

收购两处物业 增强竞争实力

——董事会公告点评

报告关键点:

- 购买湘潭湖湘商业广场战略意义重大
- 购买衡阳深国投商业中心将增强竞争实力

报告摘要:

- 购买湘潭湖湘商业广场战略意义重大。湘湖商业广场收购价格仅3910元/平米以内,非常低。该物业折旧远远低于目前的市租租金水平,而且湘湖商业广场地理位置优越,地位市政新区,未来市场发展空间大。收购湘湖商业广场,将巩固其河东商圈在湘潭市的商业地位。
- 购买衡阳深国投商业中心将增强竞争实力。衡阳深国投商业中心的收购单价为10930元/平米,其中3/4面积为地下层,收购价格基本合理。步步高百货衡阳二店的开业将增强衡阳地区的竞争实力。
- 总体而言,公司以上两处项目将增强其零售竞争实力。我们看好湖南市场的零售增长,尤其是百货市场,而作为湖南最有影响力的零售公司步步高将享受市场增长带来的盈利较快增长。
- 我们预计公司2011-2013年每股收益为0.90、1.23、1.49元,给予2013年20倍PE,目标价30元/股,维持买入-A的投资评级。
- 风险提示:(1)百货大店培育期过长,销售低于预期;(2)湖南二三线城市百货业务竞争加剧;(3)省外扩张提速,短期难以贡献利润,甚至出现亏损。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

30.00 元

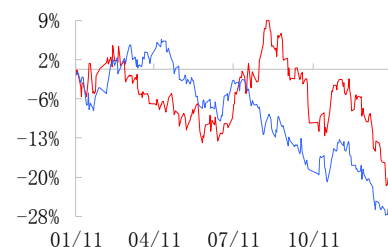
期限: 12个月 上次预测: 30.00元

现价(2012年01月04日): 20.11元

报告日期: 2012-01-05

总市值(百万元)	5,436.94
流通市值(百万元)	1,739.80
总股本(百万股)	270.36
流通股本(百万股)	86.51
12个月最低/最高	19.70/28.60元
十大流通股东(%)	41.61%
股东户数	9,529

12个月股价表现



步步高 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.97)	(2.48)	5.66
绝对收益	(15.08)	(13.43)	(22.27)

张静

 021-68763865
 执业证书编号

高级行业分析师

 zhangjing5@essence.com.cn
 S1450511100001

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,725.3	6,770.3	8,501.2	10,793.8	13,207.8
Growth(%)	10.1%	18.3%	25.6%	27.0%	22.4%
净利润	165.2	170.9	242.2	331.2	402.2
Growth(%)	1.5%	3.4%	41.7%	36.8%	21.4%
毛利率(%)	19.6%	20.5%	20.0%	19.5%	19.2%
净利率(%)	2.9%	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.90	1.23	1.49
每股净资产(元)	5.76	5.79	6.51	7.49	8.68
市盈率	38.1	36.8	26.0	19.0	15.7
市净率	4.0	4.0	3.6	3.1	2.7
净资产收益率(%)	10.6%	10.9%	13.8%	16.4%	17.1%
ROIC(%)	12.3%	11.8%	16.1%	18.4%	18.1%
EV/EBITDA	22.1	18.1	11.3	8.8	7.4
股息收益率	0.2%	2.6%	0.8%	1.1%	1.3%

前期研究成果

步步高: 超市稳步增长, 百货成增长亮点

2011-12-08

董事会公告，拟购买湘潭湖湘商业广场和衡阳深国投商业中心的议案，并授权公司总裁与开发商洽谈相关购买事宜。

表 1 公司董事会公告拟购买的商业物业

	面积(平方米)	购买价	单价
湘潭湖湘商业广场	28,110.74	11,000 万元以内	3910 元/平米以内
衡阳深国投商业中心	地下 15,006.61 地上 522.38	16,500 万元以内	10630 元/平米以内

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

注：具体面积以实际测量为准

1. 购买湘潭湖湘商业广场战略意义重大

湖湘商业广场位于湘潭市河东的核心位置，北依湘潭最大的湘湖公园和市政府，与东方红广场打通，交通便利。湖湘商业广场为下沉式广场，总建筑面积 4.6 万平米，公司欲购买的面积为 2.8 万平米，其他为小业主经营的商铺。公司收购后，将进行整体装修和调整，预计下半年可能开业，届时将打造成集生活超市、电器、餐饮为一体的城市生活广场。

图 1 湘潭湖湘商业广场地理位置



资料来源：百度地图、安信证券研究中心

收购价格低。湖湘商业广场收购价格仅 3910 元/平米以内，非常低，而且明显低于该物业 2007 年出售时的价格。假设物业按 20 年的平均使用年限折旧，则折旧仅 20 元/平米/年，远远低于目前的市场租金水平。而且湖湘商业广场地理位置优越，地位市政新区，未来市场发展空间大。

公司对湘湖商业广场的收购，战略意义重大。从湘潭市的商业发展来看，商业发展重点将向河东移。2009 年底 12 万平米的步步高购物广场开业，使得湘潭的商业格局发生重大变化，而大洋百货虽于 2009 年初开业，但也无力挽回此局面。此次公司收购湘湖商业广场，将巩固其河东商圈在湘潭市的商业地位。

表 1 湘潭主要百货基本情况

	开业时间	营业面积	定位	位置
康星百货	2000 年	20,000	中档	建设北路
心连心百货	2005 年	32,000	中档	韶山中路
大洋百货湘潭店	2009 年	43,000	时尚流行	建设北路
步步高广场	2001 年 9 月	100,000	时尚流行	河东新区
步步高基建营店	2004 年 10 月	10,000	中档	河东新区

资料来源：安信证券研究中心整理

2. 购买衡阳深国投商业中心将增强竞争实力

衡阳深国投商业中心位于衡阳市高新区解放大道和长丰大道交汇处，距离步步高百货 3.5 公里。衡阳深国投商业中心于 2010 年 9 月 9 日开工建设，为衡阳目前最大的纯商业 mall，总建筑面积逾 8 万平方米。其中步步高将拟收购地下一层整层面积约 15,006.61 平方米和地上一层面积约 522.38 平方米，另租赁该物业第一层至第五层面积约 42,000 平方米，将该 2 项目打造成集生活超市、百货、电器、餐饮娱乐为一体的城市购物中心。

图 1 衡阳深国投商业中心地理位置



资料来源：百度地图、安信证券研究中心

收购价格合理。衡阳深国投商业中心的收购单价为 10930 元/平米，其中 3/4 面积为地下层，收购价格基本合理。

步步高百货衡阳二店的开业将增强衡阳地区的竞争实力。目前衡阳市百货仅 4 家，广百百货城为小商铺服装经营，和崇尚百货均定位中低档。2009 年开业的步步高曾是衡阳市的唯一流行时尚百货，但好景不长，2010 年大洋百货开业，凭借其强大的招商能力和专业的百货经营，其经营明显胜过步步高。随着公司对百货业务的加强，尤其是衡阳二店的开业，我们认为公司的百货竞争实力将会提高。

表 2 衡阳主要百货基本情况

	开业时间	营业面积	定位	位置
广百百货城	2005 年	25,000	中低档	解放路
步步高百货	2009 年	30,000	时尚流行	解放路

崇尚百货	2010 年	25,938	中低档	解放路
大洋百货	2010 年	40,000	时尚流行	解放路

资料来源：安信证券研究中心整理

3. 结论

总体而言，公司以上两处项目将巩固其零售竞争实力。我们看好湖南市场的零售增长，尤其是百货市场，而作为湖南最有影响力的零售公司步步高将享受市场增长带来的盈利较快增长。

我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.90、1.23、1.49 元，给予 2013 年 20 倍 PE，目标价 30 元/股，维持买入-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-06		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,725.3	6,770.3	8,501.2	10,793.8	13,207.8	成长性					
减: 营业成本	4,602.5	5,383.6	6,797.5	8,684.5	10,671.0	营业收入增长率	10.1%	18.3%	25.6%	27.0%	22.4%
营业税费	34.3	50.9	63.9	81.2	99.3	营业利润增长率	4.5%	2.0%	40.2%	38.6%	22.2%
销售费用	777.5	997.8	1,181.8	1,425.7	1,709.8	净利润增长率	1.5%	3.4%	41.7%	36.8%	21.4%
管理费用	113.2	130.7	155.8	178.6	205.3	EBITDA 增长率	7.1%	14.8%	45.9%	31.2%	20.6%
财务费用	-21.9	-17.5	-5.9	-3.3	0.8	EBIT 增长率	1.5%	4.5%	49.4%	40.2%	23.3%
资产减值损失	4.3	5.1	0.2	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	-1.4%	5.5%	50.7%	38.3%	22.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.4%	11.0%	20.6%	24.4%	18.0%
投资和汇兑收益	-0.1	-	-	-	-	净资产增长率	10.7%	0.3%	12.4%	15.1%	15.9%
营业利润	215.4	219.6	307.9	426.6	521.2	利润率					
加: 营业外净收支	13.9	15.1	15.0	15.0	15.0	毛利率	19.6%	20.5%	20.0%	19.5%	19.2%
利润总额	229.3	234.7	322.9	441.6	536.2	营业利润率	3.8%	3.2%	3.6%	4.0%	3.9%
减: 所得税	63.3	63.8	80.7	110.4	134.1	净利润率	2.9%	2.5%	2.8%	3.1%	3.0%
净利润	165.2	170.9	242.2	331.2	402.2	EBITDA/营业收入	5.8%	5.7%	6.6%	6.8%	6.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.4%	3.0%	3.6%	3.9%	4.0%
货币资金	700.8	611.3	765.1	971.4	1,188.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	47	56	59	59	58
应收账款	183.3	194.9	224.4	270.3	315.0	流动营业资本周转天数	22	8	3	2	4
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	108	101	99	98	102
预付账款	195.9	445.8	616.8	899.2	1,269.4	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
存货	577.4	839.9	929.2	1,139.7	1,342.0	存货周转天数	36	38	38	35	34
其他流动资产	3.3	32.9	35.3	42.6	70.1	总资产周转天数	180	182	181	177	178
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	80	75	69	67	66
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	10.9%	13.8%	16.4%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	4.5%	5.1%	5.6%	5.6%
固定资产	915.9	1,172.5	1,591.2	1,961.5	2,283.0	ROIC	12.3%	11.8%	16.1%	18.4%	18.1%
在建工程	126.3	89.1	90.6	91.4	91.7	费用率					
无形资产	107.0	144.9	187.6	228.2	266.8	销售费用率	13.6%	14.7%	13.9%	13.2%	12.9%
其他非流动资产	232.0	287.9	293.9	297.7	300.2	管理费用率	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
资产总额	3,041.9	3,819.2	4,734.1	5,902.0	7,127.0	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	-	200.0	312.9	488.0	567.9	三费/营业收入	15.2%	16.4%	15.7%	14.8%	14.5%
应付账款	996.0	1,294.5	1,676.1	2,093.8	2,543.5	偿债能力					
应付票据	208.7	255.0	316.6	404.5	497.0	资产负债率	48.7%	59.0%	62.8%	65.7%	67.1%
其他流动负债	275.5	440.0	569.6	729.6	923.7	负债权益比	94.9%	143.9%	169.0%	191.5%	203.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.12	0.97	0.89	0.89	0.92
其他非流动负债	0.7	63.8	99.3	161.5	248.5	速动比率	0.73	0.59	0.57	0.59	0.63
负债总额	1,480.9	2,253.3	2,974.4	3,877.4	4,780.6	利息保障倍数	8.84	11.58	51.60	128.38	666.38
少数股东权益	3.8	-	-	-	-	分红指标					
股本	270.4	270.4	270.4	270.4	270.4	DPS(元)	0.05	0.60	0.18	0.25	0.30
留存收益	1,286.9	1,295.6	1,489.3	1,754.3	2,076.1	分红比率	8.2%	94.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,561.0	1,566.0	1,759.7	2,024.7	2,346.4	股息收益率	0.2%	2.6%	0.8%	1.1%	1.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	166.0	170.9	242.2	331.2	402.2	EPS(元)	0.61	0.63	0.90	1.23	1.49
加: 折旧和摊销	142.4	184.9	257.8	311.1	363.5	BVPS(元)	5.76	5.79	6.51	7.49	8.68
资产减值准备	4.3	5.1	0.2	0.4	0.4	PE(X)	38.1	36.8	26.0	19.0	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	4.0	3.6	3.1	2.7
财务费用	-22.9	-1.9	-5.9	-3.3	0.8	P/FCF	123.6	28.1	125.9	89.3	75.6
投资收益	0.1	-	-	-	-	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	0.8	-	-	-	-	EV/EBITDA	22.1	18.1	11.3	8.8	7.4
营运资金的变动	134.1	133.9	305.1	177.5	175.7	CAGR(%)	25.9%	33.0%	28.0%	23.8%	26.3%
经营活动产生现金流量	414.8	461.4	799.5	816.9	942.6	PEG	1.5	1.1	0.9	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-652.6	-605.8	-45.2	-50.0	-50.0	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.4	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	-14.9	33.9	70.3	112.2	-1.3	REP	4.8	4.3	2.6	1.9	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张静：高级行业分析师。毕业于复旦大学，会计学硕士。7 年证券研究经历，2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张静声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034