

信用等级公告

联合[2016] 164 号

联合资信评估有限公司通过对步步高投资集团股份有限公司信用状况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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年一月二十七日



步步高投资集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2016 年 1 月 27 日

财务数据

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

注: 1. 2015 年三季度财务数据未经审计;

2. 其他流动负债中的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。

分析师

景 雪 刘嘉敏

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对步步高投资集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为湖南省零售龙头企业之一,在区域地位、品牌知名度、运营效率、成本管控等方面的综合优势。同时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、自有物业集中开发带来的筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

2015 年 1 月,公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司完成非公开发行股份购买广西南城百货股份有限公司(以下简称“南城百货”)。南城百货为广西零售龙头企业,此次收购有利于公司迅速占领广西零售市场,降低市场开拓成本,进一步完善网络布局的同时,为收入及利润带来新增长点。与此同时,随着公司门店扩张计划持续开展、自有百货逐步开业并进入成熟期,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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在湖南省内超市市场占有率第一,百货市场占有率第二,区域地位及品牌优势明显。
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. 公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司于 2015 年完成非公开发行收购,公司业务规模迅速扩大,资本实力得以增强。

5. 2013年以来公司网上商城和云猴大平台相继上线，有助于公司把握网络商业发展契机并应对电商对传统零售业的冲击，提升公司综合竞争力。

关注

1. 中国零售业竞争激烈，整体利润水平不高，受宏观经济、政策及电商消费分流影响，零售行业增速显著放缓。
2. 公司百货板块盈利能力偏弱。
3. 公司运营成本不断上升，对利润形成侵蚀，未来面临租金上涨压力和续租风险。
4. 公司门店数量及业务规模扩张速度快，有息债务规模大幅增长，同时近年加大了对城市综合体项目的开发，公司未来对外融资压力大。
5. 2015年新收购公司南城百货尚处于整合阶段，公司对其控制力较弱。

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、步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级自 2016 年 1 月 27 日至 2017 年 1 月 26 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为“湘潭开源货运有限责任公司”，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，于2003年2月20日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本50万元。2003年公司更名为“湘潭步步高投资集团有限公司”，2007年7月31日（基准日）整体变更为股份有限公司，后于2007年8月30日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得企业法人营业执照（注册号：430300000003121），注册资本11767万元。2009年公司更为现名。截至2015年9月底，公司注册资本11767.00万元，控股股东自然人王填持股8232.40万元，占比69.96%；其他股东合计持股3534.60万元，占比30.04%，王填为公司实际控制人；公司法人代表为张海霞，与实际控制人王填为夫妻关系。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司（以下简称“步步高股份”）主营超市、百货、家电等商品的销售，成立于2003年12月11日。经中国证券监督管理委员会（“证监许可【2008】733号”批复）和深圳证券交易所（“深证上【2008】84号”通知）同意，步步高股份向社会公开发行3500万股，共计募集资金91280万元，并于2008年6月19日在深圳证券交易所正式挂牌上市（股票代码：002251.SZ）。2015年1月步步高股份完成非公开发行股份，发行数量为11105.27万股。截至2015年9月底，步步高股份股本77898.55万元，公司持股38.84%，处于相对控股地位。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2014年底，公司合并资产总额148.48亿元，所有者权益33.39亿元（含少数股东权益18.55亿元）。2014年实现营业收入128.05亿元，利润总额2.97亿元。

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

公司注册地址：湘潭市岳塘区荷塘乡政府办公楼2楼东头；法定代表人：张海霞。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

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

502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

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

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

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经

济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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

2015年1~9月，社会消费品零售总额216080亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长10.5%），增速比上半年加快0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额101089亿元，增长7.5%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额185843亿元，同比增长10.3%，乡村消费品零售额30237亿元，增长11.7%。按消费形态分，餐饮收入23071亿元，同比增长11.7%，商品零售193009亿元，增长10.4%，其中限额以上单位商品零售94926亿元，增长7.5%。2015年1~9月，全国网上零售额25914亿元，同比增长36.2%。其中，实物商品网上零售额21510亿元，增长34.7%，占社会消费品零售总额的比重为10.0%；非实物商品网上零售额4404亿元，增长43.6%。

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

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

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

2014年,47家以百货为主业态的企业销售增长2.7%,在各业态中增速最低。以经营超

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

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

2014年,有30家百强企业的销售和23家企业的门店出现负增长。但同时,百强企业中还有31家企业的销售增幅和26家企业的门店增长达到两位数。企业通过调整发展策略,优化管理,加大创新力度,依然可以实现较好的经营业绩。经营效益方面,2014年百强企业平均毛利率为16.4%,略高于去年0.2个百分点。净利率平均为2.08%,低于去年0.03个百分点。2014年,百强企业房租支出增长10.0%,人工成本增长9.2%,分别比2013年的11%和18%下降1.0和8.8个百分点。虽然增幅出现不同程度的下降,但房租和人工成本的上涨对企业的经营压力依然很大。

2014年,百强企业开展网络营销和多渠道建设的步伐进一步加快。在开展网络零售的75家百强企业中,超过半数的企业采用自建平

台，而采用自建平台和入驻第三方平台相结合方式的企业与仅在第三方平台建店的企业数量基本相当。开展网络零售的百强企业线上销售增幅较大，同比增长近5倍，但占企业销售的比例依然很低。从有数据的百强企业来看，31.4%的企业网络销售不足1千万，31.4%的企业在1千到5千万之间，23.5%的企业在5千万到3个亿，三个亿以上的企业占13.7%。

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

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

2. 行业关注

内外资零售企业各具优势，行业竞争加剧

外资企业具有管理资源、人力资源、资金资源诸多方面优势，但业态相对单一，主要集中在大型超市业态，且地域过于集中。2014年，随着网络零售的快速发展，外资传统大型超市

增长势头渐渐减弱，内资企业发展多渠道销，2014年主要外资连锁企业实现销售规模4265.96亿元，同比下降3.8%；门店总数13854个，同比下降1.00%；相比，内资百货销售额增长3.00%，门店增长10.20%。

随着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。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和多渠道销售趋势将日益明显。

渠道分流，探索多渠道经营

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。据中国电子商务研究中心监测数据显示，2014年中国网购用户规模3.80亿人，较2013年增长21.80%。2014年，中国网络零售市场交易规模达28211亿元，同比增长49.70%；网络零售市场交易规模占社会消费品零售总额的10.60%，同比上升2.60个百分点。其中，天猫总成交额为7630亿元，京东全年交易总额为2602亿元，苏宁线上平台实体商品交易总规模达为257.91亿元，唯品会净营收约为233.6亿元(折算成人民币)，国美在线交易额约在180-200亿之间，当当交易额为142.43亿元、聚美优品净交易总额约为66.34亿元(折算成人民币)。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。

面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展线上与线下相结合（O2O）的多渠道经营探索。近年移动应用技术逐渐登上零售行业舞台并实现飞速发展。2014年底中国移动电子商务市场交易规模达到12.3万亿元，同比大幅增长21.30%。部分百强企业逐渐利用移动应用技术开展移动购物平台，提高顾客消费体验。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

据国家统计局数据显示，2014年农村人均纯收入9892元，比上年名义增长11.2%，扣除价格因素实际增长9.2%。在国内经济增速放缓背景下，农村市场消费需求依然保持稳定较快增长。2000年以来，为响应国务院号召，中国城镇化建设不断推进，2014年城市化率已提升至54.77%，但增速逐年放缓。

目前国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。外资零售企业则主要瞄准大中城市，并集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场竞争优势明显。

经营成本大幅上涨，门店扩张速度放缓

成本主要包括房租和人工成本两个方面，总体上升幅度较快，2014年，百强企业房租支出增长10.0%，人工成本增长9.2%，分别比2013年下降1.0和8.8个百分点，但明显高于销售增速。2014年，百强企业正式用工人数比上一年下降0.3%，减少用工的企业数已超过增加用工的企业数。十八大提出的“收入倍增计划”，以及国家《促进就业规划（2011~2015）》称，“十二五期间，最低工资标准将年均增长达13%以上”，为人工成本增长设定了下限。2014年，中国有19个省区市提高了最低工资标准，平均提高幅度为14%。在房租成本方面，2002~2005年期间（零售全面开放初期）是企业开店最快的时期，有一部分门店的租期是10年，近期集中续租，租金将会成倍增长。迫于经营成本高企，2014年百强企业中，有23家企业门店总数有所减少，负增长企业数同比增加2家。

经营模式的转变促进行业升级不可逆转

市场竞争加剧的直接结果，是行业整合以及零售市场竞争模式的逐步升级。各连锁企业已经逐步脱离单纯依靠打价格战争取消费者

的竞争模式，竞争的焦点更多的转向售后服务、物流配送、电子商务及购物环境等配套服务，连锁超市被赋予了更多的文化和服务内涵，通过调整各自的经营模式实现差异化竞争，未来经营模式的竞争将成为市场竞争的核心内容，零售行业整体将得到升级。

政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降

受“八项规定”、“六项禁令”等政策影响，与之相关的预付卡消费、高端消费（如烟、酒等）及奢侈品消费比例均出现下降，对于超市及定位高端的百货企业造成较大冲击，传统销售旺季“春节”、“黄金周”期间的销售热度也相应下降。2013年“黄金周”及2014年春节期间消费增速持续下降，2014年全国50家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降0.7%，与上年全年的增速差距为10.2个百分点，全年12个月中有7个月的零售额同比呈现负增长，全年累计零售额同比下降的企业家数为38家，较上年增加了23家。2015年1~9月，全国50家重点大型零售企业零售额增速呈现出放缓态势，第三季度各月增速水平不及前六个月。

3. 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。早年间，国家通过发布《外商投资商业领域管理办法》、《支持流通业发展开发性金融合作协议》（以下简称“《协议》”）、《关于促进流通业发展的若干意见》、批准成立消费金融公司、试点省市实行家电以旧换新政策等措施促进零售行业快速发展。

2011年，国家首次出台国内贸易“十二五”发展规划，提出六项重点任务：一是要突出扩大消费的重要战略地位，努力扩大国内消费需求；二是要着力加强流通基础设施，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；三是加强现

代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平；四是优化国内贸易布局，加强商业网点规划管理，满足多样化的生产生活服务需要；五是切实做好市场主体培育工作，积极扶持发展大型内贸企业，支持中小内贸企业创新发展；六是规范市场经济秩序，推进全国统一市场建设，创造公平竞争、安全规范的市场环境。总体目标截至十二五末期，实现社会零售总额较2010年底翻一番。

2012年1月，为贯彻国民经济和社会发展规划“十二五”规划和《国内贸易发展规划（2011-2015年）》，进一步促进零售业发展的指导意见》，提出大力发展社区、农村连锁零售网点；支持中小企业发展直营连锁经营；加快完善促进中小零售企业发展的政策措施，破除投资障碍，降低经营负担，缓解融资困难。

2012年3月，国家邮政局和商务部近日联合发布《关于促进快递服务与网络零售协同发展的指导意见》，提出通过七项政策措施，统筹快递市场与网络零售市场长远发展要求，优化发展环境，健全产业联动政策，消除协同发展障碍，推动快递服务转型升级，促进网络零售健康发展。随着电商企业在零售行业的快速发展，指导意见的出台对于规范快递服务与网络零售、构建可持续发展的电商竞争格局具有促进与指导意义。

2015年5月，商务部起草了《无店铺零售业经营管理办法（试行）（征求意见稿）》，向社会征求意见。意见稿表示，国家鼓励成立无店铺零售行业组织，与行业协会共同发挥行业自律、引导、服务作用。支持有形店铺与无形店铺融合与创新，向小城镇和农村市场延伸业务，支持无店铺零售业加强品牌建设。

2015年11月，国务院办公厅印发《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》，意见表示，在批发零售服务方面，优化城市流通网络，畅通农村商贸渠道，加强

现代批发零售服务体系建设。推动各类批发市场等传统商贸流通企业转变经营模式，利用互联网等先进信息技术进行升级改造。发挥实体店的服务、体验优势，与线上企业开展深度合作。大力发展社区商业，引导便利店等业态进社区，规范和拓展代收费、代收货等便民服务。积极发展冷链物流、仓储配送一体化等物流服务新模式，推广使用智能包裹柜、智能快件箱。指导意见的发布对优化城市流通网络、畅通农村商贸渠道以及加强现代批发零售服务体系建设有重要意义。

4. 行业发展

受国内经济增速放缓、消费需求低迷、行业景气度下降及运营成本高企等综合因素影响，且外商活跃带来行业竞争加剧，网络零售快速发展带来渠道分流，传统零售业盈利能力有所弱化；近年政府抑制“三公消费”，高端消费比例下降，受此影响高端商品销售走低。2014年连锁企业经受了多方面的压力和挑战，不断探索多渠道经营以巩固市场份额，加强线上线下融合。

目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重相比发达国家仍处于较低水平，大型零售企业的资产、收入、利润水平不到国外零售巨头平均水平的3%，零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期来看，随着未来国内经济的持续发展、居民可支配收入的提高、城市化进程的推进和国际化经济的不断融合，传统零售和网络零售作为整体将会呈现良好的发展态势。在此过程中，随着市场壁垒的降低，行业竞争将日益激烈，通过自身优势实现差异化竞争是零售企业占领市场的关键。

5. 区域经济概况

据湖南省统计局公布的《2014年湖南省国民经济和社会发展统计公报》，全省地区生产总值27048.5亿元，比上年增长9.5%；其中第三产业增加值11417.8亿元，增长11.1%。按常住

人口计算,人均地区生产总值40287元,增长8.7%。城乡居民收入保持较好增势,全省城镇居民人均可支配收入人均可支配收入26570元,比上年增长9.1%,扣除价格因素实际增长6.9%;农村居民人均可支配收入10060元,增长11.4%,扣除价格因素实际增长9.9%。

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

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。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至2015年9月底,公司股东为114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,现湖南省内市场占有率排名第一,形成了区域性规模优势。2015年1月,步步高股份完成非公开发行股份购买广西南城百货股份有限公司(以下简称“南城百货”),其业态及经营模式与公司类同,于2015年2月开始并表,2015年2~9月销售17.96亿元,利润总额0.93亿元,截至2015年9月底,南城百货资产总额16.97亿元,所有者权益7.06亿元(以上数据未经审计)。截至2015年9月底,公司在湖南、江西、广西和重庆共拥有大卖场、综合超市和电器门店219家,其中原有超市业态门店179家(包括大卖场117家、综合超市38家、家电店24家),净运营面积为64.33万平方米;由于南城百货合并新增超市业态门店40家(超市39家、家电店1家),净运营面积共达到87.77万平方米。2015年4月,中国连锁经营协会发布的“2014年中国连锁百强”中公司排名第21位,在“2014年中国快速消费品连锁百强”榜单中排名第9位。

公司百货业务是公司继超市业务之后发

展的零售业务。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2015年9月底，公司拥有百货门店42家，其中湖南省24家、江西省3家、广西省13家，重庆1家，云南1家，湖南省市场占有率位列2。

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，截至2015年9月底，公司物流中心共拥有仓储面积13.88万平方米，其中冻库面积1.14万平方米，农库面积1.60万平方米，加工中心2.40万平方米；省级及市级分仓2.10万平方米，保税分仓0.60万平方米。物流中心月均吞吐量4.60万吨，储存货物金额23496.99万元（截至2015年9月底时点数），2015年1~9月商品配送金额达314400.00万元。

总体看，公司主业突出，随着南城百货收购的完成，公司超市和百货门店数量大幅增加，超市与百货业务已形成区域性门店数量和规模优势，物流中心仓储和吞吐能力能够满足采购和销售需要并提供有效支持，具备一定的区域竞争优势。

3. 人员素质

公司高级管理人员目前共4人，包括总裁1人、财务总监（管理）1人、财务经理（执行）1人、人事总监1人。

公司董事长张海霞女士，汉族，1968年出生，本科学历。现任公司董事长、步步高股份董事、武汉爱家爱商贸有限公司董事长。张海霞女士是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。

公司总裁陈志强先生，1969年出生，中共党员，湖南省第十次党代会代表，本科学历；曾任步步高股份门店店长、分公司总经理、企划部长、市场总监、总裁助理、公共事务总监、公司副总裁。自2013年7月16日起任公司董事及总裁。

表1 公司合并范围职工素质情况（单位：人、%）

	类别	人数	占比
按职位分	财务人员	840	3.71
	业务人员	18419	81.32
	管理人员	2037	8.99
	工程专业技术人员	1353	5.98
按学历分	本科及以上学历	2329	10.28
	专科	3932	17.36
	高中及以下	16388	72.36
按年龄分	30岁以下	7167	31.64
	31-40岁	8395	37.07
	41-50岁	6331	27.95
	51岁以上	756	3.34
合 计		22649	100.00

资料来源：公司提供

截至2015年9月底，公司本部及其并表子公司共有职工22649人，具体情况见表1。

在人力资本管理方面，公司注重人才培养和引进，作为国内首家整体引进国际团队的零售企业，公司于2009年10月签约了以Noel Trinde为首，来自法国、西班牙、英国、新西兰、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等9个国家的外籍管理团队，全面负责超市业务的决策管理，对其发展战略、组织架构、商业流程等多方面进行了重大调整，重新梳理了超市业务的商业定位、品类计划和定价战略等核心要素，加强了公司治理和内部管控，并基本完成了人才梯队建设和培养。2014年10月五年聘用合同到期，外籍管理团队人员正陆续撤回，但已完成综合梳理和技术传承，能够满足各项标准在公司未来业务发展中持续有效地应用，部分门店被评为中国五星级大卖场。公司百货业态业务聘请了台湾籍团队作管理顾问和管理，充分与国际接轨。

总体来看，公司员工队伍构成以业务人员为主，较为年轻化，符合行业特征；管理层具

有丰富的行业经验，管理水平较高。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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。

公司设立股东大会，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；总裁列席董事会会议。

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。

2. 管理水平

公司注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

（1）资金收支管理

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”每天零余额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。

（2）投融资预算管理

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。

（3）关联交易管理

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3000万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。

（4）对外担保管理

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。截至2015年9月底，公司合并范围无对外担保。

（5）绩效管理

公司成立绩效管理委员会，负责制定绩效管理体系，组织实施绩效管理并对日常绩效管理活动进行管理。公司对各级员工绩效职责进行了明确划分，对三级及以上员工采用业绩积分卡系统进行考核。考核采取上下级直线考核的形式，针对不同岗位层级采取包括月度、季度和年度考核在内的不同考核频次，考核结果与转正、职务调整、薪资调整、培训和末尾淘汰挂钩，激励员工业绩持续改进。

（6）供应商管理

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。

总体看，公司法人治理结构合理，各项管理办法制定契合营运需要。

六、重大事项

1. 步步高股份非公开发行

2015年6月1日，步步高股份召开第四届董事会第十三次会议，审议通过了关于步步高股份2015年非公开发行股票的相关事项，并于2015年6月19日召开2015年第二次临时股东大会审议通过相关议案。2015年12月23日，公司召开第四届董事会第十八次会议，审议通过了《关于调整公司2015年非公开发行股票方案的议案》，调整之后，预计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，8.00亿元用于偿还部分银行贷款。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》。截至本报告出具日，本次非公开发行尚未获证监会批复，尚具一定不确定性。

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。

2. 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2014年4月决定步步高股份以发行股份的方式（发行11105.27万股）、步步高股份全资子公司湘潭步步高连锁超市有限责任公司（以下简称“湘潭步步高”）以支付现金（7878.90万元）的方式向交易对方购买其所持有的南城百货100%股份，交易价格为157578万元。2015年1月，公司完成上述收购，于2015年2月将南城百货纳入合并范围。

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

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

七、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。2012~2014年，公司主营业务收入稳步增长，年均复合增长率为12.68%，2014年，公司主营业务收入为117.83亿元，同比增长12.34%。

从收入构成来看，2012~2014年，超市板块始终为公司营业收入的首要构成部分，但占主营业务收入的比重逐年下降；近三年，公司百货业务规模保持稳定，百货业务收入占比波动下降，但均在28%以上；2014年公司超市和百货业务分别实现收入67.55亿元和33.74亿元，分别占主营业务收入的57.32%和28.63%。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，2014年降至7.64%。公司批发业务依托超市业态进行，近三年批发收入的主营业务收入占比均在3%以下。除主营业务外，公司另有其他业务包括员工住房及物流广告收入，其中员工住房收入2014年5.08亿元，2014年其他业务收入占主营业务收入的5.10%。

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

2015年1~9月，公司实现主营业务收入108.43亿元，占2014年全年的92.02%，主要系合并范围新增南城百货带动收入较快增长；其中超市和百货板块收入占比分别为62.85%和27.12%，超市板块收入占比较2014年上升5.53个百分点。同期，公司超市和百货业务毛

利率较上年有所下降，主营业务综合毛利率为 15.46%，较 2014 年小幅下降，主要系由于公司超市、百货零售行业面临消费复苏缓慢、渠

道竞争激烈等困难，且川渝市场由于门店数量不多且开业时间不长，市场占有率不高，前期盈利能力较低所致。

表 2 2012 年~2015 年 9 月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			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
超市	54.86	61.03	67.55	68.15	59.11	58.18	57.32	62.85	17.04	18.04	16.22	16.10
百货	26.95	33.02	33.74	29.41	29.03	31.48	28.63	27.12	15.31	15.66	16.40	15.44
家电	8.78	9.10	9.00	7.68	9.46	8.68	7.64	7.09	10.24	11.61	12.24	12.46
批发	2.22	1.74	1.53	1.10	2.39	1.66	1.30	1.01	6.18	5.60	8.55	4.71
其它	--	--	6.01	2.09	--	--	5.10	1.93	--	--	9.42	11.23
合计	92.81	104.89	117.83	108.43	100.00	100.00	100.00	100.00	15.63	16.53	15.52	15.46

资料来源：公司提供

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

广西南城百货自 2015 年 2 月并表；

1. 超市及家电板块

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 2500 平方米及以下。2012~2014 年，公司平均每年净增加超市门店（综合超市及大卖场）14 家。2015 年，公司根据市场情况以及消费者消费习惯，关闭了江西鹰潭店、成都新都店。截至 2015 年 9 月底公司在湖南、江西、广西和重庆共拥有大卖场、综合超市和电器门店 219 家，其中原有超市业态门店 179 家（包括大卖场 117 家、综合超市 38 家、家电店 24 家），净运营面积为 64.33 万平方米；由于南城百货合并新增超市业态门店 40 家（超市 39 家、家电店 1 家），净营运面积达 87.77 万平方米。

表 3 2012~2015 年 9 月底公司超市及家电门店情况（单位：家、平方米、万人）

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

资料来源：公司提供

注：2015 年 9 月底数据不包括南城百货。

2005年7月起公司以“步步高电器”独立品牌开展家电销售，最初全部依托于超市店面，后由2006年起开始发展独立管理店面经营。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2015年9月底，公司共有家电店102家（包括独立经营及超市连带经营两种形式），净营运面积13.50万平方米，其中25家（含南城百货1家）为独立经营管理门店，77家（含南城百货39家）为超市连带经营门店，超市连带经营门店大幅增加，主要系南城百货合并带入所致；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内。近三年公司家电业务收入稳定增长，但占主营业务收入的比重小幅下降，2014年全年实现收入9.00亿元，主营业务收入占比为7.64%，毛利率提升至12.24%，同比增加0.63个百分点。

表4 2012~2015年9月底家电板块门店情况

（单位：家、平方米）

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

资料来源：公司提供

注：2015年9月底门店情况包括南城百货。

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

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。2014年公司超市板块前5大供应商采购额共计4.79亿元，占超市业务总采购额的比重为7.23%，集中度很低。

表5 2014年公司超市业务前五大供应商采购情况

（单位：万元、%）

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

资料来源：公司提供

公司超市物流模式分为配送、直通、直送，三种方式，2014年采购额分别占总采购额的65%、27%和8%。配送模式是最主要的物流模式，由公司总部对新上市的商品参考门店上报的要货计划进行销售安排与规划后，与供应商直接对接和订货；供应商通常在一周内将货品送达物流中心仓库，物流中心在一周内按照总

部审批的计划向各门店进行配送。直通方式下，采购部门各品类采购代表统一与供应商签订采购合同，各门店根据自身销售情况对协议商品向供应商下订单，商品送达物流中心后不再入库，直接配送门店，节约仓储成本、物流和时间成本。直送方式主要针对生鲜和快速消费品，由门店直接对供应商下订单，供应商将商品直送至门店，实现短周期及时补货。

为提升物流配送能力以对超市业务发展提供有力支持，公司先后于 2006 年和 2008 年完成并启用了物流中心一期及常温仓库，截至目前，物流中心一期续建项目已完工并投入使用。截至 2015 年 9 月底，公司物流中心共拥有仓储面积 13.88 万平方米，其中冻库面积 1.14 万平方米，农库面积 1.60 万平方米，加工中心 2.40 万平方米；省级及市级分仓 2.10 万平方米，保税分仓 0.60 万平方米。物流中心月均吞吐量 4.6 万吨，储存货物金额 23496.99 万元（2015 年 9 月底时点数），2015 年 1~9 月商品配送金额达 314400.00 万元。同时，公司在江西省租赁南昌物流分中心，与湘潭物流中心共同辐射湖南省 14 个州市及江西省、广西、四川和重庆各城市。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%。

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。

2013 年以来，公司进一步优化采购和配送方案，一方面上移供应链，扩大与厂家直接合作的供应商比例和从原产地直接采购商品的比例，另一方面在湘潭物流中心自建中央厨房，提供优质生活方案的同时简化门店操作流程，

此外建立了 EDI 数据中心，实施供应商数据共享，在稳定超市板块盈利水平方面发挥了重要作用。

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，截至 2014 年底，公司超市门店主要集中在湖南省和江西省的二、三线城市，2013 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 2015 年 9 月底，湖南省门店 156 家，江西省门店 14 家，广西省门店 39 家（包括南城百货 38 家），重庆市门店 4 家，四川门店 4 家，云南门店 1 家（南城百货）；净运营面积达 87.77 万平方米。目前公司超市门店的数量和营业额在湖南省已经取得领先优势。

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 2015 年 9 月底，超市拥有活跃会员 432 万余人，2015 年 1~9 月，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。近三年公司超市及家电门店数量年均增长 9.12%，员工人数年均增长 11.94%，员工劳效波动下降，人力成本率逐年增长，主要由于 2013 年以来公司进驻的四川、成都和广西地区离湘潭总部较远，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，致使人力成本率逐年上升，年均增长 14.63%。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
门店数量	152	170	181	179
员工数量	0.83	0.86	1.04	1.03
员工劳效	76.67	81.54	74.52	58.32
人力成本率	3.95	4.34	5.19	5.32

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
2015 年 9 月底数据不包括南城百货

2013 年 4 月 20 日，公司下属益阳赫山店发生火灾，并造成 3 人死亡（公司员工 1 人、清风纸业促销员 1 人、旺旺食品理货员 1 人），起火原因认定为：氧割人员进行氧割作业时，氧割火花掉落到耗材仓库内引燃仓库内的纸箱等可燃物所致。2014 年 1 月 8 日，益阳市安全生产监督管理局出具（益）安监管罚决字[2014]第 1 号《行政处罚决定书》，认定步步高股份子公司湖南步

步步高连锁超市益阳有限责任公司对事故的发生负有责任，决定给予罚款人民币 26 万元的行政处罚。2012 年的赫山店的营业收入为 7698.49 万元，占公司营业收入的 0.77%；净利润为 314.98 万元，占公司净利润的 1.09%。

公司已于 2014 年 2 月 19 日向益阳市安全生产监督管理局缴纳了 26 万元罚款。公司累计损失 1592.53 万元，获得理赔收入 564.97 万元，处置商品收回 18.30 万元，净损失 1009.26 万元。公司为吸取本次火灾教训已在全公司范围内开展安全检查工作，特别针对消防设备设施进行地毯式排查、对员工进行安全消防培训，落实消防安全保障措施，赫山店已于 2014 年 12 月 25 日重新开业。

总体来看，目前公司是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位，2015 年公司完成了对南城百货的股权收购，完善了网络布局并为公司收入和利润带来增长。整体而言，公司超市业务在湖南市场的门店数量及网点覆盖密度上具有较大的竞争优势，为公司进一步的业务增长奠定了良好基础。

2. 百货板块

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，2014 年百货板块实现收入 33.74 亿元，同比增长 2.18%；毛利率 16.40%，同比增加 0.74 个百分点。截至 2015 年 9 月底，公司拥有百货门店 42 家，因南城百货并表使广西省门店数新增 12 家，云南省新增 1 家。从分布区域看，湖南省 24 家、江西省 3 家、广西省 13 家，重庆 1 家，云南 1 家，湖南省市场占有率位列第二。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 7 2015 年 9 月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2009.12	自有
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁

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

资料来源：公司提供

注：2015年9月底门店情况不包括南城百货门店。

表 8 截至 2015 年 9 月底南城百货门店情况

类型	所在城市	门店总建筑面积 (m ²)	开业时间	物业类型
流行百货	南宁市	39900	2012.09	租赁
	南宁市	37552	2002.01	租赁
	桂林市	52178	2005.09	租赁+自有
	柳州市	32751	2006.08	租赁
	南宁市	8670	2005.01	租赁
	梧州市	16766	2007.11	租赁
	玉林市	22623	2007.09	租赁
	河池市	13490	2007.09	自有
	柳州市	13306	2009.09	租赁
	柳州市	16007	2010.12	租赁
	柳州市	9178	2011.08	租赁
	桂林市	10802	2013.07	租赁
	昆明市	11050	2013.01	租赁
	合计	284274		

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，店面数量占公司百货业态的 61%（以上数据测算均不包含南城百货）。南城百货经营业态全部为流行百货店，总建筑面积为 284274 平方米。2013 年 3 月公司第一家生活广场开业，以“生活”作为整个卖场设计和商品组合的灵魂，以满足日常生活所需作为立足点，兼顾都市消费的新趋势、新动向，更注重贴近市民生活、迎合消费潮流和追求消费体验。

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 2015 年 9 月底，公司百货店共拥有会员 160.82 万人，2015 年 1~9 月，会员消费总额为 20.47 亿元，销售占比为 56%。

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

表9 2014年公司百货板块前五大供应商采购情况
(单位: 万元、%)

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

资料来源: 公司提供

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流行百货店，而步步高广场和生活广场则有50%以上为自有，南城百货物业亦主要以租赁取得为主。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。2012~2014年，公司百货业态平均租金呈现波动增长趋势。面对行业近年租金不断上涨的趋势，公司持续加大自有物业的开发，截至2015年9月底，公司自有面积

为25.95万平方米，较2014年底增加6.04万平方米，主要系2015年新开合川门店所致，公司未来将一方面继续向二、三线城市拓展，提高自有物业的占比，另一方面合理规划单柜面积，提高单柜销售产出比，提高单位绩效。

表10 2012~2015年9月底公司百货门店租赁和自有情况

(单位: 万平方米、万人、元/人、元/平方米/月)

