

经营稳健，志存高远，向跨区域公司转型

——东百集团(600693)调研简报

核心观点

1、福州市场的领军企业。福州市目前主要的百货门店在 12 家左右，收入 30 亿元；公司现有的 5 家门店中有 4 家位于福州市，分别是东百东街店、东方东街店、东百元洪店和东方群升店，上述四家门店 2009 年实现收入 16 亿元；占福州市百货收入的 53%，市场份额一枝独大。

2、积极向福州之外的地区拓展。2010 年 2 月份，公司在莆田市开设第一家外地门店；2010 年 3 月份又与兰州市政府签订共同投资合作建设“兰州国际商贸中心”项目的框架协议书，公司正式进入兰州市场；此外，公司未来极有可能在厦门、龙岩等地区继续拓展新店，且不排除采取收购当地成熟门店的方式进行扩张。

3、主力门店保持稳健增长。东百东街店和东方东街店是公司的主力门店，根据与公司的沟通情况，2010 年两家门店收入增速分别达到 20% 和 15%；两家门店合计贡献的净利润贡献有望达到 9200 万以上；从消费升级角度来看，未来通过对两家门店继续实施商品经营品类和档次的提升，净利润仍有较大提升空间。

4、次新店逐步度过培育期，业绩释放可期。公司分别于 2007 年新开元洪店和 2008 年末新开群升店；目前元洪店百货调整基本完成，下半年将完成超市和酒店业务的配套入驻，业绩将进入高速增长期，预计 2010 年净利润将达到 2200 万左右，同比增长 230%；群升店 2010 年将达到盈亏平衡，不再对公司总体净利润形成拖累。

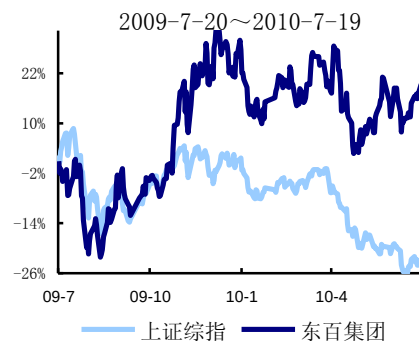
5、新开店铺略有亏损，2011 年即可实现盈利。今年 2 月份新开的莆田店，采取了“租赁+托管”的经营方式，是公司进行对外扩张新模式的积极探索；其特点是投入小，见效快；预计今年略有亏损，2011 年将实现小幅盈利。

6、参股的房地产业务将增厚未来投资收益。公司目前持有福州丰富房地产公司开发的“琴亭湖畔”项目 35% 的股份，该项目包括 13.70 万平米住宅面积和 3462 平米的商铺面积，预计 2011 年开始确认收益；简单测算，公司未来可从该项目累计获得 1 亿元左右的投资收益。

7、股权激励计划获得实现是大概率事件。股权激励计划的行权条件相对宽松，管理层若实现持股，对公司的长远发展形成利好。

8、盈利预测和评级。暂不考虑兰州项目和投资收益的影响，我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.42 元和 0.55 元，对应的动态市盈率分别为 26 倍和 20 倍；给予公司“短期_推荐，长期_A”投资评级，建议积极关注。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	34322.26
流通A股(万股)	28069.17
52周内股价区间(元)	7.01-12.28
总市值(亿元)	37.41
总资产(亿元)	13.80
每股净资产(元)	1.73
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	1,368	1,559	1,970	2,367
同比增速	22%	14%	26%	20%
净利润(百万)	99	83	146	187
同比增速	68.14%	-15.89%	75.62%	28.66%
EPS(元)	0.29	0.24	0.42	0.55
P/E	38	45	26	20

