

零售行业展望



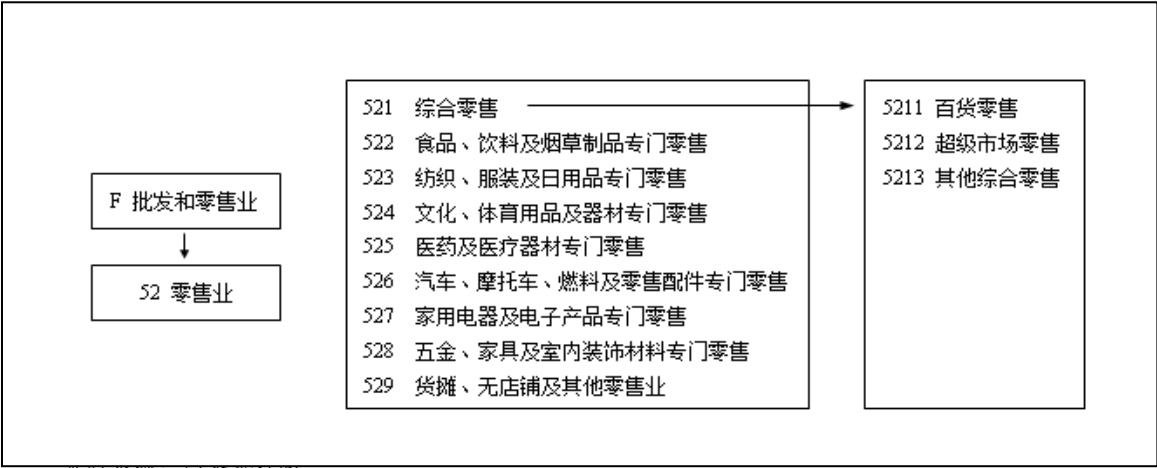
联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

一、行业概况

（一）行业概述

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；零售业按销售渠道分为有店铺零售和无店铺零售，其中有店铺零售可分为综合零售和专门零售两类。综合零售主要包括百货、超市和其他综合零售（例如便利店、购物中心等），专门零售则可根据所售商品种类的不同而进一步划分。根据 2017 年的《零售业态分类》标准，从店铺形式来看，零售业态从总体上可以分为有店铺零售业态和无店铺零售业态两类，有店铺零售业态经营发展历史长、规模大、企业参与者繁多，无店铺特别是网上商店兴起较晚但发展迅速。考虑到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，特定商品销售存在不同的行业特征，因此下文主要研究综合零售行业，具体以超市和百货业态大类为代表进行分析。

图 1 《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）—零售行业分类

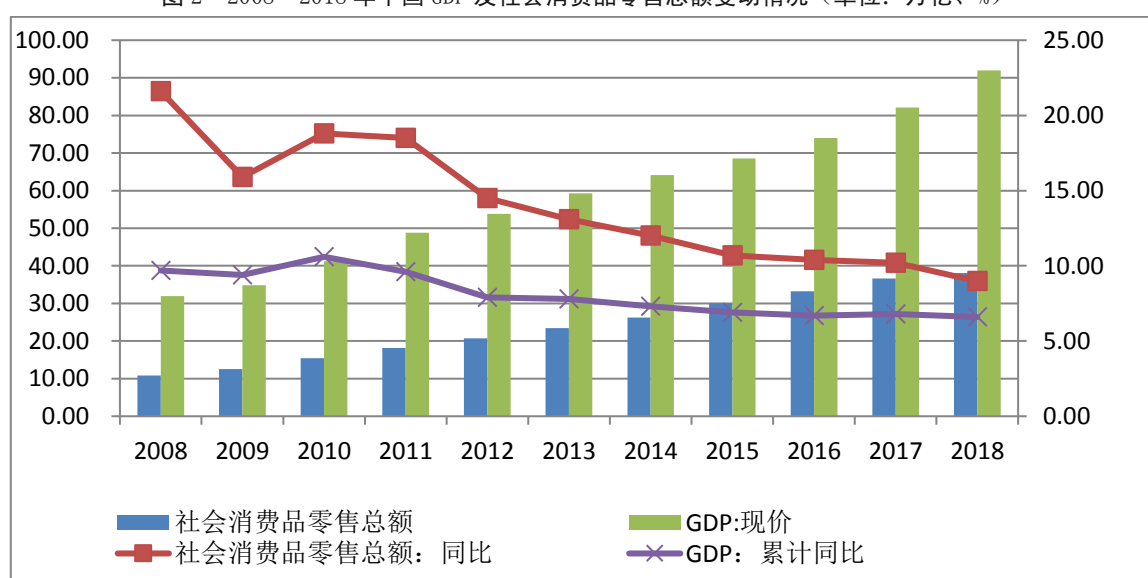


（二）行业现状

零售上接生产、下连消费，是国民经济的重要先导产业之一，直接影响和带动经济总量的增长与产业结构优化，关系人民群众生活品质的高低。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，由于其点多面广、零星分

散、渠道多、门槛低等特点，因而具有广泛吸纳就业的基础性作用，并可以满足消费者多层次、多元化的消费需要，改善生活体验。近年来消费对稳定经济增长的作用日益增强，2018 年消费支出对经济增长的贡献率为 76.2%，同比增加 17.4 个百分点，消费支出对中国经济增长的贡献不断加大。同时，宏观经济快速增长也是推动零售业发展的重要影响因素，但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，具备较强的抵御宏观经济波动风险的能力。从增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致，社会消费品零售总额占 GDP 的比重基本保持平稳，说明零售业与中国经济整体发展的趋势相符。

图 2 2008—2018 年中国 GDP 及社会消费品零售总额变动情况（单位：万亿、%）



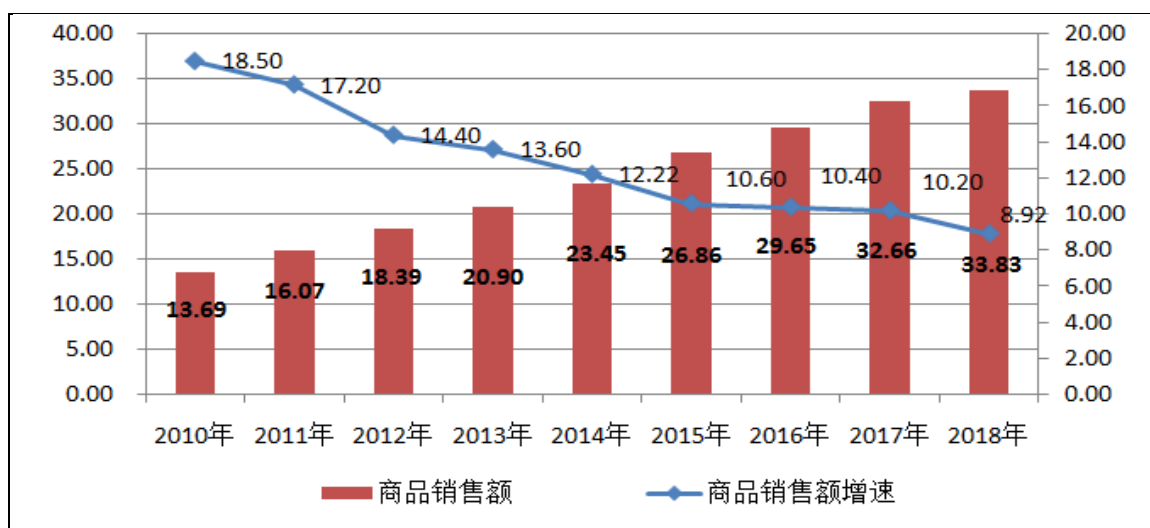
资料来源：国家统计局

零售行业受宏观经济不振、海外购物消费分流、限制过度消费等因素影响，近十年来增速持续下滑，2018 年社会商品零售总额 33.8 万亿元，同比增长 8.92%，增速首次跌破两位数。其中，实体零售首当其冲，除受宏观经济不振影响外，同时面临线上平台挤压、成本上涨以及传统商品需求量放缓等困境，大型零售企业零售额低速增长，根据中华全国商业信息中心统计，2018 年全国百家重点大型零售企业（以百货为主）零售额同比增长 0.7%，增速较 2017 年放缓 2.1 个百分点。目前，零售行业增长空间主要来自乡村，乡村消费品市场比重持续提升，2018 年，乡村消费品零售额实现 5.54 万亿元，较上年增长 10.1%，增速高出城镇市场 1.3 个百分点，乡村市场占社会消费品零售总额

的比重为 14.5%，比上年提高 0.3 个百分点。

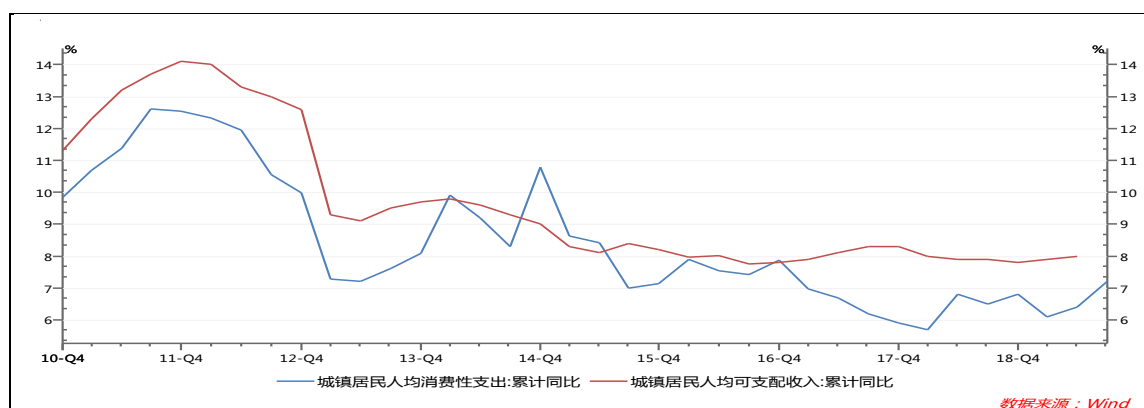
2019 年前三季度，全国网上零售额 7.32 万亿元，同比增长 16.8%，实物商品网上零售额 5.78 万亿元，同比增长 20.5%，占社会消费品零售总额的比重为 19.5%，网络零售增速持续放缓，但是增速仍显著高于线下，网络消费占比进一步提升。居民消费能力保持稳定，2019 年前三季度城镇居民人均可支配收入累计增速保持在 8% 左右，消费性支出累计增速在第三季度出现好转，较上半年上升 0.8% 至 7.2%。2019 年前三季度最终消费性支出、资本形成总额、货物与服务净出口对 GDP 同比增速分别拉动 3.9、1.1 和 1.3 个百分点，消费仍是经济增长的第一驱动力。

图 3 2010—2018 年商品零售额及增速（单位：万亿、%）



资料来源：国家统计局

图 4 城镇居民人均可支配收入及人均消费性支出增速（%）



资料来源：Wind 资讯

从实体零售发展来看，近年来随着国外消费概念的引进以及消费者结构的改变，百货业态细分为传统百货、购物中心、奥特莱斯等业态，连锁业态细分为超市连锁、社区连锁、便利店等业态。国内百货零售商通过业态间的错位经营，以更好地满足消费者差异化需求。但同时，由于国内百货业开放程度高，零售品牌较多，行业竞争激烈，加之联营为主的经营模式导致各百货品牌经营过程中商品同质化倾向较为突出，行业盈利难以有效提升。此外，国内复杂的供应商体系，以及品牌知名度的区域性，也加大了百货零售商在全国范围内进行扩张的难度。

2019 年，零售企业竞争依然激烈，未来实体零售的增长空间主要依靠企业自身业态的转型与升级，发展线上与线下双渠道的经营模式，以及加深零售与文化的关联以提高客户黏黏性。

二、行业环境

（一）宏观环境

经济下行压力下，零售业增速放缓，减税降费措施提振居民消费信心及购买力，行业总体保持平稳发展

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）涨幅有回落；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。2019 年以来，中国经济整体下行，前三季度 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%，前三年季度累计增速 6.2%，较上年同期回落 0.5 个百分点。

表 1 2016—2019 年三季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	69.8

GDP 增速 (%)	6.7	6.8	6.6	6.2
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.6
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.2
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.2
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	-0.1
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.5
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.0
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.4

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

（二）行业监管与行业政策

现有政策以维持稳定为主，着重引领消费升级，细化经营业态，完善现有零售政策

国民经济增速放缓背景下，零售市场结束高速发展的阶段，为推动流通创新发展、优化消费环境、促进商业繁荣、激发国内消费潜力、更好地满足人民群众消费需求以及促进国民经济持续健康发展，相关部门在商贸流通领域陆续推出多项促进消费升级措施，为零售行业发展营造了良好氛围。

2019 年 8 月 27 日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》（国办发[2019]42 号）（以下简称《意见》），《意见》指出党中央、国务院高度重视发展流通扩大消费，受国内外多重因素叠加影响，当前流通消费领域仍面临一些瓶颈和短板，特别是传统流通企业创新转型有待加强，商品和生活服务有效供给不足，消费环境需进一步优化，城乡消费潜力尚需挖掘，为促进消费，《意见》提出了 20 条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。主要内容包括：一是创新流通发展。实施包容审慎监管，促进流通新业态新模式发展。推动传统流通企业创新转型升级，在城市规划、基建配套、用地保障等方面给予支持。改造提升商业步行街，对步行街基础设施、信息平台建设等予以支持。将社区便民服务设施建设纳入城镇老旧小区改造范围，促进形成以乡镇为中心的农村流通服务网络。加快发展农产品冷链物流，完善农产品流通体系。落实允许综合保税区内加工制造企业承接境内区外委托加工业务的政策。抓紧调整扩大跨境电商零售进口商品清单。二是培育消费热点。释放汽车消费潜力，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，支持购置新能源汽车，促进二手车流通。支持绿色智能商品以旧换新。

活跃夜间商业和假日消费市场，完善交通、安全、场地设施等配套措施。搭建品牌商品营销平台，保护和发展中华老字号品牌。三是深化“放管服”改革。加快连锁便利店发展，探索优化食品经营许可条件，放宽发行书报刊的审批要求，支持地方探索“一照多址”登记，开展简化烟草、乙类非处方药经营审批手续试点。取消石油成品油批发仓储经营资格审批，下放成品油零售经营资格审批。四是强化财税金融支持。降低流通企业成本费用，推动工商用电同价、总分机构汇总纳税政策进一步落实。研究扩大研发费用税前加计扣除政策适用范围，加大对高性能物流设备进口的支持力度。发挥财政资金引导作用，加大金融支持力度。五是优化市场流通环境。强化消费信用体系建设，严厉打击线上线下销售侵权假冒商品、发布虚假广告等违法行为，积极倡导企业实行无理由退货制度。《意见》从整个商业流通的改革转型、技术、互联网、营商环境，到财政、税收、货币政策等方面，做出全方位安排，鼓励流通新模式、新机制的创新作为重点，促进新兴流通业态的创新发展，为消费升级创造基础条件。

此外，2019年以来国家实施更大规模的减税降费政策，实行普惠性减税与结构性减税并举，重点降低制造业和小微企业税收负担，大力支持实体经济发展。减税降费效果持续扩张，政策的逐步落地增强市场的整体活力，进一步减轻企业负担，增加居民收入，对增强企业信心、稳定市场预期、有效应对市场下行压力、促进经济平稳运行，都发挥了重要作用。

表 2 近年来零售行业相关政策和动态

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2016 年 11 月	国务院办公厅	关于推动实体零售创新转型的意见（国办发[2016]78 号）	提出实体零售是商品流通的重要基础，是引导生产、扩大消费的重要载体，是繁荣市场、保障就业的重要渠道；要在坚持市场主导、坚持需求引领、坚持创新驱动的基本原则下，调整商业结构、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持，推动实体零售创新转型，释放发展活力，增强发展动力。
2017 年 1 月	商务部、发改委、国土资源部、交通运输部、国家邮政局	《商贸物流发展“十三五”规划》	提出构建多层次商贸物流网络、加强商贸物流基础设施建设、加强商贸物流标准化建设、加强商贸物流信息化建设、推动商贸物流集约化发展、推动商贸物流专业化发展、推动商贸物流国际化发展、促进商贸物流绿色化转型、建设商贸物流信用体

			系的主要任务。
2017 年 8 月	国务院办公厅	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	部署进一步过度和升级信息消费，充分释放内需潜力，壮大经济发展内生动力。培育基于社交电子商务、移动电子商务及新技术驱动的新一代电子商务平台，建立完善新型平台生态体系，积极稳妥推进跨境电子商务发展。
2018 年 3 月	商务部办公厅	商务部办公厅中华全国供销合作总社办公厅关于深化战略合作推进农村流通现代化的通知	加快推进农产品和农村现代市场体系建设。第一，加快农村电商发展，培育乡村振兴新动能；第二，推进农产品流通现代化，促进农业产业兴旺；第三，加强城乡物流体系建设，带动城乡融合发展；第四，打造再生资源回收网络，促进乡村绿色发展
2018 年 9 月	国务院	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	为完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力，提出构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点，健全质量标准和信用体系，营造安全放心消费环境，强化政策配套和宣传引导，改善居民消费能力和预期。
2019 年 8 月	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出 20 条提振消费信心的政策措施。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、行业周期

零售行业整体表现为弱周期，经济下行压力下，必需品增速持续保持较高水平且稳定，可选品消费疲软，增长压力较大

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，社会消费品零售总额

占 GDP 的比重保持平稳。

四、行业竞争态势分析

（一）传统零售

超市业态包括便利店、超市、大型超市、仓储会员店等，百货大类包括传统百货店和购物中心，专业店大类包括品牌专卖店和电器店、建材店、家居店等专业店，各个细分业态的销售规模、商品结构、目标顾客等均有所不同。目前国内大型零售企业有专门在某一业态做大做强，也有同时兼顾几个行业的，后者相对更为常见。由于各业态均属于零售范畴，在经营模式、管理方式、商品结构、进销渠道等方面有所类似，且不同业态的聚集有助于规模效应和品牌效应扩大化，因而很多零售企业在多业态发展中收获了一定的协同效应。

超市：2018 年我国前五大超市的市场份额为 26.8%，其中高鑫零售市占率最高为 8.2%，此外，华润、沃尔玛、家乐福和永辉超市市占率分别为 6.6%、5.1%、4.0%、2.9%，行业集中度低。我国区域性龙头超市较多，各省均有本地的超市品牌企业，全国性超市品牌较少，并且以高鑫零售、沃尔玛、家乐福和永辉超市等为代表的全国超市品牌市场占有率仍处于较低区间，呈现区域性分布。近年来，头部企业通过门店扩张、资本运作，不断提高在全国的市场占有率。

百货：中国连锁经营协会发布的《2018 年主要连锁百货企业经营状况》显示，2018 年销售额排名前五的百货企业分别是长春欧亚集团股份有限公司、武汉武商集团股份有限公司、银座集团、王府井集团股份有限公司和石家庄北国人百集团有限责任公司，2018 年上述五家企业累计销售规模为 0.19 万亿元，占整个主要百货连锁企业销售规模的 30.16%，同比有所提升；累计门店数为 727 家，占整个主要百货连锁企业门店总数的 14.28%。中国百货行业的集中度仍较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中。

表 3 2018 年以来传统零售企业（超市、百货）主要并购案例

时间	事件
2018 年 1 月	永辉超市以 16.59 亿元收购红旗连锁 21%股份，成为其第二大股东
2018 年 1 月	北京市国资委决定，王府井控股股东将国有股权无偿划转给首旅集团
2018 年 3 月	银泰百货以 35 亿元收购开元商业 100%股权

2018 年 4 月	物美控股以 14.2 亿元收购乐天北京 21 家店的 87%股份
2018 年 5 月	利群股份发布公告以 16.65 亿元收购乐天华东 72 家店的 100%股份
2018 年 5 月	王府井集团宣布拟参与认购千百度国际控股有限公司发行的新股股份，金额不超过 1 亿元
2018 年 7 月	物美控股发起部分要约，收购不高于新华百货公司已发行股份总数 6%的股份
2018 年 7 月	新华联国际控股公司完成收购庄胜百货的交接，新华联持股 66.75%
2018 年 10 月	物美控股收购邻家便利店全部的 168 家门店
2018 年 11 月	家家悦以 1.56 亿元，通过受让股权及增资方式持有张家口福悦祥连锁超市有限公司 67%股权
2018 年 12 月	广百集团收购友谊集团 100%股权
2018 年 12 月	岁宝百货控股（中国）有限公司公告称，收购富元国际集团有限公司 19%股份
2018 年 12 月	高鑫零售旗下欧尚超市中国零售业务全部交由大润发改造
2019 年 1 月	武汉中商公告，公司正在筹划以发行股份购买北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司 100%股
2019 年 1 月	步步高集团收购家润多 22 家经营权及门店资产
2019 年 2 月	苏宁易购宣布收购万达百货 37 家门店
2019 年 6 月	苏宁易购公告拟出资 48 亿元收购家乐福中国 80%股权
2019 年 3 月	家家悦接管华润万家在山东的 7 家门店
2019 年 3 月	永辉超市要约收购中百集团，拟将持股比例由 29.86%提高至不超过 40%
2019 年 3 月	物美控股接管华润万家在北京的 5 家超市大卖场
2019 年 6 月	物美控股、步步高集团参与重庆百货母公司重庆商社国企混改
2019 年 10 月	物美集团收购麦德龙中国 80%股权

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）多渠道经营一线上线零售融合

相较于超市、百货等实体零售，电子商务近年来呈快速增长态势，对传统业态造成巨大冲击，顾客分流现象严重。据国家统计局数据，2018 年全国实物商品网上零售额为 7.02 万亿，同比增长 25.4%；占社会消费品零售总额的比重从 2015 年的 10.8%提升至 2018 年的 18.4%。2019 年 1—9 月全国实物商品网上零售额 5.78 万亿元，同比增长 20.5%，增速高于同期社会消费品零售总额 12.3 个百分点，占社会消费品零售总额的比重进一步提升至 19.5%。根据 Analysys 易观数据显示，2018 年全国网络零售 B2C 市场交易规模 5.0 万亿元，同比增长 31%；其中，天猫和京东两大平台网络零售 B2C 市场份额合计达到 85.1%；2019 年第三季度网络零售 B2C 交易规模 1.6 万亿元，同比增长 21.1%，2019 年第三季度天猫成交总额较去年同期增长 28.5%，占据市场份额的 63.1%，排名第一，京东市场份额 25.7%，苏宁易购市场份额 5.4%，分列第二和第三。网络零售虽在前期发展迅速，但近年线上消费增速波动下滑，2014—2018 年，商品线上零售增速分为 49.70%、31.60%、25.60%、28.0%和 23.7%，各大电商平台用户数量接近饱和。为丰富业态，抢

占市场和客户以及提升购物体验，近年来线上平台不断介入线下实体零售，一定程度促进实体零售走向集中。

表 4 近年来主要电商平台（阿里巴巴、腾讯、京东、苏宁）布局线下零售情况

阿里巴巴	腾讯、京东、苏宁
2014 年 3 月，以 53.7 亿港元入股银泰商业； 2015 年 8 月，以 283 亿元战略投资苏宁； 2016 年 11 月，21.5 亿元战略投资三江购物 32% 股份，成为其第二大股东； 2016 年 12 月，收购联华超市 18% 股份； 2017 年 1 月，以 177 亿元私有化银泰商业； 2017 年 2 月，与百联集团达成战略合作； 2017 年 5 月，收购联华超市 18% 股权； 2017 年 9 月，5 亿元入股新华都，持股 10%； 2017 年 11 月，224 亿港元入股高鑫零售，持股 36.16%； 2018 年 2 月，54.53 亿元投资居然之家，持股 15%； 2018 年 11 月，5 亿元入股喜士多，持股 20%-24%； 2019 年 3 月，百联集团与阿里集团联合投资 10 亿元打造新零售项目； 2019 年 5 月，以 6.4 亿美元认购红星美凯龙发行的可转债。	2015 年 8 月，京东以 43 亿元入股永辉超市 10% 股份； 2016 年 6 月，京东会同沃尔玛大臣深度战略合作； 2017 年 10 月，京东联姻中石化，计划改造其旗下易捷便利店； 2017 年 12 月，林芝腾讯拟协议受让永辉超市 5% 股份； 2018 年 1 月，家乐福与腾讯、永辉达成战略合作； 2018 年 1 月，腾讯联合苏宁、京东等计划投资万达商业约 340 亿元，收购约 14% 股份； 2018 年 1 月，腾讯参与永辉超市子公司永辉云创增资并持股 15%； 2018 年 1 月，永辉先后受让红旗连锁 21% 股份； 2018 年 2 月，腾讯、京东入股步步高，分别持股 6% 和 5%； 2018 年 2 月，腾讯以 25 亿入股海澜之家，持股 5.31%； 2018 年 4 月，腾讯与华润集团签订战略合作协议，探索新零售等； 2018 年 9 月，腾讯与利群集团就零售数字化等领域达成合作； 2019 年 5 月，腾讯 20 亿元投资谊品生鲜，京东 12.7 亿元承继五星电器 46% 股权； 2019 年 9 月，苏宁收购 37 家万达百货公司，进入百货市场； 2019 年 9 月，苏宁收购家乐福中国 80% 股权，进入连锁市场，业态不断多元化。

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

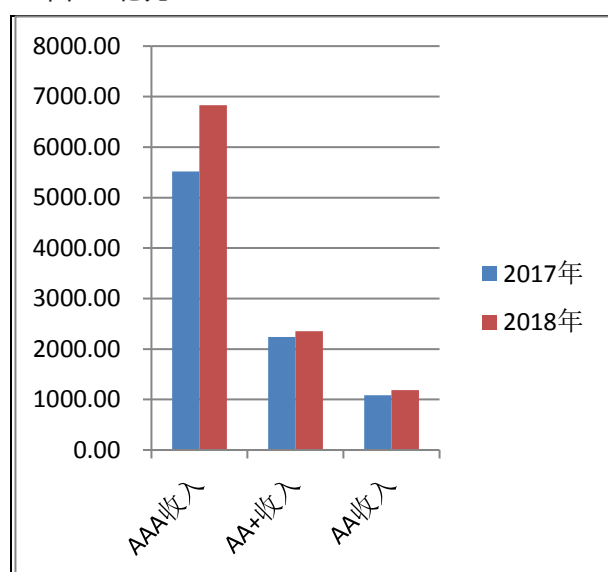
五、行业增长与盈利能力趋势分析

2018 年，样本企业收入和利润同比均有所增长，高级别样本企业收入和利润同比增幅较大，公开市场上无 AA-及以下级别企业

联合资信选取截至 2019 年 10 月底公开市场存续期债券中涉及零售行业的 27 家发行主体为样本，分级别针对行业评级模型中增长趋势指标（收入和利润）进行分析。2018 年，样本企业实现营业收入合计 10313.89 亿元，同比增长 17.44%。其中，高信用级别的样本企业营业收入贡献突出，AAA 级别样本企业营业收入占比最大，达 70.23%。同期，样本企业利润总额合计 530.01 亿元，同比增长 51.56%，其中 AAA 企业占 77.55%。

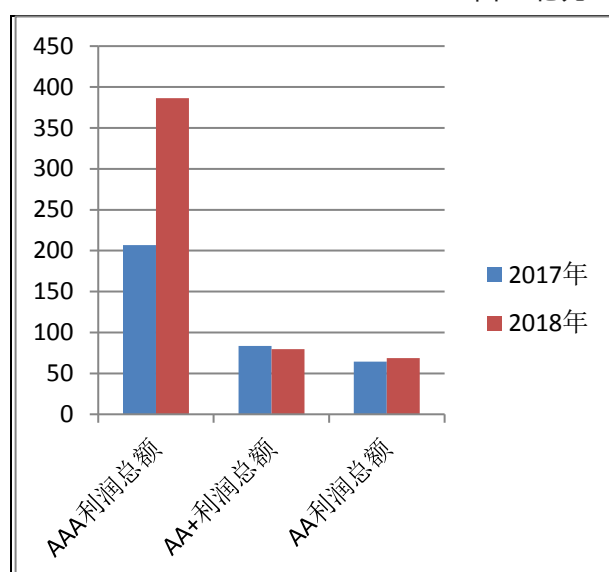
分级别看，AAA 级别样本企业营业收入和利润总额均有所增长，AA+和 AA 级别样本企业营业收入有所增长，但利润总额同比呈现小幅下降。通过分析，AA+级别样本企业利润总额大幅下降主要系国美电器有限公司受金融资产投资和长期股权投资损失所致；AA 级别企业收入和利润总额同比均呈现小幅增长，分别增长 10.13%和 7.18%，增幅低于 AAA 级别企业。

图 5 2017—2018 年样本企业营业收入变动情况
(单位: 亿元)



数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

图 6 2017—2018 年样本企业利润总额变动情况
(单位: 亿元)



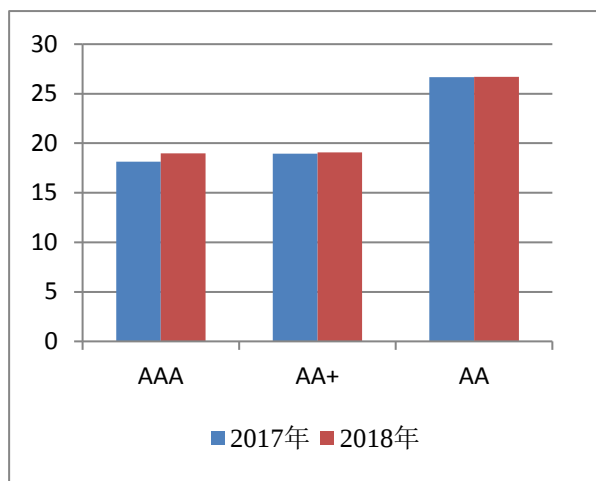
数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

2018 年，样本企业整体盈利能力保持稳定，但高级别样本企业盈利能力有所提升

2018 年，样本企业平均营业利润率和平均总资本收益率分别为 22.59%和 5.44%，分别较 2017 年上升了 0.26 个百分点和 0.21 个百分点，基本保持平稳态势。从不同级别样本企业情况看，AAA、AA+和 AA 企业的营业利润率均值分别为 14.63%、19.06%和 26.71%，样本企业的级别与营业利润率走势相反，主要系级别越高的企业其业态以百货、购物中心为主，固定资产摊销成本大，且经营模式以代理为主导导致成本偏高；AA+和 AA 级别样本企业主要零售业态为超市连锁，考虑到其轻资产和自营为主的经营模式，营业利润率相较于 AAA 企业偏高。总资本收益率方面，除 AAA 级别样本企业同比呈现增长外，AA+和 AA 样本企业均呈现小幅下滑，主要系高级别企业权益规模大，同时在国企的背景下，资金成本上可获得一定优势，低级别企业以民营为主，权益规模偏小，资金成本受经营环境影响较大。未来，随着线上零售的持续挤压，租金和人工成本的持

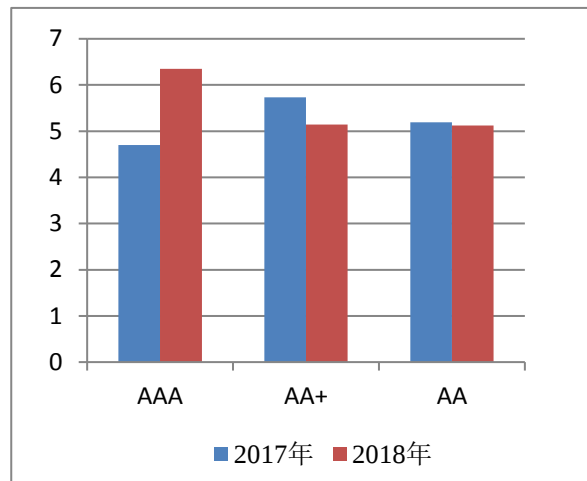
续增长，预计行业内企业整体面临维持盈利平稳的压力，对于区域经营集中度高且占有率低的企业，盈利能力将面临较大的下行压力。

图 7 样本企业营业利润率变动情况（单位：%）



数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

图 8 样本企业总资本收益率变动情况（单位：%）



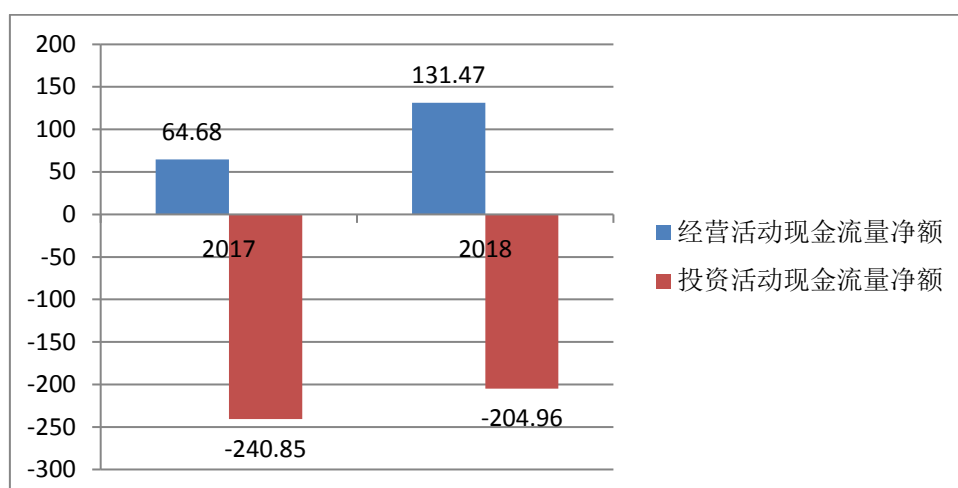
数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

六、行业杠杆与偿债能力

样本企业现金流状况良好，获现能力持续保持较高水平，投资活动现金净流出规模有所回落，但仍然较大，筹资需求持续凸显

零售企业下游直接面对消费者，在经营活动现金流方面有一定优势。2018 年，样本企业经营活动现金流入量合计和经营活动现金流量净额合计分别为 12643.81 亿元和 131.47 亿元，分别较 2017 年增长 17.38%和 103.27%。2018 年，样本企业平均现金收入比为 116.06%，收入实现质量良好。随着业态的转型升级以及门店扩张需求，零售企业整体仍表现为大额的投资活动现金净流出，2018 年为-204.96 亿元，较上年收窄，筹资需求仍较大。

图 9 样本企业经营及投资活动现金流变动情况（单位：亿元）



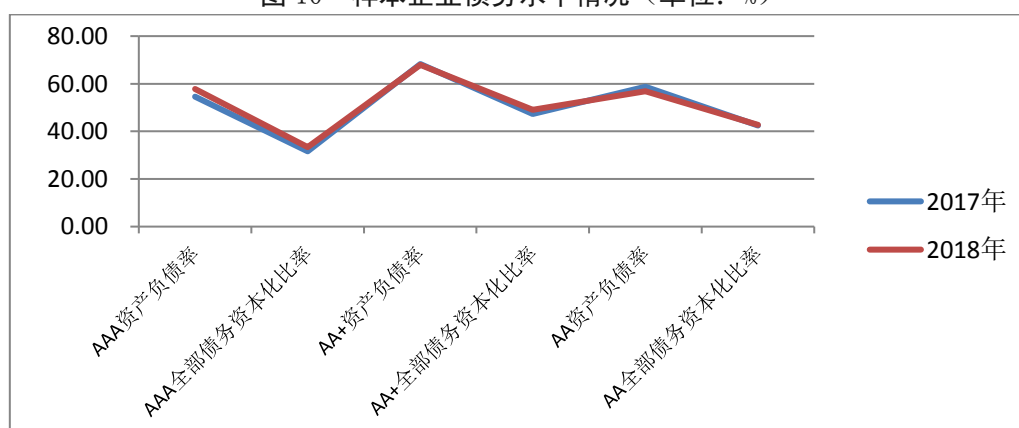
数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

样本零售企业债务水平保持平稳

截至 2018 年底，样本企业债务水平较上年底变化不大，其中资产负债率平均值为 60.02%，中位数为 62.26%，分别较上年底增加 0.06 个百分点和 2.09 个百分点；全部债务资本化比率平均值为 41.60%，中位数为 43.39%，分别较上年底增加 1.11 个百分点和 9.60 个百分点；各级别企业债务水平指标变化不大；行业内整体负债率水平适中。

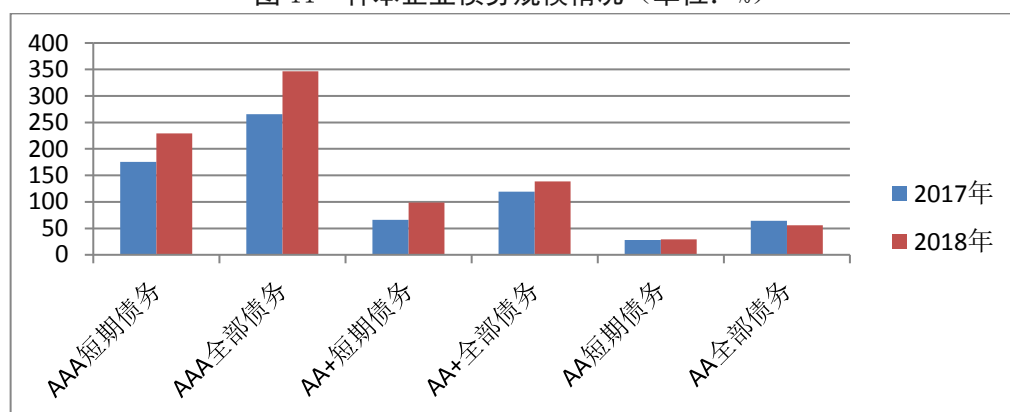
按级别区分，AA+企业资产负债率高于 AAA 和 AA 企业，主要系部分 AA+企业业务较为多元化，除传统零售业务外同时涵盖地产业务等，因此债务水平高于其他级别企业。而高级别的 AAA 企业权益规模大，自有资金可满足大部分投资支出，融资压力较轻；AA 级别企业经营区域主要为一二线或强二线城市，区域集中度高，区域外扩张需求不明显，自有资金较为充裕，融资需求较低。截至 2018 年底，AAA、AA+和 AA 企业资产负债率均值为别为 57.81%、67.92%和 56.89%；全部债务资本化比率分别为 33.38%、49.03%和 42.75%。

图 10 样本企业债务水平情况（单位：%）



数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

图 11 样本企业债务规模情况（单位：%）

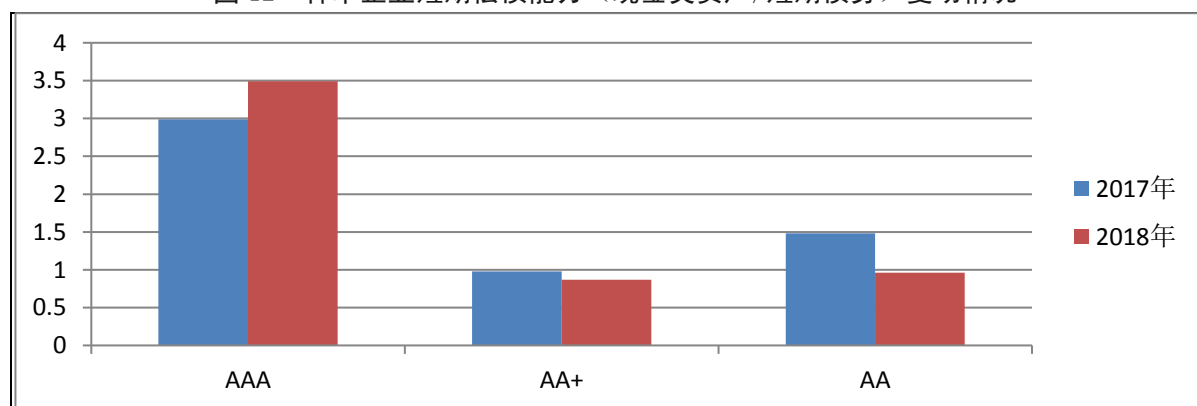


数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

零售企业债务结构以短期债务为主，AA+样本企业偿债能有所弱化

短期偿债能力方面，2018 年底，AAA 级别的样本企业短期偿债指标较上年底明显提升，主要系货币资金增速高于短期债务增速所致。同期，AA+和 AA 级别样本企业短期偿债指标有所弱化，且覆盖倍数低于 1，现金类资产不足以覆盖短期债务。其中，AA 级别样本企业短期偿债能力下降明显，主要系 AA 级别中民营类企业现金类资产下降幅度较大所致。截至 2018 年底，AAA、AA+和 AA 级别的样本企业现金类资产/短期债务倍数均值分别为 3.49 倍、0.87 倍、0.96 倍。总体看，2018 年样本企业整体短期偿债能力除 AAA 企业外，均存在短期偿债压力。

图 12 样本企业短期偿债能力（现金类资产/短期债务）变动情况



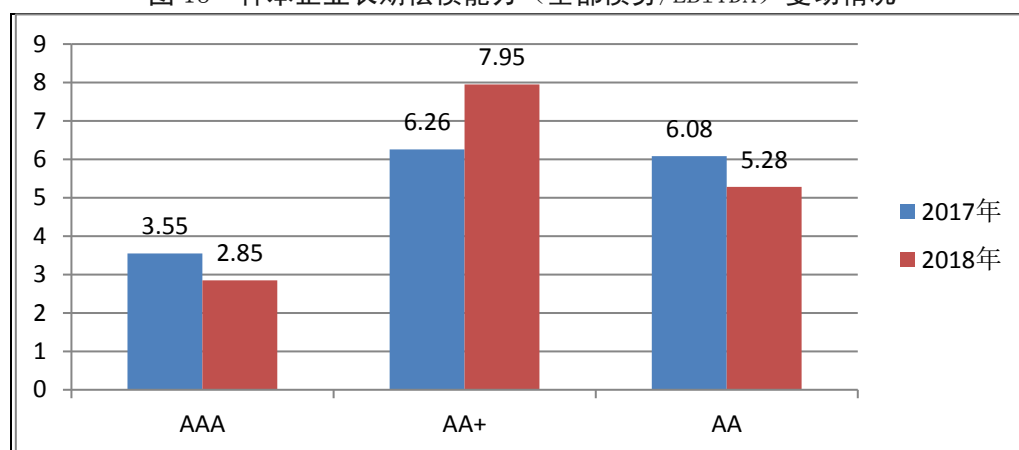
数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

长期偿债能力方面，2018 年，AAA、AA+和 AA 级别样本企业全部债务/EBITDA 均值分别为 2.85 倍、7.95 倍和 5.28 倍，其中 AAA 和 AA 级别样本企业全部债务/EBITDA 指标有所下降，长期偿债能力增强，AA+级别样本企业全部债务/EBITDA 呈现增长，长

期偿债能力呈现下滑，主要系国美电器有限公司债务规模增长明显，推动长期债务指标上升。

整体看，样本零售企业的整体偿债能力仍较好，指标结果较上年底变化不大，AAA样本企业整体偿债能力呈增强趋势，AA+样本企业在短期偿债能力和长期偿债能力方面均有所弱化，AA样本企业中民营企业偿债能力要低于国企。预计未来行业偿债能力将继续保持稳定，需重点关注AA+和AA级别中的民营企业短期偿债能力。

图 13 样本企业长期偿债能力（全部债务/EBITDA）变动情况



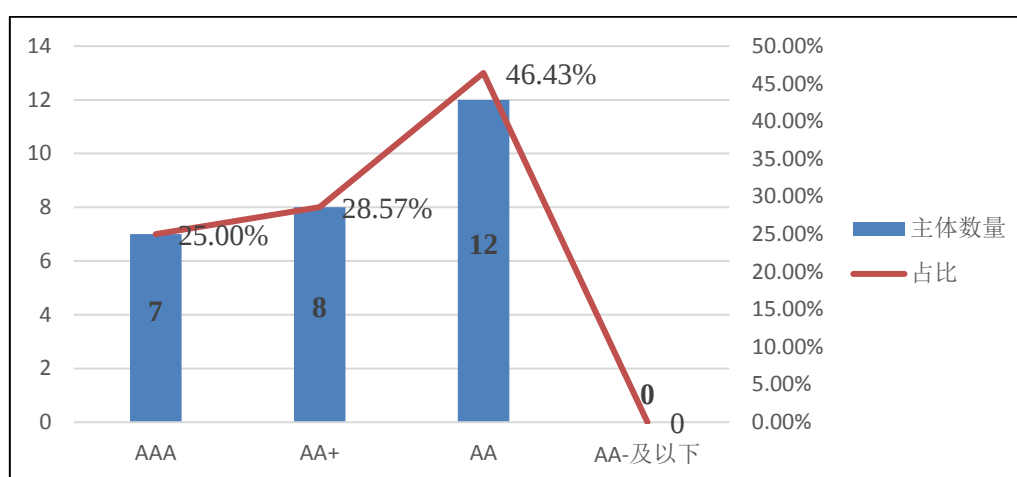
数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

七、行业内样本企业信用状况

（一）2019 年前三季度零售企业主体级别变动情况

截至 2019 年 9 月底，零售企业发债主体 27 家，级别分布在 AA 至 AAA，市场上无 AA-及以下存续主体。从级别分布情况看，AA 企业主体占比为 46.43%，AA+和 AAA 级别主体合计占比为 53.57%。

图 14 发债主体级别分布情况



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

从零售行业企业主体发债级别变动情况看，2019 年前三季度，主体级别变动的企业有两家，为广州商贸投资控股集团有限公司（原名：广州百货企业集团有限公司）和物美科技集团有限公司。联合资信认为，级别调整主要系上述两家公司通过收购行业内其他零售企业，导致市场占有率进一步提升，经营范围及规模进一步扩大，龙头地位得到巩固；同时考虑到，公司自有资金充足，持有的股权/资产可变现能力强，为公司偿债提供保障等综合原因所致。

表 5 级别和展望调整情况

	发行人	等级调整情况	调整时间
调高	广州商贸投资控股集团有限公司	主体等级由 AA 调整为 AA+，展望为稳定	2019 年 7 月
调高	物美科技集团有限公司	主体等级由 AA+调整为 AAA，展望为稳定	2019 年 6 月

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

广州商贸投资控股集团有限公司（原名：广州百货企业集团有限公司）

表 6 2018 年主要财务数据和财务指标（单位：亿元、%）

资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	经营活动现金流净额
143.63	89.23	115.38	7.99	21.59
营业利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务资本化比率	全部债务/EBITDA(倍)
12.38	6.84	37.87	23.69	2.56

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

表 7 2019 年三季度主要财务数据和财务指标（单位：亿元、%）

资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	经营活动现金流净额
148.26	74.97	112.80	9.46	21.65

营业利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务资本化比率	全部债务/EBITDA(倍)
13.02	--	49.43	31.65	--

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

物美科技集团有限公司

表 8 2018 年主要财务数据和财务指标（单位：亿元、%）

资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	经营活动现金流净额
613.86	281.69	413.19	24.49	21.18
营业利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务资本化比率	全部债务/EBITDA(倍)
23.48	7.58	54.11	31.55	3.30

资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

表 9 2019 年三季度主要财务数据和财务指标（单位：亿元、%）

资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	经营活动现金流净额
693.79	301.44	320.65	20.15	21.49
营业利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务资本化比率	全部债务/EBITDA(倍)
24.26	--	56.55	35.10	--

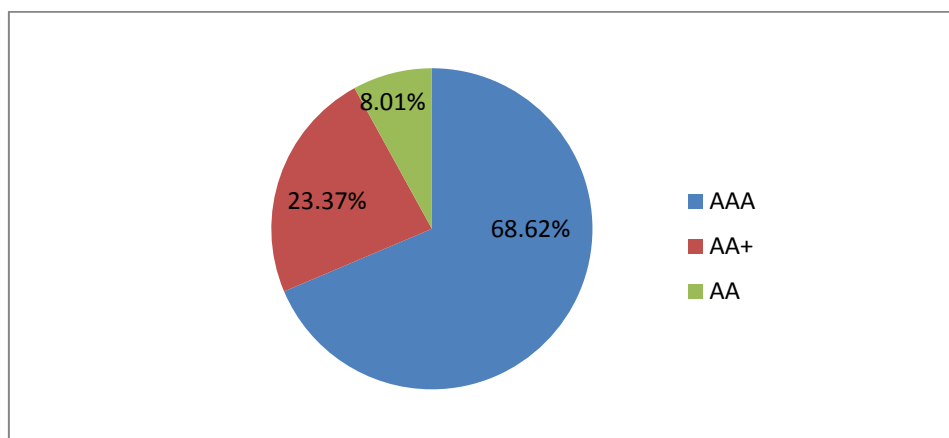
资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

（二）2019 年前三季度零售企业债券发行情况分析

2019 年前三季度，以 27 家零售发债企业为样本，零售行业发债存续企业共计发行债券 47 支，同比增加 10 支；发行规模合计 387.20 亿元，同比增长 23.90%。从企业性质来看，其中包括 1 家央企，13 家地方国有企业、8 家民营企业、5 家外资企业。

从发债主体级别来看，2019 年 1—9 月，零售行业发债主体以 AAA 和 AA+企业为主，发行债券金额分别为 265.70 亿元和 90.50 亿元，分别占当期总发行金额的 68.62%和 23.37%；发行数量分别为 22 支和 17 支，分别占总发行数量的 46.81%和 36.17%，其中发行规模较大的企业有苏宁电器集团有限公司、山东省商业集团有限公司和物美科技集团有限公司，上述三家企业合计发行规模 185 亿元，占当期发行总额的 47.78%；AA 企业发行规模相对较少，共计 4 家发债企业，其中仅 1 家为国有企业，当期发行规模 31 亿元，占当期发行总额的 8.01%，发行数量 8 支，占当期发行总数的 17.02%。

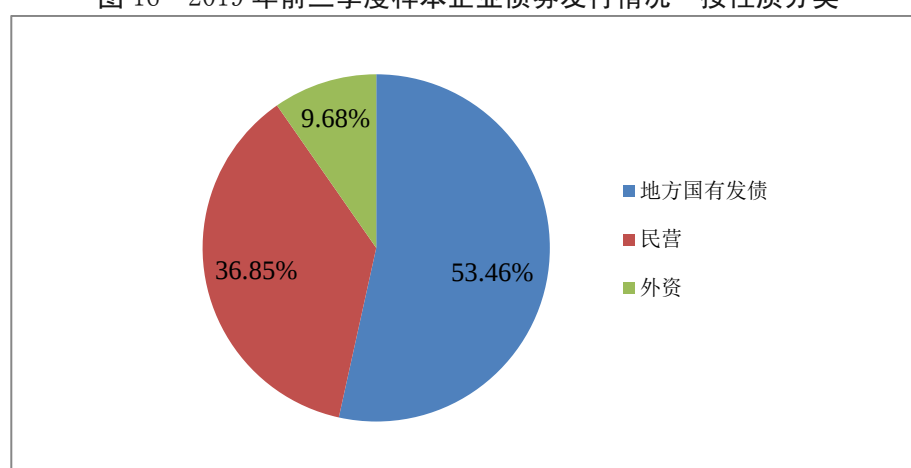
图 15 2019 年前三季度样本企业债券发行情况—按级别分类



数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

从发债主体企业性质来看，2019 年 1—9 月，零售发债主体中，地方国有企业发行债券数量 24 只，发行规模 207 亿元，占当期零售行业发行债券总规模的 53.46%；民营企业发行债券数量 16 只，发行规模 142.70 亿元，占当期零售行业发行债券总规模的 36.85%；外资企业发行债券数量 7 只，发行规模 37.50 亿元，占当期零售行业发行债券总规模的 9.68%。

图 16 2019 年前三季度样本企业债券发行情况—按性质分类

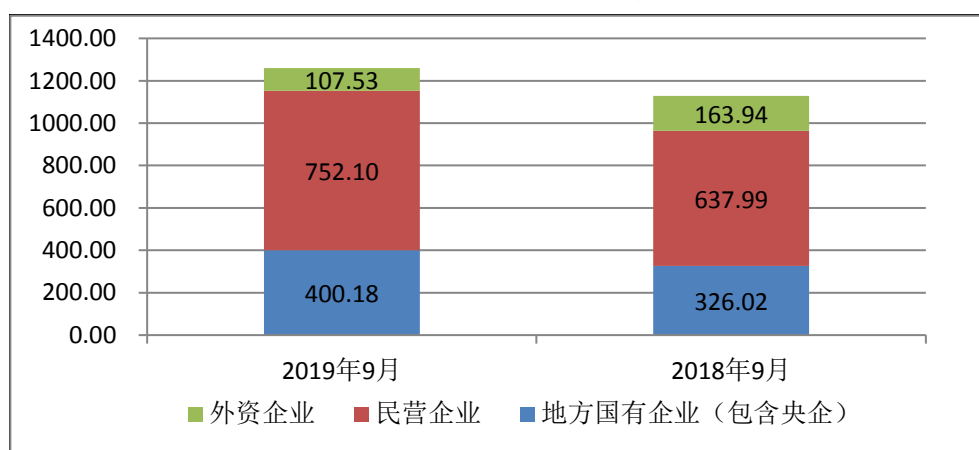


数据来源：联合资信根据市场公开资料整理

从存续债券规模来看，截至 2019 年 9 月底，样本企业存续债券余额合计 1259.81

亿元，较 2018 年 9 月底（1127.94 亿元）增长 11.69%。从企业性质来看，存量债券中民营企业存量债券规模大，占比较高；国有企业（含央企）和民营企业债券余额同比均实现增长，而外资企业债券余额小幅收缩。国有企业经营时间长，具有核心商圈地理优势，物业以自有物业为主，区域内知名度和占有率高，经营理念相对传统，因此在当前增速下行的经济环境中和不断加大的竞争压力下，存量资金相对充裕，对外部资金的需求相对较低；民营企业进入行业相对较晚，因此门店投资支出成本较高，近年来租赁物业致使费用不断高企，同时考虑到民营企业经营策略相对激进，投资较为自由，叠加经济增速放缓综合导致民营企业对资金的需求较高。截至 2019 年 9 月底，零售企业存续债券以 AAA 级别企业为主，占总余额比重为 68.21%。

图 17 零售企业 2019 年 9 月底债券余额及同比变化情况



资料来源：联合资信根据市场公开资料整理

整体看，截至 2019 年 9 月底，国有企业（含央企）和民营企业债券余额同比实现增长，市场存量债券主要集中在民营企业，零售行业发债主体的信用等级集中在 AA+

及 AAA 级别。2019 年 1—9 月，高级别零售企业发债规模较大，发债规模占比明显高于低级别企业；国有企业（含央企）发行规模显著高于民营企业 and 外资企业。未来，在融资环境趋紧以及投资风险偏好下降等因素影响下，预计国有企业（含央企）发债规模将进一步扩大。

八、行业展望

零售行业受宏观经济增速下行、限制过度消费以及海外购物消费分流等因素影响，自 2004 年以来增速持续下滑，在此背景下，国家在政策方面主要以维持稳定为主，着重引领消费升级，细化经营业态，完善现有零售政策。目前，中国零售百货行业的集中度仍然较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中，2018 年以来，无论是实体零售还是线上与线下零售的融合都意味着零售企业将全面步入整合阶段，强者越强和强者恒强效应将逐步凸显。2019 年以来，货币政策的收紧以及市场投资者的偏好，国有企业发债金额明显高于民营企业，但零售市场整体存量依然以民营企业债券为主，发债零售企业盈利能力呈现稳定正向的发展趋势。展望未来，短期看，受消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等因素综合影响，传统零售实体盈利能力有所弱化，整体消费市场承压较大，消费增速仍有可能进一步放缓。从长期来看，由于现阶段中国经济发展的不均衡，乡村地区的消费增长将成为零售企业新的增长点，同时随着线上和线下零售逐步优化升级成为全渠道零售，以及未来国民经济的持续发展和国际化经济的不断融合，零售业整体将会呈现稳定增长的发展态势。综合评估，联合资信认为零售行业信用展望为稳定。