

百货零售



金琼 王晞

商业零售行业研究员

(021)3856 5951

东百集团 (600693)

2009 年仍将快速增长

推荐

市场数据

报告日期	2009-3-8
收盘价(元)	11.79
52周最高/最低(元)	33.20/6.78
总股本(百万股)	264.02
流通股本(百万股)	215.23
总市值(百万元)	3112.76
流通市值(百万元)	2537.61
每股净资产(元)	2.02

股价走势



相关报告

投资要点

● 商圈竞争日益激烈，区域龙头强者恒强。

福州我国著名的商贸港口城市和侨乡，市辖五区、六县和两个县级市，市区常住人口267万，2006年以来福州百货业迅速发展，竞争日益激烈，短短3年内，主要百货从3家发展到了10家。

长期以来东百集团是福州市市场上占绝对优势的百货龙头企业。公司在2004年确定了连锁经营发展策略后，门店迅速扩张，目前公司下属4家百货，经营面积达20.5万平，占据了福州最为重要的两个商圈。公司的主要竞争对手是大洋百货。大洋百货目前有三家门店，其中有两家处于培育期。无论从门店数量、商圈资源、门店销售额来看，大洋百货仍与东百集团有明显差距。

表1: 福州主要百货情况(标注的为东百集团下属门店, 面积单位: 万平方米)

所属商圈	商场名称	面积	开业日期	定位
东街口商圈 (核心商圈)	东百商场	4	1957 年	中高档
	东方百货	2.7	2004 年	高档
	大洋百货东街店	3.2	2002 年 9 月	中高档时尚
台江商圈 (副商圈)	元洪购物中心	10.4	2007 年 5 月	综合, 时尚
	东百群升店	3.4	2009 年	高档百货
五一商圈 (副商圈)	大洋百货乌山店	3.8	2007 年 12 月	高档百货
	大洋天地	3	2008 年 5 月	中档时尚
工业路商圈 (新兴商圈)	天虹百货	3	2007 年 12 月	中档时尚
	宝龙百货	3	2008 年 12 月	中档时尚

资料来源: 兴业证券研发中心

公司坚持百货连锁的发展战略, 目前主要关注的是一些在厦门、莆田、福州的省内项目, 考虑到经营风险, 省外项目暂不考虑。

● 主要门店经营情况

1. 东百商场: 保持稳定增长态势。

东百商场是福建省内最大最具影响力的百货, 是公司最为主要的利润来源。目前处于成熟期, 每年增长较为稳定。东百商场体量较大采取现代的中空式百货布局, 购物环境舒适。东方商场经营面积为4万平方, 定位于中高端, 商品品类丰富, 能较好的满足各年龄层次的购物需求。作为福州地区老牌商场, 东百集团具有稳定的客户群和良好的品牌效应。目前毛利率是下属四个商场中最高的, 综合毛利率水平约为21-22%。09年1-2月东方商场保持了5%左右的增长。

随着福州商业竞争的不断加剧, 公司采取发消费卡的方式吸引人流。目前东百八楼开设了东百便利店以方便各类持卡人的消费。09年公司拟将超市

改至地下一层，并加大超市面积，以提升东百卡的吸引力。据了解08年卡消费金额为2亿元，09年预计公司卡销量能达到4亿元，可以有效锁定一部分收入，同时锁定一部分百货人流。预计08-11年东百商场的收入保持稳定增长，分别为8.68亿元，9.11亿元，9.57亿元，10.3亿元。

2. 东方百货：存在较大改善空间。

东方百货于2004年开业，经营面积约2万平，定位高端。一线服饰品牌有DUNHILL, BALLY, MAXMARA, 钟表有劳力士，欧米茄等。东方百货的物业是承租的集团下属子公司中侨房地产的物业，内部租金约等于物业的折旧金额。得益于位置好、经营成本低，东方百货开业后迅速跨过盈亏平衡点。但从经营绩效来看，自2004年开业以来，东方百货却比较一般，2007年底净利为623万。

结合现场调研情况，我们认为东方百货有较大的改善空间，原因在于（1）有效经营面积有提升空间。由于物业历史原因，东方百货的第五层被租赁给了国美。国美无论是从功能定位，还是装修档次来看，极大的隔断了公司百货经营的整体性。致使公司百货业务的有效经营楼层只有1-4层；（2）坪效有提升空间。从一楼的品牌定位来看，公司定位为高端成功人士，年龄应在30岁以上。二、三楼的品牌层次和年龄层次相对明显过低。此外，门店没有高端化妆品资源，也大大降低了门店对高端女性的吸引力。同一区域内，东百商场坪效约为2.15万/平，大洋百货坪效约为1.7万/平，而东方商场坪效仅为0.73万/平左右。

据向公司调研了解，国美的租约将于2009年3月到期，公司已与国美就场地调整达成一致。到期后，国美将调整到7楼，面积由原来的3000平减少的2000平，租金价格由原来的150万/年，提高到300万元/年。同时，公司将对5楼进行重新装修，增加1-6楼百货经营的整体性，并对东方百货的品牌及布局进一步进行改善和优化。

我们认为东方百货位置优异，目前一楼且已有的一线品牌在福州具有独特性，资源优势明显。09年格局调整后，门店百货经营的整体性加强将直接带来实际有效经营面积的增加，因此09、10年东方百货的经营业绩将会有较大提升。此外，随着公司不断的优化品牌和改善经营，门店在较长时期内存在内涵提升的空间。

3. 元洪店：处于快速成长期，是近几年公司重要的盈利增长点。

元洪购物中心于2007年5月开业，建筑面积约为10.4万平，定位为大众时尚。其中百货面积4万平，剩余6.4万平采取转租经营的模式。由于门店期初租金较低，转租情况较好，元洪店自其开业以来就成为公司的增长亮点。2007年实现净利1343万。2008年元洪店实现含税销售收入2.8亿元左右，其中租金收入约2500万元。

2009年元洪购物广场的经营成本将明显上升。据公司与元洪房地产有限公司签订的租赁补充协议，2008年元洪购物广场租金从2300万元/年调低为1300万元/年；2009年至2013年，每年租金从2300万元调高到2500万元。

近两年元洪店的租赁业务在不断调整中，以提升租金效率及转租项目的集客效应。09年4月公司地下一层的“秀水街”租约到期。家乐福将入住元洪店地下一层，面积约1万平，约定的年度保底租金700万，09年有一定的免租期。09年元洪店已经引进agogo ktv，并还将引进电影城。目前元洪店处于快速成长期，09年1-2月实现较好的收入增长。预计公司09年转租业务的租金收入为3000万左右，百货业务收入35700万元左右。

4. 群升店：预计09可以实现保本经营。

08年公司承租了群升国际楼地下一层（部分）、地上六层全部物业经营“东方百货群升店”。租赁面积约3.41万平方米，租赁期限为15年。东方百货群升店整体定位为高端精品百货。2008年公司群升店装修投入约5000万，目前处于试营业期，预计09年5月左右开业。根据现场调研，群升国际物业条件好，格局方正、大气很适合做高端百货。内部装修简洁、优雅，彰显品位，购物环境舒适。现有品牌定位及覆盖度都较好。目前除了一楼一线品牌门店仍处于装修状态，其他楼层已经处于正常营业之中。但总体来看，目前人流量较少。

群升店位于福州市商业主干道八一七中路，南接台江区商业中心，北连福州市中心商业旺区古楼区东街口。长期商圈发展来看，地理位置较好，但短期内，由于门店周边商圈成熟度还不够，且缺少相匹配的商业设施提升商业群集效益，因此难以短期内进入快速成长期。预计群升店的培育期要2-3年左右。

根据租约，09年群升店不承担租金，运营成本很低。10年租金也处于相对较低的阶段。因此在前两年开业中，出现亏损可能性较小，不会拖累公司业绩。

表2：群升店租赁物业条约

租赁期限	从2008年11月1日起至2023年10月31日止；
租金支付方式	提成租金和保底租金两者取其高
保底租金条款	第一租赁年度为免租期，第二租赁年度保底租金为人民币800万元，第三租赁年度起保底租金为人民币1100万元，第六租赁年度起保底租金为人民币2000万元。
租金收入提成条款	年度百货提成租金按双方约定比例支付； 对外租赁年收入在人民币500万元以内部分，群升公司提取收入总额的45%；对外租赁年收入超过人民币500万元至800万元的部分，提取收入总额的60%；对外租赁年收入超过人民币800万元的部分，提取收入总额的70%。

资料来源：公司公告

● 内部挖潜，09年公司费用率有望明显降低。

据我们调研了解，08年东百商场有一部分摊销计提完毕，这将为公司今后每年节约费用达700-800万元左右。

截至08年三季度公司银行借款余额为4.54亿元，货币资金2.06亿元。公司目前现金充足，将积极进行贷款偿还，如偿还1亿元则年财务费用将较08年减少约600万。由于09年进入降息周期，贷款利率不断下降，保守估计09年平均利率较08年平均利率降低1.5个百分点，公司能减少财务费用约500万。我们预计公司09年财务费用能降低1000万元左右。

此外，公司在09年经营中针对优化管理，控制费用制定了明确目标并逐级进行分解。

● 股权激励尘埃落定，管理层与股东利益更为一致。

根据近期公司公告，公司控股方钦舟公司的股东将其所持有的钦舟公司34%的股权以协议方式转让给魏立平先生及其所代表的管理团队，约定股权转让款总额为人民币15,840万元。通过这种方式魏立平先生及其所代表的管理团队间接持有东百集团5.93%的股权，约1565.6万股，折算下来管理层持有的东百集团股价约为10.12元/股。公司管理层的利益将与公司经营情况紧

密挂钩，从而刺激管理层的工作积极性与进取心。

● **盈利预测：**我们预计公司08－11年的EPS为0.40元，0.54元，0.61元，0.71元。按照当前股价09－11年的动态市盈率为21X,19X,16.6X，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**福州城市地铁1号线(南北线)修建或将影响2010年及2011年公司主力店经营。据了解，地铁线路全长28.8公里，均为地下线，设站24座，大致走向是：新店居住区—福州火车站—华林路—鼓屏路—八一七北路—东街口—南街—南门兜—茶亭街—广达路，随后跨过闽江到仓山、城门。预计该地铁有可能于09年底开工。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	216	240	408	584
货币资金	113	100	100	100
交易性金融资产	0	0	1	2
应收账款	26	35	39	42
其他应收款	51	67	77	83
存货	14	18	20	22
非流动资产	896	887	866	846
可供出售金融资产	3	3	3	3
长期股权投资	87	104	104	104
投资性房地产	173	168	168	168
固定资产	465	444	425	403
在建工程	3	3	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	1111	1128	1274	1431
流动负债	644	563	563	556
短期借款	335	256	228	195
应付票据	0	0	0	0
应付账款	148	156	173	189
其他	161	151	162	172
非流动负债	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	7	0	0	0
负债合计	651	563	563	556
股本	132	264	264	264
资本公积	174	42	42	42
未分配利润	64	157	284	428
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	460	565	711	875
负债及权益合计	1111	1128	1274	1431

现金流量表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	59	105	145	163
折旧和摊销	27	22	22	22
资产减值准备	4	-9	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	33	32	20	20
投资损失	1	3	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	365	-27	11	13
经营活动产生现金流量	563	126	49	57
投资活动产生现金流量	-398	-15	-2	-3
融资活动产生现金流量	-95	-124	-47	-54
现金净变动	-9	-13	0	0
现金的期初余额	132	113	100	100
现金的期末余额	113	100	100	100

利润表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1119	1444	1606	1748
营业成本	859	1113	1239	1352
营业税金及附加	20	25	28	30
销售费用	78	90	92	98
管理费用	43	60	58	58
财务费用	33	32	20	20
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	0	0
营业利润	81	121	169	189
营业外收入	7	4	2	2
营业外支出	4	1	0	0
利润总额	84	123	171	191
所得税	25	19	26	29
净利润	59	105	145	163
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	59	105	145	163
EPS (元)	0.23	0.40	0.55	0.62

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.4%	29.1%	11.2%	8.9%
营业利润增长率	31.1%	49.1%	40.2%	12.0%
净利润增长率	47.5%	78.5%	38.6%	11.9%
盈利能力(%)				
毛利率	23.2%	22.9%	22.9%	22.7%
净利率	5.3%	7.3%	9.1%	9.3%
ROE	13.0%	18.6%	20.5%	18.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	59%	50%	44%	39%
流动比率	0.33	0.43	0.72	1.05
速动比率	0.31	0.40	0.69	1.01
营运能力(次)				
资产周转率	1.01	1.28	1.26	1.22
应收帐款周转率	35.75	46.43	43.88	43.43
每股资料(元)				
每股收益	0.23	0.40	0.55	0.62
每股经营现金	0.51	0.48	0.19	0.22
每股净资产	1.74	2.13	2.69	3.31
估值比率(倍)				
PE	52.39	29.68	21.41	19.14
PB	6.79	5.52	4.39	3.56

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。