



批零贸易业/可选消费品

东百集团 (600693)

商业主业经营稳健，一次性补偿贡献业绩

——东百集团 (600693) 2011 年中报

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
编号 S0880511010042

本报告导读：

2011 年上半年，公司实现每股收益 0.835 元，其中商业主业考虑可比因素增长 12.57%，由于地铁拆迁获得一次性补贴贡献 EPS0.656 元。

投资要点：

2011 年上半年，公司实现营业收入 109787 万元，同比增长 19.59%；实现净利润 28670 万元，同比增长 459.14%，实现每股收益 0.835 元。报告期营业外收入即因拆迁产生非流动资产处置损益 30718 万元、证券投资损失 167.96 万、确认并计提股权激励成本 1259 万；2010 年同期根据托管合同预确认莆田项目佣金收入 453 万元、证券投资损失 1184 万，扣除上述因素及其它非经常性损益项目的影响，2011 年上半年经营性净利润为 6586 万元，折合每股收益 0.19 元，而 2010 年上半年为 5851 万元，实际经常性业务净利润增长率为 12.57%。

2011 年第二季度，营业收入 44457 万元，同比增长 11.59%，相比 2011 年一季度 25.72% 的增速明显放慢，预计由于地铁拆迁围挡对东街口两家主力店有一定影响；2011 年 7-8 月东街口百货 5 楼以上面积停业装修，预计第三季度收入增速较慢；由于 9 月份装修改造完成，东街口店百货面积增加 6000 平米，将以全新面貌开业，预计 2011 年四季度主力门店东街口店的收入增速将会明显加快。

调整 2011 年每股收益到 1.02 元：主要由于补偿收入贡献业绩，此部分收益体现到利润中折合到每股 0.65 元；预期在股权激励的推动下，2011 年商业主业稳健增长可期。预计 2011 年主业收入 23.30 亿元，同比增长 23%，净利润 12879 万元，同比增长 28%，EPS0.375 元。预计 2012 年 EPS0.51 元，商业主业稳步保持 20% 增速，贡献 EPS0.45 元，另外预计房地产业务贡献 EPS0.06 元。

公司作为福建地区商业龙头企业，在福州地区具有绝对比例的市场份额，未来在省内扩张空间较大，海西经济发展振兴也将推动百货零售业发展，为公司带来发展机遇，股权激励成为业绩增长驱动力。维持增持评级，目标价 14 元——参考 2012 年主业 30 倍市盈率，房地产业务 10 倍市盈率。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,559	1,892	2,329	2,841	3,464
(+/-)%	14%	21%	23%	22%	22%
经营利润 (EBIT)	144	188	222	284	345
(+/-)%	-6%	30%	18%	28%	22%
净利润	83	101	350	176	220
(+/-)%	-16%	22%	247%	-50%	25%
每股净收益 (元)	0.241	0.294	1.021	0.513	0.642
每股股利 (元)	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	9.3%	9.9%	9.5%	10.0%	10.0%
净资产收益率 (%)	14.0%	14.5%	33.5%	14.4%	15.3%
投入资本回报率 (%)	24.6%	41.0%	65.9%	75.0%	71.8%
EV/EBITDA	16.5	13.2	13.0	8.5	6.5
市盈率	41.1	33.7	9.7	19.3	15.4
股息率 (%)	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：14.00

上次预测：14.00

当前价格：9.92

2011.08.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.13-14.60
总市值 (百万元)	3,405
总股本/流通 A 股 (百万股)	343/298
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	994
每股净资产	2.89
市净率	3.4
净负债率	13%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.13	0.13
Q2	0.02	0.71
Q3	0.07	0.05
Q4	0.07	0.13
全年	0.29	1.02

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-5%	-21%
相对指数	15%	4%	-20%

相关报告

《拆迁获补偿 3.4 亿元，大股东变更正在进...》	2011.05.17
《2011 年业绩在股权激励推动下将稳健增...》	2011.04.18
《第三季度业绩增长态势较好》	2010.10.24
《股权激励驱动未来业绩稳健增长》	2010.09.21

模型更新时间: 2011.08.06

股票研究

可选消费品
批零贸易业

东百集团 (600693)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.00

上次预测: 14.00

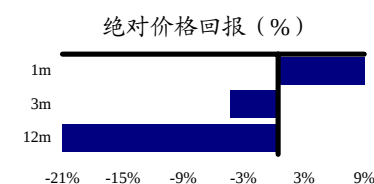
当前价格: 9.92

公司网址

www.dongbai.com

公司简介

公司的前身是成立于 1957 年的福州东街口百货商店,素以质量、信誉及规模、品种称雄业内,在福建省享有盛誉。目前公司已发展成为集多产业为一体的跨地区、多功能、外向型的大型商业企业集团,是福建省最大的商业龙头企业之一。公司在福州市繁华中心---东街口拥有东百商场和东方百货两家百货店,分别定位于时尚百货和精品百货,经营面积合计达 8 万平方米。公司还在福州的第二大商圈---台江区商圈租下元洪购物中心 7.9 万平方米的商场,经营定位于大众百货。公司管理层优秀、经营



52 周价格范围 8.13-14.60
市值 (百万) 3,405

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

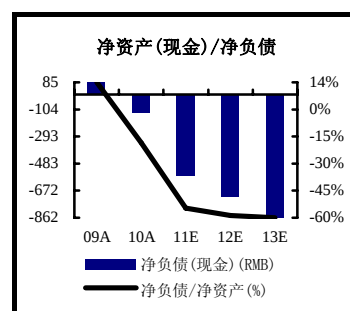
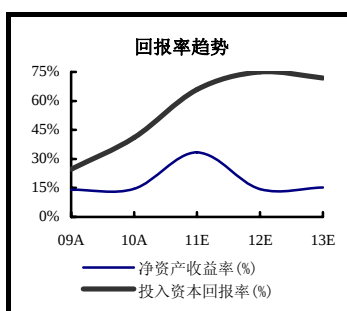
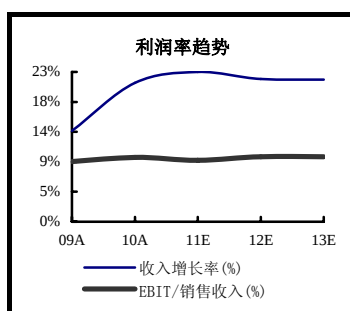
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,559	1,892	2,329	2,841	3,464
营业成本	1,223	1,474	1,821	2,217	2,704
税金及附加	21	26	29	36	44
销售费用	154	173	213	259	316
管理费用	16	32	44	45	55
EBIT	144	188	222	284	345
公允价值变动收益	0	-12	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	1
财务费用	30	32	41	40	41
营业利润	114	142	181	244	305
所得税	34	39	134	67	84
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	83	101	350	176	220
货币资金、交易性金融资产	368	471	1,173	1,032	868
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	262	252	252	252	252
固定资产合计	455	436	424	585	732
无形及其他资产	214	244	244	244	244
资产合计	1,380	1,515	2,234	2,237	2,306
流动负债	785	800	1,168	993	839
非流动负债	0	0	1	3	6
股东权益	593	694	1,045	1,221	1,441
投入资本(IC)	419	332	243	273	347
NOPLAT	103	136	160	205	249
折旧与摊销	68	62	0	38	51
流动资金增量	83	112	62	131	73
资本支出	-56	-34	285	-198	-198
自由现金流	198	275	508	175	176
经营现金流	235	264	191	375	355
投资现金流	-62	-77	285	-198	-198
融资现金流	23	-116	226	-317	-321
现金流净增加额	196	70	702	-141	-164
收入增长率	14.0%	21.4%	23.1%	22.0%	21.9%
EBIT 增长率	-5.8%	30.2%	17.9%	28.0%	21.5%
净利润增长率	-16.1%	21.7%	247.3%	-49.7%	25.2%
利润率					
毛利率	21.6%	22.1%	21.8%	22.0%	21.9%
EBIT 率	9.3%	9.9%	9.5%	10.0%	10.0%
净利润率	5.3%	5.3%	15.0%	6.2%	6.4%
净资产收益率(ROE)	14.0%	14.5%	33.5%	14.4%	15.3%
总资产收益率(ROA)	6.0%	6.7%	15.7%	7.9%	9.6%
投入资本回报率(ROIC)	24.6%	41.0%	65.9%	75.0%	71.8%
存货周转天数	5	5	5	5	5
应收账款周转天数	3	2	2	2	2
总资产周转天数	303	279	294	0	4
净利润现金含量	2.83	2.61	0.54	2.13	1.61
资本支出/收入	4%	2%	-12%	7%	6%
资产负债率	56.9%	52.8%	52.3%	44.5%	36.6%
净负债率	14.4%	-18.8%	-54.5%	-58.6%	-59.8%
PE	41.1	33.7	9.7	19.3	15.4
PB	5.7	4.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.5	13.2	13.0	8.5	6.5
P/S	2.2	1.8	1.5	1.2	1.0
股息率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



