

分析师: 童兰 (8627)65799539 tonglan@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040003

联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

4 季度业绩增速仍保持平稳, 全年业绩符合预期

事件描述

步步高今日公布其 2011 年度业绩预告修正公告, 其主要内容为:

- 2011 年第三季度报告中公司预计 2011 年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长幅度为 20-50%;
- 公司修正其预计业绩为 2011 年度归属于上市公司股东的净利润为 24778.89-26487.78 万元, 比上年同期增长 45-55%, EPS 预计为 0.9165-0.9797 元。

事件评论

第一, 预计步步高 2011 年归属于上市公司股东的净利润同比增长 45-55%, EPS 预计 0.9165-0.9797 元

步步高今日公布其 2011 年度业绩预告修正公告, 公司调高之前 3 季报公布的全年业绩增速, 预计步步高 2011 年度归属于上市公司股东的净利润为 24778.89-26487.78 万元, 比上年同期增长 45-55%, EPS 预计为 0.9165-0.9797 元。基本符合预期。

从公司前三季度的业绩情况来看, 前三季度公司的单季度归属于上市公司股东的净利润分别约为 10513 万、4825 万及 3181 万, 净利润的同比增速分别为 31.40%、88.29%及 57.96%; 预计 4 季度公司单季度归属于上市公司股东的净利润为 6260 万-7969 万, 同比增幅约为 38.75%-76.63%, 四季度公司业绩仍保持稳定。

2011 年, 公司共新增 2 家百货门店, 分别为长沙河西店 (约 10 万平米, 2011 年 9 月末开业) 及湖南岳阳店 (约 7 万平米, 2011 年 12 月开业); 同时公司在 2011 年 4 季度新开超市门店合计约为 4 家, 全年合计新开超市约 16 家 (上半年公司关闭 1 家超市, 同时将 1 家超市+百货门店改造为纯百货门店), 净增超市门店 14 家; 截至 2011 年末, 公司合计共有 120 家超市门店及 19 家百货门店。

公司的百货业务在 2011 年扩张速度较快, 新增百货面积合计约 17 万平米, 相当在原有百货面积基础上新增约 30%, 但由于新开百货分别在 2011 年 9 月底及 12 月开出, 因此新开百货在 2011 年的收入贡献尚未能充分体现。目前公司百货业务的主力门店仍主要为湘潭购物广场, 从 2011 年前三季度的经营情况来看, 湘潭步步高广场的收入增速超过 50%, 净利润增速则超过了 100%, 增速惊人, 预计 2011 年该店的收入有望突破 6.5 亿元。且由于公司原有的百货业务收入基数较小, 2011 年 1-3 季度, 公司百货业务的同店增速仍保持在约为 30%的水平, 使得公司百货业务前三季度的收入增速超过 30%, 同时得益于湘潭购物广场较高的利润增长, 步步高的百货业务在 2011 年 1-3 季度的利润增速也保持了较高的水平, 我们判断公司前三季度的百货业务的利润增速超过 70%。

我们认为, 尽管 2011 年 4 季度受到暖冬及实体经济增速放缓、CPI 见顶回落等原因使得行业增速有所放缓, 但作为湖南低线城市的商业龙头, 预计公司的百货业务的同店增速仍维持在超过 20%的水平, 全年的百货业务的收入增速预

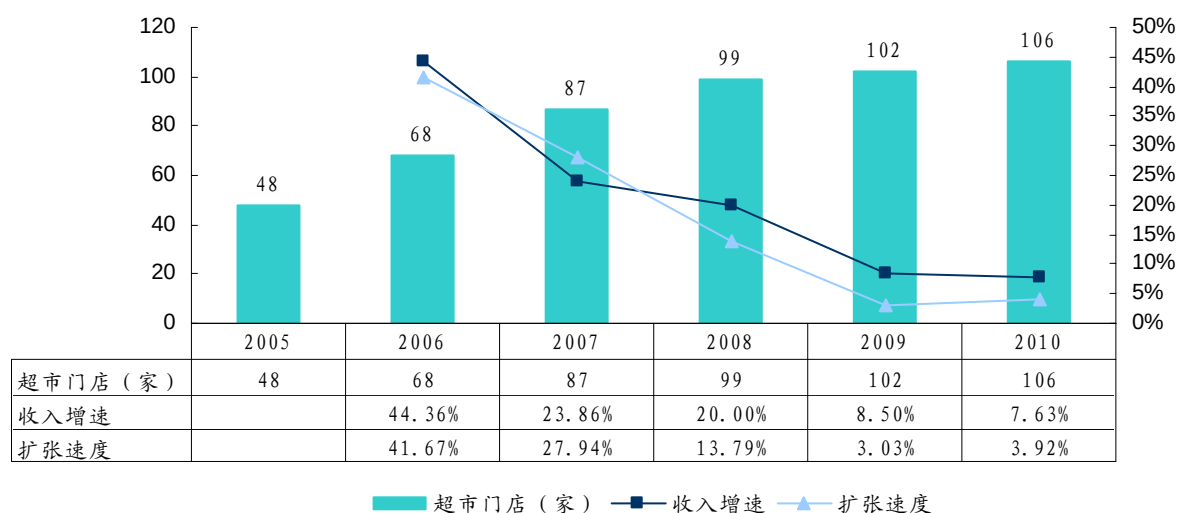
计维持在 30%左右的水平；同时尽管超市业务的同店增速或随着 CPI 等的回落而出现较为明显的下滑，但由于公司全年超市业务的扩张速度较 2009-2010 年有所加快，且公司前三季度的超市业务仍保持较高的同店增速，因此我们判断公司的超市业务 2011 年全年收入增速预计仍能维持 20%左右的水平。

表 1: 公司百货业务项目储备情况

百货门店	面积（平方米）	预计开出时间	区域
河西店	100000	2011 年 9 月	湖南长沙
岳阳店	70000	2011 年 12 月	湖南岳阳
耒阳店	30000	2012 年	湖南耒阳
郴州店	60000	2012-2013 年	湖南郴州
宜春店	80000	2012 年	江西
张家界店	30000	2012-2013 年	湖南张家界
吉首店	60000	2012-2013 年	湖南吉首
赣州店	100000	2013 年	江西
怀化店	60000	2013 年	湖南怀化
衡阳店	57500	未定	湖南衡阳

资料来源：长江证券研究部

图 1: 步步高超市业务收速未来将随扩张速加快而较高



资料来源：长江证券研究部

第二，预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.93 元、1.22 元和 1.66 元，维持推荐评级

我们认为，经过 2009-2010 年的蛰伏期，公司自 2011 年起迎来其业绩的全面释放期，我们认为这一增长趋势在未来仍将继续延续，其增长点主要来自以下几个方面：

- 1) 外籍管理团队在经历磨合期后，公司在 2011 年全面迎来经营管理效率的提升，人工劳效以及同店增速均有较大提升，且超市业务的改造效果初显，未来两年内公司的销售收入有望得到持续释放；
- 2) 超市业务近年内将加快开店速度，自 2012 年起公司有望每年新开约 20 家门店，外籍团队的后台管理机制初步完成后，收入建设将随之跟上步伐，同时百货的扩张速度开始加快，百货目前储备项目较多，未来将以大体量的购物中心模式使百货业务的收入迅速提升；
- 3) 公司 2009 年底至 2011 年合计新开 6 家百货门店（包括步步高广场，衡阳店，永州店、江西新余店、长沙河西店

及岳阳店), 合计面积约为 40 万平米, 百货的经营规模迅速扩大, 百货业务的收入有望在近年持续保持较高增长; 同时充足的百货储备资源将在未来逐步奠定公司低线城市商业龙头地位, 看好公司未来百货业务的发展速度与方向;

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.93、1.22 元及 1.66 元, 近三年的复合增速约为 37%; 考虑到公司经营规模的扩张也从 2011 年开始加速, 经营拐点已出现, 我们看好步步高未来两年内的收入及利润增速, 对应目前的股价, 公司 2011-2012 年的 PE 分别为 22 倍和 17 倍, 继续维持推荐评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6770	8807	11837	16295	货币资金	611	881	1184	1629
营业成本	5384	7002	9422	12983	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1387	1806	2415	3312	应收账款	195	247	333	458
% 营业收入	20.5%	20.5%	20.4%	20.3%	存货	840	1083	1457	2008
营业税金及附加	51	66	89	123	预付账款	446	583	784	1080
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	33	41	55	75
销售费用	998	1246	1657	2281	流动资产合计	2125	2835	3812	5251
% 营业收入	14.7%	14.2%	14.0%	14.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	131	159	225	310	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	长期股权投资	406	406	406	406
财务费用	-17	9	11	5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	固定资产合计	1262	1492	1685	1752
资产减值损失	5	5	8	12	无形资产	145	138	131	124
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	1	2	3
营业利润	220	321	425	582	其他非流动资产	-125	-125	-125	-125
% 营业收入	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%	资产总计	3819	4746	5911	7411
营业外收支	15	15	15	15	短期贷款	200	326	322	134
利润总额	235	336	440	597	应付款项	1224	1593	2143	2953
% 营业收入	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	预收账款	341	440	592	815
所得税费用	64	84	110	149	应付职工薪酬	50	62	84	116
净利润	171	252	330	448	应交税费	49	64	85	116
归属于母公司所有者					其他流动负债	326	417	561	773
的净利润	170.9	251.8	329.8	447.6	流动负债合计	2189	2902	3787	4907
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.63	0.93	1.22	1.66	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	64	64	64	64
经营活动现金流净额	461	679	885	1169	负债合计	2253	2966	3851	4970
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1566	1780	2060	2441
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1566	1780	2060	2441
固定资产投资	-608	-488	-518	-463	负债及股东权益	3819	4746	5911	7411
其他	2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-606	-488	-518	-463		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.632	0.931	1.220	1.656
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.79	6.58	7.62	9.03
银行贷款增加 (减少)	200	126	-3	-188	PE	33.22	22.55	17.21	12.68
筹资成本	162	-47	-60	-72	PEG	0.88	0.60	0.45	0.34
其他	-328	0	0	0	PB	3.63	3.19	2.76	2.33
筹资活动现金流净额	34	79	-64	-260	EV/EBITDA	17.13	8.61	6.28	4.23
现金净流量	-110	269	303	446	ROE	10.9%	14.1%	16.0%	18.3%

分析师介绍

童兰，上海财经大学经济学硕士，从事商业零售行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。