

零售行业信用评级方法

一、行业界定

零售行业是我国流通业和服务业的重要组成部分，担负着促进生产、增加就业、繁荣市场和满足人们多层次需求的重要任务，在国民经济中具有重要的战略地位。

零售行业是指在商品流通领域中专门从事零售交易活动，将商品或者劳务销售给最终消费者，由各类百货零售、超级市场零售、便利店零售、其他综合零售和其他类专门零售等零售企业及零售业态构成的行业。

安融评级有限公司（以下简称“安融”或“安融评级”）按照国家统计局国民经济行业分类标准(GB/T 4754-2017)，结合国际行业分类标准（GICS，Global Industry Classification Standard）和实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。

在具体指标方面，安融评级界定零售行业企业的标准如下：当受评主体零售业务的营业收入比重大于或等于 50%，则将其划入零售行业；当受评主体零售业务的营业收入比重

小于 50%，但该业务营业收入和营业利润均在业务结构中占比最高，而且均占到受评主体营业收入和营业利润的 30%及以上，也将其归属为零售行业。本评级方法适用于零售行业企业（以下也称“受评主体”或“公司”）的主体长期信用评级，是对其偿债能力和偿债意愿的综合评估。

二、行业特征

1、行业内竞争激烈

零售行业处于产业下游，直接面对消费者市场，行业处于完全竞争。我国零售行业集中度较低，企业数量较多，竞争激烈。从经营模式看，传统的零售企业之间优势差距不明显，同质化问题愈发严重，同时经营网点较为集中，业态单一，外来零售商的进入进一步加剧了区域性零售企业的竞争压力。

在经济下行压力下，市场竞争将导致零售企业之间的兼并、重组、联合与淘汰，促成一些大型、特大型甚至是跨国连锁经营企业的出现，中小型零售企业生存困难。经过多年发展，目前我国零售行业区域格局已较为明显，形成了京客隆、物美和永辉等一批区域型零售龙头。但受限于我国广阔的疆域及复杂的供应链体系，实体零售企业往往在对外扩张过程面临诸多挑战，能够真正实现全国布局的企业仍相对较少。这也从侧面反映出零售行业的竞争激烈程度。

2、消费转变引领行业变革，“新零售”概念突出

在当前互联网时代，在物流及金融支付体系的支持下，互联网零售行业蓬勃发展，以淘宝（天猫）、京东等为代表的大型电商已在一定程度上形成了全国性覆盖。消费者在互联网的技术支持下，消费观念和消费思路出现转变，线上消费日渐成为潮流。同时，企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，并形成线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的“新零售”模式。消费升级将影响和加速零售行业转型升级。

3、多业态经营、线上线下双渠道日渐成为主流

外部竞争的加剧，经营成本的增加以及消费者需求的多样化，使得多业态经营已逐渐成为零售行业的主流趋势。具备一定规模的零售企业不断扩大经营范围，通过涉足百货、超市、购物中心、奥特莱斯、电商等业态，一方面扩大销售规模、增加盈利来源；另一方面也试图通过业态组合，实现客源共享，发挥协同效应。

线上线下双渠道日渐成为主流。目前，传统零售行业加速开发线上电商平台，而电商平台又发展线下实体门店，O2O模式成为各大零售巨头共同看好的未来零售模式，这一模式将加快线上与线下零售渠道的进一步融合。

4、行业未来发展前景和趋势

近年来我国政府致力于推动经济结构调整，将消费作为

激活经济增长的内生动力，扩大消费内需，大力推进消费补贴政策。居民消费与零售行业息息相关，因此安融评级认为零售行业面临的产业政策为鼓励发展政策。

在判断行业发展状况和发展前景时，当消费者信息指数较高时，消费者对未来经济、收入等持有较为乐观的态度，能明显刺激现阶段消费行为的发生；当消费者信心指数较低时，消费者表现较为悲观，对现阶段消费有消极作用，从而降低零售企业的经济效益。安融会结合行业现状及专家经验对行业发展前景进行定性判断。

同时，未来市场竞争将导致零售企业之间的兼并、重组、联合与淘汰，促成一些大型、特大型甚至是跨国连锁经营企业的出现，优胜劣汰的情况将成为零售行业未来较为突出的一项行业特点。

三、评级思路

按照《安融信用评级有限公司评级方法总论》，安融评级对零售行业的评级思路是：从零售行业企业主体信用风险影响因素出发，综合考量受评主体的经营风险和财务风险，并遵循偿债能力和偿债意愿相结合、个体评级和支持评级相结合、定性和定量分析相结合的原则，最终通过业务发展状况和财务风险状况二维评级框架得出受评主体基础信用等级。

对受评主体的业务发展状况进行评估时，安融评级重点

考虑两个方面：经营环境和经营能力。对经营环境重点考察的因素包括宏观环境、产业政策和区域市场环境；对经营能力重点考察因素包括规模、品牌及市场地位、经营多元化、扩张能力、供应商及营销和公司治理。而对财务风险状况的评估，则主要从资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力分析五个方面进行考察。

在分析各评级要素或子要素时，为保障评级标准的一致性，安融评级采用评分表工具，通过构建业务发展状况评估模型和财务风险状况评估模型，设置各评级要素的衡量标准和评分方法，并根据重要性原则，按照层级分解的方式由专家意见给出各子要素的评级权重，计算得出受评主体业务发展状况和财务风险状况各自的总评分，通过各自的映射关系得到业务发展状况等级和财务风险状况等级，最后通过评估矩阵，得出受评主体基础信用等级。

在此基础上，安融评级综合考虑对受评主体信用品质或偿债能力产生重大不利影响或有利影响的事项（调整事项），对其基础信用等级进行调整得出受评主体参考信用等级。

四、评级要素

（一）经营环境分析

1、宏观环境

宏观环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策、政府投资政策等在内的宏观经济调控政策。

零售行业的需求具有抗周期性波动特征，其中低层次消费需求刚性较大，抗周期性较强；而中高档百货、家电连锁企业等受经济波动影响较大。在经济处于上升周期时，居民收入水平不断提高，中高档消费需求较高，行业经济效益较好，相反当经济处于下行周期时，宏观经济低迷使得中高档消费疲软，行业经济效益将会下降。同时，零售行业受国家宏观经济调控影响，在宽松的货币政策下，低利率使得居民的储蓄意愿下降，消费的意愿增强，从而拉动零售行业需求；反之，紧缩性货币政策将降低居民的消费需求。所以一般认为，宽松性货币政策对零售行业发展较为有利，稳健性货币政策对零售行业发展影响中性，紧缩性货币政策对零售行业发展较为不利。此外，由于我国每年外贸进出口量巨大，国际贸易环境变化对零售行业的影响也是至关重要。当贸易保护主义抬头时，会加大产品出口难度，进而使国内市场竞争更加激烈。另外，我国经济城乡二元化特点决定了城镇化进程的推进将刺激消费支出增长，从而推动零售行业发展。

安融评级主要关注：（1）宏观经济调控政策变化的方向、可能性以及对零售企业的市场需求、资金成本的影响；（2）零售行业对 GDP 的贡献程度变化，即零售行业消费占 GDP 比例变化情况；（3）外部贸易环境；（4）城镇化率。

2、产业政策

产业政策是国家为了促进国民经济的稳定协调发展，对

某些行业进行一定形式的扶持或限制的政策，具体可分为鼓励发展、一般态度、限制发展和要求淘汰四种。对于不符合产业发展政策的企业将被要求整改、调整甚至淘汰，整改与调整成本抑制了盈利能力，列入淘汰范围的项目则被限制或禁止发展，因而信用风险加大；反之，符合产业政策的企业在项目审批、融资等方面获得较大支持，信用风险相对较低。

2016年，国务院办公厅印发《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作出部署，而且居民消费与零售行业息息相关，因此安融认为零售行业面临的产业政策为鼓励发展政策。

安融评级主要关注：（1）产业发展政策对零售行业行业结构、产业布局和产业组织的调整；（2）网络技术及物流产业发展对传统零售行业的冲击；（3）上下游行业的政策变动以及对零售行业的影响。

3、区域市场环境

区域市场环境，主要包括零售企业所处销售半径的地区经济发达程度以及居民需求特点。现阶段我国区域经济发展较不均衡，各地区的经济发展状况和居民收入水平差异较大，不同区域间零售企业的经济效益也存在较大的差距。一般而言，经济较为发达的城市，当地市场消费能力较强，区域优势明显；相反，如果受评主体经营区域处于经济欠发达城市，

当地市场消费能力较弱。

安融评级主要关注：（1）该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重和 GDP 增长率等；（2）该地区居民消费结构和销售商品结构。

（二）经营能力

1、规模

零售行业特点决定了企业的经营状况受规模影响十分明显，也是企业获得优势竞争地位的关键因素。一方面，零售行业进入门槛较低，竞争激烈，毛利率无法显著提升的情况下，规模将决定盈利水平。且随着运营与人力成本的提升，规模越大，可使得单位成本费用率下降。另一方面，零售商规模越大，越有助于提高与供应商、品牌商的议价能力，有助于进一步降低主业成本。

另外，规模上的优势往往能够提高企业的风险抵御能力，在宏观经济下行和行业周期性波动时期，依靠自身的资金回笼及储备、信用政策、资产变现等方面的优势，可在一定程度上抵御外部系统性风险。

安融评级主要关注：（1）近三年年均销售额及销售量、客单价及平效；（2）拥有门店数量及分布、门店关闭新开情况、主力门店的贡献度；（3）销售商品结构及多样性。（4）总资产规模、业务收入和净资产规模等。

2、品牌及市场地位

品牌和市场地位是零售企业的核心竞争力。品牌是指公司产品知名度和影响力，在同等情况下，较强的品牌影响力往往伴随着较强的上游议价能力以及超出行业平均水平的利润率。品牌影响力大的企业在聚客能力、议价能力、市场拓展等方面会更具有优势。

零售企业的市场地位决定了其在一定区域内的竞争力。如一些区域零售龙头通过区域市场密集布点或依靠品牌影响力，因此，市场占有率是市场地位的一个核心指标。市场占有率指一个企业的销售量（或销售额）在市场同类行业中所占的比重。较高的市场份额是公司具备相对竞争优势的结果，持续的高市场份额有利于降低经营风险。品牌影响力是指公司品牌开拓市场、占领市场、并获得利润的能力，在同等情况下，较强的品牌影响力往往伴随着较强的上游议价能力以及超出行业平均水平的利润率，其抗风险能力将优于竞争对手。

安融评级主要关注：（1）经营历史；（2）广告投入及市场推广；（3）同种产品市场占有率；（4）相对同行业其他品牌产品价格；（5）当地市场排名。

3、经营多元化

零售企业的专业化经营可使得其对行业运作规律及风险具有深刻的认识，从而在竞争中处于一个相对有利的位置；但同时，专业化经营也往往伴随着较大的风险，一旦消费模

式发生转变，将使得企业陷入困境。近些年来，在流通体制改革和对外开放的推动下，中国零售行业无论在规模或业态结构方面取得了较快的发展，由单一的百货商店为主导的业态结构，发展为百货商店、超级市场、仓储商店和专业商店并存的多元化业态结构。多元化发展成为多数零售企业的目标发展战略。

安融评级主要关注：（1）业态多元化及占比情况；（2）营业收入分布情况；（3）品牌连锁情况；（4）各地区业务发展情况；（5）经营模式多样性分析。

4、扩张能力

零售企业依赖内生式增长和外延式扩张两种方式实现收入及盈利的可持续增长。内生式增长，包括来客量增长、客单价提升、精细化管理、有效营销等带来的较高的可比门店销售增长。故而内生式增长更多依靠于企业的门店运营能力，涉及所售商品的配置、展示陈列方式、门店硬件环境、营销手段、会员管理及维护、服务质量等。外延式扩张则以开拓新业态和新市场来提升规模 and 市场份额，方式包括新开门店及并购等。外延式扩张对收入的拉动一般较为明显，但其实施过程中也面临一定挑战，包括新业态或新市场进入后专业人才的配备；业务规模扩大后物流、信息流、资金流等方面需求的增加；企业在外延式扩张的同时，也面临着区域消费差异、品牌影响力降低、供应链支持难度加大等带来的

挑战。

安融评级主要关注：（1）门店扩张数量及速度；（2）扩张战略及成效；（3）扩张方式及资本支持力度。

5、供应商及营销能力

零售企业供应商多为中间商，不同零售企业通过自身市场定位选择相应合作的供应商。拥有稳定合作的供应商有利于零售企业保持稳定经营、提升品牌竞争力。

销售能力是零售企业拓展规模以及可持续发展的核心要素。拥有专业招商团队、充足的品牌库，合作良好且稳定的商户能够保障零售企业的出租率及租金获取水平，同时能够保障新拓展商铺的良好经营。营销能力是零售企业获得良好盈利水平的保障，零售企业往往需要根据节日、商圈活动和商品推广等事项进行营销活动，同时需要根据商户销售表现进行调整以优化品牌结构，提升吸引力。

安融评级主要关注：（1）供应商选择及管理制度；（2）供应商集中度；（3）供应商稳定性；（4）营销管理及考核指标；（5）营销活动计划安排；（6）营销支出转化率等。

6、公司治理

一般而言，完善的公司治理结构和机制有助于保障企业经营决策的科学高效，能有效促进企业的利润创造，使企业核心竞争力不断提升，且在市场竞争中保持持续性优势，进而实现利润最大化。较高的管理素质对市场环境有良好的分

析判断和创新能力，能及时把握市场机遇和规避市场风险，并采取有效经营决策，不断扩大经营规模和调整产品结构，以维持和提高产品产销水平和市场占有率，同时加强成本控制力度。零售行业企业可以通过调整经营模式、加强企业内部管理、促进企业上下游供应链管理 etc 内外部风险管理和控制来提升竞争力。

安融评级主要关注：（1）股权结构及股权集中度；（2）股东会、董事会、监事会机制运行的有效性等；（3）公司治理对债权人权利的保障程度等；（4）管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度等；（5）企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；（6）内部控制制度是否健全。

（三）财务分析

对零售企业的财务分析主要基于资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力等方面。

1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。在判断资产质量时，我们会考虑资产的实际价值和变现能力。如零售企业根据业态不同，可能存在从没有库存商品到大量库存商品的不同表现，因此导致账面存货科目的巨大差异。对于存在大量存货的零售企业需要重点关注存货周转速度，以更好反映其运营效率。此外，对于重资产

的零售企业而言，其往往具有着规模较大的固定资产或投资性房地产，对于其折旧政策、计量模式、抵质押情况和实际价值等也须给予关注。

安融评级主要关注：（1）应收账款规模、增速及坏账计提；（2）企业的商业信誉；（3）资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；（4）资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等。

2、资本结构

零售企业的资本实力对其可持续发展具有着重要意义，且企业资本实力越雄厚，其抵御风险的能力也越强。在对资本结构分析时，我们主要关注企业的财务杠杆水平，其值越高意味着越大的财务风险。另外，我们也会关注表外数据（包括对外担保及其他或有负债等）对企业资本实力及偿债能力的影响，以及未来规划的投融资等活动对企业债务杠杆的可能影响及变化趋势。在企业负债结构方面，鉴于流动资金需求量大，零售企业的债务结构一般会呈现短期化特征，融资主要通过流动负债来解决（包括银行借款、商业信用、发行预付卡等）。流动负债中，商业信用及发行预收款形成的偿付债务具有一定弹性，故而主要关注短期刚性债务在债务中的占比。

安融评级主要关注：企业资产负债率；总资本化比率；有息债务规模大小、债务负担的程度；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等。

3、盈利能力

安融选择销售毛利率、总资产报酬率作为来衡量零售企业盈利能力的主要指标。销售毛利率，反映零售企业的上下游议价能力和初始盈利能力，销售毛利率的高低反映出零售企业商品采购、销售和成本控制能力的变化，从而在一定程度上反映出企业的市场竞争力和市场地位。总资产报酬率集中体现了资产运用效率和资金利用效果之间的关系。在零售企业资产总额一定的情况下，利用总资产报酬率指标可以分析盈利的稳定性和持久性。

除此之外，我们在考察行业内企业的盈利时还关注成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，营业利润率、EBITDA、主营业务收入及增长率等。

安融评级主要关注：（1）成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，期间费用率与经营收入的匹配，成本费用利润率；（2）利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；（3）投资回报率，包括总资产报酬率和净资产收益率；（4）收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率。

4、现金流量

充足的资金是项目投资及企业顺利经营的关键，现金流量是评价零售企业偿债能力的核心。由于频繁进出货与库存，

零售企业的短期现金流呈现较大的波动性。因此，安融评级更加侧重于企业获得现金流的持续性、现金流对债务的覆盖情况等。

安融评级主要关注：（1）企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；（2）投资计划对资金的需求；（3）筹资现金流规模与经营规模的匹配性。

5、偿债能力分析

偿债能力旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力和现金流分析的结果，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。

安融评级主要关注：（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；（2）长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；（3）其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增发配股。在分析其它信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

（四）外部支持

能获得外部支持的评级对象往往在业务经营和发展、财

务安全等方面可以获得额外的保障。

安融评级主要关注：（1）银行可用授信额度；（2）母公司、股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、留存收益情况和对企业经营（如夯实内部制度框架、制定自身发展规划和战略意图）的实际支持；（3）政府支持程度，政府对零售行业的支持力度主要取决于该行业在国民经济中的比重和社会贡献率等。

（五）特殊调整因素

安融评级对其它特殊事件也会重点关注，如重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故、公关危机等。

五、评级指标体系

表：零售行业公司主体长期信用评级指标

一级指标	二级指标	三级指标
经营环境	宏观环境	货币政策、财政政策、宏观调控政策、政府投资政策、国内 GDP 增长率及变动趋势、外部贸易环境和城镇化率等
	产业政策	产业发展政策对零售行业行业结构、产业布局和产业组织的调整；网络技术及物流产业发展对传统零售行业的冲击；上下游行业的政策变动以及对

		零售行业的影响
	区域市场环境	区域 GDP 占全国的比重、区域 GDP 增长率；该地区用零售行业发达程度；地区居民消费结构、销售商品结构
经营能力	规模	近五年年均销售额及销售量、客单价及平效；拥有门店数量及分布、门店关闭新开情况、主力门店的贡献度；销售商品结构及多样性；业务收入、总资产规模、净资产规模等
	品牌及市场地位	经营历史；广告投入及市场推广；同种产品市场占有率；相对同行业其他品牌产品价格；当地市场排名
	经营多元化	业态多元化及占比情况；营业收入分布情况；品牌连锁情况；各地区业务发展情况；经营模式多样性分析
	扩张能力	门店扩张数量及速度；扩张战略及成效；扩张方式及资本支持力度
	供应商及营销能力	供应商选择及管理制度；供应商集中度；供应商稳定性；营销管理及考核指标；营销活动计划安排；营销支出

		转化率等。
	公司治理	股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会机制运行的有效性；公司治理对债权人权利的保障程度；管理层的执行能力、动机、行业经验及对待风险的态度；企业对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性；内部控制制度等
财务分析	资产质量	应收账款规模、增速及坏账计提；企业的商业信誉；资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；资产质量，体现在资产的抵押及质押情况，包括受限资产占总资产及净资产的比重等
	资本结构	企业资产负债率；总资本化比率；有息债务规模大小、债务负担的程度；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等
	盈利能力	成本控制、费用控制能力、主业盈利能力，包括主营业务毛利率及稳定性，

		<p>期间费用率与经营收入的匹配，成本费用利润率；利润率，包括营业利润率、EBITDA/主营业务收入；投资回报率，包括总资产报酬率、净资产收益率；收入和利润的增长，包括主营业务收入增长率、EBITDA 增长率</p>
	现金流量	<p>企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性</p>
	偿债能力分析	<p>短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产和现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保障能力；长期偿债能力，主要考察EBITDA对全部债务和利息的保障能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；其它支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括但不限于资产出让、引入战略投资者、IPO 和增分配股</p>
外部支持	外部支持分析	<p>银行、股东、母公司、政府支持力度；</p>

		是否有其它公开融资渠道
特殊调整 因素	外部重大事件	重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、历史债务违约、重大事故