● 2011 年上半年商业业绩增长稳健:

2011 年上半年, 公司实现营业收入 109787 万元, 同比增长 19.59%; 实现营业利润 7366 万元, 同比增长 2.04%; 实现净利润 28670 万元, 同比增长 459.14%, 实现每股收益 0.835 元。

报告期营业外收入即因拆迁产生非流动资产处置损益 30718 万元、证券投资损失 167.96 万、确认并计提股权激励成本 1259 万; 2010 年同期根据托管合同预确认莆田项目佣金收入 453 万元、证券投资损失 1184 万, 扣除上述因素及其它非经常性损益项目的影响, 2011 年上半年经营性净利润为 6586 万元, 折合每股收益 0.19 元, 而 2010 年上半年为 5851 万元, 实际经常性业务净利润增长率为 12.57%。

● 2011 年上半年业绩增速较快主要由于获一次性补偿 3.4 亿元

2011 年 5 月 16 日, 公司董事会通过《关于同意公司东百东街店 C、D 楼拆迁补偿安置方案的议案》, 根据福州市地铁工程规划, 地铁一号线东街口站建设需拆除公司下属的东百东街店 C、D 楼, 拆除房屋建筑总面积为 7062 平方米。双方就东百东街店 C、D 楼的拆迁补偿安置方案已进行多次协商。近日, 公司接到地铁公司的正式通知: 根据地铁公司委托的福州市财政投资评审中心出具的两份评估报告 (包括公司 C、D 楼房地产拆迁补偿费用评估报告和公司 C、D 楼二次装修拆迁补偿费用的评估报告) ——公司 C、D 楼, 在评估基准日 (2011 年 1 月 29 日), 公开市场条件下拆迁补偿费评估价值 (不含二次装修部分) 为 33547 万元; 二次装修拆迁补偿费评估价值为 680 万元; 加上搬家补助费 7 万元及个体工商生活补助费 70.6 万元, 以上共计人民币 34305 万元。关于上述补偿安置方案, 地铁公司同意以一次性货币进行安置。

公司 2011 年半年度净利润大幅增长的原因主要是由于公司收到福州市城市地铁有限责任公司支付的拆迁补偿安置费共计人民币 34304.8485 万元所导致, 2011 年 6 月 29 日, 公司收到地铁公司支付的拆除东百东街店 C、D 楼补偿款共计人民币 34304.8485 万元。根据福建华兴会计师事务所有限公司出具的“拆迁补偿安置费会计处理的意见”, 上述收入扣除账面净残值、清理费用、相关税费, 相关支出后将产生非经常性损益。

由于拆迁带来的面积减少, 对东街口百货的经营面积影响不大, 主要由于拆迁面积 7062 平米: 其中 3000 多平米为出租, 出租给屈臣氏、必胜客、KFC, 一年的租金约 300 万; 而百货的经营面积减少约 3000 多平米, 但是公司决定在 2011 年三季度将东百东街店 A 楼的九层、十层及地下一层的部分面积投入商场运营, 增加经营面积约 6000 平方米, 因此, C、D 楼的拆除不会对东百东街店的经营面积带来实质性影响。

● 2011 年上半年主要门店发展情况

- ✓ 东街口百货主力店: 公司主力店所处的东街口商圈在三月份开始“地铁建设”施工期的道路围挡, 在六月份对影响“地铁建设”的东街店 C、D 楼进行了拆除, 短期内使公司营业面积减少六千多平米, 对客流产生较大的影响。2011 年上半年, 东百东街店的营销活

动策划更有新意，将地铁建设及 cd 楼拆除等不利事件融入公益、怀旧元素，组织多场针对性专项营销活动，创造了良好的销售业绩，使东街店主营业务保持了 21% 增长。

- ✓ 东方百货东街口店：东方东街店为配合品牌升级计划，进行了为期一个月的闭馆装修，受装修影响销售业绩基本与同期持平。
- ✓ 东百元洪店对商场外立面进行全面装修改造，整体形象有了很大的改善，多元化项目的引进也如期进行，百货及其他辅助业态全面启动，客流增长明显，百货及租赁业务收入将会出现较快增长。
- ✓ 东方百货群升店：主要通过加快多元化项目的招商，将大幅度提高群升店租赁业务收入，并带动百货区客流的增加。
- ✓ 东百厦门店：处于股权收购重组的过渡期，2011 年上半年主要工作是保障员工、供应商队伍的稳定，为下半年闭馆重张做好准备。8 月份，东百厦门店部分面积开业经营，经营效果较好，平均日销售 50 万元。根据销售情况，我们预计 2011 年东百厦门店基本盈亏平衡，不会出现大的亏损。

