

分析师: 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040003

联系人: 史恒辉 (8627)65799539 Shihh2@cjsc.com.cn

规模增速将进一步加快, 低成本缓解费用压力

事件描述

近日, 我们调研了湖南步步高, 主要内容如下:

- 1) 2011 年公司超市门店预计新增 20 家左右, 2012 年公司超市门店开店数将进一步加快, 超市业务收入增速将随着规模迅速扩大而加快;
- 2) 湘潭步步高广场 2011 年上半年实现收入 3.4 亿元, 同比增速较快, 预计全年收入将略超预期;
- 3) 2011 年公司将有希望开出长沙河西店及岳阳店, 总建筑面积合计约为 17 万平米, 且 2012 年公司将开出 2-3 家百货, 百货业务经营规模将迅速扩大;

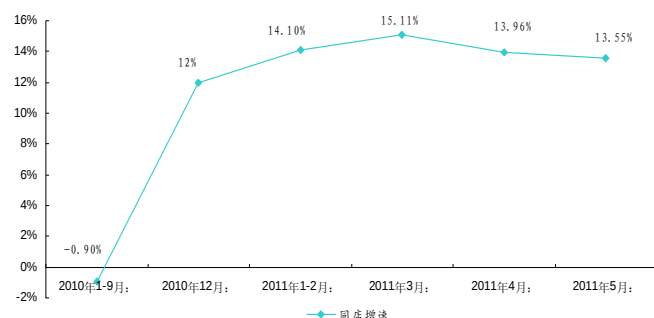
事件评论

第一, 超市未来扩张速度进一步加快, 经营规模扩大将成为收入增长的主要动力

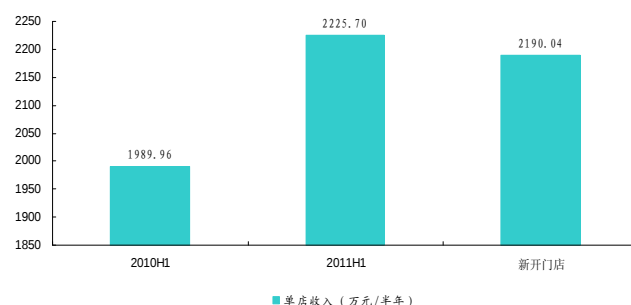
自 2009 年公司引入外籍管理团队, 2009-2010 年间由于管理层之间的磨合, 公司放慢了规模扩张的步伐, 2009 年公司新开门店 9 家, 大型改造门店 2 家, 但关闭 6 家门店, 净增 3 家; 2010 年, 公司新开门店 7 家, 但关闭置换 3 家门店, 净增 4 家门店; 2011 年, 公司的超市门店扩张速度有所加快, 上半年公司共新开门店 9 家, 但由于关闭了 2 家门店, 上半年净新增门店 7 家。

1) 同店增速加快及平均单店面积扩大使得单店收入增长, 单店贡献度将开始加大

2010 年上半年, 公司超市业务收入为 20.71 亿元, 平均单店收入为 1989.96 万元 (半年); 2011 年上半年, 公司超市业务收入为 25.16 亿元, 同比增长 21.52%, 平均单店收入为 2225.70 万元 (半年); 由于 2010 年下半年至 2011 年上半年, 公司共新增门店 9 家, 且由于公司目前开店主要以大卖场为主 (大卖场 (hyper mall) 面积主要集中在 7000-10000 平米, 而标准超市 (super mall) 面积主要为 2000-3000 平米), 单店面积的扩大也使得单店收入贡献度加大。根据测算, 2010 年下半年至 2011 年上半年, 剔除同店增长因素, 新增门店的平均单店收入约为 2190.04 万元 (半年)。单店收入同比均有所增长。

图 1：2010-2011 年部分月份的同店增速水平


资料来源：长江证券研究部

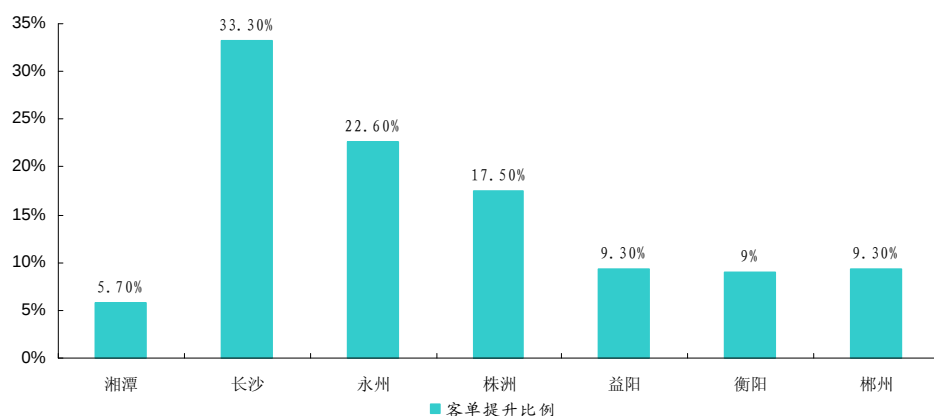
图 2：单店收入贡献度有所提高


资料来源：长江证券研究部

2) 门店改造将在 2012 年完成，改造门店的可比门店增长加快

公司目前共 113 家超市门店，其中大卖场（hyper mall）约为 74 家，标准超市（super mall）约为 39 家。而自 2009 年开始，公司就一直对部分不达标超市门店进行门店装修及改造，改造方面主要包括店堂装修，货架摆放，商品结构，空间管理等方面，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。且经过空间管理后，门店的商品结构更加紧凑，单位面积的盈利能力也有所提升。以红星店（hyper mall）与广云店（super mall）为例，红星店经过扩建改造后（2010 年 9 月改造完毕，建筑面积由约 12000 平米扩建至约 16000 平米），2011 年 1-5 月收入同比增长约为 71.1%，而广云店经过改造后（2010 年进行改造），2011 年 1-5 月收入同比增速达到 23.90%。而剔除改造前后的影响，改造后的门店平均可比增速一般也会有所提升，可比门店增速一般提高 3-4 个百分点。

2010 年公司已经改造门店 20 多家，2011 年公司计划改造门店 35 家，其中 2011 年上半年已改造 10 多家，下半年仍有 10 多家门店尚需改造，预计 2012 年还剩下约 20 家进行改造。而在改造门店中，大改门店由于改造工程较大，相当于重新开店，改造费用相对较高，且需要停业改造，而部分门店仅需要进行小规模改造，费用较低，且可以进行闭店后改造，对正常经营影响不大。2011 年全年公司拟进行大型改造的门店仅 3-4 家，而 2012 年预计需要大型改造的门店数量较少。

图 3：门店改造后部分地区的客单提升较为明显


资料来源：长江证券研究部

3) 超市业务步入新一轮快速扩张期，未来扩张脚步将继续加快

2011 年上半年，公司新开门店 9 家（关闭 2 家），开店速度较 2009-2010 年相比有所加快，但是距公司 2011 年新开店 20 家的目标相比，预计下半年开店速度将有所加快。我们认为 2011 年全年新开店数量仍维持在 20 家左右，2012-2014 年公司开店速度将进一步加快。

经过外籍管理团队的管理磨合期，目前超市业务的后台管理体系已打造完毕，管理效率逐渐提高，超市同店增速随之同比出现较大幅度提升。我们认为，公司目前处于新一轮规模加速扩张期。2011 年作为公司扩展加速的新起点，门店数量将在未来几年内迅速增加，同时公司的门店将在 2012 年改造完毕。公司新开店速度的加快，单店收入贡献的增长及可比门店增速的提高将使得超市业务收入在未来几年继续保持较高的增速，**我们预计 2011 年公司超市有望实现约 30% 的收入增速，未来增速或将进一步加快。**

第二，长沙河西店以及岳阳店有望在 2011 年开出，百货经营规模增长迅速

2011 年 9 月 23 日及 2011 年 12 月 16 日，预计长沙河西店及岳阳店有望开始正式营业。河西店总建筑面积约为 10 万平方米，经营面积约为 5 万平方米，其中地下停车场面积约为 2.6 万平方米，共计约 1000 个停车位。河西店位于长沙河西新城区，与长沙市政府仅距离约 200 米，物业条件较好，该门店定位为中高端精品百货，且该购物中心将餐饮、娱乐休闲等配套功能设施全部融合进，充分满足消费者的一站式购物需求，功能的完备性对于单体门店的集客能力有了较好的提升作用。

由于长沙河西店的土地建安成本较低，河西店的整体成本不到 5 亿元。较低的成本使得公司运营成本较低，我们预计该门店的收入做到 3 亿即可实现盈亏平衡。而该门店的开店在 2011 年十一国庆之前，四季度本身属于消费较为旺盛的时期，因此我们看好该店开店后的业绩表现。

表 1：河西店部分经营数据预测情况：

	2011E	2012E	2013E
百货经营面积（平方米）	45000	45000	45000
营业收入（万元）	10000	35000	49000
百货经营坪销（元/平方米）		7777.78	10888.89
销售毛利率	13.0%	14.0%	16.0%
毛利额	1300	4900	7840
建安成本（万元）	30000	30000	30000
土地成本（万元）	10000	10000	10000
折旧摊销费用	916.5	2916	2916
人工费用	200	800	960
水电费	300	1200	1200
利润总额	-116.5	-16	2764

资料来源：长江证券研究部

除此之外，公司目前的百货主力门店步步高湘潭购物中心 2011 年上半年实现收入 3.4 亿元，同比增长约为 60%，预计 2011 年该店的收入有望超过 6.5 亿元，略超预期；湘潭步步高广场 2011 年有望实现利润约 4000 万，且按照目前的经营情况，至 2013 年该店的净利润有望突破 1 亿元。而除湘潭步步高广场之外的其他百货门店，近年来的同店增速一直保持在 20-30% 的水平，主要原因是由于当地消费水平的提升带来客单的提升以及居民消费能力的提升，且目前该趋势仍有望继续保持。目前，公司的百货门店中仅 3 家新开门店仍略有亏损，分别为江西钧天店（2008 年 1 月开业）、衡阳店（2009 年 11 月开业）以及武冈店（2010 年 10 月开业），经过门店培育期后，预计 2011 年衡阳店能实现销售收入 8000-9000 万元，实现盈亏平衡。而由于武冈店及钧天店的商品资源相对较差，经营情况仍有待改善，预计钧天店及武冈店 2011 年合计亏损在 500 万元以内，影响相对有限。

由于公司近年来的百货业务增速较快，且公司的百货业务目前已渗透湖南省地市县级地区，由于湖南 2-3 线城市商业容量较小，因此占据核心商业物业的先发优势对缩短百货培育期，夯实商业竞争力有着重要意义。公司目前的百货战略是在地市级地区以开 60000 平米的综合体为主，而县级城市则以 3000 平米的百货，同时辅以大卖场覆盖。得益于公

司较早的介入物业项目，公司目前的百货项目储备成本大多不高，湖南地市级城市的建筑及土地成本合计不超过 3000 元/平米。2011 年公司除先开河西店，岳阳店建筑面积约为 7 万平米，但整体的土建装修成本仅约为 3.5 亿元，2012 年，公司还有望新开 3 家百货，分别为宜春店（约 8 万平米），吉首店（约 6 万平米）以及耒阳店（约 3 万平米），我们预计宜春店与吉首店合计成本将不超过 6.5 亿，而耒阳店由于面积较小，资本开始压力相对较小。

表 2：2011-2012 年公司百货门店扩张计划情况

百货门店	建筑面积（平方米）	预计开出时间	预计开店成本
河西店	100000	2011-09	不到 5 亿
岳阳店	70000	2011-12	约 3.5 亿
宜春店	80000	2011-05	约 3.5 亿
吉首店	60000	2012	约 3 亿
耒阳店	30000	2012	

资料来源：长江证券研究部

我们认为，2011-2012 年公司将有望新增百货 4-5 家，规模扩张迅速，百货业务的收入增速也将随着经营规模的扩大而迅速加快，且由于较低的开店成本，新开百货门店的培育期将较大的缩短，从而较快开始贡献利润。我们认为，通过湘潭步步高广场目前较为成功的经营模式和经营结果来看，公司的购物中心模式将有望使公司的百货业务迅速成功复制扩大，我们看好公司百货业务未来的增长前景，预计今年的百货业务收入有望实现超过 40% 的增速。

第三，预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.89 元和 1.25 元，维持推荐评级

我们认为，步步高目前处于新一轮高速扩张期中，超市及百货业务在近年内均将维持较高的规模、收入及利润增速，其主要看点在于：

- 1) 外籍管理团队在经历磨合期后，公司在 2011 年全面迎来经营管理效率的提升，人工劳效以及同店增速均有较大提升，且超市业务的改造效果明显，改造门店的可比门店增速提升较为显著，预计 2012 年公司的超市门店将全面改造完毕，未来两年内公司的销售收入有望得到持续释放；
- 2) 超市业务近年内将加快开店速度，2011 年公司有望新开约 20 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，预计未来几年内超市门店的开店速度会进一步加快。且公司目前主要以开大店为主，单店贡献度也将有所提升。超市收入规模也将随着经营规模的迅速扩张而进一步加快；
- 3) 百货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；2011 年公司有望新开出河西店以及岳阳店，2012 年也将有望新增 2-3 家百货，百货规模的迅速扩大将带来百货业务收入的迅速增长，且已有百货门店继续维持较高的同店增长，同店增速的提高为公司百货业务利润的提供了保障边际；

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.89、1.25 元，考虑到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，2012 年公司的规模扩张速度或将进一步加快。我们强烈看好步步高未来两年内的收入及利润增速，公司目前的股价对应的估值分别为 30 倍和 20 倍，继续维持“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	8807	12103	16667	货币资金	611	881	1210	1667
营业成本	5384	7002	9632	13293	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1387	1806	2470	3374	应收账款	195	247	340	468
% 营业收入	20.5%	20.5%	20.4%	20.2%	存货	840	1083	1490	2056
营业税金及附加	51	66	91	125	预付账款	446	583	801	1106
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	33	41	56	77
销售费用	998	1251	1694	2333	流动资产合计	2125	2835	3898	5374
% 营业收入	14.7%	14.2%	14.0%	14.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	131	167	230	317	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	9	11	6	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	1492	1688	1758
资产减值损失	5	5	9	12	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	2	3
营业利润	220	307	435	581	其他非流动资产	-125	-125	-125	-125
% 营业收入	3.2%	3.5%	3.6%	3.5%	资产总计	3819	4746	5999	7540
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	200	335	335	154
利润总额	235	322	450	596	应付款项	1224	1593	2191	3024
% 营业收入	3.5%	3.7%	3.7%	3.6%	预收账款	341	440	605	833
所得税费用	64	81	113	149	应付职工薪酬	50	62	86	119
净利润	171	242	338	447	应交税费	49	63	87	117
归属于母公司所有者的净利润	170.9	241.7	337.5	447.1	其他流动负债	326	418	573	791
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	2189	2911	3877	5038
EPS (元/股)	0.63	0.89	1.25	1.65	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	668	913	1177	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	2975	3941	5102
收回现金					归属于母公司	1566	1771	2058	2438
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	-488	-521	-467	股东权益	1566	1771	2058	2438
其他	2	0	0	0	负债及股东权益	3819	4746	5999	7540
投资活动现金流净额	-606	-488	-521	-467	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	0.894	1.248	1.654
银行贷款增加 (减少)	200	135	0	-181	BVPS	5.79	6.55	7.61	9.02
筹资成本	162	-46	-62	-73	PE	41.74	29.51	21.13	15.95
其他	-328	0	0	0	PEG	1.10	0.78	0.56	0.42
筹资活动现金流净额	34	90	-62	-253	PB	4.55	4.03	3.47	2.93
现金净流量	-110	269	330	456	EV/EBITDA	21.86	11.32	8.04	5.68
					ROE	10.9%	13.6%	16.4%	18.3%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

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。