

零售行业

稳定

## 零售行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 熊桦

2017 年以来，国内零售行业景气度有所好转，行业增速企稳，止住了连续多年的增速下滑态势。伴随着我国经济结构的不断调整，城市化进程的持续推进，居民收入的不断提高，消费的持续升级以及政府鼓励消费政策的支持，我国零售行业有着持续平稳上升的空间，预期 2018 年零售行业依然会延续中低速的增长。但同时，国内零售行业市场化程度高，行业集中度总体仍处于相对较低水平，市场将持续维持着激烈竞争。此外，在新零售概念下，零售业创新能力得到增强，线上线下零售商之间合作日益紧密，并呈现竞合状态。现阶段，零售行业竞争格局仍在重塑中，龙头企业的经营规模、市场地位预期将得到进一步巩固提升。

从债券市场来看，2017 年以来，零售行业发债企业数量相对有限，新增首次发行债券主体 2 家。当年已发债零售企业中，存在个别企业凭借运营及财务优势，信用质量实现提升；个别企业受治理、主业运营欠佳等影响，信用质量面临下行风险。2018 年来看，在零售市场维持较强竞争压力以及市场转型升级要求提升的环境下，个体零售企业的信用质量表现会受其运营成效、战略选择、财务杠杆控制、流动性管理等状况影响而存在差异。但零售行业整体信用质量预期仍将保持稳定。

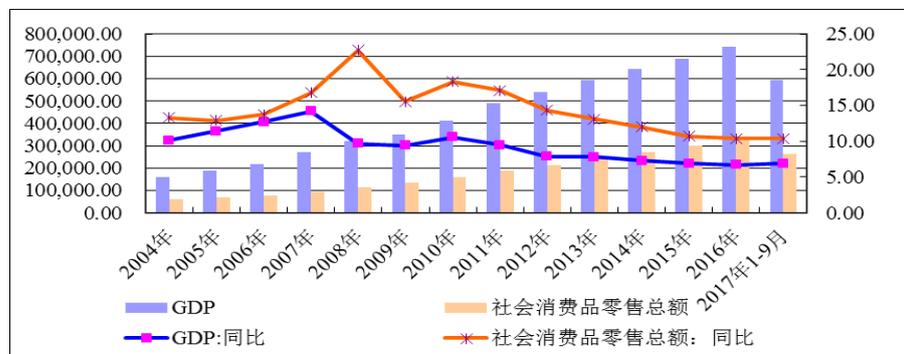
### 行业基本面

2017 年以来，随着国内宏观经济的企稳向好，零售行业总体保持了平稳增长，连续多年增速下滑的态势得到遏制，消费对国民经济的拉动效应进一步显现。随着我国人口的增长，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，零售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、庞大的人口基数、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。尽管近几年受宏观经济景气度下行等因素影响，零售行业发展受到一定制约，行业增速连续 6 年出现持续下滑（如图表 1 所示）。但进入 2017 年以来，伴随着宏观经济的企稳及保持稳中向好态势，行业增速下跌势头得到一定遏制。2017 年前三季度，经初步核算，国内完成生产总值（GDP）59.33 万亿元，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，国内实现社会消费品零售总额 26.32 万亿元，同比增长 10.4%，增速较上年同期持平。

2017 年前三季度，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 64.5%；最终消费拉动 GDP 增长 4.5%，比 2016 年全年数据高出 0.2 个百分点。总体来看，在当前宏观环境下，随着国内经济步入“新常态”以及经济结构调整过程中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。

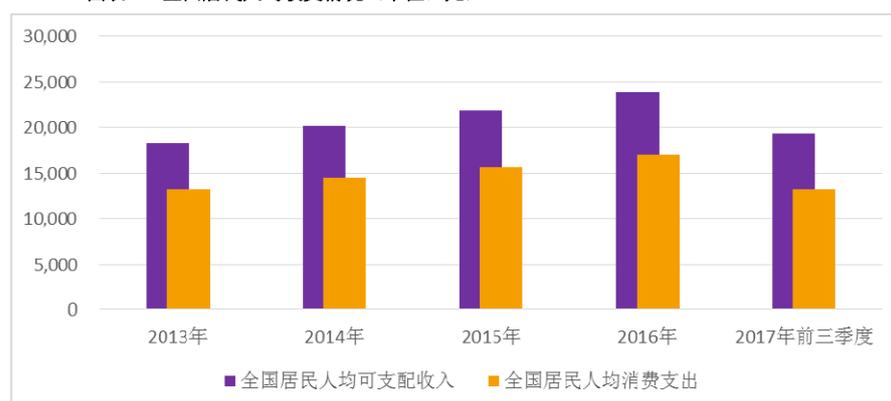
图 1. GDP、社会消费品零售总额变化情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind、国家统计局

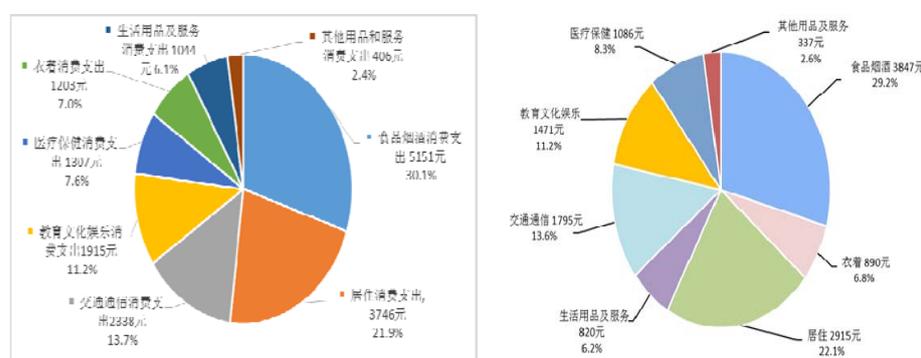
从需求方面来看，我国人口基数大，为零售行业提供了大量的消费人口。截至 2016 年末，全国大陆总人口达到 138,271 万人，其中城镇常住人口 79,298 万人，常住人口城镇化率为 57.35%。同时，随着近年来国家生育政策的放宽，人口增速出现回升，2016 年我国人口自然增长率为 5.86%，为近十年最高增速水平，2017 年人口自然增长率预期将进一步升至 7.5% 左右。消费人口的持续增长为零售行业需求奠定了坚实的基础。同时，自 2001 年国内人均 GDP 首次超过 1,000 美元之后，我国开始步入消费升级阶段，由生存型消费向发展型和享受型消费过渡。近年来，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高。据国家统计局数据，2017 年前三季度，全国居民人均可支配收入为 19,342 元，较上年同期名义增长 9.1%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。其中，城镇居民人均可支配收入 27,430 元，增长 8.3%，扣除价格因素，实际增长 6.6%；农村居民人均可支配收入 9,778 元，增长 8.7%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。同期，全国居民人均消费支出 13,162 元，较上年同期名义增长 7.5%，扣除价格因素，实际增长 5.9%。其中，城镇居民人均消费支出 17,846 元，增长 6.2%，扣除价格因素，实际增长 4.5%；农村居民人均消费支出 7,623 元，增长 8.6%，扣除价格因素，实际增长 7.4%。从 2017 年前三季度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。其中人均食品烟酒消费支出 3,847 元，较上年同期增长 5.0%，占人均消费支出的比重最高，为 29.2%；人均居住消费支出 2,915 元，较上年同期增长 9.0%；人均交通通信消费支出 1,795 元，增长 7.5%。此外，人均教育文化娱乐消费支出 1,471 元，增长 8.9%；人均衣着消费支出 890 元，增长 2.6%。国内居民收入水平的提高，购买力的提升及消费水平的升级，推动了消费支出的持续增长。同时，随着消费理念及消费模式的改变，国内消费者信贷消费意愿大幅提升，这也进一步推动了消费支出的增长。近年来，国内消费贷款总体呈现快速攀升趋势，截至 2017 年 9 月末，国内住户消费性贷款规模为 30.2 万亿元，同比增长 29.11%；其中非住房消费贷款大幅增加，前三季度增量为 1.9 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。随着“80 后”、“90 后”逐步成为国内消费的主力人群，以及超前消费理念被广泛接纳，追求物质享受、提倡超前消费的观念提升了对信贷消费的接受度。加之国内信贷消费手段的持续创新与推广，信用卡、蚂蚁花呗、京东白条、P2P 借贷等信贷消费手段层出不穷，大幅降低了信贷消费的门槛。消费人口结构变化带来的消费观念转变，为零售消费发展提供了助力。

图表 2. 全国居民人均收支情况（单位：元）



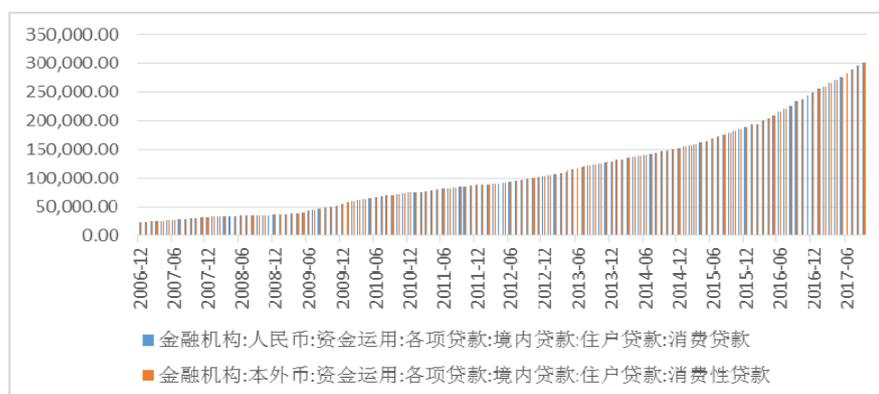
数据来源：Wind、国家统计局

图表 3. 2016 年及 2017 年前三季度居民人均消费支出构成情况



数据来源：Wind、国家统计局

图表 4. 国内住户消费性贷款情况（单位：亿元）

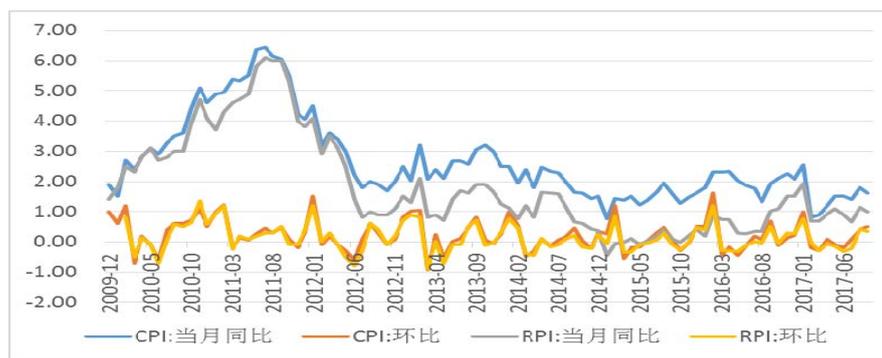


数据来源：Wind、中国人民银行

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。

价格方面，2017 年以来居民消费价格呈温和上涨之势，前三季度居民消费价格(CPI)同比上涨 1.5%。其中，城市上涨 1.6%，农村上涨 1.1%。分类别看，食品烟酒价格同比下降 0.6%，衣着上涨 1.3%，居住上涨 2.5%，生活用品及服务上涨 0.9%，交通和通信上涨 1.1%，教育文化和娱乐上涨 2.5%，医疗保健上涨 5.7%，其他用品和服务上涨 2.6%。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。

图 5. CPI 与 RPI 走势变化情况（单位：%）



数据来源：Wind、国家统计局

总体来看，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，在我国人口持续增长，城市化进程不断推进，居民收入逐步提高，以及消费者对商品及服务多样化、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。

**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，对零售行业发展而言存在长期利好。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，国企改革的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。与此同时，2013 年以来，国家加大了对电商领域的政策支持力度，相继出台了包括《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。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。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。

另外，国企改革的提速也为零售行业企业的发展带来一定机遇与挑战。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。零售企业参与或实施国有企业改革的具体路径及对其基本面的影响有待持续关注。

**2017 年以来，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。国内零售行业市场化程度高，但行业集中度仍偏低，业内企业间竞争压力仍将持续存在。同时，在新零售概念下，零售业创新能力增强，线上线下零售商之间合作日益紧密，尤其电商龙头依靠其雄厚资金实力，加大了对实体零售的投资布局力度。现阶段，零售业竞争格局仍在重塑中，龙头企业规模、地位预期将得到进一步巩固提升。**

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。据商务部典型零售企业统计数据测算，截至 2016 年末我国零售业经营单位达到 1,811.91 万个，同比增长 5.2%。其中，法人企业单位数量为 244.83 万个，同比增长 28%；个体工商户数量 1,567.08 万个，同比增长 2.4%。同时，根据中国连锁经营协会数据，2016 年国内连锁百强销售规模 2.1 万亿元，同比增长 3.5%，百强企业销售规模仅占社会消费品零售总额的 6.4%。

图表 6. 2015-2016 年连锁百强前五位排名情况

排名	2015 年	2016 年
1	苏宁云商集团股份有限公司	苏宁云商集团股份有限公司
2	国美电器有限公司	国美电器有限公司
3	华润万家有限公司	华润万家有限公司
4	高鑫零售有限公司	康成投资（中国）有限公司（大润发）
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	沃尔玛（中国）投资有限公司

资料来源：中国连锁经营协会

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、价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业取得了显著的成长。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 亿元逐年快速增至 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已于 2014 年突破 10%。同时，根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，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，且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；2017 年末，唯品会（纽约证券交易所代码：VIPS）公告，腾讯及京东将分别以约 6.04 亿美元及约 2.59 亿美元认购其新发行的甲类普通股，交易结束后将分别持有其约 7% 和 5.5% 股份（含已有股份）。

图表 7. 2015-2016 年 B2C 平台排名变化情况

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

资料来源：中国电子商务研究中心

实体零售方面，在国内经济及零售业增长放缓、电商大规模分流等背景下，近年来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；积极进行业态调整及创新，开发新业态模式；加强品类调整，提升自营业务比重，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，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。

总体来看，在行业变革加剧，O2O 融合及新零售的风潮下，零售企业纷纷加强业务调整及创新力度。受此影响，以及在大数据、机器视觉、深度学习等科技快速发展的支撑下，阿里盒马生鲜、永辉超级物种、无人零售店等新型门店业态形式不断涌现，行业创新能力及技术含量得到提升。同时，线上与线下零售商在竞争对抗的同时也在逐步走向相互渗透融合，龙头企业间合作不断。其中电商龙头企业依靠其雄厚资金实力，持续

推进对实体零售投资布局力度。强强联合下，零售行业面临着进一步洗牌，龙头企业规模、地位预期将得到进一步巩固。

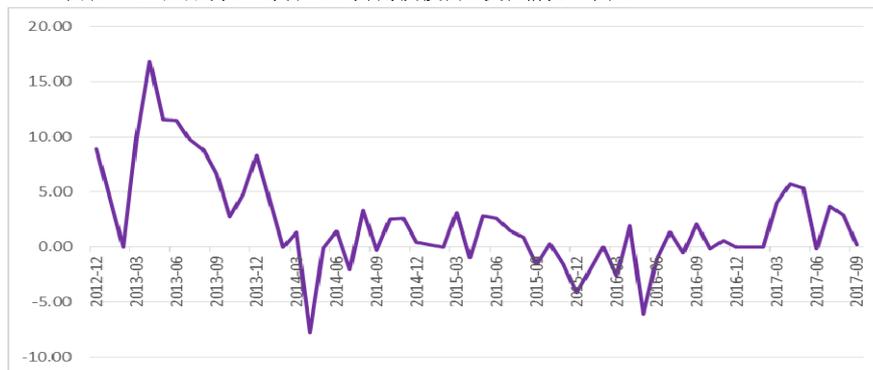
图表 8. 近年来电商与实体零售商部分合作情况

电商	实体零售商	合作内容
阿里巴巴	银泰商业 (01833.HK)	阿里系 2014 年入股银泰商业；其主导的银泰商业私有化目前已获批
	苏宁云商 (002024.SZ)	2015 年互相入股
	三江购物 (601116.SH)	阿里系 2016 年入股三江购物
	百联集团/联华超市 (0980.HK)	战略合作；阿里系 2017 年入股联华超市
	新华都 (002264.SZ)	阿里系 2017 年入股新华都
	高鑫零售 (6808.HK)	阿里系 2017 年入股高鑫零售，并发起全面要约收购
京东	沃尔玛	沃尔玛以“1 号店”资产并入京东换取京东股份等
	永辉超市 (601933.SH)	2016 年京东系以定增方式入股永辉；永辉入驻京东到家平台等

资料来源：新世纪评级整理

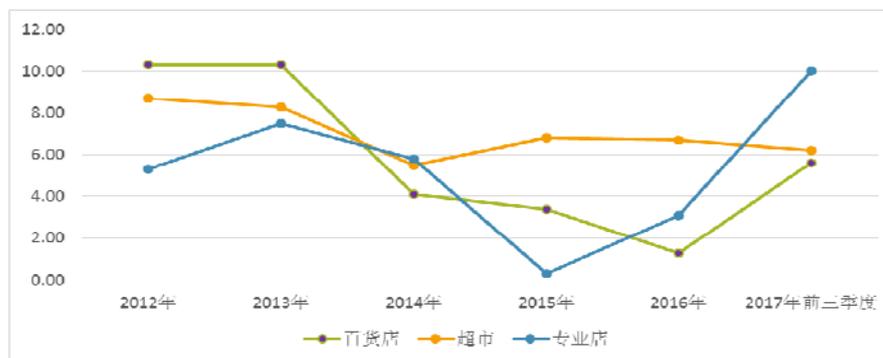
从各业态发展来看，2017 年以来，零售电商仍保持了较快速增长，根据国家统计局数据，2017 年 1-9 月份，全国网上零售额 48,787 亿元，同比增长 34.2%。其中，实物商品网上零售额 36,826 亿元，增长 29.1%，占社会消费品零售总额的比重为 14.0%。同时，在经济企稳向好，实体零售业企业不断升级调整的情况下，实体零售业总体也有所回暖。据中华商业信息网数据，2016 年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.5%，但自当年下半年开始市场情况出现一定好转，单月增速为正增多，2017 年以来，重点大型零售企业零售额单月同比基本均能实现正增长。分业态来看，根据国家统计局数据，2017 年前三季度限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店的零售额同比分别增长 6.2%、5.6%、10.0%和 8.0%。

图表 9. 全国百家大型零售企业零售额月度同比变化情况（单位：%）



数据来源：Wind、中华商业信息网

图表 10. 重点流通企业（按业态分）销售额同比变化情况（单位：%）



数据来源：Wind、商务部、国家统计局

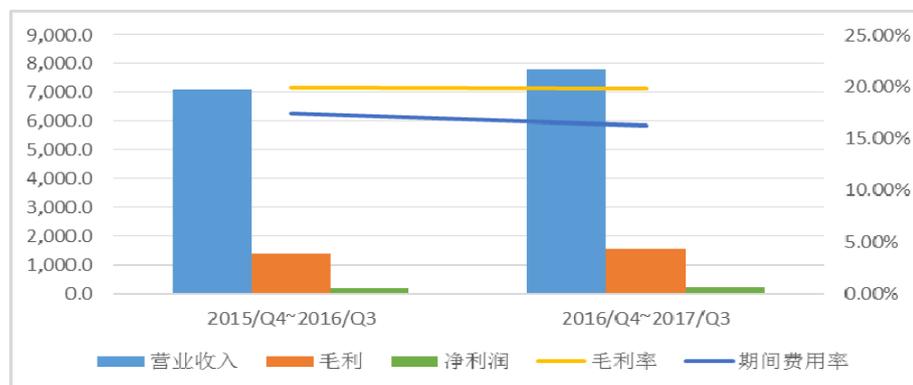
## 行业样本数据分析

零售行业样本数据选取公开市场发债企业及沪深上市公司。其中上市公司选取主业业态为百货及购物中心、超市、家电连锁的零售企业。已发债零售企业中，若为以零售为主的多元业务集团企业，且旗下存在零售上市公司，则优先将上市公司纳入归集范围而不再将集团企业纳入归集范围。此外，上述零售企业中未公布 2017 年前三季度财务数据的企业也不纳入归集范围。综上，本次样本企业共涉及零售企业 60 家。

在实体零售行业回暖的带动下，样本零售企业总体保持了稳定发展，经营业绩同比实现增长。样本零售企业整体负债经营程度控制较好，存量货币资金量较大，能对刚性债务形成较好保障。但同时，行业市场竞争压力仍然较大，个体零售企业的财务表现会受其运营成效、战略选择、财务杠杆控制、流动性管理等状况而存在差异。

从营收方面来看，随着实体零售市场的回暖，样本企业经营态势总体好转，营收规模实现增长，截至 2017 年 9 月末，TTM 营业收入为 7,830.82 亿元，同比增长 10.17%。60 家样本企业中，37 家营收规模同比出现增长，23 家出现下滑。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，盈利模式相对稳定。同期，样本企业实现毛利率 19.83%，同比基本持平；实现毛利 1,552.59 亿元，同比增长 9.89%。期间费用方面，同期费用支出随着收入规模的扩大而有所增长，但费用占收入的比重同比由 17.43% 降至 16.24%。样本企业毛利扣除期间费用后为 280.88 亿元，占当期营业利润的 96.91%，盈利主要来自主业。综合来看，截至 2017 年 9 月末，样本企业 TTM 净利润为 219.13 亿元，同比增长 16.36%。在 60 家样本企业中，净利润亏损企业 8 家，同比减少 3 家；净利润同比实现增长的企业共计 34 家。当期亏损企业亏损原因包括：①受零售市场环境及行业竞争影响，收入发生减少，经营成本上升；②新门店处于培育期；③地铁围挡施工导致主力门店客流减少；④关闭门店并发生关店损失；⑤投资收益等非经常性损益减少等等。

图 11. 样本企业经营业绩同比变化情况（单位：亿元）



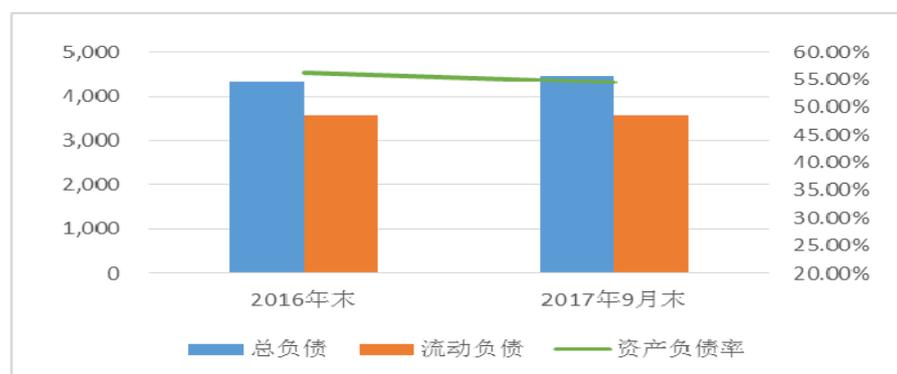
资料来源：Wind、新世纪评级整理

从运营效率来看，零售企业销售环节收现率高，应收账款占资产规模比重较小，且应收账款一般以对银行的信用卡及第三方支付机构的结算款等为主，回收风险相对较小。截至 2017 年 9 月末，样本企业应收账款为 104.48 亿元，仅占期末资产总额的 1.28%。样本企业应收账款周转率在分布于 6.05 次~1,273.46 次的区间，总体处于良好水平。截至 2017 年 9 月末，样本企业存货为 1,119.70 亿元，占期末资产总额的 13.71%。零售企业根据业态不同，存货规模会存在较大差异，其中超市及家电连锁企业库存量一般较大，而百货零售企业由于以联营模式为主，库存量一般较小。2017 年 9 月末，60 家样本企业中以超市及家电连锁为主力业态企业共计 17 家，其存货合计为 516.18 亿元，占期末

存货的 46.10%；存货周转速度在 0.12 次~8.73 次的区间，中位值为 5.23 次，部分企业存货周转速度偏低主要是因为还涉足房地产开发业务。

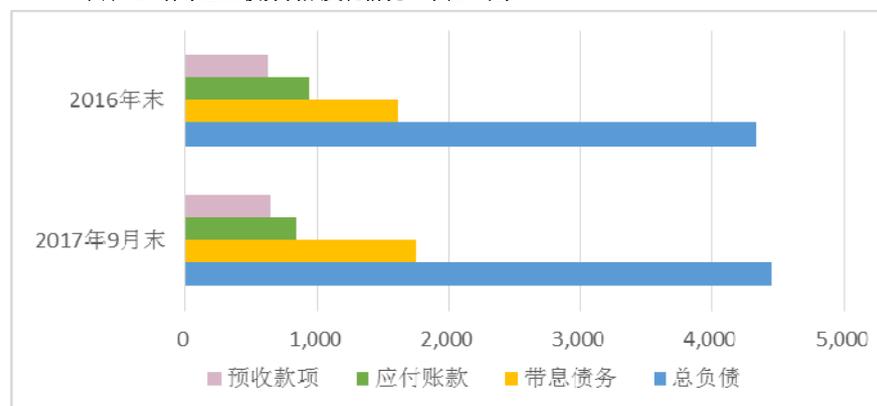
债务方面，样本零售企业 2017 年 9 月末负债为 4,448.28 亿元，较 2016 年末小幅增长 2.86%；资产负债率处于 54.48% 的相对合理水平。零售企业运营环节资金需求量大，债务构成一般以流动负债为主，期末样本企业流动负债为 3,574.10 亿元，较 2016 年末增长 0.67%，占期末负债总额的比重为 80.35%。从债务构成来看，零售企业融资手段多样，能大量利用商业信用，有息债务规模相对可控。2017 年 9 月末，样本企业带息债务规模为 1,755.31 亿元，较 2016 年末增长 8.67%，占期末负债的比重为 39.46%。同期末，样本企业应付账款及预收款项合计为 1,486.67 亿元，占负债总额的比重为 33.42%。2017 年 9 月末，样本零售企业流动比率为 110.82%，流动性一般，但零售企业保有的货币资金存量规模较大，同期末为 1,485.52 亿元，能对有息债务形成较好的覆盖。

图表 12. 样本企业债务变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

图表 13. 样本企业债务构成变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、新世纪评级整理

现金流方面，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。随着收入规模的扩大，样本企业主业回笼现金实现增长，截至 2017 年 9 月末，销售商品提供劳务收到的现金(TTM)为 8,979.91 亿元，同比增长 8.51%，当期营业收入现金率为 114.67%。同期，样本企业实现经营活动现金净流量(TTM)为 256.91 亿元，同比减少 1.42%，主要影响因素包括：部分商业企业①业绩不理想导致销售回款减少；②往来款收支；③房地产项目进度；④小贷、保理等金融业务开展；⑤出于营销需求而加强对供应商的资金支持等等。同期，样本企业实现投资活动现金净流量(TTM)和筹资活动现金净流量(TTM)分别为-409.21 亿元和 44.27 亿元。其中投资活动现金净流出额较大主要受门店项目投入、外延式并购扩张、理财产品购买等因素影响。总体来看，资金方面，除主业回笼资金，银行、股市及债市融资外，零售企业还可通过适当利用商业信用、发行

商业预付卡等方式获得资金，资金来源渠道相对多样。此外，拥有自有商业物业的零售企业还可通过售后回租、资产证券化等方式回笼资金，增强流动性。零售企业融资成本、融资效率等会受国家信贷政策、融资渠道及利率走势变化等因素的影响。诸如 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，并发布了《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》，对于定增比例、间隔时限、定价机制等方面做了新的安排等等，会对企业再融资带来一定影响。

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>1</sup>

### 主体信用等级分布与迁移

2017 年 1-11 月，零售业公开发行债券主体为 10 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、北京迪信通商贸股份有限公司、昆明百货大楼(集团)股份有限公司、江苏宏图高科技股份有限公司、湖南友谊阿波罗商业股份有限公司和步步高投资集团股份有限公司，主体级别从 AA 级到 AAA 级均有所分布，并且主要集中在 AA 级。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 11 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<sup>+</sup>级主体 7 家<sup>2</sup>、AA 级主体 21 家、AA<sup>-</sup>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 14. 零售行业主体信用等级分布

发行主体最新信用等级	2017 年 1-11 月		截至 2017 年 11 月末	
	发行主体数量（家）	占比（%）	存续主体数量（家）	占比（%）
AAA	1	10.00	4	11.76
AA <sup>+</sup>	2	20.00	7	20.59
AA	6	60.00	21	61.76
AA <sup>-</sup>	1	10.00	2	5.88
合计	10	100.00	34	100.00

数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年 1-11 月，零售行业存在 2 家发债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<sup>+</sup>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

<sup>1</sup> 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，统计主体信用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。

<sup>2</sup> 物美控股集团有限公司主体级别存在 AA 和 AA<sup>+</sup>级别，统计入 AA<sup>+</sup>级别。

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。

此外，2017 年 1-11 月，零售行业存在 2 家发债企业评级展望发生变化，其中新世纪评级将江苏文峰集团有限公司（简称“文峰集团”）评级展望调整为负面。主要系：1、根据 2016 年审计报告披露，文峰集团于 2015 年在证券市场减持文峰股份股票，该减持行为涉嫌证券类犯罪，公司于 2016 年暂上缴至上海市公安局违法获利款 25 亿元。公司判断该支出已无法收回，经股东会决议，将该 25 亿元冲减资本公积，导致当期权益资本被大幅削弱及大量现金流出。此外，由于股东代持事项未及时披露，文峰股份、文峰集团及相关责任人受到证监会行政处罚，同时文峰股份也面临着中小投资人提起的民事诉讼。总体来看，上述事项暴露出公司在治理方面存在的不足及瑕疵，且仍需关注相关案件后续进展及对公司财务表现、偿债能力产生的影响。2、文峰集团委托贷款、对外借款、理财产品等投资存量规模较大，存在一定投资风险。目前公司对江苏万里置业有限公司的 2.77 亿元委托贷款面临逾期风险。

中诚信国际将北京华联综合超市股份有限公司列入观察名单，主要系：受零售行业环境影响，公司经营业务持续亏损，且 2016 年经营性业务亏损进一步扩大；同时，2016 年公司大幅关闭亏损门店，导致公司利润总额和净利润大幅下滑至亏损；另外，公司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 月公司拟转让华北地区 15 家精品超市业务，或将对公司经营情况产生一定影响。

图表 15. 零售行业主体信用等级迁移情况

2017 年 11 月末 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	2	-	-	-
AA <sup>+</sup>	2	7	-	-
AA	-	-	21	-
AA <sup>-</sup>	-	-	-	2

数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 样本企业主要债券品种利差分析<sup>3</sup>

<sup>3</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

2017 年 1-11 月，零售行业 10 家发债主体共计公开发行了 15 支债券，债券类型包括一般短期融资券 3 支、中期票据 2 支和公司债券 10 支。

### 1. 短期融资券<sup>4</sup>

2017 年 1-11 月，上海徐家汇商城（集团）有限公司、湖南友谊阿波罗商业股份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 16. 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 <sup>+</sup>	1	135.91	135.91
	AA	2	155.80-239.38	197.59

数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 2. 中期票据<sup>5</sup>

2017 年 1-11 月零售行业发行的中期票据共 2 支，发债主体为昆明百货大楼(集团)股份有限公司和江苏宏图高科技股份有限公司。其中，在采用自有房地产抵押增信后，昆明百货大楼(集团)股份有限公司（主体 AA 级）发行的中期票据的债项级别为 AA 级，所发行债券的利差为 304.14BP。

图表 17. 零售行业中期票据发行利差情况（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
2 年	AA	1	270.07	270.07
3 年	AA <sup>-</sup>	1	304.14	304.14

数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 3. 公司债券

2017 年 1-11 月，物美控股集团有限公司、步步高投资集团股份有限公司和北京迪信通商贸股份有限公司各发行了 1 支公司债券，杭州市商贸旅游集团有限公司发行了 2 支公司债券，大连金玛商城企业集团有限公司（简称“大连金玛集团”）共发行了 5 支公司债券。其中大连金玛集团 5 期公司债券分别于 2017 年 5 月、6 月、10 月、11 月发行，期限为 3-5 年，其中 5-6 月发行的两期债券利率均为 7.5%；10-11 月发行的三期债券利率均为 7.3%。此外，在相同主体等级条件下，“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。

总体来看，公司债券发行利率与其主体信用等级存在较好的对应关系。

图表 18. 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 <sup>+</sup>	1	226.30	226.30

<sup>4</sup> 短期融资券统计对象不包含超短期融资券。

<sup>5</sup> 不包含中小企业集合票据。

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
4 年	AA	3	357.22-447.30	408.00
	AA	1	366.07	366.07
5 年	AAA	1	120.04	120.04
	AA+	1	163.00	163.00
	AA	3	340.45-402.92	368.56

