

中国零售行业

2017 年上半年度信用质量及市场表现分析报告

工商企业评级部 熊桦

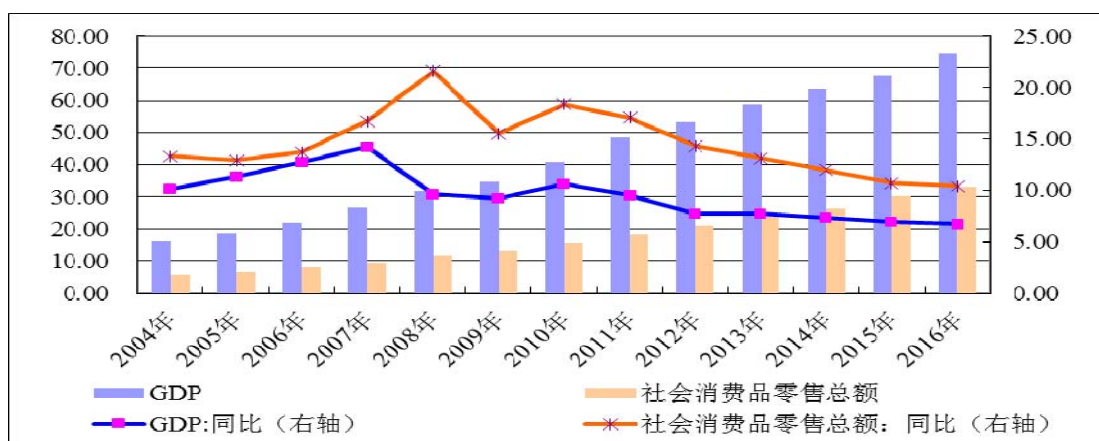
一、行业信用质量分析

2017 年上半年，国内零售市场增速同比有所加快，零售行业总体呈现企稳回升态势。随着我国城市化进程的推进，居民收入的不断提高，以及消费者对商品多样化、差异化需求的提升，国内消费市场容量存在不断扩大的空间，行业具备持续增长的潜力。

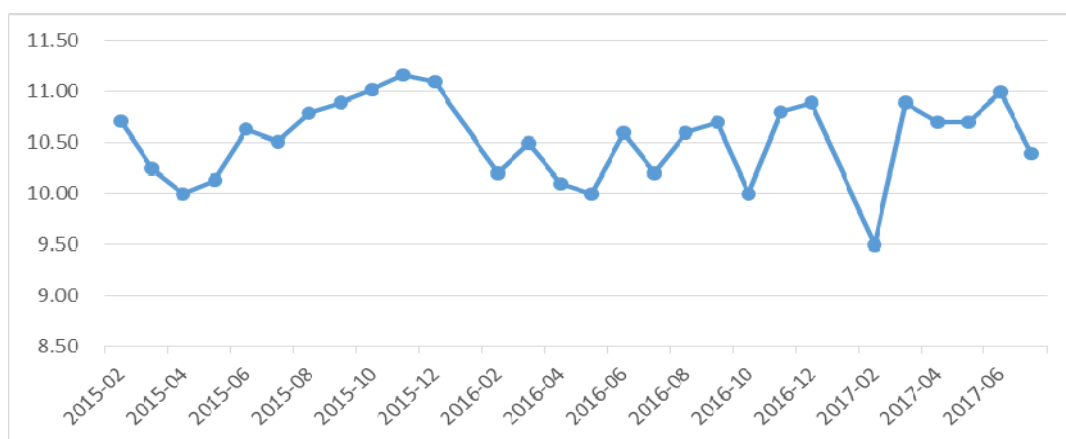
我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断发展、庞大的人口数量、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，在宏观经济景气度下行的压力下，零售领域发展也受到一定影响，加之居民住房等刚性成本居高不下，对零售消费形成挤压；消费补贴相关政策陆续到期后，短期消费刺激因素逐步淡化；以及限制“三公”消费政策出台，海外购物消费分流等多重因素叠加影响，国内零售业增速持续下滑，至 2016 年已连续 6 年呈现下降态势（如图表 1 所示）。从月度数据来看（如图表 2 所示），近两年以来，我国社会消费品零售总额月度同比增速基本维持在 10-11% 区间内波动。

2017 年上半年，国内经济呈现企稳回升态势，初步核算，上半年国内完成生产总值 381,490 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，增速比上年同期提高 0.2 个百分点。同期零售市场的增长也出现加快，完成社会消费品零售总额 172,369 亿元，同比增长 10.4%，增速比上年同期提高 0.1 个百分点。从月度数据来看，2017 年上半年，除 1-2 月份增速同比下滑 0.7 个百分点外，其余 4 个月份单月同比增速均实现了 0.4-0.7 个百分点的增加。总体来看，在当前宏观环境下，随着国内经济步入“新常态”，以及经济结构调整对消费依赖度的不断提升，预计短期内零售业维持中低速度增长的可能性仍较大。

