

未评级

步步高 002251.SZ

当前股价: 23.30 元
2010 年 7 月 13 日

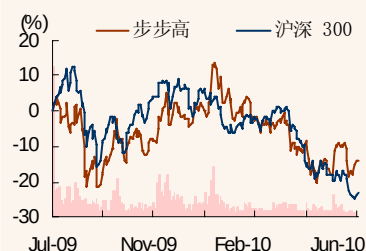
转型仍需观察

基础数据

上证综指	2421
总股本(万股)	27036
已上市流通股(万股)	8251
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	49.4%
主要股东	步步高投资集团股份
主要股东持股比例	53.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-16	-14
相对表现	2	11	10



相关报告

朱卫华
S1090203100034

研究助理
杨夏
0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn

事件:

近日我们调研了步步高, 与公司财务总监杨芳女士、董秘黎骅先生就公司经营情况进行了座谈, 并实地参观了购物广场店和位于购物广场店负一层的、印尼团队新规划设计的 supermarket 超市。

一、公司经营情况

1、门店情况

目前公司门店从业态来分, 共有大卖场 61 个, 超市 39 个, 家电门店 13 个, 百货店 16 个, 其中江西地区超市 10 个、百货店 2 个(由于有“百货+超市”门店, 实际上物理门店 10 家)。今年 1-6 月份新开 5 家店, 全部是超市店, 皆位于湖南。预计今年全年新开 20 家店, 其中 2 家百货店。

2、经营业绩

收入总体增长 15% 左右, 其中百货部门接近 40%, 超市 10% 不到, 百货增幅大主要是由于去年底新开了 4 家百货店, 新增近 20 万平米的百货经营面积。同店增长表现不甚理想, 总体只有 2% 左右, 而超市部门的同店增长几乎为 0。毛利率稳中有升, 较去年全年提升约 0.3% - 0.5%, 约 20% 左右。

3、印尼团队对超市部门的改造

造成公司超市部门在今年上半年业绩不太理想的一个重要原因是公司去年下半年聘请了来自印尼的经营管理团队, 拟对公司超市部门进行较大幅度的改革。为配合印尼团队的改造计划, 超市部门新开店在去年下半年就停止了, 并由印尼团队主导, 开始了超市的改造计划, 并提出了超市部门未来 5 年的战略规划:

- 对超市的改造目前主要在前台运营上, 主要是布局、动线设计、商品陈列、商品组合等, 着力打造紧凑型卖场, 目的在于用有限的经营面积陈列更多的商品, 以提高单位面积利用率。相应的, 单店投资额也提高了很多, 原来新开店单店投资 800-1000 元/平米, 目前新开店单店投资额要近 2000 元/平米。公司也拟对现有门店进行一定程度的改造, 单店改造成本大约 100 万元左右。
- 改造的目标业态有 3 种: Hypermarket, 营业面积在 2500 - 6800 平米; Supermarket, 即普通超市, 营业面积在 500 - 2500 平米; E-mart, 家电店中店和独立店。
- 未来 5 年的战略: 5 年内, 门店扩张 2 倍多, 达到 250 家左右, 销售收入年复合增长率超过 30%; 2010、11 年将立足湖南、发展江西, 扩张重点是两省的中小城市, 从 2012 年开始在湖南、江西以外的省份扩张, 拟新进入 5 个省份。

4、购物广场店经营表现

该店由原来步步高购物广场店升级改造而来，目前该店总建筑面积近 12 万平米，引进品牌约 900 个，是一个大型的综合类的购物中心，提供吃喝玩乐一站式服务。该店总投资近 4 亿，运营费用每年 5000 多万，目前日均销售 120 万元左右。由于公司第一次运营体量如此大的项目，在招商上给予供应商较大幅度的优惠，目前毛利率在 15% 左右，我们测算该店盈亏平衡点在 3.5 亿左右营收，按照目前销售情况，预计今年税后净利润在 1500 万左右。

由于项目是新开业，经营业绩短时间内逊色于原步步高购物广场店（原一年可贡献利润 3000 万左右），但升级后的门店辐射力明显增强，我们分早中晚三个时段对门店进行了实地调研，客流量表现较好，已经成为了湘潭地区高档时尚购物的聚集地。目前由于湖南城运会在湘潭召开，湘江一桥路段正在封路改造，对交通影响较大，一定程度上影响了客流，预计在年末该路段通车后，对客流量会有进一步的拉升作用。

5、江西业务

公司的江西业务并无多大起色，09 年公司关闭了江西九江店，并置换了新余店，今年拟再关掉抚州店。总的思路就是收缩战线，往赣西发展，向湖南地区靠拢，以获得湖南地区的供应链支持。去年江西地区业务亏损近 2000 万，今年在关闭一些经营不好的门店后，会略有减亏，但幅度不会大，预计全年亏损额在 1500 万左右。

二、 我们对步步高的看法

1、公司目前处于转型期，主要是聘请的外籍团队对超市部门的改造。我们对此表示谨慎：

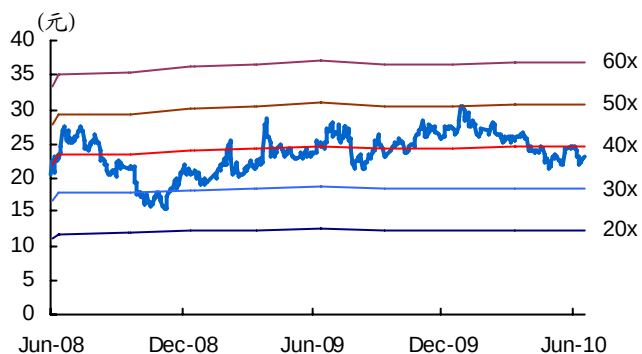
- ✓ 实地调研门店后，我们感受到门店前台管理确实发生了较大的变化，但是单店投资额较大，未必能收到较好的财务效果。且虽然门店档次升级了，但商品组合却没有发生大的变化，能够体现生活品质的家居类商品较少；
- ✓ 紧凑型卖场的实质就是在不减少品类出样的前提下，在有限的经营面积中，展示更多的商品，核心是商品的周转率，配送频次能否跟上是关键，不然就会造成商品缺货。商品缺货尤其是畅销品缺货对于门店销售影响非常大，不仅能直接拉低门店销售，也会间接影响其他品类的销售。我们无法得知公司的缺货率情况，但就以往对物流配送的调研情况来看，我们表示谨慎乐观；

2、公司今年利润表现不会理想，明年也有待观察

- ✓ 公司拟在今年完成对超市老门店的改造项目，平均单店投入约 100 万，改造后会每年会新增折旧约 2000 万左右，今明两年是费用消化的高峰期，由于去年未有新开门店储备，今年新开店短时间内也难以贡献业绩，同店增长也不甚理想，因此今年业绩增速将会比较平淡，预计不超过 10% 左右；
- ✓ 改造后门店的业绩表现最快也要在明年体现，结合前述的判断，我们认为转型还有待观察；

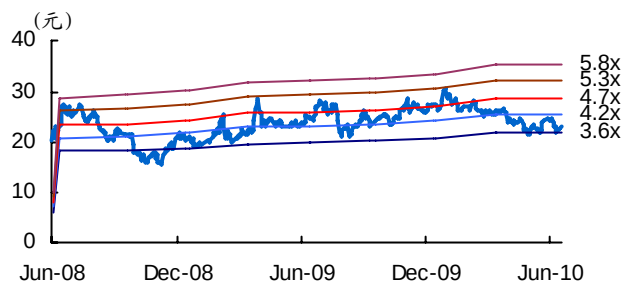
- ✓ 我们认为食品 CPI 将迎来年内的高点,行业层面上对公司业绩的推动力也将逐渐减小;
- ✓ 公司目前市值 63 亿,对应 2010 年动态 PE 约 35 倍,动态 PS1 倍左右,股价吸引力不大,暂不予以盈利预测及投资评级。

图 1: 步步高历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 步步高历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。