

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.10元

当前股价: 24.00元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2359.16
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	37
EPS	1.02
每股净资产(元)	6.23
资产负债率	78.45%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
欧亚集团	3.59	3.42	0.86
商业贸易	-3.50	9.86	-7.64
沪深300指数	-2.79	5.96	-2.43



相关报告

欧亚集团-2011年业绩符合预期,2012年存在超预期的可能 — 2011年年报点评 2012-04-12

欧亚集团-推荐三大理由: 区域龙头、外延扩张双轮驱动、安全边际高 2012-02-27

欧亚集团-松原设新店、吉林加密布点、超

欧亚集团

600697

强烈推荐

主力门店保持高内生增长,外埠门店进入收获期

— 2011年公司门店收入和利润分析

2011年,两大主力门店欧亚商都、欧亚卖场保持了高内生增长;外埠门店收入占比提升3.5个百分点,净利润贡献比例由-0.2%上升为10.7%;外埠门店毛利率普遍高于长春门店,随着外埠次新门店的进一步培育,其利润贡献占比将进一步提升。

投资要点:

- **两大主力门店欧亚商都、欧亚卖场保持了高内生增长:** 欧亚商都和欧亚卖场仍是公司收入和利润贡献的主力,2011年两家主力店合计收入占比57%,净利润占比76.7%。2011年,欧亚商都主营业务收入增长20.1%,净利润增长17.33%;欧亚卖场主营业务收入增长39%,净利润增长31.96%。
- **预计未来欧亚商都和欧亚卖场的高速内生增长可以持续:** 欧亚商都将不断引进Armani、Bubbery等国际品牌,平效将继续提升;且欧亚商都着力改变常年打折、毛利率偏低的局面,单位面积贡献的毛利额将得以提升。欧亚卖场的调整幅度则会更大:1-2楼服装全面升级;扩大自营的超市面积;边经营边建设。
- **外埠门店快速培育,收入和利润贡献占比快速提升:** 2011年,外埠门店主营业务收入占比由18.7%提升为22.2%;外埠门店的净利润由2010年的-40万元增加为2011年的2965万元,占比由-0.2%提升为10.7%。
- **外埠门店毛利率普遍高于长春门店,且外埠门店净利率提升空间大:** 吉林省内长春以外城市的商业竞争环境比长春更为缓和,公司在这些城市的门店又处于绝对优势地位,故省内外埠门店毛利率普遍高于长春门店。目前,省内外埠门店的净利率比长春市门店低1.02个百分点;但随着外埠次新门店的进一步培育,其净利率水平也将高于外埠门店。
- **外埠门店收入和利润占比将继续大幅提升:** 1、辽源欧亚:2012年,预计房地产部分收入和净利润与2011年相当,而购物中心将实现扭亏为盈;2、吉林两家门店、白城欧亚均属于刚实现盈利的次新门店,处于利润快速增长期;3、沈阳联营:地铁口开通带旺商场销售,写字楼贡献收入与利润;4、通化欧亚延续高增长。
- **维持盈利预测与估值:** 预计2012-14年销售收入分别为86.5、109.4和142.4亿元,增速分别为24.3%、26.5%和30.2%;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27.2%、25.0%和29.6%,对应EPS分别为1.28、1.60和2.08元。给予2012年25倍PE,目标价32.1元,维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、省内投资增速放缓,影响经济增速及终端消费;2、利息费用侵蚀利润

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6958	8648	10940	14243
收入同比(%)	33%	24%	27%	30%
归属母公司净利润	162	203	255	331
净利润同比(%)	23%	26%	25%	30%
毛利率(%)	16.0%	15.2%	15.3%	15.1%
ROE(%)	16.3%	17.0%	18.5%	20.5%
每股收益(元)	1.02	1.28	1.60	2.08
P/E	23.62	18.78	14.97	11.53
P/B	3.85	3.20	2.77	2.36
EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源:中投证券研究所

一、2011年公司各门店主营业务收入及净利润分析

公司是吉林省的商业龙头企业，凭借自建商圈、带动一方经济发展的能力而成为各级政府招商青睐的对象。目前，公司已在吉林省 8 个地级市中的 5 个地级市拥有门店、2 个地级市拥有储备项目。由于吉林省内各地级市经济发展起步较晚，市场容量相对较小，一个地级市只能容纳一家大型购物中心。目前，公司在各地级市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。吉林省经济在东北三省属后起之秀，GDP 增速位居东北三省之首。公司在吉林省一家独大，充分受益于当地经济的快速发展。

另一方面，公司积极参与外省国有商业企业改制，以收购、联营等方式获取省会城市核心商圈商业资产。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。

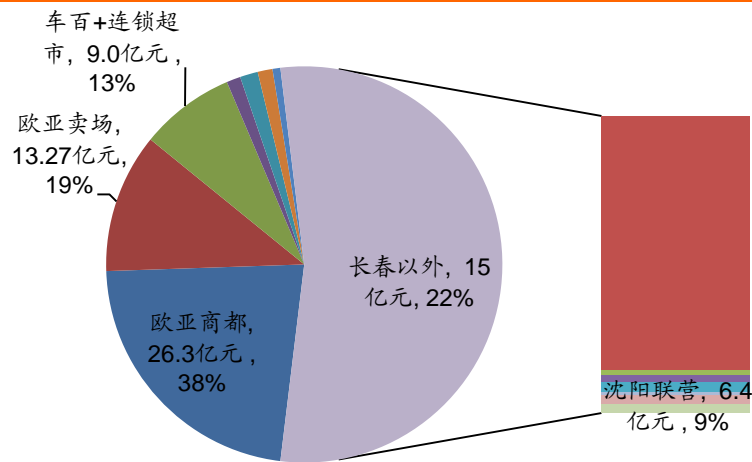
表 1 公司 2011 年各门店主营业务收入及净利润

区域	门店	主营业务收入			净利润			
		金额 (万元)	增速	占比	金额 (万元)	增速	占比	
长春	欧亚商都	262,491	20.1%	38.0%	14,216.82	17.33%	51.5%	89.3%
	欧亚卖场	132,706	39.0%	19.2%	6,956.07	31.96%	25.2%	
	车百有限	90,332	30.6%	13.1%	1,961.50	53.59%	7.1%	
	欧亚新发	13,296	27.2%	1.9%	428.87	-18.32%	1.6%	
	益民	17,035	35.1%	2.5%	-67.88	-375.58%	-0.2%	
	卫星路	14,086	55.4%	2.0%	649.00	19.37%	2.4%	
	柳影路	7,502	71.0%	1.1%	490.57	45.28%	1.8%	
省内 外埠	吉林商都	9,793	54.7%	1.4%	26.30	-119.28%	0.1%	11.6%
	吉林购物中心	15,325		2.2%	241.57		0.9%	
	四平	19,037	27.6%	2.8%	248.74	37.83%	0.9%	
	农安	2,249	22.3%	0.3%	29.63	74.83%	0.1%	
	白城	4,977	32.8%	0.7%	228.77	-156.18%	0.8%	
	辽源	19,892		2.9%	1,379.66		5.0%	
	通化欧亚	18,421	46.4%	2.7%	1,035.03	23.82%	3.8%	
省外	沈阳联营	63,507	10.9%	9.2%	-225.18	-57.47%	-0.8%	-0.8%
	合计	690,650	50.4%	100%	27,599	34.07%	100%	

注：此表净利润为各门店口径的净利润，未扣除统一贷款的利息费用、总部的管理费用及少数股东权益。

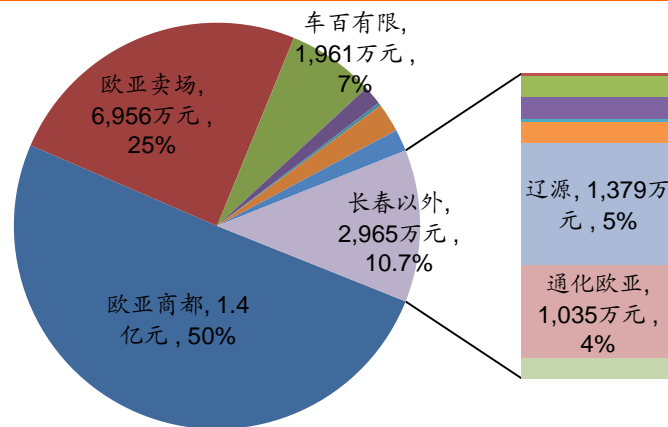
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 1 公司 2011 年各门店主营业务收入占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 公司 2011 年各门店净利润占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

2011 年，公司各门店的主营业务收入和净利润呈现出如下特点：

1、两大主力门店欧亚商都、欧亚卖场保持了高速的内生增长

欧亚商都和欧亚卖场仍是公司收入和利润贡献的主力：2011 年，欧亚商都和欧亚卖场的主营业务收入占比分别为 38%和 19.2%，合计占比 57.2%；净利润占比分别为 51.5%和 25.2%，合计占比 76.7%。

两家主力门店均保持了高速的内生增长：2011 年，欧亚商都主营业务收入增长 20.1%，净利润增长 17.33%；欧亚卖场主营业务收入增长 39%，净利润增长 31.96%。

预计未来欧亚商都和欧亚卖场的高速内生增长可以持续：欧亚商都将不断引进 Armani、Bubbery、Zegna、Coach 等国际品牌和 ZARA 等快速消费品牌，平效将继续提升；且欧亚商都着力改变常年打折、毛利率偏低的局面，单位面积贡献的毛利额将得以提升。欧亚卖场的调整幅度则会更大：公司对 1-2 楼的服装进行全面升级，引入 ZARA 及旗下 Bershka、Pull and Bear 等品牌以及 E·land 旗下七个品牌。目前，一楼的服装已基本调整完毕，二楼的服装品牌将于 2012 年中期开始调整。此外，欧亚卖场将于 2 季度扩大超市的面积。中长期来看，欧亚卖场还会

将建筑面积由目前的 60 万平方米扩大至 130 万平方米。欧亚卖场并非成熟门店，而依然是处于高速增长期的门店。

2、外埠门店快速培育，收入和利润贡献占比快速提升

2011 年，外埠门店贡献的主营业务收入为 15.3 亿元，同比增长 58.4%；占比由 18.7%提升为 22.2%，提升了 3.5 个百分点。

外埠门店的净利润由 2010 年的-40 万元增加为 2011 年的 2965 万元，占比由 2010 年的-0.2%提升为 2011 年 10.7%。

表 2 公司 2011 年长春及外埠门店收入和利润贡献情况

区域	主营业务收入 (亿元)			主营业务收入占比			净利润 (万元)		净利润占比		
	2011	2010	增速	2011	2010	增减	2011	2010	2011	2010	增减
长春	537,448	419,759	28.0%	77.8%	81.3%	-3.5%	24,635	20,096	89.3%	100.2%	-10.9%
外埠 (长春以外)	153,202	96,712	58.4%	22.2%	18.7%	3.5%	2,965	-40	10.7%	-0.2%	10.9%
合计	690,650	516,471	33.7%	100.0%	100.0%	-	27,599	20,057	100%	100%	-

注：此表净利润为各门店口径的净利润，未扣除统一贷款的利息费用、总部的管理费用及少数股东权益。

资料来源：公司公告，中投证券研究所

外埠门店收入和利润占比将继续大幅提升：

(1) 辽源欧亚：2011 年，辽源欧亚置业结算房地产收入 1.19 亿元，实现净利润 1700 多万元，购物中心亏损约 300 万元。辽源欧亚置业 2011 年的净利润为 1379.66 万元。2012 年，预计房地产部分结算收入与 2011 年相当，实现净利润相当；而购物中心将实现扭亏为盈。

(2) 吉林两家门店：吉林欧亚商都江南店于 2010 年 4 月开业，2010 年亏损 136 万元，2011 年便已实现盈利 26.3 万元。吉林欧亚购物中心(解放大路店)2011 年 4 月开业，当年实现净利润 241 万元。该店的开办费、装修费等全额在 2011 年计划，同时获得 1973 万元的税收返款。即使不考虑税收返款，该店亦可实现当年盈利。未来 3 年，这两家门店均是处于快速增长期。

(3) 沈阳联营：该门店包括商场和写字楼两部分。写字楼于 2011 年进行装修改造并于下半年重新出租。2012 年，伴随着地铁口的开通，商场进一步培育，写字楼部分也将开始贡献利润，沈阳联营将实现扭亏为盈。

(4) 白城欧亚：2010 年 2 月开业，2011 年实现净利润 229 万元。作为一家次新门店，白城欧亚未来 3 年将是利润的高速增长期。

(5) 通化欧亚：外埠门店中经营情况最好的一家门店。通化上市公司、民营企业众多，居民购买力强。通化欧亚 2011 年收入 1.84 亿元，增长 46%；实现净利润 1035 万元，同比增长 23.8%。2012 年，预计该店收入增速超 30%，净利润增速超 20%。

3、外埠门店毛利率普遍高于长春门店，且外埠门店净利率提升空间大

吉林省内长春以外城市的商业竞争环境比长春更为缓和，公司在这些城市的门店又处于绝对优势地位。对比来看，省内外埠门店的毛利率普遍高于长春门店。未来，随着外埠门店收入占比的提高，公司整体毛利率有望提升。

目前，省内外埠门店的净利率比长春市门店低 1.02 个百分点（3.56% V.S. 4.58%）。这并不代表外埠门店的盈利能力差：外埠门店多为刚扭亏为盈的次新门店，正处于净利润的快速增长期。我们认为，随着外埠门店的进一步培育，其净利率水平将高于长春门店；未来 3-5 年将是外埠门店大范围的收获期。

表 3 公司 2011 年长春及外埠门店毛利率和净利率

区域	门店	2011 年				2010 年	
		毛利率	毛利率增减	净利率	净利率增减	毛利率	净利率
长春	欧亚商都	11.73%	0.34%	5.42%	-0.13%	11.40%	5.54%
	欧亚卖场	23.30%	1.73%	5.24%	-0.28%	21.56%	5.52%
	车百有限	14.29%	1.30%	2.17%	0.33%	12.99%	1.85%
	欧亚新发	21.80%	-3.15%	3.23%	-1.80%	24.96%	5.02%
	益民	12.63%	0.58%	-0.40%	-0.59%	12.05%	0.20%
	卫星路	18.01%	-5.06%	4.61%	-1.39%	23.07%	6.00%
	柳影路	21.62%	-2.50%	6.54%	-1.16%	24.12%	7.69%
	合计	15.60%	0.88%	4.58%	-0.20%	14.72%	4.79%
省内 外埠	吉林商都	15.72%	0.48%	0.27%	2.42%	15.23%	-2.16%
	吉林购物中心	14.74%		1.58%	1.58%		
	四平	11.31%	-1.26%	1.31%	0.10%	12.57%	1.21%
	农安	21.77%	-1.42%	1.32%	0.40%	23.19%	0.92%
	白城	22.64%	2.24%	4.60%	15.46%	20.39%	-10.87%
	辽源	27.09%		6.94%			
	通化欧亚	24.68%	-0.53%	5.62%	-1.02%	25.21%	6.64%
	省内外埠合计	19.51%	1.24%	3.56%	2.31%	18.27%	1.24%
省外	沈阳联营	12.33%	0.55%	-0.35%	0.57%	11.78%	-0.92%
	合计	15.81%	1.14%	4.00%	0.11%	14.66%	3.88%

注：此表净利润为各门店口径的净利润，未扣除统一贷款的利息费用、总部的管理费用及少数股东权益。

资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、维持盈利预测与“强烈推荐”评级

维持盈利预测与估值：预计 2012-14 年销售收入分别为 86.5、109.4 和 142.4 亿元，增速分别为 24.3%、26.5%和 30.2%；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 27.2%、25.0%和 29.6%，对应 EPS 分别为 1.28、1.60 和 2.08 元。给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 32.1 元，维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2028	1912	2467	3835
现金	730	800	1061	2000
应收账款	1	3	4	6
其他应收款	74	69	88	114
预付账款	685	440	556	726
存货	530	587	741	968
其他流动资产	9	13	16	21
非流动资产	4133	4196	4830	5931
长期投资	62	65	66	67
固定资产	3063	3369	3827	4492
无形资产	322	319	315	312
其他非流动资产	685	444	622	1061
资产总计	6161	6109	7297	9766
流动负债	4635	4317	5264	7415
短期借款	732	833	1000	2018
应付账款	606	807	1019	1331
其他流动负债	3297	2677	3244	4066
非流动负债	198	214	214	214
长期借款	180	180	180	180
其他非流动负债	18	34	34	34
负债合计	4833	4531	5478	7629
少数股东权益	336	383	443	521
股本	159	159	159	159
资本公积	305	305	305	305
留存收益	528	731	913	1152
归属母公司股东权益	991	1195	1377	1616
负债和股东权益	6161	6109	7297	9766

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1297	264	1050	1428
净利润	206	250	315	410
折旧摊销	139	154	177	209
财务费用	39	65	73	106
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	886	-200	486	704
其他经营现金流	24	-5	0	0
投资活动现金流	-1498	-217	-810	-1310
资本支出	1498	200	800	1300
长期投资	0	9	2	2
其他投资现金流	0	-8	-8	-8
筹资活动现金流	751	23	21	820
短期借款	458	101	167	1018
长期借款	-20	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他筹资现金流	317	-78	-146	-198
现金净增加额	550	70	261	939

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6958	8648	10940	14243
营业成本	5844	7333	9266	12100
营业税金及附加	56	65	88	110
营业费用	217	238	317	377
管理费用	518	612	771	990
财务费用	39	65	73	106
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	280	332	423	558
营业外收入	24	5	6	7
营业外支出	27	4	4	4
利润总额	277	333	425	561
所得税	71	83	111	152
净利润	206	250	315	410
少数股东损益	44	47	60	79
归属母公司净利润	162	203	255	331
EBITDA	458	551	672	873
EPS (元)	1.02	1.28	1.60	2.08

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	33.1%	24.3%	26.5%	30.2%
营业利润	26.9%	18.5%	27.3%	32.0%
归属于母公司净利润	22.6%	25.7%	25.5%	29.8%
获利能力				
毛利率	16.0%	15.2%	15.3%	15.1%
净利率	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%
ROE	16.3%	17.0%	18.5%	20.5%
ROIC	16.4%	17.4%	19.8%	21.6%
偿债能力				
资产负债率	78.4%	74.2%	75.1%	78.1%
净负债比率	18.87	22.36%	21.54	28.81%
流动比率	0.44	0.44	0.47	0.52
速动比率	0.32	0.31	0.33	0.39
营运能力				
总资产周转率	1.38	1.41	1.63	1.67
应收账款周转率	4497	3972	2792	2828
应付账款周转率	10.66	10.38	10.15	10.30
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.28	1.60	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	8.15	1.66	6.60	8.98
每股净资产(最新摊薄)	6.23	7.51	8.65	10.16
估值比率				
P/E	23.62	18.78	14.97	11.53
P/B	3.85	3.20	2.77	2.36
EV/EBITDA	9	8	6	5

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
2012-04-12	欧亚集团 - 2011 年业绩符合预期, 2012 年存在超预期的可能 — 2011 年年报点评
2012-02-27	欧亚集团 - 推荐三大理由: 区域龙头、外延扩张双轮驱动、安全边际高
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