

信用等级公告

联合[2017]563 号

步步高投资集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

步步高投资集团股份有限公司拟发行的 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一七年十月十一日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

步步高投资集团股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
发行规模：不超过 4 亿元（含 4 亿元），其中基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 1 亿元（含 1 亿元）

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 10 月 11 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	147.18	214.11	238.16	240.27
所有者权益（亿元）	32.10	54.55	65.62	66.69
长期债务（亿元）	34.19	52.29	48.12	58.16
全部债务（亿元）	69.11	107.29	110.54	112.86
营业收入（亿元）	128.05	160.68	165.83	91.67
净利润（亿元）	2.14	1.66	1.06	1.49
EBITDA（亿元）	8.55	11.77	11.87	--
经营净现金流（亿元）	2.22	1.39	2.06	7.29
营业利润率（%）	20.62	21.67	20.61	20.16
净资产收益率（%）	6.53	3.83	1.77	2.26
资产负债率（%）	78.19	74.52	72.45	72.24
全部债务资本化比率（%）	68.29	66.29	62.75	62.86
流动比率（倍）	0.78	0.90	0.75	0.76
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	2.18	2.13	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.14	2.94	2.97	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、融资租赁款纳入长期债务核算。3、公司 2017 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”或“公司”）的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率和经营规模等方面的竞争优势。近年来，公司营业收入增长较快，经营活动现金流入规模较大。同时，联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、期间费用对利润侵蚀显著和债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司在湖南省内超市的市场占有率位居第一、百货市场占有率位居第二，区域竞争力较强、品牌优势明显。

2. 公司超市定位于中小城市，采用密集型开店模式，近年来门店数量平稳增长，未来可复制性强。

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

4. 近年来，公司营业收入增长较快，经营活动现金流入规模较大。

关注

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

影响，增速显著放缓。

2. 公司超市业态门店大多以租赁为主，未来可能面临租金上涨压力和续租不确定性风险。

3. 公司在建、拟建工程规模及尚需投资金额较大，面临着一定的资本支出压力。

4. 公司利润水平受期间费用、投资收益和营业外收入的影响大；同时，公司债务负担较重，债务结构有待改善；所有者权益中少数股东权益的占比较高。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http://www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

分析师：



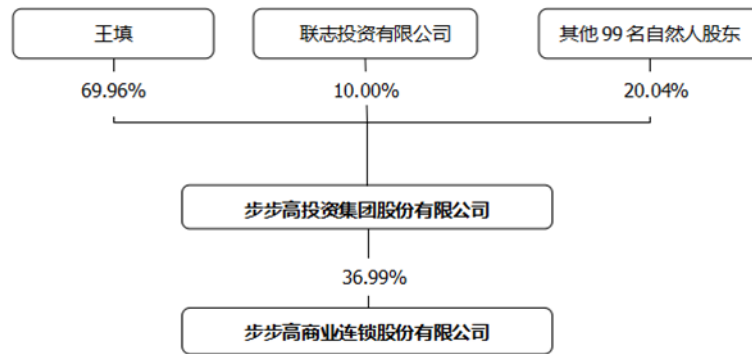
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

经多次转股，截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 11,767 万元，控股股东自然人王填持股 69.96%，联志投资有限公司持股 10.00%，其他 99 名自然人合计持股 20.04%，王填为公司实际控制人。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高”）主营超市、百货、家电等商品的销售，成立于 2003 年 12 月；经中国证券监督管理委员会（“证监许可[2008]733 号”批复）和深圳证券交易所（“深证上[2008]84 号”通知）批准，步步高向社会公开发行 3,500 万股，共计募集资金 91,280 万元，并于 2008 年 6 月在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票简称“步步高”，股票代码：002251.SZ）；截至 2017 年 6 月底，公司持有步步高的股权比例为 36.99%。

公司经营范围包括：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）。截至 2017 年 6 月底，公司本部下设集团办公室、集团财务部、集团人力资源部 3 个独立职能部门，公司员工总数 29,290 人（详见附件 1）。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 238.16 亿元，负债合计 172.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.06 亿元。2016 年，公司实现营业收入 165.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.16 亿元；经营活动现金流量净额 2.06 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.25 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 240.27 亿元，负债合计 173.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.22 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 91.67 亿元，净利润（含少数股东损益）1.49 亿元，归属于母公司所有者的净利

润 0.16 亿元；经营活动现金流量净额 7.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.15 亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区芙蓉大道 168 号；法定代表人：张海霞。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“步步高投资集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为不超过 4.00 亿元（含 4.00 亿元），其中基础发行规模 3.00 亿元，可超额增发规模为不超过 1.00 亿元（含 1.00 亿元），债券存续期限为 3 年，附第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券面值 100.00 元，按面值平价发行。本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

1. 零售行业

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

从增长变动趋势来看，近十年来零售行业整体销售增速与中国国内生产总值（GDP）增速变化基本一致，而社会消费品零售总额占 GDP 的比重保持平稳，零售业与中国经济整体发展的趋势是相符的。根据国家统计局经济数据统计，2013~2016 年中国 GDP 增速分别为 7.7%、7.4%、6.9%和 6.7%。国家统计局发布数据显示，2016 年全年 CPI 同比上涨 2.0%，涨幅比 2015 年扩大了 0.6 个百分点，2016 年，我国 CPI 指数开始出现反弹，主要受货币宽松政策以及食品 CPI 上涨等因素影响。

根据国家统计局统计，2014 年我国经济下行压力加大，消费品市场增速也随之回落。2014 年，社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比增长 12.0%，增速比 2013 年回落 1.1 个百分点。2015 年，中国社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比增长 10.7%。2016 年，社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%，其中，限额以上单位消费品零售额 154,286 亿元，增长 8.1%。按经营单位所在地分，2016 年全年，城镇消费品零售额 285,814 亿元，同比增长 10.4%；乡村消费品零售额 46,503 亿元，同比增长 10.9%。按消费类型分，餐饮收入 35,799 亿元，同比增长 10.8%；商品零售 296,518 亿元，同比增长 10.4%。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。其中大业态能够满足消费者一站式购物需求，符合大城市的快节奏生活状态；小业态能够为消费者提供良好的购物环境以及服务，具有较大发展潜力。从区域经济发展出发，地区间零售业态发展水平存在差异。东部地区人均 GDP 在 10,000 美元，是购物中心密集区域，传统百货、超市、专业店等增长放缓；东北部地区人均 GDP 在 8,000 美元，专卖店、专业店和便利店等盛行，大型购物中心不断涌现；中西部地区人均 GDP 在 5,000 美元，百

货店和超级市场的销售份额有所下降，但依然是主力业态，此外，专卖店、专业店、便利店、购物中心等新兴业态发展速度较快。

根据中华全国商业信息中心的统计，2016 年全年，全国 50 家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降 0.5%，降幅相比 2016 年前三季度收窄了 1.4 个百分点，但增速低于上年 0.3 个百分点。全年零售额实现累计同比正增长的企业家数为 15 家，较上年减少了 3 家。从各主要商品全年的表现来看，服装类、化妆品类商品增速较上年均有所提升；粮油、食品类零售额与上年持平，增速低于上年 0.2 个百分点；日用品类零售额同比下降 2.6%，降幅相比上年扩大了 1.2 个百分点；金银珠宝类零售额同比下降 17.9%，增速相比上年降低了 18.4 个百分点。零售企业的销售业绩与消费者的信心指数息息相关。据北京市统计局、国家统计局北京调查总队对外公布的数据显示，2016 年上半年，消费者信心指数小幅降低，下半年，随着各项改革措施逐步落实和推进，消费者信心指数稳步回升。

根据中国连锁经营协会对外发布的“2016 年行业基本情况及连锁百强调查”显示，2016 年连锁百强销售规模 2.1 万亿元，同比增长 3.5%。门店总数 11.4 万余个，同比增长 5.9%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额的 6.4%。百强企业共经营超市和大型超市 1.1 万余个，便利店 7.1 万余个，百货店及购物中心 1,200 余个，专业店和专卖店 2.2 万余个，餐饮等其他门店 9,000 余个。根据连锁企业百强榜单显示，前三名连锁企业分别为苏宁云商集团股份有限公司、国美电器有限公司和华润万家有限公司。具体信息如下表。

表 1 2016 年中国连锁企业前 20 强基本情况（单位：亿元、%、家）

排序	企业名称	销售规模	销售增长率	店铺数	门店增长率
1	苏宁云商集团股份有限公司	1,735.00	9.40	1,510	-4.20
2	国美电器有限公司	1,646.93	7.20	1,628	-9.40
3	华润万家有限公司	1,034.95	-5.40	3,224	-5.10
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	1,034.95	4.00	368	9.90
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	766.98	4.30	439	1.60
6	山东省商业集团有限公司	633.89	-0.50	755	2.00
7	联华超市股份有限公司	597.85	-1.10	3,648	-6.70
8	重庆商社（集团）有限公司	561.14	-5.60	324	-4.70
9	百胜中国	544.50	5.30	7,500	7.10
10	永辉超市股份有限公司	544.08	10.30	487	25.50
11	家乐福中国	504.75	25.90	319	36.30
12	长春欧亚集团股份有限公司	390.84	8.00	119	22.70
13	武汉武商集团股份有限公司	355.53	2.70	89	-6.30
14	中石化易捷销售有限公司	351.00	41.00	25,000	3.30
15	大商股份有限公司	328.60	-8.90	167	-2.30
16	步步高集团	321.45	3.60	590	2.30
17	宏图三胞高科技技术有限公司	321.33	0.30	575	-2.40
18	中百控股集团股份有限公司	315.18	-10.00	1,026	-6.40
19	北京物美商业集团股份有限公司	299.03	13.90	566	2.50
20	农工商超市（集团）有限公司	276.56	-3.00	2,317	-7.10

资料来源：中国连锁经营协会

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。随着市场竞争的不断加剧，连锁企业为改善经营现状从多方面调整改良自身经营的方式方法以谋求新的增长点。

2. 超市业态

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

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

近年来，国内超市行业格局较稳定，调查显示，2013年，超市行业销售额排名前五的企业分别为华润万家有限公司、康成投资（中国）有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司和家乐福（中国）管理咨询服务有限公司，累计销售规模为0.37万亿元，占超市连锁百强整体销售规模36.01%；累计门店数为9,404家，占整个零售连锁百强企业门店总数的10.61%。2014年，上述五家企业排名情况较2013年变化不大。百强企业销售规模占社会消费品零售总额6.9%。2015年超市行业销售额排名前五的企业分别为华润万家有限公司、高鑫零售有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司和永辉超市股份有限公司。2015年，上述五家企业累计销售规模为0.40万亿元，占超市连锁百强整体销售规模37.92%；累计门店数为8,544家，占整个零售连锁百强企业门店总数的8.63%，行业集中度有所提高。2016年，超市行业销售额排名前五企业分别为华润万家有限公司、康成投资（中国）有限公司、沃尔玛（中国）投资有限公司、联华超市股份有限公司和永辉超市股份有限公司，累计销售规模为0.39万亿元，销售额较上年有所提升，行业集中度较2015年变化不大。

总体看，中国的超市行业市场化程度高且竞争激烈，行业内企业受到来自于国内外竞争压力大；目前国内超市行业格局较稳定，行业集中度一般。

3. 百货业态

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

从目前的竞争状况来看，中国百货行业的集中度还比较低，以区域性垄断或寡头竞争为主，全国性的百货品牌还在培养之中。根据《2015年中国百货行业发展报告》显示，百货业总体环境良好，但运行情况不容乐观，多数企业出现业绩下滑、利润减少，为此，百货业积极探索新商业模式，发展O2O策略。预测未来百货行业还会回归经营商品的零售本质，联手互联网，提升供

应链效率，从消费者需求出发。根据中国连锁经营协会发布的 2016 年主要连锁百货企业经营情况显示，2016 年连锁百货企业前三甲分别为王府井集团股份有限公司、天虹商场股份有限公司（百货购物中心）、武汉武商集团股份有限公司（百货购物中心），销售额分别达 275.90 亿元、248.25 亿元、230.41 亿元，排名第四的是烟台市振华百货集团股份有限公司（百货部分），销售额也达到了 200 亿元以上，另榜单显示销售额超 100 亿的企业有 22 家。2016 年全国主要连锁百货企业有 47 家，销售额合计 4,540.66 亿元，同比下降 15.9%，总门店数量合计 1,322 家，同比增长 4.5%。

近年来，百货行业经营增长趋缓，整体发展形势并不乐观。随着劳动力、门店租金等成本上升导致百货零售业自身经营成本上升致利润压缩，此外百货零售业经营模式也较为落后，仍采用“制造商—中间商—消费者”的模式，制造商对消费者的需求反馈不能做到及时有效。百货行业整体经营增长趋缓，闭店潮也在延续，据相关统计数据显示，在 2011~2015 年，全国 150 家连锁百货企业分别闭店停业 10、15、22、40、100 家百货门店。2016 年百货行业的闭店潮并未得到明显改善。根据 2016 年知名百货在中国门店关闭情况来看，从城市分布来看，以成都、广州、上海门店关闭数量最多，其次为北京、重庆、合肥和温州等城市；从分布的城市级别来看，主要分布在一、二线城市，门店关闭数量占比达 80%，尤其以二线城市为甚，门店关闭占比超过总数的 50%。为扭转经营持续下滑趋势，百货行业开始进行转型创新，随着商业地产行业的发展，百货企业开始呈现多元化转型模式。第一，百货业开始加入体验式消费元素。根据《2015 年中国百货行业发展报告》抽查的百货店样本企业中，85.5%的企业在实体店增加了体验式消费，主要多用于餐饮，儿童业态，娱乐，服务。体验式消费一定程度上增加了客流量，提高了销售量。第二，买手制百货及品牌集合店的兴起。有研究表明，与单品牌店相比，由于品牌更为多样化，消费者在集合店里停留的时间超过单品牌店 3 倍以上，促进了商品销售额的增加。同时，采用集成店模式能够减少店内每平方米的租金压力和人员成本，大大提升商铺的盈利能力。第三，联手“互联网”，融合线上线下销售渠道。O2O 策略成为百货业发展重点，据调查，超过 55%的受访百货企业已经开展电子商务业务，94.5%的受访百货企业在门店铺设了 Wi-Fi，80%受访百货企业开设二维码，42%的受访百货企业拥有自建移动端手机 APP，通过此进行促销信息推送、商品销售，为消费者提供如室内导购、餐厅预订等附加服务；48%的受访百货企业已经涉足 O2O，79.6%的受访百货企业已引入移动支付工具。

总体看，中国百货行业的集中度较低，以区域性垄断或寡头竞争为主；近年来百货零售平摊店铺的经营模式遭遇困境，为此，百货企业采取关店撤退策略的同时由销售型向服务型转变，随着商业地产行业的发展，百货企业开始呈现多元化转型模式。

4. 电商业态

从电商情况来看，2006~2015 年，我国网络购物用户从 0.32 亿人增长至 4.13 亿人，网络购物交易规模由 263 亿元发展到 3.8 万亿元，CAGR 达到 73.77%，网络零售超过 30%的增速在增长。2015 年，中国电子商务交易额达 15.8 万亿元，同比增长 30.4%。其中，B2B 交易额达 11.4 万亿元，同比增长 14%；中国网络购物市场交易规模达到 3.8 万亿元，同比增长 35.7%，网络购物市场规模在社会消费品零售总额中的占比为 12.6%，较 2014 年提高 2 个百分点。2016 年，全国网上零售额 51,556 亿元，同比增长 26.20%，远高于社会零售总额 10.4%的整体增速。

2016 年，中国 B2C 网络零售市场（包括开放平台式与自营销售式，不含品牌电商），天猫依然稳居首位，占 57.7%市场份额；京东名列第二，占据 25.4%市场份额；唯品会位于第三，占 3.7%市场份额；位于 4~10 名的电商依次为：苏宁易购（3.3%）、国美在线（1.8%）、当当（1.4%）、亚马逊中国（1.3%）、1 号店（1.2%）、聚美优品（0.7%）、拼多多（0.2%）；其他（3.3%）。2016 年前

十电商市场份额已达到 96.7%，对比 2015 年的 93.6%，增长了 3.1%，整体来看，网络零售行业的市场集中度高。中国 B2C 网络零售市场的格局虽然大体趋于稳定，但仍面临着洗牌，在互联网行业“丛林法则”影响下，赢家大小通吃将在零售电商行业内继续凸显，中小电商平台和独立创业者面临较大压力，行业位次格局虽大体已定，但仍在移动电商崛起背景下，或存一定变数。同时，市场也在逐渐向着规范化、品质化和多元化的方向演变；未来将是各电商细分业务的阶段，如农村电商、跨境电商、母婴电商、消费金融、物流服务等领域，以此来增加自己的市场渗透率，从而稳固各自的行业地位。跨境电商方面，随着国内居民收入水平提高，对改善生活水平的需求日益迫切，消费升级成为趋势，而国内部分产品尚无法满足人们对品质消费的需求，于是通过精选并引进海外优质品牌的跨境进口电商直接受益于消费升级而蓬勃发展。中国跨境电商市场规模在 2000~2004 年实现了 4 倍增长，复合增长率达到 31.95%，占进出口贸易比例在 5 年内增长了 3 倍。2015 年，中国跨境电商占进出口贸易的比例由 2014 年的 15.13% 提升到 21.15%，跨境电商凭借其高性价比、简化交易流程、加快信息传递速度、降低交易成本、改善消费者跨境购物体验的优势，在整体贸易中比例将持续增长。2016 年，与线下销售低迷相比，线上销售仍保持高增速。总体看，电商业态受市场需求发展影响规模不断扩大，营销方式由传统电商延伸到跨境电商，营业收入规模不断增长，并受国家利好政策支持，未来电商业态市场占有率有望进一步提升。

5. 行业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。

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

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

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

2015 年 11 月，国务院印发《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，意

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

2016年4月8日，跨境电商税收新政策的推出，使跨境电商企业备受压力，保税仓内库存积压，而随新政的暂缓实施，相关企业有了更多适应与调整的时间。2016年5月，海关总署发布了《关于执行跨境电子商务零售进口新的监管要求有关事宜的通知》，通知指出，为使跨境电商企业逐步适应监管要求，此次专门对跨境电子商务零售进口设置了过渡期，2017年5月11日前，在上海、杭州、宁波、郑州、广州、深圳、重庆、福州和平潭10个试点城市，将按原有监管政策进行监管，暂不采用正面清单。

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

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

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

6. 行业关注

（1）外商零售企业发展活跃，行业竞争加剧

随着2005年中国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。2006年，港、澳、台及外商投资零售企业法人数量为534个，销售规模为2,115亿元；2009年以来，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福等增幅明显高于内资。根据中国连锁经营协会数据，截至2016年底，20家主要外资连锁企业销售规模为4,680.55亿元，门店总数为19,069个；2012~2016年，中国连锁经营协会统计的主要外资连锁企业销售规模增长率为11.3%、8.4%、4.5%、0.5%和5.90%，门店数量增长率为16.2%、12.2%、13.90%、11.1%和18.70%。基本与百强增速持平。随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，而国内零售企业巨头的不断崛起也迫使外资零售商不断调整竞争策略，形成愈发激烈的市场份额争夺。百强中的外资企业主要经营大型超市业态，并逐渐占据主导地位。可以预见，零售类企业为寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

（2）传统零售业受电商交易冲击大，探索多渠道经营

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2016年中国网络零售市场交易规模达4.97万亿元，较2015年增长29.6%。预计到2019年，中国网上零售市场规模将达到约8.1万亿元人民币。2016年中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的14.9%，较2015年的12.7%，增幅提高了2.2个百分点，其中，中国进口跨境电商交易规模达到1.20万亿元，同比增长33.3%，预计2017年将达到1.85万亿元。2016年，我国网络购物用户规模达到5亿人，同比增长8.6%。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发展电商，利用自身在商品渠道、物

流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。

（3）控制经营成本，门店扩张速度放缓

零售业成本主要包括房租和人工成本两个方面，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，2016 年，有 36 家百强企业门店数量比上一年有所减少，同时，百强企业租金支出总额同比下降 0.5%，租金占销售额比重 2.4%，下降了 0.1 个百分点，总用工人数下降 5%。70%的企业单店平均用工人数有所下降，其中一半的企业减少用工 10%以上。

7. 未来发展

（1）满足消费者全渠道需求

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

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

（2）大数据成为核心竞争力

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

（3）跨行业协作的业务模式创新

近年来，跨行业协作，特别是社交化协作业务模式的兴起，将使价值生态主要参与者的角色作用和游戏规则发生转变：企业由控制并实施价值交付向搭建环境、协同各方完成价值交付的组织者转化；个人消费者由被动接受者向主动参与者转化，价值交付控制权向消费者转移；企业员工由基于组织和职责工作向基于兴趣和专长进行工作和协作转化；企业供应商由上下游供应商关系向协作共赢的合作伙伴转化。通过产业社交化协同，包括零售行业在内的各个主要行业都将出现组织者，并与协同合作企业一道从价值链向共赢的价值平台转化，创造更多的市场机会。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司自设立以来，立足于湖南省中小城市向周边辐射，以超市、百货双业态为发展核心，以中小城市作为公司零售业务主要目标市场，采用密集开店的方式，定位中小城市核心商圈，同时辐射周边农村市场。随着近年来中小城市及农村市场消费的快速增长，公司收入和利润规模不断扩大，在湖南省零售市场上形成了较强的竞争优势。

（1）品牌和地域优势

截至 2017 年 6 月底，公司已成功开设了各业态门店 325 家，并以超市和百货为核心业态，

辅以其他零售业态组合的综合业态经营模式，从而使公司经营规模迅速扩大、对供应商议价能力也逐渐增强，核心竞争力得以不断提高。2014 年 4 月，中国连锁经营协会发布的“2013 年中国连锁零售百强”中，公司排名第 27 位，在“2013 年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第 10 位。2015 年 4 月，中国连锁经营协会发布的“2014 年中国连锁零售百强”中，公司排名第 21 位，在“2014 年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第 9 位。2015 年，公司位列百强中国连锁企业第 18 位，较 2014 年上升 3 位，2016 年，公司位列百强中国连锁企业第 16 位，较 2015 年上升 2 位。公司“步步高”注册商标为中国驰名商标，核心子公司步步高自 2010 年起连续六年入围《财富》杂志中国 500 强企业，2015 年排名也由 2014 年的第 375 名提升至第 343 名，2016 年依然位列第 343 名。

连锁超市是公司的传统核心业务，门店分布在湖南省、广西省和江西省的二、三线城市，以及重庆和四川的部分地区。公司自 2005 年开始进入江西市场，2013 年起进入重庆、广西和四川，并逐渐建立了一定的知名度。整体而言，公司连锁超市在湖南市场的门店数量多、网点密集，湖南省内市场占有率排名第 1，已形成了区域性规模优势，并向周围省市扩张发展。

公司百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。2015 年初，公司收购广西南城百货股份有限公司（以下简称“南城百货”），为将来对广西市场的大规模开发奠定基础。2017 年初，公司核心子公司步步高成功收购梅西商业有限公司（以下简称“梅西商业”）94%的股权，梅西商业成为公司控股子公司，本次交易实现公司“大西南战略”，通过区域联合实现公司在川渝地区快速扩张，在较短的时间内完成公司在川渝地区的网络布局，扩大了公司在川渝地区的规模优势、增强公司的综合竞争力，进一步提升公司的持续盈利能力。截至 2017 年 6 月底，公司拥有百货门店 55 家，其中湖南省 27 家、江西省 3 家、广西省 12 家，重庆市 2 家，四川省 11 家，湖南省市场占有率位列第 2。

（2）仓储和物流优势

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，通过应用现代物流、信息技术为连锁门店提供安全可靠、高效率的配送服务，迅速掌握商品进销、库存等情况，降低资金成本和仓储成本。截至 2017 年 6 月底，公司物流中心共拥有仓储面积 16.81 万平方米，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；物流中心月均吞吐量 6.22 万吨，储存货物金额 1.70 亿元，为业务快速扩张提供支撑。

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

2. 人员素质

截至 2017 年 6 月底，公司主要高级管理人员共 3 人，包括总裁 1 人、财务总监 1 人、人事总监 1 人。

公司董事长张海霞女士，汉族，1968 年出生，本科学历，系湖南省女企业家协会副会长、湘潭市工商联副会长、湘潭市女企业家协会会长。曾任湘潭市南北特产食品总公司团委书记、办公室副主任，湘潭市糖酒副食集团公司总经理助理，湖南步步高连锁超市有限责任公司副总经理、步步高商业连锁股份有限公司董事。现任公司董事长、武汉爱家爱商贸有限公司董事长。

公司总裁王填先生，汉族，1969 年出生，本科学历。曾任湘潭市南北特产食品总公司业务科长，湖南步步高连锁超市有限责任公司董事长兼总经理。现任步步高董事长兼总裁、步步高集团董事兼总裁。

截至 2017 年 6 月底，公司员工共计 29,290 人。从岗位构成看，销售人员占比 85.75%，技术人员占比 4.52%，财务人员占比 3.62%，行政人员占比 6.11%；从学历构成看，本科及以上学历员工占比 7.46%，专科学历员工占比 15.72%，高中及以下学历员工占比 76.82%；从年龄构成看，30 岁以下员工占比为 26.60%，30~50 岁员工占比为 70.47%，50 岁以上员工占比 2.93%。

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

3. 外部环境

湖南省作为公司主要战略发展地区，以超市、百货等主营业态在湖南省的市场占有率逐步提高，随着近年来中小城市及农村市场消费的快速增长，公司收入和利润规模不断扩大，在湖南省零售市场上形成了一定的竞争优势。据湖南省统计局公布的《2016 年湖南省国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，湖南省全省地区生产总值 31,244.7 亿元，比上年增长 7.9%；其中，第一产业增加值 3,578.4 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 13,181.0 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 14,485.3 亿元，增长 10.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值 45,931 元，增长 7.3%。全省全体居民人均可支配收入 21,115 元，比上年增长 9.3%，扣除价格因素实际增长 7.3%；人均可支配收入中位数 18,096 元，比上年增长 8.7%。城镇居民人均可支配收入 31,284 元，比上年增长 8.5%，扣除价格因素实际增长 6.5%；城镇居民人均可支配收入中位数 29,064 元，比上年增长 6.8%。农村居民人均可支配收入 11,930 元，增长 8.5%，扣除价格因素实际增长 6.5%；农村居民人均可支配收入中位数 11,041 元，增长 10.1%。全省居民人均消费支出 15,750 元，比上年增长 10.4%。城镇居民人均消费支出 21,420 元，增长 9.8%；农村居民人均生活消费支出 10,630 元，增长 9.7%。

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。2016 年，全省社会消费品零售总额 13,436.5 亿元，比上年增长 11.7%。分经营地看，城镇 12,146.6 亿元，增长 11.6%；乡村 1,289.9 亿元，增长 13.1%。分区域看，长株潭地区 5,638.3 亿元，增长 11.6%；湘南地区 2,623.0 亿元，增长 11.8%；大湘西地区 2,333.1 亿元，增长 11.8%；洞庭湖地区 2,842.2 亿元，增长 11.9%。限额以上法人批发和零售业商品零售额 4,999.1 亿元，比上年增长 12.9%。其中，文化娱乐体育健康类零售额增长 21.4%。分商品类别看，粮油、食品类零售额增长 17.8%，书报杂志类增长 64.8%，家用电器和音像器材类增长 10.8%，文化办公用品类增长 19.2%，通讯器材类增长 20.0%，建筑及装潢材料类增长 37.3%，汽车类增长 15.1%。

总体看，作为中西部经济发展最活跃的省区之一，湖南省经济规模较大，增长速度快，居民消费能力强，为公司提供了良好的发展环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》及有关法律、法规的规定，制定了《步步高投资集团股份有限公司章程》，作为规范公司治理结构的基本制度。

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

之二以上通过。

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

公司设监事会，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。监事会成员共 3 人，其中职工代表监事 1 人，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生；股东代表监事 1 人，由股东大会选举产生。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事任期为三年，任期届满可连选连任。监事会可提议召开临时股东大会，向股东大会提出议案；监事会每六个月至少召开一次会议，监事会决议应当经半数以上监事通过。监事可以列席董事会会议。

公司设总裁 1 人，由董事会决定聘任或解聘。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟订公司管理机构设置方案和基本管理制度，制定公司的具体规章。

总体看，公司法人治理结构较为完善，能够保证公司顺利运行。

2. 管理体制

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

资金收支管理方面，公司制定了《公司资金收支管理制度》，加强全公司及公司所属各分支机构、子公司以及各事业部范围内的资金集中管理，减少资金持有成本，加速资金周转，提高资金使用效率，规范资金支付手续，降低支付风险。根据规定，公司各门店店长为所在门店资金安全的第一负责人；全公司资金实行收支两条线管理，一方面各结算地或资金使用单位开设的“收款账户”每天不留余额地上收到公司的资金归集账户，另一方面资金审核后按照月度资金计划额度以周或日为周期下拨计划资金至各单位的“支付户”，并对该户资金实行日余额管理。

投融资预算管理方面，在各事业部新开门店、老门店更新改造期间所有的设备投资、建筑安装工程投资、开办费支出方面，由各事业部进行预算编制、预算审核及审批、预算执行及考核和投资评价，并出具年度投资总结。公司对各事业部上报的项目投资预算进行审批和执行情况总结。融资方面由财务管理部根据公司年度预算及发展战略规划汇编资金预算及融资计划，报财务总监审核，股东大会审议批准通过后执行。

关联交易管理方面，为规范公司与关联方之间的经济行为，公司制定了《关联交易管理办法》，规定关联方如享有公司股东大会表决权，除特殊情况外应当回避表决；与关联方有任何利害关系的董事，在董事会就该事项进行表决时，应当回避；公司关联人与公司签署涉及关联交易的协议，应当采取必要的回避措施；公司股东大会就关联交易进行表决时，关联股东不得参加表决。进行经常性关联交易审议及披露时，总额在 300 万元以上且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的报送独立董事认可并公告；总额在 3,000 万元以上且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的报送独立董事认可并提交股东大会审议。在结算办法方面，商品经销等经常性关联交易在 90 日内结清，一次性关联交易价款在交易完毕后的次月 30 日前结清。

对外担保管理方面，公司谨慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，制定和实行《对外担保管理制度》；公司为控股子公司提供担保适用本制度。制度规定，公司原则上不以公司资产为公司的股东、实际控制人及其关联方或者任何个人债务提供担保；公司对外担保的对象和范围仅限于由公司管理或投资的企业，除此之外原则上禁止为控股子公司以外的企业提供任何形式的担保。公司对外担保，对方必须提供反担保。公司做出的对外担保行为，必须经董事会或股东大会审议通过后执行。

供应商管理方面，公司建立了供应商管理体系，强化供应链管理。公司选择供应商时，全面考核供应商知名度、销售规模、产品质量和管理水平等指标，监督其提高供货质量。公司开发了“供应商信息查询系统”，借助商品信息的分类管理，分析评估供应商绩效，逐步淘汰销量小的供应商，引进具有综合实力的供应商，强化商品结构的动态调整，以保证供应链的市场反应速度。

在人力资本管理方面，公司注重人才培养和引进，作为国内首家整体引进国际团队的零售企业，公司聘用外籍管理团队，全面负责超市业务的决策管理，对其发展战略、组织架构、商业流程等多方面进行了重大调整，重新梳理了超市业务的商业定位、品类计划和定价战略等核心要素，加强了公司治理和内部管控，并基本完成了人才梯队建设和培养。

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业，主营业务横跨连锁超市和百货两大业态，并以超市店面带动家电销售业务，同时经营其他批发业务，其中公司核心子公司步步高是超市、百货、家电等业务板块的主要运营主体，公司 90% 以上的营业收入来自于步步高及其子公司。在经营模式上，超市业务以自营为主，百货业务以联营为主，电商业务以自营模式和平台模式两种模式为主。2014~2016 年，公司营业规模逐年扩大，营业收入年均复合增长率为 13.80%；同期，公司净利润复合减少 29.61%，呈逐年递减趋势，主要系受刚性成本上升增加等因素影响致营业利润逐年减少。2016 年，公司实现营业收入 165.83 亿元，较 2015 年增长 3.21%，主要系超市门店开业增多带来超市板块业务收入增长，主营业务收入占营业收入 92.50%，公司主营业务突出；2016 年，公司实现净利润（含少数股东损益 0.90 亿元）1.06 亿元，同比减少 35.97%，主要系销售费用的大幅增长所致。

