



拐点可期的全能湘军

——步步高（002251）调研快报

2010 年 11 月 19 日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏 S1480207120048

联系人：高坤 零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：公司目前主营的超市业态细分定位、经营状况如何以及与外资团队的融合情况？

在 CPI 的全面带领下，超市行业今年同店增速的标准值在 9% 左右，武汉中百 13% 同店增速为行业先进水平。与之相比，公司今年单店同比增长不超过 3%，80 亿的销售额也与既定的目标有一定差距，这一方面与外资团队系统化的前后台调整磨合不无关系，另一方面则与今年 7 家左右的旧门店改造有关。今年的业绩将除了上述因素外还受制于外资团队的人力成本，公司力争达到去年的水平。明年将超市业态的内生增长目标定为 10%，百货为到 20%。未来 2-3 年之内，90% 的地级市场和县城都会有公司的布点，零售行业将沿着一线城市专业化、中小城市综合化的两极化轨道发展，踏寻这一趋势，公司每年计划新开 2-3 家大卖场、购物中心，2013 年湖南超市布局全部完成，2015 年公司门店数量会得到 300 家，目标是做全能型的冠军。区域布局上是在湖南前 20 名县，每一个 6 万平米的百货配套 3 个大卖场。

就市场关心的外资团队在收益效果、磨合成本的双刃剑效应，王填董事长做了一个形象的比喻：外资团队是机长，而其本人则是塔台，飞机的落地需要后者本土化的指引和带领。虽然该团队在生鲜采购方面出现了一定倒退，但在商品管理、货架陈列、卖场环境三方面还是给有效提高了单店的客流和客单价。明年生鲜采购的改善将是启动超市业绩增长的引擎，而给予外资团队考核的底线则是跑赢 CPI。

问题 2：未来百货及购物中心的拓展模式和外延区域定位如何？

从 09 年上半年公司加大了百货的投入，百货业态目前正常营业门店 17 家，湖南 15 家，江西 2 家。截至至 10 月 31，可比增长 21.94%，规模增长 51.93%，毛利额可比增长 27.07%，税前利润可比增长 83%。百货同店增速实现了连续 3 年 20% 以上的增长，高于行业平均水平。去年新开的 4 家门店中：江西新余地王店已经实现了正利润，税前利润 6 万元左右；衡阳飞达店、永州舜德店目前尚有亏损，预计 2011 年盈利；步步高广场今年确定能超过 1800 万的盈利，租金收入今年 1000 万元。明年有望超过长沙五一商圈王府井第三年 5.5 个亿的销售。

· 湘潭购物中心可为公司的在这一业态的开创之举：目前双立人、菲仕乐已经入驻购物中心，190 个品牌首次进入湘潭，17 个品牌首次进入湖南。项目成熟后，税前净利率 8000 万左右，乐观估计能够达到 1 个亿。目前的硬伤是化妆品结构层次较低，格局行业的规则，百货商场 2 年以内很难引入国际一线品牌。最新的品牌调整动态是 DIOR 和雅诗兰黛、资生堂即将进驻，兰蔻也有望于 2012 进驻。

· 河西长沙中心城，明年 9 月份预计开业。共 9 万平米，地下 3 层，地上 9 层，1-6 层为百货，负 2-3 是停车场。目前招商并没有完全启动，还处于定位复审阶段。明年 3 月底之前招商基本完成。经营满两年将达到盈亏平衡点，即 2013 年。

就百货业态未来的外延地区和模式方面：公司力争在 2012 年实现在湘潭和江西市场份额第一，江西不会进入南昌以东的地区，和当地较早进驻的天虹商场形成正面竞争。在新余、赣州等靠近湖南的地方密集开店，地级城市倾向于 6 万平米的购物中心，一般 18 个月内百货店能够实现盈利。在 2015 年前公司至少有 7 个项目，全部是购物中心业态，总共 100 万平米。目前购物中心的运作模式是集团物业租给上市公司，今后将尽量避免关联交易，由集团先牵头地产、通过与地产商合资共营，采取先孵化，成熟后再注入上市公司的阶段性模式。均衡的运作目标是三分之一公司自建；三分之一集团获取资源，租给上市公司；三分之一和地产商合作，租给上市公司。

