

增 持 维 持
东百集团 (600693)
2010 年 8 月 18 日

扣非净利润同比增近 30%，福州门店表现 复苏趋势，兰州项目 12 年后贡献业绩

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
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 8 月 17 日收盘于 12.45 元
6 个月目标价：13.20 元（调高）

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

公司今日（2010 年 8 月 18 日）发布 2010 年半年报。报告期内公司实现营业收入 9.18 亿元，同比增长 25.46%；实现利润总额 6974 万元，同比增长 11.12%；实现归属于上市公司股东的净利润 5127 万元，同比增长 6.33%，**扣除非经常性损益的净利润 6191 万元，同比增长 29.14%。2010 年上半年公司全面摊薄每股收益为 0.15 元**，净资产收益率为 8.29%，同比减少 0.11 个百分点；公司每股经营性现金流在报告期为 0.11 元，同比减少 18.33%。

简评和投资建议。二季度公司持续了一季度的回暖趋势（参见表 2），收入增速保持在 20% 以上，毛利率同比开始提升，销售费用率也同比下降了 1 个百分点左右；但因证券投资公允价值变动产生损失 1700 多万元，导致公司在收入毛利提升、费用下降的情况下，二季度营业利润同比反而下降 30.38%，但扣除这些非经营性损益的影响，公司二季度营业利润实际同比提升近 40%。

我们维持对公司 2010-11 年 EPS0.359 元和 0.436 元的盈利预测（参见表 3），公司目前 12.45 元的股价对应 2010-11 年 PE 分别为 34.6 和 28.3 倍，估值基本处于合理范畴内，考虑到公司未来外延（占地 105 亩的兰州项目）扩张带来的业绩增长潜力以及股权激励成功实施后可能带来的释放业绩的动力，我们调高公司目标价至 13.20 元（2011 年 30 倍 PE），维持“增持”投资评级。

公司 2010 半年报分析

1. 公司上半年收入同比增长 25.46%，其中一、二季度增速分别为 28.56% 和 21.63%，受金融危机影响而放缓的销售增速基本恢复。

表 1 东百集团 2010 上半年主营业务构成及营业利润率

	营业收入(万元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化情况
百货零售	83728	24.25	16.46	减少 1.40 个百分点
房产租赁	326	-7.55	-151.05	减少 18.96 个百分点
物业管理	340	35.08	62.48	减少 12.44 个百分点
酒店餐饮	356	8.91	81.45	增加 1.63 个百分点
广告信息	135	82.72	72.68	增加 38.25 个百分点
合计	84884	24.11	16.36	减少 1.25 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

上半年公司实现销售收入 9.18 亿元，同比增长 25.46%，其中百货零售业实现 8.37 亿元，同比增长 24.25%（参见表 1）；根据公司披露，上半年公司通过对各门店的品牌结构进行优化组合和进行适当的营销活动，实现了东百东街店、东方店和群升店的较快增长；东百元洪店受市政施工的影响基本消除后，着重提升元洪店百货品牌档次，引进多个大型及中型

餐饮项目，使元洪店多业态购物中心的功能基本完善；而下半年元洪店租赁区门店的陆续开业及百货区销售的恢复性增长，将进一步提升元洪店的盈利能力；公司东街、元洪、群升自营精品超市在三季度的陆续开业，将有望提升公司消费卡的竞争力，对公司百货业绩起到一定的提升作用。

2. 公司上半年综合毛利率同比减少 0.34 个百分点，从表 1 可以看出，整个上半年公司百货、房产租赁、物业管理三项主营业务的毛利率均有不同程度的下降，其中百货零售毛利率同比下降了 1.4 个百分点。**但二季度综合毛利率同比提升 0.65 个百分点**，公司季度间毛利率水平恢复趋势明显（09 年三、四季度和 10 年一季度分别同比下降 5.31、2.93 和 1.12 个百分点）。

3. 公司上半年销售管理费用率同比减少 0.95 个百分点，其中销售费用率减少 1.06 个百分点，管理费用率增加 0.1 个百分点；财务费用增加近 300 万元。

4. 公司上半年因证券投资公允价值变动产生损失 1710.79 万元，实现证券投资收益 526.59 万元，两者影响营业利润约 1300 万元，扣除这两项非经常性损益的影响，公司营业利润增速约为 38% 左右。由于公司上半年有效所得税率也从去年同期的 23.14% 提高到 26.53%，公司归属母公司净利润同比增长 6.33%，但扣非后净利润同比增长 29.14%，显示经营状况的较好恢复。

表 2 是我们对东百集团单季度合并损益表的拆分分析，表 3 是我们对其合并损益表的预测。

表 2 东百集团单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	40420	32757	33224	49530	51965	39841	73177	91806
同比增长 (%)	2.40	17.23	15.88	21.59	28.56	21.63	8.55	25.46
营业总成本(万元)	36253	30600	31238	46505	46479	36716	66853	83195
营业成本(万元)	30956	25392	26218	39756	40378	30625	56348	71003
营业成本/营业收入 (%)	76.59	77.52	78.91	80.27	77.70	76.87	77.00	77.34
营业税金及附加(万元)	557	438	508	633	643	525	995	1168
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.38	1.34	1.53	1.28	1.24	1.32	1.36	1.27
销售费用(万元)	3744	3726	3408	4554	4306	4096	7470	8402
销售费用/营业收入 (%)	9.26	11.38	10.26	9.19	8.29	10.28	10.21	9.15
管理费用(万元)	396	341	529	331	463	557	738	1021
管理费用/营业收入 (%)	0.98	1.04	1.59	0.67	0.89	1.40	1.01	1.11
财务费用(万元)	599	746	575	1075	689	948	1346	1637
资产减值损失(万元)	0	-44	0	156	0	-36	-44	-36
非经营性净收益(万元)	-164	78	-16	140	177	-1569	-86	-1392
营业利润(万元)	4004	2235	1971	3166	5663	1556	6238	7219
同比增长 (%)	-11.21	80.89	-31.94	18.67	41.45	-30.38	8.60	15.72
营业外收入(万元)	4	146	308	111	8	21	150	29
营业外支出(万元)	3	109	107	72	7	268	112	275
利润总额(万元)	4004	2272	2172	3205	5664	1309	6276	6974
同比增长 (%)	-10.98	58.55	-29.10	1.62	41.46	-42.36	5.82	11.12
所得税费用(万元)	901	550	392	1514	1306	544	1452	1850
有效所得税率 (%)	22.51	24.23	18.04	47.25	23.06	41.57	23.14	26.53
净利润(万元)	3103	1721	1780	1691	4358	765	4824	5123
同比增长 (%)	-8.77	-6.59	-26.59	-23.44	40.47	-55.55	-8.01	6.21
净利率 (%)	7.68	5.25	5.36	3.41	8.39	1.92	6.59	5.58
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3103	1720	1774	1693	4354	774	4822	5127
同比增长 (%)	-9.20	-6.07	-26.89	-23.30	40.32	-55.00	-8.11	6.33
少数股东损益(万元)	0	2	6	-2	5	-9	2	-4
摊薄每股收益(元)	0.090	0.050	0.052	0.049	0.127	0.023	0.140	0.149

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 东百集团合并损益表及预测

	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 09 年报及 2010 一季报点评：09 年净利润同比下降 16%，10 年一季度经营回暖显著（维持，增持）20100417
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、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

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。