

## 零售行业 2018 年一季度行业报告

### 摘要

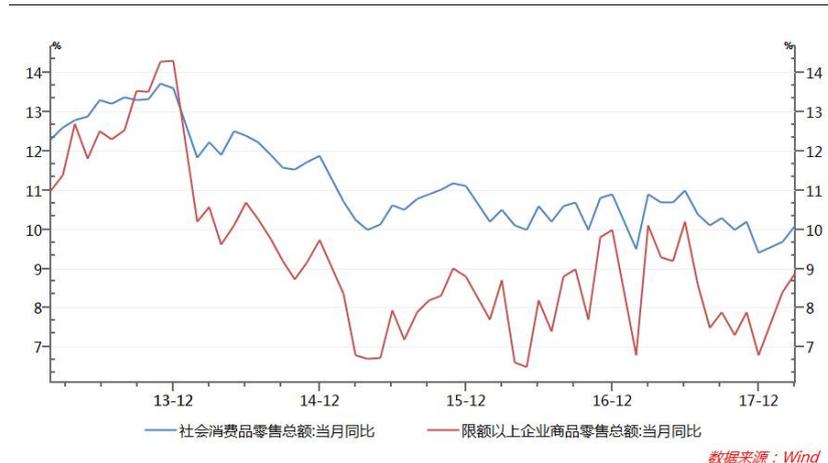
2018 年第一季度，我国零售市场整体保持平稳增长的发展态势，百家零售企业销售额增速较去年同期有所上升。其中化妆品类、金银珠宝类消费增速达近年来最高点，消费复苏态势显著。百货业态盈利提升，但增速仍低于其他零售业态；超市业态增速进一步加快，龙头企业如永辉等规模优势显著。电商对实体零售业的冲击仍在延续，龙头电商如苏宁易购、跨境通等企业高速增长。2018 年第一季度，零售行业新发债券较少，由于 2017 年发债零售企业整体营收提升、盈利能力保持稳定，财务杠杆水平虽有增长整体可控等原因，发债企业未发生信用级别调整事件，信用状况总体保持稳定。我们预计 2018 年上半年零售企业将延续 2017 年的复苏回暖趋势，信用展望将继续保持稳定。其中超市业态龙头企业规模优势显著，预计行业将进一步加速整合，规模与渠道对于企业信用水平的影响加大；百货业态受化妆品与金银珠宝消费快速增长的影响，发展环境有所改善，“新零售”改造有望加速；电商业态预计仍将维持快速增长，流量规模与供应链完善程度对电商企业信用水平影响较大。未来零售企业向“新零售”转型的需求依然迫切，“新零售”改造也出现了一些成功的案例，但该等商业模式存在其适用环境，盲目跟风将造成较大的投资风险。

### 一、一季度零售行业整体运营情况

**零售市场整体保持平稳较快增长，3 月份同比增速呈回升态势。**

2018 年 1~3 月，我国社会消费品零售总额 90,275 亿元，同比增长 9.8%，增速较上年同期下降 0.2 个百分点，但仍保持平稳较快增长。限额以上企业商品零售总额 32,755 亿元，同比增长 8.6%，增速较上年同期上升 0.7 个百分点。

图 1 社会消费品零售总额与限额以上企业商品零售总额当月同比增速情况（单位：%）



**化妆品类、金银珠宝类消费增速达近年来最高点，消费复苏态势显著。**

从商品消费结构来看，2018 年 1~3 月，限额以上企业商品零售总额中，销售同比增速领先的品类主要为化妆品类（同比增长 16.1%）、日用品类（同比增长 12.3%）、家用电器和音响器材类（同比增长 11.4%）、中西药品类（同比增长 10.4%）、粮油食品类（同比增长 10.1%）等。化妆品类自 2017 年 5 月起维持了连续 10 个月的两位数当月同比增速，2018 年 3 月同比增速达 22.70%，创历史最高增速。金银珠宝类消费在 2018 年 1~2 月表现一般，但 2018 年 3 月同比增速高达 20.40%，创 2014 年以来当月同比最高增速。

图 2 各类商品零售额当月同比增速情况（单位：%）



**百货业态维持复苏态势，但增速仍低于其他零售业态；百货企业盈利能力改善较显著，但呈分化趋势。**

2018 年 1~3 月，限额以上零售单位中的百货店零售额同比增长 5.5%，增速较上年同期小幅提升。根据对 A 股上市公司中 37 家样本百货企业的统计，2018 年一季度，样本百货企业营业收入较上年同期增长 5.03%，净利润较上年同期增长 23.96%，综合毛利率较上年同期提升 1.05 个百

分点，百货企业盈利能力有所改善。百货企业的分化有所加剧，营业收入在 3 亿元以下的百货企业一季度营业收入和净利润大多呈同比下滑态势，大型企业如王府井、重庆百货等营业收入和净利润同比快速增长。

### **超市业态增速进一步加快，龙头企业规模优势显著。**

2018 年 1~3 月，限额以上零售单位中，超市零售额同比增长 7.7%，增速较上年同期上升 2.5 个百分点，超市业态增速进一步加快。根据对 A 股上市公司中 12 家样本超市企业的统计，2018 年一季度，样本超市企业营业收入较上年同期增长 11.83%，净利润较上年同期增长 8.16%，综合毛利率较上年同期提升 1.23 个百分点。永辉超市一季度营业收入达 18.77 亿元，远超同业其他上市公司，其营业收入同比增速达 22.97%。剔除永辉超市，剩余 11 家超市样本企业营业收入同比增幅仅 4.93%，企业间分化态势显著，龙头企业具备较强的规模优势。

### **电商市场仍保持快速增长，电商对实体零售业的冲击仍在延续，龙头电商企业高速增长。**

2018 年 1~3 月，全国网上零售额 19,318 亿元，同比增长 35.4%，增速较上年同期上升 3.3 个百分点。其中，实物商品网上零售额 14,567 亿元，同比增长 34.4%，占社会消费品零售总额的比重为 16.1%，较上年同期上升 3.7 个百分点；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别同比增长 46.5%、33.9%和 33.3%，吃和穿类商品增幅较上年同期大幅上升 28.8 个百分点和 18.3 个百分点。A 股上市公司中 2 家样本电商企业苏宁易购和跨境通，2018 年一季度营业收入及净利润均大幅增长，营业收入较上年同期分别增长 32.76%和 74.38%，净利润较上年同期分别增长 67.68%和 60.23%，实现高速增长。

## **二、零售行业发债企业财务状况**

2018 年 4 月，发债企业相继披露了 2017 年度审计报告，从财务数据看，2017 年发债零售企业整体运营文件，业绩回暖趋势延续。但是行业分化加剧，优质龙头企业转型升级成效显著，带动行业整体营收、利润水平提升；行业盈利能力保持稳定，债务负担有所加重，财务杠杆水平可控。

从收入规模来看，发债样本企业(22 家)2017 年营业收入合计 4,699.71 亿元，同比增长 13.10%，增速较上年提高 10.66 个百分点，收入同比下滑企业 6 家，较上年减少 4 家，业绩回暖趋势延续。其中，苏宁易购通过智慧零售协同线下全渠道发展、加快线下门店升级改造以及创新业态探索、巩固渠道下沉、完善物流体系，转型升级成效显著，2017 年实现收入 1,879.28 亿元，同比增长 26.48%；王府井百货通过加速门店全国化布局以及业态转型，营收增速显著提升，2017 年收入同比增长 46.59%至 260.85 亿元；两者对样本企业同比收入增幅贡献达 87.49%，行业分化加剧。从利润表现来看，2017 年，样本企业净利润合计 122.19 亿元，受益于苏宁易购、王府井百货和华联综超净利润拉动，样本整体同比增长 57.38%，若将其剔除，样本企业整体净利润仅同比增长 2.76%；样本企业中，7 家企业净利润同比下滑，1 家企业出现亏损，较上年有所好转；行业整体盈利稳中向好，龙头企业对盈利拉动性显著。

从盈利能力来看，2017 年，发债样本企业平均销售毛利率为 21.48%，较上年小幅增长 0.48 个百分点；期间费用率 19.52%，较上年提高 1.61 个百分点，零售企业整体盈利能力较为稳定，费用控制仍面临一定压力。

债务负担方面，2017 年，发债样本企业带息债务合计 1,453.63 亿元，较上年提高 284.20 亿元；样本企业平均资产负债率 58.16%，较上年提高 0.77 个百分点，整体债务负担有所增加，杠杆水平相对稳定。但部分企业资产负债率仍处于高位，其中华润万家、华联综超、长春欧亚和步步高资产负债率均超过 70%。

### 三、零售行业信用情况

#### 1、零售行业新发债企业信用级别分布情况

2017年、2018年1~3月，一级市场零售行业22家发债企业新发债券合计23支，包括短融、超短融、中票、定向融资工具以及公司债。其中主体级别为“AA-”有1支，“AA”有15支，“AA+”有4支，“AAA”有3支。

