

中航证券金融研究所

分析师：薄晓旭

证券执业证书号：S0640513070004

分析师：蒋聪汝

证券执业证书号：S0640517050001

电话：0755-83778731

邮箱：xiaoxu_bo@163.com

步步高 (002251): 营收小幅增长, 关注转型进程

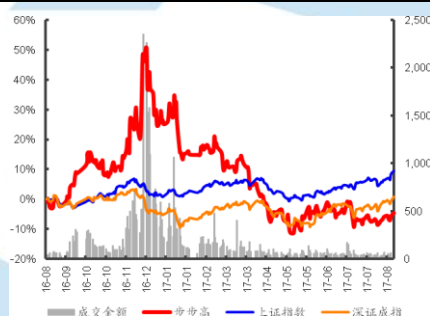
行业分类：商业贸易

2017 年 08 月 29 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价 (17.08.28)	12.44 元

基础数据	
上证指数	3362.65
总股本 (亿)	8.64
流通 A 股 (亿)	6.92
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	92
每股净资产 (元)	7.28
ROE (2017H)	3.34%
资产负债率	55.88%
动态市盈率	67.3
市净率	1.72

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

2017 年半年度报告:

- 公司 2017 年上半年公司实现营业收入 86.87 亿元, 同比增长 9.75%; 归属于上市公司股东的净利润 2.08 亿元, 同比增长 20.86%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.03 亿元, 同比增长 47.84%, 基本每股收益 0.24 元, 同比增长 8.96%。
- 湖南市场为核心, 优化门店, 巩固优势。报告期内公司新开超市门店 22 家, 同时关闭了 10 家在 2-3 年内扭亏无望或物业无法续租的门店, 截至 6 月 30 日, 公司拥有含梅西商业门店在内各业态门店共 304 家, 其中超市门店 250 家、百货门店 54 家; 公司坚持以湖南市场为核心, 立足于中小城市, 在核心商圈密集开店, 随着湖南市场份额逐步稳定, 分阶段、分步骤向周边省份扩张, 报告期内公司共实现营收 86.87 亿元, 同比增长 9.75%, 未来几年公司仍有一系列如怀化新天地等新项目落地, 预计营收仍将保持小幅增长。
- 收购梅西商业, 继续推进“大西南战略”。公司在 2 月份以 2.256 亿元受让梅西商业有限公司 94% 股权, 从 3 月 31 日并表到报告期末梅西商业实现营业收入 20084.05 万元, 净利润-861.18 万元, 剔除梅西商业之后公司营收增长 7.21%。梅西商业以超市和百货业务为主, 共有门店 20 家, 经营面积超过 36 万 m² (截止 16 年底), 门店分布在川渝及广西地区, 2016 年实现营收 9.33 亿元, 净利润 202 万元。公司继收购南城百货布局广西市场之后, 通过此次收购继续落实“大西南战略”, 推进在川渝地区的布局。
- 期间费用率为 18.11%, 比去年同期下降 0.79 个百分点, 其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率比去年同期分别下降 0.57、0.2、0.02 个百分点, 但从绝对值来看, 受新开门店导致人力成本、租赁费用增加, 以及合并梅西百货从并购日至报告期期末的费用等因素影响, 三项费用合计 15.73 亿元, 较上年同期增长 0.78 亿元, 增幅 5.19%。随着公司不断优化门店和商品结构, 未来费用率有望继续下降。
- 盈利预测与投资评级: 我们给予公司 2017-2019 年每股收益 0.21 元、0.242 元、0.277 元, 对应的 PE 为 59.23 倍、51.39 倍、44.97 倍, 首次给予公司“持有”评级。但公司依托于线下门店以及客户资源, 积极整合供应链, 打造 O+O 大平台生态系统, 借助云猴平台实现线上线下融合, 转型效果可期, 建议持续跟踪关注。
- 风险提示: 消费持续疲软、新项目进度低于预期

股市有风险 入市须谨慎

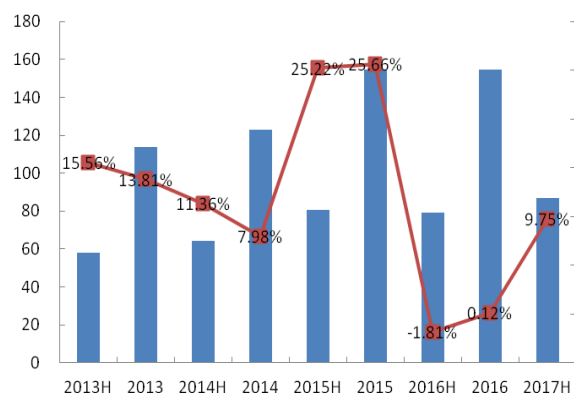
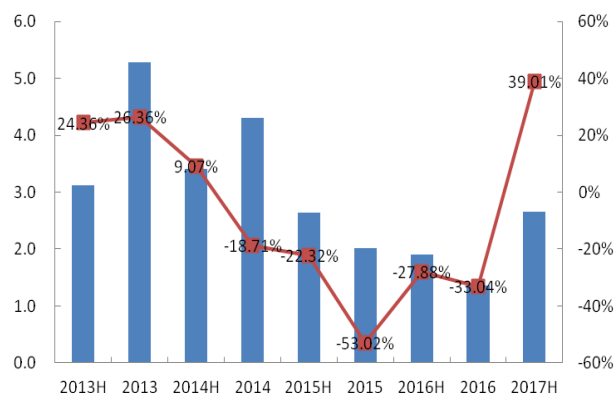
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

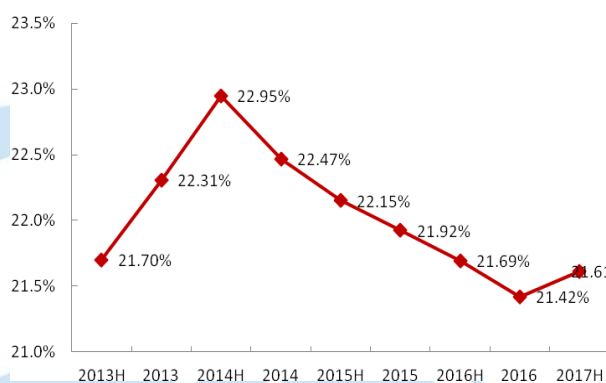
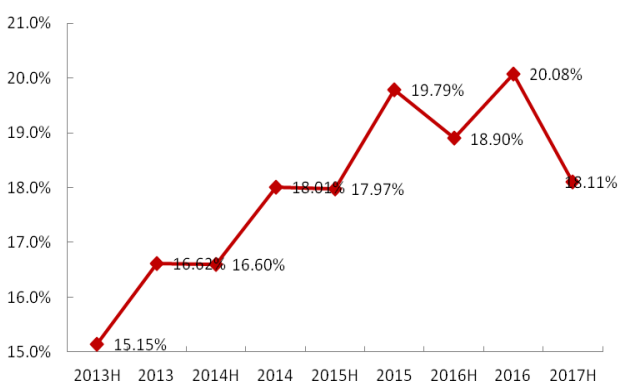
联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

图表 1: 营业收入 (亿元) 及同比增速

图表 2: 营业利润 (亿元) 及同比增速


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 毛利率小幅回升

图表 4: 期间费用率走势


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 公司主营业务数据

	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
超市	524141.88	438169.33	16.40%	10.28%	9.58%	0.53%
百货	196701.66	166975.57	15.11%	2.76%	3.57%	-0.66%
家电	53563.15	47402.45	11.50%	8.38%	9.12%	-0.60%
批发	13373.13	12452.50	6.88%	179.84%	174.58%	1.78%
物流及广告	5902.86	5056.19	14.34%	16.81%	13.16%	2.76%
其他业务	75024.91	10882.92	85.49%	14.44%	72.90%	-4.91%

数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

公司财务报表预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12296.79	15451.61	15470.40	16876.66	17764.37	18411.00
增长率(%)	7.98%	25.66%	0.12%	9.09%	5.26%	3.64%
归属母公司股东净利润	345.30	213.82	132.70	181.44	209.13	239.00
增长率(%)	-16.89%	-38.08%	-37.94%	36.73%	15.26%	14.28%
每股收益(EPS)	0.400	0.248	0.154	0.210	0.242	0.277
每股股利(DPS)	0.346	0.164	0.135	0.133	0.194	0.198
每股经营现金流	0.739	0.650	1.126	0.319	1.702	1.310
销售毛利率	22.47%	21.92%	21.42%	21.41%	21.29%	21.22%
销售净利率	2.80%	1.39%	0.90%	1.13%	1.22%	1.31%
净资产收益率(ROE)	10.22%	4.35%	2.15%	2.91%	3.33%	3.77%
投入资本回报率(ROIC)	8.29%	4.35%	2.45%	2.42%	2.36%	2.74%
市盈率(P/E)	31.12	50.26	80.98	59.23	51.39	44.97
市净率(P/B)	3.18	2.18	1.74	1.72	1.71	1.69
股息率(分红/股价)	0.028	0.013	0.011	0.011	0.016	0.016

报表预测						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12296.79	15451.61	15470.40	16876.66	17764.37	18411.00
减: 营业成本	9533.72	12063.98	12156.79	13263.37	13982.34	14504.18
营业税金及附加	117.88	132.08	108.85	128.26	140.34	147.29
营业费用	2007.94	2699.61	2752.48	2973.67	3110.54	3203.51
管理费用	208.02	307.40	272.66	283.53	309.10	329.56
财务费用	-1.62	51.33	80.98	38.59	1.89	-37.76
资产减值损失	2.12	15.84	9.02	8.52	6.53	11.55
加: 投资收益	1.21	0.06	-3.42	-1.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	20.57	49.08	20.00	15.00	10.00
营业利润	429.93	202.00	135.27	199.73	228.64	262.67
加: 其他非经营损益	28.57	62.36	64.86	54.25	59.28	59.40
利润总额	458.49	264.36	200.13	253.98	287.91	322.08
减: 所得税	113.58	49.85	60.52	63.74	71.98	80.52
净利润	344.92	214.51	139.60	190.23	215.94	241.56
减: 少数股东损益	-0.38	0.69	6.90	8.79	6.80	2.56
归属母公司股东净利润	345.30	213.82	132.70	181.44	209.13	239.00

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	601.46	1054.25	1721.94	1518.90	1907.81	2751.02
应收和预付款项	924.92	1177.73	1084.31	1388.16	1357.67	1557.48
存货	1482.64	1819.93	2151.26	1993.54	2094.86	2037.38
其他流动资产	115.65	539.47	665.35	604.86	667.59	716.73
长期股权投资	1.99	2.62	4.21	3.21	3.21	3.21

投资性房地产	0.00	10.01	8.99	7.34	5.69	4.04
固定资产和在建工程	3375.60	3963.75	4589.91	4120.27	3587.62	3039.96
无形资产和开发支出	798.40	1799.96	1850.47	1744.27	1635.07	1522.08
其他非流动资产	1336.22	1665.28	2198.59	1383.52	808.81	858.81
资产总计	8636.88	12033.01	14275.02	12764.08	12068.34	12490.70
短期借款	1168.00	1127.57	1220.00	818.02	0.00	0.00
应付和预收款项	3715.07	5100.92	5704.30	4706.35	4745.58	5144.61
长期借款	299.00	449.00	510.00	510.00	510.00	510.00
其他负债	73.09	357.59	436.01	250.00	284.64	237.58
负债合计	5255.15	7035.08	7870.31	6284.37	5540.22	5892.19
股本	597.12	778.99	863.90	863.90	863.90	863.90
资本公积	1629.58	2986.25	4131.64	4131.64	4131.64	4131.64
留存收益	1153.41	1154.97	1171.80	1238.00	1279.62	1347.45
归属母公司股东权益	3380.10	4920.20	6167.34	6233.55	6275.17	6343.00
少数股东权益	1.62	77.73	237.37	246.15	252.96	255.52
股东权益合计	3381.72	4997.93	6404.71	6479.71	6528.12	6598.51
负债和股东权益合计	8636.88	12033.01	14275.02	12764.08	12068.34	12490.70
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	638.26	561.93	973.14	275.16	1470.54	1131.79
投资性现金净流量	-773.91	-1097.36	-1609.02	71.04	-113.54	-110.45
筹资性现金净流量	46.69	1064.52	1119.21	-549.25	-968.08	-178.13
现金流量净额	-88.96	529.08	483.32	-203.04	388.91	843.21

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

薄晓旭, SAC 执业证书号: S0640513070004, 金融学硕士, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所, 从事商业贸易、休闲服务行业研究。

蒋聪汝, SAC 执业证书号: S0640517050001, 管理学硕士, 2015 年 4 月加入中航证券金融研究所, 从事商贸零售、新消费行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们根据的研究或分析。