

信用等级公告

联合〔2020〕246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及拟发行的 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的信用状况进行综合分析和评估，确定步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，步步高投资集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）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
二〇二〇年二月十一日



步步高投资集团股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据基础发行额度：3 亿元

本期中期票据发行金额上限：7 亿元

本期中期票据期限：2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还存量贷款，补充抗击新型冠状病毒疫情的民生保障相关流动资金

评级时间：2020 年 2 月 11 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

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	3	
			现金流量	2	
		资本结构		3	
		偿债能力		3	
		调整因素和理由			
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

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”）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。近三年，公司通过并购及新开门店方式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；2018 年 4 月，腾讯、京东战略入股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”），公司数字化建设有力推进，线上线下融合发展。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和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 公司在湖南省内超市市场占有率第一，百货市场占有率第二，区域地位及品牌优势明显。
2. 近年来，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。
3. 2018 年 4 月，腾讯、京东战略入股步步高股份（持股比例分别为 6% 和 5%），并签署战略合作框架协议，公司持续推进数字化建设，加速线上线下融合发展，渠道优势及运营效率增强。

关注

1. 中国零售业竞争激烈，整体利润水平不高，受宏观经济、政策及电商消费分流影响，零售行业增速放缓。

分析师：刘嘉敏 王喜梅

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人
保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 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，主业盈利提升承压。
3. 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。公司拟以 15.72 亿元战略入股重庆商社（集团）有限公司，进一步加大资金需求。
4. 公司有息债务规模持续增长，债务负担重，综合考虑受限资产规模大、短期债务占比高，资产流动性弱，公司短期偿债压力大。
5. 截至 2019 年 6 月底，公司将于 2020 年兑付债券 11.50 亿元（考虑回售），且本期中期票据与“19 步步高 MTN001”、“19 步步高 MTN002”发行期限均为（2+1）年，合计发行规模 11 亿元（按照发行金额上限计算），未来公司可能面临集中兑付压力。
6. 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	21.33	30.67	16.13	24.88
资产总额(亿元)	238.16	262.66	301.35	309.45
所有者权益(亿元)	65.62	66.06	77.51	78.09
短期债务(亿元)	62.42	73.26	79.69	96.96
长期债务(亿元)	47.15	50.66	49.27	51.44
全部债务(亿元)	109.57	123.92	128.96	148.41
营业总收入(亿元)	165.83	179.16	200.93	102.37
利润总额(亿元)	1.80	2.28	1.73	1.88
EBITDA(亿元)	11.87	13.55	15.48	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	2.16	2.61	6.00
营业利润率(%)	20.61	20.18	22.52	23.79
净资产收益率(%)	1.62	1.69	1.03	--
资产负债率(%)	72.45	74.85	74.28	74.76
全部债务资本化比率(%)	62.54	65.23	62.46	65.52
流动比率(%)	74.89	75.39	54.25	54.23
经营现金流动负债比(%)	1.67	1.49	1.56	--
全部债务	9.23	9.15	8.33	--
EBITDA 利息倍数	2.13	2.08	2.35	--

公司本部(母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	96.07	94.20	88.21	90.61
所有者权益(亿元)	10.59	11.75	4.98	5.31
全部债务(亿元)	65.83	76.33	62.54	63.02
营业收入(亿元)	0.39	0.38	0.40	0.20
利润总额(亿元)	0.04	1.92	0.06	0.34
资产负债率(%)	88.98	87.53	94.35	94.14
全部债务资本化比率(%)	86.14	86.66	92.62	92.23
流动比率(%)	157.64	148.90	95.44	87.75
经营现金流动负债比(%)	-1.21	-1.43	-0.61	--

注: 1. 2019 年 1—6 月财务数据未经审计; 2. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务; 3. 2016 年底和 2017 年底所有者权益包含 7 亿元永续中期票据

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2019/7/24	刘嘉敏 王喜梅	零售企业信用评级方法(2018 年) 零售行业企业信用评级模型(2016 年)	阅读全文
AA	稳定	2017/7/11	刘嘉敏 王喜梅	零售行业企业信用评级方法(2017 年) 零售行业企业信用评级模型(2016 年)	阅读全文
AA	稳定	2013/5/20	董臻洋 景雪	工商企业主体评级方法(2013 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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

步步高投资集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

一、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为“湘潭开源货运有限责任公司”，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，于 2003 年 2 月 20 日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本 50 万元。2003 年公司更名为“湘潭步步高投资集团有限公司”，2007 年 7 月 31 日（基准日）整体变更为股份有限公司，后于 2007 年 8 月 30 日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得企业法人营业执照（注册号：430300000003121），注册资本 11767 万元。2009 年公司更为现名。截至 2019 年 6 月底，公司注册资本 11767.00 万元，控股股东自然人王填持股 8232.40 万元，占比 69.96%；其他股东合计持股 3534.60 万元，占比 30.04%，王填为公司实际控制人；公司法定代表人为张海霞，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 2019 年 6 月底，公司对其持股比例为 34.99%（质押比例 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 2018 年底，公司合并资产总额 301.35 亿元，所有者权益合计 77.51 亿元（含少数股东权益 51.43 亿元）。2018 年实现营业总收入 200.93 亿元，利润总额 1.73 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 309.45 亿元，所有者权益合计 78.09 亿元（含少数股东权益 52.54 亿元）。2019 年 1—6 月，实现营业总收入 102.37 亿元，利润总额 1.88 亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区芙蓉大道 168 号；法定代表人：张海霞。

二、本期中期票据概况

公司已于 2018 年注册额度为 11 亿元的中期票据，公司于 2019 年 3 月发行“19 步步高 MTN001”（3 亿元，2+1 年）和“19 步步高 MTN002”（1 亿元，2+1 年），本次计划发行 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）（以下简称“本期中期票据”），基础发行额度 3 亿元，发行金额上限 7 亿元，期限 2+1 年（附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权）。公司有权决定在本期中期票据存续期的第 2 年末调整后 1 年的票面利率，调整后的票面利率为本期中期票据存续期前 2 年票面利率加公司调整的基点。公司公告是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度后，投资者有权在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。

本期中期票据偿还方式为每年付息一次，到期一次还本。本期中期票据募集资金将用于偿还公司存量贷款，以及补充抗击新型冠状病毒

毒疫情的民生保障相关流动资金，具体为采购蔬果、肉蛋禽、粮油及各种生活必需品用于销售；用于购买高标准防护口罩等防护用品以到店销售；用于购买消毒液、除菌液等紧缺消杀商品。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1

进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3

月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2019年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素

将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 零售行业

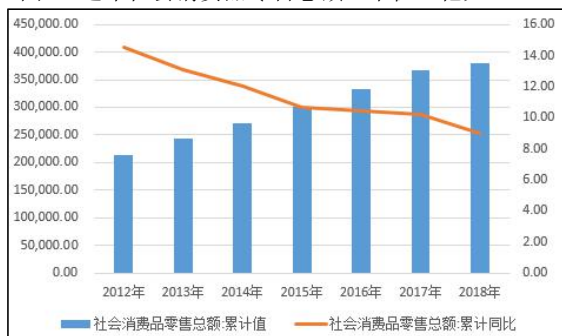
零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有

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。

近年来，中国零售行业总体保持持续增长态势，但受宏观经济景气度下行等因素影响，行业增速有所放缓。2018年以来，零售行业总体保持平稳发展，消费品市场总量继续扩大，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新，消费仍是经济增长的第一驱动力。此外，随着互联网技术迅速发展，零售业态结构不断优化，线上线下展现高度融合的趋势。

2018年，全年社会消费品零售总额38.10万亿元，比上年增长9.0%。其中：城镇消费品零售额32.56万亿元，增长8.8%；乡村消费品零售额5.54万亿元，增长10.1%。全国商品零售额33.83万亿元，同比增长8.9%，增速较上年同期回落1.3个百分点。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

根据国家统计局数据和商务部典型零售企业统计数据测算，截至2018年底，中国零售业经营单位共有2080万个，同比增长7.8%，增速较上年加快0.9个百分点。商务部零售业典型统计调查数据显示，2018年典型零售企业销售额同比增长4.2%。多数企业经营效益改善，其中限额以上大中型法人企业销售额同比增长3.1%；三项费用合计同比增长2.3%，增速比上年放缓1.7个百分点；净利润同比增长5.5%。从上市公司看，85家沪深上市零售企业销售毛利率18.2%，比上年加快0.7个百分点。超过半数的企业净利润实现增长，10家企业净利润增长1倍以上。

2018年，中国网络零售市场规模持续扩大。国家统计局数据显示，全年全国网上零售额9.01万亿元，比上年增长23.9%，增速较上年同期的32.2%有所放缓。其中，实物商品网上零售额7.02万亿元，增长25.4%，较上年同期的28.0%进一步放缓，对社会消费品零售总额增长的贡献率为45.2%，占社会消费品零售总额的比重达到18.4%；实体店消费品零售额增长5.9%。网上销售增速依然快于实体店，实体店经营继续承压。商务部报告数据显示，农村电商发展较快，2018年全国农村网络零售额达到1.4万亿元，同比增长30.4%；全国农产品网络零售额达到2305亿元，同比增长33.8%。

2019年上半年，中国消费品市场总体平稳，市场规模持续扩大，城乡市场共同发展，消费结构持续优化，线上线下加速融合。2019年上半年，社会消费品零售总额19.52万亿元，同比增长8.4%，增速较上年同期回落1.0%。城镇消费品零售额16.69万亿元，同比增长8.3%，乡村消费品零售额2.83万亿元，同比增长9.1%。2019年上半年，全国网上零售额48161亿元，同比增长17.8%，其中实物商品网上零售额38165亿元，增长21.6%，占社会消费品零售总额的比重为19.6%，较2018年有所提升。

细分行业来看，连锁经营规模持续扩大。中国连锁经营协会数据显示，2018年，中国连锁百强企业销售额为2.4万亿元，同比增长7.7%，占社会消费品零售总额6.3%。连锁百强企业门店总数13.8万个，同比增长16.0%，其中便利店业态销售额平均增长21.1%，门店总数增长18%，连续三年在零售业态中保持最快水平。百货行业继续回暖，根据中国百货商业协会调查，2018年90家样本企业销售额同比增长4.2%，利润总额同比增长6.4%，经营面积同比增长2.1%，费用总额同比下降3.7%，其中，多业态融合发展成为趋势，样本企业涉足超市、购物中心、便利店的比例分别为73%、49.6%和32.1%。百货龙头正在成为多业态聚合的载体平台，数字化应用进一步拉近企业与消费者间的距离。

近年来国内“互联网+”快速发展，淘宝、京东等一批大型电商迅速挤占消费品市场，国内居民消费主力和消费模式的转变，以及国内物流、电子支付系统的不断完善，电商凭借其便捷性、品类选择多样性及价格等方面的优势，吸引了大量消费群体，行业发展取得了显著的成长，并对实体零售业经营造成了明显的冲击，尤其对于物流体系相对完善的一、二线城市而言，冲击更易显现。自2016年出现“新零售”概念开始，线上电商开始对传统线下零售商的收购和整合，传统零售开始试水线上业务，数字化建设加速推进，线上线下开始呈现深度融合。如阿里巴巴、腾讯等积极投资百联、银泰、华联、永辉等百货或超市实体零售企业，同时电子商务企业在全国广泛铺设实体门店，实体零售企业如永辉、苏宁、人人乐、天虹等基于线下门店积极发展社区拼团业务，通过微信群、小程序等工具实现购买动作和订单管理，大幅提升交易效率。线下实体零售仍然是消费者购物的主要场所，多业态融合成为必然趋势，以顾客为中心提升运营体验，加强经营模式创新，扩大智慧零售应用场景，将不断增强综合服务能力。

当前，零售行业普遍面临经营成本持续上升的客观现状，包括租金成本、人工成本、融资成本。2018年，85家沪深上市零售企业中有30家管理费用涨幅超过两位数，一线城市商铺平均租金上涨幅度超过40%，此外，转型升级所需进行的硬件改造与技术应用带来的新的成本的上升，一些零售企业基础配套及商业设施老化陈旧，存在较高的改造成本和技术难度，客流采集、数据分析、营销引流等前研技术更迭快速，企业面临创新研发和技术投入成本压力的同时，还要承受技术迭代更新所带来的风险。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，国家和各地政府采取多项防控措施，包括国务院发布延长春节假期的通知，各地企业采取延期复工安排，对进出城市的交通进行限制，

对高危人群进行严格筛查和监控，促进公众减少聚会、减少出行、居家隔离、佩戴口罩等措施。此次疫情爆发处于春节假期，对零售业造成一定影响，超市作为民生物资重要供应方，疫情期间各地政府积极部署保障生活必需品供应，做好生活必需品市场保供工作，受交通物流限制，大中城市生活必需品需求不断增加，消费者对粮油蔬菜、防护用品、日用品为主的必需品进行囤积，一定程度提升企业销售规模，同时对零售企业供应链能力提出较大考验；居家隔离措施使得消费者对生鲜到家等线上业务需求增加，对于线上线下融合发展的超市业务可一定程度降低此次疫情带来的负面影响。百货板块，疫情期间国内部分百货店、购物中心等线下实体门店按照各地政府疫情防护安排采取春节假期暂停营业、延迟开店等措施，且当前客流量显著减少，将会对企业收入带来较大压力。

2020年2月6日，商务部发布了《商务部办公厅关于组织做好商贸企业复工营业工作的通知》，为做好生活必需品市场保供工作，各级商务主管部门要在当地党委、政府统一领导和部署下，深入了解相关商贸企业防疫、人员、商品储备情况，积极支持具备疫情防控条件的商贸企业（包括：批发市场、超市、便利店、社区菜店等）尽快恢复营业。要采取措施，指导企业做好货源采购、调运、配送、补货工作，切实保障符合条件的商贸企业顺利复工营业。要充分利用大型商贸连锁企业网点多、品种丰富的优势，发挥其保障市场供应的骨干作用。要利用中小商贸企业经营灵活、贴近社区居民的优势，发挥分散购买、即时购买的作用，充分满足居民生活必需品需求。及时协调解决企业复工营业困难，对于商贸企业复工营业中遇到的困难和问题，要在本地生活物资保障组的统一协调下，积极采取措施，推动协调解决。指导企业做好经营场所、设施设备、营业环境、工作人员、商品的卫生防疫措施，建立健全防疫管理制度，优先保障一线员工配备防护用品，

合理布置人流动线，做好人员疏导，避免人群聚集，每日清扫消毒营业场所，切实保障商贸企业持续稳定安全经营。同时，国家发展改革委、商务部指导中国连锁经营协会号召全行业共同发起“保障供应，稳定物价，持续开业”倡议，华润万家、大润发、沃尔玛、家乐福、永辉、天虹、步步高、家家悦等近300家零售企业20万个门店积极响应，覆盖全国大部分主要地级以上城市。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。近期，国内疫情蔓延，零售业造成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，短期内存在一定经营压力。

2. 区域经济环境

据湖南省统计局公布的《湖南省2018年国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值36425.8亿元，比上年增长7.8%。其中，第一产业增加值3083.6亿元，增长3.5%；第二产业增加值14453.5亿元，增长7.2%；第三产业增加值18888.7亿元，增长9.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值52949元，增长7.2%。

城乡居民收入保持较好增势，2018年全省全体居民人均可支配收入25241元，比上年增长

9.3%，扣除价格因素实际增长7.2%；人均可支配收入中位数20703元，增长5.5%。城镇居民人均可支配收入36698元，增长8.1%，扣除价格因素实际增长6.1%；城镇居民人均可支配收入中位数33213元，增长5.1%。农村居民人均可支配收入14093元，增长8.9%，扣除价格因素实际增长6.8%；农村居民人均可支配收入中位数12701元，增长6.9%。城乡居民收入比由上年的2.62:1缩小为2.60:1。分区域看，长株潭地区居民人均可支配收入39274元，增长8.6%。

湖南经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。全年社会消费品零售总额15638.3亿元，比上年增长10.0%。分经营地看，城镇消费品零售总额14124.9亿元，增长9.9%；乡村消费品零售总额1513.4亿元，增长11.2%。分消费类型看，商品零售额13716.7亿元，增长9.9%；餐饮收入额1921.6亿元，增长10.7%。分区域看，长株潭地区消费品零售总额6498.6亿元，增长9.9%；湘南地区消费品零售总额3083.8亿元，增长10.4%；大湘西地区消费品零售总额2759.0亿元，增长10.2%；洞庭湖地区消费品零售总额3296.8亿元，增长9.9%。限额以上法人批发和零售业商品零售额4980.3亿元，比上年增长9.9%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长3.8%；网上零售额（按卖家分）1624.0亿元，增长43.3%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长18.4%，化妆品类增长13.7%，家用电器和音像器材类增长8.6%，家具类增长25.1%，石油及制品类增长15.1%，建筑及装潢材料类增长19.1%，汽车类增长6.1%。

总体来看，作为中西部经济发展最活跃的省区之一，湖南省经济规模较大，增长速度快，居民消费能力强，为省内零售业提供了良好的发展环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6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 2018 年底，步步高股份资产总额 209.10 亿元，所有者权益 77.59 亿元；2018 年实现营业总收入 184.56 亿元，同比增长 6.61%，利润总额 2.21 亿元，同比增长 0.09%。2019 年 1—6 月，步步高股份实现营业收入 100.98 亿元，同比增长 3.16%，利润总额 3.21 亿元，同比增长 4.87%。

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。2016—2018 年，公司分别净新增超市门店 25 家、59 家和 26 家（包括大卖场、综合超市和家电店）。截至 2019 年 6 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 364 家，净运营面积为 130.21 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。2019 年 5 月，公司获评中国连锁经营协会发布的“2018 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。2016—2018 年，公司分别净新增百货门店 4 家、4 家和 1 家。截至 2019 年 6 月底，公司拥有百货门店 53 家，从分布区域看，湖南省 30 家，江西省 4 家，广西省 7 家，重庆 2 家，四川 10 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 2019 年 6 月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 20 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类仓库。仓储总面积约为 33 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。

总体看，公司零售主业突出，近年来，超市与百货业务门店规模不断扩大、规模优势显现，物流中心仓储为公司采购和销售提供有效支持，具备较强区域竞争优势。

3. 人员素质

公司董事、监事、高级管理人员共 12 人，设董事长 1 名，总裁 1 名、财务总监 1 名、人事总监 1 名。

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

公司总裁陈志强先生，1969 年出生，中共党员，湖南省第十一次党代会代表，本科学历；曾任步步高股份门店店长、分公司总经理、企划部长、市场总监、总裁助理、公共事务总监、公司副总裁。现任公司董事及总裁。

截至 2019 年 6 月底，公司本部及并表子公司共有职工 28450 人，按年龄划分，公司在职员工 30 岁及以下的占 19.63%、31~40 岁的占 36.29%、41~50 岁的占 39.91%、51 岁及以上的占 4.17%。按学历划分，本科及以上学历占 8.76%、专科学历占 16.18%、高中及以下学历占 75.05%。按岗位划分，业务人员占 90.16%，财务人员占 3.10%，管理人员占 3.39%，工程专业技术人员占 3.35%。

总体来看，公司员工队伍构成以业务人员为主，符合行业特征；管理层具有丰富的行业

经验，管理水平较高。

4. 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1月13日,公司本部无不良贷款及欠息记录,企业信用记录良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

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

公司设董事会,由股东大会选举产生;董事任期三年,任期届满可连选连任。董事会成员为7人,其中董事长1人,由董事会议全体董事过半数选举产生;董事长为公司的法定代表人。公司董事会向股东大会负责,执行股东大会的决议,审定公司的经营计划和投资方案,为股东大会形成的决议制定执行方案,决定公司内部管理机构的设置,决定聘任或解聘公司经理及其报酬,制定公司的基本管理制度。公司董事会每年度至少召开2次会议;董事会议的表决实行一人一票制,其决议必须经过全体董事过半数通过。

公司设总裁1人,由董事会决定聘任或解聘。总裁对董事会负责,主持公司的生产经营

管理工作,组织实施公司年度经营计划和投资方案,拟订公司管理机构设置方案和基本管理制度,制定公司的具体规章;总裁列席董事会会议。

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

2. 管理水平

公司注重内部管理,制定并落实各项管理办法。

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

投融资预算管理方面,在各事业部新开门店、老门店更新改造期间所有的设备投资、建筑安装工程投资、开办费支出方面,由各事业部进行预算编制、预算审核及审批、预算执行及考核和投资评价,并出具年度投资总结。公司对各事业部上报的项目投资预算进行审批和执行情况总结。融资方面由财务管理部根据公

司年度预算及发展战略规划汇编资金预算及融资计划，报财务总监审核，股东大会审议批准通过后执行。

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

对外担保管理方面，公司谨慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，制定和实行《对外担保管理制度》；公司为控股子公司提供担保适用本制度。制度规定，公司原则上不以公司资产为公司的股东、实际控制人及其关联方或者任何个人债务提供担保；公司对外担保的对象和范围仅限于由公司管理或投资的企业，除此之外原则上禁止为控股子公司以外的企业提供任何形式的担保。公司对外担保，对方必须提供反担保。公司做出的对外担保行为，必须经董事会或股东大会审议通过后执行。截至 2019 年 6 月底，公司合并范围无对外担保。

绩效管理方面，公司成立绩效管理委员会，负责制定绩效管理体系，组织实施绩效管理并对日常绩效管理活动进行管理。公司对各级员工绩效职责进行了明确划分，对三级及以上员工采用业绩积分卡系统进行考核。考核采取上下级直线考核的形式，针对不同岗位层级采取包括月度、季度和年度考核在内的不同考核频

次，考核结果与转正、职务调整、薪资调整、培训和末尾淘汰挂钩，激励员工业绩持续改进。

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

总体看，公司法人治理结构合理，各项管理办法制定契合营运需要。

七、重大事项

1. 步步高股份非公开发行

2016 年 11 月，步步高股份完成非公开发行股票，共向步步高集团、金鹰基金管理有限公司和新沃基金管理有限公司发行股份 84918477 股，每股发行价格为 14.72 元，募集资金总额 12.50 亿元，扣除承销保荐费用和其他发行费用，实际募集资金净额为人民币 12.28 亿元，募集资金投入连锁门店发展项目 4.28 亿元，偿还银行贷款 8 亿元。本次发行实际募集资金与募投项目资金需要量的差额部分（12.72 亿元），公司将以自有资金或其他融资方式补足。

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

2. 对外收购、战略入股

近年来，公司坚持以湖南市场为核心，逐步向周边省域扩张。除新设门店外，公司主要通过收购兼并的方式实现湖南省外门店的布局，陆续进入广西、四川地区，并不断巩固湖南地区的规模优势，逐渐形成“立足湖南、跨区发展”的业务格局。2015 年至今，公司及下属子

公司先后以15.76亿元收购广西南城百货有限公司100%股权、2.26亿元收购四川梅西商业有限公司94%的股权、1.89亿元收购家润多旗下22家门店资产及经营权。以上收购完成后，较大程度减少步步高门店扩展的时间成本与资源投入，在短期内较快提升公司的规模与品牌优势。

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，2018年实现营

业收入546.15亿元，净利润6.68亿元。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”）45.05%的股权，截至2018年底，重庆百货经营网点310个，其中百货55家、超市177家、电器连锁48家、汽贸业态30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。该事项尚需向市场监督管理局申请办理变更登记等后续相关工作，联合资信将持续关注事项进展及对公司经营产生的影响。

表2 近年来公司对外收购、投资事项情况

日期	事项	详情
2015年1月	对外收购	步步高股份通过发行股份及支付现金相结合的方式收购广西南城百货股份有限公司100%的股权，交易价格15.76亿元，南城百货于2015年2月纳入合并范围
2016年9月	对外收购	步步高股份现金收购心连心集团百货有限公司旗下18家超市经营及门店资产，交易价格1.28亿元，通过业务整合，2017年已全部开业。
2017年2月	对外收购	步步高股份现金收购梅西商业有限公司94%的股权，交易价格2.26亿元，梅西商业于2017年3月纳入合并范围
2019年1月	对外收购	步步高股份现金收购湖南超市家润多旗下22家超市经营及门店资产，交易价格1.89亿元。通过业务整合，截至2019年6月底，已开门店18家
2019年6月	战略入股	步步高集团全资子公司步步高智慧零售有限公司（以下简称“步步高零售”）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，增资后对其持股10%。该事项尚需向市场监督管理局申请办理变更登记等后续相关工作，联合资信将持续关注事项进展

资料来源：公司提供

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。

3. 公司出售转让吉首、合川物业资产

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

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

足。

上海富诚海富通资产管理有限公司（以下简称“富诚海富通”或“专项计划管理人”）以私募基金份额为基础资产，公司作为原始权益人，以吉首和合川两处物业租金作为主要还款来源，设立“招商创融-海富通-步步高资产支持专项计划”（以下简称“专项计划”）。2017年12月19日—2017年12月20日，投资者通过专项计划管理人签署《认购协议》，资产支持证券实际收到认购款12.40亿元；其中A类资产支持证券认购款为5.80亿元，B类资产支持证券认购款为5.35亿元，C类资产支持证券认购款为1.25亿元。

2017年12月22日，专项计划管理人将100.00万元作为基金份额购买价款划拨至公司指定的账户，用于购买公司在私募基金设立时

出资100.00万元获得的基金份额，同日，专项计划管理人代表专项计划根据《基金份额转让协议》的约定指示专项计划托管人向私募基金管理人出资12.39亿元，认购私募基金的该等基金份额。

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

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

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

前述专项计划期限为18年（3+3+3+3+3+3年），实际还款来源为项目公司运营物业资产收入，同时由步步高集团提供下列增信措施：1）步步高集团按年支付的优先收购权权利维持费；2）步步高集团在专项计划设立日向专项计划账户支付人民币1500万元的保证金，用于保证A类资产支持证券收益和本金的分配；3）物业运营方（即湖南步步高中煌商业管理公司、重庆步步高中煌商业管理有限公司）为基础物

业提供运营管理服务期间，若项目公司未能实现约定的必备金额，物业运营方应补足相应差额；4）步步高集团在每个开放日对参与退出的资产支持证券份额的差额部分提供流动性支持；5）对截至差额支付启动日专项计划账户内可供分配的资金不足以全额支付普通分配中A类和B类资产支持证券所应获得的分配，由步步高集团提供差额补足。

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

4. 腾讯、京东战略入股步步高股份并签署重大战略合作协议

2018年2月14日，步步高股份股东张海霞、新沃基金管理有限公司（以下简称“新沃基金”）与林芝腾讯科技有限公司（以下简称“林芝腾讯”）签署《关于步步高商业连锁股份有限公司之股份转让协议》，协议约定转让方张海霞及新沃基金向林芝腾讯以17.11元/股的价格转让步步高股份合计5183.42万股，占步步高股份总股本的6%，总价为人民币8.87亿元。同时，步步高股份股东钟永利、步步高集团与江苏京东邦能投资管理有限公司（以下简称“京东邦能”）签署《关于步步高商业连锁股份有限公司之股份转让协议》，协议约定转让方钟永利和步步高集团以17.11元/股的价格转让步步高股份合计4319.52万股，占步步高股份总股本的5%，总价为人民币7.39亿元。上述协议转让事项已分别于2018年4月9日、2018年4月10日完成过户登记手续，本次协议转让完成后，林芝腾讯、京东邦能分别为步步高股份第三和第五大股东，步步高集团仍为步步高股份控股股东，持股比例变更为34.99%，王填先生仍为步步高股份实际控制人。

2018年2月14日，步步高股份与深圳市腾

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

5. 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，联合资信将持续关注资产转让事项进展情况。

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	尚需支付 (截至2019年 6月底)
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	0.35亿元
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	3.45亿元
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	--
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	--
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	3.90亿元

资料来源：上市公司披露，联合资信整理

八、经营分析

6. 疫情影响

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对社会多方面造成影响。疫情防控期间，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。公司主营业务以超市和百货为主，根据企业反馈，自疫情发生以来，公司所有超市保持营业，保证货源充足，为配合政府防疫工作，旗下百货门店2020年1月29日至2020年2月9日暂停营业，自2月10日逐步恢复营业。考虑到当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及对其信用水平可能带来的影响。

1. 经营概况

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业之一，经营连锁超市和百货两大业态，以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2016—2018年，公司主营业务收入平稳增长，年均复合增长8.37%，超市和百货业务构成公司主要收入来源，近三年占比达到80%以上。2018年，公司主营业务收入为180.14亿元，同比增长9.29%。

从收入构成来看，2016—2018年，随着新开超市门店的逐步增加，公司超市业务收入规模逐年增长，占主营业务收入比重60%以上，2018年实现收入108.45亿元，同比增长5.86%，占主营业务收入的比重为60.20%，保持稳定；

百货业务为公司第二大收入来源，近三年收入规模小幅增长，2018年实现收入40.90亿元，同比小幅增长2.45%。公司家电业务量较小，2018年收入规模同比有所下滑，为11.59亿元；批发业务依托超市业态进行，规模不大，2018年同比下降至1.78亿元，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，2016—2018年收入波动较大，主要受物业销售影响，2016—2018年，公司自建物业配套的房地产对外销售分别为10.53亿元、5.90亿元和15.55亿元。

从盈利情况来看，2016—2018年，公司主营业务综合毛利率有所波动。2017年，公司综合毛利率为15.54%，同比减少0.95个百分点，主要系家电板块促销力度加大毛利率下滑以及上期物业销售毛利率较高，2017年该部分减少所致；2018年，公司综合毛利率为17.45%，同比增加1.91个百分点。其中，超市业务和百

货业务毛利率保持稳定，2018年分别为17.66%和15.18%；家电业务毛利率偏低，2018年同比上升1.52个百分点至10.31%，主要是公司调整家电品类，提升毛利所致。2018年，其他业务毛利率大幅上升至27.23%，系毛利率较高的物业销售收入占比提升所致。

2019年1—6月，公司实现主营业务收入89.39亿元，同比下降4.43%，主要系家电板块削减部分低毛利分销业务导致收入同比下降46.55%至3.82亿元；超市业务实现收入61.97亿元，同比增长10.24%；百货业务实现收入21.31亿元，同比增长1.52%；超市和百货业务合计占主营业务收入比重为93.17%，同比提升10.62个百分点。同期，公司综合毛利率为15.31%，同比减少0.74个百分点，主要系其他业务毛利率下滑所致。

总体看，近三年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 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
超市	93.04	102.45	108.45	61.97	60.66	62.16	60.20	69.33	16.71	17.40	17.66	16.34
百货	37.32	39.92	40.90	21.31	24.33	24.22	22.71	23.84	15.83	15.02	15.18	14.54
家电	9.57	12.14	11.59	3.82	6.24	7.36	6.43	4.27	12.42	8.79	10.31	10.83
批发	1.58	2.98	1.78	0.37	1.03	1.81	0.99	0.42	5.26	14.07	7.38	10.59
其它	11.88	7.34	17.43	1.92	7.74	4.45	9.67	2.14	21.61	4.18	27.23	0.08
合计	153.40	164.82	180.14	89.39	100.00	100.00	100.00	100.00	16.49	15.54	17.45	15.31

资料来源：公司提供

注：百货板块收入包括联营模式下店铺当期实际销售额，并将实际销售额中提取合作服务费后返还供应商的部分计入成本

2. 超市及家电板块

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

（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存经营两种形式；综合超市是用于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。

2016—2018年，公司保持较快的门店铺设力度，大卖场数量逐年增长，2017年，公司通过收购梅西商业94%股权布局四川区域，同时

加快湖南省内门店铺设力度，大卖场数量同比净增加 44 家，因 2—3 年内扭亏无望和物业无法续租原因，当期关停大卖场门店 10 家；2018 年，公司超市业态门店净增 22 家，以大卖场为主，主要分布在湖南地区，关闭门店 15 家，退出在重庆市场的超市业务。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，截至 2019

年 6 月底已开门店 18 家。截至 2019 年 6 月底，公司超市业态门店合计 324 家；其中大卖场 286 家（占 88.27%）。

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 2019 年 6 月底，湖南省门店 216 家（占 66.67%），江西省 35 家，广西省 48 家，四川省 25 家。

表5 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			2018 年底			2019 年 6 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	107	35	23	131	34	23	151	34	27	182	34	26
	江西	22	1	--	24	1	--	27	2	--	33	2	--
	重庆	6	--	--	8	--	--	--	--	--	--	--	--
	广西	43	--	--	46	--	14	49	--	14	48	--	14
	四川	5	--	--	18	2	--	21	2	--	23	2	--
	合计	183	36	23	227	37	37	248	38	41	286	38	40
净营运面积		752437	66213	66961	1005657	66427	85995	1048261	66654	66762	1169645	66654	65793
月均客流量		1133			1153			1156			1141		

资料来源：公司提供

注：表中家电店仅为独立经营管理门店，不包括超市连带经营门店

公司为配合超市店面扩张，积极拓展家电销售业务，并以“E-Mart”作为家电销售连锁品牌，对超市业态进行补充，目前仅次于通程、苏宁，以第三位的市场占有率扎根湖南市场。目前家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西省内。截至2018年底，公司家电板块独立经营门店数量由2017年底的37家增加至41家，同时连带经营门店缩减至41家。2018年，公司家电业务收入同比下降4.53%至11.59亿元，毛利率同比提升1.52个百分点。

表6 公司家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2016 年底	2017 年底	2018 年底	2019 年 6 月底
独立经营门店数量	23	37	41	40
超市连带经营门店数量	74	46	41	42
净营运面积	129567	121208	98825	100160

资料来源：公司提供

公司超市和家电门店除少数自有外，大多

为租赁取得，占门店总数的85%以上，公司超市和家电门店租赁期限为15-20年，租赁价格涨幅在租赁合同中明确体现，大多每3-5年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。对于到期门店，公司采取谈判降租的方式，冲抵新店带来租金成本的提高，但公司未来仍旧面临租金上涨压力和续租风险。

（2）采购及配送

采购方面，公司根据商品特性选择进货渠道，包括原产地生产商地采、代理商供货和厂家直接供货三种采购方式，以平衡进货灵活性和成本控制。公司总部采购中心对供应商知名度、销售规模、产品质量、管理水平等指标进行全面考核，统一与供应商签订合同，并开发了“供应商信息查询系统”对供应商绩效进行评估和选择。通过多年经营，公司已拥有一批稳定的供应商，并与众多国际、国内名优品

牌供应商建立了良好的合作关系。公司视供应商级次及合作品牌等不同情况约定账期，一般在 7-60 天内。

2018 年，公司超市板块前五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 2017 年（7.73%）有所下降，集中度低。

表 7 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
福建恒安集团厦门商贸有限公司	24761.02	1.80
益海嘉里食品营销有限公司	18093.00	1.31
宝洁（中国）营销有限公司	15239.70	1.11
监利县新田园食品有限公司	14596.87	1.06
广州立白企业集团有限公司	13603.23	0.99
合计	86293.82	6.27

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送三种方式，2018 年采购额分别占总采购额的 61.10%、29.14%和 9.76%，同比变动不大。截至 2019 年 6 月底，公司采用自有物流及第三方物流占比分别为 10%和 90%，公司自有物流车辆 72 台，投资成本约为 1378.97 万元。

