跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1122 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”和“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：

二〇一九年 六月二十二日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	2.00 万元	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 6 月 26 日
16 步高 02	7.00 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2018 年 6 月 26 日
17 步高 01	3.70 亿元	3 年（2+1）	AA	AA	2018 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	238.16	262.78	301.35	313.34
所有者权益（亿元）	65.62	66.15	77.51	78.57
长期债务（亿元）	48.12	50.66	49.27	42.51
全部债务（亿元）	110.54	123.92	128.96	123.71
营业收入（亿元）	165.83	179.16	200.93	56.83
净利润（亿元）	1.06	1.94	0.80	1.08
EBITDA（亿元）	11.87	13.55	15.48	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	2.18	2.61	6.99
营业利润率（%）	20.61	20.28	22.52	22.81
净资产收益率（%）	1.77	2.94	1.11	1.39
资产负债率（%）	72.45	74.82	74.28	74.92
全部债务资本化比率（%）	62.75	65.20	62.46	61.16
流动比率（倍）	0.75	0.75	0.54	0.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.11	0.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	2.08	2.35	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.11	1.27	1.45	--

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、公司其他流动负债中短期融资券计入短期债务及相关指标核算；3、2019 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。2018 年，公司整体经营情况良好，新开门店数量增加，资产规模与营业收入稳定增长，经营活动现金流保持净流入。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、期间费用对利润侵蚀严重、公司利润对非经营性收益依赖程度较高、整体债务负担重且存在集中偿付压力以及所有者权益结构稳定性较弱等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着门店扩张和数字化运营模式的成熟，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升，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，评级展望为“稳定”；同时维持“16步高01”、“16步高02”和“17步高01”的债项信用等级为AA。

优势

1．2018年，公司超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上仍具有较大的竞争优势，仍为湖南省最大的连锁超市企业。

2．2018年，公司资产规模与营业收入稳定增长，营业利润率有所提升，经营活动现金保持净流入。

3．2018年，公司超市、百货门店数量不断增长，同时，实施数字化策略，与腾讯、京东战略合作，资源、渠道优势增强，市场地位进一步稳固，有利于未来盈利能力的提升。

关注

1. 公司超市百货业态门店大多以租赁为主，

2018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、拟建工程尚需投资金额较大，面临着较大的资本支出压力。

3．2018 年，公司期间费用对利润侵蚀严重，归属于母公司所有者的净利润为负，公司利润对非经营性收益依赖程度较高，整体盈利能力有待提升。

4. 公司债务负担重，短期债务占比较高，且存在一定的集中偿付压力，归母权益占比较低，所有者权益结构稳定性较弱。

分析师

宁立杰
电话：010-85172818
邮箱：ninglj@unitedratings.com.cn

李　昆
电话：010-85172818
邮箱：lik@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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：

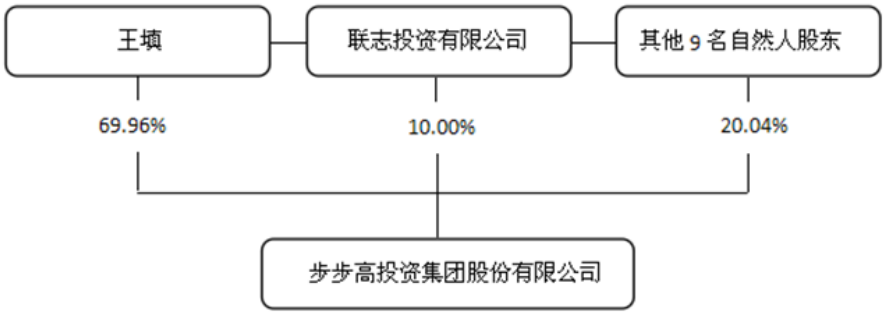
联合信用评级有限公司

一、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为成立于 2003 年 2 月的湘潭开源货运有限责任公司，由湖南步步高连锁超市有限责任公司出资 48.00 万元和王立强出资 2.00 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 11,291.00 万元的实物资产、王立强以现金 426.00 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 50.00 万元增至 11,767.00 万元，其中王填持股 93.36%，王立强持股 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。2009 年，湘潭步步高投资集团有限公司更为现名。

截至 2018 年底，公司注册资本 11,767.00 万元，控股股东及实际控制人为自然人王填，持有 69.96%的股权，王填先生股份无质押情况。股权结构图如下。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围与组织架构未发生变化。截至 2018 年底，公司拥有直接控制及间接控制子公司合计 12 家，纳入合并范围的子公司较上年增加 4 家，减少 1 家；截至 2019 年 3 月底，公司拥有直接控制及间接控制子公司合计 13 家，较年初增加 2 家，减少 1 家；截至 2018 年，公司拥有在职员工合计 29,161 人；截至 2019 年 3 月底，公司拥有在职员工合计 29,000 人。