从收入构成来看，2014~2016 年，受公司营业规模扩大影响，公司主营业务收入呈上升趋势，年均复合增长 14.09%，分别为 117.83 亿元、148.39 亿元和 153.40 亿元。超市业务始终为公司营业收入的主要来源，近三年超市业务营业收入分别为 67.55 亿元、89.99 亿元和 93.04 亿元，其中，2015 年收入大幅增长的主要原因系公司业务规模扩张所致；公司百货业务收入规模波动增长，近三年百货业务营业收入分别为 33.74 亿元、39.40 亿元和 37.32 亿元，2016 年收入有所减少主要系零售业竞争激烈，实体零售特别是百货行业受宏观经济、政策及电商消费冲击较大，致使 2016 年百货营业收入有所下降；公司家电业务占比较小且比较稳定，近三年公司家电业务营业收入分别为 9.00 亿元、10.30 亿元和 9.57 亿元；批发业务依托超市业态开展，近三年批发业务收入基本保持稳定，在主营业务收入中占比均在 3% 以下；除主营业务外，公司另有其他业务，包括物业销售及物流广告收入、商业地产开发等，占营业收入比重不大，对公司营业收入影响较小。

从毛利率来看，2014~2016 年，公司超市板块、百货及家电板块毛利率较为稳定，其中超市板块毛利率分别为 16.22%、16.27%和 16.71%，处于行业较高水平；百货板块毛利率分别为 16.40%、15.62%和 15.83%；公司家电业务毛利率分别为 12.24%、12.33%和 12.42%。批发业务毛利率相对较低，对公司利润贡献较小，受每年批发商品种类变化的影响，近三年毛利率波动较大，分别为 8.55%、4.02%和 5.26%。公司其他业务毛利率波动较大，近三年毛利率分别为 9.42%、41.10%和 21.61%，其中 2015 年，其他业务毛利率较 2014 年增幅较大，主要系 2015 年销售了部分拟自持的商铺所致；2016 年其他业务毛利率较 2015 年有所下降，主要系 2016 年公司无销售自持店铺所致。受上述因素影响，近三年公司主营业务综合毛利率较为稳定。

表 2 2014 年~2016 年公司主营业务收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
超市	67.55	57.32	16.22	89.99	60.64	16.27	93.04	60.66	16.71
百货	33.74	28.63	16.40	39.40	26.55	15.62	37.32	24.33	15.83
家电	9.00	7.64	12.24	10.30	6.94	12.33	9.57	6.24	12.42
批发	1.53	1.30	8.55	1.31	0.88	4.02	1.58	1.03	5.26
其他	6.01	5.11	9.42	7.40	4.99	41.10	11.88	7.74	21.61
合计	117.83	100.00	15.52	148.39	100.00	16.96	153.40	100.00	16.49

资料来源：公司提供

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

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入总计为 91.67 亿元，较上年同期增长 13.20%，主要系合并范围新增梅西商业；主营业务收入 83.84 亿元，较上年同期增长 13.01%，其中超市和百货板块收入占主营业务收入的比例分别为 62.52%和 23.46%，主营业务构成变化不大；主营业务综合毛利率 15.10%。

总体看，近年来，随着经营规模的扩张，公司主营业务收入逐年增长，其中超市板块收入及占比增长较快；综合毛利率较为稳定。

2. 超市及家电板块

（1）经营模式

超市是公司传统核心业务，目前超市连锁门店已分布在湖南、江西、重庆、广西和四川。2014~2016 年，公司超市业务板块营业收入持续增长，2016 年，随着超市门店数量增加，公司超市板块实现营业收入 93.04 亿元，同比增长 3.39%；毛利率为 16.71%，同比上升 0.44 个百分点。2017 年 1~6 月，公司超市板块实现收入 52.41 亿元，较上年同期增长 10.27%，毛利率为 16.40%。

公司超市业态主要包括大卖场、综合超市和便利店等，其中大卖场、综合超市为公司经营的主力业态和发展方向。大卖场品种较齐全，是满足顾客一次性购齐的零售业态门店，面积在 2,500 平方米以上，采取独立门店或与嵌入公司百货实体店内经营两种形式；综合超市是用以满足社区消费者日常生活需要的零售业态门店，面积在 2,500 平方米及以下。

从月均客流量来看，公司超市及家电门店的月均客流量整体较为稳定，近三年分别为 1,150 万人、1,136 万人和 1,133 万人，其中 2015 年较 2014 年月均客流量有小幅下降主要系受消费需求影响；2017 年 1~6 月，公司超市及家电月均客流量为 1,229 万人，较上年同期变化不大。

表3 2014~2016年公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

区域	2014 年底			2015 年底			2016 年底		
	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
湖南	95	37	25	94	38	22	107	35	23
江西	15	--	--	14	--	--	22	1	--
重庆	3	--	--	6	--	--	6	--	--
广西	1	--	--	39	--	1	43	--	--
四川	5	--	-	3	--	--	5	--	--
合计	119	37	25	156	38	23	183	36	23
净营运面积	526,442	66,360	60,465	667,477	68,568	64,711	752,437	66,213	66,961
月均客流量	1,150			1,136			1,133		

资料来源：公司提供

2005 年 7 月起，公司以“步步高电器”独立品牌开展家电销售，最初全部依托于超市店面，后由 2006 年起开始发展独立管理店面经营。2010 年以来，配合超市店面扩张，公司积极拓展家电销售业务，并以“E-Mart”作为家电销售连锁品牌，对超市业态进行补充。公司家电业务成长发展较快，目前仅次于通程、苏宁，以第三位的市场占有率扎根湖南市场。截至 2017 年 6 月底，公司有 23 家独立经营门店和 78 家超市连带经营门店，净营运面积 128,643 平方米。近三年公司家电业务收入有所波动，2016 年，公司家电业务实现收入 9.57 亿元，较 2015 年减少 7.09%，主要系宏观经济、政策及电商消费分流影响所致；毛利率提升至 12.42%，同比上升 0.09 个百分点。

表4 2014~2016年家电板块门店情况（单位：家、平方米）

项目	2014 年底	2015 年底	2016 年底
独立经营门店数量	25	23	23
超市连带经营门店数量	37	72	74
净营运面积	100,670	133,256	129,567

资料来源：公司提供

目前公司超市和家电门店场地除少数自有外，大多为租赁取得，占门店总数的 85%以上，由于门店历史开业时点较为分散，未来租赁到期时间也较为分散。公司超市和家电门店租赁期限为 15~20 年，租赁价格涨幅在租赁合同中明确体现，大多每 3~5 年调整一次，且合同到期时公司享受优先续约。2016 年，整体租赁费用较 2015 年下降 0.13 个百分点，租赁费用有所控制。但由于大量门店场地仍为租赁获得，因此公司未来仍可能会面临租金上涨压力。

总体看，随着公司大卖场及家电门店数量快速增长，公司营业规模有所扩张，月均客流量基本保持稳定；由于公司超市及家电门店场地多为租赁取得，未来面临租金上涨压力和续租压力。

（2）采购及配送

采购方面，公司根据商品特性选择进货渠道，包括原产地生产商地采、代理商供货和厂家直接供货三种采购方式，以平衡进货灵活性和成本控制。对于中小品牌商品，如地方特色商品、进口食品等，公司与厂家下设的代理供应商合作；对于如宝洁、联合利华等快消品牌商品，公司跨过中间环节直接与生产厂家签订合同，在保证采购量的同时降低成本；对于生鲜自采，公司派采购员直接至产地进行采购，以保证商品的鲜活性。公司视供应商级次及合作品牌等不同情况约定账期，一般在 7~60 天内，采购的结算方式依照自营和联营模式下公司采用先进货后付款的方式，根据与供应商签订供应合同中约定的结算周期进行结算。公司的付款采取银行转账或银行承兑汇票的方式，其中以银行转账为主。

公司总部采购中心对供应商知名度、销售规模、产品质量、管理水平等指标进行全面考核，统一与供应商签订合同，并开发了“供应商信息查询系统”对供应商绩效进行评估和选择。通过多年经营，公司已拥有一批稳定的供应商，并与众多国际、国内名优品牌供应商建立了良好的合作关系。2016 年，公司超市板块前 5 大供应商采购额共计 6.68 亿元，占超市业务总采购额的比重为 8.41%，集中度较低。

表 5 2016 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	20,063.03	2.53
福建恒安集团厦门商贸有限公司长沙经营部	13,172.00	1.66
广州立白企业集团有限公司	12,430.21	1.56
监利县华鑫粮油有限责任公司	10,615.13	1.34
湖南人可食品股份有限公司	10,547.39	1.33
合计	66,827.76	8.41

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送等三种方式，2016 年超市板块总采购金额为 79.43 亿元，这三种配送方式分别占总采购额的 63.20%、27.40%和 9.40%。配送模式是最主要的物流模式，由公司总部对新上市的商品参考门店上报的要货计划进行销售安排与规划后，与供应商直接对接和订货；供应商通常在一周内将货品送达物流中心仓库，物流中心在一周内按照总部审批的计划向各门店进行配送。直通方式下，采购部门各品类采购代表统一与供应商签订采购合同，各门店根据自身销售情况对协议商品向供应商下订单，商品送达物流中心后不再入库，直接配送门店，节约仓储成本、物流和时间成本。直送方式主要针对生鲜和快速消费品，由门店直接对供应商下订单，供应商将商品直送至门店，实现短周期及时补货。

为提升物流配送能力以对超市业务发展提供有力支持，公司先后于 2006 年和 2008 年完成并启用了物流中心一期及常温仓库，2015 年物流一、二期续建也已完工，物流中心项目已完工并投入使用。截至 2017 年 6 月底，公司物流中心共拥有仓储面积 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；物流中心月均吞吐量 6.22 万吨，储存货物金额 1.70 亿元，2016 年全年商品配送金额达 50.61 亿元。同时，公司在江西省租赁南昌物流分中心，与湘潭物流中心共同辐射湖南、江西、广西、四川和重庆各城市。为降低物流成本并提高物流效率，公司先后引进了美国曼哈顿的仓库管理系统、库位优化系统、语音拣选系统，并均已成功实施，确保了物流各环节的准确性和可追溯性，合理优化货位布置，缩减拣货员拣货路径，实现拣货速度提高 40%。

公司另与多家第三方物流公司合作解决超额物流需求。在超市配送频率方面，一般大型门店为一至两天一次，偏远门店至少两至三天配送一次。目前公司仍正在不断提高存储配送能力，为业务快速扩张提供有力支撑。

