

零售

兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

步步高

002251

推荐

开店进度低于预期，内生增长强劲

2 月 26 日公布 2008 年报：2008 年实现营业收入 52.01 亿元，同比增长 24.30%；归属于母公司所有者净利润 1.63 亿，同比增长 31.67%；分配预案：10 送 4、转增 6。

投资要点：

6-12 个月目标价：55.00 元

当前股价：51.99 元

评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2206.57
总股本(百万)	135
流通股本(百万)	35
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	10.43
资产负债率	47.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
步步高	29.98	64.27	0.76
上证综合指数	10.85	16.83	-8.57



相关报告

(20080610)步步高新股分析报告-- 战略、成本、团队优势将铸就高成长

(20081006)步步高调研报告--高成长将稀释高估值--推荐

(20081017)步步高点评报告--综合毛利率如期回升、偶发费用拖累业绩--推荐

■ **受房地产行业不景气影响、开店进度低于预期：**2008 年新开门店 12 家、大型调整改造门店 3 家，低于上市时定下的 23 家门店扩张计划，其主要原因是：(1) 受经济下滑影响，公司新店投资更加谨慎；(2) 受房地产行业不景气影响，部分计划中的新店未能如期进行，包括：因无法取得合适物业，公司取消 2008 年在萍乡开设百货店(22000 平米)、南昌开设大卖场(7800 平米)、邵阳开设社区超市(2800 平米)的投资；而 2008 年开店计划内的 5 家店由于开发商工程进度未按合同执行，将延期至 2009 年(新余胜利路店、常德建设路店、湘潭建设北路店、怀化靖州店、长沙井湾店)。

■ **内生增长强劲：**在外延扩张放缓的情况下，2008 年公司以对老门店的精细化管理和升级改造为重点，2008 年公司可比门店内生增长为 14.05%，在同行业中属于较高水平、体现公司优越的管理能力。当然，受 CPI 下降的影响，公司可比门店内生增长速度也呈现逐步下降的趋势，其中 2008 年上半年约为 16%、2008 年第 3 季度约为 13-14%、2008 年第 4 季度约为 10%。

■ **销售返利的体现使 2008 年第四季度综合毛利率提升明显：**2008 年全年综合毛利率 19.73%，同比增长了 0.23 个百分点，充分体现作为连锁公司在规模扩大下采购成本逐步下降的规模效应。分季度看，2008 年第 1、2、3、4 季度的综合毛利率分别为 19.15%、18.84%、19.86%、21.08%，第 2 季度综合毛利下降是由于公司经营策略调整导致(具体参见调研报告)，而随着销售返利的集中体现，第 3、4 季度的综合毛利得到明显提升。

■ 另外，08 下半年 3 家门店(株洲东都店、郴州罗家井店、益阳康富店)的大型改造、以及员工成本的增加，导致下半年费用率增加 1 个百分点以上；而募集资金使用进度的延缓，使下半年利息收入达约 1800 万元。

■ **盈利预测及投资评级：**预计 09-2011 年 EPS 为 1.57、2.35、3.42 元，复合增长率 41%。虽然短期估值基本合理，但综合考虑到公司管理能力卓越、机制灵活、发展空间广阔，给予推荐评级。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5201	6720	8770	11616
同比(%)	24%	29%	31%	32%
归属母公司净利润(百万元)	163	213	317	463
同比(%)	32%	31%	49%	46%
毛利率(%)	19.7%	19.8%	20.5%	21.0%
ROE(%)	11.6%	13.1%	16.4%	19.3%
每股收益(元)	1.20	1.57	2.35	3.42
P/E	43.16	33.03	22.16	15.19
P/B	5.00	4.34	3.63	2.93
EV/EBITDA	19	20	13	9