图表 1. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：万亿元、%）



图表 2. 社会消费品零售总额分月¹同比增长速度（单位：%）



资料来源：Wind 资讯、国家统计局

从中长期来看，自 2001 年国内人均 GDP 首次超过 1,000 美元之后，我国开始进入消费升级阶段，生存型消费开始向发展型和享受型消费过渡。我国人口数量庞大，为零售行业提供了大量的消费人口基数。同时近年来国家生育政策放宽后，推动了人口增速回升，2016 年我国人口自然增长率为 5.86%，为近十年最高增速水平，同时 2017 年人口自然增长率预期将升至 7.5% 左右。截至 2016 年末全国大陆总人口达到 138,271 万人，其中城镇常住人口 79,298 万人，常住人口城镇化率为 57.35%。居民收支方面，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高，消费性支出相应逐年增加；恩格尔系数不断下降，生活水平持续提升。据国家统计局数据，2016 年全国居民人均可支配收入 23,821 元，扣除价格因素，实际增长 6.3%。2017 年上半年，全国居民人均可支配收入 12,932 元，同比实际增长 7.3%，继续保持增长态势。国内居民收入的提高，购买力的提升，为国内消费增长奠定了良好的基础。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，扣除价格因素，实际增长 6.8%。2017 年上半年全国居民人均消费支出 8,834.1 元，

¹ 为了消除春节日期不固定因素带来的影响，增强数据的可比性，按照国家统计制度，1-2 月份数据一起调查，一起发布。

同比实际增长 6.1%。从 2016 年和 2017 年上半年居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信继续占据了消费支出的前三位。其中 2016 年全国居民人均食品烟酒消费支出增长 7.0%，占消费支出的比重为 30.1%，占比较上年回落 0.5 个百分点；2017 年上半年消费支出占比为 30.3%，居民消费结构总体有所改善。

图表 3. 2016 年和 2017 年上半年全国居民人均支出构成情况（单位：元）



资料来源：国家统计局

此外，我国城市化进程逐步加快也为消费市场的拓展提供了动力和空间。城镇化率的提升，城市形态的不断变化，为零售业多元化业态发展提供了机遇，使得各种实体零售业态（包括百货店、购物中心、奥特莱斯、超市卖场、便利店等）以及线上零售能获得更广阔发展空间，以满足国内居民日益多样化、个性化、专业化的消费需求。

政策方面，政府持续鼓励消费，将消费作为激活经济增长的内生动力，对零售行业总体发展而言存在利好。但同时，政府为规范行业发展所出台的政策也会对相关零售企业经营带来一定影响。此外，国企改革提速也为零售行业企业发展带来机遇与挑战。

政策方面，零售行业开放度高，且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视。2015 年，国务院发布了《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》（国发〔2015〕66 号）、《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》（国办发〔2015〕85 号）等文件，明确了消费对于推进产业转型升级，推动经济稳定增长的重要意义，旨在通过传统消费提质升级来引领产业升级，并提出要全面改善优化消费环境、支持发展消费信贷等意见，通过制度创新、技术创新、产品创新来增加新供给，满足创造新消费。根据 2016 年 11 月商务部等多部委联合发布的《国内贸易流通“十

三五”发展规划》，提出“十三五”期间，我国要从流通大国走向流通强国，通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；其中消费促进方面，要顺应个性化、多样化消费需求，改善消费环境，着力扩大居民消费；保障基本消费，满足中高度消费；积极引导海外消费回流；发挥新消费引领作用，加快培育形成新供给新动力，增强消费拉动经济的基础作用。并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速 10%左右；电子商务交易额和网上零售额年均增速分别为 15%和 20%左右的目标。预计“十三五”期间，以消费升级为主导的经济增长新格局将继续为零售行业发展提供支撑。

从细分行业来看，实体零售行业作为发展相对成熟的行业，近年来随着前期以“以旧换新”、“家电下乡”为代表的相关扶持政策陆续退出后，政府层面对实体零售业的支持政策相对有限，而同时 2013 年以来，国家加大了对电商领域的政策支持力度。实体零售方面，2016 年 11 月，国务院办公厅发布《关于推动实体零售创新转型的意见》，提出要推进商业结构调整、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持（包括减轻企业税费负担、加强财政金融支持等）等意见，旨在推动实体零售创新转型，增强发展动力。电商领域近年来出台了包括《关于促进电子商务应用的实施意见》（2013 年）、《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》（2015 年）、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》（2015 年）等多项政策，并明确从准入门槛、税负、金融服务支持等方面支持电商\跨境电商发展。但在支持电商发展的同时，政府也在对其逐步进行规范，并促进电商及实体零售之间的公平有序竞争。2016 年 3 月财政部、海关总署、国家税务总局联合下发《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》，规定自 4 月 8 日起针对 B2C 进口商品按照货物征收关税和进口环节增值税、消费税，此次税改对部分跨境电商而言将会加重其运营环节的成本负担及运营压力，但有助于为行业竞争营造公平的市场环境，促进跨境电子商务零售进口的健康发展。同时，针对电商发展过程中存在的假货问题，国家工商总局通过持续开展“红盾网剑”专项行动，加强对线上购物的监管，以促进网络市场健康发展。根据 2016 年 12 月商务部等多部委联合发布的《电子商务“十三五”发展规划》，提出到 2020 年，电子商务交易额同比要翻一番，超过 40 万亿元，网络零售额达到 10 万亿元左右；同时也提出了在发展过程中要实现发展和规范并举；竞争和协调并行；开放和安全并重的原则。

另外，国企改革提速也为零售行业企业发展带来机遇与挑战。2016 年，重庆百货大楼股份有限公司（简称“重庆百货”，证券代码：600729）公告《2016 年度非公开发行股票预案》，拟通过向物美控股集团（天津滨海新区）投资有限公司、步步高商业连锁股份有限公司和重庆华贸国有资产经营有限公司发行股票方式，引入战略投资者，全面深化混合所有制改革。2017 年 2 月，阿里巴巴与百联集团

有限公司达成战略合作，6月，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司通过向上海易果电子商务有限公司收购后者所持有的股份，成为百联集团下属上市公司联华超市（香港联合交易所代码：“00980”）前三大股东。2017年3月，新华都实业集团股份有限公司通过向云南白药控股有限公司增资254亿元成为其股东。此外，2017年以来央企中国联通、中国铁路总公司的混改中也出现了阿里巴巴、京东的身影。需关注零售企业参与或实施国有企业改革的具体路径及其基本面的影响。

国内零售行业市场化程度高，业内竞争压力大。2017年上半年，零售电商继续保持较快速增长，实体零售企业经营总体也有所回暖。

零售业属于规模经济和范围经济显著的行业，高市场集中度会产生较高的规模经济和盈利水平。随着中国2001年加入WTO，尤其随着2004年零售业取消外资在股权、数量和区域等方面的限制，实现全面开放以来，国内实体零售行业发展迅速，行业从业者众多，并形成了一批具有一定市场地位及知名度的零售商。但由于我国疆域广阔，跨区域拓展难度大等因素影响，多年来我国零售行业集中度始终处于较低水平。在较为开放的市场环境下，为实现规模效应，零售商大多通过并购重组、扩大门店布局等方式进行拓展，零售行业竞争始终较为激烈，而在经济较为发达地区更为突出。另一方面，随着近年来电商的蓬勃发展，线上零售对线下实体门店产生了很大的分流影响，实体零售的竞争力遭到削弱，零售行业多年形成的既有竞争格局被打破，新的零售格局在逐步重塑。

从电商发展来看，随着天猫\淘宝、京东等一批大型电商信誉度及用户粘度的逐步提升，国内居民消费主力和消费模式的转变，以及国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业发展取得了显著的成长。据中国电子商务研究中心数据显示，我国网络零售市场交易规模由2010年的5,141亿元逐年增至2016年的53,288亿元；交易规模占当年社会消费品零售总额的比重于2014年突破10%。电商大规模的分流造成了实体零售企业经营压力的加大，以及传统节假日营销策略对顾客吸引力的降低。对于物流体系相对完善的一二线城市而言，冲击更为明显。

在国内电商蓬勃发展的同时，电商行业内部也面临着激烈的竞争。据中国电子商务研究中心2017年5月公布的《2016年度中国网络零售市场数据监测报告》数据显示，2016年中国B2C网络零售市场（包括开放平台式与自营销售式，不含品牌电商），天猫排名第一，占57.7%份额；京东名列第二，占据25.4%份额；唯品会位于第三，占3.7%份额；前三位排名未发生变化，且各自市场份额占比分别提升了0.3、2.0和0.5个百分点。排名第4-10的电商分别为：苏宁易购（3.3%）、国美在线（1.8%）、当当（1.4%）、亚马逊中国（1.3%）、1号店（1.2%）、聚美优品（0.7%）和拼多多（0.2%）。除天猫、京东市场地位优势明显且相对稳固外，其

他 B2C 平台所占市场份额依然相对较小，后续排名存在持续波动。电商行业具有明显的互联网属性，“马太效应”突出，电商之间激烈竞争预期仍将持续，同时并购重组、洗牌发生的可能性或加大。2016 年，京东与沃尔玛达成战略合作，收购了沃尔玛旗下“1 号店”品牌、网站等资产，同时沃尔玛入股京东，成为其股东之一。

图表 4. 2015-2016 年 B2C 平台排名变化情况

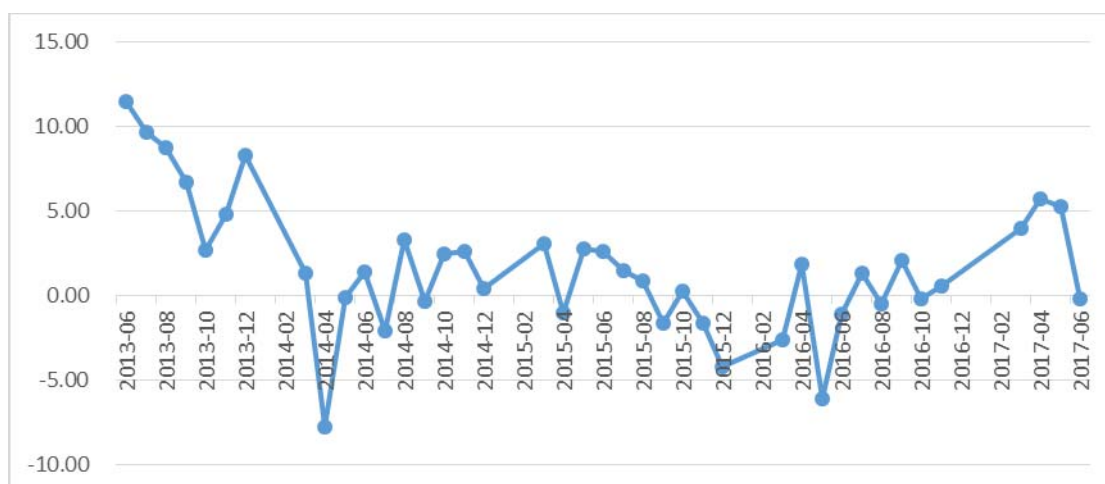
排名	2016 年		2015 年	
	名称	份额 (%)	名称	份额 (%)
1	天猫	57.7	天猫	57.4
2	京东	25.4	京东	23.4
3	唯品会	3.7	唯品会	3.2
4	苏宁易购	3.3	苏宁易购	3.0
5	国美在线	1.8	国美在线	1.6
6	当当网	1.4	1 号店	1.4
7	亚马逊中国	1.3	当当网	1.3
8	1 号店	1.2	亚马逊中国	1.2
9	聚美优品	0.7	聚美优品	0.8
10	拼多多	0.2	易迅网	0.3

资料来源：中国电子商务研究中心

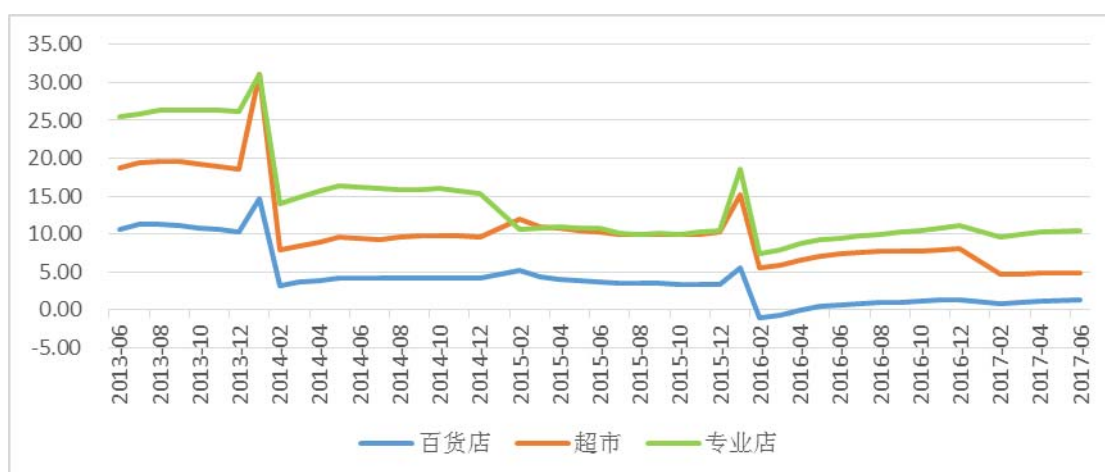
近年来，在国内经济及零售业增长放缓、电商大规模分流等背景下，实体零售业态面临的冲击相对明显，零售商销售增速出现放缓甚至负增长，经营业绩压力持续加大，关店风险上升。为应对零售市场的发展变化，传统零售企业纷纷加快了变革步伐，积极推进业务调整及革新，包括通过开展线上业务，布局移动端，加强 O2O 联动；积极进行业态、品类调整，加强自营业务比重，降低商品同质化；提升品类、单品管理力度及深度，加强消费数据研发，以为采购、招商、营销等环节提供数据支撑；试水跨境电商、消费信贷等新型业务模式，以吸引客源、增强客户体验。

2017 年上半年，零售电商继续保持较快速增长，根据国家统计局数据，全国网上零售额 31,073 亿元，同比增长 33.4%；其中实物商品网上零售额 23,747 亿元，同比增长 28.6%，增速比上年同期提高 2 个百分点。同时，在经济企稳向好，实体零售业企业不断升级调整的情况下，实体零售业总体也有所回暖。2017 年上半年，包括超市、百货店、专业店等在内的限额以上单位实体零售业态零售额同比增长 8.4%，增速比上年同期提高 1.8 个百分点。其中，超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长 6.3%、5.8%、10.0%和 7.4%；增速分别比上年同期下滑 3.2 个百分点和提高 3.5、2.8 和 0.6 个百分点。

图表 5. 全国百家大型零售企业零售额月度同比变化情况 (单位: %)



图表 6. 重点流通企业 (按业态分) 销售额月度同比变化情况 (单位: %)



资料来源: wind 资讯、商务部、中华商业信息网

二、行业内主体信用等级分布及级别迁移分析²

1. 主体信用等级分布

2017 年上半年, 零售业公开发行债券主体为 6 家, 分别为北京华联综合超市股份有限公司、上海徐家汇商城(集团)有限公司、物美控股集团有限公司、杭州市商贸旅游集团有限公司、大连金玛商城企业集团有限公司和北京迪信通商贸股份有限公司, 主体级别分布在 AA 及 AA⁺级, 各为 3 家。其中大连金玛商城企业集团有限公司和北京迪信通商贸股份有限公司为首次公开市场发行债券, 主体级别均为 AA 级。截至 2017 年 6 月末, 零售业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 34 家, 其中 AAA 级主体 4 家, AA⁺级主体 7 家³, AA 级主

² 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果, 即不考虑中债资信的评级结果。此外, 统计主体等级分布时剔除了重复主体, 即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

³ 物美控股集团有限公司存在跨机构评级, 主体级别包括 AA、AA⁺级, 将其统计入 AA⁺级。

体 21 家，AA⁻级主体 2 家，主要集中在 AA 级。零售业开放程度较高，从业企业数量较多，但集中度偏低。从行业内已发债企业来看，区域分布较分散，整体信用质量较高。

图表 7. 零售行业主体信用等级分布

发行主体最新信用等级	2017 年上半年		截至 2017 年 6 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	-	-	4	11.76
AA ⁺	3	50.00	7	20.59
AA	3	50.00	21	61.76
AA ⁻	-	-	2	5.88
合计	6	100.00	34	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 主体信用等级迁移

2017 年上半年，零售行业存在 2 家企业主体信用等级上调，新世纪评级将王府井集团股份有限公司（简称“王府井集团”）和杭州市商贸旅游集团有限公司（简称“杭州商旅”）的主体级别均由 AA⁺级调升至 AAA 级。

其中王府井集团级别调升理由主要系：1、王府井集团通过持续的连锁化经营以及全国布局，规模化经营优势及综合竞争实力不断增强，截至 2016 年末已在全国 23 个城市运营门店 38 家，总经营建筑面积约 200 万平方米，涉及百货、奥特莱斯、购物中心等多元化业态；此外，王府井集团筹划推进中的外延式并购若能成功落地，也将有助于进一步推动业务规模的扩大及业态的完善。2、王府井集团近年来业绩相对稳定，经营积累不断增加，加之于 2016 年完成非公开发行股票事宜，共募集资金 29.74 亿元，资本实力得以持续增厚。2016 年末王府井集团所有者权益达到 106.71 亿元，较上年末增长 44.45%。3、王府井集团债务规模总体平稳，2014-2016 年末分别为 68.60 亿元、65.66 亿元和 71.17 亿元，且其中刚性债务规模可控，同期末分别为 21.91 亿元、21.99 亿元和 23.46 亿元。得益于权益的增厚，王府井集团近年来资产负债率不断下降，同期末分别为 49.89%、47.06%和 40.01%，负债经营程度处于较好水平，财务稳健度提高。

杭州商旅级别调升理由主要系：1、杭州商旅在区域市场形成了很强的资源优势，旗下优质品牌众多，且业务发展较多元，区域市场竞争地位较稳固。2、2016 年杭州市成功承办了 G20 杭州峰会，有利于当地的旅游、酒店、餐饮、商贸发展，杭州商旅作为市政府下重要的商贸旅游类国有资产运营平台，受政府支持力度加大，2016 年杭州市国资委累计向杭州商旅拨入资本金共计 4.82 亿元，杭州商旅权益资本由 2015 年末的 80.97 亿元增长 16.20%至 2016 年末的 94.09 亿

元。2017 年以来杭州商旅继续收到相关股东注资 3.58 亿元，资本实力得到进一步提升。3、商旅·义乌之心城市生活广场、杭州武林广场地下商城等在建项目完工投用及杭州大厦经营面积增加后有望未来 1-2 年给杭州商旅带来新的收入增长点。4、杭州商旅现拥有各类零星物业面积共计约 19.89 万平方米，均按照成本法计量，账面价值为 1.17 亿元，上述物业位置较好，市场价值远大于账面价值，可对债务偿付提供一定保障。

图表 8. 零售行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 6 月末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻
	AAA	2	-	-
AA ⁺	2	7	-	-
AA	-	-	21	-
AA ⁻	-	-	-	2

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、行业主要债券品种利差分析⁴

2017 年上半年，零售行业 6 家发债主体共公开发行了 7 支债券，债券类型包括一般短期融资券 2 支和公司债券 5 支，具体发行利差情况详见附录三。

1. 短期融资券⁵

2017 年上半年，上海徐家汇商城（集团）有限公司和北京华联综合超市股份有限公司各发行了 1 支短期融资券，发行利率与其主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低。

图表 9. 零售行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA ⁺	1	135.91	135.91
	AA	1	239.38	239.38

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 公司债券

2017 年上半年，物美控股集团有限公司、北京迪信通商贸股份有限公司和杭州商旅各发行了 1 支公司债券，大连金玛商城企业集团有限公司发行了 2 支公

⁴ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

⁵ 短期融资券统计对象不包含超短期融资券。

司债券。总体来看，发行利率与其主体信用等级存在较好的对应关系。此外，相同等级条件下，“17 迪信 01”（期限 5 年）、“17 金玛 01”（期限 3 年）和“17 金玛 02”（期限 5 年）分别于 2017 年 4 月、5 月、6 月发行，发行利率均为 7.5%，发行利差分别为 447.30BP、419.48BP 和 402.92BP。

图表 10. 零售行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA ⁺	1	226.30	226.30
	AA	2	419.48-447.30	433.39
5 年	AAA	1	163.00	163.00
	AA	1	402.92	402.92

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

四、行业信用展望

伴随着我国经济步入“新常态”以及向消费型经济结构的转型，国内经济总量将继续保持稳定增长，经济结构将逐步得到调整。同时，依靠国内城市化进程的持续推进，居民收入水平以及消费层次的不断提高，国家引导海外消费回流等，国内零售业市场依旧拥有着持续增长的潜力。总体来看，国内零售业维持中低速度增长的可能性仍较大。

政策方面，基于国内经济向消费主导型经济结构的转变趋势，零售业发展预期将能获得政府的持续支持，面临着相对较好、较为宽松的政策环境。但同时，对于零售市场而言，政府鼓励推动消费升级及商业创新的意图较为明显，在新零售形势背景下，政策实施过程中预计将更趋向于利好具有一定规模、资本及品牌实力，且具有升级转型动力及实力的零售企业。

行业竞争格局方面，一方面电商与实体零售之间，电商与电商之间、实体与实体零售之间的激烈竞争仍将继续。同时借助国企改革、O2O 融合发展等契机，行业内整合并购活动、战略合作活动也将持续推进。零售行业或存在进一步洗牌，龙头企业规模、地位或将进一步得到巩固。此外，从近年的行业整合发展来看，O2O 的融合从前期业务层面的合作不断延伸扩大至股权层面，未来零售企业“实体零售企业”、“电商”的界限定义或将逐步被打破。

运营方面，外延式拓展仍会是实体零售企业快速扩大规模的主要手段。近年来，随着零售市场环境的趋紧，在行业存在一定下行的环境下，部分零售企业选择逆势扩张，部分选择收缩退出，因此存在一定量较大型的并购活动，诸如华润万家收购 Tesco 乐购中国，物美集团收购百安居中国等，由于被收购企业或多或

少存在业绩欠佳或亏损等问题，且自身品牌形象及运营机制已相对成熟，对于收购方而言后续的整合压力会相对突出。大额并购活动在提升企业规模的同时，能否顺利进行整合，提升运营效率，释放协同效应，会对企业形成考验。同时，以阿里、京东为代表的电商企业与实体零售企业一系列战略合作的展开情况及成效产出也有待持续观望。

此外，在新形势下，为提升运营效率，降低运行成本，零售企业内部对于精细化运营及业务升级调整的需求仍将继续提升。一方面对于 IT 信息化建设将加强。零售企业开展线上业务，布局移动端，加强 O2O 联动；提升品类、单品管理力度及深度，优化 SKU 管理；为营销、招商、采购物流等环节提供运营数据支撑等等，都需要强大的 IT 系统、数据库系统作为支撑。另一方面，零售企业将不满足于传统业务利润空间，加大自营品牌开发及业务比重，延伸深化供应链，探索开展消费信贷等新型业务模式或将变得更为普遍。

盈利方面，根据业态的不同，零售行业盈利一般来自商品销售收入、经营面积出租收入、各类通道费用等，盈利模式中短期内预期仍相对稳定。对于实体企业而言，受竞争加剧等因素影响，依靠内生增长拉动利润水平的难度提高，有效客流下滑，同店可比收入规模减少等仍会对盈利形成压力。企业收入及利润的持续增长预期仍将更多依赖于规模的进一步扩张，即通过开店、收购等方式，增加门店数量。

在成本方面，近年来零售业竞争激烈，运营成本控制压力持续较大。作为实体零售业务主要的运营成本，在稳定经营条件下，人工薪酬、租金管理费支出、水电暖等成本的下降空间较小。租金方面，在商业地产价格，尤其是一线城市商业地产价格居高不下的环境下，对于重资产型零售企业存在较明显利好，一方面无需支付日益增长的租金管理费形成实际的现金流出，另一方面商业资产估值的上升有助于企业在融资时提供较好的抵质押资产，抑或是能够在资产退出时形成较好的溢价收益。而对于租赁门店而言，则面对着更大的成本支出压力。

资金方面，零售企业由于其业务特点，主业收现率高，资金回笼一般较为及时。从资金来源途径来看，除主业回笼资金、传统融资渠道外，还可利用商业信用（在一定情况下可通过延长付款周期获得更多资金周转空间）、发行商业预付卡等方式获得资金，资金来源渠道相对多样。但同时，其融资成本、融资效率等也会受信贷政策、融资渠道变化等的影响。2017 年 2 月，中国证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修订，同时发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，其中对于定增比例、间隔时限、定价机制等方面做了新的安排。对于零售上市公司而言，尤其对于短期内存在增发需求的公司而言或因新规的出台而面临一定压力。

从财务方面来看，在零售行业竞争压力加大、增速不足的背景下，个体企业面临的财务风险或有所扩大。一方面零售市场竞争压力加大，新开店培育期拉长，利润收窄，会使得部分零售企业现金流情况出现弱化；而库存周转的放缓，则会为企业带来一定流动性压力。同时，企业战略的选择对于其信用表现的影响将更为明显。对于逆势进行快速扩张（并购）的零售企业而言，其资金来源及资金成本值得关注。尤其对于通过大幅增加债务融资进行扩张的企业而言，短期内债务的攀升，或将抬高其自身财务杠杆水平，增加财务风险，并增加未来财务成本支出。同时，被并购企业资产及财务质量也将进一步影响收购方财务信用质量。

总体来看，零售行业整体信用质量预期仍以保持稳定为主，个体零售企业的信用质量受其运营成效、公司战略、财务杠杆控制、流动性管理等状况的变化或存在波动。

附录一 零售行业发债主体信用等级分布及主要财务数据

发行人名称	最新主体 评级	评级机构	资产 总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产 负债率 (%)	营业 收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率 (%)	经营活动 净现金流 (亿元)	投资活动 净现金流 (亿元)	流动比 率
苏宁云商集团股份有限公司	AAA/稳定 ⁶	中诚信证评	1,371.67	699.22	49.02	1,485.85	4.93	14.36	38.39	-396.13	1.34
百联集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	837.53	319.07	61.90	851.08	9.55	14.30	31.42	3.68	0.86
王府井集团股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	177.88	106.71	40.01	177.95	5.66	21.38	9.80	-10.06	2.20
杭州市商贸旅游集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	215.03	94.09	56.24	115.54	7.56	24.78	11.46	-17.74	1.01
上海徐家汇商城(集团)有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	58.23	46.29	20.51	29.63	4.40	26.01	4.34	-1.99	2.42
北京王府井国际商业发展有限公司	AA+/稳定	联合资信	262.23	108.47	58.63	234.87	5.77	21.33	14.66	-11.64	1.23
华润万家有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	329.79	39.13	88.13	251.33	0.20	19.09	-24.38	-2.18	0.98
山东省商业集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	836.18	146.80	82.44	342.46	4.31	20.22	0.13	-37.30	1.58
国美电器有限公司*	AA+/稳定	东方金诚	405.41	145.75	64.05	509.66	8.29	16.23	-34.11	-7.10	2.03
上海新世界(集团)有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	99.93	46.62	53.35	44.19	3.89	39.10	5.83	-0.45	1.23
北京城乡贸易中心股份有限公司	AA/稳定	联合信用	44.68	24.01	46.27	25.83	0.92	31.37	8.53	-0.28	1.75
北京翠微大厦股份有限公司	AA/稳定	大公国际	51.37	29.47	42.63	53.80	1.13	20.13	2.15	-4.11	1.15
北京京客隆商业集团股份有限公司	AA/稳定	联合资信	83.82	21.18	74.73	118.82	0.75	20.03	5.89	-3.14	1.10
湖南友谊阿波罗控股股份有限公司*	AA/稳定	大公国际	156.17	62.25	60.14	63.04	1.30	18.93	-11.21	4.40	1.38
湖南友谊阿波罗商业股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	118.09	56.62	52.05	62.28	2.22	18.78	5.33	-1.39	1.27
红楼集团有限公司*	AA/稳定	鹏元资信	118.58	51.43	56.63	17.27	2.42	45.80	2.13	0.23	1.56
广州百货企业集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	96.64	51.65	46.56	92.56	2.57	15.55	1.85	8.15	1.58
江苏华地国际控股集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	121.18	60.05	50.44	49.04	4.09	49.51	10.20	-5.75	0.25

