

# 步步高(002251.sz)

调整效果尚需观察，业绩拐点预期已近

欧亚菲 分析师

电话：020-87555888

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260511020002

## 2010 年业绩回顾

步步高公布 2010 年年报，报告期内公司实现营业收入 67.70 亿元，同比增长 18.25%；实现利润总额 2.34 亿元，同比增长 2.36%；归属于上市公司股东的净利润为 1.71 亿元，同比增长 3.45%；实现基本每股收益 0.63 元，同比增长 3.45%。

## 2011 经营展望

2011 年仍是公司快速扩张时期，公司总的经营体量也将持续扩大，同时对上游的议价能力和商业影响力不断增强。在迅猛扩张过程中如何能够有效控制费用的增长，为股东带来更好的回报是我们将 2011 年重点关注的问题。

## 投资建议

我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 76.58 亿、91.71 亿和 110.46 亿，基本每股收益分别为 0.80 元、1.15 元和 1.61 元，业绩分别增长 25.7%、44.6%和 39.9%。我们考虑到 2011 年公司仍处在快速扩张期和业态调整转型期，费用对利润的折损较大，未来两年业绩仍然有低于预期的可能，根据超市行业的估值水平，给予公司 30 倍市盈率，对应 12 个月目标价 24 元，持有评级。

## 风险提示

行业竞争加剧的风险；门店培育时间过长风险

## 预测及评估

|              | 2009A  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E  |
|--------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 5725   | 6771  | 7658  | 9171  | 11046  |
| 增长率 (%)      | 10.07% | 18.3% | 13.1% | 19.8% | 20.45% |
| EBITDA (百万元) | 287    | 310   | 374   | 504   | 669    |
| 净利润(百万元)     | 165    | 171   | 215   | 311   | 435    |
| 增长率 (%)      | 1.45%  | 3.5%  | 25.7% | 44.6% | 39.9%  |
| 每股收益 (元)     | 0.61   | 0.63  | 0.80  | 1.15  | 1.61   |
| 市盈率          | 46.0   | 41.5  | 32.7  | 22.7  | 15.53  |
| 市净率          | 4.8    | 4.1   | 3.6   | 3.1   | 2.5    |
| EV/EBITDA    | 24.0   | 19.4  | 15.5  | 10.6  | 9.8    |

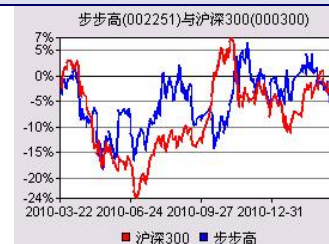
数据来源：步步高商业连锁股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

持有

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 25.00 |
| 目标价格(元) | 24.00 |
| 前次评级    | 无评级   |

## 股价走势



| 市场表现   | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月  |
|--------|--------|--------|--------|
| 股价涨幅   | -5.84% | -2.69% | -4.68% |
| 沪深 300 | 1.38%  | -0.26% | -2.89% |

## 股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

270.36/82.51

主要股东：

步步高投资集团股份有限公司

主要股东持股比例 54.67%

## 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 11.10% |
| ROA      | 8.26%  |
| 资产负债率    | 47.90% |
| 每股净资产(元) | 7.18   |

2010 年报数据

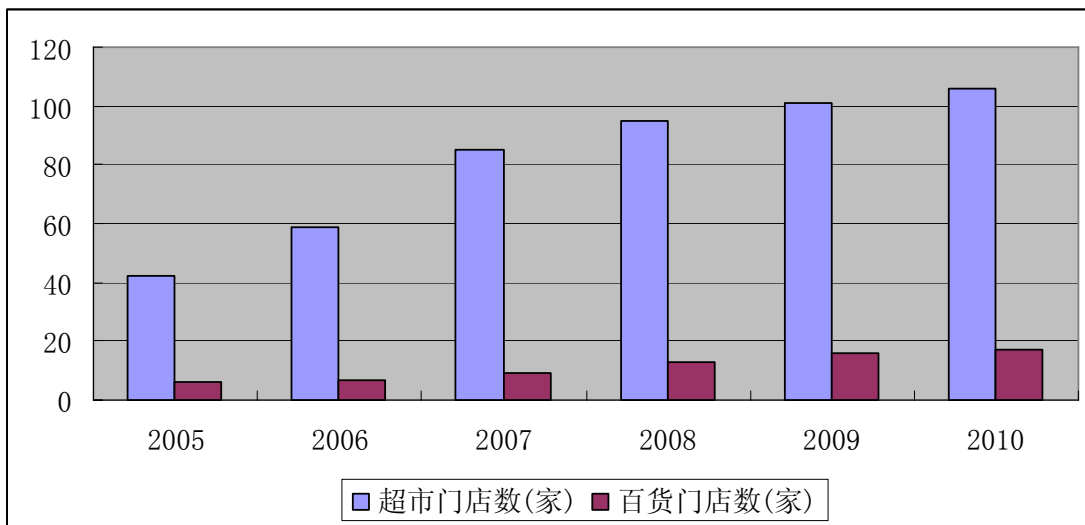
## 2010年业绩回顾

步步高（002251）近日公布了公司2010年年报，报告期内公司实现营业收入67.70亿元，同比增长18.25%；实现利润总额2.34亿元，同比增长2.36%；归属于上市公司股东的净利润为1.71亿元，同比增长3.45%；实现基本每股收益0.63元，同比增长3.45%。

### 百货大放异彩 营收平稳增长

报告期内公司积极推进区域聚集和深度发展，即成熟区域密集布点，逐步形成门店群，以获得区域规模优势。2010年公司新开门店8家，其中湖南区域7家、江西区域1家，结合市场和门店情况期内关闭置换3家门店。在专业外籍团队的市场调研和分析下，对门店实行标准化管理和布局，大改了8家门店，商品重组了15家门店。截至2010年12月31日，公司门店按物业位置计算共106家；按业态划分：超市门店106家、百货门店17家。新开或改造门店具备了高辨识度的国际化新形象，商品品类组合与购物消费环境得到较大提升。

图1：步步高超市门店和百货门店数量统计



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表1：步步高2010年部分新开门店列示：

| 业态 | 门店  | 开业时间      | 区域 | 营业面积（m <sup>2</sup> ） |
|----|-----|-----------|----|-----------------------|
| 超市 | 茨城店 | 2010.4.8  | 醴陵 | 4000                  |
|    | 迎宾店 | 2010.4.29 | 临澧 | 2500                  |
|    | 王府店 | 2010.5.14 | 长沙 | 16000                 |
|    | 白石店 | 2010.6.9  | 湘潭 | 4000                  |
| 百货 | 天恒店 | 2010.7.28 | 新余 | 6500                  |
|    | 武冈店 | 2010.10.1 | 武冈 | 36000                 |
|    | 合计  |           |    | 69000                 |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司报告期内收入同比增长18.25%，基本与我国中西部社会消费品零售总额增长保持一致。其中百货业务2010年取得长足进步，业务收入同比增长53%，可比门店增长超

过20%，销售收入达到14.7亿元，充分显示了中西部地区人均购买力提升和消费升级趋势。超市业务当年经历了较大调整，收入增长受到影响，仅为7%，但2010年超市事业部已经基本完成供应链整合，为未来建立了一个良好的发展基础。

图2：步步高2009、2010年分业务收入比较

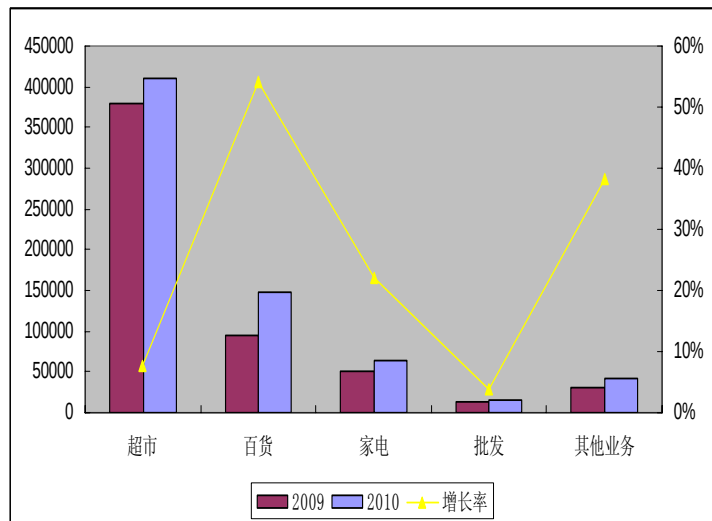
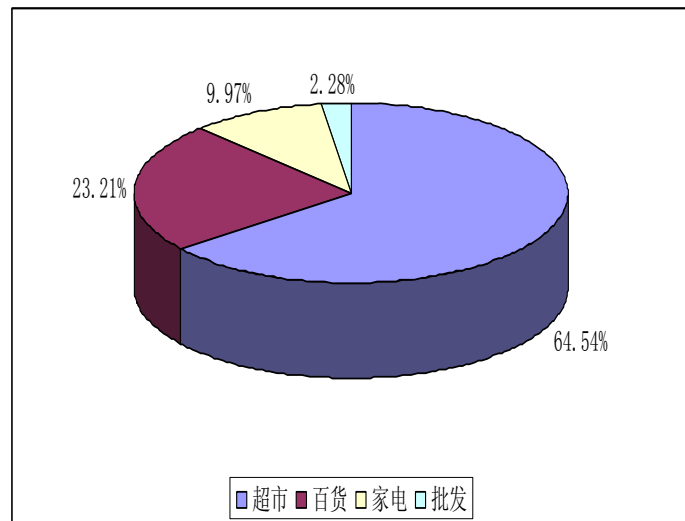


图3：步步高2010年收入构成

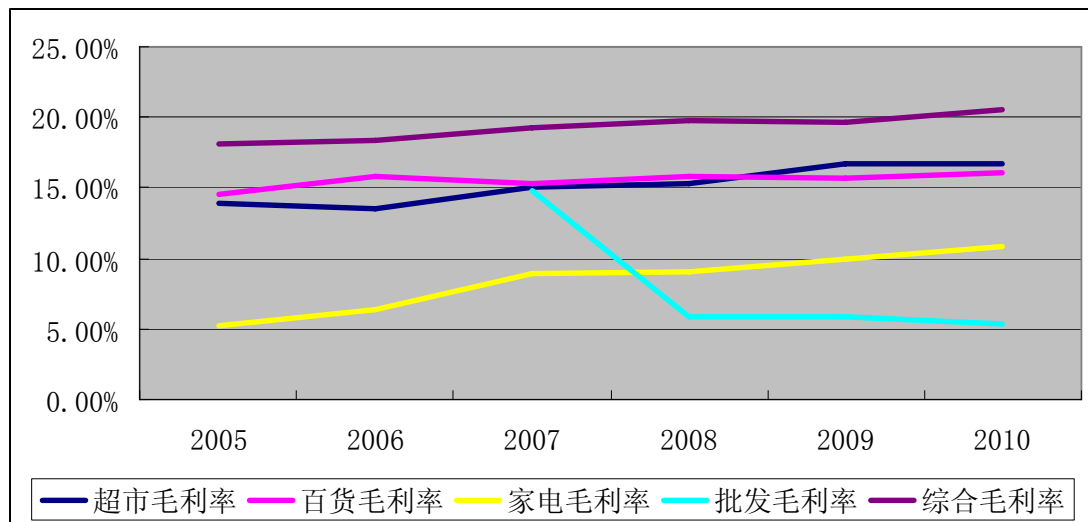


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### 多业态协同优势渐显 综合毛利率快速提升

报告期内，超市为巩固市场地位，扩大市场份额，公司采取了多种形式的促销活动，超市类的商品毛利率较同期略有下降；百货随着门店的不断增多，商品资源整合能力增强，并通过进一步优化商品资源，提升商品经营能力，报告期内百货类商品毛利率较上年同期上升0.42%；家电随着专业店的建立专业化管理增强，报告期内家电的销售和毛利率均得到了较好的提升，家电市场份额的提升，为家电的经销和议价能力打下了良好基础，毛利率较上年同期上升0.82%。公司多业态协调发展，大型购物中心的运行和家电卖场专业化可以有效提升公司毛利率水平，报告期公司综合毛利率为20.48%，较去年提升0.87个百分点。

图4：步步高2005-2010年各业态毛利率变动情况



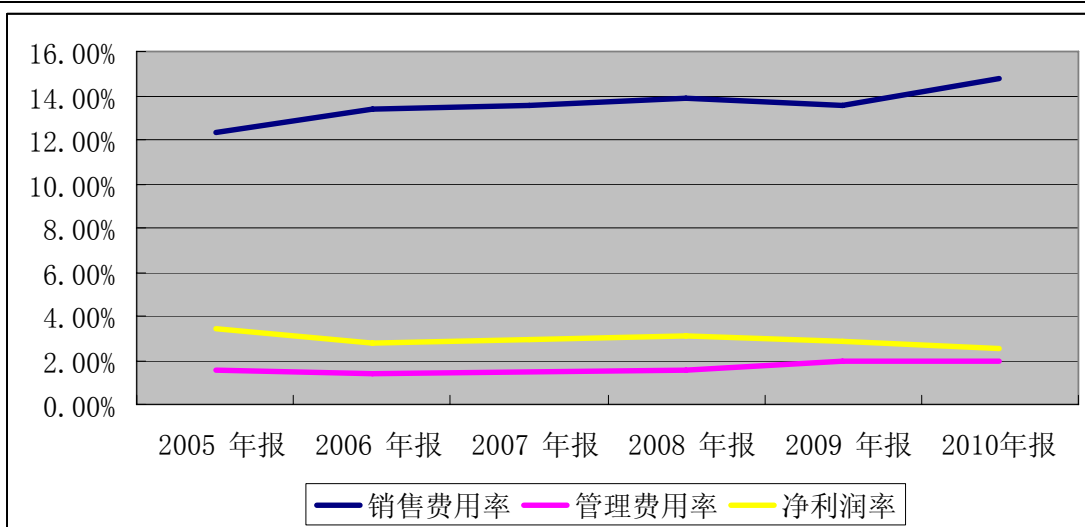
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### 调整扩张中费用维持高位 净利率表现平平

报告期内销售费用、管理费用、财务费用三项费用合计111,103.60万元，较上年同期增长24,216.55万元，增幅27.87%，三项费用率16.41%，较上年同期增长1.23个百分点。

我们认为销售与管理费用率提升的主要原因有：1、上年度年底公司百货开出了步步高广场店、永州舜德摩尔店、衡阳飞达店，前期门店布置及广告宣传等投入都相对较高；2、超市事业部在外籍团队调整下对商品进行了重组及对卖场环境进行重新布局增加了额外成本费用；3、外籍管理团队及专业管理人才的引进大幅提升了公司的人力成本；4、优质物业稀缺，租金成本上升。费用的增长超过收入和业务毛利增长是公司业绩受到压制的主要原因，由于公司尚处于快速扩张和重新架构调整阶段，费用处于高位符合预期。

图5：步步高2005-2010年期间费用率和净利率变动



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：步步高 2010 年费用分拆及占比

| 费用项目 | 2010 年     | 2009 年    | 本年比上年<br>增减 | 占 2010 年营<br>业收入比例% |
|------|------------|-----------|-------------|---------------------|
| 销售费用 | 99,782.02  | 77,754.74 | 28.33%      | 14.74%              |
| 管理费用 | 13,067.55  | 11,320.77 | 15.43%      | 1.93%               |
| 财务费用 | -1,745.97  | -2,188.46 |             | -0.26%              |
| 合计   | 111,103.60 | 86,887.05 | 27.87%      | 16.41%              |

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

## 2011经营展望

公司2011年超市业务模块将继续在外籍团队指导和带领下进行外延展店和已有门店的标准化改造，公司原有待带改造超市门店60家左右，2010年完成了其中三分之一的改造任务，公司在2011年内门店标准化改造进程和效果值得我们关注。超市业务外延式扩张方面，公司将进一步完成省内的渠道下沉和覆盖工作，并适当发展在江西地区的业务覆盖范围，预计2011年江西业务能够维持盈亏平衡。

公司的百货业务计划在未来三年内每年可以开出1-2家门店，多以城市综合体形式

在省内二、三线城市进行商圈覆盖和扩张。2010年百货业务收入增长50%以上，2011年之前新开门店陆续走出培育期，预计今年百货业务的收入有望继续高速增长，百货收入占比的提高也将拉升公司整体毛利水平。步步高购物广场的成功改造和经营为公司百货业务的发展提供了良好榜样，预计未来三年公司百货业务仍将维持高速发展。

