

业绩向上周期的开始

事件

步步高昨日上调 2011 年中报预期，从原来的预增 20% - 30% 上调到 30% - 50%。

研究结论

- 全年业绩有可能超越市场预期，印证我们之前“公司已在拐点”的判断：3 月份的 2010 年报点评中，我们指出公司业绩已经来到向上拐点，以及公司业绩将在二季度有所体现。现在来看，这一观点有望在年内逐季度得到验证。我们认为，公司的拐点得益于：a. 行业本身从经济危机中恢复过来，而这一点是过去数年步步高业绩持续低于预期的主要原因；b. 公司的门店调整趋于尾声，效果开始出现；c. 公司过去两年投入较大的购物中心项目等逐步开始贡献利润。
- 2011 年逐步回归外延式扩张，将支撑未来业绩持续较快增长：2010 年公司的经营重点在现有门店的调整上，一方面牵扯了外延扩张的资源，一方面产生了较大的改造费用，对当年净利润形成负面影响。2011 年上半年随着现有门店的逐步改造完成，公司逐步回归外延式扩张。所以我们预计未来 1-2 年内公司同店增长数据和新门店带来的销售增长会有一个逐步超越市场预期的过程，加上门店改造带来的收入恢复性增长以及品类优化带来的毛利率提升效果逐渐显现，这将带动公司业绩维持在超越行业平均的增速之上，我们预计这个业绩增速区间在 30%-40% 之间。
- 我们分析认为 2011 年的中报有望成为公司业绩正式进入一个良性循环的开端：公司过去受累于市场，现在通过 2009-2010 年的厚积薄发，我们预计公司有望实现超越市场平均的增长，开始进入一个良性循环的向上周期。我们上调对公司的盈利预测，预计 2011 年公司收入增长 34% 至 90.58 亿元，净利润同比增长 38% 左右，预计 EPS 为 0.87 元。给予 2011 年 35 倍 P/E，对应目标价 31 元。维持公司增持评级



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭洋

商业行业高级分析师

8621 - 63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业资格证编号：S0860209120214

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 7 月 13 日) 25.49 元

目标价格 31.00 元

总股本/A 股 (万股) 27036/27036

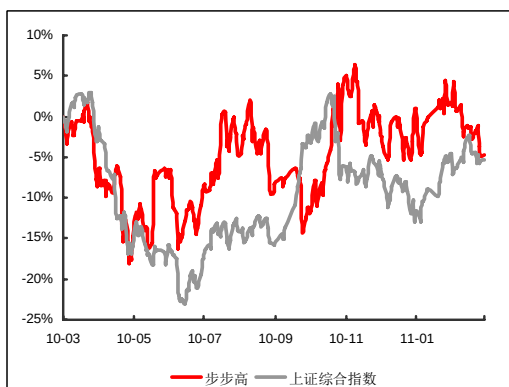
A 股市值 (百万元) 6894

国家/地区 中国

行业 商业

报告发布日期 2011 年 7 月 14 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.81	5.50	12.84
相对表现 (%)	6.16	15.50	-0.32

资料来源：WIND

财务预测

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万)	6,770	9,058	11,527	14,234
主营业务利润 (百万)	220	305	447	591
净利润 (百万)	171	236	342	447
EBITDA (百万)	387	452	632	797
每股收益 (元)	0.63	0.87	1.26	1.65
每股经营现金流 (元)	1.71	1.78	2.37	2.60
市盈率 (倍)	40.33	29.17	20.17	15.40
EV/EBITDA (倍)	20.45	17.53	12.52	9.93

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,125	3,289	4,075	4,820	营业收入	6,770	9,058	11,527	14,234
现金	611	1,294	1,546	1,710	营业成本	5,384	7,205	9,169	11,289
应收账款	25	31	41	50	营业税金及附加	51	56	78	97
其它应收款	170	232	293	363	营业费用	998	1,336	1,637	2,021
预付账款	446	576	734	903	管理费用	131	172	213	259
存货	840	1,127	1,434	1,766	财务费用	(17)	(20)	(22)	(28)
其他	33	28	28	28	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	1,694	2,335	2,849	3,352	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1,173	1,749	2,266	2,740	营业利润	220	305	447	591
无形资产	145	179	213	247	营业外收入	25	32	37	41
其他	377	408	370	365	营业外支出	10	12	14	17
资产总计	3,819	5,624	6,924	8,172	利润总额	235	325	470	615
流动负债	2,189	2,551	3,188	3,825	所得税	64	89	128	168
短期借款	200	-	-	-	净利润	171	236	342	447
应付账款	969	1,297	1,650	2,032	少数股东损益	0	-	-	-
其他	1,021	1,254	1,538	1,793	归属于母公司净利润	171	236	342	447
非流动负债	64	1,271	1,592	1,756	EBITDA	387	452	632	797
长期借款	0	1,200	1,521	1,685	EPS (元)	0.63	0.87	1.26	1.65
其他	64	71	71	71	主要财务比率				
负债合计	2,253	3,822	4,780	5,581	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	270	270	270	270	营业收入	18.3%	33.8%	27.3%	23.5%
资本公积	775	775	775	775	营业利润	2.0%	38.9%	46.6%	32.3%
留存收益	521	757	1,099	1,546	归属于母公司净利润	3.4%	38.3%	44.6%	30.9%
归属母公司股东	1,566	1,802	2,144	2,591	获利能力				
负债和股东权益	3,819	5,624	6,924	8,172	毛利率	20.5%	20.5%	20.5%	20.7%
现金流量表					净利率	2.5%	2.6%	3.0%	3.1%
单位:百万元					ROE	10.9%	13.1%	15.9%	17.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	8.3%	6.9%	8.4%	9.6%
经营活动现金流	461	482	642	702	偿债能力				
净利润	171	236	342	447	资产负债率	59.0%	68.0%	69.0%	68.3%
折旧摊销	185	167	207	234	净负债比率				
财务费用	(17)	(20)	(22)	(28)	流动比率	0.97	1.29	1.28	1.26
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.55	0.81	0.79	0.76
营运资金变动	98	44	52	(19)	营运能力				
其它	25	55	63	67	总资产周转率	1.97	1.92	1.84	1.89
投资活动现金流	(606)	(820)	(733)	(729)	应收账款周转率	74	71	69	68
资本支出	608	700	600	600	应付账款周转率	6.32	6.36	6.22	6.13
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	2	(120)	(133)	(129)	每股收益	0.63	0.87	1.26	1.65
筹资活动现金流	34	1,020	343	192	每股经营现金流	1.71	1.78	2.37	2.60
短期借款	200	(200)	-	0	每股净资产	5.79	6.67	7.93	9.58
长期借款	-	1,200	321	164	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	40.33	29.17	20.17	15.40
资本公积增加	0.0611	0	0	0	P/B	4.40	3.82	3.21	2.66
其他	(166)	20	22	28	EV/EBITDA	20.45	17.53	12.52	9.93
现金净增加额	(110)	683	252	165					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn