

东百集团 (600693)

股权激励渐进 业绩有望反转

推荐

维持评级

可选消费/百货

2009 年 11 月 17 日

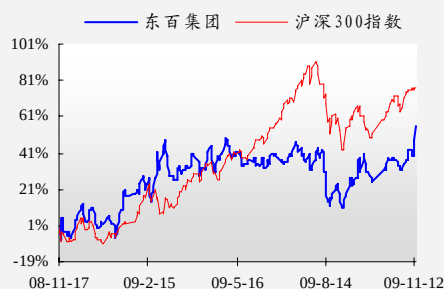
投资要点:

- 东百商场内生增长速度逐步放缓, 受累于上半年经济情况较差及夏季较长对销售收入增长的负面效应, 预计全年营业收入同比增长率在 10% 左右。东百商场未来盈利能力的提高主要将主要依赖于结构的调整。
- 东方百货在今年将国美由 5F 调至 7F 后, 进行了比较明显的品牌调整, 实现了一定的内生增长, 正常的话明年情况会更好, 我们预计今明两年销售额增长分别为 10% 以上和 15% 左右。
- 元洪店全年营收增长在 15% 左右, 明年影响元洪店的负面因素会逐步消除, 平效在未来几年会逐步提高且提升空间较大。
- 群升店至少要经历 3-5 年的培育期, 并处于微亏或盈亏平衡状态, 今年营业收入 6000 万左右。
- 公司的扩张思路主要是在福建省内加快扩张的步伐, 大举进军省内二级县市, 以每年新开 1-2 家的速度抢占位置优势, 进一步巩固区域龙头的地位。
- 公司股权激励有望在今年底或明年初推出, 管理层利益与上市公司利益联系将更加紧密, 为公司提供安全边际。
- 我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元和 0.52 元, 维持推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	136,821	22.31	9,881	66.30	0.37	17.90	27.08	
2009E	160,881	17.58	10,872	10.03	0.32	16.72	31.31	
2010E	220,130	36.83	14,013	28.89	0.41	18.47	24.44	
2011E	274,348	24.63	17,794	26.98	0.52	19.79	19.27	

走势图



市场数据

2009-11-16

收盘价:	10.02 元
52 周最高价:	10.12 元
52 周最低价:	5.82 元
平均持仓成本:	8.90 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	34,322
流通 A 股 (万股):	34,322
每股收益 (元):	0.19
每股净资产 (元):	1.68
每股经营现金流 (元):	0.35
市净率:	0.00

分析师: 罗旷怡

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

邮 编: 200002

1. 经营情况——一年内业绩释放动力不足

公司前三季度实现每股收益 0.192 元，同比负增长 14.29%，第三季度单季净利润同比下降 26.89%，业绩低于我们的预期（详见我们 10 月 25 日的公司三季报点评），我们认为公司业绩不尽人意存在主、客观两方面因素。从主观方面看，公司管理层不是公司所有者，做好业绩的动力不足，且公司即将实行管理层股权激励，不利于短期业绩释放；从客观方面看，今年公司遭遇了行业系统性风险，盈利能力有所下降，在老店增速放缓的情况下，新店又受到了修路的影响，增长步伐也受到牵制，同时，去年同期，公司净利润增速为 86.72%（3 季报）处于行业前列，基数效应也导致了公司今年相对增速较低。

表 1：公司业绩分析

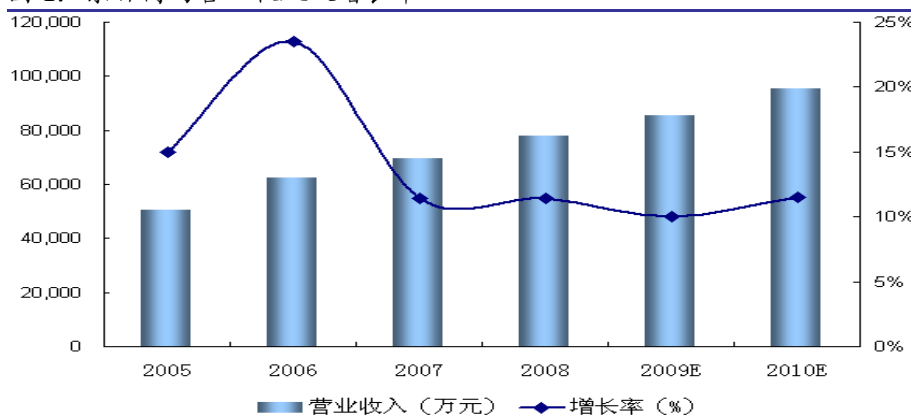
	今年业绩低于预期	明年业绩有望反转
主观原因	● 公司管理层不是公司所有者 ● 股权激励前业绩释放动力不足	● 管理层股权激励完成，做好公司和释放业绩的愿望加强
客观原因	● 行业系统性风险 ● 元洪店受到滨江路改造影响 ● 基数较高	● 行业整体转暖 ● 老店结构调整完成 ● 新店修路影响结束 ● 基数较低
可能风险	● 股权激励不能顺利推出 ● 地产出售收益不能确认	● 老店结构调整不如预期成功 ● 元洪店增长低于预期 ● 地铁修建的负面影响 ● 扩张中存在不确定性

资料来源：东北证券金融与产业研究所

东百商场-成熟门店，增长放缓

东百商场作为公司历史最悠久的门店，内生增长速度逐步放缓，今年该店受累于上半年经济情况较差及夏季较长对销售收入增长的负面效应，预计全年营业收入同比增长率在 10% 左右。

图 1：东百商场营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

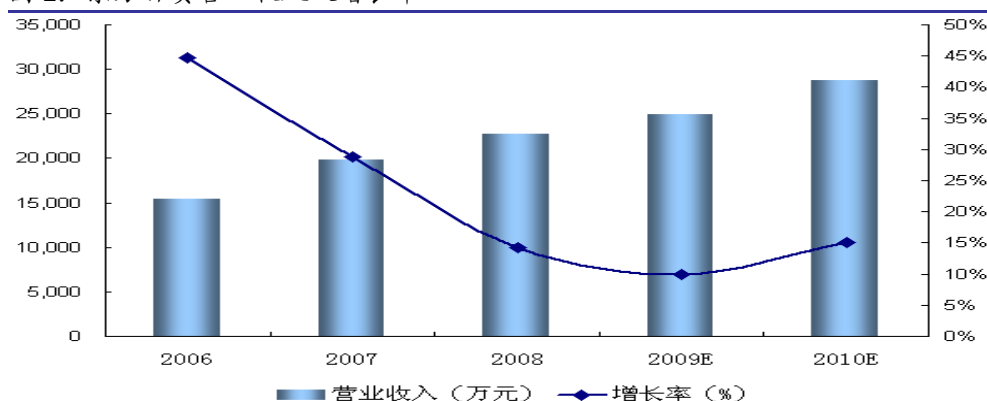
我们认为东百商场未来盈利能力的提高主要将主要依赖于结构的调整，目前其负一层已引进永辉超市，定位精品超市，预计 12 月开业，按照以往经验，超市进驻百货商店如果经营得比较成功，会对百货产生比较明显的人流带动作用，并且有助于购物卡的发放。

同时商场一楼化妆品和珠宝的结构也在进行调整,调整其薄弱环节化妆品的布局以促进销售。东百商场还有引进 LV 等高端品牌的意向,如果品牌引进顺利,东百商场的布局还需比较大的调整。排除非正常因素,我们预计东百商场明年能有 10-12% 的营收增长,而其面临的主要风险则是地铁修建所带来的负面效应,封路时点和时长暂时还很难确定。

东方百货东街店-结构调整 V.S.先天不足

东方百货在今年将国美由 5F 调至 7F 后,进行了比较明显的品牌调整,实现了一定的内生增长,正常的话明年情况会更好,我们预计今明两年销售额增长分别为 10% 以上和 15% 左右。

图 2: 东方百货营业收入及增长率



资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

东方百货对负一层好又多和 2F 麦当劳的调整也在谈判中,如果调整顺利,会使东方店结构更加合理。东方百货虽然具有优质物业位置,但其症结是先天条件较差,面积有限,且商场为 L 型结构,利用率小,增长会受到一定限制,品牌结构调整是否合理还需要时间的检验。

图 3: 东方百货楼层结构



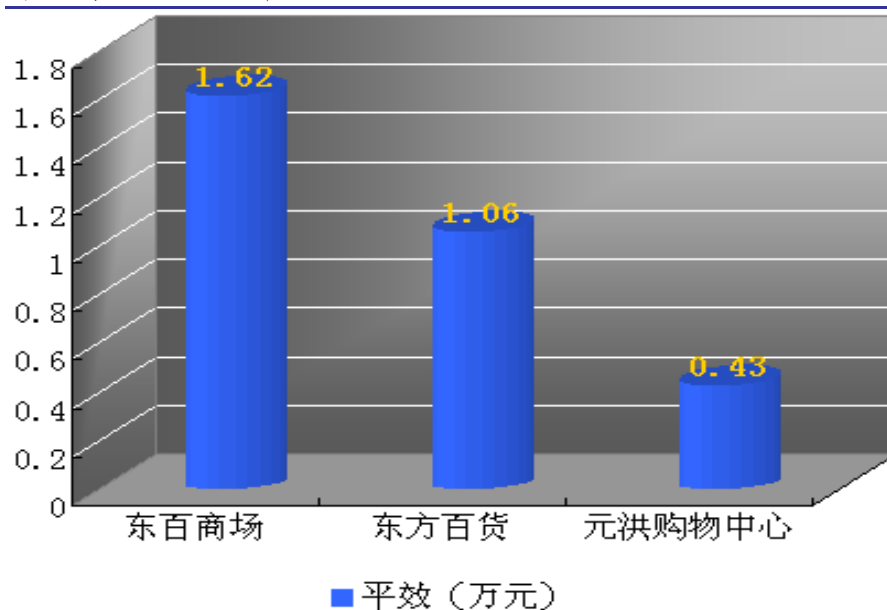
资料来源: 公司网站, 东北证券金融与产业研究所

东百商场和东方百货两店均为比较成熟的门店,得天独厚的商圈资源可以保证其业绩稳定增长,但空间已经有限,如果在品牌引进方面能够有所突破,可能会带来新的利润增长点。

东百元洪店-平效提升空间较大

元洪店销售收入今年上半年同比增长在 30-40%,3 月起滨江路封路改造的负面影响在 7 月以后迅速体现,3 季度几乎没有增长,另外,公司负一层 6 月以后清理租户后,因招商衔接不够流畅,家乐福无法进驻,造成公司损失半年的租金收入,这也是今年元洪店业绩低于预期的原因之一,估计元洪店全年营收增长在 15%左右。明年影响元洪店的负面因素会逐步消除,一方面道路改造将在元旦前结束;另一方面负一层将引进一家中型超市和小租户,带来租金收入;同时,元洪店在结构调整方面还有很大空间,顶层也将整体出租给福州知名的大型餐饮企业,对客流会有一定的拉动作用。预计元洪店明年增长将在 30%以上,平效在未来几年会逐步提高且提升空间较大。

