

公司研究/年报点评

2017年04月11日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 13.28
合理价格区间(元): 17~19

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

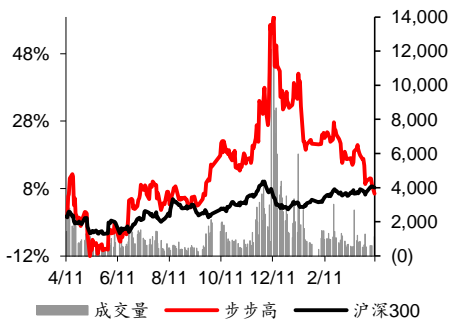
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《步步高(002251):业绩符合预期, 关注预期差纠偏》2016.10
- 2《步步高(002251):参与重百定增, 强强联手共推渠道升级》2016.10
- 3《步步高(002251):转型再注“洪荒力”, 多重预期差待纠偏》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

新店培育干扰业绩, 毛利改善 步步高(002251)

步步高发布 2016 年年报

公司发布 2016 年度年报, 2016 年度实现营业收入 154.7 亿元, 较上年同期增长 0.12%; 归属于上市公司股东的净利润 1.33 亿元, 较上年同期下滑 37.94 左右; 扣非后净利润为 0.72 亿元, 同比下滑 54.45%。经营活动产生的现金流量净额为 9.84 亿元, 同比增长 73.22%。新店规模大幅增加导致业绩低于此前预期。经营活动现金流大幅增加主要是供应商货款结算时间差使经营现金支出较少。

超市、百货主业毛利率均有所改善彰显竞争实力

分业态看, 2016 年公司超市业态实现收入 93 亿元, 同比增长 3.4%; 百货业态实现收入 37 亿元, 同比下滑 5.28%; 家电业态实现收入 9.6 亿元, 同比下滑 7.06%。从毛利率角度看, 2016 年公司综合毛利率 21.42%, 同比下滑 0.5 个百分点, 但超市毛利率 16.71%, 同比提升 0.43 个百分点; 百货业务毛利率 15.83%, 同比提升 0.21%。在行业不景气大环境下, 公司超市、百货主业毛利率均有所改善, 彰显竞争实力。

新店规模大幅增加导致销售费用率同比提升 0.28 个百分点

2016 年公司销售费用 27.5 亿元, 同比增长 1.96%; 管理费用 2.7 亿元, 同比减少 11.3%; 财务费用 8098 万元, 同比增加 2965 万元。2016 年公司销售费用率同比提升 0.28 个百分点, 管理费用率同比减少 0.23 个百分点, 销售费用的上升主要是 2016 年公司新开超市门店 34 家、百货门店 5 家、新增面积 60 万平米, 开店规模较 2015 年 (2015 年新开超市 7 家, 百货 2 家) 大幅增加, 而新店尚处于市场培育期, 前期费用率相对较高。财务费用增加是由于 2015 年中期成立小额贷款公司后, 部分供应商贷款转由小额贷款公司经营, 在“利息收入”项目单独列示所致。

线下重拾快速增长路线, 龙头地位将进一步巩固

目前我国零售行业集中度低下, 行业不景气造就并购整合机会。2014 年至今, 公司陆续收购了广西零售龙头南城百货、梅西百货, 跨区域发展获得突破进展, “大西南战略”进一步夯实, 综合竞争力进一步提升。同时公司董事长在 2017 年管理层年会上表示, 2017 年公司将重拾快速增长路线图, 公司 2017 年计划新开门店 50 家。展店加速会对公司短期业绩造成一定的影响, 但从长期来看, 公司区域龙头地位进一步巩固, 规模化优势也将有助于未来盈利能力的提升。

维持“增持”评级

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.63 亿元/2.04 亿元/2.5 亿元, 同比分别增长 22.46%/25.71%/22.39%。在行业不景气大环境下, 公司超市、百货主业毛利率均有所改善。作为中部零售龙头, 公司网点丰富、物流体系完整, 供应链强大, 资源禀赋高, 渠道入口价值明显。未来公司将重拾快速增长路线, 龙头地位将进一步巩固, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 公司加大开店步伐, 新店培育期费用率较高导致短期利润下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	863.90
流通 A 股 (百万股)	707.95
52 周内股价区间 (元)	11.10-19.80
总市值 (百万元)	11,473
总资产 (百万元)	13,121
每股净资产 (元)	5.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

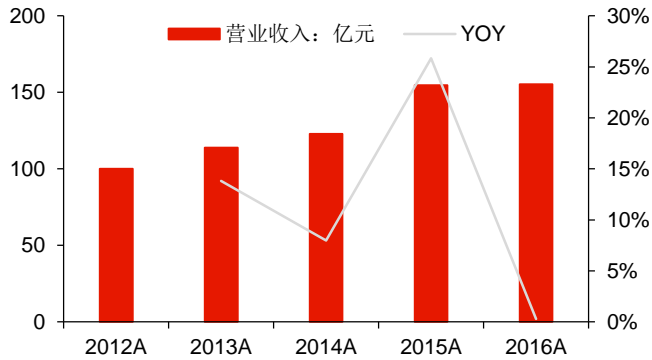
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15,472	15,520	16,917	17,763	18,829
+/-%	25.82	0.31	9.00	5.00	6.00
净利润 (百万元)	213.82	132.70	162.51	204.29	250.03
+/-%	(38.08)	(37.94)	22.46	25.71	22.39
EPS (元)	0.25	0.15	0.19	0.24	0.29
PE (倍)	53.65	86.45	70.59	56.16	45.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

步步高发布 2016 年年报，新店规模大幅增加导致利润下滑

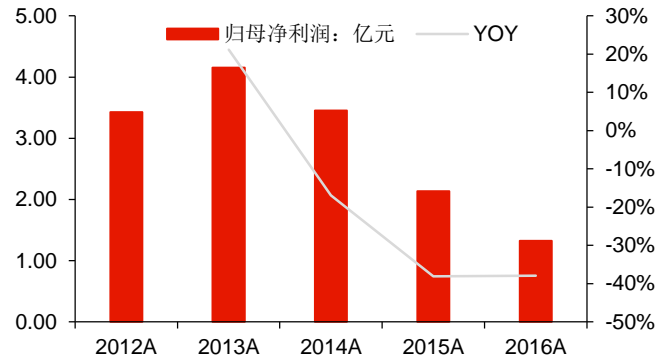
公司发布 2016 年度年报，2016 年度实现营业收入 154.7 亿元，较上年同期增长 0.12%；归属于上市公司股东的净利润 1.33 亿元，较上年同期下滑 37.94 左右；扣非后净利润为 0.72 亿元，同比下滑 54.45%。经营活动产生的现金流量净额为 9.84 亿元，同比增长 73.22%。新店规模大幅增加导致业绩低于此前预期。经营活动现金流大幅增加主要是供应商货款结算时间差使经营现金支出较少。

图表1：步步高营业收入及同比增速



资料来源：华泰证券研究所

图表2：步步高归母净利润及同比增速

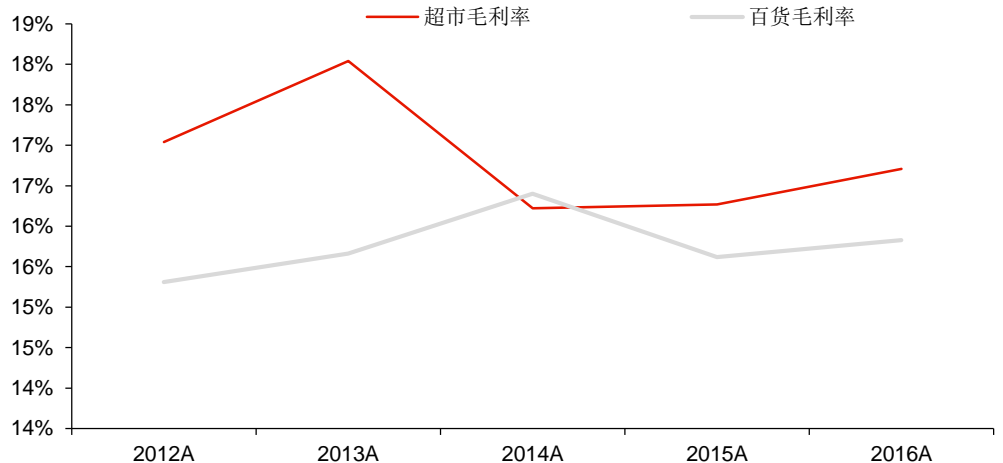


资料来源：华泰证券研究所

超市、百货主业毛利率均有所改善彰显竞争实力

分业态看，2016 年公司超市业态实现收入 93 亿元，同比增长 3.4%；百货业态实现收入 37 亿元，同比下滑 5.28%；家电业态实现收入 9.6 亿元，同比下滑 7.06%。从毛利率角度看，2016 年公司综合毛利率 21.42%，同比下滑 0.5 个百分点，但超市毛利率 16.71%，同比提升 0.43 个百分点；百货业务毛利率 15.83%，同比提升 0.21%。在行业不景气大环境下，公司超市、百货主业毛利率均有所改善，彰显竞争实力。

图表3：步步高超市、百货主业毛利率均有所改善

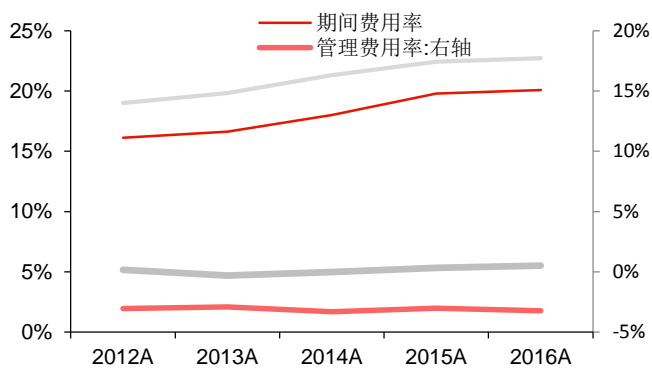


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新店规模大幅增加导致销售费用率同比提升 0.28 个百分点

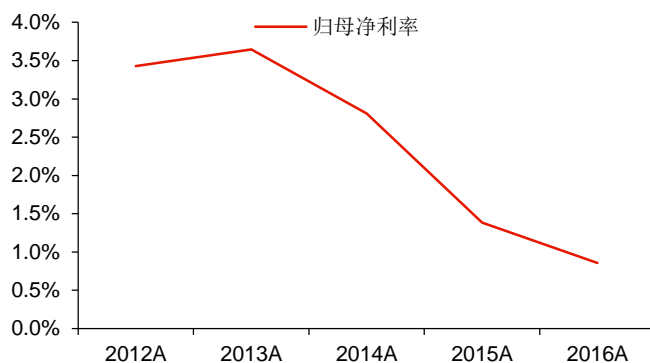
2016 年公司销售费用 27.5 亿元，同比增长 1.96%；管理费用 2.7 亿元，同比减少 11.3%；财务费用 8098 万元，同比增加 2965 万元。2016 年公司销售费用率同比提升 0.28 个百分点，管理费用率同比减少 0.23 个百分点，销售费用的上升主要是 2016 年公司新开超市门店 34 家、百货门店 5 家、新增面积 60 万平米，开店规模较 2015 年（2015 年新开超市 7 家，百货 2 家）大幅增加，而新店尚处于市场培育期，前期费用率相对较高。财务费用增加是由于 2015 年中期成立小额贷款公司后，部分供应商货款转由小额贷款公司经营，在“利息收入”项目单独列示所致。