研究员:徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、经营情况分析：

1.1 莆田店经营模式

莆田店采取租赁+托管的经营方式，是公司对外扩张新模式的积极探索。莆田店位于当地最高档的购物中心——金鼎购物中心之中，是莆田地区最高档的购物中心；公司采取了租赁+输出管理的方式进行经营；公司租赁 1.8 万平米进行百货自营，并对剩余物业面积（主要包括 2 万平米的沃尔超市和 3.2 万平米的独立商铺）进行管理；收入来源于除了自身经营的百货面积之外，公司对受委托管理的经营面积每年提取 10% 的租金提成，预计 2010 年收入达到 8000 万左右，（其中，租金提成大约在 300 万左右）；净利润小幅亏损；2011 年有望实现小幅盈利。

1.2 兰州项目

1) 2010 年 3 月份公司与兰州市政府签订“兰州国际商贸中心”项目协议书，双方成立合资公司，其中，东百集团持股 51%，兰州市政府持股 49%。

2) 该项目位于兰州市七里河西站商圈内，占地 122 亩；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，建设周期 2-3 年，规划建设 12 万平 shopping mall、8 万平五星级酒店、20 万平以上住宅、4 万平商铺。

3) 项目总地价约 10 亿元（含拆迁成本）、建设成本约 15 亿元，兰州市政府负责以友谊饭店土地净地投入，将项目规划建设范围内的现有建筑全部拆除，落实招商引资优惠政策，公司负责整个项目建设全部资金的筹集及项目建设。

4) 建成后住宅和商铺出售；shopping mall 由公司经营；酒店由兰州市政府经营；公司会对各项目进行协调安排，除了以公司现有资金进行投入外；通过出售住宅项目获得的售房款（根据简单测算，住宅项目的收入达到 15 亿元左右），也将补充后续项目的现金流；预计 shopping mall 投入运营后，销售规模有望达到 10 亿元以上。

5) 短期来看，兰州项目对公司业绩不产生影响；但从长远来看，将大大提升公司的收入规模和盈利水平。

1.3 股权激励计划

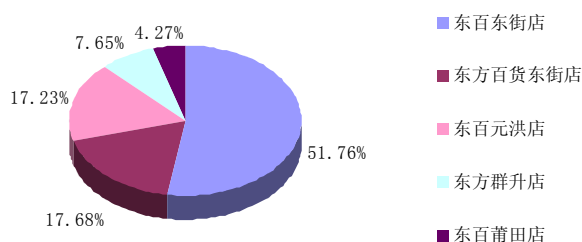
股权激励计划实施的主要条件有两个方面：第一，以 2009 年扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润为基数，行权限制期内扣除非经常损益后归属于母公司所有者的净利润年复合增长率不低于 20%；第二，行权限制期内扣除非经常损益后年平均加权平均净资产收益率不低于 10%。我们认为，上述行权条件较为宽松，管理层实现持股是大概率事件，这对公司的长远发展形成利好。

表 1：公司门店基本情况

门店名称	开业时间	面积(平米)	物业	定位	位置	主要竞争对手
东百东街店	1957	40,000	自有	中高端百货	东街口商圈	大洋百货、新华都百货
东方东街店	2004-10-1	30,000	自有	高端精品百货	东街口商圈	大洋百货、新华都百货
东百元洪店	2007-5-1	70,000	租赁	大众百货	台江商圈	周边服装批发市场
东方群升店	2008-12-26	34,000	租赁	高端和奢侈品百货	台江商圈	
东百莆田店	2010-2-7	18,000	租赁	流行百货，定位中高端	莆田步行街	

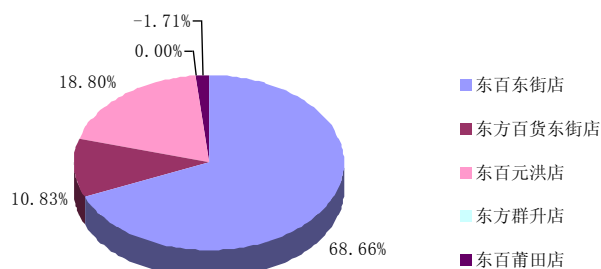
数据来源：国都证券研究所

图 1: 各门店收入占比情况



资料来源: 公司年报、国都证券研究所

图 2: 各门店净利润占比情况



资料来源: 公司年报、国都证券研究所

2、业绩预测:

2.1 收入预测假设

- 1、东百东街店 2010 年—2011 年的收入增速分别达到 15%和 12%;
- 2、东方东街店 2010 年—2011 年的收入增速分别达到 20%和 15%;
- 3、元洪店 2010 年—2011 年的收入增速分别达到 20%和 40%;
- 4、群升店 2010 年—2011 年的收入增速分别达到 100%和 30%;
- 5、莆田店 2011 年的收入增速达到 30%;
- 6、百货以外的其他业务 2010 年—2011 年的收入增速均保持在 10%;

2.2 毛利率假设

毛利率呈现出稳步提升的态势,一方面是受益于促销打折活动的减少;另一方面,受益于元洪店、群升店和莆田店总体盈利水平的提升;我们预计 2010 年—2011 年的综合毛利率分别保持在 22.9%和 23%的水平。

2.3 期间费用率和所得税率假设

在不考虑新开门店的条件下,公司总体的期间费用率将呈现逐步下降的态势,主要是由于前期新开店的开办费用在当年已经一次性计提,维持正常运转所需的费用相对刚性;受益于各个门店收入快速增长带来的基数扩大效应,期间费用率将明显下降,我们预计 2010 年—2011 年的期间费用率分别保持在 11.8%和 11.2%的水平。

所得税率方面,按 25%的水平进行计算。

表 2: 收入预测表

营业收入(万)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
东街口店	50,635	66,593	76,817	84,916	89,573	103,009	115,370
东方店	10,662	15,430	19,864	23,749	29,324	35,189	40,467
元洪店			12,580	26,089	27,423	32,908	46,071

群升店				232	7,612	15,224	21,314
莆田店						8,500	11,050
百货合计	61,297	82,023	109,261	134,986	153,932	194,829	234,271
其他业务	4,011	6,490	2,602	1,835	2,000	2,200	2,420
总收入	65,308	88,513	111,863	136,821	155,932	197,029	236,691
增速测算	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
东街口店		32%	15%	11%	10%	15%	12%
东方店		45%	29%	20%	15%	20%	15%
元洪店				107%	5.0%	20.0%	40.0%
群升店					3181%	100%	40%
莆田店							30%
百货合计		33.81%	33.21%	23.54%	14.04%	26.57%	20.24%
其他业务		61.82%	-59.91%	-29.46%	8.96%	10.00%	10.00%
总收入		35.53%	26.38%	22.31%	13.97%	26.36%	20.13%

数据来源：国都证券研究所

表 3：东百集团（600693）盈利预测

报告期间	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	136,821	155,932	197,029	236,691
收入增长 (%)	22	14	26	20
毛利率 (%)	23.98	21.55	22.90	23.00
营业税金及附加	2,025	2,136	2,443	2,935
资产减值损失	-212	112	0	0
销售费用	9,468	15,437	19,309	22,486
管理费用	5,993	1,591	1,970	2,130
财务费用	3,858	2,994	1,970	1,894
投资净收益	-380	33	0	0
加：公允价值变动	0	6	0	0
二、营业利润	11,292	11,378	19,427	24,995
加：营业外收入	1,047	569	0	0
减：营业外支出	208	291	0	0
三、利润总额	12,131	11,655	19,427	24,996
减：所得税费用	2,267	3,359	4,857	6,249
四、净利润	9,864	8,296	14,570	18,747
净利润率 (%)	7.21	5.32	7.40	7.92
归属母公司所有者的净利润	9,868	8,290	14,570	18,747
少数股东权益	-4	6	0	0
EPS (全面摊薄/元)	0.29	0.24	0.42	0.55

数据来源：国都证券研究所

3、投资建议

暂不考虑兰州项目和投资收益的影响，我们预计公司 2010-2011 年的每股收益分别为 0.42 元和 0.55 元，对应的动态市盈率分别为 26 倍和 20 倍；给予公司“短期_推荐，长期_A”投资评级，建议积极关注。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com