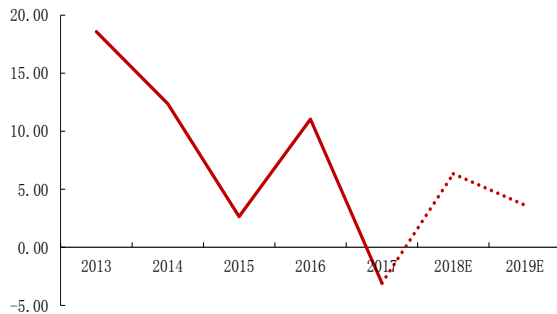




零售行业 2019 年信用风险展望

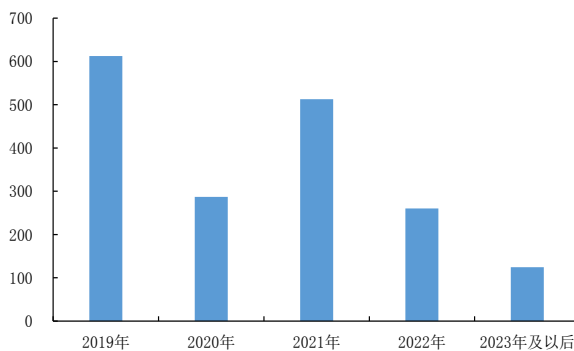
消费结构持续调整行业转型势在必行

限额以上零售业主营业务收入增速情况（单位：%）



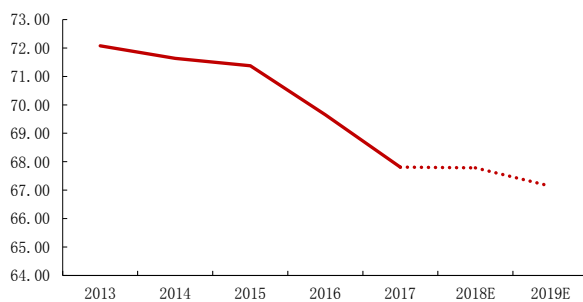
宏观环境: 2018 年以来,我国经济增速放缓,但消费者信心指数稳定在较高水平,社会消费品零售总额呈增长态势,零售行业平稳发展。预计 2019 年,我国经济增速将保持稳定,居民消费结构将继续改善。

截至 2018 年末行业存续债到期分布（单位：亿元）



政策支持: 政府鼓励消费,持续出台相关政策法规推动零售行业转型升级,为行业发展提供了良好的政策环境。预计 2019 年,相关政策将继续完善,行业结构调整将进一步深化。

限额以上零售业资产负债率走势图（单位：%）



行业转型: 2018 年以来,实体零售业继续回暖,但企业经营压力仍然较大;新零售模式发展较为活跃,但目前对行业整体利润的改善仍然有限。预计 2019 年,传统零售与新零售模式之间的合作将更加频繁,共同推动行业转型升级。

债务负担: 存续债到期期限较为集中,2019 年占比最高,面临一定集中兑付压力。

信用质量: 2018 年,零售行业整体信用水平保持稳定,但个别企业信用水平下降。2019 年需重点关注含潜在流动性风险的企业。

作者

大公零售行业小组

负责人: 肖尧

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



概要

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。伴随零售业发展的宏观、政策、技术、需求环境持续改善，尤其是《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》的出台，将为零售企业的发展营造良好的政策环境。2018年前三季度，零售企业总体运行稳定，高端消费回暖，带动百货及购物中心业态的经营向好；新零售模式发展较为活跃，但对行业整体利润改善仍然有限；众多零售企业纷纷加快转型步伐，推行多业态发展，不断发展新零售模式。另一方面，以中国华阳经贸集团有限公司为代表的多家企业发生债券实质性违约，存量债务短期偿付压力较大。

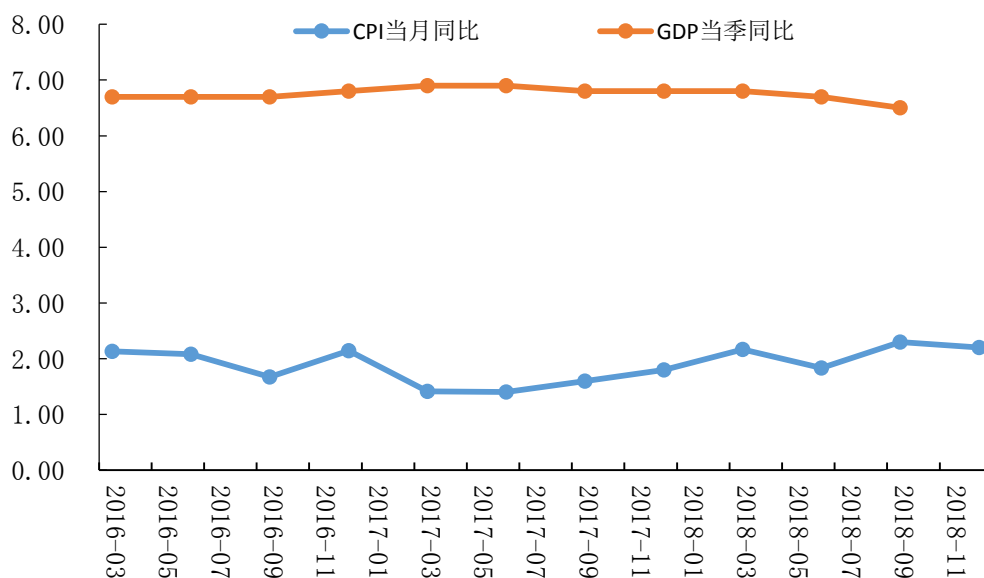
从行业发展趋势上看，首先，行业内逐步构建线上线下融合新格局。实体零售与网络电商正逐渐从独立对抗走向融合协作，深度融合是优势互补、实现共赢的发展方向。其次，多业态跨界协同趋势明显。在居民消费结构不断升级背景下，未来的零售行业将继续朝多业态、多领域聚合式、协同化方向转型。第三，社区商业进入黄金发展期。在场地租金攀升、企业利润下降的大环境下，门店越开越小俨然已经成为实体零售不可阻挡的发展趋势，社区商业将成为零售企业寻求转型升级的重要方向。

预计2019年，我国经济增速将保持稳定，居民消费结构将继续改善。行业内相关政策将继续完善，行业结构调整将进一步深化。传统零售与新零售模式之间的合作将更加频繁，共同推动行业转型升级。债务市场方面，2019年行业内个别企业仍有潜在违约风险，需重点关注含潜在流动性风险的企业。

2018年以来，我国经济增速放缓，但消费者信心指数稳定在较高水平，居民消费水平保持增长态势，零售行业整体发展较为平稳；2019年，预计我国经济增速将保持稳定，居民消费结构将继续改善。

2016年以来，我国经济增速趋于稳定，经济运行保持在合理区间，经济发展的稳定性、协调性和可持续性增强。2018年以来，我国经济增速略有放缓，2018年1~9月，我国实现国内生产总值603,620亿元，同比增长6.7%，增速同比减少0.2个百分点。2016年以来，全国居民消费价格指数增速在2%的水平上下波动，2018年12月，全国居民消费价格同比上涨1.9%，其中城市上涨1.9%，农村上涨1.9%；食品价格上涨2.5%，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨1.7%，服务价格上涨2.1%；2018年，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨2.1%。

图1 2016年以来我国GDP当季同比和CPI当月同比情况(单位：%)

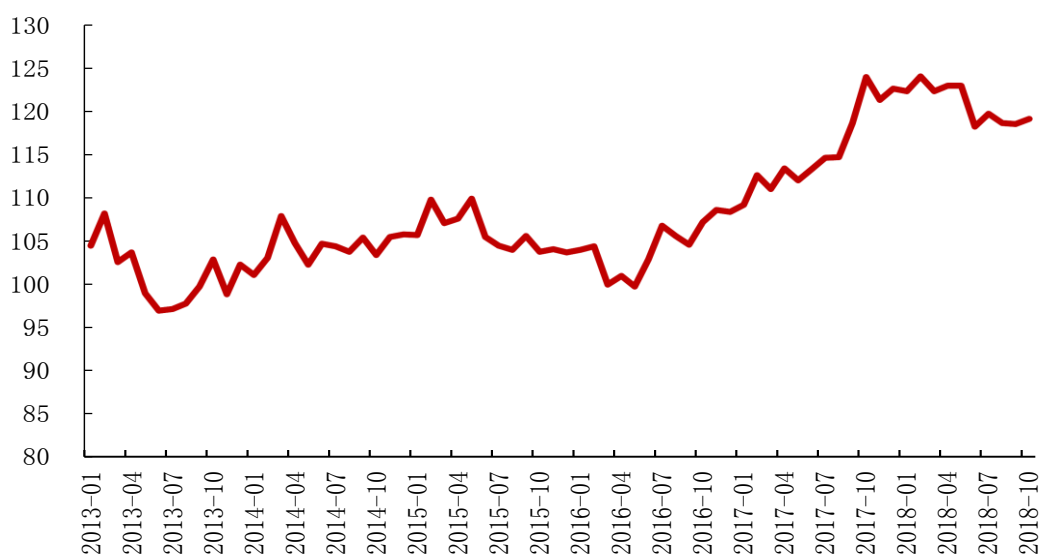


数据来源: Wind, 大公整理

2018年第三季度，中国消费者信心指数继续回稳，比第二季度减少2.4点，为118.93点，但从历史数据上来看，仍处于较高水平，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的高位稳定态势奠定了基础。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。



图 2 中国消费者信心指数 (月)

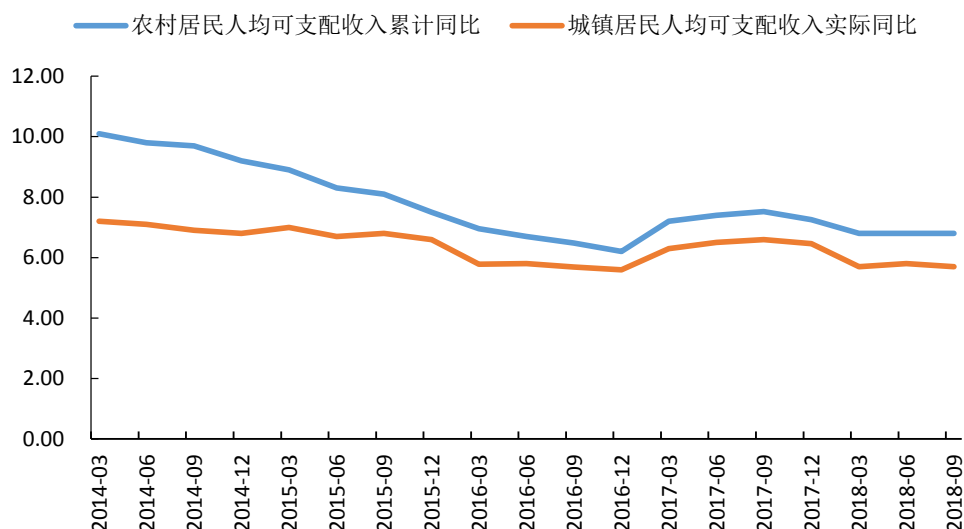


数据来源: Wind, 大公整理

截至 2017 年末全国大陆总人口达到 139,008 万人, 其中城镇常住人口 81,347 万人, 常住人口城镇化率为 58.52%, 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。从居民收入方面, 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。2018 年前三季度, 全国居民人均可支配收入 21,035 元, 比上年同期相比实际增长 6.6%。其中, 城镇居民人均可支配收入 29,599 元, 同比实际增长 5.7%; 农村居民人均可支配收入 10,645 元, 同比实际增长 6.8%。

从居民消费支出来看, 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。从居民人均消费支出情况来看, 2017 年和 2018 年前三季度居民人均消费支出分别为 18,322.15 元和 14,281.00 元, 同比分别增长 7.08% 和 8.50%, 其中食品烟酒、居住、交通通信继续占据消费支出的前三位。其中 2017 年全国居民人均食品烟酒消费支出增长 4.3%, 占消费支出的比重为 29.3%, 占比同比下降 0.7 个百分点; 2018 年前三季度全国居民人均食品烟酒消费支出占人均消费支出的比重为 28.5%, 居民消费结构总体有所改善。

图 3 2014 年以来我国城乡居民人均可支配收入累计实际同比 (季) (单位: %)



数据来源: Wind, 大公整理

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的提升,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,国内零售业增速有所下滑。2018年1~10月,我国城镇消费品零售总额265,318亿元,同比增长9.2%,增速同比下降1.2个百分点;乡村消费品零售总额44,516亿元,同比增长10.3%,增速同比减少1.7个百分点,增速放缓。

