



东兴证券
DONGXING SECURITIES

“三星”三足鼎立全面步入上升轨道

——欧亚集团（600697）调研快报

2011年6月22日

推荐/维持

欧亚集团

调研快报

刘家伟	执业证书编号 S1480510120001
联系人：高坤	gaokun@dxzq.net.cn 010-66554016

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 百货业务综合化、自有化稳步前行。

无论是从 01 年欧亚卖场的初步试水，还是近两年来综合化项目的储备，公司无疑在担当百货综合化转型试验田的同时实现了自身综合化业态的华丽转型。

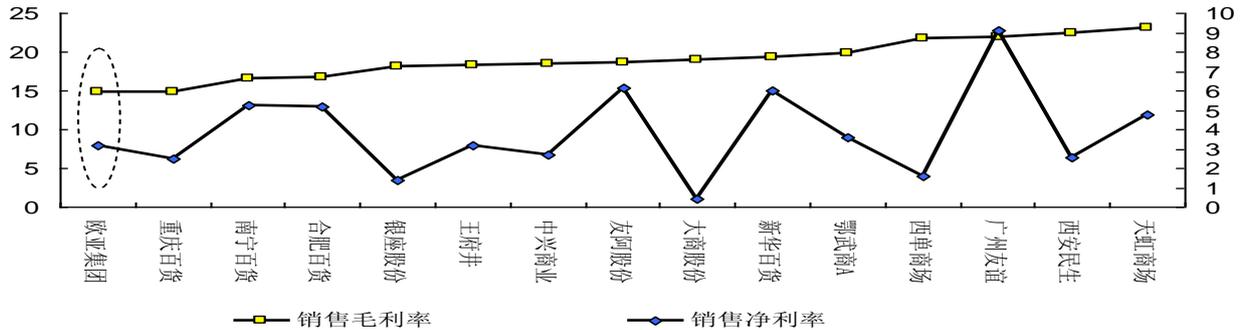
与风起云涌的商业地产如影随形的是相应物业租金水平的水涨船高，2010 年连锁企业续约房租成本平均上涨约 30%，而欧亚凭借自身本土系列化资源低价拿地自建门店成为其低成本外延的有效切换渠道。与茂业、万达等商业地产融合的代表企业不同的是，以欧亚卖场、欧亚商都、济南大观园为代表，分期开发的自建模式一方面缓解了大型项目前期开发的现金流压力，另一方面也适应了其所处商圈从幼稚期向成长期甚至是成熟期过渡的动态需求变化；而随着这一综合体业态的逐步下沉和万达等竞争对手的强势入驻，借力式的合作开发或订单开发或成为公司未来综合业态外延模式的转型。

就外延的空间来看，吉林下属的 8 个地级市，公司仅有延边尚无覆盖门店，而松原、白城两大空白区域也已经进入储备项目的成熟谈判阶段。未来地级市的内生潜力门店将以通化为领航、而增量下沉空间则以吉林市为主。

10 年新开的吉林、白城两家门店今年 1-5 月已经实现盈利，其中前者全年盈利的可能性较大。11 年的外延门店主要是 7 万体的量的梅河口项目和 3 万平的吉林二店项目，而去年年底试营业的辽源欧亚商贸城也构成了今年的大体量新增门店，其配套的钻石城项目尚未完全建成，2000 左右的均价水平主要是起到综合体的集客效应。而从外延的绩效来看，4 万平方米左右的省内外阜门店，基本能够在第二年实现盈亏平衡或微利。目前唯一亏损的沈阳联营店也有望于今年全面扭亏。

而就内涵增长而言，公司 4-5 月的平均收入增速在 29% 左右，利润增长 21%。其中 5 月份商都增长 36%，卖场增长 90%，相应租金水平增长 10%。通胀背景下，虽然价升起到了不可忽略的作用，但公司高端商都、中端卖场两大主力门店的同店增量仍高于相应定位的诸如卓展、万达等竞争对手，即在通胀红利的背景下，通过经营品牌调整和会员营销获得了市场份额的进一步扩大。然而与合百、重百类似的是，公司的毛利率水平依然处于百货板块可比公司的最低位，未来综合体配套业态的范围经济和规模效应将有助于这一弹性指标的回归并发挥其对收入的杠杆效应。

图 1：可比百货类公司毛利率及净利率水平对比（2010）



资料来源：东兴证券研究所

2. 超市外延下沉或成就未来量增主力。

公司旗下的超市业务仍主要有车百、独立子公司和百货店中店三部分组成。其中单体超市 18 家，而仅有 4-5 家是租赁门店，细分业态定位以综超为主。从我们实地调研的情况来看，无论是以家乐福、沃尔玛为代表的外资卖场，还是以华润为代表的内资标超来看，整个长春乃至吉林省的超市业态竞争远没有中西部的重庆、武汉等地激烈。在这一相对宽松的市场格局下，公司相对比较容易依托现有的品牌资源进行连锁化复制并获得较高的同店增长，欧亚目前超市的培育期均在一年以内，面积平均在 5000 平方米左右，以车百为代表的季度及四五月的同店水平达到了 30-40% 的高位水平。

而欧亚未来超市业态的巨大空间不仅仅局限于长春市内而是以通化、吉林为代表的百货先进、成熟地级市即下沉空间，以此为据点进行超市的多点突破。目前通化有 2 家，还将以每年 4-5 家的速度辐射到百货门店陆续成熟的吉林、白城等地。公司的超市发展战略及空间可以从合百的超市发展路径略见一斑：合百旗下的合家福超市首家于 2000 年 9 月份开业，在前 6 年的积淀期仅外延了 13 家，平均每年 2-3 家，但从 06 年起便厚积薄发以每年 20 家左右的速度快速扩张（包括收购手段），目前已经形成为遍及安徽省主要县市，134 家门店且占据三分之一收入份额的第二大核心业态。

3. 奖励基金有效构筑量价齐升通道。

整个行业内忧外患的格局越发紧迫，与其探讨内资零售业的瓶颈，不如从制度、体制本身去寻找突破口，“国退民进”或将成为未来零售企业华丽转身的主流途径。而形式最直接且业绩考核相对严格的奖励基金形式则是以新华百货、欧亚集团为代表；而以王府井、合肥百货、中兴商业为代表的优质商业企业，均存在通过引入战略投资者等手段实现“民进”转型的预期，从而突破其在区域控制力、资金流、专业化管理等方面的制约。

按照公司的奖励基金条件，奖励的相应管理费用在今年一次性计提，计提之后完成 20% 以上的利润增长，也即实际的业绩增速应该在 30% 或是更高水平，同时有利于未来两年在此低点轻装上阵实现高速增长。而奖励的方式全部由管理层购买公司股票实现，且四年激励期内每年卖出比例不能超过一定额度，更是将公司与中小股东的利益捆绑在了一起。而此次的奖励范围除了中高层管理外，二级部门的全部店长及以下的优秀骨干均实现了全覆盖，从根源上解决了零售企业激励缺乏或滞后的弊端，为公司未来几年业绩的稳步增长和股价的安全边际均奠定了坚实的基础。

表 1: 股权激励分类汇总

激励模式	代表企业	奖励方案/持股比例	净利复合增速	考核区间	行权、发行价
奖励基金	新华百货	分别按照 30%、40%、50%计提	10-30%三个等级	06-08	---
	欧亚集团	分别按照 30%、35%、40%计提	20-30%三个等级	11-14	---
股票期权	苏宁电器	占总股本 1.21%	25%	09-13	14.5
	潮宏基	占总股本 2%	11%	09-13	37.32
	新华都	占总股本 4.85%	22%	09-13	16.53
	东百集团	占总股本 3.01%	20%	09-13	10.88
	成商集团	---	35%	---	茂业国际 2.81 港元

结论:

如果说在消费行为升级的浪潮下，综合化业态将成为未来的主流趋势，那么百货类零售企业的核心竞争力主要体现在项目前期的低成本获取、中期的招商议价和后期的动态运营三大阶段。欧亚强势的政府资源和多年的品牌积累无疑在区域范围内形成了前两项核心壁垒，从而使得第三阶段的回收期成为利润增长的主要源泉。而就规模而言，被市场忽略的超市业态有望依托综合业态的先期导入获得后发制人的规模空间和壁垒，从而整体上实现了量价齐升的综合化业态配比。

公司拥有极强的商圈再造能力，依托商都做精的利润杠杆和车百做多的收入潜力，通过综合化运作避免了现有商圈饱和、物业成本高企的弊端，变被动竞争为主动设置进入壁垒，而奖励基金的落定更是为公司未来的稳定增长锦上添花。我们预测公司2011-2013年的EPS 分别为1.05元、1.36元、1.76元，对应PE分别为25倍、19倍和14倍。综合自有物业带来的较高安全边际，给予6个月目标价30元，对应PE为29倍，距当前价格仍有14%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

风险提示:

- 1、综合体外扩张带来的地价上涨、违约、选址等经营风险。
- 2、万达等外来企业蜂拥进驻公司所处区域市场，使公司面临一定的竞争风险。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。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。

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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。