

挫折下梦想犹在 变脸以寻求突破

报告关键点：

今天我们再来看步步高，和一年前已今非昔比，整体战略已经发生了重大变化，但争做中国零售业的第一，依旧是步步高人的梦想。

报告摘要：

- 我们了解到，前三季度同店可比销售接近于零，其中三季度可比销售增长5%左右，这源于消费逐步回暖和基数较低的帐面效应。
- 上市之初，步步高及其创始人的激情和梦想、不懈的努力一直被大部分投资者所认可，尽管实际业绩低于预期。表面看，步步高转型是因为宏观环境，CPI等持续低位徘徊。我们认为有更深层次的原因——超市业务遭遇挫折。
- 步步高超市遭遇挫折：江西业务难以改观，国美撤出使扭亏更加困难，关店成为必然；外资超市特别是沃尔玛等在中等城市、中小城市度过了最初的适应期渐入佳境后，公司面临更大竞争压力；生鲜变革也没有达到预定的目标。
- 整体战略已经发生了重大变化，美采平价、百货业务、购物中心业务快速发展，超市业务在Noel团队到来后面临新的调整。
- 美采平价是成功的业态创新，填补了百货公司高档化后市场需求的空白，服装外贸出口企业成为价廉物美的供货商。目前成为成长最快的业务，明年门店数达到8-9家。湘潭美采净利润率9%以上。买手制保证了激励和灵活，价廉物美保证了较高的坪销。
- 湘潭购物中心，公司集投资管理运营为一方，运作成本较低。我们估计年运营成本在6000万左右，因此风险相对较小，培育期较短。
- Noel团队有利于弥补步步高作为本土起家的内资超市经营管理上的先天不足，即使起初难免水土不服，但无疑将推动整体经营管理水平上一个新台阶。
- 公司越来越走向重资产经营。这在中国长期看租金房价上涨、货币贬值的大趋势下，现金丰厚的企业适度走向重资产经营也是相对理性的选择。
- 明年净利润增长30%左右，主要来源于江西业务减亏、超市业务同店销售增长5-8%带来的盈利增量、美采平价和百货业务的贡献。
- 今明两年PE39倍和30倍。估值一直处在行业高位，这是卓越管理层的溢价。
- 风险：公司发展战略有些模糊，超市和购物中心的发展仍需密切观察。但鉴于领导人的执行力、凝聚力和市场观察力，我们对公司的长期发展谨慎乐观。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,184.4	5,201.3	5,877.5	6,994.2	8,533.0
Growth(%)	32.0%	24.3%	13.0%	19.0%	22.0%
净利润	123.7	162.8	174.9	227.0	292.0
Growth(%)	41.4%	31.7%	7.4%	29.8%	28.7%
毛利率(%)	19.5%	19.7%	19.5%	19.6%	19.7%
净利润率(%)	3.0%	3.1%	3.0%	3.2%	3.4%
每股收益(元)	0.46	0.60	0.65	0.84	1.08
每股净资产(元)	1.49	5.22	6.26	6.93	7.90
市盈率	54.5	41.4	38.5	29.7	23.1
市净率	16.7	4.8	4.0	3.6	3.2
净资产收益率(%)	30.9%	11.6%	10.9%	12.7%	14.4%
ROIC(%)	86.4%	72.1%	63.1%	19.0%	22.1%
EV/EBITDA	10.2	8.5	23.2	18.3	14.0
股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	0.4%

评级：
中性-A

上次评级： 中性-A

目标价格： **26.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 24.00 元

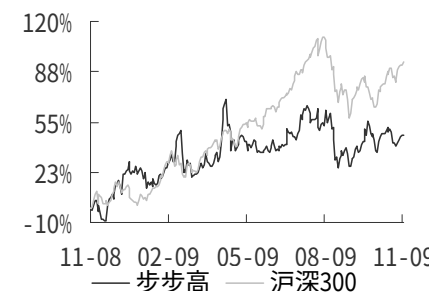
现价： 25.45 元

报告日期： **2009-11-10**

市场数据

总市值(百万元)	6,880.66
流通市值(百万元)	2,099.99
总股本(百万股)	270.36
流通股本(百万股)	82.51
12个月最高/最低	21.62/59.78 元
十大流通股东(%)	29.16%
股东户数	25,245

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.06)	(4.96)	(46.49)
绝对收益	3.03	(6.70)	46.83

研究员

吴美萍 高级行业分析师
 021-68765936 wump@essence.com.cn

前期研究成果

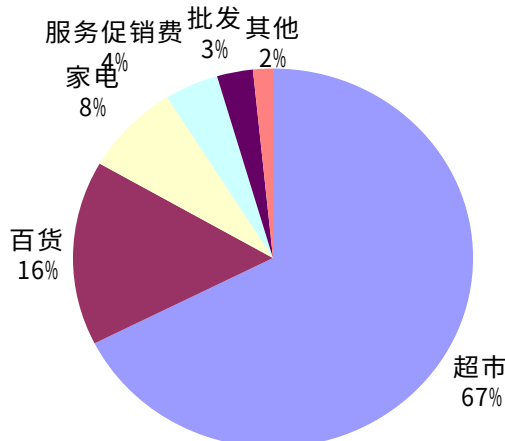
- 步步高：一季度是盈利增长低点 2009-04-27
- 步步高：增速下滑 潜力犹在 2009-02-26
- 步步高：善战的超市湘军 2008-11-12

1. 步步高超市业务的发展受挫

步步高及其创始人的激情和梦想、不懈的努力一直被大部分投资者所认可，尽管实际业绩往往低于预期。

从 08 年下半年开始，步步高一直在寻求转型和突破。特别是在超市业务方面。我们知道，步步高超市业务是主要的业务，占整体收入的 70% 左右（服务促销费其实也主要来源于超市）。

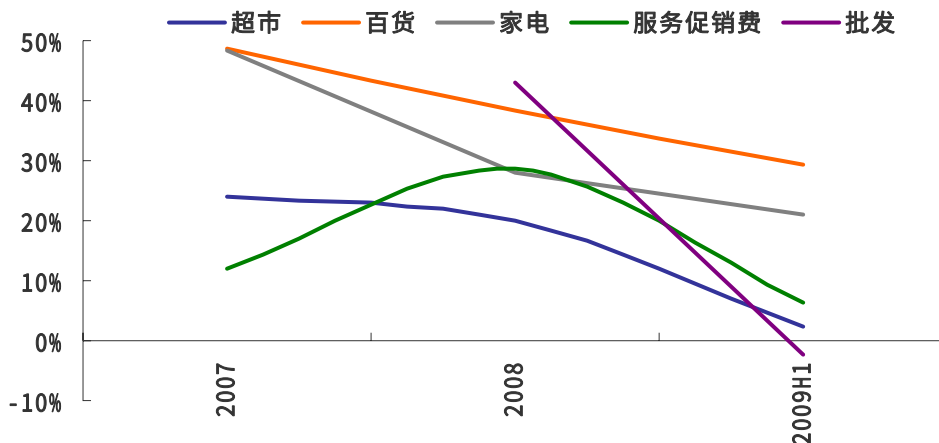
图 1 2009 年中期步步高营业收入构成



资料来源：公司业绩报告 WIND

但是，步步高超市业务在 09 年发展明显放缓。

图 2 2007 年以来公司各项业务收入的增长



资料来源：公司业绩报告 WIND

从表面上看，步步高转型是因为宏观环境，CPI 等持续低位徘徊。实际上，这仅仅原因之一，这一宏观环境对所有超市企业都是一样的。我们认为更主要的原因在于：

1.1. 江西超市业务迟迟不能突破

江西业务面临洪客隆、南昌百货大楼等地地头蛇的强力阻击，同时自身规模弱小，网点位置一般。

公司原寄希望通过湖南供应链的覆盖实现江西业务的突破，但由于中国上游供应商本身的地域分割和中国物流成本的高昂，以及促销资源的无法随着湖南供应链的覆盖分配到江西导致江西店长和区域经理并不认同这一做法，因此湖南供应链覆盖最后不了了之也是预料之中的事情。

其实，步步高对江西业务是有两手准备的，一方面湖南供应链强势覆盖，另一方面通过转租给国美减亏——这一举措怎么看都像是业务的收缩，并且从我们的实地走访看，很多网点都是好位置转租给国美。但这一收缩依然遇到了挫折，09 年国美的江西业务大举关店或者减租，显然这影响到了步步高这一二房东。因此，今年上半年，步步高在江西关闭了 3 家门店就不足为奇了。

1.2. 外资超市在中小城市的业务渐入佳境，对步步高形成较大压力

外资超市特别是沃尔玛等在中等城市、中小城市度过了最初的适应期渐入佳境后，步步高面临较大的竞争压力。

截止 2008 年底，主要的外资超市在湖南有 18 家门店。其中沃尔玛（包含好又多）有 8 家，并且沃尔玛在湖南的二三线城市也有 4 家网点，湖南的二三线城市成为沃尔玛进军中国中小城市的典范。

表 1 2008 年底外资超市在湖南的网点分布情况

	长沙	岳阳	娄底	郴州	株洲	常德	合计
沃尔玛	3	1	2	1			7
好又多	1						1
家乐福	3				1		4
麦德龙	1						1
大润发	2					1	3
卜蜂莲花	1					1	2
合计	11	1	2	1	1	2	18

资料来源：安信证券研究中心 联商网

其中，娄底已经成为沃尔玛进军中小城市的一个缩影。沃尔玛在 07 年娄底连开两家门店，分店数成为仅次于长沙的湖南城市这一。其中娄底第二家分店大汉路店是沃尔玛在中国的 100 家分店，中国商务部副部长姜增伟和正在中国访问的美国商务部长古铁雷斯出席了在北京举行的庆祝仪式，沃尔玛中国总裁兼首席执行官陈耀昌表示：“娄底新店的开业处于沃尔玛在中国发展的一个特殊时机，它为我们服务于中小城市的顾客提供了机会。”

表 2 截止 07 年底沃尔玛在湖南的门店分布和开业时间

城市	店名	地址	开业时间
长沙	长沙高桥分店	雨花区马王堆乡火星大道中南摩尔国际商城地上第一层至第三层	03 年 6 月
	长沙黄兴南路分店	湖南省长沙市黄兴南路 443 号万达广场	05 年 11 月
	长沙雨花亭分店	湖南省长沙市韶山中路 421 号长沙深国投商业中心 2-3 层	07 年 12 月
岳阳	岳阳巴陵中路分店	湖南省岳阳市巴陵中路泰和商业广场	05 年 12 月
娄底	娄底大汉路店	娄底市娄星区大汉路五江建材家居城地上第二至四层	07 年 12 月
	娄底春园分店	湖南省娄底市氐星路春园商业步行街负一层(娄底市体育管对面)	07 年 3 月
郴州	五岭广场店	湖南郴州市五岭新天地	08 年 3 月

