

信用等级公告

联合[2015]442 号

步步高投资集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

步步高投资集团股份有限公司拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十二月二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

步步高投资集团股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：15 亿元

本期发行规模：基础发行规模 6 亿元，可超额配售不超过 2 亿元

本期债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 12 月 03 日

主要财务数据：

发行人				
项目	2012	2013	2014	2015.6
资产总额(亿元)	78.95	119.71	148.48	185.92
所有者权益(亿元)	19.73	33.56	33.39	48.72
长期债务(亿元)	1.37	20.76	34.19	35.59
全部债务(亿元)	28.54	44.99	69.11	85.79
营业收入(亿元)	100.07	113.89	128.05	81.49
净利润(亿元)	2.89	3.39	2.17	2.07
EBITDA(亿元)	7.59	9.24	8.57	--
经营性净现金流(亿元)	9.49	4.96	2.22	2.34
经营活动流入量(亿元)	119.13	135.07	146.01	53.57
营业利润率(%)	20.34	21.26	20.62	21.15
净资产收益率(%)	15.44	12.73	6.47	5.05
资产负债率(%)	75.01	71.97	77.51	73.80
全部债务资本化比率(%)	59.12	57.28	67.42	63.78
流动比率	0.61	0.93	0.80	0.87
EBITDA 全部债务比	0.27	0.21	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.82	4.58	2.14	--
EBITDA 本次发债倍数	0.51	0.62	0.57	--
EBITDA 本期发债倍数	0.95	1.16	1.07	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

2、2015 年半年度报表未经审计，指标未年化。

3、2015 年半年度应付债券中短期融资券已调整至短期债务计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”或“公司”）的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率、成本管控等方面的竞争优势。同时联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、公司百货盈利能力偏弱、快速扩张带来筹资压力加大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司目前资产质量较好，整体盈利能力较强，对债务保障程度适宜。未来随着公司门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解；网上商城和云猴大平台的上线有助于进一步增强公司的综合竞争实力。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司在湖南省内的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，采用密集型开店模式，近年来门店数量平稳增长，未来复制性强。

3. 公司引入国际管理理念，在人员分配、商业定位、品类管理等多方面进行了有效调整，一定程度上提升了公司运营效率。

4. 2015 年初，公司子公司步步高商业连锁股份有限公司完成非公开发行购买广西南城百货股份有限公司，公司整体经营规模进一步扩张，网络布局得到完善。

5. 2013年以来网上商城和云猴大平台相继上线，有助于公司把握网络商业发展契机并应对电商对传统零售业的冲击，提升公司综合竞争力。

关注

1. 中国零售业竞争激烈，整体利润水平不高，实体零售受宏观经济、政策及电商消费分流影响，增速显著放缓。

2. 公司超市业态门店大多以租赁为主，未来可能面临租金上涨压力和续租风险。

3. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，同时自有物业集中开发，公司有息债务快速增长，对外融资压力大。

4. 公司少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

分析师

钟月光

电 话：010-85172818

邮 箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

高 鹏

电 话：010-85172818

邮 箱：gaop@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC

大厦12层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与步步高投资集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与步步高投资集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因步步高投资集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由步步高投资集团股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

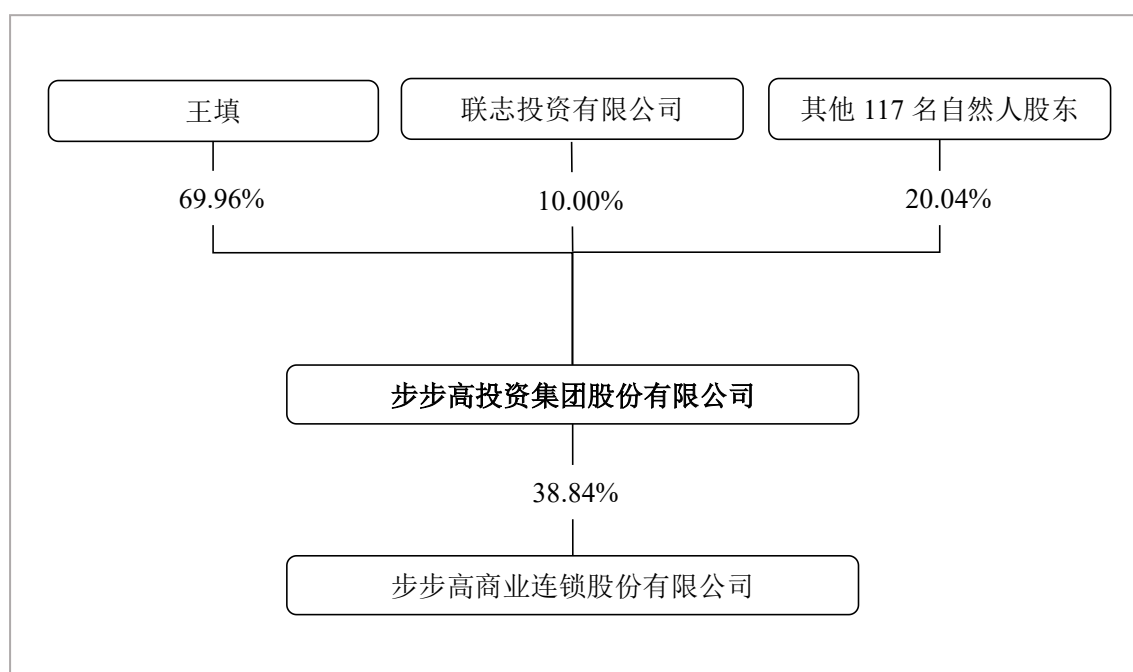


联合信用评级有限公司

一、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为“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 月在湘潭市工商行政管理局登记注册，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，整体变更为股份有限公司，后于 2007 年 8 月在湘潭市工商行政管理局登记注册，注册资本 11,767 万元；2009 年公司更为现名。截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 11,767 万元，控股股东自然人王填持股 69.96%，联志投资有限公司持股 10.00%，其他 117 名自然人合计持股 20.04%，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。

图 1 截至 2015 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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”）主营超市、百货、家电等商品的销售，成立于 2003 年 12 月；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，步步高向社会公开发行 3,500 万股，共计募集资金 91,280 万元，并于 2008 年 6 月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称“步步高”，股票代码：002251.SZ）。

2013 年 3 月步步高增发股份 5,639.59 万股，募集资金总额 12.08 亿元，实际募集资金 11.82 亿元。2015 年 1 月步步高完成非公开发行股份，发行数量为 11,105.27 万股。截至 2015 年 6 月底，步步高股本 77,898.55 万元，公司持股 38.84%，处于相对控股地位；步步高第三大股东为张海霞（即公司法定代表人），持股比例为 10.00%。王填为步步高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。

门。

截至2014年底，公司合并资产总额148.48亿元，负债合计115.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.39亿元。2014年公司实现营业收入128.05亿元，净利润（含少数股东损益）2.17亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.32亿元；经营活动产生的现金流量净额2.22亿元，现金及现金等价物净增加额-3.05亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额185.92亿元，负债合计137.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.72亿元。2015年1~6月，公司实现合并营业收入81.49亿元，净利润（含少数股东损益）2.07亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.60亿元；经营活动产生的现金流量净额2.34亿元，现金及现金等价物净增加额5.93亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区荷塘乡政府办公楼2楼东头；法定代表人：张海霞。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本次债券名称为“步步高投资集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”，发行规模为不超过人民币15亿元（含15亿元），本次债券拟分期发行，其中第一期债券（以下简称“本期债券”）基础发行规模6亿元，可超额配售不超过2亿元，债券期限为5年，附第三个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券票面年利率由发行人与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。本期债券面向合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于补充流动资金、偿还银行贷款。

三、行业分析

1. 行业概况

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

从近几年来看，2009~2014年，全国社会消费品零售总额以年均14.61%的速度增长，2014年末达到26.24万亿元。从增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致，而社会消费品零售总额占GDP的比重保持平稳，说明零售业与中国经济整体发展的趋势是相符的。2008年美国金融危机及紧随其后的欧债危机波及世界各国，由于中国经济增长依然极大地依赖于世界经济特别是作为中国出口主要市场的美国和欧元区经济的表现，2008及2009年中国整体及城乡居民实际收入增长缓慢，当期社会消费品零售总额增速显著下降。2010年世界经济得到一定程度的复苏，而2011年以来中国宏观经济持续不振，2013年以来“国八条”限制过度消费，致使近年零售总额增速缓速下滑，但总体消费额仍在不断增长。

根据国家统计局统计，2014年，中国社会消费品零售总额262,394亿元，比上年增长12.0%，

扣除价格因素，实际增长 10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额 226,368 亿元，增长 11.8%；乡村消费品零售额 36,027 亿元，增长 12.9%。按消费类型统计，商品零售额 234,534 亿元，增长 12.2%；餐饮收入额 27,860 亿元，增长 9.7%。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014 年 1~9 月，全国 50 家重点大型零售企业商品零售额同比下降 0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期 10.2% 的增速相差 11 个百分点。分品类看，受反贪腐政策持续严厉和房地产市场不振的影响，前三季度食品和家电类商品零售额同比增速相比上半年分别下滑了 1.4 和 2.3 个百分点，下滑幅度相对较大；化妆品、金银珠宝和日用品前三季度增速与上半年相比变化不大，其中化妆品零售额增速相比上半年高 0.5 个百分点，日用品零售额增速相比上半年低 0.6 个百分点，金银珠宝零售额同比降幅相比上半年收窄 0.5 个百分点，变化幅度均比较小；而相比之下，前三季度服装类商品零售额增速则相比上半年增速高 1.0 个百分点，增速呈现回升态势。

2015 年 4 月，中国连锁经营协会对外发布了“2014 年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2014 年连锁百强企业销售规模达到 2.10 万亿元，同比增长 5.1%。2014 年，销售增幅再次收窄，是百强统计以来销售增幅最低的一年，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。2014 年，连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的 8.0%，较 2013 年下降 0.6 个百分点。连锁百强企业门店总数达到 10.74 万个，同比增长 4.2%，是自连锁百强统计以来增速最低一年。2014 年连锁百强企业呈现以下特点：

(1) 销售额和门店增幅双现新低，就业人数首次负增长。2014 年，百强企业门店数增长 4.2%，其中 23 家企业关店数超过新开店数，7 家企业店铺数与上年持平；百强企业正式用工人数比上一年下降 0.3%，减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。

(2) 超市、便利好于百货，内资外资各具特色。2014 年，47 家以百货为主营业态的企业销售增长 2.7%，销售在各业态中最低。以经营超市为主的快消品百强企业销售增长 6.5%，门店增长 5.0%，分别高于百强平均增幅 1.4 和 0.8 个百分点。便利店销售增幅较快，全国排名前 55 家的便利店门店数增长 7.8%。从有可比数据的便利店企业来看，企业销售额增长 17.7%，高于百强销售增长 12.6 个百分点，销售增幅在各业态中最高。百强企业中，外资企业销售额增长 4.7%，门店增长 13.9%（主要是快餐、便利店、专业店门店增长）；内资企业销售额增长 5.2%，门店增长 2.9%。

(3) 百强企业业绩分化，成本压力依然很大。2014 年，有 30 家百强企业的销售和 23 家企业的门店出现负增长。但同时，百强企业中还有 31 家企业的销售增幅和 26 家企业的门店增长达到两位数。企业通过调整发展策略，优化管理，加大创新力度，依然可以实现较好的经营业绩。2014 年，百强企业平均毛利率为 16.4%，略高于去年 0.2 个百分点。净利率平均为 2.08%，低于去年 0.03 个百分点。2014 年，百强企业房租支出增长 10.0%，人工成本增长 9.2%，分别比 2013 年的 11% 和 18% 下降 1.0 和 8.8 个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降，但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。

(4) 线上线下加速融合，移动销售快速增长。2014 年，在开展网络零售的 75 家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，同比增长近 5 倍，但占企业销售的比例依然很低。从有数据的百强企业来看，31.4% 的企业网络销售不足 1 千万，31.4% 的企业在 1 千到 5 千万之间，23.5% 的企业在 5 千万到 3 个亿，三个亿以上的企业占 13.7%。2014 年，移动销售占网上销售的比例迅速上升，在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到 30% 以上的为 17%，介于 10-30% 的占 50%，低于 10% 的占 33%。

表 1 2014 年中国连锁企业前 20 强基本情况（单位：亿元、家）

排序	企业名称	销售规模	店铺数
1	国美电器有限公司	1,434.83	1,698
2	苏宁云商集团股份有限公司	*1,427.61	1,696
3	华润万家有限公司	1,040.00	4,127
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	856.70	304
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	723.76	411
6	山东省商业集团有限公司	639.23	638
7	联华超市股份有限公司	617.51	4,325
8	重庆商社（集团）有限公司	614.84	335
9	上海百联集团股份有限公司	*598.60	4,400
10	百胜餐饮集团中国事业部	507.00	6,600
11	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	457.22	237
12	永辉超市股份有限公司	*430.00	337
13	大商股份有限公司	*376.80	200
14	武汉武商集团股份有限公司	340.00	98
15	长春欧亚集团股份有限公司	323.22	81
16	中百控股集团股份有限公司	322.18	1,037
17	石家庄北国人百集团有限责任公司	321.36	102
18	宏图三胞高科技技术有限公司	303.50	572
19	农工商超市（集团）有限公司	293.82	2,566
20	海航商业控股有限公司	279.00	507

资料来源：中国连锁经营协会

注：数字前面带*为估计值；苏宁云商集团股份有限公司为苏宁控股集团下属公司。

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。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。

2. 超市业态

超市行业是中国开放最早、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。2004 年之后，随着超市行业对外资全面开放，以及商务部决定自 2008 年 9 月 12 日始将外资商业企业的分审批权下放到省级商务部门，外资超市企业凭借成熟的管理模式、雄厚的资金实力和强大的品牌效应加速扩张，行业竞争进一步加剧。近年来随着一线城市的空间基本饱和，二三线城市超市行业增速快于一线城市，大部分新开门店在二三线城市发展；农村消费增速快于城市，中西部地区消费增幅高于东部。目前中国超市行业正逐渐走向成熟，行业集中度逐渐提高。

超市行业竞争格局首先表现为内外资企业间的竞争，外资企业优势在于全国范围扩张，通过布局物流中心及网点，跨区域采购，充分发挥其在供应链管理、物流配送、仓储管理和信息搭建方面的优势。此外，外资超市通过全球扩张，实现了全球采购，对上游厂家的议价能力强。内资超市门店布局策略倾向于在具有市场规模优势的区域扩张，布店相对集中，更易于形成区域规模和提高市场占有率。受销售渠道、仓储物流水平、开店成本以及当地消费者消费偏好等因素制约，内资超市实行全国范围扩张的企业较少。综合来看，外资超市相比内资超市具有一定竞争优势。

势。

近年来，国内超市行业格局较稳定，2014 年超市行业销售额排名前五企业分别为华润万家有限公司、康成投资（中国）有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司和家乐福（中国）管理咨询服务有限公司，排名情况较 2013 年变化不大。2013 年，上述五家企业累计销售规模为 0.37 万亿元，占超市连锁百强整体销售规模 36.01%；累计门店数为 9,404 家，占整个零售连锁百强企业门店总数的 10.61%，行业集中度较高。

总体看，超市行业进入门槛较低，业态活跃且竞争激烈，需要企业密切跟踪行业发展趋势，同时也必须借鉴吸收国内外一些先进的经营模式，根据自身定位和企业实际情况，在服务理念、服务标准、服务水平、服务质量与国际理念接轨。流通企业的价值在于渠道价值，区域集中的供应链管理较容易，全面扩张则面临管理难度加大和风险加大。因此，布店相对集中、所属区域采购成本和运营成本较低、规模优势明显且能有效规避外资连锁巨头冲击的连锁超市有较好发展前景。

3. 百货业态

百货店是历史最悠久的零售业态之一，经过多年发展，中国百货行业已根据所提供的商品和服务的种类特点及针对的消费群体的不同拓展出多种百货店形式，包括折扣百货店、生活百货店、时尚百货店、主题百货店、高档百货店等，通过细分满足不同的购物消费体验和需求。

从目前的竞争状况来看，中国百货行业的集中度还比较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中。2015 年 55 家主要零售业上市公司里 41 家主业包括百货的公司中，仅有 6 家已实际实现全国布局，其余主要为区域性布局。中国连锁经营协会发布的《2014 年主要连锁百货企业经营情况》显示，2014 年销售额排名前五的连锁百货企业分别是银座集团股份有限公司、长春欧亚集团股份有限公司（百货、购物中心）、万达百货有限公司、大商股份有限公司（百货部分）和北京王府井百货（集团）股份有限公司，2014 年上述五家企业累计销售规模为 0.13 万亿元，占整个百货连锁 50 强企业销售规模的 26.96%，较上年有所下滑。可以看出，百货行业中龙头企业凭借优质商圈资源、品牌效应、专业团队及规模优势等特点，形成区域竞争优势，市场地位较难撼动。

近年来，百货行业整体发展形势并不乐观。2014 年，50 家以百货业务为主的百强企业销售增长 2.7%，低于零售连锁业百强平均水平。商务部重点监测的百货企业中，2014 年 5 月销售累计增长 4.1%，低于社会消费品零售总额增幅 2.1%。运营成本的持续上升不断侵蚀百货企业利润，自有物业比例较高的百货企业受租金上涨压力影响较小，竞争优势进一步加强。

总体看，随着市场需求和消费结构产生新变化，谋变、创新、转型和突破的转变模式成为百货业未来一段时间内发展的主旋律。百货业企业通过加大休闲、餐饮、娱乐等体验业态，发展自有品牌，向购物中心等方向转移以提升客流、促进销售。随着中国城镇化进程的加速以及中国城乡居民收入的稳定增长，中国消费市场仍具备良好的外部发展环境。从市场来看，二、三线城市乃至三、四线城镇消费需求爆发，行业内企业相应进行渠道拓展和市场培育，未来发展空间广阔。

4. 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。

2011 年，国家首次出台国内贸易“十二五”发展规划，提出六项重点任务：一是要突出扩大

消费的重要战略地位，努力扩大国内消费需求；二是要着力加强流通基础设施，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；三是加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平；四是优化国内贸易布局，加强商业网点规划管理，满足多样化的生产生活服务需要；五是切实做好市场主体培育工作，积极扶持发展大型内贸企业，支持中小内贸企业创新发展；六是规范市场经济秩序，推进全国统一市场建设，创造公平竞争、安全规范的市场环境。总体目标截至十二五末期，实现社会零售总额较 2010 年底翻一番。

2012 年 1 月，为贯彻国民经济和社会发展“十二五”规划和《国内贸易发展规划（2011-2015 年）》，进一步促进零售业发展，商务部下发《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》，提出大力发展社区、农村连锁零售网点；支持中小企业发展直营连锁经营；加快完善促进中小零售企业发展的政策措施，破除投资障碍，降低经营负担，缓解融资困难。

2012 年 3 月，国家邮政局和商务部近日联合发布《关于促进快递服务与网络零售协同发展的指导意见》，提出通过七项政策措施，统筹快递市场与网络零售市场长远发展要求，优化发展环境，健全产业联动政策，消除协同发展障碍，推动快递服务转型升级，促进网络零售健康发展。随着电商企业在零售行业的快速发展，指导意见的出台对于规范快递服务与网络零售、构建可持续发展的电商竞争格局具有促进与指导意义。

2014 年 3 月，新《消费者权益保护法》正式实施，推出“7 天无理由退换货”新规，网上购物的消费者除定制、鲜活易腐、拆封的音像数码商品以及交付的报纸、期刊外，有权自收到商品之日起 7 日内退货，且无需说明理由。此项规定不仅可以约束市场、规范市场，有利于电子商务行业健康发展。

总体看，各项行业政策的实施，规范了零售行业发展秩序，有利于零售行业整体健康发展。

5. 行业关注

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。2013 年“黄金周”及 2014 年春节期间消费增速持续下降，2014 年一季度全国 50 家重点大型零售企业零售额同比仅增长 0.1%，增速同比大幅减少 9.1 个百分点，是自 2009 年以来同期最低水平。从各品类商品销售情况来看，销售增速均不及上年同期表现。2014 年 1~9 月份，全国 50 家重点大型零售企业商品零售额同比下降 0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期 10.2% 的增速相差 11 个百分点，其中 9 月份零售额同比下降 1.8%，与上年同期 7.8% 的增速相比低了 9.6 个百分点，零售额实现同比正增长的企业仅有 13 家。

外商零售企业发展活跃，行业竞争加剧

随着 2005 年中国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。2009 年以来，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福等增幅明显高于内资。外资企业业态相对单一，主要集中在大型超市业态。2014 年，外资连锁企业前 20 名实现销售规模 4,265.96 亿元，同比增长 4.5%，高于百强前 20 名增速 1.5 个百分点；门店总数 13,854 个，同比增长 13.9%，基本与百强增速持平。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，而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。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2014 年中国网购用户规模 3.8 亿人，较 2012 年增长 21.8%。2014 年底，中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 10.9%，同比增长 45%。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。

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，2014 年，百强企业房租支出增长 10.0%，人工成本增长 9.2%，两项成本增速明显高于当期销售规模增速。十八大提出的“收入倍增计划”，以及国家《促进就业规划（2011~2015）》称，“十二五期间，最低工资标准将年均增长达 13%以上”，为人工成本增长设定了下限。2014 年，中国有 19 个省区市提高了最低工资标准，平均提高幅度为 14.1%。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。迫于经营成本高企，2014 年百强企业中，有 23 家企业门店总数有所减少。

6. 未来发展

满足消费者全渠道需求

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力比任何时候都强。

从零售商角度看，实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

大数据成为核心竞争力

大数据分析将在零售业务的关键领域扮演重要角色，如帮助构建智慧的消费体验、智慧的商品和供应链管理，以及智慧的运营。过去零售商之间的竞争集中在后台，更重视后端供应链的优化，如补货速度、货架有货率、仓储布局和优化等。在大数据时代，零售商之间的竞争将从后台移向前台，重点通过大数据分析和前后台协同来满足消费者的个性化需求。比如，通过追踪消费者习惯和变化，在消费者决定购买之前对其行为进行判断和预测，将消费者的需求通过零售商传递给供应商，提供个性化的产品、服务和营销手段。

跨行业协作的业务模式创新

近年来，跨行业协作，特别是社交化协作业务模式的兴起，将使价值生态主要参与者的角色作用和游戏规则发生转变：企业由控制并实施价值交付向搭建环境、协同各方完成价值交付的组织者转化；个人消费者由被动接受者向主动参与者转化，价值交付控制权向消费者转移；企业员工由基于组织和职责工作向基于兴趣和专长进行工作和协作转化；企业供应商由上下游供应商关系向协作共赢的合作伙伴转化。

通过产业社交化协同，包括零售行业在内的各个主要行业都将出现组织者，并与协同合作企业一道从价值链向共赢的价值平台转化，创造更多的市场机会。比如，天猫和淘宝通过社交化协作创造了 2014 年 11 月 11 日一天销售额 571.12 亿元的奇迹。在这场社交化大协作中，参与方包

括数亿消费者，以及数以万计的商家、物流服务商、互联网运营服务商、银行和金融机构等。

总体看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，零售业将在满足消费者全渠道需求、大数据分析以及跨行业协作的业务模式创新等方面获得良好的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自设立以来，立足于湖南省中小城市向周边辐射，以超市、百货双业态为发展核心，以中小城市作为公司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，同时辐射周边农村市场，在其他大型零售企业之前在湖南省中小城市抢占有利商机。随着近年来中小城市及农村市场消费的快速增长，公司收入和利润规模不断扩大，在湖南省零售市场上形成了一定的竞争优势。

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，以及重庆、广西和四川的部分地区。公司自 2005 年开始进入江西市场，2013 年起进入重庆、广西和四川，并逐渐建立了一定的知名度。2014 年 4 月，中国连锁经营协会发布的“2013 年中国连锁百强”中，公司排名第 27 位，在“2013 年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第 10 位。2014 年 10 月，公司在中国民营企业联合会、中国统计协会、中国管理科学研究院企业研究中心联合发布的《2014 年中国民营 500 强企业》中，位列第 177 位。公司“步步高”注册商标为中国驰名商标，核心子公司步步高自 2010 年起连续五年入围《财富》杂志中国 500 强企业，2014 年位列第 385 名。2015 年 4 月，中国连锁经营协会发布的“2014 年中国连锁百强”中公司排名第 21 位，在“2014 年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第 9 位。截至 2015 年 6 月底，公司在上述地区合计拥有大卖场、综合超市和电器门店 179 家，净营运面积达到 69.09 万平方米，并在不断快速增加。整体而言，公司连锁超市在湖南市场的门店数量多、网点密集，湖南省内市场占有率排名第一，已形成了区域性规模优势。

公司百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。2015 年初公司收购广西南城百货股份有限公司（以下简称“南城百货”），为将来对广西市场的大规模开发奠定基础。截至 2015 年 6 月底，公司拥有百货门店 29 家，其中湖南省 24 家、江西省 3 家、广西省 1 家，重庆市 1 家，湖南省市场占有率位列第二。

2015 年 1 月，公司完成非公开发行股份购买南城百货，未来收入及利润有望实现进一步增长。依托于主营业务发展，公司逐步介入批发、餐饮、服务与促销、物业租赁等相关业务，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。

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，通过应用现代物流、信息技术为连锁门店提供安全可靠、高效率的配送服务，迅速掌握商品进销、库存等情况，降低资金成本和仓储成本。截至 2014 年底，公司在湖南省湘潭市拥有物流中心仓储面积 13.88 万平方米，包括常温库、冻库、农库、家电库和加工中心等，月均吞吐量 3.79 亿吨。截至 2015 年 6 月底，公司物流中心共拥有冻库面积 1.14 万平方米，农库面积 1.60 万平方米，加工中心 2.40 万平方米；物流中心月均吞吐量 35,893 万吨，储存货物金额 10,929.21 万元，为业务快速扩张提供支撑。

总体看，公司主业突出，超市和百货业务已形成区域性门店数量和规模优势，物流中心仓储和吞吐能力不断提升，能够满足采购和销售需要并提供有效支持，公司已具备一定的区域竞争优势。

2. 人员素质

截至 2015 年 6 月，公司主要高级管理人员共 4 人，包括总裁 1 人、财务总监（管理）1 人、财务经理（执行）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；系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、步步高董事、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，本科学历，湖南省第十次党代会代表；曾任核心子公司步步高门店店长、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 2014 年底，合并口径下，公司员工共计 18,787 人，其中销售人员占比 75.24%，技术人员占比 7.29%，财务人员占比 3.86%，行政人员占比 13.61%；学历结构方面，本科及以上学历员工占比 11.67%，大专学历员工占比 18.97%，高中及以下学历员工占比 69.36%；员工年龄结构方面，30 岁以下员工占比为 31.57%，30~50 岁员工占比为 65.37%，50 岁以上员工占比 3.06%。

总体看，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。

3. 外部环境

据湖南省统计局公布的《2014 年湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2014 年，湖南省全省地区生产总值 27,048.5 亿元，比上年增长 9.5%；其中第三产业增加值 11,417.8 亿元，增长 11.1%。按常住人口计算，人均地区生产总值 40,287 元，增长 8.7%。城乡居民收入保持较好增势，全省城镇居民人均可支配收入 26,570 元，比上年增长 9.1%，扣除价格因素实际增长 6.9%；农村居民人均可支配收入 10,060 元，增长 11.4%，扣除价格因素实际增长 9.9%。

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。2014 年湖南省社会消费品零售总额 10,081.9 亿元，比上年增长 12.8%。分经营地看，城镇零售额 9,062.5 亿元，增长 12.8%；乡村零售额 1,019.4 亿元，增长 12.4%。分区域看，长株潭地区零售额 4,355.4 亿元，增长 12.8%；湘南地区 1,955.5 亿元，增长 12.8%；大湘西地区 1,616.8 亿元，增长 12.6%；洞庭湖地区 2,154.3 亿元，增长 12.7%。限额以上法人批发和零售业商品零售额 4,155.9 亿元，比上年增长 14.2%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长 16.8%，通过互联网实现的商品零售额增长 65.0%。分商品类别看，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额增长 23.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 12.9%，日用品类增长 18.8%，书报杂志类增长 15.9%，家用电器和音像器材类增长 12.3%，文化办公用品类增长 22.0%，机电产品及设备类增长 22.7%，汽车类增长 15.0%。

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、公司管理

1. 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决算方案、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。

总体看，公司法人治理结构较为完善，通过权力的制衡，保证了公司顺利运行。

2. 管理体制

公司结合经营环境及自身特点，在经营过程中认真识别内部控制存在的薄弱环节及主要风险，有针对性的对存在问题的控制环节进行改进和完善，健全内部控制体系，以满足不断变化的经营环境及内部管理的需求。公司的主要内部管理制度包括：

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”每天不留余额地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 2015 年 6 月底，公司合并范围无对外担保。

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。

在人力资本管理方面，公司注重人才培养和引进，作为国内首家整体引进国际团队的零售企业，公司于 2009 年 10 月签约了以 Noel Trinde 为首，来自法国、西班牙、英国、新西兰、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等 9 个国家的外籍管理团队，全面负责超市业务的决策管理，对其发展战略、组织架构、商业流程等多方面进行了重大调整，重新梳理了超市业务的商业定位、品类计划和定价战略等核心要素，加强了公司治理和内部管控，并基本完成了人才梯队建设和培养。2014 年 10 月五年聘用合同到期，外籍管理团队人员正陆续撤回，但已完成综合梳理和技术传承，能够满足各项标准在公司未来业务发展中持续有效地应用，部分门店被评为中国五星级大卖场。公司百货业态业务聘请了台湾籍团队作管理顾问和管理，充分与国际接轨。

总体看，公司建立了从核心制度到一般制度的完整管理制度，整体运作规范，对子公司管控力度强，公司综合管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业，主营业务横跨连锁超市和百货两大业态，并以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2014 年，公司主营业务收入稳步增长至 117.84 亿元，同比增长 12.35%。

从收入构成来看，超市板块始终为公司营业收入的首要构成部分，近年来比重小幅下降，2014 年占比为 57.32%；近三年，公司百货业务规模保持稳定，收入占比均在 28% 以上；公司家电业务占比较小且比较稳定，2014 年占比为 7.64%；批发业务依托超市业态开展，三年批发收入的主营业务收入占比均在 3% 以下。除主营业务外，公司另有其他业务包括服务与促销业务、物业租赁、商业地产开发等，2014 年其他业务收入占主营业务收入的 5.11%。

从盈利情况来看，2014 年，公司主营业务毛利润有所上升，同比增长 5.50%，增速略低于收入。超市和百货业务为公司毛利润的主要来源（2014 年毛利润占比分别为 59.91% 和 30.26%）；2014 年公司实现主营业务利润 18.29 亿元。从毛利率来看，近三年公司主营业务综合毛利率波动下降，其中超市和百货板块毛利率相对较高。跟踪期内，超市板块受传统渠道竞争加剧，部分产

品促销力度加大影响,毛利率下降至 16.22%,同比减少 1.82 个百分点;百货板块毛利率为 16.40%,同比增加 0.74 个百分点。近三年公司家电业务毛利率水平稳定增长,2014 年为 12.24%。批发业务毛利率相对较低,对公司利润贡献较小。

2015 年 1~6 月,公司实现主营业务收入 74.46 亿元,占 2014 年全年的 63.19%,主要系合并范围新增南城百货带动收入较快增长;其中超市和百货板块收入占比分别为 61.86%和 27.86%,主营业务构成变化不大。由于春节期间促销力度较大,大宗团购销售占比较高,超市和百货业务毛利率较上年有所下降,主营业务综合毛利率为 15.26%,同比变化不大。

总体看,近年来,随着经营规模的扩张,公司主营业务收入逐年增长,综合毛利率水平基本保持稳定。

表 2 2012 年~2015 年 6 月公司主营业务收入及毛利润构成情况(单位:亿元、%)

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
超市	54.86	59.11	17.04	61.03	58.18	18.04	67.55	57.32	16.22	46.06	61.86	15.65
百货	26.95	29.04	15.31	33.02	31.48	15.66	33.74	28.63	16.40	20.75	27.86	15.39
家电	8.78	9.46	10.24	9.10	8.68	11.61	9.00	7.64	12.24	5.46	7.33	12.13
批发	2.22	2.39	6.18	1.74	1.66	5.60	1.53	1.30	8.55	0.83	1.11	4.15
其他	--	--	--	--	--	--	6.01	5.11	9.42	1.37	1.83	19.40
合计	92.81	100.00	15.63	104.89	100.00	16.53	117.83	100.00	15.52	74.46	100.00	15.26

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

经营模式

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,同时辐射周边农村市场,避免大城市过度激烈的市场竞争,并于其他大型零售企业之前在湖南省中小城市获得有利商机。

超市是公司传统核心业务,目前超市连锁门店已分布在湖南、江西、重庆、广西和四川。2014 年,随经营规模的持续扩张,公司超市板块实现营业收入 67.55 亿元,同比增长 10.68%;毛利率为 16.22%,同比减少 1.82 个百分点,主要由于传统零售渠道竞争激烈,部分产品促销力度加大所致。2015 年 1~6 月,公司超市板块实现收入 46.06 亿元,毛利率为 15.65%。

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 2,500 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 2,500 平方米及以下。

公司坚持密集开店的发展策略,以打造销售网络规模优势;2012~2014 年,公司平均每年净增加超市门店(综合超市及大卖场)14 家。截至 2015 年 6 月底,公司超市业态拥有门店 179 家(包括大卖场、综合超市及家电店),较 2013 年底新增 9 家;其中大卖场 117 家、综合超市 38 家,收入来源以前者为主。

从分布区域来看,目前公司超市门店主要集中在湖南省和江西省的二、三线城市。截至 2015 年 6 月底,湖南省门店 156 家,江西省门店 14 家,广西省门店 1 家,重庆市门店 4 家,四川省门店 4 家;净营运面积达 64.11 万平方米。其中,根据江西省消费者习惯及市场情况,公司关闭了 1 家综合超市。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,同时大多数门店通常选址在所在城市的黄金地段,地理位置优势突出。从近三年新开门店类型来看,公司大卖

场门店数量逐年增加，社区超市变化不大。随着未来公司百货业态的发展，大卖场的超市业态门店数量占比将进一步提高。

表3 2012~2015年6月底公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2012 年底			2013 年底			2014 年底			2015 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	81	35	23	92	37	22	95	37	25	94	38	24
	江西	12	1	--	14	1	--	15	--	--	14	--	--
	重庆	--	--	--	2	--	--	3	--	--	4	--	--
	广西	--	--	--	1	--	--	1	--	--	1	--	--
	四川	--	--	--	1	--	--	5	--	--	4	--	--
	合计	93	36	23	110	38	22	119	37	25	117	38	24
净营运面积		273,786	89,848	55,708	426,962	56,705	51,000	526,442	66,360	60,465	513,733	69,088	58,322
月均客流量		1,077			1,115			1,150			1,133		