截至 2019 年 3 月底，公司持有步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高”，证券代码“002251.SZ”）302,241,133 股股份，持股比例 34.99%，其中持有的 162,983,695 股股份处于质押状态，占其持股比例的 53.93%，占总股本的 18.87%。若届时公司无法偿还该笔融资或股价下跌时无法及时补充质押股份或补充资金，则可能存在平仓风险或实际控制人变更风险。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 301.35 亿元，负债合计 223.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 26.08 亿元。2018 年，公司实现营业收入 200.93 亿元，净利润（含少数股东损益）0.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.26 亿元；经营活动现金流量净额 2.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.86 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 313.34 亿元，负债合计 234.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 25.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.17 亿元；经营活动现金流量净额 6.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.55 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15.00 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 8.00 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%；并于 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。“16 步高 01”公司于 2018 年 3 月 18 日已支付“16 步高 01”自 2018 年 3 月 16 日至 2019 年 3 月 15 日期间利息；截至 2018 年 3 月 18 日，已回售 799,98.00 万元。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 7.00 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%；并于 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”。“16 步高 02”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。公司于 2018 年 8 月 17 日已支付 2017 年 8 月 17 日至 2018 年 8 月 16 日的利息，下一付息日为 2019 年 8 月 17 日。

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3.70亿元，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%；并于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”。“17步高01”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。公司于2018年10月25日已支付2017年10月25日至2018年10月24日的利息，下一付息日为2019年10月25日。

截至 2019 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。

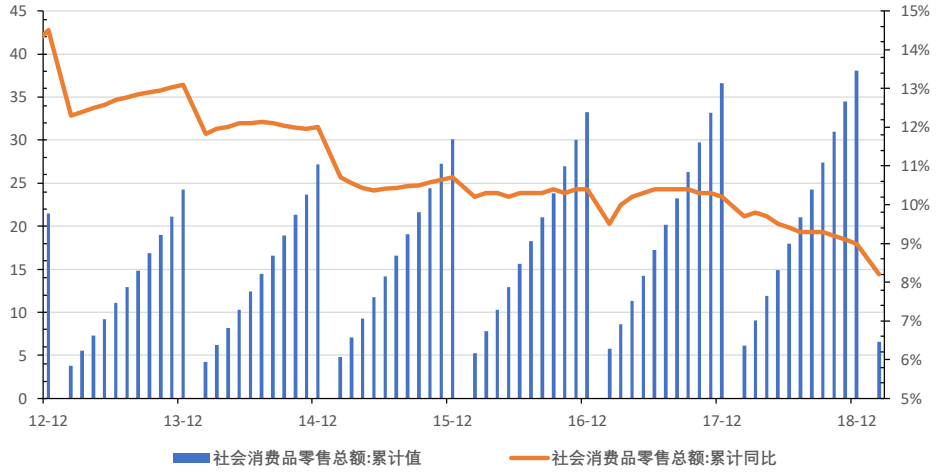
三、行业分析

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。

根据国家统计局统计，2018年，我国社会消费品零售总额380,986.85亿元，名义同比增长8.98%，增速比上年同期下降1.32个百分点，保持合理增长，其中，限额以上单位消费品零售额145,311.29亿元，同比增长5.71%。按经营单位所在地分，2018年，城镇消费品零售额325,636.90亿元，同比增长8.79%；乡村消费品零售额55,349.95亿元，同比增长10.12%。按消费类型分，餐饮收入42,715.85亿元，同比增长9.47%；商品零售338,217.00亿元，同比增长8.92%。

图 2　近年来社会消费品零售总额增长情况及同比增速（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

根据中华全国商业信息中心统计，2018年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长0.70%，增速低于2017年2.10个百分点。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。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，零售行业增速持续放缓。

近年来我国网络零售业态度过了最初的爆发式增长阶段，增速有所放缓，但仍处于较高水平，电商企业之间的竞争从增量扩张转为存量开发，发展质量、服务水平和购物体验全面提高。2018年，全国网上零售额90,065.00亿元，同比增长23.90；其中，实物商品网上零售额70,198亿元，增长25.40%，占社会消费品零售总额的比重为18.40%，比上年提高3.40个百分点；非实物商品网上零售额19,867亿元，增长18.70%。

根据美国商务部数据，2018年美国电商销售额占总零售额的11.20%；根据日本产业省数据，2018年日本电商渗透率为5.24%。我国电商发展水平超过美、日等发达国家，新技术、新业态不断涌现。随着线上零售逐渐饱和，我国电商也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来趋势。

政策方面，2018年12月22日，国务院印发《个人所得税专项附加扣除暂行办法》，个税改革新增6项专项附加扣除，该项目于2019年1月1日起施行。个税改革将释放居民购买力，能够有效提振消费行业。

总体看，2018年，通过调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，实物商品和非实物商品的网上零售额均较上年有所增长，对实体零售业态的冲击仍在持续；个税的改革将会促进居民购买力从而提振零售行业。

四、管理分析

2018 年，公司董事、监事和高级管理人员无重大变动，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。2018 年，公司实现营业收入 200.93 亿元，较上年增长 12.15%，主要系公司营业规模扩大收入增长所致；公司净利润 0.80 亿元，较上年下降 58.91%，主要系公司期间费用增加和投资收益大幅减少所致。

从收入构成来看，2018 年，公司实现主营业务收入 180.14 亿元，占营业收入的 89.65%，主营业务突出，其中超市和百货业务为公司主营业务收入的主要来源。2018 年，公司超市业务营业收入为 108.45 亿元，较上年增长 5.86%，主要系公司坚持密集开店的发展策略，超市业务规模扩张所致；公司百货业务营业收入 40.90 亿元，较上年稍有增长；公司家电业务营业收入 11.59 亿元，较上年下降 4.53%；批发业务营业收入 1.78 亿元，较上年下降 40.27%，主要系因经营调整需要，减少低效品牌的批发运营所致；公司其他业务主要包括物流、广告及部分自建物业配套的房地产对外销售收入等，规模较小。

从毛利率来看，2018 年，公司超市业务和百货业务毛利率分别为 17.66%和 15.18%，较上年分别提升 0.26 个百分点和 0.16 个百分点。家电业务的毛利率 10.31%，较上年也有小幅提升；受公司批发业务收入下降较快的影响，公司批发业务毛利率下降 6.69 个百分点至 7.38%；公司其他业务毛利率较高，由于规模较小，对公司整体盈利能力影响有限。受以上因素综合影响，2018 年公司主营业务毛利率 17.45%，较上年提高 1.91 个百分点。

表 1　2017~2018 年公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
超市	102.45	62.16	17.40	108.45	60.20	17.66
百货	39.92	24.22	15.02	40.90	22.71	15.18
家电	12.14	7.36	8.79	11.59	6.43	10.31
批发	2.98	1.81	14.07	1.78	0.99	7.38
其他[1]	7.34	4.45	4.18	17.43	9.67	27.23
合计	**164.82**	**100.00**	**15.54**	**180.14**	**100.00**	**17.45**

资料来源：公司提供
注：1.公司其他业务主要包括物流、广告及部分自建物业配套的房地产对外销售收入等，因收入规模较小，故进行合并统计。

2019 年 1~3 月，公司营业务收入 56.83 亿元，较上年同期增长 3.25%，新开门店增多，经营规模扩大，巩固区域市场份额所致；净利润 1.08 亿元，较上年同期增长 15.08%，主要系公司业务收入规模增长及管理效率提升，期间费用减少所致。

总体看，2018年，公司超市和百货两大业务板块收入规模均有所增长，家电和批发业务板块收入规模稍有减少；公司主营业务毛利率有所提高。

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、广西和四川等。2018 年，随着超市门店数量增加，公司超市板块实现营业收入 108.45 亿元，较上年增长 5.86%；毛利率为 17.66%，较上年提高 0.26 个百分点。

截至 2018 年底，公司超市业态拥有门店 327 家（包括大卖场、综合超市及家电店），其中大卖场 248 家、综合超市 38 家和家电店 41 家。

从分布区域来看，目前公司超市门店主要集中在湖南省、广西省和江西省的二、三线城市。截至 2018 年底，公司超市的湖南省门店 212 家，江西省门店 29 家，广西省门店 63 家，四川省门店 23 家；净营运面积合计达 118.17 万平方米。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 2018 年底，超市拥有会员 1,249.25 万人，会员销售占比近 60.00%，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，2018 年 1,156 万人，较上年增长 0.26%。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　2017~2018年公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

区域	2017 年底			2018 年底		
	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
湖南	131	34	23	151	34	27
江西	24	1	--	27	2	--
重庆	8	--	--	--	--	--
广西	46	--	14	49	--	14
四川	18	2	--	21	2	--
合计	227	37	37	248	38	41
净营运面积	**1005,657.00**	**66,427.00**	**85,995.00**	**1,048,261.00**	**66,654.00**	**66,762.00**
月均客流量	**1,153.00**			**1,156.00**		

资料来源：公司提供

近两年，受公司家电品类业务结构调整的影响，公司家电业务收入有所波动，2018 年，公司家电业务实现收入 11.59 亿元，较上年下降 4.53%；毛利率 10.31%，较上年提高 1.52 个百分点。公司 2018 年新增 4 家家电独立经营门店，非独立经营门店数量减少 5 家，公司继续巩固在湖南、广西地区商品零售行业的领先地位。

表3　2017~2018年家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2017 年底	2018 年底
独立经营门店数量	37	41
超市连带经营门店数量	46	41
净营运面积	121,208.00	98,825.58

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，截至 2018 年底，公司超市自有门店占比 9.44%，租赁物业占比 90.56%；家电自有门店占比 26.83%，租赁物业占比 73.17%。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一般为 15~20 年，租赁价格涨幅在租赁合同中明确体现，每 3~5 年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。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一定租金上涨压力和续租风险。

总体看，2018 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，未来面临一定的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。

2018 年，公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 8.63 亿元，占超市业务总采购额的比重为 6.27%，较上年下降 1.46 个百分点，集中度仍较低。

表 4　2017~2018 年公司超市业务前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

	供应商	采购金额	占超市板块总采购额比重
2017 年	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**
2018 年	福建恒安集团厦门商贸有限公司	24,761.02	1.80
	益海嘉里食品营销有限公司	18,093.00	1.31
	宝洁（中国）营销有限公司	15,239.70	1.11
	监利县新田园食品有限公司	14,596.87	1.06
	广州立白企业集团有限公司	13,603.23	0.99
	合计	**86,293.82**	**6.27**

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送等三种方式，2018 年，这三种配送方式分别占总采购额的 61.10%、29.14%和 9.76%。

截至 2018 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。2018 年，公司物流中心月均吞吐量 9.12 万吨，储存货物金额 3.47 亿元，商品配送金额达 68.90 亿元。

总体看，公司采购方式灵活多样，2018 年前五大供应商集中度仍较低；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，线下百货业务主要有三种形态店面：步步高广场店、流行百货店和生活广场店，2018 年步步高数字化运营百货业态发展方向为智慧停车（整合入口）、商户会员整合营销、商务卡推广。截至 2018 年底，公司百货店共拥有会员 348.64 万人，会员消费总额为 40.66 亿元，销售占比为 84.97%。截至 2019 年 3 月底，公司拥有百货门店 53 家，主要分布在湖南省、江西省、广西省、四川省和重庆市。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2001.09	自有
	永州	2009.12	租赁
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	吉首	2014.01	租赁
	合川	2015.01	租赁
	郴州	2016.1	自有
	长沙	2016.6	自有
	攸县	2016.11	租赁
	湘潭	2015.11	自有
	泸州	2017.12	自有
	贵港	2017.12	自有
	岳阳	2017.12	自有
	赣州	2019.01	自有
流行百货店	新余	2009.05	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁
	绵阳	2008.11	租赁
	乐山	2013.01	租赁
	资中	2004.12	租赁
	资阳	2014.01	租赁
	广汉	2012.09	租赁
	江油	2007.12	租赁
	自贡	2017.01	租赁
	江油	2010.11	租赁
	宜宾	2009.05	租赁
	自贡	2007.03	租赁
	永川	2013.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	桂林	2005.09	自有+租赁
	柳州	2006.08	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	湘潭	2004.01	自有
	娄底	2005.09	自有
	娄底	2013.09	自有
	邵阳	2003.01	租赁
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.01	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	株洲	2008.05	租赁
	张家界	2012.05	租赁

	耒阳	2012.09	租赁
	湘潭	2014.09	租赁
生活广场	武冈	2010.01	自有
	湘潭	2013.11	自有
	湘潭	2016.09	自有
	长沙	2013.03	租赁
	长沙	2017.01	租赁
	湘潭	2018.08	自有
	长沙	2018.12	租赁

资料来源：公司提供

2018 年公司百货板块前 5 大供应商采购额共计 4.50 亿元，占百货业务总采购额的比重为 10.33%，较上年下降 0.50 个百分点，集中度仍较低。

表 6　2017~2018 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
2017 年	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**
2018 年	深圳市福瑞贸易有限公司	10,201.87	2.34
	张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	10,089.14	2.31
	深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9,548.89	2.19
	绫致时装销售（天津）有限公司	7,910.94	1.82
	百丽鞋业（长沙）有限公司	7,277.03	1.67
	合计	**45,027.87**	**10.33**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司百货门店仍以租赁为主，门店租赁占比为 65.38%，自持物业占比 34.62%。

净营运面积方面，2018 年，公司百货门店租赁面积增长 1.41%至 70.99 万平方米，自有面积增长 2.22%至 80.94 万平方米。

租赁门店方面，公司百货店面租赁期为 15~20 年，且多为 2020~2030 年到期，每 3~5 年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。2018 年，公司百货业态平均租金由月均 36.75 元每平方米上涨至 38.24 元每平方米，主要系百货处于城市核心区域，平均价格持续上涨所致；月均客流量较上年相对稳定。

表 7　2017~2018 年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	2017 年	2018 年
租赁面积	70.00	70.99
自有面积	79.18	80.94
月均客流量	74.18	74.21
平均租金	36.75	38.24

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，月均客流量较上年相对稳定。

4．在建及拟建项目

截至 2019 年 3 月底，公司在建、拟建工程 7 项，主要为自建和新开门店项目，计划投资总额 59.70 亿元，已完成投资金额 13.35 亿元，尚需投资 46.35 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　截至 2019 年 3 月底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 2019 年 3 月底投资	计划投资金额			建设进度
			2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年	
步步高摩尔城项目	163,000.00	66,370.77	6,979.23	32,600.00	57,050.00	40.72
荷塘项目	60,000.00	8,023.50	9,976.50	39,000.00	3,000.00	13.37
南城百货总部大楼	32,680.00	25,440.90	7,239.10	-	-	77.85
邵阳项目	47,500.00	6,345.56	19,779.44	19,000.00	2,375.00	13.36
金陵物流园	37,800.00	8,804.66	6,315.34	11,340.00	11,340.00	23.29
怀化项目	100,000.00	5,688.82	4,311.18	40,000.00	50,000.00	5.69
新开门店项目	156,000.00	12,853.32	39,346.68	52,000.00	51,800.00	8.24
合计	**596,980.00**	**133,527.53**	**93,947.47**	**193,940.00**	**175,565.00**	22.37

资料来源：公司提供

总体看，公司在建、拟建项目完成后，公司商业物业规模将进一步扩大，但其规模及尚需投资金额较大，后期公司面临着较大的资金支出压力。

5．重要事项

（1）公司收购家润多超市

2018 年 11 月，步步高启动湖南知名超市家润多资产收购项目，并于 2019 年 1 月 11 日签订资产转让协议，收购家润多旗下 22 家门店资产及经营权，家润多门店主要分布在长沙、益阳、常德、衡阳、郴州等各地市主城区成熟商圈，重新开业后将变成步步高门店。截至本报告出具日，公司已有 18 家门店资产及经营权完成交割，并支付款项，18 家门店中已开业 15 家。

总体看，公司高质量高密度布局，有助于企业规模效应和成本优化，公司收购湖南家润多超市门店网络与公司的门店布局具有互补性，并且大幅减少公司门店拓展的时间成本与资源投入，进一步扩大公司在湖南地区的规模优势、品牌优势，提升持续盈利能力及综合竞争力。

（2）公司与金融机构战略合作

2019 年 2 月 14 日，步步高、步步高集团与湖南省资产管理有限公司（以下简称“湖南资产管理”）在湖南财信金融控股集团达成战略合作关系，签订了《战略合作框架协议》。湖南资产管理作为财信金控集团的全资子公司，将其现有业务资源整合，积极与步步高和步步高集团对接，并充分利用财信金控集团的全金融牌照业务优势，根据步步高对金融服务的需求为其在产业整合、并购投资、资产管理、流动性支持等方面提供全面支持和协作，为步步高的发展提供基金投资、资金融通、证券、保险、信托、财务咨询等综合金融服务。

总体看，公司及上市子公司与湖南资产管理的合作将发挥各自业务领域优势，建立金融机构

与实体企业之间战略合作模式，实现互惠共赢。

（3）腾讯、京东入股步步高

2018 年 2 月 14 日，腾讯、京东战略入股公司控股子公司步步高并签署重大战略合作协议，步步高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。林芝腾讯科技有限公司（以下简称“林芝腾讯”）和、江苏京东邦能投资管理有限公司（以下简称“京东邦能”分别为步步高第三和第五大股东，步步高集团仍为步步高控股股东，持股比例变更为 34.99%，王填先生仍为步步高实际控制人。

此次腾讯、京东战略入股步步高，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，进一步提高步步高的核心竞争力，和推动公司实现数据驱动的线上线下融合新零售企业转型。

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

公司将把有机增长与高效协同作为发展策略，坚持立足于中小城市的发展策略、密集式开店形成的网络布局优势、供应链整合优势、多业态、跨区域经营的优势，以及在继续发挥上述优势

的基础上，积极推进数字化转型，加速线上线下融合，致力于成长为中国领先的全渠道多业态商业服务商。对于线下业务，公司将着力加强内部管理，提高已有门店的内生增长，同时努力开拓市场，提高公司的外延增长；对于线上业务，公司已与腾讯和京东签署战略合作协议，向由数据驱动，线上线下深度融合的新零售企业转型。

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 2018 年财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2019 年一季度财务报告未经审计。公司执行财政部 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对企业财务报表格式进行相应调整，并对该项会计政策变更涉及的报表项目进行了追溯调整。

从合并报表范围变化情况来看，2018 年公司合并范围内子公司共 12 家，较上年增加 4 家子公司，减少 1 家子公司。公司主营业务范围未发生显著变化，合并报表数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 301.35 亿元，负债合计 223.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 26.08 亿元。2018 年，公司实现营业收入 200.93 亿元，净利润（含少数股东损益）0.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.26 亿元；经营活动现金流量净额 2.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.86 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 313.34 亿元，负债合计 234.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 25.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 56.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.17 亿元；经营活动现金流量净额 6.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.55 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产为 301.35 亿元，较年初增长 14.68%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占 30.25%，非流动资产占 69.75%，资产结构较上年变化不大。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 91.15 亿元，较年下降 16.46%，主要系货币资金和存货减少所致；主要由货币资金（占比 17.27%）、预付款项（占比 12.58%）、其他应收款（合计）（占比 8.45%）、存货（占比 51.03%）和其他流动资产（占比 8.18%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 15.74 亿元，较年初下降 47.66%，主要系公司业务规模扩大及投资活动的现金支出增加所致。公司的货币资金主要由银行存款（占比 66.04%）、库存现金（占比 4.68%）和其他货币资金（占比 29.29%）构成。其中，货币资金余额中受限货币资金为 4.02 亿元，受限比例 25.55%，受限规模较大。

截至 2018 年底，公司预付款项为 11.47 亿元，较年初增长 57.13%，主要系预付门店租金增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）为 7.70 亿元，较年初下降 38.16%，主要系公司往来款收回所致。其中，应付利息占比 1.61%，全部为发放贷款利息；公司其他应收款占比 98.39%，主要为往来拆借款、租赁定押金和押金及保证金。公司采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收

款为 6.70 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 47.33%、1~2 年的占 46.08%，1 年以上占比较高。公司累计计提坏账准备 0.74 亿元，计提比例 8.77%。公司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 30.50%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司存货为 46.51 亿元，较年初下降 7.12%，主要系开发产品售卖所致。公司存货主要由库存商品（占比 47.70%）、开发产品（占比 1.42%）和开发成本（占比 49.88%）构成。2018 年，公司当年计提存货跌价准备 419.47 万元，全部为计提库存商品跌价准备。由于存货规模较大，存货价值波动，公司可能面临一定的存货跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值为 7.46 亿元，较年初增长 6.43%，主要系公司待抵扣进项税额和一年内到期的发放的个人贷款和企业贷款增加所致。公司其他流动资产主要以待抵扣进项税额（占比 38.99%）和短期贷款（占比 55.71%）为主。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 210.20 亿元，较年初增长 36.79%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 29.26%）、固定资产（占比 28.00%）、在建工程（占比 5.11%）、无形资产（占比 8.92%）、长期待摊费用（占比 7.80%）和其他非流动资产（占比 13.22%）构成。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 61.51 亿元，较年初增长 10.16 倍，主要系固定资产和无形资产转入及投资性房地产公允价值变动所致。截至 2018 年底，公司用于银行借款抵押的投资性房地产占比 42.87%，受限比例高。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 58.85 亿元，较年初下降 11.59%，主要系公司将部分对外出租的固定资产转投资性房地产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 90.27%）和机器设备（占比 8.26%）等构成；公司计提累计折旧 20.13 亿元，固定资产成新率为 76.33%，成新率尚可。截至 2018 年底，公司用于银行借款抵押的固定资产占比 19.24%，受限比例一般。

