

东百集团 (600693.SH)

王黎民拟参与员工持股计划，彰显转型物流地产的信心

核心观点:

● 公司第一期员工持股计划参与人员修订，王黎民拟认购 20% 份额

公司 17 年 5 月 22 日晚公告第一期员工持股计划修订稿，由于公司新一届高管团队的成立，拟对员工持股计划的参与人员进行修订，参与员工数量由之前的 30 人变更为 21 人，其中董监高参与人员增加至 5 人，新增王黎明、袁幸福先生分别认购 2000 万元，占员工持股计划的 20%，除董监高外的其他员工认购比例相应调减至 37.15%，员工持股计划的其他信息均保持不变。

● 健全长期、有效的激励机制，全面助力转型物流地产

王黎民、袁幸福先生分别为公司物流地产及商业业务的负责人，前期已增选为公司新一届高级管理人员，而此次参与公司员工持股计划，且认购比例明显高于其他董监高人员，充分彰显了对公司的发展信心。我们认为通过员工持股计划的设立，健全了公司长期、有效的激励约束机制，有效调动管理者和公司员工的积极性，吸引和保留了优秀管理人才和业务骨干，有利于全面助力公司转型物流地产。

● 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.40/1.08/1.47 元，维持“买入”评级

公司原有业务百货零售目前经过转型调整，已全面实现“购物中心化”，加上福州通地铁消除负面因素，百货零售业绩有望迎来拐点，同时公司商业地产 16 年四季度正式进入结算周期，未来 3 年将加速释放业绩。而物流地产首批项目，预计通过培育周期后将在 18 年开始稳定退出，持续贡献利润。综合来看，预计 17-19 年 EPS 分别为 0.40、1.08、1.47 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

百货零售业务业绩恢复不及预期；商业地产销售和结算进度不及预期；物流地产扩张及退出存在不确定性。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,626.20	3,009.90	5,588.25	8,508.53	9,527.36
增长率(%)	-6.88%	85.09%	85.66%	52.26%	11.97%
EBITDA(百万元)	82.85	362.25	987.11	1,653.33	2,141.88
净利润(百万元)	49.37	101.05	360.86	967.54	1,323.68
增长率(%)	-66.24%	104.66%	257.12%	168.12%	36.81%
EPS(元/股)	0.11	0.11	0.40	1.08	1.47
市盈率(P/E)	122.98	89.96	35.40	13.20	9.65
市净率(P/B)	3.35	4.75	5.62	3.94	2.80
EV/EBITDA	76.60	28.11	15.30	10.03	7.36

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

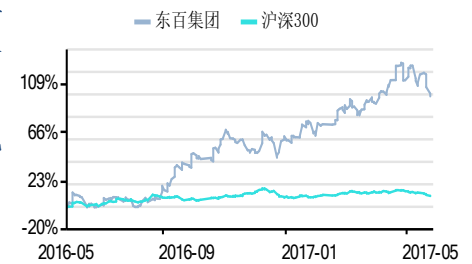
公司评级

当前价格 13.29 元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-23

相对市场表现



分析师: 乐加栋 S0260513090001

021-60750620

lejiaodong@gf.com.cn

相关研究:

东百集团(600693.SH): 商业地产进入结算期, 转型物流地产值得期待 2017-05-01

东百集团(600693.SH): 设立员工持股计划, 全面助力转型物流地产 2017-04-13

东百集团(600693.SH): 落子东莞, 珠三角区域布局进一步完善 2017-02-23

联系人: 李飞

gflifei@gf.com.cn

王黎民参与员工持股计划，彰显转型物流地产的信心

公司17年5月22日晚公告第一期员工持股计划修订稿，由于公司新一届高管团队的成立，拟对员工持股计划的参与人员进行修订，参与员工数量由之前的30人变更为21人，其中董监高参与人员增加至5人，新增王黎明、袁幸福先生分别认购2000万元，占员工持股计划的20%，除董监高外的其他员工认购比例相应调减至37.15%，第一期员工持股计划的其他信息均保持不变。王黎民、袁幸福先生分别为公司物流地产及商业业务的负责人，前期已增选为公司新一届高级管理人员，而此次参与公司员工持股计划，且认购比例明显高于其他董监高人员，充分彰显了对公司的发展信心。

我们认为，设立员工持股计划有利于进一步完善公司治理结构，健全公司长期、有效的激励约束机制，有效调动管理者和公司员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，尤其是捆绑了公司、管理者及物流地产团队的利益，一方面，彰显了坚定转型物流地产的信心，另一方面也将全面助力公司转型物流地产。

表 1: 东百集团第一期员工持股计划最新基本信息

委托管理人	兴证资管	
资管方式	设立兴证资管鑫众一东百集团1号定向资产管理计划	
杠杆比例	按 1:1 比例设优先级、劣后级份额	
资管规模	总额	上限2亿元(含)，每份额金额1元
	优先级委托人	持有集合资金信托计划优先级份额的资产委托人，1亿元
	劣后级委托人	福建东百集团股份有限公司(代表第一期员工持股计划)，1亿元
定向计划购买方式	股东大会通过员工持股计划6个月内，定向资管计划通过二级市场购买标的股票	
定向计划所持股票数	上限约1406.5万股 (按照资金规模上限及4月12日收盘价14.22元测算)	
占现有股本总额	1.57%	
存续期	36个月	
锁定期	12个月	
员工持股认购人数	约21人，其中董监高5人	
员工持股计划资金来源	员工合法薪酬、自筹资金及其他合法合规方式获得的资金	
员工持股计划 认购要求	单个员工必须认购1万元整数倍，最低1万元	
	任一持有人所持全部存续实施的员工持股计划份额所对应的股票数量不超过总股本1%	
	全部存续实施的员工持股计划所对应股票总数累计不超过总股本10%	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2: 员工持股计划的持有人最新情况

持有人	职位	出资额(万元)	比例(%)
朱红志	副董事长	1000	10%
刘夷	董事、副总裁兼董事会秘书	785	7.85%

宋克均	董事、副总裁兼财务总监	500	5%
王黎民	副总裁	2000	20%
袁幸福	副总裁	2000	20%
其余员工	-	3715	37.15%
总计	-	10000	100%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 3: 东百集团新一届高管人员信息

	拟推荐职务	任职经历
施文义	董事长、总裁	现任丰琪投资执行董事、中联集团董事长
朱红志	副董事长	现任董事长
刘夷	董事会秘书、副总裁	现任董事、副总裁、董秘，曾任中联集团董事长助理
王黎民	副总裁	现任子公司东百睿信、东百瑞兴总经理，曾任安博中国高级副总裁
袁幸福	副总裁	曾任银泰百货杭州大区总经理、银泰商业集团助理总裁
李鹏	副总裁	现任副总裁，曾任总裁助理
宋克均	副总裁、财务总监	现任董事、财务总监，曾任中联集团审计管理中心总经理
林越	监事会主席	现任监事会主席，曾任中联集团副董事长

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

物流地产取得积极进展，轻资产的快速扩张值得期待

公司2016年正式转型物流地产，在团队组建、项目获取以及资金支持等方面均取得积极进展。其中在团队组建方面，公司引入前安博高管团队，目前已经组建了一支从设计-建设-采购-招商-资金运营-物业管理的完整团队，其主要负责人具备多年项目操盘经验(团队在拿地以及招商积攒了丰富的人脉，且运营中的管控能力较佳)。同时，考虑到公司对物流地产团队的激励到位(项目利润分成+员工持股)，将有利于充分调动物流团队的积极性。

项目获取方面，公司正式进军物流地产以来，目前已有6个项目落地，项目合计建面77万方，项目分布在佛山、肇庆、北京及天津四个城市(肇庆项目签署收购意向书但尚未正式签约)，项目网络化的布局雏形初现。同时，项目选址布局具备一定优势，均布局在A仓需求旺盛的工业走廊以及经济圈，而城市内部的区位选址来看，均布局在交通便利的城市工业园区，项目周边分布有大量的高端制造业及电商企业，下游对A仓的租赁需求旺盛，未来项目的租金有保障，同时考虑到团队较强的运营管控能力，未来项目有望获得较高的投资回报率，为后端采用基金退出提供支撑。

表 4: 公司目前已获取物流地产项目信息一览

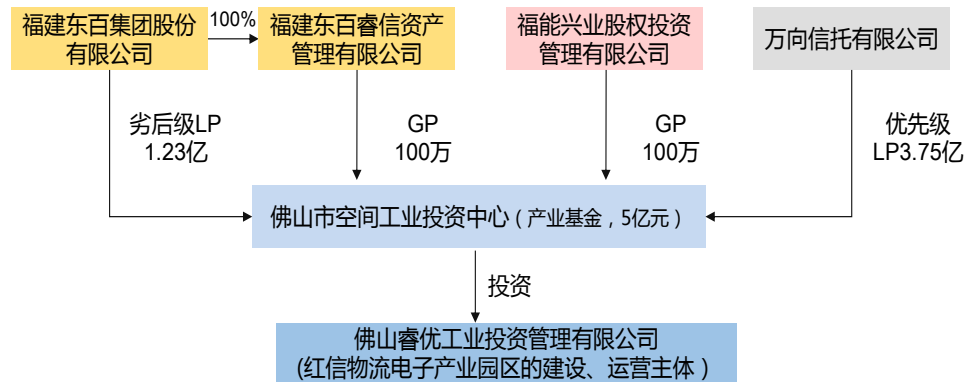
公告时间	拿地方式	拿地金额(亿)	权益	土地位置	占地面积(万方)	规划建面(万方)

2016年3月2日	二级市场收购	1.53	100%	佛山三水工业园区南边E区3号地块	19.98	11.97
2016年4月20日	二级市场收购		85%	肇庆凤岗工业园科技大街北面、北江大道西面地块	23.32	23.32
2016年9月22日	一级市场招拍挂	1.32	100%	佛山市三水区芦苞镇宝华南路1号	18.71	14.97
2016年10月28日	二级市场收购	2.03	100%	北京经济技术开发区路东区E11街区	4.38	5.79
2016年12月19日	二级市场收购	4.8	100%	天津市宁河区潘庄工业区科技型中小企业产业园一期、二期项目	21.1	13.62
2017年2月22日	二级市场收购	0.7	100%	东莞市沙田镇项目	6.6	7

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

而在资金方面，公司作为一个上市企业，有利于充分嫁接平台的资本优势，前期公司定增过会，有利于优化公司财务结构，降低财务杠杆，为后续加杠杆提供空间。此外，公司积极试水产业基金合作投资模式，有助于公司借助基金投融资功能，扩大公司融资渠道，进而有利于解决转型物流地产过程的前端资金问题，同时考虑到公司后端采用基金持有管理的模式，公司物流地产有望实现轻资产、高周转运营的快速扩张。

图1：公司首个物流地产产业基金的结构安排图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司原有业务百货零售目前经过转型调整，已全面实现“购物中心化”，加上福州通地铁消除负面因素，百货零售业绩有望迎来拐点，同时公司商业地产16年四季度正式进入结算周期，未来3年将加速释放业绩。而物流地产首批项目，预计通过培育周期后将在18年开始稳定退出，持续贡献利润。综合来看，预计17-19年EPS分别为0.40、1.08、1.47元，维持“买入”评级。

风险提示

百货零售业务业绩恢复不及预期；商业地产销售及结算进度不及预期；物流地产扩张及退出存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4309	4281	5394	6357	7342
货币资金	793	627	500	1500	2800
应收及预付	168	206	255	318	303
存货	2989	3293	4600	4500	4200
其他流动资产	360	155	39	39	39
非流动资产	978	1552	2626	4536	5427
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	329	352	327	646	1464
在建工程	257	308	808	1308	495
无形资产	210	618	689	780	865
其他长期资产	181	273	802	1802	2602
资产总计	5287	5833	8019	10893	12768
流动负债	2777	2761	3525	4214	4863
短期借款	166	572	994	2483	3258
应付及预收	1865	1872	1835	1035	910
其他流动负债	746	318	696	696	696
非流动负债	633	983	1834	2834	2534
长期借款	563	834	1834	2834	2534
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	150	0	0	0
负债合计	3410	3745	5359	7048	7397
股本	449	898	898	898	898
资本公积	577	127	127	127	127
留存收益	787	888	1249	2216	3540
归属母公司股东权	1812	1914	2274	3242	4566
少数股东权益	65	174	386	603	806
负债和股东权益	5287	5833	8019	10893	12768

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-84	-30	242	834	2282
净利润	41	203	573	1184	1527
折旧摊销	64	76	145	148	197
营运资金变动	-150	-389	-582	-763	190
其它	-40	80	106	266	369
投资活动现金流	-509	-316	-1249	-2044	-1075
资本支出	-323	-297	-669	-1064	-295
投资变动	-185	-20	-590	-990	-790
其他	0	0	10	10	10
筹资活动现金流	663	171	880	2210	93
银行借款	731	1549	1423	2489	474
债券融资	-543	-1344	-396	0	0
股权融资	640	15	0	0	0
其他	-165	-49	-146	-279	-381
现金净增加额	70	-175	-127	1000	1300
期初现金余额	722	793	627	500	1500
期末现金余额	792	617	500	1500	2800

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-6.9	85.1	85.7	52.3	12.0
营业利润增长	-73.6	420.3	179.2	75.6	28.2
归属母公司净利润增长	-66.2	104.7	257.1	168.1	36.8
获利能力(%)					
毛利率	23.4	25.2	25.1	26.1	28.8
净利率	2.5	6.7	10.2	13.9	16.0
ROE	2.7	5.3	15.9	29.8	29.0
偿债能力					
资产负债率(%)	64.5	64.2	66.8	64.7	57.9
净负债比率	0.1	0.5	0.9	1.0	0.5
流动比率	1.55	1.55	1.53	1.51	1.51
速动比率	0.47	0.36	0.22	0.44	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.54	0.81	0.90	0.81
应收账款周转率	511.03	474.85	505.79	495.87	495.45
存货周转率	0.46	0.72	1.46	21.47	182.50
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.11	0.40	1.08	1.47
每股经营现金流	-0.19	-0.03	0.27	0.93	2.54
每股净资产	4.04	2.13	2.53	3.61	5.08
估值比率					
P/E	123.0	90.0	35.4	13.2	9.6
P/B	3.4	4.8	5.6	3.9	2.8
EV/EBITDA	76.6	28.1	15.3	10.0	7.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1626	3010	5588	8509	9527
营业成本	1246	2253	4187	6288	6782
营业税金及附加	46	176	224	204	229
销售费用	243	198	168	255	286
管理费用	74	98	168	255	286
财务费用	3	2	48	99	137
资产减值损失	0	0	2	0	0
公允价值变动收益	10	-2	10	10	10
投资净收益	30	9	10	10	10
营业利润	56	291	812	1426	1828
营业外收入	17	6	9	9	9
营业外支出	10	17	17	16	16
利润总额	63	280	804	1420	1821
所得税	22	77	232	236	294
净利润	41	203	573	1184	1527
少数股东损益	-8	102	212	217	203
归属母公司净利润	49	101	361	968	1324
EBITDA	83	362	987	1653	2142
EPS(元)	0.11	0.11	0.40	1.08	1.47

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。