

信用等级公告

联合[2015] 039 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及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的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

步步高投资集团股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年一月七日



步步高投资集团股份有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 7 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还借款

评级时间: 2015 年 1 月 7 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	65.66	78.95	119.71	138.67
所有者权益(亿元)	17.68	19.73	33.56	33.53
长期债务(亿元)	5.20	1.37	20.76	32.30
全部债务(亿元)	24.26	28.54	44.99	62.26
营业收入 (亿元)	84.41	100.07	113.89	92.87
利润总额 (亿元)	3.22	3.87	4.59	3.07
EBITDA(亿元)	5.96	7.59	9.11	--
经营性净现金流(亿元)	4.97	9.49	4.96	2.73
营业利润率(%)	19.81	20.34	21.26	21.94
净资产收益率(%)	13.85	14.64	10.11	--
资产负债率(%)	73.08	75.01	71.97	73.48
全部债务资本化比率(%)	57.85	59.12	57.28	65.00
流动比率(%)	86.86	61.29	93.04	99.99
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	3.76	4.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.91	5.23	5.38	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.85	1.08	1.30	--

注: 公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

景 雪 刘晓濛

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, 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、门店租金上涨、公司百货盈利能力偏弱、快速扩张带来筹资压力加大等因素可能给公司带来的不利影响。

公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司于 2013 年完成非公开发行, 公司资本实力得以增强。公司目前资产质量较好, 整体盈利能力较强, 对债务保障程度适宜。未来公司门店扩张计划逐步开展, 规模效应的体现有利于盈利能力的提升, 且随着百货物业自有比例的上升, 租金压力将有所缓解; 网上商城和云猴大平台的上线有助于进一步增强公司的综合竞争实力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据属债券创新品种, 具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 在湖南省内公司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 2013 年完成非公开发行，公司资本实力得以增强。
5. 2013 年以来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。
6. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

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. 公司超市门店以租赁为主，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，同时近年加大了对城市综合体项目的开发，公司债务负担较重，未来对外融资压力大。
5. 本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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，并于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年更为现名。截至2014年9月底，公司注册资本11767万元，控股股东自然人王填持股69.96%，其他120名自然人合计持股30.04%，王填为公司实际控制人；公司法定代表人为张海霞，与王填为夫妻关系。

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人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）。2013年3月步步高股份增发股份5639.59万股，募集资金总额12.08亿元，实际募集资金11.82亿元。截至2014年9月底，步步高股份注册资本59711.5871万元，公司持股46.06%，处于相对控股地位；步步高股份第二大股东为张海霞（即公司法定代表人），持股比例为11.86%。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）。

截至2013年底，公司合并资产总额119.71亿元，所有者权益33.56亿元（含少数股东权益18.26亿元）。2013年实现营业收入113.89亿元，利润总额4.59亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额138.67亿元，所有者权益33.53亿元（含少数股东权益18.45亿元）。2014年1~9月实现营业收入92.87亿元，利润总额3.07亿元。

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、本期中期票据概况

公司拟于2015年注册10亿元中期票据，计划第一期发行7亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据无担保。公司计划将募集资金用于偿还借款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第3年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第3年不行使赎回权，从第4~6个计息年度票面利率调整为当期基准利率加上初始

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网上公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

利差加上 400 个基点，此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 400 个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 400 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（合并范围）向普通股股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且在有递延支付利息情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司（合并范围）不得从事向普通股股东分红行为、公司不得从事减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 400 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期中期票据在除公司（合并范围）

发生普通股份分红和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司合并范围控股子公司步步高股份自 2008 年上市以来，分别于 2008-2013 年连续六年进行分红，每 10 股派息（含税）分别为 1 元、6 元、3 元、5 元、6.62 元和 5 元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、

21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。2013 年 10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，中国 M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场

累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2013 年 2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金【2013】2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时

间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近

年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

从近几年来看，2009~2013年，全国社会消费品零售总额以年均16.71%的速度增长，2013年达到23.78万亿元，销售规模已跃居世界第二位。同时，中国零售业从业人数由2008年的4500万增加到2012年的6100万，经营单位数达到2300多万个。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，说明零售业与中国经济整体发展的趋势是相符的。2008年美国金融危机及紧随其后的欧债危机波及世界各国，由于中国经济增长依然极大地依赖于世界经济特别是作为中国出口主要市场的美国和欧元区经济的表现，2008及2009年中国整体及城乡居民实际收入增长缓慢，当期社会消费品零售总额增速显著下降。2010年世界经济得到一定程度的复苏，而2011年以来中国宏观经济持续不振，2013年“国八条”限制过度消费，致使近年零售总额增速缓速下滑，但总体消费额仍在不断增长。

根据国家统计局统计，2014年前三季度，中国社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额163132亿元，同比增长11.9%，乡村消费品零售额26019亿元，增长13.0%。按消费形态分，餐饮收入19934亿元，同比增长9.7%，商品零售169217亿元，增长12.3%，其中限额以上单位商品零售88414亿元，增长10.1%。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014年1~9月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额同比下降0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期10.2%的增速相差11个百分点。分品类看，受反贪腐政策持续严厉和房地产市场不振的影响，前三季度食品和家电类商品零售额同比增速相比上半年分别下滑了1.4和2.3个

百分点，下滑幅度相对较大；化妆品、金银珠宝和日用品前三季度增速与上半年相比变化不大，其中化妆品零售额增速相比上半年高0.5个百分点，日用品零售额增速相比上半年低0.6个百分点，金银珠宝零售额同比降幅相比上半年收窄0.5个百分点，变化幅度均比较小；而相比之下，前三季度服装类商品零售额增速则相比上半年增速高1.0个百分点，增速呈现回升态势。

2014年4月25日，中国连锁经营协会正式对外发布“2013年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.9%。2013年，销售增幅首次出现个位数，是百强统计以来销售增幅最低的一年，但与前两年相比，回落幅度缩小，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。连锁百强企业销售额占社会消费品零售总额的8.6%，较2012年下降0.7个百分点。连锁百强企业门店总数达到9.5万个，同比增长7.6%，是自连锁百强统计以来增速最低一年。

2013年连锁百强企业呈现以下特点：销售增速继续放缓的同时，成本持续攀升，百强企业房租支出增长11%、人工成本增长18%，两项成本快速的上涨迫使企业开店放缓，有21家企业的店铺总数出现负增长，销售出现负增长的企业也明显增加，达到15家，为历年最多；百货超市增幅下降，便利店增长较快，50家以百货业务为主的百强企业和以经营超市为主的快消品百强企业销售增长低于百强平均增幅，而门店数量排名前45家的便利店企业门店增长9.5%，快于百强平均增幅1.9个百分点，按其中有可比销售的便利店企业计算，销售额同比增长16%，在各业态中增幅最大；积极开展网络零售，自建平台成为主流，2013年百强企业中共有67家开展了网络零售业务（2011年和2012年分别为41家和62家），其中有51家采用自建平台方式，开展网络零售的百强企业线上销售额占企业总销售的比例由2012年的2.9%上升到3.7%。

总体看，受人口红利的消减、渠道分流、消费者消费习惯变化、“国八条”政策引导等多种因素影响，2013年连锁百强平均年销售额增速继续放缓，预计未来几年中国连锁企业将进入稳定发展期。

表1 2013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	店铺数
1	苏宁云商集团股份有限公司	* 1380.00	1626
2	国美电器有限公司	1333.40	1585
3	华润万家有限公司	1004.00	4637
4	康成投资（中国）有限公司（大润发）	801.20	264
5	沃尔玛（中国）投资有限公司	722.15	407
6	联华超市股份有限公司	688.18	4600
7	山东省商业集团有限公司	611.38	575
8	上海友谊集团股份有限公司	608.00	45
9	重庆商社（集团）有限公司	602.97	326
10	百胜餐饮集团中国事业部	502.00	6000
11	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	* 467.06	236
12	大商股份有限公司	394.84	200
13	永辉超市股份有限公司	350.60	292
14	物美控股集团有限公司	325.37	696
15	武汉武商集团股份有限公司	306.85	100
16	石家庄北国人民集团有限责任公司	301.68	239
17	农工商超市（集团）有限公司	300.01	2644
18	中百控股集团股份有限公司	293.19	1016
19	长春欧亚集团股份有限公司	282.78	75
20	宏图三胞高科技技术有限公司	275.64	510

资料来源：中国连锁经营协会

注：数字前面带*为估计值；苏宁云商集团股份有限公司为苏宁控股集团下属公司。

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。

根据商务部《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》，十二五”时期将奔着“社会消费品零售总额年均增长15%、零售业增加值年均增长15%”的目标，保持商品零售规模的稳定较快增长；“以提升零售业整体发展水平为目标，以加快零售业发展方式转变、结构调整为主线，以扩大消费、增加就业、引导生产、改善民生、促进和谐为根本出发点和落脚点，深化流通体制改革，提高流通效率，降低流通成本。”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. 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分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，2013年超市行业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、家乐福（中国）管理咨询服务有限公司和农工商超市（集团）有限公司，排名情况较2012年变化不大。2013年，上述五家企业累计销售规模为0.33万亿元，占超市连锁百强整体销售规模16.41%；累计门店数为7989家，占整个零售连锁百强企业门店总数的6.17%，行业集中度较低。

总体看，超市行业进入门槛较低，业态活跃且竞争激烈，需要企业密切跟踪行业发展趋势，同时也必须借鉴吸收国内外一些先进的经营模式，根据自身定位和企业实际情况，在服务理念、服务标准、服务水平、服务质量与国际理念接轨。流通企业的价值在于渠道价值，区域集中的供应链管理较容易，全面扩张则面临管理难度加大和风险加大。因此，布店相对集中、所属区域采购成本和运营成本较低、规模优势明显且能有效规避外资连锁巨头冲击的连锁超市有较好发展前景。

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。2013年55家主要零售业上市公司里41家主业包括百货的公司中，仅有6家已实际实现全国布局，其余主要为区域性布局。中国连锁经营协会发布的《2013年主要连锁百货企业经营情况》显

示, 2013年销售额排名前五的百货企业分别是上海友谊集团有限公司、大商股份有限公司、重庆百货大楼股份有限公司、银座集团股份有限公司和长春欧亚集团股份有限公司, 2013年上述五家企业累计销售规模为0.20万亿元, 占整个百货连锁50强企业销售规模的31.29%, 同比基本维持不变; 累计门店数为7989家, 占整个百货连锁50强企业门店总数的17.11%。可以看出, 百货行业中龙头企业凭借优质商圈资源、品牌效应、专业团队及规模优势等特点, 形成区域竞争优势, 市场地位较难撼动。

2013年, 百货行业整体走势并不乐观。50家以百货业务为主的百强企业销售增长9.6%, 店铺数量增长0.4%, 均低于零售连锁业百强平均水平, 分别比去年下降0.7和8.0个百分点。商务部重点监测的百货企业中, 2014年5月销售累计增长4.1%, 低于社会消费品零售总额增幅2.1%。运营成本的持续上升不断侵蚀百货企业利润, 自有物业比例较高的百货企业受租金上涨压力影响较小, 竞争优势进一步加强。

随着市场需求和消费结构产生新变化, 谋变、创新、转型和突破的转变模式成为百货业未来一段时间内发展的主旋律。百货业企业通过加大休闲、餐饮、娱乐等体验业态, 发展自有品牌, 向购物中心等方向转移以提升客流、促进销售。但随着中国城镇化进程的加速以及中国城乡居民收入的稳定增长, 中国消费市场仍具备良好的外部发展环境。从市场来看, 二、三线城市乃至三、四线城镇消费需求爆发, 行业内企业相应进行渠道拓展和市场培育, 未来发展空间广阔。

4. 行业关注

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。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。外资企业业态相对单一, 主要集中在大型超市业态。2013年, 外

资连锁企业前20名实现销售规模4878.80亿元, 同比增长12.48%, 高于百强前20名增速4.05个百分点; 门店总数11336个, 同比增长13.05%, 高于百强增速5.45个百分点。

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。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。

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, 2013年中国网购用户规模3.12亿人, 较2012年增长26.3%。2013年底, 中国网络零售市场交易规模占到社会消费品零售总额的8.04%, 同比增长27.6%。其中, 中国最大的电商平台天猫在“双11”促销活动当天交易额高达350亿元, 同比增长165%。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。2013年百强中, 有67家开展网络零售业务, 比2012年62家增加5家, 但有四家企业暂停了网络零售业务, 实际新增9家。与此同时, 移动应用技术逐渐登上零售行业舞台并实现飞速发展。2013年底中国移动电子商务市场交易规模达到2325亿元, 同比大幅增长141%。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，2013年农村人均纯收入8896元，比上年名义增长12.4%，扣除价格因素实际增长9.3%。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，2013年城市化率已提升至53.70%，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，2013年百强企业房租支出增长11%，人工成本同比增长18%，两项成本增速明显高于当期销售规模增速。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。2013年，中国有27个省市区提高了最低工资标准，平均提高幅度为17%。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，2013年百强企业中，有21家企业门店总数有所减少，负增长企业数同比增长约50%。

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年一季度全国50家重点大型零售企业零售额同比仅增长0.1%，增速同比大幅减少9.1个百分点，是自2009年以来同期最低水平。从各品类商品销售情况来看，销售增速均不及上年同期表现。2014年1~9月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额同比下降0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期10.2%的增速相差11个百分点，其中9月份零售额同比下降1.8%，与上年同期7.8%的增速相比低了9.6个百分点，零售额实现同比正增长的企业仅有13家。

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。

2004年6月1日，《外商投资商业领域管理办法》正式实施，外资加快了在中国零售业布局的进程。近两年中国零售业外资并购十分频繁，包括百思买、沃尔玛、特易购、百盛、百安居、家得宝等纷纷加快了投资步伐，零售业的竞争更趋激烈。

2005年5月，商务部与国家开发银行签订了《支持流通业发展开发性金融合作协议》（以下简称《协议》），在五年时间内，国家开发银

行将提供 500 亿元政策性贷款支持流通业发展。同年 6 月，国务院下发《关于促进流通业发展的若干意见》，指出要积极培育一批有著名品牌和自主知识产权、主业突出、核心能力强、具有国际竞争力的大型流通企业；鼓励具有竞争优势的流通企业通过参股、控股、承包、兼并、收购、托管和特许经营等方式，实现规模扩张，引导支持流通企业做强做大。

2008 年 9 月，商务部发出通知，将外商投资商业企业的审批权下放到省级商务主管部门，自 9 月 12 日起执行。这将较大简化大型超市和其他外商投资商业企业的审批过程，国内零售企业竞争压力加大。但另一方面，地方商业主管部门对本地商业格局更了解，有利于当地的整体商业规划。

2009 年 1 月 6 日，中国银监会正式批准 3 家银行作为主要出资人筹建消费金融公司，这标志着在欧美发达国家信贷消费市场占据重要地位的金融业态，在中国开始起航。对于完善国内消费信贷市场，提高消费金融支持力度，刺激消费增长具有积极意义。

2009 年 8 月，北京、上海等九个试点省市实行家电以旧换新政策，并由财政提供一定额度补贴，2010 年 6 月根据有关通知，该政策将延续至 2011 年底，相关补贴政策不变。

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，商务部下发《关于“十二五”时期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。

6. 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。2013 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。

7. 区域经济概况

据湖南省统计局公布的《2013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24501.7亿元，同比增长10.1%；其中第三产业增加值9885.1亿元，同比增长11.4%。按常住人口计算，人均地区生产总值36763元，同比增长9.3%。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23414元，同比增长9.8%；扣除价格因素，实际增长7.0%。农村居民人均纯收入8372元，同比增长12.5%；扣除价格因素，实际增长9.8%。

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。2013年湖南省社会消费品零售总额8940.6亿元，同比增长13.8%。按行业分，批发和零售业零售额3494.9亿元，增长16.3%。热点商品销售持续旺盛，限额以上批发和零售业法人单位中，零售额居前六位的为汽车类、石油及制品类、粮油食品饮料烟酒类、服装鞋帽针纺织品类、中西药品类、家用电器和音像器材类，六大类商品共实现零售额2864.7亿元，占限额以上批发和零售业法人单位零售额的81.2%。城乡市场稳步发展，城镇消费品零售额8033.5亿元，同比增长13.9%；乡村消费品零售额907.1亿元，同比增长13.3%。

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

总体来看，作为中西部经济发展最活跃的省区之一，湖南省经济规模较大，增长速度快，

居民消费能力强，为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的竞争压力。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2014年9月底，公司股东为121名自然人，其中王填持股69.96%，其他120名自然人合计持股30.04%。王填为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模

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，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，公司收入和利润规模不断扩大，2013年实现主营业务收入104.89亿元，同比增长13.00%。

连锁超市是公司的传统核心业务，门店主要分布在湖南省和江西省的二、三线城市，以及重庆、广西和四川的部分地区，并依托于超市店面以运作家电销售业务进行有效补充。截至2014年9月底公司在上述地区合计拥有大卖场、综合超市和电器门店176家，总净营运面积达到61.90万平方米，并在不断快速增加。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，现湖南省内市场占有率排名第一，已形成了区域性规模优势。借此优势，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。2014年4月，中国连锁经营协会发布的“2013年中国连锁百强”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。2014年10月，公司在中国民营企业联合会、中国统计协会、中国管理科学

研究院企业研究中心联合发布的《2014 年中国民营 500 强企业》中，位列第 177 位。公司“步步高”注册商标为中国驰名商标，核心子公司步步高股份自 2010 年起连续五年入围《财富》杂志中国 500 强企业，2014 年位列第 385 名。

百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务，截至 2014 年 9 月底，公司拥有百货门店 29 家，其中湖南省 25 家、江西省 3 家、广西省 1 家。2014 年公司收购南城百货，将对广西市场的大规模开发奠定基础。近年来，依托主营业务发展，公司逐步介入批发、餐饮、服务与促销、物业租赁等相关业务，不断促进多业态间的积极互动协调发展，助推公司以多业态的整体优势来获取资源和市场。

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。目前公司在湖南省湘潭市拥有物流中心仓储面积 13.88 万平方米，包括常温库、冻库、农库、家电库和加工中心等，月均吞吐量 3.79 亿吨，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。

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；曾任核心子公司步步高商业连锁股份有限公司门店店长、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 2 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	461	3.17
	业务人员	11489	78.99
	管理人员	1882	12.94
	工程专业技术人员	712	4.90
按学历分	本科及以上学历	1430	9.83
	专科	2795	19.22
	高中及以下	10319	70.95
按年龄分	30 岁以下	4352	29.92
	31-40 岁	5657	38.90
	41-50 岁	4066	27.96
	51 岁以上	469	3.22
合 计		14544	100.00

资料来源：公司提供

截至 2014 年 9 月底，公司本部及其并表子公司共有职工 14544 人，具体情况见表 2。

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。

六、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2014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。

七、重大事项

1. 步步高股份非公开发行

2012年5月3日公司步步高股份召开临时股东大会审议并通过了《关于步步高商业连锁股份有限公司2012年非公开发行股票方案的议案》。2013年3月步步高股份完成人民币普通股（A股）发行，每股面值1元，发行价格为每股21.42元，发行数量为5639.59万股，全部采取向特定投资者非公开发行股票的方式发行。本次发行募集资金总额为12.08亿元，扣除各项费用后募集资金净额为11.82亿元，全部用于步步高股份主营业务经营，包括连锁超市发展项目、衡阳深国投商业中心项目、湘潭湖湘商业广场项目。本次非公开发行股票后，公司持有步步高股份比例降为46.06%，保持相对控股地位。

体现在财务方面，本次非公开发行合计增加现金11.82亿元，按照公司持股比例，公司资本公积增加4.44亿元、少数股东权益增加8.41亿元；由于本次发行引起权益稀释，公司未分配利润减少1.03亿元。

表3 2013年步步高股份非公开募股发行情况
(单位: 万股、万元)

发行对象	获配数量	认购金额
新疆鼎丰展金股权投资合伙企业(有限合伙)	1180.00	25275.60
新疆同和平裕股权投资合伙企业(有限合伙)	1605.00	34379.10
天弘基金管理有限公司	1550.00	33201.00
新疆盛世发金股权投资合伙企业(有限合伙)	1304.59	27944.30
合 计	5639.59	120800.00

资料来源: 公司提供

联合资信认为, 本次非公开发行一定程度上增强了公司资本实力, 提高财务弹性。

2. 收购南城百货

为快速有效地打开广西省零售市场, 公司与广西南城百货股份有限公司(以下简称“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、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。其中, 步步高股份向交易对方发行股份11105.27万股, 购买南城百货95%的股份; 湘潭步步高支付现金7878.90万元, 购买南城百货5%的股份。本次交易完成后, 公司将通过步步高股份和湘潭步步高合计间接持有南城百货100%的股份。预计交易后, 公司对步步高股份的直接持股比例将由目前的46.06%降至38.84%, 仍为其控股股东, 本次交易不会导致步步高股份控制权发生变化。

南城百货成立于2001年11月, 注册资本600万元, 后经过多次增资, 截至2014年9月底注册资本12300万元, 控股股东和实际控制人为自然人钟永利。南城百货直接和间接持有29家子公司股权, 主要从事超市、百货和电器的直营连锁经营, 先后在南宁、柳州、桂林、梧州、玉林、河池、百色、昆明等地开设了38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。根据中国连锁经营协会发布的连锁百强榜单, 南城百货分别位列“2013年中国连锁百强”第96位、“2013年中国快速消费品连锁百强”第67位, 为唯一上榜的广西企业。截至2013年底, 南城百货总资产为15.59亿元, 净资产5.30亿元, 其中归属于母公司所有者权益5.30亿元; 2013年, 南城百货实现收入30.91亿元, 净利润1.05亿元。

该并购已于2014年10月15日获证监会上市公司并购重组委员会审核有条件通过, 截至目前收购款支付和股份发行尚未实施。联合资信认为, 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, 当地消费行为与公司本部所在地存在较大的地区差异, 而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, 未来收入及利润有望实现大幅增长。

八、经营分析

公司作为湖南省连锁零售业龙头企业之一, 主营业务横跨连锁超市和百货两大业态, 并以超市店面带动家电销售业务, 同时经营其他批发业务。2011~2013年, 公司主营业务收入稳步增长, 年均复合增长率为15.20%, 2013年为104.89亿元, 同比增长13.00%。

从收入构成来看, 2011~2013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, 而百货业务规模的不断扩大使得其收入占比逐年上升; 2013年公司超市和百货业务分别实现收入61.03亿元和33.02亿元, 分别占主营业务收入的58.18%和31.48%。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, 2013年降至8.68%。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

另有其他业务包括服务与促销业务、物业租赁等收入，2013 年其他业务收入占营业总收入的 7.90%。

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增长，其中超市和百货板块毛利率相对较高。近三年，受益于供应链效率提升，公司超市板块毛利率呈现小幅波动增长趋势，2013 年毛利率为 18.04%，同比提升 1.00 个百分点；百货板块及家电板块盈利水平基本稳定，2013 年毛利率水平分别为 15.66%和

11.61%。批发业务毛利率相对较低，对公司利润贡献较小。

2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 83.83 亿元，占 2013 年全年的 79.92%，其中超市和百货板块收入占比分别为 59.30%和 29.37%，主营业务构成变化不大。由于四季度通常为销售旺季，前三季度超市和家电销售促销活动较多，业务毛利率暂时偏低，公司主营业务综合毛利率为 15.68%，同比上升 0.21 个百分点。

表 4 2011 年~2014 年 9 月公司主营业务收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	主营业务收入				收入占比				毛利率			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
超市	48.53	54.86	61.03	47.22	61.40	59.11	58.18	59.30	17.10	17.04	18.04	16.63
百货	20.26	26.95	33.02	24.62	25.63	29.03	31.48	29.37	15.84	15.31	15.66	16.22
家电	8.29	8.78	9.10	10.86	10.48	9.46	8.68	9.98	11.20	10.24	11.61	9.47
批发	1.96	2.23	1.74	1.13	2.49	2.40	1.66	1.35	5.76	6.18	5.60	8.39
合计	79.04	92.82	104.89	83.83	100.00	100.00	100.00	100.00	15.88	15.63	16.53	15.68

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和租金，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成本。

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。

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

以上，采取独立门店或与嵌入公司百货实体店经营两种形式；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 平米及以下。近三年，公司超市门店数量以年均 11.52%的增速扩张，截至 2014 年 9 月底，公司共有大卖场 116 家、综合超市 36 家，收入来源以前者为主。从近三年新开门店类型来看，公司大卖场门店数量逐渐增加，综合超市则呈现收缩趋势，且随着未来公司百货业态的发展，大卖场的超市业态门店数量占比将进一步提高。

表 5 2011~2014 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	2011 年底			2012 年底			2013 年底			2014 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	66	42	19	81	35	23	92	37	22	95	36	24
	江西	10	1	--	12	1	--	14	1	--	14	--	--
	重庆	--	--	--	--	--	--	2	--	--	2	--	--
	广西	--	--	--	--	--	--	1	--	--	1	--	--
	四川	--	--	--	--	--	--	1	--	--	4	--	--
	合计	76	43	19	93	36	23	110	38	22	116	36	24
净营运面积		216694	82312	37774	273786	89848	55708	426962	56705	51000	502377	64267	52336
月均客流量		1112			1077			1115			1115		

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。截至2014年9月底，公司共有电器店61家，净营运面积84457万平方米；门店全部在湖南省内，其中37家为超市连带经营门店，24家为独立经营管理门店；其中2014年公司根据当地消费习惯及市场状况，关闭了江西南昌一家综合超市店。

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。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；2013年全年实现收入9.10亿元，主营业务收入占比为8.68%。2014年以来，公司根据消费者购买习惯及市场情况，在增开门店的同时调整了家电卖场的经营面积，因而在门店数量增加的同时，经营面积有所下降。

表6 公司家电销售门店情况（单位：家、平方米）

项目	2011 年底	2012 年底	2013 年底	2014年 9月底
独立经营门店数量	19	23	22	24
超市连带经营门店数量	20	22	35	37
净营运面积	78406	89272	86566	84457

资料来源：公司提供

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，随着近年来房地产市场价格持续上扬，公司将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。2013年公司超市业务前5大供应商采购额共计4.61亿元，占超市业务总采购额的比重为7.31%，集中度很低。

表7 2013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
供应商1	18772.19	2.98
供应商2	8322.96	1.32
供应商3	8015.77	1.27
供应商4	5939.60	0.94
供应商5	5025.39	0.80
合计	46075.91	7.31

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，2013年各模式采购额分别占总采购额的62.00%、28.50%和9.50%。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，目前续建工程已接近尾声。物流中心位于湘潭市岳塘区荷塘乡，地处长沙、株洲、湘潭三市中心区域，共有仓储面积 13.88 万平方米，其中常温库 4.98 万平方米、家电库 1.12 万平方米、冻库 1.14 万平方米、农库 1.6 万平方米、加工中心 2.4 万平方米、资产库 0.66 万平方米，其余为员工宿舍、办公区和公共区；物流中心月均吞吐量 37938 万吨，储存货物金额 16199 万元，2014 年 1~9 月商品配送金额达 341442 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 1106 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。

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，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%。

分布及销售

从分布区域来看，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，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；超市业态多数门店位于湖南省内，目前湖南省内门店占超市门店总数的 80% 以上。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。目前公司是湖南省最大的连锁超市企业，市场占有率居省内首位。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。

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，目前超市拥有会员 525 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。通过不断优化管控能力和人员调配，近三年公司在超市及家电门店数量年均增长 10.99%的用工需求情况下，员工人数增速仅为 1.18%，员工劳效则实现年均增长 9.80%。公司近三年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，且目前所开门店数量尚少，人力资源共享度不高，导致当年人力资本率上升较快。

表 8 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	2011 年	2012 年	2013 年
门店数量	138	152	170
员工数量	0.84	0.83	0.86
员工劳效	67.64	76.67	81.54
人力成本率	3.76	3.95	4.34

资料来源: 公司提供

注: 员工劳效=超市及家电主营业务收入/员工数量

人力成本率=人力成本/超市及家电主营业务收入

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。截至目前相关处理工作已基本完成，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。目前赫山店已完成装修改造，预计2014年12月下旬重新开业。

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，物流及配送能力不断提升，人力资本运用效率较高，为公司业务进一步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，截至2014年9月底，公司拥有百货门店29家，其中湖南省25家、江西省3家、广西省1家，湖南省市场占有率位列第二。2013年，公司百货板块实现收入33.02亿元，毛利率为15.66%，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 9 2014 年 9 月底公司百货门店情况

门店类型	门店位置	开业时间	物业类型
步步高广场	湘潭	2009.12	自有
	长沙	2011.09	自有
	岳阳	2011.12	自有
	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	娄底	2013.09	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	永州	2009.12	租赁
流行百货店	吉首	2014.01	自有
	基建营	2004.10	自有为主，部分租赁
	国安	2004.06	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
	湘潭	2014.09	租赁
生活广场	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有

资料来源: 公司提供

公司百货业务主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。步步高广场以休闲为主题，可以独立形成商圈，50%以上面积提供服务而非商品销售，净营运面积在2万平方米以上；步步高广场是目前公司百货业态最主要的形式，净营运面积占百货业态总面积近50%。流行百货店以商品销售为主，提供消费者家居生活的必需商品，净营运面积在5千至2万平方米不等；流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，店面数量占公司百货业态的75%。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。

截至2014年9月底，公司各百货店共拥有会员175.27万名；2014年1~9月份会员消费总额为22.26亿元，占百货业务消费总额的63.33%。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。2013年公司百货板块前5大供应商采购额共计6.05亿元，占百货业务总采购额的比重为14.54%，集中度较低。

表 10 2013 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
供应商 1	17358.09	4.17
供应商 2	12699.01	3.05
供应商 3	11482.98	2.76
供应商 4	10184.67	2.45
供应商 5	8774.11	2.11
合 计	60498.86	14.54

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。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。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，未来将一方面继续向二、三线城市拓展，加大自有物业的开发，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。近三年来，公司百货店月均租金有所波动，但未出现明显上升趋势。

表 11 公司百货门店经营情况

(单位: 万平方米、万人、元/平方米、元/平方米/月)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
租赁面积	13.00	16.19	24.95	29.27
自有面积	15.23	17.92	19.91	19.91
月均客流量	66.37	75.22	80.41	70.83
坪效	7176.76	7900.91	9045.35	5410.21
平均租金	27.01	23.88	27.80	25.00

资料来源: 公司提供

注: 表中“面积”均为净营运面积

坪效=百货板块主营业务收入/净营运面积

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

3. 电商平台

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，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，商城主营超市和家电商品在线交易，2014年1~9月实现收入2108万元，毛利率为22.06%，高于同期公司超市业务综合毛利率；截至9月底网上商城已拥有注册用户113.76万人，日均成交2000单。

2014年10月29日，公司正式宣布实施“云猴大平台”战略，手机客户端云猴APP平台同步上线。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10亿元，其中4亿元用于云猴IT平台建设、6亿元用于平台生态系统建设（重点包括物流设施建设等）。平台搭建完成后，公司将实现由原来单一的网上商城，打造出基于本地化的供应链，高效低成本的解决本地消费者的需求，构建一个线上和线下的全渠道模式和完整的闭环，并致力成长为中国首个O2O本地生活服务平台，预计2020年实现平台销售500亿元。截至2014年10月底，云猴大平台已签约联盟商户5728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。目前公司第三方支付系统已验收通过，申请已公示，预计明年上半年能够获得牌照。

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。

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。2013年由于部分客户为降低成本将进货渠道改为直接从厂家进货，公司批发收入下降至1.74亿元，占主营业务收入的1.66%。

此外，依托公司主营业务，公司积极与供应商展开销售和促销服务，约占其他业务收入的60%~70%；随着公司门店数量的增多和供应商数量的增加，公司的服务、促销收入也相应增加。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，约占其他业务收入的30%~40%。这些业务依托主营业务开展，对应的边际成本支出很低，2013年实现相关收入9.00亿元，发生成本仅为对公司主业形成有益补充。

5. 经营效率

2011年~2013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190.73次、5.97次、1.33次；2013年分别为162.47次、5.30次、1.15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5项，主要包括物流续建、三家百货门店自建和新开超市门店项目，其中物流中心和百货门店自建均已取得所需批复，手续齐全。包括新开门店在内，公司在建、拟建工程计划投资总额68.37亿元，截至2014年9月底已投资19.77亿元，预计2016年底前仍需投资48.60亿元。

表12 公司未来投资计划（单位：亿元、%）

项目	计划投资总额	截至2014年9月底已投资金额	计划投资金额			资金来源	项目进展
			2014年10~12月	2015年	2016年		
步步高摩尔城项目	8.75	1.02	3.63	4.10	--	60%贷款、40%自筹	预计2015年底完工
物流续建项目	2.00	2.08	--	--	--	2385.62万元为上市募集，剩余自筹	预计2014年底完工
步步高郴州项目	4.56	3.53	0.58	0.45	--	60%贷款、40%自筹	预计2015年完工
梅溪湖项目	32.00	10.53	6.47	10.00	5.00	60%贷款、40%自筹	商业部分预计2015年完工
新开门店项目	21.06	2.61	2.72	7.71	8.02	40%募集，60%自筹	--
合计	68.37	19.77	13.40	22.26	13.02	--	--

资料来源：公司提供

注：表中计划投资总额为前期投资预测，实际投资金额在此基础上有所浮动。

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，投资总额约32亿元，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2015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2014年9月底已投资

10.53亿元，其中7.13亿元土地款计入在建工程、3.16亿元房地产开发支出计入存货。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。

公司计划加快新开门店步伐，在2014~2016年投资建设76家新门店，投资总额21.06亿元，截至2014年9月底已完成投资2.61亿元，重点投入的地区为湖南和川渝地区。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。

表 13 公司新开店计划（单位：家）

地区	2014 年	2015 年	2016 年
湖南	12	16	19
江西	3	2	5
重庆	2	6	3
广西	--	2	1
四川	1	3	1
合计	18	29	29

资料来源：公司提供

注：上表中计划不包括南城百货新开门店。

总体看，公司未来发展战略清晰，在建、拟建工程规模及尚需投资金额较大，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、自有物业的开发需求、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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年财务报表均已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2011 年公司收购怀化丽城房地产开发有限公司，合并范围新增全资子公司 1 家；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 9 月底公司合并范围纳入新成立全资子公司 1 家。总体看，合并范围变动对财务可比性影响不大。

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

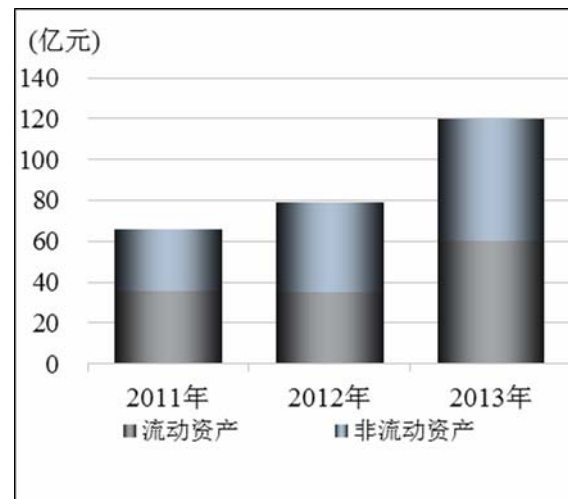
数，因而未对以前年度会计报表进行追溯调整。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 119.71 亿元，所有者权益 33.56 亿元（含少数股东权益 18.26 亿元）。2013 年实现营业收入 113.89 亿元，利润总额 4.59 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 138.67 亿元，所有者权益 33.53 亿元（含少数股东权益 18.45 亿元）。2014 年 1~9 月实现营业收入 92.87 亿元，利润总额 3.07 亿元。

2. 资产质量

图 1 2011~2013 年公司资产构成



资料来源：公司审计报告

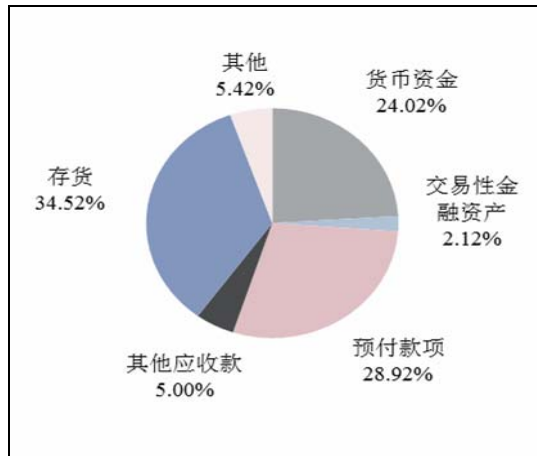
2011~2013 年，公司加大百货业态自有物业投资、超市业态持续扩张，公司资产规模扩张较快，年均复合增长 35.02%；截至 2013 年底为 119.71 亿元。随着百货物业投资规模加大，公司以固定资产为主的非流动资产占比波动增长，截至 2013 年底为 49.93%。

2011~2013 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 29.23%；截至 2013 年底，公司流动资产为 59.94 亿元，同比增长 71.93%，构成主要以货币资金、预付款项及存货为主。

2011~2013 年，公司货币资金较快增长，年均复合增长 31.94%。截至 2013 年底，公司货币资金 14.40 亿元，同比增长 96.53%，主要

系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。货币资金构成中，银行存款占 84.65%、库存现金占 2.78%、其他货币资金占 12.57%。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 2013 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司交易性金融资产稳定增长，年均复合增长 11.61%；2013 年底为 1.27 亿元，主要为公司购买的股票。

2011~2013 年，公司应收账款波动增长，主要为应收货款，规模不大。截至 2013 年底为 0.68 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 97.02%、在 1~2 年的占 2.98%。2013 年公司计提应收账款坏账准备 0.04 亿元。

2011~2013 年，公司预付账款较快增长，年均复合增长 31.24%。截至 2013 年底，公司预付账款 17.33 亿元，同比增长 76.67%，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；其中账龄在 1 年以内的占 62.48%、1~2 年的占 26.23%、其余账龄在 2 年以上；公司预付账款前五名欠款单位合计占比为 34.39%，主要为预付材料款和政府单位及其下属工程建设公司拆迁款；公司当期预付款项未计提坏账准备。

表 14 2013 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	未结算原因
湖南大千建材贸易有限公司	2.27	1 年以内	预付材料款
九华经济区财政局	1.10	1~2 年；2~3 年	预付工程款
岳阳市财政局	1.00	1~2 年	预付拆迁款
郴州公路工程机械厂及旧城改造项目拆迁指挥部	0.80	1 年以内	预付拆迁款
广西地王投资集团柳州房地产开发有限公司	0.79	1 年以内；1~2 年	预付租赁费用
合计	5.96	--	--

资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司其他应收款基本保持稳定，主要为租赁押金和往来拆借款。截至 2013 年底，公司其他应收款为 3.00 亿元。从账龄情况来看，账龄在 1 年以内的占 70.67%、1~2 年的占 18.76%、2~3 年以上的占 9.82%；前五大欠款单位金额占比为 31.54%；公司当期合计计提坏账准备 0.31 亿元，计提比例 9.28%。

表 15 2013 年底公司其他应收款前五名明细

(单位：亿元；%)

单位名称	账面余额	占比	款项性质或内容
长沙市雨花区守城百货商行	0.33	9.84	往来款
怀化琼天房地产开发有限公司	0.27	8.11	往来款
重庆绿港标志房地产开发有限公司	0.18	5.45	往来款
湘潭市两型社会建设投融资有限公司	0.15	4.54	往来款
胡振东	0.12	3.60	往来款
合计	1.05	31.54	--

资料来源：公司审计报告

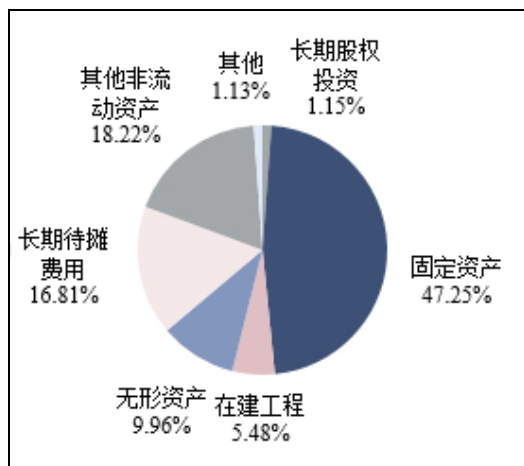
*注：怀化琼天房地产开发有限公司为公司百货物业出租方，公司预付租金 0.27 亿元本质为向其提供的借款，借款利率为 10%。

2011~2013 年，公司存货年均复合增长率为 27.82%，增速高于同期营业成本增速（14.93%）。截至 2013 年底，公司存货账面余 20.72 亿元，同比增长 76.67%，主要来自库存商品（门店数量不断增加，以及应对春节销售旺季进行备货带动所致）及开发成本（梅溪湖项目启动带动）的增长；其中库存商品占 74.67%、开发成本占 24.12%、包装物占 0.55%、低值易耗品占 0.45%、物料用品占 0.21%；当

期计提库存商品跌价准备 0.03 亿元。2013 年 7 月 24 日，步步高股份与中国建设银行股份有限公司湘潭市分行签订《资产收益权转让合同》(建潭资产收益权(2013)004 号)。根据合同约定，步步高股份将其名下所有存货的资产收益权作价 20000 万元，转让给中国建设银行股份有限公司湘潭市分行，转让所得资金用于货物储备等经营性流动资金周转，并约定在 2014 年 7 月 26 日前，按交易金额*(1+年利率 6.3%*资金使用实际天数/360 天)计算的金额回购该资产收益权。截至 2013 年 12 月 31 日，该合同项下的借款余额为 20000 万元；公司已于 2014 年 7 月 26 日全额偿还贷款本息，完成资产收益权回购。

2011~2013 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长率为 134.19%。截至 2013 年底，公司其他流动资产 2.43 亿元，同比大幅增长，主要包括委托贷款（占 60.01%）和理财产品（占 21.37%）。2013 年，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（贷款期限为 1 年，贷款年利率为 12%）。担保措施：1) 由重庆绿港公司控股股东重庆绿港房地产开发有限公司提供连带责任担保；2) 重庆绿港公司以其位于重庆市合川区合阳办合化路口片区（产权证号为 204 房地证 2013 字第 15579 号，评估价位 3.03 亿元）为抵押物。

图3 公司2013年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 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 41.70%。截至 2013 年底，公司非流动资产 59.77 亿元，以固定资产、长期待摊费用及其他非流动资产为主。

2011~2013 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长率为 130.28%。截至 2013 年底，公司长期股权投资为 0.69 亿元，主要包括对北京聚霖投资管理中心（0.20 亿元）和湖南潇湘资本投资股份有限公司（0.25 亿元）；长期股权投资中，以成本法核算的占比为 97.13%。

2011~2013 年，公司固定资产年均复合增长 23.68%；截至 2013 年底，公司固定资产账面原值 35.48 亿元，同比增长 13.93%，主要来自在建工程项目完工结转。固定资产构成中，房屋建筑物（主要为自有物业）占 72.04%、机器设备占 23.59%，其余为信息设备（2.90%）、运输设备（0.76%）及其他办公设备（0.71%）；累计计提折旧 7.24 亿元。截至 2013 年底，公司已有账面价值 3.84 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，资产质量良好。

2011~2013 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 3.35%。截至 2013 年底，公司在建工程为 3.28 亿元，同比下降 37.75%，主要系郴州项目调整至开发成本核算所致。

2011~2013 年，公司无形资产稳定增长，主要由自有物业的土地使用权构成。截至 2013 年底，公司无形资产账面原值为 6.52 亿元，其中土地使用权占 91.49%，其余为软件资产。

2011~2013 年，公司长期待摊费用快速增长，年均复合增长率为 67.70%。截至 2013 年底，公司长期待摊费用快速增长至 10.04 亿元，同比增长 96.16%，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。

近年，公司其他非流动资产规模大幅增

长。截至 2013 年底，公司其他非流动资产为 10.89 亿元，主要为土地出让金。公司分别与湘潭市国土资源、吉安市国土资源局、长沙市国土资源局、赣州城市开发投资集团有限责任公司签订土地使用权出让协议、国有建设用地使用权出让合同，支付土地出让金 10.79 亿元，其中吉安市国土资源局和长沙市国土资源局两处土地出让金已支付完毕。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 138.67 亿元，较上年底增长 15.84%；其中，流动资产较上年底增长 19.75%，主要来自存货（梅溪湖项目持续投入带动开发成本增长 3.16 亿元）、其他应收款（预付怀化、赣州及株洲拟持有物业地块保证金）及其他流动资产（新购买银行无风险型理财产品）增长；非流动资产较上年底增长 11.92%，主要来自在建工程（梅溪湖项目新增 7.13 亿元）及长期待摊费用（新开门店增长带动）的增长；其他非流动资产较 2013 年底下降 37.91%，主要系梅溪湖项目开工建设后，先前预付的土地成本由其他非流动资产转入在建工程核算所致；其他各会计科目均较上年变动不大。

总体看，公司近年来资产规模较快增长，资产以自有商业物业为主，资产质量较好。2013 年步步高股份非公开发行股票，公司资本规模进一步扩大。

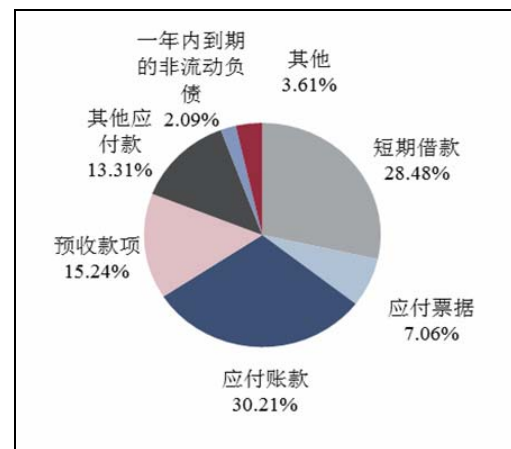
3. 负债及所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益较快增长，年均复合增长 37.77%，主要来自少数股东权益和资本公积的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益为 33.56 亿元（少数股东权益为 18.26 亿元）；归属于母公司权益中，实收资本占 7.69%、资本公积占 64.50%、盈余公积占 1.51%、未分配利润占 26.30%。受子公司步步高股份非公开发行股票影响，公司资本公积、少数股东权益同比呈现快速增长，2013 年分别为 9.87 亿元和 18.26 亿元，公司少数股东权益占所有者权益比重上升至 55.12%。

2011~2013 年，公司负债增速较快，年均复合增长 34.00%。近三年，公司为调整债务结构，相应提高非流动负债规模，流动负债比重呈波动下降态势。截至 2013 年底，公司流动负债占比下降至 74.78%。

2011~2013 年，公司流动负债年均复合增长率为 24.86%。截至 2013 年底，公司流动负债 64.42 亿元，以短期借款、应付账款及预收款项为主。

图4 公司2013年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司短期借款稳定增长，年均复合增长 20.21%；截至 2013 年底为 18.35 亿元，其中信用借款占 83.38%、抵押借款占 16.35%、保证借款占 0.27%。

2011~2013 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长率为 16.21%。截至 2013 年底，公司应付票据为 4.55 亿元，全部为银行承兑汇票。

2011~2013 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 26.54%。截至 2013 年底，公司应收账款为 19.46 亿元，全部为应付货款。

2011~2013 年，公司预收款项年均复合增长率为 48.92%，增速高于同期营业收入增速（16.16%）。公司在湖南省零售行业市场占有较高，有一定的话语权，预收货款规模较大，且增速较快。截至 2013 年底，公司预收账款

9.82 亿元，主要来自公司大宗业务（单笔金额超过 3000 元）销售增加。从账龄情况看，账龄在 1 年以内的占 99.71%，账龄短。

2011~2013 年，公司其他应付款年均复合增长 44.80%。截至 2013 年底，公司其他应付款 8.58 亿元，其中应付押金、保证金占 12.83%、应付工程设备款占 54.96%、其他占 31.87%（主要包括预提应付款项、租金等）；前五名单位应付金额占比为 7.84%，集中度低。

表 16 公司其他应付款前五名明细（单位：亿元）

单位名称	2013 年 期末数	款项性质
湘潭九华经济建设投资有限公司	0.19	应付工程款
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
湘潭市多伦房地产开发有限公司	0.14	应付购房款
衡阳深国投商用实业有限公司	0.10	应付购房款
中建五局装饰幕墙有限公司	0.10	应付工程款
合 计	0.68	--

资料来源：公司财务审计报告

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，截至目前已经成功发行了 3 亿元“11 步步高 CP01”、3 亿元“12 步步高 CP001”、3 亿元“12 步步高 CP002”，均计入“其他流动负债”（纳入短期债务指标）。

2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 80.67%。截至 2013 年底，公司非流动负债 21.73 亿元，主要由长期借款（占 39.53%）和应付债券（占 55.99%）构成。

2011~2013 年，公司长期借款较快增长，年均复合增长 28.53%。截至 2013 年底，公司长期借款 8.59 亿元，全部为信用借款。

截至 2013 年底，公司应付债券为 12.17 亿元，全部为公司发行的 12 亿元“13 步步高 MTN001”本金及利息。

2011~2013 年，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降 21.48%。截至 2013 年底，公司长期应付款为 0.89 亿元，主要由免租期租金（0.80 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。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益 33.53 亿元，较上年底变化不大；其中未分配利润下降至 3.81 亿元，主要系向股东分红所致。截至 2014 年 9 月底，公司负债合计 105.14 亿元；其中流动负债占比下降至 68.28%，债务结构有所改善。流动负债中，公司预收款项较 2013 年底增长 36.64%，主要系预收中秋、国庆假期大宗贸易款项及客户定押金；其他流动负债增长至 3.00 亿元，全部为公司 2014 年 6 月发行的 3 亿元短期融资券（“14 步步高 CP001”）。非流动负债方面，应付债券大幅提升至 22.85 亿元，主要系公司发行 10 亿元 3 年期非公开定向债务融资工具带动所致。

从公司债务情况看，2011~2013 年，公司全部债务年均复合增长 36.18%，增速较快。截至 2013 年底，公司全部债务 44.99 亿元，其中短期债务占比下降至 53.87%，仍是公司债务的主要构成。截至 2014 年 9 月底，公司全部债务为 62.26 亿元，主要来自长期债务的增长，短期债务占比降至 48.12%。

2011~2013 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率均呈波动下降趋势，近三年均值分别为 73.10%和 57.95%。2013 年，受益于步步高股份非公开发行，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至 71.97%和 57.28%，同比分别下滑 3.04 个百分点和 1.84 个百分点。公司长期债务资本化比率随长期债务规模变化而波动增长，近三年均值为 25.60%。截至 2013 年底，公司发行 12 亿元中期票据“13 步步高 MTN001”带动长期债务规模大幅增长，长期债务资本化比率升至 38.22%，同比上升 31.73 个百分点。截至 2014 年 9 月底，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 73.48%、65.00%和 49.06%。

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。但 2013 年以来，公司有息债务规模大幅上升。整体看，公司债务负担较重。

4. 盈利能力

2011~2013 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 16.16%；2013 年公司实现营业收入 113.89 亿元。同期，公司营业成本增速（14.93%）略小于营业收入增速。受益于此，公司营业利润率逐年小幅提升，2013 年为 21.26%。

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，2013 年为 17.61%，同比增加 0.81 个百分点。公司期间费用以销售费用为主（2013 年占期间费用的 85.65%），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。2011~2013 年，公司财务费用波动下降，近三年分别为 0.29 亿元、0.68 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。近年来公司在主业扩张的同时，提升自有物业比例较好控制了相关费用。总体看，期间费用占比较高，公司控制能力有待加强。

非经营性损益方面，近年公司公允价值变动收益规模稳定，2013 年为 0.14 亿元。2011~2013 年，公司营业外收入波动增长，分别为 0.46 亿元、0.38 亿元和 0.58 亿元，其中政府补助款分别为 0.09 亿元、0.26 亿元、0.31 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，近三年分别为 0.04 亿元、0.09 亿元、0.18 亿元（包括赫山店火灾事故确认的非常损失 0.10 亿元），规模不大。

2011~2013 年，公司利润总额、净利润稳定增长，年均复合增长率分别为 19.42%和 17.71%。盈利指标方面，近三年公司总资本收益率及净资产收益率平均值分别为 6.69%和

12.21%；2013 年，受公司债务规模快速增长以及非公开发行带动所有者权益增长影响，公司总资本收益率及净资产收益率分别下降至 5.50%和 10.11%，同比分别下滑 2.95 个和 4.53 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 92.87 亿元，营业成本 71.56 亿元，分别为 2013 年全年的 81.54%和 80.84%；期间费用占营业收入的比重为 18.98%，其中财务费用大幅增长至 0.56 亿元，主要由于非公开发行股票募集资金逐步投入使用导致利息收入下降。同期，公司实现利润总额 3.07 亿元、净利润 2.32 亿元，分别占上年全年的 66.80%和 68.49%。

总体看，近年来公司逐步扩张经营规模，实现营业收入稳定增长，同时保持了较好的成本控制。公司整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2011~2013 年，公司经营现金流入以销售商品提供劳务收到的现金为主，随公司经营规模扩张而逐年增长，年均复合增长 16.26%；经营活动现金流出以购买商品接受劳务支付的现金为主，辅以支付职工薪金、支付税费的现金，年均复合增长 17.05%。此外，公司支付租赁押金、支付运营费用、收到政府补助款、收到利息收入、往来拆借款等也对经营活动现金流产生了一定影响（计入“收到其他与经营活动有关的现金”及“支付其他与经营活动有关的现金”科目）。2013 年，公司在巩固湖南和江西市场份额的同时成功进驻川渝、广西市场，各业态门店数量不同程度扩张带动经营支出快速增长。近三年公司经营活动现金流量净额分别为 4.97 亿元、9.49 亿元和 4.96 亿元。从收入实现质量看，公司近三年现金收入比分别为 116.18%、116.52%和 117.33%，公司销售收入获现质量良好。

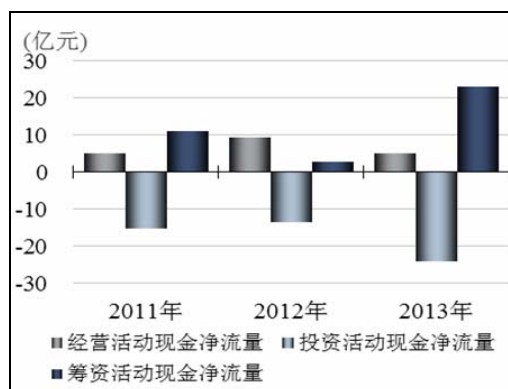
从投资活动来看，公司投资活动流入规模较小，主要为处置固定资产、收回股权投资收到的现金；投资活动现金流出主要是公司扩大

自有物业投入及城市综合体项目引起的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，辅以投资支付的现金（交易性金融资产、长期股权及合并子公司支付的投资）及支付其他与投资活动有关的现金（支付定期存单占 51.39%、支付委托贷款占 35.44%）。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为-15.22 亿元、-13.41 亿元和-24.21 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-10.25 亿元、-3.92 亿元和-19.24 亿元，经营活动产生的现金流量净额均未能覆盖当期投资支出。公司资本性支出规模较大，需要依靠外部筹资以满足投资支出。

筹资活动来看，2011~2013 年，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、取得借款、发行债券收到的现金。2013 年，公司吸收投资收到的现金大幅提升至 11.86 亿元，主要为子公司步步高股份非公开发行股票募集的资金。公司筹资活动现金流出为偿还债务、分配股利、支付利息支付的现金。近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 11.11 亿元、2.64 亿元和 23.09 亿元。

图5 公司现金流变化情况



资料来源：公司审计报告

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 109.49 亿元，占 2013 年全年的 81.94%，实现经营活动现金流量净额 2.73 亿元（占上年全年的 55.09%）。投资活动现金流量净额为-17.52 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产 21.48 亿元，主要为预付怀化、赣州及

株洲拟持有物业地块保证金和支付应付工程款等；收到其他与投资活动有关的现金 6.60 亿元，主要为收回三个月以上银行的定期存单本息及委托贷款本息。筹资活动现金流量净额为 13.84 亿元，其中公司发行债券收到的现金为 13.00 亿元，包括 3 亿元“14 步步高 CP001”和 10 亿元 3 年期非公开定向融资工具。当期公司现金收入比为 117.90%。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，获现质量良好，符合零售行业特性。公司近年来加大资本性支出，对外部资金存在一定程度的依赖。目前公司业务及门店扩张速度快，在建工程及投资计划对资金要求高，对外融资压力大。

6. 偿债能力

2011~2013 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，公司流动比率和速动比率均呈波动增长趋势，2011~2013 年平均值为 82.28%和 53.39%；2013 年上述两项指标分别为 93.04%和 60.93%，同比分别提高 31.76 个和 21.97 个百分点。公司经营现金流动负债比随经营活动现金流量净额波动影响呈波动下降趋势，近三年平均值为 11.26%；2013 年经营现金流动负债比为 7.70%。2014 年 9 月底，公司流动比率提升至 99.99%；随公司存货进一步增长，速动比率下降至 54.96%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，近三年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 平均值分别为 5.84 倍和 4.41 倍；2013 年分别为 5.38 倍和 4.94 倍。公司对整体债务的保护能力适宜。

截至 2014 年 9 月底，公司合并范围无对外担保。

截至 2014 年 9 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款及承兑授信总额度 92.55 亿元，其中未使用额度为 57.34 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。

7. 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2014年11月10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。

8. 抗风险能力

公司作为湖南省内零售龙头企业，区域地位明显、品牌优势突出，近年来，公司采用密集型开店模式，实现了门店数量、收入规模及利润水平的稳定增长。整体看，公司抗风险能力较强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为7亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，发行后将在现有全部债务的基础上增加7亿元有息债务，占2014年9月底长期债务和全部债务的21.67%和11.24%，本期中期票据对公司现有债务规模有一定影响。

截至2014年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为73.48%、65.00%和49.06%。以2014年9月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至76.98%、67.38%和53.96%，公司债务负担将有所加重。由于本期中期票据所筹资金将全部用于偿还借款，公司实际债务负担将小于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为99.93亿元、119.13亿元和135.07

亿元，分别为本期中期票据发行额度的14.28倍、17.02倍和19.30倍；公司经营性净现金流分别为4.97亿元、9.49亿元和4.96亿元，分别为本期中期票据发行额度的0.71倍、1.36倍和0.71倍；公司EBITDA分别为5.96亿元、7.59亿元和9.11亿元，分别为本期中期票据的0.85倍、1.08倍和1.30倍。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，对本期中期票据覆盖程度强。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、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。2013年子公司步步高股份完成非公开增发，募集资金增强了公司资本实力。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，整体盈利能力较强，债务负担较重，整体偿债能力尚可，未来对外融资压力大。

本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

总体看，公司偿还本期中期票据的能力强，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1 截至 2014 年 9 月底公司股东前二十名

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	69.96	发起人、控股股东
2	王麒宇	10990054	9.34	公司员工
3	刘亚萍	1078672	0.92	公司员工
4	张露丹	1065354	0.91	公司员工
5	罗伟新	958819	0.81	公司员工
6	朱健伟	924238	0.79	公司员工
7	朱刚平	647229	0.55	公司员工
8	王艺浇	647229	0.55	公司员工
9	陈志强	575314	0.49	公司员工
10	张 宏	647229	0.55	公司员工
11	戴平安	614868	0.52	公司员工
12	聂建民	588909	0.50	公司员工
13	杨 芳	647229	0.55	公司员工
14	赵震宇	460928	0.39	公司员工
15	阳桂林	460928	0.39	公司员工
16	陈超平	415511	0.35	公司员工
17	曹剑波	345070	0.29	公司员工
18	赵登攀	345070	0.29	公司员工
19	谭小军	345070	0.29	公司员工
20	肖小斌	323615	0.28	公司员工

附件 2 截至 2014 年 9 月底公司纳入合并范围一级子公司情况

序号	企业名称	子公司类型	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	法人代表
1	步步高商业连锁股份有限公司	控股	59711.59	46.06	王 填
2	步步高设置业有限责任公司	全资	12000.00	100.00	曲尉坪
3	湘潭市宝庆路定点屠宰有限公司	全资	50.00	100.00	王艺橙
4	吉首市新天地房地产开发有限公司	全资	880.00	100.00	周 梁
5	郴州步步高投资有限责任公司	全资	500.00	100.00	周 梁
6	吉安新元投资有限责任公司	全资	1000.00	100.00	周 梁
7	湖南大楚餐饮管理有限公司	全资	500.00	100.00	刘亚萍
8	步步高投资集团西南有限公司	全资	5000.00	100.00	刘亚萍

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.39	8.46	15.67	12.36
资产总额(亿元)	65.66	78.95	119.71	138.67
所有者权益(亿元)	17.68	19.73	33.56	33.53
短期债务(亿元)	19.06	27.17	24.24	29.96
长期债务(亿元)	5.20	1.37	20.76	32.30
全部债务(亿元)	24.26	28.54	44.99	62.26
营业收入(亿元)	84.41	100.07	113.89	92.87
利润总额(亿元)	3.22	3.87	4.59	3.07
EBITDA(亿元)	5.96	7.59	9.11	--
经营性净现金流(亿元)	4.97	9.49	4.96	2.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	274.84	181.75	162.47	--
存货周转次数(次)	6.33	6.21	5.30	--
总资产周转次数(次)	1.52	1.38	1.15	--
现金收入比(%)	116.18	116.52	117.33	117.90
营业利润率(%)	19.81	20.34	21.26	21.94
总资本收益率(%)	7.04	8.45	5.50	--
净资产收益率(%)	13.85	14.64	10.11	--
长期债务资本化比率(%)	22.73	6.49	38.22	49.06
全部债务资本化比率(%)	57.85	59.12	57.28	65.00
资产负债率(%)	73.08	75.01	71.97	73.48
流动比率(%)	86.86	61.29	93.04	99.99
速动比率(%)	56.21	38.95	60.93	54.96
经营现金流动负债比(%)	12.03	16.69	7.70	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.91	5.23	5.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	3.76	4.94	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	14.28	17.02	19.30	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.71	1.36	0.71	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.85	1.08	1.30	--

注：公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

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 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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。

