

联合信用评级有限公司 零售行业季度研究报告

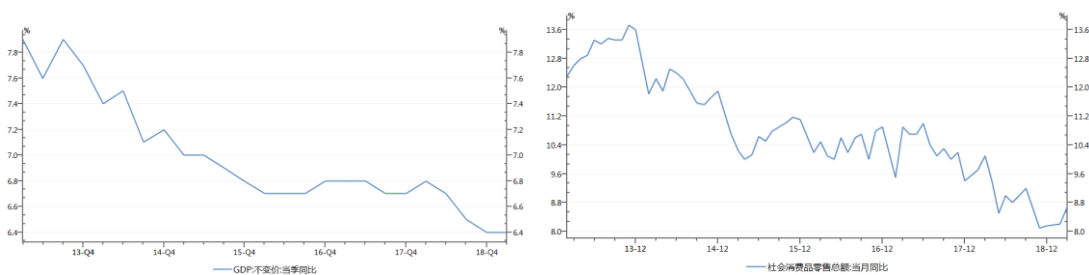
(2019 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日)

一、行业整体运营情况

社零增速回升企稳，可选消费增速下滑，必选消费抗经济周期属性凸显

受经济去杠杆以及贸易摩擦影响，2018 年 GDP 增速降至 6.6%，社会消费品零售总额增速面临较大下行压力，全年持续下行，同比增速由 2 月份最高 10.1% 降至 11 月份最低的 8.1%。2019 年一季度，在政府一系列逆周期政策作用下，GDP 增速与 2018 四季度环比持平在 6.4%，此外叠加政府出台一系列刺激消费的政策，社会消费品零售总额增速逐月改善，2019 年 3 月提升到 8.7%。

图 1 GDP 当季同比变动情况以及社会消费品零售总额当月同比变动情况



资料来源: Wind

2019 年一季度，我国社会消费品零售总额 97,790 亿元，同比（名义）增长 8.3%，增速同比下滑 1.5 个百分点，增速持续回落，城镇和乡村社会消费品零售总额分别同比增长 8.2% 和 9.2%；从业态方面看，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店零售额同比分别增长 7.5%、0.9%、3.9%，增速较上年同期均有不同程度下降。

从限额以上企业消费品零售额增速来看，2019 年一季度，汽车、家电音像、家具、金银珠宝等可选消费增速下滑明显，而粮油食品、日用品类等必选消费销售额增速相对平稳，抗经济周期属性凸显。具体看，汽车消费持续低迷，增速为-3.4%，从 2018 年 5 月以来一直延续负增长态势，拖累整体社零增幅，但 2019 年以来同比跌幅有所收窄；楼市表现相对低迷导致相关产业零售增速下降，家用电器和音像器材类增速为 7.8%，家具类增速为 5%，分别同比下降 3.6 个百分点和 4.3 个百分点；金银珠宝类增速下滑明显，同比下降 5.3 个百分点至 2.6%。日用品类同比增速自去年 11 月份以来持续保持高位，维持在 16% 左右。

经济温和通胀，必选消费品韧性显现，超市零售额稳健增长，龙头企业表现突出

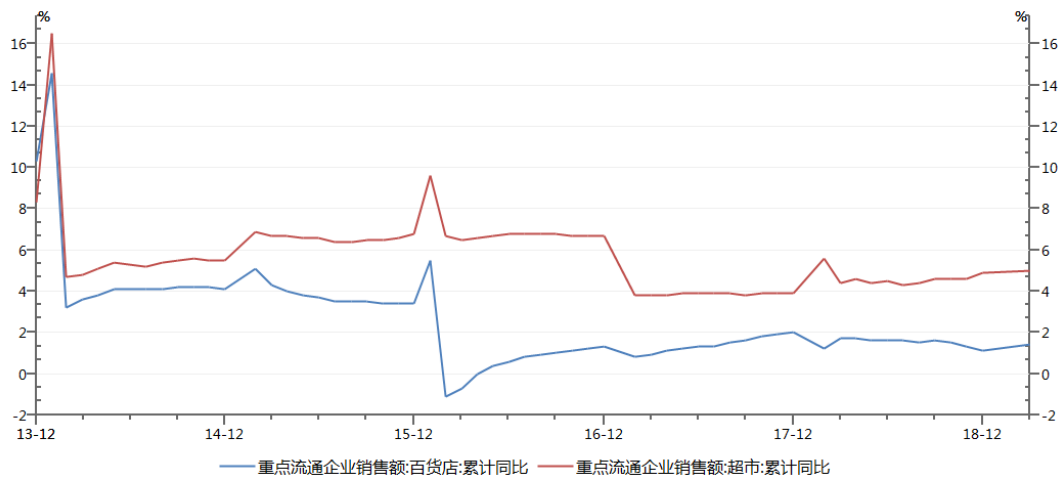
2019 年一季度，通胀水平呈上升趋势。2019 年 3 月，居民销售价格指数（CPI）同比增长 2.3%，食品 CPI 同比增长 4.1%，增速较 2 月分别提高 0.8 个百分点和 3.4 个百分点。受益于物价上涨，以必选

消费为主的超市同店改善显著，限额以上零售业单位超市零售额同比增长7.5%，重点流通企业超市销售额同比增长5.0%（增速同比提高0.6个百分点）。超市行业龙头企业表现突出，永辉超市全国扩张加速，一季度净增门店114家（以永辉生活门店为主），实现营业收入222.36亿元，同比增长18.48%；家家悦持续深化胶东布局，并积极尝试鲁西区域的门店扩张和供应链延伸，2019年一季度净增门店9家，实现营业收入38.05亿元，同比增长16.68%。

百货销售增长乏力，可选消费复苏力度有所加强，龙头企业优势明显

与可选消费密切相关的百货行业受宏观经济波动影响较为明显，受宏观因素及贸易摩擦影响，百货销售增长乏力，2019年一季度，重点流通企业百货销售额同比增长1.4%，同比下降0.3个百分点。同时，可选消费复苏力度有所加强，2019年3月，作为百货主要销售品类的服装和化妆品零售总额（限额以上企业）分别同比增长6.6%和14.4%，较2月增速分别提高4.8个百分点和5.5个百分点。百货龙头企业中，2019年一季度，天虹股份与王府井销售规模在高位平稳运行，当期开店步调较为稳健，扣非利润增速分别为5.7%和5.5%。

图2 重点流通企业销售额累计同比情况



资料来源: Wind

黄金珠宝销售增速探底，行业整体分化加剧

2019年一季度，全国限额以上企业金银珠宝零售额同比增长2.6%，增速同比下降5.3个百分点；2019年3月，全国限额以上企业金银珠宝零售额同比减少1.2%，为2017年以来首次负增长。在国际摩擦冲突不断的背景下，黄金珠宝的投资属性进一步强化，居民购买黄金避险保值的需求有望上升，行业有望进入弱复苏阶段。同时，行业内企业表现分化明显，优质行业龙头通过渠道扩张及产品结构调整加速业绩增长，2019年一季度，周大生营业收入同比增长17.04%，归母净利润同比增长20.81%，具有渠道拓展能力的龙头公司将继续扩大优势。

二、零售行业发债企业财务状况

从一季度发债零售企业财务数据来看，龙头企业地位进一步巩固，强者恒强，行业营业收入增长分化明显；期间费用对利润侵蚀影响仍未减缓，债务负担有所加重，整体财务杠杆处于高位。

从发债企业营业收入看，2019 年一季度，17 家发债样本企业¹收入同比增长 10.32%，家电连锁行业龙头苏宁易购对样本营业收入增长额贡献超过 90%，行业内各企业营业收入增长分化明显，10 家收入增长的样本企业中，3 家企业营业收入增速超过 20%，6 家企业营业收入增速为 5% 及以下。其中，行业龙头苏宁易购持续推进线上线下融合发展，加速完善多业态、多层级的市场门店布局，规模效应凸显，收入同比增长 25.44%；重庆商投营业收入同比增长 403.12%，主要系其依托股东重庆商社所开展的橡胶批发业务收入增长所致；广百集团主业开展区域为以广州为核心，区域市场地位显著，随着业务持续拓展及升级调整，收入同比增长 36.64%。利润方面，2019 年一季度，受新华都集团净利润大幅减少拖累影响，样本企业净利润同比减少 26.38%；若将其剔除，样本企业净利润同比增长 8.85%。12 家净利润增长的样本企业中，增速超过 10% 的有 7 家，其中，由于主业扩张，加强费用控制，加之资产减值损失影响减弱，广百集团净利润同比增长 441.90%，苏宁易购、华联综超、华润万家、鲁商集团净利润分别同比增长 24.39%、65.35%、43.59% 和 31.84%。

从发债企业盈利能力看，2019 年一季度，样本企业毛利率中位数为 20.03%，同比下降 0.71 个百分点；样本中 11 家企业毛利率同比上升，上升幅度范围以 1~2 个百分点为主；6 家企业毛利率同比下降，其中，受低毛利的橡胶批发业务收入增长影响，重庆商投毛利率同比下降 24.76 个百分点，广百集团、上海百联集团以及苏宁易购毛利率同比下降幅度均在 0.5 个百分点以下。2019 年一季度，样本企业期间费用率中位数为 17.34%，同比上升 0.17 个百分点；13 家企业期间费用率同比均有不同程度上升，仅 4 家企业期间费用率同比有所下降，随着所在地商业地产租金价格和人工成本不断攀升，零售企业期间费用对利润侵蚀影响仍未减缓。

从发债企业债务负担看，截至 2019 年 3 月底，样本企业资产负债率中位数为 65.49%，较上年同期提高 1.66 个百分点，样本企业杠杆有所上升，12 家样本企业资产负债率较上年同期有所上升。行业内杠杆差异较大，华润万家、鲁商集团、步步高、欧亚集团、京客隆、重庆商社、华联综超资产负债率均超过 70%，其中华润万家资产负债率 83.58%，鲁商集团资产负债率 81.6%，样本企业整体财务杠杆处于高位。

三、行业要闻

1. 《中华人民共和国电子商务法》于 2019 年 1 月正式实施

2019 年 1 月，《中华人民共和国电子商务法》正式实施，从微商代购交税、禁止差评刷好评、捆绑销售明示、押金及时退还、强化经营者举证人、平台自营需显著标记等方面进行规定，电商法的实施对网上消费监管灰色地带进行有效补充，行业运行将更加规范，消费者权益得到更好保护，有助于为提振消费需求。

¹ 本报告共统计 22 家零售行业发债样本企业，其中，财务部分已剔除 5 家未公布一季度财务报表的样本企业

2. 个人所得税专项附加扣除政策落地

为扩大内需，提升消费能力，2019 年 1 月，个人所得税专项附加扣除政策发布，主要通过一些特别项目支出的抵扣，实现居民减税降费，变相提高居民可支配收入水平，进而进一步激发居民消费意愿，增加消费需求。

四、债券市场跟踪

2019 年一季度，零售企业运行情况良好，未发生违约、行业内企业级别下调等情况；2019 年二季度行业即将到期债券规模较一季度规模有所下降。

1. 2019 年一季度零售企业新发债情况

2019 年一季度，从发债情况上看，共有 6 家企业发行 7 支信用债券（含银行间市场），发行规模合计 37.50 亿元，超短期融资债券为主。从到期情况上看，2019 年一季度，零售行业共 8 支债券摘牌兑付（含银行间市场），兑付规模 55.00 亿元。

表 1 2019 年一季度零售行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

证券简称	发行人	发行总额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率	最新主体级别	最新债项级别	最新评级展望
19 嘉兴现代 SCP001	嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	5.00	2019-03-07	2019-12-02	0.74	3.49	AA+	--	稳定
19 华联 SCP001	北京华联综合超市股份有限公司	4.00	2019-03-21	2019-12-16	0.74	6.70	AA	--	稳定
19 步步 MTN001	步步高投资集团股份有限公司	3.00	2019-03-01	2022-03-01	3	7.38	AA	AA	稳定
19 步步 MTN002	步步高投资集团股份有限公司	1.00	2019-03-18	2022-03-18	3	7.50	AA	AA	稳定
19 鲁商 SCP002	山东省商业集团有限公司	5.00	2019-03-20	2019-09-16	0.49	6.49	AA+	--	稳定
19 物美 SCP001	物美科技集团有限公司	4.50	2019-02-15	2019-11-12	0.74	3.95	AAA	--	稳定

19 沪百联 SCP001	上海百联集团股份有限公司	15.00	2019-02-28	2019-08-27	0.49	3.07	AAA	--	稳定
---------------	--------------	-------	------------	------------	------	------	-----	----	----

资料来源: Wind, 联合评级整理

表 2 2019 年一季度零售行业债券兑付情况 (单位: 亿元、年、%)

债券简称	发行人	偿还金额	起息日期	摘牌日期	债券期限	票面利率	兑付情况
18 嘉兴现 SCP002	嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	5.00	2018-06-21	2019-03-15	0.74	6.14	已兑付
16 渝商投 PPN001	重庆商业投资集团有限公司	6.00	2016-02-29	--	3.00	4.95	已兑付
18 华联 SCP001	北京华联综合超市股份有限公司	4.00	2018-05-23	2019-02-15	0.74	7.50	已兑付
18 鲁商 SCP012	山东省商业集团有限公司	5.00	2018-12-12	2019-03-12	0.25	6.85	已兑付
18 鲁商 SCP010	山东省商业集团有限公司	5.00	2018-09-21	2019-03-20	0.49	7.20	已兑付
18 鲁商 SCP006	山东省商业集团有限公司	5.00	2018-06-25	2019-03-22	0.74	7.20	已兑付
18 鲁商 SCP005	山东省商业集团有限公司	10.00	2018-04-23	2019-01-18	0.74	7.20	已兑付
18 沪百联 SCP002	上海百联集团股份有限公司	15.00	2018-08-17	2019-02-13	0.49	3.70	已兑付

资料来源: Wind, 联合评级整理

2. 2019 年一季度企业信用评级变动

2019 年一季度, 行业内未发生违约情况及发行人级别和展望变动情况。

3. 2019 年二季度零售行业将到期债券基本情况

2019 年二季度, 零售行业将到期债券共 5 支, 到期规模 21.00 亿元, 较一季度到期规模有所下降。

表 3 2019 年二季度零售行业将到期债券情况 (单位: 亿元、年、%)

债券简称	偿还金额	偿还类型	起息日期	到期/回售日期	债券期限	票面利率	最新主体评级	最新债项评级	最新评级展望
18 华联 SCP002	8.00	到期	2018-07-12	2019-04-08	0.74	7.50	AA	--	稳定
18 步步 SCP001	2.00	到期	2018-08-27	2019-05-24	0.74	6.50	AA	--	稳定
19 鲁商 SCP001	5.00	到期	2019-03-08	2019-06-06	0.25	6.60	AA+	--	稳定
18 鲁商 SCP008	3.00	到期	2018-08-10	2019-04-16	0.68	7.20	AA+	--	稳定
18 物美 SCP002	3.00	到期	2018-07-20	2019-04-16	0.74	6.08	AAA		稳定

资料来源：Wind，联合评级整理

五、行业信用展望

2019 年一季度，社会消费品零售总额增速回升企稳，必选消费抗周期属性凸显，超市零售额稳健增长，百货销售增长仍乏力，黄金珠宝销售增速探底，行业分化加剧，龙头企业表现突出。未来，CPI 上行有助于超市同店收入增长；可选消费复苏力度加强或带动百货销售迎来弱复苏；国际摩擦冲突不断的背景下，黄金珠宝的投资属性进一步强化，黄金珠宝保值消费需求有望上升，联合评级对零售行业的展望为“稳定”。

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。