表 1 2017 年、2018 年 1~3 月零售行业新发行债项情况（单位：年、%、亿元）

证券代码	债券简称	债券期限	票面利率	发行时主体评级	起息日期	发行总额
143171.SH	17 杭旅 02	5.0000	4.71	AAA	2017-07-11	15.00
112682.SZ	18 苏宁 01	3.0000	5.2	AAA	2018-04-19	20.00
112697.SZ	18 苏宁 02	3.0000	5.2	AAA	2018-04-18	17.00
041755009.IB	17 徐家汇 CP001	1.0000	4.83	AA+	2017-05-15	5.00
143032.SH	17 杭旅 01	5.0000	4.75	AA+	2017-03-15	5.00
011800552.IB	18 嘉兴现代 SCP001	0.7397	5.2	AA+	2018-03-26	5.00
101762077.IB	17 嘉兴现代 MTN001	3.0000	5.99	AA+	2017-11-06	15.00
101758040.IB	17 昆明百货 MTN001	2.0000	6.50	AA-	2017-08-28	3.50
011769010.IB	17 华联 SCP002	0.7397	6.60	AA	2017-08-04	6.00
041758026.IB	17 友阿 CP001	1.0000	5.00	AA	2017-07-19	6.00
143150.SH	17 金玛 02	5.0000	7.50	AA	2017-06-26	4.00
031760012.IB	17 新华都 PPN001	0.4932	4.80	AA	2017-05-27	5.00
137028.SH	17 新华 EB	3.0000	1.00	AA	2017-05-22	18.49
143095.SH	17 金玛 01	3.0000	7.50	AA	2017-05-02	4.00
143391.SH	17 金玛 05	5.0000	7.3	AA	2017-11-15	3.00
143322.SH	17 金玛 04	5.0000	7.3	AA	2017-10-12	3.00
143321.SH	17 金玛 03	4.0000	7.3	AA	2017-10-12	3.15
011769009.IB	17 华联 SCP001	0.7397	5.36	AA	2017-04-17	4.00
041769001.IB	17 华联 CP001	1.0000	5.39	AA	2017-04-07	7.00
112637.SZ	18 华联 01	5.0000	7	AA	2018-01-29	7.70

136978.SH	17 迪信 01	3.0000	7.50	AA	2017-04-05	6.00
Z00023.HNEE	步步高 17 债	3.0000	--	AA	2017-01-13	10.00
112602.SZ	17 步高 01	3.0000	7.22	AA	2017-10-25	3.70

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

## 2、零售行业发债企业信用级别迁徙情况

2017 年、2018 年 1~3 月，零售行业样本中处于存续期的发债企业有两家信用级别有所调整，王府集团股份有限公司（以下简称“王府井”）和杭州商贸旅游集团有限公司（以下简称“杭州商旅”）的主体信用级别由“AA+”调增至“AAA”。从级别调整的触发因素来看，王府井级别上调的主要系稳定的销售业绩，以及非公开发行股票募集资金 30 亿元使得公司的资本实力得到提升。杭州商旅主要系其与杭州政府的紧密联系，以 G20 峰会成功举办为契机，收到政府的补助与订单，强化了盈利能力所致。

2017 年、2018 年 1~3 月零售行业企业信用级别整体保持稳定，触发级别调整的因素与被调整企业自身的因素关系较为密切。

表 2 2017 年、2018 年 1~3 月零售行业企业主体级别变动情况

公司	债项评级变动	评级日期	最新主体评级	最新评级展望
王府井	调高	2017-04-17	AAA	稳定
杭州商旅	调高	2017-06-26	AAA	稳定

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

## 3、利率走势分析

2017 年、2018 年 1~3 月零售行业新发行债券中，主体级别“AAA”债券共有 3 支，“AA+”级别共 4 支，“AA”级别共 15 支。

从近三年一期看，仅 2017 年及 2018 年 1~3 月新发行主体“AAA”级别的公司债券，5 年期发行利率 4.71%，3 年期平均发行利率 5.20%；从“AA+”级别债券来看，5 年期平均发行利率近三年逐年下降，行业风险溢价逐年收缩，但自 2017 年四季度起，新发债券发行利率有所回调；从“AA”级别来看，由于该级别企业整体信用状况差异相对较大，近三年，3 年期和 5 年期债券平均发行利率有所波动，2017 年开始，“AA”级别零售企业面临较大的行业调整压力，同时受宏观资金面影响，发行利率整体回调。

表 3 2017 年、2018 年 1~3 月零售行业主体信用级别“AAA”债券对应的利率情况（单位：年、个、%）

	主体级别	发行期限	样本数	平均发行利率
2017 年	AAA	5	1	4.71
2018 年	AAA	3	2	5.20

资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

表 4 2015~2017 年、2018 年 1~3 月零售行业主体信用级别“AA+”债券对应的利率情况（单位：年、个、%）

	主体级别	发行期限	样本数	平均发行利率
2018 年	AA+	0.7397	1	5.20
2017 年	AA+	1	1	4.83
	AA+	3	1	5.99
	AA+	5	1	4.75
2016 年	AA+	5	1	4.80
2015 年	AA+	5	1	5.38

