

# 跟踪评级公告

联合[2017] 1255 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京京客隆商业集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16京客隆CP002”和“16京客隆CP003” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年六月二十九日  
评级业务专用章  
1101030046109

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 北京京客隆商业集团股份有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 京客隆 CP002	3 亿元	2016/8/16-2017/8/16	A-1	A-1
16 京客隆 CP003	2 亿元	2016/8/19-2017/8/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 29 日

### 财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.37	7.18	8.45	7.67
资产总额(亿元)	72.42	83.71	83.82	82.03
所有者权益合计(亿元)	20.95	21.10	21.18	21.59
短期债务(亿元)	23.22	34.66	34.18	32.52
长期债务(亿元)	8.40	7.46	7.48	7.48
全部债务(亿元)	31.61	42.12	41.66	40.00
营业收入(亿元)	108.91	115.32	118.82	35.51
利润总额(亿元)	1.33	1.13	1.34	0.61
EBITDA(亿元)	5.33	4.87	5.01	--
经营性净现金流(亿元)	4.01	0.40	5.89	0.26
营业利润率(%)	19.62	19.28	19.59	19.72
净资产收益率(%)	4.24	3.43	3.56	--
资产负债率(%)	71.07	74.80	74.73	73.68
全部债务资本化比率(%)	60.14	66.63	66.29	64.95
流动比率(%)	111.84	107.83	110.02	111.75
经营现金流流动负债比(%)	9.41	0.74	10.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	8.66	8.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.88	3.00	3.36	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

### 分析师

杨学慧 杨晓丽

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

### 评级观点

跟踪期内, 北京京客隆商业集团股份有限公司(以下简称“公司”)作为北京市零售与批发业务一体化经营为主业的商业企业, 在网络布局、分销系统运营、分销规模与品牌知名度等方面延续综合优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到零售行业竞争激烈、商业批发占用资金规模较大、公司债务负担较重等因素给公司带来的不利影响。

跟踪期内, 北京市经济较快发展, 居民消费能力强, 公司继续保持区位优势, 收入规模稳定增长。未来, 随着公司批发业务下游市场和零售电商业务的进一步拓展, 公司经营业绩有望得到提升。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“16 京客隆 CP002”和“16 京客隆 CP003”的信用等级为 A-1。

### 优势

1. 公司以知名品牌“京客隆”及“朝批”经营其零售与批发业务, 是北京地区第一家同时拥有生鲜配送中心、常温配送中心、批发物流分销中心的零售与批发业务类商业企业。
2. 跟踪期内, 公司经营情况保持良好, 收入及利润规模稳中有升, 在北京地区保持较高市场知名度。
3. 公司经营活动现金流入量规模大, 对“16 京客隆 CP002”和“16 京客隆 CP003”的保障程度较高。

### 关注

1. 受零售行业整体低迷及电子商务等业态的冲击影响, 公司零售业务收入持续下滑。
2. 商业批发占用资金规模较大, 随着批发业

- 务的不断拓展，公司有一定的资金压力。
3. 公司债务负担较重，短期债务占比较高，面临着较大的短期偿付压力。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由北京京客隆商业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 北京京客隆商业集团股份有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京京客隆商业集团股份有限公司主体长期信用及“16京客隆CP002”、“16京客隆CP003”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

北京京客隆商业集团股份有限公司（以下简称“京客隆”或“公司”）是一家大型商业集团企业，于2004年11月由北京京客隆超市连锁集团有限公司整体变更设立。根据证监会签发的《证监国合字[2006]5号》文批准，公司于2006年9月25日在香港联合交易所创业板发行人民币普通股H股，并挂牌上市。根据证监会签发的《证监许可[2008]144号》文批复，公司H股于2008年2月26日转至香港联合交易所主板上市。截至2017年3月底，公司总股本为41222万股，其中北京市朝阳区副食品总公司（为北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会直接监管的国有企业，以下简称“朝副公司”）持有比例为40.61%，为公司控股股东，其他内资股股东占15.20%、已流通H股占44.19%。公司实际控制人为北京市朝阳区国资委。

公司主要从事日常快速消费品的批发及零售业务，零售业务有社区购物中心、大卖场、综合超市、便利店四种业态；批发业务由子公司北京朝批商贸股份有限公司（以下简称“朝批商贸”）及其子公司经营。

公司下设资源部门、职能部门、业务部门等三大类部门，其中资源部门主要包括人力资源部、财务部、开发部、工程部、设备部、设计部和信息中心，职能部门主要包括企业企划部、集团办公室、安全保卫部、证

券法务部、客服中心和工会办公室，业务部门主要包括采购中心、市场营销部、大卖场运营部、超市运营部、便利店运营部、常温配送中心、生鲜配送中心和百货运营部等。截至2016年底，公司下辖6个全资及控股子公司，员工合计为7608人。

截至2016年底，公司（合并）资产总额83.82亿元，所有者权益合计21.18亿元（其中少数股东权益4.75亿元）；2016年公司实现营业收入118.82亿元，利润总额1.34亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为82.03亿元，所有者权益合计21.59亿元（其中少数股东权益4.98亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入35.51亿元，利润总额0.61亿元。

公司地址：北京市朝阳区新源街45号；  
法定代表人：李建文。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年8月发行了“16京客隆CP002”和“16京客隆CP003”，发行金额分别为3亿元和2亿元，期限均为1年。募集资金用途均为偿还银行借款。截至目前，募集资金已按计划使用完毕。

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制

制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23

万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业及区域经济分析

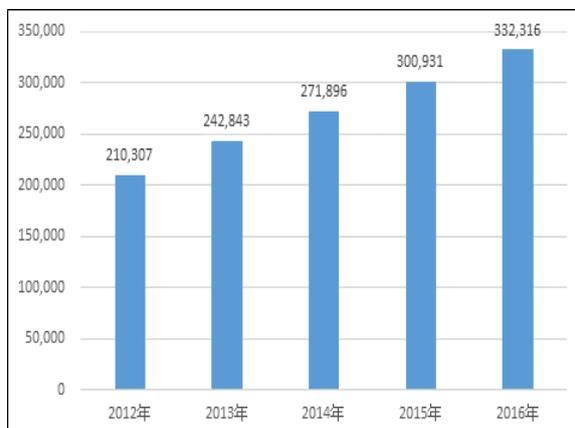
公司零售业务主要为传统的大卖场、综合超市、便利店等经营业态，批发业务主要是面向大的分销商（各大型连锁超市等），属于零售行业，零售行业整体发展状况对公司经营业绩影响较大。

### 1. 行业分析

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，增速较上年放缓0.3个百分点；扣除价格因素，实际增长9.6%，增速较上年放缓1.0个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额285814亿元，增长10.4%，增速较上年放缓0.1个百分点；乡村消费品零售额46503亿元，增长10.9%，增速较上年放缓0.9个百分点。按消费类型统计，商品零售额296518亿元，增长10.4%；餐饮收入35799亿元，比上年增长10.8%。

图1 近五年社会消费品零售总额  
(单位：亿元)



资料来源：Wind资讯

2016年全年网上零售额51556亿元，同比增长26.2%；其中网上商品零售额41944亿元，增长25.6%，占社会消费品零售总额比重的12.6%。网上商品零售额中，吃类商品增长28.5%，穿类商品增长18.1%，用类商品增长28.8%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，增速相比上年扩大了0.4个百分点，也是自2012年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长3.5%；门店总数11.4万余个，同比增长5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%；百强企业网上销售额接近1200亿元，比上年增长69%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5个百分点。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

## 2. 区域经济环境分析

公司的经营业务主要集中在北京市。根据《北京市2016年国民经济和社会发展统计公报》，北京市2016全年实现地区生产总值24899.3亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值129.6亿元，下降8.8%；第二产业增加值4774.4亿元，增长5.6%；第三产业增加值19995.3亿元，增长7.1%。三次产业构成由上年的0.6：19.7：79.7，调整为0.5：19.2：80.3。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到11.5万元。全市居民人均可支配收入达到52530元，比上年增长8.4%；扣除价格因素后，实际增长6.9%。

零售业方面，2016年北京市全年实现市场总消费19926.2亿元，比上年增长8.1%。其中，实现服务性消费8921.1亿元，增长10.1%；实现社会消费品零售总额11005.1亿元，增长6.5%。

总体来看，北京市经济平稳运行，产业结构不断优化，第三产业占比逐步提升，财政实力稳步加强，为公司发展提供了较好的外部环境。

## 六、基础素质分析

公司是北京地区日用消费品主要分销商之一，以知名品牌“京客隆”及“朝批”经营其零售与批发业务。公司是北京地区第一家同时拥有生鲜配送中心、常温配送中心、批发物流分销中心的零售与批发业务类商业企业，零售与批发业务一体化经营形成了公司独特的竞争优势。

公司的零售业务经过10余年的发展，通过将传统的副食店、菜店和百货店进行超市化改造，变单店经营为连锁经营，已形成了社区购物中心、大卖场、综合超市、便利店多业态发展模式。同时，公司通过灵活的加盟合作方式，整体店面规模不断增长，截至2016年底，公司共有店铺248家，含社区购物中心2家，大卖场12家，综合超市67家，

