



买入

19% ↑

目标价格: 人民币 25.32

600697.SS

原目标价格: 人民币 34.50

价格: 人民币 21.29

目标价格基础: 21 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

欧亚集团

快速扩张城市综合体

公司今年半年度主营业务收入实现 41.95 亿元, 同比增长 29.44%, 利润总额实现 1.41 亿元, 同比增长 17.24%, 净利润实现 8,265.67 万元, 同比增长 17.22%。折合每股收益 0.517 元。我们将目标价格下调至 25.32 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司稳健的按照既有战略推进在省内多业态组合的拓展。
- 90%以上的自有物业使得公司在未来能够保持较高的经营杠杆。
- 公司战略性选择省内二三线城市城市新区进驻, 通过开设大体量门店包括开始加快城市综合体扩张达到强势占领市场的目的。

评级面临的主要风险

- 资产负债率偏高以及持续扩张导致资金渴求对财务规划提出很高的要求。
- 出乎意料之外的是公司大举扩张综合体业态, 预期地产业务将成为公司收入和利润的重要贡献来源。我们对此造成的资金链紧绷有所担心。
- 新店扩张导致费用无法得到有效控制的风险。

估值

- 我们考虑到今年总体消费形势, 财务费用上升以及激励基金提取等因素影响, 小幅下调盈利预测, 2012-2014 年核心每股盈利预计为 1.206、1.540 和 2.022 元, 我们依据 21 倍 2012 年的市盈率, 将目标价由 34.50 元下调至 25.32 元, 维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15)	(10)	(8)	(27)
相对新华富时 A50 指数	(15)	(5)	2	(13)

发行股数(百万)	159
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	3,387
3 个月日均交易额(人民币 百万)	15
净负债比率(%) (2012E)	14
主要股东(%)	
长春汽车城商业总公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 14 日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币 百万)	5,228	6,958	8,660	10,738	12,999
变动(%)	34	33	24	24	27
净利润(人民币 百万)	132	162	192	245	321
完全摊薄每股收益(人民币)	0.829	1.016	1.204	1.538	2.021
变动(%)	20.5	27.3	19.7	27.7	37.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.264	1.621	2.143
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.243	1.570	2.035
调整幅度(%)	-	-	(3.7)	(2.5)	(1.0)
核心每股收益(人民币)	0.830	1.007	1.197	1.531	2.015
变动(%)	20.5	27.3	19.7	27.7	37.3
全面摊薄市盈率(倍)	25.6	21.1	17.7	13.8	10.5
核心市盈率(倍)	25.6	21.1	17.7	13.8	10.5
每股账面价值(人民币)	2.35	6.20	4.12	7.66	6.39
股价/账面价值(人民币)	9.0	3.4	5.2	2.8	3.3
净资产收益率(%)	14.3	10.6	8.9	5.8	3.4
每股股息(人民币 元)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
股息收益率(%)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售及百货

刘都

(8621) 2032 8511
du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

业绩基本符合预期，地产业务继续贡献利润

公司今年半年度主营业务收入实现 41.95 亿元，同比增长 29.44%，利润总额实现 1.41 亿元，同比增长 17.24%，净利润实现 8,265.67 万元，同比增长 17.22%。

我们看到公司主营业务中零售业务占比仍然高达 91% 但是同时公司租赁服务和地产业务均高速增长，分别实现收入 3.08 亿元（同比增长 129%）和 7250 万元左右。租赁服务业务的激增是因为 2011 年 4 季度正式并表的吉林欧亚商都解放大路店和辽源购物中心以及 4 月 28 日开业的梅河口欧亚购物中心。新开门店中很大部分面积由于新开培育期内租赁出去有关。由于次新门店不断成熟，公司将会自今年起增加联营和自营模式的比例，减少出租面积。所以我们认为公司租赁服务收入自今年起可能会出现下降，而联营自营收入会上升。

而本期地产业务结算主要和辽源购物中心有关。辽源购物中心的配套社区住宅，至 2011 年底结算比例约为 50%，销售收入 1.19 亿元，净利润 1,700 万元。而今年将结算剩余的 35%，预计实现销售收入 8,500 万元左右。同时今年梅河口购物中心也会结算约为 1 亿元的配套住宅。故 2012 年地产将实现销售收入 2 亿元以上。报告期通化欧亚置业有限公司实现净利润 250.58 万元，其中梅河口购物中心实现净利润-45.00 万元，梅河钻石名城项目实现净利润 295.58 万元。除了梅河口项目外，内蒙的通辽项目也是类似附带住宅地产性质的项目。

梅河口购物中心标志着公司对省内地级城市经营的辐射力、覆盖面和影响力不断增强。欧亚超市连锁按照年初确定的目标，积极稳步推进，我们预计年内欧亚超市新增 4-5 家。

公司加快省内城市综合体开发布局

作为公司倾力打造的另一大型城市综合体项目，琿春欧亚购物中心及钻石名城项目 5 月 29 日开工典礼召开，该项目位于吉林省琿春市站前街以北，文化路以东，位于琿春市的政治、文化中心。项目总占地面积 10 万平方米，总建筑面积近 20 万平方米，其中包括建筑面积约 6.5 万平方米的现代化大型购物中心，以及建筑面积约 12.5 万平方米的住宅。

2012 年 5 月 23 日吉林欧亚城市商业综合体开工，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。该综合体分为商业核心区、商务功能区、住宅区三大功能业态。吉林欧亚城市综合体项目计划五年内建成，项目建成后将成为吉林市的地标性建筑。

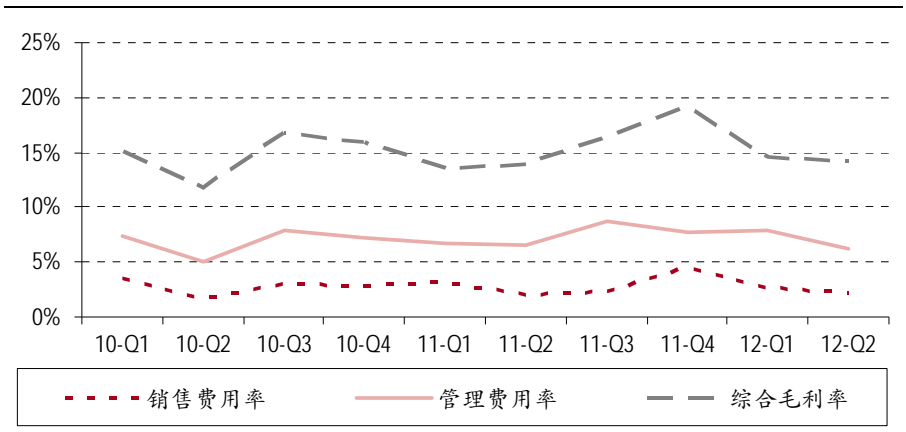
2012 年 4 月 19 日万豪地产与欧亚车百在长春国际会议中心正式签署合作协议，标志着近 6 万平的“欧亚东方购物广场”正式落子经开区。作为东方广场商圈的核心项目—万豪·东方广场项目总体建筑面积约 50 万平米，目前为经开区内最大的城市综合体，位于吉林大路与洋浦大街交汇处，东方广场的西南侧，紧邻经开区管委会。欧亚东方购物广场”正是“万豪东方广场”项目规划的大型购物中心所在，整个购物广场建筑面积近 6 万平方米，总投资将达到 5 亿元。

综合毛利率因租金和地产收入上升，费用率亦随快速扩张而攀升

虽然公司上半年综合毛利率虽然较去年同期上升了 0.7 个百分点至 14.5%，我们认为主要和毛利率较高的租金收入和地产占比上升有关，但是由于新店开业以及折扣促销影响，商业零售毛利率下降 1.8 个百分点至 8.16%。息税前利润率由 2011 年上半年的 4.1% 上升到 2012 年上半年的 4.3%，虽然公司营运费用率由去年同期的 9.1% 上升到今年同期的 9.4%，但是由于租金收入和地产收入的确认拉升了公司总体息税前利润率。且我们观察到公司明显对地产销售收入确认进行了调节，以保持销售收入增速和息税前利润增速基本持平。

公司当期管理费用较去年同期增长了 37.3%，原因是：随着公司经营规模扩大，人员不断增加，工资费用增加，同时我们看到公司激励基金方案的实施是自去年下半年开始，而去年上半年并无激励费用，故半年度人员费用是可比的。而辽源购物中心和吉林购物中心以及欧亚商都四期开始并表带来的资产折旧与摊销增加，我们看到折旧摊销费接近 3,000 万元。相对来说，销售费用同比增长 21.7%，销售费用率略有下降。

图表 1. 公司 2010-12 年各季度综合毛利率、营运费用率（销售费用率和管理费用率）



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 公司 2012 年半年度营运费用状况（百万元）

管理费用拆分	10 年上半年			11 年上半年			12 年上半年		
	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年
工资和福利	21.91	32.17	38.99	18.69	26.33	37.82	18.69	26.33	37.82
水电费	30.28	39.57	46.39	10.35	14.85	14.45	10.35	14.85	14.45
折旧及摊销费	41.93	54.04	82.96	5.58	4.86	10.64	5.58	4.86	10.64
房产税	9.38	12.35	15.64						
修理费	7.70	11.22	12.24	28.67	35.45	36.27	28.67	35.45	36.27
租赁费			22.63	63.29	81.50	99.19	63.29	81.50	99.19
其他	43.04	64.56	74.83	其他			其他		
合计	154.24	213.91	293.67	合计			合计		
占销售收入之比(%)	6.16	6.60	7.00	占销售收入之比(%)	2.53	2.51	2.36	占销售收入之比(%)	

资料来源：公司数据

观察资产负债表，半年度短期借款上升至 9.51 亿元而去年 5 月和 9 月分别发行各 2 亿元的短融券带来的财务费用较期初增长了 172.91%，公司第一期短期融资券已于本报告期到期支付，二期将于今年 3 季度到期支付。同时今年 3 月份公司发行的 4.7 亿元人民币，其票面利率为 7%。本期利息支出大幅增加了 2,900 万元。

小幅下调盈利预测和维持买入评级

公司精耕细作吉林本土市场以及周边强势辐射的蒙东区域市场，同时重资产模式的扩张虽然对资金挑战较高，但是也为公司能够有效抵御租金上涨压力、保持稳健的扩张奠定良好的基础。出乎意料之外的是公司大举扩张综合体业态，预期地产业务将成为公司收入和利润的重要贡献来源。

我们考虑到今年总体消费形势，财务费用上升以及激励基金提取等因素影响，小幅下调盈利预测，2012-2014年核心每股盈利预计为1.206、1.540和2.022元，我们依据21倍2012年的市盈率，小幅下调目标价至25.32元，维持**买入**评级。

图表 3. 公司 2012 年半年度业绩数据

(人民币, 百万)	11 年上半年	11 年下半年	12 年上半年	同比增长%	环比增长%
营业收入	3,241	3,717	4,195	29	13
营业税金及其他	(19)	(37)	(35)	84	(4)
净营业收入	3,222	3,680	4,160	29	13
营业成本	(2,795)	(3,048)	(3,589)	28	18
营业毛利	427	632	571	34	(94)
营运费用	(295)	(440)	(393)	33	(11)
息税前利润	131	192	178	36	(7)
非经常性损益	(1)	(5)	1	(165)	(111)
投资收益	(1)	(2)	(1)		(65)
净财务费用	(10)	(29)	(38)	273	30
税前利润	120	157	141	17	(10)
所得税	(30)	(40)	(35)	15	(13)
净利润	90	117	106	18	(9)
少数股东损益	(19)	(25)	(23)	21	(9)
归属于股东的净利润	71	91	83	17	(9)
扣非净利润	71	95	82	16	(13)
扣非每股盈利(元)	0.447	0.594	0.517	16	(13)
盈利能力 (%)					
综合毛利率	13.2	17.0	13.6		
息税前利润率	4.1	5.2	4.3		
净利润率	2.2	2.5	2.0		

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,228	6,958	8,660	10,738	12,999
销售成本	(4,452)	(5,844)	(7,349)	(9,108)	(11,037)
经营费用	(497)	(708)	(864)	(1,081)	(1,278)
息税折旧前利润	280	406	447	549	684
折旧及摊销	(35)	(83)	(68)	(86)	(112)
经营利润(息税前利润)	245	324	378	463	571
净利息收入/(费用)	(21)	(39)	(52)	(45)	(40)
其他收益/(损失)	1	(8)	1	1	1
税前利润	225	277	327	419	532
所得税	(59)	(71)	(81)	(109)	(136)
少数股东权益	(34)	(44)	(55)	(65)	(74)
净利润	132	162	192	245	321
核心净利润	132	160	192	245	322
每股收益(人民币)	0.829	1.016	1.204	1.538	2.021
核心每股收益(人民币)	0.830	1.007	1.197	1.531	2.015
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
收入增长(%)	34	33	24	24	21
息税前利润增长(%)	20	32	17	22	23
息税折旧前利润增长(%)	22	45	10	23	24
每股收益增长(%)	19	23	19	28	31
核心每股收益增长(%)	20	21	20	28	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	225	277	327	419	532
折旧与摊销	35	83	68	86	112
净利息费用	21	39	52	45	40
运营资本变动	131	698	290	782	488
税金	(59)	(71)	(81)	(109)	(136)
其他经营现金流	22	(40)	(2)	(4)	(20)
经营活动产生的现金流	374	987	655	1,219	1,017
购买固定资产净值	(613)	(1,124)	(273)	(348)	(137)
投资减少/增加	101	63	39	50	50
其他投资现金流	(45)	(152)	(7)	(24)	63
投资活动产生的现金流	(557)	(1,213)	(241)	(322)	(24)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	90	824	(137)	(70)	0
支付股息	(48)	(48)	(48)	(48)	(48)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	42	777	(185)	(118)	(48)
现金变动	(140)	550	229	779	945
期初现金	321	180	730	959	1,739
公司自由现金流	(181)	(223)	423	908	1,009
权益自由现金流	(113)	559	225	782	953

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	180	730	959	1,739	2,684
应收帐款	327	694	754	857	1,146
库存	362	530	631	804	960
其他流动资产	35	74	92	114	138
流动资产总计	905	2,028	2,436	3,513	4,928
固定资产	2,601	3,657	3,742	3,908	3,860
无形资产	354	396	427	457	487
其他长期资产	86	79	90	90	90
长期资产总计	3,041	4,133	4,259	4,455	4,437
总资产	3,945	6,161	6,695	7,968	9,365
应付帐款	2,251	3,503	3,976	5,057	6,105
短期债务	274	1,132	532	462	462
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	2,525	4,635	4,508	5,519	6,567
长期借款	200	180	643	643	643
其他长期负债	32	18	18	18	18
股本	159	159	159	159	159
储备	723	832	976	1,173	1,447
股东权益	882	991	1,135	1,332	1,606
少数股东权益	306	336	392	457	531
总负债及权益	3,945	6,161	6,695	7,968	9,365
每股帐面价值(人民币)	5.54	6.23	7.14	8.37	10.09
每股有形资产(人民币)	3.32	3.74	4.45	5.50	7.03
每股净负债(现金)	1.85	3.66	1.35	(3.98)	(9.92)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	5.4	5.8	5.2	5.1	5.3
息税前利润率	4.7	4.6	4.4	4.3	4.4
税前利润率	4.3	4.0	3.8	3.9	4.1
净利率(%)	2.5	2.3	2.2	2.3	2.5
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
利息覆盖倍数	11.2	7.6	6.3	8.3	10.1
净权益负债率(%)	24.8	43.8	14.1	净现金	净现金
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
估值(倍)					
市盈率	25.7	21.0	17.7	13.8	10.5
核心业务市盈率	25.6	21.1	17.7	13.8	10.5
目标价对应核心业务市盈率	30.5	25.1	21.0	16.4	12.5
市净率	3.8	3.4	3.0	2.5	2.1
价格/现金流	9.0	3.4	5.2	2.8	3.3
企业价值/息税折旧前利润	14.3	10.6	8.9	5.8	3.4
周转率					
存货周转天数	25.5	27.9	24.5	24.4	24.8
应收帐款周转天数	19.4	26.8	30.5	27.4	28.1
应付帐款周转天数	144.3	150.9	157.6	153.5	156.7
回报率(%)					
股息支付率	36.2	29.5	24.9	19.5	14.8
净资产收益率	15.7	17.3	18.0	19.8	21.9
资产收益率	4.9	4.8	4.4	4.7	4.9
已运用资本收益率	15.8	15.2	14.5	16.9	19.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371