图 4: 东百可比门店坪效

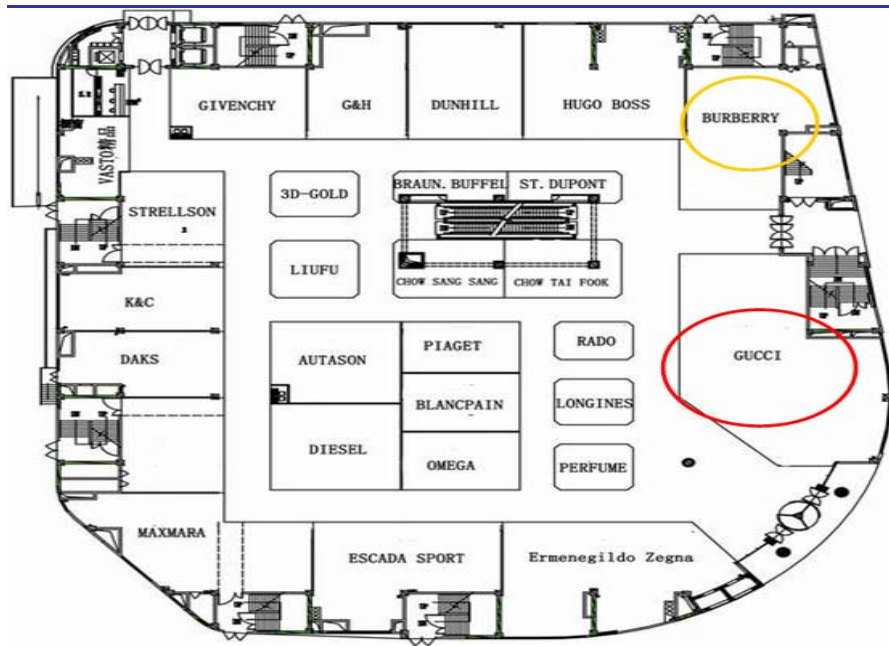


数据来源:公司公告,东北证券金融与产业研究所

东方百货群升店-尚需较长培育时间

群升店是公司定位最高端得门店,目前已引进的国际一线品牌主要是 Gucci 和 Burberry,其他品牌仍在商榷,谈判难度较大。

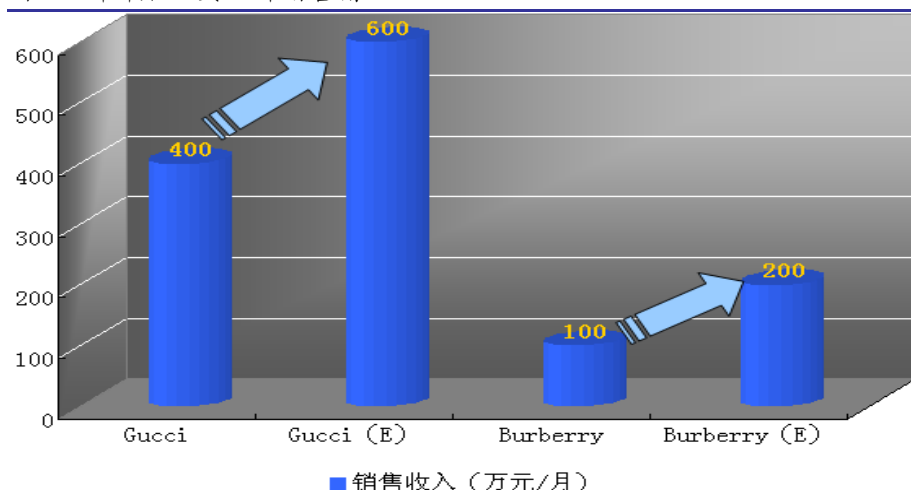
图 5：东百群升店一楼品牌结构



资料来源：公司网站，东北证券金融与产业研究所

群升店的硬件设施已经基本到位，但从软环境来看，其所在位置原本是福州市经济最落后的区域，虽然其未来发展方向为福州市高档社区，但仍需要较长的时间，且附近也没有其他百货、写字楼等与之形成比较成熟的高档商圈，周边的新建住宅空置率也较高，多作为投资储备。群升店中 Gucci 和 Burberry 的销售情况比较稳定，月销售额分别维持在 400 万和 100 万左右，并将稳步提升，但其他品牌的销售则不尽人意，我们估计群升店至少要经历 3-5 年的培育期，并处于微亏或盈亏平衡状态，今年营业收入 6000 万左右。

