

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 921 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持步步高投资集团股份有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13步步高MTN001”AA的信用等级和“14步步高CP001”A-1的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

步步高投资集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 步步高 MTN001	12 亿元	2013/10/22 -2018/10/22	AA	AA
14 步步高 CP001	3 亿元	2014/06/30 -2015/06/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 7 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.39	8.46	15.67	20.91
资产总额(亿元)	65.66	78.95	119.71	131.74
所有者权益合计(亿元)	17.68	19.73	33.56	34.94
长期债务(亿元)	5.20	1.37	20.76	29.37
全部债务(亿元)	24.26	28.54	44.99	53.99
营业收入(亿元)	84.41	100.07	113.89	36.70
利润总额(亿元)	3.22	3.87	4.59	1.95
EBITDA(亿元)	5.96	7.59	9.11	--
经营性净现金流(亿元)	4.97	9.49	4.96	2.07
营业利润率(%)	19.81	20.34	21.26	21.40
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	60.72
流动比率(%)	86.86	61.29	93.04	106.74
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	3.76	4.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.91	5.23	5.38	--
经营现金流流动负债比(%)	12.03	16.69	7.70	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计

分析师

刘晓濛 景 雪

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 作为湖南省零售龙头企业, 步步高投资集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 超市、百货业态规模较快扩张, 在区域地位、品牌知名度、成本管控等方面均有所提高; 公司主营业务收入和资产规模持续增长, 整体盈利能力有所提升。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也注意到未来门店租金上涨、公司扩张带来的筹资压力等因素可能给公司带来的不利影响。

未来, 随着公司门店扩张计划持续开展、自有百货逐步开业, 公司租金压力将有所缓解, 盈利能力将有所提升, 有助于进一步增强公司的综合竞争实力。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 步步高 MTN001” AA 的信用等级和“14 步步高 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司超市、百货门店数量持续扩张, 区域地位及品牌优势明显。
2. 2013 年, 公司核心子公司步步高商业连锁股份有限公司 (以下简称“步步高股份”) 完成非公开发行, 公司资本实力得以增强。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期债券覆盖程度较好。

关注

1. 公司门店大多以租赁为主, 未来可能面临租金上涨压力和续租风险。
2. 公司门店扩张速度快, 有息债务增长快, 对外融资压力大。
3. 公司少数股东权益占比较高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与步步高投资集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与步步高投资集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因步步高投资集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由步步高投资集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于步步高投资集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

步步高投资集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为“湘潭开源货运有限责任公司”，由湖南步步高连锁超市有限责任公司和王立强共同出资组建，于2003年2月20日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得《企业法人营业执照》（注册号：4303001004097），注册资本50万元。2003年公司更名为“湘潭步步高投资集团有限公司”，2007年7月31日（基准日）整体变更为股份有限公司，后于2007年8月30日在湘潭市工商行政管理局登记注册并取得企业法人营业执照（注册号：430300000003121），注册资本11767万元。2009年公司更为现名。截至2014年3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126名自然人合计持股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）。

2013年3月步步高股份完成非公开股份发行，发行数量为5639.59万股，募集资金总额120799.9985万元。截至2013年底，步步高股份注册资本59712万元，公司持股46.06%，

处于相对控股地位，为步步高股份的实际控制人。

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3月底，公司合并资产总额131.74亿元，所有者权益34.94亿元（含少数股东权益19.26亿元）。2014年一季度实现营业收入36.70亿元，利润总额1.95亿元。

公司注册地址：湘潭市岳塘区荷塘乡政府办公楼2楼东头；法定代表人：张海霞。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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。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。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。

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。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

公司所在行业属于批发零售业,以超市、百货双业态为发展核心。

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。根据《2013年国民经济和社会发展统计公报》,2013年社会消费品零售总额237810亿元,比上年增长13.1%,扣除价格因素,实际增长11.5%。按经营地统计,城镇消费品零售额205858亿元,增长12.9%;乡村消费品零售额31952亿元,增长14.6%。按消费形态统计,商品零售额212241亿元,增长13.6%;餐饮收入额25569亿元,增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中,汽车类零售额比上年增长10.4%,粮油类增长13.9%,服装类增长11.6%,日用品类增长14.1%,文化办公用品类增长11.8%,通讯器材类增长20.4%,化妆品类增长13.3%,金银珠宝类增长25.8%,中西药品类增长17.7%,家用电器和音像器材类增长14.5%,家具类增长21.0%,建筑及装潢材料类增长22.1%。

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%。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。

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%。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。

随着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。2013年，外资连锁企业前20名实现销售规模4884.80亿元，同比增长12.62%，高于百强增速2.72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以及成本持续上涨，国内零售企业面临着更为激烈的市场份额争夺。

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。随着超市行业对外资全面开放，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。二三线城市增速快于一线城市，随着一线城市的空间基本饱和，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。目前国内（含香港地区）大卖场与超市行业上市公司格局比较稳定，2013年前十名上市公司合计实现营业收入3381.83亿元，同比增长30.69%。2013年核心子公司步步高股份实现营业收入113.88亿元，名列第九。

3. 百货业态

在中国百货店当前仍是零售业态的核心组成部分，并且有综合化、专业化、连锁经营、

区域性扩张的发展趋势。

2013年消费市场总体呈缓中趋稳。据中国百货商业协会统计数据显示，2013年，130家企业商业销售总额为64376768万元，同比增长11.55%；主营业务利润统计为2273607万元，同比增长2.29%。一、二线城市百货业销售额稳重增长，三、四线城市在城镇化建设发展中，百货零售业得到快速发展。从连锁百货的经营业绩可以看出，区域性百货企业保持着稳固的区域竞争力，彰显了区域性百货企业经营业绩好于全国性经营的百货企业连锁经营的特征。另外，百货业普遍加大电子商务业务，预计全国网络零售交易额达1.85万亿元，占社会消费品零售额的7.8%。总体看，随着实体零售店之间竞争加剧，加之电商对实体店的不断冲击，增强多元渠道销售态势、提高信息管理能力、创新发展电子商务将成为提高百货竞争力的关键。

总体看，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。

4. 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%。

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

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司股东为127名自然人，截至2014年3月底，王填持股69.96%，其他126名自然人合计持股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。截至2014年3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173家，净营运面积达到54.32万平方米，

并在不断快速增加。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。

公司百货业务是公司继超市业务之后发展的零售业务。依托于主营业务发展，公司逐步介入批发、餐饮、服务与促销、物业租赁等相关业务，不断促进多业态间的积极互动协调发展，助推公司以多业态的整体优势来获取资源和市场。截至 2014 年 3 月底公司拥有百货门店 28 家，其中湖南省 24 家、江西省 3 家、广西省 1 家，湖南省市场占有率位列第二。

作为连锁零售企业，公司不断提升物流配送能力和效率，目前在湖南省湘潭市和江西省南昌市拥有物流中心仓储面积 13.88 万平方米，包括冻库面积 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；月均吞吐量 50136 万吨，储存货物金额 9987 万元（2014 年 3 月底时点数），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能够满足采购和销售需要并提供有效支持，具备一定的区域竞争优势。

六、管理分析

跟踪期内，张海霞女士不再兼任总裁职务，由公司董事陈志强先生担任总裁一职。公司新设财务总监一职，由董事刘亚萍女士担任。

陈志强，46 岁，中共党员，湖南省第十次党代会代表，大学学历。曾担任湘潭友谊华侨公司部门经理，现任本公司董事、总裁。

刘亚萍，45 岁，本科学历。曾担任湖南步步高股份财务部会计、财务部财务经理、财务总监。现任公司董事、财务总监、步步高股份董事。

跟踪期内，公司管理制度、管理水平、管

理层等方面无其他变化。

七、经营分析

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

从收入构成来看，超市板块始终为公司营业收入的首要构成部分，但占主营业务收入的比重逐年小幅下降，2013 年占比为 58.18%；近三年，公司百货业务规模不断扩大，占主营业务收入的比重逐年增长，2013 年占比为 31.48%；公司家电业务占比较小且比较稳定，2013 年占比为 8.68%；批发业务依托超市业态开展，三年批发收入的主营业务收入占比均在 3%以下。除主营业务外，公司另有其他业务包括服务与促销业务、物业租赁等收入，2013 年其他业务收入占营业收入的 7.90%。

