

信用等级公告

联合[2017] 220 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

特此公告。



步步高投资集团股份有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2017 年 7 月 11 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.90	22.72	21.33	19.19
资产总额(亿元)	148.48	214.11	238.16	236.18
所有者权益(亿元)	33.39	54.55	65.62	66.16
短期债务(亿元)	34.92	55.00	62.42	51.86
长期债务(亿元)	34.19	50.20	47.15	55.65
全部债务(亿元)	69.11	105.19	109.57	107.50
营业总收入(亿元)	128.05	160.68	165.83	48.76
利润总额(亿元)	2.97	2.42	1.80	1.04
EBITDA(亿元)	8.57	11.77	11.87	--
经营性净现金流(亿元)	2.22	1.39	2.06	4.38
营业利润率(%)	20.62	21.67	20.61	19.09
净资产收益率(%)	6.48	3.04	1.62	--
资产负债率(%)	77.51	74.52	72.45	71.99
全部债务资本化比率(%)	67.42	65.85	62.54	61.90
流动比率(%)	79.98	89.69	74.89	75.26
经营现金流动负债比(%)	2.77	1.31	1.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.06	8.94	9.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	2.18	2.13	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债有息部分已计入短期债务；2015~2017 年 3 月底所有者权益包含 7 亿元永续中票。

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业之一，在区域地位、品牌知名度、运营效率等方面具备综合优势。近年来，公司通过并购及新开门店方式加大超市门店铺设力度，同时多家自有百货物业开业，门店数量持续增长，经营规模进一步扩张。同时，联合资信也关注到零售行业竞争激烈、公司期间费用对利润影响大、百货盈利能力偏弱、整体债务负担重、自有物业集中建设带来筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

2016 年 11 月，公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）完成非公开发行股份并募集资金净额 12.28 亿元，资本实力进一步增强；2017 年 3 月，公司成功收购梅西商业有限公司，未来随着门店扩张计划持续开展，公司规模优势将进一步体现，综合竞争实力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在湖南省内超市市场占有率第一，百货市场占有率第二，区域地位及品牌优势明显。
2. 公司超市定位于中小城市，近年来公司通过收购、密集型开店模式，先后进驻广西、川渝地区，网络布局进一步完善，门店数量快速增长。
3. 公司引入国际管理理念，人员分配、商业定位、品类管理等多方面运营效率较高。
4. 步步高股份于 2015 年完成非公开发行并收购南城百货，公司业务规模迅速扩大；2016 年非公开发行已于 11 月完成并募集

资金 12.28 亿元，公司资本实力进一步增强。

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，零售行业增速显著放缓。
2. 公司百货板块盈利能力偏弱，期间费用水平的快速上升对利润形成影响，整体盈利水平逐年下降。
3. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，百货自有物业投资规模较大，资金压力大。
4. 近年来公司有息债务大幅增长，整体债务负担重，短期偿债压力大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由步步高投资集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2017 年 7 月 11 日至 2018 年 7 月 10 日有效；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主体长期信用评级报告

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2017年3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；公司法人代表为张海霞，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、家电等商品的销售，成立于2003年12月11日。经中国证券监督管理委员会（“证监许可【2008】733号”批复）和深圳证券交易所（“深证上【2008】84号”通知）同意，步步高股份向社会公开发行3500万股，共计募集资金91280万元，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2017年6月13日，公司持有步步高股份319519212股股份，持股比例为36.99%，其中持有的138483695股股份处于质押状态。王填为步步高股份的法定代表人和实际控制人。

公司属零售批发行业。经营范围：投资商

业；普通货物运输（不含危险及监控化学品）；物业管理；仓储保管；商品配送；农副产品加工；政策允许经营的进出口业务（以上涉及许可经营项目的凭许可证经营）。公司本部下设集团办公室、集团财务部、集团人力资源部等独立职能部门。

截至2016年底，公司合并资产总额238.16亿元，所有者权益65.62亿元（含少数股东权益41.56亿元）。2016年实现营业总收入165.83亿元，利润总额1.80亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额236.18亿元，所有者权益66.16亿元（含少数股东权益42.18亿元）。2017年1~3月，实现营业总收入48.76亿元，利润总额1.04亿元。

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、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增

长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资稳中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人

发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回

升，就业情况基本稳定。

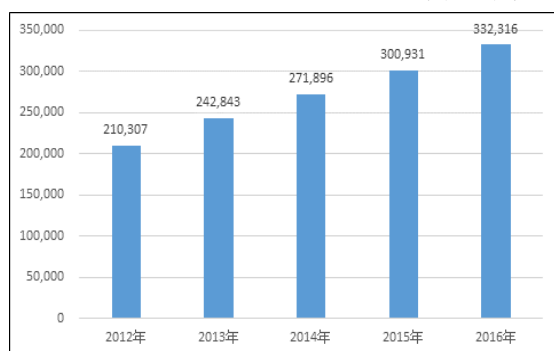
三、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，增速较上年放缓0.3个百分点；扣除价格因素，实际增长9.6%，增速较上年放缓1.0个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额285814亿元，增长10.4%，增速较上年放缓0.1个百分点；乡村消费品零售额46503亿元，增长10.9%，增速较上年放缓0.9个百分点。按消费类型统计，商品零售额296518亿元，增长10.4%；餐饮收入35799亿元，比上年增长10.8%。

图1 近五年社会消费品零售总额
(单位：亿元)



资料来源：Wind资讯

2016年全年网上零售额51556亿元，同比增长26.2%；其中网上商品零售额41944亿元，增长25.6%，占社会消费品零售总额比重的12.6%。网上商品零售额中，吃类商品增长28.5%，穿类商品增长18.1%，用类商品增长28.8%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，

2016年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，增速相比上年扩大了0.4个百分点，也是自2012年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长3.5%；门店总数11.4万余个，同比增长5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%；百强企业网上销售额接近1200亿元，比上年增长69%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5个百分点。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

2. 行业关注

内外资零售企业各具优势，行业竞争加剧

外资企业具有管理资源、人力资源、资金资源诸多方面优势，但业态相对单一，主要集中在大型超市业态，且地域过于集中。近年来，随着网络零售的快速发展，外资传统大型超市增长势头渐渐减弱，内资企业多渠道发展，随

着国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张和多渠道销售趋势将日益明显。

渠道分流，探索多渠道经营

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。截至2016年底，中国网民规模达7.31亿人。2017年一季度，全国网上零售额14045亿元，同比增长32.1%，占社会消费品零售总额的16%，较2016年的12.6%同比提高3.4个百分点。2017年一季度，实物商品网上零售额10674亿元，增长25.8%，占社会消费品零售总额的比重为12.4%，同比提高1.8个百分点；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长17.7%、15.6%和30.6%。2017年1-3月，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同比分别增长5.2%、4.5%、9.6%和5.7%。2016年，社会消费品零售总额突破33万亿元，达到332316.3亿元，全国网上零售额51555.7亿元。其中实物商品网上零售额41944.5亿元，增长25.6%，增速高于社会消费品零售总额增速15.2个百分点，拉动社会消费品零售总额增速3个百分点左右；在社会消费品零售总额中所占比重为12.6%。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，开展线上与线下相结合（O2O）的多渠道经营探索，积极发展跨境电商平台，移动应用技术逐渐登上零售行业舞台并实现飞速发展。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

近几年农民收入一直保持连续较快的增长，城乡收入差距连续缩小，根据国家统计局的资料，2015年，农民人均纯收入首次超过万元，达到10772元，比上年实际增长7.5%，2016年，农民人均收入12363元，增长8.2%。在国内经济增速放缓背景下，农村市场消费需求依然保持稳定较快增长。2000年以来，为响应国务院号召，中国城镇化建设不断推进，截至2016年底，城市化率已超过57.35%。

目前国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。外资零售企业则主要瞄准大中城市，并集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场竞争优势明显。

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

成本主要包括房租和人工成本两个方面，总体上升幅度较快，2016年，便利店房租成本上涨7.0%，人工成本上涨6.5%，明显高于销售增速。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效，在房租成本方面，2002~2005年期间（零售全面开放初期）是企业开店最快的时期，有一部分门店的租期是10年，近期集中续租，租金将会成倍增长，经营成本的大幅上升，导致便利店关停数量上升，开店速度放缓，便利店企业亟待提升管理精益性对抗成本上升。

经营模式的转变促进行业升级不可逆转

市场竞争加剧的直接结果，是行业整合以及零售市场竞争模式的逐步升级。各连锁企业已经逐步脱离单纯依靠打价格战争取消费者的竞争模式，竞争的焦点更多的转向售后服务、物流配送、电子商务、跨境平台及购物环境等配套服务，连锁超市被赋予了更多的文化和服务内涵，通过调整各自的经营模式实现差异化竞争，未来经营模式的竞争将成为市场竞争的核心内容，零售行业整体将得到升级。

政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降

受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，与之相关的预付卡消费、高端消费（如烟、酒等）及奢侈品消费比例均出现下降，对于超市及定位高端的百货企业造成较大冲击，传统销售旺季“春节”、“黄金周”期间的销售热度也相应下降。2016年，全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，降幅相比上年扩大了0.4个百分点。中国商业联合会日前发布的《单用途商业预付卡行业报告（2016）》显示，2015年全国零售业预付卡销售规模为7370.21亿元，同比下降5.39%，行业仍处于探底过程中。预付卡消费规模约为7328.81亿元，同比下降8.49%。

3. 行业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。早年间，国家通过发布《外商投资商业领域管理办法》、《支持流通业发展开发性金融合作协议》（以下简称“《协议》”）、《关于促进流通业发展的若干意见》、批准成立消费金融公司、试点省市实行家电以旧换新政策等措施促进零售行业快速发展。

2015年5月，商务部起草了《无店铺零售业经营管理办法（试行）（征求意见稿）》，向社会征求意见。意见稿表示，国家鼓励成立无店铺零售行业组织，与行业协会共同发挥行业自律、引导、服务作用。支持有形店铺与无形店铺融合与创新，向小城镇和农村市场延伸业务，支持无店铺零售业加强品牌建设。

2015年11月，国务院办公厅印发《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，意见表示，在批发零售服务方面，优化城市流通网络，畅通农村商贸渠道，加强

现代批发零售服务体系建设。推动各类批发市场等传统商贸流通企业转变经营模式，利用互联网等先进信息技术进行升级改造。发挥实体店的服务、体验优势，与线上企业开展深度合作。大力发展社区商业，引导便利店等业态进社区，规范和拓展代收费、代收货等便民服务。积极发展冷链物流、仓储配送一体化等物流服务新模式，推广使用智能包裹柜、智能快件箱。指导意见的发布对优化城市流通网络、畅通农村商贸渠道以及加强现代批发零售服务体系建设有重要意义。

2016年11月2日，国务院办公厅发布关于推动实体零售创新转型的意见，意见指出着力加强供给侧结构性改革，以体制机制改革构筑发展新环境，以信息技术应用激发转型新动能，推动实体零售由销售商品向引导生产和创新生活方式转变，由粗放式发展向注重质量效益转变，由分散独立的竞争主体向融合协同新生态转变，进一步降低流通成本。调整区域结构，由一二线城市向三四线城市延伸和下沉，形成区域竞争优势，培育新的增长点；调整业态结构，丰富体验业态，由传统销售场所向社交体验；调整商品结构，引导企业改变千店一面，千店同品现象，不断调整和优化商品品类；促进跨界融合，促进线上线下融合，引导实体零售企业逐步提高信息化水平，将线下物流、服务、体验等优势与线上商流、资金流、信息流融合，拓展智能化、网络化的全渠道布局。

4. 行业发展

受国内经济增速放缓、消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等综合因素影响，且外商活跃带来行业竞争加剧，网络零售快速发展带来渠道分流，传统零售业盈利能力有所弱化；近年政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降，受此影响高端商品销售走低。近年来连锁企业经受了多方面的压力和挑战，不断探索多渠道经营以巩固市场份额，加强线上线下融合。

目前中国零售行业经济增加值占 GDP 的比重相比发达国家仍处于较低水平,大型零售企业的资产、收入、利润水平不到国外零售巨头平均水平的 3%,零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期来看,随着未来国内经济的持续发展、居民可支配收入的提高、城市化进程的推进和国际化经济的不断融合,传统零售和网络零售作为整体将会呈现良好的发展态势。在此过程中,随着市场壁垒的降低,行业竞争将日益激烈,通过自身优势实现差异化竞争是零售企业占领市场的关键。

5. 区域经济概况

据湖南省统计局公布的《2016年湖南省国民经济和社会发展统计公报》,全省地区生产总值31244.7亿元,比上年增长7.9%。其中,第一产业增加值3578.4亿元,增长3.3%;第二产业增加值13181.0亿元,增长6.6%;第三产业增加值14485.3亿元,增长10.5%。按常住人口计算,人均地区生产总值45931元,增长7.3%。

城乡居民收入保持较好增势,全省全体居民人均可支配收入21115元,比上年增长9.3%,扣除价格因素实际增长7.3%;人均可支配收入中位数18096元,增长8.7%。城镇居民人均可支配收入31284元,增长8.5%,扣除价格因素实际增长6.5%;城镇居民人均可支配收入中位数29064元,增长6.8%。农村居民人均可支配收入11930元,增长8.5%,扣除价格因素实际增长6.5%;农村居民人均可支配收入中位数11041元,增长10.1%。

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。全省社会消费品零售总额13436.5亿元,比上年增长11.7%。分经营地看,城镇12146.6亿元,增长11.6%;乡村1289.9亿元,增长13.1%。限额以上法人批发和零售业商品零售额4999.1亿元,比上年增长12.9%。其中,文化娱乐体育健康类零售额增长21.4%。分商品类别看,粮油、食品类零售额增长17.8%,书报杂志类增长64.8%,家用电

器和音像器材类增长10.8%,文化办公用品类增长19.2%,通讯器材类增长20.0%,建筑及装潢材料类增长37.3%,汽车类增长15.1%。

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,但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的竞争压力。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2017 年 3 月底,公司股东为 101 名自然人以及联志投资有限公司,王填持股 69.96%,其他股东合计持股 30.04%;王填为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司以超市、百货双业态为发展核心,立足湖南省中小城市,辐射周边农村市场。近年来,公司采用密集开店方式,中小城市及农村市场消费快速增长,在湖南省零售市场上形成了一定的竞争优势。

公司连锁超市及百货业务主要由下属上市公司步步高股份经营,截至 2016 年底,步步高股份资产总额 145.47 亿元,所有者权益 64.05 亿元;2016 年实现营业总收入 155.20 亿元,利润总额 2.00 亿元。截至 2017 年 6 月 13 日,公司持有步步高股份 319519212 股股份,持股比例为 36.99%,其中持有的 138483695 股股份处于质押状态。

连锁超市是公司的传统核心业务,门店分布在湖南省和江西省的二、三线城市,湖南省内市场占有率排名第一,形成了区域性规模优势。截至 2017 年 3 月底,公司在湖南、江西、广西、重庆和四川共拥有大卖场、综合超市和电器门店 253 家,净运营面积为 92.33 万平方米。2017 年 5 月,公司荣登中国连锁经营协会发布的“2016 年中国连锁百强”榜单第 16 位。

公司百货业务是公司继超市业务之后发

展的零售业务。公司依托于主营业务发展，逐步介入批发、餐饮、服务等相关业务，不断促进多业态间的积极互动协调发展，助推公司以多业态的整体优势来获取资源和市场。截至2017年3月底，公司拥有百货门店44家，其中湖南省28家、江西省3家、广西省12家，重庆1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2017年3月底，公司物流中心自有仓储面积16.81万平方米，另有租赁省级及市级分仓1.58万平方米。

总体看，公司零售主业突出，近年来，超市与百货业务门店规模不断扩大、规模优势显现，物流中心仓储为公司采购和销售提供有效支持，具备一定的区域竞争优势。

3. 人员素质

公司高级管理人员目前共3人，包括总裁1人、财务总监1人、人事总监1人。

公司董事长张海霞女士，汉族，1968年出生，本科学历。张海霞女士是湖南省女企业家协会副会长、湘潭市工商联副会长、湘潭市女企业家协会会长，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2017年3月底，公司本部及其并表子公司共有职工29551人，按年龄划分，公司在职工30岁及以下的占27.28%、31~40岁的占38.59%、41~50岁的占31.26%、51岁及以上的占2.87%。按学历划分，本科学历占7.64%、专科学历占15.98%、高中及以下学历占76.38%。

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

五、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，特列情况需要三分之二以上通过。

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

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

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

2. 管理水平

公司注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

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

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

关联交易管理方面，为规范公司与关联方

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

对外担保管理方面，公司谨慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，制定和实行《对外担保管理制度》；公司为控股子公司提供担保适用本制度。制度规定，公司原则上不以公司资产为公司的股东、实际控制人及其关联方或者任何个人债务提供担保；公司对外担保的对象和范围仅限于由公司管理或投资的企业，除此之外原则上禁止为控股子公司以外的企业提供任何形式的担保。公司对外担保，对方必须提供反担保。公司做出的对外担保行为，必须经董事会或股东大会审议通过后执行。截至 2017 年 3 月底，公司合并范围无对外担保。

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

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

总体看，公司法人治理结构合理，各项管理办法制定契合营运需要。

六、重大事项

1. 步步高股份非公开发行

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

南城百货直接、间接持有29家子公司股权，主要从事超市、百货和电器直营连锁经营，先后在南宁、柳州、桂林、梧州、玉林、河池、百色、昆明等地开设了40家门店，总经营面积超过45万平方米，单店平均经营面积超过1.2万平方米，为广西地区连锁商品零售业的龙头企业。此次收购行为有利于公司迅速占领广西零售市场，为日后迅速占领广西市场及完善网络布局打下一定基础。

截至2016年底，南城百货资产总额19.21亿元，权益总额8.70亿元，2016年实现收入28.25亿元，利润总额1.64亿元。

联合资信也关注到，此次收购完成后，根据并购协议，2015~2017年南城百货业绩承诺分别为12112万元、13335万元、14325万元，2015~2016年完成率分别为100.78%、

100.25%。业绩承诺期间，公司未在南城百货董事会派驻董事，目前独立经营，公司成立了南城百货项目小组对接人力资本和信息相关工作。

2. 步步高股份非公开发行

2016年11月，步步高股份完成非公开发行股票，共向步步高集团、金鹰基金管理有限公司和新沃基金管理有限公司发行股份84918477股，每股发行价格为14.72元，募集资金总额12.50亿元，扣除承销保荐费用和其他发行费用，实际募集资金净额为人民币12.28亿元，募集资金拟投入连锁门店发展项目4.28亿元，偿还银行贷款的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，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发行前，公司直接持有步步高股份38.84%的股权，为其控股股东，本次非公开发行完成后，公司直接持有步步高股份36.99%的股权，仍为步步高股份控股股东，王填先生仍为步步高股份实际控制人。

3. 战略投资重庆百货

2016年10月14日，步步高股份发布《步步高商业连锁股份有限公司关于参与重庆百货定向增发的公告》，步步高股份拟使用自筹资金15.88亿元（包括但不限于自有资金、银行借款等）参与认购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）非公开定向增发普通股66700000股，投资完成后，公司将持有重庆百货10.91%的股份，成为其第三大股东。

重庆百货是重庆市国有资产管理委员会下属的大型区域性商业零售连锁企业，主要以百货、超市、电器三大业态为主业，旗下拥有重百、新世纪百货、商社电器三大著名商业品牌，截至2016年底，重庆百货开设各类商场、门店261个，经营网点已布局重庆36个区县和四川、贵州、湖北等地。截至2016年底，重庆

百货资产总额123.17亿元，权益总额47.81亿元，2016年实现收入338.47亿元，利润总额5.19亿元。从分红情况来看，重庆百货1997~2016年连续分红，近三年现金分红分别为1.48亿元、1.14亿元和2.28亿元。

重庆百货作为西南地区区域性商业零售企业，与公司业务结构相似，具有一定协同效应，有利于公司掌握当地消费习惯，为日后拓宽西南地区网络布局提供良好基础。同时，近年来重庆百货收入规模、盈利能力保持稳定，且连续多年分红，未来有望提升公司投资收益。联合资信也关注到，公司投资规模较大，资产负债率较高，本次交易将进一步推升公司资金压力。截至本报告出具日，此次交易的最终实现和完成尚需重庆百货股东大会审议通过及中国证监会核准，尚具不确定性。

4. 收购梅西商业 94%股权

2017年2月24日，步步高股份发布关于收购资产公告，步步高股份以22560.00万元收购石河子市鼎石成金股权投资合伙企业（有限合伙）和北京益鼎汇盈投资有限公司持有的梅西商业有限公司（以下简称“梅西商业”）94%股权。梅西商业已于2017年3月21日办妥公司章程变更及工商变更登记手续。截至2016年底，梅西商业资产总额2.91亿元，总负债2.43亿元，净资产0.48亿元；2016年实现营业收入9.33亿元，净利润0.02亿元。

梅西商业属于商品零售行业。截至2016年底，梅西商业共有门店20家，经营面积超过36万平方米，主要分布在四川自贡、眉山、乐山、资阳、泸州、绵阳、德阳、宜宾及重庆永川、广西梧州等地区，梅西品牌是当地的零售知名品牌，在四川自贡、眉山等地连锁零售行业中居于领先地位。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主。

通过本次交易的实施，公司在川渝地区市场占有率扩大，公司综合竞争力及盈利能力有望进一步提升。同时，门店扩张将对公司跨区

域管理、战略协同、内部控制和资金管理等方面均提出一定挑战。

七、经营分析

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业之一，主营业务横跨连锁超市和百货两大业态，并以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2014~2016年，公司主营业务收入较快增长，2015年同比增长25.94%，主要系南城百货自2月起并表所致；2016年，公司主营业务收入153.40亿元，同比小幅增长3.38%。

从收入构成来看，2014~2016年，超市板块始终为公司收入的首要构成部分，随着近年来新开门店的逐步增加，超市收入逐年增长；百货收入为公司第二大收入来源，但近年来百货行业景气度下行，2015年受南城百货并表影响，收入同比增长，但百货板块仍呈现低迷态势，2016年同比下降5.28%。2016年，二者合计收入占比84.99%，同比略有下降。公司家电业务量较小，收入占比2016年降至6.24%。公司批发业务依托超市业态进行，规模不大且逐年缩小。除上述业务外，公司另有其他业务包括物业销售及物流广告收入，2014~2016年物业销售分别实现收入5.08亿元、6.15亿元和10.53亿元，2016年其他业务收入占主营业务收入的7.74%。

从盈利情况来看，2014~2016年，公司主营业务综合毛利率小幅波动，超市业务毛利率较为稳定，近三年平均为16.40%左右，呈现小幅提升态势。百货业务毛利率2015年受南城百货并表影响略有下降，2016年波动不大。家电业务毛利率偏低，但逐年有所上升。2015年其他业务毛利率迅速升至41.10%，系销售了部分拟自持的商铺；2016年毛利率下滑明显，主要是公司销售物业毛利率低所致。整体看，近几年公司主营业务毛利率变动不大，2016年主营业务综合毛利率为16.49%。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 44.86 亿元，占 2016 年全年的 29.24%，同比增长 8.43%；毛利率 14.97%，同比减少 0.34 个百分点，各主业收入构成变化不大；其他业务

收入 1.62 亿元，其中职工住宅及物业销售收入 1.31 亿元，其余为广告及物流收入，毛利率为 3.01%。

表 1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
超市	67.55	89.99	93.04	29.35	57.33	60.64	60.66	65.43	16.22	16.27	16.71	16.13
百货	33.74	39.40	37.32	10.30	28.63	26.55	24.33	22.95	16.40	15.62	15.83	15.12
家电	9.00	10.30	9.57	2.94	7.64	6.94	6.24	6.55	12.24	12.33	12.42	11.58
批发	1.53	1.31	1.58	0.66	1.30	0.88	1.03	1.47	8.55	4.02	5.26	5.71
其它	6.01	7.40	11.88	1.62	5.10	4.99	7.74	3.60	9.42	41.10	21.61	3.01
合计	117.83	148.39	153.40	44.86	100.00	100.00	100.00	100.00	15.52	16.96	16.49	14.97

资料来源：公司提供

注：百货板块收入包括联营模式下店铺当期实际销售额，并将实际销售额中提取合作服务费后返还供应商的部分计入成本；广西南城百货自 2015 年 2 月起并表。

1. 超市及家电板块

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

（1）经营模式

目前公司超市业态门店根据门店规模、商品及服务特点主要分为大卖场和综合超市两种子业态。大卖场品种较齐全，是满足顾客一次性购齐的零售业态门店，面积在 2500 平方米以上，采取独立门店或与嵌入公司百货实体店经营两种形式；综合超市是用以满足社区消费者日常生活需要的零售业态门店，面积在

2500 平方米及以下。

2014~2016 年，公司大卖场数量逐年增长，其中 2015 年由于收购南城百货所致；2016 年以来，公司调整战略，通过新开门店、并购本土零售连锁“心连心集团”旗下 17 家门店的经营性资产及经营权，大卖场门店数量净增 27 家（其中湖南、江西区域增长较快，同比分别净增大卖场 13 家、8 家），其中关闭大卖场 8 家，主要是由于合同到期或附近新开大卖场所致。对于关闭门店，公司一般采取将闭店的库存商品调拨至其他门店，资产在新开门店进行利用以及人员安排至其他门店的方式减少损失。公司综合超市数量近年来变动不大，基本集中在湖南区域。

表 2 公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 3 月		
		大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	95	37	25	94	38	22	107	35	23	118	36	23
	江西	15	--	--	14	--	--	22	1	0	22	1	0
	重庆	3	--	--	6	--	--	6	0	0	6	0	0
	广西	1	--	--	39	--	1	43	0	0	42	0	0
	四川	5	--	--	3	--	--	5	0	0	5	0	0
	合计	119	37	25	156	38	23	183	36	23	193	37	23
净营运面积		426962	526442	66360	60465	667477	68568	752437	66213	66961	788471	68634	66173
月均客流量		1150			1136			1133			1245		

资料来源：公司提供

注：1. 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；2. 2017 年 3 月收购的梅西商业门店未统计在上表。

2010年以来,配合超市店面扩张,公司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。2015年超市连带经营门店大幅增加,主要系南城百货合并带入所致,但南城百货并入的超市连带经营门店面积较小,因而门店数量大幅增加的同时经营面积增加较小,目前家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西内。近三年公司家电业务收入波动增长,2016年家电业务实现收入9.57亿元,同比下降7.06%,毛利率小幅提升为12.42%。

表3 公司家电板块门店情况(单位:家、平方米)

项目	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017年3 月底
独立经营门店数量	25	22	23	23
超市连带经营门店数量	37	72	74	78
净营运面积	100670	133256	129567	129579

资料来源:公司提供

2017年一季度,公司继续保持较快的门店铺设力度,湖南省内大卖场净增加11家,截至2017年3月底,公司拥有大卖场193家、综合超市37家,家电店101家(其中23家为独立经营管理门店,78家为超市连带经营门店),各零售业态合计净运营面积为92.33万平方米。目前公司超市门店的数量和营业额在湖南省已经取得领先优势。

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

(2) 采购及配送

采购方面,公司根据商品特性选择进货渠

道,包括原产地生产商地采、代理商供货和厂家直接供货三种采购方式,以平衡进货灵活性和成本控制。对于中小品牌商品,如地方特色商品、进口食品等,公司与厂家下设的代理供应商合作;对于如宝洁、联合利华等快消品牌商品,公司跨过中间环节直接与生产厂家签订合同,在保证采购量的同时降低成本;对于生鲜自采,公司派采购员直接至产地进行采购,以保证商品的鲜活度。公司视供应商级次及合作品牌等不同情况约定账期,一般在7~60天内。

公司总部采购中心对供应商知名度、销售规模、产品质量、管理水平等指标进行全面考核,统一与供应商签订合同,并开发了“供应商信息查询系统”对供应商绩效进行评估和选择。通过多年经营,公司已拥有一批稳定的供应商,并与众多国际、国内名优品牌供应商建立了良好的合作关系。2016年公司超市板块前5大供应商采购额共计6.68亿元,占超市业务总采购额的比重为8.41%,较2015年(8.08%)无较大变化,集中度很低。

表4 2016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	占超市总采购额比重
宝洁(中国)营销有限公司	20063.03	2.53
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	13172.00	1.66
广州立白企业集团有限公司	12430.21	1.56
监利县华鑫粮油有限责任公司	10615.13	1.34
湖南人可食品股份有限公司	10547.39	1.33
合计	66827.76	8.41

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,2016年采购额分别占总采购额的63.20%、27.40%和9.40%,同比变动不大。配送模式是最主要的物流模式,由公司总部对新上市的商品参考门店上报的要货计划进行销售安排与规划后,与供应商直接对接和订货;供应商通常在一周内将货品送达物流中心仓库,

物流中心在一周内按照总部审批的计划向各门店进行配送。直通方式下，采购部门各品类采购代表统一与供应商签订采购合同，各门店根据自身销售情况对协议商品向供应商下订单，商品送达物流中心后不再入库，直接配送门店，节约仓储成本、物流和时间成本。直送方式主要针对生鲜和快速消费品，由门店直接对供应商下订单，供应商将商品直送至门店，实现短周期及时补货。

截至 2017 年 3 月底，公司物流中心共自有仓储面积 16.81 万平方米，同时，公司另有租赁省级及市级分仓 1.58 万平方米，与湘潭物流中心共同辐射湖南省 14 个州市及江西省、广西、四川和重庆各城市。截至 2017 年 3 月底，公司自有物流车辆 75 台，投资成本约为 1445.28 万元，另与多家第三方物流公司合作解决超额物流需求。在超市配送频率方面，一般大型门店为一天一次，偏远门店至少两天配送一次。目前公司仍不断提高存储配送能力，为业务快速扩张提供有力支撑。

目前，公司拟自建荷塘仓库项目，位于湘潭市沃土路、沪昆高速竹埠港连接线、芙蓉大道、板塘十七号路围合区域。项目是一栋单体为 10 万平方米，层高 30 米的自动立体高位仓储库，建成后将成为全国单体面积最大、自动化程度最高的物流仓库。项目总投资预计 60000 万元，已投入 4482.80 万元。预计 2018 年底完工。

(3) 分布及销售

从分布区域来看，公司超市门店原主要集中在湖南省和江西省的二、三线城市，2014 年以来公司正式进入重庆、四川和广西，新开门店均为大卖场模式，以迅速打开当地市场、树立品牌知名度；2015 年随着南城百货的合并，广西省内的超市门店数量大幅增加；2016 年以来，公司通过新开门店及并购本土零售连锁“心连心集团”旗下门店加快门店铺设力度，门店数量进一步增加。2017 年 3 月，公司完成对梅西商业的收购（详见重大事项），川渝门店市场

占有率未来进一步扩大。

超市店内陈设由超市事业部本部统筹管理，于新店开业前全部完成。公司采用 AC 尼尔森公司 SPACEMAN 商品陈列系统，对所有超市门店商品分区和陈列进行全面更新，实现了总部直接管控所有门店的商品陈列并针对消费者的品类制定营销计划。公司结合电视、电台、短信、APP、微信、微博等多种渠道进行商品促销，包括广告投入在内的营销费用约占收入的 1%。同时，公司大力发展会员制，截至截至 2017 年 3 月底，公司超市拥有会员 582.94 万人，会员销售占比近 60%。有效带动了顾客的再次消费。

人力成本管控方面，公司推行一岗多能，根据营业高峰和低谷时段进行科学排班，合理配备人员，对员工进行定时和不定时培训及考核。新开门店时公司指派一定比例成熟门店经验丰富的店员进行新店管理和新员工指导。同时公司实行小时工制，小时工作为临时编制持证上岗，减少用工成本。近三年公司超市及家电门店数量及员工人数逐年增长，员工劳效有所波动，人力成本率逐年增长，主要是公司每年均有 10% 的调薪福利，致使人力成本率呈现上升趋势。截至 2017 年 3 月底，公司超市及家电员工数量增加至 1.53 万人，人力成本率略有下降。

表 5 公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
门店数量(家)	181	217	242	253
员工数量(万人)	1.04	1.09	1.33	1.53
员工劳效(万元/人)	74.52	79.68	78.12	--
人力成本率(%)	5.19	5.19	5.45	5.39

资料来源：公司提供

注：员工劳效=超市及家电主营业务收入/员工数量

人力成本率=人力成本/超市及家电主营业务收入

总体来看，目前公司是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，2015 年以来，公司先后完成了对南城百货的股权、心连心集团经营性资产及梅西商业的收购，同时加

快门店铺设力度，广西、川渝地区市场占有率进一步提升。整体而言，公司超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有一定竞争优势。

2. 百货板块

(1) 经营概况

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，近三年，公司百货板块收入有所波动，分别为33.74亿元、39.40亿元和37.32亿元，其中2015年同比增长16.78%，主要因合并南城百货所致；2016年同比略有下降，主要是受行业景气度下滑所致。截至2017年3月底，公司拥有百货门店44家，从分布区域看，湖南省28家、江西省3家、广西省12家，重庆1家，湖南省市场占有率位列第二。由于公司百货业务主要经营区域为二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业水平偏低。

表6 截至2017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	2009.12	自有
	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
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	合川	2015.01	自有
	郴州	2016.01	自有
	梅溪湖	2016.06	自有
流行百货店	基建营	2004.01	自有为主，部分租赁
	邵阳	2003.01	租赁
	娄底	2005.09	自有
	娄底（新化）	2013.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.1	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	抚州	2008.01	租赁
	东都	2008.05	租赁
	郴州	2008.09	租赁
	开元	2008.11	租赁
	新余	2009.05	租赁
	武冈	2010.01	自有
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳二店	2012.09	租赁
	湘潭县	2014.09	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁

	南宁	2012.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	桂林	2005.09	自有为主，部分租赁
	柳州	2006.08	租赁
	南宁	2005.01	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	河池	2007.09	自有
	柳州	2009.09	租赁
	柳州	2010.12	租赁
	柳州	2011.08	租赁
	桂林	2013.07	租赁
	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有
生活广场	湘潭	2015.11	自有
	湘潭多伦	2016.09	自有
	长沙王府	2017.01	租赁

资料来源：公司提供

公司百货业务主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。

步步高广场以休闲为主题，可以独立形成商圈，50%以上面积提供服务而非商品销售，净营运面积在2万平方米以上，占百货业态总面积近65%。流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，且南城百货全部为流行百货店，流行百货店以商品销售为主，提供消费者家居生活的必需商品，净营运面积在5千至2万平方米不等。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。

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。

2014年以来，公司步步高广场新开业包括吉首门店、合川门店、郴州门店、梅溪湖广场，均为自有物业；通过租赁新增湘潭县流行百货店、鄱阳流行百货店；通过自有形式新增湘潭生活广场店、湘潭多伦生活广场店，通过租赁新增长沙王府生活广场店。随着近年来新开门店的开业，公司百货运营面积快速增长，其中

2016 年增长明显，主要是自有大型物业梅溪湖购物广场开业带动所致，2016 年公司自有面积占总百货运营面积的 59.40%，同比增加 11.68 个百分点。2016 年，公司因战略调整关闭衡阳百货店，截至 2017 年 3 月底，公司百货业态仍以步步高广场及流行百货店为主，分别为 11 家和 28 家，占公司百货业态的 63.64%。

联合资信关注到，近年来自有物业门店的陆续开业，开店费用及成本增长加快，且新开门店仍处于培育阶段，加之百货行业景气度持续低迷，上述因素对公司业绩均造成一定压力。

表 7 公司百货门店物业和经营情况
(单位: 万平方米、万人、元/人、元/平方米/月)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
租赁面积	30.90	33.38	49.24	49.28
自有面积	19.91	30.47	72.05	72.05
月均客流量	76.66	73.17	69.22	70.19
坪效	10281.34	9219.43	7888.90	2187.70
平均租金	29.37	30.07	32.78	35.33

资料来源: 公司提供

注: 表中“面积”均为净营运面积。

坪效=百货板块主营业务收入/净营运面积

(2) 业务模式

从经营模式来看，目前公司百货业务中，商品经营以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、影院等配套服务业务以租赁为主。在联营方式下，公司按实际销售额提取合作服务费，结算周期在一个月以内。由于顾客消费需通过公司统一的收付款系统并由公司开具发票，因此公司将联营品牌店铺当期的全部实际销售额计入当期百货板块收入，并将实际销售额中提取合作服务费后返还店铺的部分计入当期成本。公司对百货店中各品牌商品价格和质量进行监督把控，提供物业管理服务，并全面负责百货店内的营运管理，对店内营业人员代为行使管理权。目前公司百货店经营品牌多样，包括雅格狮丹、奥德臣、JEANS 等国际品牌，欧柏莱、雅诗兰黛、施华洛世奇等中外合资品牌，艾格集团、百家好集团等国内品牌，以及夏利豪、艾里托、KOYO JEANS、旅狐等独家代理品牌。

在经营管理上，公司注重不断优化商品的组合和陈列方式来引导消费者的需求。2009 年起，公司大力推广会员制，通过对会员消费习惯的分析，进行有针对性的营销服务，目前会员群体已逐步成为公司销售收入的稳定来源。同时公司与中国银联股份有限公司合作，建立了忠诚顾客计划，以持续获得顾客满意，维系顾客忠诚。截至 2017 年 3 月底，公司各百货店共拥有会员 180.61 万名，2017 年 3 月底会员消费总额为 9.04 亿元，占百货业务消费总额的 68.20%。

在商品采购方面，自营模式下，各品类招商代表统一与供应商签订采购合同并维护相应的购销协议商品，各连锁门店根据自身的销售情况对协议商品通过系统对供应商下订单。在联营模式下，公司各连锁门店因地实施本地采购计划，报经总部百货系统审核批准后从供应商处进货；联营商品的进、销、存由联营供应商负责，公司对联营销售额按合同约定的固定比率收取酬金和合同内费用。联营供应商按其代理权限的不同，可分为厂家、省级代理和市级代理三类，公司根据不同商品对进货灵活性和成本控制的要求进行代理商等级选择。自营主要针对部分化妆品和自营家居用品品牌实行，由供应商直接送货到门店或经物流中心转送，公司自负盈亏。2016 年公司百货板块前 5 大供应商采购额共计 4.59 亿元，占百货业务总采购额的比重为 9.95%，集中度低。

表 8 2016 年公司百货板块前五大供应商采购情况
(单位: 万元、%)

供应商	采购金额	占百货板块总采购额比重
绫致时装销售(天津)有限公司	10543.77	2.28
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9315.91	2.02
深圳市福瑞贸易有限公司	9055.30	1.96
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	8621.41	1.87
百丽鞋业(长沙)有限公司	8407.87	1.82
合计	45944.25	9.95

资料来源: 公司提供

3. 电商平台

时下网络商业发展迅速，针对湖南省网购消费者购买力不断增强，公司于2014年起正式发布电商战略，为湖南省内消费者打造线下与线上融合的O2O商业模式。2014年12月2日，步步高股份投资1.00亿元设立全资子公司步步高电子商务有限公司（以下简称“步步高电商”），注册地为长沙市高新区，负责电商平台的运营。

公司电商平台（即“云猴网”）于2014年12月26日正式上线，目前由云猴超市、云猴生鲜及云猴全球购¹三大板块构成，其中自营业务收入占比85.17%，其余为代理模式，通过收取服务费用赚取收入。目前云猴网商品品类涵盖母婴用品、保健食品，未来将拓展到流行服饰、潮流数码，以及全球顶尖奢侈品等。截至2017年3月底，云猴网已签约联盟商户8836家。

物流方面，步步高电商平台与实体店分享同一物流体系，并采用部分自建快递配送，部分第三方快递公司配送的方式，长株潭最快次日达，地级市最快隔日达。公司计划在中西部着力打造“一日两配”、“4小时送达”、“1小时极速达”等物流配送模式，提高配送速度，充分满足消费者各种消费方式的需求。云猴全球购作为湖南第一家跨境电商，自营进口主要通过保税区和海外租赁仓库，采用保税区发货和海外直邮两种物流模式，通过集中仓储配送降低单个商品物流成本，依托第三方物流将商品从保税区或海外直接发送至用户手中。截至2017年3月底，公司已在美国、德国、澳洲、日本、韩国和香港设立了6家海外分公司，负责自营进口商品的采购。

公司目前拟搭建全渠道、全业态以及全品类的云猴大平台，由公司旗下五大独立的平台组成，包括电商平台（交易平台、服务类平台）、大物流平台（庞大的储存仓库、开放的城市配送干线、公交化配送网络）、大便利平台（本地及社区商户联盟）、大会员平台（积分联盟、高

币兑换、数据捕捉、分析和精准营销）和大支付平台。截至2017年3月底，公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2018年将获得牌照。

云猴大平台总投资额约13.15亿元，其中4.09亿元用于物流配送体系建设，3.24亿元用于B2B2C综合服务平台建设，1.15亿元用于供应链建设，1.71亿元用于体验店建设，2.66亿元用于营销推广，0.30亿元用于铺底流动资金。截至2017年3月底，累计投资2.49亿元。

4. 其他业务

主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司还依托于超市业态开展批发业务，主要产品类别有食用油、杂粮、食品及酒类等，由于每年批发商品种类占比不同，毛利率在10%以内有所波动。2015年起，公司便利店品牌“汇米巴”开始以加盟方式吸收社会门店，主要分布在湖南省的长沙、株洲、湘潭等市，经营品类涉及日化、粮油、蔬菜等，并提供水费、电费等代收，免费送货等便民的功能性服务，公司收取一定加盟费。加盟店可根据需要从公司采购商品，作为公司物流网络和线上平台的终端环节为消费者提供服务，所得收入计入公司批发业务板块。截至2017年3月底，已加盟门店8636家。

公司其他业务包括物流广告收入、商业地产开发业务。

其中商业地产开发由步步高置业经营，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险，截至2017年3月底，公司拥有自建、自营主力百货广场17家，公司已完成自建商业物业均系自持，除步步高摩尔城项目以及梅溪湖项目有部分公寓和商铺销售，未来公司在商业地产建设方面计划采取合作方式，以降低成本投入。2014~2016年，物业销售实现收入分别为5.08亿元、6.15亿元和10.53亿元，2017年1~3月，物业实现销售收入1.31亿元。

¹ 云猴全球购于2015年3月3日正式上线。

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2016年底，小额贷款公司资产为5.03亿元，所有者权益为3.39亿元；2016年实现收入0.50亿元，利润总额0.42亿元。截至2017年3月底，小额贷款公司贷款余额4.55亿元，其中关注类贷款330万元，无逾期贷款。

5. 经营效率

2014~2016年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数逐年下降，2016年分别为82.61次、2.88次和0.73次，符合零售行业特性。

6. 未来发展

公司未来将把有机增长与高效协同作为发展策略，致力于成长为“中国领先的商业及服务业营运商”。目前公司在建及拟建工程共8项，全部为公司自建、自用的百货和超市物业，计划投资总额105.97亿元，截至2017年3月底，在建及拟建工程已投资62.88亿元。总体看，未来三年，公司已确定在建及拟建工程尚需投资43.09亿元，考虑到云猴大平台等其他业务拓展计划，公司资金需求较大。

表9 截至2017年3月底公司在建、拟建工程及未来投资计划（单位：万元、%）

项目名称	计划投资总额	截至2017年3月底投资	计划投资金额			项目进展
			2017年4-12月	2018年	2019年	
梅溪湖项目	320000	310536	6264	3200	0	已开业
步步高摩尔城项目	163000	42313	29239	58848	32600	预计2019年完工
赣州项目	81011	58908	5884	8117	8101	预计2018年完工
泸州项目	98963	35021	44150	19793	0	预计2017年完工
荷塘项目	60000	4483	11353	32164	12000	预计2019年完工
怀化项目	71129	52496	4698	6822	7113	预计2019年完工
岳阳项目	55000	26427	16500	6573	5500	预计2019年完工
新开门店项目	210600	98599	34437	35443	42120	--
合计	1059703	628783	152526	170961	107434	--

资料来源：公司提供

注：在建工程中除梅溪湖项目投资额包含存货中的开发成本之外，其他在建工程项目投资额未包含存货中的开发成本。

步步高摩尔城项目总建筑面积19.68万平方米；其中，超市、家电计划共占项目总建筑面积约10%，百货计划约占项目总建筑面积的50%，综合功能性出租项目计划约占项目总建筑面积的40%。该项目总投资预计16.30亿元，截至2017年3月底已投入4.23亿元，预计在2018年全部完工。步步高摩尔城项目配套部分公寓，主要对内部员工销售。

梅溪湖项目位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地296.9亩，总建筑面积约60万平方米，项目计划总投资32.00亿元，

是一个集商业、旅游、文化、娱乐为一体的超级MALL，集成了购物中心、飞行馆、游乐场、梅溪书院、酒店等多个不同形式的综合体，是国内首家商旅文化概念城市综合体，主要以联营方式经营，辅以商铺出租模式。梅溪湖项目已于2016年6月开业，自业以来经营状况良好，截至2017年3月底，购物中心拥有商铺282个，出租率93.6%，预计2020年可以实现盈利。梅溪湖项目拥有3.9万平方米配套公寓，于2016年5月预售，截至2017年3月底已全部对外销售。

截至 2017 年 3 月底，梅溪湖项目已投资 31.05 亿元，其中购物中心已部分转固，目前在建项目主要包括酒店及办公楼内装，待酒店整体完工清算后一并转入固定资产，酒店预计 2017 年开业。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。

公司计划在 2017 年内新开超市门店约 35 家，其中一季度已开新店 9 家。公司计划每年约有 2~3 家摩尔城项目为自建，其他新开门店以租赁为主，短期内公司在广西的市场开拓将主要依靠南城百货。

总体看，公司未来发展战略清晰，在建工程规模较大，2016 年 11 月步步高股份完成非公开发行并募集资金净额 12.28 亿元，发行后对公司融资压力有一定缓解，但基于快速扩张的经营策略、商业物业的开发需求、城市综合体项目的推进，重庆百货的战略投资以及线上业务的投资计划，公司仍存在较大资金压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 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 2017 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2015 年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司 10 家，通过非同一控制下企业合并增加子公司 2 家（包括南城百货），合并范围内减少子公司 2 家；2016 年，公司新设投资增加子公司 3 家，公司处置子公司丧失控制权 1 家，清算注销子公司 1 家；截至 2017 年 3 月底，公司合并范围较 2016 年底无变化。整体看，合并范围变动对财务可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 238.16 亿元，所有者权益 65.62 亿元（含少数股东权益 41.56 亿元）。2016 年实现营业总收入 165.83

亿元，利润总额 1.80 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 236.18 亿元，所有者权益 66.16 亿元（含少数股东权益 42.18 亿元）。2017 年 1~3 月，实现营业总收入 48.76 亿元，利润总额 1.04 亿元。

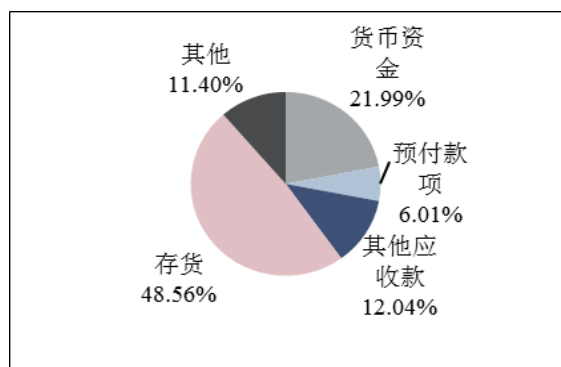
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模快速扩张，截至 2016 年底，公司资产总额为 238.16 亿元，同比增长 11.24%，非流动资产占比 61.14%，流动资产占比 38.86%，其中非流动资产比重较 2015 年底提升 5.58 个百分点。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率为 20.24%，截至 2016 年底，公司流动资产为 92.56 亿元，构成主要以货币资金、其他应收款及存货为主。

图 2 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，截至 2016 年底，公司货币资金 20.36 亿元，同比下降 4.86%，主要以银行存款为主（占 83.47%），受限货币资金 2.08 亿元，占 10.22%。

公司预付款项近三年逐年下降，主要由预付租金、预付工程款等构成。截至 2016 年底，公司预付账款为 5.56 亿元，同比下降 18.20%，系公司预付的门店租金减少所致。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 67.47%，公司预付款项前五名合计占比为 23.03%，集中度一般。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，主要为租赁定、押金和往来拆借款。2015 年底

同比大幅增加 6.83 亿元，主要系投资款及新店定押金增加所致。截至 2016 年底，公司其他应收款为 11.14 亿元，同比增长 3.55%。采用账龄分析计提坏账准备的其他应收款 9.55 亿元，账龄在 1 年以内的占 43.23%、1-2 年的占 43.00%、2-3 年以上的占 13.69%，其余账龄在 3 年以上，账龄偏长；前五名欠款单位金额占比为 45.79%；公司当期计提坏账准备 1.23 亿元，综合计提比例 9.98%。

表 10 截至 2016 年底公司其他应收款金额前五名
(单位: 亿元)

项目	账面余额	款项性质
广西广乐投资有限公司	3.36	往来款
成都百伦投资有限公司	0.84	往来款
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	0.61	往来款
岳阳家佳乐置业有限公司	0.46	往来款
湘潭市岳麓区汇臻便利店	0.40	往来款
合 计	5.67	--

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。2014~2016 年，公司存货有所波动，截至 2016 年底为 44.95 亿元，同比变化不大，其中库存商品 22.27 亿元，开发成本 20.16 亿元。公司当期计提跌价准备 0.03 亿元，主要系对库存商品计提的跌价准备。截至 2017 年 3 月底，公司存货中开发成本明细如下表。

表 11 截至 2017 年 3 月底公司开发成本主要项目明细

工程名称	金额 (万元)
梅溪湖项目	39183.53
九华项目	61111.45
郴州项目	48945.23
泸州项目	36753.57
合 计	185993.78

资料来源: 公司提供

2014~2016 年，公司其他流动资产波动较大，分别为 1.22 亿元、8.27 亿元和 6.69 亿元，其中 2015 年大幅增长，系公司小额贷款公司开

展业务增加短期贷款所致，贷款对象均为公司上游供应商及物业租赁方，以其在公司的应付货款和应付租金为担保，风险可控。截至 2016 年底，公司其他流动资产同比下降 19.15%，系公司理财产品减少所致。

非流动资产

2014~2016 年，随着南城百货的合并以及公司自有物业的投入，公司非流动资产较快增长，年均复合增长 31.30%，高于总资产增速 4.65 个百分点。截至 2016 年底，公司非流动资产 145.60 亿元，以固定资产和在建工程为主。

2014~2016 年，公司固定资产持续增长，年复合增长 24.61%。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 68.52 亿元，同比增长 24.49%，系公司郴州项目和梅溪湖项目转固以及新开门店增加固定资产所致，其中房屋建筑物占 77.69%、机器设备占 18.09%，其余为信息设备、运输设备和其他办公设备；公司累计计提折旧 16.14 亿元。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 52.38 亿元。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，资产质量好。

2014~2016 年，公司在建工程波动增长，年复合增长率为 19.89%。截至 2016 年底，公司在建工程 33.47 亿元，主要包括计划用于自持的商铺及写字楼，主要有梅溪湖项目 10.31 亿元、岳阳项目 2.21 亿元、九华项目 4.24 亿元、赣州项目 5.67 亿元、怀化项目 4.30 亿元、泸州项目 3.50 亿元、邵阳项目 1.27 亿元等。

2014~2016 年，公司无形资产快速增长，其中 2015 年大幅增长主要系新增重庆合川、吉首等土地使用权及并入南城百货带入的土地使用权合计 4.39 亿元。截至 2016 年底，公司无形资产为 15.56 亿元，同比增长 17.72%，主要是土地使用权和经营权的增加。

2014~2016 年，公司商誉分别为 0.02 亿元、8.50 亿元和 8.50 亿元，其中 2015 年大幅增加，主要是 2015 年 1 月步步高股份收购南城百货 100% 的股权形成 8.47 亿元商誉，公司对可回收

金额的预计表明商誉并未出现减值损失，商誉未计提减值准备。

2014~2016 年，公司其他非流动资产规模快速增长。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 12.47 亿元，同比增长 78.23%，主要是预付土地出让金和土地招拍挂保证金、购房款、资产收购款以及认购保证金的增加。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 236.18 亿元；其中流动资产占 35.88%，非流动资产占 64.12%，非流动资产比重进一步上升。其中，预付账款为 6.67 亿元，较 2016 年底增长 20.07%，系公司预付门店资金增多所致；商誉为 10.30 亿元，较 2016 年底增长 21.23%，主要是子公司步步高股份受让梅西商业有限公司 94% 股权所致；其他科目较 2016 年底变动不大。

截至 2017 年 3 月底，公司抵押固定资产账面净值为 5.36 亿元，占总资产比重 2.27%，占比较小。

随着公司经营规模扩大，公司资产规模快速增长，且随着自有物业开发速度加快，公司资产构成以非流动资产为主。流动资产中，以开发成本为主的存货规模大，营运资金受到一定占用，资产流动性较弱。总体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，截至 2016 年底，公司所有者权益为 65.62 亿元，同比增长 20.28%，主要系少数股东权益增长所致。截至 2016 年底公司少数股东权益同比增加 10.36 亿元，系子公司步步高股份非公开发行股票所致。

截至 2016 年底，公司所有者权益中，实收资本占 1.79%、资本公积占 20.10%、其他权益工具 10.57%，未分配利润占 3.52%，少数股东权益占 63.33%。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益小幅上升至 66.16 亿元（其中少数股东权益 42.18 亿元），较 2016 年底变动不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，稳定性偏弱。

负债

2014~2016 年，随主业不断扩张、自有物业开发速度加快以及合并范围的增加，公司负债规模较快增长，年均复合增长 22.45%。截至 2016 年底，公司负债总额 172.55 亿元，同比增长 8.14%，其中流动负债占 71.63%，非流动负债占 28.37%，公司以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债年均复合增长率为 24.25%。截至 2016 年底，公司流动负债 123.59 亿元，同比增长 16.49%，从构成看，主要包括短期借款（占 18.77%）、应付账款（占 19.94%）和一年内到期的非流动负债（占 15.06%）。

2014~2016 年，公司短期借款波动增长，截至 2016 年底，公司短期借款为 23.20 亿元，同比下降 20.62%；其中信用借款占 51.72%，抵押借款占 23.28%，保证借款占 25.00%。

2014~2016 年，公司应付账款全部为预付款项，近三年规模波动增长，分别为 22.52 亿元、20.52 亿元和 24.64 亿元，无账龄超过一年的重要应付账款。

2014~2016 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 23.86%。预收款项主要为预收商务卡，截至 2016 年底，公司预收款项 15.23 亿元，同比增长 19.59%，主要是预收商务卡增加所致；从账龄看，账龄在 1 年以内的占 96.73%，账龄短。

2014~2016 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 29.73%。截至 2016 年底，公司其他应付款 16.67 亿元，主要是公司应付工程设备款的增加，其中应付押金、保证金占 13.45%、应付工程设备款占 48.88%、其他占 37.67%（包括预提应付款项、租金等）；前五名单位应付金额占比为 3.36%，集中度低。

表 12 截至 2016 年底公司其他应付款前五名明细
(单位: 万元)

单位名称	金额	款项性质
湖南岳麓山建设集团有限公司土方分公司	1324.58	应付工程款
凯里森建筑设计(北京)有限公司上海分公司	1190.00	应付设计款
深圳市卓艺装饰设计工程有限公司	1116.61	应付工程款
苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	988.91	应付工程款
湘潭高新区鑫诚经济发展有限公司	981.67	应付工程款
合计	5601.77	--

资料来源: 公司审计报告

截至 2016 年底, 公司一年内到期的非流动负债为 18.61 亿元, 主要是公司长期借款的到期增加和应付债券到期所致。

截至 2015 年底, 公司其他流动负债为 9.00 亿元, 为公司于 2015 年发行的共计 9 亿元“15 步步高 CP001”和“15 步步高 CP002”; 截至 2016 年底, 公司其他流动负债为 14.00 亿元, 系公司 2016 年发行的“16 步步高 SCP001”5 亿元和“16 步步高 CP001”9 亿元。

2014~2016 年, 公司非流动负债波动增长, 分别为 35.03 亿元、53.46 亿元和 48.96 亿元。截至 2016 年底, 公司非流动负债主要由长期借款(占 26.86%)和应付债券(占 69.45%)构成。

2014~2016 年, 公司长期借款波动增长, 截至 2016 年底为 13.15 亿元, 长期借款中抵押借款占 58.55%、保证借款占 12.17%和信用借款占 29.28%。

截至 2016 年底, 应付债券为 34.00 亿元, 包括 12 亿元“13 步步高 MTN001”、7 亿元非公开定向债务融资工具“15 步步高 PPN001”和 2016 年公司发行的两期公司债“16 步步高 01”、“16 步步高 02”共 15 亿元。

截至 2017 年 3 月底, 公司负债合计 170.02 亿元, 其中流动负债占比下降至 66.23%, 负债结构仍以流动负债为主。公司长期借款规模较 2016 年底增长 26.60%至 16.65 亿元, 应付债券为 39.00 亿元, 较 2016 年底增长 14.71%, 系公

司 2017 年 1 月份发行的 5 亿元的非公开私募债券所致; 其他科目较 2016 年底变化不大。

从公司债务情况看, 2014~2016 年, 公司全部债务年均复合增长 25.91%。截至 2016 年底, 公司全部债务为 109.57 亿元, 同比增长 4.16%, 其中短期债务 62.42 亿元, 长期债务 47.15 亿元。截至 2017 年底 3 月底, 公司全部债务为 107.50 亿元, 其中短期债务为 51.86 亿元, 长期债务为 55.65 亿元。

债务指标方面, 2014~2016 年, 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逐年下降, 近三年均值分别为 74.08%、64.51%和 45.40%。截至 2016 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 72.45%、62.54%和 41.81%, 同比分别下降 2.07、3.31 和 6.11 个百分点。截至 2017 年 3 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.99%、61.90%和 45.68%。

公司于 2015 年 10 月发行一期 7 亿元的永续中票“15 步步高 MTN001”, 纳入所有者权益核算, 考虑到其在公司赎回前长期存续, 且与其他债务融资工具特征相近, 因此将其纳入 2015 年、2016 年和 2017 年一季度长期债务核算。考虑调整后债务规模, 截至 2016 年底, 公司调整后债务规模为 116.57 亿元, 调整后长期债务为 54.15 亿元, 从债务指标看, 公司调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.98%和 45.21%; 截至 2017 年 3 月底, 调整后全部债务规模为 114.50 亿元, 调整后长期债务规模为 62.65 亿元, 调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 63.38%和 48.64%。

总体看, 近年来随着公司主业的持续扩张、自有物业开发速度的加快以及南城百货的并表, 公司债务规模快速增长。2016 年步步高股份非公开发行股票成功, 公司资本实力扩充, 偿债压力有所缓解, 但整体债务负担重。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司以超市百货为主的营业总收入快速增长，年均复合增长13.80%；2016年公司实现营业总收入165.83亿元，同比增长3.21%。近三年，公司营业成本增速（13.92%）略高于营业总收入增速。近三年公司营业利润率小幅波动，2016年为20.61%。

从期间费用看，公司近年来期间费用占营业总收入的比重小幅波动，三年分别为18.33%、20.64%和19.73%，公司期间费用构成以销售费用为主。2016年销售费用占期间费用的83.89%，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。2015年，公司财务费用2.05亿元，同比大幅增加1.99亿元，主要由于公司加大融资规模导致利息支出迅速增加所致，2016年公司财务费用较2015年变化不大。总体看，公司销售费用不断上涨，期间费用占比高，对利润影响大，控制能力有待加强。

近年来公司投资收益波动较大，2015年实现投资收益0.52亿元，主要是可供出售金融资产中的基金投资收益，2016年投资收益0.36亿元，主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得收益。

2014~2016年，公司营业外收入波动增长，分别为0.37亿元、0.80亿元和1.04亿元，其中政府补助款分别为0.28亿元、0.57亿元和0.80亿元；其余营业外收入主要包括处置固定资产损失、赔偿款、滞纳金等款项，规模不大。

近年来零售行业竞争日益激烈，随着公司主业规模的扩张、南城百货的并表以及自有物业资金需求对债务规模的推升，公司期间费用持续上升，对利润影响逐步增大。2016年，公司实现利润总额和净利润分别为1.80亿元和1.06亿元，分别同比下降25.68%和35.97%。盈利指标方面，近三年公司总资本收益率及净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为4.13%和3.02%；2016年，公司总资本收益率及净资产收益率分别下降至3.79%和1.62%，公司盈利

水平持续下滑。

2017年1~3月，公司实现营业总收入48.76亿元，利润总额1.04亿元，分别占2016年全年营业总收入和利润总额的29.40%和57.78%；营业成本39.12亿元，期间费用占营业收入的比重为16.66%，较2016年底下降3.07个百分点，公司期间费用控制力有所提升。

总体看，近年来公司经营规模持续扩张以及南城百货的并表，公司营业总收入快速增长。但受零售行业竞争日益激烈、期间费用持续上升等因素综合影响，公司整体盈利水平下降，盈利能力较弱。

5. 母公司财务情况分析

截至2016年底，母公司资产总额96.07亿元，流动资产占78.84%，非流动资产占21.16%；流动资产中主要是其他应收款（占97.85%），为74.11亿元（合并层面其他应收款为11.14亿元）；非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成，分别为10.85亿元和4.61亿元。截至2016年底，母公司负债合计85.48亿元。流动负债占56.21%，非流动负债占43.79%；流动负债中短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债规模较大，分别为11.00亿元、15.60亿元和14.00亿元；非流动负债主要是应付债券，为34.00亿元。截至2016年底，母公司资产负债率为88.98%，有息债务规模79.83亿元，其中短期债务42.43亿元，长期债务37.40亿元。截至2017年3月底，母公司资产总额90.77亿元，其中其他应收款68.80亿元，长期股权投资10.85亿元，投资性房地产4.57亿元；负债合计80.18亿元，资产负债率88.33%，有息负债规模74.55亿元，短期债务31.62亿元，长期债务42.94亿元。

盈利能力方面，2016年，母公司实现营业收入3894.29万元，产生投资收益8502.54万元，利润总额408.98万元。2017年1~3月，母公司实现营业收入956.61万元，投资收益394.66万元，利润总额76.24万元。

总体看，公司本部债务规模相较其经营规模偏重，收入规模小，剔除上市公司后盈利能力弱。

6. 偿债能力

2014~2016年，随着公司经营规模的扩张、合并范围的增加以及融资规模的扩大，公司流动资产较快增长，同时公司加大自有物业的建设力度，借款规模不断上升，流动负债逐年增长，致使公司流动比率呈波动下降趋势，2014~2016年平均值为80.35%，速动比率波动上升，三年平均值为40.55%；截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为74.89%和38.53%，同比分别下降14.80和8.64个百分点。公司经营现金流动负债比波动下降，近三年平均值为1.78%；2016年经营现金流动负债比为1.67%，同比上升0.36个百分点。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为75.26%和41.05%。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，2014~2016年，公司EBITDA持续增长，分别为8.57亿元、11.77亿元和11.87亿元；近三年公司EBITDA利息倍数呈下降趋势，分别为3.41倍、2.18倍和2.13倍；随着全部债务的不断增长，全部债务/EBITDA近三年呈持续上升趋势，分别为8.06倍、8.94倍和9.23倍。总体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

截至2017年3月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为138.16亿元，其中未使用额度为85.80亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高股份为上市公司（股票代码：002251.SZ），公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（企业机构信用代码：G1043030400033710E），截至2017年6月6日，公司无未结清和已结清的不良信

贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为湖南省内零售龙头企业，区域地位明显、品牌优势突出，近年来，公司采用密集型开店模式，收购广西省零售行业龙头企业南城百货，自有物业综合体逐步开业，实现了门店数量和收入规模稳定增长。整体看，公司抗风险能力强。

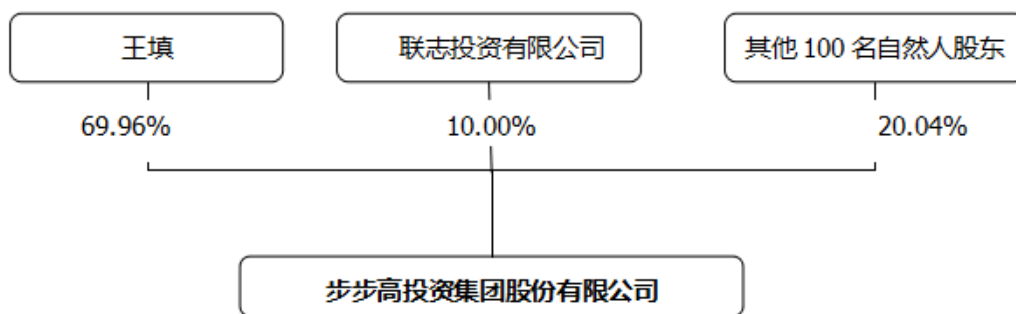
九、结论

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。

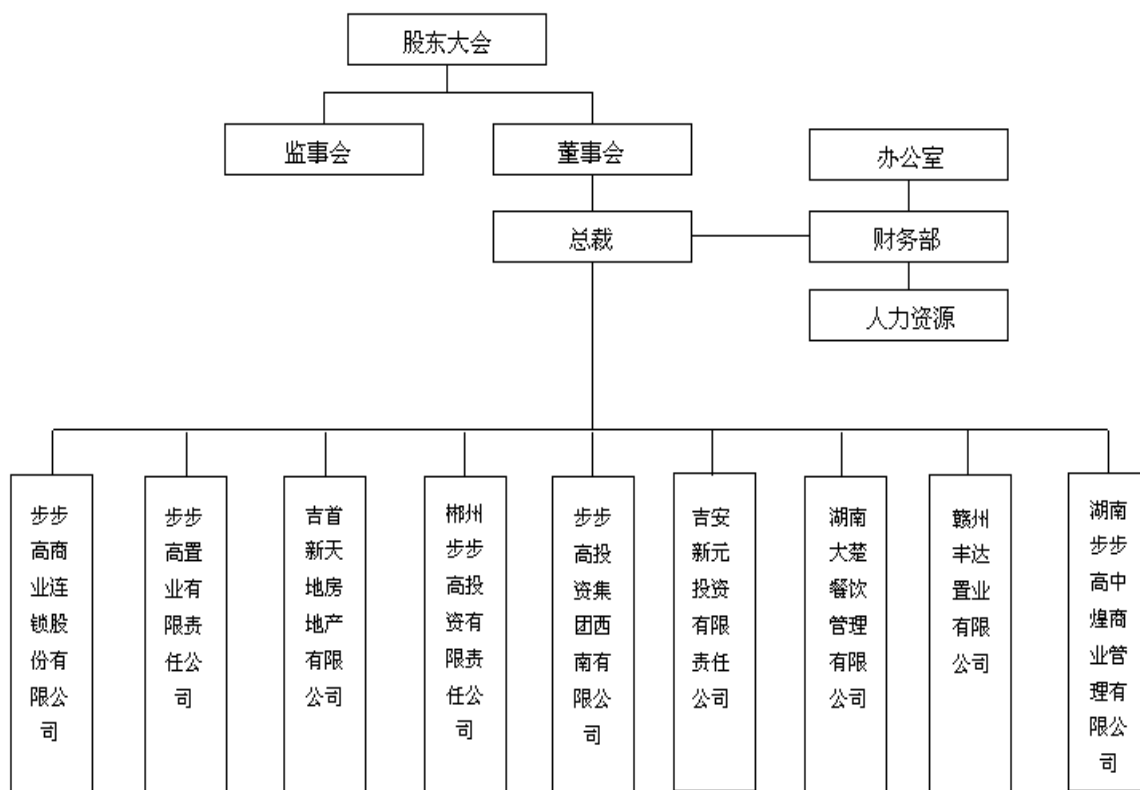
公司在湖南省内超市市场占有率第一，百货市场占有率第二，区域地位及品牌优势明显，运营效率较高。2015年以来，公司先后收购广西省零售行业龙头企业南城百货、梅西商业等，网络布局进一步完善，同时公司多家自有物业综合体逐步开业，综合竞争实力不断提高。2016年，步步高股份非公开发行募集资金12.28亿元，公司资本实力进一步提升。目前公司资产质量尚可，整体债务负担重，盈利能力较弱，短期偿债压力大，长期偿债能力一般。考虑到公司业务及门店扩张速度快，同时近年加快城市综合体项目自建，在建工程及其他投资计划对资金要求高，对外融资压力大。

总体看，公司主体长期信用风险低。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.90	22.72	21.33	19.19
资产总额(亿元)	148.48	214.11	238.16	236.18
所有者权益(亿元)	33.39	54.55	65.62	66.16
短期债务(亿元)	34.92	55.00	62.42	51.86
长期债务(亿元)	34.19	50.20	47.15	55.65
全部债务(亿元)	69.11	105.19	109.57	107.50
营业总收入(亿元)	128.05	160.68	165.83	48.76
利润总额(亿元)	2.97	2.42	1.80	1.04
EBITDA(亿元)	8.57	11.77	11.87	--
经营性净现金流(亿元)	2.22	1.39	2.06	4.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	172.85	152.01	82.61	--
存货周转次数(次)	3.56	3.08	2.88	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.89	0.73	--
现金收入比(%)	113.54	117.98	116.23	121.29
营业利润率(%)	20.62	21.67	20.61	19.09
总资本收益率(%)	4.56	4.41	3.79	--
净资产收益率(%)	6.48	3.04	1.62	--
长期债务资本化比率(%)	50.59	47.92	41.81	45.68
全部债务资本化比率(%)	67.42	65.85	62.54	61.90
资产负债率(%)	77.51	74.52	72.45	71.99
流动比率(%)	79.98	89.69	74.89	75.26
速动比率(%)	35.66	47.17	38.53	41.05
经营现金流动负债比(%)	2.77	1.31	1.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.41	2.18	2.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.06	8.94	9.23	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；

2. 其他流动负债有息部分已计入短期债务；2015~2017 年一季度所有者权益包含 7 亿元永续中票。

附件 3 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

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 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，联合资信将在步步高投资集团股份有限公司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。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

步步高投资集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对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及外部经营环境等相关信息，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信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如步步高投资集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对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。