

## 零售行业 2018 年上半年行业报告

### 摘要

2018 年 1~6 月，我国社会消费品零售总额整体保持增长，但增速较上年同期有所放缓，其中汽车零售、文化办公用品、建筑及装潢材料等商品增速下滑明显；网上零售渗透率持续提升，但同比增速也略有下滑。2018 年上半年实体零售业态持续发力，线上对实体业态冲击减弱，百货维持弱复苏态势，企业盈利能力有所改善；超市业态增速进一步加快，新零售推动业态模式持续创新，龙头企业规模优势显著。从发债零售企业看，上半年整体运营良好，营收规模明显扩大；行业内龙头企业地位仍然突出，带动行业整体营收、利润水平提升，行业整体盈利能力显著提高；债务负担略有升高，但财务杠杆水平可控。2018 年上半年，随着去杠杆政策不断深入，信用违约事件频发，企业债券发行难度加大；上半年零售行业新发债券合计 15 支，存续期债券未发生信用评级调整情况，零售行业企业整体信用情况保持稳定。我们预测 2018 年下半年宏观经济增速放缓、房地产对居民财富挤出效应、中美贸易摩擦升级可能将持续对零售行业产生影响。实体零售企业持续变革，将延续上半年缓慢复苏态势。

### 一、半年度零售行业整体运营情况

**零售市场整体保持增长，但受宏观经济增速放缓、房地产对居民财富挤出效应共同影响，零售市场半年度增速同比有所回落。**

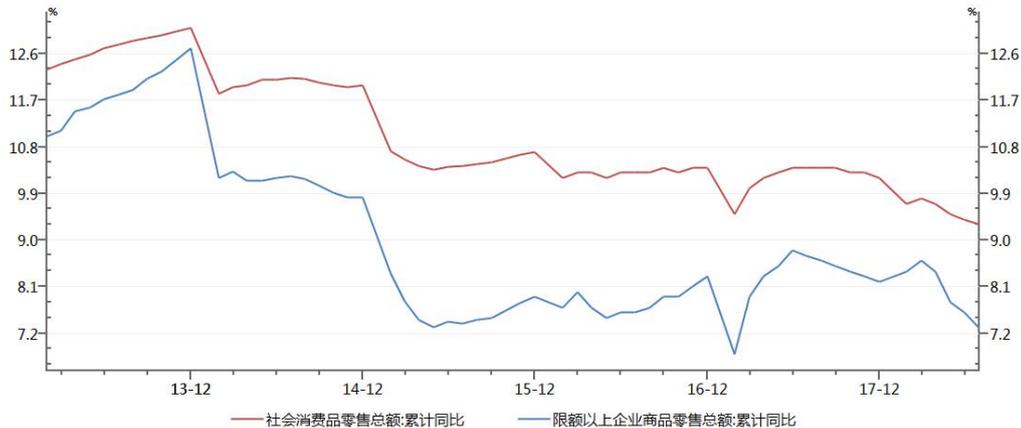
受宏观经济面临下行压力、房地产对居民财富挤出效应共同影响，零售市场半年度增速同比有所回落。2018 年 1~6 月，我国社会消费品零售总额 180,018 亿元，同比增长 9.4%，增速较上年同期下降 1.0 个百分点；限额以上企业商品零售总额 69,938 亿元，同比增长 7.5%，增速较上年同期下滑 1.2 个百分点。

具体看，2018 年 1~6 月，城镇消费品零售额 154,091 亿元，同比增长 9.2%；乡村消费品零售额 25,927 亿元，增长 10.5%，随着农村物流设施与网络覆盖的逐步完善，消费渠道呈下沉趋势。从消费类型看，餐饮收入 19,457 亿元，同比增长 9.9%；商品零售 160,561 亿元，增长 9.3%（同比下滑 1.0 个百分点）。从商品消费结构来看，较大体量的汽车零售额增速下滑明显（同比增长 2.7%，增速同比下滑 2.5 个百分点），对社零总额增速下拉影响较大；增速下滑较大的其他商品还包括文化办公用品（同比增长 6.6%，增速同比下滑 5.2 个百分点）、建筑及装潢材料（同比增长 8.1%，增速同比下滑 5.8 个百分点）、家具（同比增长 10.1%，增速同比下滑 3.3 个百分点）。

销售增速同比仍保持增长品类主要为化妆品类（同比增长 14.2%，增速同比提高 2.9 个百分点）、日用品类（同比增长 12.6%，增速同比提高 3.6 个百分点）、石油及制品类（同比增长 11.9%，增速同比提高 1.3 个百分点）等。

2018 年 1~6 月，全国网上零售额 40,810 亿元，同比增长 30.1%，增速同比下滑 3.3 个百分点，实物商品网上零售额占社零总额的比重为 17.4%，较上年同期提高 3.6 个百分点，渗透率持续提升，受宏观因素影响，网上零售增速同步放缓。

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

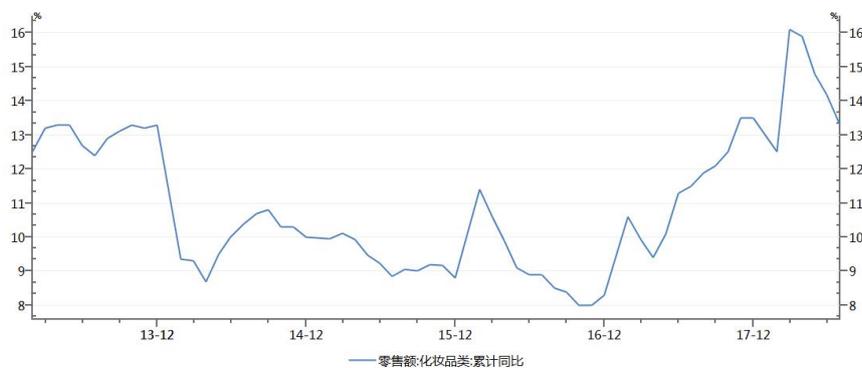


资料来源：Wind 资讯

### 受益于渠道变革，化妆品类零售额延续高速增长态势。

受益于渠道变革，电商销售占比提升，三四线城市化妆品消费人数快速增长，化妆品类零售额延续高速增长态势。2018 年 6 月，化妆品类零售额当月同比增长 14.2%，自 2017 年 5 月起维持了连续 14 个月的两位数当月同比增速；2018 年 1~6 月化妆品类零售额同比增长 14.2%，增速同比提高 2.9 个百分点。表现突出的 A 股上市公司包括珀莱雅和拉芳家化，珀莱雅 2018 年上半年营业收入同比增长 24.92%，受益于盈利能力更高的线上渠道营收占比提升以及平台管理费用控制加强，净利润同比增长 44.88%，其中二季度分别同比增长 41.6%和 68.44%，主要系二季度电商收入增速提升至 70%所致；拉芳家化 2018 年上半年营业收入同比增长 2.78%，净利润同比增长 57.84%。

图 2 近年化妆品类零售额累计同比增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

### 线上冲击减弱，实体业态变革，百货维持弱复苏态势，企业盈利能力有所改善。

2018 年 1~6 月，限额以上零售单位中的百货零售额同比增长 4.6%，增速较上年同期小幅下滑 1.2 个百分点，随着实体业态变革，百货弱复苏延续，电商对实体零售冲击减弱，但百货增速仍低于其他零售业态。根据对 A 股上市公司中 37 家样本百货企业的统计，2018 年上半年，样本百货企业营业收入较上年同期增长 1.23%，净利润较上年同期下滑 11.28%（主要系南京新百大幅亏损 16.68 亿元所致，若将其剔除，样本企业净利润同比增长 11.86%），销售毛利率较上年同期提升 1.14 个百分点，受益于闭店增效，提升体验业态占比，百货企业整体盈利能力有所改善。

#### **超市业态增速进一步加快，新零售推动业态模式持续创新，龙头企业规模优势显著。**

2018 年 1~6 月，限额以上零售单位中，超市零售额同比增长 7.4%，增速较上年同期上升 1.1 个百分点，超市业态增速进一步加快。新零售推动业态模式持续创新（苏宁推出“苏宁小店”、美团推出“小象生鲜”、阿里大润发联合推出“盒小马”等），线下引流、数据驱动、场景多元、供应整合、物流提升的新零售业态充分迎合消费者消费习惯的改变，驱动行业发展的同时，仍需关注较大规模的投入及面临一定试错风险。

根据对 A 股上市公司中 11 家样本超市企业的统计，2018 年上半年，样本超市企业营业收入较上年同期增长 11.11%，净利润较上年同期增长 11.13%，销售毛利率较上年同期提升 1.32 个百分点。随着互联网巨头的介入，超市整合速度加快，企业间分化态势显著，龙头企业具备较强的规模及创新优势，永辉超市半年度营业收入达 343.87 亿元，远超同业其他上市公司，其营业收入同比增速达 21.47%（若将其剔除，剩余 10 家超市样本企业营业收入同比增幅仅 3.11%）；但受创新业务培育和股权激励费用摊销影响，永辉超市半年度净利润同比下滑 26.62%，考虑到其处于战略布局期，随着腾讯赋能的逐步成熟，未来发展势头较好。