图 6：群升店主要品牌销售情况



资料来源：东北证券金融与产业研究所

莆田店-开业后可迅速盈利

莆田店是公司走出福州的第一家门店，与福建三信商业运营公司商联合开发，预计圣

诞前开业，由于租金成本较低，莆田店开业后会迅速盈利（详见 9 月 10 日“莆田项目达成意向”点评报告），预计 2010 年净利润可达 1000 万。

2. 扩张方向——省内抢先机、省外抓机遇

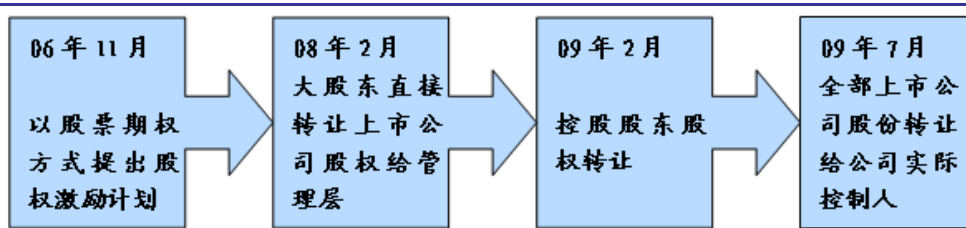
公司的扩张思路主要是在福建省内加快扩张的步伐，大举进军省内二级县市，以每年新开 1-2 家的速度抢占位置优势，进一步巩固区域龙头的地位，目前公司在厦门、泉州、宁德等地都有在谈项目；省外扩张并不作为公司的重点发展方向，但如果比较好的机遇，公司也不会放弃，我们认为公司选择在福建省内做精、做大、做强比较符合公司的经营实力，也有利于风险的控制。

物业位置的选择及成本控制在扩张中比较重要，面对优质物业稀缺、成本过高的现状，公司倾向于参与商业地产的开发以获得更低的成本。

3. 股权激励——指日可待

公司从 2006 年起就开始筹划管理层股权激励，至今没有完成，但从历程来看，公司一直在寻找比较合适的激励方式，即尽量保护中小股东利益及不稀释大股东股权，我们预计公司股权激励有望在今年底或明年初推出。

图 7 东百集团股权激励历程



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

一旦股权激励得以顺利实施，公司管理层“职业经理人”的地位将彻底改变，管理层利益与上市公司利益联系更加紧密，且通常情况下股权激励都将对净利润增长有一定的要求，这将为公司提供一定的安全边际。

表 2：东百集团 2006 年股权激励方案基本内容

时间	2006/11
方式	股票期权
股票来源	定向增发
行权条件	2006-2008 加权平均净资产收益率分别不低于 7.7488% （公司 2003-2005 的加权平均值） 2006-2008 三个年度每年净利润增长率高于 30%
激励对象	主要为高管至副店长等 13 人

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

4. 风险提示

今年公司出售福州丰富房地产公司 35%股权如果年底不能确定收益，可能对公司当期业绩造成一定影响，公司可能以此为由取消出售计划；明年地铁修建可能对公司总店业绩造成一定影响，东方百货结构调整不如预期成功、元洪店增速低于预期或扩张过程中出现失误等；另外，公司大股东毕德才先生持股比例较低，仅有 17.45%，且并不十分重视百货业务，长期看来存在一定套现可能。

5. 投资建议与估值

总体来看，在金融危机、道路改造、结构调整等多方面客观因素及股权激励前公司没有业绩释放动力的主观因素下，今年是公司业绩的阶段性的谷底，我们预计明年起公司业绩会进入阶段性上升通道，股权激励的完成也会进一步提高公司的管理效率，我们小幅下调公司 09 年 EPS 至 0.32 元，并上调 2010 及 2011 年利润增速，维持推荐评级。

表 3: 公司利润表预测（万元）

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	136,821.38	160,881.32	220,129.70	274,348.01
营业成本	104,017.10	123,910.79	169,499.87	210,836.44
营业税金及附加	2,021.59	2,377.09	3,252.51	4,053.61
主营业务利润	30,782.68	34,593.44	47,377.32	59,457.96
销售费用	9,465.60	12,870.51	17,610.38	21,947.84
管理费用	5,989.09	4,022.03	6,053.57	7,544.57
财务费用	3,851.73	4,529.06	6,196.99	7,723.32
营业利润	11,308.01	13,171.84	17,516.39	22,242.23
营业外收支净额	839.49	200.00	0.00	0.00
利润总额	12,147.51	13,371.84	17,516.39	22,242.23
所得税费用	2,270.82	2,499.69	3,503.28	4,448.45
归属母公司净利润	9,880.66	10,872.15	14,013.11	17,793.78
每股收益（元）	0.37	0.41	0.53	0.67
摊薄每股收益（元）	0.29	0.32	0.41	0.52

数据来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。