综合来看,2018年以来,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定在较高水平,社会消费品零售总额继续保持增长态势,零售行业整体保持平稳运行。预计2019年,我国经济增速将保持稳定,居民消费结构将继续改善。

政府鼓励消费,持续出台相关政策法规推动实体零售行业发展以及从实体零售行业向电商的转型升级,这为零售行业的发展提供了良好的政策环境;预计2019年,整体政策指引及地方性政策将陆续出台,行业机构调整将进一步深化。

消费作为拉动国民经济增长的三驾马车之一,一直受到国家和政府的高度重视。政府鼓励消费,始终将消费作为激活经济增长的内生



动力，对零售行业一直属于利好向。2018年9月24日，国务院办公厅发布《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》，提出了2018~2020年实施的重点任务，包括进一步放宽服务消费领域市场准入，完善促进实物消费结构升级的政策体系，加快推进重点领域产品和服务标准建设，建立健全消费领域信用体系，优化促进居民消费的配套保障，加强消费宣传推介和信息引导等。消费结构的升级，直接催促着国内供给体系的转型升级。降低部分消费品进口关税，并将促进消费结构升级政策体系完善作为重点发展目标，能够满足消费者对于商品的多元化需求，有利于丰富国内的消费选择，拉动经济内需，有利于国内经济的长远和可持续发展。

从行业升级来看，新零售模式的兴起为零售行业开拓了新的发展方向，政策支持将推动零售企业的转型升级。从电商发展来看，随着淘宝、天猫、京东等电商巨头的发展，国内居民消费模式和渠道的改变，以及物流、第三方支付平台的完善，线上平台已吸引了大量消费群体，行业发展显著，我国网络零售市场交易规模由2010年的5,141亿元增至2017年的71,751亿元，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。根据国家统计局数据，2018年1~10月，零售电商继续保持快速增长，全国网上零售额70,539亿元，同比增长25.5%；其中，实物商品网上零售额54,141亿元，增长26.7%，占社会消费品零售总额的比重为17.5%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长36.1%、22.5%和27.2%。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。

2018年以来，国家大力支持农村电商和跨境电商的发展。2018年5月11日财政部办公厅、商务部办公厅和国务院扶贫办综合司联合发布了《关于开展2018年电子商务进农村综合示范工作的通知》，将通过鼓励各地优先采取以奖代补、贷款贴息等资金支持方式，以中央财政资金带动社会资本共同参与农村电子商务工作。2018年，示范地区建档立卡贫困村和整体行政村电商服务覆盖率达到50%左右，



农村网络零售额、农产品网络零售额等增速高于全国农村平均水平。同时，为紧跟国家精准扶贫政策，龙头电商进行新零售布局，一直通过投资延伸产业链和零售布局的阿里，不只高调入股高鑫零售、易果生鲜，还在农村市场低调以 45 亿元投资了五星控股集团旗下的汇通达，双方会在供应链、渠道、仓储、物流、技术系统等维度展开深度合作。

在跨境电商政策方面，2017 年 9 月 20 日，国务院第 187 次常务会议研究决定，将跨境电商零售进口监管过渡期政策再延长一年至 2018 年底，即继续对天津、上海、杭州、宁波、郑州、广州、深圳、重庆、福州、平潭等 10 个试点城市（地区）跨境电商零售进口商品暂按照个人物品监管。2017 年 12 月 8 日商务部发布会上提出，自 2018 年 1 月 1 日起，将跨境电商零售进口监管过渡期政策使用的范围扩大至合肥、成都、大连、青岛、苏州等 5 个城市。过渡期延长的决定，对于促进跨境电商零售进口发展具有积极作用。2018 年 11 月 28 日，商务部、发展改革委、财政部、海关总署、税务总局、市场监管总局联合发布《关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》，明确了跨境电商零售进口商品监管的总体原则，明确了各参与主体的责任，扩大了政策适用范围。推动国内进口零售跨境电商交易规模的持续稳步增长，跨境电商也成为零售产业转型升级和结构调整的新模式。

总体来看，近年来我国零售行业监管不断完善，有助于建立良好的市场秩序，引导行业健康发展；国家出台政策法规不断推动传统零售企业转型升级和发展，为行业内企业提供了良好的政策环境。预计 2019 年，以行业转型升级为大方向，全国范围的整体指导性政策将继续完善，适用于地方发展状况的地方性政策将陆续出台，行业结构调整将进一步深化。



2018年前三季度，实体零售业总体继续回暖，但经营压力仍然较大；新零售模式发展较为活跃，但目前对行业整体利润改善有限；预计2019年，传统零售与新零售模式之间的竞争将更加激烈，传统企业对新零售业态的探索将进一步扩大。

2018年前三季度，在经济企稳向好，实体零售业企业不断升级调整的情况下，实体零售业总体也继续回暖。分业态来看，2018年1~9月，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长7.3%、4.6%、8.6%和4.4%；商务部重点监测零售企业销售额同比增长4.8%，比上年同期加快0.2个百分点，其中专业店同比增长4.6%，同比减少1.4个百分点，百货店销售额同比增长1.9%，同比加快0.3个百分点。

但在零售行业整体转型升级和结构调整过程中，实体零售行业也面临较大的经营压力，很多国内百货店、大卖场、超市陆续关店。2018年上半年，沃尔玛、家乐福、华润万家、永辉、永旺、美思佰乐闭店30家，较去年同期增加8家，涨幅为36.36%，其中沃尔玛关店数量最多，达16家；家乐福关闭6家；华润万家、永辉、永旺和美思佰乐分别关闭3家、2家、2家和1家；2018年第三季度，上述超市共关闭门店11家，沃尔玛仍为关店最多的超市品牌，关店数量较上半年速度有所减缓，但仍关闭门店5家，此外，华润苏果关闭门店2家，大润发、华润万家、美思佰乐和永旺各关闭门店1家。

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，便利店、精品超市、社区型购物中心等社区商业将成为零售企业寻求转型升级的重要方向。2018年上半年十大超市零售企业新开店114家，较去年同期增加25家，涨幅为28.09%，但主要为永辉（新开45家）和步步高（新开17家）开店数量较多，其他企业开店较为审慎。进入2018年下半年，超市开店的步伐明显加快，在第三季度，永辉、步步高、华润万家、物美等超市零售企业旗下的大卖场及精品超市业态共开业83家，已达上



半年开店总数的 72.81%，其中物美超过永辉，成为开店最多的超市零售企业（新开 28 家门店）；永辉紧随其后（新开 25 家门店）；步步高位居第三（新开 11 家门店）。

此外，新零售创新业态层出不穷，创新业态发展活跃。在实体零售面临较大冲击、经营承压的情况下，为应对市场新变化，传统零售企业加快转型步伐，探索 O2O、跨境电商等经营模式，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；拓展自身经营模式，调整业态结构、调整商品结构，通过增加体验功能、精准营销、个性化定制等方式，满足居民消费结构升级需要，创新服务体验。

但整体来看，虽然新零售形式比较好的获得了市场认可，但总体市场体量较小，对行业的影响度较低，对整体利润改善有限。从目前来看，行业整体百货店、大卖场、超市、便利店、专业店的调整仍处于起步阶段，行业走出困境仍需要时间。预计 2019 年，新零售与传统零售模式间的合作将更加频繁，更多传统零售企业将开始探索与自身发展相契合的新的业态类型，推动零售行业的转型升级。

2018 年行业发债主体仍向高级别集中，但低级别主体的数量增多，2019 年存续债中到期债券占比较高，短期偿付压力较大。

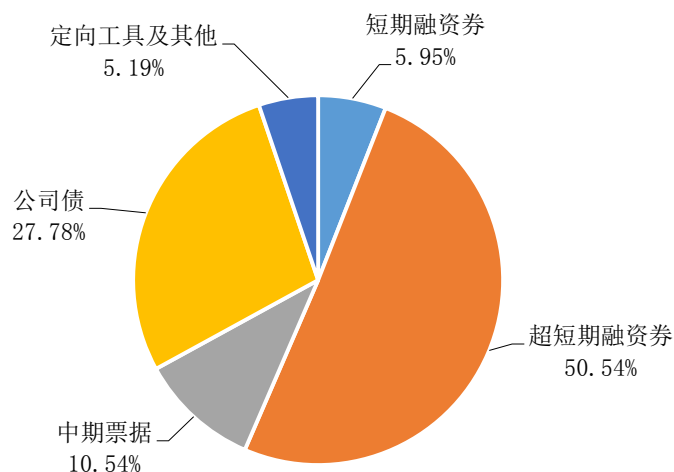
截至 2017 年末，零售业在公开债券市场上存续债规模 1,592.37 亿元，同比下降 13.80%；有存续债的发行主体共计 57 家，同比减少 4 家，其中主体 AAA 级别 8 家，主体 AA+ 级别 14 家，主体 AA 级别 29 家，主体 AA- 级别 3 家，主体 A+ 级别 1 家，另有 2 家主体级别未公开，发债主体的级别向 AAA 及 AA+ 等高信用等级偏移。

