

信用等级公告

联合〔2019〕2214号

联合资信评估有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，“19步步高MTN001”“19步步高MTN002”信用等级为AA，“19步步高CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

http://www.lhratings.com

步步高投资集团股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券简称	余额	到期 兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
19步步高MTN001	3亿元	2022/3/1	AA	AA
19步步高MTN002	1亿元	2022/3/18	AA	AA
19步步高CP001	3亿元	2020/5/21	A-1	A-1

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019年7月24日

财务数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 3月
现金类资产(亿元)	21.33	30.67	16.13	24.10
资产总额(亿元)	238.16	262.66	301.35	313.34
所有者权益(亿元)	65.62	66.06	77.51	78.57
短期债务(亿元)	62.42	73.26	79.69	98.08
长期债务(亿元)	47.15	50.66	49.27	42.51
全部债务(亿元)	109.57	123.92	128.96	140.59
营业总收入(亿元)	165.83	179.16	200.93	56.83
利润总额(亿元)	1.80	2.28	1.73	1.69
EBITDA(亿元)	11.87	12.64	15.48	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	2.16	2.61	6.99
营业利润率(%)	20.61	20.18	22.52	22.81
净资产收益率(%)	1.62	1.69	1.03	--
资产负债率(%)	72.45	74.85	74.28	74.92
全部债务资本化比率 (%)	62.54	65.23	62.46	64.15
流动比率(%)	74.89	75.39	54.25	50.65
经营现金流流动负债比 (%)	1.67	1.49	1.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.23	9.81	8.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.94	2.76	--

注: 1. 2019年1-3月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债有息部分已计入短期债务; 3. 2016年底和2017年底所有者权益包含7亿元永续中期票据

分析师: 刘嘉敏 王喜梅

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对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”)的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业之一,在区域地位、市场规模及品牌知名度等方面具备综合竞争优势。跟踪期内,公司超市业务坚持密集式开店的发展策略,门店数量较快增长,湖南地区优势地位不断巩固,跨区域扩张持续进行,随着百货自有物业门店陆续开业,公司整体营业收入稳步提升。同时,联合资信也关注到零售行业竞争激烈,公司主业盈利增长承压,期间费用对利润侵蚀严重,整体债务负担重以及自有物业集中建设带来筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

未来随着门店扩张和数字化运营模式的成熟,规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,“19步步高MTN001”“19步步高MTN002”信用等级为AA,“19步步高CP001”信用等级为A-1,评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内,公司保持在湖南省内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。
- 跟踪期内,公司通过收购及新设门店的方式加大超市门店铺设力度,以湖南市场为核心,同时向周边省域扩张,湖南地区优势地位不断巩固,超市业务收入规模增长。
- 2018年以来,公司持续推进数字化建设,联手腾讯、京东推动线上线下加速融合,渠道优势及运营效率增强。

关注

- 中国零售业竞争激烈,整体利润水平不高,

受宏观经济、政策及电商消费分流影响，零售行业增速放缓。

2. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，短期由于新门店培育，收购门店整合等相关费用拖累，期间费用对利润侵蚀严重，主业盈利提升承压。
3. 百货业务自有物业未来投资规模大，公司面临较大资本支出压力及资金周转压力。
4. 公司有息债务规模持续增长，债务负担重，综合考虑受限资产规模大、短期债务高、资产流动性较弱，公司短期偿债压力大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由步步高投资集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

步步高投资集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于步步高投资集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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“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，于2003年2月20日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本50万元。2003年公司更名为“湘潭步步高投资集团有限公司”，2007年7月31日（基准日）整体变更为股份有限公司，后于2007年8月30日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得企业法人营业执照（注册号：430300000003121），注册资本11767万元。2009年公司更为现名。截至2019年3月底，公司注册资本11767.00万元，控股股东自然人王填持股8232.40万元，占比69.96%；其他股东合计持股3534.60万元，占比30.04%，王填为公司实际控制人；公司法定代表人为张海霞，与实际控制人王填为夫妻关系。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）主营超市、百货、家电等业态的商品销售，并于2008年6月19日在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票代码：002251.SZ），截至2019年3月底，公司对其持股比例为34.99%（质押比例53.93%），公司为步步高股份的控股股东，王填先生为步步高股份的法定代表人和实际控制人。

公司属零售批发行业。经营范围：投资商业；普通货物运输（不含危险及监控化学品）；物业管理；仓储保管；商品配送；农副产品加工；政策允许经营的进出口业务（以上涉及许可经营项目的凭许可证经营）。公司本部下设办公室、财务部、人力资源部等独立职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额301.35亿元，所有者权益合计77.51亿元（含少数股东权益51.43亿元）。2018年实现营业总收入200.93亿元，利润总额1.73亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额313.34亿元，所有者权益合计78.57亿元（含少数股东权益52.67亿元）。2019年1-3月，实现营业总收入56.83亿元，利润总额1.69亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2019年3月分别发行“19步步高MTN001”（3亿元）和“19步步高MTN002”（1亿元），于2019年5月发行额度为3亿元的“19步步高CP001”，募集资金均用于偿还公司有息债务，以上资金已按照规定用途使用完毕。

表1 公司存续期债务融资工具情况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19步步高MTN001	3.00	3.00	2019/3/1	2022/3/1
19步步高MTN002	1.00	1.00	2019/3/18	2022/3/18
19步步高CP001	3.00	3.00	2019/5/22	2020/5/21
合计	7.00	7.00	--	--

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所

回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍

保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，

固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增

速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

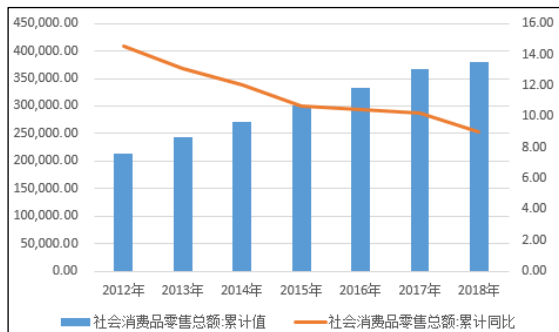
五、行业及区域经济环境

1. 商业零售业

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。

2018年，中国居民生活水平稳步提升，居民收入与经济增长基本同步。全国居民人均可支配收入28228元，比上年增长8.7%，扣除价格因素，实际增长6.5%，较人均GDP增速快0.4个百分点。消费品市场总量继续扩大，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新。国内消费对经济增长的拉动作用进一步增强，全年消费支出对经济增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点，消费成为经济增长的第一驱动力。全年社会消费品零售总额38.10万亿元，比上年增长9.0%。其中：城镇消费品零售额32.56万亿元，增长8.8%；乡村消费品零售额5.54万亿元，增长10.1%。商品零售额33.83万亿元，增长8.9%，增速进一步放缓。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2018年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长

0.7%，增速较1-11月份放缓0.3个百分点。12月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降2.4%，降幅较上月略扩大0.1个百分点。整体经营环境景气度下降。

2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%，增速较上年同期的32.2%进一步放缓。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，较上年同期的28.0%进一步放缓，对社会消费品零售总额增长的贡献率为45.2%，占社会消费品零售总额的比重达到18.4%；实体店消费品零售额增长5.9%。网上销售增速依然快于实体店，实体店经营继续承压。

虽然2018年实体店零售额增速再度回落，但2017年下半年以来，零售市场景气度步入复苏阶段，整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费品市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