问题 3：对于超市至关重要的后台物流、配送等方面的建设公司有无最新规划，美采等其他业态的计划？

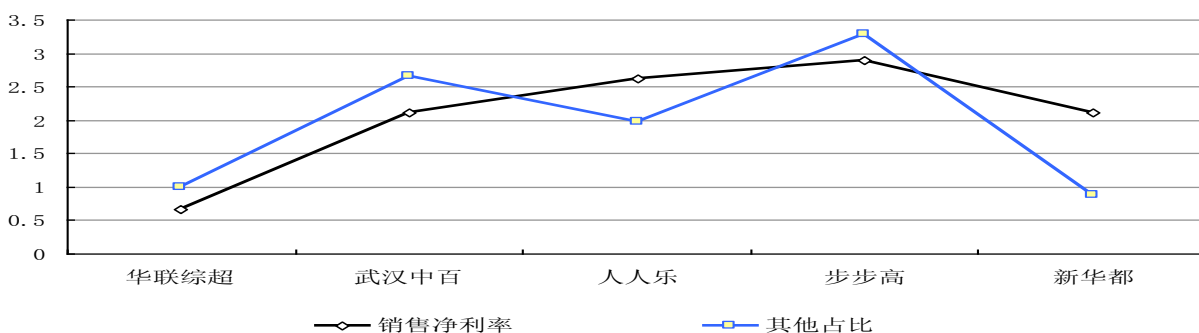
公司的物流配送系统于今年国庆节上线了国际先进的美国买哈顿软件系统，目前每天的吞吐量在 30 万件左右，覆盖 103 家超市，针对每个单体门店，最多三天送一次货，中心的费用率目前在 2.17% 左右。物流仓储中心的信息化建设有待进一步提高；而从配送模式来看，随着公司加大生鲜的投入比例，直送的占比也将水涨船高，这将进一步加快公司的后台周转速度。美采是金融危机的产物，作为一个试验业态，随着国内服装出口的逐步回暖，美采的供货遇到了一定瓶颈。而家电和餐饮两大业务方面，分别计划作出 20 个亿和 5 个亿的盘子。

结论：

1、中西合璧铸就超市业态的跨越式发展。就内涵空间而言，外资团队“洋为中用”战略的摩擦成本普遍长于公司和市场的预期。但作为标准化、系统化倡导者的外资团队和本土化消费习惯，店长粗放式经营的管理磨合所付出的学习成本，将在品类、陈列等作用的毛利率水平上和后台、生鲜系统改造带来的客流量上得到一定补偿。我们看好外资在亚洲各国屡试不爽的国际化先进超市管理体系与“食尚之都”湖南本土化特色的扬长避短组合。以我们实地调研的一家外资团队主导的 SUPEMART 门店为例，改造费用在 500 万左右，其中 60% 用在了生鲜运营，占比 2% 以上的面包熟食品类在联营改自营后，销售增速高达 70%，毛利率也在原有 30% 的基础上得到明显提升。

而在外延方面，以销售净利率表示的一定区域范围内行业的竞争程度和扩张绩效水平，以包含各种通道费在内的其它收入占比反映对上游供应商议价能力，我们发现两者呈现明显的正相关关系。步步高复合业态经营的区域垄断地位以及由此带来的议价能力优势明显，利润率已经接近 3% 的行业先进水平，高出华联综超 2 个百分点，这进一步形成了冷链物流体系投入和区域范围内扩张的源动力。

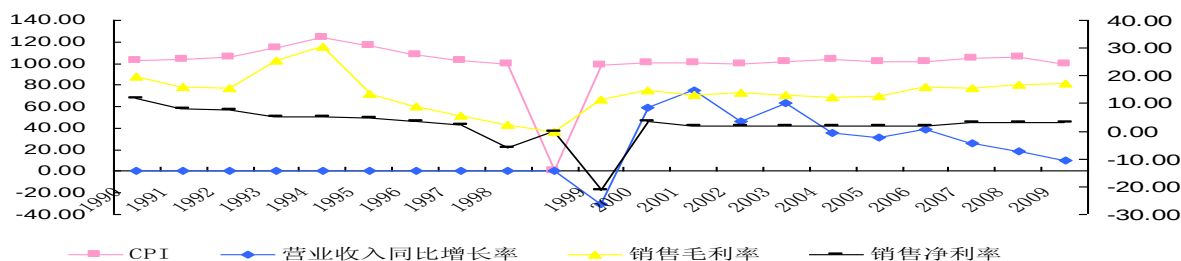
图 1：超市连锁上市公司扩张绩效对比



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

- 2、**百货超市两条腿走路领航湘赣二线城市消费升级。**不同于一线城市对身份和个性化的追求，二三线城市消费群体的行为更大程度上是在范围较小的熟人网络中追寻共性的平衡，聚集性的消费倾向尤为明显，融合餐饮、娱乐、购物、文化等多要素的购物中心充当了人们情感交流和满足“时尚虚荣”的生态环境。公司作为地区龙头，外资竞争尚不激烈，相对于万达+万千的订单地产模式，公司拥有更多的上游供应商资源，相对占优。在地级市主推购物中心，县级地区 6 万百货配套 3 家大卖场的准购物中心模式不仅通过一定比例的自有物业实现了资产升值，也同时分享了当地的消费升级。购物中心内部各业态的协同效应和品牌效应又进一步形成了提高租金和提高扣点议价能力的良性循环。公司做全能冠军的五年目标（11 年 130 亿，12 年 170 亿，13 年 230 亿，14 年 300 亿），充分诠释了其对于零售行业两极化趋势的判断，此外，随着外资团队全面接管超市业态，公司将预留更多的精力集中于百货和购物中心的开发。
- 3、**通胀与政策双重红利下的首选标的。**中央制定的十二五规划建议中，着力提高城乡中低收入居民收入的要求。其次，从通胀的角度来看，超市板块的毛利率水平与 CPI 指标密切相关，而收入增速和利润水平则有一定滞后。今年 10 月份 CPI 达到已经达到了 4.4%，供需缺口和充裕的流动性在短期内难有反转的可能，明年上半年将成为物价集中爆发的阶段，考虑到季节性因素和货币流动的滞后效应，严重通胀将在明年下半年凸显。十二五规划对边际倾向较高的中低收入政策倾斜、流动性泛滥背景下的通胀风险，形成了内部提升、外部催化并举的温床，超市业态有望迎来前所未有的发展机遇。

图 2：超市连锁上市公司扩张绩效对比



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

步步高在湘潭的强势垄断地位与自身的购物中心、EMART 探索形成了内置的双品牌战略形成了后台供应链系统和前台品牌效应的双重协同效应，以全国连锁定位的人人乐、华联综超面临外部外资超市巨头渠道下沉和区域龙头多业态竞争的内外围剿，加之而后端物流和信息化建设的滞后，短期内较难形成有效的业绩突破。而以大卖场和便利店为主的友谊股份在细分业态上不具备一定的可比性，步步高的毛利率和净利率水平均高于同为区域型超市的新华都和武汉中百，而前者由于尚无进行省外扩张，存货周转率略为占优。综合上述对比，我们将步步高作为双重红利下的超市首选。

表 1：超市类上市公司相关财务指标对比

公司	毛利率	净利率	存货周转率
武汉中百	18.15	2.12	7.65
步步高	19.61	2.90	8.17
新华都	18.84	2.11	9.13
人人乐	20.80	2.62	8.29
华联综超	19.34	0.66	9.92

友谊股份	21.08	2.10	9.09
------	-------	------	------

资料来源：东兴证券研究所

- 4、盈利预测与投资评级。**在政策向中低收入人群倾向的政策扶持和通胀愈演愈烈的大背景下，步步高中西合璧的管理团队不仅打造了后台优良的供应链管理系统（存货周转水平）和标准化的前台品类、布局管理（毛利率），其多业态全能型定位的协同效应与其所主导的二三线城市消费升级形成了良好的契合。预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.68 元和 0.89 元，对应 PE 分别为 38 倍和 29 倍。我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。