

**百货零售**

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 33.25元

当前股价: 25.60元

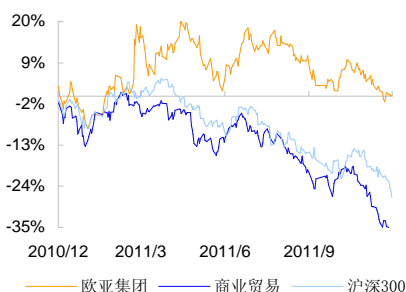
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2186.30
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	39
EPS	0.83
每股净资产(元)	5.54
资产负债率	69.88%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
欧亚集团	-5.19	-8.47	-1.13
商业贸易	-15.76	-20.64	-22.65
沪深300指数	-10.26	-13.04	-18.64



**相关报告**

- 欧亚集团-积极参与国企改革, 竞拍郑州百货大楼股权 2011-10-25
- 欧亚集团-收入保持快速增长, 计提激励基金后全年净利润增速将超20% 2011-10-20
- 欧亚集团-以品牌换资源, 政府招商宠儿; 参与国企改革, 获取优质资产 2011-09-15

**欧亚集团**

**600697**

**推荐**

**松原设新店、吉林加密布点、超市快速发展**

公司公告: 1、与新宇房地产合作建设松原市“坤茂大厦”暨欧亚购物中心综合楼, 以3000元/平米的价格购买其-1至6层共6.5万平米的商业用房; 2、以800元/平米的价格购买吉林市丰满区28.7公顷的净地用于建设吉林欧亚城市商业综合体; 3、授权子公司长春欧亚柳影路超市以公司自有资金3360万元购买物业开设超市。至此, 公司省内版图已囊括8个地级市中的6个; 在吉林市将有3家门店; 连锁超市将扩至24家。

**投资要点:**

- **印证了我们对公司扩张路径的判断:** 在9月15日的深度报告《以品牌换资源, 政府招商宠儿; 参与国企改革, 获取优质资产》中, 我们提出公司主要沿两条路径扩张: 1、凭借自建商圈、带动当地经济快速发展的能力成为政府招商青睐的对象, 低成本获取土地、自建大体量商业物业快速扩张; 2、积极参与国有商业企业改制, 以收购、参股等形式获取外省一线(省会)城市核心商圈优质商业资产。此次签订的松原市“坤茂大厦”项目和吉林市丰满区城市综合体项目印证了我们的判断。
- **延续低成本扩张:** 因公司强大的品牌影响力、自建商圈带动一方经济的能力而对地产商、地方政府享有很强的议价能力, “坤茂大厦”的物业购买价格仅为3000元/平米, 吉林丰满区项目的净地购买价仅800元/平米, 折合53万元/亩, 刷新了公司拿地自建项目土地成本的最低纪录。
- **省内版图已囊括松原等6个地级市, 渠道下沉、密集布点进行:** 公司已在松原、辽源等6个省内地级市拥有购物中心门店或储备项目, 在余下的2个地级市白山、延边的项目也在接洽中; 通化梅河口店将于2012年4月开业, 县级市辽源东丰、延边琿春的项目也在接洽中; 吉林欧亚商都解放大路店、江南店和未来的丰满城市综合体将在对供应商的议价能力、费用控制等方面充分体现区域密集布点的优势。
- **激励有方, 连锁超市快速扩张, 渐成新的增长点:** 吉林省内超市业态竞争相对缓和, 公司充分授权, 鼓励各门店拓展超市项目, 由公司组织统一配送但归拓展方管理。此次新签的站前店超市开业后, 欧亚连锁超市将增至24家。2011年上半年, 连锁超市营业收入占比9%。目前, 公司超市业务增速快于百货、电器的增速。
- **维持“推荐”评级:** 从PS、CFO/NI等角度来看, 公司市值严重低估; 基金激励计划打开业绩释放空间; 高管增持彰显对公司发展的信心。预计公司2011-2013年提取激励基金后EPS分别为1.02、1.33和1.73元, 给予2012年25倍PE, 目标价33.25元, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 1、经济增速放缓影响实体店的销售; 2、异地门店培育期过长

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5228	6780	8500	11200
收入同比(%)	34%	30%	25%	32%
归属母公司净利润	132	162	212	275
净利润同比(%)	19%	23%	31%	29%
毛利率(%)	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
ROE(%)	15.0%	16.3%	18.5%	20.4%
每股收益(元)	0.83	1.02	1.33	1.73
P/E	30.87	25.16	19.18	14.82
P/B	4.62	4.09	3.54	3.02
EV/EBITDA	13	11	9	6

资料来源: 中投证券研究所

## 一、公司门店与储备项目一览

表 1 公司百货门店概况

省份	序号	门店名称	城市	商圈/位置	开业时间	建筑面积 (平方米)	物业	培育期
吉林省	1	车百大楼	长春市		1984-11-1	40,000	自有	
	2	欧亚商都	长春市	红旗路商圈	1994-4-15	170,000	自有	
	3	欧亚卖场	长春市	高新技术区	2000-12-16	520,000	自有	
	4	益民商厦	长春市	大马路商圈	2004-10-1	30,000	自有	
	5	新发商厦	长春市	重庆路商圈	2005-1-15	50,000	自有	
	6	春城购物中心	长春市		2009-4-30	40,000	自有	当年盈利
	7	四平商贸	四平市	三马路商圈	2006-9-29	45,000	自有	当年盈利
	8	农安商贸	农安县	新兴商贸区	2006-11-13	13,000	自有	
	9	吉林欧亚商都江南店	吉林市		2010-4-22	20,150	自有	1年
	10	吉林欧亚商都解放大路店	吉林市		2011-4-29	33,122	自有	
	11	通化购物中心	通化市	经济开发区	2008-1-26	64,000	自有	2年
	12	白城购物中心	白城市	经济开发区	2010-2-1	45,000	自有	1年
	13	辽源购物中心	辽源市	经济开发区	2010-10-29	79,740	自有	1.5年
辽宁省	14	沈阳联营	沈阳市	太原街商圈	2009-9-29	60,000	自有	
山东省	15	欧亚大观园商场	济南市		2009-10-1		自有	注：由济南国资委派人管理
		合计				1,210,012	租赁	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2011年11月2日，公司以1126万元的价格成功拍得郑州市百货大楼股份有限公司（以下简称郑百）33.08%国有股权，成为郑百的第一大股东。公司版图扩至中原地区商业重镇—郑州市。目前，相关手续正在办理中。

表 2 公司现有百货（购物中心）储备项目

项目	城市	地点	项目细则	建筑面积 (平方米)	拓展类型	预计 开业时间	备注
梅河口欧亚购物中心	梅河口	河东新区	城市综合体（商业、住宅）	85,542	拿地自建	2012年4月	购置土地7万平方米，目前开发3.5万平方米
欧亚商都四期	长春	红旗商圈	城市综合体（商业、娱乐休闲）	130,000	边经营边建设	2013年	
欧亚卖场四期	长春		城市综合体（商业、酒店、写字楼等）	700,000	边经营边建设	十二五期间陆续建成	
通化欧亚购物中心二期、三期	通化	开发区	二期：商场加盖3层；三期：商务酒店	64,000(二) 30,000(三)	边经营边建设	N.A.	
白城欧亚购物中心二期二期	白城	开发区	加盖3层				
吉林欧亚商都解放大路店二期	吉林	老城区	商场加盖3层	26,000	边经营边建设	N.A.	
济南欧亚大观商都	济南	高端新兴商圈	城市综合体（商场、公寓、写字楼等）	260,000	联营公司投资	2014年	
通辽欧亚购物中心	内蒙古通辽	开发区		50,000			建筑面积为推测值
松原欧亚购物中心	松原	沿江西路以北	坤茂大厦-1至6层	65,000	合作建设，购买	2012年度或2013年初	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、吉林省各地级市经济指标

表 3 吉林省各地市 2009 年重要经济指标

指标	GDP (亿元)	人口(万人)	人均 GDP(元)	社会消费品零售 总额(亿元)
吉林省	7,279	2,740	26,595	3,502
长春市	2,849	757	37,753	1,089
吉林市	1,500	437	34,583	579
四平市	659	339	19,468	243
辽源市	336	124	27,160	91
通化市	518	227	22,820	208
白山市	357	130	27,495	118
松原市	901	288	31,421	276
白城市	353	203	17,404	137