2. 区域经济概况

据湖南省统计局公布的《湖南省2018年国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值36425.8亿元，比上年增长7.8%。其中，第一产业增加值3083.6亿元，增长3.5%；第二产业增加值14453.5亿元，增长7.2%；第三产业增加值18888.7亿元，增长9.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值52949元，增长7.2%。

城乡居民收入保持较好增势，2018年全省全体居民人均可支配收入25241元，比上年增长9.3%，扣除价格因素实际增长7.2%；人均可支配收入中位数20703元，增长5.5%。城镇居民人均可支配收入36698元，增长8.1%，扣除价格因素实际增长6.1%；城镇居民人均可支配收入中位数33213元，增长5.1%。农村居民人均可支配收入14093元，增长8.9%，扣除价格因素实际增长6.8%；农村居民人均可支配收入中位数12701元，增长6.9%。城乡居民收入比由上年的2.62:1缩小为2.60:1。分区域看，长株潭地区居民人均可支配收入39274元，增长8.6%。

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。全年社会消费品零售总额15638.3亿元，比上年增长10.0%。分经营地看，城镇消费品零售总额14124.9亿元，增长9.9%；乡村消费品零售总额1513.4亿元，增长11.2%。分消费类型看，商品零售额13716.7亿元，增长9.9%；餐饮收入额1921.6亿元，增长10.7%。分区域看，长株潭地区消费品零售总额6498.6亿元，增长9.9%；湘南地区消费品零售总额3083.8亿元，增长10.4%；大湘西地区消费品零售总额2759.0亿元，增长10.2%；洞庭湖地区消费品零售总额3296.8亿元，增长9.9%。限额以上法人批发和零售业商品零售额4980.3亿元，比上年增长9.9%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长3.8%；网上零售额（按卖家分）1624.0亿元，增长43.3%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长18.4%，化妆品类增长13.7%，家用电器和音像器材类增长8.6%，

家具类增长25.1%，石油及制品类增长15.1%，建筑及装潢材料类增长19.1%，汽车类增长6.1%。

总体来看，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。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司股东包括10名自然人以及联志投资有限公司，其中王填持股69.96%，其他股东合计持股30.04%；王填为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司以超市、百货为核心发展业态，立足湖南省中小城市，辐射周边农村市场，公司采用密集开店方式，中小城市及农村市场消费快速增长，在湖南省零售市场上形成了较强的竞争优势。

公司连锁超市及百货业务主要由下属上市公司步步高股份经营，截至2018年底，步步高股份资产总额209.10亿元，所有者权益77.59亿元；2018年实现营业总收入184.56亿元，同比增长6.61%，利润总额2.21亿元，同比增长0.09%。

连锁超市是公司的传统核心业务，门店分布在湖南省、江西省、广西省、四川省的二、三线城市，湖南省和广西省内市场占有率排名第一，形成了区域性规模优势。2018年，公司超市业态门店净增23家，以大卖场为主。截至2019年3月底，公司在湖南、江西、广西和四川共拥有大卖场、综合超市和家电门店352家，净运营面积为126.90万平方米，公司超市门店的数量和营业额在湖南省已经取得领先优势。2018年5月，公司荣登中国连锁经营协会发布的“2017年中国连锁百强”榜单第

14 位。

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。公司依托于主营业务发展，逐步介入批发、餐饮、服务等相关业务，不断促进多业态间的积极互动协调发展，助推公司以多业态的整体优势来获取资源和市场。2018 年，公司新增百货业态门店 2 家，截至 2019 年 3 月底，公司拥有百货门店 53 家，从分布区域看，湖南省 30 家，江西省 4 家，广西省 7 家，重庆 2 家，四川 10 家。湖南省市场占有率位列第二。

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，截至 2019 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 20 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类仓库。仓储总面积约为 33 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。

总体看，公司零售主业突出，跟踪期内超市与百货业务门店规模不断扩大、规模优势显

现，物流中心仓储为公司采购和销售提供有效支持，具备较强区域竞争优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司在内部控制、治理结构、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 关联方资产转让

跟踪期内，为增强下属上市公司步步高股份业务独立性，减少经常性关联交易，提升其盈利能力，步步高集团持续将所持部分物业资产转让进入上市公司，具体情况如下表。步步高集团作为投资控股公司，随着持有物业资产至上市公司，业务资源得到整合，本部资金实力及资产流动性规模得到一定提升，联合资信将持续关注资产转让事项进展情况。

表2 关联方资产转让情况

日期	转让方	受让方	交易明细	购买价格	尚需支付 (截至 2019 年 6 月底)
2017 年 12 月	赣州丰达置业有限公司(步步高集团全资子公司)	步步高股份	赣州市商业中心南门口红旗大道南侧的赣州步步高新天地项目部分物业(商业裙楼负一层至负四层以及地上一至九层), 共计建筑面积 102750.51 平方米, 用于开设步步高赣州购物中心项目	7.35 亿元	0.35 亿元
2018 年 6 月	步步高集团	步步高股份	步步高集团所有的郴州步步高投资有限公司全部股东权益(主要实物资产为投资性房地产, 合计面积 107422.45 平方米)	6.90 亿元	3.45 亿元
2018 年 6 月	步步高置业有限责任公司(步步高集团全资子公司)	步步高股份	郴州市国庆北路的“步步高置业·新天地”项目的待售商铺, 共计 9 套, 总实测面积为 11811.12 平方米	2.45 亿元	--
2018 年 9 月	步步高置业有限责任公司(步步高集团全资子公司)	步步高股份	步步高置业所有的步步高西南置业有限公司全部股东权益(主要实物资产为投资性房地产、固定资产, 合计面积 151507.55 平方米)	11.35 亿元	--
2019 年 6 月	步步高集团	步步高股份	步步高集团所有的湘潭步步高广场商业管理有限公司全部股东权益(主要实物资产为投资性房地产、固定资产-房屋建筑物, 合计建筑面积 78217.53 平方米)	6.50 亿元	尚需步步高股份股东大会批准

资料来源: 上市公司披露, 联合资信整理

2. 步步高股份收购家润多超市

2018 年 11 月, 步步高股份正式启动湖南知名超市家润多资产收购项目, 并于 2019 年 1 月 11 日签订资产转让协议, 步步高股份收购

家润多旗下 22 家超市经营权及门店资产, 其中长沙 15 家, 常德 2 家, 益阳 2 家, 郴州 2 家、衡阳 1 家, 门店总面积 18.71 万平方米, 交易对价 1.89 亿元。收购后, 步步高股份进行相关业务整合, 重新开业后将变成步步高门店。截至 2019 年 3 月底已开门店 12 家。

家润多超市成立于 2000 年，2017 年主营业务收入 19.21 亿元，净利润 0.32 亿元。家润多超市经过多年发展，培育、积累了大量的成熟消费者客户，门店网络布局与步步高股份具有较大互补性，收购完成后，较大程度减少步步高门店扩展的时间成本与资源投入，提升步步高股份在湖南地区的规模与品牌优势。

3. 战略入股重庆商社（集团）有限公司

2019 年 6 月 25 日，步步高集团全资子公司深圳步步高智慧零售有限公司（以下简称“步步高零售”）和物美科技集团有限公司（以下简称“物美集团”）全资子公司天津滨海新区物美津融商贸有限公司（以下简称“天津物美”）与重庆商社（集团）有限公司（以下简称“商社集团”）签订增资协议，由步步高集团与物美集团以货币资金 15.72 亿元和 70.75 亿元对商社集团进行增资，分别取得商社集团新增注册资本 1.88 亿元和 8.45 亿元。本次增资完成后，重庆市国资委（商社集团原为重庆市国资委全资子公司）、天津物美与步步高零售所持商社集团股权比例分别为 45%、45% 和 10%。上述事项尚需完成经营者集中申报及反垄断审查，且尚需完成商社集团工商登记变更等后续相关程序。

此次增资完成后，步步高集团持有商社集团 10% 的股权，商社集团原为重庆市国资委全资子公司，经营业态涵盖百货、超市、电器、汽车贸易等，2018 年实现营业收入 546.15 亿元，净利润 6.68 亿元。商社集团控股重庆百货 45.05% 的股权，截至 2018 年底，重庆百货经营网点 310 个，其中百货 55 家、超市 177 家、电器连锁 48 家、汽贸业态 30 家，门店主要集中在重庆地区。

步步高集团与商社集团主业相近，此次通过入股商社集团，有望借助商社集团资源，赋能四川板块业务。联合资信将持续关注以上事项对公司经营产生的影响。

九、经营分析

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业之一，经营连锁超市和百货两大业态，以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。跟踪期内，公司主营业务收入为 180.14 亿元，同比增长 9.29%。具体看，超市板块仍为公司首要收入来源，2018 年该板块实现收入 108.45 亿元，同比增长 5.86%，占主营业务收入的比重为 60.20%，保持稳定；百货业务为公司第二大收入来源，2018 年实现收入 40.90 亿元，同比小幅增长 2.45%。公司家电业务量较小，2018 年收入规模同比有所下滑，为 11.59 亿元；批发业务依托超市业态进行，规模不大，2018 年同比下降至 1.78 亿元，系公司因经营调整需要，减少了低效品牌的批发运营。除上述业务外，公司另有其他业务包括物业销售及物流广告收入，2018 年物业销售实现收入大幅增至 15.55 亿元，带动其他业务板块收入占主营业务收入的比重提升至 9.67%。

从盈利情况来看，公司主营业务综合毛利率有所提升。其中，超市业务和百货业务毛利率保持稳定，2018 年分别为 17.66% 和 15.18%；家电业务毛利率偏低，2018 年同比上升 1.52 个百分点至 10.31%，主要是公司调整家电品类，提升毛利所致。2018 年，其他业务毛利率大幅上升至 27.23%，系毛利率较高的物业销售收入占比提升所致。2018 年公司主营业务综合毛利率小幅提升至 17.45%。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 50.42 亿元，占 2018 年全年的 27.99%，同比持平；同期，主营业务毛利率为 15.31%，较上年同期下降 1.06 个百分点，各主业收入构成变化不大；家电板块毛利率水平进一步提升至 11.91%；其他业务毛利率水平受物业销售减少影响大幅下降至 1.75%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
超市	93.04	102.45	108.45	35.23	60.66	62.16	60.20	69.87	16.71	17.40	17.66	16.00
百货	37.32	39.92	40.90	11.87	24.33	24.22	22.71	23.54	15.83	15.02	15.18	15.00
家电	9.57	12.14	11.59	2.17	6.24	7.36	6.43	4.31	12.42	8.79	10.31	11.91
批发	1.58	2.98	1.78	0.25	1.03	1.81	0.99	0.49	5.26	14.07	7.38	11.53
其它	11.88	7.34	17.43	0.90	7.74	4.45	9.67	1.79	21.61	4.18	27.23	1.75
合计	153.40	164.82	180.14	50.42	100.00	100.00	100.00	100.00	16.49	15.54	17.45	15.31

资料来源：公司提供

注：百货板块收入包括联营模式下店铺当期实际销售额，并将实际销售额中提取合作服务费后返还供应商的部分计入成本

1. 超市及家电板块

（1）经营模式及门店分布

超市业务为公司传统核心业务，目前超市连锁门店已分布在湖南、江西、广西和四川。超市业态门店根据门店规模、商品及服务特点主要分为大卖场和综合超市两种子业态。大卖场品种较齐全，是满足顾客一次性购齐的零售业态门店，面积在2500平米以上，采取独立门店或与嵌入公司百货实体店经营两种形式；综合超市是用以满足社区消费者日常生活需要的零售业态门店，面积在2500平米及以下。

2018年，公司新开超市业态门店38家，关闭无法续租或在2-3年内扭亏无望的门店15

家，退出在重庆市场的超市业务，超市业态门店净增23家，以大卖场为主，主要分布在湖南地区。2019年一季度，公司收购家润多超市22家经营权及门店资产，经业务整合后成为步步高门店，截至2019年3月底已开门店12家。截至2019年3月底，公司超市业态门店合计311家，其中大卖场273家（占87.78%）。

从分布区域看，公司超市门店主要集中在湖南、广西、江西和四川的二、三线城市，截至2019年3月底，湖南省门店205家（占65.92%），江西省33家，广西省48家，四川省25家。

表4 公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2016年			2017年			2018年			2019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	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	107	35	23	131	34	23	151	34	27	171	34	27
	江西	22	1	--	24	1	--	27	2	--	31	2	--
	重庆	6	--	--	8	--	--	--	--	--	--	--	--
	广西	43	--	--	46	--	14	49	--	14	48	--	14
	四川	5	--	--	18	2	--	21	2	--	23	2	--
	合计	183	36	23	227	37	37	248	38	41	273	38	41
净营运面积		752437	66213	66961	1005657	66427	85995	1048261	66654	66762	1135580	66654	66762
月均客流量				1133			1153			1156			1167

资料来源：公司提供

注：表中家电店仅为独立经营管理门店，不包括超市连带经营门店

公司为配合超市店面扩张，积极拓展家电销售业务，并以“E-Mart”作为家电销售连锁品牌，对超市业态进行补充，目前仅次于通程、苏宁，以第三位的市场占有率扎根湖南市场。

目前家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西省内。截至2018年底，公司家电板块独立经营门店数量由2017年底的37家增加至41家，同时连带经营门店缩减至41家。2018年，公司家

电业务收入同比下降4.53%至11.59亿元，毛利率同比提升至1.52个百分点。

表5 公司家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2016年底	2017年底	2018年底	2019年3月底
独立经营门店数量	23	37	41	41
超市连带经营门店数量	74	46	41	44
净营运面积	129567	121208	98825	101377

资料来源：公司提供

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，公司超市和家电门店租赁期限为15-20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。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。对于到期门店，公司采取谈判降租的方式，冲抵新店带来租金成本的提高，但公司未来仍旧面临租金上涨压力和续租风险。

（2）采购及配送

采购方面，公司根据商品特性选择进货渠道，包括原产地生产商地采、代理商供货和厂家直接供货三种采购方式，以平衡进货灵活性和成本控制。公司总部采购中心对供应商知名度、销售规模、产品质量、管理水平等指标进行全面考核，统一与供应商签订合同，并开发了“供应商信息查询系统”对供应商绩效进行评估和选择。通过多年经营，公司已拥有一批稳定的供应商，并与众多国际、国内名优品牌供应商建立了良好的合作关系。公司视供应商级次及合作品牌等不同情况约定账期，一般在7-60天内。

2018年，公司超市板块前5大供应商采购额共计8.63亿元，占超市业务总采购额的比重为6.27%，较2017年（7.73%）有所下降，集中度低。

表6 2018年公司超市业务前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占超市板块总采购额比重
福建恒安集团厦门商贸有限公司	24761.02	1.80
益海嘉里食品营销有限公司	18093.00	1.31
宝洁（中国）营销有限公司	15239.70	1.11
监利县新田园食品有限公司	14596.87	1.06
广州立白企业集团有限公司	13603.23	0.99
合计	86293.82	6.27

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送三种方式，2018年采购额分别占总采购额的61.10%、29.14%和9.76%，同比变动不大。截至2019年3月底，采用自有物流及第三方物流占比分别为8%和92%，公司自有物流车辆69台，投资成本约为1310.08万元。

仓储及物流方面，2018年，公司新投运了江西冷链库以及四川低温库，实现了江西及四川区域冷链商品高效配送。截至2018年底，蔬菜标准件已达到98.60%，水果标准件已达到86.70%，蔬果品质得到大幅提升，同时，公司已启动智慧物流建设，项目涵盖仓储、运输环节温度监控，保证商品品质。截至2019年3月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共20余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库。仓储总面积约为33万平方米，其中自有物业仓库面积约为27万平方米。2018年，公司物流中心月均吞吐量9.12万吨，商品配送金额68.90亿元。公司目前在建仓库湘潭荷塘项目和广西金陵物流园项目，荷塘项目位于湘潭市沃土路、沪昆高速竹埠港连接线、芙蓉大道、板塘十七号路围合区域，项目总投资预计6.00亿元，截至2019年3月底，已投入0.80亿元。金陵物流园项目计划总投资3.78亿元，截至2019年3月底已投0.88亿元。

此外，公司与京东到家业务、供应链、线上平台等方面合作不断深入，与京东合作的到家业务已经覆盖湖南、广西、江西、四川等省份的所有省会市场以及部分重点城市；凭借公

司自身区域内完善齐全的供应链和仓储物流，同时借助京东线上强大的供应链网络，公司的议价和后端供应能力大幅加强；同时，尚电·京东之家首店已在步步高梅溪新天地落地。

未来，公司将不断加强与行业标杆学习与合作，在业务拓展、服务与效率提升等方面不断夯实，快速发展三方业务，全面提升公司的物流水平。

(3) 销售

超市店内陈设由超市事业部本部统筹管理，公司结合电视、电台、短信、APP、微信、微博等多种渠道进行商品促销，包括广告投入在内的营销费用约占收入的1%。

2018年，公司引入腾讯和京东战略投资，助力传统超市业务向新零售转型，加速线上线下融合。截至2018年底，公司实现数字化会员500.80万名，其中新客占比63%，会员销售占比63.80%。线上销售方面，2018年，公司Better购、京东、多点、美团到家O+O合计订单57.48万单，营业收入3033.67万元；Better购会员码、扫码购、多点自助、微信自助合计营业收入3.91亿元。

2018年4月，腾讯-步步高智慧零售试点项目在步步高梅溪新天地正式上线，2018年，实现单店数字化会员最高与智慧收银最高的日单量，分别达21万单和2264单。同时，智能停车在步步高梅溪新天地成功落地，截至2018年底绑定32.60万车牌，新增约10万新会员。

人力成本管控方面，公司推行一岗多能，根据营业高峰和低谷时段进行科学排班，合理配备人员，对员工进行定时和不定时的培训及考核。2018年，公司超市及家电门店数量及员工人数呈增长趋势，员工劳效下降，人力成本率上升，主要是公司每年均有10%的调薪福利，致使人力成本率呈现上升趋势。

表7 公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
门店数量(家)	242	301	327	352
员工数量	1.33	1.71	1.72	1.83

(万人)				
员工劳效 (万元/人)	78.12	75.14	69.79	75.97
人力成本率 (%)	5.45	6.23	6.74	6.26

资料来源：公司提供

注：员工劳效=超市及家电主营业务收入/员工数量；人力成本率=人力成本/超市及家电主营业务收入

跟踪期内，公司超市业务仍坚持密集式开店的发展策略，以湖南市场为核心，同时向周边省域扩张，在湖南、广西市场已形成网络规模优势，超市业务收入规模稳步增长。2018年以来，公司持续推进数字化建设，联手腾讯、京东推动线上线下加速融合，有效补充客流量及提升物流配送能力，渠道优势及运营效率增强。同时，联合资信关注到超市零售行业竞争激烈，公司快速扩店带来人工、成本等压力，盈利提升承压。

2. 百货板块

(1) 经营概况

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，2018年收入规模小幅增长至40.90亿元。公司百货业务主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。步步高广场以休闲为主题，可以独立形成商圈，50%以上面积提供服务而非商品销售，净营运面积在2万平方米以上，占百货业态总面积近65%。流行百货店以商品销售为主，提供消费者家居生活的必需商品，净营运面积在5千至2万平米不等。生活广场以“生活”作为整个卖场设计和商品组合的灵魂，集商业、百货、超市、餐饮娱乐为一体，以满足日常生活所需作为立足点，以社区购物中心为主。

2018年和2019年一季度，公司分别新增百货业态门店2家（湘潭-自有和长沙-租赁）和1家（赣州-自有），于2018年关闭门店1家（宜宾）。截至2019年3月底，公司拥有百货门店53家。从分布区域看，湖南省30家，江西省4家，广西省7家，重庆2家，四川10家。湖南省市场占有率位列第二。由于公司百货业务主要经营区域为

二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业水平偏低。

湘潭	2018.08	自有
长沙	2018.12	租赁

资料来源：公司提供

表 8 截至 2019 年 3 月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2001.09	自有
	永州	2009.12	租赁
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	吉首	2014.01	租赁
	合川	2015.01	租赁
	郴州	2016.1	自有
	长沙	2016.6	自有
	攸县	2016.11	租赁
	湘潭	2015.11	自有
	泸州	2017.12	自有
	贵港	2017.12	自有
岳阳	2017.12	自有	
赣州	2019.1	自有	
流行百货店	新余	2009.05	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁
	绵阳	2008.11	租赁
	乐山	2013.01	租赁
	资中	2004.12	租赁
	资阳	2014.01	租赁
	广汉	2012.09	租赁
	江油	2007.12	租赁
	自贡	2017.01	租赁
	江油	2010.11	租赁
	宜宾	2009.05	租赁
	自贡	2007.03	租赁
	永川	2013.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	桂林	2005.09	自有+租赁
	柳州	2006.08	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	湘潭	2004.01	自有
	娄底	2005.09	自有
	娄底	2013.09	自有
	邵阳	2003.01	租赁
	常德	2006.09	租赁
怀化	2006.01	租赁	
益阳	2007.09	租赁	
株洲	2008.05	租赁	
张家界	2012.05	租赁	
耒阳	2012.09	租赁	
湘潭	2014.09	租赁	
生活广场	武冈	2010.01	自有
	湘潭	2013.11	自有
	湘潭	2016.09	自有
	长沙	2013.03	租赁
长沙	2017.01	租赁	

公司梅溪湖项目（业态为步步高广场）位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地 296.90 亩，总建筑面积约 60 万平方米，项目计划总投资 32.00 亿元，集成了购物中心、飞行馆、游乐场、梅溪书院、酒店等多个不同形式的综合体，是国内首家商旅文化概念城市综合体，主要以联营方式经营，辅以商铺出租模式。该项目已于 2016 年 6 月开业，自开业以来经营状况良好，购物中心拥有商铺 265 个，出租率 100%，预计 2020 年可以实现盈利。考虑到项目前期投资规模较大，联合资信将对该项目未来经营状况对公司信用水平带来的影响保持关注。

公司百货门店起初主要以租赁为主，租赁期为 15 至 20 年，且多为 2020-2030 年到期。由于近年来百货业态平均租金不断增长，为应对租金成本的上升，公司通过全资子公司步步高置业有限责任公司（以下简称“步步高置业”，具有房地产二级开发资质）持续加大自有物业的开发，同时进行自有物业管理。2018 年以来，公司百货门店租赁面积保持稳定，自有物业面积呈上升趋势；截至 2019 年 3 月底，公司租赁面积及自有面积分别为 70.99 万平方米和 84.21 万平方米。2018 年，公司百货业态平均租金上涨至 38.24 元每平方米，主要系百货处于城市核心区域，平均租金持续上涨所致；随着数字化运营的深入以及公司前中后台数据的融合，公司百货门店月均客流得到提升。

表 9 公司百货门店物业和经营情况

（单位：万平方米、万人、元/平方米/月）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
租赁面积	49.24	70.00	70.99	70.99
自有面积	72.05	79.18	80.94	84.21
月均客流量	69.22	74.18	74.21	77.85
平均租金	32.78	36.75	38.24	38.61

资料来源：公司提供

注：表中“面积”均为净营运面积

(2) 业务模式

从经营模式看，公司百货业务中，商品经营以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、影院等配套服务业务以租赁为主。

商品采购方面，自营模式下，各品类招商代表统一与供应商签订采购合同并维护相应的购销协议商品，各连锁门店根据自身的销售情况对协议商品通过系统对供应商下订单。在联营模式下，公司各连锁门店因地实施本地采购计划，报经总部百货系统审核批准后从供应商处进货；联营商品的进、销、存由联营供应商负责，公司对联营销售额按合同约定的固定比率收取佣金和合同内费用。联营供应商按其代理权限的不同，可分为厂家、省级代理和市级代理三类，公司根据不同商品对进货灵活性和成本控制要求进行代理商等级选择。自营主要针对部分化妆品和自营家居用品品牌实行，由供应商直接送货到门店或经物流中心转送，公司自负盈亏。2018年，公司百货板块前5大供应商采购额共计4.50亿元，占百货业务总采购额的比重为10.33%，集中度低。

表10 2018年公司百货板块前五大供应商采购情况
(单位: 万元、%)

供货商	供货金额	占比	结算方式
深圳市福瑞贸易有限公司	10201.87	2.34	半月结算
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	10089.14	2.31	半月结算
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9548.89	2.19	半月结算
绫致时装销售(天津)有限公司	7910.94	1.82	半月结算
百丽鞋业(长沙)有限公司	7277.03	1.67	半月结算
合计	45027.87	10.33	--

资料来源：公司提供

在经营管理上，公司注重不断优化商品的组合和陈列方式来引导消费者的需求，同时，大力推广会员制，目前会员群体已逐步成为公司销售收入的稳定来源。截至2019年3月底，公司各百货店共拥有会员360.70万名，2019年1-3月会员消费总额为11.84亿元，占百货业务消费

总额的85.30%。

公司百货业态一直保持每年 2-3 家的新店开店速度，跟踪期内，公司自有物业门店陆续开业，百货业务收入规模小幅增长，整体发展较平稳。同时，公司自持物业的投入持续加大资金需求，且多数新开门店处于培育阶段，开店费用及成本增长加快，公司资金周转及经营业绩面临一定压力。

3. 其他业务

公司主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司还依托于主业经营开展批发、物流、广告和商业物业开发业务。2018年，公司批发业务同比下降至1.78亿元，系公司因经营调整需要，减少了低效品牌的批发运营。

公司商业物业开发业务服务于整体发展战略，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2019年3月底，公司拥有自建、自持主力百货广场19家，除步步高摩尔城项目以及梅溪湖项目有部分公寓和商铺销售，其他物业均为商业物业。2018年，公司物业销售实现收入15.55亿元，2019年1-3月，物业实现销售收入0.38亿元，主要来自九华项目销售。未来公司在商业地产建设方面计划采取合作方式，以降低成本投入。此外，公司积极与供应商开展销售和促销服务，将门店部分场地采用物业出租方式经营，主要租赁对象为餐饮、美容等功能性、服务性项目，对公司主业形成一定补充。

2015年5月公司成立长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司（以下简称“小额贷款公司”），注册资本3亿元，小额贷款公司主要业务对象为公司的供应链客户，具体风控措施包括：客户因系公司的供应链客户，主要以其在公司的应收货款、应收工程款、应收租金或者存货质押，其次为客户房产及其他资产抵押以及客户关联公司（人）保证担保等。截至2018年底，小额贷款公司资产总额为4.59亿元，所有者权益为3.92亿元；2018年实现收入0.58亿元，

利润总额0.49亿元。截至2019年3月底，小额贷款公司贷款余额3.99亿元，其中关注类贷款507.04万元，次级类贷款295.70万元，无逾期贷款。

4. 经营效率

2018年，公司销售债权周转次数和存货周转次数呈上升趋势，总资产周转次数有所下降，2018年上述三项指标分别为120.46次、3.18次和0.71次，符合零售行业特性。

5. 未来发展

公司将把有机增长与高效协同作为发展策略，坚持立足于中小城市的发展策略、密集式开店形成的网络布局优势、供应链整合优势、

多业态、跨区域经营的优势，以及在继续发挥上述优势的基础上，积极推进数字化转型，加速线上线下融合，致力于成长为中国领先的全渠道多业态商业服务商。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，公司已与腾讯和京东签署战略合作协议，向由数据驱动，线上线下深度融合的新零售企业转型。

截至2019年3月底，公司在建及拟建项目计划投资总额59.70亿元，已投资13.35亿元，尚需投资46.35亿元，主要投资用于自建物业和新开门店项目，后续资金需求较大，公司面临较大资本支出压力。

表11 截至2019年3月底公司在建及拟建项目投资计划（单位：万元、%）

项目名称	计划投资总额	截至2019年3月底投资	计划投资金额		
			2019年4-12月	2020年	2021年
九华项目	163000.00	66370.77	6879.23	32600.00	57050.00
荷塘项目	60000.00	8023.50	9976.50	39000.00	3000.00
怀化项目	100000.00	5688.82	4311.18	40000.00	50000.00
南城百货总部大楼	32680.00	25440.90	7239.10	--	--
邵阳项目	47500.00	6345.56	19779.44	19000.00	2375.00
金陵物流园	37800.00	8804.66	6315.34	11340.00	11340.00
新开门店项目	156000.00	12853.32	39346.68	52000.00	51800.00
合计	596980.00	133527.53	93947.47	193940.00	175565.00

资料来源：公司提供

注：公司在建工程项目投资额未包含存货中的开发成本

十、财务分析

公司提供了2018年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司2019年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2018年，公司纳入合并范围内一级子公司12家，较上年增加4家，减少1家；截至2019年3月底，公司合并范围内一级子公司13家，较2018年底增加1家。公司财务数据具备可比性。

截至2018年底，公司合并资产总额301.35亿元，所有者权益合计77.51亿元（含少数股

东权益51.43亿元）。2018年实现营业总收入200.93亿元，利润总额1.73亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额313.34亿元，所有者权益合计78.57亿元（含少数股东权益52.67亿元）。2019年1-3月，实现营业总收入56.83亿元，利润总额1.69亿元。

1. 资产质量

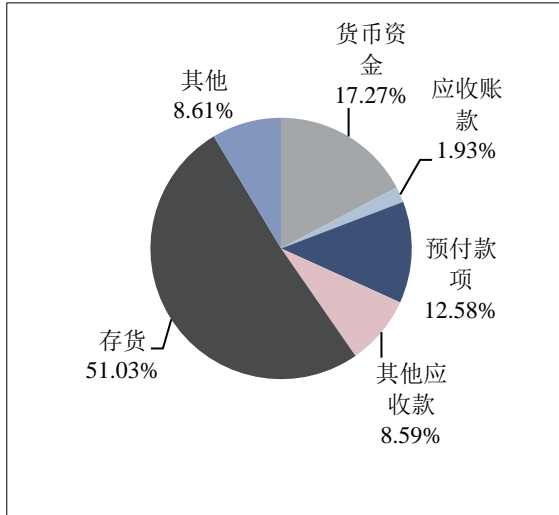
截至2018年底，公司资产总额为301.35亿元，同比增长14.68%。流动资产占30.25%，非流动资产占69.75%，非流动资产比重较2017年底上升11.27个百分点。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为91.15亿

元，同比下降 16.46%，系货币资金减少所致。从构成看，以货币资金、预付款项和存货为主。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2018 年底，公司货币资金为 15.74 亿元，同比下降 47.66%。以银行存款为主（占 66.04%），受限货币资金 4.02 亿元，包括定期存款、银行承兑汇票及贷款保证金。

截至 2018 年底，公司预付款项为 11.47 亿元，同比增长 57.13%，主要系预付租金增加所致；从账龄看，1 年以内的占 95.80%，期末预付款项前 5 名合计占比 35.96%，集中度较高。

公司其他应收款主要为租赁定、押金及保证金和往来拆借款。截至 2018 年底，公司其他应收款为 7.83 亿元，同比下降 37.15%，系部分往来款项收回所致。采用账龄分析计提坏账准备的其他应收款账面余额 6.70 亿元，账龄在 1 年以内的占 47.33%，1-2 年的占 46.08%，2-3 年的占 4.68%，其余账龄在 3 年以上。期末前五名欠款单位合计金额占比为 30.50%，集中度偏高；公司计提坏账准备 0.74 亿元，综合计提比例 8.77%，计提较充分。

表 12 截至 2018 年底公司其他应收款金额前五名
(单位：亿元)

单位	账面余额	款项性质
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	1.26	往来款

单位	账面余额	款项性质
长沙市高新技术产业开发区汇湖食品店	0.40	往来款
长沙市高新技术产业开发区汇周食品店	0.40	往来款
长沙市天心区汇英食品店	0.29	往来款
成都百伦投资有限公司	0.22	往来款
合计	2.57	--

资料来源：公司审计报告

公司存货构成主要包括库存商品以及部分计划用于出售的商铺及写字楼。截至 2018 年底，公司存货为 46.51 亿元，同比下降 7.12%，系九华项目结转收入所致；从构成看，主要包括库存商品 22.19 亿元，开发产品 0.66 亿元，开发成本 23.20 亿元。公司计提跌价准备 0.04 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 7.46 亿元，同比变动不大，包括待抵扣进项税额 2.91 亿元、理财产品 0.16 亿元、预缴税费 0.27 亿元和短期贷款 4.15 亿元。其中短期贷款主要来自子公司小额贷款公司业务经营，贷款对象均为公司上游供应商及物业租赁方，以其对公司的应收货款和应收租金为担保。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 210.20 亿元，同比增长 36.79%，主要系投资性房地产增加所致。从构成看，以投资性房地产（占 29.26%）、固定资产（28.00%）和其他非流动资产（占 13.22%）为主。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 61.51 亿元，同比大幅增长（2017 年底为 5.51 亿元），主要系公司将部分自用房地产转为投资性房地产且采用公允价值模式计量所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 58.85 亿元，同比下降 11.59%，系部分自用房地产转为投资性房地产所致。从构成看，房屋建筑物占 90.27%，其余包括机器设备、信息设备、运输设备等。公司累计计提折旧 20.13 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 10.74 亿

元，同比下降 31.55%，主要系梅溪湖项目、怀化项目转固所致。截至 2018 年底，公司在建工程包括计划用于自持的商业综合体及写字楼，主要有九华项目 6.33 亿元、南城百货总部大厦 2.52 亿元、荷塘项目 0.74 亿元。

截至 2018 年底，公司无形资产为 18.75 亿元，同比下降 10.50%，系部分自用房地产土地使用权转为投资性房地产所致。

截至 2018 年底，公司商誉为 10.22 亿元，主要包括收购广西南城百货有限责任公司形成的商誉 8.47 亿元和收购梅西商业有限公司形成的商誉 1.84 亿元，对梅西商业有限公司计提减值准备 0.21 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 27.80 亿元，同比增长 87.92%，主要来自预付土地出让金及土地招拍挂保证金增加。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 313.34 亿元，较 2018 年底增长 3.98%；其中流动资产占 29.98%，非流动资产占 70.02%。其中货币资金较 2018 年底增长 51.83%至 23.90 亿元；其他非流动资产较 2018 年底增长 20.69%至 33.55 亿元，系预付土地出让金和土地招拍挂保证金增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产账面价值 55.46 亿元，包括货币资金 5.75 亿元、投资性房地产 21.26 亿元、固定资产 17.90 亿元、无形资产 4.06 亿元和在建工程 6.50 亿元，占总资产的比重为 17.70%，公司受限资产规模较高。

跟踪期内，受部分自用房地产转为投资性房地产且采用公允价值模式计量影响，公司整体资产账面价值上升，资产构成以存货（开发成本规模大）、投资性房地产和固定资产为主，且受限资产规模较大。总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 77.51 亿元，同比增长 17.17%，主要来自其他综合收

益和少数股东权益的增加。受投资性房地产改为公允价值模式计量，税后归属于母公司的其他综合收益增加 5.87 亿元，税后归属于少数股东的其他综合收益增加 9.69 亿元，导致公司少数股东权益增加至 51.43 亿元；其他权益工具减少至 0，系公司永续中票“15 步步高 MTN001”（7 亿元）于 2018 年 10 月到期兑付。截至 2018 年底，公司所有者权益中，实收资本占 1.52%、资本公积占 21.38%，少数股东权益占 66.35%。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益小幅上升至 78.57 亿元（其中少数股东权益 52.67 亿元），较 2018 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，稳定性弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 223.84 亿元，同比增长 13.84%。流动负债占 75.06%，非流动负债占 24.94%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 168.02 亿元，同比增长 16.09%，系短期借款、应付账款增长所致。从构成看，以短期借款（占 35.82%）、应付账款（占 26.19%）和其他应付款（占 16.55%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 60.18 亿元，同比增长 45.61%，系抵押借款、保证借款增加所致。从构成看，抵押借款占 42.87%、保证借款占 22.60%、质押借款占 5.68%和信用借款占 28.85%。

截至 2018 年底，公司应付票据为 9.38 亿元，同比增长 13.88%，系商业承兑汇票增加。公司应付账款为 44.00 亿元，同比增长 42.82%，系应付供应商采购款增长所致。

公司预收款项包括预收房款、预收货款、小额贷款预收利息及预收租户款项，截至 2018 年底，公司预收款项为 12.43 亿元，同比下降 17.08%，系预收房屋销售款同比减少所致。从构成看，预收货款 11.45 亿元、预收房屋销售款 0.92 亿元、小额贷款预收利息 7.52 万元和预收租户款项 0.06 亿元。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 27.80 亿元，同比增长 35.31%，主要是应付工程设备款增加所致。其中，应付押金、保证金占 12.69%、工程设备款占 62.25%，其他占 25.06%（包括预提费用、拆借款等）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 8.13 亿元，同比下降 65.70%，系一年内到期应付债券兑付所致。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 2.00 亿元，为公司于 2018 年 8 月发行的 2 亿元“18 步步高 SCP001”。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 55.81 亿元，同比增长 7.58%，系递延所得税负债增加所致。主要由长期借款（占 44.01%）和应付债券（占 44.25%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 24.57 亿元，同比增长 7.00%。从构成看，以抵押借款为主（占 73.66%）。公司应付债券为 24.70 亿元，包括 2016 年发行的“16 步高 01”（8 亿元）和“16 步高 02”（7 亿元），2017 年发行的“17 步高 01”（3.70 亿元），以及 2017 年 11 月发行的 5 亿元债权融资计划（已归还 0.5 亿元，2019 年内到期金额为 0.5 亿元）和 2018 年 8 月发行的 2 亿元债权融资计划。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 234.77 亿元，较 2018 年底增长 4.88%。流动负债占比上升至 79.00%。其中短期借款较 2018 年底增长 11.53%至 67.12 亿元。

从有息债务看，截至 2018 年底，公司全部债务为 128.96 亿元，同比增长 4.07%，其中短期债务占 61.80%，长期债务占 38.20%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 140.59 亿元，其中短期债务 98.08 亿元，长期债务 42.51 亿元。债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比下降，分别为 74.28%、62.46% 和 38.86%。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.92%、64.15% 和 35.11%。下表列示了

公司本部存续债券概况，2019 年 6-12 月将兑付债券 11.20 亿元（考虑到期回售），综合考虑公司短期债务规模、货币资金及盈利能力，短期内公司资金周转压力大，短期偿债压力大。

表13 截至2019年3月底公司存续债券概况

债券名称	发行日期	期限(年)	余额(亿元)
17 湘步步高投资 ZR001	2017-11-1	3	4.50
17 步高 01	2017-10-25	2+1	3.70
16 步高 01	2016-3-16	3+2	0.0002
16 步高 02	2016-8-17	3+2	7.00
18 湘步步高投资 ZR001	2018-8-22	2+1	2.00
19 步步高 MTN001	2019-02-28	2+1	3.00
19 步步高 MTN002	2019-3-15	2+1	1.00
18 步步高 SCP001	2018-8-24	0.74	2.00
合计	--	--	23.20

资料来源：公司提供、Wind 资讯

注：“18 步步高 SCP001”已于 2019 年 5 月到期兑付

跟踪期内，公司有息债务规模上升，整体债务负担重，且以短期债务为主，公司短期偿债压力大。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 200.93 亿元，同比增长 12.15%；同期，营业成本同比增长 8.50% 至 153.55 亿元。公司营业利润率为 22.52%，同比上升 2.24 个百分点。

从期间费用看，2018 年期间费用为 44.08 亿元，同比增长 19.78%，主要由销售费用构成。2018 年销售费用为 33.64 亿元，同比增长 11.00%，近年来公司在主业扩张的同时，水电、租金、人工以及广告促销费用等快速增长，公司销售费用不断增加。公司财务费用为 5.23 亿元，同比增加 2.18 亿元，主要由于融资规模加大及资金成本上升导致利息支出增加所致。2018 年，公司期间费用率为 21.94%，同比小幅上升。总体看，公司期间费用对利润侵蚀大，控制能力有待加强。

2018 年，公司实现公允价值变动收益 0.54 亿元，其他收益 0.44 亿元，营业外收入 0.38 亿

元，非经常性收益对公司利润有一定影响。

2018年，公司实现利润总额和净利润分别为1.73亿元和0.80亿元，分别同比下降40.81%和46.65%，系投资收益下降所致。盈利指标方面，总资本收益率和净资产收益率分别为3.11%和1.03%，公司盈利水平仍较低。

2019年1-3月，公司实现营业总收入56.83亿元，同比增长3.25%；利润总额1.69亿元，同比增长12.97%。2019年1-3月，营业利润率为22.81%，期间费用率为20.01%。

跟踪期内，公司营业总收入保持增长，但受零售行业竞争激烈、期间费用持续上升等因素综合影响，主业盈利规模有所回升但仍处于较低水平，整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

从经营活动来看，公司经营活动现金流入主要以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2018年，经营活动现金流入为224.27亿元，同比增长5.33%，同期，经营活动现金流出221.66亿元，同比增长5.17%，主要是购买商品接受劳务支付的现金；支付其他与经营活动有关的现金为24.42亿元，主要是支付的销售费用和管理费用。2018年，公司经营活动现金流量净额为2.61亿元。从收入实现质量看，现金收入比为110.72%，公司收入获现质量尚可。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入主要来自收到其他与投资活动有关的现金和处置子公司及其他营业单位收到的现金，公司投资活动现金流出主要是公司扩大自有物业投入及城市综合体项目产生的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2018年公司投资活动流入21.37亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金17.23亿元，主要为收回理财产品及定期存款；2018年，投资活动现金流出为31.26亿元，同比增长26.29%，主要包括公司自有物业建设形成的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金16.91亿元，以及支付其他与投资活动有关的现金13.22亿

元（购买理财产品、定期存单等）；2018年，公司投资活动现金流量净额为-9.90亿元。

公司筹资活动现金流入主要为取得借款、发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，2018年，公司取得借款收到的现金为75.48亿元、发行债券收到的现金为3.97亿元、收到其他与筹资活动有关的现金为4.18亿元，主要是公司收到外部借款及商业票据贴现款；筹资活动现金流出90.23亿元，其中偿还债务支付的现金为81.73亿元。2018年，公司筹资活动现金流量净额为-6.59亿元。

2019年1-3月，经营活动产生的现金流量净额为6.99亿元，投资活动产生的现金流量净额为-4.84亿元，筹资活动产生的现金流量净额为3.40亿元。当期公司现金收入比为111.59%。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量尚可，符合零售行业特性。公司不断加大自有物业投资，在建工程未来投资对外部资金存在较大依赖，对外融资压力大。

5. 母公司财务情况分析

截至2018年底，母公司资产总额88.21亿元，同比下降6.26%。流动资产为47.11亿元，同比下降32.22%，系货币资金及其他应收款下降所致，母公司流动资产以其他应收款为主（占93.93%）；非流动资产为41.10亿元，同比增长66.43%，非流动资产主要由长期股权投资（占50.47%）和其他非流动资产（占42.59%）构成。截至2018年底，母公司负债合计83.22亿元，其中流动负债49.36亿元，非流动负债33.86亿元；流动负债中短期借款规模大，为22.67亿元；非流动负债主要是长期借款和应付债券，分别为8.80亿元和24.70亿元。截至2018年底，母公司所有者权益为4.98亿元。截至2018年底，母公司资产负债率为94.35%。2018年，母公司实现营业收入0.40亿元，产生投资收益0.65亿元，利润总额584.24万元。

总体看，公司作为控股型集团公司，本部

经营规模小，同时承担集团资金调配和融资职能，债务负担很重，偿债压力大。

6. 偿债能力

截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别同比减少 21.14 和 14.22 个百分点至 54.25% 和 26.57%；流动资产对流动负债的覆盖能力下降明显。公司经营现金流动负债比为 1.56%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 50.65% 和 27.43%。综合看，公司短期偿债能力弱，短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 15.48 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.76 倍，全部债务/EBITDA 为 8.33 倍，总体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司本部及各子公司共获得银行授信总额度为 185.66 亿元，其中未使用额度为 73.95 亿元，间接融资渠道较畅通。核心子公司步步高股份为上市公司（股票代码：002251.SZ），公司具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（企业机构信用代码：G1043030400033710E），截至 2019 年 7 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为湖南省内零售龙头企业，区域地位明显、品牌优势突出，跟踪期内，公司采用密集型开店模式，实现门店数量和收入规模稳定增长，市场规模及品牌竞争力进一步提升。整体看，公司抗风险能力较强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至 2019 年 3 月底，公司存续期债券余额 23.20 亿元，其中一年内到期债券余额为 13.20 亿元（考虑回售），截至 2018 年底和 2019 年

3 月底，公司现金类资产分别为 16.13 亿元和 24.16 亿元，对一年内到期债券覆盖倍数为 1.22 倍和 1.83 倍。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量净额和经营活动现金流入量分别为存续期债券余额的 0.67 倍、0.11 倍和 9.67 倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力较尚可。

表14 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

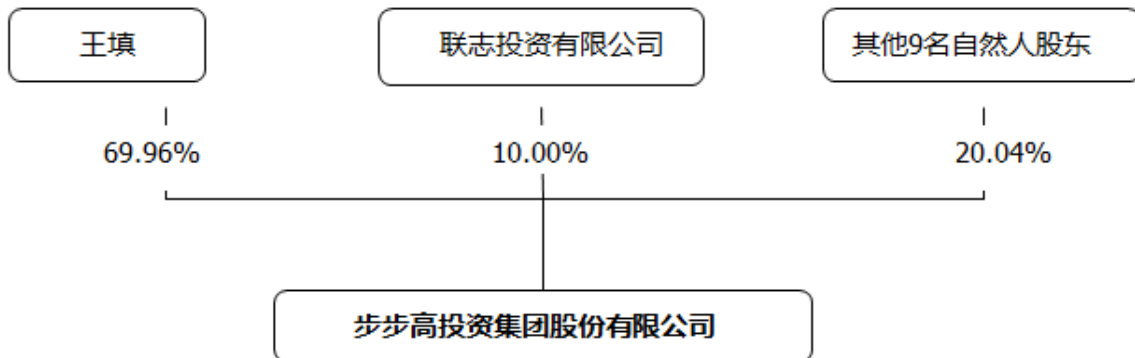
项目	2018 年
一年内到期债券余额	13.20
现金类资产/一年内到期债券余额	1.22
经营活动现金流入量/应付债券余额	9.67
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.11
EBITDA/应付债券余额	0.67

资料来源：联合资信整理

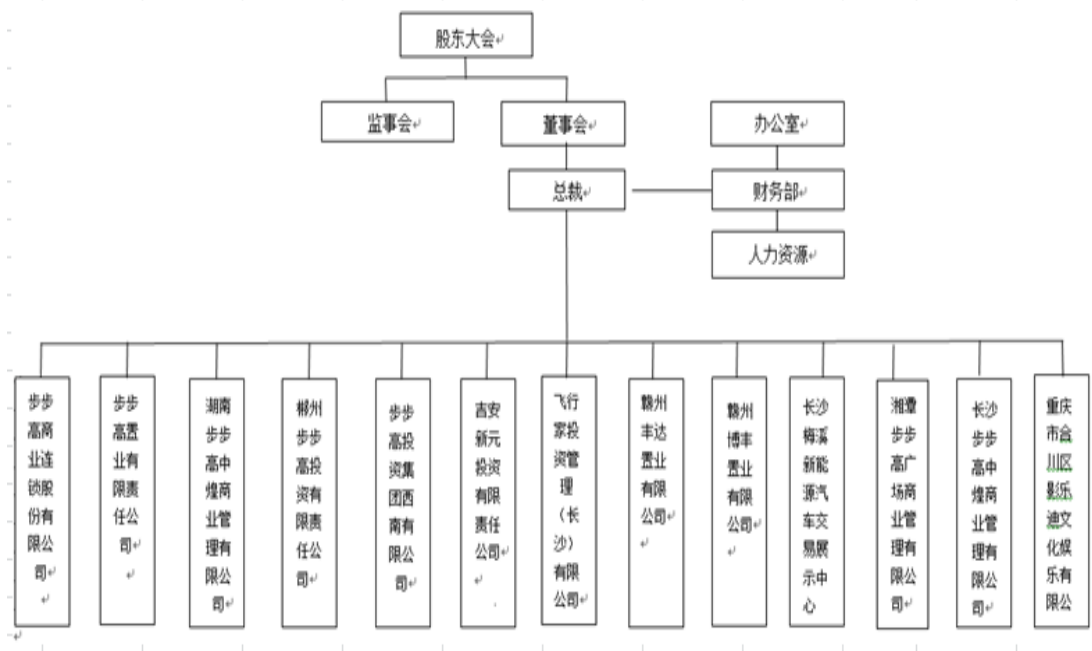
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 步步高 MTN001”“19 步步高 MTN002”信用等级为 AA，“19 步步高 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.33	30.67	16.13	24.10
资产总额(亿元)	238.16	262.66	301.35	313.34
所有者权益(亿元)	65.62	66.06	77.51	78.57
短期债务(亿元)	62.42	73.26	79.69	98.08
长期债务(亿元)	47.15	50.66	49.27	42.51
全部债务(亿元)	109.57	123.92	128.96	140.59
营业总收入(亿元)	165.83	179.16	200.93	56.83
利润总额(亿元)	1.80	2.28	1.73	1.69
EBITDA(亿元)	11.87	12.64	15.48	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	2.16	2.61	6.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	82.61	84.31	120.46	--
存货周转次数(次)	2.88	2.98	3.18	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.72	0.71	--
现金收入比(%)	116.23	117.65	110.72	111.59
营业利润率(%)	20.61	20.18	22.52	22.81
总资本收益率(%)	2.17	2.23	3.11	--
净资产收益率(%)	1.62	1.69	1.03	--
长期债务资本化比率(%)	41.81	43.40	38.86	35.11
全部债务资本化比率(%)	62.54	65.23	62.46	64.15
资产负债率(%)	72.45	74.85	74.28	74.92
流动比率(%)	74.89	75.39	54.25	50.65
速动比率(%)	38.53	40.79	26.57	27.43
经营现金流动负债比(%)	1.67	1.49	1.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	1.94	2.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.23	9.81	8.33	--

注: 1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计; 2. 其他流动负债有息部分已计入短期债务; 3. 2016 年底和 2017 年底所有者权益包含 7 亿元永续中期票据

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息