

步步高 (002251.SZ)

推荐 维持评级

分析师: 陈雷 电话: (8610) 6656 8162 邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208071629

分析师: 卞晓宁 电话: (8610) 6656 8482 邮箱: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109054136

1. 事件

公司7月14日发布2011年半年度业绩预告修正公告,公司1-6月归属于上市公司股东的净利润同期增长幅度由20%-30%,修正为30%-50%,预计盈利13,732.76万元-15,845.49万元。

2. 我们的分析与判断

公司业绩自2010年业绩逐步走高趋势形成,中报业绩增速预计为公司自08年三季度以来的季度最高值,我们认为公司业绩拐点得到进一步确认。

(1) 门店改造带动内生增长

我们预计超市业务上半年营业收入增长超过30%,主要来自同店内生增长以及外延扩张。公司原有门店的内生增长对收入贡献较大,外资团队与各层面的磨合基本,供应连改造效果释放,同店增速接近20%,较去年同期有近10个百分点的提升。另一方面,2011年上半年公司新开10家门店,次新门店以及新开门店令公司营业收入进一步得到提升。预计2011年公司将新开20家超市,旧有门店改造计划也有望完成,经营规模扩张加上改造带来的同店增速加快,预计公司超市业务全年收入增速将在32%左右。

(2) 百货业务扩张节奏提速

我们预计百货业务上半年营业收入增长30%左右。公司2009年底至2010年合计新开4家百货门店,面积档次均有明显提升,贡献了较大部分的收入增长。公司斥资4亿元打造的,营业面积达10万平米的步步高广场长沙店也将于9月开业,有望在年内贡献较多增量收入。未来公司百货发展模式将以地级市建购物中心,县级城市建百货的形式进行扩张,扩张节奏有望提速,我们预计百货业务收入增速保持在30%的水平。

(3) 期间费用率有望略有下降

公司可比门店的销售取得了较好的增长,销售费用占营业收入的比率有望下降。我们预计,2011年公司将继续改造升级老门店,同时加快展店节奏,人才储备等相关费用也会增加,费用率略有下降,但仍维持在16%以上水平。

3. 投资建议

综合来看,公司百货、超市业务架构调整已经基本到位,供应链整合效果开始释放,同店增速保持快速增长,公司迎来业绩拐点。我们上调公司业绩预测,2011年至2013年分别为0.88元、1.20元、1.65元(调整前为0.83元、1.07元、1.47元)。对应当前股价PE分别为29倍、21倍、15倍。考虑下半年CPI仍处于高位以及公司大股东不断增持,我们认为可以给予公司一定估值溢价,目标价格为30元,维持对公司“推荐”评级。

表 1: 步步高 (002251.SZ) 财务报表预测

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	701	611	807	1065	2342	营业收入	5725	6770	9025	11967	15892
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	4602	5384	7169	9514	12634
应收账款	15	25	23	31	87	营业税金及附加	34	51	54	72	95
预付款项	196	446	776	1212	1796	销售费用	778	998	1314	1723	2273
其他应收款	168	170	225	296	397	管理费用	113	131	171	225	294
存货	577	840	877	1158	483	财务费用	-22	-17	0	0	0
其他流动资产	0	28	28	28	28	资产减值损失	4	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	916	1173	1040	1155	1209	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	126	89	209	205	152	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	215	220	317	433	596
无形资产	107	145	40	34	28	营业外收支净额	14	15	0	0	0
长期待摊费用	224	281	133	114	95	税前利润	229	235	317	433	596
资产总计	3042	3819	4162	5302	6622	减: 所得税	63	64	79	108	149
短期借款	0	200	0	0	0	净利润	166	171	238	325	447
应付票据	209	255	337	445	596	归属于母公司的净利润	165	171	238	325	447
应付账款	734	969	1262	1666	2233	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	254	341	455	605	807	基本每股收益	0.61	0.63	0.88	1.20	1.65
应付职工薪酬	38	50	50	50	50	稀释每股收益	0.61	0.63	0.88	1.20	1.65
应交税费	-16	49	49	49	49	财务指标					
其他应付款	262	326	326	326	326	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	10.1%	18.3%	33.3%	32.6%	32.8%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1.9%	4.8%	52.8%	36.8%	37.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	1.5%	3.4%	39.0%	36.8%	37.6%
负债合计	1481	2253	2544	3208	4130	盈利性					
股东权益合计	1561	1566	1789	2079	2477	销售毛利率	19.6%	20.5%	20.6%	20.5%	20.5%
现金流量表(百万元)						销售净利率	2.9%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
净利润	166	171	223	290	398	ROE	10.6%	10.9%	13.2%	15.3%	17.4%
折旧与摊销	76	89	102	114	123	ROIC	9.2%	8.3%	12.7%	14.8%	16.9%
经营活动现金流	305	264	395	277	1382	估值倍数					
投资活动现金流	-403	-202	-200	-200	-100	PE	39.7	38.4	29.0	21.2	15.4
融资活动现金流	76	18	1	182	-5	P/S	1.1	1.0	0.8	0.6	0.4
现金净变动	-22	79	196	258	1277	P/B	4.2	4.2	3.8	3.2	2.7
期初现金余额	954	701	611	807	1065	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	931	780	807	1065	2342	EV/EBITDA	21.4	20.7	14.3	10.4	6.1

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908