信用等级公告

联合[2019] 413 号

联合资信评估有限公司通过对北京京客隆商业集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“18 京客隆 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一九年二月二十二日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 京客隆 CP001	3 亿元	2019/9/28	A-1	A-1

评级时间：2019 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.74	6.13	9.31	8.71
资产总额(亿元)	83.71	83.82	77.00	77.31
所有者权益(亿元)	21.10	21.18	21.52	21.41
短期债务(亿元)	34.66	34.18	37.30	36.20
长期债务(亿元)	7.46	7.48	0.00	0.00
全部债务(亿元)	42.12	41.66	37.30	36.20
营业收入(亿元)	115.32	118.82	119.56	88.73
利润总额(亿元)	1.13	1.34	1.48	1.10
EBITDA(亿元)	4.87	5.01	5.38	--
经营性现金流(亿元)	0.40	5.89	6.39	5.99
营业利润率(%)	19.28	19.59	22.13	21.94
净资产收益率(%)	3.43	3.56	4.41	--
资产负债率(%)	74.80	74.73	72.06	72.30
全部债务资本化比率(%)	66.63	66.29	63.42	62.83
流动比率(%)	107.83	110.02	95.99	98.01
经营现金流动负债比(%)	0.74	10.78	11.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.66	8.31	6.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.00	3.36	3.30	--

注：1. 现金类资产已剔除受限货币资金；2. 2018 年前三季度财务数据未经审计；3. 其他流动负债和其他应付款中的有息部分已计入短期债务中。

分析师

王 晴　闫 旭

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”或“京客隆”）作为北京市零售与批发业务一体化经营的商业企业，在品牌知名度、主业网络布局、分销系统运营与分销规模等方面延续原有综合优势，主业发展稳健。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司所处零售行业竞争激烈、商业批发业务占用资金、公司短期债务压力较大等因素可能给公司带来的不利影响。

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。未来随着公司商品购销、物流配送、生鲜店、便利店的升级改造，以及线上线下的融合发展，公司收入和利润水平有望继续提高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“18 京客隆 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司所处的日用消费品零售批发业与宏观经济民众日常生活密切相关，北京市及环渤海地区经济快速发展，区域零售批发业外部环境优良，行业整体抗风险能力强。
2. 公司以知名品牌“京客隆”及“朝批”经营其零售与批发业务，拥有生鲜配送中心、常温配送中心和批发物流分销中心。
3. 公司通过改善经营管理、提升配送分销系统运营效率，分销网络稳步拓展，收入规模保持增长。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流对存续债券保障能力强。

关注

1. 中国零售行业竞争激烈，整体利润水平不高，受宏观经济、政策及电商分流影响，实

体零售增长受限。

2. 商业批发对资金形成占用，且公司短期债务规模持续上升，短期偿债压力较大。
3. 公司期间费用不断增长，由于批发业务销售终端广告宣传、促销费用开支增加，物流配送相关的运费随之增加以及资产租赁成本的上涨导致销售费用迅速攀升，对利润形成侵蚀。

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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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2018年9月底，公司总股本为41222万股，北京市朝阳副食品总公司（以下简称“朝副公司”）是北京市朝阳区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市朝阳区国资委”）直接监管的国有企业，对公司持股比例为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。

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2018年9月底，公司下辖8个全资及控股子公司，员工合计为6569人。

截至2017年底，公司（合并）资产总额77.00亿元，所有者权益合计21.52亿元（其中少数股东权益4.82亿元）；2017年公司实现营业收入119.56亿元，利润总额1.48亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额为77.31亿元，所有者权益合计21.41亿元（其中少数股东权益4.57亿元）；2018年1～9月，公司实现营业收入88.73亿元，利润总额1.10亿元。

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

截至 2018 年 9 月底，“18 京客隆 CP001”余额 3.00 亿元，资金用于偿还流动资金贷款，目前募集资金已全部按其用途使用完毕。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18京客隆CP001	3	3	2018-9-28	2019-9-28

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，

同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1～6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1～6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1～6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1～6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1～6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1～6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加

剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对中国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%～6.7%。

五、行业分析

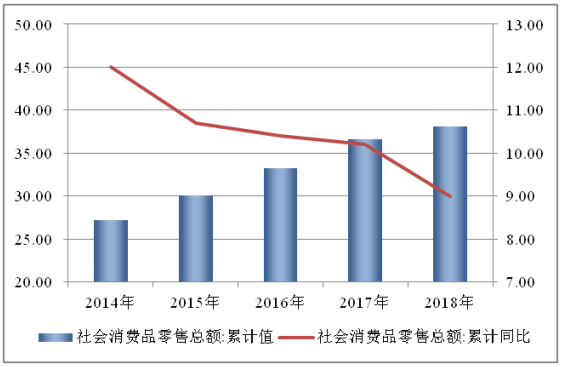
公司零售业务主要为传统的大卖场、综合超市、便利店等经营业态，批发业务主要是面向大的分销商（各大型连锁超市等），属于零售行业，零售行业整体发展状况对公司经营业绩影响较大。