总体来说，未来三年仍是公司快速扩张时期，公司总的经营体量也将持续扩大，同时对上游的议价能力和商业影响力不断增强。在迅猛扩张过程中如何能够有效控制费用的增长，为股东带来更好的回报是我们将在2011年重点关注的问题。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利与假设

(1) 2011-2013年公司超市门店展店分别为15家、20家和20家，单店平均面积为3700m<sup>2</sup>，公司超市可比门店增长保持在6%水平；百货门店未来三年每年新开1-2家，单店面积25000m<sup>2</sup>，百货可比门店增长预计会维持在15%以上；

(2) 2011-2013年公司期间费用率水平随着公司收入的快速提升小幅下降，销售费用率和管理费用率分别为：14.55%、14.30%、14.30%和1.90%、1.80%、1.80%；

(3) 预计未来三年公司租售比不会出现大幅上涨，人工成本每年按10%比例稳定提升；

### 投资建议

我们预计公司2011-2013年收入分别为76.58亿、91.71亿和110.46亿，基本每股收益分别为0.80元、1.15元和1.61元，业绩分别增长25.7%、44.6%和39.9%。我们考虑到2011年公司仍处在快速扩张期和业态调整转型期，费用对利润的折损较大，未来两年业绩仍然有低于预期的可能，根据超市行业的估值水平，给予公司30倍市盈率，对应12个月目标价24元，持有评级。

## 风险提示

行业竞争加剧风险；门店培育期过长风险

## 资产负债表

单位：百万元

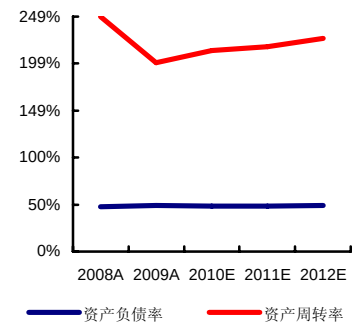
| 至 12 月 31 日    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,661 | 1,965 | 2,304 | 2,965 | 3774  |
| 货币资金           | 701   | 1,018 | 1,234 | 1,690 | 2241  |
| 应收及预付          | 379   | 312   | 352   | 421   | 502   |
| 存货             | 577   | 634   | 716   | 853   | 1024  |
| 其他流动资产         | 3     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>非流动资产</b>   | 1,381 | 1,355 | 1,435 | 1,428 | 1443  |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 916   | 872   | 851   | 785   | 742   |
| 在建工程           | 126   | 176   | 226   | 256   | 286   |
| 无形资产           | 331   | 300   | 351   | 381   | 405   |
| 其他长期资产         | 8     | 7     | 6     | 6     | 6     |
| <b>资产总计</b>    | 3,042 | 3,319 | 3,739 | 4,393 | 5216  |
| <b>流动负债</b>    | 1,480 | 1,587 | 1,791 | 2,135 | 2564  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 1,480 | 1,587 | 1,791 | 2,135 | 1913  |
| 其他流动负债         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 1     | 1     | 2     | 2     | 2     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 1     | 1     | 2     | 2     | 2     |
| <b>负债合计</b>    | 1,481 | 1,588 | 1,792 | 2,136 | 2566  |
| 股本             | 270   | 270   | 270   | 270   | 270   |
| 资本公积           | 775   | 775   | 775   | 775   | 775   |
| 留存收益           | 512   | 682   | 897   | 1,208 | 1600  |
| 归属母公司股东权益      | 1,557 | 1,727 | 1,942 | 2,253 | 2646  |
| 少数股东权益         | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| <b>负债和股东权益</b> | 3,042 | 3,319 | 3,739 | 4,393 | 5216  |

## 利润表

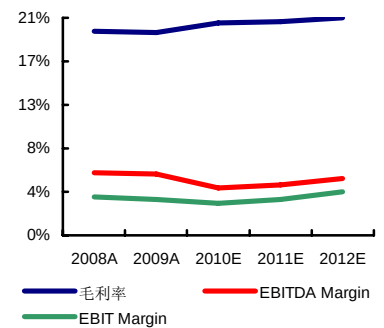
单位：百万元

| 至 12 月 31 日     | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5725  | 6771  | 7658  | 9171  | 11046 |
| 营业成本            | 4602  | 5382  | 6076  | 7242  | 8694  |
| 营业税金及附加         | 34    | 51    | 57    | 64    | 67    |
| 销售费用            | 778   | 998   | 1114  | 1311  | 1558  |
| 管理费用            | 113   | 131   | 145   | 165   | 182   |
| 财务费用            | -22   | -12   | -17   | -20   | -27   |
| 资产减值损失          | 4     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 215   | 221   | 282   | 408   | 573   |
| 营业外收入           | 19    | 10    | 11    | 12    | 10    |
| 营业外支出           | 5     | 5     | 6     | 6     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 229   | 226   | 287   | 414   | 580   |
| 所得税             | 63    | 57    | 72    | 104   | 145   |
| <b>净利润</b>      | 166   | 170   | 215   | 311   | 435   |
| 少数股东损益          | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 165   | 170   | 215   | 311   | 435   |
| EBITDA          | 340   | 310   | 374   | 504   | 669   |
| EPS (元)         | 0.61  | 0.63  | 0.80  | 1.15  | 1.61  |

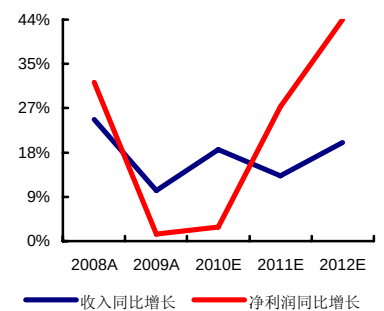
## 资产负债率趋势



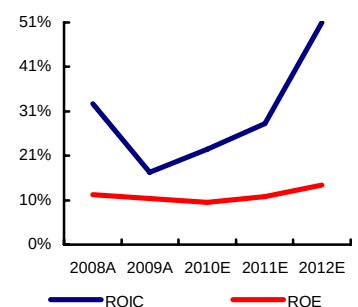
## 经营利润率趋势



## 收入与利润增长趋势



## 投资回报率趋势





现金流量表

单位：百万元

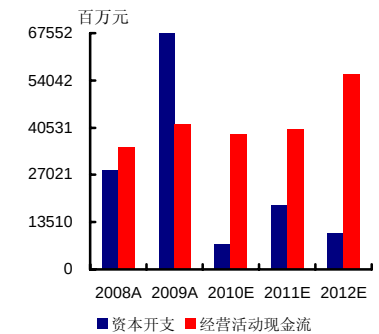
| 至 12 月 31 日 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 415   | 386   | 401   | 559   | 680   |
| 净利润         | 166   | 170   | 215   | 311   | 393   |
| 折旧摊销        | 142   | 101   | 110   | 117   | 122   |
| 营运资金变动      | 124   | 120   | 82    | 137   | 173   |
| 其它          | -17   | -4    | -6    | -6    | -6    |
| 投资活动现金流     | -653  | -70   | -184  | -104  | -128  |
| 资本支出        | -676  | -71   | -185  | -104  | -128  |
| 投资变动        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他          | 23    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -15   | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 银行借款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债券融资        | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他          | -15   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金净增加额      | -253  | 317   | 217   | 455   | 551   |
| 期初现金余额      | 954   | 701   | 1,018 | 1,234 | 1690  |
| 期末现金余额      | 701   | 1,018 | 1,234 | 1,690 | 2241  |

