

白马奔腾会有时

——欧亚集团（600697）深度报告

2016年08月01日

强烈推荐/首次

欧亚集团	深度报告
------	------

报告摘要:

不惧行业低迷业绩稳健增长。 面临相对于国内其他区域较为温和的竞争环境，2011-2015年，公司收入和利润增速基本保持双位数，业绩表现位居行业前列；2016Q1营收30.64亿元，同比增长3.13%；归属净利润4620万元，同比增长2.3%，符合预期。欧亚集团的三大核心竞争优势：

◆ **三星战略前瞻长远打造先发优势，区域品牌议价能力和垄断优势牢固。**

公司是吉林省零售龙头，坚持“商都做精、卖场做大、车百做多”的发展战略，实现“百货+超市+购物中心”的多业态协调发展。

◆ **坚持自建或低成本的连锁化扩张模式，带来“物业升值+主业增长”。** ①

拥有28家购物中心和42家连锁超市共200多万平米，自有物业占比在95%以上，分布在核心商圈，稀缺性日益显著，资产重估价值约155亿元，具有充足的防御性。②低成本自有物业扩张为未来高成长奠定基础，

自建门店的培育压力相对较小，能够有效规避租金上涨的风险。

◆ **线下零售渠道“体验”是王道，摩尔业态顺应体验式消费趋势。** 核心门店欧亚卖场凭借多业态组合同店增速保持个位数增长，单体建筑面积60万平方米（停车场20万平方米），通过设计创新、品牌更换、业态填充等打破同质化竞争，以“多元体验消费”释放购买潜力。

产业资本增持催化价值回归。 公司董事长持股1.70%，其他高管（含董事、监事）也增持公司股份，彰显了管理层对公司业绩与投资价值的充分信心。此前安邦保险持续举牌，截至2016Q1，安邦保险合计持股13.34%仅次于控股股东汽车城商业总公司的24.52%，表明产业资本对公司长期价值的强烈看好，后续潜在股权争夺或将进一步催化公司价值重估。

盈利预测。 预计公司2016-2018年EPS分别为2.2、2.4、2.6元，当前30.95元股价对应的PE分别为14、13、12倍。考虑到自有物业提高较高安全边际以及资本增持带来估值提升，参照可比上市公司2016年平均20倍PE，对应目标价44元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	11,542.1	12,904.9	14,094.8	15,154.1	16,294.9
增长率(%)	11.89%	11.81%	9.22%	7.52%	7.53%
净利润(百万元)	445.60	543.81	586.95	636.18	689.79
增长率(%)	42.60%	22.04%	7.93%	8.39%	8.43%
净资产收益率(%)	18.79%	17.36%	13.64%	15.77%	18.42%
每股收益(元)	1.88	2.04	2.21	2.40	2.60
PE	16.46	15.17	13.98	12.90	11.90

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

史琨

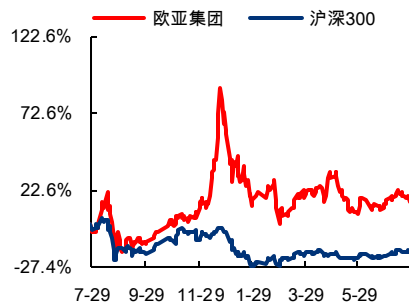
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	29.59-25.1
总市值(亿元)	47.07
流通市值(亿元)	45.91
总股本/流通A股(万股)	15909/15516
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.7

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

PB	3.10	2.63	1.91	2.03	2.19
----	------	------	------	------	------

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司概况.....	4
1.1 公司发展历程.....	4
1.2 公司股权背景.....	5
1.3 公司经营穿越行业周期.....	6
2. 欧亚何以逆势而上?.....	8
2.1 三星战略前瞻打造先发优势.....	8
2.2 “低成本”实现连锁化扩张.....	11
3. 摩尔业态顺应体验式消费趋势.....	错误!未定义书签。
3.1 零售业态呈现交换更替规律.....	错误!未定义书签。
3.2 体验成购物中心营销新手段.....	14
3.3 多业态摩尔打造一站式体验.....	17
3.4 公司全渠道转型稳步推进.....	19
4. 盈利预测.....	21
5. 风险提示.....	22

表格目录

表 1: 公司的发展历程.....	4
表 2: 公司前十大股东持股数量及比例.....	5
表 3: 最受购物中心欢迎的十大体验式业态.....	14
表 4: 欧亚卖场各期建设及投资总额.....	18
表 5: 可比上市公司的估值情况.....	21
表 6: 欧亚集团的自有物业价值测算.....	21
表 7: 公司盈利预测表.....	23

插图目录

图 1: 公司股权结构及实际控制人情况.....	5
图 2: 社会消费品零售总额当月同比增速（单位：%）.....	6
图 3: 百家大型零售企业零售额当月同比增速（单位：%）.....	6
图 4: 公司 2011-2015 年经营收入和利润增长良好（单位：亿元）.....	错误!未定义书签。

图 5: 2015 年按行业分公司营业收入结构.....	错误!未定义书签。
图 6: 按行业营业收入结构变动.....	错误!未定义书签。
图 7: 2015 年按区域分营业收入结构.....	7
图 8: 欧亚集团的驻京第一店—欧亚阳光商超.....	7
图 9: 2015 年按业态分公司营业收入结构.....	8
图 10: 2015 年按经营模式划分公司营收结构.....	8
图 11: 公司的“大、中、小三星”发展战略.....	8
图 12: 商都做精、卖场做大、车百做多的发展方向.....	9
图 13: 欧亚集团的吉林门店布局情况.....	错误!未定义书签。
图 14: 公司旗下中高端购物中心门店—欧亚商都.....	4
图 15: 世界第一大购物中心—欧亚卖场.....	4
图 16: 人均 GDP 增长与零售业态生命周期的关系.....	12
图 17: 不同收入阶段的消费者需求.....	错误!未定义书签。
图 18: 我国的居民恩格尔系数情况 (单位: %).....	13
图 19: 我国城镇居民年度人均消费结构变化 (单位: 亿元).....	13
图 20: 微笑曲线理论: 把更多的附加价值传递给消费者.....	14
图 21: 2016 年上半年中国 10 大城市主题体验的类型分布.....	14
图 22: 东京台场购物广场在屋顶种田.....	15
图 23: 屋上农场不定期地举行主题活动.....	15
图 24: 餐厅内的垂直菜场供顾客们挑选蔬菜.....	16
图 25: 餐饮呈现“现摘鲜食”创新创意.....	16
图 26: 凯德 MALL 的虚拟现实 VR 游戏.....	16
图 27: 广州番禺万达广场 9DVR 体验馆.....	16
图 28: 长春欧亚卖场外景图.....	17
图 29: 长春欧亚卖场的业态展示.....	19
图 30: 我国零售行业渠道变革的路线图.....	20
图 31: 线上平台与实体零售形成闭环 O2O.....	错误!未定义书签。

1. 公司概况

1.1 公司发展历程

公司前身长春市百货公司第四商店始建于1953年；1984年更名为汽车城百货大楼，1986年正式提出大、中、小“三星”战略构想，为公司此后的发展确定方向和目标。1993年，于上交所上市；1996年，正式更名为长春欧亚集团股份有限公司。欧亚集团是中国500强企业，2015年中国连锁百强第13名。

图 1：公司旗下中高端购物中心门店—欧亚商都



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 2：世界第一大购物中心—欧亚卖场



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表 1：公司的发展历程

时间	公司发展历程
1985.01	公司更名为长春市汽车城百货大楼，公司发展正式起步，开始酝酿“三星战略”。
1986年	明确提出大、中、小“三星”长期发展战略，奠定未来发展格局。
1992.08	定向募集方式成立长春市汽车城百货股份有限公司。
1993.12	公司股票在上海证券交易所挂牌交易。
1994.06	公司组建长春汽车城百货集团股份有限公司。
1996.05	公司正式更名为长春欧亚集团股份有限公司。
2000.12	欧亚卖场开业，已被吉尼斯世界总部认证为“单体建筑面积世界第一购物中心”
2007.12	成立欧亚沈阳联营公司，欧亚集团首次进军辽宁。
2012年	B2C平台“欧亚e购”上线运营
2015.07	内蒙古第一店乌兰浩特欧亚购物中心开业。
2015.12	欧亚集团“驻京第一店”——欧亚阳光商超开业。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司股权背景