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

总体看，公司采购方式较为灵活多样，前五大供应商集中度较低；物流配送模式较为完整。

（3）分布及销售

从分布区域来看，公司坚持密集开店的发展策略，以打造销售网络规模优势，但新店选址谨慎，由步步高下属超市事业部在进行可行性研究并充分讨论后进行决策，主要依据包括拟开店位置人流与车流量、辐射范围、周边商业环境、网点未来价值、竞争对手情况、预测坪效等因素。目前公司超市门店主要集中在湖南省和江西省的二、三线城市。2015年初，公司收购南城百货，公司业务区域扩大。截至2017年6月底，湖南省门店177家，江西省门店23家，广西省门店44家，重庆市门店7家，四川省门店19家；总净营运面积达98.34万平方米。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，是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，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。整体而言，公司超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有较大的竞争优势，为公司未来开拓周边市场奠定了良好基础。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。

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2017年6月底，超市拥有会员641.24万人，会员销售占比近60%，有效带动了顾客的再次消费。

人力成本管控方面，公司推行一岗多能，根据营业高峰和低谷时段进行科学排班，合理配备人员，对员工进行定时和不定时的培训及考核。新开门店时公司指派一定比例成熟门店经验丰富的店员进行新店管理和新员工指导，保证每家新店符合统一的服务和营销质量标准。同时公司实行小时工制，小时工作为临时编制持证上岗，减少用工成本。公司近三年人力成本率波动减少，且员工劳效波动增长，公司在人力资源效率方面有所提升。

表6 公司超市及家电业务人力资源效率情况（单位：家、万人、万元/人、%）

项目	2014年	2015年	2016年
门店数量	181	217	242
员工数量	1.19	1.09	1.33
员工劳效	64.25	79.68	78.12
人力成本率	6.26	5.19	5.45

资料来源：公司提供

注：员工劳效=超市及家电主营业务收入/员工数量 人力成本率=人力成本/超市及家电主营业务收入

总体看，公司作为湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有较强的竞争优势；人力资源效率方面有所提升。

3. 百货板块

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，近三年，公司百货营业收入呈波动增长态势，分别为33.74亿元、39.40亿元和37.32亿元；2017年1~6月，公司百货板块实现收入19.67亿元，较上年同期增长2.77%，毛利率15.11%。

截至2017年6月底，公司拥有百货门店55家。从分布区域看，湖南省27家，江西省3家、广西省12家、重庆市2家，四川省11家，湖南省市场占有率位列第二。

公司百货业务主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。步步高广场以休闲为主题，可以独立形成商圈，50%以上面积提供服务而非商品销售，净营运面积在2万平方米以上，店面数量占公司百货业态的23%。流行百货店以商品销售为主，提供消费者家居生活的必需商品，净营运面积在5千至2万平方米不等；流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，店面数量占公司百货业态的61%。生活广场以“生活”为主题将整个卖场设计和商品相结合，立足于以满足都市人群的日常生活所需作为立足点，同时及时地兼顾都市消费的新趋势、新动向。

表7 截至2017年6月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2009.12	自有
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	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
	株洲	2016.11	租赁
	基建营	2004.1	自有
	邵阳	2003.01	租赁
流行百货店	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
	东都	2008.05	租赁
	郴州	2008.09	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
	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
	绵阳	2008.11	租赁

	乐山	2013.01	租赁
	眉山	2006.06	租赁
	资中	2004.12	租赁
	资阳	2014.01	租赁
	广汉	2012.09	租赁
	江油	2007.12	租赁
	自贡	2017.01	租赁
	永川	2013.09	租赁
	江油	2010.11	租赁
	宜宾	2009.05	租赁
	自贡	2007.03	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
	长沙王府井	2017.01	租赁

资料来源：公司提供

从经营模式来看，公司百货业务中，商品经营以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、影院等配套服务业务以租赁为主。在联营方式下，公司向进驻品牌按实际销售额提取合作服务费，结算周期在一个月以内。由于顾客消费需通过公司统一的收付款系统并由公司开具发票，因此公司将联营品牌店铺当期的全部实际销售额计入当期百货板块收入，并将实际销售额中提取合作服务费后返还店铺的部分计入当期成本。公司对百货店中各品牌商品价格和质量进行监督把控，提供物业管理服务，并全面负责百货店内的营运管理，对店内营业人员代为行使管理权。目前公司百货店经营品牌多种多样，包括雅格狮丹、奥德臣、法国都彭、法国鳄鱼、CK JEANS 等国际品牌，欧柏莱、欧莱雅、玉兰油、纽约克、兰蔻、雅诗兰黛、施华洛世奇等中外合资品牌，艾格集团、百家好集团等国内品牌，以及夏利豪、艾里托、KOYO JEANS、旅狐等独家代理品牌。

在经营管理上，公司通过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。

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。2016年公司百货板块前5大供应商采购额共计4.59亿元，占百货业务总采购额的比重为9.95%，集中度较低。

表 8 2016 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
绫致时装销售（天津）有限公司	10,543.77	2.28
深圳市吉盟珠宝股份有限公司	9,315.91	2.02
深圳市福瑞贸易有限公司	9,055.30	1.96

张家港保税区德辉珠宝金行有限公司	8,621.41	1.87
百丽鞋业（长沙）有限公司	8,407.87	1.82
合计	45,944.25	9.95

资料来源：公司提供

从净营运面积来看，目前公司百货店 50%以上为租赁，主要是早期开始经营的流行百货店，步步高广场和生活广场则有 50%以上为自有。公司百货店面租赁期为 15 至 20 年，且多为 2020~2030 年到期。随着地区经济不断发展，黄金地段地产作为稀缺资源，价格持续上涨，2014~2016 年，公司百货业态平均租金呈现逐年增长趋势。受此影响，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。2014~2016 年，公司百货业态月均客流量有所下降，分别为 76.66 万人、73.17 万人和 69.22 万人，主要系由于近年行业增速持续放缓、电商的冲击，以及“八项规定”、“六项禁令”等消费政策的影响，导致与之相关的预付卡消费、高端消费及奢侈品消费比例的降低，影响了月均客流量。

总体看，百货业态为公司第二大主营业务，各方面的建设发展已较为成熟，门店较多且在湖南省的市场占有率高；未来随着公司自有物业的开发和单位绩效的提高；未来公司百货业态运营成本将有所下降，盈利能力将进一步得到提升。

4. 电商平台

针对湖南省网购消费者购买力不断增强，公司于2013年起正式发布电商战略，为湖南省内消费者打造线下与线上融合的O2O商业模式。2013年12月，公司子公司步步高投资1.00亿元设立全资子公司步步高电子商务有限责任公司（以下简称“步步高电商”），注册地为长沙市高新区。

步步高网上商城于 2013 年 12 月 26 日正式上线。2014 年 10 月 29 日，公司正式宣布实施“云猴大平台”上线，整合 PC 端、手机客户端、微信购物及线下渠道，实现 O2O 全渠道战略。云猴大平台由大便利平台（本地及社区商户联盟）、大电商平台（本外地资源和实体门店的互联网销售平台）、大物流平台（庞大的储存仓库、开放的城市配送干线、公交化配送网络，实现配送到点、到户）、大会员平台（积分联盟、高币兑换，数据捕捉、分析和精准营销）、大支付平台 5 个相对独立的平台组成。根据公司测算，云猴大平台的搭建计划总投资额约 13.15 亿元，其中 4.09 亿元用于物流配送体系建设，3.24 亿元用于 B2B2C 综合服务平台建设，1.15 亿元用于供应链建设，1.71 亿元用于体验店建设，2.66 亿元用于营销推广，0.30 亿元用于铺底流动资金。截至 2017 年 6 月底累计投资 2.52 亿元。

平台搭建完成后，公司将实现由原来单一的网上商城，打造出基于本地化的供应链，高效低成本的解决本地消费者的需求。云猴网由三个部分组成：云猴超市、云猴全球购和云猴生鲜。云猴超市定位为线上精选优品超市，为消费者提供食品饮料、生活用品等超市品类一站购齐式的消费体验；云猴全球购是公司自建的跨境电商平台，定位为网上跨境进口产品销售平台；云猴生鲜为公司拟建的线上生鲜销售平台，定位为中高端线上生鲜超市。未来云猴网将重点发展云猴全球购和云猴生鲜。云猴网的经营模式分为自营及平台两种模式：自营模式盈利来源主要为商品进销差价；平台模式的盈利主要来自于向第三方卖家提供平台服务而收取的费用，包括入驻费、年费、技术服务费以及广告收入、关键词竞价收入、软件和其他服务收费等。通过构建一个线上和线下的全渠道模式和完整的闭环，致力成为中国首个 O2O 本地生活服务平台。

2015 年 3 月 3 日，公司云猴平台上线跨境业务，作为湖南第一家跨境购电商，“云猴全球购”成功整合各方资源，在上线产品质量、价格、售后保障及物流等方面均具有竞争优势。目前，步

步步高电商与实体店分享同一物流体系，采用世界领先的曼哈顿系统管理，采取自有仓库和半自动化分拣设备，对订单进行处理；并采用部分自建快递配送，部分第三方快递公司配送的方式，长株潭最快次日达，地级市最快隔日达。公司计划在中西部着力打造“一日两配”、“4小时送达”、“1小时极速达”等物流配送模式，提高配送速度，充分满足消费者各种消费方式的需求。

截至 2017 年 6 月底，云猴大平台已签约联盟商户 8,848 家，与湖南联通、湖湘天下旅游、万利隆、美时慕、颐尔康足浴、中粮滋采、福奈特等品牌签订了合作协议。2015 年，公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计 2018 年内能够获得牌照。

总体看，公司电商平台发展迅速，未来将成为公司主营业务的重要补充。

5. 其他业务

主营业务中除超市、百货和家电零售业务外，公司依托于超市业态开展商业地产开发业务和批发业务，主要产品类别有食用油、杂粮、食品及酒类等。2016 年，公司批发业务收入增长 20.61% 至 1.58 亿元；毛利率提高至 5.26%，主要系随经营规模的扩张，公司与上游客户议价能力逐步增强。

公司商业地产开发业务服务于整体战略，与零售业务互动，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险。截至 2017 年 6 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。

此外，依托主营业务，公司积极与供应商展开销售和促销服务。同时，各门店根据所处市场具体情况将门店部分场地采用物业出租方式经营，主要租赁对象为餐饮、美容、儿童游乐场等功能性、服务性项目。

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

6. 经营效率

步步高作为公司核心子公司，主营超市、百货、家电等商品的销售，2016 年，其资产、权益、收入在公司中占比分别为 61.08%、97.61%、93.59%，2014~2016 年，受应收账款规模逐年增加影响，公司应收账款周转率逐年降低，分别为 170.76 次、169.16 次和 132.62 次；公司存货和营业成本均逐年增长，存货周转率分别为 6.25 次、7.31 次和 6.12 次，呈波动上升趋势；随着资产规模和收入增长影响，总资产周转率呈波动下降趋势，分别为 1.41 次、1.46 次和 1.15 次。步步高经营效率符合零售行业特征。

与同行业上市公司对比，步步高总资产周转率和存货周转率处于行业中等水平，应收账款周转率一般。（见下表）。

表 9 2016 年零售行业上市公司经营效率指标情况

企业名称	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
中百集团	215.78	6.60	1.72
新华都	64.30	6.79	1.84
红旗连锁	321.33	4.90	1.65
华联综超	459.29	6.27	1.09
百联股份	124.88	10.71	1.06
北京城乡	76.40	1.26	0.54
三江购物	901.14	7.84	1.49

永辉超市	166.58	8.16	1.97
步步高	132.62	6.12	1.15

资料来源：Wind 资讯

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

总体看，公司经营效率尚可。

7. 重要投资

截至 2017 年 6 月底，公司在建、拟建工程 8 项，主要为自建和新开门店项目，计划投资总额 107.36 亿元，已完成投资金额 64.87 亿元，尚需投资 42.49 亿元。公司商业地产开发业务服务于公司整体战略，公司在建造的过程中按内部功能、用途进行规划，无须后续改造，节省时间成本和工程费用，同时规避租金不断上涨风险。

表 10 公司未来投资计划（单位：万元、%）

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2017 年 6 月底投资	计划投资金额			项目进展
			2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年	
梅溪湖项目	320,000.00	310,858.73	5,941.27	3,200.00	--	购物中心部分已于 2016 年 6 月开业
步步高九华项目	163,000.00	46,000.11	25,551.82	58,848.07	32,600.00	预计 2019 年完工
泸州项目	98,963.00	35,143.09	44,027.31	19,792.60	--	预计 2017 年 11 月底开业
赣州项目	81,011.00	59,054.32	5,738.11	8,117.47	8,101.10	预计 2018 年完工
荷塘项目	60,000.00	4,741.60	11,094.41	32,163.99	12,000.00	预计 2019 年完工
怀化项目	85,000.00	54,063.40	3,130.95	19,305.65	8,500.00	预计 2019 年完工
岳阳项目	55,000.00	35,135.34	14,364.66	5,500.00	--	预计 2017 年 11 月底开业
新开门店项目	210,600.00	103,674.40	29,362.34	35,443.26	42,120.00	--
合计	1,073,574.00	648,670.99	139,210.87	182,371.04	103,321.10	--

资料来源：公司提供

步步高九华项目位于湘潭九华经济区内，占地面积 64,003 平方米，总建筑面积 196,772 平方米，其中商业摩尔 144,558 平方米，办公区 52,214 平方米。建成后的步步高摩尔城全部为公司自用，将集购物、娱乐、饮食、文化、休闲于一体，规划除公司经营的超市、百货、家电外，还配套有电影院、国际连锁快餐、儿童游乐园、知名餐饮品牌等综合功能性出租项目。其中，计划超市、家电共占项目总建筑面积的 10% 左右，百货约占项目总建筑面积的 50%，综合功能性出租项目约占项目总建筑面积的 40%。该项目总投资预计 16.30 亿元，截至 2017 年 6 月底，该项目已投入 4.60 亿元，尚需投资 11.70 亿元，项目预计在 2019 年全部完工。

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，项目商业部分于 2016 年上半年建成开业。截至 2017 年 6 月底，公司预计总投资 32.00 亿元，已投资 31.09 亿元，尚需投资 0.91 亿元。

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

8. 经营关注

（1）消费需求波动的风险

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

（2）市场竞争的风险

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

（3）跨地区经营风险

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

（4）新业务发展不达预期的风险

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

（5）经营成本上升压力较大

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

9. 未来发展

未来，公司将把有机增长与高效协同作为发展策略，致力于成长为“中国领先的商业及服务业营运商”。对于线下业务，公司将着力加强内部管理，提高已有门店的内生增长，同时努力开拓市场，提高公司的外延增长；对于线上业务，公司将积极实施线上和线下融合的 O+O 全覆盖布局，搭建“云猴大平台”生态系统。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2017 年半年度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

从合并报表范围变化情况来看，2014 年公司新设子公司 12 家，通过非同一控制下企业合并增加子公司 1 家，由于注销和未完成工商注册合并范围减少子公司 2 家；2015 年公司对湘潭市宝庆路定点屠宰有限公司和长沙西雅房地产经纪有限公司进行注销登记，两公司不再纳入合并范围；此外，公司投资新设长沙高新开发区步步高小额贷款有限公司、湖南腾万里供应链管理有限责任公司、云猴国际有限公司和步步高国际控股有限公司等 10 家子公司；2016 年公司投资新设 3 家子公司，以清算注销方式减少 1 家子公司，以撤销投资方式单次处置 1 家子公司。截至 2016 年底，公司共有 9 家一级子公司，其中 7 家全资子公司，2 家控股子公司。整体看，公司业务范围变化不大，新增子公司规模较小，上述合并范围的变化对财务数据的可比性影响较小。

截至2016年底，公司合并资产总计238.16亿元，负债合计172.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.62亿元，其中归属于母公司所有者权益合计24.06亿元。2016年，公司实现营业收入165.83亿元，净利润（含少数股东损益）1.06亿元，归属于母公司所有者的净利润0.16亿元；经营活动现金流量净额2.06亿元，现金及现金等价物净增加额-1.25亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 240.27 亿元，负债合计 173.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）66.69 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.22 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 91.67 亿元，净利润（含少数股东损益）1.49 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.16 亿元；经营活动现金流量净额 7.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.15 亿元。

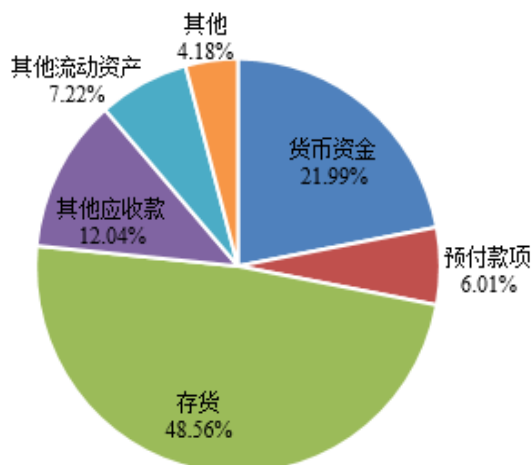
2. 资产质量

2014~2016 年，随着公司经营规模扩大，公司资产规模呈现较快增长，年均复合增长率为 27.21%。截至 2016 年底，公司资产为 238.16 亿元，较年初增长 11.24%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占 38.86%，非流动资产占 61.14%，资产结构较上年变化不大。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率为21.47%。截至2016年底，公司流动资产为92.56亿元，较年初小幅减少2.73%；主要以货币资金（占21.99%）、预付款项（占6.01%）、存货（占48.56%）、其他应收款（占12.04%）和其他流动资产（占7.22%）等组成。（见下图）

图2 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金总额波动上升，年均复合增长率为 32.47%。截至 2015 年底，公司货币资金为 21.40 亿元，较年初增长 84.43%，主要系由于公司业务规模扩大，经营活动现金

流入大幅增加致银行存款增长所致；截至 2016 年底，公司货币资金 20.36 亿元，较年初减少 4.86%，主要系公司因业务规模扩大而增加了购买商品和劳务支出的现金增多所致。公司的货币资金以银行存款为主，占比 83.47%，库存现金占比 4.45%、其他货币资金占比 12.08%。货币资金余额中受限货币资金为 368.82 万元，受限比例不大，可用货币资金充裕。

2014~2016 年，公司预付款项持续减少，年均复合减少 23.62%。截至 2016 年，公司预付款项为 5.56 亿元，较年初减少 18.20%，主要系预付工程款减少所致。

2014~2016 年，公司存货波动增长，年均复合增长率为 12.56%。截至 2016 年底，公司存货为 44.95 亿元，较年初变动较小。2015 年起，公司扩大经营规模，在川渝、广西等地区的增加门店数量，并且开发实施云猴大电商平台项目，导致公司库存商品和开发成本增长。截至 2016 年底，公司存货主要由库存商品（占比 49.56%）和开发成本（占比 44.84%）构成。2016 年，公司共计提存货跌价准备 297.42 万元，全部为计提库存商品跌价准备，公司严格按照会计准则计提存货跌价准备，计提较充分。

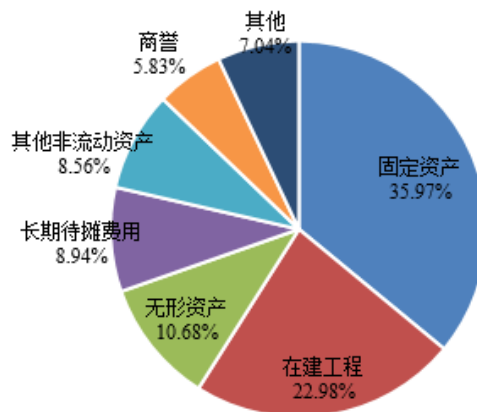
2014~2016 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长率为 68.44%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 11.14 亿元，较年初增长 3.55%，主要系投资款及新店定押金增加所致。公司其他应收款主要为往来拆借款、租赁定金和押金及保证金。从账龄上来看，账龄在 1 年以内的占 43.23%、1~2 年的占 43.00%，账龄较短；公司累计计提坏账准备 1.02 亿元，计提比例 10.65%，计提较充分。从结构上来看，其他应收款欠款方前 5 名合计余额占其他应收账款余额的比例为 45.79%，集中度较高。

2014~2016 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长率为 133.71%。截至 2016 年底，公司其他流动资产主要由待抵扣进项税额（占比 22.98%）、理财产品（占比 17.05%）和短期贷款（占比 54.52%）构成。截至 2015 年底，公司其他流动资产账面价值为 8.27 亿元，较年初增长 575.58%，主要系子公司步步高小额贷款有限公司为公司上游供应商及物业租赁方的贷款业务大幅增加所致；截至 2016 年底，公司其他流动资产账面价值为 6.69 亿元，较年初减少 19.15%，主要系公司理财产品减少所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产规模增速较快，年均复合增长 31.30%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 145.60 亿元，较年初增长 22.41%，主要系固定资产和其他流动资产增加所致。从构成来看，主要由固定资产（占 35.97%），在建工程（占 22.98%）、无形资产（占 10.68%）、商誉（占 5.83%）、长期待摊费用（占 8.94%）和其他流动资产（占 8.56%）组成。

图 3 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长率为 24.61%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 52.38 亿元，较年初增长 25.90%，主要系自建物业步步高梅溪湖广场，以及新开门店机器设备等固定资产增加所致。公司固定资产原值 68.52 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 77.69%）和机器设备（占比 18.09%）等构成；计提累计折旧 16.14 亿元，固定资产成新率为 76.44%，成新率尚可。截至 2016 年底，公司已有账面价值 5.30 亿元固定资产用于抵押融资。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，保值升值空间较大。

随着自有物业项目开发加快，2014~2016 年，公司在建工程持续上升，年均复合增长率为 19.89%。截至 2015 年底，公司在建工程为 33.51 亿元，较年初增长 43.89%，主要系梅溪湖项目、九华项目和郴州项目等商业地产开发规模扩大所致；截至 2016 年底，公司在建工程为 33.47 亿元，较年初变动不大。截至 2016 年底，在建工程主要包括梅溪湖项目（10.31 亿元）、九华项目（4.24 亿元）、赣州项目（5.67 亿元）和怀化项目（4.30 亿元）。

2014~2016 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 35.53%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 15.56 亿元，较年初增长 17.72%，主要系新增梅溪湖项目和郴州项目土地使用权所致。截至 2016 年底，无形资产账面原值 17.38 亿元，主要由土地使用权（占比 85.75%）和软件（占比 12.96%）等组成，累计摊销 1.82 亿元。截至 2016 年底，公司已有账面价值 0.21 亿元无形资产用于银行借款抵押。

2014~2016 年，公司商誉逐年增长，年均大幅增长 1,755.33%。其中，2015 年底较 2014 年底公司商誉大幅增长至 8.50 亿元，主要系由于公司在 2015 年初收购了广西南城百货致商誉大幅增长；截至 2016 年底，公司商誉为 8.50 亿元，较年初没有变化。

2014~2016 年，公司长期待摊费用持续增长，年均复合增长 6.49%。截至 2016 年底，公司长期待摊费用为 13.02 亿元，较年初增长 11.15%，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。

2014~2016 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 52.98%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 12.47 亿元，较年初增长 78.23%，主要系公司因建设自有商业物业而增加预付土地出让金及土地招拍挂保证金。

截至 2016 年底，公司受限资产总额为 5.55 亿元，占总资产比例为 2.33%，公司资产受限比率较低。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额合计 240.27 亿元，较年初小幅增长 0.89%。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 36.05% 和 63.95%，仍以非流动资产为主，公司资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模增速较快；随着自有物业开发速度加快，公司资产构成转变为以非流动资产为主；流动资产中，以开发成本为主的存货规模大，对资金形成一定的占用；公司资产受限比例较小，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

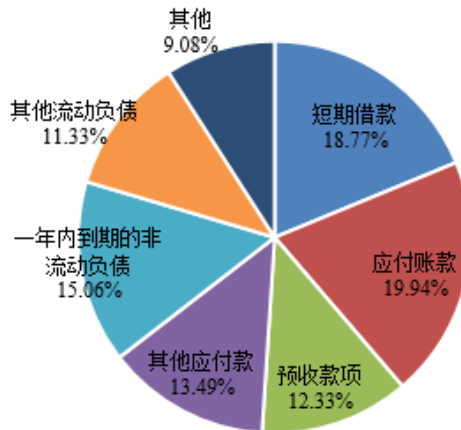
负债

随着公司业务不断扩张及自有物业开发速度加快，负债规模较快增长，年均复合增长 22.45%。截至 2016 年底，公司负债为 172.55 亿元，较年初增长 8.14%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债占比 71.63%；非流动负债占比 28.37%。

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 24.25%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 123.59 亿元，较年初增长 16.49%，主要系应付账款、预收款项、其他应付款和其他流

动负债增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占 18.77%）、应付账款（占 19.94%）、预收款项（占 12.33%）、其他应付款（占 13.49%）、一年内到期的非流动负债（占 15.06%）和其他流动负债（占 11.33%）为主。

图 4 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 2.16%。截至 2015 年底，公司短期借款为 29.22 亿元，较年初增长 31.47%，主要系公司因为新开门店较多，流动资金需求增加，融资力度加大所致；截至 2016 年底，公司短期借款为 23.20 亿元，较年初减少 20.62%，主要系偿还银行借款所致。其中信用借款占 51.72%、抵押借款占 23.28%、保证借款占 25.00%。

2014~2016 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 4.59%。截至 2016 年底，公司应付账款为 24.64 亿元，较年初增长 20.08%，主要系公司经营规模扩大，门店增加，供应商送货量增加致未结算货款随之增加。

2014~2016 年，公司预收款项呈逐年增长趋势，年均复合增长 23.86%。截至 2016 年底，公司预收款项为 15.23 亿元，较年初增长 19.59%，主要系公司经营规模扩大，大宗业务销售增加，特别是 2008 年子公司步步高成功上市，加快了扩张发展速度，预收大宗业务货款大幅增长。预收账款账龄主要集中在 1 年以内，占比 96.73%。

2014~2016 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 29.73%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 16.67 亿元，较年初增长 18.03%，主要系公司经营规模扩张，新开门店及自建门店物业增加，应付工程款增加。

2014~2016 年，一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 100.05%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 18.61 亿元，较年初增长 113.66%，主要系新增即将到期的应付债券所致；公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款（占 40.89%）、一年内到期的长期应付款（占 5.37%）和一年内到期的应付债券（占 53.73%）。

2014~2016 年，公司其他流动负债年均复合增长 116.02%。截至 2015 年底，公司其他流动负债余额 9.00 亿元，较年初增长 200.00%，主要系公司在 2015 年发行短期融资券（“15 步步高 CP001” 6.00 亿元和“15 步步高 CP002” 3.00 亿元）所致；截至 2016 年底，公司其他流动负债余额 14.00 亿元，较年初增长 55.56%，主要系公司发行短期融资券（中国银行短期融资债 9.00 亿元和浦发银行超短期融资债 5.00 亿元）所致。

2014~2016 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 18.22%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 48.96 亿元，较年初减少 8.42%，主要系长期借款减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 26.86%）和应付债券（占 69.45%）组成。

为了满足新增项目和主营业务规模扩张的资金需求，公司扩大银行贷款的融资力度。2014~2016 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 3.52%。截至 2016 年底，公司长期借款为 13.15 亿元，较年初减少 38.24%，主要系银行借款到期归还所致；长期借款由抵押借款、保证借款和信用借款构成，分别占比 58.55%、12.17%和 29.28%。按偿还期限分布，1~2 年内到期的为 5.37 亿元，占 40.84%；2~3 年为 0.50 亿元，占 3.80%；3~4 年为 5.15 亿元，占 39.16%；4~5 年为 1.13 亿元，占 8.59%；5 年以上为 1.00 亿元，占 7.61%。公司 1~2 年内到期的长期借款占比较大，存在一定集中偿付压力。

2014~2016 年，公司应付债券持续增加，年均复合增长 24.54%。截至 2016 年底，公司应付债券 34.00 亿元，较年初增长 17.63%，主要系公司在 2016 年共发行 15.00 亿元公司债券所致。

全部债务方面，2014~2016 年，公司全部债务年均复合增长 26.47%，截至 2016 年底，公司全部债务 110.54 亿元，短期债务为 62.42 亿元，较年初增长 13.49%，占比 56.47%；长期债务为 48.12 亿元，较年初减少 7.98%；短期债务占比较高，债务结构有待改善。2014~2016 年，受公司资产规模增长影响，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逐年下降趋势；截至 2016 年底，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 72.45%、62.75%和 42.31%，债务负担较重，但仍属可控。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 173.58 亿元，较年初小幅增长 0.60%，其中流动负债占 65.98%，非流动负债占 34.02%，负债结构较年初变化不大。截至 2017 年 6 月底，公司债务总额 112.86 亿元，其中短期债务占比 48.47%，长期债务占比 51.53%，债务结构较为均衡；公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 72.24%、62.86%和 46.58%，较年初略有上升，债务负担较年初变化不大。

总体看，近三年，公司融资需求增多，负债水平较高；债务结构以短期债务为主且逐年增长，短期偿债压力较大，公司整体债务负担较重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 42.98%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 65.62 亿元，较年初增长 20.28%，归属于母公司所有者权益合计 24.06 亿元（占 36.67%），少数股东权益合计 41.56 亿元（占 63.33%）。归属于母公司所有者权益中股本占 4.89%、其他权益工具占 28.81%、资本公积占 54.82%、盈余公积占 1.87%、未分配利润占 9.61%，资本公积和其他权益工具占比较高。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益合计 66.69 亿元，较年初增长 1.64%。同时，所有者权益结构变动不大。具体来看，公司所有者权益中归属于母公司的权益占比 36.32%，其中，股本占比 4.86%、资本公积占比 54.46%、盈余公积占比 1.85%、未分配利润占比 10.21%。

总体看，公司少数股东权益占所有者权益比重高，所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长 13.80%，分别为 128.05 亿元、160.68 亿元和 165.83 亿元；营业成本与营业收入变化趋势相同，三年复合增长 13.92%，分别为 100.09 亿元、124.00 亿元和 129.89 亿元；2014~2016 年，受门店租金成本上涨等因素影响，公司营业利润、利润总额和净利润均逐年下降，分别年均复合下降 35.91%、21.85%和 29.61%；2016 年，公

司营业利润、利润总额、净利润分别 1.13 亿元、1.80 亿元、1.06 亿元，分别较 2015 年下降 38.53%、25.68%、35.97%。2016 年归属于母公司的净利润为 0.16 亿元。

从期间费用看，随着业务规模的不断扩大，近三年，公司期间费用总额呈增长趋势，年均复合增长 18.07%。2016 年公司期间费用为 32.73 亿元，主要以销售费用为主，占比 83.87%，管理费用和财务费用占比较低，分别为 9.38%和 6.76%。近年来公司在主业扩张的同时，销售费用快速增长，近三年复合增长 14.86%；财务费用逐年增长，近三年复合增长 499.53%，主要系公司债务规模逐年扩大所致；随公司门店数扩张，开办费、人力成本、租金、折旧摊销等费用相应增加，公司管理费用波动增长，近三年复合增长 8.43%。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 18.33%、20.64%和 19.73%，公司期间费用占比较高，对利润侵蚀显著，费用控制能力有待提升。

近三年，公司投资收益呈波动增长趋势，分别为 141.00 万元、5,179.77 万元和 3,622.18 万元，占利润总额的比重分别为 0.48%、21.39%和 20.13%，其中，2015 年较 2014 年投资收益大幅提升，主要系由于公司投资“红塔-创盈 1 号”而收到现金分红所致。此外，2014~2016 年，公司资产减值损失分别为 0.19 亿元、0.66 亿元和 0.32 亿元，复合增长 30.47%，主要系由于公司收购广西南城百货后，吸收了广西南城百货原有的应收账款和其他应收款所产生的坏账损失。2014~2016 年，公司营业外收入持续增加，年均复合增长 68.44%，2016 年，公司营业外收入 1.04 亿元，同比增长 31.17%，占当期利润总额 58.04%，其中，政府补助 0.80 亿元（占 76.22%，主要为政府纳税奖励）。公司营业外支出包括处置长期资产损失、捐赠支出和赔偿款、滞纳金等款项，2016 年为 0.38 亿元，规模不大。公司利润对营业外收入依赖程度较大。

受零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升以及电商平台培育成本高等因素综合影响，公司近三年利润总额、净利润均逐年减少，年均复合分别减少 21.85%和 29.61%。2016 年，公司实现利润总额 1.80 亿元，同比下降 25.68%；实现净利润 1.06 亿元，同比下降 35.97%。盈利指标方面，近三年公司销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率呈下降趋势，2014~2016 年，销售毛利率分别为 21.84%、22.83%和 21.67%；总资产报酬率分别为 3.02%、2.92%和 2.08%；净资产收益率分别为 6.53%、3.83%和 1.77%，盈利水平有所下降。与同行业相比较，公司主营超市、百货、家电等商品销售的子公司步步高盈利能力在同行业上市公司中属于中等水平（见下表）。

表 11 2016 年零售行业内上市公司盈利能力指标情况

企业名称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	平均净资产收益率（%）
中百集团	20.51	1.29	0.22
新华都	21.34	1.37	4.57
红旗连锁	26.70	4.45	6.85
华联综超	21.80	-2.40	-9.15
百联股份	20.57	2.28	5.68
北京城乡	27.45	4.52	3.80
步步高	20.86	2.18	2.39

资料来源：Wind 资讯

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

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 91.67 亿元，同比增长 13.20%，主要系合并范围新增梅西商业所致；同期营业成本 72.58 亿元，同比增长 14.62%；当期实现营业利润和净利润分别 2.03 亿元和 1.49 亿元，分别同比增长 24.17%和 2.56%。

总体看，公司经营规模持续扩张，营业收入稳定增长。但随着零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升以及电商平台培育成本高等因素综合影响，公司整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入随经营规模扩张而逐年增长，年均复合增长 15.71%；2016 年经营活动现金流入为 195.48 亿元，同比增长 2.48%，主要系营业规模的扩大所致。2014~2016 年，由于公司业务逐年扩张，新开的门店数量较多，相应的用于支付的门店租金以及购买商品存货支出较大，从而导致公司经营活动现金流出量增大，年均复合增长 15.98%；2016 年，公司经营活动现金流出 193.42 亿元，同比增长 2.14%。受上述因素影响，近三年，公司经营活动现金流量净额波动下降，分别为 2.22 亿元、1.39 亿元和 2.06 亿元。近三年，现金收入比分别为 113.54%、117.98%和 116.23%，收入实现质量保持较高水平。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量呈波动减少态势，年均复合下降 4.98%，2016 年公司投资活动现金流入 17.62 亿元，同比增长 17.35%，主要系由于收到其他与投资活动有关的现金（主要包括收回理财产品、定期存款、委托贷款及利息）大幅增加所致；2016 年公司投资活动现金流出 30.58 亿元，同比下降 26.87%，主要系支付自有物业开发形成的购建固定资产、无形资产和其他长期资产，以及支付其他与投资活动有关的现金（包括购买理财产品，对外参股投资，小贷公司发放贷款等）减少所致；近三年公司投资活动现金流出规模较大主要系因为新建门店、投资扩建升级门店、续建物流项目等导致的投资支出的大幅增加，受上述因素影响，近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-23.57 亿元、-26.79 亿元和-12.95 亿元。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入量呈波动增长态势，年均复合增长 19.68%，2016 年公司筹资活动现金流入 68.80 亿元，同比下降 30.83%，主要系公司银行借款规模减少所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出量呈波动增长态势，年均复合增长 41.07%，2016 年公司筹资活动现金流出 59.17 亿元，同比下降 8.78%，主要系为偿还前期债务支付的现金有所减少所致。受上述因素影响，近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 18.30 亿元、34.61 亿元和 9.64 亿元。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 7.29 亿元，仍保持净流入状态；投资活动现金流量净额为-7.19 亿元；筹资活动现金流量净额为 1.05 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量较好，符合零售行业特点，但不能满足其投资活动需求，对外部融资活动存在一定依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 0.78 倍、0.90 倍和 0.75 倍；公司速动比率分别为 0.34 倍、0.47 倍和 0.39 倍。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.33 倍、0.41 倍和 0.34 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力一般。公司经营性现金流动负债比率分别为 2.77%、1.31%和 1.67%，主要受应收账款规模增长影响，公司流动负债规模有所增长所致，公司经营活动现金流对流动负债的覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 8.55 亿元、11.77 亿元和 11.87 亿元，2016 年，公司 EBITDA 由折旧（占 27.76%）、摊销（占 32.70%）、计入财务费用的利息支出（占 24.39%）和利润总额（占 15.16%）构成；2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.03 倍、2.18 倍和 2.13 倍，EBITDA 对利息覆盖水平高；2014~2016 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.12 倍、0.11 倍和 0.11 倍，EBITDA 对全部债务覆盖水平一般，整体来看，EBITDA 对利息和全部债务覆盖水平一般，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2017 年 6 月底，公司合并范围内无对外担保事项。

截至 2017 年 6 月底，公司有 1 起涉及房产所有权纠纷的重大未决诉讼。公司作为被告方，

涉诉金额为 1.41 亿元，目前该案件正在审理中，公司面临着一定的或有风险。

截至 2017 年 6 月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 141.06 亿元，尚未使用额度为 75.37 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据代码为 G1043030400033710E 的人民银行征信报告，截至 2017 年 9 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司收入规模大幅提升；公司经营活动现金流入规模较大，对债务偿还有一定保障作用。整体看，公司偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务总额 112.86 亿元，本次拟发行债券规模不超过 4.00 亿元，对公司现有债务负担影响较小。

以 2017 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 4.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.70%、62.86% 和 48.24%，公司债务略微加重，但考虑本次债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还金融机构借款，公司实际债务负担应小于测算值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 11.87 亿元，为本次公司债券发行额度（4 亿元）的 2.97 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2016 年经营活动产生的现金流入 195.48 亿元，为本次公司债券发行额度（4 亿元）的 48.87 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业特征及行业地位等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

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

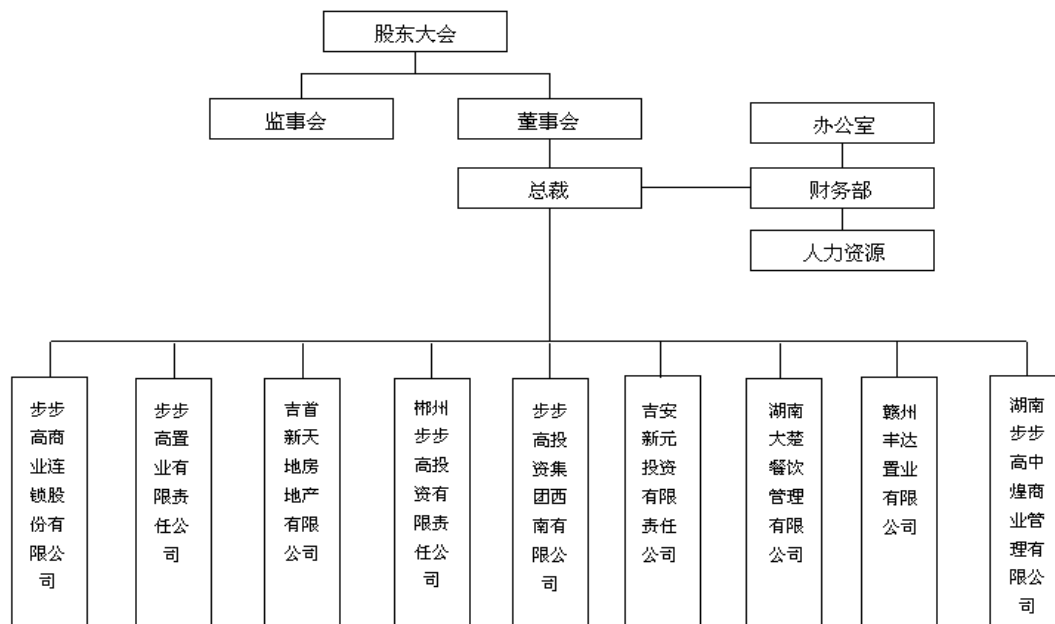
公司作为湖南省零售龙头企业，在区域地位、品牌知名度、运营效率和经营规模等方面的竞争优势。近年来，公司营业收入增长较快，经营活动现金流入规模较大。同时，联合评级也关注到零售行业竞争激烈、门店租金上涨、期间费用对利润侵蚀显著和债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着门店扩张计划逐步开展，规模效应的体现有利于公司盈利能力的提升，且随着百货物业自有比例的上升，租金压力将有所缓解。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 步步高投资集团股份有限公司

组织管理架构图



附件 2 步步高投资集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	147.18	214.11	238.16	240.27
所有者权益（亿元）	32.10	54.55	65.62	66.69
短期债务（亿元）	34.92	55.00	62.42	54.70
长期债务（亿元）	34.19	52.29	48.12	58.16
全部债务（亿元）	69.11	107.29	110.54	112.86
营业收入（亿元）	128.05	160.68	165.83	91.67
净利润（亿元）	2.14	1.66	1.06	1.49
EBITDA（亿元）	8.55	11.77	11.87	--
经营性净现金流（亿元）	2.22	1.39	2.06	7.29
应收账款周转次数（次）	164.49	144.41	78.18	--
存货周转次数（次）	3.56	3.07	2.88	--
总资产周转次数（次）	0.96	0.89	0.73	0.38
现金收入比率（%）	113.54	117.98	116.23	112.93
总资本收益率（%）	3.59	3.43	2.34	--
总资产报酬率（%）	3.02	2.92	2.08	--
净资产收益率（%）	6.53	3.83	1.77	2.26
营业利润率（%）	20.62	21.67	20.61	20.16
费用收入比（%）	18.33	20.64	19.73	17.91
资产负债率（%）	78.19	74.52	72.45	72.24
全部债务资本化比率（%）	68.29	66.29	62.75	62.86
长期债务资本化比率（%）	51.58	48.94	42.31	46.58
EBITDA 利息倍数（倍）	2.03	2.18	2.13	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	0.11	--
流动比率（倍）	0.78	0.90	0.75	0.76
速动比率（倍）	0.34	0.47	0.39	0.44
现金短期债务比（倍）	0.33	0.41	0.34	0.40
经营现金流动负债比率（%）	2.77	1.31	1.67	6.37
EBITDA/本次发债额度（倍）	2.14	2.94	2.97	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、融资租赁款已纳入长期债务核算。3、2017 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 步步高投资集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评 级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年步步高投资集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

步步高投资集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。步步高投资集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

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

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

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

联合信用评级有限公司

二零一七年十月十一日