

分析师:	童兰	(8627)65799539	tonglan@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490511040003
分析师:	史恒辉	(8627)65799539	Shihh2@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490511090003

步步高与统一超商解除《合作意向书》协议点评

事件描述

步步高今日发布关于公司控股股东与统一超商解除《合作意向书》协议的公告，其主要内容为：

- 2011年4月16日，步步高投资集团与统一超商股份有限公司签署《合作意向书》，统一超商拟将出售四川统一量贩超市有限公司及成都统一量贩超市有限公司各60%股权予湖南步步高投资集团。
- 2011年11月28日，步步高投资集团与统一超商签署《合作意向书》解除协议，终止公司与香港统超共同在四川地区经营超市业务之合作。

事件评论

第一，我们认为，步步高投资集团与统一超商解除《合作意向书》协议不影响公司超市业务的扩张进度

2011年4月16日，步步高投资集团与统一超商股份有限公司签署《合作意向书》。统一超商之全资子公司统一超商香港控股有限公司（简称“香港统超”）全资拥有外商独资企业四川统一量贩超市有限公司及成都统一量贩超市有限公司（合称“优玛特”）。而在本次合作意向书中，统一超商将出售四川统一量贩超市有限公司及成都统一量贩超市有限公司各60%股权予湖南步步高投资集团，统一超商则保留40%股权，且双方将共同组成经营团队，经营统一“优玛特”量贩超市。

统一超商目前仅以统一优玛特超市品牌在四川布局。自2005年进入四川市场以来，截至目前为止，统一优玛特在四川开设了5家门店，成都有3家，南充、遂宁各1家，由四川统一量贩超市公司及成都统一量贩超市公司共同经营。这5家门店中，南充和遂宁的门店都是在市中心，占据了最好的位置，加上没有其他竞争者的进入，这两家店也是盈利能力较大的店。但由于成都市场较强的竞争环境，优玛特目前在成都经营的3家门店效果并不理想。使得统一超商目前在四川市场整体仍处于亏损的状态，尚未扭亏。

我们认为，步步高投资集团与统一超商的合作将使得公司能迅速在四川市场获得超市门店扩张的物业资源，但由于目前统一超商在四川市场的经营状况欠佳，公司接手统一超商旗下的门店也将需要一定的培育时期，短期内或会对超市业务的利润带来一定负面影响。因此步步高投资集团与统一超商解除《合作意向书》协议不会对公司业绩带来负面影响，并且我们认为放弃与统一超商的本次合作并不意味着步步高未来跨区域扩张步伐的终止，尽管公司目前的超市业务仍主要集中在湖南市场，但公司在2005年跨区域进入江西市场，目前江西市场业务在2011年已实现扭亏。预计公司未来在机会较为成熟的情况下仍将积极进行跨区域扩张，以实现超市业务规模的迅速扩大。

第二，超市业务未来仍将保持高速扩张速度，收入及利润将随规模迅速扩张而提升

2011年，公司目前已新开12家门店，由于上半年公司关闭1家超市，同时将1家超市+百货门店改造为纯百货门店，

实际净增超市门店 10 家。截至 2011 年 9 月末，公司共有超市门店 116 家。第 4 季度，公司预计将新开出 6 家门店，全年有望新增超市门店超过 15 家。