截止 2016Q1, 公司控股股东为长春市汽车城商业总公司, 直接持有公司 24.52% 股权, 实际控制人是长春市国资委。公司董事长是曹和平先生, 持有公司 1.66% 的股权, 是公司第九大股东。自 1984 年起执掌欧亚集团 30 余年, 对“大、中、小三星战略”的提出和欧亚集团的发展做出卓越的贡献。

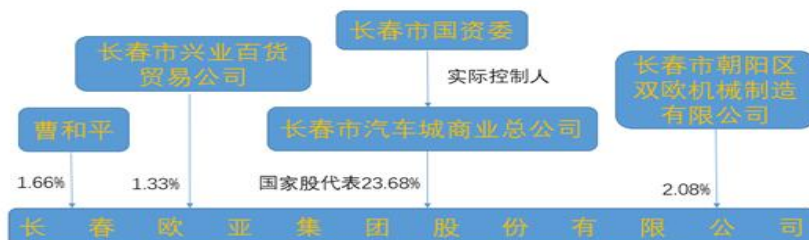
同时其他高管 (含董事、监事) 也增持公司股份, 彰显了管理层对公司业绩与投资价值的充分信心。此前安邦保险持续举牌, 截至 2016 年一季度, 安邦保险合计持股 13.34% 仅次于控股股东汽车城商业总公司的 24.52%, 另外上海宝银创赢新晋持股 4.78% (合计持股新华百货 31.33%), 表明产业资本对公司长期价值的强烈看好。

表 2: 公司前十大股东持股数量及比例

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
1	长春市汽车城商业总公司	39,013,891	24.52%
2	安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	7,954,394	5.00%
3	安邦保险集团股份有限公司-传统保险产品	7,938,430	4.99%
4	上海宝银创赢投资管理有限公司-上海宝银创赢最具巴菲特潜力对冲基金 3 期	7,608,879	4.78%
5	中国工商银行股份有限公司-汇添富价值精选混合型证券投资基金	5,489,567	3.45%
6	安邦养老保险股份有限公司-团体万能产品	5,328,046	3.35%
7	汇添富基金-中国银行-平安人寿-平安人寿委托投资 1 号资产管理计划	4,000,000	2.51%
8	长春市朝阳区双欧机械制造有限公司	3,305,500	2.08%
9	东方证券股份有限公司	3,237,103	2.03%
10	曹和平	2,710,220	1.70%
	合计	80,802,614	50.80%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 公司股权结构及实际控制人情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 公司经营穿越行业周期

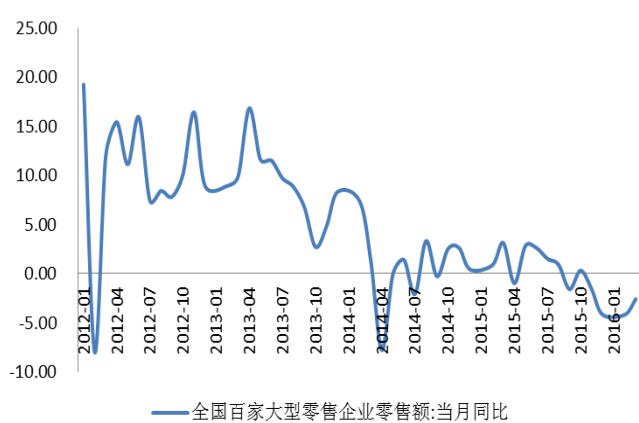
2010年,我国社零总额的增速达到阶段性高点,此后在我国宏观经济增速趋缓、持续反腐抑制消费、全球经济复苏缓慢的背景下,社零总额增速每年以1-2个百分点的速度阶梯型下滑。2016年6月,全国社零总额同比增速10.3%,吉林省社零累计同比9.9%,低于全国水平0.4个百分点。2014年下半年起,在国内外消费意愿低迷、持续反腐以及网络购物分流、成本费用高涨的内忧外患困境之下,百家重点零售企业零售额增速下探至零轴附近。

图 4: 社会消费品零售总额当月同比增速 (单位: %)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

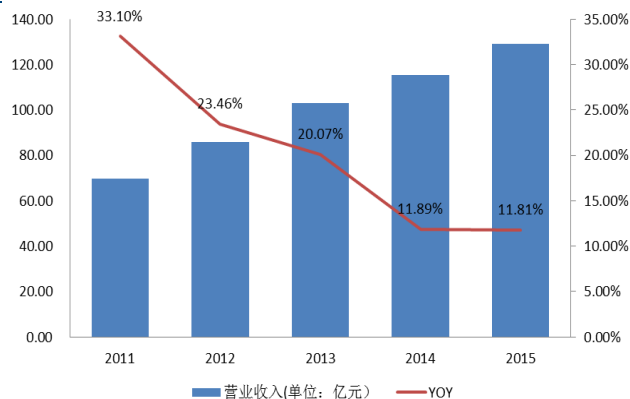
图 5: 百家大型零售企业零售额当月同比增速 (单位: %)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

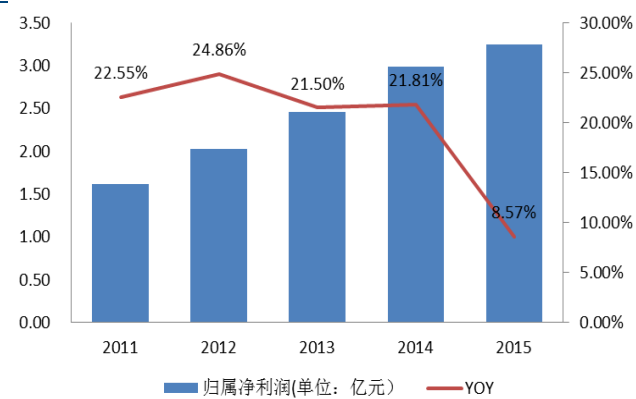
相比于零售行业的持续低迷,公司不惧行业低迷持续增长。公司近五年的收入和利润增速位居行业前列,2015年公司实现营业收入129.05亿元,同比增长11.81%;实现归属净利润3.24亿元,同比增长8.57%。2016Q1,公司实现营业收入30.64亿元,同比增长3.13%,主要来自超市和大卖场收入的增长;收入和毛利率的增长抵消费用率上升的不利影响,驱动归属净利润同比增长2.30%,扣非净利增长4.38%。

图 6: 2011-2015 年公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

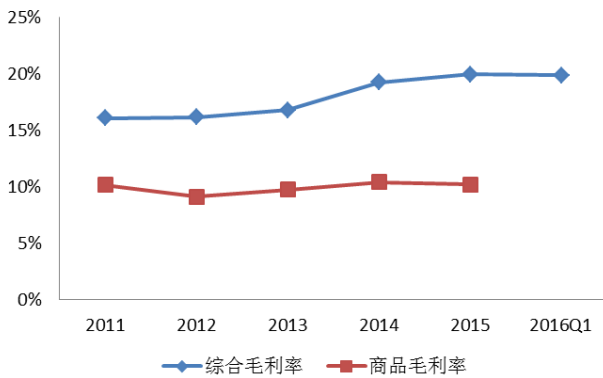
图 7: 2011-2015 年公司归属净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

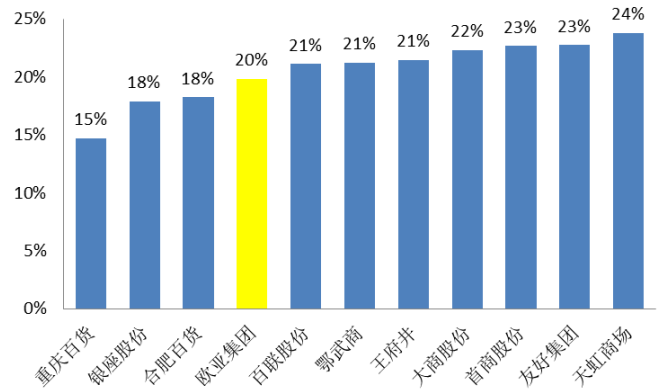
公司的综合毛利率近年来呈现上升趋势,从2011年的16%提升至2016年的20%,这主要由于公司坚持以低成本自建门店的扩张模式,使得毛利率较高的房地产和租赁业务贡献提升。公司商品毛利率10%与可比上市公司15-15%区间存在差距,未来仍有一定的提升空间。而且伴随着公司将进一步向三四线城市及周边扩张购物中心,房地产和租赁业务将持续提升,将会促使公司的综合毛利率继续提高。

图 8: 近年公司商品销售毛利率和综合毛利率



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

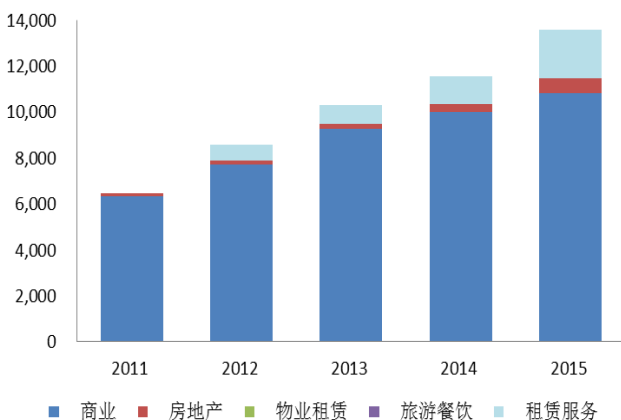
图 9: 行业内可比上市公司的综合毛利率对比



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

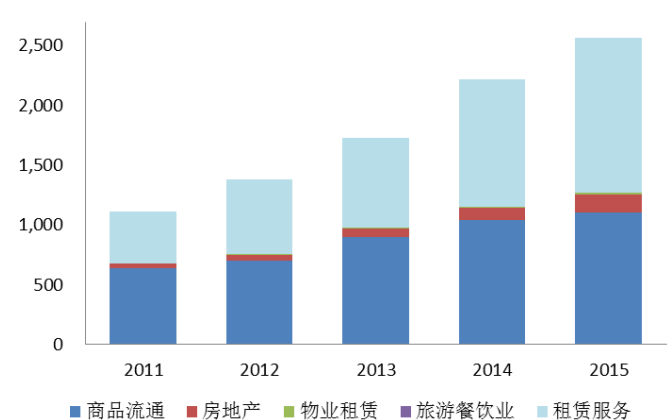
分业务类型来看,公司商业流通业务占比呈现下滑趋势,2015年商业流通占营业收入的比重为84%,商品流通业务的收入主要来源于购物中心(百货店)、大型综合卖场和连锁超市三大部分。伴随着经营面积的持续扩张以及新开门店逐渐度过培育期,租赁业务的占比呈现上升趋势,2015年租赁服务的收入占比已超过10%。

图 10: 2011-2015 年公司各业务的营收贡献 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 11: 2011-2015 年公司各业务的毛利贡献 (单位: 百万)

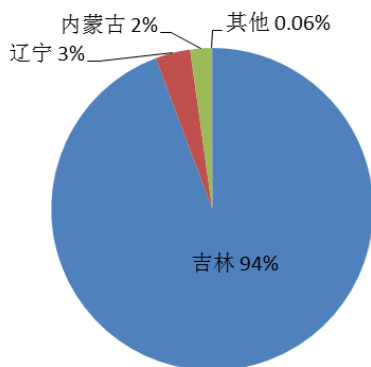


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司业务主要集中在吉林省内,收入贡献比重超过90%,成为整体销售增长的关键引擎。2015年公司积极推进“中三星”战略,加快吉林省外布局,低成本进入地理位置相近的辽宁、内蒙古,另外在海南、北京和香港也有所布局。2015年公司联合

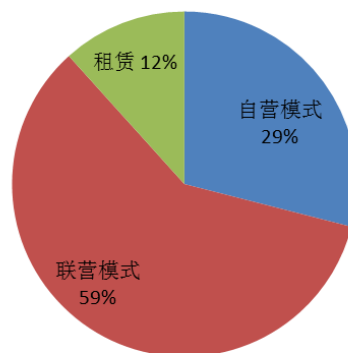
占营收总额的 59%，同比增长 4.23%；租赁占营收总额的 12%，同比增长 21.09%，主要是可租赁面积随着公司经营规模的稳步扩张而增长；自营业务占营收总额的 29%，同比增长 16.76%，得益于近年来逐渐提高自营比重，规避百货行业同质化竞争问题。

图 12: 2015 年公司营业收入结构（按区域分）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 13: 2015 年按经营模式划分公司的营收结构



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

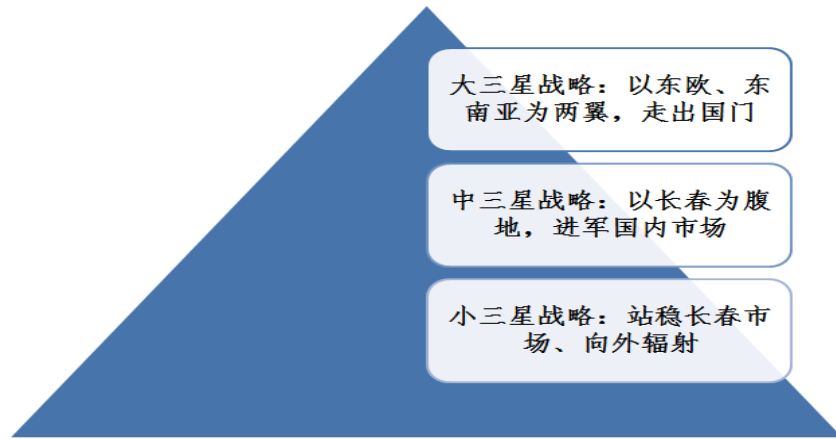
2. 欧亚何以逆势而上？

经过 30 年的历史变迁，欧亚集团不畏行业低迷持续增长，已成为吉林省当之无愧的零售航母，长期累积而成的品牌议价能力和渠道垄断优势牢固。我们尝试总结欧亚辉煌背后的核心竞争优势从何而来：①公司的发展战略清晰规划长远；②坚持自建或低成本扩张模式；③体验式业态顺应消费趋势。

2.1 三星战略前瞻打造先发优势

公司“大、中、小三星”发展战略清晰。公司发展秉承上世纪 80 年代中期提出的“三星战略”，在战略上领先竞争对手，“三星”分为小三星、中三星和大三星，发展范围从吉林省到全国最终迈向国际。①以繁华商业区为中心，以区域商业中心为两翼布局，站稳长春市场的“小三星”；②以长春为腹地，进军国内市场，实施南进北拓，辐射全国的“中三星”；③以国内为根基，以东欧、东南亚为两翼，实施走出国门，渗透经营的“大三星”。

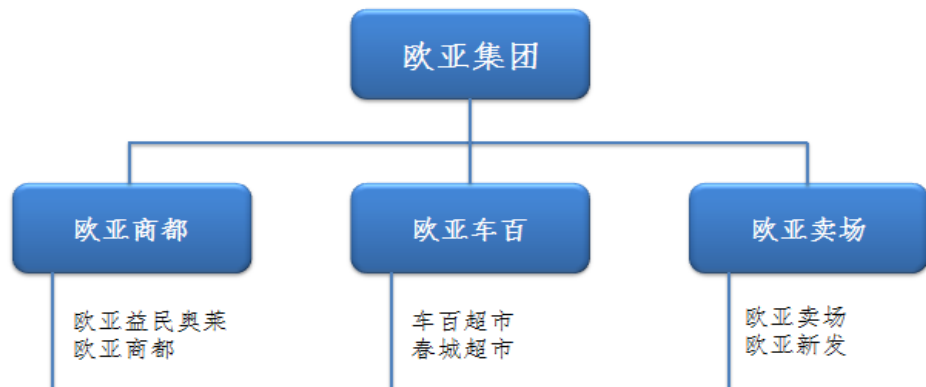
图 14: 公司的“大、中、小三星”发展战略



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

“小三星战略”布局——“商都做精、卖场做大、车百做多”多业态协同发展，搭建多业态、多档次、全品类门店网络，区域渠道垄断力极强。不断对百货、购物中心、连锁超市等多种业态创新。①欧亚商都定位于长春中高端百货，以持续扩建、品牌升级、更高端更精品的服务为目标；②世界单体面积第一的欧亚卖场以加大规模效应、满足家庭一站式消费为理念，由此带来的全新购物体验巩固消费者对欧亚品牌的认知，使得消费者对公司形成消费依赖；③公司超市的发展主要放在欧亚车百，通过不断扩张超市网点，满足消费者生活必需品的需求。

图 15：商都做精、卖场做大、车百做多的发展方向

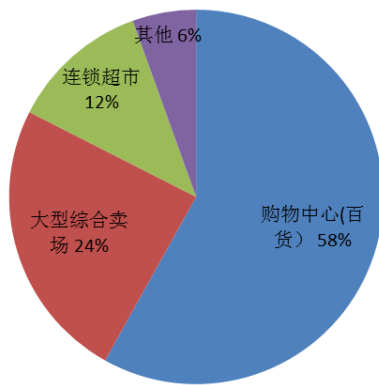


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司“小三星”布局日渐完善、“中三星”布局取得良好的开端。公司业态涵盖现代百货、摩尔、奥特莱斯和连锁超市，多业态协同发展。其中购物中心（百货店）贡献

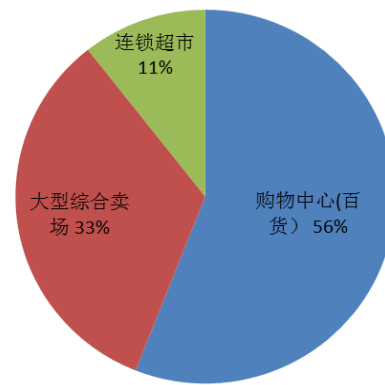
收入比例超过 50%。①以百货/购物中心占据城市核心商圈，覆盖主力消费群体；②以摩尔实现跨商圈辐射，利用其在吉林省的品牌优势、招商资源及较强的经营管理能力，带动周边商业发展，形成城市新商圈。③对于消费能力较强的二三线城市，配合超市门店进行纵深拓展，以超市完成区域及社区的点状覆盖，形成消费群体的全覆盖。

图 16: 2015 年购物中心和摩尔业态收入超过 80%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

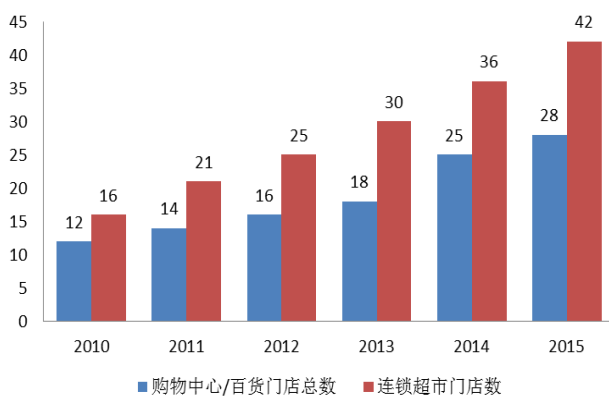
图 17: 2015 年购物中心(百货)门店建筑面积超过 50%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

在“三星战略”的引导下，公司通过“购物中心+超市”双业态模式进行渠道拓展，积极抢占核心商圈以及社区资源，积极向长春周边城市和省份进行扩张。2015 年，实现销售额占吉林省社零总额的 5.44%，同比增加 0.12 个百分点，区域垄断地位牢固，主要竞争对手如卓展、长百集团、亚细亚百货、国贸商都等市场份额较低。公司在长春和吉林省其他二三线城市之外，以低成本（股权收购）进入沈阳、内蒙古、济南、郑州、包头等城市。截止 2015 年末，公司已发展成拥有 26 个购物中心（百货店）、2 个大型综合卖场、42 个连锁超市经营规模的大型零售商。

图 18: 2010-2015 年公司各类经营门店情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 19: 欧亚集团的吉林门店布局情况



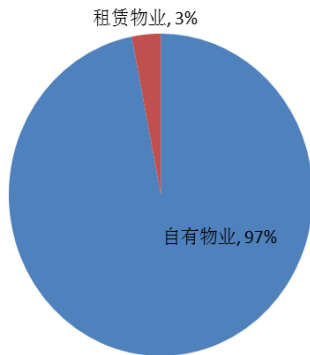
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 “低成本”实现连锁化扩张

公司长期坚持自有物业开发模式，现有的百货家门店物业均是自有，而超市中也有相当比例的为自有物业，目前自有物业比例达到 95%以上。公司“自有物业”带来物业升值+主业增长。

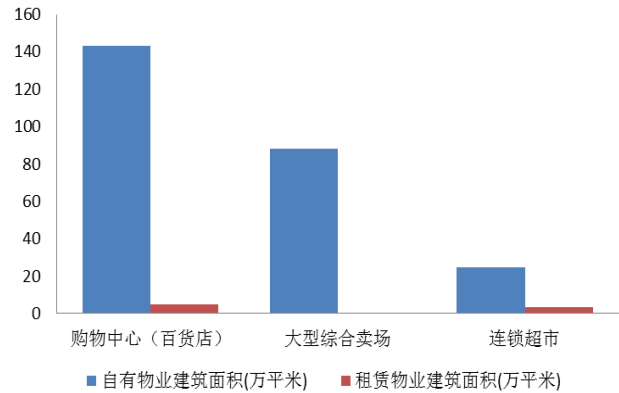
- ◆ **物业升值：**公司自有物业大多通过低成本购买，拥有购物中心（百货店）26 个合计建筑面积 143 万平方米，大型综合卖场 2 个合计建筑面积 88 万平方米，大型综合卖场 33 个合计建筑面积 25 万平方米，并且分布于核心商业地段或社区商圈，物业网点价值高，随着区域经济、消费的增长，核心商圈物业的稀缺性日益显著，物业重估价值巨大。

图 20: 2015 年公司自有与租赁物业建筑面积占比



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 21: 2015 年公司三大业态自有与租赁物业建筑面积



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- ◆ **主业增长：**公司以自有物业模式掌控核心商圈资源，高自有物业率确保了公司近年来的盈利水平持续提升。自建或低成本购买了大量商业物业，自有物业发展模式对资金量要求较高，但可以有效规避租金上涨对业绩造成的冲击，加之依靠公司的有效管控、毛利率的不断提高以及自建门店培育压力较小，实现了持续的外延扩张，各项费用率水平的相对平稳且具有同业比较优势。

图 22: 2011-2016Q1 公司期间费用率情况

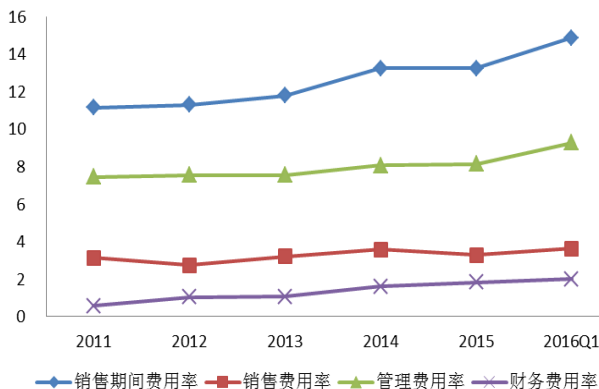
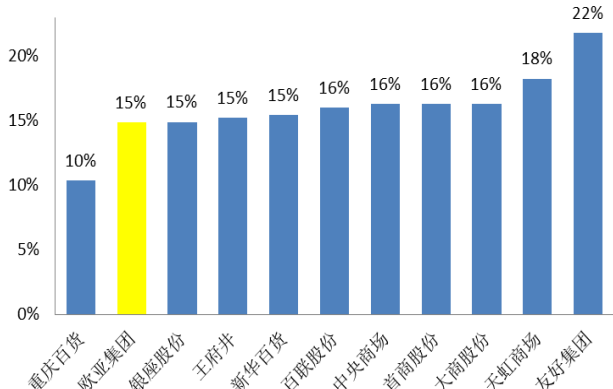


图 23: 2016Q1 可比上市公司期间费用率对比



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

公司通过购买物业或自建的形式进行外延扩张, 低成本自有物业扩张为未来成长奠定基础。2015 年, 公司新开门店 9 个, 其中购物中心 (百货店) 3 个, 连锁超市 6 个, 共有 7 家门店分布在吉林省内。公司的外延扩张也处于稳步拓展阶段, 其中 2016 年公司计划新开门店 12-14 个, 其中购物中心 4 个 (吉林磐石欧亚购物中心、通辽欧亚购物中心、双辽欧亚购物中心、长白山欧亚购物中心), 连锁超市 8-10 个, 继续深刻长春与吉林二三线城市。

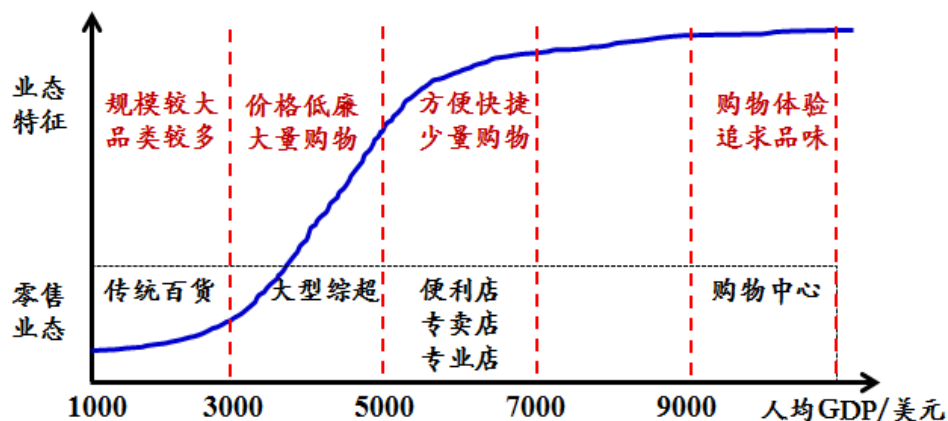
3. 摩尔业态顺应体验式消费趋势

3.1 零售业态呈现交换更替规律

从国外经验数据来看, 零售业态的产生、发展、成熟及衰退等每一周期均与该国或该地区的人均 GDP、消费需求变化以及消费结构优化等因素相关。伴随着社会经济的迅速发展, 购物中心、便利店、专业店等新业态在城市中纷纷涌现。

- ◆ **零售业态构成与其人均 GDP 水平密切联系。**根据国际零售业发展的一般规律, : 当人均 GDP 超过 1000 美元时, 百货是主力业态; 当人均 GDP 超过 3000 美元时, 大型超市开始盛行, 并依靠其强势的扩张性质逐步取代百货成为第一大业态; 随着人均 GDP 上升至 5000 美元, 居民消费行为呈现多元化趋势, 便利店、专卖店、专业店等新业态不断涌现; 超过 10000 美元后, 购物中心业态开始快速发展。

图 24: 人均 GDP 增长与零售业态生命周期的关系

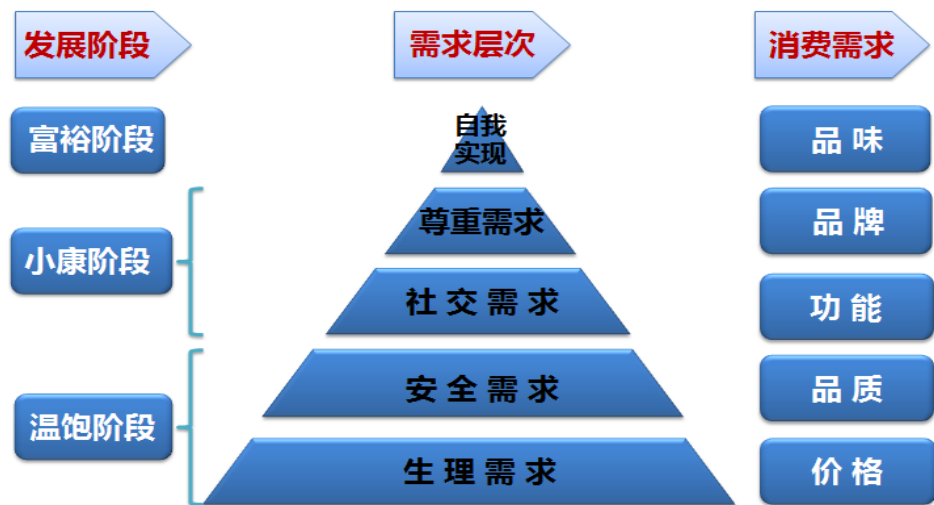


资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

- ◆ **零售业态的演进是对市场需求的必然调整。**不同收入阶段消费者需求不同。在温饱阶段, 消费者的收入水平普遍较低, 对商品价格十分敏感; 在小康阶段, 中产阶级队伍逐步壮大, 消费者开始关注商品质量和外观、购物环境的舒适性和交通的便利性; 在富裕阶段, 消费者平均收入达到较高水平, 更重视商品品牌、个性化设计和

全方位购物体验。社会发展阶段越高，人们将会更多地为了物质以外的东西消费，也就是服务和附加在物质上的无形价值。

图 25: 不同收入阶段的消费者需求



资料来源: 东兴证券研究所

- ◆ 消费结构优化推动零售业态升级。2015 年，我国城镇居民家庭恩格尔系数为 35，农村居民家庭恩格尔系数为 38，均达到富裕水平。同时 BCG 预计到 2020 年中产阶级家庭所占的比例将达到 51%，巨大的人口基数决定了未来我国有超过 6.5 亿年收入在 6-10 万元以上的中产及以上阶层，促进消费结构向更高层次发展，居民消费将由物质消费向体验式消费转化，从而带动购物中心的快速发展。

图 26: 我国的居民恩格尔系数情况 (单位: %)

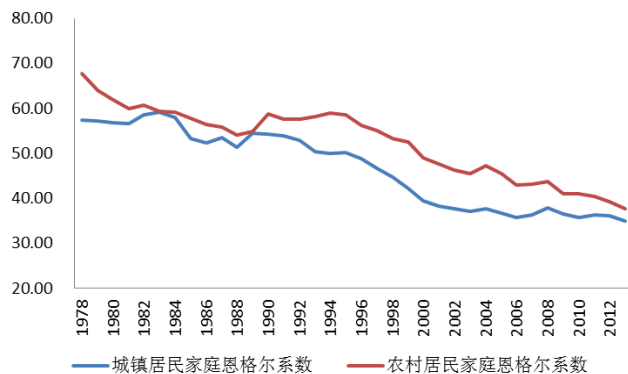
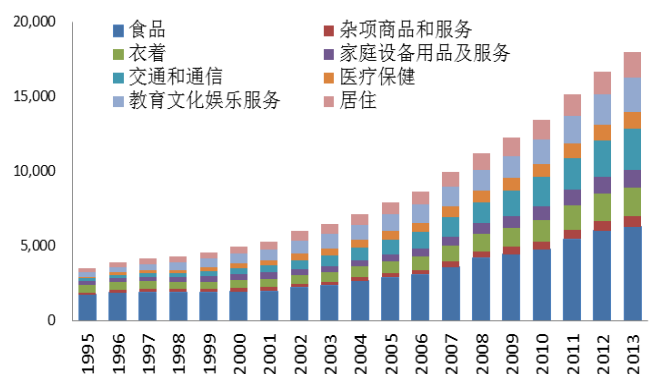


图 27: 我国城镇居民年度人均消费结构变化 (单位: 亿元)



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

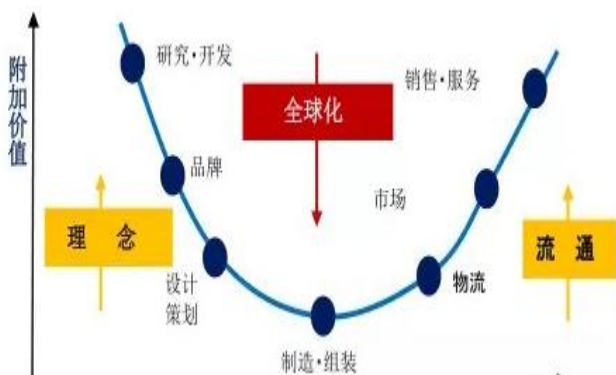
资料来源：WIND, 东兴证券研究所

3.2 体验成购物中心营销新手段

电商蓬勃发展对消费者消费习惯的改变影响深远，仅具备购物功能的传统百货面临严峻竞争。1992年，宏基集团创办人施振荣先生提出“微笑曲线”理论，即在产业链中，处于中间环节的制造附加值最低，而位于曲线两端的研究、开发与销售、服务占据了附加价值最大的部分。比如亚马逊并不是单纯的销售商品，而是销售渠道和服务；优衣库也不是单纯卖衣服，而是把技术作为销售方式，有很多自营商品。

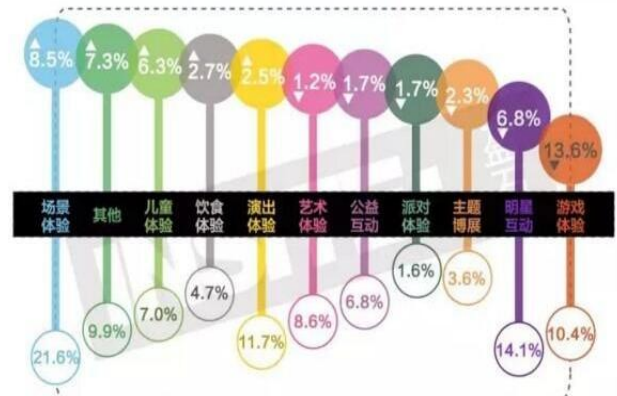
购物中心具有体量大，业态丰富，综合性强等特征，更加注重休闲、餐饮、娱乐等商业设施，以满足体验式消费需求和个性化、多元化的消费需求。购物中心通过在设计创新、品牌更换、业态调整等来破解同质化竞争，更是逐渐增加体验式业态的比重以吸引消费者。所谓“体验式商业”是区别于传统商业的以零售为主的业态组合形式，更注重消费者的参与、体验和感受，对空间和环境的要求也更高，初级体验模式就是“购物+餐饮+娱乐”。

图 28：微笑曲线理论：把更多的附加价值传递给消费者



资料来源：百度百科 东兴证券研究所

图 29：2016 年上半年中国 10 大城市主题体验的类型分布



资料来源：盈石集团研究中心，东兴证券研究所

表 3：最受购物中心欢迎的十大体验式业态

序号	业态	内容
1	电影院	电影院是购物中心中最聚人气、提高留客时间、最有效拉动关联消费及同向人群的业态；具有极好的心情调节作用，增加了顾客的合理消费行为和愉快的心理体验。
2	真冰场	如果有强大的运营能力和吸容力，必然会给购物中心带来客流量和消费量的提升；一般是由面积非常大的大型购物中心或者突出年轻潮流主题的中型购物中心引入
3	健身会所	有利于填补购物中心商业在运动休闲版块的空缺，吸引中高端的城市人群聚集，并且提升购物中心的档次。
4	电玩成	电玩是年轻人娱乐放松的选择之一，深受青少年群体的青睐。现在的电玩

		城设施完善,项目设置丰富,设备配置也相当高端,从最大程度上满足消费者的娱乐需求
5	KTV	KTV主要针对18-35岁中青年人群,这部分人群年轻有活力,消费能力强,也与购物中心的客群相符。但是前期投资巨大,要求的租期较长,需要达到防火要求。
6	美容美体	近年来美容美体经济一直以高速度持续增长,美容、造型、美甲等时尚休闲业态对于购物中心来说地位越来越重要。
7	儿童业态	购物中心儿童业态扎堆,同质化问题严重;要求租期长、面积大,租金低,投入额高,单纯租金收益不够收回成本。
8	餐饮	不少新建购物中心项目或经调整业态的老项目内,购物、餐饮、娱乐业态占比逐渐演变成各占三分之一,有时餐饮甚至占约40%以上比例。
9	主题展	展览对于购物中心的销售具有直接的推动作用。在购物中心举办各种展览无疑会增加消费者在商场逗留的时间,从而增加消费的几率。
10	文化业态	随着人们消费心态向精神层面的延伸,文化业态为消费者提供精神满足感在体验式商业中成为重要的构成部分,增加顾客的专业体验性。

资料来源:赢商网,东兴证券研究所

线下零售渠道“体验”是王道,为了应对商业同质化的困境,增加项目体验感,越来越多的新兴生态体验搬进购物中心,在“80后”、“90后”逐渐成为消费主力军后,主力消费人群接纳和尝试的事物更多,休闲娱乐及服务业态将是未来发展的焦点,引入更加多元的体验业态,来形成购物中心吸引顾客能够有集客效果的方式,也可以说从销售商品向销售生活方式转变,把更多的体验传递给消费者。

- ◆ **把农场菜田搬进购物中心。**东京台场购物广场的RF层拥有东京都内规模最大的屋顶农场,以供顾客租赁田地体验农趣。农场不定期地举行主题活动,如农业活动、白酒体验讲座、与菜园结合的相亲联谊等地,让年轻群体、亲子家庭参与进来。购物中心主题活动是零售商为了打造更强的竞争力,通过品牌内容或展示形式等创新满足更细分群体的需求,对购物中心进行的差异化打造。

图 30: 东京台场购物广场在屋顶种田



资料来源:赢商网,东兴证券研究所

图 31: 屋上农场不定期地举行主题活动



资料来源:赢商网,东兴证券研究所

- ◆ 餐饮呈现更多的创新创意成分，实现“味觉+视觉”的双重体验。在城市商圈为顾客提供健康新鲜的田园风餐饮体验。所用的菌菇和芽苗菜，全由餐厅在室内培育种植，顾客自己动手摘取蔬菜，主打即摘即食的概念。

图 32: 餐厅内的垂直菜场供顾客们挑选蔬菜



资料来源：赢商网，东兴证券研究所

图 33: 餐饮呈现“现摘鲜食”创新创意



资料来源：赢商网，东兴证券研究所

- ◆ VR 最为直接的影响是为购物中心带来全新的休闲娱乐业态，以此聚集客流。商家通过 VR 技术可以打破购物的物理限制，将一整个商店送到消费者面前，消费者也可以通过 VR 技术预览效果，实现场景互动营销。2016 年 6 月，3D 画笔、混合现实 MR 技术、智能穿衣镜在凯德全国 6 大城市的 12 家购物中心落地；广州番禺万达广场 9DVR 体验馆平均每天接待 400 多人，单日最高收入超 2 万。

图 34: 凯德 MALL 的虚拟现实 VR 游戏



资料来源：赢商网，东兴证券研究所

图 35: 广州番禺万达广场 9DVR 体验馆



资料来源：赢商网，东兴证券研究所

综上所述，同传统百货相比，购物中心/城市综合体在以下方面具有比较优势：①多是一座城市的地标性建筑，地方政府非常重视，并且在银行贷款、推广宣传等给予优惠和帮助；②对选址要求不高，更强调购物体验，地产和商业有效支撑，运营能力强的零售商甚至可以培育出商圈；③为消费者提供良好的购物体验，能够满足消费者一站式的购物需求，符合大城市快速忙碌的生活节奏，可有效地规避网购冲击。④相比于购物中心，城市综合体的体量更大、配套功能更丰富、可融合元素更多元、对外部商圈依赖度低，更适应未来中国新型城镇化的大方向。

3.3 多业态摩尔打造一站式体验

长春欧亚卖场属于现代摩尔（shopping mall）商业业态，于 2000 年末在开业，单体建筑面积 60 万平方米，停车场 20 万平方米，位居世界第一位，现正在申请吉尼斯世界纪录，已通过英国总部预审。2014 年卖场年接待客流超过 1 亿人次，塑造了纵贯每层的四条大街：渤海大街、黄海大街、东海大街、南海大街，每条大街长达一公里；构建了四大景观共享厅：太平洋厅、大西洋厅、印度洋厅、北冰洋厅，环绕四街。

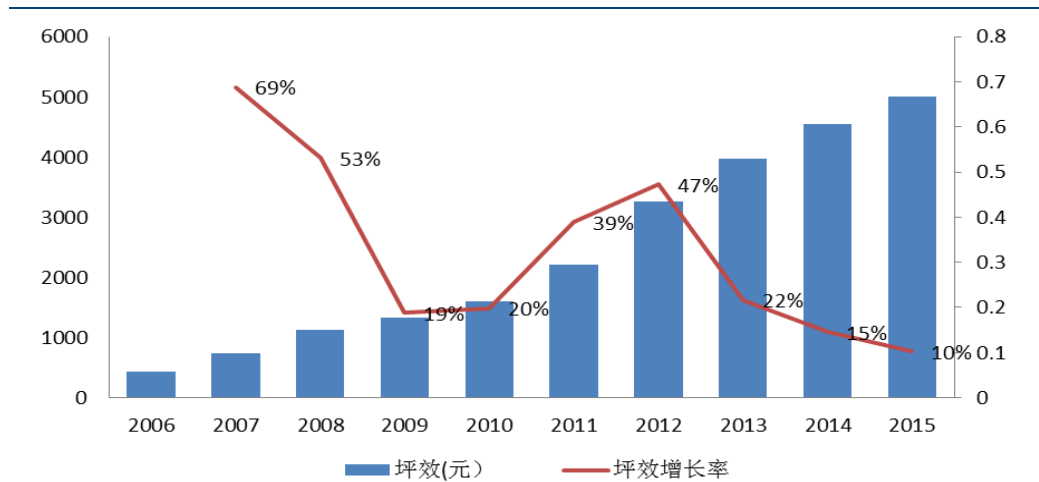
图 36: 长春欧亚卖场外景图



资料来源：互联网，东兴证券研究所

欧亚卖场平效长期稳步提升、保持了良好的上涨势头，2011-2015 年的复合增长率为 18%，目前业绩占比高达 9.3%（考虑 40%控制权）。欧亚卖场的经营模式主要为联营加租赁，其中联营占比约 40%、租赁占比 60%左右。2015 年，欧亚卖场的平效为 5003 元，同比增长 10 个百分点，主要原因是公司逐渐加大自营比重以及丰富各种体验式业态形成聚客，促使平效提升，但与公司在吉林省的购物中心门店坪效 8663 元相比仍有差距，未来仍有一定的提升空间。

图 37: 2011-2015 年欧亚卖场平效 CAGR(5)= 18%



资料来源: 东兴证券研究所

经过 10 多年的发展, 公司共投入 10.2 亿元, 对欧亚卖场进行了三期建设, 四期扩建项目 70 万平米尚未启动。欧亚卖场共 3 层, 卖场负一楼、负二楼和三楼分布为建材和家居卖场, 以租赁形式经营, 一楼和二楼分别经营服饰、珠宝、化妆品、家电和超市, 其中百货品类以联营为主, 家电、超市品类以自营为主。

表 4: 欧亚卖场各期建设及投资总额

项目	建设时间	累计建筑面积	投资总额 (百万元)
卖场一期	2000 年-2001 年	36000	45.43
卖场二期	2001 年-2002 年	193,000	95.94
卖场三期	2003 年-2009 年	560,000	480.76
卖场改造、升级、扩容	2009 年至今	600,000	398.35
合计			1,020.47

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司从“经营商品”向“经营顾客”转变, 以“体验消费”释放购买潜力, 以多元“服务消费”培育发展动力。欧亚卖场经营范围涵盖零售业的家具电器、装潢材料、百货食品、文体用品、家居生活、医药超市, 以及休闲娱乐业的餐饮美食、IMAX 影院、高尔夫练习场、羽毛球馆、室内公园、游乐场、儿童早教中心、真冰场、美容美发、金融服务、会展中心等众多业态。此外在商场的活动气氛、人文细节、商场文化等方面加强渲染, 使得消费者拥有愉悦、舒适、宾至如归的购物体验。

图 38: 欧亚卖场的游乐场聚焦人气

图 39: 夏季水上乐园备受顾客欢迎



资料来源：互联网，东兴证券研究所



资料来源：互联网，东兴证券研究所

继续推进“业态+”的体验模式，挖掘方便贴近消费者的服务项目，提高服务附加值，适应消费者个性化、情感化的需求。欧亚卖场四期扩建项目 70 万平米，将进一步打造五星级酒店、汽车 4S 店、图书交易市场、医院医疗服务、花卉交易市场等更多业态，完善欧亚卖场服务功能，使其发展成为集购物、休闲、娱乐、商务、金融、教育、医疗、健身、餐饮、展会、住宿、旅游等多业态为一体的城市综合体，为消费者提供更加全方位的服务体验。

图 40: 长春欧亚卖场的部分业态展示

餐饮娱乐



地址:印度洋厅 万达电影城



欧悦真冰滑冰场
地址:负二层印度洋厅



地址:欧亚卖场4楼 室内公园

教育健身



博奥跆拳道
地址:欧亚卖场20号门5楼



中箐光明艺术学校
地址:欧亚卖场20号门5楼



力量健身会所
地址:欧亚卖场10号门4楼

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.4 公司全渠道转型稳步推进

随着新兴业态和电子商务的快速发展，以及消费者购买习惯的改变，传统零售业急需直面转型发展这一问题，而伴随着互联网的兴盛以及消费者购买习惯的改变出现的全渠道零售，应当成为传统零售业摆脱困境的重要选择。零售行业的渠道自 20 世纪起经过多次变革，从单渠道、多渠道到跨渠道，都在为全渠道零售奠定基础。

- ◆ 实体店为单渠道，实体店和网店并存是多渠道，实体店加网店和移动商店是跨渠道，跨渠道和多渠道零售则是以零售商为中心，消费者的身份在不同的消费渠道中是被割裂开的，从而让消费者感到不同渠道之间的壁垒。

- ◆ 全渠道零售是从单渠道到多渠道,再到跨渠道的演化结果,全渠道零售是以消费者为中心,消费者无论通过哪种渠道购物,均采用统一的购物账户与清单,使消费者获得一致的购物体验,不会因渠道改变而感到不便。

图 41: 我国零售行业渠道变革的路线图



资料来源: SOWU,东兴证券研究所

公司目前新开实体店都是购物中心和商业综合体的业态,既可以对周边消费群体形成有效辐射,又能迎合北方节假日“赶集式”消费特点,容客能力极强。自然环境和多民族基因造就吉林消费者豪爽品质,“面子文化”普遍存在,消费倾向高,而且东北地区冬季漫长而且寒冷,决定了户外逛街不适宜,一站式室内购物环境舒适,适合作为主要的商业形态。

公司自建线上销售平台欧亚 e 购、欧亚到家,互联网“掌尚欧亚”、手机 APP,微信公众平台“欧亚微店”,并与“欧亚 e 购”全面打通,与实体零售形成闭环 O2O。并通过微信限时优惠、超 V 尊享会员沙龙等活动,实现电子会员与实体会员权益的互通和延伸。2015 年,公司欧亚 e 购实现营业收入 906 万元,交易额 5169 元;注册会员近 432 万人,已实现线上线下通用,线上客户与实体店客户比例为 2%。