从盈利情况来看，2013 年，公司主营业务毛利润有所上升，同比增长 5.76%，增速略低于收入。超市和百货业务为公司毛利润的主要来源（2013 年毛利润占比分别为 63.59%和 29.83%）；2013 年公司实现主营业务利润 17.33 亿元，同比增长 19.43%。从毛利率来看，近三年公司主营业务综合毛利率波动增长，其中超市和百货板块毛利率相对较高。跟踪期内，受益于公司超市供应链效率提升以及百货板块规模效应逐步形成，公司超市、百货板块毛利率均呈现小幅增长。近三年公司家电业务毛利率水平基本稳定，2013 年为 11.61%。批发业务毛利率相对较低，对公司利润贡献较小。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 33.23 亿元，占 2013 年全年的 31.68%，同比增长 14.52%，其中超市和百货板块收入占比分别为 61.61%和 29.52%，主营业务构成变化不大。由于春节期间促销力度较大，大宗团购销售占

比较高，超市和百货业务毛利率有所下降，主 个百分点。
营业务综合毛利率为 15.23%，同比下降 0.28

表 2 2011 年~2014 年 3 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 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
超市	48.53	54.86	61.03	20.47	61.40	59.11	58.18	61.61	17.10	17.04	18.04	15.87
百货	20.26	26.95	33.02	9.81	25.63	29.03	31.48	29.52	15.84	15.31	15.66	15.26
家电	8.29	8.78	9.10	2.46	10.48	9.46	8.68	7.40	11.20	10.24	11.61	11.58
批发	1.97	2.22	1.74	0.49	2.49	2.39	1.66	1.46	5.76	6.18	5.60	6.87
合计	79.04	92.82	104.89	33.23	100.00	100.00	100.00	100.00	15.88	15.63	16.53	15.23

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。

1. 超市及家电板块

超市是公司的传统核心业务，目前公司超市连锁门店已分布在湖南、江西、重庆、广西和四川。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。截至 2014 年 3 月底，公司超市业态拥有门店 173 家（包括大卖场、综合超市及家电店），较 2012 年底新增 21 家，包括自有 2 家，租赁 19 家。其中湖南省 153 家，江西

省 15 家，广西省 1 家，重庆市 2 家，四川 2 家；净营运面积达 54.32 万平方米。目前公司超市门店的数量和营业额在湖南省已经取得领先优势，同时大多数门店通常选址在所在城市的黄金地段，地理位置优势突出。从近三年新开门店类型来看，公司大卖场门店数量逐年增加，社区超市则呈现波动下降趋势。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 3 2011~2014 年 3 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 3 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	94	36	23
	江西	10	1	--	12	1	--	14	1	--	14	1	--
	重庆	--	--	--	--	--	--	2	--	--	2	--	--
	广西	--	--	--	--	--	--	1	--	--	1	--	--
	四川	--	--	--	--	--	--	1	--	--	2	--	--
	合计	76	43	19	93	36	23	110	38	22	113	37	23
净营运面积		216694	82312	37774	273786	89848	55708	426962	56705	51000	435020	55702	52451
月均客流量		1112			1077			1115			1198		

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 3 月底，公司共有家电店 59 家（包括独立经营及超市连带经营两种形式），净营运面积 8.80 万平方米，门店全部在湖南省内；其中 36 家为超市连带经营门店，23 家为独立经营管理门店。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，目前仅次于同城、苏宁，以第三位的市场占有率扎根湖南市场。2013 年，公司家电业务收入同比增长 3.64%，占主营业务收入的比重为 8.68%，较 2012 年有所下降。

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，公司将面临租金上涨压力和续租风险。

表4 2011~2014年3月底家电板块门店情况

(单位: 家、平方米)

项目	2011 年底	2012 年底	2013 年底	2014年 3月底
独立经营门店数量	19	23	22	23
超市连带经营门店数量	20	22	35	36
净营运面积	78406	89272	86566	88006

资料来源: 公司提供

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。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。

表5 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	46075.71	7.31

资料来源: 公司提供

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。跟踪期内, 公司通过梳理采购环节流程, 整合供应商资源, 提升了供

应链效率。2013年公司超市板块前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。

公司超市物流模式分为配送、直通、直送三种方式。2013年采购额分别占总采购额的62.00%、28.50%和9.50%。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。截至2013年底, 物流中心续建项目完工进度为80%, 预计将于2014年底完工。截至2014年3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; 物流中心月均吞吐量50136万吨, 储存货物金额9987万元(2014年3月底时点数)。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。

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, 其中湖南省门店占88%以上(参见表6)。公司坚持密集开店的发展策略, 以打造销售网络规模优势; 2011~2013年, 公司平均每年净增加超市门店(综合超市及大卖场)14家, 2013年公司成功进驻重庆、广西及四川三个区域, 超市门店(综合超市及大卖场)数量新增19家(其中大卖场新增17家)。

