

东百集团：2010 年业绩大幅反弹可期

东百调研报告

报告关键点：

- 2009年业绩继续低于预期，今年业绩将大幅反弹
- 省外扩张和股权激励有利于公司长期发展

报告摘要：

- 2009年业绩继续低于预期，2010年将大幅反弹。**2009年公司净利润同比下滑，我们预计2009年每股收益仅为0.27元左右。今年1季度东百商场销售收入同比增长超预期为20%左右，东方百货和元洪购物广场销售收入增长15%左右，预计今年1季度公司净利润增长约40%。我们估算东百商场、元洪购物广场、莆田三信广场今年将增加4000多万元的净利润，同比增长约55%左右。
- 4个门店中东百商场和群升国际未来是亮点。**东百商场各项费用已经十分固定，如果全年收入增长达到15%，则今年净利润将增加2000万元；元洪2009年因门前修路、1层家乐福未能如期入驻导致收入增长有限，同时租金由1300万元提升至2500万元导致元洪购物广场2009年净利润下滑；2009年群升国际销售收入8000多万元，净利润亏损约200-300万元，今年1季度销售收入3000多万元，预计今年仍将亏损300万元左右。
- 跨出省外扩张步伐——兰州国际商贸中心项目，1个月之内将签订合同条款。**兰州国际商贸中心项目位于兰州市七里河西站商圈内，占地122亩，住宅约23万平米，购物中心为12万平米，商铺7-8万平米，五星级酒店5万平米。住宅部分公司和兰州市政府按各自权益比例分配，购物中心和商铺归东百，五星级酒店归兰州市政府；公司认为住宅销售回笼资金即可满足购物中心的资本开支，相当于零成本获得一个购物中心。购物中心层级低将先开业，预计2011年下半年开业。总投入可能在5-6亿元，主要向银行借款，工程款一般由工程队垫资。
- 管理层激励有助于业绩提升。**去年12月公布股权激励方案行权条件可能发生变化、业绩基准将提高，证监会已经基本批准，1个月之内将公告，暂不考虑股票期权行权的影响，按照目前的总股本全面摊薄，预计2009年、2010年、2011年每股收益分别为0.27元、0.43元、0.53元。对应2010年、2011年PE分别为26倍、21倍，给予增持-A的投资评级。

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	1,529.8	1,924.5	2,284.4
Growth(%)	26.4%	22.3%	11.8%	25.8%	18.7%
净利润	59.4	98.8	93.5	145.7	182.7
Growth(%)	46.3%	66.3%	-5.4%	55.8%	25.4%
毛利率(%)	23.2%	24.0%	23.1%	24.0%	24.1%
净利润率(%)	5.3%	7.2%	6.1%	7.6%	8.0%
每股收益(元)	0.17	0.29	0.27	0.43	0.53
每股净资产(元)	1.34	1.61	1.90	2.26	2.72
市盈率	65.3	39.3	41.5	26.6	21.2
市净率	8.4	7.0	6.0	5.0	4.2
净资产收益率(%)	12.8%	17.9%	15.6%	19.8%	20.6%
ROIC(%)	20.6%	34.3%	29.9%	35.9%	42.2%
EV/EBITDA	10.2	15.8	20.8	14.6	12.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	0.9%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 13.20 元

期限： 6 个月 上次预测： 10.20 元

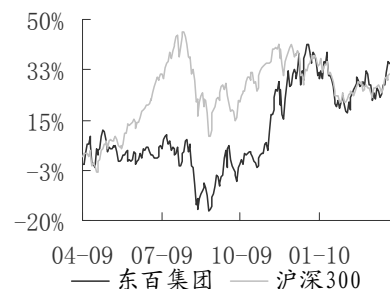
现价： 11.33 元

报告日期： 2010-04-11

市场数据

总市值(百万元)	3,888.71
流通市值(百万元)	3,180.24
总股本(百万股)	343.22
流通股本(百万股)	280.69
12 个月最高/最低	7.01/13.30 元
十大流通股股东(%)	34.82%
股东户数	26,056

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.90	5.29	2.29
绝对收益	4.03	2.34	32.48

研究员

储丽雯
行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010311

前期研究成果

- 东百集团：国退民进的成功典范
2009-07-02
- 东百集团：毛利率和收入增速双双下滑
2009-04-21
- 东百集团：门店亮点依旧 增长值得期待
2008-08-04

2010 年 3 月 31 日我们拜访了公司财务总监崔正旭，主要了解公司近期的经营情况。

1. 2009 年业绩继续低于预期，2010 年将大幅反弹

2009 年公司净利润同比下滑，我们预计 2009 年每股收益仅为 0.27 元左右。今年 1 季度东百商场销售收入同比增长超预期，为 20% 左右，东方百货和元洪购物广场销售收入增长 15% 左右，预计今年 1 季度公司净利润增长约 40%。我们估算东百商场、元洪、莆田三信广场今年将增加 4000 多万元的净利润，预计 2009 年、2010 年、2011 年公司每股收益分别 0.27 元、0.43 元、0.53 元。

2. 主要门店经营情况

2.1. 东百商场——今年 1 季度涨势超预期

东百商场(即母公司报表)2009 年净利润增长有限，今年 1 季度销售收入增长 18%-20% 左右，2008 年底引进了大量一线化妆品品牌，公司预计东百商场今年前 3 季度就能达到去年全年的净利润。因东百商场各项费用已经十分固定，如果东百商场全年收入增长达到 15%，则今年净利润将至少增加 2000 万元。

福州市修地铁，东百商场旁边为地铁出口，可能要把东百商场凸出来的部分拆掉，大约 6000-7000 平米，这部分目前主要经营国内钟表、女装、童装等，政府将给予一定补偿。这部分拆迁后，公司将反建 1 倍以上的面积，大约 20000 平米左右，并将东百商场和东方百货地下打通。2011 拆迁和地铁施工短期可能会对东百商场销售有负面影响，但是从长期来看地铁开通到东百门口，两个商场地下打通对公司是有利的。

2.2. 群升国际购物广场——公司的长期增长点

群升国际于 2008 年 9 月正式开业，2009 年 4 月 GUCCI 入驻，12 月主要部分已经调整完毕。2009 年群升购物广场销售收入为 8000 多万，毛利率为 13% 左右，因为 2009 年免租金，全年亏损 200-300 万元。今年一季度实现销售收入 3000 多万元，预计群升全年实现销售收入为 1.4 亿，同比增长 70% 左右，随着销售起来扣点将有所提升，2010 年开始按每年租金 800 万元或按 5% 销售提成计算，装修费用按 10 年摊销每年 500 万元左右，预计 2010 年群升仍将亏损 300 万元左右，2011 年能够转亏。

高端百货的培育期相对较长，但是固定的消费客群形成之后增长更为稳定。福建以外贸导向型产业为主，此次金融危机对福建民营经济和中小企业的冲击很大，群升国际正好在 2008 年 9 月开业，培育期被延长。福州百货整体相对落后，目前还未形成能够与东百抗衡的偏高端定位的百货，群升店近 2 年的增长主要取决于福建经济的恢复。

表 1 群升国际利润预测 (万元)

	2009 年 E	2010 年 E
营业收入	8500	14000
毛利率	13.2%	13.7%
租金	0	800
装修费用摊销	550	550
人工	330	400
水电	340	360
其他	250	280
净利润	-261	-353

数据来源：安信证券研究中心

2.3. 元洪购物广场——2009 年多种因素导致增长不利

2009 年元洪门前步行街改造导致全年销售受到影响，实现主营业务收入 2.5 亿元，同比略有增长；2009 年实现转租收入 2400 万元左右；元洪店 2009 年租金支出由 1300 万元提升 2500 万元，成本提升但是收入增长缓慢，预计元洪 2009 年净利润从 2008 年的 1645 万元下滑至 500 万元左右。

元洪原计划 1 层引进家乐福，因物业条件不符合消防标准，最终未能兑现。公司为引进家乐福清理了原有的租户（原有租金 1000 万元），而原计划从家乐福收回的 800 万元左右租金一直未能实现。公司目前拟将此闲置的 1 万多平米沿街经营服饰等百货（租赁或者联营）。

2010 年元洪转租收入将引入大型餐饮企业增加 700-800 万元左右，同时去年一直闲置的面积将贡献租金收入或者毛利（联营）。元洪广场门前主要路段施工完毕，我们预计 2010 年元洪购物广场净利润在去年较低的基数上将增加 1000 多万元。

元洪购物广场总体经营面积约为 9.5 万平米，其中自营部分约为 4 万平米，目前出租率已经达到 95% 左右。与所在的台江区步行街商圈对应，元洪购物广场的经营档次相对较低，购物中心整体规划也不尽如人意；而且 2009 年受到修路的影响，人气进一步下滑，因此坪效比较低（2.5 亿元/4 万平米）。

2.4. 东方百货

东方百货的定位一直不是很清晰，以偏高端的服饰销售为主，但是整体购物环境与其定位并不协调，由于可以引进的偏高端品牌相对有限，有些品牌和东百商场重复，没有形成明显的差异化经营。东方百货 1 层和 2 层占整体销售收入的 70% 以上，2 层以上盈利能力弱。5 层的国美电器 2009 年 3 月租金到期之后，协商转至 7 层，营业面积缩小，租金由原来的 150 万元提升至 300 万元。东方百货 2009 年净利润约为 1000 万元。

2.5. 莆田三信广场

5 万平米，自己经营 1 万平米精品百货；其余 4 万平米为租赁，公司收托管费。商场今年难以盈利，但托管公司预计莆田三信广场将贡献 1000 万元左右的净利润。

3. 兰州商业地产项目——具体合同条款将于 1 个月之内公布

和兰州市政府一起成立项目公司，公司占权益比例为 51%-55%（还在协商之中，1 个月之内将签订合同）；兰州国际商贸中心项目位于兰州市七里河西站商圈内，以兰州友谊饭店为中心，及其周边的建兰饭店、建兰服装市场和建兰农贸市场区域内。总体项目规划为：占地 122 亩，其中住宅约 23 万平米，购物中心为 12 万平米，商铺 7-8 万平米，五星级酒店 5 万平米，共 48 万平米。

政府要求住宅、酒店、商场同时施工，住宅部分公司和兰州市政府按各自权益比例分配，购物中心和商铺归东百，五星级酒店归兰州市政府；公司认为住宅销售回笼资金即可满足购物中心的资本开支，相当于零成本获得一个购物中心。

住宅部分土地成本约为 2000 元/平米不到，建安成本约为 2000 元/平米左右；项目所在地位于兰州市老城区核心地段，预计住房售价在 8000-10000 平米左右，按照 8000 元/平米计算，公司按权益比例获得 12 万平米的住宅，则该部分利润约为 5.4 亿元。商铺中一部分将用于返还给原有商铺租户，一部分出售或者租赁可带来赢利。

进度方面：先要拆掉友谊饭店和建兰市场，均为政府企业拆迁阻力不大。购物中心层级较低先建，预计 2011 年下半年开业。总投入可能在 5-6 亿元，主要向银行借款，工

程款一般由工程队垫资。

兰州百货业竞争较为激烈，目前活跃在兰州市场的除本地百货兰州国芳百盛（合资）、兰州民百、亚欧商厦等，外地百货纷纷进入兰州市场，如新世界、西单商场、王府井、兰州时尚百盛（独立门店）。兰州国际商贸中心所在地靠近建兰步行街，附近学校、医院、小区密集，人口密度较大，随着西站商圈的日趋成熟，如果兰州国际商贸中心项目整体规划适当，将有较好的发展前景。

4. 盈利预测和投资评级

去年 12 月公布股权激励草案行权条件可能发生变化，业绩基准将提高（原来的草案公布的行权条件：母公司所有者的净利润为基数，行权限制期内扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润年复合增长率不低于 20%），证监会已经基本批准，1 个月之内将公告。

暂不考虑股票期权行权的影响，按照目前的总股本全面摊薄，预计 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.27 元、0.43 元、0.53 元。对应 2010 年、2011 年 PE 分别为 26 倍、21 倍，给予增持-A 的投资评级。

机会：今年业绩正常反弹，管理层股权激励到位后公司有做业绩的动力；兰州项目如果顺利进行，未来对公司整体业绩贡献较大。

风险：兰州项目实施过程中的不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-4-8		
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	1,529.8	1,924.5	2,284.4	成长性					
减: 营业成本	859.5	1,040.2	1,176.4	1,463.2	1,733.8	营业收入增长率	26.4%	22.3%	11.8%	25.8%	18.7%
营业税费	19.6	20.2	22.9	28.9	36.1	营业利润增长率	31.1%	39.8%	11.9%	54.6%	25.5%
销售费用	78.0	94.7	154.1	184.2	217.0	净利润增长率	46.3%	66.3%	-5.4%	55.8%	25.4%
管理费用	42.5	59.9	17.6	18.9	18.3	EBITDA 增长率	20.5%	28.7%	-0.7%	39.4%	20.8%
财务费用	32.9	38.5	30.5	32.0	34.0	EBIT 增长率	25.4%	33.3%	3.6%	45.0%	22.8%
资产减值损失	4.4	-2.1	2.0	2.0	-0.2	NOPLAT 增长率	33.0%	49.9%	-8.5%	42.5%	22.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.2%	5.2%	18.6%	3.9%	27.8%
投资和汇兑收益	-0.9	-3.8	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	14.8%	19.9%	18.3%	19.1%	20.1%
营业利润	80.9	113.1	126.5	195.6	245.6	利润率					
加: 营业外净收支	3.1	8.4	2.0	-1.0	1.0	毛利率	23.2%	24.0%	23.1%	24.0%	24.1%
利润总额	84.0	121.5	128.5	194.6	246.6	营业利润率	7.2%	8.3%	8.3%	10.2%	10.7%
减: 所得税	25.2	22.7	27.0	40.9	54.2	净利润率	5.3%	7.2%	6.1%	7.6%	8.0%
净利润	59.4	98.8	93.5	145.7	182.7	EBITDA/营业收入	12.6%	13.2%	11.7%	13.0%	13.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.2%	11.1%	10.3%	11.8%	12.2%
货币资金	113.2	166.6	329.4	388.4	355.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	152	123	107	80	64
应收帐款	76.9	72.3	99.0	152.0	177.0	流动营业资本周转天数	-50	-46	-27	-6	-2
应收票据	-	-	10.1	12.7	15.0	流动资产周转天数	72	64	89	102	97
预付帐款	11.9	13.8	19.3	20.8	22.5	应收帐款周转天数	10	5	4	7	10
存货	13.7	19.6	26.0	37.0	48.0	存货周转天数	4	4	5	6	7
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	305	268	245
可供出售金融资产	3.1	0.9	-	-	-	投资资本周转天数	136	108	108	95	93
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	86.7	103.8	104.0	104.0	104.0	ROE	12.8%	17.9%	15.6%	19.8%	20.6%
投资性房地产	172.6	141.4	154.0	150.0	145.0	ROA	5.3%	8.2%	7.4%	10.4%	11.9%
固定资产	464.6	469.5	438.7	417.8	397.1	ROIC	20.6%	34.3%	29.9%	35.9%	42.2%
在建工程	3.4	0.3	0.8	1.1	159.0	费用率					
无形资产	0.0	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	7.0%	6.9%	10.1%	9.6%	9.5%
其他非流动资产	165.1	221.9	197.6	198.0	198.2	管理费用率	3.8%	4.4%	1.2%	1.0%	0.8%
资产总额	1,111.3	1,210.0	1,378.9	1,481.8	1,621.3	财务费用率	2.9%	2.8%	2.0%	1.7%	1.5%
短期债务	335.0	375.0	500.0	450.0	400.0	三费/营业收入	13.7%	14.1%	13.2%	12.2%	11.8%
应付帐款	181.7	182.6	127.4	142.0	139.5	偿债能力					
应付票据	-	-	3.2	4.0	4.8	资产负债率	58.6%	54.4%	52.7%	47.6%	42.5%
其他流动负债	82.2	91.7	125.0	121.0	141.0	负债权益比	141.6%	119.5%	111.5%	90.8%	73.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.33	0.41	0.67	0.87	0.90
其他非流动负债	7.4	0.1	-	-	-	速动比率	0.31	0.38	0.63	0.81	0.83
负债总额	651.4	658.7	727.0	705.3	689.0	利息保障倍数	3.46	3.94	5.15	7.11	8.22
少数股东权益	1.3	1.2	9.2	17.2	26.9	分红指标					
股本	132.0	264.0	343.2	343.2	343.2	DPS(元)	-	-	0.05	0.08	0.11
留存收益	326.6	286.0	299.5	416.1	562.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	459.9	551.3	651.9	776.5	932.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	0.9%
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	93.5	145.7	182.7	EPS(元)	0.17	0.29	0.27	0.43	0.53
加: 折旧和摊销	48.6	60.2	22.4	22.5	22.6	BVPS(元)	1.34	1.61	1.90	2.26	2.72
资产减值准备	4.0	-2.1	2.0	2.0	-0.2	PE(X)	65.3	39.3	41.5	26.6	21.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	7.0	6.0	5.0	4.2
财务费用	24.8	32.9	32.1	30.5	32.0	P/FCF	93.7	47.1	24.2	51.0	-346.7
投资收益	0.9	3.8	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	3.5	2.8	2.5	2.0	1.7
少数股东损益	-0.7	-0.0	8.0	8.0	9.6	EV/EBITDA	10.2	15.8	20.8	14.6	12.0
营运资金的变动	-3.7	-17.0	-49.1	-39.8	-6.4	CAGR(%)	37.8%	24.9%	13.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	135.9	181.8	107.0	170.2	242.1	PEG	1.7	1.6	3.1	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-51.9	-100.7	-0.5	-1.9	-1.9	ROIC/WACC	2.2	3.7	3.2	3.9	4.5
融资活动产生现金流量	-102.7	-27.8	174.1	-111.1	-120.5	REP	1.6	1.8	2.3	1.8	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

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、责任的和法律依据或者凭证，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	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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