

百货零售



向涛

证书号: S0190209080152

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

东百集团 (600693)

多点开花保证业绩高增长

强烈推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2010-7-20
收盘价(元)	10.90
52周最高/最低(元)	12.07/7.11
总股本(百万股)	343.22
流通股本(百万股)	280.69
总市值(百万元)	3741.13
流通市值(百万元)	3059.54
每股净资产(元)	1.85

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1559	1939	2267	2573
同比增长(%)	14.0%	24.4%	16.9%	13.5%
净利润(百万元)	83	138	172	198
同比增长(%)	-16.1%	66.3%	25.2%	14.6%
毛利率(%)	21.6%	22.0%	21.9%	21.6%
净利率(%)	5.3%	7.1%	7.6%	7.7%
每股收益(元)	0.24	0.40	0.50	0.58
每股经营现金流(元)	0.68	0.70	0.86	0.94

股价走势



投资要点

- **上半年维持高速增长趋势。**上半年公司各门店销售收入维持高速增长，增速由高到低依次是群升店、东方店、东街口店、元洪店。我们预计上半年公司收入增速有望达到 25% 左右，测算 EPS 在 0.2 元左右。
- **成熟门店有望体现规模效益。**预计东街口店和东方店上半年收入增速分别在 15% 和 20% 左右，两家门店费用相对固化，因此利润增长有望上新台阶，规模效益得以体现。
- **元洪店业绩拐点已然显现。**元洪店受市政规划和自身品牌结构调整影响，上半年百货部分收入增速较低；租赁部分已经基本招租完毕，考虑装修免租期预计今年贡献租金收入在 3500 万左右，明年完整年度贡献租金可在 4500 万以上；群升店上半年收入同比增长约 200%，但 2 楼以上品牌销售仍是短板，预计该店今年略有盈利；莆田店今年新开业，预计百货部分实现盈亏平衡，招商和招租贡献收益在 500 万左右。
- **盈利预测与估值。**不考虑公司兰州项目投入，丰富房地产项目结算可能带来的一次性收益增厚，我们预测公司 2010-2012 年主业贡献 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元、0.58 元，对应动态 PE 分别为 27X、22X、19X，我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级。
- **投资风险。**元洪、莆田店租金收入确认不达预期，群升店改造进度低于预期。

相关报告

《东百集团 (600693): 股权激励方案获批》2010-6-30

《东百集团 (600693): 2010 年将是效益年》2010-4-18

《东百集团 (600693): 股权激励草案点评》2009-12-21

1、公司最新经营概况

我们近日对公司进行了实地调研，并走访了各家主要门店。

上半年公司四家可比门店销售收入维持高速增长，增速由高到低依次是群升店、东方店、东街口店、元洪店。我们预计上半年公司收入增速有望达到 25% 左右，测算 EPS 在 0.2 元左右。

从利润来看，今年成熟门店中东街口店、东方店有望上一个新的台阶；元洪店周边规划改造基本结束，业绩拐点已然清晰；群升店 2 楼以上销售是其短板，仍然在规划调整中；今年开业的莆田店预计盈亏平衡，但会有招商招租收益入账。

此外，公司各家门店内部品牌也都在进行着不同程度的调整，未来若能成功当为公司内生增长打下基础。

2、各主要门店经营情况分析

2.1 东街口店：收入利润上新台阶

目前在东街口商圈主要的百货店有三家，分别是公司的东街口店、东方店以及大洋百货东街口店。东街口店是公司收入和净利润占比最高的门店，09 年分别达到 60% 和 85% 以上。公司未来的规划是将东街口店打造成与大洋百货看齐的流行时尚百货店，目标客户群是年青时尚的消费者。

上半年收入维持两位数增长

东街口店今年一季度收入增速约在 17%，预计上半年收入增速维持在这一水平。作为一家成熟门店，东街口店今年收入增长恢复到两位数（2008、2009 年收入增速分别为 10.5%、5.5%），主要得益于去年同期较低的基数。

未来增长动力来自内部品牌结构调整

相比于同处东街口商圈的竞争对手大洋百货，东街口店过去的定位偏中老龄化，近年来该店一直在进行品牌结构调整，尝试转型为流行时尚百货，突破口选择在化妆品和女装方面。

现阶段大洋百货（东街口店）一年含税销售在 6-7 个亿，其中单化妆品的销售就达到 1.6-1.7 个亿，占比接近 30%；东街口店一年含税销售 9.98 个亿（不含税 8.5 个亿），化妆品销售额不到 1 个亿，占比 10% 不到，公司未来计划引进国际主流的高端化妆品牌（包括迪奥、雅诗兰黛、兰蔻、香奈儿等），提升化妆品部门的品牌档次。

公司将在 8、9 月对女装品牌进行新一轮的调整，包括继续引进国内一线的主流品牌。

此外，今年 7 月 23 日东街口店底层将有面积近 2000 平米的东百超市开业，定位在精品超市，公司寄望依托更加多样化的销售结构来提升其购物卡的覆盖面。

收入利润有望上新台阶

我们认为，在经过 2009 年的盘整后，今年东街口店收入和净利润有望新上一个台阶，主要是得益于去年的低基数，门店定位的持续转型。

表 1、东街口店收入及净利润预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	76,817	84,916	89,573	103,009	115,370	126,907
YOY	15.4%	10.5%	5.5%	15.0%	12.0%	10.0%
营业成本（万元）	58,686	64,704	69,943	80,347	89,988	98,987
毛利率	23.6%	23.8%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
营业面积（万平米）	4	4	4	4	4	4
坪效（元/平米）	19,204	21,229	22,393	25,752	28,842	31,727
净利润（万元）	4,341	6,390	6,727	8,593	10,036	11,452
YOY	12.7%	47.2%	5.3%	27.7%	16.8%	14.1%
销售净利润率	5.7%	7.5%	7.5%	8.3%	8.7%	9.0%

资料来源：公司年报，调研，兴业证券研发中心

2.2 东方店：有望开始体现规模效益

定位精品百货

东方店定位精品百货，与东街口店错位经营，主要针对福州地区有一定收入基础的中产阶级。

与东街口店一样，今年东方店在 8、9 月份也会做品类调整，重点在女装，明年 3、4 月份将做更大幅度的品牌调整，包括一楼继续引进国际一线品牌（与群升店的顶级品牌有差别），2 楼以上做国际二线品牌。

今年下半年公司将对东方店的外立面进行翻新，预计开支在 1000 万左右，未来分期摊销。

规模效益行将体现

我们预计东方百货 2010 年上半年收入增速在 20% 左右，略低于去年全年增速（23.5%）。在经过多年经营后，东方店目前费用成本开支基本固化（我们预计 09 年包含折旧费用开支在 4500 万左右），因此该店收入继续维持高速增长有望产生规模效益。我们预计今年东方店净利润有望迎来高增长。

表 2、东方店收入及净利润预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	29,325	35,190	40,468	44,515
YOY	23.5%	20.0%	15.0%	10.0%
营业成本（万元）	23,460	28,152	32,375	35,612
毛利率	20%	20%	20%	20%
营业面积（万平米）	2	2	2	2
坪效（元/平米）	14,662	17,595	20,234	22,258
净利润（万元）	969	1,490	2,017	2,368
YOY	23.5%	53.7%	35.4%	17.4%
销售净利润率	3.3%	4.2%	5.0%	5.3%

资料来源：公司年报，调研，兴业证券研发中心

2.3 群升店：收入高增长，短板需弥补

上半年收入同比增长 200%

群升店是上半年公司 4 家可比门店中收入增速最快的一家，预计上半年收入同比增长约 2 倍，含税在 8000 万左右（去年全年 8000-9000 万的含税收入）。该店 08 年底开业，09 年是第一个完整经营年度，因此我们认为高增长主要还是源于去年同期较低的基数。

调结构，补短板

群升店定位高端百货，一楼拥有包括 Gucci、Burberry 等品牌，目前一楼品牌对该店收入贡献巨大，我们预计占全部收入的一半以上。2-4 楼定位相对模糊，经营情况不佳，是该店经营短板所在。