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。

根据国家统计局数据发布，2017年全年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.2%；餐饮收入额39644亿元，增长10.7%。

图1　近年社会消费品零售总额(单位:亿元、%)



资料来源：Wind资讯

2017年全年，网上实物商品零售额实现54806亿元，同比增长28%，增速比2016年加快2.4个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，比2016年提高8.06个百分点，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%，比2016年提高2.4个百分点。2017年，网下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。

2018年，全国社会消费品零售总额380987亿元，比上年增长9.0%（扣除价格因

素实际增长6.9%），增速较2017年继续放缓，增长率下降1.2个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额145311亿元，增长5.7%。2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，占社会消费品零售总额的比重为18.4%，比2017年提高3.4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，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。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，受北京市区域经济环境影响较大。根据《北京市2017年国民经济和社会发展统计公报》，北京市2017全年实现地区生产总值28000.4亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值120.5亿元，下降6.2%；第二产业增加值5310.6亿元，增长4.6%；第三产业增加值22569.3亿元，增长7.3%。三次产业构成由上年的0.5∶19.3∶80.2，调整为0.4∶19.0∶80.6。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为12.9万元。北京市全年完成一般公共预算收入5430.8亿元，比上年增长6.8%（剔除营改增影响，同口径增长10.8%）。其中，与“营改增”相关的增值税等完成1671.9亿元，下降7.1%；企业所得税和个人所得税分别为1229.8亿元和643.2亿元，分别增长12.3%和12.6%。

零售业方面，2017年北京市全年实现市场总消费额23789亿元，比上年增长8.5%。其中，实现服务性消费额12213.6亿元，增长11.8%；实现社会消费品零售总额11575.4亿元，增长5.2%，其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额2371.4亿元，增长10.9%，占社会消费品零售总额的20.5%。

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

1．产权状况

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本和实收资本为 4.12 亿元，公司控股股东为朝副公司（占 40.61%）、其他内资股东（占 15.20%）和 H 股股东（占 44.19%），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。2017 年，公司调整开店策略，加快生鲜便利店拓展，先后将 13 间成熟

社区的传统便利店改造为“京捷”生鲜便利店或“爱家”便利店，并于 2017 年底合计发展至 27 间。公司形成了多种业态共同发展的业务格局，有利于实现功能互补，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 600 多个品牌代理权，涉及 2 万多个品种，与覆盖全国的 500 多个著名生产企业和北京及环渤海地区 20000 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、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较高，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

跟踪期内，公司高级管理人员无变动，在管理制度、治理结构等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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。

2017 年，公司主营业务收入规模同比基本持平，零售业务及批发业务收入占比变化不大，2017 年分别为 41.84%、57.73%。2017 年，生鲜经营持续改善带来客流回升，同时网络 APP 销售及引入三方垫资平台带来销售额增加；批发业务调整产品结构，同时新增电商供应商业务趋于稳定，收入规模略有下降。主营业务中的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。

从毛利率水平来看，2017 年，公司主营业务综合毛利率同比有所上升，零售业务毛利率变动不大；受产品结构及营销策略调整影响，批发业务毛利率升至 12.22%。

2018 年前三季度，公司实现主营业务收入 79.73 亿元，同比下降 3.59%，综合毛利率同比基本持平。

总体看，跟踪期内公司主营业务发展稳定。

表2　2015~2018年三季度公司主营业务收入、毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 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	46.08	43.58	16.40	44.70	41.21	16.67	45.13	41.84	16.95	32.92	41.29	16.70
批发业务	59.45	56.23	9.95	63.31	58.37	9.53	62.27	57.73	12.22	46.56	58.40	11.59
其他业务	0.20	0.19	24.34	0.46	0.42	10.46	0.46	0.42	19.20	0.25	0.31	26.04
合计	**105.73**	**100.00**	**12.79**	**108.47**	**100.00**	**12.48**	**107.86**	**100.00**	**14.23**	**79.73**	**100.00**	**13.74**

资料来源：公司提供

表 3　2015~2018 年三季度公司其他业务收入情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
来自供应商的收入（促销服务费等）	7.48	8.24	9.43	7.12
租金	1.77	1.79	1.93	1.56
其他	0.34	0.32	0.33	0.32
合计	**9.60**	**10.35**	**11.70**	**9.00**

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。

主营业务以外，公司其他业务收入保持增长，2017 年为 11.70 亿元，其中来自供应商的促销服务费等收入 9.43 亿元，同比增长 14.44%，主要是零售业务厂家费用增加；2018 年前三季度为 9.00 亿元，同比略增 3.86%。

2．商业零售

（1）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13个区。从目前公司零售业店面地址看，都处于当地的商圈中，其中95%以上布局在北京市，又有约70%的北京超市布局在朝阳区。目前公司零售业务中直营店收入和利润占比较大，是公司零售业务收入和利润的主要来源，加盟店的经营收入仅为收取的加盟费。零售业务收入占比较小的便利店为顾客提供便捷、省时、方便的服务，一般座落于居住区附近。公司的便利店经营采用直营和特许加盟双轨经营的策略。公司门店中87.71%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。

近年来，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，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。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。2017 年，公司加快旗下子品牌“京捷”生鲜便利店及“爱家”便利店开店进度，将 13 家位于成熟社区的传统便利店调整改造为上述品牌，截至 2017 年底合计发展至 27 家，形成了较为成熟的经营模式。

2017 年，公司完成 10 家便利店的装修改造工作，全年新开便利店 13 家（5 家直营、8 家加盟）；因租约到期、关闭亏损店铺及拆迁等原因，关闭大卖场 1 家、综合超市 5 家、直营便利店 11 家及加盟便利店 24 家。2018 年前三季度，公司关闭直营综合超市 2 家（华威店由于地铁 17 号线工程建设被征收房屋无法经营，太阳宫店由于出租方不再出租致使闭店）；因疏解非首都功能，一些不正规店铺不再经营，故关闭特许加盟便利店 10 家；截至 2018 年 9 月底，公司共有零售店铺 206 家，净营运面积 28.16 万平方米；其中 169 家直营店、37 家特许加盟店，仍以直营店铺为主。

表 4　截至 2018 年 9 月底公司零售门店情况

类别	社区购物中心	大卖场	综合超市	便利店	合计	比例
零售门店数目（个）						
直营店	2	11	59	97	169	82.04%
特许加盟店	-	-	1	36	37	17.96%

合计	**2**	**11**	**60**	**133**	**206**	**100.00%**
零售门店净营运面积（平方米）						
直营店	39742.00	78817.53	134572.94	18547.26	271679.73	96.49%
特许加盟店	-	-	880.00	9015.11	9895.11	3.51%
合计	**39742.00**	**78817.53**	**135452.94**	**27562.37**	**281574.84**	**100.00%**

资料来源：公司提供

表5　2015~2018年9月公司零售业务收入情况（单位：亿元、%）

类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	收入	收入	占比	收入	占比
大卖场	13.00	28.22	12.32	27.55	12.51	27.72	9.19	27.91
综合超市	29.01	62.95	28.19	63.07	28.26	62.62	20.66	62.75
便利店	3.06	6.64	3.21	7.19	3.49	7.73	2.80	8.49
百货商场	0.48	1.04	0.42	0.93	0.41	0.91	0.28	0.85
网上零售	0.53	1.15	0.56	1.26	0.45	1.00	--	--
小计	**46.08**	**100.00**	**44.70**	**100.00**	**45.13**	**100.00**	**32.92**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：数据尾差系四舍五入造成；2018 年 1~9 月网上零售融合到各线下业务形态中，不做单独核算。

表 6　2015~2017 年公司店铺经营情况

项目	大卖场			综超			便利店		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
销售额(亿元)	14.80	13.84	12.90	32.95	27.69	29.85	3.48	2.85	3.88
客流量（亿人）	0.19	0.17	0.16	0.63	0.51	0.56	0.17	0.13	0.17
客单价（元）	78.84	79.40	80.17	52.44	54.66	53.25	20.89	21.29	22.83
平均每平.天销售额（元）	47.10	43.66	44.65	62.34	64.79	64.47	49.71	56.04	62.07

资料来源：公司提供

注：表中金额含有增值税，且数据统计口径不包括期末已闭店的店铺，故与表5中零售收入不一致。

跟踪期内，公司零售业务各板块收入占比变动不大。2018年前三季度，公司零售业务收入32.92亿元，同比略降3.97%，其中便利店收入同比增长6.34%，其余各业务形态收入同比降幅均在3%~4%。

总体看，针对电子商务的快速发展，公司逐步调整经营策略和门店类型，注重改善实体店铺经营环境。

（2）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。

公司零售采购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。

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”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。两家生鲜采购中心自成立以来，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；同时，公司加强采购基地建设，将驻地采购模式逐步发展为基地供货模式，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加工，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，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。

（3）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，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。

2017 年，公司完善自有线上购物平台京客隆 APP 功能，年内持续更新软件版本，新增换购、返券、电子发票等多项新功能并优化视觉和性能体验。目前京客隆 APP 上架商品已达 20600 个。同时，公司陆续上线京东到家、美团外卖、饿了么和百度外卖四家第三方外卖平台，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，公司目前零售业务经营较为顺畅，但也面临一定的竞争压力，公司收入波动不大；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，分别在北京市朝阳区和天津市设有物流配送中心，总面积合计 22 万平方米，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。

截至 2018 年 9 月底，公司已在天津、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，销售规模和盈利能力稳步提升，零售批发一体化的经营模式更具竞争力。

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。公司不断拓展生存空间，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；加强对零售终端的服务意识和服务能力，保证了业务往来顺畅和销售指标的完成。近年来，公司持续调整优化商品结构，剔除销售较差的品牌，引入新的品牌或单品，现有品类结构变动不大。

公司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 20000 多家零售门店紧密合作，建立了通畅的销售渠道。公司批发业务客户主要为北京地区的快速消费品零售商，其中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、唯品会、上海天翌电子商务有限公司、北京永辉超市有限公司，收入合计占批发总收入的 28.24%。

2017 年，公司在新零售的市场趋势下，维护好重点商超、大卖场等传统渠道的同时，继续拓展新电商渠道、新零售业态渠道以及便利店、郊县、餐饮等小型渠道；继续推进与各大电商主流平台的深度合作，于广州上海、成都开设分仓，外埠物流业务得到扩展，加深线上、线下融合发展；加快品牌的全国化运营力度，特别是对进口商品、自有品牌商品，在搭建外埠的销售网点渠道同时在全国性电商平台开发线上销售渠道，扩大销售规模。

总体看，跟踪期内，公司批发业务保持现有规模和区域市场，营销、物流配送能力进一步增强。

4. 经营效率

从经营效率指标来看，2015～2017 年，公司销售债权周转次数有所增长，三年均值及 2017 年分别为 7.26 次、7.83 次；存货周转次数持续下降，三年均值及 2017 年分别为 5.57 次、5.27 次；总资产周转次数变动不大，三年均值及 2017 年分别为 1.46 次、1.49 次。总体看，公司经营效率尚可。

5. 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：加快社区生鲜店建设，加快业态升级，加快传统便利店的转型；不断提高生鲜经营能力；利用移动互联网技术，继续借力第三方平台，搭载更多的社会物流；稳步推进批发业务持续发展，继续加强与上游生产商、线上线下分销渠道的战略合作，继续拓展与国际化企业的深度合作，进一步巩固及强化批发优势地位，以具有竞争力的供应链资源、现代化的物流支撑、多元化的销售渠道、综合商品与品牌服务能力，不断提升批发业务的市场竞争能力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2017年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司2018年三季度财务报表未经审计。

2017年，公司通过非同一控制下企业合并新增1家公司，新设2家子公司，主营业务未发生变化，且并入企业规模较小；公司开始采用财政部于2017年新颁布的《企业会计准则第42号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及经修订的《企业会计准则第16号—政府补助》，上述变动对财务可比性影响不大。2018年前三季度，公司合并范围较2017年底无重大变化。

截至2017年底，公司资产总额为77.00亿元，所有者权益21.52亿元（含少数股东权益4.82亿元）；2017年公司实现营业收入119.56

亿元，利润总额1.48亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额为77.31亿元，所有者权益合计21.41亿元（其中少数股东权益4.57亿元）；2018年1～9月，公司实现营业收入88.73亿元，利润总额1.10亿元。

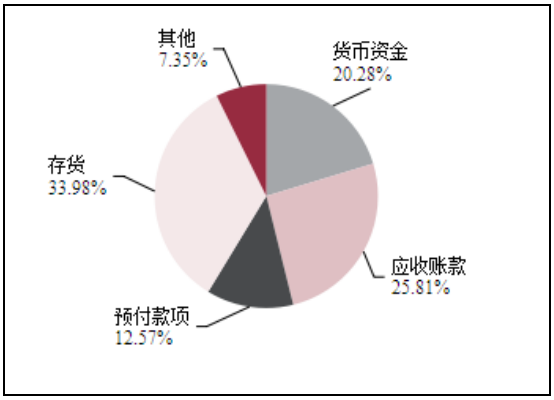
2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额77.00亿元，同比下降8.14%，其中，流动资产占68.40%，非流动资产占31.60%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产同比下降12.39%至 52.67 亿元，以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主。

图 2 截至 2017 底公司流动资产情况



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金较上年底进一步增长 26.44%至 10.68 亿元，其中，银行存款 9.12 亿元，受限货币资金 1.39 亿元，主要为票据保证金。

截至 2017 年底，公司应收账款同比下降19.69%至 13.59 亿元，其中，1 年以内的占94.42%，账龄短，共计提坏账准备 0.06 亿元。集中度方面，公司应收账款余额前五名合计8.33 亿元，均为应收货款，占 61.03%，集中度较高。公司应收账款中，有 4.28 亿元因进行保理融资而受限。

表 7 截至 2017 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元、%）

客户名称	金额	占比	属性
北京物美综合超市有限公司	36935.54	27.17	应收货款
北京京东世界贸易有限公司	20496.45	15.08	应收货款
唯品会（中国）有限公司	16195.58	11.91	应收货款
北京家乐福商业有限公司	5341.82	3.93	应收货款
北京永辉商业有限公司	4379.50	3.22	应收货款
合计	**83348.90**	**61.31**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司预付款项同比下降44.77%至 6.62 亿元，系朝批商贸供应商五粮液要求朝批商贸付款时间发生变动，2016 年于 10 月预付货款，而 2017 年末的货款于 2018 年 1 月预付；同时因春节的影响，批发企业提前 1 个月备货，2017 年春节在 1 月底，而 2018 年的春节在 2 月中旬，导致上年底预付货款存在差异。公司预付款账龄均在 1 年以内；集中度方面，预付款项余额前五名合计 2.34 亿元，占35.31%，均为预付货款。

截至2017年底，公司存货同比增长3.80%至17.90亿元，以库存商品（占98.84%）为主。公司对库存商品计提存货跌价准备137.71万元，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，计提比例相对合理。

非流动资产

公司非流动资产规模较上年底变化不大，截至2017年底为24.34亿元，以固定资产（占42.89%）、无形资产（占13.07%）和长期待摊费用（占19.04%）为主。

截至2017年底，公司固定资产为10.44亿元，同比略有下降，以房屋及建筑物和机器设备为主，截至2017年底账面价值分别为7.06亿元和2.74亿元。公司固定资产累计折旧11.79亿元。

2017 年底，公司无形资产同比增加 1.21 亿元至 3.18 亿元，以土地使用权为主；截至 2017 年底无形资产同比快速增长，系土地使用权增

加 1.30 亿元所致。

公司长期待摊费用不断下降，截至 2017 年底同比下降 12.27%至 4.66 亿元，由经营租入固定资产改良支出（占 89.77%）和房租（占 10.23%）

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 77.31 亿元，较 2017 年底保持相对稳定，其中流动资产和非流动资产占比分别为 70.14%和 29.86%，公司资产结构仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金较上年底下降 7.51%至 9.88 亿元，其中，1.17 亿元作为银行承兑汇票保证金存款而使用受限；应收账款较上年底下降 16.58%至 11.34 亿元，其中，3.12 亿元因通过保理获得银行借款使用受限；预付款项较上年底大幅增长 86.29%至 12.34 亿元，主要系公司对五粮液增加 7.00 亿元预付款项；存货规模较上年底下降 9.75%至 16.15 亿元。截至 2018 年 9 月底，公司非流动资产中，长期待摊费用较上年底下降 11.13%至 4.14 亿元，其他科目变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，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对资金形成一定占用。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 55.49 亿元，同比下降 11.42%；其中，流动负债占 98.88%，非流动负债占 1.12%，以流动负债为主。

截至2017年底公司流动负债为54.86亿元，以短期借款（占49.51%）、应付账款（占19.51%）和一年内到期的非流动负债（占13.65%）为主。

截至2017年底，公司短期借款27.16亿元，构成为应收账款保理借款（1.17亿元）、保证借款（21.49亿元）和信用借款（4.50亿元）。

截至2017年底，公司应付票据同比下降55.76%至2.65亿元，全部为银行承兑汇票。

截至2017年底，公司应付账款10.71亿元，同比下降12.55%，主要为应付供应商货款。账龄方面，1年以内应付账款占98.22%，账龄短。

截至2017年底，公司新增一年内到期的非流动负债7.49亿元；非流动负债由8.01亿元降至0.62亿元，系公司应付债券“13京客隆”将于一年内到期，故调整至一年内到期的非流动负债科目中核算。

截至2018年9月底，公司负债总额55.90亿元，较2017年底无明显变化；从负债结构看，流动负债占98.99%，其中，短期借款27.55亿元，较上年底无明显变化；应付账款及应付票据分别为11.51亿元和5.65亿元，较上年底有所增长，系支付五粮液酒厂货款有所增加。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 37.30 亿元，全部为短期债务。截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 72.06%和 63.42%。公司整体债务负担较重。

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 36.20 亿元，较 2017 年底减少 2.96%；资产负债率、全部债务资本化比率分别为 72.30%、62.83%。

总体看，公司债务负担较重，短期债务占比高，短期偿债压力较大。

所有者权益

公司所有者权益保持相对稳定，截至 2017 年底为 21.52 亿元（包含少数股东权益 4.82 亿元），其中，实收资本占 24.69%，资本公积占 36.23%，盈余公积占 8.85%，未分配利润占 29.83%，均较上年底变化不大。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 21.41 亿元，较 2017 年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2017年，公司营业收入及利润总额均有所增长，分别为119.56亿元和1.48亿元。2017年，公司收到政府补助0.26亿元，由营业外收入调整至其他收益科目核算；非经常性损益对利润

总额影响不大。

2017年，公司期间费用合计25.12亿元，同比增长13.12%，主要为销售费用（占81.59%），较上年增长14.39%，系2017年批发业务销售终端广告宣传、促销费用的开支增加，物流配送相关的运费随之增加以及资产租赁成本的上涨导致；财务费用同比增长11.75%至1.63亿元，系国内金融市场资金供应偏紧，融资成本随利率上升，以及银行卡、微信支付和支付宝使用带来的手续费增加所致。2017年，公司期间费率为21.01%，较上年增加2.32个百分点，期间费用对利润形成一定侵蚀。

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为22.13%、4.39%和4.41%，同比分别增长2.54个百分点、0.82个百分点和0.85个百分点。

2018年1～9月，公司实现营业收入88.73亿元，利润总额1.10亿元，均较上年同期略有下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入及盈利能力较为稳定，期间费用攀升对利润形成一定侵蚀。

5. 现金流分析

从经营活动看，2017年，公司经营活动现金流入为137.86亿元，同比略有下降，以销售商品、提供劳务收到的现金为主（占98.12%）；经营活动现金流出保持相对稳定，2017年为131.47亿元，以购买商品、接受劳务收到的现金（占83.77%）和支付其他与经营活动有关的现金（占8.18%）为主。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为6.39亿元，同比增长8.46%；现金收入比为113.15%，同比减少2.30个百分点，收入实现质量较高。

公司投资活动主要是理财产品的资金投入和收回，2017年，公司投资活动现金流入和流出金额分别为22.57亿元和22.54亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.04亿元，由负转正。公司经营活动与投资活动资金需求压力不大。

公司筹资活动现金流入及流出规模有所波动。2017年，公司筹资活动现金流入同比下降15.53%至54.32亿元，以取得借款收到的现金为主；筹资活动现金流出同比下降13.63%至57.59亿元，以偿还债务支付的现金为主。受上述因素综合影响，2017年筹资活动现金流量净额为-3.27亿元，较2016年净流出增加0.90亿元。

2018年1～9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5.99亿元、-0.57亿元和-6.01亿元；受季度性应收账款增加的影响，现金收入比为105.67%，同比减少7.47个百分点。

总体看，跟踪期内，公司经营性净现金流保持增长趋势，收入实现质量较高；考虑到公司短期债务规模较大，经营周转持续存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为95.99%和63.37%，较上年同期分别下降14.03个百分点和15.09个百分点。截至2018年9月底，上述指标分别变为98.01%和68.82%。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为5.38亿元，同比增长7.35%；同期，公司EBITDA利息倍数为3.30倍；2017年，公司全部债务/EBITDA为6.93倍，同比减少1.38倍。公司EBITDA对全部债务保障能力一般。

截至2018年9月底，公司无对外担保和重大诉讼、仲裁事项。

截至2018年9月底，公司已获书面授信总额为35.44亿元，已使用书面额度15.86亿元，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），拥有直接融资渠道。

7. 母公司财务概况分析

截至2017年底，母公司资产总计43.03亿

元，同比略降 2.23%，流动资产与非流动资产占比分别为 39.94%和 60.06%。

截至 2017 年底，母公司流动资产合计 17.19 亿元，同比下降 11.63%，主要包括流动资金 3.73 亿元，其他应收款 5.59 亿元，存货 2.10 亿元和其他流动资产 4.84 亿元。同期，母公司非流动资产 25.85 亿元，主要为长期股权投资 12.47 亿元，投资性房地产 5.38 亿，固定资产 7.35 亿元，和长期待摊费用 3.50 亿元。

截至 2017 年底，母公司负债合计 28.08 亿元，同比下降 4.51%，以流动负债为主。截至 2017 年底，母公司流动负债合计 27.82 亿元，同比增长 28.53%，构成主要包括 8.70 亿元短期借款，6.73 亿元应付账款和 7.49 亿元一年内到期的非流动负债。母公司所有者权益 14.96 亿元，同比变化不大，构成为 4.12 亿元实收资本，6.15 亿元资本公积，1.24 亿元盈余公积和 3.44 亿元未分配利润。

截至 2018 年 9 月底，母公司资产总计 44.46 亿元，较上年底增长 3.33%，其中，流动资产增长 12.84%，主要是其他流动资产增长 29.96%至 6.29 亿元；非流动资产规模及构成较上年底变化不大。母公司负债合计 29.26 亿元，较上年底增长 4.22%；流动负债为 29.04 亿元，较上年底进一步增长 4.40%，其中，一年内到期的非流动负债均已偿还；短期借款大幅增加 4.80 亿元至 13.50 亿元；2018 年 9 月发行短期融资券 3.00 亿元所致。所有者权益 44.46 亿元，较上年底略有增长，系未分配利润的增加。

盈利能力方面，母公司以零售业务为主，2017 年收入为 44.48 亿元，同比变动不大；期间费用合计 9.01 亿元，主要为销售费用 7.00 亿元；利润总额 0.54 亿元，同比增长 50.50%，其中，投资收益 0.22 亿元，其他收益 0.17 亿元。2018 年 1～9 月，母公司收入为 33.36 亿元；销售费用 5.26 亿元；利润总额 0.60 亿元，其中，投资收益 0.25 亿元，营业外收入 0.36 亿元。

现金流方面，2017 年，母公司经营活动产生的现金流入为 52.23 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金（50.80 亿元）；经营活动产生的现金流出为 48.89 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（40.47 亿元）；经营活动产生的现金流量净额为 3.34 亿元，同比增长 54.72%，现金收入比为 114.20%，母公司收入实现质量较好。投资活动方面，母公司投资活动产生的现金流入和流出分别为 23.71 亿元和 23.20 亿元，以投资活动现金流入及流出差额（特殊报表科目）为主；投资活动产生的现金流量净额为 0.51 亿元，同比净流入规模减少 1.12 亿元。筹资活动方面，2017 年，母公司筹资活动现金流入 11.00 亿元，均为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 12.40 亿元，主要包括偿还债务支付的现金 3.30 亿元和偿还债券支付的现金 8.00 亿元；母公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.40 亿元，较上年净流出规模减少 3.57 亿元。2018 年 1～9 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.90 亿元、-1.29 亿元和-0.67 亿元。

总体看，母公司货币资金规模有所增长，其他应收款、其他流动资产、长期股权投资和固定资产占比较高；负债以短期借款和应付账款为主，短期偿债压力较大；利润依赖投资收益，销售费用水平较高；母公司经营性现金净流入规模持续增加，收入实现质量较好，考虑到短期债务规模较大，存在一定对外筹资需求。整体看，京客隆母公司债务短期负担较重，偿债能力一般。

8. 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 2019 年 2 月 13 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。

9. 抗风险能力

基于对公司股东背景、管理水平、主营业务规模、下游客户质量和财务状况等方面的综合分析，公司整体抗风险能力强。

十、存续期间债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内短期融资券为“18京客隆CP001”，发行额度3.00亿元。

截至2017年底，公司剔除使用受限后的现金类资产对一年内到期的债券（3.00亿元）的保障倍数为3.10倍；2017年经营活动现金流入量和净额对应付债券的保障倍数分别为45.95倍和2.13倍。总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强；经营活动现金流入量对应付债券的保障能力强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

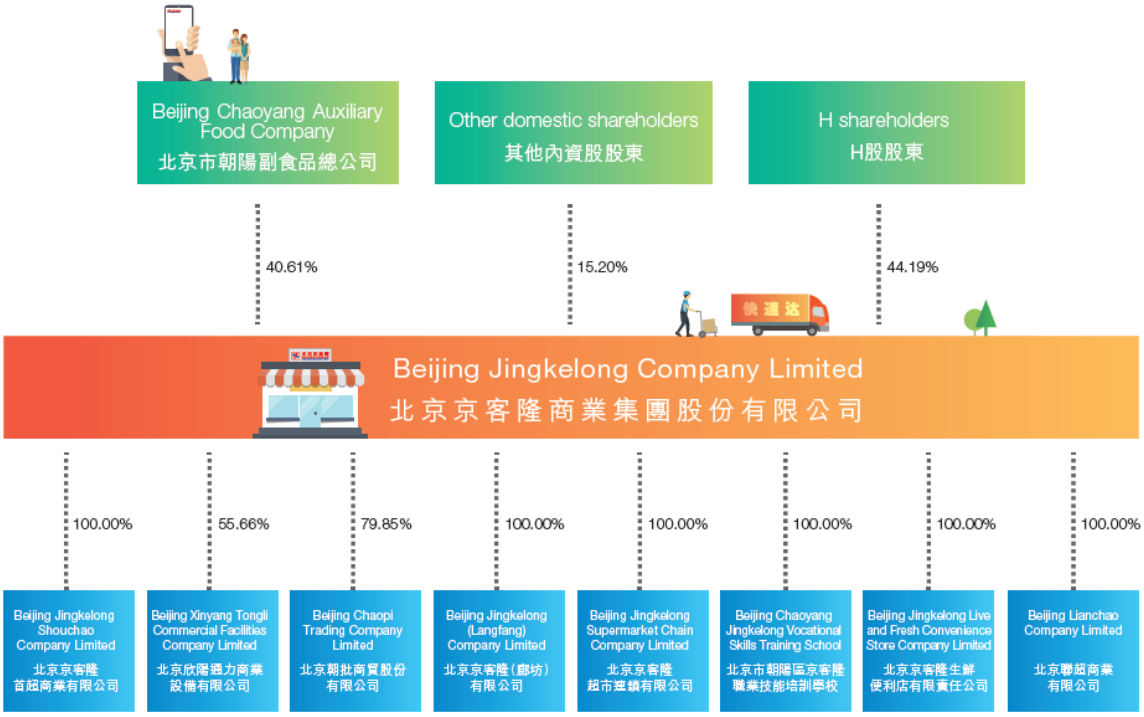
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	3.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.10
经营活动现金流入量/应付债券余额	45.95
经营活动现金流净额/应付债券余额	2.13
EBITDA/应付债券余额	1.79

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理
注：现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

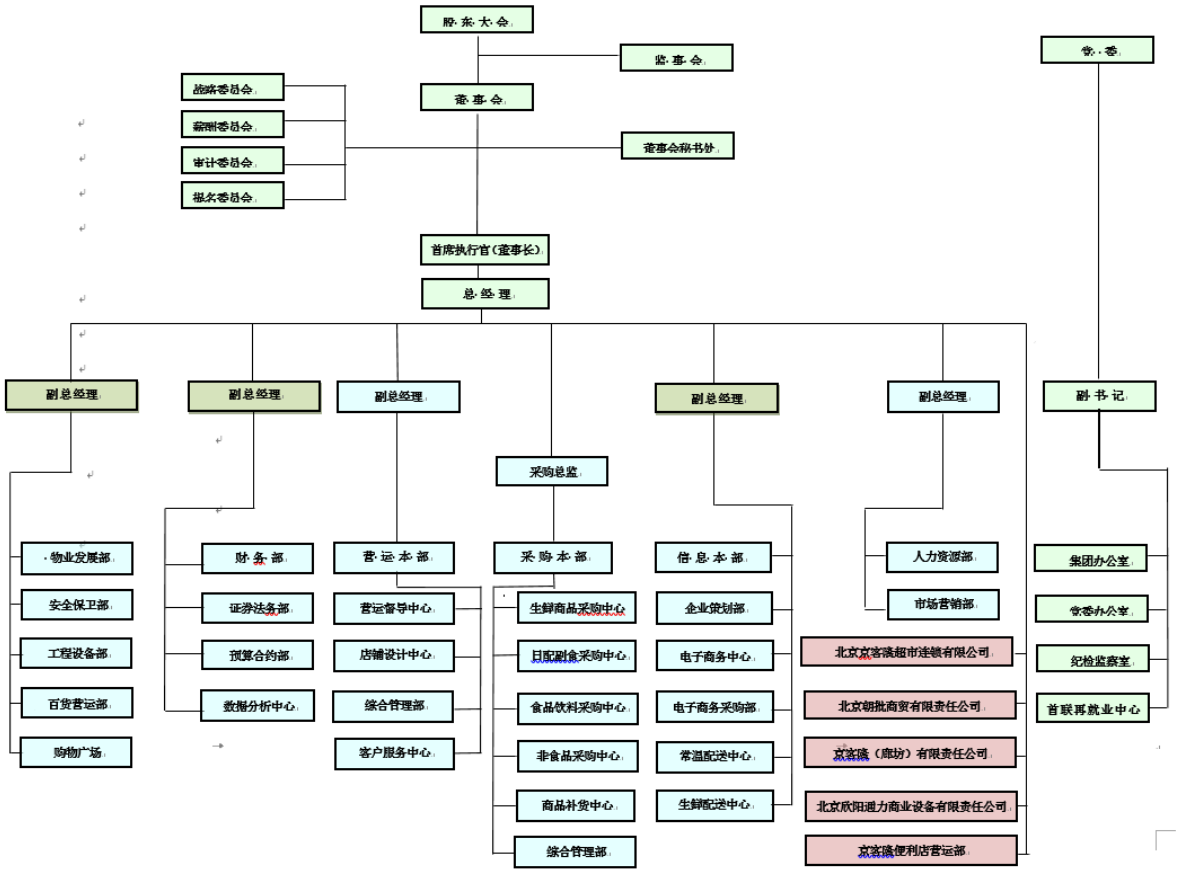
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“18京客隆CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.74	6.13	9.31	8.71
资产总额(亿元)	83.71	83.82	77.00	77.31
所有者权益(亿元)	21.10	21.18	21.52	21.41
短期债务(亿元)	34.66	34.18	37.30	36.20
长期债务(亿元)	7.46	7.48	0.00	0.00
全部债务(亿元)	42.12	41.66	37.30	36.20
营业收入(亿元)	115.32	118.82	119.56	88.73
利润总额(亿元)	1.13	1.34	1.48	1.10
EBITDA(亿元)	4.87	5.01	5.38	--
经营性净现金流(亿元)	0.40	5.89	6.39	5.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.59	6.76	7.83	--
存货周转次数(次)	6.04	5.76	5.27	--
总资产周转次数(次)	1.48	1.42	1.49	--
现金收入比(%)	112.86	115.44	113.15	105.67
营业利润率(%)	19.28	19.59	22.13	21.94
总资本收益率(%)	3.71	3.57	4.39	--
净资产收益率(%)	3.43	3.56	4.41	--
长期债务资本化比率(%)	26.13	26.09	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	66.63	66.29	63.42	62.83
资产负债率(%)	74.80	74.73	72.06	72.30
流动比率(%)	107.83	110.02	95.99	98.01
速动比率(%)	79.00	78.47	63.37	68.82
经营现金流动负债比(%)	0.74	10.78	11.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.00	3.36	3.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.66	8.31	6.93	--

注：公司现金类资产已剔除受限货币资金；2018 年前三季度财务数据未经审计；其他流动负债和其他应付款中的有息部分计入短期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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 4-1　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