

2017年零售行业信用展望

2017年11月2日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

一、行业运行概况

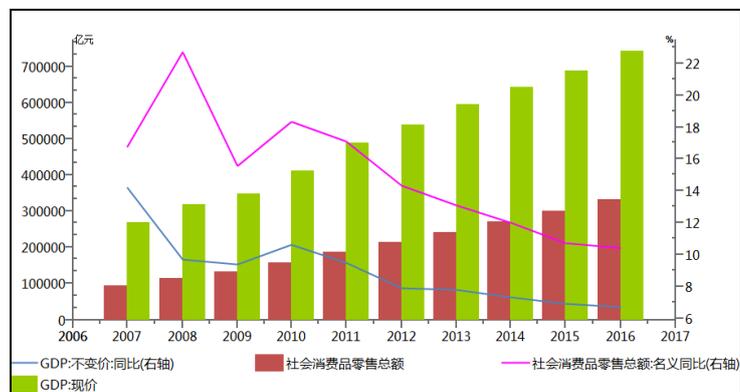
近年来，中国零售行业整体增长与GDP增速变化趋势基本一致，社会消费品零售总额占GDP的比重保持平稳，零售业与中国经济整体发展的趋势相符。2008年美国金融危机及紧随其后的欧债危机波及世界各国，中国整体及城乡居民实际收入增长缓慢，2011年以来中国宏观经济持续不振，2013年“八项规定”限制过度消费形成侧面冲击，共同导致社会消费品零售总额增速缓速下滑，从2010年到2015年年均下降1.6个百分点。2016年以来，商品零售额增长缓中趋稳，限额以上大中型法人企业销售额增长加快。2016年全年，社会消费品零售总额33.23万亿元，比上年增长10.4%，增速降幅收窄1.4个百分点。2016年下半年，7、9、11、12月，全国百家重点大型零售企业零售额同比为正增长，其中9、11、12月增速高于上年同期，12月增速高达7%，可见呈现回稳势态。

图 1 2010~2016 年中国商品零售额及增速变动情况



资料来源：国家统计局

图 2 2006~2016 年中国 GDP 及社会消费品零售总额变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2017年上半年，中国零售行业持续向好，全国社会消费品零售总额 17.2万亿元，同比增长 10.4%，增速较去年同期回升0.1个百分点，比一季度提高0.4个百分点。连锁零售销售增长平稳，增速有所加快。据商务部统计，上半年我国 2300家零售重点企业销售额同比增长4.1%，增速比上年同期提高3.3个百分点，零售企业营业利润和利润总额同比分别增长7.6%和6.6%，较去年同期分别提高7.8个百分点和14.3个百分点，回暖态势凸显。

二、细分业态

近年来流通领域供给侧结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型阵痛中不同业态增速明显分化。根据商务部重点流通企业监测数据，2016年便利店、购物中心、超市销售额增长较快，增速分别为7.7%、7.4%和6.7%，专业店、百货店销售额增长较慢，增速分别为3.1%和1.3%，百货店增速较上年下降2.1个百分点，专业店增速比上年提高2.8个百分点。近年来我国网络零售已跨越最初的高速增长阶段，进入平稳增长成熟阶段，增速缓中趋稳，但仍高于实体零售。2016年我国网上零售额达5.16万亿元，同比增长26.2%，增速同比下降、降幅收窄。

超市行业进入门槛较低，市场化程度最高、竞争激烈。近年来随着一线城市的空间基本饱和，二三线城市超市行业增速快于一线城市，农村消费增速快于城市，中西部地区消费增幅高于东部。根据中国连锁经营协会发布的《2016年连锁百强》数据，超市行业排名前五企业分别为华润万家有限公司、康成投资（中国）有限公司（大润发）、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司和永辉超市股份有限公司，较2015年变化不大。2016年，上述五家企业累计销售规模为0.39万亿元，占超市连锁百强整体销售规模的18.34%；累计门店数为8166家，占整个零售连锁百强企业门店总数的7.15%，行业集中度逐渐提高。

百货店通常地处城市中心或交通要道，经营模式中联营模式占到百货行业总销售额的80%以上。百货物业规模较大，租赁租金或自建资金要求均较高，

虽然不少百货店为租赁取得，但多数企业正逐步增大自建比例，可确保单店自主经营的稳定性和灵活性，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。2016年百货百强销售额排名前五的百货企业分别是王府井集团股份有限公司、天虹商场股份有限公司、武汉武商集团股份有限公司、烟台市振华百货集团股份有限公司和银泰商业（集团）有限公司，2016年上述五家企业累计销售规模为0.12万亿元，占百货百强销售规模的25.54%，同比基本稳定。从目前的竞争状况来看，中国百货行业以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌尚为有限，龙头企业凭借优质商圈资源、品牌效应及规模优势，形成区域竞争优势，市场地位较难撼动。2016年百货行业整体走势并不乐观，百强中47家以百货业务为主的企业销售呈现负增长1.1%，店铺数量增长4.5%，均低于零售连锁业百强平均水平，购物形式的多样化及消费体验的高要求对百货商场传统的经营模式带来了严峻的挑战，百货企业销售业绩明显承压。

网络零售作为中国零售行业发展中的强劲动力，近年来一直保持中高速增长，2016年中国网络零售交易总额达5.16万亿，同比增长26.2%，高于所有其他业态，但增速比上年下滑7.1个百分点，逐渐进入平稳增长成熟阶段，企业竞争从增量扩张转入存量开发，发展质量、服务水平和购物体验全面提高。2016年网络零售交易额中，实物商品交易额为4.19万亿，占当期社会消费品零售总额的12.6%，比上年上升1.8个百分点，进一步瓜分传统零售业的蛋糕。随着电商队伍的不断扩大，迫于服务层面的竞争、成本控制以及提升资金使用效率，网络零售企业纷纷自建物流，目前京东、苏宁云商、当当、凡客等网络零售商已拥有较成熟的自建物流体系和仓储资源。2016年网络零售市场中，天猫依然维持领先，市场占有率为57.7%，京东紧随其后，市场份额占比25.4%，其余依次为唯品会、苏宁易购、国美在线等。中国网络购物市场格局尚未稳定，各电商企业的发展模式已不再有绝对、清晰的界点，而是各种模式相融、共存。未来，基于中国互联网使用人口基数偏低、城镇化进程推进及网络科技不断创新等因素，中国网络零售发展仍具备良好的外部环境，市场集中度将进一步提高。

三、行业政策环境

零售业是我国内贸领域中最活跃的部分，各级政府部门在反垄断及公平交易、直销、特许经营、促销、外商投资、食品安全等领域制定和发布了一批重点法律和规章制度，不断建立健全商业法律体系。尽管金融危机以来宏观经济增速趋缓、中央“八项规定”和限制三公消费的措施对零售行业带来侧面冲击，政府通过切实的财政补贴鼓励和引导消费，国家在家电零售领域通过“家电以旧换新”、推广“五类高效节能家电”，实施措施扩大内需，发放财政补贴刺激消费，直接拉动消费超过5920亿元，并通过“领跑者”制度设立清单引导行业方向。此外，国家在推动行业发展的同时指导平衡行业结构，国务院办公厅于2016年下发《关于推动实体零售创新转型的意见》，指导和推动实体零售创新转型，引领流通行业均衡、健康发展。同时，随着网上商店销售规模的逐步扩大，国家陆续出台了《网络商品交易及有关服务行为管理暂行办法》等规章制度规范网络交易，另有《电子商务法》、《网络零售第三方平台交易规则管理办法》、《网上商业数据保护办法》仍在起草和拟定过程中。2016年，工商总局发布《关于促进网络服务交易健康发展规范网络服务交易行为的指导意见》，在网络服务交易快速崛起的势头下，大力促进网络服务交易健康发展，规范网络服务交易行为。针对迅速增长的跨境电商细分业务，2016年财政部、海关总署、国家税务总局等部门发布了《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》等一系列政策和清单，主要是对跨境电商零售进口建立一个长效税收与监管机制，意味着国家对跨境电子商务由早期的以促进为主转向以“促进+规范”为主。

四、行业关注

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

随着物流成本高企、房地产价格上涨、社会平均工资水平上升，零售企业单位经营成本总体上升幅度较快。2016年社会物流总费用与GDP比率为14.9%，高于全球平均水平约5个百分点；零售业限额以上大中型法人企业，工

资总额为2870亿元，比上年增长4%，增速比企业销售额高1.3个百分点。百强企业中，有36家企业门店数量比上一年有所减少，通过关闭低效门店，企业经营质量得到改善：其中，租金支出总额同比下降0.5%，租金占销售额比重2.4%，同比下降0.1个百分点。2016年，百强企业总用工人较上年下降5%，70%的企业单店平均用工人较上年有所下降，其中一半的企业减少用工10%以上，未来在大数据和科技发展带动下，减少用工人较将成为大趋势。

核心商圈竞争趋向饱和，商业网点布局有待优化

据国家统计局数据，截至2015年底限额以上法人零售企业营业面积比2011年增长53.8%，呈现高度竞争的零售市场格局，较大程度满足了城乡居民日益增长的物质文化需要，但商业网点发展不均衡、结构性过剩、配套设施不完善等问题凸显。国内区域布局东强西弱；中心城区网点集中，商业体建设过剩，同质化竞争严重；大型百货店、超级市场饱和，而“最后一公里”社区商业仍处于初级阶段，以每百万人拥有社区便利店店铺数量统计，日本388家，台湾地区425家，中国大陆城市平均仅为54家。

传统零售经营模式受限，经营效率有待提高

互联网环境下，以消费升级为主线的消费理念、消费诉求、消费方式发生深刻变化。消费分层、小众化、个性化特点日益突出，零售商业传统的零供合作方式、竞争方式、销售模式等一定程度制约零售业持续健康发展，对全供应链较弱的控制力导致企业周转率低。此外，我国大部分传统零售企业数据基础较为薄弱，数据管理技术落后，数据思维意识不强，在会员管理、商品管理等方面数据应用依然不足。

五、发债企业信用分析

2016年零售企业债券发行活跃度尚可，共有39家零售企业发行债券80支，较2015年减少5支；发行总金额801.20亿元，同比下降4.39%；2017年1~9月，

由于资金成本的上升，零售企业发行债券总额403.94亿元，同比大幅下降36.78%。截至2017年9月底，按联合资信评估有限公司行业分类为零售行业的、有存续期内主体级别的发债主体共38家，其中多业态发展的零售企业为主，也包括少数电器和家具专门零售店。从企业数量变动来看，2016年和2017年1~9月发债主体分别新增3家和3家，有3家企业主体级别已于上述期间到期。从发债主体性质看，国有独资或控股企业共计18家，民营或外资企业共计20家，二者占比相近，其中民营企业占比呈现上升趋势。发债主体级别分布方面，AA级企业占据主导，合计21家。

表1 2016年零售行业发债主体信用级别分布及财务中值情况（单位：亿元、%）

主体级别	家数	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	资产负债率	营业利润率
AAA	6	837.53	319.07	177.95	12.49	49.02	20.39
AA+	8	405.41	145.75	343.42	7.76	55.32	17.99
AA	21	121.18	56.62	92.56	4.49	60.14	19.66
AA-	3	58.33	20.88	30.10	1.13	64.21	19.32

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

注：表中38家中9家为双评级，主体级别取高级别归类；2017年大连友谊（集团）股份有限公司、荆门市众诚五六连锁超市有限公司发行私募债，未获得其信用评级信息，因此上表未包含该两家企业。

由于发债主体中存在8家电器、电子产品、黄金珠宝和家具等专门零售企业，该类店面经营情况与其所售商品所在产业及其上下游存在较大的关联度，以下仅就剩余30家综合零售企业作为发债主体样本进行分析。

