跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]728 号

步步高投资集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

步步高投资集团股份有限公司发行的“16 步高 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

步步高投资集团股份有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 步高 01	8 亿元	3+2 年	AA	AA	2015 年 12 月 3 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	147.18	214.11	218.81
所有者权益(亿元)	32.10	54.55	55.26
长期债务(亿元)	34.19	52.06	59.11
全部债务(亿元)	66.11	96.19	103.27
营业收入(亿元)	128.05	160.68	45.02
净利润(亿元)	2.14	1.66	0.70
EBITDA(亿元)	8.55	11.77	--
经营性净现金流(亿元)	2.22	1.39	3.36
营业利润率(%)	20.62	21.67	20.52
净资产收益率(%)	6.53	3.83	1.28
资产负债率(%)	78.19	74.52	74.74
全部债务资本化比率(%)	67.32	63.81	65.14
流动比率(倍)	0.78	0.90	0.95
EBITDA 全部债务比(倍)	0.13	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.40	2.18	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.07	1.47	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。3、2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”或“公司”）的跟踪评级反映了其作为湖南省零售龙头企业，跟踪期内，在区域地位、品牌知名度、运营效率、成本管控等方面仍具有较强的的竞争优势。同时，联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、公司百货盈利能力偏弱、快速扩张带来筹资压力加大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将加强已有门店的内生增长，同时努力开拓市场；对于线上业务，公司将积极实施线上和线下融合的 O+O 全覆盖布局，搭建云猴大平台生态系统，网上商城和云猴大平台的上线有助于进一步增强公司的综合竞争实力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 步高 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．跟踪期内，公司在湖南省内仍保持超市市场占有率第一，百货市场占有率第二，区域地位及品牌优势明显。

2．跟踪期内，公司仍坚持立足于中小城市的发展策略，形成了密集式开店布局优势、供应链整合优势、多业态及跨区域经营的优势。

3．跟踪期内，公司在实体零售和网络零售逐步融合发展的大背景下，充分利用互联网技术、实体店网络规模优势，搭建基于实体门店的“云猴”O+O大平台生态系统，进一步提升公司的综合竞争实力。

关注

1．跟踪期内，中国零售业竞争激烈，整体利润水平不高，实体零售受宏观经济、政策及电商消费分流影响，增速显著放缓。

2．跟踪期内，公司超市业态门店大多以租赁为主，面临租金上涨压力和续租风险。

3．跟踪期内，公司门店数量及业务规模扩张速度快，同时自有物业集中开发，公司有息债务快速增长，对外融资压力大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

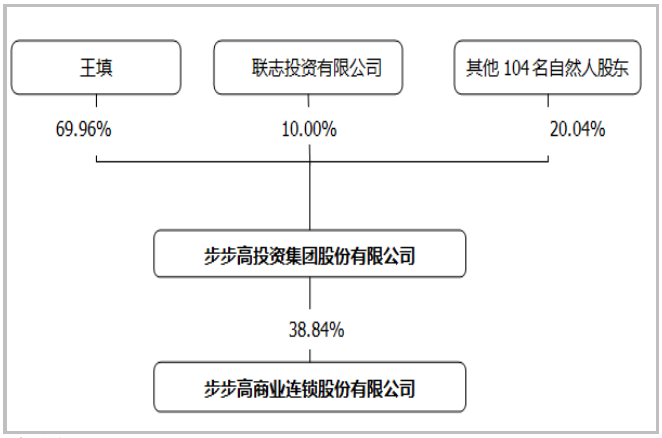
联合信用评级有限公司

一、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为成立于2003年2月的湘潭开源货运有限责任公司，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，初始注册资本50万元。2003年，湘潭开源货运有限责任公司更名为湘潭步步高投资集团有限公司。2007年7月，湘潭步步高投资集团有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本增至11,767万元。2009年，湘潭步步高投资集团有限公司更为现名。

经多次转股，截至2016年3月底，公司注册资本11,767万元，控股股东自然人王填持股69.96%，联志投资有限公司持股10.00%，其他104名自然人合计持股20.04%，王填为公司实际控制人。

图1　截至2016年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司主营业务为零售业，以超市和百货业态为主。公司本部下设集团办公室、集团财务部、集团人力资源部等7个独立职能部门（详见附件1），公司拥有核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高”）等64个控股子公司。截至2016年3月底，公司共有员工21,279人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 214.11 亿元，负债合计 159.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.35 亿元。2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.35 亿元；经营活动现金流量净额 1.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.21 亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额218.81亿元，负债合计163.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.26亿元，其中归属于母公司所有者权益合计23.28亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入45.02亿元，净利润（含少数股东损益）0.70亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.07亿元；经营活动现金流量净额3.36亿元，现金及现金等价物净增加额0.03亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区芙蓉大道 168 号；法定代表人：张海霞。

二、债券概况

本次债券名称为“2016 年步步高投资集团股份有限公司面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”，发行规模 8 亿元，面值 100 元，平价发行，期限为 5 年，附第 3 个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券已于 2016 年 3 月 18 日发行结束，票面利率为

5.59%，每年付息一次，到期还本，最后一期利息随本金偿还，起息日为 2017 年 3 月 16 日，付息日为 2017 年至 2021 年每年的 3 月 16 日（遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间付息款项不另计利息）。扣除承销费和首期受托管理费后，本次债券募集资金净额为 79,680.0 万元，已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款，符合本次债券《募集说明书》约定的募集资金使用安排。本次债券已于 2016 年 4 月 18 日起在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“16 步高 01”，证券代码“112351”。

跟踪期内，由于未到付息期，公司尚未支付本次债券的期间利息。

三、行业分析

1．行业概况

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。根据国家统计局公布，2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.7%，增速较上年下降 1.3 个百分点。根据国家统计局数据，2016 年前 5 个月，社会消费品零售总额累计达 129,281 亿元，同比增长 10.2%，较上年同期继续放缓 0.17 个百分点。实体零售行业景气度仍在低位运行，消费复苏缓慢，行业增长压力较大。

2016 年 5 月份，全国 50 家重点大型零售企业零售额同比下降 4.1%，增速环比回落 7 个百分点，同比下降 4.5 个百分点。零售行业由于受宏观经济下行、消费需求疲软、持续反腐、电商分流、房价高企等多重因素影响，导致零售企业销售情况依旧不容乐观，零售行业整体消费数据或底部企稳，但尚未出现明显的回暖趋势。

整体看，零售行业受宏观经济下行等因素影响，2015 年零售行业经济增速放缓，实体零售行业景气度仍在低位运行，消费复苏缓慢，行业增长压力较大。

2．百货业态

百货店是历史最悠久的零售业态之一，从目前的竞争状况来看，中国百货行业的集中度较低，以区域性垄断或寡头竞争为主。2015 年，55 家主要零售业上市公司里 41 家主业包括百货的公司中，仅有 6 家已实际实现全国布局，其余主要为区域性布局。

近年来，百货行业整体发展形势并不乐观。2014~2015 年，由于转型期经济增速放缓，终端需求低迷，叠加内外力冲击，百货类上市公司盈利能力持续下降。A 股百货类上市公司扣非后归属母公司净利润连续两年下滑，同比增速分别为-8.2%和-24.5%；经营性现金流净流入自 2011 年以来持续下滑，百货作为非必须消费品渠道，收入受经济放缓影响连续下滑，自 2010 年来延续放缓趋势，主要由于高基数效应、网购分流及终端百货企业过度供给且同质化严重等影响。

总体看，随着市场需求和消费结构产生新变化，百货行业未来发展增速将有所放缓。

3．超市业态

超市行业是中国开放最早、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。近年来随着一线城市的空间基本饱和，二、三线城市超市行业增速快于一线城市，大部分新开门店在二、三线城市发展；农村消费增速快于城市，中西部地区消费增幅高于东部。目前中国超市行业正逐渐走向成熟，行业集中度逐渐提高。

近年，国内超市行业格局较稳定，2016 第一季度超市营业收入同比增长 6.05%，增速环比下降 0.68 个百分点，同比下降 2.69 个百分点。超市作为必须消费品渠道，受经济波动影响相对较小，并受益于城镇化率提升带来增量刚需，所以尽管受到电商分流等因素影响，收入增速仍较为刚性。2015 年，超市行业两极化发展趋势较为明显，永辉超市、苏宁云商、步步高等已进行互联网转型的超市标的公司业绩有所增长，市场集中度进一步提升。

总体看，超市业态发展受宏观经济下行影响致收入增速有所降低，同时由于客户消费需求发生改变，要求企业必须借鉴吸收国内外一些先进的经营模式，已进行经营模式调整改变的超市企业 2015 年营业收入进一步增长，逐渐加大了同行业企业差距，超市业态的市场集中度进一步提升。

4．电商业态

2016 年，与线下销售低迷相比，线上销售仍保持高增速。2016 年 1~5 月份，全国网上零售额 18,089 亿元，同比增长 27.7%，远高于社零总额 10.2%的整体增速，占社会消费品零售总额的比重为 11.3%。

随着国内居民收入水平提高，对改善生活水平的需求日益迫切，消费升级成为趋势，而国内部分产品尚无法满足人们对品质消费的需求，于是通过精选并引进海外优质品牌的跨境进口电商直接受益于消费升级而蓬勃发展。中国跨境电商市场规模在过去 5 年实现了 4 倍增长，复合增长率达到 31.95%，占进出口贸易比例 5 年内增长了 3 倍。2015 年，中国跨境电商占进出口贸易的比例由 2014 年的 15.13%提升到 21.15%，跨境电商凭借其高性价比、简化交易流程、加快信息传递速度、降低交易成本、改善消费者跨境购物体验的优势，其在整体贸易中比例将持续增长。

2015 年，全国两会上，李克强总理首次将 O2O 线上线下互动消费提上政府工作报告；5 月，商务部研究制定《“互联网+流通”行动计划》，提出要加快互联网与流通产业的深度融合，推动流通产业转型升级，提高流通效率，培育新产业，释放消费潜力。9 月，国务院又发布《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发 展转型升级的意见》，从鼓励线上线下互动创新、激发实体商业发展活力、健全现代市场体系以及完善政策措施等四大方面提出了 18 条措施。一系列政策的着力点和目标非常明确，就是进一步支持零售业向 O2O 转型，使线上线下互动将成为最具活力的经济形态之一，形成促进消费的新途径和商贸流通发展的新亮点。

2016 年 4 月 8 日，跨境电商税收新政策的推出，使跨境电商企业备受压力，保税仓内库存积压，而随新政的暂缓实施，相关企业有了更多适应与调整的时间。2016 年 5 月，海关总署发布了《关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》，通知指出，为使跨境电商企业逐步适应监管要求，此次专门对跨境电子商务零售进口设置了过渡期，2017 年 5 月 11 日前，在上海、杭州、宁波、郑州、广州、深圳、重庆、福州和平潭 10 个试点城市，将按原有监管政策进行监管，暂不采用正面清单。

总体看，电商业态受市场需求影响发展规模不断扩大，营销方式由传统电商延伸到跨境电商，营业收入规模不断增长，并受国家利好政策支持，未来电商业态市场占有率有望进一步提升。

5．湖南省区域经济

据湖南省统计局公布的《2015 年湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，湖南省全省地区生产总值 29,047.2 亿元，比上年增长 8.6%；其中，第一产业增加值 3,331.6 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 12,955.4 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 12,760.2 亿元，增长 11.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值 42,968 元，增长 7.9%。全省全体居民人均可支配收入 19,317 元，

比上年增长 9.6%，扣除价格因素实际增长 8.1%；人均可支配收入中位数 16,654 元。城镇居民人均可支配收入 28,838 元，比上年增长 8.5%，扣除价格因素实际增长 6.9%；城镇居民人均可支配收入中位数 27,216 元。农村居民人均可支配收入 10,993 元，增长 9.3%，扣除价格因素实际增长 8.1%；农村居民人均可支配收入中位数 10,032 元。全省城镇居民人均消费支出 19,501 元，比上年增长 6.4%；农村居民人均生活消费支出 9,691 元，增长 7.4%。城镇居民食品消费支出占消费总支出的比重（恩格尔系数）为 31.2%，农村居民为 32.9%。

湖南经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2015 年，湖南省社会消费品零售总额 12,024.0 亿元，比上年增长 12.1%。分经营地看，城镇零售额 10,883.8 亿元，增长 12.1%；乡村零售额 1,140.1 亿元，增长 12.2%。分区域看，长株潭地区零售额 5,050.9 亿元，增长 12.1%；湘南地区 2,346.5 亿元，增长 12.2%；大湘西地区 2,086.5 亿元，增长 11.7%；洞庭湖地区 2,540.1 亿元，增长 12.4%。限额以上法人批发和零售业商品零售额 4,506.5 亿元，比上年增长 9.8%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长 14.1%，通过互联网实现的商品零售额增长 20.8%。分商品类别看，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额增长 23.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 7.4%，日用品类增长 13.4%，书报杂志类增长 16.4%，家用电器和音像器材类增长 16.1%，文化办公用品类增长 10.0%，机电产品及设备类增长 23.9%，汽车类增长 13.6%。

总体看，作为中西部经济发展最活跃的省区之一，湖南省经济规模较大，增长速度快，居民消费能力强，为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的竞争压力。

四、管理分析

跟踪期内，公司主要高级管理人员并未发生变动，管理层整体架构和核心技术人员稳定，公司管理制度连续，管理运作正常，相关董事及监事人数符合证监会的监管要求。

五、经营分析

1．经营概况

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业，主营业务包括连锁超市和百货两大业态，并以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。公司主要业务收入占营业收入比维持在 90%以上。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主，电商业务以自营模式和平台模式两种模式为主。

2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，受超市收入和百货收入增加影响，营业收入较 2014 年增加 25.48%；实现净利润（含少数股东损益 1.30 亿元）1.66 亿元，同比减少 22.62%，主要系期间费用增长所致。

从收入构成来看，公司主营业收入中超市业务和百货业务占比较大，其次为家电业务，批发业务在公司的营业收入也占有一定比例，但收入占比较小。2015 年，超市业务始终为公司营业收入的主要来源，超市业务营业收入 89.99 亿元，较 2014 年增长 33.22%，较 2014 年占比提高 3.32 个百分点至 60.64%；百货业务营业收入 39.40 亿元，较 2014 年增长 16.78%，占比较 2014 年下降 2.08 个百分点至 26.55%；公司家电业务营业收入 10.30 亿元，较 2014 年增长 14.44%，占比较稳定，较 2014 年小幅下降 0.7 个百分点至 6.94%；批发业务依托超市业态开展，批发业务营业收入为 1.31 亿元，较 2014 年降低 14.38%，批发业务在营业收入中所占比重较小，2015 年占比 0.88%。

除主营业务外，公司另有其他业务包括物业销售及物流广告收入等，2015 年其他业务收入占总营业收入的 4.99%。

从盈利情况来看，2015 年，公司实现综合毛利率 16.96%，较上年增长 1.44 个百分点。具体来看，2015 年，超市和百货业务毛利率占比较高，毛利率分别为 16.27%和 15.62%，超市业务毛利率较上年提高 0.05 个百分点至 16.27%，百货业务毛利率较上年毛利率小幅下降 0.78 百分点至 15.62%。公司家电业务毛利率水平稳定增长，较 2014 年提高 0.09 个百分点至 12.33%。批发业务毛利率相对较低，对公司利润贡献较小。2015 年，其他业务毛利率较 2014 年大幅提高至 41.10%，主要系 2015 年销售了部分拟自持的商铺所致。

表 1　2014 年至 2016 年第一季度公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
超市	67.55	57.32	16.22	89.99	60.64	16.27	27.18	65.69	15.83
百货	33.74	28.63	16.40	39.40	26.55	15.62	10.84	26.20	15.23
家电	9.00	7.64	12.24	10.30	6.94	12.33	2.70	6.53	12.41
批发	1.53	1.30	8.55	1.31	0.88	4.02	0.26	0.62	5.68
其他	6.01	5.11	9.42	7.40	4.99	41.10	0.40	0.96	7.39
合计	**117.83**	**100.00**	**15.52**	**148.39**	**100.00**	**16.96**	**41.38**	**100.00**	**15.31**

资料来源：公司提供
注：2014~2015 年公司其他业务构成中还包括物业销售及物流广告收入，因收入规模较小，故进行合并统计。

2016 年一季度，公司实现营业收入总计为 41.38 亿元，较上年同期增长 1.87%；其中超市和百货板块收入占比分别为 65.69%和 26.20%，主营业务构成变化不大。综合营业收入毛利率为 15.31%，同比增长了 0.42 个百分点。

总体看，跟踪期内，随着经营规模的扩张，公司主营业务收入规模有所增长，其中，超市业务和百货产业务作为主要组成，营业毛利率有所提升。

2．超市及家电板块

超市是公司传统核心业务，同时是公司最主要的收入来源。超市业务业态主要包括社区购物中心、大卖场、综合超市和便利店等，其中大卖场、综合超市为公司经营的主力业态和发展方向。公司门店目前主要集中在湖南、江西、广西、川渝等地区。2014~2015 年，超市板块营业收入为 65.55 亿元和 89.99 亿元，占营业收入比重分别为 57.32%和 60.64%，超市板块营业收入同比增长 37.28%，主要系公司业务规模扩张所致。其中，作为超市业务中的主力板块，2015 年大卖场门店数量较 2014 年增加 37 家，净营运面积同比增加 141,035 平方米；综合超市门店数量较 2014 年增加 1 家，净营运面积增加 2,208 平方米。截至 2016 年 3 月，公司大卖场门店数量较年初增加 4 家，综合超市门店数量保稳定，超市业务规模有所增长。

家电板块是公司第三大主营业务板块，最初“步步高电器”全部依托于超市店面，2006 年起逐步发展为独立店面经营。截至 2015 年底，公司有 23 家电器卖场，较 2014 年减少 2 家，系公司根据市场情况与消费者习惯适当调整所致，其中自有物业家电门店 7 家，较 2014 年增加 2 家，占家电门店数量的 30.43%。2015 年，公司家电营业收入为 10.30 亿元，较 2014 年上升 14.44%，公司家电业务稳定增长。截至 2016 年 3 月，公司家电门店数量较年初增加 1 家，净运营面积增长。

2014~2015 年，公司超市及家电月均客流量有小幅下滑，但基本保持稳定，每月平均为 1,150 万人和 1,136 万人。截至 2016 年 3 月底，公司超市及家电月均客流量为 1,129 万人，较上年同期

变化不大。

表 2　2014 年至 2016 年第一季度公司超市及家电门店的分布情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2014 年底			2015 年底			2016 年 3 月底		
		大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	95	37	25	94	38	22	98	38	23
	江西	15	--	--	14	--	--	15		--
	重庆	3	--	--	6	--	--	5		--
	广西	1	--	--	39	--	1	39		1
	四川	5	--	--	3	--	--	3		--
	合计	119	37	25	156	38	23	160	38	24
净营运面积		526,442	66,360	60,465	667,477	68,568	64,711	672,857	68,568	65,311
月均客流量		1,150			1,136			1,129		

资料来源：公司提供

目前公司超市和家电门店除少数自有外，大多为租赁取得，占门店总数的 85%以上，由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。公司超市和家电门店租赁期限为 15 年~20 年，租赁价格涨幅在租赁合同中明确体现，大多每 3~5 年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。2014~2015 年公司超市和家电业态租金及物业管理费用呈现增长态势，公司面临租金上涨压力和续租风险。

总体看，2015 年，公司超市及家电门店数量快速增长，较 2014 年合计新增 36 家，营业规模有所扩张，但由于公司超市及家电门店多为租赁取得，公司面临上涨压力和续租压力；受消费需求影响，月均客流量有小幅下滑，但基本保持稳定。

3．百货板块

百货是公司重要的业务经营板块，2014~2015 年，公司百货业务的营业收入分别为 33.74 亿元和 39.40 亿元，占当期公司营业收入比重分别为 28.63%和 26.55%。2015 年百货业务营业收入稳步增加，较 2014 年增长 16.78%。截至 2015 年底，公司拥有百货门店合计 43 家，新开百货门店 2 家，其中自有物业百货门店 14 家，占百货门店数量的 32.56%。

表 3　2015 年公司新增百货门店情况

店面形态	门店名称	城市	开业时间	物业状态
步步高广场店	合川购物广场	合川	2015 年 01	自有
生活广场店	湘潭步步高购物广场 B 馆	湘潭	2015 年 11	自有

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司百货门店规模扩大，营业收入较 2014 年有所增长，百货板块作为公司第二大主营业务发展稳定。

4．批发板块

公司的批发业务集中在控股子公司步步高连锁的全资子公司湖南海龙物流分销有限公司。截至 2015 年底，公司获得的知名品牌的省级或地级代理权，总计数量达 400 多个。2015 年，公司批发业务营业收入为 1.31 亿元，较上年变化不大；批发板块营业收入占比较小，2015 年基本维持稳定。

总体看，2015 年，公司批发业务营业收入较上年变化不大，基本维持稳定。

5．其他业务

公司其他业务主要包括租赁业务、服务业务和商业地产开发等，其中，租赁业务主要包括对场地、仓和设施设备的租赁业务；服务业务主要为促销、产品、物业管理和信息服务等。

其他业务中，电商业务是公司的新兴业务板块，是针对湖南省网购消费者购买力不断增强，于 2013 年起正式发布电商战略，为湖南省内消费者打造线下与线上融合的 O2O 商业模式。该业务由子公司步步高商业连锁股份有限公司的全资子公司步步高电子商务有限责任公司（以下简称“步步高电商”）负责，2014 年 10 月，公司正式宣布实施“云猴大平台”上线，整合 PC 端、手机客户端、微信购物及线下渠道，实现 O2O 全渠道战略。截至 2016 年 3 月底，云猴大平台已签约联盟商户 8,627 家，与湖南联通、湖湘天下旅游、万利隆、美时慕、颐尔康足浴、中粮滋采、福奈特等品牌签订了合作协议。2015 年,公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计 2016 年内能够获得牌照。公司电商平台发展迅速，未来将是公司着力发展的业务收入板块。

其他业务中，公司商业地产开发业务服务于整体战略，与零售业务互动，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险。截至 2015 年底，公司拥有自建、自营主力百货广场 6 家，较 2014 年新增 1 家。

总体看，2015 年，公司其他业务依托主营业务开展，较为重要的电商业务和商业地产开发业务发展稳定，对公司主业形成有益补充。

6．在建项目及未来投资计划

截至 2016 年 3 月底，公司在建、拟建工程 8 项，主要为商业地产项目，公司在建、拟建工程计划投资总额 83.97 亿元.截至 2016 年 3 月底，公司已投资 47.83 亿元，尚需投资 36.14 亿元，公司在建、拟建项目未来两年计划投资金额合计 26.19 亿元，有一定的资金压力。

表 4　公司未来投资计划（单位：万元）

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2016 年 3 月底投资	计划投资金额			项目进展
			2016 年	2017 年	2018 年	
梅溪湖项目	320,000	289,555	30,000	14,205	--	预计 2016 年完工
步步高摩尔城项目	163,000	45,371	6,300	48,900	62,440	预计 2018 年底完工
步步高郴州项目	45,600	33,412	14,198	--	--	2016 年 1 月已开业
荷塘项目	60,000	8,031	15,000	24,000	18,114	预计 2018 年底完工
泸州项目	98,963	21,003	34,637	38,013	4,948	预计 2017 年底完工
赣州项目	81,011	49,694	18,195	9,808	4,051	预计 2017 年底完工
怀化项目	71,129	31,256	3,437	21,764	15,645	预计 2018 年底完工
新开门店项目	210,600	64,217	42,846	58,000	60,151	--
合计	**839,703**	**478,321**	**121,768**	**156,690**	**105,197**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目主要是为实现集合各业务形态于一体的国际城市综合体，完成后将会为公司带来良好的经济效益。

7．经营关注

消费需求波动的风险

公司收入和利润的主要来源是商品零售业务，而零售业的市场需求受消费者实际可支配收入水平、消费者收入结构、消费者信心指数、消费倾向等多种因素影响，这些因素则直接受到经济周期波动的影响，对公司营业收入及利润带来一定不利影响。

市场集中度风险

公司业务门店主要集中在湖南省，区域集中度较高，未来可能因区域环境发生变化不能有效分散风险，从而会使盈利水平受到影响。

经营成本上升风险

公司门店以租赁为主，面临着一定的租金上涨压力和续租风险；加之近年来最低工资标准的不断提高，公司也面临着一定的人员成本压力。

8．未来发展

未来，公司将把有机增长与高效协同作为发展策略，致力于成长为“中国领先的商业及服务业营运商”。对于线下业务，公司将着力加强内部管理，提高已有门店的内生增长，同时努力开拓市场，提高公司的外延增长；对于线上业务，公司将积极实施线上和线下融合的 O+O 全覆盖布局，搭建云猴大平台生态系统。

总体看，公司未来发展战略简单清晰，线上线下协同发展，未来其收入规模和盈利能力有望进一步提高。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的 2016 年一季度合并财务报表未经审计。公司执行最新的企业财务会计准则。在合并范围变化方面，公司对湘潭市宝庆路定点屠宰有限公司和长沙西雅房地产经纪有限公司进行注销登记，两公司不再纳入合并范围；此外，公司投资新设长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司、湖南腾万里供应链管理有限责任公司、云猴国际有限公司和步步高国际控股有限公司等 10 家子公司；同时，公司分别以发行股份方式购买广西南城百货有限责任公司和现金购买方式购买湘潭立强投资有限责任公司。考虑到公司主业变化不大，会计政策连续，公司财务报表可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 214.11 亿元，负债合计 159.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.35 亿元。2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.35 亿元；经营活动现金流量净额 1.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.21 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 218.81 亿元，负债合计 163.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.28 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 45.02 亿元，净利润（含少数股东损益）0.70 亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.07 亿元；经营活动现金流量净额 3.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.03 亿元。

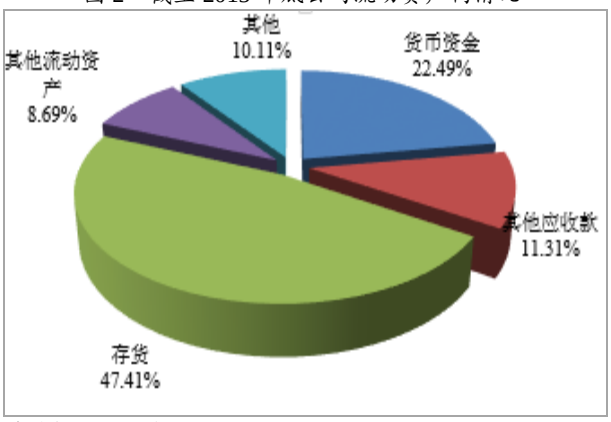
1．资产与负债

资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 214.11 亿元，较年初增长 45.47%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 44.44%，非流动资产占 55.56%，资产结构较上年变化不大。

截至 2015 年底，公司流动资产为 95.16 亿元，较年初大幅增长 51.70%，主要系货币资金、存货和其他应收款增长所致。从构成来看，公司流动资产主要由货币资金（占比 22.49%）、存货（占比 47.41%）、其他应收款（占比 11.31%）和其他流动资产（占比 8.69%）等组成。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构情况



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金 21.40 亿元，较年初增长 84.43%，主要系由于公司业务规模扩大，经营活动现金流入大幅增加致银行存款增长所致；货币资金余额中受限货币资金为 41.58 万元，主要系公司与长沙市商务局根据《长沙市现代服务业综合试点项目合同书》共同设立的补贴资金专项款，共计 420.00 万元，取得相关主管部门审批后累计使用 380.00 万元，剩余 40.00 万元及利息，受限比例不大，可用货币资金充裕。

