

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

执业证书编号: S0490511040003

联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

超市扩张有待加速，低线百货龙头指日可待

事件描述

步步高今日发布公司购买资产公告，其主要内容为：

- 公司拟购买湘潭高新区鑫诚经济发展有限公司所属湖南省湘潭市岳塘区芙蓉路湖湘商业广场部分物业，涉及面积约 28110.74 平米，未来拟打造成集生活超市、电器、餐饮为一体的城市生活广场；
- 公司拟购买衡阳深国投商用置业有限公司所属湖南省衡阳市高新区 24 号街区衡阳深国投商业中心部分物业，购买及租赁物业涉及面积合计约为 57528.99 平米；

事件评论

第一，公司百货业务深耕湖南 2-3 线城市，充足的百货储备项目成就湖南低线百货龙头地位

公司今日发布公告，公司拟购买衡阳深国投商业置业有限公司所属湖南省衡阳市高新区 24 号街区衡阳深国投商业中心部分物业，包括地下一层整层面积约 15006.61 平米及地上一层面积约 522.38 平米，同时公司还租赁该物业 1-5 层面积约 42000 平米，拟购买及租赁物业涉及面积合计约为 57528.99 平米，且公司决定在 16500 万元价格以内购买此处房产。未来公司拟将该项目打造成集生活超市、百货、电器及餐饮于一体的城市购物中心。

包括衡阳深国投项目，公司目前手头储备的百货项目合计约有 8 个，这些百货储备项目主要分布在湖南及江西省 2-3 线城市。而公司在 2009 年之前的百货存量门店，主要为体量在 3 万平米以下的小百货。自 2009 年公司扩建步步高湘潭购物广场至 12 万平米，以一站式购齐的购物中心模式进行百货业务的探索，公司目前的百货储备项目也多为体量较大的小购物中心项目。

表 1: 公司百货业务项目储备情况

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	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	江西
怀化店	60000	2013 年	湖南怀化
衡阳店	57500	未定	湖南衡阳

资料来源：长江证券研究部

而从步步高湘潭购物广场的购物中心模式的尝试情况来看，步步高湘潭购物广场自 2009 年 12 月末正式开业，2010 年该店的收入达到约 4.5 亿元，而从 2011 年前三季度的经营情况来看，湘潭步步高广场的收入增速超过 50%，净利润增速则超过了 100%，增速惊人，预计 2011 年该店的收入有望突破 6.5 亿元。而同时 2011 年公司新开出长沙河西店及岳阳店，建筑面积分别约为 10 万平米及 7 万平米。目前河西店及岳阳店均延续了一站式购齐的购物中心模式，我们认为，公司的购物中心模式在湖南低线城市有较好的发展空间。在湖南 2-3 线城市，由于市场容量较小，购物中心模式在提供一站式购齐便利的同时，还补充了餐饮娱乐等集客功能较强的配套设施。因此目前一个湖南地区 2-3 线级城市可容纳该体量级别的购物中心数量较为有限，而公司目前的存量百货以及储备的百货项目主要分布在湖南低线城市，这些项目将有助于公司取得在低线城市的先发优势，进而奠定公司在湖南及江西地区 2-3 线城市的商业龙头地位。

第二，超市扩张速度有待加快，超市业务利润贡献将随扩张速度加快而放大

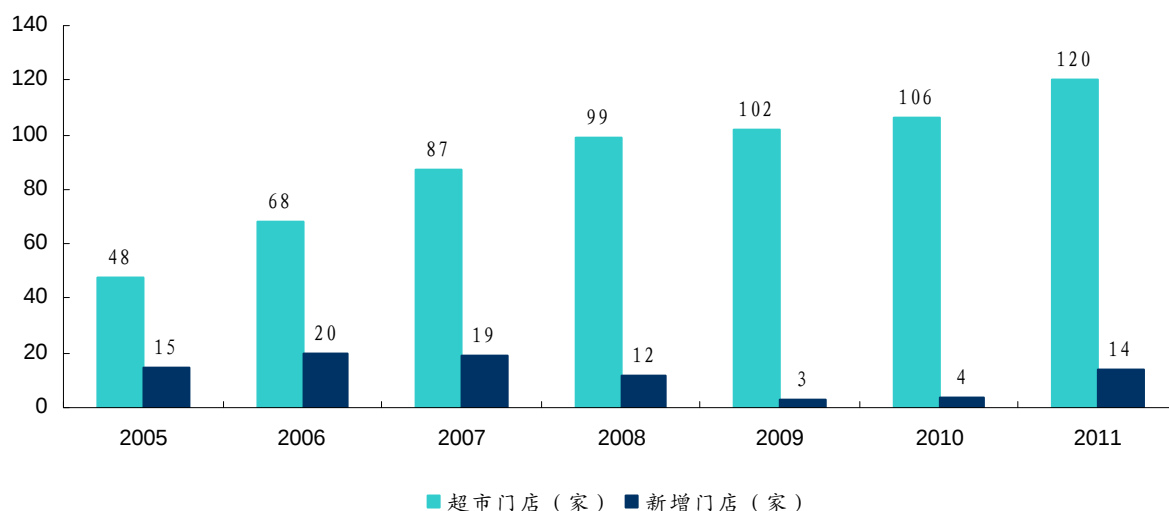
公司发布公告称拟购买湘潭高新区鑫诚经济发展有限公司所属湖南省湘潭市岳塘区芙蓉路湖湘商业广场部分物业，涉及面积约 28110.74 平米，未来拟打造成集生活超市、电器、餐饮为一体的城市生活广场。

截至 2011 年 3 季度末，公司共计超市门店 116 家。2011 年 1-3 季度，公司合计新开门店 12 家（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），而 4 季度新开门店合计约为 4 家，截至 2011 年末，公司合计共有超市门店 120 家。

而 2009 年末公司引入外籍管理团队以来，公司在 2009 年处于准备阶段，2010 年属于磨合阶段，因此 2009-2010 年公司的超市分别净增门店分别为 3 家和 4 家，扩张速度显著放缓。且由于超市门店的扩张速度放缓，使得公司的超市业务在 2009-2010 年的收入增速分别将至 8.5%与 7.63%，超市业务的利润贡献也随之降低。

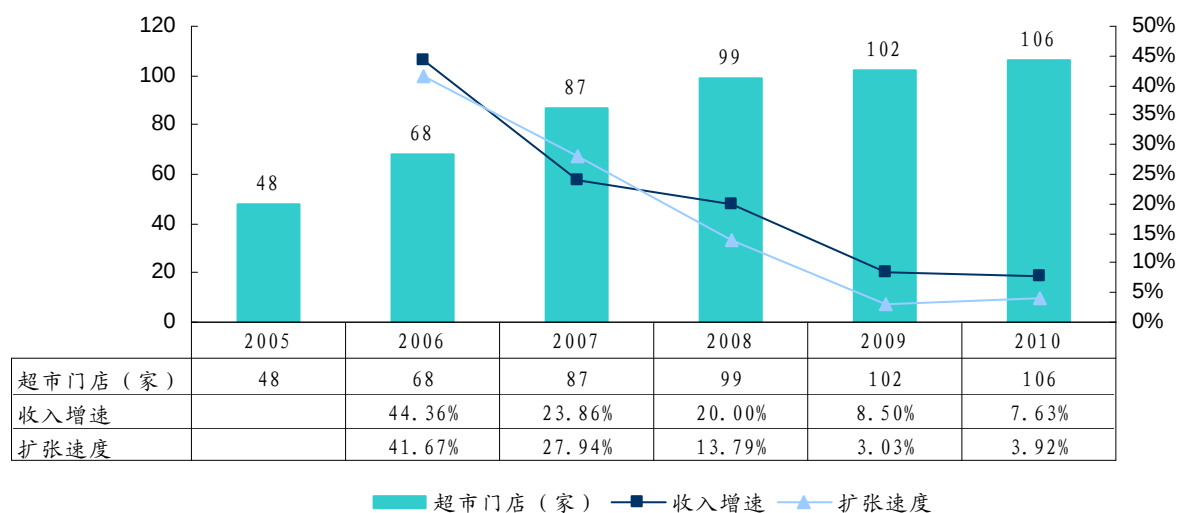
我们认为，公司引入外籍管理团队以来，对公司超市业务的管理改善体现在费用的管控、流程的标准化、各业务的模式化等等方面，使得超市业务的管理效率大大提升，2011 年 1-3 季度，公司的超市业务也一直保持较高的同店增速，外籍管理团队的管理改善效果初显；同时 2011 年公司也加快了超市业务的扩张速度，预计 2011 年全年共新开超市门店 16 家，考虑到关闭及改造的门店，2011 年超市合计净增门店 14 家，扩张速度重新加速。且 2011 年前三季度，公司超市业务同比增速超过 20%，超市业务的收入增速随着扩张速度的加快及同店增速的提高而出现显著提升。未来随着超市规模扩张速度的加快，超市业务的费用率也有望随着收入规模的扩大而下降，超市业务的利润贡献也有望开始放大。

图 1：步步高近年来超市门店的扩张进度情况



资料来源：长江证券研究部

图 2：步步高超市业务收入与扩张速度相关度较高



资料来源：长江证券研究部

第三，预计 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.92 元和 1.22 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，自 2012 年起公司有望每年新开约 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，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%，百货业务的收入有望在近年持续保持较高增长；同时充足的百货储备资源将在未来逐步奠定公司低线城市商业龙头地位，看好公司未来百货业务的发展速度与方向；

我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.92、1.22 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	9422	12983	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1387	1806	2415	3312	应收账款	195	247	333	458
% 营业收入	20.5%	20.5%	20.4%	20.3%	存货	840	1083	1457	2008
营业税金及附加	51	66	89	123	预付账款	446	583	784	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	3812	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	425	582	其他非流动资产	-125	-125	-125	-125
% 营业收入	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%	资产总计	3819	4746	5911	7411
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	200	329	325	137
利润总额	235	331	440	597	应付款项	1224	1593	2143	2953
% 营业收入	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	预收账款	341	440	592	815
所得税费用	64	83	110	149	应付职工薪酬	50	62	84	116
净利润	171	248	330	447	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	329.7	447.5	流动负债合计	2189	2905	3790	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	1.22	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	885	1169	负债合计	2253	2969	3854	4973
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1566	1777	2057	2438
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	2438
固定资产投资	-608	-488	-518	-463	负债及股东权益	3819	4746	5911	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	1.220	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	-4	-188	PE	38.73	26.64	20.07	14.79
筹资成本	162	-46	-60	-72	PEG	1.02	0.70	0.53	0.39
其他	-328	0	0	0	PB	4.23	3.72	3.22	2.71
筹资活动现金流净额	34	82	-64	-260	EV/EBITDA	20.19	10.27	7.51	5.18
现金净流量	-110	269	303	446	ROE	10.9%	14.0%	16.0%	18.4%

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。