资料来源：公司提供

注：2015 年 6 月底数据未包括南城百货。

2005 年 7 月起公司以“步步高电器”独立品牌开展家电销售，最初全部依托于超市店面，后由 2006 年起开始发展独立管理店面经营。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。公司家电业务成长发展较快，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。

截至 2015 年 6 月底，公司共有家电店 62 家（包括独立经营及超市连带经营两种形式），净营运面积 9.94 万平方米，门店全部在湖南省内；其中 38 家为超市连带经营门店，24 家为独立经营管理门店。近三年公司家电业务收入稳定增长，2014 年，公司家电业务实现收入 9.00 亿元，同比基本保持稳定；毛利率提升至 12.24%，同比增加 0.63 个百分点。

表4 2012~2015年6月底家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2012 年底	2013 年底	2014 年底	2015 年 6 月底
独立经营门店数量	23	22	25	24
超市连带经营门店数量	22	35	37	38
净营运面积	89,272	86,566	100,670	99,360

资料来源：公司提供

目前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，由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。公司超市和家电门店租赁期限为 15 年~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。近三年公司超市和家电业态租金及物业管理费用呈现逐年增长态势，公司面临租金上涨压力和续租风险。

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。2014 年公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 4.79 亿元，占超市业务总采购额的比重为 7.23%，集中度较低。

表 5 2014 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	22,445.34	3.39
湖南人可食品销售有限公司	6,252.59	0.94
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	7,465.63	1.13
监利县华鑫粮油有限责任公司	5,730.51	0.86
栖霞市宏海果蔬食品有限公司	6,002.07	0.91
合 计	47,896.14	7.23

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送等三种方式，2014 年采购额分别占总采购额的 65%、27%和 8%。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。

为提升物流配送能力以对超市业务发展提供有力支持，公司先后于 2006 年和 2008 年完成并启用了物流中心一期及常温仓库，截至目前，物流中心续建项目已完工并投入使用。截至 2015 年 6 月底，公司物流中心共拥有仓储面积 13.88 万平方米，其中冻库面积 1.14 万平方米，农库面积 1.60 万平方米，加工中心 2.40 万平方米；物流中心月均吞吐量 35,893 万吨，储存货物金额 10,929.21 万元，2014 年全年商品配送金额达 485,000 万元。同时，公司在江西省租赁南昌物流分中心，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。为降低物流成本并提高物流效率，公司先后引进了美国曼哈顿的仓库管理系统、库位优化系统、语音拣选系统并均已成功实施，确保了物流各环节的准确性和可追溯性，合理优化货位布置，缩减拣货员拣货路径，实现拣货速度提高 40%。

目前公司自有物流车辆 75 台，投资成本约为 1,106 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，一般大型门店为一至两天一次，偏远门店至少两至三天配送一次。目前公司仍正在不断提高存储配送能力，为业务快速扩张提供有力支撑。

2013 年以来，公司进一步优化采购和配送方案，一方面上移供应链，扩大与厂家直接合作的供应商比例和从原产地直接采购商品的比例，另一方面在湘潭物流中心自建中央厨房，提供优质生活方案的同时简化门店操作流程，此外建立了 EDI 数据中心，实施供应商数据共享，提升了供应链效率，带动超市板块盈利水平同比提升 1.00 个百分点至 18.04%。

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。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较大的竞争优势，为公司进一步的业务增长奠定了良好基础。2014 年，公司完成南城百货股权收购，完善网络布局的同时，为收入及利润带来新增增长点。

分布及销售

从分布区域来看，目前公司超市门店主要集中在湖南省和江西省的二、三线城市，2013 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；超市业态多数门店位于湖南省内，目前湖南省内门店占超市门店总数的 80%以上。公司坚持密集开店的发展策略，以打造销售网络规模优势，但新店选址谨慎，由步步高下属超市事业部在进行可行性研究并充分讨论后进行决策，主要依据包括拟开店位置人流与车流量、辐射范围、周边商业环境、网点未来价值、竞争对手情况、预测坪效等因素。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。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较大的竞争优势，为公司未来开拓周边市场奠定了良好基础。

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、海报、报纸、户外宣传、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，目前超市拥有会员 525 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的培训及考核。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，保证每家新店符合统一的服务和营销质量标准。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。通过不断优化管控能力和人员调配，近三年公司在超市及家电门店数量年均增长 9.12%的用工需求情况下，员工人数增速为 19.74%，公司近三年人力成本率逐年增长，且员工劳效波动下降，主要是由于 2013 年以来公司进驻的四川、成都和广西地区离湘潭总部较远，且目前所开门店数量尚少，人力资源共享度不高所致。

表 6 公司超市及家电业务人力资源效率情况（单位：家、万人、万元/人、%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
门店数量	152	170	181
员工数量	0.83	0.86	1.19
员工劳效	76.67	81.54	64.25
人力成本率	3.95	4.34	6.26

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，公司作为湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有较强的竞争优势，物流及配送能力不断提升，人力资本运用效率较高，为公司业务进一步增长奠定了良好基础。

3. 百货板块

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，2014 年百货板块实现收入 33.74 亿元，同比增长 2.18%；毛利率 16.40%，同比增加 0.74 个百分点。公司百货业务主要经营区域为二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业平均水平偏低。2015 年 1~6 月，公司百货板块

实现收入 20.75 亿元，毛利率 15.39%。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有百货门店 29 家，其中新增 1 家步步高广场，由于物业租赁到期减少 1 家流行百货店。从分布区域看，湖南省 24 家，江西省 3 家、广西省 1 家、重庆市 1 家，湖南省市场占有率位列第二。

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；步步高广场是目前公司百货业态最主要的形式，净营运面积占百货业态总面积近50%。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；流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，店面数量占公司百货业态的61%。2013年3月公司第一家生活广场开业，以“生活”作为整个卖场设计和商品组合的灵魂，以满足日常生活所需作为立足点，兼顾都市消费的新趋势、新动向，更注重贴近市民生活、迎合消费潮流和追求消费体验。

表 7 2015 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	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
	娄底	2013.09	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	合川(新增)	2015.01	自有
流行百货店	基建营	2004.10	自有为主， 部分租赁
	邵阳	2003.01	租赁
	耒阳	2005.12	租赁
	娄底	2005.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.10	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
	衡阳	2009.11	租赁
	武冈	2010.10	自有
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳二店	2012.09	租赁
生活广场	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有

资料来源：公司提供

注：2015 年 1 月新开合川步步高广场店。

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，公司向进驻品牌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种多样，包括雅格狮丹、奥德臣、法国都彭、法国鳄鱼、CK JEANS 等国际品牌，欧柏莱、欧莱雅、玉兰油、纽约克、兰蔻、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 2015 年 6 月底，公司百货店共拥有会员 175.97 万人，2015 年 1~6 月份，会员消费总额为 15.09 亿元，销售占比为 58.10%。

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。2014 年公司百货板块前 5 大供应商采购额共计 6.23 亿元，占百货业务总采购额的比重为 13.05%，集中度较低。

表 8 2014 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
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	15,027.47	3.15
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	13,519.25	2.83
深圳市福瑞贸易有限公司	12,314.21	2.58
绫致时装销售（天津）有限公司	11,243.38	2.36
百丽鞋业（长沙）有限公司	10,172.05	2.13
合 计	62,276.36	13.05

资料来源：公司提供

从净营运面积来看，目前公司百货店 50% 以上为租赁，主要是早期开始经营的流行百货店，步步高广场和生活广场则有 50% 以上为自有。公司百货店面租赁期为 15 至 20 年，且多为 2020~2030 年到期。2012~2014 年，公司百货业态平均租金呈现逐年增长趋势。面对行业近年租金不断上涨的趋势，公司持续加大自有物业的开发，未来将一方面继续向二、三线城市拓展，提高自有物业的占比，另一方面合理规划单柜面积，提高单柜销售产出比，提高单位绩效。

总体看，公司百货业态主要分布于二三线城市，以联营为主，自营为辅；随着公司自有物业的开发和单位绩效的提高，未来公司百货业态营运成本将有所下降，盈利能力将进一步得到提升。

表 9 2012~2015 年 6 月底公司百货门店租赁和自有情况（单位：万平方米、万人、元/人、元/平方米/月）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
租赁面积	16.19	24.95	30.90	29.19
自有面积	17.92	19.91	19.91	24.97
月均客流量	75.22	80.41	76.66	77.80
坪效	7,900.91	9,045.35	10,281.34	2,850.00
平均租金	23.88	27.80	29.37	27.99

资料来源：公司提供

注：1、表中“面积”均为净营运面积

2、坪效=百货板块主营业务收入/净营运面积

3、吉首步步高广场和合川步步高广场为公司本部自有物业，但由步步高向其承租经营，因而在表中计入租赁面积类别，未计入自有面积。

4. 电商平台

针对湖南省网购消费者购买力不断增强，公司于2013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。2013年12月，公司子公司步步高投资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。

步步高网上商城于2013年12月26日正式上线。2014年10月29日，公司正式宣布实施“云猴大平台”上线，整合PC端、手机客户端、微信购物及线下渠道，实现O2O全渠道战略。云猴大平台由大便利平台（本地及社区商户联盟）、大电商平台（本外地资源和实体门店的互联网销售平台）、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，实现配送到点、到户）、大会员平台（积分联盟、高币兑换，数据捕捉、分析和精准营销）、大支付平台5个相对独立的平台组成。根据公司测算，云猴大平台的搭建计划总投资额约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2015年6月底累计投资0.72亿元（纳入开发支出核算，已确认无形资产0.12亿元）。平台搭建完成后，公司将实现由原来单一的网上商城，打造出基于本地化的供应链，高效低成本的解决本地消费者的需求，构建一个线上和线下的全渠道模式和完整的闭环，并致力成长为中国首个O2O本地生活服务平台。

截至2015年6月底，云猴大平台已签约联盟商户7,227家，与湖南联通、湖湘天下旅游、万利隆、美时慕、颐尔康足浴、中粮滋采、福奈特等品牌签订了合作协议。目前公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2015年内能够获得牌照。

2015年3月3日，公司云猴平台上线跨境业务，作为湖南第一家跨境购电商，“云猴全球购”成功整合各方资源，在上线产品质量、价格、售后保障及物流等方面均具有竞争优势。目前，步步高电商与实体店分享同一物流体系，采用世界领先的曼哈顿系统管理，采取自有仓库和半自动化分拣设备，对订单进行处理；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。

总体看，公司电商平台发展迅速，未来将成为公司主营业务的重要一极。

5. 其他业务

主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司依托于超市业态开展商业地产开发业务和批发业务，主要产品类别有食用油、杂粮、食品及酒类等。2014年，公司批发业务收入小幅下降至1.53亿元；毛利率增长至8.55%，同比增加2.95个百分点，主要系随经营规模的扩张，公司与

上游客户议价能力逐步增强。

公司商业地产开发业务服务于整体战略，与零售业务互动，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 2015 年 6 月底，公司拥有自建、自营主力百货广场 10 家；自建物业在建造阶段即按内部功能、用途进行规划，无须后续改造，节省了时间成本和工程费用。公司自建商业物业均系自持，只有步步高摩尔城项目有部分对内部员工销售，2014 年实现销售收入 5.08 亿元。

此外，依托主营业务，公司积极与供应商展开销售和促销服务，约占其他业务收入的 60~70%。同时，各门店根据所处市场具体情况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、儿童游乐场等功能性、服务性项目，约占其他业务收入的 30~40%。

总体看，公司其他业务依托主营业务开展，对应的边际成本支出很低，对公司主业形成有益补充。

6. 经营效率

2012~2014 年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均呈逐年下降态势，三项指标的加权平均数分别为 166.49 次、4.61 次和 1.10 次；2014 年分别为 164.49 次、3.56 次和 0.95 次。公司经营效率符合零售行业特征。

与同行业上市公司对比，公司应收账款周转率处于行业中下水平；存货周转率和总资产周转率均处于行业中等水平（见下表）。

总体看，公司经营效率处于同行业的中等水平。

表 10 2014 年零售行业上市公司经营效率指标情况

企业名称	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
中百集团	190.47	6.45	1.91
新华都	557.10	7.76	1.88
人人乐	1,486.50	5.95	1.70
红旗连锁	929.23	5.47	1.60
华联综超	452.23	6.67	1.17
百联股份	162.41	11.66	1.21
北京城乡	346.05	1.00	0.55
三江购物	1,901.16	7.09	1.50
永辉超市	351.02	8.37	2.58
步步高	172.93	6.25	1.43

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

7. 重大事项

在建项目

目前公司有在建、拟建工程 5 项，主要包括物流续建、三家百货门店自建和新开门店项目，其中物流中心和百货门店自建均已取得所需批复，手续齐全。包括新开门店在内，公司在建、拟建工程计划投资总额 75.92 亿元；截至 2015 年 6 月底已投资 26.48 亿元，已超过 2015 年全年计划投资金额。

表 11 公司未来投资计划（单位：亿元、%）

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2015 年 6 月底已投金额	计划投资金额			项目进展
			2015 年	2016 年	2017 年	
步步高摩尔城项目	16.30	3.52	4.89	4.89	3.54	预计 2017 年底完工
物流二期续建项目	2.00	0.20	0.60	0.6	0.08	预计 2016 年底完工
步步高郴州项目	4.56	2.30	1.92	0.46	--	预计 2015 年完工
梅溪湖项目	32.00	16.54	9.99	7.99	2.00	商业部分预计 2015 年完工
新开门店项目	21.06	3.92	4.35	5.80	8.02	
合计	75.92	26.48	21.75	19.74	13.64	

资料来源：公司提供

步步高摩尔城项目位于湘潭市，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 2015 年 6 月底已投入 3.52 亿元，预计在 2017 年底全部完工。

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，是集大型美式购物广场、国际时尚家具广场、情景式时尚街区、酒店、公寓、写字楼等商业形态于一体的国际城市综合体，项目商业部分预计 2015 年建成开业。公司预计总投资 32.00 亿元，截至 2015 年 6 月底，公司已投资 16.54 亿元，已超过 2015 年全年计划投资金额。

公司计划在未来 5 年内新开 207 家门店。初步规划 2015 年新开约 43 家，门店类型将根据选址情况进行确定。未来新开门店项目每年约有 3 家摩尔城项目为自建，其他均为租赁。截至 2015 年 6 月底已完成投资 3.92 亿元，公司计划 2015 年底前投资 4.35 亿元用于新开门店。

总体看，公司在建、拟建工程规模及尚需投资金额较大，面临着一定的资本支出压力。

收购南城百货

为快速有效地打开广西省零售市场，公司与南城百货商谈合作事宜，并于 2014 年 4 月决定步步高以发行股份的方式（发行 11,105.27 万股）、步步高全资子公司湘潭步步高连锁超市有限责任公司（以下简称“湘潭步步高”）以支付现金（7,878.90 万元）的方式向交易对方购买其所持有的南城百货 100% 股份，交易价格为 157,578 万元。2015 年 1 月，公司完成上述收购，于 2 月将南城百货纳入合并范围。

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。2014 年南城百货实现收入 31.05 亿元，净利润 1.13 亿元。截至 2015 年 6 月底，南城百货总资产为 15.73 亿元，净资产 6.82 亿元；2015 年 1~6 月，南城百货实现收入 12.67 亿元，净利润 0.60 亿元。目前公司在广西仅有一家集多种业态为一体的大型时尚购物中心开业，当地消费行为与公司本部所在地存在较大的地区差异，此次收购行为有利于公司迅速占领广西零售市场，掌握当地消费习惯，降低市场开拓成本，为日后迅速占领广西市场及完善网络布局打下一定基础，未来收入及利润有望实现大幅增长。

子公司步步高拟非公开发行事项

2015 年 6 月，子公司步步高公告了非公开发行股票预案，拟通过非公开发行 12,844.73 万股股份募集不超过 34 亿元资金，用于连锁门店发展项目、步步高国际广场项目、云猴大电商平台项目及偿还部分银行贷款。预计本次非公开发行股份完成后，公司经营网点布局将得到扩张，云猴大电商平台将进一步完善和推广，有效拓宽客户渠道。与此同时，非公开发行将一定程度提升公司

资本实力，降低财务风险。联合评级将持续关注该事项对公司经营及信用的影响。

安全事故

2013年4月20日，公司下属益阳赫山店发生火灾，并造成3人死亡（公司员工1人、清风纸业促销员1人、旺旺食品理货员1人），起火原因认定为：氧割人员进行氧割作业时，氧割火花掉落到耗材仓库内引燃仓库内的纸箱等可燃物所致。2014年1月8日，益阳市安全生产监督管理局出具（益）安监管罚决字[2014]第1号《行政处罚决定书》，认定步步高子公司湖南步步高连锁超市益阳有限责任公司对事故的发生负有责任，决定给予罚款人民币26万元的行政处罚。

公司已于2014年2月19日向益阳市安全生产监督管理局缴纳了26万元罚款。截至目前相关处理工作已基本完成，公司累计损失1,592.53万元，获得理赔收入564.97万元，处置商品收回18.30万元，净损失1,009.26万元。公司为吸取本次火灾教训已在全公司范围内开展安全检查工作，特别针对消防设备设施进行地毯式排查、对员工进行安全消防培训，落实消防安全保障措施。目前赫山店已完成装修改造，已经重新开业。

8. 经营关注

（1）消费需求波动的风险

公司收入和利润的主要来源是商品零售业务，而日用及百货零售业的市场需求受消费者实际可支配收入水平、消费者收入结构、消费者信心指数、消费倾向等多种因素影响，这些因素则直接受到经济周期波动的影响。近年来，我国宏观经济发展进入“新常态”，各项经济指标结束了过去的高速增长态势，加之国内外多种因素的影响，可能对日用及百货零售业的消费需求带来一定的不利影响。

（2）市场竞争的风险

零售业是我国最早开放、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。伴随着国内外零售巨头、区域零售集团等积极推进网点扩张，电子商务的快速发展，使得国内零售市场的竞争日趋激烈。虽然公司在经营区域内取得了一定的市场份额、拥有了较高的品牌知名度和美誉度，但一定时期内特定商圈的市场购买能力有一定的稳定性和局限性，如果区域内竞争进一步加剧，公司的市场占有率和盈利能力存在下降的风险。

（3）跨地区经营风险

公司业务已拓展到湖南省的14个地市和江西省、广西壮族自治区、四川省、重庆市部分城市。由于不同地区消费者的消费习惯与喜好存在差异，不同地区消费者对公司品牌的认知以及公司对该地区市场情况的深入了解都需要一定的时间，导致不同商品在不同城市的销售情况也存在差异。因此，公司在新进入地区或进入较晚地区开设的门店可能出现业务发展迟缓、部分商品滞销或者部分当地热销商品无法及时充足供应等情况，导致门店实现盈利所需时间与成熟区域门店相比较长，从而可能对公司的经营发展带来一定的不利影响。

（4）新业务发展不达预期的风险

公司新业务电商大平台项目尚在初期阶段，未来取得的实际效果尚待观察。该业务对公司业务形式和管理模式上都将存在一定挑战，可能存在不达预期的风险。

（5）经营成本上升压力较大

公司门店以租赁为主，面临着一定的租金上涨压力和续租风险；加之近年来最低工资标准的不断提高，公司也面临着一定的人员成本压力。

9. 未来发展

未来,公司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运营商”。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,公司将积极实施线上和线下融合的 O+O 全覆盖布局,搭建云猴大平台生态系统。

总体看,公司未来发展战略简单清晰,线上线下协同发展,未来其收入规模和盈利能力有望进一步提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表由天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

从合并报表范围变化情况来看,2012 年公司新设 5 家子公司、注销 5 家子公司,并且公司内部多家分、子公司进行了吸收合并;2013 年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司 9 家;2014 年公司新设子公司 12 家,通过非同一控制下企业合并增加子公司 1 家,由于注销和未完成工商注册合并范围减少子公司 2 家。截至 2015 年 6 月底,公司合并范围较 2014 年新增 1 家南城百货。整体看,合并范围变动对财务可比性有一定影响。

截至2014年底,公司合并资产总额148.48亿元,负债合计115.09亿元,所有者权益(含少数股东权益)33.39亿元。2014年公司实现营业收入128.05亿元,净利润(含少数股东损益)2.17亿元,其中归属于母公司所有者的净利润0.32亿元;经营活动产生的现金流量净额2.22亿元,现金及现金等价物净增加额-3.05亿元。

截至2015年6月底,公司合并资产总额185.92亿元,负债合计137.20亿元,所有者权益(含少数股东权益)48.72亿元。2015年1~6月,公司实现合并营业收入81.49亿元,净利润(含少数股东损益)2.07亿元,其中归属于母公司所有者的净利润0.60亿元;经营活动产生的现金流量净额2.34亿元,现金及现金等价物净增加额5.93亿元。

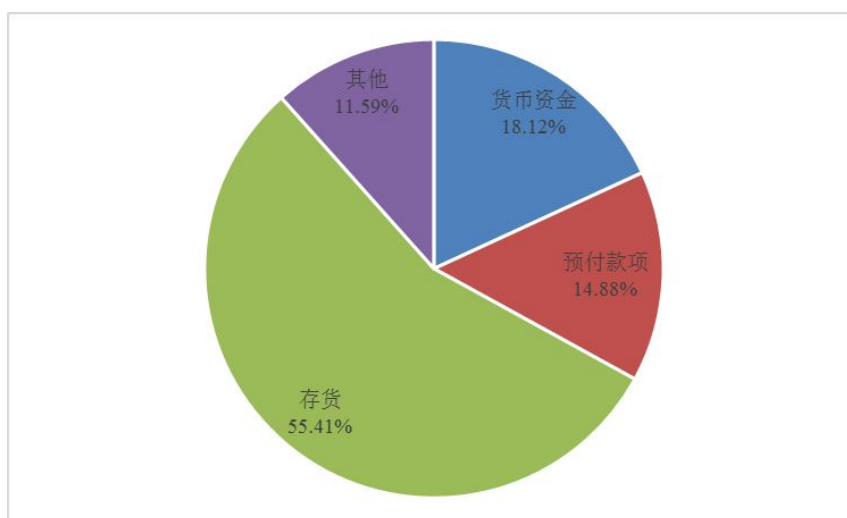
2. 资产质量

2012~2014 年,随着公司经营规模扩大,公司资产规模呈现较快增长,年均复合增长率为 37.14%;截至 2014 年底,公司资产为 148.48 亿元,较上年末增长 24.03%。其中流动资产占 43.12%,非流动资产占 56.88%,非流动资产占比有所提升。

流动资产

2012~2014 年,公司流动资产稳定增长,年均复合增长率为 35.51%。截至 2014 年底,公司流动资产为 64.02 亿元,较上年末增长 6.81%,主要系公司存货大幅增加所致;构成以货币资金(占 18.12%)、预付款项(占 14.88%)及存货(占 55.41%)为主。

图2 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金总额波动上升，年均复合增长率为 25.85%。截至 2014 年底，公司货币资金为 11.60 亿元，较上年末减少 19.41%；公司的货币资金以银行存款为主，占比 80.60%，库存现金占比 2.93%、其他货币资金占比 16.47%。公司其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金，使用受限。

2012~2014 年，公司预付款项呈波动下降趋势，年均复合减少 1.45%。截至 2014 年底，公司预付款项 9.53 亿元，较上年末减少 45.03%，主要由于预付梅溪湖土地款调整至无形资产核算；其中预付款项前五名合计占比为 33.65%，主要为预付工程款及预付租金等。从账龄上来看，账龄在 1 年以内预付账款占比为 55.09%。其中账龄在 1 年以上未结算的预付账款的主要为预付工程款、预付开发项目土地款、预付管理费以及预付租金。

