

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 790 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“13步步高MTN001”、“15步步高MTN001” AA的信用等级。

特此公告。



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
13 步步高 MTN001	12 亿元	2013/10/22-2018/10/22	AA	AA
15 步步高 MTN001	7 亿元	2015/10/19-2018/10/19	AA	AA

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 14 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.86	11.00	19.32	18.22
资产总额(亿元)	119.71	148.48	214.11	218.81
所有者权益(亿元)	33.56	33.39	54.55	55.26
长期债务(亿元)	20.59	34.27	52.29	59.49
全部债务(亿元)	44.83	69.19	107.29	108.51
营业总收入(亿元)	113.89	128.05	160.68	45.02
利润总额(亿元)	4.59	2.97	2.42	1.03
EBITDA(亿元)	9.24	8.57	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(%)	10.11	6.48	3.04	----
资产负债率(%)	71.97	77.51	74.52	74.74
全部债务资本化比率(%)	57.19	67.45	66.29	66.26
流动比率(%)	93.04	79.98	89.69	94.76
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	8.07	9.12	----
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	3.41	2.18	----
经营现金流/流动负债(%)	7.70	2.77	1.31	----

注: 1.2016 年一季度财务数据未经审计;

2.其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务核算;

3.长期应付款中的有息债务已纳入长期债务核算;

4.现金类资产已剔除使用受限资金。

5.2015 年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 姜 帆

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, 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、门店运营成本上涨、公司百货盈利能力偏弱、债务规模快速增长、自有物业集中建设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 (以下简称“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”), 得以迅速低成本占领广西零售市场, 进一步完善网络布局。此外, 步步高股份 2016 年非公开发行股份已获得证监会通过, 未来随着门店扩张计划持续开展、自有百货逐步开业并进入成熟期, 公司规模优势将进一步体现, 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“13 步步高 MTN001”、“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. 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、资本实力得以增强; 2016 年非公开发行股票已获得证监会通过。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据覆盖程度好。

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. 公司运营成本的快速上升对利润形成影响，整体盈利水平下降。
3. 跟踪期内，公司门店数量及业务规模扩张速度快，城市综合体及线上业务投资规模较大，公司资金压力大。
4. 跟踪期内，公司有息债务大幅增长，短期偿债压力大。
5. 公司存续期内两期中期票据到期时间相近，若公司对于“15 步步高 MTN001”行使赎回权，则存在一定的集中兑付压力。若强制付息事件未发生且公司不行使赎回权，或可避免集中兑付，但会因利息重置而面临较大的利息偿付压力。

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“13 步步高 MTN001”、“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 2016 年 3 月底，公司注册资本 11767.00 万元，控股股东自然人王填持股 8232.40 万元，占比 69.96%；其他股东合计持股 3534.60 万元，占比 30.04%，王填为公司实际控制人；公司法人代表为张海霞，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 3 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 3 月底，公司合并资产总额 218.81 亿元，所有者权益 55.26 亿元（含少数股东权益 31.98 亿元）。2016 年一季度实现营业总收入 45.02 亿元，利润总额 1.03 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。

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。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中

国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出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。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，

居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

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1~3月份，社会消费品零售总额78024亿元，同比名义增长10.3%。其中，限额以上单位消费品零售额34625亿元，增长8.0%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额66920亿元，同比增长10.2%；乡村消费品零售额11105亿元，增长11.0%；按消费类型分，餐饮收入8302亿元，同比增长11.3%；商品零售69722亿元，增长10.2%；在商品零售中，限额以上单位商品零售32579亿元，同比增长8.0%。2016年1~3月份，全国网上零售额10251亿元，同比增长27.8%。其中，实物商品网上零售额8241亿元，增长25.9%，占社会消费品零售总额的比重为10.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长35.5%、16.0%和29.5%。

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年第一季度，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降4.8%，增速低于上年同期4.8个百分点。从一季度主要品类商品销售情况来看：粮油、食品零售额累计同比增长0.4%，增速较上年同期回落了6.4个百分点。服装零售额累计同比下降5.1%，增速较上年同期回落了9个百分点。化妆品零售额累计同比下降0.5%，增速相比上年同期回落了3.7个百分点。日用品零售额累计同比下降1.3%，增速低于上年同期1.6个百分点。金银珠宝类零售额累计同比下降22.0%，降幅相比上年同期扩大了14.1个百分点。家用电器零售额累计同比下降3.6%，降幅相比上年同期收窄了2.4个百分点。

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3月底，公司股东为105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”）；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3月底，公司在湖南、江西、广西、重庆和四川共拥有大卖场、综合超市和电器门店222家，包括大卖场160家、综合超市38家、家电店24家，净运营面积为80.67万平方米。2015年4月，中国连锁经营协会发布的“2015年中国连锁百强”中公司排名第21位，在“2015年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第9位。2015年11月，公司荣登2015年中国民营企业500强第158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2016年3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2.32万平方米，保税分仓0.60万平方米。2015年物流中心月均吞吐量5.93万吨，年底储存货物金额1.28亿元，2015

年配送商品金额达 53.57 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. 收购南城百货

为快速有效地打开广西省零售市场，公司与南城百货商谈合作事宜，并于2015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。截至2015年底，南城百货资产总额16.74亿元，所有者权益合计7.36亿元。2015年南城百货实现收入29.87亿元，净利润1.23亿元。

收购南城百货以前，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（南城百货2015年净利润承诺已实现，完成率101.42%），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有待加强，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。

2. 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。2016年1月12日，步步高股份2016年第一次临时股东大会审议通过《关于调整公司2015年非公开发行股票方案的议案》。本次非公开发行股票数量不超过168123739股，募集资金总额拟不超过25亿元（含发行费用），在扣除发行费用后5.70亿元用于连锁门店发展项目，11.30亿元用于云猴大电商平台项目，8.00亿元用于偿还银行贷款。根据步步高股份的公告，此次发行股票已于2016年4月13日获得证监会通过。

联合资信认为，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年公司实现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。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，2015 年物业销售实现收入 6.15 亿元，其他业务收入占主营业务收入的 4.99%。

从盈利情况来看，近年公司主营业务综合毛利率小幅波动，其中超市业务为应对“八项

规定”消费政策和电商冲击影响，公司下调部分商品价格加大促销力度，毛利率相应下降。百货业务毛利率小幅波动，2015 年受南城百货并表影响略有下降。家电业务毛利率偏低，但逐年有所上升。2015 年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。整体看，近几年公司主营业务毛利率变动不大。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 41.38 亿元，占 2015 年全年的 27.89%，毛利率 15.31%，同比增长 0.11 个百分点，各主业收入构成变化不大；其他业务收入 0.96 亿元，其中职工住宅销售收入 0.12 亿元，其余为广告及物流收入，毛利率为 7.39%。

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 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
超市	61.03	67.55	89.99	27.18	58.18	57.32	60.64	65.69	18.04	16.22	16.27	15.83
百货	33.02	33.74	39.40	10.84	31.48	28.63	26.55	26.20	15.66	16.40	15.62	15.23
家电	9.10	9.00	10.30	2.70	8.68	7.64	6.94	6.53	11.61	12.24	12.33	12.41
批发	1.74	1.53	1.31	0.26	1.66	1.30	0.88	0.01	5.60	8.55	4.02	5.68
其它	--	6.01	7.40	0.40	--	5.10	4.99	0.96	--	9.42	41.10	7.39
合计	104.89	117.83	148.39	41.38	100.00	100.00	100.00	100.00	16.53	15.52	16.96	15.31

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，目前超市连锁门店已分布在湖南、江西、重庆、广西和四川。

目前公司超市业态门店根据门店规模、商品及服务特点主要分为大卖场和综合超市两种子业态。大卖场品种较齐全，是满足顾客一次性购齐的零售业态门店，面积在 2500 平米

以上，采取独立门店或与嵌入公司百货实体店内存两种形式；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 2500 平米及以下。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 40 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 and 成都都江堰等 7 家门店。截至 2016 年 3 月底，公司共拥有超市及家电门店 222 家，包括大卖场 160 家、综合超市 38 家、家电店 24 家，净运营面积为 80.67 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 3 月		
		大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店	大卖场	综合超市	家电店
门店数量	湖南	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		426962	56705	51000	526442	66360	60465	667477	68568	64711	672857	68568	65311
日均客流量		1115			1150			1136			1129		

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。

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, 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, 公司共有家电店97家, 净营运面积13.46万平方米, 其中24家为独立经营管理门店、73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 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	86566	100670	133256	134556

资料来源: 公司提供

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3月底已加盟门店8627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、面包糕点等早餐食品, 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%。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应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 3 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 2.60 万平方米，常温库 6.9 万平方米、家电库 1.4 万平方米、电商库 0.4 万平方米、B2b 仓库 2.36 万平方米、食堂公寓 0.7 万平方米。2015 年物流中心月均吞吐量 5.93 万吨，年底储存货物金额 1.28 亿元，2015 年配送商品金额达 53.57 亿元。同时，公司租赁省级及市级分仓 2.32 万平方米系租赁，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。

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，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，四川门店 3 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 3 月底，超市拥有活跃会员 482.91 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增长 12.98%，员工人数年均增长 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，年均增长 9.36%。2016 年 3 月底公司员工人数有所下降，主要由于公

司自 2015 年 11 月起进行了较大的组织变革，对岗位职责、关键流程和职级体系等进行了梳理，并根据新的架构，转岗及分流近 2000 人。变革后组织扁平化、公共资源平台化，能够提高公司资源使用效率和对市场变动的快速反应能力。

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 1~3 月
门店数量	170	181	217	222
员工数量	0.86	1.04	1.09	1.05
员工劳效	81.54	74.52	79.68	--
人力成本率	4.34	5.19	5.19	5.34

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

由于南城百货并表尚未满整年，考虑到数据一致性因素，上表数据不包括南城百货。

总体看，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，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，系促销让利所致。截至 2016 年 3 月底，公司拥有百货门店 43 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 25 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 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
	衡阳	2009.11	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

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。步步高广场以休闲为主题，可以独立形成商圈，50%以上面积提供服务而非商品销售，净营运面积在 2 万平方米以上；步步高广场是目前公司百货业态最主要的形式，净营运面积占百货业态总面积近 50%。流行百货店以商品销售为主，提供消费者家居生活的必需商品，净营运面积在 5 千

至 2 万平方米不等；流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，且南城百货全部为流行百货店，因而流行百货店数量占公司百货业态的 70%。2014 年 3 月至 2016 年 3 月，公司生活广场已开业三家，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。

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，2015 年会员消费总额占比为 69.90%。

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，目前公司百货店主要为租赁取得，主要是早期开始经营的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。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，对商业物业进行开发，形成公司自有物业进行经营。

公司百货店面租赁期为15至20年，且多为2020年~2030年到期。今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，截至2016年3月底，公司百货店面自有面积为33.68万平方米，自有占比50%，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
坪效	9045.35	10281.34	9219.43	2110.14
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

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

步步高网上商城于2014年12月26日正式上线，可满足湖南省内的消费者在公司任意门店购买公司的所有商品（线上或线下、超市或百货店）并付款，继而在公司门店提货，或选择送货上门到省内任何地址。2015年3月3日，公司上线跨境业务，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。

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。云猴大平台搭建资金将主要来源于

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2016年3月底累计投资1.72亿元。

云猴大平台目前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。公司在美国、德国、澳洲、日本、韩国和香港设立了海外分公司，云猴全球购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。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。平台搭建完成后，公司将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和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2016年3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。目前公司已完成自建商业物业均系自持，除步步高摩尔城项目有部分员工住宅和商铺销售，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。

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，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3月底，小额贷款公司贷款规模为3.14亿元，主要为零售业务的上游供应商提供资金融通，截至2016年3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83.97亿元，截至2016年3月底，在建及拟建工程已投资47.83亿元。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3月底已投资18.42亿元，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

36.14 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 3 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	2017 年	2018 年	
梅溪湖项目	320000	289192	30000	14205	--	预计 2016 年完工
步步高摩尔城项目	163000	45371	6300	48900	62440	预计 2018 年底完工
步步高郴州项目	45600	33412	14198	--	--	2016 年 1 月已开业
荷塘项目	60000	8031	15000	24000	18114	预计 2018 年底完工
泸州项目	98963	21366	34637	38013	4948	预计 2017 年底完工
赣州项目	81011	49694	18195	9808	4051	预计 2017 年底完工
怀化项目	71129	31256	3437	21764	15645	预计 2018 年底完工
新开门店项目	210600	64217	42846	58000	60151	--
合计	839703	478321	121768	156690	105197	--