2018 年，零售行业债券发行规模共计 811.53 亿元，同比增长 24.73%，其中，超短期融资券发行规模占比最大，为 50.54%；短期融资券发行规模占比为 5.95%；公司债和中期票据占比分别为 27.78% 和 10.54%；定向工具及其他债务工具占比为 5.19%；整体来看，2018



年新发行债券以一年以内到期的短期类债券为主。同期，发债企业共 31 家，同比减少 2 家，其中主体 AAA 级别 9 家，主体 AA+ 级别 9 家，主体 AA 级别 8 家，主体 A 级别及以下级别 4 家，另有 1 家主体级别未公开。

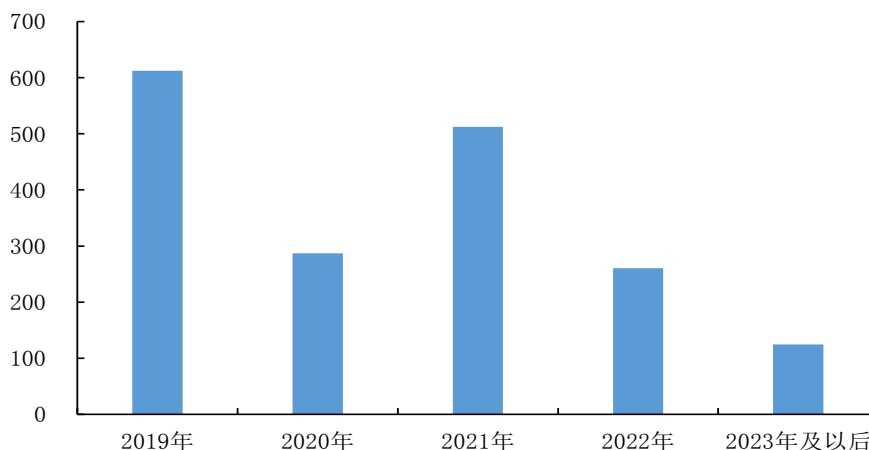
图 4 2018 年新发行债券种类占比情况 (单位：%)



数据来源: Wind, 大公整理

截至 2018 年末，零售业在公开债券市场上存续债规模 1,746.10 亿元，同比增长 9.65%，有存续债券的发行主体共计 56 家，同比减少 3 家，其中 AAA 级主体 10 家，AA+ 级主体 12 家，AA 级主体 23 家，AA- 级主体 1 家，AA- 以下级主体 4 家，另有 3 家主体级别未公开，主体级别主要集中在 AA 级别及以上。截至 2018 年末存续债中，2019 年到期的存续债券规模为 612.40 亿元，占总存续债券规模的 35.07%，占比最大。

图 5 2018 年存续债券期限结构情况 (单位：亿元)



数据来源: Wind, 大公整理



总体来看，零售行业发债规模呈下降趋势，行业发债主体向高级别集中，但 2018 年低级别主体明显增多，且存续债中 2019 年到期的债券占比最大，短期偿付压力较大。

2018年以来，零售行业多家企业出现实质性违约；2019年需重点关注含潜在流动性风险的企业。

截至 2018 年末，零售行业发债企业主体信用级别和展望调整的企业共 5 家，其中 4 家主体级别调低，1 家主体级别调高。

降级方面，江苏宏图高科技股份有限公司（以下简称“宏图高科”）主体信用等级由 AA 连续下调至 C，调级理由为 2018 年前三季度财务指标持续弱化、股权冻结等事项降低了相关资产流动性以及控股股东支持力度减弱，且到期债券发生实质性违约。三胞集团有限公司（以下简称“三胞集团”）主体信用等级由 AA 连续下调至 BB，调级理由为三胞集团流动资金紧张，不能如期回购其到期的理财计划；三胞集团 2018 年 1~9 月经营性现金流净流出 48.83 亿元，现金及现金等价物净减少 21.32 亿元；三胞集团下属核心上市子公司宏图高科的到期债务“15 宏图 MTN001”及“18 宏图高科 SCP002”未能按期兑付本息；三胞集团持有的下属两家核心上市子公司宏图高科和南京新街口百货商店股份有限公司的股份，均已处于冻结状态，且累计的轮候冻结股份数量很大。大连金玛商城企业集团有限公司（以下简称“金玛集团”）主体信用等级由 AA 连续下调至 CC，调级理由为其关联企业出现客户资金延期兑付情况，其实际控制人承诺为此负责，导致金玛集团面临很大的再融资和流动性压力，并最终发生到期债务实质性违约。中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“华阳经贸”）主体信用等级由 AA 连续下调至 C，调级理由为由于银行抽贷、断贷导致流动性不足，其发行的“15 华阳经贸 MTN001”在债券兑付日（2018 年 9 月 30 日）未能按期兑付本息，形成实质性违约，并触发存续债券“18 华阳经贸 CP001”和“18 华阳经贸 CP002”的交叉违约条款。



表 12018 年零售企业级别变动情况

序号	企业名称	级别调整日期	评级机构	调整前		调整后	
				级别	展望	级别	展望
1	江苏宏图高科技股份有限公司	2018/9/4	中诚信国际	AA	-	AA-	-
		2018/11/16	中诚信国际	AA-	-	A	-
		2018/11/29	中诚信国际	A	-	BBB-	-
		2018/12/11	中诚信国际	BBB-	-	C	-
2	三胞集团有限公司	2018/7/20	中诚信证评	AA	稳定	AA-	-
		2018/8/31	中诚信证评	AA-	-	A	-
		2018/11/29	中诚信证评	A	-	BBB-	-
		2018/7/25	中证鹏元	AA	稳定	AA-	负面
		2018/9/6	中证鹏元	AA-	负面	A	负面
		2018/12/13	中证鹏元	A	负面	BB	负面
		2018/7/26	中诚信国际	AA	稳定	AA-	-
3	大连金玛商城企业集团有限公司	2018/10/9	中诚信证评	AA	稳定	AA-	-
		2018/10/11	中诚信证评	AA-	-	BB	-
		2018/10/12	中诚信证评	BB	-	CC	-
4	中国华阳经贸集团有限公司	2018/9/30	联合资信	AA	稳定	CC	负面
		2018/10/29	联合资信	CC	负面	C	负面
		2018/10/9	大公国际	AA+	稳定	C	-
5	苏宁电器集团有限公司	2018/6/26	联合信用	AA+	稳定	AAA	稳定

数据来源: Wind, 大公整理

整体来看,流动性压力是导致上述企业级别下调和债务违约的关键因素。具体来看,2014年以来,通过大量境内外收购,三胞集团资产规模迅速增加,但盲目扩张产生的大量并购贷款和杠杆融资致使三胞集团债务负担加重,最终导致流动性不足,级别下调。2017年末,金玛集团其他应收款前五名占比为64.18%,欠款方集中度较高,且其他应收款中持金玛集团5%(含5%)以上股份的股东及其他关联方单位的欠款比例为44.11%,关联方欠款规模较大,回款及资金占用问题较大;同期,金玛集团受限资产规模占总资产规模的51.03%,是净资产的1.07倍,受限资产规模很大。最终,由于实际控制人兑付客户资金,金玛集团再融资和流动性压力增加,形成违约。2017年末,华阳经贸其他应收款为24.08亿元,同比大幅增加16.46亿元,主要是预付投资款大幅增加所致;应收账款39.36亿元,同比增加9.99亿元;预付款项35.01亿元,同比增加6.29亿元,应收和预付



类款项大幅增加致使华阳经贸占款风险大幅增加。此外，2018年1~9月，华阳经贸投资性现金流净流出额为43.05亿元，较2017年全年高出14.99亿元，主要是项目投资支出增加所致，对外投资规模扩大致使资金消耗大幅增加。银行抽贷、断贷致使资金流动性进一步下滑，导致违约。

此外，苏宁电器集团有限公司主体信用等级由AA+调整为AAA，调级理由为其收入规模以及盈利能力等方面均居于国内家电连锁行业领先地位，且其一直致力于加强内部管理和稳定单店效益，具有长期发展优势。

综合来看，流动性风险是2018年行业内企业违约的主要因素，预计2019年，对外投资和收并购规模较大及应收和预付类款项规模增长较快的企业，潜在信用风险仍然较高，需重点关注。