



上市公司调研简报

批发和零售贸易

增 持 维 持

步步高 (002251)

2010 年 2 月 2 日

公司目前面临战略发展的关键时期，未来两年业绩或有望高速增长

2010 年 2 月 1 日收盘于 29.25 元
6 个月目标价：30 元以上（调高）

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
luying@htsec.com
021-23219403
批发和零售贸易团队：潘 鹤
panh@htsec.com
021-23219423
批发和零售贸易团队：汪立亭
wanglt@htsec.com
021-23219399

事件。2010 年 1 月 26-28 日，我们在湖南与步步高董事长王填先生、董事张海霞女士、董秘黎骅先生、证代师茜女士、财务总监杨芳女士等多位高管进行了交流，并实地考察了 09 年 12 月底新开业的步步高湘潭购物中心以及其地下一层的步步高现代超市广场店（1 月 28 日开业）。

09 年经营情况分析。公司超市经营情况在 09 年四季度进一步回暖，随着 CPI 的持续回升，公司同店增速提升较为明显，我们预计公司四季度超市同店增速或将达到 9% 左右；超市毛利率方面，预计四季度环比略有提高，江西区域门店在经过了一些调整（如价格设置体系调整）后，预计毛利率有所提升。

百货经营方面，公司 09 年尤其在下半年所开百货门店较多，包括新余店（3 万平米）、衡阳店（3 万平米）、永州店（4 万平米）以及 12 月底新开的扩建后的湘潭购物中心（12 万平米），因此预计 09 年公司百货收入占总收入比重或可达到 16-17%，大致在 10 个亿左右；此外，虽然我们预计公司百货业务毛利率会有所提升，但百货门店的密集开业也将在 09 年下半年带来较多的开办费用从而导致全年净利润增长有限。

我们认为 09 年是公司较为困难的一年，宏观经济的周期波动、上半年 CPI 的低位徘徊、大面积百货门店的密集开业以及湘潭购物广场半年左右的停业扩建等因素导致其全年业绩的释放受到压力；从目前情况看，我们预计公司 09 年业绩可能仅较 08 年略有增长。

虽然公司 09 年的业绩可能低于我们之前的预期，但我们认为这仅是暂时性的；从导致 09 年业绩压力的因素来看，从下半年开始国内消费环境已明显回暖、CPI 也开始稳步回升，而公司在二三线城市新开的百货门店以及扩建的湘潭购物广场也为其 2010 年及其后的收入规模和利润增长奠定了基础。

2010 年经营情况展望。我们预计 2010 年公司百货业务收入规模将有较大的增长，增速或可达到 60% 以上，百货收入占比也可能提升至总收入的 20%；在门店扩张方面，我们预计公司 2010 年将新开门店 20 家左右，由于 09 年下半年新开百货门店较多，同时其超市团队也已正式上任并开始实质性的实施阶段，因此我们认为其扩张将以超市门店为主，而百货门店可能仅在二三线城市或县城开 1-2 家。

在超市业务方面，新团队上任后的第一家 SUPERMART 业态中的现代超市广场店已于 1 月 28 日开业，而第一家 HYPERMART 大卖场也可能于 4 月份在长沙开业；从目前情况看，广场店在设计陈列、品牌引进等方面均有着较大的突破，但在后台跟进以及消费者接受度方面仍需要未来的进一步跟踪，我们保守估计公司超市收入在 2010 年可能会有 20% 的增长，而如果考虑到 CPI 的持续上涨以及改革后可能带来的较大的突破，我们认为公司超市业务在 2010 年仍有着较大的超预期可能。

综合评论和投资建议。综上所述，我们仍然维持之前对公司的判断，认为公司目前正处在一个较为关键的时期，其经营管理等各方面正经历着一个战略性的积极变化。公司在百货（大众综合百货）与超市业态的发展轮动节奏上已经有了较为成熟的把握；湘潭购物广场的开业将会对 2010 年及以后的百货业务提供业绩的重要支撑，同时其在二三线城市拓展的

请务必阅读正文之后的免责条款

大众综合百货门店经营状况（销售增速等）也大大好于行业平均水平，另外公司全部采用自采模式的“美采平价”百货店面也获得了一定成功，未来还将继续复制；公司超市业务在 09 年度过了最艰难的一段时期后，未来在新的管理团队的梳理下可能使其无论在规模增长、坪效提升以及综合毛利率提高、费用节约方面都有着质的飞跃。

因此我们预计公司 2010 年收入增速可能达到 30% 左右，净利润增速估计可能达到 30% 以上（即 EPS0.82 元以上），而 2011 年之后，随着公司超市和百货业务进入良性发展轨道，净利润的增幅可能更高。（我们将在公司 09 年报公布后对其盈利预测做正式调整）。

如以 2010 年公司 0.82 元的 EPS 测算，公司目前 29.25 元的股价动态 PE 为 35.7 倍，相对行业内区域零售龙头有一些溢价，在超市板块中则处于中上游水平，因此短期估值优势不明显。但考虑到公司未来可能存在的高增长，同时结合其作为一家民营连锁商业龙头，在没有任何天生“资源”的情况下，依靠自身管理和拓展（包括“试错”），以及团队带头人的超强的事业心，能够在逆境中不断总结经验和思考发展方向和模式，并能够在一些领域逐步得到贯彻，我们认为公司有理由享有一定溢价，是一个值得长期投资的品种，因此我们维持其“增持”评级，并调高六个月目标价至 30 元以上。

调研简况及分析。

1. 超市业态：新团队带来新面貌，2010 年或面临改革及提升契机；建议长期跟踪关注。

公司在 09 年 10 月 15 日公告了将湖南超市事业部和江西超市事业部合并成超市事业部，以及聘请 NOEL TRINDER 先生为公司超市事业部 CEO，目前 NOEL 带领的新管理团队（近 20 人左右）已开始全面负责公司超市事业的经营，我们预期这一涉及经营、采购、物流、信息、人事、财务等各方面的团队有望给公司超市业务带来新面貌。

新团队在公司原有超市业态的基础上计划将超市业务大致分为三个业态管理，包括：（1）hypermart，即 5000 平方米以上的大卖场形式；（2）supermart，即 3000-5000 平方米的综合超市形式；以及（3）e-mart，即家电卖场形式。1 月 28 日公司 supermart 业态下的第一家门店已经开业，而今年 4 月 hypermart 业态下的全新大卖场也有望在长沙王府花园附近亮相。

公司 1 月 28 日开业的步步高广场现代超市店是 supermart 业态下开业的第一家门店，定位中高端，超市面积约 2400 平米，陈列了近 11500 种商品（品类密集度和丰富度大幅提高，进口商品和特色商品占比达 40%），门店投资约 700 万左右，装修计划分 6 年摊销，我们认为虽然装修费用较之前门店高 30% 左右，但摊销之后对业绩影响不大。从我们现场调研的情况看，门店从设计到陈列等各方面均有较大改变，如将光源聚焦货架商品、启用立式冷冻柜、降低货架高度、陈列紧凑充分利用空间、无堆头等，我们认为如果这一业态定位能被消费者所接受，同时未来几个月内新的信息系统上线后后台供应链整合能进一步跟上，则这一系列的变化将有效提升公司超市门店的坪效。

公司 09 年在超市扩展步伐上有所放缓，共开了 9 家门店（包括百货店内的），我们预计公司 2010 年将加快超市门店的外延扩张，可能新开 19 家左右的超市门店，主要分布在长沙以及株洲等二三线城市或县级市，同时计划每年改造 5-8 家旧门店，调整将包括商品结构、陈列、采购单等各个方面。

2. 百货业态：综合百货拓展顺利，2010 年有望对收入及利润作出较大贡献。

公司 09 年新开了较多的综合百货门店，包括新余店（3 万平米）、衡阳店（3 万平米）、永州店（4 万平米）以及 12 月底新开的扩建后的湘潭购物中心（12 万平米），因此预计 2010 年公司百货收入增速将达到 60% 左右，占总收入比重或可达到 20%。

扩建后的湘潭步步高购物广场已于 2009 年 12 月 29 日开业，定位中高档，商业面积 12 万平米，列湖南省单体面积第一，其内部拥有 61 组电梯、9 台观光电梯、4 个观光中厅和 2 个观光天台。整个 MALL 共分地下二层和地上十二层，其中地下一、二层为立体式智能化停车场，拥有 2000 个停车位；地下一层还包括步步高广场现代超市店、药房、车饰等；地上一层为名品馆，主营金银珠宝、化妆品及国际名品等；二层至四层经营男女、少淑服饰；五层主营运动用品及家居用品；六层经营儿童用品等；七层为 1 万多平米的美食广场；八层为 5000 平米的电玩城和 9000 平米的横店影视城。

结合我们此次调研以及 09 年 9 月调研情况看，步步高湘潭购物广场的开业速度以及招商能力均超出了我们和市场之前的预期，类似 AQUASCUTUM、双立人、周大福等名品已经入驻；不过由于开业较为仓促，公司未来在品牌调整、名品引进以及细节改进方面仍有较大的提升空间。09 年湘潭购物广场由于歇业半年左右影响了 2000 万左右的净利润，同时有 500 万左右的一次性开办费也体现在了 09 年（剩余 200 万左右将体现在 2010 年）；我们预计 2010 年该广场可实现 6-7 个亿的销售收入以及 3000 万左右的净利润，2011 年则仍有望实现 40% 左右的销售增长，净利润则可能达到 4000-5000 万元。

相关报告:

步步高 2009 三季报点评: 三季度营业收入增速环比继续提升 (增持, 维持) 20091029
步步高调研简报: 综合百货拓展顺利, 超市面临提升机会 (增持, 调高) 20090924
步步高 2009 年半年报点评: 下半年增速可能提高, 估值进入合理区域 (中性, 维持) 20090828
步步高 2009 一季报点评: CPI 负增长导致一季度收入增速进一步放缓, 综合毛利率提升反映公司管理能力 (中性, 维持) 20090427
步步高 2008 年报点评: 业绩低于预期 估值压力显现 (中性, 调低) 20090226
步步高三季报点评: 受门店改造影响 盈利表现低于预期 (买入, 维持) 20081017
步步高跟踪报告: 内生增长挖掘凸现杰出管理优势 (买入, 维持) 20080911
步步高中期报告点评: 业绩增长符合预期、下半年展店速度将提升 (买入, 维持) 20080819
步步高中期预增点评及江西区域调研简报 (买入, 维持) 20080715
步步高机构交流纪要: 略去短期波动、长期坚定持有 (买入, 维持) 20080624
步步高上市公告及一季度财务数据点评 (低于 41.72 元积极介入) 20080619

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。