

版本号：V3.0.201907

零售企业信用评级方法



2019年7月

零售企业信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应零售行业的发展变化，完善对零售企业的评级体系，联合资信对零售企业信用评级方法进行本次调整和修订。此次《零售企业信用评级方法（版本号：V3.0.201907）》（以下简称“本方法”）以2018年版本为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，2019年8月1日起施行。

本次修订主要内容包括，增加适用业务类别、评级方法局限性、关键性假设等内容，并进一步细化对零售企业分析要素及相关评价标准，以便更为充分地揭示企业风险。联合资信关于零售企业的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，故本次修订不会对联合资信现有零售企业级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

本方法适用于中国大陆地区零售企业及其发行的相关普通无担保优先债券（包括中期票据、普通企业债、普通公司债等）。有关零售企业发行的短期融资券、永续债、次级债券、担保债券、优先股等债项评级的方法，参见相关评级方法。

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和可信任程度的综合评估，是对债务偿还风险的综合评价，并用简单明了的符号表示。

信用评级可分为主体评级和债项评级两大类。主体评级是对多边机构（国际机构）、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，是对其偿还债务可能性的评价，或者是对债务人违约可能性的评价。债项评级是对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：政府债券（外国政府债券、地方政府债券）、金融债券（普通金融债、次级债、二级资本债、优先股）、非金融企业债券（短期融资券、中期票据、企业债、公司债等）、资

产支持证券等（信贷资产支持证券、企业资产支持票据、资产支持计划等）、其他固定收益类产品等。债项评级是对债务违约可能性及损失严重程度的评价。

对于企业主体发行债券的评级，联合资信一般以发行主体评级为基础，根据有关债券条款等来研究决定债券的信用等级。债券有关条款的具体分析内容包括，评估债券发行后对发行主体的影响，债券募集资金的用途及其效益，考察盈利、现金流、资产等对债券的保障程度；评估债券担保、限制条款等（如有）；关注债券的清偿顺序、本金和利息延期支付的条款设计及风险等。

一般来说，企业主体发行的普通优先债券的信用等级等同于主体评级（如发行债券对主体信用等级影响不大）；次级债券等二级资本工具（偿还顺序劣后于普通优先债券）要低于主体信用等级一个子级；优先股等混合资本工具信用等级要根据有关条款进一步降低。具体方法参见联合资信有关评级方法。

三、行业定义

零售是指商品经营者或生产者把商品卖给个人消费者或社会团体消费者的交易活动。根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），零售业指百货商店、超级市场（以下简称“超市”）、专门零售商店、品牌专卖店、售货摊等主要面向最终消费者的销售活动，以互联网、邮政、电话、售货机等方式的销售活动，还包括在同一地点，后面加工生产，前面销售的店铺，可分为综合零售和专门零售两类。专门零售企业的主体信用状况与其所售商品的供需市场联系紧密，特定商品产业行业风险因素可能对企业主体信用水平带来重大影响，与综合零售企业的主体信用评级方法有所不同。联合资信对零售行业企业主体信用评级方法适用于以综合零售为主营业务的企业（资产规模、销售收入或利润 50%以上来自于零售的企业）。

四、零售企业信用评级的关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量。

企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，

经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况。

企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

债券偿还优先权会影响不同类型债券的信用风险。

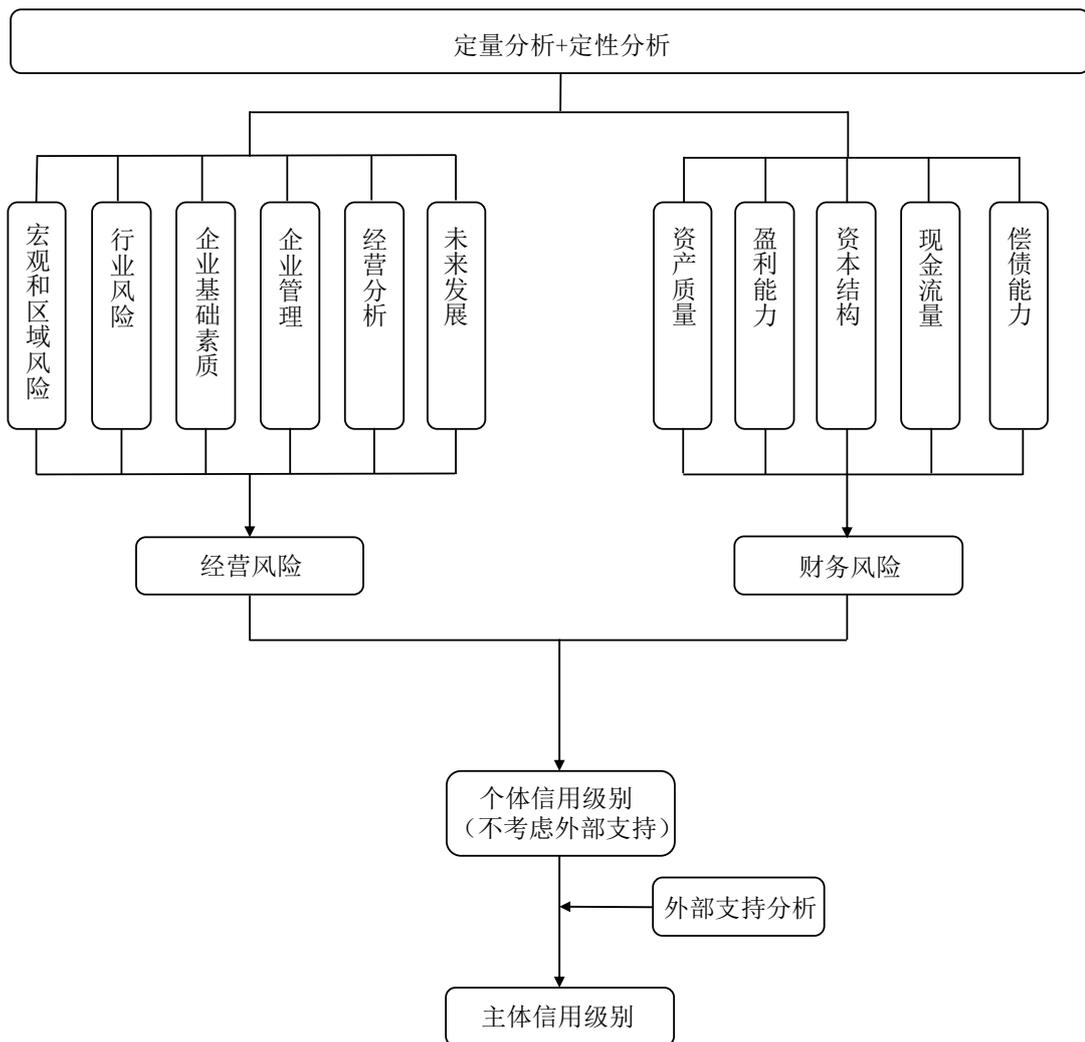
经营风险方面，企业面临的宏观和区域风险、行业风险、企业基础素质、企业管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观和区域风险越低、行业风险越低、企业基础素质越好、企业管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低。

定性调整方面，通常情况下，不良信用记录、表外重要风险和未来重大不利事项等因素也将影响企业面临的风险。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将降低企业面临的风险。

图1 零售企业评级框架



五、评级方法局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此本评级方法对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择是在随着行业不断演进而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有重要考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的

评估。

打分表所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程

度。打分表所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响打分表结果。

打分表所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与打分表中所列示的权重存在显著差异。

六、零售企业信用评级的主要要素（定性和定量指标）

（一）宏观和区域风险分析

对宏观和区域风险的分析主要从两方面进行：一是分析宏观经济形势和宏观政策及其变化对零售行业发展的影响；二是分析区域经济水平和财政实力、固定资产投资增速等情况来判断地区经济发展水平和发达程度对零售企业未来发展的影响。

1、宏观经济分析

此部分主要考察零售行业对国民经济的重要性，与宏观经济的相关性，以及宏观经济环境变化、人均可支配收入变化对零售行业的影响；此外，零售行业的特殊性风险也需要加以分析。

联合资信认为，零售行业是直接为消费者提供生活资料的企业，具备较强的抵御宏观经济波动风险的能力，宏观经济波动的传导效应具有一定的滞后性。由于刚性需求的存在，零售行业对经济周期的敏感性相对较小，但宏观经济快速增长仍是推动零售业发展的重要影响因素。当宏观经济处于上行周期时，居民对消费品的需求增加，

行业内企业面临较好的经营环境；反之，当宏观经济处于下行周期时，随着下游消费者需求的减少，零售企业销售量及周转速度下降，盈利能力和现金流水平下降，部分企业信用风险提升。从中国零售行业运行情况来看，其整体增长与 GDP 增速变化趋势基本一致，近年来社会消费品零售总额占 GDP 的比重保持平稳。此外，零售企业主要经营所在地的人均可支配收入等关键经济要素的走势也会在一定程度上影响零售行业的发展状况。

虽然零售行业整体表现为弱周期性，但是那些以销售需求相对缺乏弹性的产品为特征的公司，通常比提供更多可自由支配产品或需求更具弹性的产品的公司更不容易受到消费者偏好或竞争威胁的影响。在经济紧张时期，消费者自然会将购买的重点放在必要的产品上而不是可自由支配产品上。相反，在经济实力较强的时期，消费者可能会增加对可自由支配产品的购买，但同时必需消费品的购买也不会下降。经营非必需消费品且产品差异化不大的零售企业，面临较高的行业风险。在细分行业中，超市、便利店等销售必需消费品的风险相对较低，而百货公司及专卖店的风险相对较高。

2、区域经济分析

区域经济重点分析零售店面所在地区的经济水平、经济增长及稳定性、产业结构布局、当地城市及农村居民收入和消费水平、居民消费观念和习惯、区域零售市场竞争格局、地方零售业招商引资政策等。一般来讲，区域经济发展水平越高，人口密度越大，客流量越高，业务也越稳定；区域经济增速越快，零售企业的市场增长空间越大。

联合资信在考察宏观区域经济这一风险要素时，主要关注：中国宏观经济情况、社会消费品零售总额增速、核心门店所在地居民可支配收入等。

（二）行业风险

1、行业政策

此部分主要考察零售行业相关的政策导向，包括产业政策等。通过考察国家对零售行业的政策导向，可以间接确定其在国民经济整体中受重视和支持的程度，进而确定零售行业是政策鼓励/支持发展的行业、一般行业还是限制发展的行业，从而判断行

业内企业经营环境的发展趋势，因此行业政策对于考察零售行业企业的信用水平有重要意义。

零售行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，重点关注消费需求引导（近年包括中央八项规定、家电以旧换新等）、网络零售规范、食品安全标准、特定补贴等政策对行业发展的影响。

联合资信在考察行业政策这一风险要素时，主要关注：当前执行的指导性政策以及未来一段时间的政策导向等。

2、行业竞争

此部分重点分析零售行业集中度、主要企业销售额规模变化、细分行业龙头企业及占有率、外资品牌与内资企业的竞争态势、电商对实体零售企业的渠道分流、跨区域大型重组并购情况。

联合资信认为，一方面，零售行业较低的准入门槛使得行业集中度偏低，传统零售企业之间优势差距不明显，同质化竞争问题日益严重，缺少经营特色的小型零售企业发展空间会受到一定挤压，行业整合加剧；另一方面，零售企业的经营网点多集中于一定区域内，外来零售商难以进入品牌垄断性较强的区域。此外，网络购物市场的快速发展也对传统零售企业产生了一定影响，实体零售企业对零售行业整体销售增长的贡献率有所降低。整体看，线上线下全融合模式将成为未来发展的重要趋势，具备经营特色的大型跨区域、跨业态综合零售企业有利于在竞争中吸引客流量，降低经营风险，具有较好的抗风险能力和较高的信用水平。

联合资信在考察行业竞争这一风险要素时，主要关注：零售行业集中度、主要企业销售额规模变化、细分行业龙头企业及占有率、外资品牌与内资企业的竞争态势、电商对实体零售企业的渠道分流、跨区域大型重组并购情况。

3、行业周期性

行业的周期性特征，对于分析行业风险大小、预测行业未来的动向具有重要意义。周期性越强，行业风险波动性越大，总体行业风险越高。衡量行业周期性风险的指标可以通过计算各行业在经济周期下降过程中的营业收入和营业利润率的平均下降幅度

来判断。根据分析，零售行业属于弱周期行业，零售行业主要在于满足居民的基本生活消费需求，受短期经济波动的影响较小，具备弱周期的防御性特征。从年内波动情况来看，零售行业呈现出一定的季节性特征，每年春节、国庆节等大型节假日，零售企业及品牌为刺激消费通常采取降价促销等方式鼓励消费，商品销售收入得到提高的同时可能出现毛利率下滑；而每年的春夏两季促销契机较少，商品销售较为稳定。从长期看，零售业所销售商品包括一般生活必需品和非必需品，生活品必需品具有需求刚性，抗宏观经济周期波动的能力较强，而非必需品可能会受宏观经济周期波动的影响。零售行业存在一定的周期性，但周期性特征相比钢铁、汽车等行业不太明显。

4、行业增长性与盈利能力

行业增长率越高，说明行业发展越快，行业风险越小。行业盈利水平越高，行业风险越小。从指标看，行业增长性可以通过行业（样本企业）营业收入增长率、行业增加值增长率、利润总额的增长率、行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等判断。联合资信主要通过行业收入增长趋势、行业利润增长趋势、营业利润率和总资本收益率四个方面对行业增长性与盈利能力进行分析。

零售业最终的需求来自居民手中可支配收入，近年来居民收入增长与经济增长实现基本同步，为推动零售业增长打下良好基础。其次，零售业态的转变与升级，以及居民消费模式的转变等因素也对零售行业增长性产生较大影响。近年来，零售业增长速度放缓，“新零售”概念被推出，传统零售业主要集中在物流、交易和销售的基层方面，新零售业偏重于信息流、交易平台和市场营销，市场营销包括市场精准定位、用户消费习惯的定位。新零售是对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式，推动线上与线下的一体化进程，从而完成电商平台和实体零售店面在商业维度上的优化升级。

零售企业毛利率偏低，零售业商品销售毛利率（商品售价-商品采购价格）/商品售价水平一般在 30% 以下，且为劳动密集型行业，房租、人工、物流和财务费用对利润形成明显侵蚀。近年来零售业不断面临人工、租金等经营成本上涨的风险，零售企业经营成本高企，门店扩张速度放缓，关店数量上升，零售企业的期间费用对其盈利水平能够产生直接影响，直接反映了零售企业后台运营的管理效率。

5、行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。零售业行业企业现金流表现情况良好，较好的资产流动性、现金类资产储备规模及经营获现能力是保障到期债务偿付和保持经营持续性的关键。衡量行业杠杆与偿债能力的指标包括全部债务资本化比率、资产负债率、全部债务/EBITDA 或经营现金流动负债比等。

联合资信认为零售行业作为弱周期行业，其发展受宏观经济情况、区域经济发展水平和行业政策影响一般。行业总体风险适中。

（三）企业基础素质

企业基础素质分析中，联合资信对受评对象的股东背景、企业规模及其他优势、人员素质、外部支持、企业信用记录等方面进行考察和评判，这些因素直接关系到受评对象的生存与发展前景。

1、股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性就会较低。

有实际控制人的，要以此来分析判断企业性质。企业性质影响到其运营机制，重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。对于国有企业，要看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。

另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之间的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强的经济动机来关注子公司。兄弟公司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需关注兄弟公司之间的经营往来等。

对于家族式民营企业，要关注其家族的整体情况。

2、企业规模及竞争力

企业规模并不能等同于企业的信用质量，但企业规模的大小在一定意义上反映着企业抵御风险能力的强弱，同时，规模较大的企业，在一定程度上能产生相应的规模效应，市场地位也是判断企业竞争力的重要指标。

多元化、跨地区的业务特性能够对企业整体抗风险能力形成支撑。而专门化、区域集中度高的发展模式能够集中资源提高专业度和细分竞争能力。企业自身战略定位及目标市场，业态涵盖，市场区域分布，各业态店面规模和扩张速度也是度量企业规模和竞争实力的重要因素。

考虑到消费者群体的消费方式和认知具有区域性，品牌影响力和细分优势的建立有利于固化居民的消费路线、提高消费粘性，需关注企业的区域或全国行业竞争地位，市场占有率，竞争优势，品牌影响力，行业排名。此外，企业资产、权益、收入和利润规模等基本指标能够直观反映受评企业的经营规模和行业地位。

3、经营区域及地理位置

零售行业需关注企业经营区域的覆盖程度，全国性、跨省经营可有效降低单一区域经济带来的风险，同时经营区域集中在一、二线城市的门店在客流量、外部经济环境等方面具备先天优势。此外，需关注区域内门店地理位置，地理位置可直接影响门店客流量的规模。门店客流量是零售企业营收的重要因素之一，需关注商铺地理位置是否处于城市核心商圈、次级商圈或边缘商圈，其中核心商圈客流量相对较大，可对公司营收形成良好支撑；此外，其余影响门店客流量变化的因素应考虑城市规划的调整导致商圈的变更，以及修路、地铁修建等周边设施建设的影响等。

4、人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄等基本素质，以及工作经历与管理经验、决策力、高层管理团队的稳定性。员工素质

主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

5、外部支持

企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，该企业的经营状况、信用状况会相应提高，抗风险能力会强于外部支持少的企业，债务的信用风险也相对较小。零售企业所能获得的外部支持主要来自股东、地方政府及其下属部门等。

零售企业的外部支持分析应主要考察两个方面：政府支持与股东支持。政府支持应重点考察受评主体在地方政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续支持，且支持力度较大；（2）有政府明确担保且有政府救助历史；（3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；（4）承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务；（5）对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断时，可能对经济部门产生重大影响；（6）其他因素。

股东支持应重点考察受评主体在母公司集团架构和发展战略中的地位 and 重要性。可从下列角度进行考察：（1）母公司背景雄厚且受评主体在股东的发展战略上比较重要；（2）获得股东注资支持和补贴等力度大；（3）股东为受评主体债务提供担保；（4）存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；（5）从历史支持记录看，控股股东对子公司支持程度较强；（6）对集团当前发展定位或未来战略有重要影响；（7）其他因素。

6、企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对公司整体信用水平造成的影响，例如：公司被立案调查、

被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询；公司的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人；公司的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

（四）企业管理

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。对企业管理的考察，联合资信一般主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

1、企业法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在阻止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一个企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面，一是企业股权分散程度与企业独立性。二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况。三是公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况。四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况。五是信息披露情况。

法人治理结构，主要功能之一就是保证企业的重大决策的可靠和企业经常受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会关系到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高层主管，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。对企业法人治理结构的考察，主

要通过分析股权结构及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性及分析是否存在重大的管理缺陷。

2、管理水平分析

管理水平主要考察公司管理架构、制度的完善性及执行情况、内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业运营及发展。管理制度是企业组织制度和企业管理制度的总称，指组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定，现代企业管理制度的主要管理对象：人、财、物。规范管理制度的搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。因此在资信评级时，对企业制度完善性的考察后需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖公司业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。

为适应业务发展需要，零售企业一般设置百货商招部、营销部、资产经管部、信用管理部、法律事务部等业务部门，和人力资源部、办公室、财务部、资金部、投资部等辅助部门。因此，评级时需要根据零售企业的经营特征判定组织结构的横、纵向设置是否合理。

财务和资金管理：主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

投融资管理：主要考察企业的投融资决策流程、融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。对于投资项目，主要关注所投资的项目要符合国家级区域产业政策、公司发展现状，企业对投建项目的风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资方面，考察企业融资管理权限、管理流程、后续管理、授信管理、投资

企业融资管理等方面管理制度是否健全及实际执行情况。

对子公司管理： 受评主体往往是一个大型的企业集团，部分企业集团是一个控股公司，母公司并没有自身经营实体，业务主要来自于下属子公司。甚至部分企业对下属公司没有控制能力，而母公司筹集的资金又往往用于支持整个集团内部相对较差的企业，如果使用资金的企业发展不顺利，母公司又没有足够的能力调用其他子公司的资金，很容易导致债务违约。对于集团对下属子公司的管控能力，主要考察包括人员委派、业务审核流程、财务控制、生产控制、销售控制、担保等方面的管理制度及实际管理水平，从子公司的董事长或总经理等重要人员是否由公司委派并接受公司的管理、子公司日常运营重大决策的流程审批模式、子公司资金管理（对外融资、担保等）等多方面来判断母公司对子公司的管控能力。此外，评级人员应通过现场考察、访谈等方式，了解母公司对子公司的实际管控水平。

对外担保管理： 主要考察公司对外担保审批流程及制度是否健全、明确及合理，是否对被担保企业进行充分调查了解，是否持续跟踪评估被担保企业风险，是否要求反担保措施等方面。

关联交易管理： 需要关注企业关联制度的制定和执行方面对公司整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

其他管理制度： 如信息披露制度、预算管理制度等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对这些因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察管理水平这一评级要素时，主要关注：**管理架构的合理性、三会运作的机制及决策机制、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况、管理效率等因素。**

（五）经营分析

零售企业的经营分析以评估其核心竞争力、经营状况为主要目的，可以通过对其发展速度、增长质量、主营业务经营状况、多元化经营情况、采购模式、销售方式及回款、供应链管理、费用控制能力等方面的情况的分析来把握。对这些因素的了解与分析，是评级工作的重点，这可以通过零售企业提供的相关材料、评级机构掌握的各种信息进行，也可以借助一些计算指标为分析提供必要的帮助。

1、经营概况

此部分重点分析近三年企业经营情况，包括主营业务收入构成及变化、业态构成及变化，门店数量变化情况。

在细分行业中，超市、便利店等销售必需消费品的风险相对较低，而百货公司及专卖店的风险相对较高。此外，零售企业业态的丰富程度决定了经营风险的大小和目标消费群体，直接影响到抵御宏观经济周期波动的有效性、企业规模与市场竞争地位。一般来收益和经营活动现金流。

联合资信在考察经营状况这一风险要素时主要关注：主营业务收入结构及盈利变动情况、各业态的盈利性、业态多元化或单一经营的风险等。

2、经营模式

由于零售业涉及多种业态，不同业态经营模式不同，需要关注的评级要素也有所不同。企业门店是直接面向消费者的销售场所，联合资信主要关注不同类型门店的营运特点和定位，区域分布及市场占有率、营运面积、门店数量、扩张速度、闭店情况及原因、门店人流量，主力门店位置、周边消费环境、销售额。此外，企业扩张方面需要考察公司展店策略、近年市场区域扩张或投资、并购情况。

（1）超市经营需重点关注企业的展店策略、门店类型、货品陈列、标准化管理、商品质量管理、促销及宣传方式、商品定价、成本管控、店面坪效、会员规模及会员消费粘性。

(2) 百货经营除与超市业态相同的分析要点以外，还需关注目标消费者定位，经营模式（联营、自营、代销、租赁等）及占比，收入及成本构成、财务入账方式，主要合作品牌、品牌选择及淘汰机制。

(3) 目前不少实体零售企业已开辟线上业务，需关注其线上业务模式、商品定价、成交单量、用户数量、线上与线下业务打通策略、物流模式、配送范围、信息技术水平、平台搭建投资规模、已投资资金来源、后续资金储备等。

(4) 零售企业规模化发展需要大量开店，一线从业人员数量大、所售商品种类繁多，在人力资源调配、店面管理、品牌管理、物业管理、信息化管理等方面是否足够专业精准，对于控制人力、租金、财务费用和提高坪效都至关重要。

(5) 商品采购：进货渠道、采购方式、结算方式及账期、供应商管理及稳定性、主要合作供应商及采购额集中度；部分零售企业成立金融公司为供应商提供小额贷款或担保服务，关注相关风控措施、贷款回收及或有负债风险。

联合资信在考察经营模式这一风险要素时主要关注：可比店面的经营坪效变化、可比店面收入变化、客流量、客单价、人工成本变化、租金变化、未来展店投入等。

3、核心竞争力

此部分主要考察零售企业的核心竞争力，包括供应链完善程度和自持物业。

(1) 供应链完善程度

货源的品质和稳定性、零售企业与供应商的合作情况、新供应商的开拓情况以及联营模式中合作供应商运营管理能力和品牌知名度等方面的筛选和评估等成为维持零售企业稳定运营的关键；对于超市业态来说，仓储物流的管理是市场竞争的核心之一。

商品采购方面，需要分析零售企业的进货渠道、采购方式、结算方式及账期、供应商管理及稳定性、主要合作供应商及采购额集中度；部分零售企业成立金融公司为供应商提供小额贷款或担保服务，关注相关风控措施、贷款回收及或有负债风险。

物流配送能力为超市企业维持和进一步扩大经营规模和市场区域、提高存货周转率提供支持，关注自有及租赁仓储面积及类型、物流园辐射区域和货物周转量、自有及合作配送能力、配频率及物流速度、仓储物流管理系统信息技术水平等。

联合资信在考察供应链完善程度这一风险要素时主要关注：进货渠道、供应商的维护与管理、物流配送能力等。

（2）物业形式

此部分主要考察企业物业形式：门店产权、自有与租赁的比例，租约形式及期限、租金水平，门店自建策略、建设周期、资金来源、回报周期等。连锁零售尤其是百货业态的物业规模较大，经营物业采用租赁形式可减少店面资金投入、加快展店速度、提高网点调整灵活性，但自建物业可提高单店自主经营的稳定性和可控性，规避租金上涨带来的费用支付压力，并获得店面物业资产价值提升带来的财务和资金效应。

联合资信在考察物业持有情况这一风险要素时主要关注：企业经营场所靠租赁、自建和购买的比例，换租风险或租金上涨风险等。

4、经营效率

零售企业销售以现金为主，应收账款较少，商品周转快，周转率普遍较高。存货周转次数能在一定程度上反映企业零售业务运营效率，商品周转次数越高，库存对资金占用水平越低，说明零售企业整体运营效率越高。对于自有物业规模较大的零售企业，总资产周转率可能偏低，但通过自有物业做价值资产可增强企业再融资的能力，提高资产的使用效率。此外，可通过与同行业其他公司进行对比，分析评级主体经营效率的高低。

联合资信在考察经营效率这一风险要素时主要关注：企业存货周转率发生大幅波动原因、总资产周转率水平及变化趋势、经营效率指标远低于同行业平均水平的原因等。

（六）未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。对于零售企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。一方面需注意短期阶段性规划的落实是否匹配长期整体规划的实现，同时需持续关注每个阶段性规划推进进度、调整和再推进的情况；一方面需关注企业发展战略是

否符合当前或未来行业发展趋势，考察企业发展战略的合理性和可行性。如企业核心业务拓展方向是否符合当前市场需求，进入分块市场存在的专业技术或经验难题及相应解决办法，价值链整合方式、相邻业务拓展是否能形成协同效应等。还需要注意的是企业战略发展的推进，相关投资、资金安排和债务偿还情况。如资金落实情况、建设周期、项目收益，以及项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性。

（2）重大投资项目

投资项目的分析之所以重要，是因为项目可能直接影响到企业今后的经营状况，影响到企业今后的财务构成、盈利能力、现金流量的变化等。对投资项目应重点进行以下方面内容的调查：

投资项目的的基本情况，项目建设的合法性，项目可行性报告的编制及批复，初步设计的编制与批复，开工报告的批复等。

投资规模及分年度投资计划，投资概算及投资概算的调整情况，实际将可能发生的投资额。

分年度资金来源计划及已落实的情况，资金的落实计划及实际已落实情况，已完成的工程进度及相应资金来源，资金缺口及后续资金的解决途径。

计划和实际预计的投产时间。项目建设期可能受资金、自然条件等的变化情况影响而出现延期。建设期的延迟，可能造成建设成本上升、效益无法如期实现，影响未来经营预测目标的实现。

投资将会对企业经营带来的影响。应注意在编制可行性报告时的市场情况与项目完工投产后的市场情况差异，这种差异可能直接导致预测效益与实际效益的巨大差异。考虑到产能过剩是目前零售行业面临的普遍问题，在分析零售企业重大经营项目或在建项目时，需重点结合区域内产能和需求情况，分析判断新建、在建产能的消化前景，对于潜在需求增长空间不大，但还是在大幅扩产的零售企业，存在未来经营情况恶化的风险。此外，还需要考虑在建工程投资额对零售企业带来的支出压力和筹资压力。

(3) 其他影响企业发展的重大事项
如企业改制、上市、重组、购并等。

(七) 财务分析

1、财务信息质量及会计政策及会计估计

(1) 财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应注意一些基本问题，诸如企业的财务报表是否经过审计、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等等，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映了企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰看到企业本身的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容、或重复记账的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并，或母企业报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。

(2) 会计政策及会计估计

此部分主要考察零售企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。财务数据的可比性与会计政策的一致性是进行零售企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同零售企业甚至同一零售企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响。零售企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势，在分析零售企业的会计政策时，应重点关注：折旧政策；坏账准备计提标准；研发投入；存货计价方式等。

联合资信在考察信息披露与采纳准则这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。此部分主要考察零售企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近三年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、盈利性及抵质押情况，并对资产的真实价值进行分析。

零售企业的现金类资产及存货规模较大，而由于零售企业在销售时以现金结算较多，一般应收账款规模较小。

流动资产方面，**货币资金**是企业最具流动性的偿债来源，但需对货币资金的可靠性及流动性进行有效分析判断；零售企业为满足日常周转需求，会保留一定规模的货币资金，同时，由于货品采购中银行票据的使用，需关注货币资金中受限资金的规模及变动情况。对于超市等自营经销业务的企业，需关注**存货**规模变动、存货周转率及库存商品跌价准备计提情况，分析存货规模的变化及在资产中的占比，存货变动趋势是否与公司资产和销售情况保持一致，调查存货抵质押情况，反应存货的可变现或再融资能力。**应收账款**，分析账龄结构，应收方集中度，在资产中的占比，调查质押情况，坏账准备提取政策、依据和金额。**其他应收款**若金额较大，应分析形成原因及账龄、资金回收风险、坏账准备计提及其对流动资金的占用；若存在委托贷款、金融证券等非经营性投资，关注其盈利能力、回收风险及风控措施。

非流动资产方面，**长期股权投资**一般为企业对合营及联营企业的投资，需重点关注被投资对象行业及企业类型、投资目的、投资规模、计量方式、对投资企业管理方式及管控力度、近年获得投资收益及分红情况、投资减值原因及后续处理等。投资性房地产主要包括已出租或持有并准备增资后转让的房屋建筑物、土地使用权等，可采用成本法计量或公允价值计量，采用成本法计量的投资性房地产一般优于公允价值计量的。对采用公允价值计量的**投资性房地产**，应格外关注其入账价值的合理性、价值变动的合理性（常用评估方法包括与周边其他房产、土地等价值进行对比），关注公允价值变动对利润的贡献程度。**固定资产**方面，传统零售企业经营场所部分为自有，不同企业自持物业入账方式或有不同，若自持物业以初始购置成本入账，每年计提折旧，则随着出租率或租金收入的提升，资产存在被低估的现象；若自持物业以公允价值计量，则需要判断公允价值的合理性分析该类企业资产质量的时候需要考虑该因素。

此外，需要关注公司资产抵质押情况，是否存在股权、土地、设备、房产等资产

的抵质押，以及抵质押比重，抵质押率较高一定程度上说明该企业未来融资空间有限。

联合资信在考察资产质量这一风险要素时主要关注：资产规模及构成的稳定性、可用货币资金的充裕度、存货的周转效率及跌价风险、所持股权资产的流动性和营利性、自持物业的入账方式及计价公允性、资产受限比例等。

3、资本结构

此部分主要考察零售企业资本结构，即零售企业的资金来源结构，包括资本实力、债务结构与负债水平，以及对财务杠杆的运用策略。

(1) 企业资本结构管理

企业负债管理或资本结构管理旨在保障其资金来源的稳定性、资金成本的可控性以及债务期限结构的合理性。企业的资金来源主要由股东的投入和各种负债组成。首先要关注企业的融资管理目标，企业是否有资产负债管理目标；企业是否有比较明确的股权、债权融资计划；该目标、计划或实际运作是激进还是保守等。联合资信通过对企业负债管理办法及目标的了解并结合近三年其资本构成及变动情况，判断企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。

(2) 所有者权益

所有者权益是企业资本结构的最重要的组成部分，是企业债务的重要保护基础。所有者权益的调查和分析重点是对各年的变化情况进行核实，对于新增的权益要有切实的来源。如果权益存在虚假的情况，则可能很多指标的计算就会失真。如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价；零售企业需重点关注所有者权益结构及稳定性。

此外，还要关注一些事项对权益稳定性及公司信用水平产生重大或者不利影响，例如：通过股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式使所有者权益增长；通过资产剥离、股东减资等方式，使所有者权益减少等。

(3) 负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、长期债券等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应关注其资金成本的高低、与主要借款人的关系等，这在很大程度

上关系到企业短期支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。

对企业应付账款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否有宽限期等，因为一个企业在一个特定时期，其运营资金是有限的，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，则对企业的短期支付能力会有所帮助。

对企业长期借款应关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等。另外，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、长期借款和应付债券，同时应该考虑长期应付款、其他应付款中的有息债务。对零售企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务余额变化等，同时需要关注企业自身债务和政府性债务占比情况，一般而言，政府性债务主要是针对公司公益性业务而言，虽然偿债主体为企业，但是实际偿还资金来源在于政府，因此政府性债务越高，企业自身需要负担的债务越轻。

此外，还要考虑如公司存在较大规模的民间借贷或表外融资（实际债务负担比表内看起来严重的情况）；公司债务结构不合理，债务集中在短期；公司债务在某一时间段内面临较大规模的集中到期；公司融资渠道单一或受到限制，银行融资规模下降而债券市场融资及非标融资规模上升等因素对公司整理的信用水平造成的影响。

（4）相关指标

在考察企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部债务资本化比率（全部债务资本化比率=（长期债务+短期债务）/（长期债务+短期债务+所有者权益+少数股东权益）*100%），该指标反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，企业的债务负担过重，当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小。而从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 55%，40%以下较为理想。

长期债务资本化比率（长期债务资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益+少数股东权益）*100%），反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的

比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。从控制企业财务风险的角度看，该指标越低越好，一般情况下该指标不应超过 40%，20% 以下较为理想。

资产负债比率（资产负债比率=负债总额/资产总额*100%），该指标反映的是企业全部资产中，多大比例是由负债而来的，多大比例是属于股东的，是评价企业财务状况、偿债能力，以及衡量企业在清算时债权人利益受保护程度的重要指标。对于这个指标的判断标准，各个行业差异会比较大，一般依据行业平均的数据作为判断其负债程度高低的依据。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：有息债务规模、有息债务期限结构、有息债务到期分布、债务与负债水平的变化趋势，所有者权益规模、所有者权益结构稳定性及质量等。

4、盈利水平

盈利能力是企业盈利状况（主营业务收入、利润的变化），盈利质量（利润的来源和构成），企业的盈利能力（和同行业对比），并对影响其未来营业收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

（1）盈利状况

结合经营情况分析零售企业近三年主营业务收入和净利润的结构、稳定性与变化趋势。在宏观经济持续低迷的情况下，零售行业景气度下行，多数零售企业不盲目追求收入规模并加强风险控制，控制门店扩张速度、关停低效无效店面，收入呈下行趋势。由于零售行业普遍利润较薄，对期间费用的控制力要求较高，需关注期间费用控制能力，尤其是销售费用的变动趋势及收入占比，一定程度上可反应除零售企业的渠道控制和竞争力。此外，需关注非经常性损益对零售企业利润的影响，包括存货跌价损失、所投资产投资收益及价格波动情况等。

（2）盈利能力

联合资信在考察零售企业的盈利能力时，基于重要性和全面性原则，一方面从盈利指标角度考虑，包括收入和利润规模、营业利润率、总资产报酬率、净资产收益率等，一方面从费用控制能力角度考虑，主要分析近三年期间费用（销售费用、管理费

用和财务费用)占收入的比重及变动趋势。综合品类超市业务和自营百货业务毛利率通常不超过 30%，购物中心等以店铺出租作为经营模式的零售业务营业利润率更高。总资本收益率和净资产收益率水平根据权益规模、资产入账方式、店面物业方式等有所差异，且由于零售业务销售额较大、毛利率偏薄、费用率较高、非经营性投资活动较少，目前债券市场 90%的零售发行人净资产收益率水平低于 10%。

(3) 相关指标

盈利能力的强弱反映了企业通过持续的经营活动获取现金的能力，也是企业获得外部资金的基础。较强的盈利能力，显示出企业决策管理层能够有效地运用其资产和相关资源，为投资人获得丰厚的回报，也在很大程度上反映出企业资金具有较高的流动性，有利于企业融资能力的提高。盈利能力可以从两个方面加以分析，一是收益增长的变化趋势，二是成本费用的约束程度。衡量企业盈利能力的指标主要包括：营业利润率、总资本收益率、净资产收益率等。**营业利润率**：反映的是企业主业的盈利能力，其内在含义是企业通过在市场上销售其产品所能获取的利润水平。这一指标在某种程度上，也能反映出企业的市场竞争能力。一般来说，营业利润率越高越好，由于这项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。**总资本收益率**：反映出企业以其拥有的全部资本获取利润的能力，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得杠杆收益。通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的，资本存在着某种程度的贬值。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。**净资产收益率**：主要衡量企业股东权益的收益水平。指标值越高，表明股东投资于该企业所能获得的收益越高，指标值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。但净资产收益率一定程度上受负债水平影响，同等利润水平下，高负债、高杠杆运营的企业净资产收益率一般较高。通常情况下，净资产收益率应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。对企业收入质量的衡量主要从收入真实性及收入实现情况两方面。

