安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司深度分析/证券研究报　　欧亚集团(600697)

首次评级

百货商店/零售业

坚持自建和收购扩张的吉林商业龙头

——欧亚集团（600697）深度报告

评级: 增持-A

上次评级:

目标价格: 27.00 元

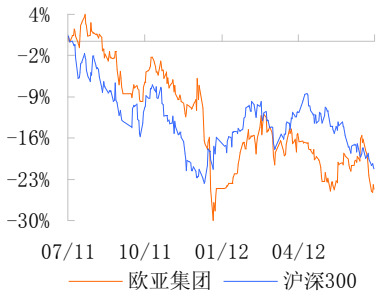
期限: 12 个月 上次预测:

现价（2012 年 07 月 27 日）: 21.51 元

报告日期: 2012-07-30

总市值(百万元)	3,404.48
流通市值(百万元)	3,320.34
总股本(百万股)	159.09
流通股本(百万股)	155.16
12 个月最低/最高	20.12/30.51 元
十大流通股东(%)	50.62%
股东户数	5,277

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.92)	(0.26)	(3.45)
绝对收益	(5.30)	(11.05)	(24.62)

张静　高级行业分析师

021-68763865　zhangjing5@essence.com.cn

执业证书编号 S1450511100001

报告联系人

王园园　021-68765661　wangyy7@essence.com.cn

前期研究成果

报告关键点:

- 公司抢先布局吉林省，发展胜过竞争对手
- 公司自有物业占比高，且低成本扩张

报告摘要:

- 吉林省商业竞争格局：汽车产业带动吉林经济快速发展，当地社零增速维持全国平均水平。欧亚抢先布局吉林百货市场；吉林省超市市场竞争格局未定，目前当地超市占主导。
- 公司核心竞争优势：1）发展战略清晰，执行力强；2）抢先布局吉林省，发展胜过竞争对手；3）自有物业，低成本扩张。
- 公司主营商业，其中欧亚商都和欧亚卖场贡献50%以上的收入，和70%以上的盈利，而且未来仍将保持较快增长，是公司业绩的主要看点。
- 公司财务分析：低毛利率，低净利率。
- 公司投资价值凸显。1）重估价值：公司净资产重估价值为50.5亿元，折合每股资产重估净值为31.75元。2）公司在2011年-2014年对中高管理层进行激励基金计划。3）公司高管自2009年以前至今持续在二级市场增持公司股票。
- 盈利预测：公司提取激励基金后2012年-2014年净利润分别为2.07亿元、2.62亿元和3.36亿元，折合每股收益为1.30、1.65和2.11元。
- 估值及投资建议。综合考虑公司在吉林商业稳固的龙头地位，现有门店有很大扩建和提升空间，且经营物业基本自有。同时考虑公司自有物业的资产重估价值，我们认为公司应享有一定的估值溢价，给予公司2013年16倍PE，对应目标价27元，增持-A投资评级。
- 风险提示：长春门店毛利率进一步下降；吉林省内新开门店培育期延长；公司外延扩张速度低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,227.9	6,958.4	8,475.9	10,335.2	12,754.9
Growth(%)	*33.6%*	*33.1%*	*21.8%*	*21.9%*	*23.4%*
净利润	131.9	161.7	207.3	261.7	336.2
Growth(%)	*18.5%*	*22.6%*	*28.2%*	*26.2%*	*28.5%*
毛利率(%)	14.9%	16.0%	16.5%	17.0%	17.1%
净利润率(%)	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
每股收益(元)	0.83	1.02	1.30	1.65	2.11
每股净资产(元)	5.54	6.23	7.15	8.30	9.79
市盈率	25.7	21.0	16.3	12.9	10.1
市净率	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2
净资产收益率(%)	14.0%	15.5%	18.1%	20.4%	21.4%
ROIC(%)	12.7%	14.3%	14.5%	15.0%	17.1%
EV/EBITDA	13.5	12.0	8.7	6.9	6.1
股息收益率	1.4%	1.4%	1.8%	2.3%	3.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司概况：长远规划的吉林省商业龙头

1.1. 发展历程

公司前身为创立于 1953 年的长春市汽车城百货大楼。1992 年，汽车城百货大楼股份制改革，并于 1993 年成功在上交所上市，1996 年，公司更名为长春欧亚集团。公司自 80 年代确定“三星战略”，建立从吉林省到全国再到国际的发展规划。目前，公司已基本完成在吉林省内“小三星战略”布局，并开始向省外推进“中三星战略”。

1.2. 主营业务

公司主营业务分为百货、摩尔和综超。截止 2012 年上半年，公司共有百货门店 16 家、摩尔 1 家、综超 20 家。其中，定位中高档百货的欧亚商都和营业面积达 60 万平米的欧亚卖场是公司收入和利润的主要来源。公司并于 2009 年底成立了欧亚车百大楼子公司负责超市业务的拓展。目前，公司已形成了“商都做精、卖场做大、车百做多”的发展方向。

1.3. 股权结构

公司第一大股东为长春市汽车城商业总公司，持有公司 22.83%的股权。长春市汽车城商业总公司为代表国家持有本公司股份的单位，公司实际控制人为长春市国资委。长春市国资委旗下除欧亚集团外，拥有的企业主要是长春市公用事业企业，如长春市公共交通集团、城市开发集团、天然气公司、水务集团、燃气控股等。由长春市国资委旗下资产的盈利能力分析，公司第一大股东进一步增持公司股份的可能性较小。

图 1 欧亚集团股权结构图

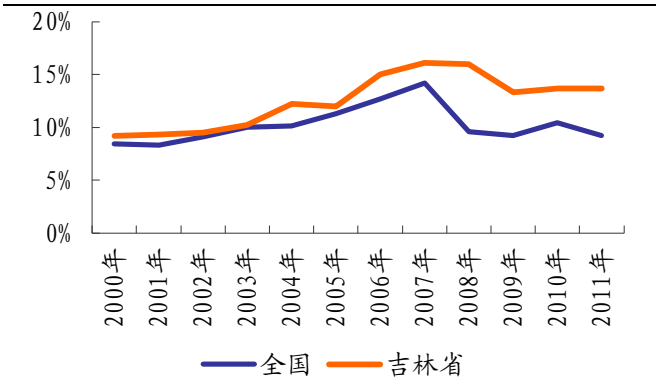
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 吉林省商业竞争格局

2.1. 汽车产业发展拉动吉林省经济较快增长

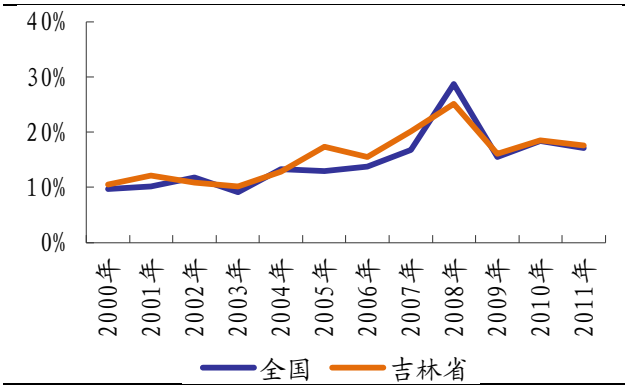
吉林省经济发展在全国排名靠后，2011 年名列第 21 位，但经济增速多年来一直高于全国平均水平。吉林省属工业主导发展经济地区，工业不仅占比高，而且增速快，尤其是汽车产业对吉林省经济的拉动效应非常明显。2012 年上半年汽车产业对吉林工业经济增长贡献率达 31.5%。在经济较快增长的背景下，吉林的社零总额增速基本与全国平均水平保持一致，且总体零售市场不大。其中，省会长春占全省社零总额比重达 37%，其次是吉林市占比 20%，长吉两市占据省内一半以上的社会消费品零售额，长吉一体化的发展将进一步扩大其在零售市场的占比。

图 2 吉林省与全国 GDP 增速对比



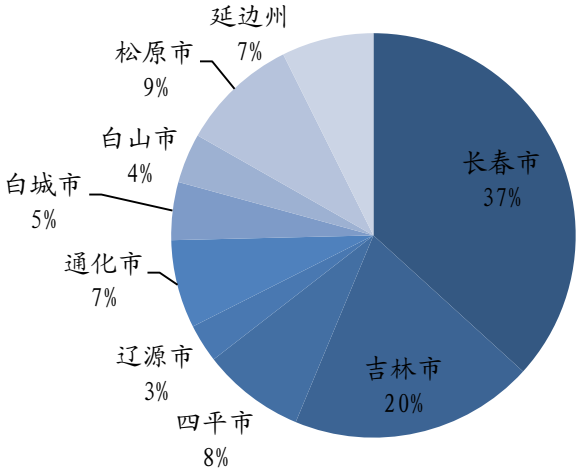
数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 3 吉林省与全国社零总额增速



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 4 2011 年吉林省各城市社会消费品零售总额占比



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

2.2. 吉林百货市场：欧亚抢先布局全省

欧亚集团作为当地老百货，抓住市场发展机遇，在长春乃至全省都占据了百货龙头地位。省会长春商业相较发达，百货市场辐射全省，当地百货主要有欧亚集团、卓展、长春市百货大楼、长春国商、长春国贸；外来百货主要有巴黎春天百货、万达百货和亚细亚百货。欧亚集团在长春共有 8 家门店，业态涵盖中高档、中档流行、摩尔和奥特莱斯，其中欧亚商都 2011 年实现含税销售额 46 亿元，在全国单体百货销售额名列第四，东三省名列第一；欧亚卖场 2011 年实现销售收入 14.6 亿元。2011 年，欧亚集团在长春共实现销售收入约 50 亿元，占长春百货市场份额的一半以上。卓展定位高档百货，90 年代末起步于长春，目前在东三省布局三家门店，已成为东三省高档百货的代名词，2011 年卓展长春店实现含税销售额 34 亿元，基本占据了吉林省高档百货市场。长春市的其他百货，除在站前商圈的国商总店经营相对不错，其他门店经营一般。

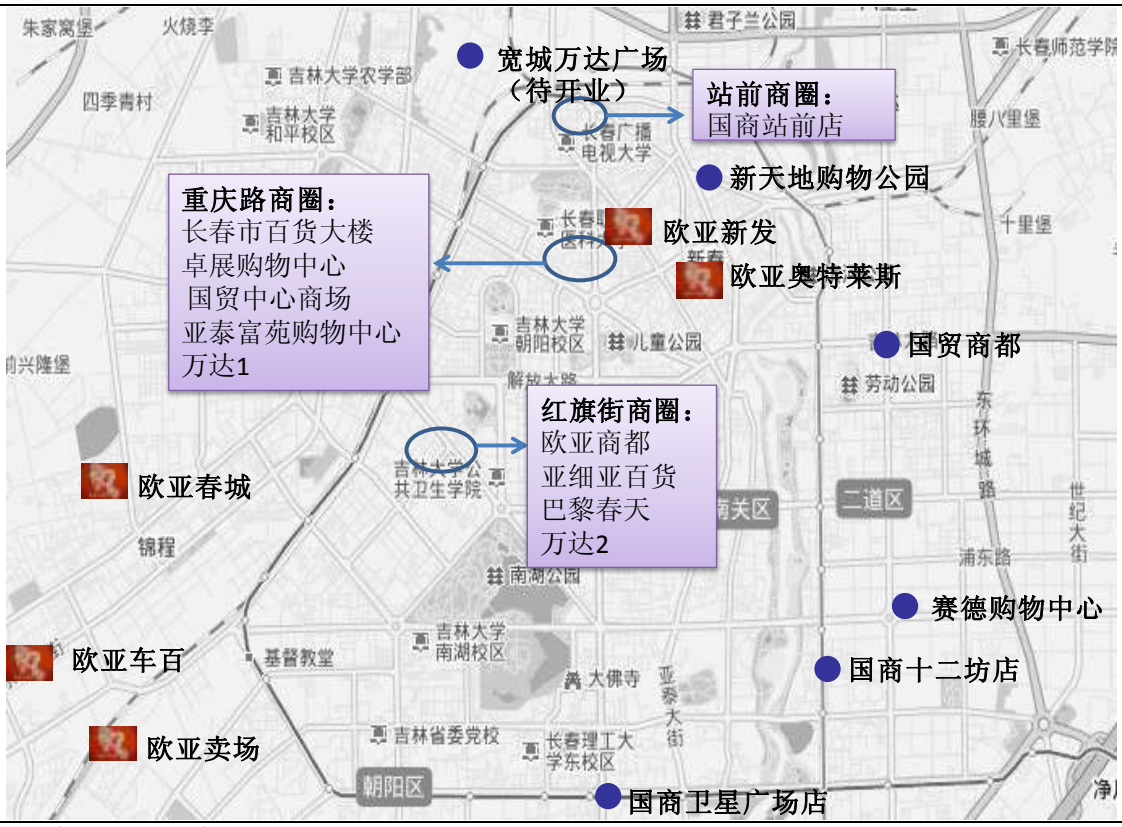
表 1 2011 年长春市主要百货企业概况

	门店数	总建筑面积	总销售收入	业态
欧亚集团	8	922,741	约 50 亿元	高档、中档流行、摩尔和奥特莱斯
卓展	1	133,000	约 29 亿元	高档
长春国商	3	100,000	约 7 亿元	中档流行
巴黎春天	1	50,000	约 4 亿元	中档流行
长春百货大楼	1	60,000	3 亿元	中档流行

长春国贸	2	65,000	约 3 亿元	中档流行
万达百货	1	26,000	约 1 亿元	中档流行
亚细亚百货	1	22,000	约 1 亿元	大众

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

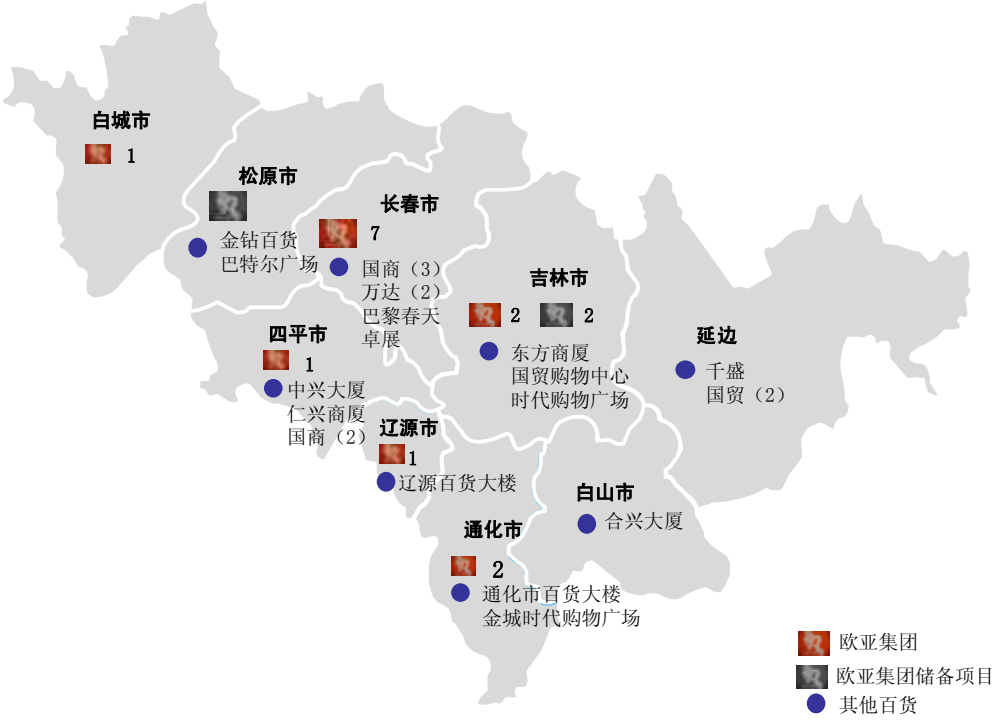
图 5 长春市百货竞争格局



数据来源：安信证券研究中心整理

吉林省其他地级市商业相对落后，一般只有 2、3 家百货，总体百货市场非常不发达。欧亚集团 2007 年开始在省内进行外延扩张，截止 2012 年上半年已在吉林省 5 个地级市布局了 7 家门店，2013 年公司将新进松原市，并计划在吉林市等区域经济相对发达的城市继续加密布点。除欧亚商都、欧亚卖场外，公司旗下的其他百货店的单店收入仅 1 亿元左右，可见当地百货市场容量非常小，而欧亚依靠品牌优势，抢先布局吉林省。

图 6 吉林省百货竞争格局

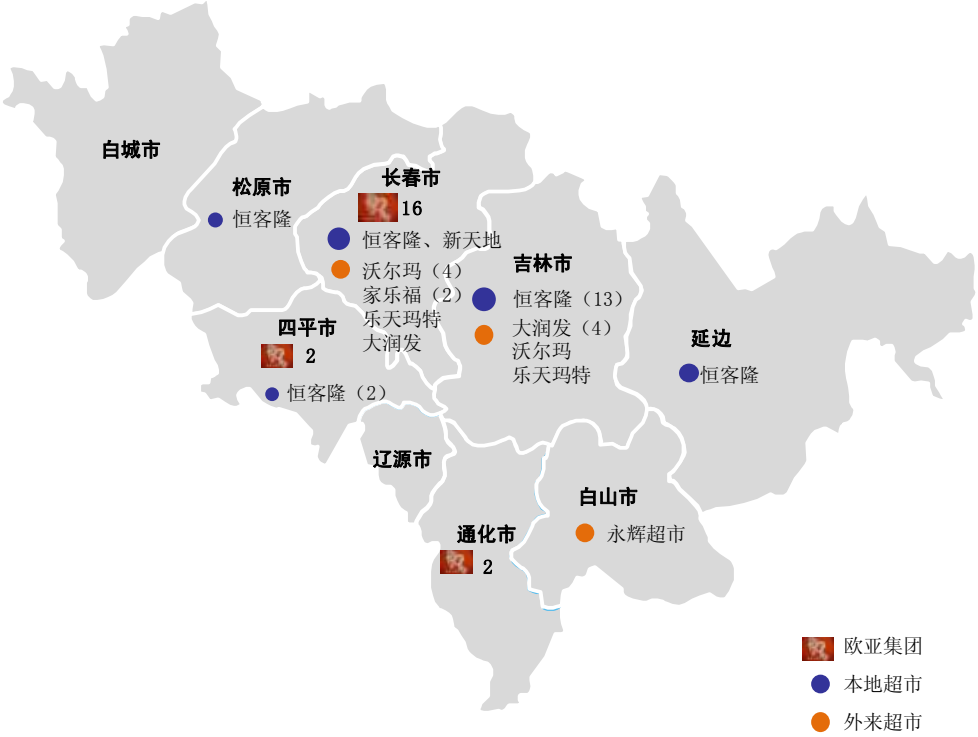


数据来源：安信证券研究中心整理

2.3. 吉林超市市场：当地超市占主导，市场格局未定

吉林省超市市场以当地超市占主导，外资超市渗透较浅。在长春，当地的超市企业主要有欧亚超市、恒客隆以及新天地。恒客隆和新天地在长春市发展较早，前者定位社区超市，后者定位中型便利超市，目前在长春都有上百家门店，覆盖范围较广。欧亚集团从 2007 年开始发展超市业务，截止 2011 年底在长春共有门店 16 家，平均单店面积在 5000 平米左右，定位以社区超市为主。欧亚超市目前已开始向其他地级市扩张，在四平和通化各有两家门店，未来计划每年新开 4-5 家门店。而外资超市目前只在长春和吉林市开设了门店，截至 2011 年底有 5 家沃尔玛，5 家大润发，2 家家乐福，2 家乐天玛特，而且开店速度非常慢。另外，来自福州的永辉超市 2011 年在白山市开出吉林省的首家门店。总体而言，长春的超市市场近年来才开始发展，欧亚超市起步较晚，但市场竞争格局未定，未来发展还需进一步关注。

图 7 吉林省超市竞争格局



数据来源：安信证券研究中心整理

3. 公司核心竞争优势

3.1. 发展战略清晰，执行力强

公司在 80 年代确立了“三星战略”，并稳步推进走出了一条蓬勃向上的轨迹。公司三星战略共分三个层次，发展范围从吉林省到全国最终迈向国际。目前，公司已完成“小三星战略”布局——“欧亚商都做精、欧亚卖场做大、欧亚车百做多”，并各自成功地向外辐射经营，拓展省内消费市场。公司的“中三星战略”正处拓展中，公司已通过收购的方式分别获得沈阳联营、济南大观园和郑州百货大楼的控股权，下一阶段将是公司巩固“小三星战略”布局成果，并向全国范围扩张实施“中三星战略”的关键时期。

表 2 公司“三星战略”规划

三星战略	规划
小三星战略	框定集团三大门店的发展方向：欧亚商都做精、欧亚卖场做大、欧亚车百做多，并各自向外辐射经营，以三足鼎立的经营布局拓展消费市场
中三星战略	在国内，以长春为腹地，南部依托东南沿海，北部依托中俄边贸，分别设立边贸窗口，实现“中三星”分布
大三星战略	在国际，以国内绥芬河为龙头向俄罗斯拓展，以厦门为窗口向东南亚渗透，搭建“大三星”框架

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 抢先布局吉林省，发展胜过竞争对手

公司为吉林省商业龙头，占据省内一半以上的百货市场份额，并已抢先布局吉林省百货市场。公司旗下 8 家百货店在长春市内，7 家百货店在省内的其他 5 个地级市。卓展在省内只有一家门店，定位高档，虽经营的非常好，但没有扩张空间。其他竞争对手国贸、长百大楼一直没有外延扩张，国商近年来也没有新开门店，外来百货企业巴黎春天百货 2006 年开设第一家门店后，至今没有新开门店，万达百货 2010 年开业

后，至今仍在招商过程中。总之，公司百货业务在吉林省具有领先优势，未来发展仍将继续胜过竞争对手。

3.3. 自有物业，低成本扩张

公司通过购买物业或自建的形式进行外延扩张，旗下百货店物业几乎全部自有，超市也以自有物业为主。自有物业有效抵御了租金上涨对利润的侵蚀。公司获取土地成本非常低，同时在外延扩张时，并不总选址核心商圈，利用其在吉林省的品牌优势、招商资源，及较强的经营管理能力，带动周边商业发展，形成城市新商圈。公司新开门店通过自身经营优势，以及较低的经营成本，都在较短的时间走出培育期，有些门店在开出第一年即实现盈利。

表 3 公司门店投资成本及培育期

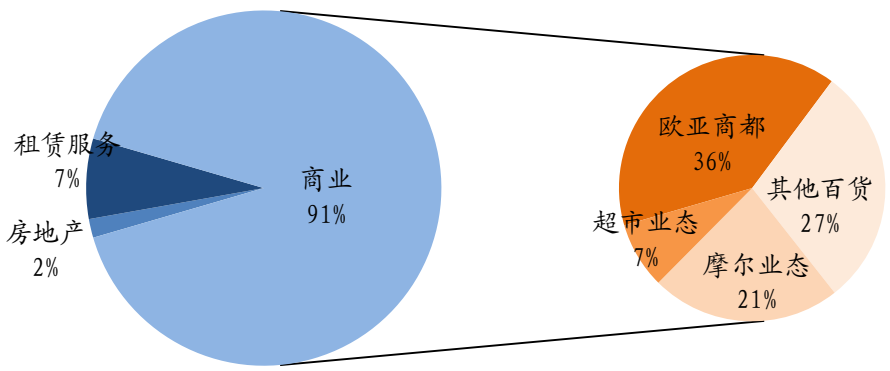
门店	开业时间	单位投资额（元/平米）	培育期
欧亚四平商贸	2007 年	767	第一年盈利
通化欧亚商都	2009 年	2,045	一年
辽源欧亚商贸城	2010 年	1,876	一年
白城欧亚购物中心	2010 年		一年
吉林欧亚商都江南店	2010 年		一年
吉林欧亚商都解放大路店	2011 年	5,112	第一年盈利
梅河口欧亚购物中心	2012 年	1,937	

备注：单位投资额包括土地成本
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 公司主营业务分析

公司主营商业，其中欧亚商都和欧亚卖场贡献 50%以上的收入，和 70%以上的盈利，而且未来仍将保持较快增长，是公司业绩的主要看点。

图 8 公司 2011 年主营业务收入构成



据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.1. 百货业态：扩建、新开齐头并进

截止 2012 年上半年，公司拥有百货门店 16 家，建筑面积合计 149 万平米，自有物业高达 98%。公司百货门店 7 家布局长春，吉林省长春以外布局 7 家，省外沈阳和济南各有一家门店。以上门店中 6 家有扩建计划，除此之外，在吉林市和松原市各有一个在建商业项目，随着以上项目营业，公司将进一步巩固其在吉林省的市场地位。

另外，公司 2009 年收购济南大观园 51%股权，并与济南市国资委等共同开发济南欧亚大观商都项目，进入济南市场；公司还在 2011 年收购了郑百大，在内蒙的通辽和乌兰浩特都有在建商业项目，并正准备进入太原。总之，公司将重点在吉林省内进行加密布点，同时在省外寻找合适项目，稳步推进“中三星战略”。

表 4 公司旗下百货门店基本概况

门店名称	开业时间	建筑面积	物业	位置	备注
欧亚车百	1984 年	45,000	自有	长春	
欧亚商都	1993 年	170,000	自有	长春红旗街	
欧亚奥特莱斯	2009 年 8 月	40,000	自有	长春	原欧亚益民（2005 年）
欧亚新发	2005 年	43,000	自有	长春	
欧亚星河湾商厦	2006 年	21,741	自有	长春	
欧亚沈阳联营	2007 年收购	98,000	自有	辽宁沈阳	收购金额 3.99 亿元，投资 1.5 亿元建设三期
欧亚四平商贸	2007 年	45,000	自有	四平市	
欧亚农安商贸	2007 年	13,000	自有	长春农安县	
通化欧亚商都	2009 年	64,000	自有	通化市	
欧亚春城购物中心	2009 年	30,000	自有	长春	
欧亚大观园	2009 年	35,000	租赁	山东济南	
辽源欧亚商贸城	2010 年	79,740	自有	辽源市	
白城欧亚购物中心	2010 年	38,200	自有	白城市	
吉林欧亚商都江南店	2010 年 4 月	30,000	自有	吉林市	长春欧亚商都姊妹店
吉林欧亚解放大路店	2011 年 4 月	50,000	自有	吉林市	原百联购物中心
梅河口欧亚购物中心	2012 年 4 月	85,542	自有	通化梅河口市	

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 5 公司储备项目与扩建计划

门店名称	开业时间	建筑面积	物业	位置	备注
长春欧亚商都 4 期扩建	2014 年 E	200,000	自建	长春市	总投资 5.7 亿
长春欧亚卖场 4 期扩建	2015 年 E	700,000	自建	长春市	含商业、住宅和写字楼
通化欧亚商都二、三期扩建		94,000	自建	通化市	二期：商场加盖 3 层，三期：商务酒店
白城购物中心二期扩建			自建	白城市	加盖 3 层
吉林解放大路店二期扩建			自建	吉林市	加盖 3 层
吉林欧亚购物中心		33,122	购买	吉林市解放东路	房屋购买价 1.69 亿元
北京项目		6,245	购买	北京市华威南路	购买价格 1.1 亿元
郑州百货大楼	2011 年收购		收购	郑州市二七商圈	收购 33.08%股权，价格 1126 万元
五一百货大楼	协商中	100,000	收购	太原市柳巷商圈	欧亚集团与五一百货合作，总投资 30 亿元
松原欧亚购物中心	2013 年 E	65,000	自建	松原市坤茂大厦	总投资 3 亿元，其中公司投资 1.95 亿
通辽欧亚购物中心	2013 年 E	50,000	自建	内蒙古通辽市	
乌兰浩特项目			自建	内蒙古乌兰浩特市	
吉林欧亚城市商业综合体			自建	吉林市丰满开发区	净地价格 800 元/平米
济南欧亚大观商都		320,000	自建	济南市阳光新路	持股 51%，总投资 15 亿

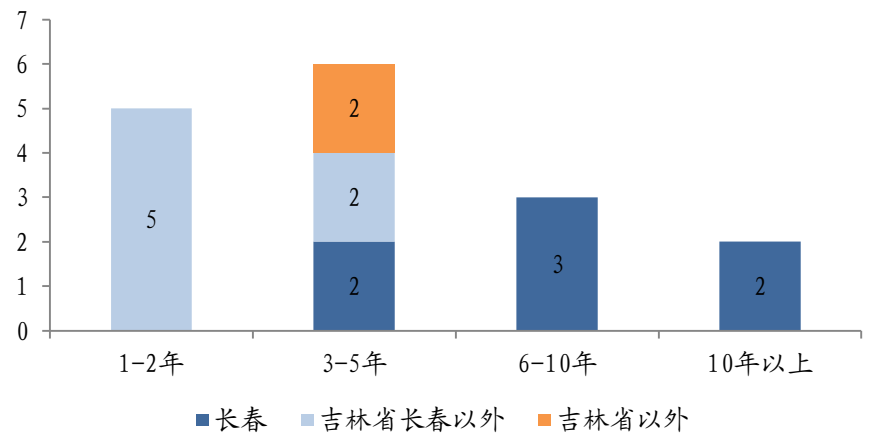
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司旗下门店众多，且有多个扩建和在建项目，但主要盈利来源仍是主力店——欧亚商都，而且未来几年仍是利润主要增长点。欧亚商都 1993 年开业，经过三次扩建和多次调整，经营面积达 17 万平米，定位中高档，2011 年实现销售收入 25 亿元，在全国单体百货销售额名列第四，东三省名列第一。由于欧亚商都仍处品牌提档调整

中，未来仍将保持较快增长。另外，欧亚商都四期 20 万平米正建设中，届时将打造长春欧亚城市综合体，引进高档品牌，继续提升欧亚商都的品牌定位。虽然卓展在东北三省高档百货市场具有较大的影响力，但欧亚商都依靠物业优势、品牌影响力，将会在高档百货市场分得一杯羹。欧亚商都四期的营业，将进一步提高公司在长春百货市场的龙头地位，这是我们未来所需重点关注的。

除欧亚商都外，公司门店的店龄较短，依靠其市场影响力，未来仍可保持较快增长。由于吉林省各地级市商业环境并不发达，公司百货业态在进行渠道下沉时，受当地商业竞争的阻力几乎没有。即便如此，吉林省除欧亚商都外，公司其他百货店收入只有 1 亿元左右，因此总体对盈利贡献不大。另外，沈阳联营三期扩建于 2011 年底完工，沈阳地铁 1 号线已与该门店地下一层超市相通，我们预计该门店经营会有所好转，但由于沈阳百货竞争非常激烈，所以即便扭亏为盈，盈利也非常有限。济南欧亚大观园至 2012 年底前由济南国资委负责管理，对盈利贡献也非常小。

图 9 公司百货门店店龄结构及区域分布



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 6 公司外埠门店营业收入和净利概况（单位：百万元）

门店名称	开业时间	营业收入	净利	
		2010 年	2010 年	2011 年
欧亚沈阳联营	2007 年	573	-5.29	-2.25
欧亚四平商贸	2007 年	149	1.80	2.49
通化欧亚商都	2009 年	126	8.36	10.35
辽源欧亚商贸城	2010 年			1.21*
白城欧亚购物中心	2010 年	37	-4.07	2.29
吉林欧亚商都江南店	2010 年 4 月	63	-1.36	0.26
吉林欧亚解放大路店	2011 年 4 月			2.42
梅河口欧亚购物中心	2012 年 4 月			-0.82
合计		948	-0.56	15.95

注：辽源欧亚商贸的净利为估计值
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2. 摩尔业态：内生调整，放慢扩建步伐

公司对欧亚卖场的定位是“卖场做大”。欧亚卖场于 2000 年开业，处于长春市西南部，一汽厂区附近。经过 10 多年的发展，公司共投入了 10.2 亿元，对卖场进行了共三期的建设。2009-2011 年，公司又对卖场进行了改造扩容使卖场总面积已达 60 万平米。欧亚卖场以巩固内生增长为主，其四期扩建项目 70 万平米暂不列入近期发展规划中。卖场业态分布为：负一楼、负二楼和三楼分布为建材和家居卖场，以租赁

形式经营，经营面积约 20 万平米；一楼和二楼分别经营服饰、珠宝、化妆品、家电和超市，其中前三种品类以联营为主，后两种品类以自营为主。2012 年 8 月，卖场将完成一楼服饰的品牌调整，明年公司将对二楼品牌进行调整。

表 7 欧亚卖场各期建设及投资总额（单位：百万元）

项目	建设时间	累计建筑面积	投资总额
卖场一期	2000 年-2001 年	36,000	45.43
卖场二期	2001 年-2002 年	193,000	95.94
卖场三期	2003 年-2009 年	560,000	480.76
卖场改造、升级、扩容	2009 年-2011 年	600,000	398.35
合计			1,020.47

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

欧亚卖场是公司盈利的第二来源点。2011 年欧亚卖场实现销售收入 14.6 亿元，占公司总收入的 21%；实现净利润为 7385 万元，公司持有欧亚卖场 39.66%的股权，因此贡献净利润为 2929 万元，占归属母公司所有者的净利的 18%。公司持有欧亚卖场 39.66%，此外亚商实业持有 20.69%，前进仓储持有 2.07%，其他自然人持有 37.58%(其中员工持股约 20%)。由于欧亚卖场近年来发展非常快，未来仍将保持较快增长，且欧亚卖场股权非常分散，我们判断其少数股东权益注入上市公司的可能性不大。

4.3. 超市业态：发展初现规模

公司超市的发展主要放在欧亚车百大楼子公司旗下，公司定位“车百做多”。公司于 2007 年开出第一家超市，截止 2011 年底达 20 家超市，其中长春 16 家、四平 2 家、通化 2 家。公司超市业务的平均单位坪效不到 4000 元/平米，处较低水平，盈利水平估计 3000 多万元。未来几年，公司计划每年新开 4-5 家超市。因此，在目前超市发展初现规模的情况下，公司超市业务未来将稳步增长。

表 8 公司超市门店简介及经营概况（单位：百万元）

门店名称	开业时间	经营面积	物业	位置	2010 年收入	2011 年 H 收入
万千缘超市	2007.01	2,837	租赁	长春市	17.72	11.19
湖西路	2007.09	1,000	自有	长春市	14.39	8.59
四平市红嘴店	2007.11	1,500	自有	四平市	4.24	2.07
吉顺店	2008.01	3,400	租赁	长春市	23.57	13.32
越野店	2008.07	7,000	租赁	长春市	43.76	26.37
前进店	2008.09	7,000	自有	长春市	34.09	20.95
普阳店	2008.12	2,670	自有	长春市	18.56	10.60
卫星路超市	2008.07	15,500	自有	长春市	90.66	71.73
长新路店	2009.03	2,200	自有	长春市	20.50	12.75
幸福街店	2009.09	2,620	租赁	长春市	10.86	7.15
临河街店	2009	5,000	自有	长春市	34.59	26.11
柳影路超市	2009.09	9,800	自有	长春市	43.89	31.02
西安广场店	2010.07	6,000	自有	长春市	19.05	22.54
红旗超市	2010	3,800	自有	长春市	11.10	15.96
四平欧亚九州商贸	2010.09	7,917	自有	四平市	13.91	14.27
二道江超市	2010.12	4,173	自有	通化		2.74
龙泉路超市	2011.01	3,577	自有	通化		2.34
小南街店	2011.01	4,000	自有	长春		8.05
站前店	2011.9	12,000	自有	长春		
苏州南街店	2011.10	5,000	自有	长春		
合计		106,994			401	308

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4.4. 房地产：商业项目附带发展

公司一些在建的商业项目附带住宅开发项目，如辽源欧亚商贸城、梅河口购物中心、济南大观商都均为城市综合体项目，有住宅开发项目。辽源欧亚商贸城项目已于2010年开始营业，附属辽源钻石名城2011年已确认收入1.19亿元，实现净利1380万元,2011年底尚存开发产品5338万元。我们预计辽源钻石名城尚未确认收入为0.83亿元，净利约903万元，折合EPS约0.058元，我们估计2012年将会确认此项业务。另外，梅河口购物中心已于2012年4月开出，其附属住宅项目仍处建设阶段，该项目预计可实现盈利5750万元。济南大观商都项目目前尚未开发。

表 9 公司房地产项目盈利预计（单位：百万元、元）

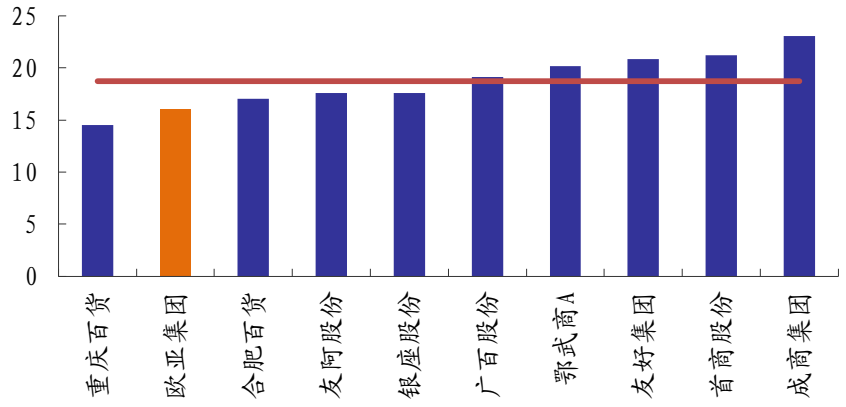
	建设期	建筑面积	单价	收入	总投资额	净利	增厚EPS
辽源钻石名城	已完工	80,701	2,500	202	1322	21.97	0.14
梅河口钻石名城	2012-2013年	120,744	3,000	362	200	57.50	0.36

注：辽源钻石名城在2011年已确认收入1.19亿元
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 公司财务分析：低毛利率、低净利率

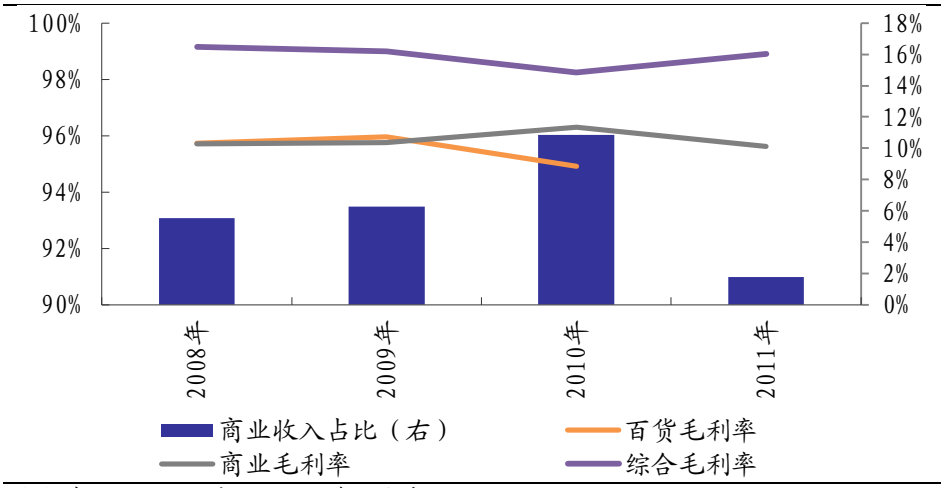
公司毛利率低于行业平均水平。公司虽然是吉林省商业龙头，但由于当地百货竞争以低折扣为主，商场常年处于打折状态，使得公司百货业态毛利率一直处在10%左右。近年来，随着公司摩尔业态和综超业态毛利率的提升，使得公司商业综合端毛利率得到提升。但相对租赁等高毛利的业态，公司商业销售占比逐年增加，使得公司综合端毛利率有所下滑。2011年，公司新增房地产业务，该业务毛利率为33.79%，使公司综合端毛利率上升至16.02%。但公司百货毛利率仍在10%左右。

图 10 商业区域龙头2011年毛利率对比（%）



数据来源：wind、安信证券研究中心

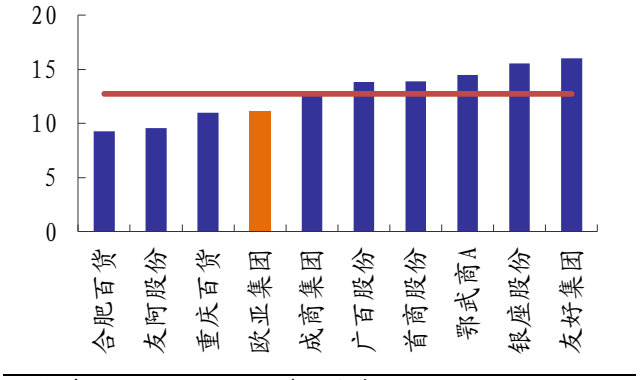
图 11 公司商业毛利率和综合毛利率



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

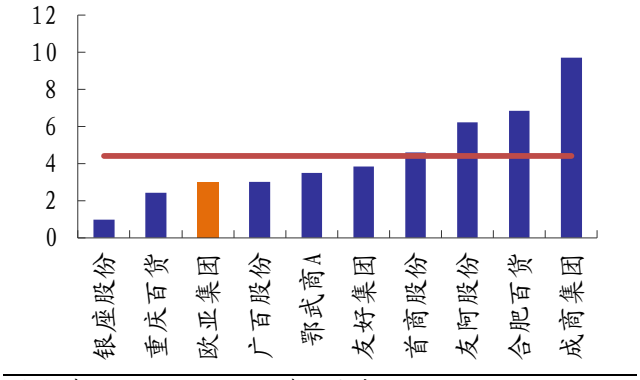
公司期间费用率处于行业内较低水平。公司期间费用率维持在 11%左右，2011 年公司的期间费用率为 11.1%。公司期间费用率处在较低水平主要得益于公司门店自有物业比重较高，且物业成本低，有效抵御了租金上涨带来的成本压力。综合来看，较低的费用率不足以弥补公司较低的毛利率，使得公司净利率近年来都维持在 3%较低水平。

图 12 商业区域龙头 2011 年期间费用率对比（%）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 13 商业区域龙头 2011 年净利率对比（%）



数据来源：wind、安信证券研究中心

6. 公司投资价值凸显

6.1. 重估价值

公司自有物业面积达 210 万平米多，占比高达 98%，其中 16 家百货、1 家卖场物业均为自有，20 家超市中有 16 家超市物业为自有。公司门店物业基本自有，给公司资产带来巨大的升值空间。我们假设欧亚商都、沈阳联营物业单位价格为 1.5 万/平米，其他商业物业价格为 2000、4000、6000 元/平米，则公司重估价值为 50 亿元，折合每股重估净值为 31.75 元。考虑公司在建项目和土地的重估，公司的重估价值将会更高。

表 10 公司自有物业重估价值

	城市	建筑面积 平方米	市场价格 元/平米	权益比例	重估价值 万元
车百大楼	长春市	45,000	6,000	100%	27,000
欧亚商都	长春市	170,000	15,000	100%	255,000
欧亚卖场	长春市	600,000	2,000	39.66%	47,592

奥特莱斯	长春市	40,000	6,000	100%	24,000
新发商厦	长春市	43,000	6,000	100%	25,800
星河湾商厦	长春市	21,741	6,000	50%	6,522
春城购物中心	长春市	30,000	6,000	100%	18,000
四平商贸	四平市	45,000	4,000	100%	18,000
农安商贸	农安县	13,000	2,000	100%	2,600
吉林都江南店	吉林市	30,000	10,000	100%	30,000
吉林解放大路店	吉林市	50,000	6,000	100%	30,000
吉林欧亚购物中心	吉林市	33,122	6,000	100%	19,873
通化购物中心	通化市	64,000	4,000	100%	25,600
梅河口欧亚购物中心	通化市	85,542	2,000	100%	17,108
白城购物中心	白城市	38,200	2,000	100%	7,640
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	15,000	100%	69,000
沈阳联营写字楼	沈阳市	52,000	15,000	100%	78,000
超市 12	长春市	73,970	4,000	100%	29,588
超市 2	四平市	9,417	2,000	100%	1,883
超市 2	通化市	7,750	2,000	100%	1,550
合计		1,577,482			750,705

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 11 公司重估价值计算

指标	金额（万元）
自有物业重估	750,705
账面净值	344,778
归属母公司所有者权益	99,149
公司价值重估	505,076
每股资产重估净值（元）	31.75

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

6.2. 管理层激励

公司 2011 年 4 月推出激励基金方案，为充分调动公司中高层人员的工作积极性和主动性，实现公司持续、稳定发展。公司计划在 2011-2014 年四年内，根据每年公司归属与母公司净利润的增长率，从利润增加额中提取一定比例发放给中高层人员，进行激励。我们分析认为公司激励基金的实施奠定了公司未来 3 年稳定增长的基调。2011 年，公司归属于母公司的净利润较上年增长 32%，公司根据激励计划提取了 1700 万的激励基金，提取后公司归属母公司净利润增长率为 22.6%。

表 12 公司激励基金概况

项目	概况
周期	2011-2014 年
对象	公司高级管理人员、二级单位班子成员及业务骨干
激励基金计提标准	20% < r ≤25%；X=30% 25% < r ≤30%；X=35% 30% < r；X=40%
基金使用	高管年度内购买本公司股票，其他对象以现金发放
会计处理	计提基金计入管理费用

注：r 表示本年归属母公司净利润较上年增长率；X 表示本年较上年归属母公司净利润增加额的提取比例

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

6.3. 高管增持

公司管理层自 2009 年以前就开始使用自有资金在二级市场上增持公司股票。截至 2012 年 7 月 6 日，公司管理层共耗资 2021 万元，持有公司 0.55%的股权，成交平均价为 23.08 元/股，略高于公司目前股价。公司管理层在二级市场增持公司股票凸显了管理层对公司未来发展前景的看好，同时也使公司管理层与股东在一定程度上的利益一致化。

表 13 公司高管近年来增持公司股票概况

	增持期间	累计持股数	成交均价	总成交金额（百万元）	占公司总股本比重
曹和平	2009 以前-2012	583,701	23.90	13.95	0.37%
曲慧霞	2009 以前-2012	92,338	22.27	2.06	0.06%
于惠舫	2009 以前-2012	68,570	19.04	1.31	0.04%
席汝珍	2009 以前-2012	31,547	22.23	0.70	0.02%
姜国臣	2009 以前-2011	28,937	17.83	0.52	0.02%
程秀茹	2009 以前-2012	24,592	22.76	0.56	0.02%
闫福录	2011-2012	22,920	24.46	0.56	0.01%
于志良	2011-2012	22,800	24.44	0.56	0.01%
合计		875,405	23.08	20.21	0.55%

数据来源：wind、安信证券研究中心

7. 盈利预测

综合以上分析，我们认为欧亚商都未来几年仍可保持 20%左右的增长，卖场增长 30%左右，并假设 2014 年欧亚商都四期建成营业，三年后保持较快增长仍可期待。其他门店增长对净利贡献有限。由于收入增长保持 20%以上，费用增长主要来自变动成本的上升，自有物业的折旧增长不大，因此我们预计净利增长快于收入增长。我们对公司的盈利预测关键假设为：

1、收入增长假设：

	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
营业收入	**33.10%**	**21.81%**	**21.94%**	**23.41%**
百货业态	23.10%	18.58%	16.77%	23.32%
摩尔业态	43.38%	30%	25%	20%
综超业态		50%	40%	30%
商业	26.11%	24%	22%	24%
租赁服务	144.87%	5%	5%	5%

2、毛利率假设：

	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
毛利率	**16.02%**	**16.49%**	**17.01%**	**17.08%**
百货业态		8.00%	8.00%	8.20%
摩尔业态		16.50%	16.20%	16.00%
综超业态		8.50%	8.50%	8.50%
商业	10.11%	10.68%	11.98%	12.77%
租赁服务	85.52%	100.00%	100.00%	100.00%

3、费用率假设：

	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
期间费用率	**11.1%**	**11.2%**	**11.3%**	**11.3%**
销售费用率	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
管理费用率	7.4%	7.4%	7.4%	7.5%

财务费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%

另外，我们估计公司在未来三年（2012 年-2014 年）将分别确认房地产收入 0.83 亿元、1.5 亿元和 2.12 亿元，贡献 EPS 为 0.06 元、0.15 元和 0.21 元。综上，在未计提管理层激励基金前，预计公司 2012 年-2014 年的净利润增长分别为 25.6%、26.4%和 30.6%，折合每股收益为 1.38、1.74 和 2.27 元。根据公司的激励计划，提取激励基金后，公司 2012 年-2014 年净利润分别为 2.07 亿元、2.62 亿元和 3.36 亿元，净利润增长率为 28.2%、26.2%和 28.5%，折合每股收益为 1.30、1.65 和 2.11 元。

8. 估值及投资建议

公司在吉林省商业占据稳固的龙头地位，现有门店还有很大的扩建和提升空间，且经营物业基本都是自有，同时考虑公司的自有物业的资产重估价值，我们认为公司应享有一定的估值溢价，给予 2013 年 16 倍 PE，对应的目标价为 27 元/股。因此，给予公司增持-A 的投资评级。

9. 风险提示

1）**长春门店毛利率进一步下降。**由于长春百货市场常年以商品折扣的形式进行竞争，导致公司毛利率已低于行业平均水平，在行业增速下滑的背景下，长春百货市场存在竞争手段进一步恶化的可能。

2）**吉林省内新开门店培育期延长。**由于吉林省其他城市经济欠发达，商业空间有限，未来公司在吉林省加密布点，不排除新开门店培育期延长的可能性。

3）**公司外延扩张速度低于预期。**由于我国商业区域割据现象突出，公司作为区域商业龙头，向省外扩张时，在物业、招商等方面相比省内扩张都具有更高的难度。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-7-26

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**5,227.9**	**6,958.4**	**8,475.9**	**10,335.2**	**12,754.9**
减: 营业成本	4,451.5	5,843.6	7,078.2	8,576.9	10,576.0
营业税费	32.0	56.2	59.6	72.7	89.7
销售费用	142.7	216.9	266.7	328.0	402.4
管理费用	357.2	518.2	639.0	786.1	991.6
财务费用	20.7	39.0	61.7	76.5	75.9
资产减值损失	2.9	1.6	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.1	-2.5	-	-	-
营业利润	**221.0**	**280.5**	**370.7**	**494.9**	**619.3**
加: 营业外净收支	3.6	-3.8	-	-	-
利润总额	**224.6**	**276.7**	**370.7**	**494.9**	**619.3**
减: 所得税	58.6	70.6	92.7	123.7	154.8
净利润	**131.9**	**161.7**	**207.3**	**261.7**	**336.2**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	180.0	729.9	730.4	976.0	1,043.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	37.2	74.7	57.8	85.0	109.6
应收票据	6.9	8.6	8.9	12.4	14.8
预付帐款	318.0	684.7	826.3	997.8	1,209.4
存货	362.4	530.4	592.7	731.6	915.9
其他流动资产	-	-	-0.5	-0.9	-1.3
可供出售金融资产	16.1	10.5	11.1	11.6	12.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	64.8	62.2	59.8	57.4	55.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,146.6	3,063.3	3,310.3	3,521.8	3,747.1
在建工程	454.0	594.2	616.4	660.7	576.4
无形资产	280.0	322.2	401.1	476.1	547.2
其他非流动资产	79.2	80.1	81.1	82.2	83.6
资产总额	**3,945.2**	**6,160.9**	**6,695.3**	**7,611.7**	**8,313.7**
短期债务	274.0	732.0	731.9	731.7	731.7
应付帐款	912.9	1,440.0	1,454.4	1,762.4	1,883.4
应付票据	348.0	433.4	484.8	587.5	579.5
其他流动负债	986.9	1,602.8	1,836.3	2,078.7	2,340.4
长期借款	200.0	180.0	650.0	650.0	650.0
其他非流动负债	31.7	18.1	0.6	-18.0	-42.2
负债总额	**2,757.0**	**4,833.0**	**5,158.1**	**5,792.3**	**6,142.9**
少数股东权益	**306.4**	**336.4**	**400.0**	**498.5**	**614.0**
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1
留存收益	722.6	832.4	978.1	1,161.8	1,397.7
股东权益	**1,188.1**	**1,327.9**	**1,537.2**	**1,819.4**	**2,170.8**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	166.0	206.1	207.3	261.7	336.2
加: 折旧和摊销	114.5	138.6	151.9	169.3	187.7
资产减值准备	2.9	1.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	21.4	40.8	61.7	76.5	75.9
投资收益	0.1	-2.5	-	-	-
少数股东损益	34.1	44.4	70.7	109.5	128.3
营运资金的变动	79.6	1,296.5	-332.6	292.4	-73.1
经营活动产生现金流量	**384.1**	**1,296.9**	**159.0**	**909.4**	**655.0**
投资活动产生现金流量	**-592.2**	**-1,498.2**	**-498.1**	**-498.2**	**-398.3**
融资活动产生现金流量	**67.6**	**751.2**	**346.6**	**-154.6**	**-176.2**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	33.6%	33.1%	21.8%	21.9%	23.4%
营业利润增长率	17.6%	26.9%	32.2%	33.5%	25.1%
净利润增长率	18.5%	22.6%	28.2%	26.2%	28.5%
EBITDA 增长率	22.6%	28.6%	27.5%	26.8%	19.2%
EBIT 增长率	18.4%	32.2%	35.3%	32.1%	21.7%
NOPLAT 增长率	17.3%	29.7%	37.8%	32.1%	21.7%
投资资本增长率	14.9%	35.4%	28.1%	6.5%	15.7%
净资产增长率	11.8%	11.8%	15.8%	18.4%	19.3%
利润率					
毛利率	14.9%	16.0%	16.5%	17.0%	17.1%
营业利润率	4.2%	4.0%	4.4%	4.8%	4.9%
净利润率	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
EBITDA/营业收入	6.8%	6.6%	6.9%	7.2%	6.9%
EBIT/营业收入	4.6%	4.6%	5.1%	5.5%	5.5%
运营效率					
固定资产周转天数	134	135	135	119	103
流动营业资本周转天数	-83	-83	-74	-59	-47
流动资产周转天数	59	76	90	87	86
应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
存货周转天数	21	23	24	23	23
总资产周转天数	252	261	273	249	225
投资资本周转天数	106	100	108	103	93
投资回报率					
ROE	14.0%	15.5%	18.1%	20.4%	21.4%
ROA	4.2%	3.3%	4.2%	4.9%	5.6%
ROIC	12.7%	14.3%	14.5%	15.0%	17.1%
费用率					
销售费用率	2.7%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%
管理费用率	6.8%	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%
财务费用率	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%
三费/营业收入	10.0%	11.1%	11.4%	11.5%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	69.9%	78.4%	77.0%	76.1%	73.9%
负债权益比	232.1%	364.0%	335.6%	318.4%	283.0%
流动比率	0.36	0.44	0.49	0.54	0.59
速动比率	0.21	0.32	0.36	0.40	0.43
利息保障倍数	11.70	8.19	7.01	7.47	9.16
分红指标					
DPS(元)	0.30	0.30	0.39	0.49	0.63
分红比率	36.2%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	1.4%	1.4%	1.8%	2.3%	3.0%
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.83	1.02	1.30	1.65	2.11
BVPS(元)	5.54	6.23	7.15	8.30	9.79
PE(X)	25.7	21.0	16.3	12.9	10.1
PB(X)	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2
P/FCF	410.4	207.0	66.6	44.0	-24.1
P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	13.5	12.0	8.7	6.9	6.1
CAGR(%)	30.8%	31.1%	18.3%	11.3%	-1.0%
PEG	0.8	0.7	0.9	1.1	-9.8
ROIC/WACC	1.3	1.3	1.4	1.7	1.8
REP	2.2	1.9	1.3	1.0	0.9

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

高级行业分析师。毕业于复旦大学，会计学硕士。7 年证券研究经历，2011 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张静声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A— 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034