资料来源：中投证券研究所

图表 1: 分季度财务指标

	2008.4Q	2008.3Q	2008.2Q	2008.1Q	2007.4Q	2007.3Q	2007.2Q	2007.1Q
营业总收入(万元)	130,468.40	118,552.15	117,838.65	153,275.33	113,567.85	101,814.78	89,039.39	114,020.48
营业成本(万元)	102,960.50	95,005.54	95,636.91	123,930.71	91,453.57	81,892.94	72,027.50	91,473.23
营业税金及附加(万元)	644	806.47	378.24	716.56	410.55	428.98	374.17	523
销售费用(万元)	20,537.33	17,743.83	16,344.82	17,759.48	14,854.35	14,489.04	13,189.72	14,321.15
管理费用(万元)	1,748.57	2,091.87	2,061.95	2,346.25	1,906.22	875.18	1,418.13	1,849.51
财务费用(万元)	-746.5	-764.64	-19.46	-6.13	49.13	95.91	-156.92	141.67
利润总额(万元)	5,298.69	3,682.71	3,298.72	9,052.67	4,904.05	4,249.30	1,956.74	5,708.02
减: 所得税(万元)	1,240.12	1,446.93	987.88	1,337.03	1,175.73	2,089.90	495.22	591.37
归属母公司净利润(万元)	4,054.79	2,194.24	2,314.36	7,719.40	3,663.36	2,135.99	1,457.07	5,109.80
综合毛利率	21.08%	19.86%	18.84%	19.15%	19.47%	19.57%	19.11%	19.77%
销售费用率	15.74%	14.97%	13.87%	11.59%	13.08%	14.23%	14.81%	12.56%
管理费用率	1.34%	1.76%	1.75%	1.53%	1.68%	0.86%	1.59%	1.62%
财务费用率	-0.57%	-0.64%	-0.02%	0.00%	0.04%	0.09%	-0.18%	0.12%
净利率	3.11%	1.85%	1.96%	5.04%	3.23%	2.10%	1.64%	4.48%

资料来源: 公司报表

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1780	1960	2355	3042
现金	954	918	991	1252
应收账款	16	16	23	30
其它应收款	172	247	320	417
预付账款	76	101	130	170
存货	549	676	890	1171
其他	13	2	2	2
非流动资产	893	1225	1543	1845
长期投资	0	0	0	0
固定资产	568	872	1144	1393
无形资产	57	117	177	237
其他	268	236	222	215
资产总计	2673	3185	3899	4887
流动负债	1263	1562	1957	2481
短期借款	0	50	50	50
应付账款	747	972	1269	1660
其他	516	540	638	771
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	1263	1562	1957	2481
少数股东权益	4	5	6	8
股本	135	135	135	135
资本公积	856	856	856	856
留存收益	415	627	944	1407
归属母公司股东权益	1406	1618	1935	2398
负债和股东权益	2673	3185	3899	4887

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	350	265	437	624
净利润	163	213	318	464
折旧摊销	121	37	54	70
财务费用	-15	-7	-6	-7
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	74	9	65	86
其它	6	13	6	11
投资活动现金流	-277	-358	-370	-370
资本支出	284	310	310	310
长期投资	3	-0	0	0
其他	10	-48	-60	-60
筹资活动现金流	771	57	6	7
短期借款	-30	50	0	0
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	35	0	0	0
资本公积增加	833	0	0	0
其他	-27	7	6	7
现金净增加额	844	-35	73	261

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5201	6720	8770	11616
营业成本	4175	5390	6972	9176
营业税金及附加	25	31	41	54
营业费用	724	927	1208	1597
管理费用	82	97	132	179
财务费用	-15	-7	-6	-7
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	206	278	418	612
营业外收入	13	10	11	11
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	213	285	424	619
所得税	50	71	106	155
净利润	163	213	318	464
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	163	213	317	463
EBITDA	312	308	466	675
EPS（元）	1.20	1.57	2.35	3.42

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	24.3%	29.2%	30.5%	32.5%
营业利润	26.8%	35.1%	50.2%	46.5%
归属于母公司净利润	31.7%	30.7%	49.1%	45.9%
获利能力				
毛利率	19.7%	19.8%	20.5%	21.0%
净利率	3.1%	3.2%	3.6%	4.0%
ROE	11.6%	13.1%	16.4%	19.3%
ROIC	30.4%	28.8%	34.7%	43.5%
偿债能力				
资产负债率	47.3%	49.0%	50.2%	50.8%
净负债比率				
流动比率	1.41	1.25	1.20	1.23
速动比率	0.97	0.82	0.75	0.75
营运能力				
总资产周转率	2.49	2.29	2.48	2.64
应收账款周转率	396	397	429	417
应付账款周转率	5.97	6.27	6.22	6.27
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.57	2.35	3.42
每股经营现金流(最新摊薄)	2.59	1.96	3.23	4.61
每股净资产(最新摊薄)	10.40	11.97	14.32	17.74
估值比率				
P/E	43.16	33.03	22.16	15.19
P/B	5.00	4.34	3.63	2.93
EV/EBITDA	19	20	13	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434