

2011年10月20日

欧亚集团

波澜不惊

买入

A 600697.SS - 人民币 26.44

目标价格: 人民币 34.50

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	4	(5)	(10)	(3)
相对新华富时A50指数(%)	18	(3)	4	22

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	159
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	3,237
3个月日均交易额(人民币 百万)	12
净负债比率(%) (2011E)	26
主要股东(%)	
长春汽车城商业总公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

公司前9个月实现主营业务收入48.3亿元, 同比增长33.6%, 息税前利润实现2.04亿元, 同比增长27.9%, 扣非后归属于母公司股东的净利润实现1.08亿元, 同比增长22.8%。每股收益0.676元。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司稳健地按照既有战略推进在省内多业态组合的拓展。
- 90%以上的自有物业使得公司在未来能够保持较高的经营杠杆。

评级面临的主要风险

- 管理层激励的增速要求条件使得释放较为保守。
- 新店扩张导致费用无法得到有效控制的风险。

估值

- 不考虑非经常性损益等因素影响, 我们维持2011-2013年每股盈利为1.04、1.38和1.79元预测, 以及维持买入评级。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	3,914	5,228	6,688	8,232	9,947
变动(%)	14	34	28	23	21
净利润(人民币 百万)	111	132	166	220	285
全面摊薄每股收益(人民币)	0.689	0.831	1.043	1.384	1.793
变动(%)	4.0	20.6	25.5	32.7	29.5
核心每股收益(人民币)	0.689	0.831	1.043	1.384	1.793
变动(%)	4.0	20.6	25.5	32.7	29.5
全面摊薄市盈率(倍)	38.4	31.8	25.3	19.1	14.7
核心市盈率(倍)	38.4	31.8	25.3	19.1	14.7
每股现金流量(人民币)	3.94	2.60	5.75	5.21	6.49
价格/每股现金流量(倍)	6.7	10.2	4.6	5.1	4.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	17.2	12.6	10.4	7.1
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
股息率(%)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩增长平淡不惊

公司前9个月实现主营业务收入48.3亿元，同比增长33.6%，息税前利润实现2.04亿元，同比增长27.9%，扣非后归属于母公司股东的净利润实现1.08亿元，同比增长22.8%。3季度单季度来看，主营业务收入15.9亿元，同比增长43%，息税前利润实现7,300万元，同比增长23.2%，扣非后归属于母公司股东的净利润实现3,620万元，同比增长20.9%。

我们可以看到，随着新店开业，公司3季度经营规模迅速扩展，不仅构筑了公司规模发展、持续发展的重要力量，而且提高了产业集群的形成和对省内地级城市经营的辐射力、覆盖面和影响力。

公司3季度单季度综合毛利率下降0.4个百分点至16.4%，我们认为，新店吉林欧亚购物中心虽然于2011年4月29日开业，但是其收入于3季度合并入报表，拉低了总体毛利率。

另外我们根据公司母公司报表——主要包括欧亚商都、欧亚益民、车百一部分以及营销服务分公司（主要承担家电和超市等物流配送，类似于批发环节），公司今年前3季度主营业务收入上升26.9%，3季度单季度上升29.3%。但是前3季度毛利率下降0.23个百分点至8%，3季度单季度毛利率上升至10.25%。我们认为，欧亚商都销售收入今年上半年品类结构中黄金珠宝占比上升拉低了部分毛利率；同时家电和超市配送收入上升也拉低了毛利率，但是在3季度出现了回升。

因为公司合并收入单季度增速同比高达43%，这说明子公司（主要包括欧亚卖场、沈阳联营、四平店、通化店、白城店、吉林店及连锁超市等）营业收入同比增长较快，同时吉林欧亚购物中心3季度计入报表也有很大贡献。根据公司披露的数据，分别于去年1月和4月末开业的白城购物中心和吉林欧亚商都均已经实现微盈。同时我们推测沈阳联营也逐步减亏，至今年年末预计实现盈亏平衡。

而租赁服务收入由于欧亚卖场进行了业态和格局调整，同比下降；公司在继欧亚卖场家具广场升级改造后，自2011年5月7日开始，欧亚卖场就对8号门进行了全面的升级改造，这自然影响了租金收入。今年下半年仍然将推进卖场其他出入通道的改造，我们预期今年卖场租赁收入可能略有下降。这也是影响公司总体毛利率和费用率重要的原因之一。

新店纳入导致费用率继续上升

公司上半年销售和管理费用率为 9.11%，其中工资福利、水电费、折旧费作为公司重要费用之一合计费用率为 4.61%，但是公司 3 季度费用率仍然未能得到有效控制，单季度营业费用率上升到 11.1%，我们认为这主要和欧亚吉林购物中心有关。我们预期公司全年费用率可能维持在 11% 左右。

如我们在半年报点评中所预测，由于扩张导致公司对资金的要求相对较高，故我们预期今年公司财务费用将较 2010 年同期大幅上升。前 9 个月公司财务费用接近 2,000 万元，同比上升 79%。

继续推进省外扩张

根据《太原晚报》9 月 5 日报道，太原市五一大楼及周边区域整体改造项目今年已被列为太原市国有资产经营公司的“十大项目”之一，据介绍，五一百货集团与欧亚集团合作，拟将五一大楼周边的山西话剧院、太原市邮政局女子邮局一起纳入范围进行整体改造，目前 3 家已达成并签署合作意向书。在拆除旧有建筑后，3 方拟投资 30 亿元建造一座面积约 10 万平方米的集购物、健身、餐饮为一体的现代化综合商业业态。我们预期该项目短期不会对上市公司产生影响，但是至少表明公司在努力推进既有战略，尝试跨省扩张。

维持盈利预测和买入评级

不考虑非经常性损益等因素影响，我们维持 2011-2013 年每股盈利为 1.04、1.38 和 1.79 元预测，以及维持**买入**评级。

图表 2. 公司 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动%
总营业收入	1,111	1,589	43
税金及附加	(7.0)	(10.0)	44
净营业收入	1,104	1,579	43
营业成本	(924)	(1,328)	44
毛利润	180	250	39
销售费用和管理费用	(121)	(177)	46
营业利润	59	73	24
非经常性项目	(1)	1	(201)
应占联营公司业绩		(0)	
净财务费用	(7)	(10)	35
税前利润	50	64	28
所得税	(13)	(16)	24
税后利润	37	48	29
少数股东损益	(9)	(11)	16
股东可分配利润	28	38	34
扣除非经常性损益后的净利润	30	36.2	21
每股收益(人民币)	0.188	0.227	21
盈利能力(%)			
毛利率	16.8	16.4	
营业利润率	5.3	4.6	
税前利润率	4.5	4.1	
净利润率	3.4	3.0	

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	3,914	5,228	6,688	8,232	9,947
销售成本	(3,280)	(4,452)	(5,662)	(6,974)	(8,440)
经营费用	(405)	(497)	(636)	(807)	(949)
息税折旧前利润	229	280	390	452	558
折旧及摊销	(25)	(35)	(83)	(68)	(86)
经营利润(息税前利润)	204	245	307	383	471
净利息收入(费用)	(16)	(21)	(29)	(28)	(20)
其他收益/(损失)	2	1	0	0	0
税前利润	190	225	278	355	451
所得税	(48)	(59)	(72)	(89)	(113)
少数股东权益	(31)	(34)	(40)	(46)	(53)
净利润	111	132	166	220	285
核心净利润	110	132	166	220	285
每股收益(人民币)	0.699	0.830	1.043	1.384	1.793
核心每股收益(人民币)	0.689	0.831	1.043	1.384	1.793
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	14	34	28	23	21
息税前利润增长(%)	1	20	26	25	23
息税折旧前利润增长(%)	2	22	40	16	23
每股收益增长(%)	5	19	26	33	30
核心每股收益增长(%)	4	21	26	33	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	321	180	303	428	1,050
应收帐款	229	327	380	487	591
库存	259	362	454	563	679
其他流动资产	10	35	45	55	67
流动资产总计	819	904	1,183	1,534	2,387
固定资产	2,147	2,601	3,263	3,592	3,604
无形资产	371	354	386	417	448
其他长期资产	23	86	191	191	191
长期资产总计	2,541	3,041	3,840	4,201	4,243
总资产	3,360	3,945	5,023	5,735	6,630
应付帐款	1,882	2,251	2,999	3,643	4,413
短期债务	385	274	464	364	264
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	2,266	2,525	3,463	4,007	4,677
长期借款	0	200	190	150	100
其他长期负债	31	32	32	32	32
股本	159	159	159	159	159
储备	637	723	833	994	1,217
股东权益	796	882	992	1,153	1,376
少数股东权益	267	306	346	392	445
总负债及权益	3,360	3,945	5,023	5,735	6,630
每股帐面价值(人民币)	5.01	5.54	6.23	7.25	8.65
每股有形资产(人民币)	2.67	3.32	3.81	4.63	5.84
每股净负债/(现金)(人民币)	0.40	1.85	2.21	0.54	(4.31)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	190	225	278	355	451
折旧与摊销	25	35	83	68	86
净利息费用	16	21	29	28	20
运营资本变动	429	169	602	429	550
税金	(48)	(59)	(72)	(89)	(113)
其他经营现金流	14	22	(6)	37	38
经营活动产生的现金流	627	414	914	828	1,033
购买固定资产净值	(467)	(613)	(840)	(540)	(240)
投资减少/增加	1	101	(105)	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(465)	(512)	(945)	(540)	(240)
净增权益	36	0	0	0	0
净增债务	(71)	90	180	(140)	(150)
支付股息	(84)	(48)	(48)	(48)	(48)
其他融资现金流	31	(84)	22	25	27
融资活动产生的现金流	(88)	(42)	154	(163)	(171)
现金变动	74	(140)	123	125	622
期初现金	247	321	180	303	428
公司自由现金流	163	(97)	(29)	291	796
权益自由现金流	74	(29)	120	120	622

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.9	5.4	5.8	5.5	5.6
息税前利润率(%)	5.2	4.7	4.6	4.7	4.7
税前利润率(%)	4.9	4.3	4.2	4.3	4.5
净利率(%)	2.8	2.5	2.5	2.7	2.9
流动性					
流动比率(倍)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
利息覆盖率(倍)	11.5	11.2	9.8	12.3	19.6
净权益负债率(%)	6.1	24.8	26.2	5.5	净现金
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
估值					
市盈率(倍)	37.8	31.9	25.3	19.1	14.7
核心业务市盈率(倍)	38.4	31.8	25.3	19.1	14.7
目标价对应核心业务	50.0	41.5	33.1	24.9	19.2
市盈率(倍)					
市净率(倍)	5.3	4.8	4.2	3.6	3.1
价格/现金流(倍)	6.7	10.2	4.6	5.1	4.1
企业价值/息税折旧前	19.8	17.2	12.6	10.4	7.1
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	26.9	25.5	26.3	22.6	22.8
应收帐款周转天数	18.9	19.4	19.3	19.2	19.8
应付帐款周转天数	150.3	144.3	143.3	147.3	147.8
回报率					
股息支付率(%)	42.9	36.1	28.8	21.7	16.7
净资产收益率(%)	14.6	15.7	17.7	20.5	22.6
资产收益率(%)	5.0	4.9	5.1	5.3	5.7
已运用资本收益率(%)	14.4	15.8	17.0	19.1	22.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本报告被私自复制或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371