

信用等级公告

联合[2019] 492 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长期信用状况及拟发行的 2019 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，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，步步高投资集团股份有限公司 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一九年三月七日



步步高投资集团股份有限公司

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 2 亿元

本期中期票据期限: 2+1 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还公司有息债务

评级时间: 2019 年 3 月 7 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.72	21.33	30.67	23.15
资产总额(亿元)	214.11	238.16	262.66	263.18
所有者权益(亿元)	54.55	65.62	66.06	66.97
短期债务(亿元)	55.00	62.42	73.26	67.79
长期债务(亿元)	50.20	47.15	50.66	49.16
全部债务(亿元)	105.19	109.57	123.92	116.95
营业总收入(亿元)	160.68	165.83	179.16	55.04
利润总额(亿元)	2.42	1.80	2.28	1.49
EBITDA(亿元)	11.77	11.87	12.64	--
经营性净现金流 (亿元)	1.39	2.06	2.16	5.22
营业利润率(%)	21.67	20.61	20.18	21.61
净资产收益率(%)	3.04	1.62	1.69	--
资产负债率(%)	74.52	72.45	74.85	74.55
全部债务资本化比 率(%)	65.85	62.54	65.23	63.59
流动比率(%)	89.69	74.89	75.39	69.14
经营现金流动负债 比(%)	1.31	1.67	1.49	--
全部债务 /EBITDA(倍)	8.94	9.23	9.81	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.18	2.13	1.94	--

注: 1.2018 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.公司所有者权益包含 7.00 亿元永续中票。

分析师

景雪 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、品牌知名度、运营效率等方面具备综合优势。近年来,公司通过并购及新开门店方式加大超市门店铺设力度,多家自有百货物业开业,门店数量持续增长,经营规模进一步扩张。同时,联合资信也关注到零售行业竞争激烈、公司期间费用对利润形成影响、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,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”)完成非公开发行股份并募集资金净额 12.28 亿元,资本实力进一步增强;2018 年 4 月,腾讯、京东战略入股步步高股份,并与步步高股份签署战略合作框架协议。未来,随着公司与腾讯、京东在供应链、仓储物流及数据分享等方面的进一步整合,公司竞争力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用等级以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 公司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。
2. 公司超市定位于中小城市,近年来公司通过收购、密集型开店模式,先后进驻广西、川渝地区,网络布局进一步完善,门店数

量快速增长。

3. 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，公司资本实力进一步增强。
4. 2018 年 4 月，腾讯、京东战略入股步步高股份（持股比例分别为 6% 和 5%），并签署战略合作框架协议，协议三方将在构建新能力、构筑“数字化”运营体系、营造新生态等领域开展深入合作，实现零售行业的价值链重塑，公司未来竞争力有望提升。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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，整体盈利水平逐年下降，利润对非经营性损益依赖较高。
3. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，百货自有物业投资规模较大，对外融资压力大；公司存货规模大，营运资金受到较大占用，资产流动性较弱。
4. 近年来公司有息债务大幅增长，整体债务负担重，短期偿债压力大。公司本部作为控股型集团母公司，承担集团资金调配和融资职能，债务负担重，考虑到将有多期存续债券到期/行权，存在一定集中偿付压力。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第二期中期票据信用评级报告

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“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 2018 年底，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 2018 年 9 月底，公司对其持股比例为 34.99%（质押比例 30.76%），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 2017 年底，公司合并资产总额 262.66 亿元，所有者权益合计 66.06 亿元（含少数股东权益 41.85 亿元）。2017 年实现营业总收入 179.16 亿元，利润总额 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 263.18 亿元，所有者权益合计 66.97 亿元（含少数股东权益 42.93 亿元）。2018 年 1~3 月，实现营业总收入 55.04 亿元，利润总额 1.49 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、本期中期票据概况

公司已于 2018 年注册额度为 11 亿元的中期票据，公司于 2019 年 3 月发行 3 亿元“19 步步高 MTN001”，本次计划发行 2019 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据计划发行额度 2 亿元，期限 2+1 年（附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权）。公司有权决定在本期中期票据存续期的第 2 年末调整后 1 年的票面利率，调整后的票面利率为本期中期票据存续期前 2 年票面利率加公司调整的基点。公司公告是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度后，投资者有权在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。

本期中期票据偿还方式为每年付息一次，到期一次还本。本期中期票据募集资金将用于偿还公司有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、

中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，中国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年

全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）

有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将进一步放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将进一步放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将进一步小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

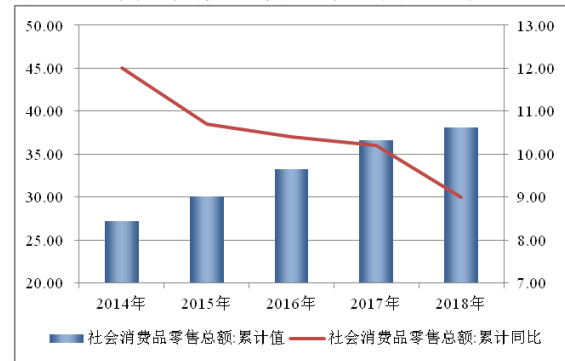
1. 行业概况

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。

根据国家统计局数据发布，2017年全年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.2%；餐饮收入额39644亿元，增长10.7%。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

2017年全年，网上实物商品零售额实现54806亿元，同比增长28%，增速比2016年加快2.4个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，比2016年提高8.06个百分点，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%，比2016年提高2.4个百分点。2017年，网下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。

2018年，全国社会消费品零售总额380987亿元，比上年增长9.0%（扣除价格因素实际增长6.9%），增速较2017年继续放缓，增长率下降1.2个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额145311亿元，增长5.7%。2018年，全国网上零售额90065亿元，比上年增长23.9%。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，占社会消费品零售总额的比重为18.4%，比

2017年提高3.4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，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费市场、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2017年国民经济和社会发展统计公报》，全省地区生产总值34590.6亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值3690.0亿元，增长3.6%；第二产业增加值14145.5亿元，增长6.7%；第三产业增加值16755.1亿元，增长10.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值50563元，增长7.4%。

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23103元，比上年增长9.4%，扣除价格因素实际增长7.9%；人均可支配收入中位数19628元，增长8.5%。城镇居民人均可支配收入33948元，增长8.5%，扣除价格因素实际增长6.8%；城镇居民人均可支配收入中位数31600元，增长8.7%。农村居民人均可支配收入12936元，增长8.4%，扣除价格因素实际增长7.2%；农村居民人均可支配收入中位数11877元，增长7.6%。

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。全省社会消费品零售总额14854.9亿元，比上年增长10.6%。分经营地看，城镇消费品零售总额13411.4亿元，增长10.4%；乡村消费品零售总额1443.4亿元，增长11.9%。分消费类型看，商品零售额13013.3亿元，增长10.4%；餐饮收入额1841.6亿元，增长11.8%。分区域看，长株潭地区消费品零售总额6231.1亿元，增长10.5%；湘南地区消费品零售总额2901.1亿元，增长10.6%；大湘西地区消费品零售总额2583.7亿元，增长10.7%；洞庭湖地区消费品零售总额3139.0亿元，增长10.4%。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，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。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2017年底，步步高股份资产总额160.19亿元，所有者权益64.82亿元；2017年实现营业总收入173.11亿元，利润总额2.16亿元。截至2018年9月底，步步高股份资产总额192.68亿元，所有者权益78.48亿元；2018年1~9月实现营业收入138.89亿元，利润总额2.51亿元。

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、三线城市以及重庆市，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。截至 2018 年 3 月底，公司在湖南、江西、广西、重庆和四川共拥有大卖场、综合超市和家电门店 311 家，净运营面积为 118.37 万平方米。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。截至 2018 年 3 月底，公司拥有百货门店 51 家，其中湖南省 27 家、江西省 3 家、广西省 7 家，重庆 2 家，四川 12 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 2018 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西、四川、重庆五大省级中央园区，共有 20 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏等各类型仓库。仓储总面积约为 32 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，近年来，超市与百货业务门店规模不断扩大、规模优势显现，物流中心仓储为公司采购和销售提供有效支持，具备一定的区域竞争优势。

3. 人员素质

公司高级管理人员目前共 3 人，包括总裁 1 人、财务总监（管理）1 人、人事总监 1 人。

公司董事长张海霞女士，汉族，1968 年出生，本科学历。张海霞女士是湖南省女企业家协会会长，曾任湘潭市南北特产食品总公司团委书记、办公室副主任，湘潭市糖酒副食集团公司总经理助理，湖南步步高连锁超市有限责任公司副总经理。现任公司董事长、武汉爱家爱商贸有限公司董事长。