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

资料来源: 公司提供

注: 2015年9月底门店租赁和自有情况不包括南城百货

表中“面积”均为净营运面积

坪效=百货板块主营业务收入/净营运面积

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

2015年租赁面积减少主要系公司流行百货国安店租约到期未续租并关店所致。

3. 电商平台

时下网络商业发展迅速，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2日，步步高股份投资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，负责电商平台的运营。

步步高网上商城于2013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。目前网上商城运营模式主要以公司自营为主，联盟商户为辅。2015年1~9月，共实现38.23万份订单，交易金额5753.53万元。公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计2016年将获得牌照。

2015年3月3日，公司上线跨境业务，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，将由公司旗下五大独立的平台组成，包括大电商平台（交易平台、服务类平台）、大物流平台（庞大的储存仓库、开放的城市配送干线、公交化配送网络）、大便利平台（本地及社区商户联盟）、大会员平台（积分联盟、高币兑换、数据捕捉、分析和精准营销）和大支付平台，目前各平台正处于前期构建及市场培育阶段，培育成本较高。

公司平台搭建项目资金将主要来源于非公开发行，平台总投资额约13.15亿元，其中4.09亿元用于物流配送体系建设，3.24亿元用于B2b2C综合服务平台建设，1.15亿元用于供应链建设，1.71亿元用于体验店建设，2.66亿元用于营销推广，0.30亿元用于铺底流动资金。截至2015年9月底累计投资0.79亿元（纳入开发支出核算，已确认无形资产0.12亿元）。截至2015年9月底，云猴大平台已签约联盟商户8983家。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，毛

利率在5%~6%上下略有波动。2014年，公司批发业务收入小幅下降至1.53亿元；毛利率增长至8.55%，同比增加2.95个百分点，主要系随着经营规模的扩张，公司与上游客户议价能力逐步增强所致；2015年1~9月，随着零售市场下行以及公司促销让利活动的增加，批发业务毛利率较2014年底下降3.84个百分点。

公司其他业务包括物流广告收入、商业地产开发业务以及与供应商展开的销售和促销服务。其中商业地产开发服务于整体战略，与零售业务互动，为公司打造自有商业物业，以带动主力百货、大型超市的开业运营，规避租金不断上涨的风险。截至2015年9月底，公司拥有自建、自营主力百货广场7家；自建物业在建造阶段即按内部功能、用途进行规划，无须后续改造，节省了时间成本和工程费用。公司自建商业物业均系自持，除步步高摩尔城项目有部分对内部员工销售（2014年以及2015年1~9月分别实现员工住房销售收入5.08亿元和1.16亿元）。

此外，依托主营业务，公司积极与供应商开展销售和促销服务，同时，各门店根据所处市场具体情况将门店部分场地采用物业出租方式经营，主要租赁对象为餐饮、美容、儿童游乐场等功能性、服务性项目。这些业务托主营业务开展，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2015年11月底，小额贷款公司贷款规模为28421.45万元，无逾期情况发生。

5. 经营效率

2012~2014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平均值分别为 179.73 次、5.43 次、1.24 次；2014 年分别为 172.85 次、3.56 次、0.95 次。公司经营效率高，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运营商”。目前公司有在建、拟建工程 6 项，全部为公司未来计划用于自持的项目，包括物流续建、百货门店自建和新开门店项目，其中

物流中心和百货门店自建均已取得所需批复，手续齐全。公司在建、拟建工程计划投资总额 80.28 亿元，截至 2015 年 9 月底，在建工程已投资 38.37 亿元。除此之外，公司未来投资计划还包括用于在建工程配套的商业地产项目，总投资额为 28.55 亿元，计入存货中的开发成本核算，截至 2015 年 9 月底，已投资 22.81 亿元。总体看，公司未来投资计划总额为 108.83 亿元，已投资 61.18 亿元，尚需投资 47.65 亿元，随着在建项目的逐步推进，公司资本支出压力大。

表 11 公司在建工程未来投资计划（单位：亿元、%）

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2015 年 9 月	计划投资金额			项目进展
			2015 年 10~12 月	2016 年	2017 年	
步步高摩尔城项目	16.30	3.93	0.94	4.89	3.54	预计 2017 年底完工
物流二期续建项目	2.00	0.93	0.39	0.60	0.08	预计 2016 年底完工
步步高郴州项目	4.56	3.96	0.14	0.46	--	已完工，装修中，拟于 2016 年元月开业
梅溪湖项目	32.00	21.56	4.25	4.64	1.55	商业部分预计 2016 年上半年完工
建设路口项目	4.36	3.95	0.19	0.22		已于 2015 年 11 月 7 日开业
新开门店项目	21.06	4.04	3.20	5.80	8.02	
合 计	80.28	38.37	9.11	16.61	13.19	

注：此处除梅溪湖项目之外不包括公司用于出售的商业地产项目。

资料来源：公司提供

步步高摩尔城项目总建筑面积 19.68 万平方米；其中，超市、家电计划共占项目总建筑面积约 10%，百货计划约占项目总建筑面积的 50%，综合功能性出租项目计划约占项目总建筑面积的 40%。该项目总投资预计 16.30 亿元，截至 2015 年 9 月底已投入 3.93 亿元，预计在 2017 年底全部完工。

梅溪湖项目位于长沙市岳麓区枫林三路与东方红路交汇处，占地 296.9 亩，总建筑面积约 60 万平方米，是集大型美式购物广场、国际时尚家具广场、情景式时尚街区、酒店、公寓、写字楼等商业形态于一体的国际城市综合体。项目商业部分预计 2016 年上半年建成开业。酒店拟联营，公寓、写字楼拟自销。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 2015 年 9 月底，公司已投资 21.56 亿元，其中 7.69 亿元为预付土地款，公司已纳入无形资产核算。梅溪湖项目是城市综合体项目，考虑到项目涉及的公寓、写字楼等业务超出公司现有主营范围，且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。

公司计划在未来 3 年内新开 76 家门店。2015 年已新开 4 家，门店类型将根据选址情况进行确定。考虑到南城百货的主要业务区域为广西，未来三年公司在广西的市场开拓将主要依靠南城百货。未来公司计划每年约有 2~3 家摩尔城项目为自建，其他新开门店主要以租赁为主。截至 2015 年 9 月底，公司新开门店已完成投资 4.04 亿元，公司计划 2015 年 10~12 月投资 3.20 亿元用于新开门店。

总体看，公司未来发展战略清晰，部分在建、拟建工程规模及尚需投资金额较大，已完成非公开发行募集资金全部用于主营业务经营，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，公司未来融资压力大。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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

从合并范围看，2012 年公司新设 5 家子公司、注销 5 家子公司，并且公司内部多家分、子公司进行了吸收合并；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。截至 2015 年 9 月底，公司合并范围较 2014 年新增 2 家，分别为南城百货和小额贷款公司。整体看，合并范围变动对财务可比性有一定影响。

会计政策变更方面，2013 年 5 月，公司开始使用甲骨文企业管理软件进行全流程管理，为了与该软件运行要求保持一致，公司采用移动加权平均法代替先进先出法进行存货发出计价。由于无法确定对以前各期的累计影响数，因而未对以前年度会计报表进行追溯调整。

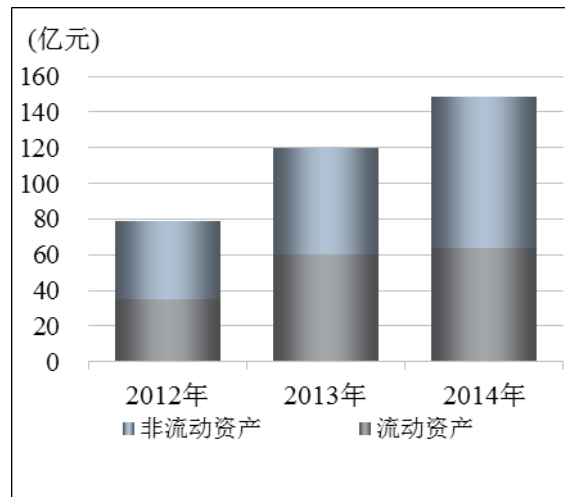
截至 2014 年底，公司合并资产总额 148.48 亿元，所有者权益 33.39 亿元（含少数股东权益 18.55 亿元）。2014 年实现营业收入 128.05 亿元，利润总额 2.97 亿元。

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

业收入 118.05 亿元，利润总额 2.05 亿元。

2. 资产质量

图 1 2012~2014 年公司资产构成



资料来源：公司审计报告

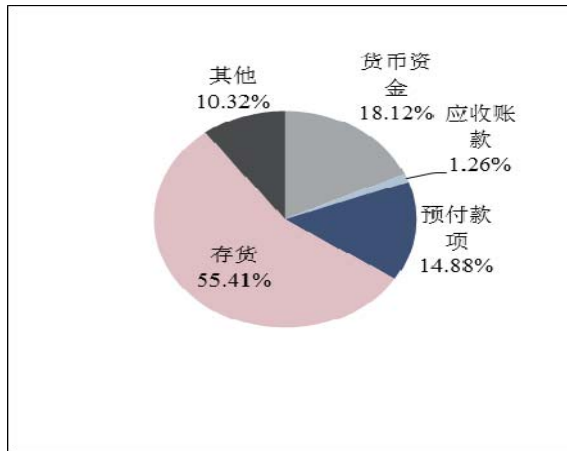
2012~2014 年，随着公司加大百货业态自有物业的投资和超市业态的持续扩张，公司资产规模快速扩张，年均复合增长 37.14%；截至 2014 年底，公司资产总额为 148.48 亿元，同比增长 24.03%，主要是源于存货以及在建工程的增长。近三年，随着百货物业投资规模加大，公司以固定资产和在建为主的非流动资产占比波动增长，截至 2014 年底，公司非流动资产占比为 56.88%，流动资产占比为 43.12%。

2012~2014 年，随着经营规模持续扩张，公司流动资产较快增长，年均复合增长率为 35.51%，其中存货的增长较快；截至 2014 年底，公司流动资产为 64.02 亿元，构成主要以货币资金（占比 18.12%）、预付款项（占比 14.88%）及存货（占比 55.41%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金波动增长，主要系 2013 年步步高股份非公开发行股票 5639.59 万股，实际募集资金 11.82 亿元，带动公司货币资金大幅增加。截至 2014 年底，随募投资金陆续投入使用，公司货币资金下降至 11.60 亿元。货币资金构成中，银行存款占 80.60%、库存现金占 2.93%、其他货币资金占 16.47%，公司其他货币资金主要为开具银行承

兑汇票保证金存款。

图2 公司2014年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司应收账款波动增长，主要为应收货款，规模不大。截至2014年底为0.81亿元，其中账龄在1年以内的占96.67%、在1~2年的占3.33%。2014年公司计提应收账款坏账准备0.04亿元。

2012~2014年，公司预付账款波动较大，分别为9.81亿元、17.33亿元和9.53亿元，公司预付账款主要由预付工程款、新增门店租赁款、商业设备款和货款构成；截至2014年底，公司预付款项同比下降45.03%，主要是由于预付梅溪湖土地款调整至无形资产核算。截至2014年底，账龄在1年以内的占55.09%、1~2年的占27.17%、其余账龄在2年以上，公司预付款项前五名合计占比为33.65%，主要为预付工程款及预付租金等；公司当期预付款项未计提坏账准备。

表12 2014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	账龄	款项性质
赣州城市开发投资集团有限责任公司	0.88	1年以内	预付保证金
广西地王投资集团柳州房地产开发有限公司	0.74	2年以内	预付租赁费用
衡阳市深国投商用置业有限公司	0.56	1-2年	预付租金款
湘潭正升装饰设计工程有限公司	0.52	1年以内	预付材料款
株洲市湘江建设发展集团有限公司	0.51	1-2年	预付工程款

合 计	3.21	--	--
-----	------	----	----

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司其他应收款平稳增长，年均复合增长17.56%，主要为租赁押金和往来拆借款。截至2014年底，公司其他应收款为3.93亿元。从账龄情况看，账龄在1年以内的占77.44%、1~2年的占8.84%、2~3年以上的占6.71%；前五名欠款单位金额占比为35.25%；公司当期计提坏账准备0.40亿元，计提比例9.24%。

表13 2014年底公司其他应收款金额前五名
(单位：万元)

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

资料来源：公司审计报告

注：怀化琼天房地产开发有限公司为公司百货物业出租方，公司预付租金0.16亿元本质为向其提供的借款，借款利率为10%。

2012~2014年，公司存货年均复合增长率为67.10%，增速高于同期营业成本增速（12.70%）。截至2014年底，公司存货账面余额35.51亿元，同比增长71.36%，主要来自开发成本的增长，其中，库存商品为14.57亿元、开发成本为20.64亿元，公司开发成本主要为计划用于出售的商铺以及部分写字楼项目，截至2015年9月底，公司开发成本为22.81亿元。

2012~2014年，公司其他流动资产波动增长，分别为0.28亿元、2.43亿元和1.22亿元，其中2013年的增长主要系子公司步步高股份委托建设银行湘潭市分行向重庆绿港标志房地产开发有限公司贷款1.40亿元所致；截至2014

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

2012~2014 年，随百货业态自有物业投入及超市门店持续扩张，公司非流动资产较快增长，年均复合增长 38.41%。截至 2014 年底，公司非流动资产 84.45 亿元，以固定资产（占比 39.94%）、在建工程（占比 27.57%）及长期待摊费用（占比 13.59%）为主。

2012~2014 年，公司固定资产年均复合增长 15.66%；截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 42.87 亿元，同比增长 20.82%，主要来自物流一期项目及新门店的房屋建筑物增加。公司固定资产原值 42.87 亿元，其中房屋建筑物（主要为自有物业）占 72.92%、机器设备占 22.81%，信息设备占 2.80%；累计计提折旧 9.14 亿元。截至 2014 年底，公司已有账面价值 6.33 亿元固定资产用于抵押借款。公司固定资产多为自有商业物业，大多地处城市核心地段，资产质量较好。

2012~2014 年，公司在建工程受项目开工进度影响波动增长，年均复合增长率为 110.32%，其中 2014 年较 2013 年大幅增长。截至 2014 年底，公司在建工程为 23.28 亿元，主要包括梅溪湖项目 6.40 亿元、郴州项目 2.19 亿元、步步高摩尔城项目 2.98 亿元、绿港财富广场 A 区（即合川购物广场店）3.37 亿元、赣州项目 2.49 亿元（预付土地投标保证金）和怀化项目 2.74 亿元（预付土地投标保证金）。

2012~2014 年，公司无形资产稳定增长，年均复合增长 22.62%，主要由自有物业的土地使用权构成。截至 2014 年底，公司无形资产增长至 8.47 亿元，同比增长 42.21%，主要系梅溪湖项目土地使用权转入无形资产核算所致。

2012~2014 年，公司长期待摊费用快速增长，年均复合增长率为 49.75%。截至 2014 年底，公司长期待摊费用持续增长至 11.48 亿元，同比增长 14.32%，主要包括公司为提升形象增加对经营租入固定资产的改良支出以及新增各

业态门店的装修费用。

2012~2014 年，公司其他非流动资产规模波动明显。截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 5.33 亿元，主要为预付步步高摩尔城土地出让金及土地拆迁补偿费，以及邵阳地块土地招拍挂保证金，共计 5.23 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司资产合计 202.26 亿元，较 2014 年底增长 36.23%，主要系合并范围新纳入南城百货带动货币资金及商誉大幅增长所致。截至 2015 年 9 月底，公司流动资产占 43.30%，非流动资产占 56.70%。其中，货币资金为 24.92 亿元，较 2014 年底增长 114.84%；其他应收款为 9.56 亿元，较 2014 年底增加 5.63 亿元，主要系合并范围新增南城百货带动租赁定押金增长；其他流动资产为 5.32 亿元，较 2014 年底增加 4.09 亿元，主要系小额贷款公司对外提供一年以内贷款的增加以及南城百货纳入合并范围带入的待抵扣增值税进项税。非流动资产中，商誉增长至 8.50 亿元，主要为合并南城百货产生的商誉，在建工程为 34.62 亿元，较 2014 年底增加 11.34 亿元，主要系主要为梅溪湖项目、郴州项目、步步高摩尔城项目投入增加所致（赣州项目和怀化项目预付土地投标保证金纳入其他非流动资产核算），其他非流动资产变化不大主要系赣州项目与怀化项目预付土地投标保证金纳入以及步步高摩尔城项目土地出让金转出共同影响所致。其他各会计科目较上年变动不大。

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，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

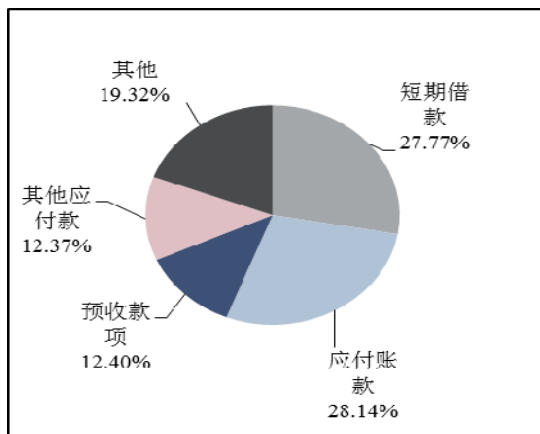
2012~2014 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 30.09%。截至 2014 年底，公司所有者权益为 33.39 亿元（其中少数股东权益

18.55 亿元)，同比变化不大，其中实收资本占 3.52%、资本公积占 29.42%、盈余公积占 1.16%、未分配利润占 10.35%，少数股东权益占 55.55%。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。

2012~2014 年，随主业不断扩张及自有物业开发速度加快，公司负债规模较快增长，年均复合增长 39.41%。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。截至 2014 年底，公司流动负债占比下降至 69.56%。

2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长率为 18.63%。截至 2014 年底，公司流动负债 80.05 亿元，以短期借款（占比 27.77%）、应付账款（占比 28.14%）及预收款项（占比 12.40%）为主。

图4 公司2014年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款稳步增长，年均复合增长 26.01%；截至 2014 年底，公司短期借款增长至 22.23 亿元，同比增长 21.17%；其中保证借款占 56.23%，信用借款占 32.80%。

2012~2014 年，公司应付票据持续增长，年均复合增长率为 30.02%。截至 2014 年底，公司应付票据为 5.04 亿元，全部为银行承兑汇票。

2012~2014 年，随着公司主营业务规模不断扩张带动采购需求上涨，公司应付账款较快增长，年均复合增长率为 23.31%。截至 2014

年底，公司应付账款为 22.52 亿元，全部为应付货款。

2012~2014 年，公司预收款项年均复合增长率为 30.68%。公司在湖南省零售行业市场占有率较高，预收货款规模较大，且增速较快。截至 2014 年底，公司预收账款 9.93 亿元，公司预收账款主要包括预收货款 6.13 亿元，其余主要为公司商务卡。从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 99.72%，账龄短。

2012~2014 年，公司其他应付款年均复合增长 18.17%。截至 2014 年底，公司其他应付款 9.91 亿元，其中应付押金、保证金占 13.82%、应付工程设备款占 52.02%、其他占 34.16%（主要包括预提应付费、租金等）；前五名单位应付金额占比为 6.65%，集中度低。

表 14 公司其他应付款前五名明细（单位：亿元）

单位名称	2014 年期末数	款项性质
湘潭九华经济建设投资有限公司	0.19	应付土地拆迁款
湖南岳麓山建设集团有限公司土方分公司	0.15	应付工程款
新化县禹鑫经贸发展有限公司	0.13	应付购房款
凯里森建筑设计（北京）有限公司上海分公司	0.12	应付工程款
岳阳家佳乐置业有限公司	0.07	应付工程款
合 计	0.66	--

资料来源：公司审计报告

注：购房款为公司购买物业应付款项。

公司于 2011 年开始在资本市场进行直接融资，截至 2014 年底，公司其他流动负债为 3.00 亿元，全部为公司当期发行 3 亿元短期融资券“14 步步高 CP001”（纳入短期债务指标）。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 287.81%。截至 2014 年底，公司非流动负债 35.03 亿元，主要由长期借款（占 35.02%）和应付债券（占 62.57%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，截至 2014 年底，长期借款为 12.27 亿元，包括信用借款（占比 60.96%）和抵押借款（占比 39.04%）。

2012~2014 年，应付债券也呈较快增长的

趋势，截至 2014 年底，应付债券为 21.92 亿元，包括 12 亿元“13 步步高 MTN001”和 10 亿元非公开定向债务融资工具“14 步步高 PPN001”。

2012~2014 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降 8.10%。截至 2014 年底，公司长期应付款为 0.77 亿元，主要由免租期租金（0.73 亿元）构成。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。

随着非公开发行股份完成，截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益提升至 47.40 亿元（其中少数股东权益 29.28 亿元），较 2014 年底增长 41.95%，主要来自资本公积及少数股东权益的增长。截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 154.86 亿元，其中流动负债占比进一步下降至 64.56%，负债结构仍以流动负债为主。其中，预收款项增长明显，为 16.39 亿元，较 2014 年底增长 65.01%，主要系合并范围新纳入南城百货带动预收客户款的增加；其他流动负债为 9 亿元，主要系 2015 年公司新发行两期合计 9 亿元短期融资券“15 步步高 CP001”以及“15 步步高 CP002”。公司非流动负债增长至 54.88 亿元，主要来自长期借款和应付债券的增长，其中应付债券的增长主要系 2015 年 7 月发行非公开定向债务融资工具 7 亿元及存续债券的应付利息，长期应付款为 3.71 亿元，较 2014 年底增加 2.94 亿元，主要系子公司商业连锁向交银租赁有限责任公司融资租赁 2.97 亿元（本金 3 亿元，待摊销服务费 303.74 万元），其他科目较 2014 年底变化不大。

从公司债务情况看，2012~2014 年，公司全部债务年均复合增长 55.61%，增速较快。截至 2014 年底，公司全部债务 69.11 亿元，其中短期债务占比为 50.53%，仍为公司有息债务的主要构成部分。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务进一步增长至 103.52 亿元，其中短期债务占比为 48.36%，债务结构变为以长期债务为主。

2012~2014 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈波动上升的趋势，近三年均值分别为 75.35%和 62.72%。2014 年，随公司自有物业开发速度加快，公司债务规模快速增长，年末资产负债率和全部债务资本化比率分别增长至 77.51%和 67.42%，同比分别增加了 5.54 个和 10.14 个百分点。公司长期债务资本化比率随着长期债务规模的增长而增长，近三年均值为 38.06%，截至 2014 年底，公司发行 10 亿元非公开定向债务融资工具“14 步步高 PPN001”带动长期债务规模大幅增长，公司长期债务资本化比率增长至 50.59%。随着步步高股份非公开发行股份完成，截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率下降至 76.56%，较 2014 年底减少 0.95 个百分点、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升 1.17 个百分点和 2.41 个百分点至 68.59%和 53.00%。

总体看，近年来公司负债随资本性支出加大而较快增长，子公司步步高股份非公开发行股票在一定程度上扩大了所有者权益规模。随着南城百货的并表、公司主业的持续扩张以及公司自有物业开发速度的加快，公司债务规模快速增长。整体看，公司有息债务规模快速上升，债务负担较重。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司以超市百货为主的营业收入稳定增长，年均复合增长 13.12%；2014 年公司实现营业收入 128.05 亿元。同期，公司营业成本增速（12.70%）略小于营业收入增速。公司营业利润率小幅波动，2014 年为 20.62%。