● **2011 年二季度收入增速相比一季度放缓，主要由于东街口百货、东方百货受到地铁拆迁围挡带来影响：**

2011 年二季度，营业收入 44457 万元，同比增长 11.59%，相比 2011 年一季度 25.72% 的增速明显放慢，预计主要原因为 2011 年二季度福州地铁拆迁改造开始，地铁施工建设需要在东街口十字路口以及四条大街主要干道和人行道围设围挡，这样将影响到东街口商圈的交通便利性，因而影响了公司最主要的两家门店东街口百货和东方百货东街店的经营。

预计地铁的地面施工约 18-24 月，一年半以后主要为地下施工，因此影响最大的是 4-5 月份开工以后的一年半左右时间，地铁将于 2014 年开通。东街口的道路和人行道的部分面积已经被地铁建设的围住，虽然人流和车流还是能够通畅的通行，但是交通便利性大不如前。东街口百货和东方百货是公司最主力的门店，占收入和利润比重较大，其他门店较好的增长占比重小，因此 2011 年的业绩压力较大。

2011 年 7-8 月东街口百货 5 楼以上面积停业装修，第三季度收入情况不容乐观：由于 C、D 楼拆迁后，东街口百货的外立面需要装修；另外，公司在 7-8 月将对 5 楼以上进行大面积的停业调整，增加一个中庭，并将东街口店 A 楼的九层、十层及地下一层的部分面积投入商场运营，增加经营面积约 6000 平方米，装修改造将在 9 月份完成，装修调整将对计三季度收入有影响，预计收入基本与 2010 年同期持平。由于 9 月份装修改造完成，东街口店百货面积增加 6000 平米，将以全新面貌开业，预计 2011 年四季度主力门店东街口店的收入增速将会明显加快。

● **公司前期已经公告明确了大股东变更正在进行中**

公司 2011 年 4 月 7 日公告称“近期，公司流通股股东姚建华先生控股的深圳市博睿财智控股有限公司（下称博睿财智公司）正与公司控股股东钦舟公司就股权合作事宜进行协商，但双方尚未就股权合作事宜签署正式的股权合作协议，且上述事宜尚存在不确定性；若博睿财智公司与钦舟公司股权合作成功，姚建华先生控股的博睿财智公司将成为东百集团的实际控制人。截止目前，博睿财智公司尚无对东百集团进行重组的计

划。目前，姚建华先生持有东百集团流通股份 1214 万股，占东百集团总股本的 3.53%；除此之外，不存在其他一致行动人持有东百集团股份的情况。”

现阶段大股东的变更正在顺利进行，预期下半年将会完成，原第二大股东姚建华将成为第一大股东。姚建华如果成为第一大股东，一方面将使得投资者对于马斯菲尔服装相关资产是否注入的有所猜想，另外，姚建华经营马斯菲尔女装很多年，在零售行业具有的人脉关系和管理经验将促进东百集团的百货业务发展。

● 盈利预测和投资评级

调整 2011 年每股收益到 1.02 元：主要由于补偿收入贡献业绩，此部分收益体现到利润中折合到每股 0.65 元；预期在股权激励的推动下，2011 年商业主业稳健增长可期。预计 2011 年主营业务收入 23.30 亿元，同比增长 23%，净利润 12879 万元，同比增长 28%，EPS0.375 元。

预计 2012 年 EPS0.51 元，商业主业稳步保持 20%增速，贡献 EPS0.45 元，另外预计房地产业务贡献 EPS0.06 元。

公司作为福建地区商业龙头企业，在福州地区具有绝对比例的市场份额，未来在省内扩张空间较大，海西经济发展振兴也将推动百货零售业发展，为公司带来发展机遇，股权激励成为业绩增长驱动力。维持增持评级，给予一年目标价 14 元——参考 2012 年主业 30 倍市盈率，房地产业务 10 倍市盈率。

作者简介:**刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		