

毛利率和收入增速双双下滑

报告关键点：

- 预计09年eps0.47元左右。公司管理层优秀，且门店资源禀赋良好，当地竞争地位突出，但宏观环境的变化阻碍了老门店的增长，延长了新门店的培育期。
- 调低评级，给与公司中性—A的投资评级。

报告摘要：

- 东百集团08年公司实现主营收入13.68亿元，同比增长22%，归属于母公司所有者的净利润9881万元，增长66%，每股收益0.374元。其中4季度主营收入和净利润增速分别为12%和20%；一季度实现主营收入4.04亿元，同比增长2%，净利润3103万元，同比下滑9%。
- 东百集团08年4季度收入和利润增长大幅下滑，1季度收入滞涨，净利润负增长。这表明，东百集团受宏观经济环境的影响超出我们预期，宏观形势影响了高端定位的群升店的招商工作，导致其推迟到08年12月26日才试营业（并且一楼的主要品牌还没有开业）。
- 公司增速下滑主要受累于成熟门店东百商场的增速放缓，08年4季度和09年1季度收入增速分别为5.9%和-3%，该门店占目前公司所有收入的六成以上。而07年1月开张的元洪购物中心，依然保持良好的增长态势，08年收入达到2.61亿元，同比增长107%，净利润为1645万元，同比增长22%。东方店08年收入和利润的增长也达到了20%左右。
- 由于公司4季度开始进行了较大力度的促销，08年百货业务毛利率为18.75%，下滑0.43个百分点。我们估算，下半年百货业务的毛利率只有18.4%左右，同比下滑0.8个百分点。
- 随着公司收入增速的下滑以及群升店的开业，费用率的控制变得困难。我们注意到，公司重新划分了销售费用和管理费用。我们以两者之和营业费率来衡量费率的变化。08年4季和今年一季，经营费率同比分别上升1.31和1.47个百分点。
- 公司高端定位的群升店将于近期正式开业。尽管该店费用较低，但低迷的宏观环境和高端品牌商收缩战略将延长门店培育期。我们需要进一步观察对群升店全面开张的情况以及二季度的公司整体销售情况。
- 由于基数原因，公司09年全年收入将增长将呈现前低后高的态势，且09年利息支出将下滑近1000万元，相当于增加EPS0.047元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,118.6	1,368.2	1,561.1	1,750.7	1,960.7
Growth(%)	26.4%	22.3%	14.1%	12.1%	12.0%
净利润	59.4	98.8	125.2	149.2	174.8
Growth(%)	46.3%	66.3%	26.7%	19.2%	17.2%
毛利率(%)	23.2%	24.0%	23.8%	23.8%	23.8%
净利润率(%)	5.3%	7.2%	8.0%	8.5%	8.9%
每股收益(元)	0.23	0.37	0.47	0.57	0.66
每股净资产(元)	1.74	2.09	2.46	2.92	3.38
市盈率	54.6	32.8	25.9	21.7	18.6
市净率	7.1	5.9	5.0	4.2	3.6
净资产收益率(%)	12.8%	17.9%	19.3%	19.4%	19.6%
ROIC(%)	20.6%	34.3%	34.8%	32.2%	35.9%
EV/EBITDA	11.1	17.2	14.6	12.5	10.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.6%

评级：
中性-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
12.00 元

期限： 3个月 上次预测： 16.20 元

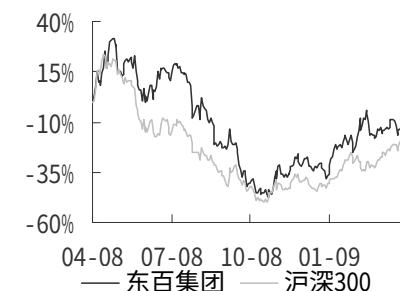
现价： 12.00 元

报告日期：
2009-04-20

市场数据

总市值(百万元)	3,168.21
流通市值(百万元)	2,582.81
总股本(百万股)	264.02
流通股本(百万股)	215.23
12个月最高/最低	6.66/18.10 元
十大流通股(%)	40.91%
股东户数	9,568

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.71)	(5.16)	10.12
绝对收益	9.20	27.52	(7.77)

