

信用等级公告

联合[2016]1022 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（第二期）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（第二期）债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年八月十日

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（第二期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 15 亿元

本期发行规模：不超过 7 亿元

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 8 月 10 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	119.71	147.18	214.11	218.81
所有者权益（亿元）	33.56	32.10	54.55	55.26
长期债务（亿元）	20.76	34.19	53.20	59.25
全部债务（亿元）	44.99	69.11	108.19	108.27
营业收入（亿元）	113.89	128.05	160.68	45.02
净利润（亿元）	3.39	2.14	1.66	0.70
EBITDA（亿元）	9.24	8.55	11.77	--
经营性净现金流（亿元）	4.96	2.22	1.39	3.36
营业利润率（%）	21.26	20.62	21.67	20.52
净资产收益率（%）	12.73	6.53	3.83	1.28
资产负债率（%）	71.97	78.19	74.52	74.74
全部债务资本化比率（%）	57.28	68.29	66.48	66.21
流动比率（倍）	0.93	0.78	0.90	0.95
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.12	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.81	3.40	2.18	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.62	0.57	0.78	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.32	1.22	1.68	--

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 年长期债务中新增 3 亿元融资租赁款。3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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。近年来，公司营业收入增长较快，经营活动现金流入规模较大。同时联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、公司百货业务盈利能力偏弱、债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司在湖南省内超市的市场占有率位居第一、百货市场占有率位居第二，区域竞争力较强、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，未来可复制性强。

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. 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。

5. 近年来，公司营业收入增长较快，经营活动现金流入规模较大。

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。

4. 公司利润水平受期间费用、投资收益和营业外收入的影响大。

5. 公司债务结构有待改善，目前债务负担较重；所有者权益中少数股东权益的占比较高。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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信用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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



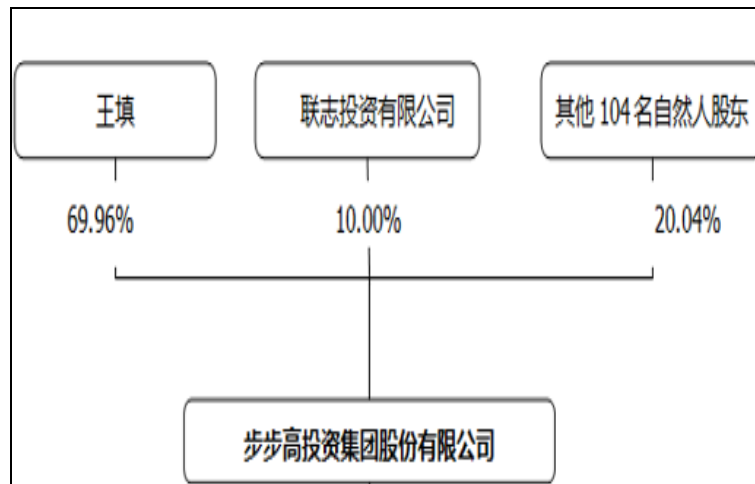
联合信用评级有限公司

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”）前身为成立于 2003 年 2 月的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出资 48 万元和王立强出资 2 万元共同组建。2003 年，湘潭开源货运有限责任公司更名为湘潭步步高投资集团有限公司，王填以评估值为 11,291 万元的实物资产、王立强以现金 426 万元对湘潭开源货运有限责任公司进行增资。本次增资完成后，湘潭步步高投资集团有限公司注册资本由 50 万元增至 11,767 万元，其中王填出资 11,339 万元，占注册资本的 93.36%；王立强出资 428 万元，占注册资本的 3.64%。2007 年 7 月，湘潭步步高投资集团有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 11,767 万元。2009 年，湘潭步步高投资集团有限公司更为现名。

经多次转股，截至 2016 年 3 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 104 名自然人合计持股 20.04%，王填为公司实际控制人。

图 1 截至 2016 年 3 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）。

公司属零售业，主营业务为超市、百货、家电和批发业务。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 3 个独立职能部门，公司员工总数 21,279 人（详见附件 1）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 214.11 亿元，负债合计 159.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.35 亿元。2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.35 亿元；经营活动现金流量净额 1.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.21 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 218.81 亿元，负债合计 163.54 亿元，所有者权益（含

少数股东权益) 55.26 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 23.28 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 45.02 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.70 亿元, 归属于母公司所有者的净利润-0.07 亿元; 经营活动现金流量净额 3.36 亿元, 现金及现金等价物净增加额 0.03 亿元。

公司注册地址: 湘潭市岳塘区芙蓉大道 168 号; 法定代表人: 张海霞。

二、本期债券概况

1. 本次债券概况

本次债券原名称为“步步高投资集团股份有限公司 2015 年公司债券”, 后更名为“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”, 本次公司债券面值 100 元, 按面值平价发行, 发行规模不超过人民币 15 亿元(含 15 亿元), 债券存续期限不超过 5 年(含 5 年)。本次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。本次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。本次债券面向合格投资者公开发行, 不向公司股东优先配售。

本期债券名称为“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(第二期)”, 基础发行规模为人民币 7 亿元(含 7 亿元)。本期债券的期限为 5 年, 附第三个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权, 面向合格投资者公开发行。

截至本报告披露日, 本次公开发行公司债券项目第一期(共计 8 亿元人民币)已发行完毕。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后, 用于补充流动资金和偿还银行贷款。

三、行业分析

1. 零售行业

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, 零售业与中国经济整体发展的趋势是相符的。国家统计局经济数据统计, 中国 2014 年 GDP 增速为 7.4%、高于预期, 但创下 24 年来新低。2013 年中国 GDP 增速为 7.7%。2015 年我国 GDP 同比增速为 6.9%, 2016 年第一季度, 我国 GDP 同比增速下滑至 6.7%。从先行指标来看, 2016 年, 我国 CPI 指数开始出现反弹, 主要受货币宽松政策以及食品 CPI 上涨等因素影响。

根据国家统计局统计, 2007~2015 年, 全国社会消费品零售总额以年均 16.41% 的速度增长, 其中, 2013 年全年社会消费品零售总额 237,810 亿元, 比上年增长 13.1%, 扣除价格因素, 实际增长 11.5%。2014 年我国经济下行压力加大, 消费品市场增速也随之回落。2014 年, 社会消费品零售总额 262,394 亿元, 比上年增长 12.0%, 增速比 2013 年回落 1.1 个百分点, 2014 年社会消费品零售总额增速是 2004 年以来的最低。2015 年, 中国社会消费品零售总额 300,931 亿元, 比上年增长 10.7%; 其中, 限额以上单位消费品零售额 142,558 亿元, 比上年增长 7.8%。按经营地统计, 2015 年, 城镇消费品零售额 258,999 亿元, 比上年增长 10.5%; 乡村消费品零售额 41,932 亿元, 增长 11.8%。按消费类型统计, 2015 年, 餐饮收入 32,310 亿元, 比上年增长 11.7%; 商品零

售 268,621 亿元,增长 10.6%。2016 年 3 月,中国社会消费品零售总额增速同比增速回升至 10.5%,环比回升 0.3 个百分点。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面,呈现出多元化发展趋势。其中大业态能够满足消费者一站式购物需求,符合大城市快节奏生活状态;小业态能够为消费者提供良好的购物环境以及服务,具有较大发展潜力。从区域经济发展出发,地区间零售业态发展水平存在差异。东部地区人均 GDP 在 10,000 美元,是购物中心发展的密集时期,传统百货、超市、专业店等增长放缓;东北部地区人均 GDP 在 8,000 美元,处于专卖店、专业店和便利店等盛行,大型购物中心不断涌现的阶段;中西部地区人均 GDP 在 5,000 美元,百货店和超级市场的销售份额有所下降,但依然是主力业态,此外,像专卖店、专业店、便利店、购物中心等新兴业态发展速度较快。根据中华全国商业信息中心的统计,2015 年,全国 50 家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降 0.2%,相比 2015 年前三季度累计增速回落了 0.9 个百分点,但表现好于上年全年(2014 年全年增速为-0.7%)。全年零售额实现累计同比正增长的企业家数为 18 家,较上年增长了 6 家。分品类看,从各主要商品全年的表现来看,食品、化妆品类零售额分别累计增长 0.2%和 1.6%;服装、日用品、家用电器类零售额分别同比下降 0.4%、1.4%和 3.9%。这五个类别商品增速相比上年全年均呈现不同程度的放缓。受价格持续低迷因素拉动,金银珠宝类全年零售额累计增长 0.5%,增速相比上年全年提升了 10 个百分点。2016 年 5 月,中国连锁经营协会对外发布了“2015 年中国连锁百强”名单。统计结果显示,2015 年连锁百强销售规模 2.1 万亿元,同比增长 4.3%。门店总数达到 11.1 万余家,同比增长 4.7%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额 6.9%。2015 年连锁百强企业呈现以下特点:

(1) 销售增幅下降,业态分化明显。2015 年,百强企业销售规模平均增幅为 4.3%,其中 31 家企业销售增长为负,是百强统计以来(1988 年)增长水平最低的一年。近年来,百强销售增幅持续下降,2010 至 2015 年的销售增长分别为 21.0%、12.0%、10.8%、9.9%、5.1%和 4.3%。2015 年,各业态的销售增幅分化明显,其中增长最快的是专业专卖店,增幅达到 16.1%;便利店的销售增幅达到 15.2%;超市的销售增幅为 4.1%;百货店的销售增幅为-0.7%。

(2) 人工、房租持续上涨,开店放缓,用工减少。2015 年,百强企业人工成本上涨 4.2%,房租上涨 8.6%。在成本持续走高的形势下,百强企业门店扩张速度放缓,关店数量上升。2015 年,百强企业平均新开门店 115 个,同比下降 16%,平均关闭门店 62 个,同比上升 39%;为缓解人工成本上涨压力,企业通过优化组织结构等手段减员增效;2015 年,百强企业正式用工人数下降 3.1%。报送数据的企业中,56%的企业用工数增幅低于门店增幅,25%的企业用工数降幅大于门店的降幅;2015 年,百强企业平均拥有的独立法人分支机构数由 2014 年的 23.8 个上升为 25.0 个,平均购买发票的费用支出由 49.8 万元上升为 55.1 万元。行政管理造成的隐性支出不断增加,削弱了连锁经营的规模效应。

(3) 优化管理,转型升级,在创新中寻求发展。2015 年,百强企业净利润率为 1.8%,同比下降 0.1 个百分点,55%的企业净利润率出现不同程度的下降。面对经济增长放缓、竞争加剧、成本上涨等不利因素,以百强企业为代表的零售企业逐步开始倚靠互联网,同时进行门店优化、商品采购、供应链管理、全渠道营销等方面的探索,服务质量和竞争能力得到一定程度的提高。百强企业综合毛利率同比提高了 0.5 个百分点,达到 18.6%;2015 年,百强企业网络销售额达到 710 亿元,比 2014 年增长 85%。在开展网络零售的 83 家百强企业中,近 80%的企业拥有自建平台,超过 70%的企业采用两种及以上的线上渠道开展网络零售,有 20 家企业开发了自己的 APP。

在提供数据的百强企业中，移动端销售占到企业网络销售额 30%以上的企业达到 58%，介于 10%至 30%的企业占 11%，低于 10%的企业占 31%。企业研发投入比上年增长 11%，平均达到 616 万元；百强企业中有 18 家企业试水跨境购业务，一半以上的企业其跨境购规模占总销售额的比重不足 1%。尽管很多企业认为跨境购对企业整体销售和毛利贡献不大，但还是有 73%的企业打算进一步扩大跨境购业务；百强企业加快对传统实体门店的升级改造，引入多种移动支付方式，比如微信、支付宝、ApplePay 等。在 55 家引入移动支付的企业中，22%的企业引入一种支付方式，78%的企业引入两种及以上的移动支付方式。29%的企业移动支付占总支付额的比例超过 10%，其他 71%的企业移动支付比例低于 10%。

表 1 2015 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	销售增长率	店铺数	门店增长率
1	苏宁云商集团股份有限公司	*1,586.00	24.40	1,577	-4.40
2	国美电器有限公司	1,536.86	4.10	1,932	3.90
3	华润万家有限公司	1,094.00	5.20	3,397	-17.70
4	高鑫零售有限公司	1,079.06	4.80	409	9.90
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	735.47	1.60	432	5.10
6	山东省商业集团有限公司	637.21	-0.30	740	7.60
7	联华超市股份有限公司	604.74	-2.10	3,912	-9.50
8	重庆商社（集团）有限公司	594.38	-3.30	340	1.50
9	百胜餐饮集团中国事业部	517.00	2.00	7,000	7.70
10	永辉超市股份有限公司	*493.09	14.80	394	16.90
11	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	401.02	-12.30	234	-1.30
12	大商股份有限公司	*384.14	1.90	171	-14.50
13	长春欧亚集团股份有限公司	361.78	11.90	97	19.80
14	中百控股集团股份有限公司	350.06	8.70	1,096	5.70
15	武汉武商集团股份有限公司	346.06	1.80	95	-3.10
16	石家庄北国人百集团有限责任公司	328.01	2.10	120	17.60
17	宏图三胞高科技技术有限公司	320.43	5.60	589	3.00
18	步步高集团	310.17	14.70	577	9.90
19	农工商超市（集团）有限公司	285.11	-3.00	2,493	-2.80
20	北京物美商业集团股份有限公司	262.55	19.50	552	-2.30

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；沃尔玛（中国）投资有限公司销售额不包含 1 号店的销售额；联华超市股份有限公司销售额中包含家乐福上海地区门店的销售金额；重庆百货大楼股份有限公司 2015 年销售规模为 355.3 亿元。

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。

近年来，国内超市行业格局较稳定，调查显示，2013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，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%。2014年，上述五家企业排名情况较2013年变化不大。2015年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长4.3%。门店总数达到11.1万余家，同比增长4.7%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额6.9%。2015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、高鑫零售有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司和永辉超市股份有限公司。2015年，上述五家企业累计销售规模为4,006.36亿元，占超市连锁百强整体销售规模37.92%；累计门店数为8,544家，占整个零售连锁百强企业门店总数的8.63%，行业集中度有所下降。

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、主体百货店、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。根据《2015年中国百货行业发展报告》显示，百货业总体环境良好，但运行情况不容乐观，多数企业出现业绩下滑、利润减少，为此，百货业积极探索新商业模式，发展O2O策略。预测未来百货行业还会回归经营商品的零售本质，联手互联网，提升供应链效率，从消费者需求出发。根据《2015年主要连锁百货企业经营情况》显示，在已披露年报的49家百货业上市公司中，近2/3企业销售额下滑，销售总额达到5,304.29亿元，比2014年的4,995.95亿元增涨了300亿左右，平均增幅负0.7%，比2014年的2.7%增幅明显下滑了不少。从销售额增长率上来看，49家百货企业中，有4家增长率在10%以上，比2014年的8家减少了一半，有31家百货企业销售额增长率出现负增长。门店增长率平均增幅为6.6%。2015年百货及购

物中心的门店数合计有 1,278 个，比 2014 的 1,172 个增加了 100 个左右。

近年来，百货行业经营增长趋缓，整体发展形势并不乐观。随着劳动力、门店租金等成本上升导致百货零售业自身经营成本上升致利润压缩，此外百货零售业经营模式也较为落后，仍采用“制造商—中间商—消费者”的模式，制造商对消费者的需求反馈不能做到及时有效。百货行业整体经营增长趋缓，闭店潮也在延续，据相关统计数据显示，在 2011、2012、2013、2014、2015 年，全国 150 家连锁百货企业分别闭店停业 10、15、22、40、100 家百货门店。为扭转经营持续下滑趋势，百货行业开始进行转型创新，随着商业地产行业的发展，百货企业开始呈现多元化转型模式。第一，百货业开始加入体验式消费元素。根据《2015 年中国百货行业发展报告》抽查的百货店样本企业中，85.5%在实体店增加了体验式消费情况，只有 14.5%的没有加入，主要多用于餐饮，儿童业态，娱乐，服务。这一元素的加入，一定程度上增加了客流量，提高了销售量。第二，买手制百货及品牌集合店的兴起。有研究表明，与单品牌店相比，由于品牌更为多样化，消费者在集合店里停留的时间超过单品牌店 3 倍以上，促进了商品销售额的增加。同时，采用集成店模式能够减少店内每平方米的租金压力和人员成本，大大提升商铺的盈利能力。第三，联手“互联网”，融合线上线下销售渠道。O2O 策略成为百货业发展重点，据调查，超过 5 成 5 的受访百货企业已经开展电子商务业务，94.5%的百货企业在门店铺设了 Wi-Fi，80%开设二维码，42%的受访百货企业拥有自建移动端手机 APP，通过此进行促销信息推送、商品销售，为消费者提供如室内导购、餐厅预订等附加服务；48%的受访百货企业已经涉足 O2O，79.6%的企业已引入移动支付工具。

2015 年，销售额排名前五的连锁百货企业分别是上海百联集团、长春欧亚集团股份有限公司（百货购物中心）、山东银座（百货购物中心）、大商股份有限公司（百货部分）和烟台市振华百货集团股份有限公司（百货部分），2015 年上述五家企业累计销售规模为 1,585.85 亿元，占整个百货连锁 49 强企业销售规模的 29.90%。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。

总体看，在消费升级的大背景下，百货零售业大致是由销售型向服务型转变的发展方向，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。

4. 电商业态

从电商情况来看，2006~2014 年，我国网络购物用户从 0.32 亿人增长至 4 亿人，网络购物交易规模由 263 亿元发展到 28,145 亿元，CAGR 达到 83.5%。网络零售增速以超过 30%的速度增长，电商企业竞争加剧。2015 年，中国电子商务交易额达 15.8 万亿元，同比增长 30.4%。其中，B2B 交易额达 11.4 万亿元，同比增长 14%；中国网络购物市场交易规模达到 3.8 万亿元，同比增长 35.7%，网络购物市场规模在社会消费品零售总额中的占比为 12.6%，较 2014 年提高 2 个百分点。2015 年，中国 B2C 网络零售市场（包括开放平台式与自营销售式，不含品牌电商），天猫排名第一，占 57.4%市场份额；京东名列第二，占据 23.4%市场份额；唯品会位于第三，占 3.2%市场份额；位于 4~10 名的电商依次为：苏宁易购（3.0%）、国美在线（1.6%）、1 号店（1.4%）、当当（1.3%）、亚马逊中国（1.2%）、聚美优品（0.8%）、易迅网（0.3%）。可以看出，网络零售行业的市场集中度高。同时随着国内居民收入水平提高，对改善生活水平的需求日益迫切，消费升级成为趋势，而国内部分产品尚无法满足人们对品质消费的需求，于是通过精选并引进海外优质品牌的跨境进口电商直接受益于消费升级而蓬勃发展。中国跨境电商市场规模在过去 5 年实现了 4 倍增长，复

合增长率达到 31.95%，占进出口贸易比例 5 年内增长了 3 倍。2015 年，中国跨境电商占进出口贸易的比例由 2014 年的 15.13% 提升到 21.15%，跨境电商凭借其高性价比、简化交易流程、加快信息传递速度、降低交易成本、改善消费者跨境购物体验的优势，其在整体贸易中比例将持续增长。2016 年，与线下销售低迷相比，线上销售仍保持高增速。2016 年 1~5 月，全国网上零售额 18,089 亿元，同比增长 27.7%，远高于社会零售总额 10.2% 的整体增速，占社会消费品零售总额的比重为 11.3%。

总体看，电商业态受市场需求影响发展规模不断扩大，营销方式由传统电商延伸到跨境电商，营业收入规模不断增长，并受国家利好政策支持，未来电商业态市场占有率有望进一步提升。

5. 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。

2015 年 3 月，十二届全国人大三次会议上，李克强总理在政府工作报告中首次将“互联网+”行动计划提升为国家战略。“互联网+”行动计划将重点促进以云计算、物联网、大数据为代表的新一代信息技术与现代制造业、生产性服务业等的融合创新，发展新兴业态，打造新的产业增长点。会议指出跨境电子商务就是将互联网融合于贸易领域中，形成以互联网为基础设施和实现工具的贸易发展新形态。未来跨境电子商务综合试验区有望在全国推广，并且将由网络零售向企业间的网上交易、大宗商品网上交易以及金融、文化等服务业网上交易等领域延伸。

2015 年 4 月，国务院总理李克强在国务院常务会议上提出“部署完善消费品进出口具体要点包括：①对于国内消费需求大的部分国外日用消费品，于 2015 年 6 月底前开展降低进口关税试点，逐步扩大降税商品范围；②结合税制改革，完善服饰、化妆品等大众消费品的消费税政策，统筹调整征税范围、税率和征收环节；③将增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种；④进一步推进境外旅客购物通关和退税便利化，严格落实进境物品依法主动申报纳税要求。制定支持跨境电商进口的检验检疫政策，清理进口环节不合理收费；⑤加快推进中国产品品牌提升工程，支持实体店发展，实现线上线下互动。

2015 年，全国两会上，李克强总理首次将 O2O 线上线下互动消费提上政府工作报告；5 月，商务部研究制定《“互联网+流通”行动计划》，提出要加快互联网与流通产业的深度融合，推动流通产业转型升级，提高流通效率，培育新产业，释放消费潜力。9 月，国务院又发布《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》，从鼓励线上线下互动创新、激发实体商业发展活力、健全现代市场体系以及完善政策措施等四大方面提出了 18 条措施。一系列政策的着力点和目标非常明确，就是进一步支持零售业向 O2O 转型，使线上线下互动将成为最具活力的经济形态之一，形成促进消费的新途径和商贸流通发展的新亮点。

2015 年 11 月，国务院印发《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》，意见全面指出加快发展居民生活性服务业的重大意义，其中批发零售业务中，畅通农村商贸渠道、线上线下合作、社区商业、一体化物流系统搭建等均有提及，意见指出未来发展的主要方向为商品流转渠道中的物流效率提升，同时购物业态及社区消费购物方式的演变。

2016 年 4 月 8 日，跨境电商税收新政策的推出，使跨境电商企业备受压力，保税仓内库存积压，而随新政的暂缓实施，相关企业有了更多适应与调整的时间。2016 年 5 月，海关总署发布了《关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》，通知指出，为使跨境电商企业逐步适应监管要求，此次专门对跨境电子商务零售进口设置了过渡期，2017 年 5 月 11 日前，

在上海、杭州、宁波、郑州、广州、深圳、重庆、福州和平潭 10 个试点城市，将按原有监管政策进行监管，暂不采用正面清单。

2016 年 6 月，国务院印发“互联网+流通”行动计划的意见，意见指出实施“互联网+流通”行动计划，有利于推进流通创新发展，推动实体商业转型升级，拓展消费新领域，促进创业就业，增强经济发展新动能。为进一步推动线上线下融合发展，提出从供需两端入手，实现稳增长、扩消费、强优势、补短板、降成本、提效益。

“十三五”发展规划中强调推动云联网创新、改革、提效传统流通领域。提出创新在产业结构优化与经济发展中的作用,加速改造传统产业、积极培育新兴产业、推动技术进步和模式创新。我国传统商品流通体系复杂、分散、效率偏低，云联网经济催生了电商、O2O 等新渠道模式，将促进传统零售业提效、变革。未来五年传统流通领域企业将加快转型升级，创新商业模式，促进连锁经营、现代物流配送、电子商务融合发展。

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。

6. 行业关注

（1）行业内领先企业竞争优势明显，集中度较高

根据中国连锁经营协会公布的“中国连锁百强”相关数据，2010 年至 2015 年，连锁百强前十名销售总额占连锁百强销售总额的比例分别为 47.14%、42.58%、42.30%、40.49%、40.36%和 43.04%；连锁百强前五名销售总额占连锁百强销售总额的比例分别为 34.45%、29.23%、28.40%、25.71%、26.15%和 29.24%。以 2015 年为例，前十强销售规模为 8,878 亿元，较 2014 年提高 418 亿元。行业内领先企业已取得明显竞争优势。

（2）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。2006 年，港、澳、台及外商投资零售企业法人数量为 534 个，销售规模为 2,115 亿元；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。根据中国连锁经营协会数据，截至 2015 年末，18 家主要外资连锁企业销售规模为 4,403.50 亿元，门店总数为 15,277 个；2012~2015 年，中国连锁经营协会统计的主要外资连锁企业销售规模增长率为 11.3%、8.4%、4.5%和 0.5%，门店数量增长率为 16.2%、12.2%、13.90%和 11.1%。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。百强中的外资企业主要经营大型超市业态，并逐渐占据主导地位。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。

（3）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，2015 年中国网络零售市场交易规模达 38,285 亿元，相比 2014 年的 28,211 亿元，同比增长 35.7%。2015 年中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的 12.7%，较 2014 年的 10.6%，增幅提高了 2.1%。2015 年中国网购用户规模达 4.6 亿人，2014 年达 3.8 亿，同比增长 21%。2015 年中国跨境电商交易规模为 5.4 万亿，同比增长 28.6%，其中出口占比达到 83.2%，进口比例 16.8%。其中跨境出口交易规模达 4.49 万亿，跨境进口交易规模

达 9072 亿。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。

（4）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，2015 年，百强企业人工成本上涨 4.2%，房租上涨 8.6%，两项成本增速明显高于当期销售规模增速。在成本持续走高的形势下，百强企业门店扩张速度放缓，关店数量上升。2015 年，百强企业平均新开门店 115 个，同比下降 16%；平均关闭门店 62 个，同比上升 39%。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效。2015 年，百强企业正式用工人数下降 3.1%。报送数据的企业中，56%的企业用工数增幅低于门店增幅，25%的企业用工数降幅大于门店的降幅。

2015 年，百强企业平均拥有的独立法人分支机构数由 2014 年的 23.8 个上升为 25 个，平均购买发票的费用支出由 49.8 万元上升为 55.1 万元。行政管理造成的隐性支出不断增加，削弱了连锁经营的规模效应。

7. 未来发展

（1）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。

（2）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。

（3）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。

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。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较强的竞争优势。

（1）品牌和地域优势

自设立至 2016 年 3 月末，公司已成功开设了各业态门店 265 家，2015 年公司新开门店 52 家，并以超市和百货两大业态灵活组合，从而使公司经营规模迅速扩大、对供应商议价能力也逐渐增强，核心竞争力得以不断提高。2014 年 4 月，中国连锁经营协会发布的“2013 年中国连锁零售百强”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。2015 年 4 月，中国连锁经营协会发布的“2014 年中国连锁零售百强”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。2015 年，步步高集团位列百强中国连锁企业第 18 位，较 2014 年上升 3 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 年起连续六年入围《财富》杂志中国 500 强企业，2015 年排名也由去年的第 375 名提升至第 343 名。

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。截至 2016 年 3 月底，公司在湖南、江西、重庆、广西和四川地区合计拥有大卖场、综合超市和电器门店 222 家，净营运面积达到 80.67 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 1，已形成了区域性规模优势，并向周围省市扩张发展。

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 2016 年 3 月底，公司拥有百货门店 43 家，其中湖南省 25 家、江西省 4 家、广西省 13 家，重庆市 1 家，湖南省市场占有率位列第 2。

（2）仓储和物流优势

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 2016 年 3 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 2.60 万平方米；物流中心月均吞吐量 5.93 万吨，储存货物金额 1.28 亿元，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 2016 年 3 月底，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。

公司总裁王填先生，汉族，1969 年出生，本科学历。曾任湘潭市南北特产食品总公司业务科长，湖南步步高连锁超市有限责任公司董事长兼总经理。现任步步高商业连锁董事长兼总裁、步步高投资集团股份有限公司董事。

截至 2015 年底，公司员工共计 21,279 人。从岗位构成看，销售人员占比 85.28%，技术人员占比 5.73%，财务人员占比 3.98%，行政人员占比 5.00%；从学历构成看，本科及以上学历员工占比 9.47%，大专学历员工占比 16.93%，高中及以下学历员工占比 73.59%；从年龄构成看，30 岁以下员工占比为 30.23%，30~50 岁员工占比为 66.77%，50 岁以上员工占比 3.01%。

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

3. 外部环境

湖南省作为公司主要战略发展地区，以超市、百货等主营业态在湖南省的市场占有率逐步提高，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。据湖南省统计局公布的《2015 年湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，湖南省全省地区生产总值 29,047.2 亿元，比上年增长 8.6%；其中，第一产业增加值 3,331.6 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 12,955.4 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 12,760.2 亿元，增长 11.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值 42,968 元，增长 7.9%。全省全体居民人均可支配收入 19,317 元，比上年增长 9.6%，扣除价格因素实际增长 8.1%；人均可支配收入中位数 16,654 元。城镇居民人均可支配收入 28,838 元，比上年增长 8.5%，扣除价格因素实际增长 6.9%；城镇居民人均可支配收入中位数 27,216 元。农村居民人均可支配收入 10,993 元，增长 9.3%，扣除价格因素实际增长 8.1%；农村居民人均可支配收入中位数 10,032 元。全省城镇居民人均消费支出 19,501 元，比上年增长 6.4%；农村居民人均生活消费支出 9,691 元，增长 7.4%。城镇居民食品消费支出占消费总支出的比重（恩格尔系数）为 31.2%，农村居民为 32.9%。

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。2015 年，湖南省社会消费品零售总额 12,024.0 亿元，比上年增长 12.1%。分经营地看，城镇零售额 10,883.8 亿元，增长 12.1%；乡村零售额 1,140.1 亿元，增长 12.2%。分区域看，长株潭地区零售额 5,050.9 亿元，增长 12.1%；湘南地区 2,346.5 亿元，增长 12.2%；大湘西地区 2,086.5 亿元，增长 11.7%；洞庭湖地区 2,540.1 亿元，增长 12.4%。限额以上法人批发和零售业商品零售额 4,506.5 亿元，比上年增长 9.8%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长 14.1%，通过互联网实现的商品零售额增长 20.8%。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 7.4%，日用品类增长 13.4%，书报杂志类增长 16.4%，家用电器和音像器材类增长 16.1%，文化办公用品类增长 10.0%，机电产品及设备类增长 23.9%，汽车类增长 13.6%。

总体看，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。

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

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

公司设监事会，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。

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。

总体看，公司法人治理结构较为完善，能够保证公司顺利运行。

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。

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 3,000 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。

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。

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，其中公司核心子公司步步高是超市、百货、家电等业务板块的主要运营主体，公司 90% 以上的营业收入来自于步步高及其子公司。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主，电商业务以自营模式和平台模式两种模式为主。2013~2015 年公司营业规模逐年扩大，营业收入年均复合增长率为 18.78%，呈现逐年增长趋势；同期，公司净利润的复合减少 30.08%，呈逐年递减趋势，主要系受店面租金压力增加等因素影响致营业利润逐年减少。2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，较 2014 年增加 25.48%，主要系超市门店开业增多带来超市板块业务收入增长，主营业务收入占营业收入 92.35%，除主营业务外，

公司还有 12.29 亿元的营业收入主要来自于租赁业务收入和服务性业务收入，整体占比较小；2015 年，公司实现净利润（含少数股东损益 1.30 亿元）1.66 亿元，同比减少 22.62%，主要系销售费用的大幅增长所致。

从收入构成来看，2013~2015 年，受公司营业规模扩大影响，公司主营业务收入呈上升趋势，年均复合增长 18.94%，分别为 104.89 亿元、117.83 亿元和 148.39 亿元。超市业务始终为公司营业收入的主要来源，近三年超市业务营业收入分别为 61.03 亿元、67.55 亿元和 89.99 亿元，2015 年收入大幅增长的主要原因系公司业务规模扩张所致；公司百货业务规模保持稳定，近三年百货业务营业收入分别为 33.02 亿元、33.74 亿元和 39.40 亿元，2015 年收入大幅增长的主要原因系百货门店规模扩大所致；公司家电业务占比较小且比较稳定，近三年公司家电业务营业收入分别为 9.10 亿元、9.00 亿元和 10.30 亿元；批发业务依托超市业态开展，近三年批发业务收入在主营业务收入中占比均在 3% 以下；除主营业务外，公司另有其他业务，包括物业销售及物流广告收入、商业地产开发等。

从毛利率来看，近三年公司主营业务综合毛利率波动上升，其中超市板块毛利率分别为 18.04%、16.22% 和 16.27%，其中 2014 年超市业务毛利率较 2013 年有所下降主要系由于受到传统渠道竞争加剧，部分产品促销力度加大影响，但整体保持较高水平。百货板块毛利率分别为 15.66%、16.40% 和 15.62%，整体保持稳定。公司家电业务毛利率水平稳定增长，近三年毛利率分别为 11.61%、12.24% 和 12.33%。批发业务毛利率相对较低，对公司利润贡献较小，近三年毛利率分别为 5.60%、8.55% 和 4.02%。其中，2015 年批发业务毛利率较 2014 年有所下降，主要系由于每年批发商品种类占比不同，受到批发种类变化的影响所致。2015 年，其他业务毛利率较前两年增幅较大，提高至 41.10%，主要系 2015 年销售了部分拟自持的商铺所致。

表 2 2013 年~2016 年 3 月公司主营业务收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 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	61.03	58.18	18.04	67.55	57.32	16.22	89.99	60.64	16.27	27.18	65.69	15.83
百货	33.02	31.48	15.66	33.74	28.63	16.40	39.40	26.55	15.62	10.84	26.20	15.23
家电	9.10	8.68	11.61	9.00	7.64	12.24	10.30	6.94	12.33	2.70	6.53	12.41
批发	1.74	1.66	5.60	1.53	1.30	8.55	1.31	0.88	4.02	0.26	0.62	5.68
其他	--	--	--	6.01	5.11	9.42	7.40	4.99	41.10	0.40	0.96	7.39
合计	104.89	100.00	16.53	117.83	100.00	15.52	148.39	100.00	16.96	41.38	100.00	15.31

资料来源：公司提供

注：2013~2015 年公司其他业务构成中包括物业销售及物流广告收入，因收入规模较小，故进行合并统计。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入总计为 41.38 亿元，较上年同期增长 1.87%，其中超市和百货板块收入占比分别为 65.69% 和 26.20%，主营业务构成变化不大；综合营业收入毛利率为 15.31%，同比增长了 0.42 个百分点。

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，综合毛利率较为稳定。

2. 超市及家电板块

（1）经营模式

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。2013~2015 年，公司超市业务板块营业收入持续增长，2015 年，随着超市门店数量增加，公司超市板块实现营业收入 89.99 亿元，同比增长 37.28%；毛利率为 16.27%，同比增长 0.05 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司超市板块实现收入 27.18 亿元，毛利率为 15.83%。

公司超市业态主要包括社区购物中心、大卖场、综合超市和便利店等，其中大卖场、综合超市为公司经营的主力业态和发展方向。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内存经营两种形式；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。截至 2016 年 3 月底，公司超市业态拥有门店 222 家，其中大卖场 160 家、综合超市 38 家、家电店 24 家，收入来源以大卖场为主。

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。2015 年初，公司收购南城百货，公司业务区域扩大。截至 2016 年 3 月底，湖南省门店 159 家，江西省门店 15 家，广西省门店 40 家，重庆市门店 5 家，四川省门店 3 家；总净营运面积达 80.67 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，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。

从月均客流量来看，公司超市及家电门店的月均客流量整体较为稳定，近三年分别为 1,115 万人、1,150 万人和 1,136 万人，其中 2015 年较 2014 年月均客流量有小幅下降主要系受消费需求影响；截至 2016 年 3 月底，公司超市及家电月均客流量为 1,129 万人，较上年同期变化不大。

表3 2013~2016年3月底公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

区域	2013 年底			2014 年底			2015 年底			2016 年 3 月底		
	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
湖南	92	37	22	95	37	25	94	38	22	98	38	23
江西	14	1	--	15	--	--	14	--	--	15	--	--
重庆	2	--	--	3	--	--	6	--	--	5	--	--
广西	1	--	--	1	--	--	39	--	1	39	--	1
四川	1	--	--	5	--	-	3	--	--	3	--	--
合计	110	38	22	119	37	25	156	38	23	160	38	24
净营运面积	426,962	56,705	51,000	526,442	66,360	60,465	667,477	68,568	64,711	672,857	68,568	65,311
月均客流量	1,115			1,150			1,136			1,129		

资料来源：公司提供

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 2016 年 3 月底，公司有 24 家独立经营门店和 73 家超市连带经营门店，净营运面积 134,556 平方米。近三年公司家电业务收入稳定增长，2015 年，公司家电业务实现收入 10.30 亿元，较 2014 年增长 14.44%；毛利率提升至 12.33%，同比增加 0.09 个百分点。

表4 2013~2016年3月底家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2013 年底	2014 年底	2015 年底	2016 年 3 月底
独立经营门店数量	22	25	23	24
超市连带经营门店数量	35	37	72	73
净营运面积	86,566	100,670	133,256	134,556

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 15~20 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。

总体看，公司超市及家电门店数量快速增长，营业规模有所扩张，但由于公司超市及家电门店多为租赁取得，公司面临上涨压力和续租压力；受消费需求影响，月均客流量有小幅下滑，但基本保持稳定。

（2）采购及配送

采购方面，公司根据商品特性选择进货渠道，包括原产地生产商地采、代理商供货和厂家直接供货三种采购方式，以平衡进货灵活性和成本控制。对于中小品牌商品，如地方特色商品、进口食品等，公司与厂家下设的代理供应商合作；对于如宝洁、联合利华等快消品牌商品，公司跨过中间环节直接与生产厂家签订合同，在保证采购量的同时降低成本；对于生鲜自采，公司派采购员直接至产地进行采购，以保证商品的鲜活性。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，采购的结算方式依照自营和联营模式下公司采用先进货后付款的方式，根据与供应商签订供应合同中约定的结算周期进行结算。公司的付款采取银行转账或银行承兑汇票的方式，其中以银行转账为主。

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。2015 年，公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 5.76 亿元，占超市业务总采购额的比重为 8.08%，集中度较低。

表5 2015 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	22,687.12	3.18
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	12,192.58	1.71
湖南人可食品股份有限公司	8,057.48	1.13
广州立白企业集团有限公司	7,422.93	1.04
金红叶纸业集团有限公司长沙分公司	7,258.72	1.02
合计	57,618.83	8.08

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，2015 年采购额分别占总采购额的 64.60%、26.80%和 8.60%。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 2016 年 3 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 5.93 万吨，储存货物金额 1.28 亿元，2015 年全年商品配送金额达 53.57 亿元。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%。

截至 2016 年 3 月底，公司自有物流车辆 75 台，投资成本约为 1,445.28 万元，另与多家第三方物流公司合作解决超额物流需求。在超市配送频率方面，一般大型门店为一至两天一次，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%。

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。2015 年初，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长点。

（3）分布及销售

从分布区域来看，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，截至 2015 年底，超市拥有会员 482.91 万人，会员销售占比近 60%，有效带动了顾客的再次消费。

人力成本管控方面，公司推行一岗多能，根据营业高峰和低谷时段进行科学排班，合理配备人员，对员工进行定时和不定时培训及考核。新开门店时公司指派一定比例成熟门店经验丰富的

店员进行新店管理和新员工指导，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作制，小时工作为临时编制持证上岗，减少用工成本。公司近三年人力成本率波动增长，且员工劳效波动下降，2014年员工效率下降主要是由于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	2013年	2014年	2015年
门店数量	170	181	217
员工数量	0.86	1.19	1.09
员工劳效	81.54	64.25	79.68
人力成本率	4.34	6.26	5.19

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，人力资本运用效率处于调整期，人员效率有待提升。

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，近三年，公司百货营业收入呈持续增长态势，分别为33.02亿元、33.74亿元和39.40亿元；2016年1~3月，公司百货板块实现收入10.84亿元，毛利率15.23%。

截至2016年3月底，公司拥有百货门店43家。从分布区域看，湖南省25家，江西省4家、广西省13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，店面数量占公司百货业态的23%。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 截至2016年3月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2009.12	自有
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	合川	2015.01	自有
	郴州	2016.01	自有
流行百货店	基建营	2004.1	自有

	邵阳	2003.01	租赁
	娄底	2005.09	自有
	娄底（新化）	2013.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.1	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	抚州	2008.01	租赁
	东都	2008.05	租赁
	郴州	2008.09	租赁
	开元	2008.11	租赁
	新余	2009.05	租赁
	武冈	2010.1	自有
	张家界	2012.05	租赁
	衡阳	2009.11	租赁
	耒阳二店	2012.09	租赁
	湘潭县	2014.09	租赁
	酃阳	2016.01	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	桂林	2005.09	自有为主，部分租赁
	柳州	2006.08	租赁
	南宁	2005.01	租赁
	梧州	2007.11	租赁
	玉林	2007.09	租赁
	河池	2007.09	自有
	柳州	2009.09	租赁
	柳州	2010.12	租赁
	柳州	2011.08	租赁
	桂林	2013.07	租赁
生活广场	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有
	湘潭	2015.11	自有

资料来源：公司提供

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 2016 年 3 月底，公司百货店共拥有会员 167.97

万人，2016年1~3月份，会员消费总额为9.31亿元，销售占比为69.96%。

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。2015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 2015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
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	13,438.81	2.76
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	12,497.86	2.57
深圳市福瑞贸易有限公司	12,223.38	2.51
绫致时装销售（天津）有限公司	12,387.10	2.54
百丽鞋业（长沙）有限公司	10,012.29	2.06
合计	60,559.44	12.43

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。2013~2015年，公司百货业态平均租金呈现逐年增长趋势，主要系公司以租赁为主，近年随着地区经济不断发展，黄金地段地产作为稀缺资源，价格持续上涨，平均租金呈增长趋势所致。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。2013~2015年，公司百货业态月均客流量有所下降，主要系由于近年行业增速持续放缓、电商的冲击，以及“八项规定”、“六项禁令”等消费政策的影响，导致与之相关的预付卡消费、高端消费及奢侈品消费比例的降低，影响了月均客流量。

表9 2013~2016年3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	2013年	2014年	2015年	2016年3月
租赁面积	24.95	30.90	33.38	33.68
自有面积	19.91	19.91	30.47	33.90
月均客流量	80.41	76.66	73.17	74.96
平均租金	27.80	29.37	30.07	32.56

资料来源：公司提供

注：表中“面积”均为净营运面积。

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。

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2016年3月底累计投资1.72亿元（纳入开发支出核算，已确认无形资产0.35亿元）。

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。云猴网由三个部分组成：云猴超市、云猴全球购和云猴生鲜。云猴超市定位为线上精选优品超市，为消费者提供食品饮料、生活用品等超市品类一站购齐式的消费体验；云猴全球购是公司自建的跨境电商平台，定位为网上跨境进口产品销售平台；云猴生鲜为公司拟建的线上生鲜销售平台，定位为中高端线上生鲜超市。未来云猴网将重点发展云猴全球购和云猴生鲜。云猴网的经营模式分为自营及平台两种模式：自营模式盈利来源主要为商品进销差价；平台模式的盈利主要来自于向第三方卖家提供平台服务而收取的费用，包括入驻费、年费、技术服务费以及广告收入、关键词竞价收入、软件和其他服务收费等。通过构建一个线上和线下的全渠道模式和完整的闭环，致力成为中国首个O2O本地生活服务平台。

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。

截至2016年3月底，云猴大平台已签约联盟商户8,627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。2015年，公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2016年内能够获得牌照。

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补充。

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。2015年，公司批发业务收入小幅下降至1.31亿元；毛利率下降至4.02%，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2016年3月底，公司拥有自建、自营主力百货广场15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。

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。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。

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

2013~2015 年，由于公司门店数量的增加，业务扩张迅速，部分新开设门店尚在业务发展初期，运营效率低于成熟门店，从而导致公司的运营效率有所下降。步步高作为公司核心子公司，资产质量较好，主营超市、百货、家电等商品的销售，近三年，步步高应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率变动不大，整体较为稳定，三项指标的加权平均数分别为 167.97 次、6.84 次和 1.46 次；2015 年分别为 169.16 次、7.31 次和 1.46 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，步步高总资产周转率和存货周转率处于行业中等水平，应收账款周转率一般。（见下表）。

表 10 2015 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	183.47	6.97	1.87
新华都	473.94	7.23	1.79
红旗连锁	531.22	5.41	1.62
华联综超	458.91	6.85	1.15
百联股份	131.69	11.82	1.13
北京城乡	202.81	1.08	0.57
三江购物	1,398.45	8.01	1.53
永辉超市	392.43	8.50	2.34
步步高	169.16	7.31	1.46

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。

总体看，公司经营效率尚可。

7. 重要投资

截至 2016 年 3 月底，公司在建、拟建工程 8 项，主要为商业地产项目、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 83.97 亿元；截至 2016 年 3 月底，公司已完成投资金额 47.83 亿元。

公司商业地产开发业务服务于公司整体战略，公司在建造的过程中按内部功能、用途进行规划，无须后续改造，节省时间成本和工程费用，同时规避租金不断上涨风险。

表 11 公司未来投资计划（单位：万元、%）

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2016 年 3 月底投资	计划投资金额			项目进展
			2016 年	2017 年	2018 年	
梅溪湖项目	320,000	289,555	30,000	14,205	--	预计 2016 年完工
步步高九华项目	163,000	45,371	6,300	48,900	62,440	预计 2018 年底完工
步步高郴州项目	45,600	33,412	14,198	--	--	2016 年 1 月已开业
荷塘项目	60,000	8,031	15,000	24,000	18,114	预计 2018 年底完工
泸州项目	98,963	21,003	34,637	38,013	4,948	预计 2017 年底完工
赣州项目	81,011	49,694	18,195	9,808	4,051	预计 2017 年底完工

怀化项目	71,129	31,256	3,437	21,764	15,645	预计 2018 年底完工
新开门店项目	210,600	64,217	42,846	58,000	60,151	--
合计	839,703	478,321	121,768	156,690	105,197	--

资料来源：公司提供

步步高九华项目位于湘潭九华经济区内，占地面积 64,003 平方米，总建筑面积 196,772 平方米，其中商业摩尔 144,558 平方米，办公区 52,214 平方米。建成后的步步高摩尔城全部为公司自用，将集购物、娱乐、饮食、文化、休闲于一体，规划除公司经营的超市、百货、家电外，还配套有电影院、国际连锁快餐、儿童游乐园、知名餐饮品牌等综合功能性出租项目。其中，计划超市、家电共占项目总建筑面积的 10% 左右，百货约占项目总建筑面积的 50%，综合功能性出租项目约占项目总建筑面积的 40%。该项目总投资预计 16.30 亿元，已投入 4.54 亿元，项目预计在 2018 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 2016 年上半年建成开业。公司预计总投资 32.00 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司已投资 28.92 亿元。

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。

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 2013~2015 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。公司提供的 2016 年一季度合并财务报表未经审计。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，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；2015 年公司对湘潭市宝庆路定点屠宰有限公司和长沙西雅房地产经纪有限公司进行注销登记，两公司不再纳入合并范围；此外，公司投资新设长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司、湖南腾万里供应链管理有限责任公司、云猴国际有限公司和步步高国际控股有限公司等 10 家子公司；截至 2016 年 3 月底，公司合并范围未有变化。整体看，考虑到公司主业变化不大，会计政策连续，公司财务报表可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 214.11 亿元，负债合计 159.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.35 亿元。2015 年，公司实现营业收入 160.68 亿元，净利润（含少数股东损益）1.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.35 亿元；经营活动现金流量净额 1.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.21 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 218.81 亿元，负债合计 163.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.28 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 45.02 亿元，净利润（含少数股东损益）0.70 亿元，归属于母公司所有者的净利润 -0.07 亿元；经营活动现金流量净额 3.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.03 亿元。

2. 资产质量

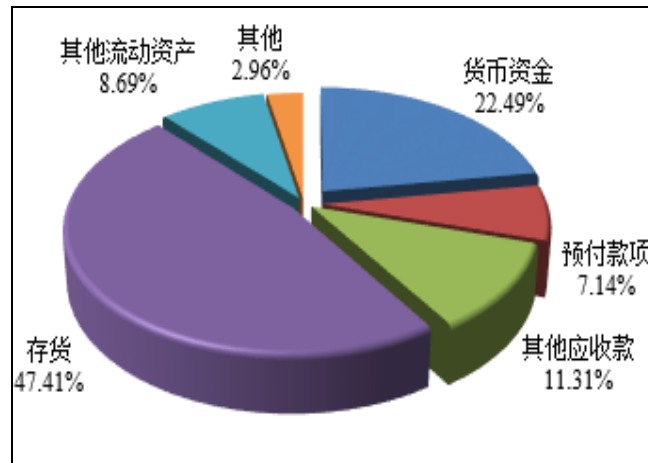
2013~2015 年，随着公司经营规模扩大，公司资产规模呈现较快增长，年均复合增长率为 33.74%。截至 2015 年底，公司资产为 214.11 亿元，较上年末增长 45.47%，主要系非流动资产增

长所致。其中流动资产占 44.44%，非流动资产占 55.56%，资产结构较上年变化不大。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产稳定增长，年均复合增长率为 26.00%。截至 2015 年底，公司流动资产为 95.16 亿元，较上年末增长 51.70%，主要系公司存货的大幅增长所致；主要以货币资金（占 22.49%）、预付款项（占 7.14%）、存货（占 47.41%）、其他应收款（占 11.31%）和其他流动资产（占 8.69%）等组成。（见下图）

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金总额波动上升，年均复合增长率为 21.91%。截至 2014 年，公司货币资金为 11.60 亿元，较上年末减少 19.41%，主要系投资支出所致；截至 2015 年底，公司货币资金为 21.40 亿元，较上年末增长 84.43%，主要系由于公司业务规模扩大，经营活动现金流入大幅增加致银行存款增长所致；公司的货币资金以银行存款为主，占比 81.38%，库存现金占比 2.43%、其他货币资金占比 16.18%。货币资金余额中受限货币资金为 41.58 万元，主要系银行承兑保证金，受限比例不大，可用货币资金充裕。

2013~2015 年，公司预付款项持续减少，年均复合减少 37.38%。截至 2015 年，公司预付款项为 6.80 亿元，较上年末减少 28.68%，主要系由于工程款减少所致。

2013~2015 年，公司存货增速较快，年均复合增长率为 47.66%。截至 2015 年底，公司存货为 45.11 亿元，较上年末增长 27.17%，主要系由于库存商品和开发成本增长所致。截至 2015 年底，公司存货主要由库存商品（占比 39.59%）和开发成本（占比 59.63%）构成。2015 年，公司扩大经营规模，增加在川渝、广西等地区的增加门店数量，并且开发实施云猴大电商平台项目，导致公司库存商品和开发成本增长。2015 年，公司共计提存货跌价准备 331.48 万元，其中，计提库存商品跌价准备 324.35 万元，计提开发成本跌价准备 7.13 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。

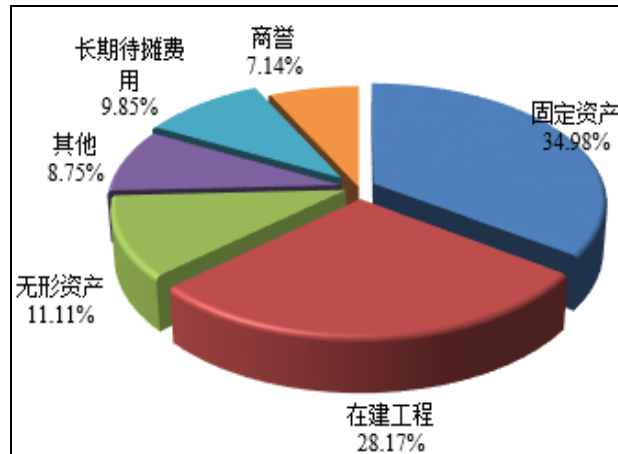
2013~2015 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长率为 89.47%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 10.76 亿元，较上年末增长 173.99%，主要系预付的新店定、押金及租金增加以及并入南城百货带入的商铺租赁定押金和员工备用金等增加所致。公司其他应收款主要为往来拆借款、租赁定押金和押金及保证金。从账龄上来看，账龄在 1 年以内的占 75.72%、1~2 年的占 17.81%；公司当期计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例 8.73%，计提较充分。从结构上来看，其他应收款欠款方前 5 名合计余额占其他应收账款总额的比例为 57.59%，集中度较高。

2013~2015 年，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长率为 525.31%，截至 2015 年底，公司其他流动资产账面价值为 8.27 亿元，较上年末增长 575.58%，主要系子公司步步高小额贷款有限公司为公司上游供应商及物业租赁方的贷款业务大幅增加所致。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模增速较快，年均复合增长 41.07%。截至 2015 年底，公司非流动资产为 118.95 亿元，较上年末增长 40.84%，主要系固定资产、在建工程 and 无形资产增加所致。从构成来看，主要由固定资产（占 34.98%），在建工程（占 28.17%）、无形资产（占 11.11%）、商誉（占 7.14%）和长期待摊费用（占 9.85%）组成。

图 3 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司固定资产稳定增长，年均复合增长率为 21.37%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 41.60 亿元，较上年末增长 23.33%，主要系公司新项目投入使用形成的固定资产增加。公司固定资产原值 55.04 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 74.22%）和机器设备（占比 20.67%）等构成；计提累计折旧 13.44 亿元，固定资产成新率为 75.58%，成新率较高。截至 2015 年底，公司已有账面价值 6.16 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，2013~2015 年，公司在建工程持续上升，年均复合增长率为 219.76%。截至 2015 年底，公司在建工程为 33.51 亿元，较上年末增长 43.89%，主要系梅溪湖项目、九华项目和郴州项目等商业地产开发规模扩大所致。目前在建工程主要包括梅溪湖项目（已投入 28.92 亿元）、郴州项目（已投入 3.34 亿元）、九华项目（已投入 4.54 亿元）、赣州项目（已投入 4.97 亿元）和泸州项目（已投入 2.14 亿元）。

2013~2015 年，公司无形资产逐年稳定增长，年均复合增长 48.97%。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值为 13.22 亿元，较上年末增加 56.04%，主要系新增重庆合川、吉首等土地使用权及并入南城百货带入的土地使用权所致。截至 2015 年底，无形资产账面原值 14.49 亿元，主要由土地使用权（占比 88.58%）和软件（占比 11.39%）等组成，累计摊销 1.27 亿元。

2015 年较 2014 年公司商誉大幅增长，为 8.50 亿元，主要系由于公司在 2015 年初收购了广西南城百货致商誉大幅增长。

2013~2015 年，公司长期待摊费用持续增长，年均复合增长 8.00%。截至 2015 年底，公司长期待摊费用为 11.72 亿元，较年初增长 2.03%，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。

截至 2015 年底，公司受限资产总额为 6.94 亿元，占总资产比例为 3.24%，受限资产包括银行承兑保证金（41.58 万元）和抵押融资（6.94 亿元），公司资产受限比率较低。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 218.81 亿元，较年初增长 2.20%，其中流动资产 97.83 亿元，较年初增长 2.81%；非流动资产 120.98 亿元，较年初增长 1.71%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

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，对资金形成一定的占用；公司资产受限比例较小，整体资产质量较高。

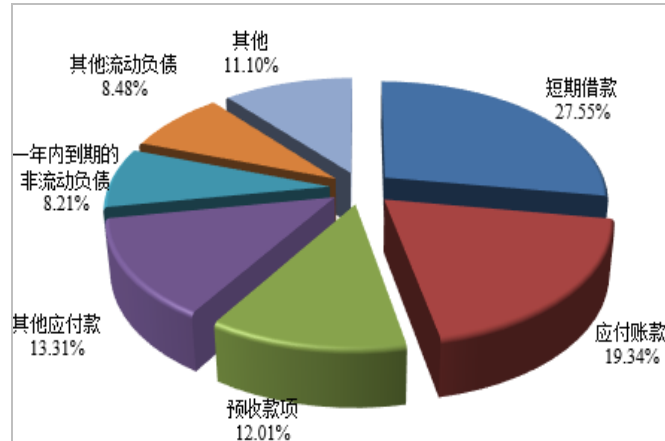
3. 负债及所有者权益

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，年均复合增长 36.09%。截至 2015 年底，公司负债为 159.55 亿元，较上年末增长 38.64%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 66.50%；非流动负债占比 33.50%。近年来公司为调整债务结构，相应增加非流动负债规模，公司流动负债占比由 2013 年底的 74.78%下降至 2015 年底的 66.50%。

2013~2015 年，公司流动负债稳定增长，年均复合增长 28.33%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 106.10 亿元，较上年末增长 32.53%，主要以短期借款（占 27.55%）、应付账款（占 19.34%）、预收款项（占 12.01%）、其他应付款（占 13.31%）、一年内到期的非流动负债（占 8.21%）和其他流动负债（占 8.48%）为主。

图 4 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款稳定增长，年均复合增长 26.21%。截至 2015 年底，公司短期借款为 29.22 亿元，较上年末增长 31.47%，主要系公司因为新开门店较多，流动资金需求增加，融资力度加大所致；其中信用借款占 64.15%、抵押借款占 25.66%、保证借款占 9.87%、质押借款占 0.31%。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 2.68%。截至 2014 年底，公司应付账款为 22.52 亿元，较上年末增长 15.74%，主要系公司经营规模扩大，门店增加，供应商送货量增加致未结算货款随之增加。截至 2015 年底，公司应付账款为 20.52 亿元，较上年末减少 8.90%。应付账款全部为应付供应商货款。

2013~2015 年，公司预收款项呈逐年上升趋势，年均复合增长 13.91%。截至 2015 年底，公司预收款项为 12.74 亿元，较上年末增长 28.28%，主要系公司经营规模扩大，大宗业务销售增加，特别是 2008 年子公司步步高商业连锁股份有限公司的成功上市，加快了扩张发展速度，预收大宗业务货款大幅增长。预收账款账龄主要集中在 1 年以内，占比 99.90%。

2013~2015 年，公司其他应付款稳定增长，年均复合增长 28.34%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 14.13 亿元，较上年末增长 42.60%，主要系公司经营规模扩张，新开门店及自建门店物业增加，应付工程款增加。

2013~2015 年，一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 154.48%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.71 亿元，较上年末增长 87.31%，主要系由于即将到期的长期借款和长期应付款增多所致；公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款（占 88.52%）和一年内到期的长期应付款（占 11.48%）。

公司近三年其他流动负债分别为 0.00 亿元、3.00 亿元和 9.00 亿元。2015 年较 2014 年增长 200.00%，主要系公司在 2015 年新发行短期融资券（简称“15 步步高 CP001”6.00 亿元）和（简称“15 步步高 CP002”3.00 亿元）所致。

2013~2015 年，公司非流动负债持续增加，年均复合增长 56.85%。截至 2015 年底，公司非流动负债为 53.46 亿元，较上年末增长 52.59%，主要系长期借款和应付债券增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 39.83%）和应付债券（占 54.07%）组成。

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。2013~2015 年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长 57.44%。截至 2015 年底，公司长期借款为 21.29 亿元，较上年末增长 73.53%，主要由信用借款和抵押借款构成，分别占比 21.32%和 78.68%。按期限分布，1~2 年内到期的为 12.94 亿元，占 60.78%；2~3 年为 1 亿元，占 4.70%；4~5 年为 6.86 亿元，占 32.22%；5 年以上为 0.50 亿元，占 2.35%。长期借款的偿还期限主要集中在未来 1~2 年，整体偿付压力较大。

2013~2015 年，公司应付债券持续增加，年均复合增长 54.14%。截至 2015 年，公司应付债券 28.90 亿元，较上年末增长 31.85%，主要系公司发行 7 亿元定向债务融资工具所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 163.54 亿元，较年初增长 2.50%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 63.13%和 36.87%，流动负债仍处于主导地位，负债结构较年初变化不大。

全部债务方面，2013~2015 年，公司全部债务年均复合增长 55.07%，增速较快。截至 2015 年底，公司全部债务 108.19 亿元，短期债务为 55.00 亿元，较上年末增长 57.50%；长期债务为 53.20 亿元，较上年末增长 55.58%；短期债务占比较高，债务结构有待改善。2013~2015 年，由于公司经营规模扩大，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动上升趋势，近三年均值分别为 75.11%、65.18%和 47.80%；截至 2015 年底，随着公司资产规模增长较快，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下降至 74.52%、66.48%和 49.37%，均较上年末有所降低。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 108.27 亿元，较年初增长 0.07%，其中，短期债务为 49.02 亿元，较年初减少 10.87%；长期债务为 59.25 亿元，较年初增长 11.37%。截至 2016 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较年初变动不大，分别为 74.74%、66.21%和 51.74%。

总体看，近三年，公司融资需求增多，负债水平较高；债务结构以短期债务为主，短期偿债压力较大；伴随公司银行借款、长期债券的发行，公司长期债务规模有所增加；公司整体债务负担较重。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长率为 27.50%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 54.55 亿元，较年初增长 69.96%，其中归属于母公司所有者权益合计 23.35 亿元，其中股本占 5.04%、其他权益工具占 29.69%、资本公积占 51.62%、盈余公积占 1.90%、未分配利润占 11.75%，资本公积和其他权益工具占比较高。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益较年初变化不大，所有者权益合计 55.26 亿元，较年初增长 1.30%，主要系少数股东权益增长所致。所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司少数股东权益占所有者权益比重高，所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长 18.78%，分别为 113.89 亿元、128.05 亿元和 160.68 亿元；营业成本与营业收入变化趋势相同，三年复合增长 18.36%，分别为 88.52 亿元、100.09 亿元和 124.00 亿元；2013~2015 年，公司营业利润、利润总额、净利润持续下降，分别年均复合减少 33.75%、27.40%和 30.08%；2015 年，公司营业利润、利润总额、净利润分别 1.84 亿元、2.42 亿元、1.66 亿元，分别较 2014 年减少 33.18%、17.82%、22.62%。2015 年归属于母公司的净利润为 0.35 亿元。

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 28.59%。从期间费用构成上来看，2015 年公司期间费用为 33.16 亿元，构成以销售费用为主，占比 82.19%，管理费用和财务费用占比较低，分别为 11.62%和 6.19%。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 25.97%；财务费用逐年增长，近三年复合增长 467.42%，主要系公司偿还债务的利息支出大幅增加所致；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 17.02%。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 17.61%、18.33%和 20.64%，公司期间费用占比较高，对利润侵蚀影响大，控制能力有待提升。

近三年，公司投资收益呈持续上升趋势，分别为-97.69 万元、141.00 万元和 5,179.77 万元，占营业利润的比重分别为-0.23%、0.51%和 28.12%，其中，2014 年公司投资收益较 2013 年有较大幅度提升主要系由于公司投资联营企业和合营企业取得的现金红利增加所致；2015 年较 2014 年投资收益大幅提升，主要系由于公司投资“红塔-创盈 1 号”而收到现金分红所致。此外，2013~2015 年，公司资产减值损失分别为 0.09 亿元、0.19 亿元和 0.66 亿元，复合增长 169.35%，主要系由于公司收购广西南城百货后，吸收了广西南城百货原有的应收账款和其他应收款所产生的坏账损失。2013~2015 年，公司营业外收入波动增加，年均复合增长 17.58%，2015 年，公司营业外收入 0.80 亿元，同比增长 116.31%，占当期利润总额 32.89%，其中，政府补助 0.57 亿元（占 71.13%，主要为政府纳税奖励）。公司营业外支出包括处置长期资产损失、捐赠支出和赔偿款、滞纳金等款项，2015 年为 0.22 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、净利润均逐年减少，年均复合分别减少 27.40%和 30.08%。2015 年，公司实现利润总额 2.42 亿元，同比下降 17.82%；实现净利润 1.66 亿元，同比下降 22.62%。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 4.19%、3.51%和 6.42%；2015 年，受债务规模持续快速增长影响，销售毛利率、总资产报酬率及净资产收益率

分别下降至 21.25%、3.05%和 5.15%，盈利水平有所下降。与同行业相比较，步步高盈利能力在行业上市公司中属于优良水平（见下表）。

表 12 2015 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	20.29	1.22	0.19
新华都	19.96	-8.30	-43.12
红旗连锁	26.51	6.31	9.09
华联综超	21.94	1.37	1.72
百联股份	21.50	3.56	8.20
北京城乡	22.58	3.88	4.73
三江购物	19.43	2.13	4.22
永辉超市	19.44	4.01	6.49
步步高	21.25	3.05	5.15

