

步步高：变革可能催生机会

报告关键点：

- 2010年是投入年，但是关键的一年
- 改革效果可能在第四季度才开始体现

报告摘要：

- 外籍管理团队和步步高未来5年的宏伟蓝图：**5年内，网点扩张增长2.4倍，门店增加到269家门店；销售收入复合增长超过30%，净利润复合增长37%。2010年和2011年将立足湖南、发展江西，扩张重点是长沙和湖南的中小城市，并对现有门店进行改造；从2012年开始进入湖南、江西之外的5个省份；2014年销售收入是现在的4-5倍，约为180-200亿；息税前利润11-12亿。
- 公司2009年4季度开始在大的层面实施了一系列改革举措：**(1)清晰的战略；(2)新业态途径；(3)新业态/品牌进行重新定位，未来重点发展4000-5000平米的紧凑型卖场；(3)新组织架构(新核心能力)(4)新商业流程；(5)企业治理和内部管控的改善(内审委员会)。
- 目前直观变化是门店前台管理，后台运营的改革刚刚开始。**由外籍团队主导开出和改造的4家门店在陈列和现场管理上(布局、形象、品类组合、新的商品、货架陈列、客服)有了很大的改善，对于提高购买欲望和增加卖场使用率，相信公司的坪效会有明显提升。由于公司2009年超市开店基本停滞今年1季度增长十分有限。
- 2010年是投入年，效果可能在第四季度才有体现，重点关注收入增长指标。**公司在2010年的主要工作是改造57家卖场，这一工作将主要在三季度开始，四季度旺季前结束；并新开20家门店，预计主要在三、四季度开出。今年净利润增量主要仍为老门店以及今年改造门店净利润的增长。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.73元和0.95元，对应31.5倍和24.2倍，估值低于人人乐，与武汉中百相差无几。我们认为改革对于公司长远发展将是正面的，在今年第四季度将看到一定效果；暂时维持中性-A的投资评级。
- 未来可能面临的风险。**(1)扩张速度不能如期，在湖南省布局慢于竞争对手；(2)相对高的投入下无法保持低价优势。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,201.3	5,725.3	6,969.4	8,594.7	10,275.9
Growth(%)	24.3%	10.1%	21.7%	23.3%	19.6%
净利润	162.8	165.2	196.2	255.9	329.0
Growth(%)	31.7%	1.5%	18.8%	30.4%	28.6%
毛利率(%)	19.7%	19.6%	20.0%	20.1%	20.2%
净利润率(%)	3.1%	2.9%	2.8%	3.0%	3.2%
每股收益(元)	0.60	0.61	0.73	0.95	1.22
每股净资产(元)	5.22	5.77	6.43	7.24	8.28
市盈率	38.0	37.5	31.5	24.2	18.8
市净率	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8
净资产收益率(%)	11.6%	10.6%	11.3%	13.1%	14.8%
ROIC(%)	72.1%	54.3%	29.8%	39.2%	56.7%
EV/EBITDA	7.4	19.6	16.8	12.4	9.1
股息收益率	0.4%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%

评级：

中性-A

上次评级： 中性-A

目标价格： 26.00 元

期限： 3 个月 上次预测： 26.00 元

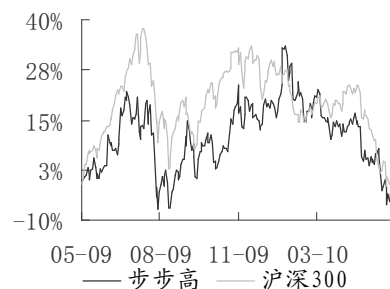
现价： 22.89 元

报告日期： 2010-05-25

市场数据

总市值(百万元)	6,188.54
流通市值(百万元)	1,888.75
总股本(百万股)	270.36
流通股本(百万股)	82.51
12 个月最高/最低	20.79/32.50 元
十大流通股(%)	33.79%
股东户数	21,623

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.13	(2.66)	(2.07)
绝对收益	(4.66)	(17.19)	0.15

研究员

储丽雯

 021-68765335
 证书编号

行业分析师

 chulw@essence.com.cn
 S1450210010311

前期研究成果

步步高：挫折下梦想犹在 变脸以寻求突破

2009-11-10

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

我们对参加公司股东大会、门店调研和最近的电话调研所获得的信息进行梳理。

1. 外籍管理团队和步步高未来 5 年的宏伟蓝图

1.1. 步步高 5 年计划

最终目的要把步步高打造成全国最优秀的超市连锁零售商。5 年内，网点扩张增长 2.4 倍，门店增加到 269 家门店；销售收入复合增长率超过 30%；净利润复合增长 37%。

2010 年和 2011 年将立足湖南、发展江西，扩张重点是长沙地区和湖南地区的中小城市，并对现有门店进行改造；从 2012 年开始在湖南、江西之外的省份正式扩张，将进入 5 个新的省份；2014 年销售收入是现在的 4-5 倍，约为 180-200 亿；息税前利润 11-12 亿。

1.2. 实现 5 年计划的战略和举措

公司 2009 年 4 季度开始步步高实施了一系列举措，包括以下几个方面：（1）清晰的战略；（2）新业态途径；（3）新业态/品牌进行重新定位；（3）新组织架构（新核心能力）（4）新商业流程；（5）企业治理和内部管控的改善（内审委员会）。

从组织架构上，由 Noel 团队所管理的超市事业部涵盖超市和家电两块业务；从业态上进一步细分，主要发展 3 种业态：（1）Hypermarket，即紧凑型大卖场，营业面积在 2500-6800 平米；（2）Supermarket，即普通超市，营业面积在 500-2500 平米；（3）E-mart 家电店中店和独立店，营业面积在 1000-7800 平米。

从单店来看，关键性改变主要体现在：新店布局；新品牌形象；改进品类组合；引进新的品种；改进购物环境；新的宣传方式；改进门店营运；改进生鲜产品品类和陈列；通过货架进行空间管理；增强商品陈列；促进客户服务等。

Noel 认为 2010 年 1 季度员工劳效、门店营运成本、总销售管理成本、事业部利润增长等指标都有一定改善。

1.3. 未来 2 年的发展战略和目标

2010 年和 2011 年，发展战略是立足湖南、发展江西；特别是湖南的中小城市（立足之本），今年明年计划对湖南省 90% 的县级网点进行覆盖。超市业态（2000 平米以内的社区超市）适度放缓，重点发展紧凑型大卖场，认为紧凑型卖场业态是未来在中国有良好的发展前景。

2010 年超市卖场、百货、家电卖场开出共 20 个左右；今年在 4-5 个月内完成对现有大卖场的体制改造，预计 57 个门店销售收入在现有基础上有机增长 8% 左右。

2010 年超市事业部门店（在卖场中的电器店单独核算）总数 130 家，其中 111 家（占 85%）的门店将被改造，定位到新的业态和品牌；2010 年将建立坚固的平台来支持网点更快的扩张，并通过强劲的供应商流程来加强战略合作。

2010 年超市事业部销售收入目标是增长 20%-25%，毛利率提升幅度大于 1.5%，将达到 20.5%，净利润增长达到 20% 左右。

2. 2010 年是关键的一年

2.1. 2009 年等待和探索的一年

公司 2009 年销售收入为 57.25 亿，其中超市部分收入为 38 亿，其中湖南省为；百货部分销售收入为 9.56 亿，家电部分销售收入为

2009 年开店速度和净利润增长均低于同类上市公司，2009 年公司业绩没有达成计划的主要原因：

(1) 2009 年上半年受金融危机影响，增幅放缓，销售负增长，促销导致综合毛利率下降；此外，因甲方物业交付推迟，部门店面没有如期开出；

(2) 2009 年下半年，与国际团队 5 月份达成合作意向，NOEL 团队提出按步步高高标准开店，然后他们改或者按 NOEL 的标准开，有些门店租金已经开始支付但是推迟开店（比如长沙王府店去年 9 月份就可以开出来，因延迟开店必须多承担几百万的租金），总共有超过 1000 万的额外租金支出；

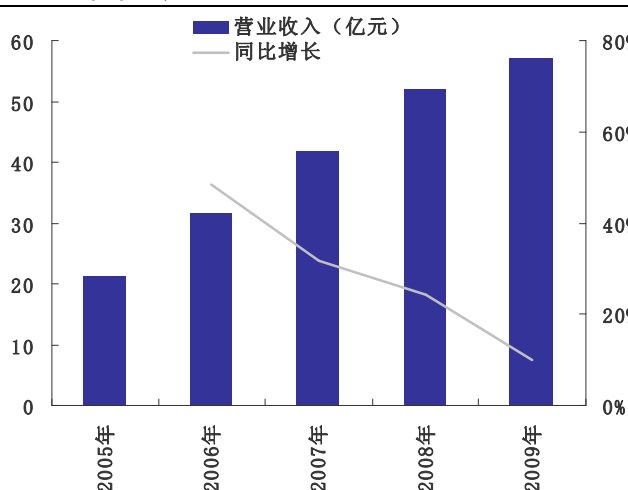
(3) 2009 年下半年步步高购物广场重建影响净利润：步步高购物广场原来销售收入 3.5 个亿，净利润超过 4000 万；下半年关闭重建，因募集资金投向必须在 2009 年做完，新的购物广场于 2009 年 12 月 24 日开业；去年影响销售 1.7 亿，影响净利润 2000 多万。

表 1 门店总数情况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
门店总数	34	49	68	87	99	102
超市店	29	42	59	76	84	81
百货店	4	6	8	10	13	16
美采					0	3
独立电器店		1	1	1	2	2

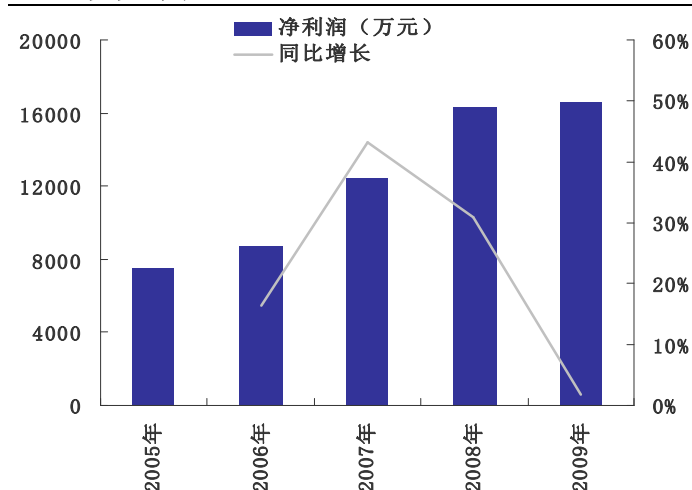
数据来源：安信证券研究中心

图 1 步步高营业收入



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2 步步高净利润



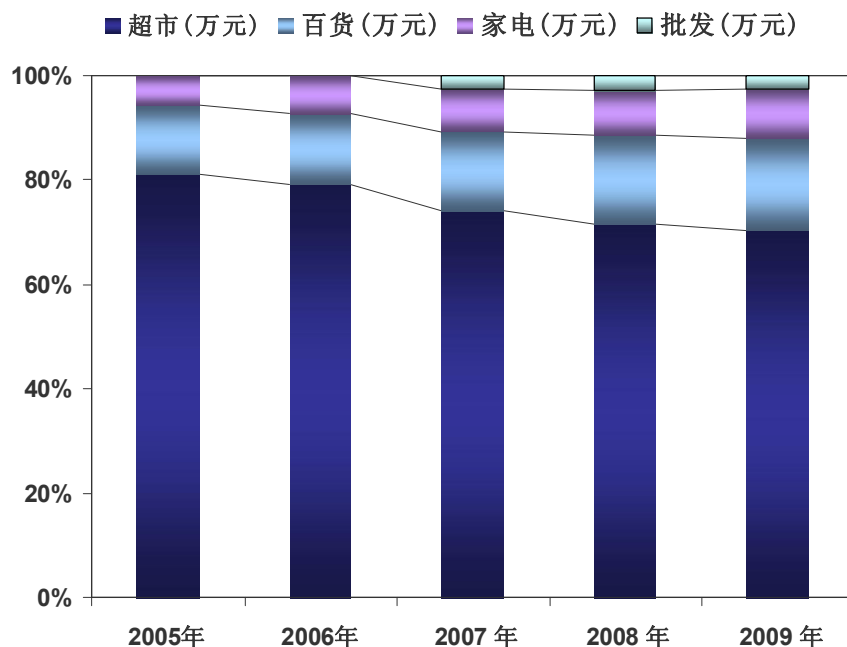
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 超市业务停滞，百货业务在 2009 年迅速发展

2009 年 12 月 29 日步步高湘潭购物中心改建后开业，总面积达 12 万平米；此外还开出了江西新余地王店、衡阳飞达店、永州舜德店，使得百货业态新增门店面积 20 余万平方米。

在金融危机服装出口转内销的大背景下，公司 2009 年尝试开设了 3 家美采平价服装，以买断的方式来；随着公司 2010 年发展重心转向超市业务，这一尝试暂告终止。

图 3 公司各业务板块比重



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 超市业务目前的变化

3.1. 超市前台管理水平明显改善，坪效有一定提高

从目前外籍团队主导开出的 4 家门店：

醴陵 2 号店——将在地县级城市被广泛复制的紧凑型卖场：4000-5000 平米，2010 年 4 月 8 日开业，为步步高在醴陵的第 2 家门店（第 1 家 1998 年开业）。4 月份（经营 22 天）税前销售额为 800 多万，据此推算坪效较高。公司测算紧凑型卖场投入成本为 2000 元/平方米，则单店投入在 800 万左右，以前约为 1500 元/平米。

新开长沙王府店——2010 年 5 月 14 日开业，14000 平米，其中紧凑型卖场为 4000-5000 平米，招商区包括（百货、家电、餐饮）等营业面积在 7500 平米，连续下雨的几天单日税前销售额在 35 万左右。

湘潭购物中心精品超市：2010 年 1 月开业，营业面积在 2400 平米左右，与百货店配套，未来不可能大量复制；平均每天销售额在 12-15 万，全年销售约在 5000 万元左右。

改造了湘潭金海店：金海店营业面积在 8000 平米左右，因金海店 2008 年开业，物业条件较好，改造投入相对较少为 100 多万。改造方向主要是货架、陈列、动线设计的改造、以及卖场购物环境的改善。

从对门店的调研看，基本上体现了外籍团队对超市前台改造的重点：即前述的新店布局；新品牌形象；改进品类组合；引进新的品种；改进购物环境；新的宣传方式；改进门店营运；改进生鲜产品品类和陈列；通过货架进行空间管理；增强商品陈列；促进客户服务等。我们认为超市现场管理的改善也反映了公司商业流程的改进。

3.2. 后台运营的改革刚刚开始

采购方面对于商品的采购和筛选将更加严格，同时外资团队与供应商的谈判似乎比以前更加强势；物流配送方面目前还在和供应商交流，以便制定出更好的改进方案，并有建设新的物流中心的计划；IT 系统方面明年计划花 2000 万左右买个世界级的软件。

3.3. 有待时间去检验的问题

公司是否可以兼顾低价和高的投入；以及开店速度较慢的问题。

如何获取低价：我们认为作为定位于二三线城市普通家庭的连锁卖场而言，在不降低品质的前提下保持比竞争对手相对较低的价格是最重要的竞争力。支持超市低价的基础是：（1）供应商的支持，较高的销售规模、市场份额，较快的扩张所导致的和供应商的谈判能力的增强；（2）后台各项运营成本的节省；（3）一些技术较为高超的促销措施和品类管理。第 1 和第 2 条是能够持久支持价格优势，而销售规模的增长是支撑良性循环的基础。而短期内第 2 条面临挑战。

湖南大卖场方面市场份额比较分散，公司 2009 年凭借 38 亿的销售收入目前处于第一位，随着其他竞争者加快扩张步伐，地位并不是十分稳固。相比其他竞争对手在湖南省较快的扩张步伐，公司开新店的速度相对较缓。

4. 2010 年是投入年，效果在第四季度将开始有所体现

今年改造门店主要集中在 7-9 月份：我们认为门店改造对大部分门店销售不会产生负面影响，改造完成后对于销售有提升作用。外籍管理团队计划在今年十一之前的淡季 7-9 月份对 57 家卖场进行改造，我们认为今年改造完全部门店不是很现实，除了进度上难以完成之外，将给公司全年带来较大的费用压力。目前的改造计划是销售情况越好的门店越先改造，以使得这些门店在国庆期间获得较好的销售。假设已开门店销售收入平均增长在 8% 左右。

新开门店假设：公司今年开新店的计划是 20 家左右，其中新开百货店 1 家，其余全部为超市、家电门店，从目前情况来看，新开店将主要集中在下半年，尤其是第四季度；具体开店仍要取决于实际物业交付。

百货部分：对收入有明显提升，公司预计步步高湘潭购物中心今年实现收入约为 5 亿元左右；2009 年新开百货店江西新余地王店、衡阳飞达店、永州舜德店今年将略有亏损，假设平均每家店亏损在 300 万左右；步步高湘潭购物中心乐观估计今年净利润与去年持平；主要来自原有百货店净利润的增长。

因此今年净利润增量主要仍为老门店以及今年改造门店净利润的增长；以及去年关闭的 6 家门店的亏损减少（去年计提损失 800 多万）。综上，我们预计公司 2010 年、2011 年销售收入分别为 69.7 亿、85.9 亿，同比增长 21.7%、23.3%；净利润分别为 1.96 亿、2.56 亿，同比增长 18.8%、30.4%，暂时维持中性-A 的投资评级。由于公司业绩改善仍然不太明朗，我们保持谨慎的态度，但我们认为改革对于公司长远发展将是正面的，在今年第四季度将看到效果。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-25

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,201.3	5,725.3	6,969.4	8,594.7	10,275.9	成长性					
减: 营业成本	4,175.3	4,602.5	5,575.6	6,868.9	8,197.0	营业收入增长率	24.3%	10.1%	21.7%	23.3%	19.6%
营业税费	25.5	34.3	34.8	45.6	62.7	营业利润增长率	26.8%	4.5%	21.4%	31.4%	28.2%
销售费用	723.9	777.5	959.7	1,165.4	1,377.0	净利润增长率	31.7%	1.5%	18.8%	30.4%	28.6%
管理费用	82.5	113.2	146.4	180.5	200.4	EBITDA 增长率	15.9%	2.1%	13.0%	28.1%	27.4%
财务费用	-15.4	-21.9	-11.7	-10.0	-1.0	EBIT 增长率	16.4%	1.5%	29.1%	33.5%	31.7%
资产减值损失	3.7	4.3	3.4	1.0	-0.3	NOPLAT 增长率	17.4%	-2.5%	30.8%	32.3%	32.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.5%	138.2%	0.7%	-8.6%	-8.4%
投资和汇兑收益	0.1	-0.1	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	249.9%	10.7%	11.4%	12.6%	14.4%
营业利润	206.0	215.4	261.5	343.5	440.3	利润率					
加: 营业外净收支	7.3	13.9	5.0	-1.0	1.0	毛利率	19.7%	19.6%	20.0%	20.1%	20.2%
利润总额	213.3	229.3	266.5	342.5	441.3	营业利润率	4.0%	3.8%	3.8%	4.0%	4.3%
减: 所得税	50.1	63.3	69.3	85.6	110.3	净利率	3.1%	2.9%	2.8%	3.0%	3.2%
净利润	162.8	165.2	196.2	255.9	329.0	EBITDA/营业收入	5.1%	4.7%	4.4%	4.5%	4.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	3.7%	3.4%	3.6%	3.9%	4.3%
货币资金	953.6	700.8	810.7	1,099.7	1,464.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	37	47	47	38	31
应收帐款	187.5	183.3	210.0	254.3	323.3	流动营业资本周转天数	-28	-30	-25	-19	-16
应收票据	-	-	45.8	56.5	65.7	流动资产周转天数	89	108	94	94	100
预付帐款	76.3	195.9	201.4	208.3	270.8	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
存货	549.4	577.4	727.4	884.5	1,077.5	存货周转天数	34	36	34	34	34
其他流动资产	12.9	3.3	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	145	180	166	151	145
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	16	28	33	26	20
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.0	-	-	-	ROE	11.6%	10.6%	11.3%	13.1%	14.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	5.5%	5.8%	6.7%	7.5%
固定资产	568.1	915.9	906.2	889.2	859.3	ROIC	72.1%	54.3%	29.8%	39.2%	56.7%
在建工程	72.5	126.3	76.4	46.4	28.5	费用率					
无形资产	56.9	107.0	99.9	93.4	87.2	销售费用率	13.9%	13.6%	13.8%	13.6%	13.4%
其他非流动资产	195.7	232.0	298.6	283.0	259.2	管理费用率	1.6%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%
资产总额	2,672.9	3,041.9	3,376.6	3,815.4	4,436.0	财务费用率	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	10.0	三费/营业收入	15.2%	15.2%	15.7%	15.5%	15.3%
应付帐款	942.3	996.0	1,130.4	1,311.4	1,487.9	偿债能力					
应付票据	79.9	208.7	229.1	245.7	300.6	资产负债率	47.3%	48.7%	48.5%	48.7%	49.5%
其他流动负债	240.4	275.5	322.8	355.5	390.8	负债权益比	89.6%	94.9%	94.2%	95.0%	98.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.41	1.12	1.22	1.35	1.46
其他非流动负债	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	速动比率	0.97	0.73	0.77	0.87	0.97
负债总额	1,263.0	1,480.9	1,638.0	1,858.3	2,197.3	利息保障倍数	-12.41	-8.84	-21.35	-33.35	-439.28
少数股东权益	4.4	3.8	4.8	5.8	7.8	分红指标					
股本	135.2	270.4	270.4	270.4	270.4	DPS(元)	0.09	0.05	0.07	0.14	0.18
留存收益	1,270.4	1,286.9	1,463.4	1,681.0	1,960.6	分红比率	15.4%	8.2%	10.0%	15.0%	15.0%
股东权益	1,409.9	1,561.0	1,738.6	1,957.1	2,238.7	股息收益率	0.4%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	163.2	166.0	196.2	255.9	329.0	EPS(元)	0.60	0.61	0.73	0.95	1.22
加: 折旧和摊销	121.5	142.4	173.9	185.0	157.8	BVPS(元)	5.22	5.77	6.43	7.24	8.28
资产减值准备	3.7	4.3	3.4	1.0	-0.3	PE(X)	38.0	37.5	31.5	24.2	18.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8
财务费用	6.8	-11.3	-22.9	-11.7	-10.0	P/FCF	191.6	-30.7	32.3	19.9	15.9
投资收益	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	0.4	0.8	1.0	1.0	2.0	EV/EBITDA	7.4	19.6	16.8	12.4	9.1
营运资金的变动	64.3	134.1	105.2	117.0	97.6	CAGR(%)	16.3%	25.9%	49.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	349.9	414.8	467.8	549.7	584.9	PEG	2.3	1.4	0.6	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-277.4	-652.6	1.3	-1.9	-1.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	771.3	-14.9	-7.9	-28.4	-38.3	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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