

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 31.50元

当前股价: 23.65元

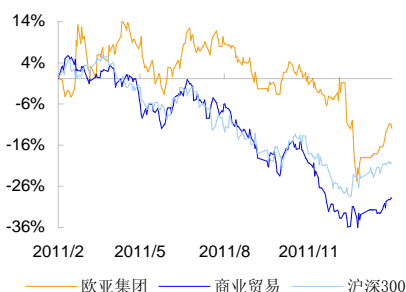
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2409.55
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	36
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	8.74	-8.98	-14.32
商业贸易	8.77	-9.45	-21.10
沪深300指数	3.73	-0.47	-7.49



相关报告

欧亚集团-松原设新店、吉林加密布点、超市快速发展 2011-12-23

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

600697

强烈推荐

推荐三大理由: 区域龙头、外延扩张双轮驱动、安全边际高

本报告重点分析了强烈推荐欧亚集团的三条理由: 1、最优秀的区域商业龙头之一: 高市占率、门店梯队完善、自有物业占比高; 2、通过自建商圈和积极参与国企改革快速扩张; 进军城市综合体; 3、投资安全边际高。本报告还详细测算了 2011-14 年不同利润增速下激励基金提取金额及提取后的 EPS。

投资要点:

- **最优秀的区域商业龙头之一:** 1、在吉林省“一家独大”: 2011 年长春市门店销售收入占长春社零额的 7.7%; 已进入吉林省 8 个地级市中的 6 个, 所开门店均为当地之最; 2、拥有不同业态(单体百货、购物中心、连锁超市)、不同定位(高档、大众、流行)、不同店龄(店龄小于 5 年的门店占比 53%)、不同区域的完善门店梯队; 3、商业总建筑面积为 140 万平方米, 其中自有物业 139 万平方米, 占比 99%。
- **沿两条路径迅速外延扩张; 进军城市综合体:** 路径一: 凭借自建商圈、带动一方经济的能力成为政府招商宠儿, 自建大体量物业快速扩张; 路径二: 积极参与国企改革, 获取省会城市核心商圈商业资产。以品牌换资源, 低成本获取土地, 进军城市综合体。首个城市综合体项目辽源欧亚 2011 年进入收获期, 后续有梅河口、吉林丰满开发区等 5 个集商场、住宅、写字楼或酒店于一体的城市综合体项目。
- **投资安全边际高:** 1、吉林省受国内经济增速下滑影响小, 进可攻, 退可守; 2、激励基金出台, 业绩释放有保障; 3、董、监、高频繁的高位增持彰显了公司高层对自身股票的信心; 4、资产重估净值为 89.93 亿元, 是最新市值 38.07 亿元的 2.36 倍; PS 值仅为 0.59, 远低于行业平均水平。
- **激励基金提取的情景分析:** 综合考虑激励基金计划的条款、各年经济形势、公司利润增速、二级市场股价表现等因素, 我们详细计算了公司 2011-14 年净利润增长不同幅度时, 管理层可提取的奖励基金数额、提取后的净利润增速、EPS 及二级市场可购买的股份数量。
- **提高评级至“强烈推荐”:** 预计公司 2011-2013 年销售收入分别为 67.8、84.8 和 108.0 亿元, 增速分别为 29.7%、25.1%和 27.4%; 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 21.7%、25.2%和 24.0%, 对应 EPS 分别为 1.01、1.26 和 1.57 元。给予 2012 年 25 倍 PE, 目标价 31.5 元, 提高评级至“强烈推荐”。

**风险提示:** 1、城市综合体项目导致资金紧张, 财务费用大幅上升; 2、受地产调控影响: (1) 综合体住宅部分滞销; (2) 家电销售出现负增长; (3) 欧亚卖场租金增幅放缓

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5228	6780	8480	10800
收入同比(%)	34%	30%	25%	27%
归属母公司净利润	132	161	201	250
净利润同比(%)	19%	22%	25%	25%
毛利率(%)	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
ROE(%)	15.0%	16.2%	17.6%	19.0%
每股收益(元)	0.83	1.01	1.26	1.57
P/E	28.88	23.66	18.98	15.23
P/B	4.32	3.83	3.35	2.90
EV/EBITDA	12	11	9	6

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、最优秀的区域商业龙头之一：高市占率、门店梯队完善、自有物业占比高.....	3
1.1 高市场占有率，在吉林省“一家独大”.....	3
1.2 拥有完善的门店梯队：不同业态、不同定位、不同店龄、不同区域.....	5
1.3 自有物业占比高达 99%.....	9
二、外延扩张遵循两条路径；进军城市综合体.....	10
2.1 通过两条路径迅速外延扩张：自建商圈、积极参与外省国企改革.....	10
2.2 进军城市综合体.....	11
三、安全边际高.....	11
3.1 吉林省受国内经济增速下滑影响小，进可攻，退可守.....	11
3.2 激励基金出台，业绩释放有保障.....	12
3.3 高管频繁增持，彰显管理层信心.....	14
3.4 高重估净值、低 PS 显示公司价值严重低估，净利率有望向行业平均水平靠近.....	15
七、投资建议：上调评级至“强烈推荐”.....	17

## 图表目录

图 1 公司长春市门店收入市场占有率.....	3
图 2 区域百货龙头 2010 年占省会社零额比例.....	3
图 3 公司在吉林省各地级市的门店及储备项目.....	4
图 4 东北三省 GDP 增速.....	4
图 5 东北三省人均 GDP（单位：元/人）.....	4
图 6 各区域百货龙头商业板块毛利率.....	5
图 7 各区域百货龙头综合毛利率.....	5
图 8 2011 年上半年各业态占比.....	6
图 9 2011 年上半年各业态占比（按功能分）.....	6
图 10 公司百货门店扩张速度.....	8
图 11 公司门店梯队-各店龄区间门店家数.....	8
图 12 公司门店梯队 - 各店龄区间门店建筑面积.....	8
图 13 全国各主要省份 2010 年经济对外依存度（NX/GDP）.....	12
图 14 全国各主要省份 2010 年投资贡献率（ $\Delta I/\Delta GDP$ ）.....	12
表 1 公司百货门店基本信息.....	6
表 2 公司超市门店基本信息.....	7
表 3 公司门店分区域分析（采用 2011 年上半年数据）.....	9
表 5 公司物业自有和租赁占比分析.....	9
表 5 公司现有储备项目.....	10
表 6 欧亚集团与新华百货激励基金方案对比.....	13
表 7 2011-2014 年激励基金测算.....	13
表 8 2011-2012 年公司高管二级市场增持情况.....	14
表 9 公司资产（商场、超市、写字楼等）重估价值.....	15
表 10 公司资产重估净值是市值的 2.36 倍.....	16
表 11 百货类主要上市公司 PS、销售净利率比较（市值基准日：2012-02-22）.....	16