联合资信在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：收入和利润规模、结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、非经常性损益规模及稳定性、投资收益情况、盈利指标及固定费用负担等。

5、现金流

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

（1）经营活动产生的现金

零售企业经营活动现金流主要为采购、销售商品产生的现金收付，收到其他与经营活动有关现金主要为收到的政府补助、往来款等，支付其他与经营活动有关的现金主要为支付的销售及管理费用等付现支出和往来款等。一般来说，零售企业以现金结算为主，现金实现质量较好，需重点关注经营性净现金流为负或波动较大的企业，经营性净支出所产生的原因、是否存在关联方资金占用的情况等。

现金收入比（现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入*100%）代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业收入，当该比率超过 100%时，公司收入实现质量较好，反之则较差。

（2）筹资活动前现金流量净额

为经营性净现金流和投资性净现金流之和，主要反映企业筹资前，经营和投资活动现金流入对经营和投资活动现金流出的覆盖情况，体现企业自身经营和投资造现能力对经营和投资支出需求的覆盖能力。该指标为负则表明企业经营活动产生的现金流入不足以支撑起投资需求，为维持一定的现金规模，公司存在外部融资需求。

（3）投资、筹资活动产生的现金流

零售企业投资活动产生的现金流量可以在一定程度上反映零售企业门店扩张速度及仓储物流投入，投资活动现金流情况需要与企业经营发展规划、门店自持/租赁策略等存在关联，较大的投资支出可能暗示着未来企业业绩的提升，但也应结合行业供需、企业自身实力等进行判断，防止在主业以外过度无序扩张、投资周期长而现金回流困难导致资金链紧张的情况，需关注投资活动现金流入来源、规模及稳定性。

筹资活动主要体现企业与其权益投资人和债权人的资金往来活动。在分析筹资活动现金流入时，除关注近年流入规模及变化趋势外，还应关注企业资金来源，对企业融资便利性、融资渠道是否畅通进行适度判断。若企业融资过度依赖某单一融资渠道且融资成本高，可能一定程度上体现其融资渠道受限等问题。同时需要结合所投资项

目的回报率及资金成本来考量企业资金运用效果。若企业筹资活动现金流入逐渐减少、筹资活动现金流量净额由正转负，或者融资成本明显高于同行业可比公司时，应着重分析其变化原因，若上述变化主要由于金融机构收缩借贷规模等导致，则应格外关注企业相关财务情况。

联合资信在考察现金流这一风险要素时主要关注：**经营活动现金流入规模及净现金流规模与变化情况；筹资活动前现金流量净额；现金类资产及经营性现金流对债务的保障能力。**

6、偿债能力

对企业偿债能力的考察和判断，主要侧重于企业偿还到期有息债务的能力，通常根据企业以往的债务偿还能力及状况，结合企业偿债管理分析，预测未来一个时期企业现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别企业在未来的一定时期能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。

（1）短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。

首先要分析企业资金头寸管理的基本做法，了解是否有控制指标何标准。银行的授信，流动性的一般来源等。

分析时主要考察的指标包括现金类资产/短期债务、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比。

现金类资产/短期债务衡量的是企业某个时点上账上现金对短期债务的保护程度。保守的头寸管理，可能会要求随时可以偿付到期的债务。对于现金类资产，要考虑将受限的现金类资产扣除，应该是随时可以变现而不受限制的。

流动比率（流动比率=流动资产/流动负债*100%）和**速动比率**（速动比率=（流动资产-存货）/流动负债*100%）都是映企业以其流动资产支付流动负债的能力。速动比率较流动比率而言剔除了存货，其资产流动性更强。流动比率和速动比率一般应达到100%和150%以上，短期偿债能力才处于良好状态。

经营现金流流动负债比率($\text{经营现金流流动负债比率} = \text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$)，是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

对于零售企业来说，短期债务及经营性负债均对其短期偿债压力产生较大影响。零售企业经营获现能力较好，经营性净现金流的规模及稳定性对于短期债务的保障指标尤为重要；此外，零售企业所持有的资产若可变现性较强，也能对短期偿债能力起到补充作用。

(2) 长期偿债能力

长期偿债能力的分析是企业偿还长期债务本息的能力，或者说企业未来长期的偿债能力。分析时主要考察的指标有 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、现金流对债务的覆盖倍数等。

EBITDA 利息倍数($\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / \text{利息支出}$)和**全部债务/EBITDA**，均反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低，企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。

企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数：**全部债务/经营活动现金流量净额**），也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。

考虑到债务偿还能力是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。对于零售企业而言，由于行业市场化程度深，主业盈利能力较弱，导致其长期偿债能力指标一般。

(3) 或有负债与其它风险

其他重大事项包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于对外担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现贷款逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，

且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：**流动比率、速动比率、现金短期债务比、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等长期偿债能力指标。**

7、母公司财务分析

对于集团零售企业，母公司对子公司的管控能力和自身信用品质往往对债务的偿还产生一定影响。从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当公司优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

附件 1 信用等级设置及其含义

1、零售企业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

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 2 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(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%
净资产年均复合增长率	
营业收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
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-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+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

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3 主要财务指标的计算公式（旧准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年均复合增长率	(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%
净资产年均复合增长率	
主营业务收入年均复合增长率	
利润总额年均复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加)/主营业务收入×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