跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 249 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16步步高CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年二月十七日

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

步步高投资集团股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 步步高 CP001	9 亿元	2016/6/13-2017/6/13	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 2 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
现金类资产(亿元)	15.67	12.90	22.72	20.06
资产总额(亿元)	119.71	148.48	214.11	217.71
所有者权益(亿元)	33.56	33.39	54.55	54.49
短期债务(亿元)	24.24	31.92	46.00	43.30
长期债务(亿元)	20.76	34.19	50.20	57.96
全部债务(亿元)	44.99	66.11	96.19	101.26
营业总收入(亿元)	113.89	128.05	160.68	118.42
利润总额(亿元)	4.59	2.97	2.42	1.69
EBITDA(亿元)	9.24	8.57	11.77	--
经营活动净现金流(亿元)	4.96	2.22	1.39	2.62
营业利润率(%)	21.26	20.62	21.67	20.94
净资产收益率(%)	10.11	6.48	3.04	--
资产负债率(%)	71.97	77.51	74.52	74.97
全部债务资本化比率(%)	57.28	66.44	63.81	65.01
流动比率(%)	93.04	79.98	89.69	73.04
经营现金流动负债比(%)	7.70	2.77	1.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.87	7.71	8.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	3.41	2.18	--

注：1.2016 年前三季度财务数据未经审计；
2.2015 年底及 2016 年 9 月底所有者权益中包含 7 亿元永续中票，未计入全部债务。

分析师

景 雪　刘嘉敏
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，作为湖南省零售龙头企业，步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”）超市、百货业态规模不断扩张，营业总收入和资产规模持续增长，在区域地位、品牌知名度等方面不断提高。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也注意到零售行业竞争激烈、公司期间费用对利润侵蚀大、百货盈利能力偏弱、债务规模快速增长且整体债务负担重、自有物业集中建设带来筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

跟踪期内，通过收购广西南城百货股份有限公司（以下简称“南城百货”），公司得以迅速低成本占领广西零售市场，进一步完善网络布局。2016 年以来，公司多家自有物业综合体逐步开业，且步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）2016 年非公开发行股份募集资金净额 12.28 亿元，资本实力进一步增强。未来随着门店扩张计划持续开展，公司规模优势将进一步体现，综合竞争实力有望增强。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 步步高 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司超市、百货门店数量持续扩张，区域地位及品牌优势明显。
2. 步步高股份于 2015 年完成非公开发行并收购南城百货，公司业务规模迅速扩大；2016 年非公开发行募集资金 12.28 亿元，公司资本实力进一步增强。
3. 跟踪期内，公司现金类资产对“16 步步高 CP001”的覆盖程度好。

关注

1. 中国零售业竞争激烈，整体利润水平不高，

受宏观经济、政策及电商消费分流影响，零售行业增速显著放缓。

2. 公司百货板块盈利能力偏弱，期间费用水平的快速上升对利润形成影响，整体盈利水平下降。
3. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，城市综合体投资规模较大，公司资金压力大。
4. 跟踪期内，公司有息债务大幅增长，整体债务负担重，短期偿债压力大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与步步高投资集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、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。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由步步高投资集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 步步高 CP001”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

步步高投资集团股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于步步高投资集团股份有限公司主体长期信用及“16 步步高 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”或“步步高集团”）前身为“湘潭开源货运有限责任公司”，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，于 2003 年 2 月 20 日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本 50 万元。2003 年公司更名为“湘潭步步高投资集团有限公司”，2007 年 7 月 31 日（基准日）整体变更为股份有限公司，后于 2007 年 8 月 30 日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得企业法人营业执照（注册号：430300000003121），注册资本 11767 万元。2009 年公司更为现名。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 11767.00 万元，控股股东自然人王填持股 8232.40 万元，占比 69.96%；其他股东合计持股 3534.60 万元，占比 30.04%，王填为公司实际控制人；公司法人代表为张海霞，与实际控制人王填为夫妻关系。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）主营超市、百货、家电等商品的销售，成立于 2003 年 12 月 11 日。经中国证券监督管理委员会（“证监许可【2008】733 号”批复）和深圳证券交易所（“深证上【2008】84 号”通知）同意，步步高股份向社会公开发行 3500 万股，共计募集资金 91280 万元，并于 2008 年 6 月 19 日在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票代码：002251.SZ）。2015 年 1 月步步高股份完成非公开发行股份，发行数量为 11105.27 万股。截至 2016 年 9 月底，步步高股份股本 77898.55 万元，公司持股 38.84%，处于相对控股地位。王填为步步高股份的法定代表人和实际控制人。

公司属零售批发行业。经营范围：投资商业；普通货物运输（不含危险及监控化学品）；物业管理；仓储保管；商品配送；农副产品加工；政策允许经营的进出口业务（以上涉及许可经营项目的凭许可证经营）。公司本部下设集团办公室、集团财务部、集团人力资源部等独立职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 214.11 亿元，所有者权益 54.55 亿元（含少数股东权益 31.20 亿元）。2015 年实现营业总收入 160.68 亿元，利润总额 2.42 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 217.71 亿元，所有者权益 54.49 亿元（含少数股东权益 31.69 亿元）。2016 年 1～9 月，实现营业总收入 118.42 亿元，利润总额 1.69 亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区芙蓉大道 168 号；法定代表人：张海霞。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。

中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，中国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，中国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，中国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，中国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，中国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，中国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，中国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度中国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度中国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，中国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措

施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

根据《2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年，全年社会消费品零售总额300931亿元，比上年增长10.7%，增速较上年放缓1.3个百分点；扣除价格因素，实际增长10.6%，增速较上年放缓0.3个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额258999亿元，同比名义增长10.5%，增速较上年放缓1.3个百分点；乡村消费品零售额41932亿元，增长11.8%，增速较上年放缓1.1个百分点。扣除价格因素，城镇消费品零售额实际增长8.9%，增速较上年回落1.8个百分点；乡村消费品零售额实际增长10.4%，增速较上年回落1.4个百分点。2015年，城镇消费品零售额占社会消费品零售总额比重为86.1%，较上年略降0.2个百分点。按消费类型统计，商品零售额268621亿元，增长10.6%；餐饮收入32310亿元，比上年增长11.7%，增速较上年提高2.0个百分点，自2013年餐饮市场增速陷入低谷后，连续第二年增速有所回升。其中，限上单位餐饮收入增速回升幅度较大，同比增长7%，增速较上年提高4.8个百分点，餐饮业市场明显回暖。限额以上单位商品零售额同比增长7.9%，增速较上年放缓1.9个百分点，在国家统计局统计的限额以上单位的13类商品中（粮油、食品和饮料、烟酒合并计算），零售额增速比上年加快的有7类，较上年大幅提高6类。其中，粮油食品、饮料烟酒类商品零售额同比增长14.6%，增速较2014年加快3.5个百分点；金银珠宝增速为7.3%，加快7.3个百分点；日用品增长12.3%，加快0.7个百分点；家用电器和音像器材增长11.4%，加快2.3个百分点；文化办公用品增长15.2%，加快3.6个百分点；家具增长16.1%，加快2.2个百分点；建筑及装潢材料类增长18.7%，加快4.8个百分点。

2016年1～9月份，社会消费品零售总额238482亿元，同比增长10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额108344亿元，增长7.8%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额204940亿元，同比增长10.3%；乡村消费品零售额33542亿元，增长10.9%。按消费类型分，餐饮收入25614亿元，同比增长11.0%；商品零售212868亿元，增长10.3%。在商品零售中，限额以上单位商品零售101785亿元，同比增长7.9%。2016年1-9月份，全国网上零售额34651亿元，同比增长26.1%。其中，实物商品网上零售额27950亿元，增长25.1%，占社会消费品零售总额的比重为11.7%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长29.2%、16.3%和28.3%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.1%，增速相比上年回落了0.5个百分点，也是自2012年以来增速连续第四年下降。100家企业中，零售额同比下降的达到64家，其中降幅在10%以上的（包括10%）的23家，增长10%以上的（包括10%）9家。从各品类情况来看：粮油食品类零售额同比增长3.0%，增速相比上年放缓了0.3个百分点；其中，家禽类、奶及奶制品和冷冻食品类销售情况较好，分别实现同比增长3.2%、4.0%和3.0%，成为拉动食品市场增长的主要因素，但均不及上年增速水平。服装类商品零售额同比下降0.3%，增速相

比上年回落了1.3个百分点。其中童装类增长最快，增速为1.5%，男装和女装类则分别同比下降1.2%和0.9%；各类服装零售量累计增长6.4%，增速相比上年加快了6.7个百分点；全年服装量增额降，2015年服装打折、降价促销现象突出，服装成交均价明显降低。家用电器类零售额同比下降3.8%，降幅相比上年加大了2.2个百分点。金银珠宝类零售额同比下降3.5%，降幅相比上年大幅收窄了8.1个百分点。化妆品类零售额同比增长1.8%，增速相比上年加快了1.2个百分点。日用品类零售额同比下降0.9%，增速相比上年回落了4.6个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年前三季度，全国百家重点大型零售企业零售额累计同比下降2.0%，增速低于上年同期2.4个百分点，但相比今年上半年，降幅收窄了1.2个百分点。从前三季度主要品类商品销售情况来看，粮油食品类零售额累计下降1.3%，增速低于上年同期5.6个百分点，服装类零售额累计下降1.8%，低于上年同期3.1个百分点，金银珠宝类累计大幅下降13.6%，降幅相比上年同期加大了9.2个百分点，家用电器类零售额累计增长1.5%，增速相比上年同期显著提高7.6个百分点，化妆品零售额累计增长0.7%，日用品零售额同比下降0.9%，增速均不及上年同期。

中国连锁经营协会（CCFA）2016年5月3日发布“2015中国连锁百强”及相关榜单，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年连锁零售行业销售增幅下降，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，是百强统计以来增长水平最低的一年。近几年来，百强销售增幅持续下降，2010-2015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。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%。

2015年，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。

面对经济增长放缓，竞争加剧，成本上涨等一系列不利因素，以百强为代表的零售企业积极拥抱互联网，回归零售根本，在门店优化、商品采购、供应链管理、全渠道营销等方面积极探索，服务质量和竞争能力得到一定程度的提高。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%-30%的企业占11%，低于10%的企业占31%。企业研发投入比上一年增长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、Apple Pay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%。

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

2．区域经济概况

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》，全省地区生产总值29047.2亿元，比上年增长8.6%。其中,第三产业增加值12760.2亿元，增长11.2%。按常住人口计算，人均地区生产总值42968元，增长7.9%。

城乡居民收入保持较好增势，全省全体居民人均可支配收入19317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16654元。城镇居民人均可支配收入28838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27216元。农村居民人均可支配收入10993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10032元。

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年全省社会消费品零售总额12024.0亿元，比上年增长12.1%。分经营地看，城镇10883.8亿元，增长12.1%；乡村1140.1亿元，增长12.2%。分区域看，长株潭地区5050.9亿元，增长12.1%；湘南地区2346.5亿元，增长12.2%；大湘西地区2086.5亿元，增长11.7%；洞庭湖地区2540.1亿元，增长12.4%。限额以上法人批发和零售业商品零售额4506.5亿元，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%，通讯器材类增长20.8%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长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%。

湖南省因其巨大的市场发展潜力吸引了众多国内外零售企业的进驻，公司在该区域内主要竞争对手主要分为两类，一类为高鑫零售、沃尔玛、家乐福等超市类外资零售企业，整体规模较大，业务分布全国，但在湖南市场上相对公司进入较晚，在中小城市开设门店较少；另一类为区域内连锁零售企业如友阿股份、通程控股、新一佳、家润多等，业态包括各类百货和连锁超市。

总体来看，作为中西部经济发展最活跃的省区之一，湖南省经济规模较大，增长速度快，居民消费能力强，为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的竞争压力。

五、基础素质分析

1．股权状况

截至 2016 年 9 月底，公司股东为 103 名自然人以及联志投资有限公司，王填持股 69.96%，其他股东合计持股 30.04%；王填为公司实际控制人。

2．企业规模

公司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，湖南省内市场占有率排名第一，形成了区域性规模优势。2015 年 1 月，步步高股份完成非公开发行股份购买广西南城百货股份有限公司（以下简称“南城百货”，持股比例 100%）；南城百货为广西地区连锁商品零售业的龙头企业，其业态及经营模式与公司类同，公司在广西的业务规模得以迅速扩大。截至 2016 年 9 月底，公司在湖南、江西、广西、重庆和四川共拥有大卖场、综合超市和电器门店 232 家，包括大卖场 174 家、综合超市 35 家、家电店 23 家，净运营面积为 85.36 万平方米。2015 年 11 月，公司荣登 2015 年中国民营企业 500 强第 158 位。2016 年 5 月，获评中国连锁经营协会发布的“2015 年中国连锁百强”18 位，“2015 年中国快速消费品连锁百强”榜单第 7 位。

公司百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。近年来，公司依托于主营业务发展，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。2015 年，随着公司南城百货收购的完成，公司在广西境内百货门店数量大幅增加，截至 2016 年 9 月底，公司拥有百货门店 44 家，其中湖南省 26 家、江西省 4 家、广西省 13 家，重庆 1 家，湖南省市场占有率位列第二。

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，截至 2016 年 9 月底，公司物流中心自有仓储面积 16.81 万平方米，另有租赁省级及市级分仓 1.53 万平方米。2016 年 1-9 月物流中心月均吞吐量 5.96 万吨，储存货物金额 1.85 亿元，2016 年 1～9 月配送商品金额达 40.91 亿元。

总体看，公司零售主业突出，随着南城百货收购的完成，超市与百货业务进一步拓展门店、发挥规模优势，物流中心仓储和吞吐能力不断增强，能够满足采购和销售需要并提供有效支持，具备一定的区域竞争优势。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、管理结构及管理层等方面无变化。

七、重大事项

1．步步高股份非公开发行

2015年6月1日，步步高股份召开第四届董事会第十三次会议，审议通过了关于步步高股份2015年非公开发行股票的相关事项。结合国内证券市场的变化情况，步步高股份对本次发行方案进行调整，分别于2015年12月23日、2016年1月12日召开第四届董事会第十八次会议、2016年第一次临时股东大会，对本次发行相关议案予以重新审议。

2016年11月，步步高股份完成本次非公开发行股票的发行，共向步步高集团、金鹰基金管理有限公司和新沃基金管理有限公司发行股份84918477股，每股发行价格为14.72元，募集资金总额12.50亿元，扣除承销保荐费用和其他发行费用，实际募集资金净额为人民币12.28亿元，本次募投资金净额少于非公开发行股票预案（修订稿）所计划的25.00亿元，公司根据实际募集资金数额对项目资金投入顺序和金额进行调整，调整后募集资金拟投入连锁门店发展项目4.28亿元，拟偿还银行贷款的8亿元。本次发行实际募集资金与募投项目资金需要量的差额部分，公司将以自有资金或其他融资方式补足。

本次非公开发行股票发行前，公司直接持有步步高股份38.84%的股权，为其控股股东，本次非公开发行完成后，公司直接持有步步高

股份36.99%的股权，公司仍为步步高股份的控股股东，王填先生仍为步步高股份实际控制人。

2．战略投资重庆百货

2016年10月14日，步步高股份发布《步步高商业连锁股份有限公司关于参与重庆百货定向增发的公告》，步步高股份拟使用自筹资金15.88亿元（包括但不限于自有资金、银行借款等）参与认购重庆百货大楼股份有限公司（以下简称“重庆百货”，股票代码600729）非公开定向增发普通股66700000股，投资完成后，公司将持有重庆百货10.91%的股份，成为其第三大股东。

重庆百货是重庆市国资委下属的大型区域性商业零售连锁企业，主要以百货、超市、电器三大业态为主业，旗下拥有重百、新世纪百货、商社电器三大著名商业品牌，截至2015年底，重庆百货开设各类商场、门店238个，经营网点已布局重庆35个区县和四川、贵州、湖北等地。截至2015年底，重庆百货资产总额120.60亿元，权益总额48.38亿元，2015年实现收入300.79亿元，利润总额4.38亿元。从分红情况来看，重庆百货1997～2015年连续分红，近三年现金分红分别为2.64亿元、1.48亿元和1.14亿元。本次战略投资若完成，公司拟发挥自身优势，整合资源支持和提升重庆百货运营管理、供应链整合和衍生以及物流建设等方面的发展。

联合资信认为，重庆百货作为西南地区区域性商业零售企业，与公司业务结构相似，具有一定协同效应，有利于公司掌握当地消费习惯，为日后拓宽西南地区网络布局提供良好基础。同时，近年来重庆百货收入规模、盈利能力保持稳定，且连续多年分红，未来有望提升公司投资收益。联合资信也关注到，公司投资规模较大，资产负债率较高，本次交易将进一步推升公司资金压力。此次交易的最终实现和完成尚需重庆百货股东大会审议通过及中国证监会核准，尚具一定不确定性。

八、经营分析

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业之一，主营业务横跨连锁超市和百货两大业态，并以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2015 年，公司主营业务收入 148.39 亿元，同比增长 25.94%，主要系南城百货自 2 月起并表所致。

从收入构成来看，超市板块始终为公司收入的首要构成部分，百货其次，二者收入逐年增长，合计收入占比维持在 85%以上；由于南城百货主营业务与公司原主业结构相似，因此 2015 年并表后并未对公司业务结构带来显著变化。公司家电业务量较小，收入占比随着超市和百货业务的快速增长而持续下降，2015 年降至 6.94%。公司批发业务依托超市业态进行，规模不大且逐年缩小。除上述业务外，公司另有其他业务包括物业销售及物流广告收入，2014、2015 年物业销售分别实现收入 5.08 亿元和 6.15 亿元，2015 年其他业务收入占主营业务收入的 4.99%。

从盈利情况来看，2015 年在超市和家电业务的带动下，公司主营业务综合毛利率有所回升，百货业务毛利率受南城百货并表影响略有下降。其他业务毛利率迅速升至 41.10%，系销售了部分拟自持的商铺所致。

2016 年 1～9 月，公司实现主营业务收入 108.84 亿元，占 2015 年全年的 73.35%，同比持平；毛利率 15.98%，同比小幅增长 0.52 个百分点，各主业收入构成变化不大；其他业务收入 3.28 亿元，其中职工住宅及物业销售收入 2.32 亿元，其余为广告及物流收入，毛利率为 21.81%。

表 1　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
超市	61.03	67.55	89.99	69.58	58.18	57.32	60.64	63.93	18.04	16.22	16.27	16.44
百货	33.02	33.74	39.40	27.39	31.48	28.63	26.55	25.16	15.66	16.40	15.62	15.60
家电	9.10	9.00	10.30	7.89	8.68	7.64	6.94	7.25	11.61	12.24	12.33	11.70
批发	1.74	1.53	1.31	0.70	1.66	1.30	0.88	0.64	5.60	8.55	4.02	5.52
其它	--	6.01	7.40	3.28	--	5.10	4.99	3.01	--	9.42	41.10	21.81
合计	**104.89**	**117.83**	**148.39**	**108.84**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**16.53**	**15.52**	**16.96**	**15.98**

资料来源：公司提供

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

1．超市及家电板块

经营模式

公司自设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，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，公司超市及家电门店由170家增至217家，其中2015年由于收购南城百货，2015年超市门店迅速增加47家，但也根据市场情况以及消费者消费习惯，关闭了江西鹰潭、成都新都和成都都江堰等9家门店。2016年以来，公司调整战略加大门店铺设力度，湖南、江西以及四川区域分别新增大卖场10家、7家以及1家。由于合同到期或附近新开大卖场的原因，公司关闭3家综合超市。对于关闭门店，公司一般采取将闭店的库存商品调拨至其他门店，资产在新开门店进行利旧以及人员安排至其他门店的方式减少损失。截至2016年9月底，公司共拥有超市及家电门店232家，包括大卖场174家、综合超市35家、家电店23家，净运营面积为85.36万平方米。

表2　公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 9 月		
		大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	92	37	22	95	37	25	94	38	22	104	35	22
	江西	14	1	--	15	--	--	14	--	--	21	--	--
	重庆	2	--	--	3	--	--	6	--	--	6	--	--
	广西	1	--	--	1	--	--	39	--	1	39	--	1
	四川	1	--	--	5	--	--	3	--	--	4	--	--
	合计	**110**	**38**	**22**	**119**	**37**	**25**	**156**	**38**	**23**	**174**	**35**	**23**
净营运面积		426962	56705	51000	526442	66360	60465	667477	68568	64711	722244	64169	67164
月均客流量				1115			1150			1136			1123

资料来源：公司提供

注：表中家电店仅为独立经营管理门店，不包括超市连带经营门店。

配合超市店面扩张，公司积极拓展家电销售业务，并以“E-Mart”作为家电销售连锁品牌，对超市业态进行补充，目前仅次于通程、苏宁，以第三位的市场占有率扎根湖南市场。截至2016年9月底，公司共有家电店95家，净营运面积13.54万平方米，其中23家为独立经营管理门店、72家为超市连带经营门店；2015年超市连带经营门店大幅增加，主要系南城百货合并带入所致，但南城百货并入的超市连带经营门店面积较小，因而门店数量大幅增加的同时经营

面积增加较小，目前家电板块门店区域分布主要在湖南省和广西内。近三年公司家电业务收入波动增长，2015年全年实现收入10.30亿元，同比增长主要由于南城百货并表所致，毛利率提升为12.33%，同比基本持平。

表3 公司家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2013年底	2014年底	2015年底	2016年9月底
独立经营门店数量	22	25	23	23
超市连带经营门店数量	35	37	72	72
净营运面积	86566	100670	133256	135422

资料来源：公司提供

注：2015年底及2016年9月底净运营面积不等主要系超市连带经营门店面积调整的原因。

2015年起，公司便利店品牌“汇米巴”开始以加盟方式吸收社会门店，主要分布在湖南省的长沙、株洲、湘潭等市，截至2016年9月底已加盟门店8655家。“汇米巴”以专业的便利店综合服务平台作为定位，经营品类涉及日化、粮油、蔬菜、水果、面包面点等早餐食品，并提供水费、电费等代收，免费送货等诸多便民的功能性服务。目前“汇米巴”以加盟模式为主，加盟店可根据需要从公司采购商品，战略核心是将其作为公司物流网络和线上平台的终端环节为消费者提供服务。

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。2015年，公司超市门店中租约到期的门店有2家，合计净营运面积2.20万平方米。由于公司成功谈判降租，新租约平均租金下降3.94%。但从整体来看，近三年公司店面租金及物业管理费用呈现快速增长态势，未来仍旧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。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%，集中度很低。

表4 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	占超市总采购额比重
宝洁（中国）营销有限公司	22687.12	3.18
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	12192.58	1.71
湖南人可食品股份有限公司	8057.48	1.13
广州立白企业集团有限公司	7422.93	1.04
金红叶纸业集团有限公司长沙分公司	7258.72	1.02
合 计	**57618.83**	**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，三种方式，2015年采购额分别占总采购额的64.60%、26.80%和8.60%，同比变动不大。为提升物流配送能力以对超市业务发展提供有力支持，公司不断扩充仓储规模、提高物流能力。截至2016年9月底，公司物流中心共自有仓储面积16.81万平方米，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2.63万平方米，常温库6.9万平方米、家电库1.41

万平方米、电商库 0.41 万平方米、B2B 仓库 2.02 万平方米、食堂公寓 0.7 万平方米。2016 年 1-9 月物流中心月均吞吐量 5.96 万吨，储存货物金额 1.85 亿元，2016 年 1-9 月配送商品金额达 40.91 亿元。同时，公司另有租赁省级及市级分仓 1.53 万平方米，与湘潭物流中心共同辐射湖南省 14 个州市及江西省、广西、四川和重庆各城市。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。此外建立公司了 EDI 数据中心，实施供应商数据共享，在稳定超市板块盈利水平方面发挥了重要作用。

目前公司自有物流车辆 75 台，投资成本约为 1445.28 万元，另与多家第三方物流公司合作解决超额物流需求。在超市配送频率方面，一般大型门店为一天一次，偏远门店至少两天配送一次。目前公司仍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。

未来三年内，公司将购建保税仓，区域分仓，新增常温仓、生鲜仓以及市级分仓，将分布在湖南、广西、江西、四川 4 省的地级市。物流平台建成后能够有效降低物流配送成本，为云猴网提供有竞争力的物流服务。

分布及销售

从分布区域来看，公司超市门店原主要集中在湖南省和江西省的二、三线城市，2014 年以来公司正式进入重庆、四川和广西，新开门店均为大卖场模式，以迅速打开当地市场、树立品牌知名度；2015 年随着南城百货的合并，广西省内的超市门店数量大幅增加；2016 年以来，公司调整战略，并购本土零售连锁“心连心集团”旗下 8 家门店的经营性资产及经营权，其中江西萍乡 5 家，湘潭 3 家，同时新开门店 2 家，门店数量进一步增加。截至 2016 年 9 月底，湖南省门店 161 家，江西省门店 21 家，广西省门店 40 家，重庆市门店 6 家，四川门店 4 家。目前公司超市门店的数量和营业额在湖南省已经取得领先优势。

公司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，由步步高股份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。目前公司是湖南省和广西省最大的连锁超市企业，在江西居第二位。未来，公司将继续坚持密集开店的发展策略，为公司未来开拓周边市场奠定良好的基础。

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 2016 年 9 月底，超市拥有活跃会员 521.30 万名，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制，小时工作为临时编制持证上岗，减少用工成本。近三年公司超市及家电门店数量年均复合增长 12.98%，员工人数年均复合增长 12.58%，员工劳效波动下降，人力成本率逐年增长，主要由于 2014 年以来公司进驻的四川、成都和广西地区离湘潭总部较远，2015 年收购南城百货，前期市场占有率和人力资源共享度不高，协同连锁管理效应暂未发挥；且近三年公司每年均有 10%的调薪福利，致使人力成本率呈现上升趋势。2016 年，随着公司

新开门店的增加，公司员工数量有所增加，截至 2016 年 9 月底，公司超市及家电员工数量增加至 1.16 万人，员工劳效略有下降。

表 5　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	2016 年 1~9 月
门店数量	170	181	217	232
员工数量	0.86	1.04	1.09	1.16
员工劳效	81.54	74.52	79.68	77.47
人力成本率	4.34	5.19	5.19	5.41

资料来源：公司提供

注：员工劳效=超市及家电主营业务收入/员工数量

人力成本率=人力成本/超市及家电主营业务收入

总体来看，目前公司是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，2015 年公司完成了对南城百货的股权收购，完善了网络布局，并为公司收入和利润带来新的增长点。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，南城百货在广西省处于零售行业龙头地位，为公司进一步的业务增长奠定了良好基础。

2．百货板块

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，2015年百货板块实现收入39.40亿元，同比增长16.78%，主要因合并南城百货所致；毛利率15.62%，同比下降0.78个百分点。截至2016年9月底，公司拥有百货门店44家；其中南城百货并表使广西省门店数新增12家。从分布区域看，湖南省26家、江西省4家、广西省13家，重庆1家，湖南省市场占有率位列第二。由于公司百货业务主要经营区域为二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业水平偏低。

表 6　2016 年 9 月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2009.12	自有
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	合川	2015.01	自有
	郴州	2016.01	自有
	梅溪湖	2016.06	自有
流行百货店	基建营	2004.1	自有为主，部分租赁
	邵阳	2003.01	租赁
	娄底	2005.09	自有
	娄底（新化）	2013.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.1	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	抚州	2008.01	租赁
	东都	2008.05	租赁
	郴州	2008.09	租赁
	开元	2008.11	租赁
	新余	2009.05	租赁
	武冈	2010.1	自有
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳二店	2012.09	租赁
	湘潭县	2014.09	租赁
	鄱阳	2016.01	租赁
	南宁	2012.09	租赁
	南宁	2002.01	租赁
	桂林	2005.09	自有为主，部分租赁
	柳州	2006.08	租赁
	南宁	2005.01	租赁
	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
	湘潭多伦	2016.09	自有

资料来源：公司提供

公司百货业务主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。2016 年以来，公司新增郴州步步高广场、鄱阳百货店和梅溪湖步步高广场店，同时因战略调整关闭衡阳百货店。截至 2016 年 9 月底，公司步步高广场及流行百货店分别为 11 家和 29 家，流行百货店数量占公司百货业态的 65.91%。

梅溪湖购物广场位于湖南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[1]，投资总额约 32 亿元，是一个集商业、旅游、文化、娱乐为一体的超

[1]其中购物中心 17.3 万平方米、室外步行街 8.8 万平方米、酒店 3.09 万平方米、服务式公寓 8.67 万平方米、写字楼 1.68 万平方米、主题公园 0.40 万平方米，剩余为停车场。

级 MALL，集成了购物中心、飞行馆、游乐场、梅溪书院、酒店等多个不同形式的综合体，是国内首家商旅文化概念城市综合体，主要以联营方式经营，辅以商铺出租模式。梅溪湖项目拥有3.9万平方米配套公寓对外销售，截至2016年9月底，已全部对外销售。自梅溪湖项目开业以来，经营状况良好，截至目前，拥有商铺数量逾400家，其中90%左右门店已正常经营，预计2020年可以实现盈利。考虑到项目前期投资规模较大，联合资信将对该项目未来经营状况对公司信用水平带来的影响保持关注。

生活广场以“生活”作为整个卖场设计和商品组合的灵魂，集商业、百货、超市、餐饮娱乐为一体，以满足日常生活所需作为立足点，兼顾都市消费的新趋势、新动向；截至2016年9月底，已有4家生活广场投入运营，其中湘潭多伦生活广场于2016年9月开业。

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。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9月底，公司各百货店共拥有会员174.45万名，2016年9月底会员消费总额为23.08亿元，占百货业务消费总额的67.92%。

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。2015年公司百货板块前5大供应商采购额共计6.06亿元，占百货业务总采购额的比重为12.43%，集中度低。

表7　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	13438.81	2.76
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	12497.86	2.57
深圳市福瑞贸易有限公司	12223.38	2.51
绫致时装销售（天津）有限公司	12387.10	2.54
百丽鞋业（长沙）有限公司	10012.29	2.06
合　计	**60559.44**	**12.43**

资料来源：公司提供

从净营运面积来看，2015年以前，公司百货店主要为租赁取得，主要是早期开始经营的门店和南城百货并入的流行百货店，而步步高广场和生活广场则多为自有。2016年以来，随着梅溪湖购物广场等自有物业的开业，公司自有物业面积大幅增加，截至2016年9月底，公司百货店面自有面积为70.50万平方米，自有占比63.95%。公司全资子公司步步高置业有限责任公司（以下简称“步步高置业”）具有房地产开发二级资质，负责商业物业的开发，并对公司自有物业进行管理。

公司百货店面租赁期为15至20年，且多为2020年～2030年到期。2013～2015年，公司百货业态平均租金不断增长，为应对租金成本压

力的上升，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。

表 8 公司百货门店物业和经营情况

（单位：万平方米、万人、元/人、元/平方米/月）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
租赁面积	24.95	30.90	33.38	39.75
自有面积	19.91	19.91	30.47	70.50
月均客流量	80.41	76.66	73.17	69.99
坪效	9045.35	10281.34	9219.43	6820.37
平均租金	27.80	29.37	30.07	31.53

资料来源：公司提供

注：表中“面积”均为净营运面积

坪效=百货板块主营业务收入/净营运面积

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

3. 电商平台

公司电商平台（即“云猴网”）于2014年12月26日正式上线，目前由云猴超市、云猴生鲜及云猴全球购[2]三大板块构成，其中自营业务收入占比75%，其余为代理模式，通过收取服务费用赚取收入。目前云猴网商品品类涵盖母婴用品、保健食品及美妆个护产品，未来将拓展到流行服饰、潮流数码，以及全球顶尖奢侈品等。截至2016年9月底，云猴网已签约联盟商户8655家。

云猴全球购作为湖南第一家跨境电商，自营进口主要采用通过在保税区或者海外租赁仓库，采用保税区发货和海外直邮两种物流模式，通过集中仓储配送降低单个商品物流成本，依托第三方物流将商品从保税区或海外直接发送至用户手中。截至目前，公司已在美国、德国、澳洲、日本、韩国和香港设立了6家海外分公司，负责自营进口商品的采购。

公司目前拟搭建全渠道、全业态以及全品类的云猴大平台，由公司旗下五大独立的平台组成，包括电商平台（交易平台、服务类平台）、大物流平台（庞大的储存仓库、开放的城市配送干线、公交化配送网络）、大便利平台（本地及社区商户联盟）、大会员平台（积分联盟、高币兑换、数据捕捉、分析和精准营销）和大支付平台。截至2016年9月底，公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2018年将获得牌照。

云猴大平台总投资额约13.15亿元，其中4.09亿元用于物流配送体系建设，3.24亿元用于B2b2C综合服务平台建设，1.15亿元用于供应链建设，1.71亿元用于体验店建设，2.66亿元用于营销推广，0.30亿元用于铺底流动资金。截至2016年9月底，累计投资2.08亿元。

4. 其他业务

主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司还依托于超市业态开展批发业务，主要产品类别有食用油、杂粮、食品及酒类等，由于每年批发商品种类占比不同，毛利率在10%以内有所波动。

公司其他业务包括物流广告收入、商业地产开发业务以及与供应商展开的销售和促销服务。其中商业地产开发由步步高置业经营，服务于整体战略，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险，截至2016年9月底，公司拥有自建、自营主力百货广场17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，公司已完成自建商业物业均系自持，除步步高摩尔城项目以及梅溪湖项目有部分公寓和商铺销售，未来公司在商业地产建设方面计划采取合作方式，以降低成本投入。2014~2015年，物业销售分别实现收入5.08亿元和6.15亿元，2016年1~9月，物业销售实现收入2.32亿元。

此外，依托主营业务，公司积极与供应商开展销售和促销服务，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。这些业务依托主营业务开展，对应的边际成本支出很低，对公

[2] 云猴全球购于 2015 年 3 月 3 日正式上线。

司主业形成有益补充。2015年5月公司成立长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司（以下简称“小额贷款公司”），注册资本3亿元，小额贷款公司主要业务对象为公司的供应链客户，具体风控措施包括：客户因系公司的供应链客户，主要以其在公司的应收货款、应收工程款、应收租金或者存货质押，其次为客户房产及其他资产抵押以及客户关联公司(人)保证担保等。截至2016年9月底，小额贷款公司贷款余额33715.64万元，贷款损失准备余额429.46万元，截至2016年9月底，无逾期或不良情况发生。

5. 经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 152.01 次、3.08 次、0.89 次。公司经营效率较高，符合零售行业特性。

6. 未来发展

公司未来将把有机增长与高效协同作为发展策略，致力于成长为“中国领先的商业及服务业营运商”。目前公司有在建及拟建工程 8 项，全部为公司自建、自用的百货和超市物业，计划投资总额 105.03 亿元，截至 2016 年 9 月底，在建及拟建工程已投资 63.84 亿元。除此之外，部分项目拥有配套的商业地产和公寓，计入存货中的开发成本核算，截至 2016 年 9 月底，计入开发成本的配套物业及商铺为 19.79 亿元，已投资 11.77 亿元，未来投资建设方面计划采取合作方式，具体规划尚在商定中。总体看，未来三年，公司已确定在建及拟建工程尚需投资 41.19 亿元，考虑到云猴大平台等其他业务拓展计划，公司资金需求较大。

表 9 截至 2016 年 9 月底公司在建工程及未来投资计划（单位：万元、%）

项目名称	计划投资总额	已投资金额	计划投资金额			项目进展
			2016 年 9-12 月	2017 年	2018 年	
梅溪湖项目	320000	315381	1419	3200	0	已开业
步步高摩尔城项目	163000	55411	2249	42900	62440	预计 2018 年底完工
步步高郴州项目	45600	36443	9157	0	0	已开业
赣州项目	81011	55381	11771	9808	4051	预计 2018 年完工
泸州项目	98963	45239	10763	38013	4948	预计 2017 年完工
荷塘项目	60000	9410	8477	24000	18113	--
怀化项目	71129	34532	1188	19764	15645	预计 2018 年完工
新开门店项目	210600	86575	5874	58000	60151	--
合计	**1050303**	**638372**	**50898**	**195685**	**165348**	--

资料来源：公司提供

注：除梅溪湖项目，上表中其他项目投资金额均不包括计入存货的开发成本部分。

步步高摩尔城项目总建筑面积 19.68 万平方米；其中，超市、家电计划共占项目总建筑面积约 10%，百货计划约占项目总建筑面积的 50%，综合功能性出租项目计划约占项目总建筑面积的 40%。该项目总投资预计 16.30 亿元，截至 2016 年 9 月底已投入 5.54 亿元，预计在 2018 年全部完工，步步高摩尔城项目公寓部分主要对内部员工销售。

梅溪湖项目位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地 296.9 亩，总建筑面积约 60 万平方米，项目计划总投资 32.00 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 31.54 亿元，其中 7.69 亿元为土地款，已纳入无形资产核算。项目已于 2016 年 6 月开业，其中购物中心已部分转固，剩余部分待酒店整体完工清算后一并转入固定资产，因此目前仍有部分列入在建工程。截至 2016 年 9 月底梅溪湖项目配套公寓已全部对外销售。

公司计划在 2016 年内新开超市门店 30 家，前三季度已开业 23 家，10-12 月份拟计划开店 7 家，投资规模 0.59 亿元，未来两年新开门店项目计划分别投入 5.80 亿元和 6.02 亿元。公

司计划每年约有 2～3 家摩尔城项目为自建，其他新开门店以租赁为主，短期内公司在广西的市场开拓将主要依靠南城百货。

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

九、募集资金使用情况

2016年6月，公司发行9亿元短期融资券“16步步高CP001”，募集资金全部用于置换贷款，已按计划使用完毕。

十、财务分析

公司提供了2014、2015年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2016年前三季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2015年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司 10 家，通过非同一控制下企业合并增加子公司 2 家（包括南城百货），合并范围内减少子公司 2 家。截至 2016 年 9 月底，公司合并范围较 2015 年底无变化。整体看，合并范围变动对财务可比性有一定影响。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 214.11 亿元，所有者权益 54.55 亿元（含少数股东权益 31.20 亿元）。2015 年实现营业总收入 160.68 亿元，利润总额 2.42 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 217.71 亿元，所有者权益 54.49 亿元（含少数股东权益 31.69 亿元）。2016 年 1～9 月，实现营业总收入 118.42 亿元，利润总额 1.69 亿元。

1. 盈利能力

2013～2015 年，公司以超市百货为主的营业总收入快速增长，年均复合增长 18.78%；2015 年公司实现营业总收入 160.68 亿元，同比增长 25.48%，主要系新合并南城百货带动所致。近三年，公司营业成本增速（18.36%）略小于营业总收入增速。公司营业利润率小幅波动，2015 年为 21.67%。

从期间费用看，公司近年来期间费用占营业总收入的比重逐年小幅增长，2015 年为 20.64%，同比上升 2.30 个百分点。公司期间费用构成以销售费用为主，2015 年占期间费用的 82.19%，近年来公司在主业扩张的同时，水电、租金、人工以及广告促销费用等快速增长，加之南城百货的并表，公司销售费用同比增长 31.01%至 27.26 亿元；2013～2015 年，销售费用中租金费用分别为 3.29 亿元、4.30 亿元和 5.58 亿元，年均复合增长 30.28%。2015 年，公司财务费用 2.05 亿元，同比大幅增加 1.99 亿元，主要系由于公司加大融资规模导致利息支出迅速增加所致。总体看，公司租金费用不断上涨，期间费用占比高，对利润侵蚀大，控制能力有待加强。

近年来公司投资收益波动较大，2015 年实现投资收益 0.52 亿元，主要是可供出售金融资产中的基金投资收益。

2013～2015 年，公司营业外收入波动下降，分别为 0.58 亿元、0.37 亿元和 0.80 亿元，其中政府补助款分别为 0.31 亿元、0.28 亿元和 0.57 亿元；其余营业外收入主要包括处置固定资产损失、赔偿款、滞纳金等款项，2015 年为 0.22 亿元，规模不大。

2013～2015 年，公司利润总额、净利润逐年下降，年均复合下降率分别为 27.40%和 30.08%。近年来零售行业竞争日益剧烈，随着公司主业规模的扩张、南城百货的并表以及自有物业资金需求对债务规模的推升，公司期间费用持续上升，对利润侵蚀逐步增大。2015 年，公司实现利润总额和净利润分别为 2.42

亿元和 1.66 亿元，同比分别下降-18.45%和-23.43%。盈利指标方面，近三年公司总资本收益率[3]及净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为 3.48%和 5.49%；2015 年，受债务规模持续快速增长影响，公司总资本收益率及净资产收益率分别下降至 2.79%和 3.04%，公司盈利水平持续下滑。

2016 年 1～9 月，公司实现营业总收入 118.42 亿元，同比增长 0.31%；营业成本 92.80 亿元，同比增长 0.63%，变动幅度不大。同期，受公司借款规模增加的影响，公司财务费用为 1.52 亿元，同比大幅增长 134.66%。2016 年 1～9 月，公司实现利润总额 1.69 亿元、净利润 1.15 亿元，同比分别下降 17.57%和 23.36%，主要是由于近年来公司债务快速增长，债务负担加重，财务费用对公司利润侵蚀增大所致。

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

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013～2015 年，公司经营活动现金流入以销售商品提供劳务收到的现金为主，随公司经营规模扩张以及合并范围的增加逐年增长，年均复合增长 18.84%；经营活动现金流出以购买商品接受劳务支付的现金为主，辅以支付职工薪金、支付税费的现金，年均复合增长 20.64%。此外，公司支付销售费用、管理费用、往来款及票据保证金，以及收到政府补助款和利息收入等也对经营活动现金流产生了一定影响（计入“收到其他与经营活动有关的现金”及“支付其他与经营活动有关的现金”科目）。近三年公司经营活动现金流量净额分别为 4.96 亿元、2.22 亿元和 1.39 亿元，2015 年公司经营活动现金流量净额同比下降 37.44%，主要系近年来，公司各业态门店数量不同程度扩张带动经营支出快速增长，与此同时，商业物业自建亦增加了资金支出。从收入实现质量看，公司近三年现金收入比分别为 117.33%、113.54%和 117.98%，公司销售收入获现质量良好。

从投资活动来看，公司投资活动流入主要为处置固定资产、收回股权投资收到的现金；投资活动现金流出主要是公司扩大自有物业投入及城市综合体项目引起的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，辅以投资支付的现金（交易性金融资产、长期股权及合并子公司支付的投资）及支付其他与投资活动有关的现金。2015 年公司投资活动流入规模为 15.02 亿元，同比有所下降，其中收到其他与投资活动有关的现金为 12.40 亿元，主要包括收回理财产品和定期存款 8.78 亿元和收回委托贷款及利息收入 0.19 亿元；2015 年，投资活动现金流出为 41.81 亿元，同比小幅下降 2.97%，主要包括公司加快自有物业的建设形成的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 17.29 亿元，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）21.07 亿元；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。

筹资活动来看，2013～2015 年，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、取得借款、发行债券收到的现金。2015 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款及发行债券（6 亿元“15 步步高 CP001”、3 亿元“15 步步高 CP002”、7 亿元非公开定向债务融资工具“15 步步高 PPN001”、7 亿元的永续中票“15 步步高 MTN001 和 3 亿元融资租赁）收到的现金；筹资活动现金流出为偿还债务、分配股利、支付利息支付的现金。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 1～9 月，公司经营活动现金流入 146.86 亿元，公司当期经营活动现金流量净额

[3] 此处总资本收益率系对债务调整之后计算所得。

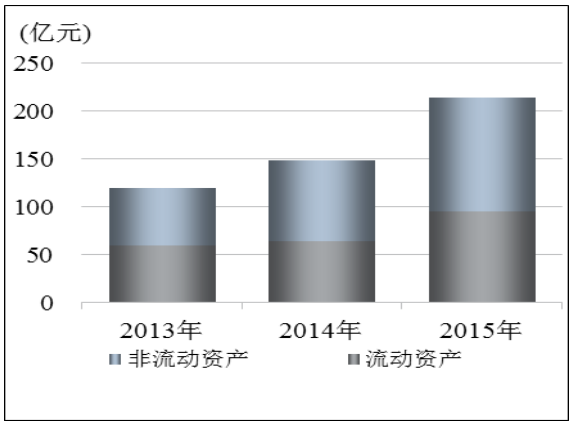
2.62 亿元；投资活动现金流量净额为-3.63 亿元，其中收到其他与投资活动相关的现金流主要是收回理财产品和定期存款及利息收入等；同期，筹资活动现金流量净额为-0.08 亿元。当期公司现金收入比为 122.20%。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量良好，符合零售行业特性。公司近年加快自有物业建设进度，在建工程及投资计划对资金要求较高，对外部资金存在一定程度的依赖，对外融资压力大。

3. 资本及债务结构

2013～2015 年，随着公司加大百货业态自有物业的投资以及南城百货的并表，公司资产规模快速扩张，年均复合增长 33.74%；截至 2015 年底，公司资产总额为 214.11 亿元，同比增长 44.20%，主要是源于南城百货并表以及公司自有物业的持续投资所致。近三年，公司以固定资产和在建工程为主的非流动资产占比波动增长，截至 2015 年底，公司非流动资产占比为 55.56%，流动资产占比为 44.44%。

图 1　2013～2015 年公司资产构成

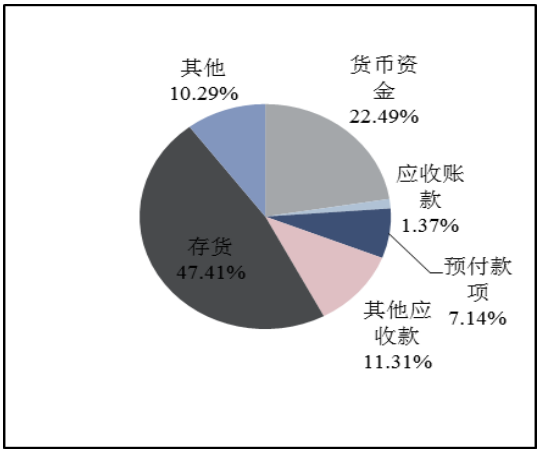


资料来源：公司审计报告

流动资产

2013～2015 年，随着经营规模持续扩张以及合并范围的变化，公司流动资产较快增长，年均复合增长 26.00%，其中货币资金与存货的增长较快；截至 2015 年底，公司流动资产为 95.16 亿元，构成主要以货币资金（占比 22.49%）、其他应收款（占比 11.31%）及存货（占比 47.41%）为主。

