

步步高 (002251)

公司研究/点评报告

收入费用两头佳，净利润增长略超预期

——步步高 (002336) 2011 年业绩快报点评

民生精品---简评报告/商贸零售行业

2012 年 01 月 18 日

一、事件概述

公司 2012 年 1 月 18 日晚发布公告，公布其 2011 年度业绩快报：修正了 3 季报中 11 年归属于上市公司股东的净利润同比增长 20%-50% 的预测，修正后公司预计 11 年实现归属于上市公司股东的净利润 2.48-2.65 亿元，基本每股收益 0.92-0.98 元，同比上升 45%-55%。

二、分析与判断

➤ 超市开店速度加快，百货内生增长强劲

从分季度数据来看，11 年增速远高于 10 年同期，公司百货超市齐增长，湖南商业龙头地位进一步得到巩固。

公司 11 年底拥有约 120 家超市，较 10 年新增 14 家，开店速度为 08 年以来最快（08 年-10 年分别新开店 12 家、9 家、8 家），且同店增长良好，1-9 月超市同店增长 12%，超市业务收入外延内生双增长。

公司 11 年新开了 2 家大型购物中心，分别为 9 月份开业的 10 万平米的河西购物广场和 12 月份开业的 8 万平米的岳阳店，宜春店也已经封顶，预计 12 年 9 月能够开业。截止 11 年底，公司拥有 19 家百货门店。百货业务为今年公司亮点，1-9 月同店增长 30%-35%。19 家门店中，12 家为 09 年以前设立，处于成熟期和成长期，4 家 09 年设立门店（江西新余店、衡阳店、湘潭步步高广场、永州店）都度过了盈亏平衡期进入业绩释放期。

表 1：分季度营业收入及同比增长

项目	1 季度		2 季度		3 季度		4 季度(11 年为预测)	
	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%
11 年营业收入	239710	28.5	186030	24.6	202581	25.3	245043	36.5
10 年营业收入	186503	14.3	149310	15.0	161683	21.4	179530	22.7

资料来源：民生证券研究所

➤ 新开店促销，毛利率有所下降

从前 11 年前 3 季度的毛利率情况来看，1-2 季度的毛利率均有不同程度的下降，3 季度有所回升，11 年 1-3 季度综合毛利率为 20.37，略低于 10 年同期 0.03 个百分点，估计由于毛利较低的批发业务增速较大，以及新开门店较多促销力度加大所致。

表 2：2011 与 2010 毛利率(%)对比

项目	1 季度		2 季度		3 季度		1-3 季度	
	11 年	10 年	11 年	10 年	11 年	10 年	11 年	10 年
毛利率	19.7	20.0	21.2	21.6	20.4	19.8	20.37	20.4

资料来源：民生证券研究所

➤ 自有物业比例加大和管理能力提升，销售费用率下降显著

今年公司加大了自有物业比重，有效控制了租金上涨明显的大环境下的风险，在销售增长情况良好的情况下，销售费用率同比显著下降。截止 11 年 3 季度，117 家超市总面积约 110 万平米，自有物业面积约 30%；今年新开的河西购物广场和岳阳店 2 家百货店合计 18 万平米均为自有物业，截止 11 年底，公司拥有 19 家百货门店

强烈推荐

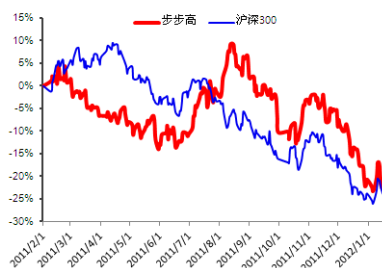
首次评级

目 标 价： --

交易数据 (2012-01-18)

收盘价(元)	21.00
近 12 个月最高/最低	28.60/19.61
总股本(百万股)	270.36
流通股本(百万股)	86.51
流通股比例(%)	32.00
总市值(亿元)	56.78
流通市值(亿元)	18.17

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

联系人：王羽

电话：(86755)22662070

联系人：陈玉蓉

电话：(86755)22662096

相关研究

总面积 74 万平米，其中 38 万平米为自有物业，占比达 51.5%。

公司超市业态在外籍专业管理团队的带领下，经过两年多的磨合，门店费用管控能力不断增强，加之较好的内生增长，使得销售费用占营业收入的比率同比下降，增强了盈利能力。

表 3：2011 与 2010 费用率(%)对比

	销售费 用率	管理费 用率	合计		销售费 用率	管理费 用率	合计
10 年 Q1	12.5%	1.7%	14.2%	11 年 Q1	11.6%	1.7%	13.3%
10 年 Q2	16.0%	2.4%	18.4%	11 年 Q2	14.8%	2.3%	17.2%
10 年 Q3	15.7%	1.9%	17.6%	11 年 Q3	15.7%	2.2%	17.9%
10 年 Q4	15.1%	1.9%	17.0%	11 年 Q4 预期	15.0%	1.7%	16.7%
10 年全年	14.7%	1.9%	16.7%	11 年全年(预测)	14.2%	2.0%	16.1%

资料来源：民生证券研究所

➤ 归属于上市公司股东净利润同比上升45%-55%

在外延内生增长情况良好，销售费用率显著下降的情况下，公司预计 11 年实现归属于上市公司股东的净利润 2.48-2.65 亿元，基本每股收益 0.92-0.98 元，同比上升 45%-55%。我们预测的分季度主要财务数据见表 4。

表 4：公司分季度主要财务指标

项目	1 季度		2 季度		3 季度		4 季度(预测)	
	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%	绝对额 (万元)	同比 增长%
营业收入	239710	28.5	186030	24.6	202581	25.3	245043	36.5
营业利润	13702	40.2	6189	65.0	3571	22.1	8689	57.6
利润总额	14080	35.1	6403	67.3	3797	33.7	9384	47.0
归属于上市公司 股东的净利润	10513	31.4	4825	88.3	3181	58.0	6728	49.1

资料来源：民生证券研究所

➤ 盈利预测与投资建议

预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.93、1.15 和 1.38 元，对应 2011-2013 年 PE 为 22.9X、18.5X 和 15.5X，给予强烈推荐评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6,770	8,734	10,480	12,576
增长率(%)	18.3%	29.0%	20.0%	20.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	171	252	312	373
增长率(%)	3.4%	47.7%	23.6%	19.5%
每股收益(元)	0.63	0.93	1.15	1.38
PE	33.9	22.9	18.5	15.5
PB	3.7	3.3	2.8	2.4

资料来源：民生证券研究所

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	6,770	8,734	10,480	12,576
减：营业成本	5,384	6,955	8,332	9,998
营业税金及附加	51	65	79	95
销售费用	998	1,238	1,486	1,783
管理费用	131	170	204	245
财务费用	-17	-23	-27	-32
资产减值损失	5	5	5	5
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	220	322	401	482
加：营业外收支净额	15	15	15	15
三、利润总额	235	337	416	497
减：所得税费用	64	84	104	124
四、净利润	171	252	312	373
归属于母公司的利润	171	252	312	373
五、基本每股收益 (元)	0.63	0.93	1.15	1.38

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	13.9	13.3	7.5	3.4
成长能力:				
营业收入同比	18.3%	29.0%	20.0%	20.0%
营业利润同比	2.0%	46.4%	24.7%	20.3%
净利润同比	3.4%	47.7%	23.6%	19.5%
营运能力:				
应收账款周转率	273.6	231.8	346.9	133.2
存货周转率	6.4	8.6	10.6	8.9
总资产周转率	1.8	1.8	2.3	1.5
盈利能力与收益质量:				
毛利率	20.5%	20.4%	20.5%	20.5%
净利率	2.5%	2.9%	3.0%	3.0%
总资产净利率 ROA	4.5%	5.2%	6.8%	4.4%
净资产收益率 ROE	10.9%	14.5%	15.2%	15.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.0	0.9	1.1	1.2
资产负债率	59.0%	64.2%	55.6%	71.3%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.93	1.15	1.38
每股经营现金流量	1.71	3.03	0.88	9.47
每股净资产	5.79	6.43	7.58	8.96

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	611	823	1082	3669
应收票据	0	0	0	0
应收账款	25	38	30	94
预付账款	446	689	543	1710
其他应收款	170	185	185	185
存货	840	805	788	1,129
其他流动资产	33	38	38	38
流动资产合计	2,125	2,576	2,666	6,825
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,173	1,505	1,267	1,030
在建工程	89	151	156	161
无形资产	426	618	520	421
其他非流动资产	7	6	6	6
非流动资产合计	1,694	2,281	1,950	1,619
资产总计	3,819	4,857	4,616	8,444
短期借款	200	380	380	380
应付票据	255	299	229	719
应付账款	969	1208	931	2925
预收账款	341	476	376	1175
其他应付款	326	492	492	492
应交税费	49	80	-2	144
其他流动负债	50	54	29	55
流动负债合计	2,189	2,988	2,435	5,890
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	64	131	131	131
非流动负债合计	64	131	131	131
负债合计	2,253	3,120	2,566	6,021
股本	270	270	270	270
资本公积	839	839	839	839
留存收益	457	628	940	1313
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,566	1,737	2,049	2,422
负债和股东权益合计	3,819	4,857	4,616	8,444

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	461	818	237	2560
投资活动现金流量	(606)	(890)	(5)	(5)
筹资活动现金流量	34	261	27	32
现金及等价物净增加	(110)	190	259	2588

分析师与联系人简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。