

贸易企业信用评级方法

一、贸易企业信用评级定义

1. 贸易行业范围

根据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2011）目录，贸易行业主要分为批发业、零售业。

表1 贸易行业子行业分类（GB/T 4754-2011）

子行业及代码	行业描述
批发业（F51）	农、林、牧产品批发；食品、饮料及烟草制品批发；纺织、服装及家庭用品批发；文化、体育用品及器材批发；医药及医疗器材批发；矿产品、建材及化工产品批发；机械设备、五金产品及电子产品批发；其他批发业
零售业（F52）	综合零售；食品、饮料及烟草制品专门零售；纺织、服装及日用品专门零售；文化、体育用品及器材专门零售；医药及医疗器材专门零售；汽车、摩托车、燃料及零配件专门零售；家用电器及电子产品专门零售；五金、家具及室内装饰材料专门零售；货摊、无店铺及其他零售业

数据来源：国家统计局

2. 贸易企业信用评级定义

贸易企业信用评级是对贸易企业主体及相关债项进行的评级，其中主体信用评级是对贸易企业未来3-5年内一般无担保债务[1]违约风险的分析判断；债项信用评级则是在主体信用分析基础上，结合债项偿付保障措施，分析判断特定债项的违约风险。

二、贸易企业信用等级符号划分及含义

贸易企业主体信用等级符号适用《东方金诚企业主体长期信用等级符号及定义》，信用等级符号划分成九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示。主体信用等级符号释义如下表所示：

表2：企业主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AA	债务还本付息的能力最强；
A	债务还本付息的能力很强，基本无风险；
A	债务还本付息能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低；
BB	债务还本付息能力一般，内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级；

BB	债务还本付息能力较弱，受不利内外部环境和经济条件影响较大，存在较大的违约风险；
B	债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险较高；
CC	债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
C	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
CC	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
C	还本付息的能力极弱。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

贸易企业债项信用等级符号适用东方金诚各类债项评级的信用等级符号及定义技术文件。

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果可以是“正面”、“稳定”和“负面”。

东方金诚将跟踪评级结果分为：级别不变、升级、降级、评级观察和撤销评级。列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单并不一定意味着信用等级的变化，列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内。

三、贸易企业的风险特征

一般而言，贸易企业具有以下风险特征：

1. 行业市场化程度高、企业竞争激烈，盈利空间受限

我国贸易行业市场化程度很高，行业集中度处于较低水平，前百名零售企业总销售额占社会消费品零售总额的比例在 10%左右。激烈的市场竞争导致企业盈利空间狭窄、平均寿命较短，尤其是近年来网络购物在逐步完善交易可信度、物流配送和支付方式等方面的过程中，实现了高速发展，电子销售方式对传统实体销售渠道经营带来的压力逐步显现。

2. 周期性因素的影响

周期性因素主要表现在经济周期对需求的影响以及特定产品较长的消费周期导致的需求波动。例如奢侈品对经济景气周期比较敏感，而生活必需品需求则对景气周期的弹性较小；耐用消费品消费周期较长，受产品更新周期和消费升级趋势影响较大；钢材、有色金属、建材和化工等强周期性（或产能过剩）产品受宏观经济景气变化影响较大。

3. 价格变化、产品更替和季节性风险

批发和零售企业容易受到产品价格变化和 product 更新换代，以及季节性波动的影响，由此带来较大的经营风险。

购销差价是贸易企业利润的主要来源，销售价格受政策和市场需求变化等因素影响而有所波动，采购价格波动往往存在滞后，当购销差价缩小时，企业利润空间则被压缩。

产品更替风险方面，产品更替快慢对企业销售额和毛利将产生影响。如果一个市场的需求变化太快，会降低需求的可预见性，导致企业收入和现金流波动加剧，增大企业经营风险。该风险对于任何一个对产

品更替习以为常的领域都是适用的，具体包括服装、电脑、玩具、休闲用品、特许产品和其他生命周期较短的产品。

季节性因素方面，如果对销售旺季的依赖程度高，增加了企业旺季市场判断及决策失误的机会成本，将显著影响企业短期财务结果，增加了企业经营风险。

4. 选址风险和商品定位风险

零售企业的选址较为重要，选址失当，不仅会使既定的目标市场定位难以实现，而且由于投资较大，一旦选址失误将带来较大的经营风险。其影响因素包括店铺周围的商圈情况、客流量、市场规模、交通运输情况、人员构成、同业竞争、当地市政规划可能对店铺所在地的影响、居民收入水平以及消费倾向等。

同时，商品定位对零售企业的经营也非常重要，包括企业经营的商品品种、价格是否符合商圈内顾客的实际需要以及有支付能力的需求，能否根据商圈内顾客需求的变化及时调整商品定位，将直接关系到公司的盈利水平和经营成败。

5. 物流、人工、租金等运营成本变动对批发零售贸易企业的利润空间有较大影响

大型的批发零售贸易企业通常需要在固定资产方面大量投资，包括零售店、仓库和配送网络等。因此，物流、人力成本、房屋租赁等费用占批发零售企业经营成本比重很大，在商品销售价格竞争激烈的情况下，这部分费用上升将导致行业内大部分企业利润空间收缩，运营风险加大。

6. 国际贸易环境对从事进出口贸易企业影响很大

国际贸易环境对从事进出口贸易的企业影响很大，包括国际贸易环境所带来的风险、汇率风险和贸易产品市场需求波动风险。

随着我国出口规模的迅速扩大，对外贸易的不断发展，外贸行业对国际贸易环境的依赖性也越来越高。在纺织品、服装、机电产品等主要出口产品方面，国际市场竞争、贸易摩擦、欧美等国家对我国出口所采取的贸易保护措施、出口退税政策、人民币汇率调整等因素都将对外贸企业的经营造成较大影响。东方金诚重点考察受评企业所经营的产品是否正面临或即将面临反倾销和保障措施，及对其出口产生的影响；其产品是否以低价竞销为主要拓展方式，受相应退税率下调及人民币升值影响的程度如何。如受评企业的主要贸易产品具有较高的附加值、良好的品牌效应和稳定的市场份额，则有利于其抵御上述贸易环境变化所带来的风险。

汇率风险方面，企业结算使用的币种同各主要外币间的汇率变动及人民币对各外币的汇率浮动都将在不同程度上对公司的业务收入产生正面或负面的影响，因此企业是否对中远期汇率趋势进行研究预测，并在各业务环节以及在选择结算币种等方面妥善控制，将在一定程度上减少或避免汇率风险。

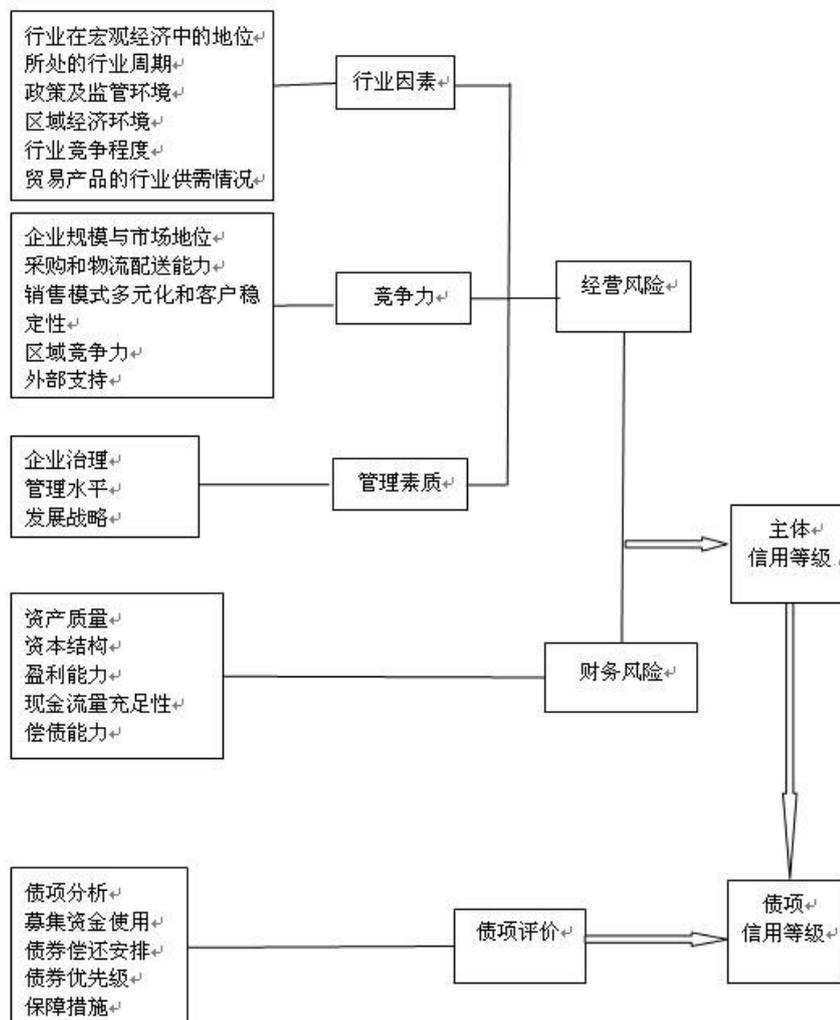
外贸产品市场需求波动风险方面，一般消费品的需求通常较为稳定，而钢铁、有色金属等与强周期性原材料产品市场需求的波动将相应影响贸易企业的经营发展。东方金诚充分关注贸易企业所销售产品的国际需求及市场价格的变动情况，并评价其对贸易企业业务经营及盈利能力的影响。

四、贸易企业评级思路

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个分析维度考察贸易企业的主体信用风险。其中，主体经营风险由行业因素、企业竞争力和管理水平等共同决定；财务风

险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等共同决定。在主体评级的基础上，结合债权保护因素对违约概率或违约损失率的影响，确定贸易企业发行的相关债项的信用等级。

贸易企业评级框架如下图所示。



[1] 一般无担保债务是指只以主体信用为偿付基础、相关债务契约中无优先或次级等特别偿付顺序条款的债务。

五、贸易企业分析要素

(一) 经营风险

东方金诚对贸易企业经营风险的分析要素包括行业因素、企业竞争力和管理素质等三个方面。

1、行业因素

东方金诚对受评主体的信用分析首先从评估其所处的行业环境开始。行业风险包括行业在宏观经济中的地位、所处的行业周期、政策监管环境、区域经济环境、行业竞争程度等，此外，贸易企业所销售主要产品（特别是大宗原材料商品）的行业供需情况也需予以关注。

2、企业竞争力

贸易企业的竞争力主要取决于企业规模与市场地位、采购和物流配送能力、销售模式多元化和客户稳定性、区域竞争力以及外部支持等要素。

（1）企业规模与市场地位

规模对于行业内企业提高采购议价能力、增强抵御风险能力的作用重大，销售规模较大的企业在获得相对稳定的采购货源、保持相对稳定的市场竞争力以及融资能力等方面具有较强的优势。对于采用连锁经营模式的零售企业来说，规模是其降低采购价格、摊薄仓储费用和物流成本的重要影响因素。由于贸易企业业务模式和经营业态差别较大，难以用单一指标来衡量企业规模，通常在信用分析中采用总资产、营业收入、门店数量、业态种类、贸易量等指标来综合衡量。

贸易企业的市场地位及其影响力也是核心竞争力之一。贸易企业，特别是零售企业及经营大宗商品的批发企业，所拥有的市场份额、品牌影响力以及在区域市场中的价格影响力是决定企业盈利能力和抗风险能力的重要因素。

（2）采购和物流配送能力

贸易企业的采购和物流配送能力主要从渠道稳定性、物流配送能力和议价能力三方面进行评价。其中采购渠道稳定性主要从上游供应商的数量、可替代性以及合作稳定性等方面进行分析，以确定在供应商发生改变时对企业运营的影响程度。

物流配送和物流体系建设对于零售企业，尤其是以连锁超市、电商等主要业态的零售企业来说，其物流体系的完善程度、自有商品的配送能力对运营成本的控制尤为重要。

对采购议价能力的评价应结合宏观经济、贸易商品的行业供需情况、采购方式等因素进行判断。当企业的采购议价能力强时，其结算方式往往更灵活，企业能够获得更长的信用额度和账期。一般而言，贸易企业需要大量依赖供应商的信用支持，对供应商的应付账款也是构成其负债的主要部分，因此如出现应付账款账期明显缩短的现象，可能表明企业信用状况的恶化。

（3）销售模式多元化和客户稳定性

对于批发企业来说，销售模式和渠道的多元化能够和更多类型的客户建立联系，网络销售模式有助于其进一步扩大销售规模；对于零售企业来说，有针对性的扩大销售网络和丰富营销模式，有助于企业提升销售业绩，经营业态的多样性也有利于企业实现规模经济，分散经营风险。客户稳定性方面，客户的集中度过高往往意味着受评主体客户依赖性强，而频繁变动的大客户通常也不利于企业维持与客户的长期合作，影响企业销售规划的实施。

（4）区域竞争力

区域竞争力的考察重点在于分析贸易商品在区域内的需求以及物流成本的变化情况。对于国内贸易企业而言，根据企业销售产品的不同，潜在客户群的区域分布在不同的区域。对于经营区域比较集中的企业，需要分析区域经济发展水平、行业竞争程度和当地政策环境持续性对于企业经营的影响；对于跨区域经营的企业或多区域连锁经营的企业，除分析其重点销售区域的销售稳定性之外，还需分析企业销售网络布局是否有助于提高物流效率和销售规模。对于国际贸易企业而言，与销售区域所在国相关的区域风险因素更加复杂。

（5）外部支持

主要考察受评主体受到控股股东的支持力度，以及控股股东综合实力的强弱。考察重点在于控股股东对受评企业提供的支持内容，尤其是营运资金和融资方面的支持。

3、管理素质

贸易企业的管理素质主要取决于公司治理、管理水平和发展战略等要素。

完善公司治理结构的意义在于在公司各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察股权结构、董事会的独立性和运作情况，监事会的监督和公司的外部监督以及管理层及员工激励、约束机制的安排等方面。

企业的管理水平能否适应发展的需要将对企业信用状况产生重要影响。我们对企业管理水平的评估可以从管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性等方面进行分析考虑，还可以将受评企业管理目标与其实际业绩进行对比，关注企业管理者在行业不景气期间的管理绩效和危机处理能力。对于零售企业而言，对库存商品和供应链管理更为重要，可以通过货损比率、收现天数、缺货比例和数量等指标予以反映。

管理层对企业的市场定位和经营风险是否有足够的认识，是否能根据企业的实际情况和经营环境的变化制定切实可行的发展战略是企业未来生存和发展的关键。

（二）财务风险

东方金诚对贸易企业财务风险的分析要素包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等5个方面。

1、资产质量

贸易企业的资产以流动资产为主，通常企业储备较多的存货以应对货物价格的上涨及客户的批量采购，并给予客户一定的信用账期，因此资产中存货和应收账款占比均较高。贸易企业的应收账款周转率和存货周转率决定其营运能力的强弱，对偿债能力产生较大影响。东方金诚对贸易企业资产质量的分析主要关注：（1）资产结构，包括现金占比、存货占比、应收账款占比；（2）资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；（3）资产减值风险，包括各项资产的减值准备/相应资产的账面价值等。

2、资本结构

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在行业环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。主要衡量指标包括资产负债率和全部债务资本化比率，前者体现了企业的整体负债水平，后者剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。通过指标分析，综合判断企业权益的稳定性以及企业自身债务负担的大小。

同时，贸易企业的债务结构和融资方式对于其资金周转和业务运营也非常重要。东方金诚重点考察贸易企业长短期贷款比例、其他融资方式，以及贷款和其他融资的取得方式等，结合其业务运营模式，对贸易企业债务结构的合理性和财务安全性进行分析和判断。

3、盈利能力

盈利是现金流的主要来源和企业偿债能力的重要保障，综合反映盈利能力的指标主要有销售毛利率、净资产收益率、总资产报酬率等。

贸易企业具有商品采购数量大、销售周转快、毛利率低的经营特点，一般销售价格的回旋余地小，因此能否有效控制采购成本将直接影响企业的经营成本，影响企业的价格竞争力和销售收入，最终影响到企业的盈利能力。

通常一个企业销售毛利率和营业利润率高说明该企业更可能具有足够的资金积累去保证经营的连续性。同时，更高的盈利水平也意味着企业在面对不利外部环境时有更大的调整空间。

总资产报酬率主要衡量企业资产获利能力，该指标反映了企业运用全部资产产生利润的效率。在衡量企业资产获利能力的时候，东方金诚会考虑非经常性损益对于企业信用质量的实际影响，评级结果反映其一般情况下的获利能力。

4、现金流量充足性

充足的现金是贸易企业规模扩张与可持续性经营的关键。东方金诚对贸易企业现金充足性的分析主要关注：（1）现金存量规模，包括现金余额、现金/到期负债；（2）现金流量的结构，主要考察现金流的来源以及经营性现金流、投资性现金流和筹资性现金流三者之间的平衡性；（3）经营性现金流获取能力，指标包括现金收入比、EBITDA/营业总收入、经营性净现金流/净利润等。

5、偿债能力

东方金诚用速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流动负债比率来考察受评主体的短期债务偿还能力。由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流动负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。使用这一财务比率时，需要考虑未来一个会计年度影响经营活动的现金流量变动的因素。

贸易企业的长期偿债能力用 EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量。前者用于考察企业支付债务利息能力，后者则能够考察受评主体折旧摊销前利润对于全部债务的覆盖程度。