跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1321 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CP001”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十一日

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
短期融资券跟踪评级报告

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 CP001	3 亿元	2016/2/3-2017/2/3	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 11 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.90	5.22	5.74	5.68
资产总额(亿元)	71.50	72.42	83.71	81.68
所有者权益合计(亿元)	20.76	20.95	21.10	21.48
短期债务(亿元)	19.28	23.22	34.66	32.01
全部债务(亿元)	29.05	31.61	42.12	39.47
营业收入(亿元)	104.04	108.91	115.32	35.06
利润总额(亿元)	1.43	1.33	1.13	0.58
EBITDA(亿元)	5.12	5.28	4.80	--
经营性净现金流(亿元)	3.07	4.01	0.40	6.12
营业利润率(%)	19.48	19.62	19.28	17.52
净资产收益率(%)	4.83	4.24	3.43	--
资产负债率(%)	70.96	71.07	74.80	73.70
全部债务资本化比率(%)	58.32	60.14	66.63	64.76
流动比率(%)	114.84	111.84	107.83	109.67
全部债务/EBITDA(倍)	5.68	5.99	8.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.11	2.85	2.96	--
经营现金流动负债比(%)	7.56	9.41	0.74	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

分析师

王 晴　王 慧
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）
Http：//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”或“京客隆”）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、公司债务负担偏重等因素可能给公司带来的不利影响。

跟踪期内，北京市及环渤海地区经济的快速发展，居民消费能力较强，公司有望继续保持经营的区位优势。未来随着公司门店的调整以及新店经营逐渐步入正轨，公司收入和利润水平有望提高。

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CP001”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，公司经营规模保持增长，扩大了在北京及其他省市的网络覆盖。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流入量对“16京客隆CP001”的保障程度很高。

关注

1. 中国零售行业竞争激烈，国外大型零售企业的进入，加剧了行业竞争程度，对大卖场业务影响尤为显著。
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. 跟踪期内，公司债务规模不断增长，财务费用增长较快，以短期债务为主的债务结构有待进一步优化。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京京客隆商业集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京京客隆商业集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因北京京客隆商业集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京京客隆商业集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 京客隆 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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CP001”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（更名前为“北京京客隆超市连锁有限公司”）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（以下简称“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2015年底，公司总股本为41222万股，其中北京市朝阳副食品总公司（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营运部等。截至2015年底，公司下辖6个全资及控股子公司，员工合计为8141人。

截至2015年底，公司（合并）资产总额83.71亿元，所有者权益合计21.10亿元（其中少数股东权益4.73亿元）；2015年公司实现营业收入115.32亿元，利润总额1.13亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额为81.68亿元，所有者权益合计21.48亿元（其中少数股东权益4.91亿元）；2016年1~3月公司实现营业收入35.06亿元，利润总额0.58亿元。

公司地址：北京市朝阳区新源街45号；法定代表人：李建文。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资

增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析

公司零售业务基本上集中在北京地区，批发业务主要是面向大的分销商（各大型连锁超市等），属于零售行业的上游，零售行业整体发展状况对公司经营业绩影响较大。

1. 行业现状

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《2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年，全年社会消费品零售总额300931亿元，比上年增长10.7%，增速较上年放缓1.3个百分点；扣除价格因素，实际增长10.6%，增速较上年放缓0.3个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额258999亿元，同比名义增长10.5%，增速较上年放缓1.3个百分点；乡村消费品零售额41932亿元，增长11.8%，增速较上年放缓1.1个百分点。扣除价格因素，城镇消费品零售额实际增长8.9%，增速较上年回落1.8个百分点；乡村消费品零售额实际增长10.4%，增速较上年回落1.4个百分点。2015年，城镇消费品零售额占社会消费品零售总额比重为86.1%，较上年略降0.2个百分点。按消费类型统计，商品零售额268621亿元，增长10.6%；餐饮收入32310亿元，比上年增长11.7%，增速较上年提高2.0个百分点，自2013年餐饮市场增速陷入低谷后，连续第二年增速有所回升。其中，限上单位餐饮收入增速回升幅度较大，同比增长7%，增速较上年提高4.8个百分点，餐饮业市场明显回暖。限额以上单位商品零售额同比

增长7.9%，增速较上年放缓1.9个百分点，在国家统计局统计的限额以上单位的13类商品中（粮油、食品和饮料、烟酒合并计算），零售额增速比上年加快的有7类，较上年大幅提高6类。其中，粮油食品、饮料烟酒类商品零售额同比增长14.6%，增速较2014年加快3.5个百分点；金银珠宝增速为7.3%，加快7.3个百分点；日用品增长12.3%，加快0.7个百分点；家用电器和音像器材增长11.4%，加快2.3个百分点；文化办公用品增长15.2%，加快3.6个百分点；家具增长16.1%，加快2.2个百分点；建筑及装潢材料类增长18.7%，加快4.8个百分点。

2016年1～3月份，社会消费品零售总额78024亿元，同比名义增长10.3%。其中，限额以上单位消费品零售额34625亿元，增长8.0%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额66920亿元，同比增长10.2%；乡村消费品零售额11105亿元，增长11.0%；按消费类型分，餐饮收入8302亿元，同比增长11.3%；商品零售69722亿元，增长10.2%；在商品零售中，限额以上单位商品零售32579亿元，同比增长8.0%。2016年1～3月份，全国网上零售额10251亿元，同比增长27.8%。其中，实物商品网上零售额8241亿元，增长25.9%，占社会消费品零售总额的比重为10.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长35.5%、16.0%和29.5%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.1%，增速相比上年回落了0.5个百分点，也是自2012年以来增速连续第四年下降。100家企业中，零售额同比下降的达到64家，其中降幅在10%以上的（包括10%）的23家，增长10%以上的（包括10%）9家。从各品类情况来看：粮油食品类零售额同比增长3.0%，增速相比上年放缓了0.3个百分点；其中，家禽类、奶及奶制品和冷冻食品类销售情况较好，分别实现同比增长3.2%、4.0%和3.0%，成为拉动食品市场增长的主要因素，但均不及上年增速水平。服装类商品零售额同比下降0.3%，增速相比上年回落了1.3个百分点。其中童装类增长最快，增速为1.5%，男装和女装类则分别同比下降1.2%和0.9%；各类服装零售量累计增长6.4%，增速相比上年加快了6.7个百分点；全年服装量增额降，2015年服装打折、降价促销现象突出，服装成交均价明显降低。家用电器类零售额同比下降3.8%，降幅相比上年加大了2.2个百分点。金银珠宝类零售额同比下降3.5%，降幅相比上年大幅收窄了8.1个百分点。化妆品类零售额同比增长1.8%，增速相比上年加快了1.2个百分点。日用品类零售额同比下降0.9%，增速相比上年回落了4.6个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年第一季度，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降4.8%，增速低于上年同期4.8个百分点。从一季度主要品类商品销售情况来看：粮油、食品零售额累计同比增长0.4%，增速较上年同期回落了6.4个百分点。服装零售额累计同比下降5.1%，增速较上年同期回落了9个百分点。化妆品零售额累计同比下降0.5%，增速相比上年同期回落了3.7个百分点。日用品零售额累计同比下降1.3%，增速低于上年同期1.6个百分点。金银珠宝类零售额累计同比下降22.0%，降幅相比上年同期扩大了14.1个百分点。家用电器零售额累计同比下降3.6%，降幅相比上年同期收窄了2.4个百分点。

中国连锁经营协会（CCFA）2016年5月3日发布“2015中国连锁百强”及相关榜单，统计结果显示，2015年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长4.3%。门店总数达到11.1万余家，同比增长4.7%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额6.9%。

2015年连锁零售行业销售增幅下降，业态分化明显。2015年，百强企业销售规模平均增幅为4.3%，其中31家企业销售增长为负，

是百强统计以来增长水平最低的一年。近几年来，百强销售增幅持续下降，2010-2015年的销售增长分别为21.0%、12.0%、10.8%、9.9%、5.1%和4.3%。 2015年，各业态的销售增幅分化明显。增长最快的是专业专卖店，增幅达到16.1%，便利店的销售增幅达到15.2%，超市的销售增幅为4.1%，百货店的销售增幅为-0.7%。

2015年，人工、房租持续上涨，开店放缓，用工减少。2015年，百强企业人工成本上涨4.2%，房租上涨8.6%。在成本持续走高的形势下，百强企业门店扩张速度放缓，关店数量上升。2015年，百强企业平均新开门店115个，同比下降16%，平均关闭门店62个，同比上升39%。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效。2015年，百强企业正式用工人数下降3.1%。报送数据的企业中，56%的企业用工数增幅低于门店增幅，25%的企业用工数降幅大于门店的降幅。

面对经济增长放缓，竞争加剧，成本上涨等一系列不利因素，以百强为代表的零售企业积极拥抱互联网，回归零售根本，在门店优化、商品采购、供应链管理、全渠道营销等方面积极探索，服务质量和竞争能力得到一定程度的提高。2015年，百强企业网络销售额达到710亿元，比2014年增长85%。在开展网络零售的83家百强企业中，近80%的企业拥有自建平台，超过70%的企业采用两种及以上的线上渠道开展网络零售，有20家企业开发了自己的APP。在提供数据的百强企业中，移动端销售占到企业网络销售额30%以上的企业达到58%，介于10%-30%的企业占11%，低于10%的企业占31%。企业研发投入比上一年增长11%，平均达到616万元。

百强企业中有18家企业试水跨境购业务，一半以上的企业其跨境购规模占总销售额的比重不足1%。尽管很多企业认为跨境购对企业整体销售和毛利贡献不大，但还是有73%的企业打算进一步扩大跨境购业务。

百强企业加快对传统实体门店的升级改造，引入多种移动支付方式，比如微信、支付宝、Apple Pay等。在55家引入移动支付的企业中，22%的企业引入一种支付方式，78%的企业引入两种及以上的移动支付方式。29%的企业移动支付占总支付额的比例超过10%，其他71%的企业移动支付比例低于10%。

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．行业关注

内外资零售企业各具优势，行业竞争加剧

外资企业具有管理资源、人力资源、资金资源诸多方面优势，但业态相对单一，主要集中在大型超市业态，且地域过于集中。2015年，随着网络零售的快速发展，外资传统大型超市增长势头渐渐减弱，内资企业发展多渠道销，随着国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张和

多渠道销售趋势将日益明显。

渠道分流，探索多渠道经营

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。截至2015年底，中国网民规模达6.88亿人，其中网购用户规模达到4.13亿，比例高达六成。2015年，全国网上零售额38773亿元，比上年增长33.3%。其中，网上商品零售额32424亿元，增长31.6%；网上服务零售额6349亿元，增长42.4%。2015年，网上商品零售额占社会消费品零售总额比重达到10.8%，对社会消费品零售总额增长贡献度为26.8%，拉动社消总额增长2.9个百分点。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，开展线上与线下相结合（O2O）的多渠道经营探索，积极发展跨境电商平台，移动应用技术逐渐登上零售行业舞台并实现飞速发展。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

近几年农民收入一直保持连续较快的增长，城乡收入差距连续缩小，根据国家统计局的资料，2015年，农民人均纯收入首次超过万元，达到10772元，比上年实际增长7.5%。在国内经济增速放缓背景下，农村市场消费需求依然保持稳定较快增长。2000年以来，为响应国务院号召，中国城镇化建设不断推进，截至2015年底，城市化率已超过56.1%。

目前国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。外资零售企业则主要瞄准大中城市，并集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场竞争优势明显。

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

成本主要包括房租和人工成本两个方面，总体上升幅度较快，2015年，百强企业人工成本上涨4.2%，房租上涨8.6%，明显高于销售增速。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效，2015年，百强企业正式用工人数下降3.1%。十八大提出的“收入倍增计划”，以及国家《促进就业规划（2011～2015）》称，“十二五期间，最低工资标准将年均增长达13%以上”，为人工成本增长设定了下限。2015年，中国有28个省区市提高了最低工资标准，平均提高幅度为14%。在房租成本方面，2002～2005年期间（零售全面开放初期）是企业开店最快的时期，有一部分门店的租期是10年，近期集中续租，租金将会成倍增长，经营成本的大幅上升，导致2015年百强企业平均关闭门店62个，同比上升39%。

经营模式的转变促进行业升级不可逆转

市场竞争加剧的直接结果，是行业整合以及零售市场竞争模式的逐步升级。各连锁企业已经逐步脱离单纯依靠打价格战争取消费者的竞争模式，竞争的焦点更多的转向售后服务、物流配送、电子商务、跨境平台及购物环境等配套服务，连锁超市被赋予了更多的文化和服务内涵，通过调整各自的经营模式实现差异化竞争，未来经营模式的竞争将成为市场竞争的核心内容，零售行业整体将得到升级。

政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降

受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，与之相关的预付卡消费、高端消费（如烟、酒等）及奢侈品消费比例均出现下降，对于超市及定位高端的百货企业造成较大冲击，传统销售旺季“春节”、“黄金周”期间的销售热度也相应下降。2015年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.1%，增速相比

上年回落了0.5个百分点，100家企业中，零售额同比下降的达到64家，其中降幅在10%以上的23家，增长10%以上的9家；2016年第一季度，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降4.8%，增速低于上年同期4.8个百分点，从各品类商品销售情况来看，销售增速均不及上年同期表现。

3．行业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。早年间，国家通过发布《外商投资商业领域管理办法》、《支持流通业发展开发性金融合作协议》（以下简称“《协议》”）、《关于促进流通业发展的若干意见》、批准成立消费金融公司、试点省市实行家电以旧换新政策等措施促进零售行业快速发展。

2012年1月，为贯彻国民经济和社会发展“十二五”规划和《国内贸易发展规划（2011-2015年）》，进一步促进零售业发展，商务部下发《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》，提出大力发展社区、农村连锁零售网点；支持中小企业发展直营连锁经营；加快完善促进中小零售企业发展的政策措施，破除投资障碍，降低经营负担，缓解融资困难。

2012年3月，国家邮政局和商务部近日联合发布《关于促进快递服务与网络零售协同发展的指导意见》，提出通过七项政策措施，统筹快递市场与网络零售市场长远发展要求，优化发展环境，健全产业联动政策，消除协同发展障碍，推动快递服务转型升级，促进网络零售健康发展。随着电商企业在零售行业的快速发展，指导意见的出台对于规范快递服务与网络零售、构建可持续发展的电商竞争格局具有促进与指导意义。

2015年5月，商务部起草了《无店铺零售业经营管理办法（试行）（征求意见稿）》，向社会征求意见。意见稿表示，国家鼓励成立无店铺零售行业组织，与相关行业协会共同发挥行业自律、引导、服务作用。支持有形店铺与无形店铺融合与创新，向小城镇和农村市场延伸业务，支持无店铺零售业加强品牌建设。

2015年11月，国务院办公厅印发《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》，意见表示，在批发零售服务方面，优化城市流通网络，畅通农村商贸渠道，加强现代批发零售服务体系建设。推动各类批发市场等传统商贸流通企业转变经营模式，利用互联网等先进信息技术进行升级改造。发挥实体店的服务、体验优势，与线上企业开展深度合作。大力发展社区商业，引导便利店等业态进社区，规范和拓展代收费、代收货等便民服务。积极发展冷链物流、仓储配送一体化等物流服务新模式，推广使用智能包裹柜、智能快件箱。指导意见的发布对优化城市流通网络、畅通农村商贸渠道以及加强现代批发零售服务体系建设有重要意义。

4．行业发展

受国内经济增速放缓、消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等综合因素影响，且外商活跃带来行业竞争加剧，网络零售快速发展带来渠道分流，传统零售业盈利能力有所弱化；近年政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降，受此影响高端商品销售走低。2015 年连锁企业经受了多方面的压力和挑战，不断探索多渠道经营以巩固市场份额，加强线上线下融合。

目前中国零售行业经济增加值占 GDP 的比重相比发达国家仍处于较低水平，大型零售企业的资产、收入、利润水平不到国外零售巨头平均水平的 3%，零售行业对中国经济

增长的贡献较为有限。长期来看，随着未来国内经济的持续发展、居民可支配收入的提高、城市化进程的推进和国际化经济的不断融合，传统零售和网络零售作为整体将会呈现良好的发展态势。在此过程中，随着市场壁垒的降低，行业竞争将日益激烈，通过自身优势实现差异化竞争是零售企业占领市场的关键。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年底，公司总股本为41222万股，其中朝副公司持股比例为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。

2. 企业规模

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，整体店面规模快速增长，截至 2016 年 3 月底，公司共有店铺 258 家，含社区购物中心 2 家，大卖场 12 家，综合超市 71 家，便利店 173 家，总营业面积 31.40 万平方米；其中 190 家直营店、68 家特许加盟店。公司形成了多种业态共同发展的业务格局，上述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，逐步发展为国内排在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。

3. 区位优势

北京作为“国家首都、世界城市、文化名城和宜居城市”的城市功能定位，人口众多，属特大型消费城市。

根据北京市统计局的数据，2015年，北京市实现社会消费品零售总额10338亿元，增长7.3%。其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额2016.9亿元，增长40.2%。2015年，北京消费市场表现稳健按消费形态分，商品零售额9491.2亿元，增长7.6%；餐饮收入846.8亿元，增长3.3%。

随着北京经济的发展，人民生活水平不断提高，服务性消费比重日趋扩大，消费结构逐步升级，对零售业的发展在数量和质量上有了更新、更高的要求。2015年，北京市城镇居民人均可支配收入52859元，比上年增长8.9%；农村居民人均可支配收入20569元，比上年增长9.0%。

总体上，北京市经济规模大，增长速度快，居民消费能力强，其受外部经济回落造成的波动影响较小，为公司业务拓展提供了良好的发展环境。

六、管理分析

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。

七、经营分析

1. 业务构成

公司主营业务为商业零售和商业批发，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。

2015 年，公司主营业务收入同比增长 5.66%，其中零售业务实现收入 46.08 亿元，同比下降 1.41%，主要是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减少；批发业务实现收入 59.45 亿元，同比增长 11.90%，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，占主营业务收入比重较小。综合看来，跟踪期内，批发业务收入提升带动了主营业务收入的增长。

从主营业务收入构成来看，2015 年零售业务占比 43.58%，同比有所下降，但仍是公司主营业务的重点；批发业务占比升至 56.23%，与公司扩展批发业务有关；其他业务占比为 0.19%，占比较小。

从毛利率水平来看，公司 2015 年主营业务毛利率 12.79%，同比小幅减少 0.52 个百分点，主要是由于经济增速放缓、运营成本持续上升所致。其中，零售业务毛利率 16.40%，同比减少 0.19 个百分点；批发业务毛利率 9.95%，同比减少 0.42 个百分点。2015 年公司其他业务毛利率有所上升，主要系租金增长幅度较快所致。

2016 年一季度，公司实现主营业务收入 32.28 亿元，其中零售业务收入 13.26 亿元，较上年同期增长 0.91%；批发业务收入 18.99 亿元，较上年同期增长 7.23%。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入有所增长，但盈利水平相对较高的零售业务比重下降致使整体利润水平有所下滑。

表1　2013~2016年一季度公司主营业务收入、毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	45.17	46.91	16.87	46.74	46.70	16.59	46.08	43.58	16.40	13.26	41.08	15.99
批发业务	50.96	52.92	10.99	53.13	53.09	10.37	59.45	56.23	9.95	18.99	58.83	7.88
其他业务	0.17	0.17	20.26	0.20	0.20	23.64	0.20	0.19	24.34	0.03	0.09	14.02
合计	**96.29**	**100.00**	**13.76**	**100.07**	**100.00**	**13.31**	**105.73**	**100.00**	**12.79**	**32.28**	**100.00**	**11.21**

资料来源：公司提供

表 2　2013~2015 年其他业务收入情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
来自供应商的收入（促销服务费等）	5.95	6.62	7.48	2.26
租金	1.54	1.77	1.77	0.43

其他	0.26	0.45	0.34	0.09
合计	**7.75**	**8.84**	**9.60**	**2.78**

资料来源：公司提供

注：由于数字取舍，合计数可能与总额不一致。

2015 年，公司主营业务收入继续上升，为 105.73 亿元，其他业务收入 9.60 亿元，其中来自供应商的收入 7.48 亿元，同比增长 12.99%。

2. 商业零售

经营业态

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 18 个区县。

2015 年，针对电子商务平台带来的线上线下快速消费品市场的新变化，特别是大卖场在全国重点城市和省级市首次出现负增长（同比下降 1.5%）的情况，公司逐步调整店铺拓展策略，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。2015 年，公司完成 9 间店铺的装修改造工作（含 4 间综合超市及 5 间便利店），全年新开零售加盟店铺 5 间；因租约到期以及经营策略调整等原因，关闭了 1 间综合超市、12 间直营便利店及 16 间加盟便利店。2016 年 1～3 月，公司关闭了 2 间综合超市、1 间加盟便利店。公司主要关闭经营不善的门店，关闭后给零售业绩带来正面效应。

截至 2016 年 3 月底，公司共有零售店铺 258 家，总营业面积 31.40 万平方米；其中 190 家直营店、68 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期 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 3 截至 2016 年 3 月底公司零售门店情况

	百货商店	大卖场	综合超市	便利店	合计
零售门店数目（个）					
一直营店	2	12	70	106	190
一特许加盟店	--	--	1	67	68
合计	**2**	**12**	**71**	**173**	**258**
净营运面积（平方米）					
一直营店	39742	86088.53	153504.94	20214.25	299549.72
一特许加盟店	--	--	880	13556.56	14436.56
合计	**39742**	**86088.53**	**154384.94**	**33770.81**	**313986.28**

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。

公司零售业务收入以大卖场和综合超市收入为主，2015年公司大卖场、综合超市收入分别占28.22%和62.97%，同比分别减少0.15个百分点、0.59个百分点，变化不大；同期，便利店、百货商场收入分别占零售收入的6.64%和1.09%，占比不高，变动不大。2015年，公司零售业务收入46.08亿元，较上年减少1.39%。从具体项目来看，除网上零售业务外，其他各项收入均出现了不同程度的下滑。2016年一季度，公司零售业务收入13.26亿元，毛利率15.99%，同比均基本持平。

跟踪期内，公司继续推进移动电商业务，2015年实现网上零售收入5311万元，同比增长83.35%。

总体看，跟踪期内，受宏观经济增速放缓和电子商务冲击等，公司零售业务收入

2015年略有下降；针对电子商务的快速发展，公司逐步调整经营策略，门店结构变化不大，注重改善实体店铺经营环境并推进电商业务。

表4　2013~2015年公司直营零售店铺收入情况

直营零售店铺	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入（亿元）	占比（%）	收入（亿元）	占比（%）	收入(亿元)	占比（%）
大卖场	11.82	26.17	13.25	28.67	13.00	28.22
综合超市	29.54	65.41	29.37	63.56	29.01	62.97
便利店	3.26	7.21	3.29	7.12	3.06	6.64
百货商场	0.55	1.21	0.30	0.65	0.50	1.09
小计	**45.17**	**100**	**46.21**	**100.00**	**46.08**	**100.00**

资料来源：公司年报

注：由于小数取舍，合计数可能与总额有出入。

表5　2013~2015年公司店铺经营情况

项目	大卖场			综超			便利店		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
销售额(亿元)	13.48	15.13	14.80	33.58	33.42	32.95	3.73	3.76	3.48
客流量（亿人）	0.19	0.20	0.19	0.71	0.67	0.63	0.18	0.18	0.17
客单价（元）	72.33	74.78	78.84	47.44	49.61	52.44	20.94	20.98	20.89
平均每平.天销售额（元）	41.26	48.17	47.10	62.28	62.66	62.34	63.55	57.95	49.71

资料来源：公司提供

注：表中金额含有增值税，与表4中零售收入不一致。

商品采购与配送

采购是零售业经营的重要环节，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，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，其成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，其成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，对在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。2010 年生鲜采购中心成立以来，持续推进“订单农业”战略，逐月落实重点经营品种的采购计划，订单种植解决了农户的后顾之忧，使之与京客隆形成相互依赖的合作共生关系；加强采购基地建设，将驻地采购模式逐步发展为基地供货模式，如 2012 年山东驻地采购调整、2014 年张家口冷凉地区蔬菜采购调整，基地供货保证了货源的稳定和充足，减少了中间环节；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 73 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。近年来公司的促销形式开始向多层次、多样化转变，通过积极策划各种形式的主题营销活动，实现了销售收入稳步增长。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；负责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。

总体看，公司目前业务经营较为顺畅，但也面临一定的竞争压力，公司跟踪期内收入小幅增长；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，商品市场竞争力有所提高，经营方式更加细化。

3．批发业务

公司的批发业务由北京朝批商贸股份有限公司及其子公司经营，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。

2015 年，公司继续开拓电商供货商业务，成立电子商务专业子公司，继续丰富在线经营品类与品牌，与线下品类互补，同时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。2015 年，公司批发业务收入合计 59.45 亿元，同比增长 11.90%，主要是由于加大了促销力度和新增代理品牌所致；同时，受政府限制“三公消费”政策影响，高端消费受到抑制，且对销售终端的广告宣传及促销费用的开支增加，综合导致批发业务毛利率降低了 0.42 个百分点。2016 年一季度，公司批发业务实现收入 18.99 亿元，同比增长 7.23%，毛利率 7.88%，同比略有下降。

2015 年，为进一步满足公司在线供货需求，提升作为电商供货商的服务业务水平，公司完成了上海、广州分仓的建立工作；继续实施自有品牌商品的发展战略，自有品牌的商品范围从日用品扩展至休闲食品类，推进产品包装设计及品牌推广工作，同时向上游涉足休闲食品自有品牌商品的生产领域。同时，物流中心按时完成了一、二号库新系统的成功切换工作，RF 手持终端的使用使 WMS 物流系统最终实现了对储位的实时管理、提高了物流的时效性、提高了作业的准确性、减少了人工作业随意性，同时对员工的工作量实现准确的记录与计量，对物流实施精细化管理提供了有效的支持；2015 年，公司物流中心成功通过物流标准化项目验收，将提高供应连整体运作效率，降低供应链总成本。

总体看，跟踪期内，公司批发业务规模持续增长，区域市场稳步扩大，营销、物流配送能力进一步增强，但受高端消费减少及大力度促销活动的影响，毛利率不断下滑。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2015 年，公司销售债权周转次数及存货周转次数同比均有所上升，分别为 6.59 次、6.04 次；总资产周转次数略有下降，为 1.48 次。总体看，公司经营效率一般。

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。

八、募集资金使用情况

公司于 2016 年 2 月发行了 2016 年度第一期短期融资券“16 京客隆 CP001”，发行金额 3 亿元，期限 1 年。募集资金用途为偿还银行借款。截至目前，募集资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2015年财务报表经瑞华会计师事务所[1]审计，并出具了标准无保留审计意见。2016年一季度财务报表未经审计。

2015年，公司新增合并单位7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。2016

[1] 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。

年一季度，公司合并范围无变化。

截至2015年底，公司（合并）资产总额83.71亿元，所有者权益合计21.10亿元（其中少数股东权益4.73亿元）；2015年公司实现营业收入115.32亿元，利润总额1.13亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 81.68 亿元，所有者权益合计 21.48 亿元（其中少数股东权益 4.91 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 35.06 亿元，利润总额 0.58 亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入115.32亿元，同比增长5.89%；2015年公司利润总额1.13亿元，同比下降14.43%，主要是人工成本持续上涨造成营业费用有所增加所致。

从期间费用看，2015年公司营业费用同比增长7.72%，主要原因包括：（1）人工成本持续上涨使得职工薪酬增加；（2）批发业务规模扩大，对销售终端的广告宣传、促销费用的开支增加；（3）随着批发业务销售的上升，与物流配送相关的运输费用、仓库租金随之增加。2015年，公司管理费用较2014年小幅上涨0.19%；财务费用由于2015年融资利率降低，较2014年下降11.28%。2015年公司期间费用费用收入比为18.49%，同比变化不大，公司费用控制能力一般，对利润形成较大侵蚀。

从盈利指标看，2015年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为19.28%、3.71%和3.43%，同比均有所下降，主要由于公司经营成本与经营费用增长使得利润规模同比下降，而公司资产规模不断上升，利润规模与资产规模不匹配所致。

2016年1~3月，公司营业收入35.06亿元，同比增长5.33%；利润总额0.58亿元，同比下降9.61%，主要是经济增速放缓、运营成本上升所致。

总体看，跟踪期内，随着公司经营规模的不断扩大，公司收入规模不断增长，但利润水平有所下降。受零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升等因素综合影响，公司整体盈利有所弱化。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2015年由于经营规模进一步扩大，经营效率稳步提升，公司经营活动现金流入同比上升4.39%，为132.78亿元；同期经营活动现金流出也相应上升，上升幅度为7.46%；2015年公司经营活动现金流量净额0.40亿元，较2014年大幅下降89.96%，主要是由于批发业务年底采购大宗货物致支出现金较多所致。从收入实现质量来看，2015年公司的现金收入比为112.86%，较2014年下降1.98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2015年投资活动现金流入和流出金额分别为17.17亿元和19.60亿元，同比分别下降39.92%和36.95%；2015年投资活动现金净流出额为2.43亿元。

从筹资活动来看，公司2015年筹资活动现金流规模比上年有所增加。2015年公司筹资活动现金流入为60.76亿元，比上年增长37.28%，主要是增加银行借款所致。2015年公司筹资活动现金支出为58.21亿元，同比增长25.35%，系偿还债务所致。综合看来，2015年筹资活动现金流量净额为2.55亿元。

2016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6.12亿元、-0.56亿元、-3.91亿元；现金收入比升至118.32%。

总体看，公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量较高；投资活动主要是理财产品的资金投入和收回；融资规模的上升和债务到期使得筹资活动现金规模同比增加；对外融资需求较低。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 83.71 亿元，较年初增长 15.59%，其中流动资产占 70.31%，非流动资产占 29.69%。公司资产构成中流动资产占比高，符合商品零售企业的经营特点。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 58.86 亿元，以货币资金（占 12.20%）、应收账款（占 31.00%）、预付款项（占 23.22%）和存货（占 26.74%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 7.18 亿元，同比增长 33.81%，系公司年底增加短期借款采购货物致期末银行存款增加，分别为现金 0.23 亿元（占 3.24%）、银行存款 5.51 亿元（占 76.69%）和其他货币资金 1.44 亿元（占 20.07%），其中其他货币资金为票据保证金和信用证保证金。截至 2015 年底，公司受限资金为 1.44 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 18.24 亿元，同比增长 8.97%，主要为对各大商品零售企业的应收款，其中账龄在 1 年内的占 89.34%，整体账龄短。截至 2015 年底，公司对应收账款计提坏账准备 175.39 万元，其中 0.80 亿元逾期款项因有不低于逾期余额的房产及土地使用权作为担保，故未计提坏账准备。截至 2015 年底，公司前五大客户应收账款余额占比 45%，集中度较高，分别为北京物美综合超市有限公司、北京京东世纪贸易有限公司、北京首联商业集团有限公司、北京华联综合超市股份有限公司和唯品会（中国）有限公司；应收账款余额中 3.55 亿元（占 19.44%）因通过保理方式取得银行借款而受到限制。

截至 2015 年底，公司预付款项合计 13.66 亿元，同比大幅增长 110.34%，主要为批发公司年末对酒及饮品类商品预付款的增长所致。

截至 2015 年底，公司存货净额 15.74 亿元，同比增长 6.04%，主要系库存商品增加所致。截至 2015 年底，公司存货主要由库存商品构成（占 99.37%），其余为原材料，公司对库存商品计提存货跌价准备 166.63 万元。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 24.85 亿元，主要为固定资产（占 46.04%）和长期待摊费用（占 23.44%）。

截至 2015 年底，公司固定资产净值 11.44 亿元，同比下降 3.17%，以房屋及建筑物（占 64.15%）和机器设备（占 30.66%）为主。

截至 2015 年底，公司无形资产 1.93 亿元，同比小幅下降 1.81%，主要为土地使用权（占 82.15%），无抵质押情况。

截至 2015 年底，公司长期待摊费用合计 5.83 亿元，较上年变化不大，为经营租入固定资产改良支出（占 88.31%）和房租（占 11.69%）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 81.68 亿元，比年初小幅下降 2.42%，仍以流动资产为主（占 70.04%），资产结构未发生明显变化。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成合理。资产中应收账款、存货和固定资产占比较高，货币资金较为充裕，应收账款账龄较短，存货主要是可以快速销售的库存商品，跌价风险较小。

所有者权益

截至 2015 年底，公司的所有者权益为 21.10 亿元（其中少数股东权益 4.73 亿元），同比小幅增长 0.69%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 25.19%，资本公积占 37.23%，未分配利润占 28.94%，与 2014 年底相比变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 21.48 亿元，较年初变化不大，权益结构未发生明显变化。

跟踪期内，公司资本公积主要为股本溢价，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债合计62.61亿元，较年初增长21.66%，主要是短期借款和应付票据增加所致。从负债结构上看，公司流动负债较年初有所增长，流动负债占比从年初的82.81%上升至87.17%，仍以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计54.58亿元，以短期借款（占50.31%）、应付账款（占22.00%）为主。

截至2015年底，公司短期借款合计27.46亿元，同比增长26.40%，短期借款规模较大，存在一定的短期兑付压力。截至2015年底，公司短期借款中，应收账款保理借款占比3.93%、保证借款72.40%以及信用借款占比23.67%，以保证借款和信用借款为主，融资条件较为宽松。

截至2015年底，公司应付票据6.25亿元，同比大幅增长720.83%，全部为银行承兑汇票。（增长原因待补）

截至2015年底，公司应付账款合计12.01亿元，同比增长4.36%，公司应付账款全部为应付库存商品采购款，账龄集中在1年期以内（占比98.24%），账龄超过1年的应付账款主要为应付供货商的货款尾款。

截至2015年底，公司预收款项合计4.58亿元，同比下降4.47%，主要系公司零售规模波动所致。公司预收款项全部为预收货款，其中并无账龄超过1年的大额预收款项。

截至2015年底，公司非流动负债合计8.03亿元，主要为应付债券（占92.89%）7.46亿元，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2015年底，公司全部债务共计42.12亿元，其中短期债务、长期债务占比分别为82.28%、17.72%，短期债务占比较大，有一定的短期偿债压力。截至2015年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为74.80%和66.63%，同比均呈微升趋势；长期债务资本化比率由28.62%下降至26.13%。

截至2016年3月底，公司负债总额60.20亿元，较年初变化不大，负债结构未发生明显变化；短期应付债券2.99亿元，为公司于2016年2月发行的短期融资券“16京客隆CP001”。截至2016年3月底，公司全部债务共计39.47亿元，较年初减少6.28%，主要是由于短期债务减少所致，其中短期借款合计22.35亿元，较年初减少18.63%。截至2016年3月底，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率分别为73.70%、64.76%和25.79%，与年初差异较小。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，负债水平有所上升，但仍属正常范围之内；流动负债占比较高，债务结构有待进一步优化。

4. *偿债能力*

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 107.83%和 79.00%；公司 2015 年经营现金流动负债比率为 0.74%，随着经营性净现金流同比大幅减少，该比率较上年有所下降。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别升至 109.67%和 81.45%。总体看，公司有一定的短期债务支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 4.80 亿元，受当期利润总额及费用化利息支出下降影响而较 2014 年有所下降。公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 2.96 倍、8.77 倍，均较上年有所上升，公司 EBITDA 对全部债务保障能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保和和重大对外诉讼。

截至 2016 年 3 月底，公司已获授信总额为 37.80 亿元，未使用额度为 22.59 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），直接融资渠道畅通。

5. 存续债券偿还能力

截至 2016 年 3 月底，剔除使用受限的货币资金后，公司现金类资产 5.68 亿元，是短期融资券“16 京客隆 CP001”发行额度的 1.89 倍，对其覆盖程度较高。

2015 年公司经营活动现金流入量为 132.78 亿元，是“16 京客隆 CP001”的 44.26 倍，对其覆盖程度很高。

总体看，公司现金类资产及经营活动现金流入量对“16 京客隆 CP001”的保障程度很高。

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 2016 年 7 月 8 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。

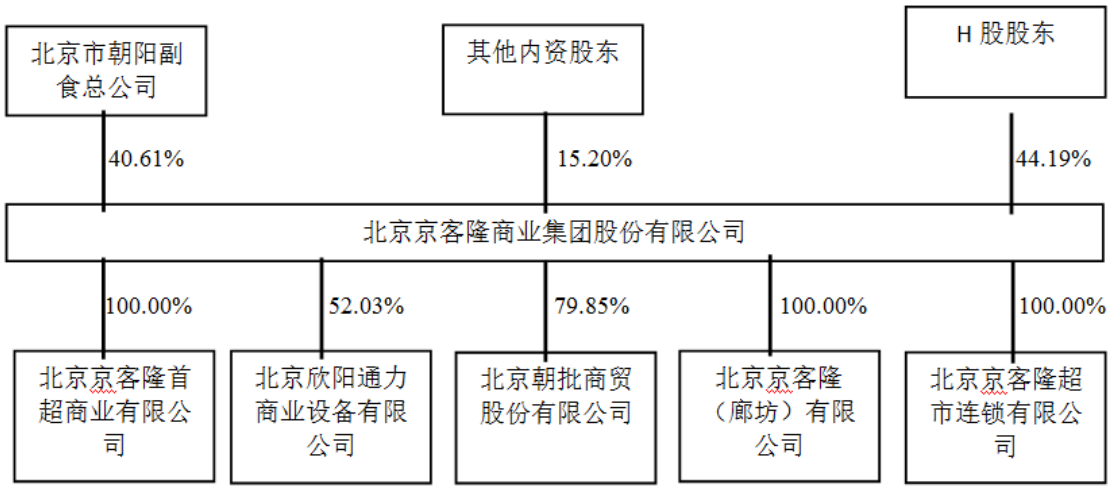
7. 抗风险能力

基于对公司股东背景、管理水平、主营业务、财务状况等方面的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