⁶ 展望于2016年5月由“负面”调整为“稳定”。

发行人名称	最新主体评级	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率 (%)	经营活动 净现金流 (亿元)	投资活动 净现金流 (亿元)	流动比 率
北京华联综合超市股份有限公司	AA/列入观察名单 ⁷	中诚信国际	109.77	26.18	76.15	123.58	-2.64	22.13	-0.78	-7.26	0.99
北京华联商厦股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	107.48	62.55	41.80	10.17	1.04	29.65	1.18	-2.41	3.32
长春欧亚集团股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	181.58	44.65	75.41	130.24	5.70	21.00	10.17	-16.74	0.50
江苏宏图高科技股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	191.07	88.09	53.90	205.13	4.28	8.08	8.19	3.19	1.74
江苏文峰集团有限公司	AA/负面 ⁸	新世纪评级	133.43	87.22	34.63	98.74	5.10	17.12	-18.60	32.25	1.70
重庆商业投资集团有限公司	AA/稳定	联合资信	192.71	63.59	67.00	28.76	0.24	29.96	-7.63	-0.34	2.83
新华都实业集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	174.46	95.64	45.18	67.38	20.93	21.63	0.81	6.98	2.07
步步高投资集团股份有限公司	AA/稳定	联合资信	238.16	65.62	72.45	165.33	1.06	21.43	2.06	-12.95	0.75
重庆商社(集团)有限公司	AA/稳定	新世纪评级	194.81	59.99	69.21	477.82	4.09	12.75	11.16	10.24	1.04
深圳茂业商厦有限公司	AA/稳定	中诚信国际	431.01	104.79	75.69	57.52	1.85	67.63	1.64	-51.03	0.45
物美控股集团有限公司	AA/稳定、AA+/稳定	新世纪评级、中诚信证评	548.74	245.17	55.32	377.39	44.30	23.20	18.84	-34.30	0.63
大连金玛商城企业集团有限公司	AA/稳定	中诚信证评	116.27	53.49	54.00	51.22	3.79	22.43	2.57	-6.45	1.44
北京迪信通商贸股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	73.20	31.70	56.70	152.00	3.57	12.36	4.60	-1.64	1.69
长沙通程实业(集团)有限公司	AA/稳定	大公国际	47.92	15.38	67.91	37.74	0.67	19.98	1.00	0.02	0.89
广东海印集团股份有限公司	AA/稳定	大公国际	101.74	32.56	68.00	19.94	2.43	38.83	5.07	-11.40	2.54
昆明百货大楼(集团)股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	66.87	37.99	43.19	19.17	0.88	23.81	1.33	-7.58	2.43

注：①主要财务数据为2016年数据；②*主体仅发行了公司债券；③最新主体评级截至2017年8月末。

⁷ 2017年7月被列入观察名单，主要是基于受零售行业环境影响，经营性业务持续亏损，且2016年亏损进一步扩大；同时2016年大幅关闭亏损门店，导致利润总额和净利润大幅下滑至亏损；另外新开门店尚在培育期，未来经营业绩尚有一定的不确定性；2017年6月拟转让华北地区15家精品超市业务，或将对经营情况产生一定影响。

⁸ 2017年8月评级展望由稳定调整为负面，主要考虑到其存在的证券市场违法违规行为、委贷投资风险等因素。

附录二 2017 年上半年零售行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体和债项信用等级	发行主体	发行利差(BP)
短期融资券	1	AA+/稳定/A-1	上海徐家汇商城(集团)有限公司	135.91
		AA/稳定/A-1	北京华联综合超市股份有限公司	239.38
公司债券	3	AA+/稳定/AA+	物美控股集团有限公司	226.30
		AA/稳定/AA	北京迪信通商贸股份有限公司	447.30
		AA/稳定/AA	大连金玛商城企业集团有限公司	419.48
	AA/稳定/AA	402.92		
	5	AAA/稳定/AAA	杭州市商贸旅游集团有限公司	163.00