

东百集团：股权激励下动力与压力并存

报告关键点：

- 股权激励方案落实，有动力也有压力
- 2010年和2011年上半年主要依靠现有门店的内生增长

报告摘要：

- 期权费用摊销前，2010年-2012年扣除非经常性损益净利润复合增长率达到27%以上才能满足行权条件。行权条件为2010-2012年扣除非经常损益后净利润年复合增长率不低于20%；假设首次授权日为8月30日，按现有股本，期权摊销分别影响2010年-2012年每股收益0.014元、0.038元、0.025元，2009年业绩基数较低一定程度上缓解了这一压力。
- 2010年和2011年上半年主要依靠现有门店的内生增长。随着2011年下半年兰州项目地产部分结算将增加一项利润来源。今明2年为提升收入，公司采取如下措施：在东百商场、元洪购物中心、群升购物广场下配套自营超市，提高团购比例，东百国美电器、元洪苏宁电器并入团购卡的范围；东百商场的二楼、三楼、六楼都要进行大的调整，5楼和6楼开辟与高端定位的功能性配套服务进行品牌升级；高端百货市场经营压力变大，东街口东方百货将进行外立面改造（十一之前完成）和一楼、二楼品牌升级，群升百货1楼、5楼和6楼将开辟与高端定位匹配的各项配套设施。
- 东百商场、元洪店、莆田三信广场仍然是短期利润增加的主要来源。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。东百商场折旧已经基本提完，下半年可能会与政府谈修地铁拆迁补偿的问题，总体来说修地铁对公司影响正面。
- 异地扩张规划：未来3-5年，厦门市开2-3家门店；其他地级市共3家门店左右。福建省整体购买力较强，但除厦门之外各地区城市化进程普遍较慢，我们认为通过引导，百货业态在这些地区有较大的发展空间。
- 盈利预测与投资评级。暂时维持2010年、2011年、2012年每股收益0.40元、0.50元、0.63元的判断，维持增持-A的投资评级，同行业比较来看，我们认为给予公司2011年25-27倍的PE是合理的，给予6个月目标价13.2元；股权激励的落实将提高公司中高层的积极性，行权价格为10.88元，由于所得税负较高，要达到理想的激励效果，股价仍然有提升空间。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,368.2	1,559.3	1,915.0	2,314.1	2,862.5
Growth(%)	22.3%	14.0%	22.8%	20.8%	23.7%
净利润	98.8	82.9	137.2	171.9	217.6
Growth(%)	66.3%	-16.1%	65.5%	25.3%	26.6%
毛利率(%)	24.0%	21.6%	23.2%	23.5%	23.6%
净利润率(%)	7.2%	5.3%	7.2%	7.4%	7.6%
每股收益(元)	0.29	0.24	0.40	0.50	0.63
每股净资产(元)	1.61	1.73	1.90	2.30	2.84
市盈率	40.9	48.8	29.5	23.5	18.6
市净率	7.3	6.8	6.2	5.1	4.1
净资产收益率(%)	17.9%	14.0%	21.0%	21.8%	23.5%
ROIC(%)	34.3%	26.9%	48.9%	40.6%	51.1%
EV/EBITDA	16.5	21.0	16.8	13.3	10.4
股息收益率	0.0%	1.0%	0.7%	0.9%	1.1%

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： 13.20 元

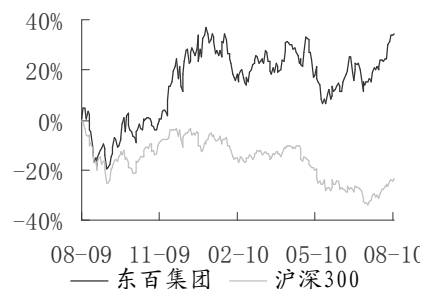
现价： 11.87 元

报告日期： 2010-08-03

市场数据

总市值(百万元)	4,074.05
流通市值(百万元)	3,331.81
总股本(百万股)	343.22
流通股本(百万股)	280.69
12 个月最高/最低	7.01/12.28 元
十大流通股(%)	30.00%
股东户数	18,384

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.84	20.04	57.56
绝对收益	16.96	15.15	34.59

研究员

储丽雯

行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

证书编号

S1450210010311

前期研究成果

- 东百集团：2010 年 1 季度净利润增长 40%
2010-04-19
- 东百集团：2010 年业绩大幅反弹可期
2010-04-12
- 东百集团：国退民进的成功典范
2009-07-02

1. 股权激励落实将提高中高层积极性

我们于 7 月 30 日列席了东百集团临时股东大会，此次股东大会主要审议公司《股票期权激励计划（修订稿）》。6 月 30 日公司公告中国证监会于对公司提交的《公司股票期权激励计划（修订稿）》出具无异议函。此外我们也向公司了解了近期的经营情况和未来的经营规划。

1.1. 2010-2012 年复合净利润增长达到 27%以上才能满足基本行权条件

本激励计划的股票来源为东百集团向激励对象定向发行股票，标的股票总数为 1090 万股，占公司股本总额的 3.176%。本次授予的股票期权的行权价格为 10.88 元，首次授予日为 8 月底。此次股权激励方案受众较广，覆盖了店长助理级别及以上的公司骨干，共 82 个人，被授予期权 3 万份-90 万份不等。

该方案的行权条件为，2010 年度至 2012 年度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%；2010 年度至 2012 年度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%。

禁售期：公司董事、监事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%，董事和高级管理人员在任职期间不得将其持有的公司股票在买入后六个月内卖出，对于其他人员没有要求。

表1 可行权情况（假定授权日为2010年8月30日）

	行权期	可行权数量占 获授期权数量 比例
第一个行权期	自授权日起满 12 个月后的第一个交易日起至授权日起满 24 个月的交易日当日止（2010 年 8 月 30 日-2011 年 8 月 30 日）	30%
第二个行权期	自授权日起满 24 个月后的第一个交易日起至授权日起满 36 个月的交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起满 36 个月后的第一个交易日起至授权日起满 48 个月的交易日当日止	40%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

修订稿中补充了对于期权价值的计算和会计摊销的方法；期权理论价值在授权日后开始分摊，首次授权日在期权激励计划报证监会批准无异议、股东大会批准后（7 月 30 日）30 天内由董事会决定。假设首次授权日为 8 月 30 日，2010 年期权费用将摊销 4 个月。

我们测算，算上期权费用对净利润的影响，则 2010 年-2012 年净利润复合增长率只有达到 27%以上才能达到行权条件，对于摊销最大的年份 2011 年，则增长压力更大，公司 2009 年业绩基数较低一定程度上缓解了这一压力。

表2 期权费用摊销对业绩的影响

年份	摊销额（万元）	假设8月30日为授权日 摊销额（万元）	减少净利润	影响每股收益（按总 股本 3.43 亿计算）
2010 年	1957.63	652.54	489.41	0.014
2011 年	1356.65	1757.30	1317.98	0.038
2012 年	721.54	1144.95	858.71	0.025
2013 年	55.85	481.03	360.77	0.011
总计	4091.67	4035.82	3026.87	0.088

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 2010 年和 2011 年上半年主要依靠门店的内生增长

公司百货市场份额仍然居福州市第一，但面临的竞争压力加大。福州市目前的百货店主要为：东百 4 家（东百商场、东方百货、元洪店、群升广场）、大洋百货 3 家，新华都购物广场 2 家，天虹 1 家，世贸 1 家。大连万达广场万千百货今年下半年开业。因新城区物业设施有较大的施展空间，福州各个商圈中增长最快的是万宝商圈，但几年之内东街口商圈的地位仍然难以撼动。除了现有的百货之外，王府井、百盛虎视眈眈想要进来。公司认为目前对待外来百货的策略是联合现有的百货店延缓外来的进入时间。

2010 年和 2011 年上半年将主要依靠现有的 5 家门店的内生增长，公司将采取以下措施：

1. 为最大限度地吸引客流、提高团购的比例，在东百商场、元洪购物中心、群升购物广场下配套超市。公司在福州市团购的市场份额比较低，主要原因为很多企事业单位更倾向于发超市的购物卡，公司的超市比例偏低。东百超市的主要定位为与百货配套的自己经营的精品超市。东百商场超市（2000-3000 平米），已经于今年 7 月 23 日开业，元洪超市 5000 平米左右，群升 2000-3000 平米。此外，东百国美电器、元洪苏宁电器一并并入团购卡的范围内；
2. 东百商场的二楼、三楼、六楼都要进行大的调整，进行品牌升级；
3. 高端百货市场经营压力变大，东街口东方百货将进行外立面改造和一楼、二楼品牌升级。

1.3. 精品百货的定位、组合能力亟待增强——东街口东方百货、群升百货

东百的 4 家门店中，东方百货和群升广场（GUCCI）定位比较高端，主要体现在 1 层的精品百货上，和国内很多二三线城市的高端百货一样，由于 1 层和 1 层以上的客户群往往不一致，造成 1 层以上定位困难、销售额比较尴尬。东百原来在福州对于高端品牌的招商能力最强，现在面临着大洋百货 2 店的竞争。

大洋百货在福州目前有 3 家门店，1 店位东街口的流行百货，2 店冠亚店，定位高端，目前确定进入的有 LV、Ferragamo、Cartier 等，大洋为引进奢侈品品牌下了血本，对某些品牌除免装修之外还免半年的扣点。

东百位于东街口的东方百货，定位相对高端，1 层的高端品牌主要有，但是从购物环境和整体品牌组合来看，吸引力不是很大。公司认为大洋百货引入 LV 等国际一线品牌对东方百货形成挑战的同时，也将吸引到其他一些国际品牌开始进驻福州，近期公司接洽的国际品牌增多。东街口东方百货今年将对外立面和内部环境花血本改造，预计今年 10 月份完成；一楼、二楼将进行品牌升级，最迟明年 3 月份完成。

群升百货上半年销售额为 8000 多万元，今年的销售目标为 2 亿元；由于新商圈培育比较长，周边的商业氛围不是很浓，依靠客流量的化妆品难以引进；1 楼以上做得比较差，仍然是定位和组合的问题。今年 1 楼哈根达斯到位，5 楼和 6 楼开辟与高端定位的功能性配套服务。同时为了吸引客流，地下一层将配套一个 2000-3000 平米，定位相对高端的进口超市。今年群升店的盈利仍然不会有大的突破。

我们认为对高端品牌的招商能力，除了市口因素之外，更为重要的是整体商场对品牌和各种服务与周边购买环境适应的组合能力和运营管理能力，这可能是不少二三线城市百货所欠缺的，也是对公司的挑战。

1.4. 东百商场、元洪店短期是利润增加的主要来源

东百商场——内生增长还有空间

今年下来销售额接近 12 个亿（税前），老店折旧额基本已经提完；毛利的提升能够直接转化为利润。公司预计未来 2-3 年，东百商场仍然能保持 10%-15% 的增长。今年预计净利润增加 2000 多万元。

修地铁对东百商场的影影响主要为正

福州市政府比较缺钱，修地铁的进程会比较慢；东街口这边下半年地铁谈拆迁，肯德基部分老店 7000 平米要拆完，拆 7000 平米，盖 15000 平米。拆迁补偿以财政补贴、或者税收减免的方式；公司或者地铁下面商业面积补偿；帐面价值为零；地下施工，地面车流不受影响。

元洪店——租金收入提升

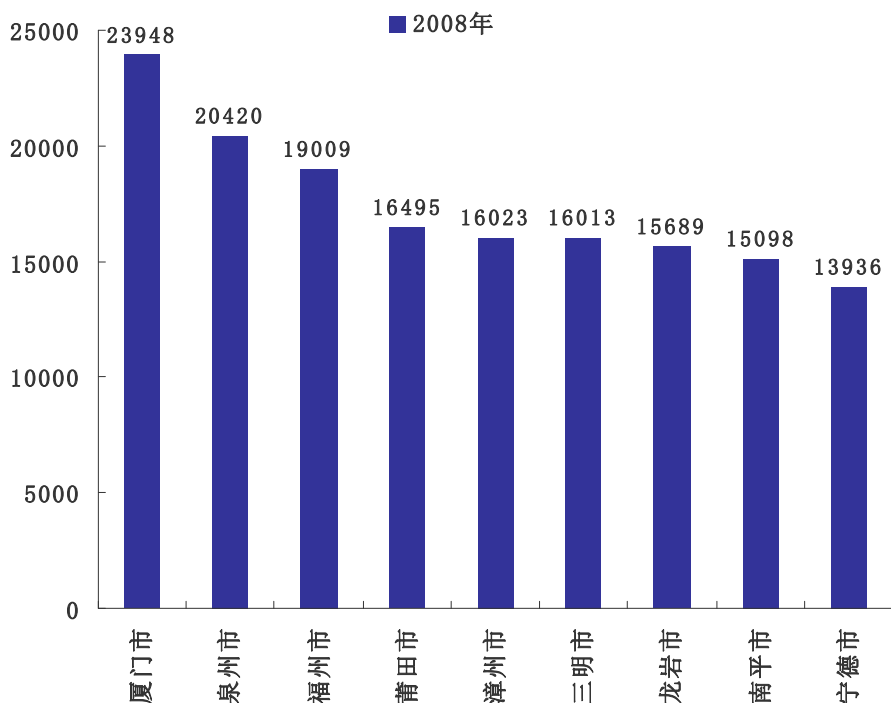
元洪店 2009 年楼前楼后的施工，今年 1 季度开始逐渐走出去年的影响，两侧的施工基本完成，交通也比去年改善，空置楼层基本出租或在装修。元洪的租金收入今年只能收半年，明年租金的增量 1000 多万元。元洪今年 3 月-6 月基层，5 楼全面租赁完毕，明年 6 楼；签三年合同，每年增长 5%-8%；4000-5000 平米书城提租，15 元/月/平房米提到 50 元/月/平米；元洪的升级换代今年完成 90%。

兰州地产项目一部分明下半年开始交付，地产部分能够弥补商业部分的投入；房价每平米 1 万上下，楼面成本价每平米 2000 元。

1.5. 异地扩张谈判中

对于外地扩张的主要规划：未来 3-5 年，厦门市开 2-3 家门店；其他地级市总计 3 家门店左右。作为沿海重要省份，福建省总体的人均可支配收入较高，除了厦门、泉州、福州之外，即使是福建省一般的地级市，人均可支配收入水平仍要高于一般的中西部地区省份的中心城市。

图 1 福建省人均可支配收入（元）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

福建省的各市之中，厦门市虽然人均的购买力很强，但是非农业人口相对福州市和泉州市较少；福州市相对来说比较均衡。除了厦门之外，福建省整体的城镇人口占比比较低，城镇化的进程比较缓慢，这可能和其特殊的地理位置及历史原因有关。这也意味着通过引导，现代零售渠道在这些地区有较大的增长空间。

表 3 福建省各地级市

	厦门市	泉州市	福州市	莆田市	漳州市	三明市	龙岩市	南平市	宁德市
总人口（万人）	174	678	636	317	469	270	291	308	335
非农业人口（万人）	119	195	263	61	135	93	87	107	101

非农业人口占比	68.28%	28.74%	41.34%	19.21%	28.84%	34.47%	29.69%	34.72%	30.13%
---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

1.6. 盈利预测和投资评级

暂时维持 2010 年、2011 年、2012 年每股收益 0.40 元、0.50 元、0.63 元的判断, 维持增持-A 的投资评级; 由于期权费用的摊销, 在原来口径下要达到行权条件, 2010 年-2012 年复合增长率需达到 30% 左右。而公司 2010 年和 2011 年上半年仍主要依赖老门店的内生增长, 费用压缩的空间不是太大, 因此要求收入和毛利有显著提升。同行业比较来看, 我们认为给予公司 2011 年 25-27 倍的 PE 是合理的, 给予 6 个月目标价 13.2 元; 股权激励的落实将提高公司中高层的积极性, 行权价格为 10.88 元, 由于所得税负较高, 要达到理想的激励效果, 股价仍然有提升空间。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-31

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,368.2	1,559.3	1,915.0	2,314.1	2,862.5	成长性					
减: 营业成本	1,040.2	1,223.2	1,471.3	1,770.3	2,187.0	营业收入增长率	22.3%	14.0%	22.8%	20.8%	23.7%
营业税费	20.2	21.4	24.9	36.6	43.8	营业利润增长率	39.8%	0.6%	57.1%	27.5%	31.8%
销售费用	94.7	154.3	189.0	222.2	271.7	净利润增长率	66.3%	-16.1%	65.5%	25.3%	26.6%
管理费用	59.9	16.0	18.8	23.4	26.0	EBITDA 增长率	28.7%	-0.4%	28.2%	22.0%	26.5%
财务费用	38.5	30.0	30.5	32.0	34.0	EBIT 增长率	33.3%	-5.2%	45.6%	24.2%	28.7%
资产减值损失	-2.1	1.1	2.0	2.0	-0.2	NOPLAT 增长率	49.9%	-17.8%	42.2%	22.6%	29.6%
加: 公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	5.2%	-22.0%	47.7%	2.9%	27.7%
投资和汇兑收益	-3.8	0.3	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	19.9%	7.8%	9.8%	21.2%	23.5%
营业利润	113.1	113.8	178.7	227.9	300.5	利润率					
加: 营业外净收支	8.4	2.8	2.0	-1.0	1.0	毛利率	24.0%	21.6%	23.2%	23.5%	23.6%
利润总额	121.5	116.5	180.7	226.9	301.5	营业利润率	8.3%	7.3%	9.3%	9.8%	10.5%
减: 所得税	22.7	33.6	43.4	54.5	72.3	净利率	7.2%	5.3%	7.2%	7.4%	7.6%
净利润	98.8	82.9	137.2	171.9	217.6	EBITDA/营业收入	13.2%	11.5%	12.1%	12.2%	12.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.1%	9.2%	10.9%	11.2%	11.7%
货币资金	166.6	362.6	344.1	421.9	424.4	运营效率					
交易性金融资产	-	5.7	-	-	-	固定资产周转天数	123	106	82	64	49
应收帐款	72.3	40.9	104.2	152.0	177.0	流动营业资本周转天数	-46	-50	-29	-6	-2
应收票据	-	-	12.6	15.2	18.8	流动资产周转天数	64	82	89	90	84
预付帐款	13.8	15.8	19.3	21.1	23.3	应收帐款周转天数	5	3	4	6	8
存货	19.6	16.7	26.0	37.0	48.0	存货周转天数	4	4	4	5	5
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	305	299	260	225	200
可供出售金融资产	0.9	-	-	-	-	投资资本周转天数	108	86	76	76	71
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	103.8	104.7	104.0	104.0	104.0	ROE	17.9%	14.0%	21.0%	21.8%	23.5%
投资性房地产	141.4	156.8	154.0	150.0	145.0	ROA	8.2%	6.0%	9.9%	11.5%	13.6%
固定资产	469.5	451.3	422.7	403.3	383.8	ROIC	34.3%	26.9%	48.9%	40.6%	51.1%
在建工程	0.3	3.7	2.8	2.3	159.0	费用率					
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	6.9%	9.9%	9.9%	9.6%	9.5%
其他非流动资产	221.9	221.5	197.6	198.0	198.2	管理费用率	4.4%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
资产总额	1,210.0	1,379.8	1,387.4	1,504.9	1,681.7	财务费用率	2.8%	1.9%	1.6%	1.4%	1.2%
短期债务	375.0	454.0	500.0	450.0	400.0	三费/营业收入	14.1%	12.8%	12.4%	12.0%	11.6%
应付帐款	182.6	216.4	129.1	143.7	142.0	偿债能力					
应付票据	-	-	4.0	4.9	6.0	资产负债率	54.4%	56.9%	53.0%	47.4%	42.0%
其他流动负债	91.7	108.6	125.0	121.0	141.0	负债权益比	119.5%	132.1%	112.6%	90.2%	72.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.41	0.56	0.69	0.91	0.98
其他非流动负债	0.1	-	-	-	-	速动比率	0.38	0.54	0.65	0.86	0.91
负债总额	658.7	785.4	734.9	713.5	706.5	利息保障倍数	3.94	4.80	6.86	8.12	9.84
少数股东权益	1.2	1.3	1.5	2.1	13.6	分红指标					
股本	264.0	343.2	343.2	343.2	343.2	DPS(元)	-	0.12	0.08	0.10	0.13
留存收益	286.0	249.9	307.8	445.3	619.4	分红比率	0.0%	47.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	551.3	594.4	652.6	790.6	976.2	股息收益率	0.0%	1.0%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	98.8	82.9	137.2	171.9	217.6	EPS(元)	0.29	0.24	0.40	0.50	0.63
加: 折旧和摊销	60.2	67.9	21.6	21.7	21.9	BVPS(元)	1.61	1.73	1.90	2.30	2.84
资产减值准备	-2.1	1.1	2.0	2.0	-0.2	PE(X)	40.9	48.8	29.5	23.5	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.3	6.8	6.2	5.1	4.1
财务费用	32.9	32.1	21.3	30.5	32.0	P/FCF	49.0	15.9	86.4	37.9	128.7
投资收益	3.8	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	3.0	2.6	2.1	1.7	1.4
少数股东损益	-0.0	0.1	0.2	0.6	11.5	EV/EBITDA	16.5	21.0	16.8	13.3	10.4
营运资金的变动	-17.0	58.6	-129.4	-34.5	1.2	CAGR(%)	20.4%	40.3%	10.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	181.8	235.0	278.5	343.6	452.1	PEG	2.0	1.2	2.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-100.7	-61.6	5.4	-1.9	-1.9	ROIC/WACC	3.7	2.9	5.3	4.4	5.5
融资活动产生现金流量	-27.8	22.7	8.1	-116.4	-127.5	REP	1.9	4.0	1.5	1.7	1.1

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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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