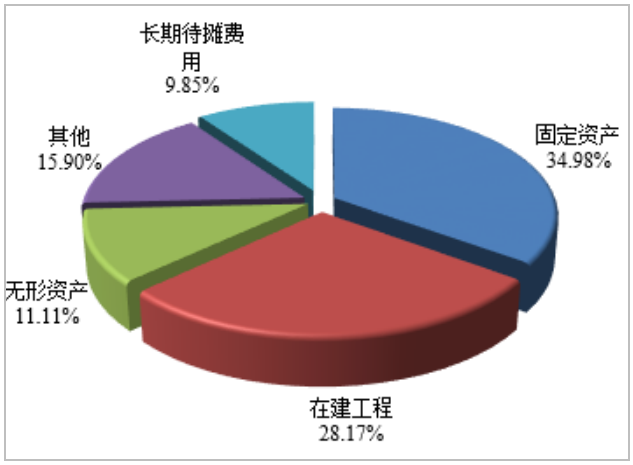
截至 2015 年底，公司存货 45.11 亿元，较年初增长 27.17%，主要系由于库存商品和开发成本增长所致。截至 2015 年底，公司存货主要由库存商品（占比 39.59%）和开发成本（占比 59.63%）构成。2015 年，公司扩大经营规模，增加在川渝、广西等地区的增加门店数量，并且开发实施云猴大电商平台项目，导致公司库存商品和开发成本增长。2015 年，公司共计提存货跌价准备 331.48 万元，其中，计提库存商品跌价准备 324.35 万元，计提开发成本跌价准备 7.13 万元。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 10.76 亿元，较年初大幅增长 173.99%，主要系预付的新店定、押金及租金增加以及并入南城百货带入的商铺租赁定押金和员工备用金等增加所致。从账龄上看，账龄 1 年以内的占比 75.72%，1 至 2 年占比 17.81%，公司其他应收款主要集中在 1 年以内。公司按照账龄组合对其他应收账款计提坏账准备合计 0.90 亿元。公司其他应收款金额较大，对公司资金存在一定的占用。

截至 2015 年底，公司其他流动资产账面价值为 8.27 亿元，较年初增加 575.58%，主要系子公司长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司为公司上游供应商及物业租赁方的贷款业务大幅增加所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 118.95 亿元，较年初增长 40.84%，主要系固定资产、在建工程和无形资产增加所致。从构成来看，主要由固定资产 41.60 亿元（占比 34.98%），在建工程 33.51 亿元（占比 28.17%）、无形资产 13.22 亿元（占比 11.11%）和长期待摊费用（占比 9.85%）组成。

图 3　截至 2015 年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司固定资产 41.60 亿元，较年初增长 23.33%，主要系公司新项目投入使用形成的固定资产增加。截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 55.04 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 74.22%）和机器设备（占比 20.67%）等构成；已累计计提折旧 13.44 亿元，固定资产成新率 75.58%，成新率较高。

截至 2015 年底，公司在建工程 33.51 亿元，较年初增长 43.89%，主要原因系梅溪湖项目、九华项目和郴州项目等商业地产开发规模扩大所致。

截至 2015 年底，公司无形资产 13.22 亿元，较年初增长 56.04%，主要系新增重庆合川、吉首等土地使用权及并入南城百货带入的土地使用权所致。截至 2015 年底，无形资产账面原值 14.49 亿元，主要由土地使用权（占比 88.58%）和软件（占比 11.39%）等组成，累计摊销 1.27 亿元。

截至 2015 年底，公司长期待摊费用 11.72 亿元，较年初增长 2.03%，较 2014 年变化不大。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 218.81 亿元，较年初增长 2.20%，其中流动资产 97.83 亿元，较年初增长 2.81%；非流动资产 120.98 亿元，较年初增长 1.71%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主；流动资产中，其他应收款和存货规模较大，对公司资金形成一定的占用；非流动资产中，固定资产比例较高，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 159.55 亿元，较年初增长 38.64%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债规模为 106.10 亿元（占比 66.50%），较年初增长 32.53%，非流动负债为 53.46 亿元（占比 33.50%），较年初增长 52.59%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债主要以短期借款（占比 27.55%）、应付账款（占比 19.34%）、预收款项（占比 12.01%）和其他应付款（占比 13.31%）为主。短期借款较年初增长 31.47%至 29.22 亿元，主要系公司因为新开门店较多，流动资金需求增加，融资力度加大所致。应付账款合计 20.52 亿元，较年初减少 8.90%，全部为应付货款。预收款项较年初增长 28.28%至 12.74 亿元，主要系公司经营规模扩大，大宗业务销售增加，特别是 2008 年子公司步步高商业连锁股份有限公司的成功上市，加快了扩张发展速度，预收大宗业务货款大幅增长。其他应付款较年初增长 42.60%至 14.13 亿元，主要系公司经营规模扩张，新开门店及自建门店物业增加，应付工程款增加。

截至 2015 年底，公司非流动负债较年初增长 52.59%至 53.46 亿元，主要系长期借款和应付债券增长所致。非流动负债主要由长期借款（占比 39.83%）和应付债券（占比 54.07%）组成。其

中，长期借款较年初增长 73.53%至 21.29 亿元，主要系公司在银行的长期借款增加，其中 1 年内到期的长期借款为 7.71 亿元，占长期借款的 36.21%，公司或面临一定的集中偿债压力；应付债券较年初增长 31.85%至 28.90 亿元，主要系 2015 年 7 月公司发行的 3 年期 7.00 亿元中期票据，应付债务偿付日期主要集中在 2017~2018 年，公司或面临一定的集中偿付压力。

刚性债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 98.06 亿元，较年初增长 48.32%。其中，短期债务为 46.00 亿元，较年初增长 44.11%；长期债务为 52.06 亿元，较年初增长 52.25%；长期债务占比较高，债务结构整体较为均衡。2015 年，公司的资产负债率由年初的 78.19%下降到年底的 74.52%；全部债务资本化比率由年初的 67.32%下降到年底的 64.25%；长期债务资本化比率由年初的 51.58%下降到年底的 48.83%。由于公司 2015 年资产增长幅度略大于负债增长幅度，导致公司整体债务负担较 2014 年有所下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 163.54 亿元，较年初增长 2.50%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 63.13%和 36.87%；公司短期债务为 46.02 亿元，较年初小幅增长 0.05%；长期债务为 59.11 亿元，较年初增长 13.55%；公司全部债务为 105.13 亿元，较年初增长 7.21%；从公司的负债水平来看，资产负债率由年初的 74.52%提高至 74.74%，全部债务资本化比率由年初的 64.25%提高至 65.54%，长期债务资本化比率由年初 48.83%提高至 51.68%，公司债务规模有所上升，债务负担可控。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 54.55 亿元，较年初增长 69.96%，其中归属于母公司所有者权益合计 23.35 亿元，其中股本占 5.04%、其他权益工具占 29.69%、资本公积占 51.62%、盈余公积占 1.90%、未分配利润占 11.75%，资本公积和其他权益工具占比较高。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益较年初变化不大，所有者权益合计 55.26 亿元，较年初增长 1.30%，结构无明显变化。

总体看，跟踪期内，公司整体负债水平略有上升，总体处于可控范围内；所有者权益有所增长，所有者权益结构较为稳定。

2．*盈利能力*

2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，较上年增长 25.48%，营业成本 124.00 亿元，较上年增长 23.89%，营业收入增长幅度大于营业成本增长幅度，公司毛利率水平有所提高；但受制于期间费用增长快速，同公司营业利润、利润总额和净利润分别为 1.84 亿元、2.42 亿元和 1.66 亿元，较上年分别减少 33.18%、17.82%和 22.62%，盈利能力及规模出现下降。

从期间费用来看，随着公司营业规模的扩大，三项费用总额较 2014 年有较大程度增长，销售费用、管理费用和财务费用分别增长了 31.01%、47.71%和 3,232.99%。其中，销售费用的增长主要是公司销售规模扩大所致；管理费用的增长主要是合并了南城百货购买日至年末的费用总额，且公司加大电商平台搭建开发力度，技术开发费用增加所致；财务费用的增加主要系公司偿还债务的利息支出大幅增加所致。费用收入比由上年的 18.33%增至 20.64%，期间费用对利润侵蚀较多，费用控制能力较弱。

从盈利指标来看，2015 年公司营业利润率为 21.67%，较上年小幅提高 1.05 个百分点；公司总资本收益率、净资产收益率和总资产报酬率分别由上年的 3.65%、6.53%和 3.02%降至 3.63%、3.83%和 2.92%，公司整体盈利能力有所降低。

2016 年第一季度，公司实现营业收入 45.02 亿元，利润总额 1.03 亿元，实现净利润 0.70 亿元，实现投资收益 0.33 亿元。

总体看，随着公司营业规模扩大，主营业务收入增长，公司收入规模得以稳定提升；但公司期间费用增长较快，大幅压缩了公司营业利润，致使净利润有所降低，公司期间费用控制能力有待提升。

3．现金流

2015 年，伴随公司主营业务销售规模扩大，公司经营性现金流入量为 190.74 亿元，较上年增长 30.64%；同时由于公司业务逐年扩张，新开的门店数量较多，相应的用于支付的门店租金以及购买商品存货支出较大，从而导致公司经营活动现金流出量增大，公司经营性现金流出量为 189.36 亿元，同比上年增长 31.69%。综合以上因素，2015 年，公司经营活动现金净流入 1.39 亿元。2015 年，公司现金收入比为 117.98%，较上年提高 4.44 个百分点，主要系公司销售回款规模增长使得现金收入比提高。

投资活动方面，公司 2015 年投资活动现金流入量和流出量分别为 15.02 亿元和 41.81 亿元，分别较上年同期减少 23.07%和 2.97%，公司投资活动现金流仍呈净流出状态，净流出 26.79 亿元，主要系因为公司新建门店、投资扩建升级门店、续建物流项目等致投资支出增加，同时由于小贷公司对外发放贷款致投资支出增加所致。

筹资活动方面，公司 2015 年筹资活动现金流入量和流出量分别为 99.47 亿元和 64.86 亿元，分别较上年同期大幅增长 107.09%和 118.17%，主要系公司在 2015 年为扩大营业规模增加银行借款而取得的现金增多，且较 2014 年新增获得发放短期融资券、中期票据以及融资租赁贷款 26.00 亿元，同时为偿还前期债务支付的现金也相应增多，筹资活动现金流净流入 34.61 亿元，较上年增长 89.09%。

2016 年一季度，经营活动产生的现金流量净额为 3.36 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -2.18 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-1.14 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.03 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量较好，符合零售行业特点，同时公司加大自有物业开发，资本性支出规模增长，对外部资金存在一定程度的依赖，融资压力有所上升。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015 年底，公司流动比率由年初的 0.78 倍提升至 0.90 倍，速动比率由年初的 0.34 倍提升至 0.47 倍，在流动资产和流动负债均小幅提升的情况下，公司短期偿债能力略有提升；公司现金短期债务比由年初的 0.36 倍提升至 0.49 倍，现金类资产对于短期债务的保护程度略有提高。整体看，公司短期偿债能力略有提高，处于一般水平。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 虽由上年的 8.55 亿元增至 11.77 亿元，但其中利润总额贡献不大。公司 EBITDA 主要由折旧（占 22.94%）、摊销（占 32.22%）、计入财务费用的利息支出（占 24.26%）和利润总额（占 20.58%）构成。2015 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.13 倍降至 0.12 倍，EBITDA 利息倍数由上年 3.40 倍降至 2.18 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度偏低和对利息的保障程度较高。

截至 2015 年底，公司获得各银行授信合计 132.00 亿元，未使用授信 69.45 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据代码为G1043030400033710E的人民银行征信报告，截至2016年6月21日，公司无未结清

和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，随着公司各重大项目的投产运营，整体产能得以释放，收入规模的大幅提升带动公司偿债指标有所增强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 21.61 亿元，为“16 步高 01”本金 8.00 亿元的 2.70 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 55.26 亿元，为债券本金 8.00 亿元的 6.91 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 步高 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 11.77 亿元，为债券本金 8.00 亿元的 1.47 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入量为 190.74 亿元，为债券本金 8.00 亿元的 23.84 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为湖南省零售龙头企业，在生产规模、产品结构及研发水平等方面具有优势，联合评级认为，公司对“16 步高 01”的偿还能力很强。

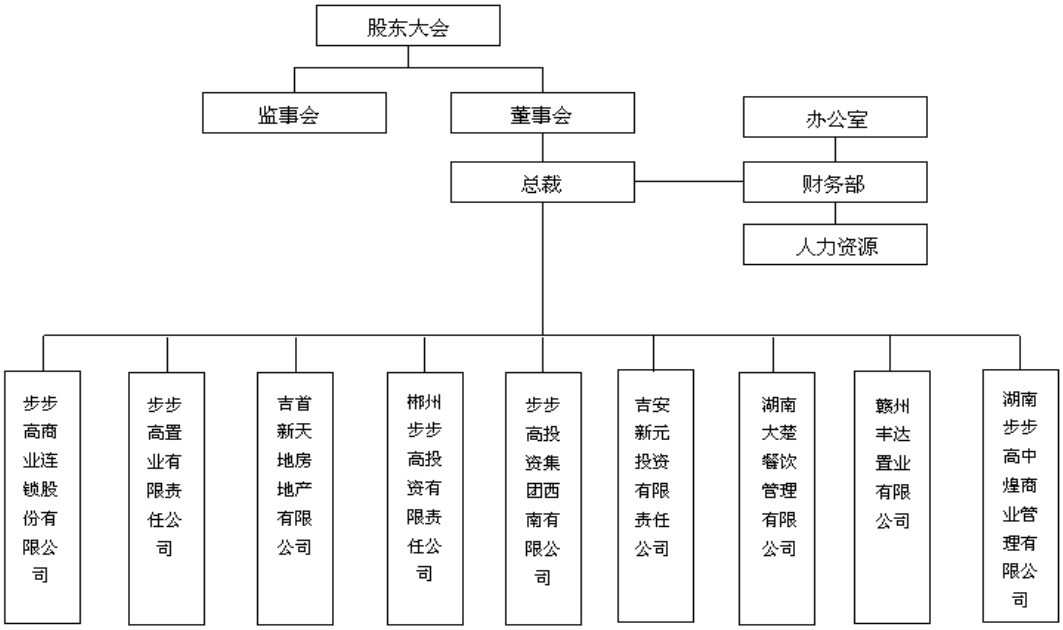
八、综合评价

中国宏观经济持续健康发展和居民生活水平的逐步提高为零售行业提供了良好的发展机会，但行业竞争激烈，整体利润水平偏低。受近来宏观经济、政策和电商消费分流影响，中国实体零售行业增速明显放缓。

公司作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率、成本管控等方面的竞争优势。同时联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、公司百货盈利能力偏弱、快速扩张带来筹资压力加大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解；网上商城和云猴大平台的上线有助于进一步增强公司的综合竞争实力。综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；维持“16 步高 01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　步步高投资集团股份有限公司
组织结构图



附件 2　步步高投资集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	147.18	214.11	218.81
所有者权益（亿元）	32.10	54.55	55.26
短期债务（亿元）	31.92	46.00	46.02
长期债务（亿元）	34.19	52.06	59.11
全部债务（亿元）	66.11	96.19	103.27
营业收入（亿元）	128.05	160.68	45.02
净利润（亿元）	2.14	1.66	0.70
EBITDA（亿元）	8.55	11.77	--
经营性净现金流（亿元）	2.22	1.39	3.36
应收账款周转次数(次)	164.49	144.41	30.17
存货周转次数（次）	3.56	3.07	0.77
总资产周转次数（次）	0.96	0.89	0.21
现金收入比率（%）	113.54	117.98	122.34
总资本收益率（%）	3.65	3.63	0.46
总资产报酬率（%）	3.02	2.92	0.47
净资产收益率（%）	6.53	3.83	1.28
营业利润率（%）	20.62	21.67	20.52
费用收入比（%）	18.33	20.64	18.33
资产负债率（%）	78.19	74.52	74.74
全部债务资本化比率（%）	67.32	63.81	65.14
长期债务资本化比率（%）	51.58	48.03	51.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.40	2.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12	--
流动比率（倍）	0.78	0.90	0.95
速动比率（倍）	0.34	0.47	0.49
现金短期债务比（倍）	0.36	0.49	0.47
经营现金流动负债比率（%）	2.77	1.31	3.25

注： 2016 年一季度财务报表未经审计，指标未年化。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+
一年内到期的非流动负债
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。