

步步高 (002251.SZ) 批发和零售贸易

业绩略超预期，内生外延发展齐头并进

公司研究简报

◆公告梗概：

公司在 3Q2011 预计 2011 年归属母公司净利润同比增长 20-50%，目前经初步审核，预计同比增长 45-55% (EPS 为 0.917-0.980 元)。业绩修正原因是：超市业态在外籍团队管理下，门店费用管控能力不断增强，加之较好的内生增长，使得销售费用率下降。同时百货业态专业化技能不断成熟，可比门店内生增长良好。

◆业绩略超预期，阵痛期后的业绩爆发：

我们认为公司在经历了 2009-2010 年两年外籍团队磨合期后，无论在内生增长还是外延扩张上，都给予投资者耳目一新的感觉。其中超市业务改造效果明显，经营效率提升的同时，伴随同店增速的较快增速。我们预计 2012 年开始，公司外延超市展店将平均以每年 20 家门店扩张，收入规模上将逐渐体现规模效应。而百货业态，目前店龄结构合理，未来几年前期培育门店将逐渐步入高增速的成长期，同时较多的储备门店也为湖南及江西地区的渠道沉淀打下了坚实的基础，低成本的投入将使得公司百货培育期相应缩短。

◆子行业步入下滑通道，公司多业态特色能抵御一定风险：

我们认为随着 CPI 下滑以及宏观经济增速的回落，超市相关商品同比增速下滑明显。从 12 月宏观数据来看，与超市销售相关的食品、饮料烟酒类、日用品等商品 12 月增速分别同比下降 3.6 和 4 个百分点至 28.5%、23.4%。但步步高目前多业态（百货、超市、家电）的经营策略，能通过购物中心为制高点，多业态协同营销的方针缓解单一超市业态面临的同店增速放缓以及产品类型单一的弊端，综合业态的特色我们认为能抵御子行业步入下滑通道的行业系统风险。

◆维持买入评级，6 个月目标价 31.25 元：

我们调整公司 2011-2013 年 EPS 至 0.95/1.25/1.67 元（之前为 0.92/1.24/1.66 元），认为公司的业绩拐点在连续两个季度高增速后基本确立，给予 2012 年 25 倍估值，目标价 31.25 元，维持买入评级。公司目前通过较低成本开发大型购物中心，下沉湖南三四线城市的策略能加速公司规模扩张后毛利率的提升，随着 2008-2009 年近 10 家百货门店逐渐脱离培育期，预计未来几年百货业态对公司业绩的贡献将逐年加大。考虑到目前公司投资力度加大后的资金压力，建议投资者密切跟踪 2012 年公司的融资诉求。

◆风险提示：CPI 下滑拖累超市行业整体业绩，公司百货业态培育期过长。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,725	6,770	8,568	10,947	13,922
营业收入增长率	10.07%	18.25%	26.56%	27.75%	27.18%
净利润（百万元）	165	171	256	339	452
净利润增长率	1.45%	3.45%	49.98%	32.31%	33.23%
EPS（元）	0.61	0.63	0.95	1.25	1.67
ROE（归属母公司）	10.61%	10.91%	14.72%	16.93%	19.20%
P/E	34	33	22	17	13

买入（维持）

当前价/目标价：21.00/31.25 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.70

总市值(亿元)：56.78

一年最低/最高(元)：19.61/28.60

近 3 月换手率：9.05%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.38	-2.35	4.23
绝对	-6.04	-11.53	-14.33

相关研报

步步高：大力发展购物中心，渠道下沉三、四线---公司公告点评

.....2012-01-04

步步高：业绩符合预期，业绩拐点确立---3Q2011 季报点评

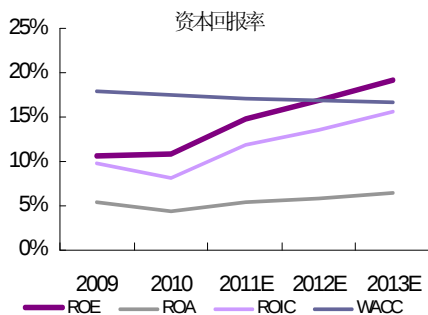
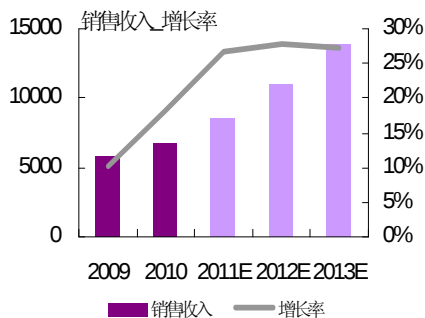
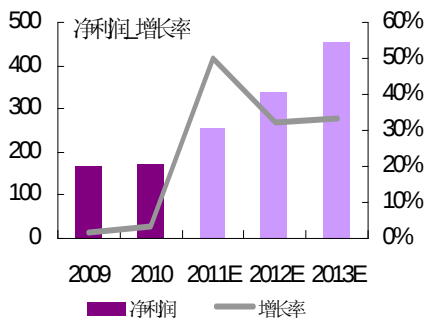
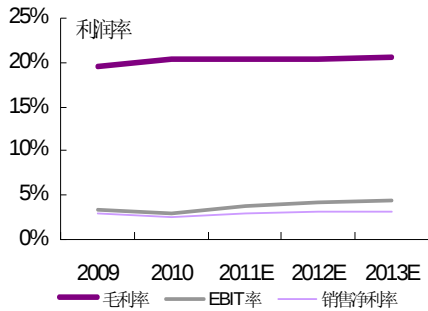
.....2011-10-23

相关报告:

20111023 步步高: 业绩符合预期, 业绩拐点确立---3Q2011 季报点评

20111128 步步高: 解除四川跨区域合作业务, 解读为正面利好---公司公告点评

20120104 步步高: 大力发展购物中心, 渠道下沉三、四线---公司公告点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,725	6,770	8,568	10,947	13,922
营业成本	4,602	5,384	6,826	8,707	11,054
折旧和摊销	142	185	138	172	207
营业税费	34	51	64	82	104
销售费用	778	998	1,182	1,511	1,907
管理费用	113	131	163	197	251
财务费用	-22	-17	-10	-3	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	215	220	342	452	602
利润总额	229	235	342	452	602
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	165.19	170.89	256.30	339.10	451.80

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,042	3,819	4,669	5,712	6,899
流动资产	1,661	2,125	2,619	3,334	4,228
货币资金	701	611	857	1,095	1,392
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	15	25	41	52	66
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	168	170	189	241	306
存货	577	840	954	1,217	1,546
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	916	1,173	1,502	1,800	2,067
无形资产	107	145	138	131	124
总负债	1,481	2,253	2,928	3,708	4,545
无息负债	1,481	2,053	2,571	3,213	3,994
有息负债	0	200	356	496	552
股东权益	1,561	1,566	1,741	2,003	2,353
股本	270	270	270	270	270
公积金	824	839	865	899	910
未分配利润	462	457	606	834	1,173
少数股东权益	4	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	415	461	660	673	846
净利润	165	171	256	339	452
折旧摊销	142	185	138	172	207
净营运资金增加	-31	149	-89	74	113
其他	138	-43	356	88	75
投资活动产生现金流	-653	-606	-500	-500	-500
净资本支出	676	608	500	500	500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,328	-1,214	-1,000	-1,000	-1,000
融资活动现金流	-15	34	85	65	-49
股本变化	135	0	0	0	0
债务净变化	0	200	156	139	56
无息负债变化	218	572	518	642	781
净现金流	-253	-110	246	238	298

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.07%	18.25%	26.56%	27.75%	27.18%
净利润增长率	1.45%	3.45%	49.98%	32.31%	33.23%
EBITDA 增长率	7.67%	15.22%	21.29%	32.39%	30.61%
EBIT 增长率	1.57%	4.45%	64.08%	35.52%	34.65%
估值指标					
PE	34	33	22	17	13
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	17	15	13	10	8
EV/EBIT	29	29	18	14	10
EV/NOPLAT	40	40	24	18	14
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	19.61%	20.48%	20.33%	20.46%	20.60%
EBITDA 率	5.87%	5.72%	5.48%	5.68%	5.83%
EBIT 率	3.38%	2.99%	3.87%	4.11%	4.35%
税前净利润率	4.00%	3.47%	3.99%	4.13%	4.33%
税后净利润率 (归属母公	2.89%	2.52%	2.99%	3.10%	3.25%
ROA	5.46%	4.47%	5.49%	5.94%	6.55%
ROE (归属母公司) (摊	10.61%	10.91%	14.72%	16.93%	19.20%
经营性 ROIC	9.78%	8.04%	11.86%	13.49%	15.63%
偿债能力					
流动比率	1.12	0.97	0.91	0.91	0.94
速动比率	0.73	0.59	0.58	0.58	0.60
归属母公司权益/有息债务	-	7.83	4.89	4.04	4.27
有形资产/有息债务	-	16.93	11.93	10.69	11.77
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.61	0.63	0.95	1.25	1.67
每股红利	0.60	0.30	0.28	0.38	0.50
每股经营现金流	1.53	1.71	2.44	2.49	3.13
每股自由现金流(FCFF)	-1.32	-1.55	-0.09	-0.24	0.18
每股净资产	5.76	5.79	6.44	7.41	8.70
每股销售收入	21.18	25.04	31.69	40.49	51.50

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

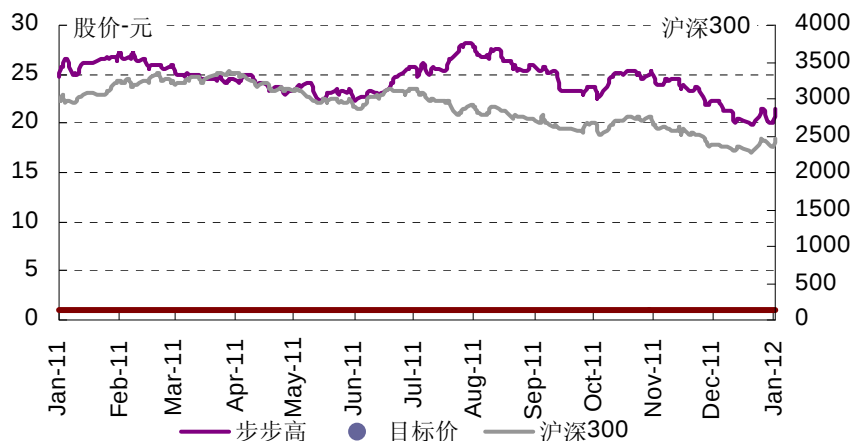
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿，毕业于德国波恩大学国民经济学，获得 CFA CAIA FRM 证书，现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。2011 年获得商贸零售业“水晶球奖”第五名，“金牛奖”第五名，2011 年新财富最佳分析师商贸零售业第六名。

投资建议历史表现图

步步高 (002251)



日期	股价	目标价	评级
2008-06-04	42.30	49.70	买入
2009-02-26	51.99	37.50	中性
2011-10-23	23.00	31.00	买入
2012-01-04	20.11	31.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83024064	13609618940	luodj@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com