2013年4月20日, 公司下属赫山店发生火灾, 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》, 认定益阳步步高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。截至2013年底, 公司累计损失1483.14万元, 预计将发生损失67.17万元。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%。

公司对该店投保了财产综合险、公众责任险、电梯责任险。截至2013年底，公司已收到工商保险理赔收入50.84万元。根据中国人民财产保险股份有限公司湘潭市分公司保险确认书，公司确定理赔收入514.13万元，该款项已于2014年2月收到。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，截至2014年3月底，公司拥有百货门店28家，较2012年新增6家（步步高广场4家，生活广场2家）。其中湖南省24家，江西省3家、广西省1家，湖南省市场占有率位列第二。

公司百货业务主要分为步步高广场、流行百货店和生活广场三种形态店面。其中，步步高广场是目前公司百货业态最主要的形式，净营运面积占百货业态总面积近50%。流行百货店是公司最先尝试的百货店形式，店面数量占公司百货业态的61%。2013年3月公司新开了第一家生活广场，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。

表6 2014年3月底公司百货门店情况

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

流行百货店	宜春	2012.09	自有
	衡阳	2013.01	租赁
	娄底	2013.09	租赁
	柳州	2013.09	租赁
	永州	2009.12	租赁
	吉首	2014.01	自有
	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
生活广场	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
生活广场	耒阳二店	2012.09	租赁
	王家湾	2013.03	租赁
	东方红	2013.11	自有

资料来源：公司提供

从经营模式来看，目前公司百货业务中，商品经营以联营为主，自营为辅；附加的餐饮、影院等配套服务业务以租赁为主。在联营方式下，公司向进驻品牌按实际销售额提取合作服务费，结算周期在一个月以内。

表7 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

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2014年3月底，公司各百货店

共拥有会员147.83万名，2014年1~3月份，会员消费总额为9.07亿元，占百货业务消费总额的63.20%。

在商品采购方面，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。

从净营运面积来看，目前公司百货店50%以上为租赁，主要是早期开始经营的流行百货店，步步高广场和生活广场则有50%以上为自有。公司百货店面租赁期为15至20年，且多为2020年~2030年到期。2011~2013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，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。

表8 2011~2014年3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	2011年	2012年	2013年	2014年3月
租赁面积	13.00	16.19	24.95	27.52
自有面积	15.23	17.92	19.91	19.91
月均客流量	66.37	75.22	80.41	84.10
坪效	7176.76	7900.91	9045.35	2116.64
平均租金	27.01	23.88	27.80	29.65

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

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。

步步高网上商城于2013年12月26日正式上线。目前，商城定位于湖南省内，主营农产品在线交易，截至2014年3月底已拥有注册用户31万，日均成交1100单。今后，公司还经营范围还将扩展到百货、生活服务类商品等，为

消费者们提供“一站购齐”式的消费体验。未来预计平台可承载6万卖家、600万种商品，成为我国中西部地区最大的区域性电子商务交易平台。

步步高电商与实体店分享同一物流体系，公司计划两年内将在中西部着力打造“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。

3. 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。2013年，公司批发业务收入和毛利润均有所下降。2013年公司批发收入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%。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。

4. 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”。2013年经过充分调研和考察后，公司成功进驻广西、重庆、四川等地。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88.11亿元，截至2014年3月底已投资26.90亿元，预计2014年总投资为23.59亿元。

表9 公司未来投资计划（单位：亿元、%）

在建、拟建项目名称	计划投资总额	截至 2014 年 3 月底已投资金额	计划投资金额			项目进展
			2014 年	2015 年	2016 年	
步步高摩尔城项目	8.75	0.85	3.83	4.10	--	预计 2015 年底完工
物流续建项目	2.00	1.65	0.39	--	--	预计 2014 年底完工
步步高郴州项目	4.56	3.24	0.97	0.46	--	预计 2014 年底开业
梅溪湖项目	32.00	7.90	9.10	10.00	5.00	预计 2015 年开业
新开门店项目	40.80	13.26	9.30	9.50	9.57	
合 计	88.11	26.90	23.59	24.06	14.57	

资料来源：公司提供

物流续建项目总建筑面积 8.07 万平方米，其中生鲜加工中心（中央厨房）1.50 万平方米，恒温仓库 2.07 万平方米，信息中心 0.50 万平方米，常温仓库 4.00 万平方米。物流中心计划投资总额 2.00 亿元，截至 2014 年 3 月底已投入 1.65 亿元，建成并投入使用的仓储面积 13.88 万平方米，预计在 2014 年底完工。截至 2013 年底，公司已将完工部分 1.13 亿元转入固定资产项目。

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 8.75 亿元，截至 2014 年 3 月底已投入 0.85 亿元，预计在 2015 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 2015 年建成开业。公司预计总投资 32.00 亿元，截至 2014 年 3 月底，公司已投资 7.90 亿元，其中 7.69 亿元为预付土地款，公司已计入其他非流动资产项目。

公司计划在未来 5 年内新开 207 家门店。初步规划 2014 年新开 35 家，其中超市 30 家，预计总投资额为 6.8 亿元；百货门店 5 家，预计投资额 2.5 亿元。公司计划 2015 年及以后每年新开约 43 家，门店类型将根据选址情况进行

确定。未来新开门店项目每年约有 3 家摩尔城项目为自建，其他均为租赁。公司预计于 2016 年底前投资 28.37 亿元用于新开门店，截至 2014 年 3 月底已完成投资 13.26 亿元。

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。考虑到子公司定向非公开发行募集资金全部用于主营业务经营，公司融资压力有一定缓解。

八、重大事项

2013年3月步步高股份通过定向非公开方式发行5639.59万人民币普通股（A股），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。募集资金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。

2014年5月8日，步步高股份公司第三届董事会议审议通过了《关于筹划发行股份购买资产事项的议案》。步步高股份拟以非公开发行股票方式、公司子公司湘潭步步高连锁超市有限责任公司拟以支付现金方式购买广西南城百货股份有限公司（以下简称“南城百货”）100%股份，其中步步高股份购买95%的股份。本次交易预计向钟永利、吴丽君、钟永塔、南海成长、金山山和年利达（均为非关联方）发行10708.09万股，交易金额为157578万元。若本次发行完成，公司持有步步高股份公司39.06%的股份，仍为控股股东。

南城百货主要从事超市、百货和电器的直营连锁经营，在行业内具有较强的竞争优势。截至2013年底，南城百货金资产为52970.76万元，净资产5.30亿元。2012年，南城百货实现营业收入26.86亿元，实现利润总额1.32亿元；2013年，南城百货实现收入30.91亿元，利润总额1.05亿元，受扩张影响盈利能力小幅下滑。

联合资信认为，本次非公开发行股份购买资产一定程度上增强了与现有业务的协同效应，提高了公司核心竞争力和抗风险能力。

九、财务分析

公司提供的2011年、2012年及2013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。2014年一季度财务数据未经审计。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。

从合并报表范围变化情况来看，2013年公司通过直接设立或投资等方式新设子公司9家，当期净资产合计变动2.40亿元，合并范围变动对财务可比性影响不大。

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3月底，公司合并资产总额131.74亿元，所有者权益34.94亿元（含少数股东权益19.26亿元）。2014年一季度实现营业收入36.70亿元，利润总额1.95亿元。

1. 盈利能力

2013年公司营业收入稳步增长至113.89亿元，同比增长13.81%；同期，公司营业成本增速（12.33%）略小于营业收入增速。受益于

此，公司营业利润率持续有小幅提升，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持续增长，2013年为17.61%。公司期间费用以销售费用为主（2013年占期间费用的85.65%），其中物业租赁及折旧费用占19.50%。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。

2011~2013年，公司营业外收入呈波动态势，2013年为0.58亿元。其中，政府补助为0.31亿元（占53.45%）。公司营业外支出包括处置固定资产损失、捐赠支出等款项，2013年为0.18亿元，规模不大。

2013年，受益于供应链效率提高带动成本管控效果显现，公司实现利润总额4.59亿元，同比增长18.55%；实现净利润3.39亿元，同比增长17.42%。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%。

2014年1~3月，公司实现营业收入36.70亿元，营业成本28.48亿元，分别占上年全年的32.23%和32.18%。同期，受销售费用较快增长影响，公司实现利润总额1.95亿元、净利润1.38亿元，同比分别下降11.76%和20.69%。

总体看，跟踪期内，公司逐步扩张经营规模，实现营业收入稳定增长。在各业态扩张同时，公司成本管控效果显现。公司整体盈利能力进一步增强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营活动现金流入随经营规模扩张而逐年增长。2013年经营活动现金流入为135.07亿元，同比增长13.38%，以销售商品提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出以购买商品接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2013年公司支付其他与经营活动有关的现金11.58

亿元,同比增长 18.24%,主要为支付租赁押金、支付运营费用以及往来拆借款。同期,公司经营活动现金流量净额为 4.96 亿元,同比下降 47.75%。2013 年,公司在巩固湖南额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。2013 年公司现金收入比为 117.33%,同比增长 0.81 个百分点;公司销售收入获现质量较好。

从投资活动来看,公司投资活动流入规模较小,2013 年为 0.21 亿元,主要为处置固定资产、收回股权投资收到的现金;同期,投资活动现金流出为 24.42 亿元,主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,辅以支付其他与投资活动有关的现金(支付定期存单占 51.39%、支付委托贷款占 35.44%)。2013 年,受公司加大自有物业开发影响,公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金快速增长至 19.96 亿元,同比增长 43.11%;同期,投资活动现金流量净额为-24.21 亿元。

2013 年,公司筹资活动前现金流量净额为-19.25 亿元,同比下降 391.31%,经营活动产生的现金流量净额未能覆盖当年投资支出。公司近年资本性支出规模较大,需要依靠外部筹资以满足投资支出。

筹资活动来看,2013 年,公司筹资活动现金流入主要为取得借款、发行债券(12 亿元“13 步步高 MTN001”)以及吸收投资收到的现金(核心子公司非公开发行股票募集的资金);筹资活动现金流出为偿还债务、分配股利、支付利息支付的现金。2013 年,公司筹资活动现金流量净额为 23.09 亿元。

2014 年 1~3 月,公司经营活动现金流入 44.19 亿元,占 2013 年全年的 32.71%,实现经营活动现金流量净额 2.07 亿元(占上年全年的 41.69%);投资活动现金流量净额为-6.29 亿元;同期,取得借款、发行债券(10 亿元非公开定向债务融资工具)实现筹资活动净现金流入

9.31 亿元。当期公司现金收入比为 118.61%。

总体看,跟踪期内,公司经营活动现金流入规模较大,获现质量良好,符合零售行业特点。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,对外融资压力进一步上升。未来随着百货项目逐步开展,公司筹资压力将加大。

3. 资本及债务结构

2013 年,随着公司经营规模持续扩大,公司资产呈现快速增长;截至 2013 年底,公司资产为 119.71 亿元,同比增长 51.63%。其中流动资产占 50.07%,非流动资产占 49.93%,流动资产占比有所提高。

随着主业扩张,公司流动资产快速增长。截至 2013 年底,公司流动资产为 59.94 亿元,同比增长 71.93%,主要以货币资金(占 24.02%)、预付款项(占 28.92%)及存货(占 34.52%)为主。

跟踪期内,公司货币资金快速增长;截至 2013 年底,公司货币资金为 14.40 亿元,同比增长 96.53%。其中,公司下属子公司非公开发行股票 5639.59 万股,带动公司货币资金大幅增加 10.67 亿元。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。

公司预付款项快速增长,截至 2013 年底,预付款项为 17.33 亿元,同比增长 76.67%,主要由预付新增门店租金、商业设备款和货款材料构成。

截至 2013 年底,公司存货为 20.69 亿元,同比增长 62.85%,主要来自库存商品和开发成本的增长。其中,库存商品占 74.63%、开发成本占 24.17%(主要为郴州项目完工结转 2.11 亿元),当期计提库存商品跌价准备 0.03 亿元。

公司其他应收款主要为往来拆借款和租赁定押金。截至 2013 年底为 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 35.69%；合计计提坏账准备 0.25 亿元，计提比例 7.87%。

截至 2013 年底，公司其他流动资产为 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%）。跟踪期内，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)为抵押物。

非流动资产方面，公司加大百货业态自有物业投入，带动非流动资产快速增长。截至 2013 年底，公司非流动资产 59.77 亿元，以固定资产（占 47.25%）、其他非流动资产（占 18.22%）和长期待摊费用（占 16.81%）为主。

公司固定资产稳步增长，截至 2013 年底，公司固定资产账面原值 35.48 亿元，主要来自在建工程项目转入。其中，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，资产质量较好。

随着部分在建工程完工结转至固定资产，2013 年公司在建工程有所下降，截至 2013 年底为 3.28 亿元，主要包括郴州项目 1.03 亿元、九华项目 0.82 亿元、物流续建项目 0.48 亿元。

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。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产快速增长至 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 3 月底，公司资产合计 131.74 亿元，其中流动资产占 53.79%，非流动资产占 46.21%。其中，货币资金和预付款项持续增长，其他各会计科目均较上年变动不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模实现快速增长，资产以自有商业物业为主，资产质量较好。2013 年，公司下属子公司非公开发行股票，资本规模进一步扩大。

所有者权益方面，截至 2013 年底，公司所有者权益为 33.56 亿元，同比增长 70.07%，主要来自少数股东权益和资本公积的增长。同期，公司归属于母公司所有者权益 15.30 亿元，其中实收资本占 7.69%、资本公积占 64.50%、盈余公积占 1.51%、未分配利润占 37.06%。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%。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 34.94 亿元，所有者权益构成较上年变化不大。总体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

2011~2013 年，随着主业不断扩张，公司负债增速较快，年均复合增长 34.00%。截至 2013 年底，公司负债为 86.15 亿元，同比大幅增长 45.49%。跟踪期内，公司为调整债务结构，相应增加非流动负债规模，截至 2013 年底，流动负债占比下降至 74.78%。

截至 2013 年底，公司流动负债 64.42 亿元，以短期借款（占 28.48%）、应付账款（占 30.21%）、预收款项（占 15.24%）及其他应付款（占 13.31%）为主。

截至 2013 年底，公司短期借款快速增长至 18.35 亿元，同比增长 31.05%；其中信用借

款占 83.38%、抵押借款占 16.35%。

随着公司主营业务规模不断扩张带动采购需求上涨，公司应付账款较快增长，截至 2013 年底为 19.46 亿元，全部为应付货款。

截至 2013 年底，公司预收款项为 9.82 亿元，同比增长 68.85%，主要由于公司大宗业务（单笔金额超过 3000 元）销售的增加。公司在湖南省零售行业市场占有率较高，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，公司其他应付款为 8.58 亿元，同比增长 20.89%，主要源自应付工程设备款。

截至 2013 年底，公司非流动负债 21.73 亿元，同比大幅增长。其中长期借款 8.59 亿元全部为信用借款；应付债券 12.17 亿元（12 亿元“13 步步高 MTN001”）；长期应付款 0.89 亿元（包括免租期租金 0.69 亿元、财政专项借款 0.04 亿元）。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 96.81 亿元，主要来自应付债券的增长（10 亿元非公开定向债务融资工具）。其中流动负债占 68.57%，仍处于主导地位。

从公司债务情况看，截至 2013 年底，公司全部债务大幅增长至 44.99 亿元，同比增长 57.65%；其中短期债务规模下降至 24.24 亿元，仍为公司有息债务的主要构成部分。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务进一步增长至 53.99 亿元，其中长期债务增长至 29.37 亿元。

2013 年，受益于步步高股份非公开发行带动资本规模较快扩大，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所下降；截至 2013 年底分别为 71.97%、57.28%，同比分别减少 3.04 个和 1.84 个百分点。公司长期债务资本化比率随长期债务规模增大而明显增长，截至 2013 年底为 38.22%。截至 2014 年 3 月底，上述指标分别为 73.48%、60.72%、45.67%。

总体看，近年来公司主业扩张较快带动资本性支出快速增长，2013 年非公开发行一定程度上加大了所有者权益规模。整体看，公司有

息债务规模上升，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受益于公司流动资产规模快速增长，2013 年公司流动比率和速动比率分别为 93.04%和 60.93%，分别较上年增长 31.76 和 21.97 个百分点。截至 2014 年 3 月底，这两项比率分别为 106.74%和 78.13%。2013 年公司经营性现金流流动负债比为 7.70%，较上年下降 8.99 个百分点，主要由于经营活动产生的现金净额有所下降。综合看，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标来看，随着债务规模的持续增长，公司利息支出有所增加。受此影响，2013 年公司 EBITDA 利息倍数下降至 5.38 倍，全部债务/EBITDA 上升至 4.94 倍。整体看，公司对整体债务的保护能力适宜。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保及或有事项。

截至 2014 年 3 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 90.55 亿元，其中未使用额度为 60.08 亿元，间接融资渠道畅通。公司核心子公司步步高股份为上市公司（股票代码：002251.SZ），公司直接融资渠道畅通。

公司存续期内债券包括 12 亿元“13 步步高 MTN001”和 3 亿元“14 步步高 CP001”，其中处于一年内待偿还债券为“14 步步高 CP001”。2013 年，公司经营活动现金流入和净额分别为一年内待偿还债券的 45.02 倍和 1.65 倍；截至 2014 年 3 月底，公司扣除受限资金后现金类资产 19.74 亿元，为一年内待偿还债券的 6.58 倍。公司处于一年后到期债券为“13 步步高 MTN001”，2013 年公司经营活动现金流入和净额分别为一年后到期债券的 11.26 倍和 0.41 倍；公司 EBITDA 为一年后到期债券的 0.76 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量充足，对待偿还债券的保障能力较强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2014年4月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

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

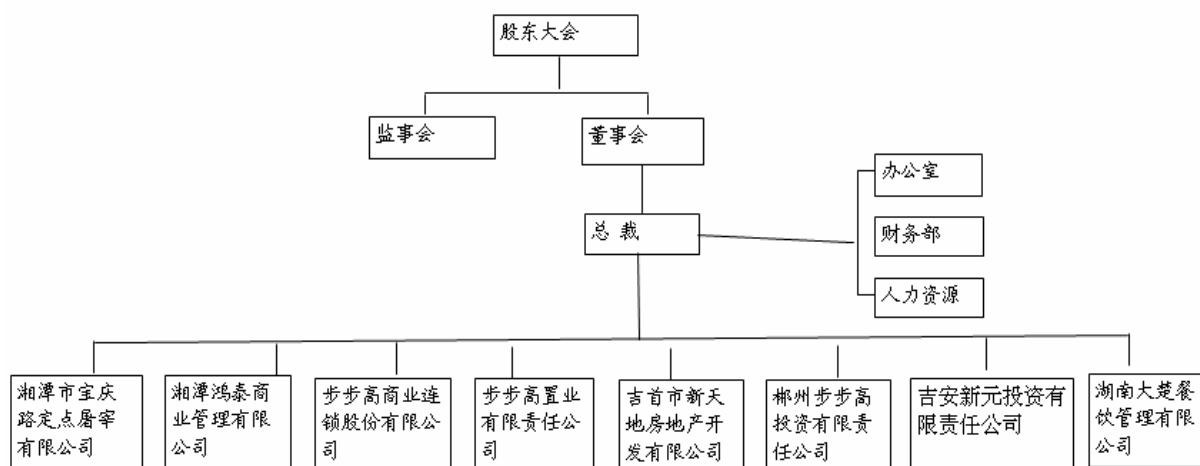
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 步步高 MTN001” AA 的信用等级和“14 步步高 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1-1 截至 2014 年 3 月底公司股权结构前五名

序号	股东名称	股份数	持股比例	与公司的控制关系
1	王 填	82323981	69.96%	发起人、控股股东
2	王麒宇	7126211	6.06%	公司员工
3	刘亚萍	1198524	1.02%	公司员工
4	张露丹	1065354	0.91%	公司员工
5	罗伟新	1065354	0.91%	公司员工
6	朱健伟	1026931	0.87%	公司员工
7	朱刚平	719143	0.61%	公司员工
8	王艺尧	719143	0.61%	公司员工
9	陈志强	639238	0.54%	公司员工
10	张 宏	719143	0.61%	公司员工
11	戴平安	719143	0.61%	公司员工
12	聂建民	654343	0.56%	公司员工
13	杨 芳	719143	0.61%	公司员工
14	赵震宇	512142	0.44%	公司员工
15	阳桂林	512142	0.44%	公司员工

附件 1-2 截至 2014 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.39	8.46	15.67	20.91
资产总额(亿元)	65.66	78.95	119.71	131.74
所有者权益(亿元)	17.68	19.73	33.56	34.94
短期债务(亿元)	19.06	27.17	24.24	24.63
长期债务(亿元)	5.20	1.37	20.76	29.37
全部债务(亿元)	24.26	28.54	44.99	53.99
营业收入(亿元)	84.41	100.07	113.89	36.70
利润总额(亿元)	3.22	3.87	4.59	1.95
EBITDA(亿元)	5.96	7.59	9.11	--
经营性净现金流(亿元)	4.97	9.49	4.96	2.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	274.82	181.75	12.61	--
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	118.61
营业利润率(%)	19.81	20.34	21.26	21.40
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	45.67
全部债务资本化比率(%)	57.85	59.12	57.28	60.72
资产负债率(%)	73.08	75.01	71.97	73.48
流动比率(%)	86.86	61.29	93.04	106.74
速动比率(%)	56.21	38.95	60.93	78.13
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	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息