信用等级公告

联合〔2020〕2824 号

联合资信评估有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 步步高 MTN001”“19 步步高 MTN002”“20 步步高（疫情防控债）MTN001”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

二〇二〇年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

步步高投资集团股份有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
步步高投资集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 步步高 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 步步高 MTN002	AA	稳定	AA	稳定
20 步步高（疫情防控债）MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 步步高 MTN001	3 亿元	3 亿元	2022/03/01
19 步步高 MTN002	1 亿元	1 亿元	2022/03/18
20 步步高（疫情防控债）MTN001	7 亿元	7 亿元	2023/03/03

注：上述债券期限均为 3（2+1）年

评级时间：2020 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
零售企业信用评级方法	V3.0.201907
零售企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业之一，在区域地位、市场规模及品牌知名度等方面具备综合竞争优势。跟踪期内，公司持续加大超市门店铺设力度，湖南地区优势地位不断巩固，跨区域扩张持续进行，多家自有百货物业开业，营业收入稳步提升。2020年4月，步步高集团完成战略入股重庆商社（集团）有限公司（以下简称“商社集团”），持有商社集团10%股权，此次通过入股商社集团，有望借助商社集团资源，赋能川渝地区业务，实现业务协同发展。同时，联合资信也关注到零售行业竞争激烈，公司主业盈利增长承压，期间费用对利润侵蚀严重，整体债务负担重以及自有物业集中建设带来筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。未来，随着门店扩张和数字化运营模式的成熟，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“19步步高MTN001”“19步步高MTN002”“20步步高（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **区域市场占有率高，品牌优势明显。**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. **超市门店和收入持续增长。**跟踪期内，公司通过收购及新设门店的方式加大超市铺设力度，以湖南市场为核心，同时向周边省域扩张，湖南地区优势地位不断巩固，超市业务收入规模持续增长。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
未来发展：公司坚持密集开店的发展战略，区域龙头地位不断巩固，跨区域扩张持续进行，未来市场规模有望进一步扩大				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：徐 璨 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

3. **完成入股商社集团，业务格局不断扩大。**2020 年 4 月，步步高集团完成战略入股商社集团，持有商社集团 10%股权，通过此次入股商社集团，有望借助商社集团资源，赋能川渝地区业务，实现业务上的协同发展。

4. **跟踪期内，公司本部债务规模持续下降。**近年来，步步高集团将所持部分物业资产转让至上市公司，相应债务同时转移，本部资金实力及资产流动性得到一定提升。

5. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力强。

关注

1. **行业增速放缓。**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. **主业利润下滑，盈利承压。**跟踪期内，公司门店数量及业务规模扩张速度快，短期由于新门店培育，收购门店整合等相关费用拖累，期间费用对利润侵蚀严重，主业盈利承压。

3. **债务期限与资产回收期不匹配程度高。**近年来，公司房地产持续投入带动债务负担加重，地产投资周期长，公司债务期限与资产回收期不匹配程度高。

4. **公司债务负担重，百货业务未来投入规模大或将进一步推升债务规模。**公司有息债务规模持续增长，债务负担重且短期债务占比高；受限资产规模大，资产流动性弱，公司短期偿债压力大。公司百货业务自有物业未来投资规模大，公司面临较大资本支出压力及资金周转压力。

5. **新冠疫情对公司百货业影响较大。**2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，零售业部分经营门店受到暂停营业、客流量和收入减少、安全和维护成本上升等不利因素影响，联合资信将持续关注公司经营变动情况。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.07	15.78	22.35	31.31
资产总额(亿元)	262.66	301.35	330.72	337.67
所有者权益(亿元)	66.06	77.51	76.04	76.55
短期债务(亿元)	73.26	79.69	118.44	124.07
长期债务(亿元)	50.66	49.27	36.34	43.09
全部债务(亿元)	123.92	128.96	154.78	167.16
营业收入(亿元)	179.16	200.93	207.41	56.11
利润总额(亿元)	2.28	1.73	0.04	0.62
EBITDA(亿元)	12.64	15.48	15.51	--
经营性净现金流(亿元)	2.16	2.61	7.57	6.03
营业利润率(%)	20.18	22.52	23.54	21.60
净资产收益率(%)	1.69	1.03	-0.46	--
资产负债率(%)	74.85	74.28	77.01	77.33
全部债务资本化比率(%)	65.23	62.46	67.06	68.59
流动比率(%)	75.39	54.25	48.03	48.28
经营现金流动负债比(%)	1.49	1.56	3.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.81	8.33	9.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.35	2.06	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	94.20	88.21	69.04	77.85
所有者权益(亿元)	11.75	4.98	5.49	5.37
全部债务(亿元)	76.33	62.54	52.78	59.93
营业收入(亿元)	0.38	0.40	0.33	0.09
利润总额(亿元)	1.92	0.05	1.22	-0.12
资产负债率(%)	87.53	94.35	92.05	93.11
全部债务资本化比率(%)	86.66	92.62	90.58	91.78
流动比率(%)	148.90	95.44	82.18	91.68
经营现金流动负债比(%)	-1.43	-0.61	-0.20	--

注：1. 2020 年 1－3 月财务数据未经审计；2. 合并口径其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，合并口径长期应付款中有息债务已计入长期债务；3. 2017 年底所有者权益包含 7 亿元永续中期票据

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 步步高 MTN001	AA	AA	稳定	2020/2/11	刘嘉敏王喜梅	零售企业信用评级方法（V3.0.201907） 零售企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 步步高 MTN001、19 步步高 MTN002	AA	AA	稳定	2019/7/24	刘嘉敏王喜梅	零售企业企业信用评级方法（2018 年） 零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 步步高 MTN002	AA	AA	稳定	2019/3/7	景雪刘嘉敏王喜梅	零售企业企业信用评级方法（2018 年） 零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 步步高 MTN001	AA	AA	稳定	2018/8/2	景雪刘嘉敏王喜梅	零售企业企业信用评级方法（2018 年） 零售行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

步步高投资集团股份有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、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），注册资本为 50.00 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），注册资本为 11767.00 万元。2009 年公司更为现名。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 100000.00 万元，其中控股股东自然人王填持股比例 69.96%；实收资本 11767.00 万元，自然人王填持股 8232.40 万股，占比 69.96%；其他股东合计持股 3534.60 万股，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 2020 年 3 月底，公司对其持股比例为 34.99%（质押比例为 53.93%），公司为步步高股份的控股股东，王填先生为步步高股份的法定代表人和实际控制人。

公司属零售批发行业。经营范围：以自有合法资产进行商业、股权的投资；投资及财务咨询服务（不含金融、证券、期货咨询）；企业管理咨询服务；房地产信息咨询服务；商务信息咨询服务；商务代理代办服务；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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 330.72 亿元，所有者权益合计 76.04 亿元（含少数股东权益 51.94 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 207.41 亿元，利润总额 0.04 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 337.67 亿元，所有者权益合计 76.55 亿元（含少数股东权益 52.63 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 56.11 亿元，利润总额 0.62 亿元。

公司注册地址：长沙高新开发区枫林三路 1083 号步步高梅溪商业中心 A 区 1301；法定代表人：张海霞。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

跟踪期内，由联合资信评级的公司存续债券为“19 步步高 MTN001”“19 步步高 MTN002”和“20 步步高（疫情防控债）MTN001”，期限均为 2+1 年，跟踪期内，公司按时付息。截至本报告出具日，上述债券募集资金已按规定用途使用完毕。

表 1　公司存续期内债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	行权日	到期兑付日
19 步步高 MTN001	3.00	3.00	2019/03/01	2021/03/01	2022/03/01
19 步步高 MTN002	1.00	1.00	2019/03/18	2021/03/18	2022/03/18
20 步步高（疫情防控债）MTN001	7.00	7.00	2020/03/03	2022/03/03	2023/03/03

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分

别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项

目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 商业零售业

2019 年，伴随着消费需求、消费渠道、消费方式的转变以及电商红利期的退潮，零售额增速进一步放缓。网络零售业态对实体零售业态的冲击仍在持续，随着实体零售企业调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，电商企业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零售业的发展趋势。2020 年一季度，零售行业受新冠疫情影响较大，随着疫情逐步得到控制，部分被推迟的消费逐渐恢复。

零售业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，2019 年，中国社会消费品零售总额 411649 亿元，同比增长 8.0%，增速比上年进一步放缓。按经营单位所在地分，2019 年，城镇消费品零售额 351317 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 0.9 个百分点；乡村消费品零售额 60332 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 1.1 个百分点。按消费类型分，2019 年，餐饮收入 46721 亿元，同比增长 9.4%，增速较上年基本持平；商品零售 364928 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 1.0 个百分点。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。面对“千店一面”的同质化竞争、网络零售的消费分流、消费需求升级转变等不利形势，近年来流通领域供给侧改革和结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型过程中，不同业态增速明显分化。按零售业态分，2019 年，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.5%、1.4%、3.2%和 1.5%，超市和专业店销售的增速优于百货店和专卖店的销售增速；但各个业态增速普遍放缓，实体零售企业面临较大压力。

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。截至 2020 年 3 月底，中国网络购物用户规模达 7.10 亿，较 2019 年底增长 16.4%，占网民整体的 78.6%。2019 年，全年实物商品网上零售额为 85239 亿元，按可比口径计算，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点，与其他国家相比，渗透率已较为饱和。随着线上零售逐渐饱和，中国电商企业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零售业发展趋势。

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力提高。从零售商角度看，未来实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

随着新一代消费群体的崛起，也带来了新的消费需求。相较于价格，他们更在于品质以及相应的性价比，愿意为高端产品付出更高的费用，消费升级成了顺应消费者需求转变的解决方案。为留住消费者，不管是永辉超市、沃尔玛等传统零售企业，还是苏宁易购、盒马鲜生等电商企业都开始寻求转型，向更新的智能零售模式发展。

从行业政策看，政府积极鼓励零售行业发

展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。2019 年 8 月 27 日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出了 20 条提振消费信心的政策措施。

2020 年一季度，新冠疫情短期内在一定程度上抑制了可选消费品的消费需求，人们外出消费大幅减少，大型百货商场等场所是主要回避对象。然而食品等生活必需品刚性较大，消费需求未因此减少，新冠疫情对超市行业影响相对较小。因更多消费者线开始选择线上下单，生鲜及生活用品电商企业得到了良好得发展，实体零售企业受到一定负面影响，但一定程度上推动了配送到家业务的发展。第二季度，随着疫情逐步得到控制，多地下调疫情防控等级，部分被推迟的消费逐渐恢复。

2．房地产行业

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波

动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

3．区域经济环境

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。

据湖南省统计局公布的《湖南省2019年国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值39752.1亿元，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值3646.9亿元，增长3.2%；第二产业增加值14947.0亿元，增长7.8%；第三产业增加值21158.2亿元，增长8.1%。

湖南省城乡居民收入保持较好增势，2019年全省居民人均可支配收入27680元，比上年增长9.7%；人均可支配收入中位数22608元，增长9.2%。城镇居民人均可支配收入39842元，增长8.6%；城镇居民人均可支配收入中位数36036元，增长8.5%。农村居民人均可支配收入15395元，增长9.2%；农村居民人均可支配收入中位数13920元，增长9.6%。城乡居民收入比由上年的2.60:1缩小为2.59:1。

湖南经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。全年社会消费品零售总额 17239.5 亿元，比上年增长 10.2%。分经营地看，城镇消费品零售总额 15557.7 亿元，增长 10.1%；乡村消费品零售总额 1681.8 亿元，增长 11.1%。分消费类型看，商品零售额 15093.0 亿元，增长 10.0%；餐饮收入额 2146.5 亿元，增长 11.7%。分区域看，长株潭地区消费品零售总额 7159.0 亿元，增长 10.2%；湘南地区消费品零售总额 3402.3 亿元，增长 10.3%；大湘西地区消费品零售总额 3041.0 亿元，增长 10.2%；洞庭湖地区消费品零售总额 3637.2 亿元，增长 10.3%。限额以上法人批发和零售业商品零售额 5350.8 亿元，比上年增长 10.7%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长 19.6%，化妆品类增长 13.8%，家用电器和音像器材类增长 7.2%，中西药品类增长 16.5%，家具类增长 26.3%，石油及制品类增长 5.2%，汽车类增长 8.3%。智能、环保型商品中，智能家用电器和音像器材零售额增长 39.7%，智能手机增长 71%，新能源汽车增长 1.9 倍。

六、基础素质分析

1．产权状况

截至2020年3月底，公司股东包括10名自然人以及联志投资有限公司，其中王填持股69.96%，其他股东合计持股30.04%；王填为公司实际控制人。

2．企业规模及竞争力

公司零售主业突出，跟踪期内，超市与百货业务门店规模持续扩大、保持较强区域竞争

优势。

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较强的竞争优势。

公司连锁超市及百货业务主要由下属上市公司步步高股份经营，截至 2019 年底，步步高股份资产总额为 243.78 亿元，所有者权益 78.34 亿元；2019 年实现营业总收入 197.25 亿元，同比增长 6.88%，利润总额 2.26 亿元，同比增长 2.26%。受疫情影响，2020 年 1－3 月，步步高股份实现营业总收入 55.42 亿元，同比下降 1.62%，利润总额 1.34 亿元，同比下降 45.97%。

连锁超市是公司的传统核心业务，门店分布在湖南省、江西省、广西省、四川省的二、三线城市，湖南省和广西省内市场占有率排名第一，形成了区域性规模优势。2017－2019 年，公司分别净新增超市门店 59 家、26 家和 21 家（包括大卖场、综合超市和家电店）。截至 2020 年 3 月底，公司在湖南省、江西省、广西省和四川省共拥有大卖场、综合超市和家电门店 350 家，净运营面积为 137.12 万平方米，公司超市门店的数量和营业额在湖南省已经取得领先优势。2020 年 6 月，公司获评中国连锁经营协会发布的“2019 年中国连锁百强”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。2017—2019 年，公司分别净新增百货门店 4 家、1 家和 2 家。截至 2020 年 3 月底，公司拥有百货门店 52 家，从分布区域看，湖南省 31 家，江西省 4 家，广西省 7 家，重庆 2 家，四川 8 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 2020 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 29 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库。仓储总面积约为 35 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 30 万平方米。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1043030400033710E），截至2020年4月24日，公司本部无不良贷款及欠息记录，企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 对商社集团增资

2019年6月，公司签订《增资协议》拟以货币资金15.72亿元战略入股重庆商社（集团）有限公司（以下简称“商社集团”），本次增资完成后，公司将持有商社集团10%的股权，商社集团原为重庆市国资委全资子公司，经营业态涵盖百货、超市、电器、汽车贸易等。公司于2020年1月和2020年3月分别签署《增资协议》的补充协议和《增资协议》的补充协议二。2020年4月2日商社集团办理完成增资引入天津滨海新区物美津融商贸有限公司（以下简称“天津物美”）和深圳步步高智慧零售有限公司（以下简称“步步高零售”），完成工商变更登记并换领了新的营业执照。本次变更登记后，步步高零售持有商社集团10%的股权。商社集团的注册资本由84491.06万元变更为增资后的187757.91万元。2019年，商社集团实现营业收入409.08亿元，净利润-14.52亿元，主要系计提资产减值损失-25.40亿元和营业外支出6.82亿元所致。商社集团控股A股上市公司重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百

货”，股票代码：600729.SH）45.05%的股权，截至2019年底，重庆百货经营网点308个，其中百货55家、超市175家、电器连锁46家、汽贸业态32家，门店主要集中在重庆地区。步步高集团与商社集团主业相近，此次通过入股商社集团，有望借助商社集团资源，赋能川渝地区业务。截至2020年3月底，公司已支付部分增资款。联合资信将持续关注公司与商社集团在业务上的协同发展以及对经营产生的影响。总体看，上述收购事项的完成有助于公司经营规模的扩大，但快速密集的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提出一定挑战。

2. 关联方资产转让

根据步步高股份公告内容，近年来，步步高集团将所持部分物业资产转让至上市公司，以增强步步高股份业务独立性，减少经常性关联交易，提升其盈利能力，具体情况如下表。步步高集团作为投资控股公司，随着持有物业资产进入上市公司，业务资源得到整合，本部资金实力及资产流动性得到一定提升。

截至本报告出具日，资产转让款已支付完毕。

表3　关联方资产转让情况

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

资料来源：上市公司披露，联合资信整理

九、经营分析

跟踪期内，主营业务收入规模稳步增长，盈利水平基本稳定，零售主业突出。

1. 经营概况

2019年，公司实现营业收入207.41亿元，其中其他业务收入24.96亿元，主要为租金收入，跟踪期内，随着公司自有物业规模的扩大，公司租金收入不断增长，且该部分业务毛利率维持在80%以上的较高水平，为公司收入和利润提供良好补充。主营业务收入平稳增长，超市和百货业务构成公司主要收入来源，2019年随着家电收入并入超市收入核算，超市和百货收入占比达90%以上。2019年，公司主营业务收入为182.45亿元，同比小幅增长1.28%。

从收入构成来看，随着新开超市门店的逐步增加以及家电业务收入的划进，公司超市业务收入规模逐年增长，占主营业务收入比重在60%以上，2019年实现收入129.21亿元，同比增长7.65%，占主营业务收入的比重为70.82%；百货业务为公司第二大收入来源，2019年实现收入41.00亿元，同比变化不大。公司家电业务量较小，2019年并入超市业务核算；批发业务依托超市业态进行，规模不大，2019年下降至0.71亿元，系公司因经营调整需要，减少了低

效品牌的批发运营。除上述业务外，公司另有其他业务包括物流、广告及部分自建物业配套的房地产对外销售收入等，2019年，公司自建物业配套的房地产对外销售9.42亿元。

从盈利情况来看，2019 年，公司主营业务综合毛利率为 16.40%，同比减少 1.05 个百分点，其中超市业务毛利率保持稳定，为 16.53%；百货业务毛利率下滑 0.62 个百分点至 14.56%，系部分商品促销力度加大所致；其他业务毛利率为 21.92%。

2020 年 1－3 月，公司实现主营业务收入 50.88 亿元，同比变化不大；超市业务实现收入 42.76 亿元，较 2019 年 1－3 月超市和家电收入合计额增长 14.33%；百货业务实现收入 6.90 亿元，同比下降 41.87%，系受疫情影响所致；同期，公司主营业务综合毛利率为 15.87%，同比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入规模稳步增长，盈利水平基本稳定。公司经营超市、百货两大零售业态，主业突出。

表4　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
超市	102.45	108.45	129.21	42.76	62.16	60.20	70.82	84.04	17.40	17.66	16.53	16.58
百货	39.92	40.90	41.00	6.90	24.22	22.71	22.47	13.56	15.02	15.18	14.56	12.77
家电	12.14	11.59	--	--	7.36	6.43	--	--	8.79	10.31	--	--
批发	2.98	1.78	0.71	0.16	1.81	0.99	0.39	0.32	14.07	7.38	10.07	11.5
其它	7.34	17.43	11.52	1.06	4.45	9.67	6.32	2.08	4.18	27.23	21.92	8.13
合计	**164.82**	**180.14**	**182.45**	**50.88**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**15.54**	**17.45**	**16.40**	**15.87**

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；自 2019 年 11 月起，将家电业务收入并入超市业务收入

资料来源：公司提供

2. 超市及家电板块

跟踪期内，公司超市门店不断增长，超市业务收入规模稳步增长。

（1）经营模式

公司超市业态根据门店规模、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2500平米及以下。

2019 年，公司保持较快的门店铺设力度，大卖场数量同比保持增长，2019 年 1 月，公司完成收购家润多超市 22 家经营权及门店资产，经业务整合后成为步步高门店，2019 年净增加 21 家门店。截至 2020 年 3 月底，公司超市业态门店合计 350 家；其中大卖场 314 家。

从分布区域看，公司超市门店主要集中在湖南省、广西省、江西省和四川省的二、三线城市，截至 2020 年 3 月底，湖南省门店 229 家（占 65.43%），江西省 44 家，广西省 51 家，四川省 27 家。

表5　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			2019 年底			2020 年 3 月底		
		大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	131	34	23	151	34	27	192	34	--	196	33	--
	江西	24	1	--	27	2	--	41	2	--	42	2	--

	重庆	8	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
	广西	46	--	14	49	--	14	50	--	--	50	--	--
	四川	18	2	--	21	2	--	27	2	--	26	1	--
	合计	**227**	**37**	**37**	**248**	**38**	**41**	**310**	**38**	**--**	**314**	**36**	**--**
净营运面积		1005657	66427	85995	1048261	66654	66762	1305481	66654	--	1306301	64857	--
月均客流量				1153			1156			1163			975

注：自 2019 年以来家电门店计入大卖场门店统计
资料来源：公司提供

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，目前仅次于通程和苏宁，以第三位的市场占有率扎根湖南市场。目前，家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西省内。截至2019年6月底，公司家电板块独立经营门店数量40家，超市连带经营门店42家。2019年11月，由于管理架构调整，家电业务并入超市管理，后期不再单独统计家电门店数量。

公司超市门店除少数自有外，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

跟踪期内，公司超市业务在采购渠道、采购方式和账期等方面无重大变化。

2019 年，公司超市板块前五大供应商采购额共计 9.26 亿元，占超市业务总采购额的比重为 10.97%，集中度较低。

表 6　2019 年公司超市业务前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占超市板块总采购额比重
福建恒安集团厦门商贸有限公司	26089.61	3.09
宝洁中国营销有限公司	19490.83	2.31
湖南人可食品股份有限公司	16723.45	1.98
益海嘉里食品营销有限公司	15318.70	1.82
监利县新田园食品有限公司	14932.09	1.77
合计	**92554.68**	**10.97**

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，2019 年采购额分别占总采购额的 61.46%、28.93%和 9.61%，同比变动不大。截至 2020 年 3 月底，公司采用自有物流及第三方物流占比分别为 8%和 92%，公司自有物流车辆 71 台，投资成本约为 1364.29 万元。

仓储及物流方面，截至 2020 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 29 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库，仓储总面积约为 35 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 30 万平方米。2019 年，公司物流中心月均吞吐量 11.17 万吨，商品配送金额 76.75 亿元，2020 年 1—3 月，公司物流中心月均吞吐量为 10.86 万吨，商品配送金额 19.75 亿元，截至 2020 年 3 月底，物流中心储存货物金额 2.21 亿元。公司目前在建仓库湘潭荷塘项目和广西金陵物流园项目，荷塘项目位于湘潭市沃土路、沪昆高速竹埠港连接线、芙蓉大道、板塘十七号路围合区域，项目总投资预计 6.00 亿元，截至 2020 年 3 月底，已投入 1.07 亿元。金陵物流园项目计划总投 3.78 亿元，截至 2020 年 3 月底已投 0.89 亿元。

此外，公司与京东到家业务、供应链、线上平台等方面合作不断深入，与京东合作的到家业务已经覆盖湖南、广西、江西、四川等省份的所有省会市场以及部分重点城市；凭借公司自身区域内完善齐全的供应链和仓储物流，

同时借助京东线上强大的供应链网络，公司的议价和后端供应能力大幅加强；同时，尚电 •京东之家首店已在步步高梅溪新天地落地。

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

（3）销售

超市店内陈设由超市事业部本部统筹管理，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%。

跟踪期内，公司持续推进线上线下融合，截至 2019 年底，公司实现数字化会员 1640 万名，会员销售占比 62.00%，Better 购超市到家门店 308 家、京东到家门店 122 家，其他第三方平台 105 家。自助收银门店数量 333 家，扫码购门店 219 家。

人力成本管控方面，公司推行一岗多能，根据营业高峰和低谷时段进行科学排班，合理配备人员，对员工进行定时和不定时培训及考核。2019 年，公司超市及家电门店数量及员工人数呈增长趋势，员工劳效和人力成本率上升，主要是公司每年均有 10%的调薪福利，致使人力成本率呈现上升趋势。

表 7　公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
门店数量（家）	301	327	348
员工数量（万人）	1.71	1.72	1.71
员工劳效（万元/人）	75.14	69.79	71.76
人力成本率（%）	6.23	6.74	7.13

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；2019 年因架构调整将管理人员计入员工数量

资料来源：公司提供

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

2. 百货板块

跟踪期内，公司百货业务发展较平稳，新增门店 2 家，物业以自持为主，同时公司自持物业的投入持续加大资金需求，且多数新开门店处于培育阶段，开店费用及成本增长加快，公司资金周转及经营业绩面临一定压力。

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

2019 年，公司新增百货门店 2 家（其中 1 家为自有，1 家为租赁），无关闭门店；2020 年 1—3 月，公司无新增门店，关闭门店 2 家。截至 2020 年 3 月底，公司拥有百货门店 52 家，其中自有物业百货门店 19 家。从分布区域看，湖南省 31 家，江西省 4 家，广西省 7 家，重庆 2 家，四川 8 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平均水平偏低。

表 8　截至 2020 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
	湘潭	2015.11	自有
	郴州	2016.01	自有
	长沙	2016.06	自有
	攸县	2016.11	租赁
	贵港	2017.12	自有
	泸州	2017.12	自有
	岳阳	2017.12	自有
	赣州	2019.01	自有
	株洲	2019.12	租赁
流行百货店	邵阳	2003.01	租赁
	湘潭	2004.01	自有
	娄底	2005.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.01	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	株洲	2008.05	租赁
	新余	2009.05	租赁
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳	2012.09	租赁
	娄底	2013.09	自有
	湘潭	2014.09	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁
	娄底	2018.12	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	桂林	2005.09	自有
	柳州	2006.08	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	绵阳市	2008.11	租赁
	乐山市	2013.01	租赁
	资中县	2004.12	租赁
	资阳市	2014.01	租赁
	江油市	2007.12	租赁
	自贡市	2017.01	租赁
	永川区	2013.09	租赁
	自贡市	2007.03	租赁
生活广场	武冈	2010.01	自有
	长沙	2013.03	租赁
	湘潭	2013.11	自有
	湘潭	2016.09	自有
	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

公司梅溪湖项目（业态为步步高广场）位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地 296.90 亩，总建筑面积约 60 万平方米，项目总投资 36.00 亿元，集成购物中心、飞行馆、游乐场、梅溪书院、酒店等多个不同形式的综合体，是国内首家商旅文化概念城市综合体，主要以联营方式经营，辅以商铺出租模式。该项目已于 2016 年 6 月开业，自开业以来经营状况良好，购物中心拥有商铺 265 个，出租率 100%，预计 2020 年可以实现盈利。考虑到项目前期投资规模较大，联合资信将对该项目未来经营状况对公司信用水平带来的影响保持关注。

公司百货门店起初主要以租赁为主，租赁期为 15 至 20 年，且多为 2020－2030 年到期。由于近年来百货业态平均租金不断增长，为应对租金成本的上升，公司通过全资子公司步步高置业有限责任公司（以下简称“步步高置业”，具有房地产二级开发资质）持续加大自有物业的开发，同时进行自有物业管理。截至 2020 年 3 月底，公司租赁面积及自有面积分别为 71.56 万平方米和 84.21 万平方米。2019 年，公司百货业态平均租金小幅下降至 33.42 元/平方米/月；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得到提升。

表 9　公司百货门店物业和经营情况

（单位：万平方米、万人、元/平方米/月）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
租赁面积	70.00	70.99	73.14	71.56
自有面积	79.18	80.94	84.21	84.21
月均客流量	74.18	74.21	74.55	31.04
平均租金	36.75	38.24	33.42	31.70

注：表中“面积”均为净营运面积

资料来源：公司提供

（2）业务模式

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

商品采购方面，自营模式下，各品类招商

代表统一与供应商签订采购合同并维护相应的购销协议商品，各连锁门店根据自身的销售情况对协议商品通过系统对供应商下订单。在联营模式下，公司各连锁门店因地实施本地采购计划，报经总部百货系统审核批准后从供应商处进货；联营商品的进、销、存由联营供应商负责，公司对联营销售额按合同约定的固定比率收取酬金和合同内费用。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。2019年，公司百货板块前5大供应商采购额共计4.52亿元，占百货业务总采购额的比重为10.50%，集中度低。

表10　2019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	10521.25	2.44	半月结算
绫致时装销售（天津）有限公司	9834.95	2.28	半月结算
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	8453.10	1.96	半月结算
深圳市福瑞贸易有限公司	8301.62	1.93	半月结算
百丽鞋业（长沙）有限公司	8107.87	1.88	半月结算
合计	**45218.79**	**10.50**	--

资料来源：公司提供

在经营管理上，公司注重不断优化商品的组合和陈列方式来引导消费者的需求，同时，大力推广会员制，目前会员群体已逐步成为公司销售收入的稳定来源。截至2020年3月底，公司各百货店共拥有会员505万名，2019年会员消费总额为37.45亿元，占百货业务消费总额的91.33%。

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

3. 其他业务

地产销售对公司主营业务形成补充，但投资规模大，项目主要位于三、四线城市，存在一定去化压力；小贷业务发展快，存在坏账风险。

公司主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司还依托于主业经营开展批发、物流、广告和商业物业开发业务。因经营调整需要，公司减少了低效品牌的批发运营，2019年批发业务持续下降至0.71亿元，。

公司商业物业开发业务服务于整体发展战略，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险，主要由下属子公司步步高置业开发建设。截至2019年底，步步高置业资产总额76.27亿元，所有者权益2.01亿元，2019年实现营业收入10.41亿元，净利润-0.15亿元。截至2020年3月底，步步高置业资产总额57.70元，所有者权益1.52亿元，2020年1－3月实现营业收入0.72亿元，净利润-0.48亿元。截至2020年3月底，公司拥有自建、自持主力百货门店19家，除九华项目、怀化项目以及梅溪湖项目有部分住宅、公寓销售，其他物业均为商业物业。2017－2019年，公司物业销售实现收入分别为5.90亿元、15.55亿元和9.42亿元，2020年1－3月，物业实现销售收入0.32亿元，主要来自九华项目销售。未来公司在商业地产建设方面计划采取与第三方合作开发模式，以降低成本投入。此外，公司积极与供应商开展销售和促销服务，将门店部分场地采用物业出租方式经营，主要租赁对象为餐饮、美容等功能性、服务性项目，对公司主业形成一定补充。

2015年5月公司成立长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司（以下简称“小额贷款公司”），注册资本3亿元，小额贷款公司主要业务对象为公司的供应链客户，具体风控措施包

括：客户因系公司的供应链客户，主要以其在公司的应收货款、应收工程款、应收租金或者存货质押，其次为客户房产及其他资产抵押以及客户关联公司（人）保证担保等。截至2019年底，小额贷款公司资产总额为8.58亿元，所有者权益为4.27亿元；2019年实现收入0.64亿元，利润总额0.45亿元。截至2020年3月底，小额贷款公司贷款余额8.34亿元，无关注类贷款，次级类贷款689.72万元，其中逾期金额507.04万元，全部计提减值，逾期金额均有抵质押物。

4. 经营效率

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为85.69次、3.25次和0.66次，总体看，符合零售行业特性。

5. 未来发展

未来公司将坚持在中小城市密集开店的策略，向周边省市持续扩张。目前公司在建及拟建商业物业较多，面临较大资本支出压力。

公司将采取区域渗透、纵深发展的战略，坚持以中小城市为发展重点，在区域内采用全面覆盖、点面结合的方式进行快速扩张。因此，公司将继续在湖南、广西区域向纵深发展，巩固市场地位；在战略性进入江西区域的基础上，扩大规模，逐步实现相对领先的市场地位；并在湖南、广西及及江西分别实现绝对及相对领先地位后，将战略性进入周边其他省域。

截至2020年3月底，公司在建及拟建项目计划投资总额62.20亿元，已投资14.51元，尚需投资47.69亿元，主要投资用于自建物业和新开门店项目，后续资金需求较大，公司面临较大资本支出压力。

步步高摩尔城项目位于湘潭九华经济区内，占地面积64003平方米，总建筑面积196772平方米，其中商业摩尔144558平方米，办公区52214平方米。建成后的步步高摩尔城全部为公司自用，将集购物、娱乐、饮食、文化、休闲于一体，规划除公司经营的超市、百货、家电外，还配套有电影院、国际连锁快餐、儿童游乐园、知名餐饮品牌等综合功能性出租项目。其中，计划超市、家电共占项目总建筑面积的10%左右，百货约占项目总建筑面积的50%，综合功能性出租项目约占项目总建筑面积的40%。项目预计总投资10.87亿元，截至2020年3月底已投资0.97亿元，项目预计在2021年底完工。

怀化项目位于怀化市人民西路以北、迎丰路以南、鹤州路以东，项目占地面积约为3.50万平方米，建筑面积约10万平方米。该项目将打造成一个复合型、多功能商业区域，集“购物、休闲、娱乐”为一体的综合性城市商业中心。项目预计总投资10.00亿元，截至2020年3月底，已投3.43亿元。

长沙星城项目位于长沙市雨花区韶山路以东、湘府路以北，属长沙市南城最繁华的核心商圈。该项目占地面积约为6.75万平方米，建筑面积约15万平方米，该项目将打造成一个复合型、多功能商业区域，集“购物、休闲、娱乐”为一体的综合性城市地标级商业中心。主要经营业态类型为零售、餐饮、休闲娱乐、儿童体验等综合性业态。项目预计总投资15.00亿元，截至2020年3月底已投8.84亿元，预计2022年完工。

表 11　截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建项目投资计划（单位：万元、%）

项目名称	计划投资总额	截至 2020 年 3 月底投资	计划投资金额		
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
步步高摩尔城项目（九华项目）	108700.00	9734.54	55485.46	32610.00	10870.00
荷塘项目	60000.00	10707.70	7292.30	39000.00	3000.00
怀化项目	100000.00	34317.13	35682.87	20000.00	10000.00
邵阳项目	47500.00	43434.56	4065.44	--	--
金陵物流园	37800.00	8941.45	10075.91	11340.00	7560.00

长沙星城项目	150000.00	88410.95	18689.05	26400.00	16500.00
新开门店项目	118000.00	2693.32	35706.68	45100.00	34500.00
合计	**622000.00**	**145070.55**	**166997.71**	**174450.00**	**82430.00**

注：公司在建工程项目计划投资额和已投资额未包含可售住房部分；步步高摩尔城项目预计2021年完工，2022年投资额为留抵保证金
资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了2019年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司2020年1－3月财务数据未经审计。

从合并范围看，2019 年，公司新设子公司 8 家，吸收合并及清算注销减少子公司 9 家，处置子公司 3 家，非同一控制下企业合并 2 家；2020 年 1－3 月，公司合并范围子公司无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围二级子公司共 9 家。整体看，公司合并范围变动对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 330.72 亿元，所有者权益合计 76.04 亿元（含少数股东权益 51.94 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 207.41 亿元，利润总额 0.04 亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为337.67亿元，所有者权益合计76.55亿元（含少数股东权益52.63亿元）。2020年1－3月，公司实现营业总收入56.11亿元，利润总额0.62亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主。存货保持较大规模，占用公司营运资金，非流动资产以投资性房地产、固定资产、无形资产和预付工程款、征地拆迁费为主，同时因融资导致大规模资产受限，公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额为330.72亿元，较上年底增长9.75%。从构成看，流动资产占30.81%，非流动资产占69.19%，以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 101.89 亿元，较上年底增长 11.77%，主要来自货币资金和存货的增加。从构成看，流动资产以货币资金（占 20.91%）、预付款项（占 9.99%）、存货（占 48.99%）和其他流动资产（占 9.52%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金为 21.30 亿元，较上年底增长 35.36%，主要系融资增加所致，从构成看，以银行存款为主（占 51.14%），受限货币资金 9.26 亿元，包括银行承兑汇票、信用证、保函保证金、农民工保证金、按揭保证金，受限货币资金偏高。

截至 2019 年底，公司应收账款为 3.04 亿元，较上年底增长 72.87%，系经营规模扩大应收客户款增加所致；计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例 5.37%。从账龄看，以 1 年以内的为主（占 97.28%）。期末前五名应收账款余额为 0.28 亿元，占 8.63%。

截至 2019 年底，公司预付款项为 10.18 亿元，较上年底下降 11.25%，系预付门店租金减少所致。从账龄看，1 年以内的占 72.67%，期末前五名预付款项账面金额合计 2.96 亿元，占 29.10%，集中度一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款为 6.67 亿元，较上年底下降 14.83%，系外部单位借支款减少所致。计提坏账准备 1.01 亿元，计提比例 13.11%。期末前五名其他应收款账面余额为 2.75 亿元，占 36.77%，集中度高。

表 12　截至 2019 年底公司其他应收款金额前五名

（单位：亿元）

单位	账面余额	账龄	款项性质
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	1.19	2-3 年	外部单位借支款

单位	账面余额	账龄	款项性质
赣州城市开发投资集团有限责任公司	0.52	1 年以内	垫付拆迁安置款
王湘杰	0.39	1 年以内	借支款
长沙市高新技术产业开发区汇湖食品店	0.005	1 年以内	外部单位借支款
	0.32	2-3 年	
供销大集股份有限公司	0.32	1 年以内	外部单位借支款
合计	**2.75**	--	--

