

# 奖励基金成效苗头略显

## 买入维持

### 投资要点:

- 📖 奖励基金计划调动积极性，成效苗头略显
- 📖 3季度收入同比大幅提升，同比增长 43.0%
- 📖 3季度毛利率大幅度改善，为 16.39%

- **季报摘要。**1~3 季度营业收入 48.30 亿元，同比增长 33.58%；归属于母公司净利润 1.08 亿元，同比增长 24.30%。
- **3 季度收入同比大幅提升，同比增长 43.0%。**营业收入增加主要为全资子公司吉林欧亚购物中心纳入合并范围，及分公司欧亚商都、子公司欧亚车百、欧亚卖场经营提升所致。3 季度较舍店庆的 2 季度及传统旺季 1 季度来说，收入维持在 16 亿元左右，我们认为奖励基金计划提高了各门店销售的积极性，预计 4 季度销售收入 20 亿元，全年收入 68 亿元，全年收入增长 30%。
- **3 季度毛利率大幅度改善。**3 季度毛利率为 16.39%，较 1、2 季度的 13.63% 和 13.87% 有大幅度提升。我们认为企业商业的管理能力才是提高毛利率的关键，但需继续通过未来连续数季度毛利率改善情况来判断趋势。
- **期间费用控制合理，管理费用上升略快。**3 季度期间费率有所上升，为 11.8%，处于合理水平。其中管理费用上升略快，同比增长 59.0%，主要是随着公司经营规模的扩大，水电费及员工工资支出相应增加；资产增加，折旧摊销增加；场地租赁增加，租赁费相应增加。
- **1~3 季度归属母公司净利润同比增长 24.30%，3 季度同比增长 31.6%。**公司净利润对毛利率和费用率非常敏感，预全年增长 30% 以上。
- **盈利预测。**我们认为**公司业绩坚实、规划明确、动力充足**，预计公司提奖励金前 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.06 元、1.44 元和 2.10 元，提完后 EPS 为 0.96 元、1.26 元和 1.80 元，维持“买入”评级。

百万元、元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3913.80	5227.95	6825.09	8848.54	12445.73
增长率	14.42%	33.58%	30.55%	29.65%	40.65%
归属母公司净利润	111.28	131.91	168.43	228.65	334.19
增长率	4.60%	18.54%	27.68%	35.76%	46.15%
每股收益	0.699	0.829	1.059	1.437	2.101
PE	37.80	31.89	24.97	18.40	12.59

### 消费服务研究组

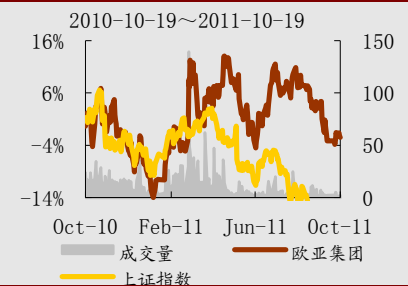
#### 分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 1 《宏源证券\*动态点评\*欧亚集团：又添一丁，继续低成本扩张\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.8
- 2 《宏源证券\*中报点评\*欧亚集团：毛利率上升，仍具长期价值\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.8
- 3 《宏源证券\*公司研究\*欧亚集团：股东大会通过奖励基金会议纪要\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.5
- 4 《宏源证券\*公司研究 1 季报点评\*欧亚集团：静待瓜熟蒂落时\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.4
- 5 《欧亚集团：奖励基金将拉开欧亚黄金三年的序幕\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.4
- 6 《欧亚集团：四季度很给力\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.4
- 7 《欧亚集团深度调研报告：新欧亚，新起点\*600697\*商贸零售行业\*陈旭》，2011.3

**表 1: 欧亚集团损益表分季度指标**

单位: 百万元	2010Q1	2010Q2	2010H1	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011H1	2011Q3	点评
营业收入	1,149.83	1,354.81	2504.64	1,110.83	1,612.48	1,517.06	1,724.03	3,241.08	1,588.55	将全资子公司吉林欧亚购物中心纳入合并范围; 分公司欧亚商都、子公司欧亚卖场、欧亚车百营业收入增加幅度较大 →毛利率继续环比提升 →水电费及员工工资增加 →随收入合理增加
同比增速	28.0%	27.9%	28.0%	49.1%	33.1%	31.9%	27.3%	29.4%	43.0%	
营业成本	976.75	1,195.47	2172.22	923.85	1,355.46	1,310.25	1,484.87	2,795.12	1,328.23	
同比增速	28.7%	31.2%	30.1%	52.1%	35.3%	34.1%	24.2%	28.7%	43.8%	
销售毛利率	15.05%	11.76%	13.27%	16.83%	15.94%	13.63%	13.87%	13.76%	<b>16.39%</b>	
营业税金及附加	7.03	7.4	14.43	6.96	10.57	8.72	10.50	19.22	10.03	
同比增速	25.3%	38.1%	31.5%	-8.2%	23.6%	24.1%	41.8%	33.2%	44.1%	
销售费用	41.33	21.96	63.29	32.88	46.5	47.98	33.51	81.49	37.58	
同比增速	67.7%	-4.6%	32.8%	33.5%	2.7%	16.1%	52.6%	28.8%	14.3%	
管理费用	85.42	68.82	154.24	87.74	115.17	101.10	112.84	213.94	139.53	
同比增速	18.5%	11.7%	15.4%	64.1%	17.0%	18.4%	<b>64.0%</b>	<b>38.7%</b>	59.0%	
财务费用	1.5	2.38	3.88	7.28	9.49	4.10	5.98	10.08	9.86	
同比增速	-32.4%	-11.5%	-21.0%	33.6%	63.1%	173.0%	151.4%	159.8%	35.4%	
期间费用合计	<b>128.25</b>	<b>93.16</b>	<b>221.41</b>	<b>127.90</b>	<b>171.16</b>	<b>153.17</b>	<b>152.33</b>	<b>305.51</b>	<b>186.96</b>	
同比增速	<b>29.6%</b>	<b>6.7%</b>	<b>18.9%</b>	<b>53.1%</b>	<b>14.5%</b>	<b>19.4%</b>	<b>63.5%</b>	<b>38.0%</b>	<b>46.2%</b>	
期间费用率	<b>11.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>11.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>11.8%</b>	
加: 营业外收入	7.45	0.64	8.09	0.36	4.18	1.12	0.18	1.30	0.66	
同比增速	1810.3%	-9.9%	635.5%	-34.5%	254.2%	-85.0%	-71.3%	-83.9%	82.2%	
减: 营业外支出	6.95	0.23	7.18	1.51	0.32	0.27	0.22	0.49	0.23	
同比增速	#DIV/0!	2200.0%	71700.0%	529.2%	-23.8%	-96.1%	-5.3%	-93.2%	-85.0%	
利润总额	38.28	59.49	97.77	50.75	76.11	45.10	74.81	119.90	64.35	
同比增速	10.8%	6.2%	7.9%	8.0%	45.1%	17.8%	25.7%	22.6%	26.8%	
归属于母公司净利润	21.25	37.15	58.4	28.53	44.98	24.97	45.54	70.51	37.54	
同比增速	16.1%	7.0%	10.2%	4.5%	45.2%	17.5%	22.6%	20.7%	31.6%	
EPS	0.13	0.23	0.37	0.18	0.28	0.16	0.29	0.44	0.24	

资料来源: 宏源证券、公司公告

**表 2: 奖励基金提取测算**

万元	2007	2008	2009	2,010	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润	9,367	13,771	14,251	16,597	21,191	28,769	42,047	54,661
YOY	55.72%	47.0%	3.5%	16.5%	27.7%	35.8%	46.2%	30%
提取奖励基金比例					35%	40%	40%	40%
提取奖励基金金额					1,608	3,031	5,311	5,046
累计额					1,608	4,639	9,950	14,996
提取后净利润				16,597	19,583	25,738	36,736	49,616
YOY				16%	18%	31%	43%	35%
少数股东权益	16.86%	22.75%	21.92%	20.52%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
归属母公司净利率	7,788	10,638	11,128	13,191	15,275	20,076	28,654	38,700
YOY	44.2%	36.6%	4.6%	18.5%	15.8%	31.4%	42.7%	35.1%
EPS	0.490	0.669	0.700	0.829	0.960	1.262	1.801	2.433
累计净利润					15,275	35,351	64,005	102,705
提取基金占累计利润比					10.5%	13.1%	15.5%	14.6%

资料来源: 宏源证券

**表 3: 盈利预测**

报表预测						财务分析和估值指标汇总					
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2012E
营业收入	3914	5228	6825	8849	12446	<b>收益率</b>					
减: 营业成本	3279	4452	5829	7557	10629	毛利率	16.21%	14.85%	14.60%	14.60%	14.60%
营业税金及附加	27.10	31.96	41.72	54.09	76.08	三费/销售收入	10.71%	9.96%	9.88%	9.68%	9.50%
营业费用	117.54	142.67	170.63	221.21	311.14	EBIT/销售收入	4.86%	4.68%	4.31%	4.20%	4.20%
管理费用	285.60	357.16	491.41	645.94	908.54	EBITDA/销售收入	7.06%	6.87%	9.18%	7.96%	6.86%
财务费用	16.18	20.65	12.14	-10.96	-37.33	销售净利率	3.64%	3.17%	3.10%	3.25%	3.38%
资产减值损失	0.02	2.85	0.00	0.00	0.00	<b>资产获利率</b>					
加: 投资收益	0.00	-0.13	0.00	0.00	0.00	ROE	13.97%	14.96%	17.03%	20.14%	24.78%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.76%	6.33%	7.17%	7.30%	7.86%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.76%	15.24%	15.73%	26.37%	135.76%
<b>营业利润</b>	187.87	220.99	280.57	381.60	558.64	<b>增长率</b>					
加: 其他非经营损益	2.17	3.62	1.98	1.98	1.98	销售收入增长率	14.42%	33.58%	30.55%	29.65%	40.65%
<b>利润总额</b>	190.04	224.61	282.55	383.59	560.63	EBIT 增长率	-5.45%	28.82%	20.13%	26.44%	40.44%
减: 所得税	47.52	58.64	70.64	95.90	140.16	EBITDA 增长率	2.64%	29.98%	74.29%	12.42%	21.36%
<b>净利润</b>	142.51	165.97	211.91	287.69	420.47	净利润增长率	3.48%	16.46%	27.68%	35.76%	46.15%
减: 少数股东损益	31.24	34.06	43.49	59.03	86.28	总资产增长率	21.65%	17.08%	6.03%	24.25%	30.37%
<b>归属母公司股东净利润</b>	111.28	131.91	168.43	228.65	334.19	股东权益增长率	9.32%	10.72%	12.19%	14.75%	18.79%
<b>资产负债表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	经营营运资本增长率	-51.55%	-8.56%	-14.88%	-26.90%	-35.04%
货币资金	265.87	105.96	539.30	1529.07	2911.41	<b>资本结构</b>					
应收和预付款项	238.94	362.02	391.09	585.30	788.02	资产负债率	67.81%	69.27%	67.33%	69.69%	72.24%
存货	259.15	362.41	465.44	607.85	901.76	投资资本/总资产	36.53%	36.02%	25.66%	5.64%	-11.44%
其他流动资产	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	17.18%	10.23%	7.25%	5.63%	4.17%
长期股权投资	4.62	64.79	64.79	64.79	64.79	流动比率	0.35	0.34	0.55	0.82	1.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.23	0.19	0.37	0.64	0.81
固定资产和在建工程	2147.01	2600.58	2302.59	2004.60	1706.61	股利支付率	42.89%	36.18%	36.18%	36.18%	36.18%
无形资产和开发支出	371.44	354.03	319.85	285.68	251.51	收益留存率	57.11%	63.82%	63.82%	63.82%	63.82%
其他非流动资产	14.47	16.09	16.09	16.09	16.09	<b>资产管理效率</b>					
<b>资产总计</b>	3301.93	3865.88	4099.15	5093.37	6640.19	总资产周转率	1.19	1.35	1.67	1.74	1.87
短期借款	384.65	274.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	2.23	2.44	2.96	4.41	7.29
应付和预收款项	1826.42	2175.74	2532.04	3321.30	4568.56	应收账款周转率	1335.44	584.16	908.01	639.75	768.49
长期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00	存货周转率	12.65	12.28	12.52	12.43	11.79
其他负债	28.02	28.02	28.02	28.02	28.02	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009A</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
<b>负债合计</b>	2239.09	2677.76	2760.05	3549.32	4796.58	EBIT	190.04	244.80	294.09	371.84	522.19
股本	159.09	159.09	159.09	159.09	159.09	EBITDA	276.44	359.31	626.25	704.00	854.36
资本公积	307.80	309.02	309.02	309.02	309.02	NOPLAT	140.89	178.39	219.08	277.39	390.16
留存收益	329.43	413.61	521.10	667.03	880.31	净利润	111.28	131.91	168.43	228.65	334.19
<b>归属母公司股东权益</b>	796.32	881.72	989.21	1135.13	1348.41	EPS	0.699	0.829	1.059	1.437	2.101
少数股东权益	266.52	306.40	349.89	408.92	495.20	BPS	5.006	5.542	6.218	7.135	8.476
<b>股东权益合计</b>	1062.84	1188.12	1339.09	1544.06	1843.62	PE	37.80	31.89	24.97	18.40	12.59
负债和股东权益合计	3301.93	3865.88	4099.15	5093.37	6640.19	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	PB	5.28	4.77	4.25	3.71	3.12
经营性现金净流量	674.6	384.5	778.3	1059.3	1463.3	PS	1.07	0.80	0.62	0.48	0.34
投资性现金净流量	-465.5	-592.2	1.5	1.5	1.5	PCF	6.24	10.94	5.40	3.97	2.87
筹资性现金净流量	-119.0	67.6	-346.5	-71.0	-82.5	EV/EBIT	24.29	19.27	14.52	9.03	4.02
<b>现金流量净额</b>	90.2	-140.0	433.3	989.8	1382.3						

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 4 年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。2010 年8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 2009-2010 年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团, 提出欧亚三部曲, 给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、st 秋林、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。