跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1306 号

步步高投资集团股份有限公司：

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

步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

步步高投资集团股份有限公司公开发行的“16 步高 01”、“16 步高 02”、“17 步高 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十六日

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

步步高投资集团股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 步高 01	8 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017 年 6 月 23 日
16 步高 02	7 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2017 年 6 月 23 日
17 步高 01	3.7 亿元	3 年（2+1）	AA	AA	2017 年 10 月 11 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	238.16	262.66	263.18
所有者权益（亿元）	65.62	66.06	66.97
长期债务（亿元）	48.12	50.66	49.16
全部债务（亿元）	110.54	123.92	116.95
营业收入（亿元）	165.83	179.16	55.04
净利润（亿元）	1.06	1.12	0.94
EBITDA（亿元）	11.87	12.68	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	2.16	5.22
营业利润率（%）	20.61	20.18	21.61
净资产收益率（%）	1.77	1.70	1.42
资产负债率（%）	72.45	74.85	74.55
全部债务资本化比率（%）	62.75	65.23	63.59
流动比率（倍）	0.75	0.75	0.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	1.94	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	0.68	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2016 年长期债务中新增融资租赁款，短期债务中增加了其他流动负债。3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”或“公司”）作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度和经营规模等方面仍然具有一定的竞争优势。2017 年，公司营业收入稳定增长，新开门店数量较快增长，经营活动现金流状况良好，整体经营状况比较稳定。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到零售行业竞争激烈、公司面临租金上涨压力和续租不确定性风险、期间费用对利润形成影响、投资收益对利润影响显著和债务负担较重且存在集中偿付压力等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 步高01”、“16步高02”、“17步高01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．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较大的竞争优势，仍是湖南省最大的连锁超市企业。

2．2017年，公司营业收入和利润规模稳定增长，经营活动现金流状况良好，现金收入质量较高。

3．2017年，公司超市、百货大量新开门店，市场地位进一步稳固，有利于未来盈利能力提升。

关注

1．公司超市业态门店大多以租赁为主，2017 年租金较快上涨，未来可能面临租金上涨压力和续租不确定性风险。

2．公司在建、拟建工程规模及尚需投资金

额较大，面临着一定的资本支出压力。

3．2017年，公司期间费用对利润影响显著，非经常性的投资收益对利润贡献较大，公司债务比率较高且存在较高的短期偿付压力，所有者权益结构稳定性仍有待提高。

分析师

李　镭
电话：010-85172818
邮箱：lil@unitedratings.com.cn

支亚梅
电话：010-85172818
邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

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

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：李鑫 梁杨

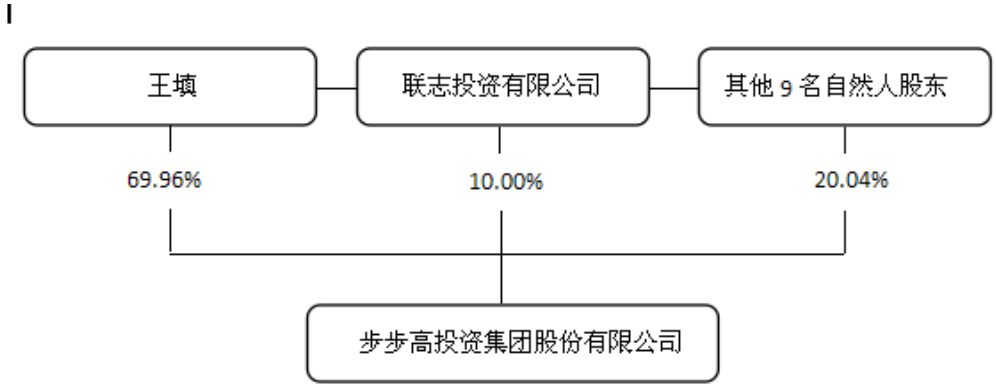
联合信用评级有限公司

一、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为成立于 2003 年 2 月的湘潭开源货运有限责任公司，由湖南步步高连锁超市有限责任公司出资 48 万元和王立强出资 2 万元共同组建。2003 年，湘潭开源货运有限责任公司更名为湘潭步步高投资集团有限公司，王填以评估值为 11,291 万元的实物资产、王立强以现金 426 万元对湘潭开源货运有限责任公司进行增资。本次增资完成后，湘潭步步高投资集团有限公司注册资本由 50 万元增至 11,767 万元，其中王填出资 11,339 万元，占注册资本的 93.36%；王立强出资 428 万元，占注册资本的 3.64%。2007 年 7 月，湘潭步步高投资集团有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 11,767 万元。2009 年，湘潭步步高投资集团有限公司更为现名。

经多次股权转让，截至 2017 年底，公司注册资本 11,767 万元，控股股东自然人王填持股 69.96%，联志投资有限公司持股 10.00%，其他 9 名自然人合计持股 20.04%，王填为公司实际控制人。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围和组织结构未发生变化。截至 2017 年底，员工总数 27,156 人；纳入合并财务报表范围的子（孙）公司共 111 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 262.66 亿元，负债合计 196.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.21 亿元。2017 年，公司实现营业收入 179.16 亿元，净利润（含少数股东损益）1.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元；经营活动现金流量净额 2.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 263.18 亿元，负债合计 196.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.05 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 55.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.14 亿元；经营活动现金流量净额 5.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.54 亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区芙蓉大道 168 号；法定代表人：张海霞。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]3123 号文核准，公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 15

亿元的公司债券。第一期公司债券于 2016 年 3 月 16 日以公开方式发行，已于 2016 年 3 月 18 日发行完毕，发行规模为 8 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 5.59%；已于 2016 年 4 月 18 日在深圳证券交易所上市，债券简称为“16 步高 01”，债券代码为“112351.SZ”。采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。第二期公司债券于 2016 年 8 月 17 日以公开方式发行，已于 2016 年 8 月 19 日发行完毕，发行规模为 7 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 5.60%；已于 2016 年 9 月 29 日在深圳证券交易所上市，债券简称为“16 步高 02”，债券代码为“112431.SZ”。采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

公司已于2017年7月10日获得中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1202号文核准公开发行面值不超过4.00亿元的公司债券。第一期公司债券于2017年10月23日以公开方式发行，于2017年10月25日发行完毕，发行规模为3.7亿元，债券期限为3年期，附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为7.22%；已于2017年11月7日在深圳证券交易所上市，债券简称为“17步高01”，债券代码为“112602.SZ”。采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至 2018 年 3 月底，公司债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，付息正常。

三、行业分析

1．行业概况

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据国家统计局经济数据统计，2015~2017 年，最终消费支出对 GDP 的贡献程度分别为 59.7%、64.6%和 58.8%，最终消费品对 GDP 的贡献程度波动下降；2015~2017 年中国 GDP 增速分别为 6.90%、6.70%和 6.90%，GDP 增速基本稳定。近年来我国消费品市场增速也随之持续回落。2015~2017 年，我国社会消费品零售总额分别为 300,930.80 亿元、332,316.30 亿元和 366,261.60 亿元，同比增速分别为 10.70%、10.40%和 10.20%，增速持续下降。2017 年，社会消费品零售总额中限额以上企业消费品零售额 160,612.50 亿元，增长 8.30%，增速与 2016 年相同。按经营单位所在地分，2017 年全年，城镇消费品零售额 314,289.70 亿元，同比增长 10.00%，增速下降 0.4 个百分点；乡村消费品零售额 51,971.90 亿元，同比增长 11.80%，增速上升 0.90 个百分点。按消费类型分，餐饮收入 39,643.70 亿元，同比增长 10.70%，增速下降 0.10 个百分点；商品零售 326,617.90 亿元，同比增长 10.20%，增速下降 0.20 个百分点。

从区域经济发展来看，地区间零售业态发展水平存在差异。东部地区人均 GDP 在 10,000 美元，是购物中心密集区域，传统百货、超市、专业店等增长放缓；东北部地区人均 GDP 在 8,000 美元，专卖店、专业店和便利店等盛行，大型购物中心不断涌现；中西部地区人均 GDP 在 5,000 美元。

根据中华全国商业信息中心的统计，2017 年全年全国 50 家重点大型零售企业商品零售额累计同比增长 3.3%，增速相比 2017 年前三季度略微上升了 0.1 个百分点，相比上半年上升 0.5 个百分点，相比上年全年上升 3.8 个百分点。全年零售额实现累计同比正增长的企业家数为 25 家，较

上年增加了 13 家。

根据中国互联网络信息中心数据，2012~2017 年，我国网络购物用户从 2.42 亿人增长至 5.33 亿人。根据国家统计局数据，2017 中国实物商品网上零售额达 5.48 万亿元，同比增长 28.00%，增速较上年上升 2.40 个百分点，实物商品网上零售额在社会消费品零售总额中的占比为 15.00%，占比较 2016 年上升 2.30 个百分点。

自 2012 年起，我国食品、服装、化妆品、日用品以及家电类零售增幅虽然不断波动，但波动幅度基本控制在一定的范围内，生活必需类消费品整体呈持续上升态势；但以金银珠宝为代表的非生活必需品零售额增幅波动较大，由于黄金珠宝具备投资与需求双重属性，其终端销售表现受绝对价格和宏观经济影响明显；受电商市场的显著影响，家电类零售额近两年增速波动较明显。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，随着国民经济增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段；线下零售业整体市场规模略有增长；线上零售发展较快，占比逐年升高；随着消费升级，非生活必需品零售额增幅波动较大。

2．行业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。

2017 年 3 月 15 日，国家工商总局制定出台的《网络购买商品七日无理由退货暂行办法》正式实施；其细化了《消费者权益保护法》规定的七日无理由退货制度，明确了不适用退货的商品范围和商品完好标准以及相关退货程序，并对网络商品销售者违反该办法规定，作出了明确的处罚细则。

2017 年 3 月 16 日，商务部下发了关于做好《国务院办公厅关于推动实体零售创新转型的意见》（2016 年 11 月 11 日颁布）贯彻落实工作的通知。其中重点指出：要引导零售企业适应消费需求结构变化，打造线上线下融合发展的新型市场主体；支持连锁化、品牌化企业加快社区和农村网点布局；引导企业逐步提高信息化水平，大力发展新业态、新模式；推动零售企业与创意产业、文化艺术、会展旅游等行业融合发展，实现商旅文联动。另外，商务部也将组织建立全国重点零售企业联系制度；委托相关行业组织在部分中心城市选择样本项目，编制发布购物中心发展指数和便利店景气指数。目前，便利店景气指数已选取 33 个城市的 58 家样本企业，累计样本门店 660 个。购物中心发展指数已选取 71 个城市，并确定了部分样本项目。

整体看，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。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，需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。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队整体稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业，主营业务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。2017 年，公司实现主营业务收入 164.82 亿元，同比增加 7.44%，主要系超市门店开业增多带来超市板块业务收入增长。

从收入构成来看，2017 年，受公司营业规模扩大影响，公司主营业务收入 164.82 亿元，同比增长 7.44%。超市业务始终为公司营业收入的主要来源，2016~2017 年，超市业务营业收入分别为 93.04 亿元和 102.45 亿元，上升较快，主要系公司大卖场开业增加、超市业务规模扩张所致；公司百货业务规模小幅增长，2016~2017 年，百货业务营业收入分别为 37.32 亿元和 39.92 亿元，缓慢上升；公司家电业务占比较小且增长较快，2016~2017 年，公司家电业务营业收入分别为 9.57 亿元和 12.14 亿元，主要系受下游需求增长的影响所致；批发业务依托超市业态开展，2016~2017 年，批发业务营业收入分别为 1.58 亿元和 2.98 亿元，快速上升，主要系批发业务随超市业务规模增加而增加所致；公司另有其他业务，包括物业销售及物流广告收入、商物业开发等。

从毛利率来看，2017 年，公司主营业务综合毛利率下降 0.95 个百分点，2017 年为 15.54%。其中超市板块和百货板块毛利率较上年变化不大，整体保持稳定。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
超市	93.04	60.66	16.71	102.45	62.16	17.40
百货	37.32	24.33	15.83	39.92	24.22	15.02
家电	9.57	6.24	12.42	12.14	7.36	8.79
批发	1.58	1.03	5.26	2.98	1.81	14.07
其他	11.88	7.74	21.61	7.34	4.45	4.18
合计	**153.40**	**100.00**	**16.49**	**164.82**	**100.00**	**15.54**

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

2018 年一季度，公司实现主营业务收入 50.00 亿元，较上年同期增长 11.46%；净利润 0.94 亿元，较上年同期增长 82.63%，主要由于新开店面的增长和客流量增加提升所致。

总体看，2017 年，公司主营业务收入有所增长，综合毛利率小幅下降。

2. 超市及家电板块

（1）经营模式及门店分布

超市是公司传统核心业务，目前超市连锁门店已分布在湖南、江西、重庆、广西和四川。2017 年，随着超市门店数量增加，公司超市板块实现营业收入 102.45 亿元，同比增长 10.00%；毛利率为 17.40%，同比上升 0.69 个百分点。

公司超市业态主要包括社区购物中心、大卖场、综合超市和便利店等，其中大卖场、综合超市为公司经营的主力业态和发展方向。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 2,500 平米以上，采取独立门店或与嵌入百货实体店内经营两种形式；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 2,500 平米及以下。截至 2017 年底，公司超市业态拥有门店 301 家（包括大卖场、综合超市及家电店），其中大卖场 227 家、综合超市

37 家、家电店 37 家。

从分布区域来看，目前公司超市门店主要集中在湖南省、广西和江西省的二、三线城市。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。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较大的竞争优势，为公司未来开拓周边市场奠定了良好基础。截至 2017 年底，湖南省门店 188 家，江西省门店 25 家，广西省门店 60 家，重庆市门店 8 家，四川省门店 20 家；净营运面积合计达 115.81 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，同时大多数门店通常选址在所在城市的黄金地段，地理位置优势突出。公司结合电视、电台、短信、海报、报纸、户外宣传、APP、微信、微博等多种渠道进行商品促销。同时，公司大力发展会员制，截至 2017 年底，超市拥有会员 793.15 万人，会员销售占比近 60%，有效带动了顾客的再次消费。

从月均客流量来看，公司超市及家电门店的月均客流量整体较为稳定，2016~2017 年，分别为 1,133 万人和 1,153 万人。客流量未随着超市门店增加而呈现明显同比例变动，主要原因是新开门店前期处于市场培育期，一定程度上影响月均客流量。