资料来源：Wind、中投证券研究所

### 三、松原市“坤茂大厦”暨欧亚购物中心综合楼项目

2011年12月19日，公司与松原市新宇房地产开发有限公司签订了《合资合作建设松原市“坤茂大厦”暨欧亚购物中心综合楼协议书》，双方合作建设松原市“坤茂大厦”暨欧亚购物中心综合楼。项目总投资约3亿元人民币。其中：新宇房地产投资土地和建设资金约合1.05亿元人民币，公司投入建设资金1.95亿元人民币。

该项目占地面积1.2万平方米，土地是由新宇房地产于2005年取得的，成本较低。该项目建筑面积约12万平方米，其中：地下一层及地上1-6层建筑面积约6.5万平方米的商业用房所有权归本公司所有，七层以上建筑面积的所有权归新宇房地产所有。公司相当于以3000元/平米的价格购得坤茂大厦-1至6层的商业部分。该项目位于松原市沿江西路以北、五色广场北侧、东镇路南、一桥桥头西侧、水岸馨都东侧，地理位置优越。3000元/平米的低价显示了公司强势的议价能力，也为开业后缩短培育期奠定了基础。该项目将于2012年年底建设完成，公司此新门店将于2012年底或2013年上半年开业。

松原市位于吉林、黑龙江、内蒙古三省区结合部，是联结东北3省和内蒙古自治区8市14县的重要交通枢纽和物流中心，辐射人口达3100多万。松原欧亚购物中心开业后，必将进一步提升公司在东北三省及内蒙古地区的影响力，为跨省扩张铺平道路。

此外，松原市经济发展水平较高，是“吉林油田”所在地，2010年人均GDP达3.8万元，在省内仅低于长春市和吉林市。当地尚没有优势百货公司，松原欧亚购物中心将建成当地规模最大、品类最齐全、定位最高档的大型购物中心。

### 四、吉林密集布点，以800元/m<sup>2</sup>低价拿净地28.7公顷

2011年12月20日，公司与吉林市丰满区人民政府签署协议，以净地800元/平方米的价格通过公开招拍挂方式取得28.7公顷土地，用于建设吉林欧亚城市商业综合体。

该地块位于吉林丰满经济开发区红旗街道红旗村，800元/平方米的价格折合53万元/亩，刷新了公司在获取土地价格上的新低。目前，吉林市丰满区人民政府正在对该土地实施规划动迁，公司拿到土地后可直接进行建设。

公司在吉林已有两家门店—欧亚商都江南店和解放大路店（吉林欧亚购物中心）。江南店位于吉林市世纪广场北侧，建筑面积20,150平方米，于2010年4月22日开业；解放大路店（吉林欧亚购物中心）位于吉林市昌邑区解放东路6号，建筑面积33,122平方米，于2011年4月29日开业。吉林欧亚城市商业综合体项目开业后，3家门店将在对供应商的议价能力、费用控制等方面进一步体现出区域密集布点的优势。

### 五、省内布局已完成8地级市中的6个，余下2市洽谈中

在吉林省内二、三线城市中，公司没有强有力的对手，当地商业企业仍以小体量百货商场和专业店为主。公司凭借突出的品牌影响力和自建商圈、带动当地经济

快速发展的能力成为地方政府招商青睐的对象，目前已在省内的吉林市、四平市、辽源市、通化市、白城市、四平市开设大型购物中心。目前尚未进入的地级市是白山市和延边朝鲜族自治州，但在白山市、琿春市等均有项目处于洽谈中。

伴随当地经济的快速发展，公司门店渠道下沉的工作在稳步推进：通化县级市梅河口欧亚购物中心将于 2012 年 4 月开业；辽源东丰、四平公主岭等县市的项目也在洽谈中。

## 六、激励有方，连锁超市快速发展，将成新的利润增长点

吉林省内超市业态竞争相对缓和，公司充分授权，鼓励各门店拓展超市项目，由公司组织统一配送但归拓展方管理。此次新签的站前店超市（鑫源商贸店）是由柳影路超市拓展并管理。

2011 年 12 月 15 日，公司全资子公司长春欧亚柳影路超市有限公司购买了位于长春市宽城区汉口大街 388 号鑫源商贸的 10681.68 平方米物业和该部分房屋所占 1817 平方米的国有土地使用权，成本共计 3360 万元。其中，物业价格为 3500 元/平米，人防工程部分为 1923 元/平米。

开业后，欧亚连锁超市将增至 24 家。2011 年上半年，连锁超市营业收入占比 9%。目前，公司超市业务增速快于百货、电器的增速。

## 七、维持盈利预测和“推荐”评级

从 PS、CFO/NI 等角度来看，公司市值严重低估；基金激励计划打开业绩释放空间；高管增持彰显对公司发展的信心。维持盈利预测不变，预计公司 2011-2013 年销售收入增速分别为 29.7%、25.4%和 31.8%；提取激励基金后归属于母公司所有者的净利润增速分别为 22.7%、31.2%和 29.4%，对应 EPS 分别为 1.02、1.33 和 1.73 元。给予 2012 年 25 倍 PE，对应目标价 33.25 元，维持“推荐”评级。

风险提示：1、经济增速放缓影响实体店的销售；2、异地门店培育期过长

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	904	1776	2373	3439
现金	180	902	1280	2000
应收账款	2	3	3	4
其他应收款	35	54	68	90
预付账款	318	346	432	569
存货	362	461	577	759
其他流动资产	7	10	13	17
<b>非流动资产</b>	3041	3146	3833	4991
长期投资	65	65	66	67
固定资产	2147	2431	2907	3611
无形资产	280	277	273	270
其他非流动资产	549	374	587	1043
<b>资产总计</b>	3945	4923	6206	8430
<b>流动负债</b>	2525	3349	4434	6404
短期借款	274	500	1000	2052
应付账款	491	634	793	1044
其他流动负债	1760	2215	2641	3309
<b>非流动负债</b>	232	234	234	234
长期借款	200	200	200	200
其他非流动负债	32	34	34	34
<b>负债合计</b>	2757	3583	4668	6638
少数股东权益	306	344	389	443
股本	159	159	159	159
资本公积	309	309	309	309
留存收益	414	528	682	880
归属母公司股东权益	882	996	1150	1348
<b>负债和股东权益</b>	3945	4923	6206	8430

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	384	793	804	1164
净利润	166	199	258	329
折旧摊销	115	104	124	152
财务费用	21	40	58	109
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	81	455	365	573
其他经营现金流	2	-6	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-592	-209	-810	-1310
资本支出	586	200	800	1300
长期投资	1	1	2	2
其他投资现金流	-5	-8	-8	-8
<b>筹资活动现金流</b>	68	139	384	866
短期借款	-111	226	500	1052
长期借款	200	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-87	-116	-186
<b>现金净增加额</b>	-140	722	378	720

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	5228	6780	8500	11200
营业成本	4452	5763	7208	9486
营业税金及附加	32	39	48	63
营业费用	143	183	227	297
管理费用	357	488	610	795
财务费用	21	40	58	109
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	221	264	346	448
营业外收入	13	5	6	7
营业外支出	9	4	4	4
<b>利润总额</b>	225	265	348	451
所得税	59	66	91	122
<b>净利润</b>	166	199	258	329
少数股东损益	34	37	45	54
<b>归属母公司净利润</b>	132	162	212	275
<b>EBITDA</b>	356	409	528	709
<b>EPS (元)</b>	0.83	1.02	1.33	1.73

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.6%	29.7%	25.4%	31.8%
营业利润	17.6%	19.6%	30.9%	29.3%
归属于母公司净利润	18.5%	22.7%	31.2%	29.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
净利率	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%
ROE	15.0%	16.3%	18.5%	20.4%
ROIC	12.7%	21.6%	21.7%	20.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	69.9%	72.8%	75.2%	78.8%
净负债比率	17.19	19.53%	25.71	33.92%
流动比率	0.36	0.53	0.54	0.54
速动比率	0.21	0.39	0.41	0.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.43	1.53	1.53	1.53
应收账款周转率	3751	2761	2781	2843
应付账款周转率	9.91	10.25	10.10	10.33
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.02	1.33	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	4.98	5.06	7.31
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.26	7.23	8.48
<b>估值比率</b>				
P/E	30.87	25.16	19.18	14.82
P/B	4.62	4.09	3.54	3.02
EV/EBITDA	13	11	9	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳, 中投证券百货零售分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司: 天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士。重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434