图 42: 欧亚集团搭建 PC 与移动端网购平台



资料来源: 公司官网,东兴证券研究所

图 43: 线上平台与实体零售形成闭环 O2O



资料来源: 东兴证券研究所

4. 盈利预测

资源优势+全渠道转型，有望助力公司突破未来增长瓶颈。假设公司未来将继续保持稳定的扩张步伐，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 2.2、2.4、2.6 元，目前股价对应 PE 分别为 13.98、12.9、11.9 倍，估值具有显著优势。考虑到自有物业比重提供较高安全边际以潜在的及股权争夺带来公司估值提升，参照可比上市公司 2016 年平均 20 倍 PE，对应目标价 44 元，首次覆盖给予“强烈推荐”的投资评级。

表 5: 可比上市公司的估值情况

简称	收盘价	EPS			PE		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
合肥百货	7.95	0.36	0.40	0.45	22.14	19.98	17.69
鄂武商 A	17.85	1.52	1.69	1.85	11.72	10.55	9.65
天虹商场	12.41	0.60	0.65	0.71	20.79	18.98	17.42
大商股份	40.21	2.43	2.65	3.11	16.51	15.20	12.95
重庆百货	28.38	1.04	1.14	1.31	27.29	24.97	21.69
百联股份	12.84	0.62	0.64	0.67	20.82	19.91	19.09
银座股份	8.29	0.35	0.39	0.44	23.44	21.23	18.74
王府井	16.52	1.15	1.24	1.44	14.35	13.29	11.49
合计					19.63	18.01	16.09

资料来源: WIND, 东兴证券研究所 (收盘价为 2016 年 7 月 29 日)

公司历年来的扩张伴随着所拥有商业物业面积的扩大，而且这些物业一般取得的成本不高，有些甚至是在公司培育下取得了明显的升值。根据公司公告、搜房网等相关数据，截至 2015 年末，我们对公司目前购物中心、连锁超市自有物业项目进行估值，根据测算，公司自有物业的权益价值重估约为 155 亿元，给予公司股价较高安全边际。

表 6: 欧亚集团的自有物业价值测算

地区	门店	控股比例	建面(万平米)	权益面积(万平米)	单价(元/平米)	评估价值(万元)
长春市	欧亚卖场	39.66%	60	23.8	10000	237960
	春城购物中心	100%	3.9	3.9	7000	27300
	欧亚二道购物中心	100%	3.5	3.5	7000	24500
	欧亚五环购物广场	100%	5.4	5.4	7000	37800
	欧亚商都	100%	16	16	15000	240000
	欧亚车百	53.92%	4	2.16	15000	32352
	欧亚新发	39.66%	5	2	7000	13881
	欧亚益民	100%	6	6	8000	48000
	农安商贸	100%	1.5	1.5	6000	9000
	欧亚万豪购物中心	100%	6	6	8000	48000
沈阳市	沈阳联营	100%	9.8	9.8	20000	196000

四平市	四平欧亚商都	100%	4	4	4000	16000
	四平辽河欧亚商贸	100%	0.6	0.6	4000	2400
通化市	通化欧亚购物中心	100%	12.8	12.8	4000	51200
梅河口	梅河口欧亚购物中心	100%	6	6	4000	24000
德惠市	欧亚德惠购物中心	100%	1.7	1.7	4000	6800
白城市	白城欧亚商都	51.22%	5	5	5500	27500
辽源市	辽源欧亚购物中心	100%	8	8	5000	40000
松原市	松原欧亚购物中心	100%	6.5	6.5	5500	35750
通辽市	通辽欧亚购物中心	100%	6	6	4000	24000
珲春市	珲春欧亚购物中心	51%	6.7	6.7	5000	33500
梨树县	梨树县欧亚商贸	100%	1.2	1.2	4000	4800
镇赉县	镇赉欧亚购物中心	100%	1.93	1.93	4000	7720
吉林市	吉林欧亚购物中心	51.69%	4.9	2.53	8000	20262.48
	吉林欧亚商都	100%	2.01	2.01	6000	12060
	吉林欧亚城市综合体	100%	28.19	28.19	7000	197330
白山市	合兴实业	61.03%	9	5.49	4000	36000
	江源欧亚购物中心	55.81%	6	3.35	4000	24000
28家购物中心（百货店）		-	231.63	182.04	-	1453480.68
33家自有物业连锁超市		-	24.71	24.71	4000	98844.48
合计						1552325.16

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

5. 风险提示

东北地区经济波动风险、终端销售持续低迷、外延扩张的培育期较长

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	4103	4952	5132	7630	9775	营业收入	11542	12905	14095	15154	16295
货币资金	1033	1135	1239	3414	5211	营业成本	9327	10336	11290	12123	13020
应收账款	7	12	13	14	15	营业税金及附加	123	164	180	193	208
其他应收款	90	88	96	103	111	营业费用	413	424	463	498	535
预付款项	458	533	307	367	433	管理费用	931	1047	1156	1258	1369
存货	2477	3157	3448	3703	3976	财务费用	183	237	210	220	230
其他流动资产	37	28	28	28	28	资产减值损失	0.11	2.82	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	9159	10745	10607	9420	8233	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	143	167	167	167	167	投资净收益	-2.18	-1.13	-1.00	-1.00	-1.00
固定资产	6874.76	8137.99	8402.32	7268.11	6133.90	营业利润	564	693	793	858	930
无形资产	520	532	479	426	372	营业外收入	36.37	36.56	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	266	349	0	0	0	营业外支出	1.75	3.94	50.00	50.00	50.00
资产总计	13262	15698	15739	17051	18007	利润总额	598	726	783	848	920
流动负债合计	9222	10831	7721	8139	8995	所得税	153	182	196	212	230
短期借款	2527	3893	316	0	0	净利润	446	544	587	636	690
应付账款	1760	1868	2012	2161	2320	少数股东损益	147	219	235	254	276
预收款项	1787	1317	1881	2487	3139	归属母公司净利润	299	324	352	382	414
一年内到期的非	78	584	584	584	584	EBITDA	1569	1841	2190	2266	2347
非流动负债合计	1226	1481	2245	3045	3045	EPS (元)	1.88	2.04	2.21	2.40	2.60
长期借款	719	960	1760	2560	2560	主要财务比率					
应付债券	465	466	466	466	466		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	10448	12312	9966	11184	12040	成长能力					
少数股东权益	1224	1517	1752	2006	2282	营业收入增长	11.89%	11.81%	9.22%	7.52%	7.53%
实收资本(或股	159	159	159	159	159	营业利润增长	36.36%	23.00%	14.35%	8.28%	8.33%
资本公积	298	298	1176	1176	1176	归属于母公司净利润	8.57%	8.39%	8.57%	8.39%	8.43%
未分配利润	1045	1317	1082	827	550	获利能力					
归属母公司股东	1590	1869	2582	2421	2246	毛利率(%)	19.20%	19.91%	19.90%	20.00%	20.10%
负债和所有者权	13262	15698	14300	15611	16568	净利率(%)	3.86%	4.21%	4.16%	4.20%	4.23%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						2.25%					
						2.07%					
						2.24%					
						2.55%					
						ROE(%)					
						18.79%					
						17.36%					
						13.64%					
						15.77%					
						18.42%					
						偿债能力					
						总资产周转率					
						1.02					
						0.89					
						0.94					
						1.09					
						1.23					
						应收账款周转率					
						2865					
						1399					
						1150					
						1141					
						1141					
						应付账款周转率					
						8.69					
						7.11					
						7.27					
						7.26					
						7.27					
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)					
						1.88					
						2.04					
						2.21					
						2.40					
						2.60					
						每股净现金流(最新)					
						1.18					
						0.64					
						0.66					
						0.59					
						1.28					
						每股净资产(最新摊)					
						10.00					
						11.75					
						16.23					
						15.22					
						14.12					
						估值比率					
						P/E					
						16.46					
						15.17					
						13.98					
						12.90					
						11.90					
						P/B					
						3.10					
						2.63					
						1.91					
						2.03					
						2.19					
						EV/EBITDA					
						4.90					
						5.26					
						3.71					
						3.33					
						2.98					

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。