从期间费用看，公司近年来期间费用占营业收入的比重逐年小幅增长，2014 年为 18.34%，同比增加 0.73 个百分点。公司期间费用构成以销售费用为主，2014 年占期间费用的 88.62%，近年来公司在主业扩张的同时，水电、租金、人工以及广告促销费用等快速增长；2012~2014 年，公司财务费用持续下降，近三年分别为 0.68 亿元、0.06 亿元和 0.06 亿元；其

中 2013 年财务费用明显下降, 主要由于公司利用闲置资金购买理财产品或得利息收入抵消所致。总体看, 公司期间费用占比较高, 对利润有一定侵蚀, 控制能力有待加强。

2012~2014 年, 公司营业外收入波动下降, 分别为 0.38 亿元、0.58 亿元和 0.37 亿元, 其中政府补助款分别为 0.26 亿元、0.31 亿元和 0.28 亿元; 其余营业外收入主要包括处置固定资产利得等。公司营业外支出包括处置固定资产损失、捐赠支出等款项, 2014 年为 0.18 亿元, 规模不大。公司营业外收入对利润总额有一定程度贡献。

2012~2014 年, 公司利润总额、净利润波动下降, 年均复合下降率分别为 12.46% 和 13.42%。2014 年, 受零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升以及电商平台培育成本高等因素综合影响, 公司实现利润总额和净利润分别为 2.97 亿元和 2.17 亿元, 同比分别下降 35.36% 和 36.16%。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 4.63% 和 9.20%; 2014 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 3.27% 和 6.48%, 公司盈利水平持续下降。

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

总体看, 近年来公司经营规模持续扩张, 实现营业收入稳定增长。但近年来受零售行业竞争日益剧烈、运营成本持续上升以及电商平台培育成本高等因素综合影响, 公司整体盈利

能力不断弱化, 但仍处于适宜水平。2015 年, 公司完成股权收购南城百货, 为整体收入及利润带来新增长点, 未来随着在建工程的逐步竣工, 公司盈利能力有望进一步提高。

5. 偿债能力

2012~2014 年, 经营规模扩张和股票发行募集资金带动公司流动资产较快增长, 公司流动比率呈波动增长趋势, 2012~2014 年平均值分别为 80.16%, 但由于存货增长过快, 速动比率呈波动下降的趋势, 2012~2014 年平均值分别为 43.90%; 2014 年公司流动比率和速动比率分别为 79.98% 和 35.66%, 同比分别下降 22.99 和 25.26 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 7.03%; 2014 年经营现金流动负债比为 2.77%, 同比减少 4.93 个百分点, 主要由于经营活动产生的现金净额下降所致。2015 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率均有所提升, 分别为 87.60% 和 49.64%。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。

从长期偿债能力指标来看, 2012~2014 年, 公司 EBITDA 波动上升, 分别为 7.59 亿元、9.11 亿元和 8.57 亿元; 近三年公司 EBITDA 利息倍数呈波动下降趋势, 分别为 5.23 倍、5.38 倍、3.41 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 3.76 倍、4.94 倍、8.06 倍。总体看, 公司对整体债务的保护能力尚可。

截至 2015 年 9 月底, 公司无对外担保及或有事项。

截至 2015 年 9 月底, 公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 127.55 亿元, 其中未使用额度为 68.26 亿元, 间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高股份为上市公司 (股票代码: 002251.SZ), 公司直接融资渠道畅通。

6. 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2015年12月28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。

7. 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, 公司抗风险能力较强。

九、结论

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, 中国零售行业增速明显放缓。

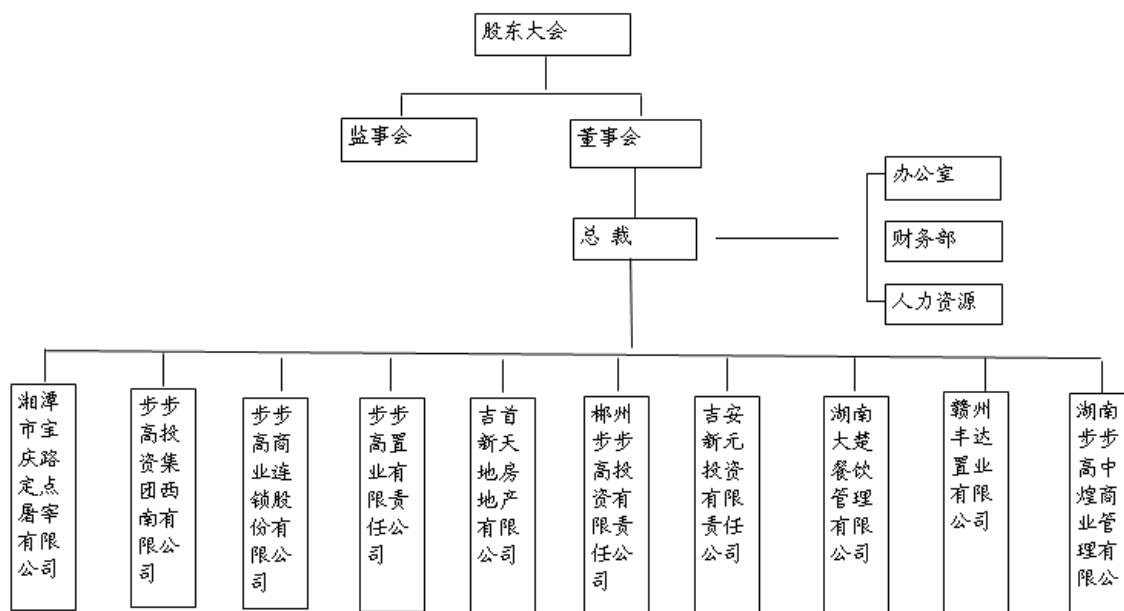
公司在湖南省内超市市场占有率第一, 百货市场占有率第二, 区域地位及品牌优势明显, 运营效率较高, 近年来门店数量及营业收入平稳增长, 综合竞争实力不断提高, 2015 年公司新收购广西省零售行业龙头企业南城百货, 进一步完善网络布局, 为收入和利润带来新的增长点。公司把握电子商务发展契机上线网上商城并采用云猴大平台深入挖掘在线业务, 有利于应对电商对传统零售业的冲击。目前公司资产质量较好, 债务负担重, 盈利能力处于适宜水平。考虑到公司业务及门店扩张速度快, 同时近年加大了对城市综合体项目的开发, 在建工程及投资计划对资金要求高, 对外融资压力大。

总体看, 公司主体长期信用风险低。

附件 1 截至 2015 年 9 月底公司股东前五名

序号	股东名称	股份数	持股比例	与公司的控制关系
1	王 填	82323981.00	69.96%	发起人、控股股东
2	联志投资有限公司	11767000.00	10.00%	非关联方
3	王麒宇	9517285.00	8.09%	公司员工
4	张露丹	613133.00	0.52%	公司员工
5	陈志强	575314.00	0.49%	公司员工
6	朱刚平	565204.00	0.48%	公司员工
7	刘亚萍	521353.00	0.44%	公司员工
8	戴平安	493986.00	0.42%	公司员工
9	罗伟新	479410.00	0.41%	公司员工
10	赵震宇	460928.00	0.39%	公司员工
11	陈超平	415511.00	0.35%	公司员工
12	杨 芳	409522.00	0.35%	公司员工
13	阳桂林	325753.00	0.28%	公司员工
14	张 宏	323614.00	0.28%	公司员工
15	王艺橙	295399.00	0.25%	公司员工

附件 1-2 截至 2015 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

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

注：1.2015 年三季度财务数据未经审计；

- 2.其他流动负债中的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。

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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为三等九级，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

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 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

步步高投资集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，步步高投资集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注步步高投资集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现步步高投资集团股份有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如步步高投资集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如步步高投资集团股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送步步高投资集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一六年一月二十七日