便利店167家。公司形成了多种业态共同发展的业务格局，有利于公司实现功能互补，在市场竞争中发挥协同效应。

批发业务方面，公司的“朝批”品牌创立逾二十年，通过不断的改革创新，运用现代营销技术、信息管理系统、物流技术，引入分销服务的经营理念，实现了商品批发业务从传统型向现代物流型转变。目前，朝批商贸拥有70多个国际知名品牌商品北京地区的总经销（代理权）商，涉及400余种品牌，与覆盖全国的300余家供货厂商和北京及环渤海地区2000余家零售门店建立了互惠共赢的合作关系，在巩固北京地区市场的同时，初步建设成以北京为中心的、辐射到华北地区乃至全国范围的批发经营网络，在供货厂商及零售客户中树立了良好的口碑，逐步发展为国内排名前列的综合性批发分销商。

公司零售业务由两个现代化中央配送中心（干货配送中心及生鲜食品配送中心）支援，两个配送中心凭借信息管理系统而连结至各零售店铺，为店铺提供订单处理、库存及物流运输服务。公司批发业务由两个分销中心支撑，以满足旗下批发客户的不同需求。公司的零售配送中心与批发分销中心均可相互支援，并能在物流方面相互补充，一定程度上降低配送成本。

总体看，公司规模较大，在北京地区门店覆盖率高，零售与批发业务一体化增强了公司整体竞争力，日趋完善的营销网络和物流配送体系也为公司的快速发展提供了坚实的保障。

## 七、管理分析

2016年6月17日，公司董事会秘书栾杰因个人原因辞职，2016年8月24日，潘学敏新任公司董事会秘书。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制和管理制度方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

跟踪期内，公司主营业务仍以商业零售和商业批发为主，涵盖大卖场、综合超市、便利店和社区服务中心等经营业态。

2016年，公司实现主营业务收入108.47亿元，同比增长2.59%；其中来自北京地区的收入占比超过90%，区域集中度高。分板块看，2016年，公司零售业务实现收入44.70亿元，同比下降3.00%，主要受宏观经济运行及电子商务影响，公司零售线下市场出现萎缩，同时由于部分店面闭店装改使得销售额有所下降；批发业务实现收入63.31亿元，同比增长6.50%，主要是公司加大促销力度、新

增代理品牌以及稳定和深化线下分销渠道所致。其他业务主要是出租、转租物业及柜台的租金收入，占比较小。

从毛利率水平看，2016年，公司主营业务毛利率12.48%，同比减少0.31个百分点；其中，零售业务毛利率16.67%，同比提高0.27个百分点；批发业务毛利率9.53%，同比下降0.42个百分点，主要系降低批发价格加大促销力度所致。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入32.43亿元，较上年同期持平；利润总额0.61亿元，同比增长4.68%，一季度公司业绩保持稳定增长。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，毛利率变化不大，整体经营情况稳定。

表1 公司主营业务收入、毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
零售业务	46.74	46.70	16.59	46.08	43.58	16.40	44.70	41.21	16.67	12.57	38.75	16.64
批发业务	53.13	53.09	10.37	59.45	56.23	9.95	63.31	58.37	9.53	19.62	60.51	10.20
其他业务	0.20	0.20	23.64	0.20	0.19	24.34	0.46	0.42	10.46	0.24	0.74	7.67
合计	100.07	100.00	13.31	105.73	100.00	12.79	108.47	100.00	12.48	32.43	100	12.68

资料来源：公司提供

### 2. 零售业务

公司的零售分销渠道主要包括大卖场、综合超市以及便利店，地域以北京地区为重点，零售网络遍及北京市16个区县。

2016年，针对电子商务平台带来的线上线下快速消费品市场的变化，公司积极调整店铺经营策略，审慎拓展实体店铺网络，着力提升现有店铺经营环境，更新店铺设施设备，改善消费者购物体验。2016年，公司完成13家店铺的装修改造工作（含2家综合超市及11家便利店），全年新开零售店铺6家；

因租约到期以及经营策略调整等原因，关闭了6家综合超市、2家直营便利店及11家加盟便利店。

截至2016年底，公司零售店铺总数为248家，总营业面积30.41万平方米；其中187家直营店、61家特许加盟店，仍以直营店铺为主。公司门店大部分为向独立第三方以及控股股东朝副公司租赁的物业，其中大卖场租约一般为15年及20年，综合超市及便利店租约一般为20年，租金一般每4-5年递增3%左右。

表2 截至2016年底公司零售门店情况

	百货商场	大卖场	综合超市	便利店	合计
零售门店数日（个）					
—直营店	2	12	66	107	187
—特许加盟店	--	--	1	60	61

合计	2	12	67	167	248
净营运面积（平方米）					
—直营店	39742	86089	144827	21005	291663
—特许加盟店	--	--	880	11590	12470
合计	39742	86089	145707	32595	304133

资料来源：公司年报

公司零售业务主要以直营店的收入为主，加盟店的经营收入仅为收取的加盟费（2016年为230.19万元），占比很小。

2016年，公司零售业务实现收入44.70亿元，以大卖场和综合超市收入为主，占零售收入的比重分别为27.55%和63.07%，较上年

变化不大；同期，便利店、百货商场收入分别占零售收入的7.19%和0.93%，占比均较低；随着公司持续推进移动电商业务，2016年网上零售收入占比1.26%，较上年上升0.11个百分点。2017年1~3月，公司零售业务实现收入12.57亿元，毛利率16.64%。

表3 公司直营零售店铺收入情况（单位：万元、%）

直营零售店铺	2015年		2016年		收入增长率
	收入	占比	收入	占比	
大卖场	130044	28.22	123171	27.55	-5.29
综合超市	290101	62.95	281920	63.07	-2.82
便利店	30614	6.64	32145	7.19	5.01
百货商场	4773	1.04	4153	0.93	-12.99
网上零售	5311	1.15	5638	1.26	6.16
合计	460843	100.00	447027	100.00	-3.00

资料来源：公司年报

### 商品采购与配送

采购是零售业务经营的重要环节，对运营成本有较大的影响。公司设有采购中心，对各门店的商品采购工作进行统一管理。采购中心将公司订货信息通过信息系统传递给供应商和配送中心，供应商按照需求信息送货，待供应商完成送货后，配送中心进行入库定位、存放、定位拣选、出货、配送在内的多项物流业务。各门店订货信息传输到本部进行分单，分单完成后，将验收通知信息传输到配送中心，由配送中心统一配送。

供应商配送的货物进入配送中心后，按两种方式进行配送，一类是通过型，即货物进入配送中心后，不进入库存，直接理货出库进行配送；一类是存储型，即货物进入配送中心后，进入配送中心库存并划分储位，出库时根据需求进行拣选、理货等作业，最后完成商品配送。

按供应商、商品配送形式不同，公司的配送模式主要分为直配供应商、协配供应商和日配供应商。其中，直配供应商的配送末端位于京客隆配送中心，其后再由配送中心将商品配送到各个门店，按供应商货源不同，分为本地独立供应商、异地独立供应商、供应商配送中心，该部分主要是一些较大规模的供应商，或是具备健全配送体系的供应商；日配供应商和协配供应商的配送末端位于门店，该部分主要是规模较小的供应商，或对保存期限、保存温度等要求很高的冷鲜商品供应商。

公司零售配送的结算方式以经销结算为主，自营结算和代理结算规模较小，公司应付库存商品采购款账龄较短，以60天为主。

公司严格新渠道、新商品的资质审核，对于自主品牌商品、生鲜等风险性高的商品渠道进行实地考察、重点监控，从源头上降

低质量风险；按一户一档建立了供应商信用档案，对经营商品按风险性高低采取不同的措施监控管理，安排专人实行不定期随即抽样送商品质量检测中心及时检测，保障超市食品的品质和安全。公司约 80% 的商品直接向制造商采购，其余 20% 向其他批发商采购，直接向制造商采购商品，可进一步利用大量采购价格的优势，并确保产品质量、数量与公司的定价与采购政策一致。

公司将种植养殖基地、产地市场、本地市场、委托加工单位确立为生鲜品四大采购渠道。经过多年的努力，目前已在全国 18 个省建立了 80 余家生鲜商品采购、供应基地，基地直采比例达到 90% 以上，蔬菜形成了以京客隆为中心的 3+2 的采购链，水果实现了全国采购网络搭建，形成点对点采购模式。在加工和配送模式上，由原来配送中心统一加工配送，调整为前移到基地进行，起到了节省成本，优化供应链的目的，目前已经完成蔬菜加工前移与基地直配，水果、猪肉类商品的加工前移正在逐步推进中；生鲜采购中心全面掌握商品信息，完善名优商品目录，大力开发商品源头渠道，自 2010 年至今，新开发并至今稳定运行的源头渠道 70 余条，实现了砀山梨、库尔勒香梨、烟台富士苹果、四川不知火柑、阿克苏冰糖心苹果、辽宁海城南果梨、山东金乡蒜、章丘大葱、玉田包尖白菜、河南焦作铁棍山药、河北蠡县小白嘴山药等名优商品的源头采购，在提高商品质量的同时降低了采购成本；积极探索东南亚名优水果直采模式，生鲜商品统一采购体系逐步走向系统和完善。

### 营销与销售模式

公司设有市场营销部负责整体营销计划的制定和日常促销活动。公司实行统一的店铺促销管理，指导单店特价的制定，加大促销效果分析力度和市场趋势预测，营销方式逐步由粗放式向精细化转变。

公司统一制订营销方案，并将其内容细

化，加强营销方案的落实工作，确保营销效果的实现；严格执行生鲜商品全天经营要求，实行每周日常巡店检查、月度专项检查和月度部门互查加强店铺全天经营工作的督导，以提高店铺竞争力。

总体看，跟踪期内，受宏观经济增速放缓和电子商务冲击等因素影响，公司零售业务收入略有下滑；公司通过加强商品采购管理、提升物流配送专业化能力和精细化营销来保证市场份额，但仍面临一定的竞争压力。

### 3. 批发业务

公司的批发业务由朝批商贸及其子公司经营，从事商品批发、仓储配送、代理业务等经营活动，并以批发物流为支撑，为其他客户提供日用消费品的批发供应业务，分销的日用消费品包括加工食品、饮料、酒类产品、副食品及粮食货物等。

2016 年，公司批发业务收入合计 63.31 亿元，同比增长 6.50%，主要是由于加大了促销力度和新增代理品牌所致；公司批发业务毛利率较上年减少 0.42 个百分点至 9.53%，主要系为提高市场占有率，加大促销力度所致。

2017 年 1~3 月，公司批发业务实现收入 19.62 亿元，同比增长 3.30%，毛利率 10.20%。

电商供货业务拓展方面，2016 年，公司成立了电子商务专业子公司朝批国际贸易（上海）有限公司（以下简称“朝批国际贸易”），主要从事开拓进口商品的跨境电商业务。公司继续开拓电商供货业务，加强与各大电商平台的深度合作，将其在线品牌拓展到线下，充分发挥终端分销优势，形成规模化发展优势。

自有商品批发方面，2016 年，公司加大了定制商品与自有品牌的开发力度，新研发了休闲食品、干果类、调味料等自有品牌商品，开展形式多样的推广活动，在 2016 年连续第三次参加国际食品和饮料展览会，重点

选取了自有品牌系统商品参展；引进了新的供应商、新的品牌、新增单品，调整优化商品结构；继续拓展线下销售渠道，发展下游零售客户，不断巩固并扩大分销网络。

批发仓储物流管理方面，2016年，公司根据批量流通型、多品种小批量超市型、大量拆零便利店型等订单特性以及属于重货、抛货等商品存储特性等对物流中心的各个仓库进行重新规划，通过信息管理系统升级与流程优化，在节约库房面积的同时提升物流效率、控制物流成本；着力发展第三方物流业务，通过网站宣传、车厢广告、主动投标、业务介绍等多重方式，接洽各种有第三方物流服务需求的客户，拓展第三方物流服务的宽度和广度。

总体看，跟踪期内，公司批发业务规模持续增长，自有产品类型进一步丰富，营销、物流配送能力进一步增强；受公司开展促销活动的影响，毛利率略有下降。

#### 4. 经营效率

从经营效率指标来看，2016年，公司销售债权周转次数为6.76次，同比有所上升，存货周转次数为5.76次，同比小幅下降；总资产周转次数略有下降，为1.42次。总体看，公司应收账款规模较大，销售债权周转率低于行业平均水平，整体经营效率一般。

#### 5. 未来发展

未来，公司将积极应对挑战，继续加快创新转型，将以消费者多样化需求为中心，控制企业运营成本和顾客购买成本，建设在线与线下、不同业态间、零售与批发的价值协同机制；通过数据的运用与共享，改变与上游供货商和下游客户端的关系，变价格博弈为价值共享；优化区域产业布局、商品品类结构、物流配送能力，在零售业态、营销渠道、创新型文化培养等方面实现自我突破，重塑集团竞争优势。

## 九、财务分析

公司提供的2016年财务报表经瑞华<sup>1</sup>会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司2017年一季度财务报表未经审计。

2016年，公司新增合并单位2家，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，且并入企业规模较小，财务数据可比性较强。2017年一季度，公司合并范围无重大变化。

截至2016年底，公司（合并）资产总额83.82亿元，所有者权益合计21.18亿元（其中少数股东权益4.75亿元）；2016年公司实现营业收入118.82亿元，利润总额1.34亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为82.03亿元，所有者权益合计21.59亿元（其中少数股东权益4.98亿元）；2017年1~3月，公司实现营业收入35.51亿元，利润总额0.61亿元。

### 1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额83.82亿元，同比保持稳定，其中流动资产占71.71%，非流动资产占28.29%，公司资产以流动资产为主，符合商品零售企业的经营特点。

截至2016年底，公司流动资产合计60.11亿元，同比增长2.14%，主要以货币资金（占14.05%）、应收账款（占28.16%）、预付款项（占19.94%）和存货（占28.68%）为主。

截至2016年底，公司货币资金8.45亿元，同比增长17.61%；构成以银行存款（占70.34%）和其他货币资金（占27.43%）为主；其中其他货币资金主要为票据保证金和信用证保证金，使用受限。截至2016年底，公司

<sup>1</sup> 2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

受限货币资金 2.07 亿元，占货币资金总额比重 24.53%，受限比例较高。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 16.93 亿元，同比下降 7.21%，主要为应收账款回款所致，其中账龄在 1 年内的占 91.07%，账龄较短。公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款金额 10.18 亿元，占应收账款总额 60.00%，集中度较高，分别为北京物美综合超市有限公司（占 27%）、北京京东世纪贸易有限公司（占 12%）、唯品会（中国）有限公司（占 12%）、北京首联商业集团有限公司（占 5%）和天津聚美优品科技有限公司（占 4%）；应收账款账面价值中 3.74 亿元（占 20.52%）因通过保理方式取得银行借款而受到限制。

截至 2016 年底，公司预付款项合计 11.99 亿元，同比下降 12.26%，主要系批发公司年末对酒及饮品类商品预付款减少所致。

截至 2016 年底，公司存货净额 17.24 亿元，同比增长 9.57%，主要系库存商品增加所致。截至 2016 年底，公司存货主要由库存商品构成（占 98.98%），其余为原材料，公司对库存商品计提存货跌价准备 137.71 万元，计提比例为 0.08%，考虑到公司存货系可以快速销售的库存商品，跌价风险较小，故计提相对合理。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 23.71 亿元，同比下降 4.59%；以固定资产（占 45.38%）和长期待摊费用（占 22.39%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产净值 10.76 亿元，同比下降 5.95%，以房屋及建筑物（占 64.89%）和机器设备（占 28.49%）为主。

截至 2016 年底，公司长期待摊费用合计 5.31 亿元，较上年底减少 0.52 亿元；构成主要为经营租入固定资产改良支出（占 89.10%）和房租（占 10.90%）。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 82.03 亿元，较 2016 年底下降 2.14%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 71.61% 和 28.39%，公司资产结构仍以流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持稳定，以流动资产为主。货币资金和应收账款有部分受限，存货主要系可以快速销售的库存商品，跌价风险较小；批发业务预付及应收款规模较大，对资金形成占用。公司整体资产质量尚可，符合行业特点。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2016 年底，公司负债合计 62.64 亿元，其中流动负债占 87.22%，非流动负债占 12.78%，仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 54.64 亿元，同比变化不大；以短期借款（占 36.72%）、应付票据（占 10.96%）、应付账款（占 22.41%）和其他流动负债（占 15.84%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 20.06 亿元，同比下降 26.94%，短期借款规模较大，存在一定的短期兑付压力。短期借款构成为应收账款保理借款（1.67 亿元）、保证借款（15.91 亿元）和信用借款（2.49 亿元）。

公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2016 年底，公司应付票据 5.99 亿元，同比下降 4.15%。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 12.24 亿元，同比小幅增长 1.93%，全部为应付库存商品采购款，账龄集中在 1 年期以内（占比 98.29%），账龄超过 1 年的应付账款主要为应付供货商的货款尾款。其他应付款 2.02 亿元，主要为应付的工程款、押金以及预收的租金。

截至 2016 年底，公司其他流动负债合计 8.65 亿元，同比增长 8.14 亿元，主要系公司发行的短期融资券“16 京客隆 CP001<sup>2</sup>”（3 亿元）、“16 京客隆 CP002”（3 亿元）和“16 京客隆 CP003”（2 亿元）。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 8.01 亿元，同比变化不大；主要为应付债券 7.48

<sup>2</sup> 2017 年 2 月 3 日，该笔短期融资券本息已结清。

亿元（占93.37%），系公司于2013年8月发行的7.5亿元公司债券“13京客隆”。

截至2017年3月底，公司负债总额60.45亿元，较2016年底下降3.51%，主要系应付票据和其他流动负债减少所致；从负债结构看，流动负债占86.97%，非流动负债占13.03%，较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2016年底，公司全部债务合计41.66亿元，同比下降1.10%；其中，短期债务、长期债务占比分别为82.05%、17.95%，短期债务占比较高。截至2016年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比例分别为74.73%、66.29%和26.09%，同比均呈小幅下降态势。公司整体债务负担仍较重。

截至2017年3月底，公司全部债务40.00亿元，较2016年底下降3.97%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2016年底均有所下降，分别为73.68%、64.95%和25.73%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，短期债务占比仍较高，债务结构有待改善。

#### 所有者权益

截至2016年底，公司的所有者权益为21.18亿元（其中少数股东权益4.75亿元），同比小幅增长0.42%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占25.08%，资本公积占37.09%，盈余公积占8.69%，未分配利润占28.98%，与2015年底相比变化不大。

截至2017年3月底，公司所有者权益合计21.59亿元，较2016年底增加0.41亿元，主要系少数股东权益及未分配利润的增加；总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

#### 3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入118.82亿元，同比增长3.03%；营业利润1.03亿元，同比增长11.40%；利润总额1.34亿元，同比增长

18.58%，增幅明显大于营业利润，系营业外收入增幅较大所致；受批发业务收入规模增长带动，公司整体业绩表现稳定。

从期间费用来看，2016年，公司期间费用同比增长4.12%至22.20亿元。其中，销售费用17.91亿元，同比增长4.66%，主要系公司加大促销力度，促销费用及运输费用上涨所致；管理费用2.83亿元，同比增长4.97%，主要系职工薪酬及折旧摊销费用小幅增长所致；2016年，公司期间费用占收入比为18.69%，同比变化不大，公司费用控制能力有待提高。同期，公司收到政府补助0.32亿元，计入营业外收入。

从盈利指标看，2016年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为19.59%、3.57%和3.56%，同比变化不大。

2017年1~3月，公司实现营业收入35.51亿元，较上年同期增长1.27%；利润总额0.61亿元，较上年同期增长4.68%。总体看，跟踪期内，公司收入及利润均实现小幅增长，整体盈利能力保持稳定向好。

#### 4. 现金流分析

从经营活动看，2016年由于经营规模进一步扩大，公司经营活动现金流入139.83亿元，同比增长5.30%；同期，经营活动现金流出133.94亿元，同比小幅增长1.17%；支付其他与经营活动有关的现金10.74亿元，主要为营销费用。2016年公司经营活动现金流量净额5.89亿元，较2015年增长5.49亿元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。从收入实现质量来看，2016年公司的现金收入比为115.44%，较2015年底增加2.58个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，公司投资活动主要是理财产品的资金投入和收回，公司2016年投资活动现金流入和流出金额分别为22.55亿元和25.69亿元，同比分别增长31.33%和31.02%；2016年，投资活动现金净流出额为3.14亿元，

同比增加0.71亿元，主要系增加购买理财产品所致。

从筹资活动来看，公司2016年筹资活动现金流规模较上年有所增加。2016年，公司筹资活动现金流入为64.31亿元，比上年增长5.83%，主要系新发行3期短期融资券共募集8.00亿元所致。2016年公司筹资活动现金支出为66.68亿元，同比增长14.54%，系偿还债务所致。受上述因素综合影响，2016年筹资活动现金流量净额为-2.37亿元，较2015年下降4.92亿元。

2017年1~3月，公司经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流量净额分别为0.26亿元、1.01亿元和-0.82亿元；受应收账款增加影响，现金收入比为103.46%，较2016年底下降11.98%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量稳步增长，收入实现质量较高；经营活动现金流基本能够满足公司投资需求，对外筹资压力不大。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为110.02%和78.47%，较上年底变化不大；公司经营现金流流动负债比为10.78%，较2015年底上升10.04个百分点，主要系经营性净现金流同比大幅增长所致；经营活动现金流对流动负债的覆盖能力有所上升但仍然较弱。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为111.75%和79.45%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016年公司EBITDA为5.01亿元，受公司利润总额增幅较大影响，同比增长3.03%。公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为3.36倍、8.31倍，公司EBITDA对全部债务保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2016年底，公司无对外担保和重大诉讼、仲裁事项。

截至2016年底，公司已获授信总额为29.09亿元，其中未使用额度12.09亿元，公司间接融资渠道较为通畅。公司是香港上市公司（股票代码：0814.HK），拥有融资渠道。

#### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1011010500137320X），截至2017年5月22日，公司本部无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

#### 7. 抗风险能力

基于对公司股东背景、管理水平、主营业务规模及经营活动现金流状况和下游客户质量等方面的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

### 十、存续期内债券偿还能力

截至2016年底，剔除使用受限的货币资金后，公司现金类资产6.13亿元，是短期融资券“16京客隆CP002”和“16京客隆CP003”合计额度的1.23倍，对其覆盖程度尚可。

2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动产生的现金流量净额分别为139.83亿元和5.89亿元，是“16京客隆CP002”和“16京客隆CP003”合计额度的27.97倍和1.18倍，经营活动现金流入量对其覆盖程度高。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，对“16京客隆CP002”和“16京客隆CP003”的保障程度高。

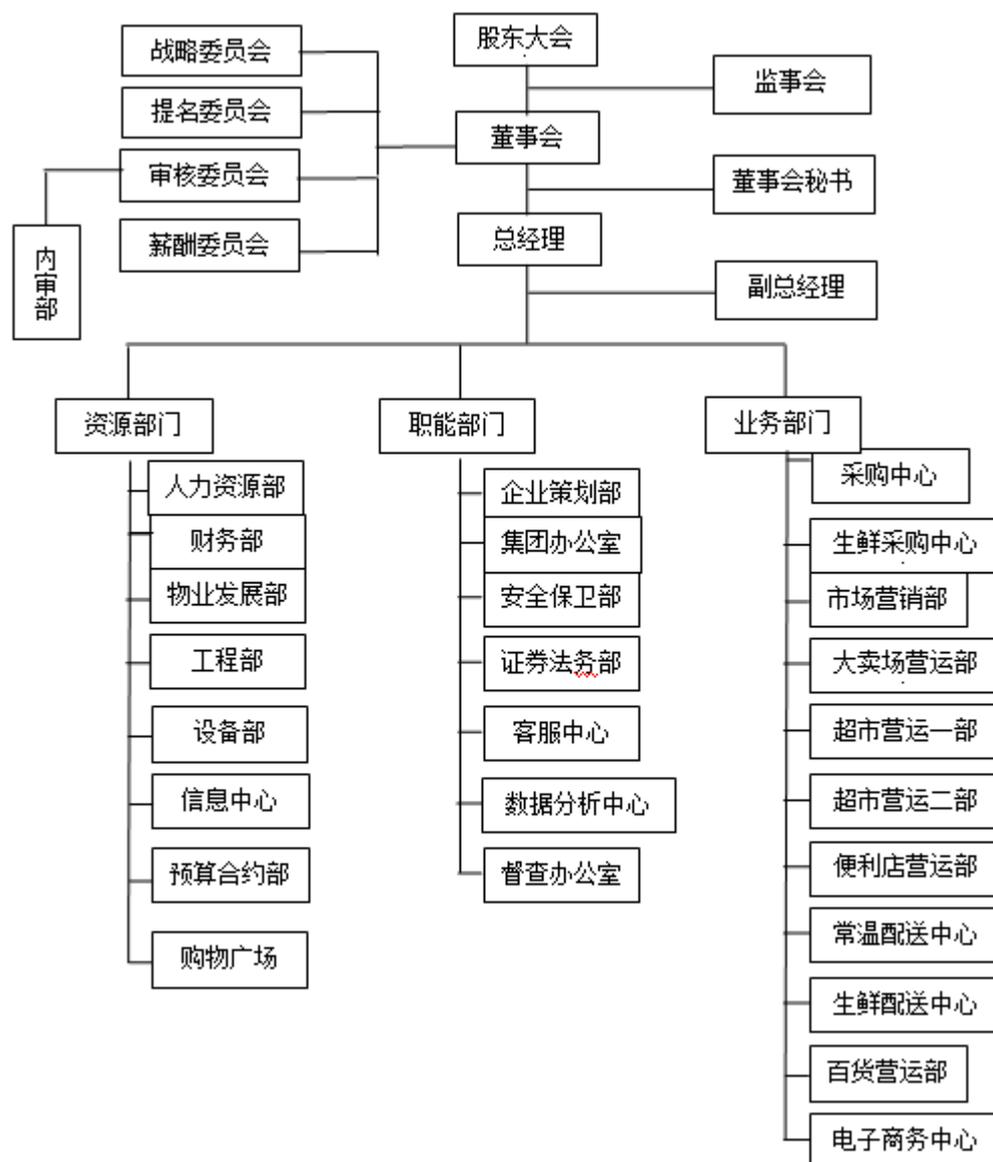
### 十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16京客隆CP002”和“16京客隆CP003”信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	5.37	7.18	8.45	7.67
资产总额(亿元)	72.42	83.71	83.82	82.03
所有者权益(亿元)	20.95	21.10	21.18	21.59
短期债务(亿元)	23.22	34.66	34.18	32.52
长期债务(亿元)	8.40	7.46	7.48	7.48
全部债务(亿元)	31.61	42.12	41.66	40.00
营业收入(亿元)	108.91	115.32	118.82	35.51
利润总额(亿元)	1.33	1.13	1.34	0.61
EBITDA(亿元)	5.33	4.87	5.01	--
经营性净现金流(亿元)	4.01	0.40	5.89	0.26
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	13.01	6.59	6.76	7.70
存货周转次数(次)	11.70	6.04	5.76	6.63
总资产周转次数(次)	3.01	1.48	1.42	1.71
现金收入比(%)	114.84	112.86	115.44	103.46
营业利润率(%)	19.62	19.28	19.59	19.72
总资本收益率(%)	5.21	3.71	3.57	--
净资产收益率(%)	4.24	3.43	3.56	--
长期债务资本化比率(%)	28.62	26.13	26.09	25.73
全部债务资本化比率(%)	60.14	66.63	66.29	64.95
资产负债率(%)	71.07	74.80	74.73	73.68
流动比率(%)	111.84	107.83	110.02	111.75
速动比率(%)	77.02	79.00	78.47	79.45
经营现金流流动负债比(%)	9.41	0.74	10.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.88	3.00	3.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.93	8.66	8.31	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

## 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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