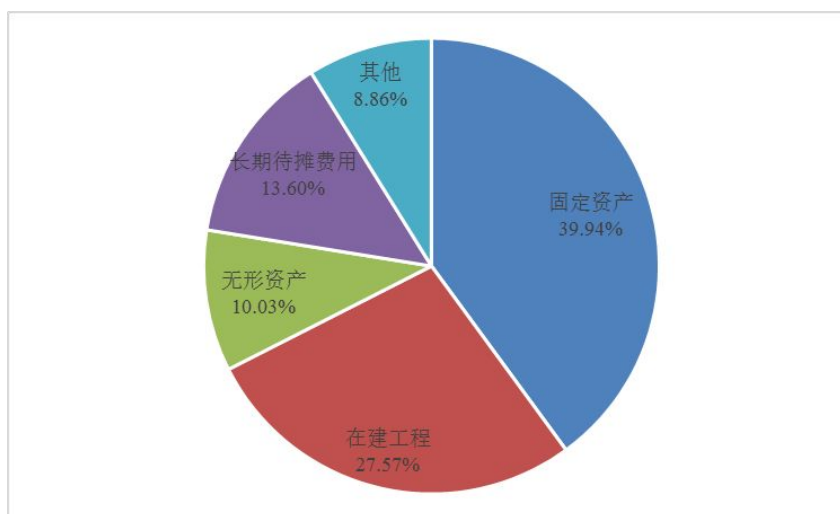
2012~2014 年，公司存货增速较快，年均复合增长率为 67.10%。截至 2014 年底，公司存货为 35.47 亿元，较上年末增长 71.45%，主要来自开发成本的增长（新增 15.64 亿元）。其中，库存商品占比 40.99%、开发成本占比 58.19%（郴州项目 3.74 亿元、九华项目 6.61 亿元、绿港财富 A 区项目 1.68 亿元、梅溪湖项目 5.61 亿元），当期存货计提跌价准备 343.99 万元，公司严格按照会计准则计提存货跌价准备，计提较充分。

2012~2014 年，公司其他应收款稳定增长，年均复合增长率为 17.56%。截至 2014 年底，公司其他应收款为 3.93 亿元，较上年末增长 31.02%。公司其他应收款主要为往来拆借款、租赁定押金和应收暂付款。从账龄上来看，账龄在 1 年以内的占 77.44%、1~2 年的占 8.84%、2~3 年以上的占 6.71%；公司当期计提坏账准备 3,994.28 万元，计提比例 9.24%，计提较充分。从结构上来看，其他应收款欠款方前 5 名合计余额占其他应收账款总额的比例为 35.25%，集中度较高。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模增速较快，近三年年均复合增长 38.41%，主要系公司加大百货业态自有物业的投入所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 84.45 亿元，较上年末增加 41.31%，以固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用为主（见下图）。

图3 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司固定资产稳定增长，年均复合增长率为15.66%。截至2014年底，公司固定资产账面价值为33.73亿元，较上年末增长19.45%，主要系房屋建筑物的增加，东方红店、物流一期续建投入使用，购置娄底新化店物业以及新开门店机器设备的增加所致。公司固定资产原值42.87亿元，其中房屋建筑物（主要为自有物业）占72.92%、机器设备占22.81%，信息设备占2.80%；累计计提折旧9.14亿元，固定资产成新率为78.87%，成新率较高。截至2014年底，公司已有账面价值为6.33亿元固定资产用于抵押借款。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，保值升值空间较大。

随着自有物业项目开发加快，2012~2014年，公司在建工程呈波动上升趋势，年均复合增长率为110.32%。截至2014年底，公司在建工程为23.28亿元，较上年末增长610.57%，主要系在建项目大幅追加投入和新增在建项目所致。目前在建工程主要包括梅溪湖项目6.40亿元、郴州项目2.19亿元、九华项目2.98亿元、绿港财富广场A区3.37亿元、赣州项目2.49亿元（预付土地投标保证金）和怀化项目2.74亿元（预付土地投标保证金）。

2012~2014年，公司无形资产逐年稳定增长，年均复合增长22.62%。截至2014年底，公司无形资产账面价值为8.47亿元，较上年末增加42.21%，主要系梅溪湖项目土地使用权转入无形资产核算所致。

2012~2014年，公司长期待摊费用增速较快，年均复合增长49.75%。截至2014年底，公司长期待摊费用为11.48亿元，较年初增长14.32%，主要包括公司为提升形象增加对经营租入固定资产的改良支出以及新增各业态门店的装修费用。

2012~2014年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长为55.71%。截至2014年底，公司其他非流动资产为5.33亿元，较年初减少51.06%，主要包括预付岳阳市国土资源局、赣州城市开发投资集团有限责任公司、湘潭市湘江四大桥建设指挥部、湘潭市国土资源局土地出让金、土地招拍挂保证金及土地拆迁补偿费。

截至2015年6月底，公司资产合计185.92亿元，较年初增长25.22%，主要系合并范围新纳入南城百货带动货币资金及商誉大幅增长。其中流动资产占44.02%，非流动资产占55.98%，资产结构较年初变动不大。

总体看，近年来，公司资产规模实现较快增长；随着自有物业开发速度加快，公司资产构成

转变为以非流动资产为主；流动资产中，以开发成本为主的存货规模大，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

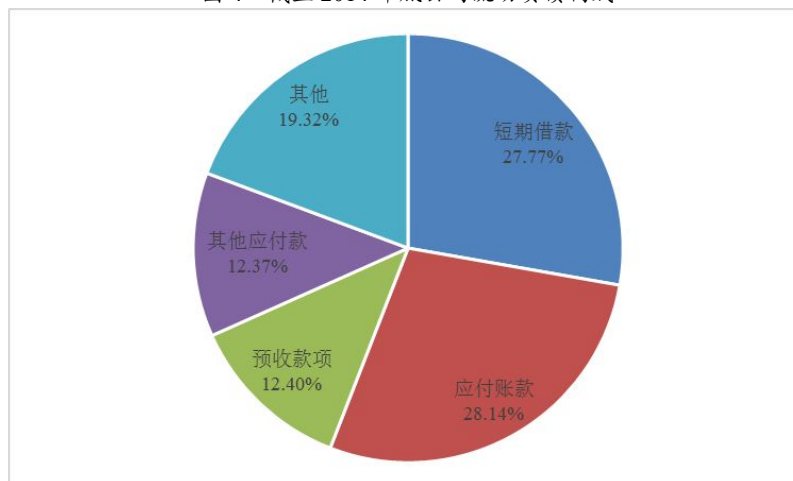
3. 负债及所有者权益

负债

随着公司业务不断扩张及自有物业开发速度加快，其负债规模较快增长，近三年年均复合增长 39.41%。截至 2014 年底，公司负债为 115.09 亿元，较上年末增长 33.58%，其中流动负债占比 69.56%；非流动负债占比 30.44%。近年来公司为调整债务结构，相应增加非流动负债规模，公司流动负债由 2012 年底的 96.07%下降至 2014 年底的 69.56%。

2012~2014 年，公司流动负债稳定增长，年均复合增长 18.63%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 80.05 亿元，较上年末增加 24.26%，以短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款为主。

图 4 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款稳定增长，年均复合增长 26.01%。截至 2014 年底，公司短期借款为 22.23 亿元，较上年末增长 21.17%；其中保证借款占 56.23%，信用借款占 32.8%，其余为抵押借款。

随着公司主营业务规模不断扩张带动采购需求上涨，公司近三年来应付账款稳定增长，年均复合增长 23.31%。截至 2014 年底，公司应付账款为 22.52 亿元，较上年末增长 15.74%。应付账款全部为应付供应商货款。

2012~2014 年，公司预收款项呈逐年上升趋势，年均复合增长 30.68%。截至 2014 年底，公司预收款项为 9.93 亿元，较上年末增长 1.14%，主要包括预收货款（6.13 亿元）及预收房地产销售款。预收账款账龄主要集中在 1 年以内，占比 99.72%。

2012~2014 年，公司其他应付款稳定增长，年均复合增长 18.17%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 9.91 亿元，较上年末增长 15.50%，构成主要为应付工程设备款、应付押金、保证金等；前五名单位合计占比为 6.65%，集中度较低。

2012~2014 年，公司非流动负债大幅增加，年均复合增长 287.81%。截至 2014 年底，公司非流动负债为 35.03 亿元，较上年末增长 61.22%，主要由长期借款和应付债券构成，分别占比 35.02%和 62.57%。

为了满足新增项目和主营业务规模扩张的资金需求，公司逐年加大银行贷款的融资力度。2012~2014 年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长 199.27%。截至 2014 年底，公司长期借款为 12.27 亿元，较上年末增长 42.84%，主要由信用借款和抵押借款构成，分别占比 60.96%和 39.04%。

截至 2014 年底，公司应付债券为 21.92 亿元，较年初增加 80.19%，主要系公司于 2014 年 3 月 28 日发行 10 亿元非公开定向债务融资工具“14 步步高 PPN001”所致。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 137.20 亿元，其中流动负债占 68.67%，仍处于主导地位，负债结构见年初变化不大。

有息债务方面，2012~2014 年，公司全部债务年均复合增长 55.61%，增速较快。截至 2014 年底，公司全部债务 69.11 亿元，其中短期债务占比下降至 50.53%，仍是公司债务的主要构成。截至 2015 年 6 月底，公司全部债务进一步增长至 85.79 亿元，其中短期债务占比为 58.52%。

2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率均呈波动上升趋势，近三年均值分别为 75.35%和 62.72%。

截至 2014 年底，随公司自有物业开发速度加快，公司债务规模快速增长，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别增长至 77.51%、67.42%和 50.59%，均较上年末有所提高。截至 2015 年 6 月底，随着子公司步步高非公开发行股份完成，公司上述三项指标分别下降至为 73.80%、63.78%和 42.21%，均较年初有所下降。

总体看，公司主业持续扩张、自有物业开发速度加快，带动债务规模快速增长；公司有息债务规模上升，债务负担较重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益增速较快，年均复合增长率为 30.09%。其中 2013 年末所有者权益较 2012 年末大幅增长 70.07%，主要系少数股东权益大幅增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益为 33.39 亿元（其中少数股东权益 18.55 亿元），较上年末变化不大，其中归属于母公司所有者权益 14.84 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 7.93%、资本公积占 66.19%、盈余公积占 2.61%、未分配利润占 23.27%。

截至 2015 年 6 月底，随着子公司步步高非公开发行股份完成，公司所有者权益增加至 48.72 亿元（其中少数股东权益 29.30 亿元），较 2014 年底增长 45.89%，主要来自资本公积及少数股东权益的增长。总体看，公司少数股东权益占所有者权益比重高（57.97%），所有者权益结构稳定性较弱。

总体看，由于少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司以超市百货为主的营业收入稳定增长，年均复合增长 13.12%；2014 年公司实现营业收入 128.05 亿元，同比增长 12.44%。2014 年，公司营业成本增速（13.07%）略高于营业收入增速，受此影响，公司营业利润率近三年波动增长，2014 年为 20.62%，较上年略降 0.64 个百分点。

从期间费用看，随着业务规模的不断扩大，公司近三年来期间费用总额逐年增长，年均复合增长 18.19%。从期间费用构成上来看，2014 年公司期间费用为 2.35 亿元，构成以销售费用为主，占比 88.62%。近年来公司在主业扩张的同时，销售费用快速增长，近三年复合增长 21.92%；财务费用逐年下降，近三年复合减少 69.96%，主要系公司资金周转快、银行存款利息收入增加所致，其中，2013 年财务费用明显下降，主要由于公司利用闲置资金购买理财产品或得利息收入抵消所

致；随公司门店数扩张，开办费、人力成本、租金、折旧摊销等费用相应增加，公司管理费用波动增长，近三年复合增长 10.72%。

2012~2014 年，公司费用收入比分别为 16.80%、17.61%和 18.33%，公司期间费用占比较高，对利润侵蚀影响大，控制能力有待加强。

2012~2014 年，公司营业外收入波动减少，年均复合减少 1.70%，2014 年，公司营业外收入 0.37 亿元，同比有所下降，占当期利润总额 12.40%，其中，政府补助 2,806.66 万元（占 75.66%，主要为政府纳税奖励）。公司营业外支出包括处置固定资产损失、捐赠支出等款项，2014 年为 0.18 亿元，规模不大。公司营业外收入对利润总额有一定程度贡献。

受零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升以及电商平台培育成本高等因素综合影响，公司近三年利润总额、净利润均呈波动减少态势，年均复合分别减少 12.46%和 13.42%。2014 年，公司实现利润总额 2.97 亿元，同比下降 35.36%；实现净利润 2.17 亿元，同比下降 36.16%。盈利指标方面，近三年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率加权平均值分别为 5.58%、4.54%和 10.14%；2014 年，受债务规模持续快速增长影响，公司总资产收益率及净资产收益率分别下降至 3.59%和 6.47%，公司盈利水平有所下降。与同行业相比较，公司盈利能力在行业上市公司中属于优良水平（见下表）。

表 12 2014 年零售行业内上市公司盈利能力指标情况

企业名称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	平均净资产收益率（%）
中百集团	20.87	3.19	6.27
新华都	21.21	1.46	3.48
人人乐	21.55	-5.38	-15.60
红旗连锁	26.19	6.59	9.23
华联综超	22.03	2.23	3.35
百联股份	21.61	3.45	7.24
北京城乡	21.01	3.13	4.58
三江购物	20.05	3.67	6.94
永辉超市	19.66	8.04	13.79
步步高	22.47	5.42	10.44

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 81.49 亿元，同比增长 26.59%，主要系新合并南城百货带动所致；营业成本 63.45 亿元，同比增长 27.90%；实现利润总额 2.72 亿元、净利润 2.07 亿元，分别同比增长 13.35%和 12.97%，主要系合并范围新增南城百货以及公允价值变动损益大幅增长所致。

总体看，公司经营规模持续扩张，实现营业收入稳定增长。2015 年初，公司完成股权收购南城百货，为整体收入及利润带来新增长点。但随着零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升以及电商平台培育成本高等因素综合影响，公司整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入随经营规模扩张而逐年增长，年均复合增长 10.71%；2014 年经营活动现金流入为 146.01 亿元，同比增长 8.10%，以销售商品提供劳务收到的现金为主。2012~2014 年，公司经营活动现金流出以购买商品接受劳务支付的现金和

支付其他与经营活动有关的现金为主，年均复合增长 14.52%；2014 年，公司经营活动现金流出 143.79 亿元，同比增长 10.52%，其中公司支付其他与经营活动有关的现金 12.64 亿元，同比增长 9.16%，主要为支付租赁费用及预付租金（5.01 亿元）、广告促销费用（2.09 亿元）、水电费用（1.95 亿元）及开办费用等（1.15 亿元）。受上述因素影响，近三年，公司经营活动现金流量净额持续下降，分别为 9.49 亿元、4.96 亿元和 2.22 亿元。近三年，公司收入实现质量较好，现金收入比加权平均值为 115.27%，2014 年公司现金收入比为 113.54%，较上年下降 3.79 个百分点，但仍保持了较高水平。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入量呈波动增长态势，年均复合增长 399.32%，2014 年公司投资活动现金流入 19.52 亿元，同比增长 91.54 倍，主要来自收回理财产品 and 定期存款 14.60 亿元、收回土地保证金 2.41 亿元和收回委托贷款及利息收入 1.57 亿元（均计入“收到其他与投资活动有关的现金”）。2012~2014 年，公司投资活动现金流出量呈逐年递增态势，年均复合增长 74.24%，2014 年公司投资活动现金流出 43.09 亿元，同比增长 76.45%，主要系公司增加对自有物业的投资导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金快速增长至 27.32 亿元，同比增长 36.88%；加之支付其他与投资活动有关的现金（购买理财产品 12.42 亿元）增长所致。受上述因素影响，近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-13.41 亿元、-24.21 亿元和-23.57 亿元。

从筹资活动来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量呈波动增长态势，年均复合增长 38.34%，2014 年公司筹资活动现金流入 48.03 亿元，同比减少 11.14%，主要系 2013 年公司通过子公司步步高通过非公开发行吸收投资收到现金大幅增长导致比较基数较高。2012~2014 年，公司筹资活动现金流出量呈波动增长态势，年均复合增长 15.06%，2014 年公司筹资活动现金流出 29.73 亿元，同比减少 4.00%，主要用于偿还债务、分配股利以及支付利息等。受上述因素影响，近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 2.64 亿元、23.09 亿元和 18.30 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流入 94.32 亿元，实现经营活动现金流量净额 2.34 亿元（占上年全年的 105.79%）；投资活动现金流量净额为-8.34 亿元；筹资活动现金流量净额为 11.93 亿元。同期公司现金收入比为 114.63%。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量较好，符合零售行业特点。近年来，公司加大自有物业开发，资本性支出规模持续增长，对外部资金存在一定程度的依赖，融资压力有所上升。

6. 偿债能力

2012~2014 年，公司流动比率呈波动增长趋势，加权平均值为 0.80 倍；由于 2014 年计入存货的开发成本快速增长，公司速动比率呈波动下降态势，加权平均值为 0.44 倍；2014 年上述两项指标分别为 0.80 倍（上年为 0.93 倍）和 0.36 倍（上年为 0.61 倍），均较上年有所下降。近三年公司经营现金流动负债比随经营活动现金流量净额下降影响呈逐年下降趋势，加权平均值为 7.03%；2014 年公司经营现金流动负债比为 2.77%，公司经营现金流量净额对流动负债的覆盖能力弱。近三年公司现金短期债务比呈波动上升态势，加权平均值为 0.44 倍；2014 年公司现金短期债务比为 0.37 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 7.59 亿元、9.24 亿元和 8.57 亿元；EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比的加权平均值分别为 3.41 倍和 0.18 倍；2014 年分别为 2.14 倍（上年为 4.58 倍）和 0.12 倍（上年为 0.21 倍），EBITDA 对利息和债务的覆盖尚可。公司经营活动创造现金的能力对公司全部债务的保障一般，2012~2014 年公司经营现金债务

保护倍数分别为 0.33 倍、0.11 倍和 0.03 倍。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保及重大诉讼仲裁事项。

截至 2015 年 6 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 110.55 亿元，其中未使用额度为 61.76 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

总体看，公司整体偿债能力较强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 5 月 4 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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月底，公司债务合计 85.79 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 15 亿元（含），期限为 5 年，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较大。考虑到公司拟将本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后部分拟用于偿还银行贷款、调整债务结构，故对公司整体债务负担影响较小。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 15 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 75.75%、67.42%和 50.94%；假设第一期债券募集资金净额为 8 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 74.88%、65.81%和 47.22%，债务负担有所加重，而债务期限结构有所改善。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 8.57 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.57 倍，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 1.07 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。公司 2014 年经营活动产生的现金流入量 146.01 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 9.73 倍，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 18.25 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度很高。公司 2014 年经营活动现金流量净额 2.22 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.15 倍，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 0.28 倍，对本次债券的保护力度较弱。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业特征及行业地位、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、综合评价

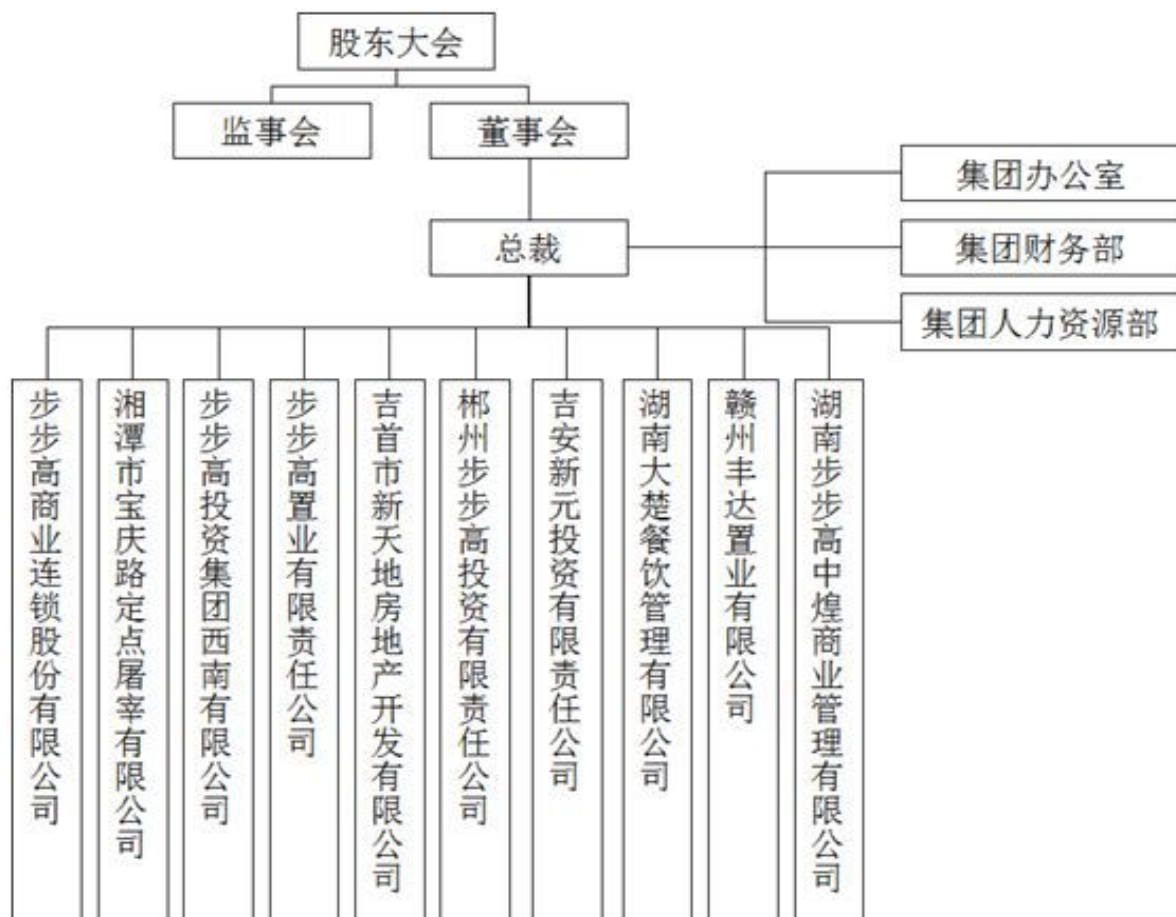
中国宏观经济持续健康发展和居民生活水平的逐步提高为零售行业提供了良好的发展机会，但行业竞争激烈，整体利润水平偏低。受近来宏观经济、政策和电商消费分流影响，中国实体零售行业增速明显放缓。

公司作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率、成本管控等方面的竞争优势。同时联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、公司百货盈利能力偏弱、快速扩张带来筹资压力加大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司目前资产质量较好，整体盈利能力较强，对债务保障程度适宜。未来随着公司门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解；网上商城和云猴大平台的上线有助于进一步增强公司的综合竞争实力。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 步步高投资集团股份有限公司
组织管理架构图