#### **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 1~6 月，全国网上零售额 40,810 亿元，同比增长 30.1%，增速较上年同期下滑 3.3 个百分点。其中，实物商品网上零售额 31,277 亿元，同比增长 29.8%，增速较上年同期提高 1.2 个百分点，但其当月增速保持了连续六个月的环比下滑，2018 年 7 月当月增速为 29.10%。实物商品网上零售额占社零总额的比重为 17.4%，较上年同期提高 3.6 个百分点，渗透率持续提升，电商对实体零售业的冲击仍在延续。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别同比增长 42.3%、24.1%和 30.7%。A 股上市公司电商龙头企业苏宁易购 2018 年半年度营业收入及净利润均实现同比大幅增长，分别增长 32.16%和 57.08%。

2018 年上半年，社交电商表现强势，其通过社交平台的拼购模式降低获客成本，利用社交关系产生的信用背书提升用户转化和用户粘性。其中典型代表为京东开普勒（京东“618”期间，订单同比增长近 10 倍，销售额同比增长 472%）、京东拼购（京东“618”期间，订单同比增长 24 倍）以及拼多多（截至 2018 年 6 月 30 日的前 12 个月，平台 GMV（订单成交总额）为 2,621 亿元，较去年同期增长 583%；活跃买家数为 3.44 亿人，较去年同期增长 245%）。下半年随着电商购物节的到来，行业有望进一步增长。

## **二、零售行业发债企业财务状况**

2018 年 8 月，发债企业相继披露了 2018 年上半年审计报告，从财务数据看，上半年发债零售企业整体运营良好，营收规模明显扩大。行业内龙头企业地位仍然突出，带动行业整体营收、利润水平提升；行业盈利能力显著提高，债务负担略有升高，但财务杠杆水平可控。

从收入规模来看，发债样本企业（17 家）2018 年 1~6 月营业收入合计 2,112.85 亿元，同比增长 16.89%，收入同比下滑企业 5 家，与 2017 年持平。其中，苏宁易购通过智慧零售战略，线下加快门店布局，提升门店经营质量，并线上专注于流量经营、会员营销以及商品运营，保持了快速增长，同时，物流、金融围绕零售业务不断提高服务能力，业务规模稳步增长，2018 年上半年实现收入 1,106.78 亿元，同比增长 32.16%；王府井百货受行业竞争加剧影响，营收增速放缓，2018 年 1~6 月实现营收 131.99 亿元，同比增长 3.07%；两者对样本企业同比收入增幅贡献为 58.63%，较 2017 年减少 28.86 个百分点，行业分化脚步放缓。

从利润表现来看，2018 年，样本企业净利润合计 94.47 亿元，其中苏宁易购由于出售了部分阿里巴巴股份获利 56.01 亿元，推动净利润大幅增长，2018 年上半年实现净利润 56.80 亿元，占样本企业合计净利润的 60.13%，若不考虑出售阿里巴巴股份带来的利润影响，2018 年上半年苏宁易购扣非后归母公司股东净利润为 0.33 亿元，利润规模较去年同期（2.21 亿元）缩减明显；华联商厦上半年完成了旗下 8 个购物中心项目的调整改造升级，强化了 BHG Mall 的社区服务理念，拉动购物中心客流和销售额的提升，进而提升门店盈利能力，2018 年上半年实现净利润 3.02 亿元，大幅超越去年同期的 0.28 亿元；2018 年上半年，王府井百货对亏损门店进行转型调整收到成效，实现净利润 7.72 亿元，同比大幅增长 47.05%。受益于苏宁易购、王府井百货和华联商厦净利润拉动，样本整体净利润同比大幅增长 100.96%；样本企业中，7 家企业净利润同比下滑，未有企业出现亏损情况，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，2018 年上半年，发债样本企业整体销售毛利率为 17.72%，较去年同期降低 1.24 个百分点，发债样本企业整体期间费用率为 29.53%，较去年同期提高 1.15 个百分点。零售企业依然面临成本高、坪效低的处境，普遍毛利率较低，大型商超依然依靠黄金地段获取流量的传统商业模式。随着所在地商业地产租金价格和人工成本不断攀升，传统零售成本居高不下，而新零售颠覆传统产业环节，提升效率、降低运营成本，对传统零售行业带来较大冲击，零售企业整体盈利能力略有下降。

债务负担方面，截至 2018 年 6 月底，发债样本企业带息债务合计 1,298.13 亿元，较去年同期提高 98.95 亿元；样本企业整体资产负债率 55.56%，较去年同期提升 1.54 个百分点，整体杠杆水平相对稳定。其中苏宁易购资产负债率较去年同期提升 5.92 个百分点，主要系为阶段性的旺季备货，以及满足供应链融资以及消费信贷业务的需求，公司及子公司借款增加所致；王府井集团资产负债率为 40.67%，较上年同期减少 7.65 个百分点，债务负担有所减轻，且其现金比率为 90.30%，现金类资产较为充足，资产流动性较好；部分企业资产负债率仍处于高位，其中华润万家和步步高资产负债率均超过 70%，与上年同期变化较小。在样本 17 家企业中，整体资产负债率为 55.56%，较去年同期提升 1.54 个百分点，其中有 7 家资产负债率有所提高，其余 10 家资产负债率均下行，企业整体负债率有所提高。

### 三、零售行业信用情况

#### 1、上半年整体发债形势概览

伴随防风险和去杠杆政策的不断深入，信用违约事件频发，投资者更加青睐评级较高的国企，对低评级的企业（尤其是民营企业）产生规避情绪，进而导致债券发行难度加大，债券发行失败或推迟的情况显著增多。今年上半年共有 403 只信用债推迟或取消发行，总规模约 2,500 亿元。从已发行的债券利率情况来看，今年以来短融、超短融、中票、企业债和公司债发行票面利率达到及超过 7% 的债券共计 421 只，在全部已披露票面利率的债券中的占比达到 17.3%，其中有 35 只债券票面利率高于 8%，发行利率明显升高。从零售行业存续债券表现来看，暂未出现逾期或违约事件。

#### 2、零售行业新发债企业信用级别分布情况

2018年1~6月，一级市场零售行业17家发债企业新发债券合计15支，包括短融、超短融、中票、定向融资工具以及公司债，发行总额为144.55亿元。其中主体级别为“AA”有5支，“AA+”有3支，“AAA”有7支。

表 1 2018 年 1~6 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
112682.SZ	18 苏宁 01	3.00	5.20	AAA	2018/4/19	20.00
112697.SZ	18 苏宁 02	3.00	5.50	AAA	2018/5/9	17.00
112721.SZ	18 苏宁 03	5.00	5.75	AAA	2018/6/15	10.00
112733.SZ	18 苏宁 04	3.00	5.70	AAA	2018/7/17	12.00
112743.SZ	18 苏宁 05	3.00	5.50	AAA	2018/8/13	16.00
011801572.IB	18 王府井集 SCP001	0.74	3.84	AAA	2018/8/20	10.00
101800916.IB	18 王府井集 MTN001	3.00	4.50	AAA	2018/8/20	5.00
031800051.IB	18 华联投资 PPN001	1.00	6.90	AA+	2018/1/26	10.00
031800175.IB	18 华联投资 PPN002	0.50	6.80	AA+	2018/3/28	10.00
031800439.IB	18 华联投资 PPN003	1.00	7.50	AA+	2018/8/3	10.00
143141.SH	18 金玛 01	5.00	7.50	AA	2018/8/6	2.85
011801671.IB	18 步步高 SCP001	0.74	6.50	AA	2018/8/27	2.00
112637.SZ	18 华联 01	5.00	7.00	AA	2018/1/29	7.70
011800097.IB	18 宏图高科 SCP001	0.74	7.50	AA	2018/1/24	6.00
011800353.IB	18 宏图高科 SCP002	0.74	7.50	AA	2018/3/12	6.00

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

#### 3、零售行业发债企业信用级别迁徙情况

2018 年 1~6 月，零售行业样本中处于存续期的发债企业中，北京华联集团投资控股有限公司为首次评级，其他企业信用评级均未有调整，零售行业企业信用级别整体保持稳定。

#### 4、利率走势分析

2018年1~6月零售行业新发行债券中，主体级别“AAA”债券共有7支，“AA+”级别共3支，“AA”级别共5支。

受宏观经济形势和市场情绪影响，2018年上半年发行的债券票面利率较去年有明显提升。从“AAA”级别债券来看，2018年上半年发行的5年期债券平均发行利率为5.75%，较2017年提高1.04个百分点，利率提升较为明显；2018年上半年3年期债券平均发行利率为5.28%，比2017年发行的5年期“AAA”债券利率高0.57个百分点；从“AA+”级别债券来看，“AA+”级别债券发行利率显著提升，1年期和0.5年期债券评级发行利率分别为7.20%和6.80%，其中1年期“AA+”级债券评级发行利率较去年大幅提高2.37个百分点，风险溢价较去年大幅提高，债券发行难度也随之加大；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，不同企业债券的发行利率也存在较大利差，从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，2018年1~6月新发行5年期债券平均发行利率为7.25%，较去年全年发行的债券平均发行利率降低0.25个百分点，0.74年期超短期融资券平均发行利率为7.17%，较去年发行的同类融资券发行利率提高1.19个百分点。值得注意的是，2018年发行的0.74年期超短期融资券平均发行利率为7.17%，与5年期公司债利差较小。

总体看，2018年1~6月零售行业整体发债利率较去年明显提高，并且投资者更加青睐高级别债券，进而导致“AAA”级债券与“AA+”、“AA”级别债券利差大幅拉开，部分债券利率与去年发行的债券利率形成倒挂，行业内企业发债难度不断增加。

表 3 2017~2018 年 6 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
2018 年 1~6 月	AAA	0.74	1	3.84
	AAA	3	5	5.28
	AAA	5	1	5.75
2017 年	AAA	5	1	4.71

资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

表 4 2017 年~2018 年 1~6 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 1~6 月	AA+	0.5	1	6.80
	AA+	1	2	7.20
2017 年	AA+	1	1	4.83

	AA+	3	1	5.99
	AA+	5	1	4.75

资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

表 5 2017 年~2018 年 1~6 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 1~6 月	AA	0.74	3	7.17
	AA	5	2	7.25
2017 年	AA	0.5	1	4.80
	AA	0.74	2	5.98
	AA	1	2	5.20
	AA	3	5	5.33
	AA	4	1	7.30
	AA	5	1	7.50

资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

#### 四、半年度零售行业信用展望及风险关注

##### 1、半年度零售行业信用展望

受宏观经济增速放缓、房地产对居民财富挤出效应共同影响，零售市场半年度增速同比有所回落，零售行业整体缓慢复苏。新零售驱动行业转型升级加速，超市业态方面，预计行业将进一步整合，随着食品类 CPI 上行，其必需消费属性优势将逐步显现；百货业态弱复苏态势延续，“新零售”改造有助于其发展环境的进一步改善；电商业态预计仍将维持快速增长，流量与供应链对电商企业信用水平影响较大。中美贸易摩擦升级，对自美进口汽车、农产品等价格产生影响，中美贸易战对零售行业影响仍需持续关注。

受宏观经济面临下行压力、房地产对居民财富挤出效应共同影响，零售市场半年度增速同比有所回落，零售行业整体缓慢复苏；新零售驱动行业快速发展，商业模式持续创新，线下价值被重新挖掘，全渠道整合不断深入，行业转型升级加速。

从具体业态看，2018 年半年度，超市龙头企业规模优势显著，超市行业将进一步加速整合，同时随着新零售的推进，全渠道下生鲜市场将进一步扩张，后续随着我国货币政策放松、中美贸易战影响食品类 CPI 上行，超市业态的必需消费属性优势将逐步显现；规模、渠道及供应链管理对于超市企业信用水平仍存在较大影响。百货方面，线上冲击减弱，实体业态变革，化妆品与金银珠宝消费快速增长，百货维持弱复苏态势；随着在线运营、用户数据化、消费体验等方面持续改善升级，以及全渠道的进一步整合，百货运营管控、市场规模及发展环境将不断改善。电商业态预计仍将维持快速增长，流量和供应链仍将是电商企业信用水平的重要影响因素。

2018年以来，中美贸易摩擦持续升级，从消费品类看，从美国进口的汽车价格，包括美国品牌以及在美国生产的欧洲品牌，会受贸易战比较大的影响；中国对美国农产品加收关税可能推动食品类CPI温和上涨，利好超市类零售企业，但由于除汽车外的其他消费用品自美国进口比例不高，如美国进口的农业产品在中国总体农产品市场占比不足1%，目前贸易战对中国农产品市场乃至下游市场价格影响有限，需持续关注中美贸易战对零售行业影响。

## 2、零售行业风险关注

**宏观经济增速放缓叠加房地产对居民财富挤出效应，削弱居民购买力，行业景气度回升仍面临一定阻力。**

受经济下行压力加大、房地产对居民财富挤出效应影响，零售市场增速有所回落，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，在行业增速放缓的背景下，实体零售行业竞争进一步加剧。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，存在较大的试错风险。**

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，存在较大的试错风险。

## 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。