

2009 年 3 月 5 日

年报点评

零售行业·超市

投资评级：持有（维持）

步步高（002251）

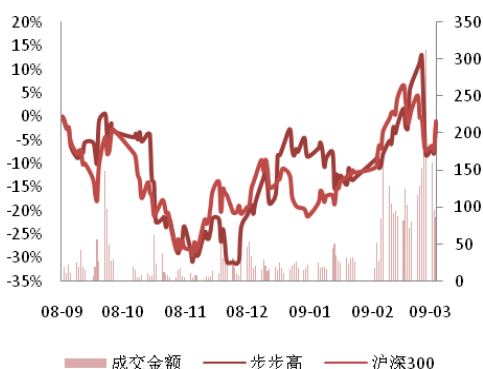
3 月 3 日收盘价（元）	42.45
目标价区间（元）	37.00-44.40

分析师：司维
电 话：010-88656228
E-mail：siwei@cindasc.com

基础数据

公司代码	002251	沪深300指数	2142.15
所属行业	日常消费	市场表现	1M 6.13 12M 0.35
所属二级行业	食品与主要用品零售 II	总股本 (m)	135.18
市值 (bn)	6134.47	流通股比例	25.89
发行股份(m)	35.00	12M日均成交金额 (m)	58.10
首发上市日期	2008-06-19	3M日均成交金额(m)	60.09
昨日收盘价	42.45	主要股东及持股比例%	
52周高/低	52.00/30.5	湘潭步步高投资集团	53.67
		张海霞	14.33
		上投摩根成长先锋	2.35

最近一年股价表现



相关报告

2009 年经营管理之考

去年四季度宏观经济由热向冷的骤变对步步高 08 年整体经营及项目落实产生干扰，项目进度有所放缓。09 年公司能否进一步强化管理、募集资金项目实施力度如何，将是年内我们关注的重点。

- ◆ **08 年业绩低于预期。**08 年销售收入 52.01 亿元，同比增长 24.3%，可比门店增长为 14.05%；营业利润 2.06 亿元，同比增长 26.79%；净利润 1.63 亿元，同比增长 31.67%。营业收入较我们之前的预期略低 5%，净利润低 10%。
- ◆ **门店扩展速度略受阻。**公司 08 年新开门店 12 家，改造 3 家，其中东都店、罗家井店升级为超市+百货业态、益阳康富店升级为大卖场。截止 08 年底，公司在 40 个县级以上城市拥有 99 家连锁店，其中湖南省 89 家，江西省 10 家。连锁店面积达 75.76 万平方米，平均单店面积达 7653 平方米。从门店家数上，新增门店数量低于此前我们预测的 20 家，是构成收入预估差异的主要原因之一。我们对 09 及 10 年新开店数量的假设分别 18 家和 16 家。
- ◆ **农产品、食用油及薪酬影响。**农产品成本大幅增长是受新成立的蔬菜韶丰基地先期投入影响；批发业务利润率同比下降 0.25 个百分点，其中食用油价格受 CPI 陡降影响而向下调价，对产品利润产生挤压；管理费用同比增长 32.36%，主要是薪酬改革等工资性上调所致，预计薪酬支出的涨幅在今明两年内将波动趋缓。
- ◆ **关注项目实施进度及风险管控能力的提高。**因为公司尚有募资项目陆续投入，所以未来 6 个月内，我们主要关注此类项目实施的程度。
- ◆ **盈利预测及投资评级：**我们对盈利预测的基础数据进行了相应更新（附表），预计 09、10 年 EPS 分别为 1.48 元、1.89 元。因公司处于较快速成长期，给予略高于 09 年平均（20x）的 PE（25x-30x），对应未来 6 个月合理目标价 37-44.40 元。维持“持有”评级。

财务摘要	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(m)	4,184	5,201	6,193	7,281	8,354
毛利率	19.50%	19.73%	19.77%	20.06%	20.27%
营业利润率	3.91%	3.67%	4.03%	4.40%	4.54%
净利润 (m)	124	163	200	256	302
EPS	1.23	1.38	1.48	1.89	2.23
EPS CHG(%)	28.57%	12.09%	7.19%	27.50%	18.02%
PEx	34.83	-	28.99	-	-
每股净资产	1.48	5.20	5.94	6.59	7.33
PBx	29.11	8.27	7.24	6.53	5.87
EV/Ebitda(x)	40.41	34.20	27.55	21.19	17.55
ROE(%)	0.31	0.12	0.12	0.14	0.15
ROIC(%)	0.59	0.23	0.23	0.23	0.27
PSx	1.03	1.12	1.88	1.60	1.39

表1 主营收入假设	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
超市	163,309.17	235,753.21	292,012.11	350,415.19	401,258.18	453,687.71	503,304.00
百货	26,412.70	40,447.81	60,145.07	83,188.48	108,501.03	137,037.90	164,670.58
家电	11,549.32	21,438.20	31,808.85	40,707.89	50,884.86	62,588.38	75,731.94
批发	na	na	10,070.29	14,389.82	19,426.26	26,225.45	32,781.81
合计	201,271.19	297,639.22	394,036.32	488,701.38	580,070.32	679,539.44	776,488.33

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表2 毛利率假设	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
超市	13.89%	13.57%	15.30%	15.33%	15.33%	15.32%	15.20%
百货	14.50%	15.79%	15.35%	15.77%	15.75%	15.70%	15.65%
家电	5.22%	6.44%	8.97%	6.88%	6.40%	6.30%	6.53%
批发	13.89%	13.57%	15.00%	15.80%	15.00%	14.80%	14.50%
综合毛利率	18.25%	18.50%	19.59%	19.69%	19.77%	20.06%	20.27%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表3 门店数量假设	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
超市	29	42	59	76	86	101	114	126
百货	5	7	8	10	12	15	18	20
电器	1	1	1	1	1	1	1	1
合计	35	50	68	87	99	117	133	147
新增面积(m2)		142,913	155,093	122,635	132,472	136,446	122,802	110,521
总面积(m2)	205,276	348,189	502,493	625,128	757,600	894,046	1,016,848	1,127,369
单店平均面积	5865.03	6963.78	7389.60	7185.38	7652.53	7641.42	7645.47	7669.18

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表4 营运费用假设(万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工资薪酬	17,277.00	27,159.82	33,134.98	37,442.53	43,058.91
占比%	27%	34%	35%	33%	34%
房租	12,060	13,453	15,606	18,259	21,180
占比%	19%	17%	17%	16%	17%
折旧摊销	10,042	12,148	13,767	18,323	22,890
占比%	16%	15%	15%	16%	18%
水电费	7,005	8,150	9,210	10,407	11,656
占比%	11%	10%	10%	9%	9%
小计	46,384	60,912	71,718	84,431	98,785
占比%	74%	76%	76%	75%	77%
营运费用总额假设	62,903	80,634	94,238	111,931	128,344
营运费用率%	15.03%	15.50%	15.22%	15.37%	15.36%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表5 单位销售额假设(万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
坪销额	0.61	0.63	0.67	0.69	0.69	0.72	0.74
单店销售额	4269.50	4663.13	4809.68	5253.88	5293.54	5474.16	5682.97
单人销售额			36.95	35.52	32.62	33.93	35.30

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表6 分地区收入假设(百万)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
湖南地区	2,065.17	2,967.76	3,861.92	4,843.33	5,778.09	6,789.25	7,807.64
江西地区	69.58	203.16	322.51	358.02	429.62	494.07	558.29
合计	2,134.75	3,170.93	4,184.43	5,201.35	6,207.71	7,283.32	8,365.94

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及所属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，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。