

零售行业企业信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

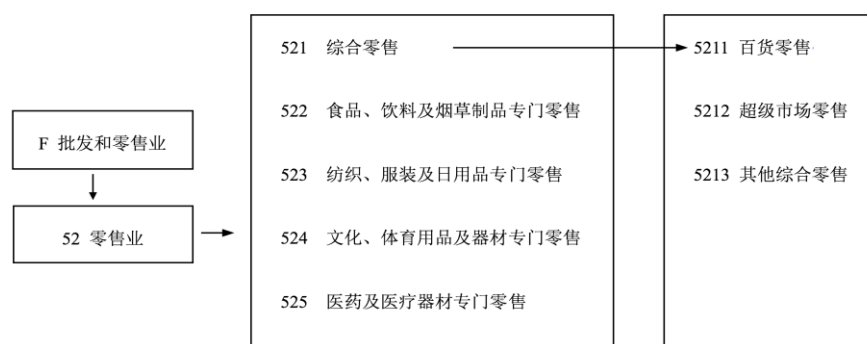
零售行业企业信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断零售企业主体信用风险的主要评级要素，是评定零售企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖零售企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。零售行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、关键假设等。

一、适用范围

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/T4754-2011），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。

图 1 《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011）——零售行业分类

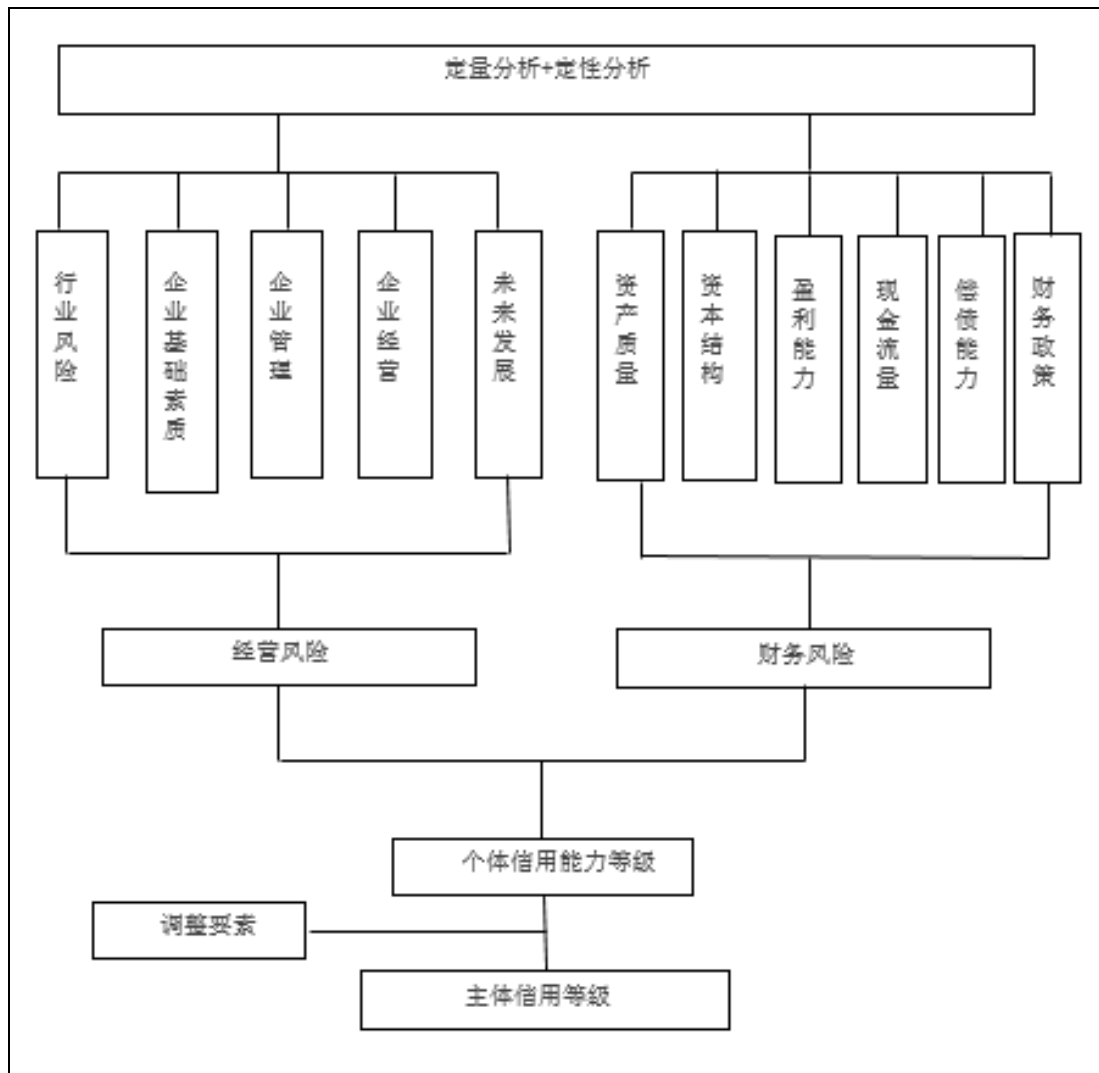


二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价。信用评级是对相对信用质量的评估，即信用评级不是对评级对象具体违约概率的预测，而是对评级对象违约可能性的一个排序。受评主体的信用风险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。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，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，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对零售企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业分析

行业运行

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，但同时对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。

联合资信在考察宏观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。

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。

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。

2、企业基础素质

区域环境

分析企业主要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。

企业规模及地位

多元化、跨地区的业务规模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，关注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。

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。

联合资信在考察企业基本素质这一风险要素时，主要关注：战略定位、销售额、行业排名、营业面积、门店覆盖区域、主要零售店面所在地区的消费水平、业态是否和当地的区域发展水平相匹配等。

3、企业管理

法人治理结构

此部分主要考察零售企业公司法人治理结构，即公司的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对公司的中长期发展具有特别重要的意义。

联合资信认为，在零售企业出现困难时，公司法人治理结构的重要性和作用就会凸现出来。因而，应重点关注公司股东与董事会的运作，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，监事会的实际作用等，并时刻评估它们在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率，进而提升长期经营稳定性的有效性。