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（不包括用于出售的部分）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 3 月底已投入 4.54 亿元，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。该项目总建筑面积约 60 万平方米，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。项目计划总投资 32.00 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 28.92 亿元，其中 7.69 亿元为预付土地款，已纳入无形资产核算。建设进度方面，已完成外装施工 95%，内装施工 90%；商业出租率购物中心 90%，街区 55%。项目商业部分预计 2016 年上半年建成开业，酒店拟联营，公寓、写字楼拟自销。梅溪湖项目是城市综合体项目，考虑到项目投资规模及经营风险较大、对现金流要求较高，联合资信将对该项目的投融资情况和未来经营状况对公司信用水平带来的影响保

持关注。

公司计划在 2016 年内新开超市门店 20 家，目前一季度已开业 7 家，未来三年新开超市门店项目计划分别投入 4.28 亿元、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，已完成非公开发行募集资金全部用于主业经营，2016 年不超过 25 亿元非公开发行股票已获批，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，以及线上业务的投资计划，公司仍存在一定的资金压力。

九、募集资金使用情况

2013 年 10 月，公司发行 12 亿元中期票据“13 步步高 MTN001”。2015 年 10 月，公司发行 7 亿元永续中期票据“15 步步高 MTN001”。上述两期中期票据募集资金已按计划使用完毕。

十、财务分析

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。2016 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2013 年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司 9 家，当期净资产合计变动 2.40 亿元；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；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 3 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 3 月底，公司合并资产总额 218.81 亿元，所有者权益 55.26 亿元（含少数股东权益 31.98 亿元）。2016 年 1~3 月实现营业总收入 45.02 亿元，利润总额 1.03 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，期间费用占比较高，对利润有一定侵蚀，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%。2015 年，受零售行业竞争日益激烈、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，公司实现利润总额和净利润分别为 2.42 亿元和 2.66 亿元，同比分别下降 -18.45%和 -23.43%。盈利指标方面，近三年公司总资产收益率及净资产收益率逐年下降，三年平均值分别为 3.35%和 5.49%；2015 年，受债务规模持续快速增长影响，公司总资产收益率及净资产收益率分别下降至 2.59%和 3.04%，公司盈利水平持续下降。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 45.02 亿元，同比增长 0.11%；营业成本 35.41 亿元，同比增长 0.98%，变动幅度不大。财务费用为 0.72 亿元，同比增加 6560.16 万元，主要系公司借款规模增加所致。2016 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.03 亿元、净利润 0.70 亿元，同比分别下降 48.12%和 52.15%，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。

总体看，随着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、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，公司整体盈利水平下降，盈利能力一般。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013~2015 年，公司经营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 1~3 月，公司经营活动现金流入 56.12 亿元，公司支付其他与经营活动相关的现金流同比大幅下降，主要系支付的租金及其他费用减少所致，公司当期经营活动现金流量净额 3.36 亿元；投资活动现金流量净额为 -2.18 亿元，其中收到其他与投资活动相关的现金流主要是由于理财产品到期，支付其他与投资活动相关的现金流增加系投资海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业 11250 万元；同期，筹资活动现金流量净额为 -1.14 亿元。当期公司现金收入比为 122.34%。

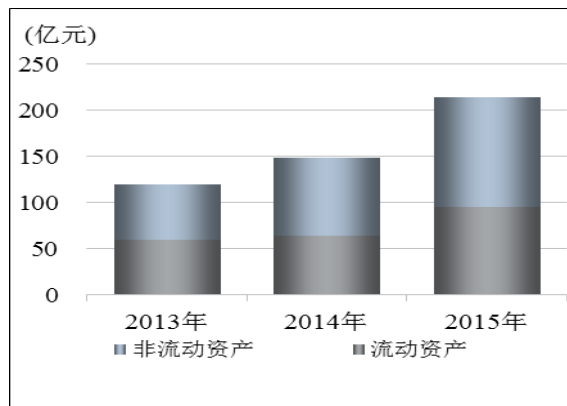
总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量良好，符合零售行业特性。公司近年加快自有物业建设进度，在建工程及投资计划对资金要求较高，对外部资金存在一定程度的依赖，对外融资压力大。

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

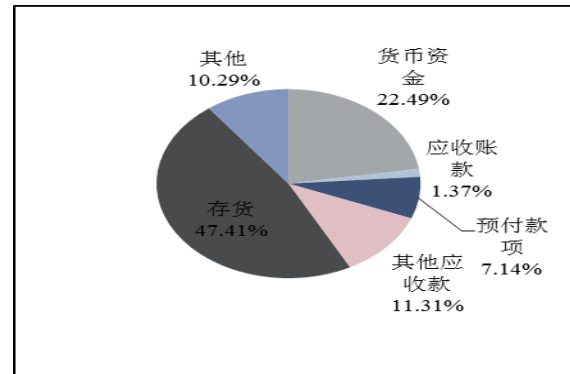


资料来源：公司审计报告

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，年均复合增长率 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。

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%。

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，公司应收账款以 39.53% 的复合增长率逐年增长，规模不大，主要为应收货款。截至 2015 年底为 1.30 亿元，同比增长 60.52%，主要是由于南城百货纳入合并范围所致。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 95.63%、在 1~2 年的占 4.37%。2015 年公司计提应收账款坏账准备 0.07 亿元。

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，账龄在 1 年以内的占 75.72%、1~2 年的占 17.81%、2~3 年以上的占 1.85%，其余账龄在 3 年以上；前五名欠款单位金额占比为 57.59%；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。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。

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，公司账面价值 41.60 亿元，25.45 亿元固定资产用于抵押借款，规模较大。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 亿元和怀化项目 3.03 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 3 月底，公司资产合计 218.81 亿元，较 2015 年底小幅增长 2.20%；其中公司流动资产占 44.71%，非流动资产占 55.29%，较 2014 年底变化不大。其中，其他应收款为 13.22 亿元，较 2015 年底增长 22.83%，主要系定押金及客户往来增加所致；在建工程为 29.18 亿元，较 2015 年底减少 4.33 亿元，主要系郴州项目完工转入固定资产所致；长期股权投资较 2015 年底增加 1.12 亿元，主要系新增对海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业 11250 万的投资所致。其他各会计科目较 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。

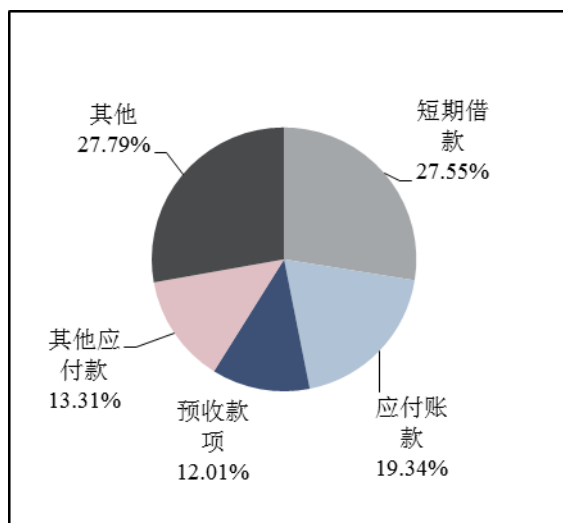
2013~2015 年，公司所有者权益以 27.50% 的年均复合增速快速增长，截至 2015 年底，公司所有者权益为 54.55 亿元（其中少数股东权益 31.20 亿元），同比增长 63.37%，主要系 2015 年 10 月，公司发行 7 亿元永续中期票据（15 步步高 MTN1，3+N 年）导致其他权益工具增加 6.93 亿元，同时公司少数股东权益增加 12.65 亿元（包括子公司步步高商业连锁非公开发行股份增加 8.98 亿，少数股东持股比例由 53.94% 增加至 61.16%，年初归属于母公司权益调整至少数股东权益 2.44 亿以及 2015 年少数股东损益增加 1.30 亿）所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中，实收资本占 2.10%、资本公积占 22.10%、其他权益工具 12.71%，未分配利润占 5.03%，少数股东权益占 57.19%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益提升至 55.26 亿元（其中少数股东权益 31.98 亿元），较 2015 年底增长 1.30%，变动不大。总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，稳定性一般。

2013~2015 年，随主业不断扩张、自有物业开发速度加快以及合并范围的增加，公司负债规模较快增长，年均复合增长 36.09%。近三年，公司为调整债务结构，相应提高非流动负债规模，流动负债比重呈持续下降态势，但仍以流动负债为主。截至 2015 年底，公司流动负债占比下降至 66.50%。

2013~2015 年，公司流动负债年均复合增长率为 28.33%。截至 2015 年底，公司流动负债 106.10 亿元，以短期借款（占比 27.55%）、应付账款（占比 19.34%）、预收款项（占比 12.01%）和其他应付款（占比 13.31%）为主。

图3 公司2015年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司短期借款稳步增长，年均复合增长26.21%；截至2015年底，公司短期借款增长至29.22亿元，同比增长31.47%；其中信用借款占64.15%，抵押借款占25.66%，保证借款占9.87%。

2013~2015年，公司应付票据持续增长，年均复合增长率为33.17%。截至2015年底，公司应付票据为8.06亿元，其中银行承兑汇票为7.86亿元，其余为商业承兑汇票。

2012~2014年，公司应付账款规模波动增长，三年分别为19.46亿元、22.52亿元和20.52亿元，公司应付账款全部为应付货款，公司无账龄超过一年的重要应付账款。

2013~2015年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长率为13.91%。预收款项主要为预收商务卡，截至2015年底，公司预收账款12.74亿元，同比增长28.28%，主要是预收商务卡增加所致；从账龄情况看，账龄在1年以内的占99.90%，账龄短。

2013~2015年，公司其他应付款年均复合增长28.34%。截至2015年底，公司其他应付款14.13亿元，其中应付押金、保证金占14.09%、应付工程设备款占48.90%、其他占37.01%（主要包括预提应付费用、租金等）；前五名单位应付金额占比为4.46%，集中度低。

表13 2015年底公司其他应付款前五名明细

（单位：万元）

单位名称	金额	款项性质
深圳市卓艺装饰设计工程有限公司	1762.64	应付工程款
湖南岳麓山建设集团有限公司土方分公司	1324.58	应付工程款
凯里森建筑设计（北京）有限公司上海分公司	1190.00	应付设计款
衡阳深国投商用置业有限公司	1115.90	应付购房款
长沙市芙蓉区永兴石材商行	901.83	应付材料款
合计	6294.95	--

资料来源：公司审计报告

公司于2011年开始在资本市场进行直接融资，截至2015年底，公司其他流动负债为9.00亿元，为公司于2015年发行的共计9亿元短期融资券“15步步高CP001”和“15步步高CP002”（纳入短期债务指标）。

2013~2015年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长56.85%。截至2015年底，公司非流动负债35.03亿元，主要由长期借款（占39.83%）和应付债券（占54.07%）构成。

2013~2015年，公司长期借款以57.44%的年均复合增速快速增长，截至2015年底，长期借款为21.29亿元，同比大幅增长73.53%，包括信用借款（占比78.68%）和抵押借款（占比21.32%）。

2013~2015年，应付债券呈较快增长的趋势，年均复合增速54.14%。截至2015年底，应付债券为28.90亿元，包括12亿元“13步步高MTN001”、10亿元非公开定向债务融资工具“14步步高PPN001”和7亿元非公开定向债务融资工具“15步步高PPN001”。

2013~2015年，公司长期应付款波动上升，三年分别为0.89亿元、0.77亿元和2.61亿元。截至2015年底，公司长期应付款主要由2.1亿元融资款和0.75亿元免租期租金¹构成；融资款主要是公司与交银金融租赁有限责任公司签订融资租赁合同，将长沙、湘潭两地

¹公司承租物业有免租期的，公司将租金总额在不扣除免租期的整个租赁期内，按直线法分摊，免租期内确认租金费用，并在以后年度均匀摊销。

商场、超市的机械设备转让给交银金融租赁有限责任公司，再由其出租给步步高公司使用（租赁物总价款 3 亿元，咨询服务费 840 万元，保证金 1500 万元，租赁期限 36 个月）。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 163.54 亿元，流动负债占比进一步下降至 63.13%，负债结构仍以流动负债为主。由于“15 步步高 CP001”到期兑付，其他流动负债较 2015 年底减少 6 亿元；2016 年 3 月，公司发行 8 亿元公司债券致使公司应付债券增至 36.76 亿元，其他科目较 2015 年底变化不大。

从公司债务情况看，2013~2015 年，公司全部债务年均复合增长 54.70%，增速较快。截至 2015 年底，公司全部债务 107.29 亿元，其中短期债务占 51.26%，长期债务占 48.74%；公司于 2015 年 10 月发行一期额度为 7 亿元的永续中票“15 步步高 MTN001”，纳入所有者权益核算，考虑到其在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征相近，因此将其纳入长期债务核算，纳入后公司全部债务为 114.29 亿元，其中长期债务占 51.88%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务进一步增长至 108.51 亿元，其中短期债务占 45.17%，长期债务占 54.82%；将“15 步步高 MTN001”纳入长期债务核算后，公司全部债务为 115.51 亿元。

2013~2015 年，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的趋势，近三年均值分别为 74.91%、64.82%和 47.27%。2015 年，随着 2015 年非公开发行的完成，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同比略有下降，分别为 74.52%、66.29%和 48.94%；将“15 步步高 MTN001”调整计入长期债务核算后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 77.79%、70.69%和 55.49%。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分别为 74.74%、66.26%和 51.84%；将“15

步步高 MTN001”调整计入长期债务核算后，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 77.91%、70.53%和 57.94%。

总体看，随着公司主业的持续扩张以及公司自有物业开发速度的加快以及南城百货的并表，公司债务规模快速增长，债务负担重。2015 年步步高股份非公开发行股票成功，公司资本实力扩充，2016 年股票发行已获批，发行后偿债压力有望进一步缓解。

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。2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均有所提升，分别 94.76%和 49.30%。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；随着全部债务的不断增长，全部债务/EBITDA 近三年呈持续上升趋势，分别为 4.85 倍、8.07 倍和 9.12 倍。总体看，公司对整体债务的保护能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司本部及各子公

司共获得银行贷款授信总额度为 134.00 亿元，其中未使用额度为 71.84 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中，12 亿元“13 步步高 MTN001”将于 2018 年 10 月到期；若公司行使赎回权，7 亿元“15 步步高 MTN001”，也将在 2018 年 10 月到期，合计额度 19 亿元。2015 年，公司经营活动现金流入和净额分别为合计额度的 10.04 倍和 0.07 倍；2015 年，公司 EBITDA 为 11.77 亿元，为合计额度的 0.62 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量能够对两期中期票据形成一定保障。但两期中期票据到期时间相近，若公司对于“15 步步高 MTN001”行使赎回权，则存在一定的集中兑付压力。若强制付息事件未发生且公司不行使赎回权，或可避免集中兑付，但会因利息重置而面临较大的利息偿付压力。

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 4 月 27 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。

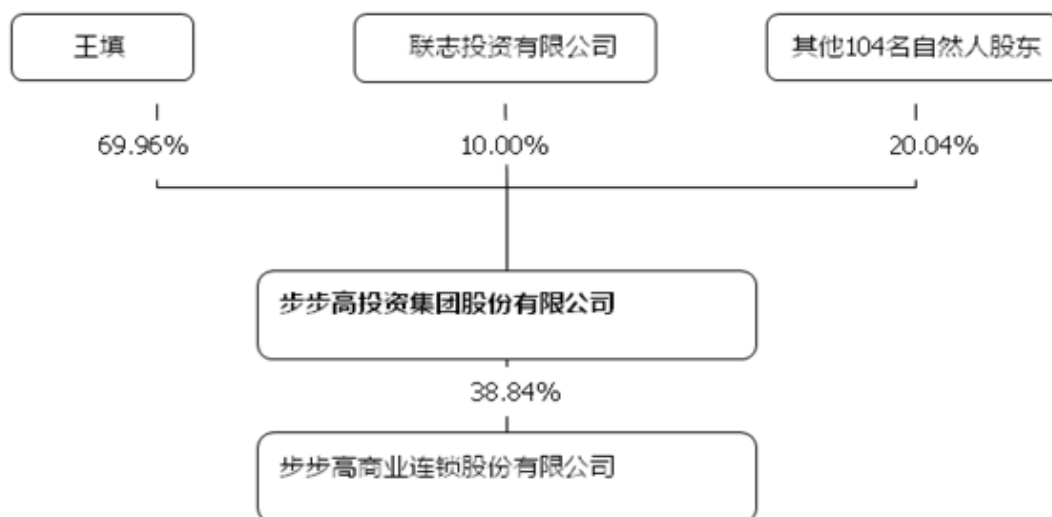
6. 抗风险能力

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，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。

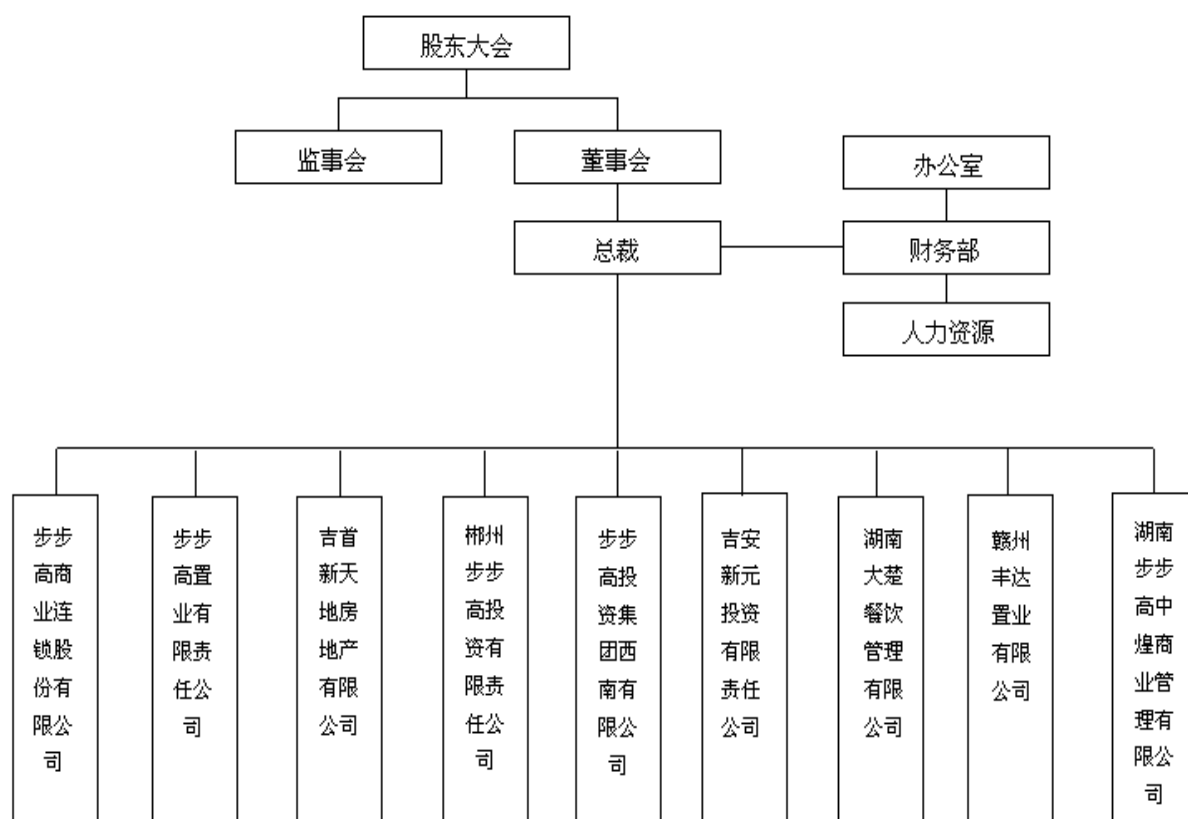
十一、结论

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“13 步步高 MTN001”、“15 步步高 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.86	11.00	19.32	18.22
资产总额(亿元)	119.71	148.48	214.11	218.81
所有者权益(亿元)	33.56	33.39	54.55	55.26
短期债务(亿元)	24.24	34.92	55.00	49.02
长期债务(亿元)	20.59	34.27	52.29	59.49
全部债务(亿元)	44.83	69.19	107.29	108.51
营业总收入(亿元)	113.89	128.05	160.68	45.02
利润总额(亿元)	4.59	2.97	2.42	1.03
EBITDA(亿元)	9.24	8.57	11.77	--
经营性净现金流(亿元)	4.96	2.22	1.39	3.36
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	122.34
营业利润率(%)	21.26	20.62	21.67	20.52
总资本收益率(%)	5.50	3.27	2.59	--
净资产收益率(%)	10.11	6.48	3.04	--
长期债务资本化比率(%)	38.03	50.65	48.94	51.84
全部债务资本化比率(%)	57.19	67.45	66.29	66.26
资产负债率(%)	71.97	77.51	74.52	74.74
流动比率(%)	93.04	79.98	89.69	94.76
速动比率(%)	60.93	35.66	47.17	49.30
经营现金流负债比(%)	7.70	2.77	1.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	3.41	2.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	8.07	9.12	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；

2.其他流动负债中的有息债务已纳入短期债务核算；

3.长期应付款中的融资租赁款已调整至长期债务核算；

4.现金类资产已剔除受限货币资金；

5.2015 年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 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%
营业总收入年复合增长率	(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 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。