图 2　公司 2015 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013～2015 年，公司货币资金波动增长，三年分别为 14.40 亿元、11.60 亿元和 21.40 亿元，主要系 2014 年步步高股份非公开发行股票募投资金陆续投入使用，公司货币资金同比下降 19.41%；2015 年，随着公司借款规模以及发债规模的增加，公司货币资金同比大幅增长 84.42%，货币资金构成中，银行存款占 81.38%、库存现金占 2.43%、其他货币资金占 16.18%，公司其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金，截至 2015 年底，公司货币资金中使用受限部分占 15.90%。

2013～2015 年，公司预付账款逐年下降，年均复合下降 37.38%，公司预付账款主要由预付租金、预付工程款、新增门店租赁款、商业设备款和货款构成；截至 2015 年底，公司预付账款为 6.80 亿元，同比下降 28.68%，主要系部分转入在建工程及预付款退回所致。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 49.63%、1～2 年的占 11.20%、2～3 年的占 33.70%，其余账龄在 3 年以上，公司预付款项前五名合计占比为 26.21%，主要为预付工程款及预付租金等；公司当期预付款项未计提坏账准备。

表 10　2015 年底公司预付款项前五名明细

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	款项性质
广西地王投资集团柳州房地产开发有限公司	0.61	预付租金
株洲市湘江建设发展集团有限公司	0.51	预付工程款
衡阳市深国投商用置业有限公司	0.32	预付租金
姜驰鹏	0.25	预付租金
湘潭市国土资源局征地拆迁专户	0.10	预付拆迁资金
合 计	**1.78**	

资料来源：公司审计报告

2013～2015 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 89.47%，主要为租赁定押金和往来拆借款。截至 2015 年底，公司其他应收款为 10.76 亿元，同比大幅增加 6.83 亿元，主要系投资款及新店定押金增加所致。从账龄看，账面余额账龄在 1 年以内的占 80.57%、1～2 年的占 14.20%、2～3 年以上的占 1.47%，其余账龄在 3 年以上；前五名欠款单位金额占比为 3.76%；公司当期计提坏账准备 1.03 亿元，计提比例 8.73%。

表 11　2015 年底公司其他应收款金额前五名

（单位：亿元）

项目	账面余额	款项性质
广西广乐投资有限公司	3.04	往来款
中建五局第三建设有限公司	1.60	往来款
成都百伦投资有限公司	1.04	往来款
长沙市雨花区守城百货商行	0.58	往来款
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	0.53	往来款
合　计	**6.79**	--

资料来源：公司审计报告

2013～2015 年，公司存货以 47.66%的年均复合增速快速增长。公司存货构成主要包括库存商品以及部分计划用于出售的商铺及写字楼。截至 2015 年底，公司存货账面余额 45.15 亿元（开发成本 26.90 亿元，库存商品 17.89 亿元），同比增长 27.14%，主要来自梅溪湖项目、郴州项目、步步高摩尔城项目、赣州项目及泸州项目的增长；公司当期计提跌价准备 0.03 亿元，主要系对库存商品计提的跌价准备。截至 2015 年底，公司存货中开发成本明细如下。

表 12　2015 年底公司开发成本余额明细

工程名称	金额（万元）
梅溪湖项目	127333.70
步步高摩尔城项目	81289.28
郴州项目	48577.32
赣州项目	3266.59
泸州项目	8543.61
合　计	**269010.51**

资料来源：公司年报

2013～2015 年，公司其他流动资产波动较大，分别为 2.43 亿元、1.22 亿元和 8.27 亿元。截至 2015 年底，公司其他流动资产的主要组成明细为：待抵扣进项税额 1.20 亿元，购买理财产品 3.82 亿元，预缴税款 0.52 亿元，短期贷款 2.74 亿元等，短期贷款业务系子公司长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司开展的业务，贷款对象均为公司上游供应商及物业租赁方，以其在公司的应付货款和应付租金为担保，风险可控。

非流动资产

2013～2015 年，随着南城百货的合并以及公司自有物业的投入，公司非流动资产较快增长，年均复合增长 41.07%，高于总资产增速 7.34 个百分点。截至 2015 年底，公司非流动资产 118.95 亿元，以固定资产（占比 34.98%）、在建工程（占比 28.17%）、无形资产（占比 11.11%）及长期待摊费用（占比 9.85%）为主。

2013～2015 年，公司固定资产年均复合增长 21.37%；截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 55.04 亿元，同比增长 28.40%，主要是绿港·财富广场 A 区和建设路口项目由在建工程转入固定资产，以及合并南城百货带动所致。公司固定资产原值 55.04 亿元，其中房屋建筑物（主要为自有物业）占 74.22%、机器设备占 20.67%，信息设备占 2.36%，其余为运输设备

和其他办公设备；公司累计计提折旧 13.44 亿元。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 41.60 亿元。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，资产质量较好。

2013～2015 年，随着公司对自有物业投资的逐年增加，公司在建工程大幅增长，三年分别为 3.28 亿元、23.28 亿元和 33.51 亿元，年均复合增长率为 219.76%。公司在建工程主要包括计划用于自持的商铺及写字楼，截至 2015 年底，公司在建工程为 33.51 亿元，同比增长大幅 43.89%，主要系梅溪湖项目、步步高摩尔城项目、赣州项目和泸州项目当期新增建设所致；截至 2015 年底，在建工程主要包括梅溪湖项目 14.85 亿元、步步高摩尔城项目 4.54 亿元、郴州项目 3.14 亿元、赣州项目 4.90 亿元、怀化项目 3.03 亿元和泸州项目 2.14 亿元。

2013～2015 年，公司无形资产以 48.97%的年均复合增速快速增长，主要由自有物业的土地使用权构成。截至 2015 年底，公司无形资产增长至 13.22 亿元，同比增长 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合计 4.39 亿元。

2013～2015 年，公司长期待摊费用稳定增长，年均复合增长率为 8.00%。截至 2015 年底，公司长期待摊费用持续增长至 11.72 亿元，同比增长 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，公司商誉大幅增加至 8.50 亿元，主要为 2015 年 1 月，子公司步步高连锁股份有限公司以 15.76 亿元收购南城百货 100%的股权，形成 8.47 亿元商誉所致。

2013～2015 年，公司其他非流动资产规模波动明显。截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 7.00 亿元，主要为预付步步高摩尔城土地出让金及土地招拍挂保证金 3.71 亿元及各租赁物业新开门店和老门店更新改造的预付装修工程款 2.49 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产合计 217.71 亿元，较 2015 年底小幅增长 1.68%；其中公司流动资产占 34.66%，非流动资产占 65.34%，非流动资产比重进一步上升。其中，预付账款为 8.09 亿元，较 2015 年底增长 18.99%，主要原因是预付店铺租金和定金等的增加；存货为 31.83 亿元（其中开发成本为 19.79 亿元），较 2015 年底减少 29.45%，在建工程为 42.06 亿元，较 2015 年底增长 25.52%，主要系根据公司战略调整，将原规划销售的部分商铺及写字楼用于自持所致；固定资产为 50.11 亿元，较 2015 年底增长 20.45%，主要是由于梅溪湖项目及郴州步步高广场项目部分转固所致；其他科目较 2015 年底变动不大。

随着公司经营规模扩大以及南城百货的并表，公司资产规模实现较快增长，且随着自有物业开发速度加快，公司资产构成转变以非流动资产为主。流动资产中，以开发成本为主的存货规模大，营运资金受到一定程度的占用，资产流动性较弱。总体看，公司资产质量尚可。

4. 偿债能力

2013～2015 年，随着公司经营规模的扩张、合并范围的增加以及融资规模的扩大，公司流动资产实现较快增长，同时公司加大自有物业的建设力度，借款规模不断上升，流动负债逐年增长，致使公司流动和速动比率呈波动下降趋势，2013～2015 年平均值分别为 87.45%和 46.47 %；2015 年底公司流动比率和速动比率分别为 89.69%和 47.17%，同比分别上升 9.71 和 11.51 个百分点。公司经营现金流动负债比呈持续下降趋势，近三年平均值为 3.02%；2015 年经营现金流动负债比为 1.31%，同比减少 1.46 个百分点，主要由于经营活动产生的现金净额下降所致。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率和速动比率进一步下降至 73.04%和 42.23%。综合看，考虑到存货中商业地产开发成本占比大，公司短期偿债能力较弱，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标来看，2013～2015

年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 9.24 亿元、8.57 亿元和 11.77 亿元；近三年公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势，分别为 5.81 倍、3.41 倍、2.18 倍；随着调整后全部债务的不断增长，调整后全部债务/EBITDA 近三年呈持续上升趋势，分别为 4.87 倍、8.06 倍和 9.10 倍。总体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2016 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 9 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 138.93 亿元，其中未使用额度为 87.52 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高股份为上市公司（股票代码：002251.SZ），公司直接融资渠道畅通。

2015 年，公司经营活动现金流入和净额分别为“16 步步高 CP001”发行额度的 21.19 倍和 0.15 倍；截至 2016 年 9 月底，公司现金类资产为“16 步步高 CP001”发行额度的 2.23 倍。整体看，公司现金类资产对“16 步步高 CP001”的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（企业机构信用代码：G1043030400033710E），截至2016年11月14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。

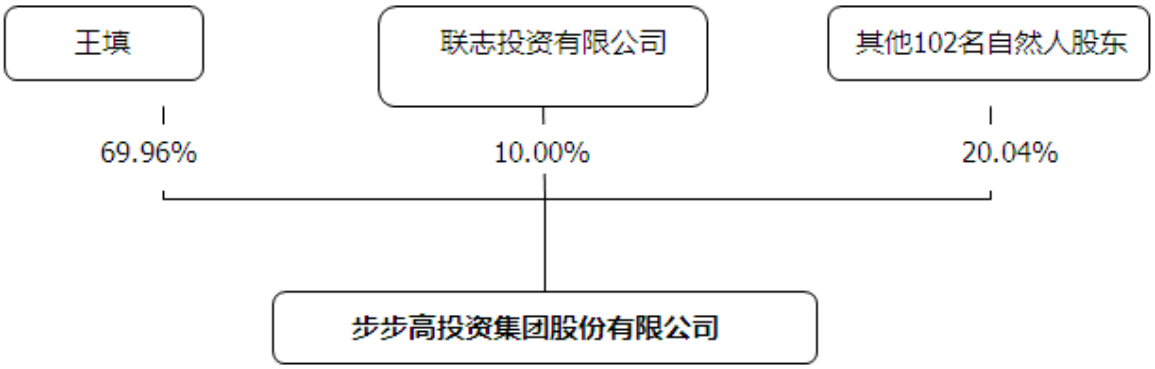
6. 抗风险能力

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

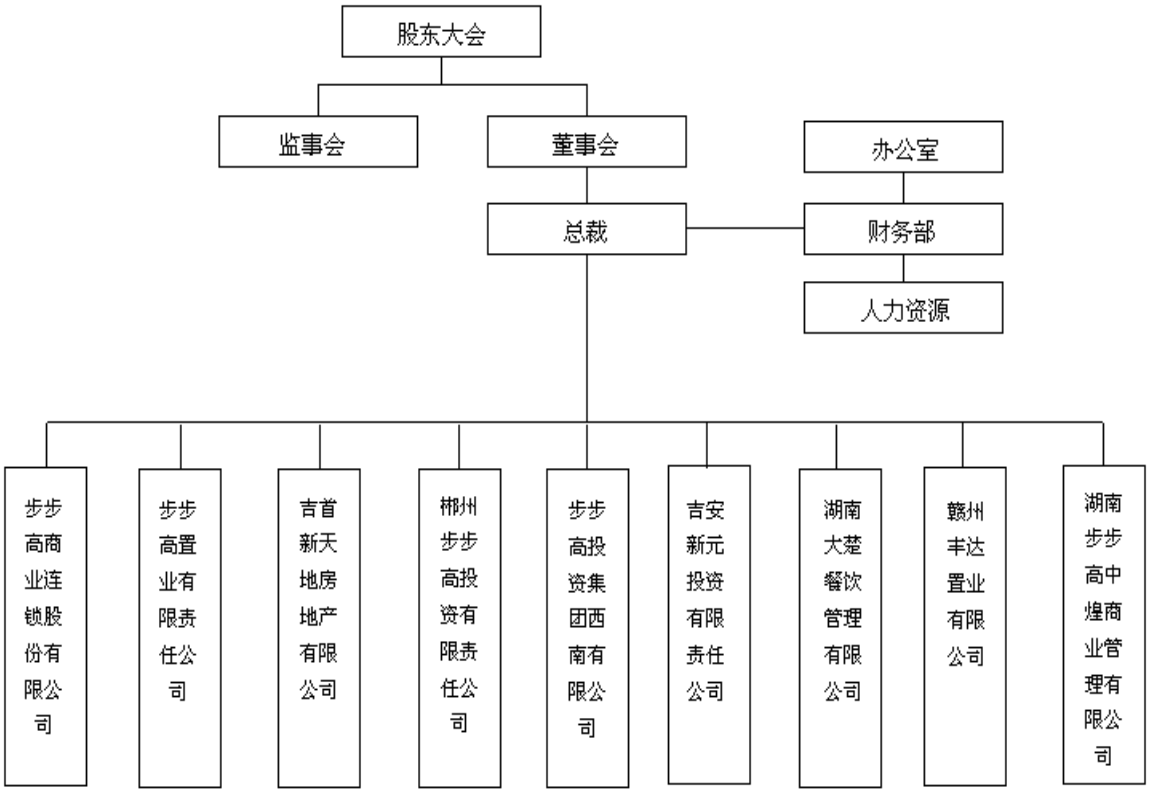
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 步步高 CP001”A-1 的信用等级。

附件 1　截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.67	12.90	22.72	20.06
资产总额(亿元)	119.71	148.48	214.11	217.71
所有者权益(亿元)	33.56	33.39	54.55	54.49
短期债务(亿元)	24.24	31.92	46.00	43.30
长期债务(亿元)	20.76	34.19	50.20	57.96
全部债务(亿元)	44.99	66.11	96.19	101.26
营业总收入(亿元)	113.89	128.05	160.68	118.42
利润总额(亿元)	4.59	2.97	2.42	1.69
EBITDA(亿元)	9.24	8.57	11.77	--
经营性净现金流(亿元)	4.96	2.22	1.39	2.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	162.47	172.85	152.01	--
存货周转次数(次)	5.30	3.56	3.08	--
总资产周转次数(次)	1.15	0.95	0.89	--
现金收入比(%)	117.33	113.54	117.98	122.20
营业利润率(%)	21.26	20.62	21.67	20.94
总资本收益率(%)	5.67	3.27	2.99	--
净资产收益率(%)	10.11	6.48	3.04	--
长期债务资本化比率(%)	38.22	50.59	47.92	51.54
全部债务资本化比率(%)	57.28	66.44	63.81	65.01
资产负债率(%)	71.97	77.51	74.52	74.97
流动比率(%)	93.04	79.98	89.69	73.04
速动比率(%)	60.93	35.66	47.17	42.23
经营现金流动负债比(%)	7.70	2.77	1.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	3.41	2.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.87	7.71	8.17	--

注：1.2016 年前三财务数据未经审计；

2. 2015 年底及 2016 年 9 月底所有者权益中包含 7 亿元永续中票，未计入全部债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息