信用等级公告

联合[2018] 1461 号

联合资信评估有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十九日

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

步步高投资集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 步步高 MTN001	12 亿元	2018/10/22	AA	AA
*15 步步高 MTN001[1]	7 亿元	2018/10/19	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.72	21.33	30.67	23.15
资产总额(亿元)	214.11	238.16	262.66	263.18
所有者权益(亿元)	54.55	65.62	66.06	66.97
短期债务(亿元)	55.00	62.42	73.26	67.79
长期债务(亿元)	50.20	47.15	50.66	49.16
全部债务(亿元)	105.19	109.57	123.92	116.95
营业总收入(亿元)	160.68	165.83	179.16	55.04
利润总额(亿元)	2.42	1.80	2.28	1.49
EBITDA(亿元)	11.77	11.87	12.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.39	2.06	2.16	5.22
营业利润率(%)	21.67	20.61	20.18	21.61
净资产收益率(%)	3.04	1.62	1.69	--
资产负债率(%)	74.52	72.45	74.85	74.55
全部债务资本化比率(%)	65.85	62.54	65.23	63.59
流动比率(%)	89.69	74.89	75.39	69.14
经营现金流动负债比(%)	1.31	1.67	1.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.94	9.23	9.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	2.13	1.94	--

注：1.2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债有息部分已计入短期债务；3.公司所有者权益包含 7 亿元永续中票。

分析师

景 雪　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

[1] 15 步步高 MTN001 为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

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”）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。跟踪期内，公司积极调整战略，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，联合资信评估有限公司（以下简称“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形成影响、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。

2017 年，公司成功收购梅西商业有限公司（以下简称“梅西商业”），门店扩张计划持续开展；2018 年 4 月，腾讯、京东战略入股步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”），并与步步高股份签署战略合作框架协议。未来，随着公司与腾讯、京东在供应链、仓储物流及数据分享等方面的进一步整合，公司竞争力有望增强。

“15 步步高 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 步步高 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

综合评估，联合资信确定维持步步高投资集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司加大门店铺设力度，同时多家自有百货物业开业，超市、百货门店数量持续扩张，区域地位及品牌优势明显。
2. 2017 年完成收购梅西商业，公司四川地区

市场占有率进一步扩大。

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，协议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，公司未来竞争力有望提升。

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。
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，整体盈利水平下降，利润对非经营性损益依赖较高。
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，对外融资压力大；公司存货规模大，营运资金受到较大占用，资产流动性较弱。
4. 公司整体债务负担重，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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

步步高投资集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为“湘潭开源货运有限责任公司”，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，于2003年2月20日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本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2018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）。2018年4月，步步高股份引入腾讯、京东战略投资，公司对其持股比例为34.99%（质押比例30.76%），公司仍为步步高股份的控股股东，王填先生仍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）。公司本部下设办公室、财务部、人力资源部等独立职能部门。

截至2017年底，公司合并资产总额262.66亿元，所有者权益合计66.06亿元（含少数股东权益41.85亿元）。2017年实现营业总收入179.16亿元，利润总额2.28亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额263.18亿元，所有者权益合计66.97亿元（含少数股东权益42.93亿元）。2018年1～3月，实现营业总收入55.04亿元，利润总额1.49亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2013年10月发行额度为12.00亿元的“13步步高MTN001”，募集资金用于偿还银行借款及补充流动资金，募集资金已按规定用途使用完毕；公司于2015年10月发行额度为7.00亿元的“15步步高MTN001”，募集资金全部用于偿还银行借款，募集资金已按规定用途使用完毕。

表1　公司存续期债务融资工具情况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
13步步高MTN001	12.00	12.00	2013/10/22	2018/10/22
*15步步高MTN001	7.00	7.00	2015/10/19	2018/10/19
合计	**19.00**	**19.00**	--	--

资料来源：Wind资讯
注：15步步高MTN001为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

“15步步高MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在“15步步高MTN001”发行第3年及之后的每年均具有可

赎回权。基于“15 步步高 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“15 步步高 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“15 步步高 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“15 步步高 MTN001”如不赎回，从第 4 个计息年度开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加上 400 个基点。从票面利率角度分析，公司在“15 步步高 MTN001”赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）“15 步步高 MTN001”在除发生永续中期票据条款中规定的强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司合并范围控股子公司步步高股份 2017 年向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），分配利润共计 0.86 亿元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“15 步步高 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15 步步高 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2

万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

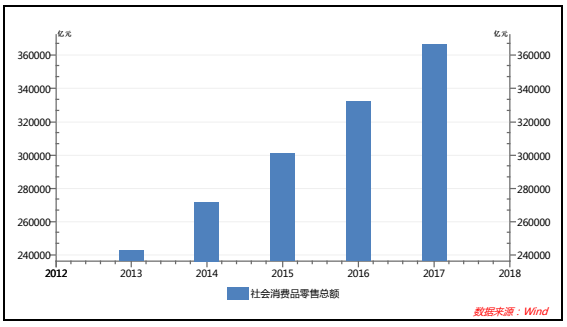
四、行业及区域经济环境

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。

根据国家统计局数据发布，2017年全年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.2%；餐饮收入额39644亿元，增长10.7%。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2017年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速快于2016年3.3个百分点。其中，粮油食品类增长3.1%，增速提高3.6个百分点；服装类增长4.3%，增速提高4.1个百分点；化妆品类增长9.5%，增速提高8.1个百分点；日用品类增长0.1个百分点，增速提高0.5个百分点；家用电器类增长2%，增速提高1.5个百分点。

2017年全年，网上实物商品零售额实现54806亿元，同比增长28%，增速比2016年加快2.4个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，比2016年提高8.06个百分点，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%,比2016年提高2.4个百分点。2017年，网下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。

虽然2017年实体店零售额增速有所回落，但从2017年初，中国宏观经济稳中向好，零售市场2017年下半年步入复苏阶段。整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售新业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费品市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

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。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。2017年全年，网上实物商品零售额同比增长28%，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%，比2016年提高2.4个百分点。2017年实体店零售额增速有所回落，网下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。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%，2017年，农村居民人均可支配收入13432元，比上年增长8.6%。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，2017年末，中国城镇化率升至58.52%。

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，近年来，国家陆续出台有效措施，流通企业税费成本有所下降，但受制于物流成本高企，房地产价格上涨，人工成本上升等因素，零售企业经营成本压力依然较大，微利经营甚至亏损经营导致部分零售企业门店关停数量上升，开店速度放缓，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。

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》、《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，与相关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《湖南省2017年国民经济和社会发展统计公报》，全省地区生产总值34590.6亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值3690.0亿元，增长3.6%；第二产业增加值14145.5亿元，增长6.7%；第三产业增加值16755.1亿元，增长10.3%。按常住人口计算，人均地区生产总值50563元，增长7.4%。

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23103元，比上年增长9.4%，扣除价格因素实际增长7.9%；人均可支配收入中位数19628元，增长8.5%。城镇居民人均可支配收入33948元，增长8.5%，扣除价格因素实际增长6.8%；城镇居民人均可支配收入中位数31600元，增长8.7%。农村居民人均可支配收入12936元，增长8.4%，扣除价格因素实际增长7.2%；农村居民人均可支配收入中位数11877元，增长7.6%。

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。全省社会消费品零售总额14854.9亿元，比上年增长10.6%。分经营地看，城镇消费品零售总额13411.4亿元，增长10.4%；乡村消费品零售总额1443.4亿元，增长11.9%。分消费类型看，商品零售额13013.3亿元，增长10.4%；餐饮收入额1841.6亿元，增长11.8%。分区域看，长株潭地区消费品零售总额6231.1亿元，增长10.5%；湘南地区消费品零售总额2901.1亿元，增长10.6%；大湘西地区消费品零售总额2583.7亿元，增长10.7%；洞庭湖地区消费品零售总额3139.0亿元，增长10.4%。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司股东 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

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。跟踪期内，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 2017 年底，步步高股份资产总额 160.19 亿元，所有者权益 64.82 亿元；2017 年实现营业总收入 173.11 亿元，利润总额 2.16 亿元。截至 2018 年 3 月底，步步高股份资产总额 159.54 亿元，所有者权益 66.52 亿元；2018 年 1~3 月实现营业收入 54.04 亿元，利润总额 2.25 亿元。

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、三线城市以及重庆市，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。截至 2018 年 3 月底，公司在湖南、江西、广西、重庆和四川共拥有大卖场、综合超市和家电门店 311 家，净运营面积为 118.37 万平方米。2018 年 5 月，公司荣登中国连锁经营协会发布的“2017 年中国连锁百强”榜单第 14 位。

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。截至 2018 年 3 月底，公司拥有百货门店 51 家，其中湖南省 27 家、江西省 3 家、广西省 7 家，重庆 2 家，四川 12 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 2018 年 3 月底，公司拥有湖南、广西、江西、四川、重庆五大省级中央园区，共有 20 余个常温、保鲜、冷冻、冷藏等各类型仓库。仓储总面积约为 32 万平方米，其中自有物业仓库面积约为 27 万平方米。

总体看，公司零售主业突出，跟踪期内，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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在内部控制、治理结构、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

七、重大事项

1. 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2017年底，梅西商业资产总额2.38亿元，总负债2.30亿元，净资产0.08亿元；2017年实现营业收入5.64亿元，净利润-0.36亿元。

梅西商业属于商品零售行业。截至2018年3月底，梅西商业共有门店27家，经营面积超过24万平方米，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。

2. 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。

3. 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。

协议主要内容涉及以下五个方面：第一，探索“智慧零售”、“无界零售”新价值链，三方共同以“去中心化”为理念，以技术革新为驱动，以数据产品、互联网工具、供应链能力为赋能手段，推动以经营进销差为核心的传统模式，向经营顾客全生命周期的新模式转型。第二，线上流量赋能，步步高股份以小程序、公众号为承载工具，建立微信内商城，作为步步高的线上主要自营电商平台，充分发挥腾讯社交流量与场景优势；同时以京东到家为主要电商平台，充分发挥京东线上运营、物流履约、商品数字化能力的优势。第三，线下业态科技创新，三方共同探索图像识别、人工智能及其他前沿技术在线下业态的应用。第四，供应链赋能，利用京东货品供应链优势，及仓配物流全国覆盖的触达能力，提升步步高货品供应链丰富度及履约效率。第五，共建赋能方案，各方积极探索通过合资公司或其他资本合作方式，共同探索孵化新技术在线下场景的应用转化。

此次腾讯、京东战略入股步步高股份，并由三方共同签署战略合作框架协议，有利于实现三方优势互补，进一步提高公司的核心竞争力。相关合作方案仍需三方进一步协商确定，

联合资信将持续关注上述事项对公司信用水平带来的影响。

八、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，以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2017 年，公司实现主营业务收入 164.82 亿元，主要来自超市板块收入的提升，较 2016 年同比增长 7.44%。

从收入构成来看，超市板块始终为公司收入的首要构成部分，随着新开门店的增加，2017 年超市板块实现收入 102.45 亿元，同比增长 10.11%；百货收入为公司第二大收入来源，2017 年公司强化管控体系和数字化运营，百货板块实现收入 39.92 亿元，同比增长 6.95%。2017 年，超市及百货板块合计收入占主营业务收入比重 86.38%，同比有所提升。公司家电业务量较小，2017 年同比增长 26.81%，主要是由于公司持续推进供应链升级及 3C 策略所致。公司批发业务依托超市业态进行，规模不大。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，2017 年物业销售实现收入 5.82 亿元，2017 年其他业务板块收入占主营业务收入的 4.45%。

从盈利情况来看，2017 年，公司主营业务综合毛利率有所下滑。其中，超市业务毛利率稳步增长，2017 年毛利率水平为 17.40%，同比提升 0.69 个百分点。百货业务毛利率有所波动，整体变动不大。家电业务毛利率偏低，2017 年同比下滑 3.63 个百分点至 8.79%，主要是由于公司促销力度加大所致。公司其他业务毛利率近三年大幅下滑，2017 年仅为 4.18%，主要是由于前两年公司销售部分物业毛利率水平较高。综上所述，2017 年公司主营业务综合毛利率小幅下降至 15.54%。

2018 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 50.00 亿元，占 2017 年全年的 30.34%，同比增长 11.46%，主要来自超市、百货业务板块的增长；同期，主营业务毛利率 16.37%，较上年同期提升 1.40 个百分点，各主业收入构成变化不大；家电板块毛利率水平进一步下降至 7.54%，主要是由于促销力度加大所致；其他业务毛利率水平较 2017 年底大幅提升至 30.30%，主要是由于公司销售商铺所致。

表 2　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			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
超市	89.99	93.04	102.45	32.02	60.64	60.66	62.16	64.03	16.27	16.71	17.40	17.30
百货	39.4	37.32	39.92	11.99	26.55	24.33	24.22	23.99	15.62	15.83	15.02	15.65
家电	10.3	9.57	12.14	3.99	6.94	6.24	7.36	7.99	12.33	12.42	8.79	7.54
批发	1.31	1.58	2.98	0.77	0.88	1.03	1.81	1.54	4.02	5.26	14.07	12.61
其它	7.4	11.88	7.34	1.23	4.99	7.74	4.45	2.46	41.1	21.61	4.18	30.30
合计	**148.39**	**153.40**	**164.82**	**50.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**16.96**	**16.49**	**15.54**	**16.37**

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

2017 年以来，公司保持较快的门店铺设

力度，大卖场数量增长。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，当期公司关停大卖场门店 10 家。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，主要集中在湖南区域。2018 年 1～3 月，公司湖南省内大卖场净增加 8 家，其他省内大卖场数量较 2017 年底变动不大。截至 2018 年 3 月底，公司拥有大卖场、综合超市和电器门店 311 家，净运营面积为 118.37 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。

表3 公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	94	38	22	107	35	23	131	34	23	139	34	23
	江西	14	--	--	22	1	0	24	1	0	24	1	0
	重庆	6	--	--	6	0	0	8	0	0	8	0	0
	广西	39	--	1	43	0	0	46	0	14	48	0	13
	四川	3	--	--	5	0	0	18	2	0	19	2	0
	合计	**156**	**38**	**23**	**183**	**36**	**23**	**227**	**37**	**37**	**238**	**37**	**36**
净营运面积		60465	667477	68568	752437	66213	66961	1005657	66427	85995	1032382	66427	84879
月均客流量				1136			1133			1153			1212

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.

2017年，公司超市连带经营门店整体布局规划调整，截至2017年底，公司家电板块独立经营门店数量由2016年底的23家大幅增加至37家，同时连带经营门店缩减至46家。目前家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西省。2017年，家电业务收入同比增长26.85%至12.14亿元，毛利率受促销影响同比下降3.63个百分点。

表4 公司家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 3 月底
独立经营门店数量	23	23	37	36
超市连带经营门店数量	72	74	46	49
净营运面积	133256	129567	121208	116745

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。跟踪期内公司店面租金及物业管理费用呈现增长态势，未来仍旧面临租金上涨压力和续租风险。

（2）采购及配送

跟踪期内，公司采购模式未发生变化，主要供应商仍为宝洁（中国）营销有限公司和福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部，2017 年公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 6.69 亿元，占超市业务总采购额的比重为 7.73%，较 2016 年（8.41%）有所下降，集中度低。

表 5 2017 年公司超市业务前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占超市板块总采购额比重
宝洁（中国）营销有限公司	17303.50	2.00
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	14549.20	1.68
广州立白企业集团有限公司	14249.86	1.65
监利县华鑫粮油有限责任公司	10863.47	1.26
湖南大农粮食米业有限公司	9960.24	1.15
合计	**66926.27**	**7.73**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司物流配送模式无变化，截至 2018 年 3 月底，采用自有物流及第三方物流

占比分别为10%、90%；截至2018年3月底，公司自有物流车辆50台，投资成本约为1055.11万元。

仓储方面，截至2018年3月底，公司拥有湖南、广西、江西、四川、重庆五大省级中央园区，共有20余个常温、保鲜、冷冻、冷藏等各类型仓库。仓储总面积约为32万平方米，其中自有物业仓库面积约为27万平方米。2018年1～3月，公司物流中心月均吞吐量7.51万吨，截至2018年3月底，物流中心储存货物金额1.81亿元，2018年1～3月，商品配送金额达16.81亿元。

公司目前在建仓库有荷塘项目，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。该项目总投资预计60000万元，截至2018年3月底，已投入5528.25万元。

未来，公司将根据公司跨省发展战略，及时新建或改扩建常温仓与冷链仓，确保外省业务拓展供应链能力，实现城配仓与保税仓的投运。同时公司也将加强与京东物流的学习与合作，完善服务质量管控系统，在业务拓展、服务与效率提升等方面不断夯实，快速发展三方业务，提升公司的物流水平。

（3）分布及销售

从分布区域来看，公司深耕湖南省内超市业务，通过新开门店及并购本土零售连锁门店的方式，在湖南省内保持了较快的门店铺设力度，省内市场占有率始终保持较高水平。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有望进一步扩大。

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。2017年公司超市及家电门店数量及员工人数均有增长，员工劳效有所下降，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。截至2018年3月底，公司超市及家电员工数量增加至1.67万人，2017年，公司人力成本率同比提升0.78个百分点至6.23%。

表6 公司超市及家电业务人力资源效率情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
门店数量（家）	217	242	301	311
员工数量（万人）	1.09	1.33	1.71	1.67
员工劳效（万元/人）	79.68	78.12	75.14	76.49
人力成本率（%）	5.19	5.45	6.23	6.13

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。跟踪期内，公司完成对梅西商业的收购，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。整体看，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，2017年，公司百货板块收入39.92亿元，同比增长6.97%。截至2018年3月底，公司拥有百货门店51家，从分布区域看，湖南省27家，江西省3家，广西省7家，重庆2家，四川12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7 截至2018年3月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2001.09	自有
	永州	2009.12	租赁
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	柳州	2013.09	租赁

	吉首	2014.01	租赁
	合川	2015.01	租赁
	郴州	2016.1	自有
	长沙	2016.6	自有
	攸县	2016.11	租赁
	湘潭	2015.11	自有
	泸州	2017.12	自有
	贵港	2017.12	自有
	岳阳	2017.12	自有
流行百货店	新余	2009.05	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁
	绵阳	2008.11	租赁
	乐山	2013.01	租赁
	眉山	2006.06	租赁
	资中	2004.12	租赁
	资阳	2014.01	租赁
	广汉	2012.09	租赁
	江油	2007.12	租赁
	自贡	2017.01	租赁
	江油	2010.11	租赁
	宜宾	2009.05	租赁
	自贡	2007.03	租赁
	永川	2013.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	桂林	2005.09	自有+租赁
	柳州	2006.08	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	湘潭	2004.01	自有
	娄底	2005.09	自有
	娄底	2013.09	自有
	邵阳	2003.01	租赁
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.01	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	株洲	2008.05	租赁
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳	2012.09	租赁
	湘潭	2014.09	租赁
生活广场	武冈	2010.01	自有
	湘潭	2013.11	自有
	湘潭	2016.09	自有
	长沙	2013.03	租赁
	长沙	2017.01	租赁

资料来源：公司提供

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。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。

近年来，公司把握市场消费偏好，新开业门店主要以自建的步步高广场为主。2017 年新增步步高广场包括泸州门店、贵港门店和岳阳门店；2017 年新增流行百货店主要为鄱阳门店自贡门店；新增的生活广场店主要为湘潭门店长沙门店。截至 2018 年 3 月底，公司步步高广场及流行百货店分别为 16 家和 30 家，已有 5 家生活广场投入运营。

随着新开门店的开业，公司百货运营面积快速增长。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。截至 2018 年 3 月底，公司租赁面积及自有面积分别为 70.00 万平方米和 79.18 万平方米。2017 年以来，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不断提升。

公司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 296.90 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，自开业以来经营状况良好，截至 2018 年 3 月底，梅溪湖项目已经全部转固，购物中心拥有商铺 295 个，出租率 96%，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。

同时，联合资信也关注到，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，且多数新开门店仍处于培育阶段；租赁物业平均租金呈上涨趋势，上述因素对公司业绩均造成一定压力。

表 8　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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
租赁面积	33.38	49.24	70.00	70.00
自有面积	30.47	72.05	79.18	79.18
月均客流量	73.17	69.22	74.18	78.29
平均租金	30.07	32.78	36.75	35.21

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

跟踪期内，百货业务经营模式未发生变化，仍以联营为主，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。公司大力推广会员制，截至2018年3月底，公司各百货店共拥有会员298.3万名，2018年1~3月会员消费总额为11.17亿元，占百货业务消费总额的73.01%。

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。2017年，公司百货板块前5大供应商采购额共计5.09亿元，占百货业务总采购额的比重为10.83%，集中度低。

表9　2017年公司百货板块前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

供货商	供货金额	占比	结算方式
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	12466.56	2.65	半月结算
深圳市福瑞贸易有限公司	11038.03	2.35	半月结算
绫致时装销售（天津）有限公司	9964.61	2.12	半月结算
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9298.68	1.98	半月结算
百丽鞋业（长沙）有限公司	8143.79	1.73	半月结算
合计	**50911.67**	**10.83**	--

资料来源：公司提供

3. 电商平台

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责任公司（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。公司电商平台云猴网于2014年12月26日上线，由云猴超市、云猴生鲜及云猴全球购三大板块构成。为配合公司线上线下融合的新零售业务的开展，公司已于2017年将电商平台资源转向新零售业务板块。目前，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。具体合作方面，公司与腾讯的合作侧重于数字化会员层面，公司通过微商城、小程序等作为数字化承载工具，嵌入腾讯流量体系，充分享有线上流量带来的红利，并能通过大数据对线下会员进行深度挖掘，实现精准营销；与京东的合作侧重在商品与供应链层面，京东在家电、3C数码等商品及物流供应链方面有较大优势，结合公司在西南市场的供应链优势，能够协同两个供应链优势实现共赢。

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。公司便利店品牌“汇米巴”以加盟方式吸收社会门店，公司收取一定加盟费，所得收入计入公司批发业务板块，截至2018年3月底，已加盟门店7453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2018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，其他物业均为商业物业。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。2017年，物业销售实现收入为5.82亿元，2018年1～3月，物业实现销售收入0.93亿元。

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2017年底，小额贷款公司资产总额为3.90亿元，所有者权益为3.65亿元；2017年实现收入0.60亿元，利润总额0.48亿元。截至2018年3月底，小额贷款公司贷款余额3.85亿元，其中关注类贷款1658.54万元，无逾期贷款。

5. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 84.31 次、2.98 次和 0.72 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 56.61 亿元，截至 2018 年 3 月底，在建及拟建工程已投资 20.66 亿元，尚需投资 35.95 亿元，公司资金需求仍较大。

表 10　截至 2018 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 2018 年 3 月底投资	计划投资金额			项目进展
			2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	
九华项目	163000.00	47233.77	8018.16	58848.07	48900.00	预计 2019 年底完工
赣州项目	81011.00	69587.90	7372.55	4050.55		预计 2018 年底完工
荷塘项目	60000.00	5528.25	10307.76	32163.99	12000.00	预计 2019 年底完工
怀化项目	85000.00	56750.91	4693.44	19305.65	4250.00	预计 2019 年底完工
南城百货总部大楼	21109.00	19538.00	1571.00			预计 2018 年底完工
新开门店项目	156000.00	7987.90	44212.10	52000.00	51800.00	--
合计	**566120.00**	**206626.73**	**76175.01**	**166368.26**	**116950.00**	--

资料来源：公司提供

注：公司在建工程项目投资额未包含存货中的开发成本。

九华项目总建筑面积 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 2018 年 3 月底已投入 4.72 亿元，预计在 2019 年底全部完工。九华项目配套部分公寓，主要对内部员工销售，2017 年销售收入 1.35 亿元，2018 年 1~3 月实现销售收入 490.92 万元。

公司在 2017 年内新开超市门店约 40 家，自建百货物业开业 3 家。公司计划每年约有 2～3 家步步高广场项目为自建，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，公司仍存在较大资金压力。

九、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，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；截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 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 2017 年底，公司合并资产总额 262.66 亿元，所有者权益合计 66.06 亿元（含少数股东权益 41.85 亿元）。2017 年实现营业总收入 179.16 亿元，利润总额 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 263.18 亿元，所有者权益合计 66.97 亿元（含少数股东权益 42.93 亿元）。2018 年 1～3 月，实现营业总收入 55.04 亿元，利润总额 1.49 亿元。

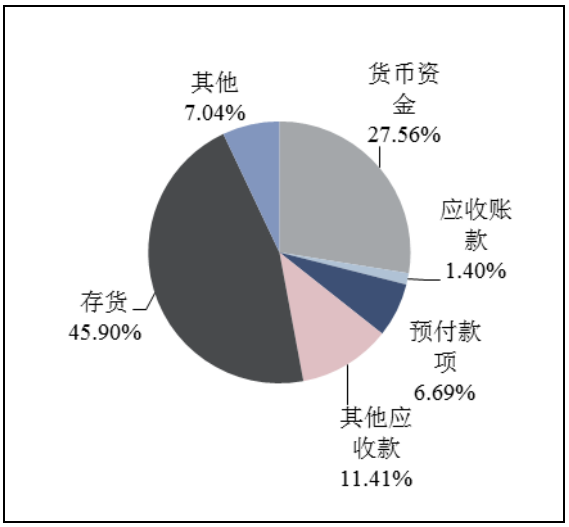
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 262.66 亿元，同比增长 10.29%，非流动资产占比 58.46%，流动资产占比 41.54%，其中非流动资产比重较 2016 年底下降 2.68 个百分点。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 109.11 亿元，同比增长 17.88%，主要来自货币资金和存货的增长。从构成看，以货币资金、其他应收款和存货为主。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 30.07 亿元，同比增长 47.70%，主要是 2017 年 12 月底，公司成功发行资产支持专项计划收到货币资金所致，以银行存款为主（占 80.49%），受限货币资金 4.49 亿元，占 14.93%，主要是定期存款、银行承兑汇票及保函保证金等。

截至 2017 年底，公司预付款项 7.30 亿元，同比增长 31.31%，主要系预付租金增加所致；从账龄看，账龄在 1 年以内的占 84.45%，公司预付款项前 5 名合计占比 22.37%，集中度一般。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 12.45 亿元，同比增长 11.75%。采用账龄分析计提坏账准备的其他应收款账面余额 8.18 亿元，账龄在 1 年以内的占 73.86%、1-2 年的占 15.05%、2-3 年的占 9.47%，其余账龄在 3 年以上，综合账龄较短；前五名欠款单位合计金额占比为 63.27%，集中度高；公司计提坏账准备 0.84 亿元，综合计提比例 6.34%，计提较充分。

表 11　截至 2017 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
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	3.25	往来款
怀化市鹤城区重点工程项目财务管理办公室	3.00	代垫拆迁款
岳阳家佳乐置业有限公司	1.10	往来款

项目	账面余额	款项性质
成都百伦投资有限公司	0.66	往来款
湘潭市岳麓区汇臻便利店	0.40	往来款
合　计	**8.41**	--

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。截至 2017 年底，公司存货为 50.08 亿元，同比增长 11.42%，主要来自开发产品的增加；从构成看，主要包括库存商品 19.89 亿元，开发产品 8.54 亿元，开发成本 21.26 亿元。公司计提跌价准备 0.02 亿元，全部为对库存商品计提的跌价准备。截至 2018 年 3 月底，公司存货中开发成本明细如下表。

表 12　截至 2018 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	43457.71
九华项目	29614.86
赣州项目	69446.83
吉安项目	31588.01
合　计	**174107.41**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 7.01 亿元，较 2016 年底小幅增长 4.80%，公司其他流动资产包括待抵扣进项税额 1.96 亿元、理财产品 1.19 亿元、预缴税费 1.13 亿元和短期贷款 2.78 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，以其在公司的应付货款和应付租金为担保，风险可控。

非流动资产

2017 年，随着梅西商业的合并以及公司自有物业的投入，公司非流动资产增长。截至 2017 年底，公司非流动资产 153.55 亿元，同比增长 5.46%，以固定资产、在建工程和无形资产为主。

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。其中房屋建筑物占 80.45%、机器设备占 15.93%，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 18.77 亿元。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 66.56 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，资产质量良好。

截至 2017 年底，公司在建工程 15.69 亿元，同比下降 53.13%，主要系梅溪湖项目、岳阳项目和泸州项目转固导致在建工程下降。截至 2017 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，主要有梅溪湖项目 5.12 亿元、九华项目 4.31 亿元、南城百货总部大厦 1.73 亿元、怀化项目 3.60 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产 20.95 亿元，同比增长 34.67%，系土地使用权增加所致。

截至 2017 年底，公司商誉为 10.34 亿元，同比增长 21.70%，系公司当期收购梅西商业有限公司增加商誉 1.84 亿元所致。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。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 14.79 亿元，同比增长 18.64%，主要是预付土地出让金及土地招拍挂保证金、预付工程款、装修款及购房款、资产、股权收购款以及认购保证金。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 263.18 亿元；其中流动资产占 38.33%，非流动资产占 61.67%，非流动资产比重上升。其他非流动资产 18.14 亿元，较 2017 年底增长 22.64%，主要系预付工程款、装修款及购房款增加所致；其他科目较 2017 年底变动不大。

截至 2018 年 3 月底，公司及其子公司将自有的账面净值为 18.64 亿元、评估价值为 49.91 亿元的资产进行了抵押，为其自身银行借款提供最高额 32.24 亿元抵押担保。

跟踪期内，公司资产规模增长，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，营运资金受到较大占用，资产流动性较弱。总体看，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计66.06亿元，同比增长0.67%。截至2017年底，公司所有者权益中，实收资本占1.78 %、资本公积占20.41%、其他权益工具占10.50%，未分配利润占3.06%，少数股东权益占63.35%。截至2018年3月底，公司所有者权益小幅上升至66.97亿元（其中少数股东权益42.93亿元），较2017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

随着公司主业不断扩张、自有物业开发速度加快以及合并范围的增加，公司负债规模逐年增长。截至2017年底，公司负债总额196.60亿元，同比增长13.94%，其中流动负债占73.62%，非流动负债占26.38%，公司以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债144.74亿元，同比增长17.11%，从构成看，主要包括短期借款（占28.55%）、应付账款（占21.29%）、其他应付款（占14.20%）和一年内到期的非流动负债（占16.37%）。

截至2017年底，公司短期借款为41.33亿元，同比增长78.15%，主要系公司抵押借款、质押借款大幅增加所致，从构成看，信用借款占38.47%，抵押借款占31.31%，保证借款占18.15%，质押借款占12.07%。

截至2017年底，公司应付票据8.24亿元，全部为银行承兑汇票，同比增长24.69%。公司应付账款全部为应付货款，截至2017年底，公司应付账款30.81亿元，同比增长25.04%。

预收款项包括预收房款、预收货款、小额贷预收利息及预收租户款项，截至2017年底，公司预收款项14.98亿元，同比下降1.63%，从构成看，预收房款5.16亿元、预收货款9.76亿元、小额贷预收利息36.63万元和预收租户款项0.07亿元。

截至2017年底，公司其他应付款20.55亿元，同比增长23.24%，主要是应付工程款结算增加所致。其中，应付押金、保证金占13.46%、工程设备款占41.82%，其他占44.72%（包括预提应付费用、租金等）；前五名单位应付金额占比为5.85%，集中度低。

表13 截至2017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
岳阳市佳英钢材贸易有限公司	4595.30	应付工程款
湘潭莲城置业有限公司	2500.00	应付设计款
岳阳市华安消防设备安装有限公司	2293.34	应付工程款
深圳市建艺装饰集团股份有限公司	1320.09	应付工程款
岳阳混凝土有限公司	1309.21	应付工程款
合计	**12017.93**	--

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债23.69亿元，同比增长27.31%，系公司一年内到期应付债券新增10.00亿元所致。

2017年，公司非流动负债为51.86亿元，公司非流动负债主要由长期借款（占44.27%）和应付债券（占53.41%）构成。截至2017年底，公司长期借款为22.96亿元，其中抵押借款占62.58%、质押借款占12.63%、保证借款占16.20%和信用借款占8.58%。截至2017年底，公司应付债券27.70亿元，包括2017年1月发行的5亿元私募债券（1年内到期金额0.5亿元）、2016年公司发行的两期公司债“16步高01”、“16步高02”和2017年10月发行的公司债“17步高01”共18.70亿元，以及2017年11月发行的5亿元债权融资计划（1年内到期金额为0.5亿元）。

截至2018年3月底，公司负债合计196.20亿元，其中流动负债占比小幅上升至74.36%，负债结构仍以流动负债为主。

从有息债务规模看，截至2017年底，公司全部债务为123.92亿元，同比增长13.10%，其

中短期债务 73.26 亿元，长期债务 50.66 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 116.95 亿元，其中短期债务 67.79 亿元，长期债务 49.16 亿元。

债务指标方面，截至 2017 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 74.85%、65.23%和 43.40%。截至 2018 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 74.55%、63.59%和 42.33%。

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，因此将其纳入长期债务核算。考虑调整后债务规模，截至 2017 年底，公司调整后债务规模为 130.92 亿元，调整后长期债务为 57.66 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 66.46%和 46.61%；截至 2018 年 3 月底，调整后全部债务规模为 123.95 亿元，调整后长期债务规模为 56.16 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 64.92%和 45.61%。

总体看，跟踪期内，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。

3. 盈利能力

2017 年公司实现营业总收入 179.16 亿元，同比增长 8.04%，同期，公司营业成本为 141.70 亿元，同比增长 9.09%。2017 年公司营业利润率小幅下降至 20.18%。

从期间费用看，2017 年公司期间费用占营业总收入的比重为 20.54%，较 2016 年上升 0.81 个百分你点，公司期间费用构成以销售费用为主。2017 年销售费用占期间费用的 82.34%，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。2017 年，公司财务费用 3.05 亿元，同比增加 0.83 亿元，主要由于公司加大融资规模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。

2017 年公司实现投资收益 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 年，公司营业外收入为 0.29 亿元，其中政府补助款为 39.02 万元；其余营业外收入主要包括处置违约金收入等，规模不大。

2017 年，得益于公司投资收益的增长，公司实现利润总额和净利润分别为 2.28 亿元和 1.12 亿元，分别同比增长 26.73%和 5.14%。盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率同比上升 0.06 个百分点至 2.23%，净资产收益率同比上升 0.07 个百分点至 1.69%，公司盈利水平仍较低。

2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 55.04 亿元，同比增长 12.87%；利润总额 1.49 亿元，同比增长 43.75%，主要来自其他收益的增长；分别占 2017 年全年营业总收入和利润总额的 30.72%和 65.47%；2018 年 1~3 月，营业成本 42.70 亿元，期间费用占营业总收入的比重为 19.10%。

总体看，跟踪期内，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，公司整体盈利能力较弱，2017年，公司主业盈利下滑，利润对投资收益依赖较大，未来可持续性不强。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2017 年，经营活动现金流入为 212.91 亿元，同比增长 8.92%，主要以销售商品提供劳务收到的现金为主；同期，经营活动现金流出 210.75 亿元，同比增长 8.96%，主要是购买商品接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金。2017 年，公司经

营活动现金流量净额为 2.16 亿元。从收入实现质量看，2017 年现金收入比 117.65%，公司销售收入获现质量良好。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动流入 29.32 亿元，同比增长 66.38%，其中处置合川及吉首两家子公司收回现金净额 12.37 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 16.41 亿元，主要为收回理财产品和定期存款；2017 年，投资活动现金流出为 24.76 亿元，同比下降 19.03%，主要包括公司自有物业的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 10.36 亿元，以及支付其他与投资活动有关的现金 12.22 亿元（包括小贷公司发放贷款 0.04 亿元、购买理财产品 5.28 亿元，定期存单 6.90 亿元）；2017 年，公司投资活动现金流量净额为 4.56 亿元。

筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金 60.34 亿元及发行债券收到的现金 13.70 亿元；筹资活动现金流出 70.79 亿元，主要为偿还债务支付的现金 61.51 亿元，其余为分配股利、支付利息支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 3.42 元。

2018 年 1~3 月，经营活动产生的现金流量净额为 5.22 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-6.07 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-6.69 亿元。当期公司现金收入比为 116.97%，较 2017 年底下降 0.68 个百分点。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，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要求较高，对外部资金存在较大依赖，对外融资压力大。

5. 母公司财务情况分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 94.20 亿元，流动资产占 73.79%，非流动资产占 26.21%；流动资产中主要是其他应收款（占 85.39%），为 59.35 亿元（合并层面其他应收款为 12.45 亿元）；非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产构成，分别为 8.70 亿元、4.64 亿元和 9.74 亿元。截至 2017 年底，母公司负债合计 82.45 亿元，其中流动负债 46.68 亿元，非流动负债 35.77 亿元；流动负债中短期借款和一年内到期的非流动负债规模大，分别为 17.39 亿元和 20.57 亿元；非流动负债主要是长期借款和应付债券，分别为 7.67 亿元和 27.70 亿元。截至 2017 年底，母公司资产负债率为 87.53%，有息债务规模 76.33 亿元，其中短期债务 40.96 亿元，长期债务 35.37 亿元。截至 2018 年 3 月底，母公司资产总额 93.96 亿元，其中其他应收款 61.09 亿元，长期股权投资 8.70 亿元，投资性房地产 4.60 亿元，其他非流动资产 11.64 亿元；负债合计 82.23 亿元，资产负债率 87.52%，有息债务规模 76.22 亿元，短期债务 43.32 亿元，长期债务 32.90 亿元。

盈利能力方面，2017 年，母公司实现营业收入 0.38 亿元，产生投资收益 2.10 亿元，利润总额 1.93 亿元。2018 年 1~3 月，母公司实现营业收入 962.43 万元，投资收益 28.50 万元，利润总额 63.00 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

从短期偿债能力看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 75.39%和 40.79%，同比分别上升 0.50 和 2.26 个百分点。2017 年经营现金流动负债比为 1.49%，同比下降 0.18 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 69.14%和 35.46%。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，2017 年，公司 EBITDA 为 12.64 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.94 倍；随着全部债务的增长，全部债务/EBITDA 呈上升趋势，2017 年为 9.81 倍。总

体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司本部及各子公司共获得银行授信总额度为 153.23 亿元，其中未使用额度为 87.43 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 2018 年 5 月 9 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。

十、存续债券偿债能力分析

2017 年，公司现金类资产及 EBITDA 分别为“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”合计发行额度（共 19.00 亿元）的 1.61 倍和 0.67 倍，2017 年，公司经营活动现金流入量为“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”合计发行额度的 11.21 倍。2018 年 3 月底，公司现金类资产为“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”合计发行额度的 1.22 倍。总体看，公司现金类资产对“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”的保障能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券共计 54.20 亿元，以到期日计，公司一年内到期债券余额 26.00 亿元，截至 2017 年底和 2018 年 3 月底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的 1.18 倍和 0.89 倍；以行权日计，公司存续债券“16 步高 01”将于 2019 年 3 月行权，若考虑债券投资者行使回售权，公司一年内到期债券余额为增加至 34.00 亿元，截至 2017 年底和 2018 年 3 月底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的 0.90 倍和 0.68 倍，保障能力下降，公司偿债压力加大。2017 年，公司经营活动现金流入量为应付债券余额的 3.93 倍，公司 EBITDA 为应付债券余额的 0.23 倍，公司经营活动现金流入量对公司应付债券余额保障能力强。

表14 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

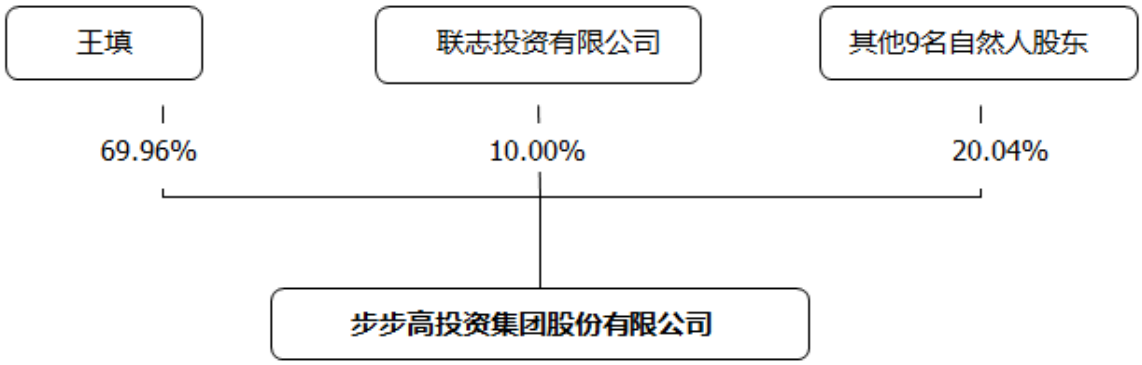
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	26.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.18
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.93
EBITDA/应付债券余额	0.23

资料来源：联合资信整理

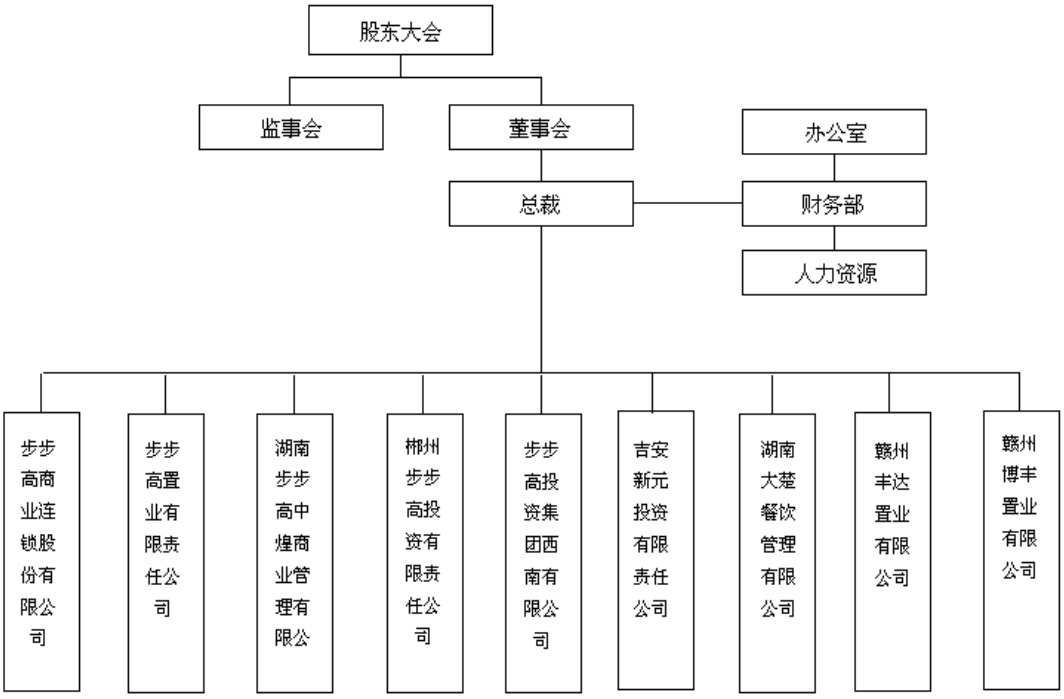
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持步步高投资集团股份有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“13 步步高 MTN001”和“15 步步高 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.72	21.33	30.67	23.15
资产总额(亿元)	214.11	238.16	262.66	263.18
所有者权益(亿元)	54.55	65.62	66.06	66.97
短期债务(亿元)	55.00	62.42	73.26	67.79
长期债务(亿元)	50.20	47.15	50.66	49.16
全部债务(亿元)	105.19	109.57	123.92	116.95
营业总收入(亿元)	160.68	165.83	179.16	55.04
利润总额(亿元)	2.42	1.80	2.28	1.49
EBITDA(亿元)	11.77	11.87	12.64	--
经营性净现金流(亿元)	1.39	2.06	2.16	5.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	152.01	82.61	84.31	--
存货周转次数(次)	3.08	2.88	2.98	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.73	0.72	--
现金收入比(%)	117.98	116.23	117.65	116.97
营业利润率(%)	21.67	20.61	20.18	21.61
总资本收益率(%)	2.71	2.17	2.23	--
净资产收益率(%)	3.04	1.62	1.69	--
长期债务资本化比率(%)	47.92	41.81	43.40	42.33
全部债务资本化比率(%)	65.85	62.54	65.23	63.59
资产负债率(%)	74.52	72.45	74.85	74.55
流动比率(%)	89.69	74.89	75.39	69.14
速动比率(%)	47.17	38.53	40.79	35.46
经营现金流动负债比(%)	1.31	1.67	1.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	2.13	1.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.94	9.23	9.81	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2.其他流动负债有息部分已计入短期债务；3.公司所有者权益包含 7 亿元永续中票。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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-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

附件 4-3　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。