

版本号：V4.1.202606

零售企业信用评级方法与模型



零售企业信用评级方法与模型

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（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与模型（版本号：V4.1.202606）》（以下简称“本方法”）是以2022年8月《零售企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》《零售企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》为基础进行的修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，自发布之日起实施。

本次修订主要涉及以下内容：一是将《零售企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》《零售企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》合并为一个文件，对相关评级要素进行整合；二是对定量因素的阈值进行适当调整；三是对“经营风险-财务风险评级映射关系矩阵”进行了适当调整，提高了分布的合理性；四是对外部支持主要因素进行了规范性调整、补充和完善。联合资信关于零售企业的整体评级逻辑与此前评级方法与模型基本保持一致，因整体评级逻辑和主要评级要素保持不变，本次修订不会对联合资信现有零售企业评级结果产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

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偿债意愿的综合评估，并用简单明了的符号表示。

本方法与模型适用于中国零售企业的主体信用评级。相关债项评级方法详见联合资信最新披露的《债项评级基本方法》。

三、行业定义

根据国家统计局公布的国民经济行业分类（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，还包括同一地点后端加工生产、前端销售的店铺，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。联合资信零售企业信用评级方法适用于以综合零售为主营业务的企业。

此外，本方法还适用于经联合资信信用评级委员会认定的、适用于此评级方法的企业。

四、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，财务风险的高低可以度量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。

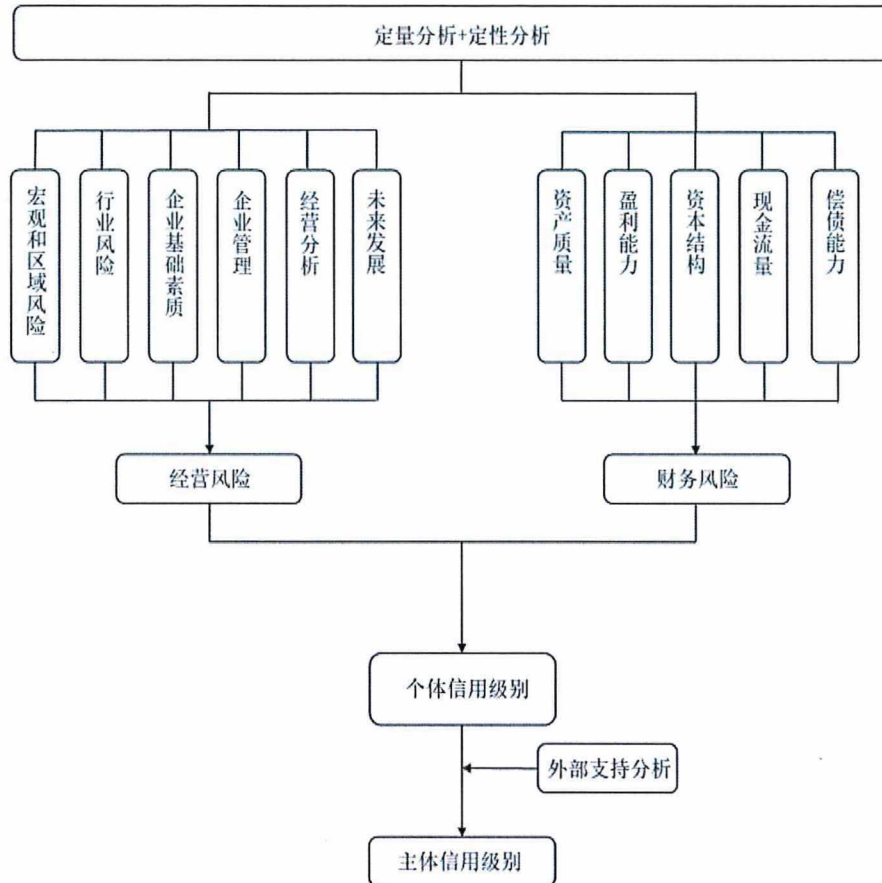
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

经营风险方面，企业面临的宏观风险、区域风险、行业风险，企业基础素质、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，面临的宏观风险、区域风险、行业风险越低，基础素质越好、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。

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，将在一定程度上提高企业的抗风险能力。

图 1 零售企业主体评级框架



五、零售企业信用评级要素

（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。

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，主要经营所在地的人均可支配收入越高，零售企业的市场空间越大。

（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政策、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

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，网络购物市场的发展也对传统零售企业产生了影响，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。

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，可通过计算各行业在经济周期下行阶段营业总收入与营业利润率的平均降幅来确定。零售行业属于弱周期行业，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）营业总收入增长率、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，居民收入与经济的增长可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、交易和销售等基础环节，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。

零售行业为劳动密集型行业，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。零售行业内企业现金流状况良好，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 和 EBITDA 利息倍数等。

（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、环境责任、社会责任、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，识别主要股东及其持股比例，确定企业性质、控股股东和实际控制人，分析控股股东的控制权、影响力以及主要股东之间的关系；分析注册资本金结构（货币、股权、财产等）以及资本金实缴情况。另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之间的法律关系。

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，需关注企业在区域内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；存货周转次数等指标可以反映运营效率。

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

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。

5. 环境责任和社会责任

环境责任主要是考察企业活动中对气候的影响、对自然资源的保护、能源的利用效率以及对废物的处理方式等相关内容。

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。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和管理水平。

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。

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。

2. 管理水平分析

完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业运营及发展。联合资信对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，并从管理架构、财务和资金管理、投融资管理、对子公司的管理、关联交易管理等方面展开分析。

（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分析。

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，门店数量变化情况等。

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。

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) 业务模式

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。

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。

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。

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。

(2) 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。

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、提高存货周转效率提供支持，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、配送频率及物流速度、仓储物流管理系统信息技术水平等。

(3) 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、上游供货商管理、物流配送能力、企业经营场所物业权属等。

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，但通过自有物业作为价值资产可增强企业再融资能力，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风险要素时主要关注：企业存货周转效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

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；另一方面需关注企业

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，进入细分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、项目未来现金流与债务偿还分布是否匹配等，以及企业未来发展战略实施及重大经营变化带来的对企业发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响，包括大规模的权益增减、业务板块重大调整、重大项目投产或技术更新、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。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与合理性。联合资信认为，明确的发展战略和目标，以及实现既定目标途径的可行性与合理性将成为影响零售企业可持续发展能力的关键因素。零售企业未来可持续发展能力更强，则抵御风险的能力也更强。

（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。考虑到竞争激烈、同质化严重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、在建项目的消化前景，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

需重点关注企业大规模的权益增减、业务板块重大调整、重要技术更新、企业改制、上市、重组、关键的收购兼并以及重大合同承揽执行情况。此外，还需要注意的是企业未来发展战略实施以及重大经营变化对其发展韧性、财务弹性等可持续发展能力的影响。

（七）财务分析

1. 财务信息质量、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、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况，这是研究分析企业财务状况的先决条件。

（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在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**规模变动和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，反映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值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物业，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。

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盈利性、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体的信用水平造成的影响。

指标方面，联合资信主要关注全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债比率等指标。

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

盈利能力的考察包括盈利状况（营业总收入、利润的变化），盈利质量（利润的来源和构成），以及盈利能力（和同行业对比），并对影响其未来营业总收入、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。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，一定程度上可反映出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）盈利质量

零售企业盈利质量主要通过分析近三年企业的利润来源和构成情况，主业利润和非经常性损益对利润总额的贡献程度，以及利润实现的稳定性和持续性情况。

（3）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，包括营业总收入和利润规模、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。

（4）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。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总收入，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和标准。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短期债务比、流动比率、速动比率、经营现金流动负债比。

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。

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) 或有负债与其他风险

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债务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。此外，还应考虑债务逾期以及其他失信记录等不良记录对公司信用状况的影响。