图表4：步步高期间费用率图



资料来源：华泰证券研究所

图表5：步步高归母净利率变化图



资料来源：华泰证券研究所

线下重拾快速增长路线，龙头地位将进一步巩固

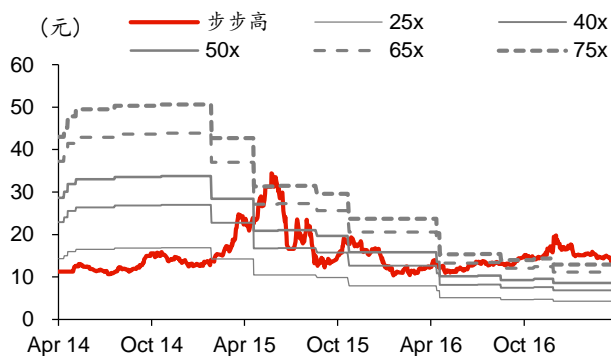
目前我国零售行业集中度低下，行业不景气造就并购整合机会。2014 年至今，公司陆续收购了广西零售龙头南城百货、梅西百货，跨区域发展获得突破进展，“大西南战略”进一步夯实，综合竞争力进一步提升。同时公司董事长在 2017 年管理层年会上表示，2017 年公司将重拾快速增长路线图，公司 2017 年计划新开门店 50 家。展店加速会对公司短期业绩造成一定的影响，但从长期来看，公司区域龙头地位进一步巩固，规模化优势也将有助于未来盈利能力的提升。

维持“增持”评级

预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.63 亿元/2.04 亿元/2.5 亿元，同比分别增长 22.46%/25.71%/22.39%。在行业不景气大环境下，公司超市、百货主业毛利率均有所改善。作为中部零售龙头，公司网点丰富、物流体系完整，供应链强大，资源禀赋高，渠道入口价值明显。未来公司将重拾快速增长路线，龙头地位将进一步巩固，维持公司“增持”评级。

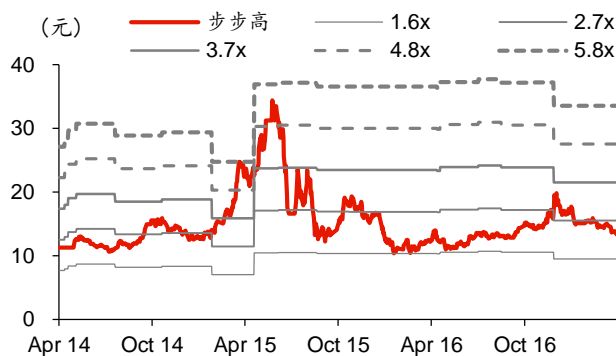
PE/PB-Bands

图表6：步步高历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7：步步高历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,703	5,721	6,212	6,950	7,857
现金	1,163	1,817	2,277	2,783	3,466
应收账款	105.25	126.20	124.18	133.37	142.24
其他应收账款	407.99	241.43	318.99	338.98	347.08
预付账款	664.49	716.48	792.82	816.94	870.93
存货	1,820	2,151	2,183	2,316	2,470
其他流动资产	541.85	668.70	515.55	561.34	560.81
非流动资产	7,576	8,826	8,028	7,760	7,340
长期投资	2.62	4.21	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,309	4,136	4,220	4,192	4,103
无形资产	927.34	988.86	953.81	917.09	880.46
其他非流动资产	3,338	3,697	2,854	2,651	2,357
资产总计	12,279	14,547	14,240	14,710	15,197
流动负债	6,510	7,454	6,956	7,279	7,573
短期借款	1,128	1,220	1,081	1,110	1,131
应付账款	1,978	2,484	2,511	2,645	2,832
其他流动负债	3,404	3,750	3,365	3,524	3,610
非流动负债	771.67	687.95	712.84	705.88	705.83
长期借款	449.00	510.00	510.00	510.00	510.00
其他非流动负债	322.67	177.95	202.84	195.88	195.83
负债合计	7,281	8,142	7,669	7,985	8,278
少数股东权益	77.73	237.37	241.38	247.32	255.11
股本	778.99	863.90	863.90	863.90	863.90
资本公积	2,986	4,132	4,132	4,132	4,132
留存公积	1,155	1,171	1,334	1,482	1,667
归属母公司股	4,920	6,167	6,330	6,478	6,663
负债和股东权益	12,279	14,547	14,240	14,710	15,197