群升店营业面积在 3 万平米，共有 6 层，09 年的时候该店 1-5 楼营业，6 楼未开业。目前公司已经将 5 楼（原经营家居、床上用品为主）停业，与 6 楼一起规划出租做餐饮，以吸引人气来拉动 2-4 楼的销售额，预计年内有望营业。

预计群升店今年略有盈利

我们预计群升店今年有望实现营业收入 1.5 个亿，略有盈利贡献。

表 3、群升店收入及净利润预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	7,612	15,000	20,000	25,000
YOY	3177%	97%	33%	25%
营业成本（万元）	6,623	13,050	17,200	21,500
毛利率	13.0%	13.0%	14.0%	14.0%
营业面积（万平米）	3	3	3	3
坪效（元/平米）	2,537	5,000	6,667	8,333
净利润（万元）	-487	150	375	488
YOY		130.8%	150.0%	30.0%
销售净利润率		1.0%	1.9%	2.0%

资料来源：公司年报、调研，兴业证券研发中心

2.4 元洪店：业绩拐点已然清晰

元洪店建筑面积超过 9 万平米，地处台江区滨江休闲区，超大的体量和优越的位置使得该店具备极强的可塑性，是市场对公司寄予期望最高的一家门店。

市政改造基本完工

公司接手元洪店在 2007 年年中，08 年该店收入同比增长 103%，09 年仅增长 7.8%，主要是受到当年二季度开始的台江区步行街规划改造的影响。

截止 2010 年春节步行街改造已经完成，原步行街被拆除改造成双向 6 车道，恢复交通功能；同时将步行街移至现江滨路解放大桥至闽江大桥段，未来规划建设滨江旅游街区，目前该街区基础设施已经做完，项目配套设施还在改善中。

图 1、台江区步行街改造规划图



资料来源：公司调研，兴业证券研发中心

百货业务仍然具备极大可塑性

元洪店中公司自主经营百货面积在 4 万平方米左右，09 年实现收入约 2.5 亿元，今年上半年收入增幅在 15% 以下，是 4 家可比门店中增幅最低的。我们认为原因有二：一是步行街去年二季度开始改造，今年春节期间才基本结束，一定程度上制约了收入的增长；二是该店百货定位并不清晰，尚未完全抓住台江区消费主流（以青年为主）。

公司现阶段也在调整元洪店百货经营的品牌结构，主要是增加女装、女鞋经营面积，压缩童装部分，以求更加时尚化。未来时机成熟后该店会考虑引进 H&M、Zara、优衣库等品牌。

与东街口店类似，未来公司会在该店开出东百超市，面积约 2000 平米，目的是使元洪店的销售结构多元化。我们预计今年元洪店百货部分有望实现 3 亿元的销售额。

租赁业务基本调整到位

目前元洪广场可租赁面积在 4.5 万平米，09 年以来公司租赁结构调整主要包括：负一楼，原来计划做超市，现在成为了“中国男士品牌馆”，主要出租给国内一线品牌男装；5-6 楼，原来无效的租赁面积或者空置面积已经出租给了众多餐饮品牌；1-4 层对部分租户进行了重新规划和提升。

09 年元洪广场出租部分收入在 2000 万元，2010 年出租率有很大提高，到目前为止已经基本实现满租，但是由于部分商户刚刚调整到位或者签约，还有一个装修免租期，因此年化下来出租率要略低，我们预计在 70% 左右。我们预计今年租金收入在 3500 万以上，明年完整年度收取租金在 4500 万以上。

拐点可见，静待爆发

结合最新百货和租赁物业经营情况，我们认为元洪店从 2010 年开始业绩拐点已然清晰，2011 年收取租金可贡献完整年度，业绩有望出现爆发。

表 4、元洪店收入及净利润预测

		2009A	2010E	2011E	2012E
百货部分	营业收入（万元）	25,424	29,237	36,547	43,856
	YOY	7.8%	15%	25%	20%
	营业成本（万元）	20,339	23,390	29,237	35,085
	毛利率	20.0%	20%	20%	20%
	营业面积（万平米）	4.00	4.00	4.00	4.00
	坪效（元/平米）	6,356	7,309	9,137	10,964
租赁部分	可租面积（万平米）	4.50	4.50	4.50	4.50
	单位租金（元/平米.月）		100	100	100
	出租率		70%	90%	90%
	租金收入（万元）	2,000	3,780	4,860	4,860
	租金毛利率	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	净利润（万元）	692	2,593	4,213	5,030
	YOY		274.7%	62.5%	19.4%
	销售净利率	3.9%	7.9%	10.2%	10.3%