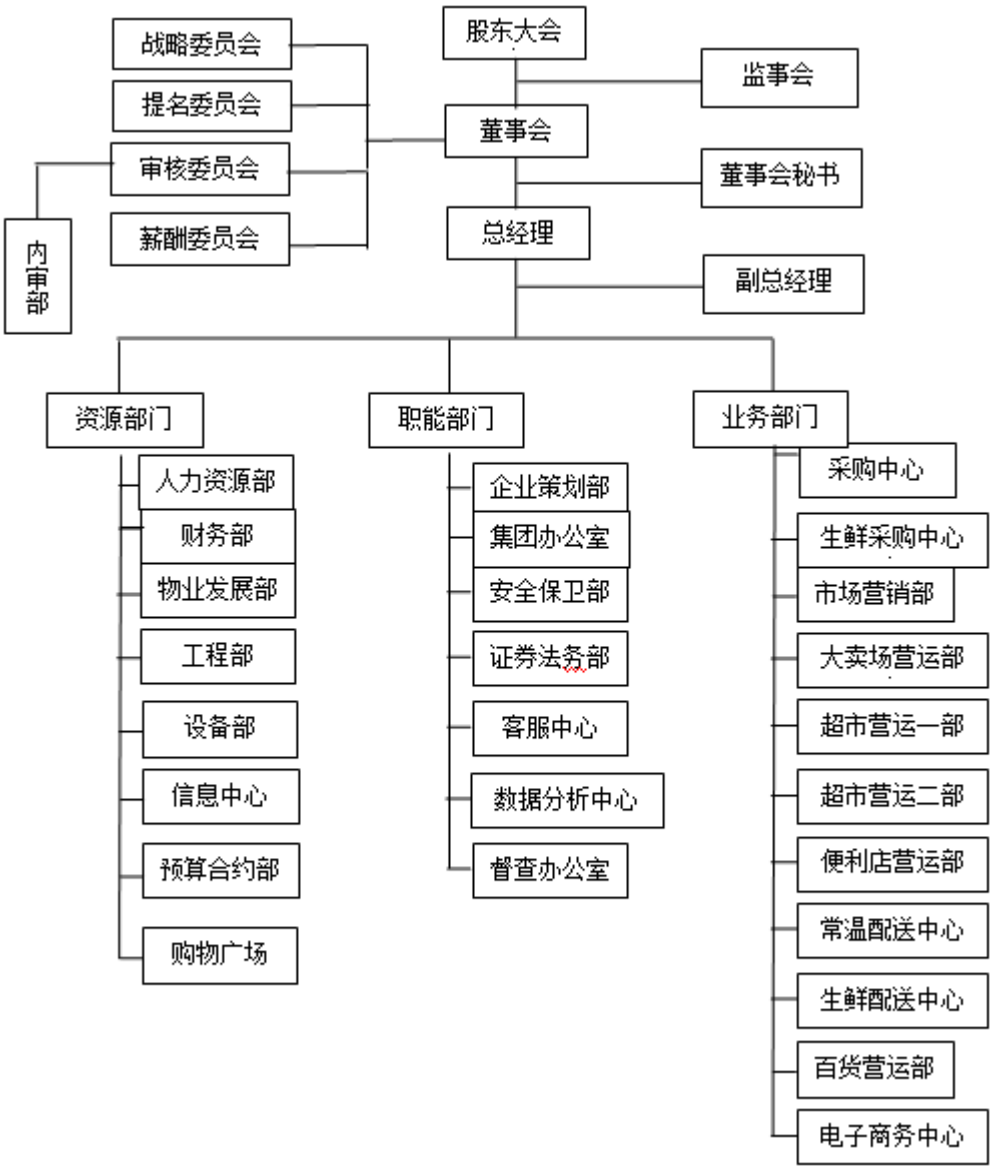
十、结论

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CP001”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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.90	5.22	5.74	5.68
资产总额(亿元)	71.50	72.42	83.71	81.68
所有者权益(亿元)	20.76	20.95	21.10	21.48
短期债务(亿元)	19.28	23.22	34.66	32.01
长期债务(亿元)	9.78	8.40	7.46	7.47
全部债务(亿元)	29.05	31.61	42.12	39.47
营业收入(亿元)	104.04	108.91	115.32	35.06
利润总额(亿元)	1.43	1.33	1.13	0.58
EBITDA(亿元)	5.12	5.28	4.80	--
经营性净现金流(亿元)	3.07	4.01	0.40	6.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.81	6.54	6.59	--
存货周转次数(次)	5.51	5.86	6.04	--
总资产周转次数(次)	1.54	1.51	1.48	--
现金收入比(%)	113.30	114.84	112.86	118.32
营业利润率(%)	19.48	19.62	19.28	17.52
总资本收益率(%)	5.32	5.21	3.71	--
净资产收益率(%)	4.83	4.24	3.43	--
长期债务资本化比率(%)	32.01	28.62	26.13	25.79
全部债务资本化比率(%)	58.32	60.14	66.63	64.76
资产负债率(%)	70.96	71.07	74.80	73.70
流动比率(%)	114.84	111.84	107.83	109.67
速动比率(%)	78.40	77.02	79.00	81.45
经营现金流动负债比(%)	7.56	9.41	0.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.11	2.85	2.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.68	5.99	8.77	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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)^（1/(n-1)）-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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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