

开始复苏，下半年关注扩张速度

投资要点

今日步步高 (002251.SZ) 公布 2009 年中报，当期实现营业收入 29.30 亿元，同比增长 8.08%；归属于母公司所有者的净利润 10460.26 万元，同比增长 4.25%；实现摊薄后 EPS0.39 元。

我们的观点：

- **单季收入同比开始复苏：**上半年公司实现收入 29.3 亿元，对应我们全年 64.34 亿元的预测，基本符合预期；从单季度收入情况来看，实现收入 12.98 亿元，同比增长 10.18%，较第一季度 6.46% 的增速有所提升；我们相信，整个行业已经从去年第三季度开始的衰退中开始复苏，在去年三四季度较低的基数上，下半年收入的同比增速将继续反弹。
- **得益于供应链优化及业态创新，综合毛利率略有提升：**上半年公司实现综合毛利率 19.42%，同比上升 0.41%。上半年公司推出自创的美采百货业态，其 30% 以上的毛利率对整体有所贡献；同时上半年公司通过进一步优化供应链，压缩供货环节，提高直供比例，也使得毛利率有所提升。我们目前暂维持全年 19.64% 的综合毛利率预测值。
- **三项费用下降主要得益于财务费用：**上半年期间费用率为 14.11%，同比下降 0.09%。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，使得财务费用率下降 0.45%。但另一方面，销售费用同比上升了 0.24% 到 12.82%，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，预计下半年费用率将会由于收入增速的提升而趋于平稳。
- **营业税及所得税率变化对业绩均有影响：**上半年公司支付营业税 2084 万元，同比大幅增长 90.36%，实际税率同比上升 0.31% 至 0.71%，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 3379.53 万元，实际税率同比上升 5.55% 至 24.37%，直接导致公司净利润同比仅增长 4.61%，远低于利润总额 12.28% 的增幅，也使得净利润率同比下滑 0.12% 至 3.58%。
- **最坏的时候已经过去，上调至增持评级：**从近期的行业数据及行业公司的经营数据来看，随着宏观经济的逐步好转，消费意愿在逐渐释放，超市行业最坏的时候应已过去。下半年行业公司的发展面临着主客观两个机遇，客观机遇在于 CPI 的变化趋势，我们相信第四季度 CPI 会开始由负转正，提升相关公司的同店增长；另一方面，要看公司是否会于复苏之际加快扩张速度。我们预计步步高全年有望新增 14 家门店，全年可比门店同比增长回升到 3.7%，带来全年收入增长 20.3% 至 64.34 亿元。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%。近期股价随大盘出现了调整，我们认为估值已经进入较合理的区间，上调至增持评级，目标价 28 元。



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 (上调)

股价 (2009 年 08 月 27 日) 24.05 元

目标价格 (6 个月) 28 元

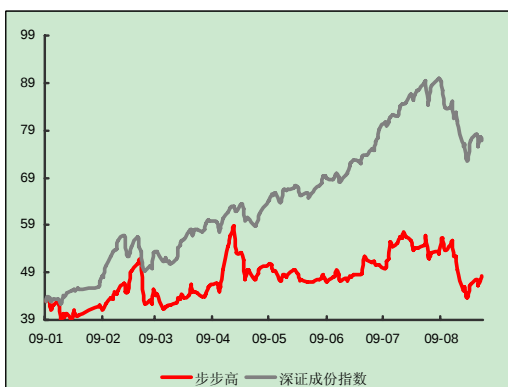
总股本/A 股 (万股) 27036/27036

国家/地区 中国

行业 超市

报告日期 2009 年 08 月 27 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》	2009.02.25

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。

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。

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn