

## 东百集团

600693

审慎增持 (维持)

## 物流地产发展正当时，内在价值待发现

2020年06月04日

## 市场数据

市场数据日期	2020-06-04
收盘价(元)	4.88
总股本(百万股)	898.23
流通股本(百万股)	897.25
总市值(百万元)	4383.36
流通市值(百万元)	4378.57
净资产(百万元)	2518.7
总资产(百万元)	9850.53
每股净资产	2.80

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4100	1922	2635	2932
同比增长	36.8%	-53.1%	37.2%	11.2%
净利润(百万元)	330	380	541	824
同比增长	26.0%	15.0%	42.5%	52.4%
毛利率	21.9%	48.6%	48.5%	48.5%
净利率	8.1%	19.8%	20.5%	28.1%
净资产收益率(%)	13.2%	12.5%	15.2%	18.8%
每股收益(元)	0.37	0.42	0.60	0.92
每股经营现金流(元)	0.16	0.32	0.66	0.48

## 相关报告

《东百集团(600693):非经常性损益导致业绩低于预期》  
2010-08-18

《东百集团(600693):多点开花保证业绩高速增长》2010-07-20

《东百集团(600693):股权激励方案获批》2010-06-30

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

团队成员:

王品辉、金秋、郭军

## 投资要点

- **百货起家，布局物流地产，国有股退出后股权几经更替，目前股权集中度高。**东百成立于1957年，历经国企改革等阶段，业务已由商业零售扩张至仓储物流等领域，2019年收入41.00亿元/+36.81%，归母净利润3.30亿元/+26.02%，其中商业零售和仓储物流归母净利润分别为1.12和2.21亿元。2013年公司实控人变更为郑淑芬，其子施文义为福建中联地产董事长。20Q1末实控人及其一致行动人合计持股52.62%。
- **商业零售福州市占率50%，2019年开拓兰州市场。**目前，东百在福州、兰州等4个城市经营9个百货商场或购物中心，建筑面积近80万平方米，其中自持41万平方米，2019年实现收入31.87亿元，毛利6.03亿元。作为福建老牌百货公司，东百福州市市场占有率超过50%，核心门店东百中心区位优势不可替代。
- **高端仓储供不应求，市场缺口1亿平方米。**国内人均物流地产面积仍然大幅落后于发达国家(中国、日本、美国分别为0.7、4和3.7平方米/人)，电商的爆发式发展更是使得仓储供不应求，特别是效益更高的高标仓。目前高标仓面积约5000万平方米，根据戴德梁行预计，缺口仍有1亿平方米左右。2019年物流地产商易商红木香港上市，目前开发管理面积1720万平方米，市值超500亿港元，PE中枢30倍。
- **依托“投建招退管”模式，深化与黑石集团的合作，不断做大仓储物流版图。**截至2019年底，东百物流拥有及管理12个物流项目，建筑面积134.09万平方米(含待建和在建)，已覆京津冀、长三角、大湾区、一带一路中西部核心地区等。虽然物流业务收入贡献仍有限，2019年实现收入0.63亿元，但通过与黑石集团的成熟合作，退出项目贡献投资收益规模可观，2018和2019年分别为2.26和3.31亿元。预计通过轻重结合模式，东百物流未来三年开发管理规模有望扩张3倍，从而为公司贡献更多利润。
- **投资建议:**商业零售业务稳中向好，仓储物流业务中期规模向易商红木靠齐。基于分类加总估值法，公司主要资产重置价值约134.82亿元，6月4日公司市值43.74亿元。2020-2022年预计EPS分别为0.42、0.60和0.92元，对应PE分别为11.62、8.13、5.30倍。我们看好公司发展，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

**风险提示:**零售市场需求大幅下降，物流市场需求大幅下降，物流土地供给大幅收紧，物业价值降低

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、公司概述.....	- 4 -
1.1、百货起家，布局物流地产.....	- 4 -
1.2、发展积淀 63 年，双轮驱动模式日趋成熟.....	- 10 -
1.3、2001 年国有股退出，股权结构集中.....	- 11 -
2、物流地产行业情况.....	- 13 -
2.1、高端仓储供不应求，市场缺口 1 亿平方米.....	- 13 -
2.2、行业一超多强，外部资金支持成为扩张重点.....	- 18 -
3、公司物流地产业务.....	- 30 -
3.1、“投建招退管”模式成熟，已与黑石成熟合作.....	- 30 -
3.2、业务规模快速扩张，3 年有望扩大 3 倍.....	- 31 -
3.3、管理团队能力突出，上下游资源储备充足.....	- 33 -
4、预测估值及投资建议.....	- 34 -
4.1、财务情况：受益物流地产，ROE 快速攀升.....	- 34 -
4.2、盈利预测：零售和物流持续向好，总体业绩稳步增长.....	- 36 -
4.3、估值：市值约 40 亿元，SOTP 法下重置价值超 130 亿元.....	- 38 -
4.4、投资建议：零售稳中向好，物流高速发展，内在价值有待发现.....	- 40 -
图 1、福州社会消费量零售总额及增速.....	- 7 -
图 2、东百中心 AB 馆.....	- 7 -
图 3、福州市区热力图.....	- 7 -
图 4、福州市区东百主要百货购物中心分布.....	- 7 -
图 5、东百物流及商业项目分布情况.....	- 8 -
图 6、东百坊巷大酒店外景.....	- 9 -
图 7、三坊七巷宣传册.....	- 9 -
图 8、股份转让完成后 2006 年中报东百股权结构.....	- 11 -
图 9、2020 年一季报东百股权结构.....	- 12 -
图 10、2011-2019 年社会物流总额及增速.....	- 13 -
图 11、2015 年至今全国网上实物零售交额及增速.....	- 13 -
图 12、2008 年至今快递业务量及增速.....	- 13 -
图 13、2009 年至今快递分业务业务量.....	- 13 -
图 14、2011 年至今仓储业固定资产投资额及增速.....	- 14 -
图 15、2006 年至 2018 年全国物流园数量.....	- 14 -
图 16、近年各国人均物流地产面积对比（平方米/人）.....	- 14 -
图 17、2016 年普洛斯的租户行业分布.....	- 15 -
图 18、近年各国现代化物流空间占比对比.....	- 15 -
图 19、2010-2018 年工矿仓储地面积及其增速.....	- 16 -
图 20、2009-2017 年北京和上海的工矿仓储地面积.....	- 16 -
图 21、主要城市高标仓库供需情况.....	- 16 -
图 22、三大城市群 2019 年初基础设施建设项目（2018-2020 年竣工项目）.....	- 17 -
图 23、物流地产行业的竞争格局.....	- 19 -
图 24、普洛斯三大业务闭环.....	- 19 -
图 25、中国物流地产投资市场的合资项目和战略合作案例.....	- 20 -
图 26、主要电商所购土地可建仓库面积（百万平方米）.....	- 21 -
图 27、主要城市高标仓库租赁市场供应与电商自建仓库供应（2019-2020）.....	- 21 -
图 28、2019 年末普洛斯业务分布.....	- 24 -
图 29、2016-2019 财年普洛斯收入及增速.....	- 24 -
图 30、2016-2019 财年普洛斯归母净利润及增速.....	- 24 -
图 31、2019 年末易商红木业务分布.....	- 26 -

图 32、2019 年易商红木管理资产构成.....	- 27 -
图 33、2019 年易商红木管理资产分布.....	- 27 -
图 34、2016-2019 年易商红木收入及增速.....	- 27 -
图 35、易商红木毛利、其他收入及收益、归母净利润.....	- 27 -
图 36、2016-2019 年易商红木分业务收入.....	- 28 -
图 37、2016-2019 年易商红木分业务利润.....	- 28 -
图 38、2016 财年至今普洛斯收入结构.....	- 28 -
图 39、2016-2019 年易商红木收入结构.....	- 28 -
图 40、2016 财年至今普洛斯投资性房地产占比.....	- 29 -
图 41、2016-2019 年易商红木投资性房地产占比.....	- 29 -
图 42、易商红木 PE band.....	- 29 -
图 43、易商红木的业务模式.....	- 31 -
图 44、2015 年至今东百营业收入及增速.....	- 34 -
图 45、2019 年东百营业收入构成.....	- 34 -
图 46、2015 年至今东百毛利及毛利率.....	- 35 -
图 47、2019 年东百毛利构成.....	- 35 -
图 48、2015 年至今东百期间费用率.....	- 35 -
图 49、2015 年至今东百归母净利润及归母净利润率.....	- 35 -
表 1、东百各零售综合体情况.....	- 4 -
表 2、东百商业零售各业态经营情况.....	- 5 -
表 3、东百商业地产投资及销售情况.....	- 9 -
表 4、东百发展历程.....	- 10 -
表 5、2020 年一季报东百十大股东情况.....	- 12 -
表 6、丰琪投资增持东百情况.....	- 12 -
表 7、传统仓库与高标仓库的对比.....	- 15 -
表 8、各类物业 2019Q4 较 2014Q4 租金及价值增长率.....	- 17 -
表 9、物流行业的相关政策.....	- 18 -
表 10、普洛斯发展历程.....	- 22 -
表 11、2016-2019 财年普洛斯杜邦分析.....	- 24 -
表 12、易商红木发展历程.....	- 25 -
表 13、2019 年易商红木杜邦分析.....	- 29 -
表 14、物流地产主要发展模式优缺点对比.....	- 30 -
表 15、东百物流项目基本情况.....	- 32 -
表 16、东百物流管理团队情况.....	- 33 -
表 17、2016-2019 年东百杜邦分析.....	- 36 -
表 18、东百商业零售业务经营情况预测.....	- 36 -
表 19、东百仓储物流业务经营情况预测.....	- 37 -
表 20、东百经营情况预测（亿元）.....	- 38 -
表 21、商业零售业务重置价值.....	- 39 -
表 22、物流地产业务自持项目重置价值.....	- 39 -
表 23、酒店餐饮业务重置价值.....	- 40 -
表 24、公司整体重估价值（亿元）.....	- 40 -
附表.....	- 42 -

## 报告正文

## 1、公司概述

## 1.1、百货起家，布局物流地产

**深耕商业零售，做大仓储物流，双轮驱动战略助力集团发展。**东百集团前身是福州东街口百货商店，是一家拥有 60 多年历史的福建商业龙头企业。经历国企改革上市和集团化、连锁化、跨越式发展等阶段，目前公司已经形成了“商业零售+仓储物流”双轮驱动的业务模式。2019 年，公司营业收入 41.00 亿元，同比增长 36.81%，其中商业零售、仓储物流、商业地产、供应链管理和酒店餐饮分别占 78%、2%、12%、6%、0.4%；归母净利润 3.30 亿元，同比增长 26.02%。

## ● 商业零售板块

**立足福建，开拓兰州。**东百集团主要在福州、厦门、兰州和宁德 4 个城市经营 9 个百货商场或购物中心（其中东百运动生活城预计与 2020 年下半年开业），建筑面积近 80 万平方米，其中福州东百中心与兰州中心构成了东百集团的南北灯塔，建筑面积分别为 15.91 万和 21.97 万平方米。受益于公司商业地产业务提供的优秀物业平台，公司自持商业零售门店面积 40.83 万平方米，占比过半。2019 年，公司商业零售收入 31.87 亿元，毛利 6.03 亿元，毛利率 18.93%。未来，公司将在巩固福州市场、发展兰州市场的同时，大力开拓泉州、龙岩等福建市场。

表 1、东百各零售综合体情况

地区	门店名称	类别	物权	建筑面积 (万平方米)	简介
福州	东百中心 A 馆	百货商场	自有	7.13	主打精品百货路线，与 B 馆通过空中连廊连通，与 C 馆通过地下商业街连通
	东百中心 B 馆	百货商场	自有	4.16	定位为高线时尚百货
	东百中心 C 馆	百货商场	租赁	4.62	营造年轻潮流街区概念，由地面四栋民国风建筑和地下两层商业街组成
	东百中心小计			15.91	福州核心商圈大型城市综合体，毗邻 5A 级旅游景区三坊七巷，项目 B2 层与地铁 1 号线及 4 号线（暂未开通）东街口站无缝衔接，致力于打造商业零售新物种——“超级百货”
	东百爱琴海店	百货商场	租赁	4.53	位于福州市金山片区爱琴海购物公园内，齐聚购物、餐饮、休闲、娱乐、生活、运动、儿童七大主题功能为一体的城市精致生活新中心，以“女性经济”为主打
	百货商场小计			20.44	
	东百优品城元洪店	购物中心	租赁	8.10	为东百商业旗下的“奥莱系”产品，定位为集购物、餐饮、娱乐、休闲为一体的城市精品奥莱，2018 年共计 9 个品牌销售业绩全市第一
东百城永嘉天地店	购物中心	租赁	4.72	致力于打造服务大学校园与周边社区的时尚化购物中心，定位为娱乐、生活“补给站”，打造新兴零售、童真趣玩、珍馐美味、人文艺术、潮流科技五大消费场景	

地区	门店名称	类别	物权	建筑面积 (万平方米)	简介
	东百城群升店	购物中心	租赁	3.28	主打社区商业配套，地处城市核心区，周边包括省人民医院、福州八中等
	东百运动生活城 (筹建中)	购物中心	租赁	7.79	福建首席都市团建俱乐部，主打城市白领社交圈，提倡社区生活新消费主义，是一座融合商业与“生态链”模式的主题聚焦型商业综合体
	<b>购物中心小计</b>			<b>23.89</b>	
	<b>福州小计</b>			<b>44.33</b>	
厦门	东百城蔡塘店	购物中心	租赁	4.10	毗邻厦门岛内最大综合性公园——忠仑公园，是厦门首个亲子公园主题购物中心，是都市绿色公园与亲子休闲的生活新地标
宁德	东百城福安店	购物中心	自有	7.57	致力于打造成集“游乐+零售+体验”于一体的闽东片区商业新地标，定位为全客层生活休闲广场
兰州	兰州中心	购物中心	自有	21.97	地处安宁、西固、城关三区核心枢纽，致力于打造成中国西北商业航母和城市时尚生活中心，包括第一家进入甘肃的德国企业——麦德龙
	<b>合计</b>			<b>77.97</b>	

注：百货商场以自营和联营为主，购物中心以对外租赁为主

资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**多业态并举，规模复苏扩张。**东百集团商业零售的业务业态包括百货商场和购物中心，其中百货商场以自营和联营为主，购物中心以对外租赁为主。福州作为公司的大本营，公司在东百中心和东百爱琴海店采用实力要求更高、利润弹性更大的百货商场模式经营，合计贡献了超过60%的商业零售业务收入。受益于东百中心外围地铁修建围挡的拆除和兰州中心等新门店的开业，公司近两年商业零售业务规模持续复苏并扩张，2019年贡献归母净利润1.12亿元，同比增长107.41%，占公司总归母净利润的34.07%。

**表 2、东百商业零售各业态经营情况**

业态	类别	科目	2015	2016	2017	2018	2019
福州 百货商场	零售	收入(亿元)	10.73	10.14	9.67	15.03	18.13
		面积(万平方米)	6.22	5.03	5.34	5.59	5.81
		坪效(万元/平方米)	1.73	2.02	1.81	2.69	3.12
	租赁	收入(亿元)	0.16	0.20	0.19	0.57	1.03
		面积(万平方米)		2.01	2.71	5.68	5.70
		坪效(万元/平方米)		0.10	0.07	0.10	0.18
	小计	收入(亿元)	<b>10.89</b>	<b>10.34</b>	<b>9.86</b>	<b>15.6</b>	<b>19.16</b>
		面积(万平方米)		<b>7.04</b>	<b>8.05</b>	<b>11.27</b>	<b>11.51</b>
		坪效(万元/平方米)		<b>1.47</b>	<b>1.22</b>	<b>1.38</b>	<b>1.66</b>
	福州 购物中心	零售	收入(亿元)	3.01	1.87	0.93	1.10
面积(万平方米)			1.77	1.76	0.20	1.07	1.55
坪效(万元/平方米)			1.70	1.06	4.72	1.03	1.31
租赁		收入(亿元)	0.59	0.42	0.78	0.86	1.13
		面积(万平方米)		5.88	6.51	6.14	14.13
		坪效(万元/平方米)		0.07	0.12	0.14	0.08
小计		收入(亿元)	<b>3.60</b>	<b>2.29</b>	<b>1.71</b>	<b>1.96</b>	<b>3.16</b>
		面积(万平方米)		<b>7.64</b>	<b>6.71</b>	<b>7.21</b>	<b>15.68</b>
		坪效(万元/平方米)		<b>0.30</b>	<b>0.25</b>	<b>0.27</b>	<b>0.20</b>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

业态	类别	科目	2015	2016	2017	2018	2019		
厦门 购物中心	零售	收入 (亿元)	0.23	0.20	0.17	0.13	0.09		
		面积 (万平方米)	0.20	0.12	0.07	0.05	0.04		
		坪效 (万元/平方米)	1.17	1.66	2.23	2.40	2.06		
	租赁	收入 (亿元)	0.30	0.32	0.38	0.44	0.46		
		面积 (万平方米)		2.18	2.22	2.19	2.19		
		坪效 (万元/平方米)		0.15	0.17	0.20	0.21		
	小计	收入 (亿元)	<b>0.53</b>	<b>0.52</b>	<b>0.55</b>	<b>0.57</b>	<b>0.55</b>		
		面积 (万平方米)		<b>2.3</b>	<b>2.29</b>	<b>2.24</b>	<b>2.23</b>		
		坪效 (万元/平方米)		<b>0.23</b>	<b>0.24</b>	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>		
	宁德 购物中心	零售	收入 (亿元)					0.12	
面积 (万平方米)							0.02		
坪效 (万元/平方米)							0.62		
租赁		收入 (亿元)					0.12		
		面积 (万平方米)					1.98		
		坪效 (万元/平方米)					0.06		
小计		收入 (亿元)					<b>0.24</b>		
		面积 (万平方米)					<b>2.00</b>		
		坪效 (万元/平方米)					<b>0.12</b>		
兰州 购物中心		零售	收入 (亿元)				0.02	6.25	
	面积 (万平方米)						2.98		
	坪效 (万元/平方米)						2.10		
	租赁	收入 (亿元)					1.26		
		面积 (万平方米)					7.02		
		坪效 (万元/平方米)					0.18		
	小计	收入 (亿元)					<b>7.51</b>		
		面积 (万平方米)					<b>10.00</b>		
		坪效 (万元/平方米)					<b>0.75</b>		
	合计	零售	收入 (亿元)	<b>13.97</b>	<b>12.21</b>	<b>10.77</b>	<b>16.27</b>	<b>26.62</b>	
面积 (万平方米)			<b>8.19</b>	<b>6.91</b>	<b>5.62</b>	<b>6.71</b>	<b>10.58</b>		
坪效 (万元/平方米)			<b>1.71</b>	<b>1.77</b>	<b>1.92</b>	<b>2.42</b>	<b>2.52</b>		
租赁		收入 (亿元)	<b>1.07</b>	<b>0.94</b>	<b>1.35</b>	<b>1.87</b>	<b>4.00</b>		
		面积 (万平方米)		<b>10.07</b>	<b>11.44</b>	<b>14.01</b>	<b>31.03</b>		
		坪效 (万元/平方米)		<b>0.09</b>	<b>0.12</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>		
小计		收入 (亿元)	<b>15.04</b>	<b>13.15</b>	<b>12.12</b>	<b>18.14</b>	<b>30.62</b>		
		面积 (万平方米)		<b>16.98</b>	<b>17.06</b>	<b>20.72</b>	<b>41.61</b>		
		坪效 (万元/平方米)		<b>0.77</b>	<b>0.71</b>	<b>0.88</b>	<b>0.74</b>		
							<b>归母净利润</b>	<b>0.11</b>	<b>0.54</b>

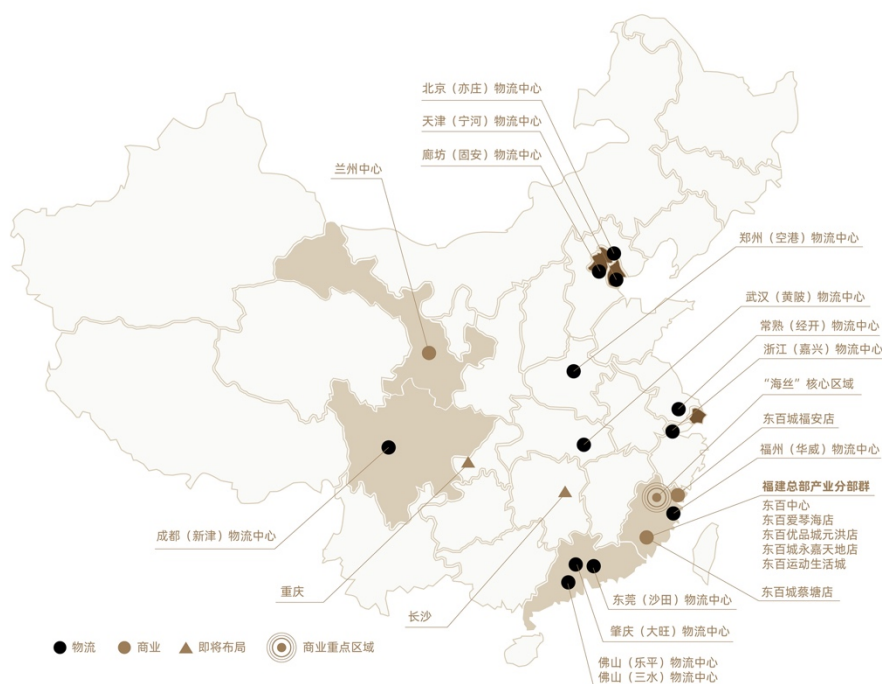
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

福州消费能力强，公司门店区位优势。福州商业零售业务贡献了公司超过 80% 的商业零售收入，是公司的商业零售业务核心市场。福州是福建省的省会，购买力强，社零长期维持双位数增长，2019 年社零总额 4198.94 亿元，同比增长 9.60%。福州市区人口相对集中，主要在分布在闽江以北。除东百运动生活城外，公司在福州市区的门店均位于闹市区中，特别是福州市区唯一 5A 级旅游景区三坊七巷旁、地铁 1 号线及 4 号线（暂未开通）东街口站上、福州老牌商圈内的东百中心。受益于门店区位优势和公司长期耕耘，公司在福州市场的市占率超过 50%。



累计客户数量超过 200 家，与顺丰等 50 多家大客户紧密合作，业务成熟。2019 年，公司仓储物流收入 0.63 亿元，毛利 0.37 亿元，毛利率 59.25%，另外通过物流项目“退管”获得投资收益 3.31 亿元，实现归母净利润 2.05 亿元，同比增长 51.61%，占公司归母净利润的 66.79%。未来，随着物流项目的扩充以及产业基金、REITs 等资金渠道的丰富，仓储物流板块有望为公司贡献更多的利润。

图 5、东百物流及商业项目分布情况



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## ● 商业地产板块

已开发兰州和福安项目，新启动福清利桥项目。公司商业地产开发业务主要开发商业综合体，以轻重结合模式发展，一方面为商业零售业务发展配套物业支撑，另一方面通过对外出售 SOHO、写字楼、住宅等商品建筑获得收入。目前，公司已开发的商业地产项目包括兰州国际商贸中心项目和福安东百广场项目，累计投资额超过 60 亿元，累计实现收入 41.54 亿元。2019 年，公司新启动福清东百利桥项目，用地面积 19 万平方米，包括修复福清侨乡历史文化街区和开发建设商业项目。2019 年，公司商业地产收入 4.84 亿元，毛利 2.25 亿元，毛利率 46.45%。



表 3、东百商业地产投资及销售情况

项目	科目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	规划
兰州国际商贸中心	已竣工面积 (万平方米)	20.75	29.37	42.54	46.18	55.59	55.59	58.74
	SOHO	1.88	2.54	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09
	写字楼	1.72	3.44	6.89	6.89	6.89	6.89	6.89
	商铺	3.99	5.19	6.75	10.38	10.38	10.38	10.38
	酒店	2.52	3.50	3.85	3.85	3.85	3.85	7.00
	购物中心	4.30	6.00	7.8	7.8	12.00	12.00	12.00
	地下室及其他	6.34	8.69	12.17	12.17	17.39	17.39	17.39
	累计投资额 (亿元)	14.60	17.98	24.71	31.83	38.41	39.02	61.00
	收入 (亿元)			10.31	10.07	1.57	1.47	
	毛利 (亿元)			4.37	1.42	0.83	0.85	
福安东百广场	已竣工面积 (万平方米)		12.55	19.05	19.89	30.48	40.48	44.25
	住宅 (一期) 含地下室		12.55	19.05	19.89	19.89	19.89	19.89
	住宅 (二期) 含地下室					10.59	10.59	10.59
	商业 (三期)						10.00	13.77
	累计投资额 (亿元)	9.87	11.75	15.25	17.19	21.77	24.10	25.80
	收入 (亿元)			2.06	8.65	4.04	3.37	
	毛利 (亿元)			0.55	2.14	1.42	1.40	

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

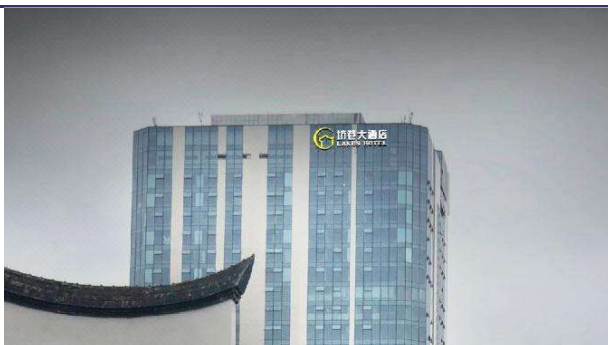
### ● 供应链管理板块

涵盖农产品和原材料领域, 提供贸易执行等全方位服务。公司供应链管理业务主要从事玉米、大米等农产品及铝棒、化工原料等原材料的供应链业务, 包括供应链贸易执行服务和综合物流服务等。贸易执行服务通过预先匹配上下游客户需求, 分别与上下游客户签订购销合同, 然后通过物流、信息流和资金流等为客户提供高效、低成本的供应链服务。综合物流服务主要提供物流、仓储配送、进出口通关等服务。2019年, 公司供应链管理收入 2.51 亿元, 毛利 0.01 亿元, 毛利率 0.45%。

### ● 酒店餐饮板块

酒店新装开业, 位于福州核心区位。公司酒店餐饮业务主要经营自有产权的东百坊巷大酒店。该酒店位于东百中心内, 拥有 172 间客房, 交通便利, 毗邻景点和商圈, 可俯瞰三坊七巷全景。另外, 福安项目内的酒店正在装修, 预计 2021 年开业, 规模约为东百坊巷大酒店的一倍, 可有效提升福安广场的定位和公司的业务规模。2019年, 公司酒店餐饮收入 0.14 亿元, 毛利 0.06 亿元, 毛利率 42.07%。

图 6、东百坊巷大酒店外景



资料来源: 互联网资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、三坊七巷宣传册



资料来源: 互联网资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 1.2、发展积淀 63 年，双轮驱动模式日趋成熟

发展史上，公司拥有 63 年历史，期间经历多个阶段。

- **1957 年至 1991 年的国企阶段:** 1957 年，公司前身“福州市东街口百货大楼”成立，坐落于福州市最繁华地段——东街口，是隶属于福州市商业局的全民所有制商业企业。1986 年，公司成为最早实行股份制改革试点的企业之一，但因配套政策不完善，股份制改革中的经营机制转换受阻。
- **1991 年至 2000 年的上市、集团化发展阶段:** 1992 年，公司再次深化改革，成功改制为规范化的股份制企业，同时率先推出“24 小时便利商场”、被国家统计局和商业部评为“全国百佳最佳效益零售商店”第七名。1993 年，公司上交所上市，成为闽系商业第一股；1997 年，经省政府批准，成立东百集团。
- **2001 年至 2010 年的国有股退出、连锁化发展阶段:** 公司 2001 年福州市财政局转让公司总股本 29% 的股份于深圳钦舟实业和深圳飞尚实业，国有股退出，2006 年股权转让完成；2004 年和 2007 年分别开业东街店和元洪店，实现连锁化经营。
- **2011 年至 2015 年的跨越式发展阶段:** 公司深耕商业零售，从福建向全国拓展，2011 年兰州中心奠基，2013-2015 年分别在宁德、厦门等地开设新店。
- **2016 年至今的多元发展阶段:** 公司 2016 年开始布局仓储物流，并有多多个大型商业体投入运营，形成了目前的“商业零售+仓储物流”双轮驱动模式。

表 4、东百发展历程

阶段	时间	事件
国企	1957 年	福州东街口百货商店正式开业
	1982 年	更名为“福州市东街口百货大楼”
	1986 年	福州市首家商业企业试行股份制改
上市、集团化发展	1992 年	股份制改革基本完成，成立规范化股份有限公司
	1992 年	率先推出“24 小时便利商场”
	1992 年	被国家统计局和商业部评为“全国百佳最佳效益零售商店”第七名
	1993 年	上海证券交易所挂牌上市，股票代码 600693
	1997 年	成立东百集团，开始集团化发展
国有股退出、连锁化发展	2001 年	国有股退出，企业重组
	2004 年	东方百货东街店开业（现东百中心 B 馆）
	2007 年	东百元洪店开业（现东百优品城元洪店）
	2010 年	东百东街店（现东百中心 A 馆）年销售 11.54 亿元，为福建第一家单店年销售过 10 亿的百货店
跨越式发展	2011 年	兰州中心正式奠基
	2013 年	成功竞拍购买福安湖口片区地块，用于开发福安东百广场项目
	2014 年	东百蔡塘广场开业（现东百城蔡塘店）
	2015 年	东百爱琴海店开业
多元化发展	2016 年	成功切入仓储物流和供应链管理业务
	2017 年	取得南街城市生活综合体运营服务项目十年经营权
	2017 年	东百东街店和东方百货东街店合并更名为“东百中心”并重装开业
		新增福州 APM 及永嘉天地两座商业体，更名为“东百运动生活城”及“东百城永嘉天地店”；
	2018 年	东百中心 C 馆开业，ABC 三馆正式合体； 与黑石集团签订战略合作，有效拓宽东百集团的融资模式和融资方式
	2019 年	兰州中心开业； 与永辉合作的首个商业项目东百城永嘉天地开业，致力成为大学校园与周边社区的时尚购物中心； 东百坊巷大酒店开业； 东百城福安店开业

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

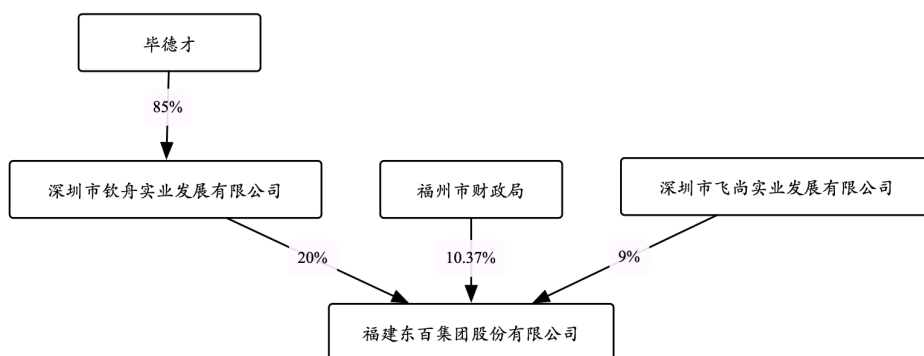
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 1.3、2001 年国有股退出，股权结构集中

1993 年上交所上市，福州市财政局持股 50%，股权集中度较高。1993 年 11 月，公司在上交所挂牌上市，发行股票 2684 万股，其中社会公众股 2416 万股，公司职工股 268 万股，发行总市值 6710 万元。上市后，公司股权相对集中，福州市财政局持股 50%，第二大股东福州华昌制衣有限公司和范明月分别持股 0.45%。

2001 年末国有股退出，毕德才成为公司实际控制人。2001 年，福州市财政局与深圳钦舟实业和深圳飞尚实业签订股份转让合同，分别转让其持有的公司总股本 20% 和 9% 的股份。由于国有股转让限制，该股份转让最终完成于 2006 年。不过，股份转让申请期间，福州市财政局已将其拟转让的公司 20% 股权委托深圳钦舟实业管理，使得实际控制人变更为毕德才。

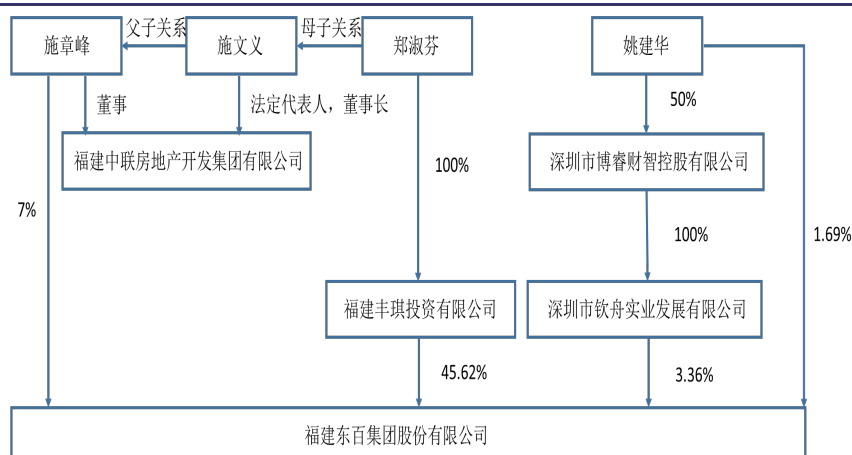
图 8、股份转让完成后 2006 年中报东百股权结构



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

此后公司经历一系列股权变动，目前股权结构集中，大股东持股比例达 45.62%。2012 年，东百集团第一大股东深圳钦舟实业的实际控制人变更为姚建华和配偶朱崇辉，使得姚建华夫妻间接东百集团 17.54% 股份，同时姚建华直接持有东百集团 3.54% 股份，合计持有东百集团 21.08% 的股份，成为公司新实际控制人。2013 年，公司目前董事长施文义的母亲郑淑芬通过持续增持，截至 2013 年年底拥有东百集团 29.2% 股份，超过姚建华（合计持股 21.1%），成为新实际控制人。2015 年，公司定增完成，郑淑芬的丰琪投资持股比例提升至 43.7%。截至 2020 年一季报，丰琪投资持股 45.62%，另外董事长施文义的儿子施章峰持股 7%，一致行动人合计持股 52.62%。施文义是福建中联房地产开发集团有限公司董事长。

图 9、2020 年一季报东百股权结构



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、2020 年一季报东百十大股东情况

股东名称	持股数量 (亿股)	占总股本比例 (%)
福建丰琪投资有限公司	4.10	45.62
施章峰	0.63	7.00
深圳钦舟实业发展有限公司	0.30	3.36
福建东百集团股份有限公司回购专用证券账户	0.28	3.16
国通信托有限责任公司-国通信托·紫金 16 号集合资金信托计划	0.26	2.88
姚建华	0.15	1.69
香港中央结算有限公司(陆股通)	0.11	1.28
薛叶法	0.11	1.20
郭华容	0.06	0.66
张雪英	0.05	0.61
<b>合计</b>	<b>6.06</b>	<b>67.46</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、丰琪投资增持东百情况

增持日期	增持数量 (万股)	增持份额	增持后持股份额
2012-03-30	166.90	0.49%	0.49%
2012-04-27	274.08	0.79%	1.28%
2012-05-31	94.90	0.28%	1.56%
2012-06-29	1,123.77	3.28%	4.84%
2012-08-14	62.56	0.18%	5.02%
2012-08-31	467.69	1.36%	6.38%
2012-09-19	1,250.98	3.65%	10.03%
2012-10-29	1,727.70	5.03%	15.06%
2013-05-31	660.80	1.92%	16.98%
2013-06-24	472.06	1.38%	18.36%
2013-06-28	2.71	0.01%	18.37%
2013-07-11	583.53	1.7%	20.07%
2013-09-03	401.17	1.17%	21.24%
2013-09-30	979.43	2.85%	24.09%
2013-10-14	352.90	1.03%	25.12%
2015-07-06	179.00	18.95%	44.07%
2015-08-26	334.33	0.74%	44.81%
2015-09-30	362.07	0.81%	45.62%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、物流地产行业情况

### 2.1、高端仓储供不应求，市场缺口 1 亿平方米

物流需求持续增长，电商推动快递和仓储需求快速提升。随着经济的发展和居民消费水平的提升，中国物流需求不断增加，根据中国采购与物流协会，近十年中国社会物流总额复合增速 11.92%，2019 年为 298.0 万亿元。电商的爆发式增长更是推动了快递和仓储需求的提升。根据国家统计局数据，近 4 年全国实物商品网上零售额复合增速 27.33%，2019 年为 8.52 万亿，占社零的比例从 2015 年的 10.8% 上升至 2019 年的 20.7%；近十年全国快递业务量复合增速 42.36%，2019 年为 635.23 亿件，是全球最大的快递市场。仓储市场同样快速发展，京东目前在全国已有 25 座亚洲一号智能物流园区，助其为用户提供更为高效便捷的物流服务。

图 10、2011-2019 年社会物流总额及增速

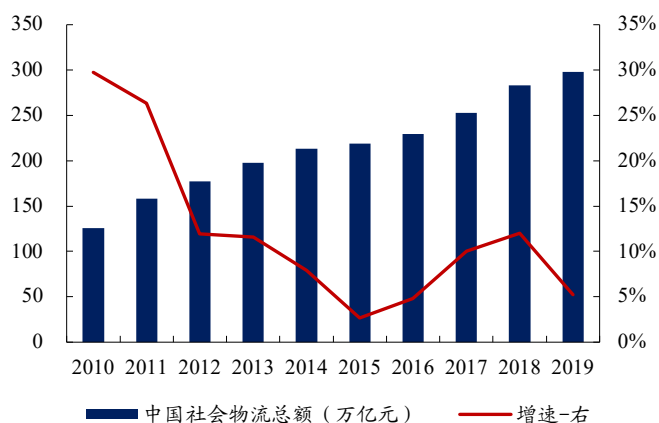
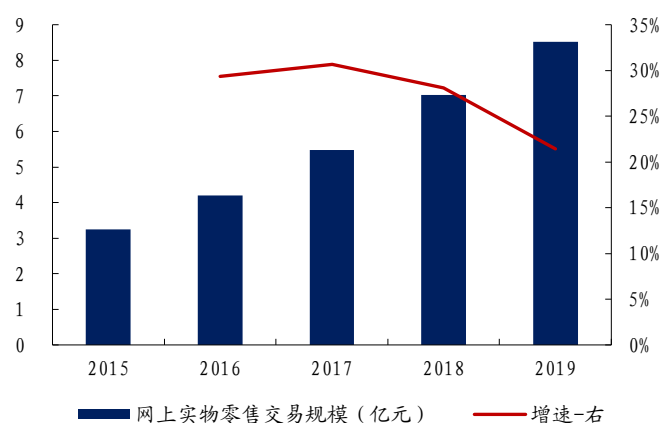


图 11、2015 年至今全国网上实物零售交易额及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：国家统计局，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2008 年至今快递业务量及增速

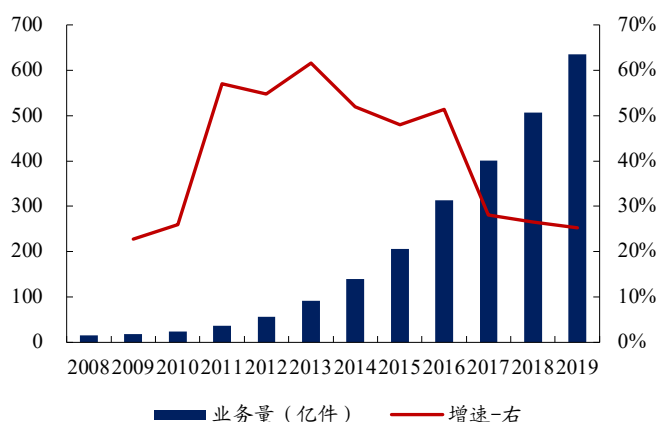
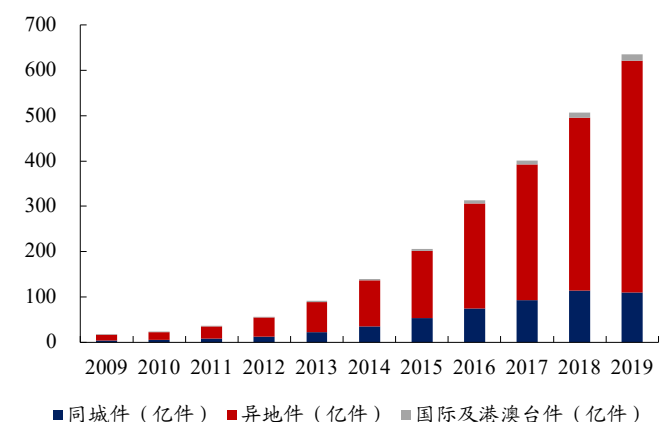


图 13、2009 年至今快递分业务业务量



资料来源：国家邮政局，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：国家邮政局，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

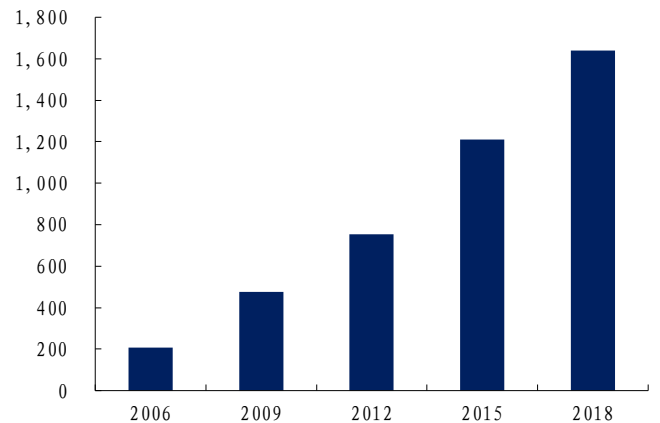
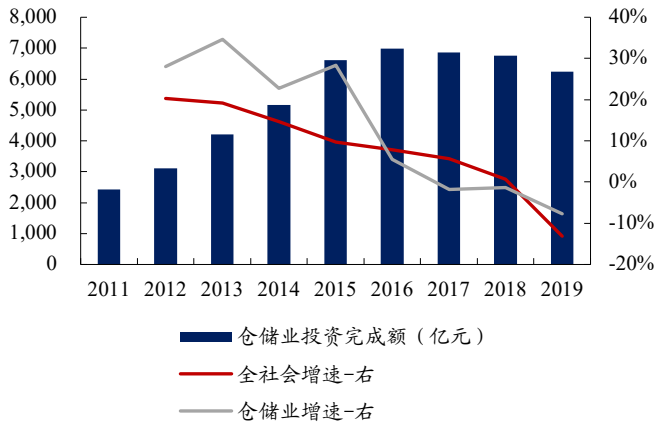
物流地产行业快速扩张，但是人均物流面积与发达国家存在差距。全国仓储业的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

固定资产投资额始终维持在高位，多数时间增速高于全社会固定资产投资额增速，2019 年仓储业固定资产投资完成额为 6246 亿元，园区数量 2015-2018 年复合增速达 10.6%，截止 2018 年全国营业性通用仓库面积为 10.6 亿平方米、物流园数量达 1638 个，物流地产行业不断发展。然而，我国人均物流地产面积仍然有限，仅为 0.7 平方米/人，与日本（4 平方米/人）和美国（3.7 平方米/人）存在较大的差距。作为全球最大的快递市场，中国物流地产仍有较大的发展空间。

图 14、2011 年至今仓储业固定资产投资额及增速

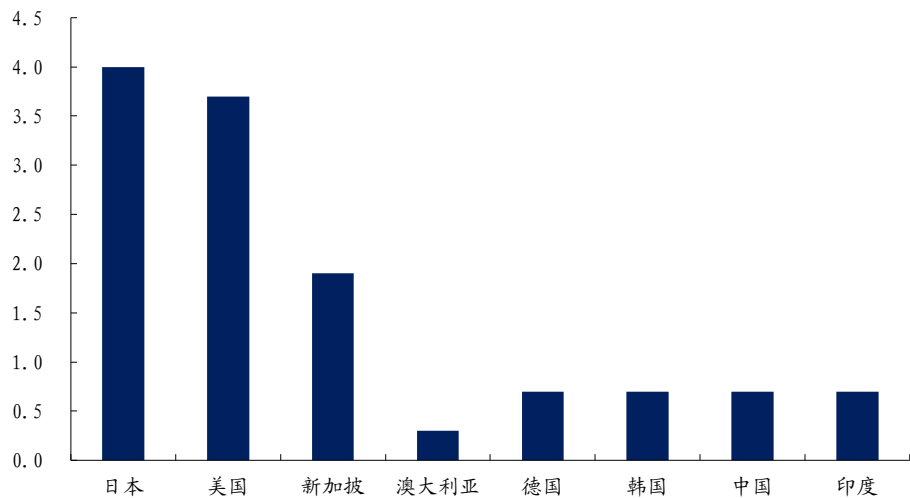
图 15、2006 年至 2018 年全国物流园数量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、近年各国人均物流地产面积对比（平方米/人）



资料来源：仲量联行，兴业证券经济与金融研究院整理

大量存量物流地产难以符合市场需求，高标仓需求缺口约 1 亿平方米。相较于普通仓库，高标仓更为合理的设计使得仓库建设和使用成本低 20%，并极大提高了物流运转效率，深受消费、高端制造等行业青睐，以中国最大物流地产商普洛斯为例，消费类、高端制造和第三方物流租户占比分别为 53%和 25%。由于土地供应、仓储行业成熟度有限、非高标仓升级改造难度大等原因，我国高标准仓储设施缺口较大，中国现代化的物流设施占比仅为 7%，远落后于澳大利亚的 75%。根

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

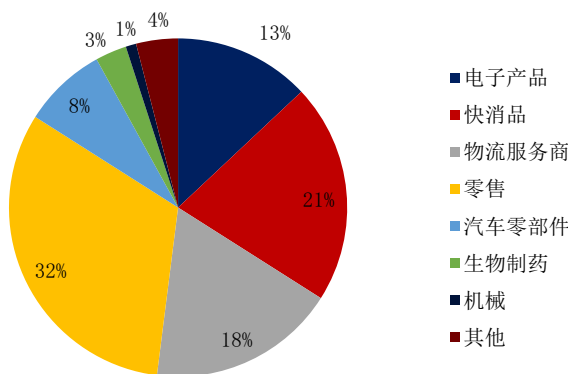
据戴德梁行预计，2020年中国高标仓供需缺口在1亿平方米左右。

**表 7、传统仓库与高标仓库的对比**

	传统仓库	高标仓库
选址	工业园区或港口附近	城市中心或交通枢纽附近
建筑结构	非标准混凝土/钢结构；多层；无通道	单层：高品质钢结构；多层：混凝土/钢结构，附带通道/电梯
建筑面积	<8000 平米	≥8000 平米
净高	1 楼：≥6 米；其他露除：≥4.5 米	至少 9-12 米，单层楼宇更高；多层：1 楼及 2 楼≥9 米，3 楼≥7 米
立柱间距	5-7 米	>8 米
操作设备	物卸货平台和卡车装卸区域	双边装卸月台及可升降平台、硬化防尘地坪、叉车充电间
地板承重	1 楼：≤3 吨/平方米；2 楼：≤2 吨/平方米	1 楼：≥3 吨/平方米；2 楼：≥2 吨/平方米
SKU 存储数量	千个	万个
搜索货物时间	慢，超过 10 分钟	快，约 1 分钟
存货周转天数	数月	数天
码头	无可用码头或可用码头数量有限	多个配备液压装卸跳板的装卸码头
消防	消防栓	消防栓、灭火器、火警报警装置等
地面漆	非标准，如水泥地面或素填土	耐磨性环氧树脂/混凝土地面涂装工程
监控系统	公共警卫或无	24 小时安保及集中监控服务
采光顶	非标准	装备条形照明灯的天花板
空气循环	不适用	控制室内空气质量
所有权	部分存在产权不清晰、用地性质不明确等问题	产权清晰，用地性质明确
信息管理系统	没有	WMS/ERP 等

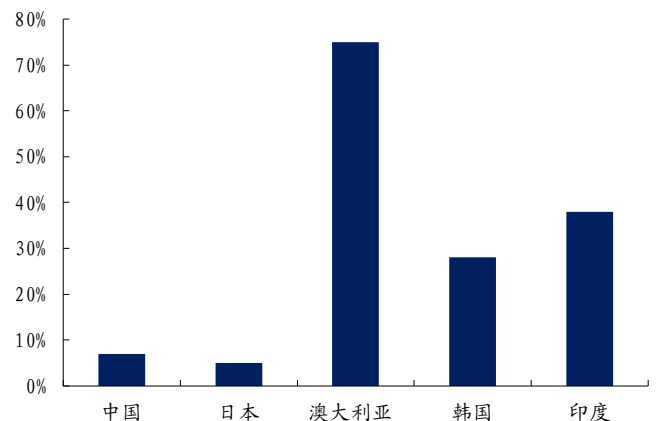
资料来源：《新零售背景下我国物流地产价值创新研究》，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 17、2016 年普洛斯的租户行业分布**



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图 18、近年各国现代化物流空间占比对比**



资料来源：仲量联行，兴业证券经济与金融研究院整理

**有限土地供应是限制高标仓发展的重要因素，供不应求的高标仓租金和价值增幅领先于其他物业。物流地产的发展需要土地供应支持，然而工矿仓储地价格较低，**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

财政贡献不足，所以土地供应量有限，2013年之后工矿仓储地的供应面积几乎没有增加，北京、上海等一线城市更是有所缩减。近几年，电商等现代化物流需求提升了高标仓需求，近几年高标仓供应也有所增加，但有限的土地供应仍使得高标仓供不应求，特别是有区位优势的高标仓。反映在租金和价值上，一线城市的优质非保税物流资产增幅普遍领先于办公楼、零售物业和住宅。2018年主要城市高标仓的新增供应和净吸纳量分别约为375万平方米和430万平方米，平均空置率由2017年的12.6%下降到9%。

图 19、2010-2018 年工矿仓储地面积及其增速

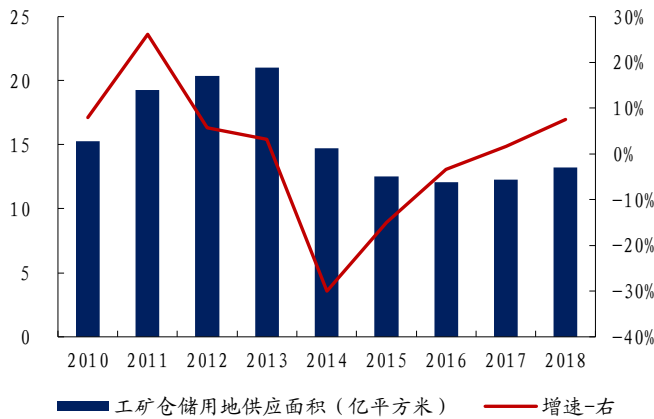
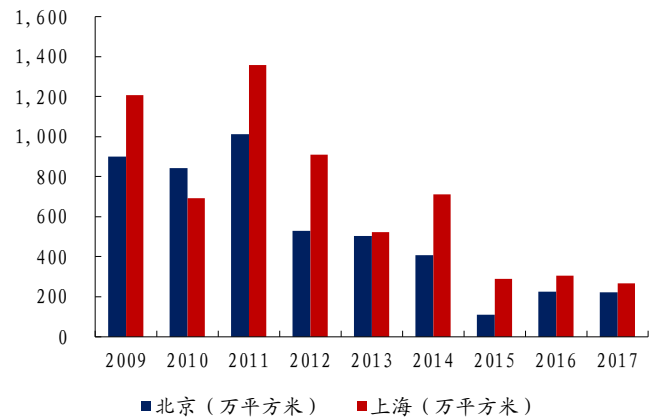


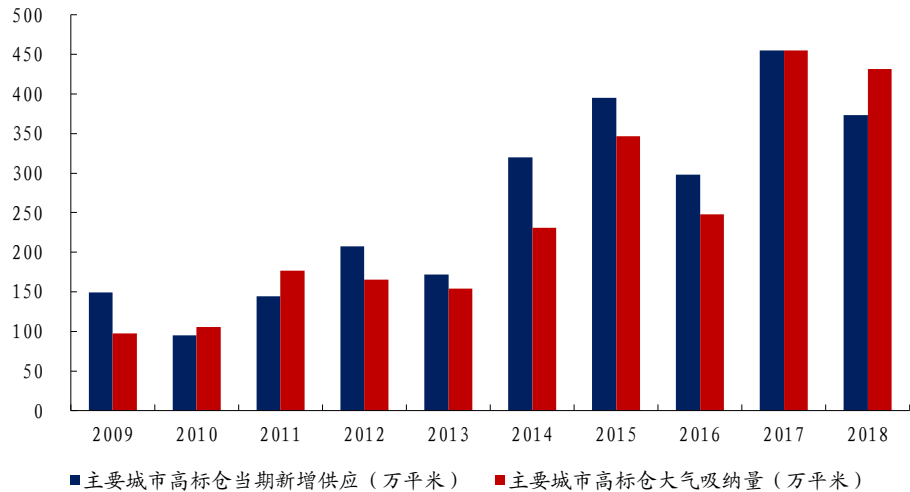
图 20、2009-2017 年北京和上海的工矿仓储地面积



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、主要城市高标仓库供需情况



资料来源：仲联量行，兴业证券经济与金融研究院整理



表 8、各类物业 2019Q4 较 2014Q4 租金及价值增长率

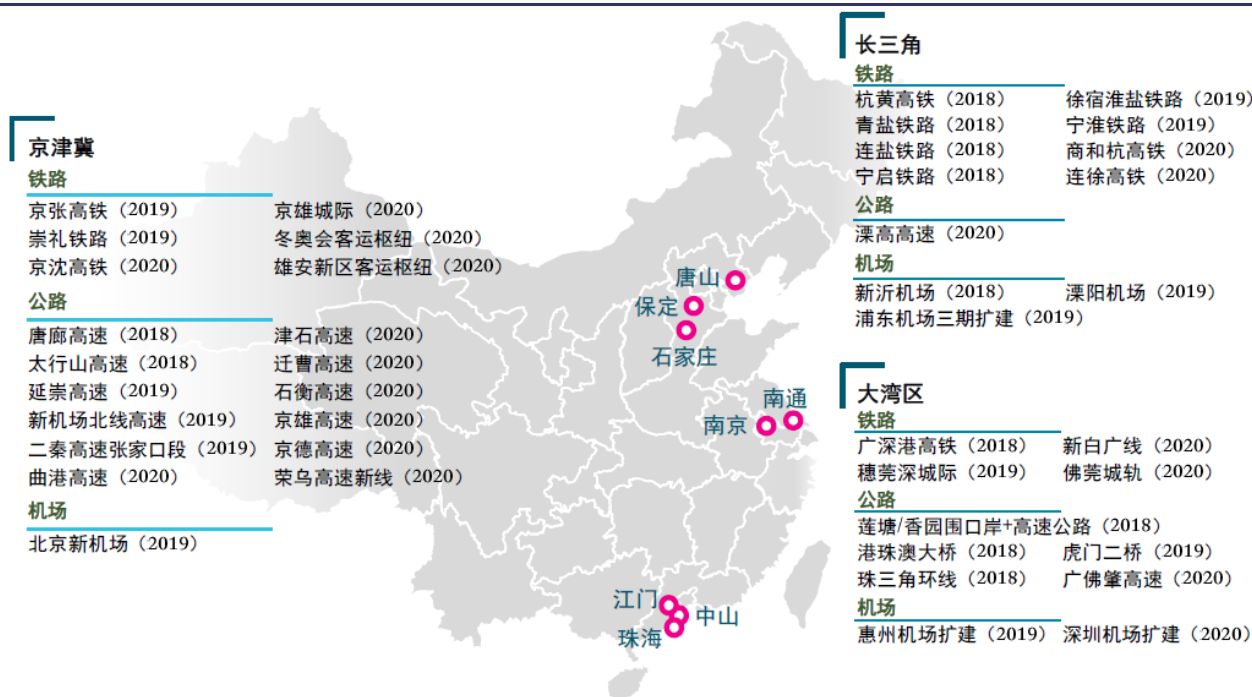
	优质非保税物流	办公楼	零售物业	住宅
北京	租金: 40%-50% 价值: 50%-60%	租金: 10%-20% 价值: 0%-40%	租金: 0%-10% 价值: 10%-20%	租金: 10%-20% 价值: 0%
上海	租金: 10%-20% 价值: 30%-40%	租金: 0%-10% 价值: 10%-20%	租金: 10%-20% 价值: 10%-20%	租金: 0%-10% 价值: 20%-30%
广州	租金: 10%-20% 价值: 20%-30%	租金: 10%-20% 价值: 10%-20%	租金: 0%-10% 价值: 0%-10%	租金: 20%-30% 价值: 30%-40%

注: 上海优质非保税物流为高标仓

资料来源: 仲量联行, 兴业证券经济与金融研究院整理

华东地区高标仓占比高, 城市群的发展将催生区域级物流枢纽。根据物联云仓的数据, 2020 年第一季度全国 5080.75 万平方米的高标仓存量中, 华东、西南、华北、华中、东北和西北分别占比 39.80%、17.60%、11.57%、10.95%、9.38%、5.83% 和 4.87%, 人口数量多、经济水平高的华东市场存量大幅领先, 并且未来仍有较大新增需求。随着未来交通基础设施的完善, 以及京津冀、长三角和大湾区等城市群的发展, 区域配送需求不断扩张, 一线城市的物流需求外溢将催生区域级物流枢纽城市。

图 22、三大城市群 2019 年初基础设施建设项目 (2018-2020 年竣工项目)



资料来源: 魏理仕研究, 兴业证券经济与金融研究院整理

政策持续加码, 物流地产行业发展空间广阔。物流地产作为服务于实体经济生产经营活动的产业地产受到政府的重视。近年来, 政府不断出台税收优惠政策, 鼓励现代物流园区的发展, 并且不断推进物流地产行业降本增效, 整合资源, 促进物流地产行业规模化、信息化、一体化发展。

表 9、物流行业的相关政策

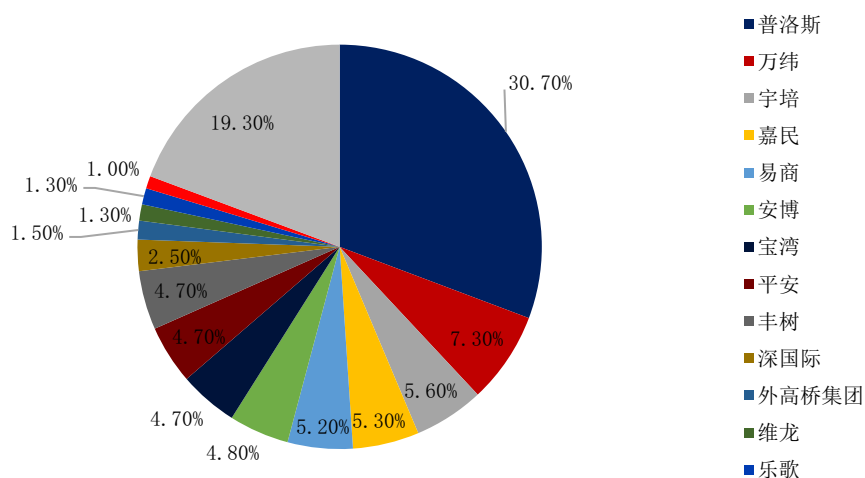
时间	机构	政策名称	主要内容
2013.1	商务部	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》	促进仓储业转型升级，以自动化、信息化、标准化为方向，进一步加强规划和政策引导，完善相关法律法规和行业标准，促进各类仓储企业健康发展，加快仓储业转型升级。
2014.9	国务院	《物流业发展中长期规划<2014-2020>年》	着力降低物流成本；着力提升物流企业规模化、集约化水平；着力加强物流基础设施网络建设。
2015.10	国务院	《关于促进快递业发展的若干意见》	坚持市场主导、安全为基、创新驱动、协同发展的原则，以解决制约快递业发展的突出问题为导向，以“互联网+”快递为发展方向，培育壮大市场主体，融入并衔接综合交通体系，扩展服务网络惠及范围，保障寄递渠道安全，促进行业转型升级和提质增效。
2016.7	发改委	《“互联网”+高效物流实施意见》	提出先进信息技术在物流领域广泛应用，仓储、运输、配送等环节智能化水平显著提升，物流组织方式不断优化创新；形成以互联网为依托，开放共享、合作共赢、高效便捷、绿色安全的智慧物流生态体系，物流效率效益大幅提高。
2016.09	发改委	《物流业降本增效专项行动方案<2016-2018年>》	要以创新体制机制为动力，以推广应用先进技术和手段为支撑，以完善落实物流管理支持政策为路径，加快补齐软硬件短板，大力发展新模式新业态，优化物流资源配置，建立现代物流服务体系。
2017.4	财政部、税务总局	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策通知》	自 2017 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税。
2017.8	国务院	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	深入推进供给侧结构性改革、降低实体经济企业成本的决策部署，为进一步推进物流降本增效，着力营造物流业良好发展环境，提升物流业发展水平，促进实体经济健康发展。
2018.12	发改委、交通部	《国家物流枢纽布局和建设规划》	提出到 2020 年布局建设 30 个左右国家物流枢纽；到 2025 年布局建设 150 个左右国家物流枢纽，推动全社会物流总费用与 GDP 的比率下降至 12% 左右；到 2035 年基本形成与现代化经济体系相适应的国家物流枢纽网络。
2019.3	发改委、交通部等	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	围绕“一带一路”建设等重大战略实施，启动第一批 15 个左右国家物流枢纽布局建设。引导各类社会资本加大对公铁、铁水、空陆等不同运输方式的转运场站和“不落地”装卸设施等方面的投入。推动具备条件的物流园区引入铁路专用线，支持铁路专用线进码头。实施城乡高效配送专项行动、“邮政下乡”工程，升级“快递下乡”工程。鼓励和引导城市共同配送公共信息平台加强与国家交通运输物流公共信息平台的有效衔接。

资料来源：政府信息，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、行业一超多强，外部资金支持成为扩张重点

**物流地产行业外资领跑，竞争呈现一超多强格局。**根据戴德梁行数据，2019 物流地产行业前五为普洛斯、万纬、宇培、嘉民、易商，市占率分别为 30.7%、7.3%、5.6%、5.3%和 5.2%。普洛斯是中国最早的物流地产商之一，先发优势明显，2017 年完成私有化，主要股东为万科、厚朴、高瓴、中银和公司 CEO。万纬是万科 2015 年推出的独立物流品牌。宇培是远洋集团和安邦保险共同投资建设的物流仓储开发平台，成立于 2000 年。嘉民是全球综合地产集团，2001 年开始进入中国市场。易商是亚太区领先物流地产平台，在中日韩、澳大利亚、新加坡和印度都有大量的物流地产。

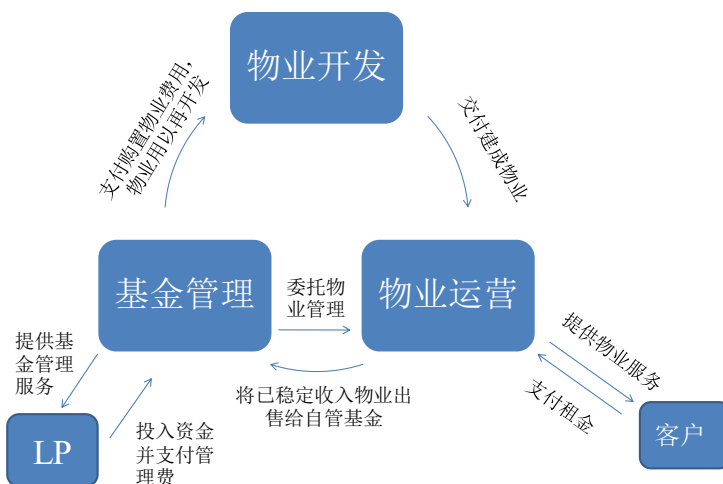
图 23、物流地产行业的竞争格局



资料来源：戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

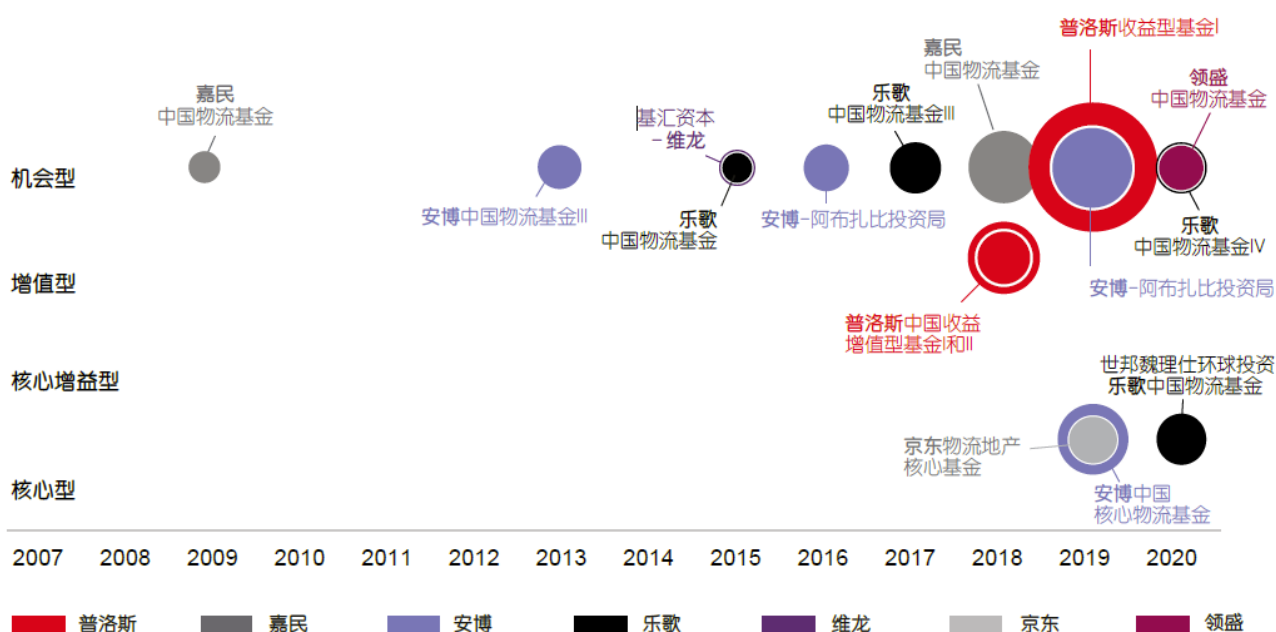
物流地产发展模式多样，外资积极借助外部资金快速扩张。以普洛斯为代表的外资物流地产商依赖于丰富的融资渠道，借助 REITs、产业基金等外部资金，实现轻重结合，取得了快速的扩张。中资物流地产商多采用自持模式，扩张速度较慢，但可以获得全周期的运营回报，且有着拿地优势，运营能力也在不断提升。

图 24、普洛斯三大业务闭环



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、中国物流地产投资市场的合资项目和战略合作案例



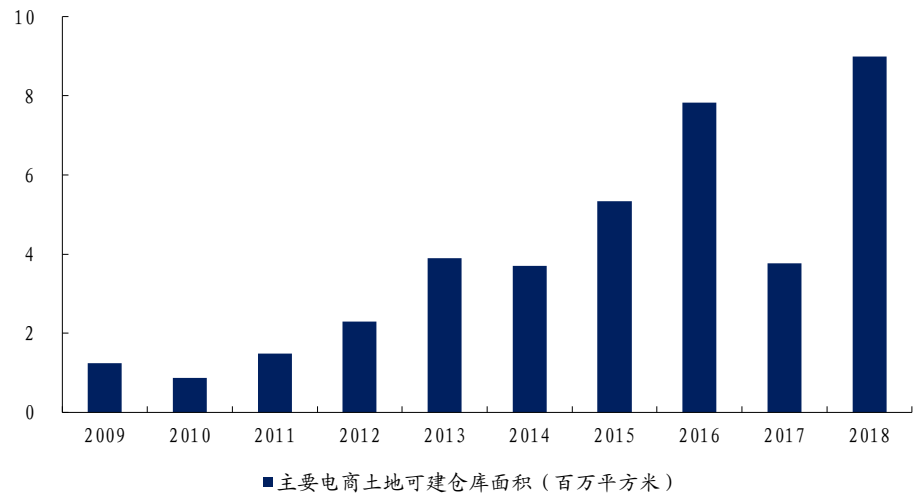
注：气泡的大小代表初始股权承诺的规模

资料来源：普瑞奇、仲联量行，兴业证券经济与金融研究院整理

**拿地、融资和招商能力是物流地产商的三大核心竞争力。**高标仓的建设离不开对土地的需求，但是政府对工矿仓储用地有着诸多限制，所以拿地能力对于物流地产企业至关重要。同时，物流地产属于资金密集型产业，但是其投资回报周期长。如何盘活资产、如何获得大量资金也是考验物流地产商的一大指标。另外，物流地产依靠租金和管理收入获利，空置率的高低决定了利润，对招商能力也提出了较高要求。

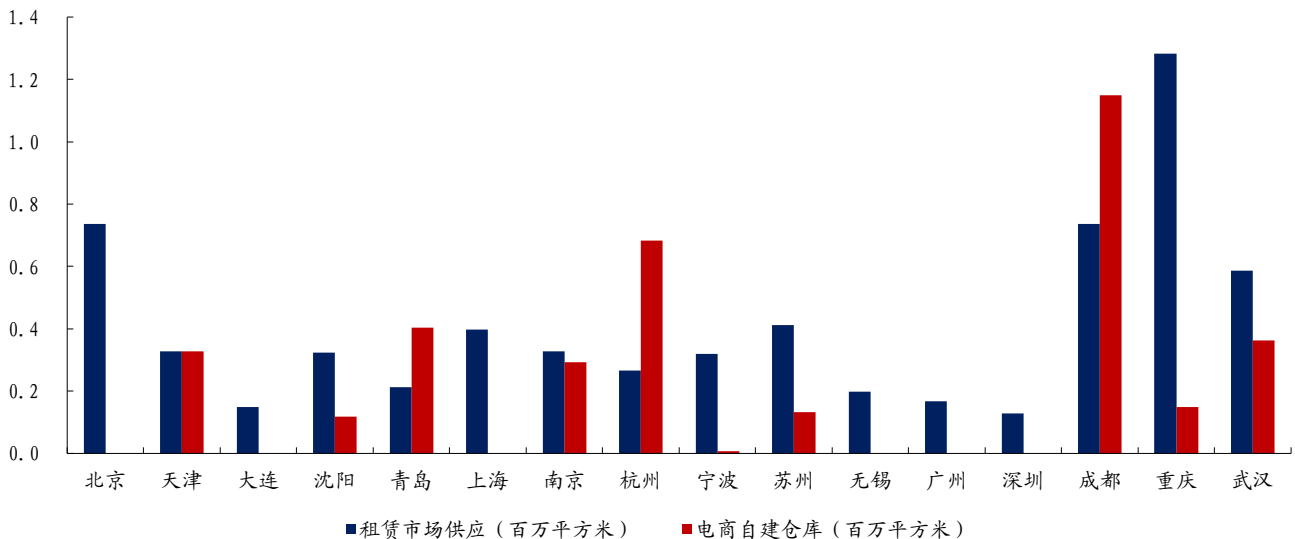
**作为高标库三大需求之一的电商纷纷自建仓储设施，自给自足，分流租赁需求。**2009年至今，阿里、京东、苏宁等大型电商取得的物流用地可供建造的仓储面积超4000万平方米。电商自建仓储的使得电商租户开始退租搬迁至自建仓库。有剩余仓储空间的电商还会出租仓储空间，进一步分流租赁需求。电商的身份由租户开始转变为物流地产行业的竞争者。

图 26、主要电商所购土地可建仓库面积（百万平方米）



注：包括阿里巴巴、京东、苏宁、唯品会、顺丰和国美  
资料来源：魏理仕研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、主要城市高标仓库租赁市场供应与电商自建仓库供应（2019-2020）



资料来源：魏理仕研究，兴业证券经济与金融研究院整理

● 普洛斯 (GLP)

2003 年 Prologis 进入中国，首个项目落地苏州。1991 年，Prologis 的前身 SCI 在北美成立，专注于当时由于美国经济高速发展而出现大量需求的物流地产细分行业。1994 年，SCI 于纽交所上市，1998 年正式改名为 Prologis。借助资本之势，Prologis 通过全球并购以及美国企业全球扩张的机会，开始了自己全球化战略，2001 年进入日本，2003 年进入中国，2004 年第一个中国物流园——苏州普洛斯物流园成立，并成为中国首家 B 型保税物流中心试点。

依赖外资客户资源，Prologis 在中国快速扩张。Prologis 发挥其作为外资国际化企

业的绝对性优势——全球性的大企业客户资源(全球财富 1000 强企业近一半左右是其客户),将其过往十年来积累的客户引入中国并为其提供一整套的现代化物流解决方案。仅 4 个月,苏州工业园的物流设施租用率便从 55% 猛增至 92.8%,其中客户不乏阿迪达斯、三星、诺基亚、三井和欧莱雅等国际顶级企业。凭借着苏州园区的示范效应,Prologis 在中国的开发得到了更多地方政府的支持,开始了一轮超高速的扩张,截至 2008 年的 5 年时间在全国 19 个城市建立起了 50 多个物流园区。

**次贷危机使得 Prologis 分拆, 中国和日本业务改名普洛斯。**次贷危机对 Prologis 造成了较大的冲击,来自新加坡的国家政府投资公司(GIC)借此机会以 13 亿美元在 2009 年成功收购 Prologis 的中国资产和日本产业基金。自此普洛斯的亚洲业务正式分拆,中文名“普洛斯”,英文名则改为“Global Logistics Properties”(GLP),并于 2010 年在新加坡证券交易所上市。而随后的 2011 年,Prologis 剩余的业务与原来的竞争对手安博置业(AMB Properties)合并,中文名改为“安博”,而英文名仍保留“Prologis”。自此,两家企业分别成为了全球第一、第二的物流地产公司。

**分拆且新加坡市场上市后, 普洛斯积极发展中国业务。**普洛斯上市后,积极收购资产,包括 2011 年入股中国第二大现代物流设施提供商宝湾的母公司南山控股、2012 年收购中国中药的物流地产开发商维龙股份、2014 年成为中储股份第二大股份等,同时积极对外发行基金扩大业务规模,包括 2013 年设立当时全球最大的专注投资于中国物流基础设施的基金——中国物流基金 I、2015 年设立 70 亿美元中国物流基金 II。

**2017 年普洛斯私有化, 万科等企业入股。**2017 年前后,普洛斯开始着手私有化,2018 年 1 月私有化完成,万科、厚朴、普洛斯 CEO 梅志明独资公司 SMG、高瓴和中银集团分别持股 21.4%、21.3%、21.2%、21.2%和 15%。私有化后,普洛斯继续扩大业务规模,发行了多支基金产品,包括和中国人寿共同设立的超百亿规模的收益增值型基金。

**表 10、普洛斯发展历程**

时间	事项
2003 年	进入中国,总部设于上海
2004 年	第一个物流园——苏州普洛斯物流园成立,成为中国首家 B 型保税物流中心试点
2005 年	第一个港口项目——普洛斯临港国际物流园成立,并开始进一步扩大市场
2006 年	进入中西部市场
2008 年	被中国奥委会指定为唯一奥运物流配送中心
2009 年	GIC 收购在中国的普洛斯集团资产及其日本产业基金
2010 年	新加坡证券交易所挂牌上市
2011 年	入股中国第二大现代物流设施提供商宝湾的母公司; 收购通过航港发展有限公司大部分股份,该公司是位于北京首都国际机场内货物处理和保税物流园区的唯一开发商; 成立新时代产业聚集平台——环普
2012 年	进入巴西市场,成为巴西第一; 与多家中国大型企业建立战略合作伙伴关系;

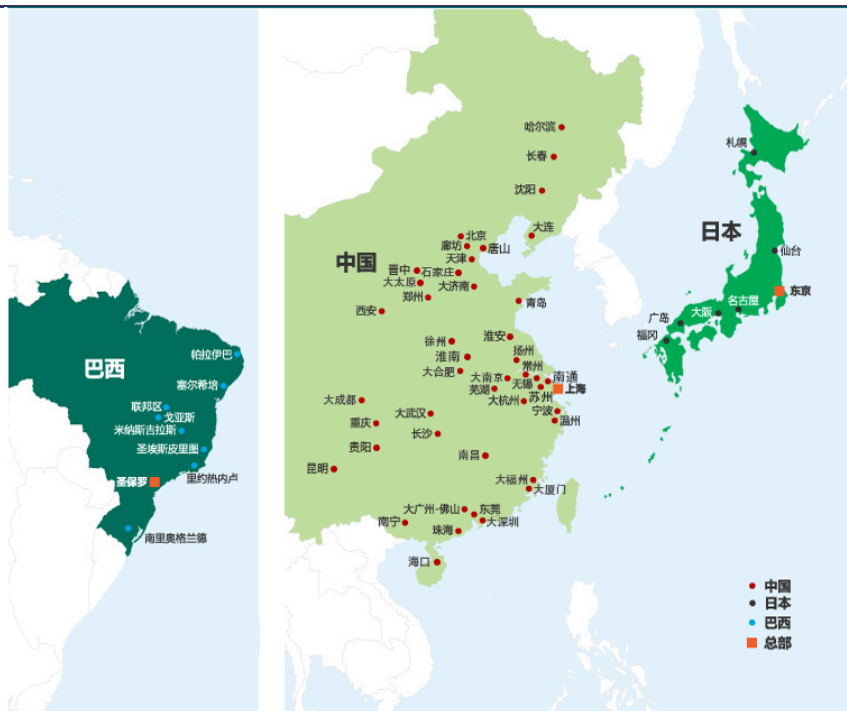
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

时间	事项
2013 年	收购中国中药的物流地产开发商维龙股份； 与中国投资有限责任公司收购日本的 16 亿投资组合； 获得多数传化物流股权以改善中国物流基础设施 设立 30 亿美元中国物流基金 I，成为当时全球最大的专注投资于中国物流基础设施的基金
2014 年	进入美国市场，成为美国市场领先者； 与大型国有现代物流企业申通股份达成战略合作关系，成为申通股份第二大股东； 获得中国投资者财团 25 亿美元的投资并签署战略合作协议；
2015 年	设立 70 亿美元中国物流基金 II，包括全球领先的养老基金和主权基金在内的七家投资机构和普洛斯中国共同投资
2016 年	普洛斯资产服务运营平台成立； 上海际链网络科技有限公司成立
2017 年	斥资 28 亿美元收购欧洲物流平台 Gazeley，进入欧洲市场； 战略入股东航物流，参与东航物流混合所有制改革
2018 年	完成私有化，万科集团持股 21.4%、厚朴投资持股 21.3%、普洛斯 CEO 梅志明独资公司 SMG 持股 21.2%、高瓴资本持股 21.2%、中银集团投资有限公司持股 15%； 携手中国人寿设立超百亿规模收益增值型基金； 设立隐山基金，专注投资物流生态领域，构建物流大生态平台； 与博枫设立合资公司、专注可再生能源项目的开发； 与印度最大的工业地产公司 IndoSpace 合作，进入印度市场； 与 GIC 在中国联合设立 20 亿美元新基金
2019 年	战略投资招商局集团旗下招商资本； 在中国新设 150 亿元收益型基金

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

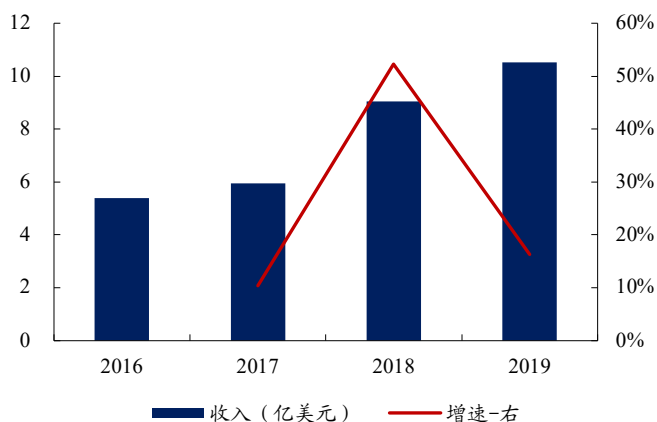
**普洛斯中国业务规模庞大，ROE 呈上升趋势。**目前，普洛斯在中国 43 个城市投资、建设并管理着 388 个物流园、工业园和科创园，总建筑面积 4220 万平方米，并在日本、美国、欧洲、巴西等地拥有较大规模的业务。2019 财年，普洛斯收入 10.52 亿美元，同比增长 16.26%，归母净利润 17.19 亿美元，归母净利润率 163.36%。较高的归母净利润率主要受益于投资性房地产公允价值变动的确认，2019 财年末投资性房地产占总资产的 75%，2019 财年确认投资性房地产公允价值变动 25.98 亿美元。连续确认的投资性房地产公允价值变动同时帮助普洛斯近年 ROE 呈上升趋势，2016 至 2019 财年 ROE 分别为 7.47%、6.32%、15.23%和 16.53%。

图 28、2019 年末普洛斯业务分布



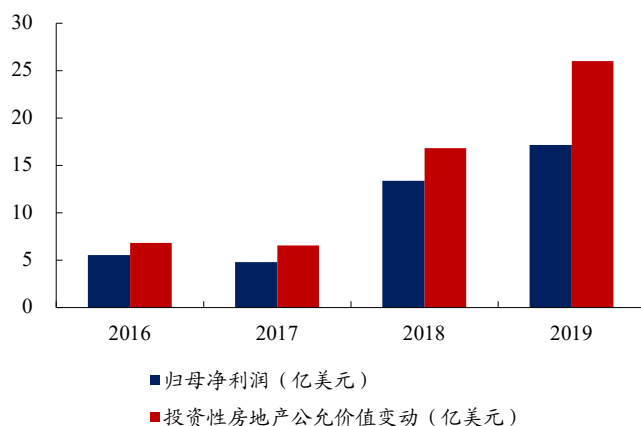
资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、2016-2019 财年普洛斯收入及增速



注：年份为财年，截止日为 3 月 31 日  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、2016-2019 财年普洛斯归母净利润及增速



注：年份为财年，截止日为 3 月 31 日  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、2016-2019 财年普洛斯杜邦分析

	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2019 财年
ROE	7.47%	6.32%	15.23%	16.53%
归母净利润率	103.19%	81.22%	147.52%	163.36%
总资产周转率	0.04	0.04	0.04	0.04
权益乘数	1.74	1.98	2.15	2.30

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 易商红木 (ESR)

易商红木 2016 年合并成立，目前业务遍及亚太地区。易商红木由易商和红木集团

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



于 2016 年合并而来，其中易商由 WP OCIM 和沈晋初于 2011 年创办，主要发展中国和韩国物流地产；红木集团由 Charles Alexander Portes 和 Stuart Gibson 于 2006 年创办，主要发展日本物流地产。合并后，易商红木进入爆发性成长阶段，包括收购澳交所上市的工业和办公地产投资集团 Propertylink。易商红木的资产管理规模从 2016 年的 74 亿美元增长至 2019 年的 221 亿美元，业务遍布中日韩、新加坡、澳大利亚和印度，物业超过 300 项。

**表 12、易商红木发展历程**

时间	事项
2006 年	Charles Alexander Portes 和 Stuart Gibson 创办红木集团，主要投资亚洲现代物流设施，同时在在新加坡进行基金筹资和管理
2011 年	WP OCIM 与沈晋初创办易商
2012 年	红木集团成立其首个中国物流发展基金 Redwood China Logistics Fund Limited Partnership
2013 年	红木集团成立其首个 2 亿美元日本物流发展基金 Redwood Japan Logistics Fund Limited Partnership; 获得高盛的 1.2 亿资金用于进一步发展
2014 年	易商成立中国物流发展基金 E-Shang Star; 易商进入韩国市场，拥有超过 100 万平方米储备发展项目
2015 年	易商成立韩国物流发展基金 Sunwood Star
2016 年	易商和红木集团合并，并获得中国顶尖金融机构投资； 在日本成立首个合并后物流发展基金 Redwood Japan Logistics Fund II Limited Partnership
2017 年	成立首个中国核心基金 China Invesco Core Fund，重点投资发展成熟的中国物流地产，ESR 向基金出售约 3 亿美元资产； 进入新加坡市场，取得 ESR-REIT 管理人的控制权，并成为 ESR 信托的第二大基金持有人； 进入印度市场； 进入澳大利亚市场，成为澳交所上市物业基金 Centuria 的大股东和澳交所上市的澳大利亚工业和办公地产投资集团 Propertylink 的大股东； 获得韩国 SK Holdings 3.33 亿美元战略投资
2018 年	战略投资港交所上市企业——中国物流资产，该公司为中国第三大物流地产企业； 成立首个韩国核心基金，重点投资发展成熟的韩国物流地产，规模 5 亿美元； 收购澳大利亚领先物业发展集团 CIP 的全部股权； ESR-REIT 和亿达工业房地产信托合并，成为新加坡证券交易所上市的不动产投资信托基金首例合并； 成立首个日本核心物流基金，并与其他基金共同成立新的核心合资经营企业； 和新华保险合作成立第二个核心基金——新华保险核心基金，规模 3.3 亿美元； 与德国全球房地产投资者在印度成立首个物流及工业基金； 获得京东和中信证券一带一路基金分别提供的 3.06 亿和 0.4 亿美元 IPO 前投资
2019 年	港交所上市； 将澳交所的 Propertylink 私有化； 在日本成立 Japan Logistics Fund III，重点开发日本大都市区的大型现代物流设施，规模 18 亿美元； 增持 Sabana REIT 管理人股权至 93.8%； 在澳大利亚成立新基金，用于收购澳大利亚东岸的仓库和物流设施； 成功向新华保险核心基金出售 7 项物业

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

物业构成方面，总建筑面积超 1700 万平方米，中国占比 40%。截至 2019 年末，公司运营及开发中的建筑面积超过 1720 万平方米，其中已竣工、在建和待开发建筑面积分别为 920 万、470 万和 330 万平方米，储备开发项目量位于中国、东京圈、大阪圈和首尔第一。分地区来看，目前中日韩三国的建筑面积较多，2019 年末占比分别为 40%、18%和 17%。

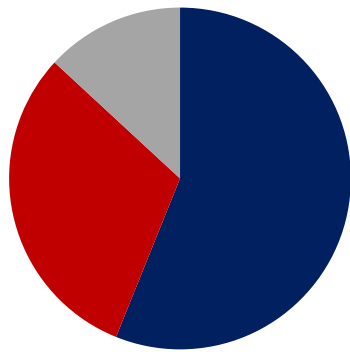
图 31、2019 年末易商红木业务分布



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资产构成方面，表外管理资产接近 90%，管理中国资产占比 21%。2019 年末公司管理资产 221 亿美元，同比增长 38.13%，其中资产负债表、核心基金和开发基金分别为 29 亿、68 亿和 124 亿美元，中日韩占比分别为 21%、36%和 21%，相较于日韩，中国物业的单位面积价值相对较低。

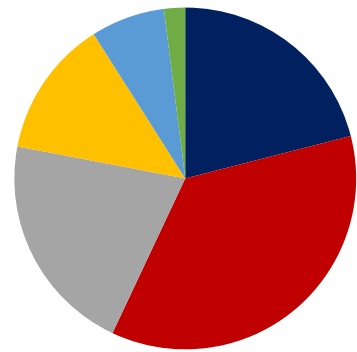
图 32、2019 年易商红木管理资产构成



■ 开发基金 ■ 核心基金 ■ 资产负债表

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2019 年易商红木管理资产分布

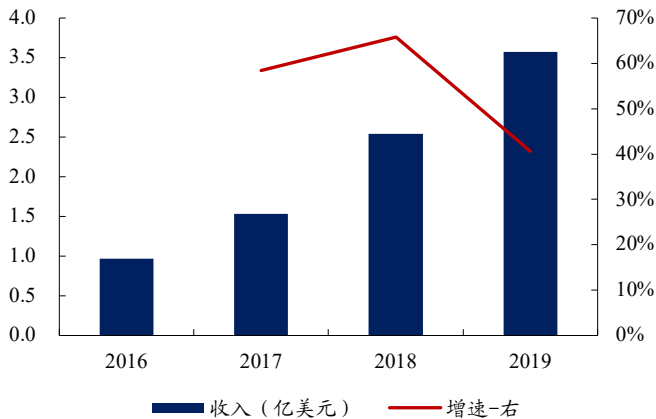


■ 中国 ■ 日本 ■ 韩国 ■ 新加坡 ■ 澳大利亚 ■ 印度

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**收入维持高增长态势，公允价值变动损益是利润重要来源之一。**收入端，易商红木近 3 年收入维持较快增长态势，复合增速 54.59%，2019 年收入 3.57 亿美元，同比增长 40.61%。利润端，易商红木 2019 年毛利、其他收入及收益和归母净利润分别为 3.76 亿、3.70 亿和 2.45 亿美元，与普洛斯类似，包含公允价值变动损益的其他收入及收益仍然是物流地产企业利润的重要来源。2016 年至 2018 年，易商红木的其他收入及收益均超过毛利。

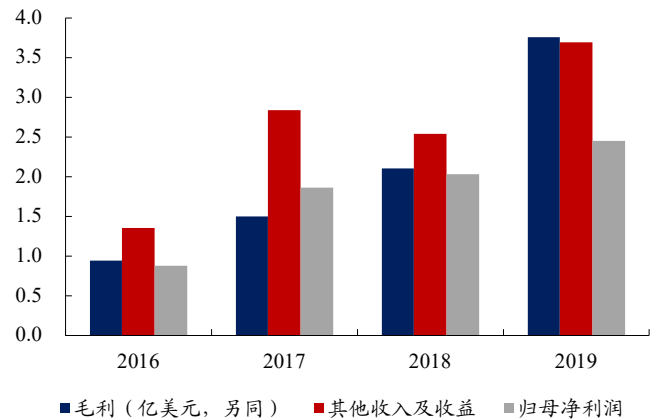
图 34、2016-2019 年易商红木收入及增速



■ 收入 (亿美元) — 增速-右

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、易商红木毛利、其他收入及收益、归母净利润

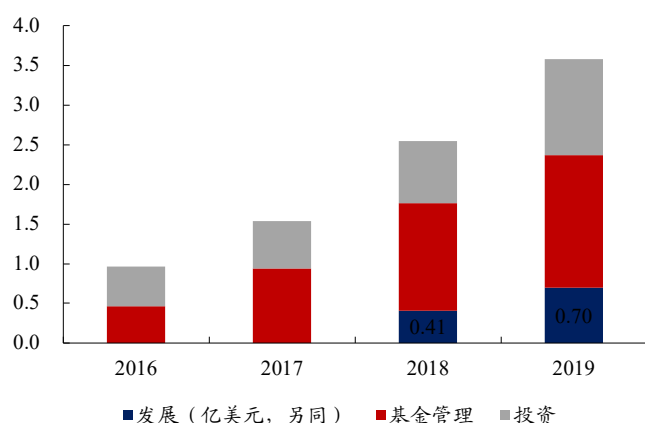


■ 毛利 (亿美元, 另同) ■ 其他收入及收益 ■ 归母净利润

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

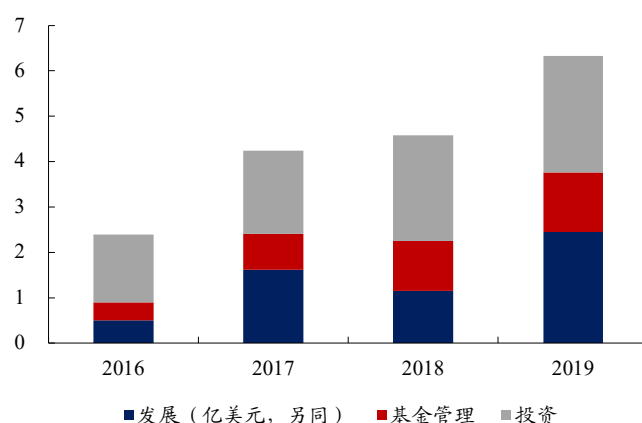
**基金管理业务贡献最多收入，发展和投资业务贡献最多利润。**分业务方面，易商红木业务分为发展、基金管理、投资三项。基金管理贡献最多收入，2019 年发展、基金管理、投资分别贡献收入 0.70 亿、1.67 亿和 1.21 亿美元。投资贡献最多利润，2019 年发展、基金管理、投资分别贡献利润 2.45 亿、1.32 亿和 2.56 亿美元。发展和投资贡献较多利润主要与其大量的公允价值变动损益有关，2019 年发展和投资业务公允价值变动损益分别为 1.96 亿和 1.04 亿美元。

图 36、2016-2019 年易商红木分业务收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

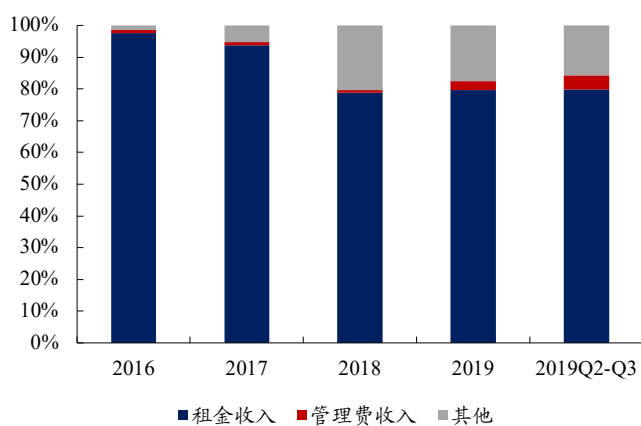
图 37、2016-2019 年易商红木分业务利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

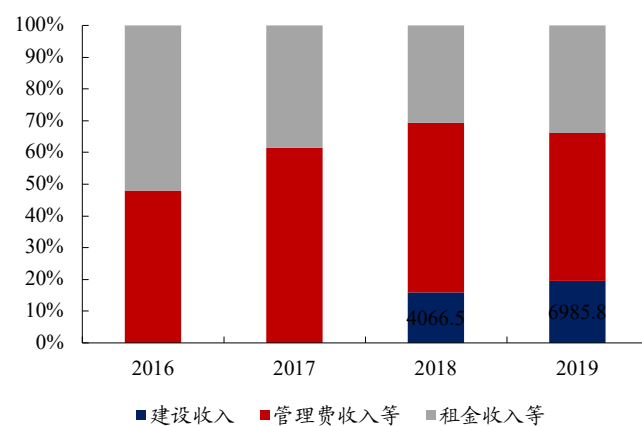
对比来看，普洛斯重资产，易商红木轻资产。收入结构上，重资产的普洛斯租金收入为主，2019 财年占比 79.65%，轻资产的易商红木管理费收入占比第一，2019 年管理费收入和租金收入占比分别为 46.65%和 33.80%。资产结构上，普洛斯表内表外资产规模大致相当，2018 年末普洛斯拥有并经营 170 亿美元的物流基础设施，在中国管理 171 亿美元资产管理规模的基金公司；易商红木表外资产规模明显超过表内，2018 年末易商红木资产管理规模中，表内 19 亿美元，表外 141 亿美元。易商红木的投资性房地产占比也较普洛斯低。

图 38、2016 财年至今普洛斯收入结构



注：财年结束时间为 3 月 31 日  
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、2016-2019 年易商红木收入结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2016 财年至今普洛斯投资性房地产占比

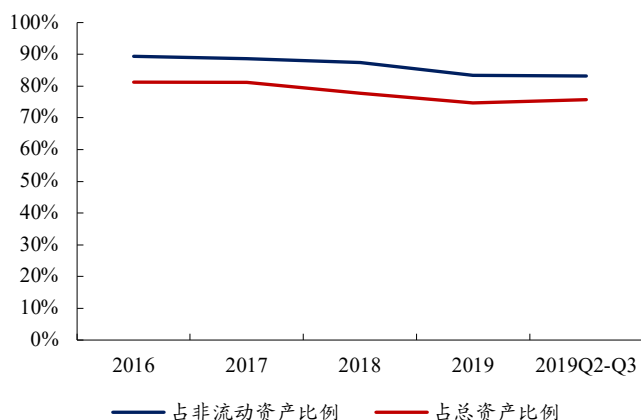
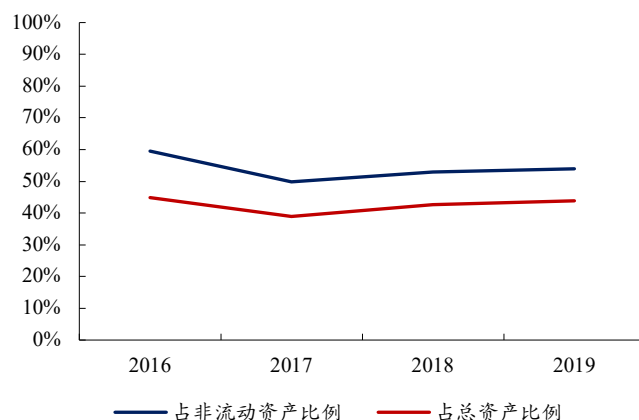


图 41、2016-2019 年易商红木投资性房地产占比



注：财年结束时间为 3 月 31 日

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

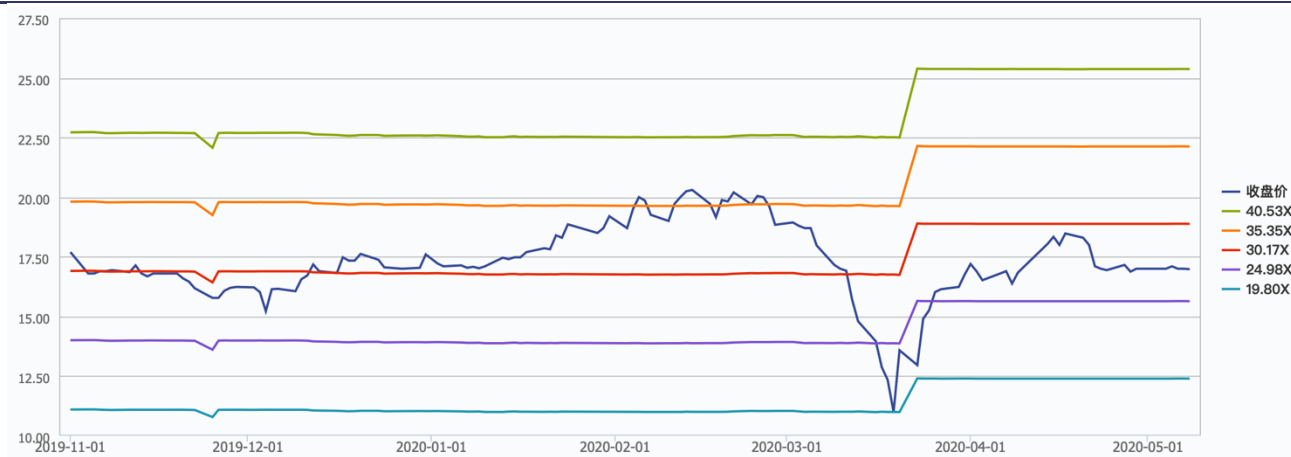
**高增速、大空间下，市场给予易商红木 30 倍 PE 水平。**易商红木近 3 年 ROE 有所下降，2017 年至 2019 年分别为 15.88%、11.06%和 9.58%，2018 年下降主要原因来自公允价值变动损益有所减少，2019 年下降主要来自公司上市增厚公司所有者权益。不过受益于较快的业务增速、较高的行业市占率、成熟的业务模式以及广阔的市场空间，易商红木获得了较高的估值水平，上市至今 PE 的中枢位于 30 倍。

表 13、2019 年易商红木杜邦分析

	2017 年	2018 年	2019 年
ROE	15.88%	11.06%	9.58%
归母净利润率	1.21	0.78	0.68
总资产周转率	0.06	0.07	0.07
权益乘数	2.20	2.04	2.11

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、易商红木 PE band



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、公司物流地产业务

#### 3.1、“投建招退管”模式成熟，已与黑石成熟合作

行业主体多样，提供轻资产、专业化物流服务的物流地产商成为主导。根据不同的投资管理主体，物流地产的开发模式可分为四种，包括物流地产商主导、物流企业主导、地产和物流企业合作以及第三方牵头。各种模式各有优劣，但由于物流地产商可以为客户提供轻资产化的专业物流服务，物流地产商主导的物流地产开发模式成为市场的主流模式。

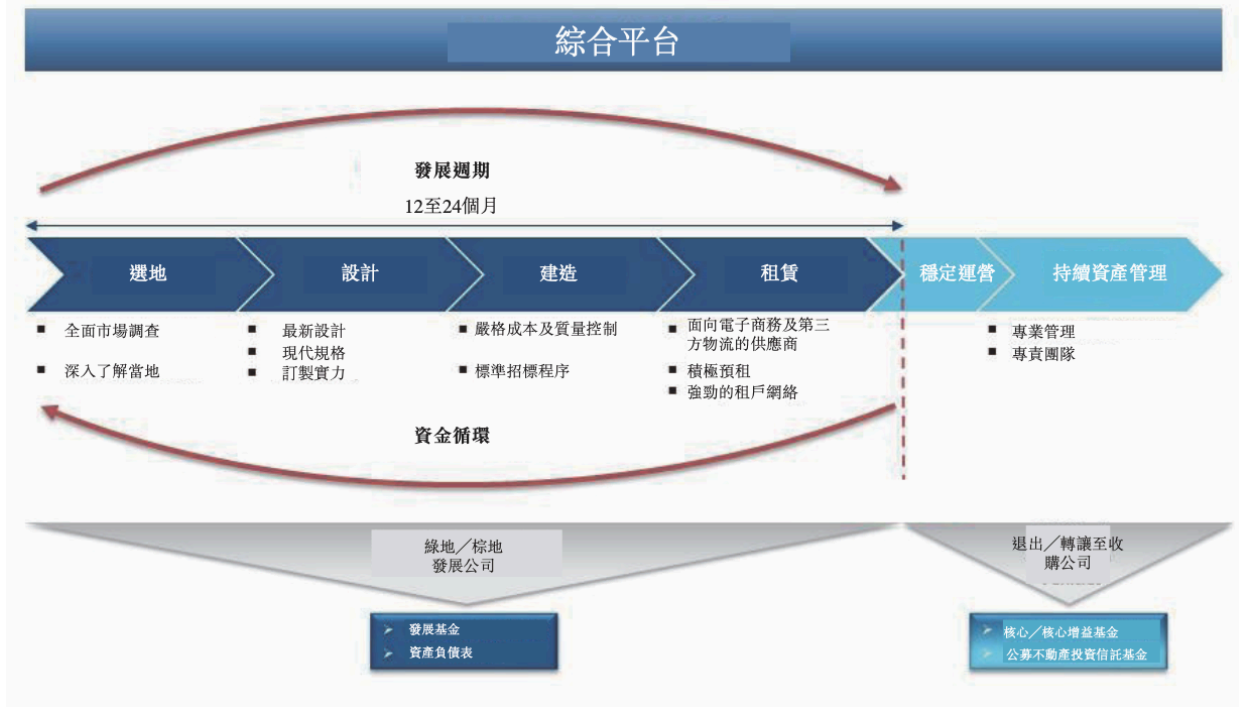
**表 14、物流地产主要发展模式优缺点对比**

模式	优点	缺点
物流地产商主导	可为客户缓解物流地产开发资金压力；专业的物流服务	对物流地产商的资金实力要求较高
物流企业主导	根据自身需求建造；使用成本相对较低	管理专业水平要求较高；对物流企业的资金实力要求较高
地产和物流企业合作	充分发挥物流地产商和物流企业的双方优势	利益分配等方面存在潜在风险
第三方牵头	整合各方优势；严格的管控降低相关风险	对第三方的实力要求较高

资料来源：《基于价值链视角的物流地产企业核心竞争力评价研究》，兴业证券经济与金融研究院整理

**物流地产商可借助外部资金，增加经营灵活性。**物流地产从无到有，主要包括开发和运营两个阶段。物流地产商在两个阶段均可借助外部资金快速扩张、缓解资金压力。开发阶段，独立开发的物流地产商可获得全额开发受益，但通过发展基金开发的物流地产商可大幅扩大业务规模，充分发挥开发能力价值。运营阶段，物流地产商除了可以自持长期获得租金收益外，还可将其出售给核心基金、REITs 等外部资金，收回资金的同时获得基金管理收益。

图 43、易商红木的业务模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**收益主要来自资产和资产管理收益，项目 IRR 可超过 10%。**根据是否借助外部资金，物流地产商的收益来源有所差异。如果仅依赖自有资金，物流开发商的受益主要来源于资产，包括租金收入和资产增值，其中一般租金收入每年 NOI 6% 以上，退出时的资产增值收益 15% 以上，项目 IRR 10% 以上。如果借助外部资金，物流开发商将增加资产管理费收益，但也相应地减少资产收益。一般来说，资产管理费收益包括开发阶段的开发管理费和基金管理费，私募基金持有期的资产管理费和基金管理费，退出阶段的基金管理费和业绩报酬，以及退出后核心基金、REITs 等阶段的资产管理费和业绩费等，其中各个阶段的基金管理费用率约为每年 1%。

**东百“投建招退管”模式成熟，已与黑石集团完成多个项目合作。**东百集团的物流地产业务的开发流程主要包括“投-建-招-退-管”五个环节。一般来看，东百的物流地产建设阶段耗时 12-18 个月，之后 2-3 年的招商运营阶段由私募基金持有，最后成熟的物流资产通过核心基金、REITs 等渠道退出并长期为其进行管理。其中，开发阶段的工作包括土地获取、规划审批、定位决策、仓库设计、项目报建、施工建设等。东百已经在 4 个物流项目上与黑石完成合作，以管理为核心的闭环运作模式逐步成熟并为行业所认可。

### 3.2、业务规模快速扩张，3 年有望扩大 3 倍

**东百物流 2020Q1 末运营管理项目 13 个，规模有序扩张。**截至 2019 年末，公司已在沿海各大经济带和长江经济带上运营管理的物流项目 12 个，建筑面积 134.09

万平方米，其中已签约待交割给公司、公司自持（含在建和完工）、通过基金管理的物流项目分别为 3、6 和 3 个，建筑面积分别为 39.48、60.26 和 34.35 万平方米；2019 年新签约和实现基金退管的物流项目分别为 5 和 2 个，建筑面积 54.87 万和 23.03 万平方米。2020 年一季度，公司物流项目继续稳步循环扩张，新签约肇庆大旺，实现基金退管佛山芦苞项目。

**表 15、东百物流项目基本情况**

项目	土地规模 (万平方米)	预计可租面积 (万平方米)	购入时间	备注
佛山乐平	19.98	12	2016 年 3 月	2018 年 12 月出售予黑石集团，出售价格 2.84 亿元，出售股权比例 80%，确认投资收益 2.26 亿元 2020 年 1 月出售予黑石集团，出售价格 2.69 亿元，出售股权比例 80%
佛山芦苞	18.71	12	2016 年 9 月	
北京亦庄	4.38	4	2016 年 10 月	2019 年 9 月出售予黑石集团，出售价格 3.52 亿元，出售股权比例 80%，确认投资收益 2.67 亿元
天津宁河	21.10	13	2016 年 12 月	
东莞沙田	6.65	6	2017 年 2 月	2019 年 12 月出售予黑石集团，出售价格 1.77 亿元，出售股权比例 20%，确认投资收益 0.64 亿元
嘉兴大恩	11.70	11	2017 年下半年	
成都新津	15.51	9	2018 年 2 月	
武汉黄陂	4.19	4	2019 年 5 月	
常熟经开	4.33	4	2019 年 6 月	
福州高新一期	4.48	4	2019 年 7 月	
福州高新二期	5.99	5	2019 年 7 月	
福州高新三期	6.94	6	2019 年 7 月	
郑州航空港	9.96	9	2019 年 12 月	
廊坊固安	14.52	14	2019 年 12 月	
肇庆大旺	10.98	10	2020 年 2 月	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**物流项目可贡献稳定现金流，退管项目所获投资收益规模可观。**公司物流项目普遍地理位置优越，在管物流项目已经能够稳定为公司贡献收入，2019 年租金和物业管理费收入合计 1.14 亿元，并与黑石构建了稳定的退管合作关系，2019 年 2 个实现基金退管的项目合计确认投资收益 3.31 亿元，与公司毛利扣除销售管理费用后的利润规模基本相当。

**短期来看，东百物流发展空间广阔，3 年时间管理规模有望扩大 3 倍。**过去几年仍是公司物流业务的团队构建和项目储备阶段。公司在全国的物流网络节点布局仍有广阔的发展空间，特别是在粤港澳大湾区、京津冀、长三角、一带一路等核心区域。预计依赖上市公司资源和外部资金，通过轻重结合模式，东百物流 2022 年的开发管理规模有望扩张至 2019 年的 4 倍，达到约 530 万平方米的水平。

**中期来看，轻资产模式路径清晰，国家推动 REITs 发展利好东百业务发展。**易商红木依赖于外部资金，在短短 3 年时间内资产管理规模扩大 2 倍。预计随着公司物流项目的运营管理能力和市场认可度的提升，以及国内 REITs 等融资渠道的丰富，公司有望通过轻资产的方式实现管理输出，快速扩大业务规模。



远期来看，“商业零售+仓储物流”潜力巨大，可对外提供智慧供应链服务。公司可以依赖自身在物流和新零售领域的矩阵，积极发展智慧物流，为自身及合作方提供智慧供应链服务。同时，基于自身对行业发展趋势的洞悉能力，通过 PE 股权投资的方式实现外向型扩张。

### 3.3、管理团队能力突出，上下游资源储备充足

物流地产注重管理团队实力，东百物流管理团队经验成熟且能力全面。物流地产行业以投资管理为主，对管理人员的选址、资产运营、招商等能力提出了较高的要求，例如高效的管理团队可有效降低建设招商时长、增加土地有效输出面积等。东百董事长以商业地产开发起家，对地产相关行业理解深刻。东百物流的核心管理团队大部分来自素有物流地产黄埔军校之称的普洛斯，拥有全面且丰富的行业管理经验，其中执行总裁王海峻拥有二十多年的工业物流行业开发运营管理经验，曾任普洛斯副总裁。

表 16、东百物流管理团队情况

姓名	职务	背景
王海峻	执行总裁	二十多年工业物流行业开发运营管理经验，历任 SIP 及 EC Harris 咨询公司区域总及项目总监、普洛斯投资管理有限公司副总裁、远洋控股集团写字楼事业部副总经理兼物流公司总经理
张煜华	副总裁-投资	十一年物流地产领域的财务和投资并购工作经验。历任平安工业物流副总裁-投资负责人（普洛斯-平安合作平台）；普洛斯投资管理有限公司高级财务分析经理、高级业务发展经理、业务发展总监、副总裁-战略合作发展；TNT 中国商务分析师等职
刘柱	副总裁-财务	历任复星地产财务总监，东久投资资金管理/财务管理总监，上海银都实业财务总监等职
丁磊	副总裁-工程管理	历任京东物流地产高级总监、普洛斯投资管理有限公司工程总监，美国西图工程咨询管理高级机电工程师等职
宫雪娇	招商运营部总监	历任远洋集团营销经理、产业地产拓展经理、资管总监等职

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

上游与黑石的合作模式成熟，下游客户资源持续丰富。资本端，物流地产商为了能够快速扩大规模，如何与外部资金合作成为重点。东百从 2018 年开始已经和黑石集团合作 4 个物流地产项目，累计合作规模超 10 亿元，累计确认投资收益超 6 亿元，合作关系成熟，在退和管阶段积累了大量的经验。未来依赖积累的经验和市场认可，公司在外部资金的进一步合作上值得期待，特别是前端开发基金。客户端，除了京东、顺丰等大型电商和快递物流企业，公司已经与增益供应链、盘古医疗、郑明物流等冷链医药类的客户签署合作协议，并正积极与中电投、FESTO、本特勒等高端制造类的客户洽谈，客户基础持续丰富。

## 4、预测估值及投资建议

### 4.1、财务情况：受益物流地产，ROE 快速攀升

公司收入波动性较大，商业零售收入占比近 80%。受业务新增和门店装修等因素影响，公司收入增速波动性较大。2019 年公司收入 41.00 亿元，同比增长 36.81%，增长恢复主要受益于东百中心 C 馆和兰州中心等门店的相继开业。分业务来看，商业零售依然是公司收入主要来源，2019 年占总收入的比例为 77.73%，其后分别为商业地产（11.80%）、供应链管理（6.12%）、仓储物流（1.53%）和酒店餐饮（0.35%）。预计未来随着零售新开门店的成熟和物流地产业务的扩张，公司收入将持续高增长。

图 44、2015 年至今东百营业收入及增速

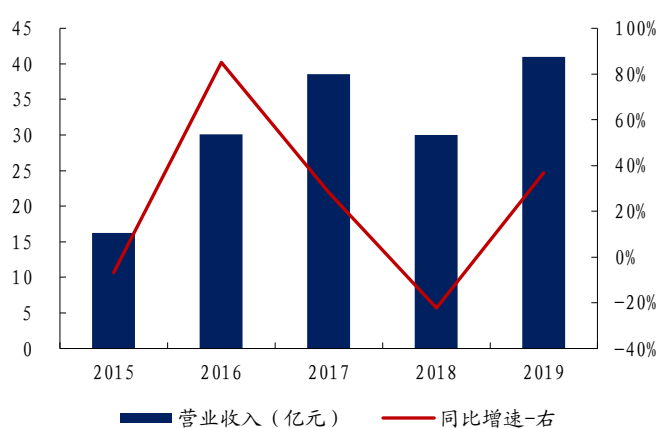
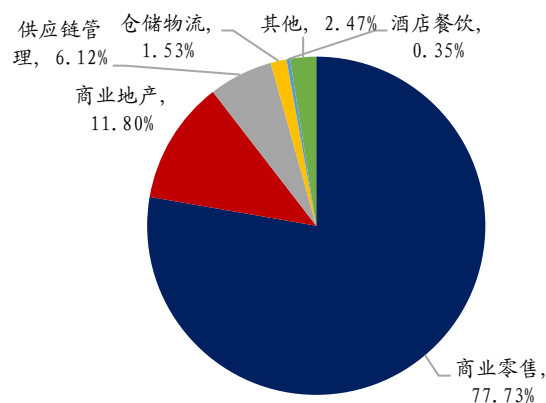


图 45、2019 年东百营业收入构成

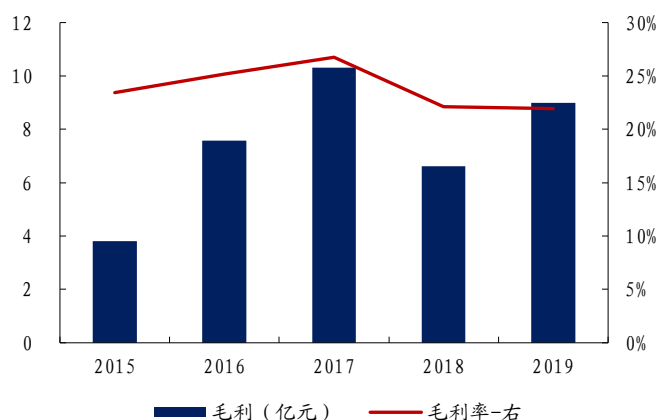


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

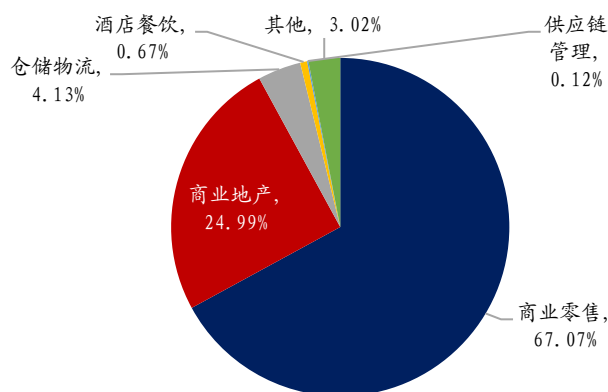
公司仓储物流毛利率最高，总体毛利率存在向上提升空间。公司 2019 年实现毛利 9.00 亿元，同比增长 35.73%，毛利率 21.94%，同比小幅降低 0.17 个百分点。近两年毛利率存在一定的下降趋势，主要系业务结构发生变动，2018 年之前毛利主要来自毛利率超过 40% 的商业地产业务，2018 年开始转为毛利率接近 20% 的商业零售业务。分业务来看，仓储物流、酒店餐饮、商业地产、商业零售、供应链管理 2019 年毛利率分别为 59.25%、42.07%、46.45%、18.93%、0.45%，仓储物流、酒店餐饮和商业地产毛利率较高。不过，由于近两年上述三项业务规模相对较小，毛利贡献能力有限，2019 年仓储物流、酒店餐饮、商业地产、商业零售、供应链管理的毛利占比分别为 4.13%、0.67%、24.99%、67.07%、0.12%。预计未来随着高毛利率的物流地产业务扩张，公司毛利率有望逐步提升。

图 46、2015 年至今东百毛利及毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

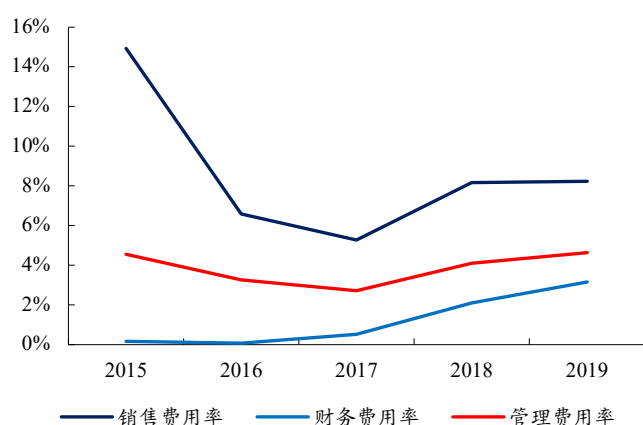
图 47、2019 年东百毛利构成



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

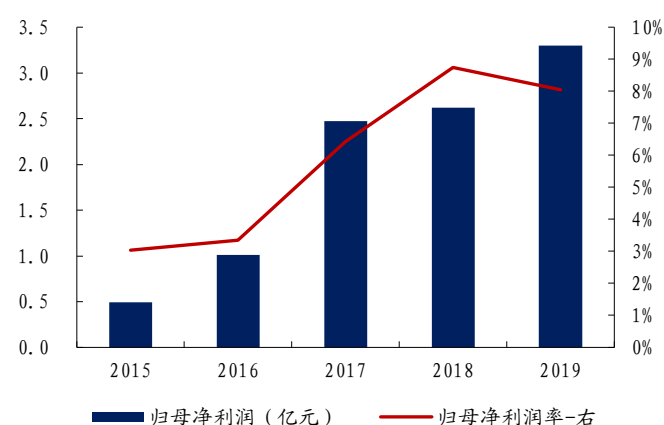
公司期间费用率略有回升，归母净利润率受益于物流地产转让收益。近两年，受公司零售业务门店持续扩张以及贷款规模扩大等因素影响，公司销售、管理和财务费用率均出现一定程度的上扬，2019 年销售、管理和财务费用率分别为 8.23%、4.64%、3.16%，分别同比上升 0.05、0.53 和 1.05 个百分点。2015 年销售费用率明显高于其后时期的主要原因是与租赁收入匹配的租赁费用被调整至主营成本核算。2018 年和 2019 年公司连续向黑石集团出售物流地产，确认了 2.26 亿元和 3.31 亿元的投资收益，显著提升公司利润水平，2019 年公司归母净利润率 8.05%，较 2016 年提升 1.63 个百分点，帮助公司实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 26.02%。预计未来物流资产逐步退出确认的投资收益将有效提升公司盈利水平。

图 48、2015 年至今东百期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、2015 年至今东百归母净利润及归母净利润率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利能力改善背景下，公司 ROE 水平明显提升。公司近五年 ROE 分别为 3.24%、5.42%、12.12%、11.70% 和 13.70%，2017 年起公司 ROE 水平明显提升，主要受益于 2017 年起归母净利润率的改善，其中 2017 年归母净利润率的提升来自于商业地产项目的销售确认，2018 年至今来自于物流地产出售带来的投资收益。预计

随着公司商业零售业务新开业门店的成熟和物流地产业务规模的扩张，公司未来 ROE 水平有望进一步提升。

**表 17、2016-2019 年东百杜邦分析**

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
ROE	3.24%	5.42%	12.12%	11.70%	13.70%
归母净利润率	3.01%	3.36%	6.41%	8.74%	8.05%
总资产周转率	0.35	0.54	0.61	0.39	0.48
权益乘数	3.11	2.98	3.10	3.40	3.58

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.2、盈利预测：零售和物流持续向好，总体业绩稳步增长

**商业零售方面，新开门店的成熟带动收入稳步增长。**受新收入准则影响，2020 年公司零售业务中联营模式开始采用净额法核算，收入规模有所降低，但相应毛利率提升。收入方面，预计公司坪效增速维持在 5% 以上，其中福安购物中心和福州购物中心分别受益门店成熟化，2020 年坪效有额外的提升。商业零售业务 2020-2022 年总收入预计分别为 13.51、14.35 和 15.25 亿元，同比增长-57.61%、6.25%、6.26%。毛利方面，预计商业零售业务毛利率维持 50% 以上，2020-2022 年毛利分别为 6.91、7.78、8.25 亿元，增速分别为 14.60%、12.54% 和 6.05%。

**表 18、东百商业零售业务经营情况预测**

业态	类别	科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
福州百货商场	零售	收入 (亿元)	15.03	18.13	5.71	6.11	6.54
		面积 (万平方米)	5.59	5.81	5.81	5.81	5.81
		坪效 (万元/平方米)	2.69	3.12	0.98	1.05	1.13
	租赁	收入 (亿元)	0.57	1.03	1.08	1.13	1.19
		面积 (万平方米)	5.68	5.70	5.70	5.70	5.70
		坪效 (万元/平方米)	0.10	0.18	0.19	0.20	0.21
	小计	收入 (亿元)	<b>15.6</b>	<b>19.16</b>	<b>6.79</b>	<b>7.24</b>	<b>7.73</b>
		面积 (万平方米)	<b>11.27</b>	<b>11.51</b>	<b>11.51</b>	<b>11.51</b>	<b>11.51</b>
		坪效 (万元/平方米)	<b>1.38</b>	<b>1.66</b>	<b>0.59</b>	<b>0.63</b>	<b>0.67</b>
福州购物中心	零售	收入 (亿元)	1.10	2.03	0.69	0.74	0.79
		面积 (万平方米)	1.07	1.55	1.67	1.67	1.67
		坪效 (万元/平方米)	1.03	1.31	0.41	0.44	0.47
	租赁	收入 (亿元)	0.86	1.13	1.90	1.99	2.09
		面积 (万平方米)	6.14	14.13	15.05	15.05	15.05
		坪效 (万元/平方米)	0.14	0.08	0.13	0.13	0.14
	小计	收入 (亿元)	<b>1.96</b>	<b>3.16</b>	<b>2.59</b>	<b>2.73</b>	<b>2.88</b>
		面积 (万平方米)	<b>7.21</b>	<b>15.68</b>	<b>16.72</b>	<b>16.72</b>	<b>16.72</b>
		坪效 (万元/平方米)	<b>0.27</b>	<b>0.20</b>	<b>0.15</b>	<b>0.16</b>	<b>0.17</b>
厦门购物中心	零售	收入 (亿元)	0.13	0.09	0.03	0.03	0.03
		面积 (万平方米)	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
		坪效 (万元/平方米)	2.40	2.06	0.65	0.69	0.74
	租赁	收入 (亿元)	0.44	0.46	0.48	0.51	0.53
		面积 (万平方米)	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
		坪效 (万元/平方米)	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24
	小计	收入 (亿元)	<b>0.57</b>	<b>0.55</b>	<b>0.51</b>	<b>0.54</b>	<b>0.57</b>
		面积 (万平方米)	<b>2.24</b>	<b>2.23</b>	<b>2.23</b>	<b>2.23</b>	<b>2.23</b>
		坪效 (万元/平方米)	<b>0.25</b>	<b>0.25</b>	<b>0.23</b>	<b>0.24</b>	<b>0.25</b>
宁德	零售	收入 (亿元)		0.12	0.08	0.08	0.09

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

业态	类别	科目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
购物中心	售	面积 (万平方米)		0.02	0.20	0.20	0.20
		坪效 (万元/平方米)		0.62	0.39	0.42	0.45
		收入 (亿元)		0.12	0.25	0.26	0.28
	租赁	面积 (万平方米)		1.98	1.98	1.98	1.98
		坪效 (万元/平方米)		0.06	0.13	0.13	0.14
		收入 (亿元)		<b>0.24</b>	<b>0.33</b>	<b>0.35</b>	<b>0.36</b>
	小计	面积 (万平方米)		<b>2.00</b>	<b>2.18</b>	<b>2.18</b>	<b>2.18</b>
		坪效 (万元/平方米)		<b>0.12</b>	<b>0.15</b>	<b>0.16</b>	<b>0.17</b>
		收入 (亿元)	0.02	6.25	1.97	2.11	2.25
兰州购物中心	零售	面积 (万平方米)		2.98	2.98	2.98	2.98
		坪效 (万元/平方米)		2.10	0.66	0.71	0.76
		收入 (亿元)		1.26	1.33	1.39	1.46
	租赁	面积 (万平方米)		7.02	7.02	7.02	7.02
		坪效 (万元/平方米)		0.18	0.19	0.20	0.21
		收入 (亿元)		<b>7.51</b>	<b>3.30</b>	<b>3.50</b>	<b>3.72</b>
	小计	面积 (万平方米)		<b>10.00</b>	<b>10.00</b>	<b>10.00</b>	<b>10.00</b>
		坪效 (万元/平方米)		<b>0.75</b>	<b>0.33</b>	<b>0.35</b>	<b>0.37</b>
		收入 (亿元)	16.27	26.62	8.48	9.07	9.70
合计	零售	面积 (万平方米)	6.71	10.58	10.70	10.70	10.70
		坪效 (万元/平方米)	2.42	2.52	0.79	0.85	0.91
		收入 (亿元)	1.87	4.00	5.03	5.28	5.55
	租赁	面积 (万平方米)	14.01	31.03	31.94	31.94	31.94
		坪效 (万元/平方米)	0.13	0.13	0.16	0.17	0.17
		收入 (亿元)	<b>18.14</b>	<b>30.62</b>	<b>13.51</b>	<b>14.35</b>	<b>15.25</b>
	小计	面积 (万平方米)	<b>20.72</b>	<b>41.61</b>	<b>42.65</b>	<b>42.65</b>	<b>42.65</b>
		坪效 (万元/平方米)	<b>0.88</b>	<b>0.74</b>	<b>0.32</b>	<b>0.34</b>	<b>0.36</b>
		毛利 (亿元)	<b>3.37</b>	<b>6.03</b>	<b>6.91</b>	<b>7.78</b>	<b>8.25</b>
增速		53.80%	79.08%	14.60%	12.54%	6.05%	
毛利率		17.81%	18.93%	51.18%	54.20%	54.10%	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

仓储物流方面，规模扩张提升利润贡献能力。预计公司物流地产管理土地面积每年新增超 100 万平方米，2022 年达到 548.45 万平方米的规模。受单双层库等因素的影响，可租赁面积和土地面积的比例存在波动，预计可维持在 90%左右，实现 2022 年可租赁面积 493.60 万平方米。假定 18 个月的建设期和 1 年的运营期，并于成熟期将绝大部分项目对外出售，预计 2020-2022 年仓储物流业务收入分别为 0.49、0.78 和 1.60 亿元，毛利分别为 0.34、0.50、0.96 亿元，分别获得投资收益 3.23、5.26、8.84 亿元，2022 年仓储物流业务贡献利润规模超过商业零售业务。

表 19、东百仓储物流业务经营情况预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
期末土地面积 (万平方米)	<b>98.02</b>	<b>148.45</b>	<b>248.45</b>	<b>398.45</b>	<b>548.45</b>
增速	18.79%	51.44%	67.36%	60.38%	37.65%
可租赁面积比例	71.41%	90.33%	90.00%	90.00%	90.00%
可租赁面积 (万平方米)	<b>70.00</b>	<b>134.09</b>	<b>223.60</b>	<b>358.60</b>	<b>493.60</b>
新增面积	6.00	64.09	89.51	135.00	135.00
在建面积	34.00	88.59	156.60	256.56	314.76
运营期面积	36.00	9.50	21.50	35.05	76.80
稳定期面积	-	36.00	45.50	67.00	102.05
完工面积 (万平方米)	<b>36.00</b>	<b>45.50</b>	<b>67.00</b>	<b>102.05</b>	<b>178.85</b>
稳定期自持比例	100%	40%	0%	0%	0%
自持面积	36.00	23.90	21.50	35.05	76.80

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
基金面积	-	21.60	45.50	67.00	102.05
<b>总收入 (亿元)</b>	<b>0.65</b>	<b>0.68</b>	<b>0.49</b>	<b>0.78</b>	<b>1.60</b>
租金收入	0.65	0.64	0.39	0.63	1.38
基金收入	-	0.05	0.10	0.14	0.22
基金收入占比	0.00%	7.45%	20.25%	18.66%	13.75%
<b>实际收入 (亿元)</b>	<b>0.70</b>	<b>0.63</b>			
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>0.47</b>	<b>0.37</b>	<b>0.34</b>	<b>0.50</b>	<b>0.96</b>
增速	1746.43%	-20.89%	-8.51%	48.40%	90.78%
毛利率	67.48%	59.25%	70.00%	65.00%	60.00%
<b>投资收益 (亿元)</b>	<b>2.26</b>	<b>3.31</b>	<b>3.23</b>	<b>5.26</b>	<b>8.84</b>
单位面积投资收益 (万元/平)	0.10	0.14	0.15	0.15	0.15

注：2018 和 2019 年除土地面积、实际收入、毛利和投资收益，其余均为预计值

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

总体上，商业零售和仓储物流带动公司业绩稳步增长。疫情预计对公司 2020 年业务造成一定影响，特别是商业零售业务，但公司有望 2020 年归母净利润实现增长。2021 年开始，随着疫情影响的消散和仓储物流业务的规模扩张，公司业绩有望进入高速成长期。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.80、5.41 和 8.24 亿元，增速分别为 14.96%、42.52%和 52.40%。

表 20、东百经营情况预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>29.97</b>	<b>41.00</b>	<b>19.22</b>	<b>26.35</b>	<b>29.32</b>
增速	-22.27%	36.81%	-53.13%	37.15%	11.25%
商业零售	18.92	31.87	13.51	14.35	15.25
仓储物流	0.70	0.63	0.49	0.78	1.60
商业地产	5.61	4.84	3.87	9.68	10.65
酒店餐饮	0.07	0.14	0.29	0.43	0.64
其他	4.68	3.52	1.06	1.12	1.17
<b>毛利</b>	<b>6.63</b>	<b>9.00</b>	<b>9.34</b>	<b>12.78</b>	<b>14.23</b>
增速	-35.75%	35.73%	3.85%	36.84%	11.32%
商业零售	3.37	6.03	6.91	7.78	8.25
仓储物流	0.47	0.37	0.34	0.50	0.96
商业地产	2.25	2.25	1.55	3.87	4.26
酒店餐饮	0.03	0.06	0.11	0.18	0.29
其他	0.50	0.28	0.43	0.45	0.47
销售费用	2.45	3.38	3.44	3.72	4.02
销售费用率	8.18%	8.23%	17.92%	14.11%	13.70%
管理费用	1.23	1.90	2.09	2.40	2.77
管理费用率	4.11%	4.64%	10.88%	9.13%	9.43%
财务费用	0.63	1.30	1.54	1.84	2.05
<b>净利润</b>	<b>2.76</b>	<b>3.29</b>	<b>3.80</b>	<b>6.69</b>	<b>9.65</b>
<b>归母净利润</b>	<b>2.62</b>	<b>3.30</b>	<b>3.80</b>	<b>5.41</b>	<b>8.24</b>
归母净利润率	8.74%	8.05%	19.75%	20.52%	28.12%
增速	5.89%	26.02%	14.96%	42.52%	52.40%
EPS (元)	0.2917	0.3743	0.4225	0.6022	0.9177

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4.3、估值：市值约 40 亿元，SOTP 法下重置价值超 130 亿元

东百集团拥有多个商业板块，适用分类加总估值法 (Sum-of-the-parts valuation)，商业零售业务价值以自持门店合理市场价值确定，仓储物流业务价值以物流项目

的合理租金和资本化率确定，酒店餐饮业务以第三方评估值确定。

### ● 商业零售业务

自持门店建筑面积 40.83 万平方米，合理市场价值为 120.91 亿元。东百集团目前自有的商业零售门店有福州东百中心 A 馆、福州东百中心 B 馆、兰州中心和东百城福安店四处，合计建筑面积 40.83 万平方米。针对东百的四处门店，相似地段的商业门店物业价格分别为 5、5、4.5、2.3 万元/平方米，总价值约为 172.73 亿元。考虑到资产流动性等因素，给予 70%折价，合理市场价值约为 120.91 亿元。

表 21、商业零售业务重置价值

地区	门店	新开业时间	建筑面积 (万平方米)	物业价格 (万元/平米)	物业价值 (亿元)
福建福州	福州东百中心 A 馆	2017 年 10 月	7.13	5	35.65
福建福州	福州东百中心 B 馆	2017 年 10 月	4.16	5	20.8
甘肃兰州	兰州中心	2019 年 1 月	21.97	4.5	98.87
福建宁德	东百城福安店	2019 年 7 月	7.57	2.3	17.41
合计			<b>40.83</b>	<b>4.23</b>	<b>172.73</b>
70%折价后					<b>120.91</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 物流地产业务

自持可租面积约 75.72 万平方米，重置价值约 31.70 亿元。物流地产价值的计算方式为净租金收入/资产回报率，其中可租面积按照土地面积的 90%确定，租金收入和资产回报率根据城市等级进行确定，营运费用率以 18%估计，开发费用按 3000 元/平方米估计，待贷款金额按 50%确定。经计算，东百集团目前自持物流项目（含在建）可租面积约 75.72 万平方米，重置价值为 31.70 亿元。

表 22、物流地产业务自持项目重置价值

项目	土地面积 (万平方米)	可租面积 (万平方米)	租金收入 (元/天/平方米)	营运 费用率	资产 回报率	待支付 开发成本 (亿元)	待贷款 金额 (亿元)	项目价值 (亿元)
北京亦庄	4.38	3.95	1.30	18%	5.00%			3.07
东莞沙田	6.65	5.99	0.80	18%	5.75%			2.49
嘉兴大恩	11.70	10.53	0.80	18%	5.75%			4.38
武汉黄陂*	4.19	3.77	1.10	18%	5.75%	1.13	1.08	2.11
常熟经开*	4.33	3.90	0.90	18%	5.75%	1.17	0.91	1.57
福州高新一期*	4.48	4.04	0.90	18%	5.75%	1.21	0.95	1.63
福州高新二期*	5.99	5.39	0.90	18%	5.75%	1.62	1.26	2.17
福州高新三期*	6.94	6.25	0.90	18%	5.75%	1.87	1.46	2.52
郑州航空港*	9.96	8.96	1.00	18%	5.75%	2.69	2.33	4.31
廊坊固安*	14.52	13.07	0.80	18%	5.75%	3.92	2.72	4.24
肇庆大旺*	10.98	9.88	0.80	18%	5.75%	2.96	2.06	3.21
合计	<b>84.13</b>	<b>75.72</b>						<b>31.70</b>

注：带星号为预计在建项目

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 酒店餐饮业务

包含已开业和待开业酒店各一家，重估价值合计约 2.56 亿元。东百集团目前的酒店餐饮业务包括东百坊巷大酒店和福安广场酒店两家。根据东百集团 2019 年年报，北京中天衡平国际资产评估有限公司对东百坊巷大酒店资产组给出了 6408.96 万元的可回收价值。结合目前的企业房屋所有权 50%-70% 的抵押率区间，选择 50% 抵押率，东百坊巷大酒店价值约为 1.28 亿元估值。正在装修的福安广场酒店规模更大，我们保守给出了和东百坊巷大酒店相同的估值。因此，酒店餐饮业务合计价值约为 2.56 亿元。

**表 23、酒店餐饮业务重置价值**

酒店名称	可回收金额（万元）	房屋所有权抵押率	重置价值（亿元）
东百坊巷大酒店	6408.96	50%	1.28
福安广场酒店	N/A	50%	1.28
合计			2.56

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 公司整体

基于分类加总估值法，重估后公司归母权益约为 134.82 亿元。总体来看，东百集团商业零售、仓储物流、酒店餐饮资产的重置价值分别为 120.91、31.70 和 2.56 亿元，合计 155.17 亿元。2020 年一季度末，公司固定资产、投资性房地产、商誉分别为 36.92、8.58 和 0.04 亿元，合计 45.54 亿元。因此，公司重置溢价为  $(155.17 - 45.54) = 109.63$  亿元。2020 年一季度末，公司归母所有者权益为 25.19 亿元，考虑重置溢价后的归母权益约为  $(109.63 + 25.19) = 134.82$  亿元。值得注意的是，上述估值过程存在一定的低估，主要因为：1) 未考虑各业务扩张潜力，特别是仓储物流业务；2) 未考虑未预售商业地产业务可贡献的价值；3) 未考虑处于调整期的供应链管理业务价值；4) 上述估值方式未涉及经营情况，公司各业务经营实力处于行业前列，近五年经营性现金流净值为正。

**表 24、公司整体重估价值（亿元）**

资产	重置价值	资产	账面价值	重估情况	金额
商业零售业务	120.91	固定资产	36.92	增值	109.63
物流地产业务	31.70	投资性房地产	8.58		
酒店餐饮业务	2.56	商誉	0.04		
小计	155.17	小计	45.54		
				账面归母所有者权益	25.19
				重置归母所有者权益	134.82
				市值	43.74

注：市值日期为 2020 年 6 月 4 日

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.4、投资建议：零售稳中向好，物流高速发展，内在价值有待发现

“商业零售+仓储物流”双轮驱动战略下，商业零售业务稳中向好，东百中心在地铁围挡因素消除后进入强势恢复期，大体量的兰州中心业务规模有望匹及东边中



心；仓储物流业务高速发展，未来3年管理资产规模有望扩大3倍，中期规模向易商红木靠齐。基于分类加总估值法，公司主要资产重置价值约134.82亿元，6月4日公司市值43.74亿元。2020-2022年预计EPS分别为0.42、0.60和0.92元，对应PE分别为11.62、8.13、5.30倍。我们看好公司发展，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

风险提示：零售市场需求大幅下降，物流市场需求大幅下降，物流土地供给大幅收紧，物业价值降低

## 附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	4154	5288	6332	7341	
货币资金	646	1567	2261	3037	
交易性金融资产	0	137	144	151	
应收账款	54	94	129	144	
其他应收款	426	380	523	582	
存货	2921	2934	3080	3234	
<b>非流动资产</b>	4686	5298	6045	6948	
可供出售金融资产	0	0	0	0	
长期股权投资	206	208	219	229	
投资性房地产	2911	3494	4192	5031	
固定资产	866	904	935	958	
在建工程	3	2	1	0	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	4	4	4	4	
<b>资产总计</b>	8840	10586	12377	14289	
<b>流动负债</b>	3043	3512	3914	4127	
短期借款	70	288	254	235	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	1014	1185	1629	1811	
其他	1959	2039	2031	2081	
<b>非流动负债</b>	2961	3708	4429	5162	
长期借款	2828	3587	4306	5038	
其他	133	121	124	124	
<b>负债合计</b>	6004	7221	8343	9289	
股本	898	898	898	898	
资本公积	111	111	111	111	
未分配利润	1437	1816	2357	3182	
少数股东权益	336	336	464	605	
<b>股东权益合计</b>	2836	3366	4035	5000	
<b>负债及权益合计</b>	8840	10586	12377	14289	
<b>现金流量表</b>		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	330	380	541	824	
折旧和摊销	190	127	138	146	
资产减值准备	2	6	0	0	
无形资产摊销	90	64	67	68	
公允价值变动损失	4	0	0	0	
财务费用	121	154	184	205	
投资损失	-335	-323	-526	-884	
少数股东损益	-1	0	128	141	
营运资金的变动	-179	-86	113	8	
<b>经营活动产生现金流量</b>	143	283	597	433	
<b>投资活动产生现金流量</b>	148	-568	-363	-146	
<b>融资活动产生现金流量</b>	-272	1206	460	489	
现金净变动	19	921	694	776	
现金的期初余额	539	646	1567	2261	
现金的期末余额	557	1567	2261	3037	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	4100	1922	2635	2932	
营业成本	3201	987	1357	1509	
营业税金及附加	110	96	132	147	
销售费用	338	344	372	402	
管理费用	190	209	240	277	
财务费用	130	154	184	205	
资产减值损失	-1	2	2	3	
公允价值变动	-4	0	0	0	
投资收益	335	323	526	884	
<b>营业利润</b>	466	504	889	1284	
营业外收入	5	8	11	12	
营业外支出	20	6	8	9	
<b>利润总额</b>	452	506	892	1287	
所得税	123	127	223	322	
净利润	329	380	669	965	
少数股东损益	-1	0	128	141	
<b>归属母公司净利润</b>	330	380	541	824	
<b>BPS(元)</b>	0.37	0.42	0.60	0.92	

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	36.8%	-53.1%	37.2%	11.2%
营业利润增长率	25.2%	8.1%	76.4%	44.4%
净利润增长率	26.0%	15.0%	42.5%	52.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.9%	48.6%	48.5%	48.5%
净利率	8.1%	19.8%	20.5%	28.1%
ROE	13.2%	12.5%	15.2%	18.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.9%	68.2%	67.4%	65.0%
流动比率	1.36	1.51	1.62	1.78
速动比率	0.40	0.67	0.83	0.99
<b>营运能力</b>				
资产周转率	47.5%	19.8%	23.0%	22.0%
应收帐款周转率	6329.9%	2563.4%	2313.3%	2106.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.37	0.42	0.60	0.92
每股经营现金	0.16	0.32	0.66	0.48
每股净资产	2.78	3.37	3.97	4.89
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	13.3	11.6	8.1	5.3
PB	1.8	1.4	1.2	1.0

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn