

跟踪评级公告

联合[2015] 2500 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AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15步步高MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月十四日



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
15 步步高 MTN001	7 亿元	2015/10/19-2018/10/19	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 12 月 14 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	7.83	13.86	10.99	22.50
资产总额(亿元)	78.95	119.71	148.48	202.26
所有者权益(亿元)	19.73	33.56	33.39	47.40
长期债务(亿元)	1.37	20.76	34.19	53.46
全部债务(亿元)	28.54	44.99	69.11	103.52
营业收入(亿元)	100.07	113.89	128.05	118.05
利润总额(亿元)	3.87	4.59	2.97	2.05
EBITDA(亿元)	7.59	9.11	8.57	--
经营性净现金流(亿元)	9.49	4.96	2.22	3.09
营业利润率(%)	20.34	21.26	20.62	20.89
净资产收益率(%)	14.64	10.11	6.48	--
资产负债率(%)	75.01	71.97	77.51	76.56
全部债务资本化比率(%)	59.12	57.28	67.42	68.59
流动比率(%)	61.29	93.04	79.98	87.60
全部债务/EBITDA(倍)	3.76	4.94	8.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.23	5.38	3.41	--
经营现金流/负债比(%)	16.69	7.70	2.77	--

注: 1.2015 年三季度财务数据未经审计;

2.其他流动负债中的短期融资券已调整至短期债务核算;

3.2015 年三季度长期应付款中的融资租赁款已调整至长期债务核算;

4.现金类资产计算中已剔除受限货币资金。

分析师

景 雪 刘嘉敏

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)

Http: //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,在区域地位、品牌知名度、成本管控等方面均有所提高;公司营业收入和资产规模持续增长。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、公司债务规模快速增长、自有物业集中开发带来的筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

2015 年 1 月,公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司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”)。南城百货为广西零售龙头企业,此次收购有利于公司迅速占领广西零售市场,降低市场开拓成本,进一步完善网络布局的同时,为收入及利润带来新增长点。与此同时,随着公司门店扩张计划持续开展、自有百货逐步开业,公司租金压力将有所缓解,公司的综合竞争实力有望进一步增强。

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“15 步步高 MTN001”AA 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. 2015 年,核心子公司步步高商业连锁股份有限公司完成非公开发行购买南城百货,公司整体经营规模进一步扩张,网络布局得到完善。
3. 公司经营活动现金流入量对“15 步步高 MTN001”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. 跟踪期内，公司门店数量及业务规模扩张速度快，同时自有物业集中开发，公司有息债务快速增长，对外融资压力大。
4. 2015年新收购公司南城百货尚处于整合阶段，公司对其控制力较弱。
5. 公司少数股东权益占比高。

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 12 个月内有效；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。

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“15 步步高 MTN001”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”）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 2015 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 2015 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。

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 2014 年底，公司合并资产总额 148.48 亿元，所有者权益 33.39 亿元（含少数股东权益 18.55 亿元）。2014 年实现营业收入 128.05 亿元，利润总额 2.97 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 202.26 亿元，所有者权益 47.40 亿元（含少数股东权益 29.28 亿元）。2015 年前三季度实现营业收入 118.05 亿元，利润总额 2.05 亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区荷塘乡政府办公楼 2 楼东头；法定代表人：张海霞。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长

9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社

会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

公司所在行业属于批发零售业，以超市、百货双业态为发展核心。

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。根据《2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年社会消费品零售总额262394亿元，比上年增长12.0%，扣除价格因素，实际增长10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额226368亿元，增长11.8%；乡村消费品零售额36027亿元，增长12.9%。按消费类型统计，商品零售额234534亿元，增长12.2%；餐饮收入额27860亿元，增长9.7%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长11.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长10.9%，化妆品类增长10.0%，金银珠宝类与上年持平，日用品类增长11.6%，家用电器和音像器材类增长9.1%，中西药品类增长15.0%，文化办公用品类增长11.6%，家具类增长13.9%，通讯器材类增长32.7%，石油及制品类增长6.6%，建筑及装潢材料类增长13.9%，汽车类增长7.7%。

2015年1~9月，社会消费品零售总额216080亿元，同比名义增长10.5%，增速比上半年加快0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额101089亿元，增长7.5%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额185843亿元，同比增长10.3%，乡村消费品零售额30237亿

元,增长11.7%。按消费形态分,餐饮收入23071亿元,同比增长11.7%,商品零售193009亿元,增长10.4%,其中限额以上单位商品零售94926亿元,增长7.5%。2015年1~9月,全国网上零售额25914亿元,同比增长36.2%。其中,实物商品网上零售额21510亿元,增长34.7%,占社会消费品零售总额的比重为10.0%;非实物商品网上零售额4404亿元,增长43.6%。

根据中华全国商业信息中心的统计,2014年1~12月份,全国50家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降0.7%,与上年全年的增速差距为10.2个百分点,全年12个月中有7个月的零售额同比呈现负增长,全年累计零售额同比下降的企业家数为38家,较上年增加了23家。1~12月份,全国50家重点大型零售企业主要商品中,食品、服装、化妆品和日用品类商品的零售额同比分别增长1.5%、0.9%、2.1%和3.6%,相比2013年分别低了10.3、3.2、7.1和3.9个百分点,延续了增速放缓的趋势;金银珠宝类商品受上年增速较高以及其他因素的影响,零售额同比下降9.5%,与上年增速相差36.8个百分点;家用电器类商品销售受房地产市场低迷表现的影响,零售额同比仅增长0.4%,较上年增速大幅下滑13.6个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计数据,2015年1~9月,全国重点大型零售企业零售额同比增长2.1%,增速与上年同期基本持平,较今年上半年下降0.8个百分点。其中,粮油、食品零售额同比增长7.5%,增速较上年同期上升1.3个百分点,较今年上半年放缓0.5个百分点;服装类商品零售额同比增长3.2%,增速较去年同期高0.5个百分点,较今年上半年放缓2.3个百分点;家电零售额同比下降3.2%,低于较上年同期4.0个百分点,较上半年继续下滑1.2个百分点;金银珠宝类商品零售额同比下降2.2%,降幅比上年同期收窄8.3个百分点;化妆品零售额同比增长2.0%,增速较上年同期放缓1.5个百分点;日用品零售额同比下降0.5%,增速较上年同期下降9.3个百分点。

从2015年1~9月份走势来看,全国50家重点大型零售企业零售额增速呈现出放缓态势,第三季度各月增速水平整体来看不及前六个月,其中,9月份及1-9月份零售额增速均创下年初以来的最低月度增长水平,四季度商品销售仍将面临较大压力。

2014年,47家以百货为主营业态的企业销售增长2.7%,在各业态中增速最低。以经营超市为主的快消品百强企业销售增长6.5%,门店增长5.0%,分别高于百强平均增幅1.4和0.8个百分点。便利店销售增幅较快,全国排名前55家的便利店门店数增长7.8%。从有可比数据的便利店企业来看,企业销售额增长17.7%,高于百强销售增长12.6个百分点,销售增幅在各业态中最高。百强企业中,外资企业销售额增长4.7%,门店增长13.9%(主要是快餐、便利店、专业店门店增长);内资企业销售额增长5.2%,门店增长2.9%。外资百货销售同比下降3.8%,门店数量同比下降1.0%。内资百货销售额增长3.0%,门店增长10.2%。快消品连锁百强企业中,外资企业销售增长为4.2%,门店增长为16.8%,内资企业销售增长为7.5%,门店增长为4.4%。

2010年以来,连锁百强销售增幅持续回落,2010~2014年销售增长分别为21%、12%、10.8%、9.9%和5.1%;2014年成为百强统计以来销售增幅最低的一年。2014年,百强企业门店数增长4.2%,其中23家企业关店数超过新开店数,7家企业店铺数与上年持平。2014年,百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%,减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。

2014年,有30家百强企业的销售和23家企业的门店出现负增长。但同时,百强企业中还有31家企业的销售增幅和26家企业的门店增长达到两位数。企业通过调整发展策略,优化管理,加大创新力度,依然可以实现较好的经营业绩。经营效益方面,2014年百强企业平均毛利率为16.4%,略高于去年0.2个百分点。净利率平均为2.08%,低于去年0.03个百分点。

2014年，百强企业房租支出增长10.0%，人工成本增长9.2%，分别比2013年的11%和18%下降1.0和8.8个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降，但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。

2014年，百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的75家百强企业中，超过半数的企业采用自建平台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，同比增长近5倍，但占企业销售的比例依然很低。从有数据的百强企业来看，31.4%的企业网络销售不足1千万，31.4%的企业在1千到5千万之间，23.5%的企业在5千万到3个亿，三个亿以上的企业占13.7%。

移动端在2014年受到广泛的重视和应用，移动销售占网上销售的比例迅速上升。在提供数据的百强企业中，移动端销售占比达到30%以上的为17%，介于10-30%的占50%，低于10%的占33%。为落实多渠道战略，一些企业还开通了门店自提业务，并在门店提供免费WIFI服务。从样本门店数据看，有23%的门店提供自提服务，40%的门店提供免费WiFi。

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。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《2014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27048.5亿元，比上年增长9.5%；其中第三产业增加值11417.8亿元，增长11.1%。按常住人口计算，人均地区生产总值40287元，增长8.7%。城乡居民收入保持较好增势，全省城镇居民人均可支配收入26570元，比上年增长9.1%，扣除价格因素实际增长6.9%；农村居民人均可支配收入10060元，增长11.4%，扣除价格因素实际增长9.9%。

湖南经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2014年湖南省社会消费品零售总额10081.9亿元，比上年增长12.8%。分经营地看，城镇零售额9062.5亿元，增长12.8%；乡村零售额1019.4亿元，增长12.4%。分区域看，长株潭地区零售额4355.4亿元，增长12.8%；湘南地区1955.5亿元，增长12.8%；大湘西地区1616.8亿元，增长12.6%；洞庭湖地区2154.3亿元，增长12.7%。限额以上法人批发和零售业商品零售额4155.9亿元，比上年增长14.2%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长16.8%，通过互联网实现的商品零售额增长65.0%。分商品类别看，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额增长23.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长12.9%，日用品类增长18.8%，书报杂志类增长15.9%，家用电器和音像器材类增长12.3%，文化办公用品类增长22.0%，机电产品及设备类增长22.7%，汽车类增长15.0%。

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

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司股东为 114 名自然人以及联志投资有限公司,截至 2015 年 9 月底,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,现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”),其业态及经营模式与公司类同,于 2015 年 2 月开始并表,2015 年 2~9 月销售 17.96 亿元,利润总额 0.93 亿元,截至 2015 年 9 月底,南城百货资产总额 16.97 亿元,所有者权益 7.06 亿元(以上数据未经审计)。截至 2015 年 9 月底公司在湖南、江西、广西和重庆共拥有大卖场、综合超市和电器门店 219 家,其中原有超市业态门店 179 家(包括大卖场 117 家、综合超市 38 家、家电店 24 家),净运营面积为 64.33 万平方米;由于南城百货合并新增超市业态门店 40 家(超市 39 家、家电店 1 家),净运营面积共达到 87.77 万平方米。2015 年 4 月,中国连锁经营协会发布的“2014 年中国连锁百强”中公司排名第 21 位,在“2014 年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第 9 位。

公司百货业务是公司继超市业务之后发

展的零售业务。依托于主营业务发展,公司逐步介入批发、餐饮、服务与促销、物业租赁等相关业务,不断促进多业态间的积极互动协调发展,助推公司以多业态的整体优势来获取资源和市场。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 2015 年 9 月底公司拥有百货门店 42 家,其中湖南省 24 家、江西省 3 家、广西省 13 家,重庆 1 家,云南 1 家,湖南省市场占有率位列 2。

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 2015 年 9 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;省级及市级分仓 2.10 万平方米,保税分仓 0.60 万平方米。物流中心月均吞吐量 4.60 万吨,储存货物金额 23496.99 万元(截至 2015 年 9 月底时点数),2015 年 1~9 月商品配送金额达 314400.00 万元。

总体看,公司主业突出,随着南城百货收购的完成,公司超市和百货门店数量大幅增加,超市与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

为快速有效地打开广西省零售市场,公司与南城百货商谈合作事宜,并于 2014 年 4 月决定步步高股份以发行股份的方式(发行 11105.27 万股)、步步高股份全资子公司湘潭步步高连锁超市有限责任公司(以下简称“湘潭步步高”)以支付现金(7878.90 万元)的方式向交易对方购买其所持有的南城百货 100%股

份，交易价格为157578万元。2015年1月，公司完成上述收购，于2015年2月将南城百货纳入合并范围。

南城百货直接、间接持有29家子公司股权，主要从事超市、百货和电器直营连锁经营，先后在南宁、柳州、桂林、梧州、玉林、河池、百色、昆明等地开设了40家门店，总经营面积超过45万平方米，单店平均经营面积超过1.2万平方米，为广西地区连锁商品零售业的龙头企业。2014年南城百货实现收入31.05亿元，净利润1.13亿元。截至2015年9月底，南城百货资产总额16.97亿元，所有者权益7.06亿元；2015年2~9月，南城百货实现销售收入17.96亿元，利润总额0.93亿元（以上数据未经审计）。

目前公司在广西仅有一家集多种业态为一体的大型时尚购物中心开业，鉴于当地消费行为与公司本部所在地存在较大的地区差异，此次收购行为有利于公司迅速占领广西零售市场，掌握当地消费习惯，降低市场开拓成本，为日后迅速占领广西市场及完善网络布局打下一定基础。同时联合资信也关注到，此次收购完成后，根据并购协议，2015年至2017年南城百货有业绩承诺，故公司尚未在南城百货董事会派驻董事，南城百货目前独立经营，公司成立了南城百货项目小组，组长1名，对接财务相关工作，组员2名，分别对接人力资本和信息相关工作，公司对南城百货实际控制力较弱，联合资信将持续关注南城百货收购完成后相关经营与管理情况，以及公司与南城百货协同效应与资源共享的实现情况。

2015年6月，子公司步步高股份拟通过非公开发行股份方式募集不超过34亿元资金，其中5.70亿元用于连锁门店发展项目，9.00亿元用于步步高国际广场项目，11.30亿元用于云猴大电商平台项目，8.00亿元用于偿还部分银行贷款；2015年7月，此次非公开发行已获得证监会受理，截至本报告出具日尚未获批。预计本次非公开发行股份完成后，公司经营网点布局将得到扩张，云猴大电商平台将进一步完善

和推广，有效拓宽客户渠道。与此同时，非公开发行将一定程度提升公司资本实力，降低财务风险。

八、经营分析

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业，主营业务横跨连锁超市和百货两大业态，并以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务。2014年，公司主营业务收入稳步增长至117.83亿元，同比增长12.34%。

从收入构成来看，超市板块始终为公司营业收入的首要构成部分，2014年收入规模同比上升10.68%，比重小幅下降，占比为57.32%；近三年，公司百货业务规模保持稳定，收入占比均在28%以上；公司家电业务占比较小且比较稳定，2014年占比为7.64%；批发业务依托超市业态开展，三年批发收入的主营业务收入占比均在3%以下。除主营业务外，公司另有其他业务包括服务与促销业务、物业租赁、商业地产开发等，2014年其他业务收入占主营业务收入的5.10%。

从毛利率来看，近三年公司主营业务综合毛利率波动下降，其中超市和百货板块毛利率相对较高。2014年，超市板块受传统渠道竞争加剧，部分产品促销力度加大影响，毛利率下降至16.22%，同比减少1.82个百分点；百货板块毛利率为16.40%，同比增加0.74个百分点。近三年公司家电业务毛利率水平稳定增长，2014年为12.24%。批发业务毛利率相对较低，对公司利润贡献较小。

2015年1~9月，公司实现主营业务收入108.43亿元，占2014年全年的92.02%，主要系合并范围新增南城百货带动收入较快增长；其中超市和百货板块收入占比分别为62.85%和27.12%，超市板块收入占比较2014年上升5.53个百分点。同期，公司超市和百货业务毛利率较上年有所下降，主营业务综合毛利率为15.46%，较2014年小幅下降，主要系由于公

司超市、百货零售行业面临消费复苏缓慢、渠道竞争激烈等困难，且川渝市场由于门店数量

不多且开业时间不长，市场占有率不高，前期盈利能力较低所致。

表 1 2012 年~2015 年 9 月公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
超市	54.86	61.03	67.55	68.15	59.11	58.18	57.32	62.85	17.04	18.04	16.22	16.10
百货	26.95	33.02	33.74	29.41	29.03	31.48	28.63	27.12	15.31	15.66	16.40	15.44
家电	8.78	9.10	9.00	7.68	9.46	8.68	7.64	7.09	10.24	11.61	12.24	12.46
批发	2.22	1.74	1.53	1.10	2.39	1.66	1.30	1.01	6.18	5.6	8.55	4.71
其它	--	--	6.01	2.09	--	--	5.10	1.93	--	--	9.42	11.23
合计	92.81	104.89	117.83	108.43	100.00	100.00	100.00	100.00	15.63	16.53	15.52	15.46

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 月并表

1. 超市及家电板块

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。跟踪期内，随着经营规模的持续扩张，公司超市板块实现营业收入 67.55 亿元，同比增长 10.68%；毛利率为 16.22%，同比减少 1.82 个百分点，主要由于传统零售渠道竞争激烈，部分产品促销力度加大所致。2015 年 1~9 月，公司超市板块实现收入 68.15 亿元，同比增长 44.32%，主要系合并范围新增南城百货带动收入增长；毛利率为 16.10%，同比减少 0.53 个百分点。

公司超市业态门店根据门店规模、商品及服务特点主要分为大卖场和综合超市两种子业态。公司坚持密集开店的发展策略，以打造销售网络规模优势；2012~2014 年，公司平均每年净增加超市门店（综合超市及大卖场）14 家。截至 2015 年 9 月底公司在湖南、江西、广西和重庆共拥有大卖场、综合超市和电器门店 219 家，其中原有超市业态门店 179 家（包括大卖场 117 家、综合超市 38 家、家电店 24 家），净运营面积为 64.33 万平方米；由于南城百货合并新增超市业态门店 40 家（超市 39 家、家电店 1 家），净运营面积达 87.77 万平

方米。

从分布区域来看，截至 2014 年底，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 年随着南城百货的合并，广西省内的超市门店数量大幅增加，截至 2015 年 9 月底，湖南省门店 156 家，江西省门店 14 家，广西省门店 39 家（包括南城百货 38 家），重庆市门店 4 家，四川门店 4 家，云南门店 1 家（南城百货）；净营运面积达 87.77 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。

表2 2012~2015年9月底公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

	区域	2012 年底			2013 年底			2014 年底			2015 年 9 月底		
		大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	81	35	23	92	37	22	95	37	25	94	38	24
	江西	12	1	--	14	1	--	15	--	--	14	--	--
	重庆	--	--	--	2	--	--	3	--	--	4	--	--
	广西	--	--	--	1	--	--	1	--	--	1	--	--
	四川	--	--	--	1	--	--	5	--	--	4	--	--
	合计	93	36	23	110	38	22	119	37	25	117	38	24
净营运面积		273786	89848	55708	426962	56705	51000	526442	66360	60465	515880	69088	58322
月均客流量		1077			1115			1150			1142		

资料来源：公司提供

注：2015 年 9 月底数据不包括南城百货。

2005年7月起公司以“步步高电器”独立品牌开展家电销售，最初全部依托于超市店面，后由2006年起开始发展独立管理店面经营。截至2015年9月底，公司共有家电店102家（包括独立经营及超市连带经营两种形式），净营运面积13.50万平方米，其中25家为独立经营管理门店，77家为超市连带经营门店，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，目前家电板块门店区域分布主要在湖南省内。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。2014年，公司家电业务实现收入9.00亿元，同比基本保持稳定；毛利率提升至12.24%，同比增加0.63个百分点。

目前公司超市和家电门店除少数自有外，大多为租赁取得，占门店总数的85%以上，由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。公司超市和家电门店租赁期限为15年~20年，租赁价格涨幅在租赁合同中明确体现，大多每3~5年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。近三年公司超市和家电业态租金及物业管理费用呈现逐年增长态势，公司面临租金上涨压力和续租风险。南城百货超市业态以及百货业态门店以租赁为主，租赁合同大多数签订为15年~20年，且租赁合同约定到期优先续租。

表3 2012~2015年9月底家电板块门店情况

（单位：家、平方米）

项目	2012 年底	2013 年底	2014 年底	2015 年 9 月底
独立经营门店数量	23	22	25	25
超市连带经营门店数量	22	35	37	77
净营运面积	89272	86566	100670	135039

资料来源：公司提供

注：2015 年 9 月底门店情况包括南城百货

采购方面，公司总部采购中心对供应商知名度、销售规模、产品质量、管理水平等指标进行全面考核，统一与供应商签订合同，并开发了“供应商信息查询系统”对供应商绩效进行评估和选择。通过多年经营，公司已拥有一批稳定的供应商，并与众多国际、国内名优品牌供应商建立了良好的合作关系。2014 年公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 4.79 亿元，占超市业务总采购额的比重为 7.23%，集中度很低。

表4 2014 年公司超市业务前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占超市板块总采购额比重
宝洁（中国）营销有限公司	22445.34	3.39
湖南人可食品销售有限公司	6252.59	0.94
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	7465.63	1.13
监利县华鑫粮油有限责任公司	5730.51	0.86
栖霞市宏海果蔬食品有限公司	6002.07	0.91
合计	47896.14	7.23

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送三种方式，2014 年采购额分别占总采购额的 65%、27%和 8%。为提升物流配送能力以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，物流中心一期续建项目已完工并投入使用。截至 2015 年 9 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；省级及市级分仓 2.10 万平方米，保税分仓 0.60 万平方米。物流中心月均吞吐量 4.6 万吨，储存货物金额 23496.99 万元（2015 年 9 月底时点数），2015 年 1~9 月商品配送金额达 314400.00 万元。同时，公司在江西省租赁南昌物流分中心，与湘潭物流中心共同辐射湖南省 14 个州市及江西省、广西、四川和重庆各城市。

未来三年内，公司将构建保税仓，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。

总体来看，目前公司是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，跟踪期内，公司完成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增长。整体而言，公司超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有较大的竞争优势，为公司进一步的业务增长奠定了良好基础。

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，2014 年百货板块实现收入 33.74 亿元，同比增长 2.18%；毛利率 16.40%，同比增加 0.74 个百分点。公司百货业务主要经营区域为二、三线城市，居民消费能力有限，目前盈利能力较行业水平偏低。2015 年 1~9 月，公司百货板块实现收入 29.41 亿元，同比增长 19.46%，主要系收购南城百货所致；毛利率

15.44%，同比小幅下降。

截至 2015 年 9 月底，公司拥有百货门店 42 家，其中因南城百货并表使广西省内门店数增加 12 家，云南省新增 1 家。从分布区域看，截至 2015 年 9 月底，公司拥有百货门店 42 家，其中湖南省 24 家、江西省 3 家、广西省 13 家，重庆 1 家，云南 1 家，湖南省市场占有率位列 2。

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。其中，步步高广场是目前公司百货业态最主要的形式，净营运面积占百货业态总面积近 50%。流行百货店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%。

表 5 2015 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
	娄底	2013.09	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	合川	2015.01	自有
流行百货店	基建营	2004.10	自有为主，部分租赁
	邵阳	2003.01	租赁
	耒阳	2005.12	租赁
	娄底	2005.09	自有
	常德	2006.09	租赁
	怀化	2006.10	租赁
	益阳	2007.09	租赁
	抚州	2008.01	租赁
	东都	2008.05	租赁
	郴州	2008.09	租赁
	开元	2008.11	租赁
	新余	2009.05	租赁
	衡阳	2009.11	租赁
	武冈	2010.10	自有
	张家界	2012.05	租赁
	耒阳二店	2012.09	租赁
生活广场	湘潭	2014.09	租赁
	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有

资料来源：公司提供

注：2015 年 9 月底门店情况不包括广西省内百货门店。

从经营模式来看，目前公司百货业务中，商品经营以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、

影院等配套服务业务以租赁为主。在联营方式下，公司向进驻品牌按实际销售额提取合作服务费，结算周期在一个月以内。

表6 2014年公司百货板块前五大供应商采购情况
(单位: 万元、%)

供应商	采购金额	占百货板块总采购额比重
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	15027.47	3.15
张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	13519.25	2.83
深圳市福瑞贸易有限公司	12314.21	2.58
绫致时装销售(天津)有限公司	11243.38	2.36
百丽鞋业(长沙)有限公司	10172.05	2.13
合计	62276.36	13.05

资料来源: 公司提供

在经营管理上，公司注重不断优化商品的组合和陈列方式来引导消费者的需求。2009年起，公司大力推广会员制，通过对会员消费习惯的分析，进行有针对性的营销服务，目前会员群体已逐步成为公司销售收入的稳定来源。同时公司与中国银联股份有限公司合作，建立了忠诚顾客计划，以持续获得顾客满意，维系顾客忠诚。截至2015年9月底，公司百货店共拥有会员160.82万人，2015年1~9月份，会员消费总额为20.47亿元，销售占比为56%。

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

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年~2030年到期。2012~2014年，公司百货业态平均租金呈现波动增长趋势。面对行业近年租金不断上涨的趋势，公司持续加大自有物业的开发，截至2015年9月底，公司自有面积为25.95万平方米，较2014年底增加6.04万平方米，主要系2015年新开合川门店所致，公司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7 2012~2015年9月底公司百货门店租赁和自有情况
(单位: 万平方米、万人、元/人、元/平方米/月)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年9月
租赁面积	16.19	24.95	30.90	27.65
自有面积	17.92	19.91	19.91	25.95
月均客流量	75.22	80.41	76.66	75.21
坪效	7900.91	9045.35	10281.34	7457.38
平均租金	23.88	27.80	29.37	29.50

资料来源: 公司提供

注: 2015年9月底门店租赁和自有情况不包括南城百货

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，但由于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

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。

电商平台由公司投资1亿元设立的全资子公司步步高电子商务有限公司（以下简称“步步高商务”）运营，步步高商务于2013年12月2日成立，2013年12月26日，步步高网上商城正式上线，2014年10月29日，公司正式宣布实施“云猴大平台”上线，目前云猴大平台运营模式主要以公司自营为主，联盟商户为辅。截至2015年9月底，云猴大平台已签约联盟商户8983家，2015年1~9月，共实现38.23万份订单，交易金额5753.53万元。公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2016年将获得牌照。

2015年3月3日，公司云猴平台上线跨境业务，作为湖南第一家跨境跨境电商，“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。

公司目前拟搭建全渠道、全业态以及全品类云猴大平台，将由公司旗下五大独立的平台组成，包括大电商平台（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，目前各平台正处于前期构建及市场培育阶段，培育成本较高，公司将利用五个子平台，实现由原来单一的步步高商城，发展成为基于线上线下完整的闭环。

公司平台搭建项目资金将主要来源于非公开发行，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2015年9月底累计投资0.79亿元（纳入开发支出核算，已确认无形资产0.12亿元）。平台搭建完成后，公司将实现由原来单一的网上商城，打造出基于本地化的供应链，高效低成本的解决本地消费者的需求，构建一个线上和线下的全渠道模式和完整的闭环，并致力成长为中国首个O2O本地生活服务平台。

4. 其他业务

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

公司其他业务包括商业地产开发业务以及与供应商展开的销售和促销服务，其中商业地产开发服务于整体战略，与零售业务互动，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险。截至2015年9月底，公司拥有自建、自营主力百货广场7家；自建物业在建造阶段即按内部功能、用途进行规划，无须后续改造，节省了时间成本和工程费用。公司自建商业物业均系自持，除步步高摩尔城项目有部分对内部员工销售（2014年实现销售收入5.08亿元）。

此外，依托主营业务，公司积极与供应商展开销售和促销服务，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。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，截至2015年12月11日，尚无逾期情况发生。

5. 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、拟建工程6项，主要包括物流续建、百货门店自建和新开门店项目，其中物流中心和百货门店自建均已取得所需批复，手续齐全。包括新开门店在内，公司在建、拟建工程计划投资总额80.28亿元，截至2015年9月底已投资38.37亿元，预计2015年总投资为25.18亿元。

表 8 公司未来投资计划 (单位: 亿元、%)

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2015 年 9 月	计划投资金额			项目进展
			2015 年	2016 年	2017 年	
步步高摩尔城项目	16.30	3.93	4.89	4.89	3.54	预计 2017 年底完工
物流二期续建项目	2.00	0.93	0.60	0.60	0.08	预计 2016 年底完工
步步高郴州项目	4.56	3.96	1.92	0.46	--	预计 2016 年上半年完工
梅溪湖项目	32.00	21.56	9.28	4.64	1.55	商业部分预计 2016 年上半年完工
建设路口项目	4.36	3.95	4.14	0.22		预计 2015 年 11 月开业
新开门店项目	21.06	4.04	4.35	5.80	8.02	
合 计	80.28	38.37	25.18	16.61	13.19	

资料来源: 公司提供

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 2015 年 9 月底已投入 3.93 亿元, 预计在 2017 年底全部完工。

梅溪湖项目位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处, 占地 296.9 亩, 总建筑面积约 60 万平方米, 是集大型美式购物广场、国际时尚家具广场、情景式时尚街区、酒店、公寓、写字楼等商业形态于一体的国际城市综合体, 项目商业部分预计 2016 年上半年建成开业。公司预计总投资 32.00 亿元, 截至 2015 年 9 月底, 公司已投资 21.56 亿元, 其中 7.69 亿元为预付土地款, 公司已纳入无形资产核算。

公司计划在未来 3 年内新开 76 家门店。2015 年已新开 4 家, 门店类型将根据选址情况进行确定。未来新开门店项目每年约有 2~3 家摩尔城项目为自建, 其他均为租赁。截至 2015 年 9 月底已完成投资 1.15 亿元, 公司计划 2015 年底前投资 4.5 亿元用于新开门店。

总体看, 公司未来发展战略清晰, 部分在建、拟建工程规模及尚需投资金额较大, 公司对外融资压力大。

九、募集资金使用情况

2015 年 10 月, 公司发行 7 亿元“15 步步高 MTN001”永续中期票据, 募集资金已按照募

集资金用途使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报表由天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年三季度财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看, 2014 年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司 12 家, 通过非同一控制下企业合并增加子公司 1 家; 合并范围内减少子公司 2 家。截至 2015 年 9 月底, 公司合并范围较 2014 年新增 2 家, 分别为南城百货和小额贷款公司。整体看, 合并范围变动对财务可比性有一定影响。

截至 2014 年底, 公司合并资产总额 148.48 亿元, 所有者权益 33.39 亿元(含少数股东权益 18.55 亿元)。2014 年实现营业收入 128.05 亿元, 利润总额 2.97 亿元。

截至 2015 年 9 月底, 公司合并资产总额 202.26 亿元, 所有者权益 47.40 亿元(含少数股东权益 29.28 亿元)。2015 年三季度实现营业收入 118.05 亿元, 利润总额 2.05 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司营业收入稳步增长至 128.05 亿元, 同比增长 12.44%; 同期, 公司营业成本增速(13.07%)略高于营业收入增速。受此影响, 公司营业利润率小幅下降至 20.62%, 同比减少 0.64 个百分点。

从期间费用看, 公司近年来期间费用率逐

年增长，2014 年为 18.33%，同比增加 0.72 个百分点。公司期间费用构成以销售费用为主（2014 年占期间费用的 88.62%）。近年来公司在主业扩张的同时，销售费用快速增长。总体看，公司期间费用占比较高，对利润侵蚀影响大，控制能力有待加强。

非经营性损益方面，2014 年公司投资收益 0.01 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益；公司营业外收入 0.37 亿元，同比有所下降，占当期利润总额 12.40%。其中，政府补助 0.28 亿元（占 75.66%，主要为政府纳税奖励）；公司营业外支出包括处置固定资产损失、捐赠支出等款项，2014 年为 0.18 亿元，规模不大。公司营业外收入对利润总额有一定程度贡献。

2014 年，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，公司实现利润总额 2.97 亿元，同比下降 35.36%。盈利指标方面，2014 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 3.27% 和 6.48%，公司盈利水平有所下降。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 118.05 亿元，同比增长 27.12%，主要系新合并南城百货带动所致；营业成本 92.22 亿元，同比增长 28.87%。同期，公司财务费用快速增长至 6457.15 万元，较 2014 年增加 5841.74 万元，主要系前期非公开发行募集资金使用完毕，公司加大借款规模导致财务费用上升所致。2015 年 1~9 月，公司实现利润总额 2.05 亿元、净利润 1.50 亿元，同比分别下降 26.06% 和 26.41%，主要是由于超市、百货零售行业面临消费复苏缓慢、渠道竞争激烈以及公司促销让利较多所致。

跟踪期内，公司经营规模持续扩张，实现营业收入稳定增长。2015 年，公司完成股权收购南城百货，为整体收入及利润带来新增长点。但跟踪期内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，公司整体盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营活动现金流入随经营规模扩张而逐年增长。2014 年经营活动现金流入为 146.01 亿元，同比增长 8.10%，以销售商品提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出以购买商品接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金 12.64 亿元，同比增长 9.16%，主要为支付租赁费用及预付租金（5.01 亿元）、广告促销费用（2.09 亿元）、水电费用（1.95 亿元）及开办费用等（1.15 亿元）。同期，公司经营活动现金流量净额为 2.22 亿元，同比下降 55.32%，主要系 2014 年以来，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，商业地产项目集中开发亦增加了资金需求。收入实现质量方面，2014 年公司现金收入比为 113.54%，同比减少 3.79 个百分点，公司销售收入获现质量较好。

从投资活动来看，2014 年公司投资活动流入规模大幅增长至 19.52 亿元，主要来自收回理财产品和定期存款 14.60 亿元、收回土地保证金 2.41 亿元和收回委托贷款及利息收入 1.57 亿元（均计入“收到其他与投资活动有关的现金”）；同期，投资活动现金流出为 43.09 亿元，同比增长 76.45%，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，辅以支付其他与投资活动有关的现金（购买理财产品 12.42 亿元）。2014 年，受公司加大自有物业开发影响，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金快速增长至 27.32 亿元，同比增长 36.88%；同期，投资活动现金流量净额为 -23.57 亿元。

2014 年，筹资活动前现金流量净额为 -21.35 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额未能覆盖当期投资支出。公司近年资本性支出规模较大，需要依靠外部筹资以满足投资支出。

筹资活动来看，2014 年，公司筹资活动现

金流入主要为取得借款及发行债券(3 亿元“14 步步高 CP001”和 10 亿元“14 步步高 PPN001”)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。2014 年,公司筹资活动现金流量净额为 18.30 亿元。

2015 年 1~9 月,公司经营活动现金流入 138.56 亿元,实现经营活动现金流量净额 3.09 亿元,较 2014 年全年增长 39.55%,主要系南城百货纳入合并范围以及公司经营规模扩大所致;投资活动现金流量净额为-16.66 亿元,主要是新开门店及自建门店投入导致构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较大所致;同期,筹资活动现金流量净额为 27.28 亿元。当期公司现金收入比为 116.22%。

跟踪期内,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,融资压力进一步上升。

3. 资本及债务结构

2014 年,随着公司经营规模扩大,公司资产规模呈现较快增长;截至 2014 年底,公司资产为 148.48 亿元,同比增长 24.03%。其中流动资产占 43.12%,非流动资产占 56.88%,非流动资产占比有所提升。

跟踪期内,公司流动资产逐步增长。截至 2014 年底,公司流动资产为 64.02 亿元,同比增长 6.81%,构成以货币资金(占 18.12%)、预付款项(占 14.88%)及存货(占 55.41%)为主。

截至 2014 年底,随募投资金陆续投入使用,公司货币资金下降至 11.60 亿元。货币资金中,银行存款占 80.60%、库存现金占 2.93%、其他货币资金占 16.47%。公司其他货币资金主要为开具银行承兑汇票保证金存款。

截至 2014 年底,公司预付款项 9.53 亿元,同比下降 45.03%,主要由于预付梅溪湖土地款调整至无形资产核算;其中预付款项前五名合

计占比为 33.65%,主要为预付工程款及预付租金等。

近年来,公司存货快速增长。截至 2014 年底,公司存货为 35.47 亿元,同比增长 71.45%,较上年增加 15.64 亿元,主要来自开发成本的增长。其中,库存商品占 40.99%、开发成本占 58.19%(郴州项目 3.74 亿元、步步高摩尔城项目 6.61 亿元、绿港财富 A 区项目 1.68 亿元、梅溪湖项目 5.61 亿元),当期计提跌价准备 0.03 亿元。

公司其他应收款主要为往来拆借款、租赁押金和应收暂付款,截至 2014 年底为 3.93 亿元。从账龄看,账龄在 1 年以内的占 77.44%、1~2 年的占 8.84%、2~3 年以上的占 6.71%;前五名欠款单位金额占比为 35.25%;公司当期计提坏账准备 0.40 亿元,计提比例 9.24%。

表 9 2014 年底公司其他应收款金额前五名
(单位:万元)

项目	应收金额	应收时间
广西广乐投资有限公司	5000.00	1 年以内
长沙市雨花区守城百货商行	4900.00	1 年以内 1650 万; 1~2 年 1400 万; 2~3 年 900; 3~4 年 950 万
湖南盛世娱乐文化投资有限公司	2000.00	1 年以上
侯俊	1768.74	1 年以内
怀化琼天房地产开发有限公司	1578.36	1~2 年 222.07 万; 2~3 年 200 万; 3~4 年 1156.29 万
合 计	15247.10	--

资料来源:公司审计报告

截至 2014 年底,公司其他流动资产 1.22 亿元,同比减少 1.21 亿元,主要系公司对重庆绿港房地产开发有限公司 1.40 亿元委托贷款到期收回所致。

非流动资产方面,公司加大百货业态自有物业投入,带动非流动资产快速增长。截至 2014 年底,公司非流动资产 84.45 亿元,主要以固定资产(占 39.94%)和在建工程(占

27.57%) 为主。

截至 2014 年底, 公司固定资产快速增长至 33.73 亿元, 同比增长 19.45%, 主要来自物流一期项目及新门店的房屋建筑物增加。公司固定资产原值 42.87 亿元, 其中房屋建筑物(主要为自有物业) 占 72.92%、机器设备占 22.81%, 信息设备占 2.80%; 累计计提折旧 9.14 亿元。截至 2014 年底, 公司已有账面价值 6.33 亿元固定资产用于抵押借款。公司固定资产多为自有商业物业, 大多地处城市核心地段, 资产质量较好。

随着自有物业项目开发加快, 公司在建工程大幅增长。截至 2014 年底, 公司在建工程为 23.28 亿元, 主要包括梅溪湖项目 6.40 亿元、郴州项目 2.19 亿元、步步高摩尔城项目 2.98 亿元、绿港财富广场 A 区 3.37 亿元、赣州项目 2.49 亿元(预付土地投标保证金)和怀化项目 2.74 亿元(预付土地投标保证金)。

截至 2014 年底, 公司无形资产增长至 8.47 亿元, 同比增长 42.21%, 主要系梅溪湖项目土地使用权转入无形资产核算所致。

截至 2014 年底, 公司长期待摊费用持续增长至 11.48 亿元, 同比增长 14.32%, 主要包括公司为提升形象增加对经营租入固定资产的改良支出以及新增各业态门店的装修费用。

截至 2014 年底, 公司其他非流动资产快速下降至 5.33 亿元, 主要包括预付岳阳市国土资源局、赣州城市开发投资集团有限责任公司、湘潭市湘江四大桥建设指挥部、湘潭市国土资源局土地出让金、土地招拍挂保证金及土地拆迁补偿费。

截至 2015 年 9 月底, 公司资产合计 202.26 亿元, 较 2014 年底增长 36.23%, 主要系合并范围新纳入南城百货带动货币资金及商誉大幅增长所致。截至 2015 年 9 月底, 公司流动资产占 43.30%, 非流动资产占 56.70%。其中, 货币资金为 24.92 亿元, 较 2014 年底增长 114.84%; 其他应收款为 9.56 亿元, 较 2014 年底增加 5.63 亿元, 主要系合并范围新增南城

百货带动租赁定押金增长; 其他流动资产为 5.32 亿元, 较 2014 年底增加 4.09 亿元, 主要系小额贷款公司对外提供一年以内贷款的增加以及南城百货纳入合并范围带入的待抵扣增值税进项税。非流动资产中, 商誉增长至 8.50 亿元, 主要为合并南城百货产生的商誉, 在建工程为 34.62 亿元, 较 2014 年底增加 11.34 亿元, 主要系主要为梅溪湖项目、郴州项目、步步高摩尔城项目投入增加所致。其他各会计科目较上年变动不大。

跟踪期内, 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, 公司资产质量较好。

所有者权益方面, 截至 2014 年底, 公司所有者权益为 33.39 亿元(其中少数股东权益 18.55 亿元), 同比变化不大。同期, 公司归属于母公司所有者权益 14.84 亿元, 其中实收资本占 7.93%、资本公积占 66.19%、盈余公积占 2.61%、未分配利润占 23.27%。

截至 2015 年 9 月底, 随着非公开发行股份完成, 公司所有者权益提升至 47.40 亿元(其中少数股东权益 29.28 亿元), 较 2014 年底增长 41.95%, 主要来自资本公积及少数股东权益的增长。总体看, 公司少数股东权益占所有者权益比重高(61.78%)。

随主业不断扩张及自有物业开发速度加快, 公司负债规模较快增长。截至 2014 年底, 公司负债为 115.09 亿元, 同比增长 33.58%。跟踪期内, 公司为调整债务结构, 相应增加非流动负债规模, 截至 2014 年底, 流动负债占比下降至 69.56%。

截至 2014 年底, 公司流动负债 80.05 亿元, 以短期借款(占 27.77%)、应付账款(占 28.14%)、预收款项(占 12.40%)及其他应付款(占 12.37%)为主。

截至 2014 年底，公司短期借款增长至 22.23 亿元，同比增长 21.17%；其中保证借款占 56.23%，信用借款占 32.8%。

随着公司主营业务规模不断扩张带动采购需求上涨，公司应付账款较快增长，截至 2014 年底为 22.52 亿元，全部为应付供应商货款。

截至 2014 年底，公司预收款项为 9.93 亿元，主要包括预收货款（6.13 亿元）及预收房地产销售款。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 9.91 亿元，同比增长 15.50%，构成主要为应付工程设备款、应付押金、保证金等；前五名单位合计占比为 6.65%，集中度较低。

截至 2014 年底，公司其他流动负债为 3.00 亿元，全部为公司当期发行 3 亿元短期融资券“14 步步高 CP001”。

截至 2014 年底，公司非流动负债 35.03 亿元，同比大幅增长 61.22%。其中长期借款 12.27 亿元，包括信用借款（占 60.96%）和抵押借款（占 39.04%）；应付债券增长至 21.92 亿元，包括 12 亿元“13 步步高 MTN001”和 10 亿元非公开定向债务融资工具“14 步步高 PPN001”。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 154.86 亿元，其中流动负债占比进一步下降至 64.56%，负债结构仍以流动负债为主。其中，预收款项增长明显，为 16.39 亿元，较 2014 年底增长 65.01%，主要系合并范围新纳入南城百货带动预收客户款的增加；其他流动负债为 9 亿元，主要系 2015 年公司新发行两期合计 9 亿元短期融资券“15 步步高 CP001”以及“15 步步高 CP002”。公司非流动负债增长至 54.88 亿元，主要来自长期借款和应付债券的增长，其中应付债券的增长主要系 2015 年 7 月发行非公开定向债务融资工具 7 亿元及存续债券的应付利息，长期应付款为 3.71 亿元，较 2014 年底增加 2.94 亿元，主要系子公司商业连锁向交银租赁有限责任公司融资租赁 2.97 亿元（本

金 3 亿，待摊销服务费 303.74 万元），其他科目较 2014 年底变化不大。

从公司债务情况看，截至 2014 年底，公司全部债务大幅增长至 69.11 亿元，同比增长 53.60%；其中短期债务占比为 50.53%，仍为公司有息债务的主要构成部分。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务进一步增长至 103.52 亿元，其中短期债务占比为 48.36%，债务结构变为以长期债务为主。

2014 年，随公司自有物业开发速度加快，公司债务规模快速增长，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别增长至 77.51%、67.42%和 50.59%，同比分别增加了 5.54 个、10.14 个和 12.37 个百分点。随着步步高股份非公开发行股份完成，截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率下降至 76.56%，较 2014 年底分别减少 0.95 个百分点、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升 1.17 个百分点和 2.41 个百分点至 68.59%和 53.00%。

总体看，跟踪期内，随着南城百货的并表、公司主业的持续扩张以及公司自有物业开发速度的加快，公司债务规模快速增长。整体看，公司有息债务规模快速上升，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年公司流动比率和速动比率分别为 79.98%和 35.66%，分别较上年减少 22.99 和 25.26 个百分点。截至 2015 年 9 月底，这两项比率分别为 87.60%和 49.64%。2014 年公司经营性现金流流动负债比下降至 2.77%，较上年减少 4.93 个百分点，主要由于经营活动产生的现金净额有所下降。综合看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，随公司有息债务规模增长，2014 年公司 EBITDA 利息倍数下降至 3.41 倍，全部债务/EBITDA 上升至 8.06 倍。公司长期偿债能力有所下降，但仍处于合理水平。

截至 2015 年 9 月底，公司无对外担保及或有事项。

截至 2015 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 127.55 亿元，其中未使用额度为 68.26 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。

公司存续期内中期票据为 7 亿元“15 步步高 MTN001”。2014 年，公司经营活动现金流入和净额分别为“15 步步高 MTN001”的 20.86 倍和 0.32 倍；2014 年，公司 EBITDA 为 8.57 亿元，是“15 步步高 MTN001”的 1.22 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量充足，对“15 步步高 MTN001”保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 11 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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，实现了门店数量、收入规模及资产总额的稳定增长。整体看，公司抗风险能力强。

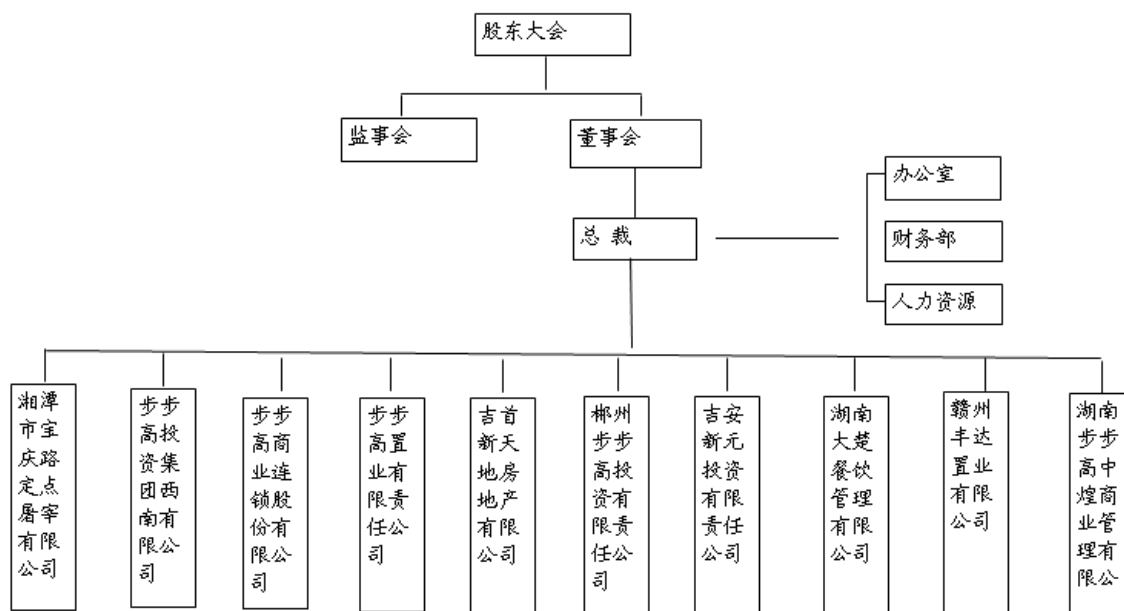
十一、结论

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“15 步步高 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1 截至 2015 年 9 月底公司股权结构前五名

序号	股东名称	股份数	持股比例	与公司的控制关系
1	王 填	82,323,981.00	69.96%	发起人、控股股东
2	联志投资有限公司	11,767,000.00	10.00%	非关联方
3	王麒宇	9,517,285.00	8.09%	公司员工
4	张露丹	613,133.00	0.52%	公司员工
5	陈志强	575,314.00	0.49%	公司员工
6	朱刚平	565,204.00	0.48%	公司员工
7	刘亚萍	521,353.00	0.44%	公司员工
8	戴平安	493,986.00	0.42%	公司员工
9	罗伟新	479,410.00	0.41%	公司员工
10	赵震宇	460,928.00	0.39%	公司员工
11	陈超平	415,511.00	0.35%	公司员工
12	杨 芳	409,522.00	0.35%	公司员工
13	阳桂林	325,753.00	0.28%	公司员工
14	张 宏	323,614.00	0.28%	公司员工
15	王艺橙	295,399.00	0.25%	公司员工

附件 1-2 截至 2015 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.83	13.86	10.99	22.50
资产总额(亿元)	78.95	119.71	148.48	202.26
所有者权益(亿元)	19.73	33.56	33.39	47.40
短期债务(亿元)	27.17	24.24	34.92	50.06
长期债务(亿元)	1.37	20.76	34.19	53.46
全部债务(亿元)	28.54	44.99	69.11	103.52
营业收入(亿元)	100.07	113.89	128.05	118.05
利润总额(亿元)	3.87	4.59	2.97	2.05
EBITDA(亿元)	7.59	9.11	8.57	--
经营性净现金流(亿元)	9.49	4.96	2.22	3.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	181.75	162.47	172.85	--
存货周转次数(次)	6.21	5.30	3.56	--
总资产周转次数(次)	1.38	1.15	0.95	--
现金收入比(%)	116.52	117.33	113.54	116.22
营业利润率(%)	20.34	21.26	20.62	20.89
总资本收益率(%)	8.45	5.50	3.27	--
净资产收益率(%)	14.64	10.11	6.48	--
长期债务资本化比率(%)	6.49	38.22	50.59	53.00
全部债务资本化比率(%)	59.12	57.28	67.42	68.59
资产负债率(%)	75.01	71.97	77.51	76.56
流动比率(%)	61.29	93.04	79.98	87.60
速动比率(%)	38.95	60.93	35.66	49.64
经营现金流动负债比(%)	16.69	7.70	2.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.23	5.38	3.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.76	4.94	8.06	--

注：1.2015 年三季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债中的短期融资券已调整至短期债务核算；

3.2015 年三季度长期应付款中的融资租赁款已调整至长期债务核算；

4.现金类资产计算中已剔除受限货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×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+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。