主要财务比率

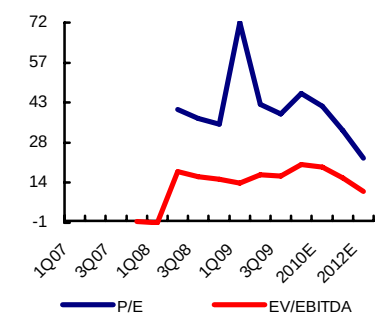
单位：%

| 至 12 月 31 日 | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力        |        |        |        |        |        |
| 营业收入        | 10.1%  | 18.3%  | 13.1%  | 19.8%  | 20.6%  |
| 营业利润        | 4.5%   | 2.8%   | 27.2%  | 44.9%  | 40.4%  |
| 归属于母公司净利润   | 1.5%   | 2.8%   | 25.7%  | 44.6%  | 39.9%  |
| 获利能力        |        |        |        |        |        |
| 毛利率         | 19.6%  | 20.5%  | 20.7%  | 21.0%  | 21.3%  |
| 净利率         | 2.9%   | 2.5%   | 2.8%   | 3.4%   | 3.93%  |
| ROE         | 10.6%  | 9.8%   | 11.1%  | 13.8%  | 15.8%  |
| ROIC        | 16.7%  | 22.0%  | 27.9%  | 51.3%  | 57.3%  |
| 偿债能力        |        |        |        |        |        |
| 资产负债率       | 48.7%  | 47.9%  | 47.9%  | 48.6%  | 49.3%  |
| 净负债比率       | -44.9% | -58.8% | -63.4% | -74.9% | -77.0% |
| 流动比率        | 1.12   | 1.24   | 1.29   | 1.39   | 1.42   |
| 速动比率        | 0.60   | 0.77   | 0.82   | 0.92   | 0.94   |
| 营运能力        |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率      | 2.00   | 2.13   | 2.17   | 2.26   | 2.37   |
| 应收账款周转率     | 370.19 | 365.00 | 365.00 | 365.00 | 365.00 |
| 存货周转率       | 8.17   | 8.49   | 8.49   | 8.49   | 8.49   |
| 每股指标 (元)    |        |        |        |        |        |
| 每股收益        | 0.61   | 0.63   | 0.80   | 1.15   | 1.46   |
| 每股经营现金流     | 1.53   | 1.43   | 1.48   | 2.07   | 2.16   |
| 每股净资产       | 5.76   | 6.39   | 7.18   | 8.33   | 9.9    |
| 估值比率        |        |        |        |        |        |
| P/E         | 46.0   | 41.5   | 32.7   | 22.7   | 15.53  |
| P/B         | 4.9    | 4.1    | 3.6    | 3.1    | 2.5    |
| EV/EBITDA   | 20.3   | 19.4   | 15.5   | 10.6   | 9.8    |

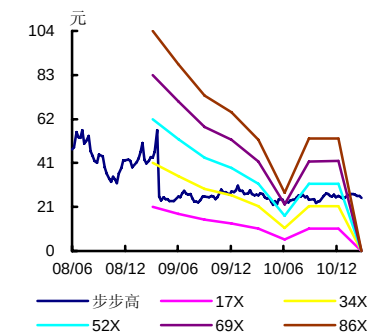
资本支出与经营活动现金流



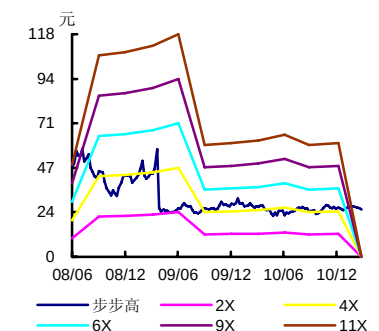
相对估值



PE BAND



PB BAND



## 广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

誉猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zm11@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

## 相关研究报告

|                     |     |            |
|---------------------|-----|------------|
| 步步高（002251.sz）_公告点评 | 欧亚菲 | 2011-02-25 |
| 步步高（002251.sz）_季报点评 | 欧亚菲 | 2009-10-29 |
| 步步高（002251.sz）_中报点评 | 欧亚菲 | 2009-08-30 |

## 广发证券—公司投资评级说明

|          |                                       |
|----------|---------------------------------------|
| 买入（Buy）  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有（Hold） | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出（Sell） | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

|      | 广州                          | 深圳                   | 北京                              | 上海                           |
|------|-----------------------------|----------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址   | 广州市天河北路 183 号<br>大都会广场 36 楼 | 深圳市民田路华融大厦<br>2501 室 | 北京市月坛北街 2 号月坛大<br>厦 18 层 1808 室 | 上海市浦东南路 528 号<br>证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                      | 518026               | 100045                          | 200120                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn              |                      |                                 |                              |
| 服务热线 | 020-87555888-612            |                      |                                 |                              |

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。