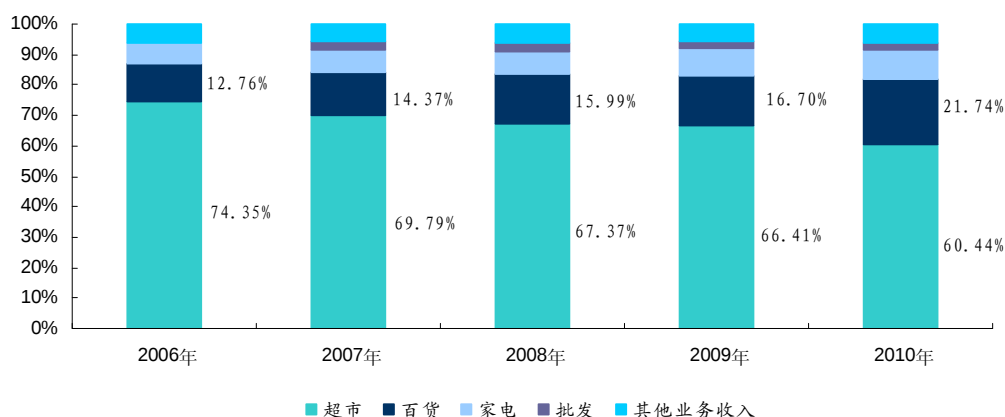
而 2009 年公司引入外籍管理团队以来，在磨合期 2009-2010 年间，公司放慢了超市门店规模的扩张速度，分别净增门店数量为 3 家与 4 家，由于公司外延扩张速度的放缓，2009-2010 年公司超市业务的收入与利润增速也均大幅放缓，2009-2010 年的收入增速分别为 8.5% 与 7.63%，远低于外籍管理团队之前承诺的复合增速。2011 年，经过前期的磨合期，公司超市业务的同店增速与外延扩张速度均有了较大的提升，2011 年 1-9 月，公司超市业务的可比门店增速为 12%，且收入增速前三季度同比增长 22.7%。尽管随着 CPI 的回落，公司的可比门店增速有所放缓，预计 2011 年全年仍能维持约 10% 的可比门店增速。

我们认为，公司未来几年的新开超市门店数量预计不低于 20 家，超市的收入规模也将随经营规模的扩张而迅速提升，且超市业务费用压力也将随收入规模的扩大而缓和。从 2011 年公司超市业务的经营效果来看，外籍管理团队对超市业务的管理改善效果已开始显现，未来超市业务的经营效果将进一步体现出来，利润增速有望从 2012 年开始提升。

第三，百货业务储备业务项目充足，较强的盈利能力保障公司较高的利润增速

公司自 2001 年公司开始涉足百货业务，历年来公司的百货一直保持稳定的扩张步伐。截至 2010 年底，公司旗下共有 17 家百货门店，合计面积约为 55.4 万平米，这些百货门店主要分布在湖南省各地级市，以及耒阳及武冈两个县镇。2009 年以前，公司的百货门店多为单店面积为 2-3 万平米的小百货。而 2009 年末，公司将原湘潭购物广场（原面积约 2 万平米）改建为 12 万平米的步步高购物广场，公司的百货业务开始以购物中心业态进行扩张。

图 1：近年来步步高各业务的收入占比



资料来源：长江证券研究部

随着百货业务的扩张，百货业务的收入占比也逐年提升。2010 年，公司百货业务的收入占比为 21.74%，而至 2011 年中期，百货业务的收入占比已提升至 24.03%。且在公司现有的百货门店中，2009 年 12 月重新开业的湘潭步步高广场 2010 年收入约为 4.5 亿（当年即实现盈利），2011 年预计该店收入有望实现 6.5 亿。湘潭步步高广场目前在公司的百货业务中收入占比约为 30%，净利润占比超过 40%，，目前是公司百货业务的核心门店。2011 年 1-9 月，湘潭步步高广场已实现约 53% 的收入增长，净利润增长则超过 110%。得益于湘潭步步高广场的高速增长，公司的百货业务在 2011 年 1-9 月也实现了 36.5% 的收入增速，净利润则同比增长约 78.9%，可比门店增速仍在 30% 以上。

