

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: 22.52元

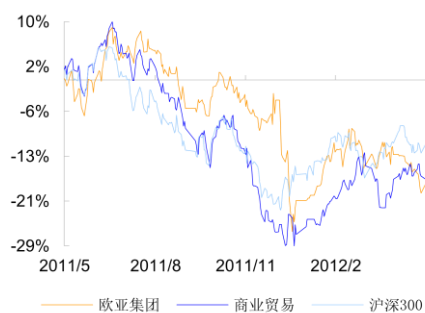
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2389.64
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	34
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	-6.13	-4.42	-7.39
商业贸易	-4.44	-3.68	-9.14
沪深300指数	-0.44	-1.58	1.74



相关报告

欧亚集团-1季度收入增25.05%, 归属净利润增16.12% 2012-04-20

欧亚集团-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 2012-04-16

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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

欧亚集团

600697

强烈推荐

一季更比一季好, 一年更比一年好

—2011年度股东大会纪要

众多增长点推动公司2012年业绩一季更比一季好: 1、欧亚卖场超市二店开业、家电卖场扩容、7万平方米的服装销售区将于3季度完成提档升级; 2、欧亚商都将引入20多个国际品牌; 3、沈阳联营、辽源欧亚扭亏; 4、辽源、梅河口钻石名城将陆续结算。

投资要点:

- **业态全、门店梯队完善、所处吉林省经济相对封闭使得公司得以实现高增长:** 1季度公司营业收入同比增长25.05%, 同店增速18%, 在同行中位列前茅。高增长的原因包括: 1、公司业态涵盖了购物中心、单体百货、连锁超市、家电卖场; 定位涵盖精品、流行、大众, 各业态互为补充。2、店龄结构合理, 门店梯队完善; 3、吉林省经济相对封闭, 受外围经济影响小。
- **高收入增速可持续:** 1、欧亚卖场1季度收入增速45%, 净利润增速27.4%; 未来增速将逐季提高: 超市二店已开业, 家电卖场已扩容; 一楼7万平方米的服装销售区提档升级将于3季度完成; 2013年, 卖场二楼将有10万平方米的服装销售区进行装修提档。2、长春欧亚商都受经济大环境的影响, 增速有所放缓, 但9月起, 将有20余个国际品牌入驻一楼, 圣诞节前开业。3、梅河口店已于4月29日开业, 目前日均流水额在50-60万元; 4、外埠门店均保持了快速增长。
- **辽源、梅河口城市综合体的住宅部分将陆续结算:** 1、辽源欧亚钻石名城2011年结算1.2亿元, 贡献净利润约1700万元, 结算比例约50%, 余下部分将主要在2-4季度陆续结算; 2、梅河口欧亚钻石名城将有部分于2-4季度结算。
- **努力提高直采比例, 合理控制打折促销力度, 提升盈利能力:** 1、目前, 公司的直营/直采比例已达1/3, 其中商都的直采比例已达60%, 未来公司将继续努力提升直营/直采比例。2、引导消费习惯, 合理控制打折促销的力度和频率, 提升毛利率。
- **吉林欧亚城(丰满开发区项目)将成为公司新的代表作:** 占地28.7万平方米的欧亚城已动工建设, 总建筑面积118万平方米。其中, 商业与商业配套66万平方米, 住宅52万平方米; 项目建设周期5年(2012-2016)。该项目将成为公司继欧亚商都、欧亚卖场后的又一个代表作。
- **盈利预测与估值:** 综合考虑经济形势、费用变化、地产项目结算等因素, 我们认为, 公司2012年的业绩季度性特点为前低后高, 全年提取奖励基金后归属净利润增速26%, 折合EPS1.28元。为期4年的奖励基金实施期内, 其利润增速也将呈前低后高态势。给予2012年25倍PE, 目标价32元, 维持“强烈推荐”。

风险提示: 1、吉林省经济受外围影响反应滞后, 公司门店内生增长放缓, 外延扩张培育期变长; 2、储备项目建设进度过快, 资本开支超预期; 3、利息费用剧增

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	21.77	17.31	13.80	10.63
P/B	3.55	2.95	2.56	2.18
EV/EBITDA	9	7	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、2011 年度股东会暨欧亚商都、欧亚卖场调研纪要

时间：2012 年 5 月 28 日

高管：董事长曹和平等

第一部分：董事长曹和平交流

1、1 季度营收同比增 25.05%，在全国名列前茅，原因？接下来可否保持这样的快速增长？

曹和平：1 季度收入情况理想，原因在于公司业态齐全，尤其是超市业务，受宏观经济影响小；此外，公司在内生增长、外延扩张方面的能力均在提升。

认为 2012 年是窗口年、政府换届年，尤如接力赛中传棒的环节，这个环节速度不会太快。对 2012 年宏观经济的判断是：不会好到哪里去，也不会坏到哪里去。

具体到公司，认为 2 季度集团的情况要略好于 1 季度，且 2 季度将会有地产项目结算。预计 3、4 季度情况则会更好，且预计各项目均会有地产项目结算。

认为现在是投资最好的时候，钢铁等建材的价格已跌至历史低点，应加快项目建设的进度。

2、公司目前资产负债率已达 78%，正在建设或即将建设的项目有梅河口城市综合体的住宅部分、吉林丰满开发区项目、商都 4 期、通辽等，预计建筑面积在 30 万平方米以上，按 3000 元/平米测算，则需资金 10 亿元左右。公司如何安排资金？

曹和平：公司每年可用的自有资金约 5 亿元，加贷款 2 亿元，共 7 亿元；再加上每年的沉淀资金，应对每年几个项目是没有问题的。

公司储备项目较多，而项目进度（外延扩张）是公司的阀门。公司会根据经济形势、资金情况、门店的经营情况、当年经营目标的完成情况等调节项目的快慢。

3、会不会考虑股权融资、送配、卖场剩余资产的注入？

曹和平：融资有很多种方式，暂不考虑股权融资。送配目前也未打算。目前不考虑欧亚卖场少数股东权益的注入。

4、如何看待好的百货公司？

曹和平：好的百货公司核心竞争力有 3 方面：掌握多少供应商资源、有多大的市场规模、拥有的人怎么样。

5、明、后年的开店情况

曹和平：今年梅河口店开业；明年通化欧亚二期可开业；欧亚商都 4 期可在明年或后年开业。吉林丰满开发区项目（吉林欧亚城）建设期需 5 年（2012-2016），商场部分先建先开。

欧亚商都 4 期和卖场 4 期均涉及到拆迁钉子户问题，进度有不确定性。一旦钉子户问题解决，建设速度是非常快的。像欧亚商都 4 期，仅 1 年时间即可建好。

6、未来扩张的路径

曹和平：仍以拿地自建为主。认为收购兼并其他企业的话，企业文化的融合是相当难处理的一件事，既不可操之过急，耗着又难受。

济南欧亚大观所用的原纺纱厂土地已收储，下半年有望走招拍挂流程。

徐晓芳：参见我们在一系列报告中所提到的：

“公司外延扩张的第二条路径：积极参与外省国有商业企业改制。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，往往拥有物业、土地等资源。”

7、关于家电连锁

曹和平：未来将采用超市连锁和家电连锁搭配的形式，重点开 1 万平方米以上的大超市，超市连锁和家电连锁搭配开店。

8、网购

曹和平：从行业整体来看，对实体店的冲击显而易见；但对欧亚的冲击不大。目前，欧亚商都和卖场也都在尝试做网购，但仅是尝试而已，不是重点。

9、直采、自营

曹和平：公司一直在不断加大直采的比例，目前向厂商直采的比例已达 1/3。认为目前的自营已和传统意义上的“买断”不同。现在即使自营，厂商也要考虑商家的库存问题，厂商要降价也得考虑商家的利益。

10、吉林丰满开发区项目（吉林欧亚城）

曹和平：这个项目是一个让人非常激动的项目，未来会成为公司新的代表作。长春晚报报道：“吉林欧亚城市商业综合体坐落于吉林市丰满经济开发区，总投资 50 亿元，总建筑面积 118 万平方米。其中，商业与商业配套 66 万平方米，住宅 52 万平方米。”——商业约 30 万平米。

注：公司提示“总投资 50 亿元”是媒体较为夸张的说法，实际所需资金没有这么多。

第二部分：欧亚商都总经理交流

1、今年商业类公司销售情况普遍不好，1-4 月沈阳卓展、长春卓展、北京新光天地等均为负增长。长春欧亚商都的情况：4 月、5 月，营业收入和毛利额的增速均在 5-10%之间。进客数在下降，成交笔数和客单价还是在上升的，但上升幅度较去年已下滑。

2、一楼品牌升级在即，全年增速将在 10%以上，看好明、后年的增速：

今年 9 月起，商都 1 楼将进行品牌升级，引入杰尼亚、卡迪亚、COACH、雅格狮丹、MAXMARA 等 20 个国际品牌；圣诞节大量开业，春节前全部开业。这些品牌的扣点可谈到 10-15%，且从不打折，既会提升客单价、销售收入，又可提升毛利率（现商都的毛利率仅 11%左右）。预计引入这些品牌共需补贴装修费用 1000 万元左右。

预计商都 2012 年 10%以上的收入增长不成问题。现在 1 楼的鞋子将会被迁到 3 楼，因为鞋子是商都的强势品类，迁到 3 楼不会受到影响，还会带动其他品类的销售。而 1 楼国际品牌会带来收入和毛利的双重提升，认为商都明、后两年的增长也是有保障的。

3、不看好单体精品百货，看好吃喝玩乐一体化的高端百货

单纯只卖精品，在经济不景气时风险很大。商都要做到有精品，又有很好的客群基础，每次提档升级下面甩出 10%，上边进来 5%；体量又大，将来吃喝玩乐全满足，进来不需要出去，什么都可以完成。

4、2015 年，万象城将进入长春；商都将努力在万象城进驻前把国际一线品牌招齐

5、2011 年，长春商都流水额口径销售收入 45 亿元，在全国排在北京新光天地、杭州大厦、万象城之后，位列第 4 位。是全国前十大单体百货中唯一一个没有奢侈品品牌的店，让同行非常之惊讶。

6、沈阳联营今年可扭亏：1、写字楼出租率由 11 年初的 30%提升至今年初的 74%；地铁通了，客流量明显上升。

7、“有生之年，看不到中国百货转为自营模式”

认为中国百货目前都解决不了买手的问题，解决不了库存的问题。买手不是一天两天能培养出来的，需要几代人的努力。百货现在就做两件事：（1）装修好，把环境搞好；（2）把品牌组合好，百货的人并不懂商品。

商都每年都会考核招商经理直营的比例（厂商直接采购），该店 2011 年直营比例 55%，12-14 年目标 60%、70%、80%。

第三部分：欧亚卖场董事长于志良交流

1、欧亚卖场是集团内今年的亮点

家电和超市面积增加不到 1 倍，但收入有翻番；一楼服装品牌提档（如引入 ZARA 及 6 个副牌、E·land 及旗下 7 个品牌）后，平效大幅提升；新开 1 万多平米的儿童体验馆“当当”城。

2、联营、自营部分是卖场的主要增长点

出租部分 2012 年提租 8%左右，未来继续大幅提租的空间不大。联营（百货品类）、自营（家电、超市）是重要的增长点。

目前在做的调整：9 号门已拆，要建 3 万平米的展览馆；一楼有 7 万平米的精品服装区在装修，拟引入 400 左右新品牌。

关于服装区的调整：2011 年调了一楼 3 万平米，引入 ZARA 等品牌；目前一楼正在调整的服装区 5 万平米；2013 年二楼要调整的服装区有 10 万平米。

服装国内品牌扣点率 20-25%；国外二线品牌 15-20%。

3、不宜从资产负债的角度看欧亚卖场和公司

卖场资产负债率 70%，年利息费用 1700 多万元。不能单纯看负债，若对资产进行重估，卖场值 $60 \times 2 = 120$ 亿元，随便卖掉边上不影响大局的一栋楼都可以还清债务。

二、梅河口钻石名城项目测算、购买两处超市物业

公司公告：

1、公司投资 2 亿元建设梅河口城市综合体的钻石名城住宅部分（商业部分已于 4 月 29 日开业），建筑面积 12.1 万平米；

2、以 1.09 亿元购买长春二道区原万通生活广场的 2.06 万平米物业用于开设大型超市（平均 5287 元/平米）；以 6735 万元购买长春永畅美域 9089 平米的物业用于开设超市（平均 7410 元/平米）。

● 梅河口钻石名城项目：

公司于 2010 年 6 月 17 日公告，以 1540 万元在吉林省梅河口市（通化下面的县级市）购置土地 7 万平米（折合 220 元/平米），用于建设商业+住宅的城市综合体。

商业部分占地面积 35341 万平米，建筑面积 85542 平方米，已于 2012 年 4 月 29 日开业，目前的日均流水额在 50-60 万元。此次公告的是住宅部分，拟投资 2 亿元，建筑面积 12.07 万平米。

梅河口市地处吉林省东南部，是吉林省政府批准的经济贸易区和经济快速发展综合改革试点城市，是吉林省对外开放的重要“窗口”，享有地级经济管理权限的吉林省计划单列市。梅河口市现城市人均住房为每人 18 平方米，从市场容量上看，如按每人 20 平方米的市场需求，五年内梅河口大体上要建 800 万平方米的住宅，每年有 160 万平方米的市场需求。

梅河口欧亚钻石名城项目位于梅河口市河东新区中心位置，建国路与人民大街交汇处，共有 10 栋精品高层住宅，项目西侧紧邻辉发河，毗邻梅河口市文化体育活动和市政府，地理位置优越。根据我们的调研，住宅部分已开始预售，均价 3300 元/平米，预计 2012 年 2 季度或下半年会有部分预收款结算。我们初步测算，该项目有望实现销售收入 4 亿元左右，实现净利润 6500 万元以上，大部分在 2012-2013 年结算。

表 1、梅河口钻石名城项目收益测算

项目	金额	单位
总投资额	20,000	万元
建筑面积	120,744	平方米
均价	3,300	元/平米
销售收入	39,846	万元
建筑成本	2,280	元/平米
土地	220	元/平米
毛利额	9,660	万元
毛利率	24.24%	
费用率	10%	
利润总额	8,694	万元
所得税率	25%	
净利润	6,520	万元
净利率	16.36%	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

● 新购买长春两处物业用于开设连锁超市

(1) 以 1.09 亿元购买位于长春二道区东盛大街原万通生活广场的 2.06 万平方米物业用于开设大型超市；

(2) 以 6735 万元购买位于长春市汽车产业开发区兴顺路以东与长沈路交汇处永畅美域 9089 平米的物业用于开设超市（平均 7410 元/平米）。

公司连锁超市业务发展迅速：截至 2011 年 1 季度末，公司已有 23 家连锁超市，建筑面积合计 16.1 万平米；其中仅 4 家为租赁物业，自有物业面积占比 90%。2012 年 1 季度，公司连锁超市业务收入增速 38%。

未来，公司将超市连锁、家电连锁搭配发展，即重点发展 1 万平方米以上的连锁门店，业态组合为超市+电器。

吉林省超市业态竞争不激烈，而“欧亚”品牌在吉林省享有非常高的市场美誉度。发展以民生品类为主的连锁超市业务有利于公司扩大市场份额，增加新的利润增长点，有效抵御经济波动带来的风险。

三、投资建议：强烈推荐

预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 86.5、109.4 和 142.4 亿元，CAGR27%；EPS 分别为 1.28、1.60 和 2.08 元。给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 32 元。

根据我们的测算，公司半年报收入增速有望高于 1 季度增速（25.05%），而归属净利润增速也将高于 1 季度（16.12%）。而下半年，在卖场 7 万平米服装提档升级全新亮相、商都一楼 20 余个国际品牌新登场、沈阳联营和辽源扭亏、连锁超市保持高速增长的情况下，收入和利润增速均将好于上半年。2011-2014 年这 4 年激励期内，从管理层利益驱动的角度看，也必将是前低后高。

目前股价超跌，对应 2012 年动态 PE 仅 17 倍，已严重低估，买入良机来临。

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	21.77	17.31	13.80	10.63
P/B	3.55	2.95	2.56	2.18
EV/EBITDA	9	7	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
2012-04-20	欧亚集团 - 1 季度收入增 25.05%，归属净利润增 16.12%
2012-04-16	欧亚集团 - 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
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。

免责声明

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