## 一、最优秀的区域商业龙头之一：高市占率、门店梯队完

### 善、自有物业占比高

欧亚集团是吉林省的商业龙头企业，前身为长春市百货公司第四商店，1985年1月更名为长春市汽车城百货大楼，当时仅是一家建筑面积为4500平方米的社区百货。经过近30年的发展，公司已在3个省，9个城市拥有15家百货门店、21家连锁超市，建筑面积达140.59万平方米，自有物业面积达139万平方米的大型综合类商业企业，业态涵盖了单体百货、购物中心、城市综合体和连锁超市。

#### 1.1 高市场占有率，在吉林省“一家独大”

吉林省商业竞争环境宽松：除了公司外，吉林省主要的商业企业有长百集团、卓展购物中心、万达广场、中东集团、国商百货、大商集团等。从分布上看，这些企业主要分布在长春市，在吉林省内各地级市、县级市的布点较为分散，均不构成公司强有力的竞争对手。吉林省商业竞争的激烈程度弱于黑龙江省，更弱于辽宁省。

##### 1、市场占有率在各区域百货中仅次于新华百货

图 1 公司长春市门店收入市场占有率

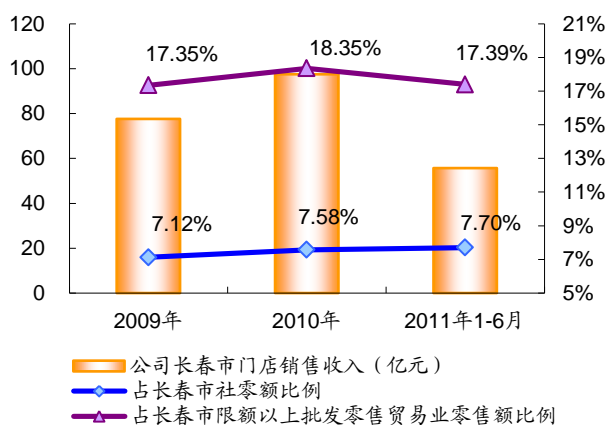
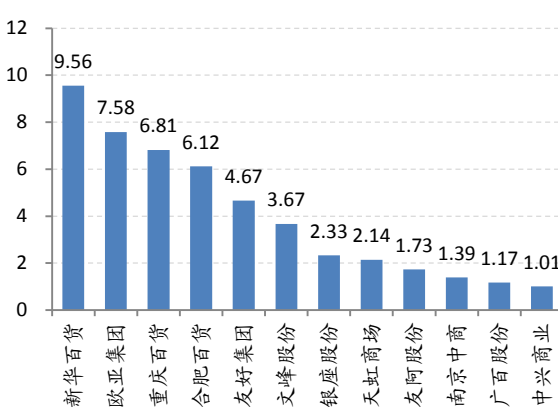


图 2 区域百货龙头 2010 年占省会社零额比例



注：图 1 在计算公司长春市营业收入时对欧亚卖场采用全口径的销售收入；图 2 为 2010 年各区域百货龙头在省会（强势区域）营业收入占当地社零额的比例

资料来源：公司公告，各地统计信息网，中投证券研究所

目前，公司在长春市拥有 5 家单体百货、1 家摩尔生活馆（欧亚卖场）和 17 家连锁超市，建筑面积达 100.3 万平米，约总建筑面积的 72.7%。以全口径统计，2010 年，公司长春市门店的收入为 97.47 亿元，占长春市社会消费品零售总额的 7.58%，占长春市限额以上批发零售贸易业零售额的 18.35%；2011 年上半年，公司长春市门店的收入为 55.67 亿元，占长春市社会消费品零售总额的 7.7%，占长春市限额以上批发和零售贸易业零售额的 17.39%。

与全国其他区域商业龙头公司相比，公司在优势城市的市占率仅次于新华百货，显示了公司强大的市场影响力，彰显了公司的龙头地位。

#### 2、公司已进入吉林省 8 个地级市中的 6 个，所开门店均为当地之最

吉林省辖 1 个副省级城市长春市，吉林、四平、通化、白山、辽源、白城、松原 7 个地级城市和延边朝鲜族自治州。目前，公司已在长春、吉林、四平、通化、辽源、白城这 5 个地级市开设了门店；已在松原签署了储备项目；同时白山市、延边自治州内琿春市的项目也在洽谈中。

公司在每个地级市所开的门店均为当地规模最大、品类最齐全、定位最高档的大型购物中心。在目前已开设门店的吉林、四平、通化、辽源、白城均没有实力相当的竞争对手。鉴于大商股份已在延边朝鲜族自治州的首府延吉市开设了 4.5 万平米，定位与当地消费能力相匹配的千盛百货，公司决定暂不在延吉开店，而将目标锁定消费能力相当的琿春市。

吉林省内有 20 个县级市，伴随着经济的发展，部分县级市已具备了开设大型购物中心的条件。公司在县级市梅河口市的门店将于 2012 年 4 月开业；同时拟在辽源东丰市、延边自治州琿春市开拓项目。

图 3 公司在吉林省各地级市的门店及储备项目



资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3、公司在吉林省“一家独大”有经济发展水平、居民消费习惯、公司锐意进取等多方面原因

#### (1) 在东北三省中，吉林省是“后起之秀”

图 4 东北三省 GDP 增速

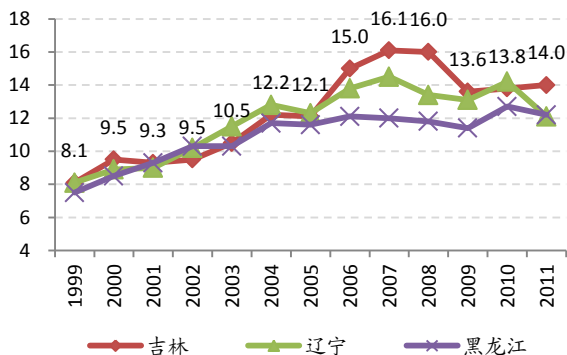
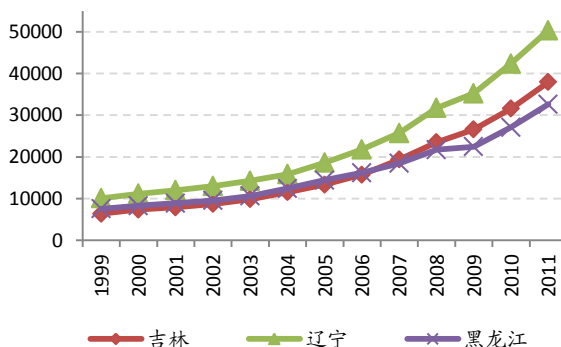


图 5 东北三省人均 GDP (单位: 元/人)



资料来源：公司公告，各地统计信息网，中投证券研究所

长期以来，吉林省经济落后于辽宁省和黑龙江省。1998年至2003年间，大商股份收购了辽宁省和黑龙江省众多地级市的老字号商业企业，而吉林省各地级市在当时经济发展水平较低，还没有适合收购的对象，从而留下了市场空白。2004年起，吉林省GDP增速超越了黑龙江省；2006年，吉林省GDP增速超越了辽宁省；2007年起，吉林省人均GDP超越了黑龙江省。

而在2000年至2007年期间，公司快速发展壮大：欧亚卖场迅速扩容、先后开设欧亚益民商厦和新发商厦，同时渠道下沉开设四平欧亚商贸和农安商贸。欧亚商都和欧亚卖场的成功也使公司具备了自建商圈、带动一方经济发展的能力，从而成为各地级市政府招商青睐的对象。另一方面，吉林省消费市场容量有限，各地级市一般只能容纳1-2家大型购物中心，潜在进入者往往知难而退。

### (2) 居民消费习惯：对打折促销依赖性强、对商场的品牌忠诚度高

与其他省份的消费者相比，吉林省消费者对打折促销的依赖性强，从而使得各商业企业的毛利率偏低。此外，当地消费者对商场品牌的忠诚度高。对比欧亚商都和长春卓展，消费者前往商都购物很大程度上是因为对“欧亚”品牌的依赖，而前往长春卓展购物则更多的是因为崇尚其销售的LV、Gucci等国际一线品牌。

相对较小的市场容量、较低的毛利率和消费者对商场品牌的高忠诚度构成了一道天然的屏障，有效的阻碍了潜在进入者。

图 6 各区域百货龙头商业板块毛利率

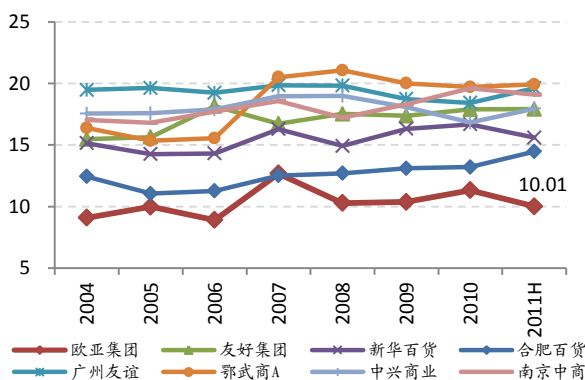
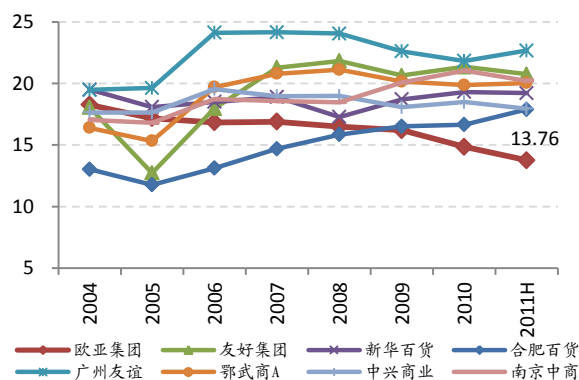


图 7 各区域百货龙头综合毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

### (3) 公司管理层富有远见卓识、管理优秀、锐意进取

公司由一家4500平方米的社区百货发展成为区域百货龙头，与公司管理层的远见卓识、优秀管理和锐意进取紧密相关。欧亚商都开业之前，红旗路还仅是小商铺聚集区和住宅区；欧亚卖场所在地原本是长春燃料一公司的储煤场；欧亚益民商场原本是生产胶鞋、连年亏损的长春橡胶八厂。管理层以独到的眼光、优秀的管理不断打造着商圈。

公司对员工激励有方，以连锁超市为例，公司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，相应的业绩归属于拓展方。

## 1.2 拥有完善的门店梯队：不同业态、不同定位、不同店龄、不同区域

我们认为，看一家零售企业的门店梯队是否完善，可以从四个角度去判断：业态、定位、店龄、区域分布。公司门店梯队完善，具有多业态、差异化定位、店龄

结构合理、区域分布日趋合理的特点，既吸引了各层次的消费者，最大限度的抢占市场份额，又保障了公司的可持续增长；区域分布日趋合理有助于防范公司运营过多依赖某个城市门店的风险。

表 1 公司百货门店基本信息

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)	培育期	股权比例
吉林省	1	车百大楼	长春市		1984-11-1	40,000		100%
	2	欧亚商都	长春市	红旗路商圈	1994-4-15	170,000		100%
	3	欧亚卖场	长春市	高新技术区	2000-12-16	600,000		40%
	4	益民商厦	长春市	大马路商圈	2004-10-1	30,000		100%
	5	新发商厦	长春市	重庆路商圈	2005-1-15	50,000		100%
	6	春城购物中心	长春市		2009-4-30	40,000	当年盈利	100%
	7	四平商贸	四平市	三马路商圈	2006-9-29	45,000	当年盈利	100%
	8	农安商贸	农安县	新兴商贸区	2006-11-13	13,000		100%
	9	吉林欧亚商都江南店	吉林市		2010-4-22	20,150	1年	100%
	10	吉林欧亚商都解放大路店	吉林市		2011-4-29	33,122		100%
	11	通化购物中心	通化市	经济开发区	2008-1-26	64,000	2年	100%
	12	白城购物中心	白城市	经济开发区	2010-2-1	45,000	1年	100%
	13	辽源购物中心	辽源市	经济开发区	2010-10-29	79,740	1.5年	100%
辽宁省	14	沈阳联营	沈阳市	太原街商圈	2009-9-29	60,000		100%
山东省	15	欧亚大观园商场	济南市		2009-10-1			51%
		合计				1,290,012		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**1、业态：**按传统分类方法，公司门店可分为单体百货，集百货、超市、电器于一体的大体量购物中心和独立超市三类；从功能角度看，可分为现代百货、摩尔生活馆（欧亚卖场）和综超连锁三类。2011年上半年，公司百货、超市（购物中心内超市+综超连锁）、电器营业收入的占比分别为51%、26%和23%；分功能看，现代百货、摩尔生活馆和综超连锁营业收入的占比分别为71%、20%和9%。

图 8 2011年上半年各业态占比

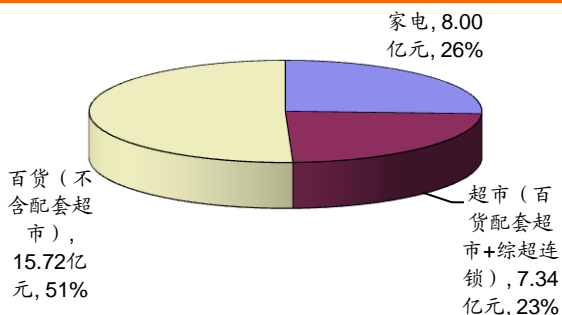
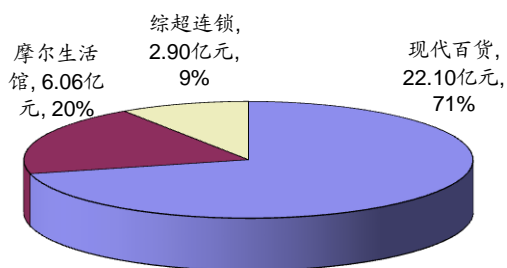


图 9 2011年上半年各业态占比 (按功能分)



资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 2 公司超市门店基本信息

序号	超市	所在区域	开业时间	物业	面积
1	万千缘	长春市	2006.01	租赁	2,837.00
2	湖西店	长春市	2007.09	自有	1,000.00
3	四平红嘴	四平市	2007.11	自有	1,500.00
4	吉顺店	长春市	2008.01	租赁	3,400.00
5	越野店	长春市	2008.07	租赁	7,000.00
6	前进店	长春市	2008.09	自有	7,000.00
7	红旗超市	长春市	2008.12	自有	3,800.00
8	普阳店	长春市	2008.12	自有	2,670.00
9	卫星路超市	长春市	2008.07	自有	15,500.00
10	长新店	长春市	2009.03	自有	2,200.00
11	幸福店	长春市	2009.09	租赁	2,620.00
12	柳影路店	长春市	2009.09	自有	9,800.00
13	临河街店	长春市	2010.01	自有	5,000.00
14	西安广场店	长春市	2010.07	自有	6,000.00
15	四平九州	四平市	2010.09	自有	7,917.00
16	二道江超市	通化市	2010.12	自有	4,173.27
17	龙泉路超市	通化市	2011.01	自有	3,576.96
18	小南街店	长春市	2011.01	自有	4,000.00
19	苏州南街店	长春市	2011.10.29	自有	5,000.00
20	自由大路店	长春市	2011.12.17	自有	10,227.34
21	柳影路站前店	长春市	2011.09.25	自有	10,681.68
	<b>合计</b>				<b>115,903.25</b>

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### ● 关于综超连锁

在京、广、沪、深等沿海城市和湖南等较发达的中部地区，主营百货的商业企业并不适宜大力发展综超连锁。但在吉林、宁夏、新疆等省份，主营百货的商业企业发展综超连锁则有巨大的潜力：（1）当地超市业态的市场竞争较为缓和，沃尔玛、家乐福、大润发、乐购等超市巨头尚未成为当地超市主流；（2）各区域百货龙头在本地均享有高度的市场美誉度，消费者忠诚度高，发展连锁超市占有品牌上的优势；（3）在百货业务基础上建设物流基地，打造供应链，充分发挥协同效应和规模优势。（4）在选址上有先发优势，抢先占据核心商圈和大型社区。

2011年1-6月，公司18家连锁超市实现营业收入3.08亿元，其中主营业务收入2.90亿元，占公司商业板块收入的9%；综合毛利率15.63%，主营业务毛利率10.45%，比公司商业板块的平均毛利率水平高0.44个百分点。公司超市业务已成为新的利润增长点。

**2、定位：**在长春，公司门店既有定位高端，努力向一线奢侈品靠拢的欧亚商都，也有集时尚流行、大众品位于一体的欧亚卖场，有定位中档的新发商厦，也有品牌折扣店益民商厦。在各地级市，公司在坚持做当地“规模最大、档次最高、品类最全的购物中心”这个方针时，也会根据当地的消费水平因地制宜确立商场的定

位。如吉林欧亚商场江南店的定位接近长春欧亚商都，而四平欧亚商贸则定位相对较低。

**3、店龄：**公司每年新开 1-3 家百货门店，目前店龄小于 3 年的门店有 7 家，占比 47%；店龄在 3-5 年的 1 家，占比 7%。公司的欧亚卖场具有特殊性，其出租部分主要用于销售家具、装饰装潢材料以及经营餐饮、娱乐，自营部分主要为超市。出租和自营部分收入呈现成熟门店的增长态势；而联营的服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、家电、电影院等依然处于高增长期。据此，我们将联营部分的建筑面积 30 万平米视为店龄小于 3 年的门店，出租和自营的 30 万平米视为 5 年以上的门店。由此推算，公司店龄小于 3 年的门店建筑面积占比 48%，3-5 年的门店建筑面积占比 5%。

图 10 公司百货门店扩张速度

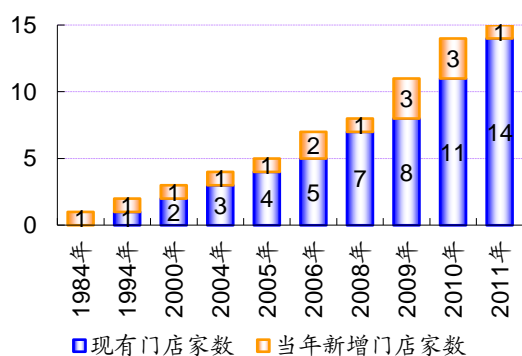
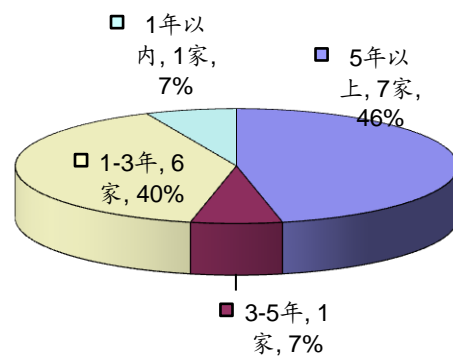
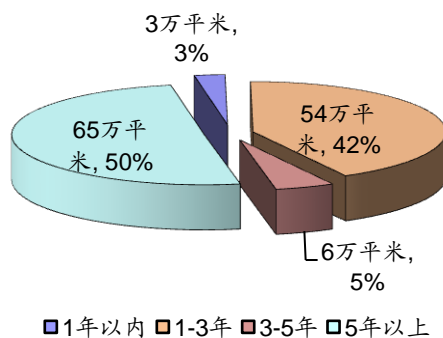


图 11 公司门店梯队-各店龄区间门店家数



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 公司门店梯队 - 各店龄区间门店建筑面积



资料来源：公司公告、中投证券研究所

#### 4、区域分布：外埠门店收入占比将逐渐提升

对比公司长春市和外埠的门店，可以发现：

**(1) 长春市仍是公司收入的主要贡献区域：**2011 年上半年的数据显示，长春市百货门店以 67.4%的建筑面积贡献了 72.9%的营业收入和 67.7%的毛利额，长春市连锁超市以 5.3%的建筑面积贡献了 9.2%的营业收入和 11.1%的毛利额；长春市门店合计以 72.7%的建筑面积贡献了 82%的营业收入和 78.7%的毛利额。

**(2) 外埠门店收入占比将会逐渐上升：**2011 年上半年，外埠门店以 27.3%的建筑面积贡献了 18%的营业收入和 21.3%的毛利额。随着外埠门店家数日益增多，且逐渐培育成熟，我们认为，外埠门店的收入占比将逐渐提升。



**(3) 连锁超市业务综合毛利率高于百货业务综合毛利率:** 连锁超市业务以 6.5% 的建筑面积贡献了 9.9% 的营业收入和 11.6% 的毛利额, 显示了公司连锁超市业务突出的盈利能力。

**(4) 外埠门店综合毛利率高于长春门店:** 外埠门店的综合毛利率为 15.8%, 比长春市门店的综合毛利率 12.8% 高出 3 个百分点。原因在于: 一方面, 吉林市、通化市等较发达地级市的消费能力并不亚于长春市, 且当地竞争弱于长春市, 打折促销力度相对较小; 另一方面, 部分外埠门店, 如通化欧亚, 因体量较大而部分用于出租, 拉高了毛利率。公司综合毛利率有望随着外埠门店收入占比的提高而逐渐得到提升。

表 3 公司门店分区域分析 (采用 2011 年上半年数据)

城市	分类	建筑面积		营业收入		综合 毛利率	毛利额	
		绝对值(m <sup>2</sup> )	占比	绝对值(元)	占比		绝对值(元)	占比
长春市	百货	930,000	67.4%	2,270,300,903	72.9%	12.4%	280,892,632	67.7%
	连锁超市	72,827	5.3%	286,331,276	9.2%	16.0%	45,939,329	11.1%
	<b>百货+超市</b>	<b>1,002,827</b>	<b>72.7%</b>	<b>2,556,632,179</b>	<b>82.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>326,831,961</b>	<b>78.7%</b>
外埠 (含省外)	百货	360,012	26.1%	538,124,302	17.3%	16.0%	86,146,258	20.8%
	连锁超市	17,167	1.2%	21,411,340	0.7%	10.1%	2,170,874	0.5%
	<b>百货+超市</b>	<b>377,179</b>	<b>27.3%</b>	<b>559,535,642</b>	<b>18.0%</b>	<b>15.8%</b>	<b>88,317,131</b>	<b>21.3%</b>
合计	百货	1,290,012	93.5%	2,808,425,205	90.1%	13.1%	367,038,889	88.4%
	连锁超市	89,994	6.5%	307,742,616	9.9%	15.6%	48,110,202	11.6%
	<b>百货+超市</b>	<b>1,380,006</b>	<b>100%</b>	<b>3,116,167,821</b>	<b>100%</b>	<b>13.3%</b>	<b>415,149,092</b>	<b>100%</b>

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

### 1.3 自有物业占比高达 99%

公司强调物业的自有性, 百货和购物中心的物业以自建为主, 以购买为辅; 连锁超市的物业主要通过购买获得。除公司暂不参与经营的济南欧亚大观园商场外, 公司目前 14 家百货、购物中心的物业全部为自有物业。21 家连锁超市中, 仅 3 家为租赁物业, 其余全部为自有物业。

公司商业板块经营的总建筑面积为 140.59 万平方米, 其中自有物业 139 万平方米, 占比 98.9%; 租赁物业建筑面积 1.59 万平方米, 占比 1.1%。

表 4 公司物业自有和租赁占比分析

物业性质	连锁超市		百货、购物中心等		合计	
	面积	占比	面积	占比	建筑面积	占比
自有	100,046.25	86.3%	1,290,012	100%	1,390,057.97	98.9%
租赁	15,857.00	13.7%	0	0	15,857.00	1.1%
合计	115,903.25	100%	1,290,012	100%	1,405,914.97	100%

注: 济南欧亚大观园商场暂不考虑在内

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

## 二、外延扩张遵循两条路径；进军城市综合体

### 2.1 通过两条路径迅速外延扩张：自建商圈、积极参与外省国企改制

公司外延扩张的重要节点：

- 2006 年，开始外埠扩张：购买商业物业进入吉林省四平市；
- 2007 年，开始外省扩张：分两步购买沈阳联营 100% 股权；
- 2009 年，外省扩张第二站：现金出资 6120 万元成立济南欧亚大观园，股权比例 51%；版图增加山东省；
- 2011 年，外省扩张第三站：以 1126 万元拍得郑州百货大楼 33.08% 的国有股权；版图增加河南省。

表 5 公司现有储备项目

序号	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
1	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	2012.04	购置土地 7 万平方米，目前开发 3.5 万平方米
2	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	2014 年	
3	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	十二五前后陆续建成	
4	通化欧亚二期	通化	开发区		64,000	边经营边建设	N.A.	
5	白城欧亚二期	白城	开发区	扩建	45,000	边经营边建设	N.A.	
6	吉林欧亚城市商业综合体	吉林	丰满开发区	城市综合体（商业、酒店、住宅）	N.A.	拿地自建	N.A.	以 800 元/平方米的价格购置 28.7 公顷土地
7	松源欧亚购物中心	松源			65,000		2012 年底或 2013 年初	合作建设后购买其商业部分
8	通辽欧亚购物中心	通辽	开发区		50,000			建筑面积为推测值
9	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	
10	郑州百货大楼	郑州	二七商圈	装修改造	50,000	收购国有股权	2012 年	建筑面积为推测值

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从公司的发展历程和现有储备项目来看，公司在外延扩张上综合采用了拿地自建、合作开发、兼并收购、参股等多种方式。我们认为，公司未来在外延扩张方面主要遵循两条路径：

#### 路径一：以品牌换资源，政府招商宠儿，自建大体量物业快速扩张

欧亚商都和欧亚卖场的成功锤炼了公司自建商圈的能力，在业内树立了良好的口碑。凭借着自建商圈、带动一方经济发展的能力，公司成为吉林省各地方政府招

商青睐的对象，得以低成本获取土地，自建大体量商业物业打造当地规模最大、档次最高、品类最全的购物中心。

目前，公司已进入吉林省 8 个地级市中的 6 个，尚未进入的地级市也有项目在洽谈中。伴随着吉林省经济的快速发展，省内各县级市也逐渐具备了开设大型购物中心的条件。公司在县级市梅河口的储备项目将于 2012 年 4 月开业，另有辽源东丰市、延边珲春市等县级市的项目在洽谈中。

公司自建商圈、带动一方经济发展的能力已声名远播。目前，公司在周边省份内蒙古、黑龙江省的项目已在洽谈中。

### 路径二：积极参与国企改革，获取省会城市核心商圈商业资产

公司积极参与全国其他省份国有商业企业的改制，已通过收购沈阳联营 100% 股权、出资设立欧亚济南大观园、收购郑州百货大楼国有股权成功进入沈阳、济南和郑州。

我们认为，参与国有商业企业改制是外延扩张的一条捷径：随着市场体制的进一步推进，各大城市出现一些欲出售股权或欲引入新投资者的国资背景商业企业。这些商业企业虽往往因为各种主、客观原因盈利能力不佳，但仍不失为优质资产：（1）一般为当地老牌商业企业，品牌形象深入人心；（2）国资背景，政府资源丰富；（3）位于核心商圈，一般为自有物业，且往往拥有其他物业或土地等隐性资源。

## 2.2 进军城市综合体

公司以品牌换资源，凭借自建商圈、带动一方经济的能力低成本获取土地，因地制宜进军城市综合体。辽源欧亚是公司第一个城市综合体项目，总建筑面积 16 万平方米，其中商业部分 7.97 万平方米，住宅部分 8.07 万平方米（含有少量商铺）。住宅部分一期开盘价 2200 元/平米，二期已上涨至 3000 元/平米。

此外，梅河口项目、吉林丰满开发区项目、欧亚卖场四期、济南欧亚大观商都项目均为集商场、住宅或写字楼或酒店于一体的城市综合体项目。

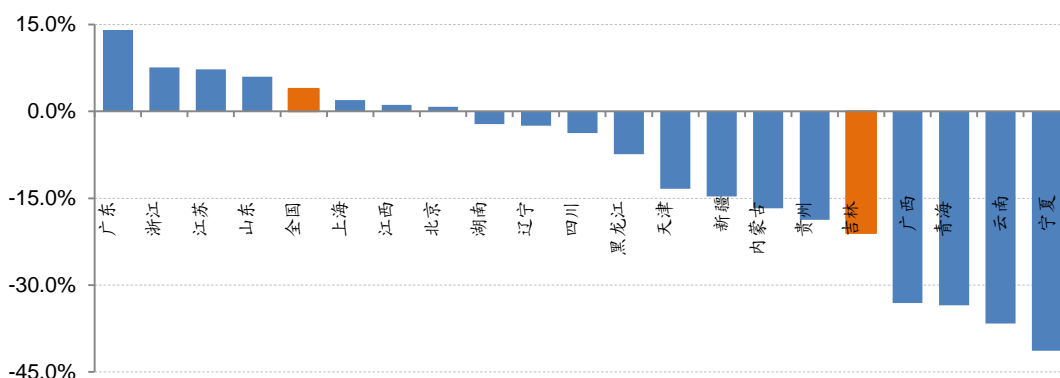
## 三、安全边际高

### 3.1 吉林省受国内经济增速下滑影响小，进可攻，退可守

吉林省经济相对封闭，对外依存度低，受国内外经济增速下滑影响小。2011 年 10 月，受暖冬和经济增速下滑的影响，公司收入增速也曾降至 10% 左右；11 月、12 月便迅速回升至 20% 以上。2012 年 1 月份，公司商业板块收入增速超 30%，1-2 月同比增速有望在 20% 以上。

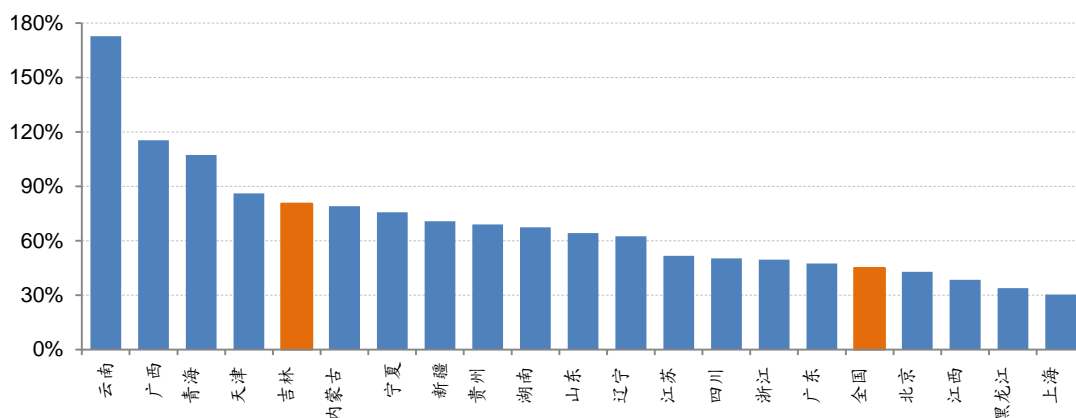
投资是目前吉林省经济增长的主要推动力。我们认为，像吉林、新疆这样经济相对封闭、以投资拉动为主的经济体，具有“进可攻，退可守”的特点：在经济向好时，受流动性、消费、省际经济互动的影 响，其经济会保持快速发展；当经济下行时，在政策扶持、投资拉动下，其经济依然可以保持较快的增长。

图 13 全国各主要省份 2010 年经济对外依存度 (NX/GDP)



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 14 全国各主要省份 2010 年投资贡献率 ( $\Delta I / \Delta GDP$ )



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

### 3.2 激励基金出台，业绩释放有保障

公司 2010 年度股东大会上通过了为期四年(2011-2014 年)的激励基金计划，以当年归属于母公司股东的净利润为基数，按增长率的不同提取净利润增加额的不同比例用作奖励基金。

对比公司和新华百货的激励基金计划，可以发现：

1、公司的激励基金计划提取要求更为严格：新华百货年净利润增长率为 30%(不含 30%)以上，按照 50%的比例计提；而公司只可以提取 40%。

2、公司要求高管所得激励基金必须当年在二级市场购买公司股票；新华百货无此要求。

3、公司于 2010 年股东会公告了激励基金方案，实施期与激励期一致 (2011-2014 年)；而新华百货属滞后执行激励基金，于 2008-2009 年执行 2006-2008 年的激励基金。

表 6 欧亚集团与新华百货激励基金方案对比

项目	欧亚集团	新华百货
期限	4年：2011-2014	3年：2006-2008
计提方式	以当年归属于母公司股东的净利润为基数，较上年增加额按照以下比例计提： 1、年归属于母公司股东的净利润增长率为20%（不含20%）--25%，按照30%的比例计提； 2、年归属于母公司股东的净利润增长率为25%（不含25%）--30%，按照35%的比例计提； 3、年归属于母公司股东的净利润增长率为30%（不含30%）以上，按照40%的比例计提。	1、2006年：以2006年净利润为基数，按照10%的比例计提； 2、2007、2008年度奖励基金：以当年净利润增加额为基数： （1）年净利润增长率为10%-15%（含15%），按照30%的比例计提； （2）年净利润增长率为15%-30%（含30%），按照40%的比例计提； （3）年净利润增长率为30%（不含30%）以上，按照50%的比例计提。
分配安排	当年全额发放上一年的激励基金	（1）2008年分配2006-07年度提取的奖励基金总额的85.5%； （2）2009年分配2006-07年度提取的奖励基金总额的14.5%及2008年度提取的奖励基金。
支配方式	高级管理人员所获得的激励基金，在年度内用于购买本公司股票；其他激励对象的激励基金以现金发放。	鼓励但不硬性要求高管用奖励基金购买本公司股票

资料来源：公司公告，中投证券研究所

**我们认为，激励基金的实施使公司管理层与二级市场股东的利益更加一致，激励基金锁定了业绩增长底线。**

综合考虑激励基金计划的条款、各年经济形势、公司利润增速、二级市场股价表现等因素，我们给出了当公司2011-2014年归属于母公司股东的净利润增长不同幅度时，管理层可提取的奖励基金数额、二级市场可购股票数量及提取后的净利润增速及EPS，如表6。我们推测，2011-2014年提取激励基金前归属于母公司股东的净利润增速分别为31%、21%、26%和31%，提取的激励基金分别为1636、1089、1903和3267万元；提取后归属于母公司股东的净利润增速分别为21.7%、25.2%、24.0%和28.7%，EPS分别为1.01、1.26、1.57和2.02元。

假设高管所得奖金基金占比为50%，次年在二级市场购买股票时对应的股价为静态25倍PE；则2011-2014年高管所购股票数量分别为32.4、17.2、24.3和32.4万股。

表 7 2011-2014年激励基金测算

项目	2011年			2012年			2013年			2014年		
	假设1	假设2	假设3	假设1	假设2	假设3	假设1	假设2	假设3	假设1	假设2	假设3
提取前归属于母公司所有者的净利润 <b>增速</b>	30%	31%	33%	21%	26%	31%	21%	26%	31%	21%	26%	31%
提取前归属于母公司所有者的净利润(万元)	17,149	17,281	17,544	20,909	21,774	22,638	25,300	26,346	27,391	31,879	33,196	34,513
股本(亿股)	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59
提取前EPS(元)	1.08	1.09	1.10	1.31	1.37	1.42	1.59	1.66	1.72	2.00	2.09	2.17
提取比例	35%	40%	40%	30%	35%	40%	30%	35%	40%	30%	35%	40%
提取激励基金金额(万元)	1,385	1,636	1,741	1,089	1,573	2,143	1,317	1,903	2,593	1,660	2,397	3,267

管理费用增加额 (万元)	1,385	1,636	1,741	1,089	1,573	2,143	1,317	1,903	2,593	1,660	2,397	3,267
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
提取后归属于母公司所有者的净利润 (万元)	16,110	16,054	16,146	16,238	20,093	20,227	20,629	20,594	21,104	21,030	24,313	24,475
<b>提取后增速</b>	22.1%	21.7%	23.1%	25.2%	28.3%	31.0%	21.0%	24.0%	26.6%	22.9%	26.0%	28.7%
<b>提取后 EPS (元)</b>	<b>1.01</b>	<b>1.01</b>	<b>1.02</b>	<b>1.26</b>	<b>1.29</b>	<b>1.32</b>	<b>1.53</b>	<b>1.57</b>	<b>1.60</b>	<b>1.93</b>	<b>1.97</b>	<b>2.02</b>
高管占激励基金比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
高管所得激励基金 (万元)	692.5	817.9	870.6	544.3	786.3	1,071.4	658.6	951.4	1,296.4	829.9	1,198.7	1,633.4
股价(当年 25 倍 PE) (元)	25.2	25.2	25.2	31.6	31.6	31.6	39.2	39.2	39.2	50.4	50.4	50.0
高管二级市场所购股份数量 (万股)	27.4	32.4	34.5	17.2	24.9	33.9	16.8	24.3	33.1	16.5	23.8	32.4

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.3 高管频繁增持，彰显管理层信心

2011 年以来，公司高管频繁增持；其中 2011 年董、监、高增持 18 次，共投入 562 万元增持 20.59 万股，平均增持成本 27.31 元；2012 年 1 月 12 日和 13 日，董事长曹和平共增持 3 次，投入资金 140.5 万元，增持成本 22.71 元。

2011 年以来，高管累计增持 21 次，累计投入 702.7 万元，平均增持成本 26.25 元。董、监、高频繁的高位增持彰显了公司高层对自身股票的信心。

表 8 2011-2012 年公司高管二级市场增持情况

年份	姓名	职务	增持次数	增持股数 (股)	增持金额 (元)	平均成本 (元)	最新持股数 (股)	占董、监、高持股比例	占公司总股本比例
2012	曹和平	董事长	3	61,873	1,405,356	22.71	349,400	68%	0.22%
2011	曹和平	董事长	10	179,100	4,877,182	27.23	287,527	-	-
	曲慧霞	董事	1	5,741	159,944	27.86	60,938	12%	0.04%
	于惠舫	高管	1	4,400	122,188	27.77	48,570	9%	0.03%
	姜国臣	董事	1	4,500	124,965	27.77	28,937	6%	0.02%
	席汝珍	董事	1	3,800	105,944	27.88	11,947	2%	0.01%
	程秀茹	高管	1	1,300	36,270	27.9	4,992	1%	0.00%
	闫福录	董事	2	3,520	98,157	27.89	3,520	1%	0.00%
	于志良	高管	1	3,500	97,195	27.77	3,500	1%	0.00%
	<b>合计</b>		<b>21</b>	<b>267,734</b>	<b>7,027,201</b>	<b>26.25</b>	<b>511,804</b>	<b>100%</b>	<b>0.32%</b>

资料来源：公司公告，中投证券研究所

### 3.4 高重估净值、低 PS 显示公司价值严重低估，净利率有望向行业平均水平靠近

#### 1、资产重估净值（RNAV）是市值的 2.36 倍

根据市场价格对公司现有商场、超市、写字楼等物业进行重估，得其物业市场重估值为 88.85 亿元，资产重估净值为 89.93 亿元，是最新市值 38.07 亿元的 2.36 倍，公司目前的股价有足够的安全边际。

表 9 公司资产（商场、超市、写字楼等）重估价值

门店名称	城市	建筑面积 (平方米)	市场价格 (元/平方米)	权益比例	重估价值 (万元)
车百大楼	长春市	40,000	8,000	100%	32,000
欧亚商都	长春市	170,000	20,000	100%	340,000
欧亚卖场	长春市	600,000	5,000	39.66%	118,980
益民商厦	长春市	30,000	4,500	100%	13,500
新发商厦	长春市	50,000	10,000	100%	50,000
春城购物中心	长春市	40,000	5,000	100%	20,000
四平商贸	四平市	45,000	3,500	100%	15,750
农安商贸	农安县	13,000	2,500	100%	3,250
吉林欧亚商都 江南店	吉林市	20,150	10,000	100%	20,150
吉林欧亚商都 解放大路店	吉林市	33,122	8,000	100%	26,498
通化购物中心	通化市	64,000	2,500	100%	16,000
白城购物中心	白城市	45,000	2,000	100%	9,000
辽源购物中心	辽源市	79,740	2,000	100%	15,948
沈阳联营	沈阳市	46,000	20,000	100%	92,000
沈阳联营 写字楼	沈阳市	52,000	15,000	100%	78,000
长春 13 家自有 物业超市	长春市	82,879	4,000	100%	33,152
四平 2 家自有 物业超市	四平市	9,417	2,500	100%	2,354
通化 2 家自有 物业超市	通化市	7,692	2,500	100%	1,923
<b>合计</b>		<b>1,428,000</b>			<b>888,504</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 10 公司资产重估净值是市值的 2.36 倍

指标	金额
货币资金 (万元)	22,438
物业重估值 (万元)	888,504
长期股权投资 (万元)	6,390
主要负债 (银行贷款) (万元)	18,000
<b>资产重估净值 (RNAV) (万元)</b>	<b>899,332</b>
<b>最新市值 (万元)</b>	<b>380,698</b>
股本 (万股)	15,909
<b>每股资产重估净值 (元)</b>	<b>56.53</b>
<b>最新股价 (元)</b>	<b>23.93</b>
<b>RNAV/市值</b>	<b>2.36</b>

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

## 2、市值明显低估, 未来市值提升空间大

### ➢ 市销率 PS 远低于行业平均水平

根据各百货类上市公司 2011 年前 3 季度的营业收入推算全年营业收入, 以 2012 年 2 月 22 日市值计算得出的行业平均 PS 值为 0.90; 公司 PS 值仅为 0.59, 远低于行业平均水平。

$$\begin{aligned} \text{市销率 PS} &= \text{市值/销售收入} = (\text{市值/净利润}) / (\text{销售收入/净利润}) \\ &= \text{PE} * \text{销售净利率} \end{aligned}$$

公司 2011 年前 3 季度销售净利率为 2.85%, 远低于行业平均水平 4.65%。公司 PE 在行业内处于较高水平, 低销售净利率是导致公司 PS 值低的主要原因。我们认为, 未来公司的销售净利率有望得以提升:

(1) 毛利率较高的外埠门店占比逐渐上升带动公司整体毛利率上升;

(2) 通化欧亚、白城欧亚、吉林欧亚商都江南店正处于扭亏后的利润快速增长期, 辽源欧亚、吉林欧亚商都解放大路店、沈阳欧亚联营有望于 2012 年扭亏;

(3) 城市综合体已形成项目梯队, 辽源欧亚的住宅项目在 2011-2012 年结算; 梅河口欧亚住宅有望于 2013-2014 年结算。

表 11 百货类主要上市公司 PS、销售净利率比较 (市值基准日: 2012-02-22)

证券简称	营业收入 (亿元) 2011Q3	净利润 (亿元) 2011Q3	市值 (亿元)	PS (2011E)	销售净利率 (%) 2011Q3
大商股份	227.3	3.26	87.4	0.29	1.44
重庆百货	188.9	4.79	109.6	0.44	2.54
武汉中商	30.1	0.87	18.1	0.45	2.88
广百股份	49.2	1.52	35.4	0.54	3.10
银座股份	79.2	0.65	60.1	0.57	0.82
首商股份	85.0	4.26	66.2	0.58	5.01
欧亚集团	48.3	1.38	38.1	0.59	2.85
南京中商	43.2	0.50	35.9	0.62	1.15



鄂武商 A	91.9	3.66	76.6	0.62	3.98
中兴商业	26.0	0.73	22.4	0.65	2.81
通程控股	27.4	0.96	26.2	0.72	3.50
新华百货	38.3	2.23	43.1	0.84	5.82
王府井	121.9	4.87	145.5	0.90	4.00
合肥百货	65.4	4.60	78.7	0.90	7.04
友好集团	26.0	0.78	33.2	0.96	2.99
天虹商场	92.5	4.40	139.2	1.13	4.76
友阿股份	34.1	2.58	61.3	1.35	7.58
广州友谊	30.8	2.63	58.6	1.43	8.53
成商集团	14.6	1.40	38.4	1.98	9.61
徐家汇	15.6	1.96	52.8	2.53	12.53
<b>平均值</b>	<b>66.78</b>	<b>2.40</b>	<b>61.34</b>	<b>0.90</b>	<b>4.65</b>

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 七、投资建议：提高至“强烈推荐”

预计公司 2011-2013 年销售收入分别为 67.8、84.8 和 108.0 亿元，增速分别为 29.7%、25.1%和 27.4%；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 21.7%、25.2%和 24.0%，对应 EPS 分别为 1.01、1.26 和 1.57 元。给予 2012 年 25 倍 PE，对应目标价 31.5 元。作为我国最优秀的区域商业龙头之一，公司沿自建商圈和积极参与国企改革两条路径快速扩张，同时依托完善的门店梯队保持较高的内生增长；激励基金计划的实施、高管增持、高重估净值与低 PS 值共同构成了较高的投资安全边际，提高投资评级至“强烈推荐”。

**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	1775	2352	3388
现金	180	901	1261	2000
应收账款	2	3	3	4
其他应收款	35	54	68	86
预付账款	318	346	431	549
存货	362	461	575	732
其他流动资产	7	10	13	16
<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	4922	6185	8378
<b>流动负债</b>	2525	3349	4427	6393
短期借款	274	500	1000	2177
应付账款	491	634	791	1006
其他流动负债	1760	2215	2636	3210
<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	4661	6627
少数股东权益	306	343	386	435
股本	159	159	159	159
资本公积	309	309	309	309
留存收益	414	527	670	848
归属母公司股东权益	882	995	1138	1316
<b>负债和股东权益</b>	3945	4922	6185	8378

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	384	792	786	1056
净利润	166	198	244	299
折旧摊销	115	104	124	152
财务费用	21	40	58	112
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	81	455	361	492
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	992
短期借款	-111	226	500	1177
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	-185
<b>现金净增加额</b>	-140	721	360	739

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	5228	6780	8480	10800
营业成本	4452	5763	7191	9148
营业税金及附加	32	39	66	83
营业费用	143	184	226	286
管理费用	357	489	609	761
财务费用	21	40	58	112
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	263	327	407
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	264	329	410
所得税	59	66	86	111
<b>净利润</b>	166	198	244	299
少数股东损益	34	37	43	49
<b>归属母公司净利润</b>	132	161	201	250
<b>EBITDA</b>	356	408	509	672
<b>EPS (元)</b>	0.83	1.01	1.26	1.57

**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%	25.1%	27.4%
营业利润	17.6%	19.0%	24.4%	24.5%
归属于母公司净利润	18.5%	22.1%	24.7%	24.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
净利率	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
ROE	15.0%	16.2%	17.6%	19.0%
ROIC	12.7%	21.5%	20.7%	18.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	69.9%	72.8%	75.4%	79.1%
净负债比率	17.19	19.53%	25.75	35.87%
流动比率	0.36	0.53	0.53	0.53
速动比率	0.21	0.39	0.40	0.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.43	1.53	1.53	1.48
应收账款周转率	3751	2761	2779	2801
应付账款周转率	9.91	10.25	10.09	10.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.01	1.26	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	4.98	4.94	6.64
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.25	7.15	8.27
<b>估值比率</b>				
P/E	28.88	23.66	18.98	15.23
P/B	4.32	3.83	3.35	2.90
EV/EBITDA	12	11	9	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2011-12-23	欧亚集团 - 松原设新店、吉林加密布点、超市快速发展
2011-10-25	欧亚集团-积极参与国企改革，竞拍郑州百货大楼股权
2011-10-20	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%
2011-09-15	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

## 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.china-invs.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