公司总裁陈志强先生，1969 年出生，中共党员，湖南省第十一次党代会代表，本科学历；

曾任步步高股份门店店长、分公司总经理、企划部长、市场总监、总裁助理、公共事务总监、公司副总裁。现任公司董事及总裁。

截至 2018 年 3 月底，公司本部及其并表子公司共有职工 27147 人，按年龄划分，公司在职工 30 岁及以下的占 23.31%、31~40 岁的占 38.05%、41~50 岁的占 35.42%、51 岁及以上的占 3.22%。按学历划分，本科及以上学历占 8.94%、专科学历占 16.38%、高中及以下学历占 74.68%。

总体来看，公司员工队伍构成以业务人员为主，较为年轻化，符合行业特征；管理层具有丰富的行业经验，管理水平较高。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《步步高投资集团股份有限公司章程》，作为规范公司治理结构的基本制度。

公司设立股东大会，由全体发起人（股东）组成，是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非职工代表担任的董事和监事，审议批准董事会和监事会的报告，审议批准年度财务预算及结算方案、利润分配及弥补亏损方案，对公司增加或减少注册资本、发行公司债券等作出决议，并对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议。股东大会一般每年召开一次年会，其决议必须经过出席会议的股东所持表决权过半数通过，特殊情况需要三分之二以上通过。

公司设董事会，由股东大会选举产生；董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会成员为 7 人，其中董事长 1 人，由董事会议全体董事过半数选举产生；董事长为公司的法定代表人。公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议，审定公司的经营计划和投资方案，为股东大会形成的决议制定执行方案，决定公司内部管理机构的设置，决定聘任或解聘公司

经理及其报酬，制定公司的基本管理制度。公司董事会每年度至少召开 2 次会议；董事会议的表决实行一人一票制，其决议必须经过全体董事过半数通过。

公司设总裁 1 人，由董事会决定聘任或解聘。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司管理机构设置方案和基本管理制度，制定公司的具体规章；总裁列席董事会会议。

公司设监事会，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。监事会成员共 3 人，其中职工代表监事 1 人，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生；股东代表监事 1 人，由股东大会选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事任期为三年，任期届满可连选连任。监事会可提议召开临时股东大会，向股东大会提出议案；监事会每六个月至少召开一次会议，监事会决议应当经半数以上监事通过。监事可以列席董事会会议。

2. 管理水平

公司注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

资金收支管理方面，公司制定了《公司资金收支管理制度》，加强全公司及公司所属各分支机构、子公司以及各事业部范围内的资金集中管理，减少资金持有成本，加速资金周转，提高资金使用效率，规范资金支付手续，降低支付风险。根据规定，公司各门店店长为所在门店资金安全的第一负责人；全公司资金实行收支两条线管理，一方面各结算地或资金使用单位开设的“收款账户”每天零余额上收到公司的资金归集账户”，另一方面资金审核后按照月度资金计划额度以周或日为周期下拨计划资金至各单位的“支付户”，并对该户资金实行日余额管理。

投融资预算管理方面，在各事业部新开门

店、老门店更新改造期间所有的设备投资、建筑安装工程投资、开办费支出方面，由各事业部进行预算编制、预算审核及审批、预算执行及考核和投资评价，并出具年度投资总结。公司对各事业部上报的项目投资预算进行审批和执行情况总结。融资方面由财务管理部根据公司年度预算及发展战略规划汇编资金预算及融资计划，报财务总监审核，股东大会审议批准通过后执行。

关联交易管理方面，为规范公司与关联方之间的经济行为，公司制定了《关联交易管理办法》，规定关联方如享有公司股东大会表决权，除特殊情况外应当回避表决；与关联方有任何利害关系的董事，在董事会就该事项进行表决时，应当回避；公司关联人与公司签署涉及关联交易的协议，应当采取必要的回避措施；公司股东大会就关联交易进行表决时，关联股东不得参加表决。进行经常性关联交易审议及披露时，总额在 300 万以上且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的报送独立董事认可并公告；总额在 3000 万元以上且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的报送独立董事认可并提交股东大会审议。在结算办法方面，商品经销等经常性关联交易在 90 日内结清，一次性关联交易价款在交易完毕后的次月 30 日前结清。

对外担保管理方面，公司谨慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，制定和实行《对外担保管理制度》；公司为控股子公司提供担保适用本制度。制度规定，公司原则上不以公司资产为公司的股东、实际控制人及其关联方或者任何个人债务提供担保；公司对外担保的对象和范围仅限于由公司管理或投资的企业，除此之外原则上禁止为控股子公司以外的企业提供任何形式的担保。公司对外担保，对方必须提供反担保。公司做出的对外担保行为，必须经董事会或股东大会审议通过后执行。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围无对外担保。

绩效管理方面，公司成立绩效管理委员会，负责制定绩效管理体系，组织实施绩效管理并对日常绩效管理活动进行管理。公司对各级员工绩效职责进行了明确划分，对三级及以上员工采用业绩积分卡系统进行考核。考核采取上下级直线考核的形式，针对不同岗位层级采取包括月度、季度和年度考核在内的不同考核频次，考核结果与转正、职务调整、薪资调整、培训和末尾淘汰挂钩，激励员工业绩持续改进。

供应商管理方面，公司建立了供应商管理体系，强化供应链管理。公司选择供应商时，全面考核供应商知名度、销售规模、产品质量和管理水平等指标，监督其提高供货质量。公司开发了“供应商信息查询系统”，借助商品信息的分类管理，分析评估供应商绩效，逐步淘汰销量小的供应商，引进具有综合实力的供应商，强化商品结构的动态调整，以保证供应链的市场反应速度。

总体看，公司法人治理结构合理，各项管理办法制定契合营运需要。

七、重大事项

1. 收购南城百货 100% 股权

2015年1月，步步高股份完成对广西南城百货股份有限公司（以下简称“南城百货”）100%股权的收购，本次收购通过步步高股份发行股份（11105.27万股）、步步高股份全资子公司湘潭步步高连锁超市有限责任公司支付现金（7878.90万元）的方式进行，交易价格为157578万元。南城百货于2015年2月纳入公司合并范围。

南城百货直接、间接持有29家子公司股权，主要从事超市、百货和电器直营连锁经营，先后在南宁、柳州、桂林、梧州、玉林、河池、百色、昆明等地开设了40家门店，总经营面积超过45万平方米，单店平均经营面积超过1.2万平方米，为广西地区连锁商品零售业的龙头企业。此次收购行为有利于公司迅速占领广西零售市场，为日后迅速占领广西市场及完善网

络布局打下一定基础。

截至2017年底，南城百货资产总额18.32亿元，权益总额7.63亿元，2017年实现收入26.66亿元，利润总额1.69亿元。

联合资信也关注到，此次收购完成后，根据并购协议，2015~2017年南城百货业绩承诺净利润分别不低于12112万元、13335万元、14325万元，2015~2017年完成率分别为100.78%、100.25%和100.95%。业绩承诺期间，公司未在南城百货董事会派驻董事；2017年7月5日，公司启动南城百货融合项目，主要围绕供应链升级及IT系统切换等工作展开，该项目已于2018年1月22日完成。

2. 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，募集资金投入连锁门店发展项目4.28亿元，偿还银行贷款8亿元。本次发行实际募集资金与募投资项目资金需要量的差额部分（12.72亿元），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，仍为步步高股份控股股东，王填先生仍为步步高股份实际控制人。

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2017年底，

梅西商业资产总额2.38亿元，总负债2.30亿元，净资产0.08亿元；2017年实现营业收入5.64亿元，净利润-0.36亿元。

梅西商业属于商品零售行业。截至2018年3月底，梅西商业共有门店27家，经营面积超过24万平方米，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。

4. 公司出售转让吉首、合川物业资产

根据公司于2018年1月5日发布的《步步高投资集团股份有限公司关于出售、转让资产的公告》称：

2017年12月12日，深圳前海两型股权投资基金管理有限公司作为私募基金管理人设立“前海两型步步高私募股权基金”，公司与私募基金管理人及私募基金托管人签署《基金合同》，并于2017年11月23日向私募基金管理人缴纳100.00万元，剩余基金出资人民币12.39亿元按照约定在《基金份额认购书》签署之后缴足。

上海富诚海富通资产管理有限公司（以下简称“富诚海富通”或“专项计划管理人”）以私募基金份额为基础资产，公司作为原始权益人，以吉首和合川两处物业租金作为主要还款来源，设立“招商创融-海富通-步步高资产支持专项计划”（以下简称“专项计划”）。2017年12月19日~2017年12月20日，投资者通过专项计划管理人签署《认购协议》，资产支持证券实际收到认购款12.40亿元，其中A类资产支持证券认购款为5.80亿元，B类资产支持证券

认购款为5.35亿元，C类资产支持证券认购款为1.25亿元。

2017年12月22日，专项计划管理人将100.00万元作为基金份额购买价款划拨至公司指定的账户，用于购买公司在私募基金设立时出资100.00万元获得的基金份额，同日，专项计划管理人代表专项计划根据《基金份额转让协议》的约定指示专项计划托管人向私募基金管理人出资12.39亿元，认购私募基金的该等基金份额。

2017年12月25日，私募基金在收到全部基金出资后，以46649万元的对价向公司收购吉首市新天地房地产开发有限公司（以下简称“吉首公司”）100%的股权，并与公司签署《吉首市新天地房地产开发有限公司股权转让协议》；以77351万元的对价向下属子公司步步高置业有限责任公司（以下简称“步步高置业公司”）收购重庆市合川区步步高宝川置业有限责任公司（以下简称“合川公司”）100%的股权，并与步步高置业公司签署《重庆市合川区步步高宝川置业有限责任公司股权转让协议》。

根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司2016年11月22日出具的《房地产估价报告》，截至2016年7月4日吉首公司下物业评估值为4.89亿元。根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司2016年11月22日出具的《房地产估价报告》，截至2016年7月2日合川公司下物业评估值为8.11亿元。

前述股权收购完成后，私募基金全部基金份额对应的基金财产为私募基金管理人代表私募基金持有的吉首公司100%股权以及合川公司100%股权。私募基金通过持有吉首公司及合川公司100%股权实现对物业资产的投资和控制，公司对吉首公司及合川公司不再纳入合并范围。

前述专项计划期限为18年（3+3+3+3+3+3年），实际还款来源为项目公司运营物业资产收入，同时由步步高集团提供下列增信措施：1）步步高集团按年支付的优先收购权权利维

持费；2) 步步高集团在专项计划设立日向专项计划账户支付人民币1500万元的保证金，用于保证A类资产支持证券收益和本金的分配；3) 物业运营方（即湖南步步高中煌商业管理公司、重庆步步高中煌商业管理有限公司）为基础物业提供运营管理服务期间，若项目公司未能实现约定的必备金额，物业运营方应补足相应差额；4) 步步高集团在每个开放日对参与退出的资产支持证券份额的差额部分提供流动性支持；5) 对截至差额支付启动日专项计划账户内可供分配的资金不足以全额支付普通分配中A类和B类资产支持证券所应获得的分配，由步步高集团提供差额补足。

综上所述，本次公司出售合川、吉首物业资产，一定程度盘活公司现有物业资产，并为公司利润形成一定补充。但考虑到公司对资产支持专项计划提供较强增信措施，未来在专项计划开放日及到期日，公司存在一定或有负债风险。

5. 腾讯、京东战略入股步步高股份并签署重大战略合作协议

2018年2月14日，步步高股份股东张海霞、新沃基金管理有限公司（以下简称“新沃基金”）与林芝腾讯科技有限公司（以下简称“林芝腾讯”）签署《关于步步高商业连锁股份有限公司之股份转让协议》，协议约定转让方张海霞及新沃基金向林芝腾讯以17.11元/股的价格转让步步高股份合计5183.42万股，占步步高股份总股本的6%，总价为人民币8.87亿元。

同时，步步高股份股东钟永利、步步高集团与江苏京东邦能投资管理有限公司（以下简称“京东邦能”）签署《关于步步高商业连锁股份有限公司之股份转让协议》，协议约定转让方钟永利和步步高集团以17.11元/股的价格转让步步高股份合计4319.52万股，占步步高股份总股本的5%，总价为人民币7.39亿元。上述协议转让事项已分别于2018年4月9日、2018年4月10日完成过户登记手续，本次协议转让完

成后，林芝腾讯、京东邦能分别为步步高股份第三和第五大股东，步步高集团仍为步步高股份控股股东，持股比例变更为34.99%，王填先生仍为步步高股份实际控制人。

2018年2月14日，步步高股份与深圳市腾讯计算机系统公司（以下简称“腾讯”）、北京京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东世纪”）共同签署了《战略合作框架协议》，协议三方以共同发展“智慧零售”、“无界零售”为愿景，同意建立长期战略合作伙伴关系，三方将在构建新能力、构筑“数字化”运营体系、营造新生态等领域开展深入合作，实现零售行业的价值链重塑。

协议主要内容涉及以下五个方面：第一，探索“智慧零售”、“无界零售”新价值链，三方共同以“去中心化”为理念，以技术革新为驱动，以数据产品、互联网工具、供应链能力为赋能手段，推动以经营进销差为核心的传统模式，向经营顾客全生命周期的新模式转型。第二，线上流量赋能，步步高股份以小程序、公众号为承载工具，建立微信内商城，作为步步高的线上主要自营电商平台，充分发挥腾讯社交流量与场景优势；同时以京东到家为主要电商平台，充分发挥京东线上运营、物流履约、商品数字化能力的优势。第三，线下业态科技创新，三方共同探索图像识别、人工智能及其他前沿技术在线下业态的应用。第四，供应链赋能，利用京东货品供应链优势，及仓配物流全国覆盖的触达能力，提升步步高货品供应链丰富度及履约效率。第五，共建赋能方案，各方积极探索通过合资公司或其他资本合作方式，共同探索孵化新技术在线下场景的应用转化。

此次腾讯、京东战略入股步步高股份，并由三方共同签署战略合作框架协议，有利于实现三方优势互补，进一步提高公司的核心竞争力。相关合作方案仍需三方进一步协商确定，联合资信将持续关注上述事项对公司信用水平带来的影响。

6. 资产转让

2017年12月，步步高股份与赣州丰达置业有限公司（以下简称“丰达置业”，为步步高集团全资子公司）签订《资产购买协议》，购买其所有的位于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），共计建筑面积约102750.51平方米（具体面积以实际测量面积为准），用于开设步步高赣州购物中心项目，购买价格为7.35亿元。截至2019年2月26日，已支付7亿元。

2018年6月，步步高股份召开第五届董事会第十二次会议审议通过《关于向关联方购买资产的议案》，步步高股份拟以自筹资金6.90亿元向步步高集团购买其所有的郴州步步高投资有限公司（以下简称“郴州步步高投资”）全部股东权益，郴州步步高投资的主要实物资产为投资性房地产，合计面积107422.45平方米，以购买价格6.90亿元计算，单价为6423.24元/平方米；截至2019年2月底，步步高股份已支付3.45亿元。步步高股份拟以自筹资金2.45亿元向步步高置业有限责任公司（以下简称“步步高置业”，为步步高集团全资子公司）购买其所有的位于郴州市国庆北路的“步步高置业·新天地”项目的待售商铺，共计97套，总实测面积为11811.12平方米。截至2019年2月26日，已支付2.45亿元。

2018年9月，步步高股份召开第五届董事会第十五次会议审议通过《关于向关联方购买资产的议案》，步步高股份拟以自筹资金11.35亿元向步步高置业购买其所有的步步高西南置业有限公司（以下简称“西南置业”）全部股东权益，西南置业的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。截至2019年2月26日，已支付11.35亿元。

总体看，步步高股份作为公司百货、超市业务的主要经营实体，近年来陆续购买步步高集团及其子公司持有的物业资产，有利于进一步扩大其经营规模，巩固和增强市场竞争力。

同时，步步高集团作为其控股公司，随着持有物业资产进入上市公司，业务资源得到整合，自有资金规模得到一定补充，联合资信将持续关注资产转让事项进展情况。

八、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，以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2015~2017年，公司主营业务收入平稳增长，年均复合增长率5.39%。2017年，公司实现主营业务收入164.82亿元，主要来自超市板块收入的提升，较2016年同比增长7.44%。

从收入构成来看，2015~2017年，超市板块始终为公司收入的首要构成部分，近三年占主营业务收入比重60%左右，随着近年来新开门店的逐步增加，公司超市收入逐年增长，年均复合增长6.97%；百货收入为公司第二大收入来源，但近年来百货行业景气度下行，2016年同比下降5.28%；2017年公司强化管控体系和数字化运营，百货板块收入同比增长6.95%。2017年，超市及百货板块合计收入占主营业务收入比重86.38%，同比有所提升。公司家电业务量较小，2017年同比增长26.81%，主要是由于公司持续推进供应链升级及3C策略所致。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，2015~2017年物业销售分别实现收入6.15亿元、10.53亿元和5.82亿元，2017年其他业务板块收入占主营业务收入的4.45%。

从盈利情况来看，2015~2017年，公司主营业务综合毛利率有所下滑。其中，超市业务毛利率稳步增长，2017年毛利率水平为17.40%，同比提升0.69个百分点。百货业务毛利率有所波动，整体变动不大。家电业务毛利率偏低，2017年同比下滑3.63个百分点至8.79%，主要

是由于公司促销力度加大所致。公司其他业务毛利率近三年大幅下滑，2017 年仅为 4.18%，主要是由于前两年公司销售部分物业毛利率水平较高。综上所述，2017 年公司主营业务综合毛利率小幅下降至 15.54%。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 50.00 亿元，占 2017 年全年的 30.34%，同比增

长 11.46%，主要来自超市、百货业务板块的增长；同期，主营业务毛利率 16.37%，较上年同期提升 1.40 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下降至 7.54%，主要是由于促销力度加大所致；其他业务毛利率水平较 2017 年底大幅提升至 30.30%，主要是由于公司销售商铺所致。

表 1 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	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
超市	89.99	93.04	102.45	32.02	60.64	60.66	62.16	64.03	16.27	16.71	17.40	17.30
百货	39.4	37.32	39.92	11.99	26.55	24.33	24.22	23.99	15.62	15.83	15.02	15.65
家电	10.3	9.57	12.14	3.99	6.94	6.24	7.36	7.99	12.33	12.42	8.79	7.54
批发	1.31	1.58	2.98	0.77	0.88	1.03	1.81	1.54	4.02	5.26	14.07	12.61
其它	7.4	11.88	7.34	1.23	4.99	7.74	4.45	2.46	41.10	21.61	4.18	30.30
合计	148.39	153.40	164.82	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00	16.96	16.49	15.54	16.37

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

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。

(1) 经营模式

目前公司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。

2015~2017 年，公司保持较快的门店铺

设力度，大卖场数量逐年增长，2016 年公司通过新开门店、并购本土零售连锁“心连心集团”旗下 17 家门店的经营性资产及经营权，大卖场门店数量净增 27 家（其中湖南、江西区域增长较快，同比分别净增大卖场 13 家、8 家），其中关闭大卖场 8 家，主要是由于合同到期或附近新开大卖场所致。2017 年，公司通过收购梅西商业 94% 股权布局四川区域，同时加快湖南省内门店铺设力度，大卖场数量同比净增加 44 家，因 2-3 年内扭亏无望和物业无法续租原因，当期公司关停大卖场门店 10 家。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。公司综合超市数量近年来变动不大，主要集中在湖南区域。

表 2 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			2018 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	大卖场	综合超市	家电店
门店	湖南	94	38	22	107	35	23	131	34	23	139	34	23
	江西	14	--	--	22	1	--	24	1	--	24	1	--

告

数量	重庆	6	--	--	6	--	--	8	--	--	8	--	--
	广西	39	--	1	43	--	--	46	--	14	48	--	13
	四川	3	--	--	5	--	--	18	2	--	19	2	--
	合计	156	38	23	183	36	23	227	37	37	238	37	36
净营运面积		60465	667477	68568	752437	66213	66961	1005657	66427	85995	1032382	66427	84879
月均客流量		1136			1133			1153			1212		

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。2017年，公司超市连带经营门店整体布局规划调整，截至2017年底，公司家电板块独立经营门店数量由2016年底的23家大幅增加至37家，同时连带经营门店缩减至46家。近三年，公司家电业务收入有所波动，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%；2017年，家电业务收入同比增长26.85%至12.14亿元，毛利率受促销影响同比下降3.63个百分点。

表3 公司家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2015年底	2016年底	2017年底	2018年3月底
独立经营门店数量	23	23	37	36
超市连带经营门店数量	72	74	46	49
净营运面积	133256	129567	121208	116745

资料来源：公司提供

2018年1~3月，公司湖南省内大卖场净增加8家，其他省内大卖场数量较2017年底变动不大。截至2018年3月底，公司拥有大卖场、综合超市和电器门店311家，净运营面积为118.37万平方米。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。

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。对于中小品牌商品，如地方特色商品、进口食品等，公司与厂家下设的代理供应商合作；对于如宝洁、联合利华等快消品牌商品，公司跨过中间环节直接与生产厂家签订合同，在保证采购量的同时降低成本；对于生鲜自采，公司派采购员直接至产地进行采购，以保证商品的鲜活度。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。

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。2017年公司超市板块前5大供应商采购额共计6.69亿元，占超市业务总采购额的比重为7.73%，较2016年（8.41%）有所下降，集中度低。

表4 2017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
宝洁（中国）营销有限公司	17303.50	2.00
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	14549.20	1.68
广州立白企业集团有限公司	14249.86	1.65
监利县华鑫粮油有限责任公司	10863.47	1.26

湖南大农粮食米业有限公司	9960.24	1.15
合计	66926.27	7.73

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，2017 年采购额分别占总采购额的 62.80%、27.37% 和 9.83%，同比变动不大。配送模式是最主要的物流模式，由公司总部对新上市的商品参考门店上报的要货计划进行销售安排与规划后，与供应商直接对接和订货；供应商通常在一周内将货品送达物流中心仓库，物流中心在一周内按照总部审批的计划向各门店进行配送。直通方式下，采购部门各品类采购代表统一与供应商签订采购合同，各门店根据自身销售情况对协议商品向供应商下订单，商品送达物流中心后不再入库，直接配送门店，节约仓储成本、物流和时间成本。直送方式主要针对生鲜和快速消费品，由门店直接对供应商下订单，供应商将商品直送至门店，实现短周期及时补货。截至 2018 年 3 月底，采用自有物流及第三方物流占比分别为 10%、90%；截至 2018 年 3 月底，公司自有物流车辆 50 台，投资成本约为 1055.11 万元。

仓储方面，截至 2018 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西、四川、重庆五大省级中央园区，共有 20 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏等各类仓库。仓储总面积约为 32 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。2018 年 1~3 月，公司物流中心月均吞吐量 7.51 万吨，截至 2018 年 3 月底，物流中心储存货物金额 1.81 亿元，2018 年 1~3 月，商品配送金额达 16.81 亿元。

公司目前在建仓库有荷塘项目，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。项目是一栋单体为 10 万平方米，层高 30 米的自动立体高位仓储库，建成后将成为全国单体面积最大、自动化程度最高的物流仓库。该项目总投资预计 60000 万元，截至 2018 年 3 月底，已投入 5528.25 万元。

未来，公司将根据公司跨省发展战略，及

时新建或改扩建常温仓与冷链仓，确保外省业务拓展供应链能力，实现城配仓与保税仓的投运。同时公司也将加强与京东物流的学习与合作，完善服务质量管控系统，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，提升公司的物流水平。

(3) 分布及销售

从分布区域来看，近年来，公司深耕湖南省内超市业务，通过新开门店及并购本土零售连锁门店的方式，在湖南省内保持了较快的门店铺设力度，省内市场占有率始终保持较高水平。外埠市场方面，2014 年以来公司正式进入重庆、四川和广西，新开门店均为大卖场模式，以迅速打开当地市场、树立品牌知名度；2015 年随着南城百货的合并，广西省内的超市门店数量大幅增加；2017 年 3 月，公司完成对梅西商业的收购（详见重大事项），川渝门店市场占有率未来有望进一步扩大。

超市店内陈设由超市事业部本部统筹管理，于新店开业前全部完成。公司采用 AC 尼尔森公司 SPACEMAN 商品陈列系统，对所有超市门店商品分区和陈列进行全面更新，实现了总部直接管控所有门店的商品陈列并针对消费者的品类制定营销计划。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%。同时，公司大力发展会员制，截至 2018 年 3 月底，公司超市会员拥有会员 905.12 万余人，会员销售占比近 60%，可有效带动顾客的再次消费。

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。新开门店时公司指派一定比例成熟门店经验丰富的店员进行新店管理和新员工指导。同时公司实行小时工制，小时工作为临时编制持证上岗，减少用工成本。近三年公司超市及家电门店数量及员工人数逐年增长，员工劳效有所波动，人力成本率逐年增长，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。截至 2018 年 3 月底，公司超市及家电员工数量增加至 1.67 万人，2017 年，公司人力成本率同比提升 0.78 个百分点至 6.23%。

表 5 公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
门店数量 (家)	217	242	301	311
员工数量 (万人)	1.09	1.33	1.71	1.67
员工劳效 (万元/人)	79.68	78.12	75.14	76.49
人力成本率 (%)	5.19	5.45	6.23	6.13

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，目前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，2015 年以来，公司先后完成了对南城百货的股权、心连心集团经营性资产及梅西商业的收购，同时加快门店铺设力度，广西、川渝地区市场占有率进一步提升。整体看，公司超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有一定竞争优势。

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，近三年，公司百货板块收入有所波动，分别为 39.40 亿元、37.32 亿元和 39.92 亿元，其中 2017 年受益于公司强化管控体系和数字化运营，收入同比增长 6.97%。截至 2018 年 3 月底，公司拥有百货门店 51 家，从分布区域看，湖南省 27 家，江西省 3 家，广西省 7 家，重庆 2 家，四川 12 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 6 截至 2018 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
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
	眉山	2006.06	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

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。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%。流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，且南城

百货全部为流行百货店，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。

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。

公司每年通过自有物业建设及租赁的方式保持一定数量的百货门店开业，近年来，公司把握市场消费偏好，新开业门店主要以自建的步步高广场为主。2017 年新增步步高广场包括泸州门店、贵港门店和岳阳门店；2017 年新增流行百货店主要为鄱阳门店和自贡门店；新增生活广场店主要为长沙门店。2017 年，公司百货板块关停门店有开元百货店、郴州百货店，主要是由于 2-3 年内扭亏无望或物业到期。截至 2018 年 3 月底，公司步步高广场及流行百货店分别为 16 家和 30 家，已有 5 家生活广场投入运营。

随着近年来新开门店的开业，公司百货运营面积快速增长，其中 2016 年增长明显，主要是自有大型物业步步高长沙梅溪湖购物广场开业带动所致，当期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。2017 年，公司租赁面积增长 42.16%，系公司原自有吉首和合川两处物业因资产证券化后改为租赁所致。截至 2018 年 3 月底，公司租赁面积及自有面积分别为 70.00 万平方米和 79.18 万平方米。2017 年以来，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量不断提升。

公司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 296.90 亩，总建筑面积约 60 万平方米，项目计划总投资 32.00 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、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。梅溪湖项目已于 2016 年 6 月开业，自开业以来经营状况良好，截至 2018 年 3 月底，梅溪湖项目已经全部转固，购物中心拥有商铺 295 个，出租率 96%，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。

同时，联合资信也关注到，近年来自有物业门店的陆续开业，开店费用及成本增长加快，且多数新开门店仍处于培育阶段；租赁物业平均租金呈上涨趋势，上述因素对公司业绩均造成一定压力。

表 7 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	2018 年 3 月
租赁面积	33.38	49.24	70.00	70.00
自有面积	30.47	72.05	79.18	79.18
月均客流量	73.17	69.22	74.18	78.29
平均租金	30.07	32.78	36.75	35.21

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

从经营模式来看，目前公司百货业务中，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。在联营方式下，公司按实际销售额提取合作服务费，结算周期在一个月以内。由于顾客消费需通过公司统一的收付款系统并由公司开具发票，因此公司将联营品牌店铺当期的全部实际销售额计入当期百货板块收入，并将实际销售额中提取合作服务费后返还店铺的部分计入当期成本。公司对百货店中各品牌商品价格和质量进行监督把控，提供物业管理服务，并全面负责百货店

内的营运管理，对店内营业人员代为行使管理权。目前公司百货店经营品牌多样，包括雅格狮丹、奥德臣、JEANS等国际品牌，欧柏莱、雅诗兰黛、施华洛世奇等中外合资品牌，艾格集团、百家好集团等国内品牌，以及夏利豪、艾里托、KOYO JEANS、旅狐等独家代理品牌。

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，通过对会员消费习惯的分析，进行有针对性的营销服务，目前会员群体已逐步成为公司销售收入的稳定来源。同时公司与中国银联股份有限公司合作，建立了忠诚顾客计划，以持续获得顾客满意，维系顾客忠诚。截至2018年3月底，公司各百货店共拥有会员298.3万名，2018年1~3月会员消费总额为11.17亿元，占百货业务消费总额的73.01%。

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，公司对联营销售额按合同约定的固定比率收取酬金和合同内费用。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的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。2017年，公司百货板块前5大供应商采购额共计5.09亿元，占百货业务总采购额的比重为10.83%，集中度低。

表8 2017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
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	12466.56	2.65	半月结算
深圳市福瑞贸易有限公司	11038.03	2.35	半月结算

绫致时装销售(天津)有限公司	9964.61	2.12	半月结算
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9298.68	1.98	半月结算
百丽鞋业(长沙)有限公司	8143.79	1.73	半月结算
合计	50911.67	10.83	--

资料来源: 公司提供

3. 电商平台

2014年12月2日，步步高股份投资1.00亿元设立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”)，注册地为长沙市高新区，负责电商平台的运营。公司电商平台云猴网于2014年12月26日上线，由云猴超市、云猴生鲜及云猴全球购三大板块构成。为配合公司线上线下融合的新零售业务的开展，公司已于2017年将电商平台资源转向新零售业务板块。目前，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。具体合作方面，公司与腾讯的合作侧重于数字化会员层面，公司通过微商城、小程序等作为数字化承载工具，嵌入腾讯流量体系，充分享有线上流量带来的红利，并能通过大数据对线下会员进行深度挖掘，实现精准营销；与京东的合作侧重在商品与供应链层面，京东在家电、3C数码等商品及物流供应链方面有较大优势，结合公司在西南市场的供应链优势，能够协同两个供应链优势实现共赢。

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，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。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事公司采购商品，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2018年3月底，已加盟门店7453家。

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，规避租金不断上涨的风险。截至2018年3月底，公司拥有自建、自持主力百货广场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，其他物业均为商业物业。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。2015~2017年，物业销售实现收入分别为6.15亿元、10.53亿元和5.82亿元，2018年1~3月，物业实现销售收入0.93亿元。

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2017年底，小额贷款公司资产总额为3.90亿元，所有者权益为3.65亿元；2017年实现收入0.60亿元，利润总额0.48亿元。截至2018年3月底，小额贷款公司贷款余额3.85亿元，其中关注类贷款1658.54万元，无逾期贷款。

5. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动下降，三年平均值分别为99.60次和3.11次；总资产周转次数逐年下降，三年平均值为0.77次；2017年上述三项指标分别为84.31次、2.98次和0.72次，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运营商”。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56.61亿元，截至2018年3月底，在建及拟建工程已投资20.66亿元，尚需投资35.95亿元，公司资金需求仍较大。

表9 截至2018年3月底公司在建、拟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2018年3月底投资	计划投资金额			项目进展
			2018年4-12月	2019年	2020年	
九华项目	163000.00	47233.77	8018.16	58848.07	48900.00	预计2019年底完工
赣州项目	81011.00	69587.90	7372.55	4050.55	--	预计2018年底完工
荷塘项目	60000.00	5528.25	10307.76	32163.99	12000.00	预计2019年底完工
怀化项目	85000.00	56750.91	4693.44	19305.65	4250.00	预计2019年底完工
南城百货总部大楼	21109.00	19538.00	1571.00	--	--	预计2018年底完工
新开门店项目	156000.00	7987.90	44212.10	52000.00	51800.00	--
合计	566120.00	206626.73	76175.01	166368.26	116950.00	--

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。

九华项目总建筑面积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2018年3月底已投入4.72亿元，预计在2019年底全部

完工。九华项目配套部分公寓，主要对内部员工销售，2017 年销售收入 1.35 亿元，2018 年 1~3 月实现销售收入 490.92 万元。

公司在 2017 年内新开超市门店约 40 家，自建百货物业开业 3 家。公司计划每年约有 2~3 家步步高广场项目为自建，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，公司仍存在较大资金压力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 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，均出具了标准无保留意见审计结论；公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2015 年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司 10 家，通过非同一控制下企业合并增加子公司 2 家（包括南城百货），合并范围内减少子公司 2 家；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；2017 年，公司通过收购股权增加子公司 1 家，新设投资增加子公司 2 家，转让子公司 2 家，清算注销子公司 2 家；截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 年底无变化。整体看，合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 262.66 亿元，所有者权益合计 66.06 亿元（含少数股东权益 41.85 亿元）。2017 年实现营业总收入 179.16 亿元，利润总额 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 263.18 亿元，所有者权益合计 66.97 亿元（含少数股东权益 42.93 亿元）。2018 年 1~3 月，

实现营业总收入 55.04 亿元，利润总额 1.49 亿元。

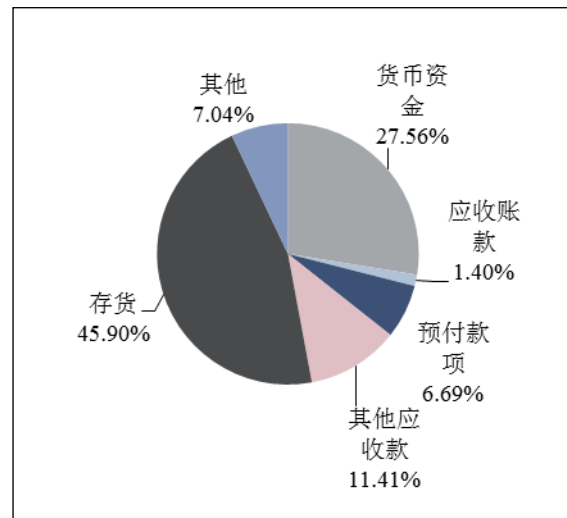
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 10.76%。截至 2017 年底，公司资产总额 262.66 亿元，同比增长 10.29%，非流动资产占比 58.46%，流动资产占比 41.54%，其中非流动资产比重较 2016 年底下降 2.68 个百分点。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 7.08%。截至 2017 年底，公司流动资产 109.11 亿元，同比增长 17.88%，主要来自货币资金和存货的增长。从构成看，以货币资金、其他应收款和存货为主。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 18.54%。截至 2017 年底，公司货币资金 30.07 亿元，同比增长 47.70%，主要是 2017 年 12 月底，公司成功发行资产支持专项计划收到货币资金所致，以银行存款为主（占 80.49%），受限货币资金 4.49 亿元，占 14.93%，主要是定期存款、银行承兑汇票及保函保证金等。

2015~2017 年，公司预付款项波动增长，

年均复合增长 3.64%。截至 2017 年底，公司预付款项 7.30 亿元，同比增长 31.31%，主要系预付租金增加所致；从账龄看，账龄在 1 年以内的占 84.45%，公司预付款项前 5 名合计占比 22.37%，集中度一般。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 7.57%，主要为租赁定、押金及保证金和往来拆借款。截至 2017 年底，公司其他应收款为 12.45 亿元，同比增长 11.75%。采用账龄分析计提坏账准备的其他应收款账面余额 8.18 亿元，账龄在 1 年以内的占 73.86%、1~2 年的占 15.05%、2~3 年的占 9.47%，其余账龄在 3 年以上，综合账龄较短；前五名欠款单位合计金额占比为 63.27%，集中度高；公司计提坏账准备 0.84 亿元，综合计提比例 6.34%，计提较充分。

表 10 截至 2017 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
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	3.25	往来款
怀化市鹤城区重点工程项目财务管理办公室	3.00	代垫拆迁款
岳阳家佳乐置业有限公司	1.10	往来款
成都百伦投资有限公司	0.66	往来款
湘潭市岳麓区汇臻便利店	0.40	往来款
合计	8.41	--

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。2015~2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 5.36%。截至 2017 年底，公司存货为 50.08 亿元，同比增长 11.42%，主要来自开发产品的增加；从构成看，主要包括库存商品 19.89 亿元，开发产品 8.54 亿元，开发成本 21.26 亿元。公司计提跌价准备 0.02 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备。截至 2018 年 3 月底，公司存货中开发成本明细如下表。

表 11 截至 2018 年 3 月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	43457.71
九华项目	29614.86
赣州项目	69446.83
吉安项目	31588.01
合计	174107.41

资料来源: 公司提供

2015~2017 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 7.95%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 7.01 亿元，较 2016 年底小幅增长 4.80%，公司其他流动资产包括待抵扣进项税额 1.96 亿元、理财产品 1.19 亿元、预缴税费 1.13 亿元和短期贷款 2.78 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，以其在公司的应付货款和应付租金为担保，风险可控。

非流动资产

2015~2017 年，随着南城百货、梅西商业的合并以及公司自有物业的投入，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 13.62%。截至 2017 年底，公司非流动资产 153.55 亿元，以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产有所增长，年均复合增长 40.32%，主要系 2016 年因新增投资海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）1.13 亿元所致，截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 2.19 亿元，较 2016 年底变化不大。

2015~2017 年，公司投资性房地产有所波动，三年分别为 0.10 亿元、5.58 亿元和 5.40 亿元，其中 2016 年大幅增长系在建工程梅溪湖项目商街结转增加 5.49 亿元所致，2017 年底同比变化不大。

2015~2017 年，公司固定资产持续增长，年复合增长 26.49%。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 85.33 亿元，同比增长 24.52%，系公司在建工程转固所致。其中房屋建筑物占 80.45%、机器设备占 15.93%，其余为信息设备、

运输设备和其他办公设备；公司累计计提折旧 18.77 亿元。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 66.56 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，资产质量好。

2015~2017 年，公司在建工程逐年下降，年复合下降 31.57%，主要是 2017 年底在建工程减少。截至 2017 年底，公司在建工程 15.69 亿元，同比下降 53.13%，主要系梅溪湖项目、岳阳项目和泸州项目转固导致在建工程下降。截至 2017 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，主要有梅溪湖项目 5.12 亿元、九华项目 4.31 亿元、南城百货总部大厦 1.73 亿元、怀化项目 3.60 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 25.91%。截至 2017 年底，公司无形资产 20.95 亿元，同比增长 34.67%，系土地使用权增加所致。

2015~2017 年，公司商誉年均复合增长 10.32%，截至 2017 年底，公司商誉为 10.34 亿元，同比增长 21.70%，系公司当期收购梅西商业有限公司增加商誉 1.84 亿元所致。公司对可回收金额的预计表明商誉并未出现减值损失，商誉未计提减值准备。

2015~2017 年，公司其他非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 45.41%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 14.79 亿元，同比增长 18.64%，主要是预付土地出让金及土地招拍挂保证金、预付工程款、装修款及购房款、资产、股权收购款以及认购保证金。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 263.18 亿元；其中流动资产占 38.33%，非流动资产占 61.67%，非流动资产比重上升。其他非流动资产 18.14 亿元，较 2017 年底增长 22.64%，主要系预付工程款、装修款及购房款增加所致；其他科目较 2017 年底变动不大。

截至 2018 年 3 月底，公司及其子公司将自有的账面净值为 18.64 亿元、评估价值为 49.91 亿元的资产进行了抵押，为其自身银行借款提

供最高额 32.24 亿元抵押担保。

近年来，随着公司经营规模逐年扩大，公司资产规模持续增长，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，营运资金受到较大占用，资产流动性较弱。总体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 10.04%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 66.06 亿元，同比增长 0.67%。截至 2017 年底，公司所有者权益中，实收资本占 1.78%、资本公积占 20.41%、其他权益工具占 10.50%，未分配利润占 3.06%，少数股东权益占 63.35%。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益小幅上升至 66.97 亿元（其中少数股东权益 42.93 亿元），较 2017 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

2015~2017 年，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，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 11.00%。截至 2017 年底，公司负债总额 196.60 亿元，同比增长 13.94%，其中流动负债占 73.62%，非流动负债占 26.38%，公司以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 16.80%。截至 2017 年底，公司流动负债 144.74 亿元，同比增长 17.11%，从构成看，主要包括短期借款（占 28.55%）、应付账款（占 21.29%）、其他应付款（占 14.20%）和一年内到期的非流动负债（占 16.37%）。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 18.92%。截至 2017 年底，公司短期借款为 41.33 亿元，同比增长 78.15%，主要系公司抵押借款、质押借款大幅增加所致，从构成看，信用借款占 38.47%，抵押借款占

31.31%，保证借款占 18.15%，质押借款占 12.07%。

2015~2017 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 1.09%。截至 2017 年底，公司应付票据 8.24 亿元，全部为银行承兑汇票，同比增长 24.69%。

2015~2017 年，公司应付账款全部为应付货款，近三年规模逐年增长，年均复合增长 22.54%。截至 2017 年底，公司应付账款 30.81 亿元，同比增长 25.04%。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 8.46%。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 2017 年底，公司预收款项 14.98 亿元，同比下降 1.63%，从构成看，预收房款 5.16 亿元、预收货款 9.76 亿元、小额贷款预收利息 36.63 万元和预收租户款项 0.07 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 20.60%。截至 2017 年底，公司其他应付款 20.55 亿元，同比增长 23.24%，主要是应付工程款结算增加所致。其中，应付押金、保证金占 13.46%、工程设备款占 41.82%，其他占 44.72%（包括预提应付费用、租金等）；前五名单位应付金额占比为 5.85%，集中度低。

表 12 截至 2017 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
岳阳市佳英钢材贸易有限公司	4595.30	应付工程款
湘潭莲城置业有限公司	2500.00	应付设计款
岳阳市华安消防设备安装有限公司	2293.34	应付工程款
深圳市建艺装饰集团股份有限公司	1320.09	应付工程款
岳阳混凝土有限公司	1309.21	应付工程款
合计	12017.93	--

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债规模逐年增长，年均复合增长 64.93%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债

23.69 亿元，同比增长 27.31%，系公司一年内到期应付债券新增 10.00 亿元所致。

2015~2017 年，公司其他流动负债变动较大，三年分别为 9.00 亿元、14.00 亿元和 0.00 亿元，公司 2016 年发行的“16 步步高 SCP001”5 亿元和“16 步步高 CP001”9 亿元均于 2017 年到期。

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，分别为 53.46 亿元、48.96 亿元和 51.86 亿元。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 44.27%）和应付债券（占 53.41%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，截至 2017 年底为 22.96 亿元，长期借款中抵押借款占 62.58%、质押借款占 12.63%、保证借款占 16.20%和信用借款占 8.58%。

2015~2017 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 2.10%。截至 2017 年底，公司应付债券 27.70 亿元，包括 2017 年 1 月发行的 5 亿元私募债券（1 年内到期金额 0.5 亿元）、2016 年公司发行的两期公司债“16 步高 01”、“16 步高 02”和 2017 年 10 月发行的公司债“17 步高 01”共 18.70 亿元，以及 2017 年 11 月发行的 5 亿元债权融资计划（1 年内到期金额为 0.5 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 196.20 亿元，其中流动负债占比小幅上升至 74.36%，负债结构仍以流动负债为主。

从有息债务规模看，2015~2017 年，公司全部债务年均复合增长 8.54%。截至 2017 年底，公司全部债务为 123.92 亿元，同比增长 13.10%，其中短期债务 73.26 亿元，长期债务 50.66 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 116.95 亿元，其中短期债务 67.79 亿元，长期债务 49.16 亿元。债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率波动上升，三年均值为 74.09%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，近三年均值分别为 65.15%和 44.51%。截至 2017 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 74.85%、

65.23%和 43.40%。截至 2018 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 74.55%、63.59%和 42.33%。下表列示了公司合并口径存续债券概况，其中公司本部将于 2018 年 8~12 月和 2019 年分别兑付债券 19.50 亿元和 20.70 亿元（均考虑到期回售），存在一定集中偿付压力。

表 13 截至 2018 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)
15 步步高 MTN001	2015-10-19	3+N	7.00
13 步步高 MTN001	2013-10-22	5	12.00
步步高 17 债	2017-1-13	3	4.50
17 湘步步高投资 ZR001	2017-11-1	3	5.00
17 步步高 01	2017-10-25	2+1	3.70
16 步步高 01	2016-3-16	3+2	8.00
16 步步高 02	2016-8-17	3+2	7.00
合计	--	--	47.20

资料来源：公司提供、Wind 资讯

注：“步步高 17 债”发行后 12 个月内归还实际发行金额的 10%，第 24 个月内累计归还实际发行金额的 20%，到期归还剩余本息。

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，因此将其纳入长期债务核算。考虑调整后债务规模，截至 2017 年底，公司调整后债务规模为 130.92 亿元，调整后长期债务为 57.66 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 66.46%和 46.61%；截至 2018 年 3 月底，调整后全部债务规模为 123.95 亿元，调整后长期债务规模为 56.16 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 64.92%和 45.61%。

总体看，近年来随着公司主业持续扩张，自有物业开发速度加快，公司债务规模持续增长，整体债务负担重，且存在一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 5.59%；2017 年公司实现营业收入 179.16 亿元，同比增长 8.04%。近三年，公司营业成本增速（6.90%）略高于营业总收入增速。近三年公司营业利润率小幅下降，2017 年为 20.18%。

从期间费用看，公司近年来期间费用占营业总收入的比重小幅波动，三年分别为 20.64%、19.73%和 20.54%，公司期间费用构成以销售费用为主。2017 年销售费用占期间费用的 82.34%，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。2017 年，公司财务费用 3.05 亿元，同比增加 0.83 亿元，主要由于公司加大融资规模导致利息支出增加所致。总体看，公司销售费用不断上涨，期间费用占比高，对利润侵蚀大，控制能力有待加强。

近年来公司投资收益波动较大，2015 年实现投资收益 0.52 亿元，主要是可供出售金融资产中的基金投资收益，2016 年投资收益 0.36 亿元，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，2017 年实现投资收益 2.69 亿元，同比大幅增长，主要来自处置合川和吉首两家子公司股权产生的投资收益 2.61 亿元，对 2017 年利润形成较大补充，但可持续性不强。

2015~2017 年，公司营业外收入波动下降，分别为 0.80 亿元、1.04 亿元和 0.29 亿元，其中政府补助款分别为 0.57 亿元、0.80 亿元和 39.02 万元；其余营业外收入主要包括处置违约金收入等，规模不大。

2017 年，得益于公司投资收益的增长，公司实现利润总额和净利润分别为 2.28 亿元和 1.12 亿元，分别同比增长 26.73%和 5.14%。盈利指标方面，近三年公司总资产收益率和净资产收益率波动下降，三年均值分别为 2.31%和 1.94%；2017 年，公司总资产收益率同比上升 0.06 个百分点至 2.23%，净资产收益率同比上

升 0.07 个百分点至 1.69%，公司盈利水平仍较低。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 55.04 亿元，同比增长 12.87%；利润总额 1.49 亿元，同比增长 43.75%，主要来自其他收益的增长；分别占 2017 年全年营业总收入和利润总额的 30.72% 和 65.47%；2018 年 1~3 月，营业成本 42.70 亿元，期间费用占营业总收入的比重为 19.10%。

总体看，近年来公司经营规模持续扩张，营业总收入不断增长，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，公司整体盈利能力较弱，利润对投资收益依赖较大，但未来可持续性不强。

5. 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，2015~2017 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 5.65%；公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，近三年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 5.50%。2017 年，经营活动现金流入为 212.91 亿元，同比增长 8.92%，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 210.75 亿元，同比增长 8.96%，主要是购买商品接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金。近三年公司经营活动现金流量净额分别为 1.39 亿元、2.06 亿元和 2.16 亿元。从收入实现质量看，公司近三年现金收入比分别为 117.98%、116.23% 和 117.65%，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，2015~2017 年，公司投资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 39.73%；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，近三年，公司投资活动现金流出持续下降，年均复合下降 23.05%。2017 年公司投资活动流入 29.32 亿元，同比增长 66.38%，其中处置合川及吉首两家子公司收回现金净额 12.37 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 16.41 亿元，主要为收回理财产品和定期存款；2017 年，投资活动现金流出为 24.76 亿元，同比下降 19.03%，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 10.36 亿元，以及支付其他与投资活动有关的现金 12.22 亿元（包括小贷公司发放贷款 0.04 亿元、购买理财产品 5.28 亿元，定期存单 6.90 亿元）；近三年，公司投资活动现金流量净额分别为 -26.79 亿元、-12.95 亿元和 4.56 亿元。

筹资活动来看，2015~2017 年，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，近三年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 13.63%；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，近三年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 4.47%。2017 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金 60.34 亿元及发行债券收到的现金 13.70 亿元；筹资活动现金流出 70.79 亿元，主要为偿还债务支付的现金 61.51 亿元，其余为分配股利、支付利息支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 34.61 亿元、9.64 亿元和 3.42 元。

2018 年 1~3 月，经营活动产生的现金流量净额为 5.22 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -6.07 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 -6.69 亿元。当期公司现金收入比为 116.97%，较 2017 年底下降 0.68 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，对外部资金存在较大依赖，对外融资压力大。

6. 母公司财务情况分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 94.20 亿元，流动资产占 73.79%，非流动资产占 26.21%；流动资产中主要是其他应收款（占 85.39%），为 59.35 亿元（合并层面其他应收款为 12.45 亿元）；非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产构成，分别为 8.70 亿元、4.64 亿元和 9.74 亿元。截至 2017 年底，母公司负债合计 82.45 亿元，其中流动负债 46.68 亿元，非流动负债 35.77 亿元；流动负债中短期借款和一年内到期的非流动负债规模大，分别为 17.39 亿元和 20.57 亿元；非流动负债主要是长期借款和应付债券，分别为 7.67 亿元和 27.70 亿元。截至 2017 年底，母公司资产负债率为 87.53%，有息债务规模 76.33 亿元，其中短期债务 40.96 亿元，长期债务 35.37 亿元。截至 2018 年 3 月底，母公司资产总额 93.96 亿元，其中其他应收款 61.09 亿元，长期股权投资 8.70 亿元，投资性房地产 4.60 亿元，其他非流动资产 11.64 亿元；负债合计 82.23 亿元，资产负债率 87.52%，有息债务规模 76.22 亿元，短期债务 43.32 亿元，长期债务 32.90 亿元。

盈利能力方面，2017 年，母公司实现营业收入 0.38 亿元，产生投资收益 2.10 亿元，利润总额 1.93 亿元。2018 年 1~3 月，母公司实现营业收入 962.43 万元，投资收益 28.50 万元，利润总额 63.00 万元。

总体看，公司本部收入规模小，剔除上市公司后盈利能力弱，公司本部作为控股型集团母公司，承担集团资金调配和融资功能，债务负担重，考虑到将有多期存续债券到期/行权，存在一定集中偿付压力。

7. 偿债能力

2015~2017 年，随着公司经营规模的扩张、合并范围的增加以及融资规模的扩大，公司流动资产增长，同时公司加大自有物业的建设力度，借款规模不断上升，流动负债逐年增长，

致使公司流动比率呈波动下降趋势，2015~2017 年平均值为 78.10%，速动比率波动下降，三年平均值为 41.38%；截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 75.39% 和 40.79%，同比分别上升 0.50 和 2.26 个百分点。公司经营现金流动负债比波动上升，近三年平均值为 1.51%；2017 年经营现金流动负债比为 1.49%，同比下降 0.18 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 69.14% 和 35.46%。综合看，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力大。

截至本报告出具日，公司存续债券如下表，考虑到 2019 年将兑付债券合计 20.70 亿元（均考虑到期回售），公司仍存在一定集中偿付压力。

表 14 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 步步高 01	2017-10-25	2+1	3.70
16 步步高 01	2016-3-16	3+2	8.00
16 步步高 02	2016-8-17	3+2	7.00
18 步步高 SCP001	2018-08-27	0.74	2.00
18 湘步步高投资 ZR001	2018-8-22	2+1	2.00
19 步步高 MTN001	2019-3-1	2+1	3.00
合计	--	--	30.20

资料来源：公司提供、Wind 资讯

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 11.77 亿元、11.87 亿元和 12.64 亿元；近三年公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势，分别为 2.18 倍、2.13 倍和 1.94 倍；随着全部债务的不断增长，全部债务/EBITDA 近三年呈持续上升趋势，分别为 8.94 倍、9.23 倍和 9.81 倍。总体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2019 年 1 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 1 月底，公司本部及各子公司共获得银行授信总额为 171.79 亿元，其中未使用额度为 69.05 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。

8. 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2月18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。

9. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为2亿元,占2018年3月底长期债务的4.07%,占全部债务的1.71%,对公司现有债务规模影响较小。

截至2018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74.55%、63.59%和42.33%。由于本期中期票据所筹资金全部用于偿还有息债务,发行后公司实际债务负担变动不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年,公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数分别为5.89倍、5.94倍和6.32倍,公司EBITDA对本期中期票据的保障能力强;公司经营活动现金流量净额为本期中期票据的0.70倍、1.03倍和1.08倍,经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力尚可。若同时考虑公司已发行的2019年第一期中期票据(3亿元,2+1年),EBITDA对两期中期票据的保障倍数分别为2.35倍、2.37倍和2.53倍,经营活动现金流量净额对两期中期票据的保障倍数分别为0.28倍、0.41倍和0.43倍。

总体看,公司EBITDA对本期中期票据保障能力强。

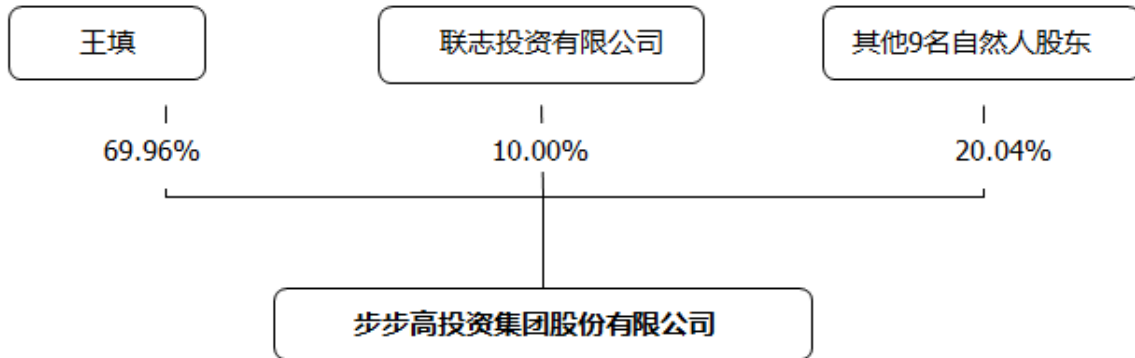
十一、结论

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,中国零售行业增速明显放缓。

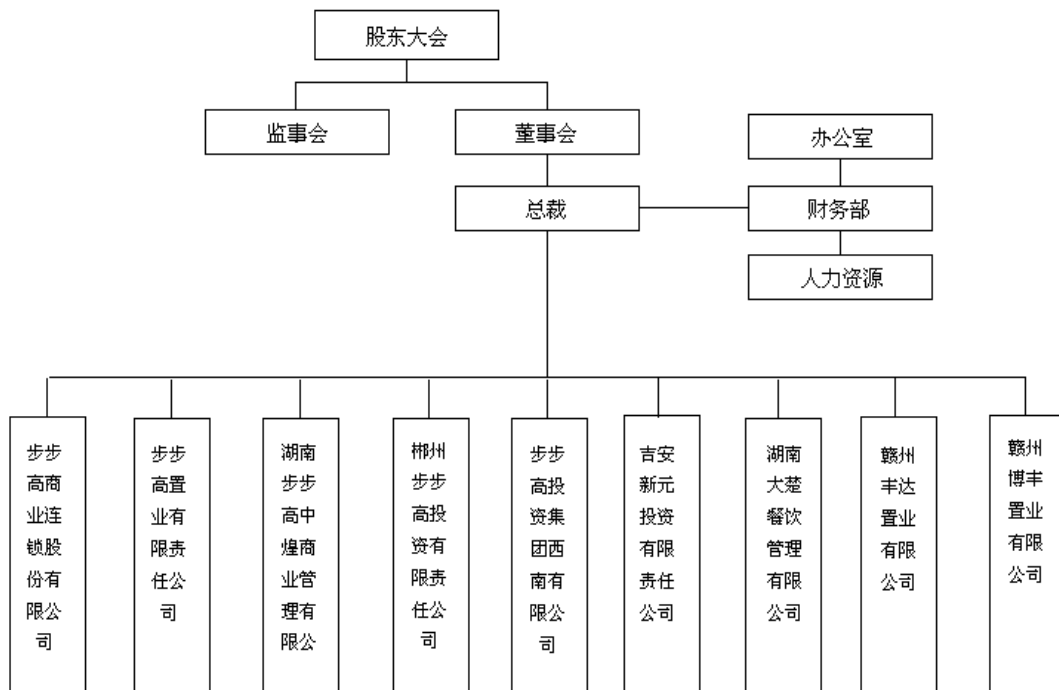
公司在湖南省和广西省内超市市场占有率第一,湖南省内百货市场占有率第二,区域地位及品牌优势明显,运营效率较高。2015年以来,公司先后收购南城百货、梅西商业等,网络布局进一步完善,同时公司多家自有物业综合体逐步开业,综合竞争实力不断提高。2016年11月,步步高股份非公开发行募集资金12.28亿元,公司资本实力进一步提升。2018年4月,腾讯、京东战略入股公司,三方签署战略合作框架协议,未来公司核心竞争力有望进一步提升。目前公司资产质量尚可,整体债务负担重,盈利能力较弱,短期偿债压力大,长期偿债能力一般。考虑到公司业务及门店扩张速度快,同时近年加快城市综合体项目自建,在建工程及其他投资计划对资金要求高,对外融资压力大。

公司EBITDA对本期中期票据保障能力强。基于公司主体信用状况以及对本期中期票据的偿债能力综合分析,联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

附件 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.72	21.33	30.67	23.15
资产总额(亿元)	214.11	238.16	262.66	263.18
所有者权益(亿元)	54.55	65.62	66.06	66.97
短期债务(亿元)	55.00	62.42	73.26	67.79
长期债务(亿元)	50.20	47.15	50.66	49.16
全部债务(亿元)	105.19	109.57	123.92	116.95
营业总收入(亿元)	160.68	165.83	179.16	55.04
利润总额(亿元)	2.42	1.80	2.28	1.49
EBITDA(亿元)	11.77	11.87	12.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.39	2.06	2.16	5.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	152.01	82.61	84.31	--
存货周转次数(次)	3.08	2.88	2.98	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.73	0.72	--
现金收入比(%)	117.98	116.23	117.65	116.97
营业利润率(%)	21.67	20.61	20.18	21.61
总资本收益率(%)	2.71	2.17	2.23	--
净资产收益率(%)	3.04	1.62	1.69	--
长期债务资本化比率(%)	47.92	41.81	43.40	42.33
全部债务资本化比率(%)	65.85	62.54	65.23	63.59
资产负债率(%)	74.52	72.45	74.85	74.55
流动比率(%)	89.69	74.89	75.39	69.14
速动比率(%)	47.17	38.53	40.79	35.46
经营现金流动负债比(%)	1.31	1.67	1.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	2.13	1.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.94	9.23	9.81	--

注：1. 2018 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. 公司所有者权益包含 7 亿元永续中票。

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	(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-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 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。

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 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

步步高投资集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

步步高投资集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对步步高投资集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，步步高投资集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注步步高投资集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现步步高投资集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对步步高投资集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如步步高投资集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对步步高投资集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与步步高投资集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。