

信用等级公告

联合〔2019〕2034号

北京京客隆商业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京京客隆商业集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的2019年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

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”

北京京客隆商业集团股份有限公司拟公开发行的2019年公司债券（第一期）信用等级为AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京京客隆商业集团股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：基础发行规模 3 亿元，并附超额配售不超过 5 亿元（含 5 亿元）

债券期限：5 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，

最后一期利息随本金的兑付一起支付

担保方：北京市朝阳区国有资本经营管理中心

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2019 年 8 月 15 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	83.82	77.00	76.88	84.13
所有者权益（亿元）	21.18	21.52	21.77	22.12
长期债务（亿元）	7.48	0.00	0.00	--
全部债务（亿元）	41.66	37.30	40.57	--
营业收入（亿元）	118.82	119.56	116.50	33.11
净利润（亿元）	0.75	0.95	1.06	0.35
EBITDA（亿元）	5.01	5.38	5.55	--
经营性净现金流（亿元）	5.89	6.39	7.61	-2.56
营业利润率（%）	19.59	22.13	22.82	20.15
净资产收益率（%）	3.56	4.44	4.92	1.60
资产负债率（%）	74.73	72.06	71.68	73.70
全部债务资本化比率（%）	66.29	63.42	65.08	--
流动比率（倍）	1.10	0.96	0.99	1.00
EBITDA 全部债务比	0.12	0.14	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.36	3.30	3.42	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.63	0.67	0.69	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	708.89	842.35	1,073.17	1,135.06
所有者权益（亿元）	257.25	257.53	297.87	323.86
营业收入（亿元）	164.62	153.45	158.00	43.07
资产负债率（%）	63.71	69.43	72.24	71.47

注：1. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他流动负债中短期融资券已计入短期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京京客隆商业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“京客隆”）的评级反映了其作为环北京地区日用消费品主要经销商，零售与批发业务一体化协同经营；公司行业经验丰富，业务模式成熟，具备成熟的上游供应及下游分销网络，具备一定区域市场竞争优势。近年来，公司业务经营稳定，经营活动现金流状态保持良好，收入实现质量较高。同时，联合评级也关注到公司主营业务区域集中度高、债务负担重且短期债务偿付压力大、期间费用对利润侵蚀严重以及非经营损益对利润贡献较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

考虑到北京市及环渤海地区经济的快速发展，居民消费能力较强，公司外部发展环境良好。未来，随着公司社区便利店的持续拓展以及零售全渠道业务的进一步推进，公司经营业绩有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由北京市朝阳区国有资本经营管理中心（以下简称“朝阳国资”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。朝阳国资作为北京市朝阳区最主要的基础设施投融资平台，资产规模大，资本实力强，其担保对本期债券信用状况具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司零售业务具有社区购物中心、大卖场、综合超市、便利店等多业态模式，结合公司批发业务形成了良好的协同优势，有利于其实现功能互补，分散风险。

2. 公司行业经验丰富，业务模式成熟，具

备广泛的上下游供应及分销网络；“京客隆”品牌在北京地区保持较高市场知名度，区域市场优势明显。

3. 公司业务经营稳定，经营活动现金流状态保持良好，收入实现质量较高。

4. 担保方朝阳国资是北京市朝阳区最主要的基础设施建设投融资平台，资产规模大，资本实力强，其担保对本期债券信用状况具有显著的提升作用。

关注

1. 国内宏观经济下行压力增大，居民财务杠杆加大，消费信心不足，对零售批发行业整体市场需求产生一定影响。

2. 公司主营业务收入主要来源于北京地区，存在区域市场集中风险。若北京地区市场环境发生变化或市场竞争进一步加剧，将对公司业务经营产生重要影响。

3. 公司应收账款和存货规模较大，对公司资金形成一定占压；债务负担重，短期偿债压力较大，债务结构有待优化；期间费用对利润侵蚀严重，非经营损益对利润贡献较大。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化

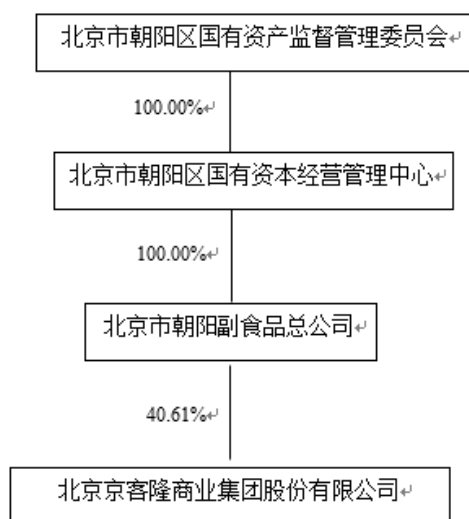
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）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，股票简称：北京京客隆，股票代码：0814.HK。截至2019年3月底，公司总股本为41,222.00万股，其中北京市朝阳区副食品总公司（以下简称“朝副公司”）持股比例40.61%，为公司控股股东，其他内资股股东占比15.20%，已流通 H 股占比44.19%。公司实际控制人为北京市朝阳区国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市朝阳区国资委”）。截至2019年6月底，朝副公司所持公司股份无质押情况。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营范围包括：批发（非实物方式）预包装食品、散装食品（含熟食品、水产品、鲜肉）；零售国内版图书、期刊、报纸电子出版物、音像制品、卷烟、雪茄烟、保健食品；商业设备制造；食品、副食品加工；普通货运、货物专用运输（冷藏保鲜）；销售饲料、百货、针纺织品、五金交电化工（不含危险化学品及一类易制毒化学品）、手持移动电话机、医疗器械（I 类）、小轿车、工艺美术品、花卉、磁卡、服装、首饰、文具用品、体育用品及器材、日用杂品、劳保用品、家具、钟表、眼镜、宠物用品、通讯设备、电子产品、家用电器、计划生育用品、化妆品；维修通讯器材；黄金饰品；复印；货物进出口、技术进出口、代理进出口等。

截至2019年3月底，公司下设集团办公室、人力资源部、财务部、工程设备部、证券法务部等职能部门（见附件1）；纳入合并范围子公司39家。截至2019年3月底，公司境内员工合计6,181人。

截至2018年底，公司资产总额76.88亿元，负债合计55.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.77亿元，其中归属于母公司所有者权益17.08亿元。2018年，公司实现营业收入116.50亿元，净利润（含少数股东损益）1.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.63亿元；经营活动产生的现金流量净额7.61亿元，现金及现金等价物净增加额为0.85亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额84.13亿元，负债合计62.01亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 22.12亿元, 其中归属于母公司所有者权益17.33亿元。2019年1—3月, 公司实现营业收入33.11亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.35亿元, 其中归属于母公司的净利润0.25亿元; 经营活动产生的现金流量净额-2.56亿元, 现金及现金等价物净增加额-3.00亿元。

公司注册地址: 北京市朝阳区新源街 45 号楼; 法定代表人: 李建文。

二、本期公司债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北京京客隆商业集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)”(以下简称“本期债券”), 本期债券基础发行规模 3 亿元, 并附超额配售不超过 5 亿元(含 5 亿元); 本期债券为 5 年期, 含第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的票面利率为固定利率, 票面利率将根据簿记建档询价结果由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致, 在利率询价区间内确定。本期债券票面金额为 100 元, 按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不另计息。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由北京市朝阳区国有资本经营管理中心(以下简称“朝阳国资”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券所募集资金将用于调整债务结构和补充营运资金。

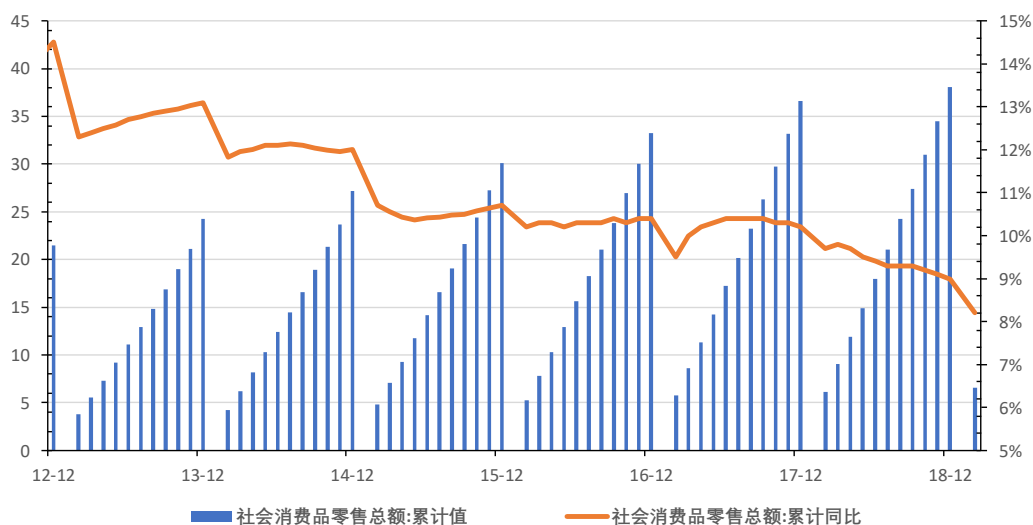
三、行业分析

1. 零售行业概况

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。

根据国家统计局统计, 2016 年, 社会消费品零售总额 332,316.00 亿元, 同比增长 10.40%, 其中, 限额以上单位消费品零售额 154,286.00 亿元, 增长 8.1%。2017 年, 社会消费品零售总额 366,261.60 亿元, 同比增长 10.21%。2018 年, 我国社会消费品零售总额 380,986.85 亿元, 名义同比增长 8.98%, 增速比上年同期下降 1.32 个百分点, 增速有所放缓, 其中, 限额以上单位消费品零售额 145,311.29 亿元, 同比增长 5.71%。按经营单位所在地分, 2018 年, 城镇消费品零售额 325,636.90 亿元, 同比增长 8.79%; 乡村消费品零售额 55,349.95 亿元, 同比增长 10.12%。按消费类型分, 餐饮收入 42,715.85 亿元, 同比增长 9.47%; 商品零售 338,217.00 亿元, 同比增长 8.92%。

图2 近年来社会消费品零售总额增长情况及同比增速（单位：%）



资料来源：Wind

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。其中大业态能够满足消费者一站式购物需求，符合大城市的快节奏生活状态；小业态能够为消费者提供良好的购物环境以及服务，具有较大发展潜力。从区域经济发展出发，地区间零售业态发展水平存在差异。东部地区人均 GDP 在 10,000.00 美元，是购物中心密集区域，传统百货、超市、专业店等增速放缓；东北部地区人均 GDP 在 8,000.00 美元，专卖店、专业店和便利店等盛行，大型购物中心不断涌现；中西部地区人均 GDP 在 5,000.00 美元，百货店和超级市场的销售份额有所下降，但依然是主力业态，此外，专卖店、专业店、便利店、购物中心等新兴业态发展速度较快。

根据中华全国商业信息中心统计，2018 年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 0.70%，增速低于 2017 年 2.10 个百分点。根据中国连锁经营协会统计，2018 年中国连锁百强企业销售规模 1.09 万亿元，同比增长 4.6%，百强连锁门店总数 13.83 万家，同比增长 16.0%。前三名连锁企业分别为苏宁易购集团股份有限公司、国美零售控股有限公司和华润万家有限公司。具体信息如下表。

表1 2018 年中国连锁企业前 10 强基本情况（单位：亿元、%、家）

排序	企业名称	销售规模	销售增长率	店铺数	门店增长率
1	苏宁易购集团股份有限公司	3,367.57	38.4	11,064	183.3
2	国美零售控股有限公司	1,381.83	-10.1	2,122	2.3
3	华润万家有限公司	1,012.53	-2.3	3,192	0.9
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	959.00	0.5	407	6.3
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	804.89	0.3	441	0.0
6	永辉超市股份有限公司	767.67	17.4	1,275	58.2
7	北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司	710.00	13.1	303	35.9
8	重庆商社（集团）有限公司	674.89	13.3	413	-2.4
9	中石化易捷销售有限公司	620.00	19.0	27,259	5.8
10	联华超市股份有限公司	492.29	-2.9	3,371	-1.5

资料来源：中国连锁经营协会

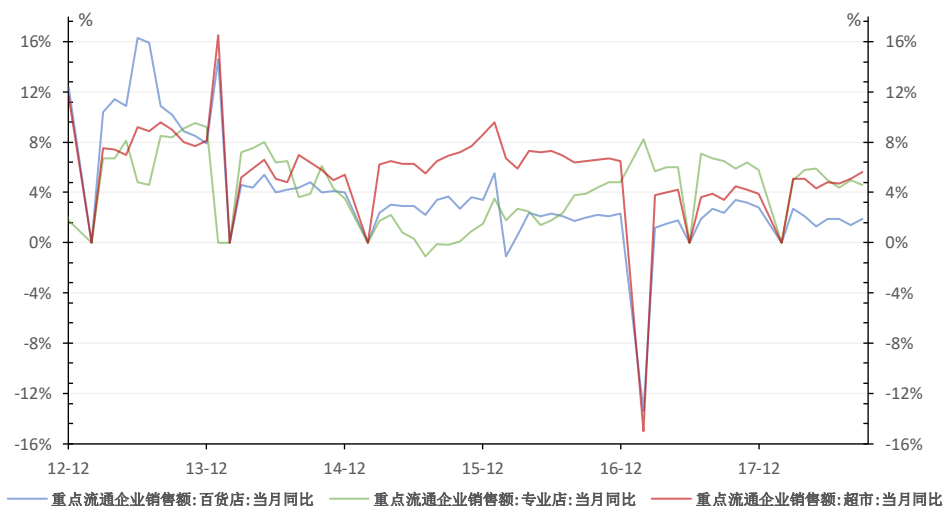
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式。随着国民经济增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，零售行业增速持续放缓。随着市场竞争的不断加剧，零售小业态能够为消费者提供良好的购物环境以及服务，具有较大发展潜力。

2. 主要业态情况

随着消费者需求的变化和零售市场竞争的加剧，传统零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。经济新常态下，中国传统零售行业渐入下行趋势，电商等新零售业态迅速崛起。传统零售消费向保守型、高性价比的大众消费和特性、差异化的消费升级两级分化，消费层级日益鲜明。电商是互联网发展的直接产物，是网络技术的全新发展方向，重新定义了传统的流通模式，减少了中间环节，使得生产者和消费者的直接交易成为可能，影响了社会的经济布局 and 结构。与传统零售相比，电商一方面以电子流代替了实物流，可以大量减少场地租金及人工等费用，降低了成本；另一方面突破了时间和空间的限制，使得交易活动可以在任何时间和地点进行，从而大幅提高了效率。

面对“千店一面”的同质化竞争、网络零售的消费分流、消费需求升级转变等不利形势，近年来流通领域供给侧结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型过程中，不同业态增速明显分化。2015—2017年，百货店销售额增速持续下滑，分别为3.40%、1.30%和1.20%，下滑至较低水平；专业店销售额增速逐年上升，分别为0.30%、3.10%和5.60%；超市销售额增速分别为6.80%、6.70%和4.20%，过去三年呈逐年下降态势。2018年，限额以上零售业单位中超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长6.8%、3.2%、6.2%和1.8%，各实体零售业态经营状况均有好转，尤其百货店、专业店通过近年来的优化产品结构、积极提升供应链管理效率、加强线上线下整合等方式，增速有所回升。

图3 近年来重点流通企业：百货商店、超市、专业店当月同比增速



资料来源：Wind

注：2017年2月百货店和超市销售额同比大幅下降，主要系2017年春节在1月份所致

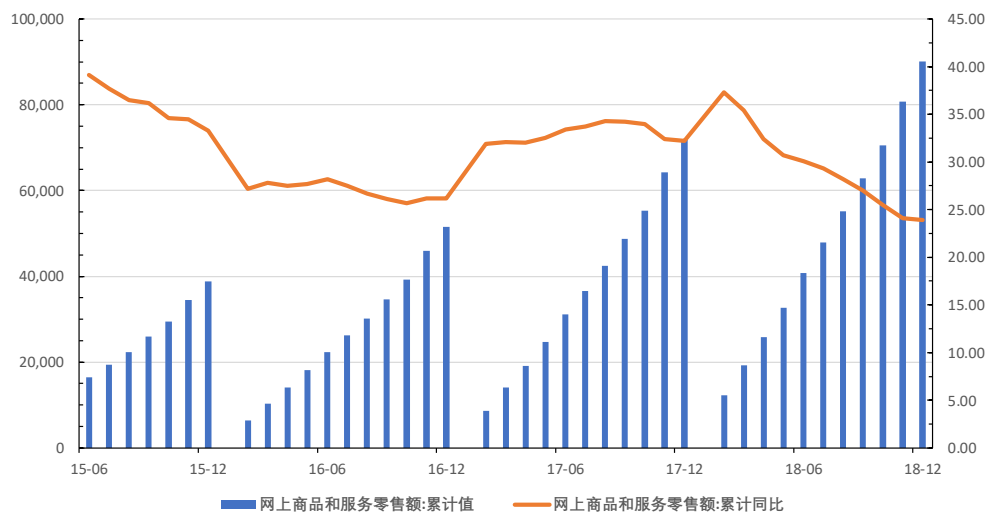
近年来我国网络零售业态度过了最初的爆发式增长阶段，增速有所放缓，但仍处于较高水平，电商企业之间的竞争从增量扩张转为存量开发，发展质量、服务水平和购物体验全面提高。2015—2017年，我国网上零售额分别为38,773.00亿元、51,556.00亿元和71,751.00亿元，增速分

别为 33.30%、26.20%和 32.20%，2017 年增速上升 6.00 个百分点。其中，2017 年实物商品网上零售额 54,806.00 亿元，同比增长 30.66%，增速较上年提高了 1.30 个百分点；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重达 15.00%，较上年扩大 2.40 个百分点。

2018 年，全国网上零售额 90,065.00 亿元，同比增长 23.90%，增速较上年同期下降 8.30 个百分点；实物商品网上零售额 70,198.20 亿元，同比增长 25.40%，增速低于上年同期水平，占社会消费品零售总额的比重达 18.43%。电商对实体零售业的冲击仍在持续。

2018 年，我国网上零售额占社会消费品零售总额的比例为 18.43%，较上年下降 1.16 个百分点，渗透率已较为饱和并呈小幅下降。与其他国家相比，根据美国商务部数据，2018 年美国电商销售额占总零售额的 11.20%；根据日本产业省数据，2018 年日本电商渗透率为 5.24%。我国电商发展水平超过美、日等发达国家，新技术、新业态不断涌现。随着线上零售逐渐饱和，我国电商也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来趋势。

图 4 近年来全国网上零售额增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，近年来各零售业态增速明显分化；实体零售业态中，超市销售额增速优于百货店、专业店销售额增速，但 2017 年以来，通过调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，各实体零售业态增速均明显回升；网络零售业态增速有所下降，但对实体零售业态的冲击仍在持续。

3. 行业竞争

为了应对电商的冲击，过去五年传统零售业对其线下渠道网点数量进行了快速扩张，但是盲目的渠道扩张并未产生明显的收入增长效益。当前零售行业总体过剩，整合成为发展到一定阶段的必然态势。2016 年以来，以线上线下整合为目的的零售业并购事项增多，如阿里巴巴收购在线零售商 Lazada、入股线下零售三江购物和联华超市，沃尔玛入股京东等。此外，中小零售企业被并购整合的速度加快，行业集中度不断提升。

总体看，零售行业市场集中度处于较低水平，近年来行业并购整合步伐加快，线上线下深度融合，中小企业陆续被并购，市场集中度有所上升，但市场竞争仍较为激烈。

4. 行业政策

近年来，我国社会零售总额增速放缓，各业态分化明显，经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓，并购重组加剧，互联网电商规模及占比逐年增大。2016年3月，财政部、海关总署、国家税务总局联合发文对跨境电子商务零售企业进行政策调整，取消了50元免征额，所有跨境电商包裹都需按照价格征税。此外，政府下发多项指导意见，推动物流业转型升级，鼓励零售行业发展新业态、新模式。2018年12月22日，国务院印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，个税改革新增6项专项附加扣除，该项目于2019年1月1日起施行。个税改革将释放居民购买力，能够有效提振消费行业。

总体看，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。同时，个税的改革将会促进居民购买力从而提振零售行业。

5. 行业关注

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2017年中国网络零售市场交易规模达7.18万亿元，较2016年增长39.17%。2018年中国网上零售额为9.01亿元，比上年增长23.9%；其中，实物商品网上零售额7.02万亿元，同比增长25.4%。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展O2O的多渠道经营探索。

6. 未来发展

（1）满足消费者全渠道需求

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力比任何时候都强。

从零售商角度看，实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地在线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

（2）大数据成为核心竞争力

大数据分析将在零售业务的关键领域扮演重要角色，如帮助构建智慧的消费体验、智慧的商品和供应链管理，以及智慧的运营。过去零售商之间的竞争集中在后台，更重视后端供应链的优化，如补货速度、货架有货率、仓储布局和优化等。在大数据时代，零售商之间的竞争将从后台移向前台，重点通过大数据分析和前后台协同来满足消费者的个性化需求。比如，通过追踪消费者习惯和变化，在消费者决定购买之前对其行为进行判断和预测，将消费者的需求通过零售商传递给供应商，提供个性化的产品、服务和营销手段。

（3）跨行业协作的业务模式创新

近年来，跨行业协作，特别是社交化协作业务模式的兴起，将使价值生态主要参与者的角色作用和游戏规则发生转变：企业由控制并实施价值交付向搭建环境、协同各方完成价值交付的组织者转化；个人消费者由被动接受者向主动参与者转化，价值交付控制权向消费者转移；企业员工由基于组织和职责工作向基于兴趣和专长进行工作和协作转化；企业供应商由上下游供应商关

系向协作共赢的合作伙伴转化。通过产业社交化协同，包括零售行业在内的各个主要行业都将出现组织者，并与协同合作企业一道从价值链向共赢的价值平台转化，创造更多的市场机会。

总体看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，零售业将在满足消费者全渠道需求、大数据分析以及跨行业协作的业务模式创新等方面获得良好的发展。

7. 北京区域经济及社会消费需求分析

公司零售业态门店全部位于北京市，北京市的经济发展与社会消费需求作为公司业务发展的外部环境对其经营稳定性具有一定影响。

2018年北京市全年实现地区生产总值30,320亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%。其中，第一产业增加值118.7亿元，同比下降2.3%；第二产业增加值5,647.7亿元，同比增长4.2%；第三产业增加值24,553.6亿元，同比增长7.3%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为14万元。

2018年，北京市全年实现市场总消费额25,405亿元，同比增长7.4%（增速同比下降1.1个百分点）。其中，实现服务性消费额13,658.2亿元，同比增长11.8%；实现社会消费品零售总额11,747.7亿元，同比增长2.7%（较上年下降2.5个百分点），其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额2,632.9亿元，同比增长10.3%，占社会消费品零售总额的22.4%。2018年，北京市批发和零售业实现商品购进额63,982.6亿元，同比增长10.6%（增速同比下降8.8个百分点）；销售额69,467.1亿元，增长10.5%（增速同比下降8.6个百分点），北京市批发零售业务购销两端增速较上年均有所下降。

总体看，北京市区域经济发展较为稳定，整体消费需求增速有所下降，同时，批发零售供需两端增速均明显放缓。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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协同优势明显。

公司的零售业务经过10余年的发展，通过将传统的副食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。截至2019年3月底，公司零售店铺总计203间，净营运面积约267,580平方米，包括172间直营店、31间特许加盟店。

批发业务方面，公司“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多个国际品牌商品北京地区的总经销（代理权）商，与覆盖全国的300余家供货厂商和北京及环渤海地区2,000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，逐步发展为国内排名前列的综合性批发分销商。

总体看，公司行业经验丰富，具有成熟的供应及分销网络，区域市场优势明显；公司多种业态共同发展的业务格局有利于其实现功能互补，在市场竞争中发挥协同效应。

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司现有董事 9 人，其中董事长 1 人；监事 6 人，其中监事会主席 1 人，职工监事 2 人；总经理 1 人，均有丰富的管理经验。

公司董事长李建文先生，1998 年至 2002 年担任京客隆商厦（京客隆商厦为北京京客隆超市连锁集团有限公司前身）副总经理；2002 年至 2004 年任北京京客隆超市连锁集团有限公司（以下简称“京客隆超市”）董事及副总经理；2004 年至 2013 年任公司董事及总经理，2013 年 6 月起，担任公司董事长，并兼任北京朝批商贸股份有限公司董事长。

公司总经理商永田先生，1991 年至 2004 年历任朝副公司门店店长、部门经理；2005 年至 2009 年，先后担任公司超市营运部经理、大卖场经理；2010 年至 2013 年，任公司总经理助理；2013 年至 2015 年，任公司副总经理；2015 年 5 月至今任公司总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司境内员工合计 6,181 名；从岗位构成来看，一线员工占 88.42%，管理人员占 8.70%，信息技术人员占 0.99%，财务人员占 1.89%；从教育程度来看，研究生学历占 0.66%，本科学历占 14.14%，大专学历占 24.03%，高中及以下学历占 61.17%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备丰富的行业管理经验；公司员工岗位构成能够满足生产经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《上市公司股东大会规范意见》以及《企业内部控制基本规范》等相关法律、法规、部门规章的原则和要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理架构。

公司设股东大会，由全体股东组成，是公司的权力机构。股东大会享有的职权主要包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬；选举和更换非由职工代表担任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准公司的年度财务预算、决算方案等。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成，其中包括执行董事 4 人（含董事长 1 人），非执行董事 2 人，独立非执行董事 3 人；董事由股东大会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。公司董事长由董事会以全体董事过半数选举产生。公司董事会行使决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职能。

公司设监事会，由 4 名股东代表和 2 名公司职工代表组成，股东代表由股东大会选举及罢免，职工代表由公司职工民主选举和罢免，设监事会主席 1 人。公司监事会行使检查公司财务；对公司董事、总经理和其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘，根据经营情况设副总经理若干名，财务负责人 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

总体看，公司法人治理结构完善，运行情况较好。

2. 管理体制

公司下设集团办公室、人力资源部、财务部、工程设备部、证券法务部、数据分析中心、电子商务中心等职能部门；同时在商品采购、财务管理、对外担保、投资融资等方面建立了健全的内部管理制度。

采购方面，公司设有采购中心、配送中心、结算中心、信息中心等，形成了“统一采购、统一配送、统一定价、统一核算、统一结算，统一宣传、统一营销策划”的连锁经营机制。公司在扩大经营规模的同时重视内部管理的提升，通过加强中央采购功能、提升物流配送功能以及店铺营运管理的规范化和标准化，严格成本控制和预算管理，提高公司盈利。在选择供应商方面，公司制定了《供应商测评标准》，从产品质量、价格优势及供货能力等重要方面对各供应商进行测评，最终选择合格供应商。

财务管理方面，公司实行“统一会计核算、统一纳税、统一财务管理”的财务制度。资金管理实行“收支两条线”，销售货款进行日结算，统计后缴公司账户统一核算；对资金支出实行预算管理，各门店资金使用必须履行相应的审批程序。公司通过对下属子公司委派财务人员实现对子公司的有效管理。现金管理方面，由于零售业以现金为主，严格的现金控制对公司的营运有非常重要的作用，公司对所有零售门店的现金管理采用严格的内部控制措施，包括公司管理信息系统记录的所有销售数据，公司财务部每日进行销售单据与信息系统记录对帐；门店每日将产生的现金存入银行；公司通过为大卖场及综合超市安装监察摄影机，监督出纳柜附近的活动，确保现金安全。

对外担保方面，公司对下属子公司或集团外公司提供担保责任之前，须经公司董事会表决通过，具体担保合同文本均须经公司证券法务部审阅，最终由公司法定代表人签字、盖章生效。

投融资方面，公司重大投融资实行专业管理和逐级审批制度，根据《公司章程》的有关规定经董事会或股东大会审议批准，公司董事会对属于其决议范围内的投资项目进行审议，对于还需公司股东大会审批的，公司董事会依法召集股东大会对投资项目予以审议。具体合同文本均须经公司证券法务部审阅，最终由公司法定代表人签字、盖章生效。公司对外重大投融资严格按照《公司法》及其他有关法律、法规及公司章程等的规定履行信息披露义务。

总体看，公司法人治理结构完善、内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以商业零售和商业批发为核心，涵盖大卖场、综合超市、便利店和社区服务中心等多种经营业态，业务主要集中于北京。2016—2018年，公司主营业务收入占比均在90%左右，公司主营业务十分突出，其中，零售和批发（系以物流为支撑，从事商品批发、仓储配送等服务）业务为公司主要收入来源。2016—2018年，公司业务规模较为稳定；2018年，公司实现营业收入116.50亿元，同比小幅减少2.55%；实现营业利润1.06亿元，同比减少15.35%，主要系期间费用同比增长以及当期产生部分应收类坏账损失和公允价值变动损失（因购销股票、基金导致）所致；实现净利润1.06亿元，同比增长12.16%，主要系营业外收入增长所致（被征收房屋停产停业损失补偿、搬迁补偿及奖励补偿、疏解整治安全生产环境升级补贴、房屋拆迁违约补偿等）。

表 2 2016—2018 年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
零售业务	44.70	41.21	16.67	45.13	41.84	16.95	42.51	40.70	17.05
批发业务	63.31	58.37	9.53	62.27	57.73	12.22	61.58	58.95	12.66
其他业务	0.46	0.42	10.46	0.46	0.43	19.20	0.37	0.35	27.26
合计	108.47	100.00	12.48	107.86	100.00	14.23	104.46	100.00	14.50

资料来源：公司年报

注：尾数存在差异，系四舍五入所致

从主营业务构成看，2016—2018 年，公司零售业务收入小幅波动，2017 年，公司围绕“商品+服务”转型升级，推动线上线下融合发展，电商冲击影响减缓，零售业务规模企稳回升至 45.13 亿元；2018 年，受政府拆迁以及门店布局调整影响（全年关闭 12 间门店，装改 11 间门店），公司零售业务同比减少 5.81%至 42.51 亿元，收入占比为 40.70%。2016—2018 年，随着公司对电商客户所售产品结构进行调整以及终止部分市场空间小、利润空间低的品牌合作，批发业务规模逐年小幅下降；2018 年，公司批发业务实现收入 61.58 亿元，同比小幅减少 1.11%，收入占比为 58.95%。公司其他业务板块主要包括设备、酒店以及学校等收入，规模不大，对收入贡献有限。

从毛利率水平看，2016—2018 年，公司零售业务毛利率相对稳定，2018 年小幅提高至 17.05%。2016—2018 年，公司批发业务毛利率逐年提高，2017 年，受益于优化产品结构，同时提高管理效率，调整营销策略，公司批发业务毛利率同比提高 2.69 个百分点至 12.22%；2018 年，公司批发业务毛利率为 12.66%，同比变动不大。受以上因素综合影响，2016—2018 年，公司主营业务综合毛利率逐年提高，2018 年为 14.50%，较上年提高 0.27 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.11 亿，同比减少 2.91%，主要系门店调整影响所致；实现净利润 0.35 亿元，同比减少 11.17%。

总体看，近年来，公司整体经营稳健，收入规模相对稳定，毛利率逐年小幅提升；2019 年一季度，受门店调整影响，公司收入及利润同比有所下降。

2. 零售业务

（1）整体运营

公司零售业务开展以直营店为主，加盟店为辅（其经营收入仅为收取的加盟费），业态包括大卖场、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 18 个区县；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期 15~20 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。

近年来，为应对电商平台对消费市场的冲击，公司积极顺应消费者消费需求和习惯的变化，围绕“商品+服务”进行转型升级，根据店铺所处位置及所服务消费群体的特点等因素，超市业态向多业态扩展，推进小型社区生鲜店、生鲜加强型超市等业态的拓展，从商品品类结构、品质与价格管理、物流配送等方面入手，满足不同消费群体购物需求；同时公司不断完善自有购物 APP 及三方平台业务，扩大线上商品覆盖范围，提升线上消费者购物体验，增强消费黏性。

2016 年，公司完成 13 间店铺的装修改造工作，新开零售店铺 6 间；关闭综合超市 6 间、直营便利店 2 间、加盟便利店 11 间。2017 年，为满足社区居民对日常生活必需品日趋增长的便利性需求，公司重点开展旗下子品牌“京捷”生鲜便利店及“爱家”便利店的拓展，全年完成了 10 间便利店的装修改造工作，同时新开便利店 13 间（含 5 间直营便利店及 8 间加盟便利店）；

另外，因租约到期、关闭亏损店铺及拆迁等原因，关闭了 1 间大卖场，5 间综合超市，11 间直营便利店及 24 间加盟便利店。2018 年，公司按照新的门店布局规划、陈列标准以及管理标准，先后对 3 间综合超市和 8 间便利店进行了改造升级；其中，京客隆西坝河店、天竺店作为生鲜加强型超市首次推出；同时，公司继续推动“京捷”、“爱家”社区生鲜便利店发展，全年新开便利店 15 间（含 12 间直营便利店及 3 间加盟便利店）；因租约到期、关闭亏损店铺、经营策略调整及拆迁等原因，关闭了 2 间综合超市，10 间直营便利店及 17 间加盟便利店。

2019 年 1—3 月，公司新开直营便利店 3 间，关闭了 1 间百货商场及 5 间便利店（其中，2 间直营便利店，3 间加盟便利店）。截至 2019 年 3 月底，公司零售店铺总计 203 间，净营运面积约 267,580 平方米，包括 172 间直营店、31 间特许加盟店，以直营店铺为主。

表3 截至2019年3月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
零售门店数目（个）					
—直营店	1	11	59	101	172
—特许加盟店	--	--	1	30	31
合计	1	11	60	131	203
净营运面积（平方米）					
—直营店	27,800	78,817	133,036	18,974	258,627
—特许加盟店	--	--	880	8,073	8,953
合计	27,800	78,817	133,916	27,047	267,580

资料来源：公司提供

近年来，公司持续加强商品经营，不断优化商品结构，聚焦单品核心竞争力，对重点大类进行选品分析，加快商品迭代；增加定制、买断及自有品牌商品经营；同时积极探索营销创新，丰富促销形式及促销活动。2016—2018 年，公司零售业务规模小幅波动，分别实现收入 44.70 亿元、45.13 亿元和 42.51 亿元；2018 年，受门店调整影响，零售业务收入同比小幅减少 5.81%，同店销售同比减少 0.44%。

2016—2018 年，公司零售业务以直营店的收入为主，其中大卖场、综合超市及便利店为主要收入来源，在零售业务收入占比均在 90%以上。2016—2017 年，公司各主要业态经营情况基本保持稳定。2018 年，受消费者消费需求及消费习惯变化影响，公司大卖场收入规模同比减少 5.50% 至 118,263 万元；门店调整导致综合超市收入同比减少 5.64% 至 266,711 万元。坪效方面，2016—2018 年，大卖场坪效相对稳定，分别为 43.66 元/平方米/天、44.65 元/平方米/天和 43.42 元/平方米/天；综合超市坪效波动提升，分别为 64.79 元/平方米/天、64.47 元/平方米/天和 67.97 元/平方米/天；受益于公司对传统便利店的升级改造以及加大对旗下子品牌“京捷”生鲜便利店及“爱家”便利店市场拓展，公司便利店收入规模及坪效持续提高，分别为 56.04 元/平方米/天、62.07 元/平方米/天和 65.07 元/平方米/天。

表4 2016—2018年公司零售业务收入情况（单位：万元，%，元/平方米/天）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	坪效	收入	占比	坪效	收入	占比	坪效
大卖场	123,171	27.55	43.66	125,144	27.73	44.65	118,263	27.82	43.42
综合超市	281,920	63.07	64.79	282,642	62.62	64.47	266,711	62.74	67.97
便利店	32,145	7.19	56.04	34,929	7.74	62.07	36,313	8.54	65.07

百货商场	4,153	0.93	--	4,147	0.92	--	3,833	0.90	--
其他	5,638	1.26	--	4,464	0.99	--	--	--	--
合计	447,027	100.00	--	451,326	100.00	--	425,120	100.00	--

资料来源：公司年报

注：坪效=平均每平方米每天销售额

总体看，近年来，公司积极调整门店经营策略，持续加强商品经营，电商冲击影响减缓，综合超市和便利店坪效呈上升态势；2018年，门店布局调整导致综合超市收入规模有所下降，拉低了整体零售业务规模；同时，公司门店调整频繁，新开门店数量较多，存在一定的商业培育风险。

（2）采购及营销模式

采购模式

采购是零售业务经营的重要环节，对企业的运营成本有较大的影响。公司对各门店销售的商品采购均进行统一管理。采购中心负责公司商品的统一采购工作，采购中心通过信息搜集及时制定和调整进货计划，确保门店经营的正常需求。采购中心将公司订货信息通过信息系统传送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，该模式下的供应商规模通常较大或是具备健全配送体系。日配供应商和协配供应商的配送末端位于门店，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以60天为主。

营销模式

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。近年来公司的促销形式开始向多层次、多样化转变，积极策划各种形式的主题营销活动。公司已开始尝试由商品营销向活动营销转变，充分利用外部促销资源，推出了包括“银行卡购物返优惠”“购物满额订报优惠”等活动，丰富了营销内涵。

同时，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。

公司设立电子商务中心，负责电子商务运营、微信营销规划管理与运营实施和移动端营销规划管理与运营实施等。公司正在发展公司电子商务与微信支付平台，同时将结合公司现有便利店资源进行线上线下协同发展，以进一步完善公司运营体系。

2018年，公司全面改版自有在线购物APP（京客隆）；利用线上平台+前置仓配送模式，提升

门店作业效率；丰富在线商品覆盖范围，以生鲜商品优势吸引线上顾客，扩大销售；引进多家社会物流，降低配送成本；加大线上专享商品促销力度，提升订单量，在线销售比重持续增加。同时，公司陆续上线京东到家、美团外卖和饿了么三家第三方外卖平台，提供更加便捷的 1 小时送达购物体验，增加了新的销售渠道，带动店铺销售和客流回升；该业务产生的订单需向上述 4 个平台支付手续费，每个平台费率不同，结算周期为 T+1。

总体看，公司采购管理较为科学合理；精细化的营销方式、全渠道销售模式的不断完善以及物流配送专业化能力的提升，有助于公司保持商品市场竞争力。

3. 批发业务

公司批发业务由北京朝批商贸股份有限公司（以下简称“朝批商贸”）及其子公司运营，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，主要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—2018 年，随着公司对电商客户所售产品结构进行调整以及终止部分市场空间小、利润空间低的品牌合作，批发业务规模逐年小幅下降；2018 年，公司批发业务实现收入 61.58 亿元，同比小幅减少 1.11%。

朝批商贸的物流配送中心共有 8 个库房，其中 7 个位于北京地区，1 个位于天津地区，总面积达到 220,000 平方米；拥有标准储位 168,000 个，可存储 800 万标准箱商品；以自有及租赁形式拥有 300 余辆北京市政府认定的绿色环保运输车，能够满足客户的各项需求。截至 2019 年 3 月底，朝批商贸已在天津、青岛、石家庄、太原、唐山、济南、廊坊、大同、上海及香港设立了附属子公司；随着华北、华东及环渤海经济圈批发分销网络的构建，朝批商贸形成了以北京市场为核心，并通过外地子公司辐射天津、青岛、石家庄、太原、唐山、济南、廊坊、大同及香港等城市及附近区域的规模化发展格局。

上游采购方面，朝批商贸拥有 600 多个品牌代理权，涉及 2 万多个品种，与覆盖全国的 500 多个著名生产企业建立合作关系，其中 70 多个厂家的商品是北京地区的总经销、总代理或最大分销商；主要经销品牌有五粮液、茅台、德芙、雀巢、乐天、李锦记、娃哈哈、露露、金龙鱼、鲁花、上海家化、联合利华等。朝批商贸不断拓展业务空间，提高企业品牌活力，积极维护现有品牌尤其是茅台、五粮液等重点品牌，不断完善分销网络，提高了市场占有率。朝批商贸有 80% 的供应商需要在全额预付货款后才能发货，从付款到收到货物有 45~60 天的时间。朝批商贸大部分情况下通过现金支付，以承兑汇票方式结算的情况占 20~30%。

下游客户方面，朝批商贸批发代理的商品除供应京客隆直营店、特许加盟店铺外，还与北京及周边地区 2 万多家零售门店紧密合作，建立了通畅的销售渠道。2018 年朝批商贸前五大客户分别为北京京东世纪贸易有限公司、北京物美综合超市有限公司、上海天翌电子商务有限公司、唯品会和北京永辉超市有限公司，收入合计 33.80 亿元，占当年批发收入的 54.89%。朝批商贸和下游客户采用现金结算，公司批发业务一般给予客户 90 天的账期，主要合作伙伴可适当延长。对于水奶制品、食品、副食品等日配商品，账期较短，在 45 天左右；对于其他商品账期较长，基本上在 2~3 个月。近年随着公司提质增效，应收账款周转率不断提高。