仓储及物流方面，2018 年，公司新投运了江西冷链库以及四川低温库，实现了江西及四川区域冷链商品高效配送。截至 2019 年 6 月底，公司拥有湖南、广西、江西和四川四大省级中央园区共 20 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 33 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。2018 年，公司物流中心月均吞吐量 9.12 万吨，商品配送金额 68.90 亿元，2019 年 1—6 月，公司物流中心月均吞吐量为 8.82 万吨，商品配送金额 34.93 亿元，截至 2019 年 6 月底，物流中心储存货物金额 2.08 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 2019 年 6 月底，已投入 0.86 亿元。金陵物流园项目计划总投 3.78 亿元，截至 2019 年 6 月底已投 0.88 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%。

2018 年，公司引入腾讯和京东战略投资，助力传统超市业务向新零售转型，加速线上线下融合。截至 2018 年底，公司实现数字化会员 500.80 万名，其中新客占比 63%，会员销售占比 63.80%。线上销售方面，2018 年，公司 Better 购、京东、多点、美团到家 O+O 合计订单 57.48 万单，营业收入 3033.67 万元；Better 购会员码、扫码购、多点自助、微信自助合计营业收入 3.91 亿元。

2018 年 4 月，腾讯-步步高智慧零售试点项目在步步高梅溪新天地正式上线，2018 年，实现单店数字化会员最高与智慧收银最高的日单量，分别达 21 万单和 2264 单。同时，智

能停车在步步高梅溪新天地成功落地，截至2018年底绑定32.60万车牌，新增约10万新会员。

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。2018年，公司超市及家电门店数量及员工人数呈增长趋势，员工劳效下降，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8 公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
门店数量(家)	242	301	327	364
员工数量(万人)	1.33	1.71	1.72	1.81
员工劳效(万元/人)	78.12	75.14	69.79	72.70
人力成本率(%)	5.45	6.23	6.74	6.41

资料来源：公司提供

注：员工劳效=超市及家电主营业务收入/员工数量；人力成本率=人力成本/超市及家电主营业务收入

总体看，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，同时向周边区域扩张，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。2018年以来，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。

3. 百货板块

(1) 经营概况

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，2018年收入规模小幅增长至40.90亿元。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2万平方米不等。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。

2016年，公司新增百货门店5家（3家为自有），关闭门店1家，2017年，公司新增百货门店6家（3家为自有），关闭门店2家；2018年，公司新增百货门店2家（1家为自有），关闭门店1家；2019年1—6月，公司新增百货门店1家（自有）。截至2019年6月底，公司拥有百货门店53家，其中自有物业百货门店19家。从分布区域看，湖南省30家，江西省4家，广西省7家，重庆2家，四川10家。湖南省市场占有率位列第二。由于公司百货业务主要经营区域为二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业水平偏低。

表9 截至2019年6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
流行百货店	岳阳	2017.12	自有
	赣州	2019.1	自有
	新余	2009.05	租赁
	邵阳	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
生活广场	湘潭	2014.09	租赁
	武功	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

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。随着近年来新开门店的开业，公司百货运营面积逐年增长，

2017 年，公司租赁面积增长 42.16%，系公司原自有吉首和合川两处物业因资产证券化后改为租赁所致；2018 年，公司门店租赁面积保持稳定，自有物业面积呈上升趋势；截至 2019 年 6 月底，公司租赁面积及自有面积分别为 70.99 万平方米和 84.21 万平方米。2018 年，公司百货业态平均租金上涨至 38.24 元/平方米/月，主要系百货处于城市核心区域，平均租金持续上涨所致；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 10 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
租赁面积	49.24	70.00	70.99	70.99
自有面积	72.05	79.18	80.94	84.21
月均客流量	69.22	74.18	74.21	76.11
平均租金	32.78	36.75	38.24	37.65

资料来源：公司提供

注：表中“面积”均为净营运面积

（2）业务模式

从经营模式看，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。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%，集中度低。

表11 2018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
深圳市福瑞贸易有限公司	10201.87	2.34	半月结算
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	10089.14	2.31	半月结算
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9548.89	2.19	半月结算
绫致时装销售(天津)有限公司	7910.94	1.82	半月结算
百丽鞋业(长沙)有限公司	7277.03	1.67	半月结算
合计	45027.87	10.33	--

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2019年6月底, 公司各百货店共拥有会员395万名, 2018年会员消费总额为40.66亿元, 占百货业务消费总额的84.97%。

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, 百货业务收入规模小幅增长, 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。

4. 其他业务

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。2018年, 公司批发业务同比下降至1.78亿元, 系公司因经营调整需要, 减少了低效品牌的批发运营。

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有限责任公司(以下简称“步步高置业”)开发建

设。截至2018年底, 步步高置业资产总额51.92亿元, 所有者权益2.15亿元, 2018年实现营业收入17.76亿元, 利润总额1.74亿元。截至2019年6月底, 步步高置业资产总额55.14亿元, 所有者权益2.30亿元, 2019年1—6月实现营业收入1.57亿元, 利润总额-0.10亿元。截至2019年6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。2016—2018年, 公司物业销售实现收入分别为10.53亿元、5.90亿元和15.55亿元, 2019年1—6月, 物业实现销售收入0.87亿元, 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2018年底, 小额贷款公司资产总额为4.59亿元, 所有者权益为3.92亿元; 2018年实现收入0.58亿元, 利润总额0.49亿元。截至2019年6月底, 小额贷款公司贷款余额4.28亿元, 其中关注类贷款507.04万元, 无逾期贷款。

5. 经营效率

2016—2018年, 公司销售债权周转次数和存货周转次数呈上升趋势, 总资产周转次数呈下降趋势, 近三年加权平均值分别为102.05次、3.06次和0.76次; 2018年上述三项指标分别为120.46次、3.18次和0.71次, 总体看, 符合零售行业特性。

6. 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。

截至2019年6月底，公司在建及拟建项目计划投资总额59.70亿元，已投资17.81亿元，尚需投资41.89亿元，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。

九华项目位于湘潭九华经济区内，占地面

积6.40万平方米，总建筑面积19.68万平方米，集购物、娱乐、饮食、文化、休闲于一体，规划除经营的超市、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%。该项目总投资预计16.30亿元，截至2019年6月底已投入6.70亿元。九华项目配套部分公寓，主要对内部员工销售，2018年实现销售收入13.23亿元，2019年1—6月实现销售收入5200.69万元。

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2019年6月底，已投0.68亿元。

表 12 截至 2019 年 6 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 2019 年 6 月底投资	计划投资金额		
			2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年
九华项目	163000.00	66962.10	6387.90	32600.00	57050.00
荷塘项目	60000.00	8557.38	9442.62	39000.00	3000.00
怀化项目	100000.00	6786.72	3213.28	40000.00	50000.00
南城百货总部大楼	32680.00	25640.97	7039.03	--	--
邵阳项目	47500.00	22502.13	6747.87	15875.00	2375.00
金陵物流园	37800.00	8815.70	10084.30	11340.00	7560.00
新开门店项目	156000.00	38793.46	60006.54	31200.00	26000.00
合计	596980.00	178058.47	102921.53	170015.00	145985.00

资料来源：公司提供

注：公司在建工程项目已投资额未包含存货中的开发成本

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论；公司2019年1—6月财务数据未

经审计。

从合并范围看，2016年，公司新设投资增加子公司3家，处置子公司丧失控制权1家，清算注销子公司1家；2017年，公司通过收购股权增加子公司1家，新设投资增加子公司2家，转让子公司2家，清算注销子公司2家；2018年，公司新设投资增加子公司4家，清算注销子公司1家；截至2019年6月底，公司合并范围较2018年底新增子公

司 2 家，减少子公司 2 家。整体看，合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 301.35 亿元，所有者权益合计 77.51 亿元（含少数股东权益 51.43 亿元）。2018 年实现营业总收入 200.93 亿元，利润总额 1.73 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 309.45 亿元，所有者权益合计 78.09 亿元（含少数股东权益 52.54 亿元）。2019 年 1—6 月，实现营业总收入 102.37 亿元，利润总额 1.88 亿元。

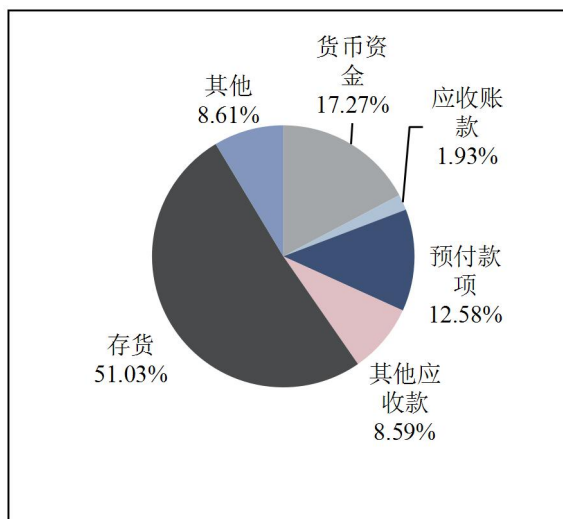
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 12.49%。截至 2018 年底，公司资产总额为 301.35 亿元，同比增长 14.68%。流动资产占 30.25%，非流动资产占 69.75%，非流动资产比重较 2017 年底上升 11.27 个百分点。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产有所波动，截至 2018 年底，公司流动资产为 91.15 亿元，同比下降 16.46%，系货币资金减少所致。从构成看，以货币资金、预付款项和存货为主。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2016—2018 年，公司货币资金波动下降。其中 2017 年底较上年同比增长 47.70%，主要