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母公司自身实力往往对债务的偿还产生较大影响。联合资信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。同时应对母公司自身信用水平加以评估，重点分析母公司的业务经营情况、盈利能力、资产规模及构成、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。若母公司自身权益规模偏小，盈利能力偏弱，债务负担较重，偿债能力较差，同时对合并范围子公司资金、业务等管控能力差，则企业整体信用水平将受到负面影响。

（八）外部支持

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，将有助于企业抵御风险。

政府对受评企业的支持主要考量政府的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获政府支持程度。政府支持能力可以从地区经济、政府财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持可能性可以从政府对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对政府的重要性、违约对政府声誉及区域融资环境的影响、支持成本与收益的经济

权衡、过往支持历史五个方面来考察。值得指出的是，政府支持不受企业性质的限制，非国有控股企业也可通过上述因素的评估，判断其获得政府支持的可能性。

股东对受评企业的支持主要考量股东的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获股东支持程度。股东支持能力主要考量股东的企业性质、行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。股东支持可能性可以从股东对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对股东的重要性、违约对股东的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。

六、零售企业信用评级模型

（一）评级模型基本框架

联合资信通过评级模型的形式对零售企业进行主体信用评级。评级模型主要由多个评级要素及相应细化的多个定性和定量因素所组成，包括对企业经营风险评估和财务风险评估。其中，经营风险评估包括“经营环境”和“自身竞争力”两部分，财务风险评估包括“现金流”“资本结构”和“偿债能力”三部分。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环境”细分为“宏观经济”和“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“基础素质”“经营分析”“企业管理”三部分，“现金流”细分为“盈利能力”“现金流量”和“资产质量”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定零售企业二级因素的主要因子（即三级因素）及对应权重。

具体打分思路如下：

首先，联合资信对三级因素进行定量因素分析、定性因素分析并打分（其中，经营风险三级因素由低到高分别评为 1~6 分，财务风险三级因素由低到高分别评为 1~7 分），根据对各三级因素设定的权重进行加权后，得到各二级因素的得分。进一步，根据对各二级因素设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的各综合要素分数：经营风险方面包括“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，其中“经营环境”因素是“宏观经济”要素和“行业风险”要素加权后的综合得分，“自身竞争力”因素得分是“经营

分析”要素、“基础素质”要素和“企业管理”要素加权后的综合得分；财务风险方面包括“偿债能力”因素得分、“资本结构”因素得分以及“现金流”因素得分，其中“现金流”因素得分是“盈利能力”要素得分、“资产质量”要素得分以及“现金流量”要素得分加权后的综合得分。

其次，根据各要素得分通过档次映射表（见表1、表2）得到上述因素相应的档次，并结合各要素得到最终的档次：根据“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，以及“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分以及“现金流”因素得分，通过映射表得到上述因素相应的档次，并结合各评级要素风险要素调整后的评价结果，得到各评级要素的档次。如果评价结果处于临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决定。

再次，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表3至表5）得到受评企业的经营风险档次和财务风险档次。获得经营风险评价结果和财务风险评价结果后，通过评级矩阵（见表6）得到对应的指示评级。值得注意的是，若矩阵模型所得结果为“ccc及以下”级别，则由信评委最终决定受评企业级别。