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	568.13	984.11	1,358	1,248	1,355
净利润	214.51	139.60	166.53	210.23	257.82
折旧摊销	625.76	655.25	640.54	674.69	690.46
财务费用	51.33	80.98	128.97	120.04	115.95
投资损失	(0.06)	3.42	2.26	2.65	2.52
营运资金变动	(263.83)	151.08	163.17	304.38	303.28
其他经营现金	(59.58)	(46.23)	256.74	(64.16)	(15.50)
投资活动现金	(1,097)	(1,609)	(326.13)	(595.43)	(510.74)
资本支出	978.71	1,369	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.69	119.90	(13.94)	0.00	0.00
其他投资现金	(117.97)	(119.94)	(140.07)	(395.43)	(310.74)
筹资活动现金	1,065	1,119	(571.32)	(146.90)	(160.69)
短期借款	(40.43)	92.43	(139.09)	29.29	20.32
长期借款	150.00	61.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	181.87	84.92	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,357	1,145	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(583.61)	(264.53)	(432.23)	(176.19)	(181.01)
现金净增加额	535.29	494.29	460.77	505.49	683.10

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,472	15,520	16,917	17,763	18,829
营业成本	12,064	12,157	13,246	13,905	14,724
营业税金及附加	132.08	108.85	134.49	137.41	144.73
营业费用	2,700	2,752	2,952	3,073	3,231
管理费用	307.40	272.66	287.59	301.97	320.09
财务费用	51.33	80.98	128.97	120.04	115.95
资产减值损失	15.84	9.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.06	(3.42)	(2.26)	(2.65)	(2.52)
营业利润	202.00	135.27	165.66	223.06	290.36
营业外收入	78.41	100.82	82.35	87.85	88.18
营业外支出	16.05	35.96	24.37	26.85	27.54
利润总额	264.36	200.13	223.64	284.06	351.00
所得税	49.85	60.52	57.10	73.83	93.18
净利润	214.51	139.60	166.53	210.23	257.82
少数股东损益	0.69	6.90	4.02	5.94	7.79
归属母公司净利润	213.82	132.70	162.51	204.29	250.03
EBITDA (倍)	879.09	871.49	935.17	1,018	1,097
EPS (元)	0.27	0.15	0.19	0.24	0.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	25.82	0.31	9.00	5.00	6.00
营业利润	(53.02)	(33.04)	22.47	34.65	30.18
归属母公司净利润	(38.08)	(37.94)	22.46	25.71	22.39
获利能力 (%)					
毛利率	22.03	21.67	21.70	21.72	21.80
净利率	1.38	0.86	0.96	1.15	1.33
ROE	4.35	2.15	2.57	3.15	3.75
ROIC	3.38	2.23	3.62	4.69	6.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.30	55.97	53.85	54.28	54.48
净负债比率 (%)	23.03	24.94	20.75	20.29	19.82
流动比率	0.72	0.77	0.89	0.95	1.04
速动比率	0.44	0.48	0.58	0.64	0.71
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.16	1.18	1.23	1.26
应收账款周转率	162.55	130.97	133.41	134.75	133.90
应付账款周转率	6.27	5.45	5.30	5.39	5.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.15	0.19	0.24	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.14	1.57	1.44	1.57
每股净资产(最新摊薄)	5.70	7.14	7.33	7.50	7.71
估值比率					
PE (倍)	53.65	86.45	70.59	56.16	45.89
PB (倍)	2.33	1.86	1.81	1.77	1.72
EV_EBITDA (倍)	12.52	12.63	11.77	10.81	10.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com