资料来源：公司审计报告

公司存货构成主要包括库存商品、开发产品和开发成本。截至 2019 年底，公司存货主要包括库存商品 24.69 亿元、开发产品 14.52 亿元和开发成本 9.92 亿元，其余为原材料、包装物、低值易耗品、物料用品等。截至 2019 年底，公司存货规模较年底增长主要来自库存商品较上年底增加 2.50 亿元所致。

公司其他流动资产主要由待抵扣进项税额和一年内到期的发放贷款构成，截至 2019 年底，公司其他流动资产为 9.70 亿元，较上年底增长 30.03%，系一年内到期的发放贷款增长所致；截至 2019 年底，其他流动资产中待抵扣进项税额为 2.89 亿元，一年内到期的发放贷款为 5.97 亿元（减值准备 0.10 亿元），其余为预交增值税等税金、待摊费用等其他。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 228.84 亿元，较上年底增长 8.87%，主要来自投资性房地产和无形资产的增加。从构成看，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 32.34%）、固定资产（占 24.67%）、无形资产（占 13.02%）和其他非流动资产（占 11.09%）构成。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 74.02 亿元，2019 年增长系自用/在建工程转入所致，截至 2019 年底，公司投资性房地产全部为房屋建筑物，以成本法计量部分为 49.59 亿元，以公允价值计量部分为 24.43 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产为 56.46 亿元，较上年底下降 4.05%，主要系部分房屋建筑物转为投资性房地产所致。截至 2019 年底，公司固定资产累计折旧 22.63 亿元，期末账面价值主要包括房屋建筑物 49.78 亿和机器设备 5.78 亿元，其余为信息设备、运输设备和其他办公设备。

截至 2019 年底，公司在建工程为 7.39 亿元，较上年底下降 31.16%，系步步高摩尔项目部分由自持转为出售和南城百货大楼项目完工转结所致。截至 2019 年底，公司在建工程主要包括邵阳步步高新天地项目 4.01 亿元、荷塘项目 0.97 亿元、九华项目 0.93 亿元。

截至 2019 年底，公司无形资产为 29.78 亿元，较上年底大幅增长，系新增购置土地导致土地使用权账面原值新增 11.41 亿元所致。截至 2019 年底，公司无形资产累计摊销 3.89 亿元，无减值，期末账面价值包括土地使用权 26.76 亿元、软件 1.48 亿元、商标 0.02 亿元和经营权 1.52 亿元。

截至 2019 年底，公司商誉为 9.70 亿元，较上年底下降 5.08%，系子公司飞行家投资管理（长沙）有限公司于 2019 年 12 月注销，减少其形成的商誉 0.10 亿元以及广西南城百货有限公司新增计提减值 0.42 元所致，公司商誉主要包括广西南城百货有限责任公司 8.05 亿元、梅西商业有限公司商誉 1.63 亿元和湖南步步高中煌商业管理有限公司 0.02 亿元。

截至 2019 年底，公司长期待摊费用为 18.70 亿元，较上年底增长 14.09%，系经营租入固定资产改良摊销增加所致。

公司其他非流动资产主要为预付工程款、装修款及购房款、预付土地出让金及土地招拍挂保证金、征地拆迁费；截至 2019 年底，公司其他非流动资产为 25.38 亿元，较上年底下降 8.71%，系预付土地出让金及土地招拍挂保证金减少所致。

表 13　截至 2019 年底公司其他非流动资产构成

（单位：亿元）

项目	期末数
预付工程款、装修款及购房款	15.43
预付土地出让金及土地招拍挂保证金	2.73

项目	期末数
征地拆迁费	5.09
股权收购款	1.50
资产收购款	0.63
合计	**25.38**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 337.67 亿元，较 2019 年底增长 2.10%，仍以非流动资产为主（占 69.80%）。其中，货币资金较 2019 年底增长 42.01%至 30.25 亿元，系融资增长所致；存货为 42.91 亿元，较 2019 年底下降 14.04%，主要系库存商品减少所致；其他非流动资产为 29.45 亿元，较 2019 年底增长 16.07%，系预付工程款、装修款增加和预付土地出让金增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 103.18 亿元，占资产总额的 30.56%，受限比例高。此外，公司持有子公司步步高股份 302241133 股股份，持股比例为 34.99%，其中持有的 162983695 股股份处于质押状态。

表 14　截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	8.18	为银行承兑汇票、保函等保证金
投资性房地产	59.09	用于银行借款抵押
固定资产	22.86	用于银行借款抵押
无形资产	6.30	用于银行借款抵押
在建工程	6.76	用于银行借款抵押
合计	**103.18**	--

资料来源：公司审计报告

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属于母公司权益金额波动下降，权益稳定性弱。

截至2019年底，公司所有者权益为76.04亿元，较上年底下降1.90%，系未分配利润下降所致。截至2019年底，公司所有者权益包括少数股东权益51.94亿元，归属于母公司权益24.10亿元。截至2020年3月底，公司所有者权益为76.55亿元，较2019年底变动不大，其中少数股东权益52.63亿元，归属于母公司权益为23.92亿元，主要由资本公积构成。

（2）负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务负担重，短期债务占比持续攀升，公司短期偿债压力大。

截至 2019 年底，公司负债总额为 254.68 亿元，较上年底增长 13.78%，主要来自短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和长期借款的增长。从构成看，公司负债以流动负债为主，截至 2019 年底，流动负债占 83.29%，非流动负债占 16.71%。

截至 2019 年底，公司流动负债为 212.14 亿元，较上年底增长 26.25%，流动负债主要由短期借款（占 41.25%）、应付账款（占 24.55%）和其他应付款（占 12.39%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款为 87.51 亿元，较上年底增长 45.41%，构成看，包括信用借款 33.08 亿元、抵押借款 31.38 亿元、保证借款 18.52 亿元和质押借款 4.53 亿元。

截至 2019 年底，公司应付账款为 52.07 亿元，较上年底增长 18.34%，全部为应付采购款。

截至 2019 年底，公司预收款项为 14.55 亿元，较上年底增长 17.10%，系预收货款增长所致。截至 2019 年底，公司预收款项中包括预收货款 13.63 亿元，其余为预收房屋销售款、预收租金及物业费和小额贷预收利息。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 26.29 亿元，较上年底下降 5.44%，系应付工程设备款有所减少所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 15.49 亿元，其中一年内到期的长期借款 9.39 亿元和一年内到期的应付债券 6.10

亿元。

截至2019年底，公司其他流动负债为5.20亿元，为公司发行的短期融资券“19 步步高CP001”（3 亿元，已兑付）和债权融资计划“19CFZR0517”（2 亿元）。

截至2019年底，公司非流动负债为42.55亿元，较上年底下降23.77%，系应付债券下降所致。截至2019年底，公司非流动负债主要由长期借款构成。

截至2019年底，公司长期借款为32.08亿元，较上年底增长30.58%，从构成看，包括抵押借款30.58亿元、质押借款1.50亿元。

截至2019年底，公司应付债券为4.24亿元，为“19 步步高 MTN001”（3 亿元）和“19步步高 MTN002”（1 亿元）。

截至2020年3月底，公司负债总额为261.12亿元，较2019年底增长2.53%，仍以流动负债为主（占80.88%）。其中，短期借款为102.68亿元，较2019年底增长17.34%；应付账款下降21.57%至40.84亿元，应付债券增长至11.06亿元，主要是公司发行“20步步高（疫情防控债）MTN001”（7亿元）所致。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务为154.78亿元，以短期债务为主。截至2019年底，公司短期债务为118.44亿元，长期债务为36.34亿元，短期债务占比不断攀升。截至2019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77.01%、67.06%和32.34%。截至2020年3月底，公司全部债务为167.16亿元，短期债务为124.07亿元，长期债务为43.09亿元，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77.33%、68.59%和36.02%，均较2019年底上升。截至2020年5月底，公司存续债券余额为19.00亿元，将于2020年到期债券（以行权计）8亿元。

表15　截至2020年5月底公司存续债券概况

债券名称	发行日期	期限（年）	余额（亿元）
17 湘步步高投资ZR001	2017-11-1	3	4.00
18 湘步步高投资ZR001	2018-8-22	2+1	2.00
19 步步高 MTN001	2019-02-28	2+1	3.00
19 步步高 MTN002	2019-3-15	2+1	1.00
19 湘步步高投资ZR001	2019-6-26	1	2.00
20 步步高（疫情防控债）MTN001	2020-03-02	2+1	7.00
合计	--	--	**19.00**

资料来源：公司提供、Wind

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入保持增长，但盈利能力弱且呈下滑趋势，期间费用侵蚀利润。

2019年，公司实现营业总收入207.41亿元，同比增长3.23%；营业成本156.69亿元，同比增长2.04%，同期，公司营业利润率为23.54%。

期间费用方面，2019年，公司期间费用为48.81亿元，同比增长10.72%，其中，销售费用为37.16亿元，同比增长10.48%，系职工薪酬、租金及物业管理费、折旧摊销同比增加所致；管理费用为4.88亿元，同比下降6.44%，系差旅费、招待费及会议费、折旧摊销、水电费、其他费用减少所致；财务费用为6.50亿元，同比增长24.41%，公司融资增加带动利息支出增长所致。公司期间费用对利润侵蚀大。

非经常性收益呈波动性，2019年，公司投资收益为0.12亿元；同期，公司公允价值变动收益为0.38亿元；其他收益为0.45亿元，主要为政府补助；资产减值损失为0.45亿元，营业外收入为0.25亿元，营业外支出为0.36亿元。公司非经常性收益对利润补充有限，无明显持续性。

2019年，公司利润总额为0.04亿元，同比下降明显；盈利指标方面，公司总资本收益率波动上升，净资产收益率持续下滑，2019年上述两项指标分别为2.79%和-0.46%。公司盈利能力弱。

2020年1－3月，公司营业总收入为56.11亿元，同比下降1.27%，利润总额为0.62亿元，同比下降62.95%，系营业成本、期间费用同比

增长所致。

4. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流入有所增长，获现质量良好，但公司对外投资保持较大规模，经营性现金净流入覆盖不足，依赖外部融资，公司存量债务规模大，未来债务置换及投资持续所需资金规模大，公司融资压力大。

经营活动方面，随着销售规模扩大，经营性现金流规模呈增长趋势，2019 年，经营活动现金流入量为 235.34 亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主，经营活动现金流出量为 227.77 亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金为主，公司经营活动现金流量净额为 7.57 亿元。2019 年，公司现金收入比为 112.31%，获现能力良好。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入有所下降，投资活动现金流出呈现增长，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金保持较大规模，为 17.38 亿元，此外，公司收到/支付其他与投资活动有关的现金规模较大，主要由收回/购买理财产品、定期存单以及小贷放贷净增加额等形成。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-22.86 亿元，净流出逐年扩大。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 15.62 亿元，公司取得借款收到的现金为 108.78 亿元，同比增长 44.12%，收到其他与筹资活动有关的现金 20.47 亿元，同比增长 389.35%，包括外部借款 2.08 亿元和商业票据贴现款 18.39 亿元（借款主体包括母公司、步步高商业连锁和步步高置业），较大程度补充公司筹资现金流入。

2020年1－3月，公司经营活动现金流量净额为6.03亿元，投资活动现金流量净额为-9.14亿元，筹资活动现金流量净额为12.48亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债指标弱，长期偿债指标一般，考虑到公司为区域零售龙头企业之一，经营活动现金净流量表现良好，融资渠道畅通，公司整体偿债能力很强。

短期偿债指标方面，2019 年，公司流动比率和速动比率均呈下滑趋势，截至 2019 年底，上述两项指标分别为 48.03%和 24.50%，截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 48.28%和 27.97%。截至 2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务分别为 0.18 倍和 0.24 倍。2019 年，公司经营现金流动负债比为 3.57%。公司短期偿债指标弱，短期偿债压力大。

长期偿债能力指标方面，2019 年，公司 EBITDA 持续增长，为 15.51 亿元；EBITDA 利息倍数为 2.06 倍；全部债务/EBITDA 为 9.98 倍。总体看，公司长期偿债指标一般。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司本部及各子公司共获得银行授信总额度为214.32亿元，未使用额度为79.09亿元，间接融资渠道较畅通。核心子公司步步高股份为上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

母公司经营性收入很小，盈利依赖投资收益，债务负担很重，偿债压力大。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 69.04 亿元，较上年底下降 21.74%，流动资产占 65.15%，非流动资产占 34.85%。截至 2019 年底，公司流动资产为 44.97 元，较上年底下降 4.53%，流动资产主要由其他应收款（39.74 亿元）构成，其他应收款包括内部往来 36.42 亿元、押金保证金 0.18 亿元、拆借款 3.70 亿元和其他往来 0.22 亿元。截至 2019 年底，公司非流动资产为 24.06 亿元，较上年底下降 41.46%，系长期股权投资下降所致，其中长期股权投资为 5.78 亿元，较上年底下降 72.13%，系母公司转让郴州步步高投资有限责任公司、赣州丰达置业有限公司、湘潭步步高广场商业管理有限公司股权至上市公司所致，其他非流

动资产为 15.29 亿元，较上年底下降 12.64%，系预付工程款下降所致。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 63.55 亿元，较上年底下降 23.64%，流动负债占 86.12%，非流动负债占 13.88%。截至 2019 年底，母公司流动负债为 54.73 亿元，较上年底增长 10.86%，系短期借款增长所致；非流动负债为 8.82 亿元，较上年底下降 73.95%，公司长期借款和应付债券较上年底均有减少。截至 2019 年底，母公司全部债务 52.78 亿元，以短期债务为主（44.28 亿元）。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 92.05%。母公司债务负担很重，短期偿债压力大。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 5.49 亿元，较上年底小幅增长，其中主要包括实收资本 1.18 亿元、资本公积 1.47 亿元、盈余公积 0.67 亿元、未分配利润 2.46 亿元。

2019 年，母公司营业收入 0.33 亿元，利润总额为 1.22 亿元，主要来自投资收益 2.26 亿元，母公司大规模有息债务导致较高财务费用，2019 年财务费用为 1.29 亿元。

2019年，母公司经营活动现金流量净额为-0.11亿元；投资活动现金流量净额为10.01亿元，其中收回投资投资收到的现金12.05亿元系将部分物业资产转让给步步高股份所致；筹资活动现金流量净额为-10.39亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券为为3期中期票据“19步步高MTN001”“19步步高MTN002”和“20步步高（疫情防控债）MTN001”合计金额11.00亿元、3期资产证券化产品“步步高A”“步步高B”和“步步高C”合计金额12.40亿元和3期债权融资计划“17湘步步高投资ZR001”“18湘步步高投资ZR001”和“19湘步步高投资ZR001”合计金额8.00亿元，存续期内债券合计金额31.40亿元，其中一年内到期债券12.00亿元。2019年，公司EBITDA为一年内到期债券1.29倍，为存续债券的0.49倍。截至2019年底，公司现金类资产13.09亿元（剔除使用受限部分），为一年内到期债券的1.09倍。2019年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额为存续债券的7.49倍和0.24倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

表 16 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

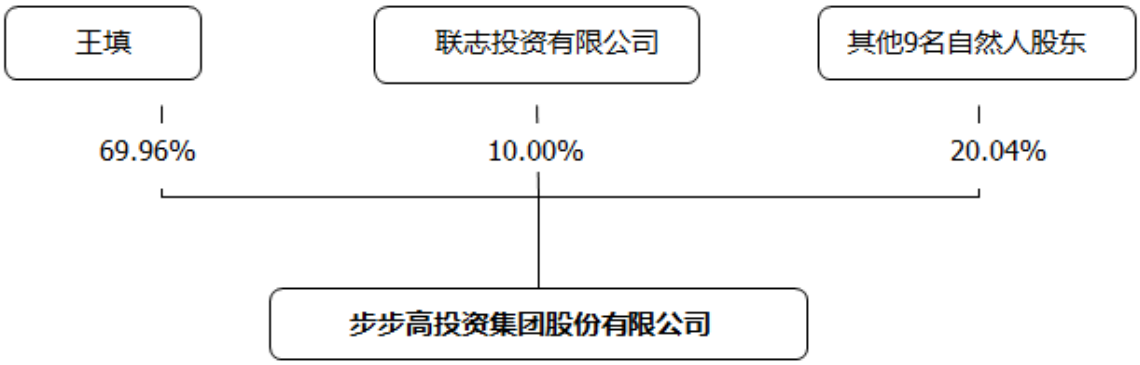
项目	2019 年
一年内到期债券余额	12.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.09
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.49
经营活动现金流量净额/应付债券余额	0.24
EBITDA/应付债券余额	0.49

资料来源：联合资信整理

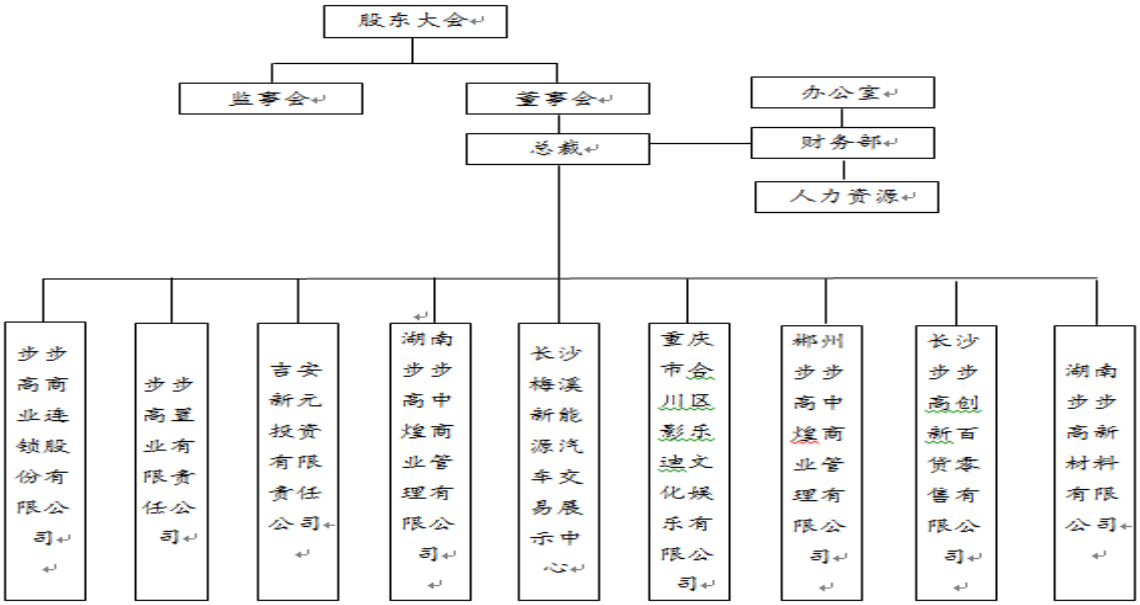
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19步步高MTN001”“19步步高MTN002”和“20步步高（疫情防控债）MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	30.07	15.78	22.35	31.31
资产总额（亿元）	262.66	301.35	330.72	337.67
所有者权益（亿元）	66.06	77.51	76.04	76.55
短期债务（亿元）	73.26	79.69	118.44	124.07
长期债务（亿元）	50.66	49.27	36.34	43.09
全部债务（亿元）	123.92	128.96	154.78	167.16
营业总收入（亿元）	179.16	200.93	207.41	56.11
利润总额（亿元）	2.28	1.73	0.04	0.62
EBITDA（亿元）	12.64	15.48	15.51	--
经营性净现金流（亿元）	2.16	2.61	7.57	6.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	84.31	120.46	85.69	--
存货周转次数(次)	2.98	3.18	3.25	--
总资产周转次数(次)	0.94	0.71	0.66	--
现金收入比(%)	117.65	110.72	112.31	114.20
营业利润率(%)	20.18	22.52	23.54	21.60
总资本收益率(%)	2.31	3.11	2.79	--
净资产收益率(%)	1.69	1.03	-0.46	--
长期债务资本化比率(%)	43.40	38.86	32.34	36.02
全部债务资本化比率(%)	65.23	62.46	67.06	68.59
资产负债率(%)	74.85	74.28	77.01	77.33
流动比率(%)	75.39	54.25	48.03	48.28
速动比率(%)	40.79	26.57	24.50	27.97
经营现金流动负债比(%)	1.49	1.56	3.57	11.42
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.35	2.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.81	8.33	9.98	--

注：1. 2020 年 1－3 月财务数据未经审计；2. 其他应付款和其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务已计入长期债务；3. 2017 年底所有者权益包含 7 亿元永续中期票据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.48	2.81	4.17	6.85
资产总额(亿元)	94.20	88.21	69.04	77.85
所有者权益(亿元)	11.75	4.98	5.49	5.37
短期债务(亿元)	40.96	29.04	44.28	44.61
长期债务(亿元)	35.37	33.50	8.50	15.32
全部债务(亿元)	76.33	62.54	52.78	59.93
营业收入(亿元)	0.38	0.40	0.33	0.09
利润总额(亿元)	1.92	0.05	1.22	-0.12
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.67	-0.30	-0.11	-0.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	18.50	39.06	110.78	85.44
营业利润率(%)	45.47	28.34	82.40	92.06
总资本收益率(%)	1.65	0.25	1.36	--
净资产收益率(%)	12.38	3.41	14.42	--
长期债务资本化比率(%)	75.07	87.05	60.78	74.05
全部债务资本化比率(%)	86.66	92.62	90.58	91.78
资产负债率(%)	87.53	94.35	92.05	93.11
流动比率(%)	148.90	95.44	82.18	91.68
速动比率(%)	148.90	95.44	82.18	91.68
经营现金流动负债比(%)	-1.43	-0.61	-0.20	-2.37
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	步步高投资集团股份有限公司	北京京客隆商业集团股份有限公司	重庆商业投资集团有限公司
主体信用等级	AA	AA	AA⁻
经营数据时点（截至 2020 年 3 月底）			
经营区域	湖南、江西、广西、四川等	以北京为主	重庆
门店数量	350 家	171 家	60 家
业态情况	超市、百货、家电	大卖场、综合超市、便利店、社区服务中心等	超市
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	330.72	85.02	48.64
所有者权益（亿元）	76.04	21.84	14.80
营业总收入（亿元）	207.41	116.58	27.40
利润总额（亿元）	0.04	1.79	1.53
经营活动现金流净额（亿元）	7.57	4.16	2.56
资产负债率（%）	77.01	74.31	69.56

附件 5　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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+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 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：　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 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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