表2　2016~2017年公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

区域	2016 年底			2017 年底		
	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
湖南	107	35	23	131	34	23
江西	22	1	--	24	1	--
重庆	6	--	--	8	--	--
广西	43	--	--	46	--	14
四川	5	--	--	18	2	--
合计	183	36	23	227	37	37
净营运面积	**752,437**	**66,213**	**66,961**	**1005,657**	**66,427**	**85,995**
月均客流量	**1,133**			**1,153**		

资料来源：公司提供

近两年，公司家电业务收入有所波动，2017 年，公司家电业务实现收入 12.14 亿元，较 2016 年提升 26.85%，主要系下游需求增加所致；毛利率提升至 8.79%，同比下降 3.63 个百分点，与租金上涨有关。公司 2017 年开始布局广西并新增 14 家独立经营门店，非独立经营门店数量减少，整体趋向集中，公司计划继续巩固在湖南、广西地区商品零售行业的领先地位。

表3　2016~2017年家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2016 年底	2017 年底
独立经营门店数量	23	37
超市连带经营门店数量	74	46
净营运面积	129,567	121,208

资料来源：公司提供

目前公司超市和家电门店场地除少数自有外，大多为租赁取得，占门店总数的 85%以上，由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。公司超市和家电门店租赁期限为 15~20 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。。

总体看，2017 年，随着公司大卖场数量快速增长，公司营业规模有所扩张，月均客流量基本保持稳定；由于公司超市及家电门店场地多为租赁取得，未来面临租金上涨压力和续租压力。公司作为湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率仍居省内首位，超市业务仍主要围绕在湖南市场，门店数量及网点覆盖密度上具有较强的竞争优势。

（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。

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%，集中度较低。

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	17,303.50	2.00
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	14,549.20	1.68
广州立白企业集团有限公司	14,249.86	1.65
监利县华鑫粮油有限责任公司	10,863.47	1.26
湖南大农粮食米业有限公司	9,960.24	1.15
合计	**66,926.27**	**7.73**

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送等三种方式，2017 年，这三种配送方式分别占总采购额的 62.80%、27.37%和 9.83%。

截至 2017 年底，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、保税等各类型仓库。仓库总面积约为 32 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。未来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，不断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，全面提升公司的物流水平。2017 年，公司物流中心月均吞吐量 6.67 万吨，储存货物金额 2.13 亿元，商品配送金额达 53.78 亿元。

总体看，公司采购方式较为灵活多样，2017 年前五大供应商集中度较低；物流配送模式较为完善。

3. 百货板块

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。截至 2018 年 3 月底，公司拥有百货门店 51 家。从分布区域看，主要分布在湖南省、江西省、广西省、重庆市，其中湖南省市场占有率位列第二。截至 2017 年底，公司百货店共拥有会员 271.63 万人；2017 年，会员消费总额为 28.39 亿元，销售占比为 71.12%。

表 5　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

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%，集中度较低。

表 6　2017 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
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	12,466.56	2.65
深圳市福瑞贸易有限公司	11,038.03	2.35
绫致时装销售（天津）有限公司	9,964.61	2.12
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9,298.68	1.98
百丽鞋业（长沙）有限公司	8,143.79	1.73
合计	**50,911.67**	**10.83**

资料来源：公司提供

从净营运面积来看，目前公司百货店 50%以上为租赁，主要是早期开始经营的流行百货店，步步高广场和生活广场则有 50%以上为自有。公司百货店面租赁期为 15 至 20 年，且多为 2020~2030 年到期。2016~2017 年，公司百货业态平均租金呈现增长，主要系公司以租赁为主，近年随着地区经济不断发展，黄金地段地产作为稀缺资源，价格持续上涨，平均租金呈增长趋势所致；客流量亦呈增长态势。2017 年公司百货门店租赁面积提升上升幅度大于自有面积。面对行业近年租金不断上涨的趋势，公司持续加大自有物业的开发，未来将一方面继续向二、三线城市拓展，提高自有物业的占比，另一方面合理规划单柜面积，提高单柜销售产出比，提高单位绩效。

表 7　公司百货门店租赁和自有情况（单位：万平方米、万人、元/平方米/月）

项目	2016 年	2017 年
租赁面积	49.24	70.00
自有面积	72.05	79.18
月均客流量	69.22	74.18
平均租金	32.78	36.75

资料来源：公司提供
注：表中“面积”均为净营运面积

总体看，百货业态为公司第二大主营业务，各方面的建设发展已较为成熟，门店较多且在湖南省的市场占有率高；受行业及政策影响，月均客流量上升。

4. 其他业务

公司主营业务除超市、百货和家电零售业务外，还依托于超市业态开展商业物业开发业务和批发业务，主要产品类别有食用油、杂粮、食品及酒类等。2017 年，公司批发业务收入增长 88.61%至 2.98 亿元；毛利率提高至 14.07%，主要系随经营规模的扩张，公司与上游客户议价能力逐步增强所致。

公司商业物业开发业务服务于整体战略，与零售业务互动，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险。

总体看，公司其他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。

5. 重要投资

截至 2018 年 3 月底，公司在建、拟建工程 6 项，主要为自建和新开门店项目，计划投资总额 56.61 亿元，已完成投资金额 20.66 亿元，尚需投资 35.95 亿元。公司商业物业开发业务服务于公司整体战略，公司在建造的过程中按内部功能、用途进行规划，无须后续改造，节省时间成本和工程费用，同时规避租金不断上涨风险。

表 8 公司在建及拟建项目投资计划（单位：万元、%）

在建、拟建项目名称	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	
步步高九华项目	163,000.00	47,233.77	8,018.16	58,848.07	48,900.00	预计 2019 年末完工
赣州项目	81,011.00	69,587.90	7,372.55	4,050.55	--	预计 2018 年底完工
荷塘项目	60,000.00	5,528.25	10,307.76	32,163.99	12,000.00	预计 2019 年末完工
怀化项目	85,000.00	56,750.91	4,693.44	19,305.65	4,250.00	预计 2019 年末完工
南城百货总部大楼	21,109.00	19,538.00	1,571.00	--	--	预计 2018 年底完工
新开门店项目	156,000.00	7,987.90	44,212.10	52,000.00	51,800.00	--
合计	**566,120.00**	**206,626.73**	**76,175.01**	**166,368.26**	**116,950.00**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建、拟建工程规模及尚需投资金额较大，面临着一定的资本支出压力。

6. 经营关注

（1）消费需求波动的风险

公司收入和利润的主要来源是商品零售业务，而日用及百货零售业的市场需求受消费者实际可支配收入水平、消费者收入结构、消费者信心指数、消费倾向等多种因素影响，这些因素则直接受到经济周期波动的影响。近年来，我国宏观经济发展进入“新常态”，各项经济指标结束了过去的高速增长态势，加之国内外多种因素的影响，可能对日用及百货零售业的消费需求带来一定的不利影响。

（2）市场竞争的风险

零售业是我国最早开放、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。伴随着国内外零售巨头、区域零售集团等积极推进网点扩张，电子商务的快速发展，使得国内零售市场的竞争日趋激烈。虽然公司在经营区域内取得了一定的市场份额、拥有了较高的品牌知名度和美誉度，但一定时期内特定商圈的市场购买能力有一定的稳定性和局限性，如果区域内竞争进一步加剧，公司的市场占有率和盈利能力存在下降的风险。

（3）跨地区经营风险

公司业务已拓展到湖南省的多个地区和江西省、广西壮族自治区、四川省、重庆市部分城市。由于不同地区消费者的消费习惯与喜好存在差异，不同地区消费者对公司品牌的认知以及公司对该地区市场情况的深入了解都需要一定的时间，导致不同商品在不同城市的销售情况也存在差异。因此，公司在新进入地区或进入较晚地区开设的门店可能出现业务发展迟缓、部分商品滞销

或者部分当地热销商品无法及时充足供应等情况，导致门店实现盈利所需时间与成熟区域门店相比较长，从而可能对公司的经营发展带来一定的不利影响。

（4）经营成本上升压力较大

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

7. 未来发展

未来，公司将把有机增长与高效协同作为发展策略，致力于成长为“中国领先的商业及服务业营运商”。对于线下业务，公司将着力加强内部管理，提高已有门店的内生增长，同时努力开拓市场，提高公司的外延增长；对于线上业务，公司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。

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

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016~2017 年财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2018 年一季度财务报告未经审计。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

从合并报表范围变化情况来看，2017 年公司发生的非同一控制下企业合并为梅西商业有限公司，处置的子公司为吉首市新天地房地产开发有限公司和重庆市合川区步步高宝川置业有限责任公司。整体看，公司业务范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 262.66 亿元，负债合计 196.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.21 亿元。2017 年，公司实现营业收入 179.16 亿元，净利润（含少数股东损益）1.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元；经营活动现金流量净额 2.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 263.18 亿元，负债合计 196.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.05 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 55.04 亿元，净利润（含少数股东损益）0.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.14 亿元；经营活动现金流量净额 5.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.54 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产为 262.66 亿元，较年初增长 10.29%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占 41.54%，非流动资产占 58.46%，资产结构较上年变化不大。

截至2017年底，公司流动资产为109.11亿元，较年初增长17.88%，主要系货币资金和存货增长所致；主要由货币资金（占27.56%）、预付款项（占6.69%）、存货（占45.90%）、其他应收款（占11.41%）和其他流动资产（占6.42%）组成。

截至 2017 年底，公司货币资金 30.07 亿元，较年初增长 47.70%，主要系公司业务规模扩大及投资活动增加所致。公司的货币资金以银行存款为主，占比 80.49%，库存现金占比 2.74%、其他货币资金占比 16.77%。货币资金余额中受限货币资金为 4.09 亿元，受限比例不大，可用货币

资金充裕。

截至 2017 年底，公司预付款项为 7.30 亿元，较年初增长 31.31%，主要系预付工程款增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 12.45 亿元，较年初增长 11.75%，主要系垫付拆迁款增加所致。公司其他应收款主要为往来拆借款、租赁定押金和押金及保证金。组合中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款为 8.18 亿元，从账龄上来看，账龄在 1 年以内的占 73.86%、1~2 年的占 15.05%，账龄较短；公司累计计提坏账准备 0.72 亿元，计提比例 8.86%，计提较充分。从结构上来看，其他应收款欠款方前 5 名合计余额占其他应收账款余额的比例为 63.27%，集中度较高。

截至 2017 年底，公司存货为 50.08 亿元，较年初增长 11.42%，主要系开发产品增长所致。截至 2017 年底，公司存货主要由库存商品（占比 39.71%）、开发产品（占比 17.05%）和开发成本（占比 42.45%）构成。2017 年，公司共计提存货跌价准备 246.81 万元，全部为计提库存商品跌价准备，公司严格按照会计准则计提存货跌价准备，计提较充分。

截至 2017 年底，公司其他流动资产主要由待抵扣进项税额、理财产品和短期贷款构成。截至 2017 年底，公司其他流动资产账面价值为 7.01 亿元，较年初增加 4.80%，主要系公司待抵扣进项税额增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 153.55 亿元，较年初增长 5.46%，主要系固定资产和无形资产增加所致。从构成来看，主要由固定资产（占 43.35%）、在建工程（占 10.22%）、无形资产（占 13.64%）、商誉（占 6.73%）、长期待摊费用（占 9.27%）和其他非流动资产（占 9.63%）组成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 66.56 亿元，较年初增长 27.07%，主要系自建物业步步高梅溪湖广场、岳阳项目和泸州项目完工转入固定资产，以及新开门店机器设备等固定资产增加所致。公司固定资产原值 85.32 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 80.45%）和机器设备（占比 15.93%）等构成；计提累计折旧 18.77 亿元，固定资产成新率为 78.00%，成新率尚可。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，保值升值空间较大。截至 2017 年底，公司有 18.30 亿元的固定资产及投资性房地产用于银行借款抵押。

截至 2017 年底，公司在建工程为 15.69 亿元，较年初下降 53.13%，主要为在建工程转入固定资产所致。截至 2017 年底，在建工程主要包括梅溪湖项目（5.12 亿元）、九华项目（4.31 亿元）和怀化项目（3.60 亿元）。截至 2017 年底，公司有 3.53 亿元的在建工程用于银行借款抵押。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 20.95 亿元，较年初增长 34.67%，主要系公司新增土地使用权所致。截至 2017 年底，无形资产账面原值 23.41 亿元，主要由土地使用权（占比 87.19%）和软件（占比 11.29%）等组成，累计摊销 2.43 亿元。截至 2017 年底，公司有 0.55 亿元的无形资产用于银行借款抵押。

截至 2017 年底，公司商誉为 10.34 亿元，较年初增长 21.70%，主要为 2017 年发生非同一控制下合并后产生的商誉。

截至 2017 年底，公司长期待摊费用为 14.23 亿元，较年初增长 9.29%，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装修费用。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 14.79 亿元，较年初增长 18.64%，主要系公司因建设自有商业物业而增加预付工程款、装修款及购房款。

截至 2017 年底，公司受限资产总额为 26.87 亿元，占总资产比例为 10.23%，公司资产受限比率较低。

截至2018年3月底，公司资产总额合计263.18亿元，较年初增加0.20%。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为38.33%和61.67%，非流动资产占比有所提高。

总体看，2017 年底，公司资产规模有所增长；随着自有物业开发速度加快，公司资产构成仍以非流动资产为主；流动资产中，存货规模大，对资金形成一定的占用；公司资产受限比例较小，整体资产质量较高。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债为 196.60 亿元，较年初增长 13.94%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 73.62%，非流动负债占比 26.38%，较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 144.74 亿元，较年初增长 17.11%，主要系短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债以短期借款（占 28.55%）、应付账款（占 21.29%）、预收款项（占 10.35%）、其他应付款（占 14.20%）和一年内到期的非流动负债（占 16.37%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 41.33 亿元，较年初增长 78.15%，主要系新开店较多需增加银行借款所致。其中信用借款占 38.47%、抵押借款占 31.31%、保证借款占 18.15%。

截至 2017 年底，公司应付账款为 30.81 亿元，较年初增长 25.04%，主要系公司经营规模扩大，门店增加，供应商送货量增加致未结算货款随之增加所致。

截至 2017 年底，公司预收款项为 14.98 亿元，较年初减少 1.63%；预收账款账龄主要集中在 1 年以内。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 20.55 亿元，较年初增长 23.24%，主要系公司经营规模扩张，新开门店及自建门店物业增加，应付工程款增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 23.69 亿元，较年初增长 27.31%，主要系新增即将到期的应付债券所致；包括一年内到期的长期借款（占 11.96%）、一年内到期的长期应付款（占 3.63%）和一年内到期的应付债券（占 84.42%）。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 51.86 亿元，较年初增长 5.93%，主要系长期借款增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 44.27%）和应付债券（占 53.41%）组成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 22.96 亿元，较年初增长 74.60%，主要系新增银行借款所致；长期借款由抵押借款、质押借款、保证借款和信用借款构成，分别占比 62.58%、12.63%、16.20%、8.58%。按偿还期限分布，1~2 年内到期的为 6.11 亿元，占 23.67%；2~3 年为 12.40 亿元，占 48.07%；3~4 年为 2.47 亿元，占 9.56%；4~5 年为 1.49 亿元，占 5.78%；5 年以上为 0.50 亿元，占 1.94%。公司 2~3 年内到期的长期借款占比较大，存在一定集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 27.70 亿元，较年初下降 18.53%，主要系中期票据和债权融资计划减少所致。

全部债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务 123.92 亿元，较年初增长 12.11%，其中短期债务为 73.26 亿元，较年初增长 17.37%，占比 59.12%；长期债务为 50.66 亿元，较年初增长 5.28%；短期债务占比较高，债务结构有待改善。从财务指标来看，截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 74.85%、65.23%和 43.40%，分别较年初增长 2.40 个百分点、2.48 个百分点和 1.10 个百分点，债务负担仍然较重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计为 196.20 亿元，较年初减少 0.20%，其中流动负债占比 74.36%，非流动负债占比 25.64%，仍主要由流动负债构成；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%，较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司负债规模有所增长，整体债务负担较重；公司短期债务占比较高，债务到期结构分布较为集中，公司存在一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 66.06 亿元，较年初增长 0.67%，归属于母公司所有者权益合计 24.21 亿元（占 36.65%），少数股东权益合计 41.85 亿元（占 63.35%）。归属于母公司所有者权益中实收资本占 4.86%、其他权益工具[1]占 28.64%、资本公积占 55.68%、盈余公积占 2.45%、未分配利润占 8.36%，资本公积和其他权益工具占比较高。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 66.97 亿元，较年初增长 1.39%。同时，所有者权益结构变动不大。

总体看，2017 年末，公司所有者权益规模有所增长，但少数股东权益占比较大，权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

2017 年，公司营业收入为 179.16 亿元，较上年增长 8.04%；营业成本为 141.70 亿元，较上年增长 9.09%；受新开店增加和零售行业线下复苏等素综合影响，公司营业利润、利润总额和净利润均上升，2017 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别 2.42 亿元、2.28 亿元和 1.12 亿元，分别较上年增长 127.84%、26.73%和 5.14%。营业利润增幅大的原因是处置子公司股权引起投资收益增加所致。

从期间费用看，2017 年公司期间费用为 36.80 亿元，同比增长 12.46%，主要以销售费用为主，占比 82.34%，管理费用和财务费用占比较低，分别占比 9.38%和 8.28%，其中，销售费用合计 30.30 亿元，同比增长 10.41%；管理费用合计 3.45 亿元，同比增长 12.56%；销售费用和管理费用均随着业务规模扩大小幅增长；财务费用合计 3.05 亿元，同比增长 37.72%，主要系利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 20.54%，较上年增长 0.81 个百分点，公司期间费用占比较高，对利润影响大，费用控制能力亟待提升。

2016~2017 年，公司投资收益分别为 0.36 亿元和 2.69 亿元，占利润总额的比重分别为 20.13%和 118.14%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益，占比变化大。2017 年，由于会计政策变化，公司营业外收入 0.29 亿元，同比下降 71.93%，占当期利润总额 12.80%。公司利润对投资收益依赖程度较高。

盈利指标方面，公司销售毛利率和净资产收益率均有所下降，2017 年，公司主营业务毛利率为 15.54%，较上年下降 0.94 个百分点；总资产报酬率为 2.22%，较上年增长 0.15 个百分点；净资产收益率为 1.70%，较上年下降 0.07 个百分点，盈利水平有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入、营业利润和净利润分别为 55.04 亿元、1.50 亿元和 1.49 亿元，营业收入和营业利润分别较上年同期增长 12.87%和 33.26%，净利润较上年同期增长 82.63%，主要由于新开店面的增长和坪效提升所致。

