

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 21.29元

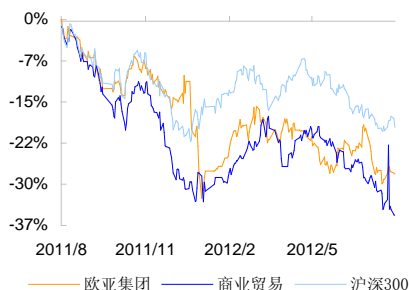
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2142.53
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	33
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	-9.90	-8.51	0.16
商业贸易	-6.23	-17.19	-12.52
沪深300指数	-3.97	-10.81	-7.17



相关报告

欧亚集团 - 一季更比一季好, 一年更比一年好 - 2011年度股东大会纪要 2012-05-31
 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

欧亚集团

600697

强烈推荐

对地产占比、毛利率、费用率、全年业绩等市场关注点的解析
— 2012年中报点评

上半年,公司主营业务收入实现41.95亿元,同比增长29.44%,归属净利润实现8,266万元,同比增长17.22%。本报告重点分析市场关注的公司地产业务占比、毛利率、财务费用、全年业绩增速等问题。

投资要点:

- **房地产收入、利润占比是否过高? 10%左右,合理:** 2012年上半年,公司地产结算7254万元,贡献净利润850万元,占归属净利润的10.3%。预计全年地产业务贡献净利润约2000万元,占比10%,与2011年持平。地产业务是公司核心竞争力的反映:因自建商圈、带动一方经济发展的能力得以低价获取土地;公司外埠门店多位于城市新区,商业+住宅的城市综合体模式有助于快速打造新商圈。
- **公司毛利率偏低? 低毛利有其客观原因,未来将上行。** 2012年上半年,公司商业主业的毛利率进一步下降了1.85个百分点,仅为8.16%。商业主业毛利率的下降主要是由于2季度公司进行了大规模、长时间的打折促销。上半年毛利率的下滑是暂时的,中长期来看,欧亚集团的毛利率呈上升态势:(1)欧亚商都下半年引进21个国际品牌,扣点率在10-16%,从不打折,毛利率反倒高于常年打折的国内品牌;(2)鉴于公司在外埠面临的竞争弱于长春市,外埠门店的毛利率反倒高于长春门店;而外埠收入占比在逐步上升;(3)提升毛利率已是未来工作的重点。
- **财务费用问题: 财务费用率有望维持在1%以下:** 上半年,公司资产负债率较年初降低0.3个百分点;财务费用率0.9%;公司债已发行完毕,资金可满足公司发展所需,在未来利率下行的大环境下,公司财务费用率有望维持在1%以下。
- **下半年业绩好于上半年:** 1)东北地区零售公司下半年的旺季效应更加显著; 2)两主力门店下半年有新增长点:欧亚商都引入21个国际品牌;欧亚卖场近3万平米体育休闲重装开业。
- **公司是兼具业绩高成长和确定性的最优质区域龙头之一:** 经济快速增长区域+内生增长强劲(提档升级&门店梯队完善)+外延扩张看不到天花板(两条路径:地级市复制+收购外省国企股权);近期股价调整(非基本面因素)带来买入良机,4季度估值将向2013年切换。2012-2014年EPS: 1.28、1.60、2.08元,给予2012年25倍PE,目标价32元,维持“强烈推荐”

风险提示: 1、经济疲软, 同店增速下降; 2、资本开支过快, 财务费用剧增

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6958	8803	11004	14085
收入同比(%)	33%	27%	25%	28%
归属母公司净利润	162	204	254	328
净利润同比(%)	23%	26%	24%	29%
毛利率(%)	16.0%	16.4%	16.5%	16.1%
ROE(%)	16.3%	17.8%	19.1%	20.9%
每股收益(元)	1.02	1.28	1.60	2.06
P/E	21.26	16.81	13.53	10.48
P/B	3.47	2.99	2.59	2.20
EV/EBITDA	8	7	5	4

资料来源: 中投证券研究所

一、房地产收入、利润占比是否过高？10%，合理水平

公司城市综合体项目的地产部分陆续结算，市场担心房地产收入、利润占比过高，业绩的“成色”不足。2011年，公司地产结算1.2亿元，对应净利润约1700万元，占归属净利润的10.5%；2012年上半年，公司地产结算7254万元，贡献净利润约850万元，具体情况为：

表 1 公司房地产收入、利润占比分析与预测（单位：万元）

时间	指标	辽源欧亚钻石名城	梅河口欧亚钻石名城	合计	营业收入占比	归属净利润占比
2011年	收入结算	11,907	—	11,907	1.71%	
	净利润	1,700	—	1,700		10.52%
2012年上半年	收入结算	3,500	3,500	7,254	1.73%	-
	净利润	554	296	850	-	10.28%
2012年全年	收入结算（预估）	8,250	8,250	16,500	1.87%	-
	净利润（预估）	1,307	697	2,004		9.85%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

目前，辽源欧亚钻石名城有6000-7000万元的预收款，预计下半年结算其中的75%左右，即4500万元；梅河口欧亚钻石名城的结算与辽源相当；即全年共结算地产业务收入1.6亿元，贡献净利润约2004万元，占归属净利润的9.85%。

我们预计，未来公司地产业务利润占比将在10%左右波动，属合理水平。**地产业务收入是公司核心竞争力的反映：**

- 1、公司凭借在业内最先树立的“自建商圈，带动一方经济发展”的口碑，成为各级地方政府招商青睐的对象，得以低成本获取土地，自建城市综合体快速扩张；
- 2、拥有房地产开发的资质和能力是零售商的优势，便于在非优势区域的政府招商中胜出；
- 3、公司的外埠门店多位于城市新区，以城市综合体的方式拓展有助于在短时间内集聚客群，做旺商圈；
- 4、以自建城市综合体的方式扩张使公司得已获取商业、地产两项收益和商业物业升值的隐含收益。

二、公司毛利率偏低？低毛利有其客观原因，未来将上行

长期以来，欧亚集团的毛利率远低于行业平均水平：其综合毛利率在13-16.5%，行业平均水平为19.5%；商业主业的毛利率仅8-11.5%，行业平均水平为16%。公司毛利率低的原因在于：

- (1) 东北地区的消费习惯使然，习惯于较低折扣购买商品；

(2) 竞争格局使然：为保持在吉林省一家独大的地位，频繁打折可强化消费者粘性，较低的毛利率则形成了一道天然壁垒，数次击退外来进入者，如大商、百盛；

(3) 公司家电销售收入占比约 25%，拉低了毛利率。

2012 年上半年，公司商业主业的毛利率进一步下降了 1.85 个百分点，仅为 8.16%。商业主业毛利率的下降主要是由于 2 季度公司进行了大规模、长时间的打折促销。我们认为，上半年毛利率的下滑是暂时的，中长期来看，欧亚集团的毛利率呈上升态势：

(1) 欧亚商都下半年引进 21 个国际品牌，扣点率在 10 - 16%，从不打折，毛利率反倒高于常年打折的国内品牌；

(2) 鉴于公司在外埠面临的竞争弱于长春市，外埠门店的毛利率反倒高于长春门店；而外埠收入占比在逐步上升；

(3) 提升毛利率已是未来工作的重点，主要通过提高代理层级，减少中间环节来完成。

三、费用问题：财务费用率有望维持在 1% 以下

1、 财务费用

2012 年上半年，公司资产负债率为 78.15%，较年初降低 0.3 个百分点；有息负债率 27.9%；财务费用率 0.9%；公司公司债已发行完毕，资金可满足公司发展所需，在未来利率下行的大环境下，公司财务费用率有望维持在 1% 以下。预计 2012 年全年财务费用约 8000 万元，财务费用率 0.93%。

2、 销售、管理费用

2012 年上半年，公司销售/管理费用率分别为 2.36%/7%，相比去年同期变化 -0.15/0.4 个百分点；细分来看，销售和管理费用中，职工薪酬/折旧费/租赁费同比增 37.7%/53.5%和 74.5%。未来，在职工薪酬、折旧费、租赁的拉动下，公司销售+管理费用率仍会有所上升，预计在 10% 左右达到稳态。

整体而言，期间费用率有望维持在 11%。

四、全年业绩：坐 20%，望 26%

下半年业绩好于上半年，全年业绩增速在 26% 左右：

- 1) 东北地区零售公司下半年的旺季效应更加明显（冬季服装单价高）；
- 2) 两主力门店下半年有新增长点：

— 欧亚卖场上半年有 2.8 万平方米左右的体育、休闲服装区域在提档装修改造，其中 1.6 万平方米已在 6 月 20 日开业，另外 1.2 万平方米将于 8 月开业，成为下半年的重要利润增长点；

— 欧亚商都 7 月初起，已陆续引入 21 个国际品牌，如 ARMANI COLLECTION、Coach、cerruti 1881、CK、MaxMara 等，国庆节前大部分开业，将成为旺季 11、12 月重要的增长点；

3) 根据激励基金计划的最低条款，利润提取前增速不低于 20%，由于基数效应，提取后增速在 26% 左右。

五、项目储备：下半年新增 1 家购物中心，2 家以上超市

1、上半年，公司新增一家百货门店：

● 4 月 28 日，梅河口欧亚购物中心开业，上半年净利润 - 45 万元；

2、上半年，辽源欧亚购物中心已实现盈利，沈阳欧亚联营仅亏损 4800 元。

3、储备项目 - 2012 年下半年开业

(1) 松原欧亚购物中心，6.5 万平方米（自有），预计 10·1 前后开业；

(2) 连锁超市 2 家以上：

— 永畅美城店 9,089 平米（自有）；

— 万通生活广场店 20,604 平米（自有）

3、储备项目 - 2013 年 及以后开业

内蒙古通辽项目、乌兰浩特项目；延吉珲春项目；吉林丰满开发区项目；欧亚商都 4 期、欧亚卖场 4 期、济南欧亚大观园项目等。

六、盈利预测与估值

公司是兼具业绩高成长和确定性的最优质区域龙头之一：经济快速增长区域+内生增长强劲（提档升级&门店梯队完善）+外延扩张看不到天花板（两条路径：地级市复制+收购外省国企股权）；近期股价调整（非基本面因素）带来买入良机，4 季度估值将向 2013 年切换。2012 - 2014 年 EPS: 1.28、1.60、2.08 元，给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 32 元，维持“强烈推荐”。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2028	1917	2416	3793
现金	730	800	1021	2000
应收账款	1	4	4	6
其他应收款	74	70	88	113
预付账款	685	441	551	709
存货	530	588	735	945
其他流动资产	9	13	17	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	6113	7246	9724
流动负债	4635	4368	5261	7425
短期借款	732	852	1000	2111
应付账款	606	809	1011	1300
其他流动负债	3297	2707	3250	4014
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	4582	5475	7639
少数股东权益	336	383	443	520
股本	159	159	159	159
资本公积	305	305	305	305
留存收益	528	684	865	1101
归属母公司股东权益	991	1148	1329	1565
负债和股东权益	6161	6113	7246	9724

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1297	312	1113	1509
净利润	206	251	313	406
折旧摊销	139	154	177	209
财务费用	39	84	157	239
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	886	-172	466	655
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	-24	-82	781
短期借款	458	120	148	1111
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	-144	-230	-331
现金净增加额	550	70	221	979

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6958	8803	11004	14085
营业成本	5844	7356	9192	11814
营业税金及附加	56	66	88	108
营业费用	217	291	354	408
管理费用	518	671	790	961
财务费用	39	84	157	239
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	334	421	553
营业外收入	24	5	6	7
营业外支出	27	4	4	4
利润总额	277	335	423	556
所得税	71	84	110	150
净利润	206	251	313	406
少数股东损益	44	47	59	78
归属母公司净利润	162	204	254	328
EBITDA	458	572	755	1000
EPS (元)	1.02	1.28	1.60	2.06

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	33.1%	26.5%	25.0%	28.0%
营业利润	26.9%	19.1%	26.1%	31.2%
归属于母公司净利润	22.6%	26.5%	24.2%	29.1%
获利能力				
毛利率	16.0%	16.4%	16.5%	16.1%
净利率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
ROE	16.3%	17.8%	19.1%	20.9%
ROIC	16.4%	18.6%	23.1%	25.2%
偿债能力				
资产负债率	78.4%	74.9%	75.6%	78.6%
净负债比率	18.87	22.52%	21.55	29.99%
流动比率	0.44	0.44	0.46	0.51
速动比率	0.32	0.30	0.32	0.38
营运能力				
总资产周转率	1.38	1.43	1.65	1.66
应收账款周转率	4497	3986	2778	2807
应付账款周转率	10.66	10.40	10.10	10.23
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.28	1.60	2.06
每股经营现金流(最新摊薄)	8.15	1.96	6.99	9.48
每股净资产(最新摊薄)	6.23	7.22	8.35	9.84
估值比率				
P/E	21.26	16.81	13.53	10.48
P/B	3.47	2.99	2.59	2.20
EV/EBITDA	8	7	5	4

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
2012-05-31	欧亚集团 - 一季更比一季好，一年更比一年好 —2011 年度股东大会纪要
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