是 2017 年底公司成功发行资产支持专项计划收到货币资金所致；截至 2018 年底，公司货币资金为 15.74 亿元，同比下降 47.66%，以银行存款（占 66.04%）为主，受限货币资金 4.02 亿元，包括定期存款、银行承兑汇票及贷款保证金。

2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 43.64%。截至 2018 年底，公司预付款项为 11.47 亿元，同比增长 57.13%，主要系预付租金增加所致；从账龄看，1 年以内的占 95.80%，期末预付款项前五名合计占比 35.96%，集中度较高。

2016—2018 年，公司其他应收款有所波动，构成主要为租赁定、押金及保证金和往来款。截至 2018 年底，公司其他应收款为 7.70 亿元，同比下降 38.16%，系部分往来款项收回所致。采用账龄分析计提坏账准备的其他应收款账面余额 6.70 亿元，账龄在 1 年以内的占 47.33%，1~2 年的占 46.08%，2~3 年的占 4.68%，其余账龄在 3 年以上。期末前五名欠款单位合计金额占比为 30.50%，集中度偏高；公司计提坏账准备 0.74 亿元，综合计提比例 8.77%，计提较充分。

表 13 截至 2018 年底公司其他应收款金额前五名
(单位：亿元)

单位	账面余额	款项性质
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	1.26	往来款
长沙市高新技术产业开发区汇湖食品店	0.40	往来款
长沙市高新技术产业开发区汇周食品店	0.40	往来款
长沙市天心区汇英食品店	0.29	往来款
成都百伦投资有限公司	0.22	往来款
合计	2.57	--

资料来源：公司审计报告

公司存货构成主要包括库存商品以及部分计划用于出售的商铺及写字楼。2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 1.73%。截至 2018 年底，公司存货为 46.51 亿元，同比下降 7.12%，系九华项目结

转收入所致；从构成看，主要包括库存商品 22.19 亿元，开发产品 0.66 亿元，开发成本 23.20 亿元。公司计提跌价准备 0.04 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备。

2016—2018 年，公司其他流动资产稳定增长。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 7.46 亿元，同比变动不大，包括待抵扣进项税额 2.91 亿元、理财产品 0.16 亿元、预缴税费 0.27 亿元和短期贷款 4.15 亿元。其中短期贷款主要来自子公司小额贷款公司业务经营，贷款对象均为公司上游供应商及物业租赁方，以其对公司的应收货款和应收租金为担保。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 20.15%。截至 2018 年底，公司非流动资产为 210.20 亿元，同比增长 36.79%，主要系投资性房地产增加所致。从构成看，以投资性房地产（占 29.26%）、固定资产（28.00%）和其他非流动资产（占 13.22%）为主。

截至 2018 年底，公司投资性房地产为 61.51 亿元，同比大幅增长（2017 年底为 5.51 亿元），主要系公司将部分自用房地产（包括固定资产和无形资产）转为投资性房地产且采用公允价值模式计量所致。

2016—2018 年，公司固定资产有所波动。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 85.33 亿元，同比增长 24.52%，系公司在建工程转固所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 58.85 亿元，同比下降 11.59%，系部分自用房地产转为投资性房地产所致。从构成看，房屋建筑物占 90.27%，其余包括机器设备、信息设备、运输设备等。公司累计计提折旧 20.13 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程逐年下降，年复合下降 43.36%，截至 2017 年底，公司在建工程 15.69 亿元，同比下降 53.13%，主要系梅溪湖部分项目、岳阳项目和泸州项目转固导致在建工程下降。截至 2018 年底，公司

在建工程为 10.74 亿元，同比下降 31.55%，主要系梅溪湖项目、怀化项目转固所致。截至 2018 年底，公司在建工程包括计划用于自持的商业综合体及写字楼，主要有九华项目 6.33 亿元、南城百货总部大厦 2.52 亿元、荷塘项目 0.74 亿元。

2016—2018 年，公司无形资产有所波动，年均复合增长 9.79%。截至 2018 年底，公司无形资产为 18.75 亿元，同比下降 10.50%，系部分自用房地产土地使用权转为投资性房地产所致。

截至 2018 年底，公司形成商誉 10.22 亿元，主要包括收购广西南城百货有限责任公司形成的商誉 8.47 亿元和收购梅西商业有限公司形成的商誉 1.84 亿元，对梅西商业有限公司计提减值准备 0.21 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 49.31%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 27.80 亿元，同比增长 87.92%，主要来自预付土地出让金及土地招拍挂保证金增加。

截至 2019 年 6 月底，公司资产合计 309.45 亿元，较 2018 年底增长 2.69%；其中流动资产占 30.31%，非流动资产占 69.69%，非流动资产比重上升。截至 2019 年 6 月底，公司货币资金较 2018 年底增长 56.99%；存货较 2018 年底下降 8.69%至 42.47 亿元；由于会计准则调整，原计入可供出售金融资产科目的重新划分至其他权益工具投资。其他科目较 2018 年底变动不大。

截至 2019 年 6 月底，公司受限资产账面价值合计 69.36 亿元，其中货币资金 5.59 亿元，主要为银行承兑汇票、保函等保证金，固定资产受限 19.54 亿元，用于银行借款抵押，投资性房地产受限 34.49 亿元，无形资产受限 4.68 亿元，用于银行借款抵押，在建工程 5.07 亿元，用于银行借款抵押。受限资产账面价值占公司净资产的 88.82%，受限比例高。

近年来，随着公司经营规模逐年扩大，

及部分自用房地产转为投资性房地产且采用公允价值模式计量影响，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主。流动资产中开发成本为主的存货规模大，营运资金受到较大占用，非流动资产以投资性房地产和固定资产为主，且受限资产规模大，资产流动性弱。总体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.68%。截至 2018 年底，公司所有者权益为 77.51 亿元，同比增长 17.17%，主要来自其他综合收益和少数股东权益的增加。受投资性房地产改为公允价值模式计量，税后归属于母公司的其他综合收益增加 5.87 亿元，税后归属于少数股东的其他综合收益增加 9.69 亿元，导致公司少数股东权益增加至 51.43 亿元；其他权益工具减少至 0，系公司永续中票“15 步步高 MTN001”（7 亿元）于 2018 年 10 月到期兑付。截至 2018 年底，公司所有者权益中，实收资本占 1.52%、资本公积占 21.38%，少数股东权益占 66.35%。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益较 2018 年底变动不大，未分配利润较 2018 年底下降 29.17%至 1.32 亿元；截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益中实收资本占 1.51%、资本公积占 21.23%，少数股东权益占 67.29%。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，稳定性偏弱。

负债

2016—2018 年，公司主业不断扩张、自有物业开发速度加快，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 13.90%。截至 2018 年底，公司负债总额为 223.84 亿元，同比增长 13.84%。流动负债占 75.06%，非流动负债占 24.94%，仍以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债年均复合

增长 16.60%。截至 2018 年底，公司流动负债为 168.02 亿元，同比增长 16.09%，系短期借款、应付账款增长所致。从构成看，以短期借款（占 35.82%）、应付账款（占 26.19%）和其他应付款（占 16.55%）为主。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 61.06%。截至 2018 年底，公司短期借款为 60.18 亿元，同比增长 45.61%，系抵押借款、保证借款增加所致。从构成看，抵押借款占 42.87%、保证借款占 22.60%、质押借款占 5.68%、信用借款占 28.85%。

截至 2018 年底，公司应付票据为 9.38 亿元，同比增长 13.88%，系商业承兑汇票增加。

2016—2018 年，公司应付账款全部为应付货款，近三年规模逐年增长，年均复合增长 33.63%。截至 2018 年底，公司应付账款为 44.00 亿元，同比增长 42.82%，系应付供应商采购款增长所致。

2016—2018 年，公司预收款项年均复合下降 9.68%。预收款项包括预收房款、预收货款、小额贷款预收利息及预收租户款项，截至 2018 年底，公司预收款项为 12.43 亿元，同比下降 17.08%，系预收房屋销售款同比减少所致。从构成看，预收货款 11.45 亿元、预收房屋销售款 0.92 亿元、小额贷款预收利息 7.52 万元和预收租户款项 0.06 亿元。

2016—2018 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 29.13%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 27.80 亿元，同比增长 35.31%，主要是应付工程设备款增加所致。其中，应付押金、保证金占 12.69%、工程设备款占 62.25%，其他占 25.06%（包括预提费用、拆借款等）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 8.13 亿元，同比下降 65.70%，系一年内到期应付债券兑付所致。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 2.00 亿元，为公司于 2018 年 8 月发行的 2 亿元“18 步步高 SCP001”。

2016—2018 年，公司非流动负债稳定增

长。截至 2018 年底，公司非流动负债为 55.81 亿元，同比增长 7.58%，系递延所得税负债增加所致。主要由长期借款（占 44.01%）和应付债券（占 44.25%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均符合增长率 36.69%。截至 2018 年底，公司长期借款为 24.57 亿元，同比增长 7.00%。从构成看，以抵押借款为主（占 73.66%）。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降。截至 2018 年底，公司应付债券为 24.70 亿元，包括 2016 年发行的“16 步高 01”（8 亿元）和“16 步高 02”（7 亿元），2017 年发行的“17 步高 01”（3.70 亿元），以及 2017 年 11 月发行的 5 亿元债权融资计划（已归还 0.5 亿元，2019 年内到期金额为 0.5 亿元）和 2018 年 8 月发行的 2 亿元债权融资计划。

截至 2019 年 6 月底，公司负债合计 231.36 亿元，较 2018 年底增长 3.36%。其中流动负债占比变动不大，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 6 月底，公司流动负债为 172.96 亿元，较 2018 年底增长 2.94%，其中应付票据较 2018 年底增长 85.28%至 17.39 亿元，应付账款较 2018 年底下降 26.44%；一年内到期的非流动负债较 2018 年底增长 61.63%，主要是一年内到期的长期借款及一年内到期的应付债券转入所致。公司非流动负债为 58.40 亿元，较 2018 年底增长 4.62%，其中长期借款较 2018 年底增长 25.14%至 30.74 亿元，应付债券较 2018 年底下降 16.19%至 20.79 亿元，主要是“16 步高 01”于 2019 年 3 月进行投资者回售，回售金额 8.00 亿元。其他科目变动不大。

从有息债务规模看，2016—2018 年，公司全部债务年均复合增长 8.49%。截至 2018 年底，公司全部债务为 128.96 亿元，同比增长 4.07%，其中短期债务占 61.80%，长期债务占 38.20%。截至 2019 年 6 月底，公司全部债务为 148.41 亿元；其中短期债务 96.96 亿元，长期债务 51.44 亿元，短期债务占比上升。

债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率波动上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降。截至 2018 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均同比下降，分别为 74.28%、62.46%和 38.86%。截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.76%、65.52%和 39.71%。截至 2019 年 6 月底，公司存续债券余额 26.20 亿元；其中将于 2020 年兑付债券 11.50 亿元（考虑回售），公司面临一定集中兑付压力。

表14 截至2019年6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	4.50
17 步高 01	2017-10-25	2+1	3.70
16 步高 01	2016-3-16	3+2	0.0002
16 步高 02	2016-8-17	3+2	7.00
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 步步高 CP001	2019-5-20	1	3.00
19 湘步步高投资 ZR001	2019-6-26	1	2.00
合计	--	--	26.20

资料来源：公司提供、Wind 资讯

注：“16 步高 02”已于 2019 年 8 月完成投资者回售 6.99 亿元，余额 0.01 亿元

总体看，近年来随着公司主业持续扩张，自有物业开发速度加快，公司债务规模持续增长，整体债务负担重，且以短期债务为主，公司短期偿债压力大。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 10.07%；2018 年，公司实现营业总收入 200.93 亿元，同比增长 12.15%。近三年，公司营业成本增速（8.72%）略低于营业总收入增速。近三年公司营业利润率波动增长，2018 年营业利润率为 22.52%，同比

提升 2.24 个百分点。

从期间费用看，公司近年来期间费用占营业总收入的比重逐年增长，三年分别为 19.73%、20.54%和 21.94%，公司期间费用构成以销售费用为主。2018 年销售费用为 33.64 亿元，同比增长 11.00%，近年来公司在主业扩张的同时，水电、租金、人工以及广告促销费用等快速增长，公司销售费用不断增加。公司财务费用为 5.23 亿元，同比增加 2.18 亿元，主要由于融资规模加大及资金成本上升导致利息支出增加所致。总体看，公司销售费用不断上涨，期间费用占比高，对利润侵蚀大，控制能力有待加强。

近年来公司投资收益波动较大，2016—2018 年分别为 0.36 亿元、2.69 亿元和 0.05 亿元，其中 2017 年实现投资收益 2.69 亿元，同比大幅增长，主要来自处置合川和吉首两家子公司股权产生的投资收益 2.61 亿元，对 2017 年利润形成较大补充，但可持续性不强。2017—2018 年，公司公允价值变动收益分别为 0.63 亿元和 0.54 亿元，主要来自以公允价值计量的投资性房地产的价值变动。

2016—2018 年，公司营业外收入波动下降，分别为 1.04 亿元、0.29 亿元和 0.38 亿元；2017—2018 年，公司其他收益分别为 0.48 亿元和 0.44 亿元，主要为与收益相关的政府补助。

2016—2018 年，公司利润总额分别为 1.88 亿元、2.93 亿元和 1.73 亿元，其中 2017 年同比增长系当期转让合川和吉首两家子公司股权产生投资收益 2.61 亿元所致。盈利指标方面，近三年公司总资本收益率呈增长趋势，三年加权平均值为 2.83%，净资产收益率波动下降，三年加权平均值为 1.72%，2018 年，上述两项指标分别为 3.11%和 1.03%，公司盈利水平仍较低。

2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 102.37 亿元，同比变动不大；利润总额 1.88 亿元，同比下降 13.28%；当期销售费用 17.88

亿元，同比增长 12.56；公司期间费用占营业收入的比重为 22.73%，对利润侵蚀大。

总体看，近年来公司经营规模持续扩张，营业总收入不断增长，但受零售行业竞争激烈、期间费用持续上升等因素综合影响，主业盈利规模有所回升但仍处于较低水平。

5. 现金流分析

从经营活动来看，公司经营活动现金流入主要以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 7.11%；公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主，近三年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 7.05%。2018 年，经营活动现金流入为 224.27 亿元，同比增长 5.33%；同期，经营活动现金流出 221.66 亿元，同比增长 5.17%，主要是购买商品接受劳务支付的现金；支付其他与经营活动有关的现金为 24.42 亿元，主要是支付的销售费用和管理费用。近三年公司经营活动现金流量净额分别为 2.06 亿元、2.18 亿元和 2.61 亿元。从收入实现质量看，公司近三年现金收入比分别为 116.23%、117.65%和 110.72%，公司销售收入获现质量良好。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入主要来自收到其他与投资活动有关的现金和处置子公司及其他营业单位收到的现金，2016—2018 年，公司投资活动现金流入有所波动；公司投资活动现金流出主要是公司扩大自有物业投入及城市综合体项目引起的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，近三年，公司投资活动现金流出波动增长。2017 年公司投资活动流入 29.30 亿元，同比大幅增长 66.28%；其中处置合川及吉首两家子公司收回现金净额 12.37 亿元；2018 年公司投资活动流入 21.37 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金 17.23 亿元，主要为收回理财产品和定期存款；2018 年，

投资活动现金流出为 31.26 亿元，同比增长 26.29%，主要包括公司自有物业建设形成的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 16.91 亿元，以及支付其他与投资活动有关的现金 13.22 亿元（购买理财产品、定期存单等）；2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -12.95 亿元、4.55 亿元和 -9.90 亿元。

筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款、发行债券收到的现金，近三年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 10.26%；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，近三年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 23.49%。2018 年，公司取得借款收到的现金为 75.48 亿元；发行债券收到的现金为 3.97 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 4.18 亿元，主要是公司收到外部借款及商业票据贴现款；筹资活动现金流出 90.23 亿元，其中偿还债务支付的现金为 81.73 亿元。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 9.64 亿元、3.42 亿元和 -6.59 亿元。

2019 年 1—6 月，经营活动产生的现金流量净额为 6.00 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -9.40 亿元，主要为自有物业开发持续投入；筹资活动产生的现金流量净额为 10.30 亿元。当期公司现金收入比为 112.12%，较 2018 年增加 1.40 个百分点。

总体看，公司经营现金流入规模较大，获现质量良好，符合零售行业特性。公司近年加快自有物业建设进度，在建工程及投资计划对资金需求较高，对外部资金存在较大依赖，对外融资压力大。

6. 母公司财务情况分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 88.21 亿元，同比下降 6.26%。流动资产为 47.11 亿元，同比下降 32.22%，系货币资金及其他应收款下降所致，母公司流动资产以其他应收

款为主（占 93.93%）；非流动资产为 41.10 亿元，同比增长 66.43%，非流动资产主要由长期股权投资（占 50.47%）和其他非流动资产（占 42.59%）构成。截至 2018 年底，母公司负债合计 83.22 亿元，其中流动负债 49.36 亿元，非流动负债 33.86 亿元；流动负债中短期借款规模大，为 22.67 亿元；非流动负债主要是长期借款和应付债券，分别为 8.80 亿元和 24.70 亿元。截至 2018 年底，母公司所有者权益为 4.98 亿元。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 94.35%。2018 年，母公司实现营业收入 0.40 亿元，产生投资收益 0.65 亿元，利润总额 584.24 万元。

总体看，公司作为控股型集团公司，本部经营规模小，盈利能力弱，同时承担集团资金调配和融资职能，债务负担很重，偿债压力大。

7. 偿债能力

2016—2018 年，公司加大自有物业的建设力度，借款规模不断上升，流动负债逐年增长，致使公司流动比率呈波动下降趋势，2016—2018 年均值为 64.72%，速动比率波动下降，三年均值为 33.22%；截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别同比减少 21.14 和 14.22 个百分点至 54.25% 和 26.57%；流动资产对流动负债的覆盖能力下降明显。公司经营现金流动负债比小幅波动，近三年均值为 1.56%；2018 年公司经营现金流动负债比为 1.56%。截至 2019 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 54.23% 和 29.67%。综合看，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 持续增长，分别为 11.87 亿元、13.55 亿元和 15.48 亿元；近三年公司 EBITDA 利息倍数呈波动增长趋势，分别为 2.13 倍、2.08 倍和 2.35 倍；全部债务/EBITDA 近三年呈持续下降趋势，分别为 9.23 倍、9.15

倍和 8.33 倍。总体看，公司对整体债务的保障能力一般。

截至 2019 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 9 月底，公司本部及各子公司共获得银行授信总额度为 191.36 亿元；其中未使用额度为 69.33 亿元，间接融资渠道较畅通。公司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。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行额度为 3 亿元，发行金额上限为 7 亿元，按发行金额上限计算（以下均按发行金额上限计算），本期中期票据分别占 2019 年 6 月底长期债务和全部债务的 13.61% 和 4.72%。本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响。

截至 2019 年 6 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 39.71%、65.52% 和 74.76%，按发行金额上限计算，本期中期票据发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别上升至 42.81%、66.56% 和 75.32%，考虑到本期中期票据募集资金部分将用于偿还存量贷款，发行后公司实际债务负担或低于上述预估值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 195.48 亿元、212.93 亿元和 224.27 亿元，分别为本期中期票据发行金额的 27.93 倍、30.42 倍和 32.04 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 11.87 亿元、13.55 亿元和 15.48 亿元，分别为中期票据发行金额的 1.70 倍、1.94 倍和 2.21 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。同时考虑公司于 2019 年 3 月发行的“19 步步高 MTN001”（3 亿元，2+1 年）和“19 步步高 MTN002”（1 亿元，2+1 年），2016—

2018 年，公司经营活动现金流入量为三期中期票据合计发行规模（11 亿元）的 17.77 倍、19.36 倍和 20.39 倍；同期，EBITDA 为三期中期票据合计发行规模的 1.08 倍、1.23 倍和 1.41 倍。考虑到本期中期票据发行后，“19 步步高 MTN001”、“19 步步高 MTN002”与本期中期票据期限均为（2+1）年，未来公司面临一定集中兑付压力。

十一、结论

中国宏观经济持续健康发展和居民生活水平的逐步提高为零售行业提供了良好的发展机会，但行业竞争激烈，整体利润水平偏低。受近年来宏观经济、政策和电商消费分流影响，中国零售行业增速明显放缓。

公司在湖南省和广西省内超市市场占有率第一，湖南省内百货市场占有率第二，区域地位及品牌优势明显，运营效率较高。2015 年以来，公司先后收购南城百货、梅西商业等，网络布局进一步完善，同时公司多家自有物业综合体逐步开业，综合竞争实力不断提高。2016 年 11 月，步步高股份非公开发行募集资金 12.28 亿元，公司资本实力进一步提升。2018 年 4 月，腾讯、京东战略入股公司，三方签署战略合作框架协议，未来公司核心竞争力有望进一步提升。目前公司资产质量一般，整体债务负担重，盈利能力较弱，短期偿债压力大，长期偿债能力一般，考虑到公司业务及门店扩张速度快，同时近年加快城市综合体项目自建，在建工程及其他投资计划对资金要求高，对外融资压力大。同时联合资信关注到当前国内疫情爆发，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，短期内存在一定经营压力，联合资信将持续关注公司经营变动情况。

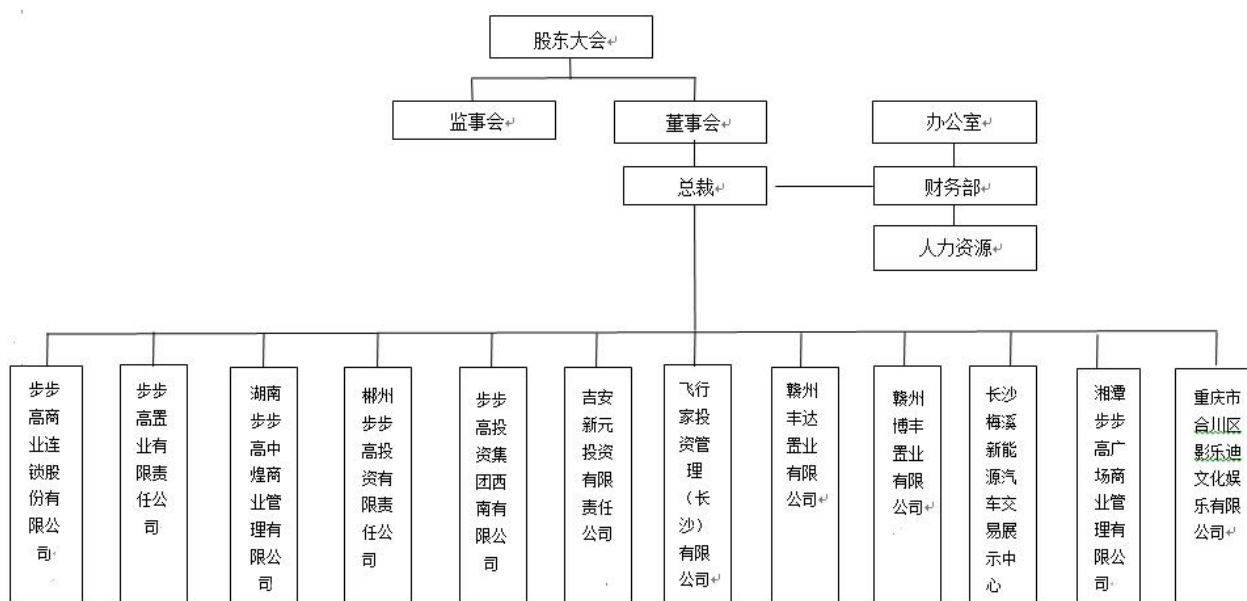
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。基于公司主体信用状况以及对本期中期票据的偿还能力综合

分析，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.33	30.67	16.13	24.88
资产总额(亿元)	238.16	262.66	301.35	309.45
所有者权益(亿元)	65.62	66.06	77.51	78.09
短期债务(亿元)	62.42	73.26	79.69	96.96
长期债务(亿元)	47.15	50.66	49.27	51.44
全部债务(亿元)	109.57	123.92	128.96	148.41
营业总收入(亿元)	165.83	179.16	200.93	102.37
利润总额(亿元)	1.80	2.28	1.73	1.88
EBITDA(亿元)	11.87	13.55	15.48	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	2.16	2.61	6.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	82.61	84.31	120.46	--
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	--
现金收入比(%)	116.23	117.65	110.72	112.12
营业利润率(%)	20.61	20.18	22.52	23.79
总资本收益率(%)	2.17	2.23	3.11	--
净资产收益率(%)	1.62	1.69	1.03	--
长期债务资本化比率(%)	41.81	43.40	38.86	39.71
全部债务资本化比率(%)	62.54	65.23	62.46	65.52
资产负债率(%)	72.45	74.85	74.28	74.76
流动比率(%)	74.89	75.39	54.25	54.23
速动比率(%)	38.53	40.79	26.57	29.67
经营现金流动负债比(%)	1.67	1.49	1.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.08	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.23	9.15	8.33	--

注：1. 2019 年 1—6 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息部分已计入短期债务；3. 2016 年底和 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.60	9.48	2.81	8.63
资产总额(亿元)	96.07	94.20	88.21	90.61
所有者权益(亿元)	10.59	11.75	4.98	5.31
短期债务(亿元)	28.43	40.96	29.04	37.53
长期债务(亿元)	37.40	35.37	33.50	25.49
全部债务(亿元)	65.83	76.33	62.54	63.02
营业收入(亿元)	0.39	0.38	0.40	0.20
利润总额(亿元)	0.04	1.92	0.06	0.34
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.58	-0.67	-0.30	6.00
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(%)	248.22	18.50	39.06	--
营业利润率(%)	46.80	45.47	28.34	85.20
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	0.39	12.38	3.41	--
长期债务资本化比率(%)	77.94	75.07	87.05	82.77
全部债务资本化比率(%)	86.14	86.66	92.62	92.23
资产负债率(%)	88.98	87.53	94.35	94.14
流动比率(%)	157.64	148.90	95.44	87.75
速动比率(%)	157.64	148.90	95.44	87.75
经营现金流动负债比(%)	-1.21	-1.43	-0.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年 1—6 月财务数据未经审计

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
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

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 步步高投资集团股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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