总体看，2017 年，公司营业收入小幅增长；期间费用对利润影响大，公司利润对投资收益依赖程度大，公司整体盈利能力有所下降。

[1] 公司于 2015 年 10 月 19 日发行 7 亿元中期票据，募集资金扣除发行费用后的金额 6.93 亿元记入其他权益工具。

5．现金流

从经营活动来看，2017 年，经营活动现金流入为 212.91 亿元，较上年增长 8.92%，主要系营业规模的扩大所致；公司经营活动现金流出 210.75 亿元，较上年增长 8.96%。受上述因素影响，2017 年，公司经营活动现金流量净额为 2.16 亿元，较上年增长 4.50%。2017 年，公司现金收入比为 117.65%，较上年增长 1.41 个百分点，收入实现质量仍处于较高水平。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入 29.32 亿元，较上年增长 66.38%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额增加所致；公司投资活动现金流出 24.76 亿元，较上年减少 19.03%，主要系构建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金、支付其他与经营活动有关的现金减少所致。受上述因素影响，2017 年，公司投资活动现金流量净额为 4.56 亿元，净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 74.21 亿元，较上年增长 7.86%，主要系公司银行借款规模增加所致；公司筹资活动现金流出 70.79 亿元，较上年增长 19.64%，主要系为偿还前期债务支付的现金增长所致。受上述因素影响，2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 3.42 亿元，净流入规模较上年有所减少。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 5.22 亿元，仍保持净流入状态；投资活动现金流量净额为-6.07 亿元；筹资活动现金流量净额为-6.69 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金持续净流入，收入实现质量仍较好，符合零售行业特点，投资活动现金净流出转为净流入，筹资活动现金持续净流入，融资需求一般。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.75 倍和 0.41 倍，较年初变化不大，流动资产、速动资产对流动负债覆盖程度较弱；2017 年，现金短期债务比由上年的 0.34 倍上升至 0.42 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 12.68 亿元，同比增长 6.78%，主要由折旧（占 28.84%）、摊销（占 27.15%）、计入财务费用的利息支出（占 25.97%）和利润总额（占 18.04%）构成；公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.13 倍下降至 1.94 倍，EBITDA 对利息覆盖水平高；EBITDA 全部债务比由上年的 0.11 倍下降至 0.10 倍，较上年未发生变化，EBITDA 对全部债务覆盖水平较弱，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2017 年底，公司合并范围内无对外担保事项。

截至 2017 年底，公司有 1 起涉及房产所有权纠纷的重大未决诉讼。公司作为被告方，涉诉金额为 1.41 亿元，目前该案件正在审理中，公司面临着一定的或有负债风险。

截至 2017 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 147.23 亿元，尚未使用额度为 74.92 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据机构信用代码为 G1043030400033710E 的人民银行征信报告，截至 2018 年 5 月 3 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司流动资产对流动负债覆盖程度较弱，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱，并考虑到公司的区域竞争力，其整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动

计入当期损益的金融资产、应收票据）为30.67亿元，约为“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”待偿本金合计（18.70亿元）的1.64倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为66.16亿元，约为“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”待偿本金合计（18.70亿元）的3.54倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为12.68亿元，约为“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”待偿本金合计（18.70亿元）的0.68倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入212.91亿元，约为“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”待偿本金合计（18.70亿元）的11.39倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业特征及行业地位等因素，联合评级认为，公司对“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率和经营规模等方面仍具有一定的竞争优势。2017年，公司营业收入稳定增长，新开门店数量较快增长，经营活动现金流状况良好，整体经营状况比较稳定。同时，联合评级也关注到零售行业竞争激烈、公司面临租金上涨压力和续租不确定性风险、期间费用对利润影响显著和债务负担较重等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16步高01”、“16步高02”、“17步高01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　步步高投资集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	238.16	262.66	263.18
所有者权益（亿元）	65.62	66.06	66.97
短期债务（亿元）	62.42	73.26	67.79
长期债务（亿元）	48.12	50.66	49.16
全部债务（亿元）	110.54	123.92	116.95
营业收入（亿元）	165.83	179.16	55.04
净利润（亿元）	1.06	1.12	0.94
EBITDA（亿元）	11.87	12.68	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	2.16	5.22
应收账款周转次数（次）	78.18	78.98	--
存货周转次数（次）	2.88	2.98	--
总资产周转次数（次）	0.73	0.72	--
现金收入比率（%）	116.23	117.65	116.97
总资本收益率（%）	2.34	2.40	--
总资产报酬率（%）	2.08	2.22	--
净资产收益率（%）	1.77	1.70	--
营业利润率（%）	20.61	20.18	21.61
费用收入比（%）	19.73	20.54	19.10
资产负债率（%）	72.45	74.85	74.55
全部债务资本化比率（%）	62.75	65.23	63.59
长期债务资本化比率（%）	42.31	43.40	42.33
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	1.94	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.10	--
流动比率（倍）	0.75	0.75	0.69
速动比率（倍）	0.39	0.41	0.35
现金短期债务比（倍）	0.34	0.42	0.34
经营现金流动负债比率（%）	1.67	1.49	3.58
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	0.68	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2016 年长期债务中新增融资租赁款，短期债务中增加了其他流动负债。3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。