附件 2-1 步步高投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动资产：					
货币资金	73,253.03	143,962.15	116,017.80	25.85	178,487.97
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11,332.33	12,731.72	12,958.67	6.94	0.00
应收票据	13.28	0.00	42.09	78.07	2.35
应收账款	7,329.74	6,676.88	8,097.99	5.11	14,131.98
预付款项	98,103.31	173,317.89	95,275.46	-1.45	89,166.76
应收利息	0.00	490.31	50.10	--	166.59
应收股利					
其他应收款	28,414.85	29,974.25	39,273.42	17.56	81,766.21
存货	127,051.55	206,908.70	354,746.41	67.10	395,686.72
一年内到期的非流动资产	326.15	1,003.93	1,536.08	117.02	1,912.22
其他流动资产	2,811.62	24,336.31	12,240.77	108.65	57,067.69
流动资产合计	348,635.87	599,402.14	640,238.79	35.51	818,388.50
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	6,720.00	--	9,600.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	2,669.73	6,867.09	199.22	-72.68	199.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	--	1,052.81
固定资产	252,168.71	282,419.26	337,341.08	15.66	388,683.71
在建工程	52,639.84	32,769.50	232,849.90	110.32	246,037.26
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	56,322.92	59,555.37	84,692.06	22.62	111,593.33
开发支出	1,666.49	2,919.93	4,666.45	67.34	6,439.43
商誉	0.00	0.00	246.80	--	84,954.14
长期待摊费用	51,203.00	100,440.25	114,827.26	49.75	124,622.53
递延所得税资产	2,189.18	3,828.33	9,720.23	110.72	13,179.63
其他非流动资产	21,974.57	108,870.41	53,276.36	55.71	54,428.34
非流动资产合计	440,834.44	597,670.13	844,539.34	38.41	1,040,790.62
资产总计	789,470.31	1,197,072.27	1,484,778.13	37.14	1,859,179.12

附件 2-2 步步高投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动负债：					
短期借款	139,990.00	183,460.00	222,300.00	26.01	275,686.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债					
应付票据	29,812.60	45,472.81	50,399.93	30.02	53,343.22
应付账款	148,142.66	194,612.39	225,240.84	23.31	238,388.10
预收款项	58,145.31	98,176.73	99,298.83	30.68	141,299.74
应付职工薪酬	7,448.86	9,641.84	9,379.02	12.21	10,358.16
应交税费	9,747.07	13,079.98	9,110.51	-3.32	4,790.94
应付利息	2,741.58	562.08	9,236.19	83.55	3,019.81
应付股利	0.00	0.00	0.00	--	1,309.72
其他应付款	70,939.78	85,762.22	99,057.03	18.17	101,032.08
一年内到期的非流动负债	41,900.00	13,450.00	46,500.00	5.35	23,000.00
其他流动负债	60,000.00	0.00	30,000.00	-29.29	90,000.00
流动负债合计	568,867.86	644,218.05	800,522.37	18.63	942,228.43
非流动负债：					
长期借款	13,700.00	85,900.00	122,700.00	199.27	189,200.00
应付债券	0.00	121,656.67	219,209.43	--	226,666.86
长期应付款	9,143.34	8,875.99	7,721.39	-8.10	7,660.56
专项应付款					
预计负债	0.00	67.17	0.00	--	0.00
递延收益	0.00	0.00	697.82	--	4,434.90
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	--	1,829.65
其他非流动负债	450.36	794.86	0.00	-100.00	0.00
非流动负债合计	23,293.70	217,294.68	350,328.63	287.81	429,791.97
负债合计	592,161.56	861,512.74	1,150,851.01	39.41	1,372,020.40
所有者权益：					
股本	11,767.00	11,767.00	11,767.00	0.00	11,767.00
资本公积	54,274.64	98,653.17	98,251.22	34.55	140,674.01
减：库存股					
其他综合收益					
专项储备					
盈余公积	1,088.78	2,311.30	3,877.87	88.72	3,808.24
未分配利润	40,679.69	40,223.67	34,548.25	-7.84	37,897.63
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	1.45
归属于母公司所有者权益合计	107,810.11	152,955.14	148,444.34	17.34	194,148.32
少数股东权益	89,498.64	182,604.39	185,482.78	43.96	293,010.40
所有者权益合计	197,308.75	335,559.53	333,927.13	30.09	487,158.72
负债和所有者权益总计	789,470.31	1,197,072.27	1,484,778.13	37.14	1,859,179.12

附件 3 步步高投资集团股份有限公司

2012 年~2015 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~6 月
一、营业收入	1,000,675.71	1,138,872.48	1,280,531.61	13.12	814,947.35
减: 营业成本	788,013.65	885,188.65	1,000,852.90	12.70	634,540.79
营业税金及附加	9,095.22	11,539.69	15,595.11	30.94	8,070.76
销售费用	139,959.10	171,764.68	208,049.83	21.92	131,326.20
管理费用	21,290.05	28,151.88	26,097.59	10.72	17,410.27
财务费用	6,820.24	637.07	615.41	-69.96	2,935.30
资产减值损失	815.01	911.73	1,889.40	52.26	2,364.42
加: 公允价值变动收益	1,112.31	1,399.39	226.95	-54.83	0.00
投资收益	8.33	-97.69	141.00	311.46	5,062.95
其中: 对联营企业和合营企业的 投资收益	-46.27	-117.69	121.00	--	0.21
汇兑收益					0.00
二、营业利润	35,803.09	41,980.47	27,799.31	-11.88	23,362.56
加: 营业外收入	3,809.56	5,759.97	3,681.19	-1.70	4,696.62
减: 营业外支出	867.10	1,809.25	1,790.07	43.68	844.92
其中: 非流动资产处置损失	191.21	153.79	487.47	59.67	105.35
三、利润总额	38,745.55	45,931.19	29,690.43	-12.46	27,214.26
减: 所得税费用	9,860.38	12,014.71	8,038.69	-9.71	6,473.66
四、净利润	28,885.17	33,916.48	21,651.74	-13.42	20,740.60
其中: 归属于母公司所有者的净利润	13,718.33	13,453.17	3,246.32	-51.35	6,018.38
少数股东损益	15,166.84	20,463.31	18,405.43	10.16	14,722.22

附件 4 步步高投资集团股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	1,165,972.72	1,336,268.15	1,453,887.36	11.67	934,182.86
收到的税费返还					
收取利息和手续费净增加额					
处置交易性金融资产净增加额					
收到其他与经营活动有关的现金	25,336.81	14,416.29	6,172.39	-50.64	8,978.61
经营活动现金流入小计	1,191,309.53	1,350,684.44	1,460,059.75	10.71	943,161.47
购买商品、接受劳务支付的现金	899,072.99	1,067,731.51	1,172,794.52	14.21	738,145.26
支付给职工以及为职工支付的现金	54,220.73	64,509.41	75,351.37	17.89	48,304.75
客户贷款及垫款净增加额					
支付手续费的现金					
支付的各项税费	45,175.86	53,072.72	63,368.06	18.44	35,776.58
支付其他与经营活动有关的现金	97,921.41	115,779.15	126,389.49	13.61	97,495.58
经营活动现金流出小计	1,096,390.98	1,301,092.80	1,437,903.44	14.52	919,722.17
经营活动产生的现金流量净额	94,918.55	49,591.65	22,156.31	-51.69	23,439.30
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	4.59	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	50.00	20.00	20.00	-36.75	5,113.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,521.59	1,210.60	588.05	-37.83	32,064.29
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					0.00
收到其他与投资活动有关的现金	6,252.45	878.63	194,579.36	457.86	112,724.15
投资活动现金流入小计	7,828.64	2,109.23	195,187.41	399.32	149,901.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	139,485.47	199,611.35	273,233.73	39.96	104,915.75
投资支付的现金	1,441.00	5,080.00	50.00	-81.37	13,712.34
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					0.00
支付其他与投资活动有关的现金	1,000.00	39,500.00	157,600.00	1,155.39	114,701.30
投资活动现金流出小计	141,926.47	244,191.35	430,883.73	74.24	233,329.38
投资活动产生的现金流量净额	-134,097.83	-242,082.12	-235,696.32	--	-83,427.95
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	0.00	118,584.00	175.23	--	7,500.00
发行债券所收到的现金	0.00	120,000.00	130,000.00	--	60,000.00
取得借款收到的现金	250,990.00	301,760.00	350,170.00	18.12	454,286.67
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	200.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	250,990.00	540,544.00	480,345.23	38.34	521,786.67
偿还债务支付的现金	204,119.10	274,540.00	241,480.00	8.77	368,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20,460.66	34,403.36	54,907.20	63.82	32,667.28
支付其他与筹资活动有关的现金	0.25	748.90	920.00	5,966.30	1,415.00
筹资活动现金流出小计	224,580.01	309,692.26	297,307.20	15.06	402,482.28
筹资活动产生的现金流量净额	26,409.99	230,851.74	183,038.03	163.26	119,304.39
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-12,769.29	38,361.27	-30,501.98	--	59,315.74
加：期初现金及现金等价物余额	79,743.80	66,974.51	105,335.78	14.93	74,833.80
六、期末现金及现金等价物余额	66,974.51	105,335.78	74,833.80	5.70	134,149.53

附件 5 步步高投资集团股份有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	28,885.17	33,916.48	21,651.74	-13.42
加: 资产减值准备	815.01	911.73	1,889.40	52.26
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,540.20	18,992.43	21,921.78	18.77
无形资产摊销	1,453.21	1,860.42	2,220.55	23.61
长期待摊费用摊销	11,075.84	15,013.30	21,033.94	37.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	114.03	130.22	328.31	69.68
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-1,112.31	-1,399.39	-226.95	--
财务费用	10,430.57	9,769.87	-2,279.30	--
投资损失	-8.33	97.69	-141.00	--
递延所得税资产减少	-908.02	-1,639.15	-5,891.90	--
递延所得税负债增加				
存货的减少	2,825.98	-57,690.32	-147,837.71	--
经营性应收项目的减少	-16,574.49	-58,350.35	93,588.97	--
经营性应付项目的增加	42,381.69	87,978.69	15,898.47	-38.75
其他				
经营活动产生的现金流量净额	94,918.55	49,591.65	22,156.31	-51.69

附件 6 步步高投资集团股份有限公司

2012 年~2015 年 6 月主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	189.95	154.34	164.49	--
存货周转次数（次）	6.20	5.29	3.56	--
总资产周转次数（次）	1.38	1.15	0.95	0.49
现金收入比率（%）	116.52	117.33	113.54	114.63
盈利能力				
总资本收益率（%）	8.41	7.02	3.59	--
总资产报酬率（%）	6.61	5.69	3.02	--
净资产收益率（%）	15.44	12.73	6.47	5.05
主营业务毛利率（%）	15.63	16.53	15.52	--
营业利润率（%）	20.34	21.26	20.62	21.15
费用收入比（%）	16.80	17.61	18.33	18.61
财务构成				
资产负债率（%）	75.01	71.97	77.51	73.80
全部债务资本化比率（%）	59.12	57.28	67.42	63.78
长期债务资本化比率（%）	6.49	38.22	50.59	42.21
偿债能力				
EBITDA 利息倍数（倍）	4.82	4.58	2.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.21	0.12	--
经营现金债务保护倍数（倍）	0.33	0.11	0.03	0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.14	-0.43	-0.31	-0.07
流动比率（倍）	0.61	0.93	0.80	0.87
速动比率（倍）	0.39	0.61	0.36	0.45
现金短期债务比（倍）	0.31	0.65	0.37	0.36
经营现金流动负债比率（%）	16.69	7.70	2.77	2.49
经营现金利息偿还能力（倍）	6.03	2.46	0.55	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-2.49	-9.54	-5.33	--
公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.51	0.62	0.57	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.95	1.16	1.07	--

注：2015 年二季度应付债券中短期融资券已调整至短期债务计算。

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益。

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司

关于步步高投资集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年步步高投资集团股份有限公司审计报告出具后 2 个月内对步步高投资集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

步步高投资集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。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件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级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相关信息，如发现步步高投资集团股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如步步高投资集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至步步高投资集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送步步高投资集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月三日