从次，在获得指示评级后，根据个体调整因素（见表7）评价标准，对企业指示评级进行调整，得到企业个体信用级别。

最后，在企业个体信用级别基础上，结合外部支持评价标准¹，得出企业模型级别。

在参考模型级别的基础上，联合资信将依据公司信用评级委员会投票结果最终确定受评对象的信用等级。

¹ 详见联合资信对外发布的《外部支持评估方法》。

图2 零售企业主体信用评级模型架构图

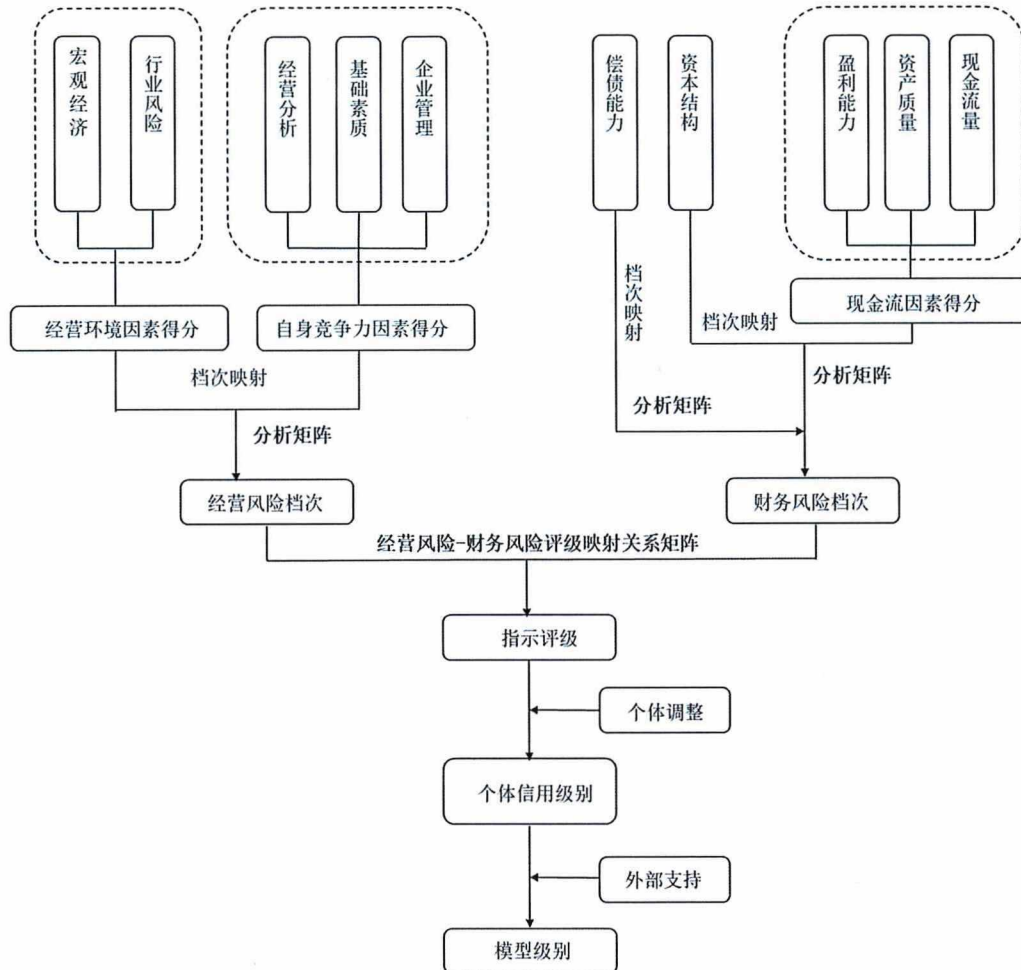


表1 零售企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

档次	经营环境因素得分	自身竞争力因素得分
1 (非常好)	[5.5,6]	[5.5,6]
2 (很好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
3 (较好)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
4 (一般)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
5 (较弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
6 (非常弱)	[1,1.5)	[1,1.5)

表2 零售企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	偿债能力得分	资本结构得分	现金流因素得分
1 (非常好)	[6.5,7]	[6.5,7]	[6.5,7]

2 (很好)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)
3 (较好)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
4 (一般)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
5 (较弱)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
6 (非常弱)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
7 (极弱)	[1,1.5)	[1,1.5)	[1,1.5)

表3 零售企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素 (档次)	经营环境因素 (档次)					
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)
1 (非常好)	A	A	A	B	C	E
2 (很好)	A	B	B	C	D	E
3 (较好)	B	C	C	C	D	F
4 (一般)	C	D	D	D	E	F
5 (较弱)	D	E	E	E	E	F
6 (非常弱)	E	F	F	F	F	F

表4 零售企业主体评级——现金流因素与资本结构分析矩阵

现金流因素 (档次)	资本结构 (档次)						
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)	7 (极弱)
1 (非常好)	1	1	1	2	3	5	6
2 (很好)	1	2	2	3	4	5	6
3 (较好)	2	3	3	3	4	6	7
4 (一般)	3	4	4	4	5	6	7
5 (较弱)	4	5	5	5	5	6	7
6 (非常弱)	5	6	6	6	6	6	7
7 (极弱)	6	7	7	7	7	7	7

表5 零售企业主体评级——财务风险分析矩阵

偿债能力因素 (档次)	现金流因素与资本结构评价因素的结果						
	1 (非常好)	2 (很好)	3 (较好)	4 (一般)	5 (较弱)	6 (非常弱)	7 (极弱)
1 (非常好)	F1	F1	F1	F2	F3	F5	F6
2 (很好)	F1	F2	F2	F3	F4	F5	F6
3 (较好)	F2	F3	F3	F3	F4	F6	F7
4 (一般)	F3	F4	F4	F4	F5	F6	F7
5 (较弱)	F4	F5	F5	F5	F5	F6	F7
6 (非常弱)	F5	F6	F6	F6	F6	F6	F7

7 (极弱)	F6	F7	F7	F7	F7	F7	F7
--------	----	----	----	----	----	----	----

表 6 零售企业主体评级——经营风险-财务风险评级映射关系矩阵

经营风险	财务风险						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
A	aaa	aaa/aa+	aa/aa-	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bb+
B	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb
C	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-
D	a+/a	a/a-	bbb/bbb-	bbb/bb+	bb	b+	b
E	bbb/bbb-	bbb/bb+	bb/bb-	bb-	b+/b	b/b-	b-
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表 7 零售企业主体评级——个体调整主要因素

个体调整主要因素	
一级因子	二级因子
未来发展	项目投产
	收购兼并
	发展韧性
	压力测试与预测
ESG 相关	ESG 相关
表外重要风险	诉讼风险
	担保风险
不良记录	债务逾期
	其他失信记录
其他因素	有利因素
	不利因素

评级模型一般以发行主体合并报表数据为主（对于集团企业，可辅助公司本部报表）进行分析，且所用的数据均为近 3 年的加权平均值，各期数据由远及近权重分别为 20%、30%和 50%，以反映一段时间内企业的经营状况或降低异常值的影响。若企业仅存在近 2 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为近 2 年的加权平均值，各期数据由远及近权重分别为 30%和 70%。若企业仅存在 1 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为该年合并报表及公司本部报表数据。

评级模型中评级要素的选择、赋值、权重设置原则：（1）评级要素选择：根据联合资信工商企业信用评级方法总论、零售企业信用评级方法，结合行业特

点，根据重要性、可操作性等原则，经专家经验论证后筛选所得。（2）评级要素赋值：根据零售企业行业特点、行业政策、行业内企业表现等因素，考虑数据历史表现、理论值、行业均值等，经过专家经验论证调整后确定各指标赋值。

（3）权重设置：根据零售企业信用评级方法，结合行业特征及重要性设置。

（二）零售企业信用评级模型指标清单

零售企业指示评级从经营风险和财务风险两个方面进行评价。

表 8 零售企业指示评级模型-经营风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
经营风险	经营环境	宏观经济	50%	宏观经济	100%
		行业风险	50%	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	45%	经营区域	60%
				地理位置	40%
		经营分析	40%	经营规模（亿元）	30%
				门店数量	20%
				零售业态	30%
				经营效率	20%
		企业管理	15%	法人治理结构	50%
				管理水平	50%

表 9 零售企业指示评级模型-财务风险评价

一级因子	二级因子		二级权重	三级因子	三级权重
财务风险	现金流	盈利能力	50%	利润总额（亿元）	45%
				营业利润率(%)	30%
				净资产收益率(%)	25%
		现金流量	20%	经营活动现金流量净额（亿元）	50%
				现金收入比(%)	50%
				资产质量	30%
	流动资产占比(%)	20%			
	总资产周转次数（次）	20%			
	资本结构	--	所有者权益（亿元）	45%	
			全部债务资本化比率（%）	30%	
			资产负债率（%）	25%	
	偿债能力	--	现金短期债务比（倍）	12.5%	
			经营现金流动负债比(%)	12.5%	
速动比率(%)			25%		
EBITDA 利息倍数（倍）			25%		
全部债务/ EBITDA（倍）			20%		

			全部债务/经营活动现金流量净额 (倍)	5%
--	--	--	------------------------	----

(三) 经营风险

零售企业经营风险主要从经营环境和自身竞争力两方面评价。

1. 经营环境

经营环境主要从宏观经济和行业风险方面评价。

(1) 宏观经济

宏观经济主要评价宏观经济运行情况对零售企业的影响，可从经济发展状况、固定资产投资、居民人均可支配收入、行业政策等方面评价。

(2) 行业风险

行业风险主要从行业外部环境、行业结构特征、行业风险状况、行业财务状况等方面来评价。

2. 自身竞争力

自身竞争力主要从基础素质、经营分析和企业管理方面评价。

(1) 基础素质

零售企业基础素质主要通过经营区域和地理位置来衡量。

◇ 经营区域

全国性以及跨多省经营的零售企业在市场地位、区域拓展能力和客户认可度上有突出优势，多区域布局也可有效抵御单一区域经济波动带来的不利影响，同时经营区域集中在一、二线城市或省会等经济发达地区的门店在客流量、外部经济环境等方面具备先天优势。

◇ 地理位置

门店客流量是影响零售企业营收的重要因素之一，此外还需关注门店地理位置处于城市核心商圈、次级商圈还是边缘商圈，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；同时，影响门店客流量变化的因素还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。

(2) 经营分析

主要通过经营规模、门店数量、零售业态和经营效率等方面综合考量。

◇ 经营规模

经营规模是衡量企业整体竞争实力和行业地位的重要指标之一，企业规模越

大，其在议价能力、品牌影响力、行业知名度等方面越强，一定程度上可缓解成本压力和竞争激烈导致的毛利率下滑压力，经营规模可通过营业总收入反映。

◇ 门店数量

门店数量也是衡量经营规模的指标之一，规模大的零售企业相比之下拥有较大数量的实体门店，区域内门店数量的多少也直接反映其在区域内市场占有率和知名度。同时，联合资信关注零售企业自持物业规模和质量情况，自持物业较多的企业可有效降低租金攀升带来的成本压力；持有集中于一二线或经济发达城市的自有物业价值越高，其抵御风险的能力也越强。

◇ 业态多元化

经营分析中还考虑经营业态的多元化，业态多元化可有效降低单一业态的经营风险，吸引不同客户群体，提升企业整体抗风险实力。

◇ 经营效率

存货周转次数是衡量零售企业经营效率的重要指标，可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。

表 10 经营分析评价参考

三级因子	6	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
经营规模（亿元）	[350, +∞)	[200,350)	[100,200)	[20,100)	[5,20)	[2,5)	[0,2)
经营效率（次数）	[10, +∞)	[8,10)	[4,8)	[1,4)	[0.5,1)	[0.01,0.5)	[0,0.01)

（3）企业管理

企业管理主要从法人治理结构和管理水平两方面评价。

◇ 法人治理结构

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。通常，公司治理结构完善，运作顺畅、规范，股东的权利得到有效保障的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

◇ 管理水平

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善和执行情况，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管理及营运。通常，企业组织架构搭建完整、权责明确、管理层级清晰、管理制度可操作性强

且执行情况良好的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

（四）财务风险

财务风险主要考量现金流、资本结构和偿债能力三个方面。

1. 现金流

现金流因素主要从盈利能力、现金流量和资产质量三个方面考量。

（1）盈利能力

主要通过利润总额、营业利润率和净资产收益率指标衡量。

- ◇ 利润总额是企业一定时期内通过生产经营活动所实现的最终财务成果，是衡量企业经营业绩的一项十分重要的经济指标。利润总额越大，企业的经营业绩越好。
- ◇ 营业利润率（ $\text{营业利润率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$ ）是衡量企业盈利能力和营业效率的指标。营业利润率越高，企业的盈利能力越强，营业效率越高。
- ◇ 净资产收益率（ $\text{净资产收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$ ）是衡量企业股东权益收益水平和企业运用自有资本效率的指标。净资产收益率越高，股东投资带来的收益越高，企业盈利能力越强。

表 11 盈利能力评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
利润总额（亿元）	[15, +∞)	[10,15)	[5,10)	[2,5)	[0,2)	[-2,0)	[-5,-2)	(-∞, -5)
营业利润率(%)	[22, +∞)	[17,22)	[15,17)	[10,15)	[8,10)	[3,8)	[0,3)	(-∞, 0)
净资产收益率(%)	[7, +∞)	[4.5,7)	[3,4.5)	[1.5,3)	[0.5,1.5)	[0.3,0.5)	[0,0.3)	(-∞, 0)

（2）现金流量

现金流量主要用经营活动现金流量净额、现金收入比指标衡量。

- ◇ 经营活动现金流量净额越大，则企业的经营获现能力越强。
- ◇ 现金收入比（ $\text{现金收入比} = \text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ ）是从现金流入的角度反映销售收入实际情况的指标，现金收入比越高，说明企业经营活动资金回笼越好，盈利质量越好。

表 12 现金流量评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
经营活动现金流量净额（亿元）	[20, +∞)	[10,20)	[5,10)	[-5,5)	[-15,-5)	[-25,-15)	[-40,-25)	(-∞,-40)

现金收入比(%)	[120, +∞)	[110,120)	[90,110)	[70,90)	[50,70)	[30,50)	[10,30)	[0,10)
----------	-----------	-----------	----------	---------	---------	---------	---------	--------

(3) 资产质量

- 企业资产总额越大，则规模效应越强，抗风险能力越强。
- 流动资产占比（流动资产占比=流动资产/资产总额×100%）是衡量企业资产流动性水平的指标，流动资产占比越高，企业的资产流动性越好。
- 总资产周转次数（总资产周转次数=营业收入/平均资产总额）主要衡量企业资产的管理质量和利用效率。总资产周转次数越高，企业资产管理水平和运营效率越高。

表 13 资产质量评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
资产总额（亿元）	[400, +∞)	[200,400)	[80,200)	[50,80)	[35,50)	[20,35)	[5,20)	[0,5)
流动资产占比(%)	[65,100]	[50,65)	[40,50)	[25,40)	[10,25)	[5,10)	[2,5)	[0,2)
总资产周转次数（次）	[2.5, +∞)	[1.5,2.5)	[1,1.5)	[0.5,1)	[0.3,0.5)	[0.1,0.3)	[0.01,0.1)	[0,0.01)

2. 资本结构

资本结构主要用所有者权益、资产负债率、全部债务资本化比率三个指标衡量。

- 所有者权益是反映所有者投入资本的保值增值情况，是企业债务的重要保障基础，所有者权益越高，对债务的保障程度越高。
- 资产负债率（资产负债率=负债总额/资产总额×100%）衡量企业利用债权人提供资金进行经营活动的能力，并反映企业财务杠杆水平，在一定范围内，资产负债率越高，企业的债务负担越重。
- 全部债务资本化比率（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%）是衡量企业刚性债务水平的指标，在一定范围内，全部债务资本化比率越高，企业的有息债务负担越重。

表 14 资本结构评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
所有者权益（亿元）	[200, +∞)	[100,200)	[60,100)	[30,60)	[20,30)	[10,20)	[0,10)	(-∞,0)
全部债务资本化比率(%)	[0,35]	(35,50]	(50,65]	(65,75]	(75,80]	(80,90]	(90,95]	(95,+∞)或(-∞,0)
资产负债率(%)	[0,50]	(50,65]	(65,75]	(75,80]	(80,85]	(85,90]	(90,95]	(95, +∞)

3. 偿债能力

偿债能力主要用现金类资产/短期债务、速动比率、经营现金流流动负债比、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、全部债务/经营活动现金流量净额指标衡量。其中，现金类资产/短期债务、速动比率、经营现金流流动负债比主要用来衡量企业短期偿债能力水平，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，会影响债权人本息的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、全部债务/经营活动现金流量净额主要用来衡量企业长期偿债能力。

- ◇ 现金类资产/短期债务主要衡量企业现金类资产对短期债务的保障程度。现金类资产/短期债务比值越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ 速动比率（速动比率=（流动资产总额-存货）/流动负债总额×100%）衡量企业剔除存货后，流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。速动比率越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ 经营现金流流动负债比（经营现金流流动负债比=经营活动现金流量净额/流动负债总额×100%）是从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。经营现金流流动负债比越高，企业的短期偿债能力越强。
- ◇ EBITDA 利息倍数（EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出）反映企业以税息、折旧及摊销前利润对利息的保障程度。EBITDA 利息倍数越高，企业的长期偿债能力越强。
- ◇ 全部债务/EBITDA 反映企业以税息、折旧及摊销前利润对有息债务的偿还能力。全部债务/EBITDA 越低，企业长期偿债能力越强。
- ◇ 全部债务/经营活动现金流量净额是从企业产生现金流角度衡量企业偿债能力的指标。全部债务/经营活动现金流量净额比值越低，企业长期偿债能力越强。

表 15 偿债能力评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
现金类资产/短期债务（倍）	[1.5, +∞)	[0.8,1.5)	[0.6,0.8)	[0.4,0.6)	[0.2,0.4)	[0.1,0.2)	[0.03,0.1)	[0,0.03)
经营现金流流动负债比(%)	[10, +∞)	[5,10)	[-0.5,5)	[-2,-0.5)	[-5,-2)	[-10,-5)	[-20,-10)	(-∞,-20)
速动比率(%)	[120, +∞)	[70,120)	[50,70)	[30,50)	[20,30)	[10,20)	[3,10)	[0,3)
EBITDA 利息倍数（倍）	[8, +∞)	[3, 8)	[1,3)	[0.75,1)	[0.5,0.75)	[0.25,0.5)	[0,0.25)	(-∞,0)
全部债务/EBITDA（倍）	[0,3]	(3,6]	(6,12]	(12,15]	(15,20]	(20,30]	(30,45]	(45,+∞)或(-∞,0)
全部债务/经营活动现金流量净额（倍）	[0,5]	(5,10]	(10,30]	(30,50]	(50,60]	(60,70]	(70,85]	(85,+∞)或(-∞,0)

七、评级方法和模型局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以前历史经营状况、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，因此评级模型中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。

为了避免评级模型过于复杂，评级方法中的评级模型所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有考虑因素。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。

评级模型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，评级模型无法预测受评主体在未来某段时间的违约概率，在受评主体违约时，评级模型并未考虑可能损失的程序。

评级模型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评级模型结果。

评级模型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评级模型建议的权重显著不同的情况，存在评级模型未列示因子被赋权的情况。例如，评级模型中包含定性因素，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评级模型建议的权重显著不同的情况。评级模型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评级模型中所列示的权重存在显著差异。联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型结果确定受评对象的信用等级。

本方法会随着相关法律、法规或其他规范性文件的不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。

附件 1

主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出