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。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 45.02 亿元，占 2015 年营业收入 28.02%，利润总额 1.03 亿元，实现净利润 0.70 亿元，实现投资收益 0.33 亿元。

总体看，公司经营规模持续扩张，实现营业收入稳定增长。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，2013~2015 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 18.84%；2015 年经营活动现金流入为 190.74 亿元，同比增长 30.64%，主要系营业规模的扩大所致。2013~2015 年，由于公司业务逐年扩张，新开的门店数量较多，相应的用于支付的门店租金以及购买商品存货支出较大，从而导致公司经营活动现金流出量增大，年均复合增长 20.64%；2015 年，公司经营活动现金流出 189.36 亿元，同比增长 31.69%。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 4.96 亿元、2.22 亿元和 1.39 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 116.52%，2015 年公司现金收入比为 117.98%，较上年上升 4.44 个百分点，保持了较高水平。

从投资活动来看，2013~2015 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 743.77%，2014 年公司投资活动现金流入 19.52 亿元，同比增长 9,153.97%，主要系由于收到其他与投资活动有关的现金（主要包括收回理财产品、定期存款、委托贷款及利息）大幅增加所致；2015 年公司投资活动现金流入 15.02 亿元，同比减少 23.07%，主要系支付自有物业开发形成的购建固定资产、无形资产和其他长期资产，以及支付其他与投资活动有关的现金（包括购买理财产品，对外参股投资，小贷公司发放贷款等）所致。

2013~2015 年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 30.85%，2015 年公司投资活动现金流出 41.81 亿元，同比减少 2.97%；公司近三年投资活动现金流出规模较大主要系因为新建门店、投资扩建升级门店、续建物流项目等导致的投资支出的大幅增加；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-24.21 亿元、-23.57 亿元和-26.79 亿元。

从筹资活动来看，2013~2015 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 35.66%，2015 年公司筹资活动现金流入 99.47 亿元，同比增长 107.09%，主要系公司在 2015 年

为扩大营业规模增加银行借款而取得的现金增多，且较 2014 年新增获得发放短期融资券、中期票据以及融资租赁贷款 26.00 亿元。2013~2015 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 44.72%，2015 年公司筹资活动现金流出 64.86 亿元，同比增长 118.17%，主要系为偿还前期债务支付的现金也相应增多。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 23.09 亿元、18.30 亿元和 34.61 亿元。

2016 年 1~3 月，经营活动产生的现金流量净额为 3.36 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -2.18 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 -1.14 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.03 亿元。同期公司现金收入比为 122.34%。

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

2013~2015 年，公司流动比率呈波动增长趋势，加权平均值为 0.87 倍；公司速动比率呈波动下降态势，加权平均值为 0.46 倍；2015 年上述两项指标分别为 0.90 倍（上年为 0.78 倍）和 0.47 倍（上年为 0.34 倍），均较上年有所提升。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；2015 年公司现金短期债务比为 0.41 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，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 9.24 亿元、8.55 亿元和 11.77 亿元，公司 2015 年 EBITDA 由折旧（占 22.94%）、摊销（占 32.22%）、计入财务费用的利息支出（占 24.26%）和利润总额（占 20.58%）构成；2015 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 2.18 倍（上年为 3.40 倍）和 0.11 倍（上年为 0.12 倍），EBITDA 对利息和全部债务覆盖水平一般，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2016 年 3 月底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2016 年 3 月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 134.00 亿元，尚未使用额度为 62.16 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，随着公司各重大项目的投产运营，整体产能得以释放，收入规模的大幅提升；公司经营活动现金流入规模较大，对偿债能力有一定保障作用。整体看公司整体偿债能力较强。

7. 过往债务履约情况

根据代码为 G1043030400033710E 的人民银行征信报告，截至 2016 年 6 月 21 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务总额 108.27 亿元。本次拟发行债券规模不超过 15.00 亿元，占公司 2016 年 3 月底全部债务总额的 13.85%，对公司现有债务负担影响较大。

以 2016 年 3 月底的财务数据为基础，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 76.36%、69.05%和 57.33%。公司负债水平进一步提高；考虑本次债券的募集资金在扣除发行费

用后，拟用于补充流动资金、偿还银行贷款以及满足项目投资需求，公司负债实际提高水平应小于测算值。

本次公司债券拟分期发行，第二期发行额度为不超过 7 亿元（含基础发行额度 7 亿元）。以 2016 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 7 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 75.53%、67.59% 和 54.52%。公司债务负担有所加重，而债务期限结构有所改善。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 11.77 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.78 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 190.74 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 12.72 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高。

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 11.77 亿元，为本期公司债券发行额度（7.00 亿元）的 1.68 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2015 年的经营活动现金流入量为 190.74 亿元，为本期公司债券发行额度（7.00 亿元）的 27.25 倍，对本期债券的覆盖程度很高。

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很强。

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。

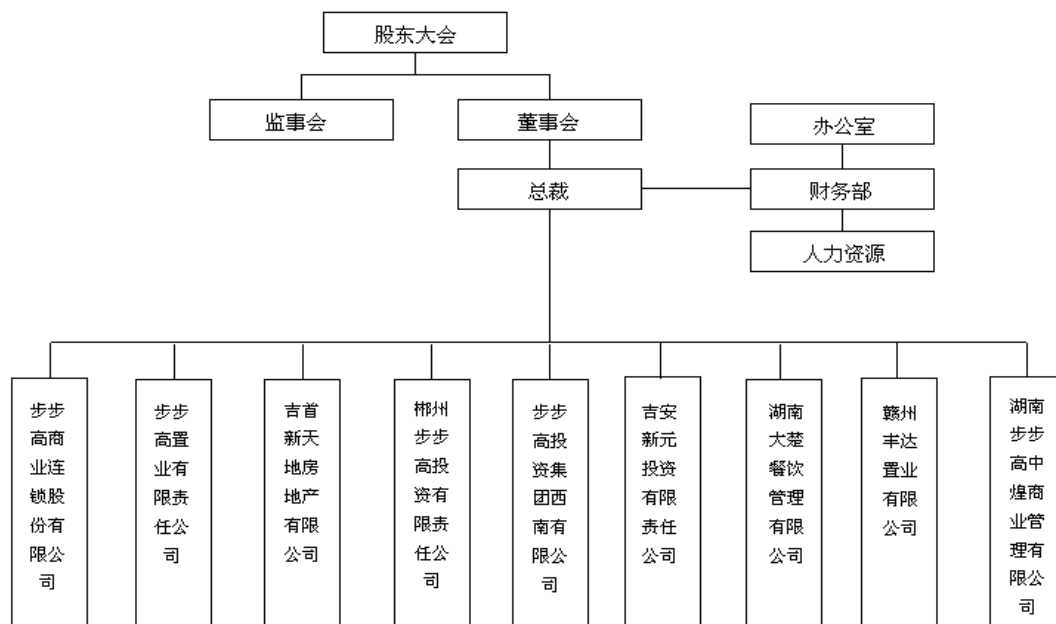
公司作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率、成本管控等方面的竞争优势。同时联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、公司百货盈利能力偏弱、快速扩张带来筹资压力加大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

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次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次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 步步高投资集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	119.71	147.18	214.11	218.81
所有者权益（亿元）	33.56	32.10	54.55	55.26
短期债务（亿元）	24.24	34.92	55.00	49.02
长期债务（亿元）	20.76	34.19	53.20	59.25
全部债务（亿元）	44.99	69.11	108.19	108.27
营业收入（亿元）	113.89	128.05	160.68	45.02
净利润（亿元）	3.39	2.14	1.66	0.70
EBITDA（亿元）	9.24	8.55	11.77	--
经营性净现金流（亿元）	4.96	2.22	1.39	3.36
应收账款周转次数(次)	154.34	164.49	144.41	--
存货周转次数（次）	5.29	3.56	3.07	--
总资产周转次数（次）	1.15	0.96	0.89	0.21
现金收入比率（%）	117.33	113.54	117.98	122.34
总资本收益率（%）	7.02	3.59	3.42	0.43
总资产报酬率（%）	5.69	3.02	2.92	0.47
净资产收益率（%）	12.73	6.53	3.83	1.28
营业利润率（%）	21.26	20.62	21.67	20.52
费用收入比（%）	17.61	18.33	20.64	18.33
资产负债率（%）	71.97	78.19	74.52	74.74
全部债务资本化比率（%）	57.28	68.29	66.48	66.21
长期债务资本化比率（%）	38.22	51.58	49.37	51.74
EBITDA 利息倍数（倍）	5.81	3.40	2.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.12	0.11	--
流动比率（倍）	0.93	0.78	0.90	0.95
速动比率（倍）	0.61	0.34	0.47	0.49
现金短期债务比（倍）	0.65	0.33	0.41	0.44
经营现金流流动负债比率（%）	7.70	2.77	1.31	3.25
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.62	0.57	0.78	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.32	1.22	1.68	

注：2016 年一季度财务报表未经审计，指标未年化

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	
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 4 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（第二期）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，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年步步高投资集团股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（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相关状况，如发现步步高投资集团股份有限公司或本次（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，据以确认或调整本次（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。

联合评级对本次（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。

