跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 856 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，并维持“16步步高CP001”A-1的信用等级，维持“13步步高MTN001”和“15步步高MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月十四日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

步步高投资集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 步步高 CP001	9 亿元	2016/6/15-2017/6/15	A-1	A-1
13 步步高 MTN001	12 亿元	2013/10/22-2018/10/22	AA	AA
15 步步高 MTN001	7 亿元	2015/10/19-2018/10/19	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.90	22.72	21.33	19.19
资产总额(亿元)	148.48	214.11	238.16	236.18
所有者权益(亿元)	33.39	54.55	65.62	66.16
短期债务(亿元)	34.92	55.00	62.42	51.86
长期债务(亿元)	34.19	50.20	47.15	55.65
全部债务(亿元)	69.11	105.19	109.57	107.50
营业总收入(亿元)	128.05	160.68	165.83	48.76
利润总额(亿元)	2.97	2.42	1.80	1.04
EBITDA(亿元)	8.57	11.77	11.87	--
经营性净现金流(亿元)	2.22	1.39	2.06	4.38
营业利润率(%)	20.62	21.67	20.61	19.09
净资产收益率(%)	6.48	3.04	1.62	--
资产负债率(%)	77.51	74.52	72.45	71.99
全部债务资本化比率(%)	67.42	65.85	62.54	61.90
流动比率(%)	79.98	89.69	74.89	75.26
经营现金流动负债比(%)	2.77	1.31	1.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.06	8.94	9.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	2.18	2.13	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；
2.其他流动负债有息部分已计入短期债务；2015 年、2016 年及 2017 年一季度所有者权益包含 7 亿元永续中票。

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

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度等方面具备优势。跟踪期内，公司积极调整战略，通过新开门店及收购方式加大超市门店铺设力度，同时多家自有百货物业开业，门店数量进持续增长，经营规模持续扩张。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到零售行业竞争激烈、公司期间费用对利润侵蚀大、百货盈利能力偏弱、整体债务负担重、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。

2016 年 11 月，下属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”）完成非公开发行并募集资金净额 12.28 亿元，资本实力进一步增强；2017 年,公司成功收购梅西商业有限公司（以下简称“梅西商业”），未来随着门店扩张计划持续开展，公司规模优势将进一步体现，综合竞争实力有望增强。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 步步高 CP001”A-1 的信用等级，维持“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司加大门店铺设力度，同时多家自有百货物业开业，超市、百货门店数量持续扩张，区域地位及品牌优势明显。
2. 2017 年完成收购梅西商业，公司四川地区市场占有率进一步扩大。
3. 步步高股份 2016 年非公开发行募集资金 12.28 亿元，资本结构得以优化，公司资本实力进一步增强。

关注

1. 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，零售行业增速显著放缓。

2. 公司百货板块盈利能力偏弱，期间费用水平的快速上升对利润形成影响，整体盈利水平下降。
3. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，自建城市综合体投资规模较大，对外融资压力大。
4. 公司整体债务负担重，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

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于步步高投资集团股份有限公司主体长期信用及“16 步步高 CP001”、“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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，2009 年公司更为现名。截至 2017 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；公司法人代表为张海霞，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、家电等商品的销售，成立于 2003 年 12 月 11 日。经中国证券监督管理委员会（“证监许可【2008】733 号”批复）和深圳证券交易所（“深证上【2008】84 号”通知）同意，步步高股份向社会公开发行 3500 万股，共计募集资金 91280 万元，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 2017 年 6 月 6 日，步步高股份股本 86390.40 万元，公司持股 36.99%（其中 32.68%已质押）。王填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）。公司本部下设集团办公室、集团财务部、集团人力资源部等独立职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 238.16 亿元，所有者权益 65.62 亿元（含少数股东权益 41.56 亿元）。2016 年实现营业总收入 165.83 亿元，利润总额 1.80 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 236.18 亿元，所有者权益 66.16 亿元（含少数股东权益 42.18 亿元）。2017 年 1～3 月，实现营业总收入 48.76 亿元，利润总额 1.04 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 2013 年 10 月发行 12 亿元“13 步步高 MTN001”、2015 年 10 月发行 7 亿元“15 步步高 MTN001”、2016 年 6 月发行 9 亿元短期融资券“16 步步高 CP001”，募集资金全部按计划使用完毕，均正常付息。

表1　公司存续期债务融资工具情况

债券名称	发行日	到期日	期限	金额（亿元）
13 步步高 MTN001	2013/10/22	2018/10/22	5 年	12.00
15 步步高 MTN001	2015/10/19	2018/10/19	3 年	7.00
15 步步高 PPN001	2015/7/31	2018/7/31	3 年	7.00
16 步步高 SCP001	2016/10/28	2017/7/25	0.74 年	5.00
16 步步高 CP001	2016/6/15	2017/6/15	1 年	9.00
16 步高 01	2016/3/16	2021/3/16	5 年	8.00

16 步高 02	2016/8/17	2021/8/17	5 年	7.00
步步高 17 债	2017/1/13	2020/1/12	3 年	5.00
合计				60.00

资料来源：公司提供、Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年

减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

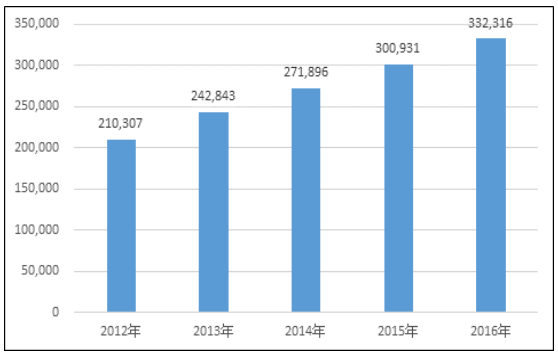
1. 行业概况

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《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，增速较上年放缓0.3个百分点；扣除价格因素，实际增长9.6%，增速较上年放缓1.0个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额285814亿元，增长10.4%，增速较上年放缓0.1个百分点；乡村消费品零售额46503亿元，增长10.9%，增速较上年放缓0.9个百分点。按消费类型统计，商品零售额296518亿元，增长10.4%；餐饮收入35799亿元，比上年增长10.8%。

图 1　近五年社会消费品零售总额

（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

2016年全年网上零售额51556亿元，同比增长26.2%；其中网上商品零售额41944亿元，增长25.6%，占社会消费品零售总额比重的12.6%。网上商品零售额中，吃类商品增长28.5%，穿类商品增长18.1%，用类商品增长28.8%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，增速相比上年扩大了0.4个百分点，也是自2012年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长3.5%；门店总数11.4万余个，同比增长5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%；百强企业网上销售额接近1200亿元，比上年增长69%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5个百分点。

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，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。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《2016年湖南省国民经济和社会发展统计公报》，全省地区生产总值31244.7亿元，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值3578.4亿元，增长3.3%；第二产业增加值13181.0亿元，增长6.6%；第三产业增加值14485.3亿元，增长10.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值45931元，增长7.3%。

城乡居民收入保持较好增势，全省全体居民人均可支配收入21115元，比上年增长9.3%，扣除价格因素实际增长7.3%；人均可支配收入中位数18096元，增长8.7%。城镇居民人均可支配收入31284元，增长8.5%，扣除价格因素实际增长6.5%；城镇居民人均可支配收入中位数29064元，增长6.8%。农村居民人均可支配收入11930元，增长8.5%，扣除价格因素实际增长6.5%；农村居民人均可支配收入中位数11041元，增长10.1%。

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。全省社会消费品零售总额13436.5亿元，比上年增长11.7%。分经营地看，城镇12146.6亿元，增长11.6%；乡村1289.9亿元，增长13.1%。限额以上法人批发和零售业商品零售额4999.1亿元，比上年增长12.9%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长21.4%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长17.8%，书报杂志类增长64.8%，家用电器和音像器材类增长10.8%，文化办公用品类增长19.2%，通讯器材类增长20.0%，建筑及装潢材料类增长37.3%，汽车类增长15.1%。

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 2017 年 3 月底，公司股东为 101 名自然人以及联志投资有限公司，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、百货双业态为发展核心，立足湖南省中小城市，同时辐射周边农村市场，在其他大型零售企业之前在湖南省中小城市抢占有利商机。近年来，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一定的竞争优势。

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 2016 年底，步步高股份资产总额 145.47 亿元，所有者权益 64.05 亿元；2016 年实现营业总收入 155.20 亿元，利润总额 2.00 亿元。

连锁超市是公司的传统核心业务，门店分布在湖南省和江西省的二、三线城市，湖南省内市场占有率排名第一，形成了区域性规模优势。截至 2017 年 3 月底，公司在湖南、江西、广西、重庆和四川共拥有大卖场、综合超市和

电器门店 253 家，净运营面积为 92.33 万平方米。2017 年 5 月，公司荣登中国连锁经营协会发布的“2016 年中国连锁百强”榜单第 16 位。

公司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。截至 2017 年 3 月底，公司拥有百货门店 44 家，其中湖南省 28 家、江西省 3 家、广西省 12 家，重庆 1 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 2017 年 3 月底，公司物流中心自有仓储面积 16.81 万平方米，另有租赁省级及市级分仓 1.58 万平方米。

总体看，公司零售主业突出，近年来，超市与百货业务门店规模不断扩大、规模优势显现，物流中心仓储和吞吐能力不断增强，能够满足采购和销售需要并提供有效支持，具备一定的区域竞争优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、管理结构及管理层等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 步步高股份非公开发行

2016年11月，步步高股份完成非公开发行股票，共向步步高集团、金鹰基金管理有限公司和新沃基金管理有限公司发行股份84918477股，每股发行价格为14.72元，募集资金总额12.50亿元，扣除承销保荐费用和其他发行费用，实际募集资金净额为人民币12.28亿元，募集资金拟投入连锁门店发展项目4.28亿元，拟偿还银行贷款的8亿元。本次发行实际募集资金与募投项目资金需要量的差额部分，公司将以自有资金或其他融资方式补足。

本次非公开发行股票发行前，公司直接持有步步高股份38.84%的股权，为其控股股东，本次非公开发行完成后，公司直接持有步步高股份36.99%的股权，公司仍为步步高股份的控股股东，王填先生仍为步步高股份实际控制人。

2. 战略投资重庆百货

2016年10月14日，步步高股份发布《步步高商业连锁股份有限公司关于参与重庆百货定向增发的公告》，步步高股份拟使用自筹资金15.88亿元（包括但不限于自有资金、银行借款等）参与认购重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百货”，股票代码：600729.SH）非公开定向增发普通股66700000股，投资完成后，公司将持有重庆百货10.91%的股份，成为其第三大股东。

重庆百货是重庆市国资委下属的大型区域性商业零售连锁企业，主要以百货、超市、电器三大业态为主业，旗下拥有重百、新世纪百货、商社电器三大著名商业品牌，截至2015年底，重庆百货开设各类商场、门店238个，经营网点已布局重庆35个区县和四川、贵州、湖北等地。截至2016年底，重庆百货资产总额123.17亿元，权益总额47.81亿元，2016年实现收入338.47亿元，利润总额5.19亿元。从分红情况来看，重庆百货1997～2016年连续分红，近三年现金分红分别为1.48亿元、1.14亿元和2.28亿元。本次战略投资若完成，公司拟发挥自身优势，整合资源支持和提升重庆百货运营管理、供应链整合和衍生以及物流建设等方面的发展。

重庆百货作为西南地区区域性商业零售企业，与公司业务结构相似，具有一定协同效应，有利于公司掌握当地消费习惯，为日后拓宽西南地区网络布局提供良好基础。同时，近年来重庆百货收入规模、盈利能力保持稳定，且连续多年分红，未来有望提升公司投资收益。联合资信也关注到，公司投资规模较大，资产负债率较高，本次交易将进一步推升公司资金压力。此次交易的最终实现和完成尚需重

庆百货股东大会审议通过及中国证监会核准，尚具不确定性。

3．收购梅西商业94%股权

2017年2月24日，步步高股份发布关于收购资产公告，步步高股份以22560.00万元收购石河子市鼎石成金股权投资合伙企业（有限合伙）和北京益鼎汇盈投资有限公司持有的梅西商业有限公司（以下简称“梅西商业”）94%股权。梅西商业已于2017年3月21日办妥公司章程变更及工商变更登记手续。截至2016年底，梅西商业资产总额2.91亿元，总负债2.43亿元，净资产0.48亿元；2016年实现营业收入9.33亿元，净利润0.02亿元。

梅西商业属于商品零售行业。截至2016年底，梅西商业共有门店20家，经营面积超过36万㎡，主要分布在四川自贡、眉山、乐山、资阳、泸州、绵阳、德阳、宜宾及重庆永川、广西梧州等地区，梅西品牌是当地的零售知名品牌，在四川自贡、眉山等地连锁零售行业中居于领先地位。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主。

通过本次交易的实施，公司在川渝地区市场占有率扩大，公司综合竞争力及盈利能力有望进一步提升。同时，门店扩张将对公司跨区域管理、战略协同、内部控制和资金管理等方面均提出一定挑战。

九、经营分析

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业之一，主营业务横跨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。2016 年，公司主营业务收入153.40 亿元，同比增长 3.38%。

从收入构成来看，超市板块始终为公司收入的首要构成部分，百货其次，跟踪期内，随着公司超市门店数量增长，超市板块收入同比进一步增长，百货业务收入略有下降，二者收入占主营业务比重受百货业务下降，同比小幅下滑 2.20 个百分点，但仍为公司收入主要构成部分，比重为 84.99%；公司家电业务量较小，2016 年比重进一步下降至 6.24%。公司批发业务依托超市业态进行，规模不大。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，2016 年其他业务收入 11.88 亿元，同比增长较快，占主营业务收入的 7.74%，其中物业销售收入 10.53 亿元，物流广告收入 1.35 亿元。

从盈利情况来看，跟踪期内，公司主要业务板块毛利率均有不同程度提升，2016 年其他业务板块毛利率有所下降，主要是由于公司 2016 年销售物业毛利率较低所致。整体来看，2016 年综合毛利率较 2015 年变化不大。

2017 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 44.86 亿元，占 2016 年全年的 29.24%，同比增长 8.43%；毛利率 14.97%，同比下降 0.34 个百分点，各主业收入构成变化不大；其他业务收入 1.62 亿元，其中职工住宅及物业销售收入 1.31 亿元，其余为广告及物流收入，毛利率为 3.01%。

表 2　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		
	2015 年	2016 年	2017 年 1～3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1～3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1～3 月
超市	89.99	93.04	29.35	60.64	60.66	65.43	16.27	16.71	16.13
百货	39.40	37.32	10.30	26.55	24.33	22.95	15.62	15.83	15.12
家电	10.30	9.57	2.94	6.94	6.24	6.55	12.33	12.42	11.58
批发	1.31	1.58	0.66	0.88	1.03	1.47	4.02	5.26	5.71

其它	7.40	11.88	1.62	4.99	7.74	3.60	41.10	21.61	3.01
合计	**148.39**	**153.40**	**44.86**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**16.96**	**16.49**	**14.97**

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；广西南城百货自 2015 年 2 月起并表。

1．超市及家电板块

业务概况

公司自设立以来，秉持以中小城市作为公司超市零售业务主要目标市场，采用密集开店的方式，定位中小城市核心商圈，目前超市连锁门店已分布在湖南、江西、重庆、广西和四川。

2016 年以来，公司调整战略，通过新开门店及收购方式加大门店铺设力度，湖南、江西、广西和四川区域分别净增大卖场 13 家、8 家、4 家和 2 家，由于合同到期或附近新开大卖场的原因，公司关闭 1 家综合超市和 8 家大卖场。对于关闭门店，公司一般采取将闭店的库存商品调拨至其他门店，资产在新开门店进行利用以及人员安排至其他门店的方式减少损失。2017 年一季度，湖南省内大卖场净增加 11 家，截至 2017 年 3 月底，公司共拥有大卖场、综合超市和家电门店 253 家，包括大卖场 193 家、综合超市 37 家、家电店 23 家，净运营面积为 92.33 万平方米。目前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。2017 年 2 月，公司收购梅西商业 94%股权，梅西商业属于商品零售业，公司在川渝地区的市场占有率将进一步扩大。公司大力发展会员制，截至 2017 年 3 月底，超市拥有活跃会员 582.94 万名，会员销售占比近 60%，有效带动了顾客的再次消费。

表3　公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2015 年			2016 年			2017 年 3 月		
		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	94	38	22	107	35	23	118	36	23
	江西	14	--	--	22	1	0	22	1	0
	重庆	6	--	--	6	0	0	6	0	0
	广西	39	--	1	43	0	0	42	0	0
	四川	3	--	--	5	0	0	5	0	0
	合计	**156**	**38**	**23**	**183**	**36**	**23**	**193**	**37**	**23**
净营运面积		667477	68568	64711	752437	66213	66961	788471	68634	66173
月均客流量				1136			1133			1245

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。

跟踪期内，公司家电板块独立经营门店数量不变，截至2017年3月底，公司共有家电店101家，净营运面积12.96万平方米，其中23家为独立经营管理门店，78家为超市连带经营门店，目前家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西省。2016年家电业务实现收入9.57亿元，同比下降7.06%，毛利率小幅提升为12.42%。

表4　公司家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017 年 3 月底
独立经营门店数量	25	23	23	23
超市连带经营门店数量	37	72	74	78
净营运面积	100670	133256	129567	129579

资料来源：公司提供

2015年起，公司便利店品牌“汇米巴”开始以加盟方式吸收社会门店，主要分布在湖南省的长沙、株洲、湘潭等市，经营品类涉及日

化、粮油、蔬菜等，并提供水费、电费等代收，免费送货等便民的功能性服务，公司收取一定加盟费。加盟店可根据需要从公司采购商品，作为公司物流网络和线上平台的终端环节为消费者提供服务，所得收入计入公司批发业务板块。截至2017年3月底，已加盟门店8636家。

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。跟踪期内公司店面租金及物业管理费用呈现增长态势，未来仍旧面临租金上涨压力和续租风险。

采购及物流

跟踪期内，公司采购模式未发生变化，主要供应商仍为宝洁（中国）营销有限公司和福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部，2016 年公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 6.68 亿元，占超市业务总采购额的比重为 8.41%，较 2015 年（8.08%）无较大变化，集中度很低。

表 5　2016 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	占超市总采购额比重
宝洁（中国）营销有限公司	20063.03	2.53
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	13172.00	1.66
广州立白企业集团有限公司	12430.21	1.56
监利县华鑫粮油有限责任公司	10615.13	1.34
湖南人可食品股份有限公司	10547.39	1.33
合计	**66827.76**	**8.41**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司物流配送模式及物流中心仓储面积无变化，超市物流模式仍分为配送、直通和直送三种方式，2016 年采购额分别占总采购额的 63.20%、27.40%和 9.40%，同比变动不大。截至 2017 年 3 月底，公司物流中心自有仓储面积 16.81 万平方米，另有租赁省级及市级分仓 1.58 万平方米，与湘潭物流中心共同辐射湖南省 14 个州市及江西省、广西、四川和重庆各城市。

截至 2017 年 3 月底，公司自有物流车辆 75 台，投资成本约为 1445.28 万元，另与多家第三方物流公司合作解决超额物流需求。在超市配送频率方面，一般大型门店为一天一次，偏远门店至少两天配送一次。目前公司仍不断提高存储配送能力，为业务快速扩张提供有力支撑。

未来，公司将购建保税仓、区域分仓，新增常温仓、生鲜仓以及市级分仓，分布在湖南、广西、江西、四川 4 省的地级市。物流平台建成后能够有效降低物流配送成本，提供有竞争力的物流服务。

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培训及考核。2016 年，随着公司新开门店的增加，公司员工数量有所增加，截至 2016 年底，公司超市及家电员工数量增加至 1.33 万人，员工劳效略有下降。

表 6　公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
门店数量（家）	181	217	242	253
员工数量（万人）	1.04	1.09	1.33	1.53
员工劳效（万元/人）	74.52	79.68	78.12	--
人力成本率（%）	5.19	5.19	5.45	5.39

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

总体来看，公司是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位。跟踪期内，公司加大门店铺设力度，完成收购梅西商业，“大西南战略”进一步夯实，综合竞争力有望进一步提升。考虑到公司诸多新门店仍然处于培育期，费用较高，业绩承压，但长期看公司在西南地区的一系列拓展将为公司带来新的增长点。

2. 百货板块

业务概况

百货业务是公司继超市业务之后发展的零

售业务，2016年，百货板块实现收入37.32亿元，同比下降5.28%；毛利率15.83%，同比上升0.21个百分点。截至2017年3月底，公司拥有百货门店44家，从分布区域看，湖南省28家、江西省3家、广西省12家，重庆1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。

表 7　截至 2017 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	2009.12	自有
	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
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	合川	2015.01	自有
	郴州	2016.01	自有
	梅溪湖	2016.06	自有
流行百货店	基建营	2004.1	自有为主，部分租赁
	邵阳	2003.01	租赁
	娄底	2005.09	自有
	娄底（新化）	2013.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.1	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	抚州	2008.01	租赁
	东都	2008.05	租赁
	郴州	2008.09	租赁
	开元	2008.11	租赁
	新余	2009.05	租赁
	武冈	2010.1	自有
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳二店	2012.09	租赁
	湘潭县	2014.09	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	桂林	2005.09	自有为主，部分租赁
	柳州	2006.08	租赁
	南宁	2005.01	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	河池	2007.09	自有
	柳州	2009.09	租赁
	柳州	2010.12	租赁
	柳州	2011.08	租赁
	桂林	2013.07	租赁
生活广场	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有
	湘潭	2015.11	自有
	湘潭多伦	2016.09	自有
	长沙王府	2017.01	租赁

资料来源：公司提供

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。公司门店物业起初以租赁为主，近年来，公司百货业态平均租金不断增长，为应对租金成本压力的上升，公司通过下属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”，具有房地产开发二级资质）进行商业物业的开发，并对公司自有物业进行管理，以避免租金成本上涨对公司利润的侵蚀。2016 年以来，公司自有物业郴州步步高广场、梅溪湖步步高广场店及湘潭多伦生活广场店开业，同时新增租赁物业长沙王府生活广场店和鄱阳百货店，租赁及自有面积较 2015 年大幅增加，由于梅溪湖购物中心投资规模较大，2016 年公司自有面积占总百货运营面积的 59.40%，同比提升 11.68 个百分点。跟踪期内，公司因战略调整关闭衡阳百货店，截至 2017 年 3 月底，公司步步高广场及流行百货店分别为 11 家和 28 家，流行百货店数量占公司百货业态的 63.64%。

表 8 公司百货门店物业和经营情况

（单位：万平方米、万人、元/人、元/平方米/月）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
租赁面积（万平方米）	33.38	49.24	49.28
自有面积（万平方米）	30.47	72.05	72.05
月均客流量（万人）	73.17	69.22	70.19
坪效（元/平方米/月）	9219.43	7888.90	2187.70
平均租金（元/平方米/月）	30.07	32.78	35.33

资料来源：公司提供

注：表中“面积”均为净营运面积

坪效=百货板块主营业务收入/净营运面积

梅溪湖购物广场位于湖南长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地 296.9 亩，总建筑面积约 60 万平方米[1]，投资总额约 32 亿元，是一个集商业、旅游、文化、娱乐为一体的超级 MALL，集成了购物中心、飞行馆、游乐场、

[1]其中购物中心 17.3 万平方米、室外步行街 8.8 万平方米、酒店 3.09 万平方米、服务式公寓 8.67 万平方米、写字楼 1.68 万平方米、主题公园 0.40 万平方米，剩余为停车场。

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。梅溪湖项目拥有 3.9 万平方米配套公寓，目前已全部销售。自梅溪湖项目开业以来，经营状况良好，截至 2017 年 3 月底，拥有商铺数量逾 400 家，其中 90%左右门店已正常经营，预计 2020 年可以实现盈利。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。

采购模式

跟踪期内，百货业务经营模式未发生变化，仍以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、影院等配套服务业务以租赁为主。目前公司百货店经营品牌多种多样，包括雅格狮丹、奥德臣等中外合资品牌，艾格集团、百家好集团等国内品牌，以及夏利豪、艾里托等独家代理品牌。

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。2009年起，公司大力推广会员制，截至2017年3月底，公司各百货店共拥有会员180.61万名，2017年3月底会员消费总额为9.04亿元，占百货业务消费总额的68.20%。

在商品采购方面，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。2016年公司百货板块前5大供应商采购额共计4.59亿元，占百货业务总采购额的比重为9.95%，集中度低。

表 9　2016 年公司百货板块前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占百货板块总采购额比重
绫致时装销售（天津）有限公司	10543.77	2.28
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9315.91	2.02
深圳市福瑞贸易有限公司	9055.30	1.96
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	8621.41	1.87
百丽鞋业（长沙）有限公司	8407.87	1.82
合　计	**45944.25**	**9.95**

资料来源：公司提供

3. 电商平台

公司电商平台（即“云猴网”）由云猴超市、云猴生鲜及云猴全球购[2]三大板块构成，其中自营业务收入占比85.17%，其余为代理模式，通过收取服务费用赚取收入。截至2017年3月底，云猴网已签约联盟商户8836家。

云猴全球购作为湖南第一家跨境电商，自营进口主要通过在保税区或者海外租赁仓库，采用保税区发货和海外直邮两种物流模式，通过集中仓储配送降低单个商品物流成本，依托第三方物流将商品从保税区或海外直接发送至用户手中。截至2017年3月底，公司已在美国、德国、澳洲、日本、韩国和香港设立了6家海外分公司，负责自营进口商品的采购。

公司目前拟搭建全渠道、全业态以及全品类的云猴大平台，由公司旗下五大独立的平台组成，包括电商平台（交易平台、服务类平台）、大物流平台（储存仓库、城市配送干线、公交化配送网络）、大便利平台（本地及社区商户联盟）、大会员平台（积分联盟、高币兑换、数据捕捉、分析和精准营销）和大支付平台。公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2018年将获得牌照。

云猴大平台总投资额约13.15亿元，其中4.09亿元用于物流配送体系建设，3.24亿元用于B2b2C综合服务平台建设，1.15亿元用于供应链建设，1.71亿元用于体验店建设，2.66亿元用于营销推广，0.30亿元用于铺底流动资金。截至2017年3月底，累计投资2.49亿元。

4. 其他业务

主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司还依托于超市业态开展批发业务，主要产品类别有食用油、杂粮、食品及酒类等，

[2] 云猴全球购于 2015 年 3 月 3 日正式上线。

由于每年批发商品种类占比不同，毛利率在10%以内有所波动。

公司其他业务包括物流广告收入、商业地产开发业务。其中商业地产开发由步步高置业经营，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。截至2017年3月底，公司拥有自建、自营主力百货广场17家，公司已完成自建商业物业均系自持，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，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。2016年，物业销售实现收入10.53亿元，同比增长71.05%；2017年1~3月，物业实现销售收入1.31亿元。

此外，依托主营业务，公司积极与供应商开展销售和促销服务，同时，各门店根据所处市场具体情况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、儿童游乐场等功能性、服务性项目。这些业务依托主营业务开展，对应的边际成本支出很低，对公司主业形成有益补充。

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2016年底，小额贷款公司资产为5.03亿元，所有者权益为3.39亿元；2016年实现收入0.50亿元，利润总额0.42亿元。截至2017年3月底，小额贷款公司贷款余额4.55亿元，其中关注类贷款330万元，无逾期贷款。

5. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 82.61 次、2.88 次、0.73 次。公司经营效率较高，符合零售行业特性。

6. 未来发展

公司未来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”。目前公司在建及拟建工程共 8 项，全部为公司自建、自用的百货和超市物业，计划投资总额 105.97 亿元，截至 2017 年 3 月底，在建及拟建工程已投资 62.88 亿元。总体看，未来三年，公司已确定在建及拟建工程尚需投资 43.09 亿元，考虑到云猴大平台等其他业务拓展计划，公司资金需求较大。

表 10　截至 2017 年 3 月底公司在建工程及未来投资计划（单位：万元、%）

项目名称	计划投资总额	截至 2017 年 3 月底投资	计划投资金额			项目进展
			2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	
梅溪湖项目	320000	310536	6264	3200	0	已开业
步步高摩尔城项目	163000	42313	29239	58848	32600	预计 2019 年完工
赣州项目	81011	58908	5884	8117	8101	预计 2018 年完工
泸州项目	98963	35021	44150	19793	0	预计 2017 年完工
荷塘项目	60000	4483	11353	32164	12000	预计 2019 年完工
怀化项目	71129	52496	4698	6822	7113	预计 2019 年完工
岳阳项目	55000	26427	16500	6573	5500	预计 2019 年完工
新开门店项目	210600	98599	34437	35443	42120	--
合计	**1059703**	**628783**	**152526**	**170961**	**107434**	--

资料来源：公司提供

注：在建工程中除梅溪湖项目投资额包含存货中的开发成本之外，其他在建工程项目投资额未包含存货中的开发成本。

步步高摩尔城项目总建筑面积 19.68 万平方米；其中，超市、家电计划共占项目总建筑面积约 10%，百货计划约占项目总建筑面积的 50%，综合功能性出租项目计划约占项目总建筑面积的 40%。该项目总投资预计 16.30 亿元，截至 2017 年 3 月底已投入 4.23 亿元，预计在

2018 年全部完工，步步高摩尔城项目公寓部分主要对内部员工销售。

梅溪湖项目位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地 296.9 亩，总建筑面积约 60 万平方米，项目计划总投资 32.00 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 31.05 亿元，其

中 7.69 亿元为土地款，纳入无形资产核算。项目已于 2016 年 6 月开业，其中购物中心已部分转固，剩余部分待酒店整体完工清算后一并转入固定资产，因此目前仍有部分列入在建工程，梅溪湖项目配套公寓已全部销售完毕。

公司计划在 2017 年内新开超市门店约 35 家，其中一季度已开新店 9 家。公司计划每年约有 2～3 家摩尔城项目为自建，其他新开门店以租赁为主，短期内公司在广西的市场开拓将主要依靠南城百货。

总体看，公司未来发展战略清晰，在建工程规模较大，2016年11月步步高股份完成非公开发行并募集资金净额12.28亿元，发行后将对公司融资压力有一定缓解，但基于快速扩张的经营策略、商业物业的开发需求、城市综合体项目的推进，重庆百货的战略投资以及线上业务的投资计划，公司仍存在较大资金压力。

十、财务分析

公司提供的 2016 年合并财务报告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意见审计结论，2017 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2016 年，公司新设投资增加子公司 3 家，公司处置子公司丧失控制权 1 家，清算注销子公司 1 家；截至 2017 年 3 月底，公司合并范围较 2016 年底无变化。整体看，合并范围变动对财务可比性影响不大。

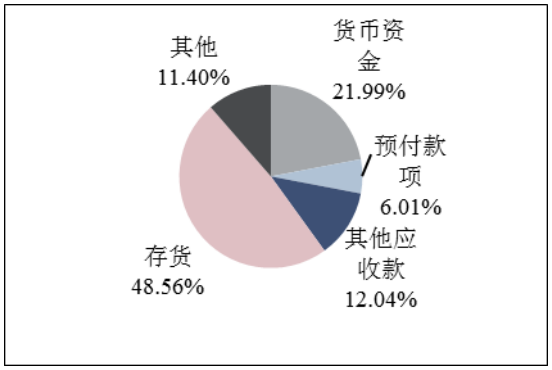
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 238.16 亿元，同比增长 11.24%，主要是公司在建工程持续投入所致。截至 2016 年底，公司非流动资产占比为 61.14%，流动资产占比为 38.86%，其中非流动资产比重较 2015 年底上升 5.58 个百分点。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 92.56 亿元，同比下降 2.73%，构成主要以货币资金、其他应收款及存货为主。

图 2　公司 2016 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 20.36 亿元，同比下降 4.86%，主要以银行存款为主（占 83.47%），公司其他货币资金包括银行承兑汇票保证金、贷款保证金、保税仓保证金等，截至 2016 年底，公司受限货币资金 2.08 亿元，占 10.22%。

公司预付账款主要由预付租金、预付工程款、新增门店租赁款、商业设备款和货款构成；截至 2016 年底，公司预付账款为 5.56 亿元，同比下降 18.20%，系公司预付的门店租金减少所致。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 67.47%，公司预付款项前五名合计占比为 23.03%，主要为预付租金和预付货款；公司当期预付款项未计提坏账准备。

表 11　2016 年底公司预付款项前五名明细

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	款项性质
广西地王投资集团柳州房地产开发有限公司	0.65	预付租金
姜驰鹏	0.21	预付租金
四川南欣房地产开发有限公司	0.18	预付租金

怀化琼天房地产开发有限公司	0.13	预付租金
湖南美的制冷电器销售有限公司	0.12	预付货款
合 计	**1.29**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他应收款为 11.14 亿元，同比增长 3.55%，主要是投资款及新店定、押金的增加。采用账龄分析计提坏账准备的其他应收款 9.55 亿元，账龄在 1 年以内的占 43.23%、1～2 年的占 43.00%、2～3 年以上的占 13.69%，其余账龄在 3 年以上；前五名欠款单位金额占比为 45.79%；公司当期计提坏账准备 1.23 亿元，综合计提比例 9.98%。

表 12　截至 2016 年底公司其他应收款金额前五名

（单位：亿元）

项目	账面余额	款项性质
广西广乐投资有限公司	3.36	往来款
成都百伦投资有限公司	0.84	往来款
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	0.61	往来款
岳阳家佳乐置业有限公司	0.46	往来款
湘潭市岳麓区汇臻便利店	0.40	往来款
合　计	**5.67**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司存货为 44.95 亿元，较 2015 年底变化不大，其中库存商品 22.27 亿元，开发成本 20.16 亿元。公司当期计提跌价准备 0.03 亿元，主要是对库存商品计提的跌价准备。截至 2016 年底，公司存货中开发成本主要项目明细如下表。

表 13　截至 2016 年底公司开发成本主要项目明细

工程名称	金额（万元）
梅溪湖项目	34410.86
九华项目	82033.84
郴州项目	48349.91
泸州项目	16761.9
合计	**181556.51**

资料来源：公司提供

公司其他流动资产主要包括待抵扣进项税额、理财产品、预缴税费、短期贷款等。截至 2016 年底，公司其他流动资产 6.69 亿元，同比下降 19.15%，系公司理财产品减少所致。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 145.60 亿元，同比增长 22.41%，以固定资产和在建工程为主。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 5.58 亿元，同比增长 5.48 亿元，主要是公司在建工程转入所致。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 68.52 亿元，同比增长 24.49%，系公司郴州项目和梅溪湖项目投入使用形成固定资产增加以及新开门店增加固定资产所致，其中房屋建筑物占 77.69%、机器设备占 18.09%，信息设备占 2.01%，其余为运输设备和其他办公设备；公司累计计提折旧 16.14 亿元。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 52.38 亿元。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，资产质量较好。

截至 2016 年底，公司在建工程为 33.47 亿元，较 2015 年底变化不大，主要包括计划用于自持的商铺及写字楼，主要有梅溪湖项目 10.31 亿元、岳阳项目 2.21 亿元、九华项目 4.24 亿元、赣州项目 5.67 亿元、怀化项目 4.30 亿元、泸州项目 3.50 亿元、邵阳项目 1.27 亿元等。

截至 2016 年底，公司无形资产 15.56 亿元，同比增长 17.72%，主要是土地使用权和经营权的增加。

截至 2016 年底，公司长期待摊费用 13.02 亿元，同比增长 11.15%，主要包括公司为提升形象增加对经营租入固定资产的改良支出以及新增各业态门店的租赁费用。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 12.47 亿元，同比增长 78.23%，主要是预付土地出让金和土地招拍挂保证金、购房款、资产收购款以及认购保证金的增加。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 236.18

亿元；其中流动资产占 35.88%，非流动资产占 64.12%，非流动资产比重进一步上升。其中，预付账款为 6.67 亿元，较 2016 年底增长 20.07%，系公司预付门店资金增多所致；商誉为 10.30 亿元，较 2016 年底增长 21.23%，主要是子公司步步高股份受让梅西商业有限公司 94%股权所致；其他科目较 2016 年底变动不大。

截至 2017 年 3 月底，公司抵押固定资产账面净值为 5.36 亿元，占总资产比重 2.27%，占比较小。

随着公司经营规模扩大，公司资产规模较快增长，且随着自有物业开发速度加快，公司资产构成以非流动资产为主。流动资产中，以开发成本为主的存货规模大，营运资金受到一定占用，资产流动性较弱。总体看，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 65.62 亿元，同比增长 20.28%，主要系少数股东权益增长所致。截至 2016 年底公司少数股东权益同比增加 10.35 亿元，系子公司步步高股份非公开发行股票所致。

截至 2016 年底，公司所有者权益中，实收资本占 1.79 %、资本公积占 20.10%、其他权益工具 10.57%，未分配利润占 3.52%，少数股东权益占 63.33%。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益小幅上升至 66.16 亿元（其中少数股东权益 42.18 亿元），较 2016 年底变动不大。

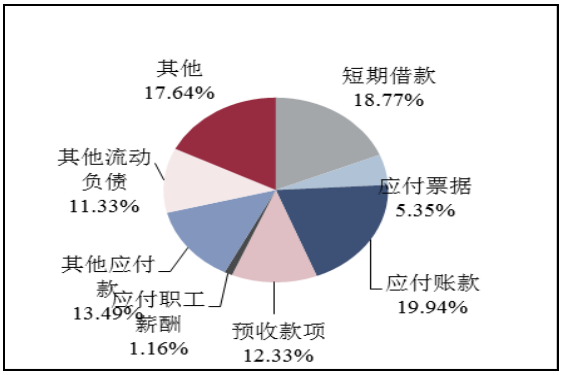
总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，稳定性偏弱。

负债

随公司主业不断扩张、自有物业开发速度加快以及合并范围的增加，公司负债规模较快增长。截至 2016 年底，公司负债总额 172.55 亿元，同比增长 8.14%，其中流动负债占比 71.63%，非流动负债占比 28.37%，公司以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 123.59 亿元，同比增长 16.49%，主要系公司一年内到期的应付债券增加所致。从构成看，主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债。

图3　公司2016年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款为 23.20 亿元，同比下降 20.62%；其中信用借款占 51.72%，抵押借款占 23.28%，保证借款占 25.00%。

截至 2016 年底，公司预收账款 15.23 亿元，同比增长 19.59%，主要为公司预收的商务卡增加所致；从账龄看，账龄在 1 年以内的占 96.73%，账龄短。

截至 2016 年底，公司其他应付款 16.67 亿元，同比增长 18.03%，主要是公司应付工程设备款的增加，其中应付押金、保证金占 13.45%、应付工程设备款占 48.88%、其他占 37.67%（主要包括预提应付费用、租金等）；前五名单位应付金额占比为 3.36%，集中度低。

表 14　截至 2016 年底公司其他应付款前五名明细

（单位：万元）

单位名称	金额	款项性质
湖南岳麓山建设集团有限公司土方分公司	1324.58	应付工程款
凯里森建筑设计（北京）有限公司上海分公司	1190.00	应付设计款
深圳市卓艺装饰设计工程有限公司	1116.61	应付工程款

苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	988.91	应付工程款
湘潭高新区鑫诚经济发展有限公司	981.67	应付工程款
合计	**5601.77**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.61 亿元，其中包括一年内到期的长期借款 7.61 亿元、一年到期的长期应付款 1.00 亿元和一年内到期的应付债券 10.00 亿元。

截至 2016 年底，公司其他流动负债为 14.00 亿元，系公司 2016 年发行的“16 步步高 SCP001”5 亿元和“16 步步高 CP001”9 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 48.96 亿元，同比下降 8.42%，主要由长期借款（占 26.86%）和应付债券（占 69.45%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 13.15 亿元，同比下降 38.24%，其中抵押借款占 58.55%、保证借款占 12.17%和信用借款占 29.28%。

截至 2016 年底，公司应付债券为 34.00 亿元，包括 12 亿元“13 步步高 MTN001”、7 亿元非公开定向债务融资工具“15 步步高 PPN001”和 2016 年公司发行的两期公司债“16 步步高 01”、“16 步步高 02”共 15 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 170.02 亿元，其中流动负债占比下降至 66.23%，负债结构仍以流动负债为主。公司长期借款规模较 2016 年底增长 26.60%至 16.65 亿元，应付债券为 39.00 亿元，较 2016 年底增长 14.71%，系公司 2017 年 1 月份发行的 5 亿元的非公开私募债券所致；其他科目较 2016 年底变化不大。

从公司债务情况看，截至 2016 年底，公司全部债务为 109.57 亿元，同比增长 4.16%，其中短期债务 62.42 亿元，长期债务 47.15 亿元。截至 2017 年底 3 月底，公司全部债务为 107.50 亿元，其中短期债务为 51.86 亿元，长期债务为 55.65 亿元。

债务指标方面，截至 2016 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分别为 72.45%、62.54%和 41.81%，同比分别减少 2.07、3.31 和 6.11 个百分点。截至 2017 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 71.99%、61.90%和 45.68%。

公司于 2015 年 10 月发行一期 7 亿元的永续中票“15 步步高 MTN001”，纳入所有者权益核算，考虑到其在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征相近，因此将其纳入 2016 年和 2017 年一季度长期债务核算。考虑调整后债务规模，截至 2016 年底，公司调整后债务规模为 116.57 亿元，调整后长期债务为 54.15 亿元，从债务指标看，公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.98%和 45.21%；截至 2017 年 3 月底，调整后全部债务规模为 114.50 亿元，调整后长期债务规模为 62.65 亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.38%和 48.64%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模增长。2016 年步步高股份非公开发行股票成功，公司资本实力扩充，偿债压力有所缓解，但整体债务负担仍较重。

3. 盈利能力

2016 年公司实现营业总收入 165.83 亿元，同比增长 3.21%，营业成本 129.89 亿元，同比增长 4.76%，略高于营业收入增速，2016 年营业利润率较 2015 年减少 1.06 个百分点至 20.61%。

从期间费用看，2016 年销售费用 27.45 亿元，同比增长 0.69%；管理费用 3.07 亿元，同比减少 20.41%；财务费用 2.21 亿元，同比增长 7.84%。期间费用占营业收入的 19.73%，其中销售费用占期间费用的 83.87%，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。总体看，公司期间费用对利润侵蚀大，

控制能力有待加强。

公司投资收益规模较小，2016 年投资收益 0.36 亿元，较 2015 年变化不大，主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得收益。

2016 年，公司营业外收入为 1.04 亿元，主要为政府补助款为 0.80 亿元；其余营业外收入主要包括处置固定资产损失、赔偿款、滞纳金等款项，规模不大。

受成本增加影响，2016 年，公司实现利润总额和净利润分别为 1.80 亿元和 1.06 亿元，分别同比下降 25.68%和 35.97%。盈利指标方面，2016 年，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 3.79%和 1.62%，较 2015 年分别减少 0.62 和 1.42 个百分点，公司盈利水平下滑。

2017 年 1～3 月，公司实现营业总收入 48.76 亿元，利润总额 1.04 亿元，分别占 2016 年全年营业收入和利润总额的 29.40%和 57.78%；营业成本 39.12 亿元，期间费用占营业收入的比重为 16.66%，较 2016 年底下降 3.07 个百分点，公司期间费用控制力有所提升。

跟踪期内，公司经营规模持续扩张，公司营业收入保持增长。但受零售行业竞争日益剧烈、期间费用占比较高等因素综合影响，公司整体盈利水平下降，盈利能力偏弱。

4. 现金流及保障

经营活动来看，2016 年，经营活动现金流入为 195.48 亿元，同比增长 2.48%，主要以销售商品提供劳务收到的现金为主；同期，经营活动现金流出 193.42 亿元，同比增长 2.14%，主要是购买商品接受劳务支付的现金，以及公司支付其他与经营活动相关的现金，主要是公司支付的销售费用、管理费用、往来款，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.06 亿元。从收入实现质量看，2016 年公司现金收入比为 116.23%，公司销售收入获现质量良好。

从投资活动来看，公司投资活动流入主要为收到其他与投资活动有关的现金，主要包括收回上期理财产品，收回委托贷款及利息收入、收回上期定期存款和其他借款及利息收入等；

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引起的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。2016 年公司投资活动流入规模为 17.62 亿元，同比增长 17.35%，其中收到其他与投资活动有关的现金为 15.59 亿元，主要包括收回理财产品和定期存款 6.72 亿元和收回委托贷款及利息收入 5.03 亿元；2016 年，投资活动现金流出为 30.58 亿元，同比下降 26.87%，主要包括公司自有物业的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 14.49 亿元，以及支付其他与投资活动有关的现金 13.96 亿元（包括小贷公司发放贷款 5.59 亿元、购买理财产品 4.04 亿元，定期存单 3.54 亿元和股份认购保证金 0.79 亿元）；2016 年，公司投资活动现金流量净额为 -12.95 亿元。

筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 68.80 亿元，主要为取得借款收到的现金 37.33 亿元及发行债券收到的现金 15.00 亿元；2016 年，筹资活动现金流出 59.17 亿元，同比减少 8.78%，主要为偿还债务、分配股利、支付利息支付的现金。2016 年公司筹资活动现金流量净额为 9.64 亿元。

2017 年 1～3 月，公司经营活动现金流入 59.71 亿元，公司当期经营活动现金流量净额 4.38 亿元；投资活动现金流量净额为-5.16 亿元；筹资活动现金流量净额为-1.06 亿元。当期公司现金收入比为 121.29%，较 2016 年底增加 5.06 个百分点。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量良好，符合零售行业特性。公司近年加快自有物业建设进度，在建工程及投资计划对资金要求较高，对外部资金存在一定程度的依赖，对外融资压力大。

5. 母公司财务情况分析

截至 2016 年底，母公司资产总额 96.07 亿元，流动资产占 78.84%，非流动资产占 21.16%；流动资产中主要是其他应收款（占 97.85%），为 74.11 亿元（合并层面其他应收款为 11.14 亿元）；非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成，分别为 10.85 亿元和 4.61 亿元。截至 2016 年底，母公司负债合计 85.48 亿元。流动负债占 56.21%，非流动负债占 43.79%；流动负债中短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为 11.00 亿元、15.60 亿元和 14.00 亿元；非流动负债主要是应付债券，为 34.00 亿元。2016 年底，母公司资产负债率为 88.98%，有息负债规模 79.83 亿元，其中短期债务 42.43 亿元，长期债务 37.40 亿元。截至 2017 年 3 月底，母公司资产总额 90.77 亿元，其中其他应收款 68.80 亿元，长期股权投资 10.85 亿元，投资性房地产 4.57 亿元；负债合计 80.18 亿元，资产负债率 88.33%，有息负债规模 74.55 亿元，短期债务 31.62 亿元，长期债务 42.94 亿元。

盈利能力方面，2016 年，母公司实现营业收入 3894.29 万元，产生投资收益 8502.54 万元，利润总额 408.98 万元。2017 年 1~3 月，母公司营业收入 956.61 万元，投资收益 394.66 万元，利润总额 76.24 万元。

总体看，公司本部债务规模相较其经营规模偏重，收入规模小，剔除上市公司后盈利能力弱。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年公司流动比率和速动比率分别为 74.89%和 38.53%，同比分别减少 14.80 和 8.64 个百分点。2016 年经营现金流动负债比为 1.67%，同比上升 0.36 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 75.26%和 41.05%。综合看，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 利息倍数由 2015 年 2.18 倍下降至 2.13 倍，全部债务/EBITDA 上升至 9.23 倍，调整后全部债务/EBITDA 为 9.82 倍。总体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 138.16 亿元，其中未使用额度为 85.80 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高股份为上市公司（股票代码：002251.SZ），公司直接融资渠道畅通。

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2017年6月6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，近年来，公司采用密集型开店模式，收购广西省零售行业龙头企业南城百货，自有物业综合体逐步开业，实现了门店数量和收入规模稳定增长。整体看，公司抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司一年内到期债券包括“16 步步高 CP001”和“16 步步高 SCP001”，合计本金 14 亿元。截至 2016 年底和 2017 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限资金后）分别为 19.25 亿元和 18.00 亿元，为一年内待偿还债券合计本金的 1.38 倍和 1.29 倍；2016 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 195.48 亿元和 2.06 亿元，对一年内待偿还债券的覆盖倍数为 13.96 倍和 0.15 倍。公司现金类资产对公司一年内待偿还债券的保障程度一般。

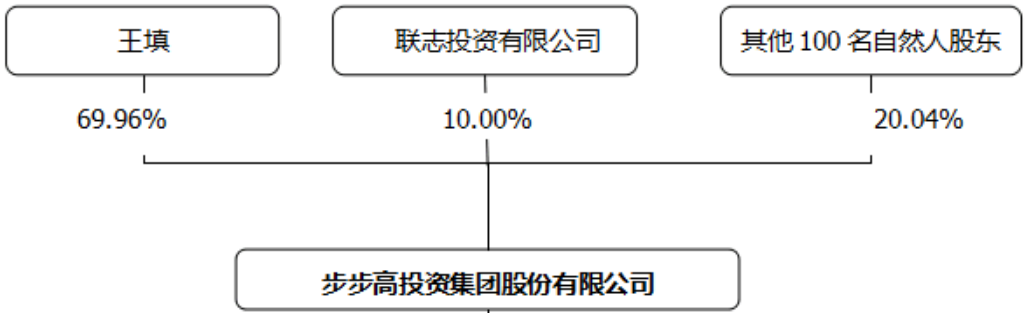
公司于 2013 年 10 月发行 12 亿元“13 步

步高 MTN001”、2015 年 10 月发行 7 亿元“15 步步高 MTN001”，合计 19 亿元中期票据。2016 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别是合计 19 亿元中期票据的 0.62 倍、10.29 倍和 0.11 倍。整体看，公司经营活动现金流入量对合计 19 亿元的中期票据的保障程度高，两期中期票据均于 2018 年 10 月到期，存在集中兑付压力。

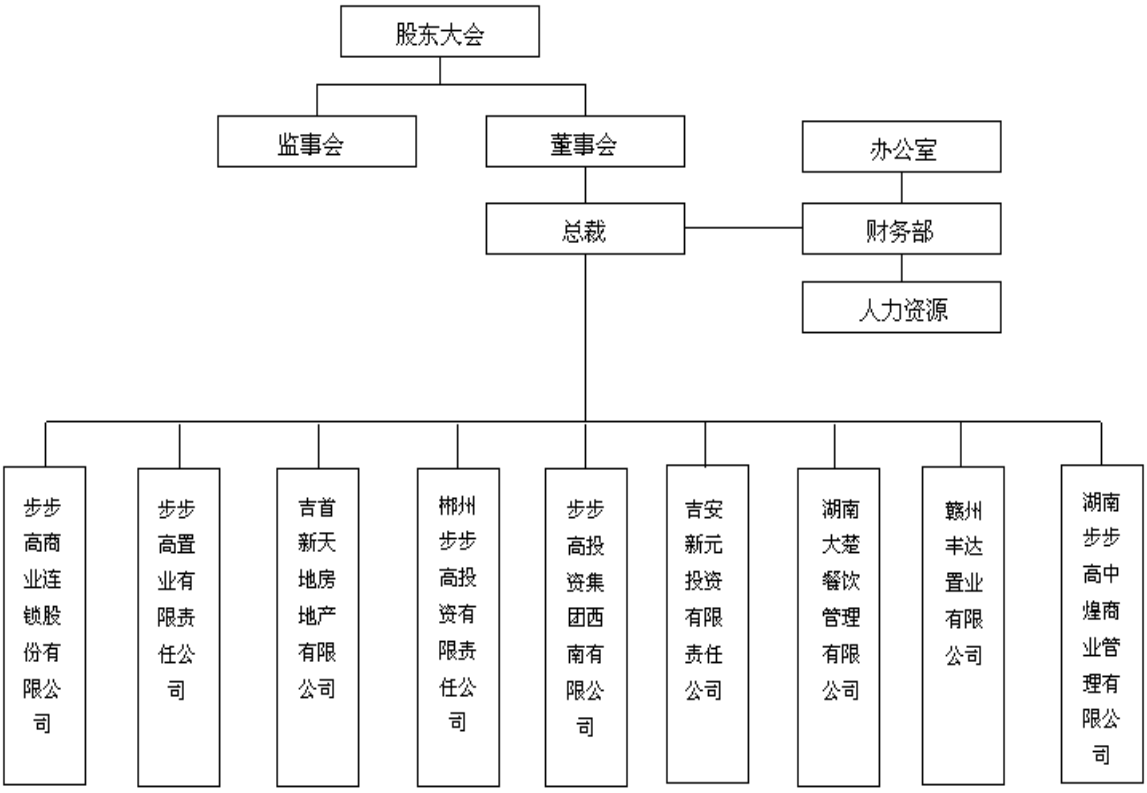
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 步步高 CP001”A-1 的信用等级，维持“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.90	22.72	21.33	19.19
资产总额(亿元)	148.48	214.11	238.16	236.18
所有者权益(亿元)	33.39	54.55	65.62	66.16
短期债务(亿元)	34.92	55.00	62.42	51.86
长期债务(亿元)	34.19	57.20	47.15	55.65
全部债务(亿元)	69.11	105.19	109.57	107.50
营业总收入(亿元)	128.05	160.68	165.83	48.76
利润总额(亿元)	2.97	2.42	1.80	1.04
EBITDA(亿元)	8.57	11.77	11.87	--
经营性净现金流(亿元)	2.22	1.39	2.06	4.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	172.85	152.01	82.61	--
存货周转次数(次)	3.56	3.08	2.88	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.89	0.73	--
现金收入比(%)	113.54	117.98	116.23	121.29
营业利润率(%)	20.62	21.67	20.61	19.09
总资本收益率(%)	4.56	4.41	3.79	--
净资产收益率(%)	6.48	3.04	1.62	--
长期债务资本化比率(%)	50.59	47.92	41.81	45.68
全部债务资本化比率(%)	67.42	65.85	62.54	61.90
资产负债率(%)	77.51	74.52	72.45	71.99
流动比率(%)	79.98	89.69	74.89	75.26
速动比率(%)	35.66	47.17	38.53	41.05
经营现金流动负债比(%)	2.77	1.31	1.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	2.18	2.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.06	8.94	9.23	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；

2. 其他流动负债有息部分已计入短期债务；2015 年~2017 年一季度所有者权益包含 7 亿元永续中票。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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-营业税金及附加）/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+一年内到期的长期（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　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 4-3　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 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

级别设置	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