

## 转型成果可能在明年开始体现

我们近日调研了步步高在湘潭的购物中心（商业综合体）、改造后的金海店（紧凑型大卖场），将改造的莲城步行街店（大卖场）以及即将开业的王府花园店（紧凑型大卖场标杆店），并与公司高管进行了交流。

### 调研信息分析：

- **2010 年是公司战略和管理转型提升的关键一年：**国际团队到位后对公司的运营流程和管理体系进行了优化固化，对商品结构进行了重点调整，对门店布局陈列提升了标准，同时公司对业态策略作出微调，未来超市、百货（MALL）成为主要发展业态，家电零售也将投入一定资源。
- **年内外延式扩张提速，现有门店改造并重：**2009 年公司在湘潭购物中心项目投入大量精力，外延式扩张速度放慢。2010 年开始将重归较快速扩张，公司规划表述，预计 2010 年将新增 14 家大卖场、3 家标准超市和 3 家家电连锁，另有 1-2 家百货 MALL 开业。同时，公司计划将对现有 50 余家大卖场进行不同程度的升级改造，以提升品类结构和消费体验。我们预计今年收入的增长在湘潭购物中心和新开店的增量支持下将维持较快增速。
- **年内或有一定费用压力：**年内 20 家左右门店的开设和 50 余家大卖场的改造或在当期形成一定的费用压力。换句话说，我们相信公司过去几年韬光养晦、积极调整的经营效果将在明年开始体现。
- **盈利预测略有调整，维持增持评级：**综合考虑公司开店规划、CPI、费用率上行等因素，我们对公司 2010-2011 年的业绩预测略有调整，调高了对公司 2011 年后的业绩预测，预计 2010 年-2011 年公司分别实现收入 74 亿和 99.4 亿元，分别增长 29.3%和 34.3%；分别实现 EPS 0.72 和 0.97 元，对应目前的股价估值分别为 32X 和 24X。我们维持对公司的增持评级，目标价 26 元。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

郭洋

商业行业高级分析师

8621 - 63325888 x 6073

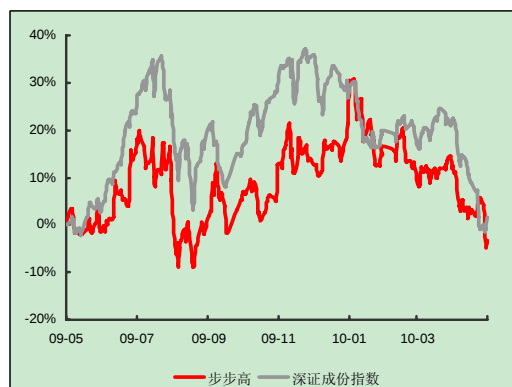
guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级 **买入 增持 中性 减持（维持）**

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| 股价（2010 年 5 月 13 日） | 23.16 元         |
| 目标价格                | 26 元            |
| 总股本/A 股（万股）         | 27036/27036     |
| A 股市值（百万元）          | 6262            |
| 国家/地区               | 中国              |
| 行业                  | 商业              |
| 报告日期                | 2010 年 5 月 15 日 |

### 股价表现



| 评价周期     | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月 |
|----------|--------|--------|-------|
| 绝对表现 (%) | -15.13 | -19.81 | -3.22 |
| 相对表现 (%) | 5.29   | -1.41  | -4.84 |

资料来源：WIND

### 财务预测

|              | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入（百万）   | 5725  | 7400  | 9941  | 13258 |
| 主营业务利润（百万）   | 215   | 244   | 331   | 426   |
| 净利润（百万）      | 166   | 196   | 263   | 336   |
| EBITDA（百万）   | 336   | 357   | 472   | 578   |
| 每股收益（元）      | 0.61  | 0.72  | 0.97  | 1.24  |
| 每股经营现金流（元）   | 1.53  | 1.95  | 2.34  | 3.08  |
| 市盈率(X)       | 38    | 32    | 24    | 19    |
| EV/EBITDA(X) | 17    | 16    | 12    | 10    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

## 调研信息

### 外延：2010年起重回较快外延扩张阶段：

据交流，今年公司超市事业部规划开设20家门店，其中14家大卖场，3家标超，3个家电门店，另外百货事业部有1-2个门店的扩张计划，长沙10万平方米左右的Mall已经在建，郴州体量较小的一个Mall也有进展。到上月已经开设3家新店，本月将有2家新店开业。据了解，公司未来扩张重点还是争取今年完成在湖南省内的县级市场的网络布局，目前省内还有30多个县没有进入。未来公司百货业态的拓展将以核心城市的Mall和地级市场的Mini Mall为主要形式。

### 内生：现有大卖场将进行升级改造：

据交流，公司今年将对现有50余家大卖场进行升级改造以增加经营面积，提升商品结构和购物体验。我们预计改造将不会对正常经营产生大的影响。预计改造后可比门店可实现10%+的销售提升。今年到目前维持同店增长提升幅度并不明显。

### 运营：提升重点在品类结构、卖场规划和费用降控等

据交流，国际专家团队到位后，首先着手与降低运营成本，提高人效，今年将在新增20家门店的前提下保持现有的员工数量。卖场调研反映人效提升约39%，预计仍有一定提升空间。此外，近期的重点在于优化供应链，提升共同经营单品（区域联合采购、公司联合采购）的销售占比，争取未来联采商品的销售占比从30%提升到70%左右。公司也将对品牌结构进行一定调整，减少二三线中低效品牌的排面，增加一二线高效品牌的陈列。此举有望进一步提升毛利率、采购效率和周转率。

### 费用：扩张加改造将对今年业绩形成一定费用压力

一季报公司期间费用率出现较明显的上升，我们预计年内仍将有一定的费用压力，主要来源于：

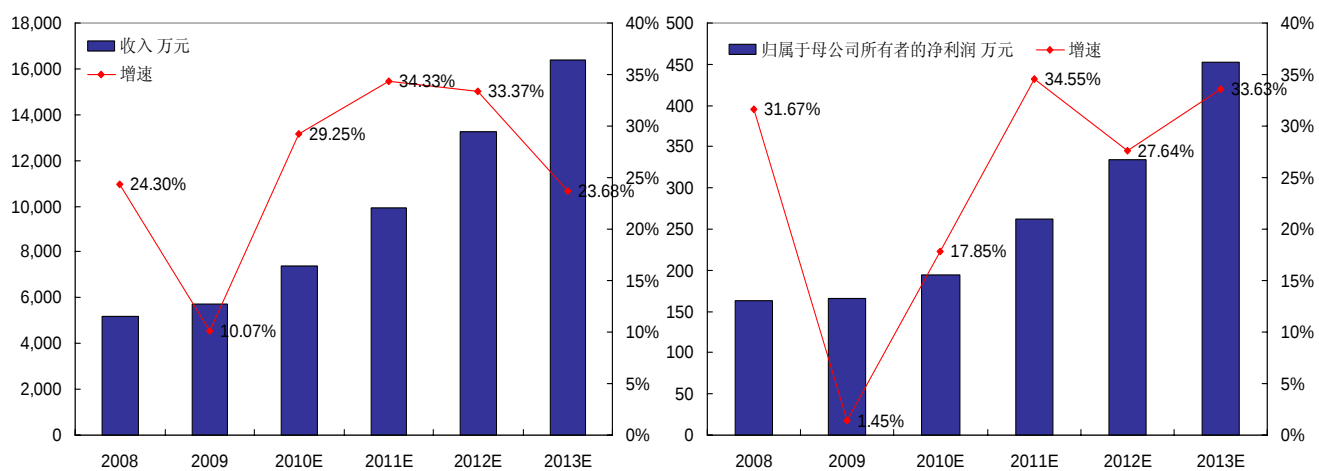
- a. 20家新增门店带来的开办费用：公司提升了门店的开办费标准至2000元/平米左右的水平，毛估一个6000平米的大卖场将形成1200万左右的支出；
- b. 50余家大卖场的调整费用：预计大卖场的平均调整费用为100万元/店左右（部分大门店大改造的费用可能更高一些）。我们预计以上改造将在年内新增费用约3000万左右（考虑供应商分摊部分）；
- c. 其它流程再造、组织结构调整可能形成的费用。

### 江西：经营有所好转，今年可能仍有亏损

江西区域的经营在好转。据交流，今年一季度江西区域已经有5家门店实现扭亏。但是考虑关店费用、新开店亏培育等因素，我们预计今年江西区域亏损额将下降到1000万元左右。

• **盈利预测略有调整，维持增持评级：**综合考虑公司开店规划、CPI、费用率上行等因素，我们对公司2010-2011年的业绩预测略有调整，调高了对公司2011年及往后的业绩预测。我们相信公司过去几年韬光养晦、积极调整的经营效果将在明年开始体现。预计2010年-2011年公司分别实现收入74亿和99.4亿元，分别增长29.3%和34.3%；分别实现EPS 0.72和0.97元，增长17.8%和34.6%，对应目前的股价估值分别为32X和24X。我们维持对公司的增持评级，目标价26元。

**图 1：公司调整结构将在明年开始体现**



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表              |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度             | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 1661        | 2097         | 2825         | 3781         | <b>营业收入</b>      | 5725        | 7400         | 9941         | 13258        |
| 现金             | 701         | 888          | 1193         | 1591         | 营业成本             | 4602        | 5968         | 8040         | 10771        |
| 应收账款           | 15          | 19           | 27           | 35           | 营业税金及附加          | 34          | 37           | 50           | 66           |
| 其它应收款          | 168         | 244          | 316          | 421          | 营业费用             | 778         | 1025         | 1352         | 1790         |
| 预付账款           | 196         | 182          | 261          | 361          | 管理费用             | 113         | 148          | 194          | 245          |
| 存货             | 577         | 762          | 1026         | 1371         | 财务费用             | -22         | -26          | -30          | -45          |
| 其他             | 3           | 2            | 2            | 3            | 资产减值损失           | 4           | 4            | 4            | 4            |
| <b>非流动资产</b>   | 1381        | 1802         | 2064         | 2337         | 公允价值变动收益         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0           | 0            | 0            | 0            | 投资净收益            | -0          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 916         | 1416         | 1733         | 2053         | <b>营业利润</b>      | 215         | 244          | 331          | 426          |
| 无形资产           | 107         | 104          | 100          | 96           | 营业外收入            | 19          | 22           | 26           | 29           |
| 其他             | 358         | 283          | 232          | 188          | 营业外支出            | 5           | 5            | 6            | 8            |
| <b>资产总计</b>    | 3042        | 3899         | 4890         | 6118         | <b>利润总额</b>      | 229         | 261          | 351          | 448          |
| <b>流动负债</b>    | 1480        | 2467         | 3357         | 4249         | 所得税              | 63          | 65           | 88           | 112          |
| 短期借款           | 0           | 552          | 822          | 846          | <b>净利润</b>       | 166         | 196          | 263          | 336          |
| 应付账款           | 734         | 925          | 1258         | 1680         | 少数股东损益           | 1           | 1            | 1            | 2            |
| 其他             | 746         | 990          | 1277         | 1723         | <b>归属于母公司净利润</b> | 165         | 195          | 262          | 334          |
| <b>非流动负债</b>   | 1           | 0            | 0            | 0            | EBITDA           | 336         | 357          | 472          | 578          |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)          | 0.61        | 0.72         | 0.97         | 1.24         |
| 其他             | 1           | 0            | 0            | 0            | <b>主要财务比率</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1481        | 2467         | 3357         | 4249         | <b>会计年度</b>      | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 4           | 5            | 6            | 7            | <b>成长能力</b>      |             |              |              |              |
| 股本             | 270         | 270          | 270          | 270          | 营业收入             | 10.1%       | 29.3%        | 34.3%        | 33.4%        |
| 资本公积           | 775         | 613          | 613          | 613          | 营业利润             | 4.5%        | 13.2%        | 35.9%        | 28.7%        |
| 留存收益           | 512         | 545          | 644          | 979          | 归属于母公司净利润        | 1.5%        | 17.8%        | 34.6%        | 27.6%        |
| 归属母公司股东权益      | 1557        | 1427         | 1527         | 1862         | <b>获利能力</b>      |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 3042        | 3899         | 4890         | 6118         | 毛利率              | 19.6%       | 19.4%        | 19.1%        | 18.8%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率              | 2.9%        | 2.6%         | 2.6%         | 2.5%         |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE              | 10.6%       | 13.6%        | 17.2%        | 18.0%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC             | 18.0%       | 17.0%        | 23.0%        | 30.9%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 415         | 528          | 634          | 833          | <b>偿债能力</b>      |             |              |              |              |
| 净利润            | 166         | 196          | 263          | 336          | 资产负债率            | 48.7%       | 63.3%        | 68.6%        | 69.5%        |
| 折旧摊销           | 142         | 139          | 171          | 197          | 净负债比率            |             |              |              |              |
| 财务费用           | -22         | -26          | -30          | -45          | 流动比率             | 1.12        | 0.85         | 0.84         | 0.89         |
| 投资损失           | 0           | -0           | -0           | -0           | 速动比率             | 0.73        | 0.54         | 0.54         | 0.57         |
| 营运资金变动         | 124         | 213          | 223          | 336          | <b>营运能力</b>      |             |              |              |              |
| 其它             | 5           | 7            | 7            | 10           | 总资产周转率           | 2.00        | 2.13         | 2.26         | 2.41         |
| <b>投资活动现金流</b> | -653        | -595         | -467         | -504         | 应收账款周转率          | 352         | 410          | 404          | 401          |
| 资本支出           | 676         | 520          | 383          | 415          | 应付账款周转率          | 6.22        | 7.20         | 7.37         | 7.33         |
| 长期投资           | 0           | 0            | 0            | -0           | <b>每股指标 (元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他             | 23          | -74          | -84          | -89          | 每股收益             | 0.61        | 0.72         | 0.97         | 1.24         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -15         | 253          | 138          | 69           | 每股经营现金流          | 1.53        | 1.95         | 2.34         | 3.08         |
| 短期借款           | 0           | 552          | 270          | 24           | 每股净资产            | 5.76        | 5.28         | 5.65         | 6.89         |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>      |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 135         | 0            | 0            | 0            | P/E              | 37.90       | 32.16        | 23.90        | 18.73        |
| 资本公积增加         | -81         | -162         | 0            | 0            | P/B              | 4.02        | 4.39         | 4.10         | 3.36         |
| 其他             | -69         | -136         | -132         | 45           | EV/EBITDA        | 17          | 16           | 12           | 10           |
| <b>现金净增加额</b>  | -253        | 187          | 305          | 398          |                  |             |              |              |              |

**资料来源：东方证券研究所**

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn