

步步高 (002251.sz)

受益于三四线城市消费升级,百货业务快速增长推动业绩超预期

欧亚菲 首席分析师
电话: 020-87555888-8641
eMail: oyf@gf.com.cn
执业编号: S0260511020002

2011 年业绩略超预期

近日步步高发布修改业绩预增公告,预计 2011 年实现归属于上市公司股东净利润比上年同期增长 45-55%,高于此前全年净利润 20%-50%的增长预期,全年实现盈利 2.48-2.65 亿,对应基本每股收益 0.916-0.979 元,略高于我们之前 0.9 元的预测。

百货迅猛发展助推业绩增长

我们认为公司 2011 年良好的业绩首要得益于百货业务的迅猛增长,公司百货多为三四线城市的渠道下沉门店,随着该级城市人均收入的快速提升,三四线城市百货业务迅猛成长推动公司百货保持快速发展。去年公司百货同店增长在 30%以上,考虑到三季度末新开的长沙河西店于四季度实现含税销售 7600 万,我们预计百货业务全年增速在 35%以上。虽然超市业务 2011 年四季度以来经营出现一定困难,四季度超市同店增速下降较快,从而拉低全年同店增速回落至 10 个点以下,但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,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。

投资建议

2012 年公司将开出位于省内和江西的约 3 个百货项目,继续保持快速资本扩张,考虑到公司最近 4 年大量的新增营业面积正处于快速成长阶段,我们预计 2012 年公司百货业态仍将保持高速增长。超市业务受到经济增速放缓和激烈竞争影响,同店增速将保持在中低水平。我们略微上调 2011-2013 年盈利预测至 0.95、1.20 和 1.47 元,维持买入评级,目标价 24 元,对应 2012 年 20 倍 PE。

风险提示

行业竞争加剧的风险; 门店培育时间过长风险
预测及评估

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5725	6770	8275	10834	13765
增长率(%)	10.1%	18.3%	22.2%	30.9%	27.1%
EBITDA(百万元)	340	392	496	657	832
净利润(百万元)	165	171	258	324	398
增长率(%)	1.5%	3.4%	50.7%	25.7%	22.9%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.95	1.20	1.47
市盈率	46.0	41.2	22.1	17.5	14.3
市净率	4.9	4.5	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.3	16.9	12.9	10.3	8.1

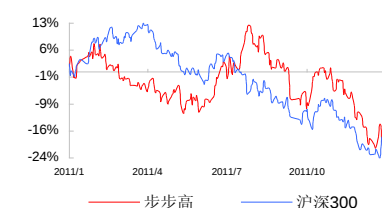
数据来源:步步高商业连锁股份有限公司财务报表 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	21.40 元
合理价值	24.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.25	-9.86	-13.81
沪深 300	2.95	-7.74	-17.27

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	270/86
主要股东:	
步步高投资集团股份有限公司	
主要股东持股比例	55.67%
流通 A 股比例	31.85%

财务比率

ROE	10.91%
ROA	4.98%
资产负债率	59.00%
2010 年报数据	

资产负债表

单位：百万元

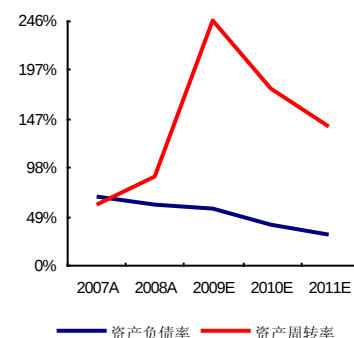
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,661	2,125	1,744	1,737	2,068
货币资金	701	611	583	220	145
应收及预付	379	641	381	498	632
存货	577	840	779	1,018	1,289
其他流动资产	3	33	1	1	1
非流动资产	1,381	1,694	2,162	2,907	3,577
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	916	1,173	1,530	2,028	2,456
在建工程	126	89	289	439	589
无形资产	331	426	336	433	526
其他长期资产	8	7	6	6	6
资产总计	3,042	3,819	3,906	4,644	5,645
流动负债	1,480	2,189	2,211	2,705	3,308
短期借款	0	200	280	180	100
应付及预收	1,480	1,989	1,931	2,525	3,208
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	64	151	252	252
长期借款	0	0	150	250	250
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	64	1	2	2
负债合计	1,481	2,253	2,362	2,957	3,560
股本	270	270	270	270	270
资本公积	775	775	775	775	775
留存收益	512	521	778	1,102	1,500
归属母公司股东权益	1,557	1,566	1,824	2,147	2,545
少数股东权益	4	0	0	0	0
负债和股东权益	3,042	3,819	4,186	5,104	6,105

利润表

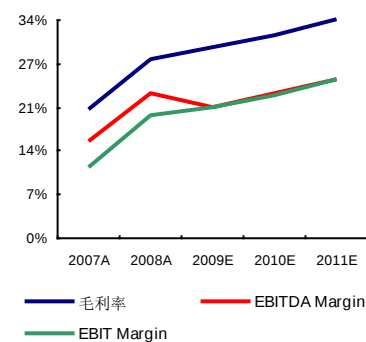
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5725	6770	8275	10834	13765
营业成本	4602	5384	6560	8571	10879
营业税金及附加	34	51	58	76	96
销售费用	778	998	1150	1533	1971
管理费用	113	131	162	212	275
财务费用	-22	-17	4	10	12
资产减值损失	4	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	215	220	341	432	531
营业外收入	19	25	12	11	12
营业外支出	5	10	5	6	6
利润总额	229	235	348	437	538
所得税	63	64	90	114	140
净利润	166	171	258	324	398
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	165	171	258	324	398
EBITDA	340	392	496	657	832
EPS (元)	0.61	0.63	0.95	1.20	1.47

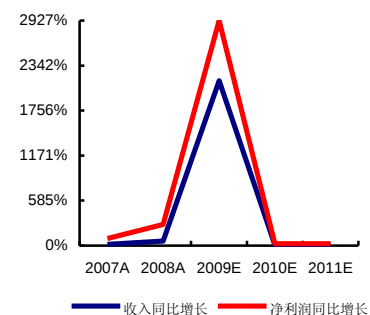
资产负债率趋势



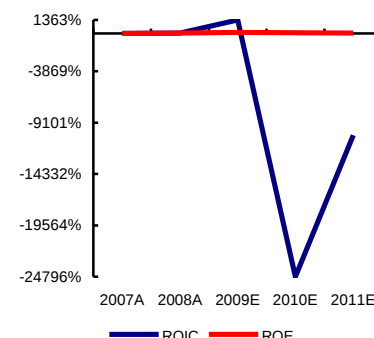
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

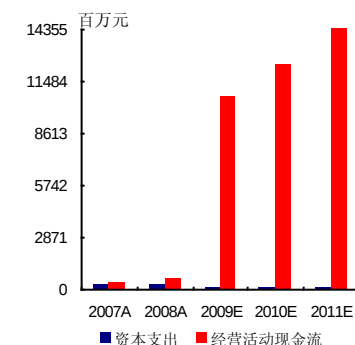
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	415	461	711	791	975
净利润	166	171	258	324	398
折旧摊销	142	185	151	215	289
营运资金变动	124	98	294	238	278
其它	-17	7	8	15	11
投资活动现金流	-653	-606	-612	-954	-954
资本支出	-676	-608	-612	-955	-954
投资变动	0	0	0	0	0
其他	23	2	0	0	0
筹资活动现金流	-15	34	-127	-200	-96
银行借款	0	200	-50	-180	-80
债券融资	0	0	-62	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-15	-166	-15	-20	-16
现金净增加额	-253	-110	-28	-363	-75
期初现金余额	954	701	611	583	220
期末现金余额	701	590	583	220	145

主要财务比率

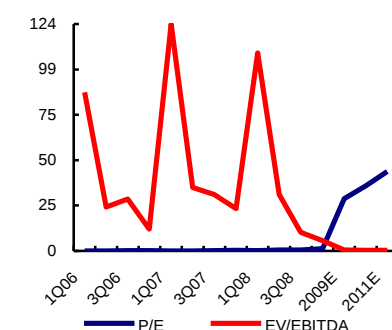
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	10.1%	18.3%	22.2%	30.9%	27.1%
营业利润	4.5%	2.0%	55.3%	26.6%	23.0%
归属于母公司净利润	1.5%	3.4%	50.7%	25.7%	22.9%
获利能力					
毛利率	19.6%	20.5%	20.7%	20.9%	21.0%
净利率	2.9%	2.5%	3.1%	3.0%	2.9%
ROE	10.6%	10.9%	14.1%	15.1%	15.6%
ROIC	16.7%	13.1%	15.3%	13.9%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	59.0%	56.4%	57.9%	58.3%
净负债比率	-44.9%	-26.3%	-8.4%	9.8%	8.0%
流动比率	1.12	0.97	0.79	0.64	0.63
速动比率	0.60	0.38	0.38	0.20	0.17
营运能力					
总资产周转率	2.00	1.97	2.14	2.53	2.68
应收账款周转率	370.19	341.12	365.00	365.00	365.00
存货周转率	8.17	7.60	8.49	8.49	8.49
每股指标 (元)					
每股收益	0.61	0.63	0.95	1.20	1.47
每股经营现金流	1.53	1.71	2.63	2.93	3.61
每股净资产	5.76	5.79	6.74	7.94	9.41
估值比率					
P/E	46.0	41.2	22.1	17.5	14.3
P/B	4.9	4.5	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.3	16.9	12.9	10.3	8.1

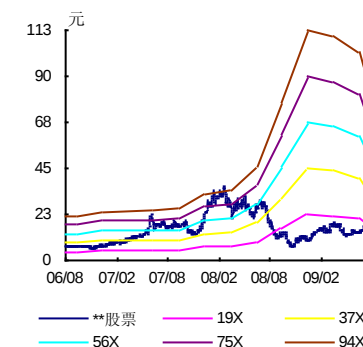
资本支出与经营活动现金流



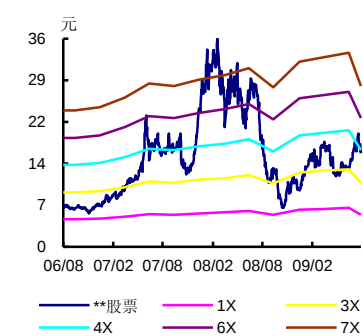
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2011 年度新财富批零行业第三名，金牛分析师批零行业第三名，2009-2010 年度新财富批零行业第六名。

誉猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

步步高（002251.sz）：业绩增长略超预期,看好三四线城市发展空间	刘旭	2011-10-25
调整良好业绩拐点显现、扩张为持续增长加码：	刘旭	2011-07-15
步步高调研简报-调整效果好于预期，2011 年业绩拐点确定显现：	刘旭	2011-06-01

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。