截至 2018 年底，公司在建工程 10.74 亿元，较年初下降 31.55%，主要系公司的云通城市共同配送平台项目、梅溪湖项目和怀化项目等其他在建工程转入固定资产所致。公司在建工程主要包括南城百货总部大厦（2.52 亿元）、九华项目（6.32 亿元）、金陵物流园（0.62 亿元）、荷塘项目（0.74 亿元）、邵阳步步高新天地（0.39 亿元）等其他工程。截至 2018 年底，公司用于银行借款抵押的在建工程占比 12.13%，受限比例一般。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 18.75 亿元，较年初下降 10.50%，主要系公司土地使用权转入投资性房地产所致。公司无形资产主要由土地使用权（占比 90.44%）和软件（占比 7.96%）等组成，累计摊销 2.88 亿元。截至 2018 年底，公司用于银行借款抵押的无形资产亿元占比 21.71%，受限比例一般。

截至 2018 年底，公司长期待摊费用为 16.39 亿元，较年初增长 15.15%，主要系公司为提升形象增加对经营租入固定资产的改良支出费用增加所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 27.80 亿元，较年初增长 87.92%，主要系公司预付工程款、装修款、购房款和预付土地出让金及土地招拍挂保证金增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产总额为 52.17 亿元，占总资产比例 17.31%，公司资产受限比率较高。

表 9　截至 2018 年底公司所有权或使用权受到限制资产情况（单位：万元）

科　目	期末账面价值	受限原因
货币资金	40,209.62	受限定期存款 95,000,000.00 元，银行承兑汇票及贷款保证金 307,096,196.50 元
投资性房地产	263,745.13	用于银行借款抵押

固定资产	113,229.73	用于银行借款抵押
无形资产	24,916.71	用于银行借款抵押
在建工程	63,263.53	用于银行借款抵押
其他	16,298.37	公司将持有子公司步步高商业连锁股份有限公司（股票代码为 002251.SZ）162,983,695.00 股份质押用于取得银行借款
合 计	**521,663.09**	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额合计 313.34 亿元，较年初增加 3.98%。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 29.98%和 70.02%，非流动资产占比有所提高。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长；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，对资金形成占用；公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债为 223.84 亿元，较年初增长 13.84%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 75.06%，非流动负债占比 24.94%，较年初变化不大。

流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债合计 168.02 亿元，较年初增长 16.09%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增长所致。公司流动负债以短期借款（占比 35.82%）、应付票据及应付账款（占比 31.77%）、预收款项（占比 7.40%）和其他应付款（合计）（占比 17.02%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 60.18 亿元，较年初增长 45.61%，主要系公司新开门店，银行借款增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占比 28.85%）、抵押借款（占比 42.87%）、保证借款（占比 22.60%）和质押借款（占比 5.68%）。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 53.39 亿元，较上年增长 36.71%，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；其中，应付票据占比 17.58%，应付账款占比 82.42%。截至 2018 年底，公司应付票据主要由银行承兑汇票（占比 75.59%）和商业承兑汇票（占比 24.41%）构成；应付账款全部为应付采购款。

截至 2018 年底，公司预收款项为 12.43 亿元，较年初下降 17.08%，主要系预收房屋销售款减少所致；预收账款账龄主要集中在 1 年以内。公司预收款项主要由货款（占比 92.14%）和房屋销售款（占比 7.40%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）28.59 亿元，较年初增长 29.39%，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。其中，应付利息（占比 2.62%）、应付股利（占比 0.15%）和其他应付款（占比 97.22%）；其他应付款主要由工程设备款（占 62.25%）、预提费用（占比 13.20%）、押金、保证金（占比 12.69%）和拆借款（占比 8.88%）构成。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债为 55.81 亿元，较年初增长 7.58%，主要系递延所得税增长所致；非流动负债主要以长期借款（占比 44.01%）、应付债券（占比 44.25%）和递延所得税负债（占比 10.05%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款为 24.57 亿元，较年初增长 7.00%，主要系新增银行抵押借款所致；长期借款由抵押借款（占比 73.66%）、质押借款（占比 6.11%）、保证借款（占比 3.95%）和信用借款（占比 16.28%）。截至 2018 年底，公司长期借款余额中，2020 年到期金额为 6.22 亿

元，2021 年到期金额 2.22 亿元，2022 及以后到期金额为 1.50 亿元。公司 2020 年到期的长期借款占比较大，存在一定集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 24.70 亿元，较年初下降 10.83%，主要系私募债券和债权融资计划减少所致。其中，应付债券于 2019 年到期的为 0.50 亿元，2020 年到期的为 8.20 亿元，2021 年到期的为 17.00 亿元。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 5.61 亿元，较年初增长 31.94 倍，主要系公司投资性房地产公允价值变动形成应纳税暂时性差异所致。

全部债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 128.96 亿元，较年初增长 4.07%，其中短期债务为 79.69 亿元，较年初增长 8.78%，占比 61.80%；长期债务为 49.27 亿元，较年初下降 2.75%；短期债务占比仍较高，债务结构有待改善。从债务指标来看，截至 2018 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 74.28%、62.46%和 38.86%，分别较年初下降 0.55 个百分点、2.74 个百分点和 4.51 个百分点，债务负担仍很重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计为 234.77 亿元，较年初增长 4.88%，其中流动负债占比 79.00%，非流动负债占比 21.00%，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 74.92%、61.16%和 35.11%，较年初均有所下降。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，整体债务负担仍很重；公司短期债务占比仍较高，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 2018 年底，公司所有者权益合计 77.51 亿元，较年初增长 17.17%，主要系新增其他综合收益所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 26.08 亿元（占比 33.65%），少数股东权益合计 51.43 亿元（占比 66.35%）。归属于母公司所有者权益中实收资本占比 4.51%、资本公积占比 63.55%、其他综合收益占比 22.50%、盈余公积占比 2.28%、未分配利润占比 7.12%。截至 2018 年底，公司股本和盈余公积较年初无变化；资本公积 16.58 亿元，较年初增长 22.96%，主要系公司处置步步高的部分股权溢价和同一控制下合并步步高西南置业有限公司支付溢价所致；公司新增其他综合收益 5.87 亿元，主要系自用固定资产转投资性房地产并采用公允价值计量所致；其他权益工具已全部偿还；未分配利润 18.57 亿元，较年初下降 12.39%，主要系公司利润减少所致。

总体看，2018 年底，公司所有者权益有所增长，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

2018 年，公司实现营业收入 200.93 亿元，较上年增长 12.15%，主要系公司营业规模扩大收入增长所致；公司营业成本 153.55 亿元，较上年增长 8.50%，增幅略低于营业收入。公司净利润 0.80 亿元，较上年下降 58.91%，主要系公司期间费用增加和投资收益大幅减少所致。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用 44.08 亿元，较上年增长 19.78%；其中，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用分别占比 76.30%、11.64%、11.86%和 0.20%。2018 年公司销售费用 33.64 亿元，较上年增长 11.00%，主要系广告及宣传费增加所致；管理费用 5.13 亿元，较上年增长 50.45%，主要系职工薪酬及福利费和税增长所致；财务费用 5.23 亿元，较上年增长 71.63%，主要系公司扩大融资规模，有息债务增加所致；研发费用 0.09 亿元，较上年增长 104.42%，主要系公司对云通物流全自动立体仓、云通物流 B2B 湘潭仓规划等项目的研发费用投资增加所致。2018 年，公司费用收入比为 21.94%，较上年上升 1.40 个百分点，费用控制能力有待提升。

2017~2018 年，公司投资收益分别为 2.69 亿元和 0.05 亿元，占营业利润的比重分别为 76.75%和 2.77%，主要系 2017 年公司处置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的投资收益基数较大所致；2017~2018 年，公允价值变动收益分别为 0.63 亿元和 0.54 亿元，占营业利润的比重分别为 17.89%和 27.24%；投资收益和公允价值变动收益对公司利润影响较大。

盈利指标方面，2018 年，公司营业利润率 22.52%，较上年提高 2.23 个百分点。公司总资本收益率为 3.23%，较上年提升 0.38 个百分点；总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.60%和 1.11%，较上年分别下降 0.05 个百分点和 1.83 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入、营业利润和净利润分别为 56.83 亿元、1.73 亿元和 1.08 亿元分别较上年同期增长 3.25%、15.05%和 15.08%。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长；期间费用对利润侵蚀严重，公司利润对投资收益和公允价值变动依赖程度大。公司整体盈利能力有待提升。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，经营活动现金流入为 224.27 亿元，较上年增长 5.33%，主要系营业收入规模的扩大所致；公司经营活动现金流出 221.66 亿元，较上年增长 5.17%，主要系支付的销售费用和管理费用增加所致。受上述因素影响，2018 年公司经营活动现金流量净额为 2.61 亿元，较上年增长 20.17%；公司现金收入比为 110.72%，较上年下降 6.93 个百分点，收入实现质量仍处于较高水平。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 21.37 亿元，较上年下降 27.07%，主要系 2017 年公司处置子公司湖南汇米巴商业管理有限公司收到现金净额基数较大所致；公司投资活动现金流出 31.26 亿元，较上年增长 26.29%，主要系公司自建商业物业投入和购建固定资产、无形资产、其他长期资产支付的现金和购买理财支出的现金增长所致。受上述因素影响，2018 年公司投资活动现金流量净额为-9.90 亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 83.64 亿元，较上年增长 12.70%，主要系公司借款规模增加所致；公司筹资活动现金流出 90.23 亿元，较上年增长 27.46%，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，2018 年公司筹资活动现金流量净额为-6.59 亿元，由净流入转为净流出，存在较大的外部融资需求。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 6.99 亿元，仍保持净流入状态；投资活动现金流量净额为-4.84 亿元；筹资活动现金流量净额为 3.40 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流净额有所下降，但仍为净流入状态，收入实现质量仍较好；公司投资活动现金净流出规模有所扩大，由净流入转为净流出状态；筹资活动现金流由净流入转为净流出，公司存在较大的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别由上年的 0.75 倍和 0.41 倍下降至 0.54 倍和 0.27 倍，流动资产、速动资产对流动负债覆盖程度较弱；现金短期债务比由上年的 0.42 倍下降至 0.20 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 15.48 亿元，较上年增长 14.25%，主要由折旧（占比 23.90%）、摊销（占比 28.64%）、计入财务费用的利息支出（占比 36.27%）和利

润总额（占比 11.19%）构成；公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.08 倍上升至 2.35 倍，EBITDA 对利息覆盖水平较高；EBITDA 全部债务比由上年的 0.11 倍上升至 0.12 倍，较上年稍有提升，EBITDA 对全部债务覆盖水平仍较弱，总体看，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2018 年底，公司合并范围内无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 169.79 亿元，尚未使用额度为 69.62 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司为上市公司，具备直接融资渠道。