研究员

吴美萍
高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

前期研究成果

东百集团：门店亮点依旧 增长值得期待
 2008-08-04

东百集团：四个门店均有亮点
 2008-06-13

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-20**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,118.6	1,368.2	1,561.1	1,750.7	1,960.7	成长性					
减: 营业成本	859.5	1,040.2	1,189.0	1,333.3	1,493.7	营业收入增长率	26.4%	22.3%	14.1%	12.1%	12.0%
营业税费	19.6	20.2	23.1	25.9	29.0	营业利润增长率	31.1%	39.8%	42.4%	19.9%	17.7%
销售费用	78.0	94.7	143.2	160.0	178.4	净利润增长率	46.3%	66.3%	26.7%	19.2%	17.2%
管理费用	42.5	59.9	16.9	18.4	20.4	EBITDA 增长率	20.5%	28.7%	18.2%	12.3%	11.8%
财务费用	32.9	38.5	28.0	20.0	12.0	EBIT 增长率	25.4%	33.3%	24.7%	12.7%	12.3%
资产减值损失	4.4	-2.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	33.0%	49.9%	6.6%	12.3%	11.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.2%	5.2%	21.5%	0.2%	-0.8%
投资和汇兑收益	-0.9	-3.8	-	-	-	净资产增长率	14.8%	19.9%	18.0%	18.4%	15.9%
营业利润	80.9	113.1	161.1	193.1	227.2	利润率					
加: 营业外净收支	3.1	8.4	6.0	6.0	6.0	毛利率	23.2%	24.0%	23.8%	23.8%	23.8%
利润总额	84.0	121.5	167.1	199.1	233.2	营业利润率	7.2%	8.3%	10.3%	11.0%	11.6%
减: 所得税	25.2	22.7	41.8	49.8	58.3	净利率	5.3%	7.2%	8.0%	8.5%	8.9%
净利润	59.4	98.8	125.2	149.2	174.8	EBITDA/营业收入	12.6%	13.2%	13.7%	13.7%	13.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.2%	11.1%	12.1%	12.2%	12.2%
货币资金	113.2	166.6	159.3	210.6	239.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	152	123	109	99	90
应收帐款	76.9	72.3	64.2	71.9	80.6	流动营业资本周转天数	-50	-46	-32	-21	-20
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	72	64	61	60	63
预付帐款	11.9	13.8	15.0	16.3	17.8	应收帐款周转天数	10	5	4	5	5
存货	13.7	19.6	21.1	25.4	28.5	存货周转天数	4	4	5	5	5
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	352	305	277	251	233
可供出售金融资产	3.1	0.9	-	-	-	投资资本周转天数	136	108	107	105	94
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	86.7	103.8	104.2	104.2	104.2	ROE	12.8%	17.9%	19.3%	19.4%	19.6%
投资性房地产	172.6	141.4	141.0	141.0	141.0	ROA	5.3%	8.2%	10.5%	11.9%	13.6%
固定资产	464.6	469.5	478.2	486.3	492.4	ROIC	20.6%	34.3%	34.8%	32.2%	35.9%
在建工程	3.4	0.3	2.1	2.4	2.5	费用率					
无形资产	0.0	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	7.0%	6.9%	9.2%	9.1%	9.1%
其他非流动资产	165.1	221.9	206.6	192.9	180.5	管理费用率	3.8%	4.4%	1.1%	1.1%	1.0%
资产总额	1,111.3	1,210.0	1,191.6	1,251.2	1,287.6	财务费用率	2.9%	2.8%	1.8%	1.1%	0.6%
短期债务	335.0	375.0	221.9	126.1	-	三费/营业收入	13.7%	14.1%	12.0%	11.3%	10.8%
应付帐款	181.7	182.6	205.2	211.9	225.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	58.6%	54.4%	45.4%	38.4%	30.7%
其他流动负债	82.2	91.7	117.5	146.3	172.6	负债权益比	141.6%	119.5%	83.1%	62.5%	44.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.33	0.41	0.48	0.68	0.94
其他非流动负债	7.4	0.1	1.9	3.8	5.9	速动比率	0.31	0.38	0.44	0.63	0.87
负债总额	651.4	658.7	541.0	481.1	395.0	利息保障倍数	3.46	3.94	6.75	10.65	19.93
少数股东权益	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5	分红指标					
股本	132.0	264.0	264.0	264.0	264.0	DPS(元)	-	-	0.09	0.11	0.20
留存收益	326.6	286.0	385.4	504.7	627.1	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	30.0%
股东权益	459.9	551.3	650.7	770.1	892.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	1.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	58.7	98.8	125.2	149.2	174.8	EPS(元)	0.23	0.37	0.47	0.57	0.66
加: 折旧和摊销	48.6	60.2	24.4	26.6	28.8	BVPS(元)	1.74	2.09	2.46	2.92	3.38
资产减值准备	4.0	-2.1	-	-	-	PE(X)	54.6	32.8	25.9	21.7	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	5.9	5.0	4.2	3.6
财务费用	24.8	32.9	32.1	28.0	20.0	P/FCF	78.3	39.3	-30.1	60.2	59.7
投资收益	0.9	3.8	-	-	-	P/S	2.9	2.4	2.1	1.9	1.7
少数股东损益	-0.7	-0.0	0.1	0.1	0.1	EV/EBITDA	11.1	17.2	14.6	12.5	10.7
营运资金的变动	-3.7	-17.0	70.8	37.3	40.6	CAGR(%)	36.5%	21.0%	15.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	135.9	181.8	248.5	233.2	256.4	PEG	1.5	1.6	1.6	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-51.9	-100.7	-34.7	-35.1	-35.1	ROIC/WACC	2.1	3.6	3.6	3.4	3.8
融资活动产生现金流量	-102.7	-27.8	-196.3	-144.5	-189.4	REP	1.8	2.1	1.7	1.7	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA,毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王昊文	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558069	wanghw@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人		
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034