资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

表 5 2015~2017 年、2018 年 1~3 月零售行业主体信用级别“AA”债券对应的利率情况（单位：年、个、%）

	主体级别	发行期限	样本数	平均发行利率
2018 年	AA	5	3	7.20
2017 年	AA	0.4932	1	4.80
	AA	0.7397	2	5.98
	AA	1	2	5.20
	AA	3	5	5.33
	AA	4	1	7.30
	AA	5	1	7.50
2016 年	AA	3	3	4.80
	AA	5	6	4.88
2015 年	AA	3	6	6.75
	AA	5	2	5.46

资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

#### 四、一季度零售行业信用展望及风险关注

##### 1、一季度零售行业信用展望

零售行业整体有望持续平稳增长，但零售企业向“新零售”转型的需求依然迫切。2018 年一季度，超市业态龙头企业规模优势显著，预计行业将进一步加速整合，规模与渠道对于企业信用水平的影响加大；百货业态受化妆品与金银珠宝消费快速增长的影响，发展环境有所改善，“新零售”改造有望加速；电商业态预计仍将维持快速增长，流量规模与供应链完善程度对电商企业信用水平影响较大。

近年来社会消费品零售总额维持 10%左右的增速。受贸易战的影响，预计海外消费将出现一定回流，加上消费复苏升级的作用，零售行业整体有望持续平稳增长。但另一方面，2014 年以来

电商对实体零售造成有力冲击，限额以上企业商品零售额增速持续低于社会消费品零售总额增速，零售企业向“新零售”转型的需求依然迫切。目前，零售行业的商业理念、商业模式持续创新，零售企业积极探索门店改造、业态调整、渠道融合、品牌打造等方面，在出现了“盒马鲜生”等成功案例的同时，也出现了不少改造成效不大的案例。“新零售”改造既需要零售企业较大规模的资金投入，更需要零售企业及时转变思维模式、把握投资方向，零售企业面临的改造压力仍将持续。

具体到各业态，超市、专业店、专卖店业态进行“新零售”改造的力度较大，未来有望延续较快的增速，超市也已成为线上巨头布局的重点，是“新零售”融合的重要方面；2018 年一季度，超市龙头企业规模优势显著，预计超市行业将进一步加速整合，规模与渠道对于超市企业信用水平的影响将加大。百货业态进行“新零售”改造的速度相对较慢，近年来增速持续低于其他业态，但 2018 年 3 月化妆品类和金银珠宝类消费增速均达到近年来历史高点，对百货业态的发展将起到促进作用，“新零售”改造有望向百货业态扩散，利好百货业态的发展。电商业态在 2018 年一季度维持快速增长，其增长态势有望延续。流量对于电商平台的发展仍起到支撑性的作用，对电商企业信用水平影响较大。此外，随着供应链价值的逐渐突出，仓储物流等环节的供应链管理对于电商企业的发展意义重大。

## 2、零售行业风险关注

### 宏观经济增速放缓削弱居民购买力，行业景气度回升仍面临一定阻力

受经济下行压力持续、电商冲击影响，零售行业景气度在低位徘徊，加上零售行业经营模式同质化较高，准入门槛较低，竞争不断加剧，企业的同店增速处于低位，行业景气度回升仍面临一定阻力。

### 行业仍延续扩张态势，竞争进一步加剧

为了凸显规模品牌效应、提高市场份额以应对电商冲击带来的收入下滑，尽管部分龙头企业闭店增效，但零售行业整体门店数量同比不断上升，在行业增速缓慢的背景下，实体零售行业竞争进一步激烈。另一方面，若零售企业不能掌握合理的开店节奏和门店布局，在激烈竞争的行业环境下，加速开店对企业将造成负面冲击。

### 期间费用对利润水平侵蚀较大，租金和人工成本持续上涨

受连锁经营模式影响，零售行业整体销售费用和管理费用规模较大，期间费用收入比持续处于高位，随着租金水平、人工成本的不断上涨和行业竞争的加剧，零售企业利润空间持续受到较大挤压。

### “新零售”模式仍在持续探索阶段，存在较大的投资风险

近年来，“新零售”改造出现了一些成功的案例，如“超市+餐饮”、“+生鲜”等，但该等商业模式存在其适用环境，盲目跟风将造成较大的投资风险。此外，零售企业的门店改造、品牌开发和全渠道建设需要有明确的方向，在当前较大的市场压力下，“新零售”改造对于零售企业既是机遇更是挑战，存在较大的投资风险。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。