从发债主体经营业态类型看，多元化业态经营的综合性零售企业有16家，仅含超市业态企业3家、以百货/购物中心业态为主的企业10家、网络零售企业1家。从规模来看，2016年发债主体销售额合计9429.00亿元，同比持平。从业务经营情况来看，随着人工、租金等运营成本的持续上升，多数发债主体放缓门店扩张速度，着重优化现有门店配置，关停效益未达预期的店面。与此同时，越来越多的发债主体通过自建或与专业电商合作方式开辟电商购物平台并提供送货服务，但多数仍在试水阶段，业务模式仍以实体零售为核心。

从资产构成及资本结构情况来看，截至2016年底，零售发债主体资产总额合计12759.56亿元，同比增长17.37%。其中投资性房地产和固定资产同比分别增长26.30%和7.27%，自持物业价值快速上升。然而伴随投资需求以及运营成本的增长，零售企业对外融资需求较快增长，2016年发债主体有息债务规模为4068.70亿元，同比增长14.09%，增速低于资产总额。随着权益规模的快速扩大（不考虑计入权益的永续债券），发债主体资产负债率和全部债务资本化比率中值分别为56.17%和42.30%，其中资产负债率同比下降4.59个百分点；有9家企业全部债务资本化比率超过50%，同比减少2家。总体看，零售发债主体谨慎平衡债务压力，但债务规模仍较快增长，整体债务负担仍较重。

从盈利能力看，2017年零售发债主体销售毛利率和期间费用率中位数为21.13%和16.41%，毛利空间和三费控制略有提升，但主业净利空间依然有限。发债主体利润总额合计342.31亿元，同比增长5.73%，增速高于营业收入；其中有20家企业利润总额为正增长，且公允价值变动净收益、营业外收入和投资净收益等非经常性损益同比增速低于利润总额，发债主体主营业务盈利能力有所回升。而以百货/购物中心业态为主的10家发债主体，利润总额合计同比下降3.11%，业绩压力明显更大。

从短期偿债指标来看，2016年发债主体流动比率中值为129.90%，同比增加15.17个百分点，其中26家企业流动比率超过100%，指标表现好。长期偿债指标方面，全部债务/EBITDA和EBITDA/费用利息（不含资本化利息）倍数中位数分别为4.43倍和6.16倍，偿债能力有所提升。经营活动现金流量方面，发债主体中有30家实现经营性现金流量净额为正，同比增加5家。整体看，发债主体大部分现金流状况良好，盈利情况向好，债务规模增长较快，整体偿债能力较强。

六、行业发展

目前零售行业正呈现出多种竞争模式的逐步升级：1. 业态融合。例如百货的购物中心化、购物中心开展坐场经营，超市向“市场+餐饮+生活方式体验”

甚至无人超市的方向卖出了第一步，率先在“新零售”的领域做出尝试，例如阿里巴巴的盒马生鲜、永辉的超级物种等，打造新型消费体验；2. 完善供应链体系。部分零售企业已开始走向供应链上端，以此保障企业战略精准实施，实现供应链一体化的效能提升。例如永辉、步步高、大润发均与全球优质源头合作，加快基地建设和产端战略合作，去中间化和品质化，大商集团通过收购澳大利亚格林岩石牧场、德国城堡酿酒厂等上游生产商，引进大量国内稀缺的特色化、品质化商品资源，年利润较上年大幅提升了52.3个百分点；3. 线上线下融合。众多实体零售企业自建或与专业电商合作建设PC端、移动端平台，而已进入成熟阶段的网络零售商为突破增长瓶颈也积极与实体零售合作，阿里巴巴联合三江购物、银泰百货、百联集团，沃尔玛、永辉超市引入京东，线上、线下企业合作互动频繁，将线下物流、服务、体验等优势，与线上商流、资金流、信息流融合。

整体来看，2017年国民经济运行稳中向好，零售行业回暖凸显，预计全年社会消费品零售总额增速仍将保持在10%左右，比同期GDP增速高出3~4个百分点；商品结构将进一步优化，新零售经营模式不断试错完善，网络零售增速仍将保持领先。对比发达国家，目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重仍处于较低水平，零售行业对中国经济增长的贡献仍有较大提高空间。从长期来看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，中国零售行业将会呈现稳定良好的发展态势。综上所述，联合资信认为零售行业信用风险较低，信用展望为稳定。