

2010年9月20日

步步高

超市业态改造进程加速，成果有待时间检验

A
持有

002251.SZ - 人民币 23.72

目标价格: 人民币 26.00

郑媛

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110252

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(16)	(9)	(3)	(9)
相对新华富时				
A50 指数(%)	11	(4)	(4)	13

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	270
流通股 (%)	73
流通股市值 (人民币 百万)	4,675
3个月日均交易额 (人民币 百万)	37
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
步步高投资集团	27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

步步高超市业态的全面改造升级将于 2011 年 4 月完成，因此我们判断门店调整对公司的影响将于明年中期之前逐步消化，但是转型和变革成果仍有待时间检验。我们坚持认为步步高是超市行业具有较大业绩弹性的公司，将密切关注公司全面业态梳理和门店升级改造进程和效果。

支撑评级的要点

- 截至 9 月中旬，已完成调整改造门店不到 7 家，完成总进度的 10%。按照目前的进度，未来 7 个月将完成剩余 50 家大卖场升级改造，任务依然艰巨。
- 7-8 月超市业态可比门店同店增长达到 3% 左右，较上半年的 1% 有一定改善。
- 购物广场目前商业部分日均流水约 140 万元，预计全年购物广场实现收入 5 亿元，年内有望盈利 2,000 万左右。经营情况较上半年有明显改观。

评级面临的风险因素

- 展店速度和门店升级改造进展低于预期。
- 执行力不佳影响我们对关键假设的判断。

估值

- 我们根据开店进展情况对 2010-2012 年展店假设进行调整，并上调了 2012 年盈利预测。我们维持**持有**评级和目标价格 26.00 元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	5,176	5,691	6,805	7,922	9,128
变动 (%)	24	10	20	16	15
净利润 (人民币 百万)	164	167	195	240	316
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.196	0.601	0.704	0.889	1.169
变动 (%)	28.6	(49.7)	17.2	26.3	31.5
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.812	1.011	1.226
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.723	0.896	1.036
调整幅度 (%)	-	-	(2.6)	(0.7)	12.8
核心每股收益 (人民币)	1.196	0.601	0.704	0.889	1.169
变动 (%)	28.6	(49.7)	17.2	26.3	31.5
全面摊薄市盈率 (倍)	19.8	39.5	33.7	26.7	20.3
核心市盈率 (倍)	19.8	39.5	33.7	26.7	20.3
每股现金流量 (人民币)	2.59	1.38	2.02	2.45	2.94
价格/每股现金流量 (倍)	9.2	17.2	11.7	9.7	8.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.4	14.1	11.0	9.3	7.0
每股股息 (人民币)	0.083	0.600	0.200	0.267	0.351
股息率 (%)	0.3	2.5	0.8	1.1	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

调整预测

截至 9 月中旬，已完成调整改造门店不到 7 家，完成总进度的 10%。此外，公司新开超市门店 7 家。我们预计今年新开 12 家超市门店，其中包括 08-09 年延期至今年开设的门店 6 家。此外，今年 4 季度公司还将新开新余城北店和邵阳武冈店两家城市综合体门店，涵盖百货、超市和自营餐饮。我们判断如果明年上半年全部超市门店调整改造能够顺利完成，公司将加快超市展店步伐。我们将 2012 年新开超市门店假设由 15 家小幅上调至 20 家。

湘潭购物广场 9-10 层幼教、健身商铺于今年中期开业，能够贡献半年租金收入。目前商业部分日均流水约 140 万元，百货业态前台毛利率 17%。随着餐饮、影院等多种附属业态全面到位，辅以有针对性的营销活动，湘潭购物广场经营情况较上半年有明显改善。预计全年购物广场实现收入 5 亿元，年内有望盈利 2,000 万左右，好于我们此前预期。

我们判断超市业态升级调整对公司的影响将于明年中期之前逐步消化。我们坚持认为公司仍将经历一年左右的阵痛期，我们将密切关注公司全面业态梳理和门店升级改造进程和效果，这直接关系到对其业绩反转时间点的判断。我们看好公司长期发展前景，其灵活的机制、管理团队强大的学习能力将有利于其快速成长。但是，公司一系列经营策略的变化和管理模式调整仍需要时间的检验。我们暂时维持**持有**评级和目标价格 26.00 元。

超市业态升级改造将于 2011 年 4 月完成

公司原计划今年 5-8 月完成剩余全部 57 家大卖场的标准化改造。从目前计划推行的进度看，我们估计全部改造完成的时间将推迟到 2011 年 4 月，较原计划延迟约八个月。除了 5-7 月湖南、江西两省强降雨影响之外，就海外零售市场经验如何运用到中国市场，特别是如何适应和引导地级和县级城市消费者需求，外籍管理团队经历了一定时间的摸索和调整，其对区域市场和消费者习惯偏好的把握仍在逐步深化。

从 09 年 10 月超市事业部首席执行官上任到现在，外籍管理团队已经经历了将近一年的磨合期。在湖南和江西，公司各类业态均已开出了新的标识体系下的首家门店。对改造所涉及的卖场布局、商品品类组合（特别是非食品类）、生鲜货品、货架空间管理、客服和宣传系统等也进行了调整；新开门店的布点选择和标准化流程也正在执行中。按照目前的进度，未来 7 个月将完成剩余 50 家大卖场升级改造，任务依然艰巨。公司预计今年门店升级改造完成后将每年新增 600-700 万元的折旧费用，因此带动坪销将提升超过 5%。

卖场升级改造案例

由于各家门店运营时间、竞争环境、物业条件不尽相同，卖场升级改造程序、所需时间和投入情况差异很大。公司策略是选择主力形象店以及需要装修的门店先行展开。我们选取湘潭金海店和长沙红星店，介绍这两家门店改造情况。

湘潭金海店 2004 年 7 月开业，经营面积 3,900 平米。该门店于今年 3 月进行了门店升级改造，相关资本支出 100 万左右。门店改造主要包括卖场布局、门店形象、商品品类组合（特别是非食品类）、生鲜货品陈列、货架空间管理、客服和宣传系统等，改造工程历时 11 天，改造期间不停业。经过全面整改后，坪销和员工绩效得到明显改观，该门店销售收入较去年同期增长 10-20%，整改效果符合公司预期。

长沙红星店于 2005 年 11 月开业，位于长沙南端两个交通干道韶山南路和湘府路的交汇处，此前是公司在长沙地区旗舰店之一。红星店周围聚集了建材市场、汽配市场、湖南农业博览交易中心和湖南国际汽车城等等专业市场，相距不远还有长沙南站。同一商圈竞争对手有家乐福和大润发卖场。步步高门店装修较为陈旧，聚客力明显下降。

今年 8 月 8 日开始，公司对红星店进行了停业扩店整修，计划于 9 月 21 日开业，历时 40 天左右，总投资 450 万元左右。门店面积由 12,622 平米扩建为面积 16,622 平米。此次改造除了对原有的大卖场重新装修和设备更换外，还将在该卖场新辟近 2,000 平米，开设步步高家电门店。

家电业态发展提速

2009 年步步高家电类营业收入同比增长 27%至 5.2 亿，占公司总收入的 9%，主营毛利率 10%。得益于公司超市网点布局广泛的优势，过去十年家电业务主要通过卖场店中店的形式展开。除了省会长沙，步步高电器在湘潭、岳阳、株洲、衡阳、郴州、娄底、邵阳、怀化、永州均已布点，并已进入东安、攸县、醴陵、湘乡、武冈等县级城市，乃至乡镇。步步高电器在湖南二三线城市具有一定优势。

在引进外籍管理团队的同时，公司聘请了新的家电事业部主管。今年 3 月底，全新的大卖场（Hyper-mart）和综超（Super-mart）和家电（E-mart）标识系统启用。5 月 1 日开业的株洲东都店，是第一家步步高风格的专业家电卖场。到今年年底，步步高电器将接连在长沙、湘潭等地陆续开出 3 家专业店，并计划在明年进驻江西开设专业电器店。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	5,176	5,691	6,805	7,922	9,128
销售成本	(4,175)	(4,602)	(5,471)	(6,336)	(7,292)
经营费用	(646)	(681)	(808)	(967)	(1,039)
息税折旧前利润	355	407	526	619	797
折旧及摊销	(160)	(210)	(290)	(316)	(396)
经营利润 (息税前利润)	194	198	235	303	401
净利息收入/(费用)	15	22	15	18	20
其他收益/(损失)	4	10	10	0	0
税前利润	213	229	261	321	421
所得税	(50)	(63)	(65)	(80)	(105)
少数股东权益	0	1	0	0	0
净利润	164	167	195	240	316
核心净利润	162	163	190	240	316
每股收益(人民币)	1.210	0.617	0.723	0.889	1.169
核心每股收益(人民币)	1.196	0.601	0.704	0.889	1.169
每股股息(人民币)	0.083	0.600	0.200	0.267	0.351
收入增长(%)	24	10	20	16	15
息税前利润增长(%)	15	2	19	29	32
息税折旧前利润增长(%)	(23)	15	29	18	29
每股收益增长(%)	30	(49)	17	23	31
核心每股收益增长(%)	29	(50)	17	26	31

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	954	719	675	707	902
应收帐款	188	227	258	308	351
库存	549	716	784	952	1,074
其他流动资产	89	93	113	131	151
流动资产总计	1,780	1,755	1,830	2,098	2,478
固定资产	352	616	637	594	373
无形资产	57	61	71	81	91
其他长期资产	484	674	916	1,176	1,516
长期资产总计	893	1,351	1,624	1,852	1,980
总资产	2,673	3,106	3,454	3,949	4,458
应付帐款	827	1,034	1,157	1,391	1,577
短期债务	0	50	40	40	40
其他流动负债	436	476	571	663	765
流动负债总计	1,263	1,560	1,768	2,094	2,382
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	135	270	270	270	270
储备	1,270	1,275	1,416	1,585	1,806
股东权益	1,406	1,545	1,687	1,855	2,076
少数股东权益	4	1	0	0	0
总负债及权益	2,673	3,106	3,454	3,949	4,458
每股帐面价值(人民币)	10.40	5.72	6.24	6.86	7.68
每股有形资产(人民币)	9.98	5.49	5.98	6.56	7.34
每股净负债/(现金) (人民币)	(7.05)	(2.47)	(2.35)	(2.47)	(3.19)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	213	229	261	321	421
折旧与摊销	160	210	290	316	396
净利息费用	(15)	(22)	(15)	(18)	(20)
运营资本变动	74	38	98	91	103
税金	(3)	0	0	0	0
其他经营现金流	(80)	(82)	(87)	(48)	(104)
经营活动产生的现金流	350	373	546	662	796
购买固定资产净值	(284)	(679)	(515)	(521)	(497)
投资减少/增加	7	0	0	0	0
其他投资现金流	(29)	33	98	(64)	(18)
投资活动产生的现金流	(305)	(646)	(417)	(584)	(515)
净增权益	883	0	0	0	0
净增债务	(70)	50	(10)	10	(10)
支付股息	0	(11)	(162)	(54)	(72)
其他融资现金流	(13)	0	(1)	(2)	(3)
融资活动产生的现金流	799	39	(173)	(46)	(85)
现金变动	844	(235)	(44)	32	196
期初现金	110	954	719	675	707
公司自由现金流	44	(273)	129	78	281
权益自由现金流	(26)	(223)	119	88	271

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.9	7.2	7.7	7.8	8.7
息税前利润率	3.8	3.5	3.5	3.8	4.4
税前利润率	4.1	4.0	3.8	4.0	4.6
净利率	3.2	2.9	2.9	3.0	3.5
流动性(倍)					
流动比率	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率	64.1	53.8	62.7	85.1	125.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.0	0.7	0.6	0.5	0.6
估值(倍)					
市盈率	19.6	38.4	32.8	26.7	20.3
核心业务市盈率	19.8	39.5	33.7	26.7	20.3
目标价对应核心业务市盈率	21.7	43.2	36.9	29.2	22.2
市净率	2.3	4.1	3.8	3.5	3.1
价格/现金流	9.2	17.2	11.7	9.7	8.1
企业价值/息税折旧前利润	6.4	14.1	11.0	9.3	7.0
周转率					
存货周转天数	42.6	50.2	50.0	50.0	40.5
应收帐款周转天数	13.0	13.3	13.0	13.1	13.2
应付帐款周转天数	54.2	59.7	58.8	58.7	59.3
回报率					
股息支付率(%)	6.9	97.2	27.7	30.0	30.0
净资产收益率(%)	18.1	11.3	12.1	13.6	16.1
资产收益率(%)	7.1	5.0	5.4	6.1	7.2
已运用资本收益率(%)	22.6	14.9	15.3	17.9	21.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371