资料来源：安信证券研究中心

应该说，外资超市进入湖南，特别是进入湖南中小城市，同样需要一定的适应期和培育期，但是外资超市在税收优惠、日用品品类经营、整理经营管理水平、以及资金实力等方面的优势还是非常显著的。

比如步步高株洲的国安店，即面临家乐福的直接竞争，尽管最后国安店通过业务调整并收入并没有减少，但其实缩减了超市业务，增加了百货业务而达到的；步步高娄底的银海店，也面临沃尔玛的竞争，沃尔玛凭借 2 家门店，无疑已经奠定了在娄底的龙头地位，步步高银海店，也更加突出了百货业务。

但是，我们并不认为，步步高这样的内资超市就没有生存空间。正如我们在报告《步步高：善战的“超市湘军”》所言，步步高是一个战斗力和凝聚力特别强的企业，并且步步高已经在湖南的二三线城市具备了很强的规模优势。只是我们认为，外资超市进军二三线城市并逐步成熟，必然会对步步高内资超市的经营形成较大压力。

1.3. 生鲜变革暂时还不能成为步步高在长沙实现突破的利器

而外资超市云集的长沙，阻碍了步步高超市在长沙业务突破。步步高希望借助生鲜变革与外资超市和新一佳等长沙强势超市企业对抗。但正如我们在《步步高：善战的超市湘军》中所言，“从步步高目前的门店分布情况和面临的竞争环境看，要成为第二个福建永辉，还有一段路要走。步步高的网点集中度还不够，特别是在比较容易发挥规模优势的湖南一线城市长沙、株洲等地的网点还不够，而在中小城市和县级城镇，生鲜经营的规模优势不能发挥，且中小城市本身生鲜业务的产业链条短，超市公司的产业链中整合空间也比较小，和菜市场竞争更加困难。”生鲜改革增加了很多人力成本，但要确保价格优势毛利率过低，因此并不受到基层管理者的欢迎。从目前来看，生鲜改革也不能说是顺利和成功的。

我们看到，08、09年步步高在长沙也少有作为，目前长沙的项目中，倒是有一个河西百货项目，经营面积高达8万平方米。

2. 创新、变革，中国零售业的第一依旧是步步高的梦想

今天我们再来看步步高，和一年前已今非昔比，整体战略已经发生了重大变化，但争做中国零售业的第一，依旧是步步高人的梦想。

从目前的战略看，超市业务的发展正在等待新的首席执行官的定夺、步步高的新涉及的业态——12万平方米的购物中心即将开业、步步高创新业态美采平价已经开设了3家。下面我们分业务讨论。

2.1. 美采平价——成功的业态创新，湘潭美采净利润率达到9%以上

美采平价，目前已经开设了3家，分别位于湘潭、宜春和上饶。我们了解到，今年还有可能再开一家，明年计划开4-5家。可见，美采平价已经成为公司成长最快的业务之一。

2.1.1. 美采平价产生的背景

任何一个新的零售业态，能够为在激烈竞争的市场中发芽和成长，必然是更好的适应了消费者需求，具备独特的竞争优势。美采平价的产生同样如此。

我们认为美采平价产生的背景主要是：

1、服装外贸出口企业出口订单受阻

步步高去年中期即有做大超市服装业务的想法，主要是将大卖场中的服装经营单列出来经营，增加品类，扩大经营面积，增加外贸服装。2008年4季度，全球金融危机爆发，服装外贸出口企业订单受阻，步步高董事长王填开始和部分出口加工企业接触。09年4月，王填应邀参加了广交会，并了解和结识了很多服装出口加工企业。回湖南一月余，美采百货即首次现身于湘潭。我们不能不佩服王填对敏锐的市场洞察力和快速的市场反映能力和强有力的执行力。

2、百货公司经营越来越高档化

近年来，百货公司的经营越来越高档化。从零售的业态轮换理论看，一个业态由于竞争激烈，会越来越重视服务、装修等，这导致这一业态的成本逐步提高。从而导致新的低成本业态的出现。大卖场本质上而言就是百货业升级后的产物。

但是大卖场是一个综合性业态，对于百货公司升级后留下的市场空白并不能完全弥补，大卖场里面的服装一般而言品类少，不具备时尚性。

整体而言，百货公司的升级留下了平价服装需求的巨大市场空白。很多消费者也许会到外贸小店、服装市场、淘宝上去淘衣服，但这些零售店铺要不规模太小，要不过于杂乱，要不实物体验，并且在商品品质和售后服务上也难令人满意。

