

零售业企业主体信用评级方法



上海资信有限公司 编撰



版权声明

© 上海资信有限公司 2017

本文档之版权属上海资信有限公司所拥有。
未经本公司许可或同意的情况下，不得复制本文所载信息。

Copyright Warning

© Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. 2017

This document is the subject of copyright. Any process may reproduce no part of this document without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

保密声明

本文档属上海资信有限公司所拥有，其内容均属机密。
未经本公司许可或同意的情况下，绝对不能披露或使用本文档中所载之信息。

Confidentiality Warning

This document is confidential and its contents must not be disclosed or disseminated to any unauthorized party, used or reproduced in any way without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

摘 要

从贸易的发展历史来看，零售行业属于传统行业。作为拉动我国经济发展的三驾马车之一，商业态势伴随居民收入水平提升、城镇化率提高和消费升级不断演进。

零售业属于商品流通环节的终端行业，受宏观经济和相关行业影响较大，且对销售渠道依赖程度较高。从经营模式来看，目前我国传统零售商呈现发展后劲不足的迹象，而新兴线上零售商发展势头迅猛。从区域经济来看，东部沿海地区的零售业市场较为成熟，但成长空间相对较小，而中西部地区零售业市场处于发展阶段，市场增速相对较高。政策层面来看，受国内投资过热和出口增速下滑影响，国内消费未来将是支撑我国国民经济发展的最主要动力。中长期来看，未来我国的零售业市场规模将得到进一步的扩大，特别是线上电商将继续维持高速增长态势。

行业特征的不同决定了影响该行业内企业信用状况的因素不同。本评级方法旨在帮助受评主体、投资者以及其他相关机构理解上海资信有限公司（以下简称“上海资信”）在评估零售行业企业的信用状况过程中考虑的风险因素及评级思路。

在评级时，上海资信考察的一级评级要素包括：公司治理与管理、经营环境、公司经营分析、财务分析。其中，对于零售行业的财务分析，上海资信主要考察会计信息质量、资产质量与资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力、或有事项。

另外，上海资信认为，我国零售业企业目前面临的行业风险主要集中在：1、经营要素的完备性；2、产业政策导向；3、经营成本的控制程度；4、企业的资本特征和融资环境。针对这些共性风险，上海资信在对零售企业评级时侧重于对企业内部基本经营情况和管理水平的分析，主要包括产业政策的支持力度、成本和费用水平、经营战略方针、融资能力等因素。

一、零售业企业定义

本评级方法中所述零售业企业是指百货商店、超级市场、专门零售商店、品牌专卖店、售货摊等主要面向最终消费者（如居民等）的经营主体；以互联网、邮政、电话、售货机等方式从事销售活动的经营主体，还包括在同一地点，集加工生产和销售为一体的经营主体（如面包房）；但不包括从事谷物、种子、饲料、牲畜、矿产品、生产用原料、化工原料、农用化工产品、机械设备（乘用车、计算机及通信设备除外）等生产资料销售的经营主体。

适用于本评级方法的零售业企业是指：1、商品零售业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；2、没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%，但商品零售收入比重均比其他业务收入比重高出 30%；3、不满足以上两种情况，但综合考察企业的经营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该企业零售业经营特征明显的。

二、零售业企业评级方法

本评级方法由以下三个部分构成。其中，第一部分识别零售业的行业特征；第二部分总结现阶段国内零售业的产业风险点；第三部分介绍上海资信对零售行业的评级思路。下面就零售业企业的评级方法做详细介绍。

（一）零售业行业特征

1、受区域经济发展影响

现阶段我国处于发展中国家行列，普遍的居民消费结构仍以生存型消费为主。但伴随着国内居民收入的不断增加和国内城镇化建设的推进，居民的消费结构正处于由生存型消费向发展型和享受型消费过渡的阶段。

在区域消费结构方面，由于国内区域经济发展不平衡，目前东

部沿海地区居民消费能力较强，零售业市场相对成熟，而中西部城市零售行业发展仍处于粗放式发展阶段。自十五届五中全会以来，受中央西部开发战略影响，中西部地区经济持续呈现高速增长，致使近几年中西部地区零售业增长率普遍高于东部地区，国内零售业地区间发展差距不断减少。

2、行业准入门槛低，市场竞争激烈

除药品零售及其他少量限制性商品外，目前我国的绝大多数的零售企业并无资质限制。随着 2004 年零售业实行全面开放，全国零售业迎来了高速发展的阶段。在零售业高速扩张的过程中，民营企业、外资企业凭借自身的资本优势以及制度优势快速涌入零售行业，并逐步建立了较为完善的线下销售网络和线上销售通道。但是由于资金投入过度，市场经营模式的同质化严重，目前国内除烟草、医药等特殊行业的零售业仍保持稳定，其他细分零售行业均出现行业利润下滑的趋势。

3、零售业态增加，发展渠道丰富

在新型线上消费模式的影响下，国内互联网销售平台和移动销售平台快速发展，目前已逐步形成了以天猫、京东为代表的一系列电商平台。在消费需求的多样化以及线上电商的冲击下，传统零售行业企业也逐步开始开展线上线下多元化发展，实现市场销售渠道的全面打通。未来多样化的零售业态将继续存在，专业化的经营和高标准的服务将逐渐显现，百货商场、购物中心、专卖店等零售业态将继续发挥规模优势，营造良好的消费环境同时保证商品的质量和及时供应，电子商务零售业态将继续发挥购物时间空间灵活、产品信息比较全面的优势，进一步降低物流成本。未来各种经营特色将更加明显，充分迎合不同消费者的需求。

4、市场集中度偏低

现阶段，除电商零售市场较为集中外，传统零售行业市场集中

度偏低。激烈的竞争不断压缩行业的利润空间，传统、缺少经营特色的小型零售企业发展空间受到挤压，销售利润逐步向大规模的零售企业倾斜，在金融市场的不断推动下，产业资金不断汇集，未来零售行业将会出现较多的并购和整合，行业集中度将得到有效提升。

5、行业内企业注重区域发展

受物流覆盖范围限制，传统零售企业多为区域经营，且优先选择在区域范围内进行扩张。从成本效益方面来看，区域优势企业更易充分发挥地区规模效应，统一的采购、仓储能够降低经营成本，区域配送便于发挥供应链的大效用；在销售覆盖方面，区域经营的企业依靠其品牌知名度更容易获取商业资源，拓展自身销售网点，并借助成熟的管理运营经验和长期合作关系吸引优质品牌的进驻，在区域范围内树立行业品牌知名度和美誉度，吸引更多的消费者，从而提高市场地位，扩大销售份额。

在近年全国物流体系不断完善和国内制造业知名品牌层出的推动下，部分传统零售企业开始逐步打破区域限制，通过线上网络进一步拓宽销售渠道。未来在“互联网+”不断推动作用下，零售行业将进一步打破区域限制，传统区域发展战略将逐步向全国性网络发展转变。

（二） 行业风险要素

上海资信在行业风险要素方面主要考虑四个风险要素：

1、经营要素

无论对于传统零售企业，还是新型电商零售企业，零售企业的主要经营要素包括品牌、供应体系和物流网络三个方面。

在企业品牌方面，由于商品经济的不断成熟，市场产品同质化严重，新兴消费者更易通过其所信赖的品牌进行消费，因此品牌的维护工作是零售企业的长期工作。在供应体系方面，只有在保持良好稳定的供应关系前提下，零售业企业才能保证自身商品的充足性，并在完善的供应商选择机制作用下，维持企业商品的质量保证。在

物流网络方面，随着国内市场一体化建设的逐步完善和商品流通的加速，物流网络铺设的全面性和商品流动的效率已成为部分零售业企业的核心竞争力。

由于零售业从事商品的终端流通，需要依靠各种经营要素的紧密配合，在一个或多个经营要素出现问题时，企业的整体运转将受到影响，甚至商业经营无法完成。因此，经营要素是零售业企业的重要控制要素。

2、产业政策

作为拉动国民经济的三驾马车之一，消费对国内经济发展起到了重要的推动作用。作为居民消费的直接相关行业，零售行业的发展长期受到我国政府的扶持。尤其在近年全球宏观经济较为低迷时期，社会整体投资出现过热迹象，外贸市场增速减缓，拉动内需成为了推动市场经济发展的核心手段。

近年来，在家电下乡、节能补贴等刺激消费政策的刺激下，零售业部分细分行业的市场规模得到了有效的支撑。由于零售行业的开放程度高，监管体制尚未完善，行业整体的政策环境相对较为宽松，政府管制强度相对较低。但是，随着政府清理乱收费及规范预付卡发行、食品安全等方面监管政策陆续的出台，零售行业的企业发展得到了规范。此外，对于电商而言，目前的行业监管尚不完善，对税收、商品质量保障、消费者权益保障等方面的政策有待持续关注。

3、经营成本

伴随着市场规模不断扩大，零售业的运营成本也在不断提升。一方面，国内的人力成本不断上升，零售企业的人力支出相应增加；另一方面，国内的房屋租金及管理费用也在持续上涨，增加的经营成本不断侵蚀着零售业企业的利润。未来零售业的经营成本继续上升，将进一步压缩零售业企业的利润空间，存在极大的可能引发零售业企业的普遍提价行为，届时零售行业将出现新一轮的行业洗牌。

4、资本特征与融资环境

零售行业的资金占用量相对较大，且受制于终端流通环节的特殊位置，很难打通上下游融资途径。因此，零售业企业融资通道的通畅性是影响企业经营发展的重要因素。

一般大型零售业企业可以通过银行借款、股权融资、发行债券、发行商业预付卡等方式进行外部融资，进行企业的经营发展。同时也有像京东和阿里巴巴通过设置金融公司，针对消费群体进行融资，并通过公开市场，尝试资产证券化等新型金融产品的发行融资。而小型零售业企业融资渠道相对狭窄，一般仅能通过内源融资和银行借款的方式进行融资。

整体来讲，我国零售行业的获现率高，一般企业现金较为充沛，但若信贷政策持续偏紧，对于融资渠道单一的小型零售企业，资金压力较大。

（三） 评级思路

上海资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示受评主体的违约风险。上海资信采用宏观与微观相结合、定性与定量相结合的评级方法，在着重对受评主体自身信用状况考察的基础上，分析受评主体未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

1、宏观与微观结合

上海资信首先分析受评主体所处的宏观经济环境、区域经济环境和行业环境，这是行业内所有企业共同面临的经营风险；但是，这些风险对每个企业的影响程度是不同的，因为不同企业的经营模式和管理战略不尽相同，对待外部风险所做出的反应也会不同。因此，上海资信在充分考虑行业特点和发展趋势的基础上，还需归纳出决定该行业成功的关键驱动因素，以此确定行业内企业自身特有的经营风险评价要素。具体对于零售业企业：

（1） 经营环境

居民消费水平与宏观经济联系紧密，零售行业受宏观经济影响

明显。国家政策方针（包括货币政策、二孩政策等）导向将对不同类别的零售行业产生直接影响，因此这部分主要分析研究与零售行业相关的宏观经济环境，零售行业产业政策与法规（例如“十三五”规划对零售业行业布局、《国务院办公厅关于推动实体零售创新转型的意见》等），行业内企业竞争格局以及发展趋势，下游消费需求政策导向对零售业的影响，上游制造业行业的政策变动对于零售业的影响等。

上海资信在此部分主要考察的子要素有：与零售行业相关的宏观经济指标（包括 GDP、CPI 等）、零售行业运行现状（行业集中度、行业技术发展水平等）、行业未来发展趋势。

表1：行业经营环境评价要素

经济环境	宏观经济	包括 GDP、CPI 等与受评主体经营相关的宏观经济指标分析
	区域经济	根据受评主体产品或业务特点对区域经济数据进行分析
行业现状	行业运行现状	分析行业运行情况、行业集中度、行业门槛情况、行业竞争格局 分析行业运行情况对公司经营带来的影响
	行业事件	近 3 年发生的，社会影响力较大的行业相关事件
行业政策	-	近期行业政策以及该政策对公司及其所在行业的正面或负面影响
行业前景	经济成长性	经济环境发展趋势对行业的影响
	行业成长情况及抗风险能力	行业发展环境、行业创新、行业未来发展的优势或劣势

（2）企业经营

零售行业属于传统的资金密集型行业，且对销售渠道的依赖度较高，因此，规模及销售网络的完善情况将对受评主体经营产生重大影响。

成本的控制情况直接影响着企业对宏观经济波动的抗风险能力。在进行成本分析的过程中，上海资信将重点分析房屋租金、商品进价、资金成本等几个方面，关注受评主体的成本控制和运行效率情况。

对于传统零售业企业，其销售网点距离居民居住区、办公区或商业区的远近都影响着受评主体的销售规模，因此，其销售网点的

分布情况将在一定程度上决定企业未来的经营情况。相对于线下模式，线上零售商网点布局的空间影响较小，而其产品的多样性和物流的便捷程度将成为企业的重要影响因素。

零售业作为经济产业链的末端产业，企业若仅从事零售业务则面临较高的经营风险，特别是行业处于下行周期。企业通过向上游制造业和支付理财行业延伸，一方面可以挖掘新的利润空间，另一方面减少零售业受宏观经济波动的冲击。

表2：受评主体经营分析评价要素

企业规模	-	公司性质、下属子公司情况、企业经营数据（收入规模：主营业务收入；产品产量；资产规模：总资产）等
经营现状	经营现状	受评主体经营的商品品种、经营流程、商品优势、品牌特征等方面的内容
	上下游分析	上游供应商及下游客户分析，披露受评主体前十大上游及客户，总结其中与受评主体合作关系超过 5 年的上下游名单，同时披露与受评主体有关联关系的上下游
	成本构成分析	人工、折旧、房屋租金、商品进价、资金成本等占经营成本构成分析
	收入及利润分析	收入结构及毛利率分析，分析支持受评主体稳定经营的业务
	担保情况	对受评主体存在关联方担保及对外担保事项的披露，并对被担保企业的近三年经营情况、评级情况进行披露，通过披露相关数据分析被担保企业的经营对受评主体经营的影响
竞争力	行业竞争格局	行业竞争格局，披露行业龙头企业的收入及市场份额情况，分析受评主体在行业中的地位及市场份额情况
	竞争优势	市场优势分析（包括贸易品种多样性；销售区域多元化程度；特许权）、竞争对手分析、物流配送体系建设情况等
发展前景	-	分析受评主体近期经营业绩及压力；结合行业发展前景，分析未来 1-3 年的投资计划及经营预测

整体而言，上海资信将通过分析零售企业经营模式、规模效应、区位优势、多元化程度等因素来具体判断零售企业在行业内的竞争实力以及相对信用状况。

(3) 公司管理与治理

考察公司治理结构的完善性，能否较好地保障债权人的利益；组织架构是否清晰合理，管理结构是否适应企业的日常经营，各项制度设计及执行情况，以及对劳动者权利的保护程度和履行社会责任的程度。此外，上海资信还将充分了解管理层的管理能力及行业经验，这不仅是受评主体发展战略和经营目标实现的基础，还有助于受评主体在不断变化的市场环境中保持应有的灵活性，从而及时把握市场机遇和风险。

上海资信将重点关注股东、董事会、监事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制；股东的集中度及背景；管理团队的构成和稳定性、业务制度的建设和执行情况；关联交易占比等。

表3：受评主体公司治理与管理评价要素

公司经营 控制关系	控制关系分析	分析受评主体的股权集中度，对受评主体的实际控制人进行明确披露，若实际控制人与控股股东为非同一企业法人的，还需对控股股东与实际控制人之间的关系进行披露
	股东或实际控制人背景	评价股东或实际控制人的股权结构、经营优势等方面背景要素
	股东或实际控制人支持	评价股东或实际控制人对受评主体经营规划、人力资源、资金等方面的支持
公司治理	-	受评主体董事会、经理层、股东权力分布，股权结构是否优化，所有权和经营权是否分离，是否能够保护中小股东利益；是否出现侵犯或损害公司、股东和债权人利益的行为；董事会、监事会制度是否完善
关联交易	关联方披露	受评主体关联方披露
	关联交易披露	分析受评主体近期经营中关联交易的占比及其对公司业绩的影响
高级经营 管理者	-	管理团队结构，管理层能力及在相关行业的从业经验和管理经验，对核心管理人员的依赖程度，重要岗位人员的流动性
内部管理	内控的各项制度建设的完整性	评价采购、运输、营销、投融资、财务管理、培训等制度是否完整
	制度实施效果	结合现场调研与受评主体提供的经营文件判断分析其制度实施情况

2、定性和定量相结合

对于受评主体所处宏观和行业环境、运营与管理、外部支持、担保条款等方面的分析过程都难以量化，属于定性分析的范畴。上

海资信对企业的财务状况采用定量分析，它既是对于定性分析的有效补充，也是验证一个企业竞争能力、经营风险和管理能力强弱的手段，有助于识别受评主体的债务负担水平、偿债能力和抗风险能力。对于零售业企业，财务分析主要考察以下几方面：资产质量与资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力和或有事项。

➤ 资产质量与资本结构

上海资信对资本结构的分析主要围绕受评主体的负债结构。考虑到借款的成本支出情况，我国中小型零售业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，而大型零售企业一般通过股权或债券等公开市场操作手段解决。过高的流动负债对企业生产经营的连续性、企业财务的流动性产生很高的要求。因此，上海资信会通过资产负债率来分析企业的债务特点。考虑到债务对资本比率是判断零售业抗系统风险能力的一个重要指标，在债务程度方面，上海资信主要关注企业的财务杠杆水平以及债务的资本化程度。

资产质量是企业经营能力的保障。在判断资产质量时，上海资信会考虑资产的实际价值和变现能力。零售业企业具有高存货的运营特征，因此上海资信特别关注存货周转效率。

上海资信通过资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、存货周转速度等财务指标对受评主体的资产质量与资本结构进行分析。

➤ 盈利能力

在零售行业内，品牌优势明显、市场竞争力较强的企业在与供应商议价的过程中能够占到主动优势，该部分企业凭借采购成本优势，可以有效的抑制其他零售企业的市场份额。

考虑到零售企业作为商品流通终端环节的特殊模式，上海资信认为毛利率、营业利润率、总资本收益率和净资产收益率等指标更能综合反映企业的盈利能力。在考察行业内企业的盈利时，上海资信更关注主营业务盈利水平，采用毛利率这一指标对行业内企业的主营业务盈利情况进行考察。毛利率是衡量企业盈利能力的基础指

标，为主营业务毛利与主营业务收入之比，毛利率越高则说明受评主体的盈利能力越高，成本控制能力越强。但是，由于不同经营模式（如线上模式、线下模式）之间存在一定的经营差异，毛利率的可比性有限，上海资信增加了营业利润率指标，它反映剔除相关费用后受评主体的实际盈利情况。

考虑到零售业属于资本密集投入型行业，为了反映受评主体全部资产获取收益的水平和企业获利与投入产出情况，上海资信还采用净资产收益率、总资本收益率等指标作为上述指标的补充。

➤ 现金流

流动性是衡量受评主体信用状况重要的考虑因素之一，也是零售业企业的重要财务指标。

作为社会商品流通环节的最后一环，零售业企业因其面向终端客户的特殊性，其经营效率将直接影响受评主体的现金流状况，同时现金流也会影响到企业经营状况。因此，经营现金流的稳定性是零售企业正常运营的重要保障。同时，充足的现金保有量也是目前国内大型连锁企业和电商铺设网点、拓展销售渠道的重要保障。

现金流为受评主体偿还债务的直接来源，上海资信认为对现金流的分析比盈利能力更能揭示发行人债务偿还能力的强弱。因此在现金流的分析中，上海资信会更多地查看受评主体的现金流状况与自身债务水平的覆盖程度。从受评主体自身偿债资金来源角度来看，经营性现金净流量和投资活动的现金流入量是企业偿还债务的主要长期来源，由于行业内企业负债结构的短期化，上海资信主要关注其对流动负债、短期刚性债务、刚性债务、负债总额的覆盖程度。在分析现金流时，上海资信通过主营业务现金率来判断受评主体通过内生性现金流的生产能力，同时还通过企业经营性现金流对利息支出的覆盖程度来分析受评主体现金流对利息的保障水平。

上海资信通过营业收入现金率、经营性现金净流量与短期刚性债务比率、经营性现金净流量与流动负债比率、经营性现金净流量与刚性债务比率、经营性现金净流量与负债总额比率、非筹资性现金净流量与短期刚性债务比率、非筹资性现金净流量与流动负债比率、非筹资性现金净流量与刚性债务比率、非筹资

性现金净流入量与负债总额比率、经营性现金净流入量/报告期利息支出等财务指标评价受评主体的现金流状况。

➤ 偿债能力

虽然现金流对债务比率能帮助投资者了解受评主体长远的资金流动性，但这一比率不能反映短期资金流动性情况。

受零售业的特殊经营模式影响，零售业企业日常运营账面结存较多的现金存量。该部分结存现金作为短期经营收入，难以得到有效利用，这样虽然会对受评主体的资金使用效率产生影响，但从防范系统风险方面来看，该部分资金同时也起到一定的缓冲作用。另外，国内融资受到宏观调控易产生波动，在受评主体因经营资金周转或行业景气程度下降而出现短期资金需求时，其资金来源首先为自有资金，通过银行短期融资进行资金的周转具有一定的难度。因此，上海资信在衡量受评主体流动性时主要考虑现金及现金等价物、速动资产和流动资产对短期债务的覆盖水平。

在衡量零售业流动性方面，上海资信采用现金比率、流动比率、速动比率、短期刚性债务现金覆盖率、利息保障倍数等财务指标。

➤ 或有事项

对外担保、未决诉讼或仲裁等或有事项可能会对受评主体的偿债能力产生负面影响，成为受评主体经营的不利因素。上海资信在衡量或有事项时对涉及或有事项的各要素进行全面分析。当涉及对外担保事项时，评价要点包括但不限于被担保企业的信用状况、经营情况、被担保事项涉及的金额等；涉及未决诉讼或仲裁的，评价事项涉及的金额、事项的社会效应等内容。

上海资信主要通过担保比率、被执行金额与净资产比率等指标评价或有事项对受评主体的影响程度。