

作者：刘广华
邮箱：research@fecr.com.cn

2019 年零售行业信用展望

零售行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国零售行业未来 12 个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对零售行业的展望为稳定，这一结论是基于我们对消费市场平稳增长的预期以及该行业财务指标的稳定。

随着我国经济结构不断调整升级及逐步向消费型经济结构转型，国内经济总量将继续保持稳定增长，从而能为零售行业发展提供良好的条件。同时，在国内人口增长，城市化进程持续推进，居民收入水平以及消费层次不断提高，以及国家政策鼓励消费等因素的支撑下，国内零售市场依旧拥有着持续增长的潜力。但同时，国内经济结构调整、新旧动能转换过程带来的阶段性压力，以及中美贸易摩擦等外部因素引发的压力，对国内消费市场发展也带来一定不确定因素。

政策方面，基于国内经济向消费主导型经济结构的转变趋势，零售业未来发展有望获得政府的持续支持，行业预期仍将面临相对宽松的政策环境。政府出台多项政策促进消费升级，在积极推动电子商务发展的同时鼓励实体零售企业进行商业模式创新，促进线上线下融合发展，且行业标准和规范进一步细化，有助于推动实体零售行业转型升级。

行业竞争格局方面，由于零售行业高度市场化且集中度偏低，线上与线下企业间竞合关系凸显，目前，实体零售企业持续推进经营及战略调整，加速与互联网企业的融合，通过创造新的零售场景和经营模式，优化升级成为全渠道零售，新的实体零售格局正在形成；同时，经营同质化、价格竞争依然存在，实体零售行业竞争日趋激烈。

展望 2019 年，经济增速预期不会出现大幅下滑，随着行业转型和整合步伐的加快，传统零售企业盈利能力有望保持稳定。

Author: Liu Guanghua
E-mail: research@fecr.com.cn

Retail industry Outlook

Our outlook for the retail industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in the retail industry of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for the retail industry is stable, reflecting our expectation of sustained economic growth and a modest improvement in the sector's financial metrics.

With the continuous adjustment and upgrading of China's economic structure and the gradual transformation to the consumption-oriented economic structure, the domestic economic aggregate will continue to maintain steady growth, thus providing good conditions for the development of the retail industry. At the same time, the domestic retail markets still have the potential of continuous growth, supported by the domestic population growth, the continuous progress of urbanization, the continuous improvement of residents' income level and consumption level, as well as the national policies to encourage consumption and other factors. But at the same time, the domestic economic restructuring, the conversion process of new and old driving forces of economic growth, as well as external factors such as china-us trade friction pressure, have also brought some uncertainties to the development of the domestic consumer markets.

In terms of policies, based on the transition trend of domestic economy to consumption-oriented economic structure, the retail industry is expected to receive sustained support from the government in the future, and the industry is expected to still face a relatively loose policy environment. The government has issued a number of policies to promote the upgrading of consumption. While actively promoting the development of e-commerce, it encourages physical retail enterprises to carry out business model innovation and promote the integration of online and offline development. In addition, further refinement of industrial standards and norms will help promote the transformation and upgrading of physical retail industry.

In terms of industry competition landscape, due to the high marketization and low concentration of the retail industry, competition and cooperation between online and offline companies are prominent. At present, the physical retail enterprises continue to promote business and strategic adjustments, to speed up the integration with internet companies, through the creation of new retail scenarios and business model, optimizing and upgrading to become a full retail channels, and thus a new physical retail pattern is taking shape. At the same time, business homogenization, price competition still exists, the entity retail industry competition is increasingly fierce.

Looking forward to 2019, the economic growth rate is not expected to decline significantly. With the acceleration of industrial transformation and integration, the profitability of traditional retail enterprises is expected to remain stable.

一、行业运行概况

（一）零售行业供需情况

零售行业是直接面向终端消费者提供生活资料的行业，在国民经济中具有重要的战略地位。国内生产总值增速变化、货币政策、人均可支配收入、居民负债水平等关键经济要素的走势在很大程度上会影响零售行业的发展状况。经济的发展水平及增长的周期性波动直接影响居民的消费能力、消费观念及商品供给水平及结构，进而影响零售企业的盈利能力、资产流动性和现金流充足性。同时零售行业是拉动国民经济增长的三驾马车之一，是消费需求的主要载体，对经济增长的贡献日益突出。按照经营形式，本文主要针对超市市场（以下简称“超市”）、大型综合超市、便利店、仓储式商场、专业店、专卖店、购物中心等实体业态及企业进行分析。

我国零售行业市场化程度高，在国民经济中占有重要地位。得益于国内经济的不断持续发展、庞大的消费人口基数、国民收入的持续增长以及城市化推进带来的消费需求的提升等，我国零售行业多年来总体保持着持续增长的发展态势。但近年来，受宏观经济下行、政府对“三公”消费进行限制、海外购物消费分流等多重因素影响，国内消费需求拉动不足，零售业增速已连续多年出现下滑。然而，短期来看，受中美贸易摩擦不断升级等导致的外部环境恶化，以零售行业发展提振内需对于维持我国经济稳定发展具有必要性和紧迫性；长期来看，随着我国经济的持续发展及经济结构的调整，城市化进程的推进，居民收入水平的提高及消费结构的升级，国内零售行业仍有较大的增长空间。在我国宏观经济增速放缓趋稳的大环境下，零售行业增速有所放缓，行业整体处于平稳运营阶段。经初步核算，2018年国内完成生产总值（GDP）90.03万亿元，按可比价格计算，同比增长6.6%，增速比上年减少0.3个百分点。2019年上半年，国内完成生产总值同比增长6.3%，环比下降了0.3个百分点。从经济结构看，2018年，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为76.2%，出口依存度已下降至17.9%；最终消费拉动GDP增长5%，内需正在成为中国应对外部环境不确定性的强力支撑。

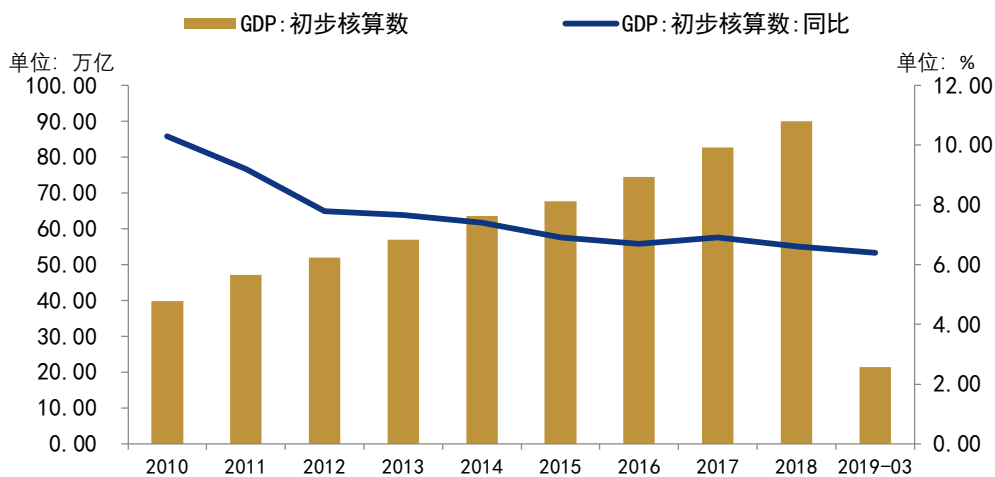


图 1：2010 年以来我国每年 GDP 初步核算数及同比增速

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

自2011年以来，消费品市场增速逐步放缓。根据国家统计局公布的数据显示，2018年，我国全年社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长8.98%，增速同比下降1.22个百分点，近年来增速持续放缓。2019年一季度我国社会消费品零售总额9.78万亿元，同比增长8.30%。我国消费品市场由高速增长进入中高速增长的新常态。

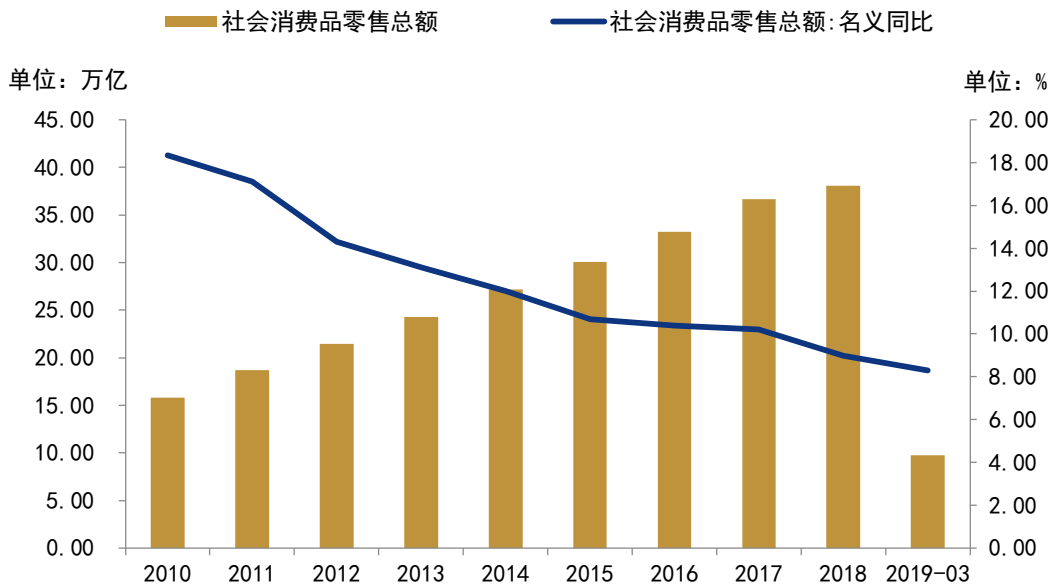


图2：2010年以来我国社会消费品零售总额及同比增速

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

需求方面，我国庞大的消费人口基数、居民收入的增长及消费水平的提升，为零售行业的平稳发展提供了基本支撑。2018年末全国大陆总人口为139,538万人，比上年末增加530万人。从城乡结构看，2018年城镇常住人口83,137万人，同比增加1,790万人，乡村常住人口56,401万人，同比减少1,260万人。2018年我国城市化率为59.58%，同比上升1.06个百分点，城市化率不断提高，我国城市化进程逐步加快也为消费市场的拓展提供了动力和空间。城镇化率的提升，城市形态的不断变化，为零售业多元化业态发展提供了机遇，使得各种实体零售业态（包括百货店、购物中心、奥特莱斯、超市卖场、便利店等）以及线上零售能获得更广阔发展空间，以满足国内居民日益多样化、个性化、专业化的消费需求。未来城镇化进程的加快将拉动消费持续增长。

同时，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，全国居民人均可支配收入28,228元，比上年增长8.7%，扣除价格因素影响，比上年实际增长6.5%；城镇居民人均可支配收入39,251元，比上年增长7.8%，扣除价格因素，实际增长5.6%。2019年一季度，全国居民人均可支配收入8,493元，比上年增长8.7%，扣除价格因素，实际增长6.78%；城镇居民人均可支配收入11,633元，比上年增长7.9%，扣除价格因素，实际增长5.9%。

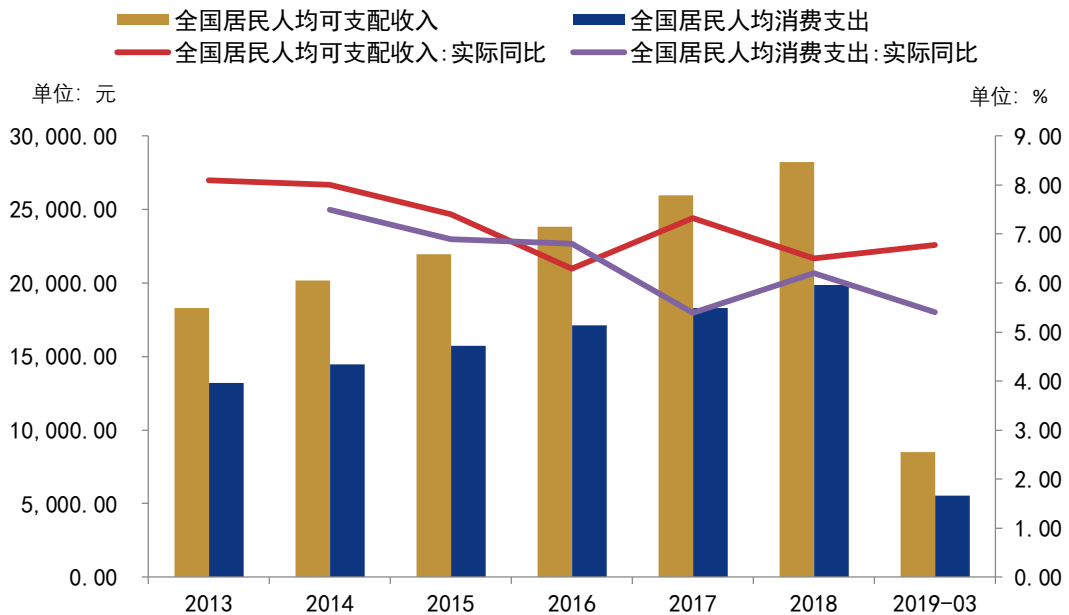


图 3：2013 年以来全国居民人均可支配收入和人均消费支出情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

国内居民收入水平的提高，购买力的提升，以及消费水平的升级，我国开始步入消费升级阶段，推动了消费支出的持续增长。2018 年全国居民人均消费支出 19,853 元，扣除价格因素，比上年实际增长 6.2%。2019 年一季度，全国居民人均消费支出 5,537.50 元，扣除价格因素，同比实际增长 5.4%。

从居民人均消费支出来看，食品烟酒、居住、交通通信持续占据支出的前三位。2018 年，全国居民人均食品烟酒消费支出占消费支出的比重继续降低，为 28.36%，比上年下降 0.97 个百分点，恩格尔系数进一步降低。此外，随着消费人口结构变化带来的消费观念转变，也为零售消费发展提供了助力，国内消费者信贷消费意愿的提升也进一步推动了消费支出的增长。

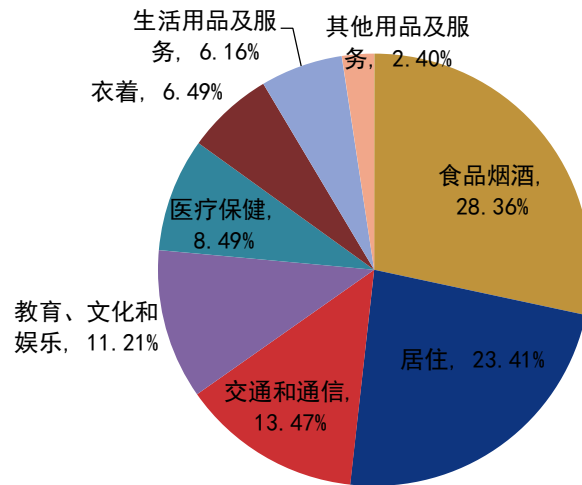


图 4：2018 年全国居民人均消费支出构成情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

消费者信心指数是反映消费者信心强弱的指标，综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。我国消费者信心指数自 2016 年第二季度以来呈现上行趋势，2017 年四季度高位震荡，并于 2018 年二季度开始有所下滑，后在 2018 年四季度呈现回升趋势，2019 年 4 月消费者信心指数为 125.30，升至近期内高点。持续稳健的消费者信心支撑消费意愿，为消费带来新的增长动力。

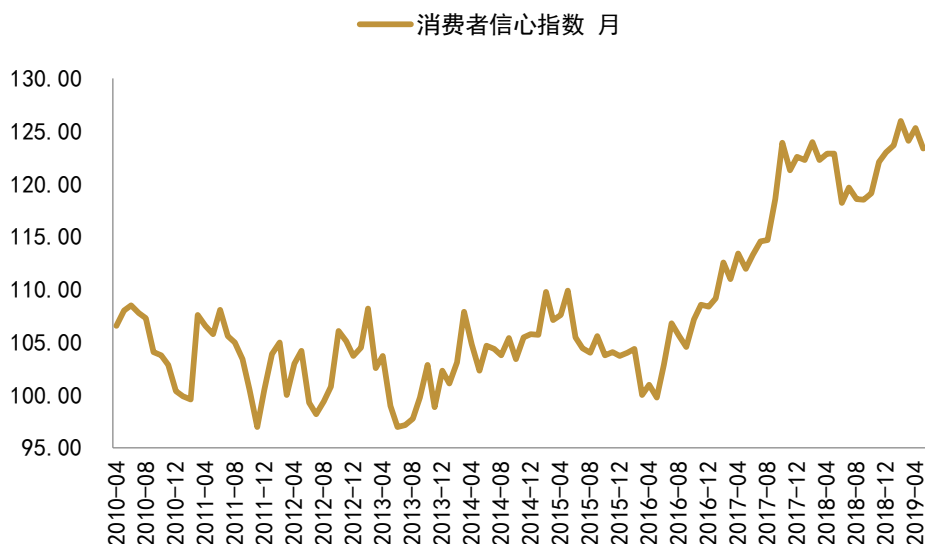


图 5：2010 年以来我国消费者信心指数变化情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

价格方面，2018年全国居民消费价格（CPI）上涨2.1%，涨幅比上年扩大0.5个百分点，延续了2012年以来涨幅低于3%的态势，属于温和上涨。商品零售价格（RPI）与居民消费价格的变动保持着较高的一致性。2018年，CPI同比增速重回2时代，预计2019年促消费政策出台、新的个税标准落地、消费的结构变化等因素将对CPI形成一定支撑，商品价格上涨趋势有望维持。

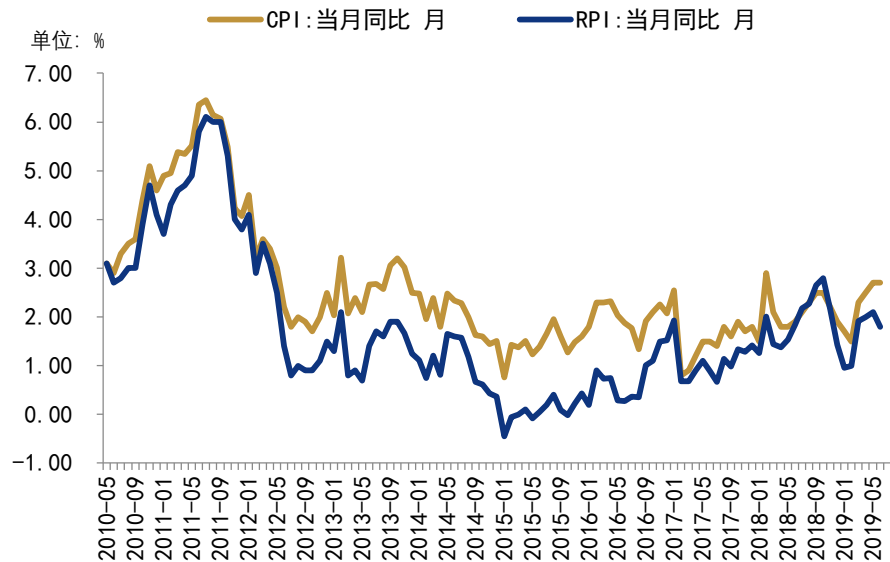


图6：2010年以来我国CPI和RPI变化情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，中美贸易摩擦等外部环境因素变化，以及由此引发的汇率波动也对我国内需产生直接影响。自2017年8月美国发起对华301调查至今，中美贸易摩擦历时已逾两年，期间经过多轮谈判仍无法达成协议，中美贸易摩擦不断升温，8月初美方称拟将于9月1日起对3000亿美元中国输美商品加征10%关税，离岸人民币汇率迅速贬至“7”上方，随后在岸人民币也跟随完成近十年的首次破“7”。中美贸易摩擦对我国经济的影响主要体现在，投资者对中国经济下行的预期导致资金流出、汇率波动，从而影响进出口贸易以及消费者心理预期，极大地增强市场的不确定性。总体来看，中美贸易战边谈边打将成为新常态，中国经济下行压力将再次加大，美国经济同样会受到冲击，也将显著拖累全球贸易产业链和全球经济，外部环境进一步恶化。

总体来看，在当前宏观环境下，随着国内经济结构性调整，经济发展对消费的依赖度有望不断提升。在我国人口持续增长，城市化进程不断推进，居民收入逐步提高，以及消费者对商品及服务多样化、差异化需求的提升等背景下，国内消费市场容量存在不断扩大的空间。但同时，国内经济结构调整、新旧动能转换过程带来的阶段性压力，以及中美贸易摩擦等外部因素引发的压力，对国内消费市场发展也带来一定不确定因素，外部环境恶化同时也体现了提振内需对于我国经济维持稳定发展的必要性和紧迫性。预计短期内零售业维持中低速度增长的可能性仍较大。

（二）行业内企业运营情况

本文以发债企业及上市公司为基础，筛选出零售行业经营数据分析样本 80 家（以下简称“样本企业”），其中截至 2019 年 3 月末尚有债券在存续期内的企业共 29 家，未发债上市公司 51 家。

2018 年，样本企业营业收入及净利润规模均快速增长。2018 年样本企业实现营业收入 11903.50 亿元，同比增速为 7.93%；实现净利润 522.42 亿元，同比增速为 21.56%。

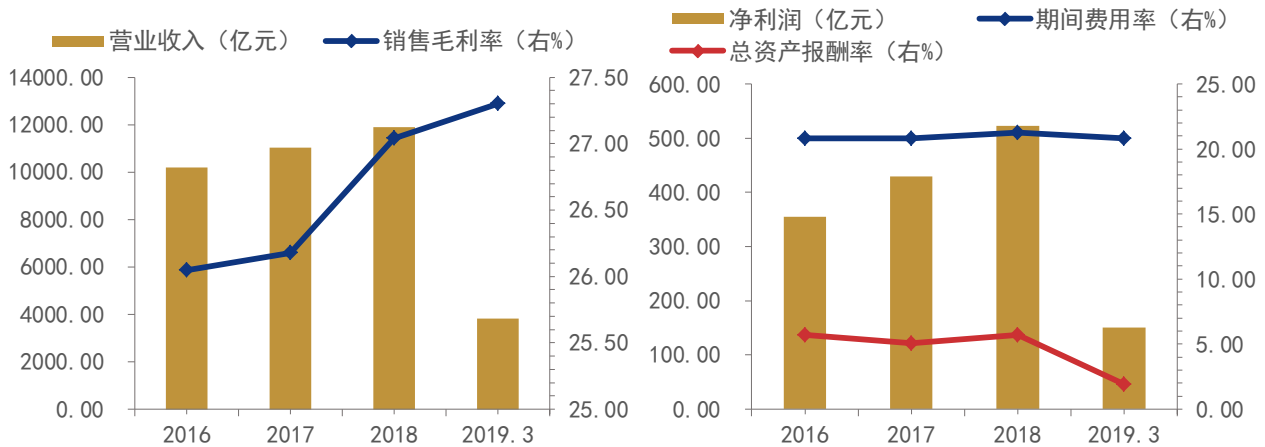


图 7：样本企业营业收入、净利润等盈利情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年来样本企业毛利率有所上升，2018 年样本企业平均毛利率为 27.04%，同比上升了 0.87 个百分点，保持在较高水平；2019 年 1~3 月样本企业平均毛利率为 27.30%，环比上升 0.26 个百分点。2018 年样本企业平均期间费用率为 21.25%，近年来较为稳定。2018 年样本企业平均总资产报酬率为 5.68%，较上年提升 0.61 个百分点，总体较为稳定。

近年来零售行业利润大幅提升，企业利润留存增加使得行业整体资产负债率持续小幅下行。2018 年末样本企业资产负债率为 53.17%，较上年下降 0.11 个百分点，2019 年 3 月末样本企业资产负债率进一步降至 52.32%。债务方面，样本企业 2018 年负债总额为 9999.70 亿元，其中有息债务为 6097.19 亿元，同比上升 53.32%，占负债总额的比重为 52.38%，占比较上年增加了 13.43 个百分点，有息债务规模及占比均较上年有大幅增长；2019 年 3 月末，样本企业有息债务 6884.40 亿元，占负债总额的比重为 52.32%。

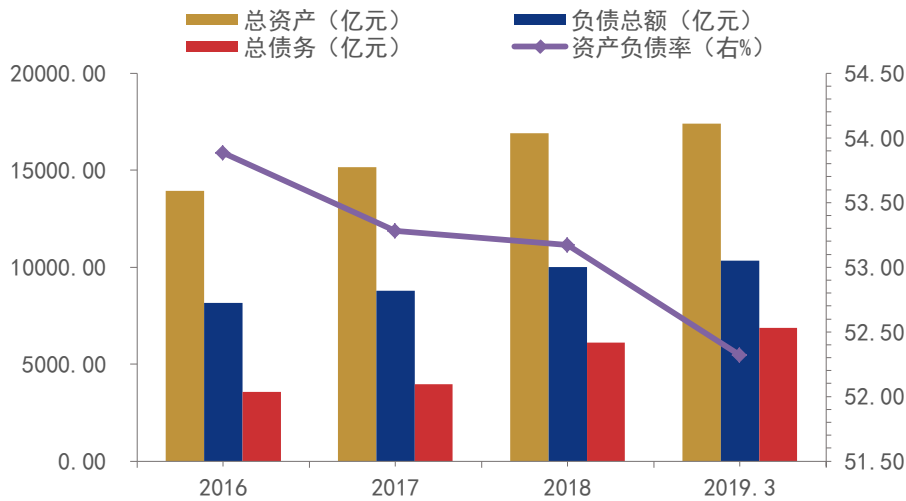


图8：样本企业资产负债情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年来零售行业回暖，样本企业经营性现金流净额大幅增长，2018年样本企业经营性净现金流为506.30亿元；同期投资性现金流净流出为623.18亿元，经营性现金流对投资性现金流无法完全覆盖，尚需一定的筹资性借款。2019年1~3月，样本企业经营性现金流净额为67.00亿元，投资性现金流净流出111.69亿元，仍需要一定的外部筹资。总体看，样本企业自身造血能力持续尚可，但由于投资需求较大，仍需一定的外部筹资。

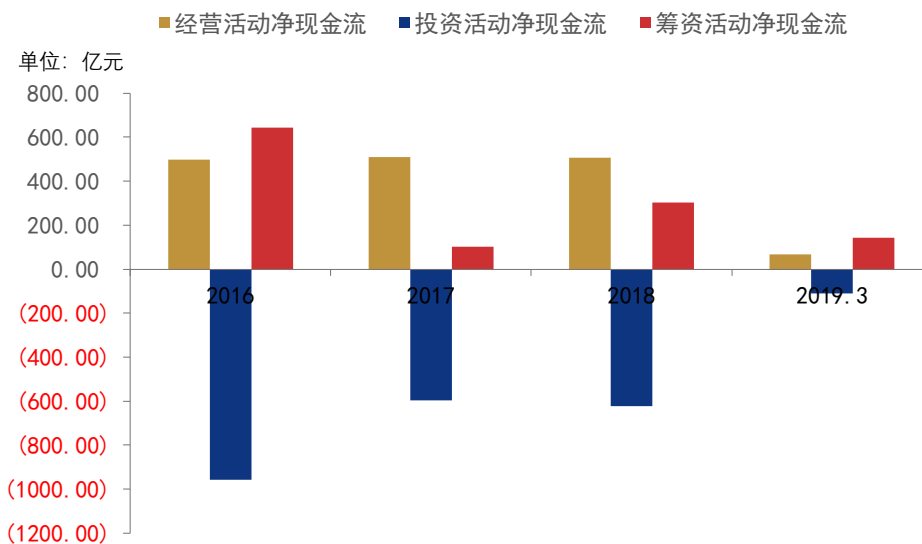


图9：样本企业现金流情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从运营效率来看，近年来样本企业存货周转率和总资产周转率均较为稳定，存货周转率稳定在19.5次/年上下，总资产周转率维持在0.97次/年上下。2018年末样本企业存货周转率为19.30次，较上年略微下降了0.63次；总资产周转率为0.92次，较上年下降了0.05次。2019年3月末样本企业存货周转率为5.54次，总资产周转率为0.28次。总

体来看，受行业增速放缓影响，存货及总资产周转率较上年略微有所下降，由于零售行业付现情况较好的行业特征，运营效率整体较高。

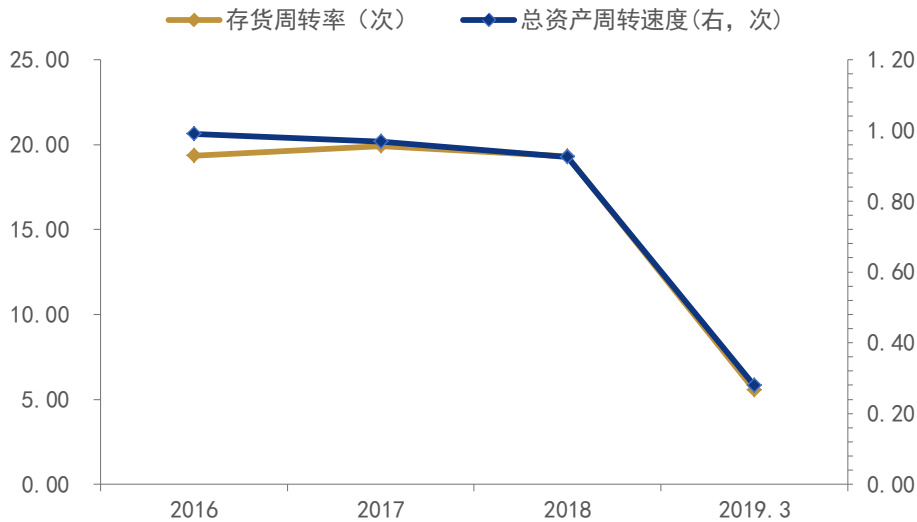


图 10: 样本企业存货周转率及总资产周转率

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从短期偿债能力看，2018年末样本企业平均流动比率为1.32，平均速动比率为0.98，样本企业流动资产对流动负债的保障程度较强，且近年来持续小幅提升。2019年3月末，样本企业流动比率和速动比率进一步升为1.32和0.98。从长期偿债能力看，由于样本企业有息债务规模增速较快，平均经营性净现金流/总债务由2016年末的18.97倍大幅降至2018年末的1.08倍；2018年样本企业平均全部债务/EBITDA为6.03倍，同比上年有较大幅度增长，近年来样本企业EBITDA对债务保障能力有所下降。

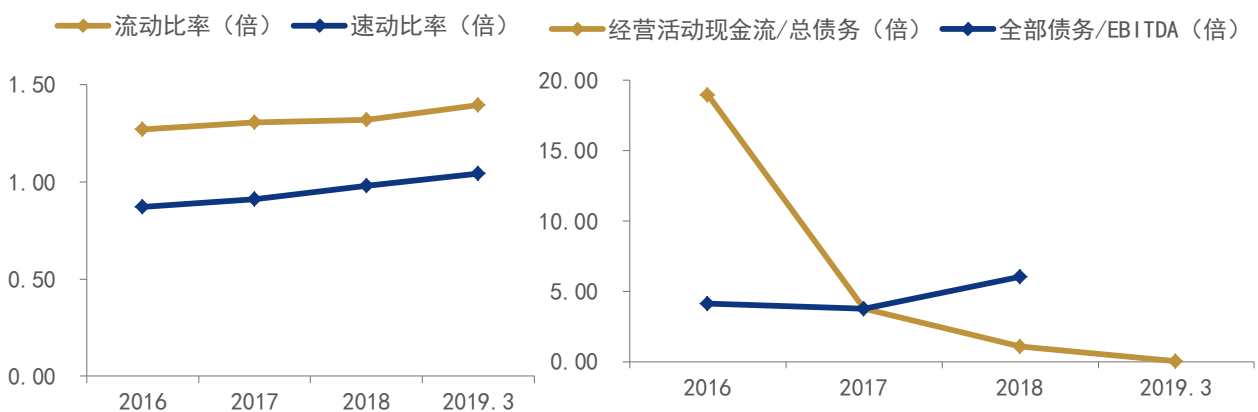


图 11: 样本企业偿债能力情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、行业政策

近年来，国家相关政策不断影响着实体零售行业的发展，政府相继出台针对实体零售行业发展的多项政策，以推进实体零售企业的快速转型升级并刺激内需增长。

政策方面，零售行业开放度高，且作为拉动经济的三驾马车之一，消费历来受到国家政府的高度重视。根据2016年11月商务部等多部委联合发布的《国内贸易流通“十三五”发展规划》，提出“十三五”期间，我国要从流通大国走向流通强国，通过实施消费促进、流通现代化和智慧供应链，促进流通升级；其中消费促进方面，要顺应个性化、多样化消费需求，改善消费环境，着力扩大居民消费；保障基本消费，满足中高度消费；积极引导海外消费回流；发挥新消费引领作用，加快培育形成新供给新动力，增强消费拉动经济的基础作用。并提出“十三五”期间，社会消费品零售总额年均增速10%左右的目标。预计“十三五”期间，以消费升级为主导的经济增长新格局将继续为零售行业发展提供支撑。

2016年11月，国务院印发《关于推动实体零售创新转型的意见》（以下简称“《意见》”），《意见》共提出5大类16项具体措施推动实体零售商转型升级，释放发展活力。其中，促进线上线下融合、创新经营机制与简政放权、促进公平竞争以及减轻企业税费负担等措施成为了支持实体零售转型发展的重要保障。

2017年2月，商务部等五部门发布了《商贸物流发展“十三五”规划》（以下简称“《规划》”），《规划》要求，“十三五”期间商贸物流成本明显下降，批发零售企业物流费用率降低到7%左右，服务质量和效率明显提升。同时，《规划》还公布了39个全国性商贸物流节点城市和具有地区辐射能力的64个区域性商贸物流节点城市名单，以满足消费升级、产业转型和城市发展，加快构建以物流分拨中心、专业配送中心、末端配送网点三级网络为主的城乡配送体系。加快发展商贸物流业，有利于提高流通效率，降低物流成本，对引导生产和扩大消费将起到积极作用。

2017年10月，国务院办公厅印发《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），《指导意见》指出，到2020年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系；供应链在促进降本增效、供需匹配和产业升级中的作用显著增强，成为供给侧结构性改革的重要支撑；培育100家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心；智慧供应链体系有利于实体零售企业提升运营效率并降低运营成本，推动其转型升级。

2017年11月，国务院关税税则委员会下发《国务院关税税则委员会关于调整部分消费品进口关税的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》表示，自2017年12月1日起，以暂定税率方式降低部分消费品进口关税，涵盖食品、保健品、药品、日化用品、服装鞋帽、家用设备、文化娱乐、日杂百货等消费品，共涉及187项商品，平均税率由17.3%降至7.7%。此次降税产品的一大特点是与人民生活息息相关，覆盖面广、降幅明显，降低进口关税有利于丰富国内消费选择，引导国内供给体系转型升级。

2018年9月，国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》（以下简称“《若干意见》”），提出稳步提升居民消费率，持续优化升级居民消费结构的总体目标。具体内容上包括，促进实物消费不断提档升级，大力发展便利店、社区菜店等社区商业，鼓励建设社区生活综合服务中心；推进服务消费持续提质扩容；引导消费新模式加快孕育成长，适应平台型消费，明确相关企业在知识产品保护、协助申报纳税等方面的责任和义务；推进农村居民消费梯次升级，逐步缩小城乡居民消费差距，鼓励和支持消费新业态新模式向

农村市场拓展。《若干意见》的发布有利于行业构建更加成熟的消费细分市场，有利于保障和改善民生，拓展消费新增长点。

此外，2017年以来各部门还相继出台了《国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》、《零售业特许经营技术指南》和《零售业商品管理绩效指标（KPI）体系》等文件。国家在不断细化行业标准和规范的同时，着力推动供应链系统的升级和创新，引导零售业蓬勃有序发展。

进入2019年以来政府连续推出一系列减税降费的政策，消费领域获得了政策面的重点支持和关注，消费将成为未来一段时间拉动国内经济增长新动力的主要引擎。截止5月底，今年已经召开了15次国务院常务会议，其中有11次会议均涉及到减税降费内容，目前降低增值税税率、下调社保费率、小微企业普惠性税收减免等主要措施均已出台实施，减税降费的红利将加速释放，有效减轻了企业和个税的负担。

国家税务总局数据显示，1-4月份全国累计新增减税5245亿元，在减轻企业负担的同时，增添了企业发展的新动能，助力经济平稳运行和高质量发展。增值税税率下调3%对渠道企业的利益留存影响较大，给零售企业带来了利润弹性。降税还能促进居民消费升级，消费者将享受到种类更丰富、价格更实惠的商品。自5月1日起，下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%，继续执行阶段性降低失业和工伤保险费率政策。各地降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例等政策如期落地实施后，政策红利正在逐步释放。

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；国家出台相关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。未来国家还可能出台一系列新的政策减免税收，通过刺激消费政策扩大消费，推动经济结构转型、稳定经济可持续性发展。

三、行业关注

宏观经济下行、消费结构变化及外部环境恶化风险。宏观经济环境的变化会对零售行业整体景气度产生一定影响，尽管由于经营的商品及服务与居民生活息息相关，并以一般消费品为主，存在着大量的刚性需求，因此相较一些强周期性行业，零售行业受其影响相对较小，但仍面临着因经济波动、消费驱动不足、CPI 下滑等导致零售行业增速不达预期的风险。同时，随着国人境外消费、跨境购物需求的增加，也存在着分流境内消费，影响行业增速的风险。此外，中美贸易摩擦不断升级对国际间资本流动、汇率波动、进出口贸易及消费者心理预期都将产生较大影响，外部环境进一步恶化，短期内我国经济下行压力将再次加大，一定程度上将对行业产生波动影响。

同质化竞争加剧及成本上升风险。我国零售行业企业数量较多，竞争较为激烈，同一类型零售企业的经营和管理模式、营销手段差异不大，行业进入及退出壁垒不高，传统的零售企业之间优势差距不明显，呈现出完全竞争的格局。同质化高强度竞争造成行业盈利难以得到显著提升。同时，对零售企业而言，物业租赁、人工、物流、营销、水电费等是其重要的成本费用支出构成。受制于国内物流成本及物业获取成本居高、人工成本不断上升等因素影响，零售企业经营的成本费用控制压力依然较大。

互联网新零售模式冲击风险。随着居民消费需求的不断升级，以网购为代表的新型消费模式冲击传统实体零售市场，零售商在顺应消费潮流趋势，及时进行运营升级调整，提升运营实力方面存在持续的需求。在新零售风潮下，零售行业内部整合速度有所加快，资本市场持续活跃，线上线下零售企业通过并购合作等方式寻求优势互补、资源

共享。在零售行业线上线下双向融合的趋势及行业变革加剧的情况下，零售商能否及时做出准确的商业判断及调整，或将影响企业的长期发展。

四、行业内发债企业信用分析

样本企业中有存量发行债券的共 29 家，样本企业主体级别分布情况如下：AAA 级别共 8 家，AA+ 级别共 7 家，AA 级别共 12 家，C 级别共 2 家。其中发行人评级为 C 的两家主体分别为大连金玛商城企业集团有限公司（以下简称“大连金玛”）和江苏宏图高科技股份有限公司（以下简称“宏图高科”），已发生实质性违约。

从级别变动情况来看，调高级别的两家企业分别为广州百货企业集团有限公司（以下简称“广百集团”）和物美科技集团有限公司（曾用名：物美控股集团有限公司，以下简称“物美集团”）。广百集团级别调升是因为其 2019 年以 38.32 亿元的对价完成对广州友谊 100% 的股权收购，经营规模扩大，零售业务资源增加，有助于进一步巩固及增强在广州地区零售市场地位；广百集团三元里地块收储补偿款到位，广百集团实现大量资金回笼，有助于增强资金实力及付现能力；广百集团拥有一定量自持物业及股票资产，能为偿债提供进一步保障，故将其级别调升。物美集团级别调高主要是因为：2018 年，物美集团超市、百货等零售主业保持了领先的市场地位和显著的规模优势，经营业绩持续向好，在零售韩各样增速放缓的情况下，2018 年物美集团营业总收入保持增长态势；2019 年 6 月，物美集团拟收购重庆商社（集团）有限公司 45% 的股权，目前已经物美集团董事会和股东会审议通过，本次交易完成后，物美集团将进一步优化零售业务的区域及业态分布，市场竞争力将进一步提升；物美集团持有泰康人寿股份有限公司等优质企业股权，2018 年，上述参股公司继续为物美集团带来稳定的、规模较大的投资收益；此外，目前物美集团在北京和上海等一、二线城市拥有较多的物业资产，随着近年来商业物业价格的上升，物业增值空间明显提升，且受限比例较低，能够为公司提供很强的偿债保障，故将其级别调升。

表 1：2018 年及 2019 年 1-7 月零售企业级别调整情况

发行主体	调整时间	评级机构	发行时评级	调整后评级	调整方向
广州百货企业集团有限公司	2019/07/25	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	AA	AA ⁺	调高
物美控股集团有限公司	2019/07/24	中诚信国际信用评级有限责任公司	AA ⁺	AAA	调高
大连金玛商城企业集团有限公司	2018/10/09	中诚信证券评估有限公司	AA	AA ⁻	调降
	2018/10/11		AA ⁻	BB	
	2018/10/12		BB	CC	
	2019/06/27		CC	C	
江苏宏图高科技股份有限公司	2018/09/04	中诚信国际信用评级有限责任公司	AA	AA ⁻	调降
	2018/11/16		AA ⁻	A	

	2018/11/26		A	BB ⁺
	2018/11/27		BB ⁺	D
	2018/11/29		D	BBB ⁻
	2018/12/11		BBB ⁻	C

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2018年商业地产行业级别调低的发债企业2家，分别为大连金玛和宏图高科。大连金玛评级下调及违约主要系由于关联企业出现兑付困难，对其资金拆借导致其再融资及流动性压力加大所致。大连金玛的关联企业天储投资管理（北京）有限公司（以下简称“天储投资”）出现客户资金延期兑付情况，2018年9月26日，大连金玛实际控制人王延和以个人名义公开承诺为天储投资客户资金的兑付负责，该承诺事项一定程度上影响了大连金玛的后续再融资能力，加大公司的流动性压力。受到关联企业天储投资资金拆借影响，大连金玛出现资金危机，并于2018年10月12日未能按期足额偿付“17金玛03”、“17金玛04”利息，构成实质性违约。

宏图高科评级下调及违约主要系经营环境变化、财务指标持续弱化，以及受到控股股东三胞集团流动性风险的影响所致。具体来看，2018年，受市场景气度下降、行业竞争较大影响，以及持续并购，导致三胞集团有息债务规模持续增长，面临较大偿债压力，资产流动性较弱。2018年8月30日，宏图高科公布重大资产出售暨关联交易预案，拟将其持有的3C零售连锁业务板块子公司的控制权转让至三胞集团（宏图高科的控股股东），出售完成后公司将不再经营3C零售连锁业务。3C连锁业务是宏图高科的核心主业及传统业务，其业务收入近三年占比保持在80%左右，为公司主要业务收入来源及利润来源。2018年半年报显示公司净利润0.92亿元，同比下滑52.30%，同期受3C连锁业务预付款增加影响，经营活动经现金流为-17.25亿元，同比大幅下降；截止2018年6月末，公司非受限货币资金为40.79亿元，较上年末下降30.50%；总债务为87.53亿元，其中短期债务占比91.13%，短期偿债压力较大。同时三胞集团持有的宏图高科的股权因涉及诉讼全部被冻结。2018年11月，鉴于国内市场环境、经济环境、融资环境产生较大变化，三胞集团偿债压力凸显、流动性较为紧张，持有的主要资产大部分已被相关债权人冻结及轮候冻结，因此终止上述资产重组。财务方面，宏图高科2018年三季度报显示净亏损3.92亿元，经营性现金流净流出扩大至43.29亿元；货币资金从6月末的49.62亿元大幅降至15.23亿元，总债务为80.49亿元，其中短期债务占比升至95.91%，财务指标较2018年半年报进一步弱化。宏图高科经营情况和财务指标持续弱化，债务集中偿还压力凸显，资金周转承压，同时控股股东流动性十分紧张，持有的主要资产已被相关债权人冻结或轮候冻结。2018年12月10日，由于公司受到控股股东三胞集团流动性风险的影响，以及为化解三胞集团债务风险而成立的债委会统筹安排三胞集团及其下属企业的投融资，导致公司未能按时足额兑付“15宏图MTNT001”。

五、行业信用展望

随着我国经济结构调整升级及逐步向消费型经济结构转型，国内经济总量有望保持稳定增长，从而为零售行业发展提供良好的条件。同时，在国内人口增长，城市化进程持续推进，居民收入水平以及消费层次不断提高，以及国家政策鼓励消费等因素的支撑下，国内零售市场依旧拥有着持续增长的潜力。但同时，国内经济结构调整、新旧动能转换过程带来的阶段性压力，以及中美贸易摩擦等外部因素引发的压力，也或对国内消费市场发展带来一定不确定因素。

政策方面，基于国内经济向消费主导型经济结构的转变趋势，零售业发展有望获得政府的持续支持，行业预期仍将面临相对宽松的政策环境。政府出台多项政策促进消费升级，在积极推动电子商务发展的同时鼓励实体零售企业进行商业模式创新，促进线上线下融合发展，且行业标准和规范进一步细化，有助于推动实体零售行业转型升级。

行业竞争格局方面，由于零售行业高度市场化且集中度仍偏低，线上与线下企业间竞合关系凸显，目前，实体零售企业持续推进经营及战略调整，加速与互联网企业的融合，通过创造新的零售场景和经营模式，优化升级成为全渠道零售，新的实体零售格局正在形成；同时，经营同质化、价格竞争依然存在，实体零售行业竞争日趋激烈。

展望2019年，经济增速预期不会出现大幅转变，随着行业转型和整合步伐的加快，传统零售企业盈利能力将得到保持。

综合考虑，远东资信对2019年零售行业的信用展望为稳定。

【作者简介】

刘广华，上海财经大学金融硕士，工商企业评级部分析师。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。