组织管理制度及执行情况

此部分主要考察零售企业的组织管理制度及执行情况，包括采购、销售、财务、人力资源等方面的管理制度及其执行情况等；审计制度、对高管的考核与奖惩制度、激励与约束制度等内部控制制度及实际执行情况。

联合资信认为，对零售企业的管理分析，难以以一些量化的指标作为分析判断的依据，只能从公司的组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章

制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当，以及对其的整体管理进行全面考查。零售企业为商品流通企业，联合资信主要关注采购、仓储、销售、物流等环节的管理制度：首先，是否制订了采购、仓储、销售、物流等环节的控制制度，并不断更新；其次，营销管理、采购管理、仓储管理、存货管理、人员管理和财务管理制度是否健全规范；最后，是否建立了内部控制管理制衡系统。

联合资信认为，管控效率是评判公司管理水平的关键，可以从三个方面来判断与分析零售企业管理制度的执行效果：首先，是否对管理制度的执行进行定期评估和审查；其次，近 3 年各项活动是否达到管理制度的目标需求；最后，是否出现过因管理制度执行不力引发的风险事件或是受到相关监管部门的审查。此外，管理费用收入比也是判断管理制度执行效果的重要指标。

人力资本情况

由于人力资本情况是企业发展的动力之一，因此该部分主要考察零售企业领导和员工的素质，包括现任董事长、总经理以及员工整体素质情况。

联合资信认为，零售企业现任高级经营管理人员（副总以上）的学历、年龄、工作经历及行业经验，以及领导班子的团结合作及稳定性等是影响企业经营利润的关键因素。此外，员工的文化水平、年龄结构、培训情况以及员工的来源等需符合零售企业所处行业特点，满足零售企业的经营需要。

联合资信在考察企业管理这一风险要素时主要关注：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、管理费用收入比、管理人员的行业经验和员工素质等。

4、企业经营

经营状况

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。

业态方面，主要考察主营所涉及的零售业态、各业态的主次地位和业务定位。门店：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、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、单店销售额及依赖度。企业扩张：公司展店策略、近年市场区域扩张或投资、并购情况。

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。一般来说，业态越多元化越能避免过于单一的经营风险，企业规模越大，市场地位越高，有利于获得较为稳定的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。

经营模式

经营效率：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。

超市经营：关注展店策略、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。

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。

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、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。

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。

经营效率

此部分主要考察近三年零售企业的存货周转率水平、变化趋势、以及与同行业公司对比。

零售企业销售以现金为主，应收账款也较少。存货周转率是反映零售企业销售能力和库存管理能力的重要指标。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，较高的存货周转率能反映公司强大的供应链管理能力和较强的盈利能力。对于超市生鲜类的商品来说，商品周转越快，损耗率越低，盈利能力也就越强。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、经营效率指标远低于同行业平均水平的原因等。

5、未来发展

此部分主要考察零售企业的发展策略、未来发展规划等。

长期来看，企业的发展思路 and 战略决定了企业资金和资源向何处集中，进而产生回报的规模、方式和时间不尽相同。短期内关注企业网点和市场区域扩

张方式，对现有店面的改进计划，在建工程和拟建项目，三年内的重点目标及具体措施，往年目标的达成情况。若在建及拟建项目规模较大，关注所需资金来源及到位情况，未来融资计划，并结合公司自身获现能力分析其资金压力。此外，还要重点关注企业权益增减情况，是否通过股东增资、定向增发等方式提高权益，或者通过资产剥离、股东减资等方式减少权益。

联合资信在考察未来发展这一风险要素时主要关注：零售企业的未来发展与当前业务的关联程度、发展战略的可行性与合理性。

（二）财务风险评级要素

零售企业的财务分析以评价其会计、财务政策的风险取向，财务数据的真实性，资产构成及质量，负债构成及负债水平，主营业务收入、利润的构成及盈利水平，现金流量构成等为主要目的。一般来说，从以下几方面分析。

1、财务信息质量

财务资料来源、审计结论

此部分主要考察零售企业近 3 年及最近一期财务数据的真实性，以及关注审计结论，对被出具非标准审计意见的企业需要重点分析导致非标审计意见的事项。

联合资信认为，对零售企业的财务分析以合并报表为主，并根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部及主要子公司报表进行辅助分析；对合并报表范围及其可比性进行分析。会计财务信息质量是企业会计政策执行的重要体现。需要依据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对零售企业的信用质量和稳定性进行评价；对于非标准的审计意见、会计数据的变动或异动对零售企业信用产生负面影响的，将对零售企业信用质量和稳定性给予合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

会计政策

此部分主要考察零售企业会计政策，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。

联合资信认为，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差异往往会对其财务数据产生显著影响。零售企业会计政策是否符合相关规定及近 3 年会计政策变化趋势，以及对“新会计准则”前后的财务数据，应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响。在分析零售企业的会计政策时，应重点关注：应收账款坏账准备计提方法；存货的计价、跌价准备以及盘存制度；投资性房地产的计量方式；收入的确认方式等。

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：财务数据真实性、审计结论；企业会计政策、会计估计的合理性等。

2、资产质量

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 3 年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值。

零售企业的现金类资产、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，零售企业现金类资产较充裕，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；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，关注长期股权投资盈利情况、分红情况、减值计提，投资性房地产计量模式及计价公允性，固定资产折旧方式、成新率、自有物业价值，在建工程及商誉价值风险。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、存货的周转速度及跌价风险，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，以及理财观念和对财务杠杆的运用策略。

股权和债权资金构成了零售企业的资本来源，股权资金的注入代表股东对企业长期发展的支持，而债权资金投资以获取利息盈利为目的，大规模债权资金意味着企业风格较为激进，同时也面临债务到期后的兑付压力，尤其零售企业通常资产和资金周转速度较快，为匹配资金需求所以债务期限通常较短，若资金周转出现风险，短期债务本息兑付将带来资金集中偿付的压力。应关注企业资产负债程度的高低、有息债务规模及债务负担、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性等。

资本结构主要考察的指标包括资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率。零售企业实体店面采用的租赁或自有的物业形式，相应资产规模和融资需求相差较大。若物业以租赁为主，融资需求主要来自店面装修或升级、物流搭建、商品采购及日常运营，此外企业负债可能还包括预收销售款（包括预付卡的存款）、应付往来款等；若物业以自有为主，收购或自建店面需要大量资金，融资规模可能大幅上升，相应推高债务指标，但若全部债务资本化比率超过50%，或短期债务占比过高，则需关注企业可能存在较大的偿债压力。

另外，也需关注表外数据（包括担保以及其他或有负债等）对零售企业的信用水平产生的影响。

所有者权益

此部分主要考察零售企业所有者权益构成及权益稳定性，一般应包括股本、资本公积、少数股东权益、上市公司分红政策等。联合资信认为，所有者权益是零售企业资本结构的最重要的组成部分，是其债务的重要保护基础，应重点核实其所有者权益各年的变化情况，对于新增的权益要有切实的来源。对于上市公司来说，若其采取现金股利的方式进行分红，则会直接导致公司所有者权益的减少；若上市公司采取股票股利的方式进行分红，则会改变公司所有者权益的构成。

利润分配政策

此部分主要考察零售企业利润分配政策、资本金增加的机制与政策。

债务特征及变化趋势

此部分主要考察零售企业近 3 年债务特征及变化趋势，包括债权人、金额、偿还方式、期限、利率、担保方式等；债务期限、币种结构及其变化趋势；全部债务的偿还期限分布、偿债计划。

负债水平及变化趋势

此部分主要考察零售企业近 3 年负债水平及变化趋势，包括资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率等，以及变化趋势；担保比率及其变化趋势。

或有负债、重大诉讼等其他情况

此部分主要考察影响零售企业信用水平的其他情况，包括或有负债、重大诉讼等。

联合资信认为，零售企业的或有负债虽然不在资产负债表中反映，但有些或有负债实际上与资产负债表中的负债是等价的，在一些情况下也需要其偿还。具体来说，零售企业的或有负债主要是其对外提供的借款担保等，重点分析担保额是多少、担保的性质、期限，以及是否取得反担保条件等，如有可能还应了解被担保人的经营情况。同时，零售企业的重大诉讼也有可能产生重大的支付，并对零售企业的声誉会产生不良的影响，对其融资便利和弹性会产生负面影响；此外，行政处罚、重大兼并收购、股权转让、公关危机等重大事项

有时也会对零售企业的信用状况产生不利影响，对其进行评价也是非常重要的。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：资金来源结构、资本实力与债务结构的合理性、债务期限结构、权益稳定性、利润分配政策、债务与负债水平的变化趋势及或有负债情况等。

4、盈利水平

主要分析近年来零售企业的盈利状况（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。

零售行业在节假日、店庆等时期通常采取让利促销的形式来扩大销量，收入和营业利润率存在季节性波动，以全年数据作为对比更为合适。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；结合利润来源及构成，对净资产收益率、总资本收益率等指标进行分析；如有大额非经营性损益，如资产减值损失、公允价值变动损益、投资收益、营业外收入，关注其来源及稳定性。

盈利能力主要考察的指标包括营业利润率、总资本收益率和净资产收益率。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%。

联合资信在考察盈利水平这一风险要素时主要关注：收入和利润结构的稳定性及变化趋势、对成本费用的控制力度、扣除非经常性损益后的净利润状况、盈利水平和盈利指标、现金收入比、固定费用负担等。

5、现金流

此部分主要考察零售企业经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量。

联合资信认为，对现金流量的分析应是零售企业盈利质量分析的重点所在，因为现金流量是清偿债务的基础，而未来收益中获取的现金，以及股票资产等流动性较强的现金来源可作为偿债的手段。具体来说，一方面，应当要重点关注其现金流量的规模和结构，对零售企业的经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量进行考查，尤其是经营活动中销售商品、提供劳务收到的现金流入量，以及经营活动产生的现金净流量，此外，投资活动产生的现金流量也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等；另一方面，也要分析其收入及利润的实现质量，将零售企业在一段时期内可支配的现金，与应偿还的全部债务相比较，可以显示出其在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

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；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

零售企业的偿债能力分析以评价其债务偿还信用记录和债务偿还能力为目的，既包括银行借款、发行的公司债券等借入性负债的债务偿还能力，也包括应付账款、预收账款等经营性负债的债务偿还能力。由于负债的性质不同，一般说来，借入性负债比经营性负债对零售企业的约束力更强，对于同作为债务人的零售企业来说，有息债务往往对其造成的偿还压力更大，但从经营活动资金链的角度来看，经营性负债对零售企业的短期压力更大。因此，联合资信在对零售企业的偿债能力进行分析时，主要侧重于偿还到期有息债务的能力，通常根据以往的债务偿还能力及状况，预测未来一个时期公司现金流入量是否充足和稳定程度，从而判别在未来的特定时刻能否按期偿还到期债务的可能性及可信程度。

信用记录

此部分主要考察零售企业近 3 年信用记录，包括银行借款、公司债券、短期融资券等债务偿还情况。

综合授信情况

此部分主要考察零售企业目前所获得银行授信情况，包括总额、授信银行及授信额、授信条件、已用授信额度及剩余授信额度。

联合资信认为，对于零售企业集团，还应同时分析集团本部及汇总的银行授信情况。

短期偿债能力

主要考察近 3 年自由现金流/短期债务变化趋势；近 3 年速动比率及其稳定性与变化趋势；近 3 年现金短期债务比率及其稳定性与变化趋势；近 3 年筹资活动前现金流量净额利息偿还能力及其稳定性与变化趋势；近 3 年筹资活动前现金流量净额本息偿还能力及其稳定性与变化趋势。

长期偿债能力

此部分主要考察零售企业整体债务长期偿债能力，包括近 3 年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；近 3 年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；近 3 年筹资活动前现金流量净额债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；在考虑债务期限结构情况下的偿债能力；考虑对外担保情况下的偿债能力，并分析公司或有负债的风险及其对公司偿债能力的影响；未来 3 年 EBITDA 利息保护倍数及其稳定性与变化趋势；未来 3 年债务保护倍数及其稳定性与变化趋势；偿债高峰及未来 3 年到期长期债务偿还能力。

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、EBITDA 全部债务比、经营现金债务保护倍数等长期偿债能力指标；企业信用记录与融资环境等。

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

对于集团公司，特别是控股型企业、下属子公司较多或对子公司控制力不强的集团公司，合并范围数据无法完整、切实体现受评企业的实际偿债能力，需单独分析集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力。

（四）其他调整事项

调整事项是指未包含在评级框架之内的事件，或是这些事件对企业的影响难以用一般的信用分析框架进行评估，这些事项一旦发生，将对受评主体的信用水平或偿债能力产生重大不利或有利影响。因此，联合资信将这些因素作为受评主体基础信用等级的调整事项，通过评估该事件对受评主体的影响程度，可下调或上调一个甚至多个级别。其中，具体可能下调级别的调整事项分类如下：

（1）公司最近一期审计报告被出具非标准审计意见，或经过现场调研，发现公司财务信息存在重大作假嫌疑；

（2）发生可能影响公司偿债能力的资产被查封、扣押、冻结、抵押、质押、出售、转让、划转或报废的情况；

（3）公司对重要下属子公司为相对控制，存在较大的失去重要子公司的风险；

（4）公司涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚；公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违纪被有权机关调查或者采取强制措施，可能影响企业经营状况的；

(5) 公司合作银行停止发放贷款或授信利率大幅上升，间接融资渠道受限；

(6) 公司对外担保比例在 80%及以上，且没有反担保措施，担保待偿风险较大；

(7) 发生债务违约，主要包括预期违约和实际违约，而实际违约包括不履行、不符合约定的履行和其他违反合同义务的行为等；

(8) 企业的关键人或重要关联方发生重大负面事件或舆情；

(9) 可能对公司信用水平或偿债能力、偿债意愿产生重大影响的其他情形。

(五) 关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

联合资信假设：

(1) 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；

(2) 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；

(3) 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；

(4) 经营风险方面，通常情况下，宏观经济经济稳定向好、人口数量保持合理增长、居民消费意愿和收入水平提升、行业集中度和竞争适中、行业内业态形式和商品资源多元化、商品流通基础设施完善便利、物业/人力/水电/物流

等经营成本和费用增长合理可控、行业标准和法规清晰规范、行业政策变化趋势向好的情况下，企业面临的行业风险越低；企业所处市场区域内经济水平越高、企业规模越大、市场地位越强、竞争优势难以模仿、经营业态多元化、股东背景和实力越强、越易获得外部支持（如股东、政府）、管理人员素质越高的企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业市场地位较高、品牌影响力较高、业态和商品多样化、经营网点布局合理、门店人流量大、周边消费环境完善、提供消费体验特色化、会员粘性高、经营效率高、成本管控能力强、采购话语权强、进货渠道向上游延伸、仓储物流配套完善、符合国家发展政策的企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力较好；

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、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、债务结构合理、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业应收项目、存货、在建工程、固定资产、投资性房地产、对外股权和债权投资的质量较高、变现能力较强，其资产质量较高；权益稳定性较高、债务负担合理、对外部融资依赖程度较低、债务结构与资产构成和获现水平匹配的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率、营业利润率、期间费用控制、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好以及利润可持续性强的企业，其盈利能力较强；在经营规模扩张、经济周期下行、行业周期波动及其他不利条件变动下现金流量仍可持续且维持适当水平的企业，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，其自身获现水平高、盈利能力强、资产剪流动性强，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EBITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较

强；对于下属子公司较多或控股型的集团企业，集团本部所持资产质量较高、资本结构合理、获现能力较强、偿债能力较强的企业，例如对子公司经营方针和资金收支管控能力较强、所持子公司股权及其他资产质量较高、现金类资产充裕、权益稳定性较强、利润和现金流来源多元且稳定、可变现资产对短期债务覆盖程度较高、现金流及利润对当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其自身财务风险较低；

（6）额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将影响企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、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），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如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的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

零售行业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

评级展望设置及其含义

联合资信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