



上市公司年报及季报点评

研究报告
批发和零售贸易

增 持 维 持

东百集团 (600693)

2010 年 4 月 17 日

09 年净利润同比下降 16%，10 年一季度经营回暖显著

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘 鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

2010 年 4 月 16 日收盘于 10.97 元
6 个月目标价：11.85 元（调高）

年报及一季报概述：今日（2010 年 4 月 17 日）公司发布 2009 年报和 2010 年一季报，2009 年公司实现营业收入 15.59 亿元，同比增长 13.97%；实现利润总额 1.17 亿元，同比下降 4.08 %；实现归属于上市公司股东的净利润 8289 万元，同比下降 16.11%，扣除非经常性损益的净利润 7887 万元，同比下降 14.64%。

2009 年公司全面摊薄每股收益为 0.241 元，低于预期。净资产收益率为 14.50%，较去年同期减少 4.97 个百分点；公司 09 年归属于上市公司股东的每股净资产为 1.728 元，同比增长 7.8%。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 0.685 元，较去年同期增长了 29.25%，是当期 EPS 的 2.8 倍，属于商业零售板块的正常水平。

2010 年一季度公司实现营业收入 5.20 亿，同比增长 28.56%；实现归属于母公司的净利润 4354 万元，同比增长 40.32%，实现每股收益 0.127 元，每股经营活动产生的现金流净额为 0.065 元，较去年同期增长 127.03%，主要是由于公司销售增长较大所致。

简评和投资建议。由于公司主力门店均地处沿海的福建省，09 年尤其上半年受经济危机影响较大，导致其主力门店收入增速大幅放缓，同时毛利率水平也由于竞争加剧，打折促销频率和力度加大而大幅下降；另外再加上有效所得税率大幅上升以及营业外净收支的减少等因素，导致了公司归属于母公司股东的净利润同比下降了 16.11%，低于我们之前的预期。

但是从 09 年四季度以及今年一季度披露的数据看，公司经营状况回暖趋势较为明显，其中我们预计 09 年受经济危机影响较大的东百商场在低基数的背景下今年将有望实现收入和利润的较大增长；此外，我们认为如果公司的股权激励草案（行权条件为以公司 2009 年经审计的扣除非经常损益后归属于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%）能够得到批准并顺利实施，也有可能激励公司提升其业绩。

基于公司年报和一季报的数据以及最新的经营状况，**我们更新了公司 2010-11 年盈利预测，预计公司 2010-11 年营业收入有望分别达到 18.44 亿和 21.23 亿，同比增长分别为 18.24%和 15.12%；预计 2010-11 年归属于母公司股东的净利润分别同比增长 48.69%和 21.50%；预计 2010-11 年公司 EPS 分别为 0.359 元和 0.436 元，目前公司 10.97 元的股价对应 2010-11 年 PE 分别为 30.6 倍和 25.1 倍，估值处于整个零售板块中的平均水平，但考虑到公司未来外延扩张带来的业绩增长潜力以及如果股权激励成功实施后可能带来的释放业绩的动力，我们仍维持“增持”的投资评级，目标价也给予了一定溢价。**

2009 年报及 2010 年一季报分析：

1. 2009 年营业收入增长 13.97%主要来自于占比 98.45%的百货业务贡献收入的增长；福州地区百货业 2009 竞争激烈，促销活动频率较高、力度较大以及新开门店群升店收入占比的提升导致百货业务毛利率同比下降了 2.37 个百分点（参见表 1）。

2009 年公司营业收入同比增长 13.97%，其中占比 98.45%的百货业务增速达到 15.03%；公司百货业务收入的贡献主要仍来自于旗下位于福州地区的四家主力门店：东百商场由于受到金融危机的影响，增速放缓明显，在加大促销力度和改变促销方式的情况下全年也仅实现了 5.48%的增长；定位高端的东方百货则通过高端品牌的进一步引进保持了 23.48%的较高增速；东百元洪店由于受台江步行街改造以及 G 层租户整体迁出等因素影响，增速也放缓至 5.12%；08 年开始营业的东百群升店作为新开门店，为公司贡献了 7612 万元的外延收入增长。

09 年公司综合毛利率下降 2.42 个百分点，其中百货主业的毛利率下降 2.37 个百分点，我们认为这可能来自于以下几个原因：1）受金融危机影响，福州地区百货业 09 年尤其上半年竞争激烈，促销活动频率较高、力度较大；2）定位高端百货的东方百货收入增速较高，而定位大众百货、毛利率较高的东百商场增速较低；3）新开门店群升店收入占比的较大提升。

另外公司房产租赁、物业管理和酒店餐饮业务的营业收入和毛利率均有不同程度的上升，但由于这些业务占公司总收入比重较小，因此对公司总收入的提升作用不大。

表 1 东百集团 2009 年各业务营业收入及毛利率情况

	营业收入(万元)	同比增长 (%)	占比 (%)	毛利率(%)	毛利率变化 (%)
百货零售	143844	15.03	98.45	16.38	-2.37
房产租赁	810	45.35	0.55	-102.44	91.21
物业管理	511	17.46	0.35	73.33	38.90
酒店餐饮	690	3.82	0.47	80.21	2.31
广告信息	257	-6.03	0.18	58.03	1.46
合计	146112	15.06	100.00	16.29	-1.97

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从公司旗下各子公司收入利润情况看（参见表 2），东方百货实现主营收入 2.93 亿元，实现净利润 969 万元，同比均上涨 23.48%；元洪店由于前面所分析的周边市政改造、租户迁出以及物业租赁成本增加等因素导致实现主营收入 2.74 亿元，同比仅增长 5.12%，实现净利润 668 万元，同比下降 59.43%；群升店作为新开门店，全年新增收入近 7400 万元，但由于门店仍处于新店培育期，因此净利润仍亏损了近 500 万元。

表 2 东百集团控股子公司 2009 年经营情况

子公司	设立或收购	投资 (万元)	持股 (%)	20091231		2009		2008	
				净资产 (万元)	总资产 (万元)	主营收入 (万元)	同比增长 (%)	净利润 (万元)	同比增长 (%)
福建东方百货	2004	8000	100.00	11653	26845	29325	23.48	969	23.48
福建东百元洪购物广场	2007	2000	100.00	5657	15197	27424	5.12	668	-59.43
福建洲际大酒店	2006 年收购	463.53	100.00	-368	668	856	-13.21	91	-61.16
中侨（福建）房地产	2005 年收购	6452	100.00	-5979	26922	1718	-4.92	-325	--
福州东百广告	1993	200	95.00	845	890	257	-6.02	115	56.69
福建东百物业管理	1998	1000	99.50	1614	5165	935	181.05	560	18.69
福州百华房地产	1993	1800	85.00	1062	15316	508	17.41	-19	--
福建东百群升购物中心	08 年底试营	2182	100.00	-49	7023	7612	3176.70	-487	--
福州东柏物业管理	2004	100	99.05	1006	1156			11	-92.37

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 由于公司对销售和管理费用科目的重新归类，09 年公司两项费用占收入比重的单独数值波动较大，但整体看，2009 年公司销售和管理费用占比为 10.92%，同比下降了 0.37 个百分点，其中元洪店租金上涨、新增群升新店固定费用导致两项费用增加，但公司在降低费用节约成本方面所做的努力以及群升店第一年免租金的优惠条件使得费用率同比有所下降；此外，公司 09 年财务费用也减少了 800 多万元。

2009 年公司资产减值损失同增加了 300 多万元，主要是去年同期公司关联企业核销已无法收回的应收款项；另外，公司 09 年投资收益同比增加 400 多万元，主要是公司出售可供出售金融资产所致。

公司 09 年营业外收支净额同比减少 562 万元，主要是由于去年同期清理子公司无须支付应付款较大所致；而去年同期由于公司弥补以前年度股权投资损失从而所得税支出大幅减少，导致了 09 年公司的所得税费用增加 1000 多万元，有效所得税率增加了近 10 个百分点。

毛利率下降、有效所得税率大幅上升以及营业外净收支的减少导致公司在收入仍有两位数增长的情况下，归属于母公司股东的净利润同比下降了 16.11%。

3. 从 09 年四季度和 2010 年一季度单季度合并损益表数据看，公司经营状况回暖趋势进一步体现（参见表 3）。

09 年三、四季度以及 2010 年一季度，公司营业收入增速分别为 15.88%、21.59%以及 28.56%（除群升店和莆田店外延贡献增加外，母公司东百商场收入增速也达到 19.05%），不断提升的销售增速进一步体现了公司经营状况的回暖趋势；而从毛利率情况看，虽然公司在 2010 年毛利率同比仍下降 1.12 个百分点，但环比下降幅度有了明显收窄（09 年三、四季度分别同比下降 5.31 和 2.93 个百分点）；另外，公司 2010 年一季度销售和管理费用率同比下降了 1.06 个百分点，投资收益也因为股票投资实现的收益而增加 300 多万元；较好的收入增速以及费用率的下降使得公司 2010 年一季度营业利润和归属于母公司的净利润同比增速分别达到 41.45%和 40.32%。

表 3 东百集团单季度合并损益表分析（2008-1Q2010）

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
营业总收入(万元)	39472	27943	28671	40736	40420	32757	33224	49530	51965
同比增长 (%)	38.09	20.18	20.60	12.36	2.40	17.23	15.88	21.59	28.56
营业总成本(万元)	34844	26629	25694	37966	36253	30600	31238	46505	46479
营业成本(万元)	30128	21284	21102	31503	30956	25392	26218	39756	40378
营业成本/营业收入 (%)	76.33	76.17	73.60	77.33	76.59	77.52	78.91	80.27	77.70
营业税金及附加(万元)	533	359	474	655	557	438	508	633	643
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.35	1.29	1.65	1.61	1.38	1.34	1.53	1.28	1.24
销售费用(万元)	3060	1736	2048	2621	3744	3726	3408	4554	4306
销售费用/营业收入 (%)	7.75	6.21	7.14	6.43	9.26	11.38	10.26	9.19	8.29
管理费用(万元)	403	2372	1352	1862	396	341	529	331	463
管理费用/营业收入 (%)	1.02	8.49	4.72	4.57	0.98	1.04	1.59	0.67	0.89
财务费用(万元)	720	953	718	1461	599	746	575	1075	689
资产减值损失(万元)	0	-76	0	-136	0	-44	0	156	0
非经营性净收益(万元)	-119	-78	-81	-102	-164	78	-16	140	177
营业利润(万元)	4509	1235	2896	2668	4004	2235	1971	3166	5663
同比增长 (%)	79.18	-12.51	76.71	5.87	-11.21	80.89	-31.94	18.67	41.45
营业外收入(万元)	6	324	196	522	4	146	308	111	8
营业外支出(万元)	17	126	28	37	3	109	107	72	7
利润总额(万元)	4498	1433	3063	3154	4004	2272	2172	3205	5664
同比增长 (%)	81.28	-9.13	72.82	22.86	-10.98	58.55	-29.10	1.62	41.46
所得税费用(万元)	1097	-410	638	945	901	550	392	1514	1306
有效所得税率 (%)	24.39	-28.60	20.84	29.98	22.51	24.23	18.04	47.25	23.06
净利润(万元)	3401	1843	2425	2208	3103	1721	1780	1691	4358
同比增长 (%)	105.27	109.23	58.20	22.42	-8.77	-6.59	-26.59	-23.44	40.47
净利润率 (%)	8.62	6.59	8.46	5.42	7.68	5.25	5.36	3.41	8.39
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3417	1831	2426	2207	3103	1720	1774	1693	4354
同比增长 (%)	103.47	106.31	57.23	20.47	-9.20	-6.07	-26.89	-23.30	40.32
少数股东损益(万元)	-16	12	-1	1	0	2	6	-2	5
摊薄每股收益(元)	0.100	0.053	0.071	0.064	0.090	0.050	0.052	0.049	0.127

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 省内外扩张步伐的迈出有利于公司长期发展。

除巩固和加强福州地区 4 家主力门店的经营外，公司近期在省内外的外延扩张步伐也开始加大。

2009 年 10 月 20 日，公司公告租赁三信公司开发的莆田三信金鼎广场中的 1.8 万平米用于经营“莆田东百商场”，租赁期 15 年（2010/2/1-2025/1/31），免租期 6 个月，其后租金由基础租金和超额租金构成；另外公司将托管该广场另 3.4 万平米（地下 1、2 层及地上 1-5 层），托管期 15 年，托管收益由前期招商佣金、租金分成和物业管理费三部分组成，双方按约定比例和方式提取；目前莆田三信·金鼎广场已于 2010 年 2 月 9 日开始营业，我们预计该广场商场部分在今年培育期内会实现一定的亏损，但托管部分可直接对净利润产生正面贡献。

2010 年 3 月 12 日，公司公告与兰州市人民政府签订《兰州市人民政府与福建东百集团合作建设兰州国际商贸中心框架协议》，约定双方共同投资合作建设“兰州国际商贸中心”。公司将负责整个项目建设全部资金的筹集，按期保质保量完成项目建设内容。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，占地面积约为 122 亩；该项目总投资预计在人民币 42 亿元以内，由东方百货购物中心、五星级酒店和商住区三部分构成；项目建成后将成为兰州规模最大、档次最高、业态最全的复合型商业地产项目，是集零售、餐饮、酒店、娱乐、金融、商务、住宅、文化休闲为一体的中休闲购物区。我们认为该项目既是公司跨出福建省外进行主业扩张的第一步，也符合其“一体二翼”（以百货零售为主体，商业地产、金融创投为两翼）的发展战略。由于该项目未有具体事项的披露，我们将在未来对其做密切的跟踪。

5. 盈利预测更新和投资建议。公司在 2009 年报中也提出了 2010 年公司的经营目标：“2010 年，公司将坚持“一体二翼”的扩张战略，通过对“资本运作、商业地产开发、商业运营”三个商业核心供应链的整合运作，降低企业的开发、运营成本，提高企业的综合盈利能力；一方面，公司继续坚持做强福建区域市场的发展战略，另一方面，公司将大力继续推进企业的连锁扩张战略，以物业租赁、管理输出加上商业地产开发经营等方式，扩张区域将从省内发展到省外。通过上述努力，2010 年公司将争取完成商品零售额 20 亿元，营业总收入争取达到 17.7 亿元以上，争取营业总成本控制在 16.2 亿元以内，拓展新店 1-2 家。”

从今年一季度披露的数据及目前的经营状况看，公司经营状况回暖趋势较为明显，其中我们预计 09 年受经济危机影响较大的东百商场在低基数的背景下今年将有望实现收入和利润的较大增长；此外，我们认为如果公司的股权激励草案（行权条件为以公司 2009 年经审计的扣除非经常损益后归属于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%）能够得到批准并顺利实施，也有可能激励公司提升其业绩。

基于以上分析，我们更新了公司 2010-11 年盈利预测，预计公司 2010-11 年营业收入有望分别达到 18.44 亿和 21.23 亿，同比增长分别为 18.24%和 15.12%；预计 2010-11 年归属于母公司股东的净利润分别同比增长 48.69%和 21.50%；预计 2010-11 年公司 EPS 分别达到 0.359 元和 0.436 元（参见表 4），目前公司 10.97 元的股价对应 2010-11 年 PE 分别为 30.6 倍和 25.1 倍，估值处于整个零售板块中的平均水平，但考虑到公司未来外延扩张带来的业绩增长潜力以及如果股权激励成功实施后可能带来的释放业绩的动力，我们仍维持“增持”的投资评级，给予了有一定溢价的目标价。

表 4 是我们更新的对东百集团的合并损益表的预测。

表 4 东百集团合并损益表及预测（20100417 更新）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	111863	136821	155932	184380	212251
同比增长 (%)	26.38	22.31	13.97	18.24	15.12
营业总成本(万元)	103687	125133	144595	167936	192274
营业成本(万元)	85949	104017	122322	142710	163964
营业成本/营业收入 (%)	76.83	76.02	78.45	77.40	77.25
营业税金及附加(万元)	1963	2022	2136	2581	2972
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.76	1.48	1.37	1.40	1.40
销售费用(万元)	7801	9466	15431	17701	20058
销售费用/营业收入 (%)	6.97	6.92	9.90	9.60	9.45
管理费用(万元)	4252	5989	1598	1844	2080
管理费用/营业收入 (%)	3.80	4.38	1.02	1.00	0.98
财务费用(万元)	3286	3852	2996	3100	3200
资产减值损失(万元)	436	-212	112	0	0
非经营性净收益(万元)	-88	-380	39	0	0
营业利润(万元)	8087	11308	11375	16444	19978
同比增长 (%)	31.09	39.82	0.59	44.56	21.49
营业外收入(万元)	743	1047	569	0	0
营业外支出(万元)	433	208	291	0	0
利润总额(万元)	8397	12148	11652	16444	19978
同比增长 (%)	41.72	44.66	-4.08	41.12	21.49
所得税费用(万元)	2523	2271	3358	4111	4994
有效所得税率 (%)	30.05	18.69	28.82	25.00	25.00
净利润(万元)	5874	9877	8294	12333	14983
同比增长 (%)	47.48	68.14	-16.02	48.69	21.49
净利润率 (%)	5.25	7.22	5.32	6.69	7.06
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5942	9881	8289	12324	14973
同比增长 (%)	46.29	66.30	-16.11	48.69	21.50
少数股东损益(万元)	-68	-4	6	9	10
摊薄每股收益(元)	0.173	0.288	0.241	0.359	0.436

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

东百集团 2009 年三季报点评：综合毛利率下降导致三季度利润下滑，股权激励能否有效启动关系未来成长（维持，增持）20091024

东百集团 2009 半年报点评：二季度经营回暖，但完成年初经营目标压力仍很大，具有一定估值优势（增持，维持）20090831

东百集团 2008 年报及 2009 一季报点评：09 年一季度收入增长停滞 利润负增长（增持，维持）20090418

东百集团业绩快报点评：2008 年收入利润增长逐季度递减（增持，维持）20090411

东百集团公告点评：高管间接持有公司股权有利于中长期发展（增持，维持）20090302

东百集团 2008 年业绩预增公告点评（增持，维持）20090118

东百集团 2008 年三季度预增公告点评：市场过度担忧短期销售增长放缓，投资价值凸现（增持，维持）20081009

东百集团 2008 年中期报告点评：业绩增长符合预期，前景增长明确（增持，维持）20080803

东百集团业绩预增点评（增持，首次）20080606

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。