

挖掘业态组合优势，下沉三四线市场

步步高 (002251.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

● 省内购物中心再下一城

公司于 2012 年 1 月 5 日与衡阳深国投签订了《商品房买卖合同》，购买深国投所属衡阳市高新区 24 号街区深国投商业中心部分房屋，涉及面积为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，交易金额为 1.5 亿元人民币。此外，公司还拟另租赁该物业第一层至第五层面积约 42,000 平方米，将该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。

● 超市、百货双轮驱动收入增长

公司是湖南省的商业龙头，已拥有超市门店 115 家、百货门店 18 家。公司一直秉承农村包围城市的扩张战略，立足中小城市，以密集开设门店的模式强化市场控制力。2009 年以来，公司相继对超市、百货业务进行供应链整合以及业务线梳理，开店质量及效率均出现显著提升。2011 年公司回归快速扩张轨道，同时加大了自有物业门店比重，开设约 16 家超市门店，以及长沙河西店、岳阳店及宜春店三家大体量购物中心。

● 挖掘品牌优势，下沉三四线市场

近年，湖南省人均可支配收入居于中部区域前列，居民消费实力仍有望保持高速增长。预计公司未来将继续强化供应链规模优势，深入挖掘品牌优势，分享旗下超市在各地州市的影响力，加速以购物中心模式在地州级城市的渠道下沉，将超市、百货、电器三个主力业态之间的协同效应充分发挥，分享消费普及与升级带来的红利。这种扩张模式将巩固公司在区域市场的强势地位，但同时也加大了公司的资金需求。

● 投资建议

公司超市、百货业务架构调整基本到位，供应链整合效果释放显著，省内外扩张布点提速，同店增速保持高增长，公司业绩拐点逐步得到确认。我们预测公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.91 元、1.17 元、1.53 元。对应当前股价 PE 分别为 23 倍、18 倍、14 倍。考虑公司管理效率的显著提升，外延扩张能力的不断增强，我们认为可以给予公司一定估值溢价，维持对公司“推荐”评级。

分析师

陈雷

☎: (8610) 6656 8162

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020010

卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511060003

市场数据

时间 2012. 01.9

A 股收盘价 (元)	20.64
A 股一年内最高价 (元) *	28.60
A 股一年内最低价 (元) *	19.61
上证指数	2163.4
市净率	2.2
总股本 (万股)	25252
实际流通 A 股 (万股)	202758
限售 A 股 (万股)	4976
流通 A 股市值 (亿元)	17.86

注: *价格未复权

相关研究

表 1:步步高 (002251) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	701	611	807	1065	2342	营业收入	5725	6770	8708	11500	14904
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	4602	5384	6932	9154	11863
应收账款	15	25	23	31	87	营业税金及附加	34	51	70	92	119
预付款项	196	446	776	1212	1796	销售费用	778	998	1209	1596	2069
其他应收款	168	170	225	296	397	管理费用	113	131	174	230	298
存货	577	840	877	1158	483	财务费用	-22	-17	0	10	10
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
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	215	220	324	418	544
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	324	418	544
资产总计	3042	3819	4162	5302	6622	减: 所得税	63	64	78	100	131
短期借款	0	200	0	0	0	净利润	166	171	246	318	414
应付票据	209	255	337	445	596	归属母公司净利	165	171	246	318	414
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	0.91	1.17	1.53
应付职工薪酬	38	50	50	50	50	稀释每股收益	0.61	0.63	0.91	1.17	1.53
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%	28.6%	32.1%	29.6%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1.9%	4.8%	56.3%	32.1%	29.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	1.5%	3.4%	44.1%	29.0%	30.3%
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%	20.4%	20.4%	20.4%
现金流量表						销售净利率	2.9%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
净利润	166	171	223	290	398	ROE	10.6%	10.9%	13.6%	14.9%	16.3%
折旧与摊销	76	89	102	114	123	ROIC	9.2%	8.3%	13.1%	14.8%	16.2%
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	22.7	17.6	13.5
融资活动现金流	76	18	1	182	-5	P/S	1.1	1.0	0.6	0.5	0.4
现金净变动	-22	79	196	258	1277	P/B	4.2	4.2	3.1	2.6	2.2
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	11.3	8.4	4.9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

陈雷，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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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证券投资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

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn