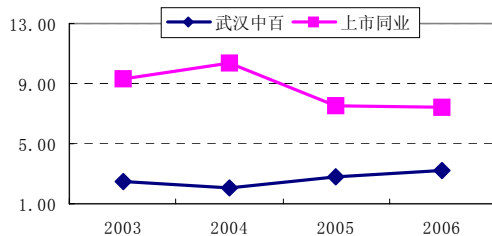
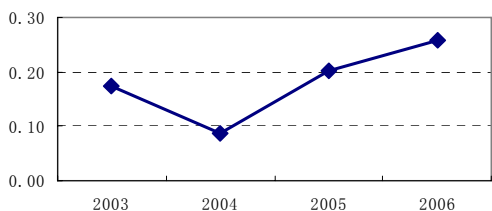


图 6: 现金流动负债比

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理



根据武汉中百的主营业务, 我们用零售行业上市公司的 2003 年到 2006 年的财务数据及财务指标作为比较, 进而对武汉中百的财务状况进行分析, 对于严重异常的数据, 在计算同行业该年度财务指标平均值时已剔除。

■ 偿债能力分析

图 3 中表示了从 03 年到 06 年, 武汉中百和上市公司行业平均的速动比率的变化曲线。在整个时期内, 武汉中百的速动比率变化趋势较稳定, 在 0.3 左右徘徊; 该指标的同行业平均水平 03-05 年较为稳定, 在 06 年有所下降, 为 0.66。相比之下, 武汉中百的速动比率低于同行业平均水平, 主要由于公司流动负债多, 03-06 年公司流动负债占负债总额的比重为 90.8%, 85.9%, 89.3% 和 94.1%。

图 4 中表示了从 03 年到 06 年, 武汉中百和上市公司行业平均的资产负债率的变化曲线, 该指标反映了武汉中百的相对负债水平。从图中可以看出, 武汉中百的资产负债率呈持续上升趋势, 2006 年达到 69.98%。而同期上市同业的资产负债率较为稳定。近几年来武汉中百的资产负债率高于同行业上市公司平均水平, 表明公司负债水平较高, 有一定债务压力。受经营规模扩大及连锁经营模式特点的影响, 公司未来几年投资支出较多, 对外融资规模扩大, 负债水平将呈上升趋势。

再分析武汉中百的利息保障倍数和现金流动负债比 (图 5 和图 6)。武汉中百的利息保障倍数指标从 04 年开始有所提高, 从 04 年的 2.06 上升到了 06 年的 3.21。表明武汉中百近年来偿债能力有所提高。但仍低于行业平均水平。图 6 为武汉中百现金流动负债比, 该指标变化趋势同利息保障倍数的变化趋势相似, 从 04 年起保持上升趋势。公司经营活动现金流量增长较快, 03-06 年分别为 2.32 亿元、1.12 亿元、3.44 亿元和 5.2 亿元, 公司获取经营性现金流的能力较强, 随公司经营规模的扩大, 经营性现金流将保持较好水平。

综合以上分析, 我们认为武汉中百流动负债占负债总额的比重大, 公司资产负债率高于行业平均水平, 存在一定的偿债压力。随公司经营规模的扩大, 获取经营性现金流的能力逐渐较强。

■ 经营能力分析

图 7 和图 8 中列出了从 2003 年到 2006 年, 武汉中百的总资产周转率和存货周转率的变化。图 7 表明, 在同期的行业上市公司总资产周转率和武汉中百的总资产周转率呈相同的发展趋势。相比之下, 武汉中百的总资产周转率高于行业平均水平, 表明公司资产经营能力较强。图 8

图 7: 总资产周转率

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

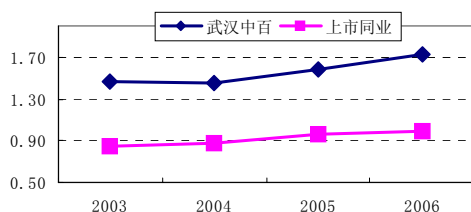


图 8: 存货周转率

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

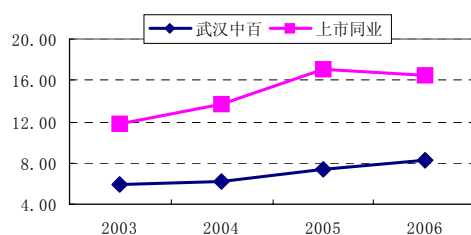


图 9: 应收账款周转率

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

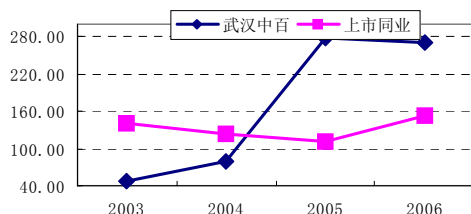


图 10: 主营业务利润率 (%)

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理

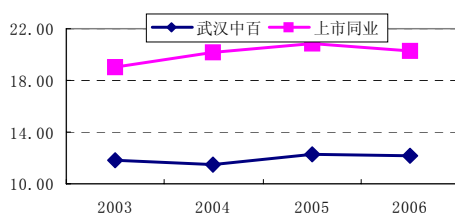
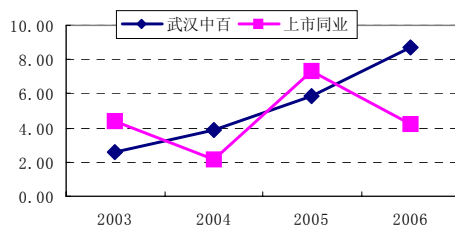


图 11: ROE (%)

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理



反应了在同期的行业上市公司存货周转率持续上升且高于武汉中百的存货周转率。作为零售业企业, 公司的存货主要为库存商品。公司资产运营状况良好, 但存货管理水平有待加强。

图9中列出了从2003年到2006年, 武汉中百的应收账款周转率的变化。武汉中百应收账款周转率在2005、2006有了巨幅的提升, 从03、04年的46.15、79.2提高到278.77、271.32。明显高于行业平均水平。这主要得益于公司物流技术和管理水平的提高, 使得公司的应收帐款保持较快的周转速度。

综合以上分析, 公司目前各项经营性资产运营情况良好, 经营能力优于行业平均水平且在逐步加强, 预计未来两年武汉中百的经营能力会有较大提高。

■ 盈利能力分析

图 10 中表示了从 2003 年到 2006 年, 武汉中百和上市公司行业平均的主营业务利润率的变化曲线。武汉中百 2003-2006 年主营业务利润率分别为 11.89%, 11.44%, 12.31% 和 12.16%, 保持在较为稳定的水平。但相比之下低于行业平均得主营业务利润率。可见武汉中百的盈利能力稳定, 但主营业务获利能力还有待提高。

从图 11 中可以看出从 2003 年到 2006 年武汉中百的 ROE 变化趋势。四年间, 公司 ROE 增长较为稳定, 从 2003 年的 2.62 增长到 2006 年的 8.72。而同期行业平均的 ROE 波动性较强。

图 12 为武汉中百和上市同业 2003-2006 年 ROA 变化趋势。同 ROE 的变化较为相同, 公司的 ROA 从 2004 年开始持续上升, 而上市同业的 ROA 波动幅度较大。表明武汉中百的盈利能力较上市同业平均水平好。

综合上述分析, 武汉中百整体盈利能力优于上市同业的平均水平, 且公司盈利水平仍呈现逐年增强的趋势, 预计未来两年武汉中百的整体盈利能力将持续增强。

短融券分析

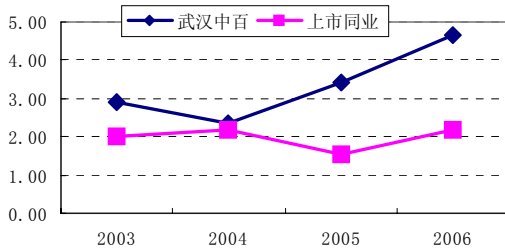
武汉中百本期发行短期融资券3亿元人民币, 募集资金的主要用于补充公司的流动资金, 增加商品采购, 扩大经营规模。若募集资金在使用中有节余, 可用于偿还公司到期贷款, 以降低融资成本, 提高资金使用效率。2006年, 公司银行贷款余额84575万元, 可以为融资券的按时足额还本付息提供重要的保障作用。

■ 其他事项分析

2006年, 公司为全资附属子公司提供担保额累计59975万元, 年末

图 12: ROA (%)

资料来源: 募集说明书, 鼎资投资整理



担保余额为43887万元。

2005年、2006年公司均无重大诉讼、关联交易及其他或有事项发生。

结论

武汉中百集团股份有限公司是武汉市大型商业集团, 经营涉足医药、进出口贸易、电子商务、物流配送等。受经营规模扩大及连锁经营模式特点的影响, 公司未来几年投资支出较多, 对外融资规模扩大, 负债水平将呈上升趋势。目前公司各项经营性资产运营情况良好, 盈利能力持续增强。武汉中百间接融资渠道通畅。综合以上分析, 我们认为武汉中百对本次短期融资券具有较强的还本付息能力, 本次融资券偿还的风险较低。

根据武汉中百的财务数据, 运用鼎资信用分析评分模型进行计算, 武汉中百的偿债能力评级为 A-3, 经营能力评级也为 A-2 级, 盈利能力评级仍为 A-2 级。所以综合来看, 我们给武汉中百的整体评级为 A-2。根据鼎资研究的统计, 在这一信用水平的新债收益率为 3.76%; 武汉中百为国有企业, 鼎资统计的 1 年期左右国有企业短融券的成交收益率平均为 3.77%。结合武汉中百的实际情况, 鼎资投资认为 07 中百 CP01 的收益率在 3.85% 左右较为合理。

财务数据及指标:

单位: 元

| 科目 | | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 |
|------|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 权益资本 | 所有者权益 | 801878080 | 817289549.5 | 843208140.9 | 898239232.9 |
| | 其中: 实收资本 | 209541850 | 209541850 | 209541850 | 335266960 |
| | 资本公积 | 519661515.3 | 520020204.9 | 522854565.1 | 394799455.1 |
| | 盈余公积 | 52706068.03 | 60409278.77 | 73620803.63 | 89283859.03 |
| | 未分配利润 | 19968646.63 | 27318215.79 | 37190922.1 | 7888958.71 |
| 资产类 | 资产总额 | 2378914320 | 2426134849 | 2787848595 | 3087661353 |
| | 其中: 流动资产 | 961110843.6 | 789546012.8 | 995875382.1 | 1175695824 |
| | 货币资金 | 220188706.5 | 223433567.3 | 243674984.5 | 423180219.8 |
| | 短期投资 | 17930581.65 | 2808300 | 4613000 | 1189440 |

| | | | | | |
|-----------------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 应收票据 | 2497287.04 | 1037652.52 | 328800 | 1307000 |
| | 应收账款净值 | 75325381.93 | 12383571.31 | 17095473.42 | 20243934.18 |
| | 其他应收款 | 39654749.78 | 19854583.11 | 33877919.68 | 33328559.85 |
| | 预付账款 | 78600970.72 | 68378181.2 | 179930217.1 | 128604998.7 |
| | 存货 | 525045585.2 | 458485154.8 | 512696481.5 | 564486666.2 |
| | 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 长期投资 | 78445964.03 | 201304808.4 | 141109854.8 | 134135011 |
| | 固定资产净值 | 1072219527 | 1067449440 | 1234016236 | 1342098850 |
| | 在建工程 | 105685751.2 | 96006809.53 | 53798207.31 | 63794853.18 |
| | 其中：无形资产 及其他资产 | 175762179.1 | 278068732.2 | 368779737.3 | 384756197.9 |
| 负 债 类 | 负债总额 | 1470701211 | 1523920668 | 1903485843 | 2160843907 |
| | 其中：流动负债 | 1335701211 | 1308920668 | 1698985843 | 2034093907 |
| | 短期借款 | 494310000 | 542844730.9 | 634693668.4 | 651000000 |
| | 应付票据 | 236692555.4 | 199445919.6 | 250075092.8 | 349443418.4 |
| | 预收账款 | 33534999.82 | 59335368.48 | 145980355.4 | 242228076 |
| | 应付账款 | 451962039.8 | 457118418 | 590149961.7 | 654325889.6 |
| | 其他应付款 | 96032773.29 | 48527510.64 | 43591976.94 | 42953144.18 |
| | 预提费用 | 607468.8 | 1762264.49 | 4090672.08 | 3931883.93 |
| | 其中：长期借款 | 135000000 | 215000000 | 204500000 | 126750000 |
| | 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 损 益 类 科 目 | 主营业务收入 | 3187479463 | 3473300155 | 4108916512 | 5065434805 |
| | 主营业务成本 | 2797740553 | 3063066381 | 3591802683 | 4435237489 |
| | 主营业务利润 | 379525192.8 | 400481808.7 | 505644615.8 | 616154901.5 |
| | 管理费用 | 250145836.9 | 326835765.7 | 171437349.5 | 204092593.1 |
| | 财务费用 | 26328864.47 | 28400701.02 | 34369772.93 | 46126381.8 |
| | 投资收益 | 42760.67 | -2161985.55 | -7979394.31 | -719265.12 |
| | 利润总额 | 38462624.71 | 30490424.54 | 56945758.22 | 94400215.98 |
| | 净利润 | 22354329.84 | 33173773.74 | 49110171.23 | 78315277.01 |
| 现 金 流 量 | 净现金流量 | -36435861.57 | 3244860.82 | 20241417.19 | 179505235.3 |
| | 其中：经营活动 产生现金流量 净额 | 232444509.5 | 112330559.4 | 344471099.4 | 527343220.1 |
| | 投资活动产生 现金流量净额 | -264684369.6 | -219461519.8 | -309338607.3 | -250032079.7 |
| | 筹资活动产生 现金流量净额 | -4196001.47 | 110375821.3 | -14891074.85 | -97805905.14 |
| 财 务 比 率 | 速动比率 | 0.33 | 0.25 | 0.28 | 0.3 |
| | 现金流动负债 比率 | 0.17 | 0.09 | 0.20 | 0.26 |
| | 资产负债率% | 61.88 | 63.02 | 68.28 | 69.98 |
| | 利息保障倍数 | 2.46 | 2.06 | 2.75 | 3.21 |
| | 总资产周转率 | 1.47 | 1.45 | 1.58 | 1.72 |
| | 存货周转率 | 5.85 | 6.23 | 7.4 | 8.23 |
| | 应收账款周转 | 46.15 | 79.2 | 278.77 | 271.32 |

| | | | | | |
|------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| | 率 | | | | |
| | 主营业务利润率% | 11.88 | 11.44 | 12.31 | 12.16 |
| | 净资产收益率% | 2.62 | 3.89 | 5.82 | 8.72 |
| | 总资产报酬率% | 2.89 | 2.34 | 3.43 | 4.66 |
| | 销售增长率% | 44.42 | 8.97 | 18.3 | 23.28 |
| 短 券 分 析 | 销售收入保障 倍数 | - | - | - | 16.24 |
| | 营运资本保障 倍数 | - | - | - | -2.75 |

指标说明:

- 速动比率: 速动资产/流动负债
- 现金流动负债比率: 经营性现金净流入/流动负债
- 资产负债率: 负债总额/资产总额 $\times 100\%$
- 利息保障倍数: 息税前利润/利息支出
- 总资产周转次数: 销售收入净额/平均总资产
- 存货周转率次数: 销售成本/平均存货余额
- 应收账款周转次数: 销售收入净额/平均应收账款余额
- 主营业务利润率: 主营业务利润/主营业务收入 $\times 100\%$
- 净资产收益率: 净利润总额/股东权益平均余额 $\times 100\%$
- 总资产报酬率: (利润总额+利息支出)/平均资产总额 $\times 100\%$
- 营运资本对本期融资券的保障能力: (流动资产-流动负债)/本期融资券的本息总额
- 销售收入对本期融资券的保障能力: 年销售收入/本期融资券的本息总额

短期融资券跟踪评级等级说明

| | |
|-------|-----------------------------|
| A-1 级 | 为最高级短期债券, 其还本付息能力最强, 安全性最高。 |
| A-2 级 | 还本付息能力较强, 安全性较高。 |
| A-3 级 | 还本付息能力一般, 安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B 级 | 还本付息能力较低, 有一定的违约风险。 |
| C 级 | 还本付息能力很低, 违约风险较高。 |
| D 级 | 不能按期还本付息。 |

公司性质说明:

国有独资: 国家授权投资的机构或者国家授权的部门作为惟一股东单独投资设立的企业; 或此类企业的全资下属于公司及此类子公司的全资孙公司等; 可依此类推。

国有控股: 国家授权投资的机构或者国家授权的部门作为股东之一参与设立, 且单个国家授权投资机构或授权部门所持股份在 50% 以上、100% 以下的企业; 或此类企业的独资或控股子公司及此类子公司的全资或控股孙公司等; 可依此类推。

国有企业: 国家授权投资的机构或者国家授权的部门作为股东之一参与设立, 且单个国家授权投资机构或授权部门所持股份在 50% 以下, 但所有国家授权投资机构或国家授权部门合计股份超过 50% 的企业。

民营企业: 个人或非政府性个人组织控股企业, 及由此类企业控制的下属各层级企业。

外资企业: 海外资本控股企业, 及由此类企业控制的下属各层级企业。