应该说，美采平价这一业态的出现很好的填补了市场空白，商品价廉物美、购物环境中上、商品品类丰富、品质和售后服务有保证。

2.1.2. 美采平价和其他服装经营实体的区别

和美斯特邦威这类服装制造商的门店相比，美采平价由于采购面更广，经营面积更大，因此经营上更加灵活，消费群体更加广泛，相对库存风险也更小。

表 3 美采平价和其他服装经营实体的区别

	美采平价	大众百货	美邦门店	超市服装业务	服装市场
经营模式	买断，商家买手采购，款式品类买手决定	联营为主，厂家自己决定款式品类	加盟和自营店均有，大部分为加盟店，加盟店有一定的采购权	买断，商家买手采购	商户个体经营
经营面积和品类	3000 平米左右，品类丰富	一般均在 1 万平方米以上，品类丰富	大部分面积小，一般均在 1000 平米以内，品类较少，细分市场	一般都在数百平米内，品类少	面积有大有小
品牌	强调商家品牌，弱化厂家品牌	诸多供应商品品牌	单一品牌	一般不强调品牌，少数知名品牌	杂牌或者假冒名牌
陈列	按品类陈列	按品牌陈列	按品类陈列	按品类陈列	陈列比较杂乱
营业员	商家营业员，商家自己决定促销	厂家派驻营业员，厂家商家联合促销	商家营业员	商家营业员	商户个体经营
单价和定位	物美价廉，目前单价 80 元（夏季秋季），商品定位偏中低端	单价一般较高，取决于百货公司的定位和品牌定位，定位中高端	物美价廉，商品定位为流行休闲服饰，年轻人为主要消费群体	单价较低，物美价廉，中低端定位	单价较低，可讨价还价
环境和服务	购物环境中上，售后服务好	购物环境和售后服务好	购物环境一般，售后服务好	购物环境和售后服务一般	购物环境和售后服务均较差
库存管理和风险	需要良好的库存管理，有一定的库存风险	没有库存管理，没有库存风险	需要良好的库存管理，有库存风险	有库存风险	由于商家规模小，库存风险较好控制

2.1.3. 湘潭美采利润率的估算

湘潭美采平价 3000 平米左右，采取的是买手制，目前有十几个买手，35%直采，65%从批发商手里采购。买手考核非常严格，因此基本可以做到激励到位。

湘潭美采平价自己贴牌，客单价 80 元，目前客流单日 1500 人左右，月销售额 300-400 万之间（我们认为，冬季的月销售额可能还会更高一些）。毛利率 30%以上，员工有 190 个左右；湘潭店店长原来负责超市卖场的服装品类，他认为美采平价的服装经营相比超市服装，品类更加丰富、反映更加迅速、专业水平更高，同时与百货店相比盈利模式不一样，与高端百货错位，物美价廉。

对于我们一直担心的库存管理和库存风险问题，店长认为，由于毛利率高，买手激励和责任到位，从目前情况看，库存压力并不大。

按照以上数据计算，湘潭店的平销可能接近 1.5 万/平方米年，应该说平销是比较高的。一个月毛利在 100 万左右（月销售额 350 万元毛利率 30%），扣除人工成本 20 万（按 1000 人每人计为 19 万），租金 15 万（按照 50 元/平米月计算），加上其他一些费用（合计 50 万左右），一月的税前利润 50 万，这样一年也就是 600 万的税前利润、450 万左右的净利润。如此计算，净利润率达到 10.7%。考虑到年底买手和店长的额外激励，我们认为，美采平价的净利润率达到 9%应该没有问题。这一净利润率水平是应该说达到了非常成熟的物业成本很低的百货商场的水平。从这一角度看，美采平价的模式是成功的。

从目前看，美采平价在发展之初，还是呈现单体式发展，由于每家店面买手单独采购，规模化效应并不明显。但这适应了各地消费者差异化的需求，也有利于买手的激励和考核。

美采平价是业态创新，但这一模式要模仿并不困难。

2.2. 湘潭购物中心——集投资管理运营为一方，运作成本较低

湘潭购物广场是步步高的核心门店。08 年收入在 4 亿元，年净利润 3000 多万元。今年 5 月底，湘潭购物广场暂时停业扩建。项目投资 3.6 个亿左右，扩建后建筑面积达 12 万平方米，成为集百货、超市、餐饮、影院等娱乐设施为一体的购物中心，其中百货 1-6 层，超市负一楼，餐饮分两块，国际特色的餐饮基本联营，自营的餐饮有点类似美食广场；电影院为横店投资；计划于 12 月 24 号开店。计划引进宝姿、雅格诗丹、资生堂等高档品牌。

公司对这一项目寄予厚望，公司的目标是 2010 年实现与 08 年相当的净利润。我们认为，这可能会有些难度。毕竟，从大部分购物中心的发展看，由于投资较大，需要较长的培育期。我们了解到，大洋百货已经在湘潭开店，实地走访感觉品牌等方面都还不错，步步高将面临大洋百货的竞争。步步高购物中心作为综合业态有一定的优势，但在百货的品牌引进和管理方面，大洋无疑是具有一定优势的。

但是，我们认为，也不需要过于悲观。和大部分购物中心的营运不一样的是，公司是购物中心的投资方、同时也是运营方，且公司具备零售经验，所在位置也是相对成熟的商圈。从投资额看，这一项目的总投资只有 3.6 亿元，按 25 年摊销计，每年只需要增加折旧费 1400 万元，12 万建筑面积我们估计一年的水电费 2500 多万，这些是费用的大头，整体而言，我们估计年运营费用基本可以控制在 6000 万左右（第一年个年度可能会高些，因为有些开办费会在 09 年底和 2010 年确认）。

2.3. 超市业务——Noel 的新团队同样富有梦想和激情

2.3.1. Noel 具有深厚的零售管理经验

今年超市业务发展非常缓慢，到 3 季度止，关闭 4 家新开 6 家，据悉，年内也没有新店开出。显然，在生鲜改革没有进展、江西门店扭亏困难、超市整体盈利增长放缓的情况下，步步高超市业务发展放缓，另一方面，步步高也是一直在等待 Noel。这是谨慎的表现。

10 月中旬，公司发布公告，聘请 Noel 担任超市事业部首席执行官。我们在调研中了解到，目前董事长已经把超市业务权力全部下放给 Noel 团队。

Noel 团队包括来自法国、西班牙、英国、新西兰、印度尼西亚、菲律宾、加拿大等 8 大国家的 12 名国际零售业精英。这 12 名外国人将以一个整体团队的形式植入到步步高超市业态的高级管理层。据介绍，这个团队的核心人物、团队召集人 NOEL 先生，曾是玛泰哈利（Matahari）零售事业部的 CEO。加上此前从家乐福、沃尔玛的挖来的两名高管，步步高超市业务形成了 14 名外籍高管组成的团队。

Noel 具有深厚的零售业管理经验，1991 年—1994 年：澳大利亚 Coles 超市集团总部市场及采购总经理；1994 年—1996 年：印度尼西亚 Wicaksana 集团执行副总裁；1996 年—2000 年：印度尼西亚 PT Hero 超市首席运营官；2000 年—2003 年：马来西亚 TopsRetail Sdn Bhd（阿霍德子公司）超市首席执行官。2003 年—2009 年 9 月：印度尼西亚 Matahari 集团食品零售事业部首席执行官。

Matahari 是印度尼西亚最大的综合性集团之一，由 Noel 带领的团队曾让这个濒临破产、倒闭的公司在三年内扭亏为盈，重振威风，并且成长为目前亚太地区最优秀的零售商。

2.3.2. Noel 团队同样富有激情和梦想

我们附了一份 Noel 的就职演说，主要是想说明，Noel 的团队正如步步高团队的一贯的风格，充满激情和梦想；同时，Noel 把步步高作为其事业的最后一站，且以 Noel 的 39 年零售业经历和印尼和中国相对比较接近的文化，我们认为，将能迅速提高步步高超市的经营管理水平。

据了解，由 NOEL 先生领导的 Matahari 的经营特点是：先进的业态管理模式，比如在大卖场的业态管理上，讲究快进快出，出量大，客源多；在社超的业态管理上，则讲究价格平稳，服务质量要求极高，注重氛围营造。

从我们初步的沟通情况看，今后的新开门店要向紧凑型卖场的方向转变，提高坪效。新店将按照新的理念来陈列和管理，根据步步高公司管理层去印尼考察的结果，印尼 2500-3000 平米的店和步步高目前 5000 平米的店销售接近，也就是坪效要高出接近一倍。对于江西的门店，Noel 团队也刚刚考察完毕，原来步步高董事长想通过超市+平价百货+家电的业态组合（转租给国美）和湖南供应链的覆盖来挽救江西，现在 Noel 团队可能对门店有不同的方案。

2.3.3. Noel 团队无论能否达成目标，我们拭目以待

据悉，公司给新团队的目标是年盈利复合增长率为 30%。

我们并不怀疑，这 14 个外籍人士组成的团队，会经历一段磨合期，毕竟，中国上游供应商的状况、物流成本、商业文化、政策环境、竞争状况、消费习惯等和国外有很大差异。

但是，“零售是细节”，尤其对超市行业而言，其实需要非常精细化的管理。个人认为，大型超市其实是零售技术要求最高的子行业，也就因此，外资超市在经营管理上的优势得以体现，因此大型卖场整体而言，外资超市占据竞争优势。尤其在一线城市，外资大卖场基本占据了 80% 左右的市场份额。

表 4 部分大城市外资大卖场的数量（截至 2008 年底）

	上海	北京	重庆	天津	深圳	广州	武汉	合计
沃尔玛	3	6	4	2	12		2	29
好又多	10	4	3		4	16	2	39
家乐福	19	11	4	5	8	5	5	57
麦德龙	4	2	1	1	1	1	2	12
大润发	10			1	1	1	2	15
卜蜂莲花	21	8	2	4		3	3	41
易买得	11	1		3				15
永旺吉之岛		1			5	2		8
乐购	18	2		5	1	1		27
欧尚	5	3						8
合计	101	38	14	21	32	29	16	251

资料来源：安信证券研究中心 联商网

我们认为，Noel 团队的经验，尤其是和外资超市竞争或者在外资超市的工作经验，有利于弥补步步高作为本土起家的内资超市在经营管理上的先天不足，比如品类组合、商品陈列、库存管理、价格促销等等方面。因此，即使 Noel 团队的管理可能会遭遇一些困难，但是对于步步高的未来发展，无疑会有很大的推动作用。

3. 盈利预测和投资评级

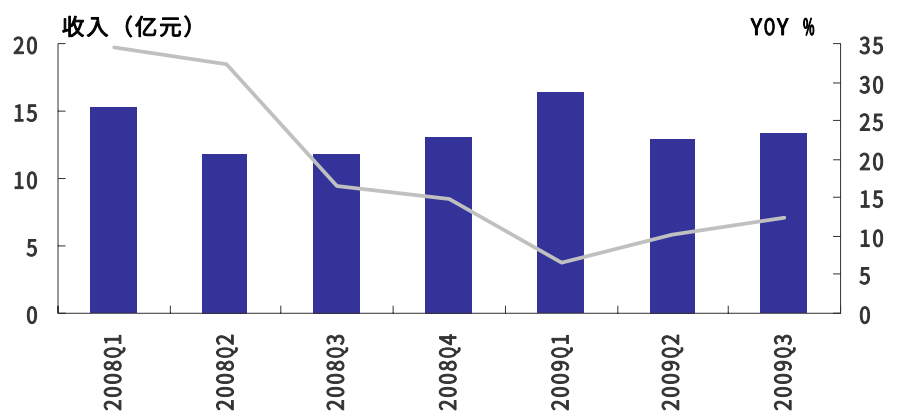
3.1. 3 季报简要分析

前三季公司实现营业收入 42.6 亿元，净利润 1.25 亿元，同比增长 9.4% 和 1.9%。其中第三季度收入和净利润分别增长 12.3% 和 -8.8%。收入逐季加速增长。前三季每股收益 0.46 元，每股经营性现金流量达到 1.35 元。

5 月底公司盈利最好的门店之一自有门店湘潭店全面停工扩建，这是 3 季度净利润下滑的重要原因。该门店一年盈利在 5500 万左右，我们估计停业造成 3 季度利润减少大约 700 万左右，剔出这一因素，三季度的净利润增长应该在 22% 左右（08 年 3 季度诸多门店停业改造，本身基数较低），前三季度净利润增长 7.2%。

我们了解到，前三季度同店可比销售接近于零，其中三季度可比销售增长 5% 左右，这源于消费逐步回暖和基数较低的帐面效应。

图3 08年以来季度收入及其增长



资料来源：安信证券研究中心

我们了解到，前三季度同店可比销售接近于零，其中三季度可比销售增长5%左右，这源于消费逐步回暖和基数较低的帐面效应。

截至到3季度，公司门店总数105家，较去年年底新增6家门店。其中超市新开6家门店，关闭4家；新开1家百货和3家美采平价。

表5 2004年以来步步高门店情况

年份	营业面积 (万平方米)	门店总数	超市店	百货店	美采	电器店
2004	20.53	34	29	4		
2005	34.82	49	42	6		1
2006	50.25	68	59	8		1
2007	62.5	87	76	10		1
2008	75.76	99	84	13	0	2
Sep-09		105	86	14	3	2

资料来源：公司业绩报告 上市公司调研

公司今年新开门店较少，截至3季度仅新增2家超市、1家百货、3家美采平价。我们了解到，年内公司可能还会新增2家百货（衡阳店和永州店），1家美采，湘潭购物中心也将于12月24日开业。

由以上投资我们发现，公司面对丰厚的现金流，在经营方面越来越走向重资产经营。这在中国长期看租金房价上涨、货币贬值的大趋势下，现金丰厚的企业适度走向重资产经营也是相对理性的选择。

3.2. 盈利预测和投资建议

由于湘潭购物广场将继续停业，扩建后的购物中心要到12月24日才开业，同时年内超市业务也没有新店开出，百货可能会新开两家，美采年内新开一家，但年底开店对全年的收入贡献将较少，开办费计入可能会影响当年盈利。因此，我们对今年的盈利预测比较保守。估计全年收入增长13%，净利润增长7%左右。

2010年的盈利预测，具有相当的不确定性，首先要看湘潭购物中心的运营情况，其次超市业务的开店和重整情况。我们预计美采和百货将继续保持不错的增长。由于明年通货膨胀压力较大，加之湘潭购物中心和美采平价、百货业务的增长，我们预计明年收入增长在18%左右。

我们预计明年收入增长19%左右，净利润增长30%左右，即会有5200万左右的净利润增量。主要来源于：1、江西业务减亏一半，即亏损1500万，减亏1500万。今年江西业务继续亏损3000万，其中部分来源于关店的损失，亏损门店的关闭也有利于明年的减亏；2、超市业务在宏观经济趋暖、通缩走向通胀的背景下，同店增长有望从今年的0附近提升到5-8%附近，因此超市业务除了江西减亏1500万外，我们估计增加盈利1500多万并不困难；3、美采平价贡献盈利增量1000多万左右；4、湘潭购物中心我们假设2010年的情况和09年接近，即没有盈利增量；4、公司快速发展的百

货业务，贡献盈利增量 1000 多万元。如此匡算，明年每股收益 0.84 元。

按目前股价计，2009、2010 年的 PE 分别为 39 倍和 30 倍。估值处在行业较高水平，给与中性-A 的投资评级。公司估值一直处在行业高位，主要原因在于投资者对于步步高卓越的管理层的信心和认可，这是一家值得重点跟踪和关注的公司。

附：Noel Trinder 先生发言摘要

你好！我在中国首先就学会了这句话。首先，我将几位与我一同过来的成员介绍给大家。步步高是一个团队，你们是这个团队的一部分，他们几位也是这个团队的一部分。说到一个团队就会联想到目标，我们平时说是一个梦。加上董事长和海霞，我们共同的梦就是将步步高做成中国第一的零售商。

我在零售业服务达 39 年了，跟你们说实话，我其实已经感到很疲倦了。所以，这次应王填董事长之邀——将步步高做成中国第一，是接了一副很重的担子。我清楚我们能达成这个目标，但靠我们是不行的，只有与你们在一起，才能将步步高做成第一！我想问一个问题：你觉得步步高可以成为中国第一吗？

你们的回答是 YES！这很好，关键是自己要相信，只有这样，梦想才能实现。刚才董事长坦陈心迹，说他虽然有这个梦想，但内心深处还有些许担心，可是，至少他内心有这个梦。今天，我们走到了一起，他的这个梦会实现，我很有信心。

我是怀着非常激动的心情来到中国的，今年 12 月份我就满 55 岁了。这里是我职业生涯的最后一站，也是最好的一站。中国将是世界上零售业里最大的市场，这里有着两万亿的市场份额，印度尼西亚的零售市场也不过是五千亿，所以我们可以想象这边的机会。在 8 个月前，我完全没有这个概念，来中国考察的时候，步步高是我的第一站，紧接着我用了三个月的时间去参观其它的中国零售商，了解中国市场的机会，我们去了 9 个省，凭我的了解，我觉得步步高是很可能成为中国第一的零售商。因为一个公司要成为第一的话，一定要有人相信，王填是一个具有坚定信念的领导，他在不断追求一个又一个完美的梦，在他欢迎我来步步高的时候，也有其他的公司邀请我，但是最终是王填赢得了我的心，所以说今天我拥有了一颗步步高的心。

我不是中国人，我的太太是中国人，她讲福建话或者华语，所以我的孩子很会说中文，所以我的心在中国。你知道吗？我来中国是要向中国学习的，原本是我是想要在中国找到合作伙伴。我现在还在管理着印尼的公司，今天的 Matahari 是我一手创建的，所以离开是非常的困难，我必须将这个孩子完美的交给公司。

我是从 14 岁就开始工作，50 年来我从来没有停止过工作，没有一天请过假，这是一段很难忘的人生历程。在澳大利亚时，32 岁的时候公司就派我去新西兰，我当时是派出国的成员中最年轻的一个。得知步步高的梦想，我很理解，因为在澳大利亚我曾是一个年轻的小伙子的时候，当时那个公司的 CEO 来到我的办公室，他问我：“孩子，你将来打算做什么？”我看着他：“先生，我要你的那份工作，我要成为你公司的 CEO。”后来，32 岁时的梦想果然成真，有时候脱口而出的想法定会成为现实，因为我一直相信自己！王董事长的梦是将步步高做成第一，我的梦也是将步步高做成第一，如果你的梦也是将步步高做成第一的话，很多时候你就会不由自主表明心中的愿望。

我们平时同样一句言语不同的表达方式就会产生两种结果，即建设性和摧毁性，而作为公司的一员，你有两种选择，如果选择后者，就会扼杀一些积极向上的势头；如果选择前者，即积极主动去表达建设性的观点，效果就截然不同。我们必须尽快作出明智的选择，不能犹豫彷徨，我希望你今天必须作出抉择选择“建设性”——和我一起工作，将步步高的梦想实现。

明年我们的预算对比今年可能会更高，可能与现实会有一定的差异，这是因为它是一个目标，我们不必心急也不必害怕。步步高的利润增长和其他领先国家的同行相比，是非常优秀。尽管与国际上先进的零售企业相比，步步高的运营管理存在一些问题，需要帮助，我们完全能克服这些不足。让我们一起展望未来，在 2014 年，那个时候我们的销售可能达到 200—300 亿，如果四、五年内可以将销售提高 4—5 倍的话，我们的利润一定会是很刺激的结果。总之，步步高成为中国第一不是梦。

昨天晚上我们一点钟才睡觉，我们在讨论步步高，商讨这三个月的工作计划。一是做出公司的计划和战略；二是做出 2010 年的预算。17 号一早我们要去参观门店，第一站是江西各门店，然后是湖南各门店，在与同事们见过面之后我们再回来总结，以确认将来的目标。

不要担心你们的工作，有时候改变意味着痛苦。就像这次接受了王填先生的邀请来到中国，我其实不需要来这边的，因为，我从来没和家人分开过，可是我必须要有个选择。为此，我的家人第一次住在了上海，而我住在湘潭。我那个 3 岁的小孩每天都在问：爸爸去了哪里？但我们要乐于接受改变，并且要将这种改变看成一个好的机遇，立足长远，你可以看到步步高更美好的将来。可以去考虑，五年或十年之后，我们在哪里，三十年后我们又在哪

里？然后你会领悟到今天接受这个改变，是人生的一次重大突破。

我们的公司在成长，每个人都有机会，都可以分享利益。我将一视同仁，将来给你的奖励的时候是因为你的业绩。所以，当然我们会作出一些改变，可是我请你相信，这种改变是好的。你知道吗？我们每一位员工肩负着神圣的责任，谁是步步高？今天的步步高有多少员工？5年后，我们会有40000人，10年后我们会有80000人。

我们有一个责任，必须打造一个成功的公司，一个公司如果有发展，有利润，它就能照顾人民。我们不能只考虑自己，每一位主管都要懂得服务好下属，我的工作就是为你们服务，我们要一起实现梦想，希望你们帮助我。对于将来需要作出的种种改变，我希望你们欢迎这种改变。虽然有时候你会不认可我的做法，但是我希望你支持我，给我一些好的建议。

步步高是一个很好的公司，其实我很感慨，董事长夫妇是如何将公司带到今天的？世界上没有几个人能建立这样的业绩。在过去，你们可能看到有一些往来于公司的管理层，你们不要推测我今天来了很快就会离开，实际上我已下定决心留在这边完成我的任务。欢迎大家和我一起工作，还有广大的股东与我一同将步步高做成中国第一。从今以后，我会和各位高管作进一步交流，一起讨论战略方向，我会非常坦诚的、透明的和你们一起讨论。今天是我的第一天，非常感谢！

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2009-11-3	
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,184.4	5,201.3	5,877.5	6,994.2	8,533.0	成长性					
减: 营业成本	3,368.5	4,175.3	4,734.3	5,623.4	6,852.0	营业收入增长率	32.0%	24.3%	13.0%	19.0%	22.0%
营业税费	17.4	25.5	28.8	34.3	41.8	营业利润增长率	63.1%	26.8%	19.2%	29.8%	28.7%
销售费用	568.5	723.9	793.5	937.2	1,130.6	净利润增长率	41.4%	31.7%	7.4%	29.8%	28.7%
管理费用	60.5	82.5	97.0	115.4	138.2	EBITDA 增长率	32.4%	15.9%	1.3%	25.6%	28.1%
财务费用	1.3	-15.4	-22.0	-35.0	-40.0	EBIT 增长率	59.4%	16.4%	17.2%	26.9%	30.4%
资产减值损失	5.8	3.7	0.4	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	39.7%	17.4%	13.4%	26.9%	30.4%
加: 公允价值变动收益	-0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	40.7%	29.5%	320.6%	12.2%	9.4%
投资和汇兑收益	0.1	0.1	-	-	-	净资产增长率	63.2%	249.9%	20.1%	10.7%	13.9%
营业利润	162.5	206.0	245.5	318.6	409.9	利润率					
加: 营业外净收支	5.7	7.3	-	-	-	毛利率	19.5%	19.7%	19.5%	19.6%	19.7%
利润总额	168.2	213.3	245.5	318.6	409.9	营业利润率	3.9%	4.0%	4.2%	4.6%	4.8%
减: 所得税	43.5	50.1	61.4	79.6	102.5	净利率	3.0%	3.1%	3.0%	3.2%	3.4%
净利润	123.7	162.8	174.9	227.0	292.0	EBITDA/营业收入	5.4%	5.1%	4.5%	4.8%	5.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	3.9%	3.7%	3.8%	4.1%	4.3%
货币资金	109.7	953.6	839.6	940.0	1,156.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	37	48	55	52
应收帐款	181.3	187.5	249.6	297.0	362.4	流动营业资本周转天数	-30	-28	-12	2	0
应收票据	0.3	-	8.1	9.6	11.7	流动资产周转天数	58	89	109	99	96
预付帐款	63.6	76.3	90.5	107.4	127.9	应收帐款周转天数	1	1	1	0	0
存货	425.6	549.4	581.4	675.2	785.3	存货周转天数	30	34	35	32	31
其他流动资产	4.0	12.9	16.7	25.7	38.0	总资产周转天数	110	145	176	170	162
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	15	16	42	61	55
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	0.1	-	-	-	ROE	30.9%	11.6%	10.9%	12.7%	14.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.3%	6.1%	6.0%	6.8%	7.4%
固定资产	494.4	568.1	989.8	1,163.3	1,319.8	ROIC	86.4%	72.1%	63.1%	19.0%	22.1%
在建工程	8.5	72.5	16.5	5.3	3.1	费用率					
无形资产	57.0	56.9	53.2	49.7	46.5	销售费用率	13.6%	13.9%	13.5%	13.4%	13.3%
其他非流动资产	161.7	195.7	224.7	257.4	307.4	管理费用率	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%
资产总额	1,506.1	2,672.9	3,070.1	3,530.6	4,158.6	财务费用率	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
短期债务	30.0	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	15.1%	15.2%	14.8%	14.5%	14.4%
应付帐款	800.5	942.3	1,024.7	1,186.3	1,407.9	偿债能力					
应付票据	60.3	79.9	77.8	92.4	112.6	资产负债率	73.2%	47.3%	44.8%	46.9%	48.7%
其他流动负债	172.3	240.4	332.1	440.8	572.7	负债权益比	273.7%	89.6%	81.3%	88.4%	94.8%
长期借款	40.0	-	-	-	-	流动比率	0.74	1.41	1.30	1.24	1.23
其他非流动负债	-	0.4	0.4	0.4	0.4	速动比率	0.34	0.97	0.87	0.83	0.84
负债总额	1,103.1	1,263.0	1,376.4	1,656.1	2,025.1	利息保障倍数	126.19	-12.41	-10.16	-8.10	-9.25
少数股东权益	3.6	4.4	12.1	22.3	35.3	分红指标					
股本	100.2	135.2	270.4	270.4	270.4	DPS(元)	-	0.09	0.13	0.17	0.11
留存收益	299.2	1,270.4	1,411.3	1,581.5	1,829.7	分红比率	0.0%	15.4%	20.0%	20.0%	10.0%
股东权益	403.0	1,409.9	1,693.7	1,874.1	2,133.5	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	0.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	124.7	163.2	174.9	227.0	292.0	EPS(元)	0.46	0.60	0.65	0.84	1.08
加: 折旧和摊销	100.4	121.5	43.1	51.3	59.1	BVPS(元)	1.49	5.22	6.26	6.93	7.90
资产减值准备	5.8	3.7	0.4	0.4	0.4	PE(X)	54.5	41.4	38.5	29.7	23.1
公允价值变动损失	0.1	-	-	-	-	PB(X)	16.7	4.8	4.0	3.6	3.2
财务费用	5.2	6.8	-11.3	-22.0	-35.0	P/FCF	54.2	208.8	-10.1	75.0	38.2
投资收益	-0.1	-0.1	-	-	-	P/S	1.6	1.3	1.1	1.0	0.8
少数股东损益	1.0	0.4	9.2	11.9	15.4	EV/EBITDA	10.2	8.5	23.2	18.3	14.0
营运资金的变动	73.2	64.3	29.2	88.9	120.5	PEG(%)	24.2%	23.5%	28.2%		
经营活动产生现金流量	315.4	349.9	234.9	344.5	447.4	CAGR(%)	2.3	1.8	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-192.8	-277.4	-408.5	-210.1	-210.1	ROIC/WACC	8.7	7.2	6.3	1.9	2.2
融资活动产生现金流量	-123.2	771.3	51.1	-10.4	10.8	REP	1.3	1.2	0.9	2.6	2.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA,毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034