根据机构信用代码为 G1043030400033710E 的人民银行征信报告，截至 2019 年 4 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，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司的区域竞争力较强，融资渠道畅通，过往履约情况良好，公司整体偿债能力仍很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 25.52 亿元，约为“16 步高 01”、“16 步高 02”和“17 步高 01”待偿本金合计（10.70 亿元）的 2.38 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 78.57 亿元，约为“16 步高 01”、“16 步高 02”和“17 步高 01”待偿本金合计（10.70 亿元）的 7.34 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”和“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，2018 年，公司 EBITDA 为 15.48 亿元，约为“16 步高 01”、“16 步高 02”和“17 步高 01”待偿本金合计（10.70 亿元）的 1.45 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 224.27 亿元，约为“16 步高 01”、“16 步高 02”和“17 步高 01”待偿本金合计（10.70 亿元）的 20.96 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，公司对“16 步高 01”、“16 步高 02”和“17 步高 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

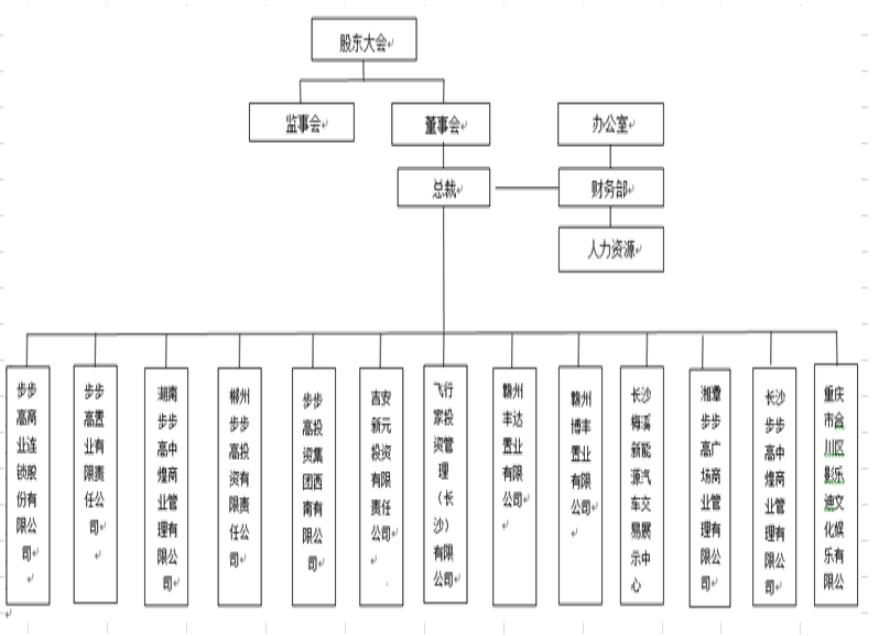
跟踪期内，公司作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度和经营规模等方面仍然具有一定的竞争优势。2018年，公司整体经营情况良好，新开门店数量增加，资产规模与营业收入稳定增长，经营活动现金流保持净流入。同时，联合评级也关注到零售行业竞争激烈、公司面临租金上涨压力和续租不确定性风险、期间费用对利润侵蚀严重、公司利润对非经营性收益依赖程度较高、整体债务负担重且存在集中偿付压力以及所有者权益结构稳定性较弱等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着门店扩张和数字化运营模式的成熟，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升，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，评级展望为“稳定”；同时维持“16步高01”、“16步高02”和“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

组织结构图



附件 2　步步高投资集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	238.16	262.78	301.35	313.34
所有者权益（亿元）	65.62	66.15	77.51	78.57
短期债务（亿元）	62.42	73.26	79.69	81.20
长期债务（亿元）	48.12	50.66	49.27	42.51
全部债务（亿元）	110.54	123.92	128.96	123.71
营业收入（亿元）	165.83	179.16	200.93	56.83
净利润（亿元）	1.06	1.94	0.80	1.08
EBITDA（亿元）	11.87	13.55	15.48	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	2.18	2.61	6.99
应收账款周转次数（次）	78.18	78.98	113.51	--
存货周转次数（次）	2.88	2.98	3.18	--
总资产周转次数（次）	0.73	0.72	0.71	0.18
现金收入比率（%）	116.23	117.65	110.72	111.59
总资本收益率（%）	2.34	2.85	3.23	--
总资产报酬率（%）	2.08	2.66	2.60	--
净资产收益率（%）	1.77	2.94	1.11	1.39
营业利润率（%）	20.61	20.28	22.52	22.81
费用收入比（%）	19.73	20.54	21.94	20.01
资产负债率（%）	72.45	74.82	74.28	74.92
全部债务资本化比率（%）	62.75	65.20	62.46	61.16
长期债务资本化比率（%）	42.31	43.37	38.86	35.11
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	2.08	2.35	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.11	0.12	--
流动比率（倍）	0.75	0.75	0.54	0.51
速动比率（倍）	0.39	0.41	0.27	0.27
现金短期债务比（倍）	0.34	0.42	0.20	0.31
经营现金流动负债比率（%）	1.67	1.50	1.56	3.77
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.11	1.27	1.45	--

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、公司其他流动负债中短期融资券计入短期债务及相关指标核算；3、2019 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 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本次-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 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。