资料来源：公司年报、调研，兴业证券研发中心

2.5 莆田店：今年招商招租收益可确认

莆田店 2010 年 2 月开业，是公司离开福州市场后的第一家异地门店。

该店位于莆田市步行街金鼎购物广场内，营业面积在 1.8 万平方米左右，上半年 5 个经营月度该店实现收入 3500 万，我们预计全年收入在 7000 万上下。该店租赁期 15 年，年租金 600 万，我们预计全年百货业务盈亏平衡。

除百货业务外，金鼎购物广场开发商还将剩余 3.2 万平米托管给东百集团负责招商，协议约定今年招租率超过 70% 时东百可从总租金中提取 2 个月作为一次性招商费收入，并且每年可以按年租金总额的 10% 计提分成。

目前金鼎购物广场招租情况理想，出租率已经超过 75%，预计全年有望实现满租，公司招商费收益有望确认。

表 5、莆田店收入及净利润预测

		2010E	2011E	2012E
百货部分	营业收入（万元）	7,000	9,100	11,830
	YOY		30.0%	30.0%
	营业成本（万元）	5,950	7,735	10,056
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%
	营业面积（万平米）	1.8	1.8	1.8
	坪效（元/平米）	3,889	5,056	6,572
	百货部分净利润（万元）	-	146	275
	百货部分销售净利润率		1.6%	2.3%
租赁部分	可租面积（万平米）	3.2	3.2	3.2
	单位租金（元/平米.月）	90	90	90
	出租率	75%	95%	95%
	租金收入（万元）	2,592	3,283	3,283

	租金提成(万元)	259	328	328
	招商费收入(万元)	432		
	税后招租收益合计(万元)	518	246	246
合计	净利润合计(万元)	518	392	521
	YOY		-24.4%	33.0%

资料来源: 公司年报、调研, 兴业证券研发中心

3、其他业务分析

兰州项目

公司此前公告了兰州商业住宅开发项目, 目前公司已经出资与兰州市政府合资成立了项目公司, 公司持有 51% 股份, 兰州市政府以土地出资持有 49% 股份。

项目开发主体包括一个居民住宅(体量在 22 万平方米左右)、一个大型购物中心(约 10 万平方米)以及一个五星级酒店, 建成后未来居民住宅出售收益由公司与政府按股权比例分享, 购物中心交给东百经营。项目预计从 2011 年开始动工, 2 年内所有项目主体要完工, 我们预计商业部分开业要到 2013 年。

丰富房地产项目

公司持有福州丰富房地产公司 35% 股权, 该公司的房地产项目有望今年动工, 明年实现预售贡献投资收益, 项目总建筑面积 15 万平米。

目前福州房屋均价超过 1 万, 该项目地段较好, 售价有望超过 1 万。我们按 1 万元销售均价, 项目有望实现销售 15 个亿, 粗略按 25% 项目净利率计算, 可贡献净利润 3.75 万元, 贡献给公司的权益净利润 1.3 亿元, 对应 EPS0.35 元以上。

4、盈利预测与估值

营业收入假设

如下表所示, 预计 2010-2012 年公司营业收入同比增长 24.4%、16.9%、13.5%;

表 6、公司营业收入假设

单位: 万元		2009A	2010E	2011E	2012E
东街口店	营业收入	89,573	103,009	115,370	126,907
	YOY	5.5%	15.0%	12.0%	10.0%
东方店	营业收入	29,325	35,190	40,468	44,515
	YOY	23.5%	20.0%	15.0%	10.0%
群升店	营业收入	7,612	15,000	20,000	25,000
	YOY	3177%	97%	33%	25%
元洪店	营业收入	27,424	33,017	41,407	48,716
	YOY	8%	20%	25%	18%
莆田店	营业收入		7,691	9,428	12,158
	YOY			22.6%	29.0%
	其他收入	2,000			
合计	营业收入	155,933	193,907	226,673	257,296
	YOY		24.4%	16.9%	13.5%

资料来源: 公司年报, 兴业证券研发中心

毛利率假设

根据我们此前各门店分拆分析，我们假设得到公司 2010-2012 年三年的综合毛利率分别为：22.0%、21.9%、21.6%；

三项费用假设

不考虑兰州项目投入，公司现阶段没有更多大额资本支出，未来会有部分店面的装修，分期摊销。

租金方面，元洪店未来 3 年租金稳定在 2500 万，群升店 2011 年租金从 800 万提升到 1100 万，其余门店租金和折旧稳定；

我们预计未来 3 年公司销售费率会随着销售规模增加有进一步下降，三项费用率预测如下：

表 7、三项费用率假设

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售费率	9.90%	9.20%	8.90%	8.60%
管理费率	1.02%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费率	1.92%	0.91%	0.46%	0.35%

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

所得税率假设

假设未来三年公司实际所得税率为 25%

暂不考虑公司兰州项目投入，丰富房地产项目结算可能带来的一次性收益增厚，我们预测公司 2010-2012 年主业贡献 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元、0.58 元，对应动态 PE 分别为 27X、22X、19X，我们维持“强烈推荐”的投资评级。

投资风险。元洪、莆田店租金收入确认不达预期，群升店改造进度低于预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	442	438	600	825
货币资金	363	352	515	738
交易性金融资产	6	0	0	0
应收账款	13	19	21	24
其他应收款	28	29	24	19
存货	17	18	17	17
非流动资产	938	901	884	850
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	105	109	129	129
投资性房地产	157	138	144	142
固定资产	451	441	423	405
在建工程	4	4	3	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	1380	1339	1485	1674
流动负债	785	606	631	675
短期借款	454	250	250	250
应付票据	0	0	0	0
应付账款	185	182	195	222
其他	147	175	187	203
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	785	606	631	675
股本	343	343	343	343
资本公积	35	35	35	35
未分配利润	108	232	335	462
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	594	732	853	1000
负债及权益合计	1380	1339	1485	1674

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	83	138	172	198
折旧和摊销	68	60	61	61
资产减值准备	1	-2	1	-0
无形资产摊销	32	35	35	35
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	18	10	9
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	84	39	40	57
经营活动产生现金流量	264	239	294	322
投资活动产生现金流量	-38	-28	-69	-40
融资活动产生现金流量	6	-221	-62	-60
现金净变动	232	-10	163	222
现金的期初余额	167	363	352	515
现金的期末余额	399	352	515	738

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1559	1939	2267	2573
营业成本	1223	1513	1770	2017
营业税金及附加	21	27	32	36
销售费用	154	178	202	221
管理费用	16	19	23	26
财务费用	30	18	10	9
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	114	184	230	264
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	117	184	230	264
所得税	34	46	57	66
净利润	83	138	172	198
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	83	138	172	198
EPS (元)	0.24	0.40	0.50	0.58

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.0%	24.4%	16.9%	13.5%
营业利润增长率	0.6%	61.5%	25.2%	14.6%
净利润增长率	-16.1%	66.3%	25.2%	14.6%
盈利能力(%)				
毛利率	21.6%	22.0%	21.9%	21.6%
净利率	5.3%	7.1%	7.6%	7.7%
ROE	14.0%	18.9%	20.2%	19.8%

偿债能力(%)

资产负债率	56.9%	45.3%	42.5%	40.3%
流动比率	0.56	0.72	0.95	1.22
速动比率	0.54	0.69	0.92	1.20

营运能力(次)

资产周转率	120.4%	142.7%	160.6%	162.9%
应收帐款周转率	11503.1	12004.4	11122.2	11158.3

每股资料(元)

每股收益	0.24	0.40	0.50	0.58
每股经营现金	0.68	0.70	0.86	0.94
每股净资产	1.73	2.13	2.48	2.91

估值比率(倍)

PE	45.4	27.3	21.8	19.0
PB	6.3	5.2	4.4	3.8

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。