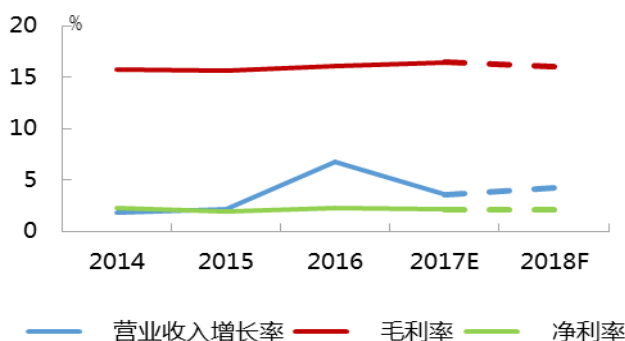




零售行业 2018 年信用风险展望

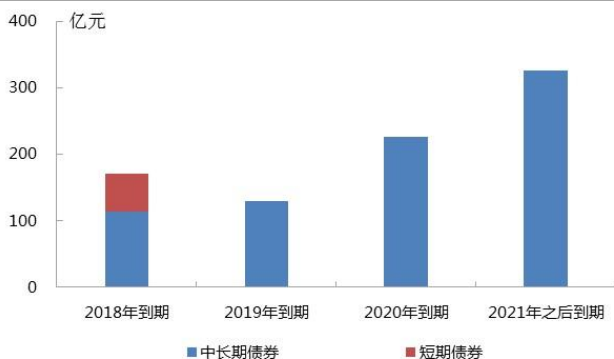
转型步伐加速 行业迈入结构化调整

行业营业收入增速、毛利率及净利率走势图：



资料来源：Wind、大公预测

截至 2017 年 11 月末行业存续债到期期限结构



资料来源：Wind、大公整理

行业流动性走势图



资料来源：Wind、大公预测

大公资信工商一部 王梦晗 徐梦琪 王天琛

客服电话：4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com

政策：国家持续出台政策深化改革、加快行业转型升级，预计实体零售的转型与结构调整仍将为行业的发展重点。

需求：随着消费者信心指数的稳步上升，人均可支配收入与社会消费品零售总额继续保持增长态势，预计行业需求将保持稳定增长。

行业格局：预计零售行业将朝多业态、多领域聚合式、协同化方向转型，转型步伐将有所加快，行业格局将得到深化调整。

盈利：零售企业整体经营较为稳定，行业利润稳步增长；随着零售行业加快转型升级，行业盈利水平有望得到提升。

债务负担：零售行业发债主体仍向高级别集中，存续债券期限结构较为分散，短期偿债压力一般。

信用质量：预计零售行业整体信用水平将保持稳定，但受业务经营及战略布局影响，行业内企业信用水平可能存在小幅波动。



概 要

2017 年以来，零售企业总体有所回暖，尤其是高端消费回暖，带动百货及购物中心业态的经营向好；随着人均可支配收入与社会消费品零售总额继续保持增长态势，行业利润稳步增长，零售企业整体经营较为稳定；受实体零售竞争激烈及电商冲击等因素影响，众多零售企业纷纷加快转型步伐，推行多业态发展、不断创新，促进新零售模式的发展。

未来，随着互联网、大数据、云计算等信息技术应用更加普遍，居民消费需求深刻变化，催生零售行业供给新模式。行业内逐步构建线上线下融合新格局，实体零售与网络电商正逐渐从独立对抗走向融合协作；多业态跨界协同趋势明显；在居民消费结构不断升级背景下，单纯依靠商品销售的粗放型发展模式已无法适应市场需求，未来的零售行业将继续朝多业态、多领域聚合式、协同化方向转型。在场地租金攀升、企业利润下降的大环境下，门店越开越小俨然已经成为实体零售不可阻挡的发展趋势，同时借助国企改革、O2O 模式等契机，行业内整合并购、战略合作也将持续发酵。综合来看，预计 2018 年零售行业将继续保持平稳发展，质量、效益和服务水平将进一步提升，零售业将保持稳定的信用水平。



在实体零售面临较大冲击、经营承压的情况下，国家持续出台相关政策深化流通体制改革、加快实体零售业的转型升级，预计实体零售的转型与结构调整仍将为行业的发展重点

2017 年以来，零售行业加快转型升级步伐，实体门店数字化程度提高，支付方式趋向多元化。但随着居民收入的增长、消费水平的提高及主流消费人群逐渐向 85 后、90 后及 00 后等变迁，实体零售业发展仍面临产品同质化严重、经营模式落后等问题。在实体零售面临较大冲击、经营承压的情况下，国家从深化流通体制改革、推动线上线下融合发展等方面出台一系列政策文件，推动实体零售企业加快转型步伐。2016 年 11 月，国务院办公厅发布了《关于推动实体零售创新转型的意见》，对实体零售企业加快结构调整、创新发展方式、实现跨界融合、不断提升商品和服务的供给能力及效率做出了政策支持，从调整商业结构、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境等 5 个方面提出了 16 条具体措施，以适应消费需求新变化，进一步提高流通效率。预计 2018 年，实体零售的转型与结构调整仍为零售行业的发展重点，随着消费人群的收入增长及主力购买人群的变化，零售行业需从需求端对产品和服务、经营模式、技术创新等进行升级，提升产品和服务的有效供给。

此外，2017 年 2 月 5 日发布的第 14 份中央一号文件首次将农村电商作为一个条目单独陈列出来。中央一号文件分别对从村到乡镇的物流体系、全国农产品流通骨干网络以及冷链物流等基础设施提出了推动和加强的意见，提出要促进新型农业经营主体、加工流通企业与电商企业全面对接融合，推动线上线下互动发展。发展农村电商是未来零售行业必行之路之一，与国家“三农”政策相符合。预计 2018 年，



随着淘宝、京东等电商巨头的发展，以及物流、第三方支付平台的逐步完善，农村电商仍将面临较大的发展空间，电商企业将保持较快发展。

总的来看，预计 2018 年，实体零售企业仍将以深化流通体制改革、加快转型升级作为发展重点，同时将加大与电商和移动互联网等在采购、营销等方面的合作，满足居民消费结构升级需要。

2017年以来，消费者信心指数稳步上升，人均可支配收入与社会消费品零售总额继续保持增长态势，预计需求将保持稳定增长

我国人口数量庞大，为零售行业提供了大量的消费人口基数。居民收支方面，随着国内经济的持续增长，国内居民人均可支配收入水平不断提高，消费性支出逐年增加；恩格尔系数不断下降，生活水平有所提升。2017 年前三季度，全国居民人均可支配收入 19,342 元，比上年同期相比实际增长 7.5%。从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信继续占据了消费支出的前三位。2017 年第三季度，中国消费者信心指数继续保持增长态势，已连续第四个季度实现增长，创继 2013 年第四季度以来的历史新高，达到 114 点，表明尽管中国经济增速放缓，但经济增长稳定性的不断提高，为中国消费者信心指数提升奠定了基础。目前行业内处于消费升级阶段，生存型消费开始向发展型和享受型消费过度。

同时，我国网络零售市场交易增速逐年提升。随着线上平台的发展，电商企业规模不断扩大，网上零售额占社会消费品总额比重逐年提高。2017 年 1~10 月，零售电商继续保持较快速增长在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 29.5%、19.6%和 32.1%。

受益于国内经济的不断发展、国民收入的持续增长、庞大的人口数量带来的消费需求提升，我国零售行业总体保持持续增长。但另一方面，由于宏观经济景气度下行、居民住房等刚性成本居高不下、限制“三公”消费政策出台、电商和海外购物消费分流等多重因素叠加影响，国内零售业由高速增长逐步转为稳步增长，增速趋缓。综合来看，



从宏观及外部消费情况上，尽管中国经济增速放缓，但消费者信心指数稳步上升，社会消费品零售总额继续保持增长态势，预计 2018 年，零售行业需求将保持稳定增长。

在居民消费结构不断升级的背景下，实体零售的业态结构调整取得了初步的成效，预计零售行业将朝多业态、多领域聚合式、协同化方向转型，转型步伐将有所加快，行业格局将得到深化调整

2017 年以来，网上零售额持续快速增长和电商大规模的分流加大了实体零售企业的经营压力，同时直接导致了国内百货店、大卖场、超市等的陆续关店。2017 年 6 月，曾经作为广东超市巨头之一的湖南新一佳商业投资有限公司在历经资金链断裂、供应商催债、员工维权、闭店潮、重组未果等一系列事件后，正式进入破产清算程序，这也是国内较大规模连锁企业首家破产。2017 年第三季度，超市共关闭门店 9 家，沃尔玛关闭门店 6 家，华润万家和永辉分别关闭 2 家和 1 家门店。

为应对市场新变化，传统零售企业加快转型步伐，线下超市的发展已由大卖场逐渐转向精品超市。在 2017 年第三季度新开的超市门店中，精品超市首次超过大卖场，占比达 51.28%。此外，实体零售企业的数字化程度也在逐渐提高，根据商务部 2017 年 9 月发布的数据，零售连锁百强企业开展网络零售的比例提升至 83%，是全国企业互联网应用平均水平的 2.5 倍。在调整实体经营业态的同时，新零售创新业态层出不穷，创新业态发展活跃，包括阿里旗下的盒马鲜生及永辉推出的超级物种，截至 2017 年 10 月末，盒马鲜生共有门店 20 家，超级物种共有门店 22 家，虽然目前新开店数并不多，但开店速度已有所加快；其他企业也陆续开始尝试无人便利店等新零售模式，无人便利店已在北京、广州、深圳等全国多地布局。

从百货的经营业态来看，实体百货逐步探索 O2O 经营模式，发展“互联网+”，重构商业价值链；整合供应链和服务体系，自建“全渠道”流通模式，发展集百货、休闲、娱乐、旅游等于一体的大型综合体，



拓展增值服务。其中天虹百货逐步推动自身转型升级，将旗下门店统一采取主题场景布局，零售、餐饮与娱乐三大板块按照 2:1:1 的比例布局。

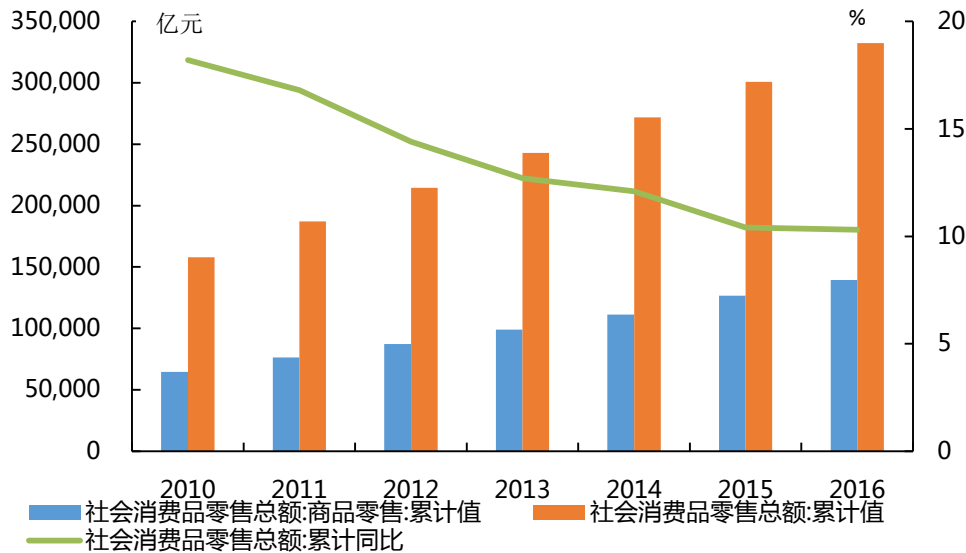
在居民消费结构不断升级的背景下，实体零售的业态结构调整取得了初步的成效，新零售形式亦获得了较好的市场认可。预计 2018 年，零售行业将朝多业态、多领域聚合式、协同化方向转型，转型步伐将有所加快，行业格局将得到深化调整。

零售企业整体经营较为稳定，行业利润稳步增长，但部分实体零售企业受竞争激烈及电商冲击等因素影响，收入及利润同比均有所下降；随着零售行业转型升级加快，行业盈利水平有望得到提升

2017年1~10月，我国社会消费品零售总额297,419亿元，同比增长10.3%，与上年同期持平；同期，零售电商继续保持较快速增长，根据国家统计局数据，全国网上零售额55,350亿元，同比增长34.0%；其中，实物商品网上零售额41,782亿元，增长28.8%，占社会消费品零售总额的比重为14.0%。2017年1~11月，零售行业发债企业共有13家，可在公开资料查询到经营数据的8家中，发债企业共实现营业利润41.86亿元，同比增长18.27%；其中，部分实体零售运营商受竞争激烈及电商冲击等因素影响，收入及营业利润同比均有所下降；其他零售企业收入及利润规模均出现了不同程度的增长；从毛利率水平来看，发债企业毛利率同比变动不大。预计2018年，零售行业将整体回暖，带动百货及购物中心业态的经营向好，使零售行业营业收入及利润保持稳定增长。

盈利能力方面，零售消费作为拉动国民经济增长的三驾马车之一，随着我国经济的平稳发展，零售行业盈利能力较为稳定，销售毛利率和净利率水平均波动不大。随着实体零售加快转型升级步伐，商品结构将得到进一步的优化，零售行业营业收入及利润仍将保持增长，零售行业盈利能力有望得到提升。

图1 2010年以来社会消费品零售总额累计值及同比情况



数据来源：Wind，大公整理

零售行业发债主体仍向高级别集中，且行业开放程度较高，从业企业数量较多，整体集中度偏低，零售行业存续债券期限结构较为分散，短期偿债压力一般

从盈利能力来看，以零售行业全体上市公司为样本，2014年以来，零售行业销售收入增长率保持增长，盈利能力持续提升。从周转效率来看，零售企业具有一定规模存货，且部分零售企业已将业务拓展至房地产等行业，因此存货规模呈现增长趋势，2014年以来，零售行业存货周转效率有所波动，2017年1~9月，零售行业存货周转天数为83.53天，周转效率同比有所下降。从债务负担来看，2014年以来，零售行业全行业资产负债率持续呈下降趋势，截至2017年9月末，零售全行业资产负债率为56.99%，债务负担一般；同期，流动比率为1.18倍，流动资产能够对流动负债形成一定覆盖；且零售行业多采用现款结算，应收账款规模较小，周转效率较高，因此现金回笼率整体处于较好水平，经营性净现金流保持为净流入，能够对债



务和利息形成一定覆盖。

截至 2017 年 11 月末，零售业仍在公开发行业债券市场有存续债券的发行主体共计 30 家，其中 AAA 级主体 3 家，AA+级主体 6 家，AA 级主体 16 家，AA-级主体 2 家，A+主体 1 家，主体级别主要集中在 AA 级及以上。整体来看，零售业开放程度较高，从业企业数量较多，但集中度偏低。从行业内已发债企业来看，区域分布较分散，整体信用质量较高。

从发债情况来看，2017 年 1~11 月，零售行业发债企业共为 13 家，同比变化不大。从发债主体级别来看，零售行业发债主体级别全部在 AA-及以上，集中在 AA 及 AA+级，分别为 4 家和 7 家。总体来看，行业发债主体仍然向高级别集中；从发债主体企业性质来看，以地方国企以及上市公司为主。截至 2017 年 12 月 6 日，零售行业存续债券规模 922.17 亿元，其中 1 年内到期的债券为 229 亿元，占比为 24.83%，偿债压力一般。

从存续债发行主体来看，零售行业存续债虽向级别较高的主体集中，但整体较为分散，除苏宁电器存续债规模达到 285.30 亿元，在存续债中占比较高，达 30.94%，发债企业集中偿付压力一般。从债券期限结构来看，存续债券期限结构分布较为平均，但发行债券种类期限结构逐步由短期债券转为长期债券。总的来看，由于零售企业行业特性，现金流水平与其他行业相比较为稳定、规模较大，零售企业存续债规模一般，且债务期限结构较为分散，短期偿债压力一般。

预计2018年，零售行业整体信用水平将保持稳定，但受业务经营及战略布局影响，行业内企业信用水平可能存在小幅波动

从级别调整情况来看，零售行业整体信用水平较为稳定，2017 年 1~11 月，行业内信用级别调整的企业仅为 2 家，均由 AA+调整为 AAA，展望维持稳定，分别为王府井集团股份有限公司（以下简称“王府井集团”）和杭州市商贸旅游集团有限公司（以下简称“杭州商旅”）。



从上调原因来看，王府井集团主要受持续的连锁化经营以及全国布局带来规模化经营优势，综合竞争实力不断增强，且近年来业绩相对稳定，经营积累不断增加，债务规模总体平稳，得益于权益的增厚，王府井集团近年来资产负债率不断下降，财务稳健度提高。此外，杭州商旅主要为在区域市场形成了很强的资源优势，旗下优质品牌众多，区域市场竞争地位较稳固；同时，作为市政府下重要的商贸旅游类国有资产运营平台，受政府支持力度加大，2017年以来杭州商旅继续收到相关股东注资3.58亿元，资本实力得到进一步提升。

总的来看，国内经济总量将继续保持稳定增长，随着居民收入以及消费层次的不断提高，零售行业将保持持续增长的空间。受行业特性影响，零售企业较其他重资产行业投资支出规模较小，且资金回笼情况较为稳定，资金压力一般。但部分零售企业业务趋向多元化，同时开展房地产开发、股权投资等业务，因此亦面临一定的资本支出需求。预计2018年，零售行业整体信用水平将保持稳定，但受业务经营及战略布局影响，行业内企业信用水平可能存在小幅波动。