

估值相对于业绩增速仍然偏高

投资要点

今日步步高 (002251.SZ) 公布 2009 年一季度, 当期实现营业收入 16.32 亿元, 同比增长 6.46%; 归属于母公司所有者的净利润 7954 万元, 同比增长 3.04%; 实现摊薄后 EPS0.29 元。

我们的观点:

- **收入再次低于预期:** 一季度公司收入 16.32 亿元, 对应我们全年 64.34 亿元的预测, 占比为 25.36%, 略低于 2007 年同期 27.25% 和 2008 年同期 29.47% 的比例, 显示一季度在 CPI 走低及消费萎缩的冲击下, 公司的销售增长明显放缓, 再次低于预期。
- **综合毛利率略有提升:** 一季度公司实现综合毛利率 19.81%, 同比上升 0.66%。从我们近期和店长交流的情况来看, 推动毛利率上升的主要是季节性因素, 而非公司实际的议价能力或商品结构发生了大的变化。我们预计 2009 年整体的毛利率水平将较难超越 2008 年 19.73% 的水平。
- **财务费用的下降是推动费用率微降的主要因素:** 一季度期间费用率为 12.96%, 同比下降 0.15%。其主要原因在于 2008 年中上市融资之后贷款利息等支出的减少和利息收入的增加, 使得一季度财务费用率下降 0.36%。但另一方面, 销售费用同比上升了 0.2% 到 11.78%, 我们相信主要原因在于收入增速放缓。未能覆盖相对固定的费用。预计 2009 年全年费用率将会由于这一原因而延续上升的趋势。
- **营业税及所得税率变化对业绩均有影响:** 一季度公司支付营业税 1095 万元, 同比大幅增长 52.75%, 实际税率同比上升 0.2% 至 0.67%, 主要原因在于公司获得的减免税政策到期; 所得税方面, 实际支付 2495 万元, 实际税率同比上升 9.18% 至 23.95%, 直接导致公司净利润同比仅增长 2.66%, 远低于利润总额 15.05% 的增幅, 也使得净利润率同比下滑 0.18% 至 4.85%。
- **估值相对于业绩增速偏高:** 我们认为, 步步高和武汉中百相比, 最大的区别在于其在区域内的市场份额和影响力仍略逊一筹。虽然说湖南省内尚有多三个三级城市尚未布点, 但是步步高从二三线市场 (湘潭) 出发, 向上 (长沙)、向下 (其它三四线城市)、向外 (江西) 同时拓展, 相信其经营难度、以及对于品牌和现有资源的挑战, 显然较 武汉中百单纯往下走要高得多。这一观点在我们近期和湖南省内一些龙头商贸企业的高管及店长的交流中也得到了一定的验证。2008 年公司的经营业绩与市场的预期有较大差距主要是由于经济危机下整个零售行业目前共同面对的系统性风险, 公司也于去年第三季度开始推出了一系列的调整 (生鲜改造、小老板计划等) 以应对危机, 但是从 2009 年一季报的情况来看, 以上策略尚未能够呈现预期的作用。加上近期几大外资超市巨头同时加大了在华中地区的拓展力度, 使我们相信 2009 年对公司而言仍将是充满挑战的一年。我们对公司 2009-2010 年的 EPS 预测为 0.74 和 0.90 元, 分别增长 23% 和 21%。考虑到目前偏高的估值, 我们维持中性的评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭 洋

连锁行业高级分析师

8621 - 63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

王 佳

百货行业高级分析师

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 04 月 24 日) 24.78 元

目标价格 (6 个月) 25 元

总股本/A 股 (万股) 27036/27036

国家/地区 中国

行业 超市

报告日期 2009 年 04 月 25 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E
营业收入	5201	6434	7439
同比(%)	24.3%	20.3%	15.6%
归属母公司净利润	163	201	244
同比(%)	31.67%	23.1%	21.2%
每股收益(元)	0.60	0.74	0.90
P/E	41.30	33.49	27.53

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《区域市场也能高成长》	2008.06.05
《毛利率和销售费用率同时下降》	2008.08.18
《积极调整, 稳健拓展》	2008.11.28
《静候经济好转, 等待估值回归》	2008.02.25

分析师承诺

郭洋：连锁行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王佳：百货行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

邓宏光：研究主管

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn