

分析师:	代薇	(8627)65799539	daiwei@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490510120004
联系人:	童兰	(8627)65799539	tonglan@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490511040003

百货与超市两翼齐飞，经营规模开始加速扩张

事件描述

今日，我们调研了步步高，主要内容如下：

- 百货现有成熟门店继续维持较高的收入增速，百货整体盈利能力较强，且 2011 年大体量的长沙河西店及岳阳店有望开出，河西店有望成为百货收入的另一中坚力量；
- 外籍团队加强超市业务的后台管理，费用管控能力开始得到体现，同时超市门店改造效果明显，收入及利润增速均有较大幅度提高，外籍团队的超市管理改造效果初显
- 百货门店储备资源较多，超市业务的扩张速度也将加快，公司经营规模有望从 2011 年起开始进入新一轮加速扩张期；
- 预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.83 元和 1.11 元，给予推荐评级。

事件评论

第一，百货业务扩张效果开始体现，收入仍保持较高增速

公司自 2001 年开始涉及百货业务，近年来的百货一直进行稳定的扩张。2008 年之前，公司的百货业务主要以湖南二、三线城市为主，且百货门店的经营规模整体偏小，为了符合当地的消费实际需求，百货经营档次也以中低端为主，使得整体的坪销水平偏低，百货业务的收入占比也较小。自 2008 年，公司开始加快扩张速度，当年公司新开 4 家百货，合计新增面积约为 90000 平米，且公司 2008 年开始迈出百货跨区域扩张的第一步，在江西开出湖南省外第一家百货店——江西钧天店，2009 年，公司继续加快百货扩张进度，当年公司共开出 4 家百货门店，且面积大幅增加，增加比例超过 70%。得益于较快的百货扩张，公司的百货业务近年也一直维持较高的收入增长。

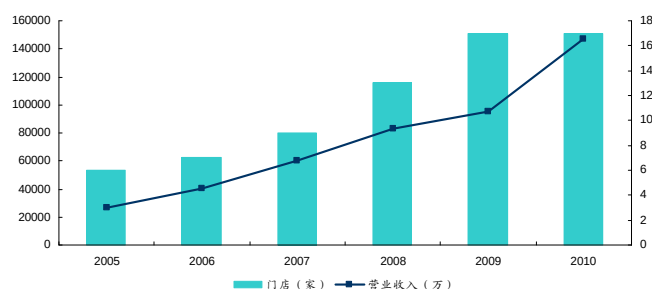
1) 百货现有成熟门店继续维持较高的收入增速，且百货整体盈利能力较强

2006-2010 年，公司百货业务的收入分别为 4.04 亿元，6.01 亿元，8.32 亿元，9.56 亿元和 14.72 亿元，同比增速分别为 53.14%，48.70%，38.31%，14.91%和 53.96%。2011 年一季度，公司的百货业务收入增速约为 35.6%，而 4 月的单月收入增速更是增至 55.6%，使得 2011 年 1-4 月公司百货业务的收入同比增速达到 41%。且 2009 年 10 月开业的大体量的步步高广场，2010 年即实现了 4.5 亿元的营业收入，预计 2011 年该店的营业收入有望突破 6.5 亿元，增速较快；2011 年，公司还有望新开出长沙河西店以及岳阳店两家百货，预计将分别在 2011 年 9 月以及 12 月开业，建筑面积分别为 10 万平米和 7 万平米，河西店和岳阳店的开出将使得公司的百货经营规模进一步扩大。

公司目前 17 家百货门店当中，经营情况整体相当，经营优劣呈纺锤型组合形式，目前经营情况良好的门店包括：怀

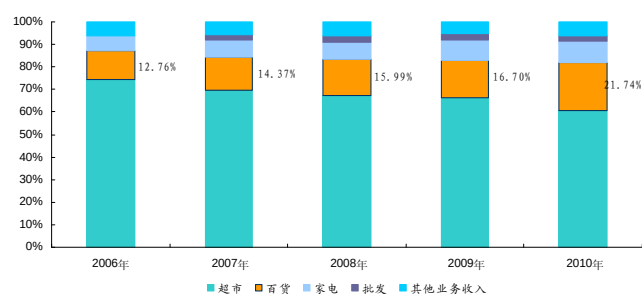
化店、株洲国安店、耒阳店、基建营店、邵阳店、娄底店、益阳店、常德店，尽管这些门店经营面积较小，但单店盈利水平较高，较好门店的净利润水平甚至能达到 8-10% 的净利润率水平，中等的门店也能达到约为 5-6% 的水平，因此使得公司百货业务的净利润率保持较高的水准。目前公司所有的百货门店当中，略有亏损的仅有 3 家，主要是 09 年新开尚处于培育期的门店，从目前的经营情况来看，我们判断这 3 家门店 2011 年有望实现扭亏；而一些处于成熟期的门店，平均的收入增速也能维持在约 30% 的水平，因此我们认为，尽管随着百货经营规模的逐渐增加，收入基数开始加大，但由于公司百货业务的有效经营，百货门店的培育期逐渐缩短，收入体现较快，使得收入在近年仍能维持较高的增长速度。

图 1：百货业务收入随经营规模扩大而保持较高增速



资料来源：长江证券研究部

图 2：百货收入占比逐年增加



资料来源：长江证券研究部

表 1：近年来新开门店目前的经营情况

开业时间	面积 (平方米)	百货门店	所在区域	2010 年经营状况
2008 年 1 月 30 日	20000	江西钧天店	江西	亏损
2008 年 5 月 1 日	30000	株洲东都店	湖南株洲	盈利
2008 年 9 月 27 日	17000	罗家井店	湖南郴州	盈利
2008 年 11 月 28 日	25000	长沙开元店	湖南长沙	盈利
2009 年 5 月 28 日	40000	江西新余店	江西	盈利
2009 年 11 月 21 日	30000	衡阳店	湖南衡阳	亏损
2009 年 12 月 29 日	120000	步步高广场	湖南湘潭	盈利
2009 年 12 月 31 日	40000	永州店	湖南永州	盈利
2010 年 10 月 1 日	36000	武冈店	湖南武冈	亏损

资料来源：长江证券研究部

2) 长沙河西店有望成为百货收入的另一中坚力量

继 2009 年底湘潭步步高广场开业之后，2011 年 9 月，公司又一大体量购物中心有望开业。步步高长沙河西店位于河西金星大道以东、桐梓坡路以北，矗立于市府板块的商业中心地带，总占地 3 万平方米，总建筑面积达 10 万平方米（经营面积约为 6 万平方米），是长沙大河西目前最大的商业、娱乐、购物中心。步步高广场长沙河西店位于大河西先导区商业中心，距市政府仅 200 米，距新市政文化中心 1.5 公里，周边还有配套相关职能部门机关单位及各大高校，可谓是“府前经济圈”的最早受益者，河西城区周边常住人口约 65 万、居住和流动人口总计 100 万。未来，通过城际高速、轻轨等交通网络，与株洲、湘潭、衡阳等城市连接，辐射消费人群将达 2000 万人。在政府、地铁和集团的三重推动下，步步高广场河西店占据大河西的商业黄金地段，未来有望成长为长沙地铁时代的商业翘楚，引领长沙时尚购物新风尚。公司也将长沙河西店看作公司的百货业务在长沙地区的翻身之作，对公司本身具有较为重要的意义。

河西城区目前只有通程的一家大众百货，且与步步高河西店距离较远。由于河西店定位较为高端，具备一站式购物中心消费体验功能，整体定位高于通程店。自 2011 年 4 月 15 日河西店开始招商，目前配套设施的招商基本完毕，且招商情况好于预期。配套设施包括万达 IMAX 电影城、星巴克、面包心语等，除此之外还包括 30 多家餐饮门店，而

目前商品招商也在陆续进行，品牌定位的也均为中高端，以白领、公务人员、私营业主等中高收入群体为主要客群，涵盖全客层消费，按照“精品+时尚+休闲+平价”思路，商品配置预计以国际一线精品为引领，国际二线品牌与国内一线品牌为主体，国内二线品牌为补充，除此之外，河西店还拥有面积约为 2.6 万平米的双层地下停车场，可同时容纳 1000 辆汽车的停靠问题，因此，齐全的配套功能，加上充足的商品品类，河西店有望开业后迅速成为河西最大、服务功能最齐全的商业摩尔以及市府核心商圈的首席精致生活形象名店。

图 3：河西店目前的施工进度图



资料来源：长江证券研究部

图 4：河西店的完工效果图



资料来源：长江证券研究部

表 2：步步高广场河西店的盈利预测情况

	2011E	2012E	2013E
经营面积（平方米）	60000	60000	60000
营业收入（万元）	10000	35000	47000
经营坪销（元/平方米）		5833	7833
销售毛利率	16.0%	17.0%	17.5%
毛利额	1600	5950	8225
建安成本（万元）	40000	40000	40000
土地成本（万元）	12000	12000	12000
折旧摊销费用	1100	3600	3600
人工费用	324	1296	1555.2
水电费	300	1200	1200
利润总额	-124	-146	1869.8

资料来源：长江证券研究部

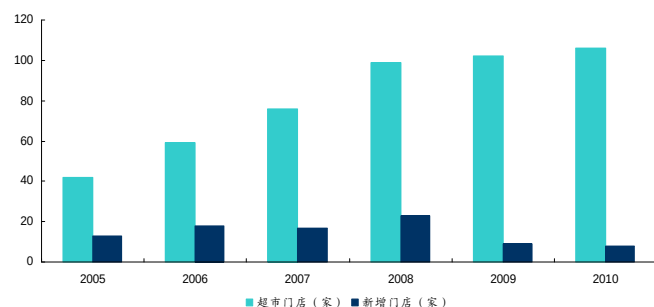
我们认为，作为公司的百货业务在长沙的颠覆之作，公司对河西店也是寄予了厚望。公司对该店的定位目标是：2-3 年内致力于满足大河西地区的消费；3-5 年，成为覆盖大长沙地区的精品百货店，且该店的目标是未来 5 年内实现 10 个亿的销售收入。目前河西店已经封顶，将开始进行外墙以及内部店堂装修，2011 年 9 月底有望顺利开业，预计该店 2011 年有望实现 1 亿元的收入，2012 年有望突破 3.5 亿元，且由于公司整体的费用管控能力较强，6 万平米的经营面积，公司的自有员工数量仅约为 270 人，同时由于水电费用也可以与供应商及商铺进行分摊，因此整体的费用压力并不大，预计 2011-2012 年公司将略有亏损，2013 年有望开始贡献利润。

第二，超市业务调整效果初显，改造及扩张速度开始加快

2009 年 10 月，步步高公司以合同聘用制的方式引进以 Noel Trinder 先生为公司超市事业部首席执行官的 12 人外管理团队，以一个整体团队的形式植入到步步高超市业态的高级管理层，全面管理步步高超市事业部的主要经营管理工作，聘用期为 5 年。且公司为了配合外籍团队的改造进度，近两年公司超市业务的扩张速度有所放缓，2009 年，

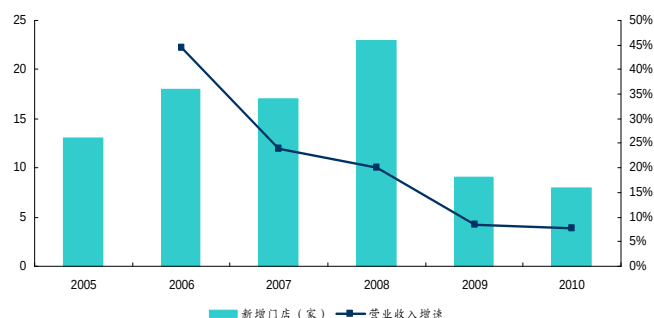
公司共新开门店 9 家，关闭 6 家，净增门店 3 家；2010 年，公司新开门店 8 家，关闭置换了 3 家，截至 2010 年末，公司共有超市门店 106 家。而 2011 年，公司开始加快超市门店的扩张以及改造进度，预计 2011 年，公司将新开超市门店 20-30 家，改造门店的进度也将有所加快，预计 2011 年改造的 hyper mart 将超过 12 家，从数据来看，2011 年一季度，公司已新开门店 4 家，从目前的开店进度来看，我们认为公司 2011 年有望顺利完成开店目标。且公司 2011 年 4 月与统一超商签署合作意向，双方将合作开拓四川市场，目前统一优玛特在四川开设了 5 家门店，未来有望在公司的管理之下重新开张运营。

图 5：超市门店的扩张速度近两年有所放缓



资料来源：长江证券研究部

图 6：2009-2010 年超市业务收入增速放缓



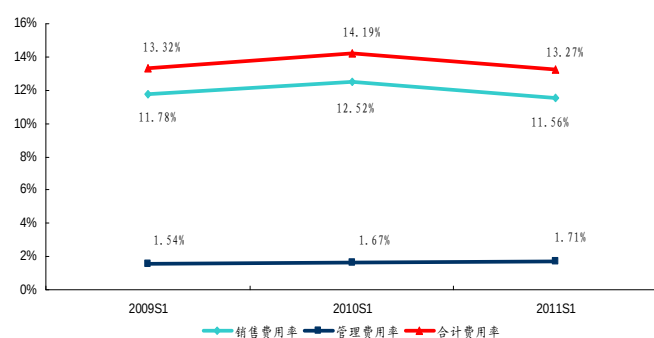
资料来源：长江证券研究部

1) 外籍团队加强超市业务的后台管理，费用管控能力开始得到体现

2010 年，公司引入的外籍管理团队主要对超市业务的后台管理进行了改造，包括对超市的费用管控，品类管理以及将门店决策权统一收回总部，由总部统一进行资源调配和统筹管理，除此之外，公司还加强了后台信息管理力度，以信息化管理来支撑日益庞大的零售体系后台管理，提高管理的有效性。对超市费用管控这一方面，公司对各部门实行费用细分，制定费用计划，由各部门对其费用进行执行管控，从而整体上实现费用集约；而对于劳动密集型的零售行业而言，人工费用是零售企业无法避开的问题，对此，公司主要通过提高劳动效率来缓解人工上涨压力，2010 年公司的劳动效率提升比例约为 25%，通过劳动效率的提高，公司的员工数量增速得到了有效抑制，目前公司的门店配备人员低于同行业水平。

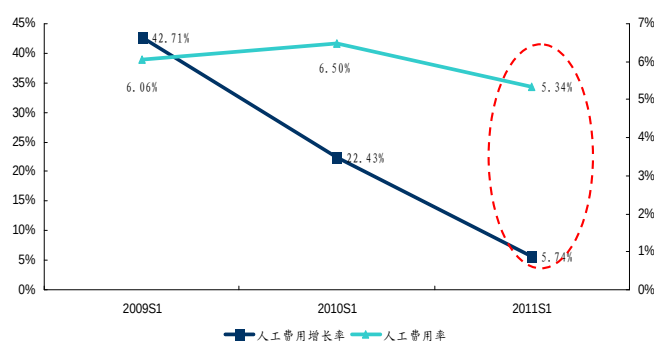
2011 年一季度，公司的销售费用率及管理费用率分别为 11.56% 和 1.71%，总费用率合计同比下降了 0.92 个百分点，同比 2009 年也下降了 0.05 个百分点，除此之外，2011 年一季度人工费用的同比增速仅为 5.74%，从而使得人工费用率同比下降了 1.16 个百分点至 5.34%。我们认为，超市业务经过 2010 年一整年的磨合和改造，目前许多管理机制已经初步建立，2011 年将有望是收获的一年。

图 7：超市门店的费用率同比开始出现下降



资料来源：长江证券研究部

图 8：2011S1 人工费用改善较为明显



资料来源：长江证券研究部

2) 超市门店改造效果初显，改造门店的可比收入增速开始加快

目前公司的超市业态主要分为 hyper mart(3000 平米以上)、super mart(3000 平米以下)以及 E mart(家电专卖场)，截至 2011 年一季度，公司共有超市门店 110 家，其中 hyper-mart 约为 57 家，super-mart 约 53 家，E-mart 目前 2 家。2009-2010 年，公司开始着手按照新超市标准对部分老门店进行改造，2009 年公司大型改造门店 2 家，2010 年改造 5 家，整体改造速度偏缓，而 2011 年开始，公司将加快超市门店的改造进度，计划 2011 年改造门店 25 家，预计 2011 年有望改造 hyper mart 约 12 家，除此之外，公司按照目前的超市标准新开超市的速度也将加快，2011 年预计将新开超市 20-30 家。

对于超市的改造，改造后的门店装修更为紧凑，购物环境更为舒适，商品品类组合更加合理，从而提高购物体验，除此之外，生鲜区域的面积也有所扩大，商品品类进行了增加使得品种更加丰富。从改造后的结果来看，2011 年一季度超市业务的同店增速约为 10%左右，4 月份超市业务的可比增长为 14.3%，增长速度明显加快。我们认为，随着改造后门店的同店增速开始加快，加之 2011 年公司的门店扩张速度也将加快，超市业务收入近年有望实现 20%以上的增长速度。

图 9: 改造后的店面环境改善了购物体验



资料来源：长江证券研究部

图 10: 改造后生鲜区域面积有所扩大



资料来源：长江证券研究部

表 3: 超市门店改造效果简易对比情况

	广云店 (super-mart)	红星店 (hyper-mart)
经营面积	2000 多平米	建筑面积 16000 平米，经营面积约 9800 平米
改造时间	2010 年	2010 年 9 月
改造内容	生鲜区域扩大，商品品类增加并调整	生鲜区域扩大，商品品类增加和调整，增加了家电卖场
2010 年收入	约 3500 万 (税前)	1.2 亿 (税前)
净利润	约 200 多万	约 1000 万
2011S1 同店增速 (改造后)	20%以上	约 85%
改造前同店增速	约 2-3%	较低
当前客单价	约 30 多元	约 75 元
改造后客单提升幅度	约 20%	约 70-80%
211 年销售目标	约 4200 万	约 2 亿

资料来源：长江证券研究部

3) 物流中心规模的扩大将更好的支撑超市门店的快速扩张

公司的物流中心目前只在湘潭地区，占地面积约 210 亩，另外两个仓储配送点分别在怀化以及江西新余。对公司超市

业务而言，物流体系的建设将有助于减少商品缺货率，提高商品周转速度，同时也一定程度上改善毛利水平。但是由于公司目前物流体系规模较小，支撑超市门店日常配送比例在 50% 以下，目前，公司计划扩建湘潭物流中心，拟在原有基础之上新增 30000 平方米，扩建部分仍主要以常温仓库为主，预计 2011 年 11 月底前，扩建的物流中心将有望开始使用。

我们认为，物流中心规模的扩大将更好的支撑现有超市的门店配送，同时依托物流中心配送能力的增强，公司超市业务规模的扩张也将得到更好的支持。

第三，预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.83 元和 1.11 元，给予推荐评级

- 1) 公司 2009 年底至 2010 年合计新开 4 家百货门店（包括步步高广场，衡阳店，永州店以及江西新余店），合计面积约为 23 万平米，百货的经营规模扩大超过 50%，百货业务的收入有望在 2011 年出现较高增长，同时步步高广场长沙河西店以及岳阳店均有望在 2011 年开业，定位偏高端的百货将有望进一步提升公司百货业务的整体经营质量，大体量的购物中心的开业在带来收入增长的同时也有望进一步提升公司百货业务的整体毛利水平；
- 2) 外籍管理团队接手步步高超市业务后存在一段时间的磨合期，公司或由此迎来经营管理效率的提升，2011 年一季度公司超市业务的同店增速约为 10%，而 4 月份的同店增速增至 14.6%，超市业务的改造效果初显，外籍管理团队与公司度过磨合期后的改造成果在未来两年内有望得到持续释放；
- 3) 公司的扩张速度开始加快，百货目前储备项目较多，未来将以大体量的购物中心模式使百货业务的收入迅速提升，同时超市业务近年内将加快开店速度，2011 年公司有望新开 20-30 家门店，外籍团队的后台管理机制初步完成后，收入建设将随之跟上步伐；
- 4) 公司在近期与统一超商签署合作协议，拟进军四川市场，公司将有望以“百货+超市”的业态来拓展四川市场，这将是公司自江西省之后的又一跨区域经营尝试，其经营效果值得期待；

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.83、1.11 元，考虑到公司目前的百货及超市业务收入增速均开始加快，同时公司经营规模的扩张也从 2011 年开始加速，经营拐点或已出现，我们看好步步高未来两年内的收入及利润增速，给予推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6770	8472	10651	13456	货币资金	611	847	1065	1346
营业成本	5384	6722	8423	10618	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1387	1749	2228	2838	应收账款	195	238	299	378
% 营业收入	20.5%	20.6%	20.9%	21.1%	存货	840	1040	1303	1642
营业税金及附加	51	64	80	101	预付账款	446	559	701	883
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	33	40	51	62
销售费用	998	1228	1544	1884	流动资产合计	2125	2725	3419	4311
% 营业收入	14.7%	14.5%	14.5%	14.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	131	161	202	256	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	长期股权投资	406	406	406	406
财务费用	-17	10	11	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	固定资产合计	1262	1489	1671	1713
资产减值损失	5	4	6	7	无形资产	145	138	131	124
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	1	1	2
营业利润	220	283	384	586	其他非流动资产	-125	-125	-125	-125
% 营业收入	3.2%	3.3%	3.6%	4.4%	资产总计	3819	4633	5503	6432
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	200	339	325	52
利润总额	235	298	399	601	应付款项	1224	1529	1916	2415
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.7%	4.5%	预收账款	341	424	533	673
所得税费用	64	74	100	150	应付职工薪酬	50	60	75	95
净利润	171	223	299	450	应交税费	49	59	77	107
归属于母公司所有者的净利润	170.9	223.3	299.0	450.4	其他流动负债	326	402	504	633
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	2189	2813	3429	3975
EPS (元/股)	0.63	0.83	1.11	1.67	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	461	625	795	1059	其他非流动负债	64	64	64	64
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	2253	2877	3493	4039
收回现金					归属于母公司	1566	1756	2010	2393
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-608	-485	-507	-435	股东权益	1566	1756	2010	2393
其他	2	0	0	0	负债及股东权益	3819	4633	5503	6432
投资活动现金流净额	-606	-485	-507	-435	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.632	0.826	1.106	1.666
银行贷款增加 (减少)	200	139	-14	-272	BVPS	5.79	6.49	7.43	8.85
筹资成本	162	-43	-56	-72	PE	36.80	28.16	21.03	13.96
其他	-328	0	0	0	PEG	0.96	0.74	0.55	0.37
筹资活动现金流净额	34	96	-71	-344	PB	4.02	3.58	3.13	2.63
现金净流量	-110	236	218	281	EV/EBITDA	19.12	10.37	7.65	5.05
					ROE	10.9%	12.7%	14.9%	18.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。