总体看，近年来，公司批发业务模式成熟，区域市场稳定，具备丰富的上游合作品牌、完善的营销网络和完备的物流配送能力；由于产品结构及营销策略调整，公司批发业务收入逐年小幅下降；受结算方式影响，存在一定资金占用。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司流动资产周转率逐年提高，分别为 2.00 次、2.12 次和 2.18 次；存货周转率逐年小幅下降，分别为 5.76 次、5.27 次和 5.17 次；总资产周转率逐年提升，分别为 1.42 次、1.49 次和 1.51 次。从同行业比较来看，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率指标均处于行业中上水平，经营效率较高。

表5 2018年主要零售行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
002251.SZ	步步高	6.60	3.25	1.00
603708.SH	家家悦	7.83	2.97	1.90
002697.SZ	红旗连锁	4.98	2.82	1.59
0814.HK	京客隆	5.17	2.17	1.51

资料来源：Wind

注：为了便于比较，本表数据均引自Wind

总体看，公司经营效率较高。

5. 经营关注

（1）经济周期波动导致的经营风险

公司的主营业务为商品零售及批发业务，与国民经济发展相关，具有一定的顺周期性特征。近年来国内宏观经济下行压力增大，居民财务杠杆加大，消费信心不足，对零售批发行业整体市场需求产生一定影响。

（2）区域市场集中风险

公司主营业务收入主要来源于北京地区，存在区域市场集中风险。若北京地区市场环境恶化或市场竞争进一步加剧，将对公司业务经营产生重要影响。

（3）新开门店的商业培育风险

近年来，公司门店调整频繁，但多数新开门店需要一定时间的商业培育，前期投入较大，且最终能否达到盈利状态，还与市场潜力、周边环境、顾客认可度等多种因素有关，存在一定的商业培育风险。

6. 未来发展

未来，公司将积极运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的采购、营销、物流配送过程进行升级改造，通过线上线下融合发展探索企业的转型升级。

（1）加快社区生鲜店建设

随着北京非首都功能的疏解，社区居民就近购买新鲜、安全、实惠的生鲜产品的需求日益提高，公司把握机遇，加快业态升级，加快传统便利店的转型，通过社区生鲜店的定位，加大生鲜商品占比，不断增加定量装商品，满足消费者便利性生活需求；不断提高生鲜经营能力，在满足消费者购买新鲜、安全、价格实惠的生鲜商品的需求基础上进一步满足在家烹饪美食的需求。

（2）利用移动互联网技术，线上线下融合发展

线上方面，公司将不断优化完善“京客隆 APP”，提升管理功能、经营促销能力、用户体验，增强顾客粘性；继续借力第三方平台，搭载更多的社会物流，为顾客提供更加便捷的 1 小时送达购物体验；公司将利用实体店铺资源，不断进行业态调整与商品结构调整，拓展便民增值服务，

加强生鲜经营，为顾客提供各种健康、绿色、功能性商品，通过线上线下引流互动，实现线上线下融合发展。

总体看，公司未来发展思路明确，发展战略制定合理。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016—2018年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2019年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制，同时，公司还按照《香港公司条例》和《香港联合交易所有限公司证券上市规则》的要求披露有关财务信息。

合并范围变化方面，2016年，公司新设立子公司2家；2017年，公司新设立子公司3家；2018年，公司合并范围无变化；2019年1—3月，公司合并范围无变化。截至2019年3月底，公司纳入合并范围子公司39家。考虑到公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性仍属较强。

截至2018年底，公司合并资产总额76.88亿元，负债合计55.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计21.77亿元，其中归属于母公司所有者权益17.08亿元。2018年，公司实现营业收入116.50亿元，净利润（含少数股东损益）1.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.63亿元；经营活动产生的现金流量净额7.61亿元，现金及现金等价物净增加额为0.85亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额84.13亿元，负债合计62.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计22.12亿元，其中归属于母公司所有者权益17.33亿元。2019年1—3月，公司实现营业收入33.11亿元，净利润（含少数股东损益）0.35亿元，其中归属于母公司的净利润0.25亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.56亿元，现金及现金等价物净增加额-3.00亿元。

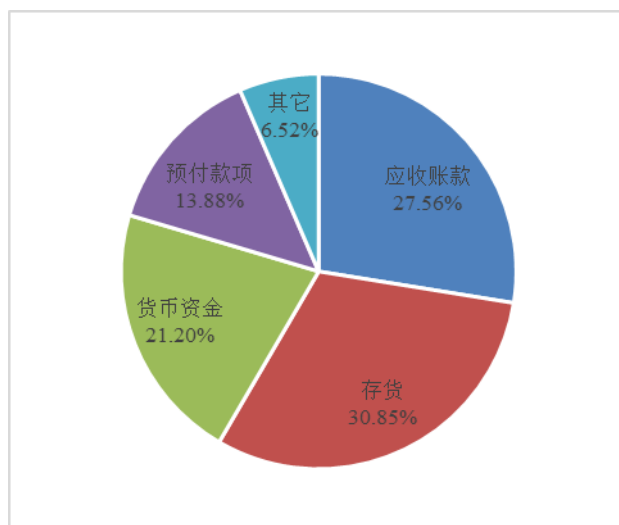
2. 资产概况

2016—2018年，公司资产总额逐年减少，年均复合减少4.23%。截至2017年底，公司资产总额77.00亿元，较年初减少8.14%，主要系流动资产减少所致。截至2018年底，公司资产总额76.88亿元，较年初变化不大；其中流动资产占比70.37%，非流动资产占比29.63%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产波动减少，年均复合减少5.13%。截至2017年底，公司流动资产为52.67亿元，较年初减少12.39%，主要系应收账款和预付款项减少所致。截至2018年底，公司流动资产为54.10亿元，较年初略有增长；以货币资金（占比21.20%）、应收账款（占比27.56%）、预付款项（占比13.88%）和存货（占比30.85%）为主。

图5 截至2018年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2016—2018年，随着销售资金回笼增长以及对外投资规模下降，公司货币资金逐年增长，年均复合增长16.51%。截至2018年底，公司货币资金11.47亿元，较年初增长7.37%；公司货币资金以银行存款（占比87.24%）为主，其中受限资金1.33亿元（票据保证金），占比11.57%，受限比例一般。

2016—2018年，公司应收账款波动减少，年均复合减少6.15%。截至2017年底，公司应收账款13.59亿元，较年初减少19.69%，主要系2018年春节较上年推迟，年底备货、发货推迟于2018年初开展，同时受时点数结算波动共同影响所致。截至2018年底，公司应收账款14.91亿元，较年初增长9.67%，主要系销售商品结构调整，高附加值的酒类商品销售规模增长所致；公司应收账款主要为批发业务对各大商品零售企业的应收账款，其中，账龄以1年内为主（占比94.83%），累计计提坏账准备0.13亿元，考虑到公司批发业务客户大多为长期合作的知名零售商，账款回收风险较低，坏账准备计提充分；公司应收账款余额前五名合计9.31亿元，占应收账款总额的61.88%，集中度较高。

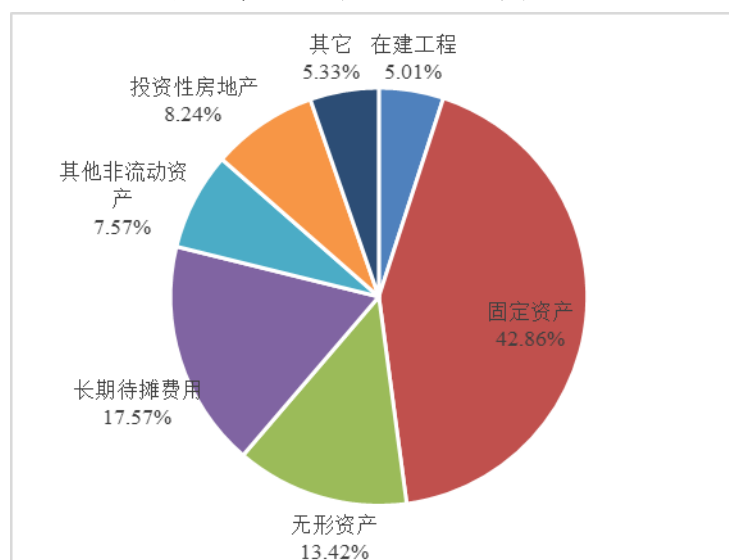
2016—2018年，公司预付款项波动减少，年均复合减少20.86%。截至2017年底，公司预付款项6.62亿元，较年初减少44.77%，主要系受2018年春节推迟影响，年底备货延后至2018年初，预付采购款较年初相应减少所致。截至2018年底，公司预付款项7.51亿元，较年初增长13.40%，主要系批发业务预付酒类货款增长所致；从账龄结构看，公司预付款项账龄全部为一年以内。

2016—2018年，公司存货波动减少，年均复合减少1.62%。截至2018年底，公司存货账面价值16.69亿元，较年初减少6.75%，主要系公司对批发业务板块商品品类及销售结构调整所致；以库存商品为主（占比98.88%），考虑到公司存货以快消品为主，跌价风险较小，公司未计提减值准备。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产波动减少，年均复合减少1.99%。截至2018年底，公司非流动资产合计22.78亿元，较年初减少6.41%，主要系固定资产和长期待摊费用减少所致；公司非流动资产以投资性房地产（占比8.24%）、固定资产（占比42.86%）、在建工程（占比5.01%）、无形资产（占比13.42%）、长期待摊费用（占比17.57%）和其他非流动资产（占比7.57%）为主。

图6 截至2018年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

公司投资性房地产按成本模式计量，2016—2018年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长18.08%。截至2017年底，公司投资性房地产合计1.96亿元，较年初增长45.89%，主要系因企业合并导致土地使用权增长所致。截至2018年底，公司投资性房地产合计1.88亿元，较年初略有下降；其中，房屋建筑物占比45.03%，土地使用权占比54.97%；累计计提折旧0.75亿元；公司投资性房地产主要分布于北京市朝阳区，存在较大的升值空间。

2016—2018年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少4.76%。截至2018年底，公司固定资产合计9.76亿元，较年初减少6.49%，主要系当年处置部分机器设备和运输设备所致；公司固定资产以房屋及建筑物（占比68.63%）和机器设备（占比24.52%）为主；累计计提折旧12.03亿元，固定资产成新率44.79%，成新率较低。

2016—2018年，公司在建工程小幅波动增长，年均复合增长2.38%。截至2018年底，公司在建工程1.14亿元，较年初变化不大；其中，以双桥工程（占比44.00%，工程进度46.09%）和平方工程（占比38.33%，工程进度59.41%）为主。

2016—2018年，公司无形资产波动增长，年均复合增长24.67%。截至2017年底，公司无形资产3.18亿元，较年初增长61.79%，主要系土地使用权增长所致。截至2018年底，公司无形资产3.06亿元，较年初变化不大；主要为土地使用权（占比86.41%），累计摊销1.06亿元。

公司长期待摊费用主要为经营租入固定资产改良支出和房租。2016—2018年，随着费用持续摊销，公司长期待摊费用逐年减少，年均复合减少13.20%。截至2018年底，公司长期待摊费用合计4.00亿元，较年初减少14.12%。

2016—2018年，公司其他非流动资产逐年小幅减少，年均复合减少3.37%。截至2018年底，公司其他非流动资产合计1.73亿元，较年初变动不大，主要为对北京首联商业集团有限公司的资金拆借（占比78.60%），还款日为2020年12月31日，按年利率4.64%计息。

截至2018年底，公司受限资产账面价值合计5.40亿元，占资产总额的7.03%，受限规模不大。

截至2019年3月底，公司资产总额84.13亿元，较年初增长9.43%，主要系公司自2019年1月1日开始执行新租赁准则，公司作为承租人签订的租赁合同计算确认使用权资产和租赁负债，受此影响，公司其他非流动资产较年初增长662.59%至13.16亿元所致（其中使用权资产11.44亿

元)；其中，流动资产占比 59.79%，非流动资产占比 40.21%（较年初提高 10.58 个百分点）。

总体看，近年来，公司资产规模呈下降趋势，以流动资产为主，投资性房地产以成本计量，升值空间较大，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

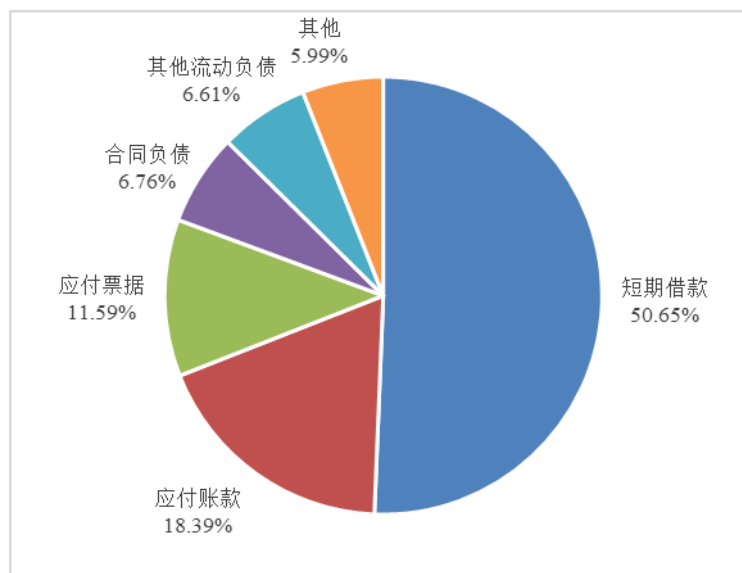
(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年减少，年均复合减少 6.21%。截至 2017 年底，公司负债合计 55.49 亿元，较年初减少 11.42%，主要系非流动负债减少所致。截至 2018 年底，公司负债合计 55.11 亿元，较年初变化不大；其中流动负债占比 98.80%，非流动负债占比 1.20%，以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债较为稳定，年均复合减少 0.17%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 54.45 亿元，较年初变化不大，以短期借款（占比 50.65%）、合同负债（占比 6.76%）、应付票据（占比 11.59%）、应付账款（占比 18.39%）和其他流动负债（占比 6.61%）为主。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 17.24%。截至 2017 年底，公司短期借款 27.16 亿元，较年初增加 35.39%，主要系为满足短期营运资金所需，融资规模有所扩大所致。截至 2018 年底，公司短期借款 27.58 亿元，较年初变动不大；其中，应收账款保理借款占比 5.64%，保证借款占比 62.36%，信用借款占比 32.00%。

公司自 2018 年 1 月 1 日起开始执行新收入准则，按照新收入准则相关规定，将满足合同负债确认条件的预收款项分类至合同负债核算并列报，与之相关的 2017 年度财务报表项目不予调整。截至 2018 年底，公司合同负债 3.68 亿元，全部为预收货款。

2016—2018 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 2.69%，主要系公司对茅台和五粮液供应商所开具银行承兑票据波动所致（上述供应商当年会根据自身情况要求企业开具票据或现金支出，2017 年公司对茅台、五粮液等供应商现金支付比例较大，2018 年票据支付比例较大）。截至 2017 年底，公司应付票据 2.65 亿元，较年初减少 55.76%。截至 2018 年底，公司应付票据 6.31

亿元，较年初增长 138.36%，账龄均在 1 年以内。

2016—2018 年，公司应付账款逐年减少，年均复合减少 9.56%。截至 2017 年底，公司应付账款 10.71 亿元，较年初减少 12.55%，主要系年底备货推迟于 2018 年初开展以及时点数结算波动共同影响所致。截至 2018 年底，公司应付账款 10.01 亿元，较年初减少 6.46%，主要系部分门店关闭、装修所致；公司应付账款全部为应付库存商品采购款，账龄集中在 1 年以内（占比 98.37%）。

2016—2018 年，公司其他流动负债波动减少，年均复合减少 35.51%。截至 2017 年底，公司其他流动负债 0.63 亿元，较年初减少 92.73%，主要系偿还短期融资券所致。截至 2018 年底，公司其他流动负债 3.60 亿元，较年初增长 472.18%，主要系公司于 2018 年 9 月发行 3.00 亿元短期融资券所致。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债波动减少，年均复合减少 71.27%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 0.62 亿元，较年初大幅减少 92.23%，主要系“13 京客隆”转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 0.66 亿元，较年初增长 6.25%，主要系其他非流动负债增长所致；其中，以递延收益（占比 51.90%）和其他非流动负债为主（占比 45.96%）。

2016—2018 年，公司全部债务规模波动下降，年均复合减少 1.31%。截至 2017 年底，公司全部债务共计 37.30 亿元，较年初减少 10.45%，主要系 8.13 亿元的短期融资券到期偿还以及应付票据减少所致。截至 2018 年底，公司全部债务共计 40.57 亿元，较年初增长 8.77%，主要系公司发行 3.00 亿元的短期融资券以及应付票据增长所致；公司债务全部为短期债务，债务结构有待优化。

2016—2018 年，公司资产负债率逐年下降，分别为 74.73%、72.06%和 71.68%；全部债务资本化比率波动下降，分别为 66.29%、63.42%和 65.08%，公司整体债务负担重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 62.01 亿元，较年初增长 12.52%，主要系公司自 2019 年 1 月 1 日开始执行新租赁准则，公司作为承租人签订的租赁合同计算确认使用权资产和租赁负债，受此影响，公司其他非流动负债较年初增加 11.29 亿元所致（其中租赁负债 11.58 亿）；其中，流动负债占比 80.77%；非流动负债占比 19.23%（较年初提高 18.03 个百分点）。

总体看，近年来，公司负债总额有所波动，以流动负债为主；整体债务负担重，短期偿债压力较大，债务结构有待调整。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，分别为 21.18 亿元、21.52 亿元和 21.77 亿元，年均复合增长 1.38%。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比 78.47%，少数股东权益占比 21.53%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 24.13%，资本公积占比 35.42%，盈余公积占比 8.96%，未分配利润占比 31.49%，公司少数股东权益与未分配利润合计占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 22.12 亿元，规模及结构较年初变动不大。

总体看，近年来，公司所有者权益规模逐年增长，但少数股东权益与未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入与营业成本变化不大，年均复合增长率分别为-0.98%和-2.99%。2018 年，公司实现营业收入 116.50 亿元，同比小幅减少 2.55%；实现营业利润 1.06 亿元，同比减少 15.35%，主要系期间费用增长以及当期产生部分应收类坏账损失和公允价值变动损失所致；实

现净利润 1.06 亿元，同比增长 12.16%，主要系营业外收入增长所致。

从期间费用看，2016—2018年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长7.09%。2018年，公司发生期间费用25.46亿元，较上年变动不大；其中，销售费用占比81.50%，管理费用占比11.72%，财务费用占比6.78%。2016—2018年，随着广告宣传、促销费用的开支增加以及批发业务物流配送相关的运输费用上升，公司销售费用逐年增长，年均复合增长7.63%；2018年，公司发生销售费用20.75亿元，较上年变动不大。2016—2018年，公司管理费用波动增长，年均复合增长2.75%；2018年，公司发生管理费用2.98亿元，较上年变动不大。2016—2018年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长8.66%；2018年，公司发生财务费用1.73亿元，同比增长5.65%，主要系融资规模扩大所致。2016—2018年，公司费用收入比分别为18.69%、21.01%和21.85%，公司期间费用对利润侵蚀严重。

2016—2018年，公司其他收益分别为0亿元、0.26亿元和0.28亿元，均为政府补助；营业外收入分别为0.37亿元、0.08亿元和0.60亿元，主要为与公司日常经营活动无关的政府补助以及房屋拆迁补偿；其他收益和营业外收入之和分别占当期营业利润的27.36%、22.69%和49.43%，公司非经营损益对利润影响较大。

从盈利指标来看，2016—2018年，公司营业利润率稳步上升，分别为19.59%、22.13%和22.82%；公司总资产收益率分别为3.56%、4.24%和4.43%，总资产报酬率分别为3.38%、3.87%和4.41%，净资产收益率分别为3.56%、4.44%和4.92%，均呈逐年上升态势。从同行业上市公司盈利指标对比看，公司净资产收益率、总资产报酬率和销售毛利率均处于行业中下水平，盈利能力有待提升。

表6 2018年主要零售行业上市公司盈利指标（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
002251.SZ	步步高	2.27	2.23	23.03
603708.SH	家家悦	16.53	6.40	21.77
002697.SZ	红旗连锁	13.09	7.98	29.36
0814.HK	北京京客隆	3.75	4.41	22.92

资料来源：Wind

注：为了便于比较，本表数据均引自Wind

2019年1—3月，公司实现收入30.42亿元，同比减少2.50%，主要系门店调整影响所致；实现净利润0.35亿元，同比减少11.20%。

总体看，近年来，公司收入规模相对稳定，费用控制能力较弱，期间费用对利润侵蚀严重，非经营损益对利润影响较大，整体盈利能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动现金流入较为稳定，分别为139.83亿元、137.86亿元和138.07亿元，年均复合减少0.63%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，分别占比98.09%、98.12%和97.73%；公司经营活动现金流出分别为133.94亿元、131.47亿元和130.46亿元，年均复合减少1.31%。综上，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为5.89亿元、6.39亿元和7.61亿元，年均复合增长13.68%。从收入实现质量来看，2016—2018年，公司现金收入比分别为115.44%、113.15%和115.83%，公司收入实现质量处于较高水平。

从投资活动来看，公司投资活动主要是理财产品的购买和赎回。2016—2018年，公司投资活

动现金流入分别为22.55亿元、22.57亿元和9.08亿元，波动减少，年均复合减少36.55%；公司投资活动现金流出分别为25.69亿元、22.54亿元和9.30亿元，逐年减少，年均复合减少39.84%。综上，2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.14亿元、0.04亿元和-0.22亿元。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流入分别为64.31亿元、54.32亿元和85.45亿元，波动增长，年均复合增长15.27%，主要为取得借款所收到的现金；公司筹资活动产生的现金流出分别为66.68亿元、57.59亿元和92.00亿元，波动增长，年均复合增长17.46%，主要为偿还债务支付的现金。2018年，由于公司收到并偿还朝阳国资给予公司的营运周转资金，公司筹资活动现金流入和筹资活动现金流出分别同比增长57.29%和59.75%。综上，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.37亿元、-3.27亿元和-6.55亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额-2.56亿元；投资活动产生的现金流量净额0.04亿元；筹资活动现金流量净额-0.48亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况保持良好，收入实现质量较高；投资活动主要系理财产品的购买和赎回，基本可被经营活动净现金流覆盖；但考虑到公司短期债务规模较大，公司仍有一定外部筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率波动下降，分别为1.10倍、0.96倍和0.99倍；速动比率波动下降，分别为0.78倍、0.63倍和0.69倍；现金短期债务比波动上升，分别为0.25倍、0.29倍和0.28倍；经营现金流动负债比率持续提升，分别为10.78%、11.65%和13.98%，公司现金类资产及经营活动现金流对流动负债的覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为5.01亿元、5.38亿元和5.55亿元，逐年增长，年均复合增长5.21%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致；2018年，公司EBITDA较上年变动不大，主要由折旧（占比20.70%）、计入财务费用的利息支出（占比29.19%）、利润总额（占比32.00%）和摊销（占比18.10%）构成。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为3.36倍、3.30倍和3.42倍，公司EBITDA对利息保障程度尚可；公司EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.14倍和0.14倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司无对外担保和重大诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010500137320X），截至2019年6月17日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年3月底，公司已获授信总额为56.94亿元，其中尚未使用额度为21.75亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为港股上市公司，具备直接融资渠道。

总体看，公司短、长期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司股东背景强、区域竞争优势明显、经营业绩较稳定以及过往债务履约情况良好等因素，公司偿债能力很强。

八、公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2018年底，公司全部债务40.57亿元，本期拟发行债券规模不超过8.00亿元（含），相对于公司目前的债务规模，本期债券发行对公司债务结构影响较大。

以 2018 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 8.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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率分别为 74.35%、69.05%和 26.87%，分别较发行前上升 2.67 个百分点、3.97 个百分点和 26.87 个百分点，公司债务负担进一步加重。考虑到募集资金将部分用于调整债务结构，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 5.55 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 0.69 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2018 年公司经营活动产生的现金流入 138.07 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 17.26 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高；2018 年公司经营活动净现金流为 7.61 亿元，为本期公司债券发行额度（8.00 亿元）的 0.95 倍，公司经营活动净现金流对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在区域市场较高的品牌知名度、稳健的经营状况、良好的经营活动现金流，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由朝阳国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，针对本期担保事宜，公司与朝阳国资签署了《担保协议书》，朝阳国资出具了《担保函》。担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他依法应支付的费用。

朝阳国资承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）担保人主体概况

朝阳国资系根据2009年5月27日朝阳区常委会和区长办公会《关于组建北京市朝阳区国有资本经营管理中心》的决定，由北京市朝阳区国有资产监督管理委员会出资设立的全民所有制企业，承担朝阳区城市基础设施建设投融资及相关国有资产的经营管理职能。朝阳国资系朝副公司的控股公司。截至2019年3月底，朝阳国资实收资本100.00亿元，控股股东及实际控制人均为北京市朝阳区国资委。

朝阳国资经营范围包括：投资及投资管理；资产管理；企业管理咨询；投资咨询；项目投资。

截至2018年底，朝阳国资合并资产总额1,073.17亿元，负债合计775.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）297.87亿元，其中归属于母公司所有者权益279.53亿元。2018年，朝阳国资实现营业收入158.00亿元，净利润（含少数股东损益）7.08亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.27亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.14亿元，现金及现金等价物净增加额66.92亿元。

截至2019年3月底，朝阳国资合并资产总额1,135.06亿元，负债合计811.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）323.86亿元，其中归属于母公司所有者权益305.27亿元。2019年1—3月，朝阳国资实现营业收入43.07亿元，净利润（含少数股东损益）1.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.85亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.06亿元，现金及现金等价物净增加额6.38亿元。

朝阳国资注册地址：北京市朝阳区朝阳公园南路1号2幢2层201内221房间；法定代表人：慕英杰。

（2）经营分析

经营概况

朝阳国资是北京市朝阳区最主要的城市基础设施投融资主体，主要从事朝阳区城市基础设施建设投融资、一级土地整理开发、园区开发及相关国有资产的经营管理等业务，同时对授权范围内的国有资产履行保值增值职能，业务涉及商业贸易、房地产、基础设施建设、酒店餐饮、旅游服务、物业管理等。2016—2018年，朝阳国资分别实现营业收入164.62亿元、153.45亿元和158.00亿元；分别实现净利润3.66亿元、5.67亿元和7.08亿元；主营业务毛利率分别为18.88%、22.11%和25.33%。

表7 2016—2018年朝阳国资主营业务收入情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业贸易	119.50	78.22	12.75	118.53	84.93	14.33	112.46	77.03	14.61
基础设施建设费用补偿	10.90	7.13	3.03	0.17	0.12	100.00	--	--	--
物业管理	8.38	5.49	64.08	8.51	6.10	61.22	4.40	3.01	44.32
房地产销售	7.24	4.74	33.01	4.57	3.27	42.89	14.75	10.10	47.19
旅游服务	3.41	2.23	97.95	4.13	2.96	97.58	4.81	3.29	98.13
酒店餐饮	2.86	1.87	74.13	3.18	2.28	75.47	3.70	2.53	78.38
其他	0.48	0.31	14.58	0.47	0.34	21.28	5.88	4.03	--
合计	152.77	100.00	18.88	139.56	100.00	22.11	146.00	100.00	25.33

资料来源：朝阳国资提供

注：表中部分合计数与分项数之和不一致，系四舍五入造成

2019年1—3月，朝阳国资实现营业收入43.07亿元，实现净利润1.09亿元。

商业贸易

朝阳国资商业贸易业务主要由朝阳国资下属北京蓝岛大厦有限责任公司（以下简称“蓝岛大厦”）、北京潘家园国际民间文化发展有限公司（以下简称“潘家园公司”）和朝副公司运营，其中该板块收入绝大部分来自朝副公司下属京客隆，具体分析见上文。

蓝岛大厦的主要经营模式为综合百货零售，经营机构以服装服饰销售为主，家用家居、食品数码产品为辅。2016—2018年，蓝岛大厦分别实现营业收入9.31亿元、9.07亿元和9.06亿元。

潘家园公司围绕古玩艺术交易、交流等文化创意产业定位，目前经营管理潘家园旧货市场，获取租金收入，并依托电商平台——潘家园网经营销售古玩艺术品。该市场占地面积4.85万平方米，是全国最大的旧货市场，共有约4,000家商户。2016年以来，根据首都非城市功能疏解的需要，潘家园公司共完成了1,200余户商户的腾退。2016—2018年，潘家园公司分别实现营业收入1.09亿元、1.08亿元和1.15亿元。

房地产销售

房地产板块包括房地产开发及保障房业务，主要由子公司北京昆泰房地产开发集团有限公司（以下简称“昆泰集团”）和北京市朝阳区城市建设综合开发公司（以下简称“朝阳综开”）运营，均具备房地产二级开发资质。其中昆泰集团主要进行商业房产开发，同时也有部分保障房项目。朝阳综开主要负责保障房开发。截至2019年3月底，朝阳国资主要在建项目为湖光壹号及北京市朝阳区酒仙桥房改带危改土地一级开发项目，总投资合计322.67亿元，已投资46.58亿元，尚需投资276.09亿元，在建项目面临较大的资金支出压力。

总体看，朝阳国资业务领域较为广泛，各下属企业经营稳健。近年来，受基础设施建设记账

模式变化影响，朝阳国资营业收入波动下降，综合毛利率逐年提高。

（3）财务分析

朝阳国资提供的 2016 年财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017 年财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2019 年一季度财务报表未经审计。朝阳国资执行财政部颁布的最新企业会计准则。

资产

2016—2018年，朝阳国资合并资产总额呈逐年增长趋势，年均复合增长23.04%。截至2018年底，朝阳国资合并资产总额1,073.17亿元，较年初增长27.40%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占50.50%，非流动资产占49.50%。

2016—2018年，朝阳国资流动资产逐年增长，年均复合增长19.43%。截至2018年底，朝阳国资流动资产542.00亿元，较年初增长30.25%，主要系货币资金和预付款项增长所致；朝阳国资流动资产主要由货币资金（占41.01%）、预付款项（占8.79%）、其他应收款（占比6.36%）、存货（占33.94%）和其他流动资产（占5.28%）构成。

2016—2018年，朝阳国资非流动资产逐年增长，年均复合增长27.08%。截至2018年底，朝阳国资非流动资产531.17亿元，较年初增长24.62%，主要系可供出售金融资产和长期应收款增长所致；朝阳国资非流动资产主要由可供出售金融资产（占17.67%）、长期应收款（占21.30%）、固定资产（占7.47%）、在建工程（占35.70%）和无形资产（占8.94%）构成。

截至2019年3月底，朝阳国资合并资产总额1,135.06亿元，较年初增长5.77%，主要系其他应收款和无形资产增长所致；其中流动资产占51.43%，非流动资产占48.57%。

负债及所有者权益

2016—2018年，朝阳国资负债总额逐年增长，年均复合增长31.02%。截至2018年底，朝阳国资负债总额775.30亿元，较年初增长32.57%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占48.20%，非流动负债占51.80%。

2016—2018年，朝阳国资流动负债逐年增长，年均复合增长19.65%。截至2018年底，朝阳国资流动负债373.73亿元，较年初增长16.25%，主要系其他应付款增长所致；朝阳国资流动负债主要由短期借款（占8.61%）、应付账款（占5.34%）、其他应付款（占45.50%）和预收款项（占32.11%）构成。

2016—2018年，朝阳国资非流动负债逐年增长，年均复合增长45.15%。截至2018年底，朝阳国资非流动负债401.58亿元，较年初增长52.49%，主要系长期借款和应付债券增加所致；主要由长期借款（占62.49%）、应付债券（占19.94%）和专项应付款（占17.20%）构成。

截至 2019 年 3 月底，朝阳国资负债总额 811.21 亿元，较年初增长 4.63%；其中流动负债占 48.86%，非流动负债占 51.14%。

2016—2018年，朝阳国资所有者权益逐年增长，年均复合增长7.61%。截至2018年底，朝阳国资所有者权益297.87亿元，较年初增长15.67%，主要系资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为93.84%，少数股东权益占比为6.16%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占35.77%、55.10%、0.20%和8.88%，所有者权益中实收资本和资本公积占比高，结构稳定性好。资本公积主要为股东朝阳区国资委的各类项目拨款。

截至2019年3月底，朝阳国资所有者权益为323.86亿元，较年初增长8.72%，主要系资本公积增长所致。权益结构较年初变动不大。

盈利及现金流

2016—2018年，朝阳国资分别实现营业收入164.62亿元、153.45亿元和158.00亿元；分别实现净利润3.66亿元、5.67亿元和7.08亿元。2019年1—3月，朝阳国资实现营业收入43.07亿元，实现净利润1.09亿元。

2016—2018年，朝阳国资经营活动现金净额分别为26.30亿元、22.58亿元和-12.14亿元；投资活动现金流量净额分别为-7.18亿元、-52.79亿元和-60.21亿元；筹资活动现金流量净额分别为60.51亿元、50.03亿元和139.27亿元。2019年1—3月，朝阳国资经营活动产生的现金流量净额为-10.06亿元，投资活动产生的现金流量净额为-9.71万元，筹资活动产生的现金流量净额为16.44亿元。

总体看，近年来，朝阳国资资产规模逐年增长，资本实力强，盈利水平稳中有升。

（4）担保效果评价

从担保效果来看，以2018年朝阳国资财务数据测算，本期债券本金（不超过8.00亿元）占朝阳国资资产总额的0.75%，占所有者权益总额的2.69%，占比很低；经营活动现金流入量对本期公司债券本金（不超过8.00亿元）的覆盖倍数为29.92倍，覆盖程度很高。

总体看，朝阳国资作为北京市朝阳区最主要的基础设施建设投融资平台，资产规模大，资本实力强，股东优势明显，其担保对本期债券信用状况具有显著的提升作用。

十、综合评价

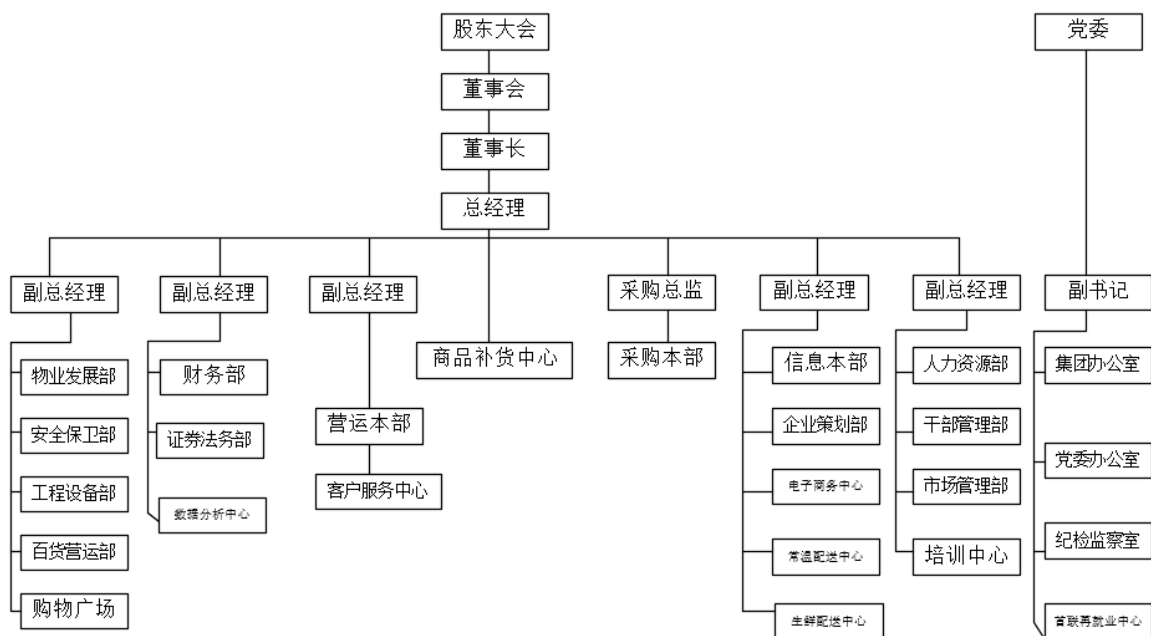
公司作为环北京地区日用消费品主要经销商，零售与批发业务一体化协同经营；公司行业经验丰富，业务模式成熟，具备成熟的上游供应及下游分销网络，具备一定区域市场竞争优势。近年来，公司业务经营稳定，经营活动现金流状态保持良好，收入实现质量较高。同时，联合评级也关注到公司主营业务区域集中度高、债务负担重且短期债务偿付压力大、期间费用对利润侵蚀严重以及非经营损益对利润贡献较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

考虑到北京市及环渤海地区经济的快速发展，居民消费能力较强，公司外部发展环境良好。未来，随着公司社区便利店的持续拓展以及零售全渠道业务的进一步推进，公司经营业绩有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由朝阳国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。朝阳国资作为北京市朝阳区最主要的基础设施建设投融资平台，资产规模大，资本实力强，其担保对本期债券信用状况具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 北京京客隆商业集团股份有限公司 组织结构图



附件2 北京京客隆商业集团股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	83.82	77.00	76.88	84.13
所有者权益（亿元）	21.18	21.52	21.77	22.12
短期债务（亿元）	34.18	37.30	40.57	--
长期债务（亿元）	7.48	0.00	0.00	--
全部债务（亿元）	41.66	37.30	40.57	--
营业收入（亿元）	118.82	119.56	116.50	33.11
净利润（亿元）	0.75	0.95	1.06	0.35
EBITDA（亿元）	5.01	5.38	5.55	--
经营性净现金流（亿元）	5.89	6.39	7.61	-2.56
流动资产周转次数(次)	2.00	2.12	2.18	--
存货周转次数（次）	5.76	5.27	5.17	--
总资产周转次数（次）	1.42	1.49	1.51	0.41
现金收入比率（%）	115.44	113.15	115.83	100.64
总资本收益率（%）	3.56	4.24	4.43	--
总资产报酬率（%）	3.38	3.87	4.41	--
净资产收益率（%）	3.56	4.44	4.92	1.60
营业利润率（%）	19.59	22.13	22.82	20.15
费用收入比（%）	18.69	21.01	21.85	18.64
资产负债率（%）	74.73	72.06	71.68	73.70
全部债务资本化比率（%）	66.29	63.42	65.08	--
长期债务资本化比率（%）	26.09	0.00	0.00	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.36	3.30	3.42	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.14	0.14	--
流动比率（倍）	1.10	0.96	0.99	1.00
速动比率（倍）	0.78	0.63	0.69	0.70
现金短期债务比（倍）	0.25	0.29	0.28	--
经营现金流动负债比率（%）	10.78	11.65	13.98	-5.11
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.63	0.67	0.69	--

注：1. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 公司其他流动负债中短期融资券已计入短期债务

附件3 北京市朝阳区国有资本经营管理中心

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	708.89	842.35	1,073.17	1,135.06
所有者权益 (亿元)	257.25	257.53	297.87	323.86
短期债务 (亿元)	83.16	51.72	50.63	--
长期债务 (亿元)	132.83	202.65	331.04	--
全部债务 (亿元)	215.99	254.36	381.67	--
营业收入 (亿元)	164.62	153.45	158.00	43.07
净利润 (亿元)	3.66	5.67	7.08	1.09
EBITDA (亿元)	14.49	13.62	19.15	--
经营性净现金流 (亿元)	26.30	22.58	-12.14	-10.06
应收账款周转次数 (次)	5.93	6.01	6.44	--
存货周转次数 (次)	1.29	0.76	0.61	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.20	0.16	0.04
现金收入比率 (%)	110.98	138.38	119.44	98.65
总资本收益率 (%)	1.82	1.93	2.17	--
总资产报酬率 (%)	1.47	1.41	1.58	--
净资产收益率 (%)	1.44	2.20	2.55	0.35
营业利润率 (%)	23.37	27.25	28.87	26.18
费用收入比 (%)	22.75	25.90	26.96	25.71
资产负债率 (%)	63.71	69.43	72.24	71.47
全部债务资本化比率 (%)	45.64	49.69	56.17	--
长期债务资本化比率 (%)	34.05	44.04	52.64	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.05	0.91	3.29	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.05	0.05	--
流动比率 (倍)	1.46	1.29	1.45	1.47
速动比率 (倍)	1.02	0.75	0.96	1.01
现金短期债务比 (倍)	1.64	3.01	4.39	6.16
经营现金流动负债比率 (%)	10.08	7.02	-3.25	-2.54

注：1. 因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期

非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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；

BB 级：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：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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京京客隆商业集团股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年北京京客隆商业集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京京客隆商业集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京京客隆商业集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京京客隆商业集团股份有限公司的相关状况，如发现北京京客隆商业集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京京客隆商业集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至北京京客隆商业集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京京客隆商业集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年八月十五日