

2009-07-05

百货商店

东百集团 600693.SH

维持

增持

当前价格	8.71 元
目标价格	10.50 元
目标期限	6 个月

分析师:

黄志刚

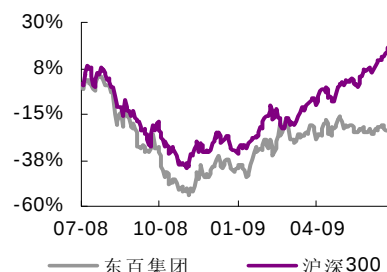
021-22169127

huangzg@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	343
总市值(百万元)	2,989
流通比例(%)	81.52%
12 个月最高/最低(元)	15.84/6.66
近 3 月日均成交量(百万股)	5.49
主要股东	福建钦舟实业发展有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-11.50	-31.57	-42.24
绝对收益	1.14	-2.13	-20.89

相关报告:

业绩略有下滑, 下调盈利预测

..... 2008-10-27
光大证券-东百集团(600693)-行业景气逐步影响业绩

..... 2008-08-04

业绩稳定增长，增持评级

◇ 调研地点: 福州

◇ 拜访对象: 财务总监、元洪店店长，东方百货东街店和群升店店长

◆整体竞争环境仍然比较严峻:

在过去几年，福州地区的百货店数量快速增加，从 3-5 家发展到现在超过十家，百货店之间的竞争也逐步加剧。加上从 08 年下半年开始百货业销售压力加大，竞争升级，打折促销非常厉害，影响了企业的毛利率水平。

从今年 5 月以来，销售增长的态势有所好转，但是价格战的压力仍然存在，从我们调研的情况来看，各个百货店打折力度仍然很大。很多百货店店长表示毛利率都受到了影响，现在并未缓和。

◆公司总店增长比较慢，次新店增速较高

整体来看，公司上半年销售收入增长接近 10%，净利润增长可能略逊于收入增长，上半年 EPS 大致在 0.16 元。上半年东百总店的增长比较疲软，销售增速在 5% 左右。全年预计仍可以实现 10%。

元洪店上半年百货销售增速在 15% 左右，实现含税销售额 1.5 亿元。预计 09 年元洪的利润增长在 25% 左右，而 10 年则可能实现 50-100% 的增长。

群升店全年销售目标 9000 万，因为第一年免租金，亏损在 200 万以内。明年如果能盈利的话，也在 100-200 万，对整体的贡献较小。群升店主要是战略性抢占福州的高端百货市场，为未来的增长打基础。

◆收购石家庄东购的优劣势:

1. 如果收购的支付方式是股票加现金，那么作为上市公司，公司可以满足要求。
2. 收购的资产对公司业务规模产生显著影响，销售额增加 50%，对出售方而言换取的股票升值空间较大。
3. 东百是民营企业，一方面会在东购管理层稳定和激励机制方面比较灵活，但另一方面也会因为被收购方为国有企业而处于劣势。

◆盈利预测和投资评级:

公司未来 3 年的业绩的增长主要来自于东百总店的内生增长，元洪店近几年的高增长。而 3 年后则要看群升店和元洪店，以及可能实现的收购。

不考虑收购，预计 09-11 年实现销售额分别为 16 亿元，19 亿元和 22 亿元。EPS 分别为 0.35 元、0.45 元和 0.53 元。给予 09 年 30 倍 PE，目标价 10.5 元，维持增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,119	1,368	1,646	1,967	2,262
营业收入增长率	26.38%	22.31%	20.30%	19.50%	15.00%
净利润(百万元)	59	99	120	156	183
净利润增长率	46.29%	66.30%	21.92%	29.38%	17.22%
EPS(元)	0.45	0.37	0.35	0.45	0.53
ROE	12.77%	17.92%	17.86%	18.80%	18.06%
P/E	19	23	25	19	16
P/B	2	4	4	4	3

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

整体竞争环境仍然比较严峻

在过去几年，福州地区的百货店数量快速增加，从最初的 3-5 家发展到现在超过十家，百货店之间的竞争也逐步加剧。加上从 08 年下半年开始的经济景气下滑，百货业销售压力加大，竞争升级，打折促销非常厉害，影响了企业的毛利率水平。

从今年 5 月以来，销售增长的态势有所好转，但是价格战的压力仍然存在，从我们调研的情况来看，各个百货店打折力度仍然很大。很多百货店长表示毛利率都受到了影响，现在并未缓和。

公司总店增长比较慢，次新店增速较高

整体来看，公司上半年销售收入增长接近 10%，净利润增长可能略逊于收入增长，估计上半年 EPS 大致在 0.16 元。

上半年东百总店的增长比较疲软，销售增速大致在 5% 左右。动态来看，销售增速在 5-6 月份增速回暖明显。毛利率略有下降，主要因为福州市场竞争和打折促销的力度较大。预计下半年增速会加快。全年预计仍可以实现 10% 左右的销售增长。

东百总店的门店固定资产更新改造摊销 09 年结束可以节省税前 1000 万左右的费用。

元洪店仍是未来利润增长的重要支持

元洪店上半年百货销售增速在 15% 左右，实现含税销售额 1.5 亿元。在 1-2 月份较好的增长后，5 月周边道路施工影响了部分销售。另外全年租金支出今年较去年增加 1000 万元，达到 2500 万，而租金收入因为家乐福的进驻的空档有所减少，整体维持在 3000 万左右，和 08 年大致持平。

家乐福有望在年底入驻开张，在直接的租金贡献上并不明显，但是对商场人气的贡献较大，也对 10 年元洪的业绩有明显贡献。预计 09 年元洪的利润增长在 25% 左右，而 10 年则可能实现 50-100% 的增长。

未来增长仍然来自于租金收入的上升和自营百货店销售增长。而商圈改造的结束和在商圈人气增加的支持下，元洪店发展空间很大。

东方百货东街店平稳增长，群升店两年内增收不增利

东方百货东街店的增长维持在 10% 以上，总量贡献有限。群升店在 4 月份引入 GUCCI，到 6 月底销售 1300 万元，销售业绩相当不错，但是考虑到接近 1000 万的装修费用和 9% 的扣点率，对公司净利润水平的影响不明显。

随着 Burberry 等大牌的进入，公司全年销售目标 9000 万，因为第一年免租金，争取亏损在 200 万以内。明年如果能盈利的话，也在 100-200 万元，对整体的贡献较小。群升店主要是战略性抢占福州的高端百货市场，为未来的增长打基础。

收购东购的优劣势

1. 如果收购的支付方式是股票加现金，那么作为上市公司，公司可以满足要求。

2. 收购的资产对公司业务规模产生显著影响，销售额增加 50%，对出售方而言换取的股票升值空间较大。

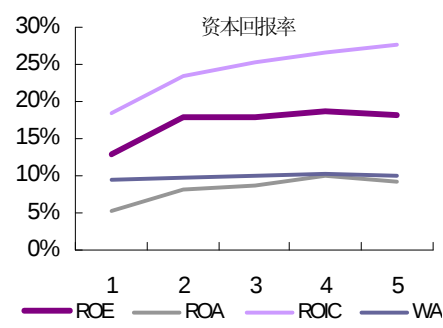
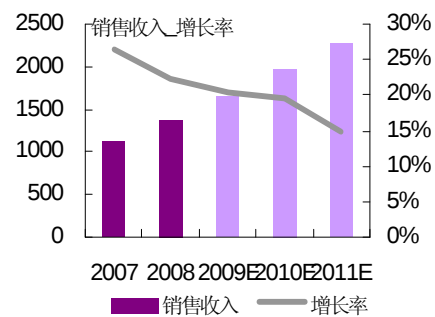
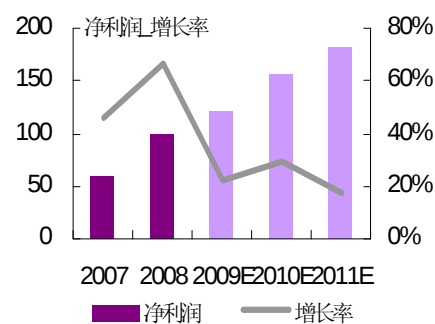
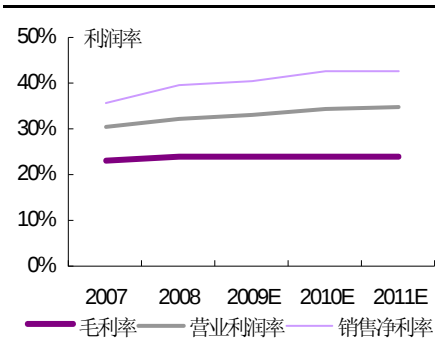
3. 东百是民营企业，一方面会在东购管理层稳定和激励机制方面比较灵活，但另一方面也会因为被收购方为国有企业而处于劣势。

盈利预测和投资评级

公司未来 3 年的业绩的增长主要来自于东百总店的内生增长，元洪店近几年的高增长。而 3 年后则要看群升店和元洪店，以及可能实现的收购。

不考虑收购，预计 09-11 年实现销售额分别为 16 亿元，19 亿元和 22 亿元。EPS 分别为 0.35 元、0.45 元和 0.53 元。给予 09 年 30 倍 PE，目标价 10.5 元，维持增持评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,119	1,368	1,646	1,967	2,262
营业成本	859	1,040	1,254	1,495	1,719
EBITDA	117	160	185	235	277
折旧和摊销	13	18	25	34	45
销售费用	78	95	119	140	158
管理费用	43	60	72	81	93
财务费用	33	39	22	10	9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-4	0	0	0
营业利润	81	113	150	207	243
利润总额	59	99	150	207	243
少数股东损益	-1	0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	59.42	98.81	120.47	155.86	182.70

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	1,111	1,210	1,362	1,574	2,002
流动资产	216	272	311	390	643
货币资金	113	167	165	217	448
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	26	14	36	43	50
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	51	58	72	85	94
存货	14	20	19	22	26
可供出售投资	3	1	3	3	3
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	87	104	104	104	104
固定资产	465	470	526	636	794
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	651	659	658	714	960
无息负债	281	284	448	584	730
有息负债	371	375	210	130	230
股东权益	460	551	671	827	1,009
股本	132	264	343	343	343
公积金	275	154	98	125	156
未分配利润	64	150	253	385	541
少数股东权益	1	1	1	0	0

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	527	474	285	292	340
净利润	59	99	120	156	183
折旧摊销	13	18	25	34	45
净营运资金增加	-155	372	89	103	210
其他	610	-15	50	-1	-98
投资活动产生现金流	-250	-262	-100	-150	-200
净资本支出	196	502	230	300	350
长期投资变化	0	111	0	0	0
其他资产变化	-446	-876	-330	-450	-550
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	126	0	79	0	0
债务净变化	-488	4	-165	-80	100
其它长期负债变化	564	3	164	136	146
净现金流	180	40	-2	52	231

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	26.38%	22.31%	20.30%	19.50%	15.00%
净利润增长率	46.29%	66.30%	21.92%	29.38%	17.22%
EBITDA 增长率	31.19%	36.94%	15.87%	26.86%	17.80%
EBIT 增长率	32.34%	36.94%	7.51%	26.36%	16.04%
EPS 增长率	46.29%	-16.85%	-6.21%	29.38%	17.22%
估值指标					
PE	19	23	25	19	16
PB	2	4	4	4	3
EV/EBITDA	12	16	16	12	10
EV/EBIT	12	16	18	13	11
EV/NAPLAT	12	17	22	18	15
EV/Sales	1	2	2	1	1
EV/IC	3	5	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	23.17%	23.98%	23.80%	24.00%	24.00%
EBITDA 率	10.44%	11.69%	11.26%	11.96%	12.25%
EBIT 率	10.44%	11.69%	10.45%	11.05%	11.15%
税前净利润率	7.51%	8.88%	9.10%	10.53%	10.74%
税后净利润率	5.31%	7.22%	7.32%	7.92%	8.08%
ROA	5.29%	8.16%	8.80%	9.87%	9.10%
ROE	12.77%	17.92%	17.86%	18.80%	18.06%
ROIC	26.39%	28.89%	31.46%	35.40%	36.97%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.48	0.38	0.07	-0.10	-0.22
资产负债率	58.61%	54.44%	49.50%	46.34%	48.76%
流动比率	0.33	0.41	0.51	0.67	0.88
速动比率	0.31	0.38	0.48	0.63	0.85
每股指标					
EPS	0.45	0.37	0.35	0.45	0.53
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	0.69	0.83	0.85	0.99
每股净资产	3.48	2.09	1.96	2.41	2.94
每股销售收入	8.47	5.18	4.80	5.73	6.59
每股 EBITDA	0.89	0.61	0.54	0.69	0.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

黄志刚，北京大学经济学硕士、对外经济贸易大学经济学学士；2004年7月加入宝洁公司客户业务发展部负责重点零售客户管理，2007年6月加盟光大证券研究所负责商业零售行业研究。

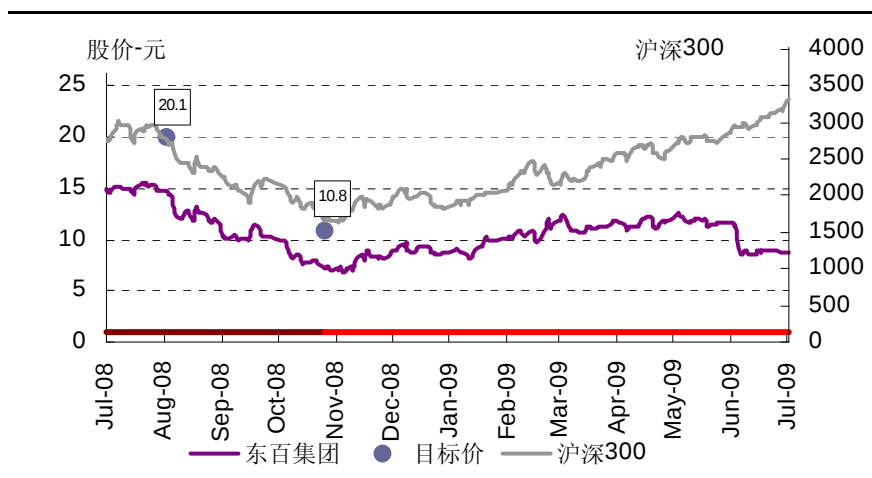
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

东百集团（600693）

分析师：黄志刚



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-04-21	13.01	20.10	买入
2008-08-04	14.85	20.10	买入
2008-10-27	7.15	10.80	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。