我们认为，公司的百货业务起步于湖南地区，以农村包围城市的策略进行百货业务扩张。目前公司的百货业务已进入湖南地区超过 10 个地级市，且已进入 2 个地县级城市。由于湖南地区的地县城市经济水平尚未达到较高的水平，对百货门店的市场容量有限，因此较早进入的百货门店将具备较大的先发优势。且公司目前在湖南的 2-3 线城市地区已有超过 10 年的百货经营经验，具备较高的低线城市经营能力。公司目前已有约 8 个储备项目，未来随着这些项目的逐渐开出，百货业务的规模优势也将逐步体现出来，收入及利润将有望在未来几年持续保持较高的增速。

表 1: 公司目前的百货项目储备情况

百货门店	面积 (平方米)	预计开出时间	区域
河西店	100000	2011 年 9 月末	湖南长沙
岳阳店	70000	2011 年 12 月	湖南岳阳
耒阳店	30000	2012 年	湖南耒阳
郴州店	60000	2012-2013 年	湖南郴州
宜春店	80000	2012 年	江西
张家界店	30000	2012-2013 年	湖南张家界
吉首店	60000	2012-2013 年	湖南吉首
赣州店	100000	2013 年或以后	江西
怀化店	60000	2013 年或以后	湖南怀化

资料来源: 长江证券研究部

第四, 预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.92 元和 1.25 元, 维持推荐评级

我们认为, 经过 2009-2010 年的蛰伏期, 公司自 2011 年起有望迎来其业绩的全面释放期, 其增长点主要来自以下几个方面:

- 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初显, 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 年公司有望新开超过 15 家门店, 且未来几年每年预计新开超市门店不低于 20 家。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; 同时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;
- 3) 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%; 同时 2011 年将新开出长沙河西店及岳阳店, 且百货项目储备充足, 未来几年百货业务仍将保持较高的扩张速度, 百货业务未来几年有望持续保持较高的业绩增长;

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.92、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, 我们看好步步高未来两年内的收入及利润增速, 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	11837	16295	货币资金	611	881	1184	1629
营业成本	5384	7002	9411	12983	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1387	1806	2426	3312	应收账款	195	247	333	458
% 营业收入	20.5%	20.5%	20.5%	20.3%	存货	840	1083	1456	2008
营业税金及附加	51	66	89	123	预付账款	446	583	783	1080
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	33	41	55	75
销售费用	998	1251	1657	2281	流动资产合计	2125	2835	3810	5251
% 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	159	225	310	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	长期股权投资	406	406	406	406
财务费用	-17	9	11	5	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	1685	1752
资产减值损失	5	5	8	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	316	436	582	其他非流动资产	-125	-125	-125	-125
% 营业收入	3.2%	3.6%	3.7%	3.6%	资产总计	3819	4746	5909	7411
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	200	329	326	138
利润总额	235	331	451	597	应付款项	1224	1593	2141	2953
% 营业收入	3.5%	3.8%	3.8%	3.7%	预收账款	341	440	592	815
所得税费用	64	83	113	149	应付职工薪酬	50	62	84	116
净利润	171	248	338	448	应交税费	49	64	85	116
归属于母公司所有者					其他流动负债	326	417	561	773
的净利润	170.9	248.4	338.3	447.8	流动负债合计	2189	2905	3788	4910
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.63	0.92	1.25	1.66	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	64	64	64	64
经营活动现金流净额	461	675	894	1168	负债合计	2253	2969	3852	4974
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1566	1777	2057	2437
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1566	1777	2057	2437
固定资产投资	-608	-488	-518	-463	负债及股东权益	3819	4746	5909	7411
其他	2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-606	-488	-518	-463		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.632	0.919	1.218	1.655
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.79	6.57	7.61	9.02
银行贷款增加（减少）	200	129	-12	-188	PE	38.73	26.64	19.56	14.78
筹资成本	162	-46	-62	-72	PEG	1.02	0.70	0.52	0.39
其他	-328	0	0	0	PB	4.23	3.72	3.21	2.71
筹资活动现金流净额	34	82	-73	-260	EV/EBITDA	20.19	10.27	7.39	5.17
现金净流量	-110	269	303	446	ROE	10.9%	14.0%	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。