

上市公司调研报告

零售业

平价百货有望成新的利润增长点

09 年将新开门店达到 21 家

公司计划将在 2009 年新开门店不少于 21 家，并增加原计划新开设长沙五洲新城王府店、上饶中心广场店、长沙中南工大店租赁面积及投资。加上扩建 2 家原有门店，公司 09 年新开门店面积将超过 25 万平米。

长沙和江西地区志在必得

长沙是公司实现湖南地区真正零售霸主地位的必争之地，公司未来几年将加大对长沙市场的拓展力度，夺取长沙地区零售额排名第一的位置。09 年新开的 21 家门店中，有 4 家位于长沙地区，其中大卖场 3 家，百货店 1 家。另外，江西地区也是公司跨区域扩张的第一战场，其对公司未来发展的战略地位不言而喻。由于 09 年继续新开门店，我们预计公司在江西地区的整体亏损状况仍将持续，但公司有望在 2010 年实现江西地区的盈亏平衡。

公司业务创新不断推进

公司将在 09 年进一步将生鲜变革推广到公司下属的所有超市门店，并计划将生鲜的销售收入由目前的 25% 提高 50% 左右。另外，公司将通过直接向原来以出口为主的沿海地区服装和鞋类生产企业采购，并在适当的时候与这些企业合作推出自有品牌等方式来降低公司的采购成本、提升盈利能力。目前，公司的这一创新经营模式已经逐步在公司各门店推广，并计划推出全新的业态——平价百货来销售此类商品。我们认为生鲜改造和平价百货有望成为公司新的利润增长点。

盈利预测和投资评级

我们认为公司未来在湘赣地区的零售市场替代空间依然巨大，而且公司具有优秀零售企业的所有特质，我们长期看好公司的发展。我们预计公司在 2009-2011 年的 EPS 将分别达到 1.49 元、1.95 元和 2.41 元。我们继续维持前期给予的“增持”评级，6 个月目标价 52.15 元，对应 2009 年 35X 的动态 PE。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	5,201.35	6,627.03	8,298.37	10,061.78
主营收入增长率	24.30%	27.41%	25.22%	21.25%
净利润（百万）	162.83	202.97	264.66	326.96
净利润增长率	31.67%	24.65%	30.40%	23.54%
ROE	11.58%	12.68%	14.40%	15.33%
EPS（元）	1.20	1.49	1.95	2.41
P/E	36.37	29.34	22.49	18.21
P/B	4.20	3.72	3.24	2.79

步步高（002251）

维持

增持

彭砚苹

pengyanping@csc.com.cn

陈乐华

chenlehua@csc.com.cn
010-85130096

当前股价：43.81 元

目标价格 6 个月：52.15 元

调研日期：2009 年 03 月 26 日

分析日期：2009 年 03 月 31 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
5.6/-8.4	1.6/-28.0	0.0/33.7
12 月最高/最低价（元）		59.49/0
总股本（万股）		13,518
流通 A 股（万股）		3,500
总市值（亿元）		60.37
流通市值（亿元）		15.63
近 3 月日均成交量（万）		176
主要股东		
湘潭步步高投资集团股份有限公司		53.67%

股价表现



相关研究报告

09.02.26

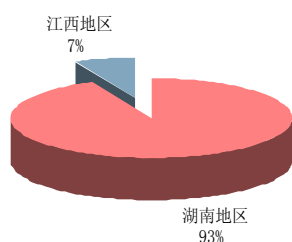
步步高 08 年报简评-依然看好公司的长期投资价值

未来三年仍是公司的快速成长期

09 年将新开门店达到 21 家

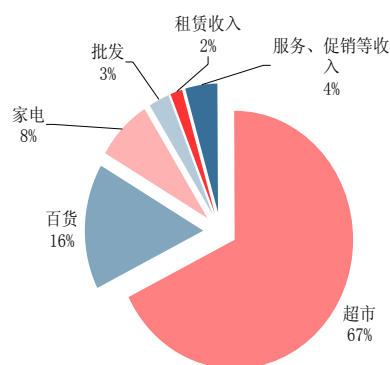
2008 年，公司新开门店 12 家，大型调整改造门店 3 家，其中株洲东都店、郴州罗家井店改造升级为超市+百货业态门店，益阳康富店改造升级为超级大卖场业态门店。截至 08 年末，公司已在湖南、江西 40 个县级以上城市拥有连锁店 99 家（其中：湖南省 89 家，江西省 10 家）。公司连锁店面积达到 75.76 万平方米，平均单店面积达到 7653 平方米。构成公司盈利主要来源的湘潭、长沙、邵阳地区的门店的净利润增速均出现快速的的增长，其中湘潭步步高连锁超市净利润增速接近 65%。

图 1：公司营业收入地区构成



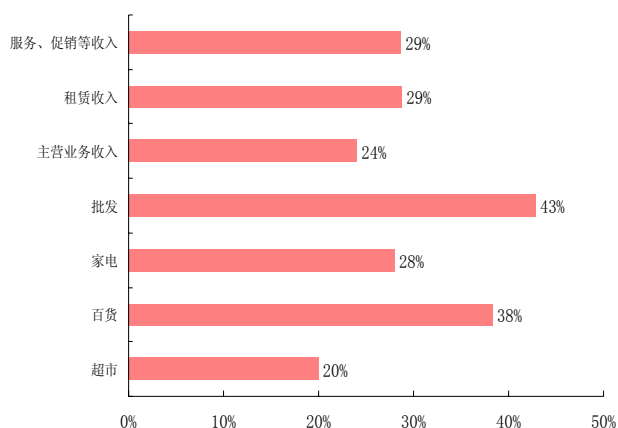
资料来源：公司 08 年报 中信建投证券研究发展部

图 2：公司营业收入分类构成



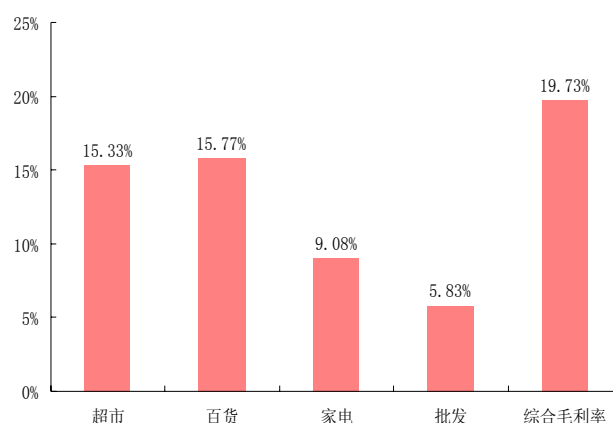
资料来源：公司 08 年报 中信建投证券研究发展部

图 3：公司各业务增长情况



资料来源：公司 08 年报 中信建投证券研究发展部

图 4：公司各业务毛利率水平比较

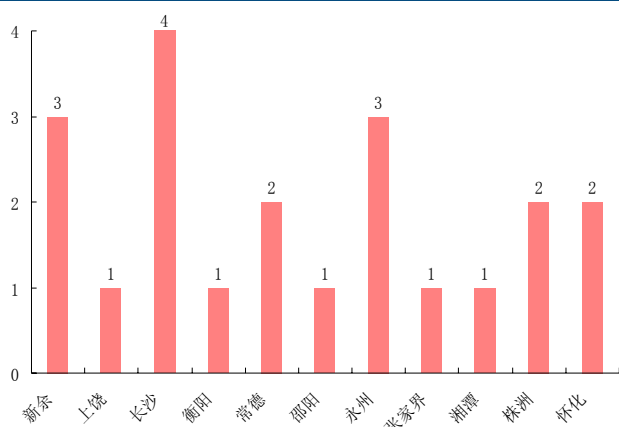


资料来源：中信建投证券研究发展部

公司在 2009 年将继续坚持“立足于中小城市、区域领先”的发展战略，在不断提升老门店效益指标的同时保持较快的开店速度。公司计划将在 2009 年新开门店不少于 21 家，并增加原计划新开设长沙五洲新城王府店、上饶中心广场店、长沙中南工大店租赁面积及投资。再加上扩建 2 家原有门店，公司 09 年新开门店面积将超过 25 万平米，增幅将达到 33%。

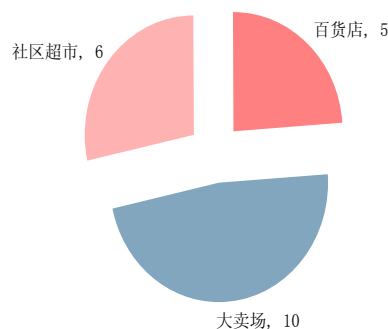
在 21 家新开门店中，将有 14 家在 09 年下半年开出，其中 9 月份后开业的门店达到 9 家。我们认为，门店在下半年的集中开出对公司的当年的收入增长难以有贡献，而且开办费和装修费用的摊销将会增加公司的期间费用。但是，公司凭借自身的资金优势和管理优势，在行业景气下滑过程中加快门店的扩张速度将有利于其在未来行业景气上升时迅速扩大市场占有率。

图 5：公司 09 年计划新开门店区域分布情况



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图 6：公司 09 年计划新开门店业态构成情况



资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

表 1：公司近三年及 09 年门店数量计划增长情况

年份	新开门店数	新增百货门店数	新增超市门店	新增营业面积	年末总门店数	年末总营业面积
2005	15	2	13	14.29 万平米	49	34.82 万平米
2006	20	2	18	15.51 万平米	69	50.25 万平米
2007	19	2	17	12.26 万平米	87	62.51 万平米
2008	12	1	11	13.25 万平米	99	75.76 万平米
2009E	21	5	16	25 万平米	120	100.76 万平米

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

长沙和江西地区志在必得

长沙是湖南省内零售业竞争最为激烈的地区。公司在超市业务方面不但面临家乐福（2 家）、沃尔玛（3 家）等外资超市的竞争，而且面临新一佳、家润多等内资超市的竞争；在百货业务方面，公司也面临着家润多以及王府井等同行业的竞争。但是，长沙是公司实现湖南地区真正零售霸主地位的必争之地，公司未来几年将加大对长沙市场的拓展力度，计划用 2—3 年的时间夺取长沙地区零售额排名第一的位置。09 年新开的 21 家门店中，有 4 家位于长沙地区，其中大卖场 3 家，百货店 1 家。

另外，江西地区也是公司跨区域扩张的第一战场，其对公司未来发展的战略地位不言而喻。公司 08 年通过停止江西地区所有门店的家电业务，增加了转租赁面积从而增加了租金收入，节约了费用，实现了江西地区的大幅减亏，并有 3 个门店实现了盈利。我们估计江西地区的整体亏损已由 07 年的 4100 万元左右迅速缩小到 08 年的 2700 万元，整体减亏 1400 万元。其中，鹰潭步步高、宜春步步高、江西步步高以及九江步步高四家控股子公司合计减少亏损超过 1600 万元，其中江西步步高减亏幅度最大，由 07 年亏损 1500 多万元减亏到 08 年的亏损 400 多万元。

公司 09 年在江西地区的门店扩张速度低于湖南地区，而且门店主要集中在新余和上饶地区。公司未来将重点突破赣西地区，并逐步将门店网络拓展到江西省内具有竞争优势的县级、镇级地区。由于 09 年继续新开门店，我们预计公司在江西地区的整体亏损状况仍将持续，但公司有望在 2010 年实现江西地区的盈亏平衡。

表 2：公司江西地区门店概况

	营业面积	所在县市	业态
船山店	1400	南昌	社区超市
胜利店	19800	南昌	百货+超市+家电
宜春店	9000	宜春	综合性大卖场
龙开河店	10000	九江	综合性大卖场
吉安店	8000	吉安	综合性大卖场
抚州店	15000	抚州	综合性大卖场
钧天店	20000	抚州	百货
新余店	6000	新余	综合性大卖场
鹰潭店	10000	鹰潭	综合性大卖场
萍乡店	10000	萍乡	综合性大卖场
营业面积合计	10.92 万平米	营业面积占公司总体比重	14.41%

资料来源：公司网站 中信建投证券研究发展部

公司业务创新不断推进

生鲜变革将进一步推进

为了应对消费增速放缓，公司在 2008 年果断进行了生鲜变革，推出“生鲜早市”，以提高门店的客流量和销售额。公司已经在湘潭、长沙等地区的门店率先推行了这一变革，并采取了公司向农户直接采购生鲜、增加了生鲜销售面积以及将门店开业时间由原来的早上 8 点提前到早上 6 点等措施，取得了良好的成效。公司将在 09 年进一步将这一变革推广到其他地区的超市门店，并计划将生鲜的销售收入由目前的 25% 提高 50% 左右。另外，随着公司新成立的蔬菜基地——韶丰生态农业有限公司供应能力的增强，公司的生鲜供应将进一步得到保障。我们认为，在行业景气度下滑的背景下，公司果断采取措施提高生鲜的销售收入将为公司门店的内生增长提供有力的保障。

平价百货有望成为公司新的利润增长点

外部需求的迅速萎缩给国内的外向型企业带来了巨大的经营压力。在这种背景下，公司将通过直接向原来以出口为主的沿海地区服装和鞋类生产企业采购，并在适当的时候与这些企业合作推出自有品牌等方式来降低公司的采购成本、提升盈利能力。目前，公司的这一创新经营模式已经逐步在公司各门店推广，并计划推出全新的业态——平价百货来销售此类商品。我们预计公司的第一家平价百货门店将在年内开出。我们认为，这些以出口为主的沿海服装和鞋类生产企业生产的产品质量一般较好，公司通过直接向其下订单或者合作开发自有品牌的方式，可以大大减少中间流通环节，节约成本，实现廉价采购。较低的采购成本也将保证这些产品在公司终端门店销售的价格竞争力，其有望成为公司新的利润增长点。

长期看好公司未来的发展前景

湘赣地区二、三线城市零售市场替代空间依然巨大

公司是目前零售业中唯一明确以“立足于中小城市、区域领先”为发展战略的公司。我们认为，二、三线城市的零售业竞争激烈程度要远远小于一线城市。而且公司作为区域性的零售巨头，其由于规模优势和卓越的管理能力，其商品的销售价格相比二、三级城市的单体零售企业以及夫妻小店具有明显的竞争优势，而这些地区消费者的高度价格敏感也进一步强化了这种竞争优势。缺乏价格竞争力的单体零售企业以及夫妻小店将逐步为公司购物环境良好、价格优势明显的现代化零售业态所取代，我们十分看好公司未来在二、三线城市的市场替代空间。而且从长远来看，公司在湘赣地区市场替代的成功经验完全有望复制到其他新的市场。

长期看好公司的发展前景

较强的区域竞争力、卓越的管理能力以及强大的物流配送系统和信息系统一直是我们判定优秀零售企业，尤其是连锁超市企业的标准，而公司无疑是符合上述所有标准的。另外，公司百货与超市的双业态组合也有利于其多层次占领区域零售市场，扩大其区域影响力。而且通过此次与公司管理层的交流，我们发现他们不但具有丰富的零售业经营经验，而且具有极高的创业激情和创新精神，我们认为这也是这么多年来推动公司高成长的核心竞争力之一，我们长期看好公司的发展。

盈利预测和投资评级

根据我们调研掌握的数据以及我们对行业及公司未来的判断，我们重新调整了对公司的盈利预测。我们的主要盈利预测假设如下：

1、**主营业务收入**：公司 09 年 1—2 月份的可比门店销售同比增长 11% 左右。我们判断全年 CPI 的增速将在下半年回升，因此公司可比门店销售增速在下半年也有望回升，因此我们预计公司 09 年全年的可比门店销售同比增长 12% 左右；2010—2011 年的可比门店销售同比增速均为 14%。

2、**综合毛利率**：随着公司议价能力的增强以及平价百货的推出对公司毛利率的正面促进作用将与 CPI 的增速下滑对公司毛利率的负面效应基本抵消，因此我们预计公司 09 年的综合毛利率有望维持在 08 年 19.73% 的水平。2010—2011 年的综合毛利率将逐步提升，分别达到 19.8% 和 19.9%。

3、期间费用率：考虑到 09 年新开门店比 08 年增多以及零售行业景气周期的下滑，我们预计公司 09 年的期间费用率将比 08 年略微上升，达到 15.3%。2010—2011 年将随着行业景气的恢复以及公司销售规模的扩大而出现下降，我们预计 2010—2011 年的期间费用率将分别下降到 15.21%。

根据我们最新的盈利预测，公司在 2009-2011 年的 EPS 将分别达到 1.49 元、1.95 元和 2.41 元，分别比原先的预期调低 1.67%、3.39% 和 9.89%。公司目前 43.81 元的股价对应的 09 年动态 PE 为 29.34X，已经达到行业最高水平，但出于我们对公司未来发展的乐观判断，我们认为公司仍具有长期投资价值，其未来的市场拓展空间和业态组合均优于业内其他竞争者。我们继续维持前期给予的“增持”评级，6 个月目标价 52.15 元，对应 2009 年 35X 的动态 PE。

风险提示

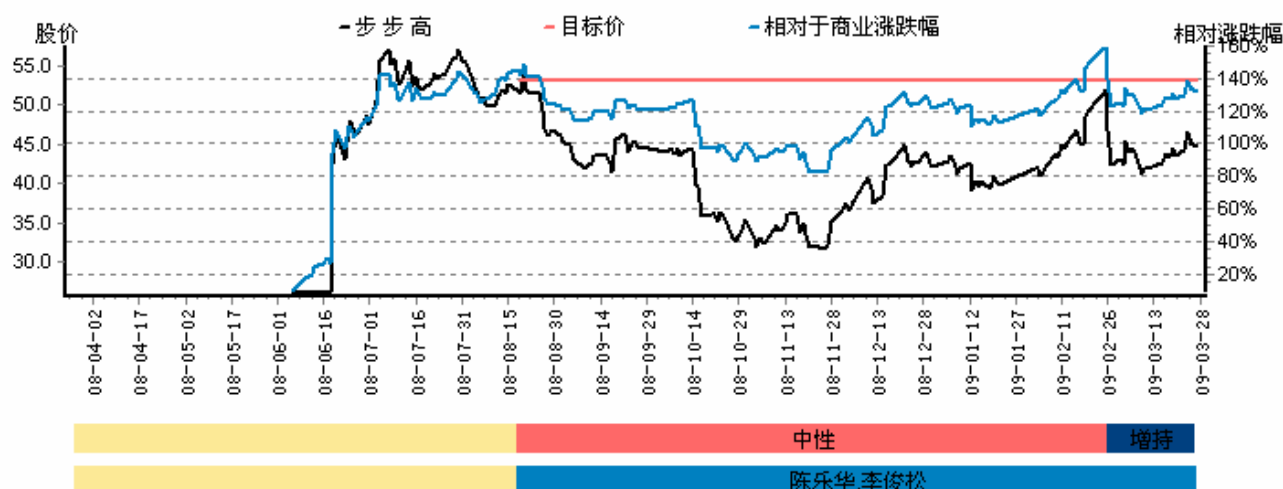
我国宏观经济增速以及零售行业的景气度能否在下半年出现我们所预期的好转还存在不确定性，公司可能因为受制于行业景气度的下滑或其他不可抗因素而出现新开门店数量再次低于市场预期情形；另外，公司目前的估值水平较高，其估值水平可能随着行业整体估值水平的下降而出现下降。

表 3：公司盈利预测表

	2008A	2009E	增长率	2010E	增长率	2011E	增长率
一、总营业收入	5,201.35	6,627.03	27.41%	8,298.37	25.22%	10,061.78	21.25%
二、总营业成本	4,995.42	6,365.74	27.43%	7,954.82	24.96%	9,635.16	21.12%
营业成本	4,175.34	5,319.52	27.40%	6,655.29	25.11%	8,059.48	21.10%
主营业务税金及附加	25.45	32.47	27.58%	37.34	15.00%	45.28	21.25%
营业费用	723.85	927.78	28.17%	1,136.88	22.54%	1,378.46	21.25%
管理费用	82.49	99.41	20.51%	124.48	25.22%	150.93	21.25%
财务费用	-15.37	-13.44	-12.55%	0.83	-106.17%	1.01	21.25%
资产减值损失	3.66	0.00	-100%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
投资收益	0.09	0.00	-100.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
四、营业利润	206.01	261.29	26.83%	343.55	31.48%	426.62	24.18%
营业外收支净额	7.32	7.00	-4.34%	7.00	0.00%	7.00	0.00%
五、利润总额	213.33	268.29	25.76%	350.55	30.66%	433.62	23.70%
减：所得税	50.12	65.32	30.33%	85.89	31.48%	106.65	24.18%
六、净利润	162.83	202.97	24.65%	264.66	30.40%	326.96	23.54%
减：少数股东权益	0.38	1.10	189.24%	1.30	18.18%	1.69	30.00%
归属母公司所有者净利润	162.83	201.87	23.98%	263.36	30.46%	325.27	23.51%
NOPLAT	140.52	182.53	29.89%	258.49	41.62%	320.97	24.17%
每股收益	1.20	1.49	23.98%	1.95	30.46%	2.41	23.51%
P/E	36.37	29.34	—	22.49	—	18.21	
P/B	4.20	3.72	—	3.24	—	2.79	

资料来源：中信建投证券研究发展部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

彭砚华：中信建投证券研究发展部总经理，消费行业首席分析师；
陈乐华：中央财经大学金融学硕士，2006 年 11 月进入中信建投证券研究发展部，现任批发零售贸易行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010