数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 2018 年行业信用展望

随着我国经济步入“新常态”以及向消费型经济结构转型，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，从而能为零售行业发展提供良好的条件。同时，在国内人口增长，城市化进程持续推进，居民收入水平以及消费层次不断提高，以及国家政策鼓励消费等因素的支撑下，国内零售业市场依旧拥有着持续增长的潜力。2018 年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，零售业发展将能获得政府的持续支持，2018 年预期仍将面临相对宽松的政策环境。但同时，对于零售市场而言，政府规范市场发展，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，由于零售行业高度市场化且集中度仍偏低，电商与实体零售商之间，电商与电商之间、实体与实体零售商之间的激烈竞争态势仍将继续。从行业整合发展来看，零售商的合作从前期业务层面不断延伸拓展至股权层面，线上与线下企业间竞合关系凸显，且存在进一步融合趋势，未来零售企业“实体零售商”、“电商”的界限定义或将逐步被打破。总体来看，零售行业竞争格局仍在持续重塑中，龙头企业规模、地位或将得到进一步巩固提升。

运营方面，在行业运行态势总体稳中向好的情况下，零售业规模将继续扩大。外延式拓展仍会是个体零售企业快速扩大规模的主要手段，其中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。尤其在线上线下合作日益紧密的当下，相关战略合作的展开情况及成效产出有待持续观望。此外，在新零售形势下，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维持在较高水平，一方面对于 IT 信息化建设将继续加强，另一方面零售企业将不满足于传统业务利润空间，加大自营品牌开发力度及自营业务比重、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。此外，随着零售与新科技、新技术结合的日益紧密，应用场景预期会更为丰富。零售业运营中的技术含量将不断提升。

盈利方面，零售行业盈利模式中短期内预期仍相对稳定。但对于不同零售商而言，受经营战略选择、运营效率差异及升级转型成效等因素的影响，在持续高强度竞争环境下，业绩或仍将存在一定分化。

成本费用方面，零售业毛利率空间有限，成本费用控制压力持续较大。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，则相对面临着更大的成本支出压力。

财务方面，随着零售市场持续维持激烈竞争，对零售商业升级调整、精细化运营能力提出了更高的要求，门店拓展速度、新店培育期长短、库存周转情况等对企业现金流将产生重大影响。同时，战略的选择对于零售商财务表现的影响将更为明显。对于意图快速推进规模扩张而采取并购等外延式拓展的零售企业而言，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，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，2018 年零售行业整体信用质量预期仍以保持稳定为主。但在行业竞争压力仍较大，龙头零售企业加快升级拓展的情况下，业内个体零售企业的信用质量会受其运营升级成效、公司战略、财务杠杆控制、流动性管理等状况的变化或存在差异。

## 附录一

## 零售行业已发债样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体 评级	评级机构	期末总资产	期末所有者 权益	期末资产 负债率	期末货币 资金	期末刚性 债务	期末流动 比率	年度营业 收入	年度净利 润	年度 EBITDA	年度经营 性现金流 量净额
苏宁云商集团股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证评	1,560.26	845.86	45.79	289.39	423.74	1.30	1,766.05	15.02	26.27	-39.63
王府井集团股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	208.58	106.45	48.97	72.39	39.34	1.15	238.52	8.86	12.60	17.85
华润万家有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	318.37	44.90	85.90	10.51	38.17	1.02	258.67	1.92	7.44	-49.56
北京翠微大厦股份有限公司	AA/稳定	大公国际	51.39	29.72	42.17	13.83	5.55	1.23	51.56	1.29	3.40	2.61
长春欧亚集团股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	197.19	47.71	75.81	13.96	82.51	0.46	134.22	6.18	15.07	18.09
湖南友谊阿波罗商业股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	127.11	59.19	53.43	16.20	30.51	1.33	69.49	3.13	5.68	9.54
北京华联综合超市股份有限公司	AA/列入观 察名单	中诚信国际	96.64	26.96	72.10	42.80	7.04	1.02	117.82	-0.45	0.11	3.14
北京城乡商业(集团)股份有限公司	AA/稳定	联合信评	40.89	23.83	41.71	5.67	6.35	1.56	23.87	0.64	3.22	4.16
江苏宏图高科技股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	225.34	91.17	59.54	77.91	81.69	1.52	195.78	5.75	9.77	15.26
北京华联商厦股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	139.95	79.36	43.29	22.87	16.10	3.56	10.15	0.22	5.53	-4.11
江苏华地国际控股集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	122.52	61.01	50.21	4.62	19.65	0.32	49.97	4.20	10.06	10.48
重庆商业投资集团有限公司	AA/稳定	联合资信	192.85	64.04	66.79	14.01	88.50	3.14	26.63	-0.38	3.71	1.76
物美控股集团有限公司	AA/稳定 AA+/稳定	新世纪评级 中诚信	544.68	257.32	52.76	41.95	108.65	0.67	394.07	27.83	72.25	19.28
昆明百货大楼(集团)股份有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	64.32	38.16	40.67	7.56	15.73	3.20	14.87	0.69	1.99	1.31
广东海印集团股份有限公司	AA+/稳定	大公国际	110.08	33.92	69.19	16.87	61.26	1.82	21.02	2.30	5.52	3.66

资料来源: Wind

附录二

**零售行业已发债样本企业信用质量  
(略)**