东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 收入增长强劲 财务压力犹存

## ——欧亚集团（600697）2012 年中报点评

2012 年 8 月 15 日

推荐/维持

欧亚集团 | 财报点评


| 高坤 | 零售行业分析师 | 执业证书编号：S1480511110001 |
|---|---|---|
| | 010-66554016 | gaokun@dxzq.net.cn |


### 事件：

公司于8月15日公布了2012年中报：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8265.67万元，同比增长17.22%，每股收益0.52元，基本符合预期。

### 公司分季度财务指标

| 指标 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 | 12Q1 | 12Q2 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1612.48 | 1517.06 | 1724.03 | 1588.55 | 2128.81 | 1897.12 | 2298.20 |
| 增长率（%） | 33.07 | 31.94 | 27.25 | 43.01 | 32.02 | 25.05 | 33.30 |
| 毛利率（%） | 15.94 | 13.63 | 13.87 | 16.39 | 19.19 | 14.65 | 14.30 |
| 期间费用率（%） | 10.61 | 10.10 | 8.84 | 11.77 | 13.23 | 11.07 | 9.59 |
| 营业利润率（%） | 4.48 | 2.92 | 4.34 | 4.02 | 4.58 | 2.72 | 3.81 |
| 净利润（百万元） | 54.55 | 33.79 | 55.76 | 48.13 | 68.40 | 39.74 | 66.02 |
| 增长率（%） | 38.34 | 17.80 | 23.66 | 27.88 | 25.39 | 17.60 | 18.40 |
| 每股盈利（季度，元） | 0.284 | 0.157 | 0.286 | 0.236 | 0.341 | -0.840 | 0.340 |
| 资产负债率（%） | 69.88 | 69.94 | 69.96 | 72.47 | 78.45 | 78.79 | 78.15 |
| 净资产收益率（%） | 4.59 | 2.77 | 4.43 | 3.83 | 5.15 | 2.91 | 4.69 |
| 总资产收益率（%） | 1.38 | 0.83 | 1.33 | 1.05 | 1.11 | 0.62 | 1.02 |

### 评论：

**积极因素：**

- **全业态、区位优势共铸逆市上扬。公司上半年收入同比增长29.44%，远高于全国零售行业平均水平，主要得益于全业态的互补性覆盖和东北相对屏蔽的经济区位，**以车百超市为刚需代表，同时有中端定位的卖场、新发、益民以及高端定位的商都，消费维度较为广泛；另一方面马太效应强化下的规模竞争力也在提升。其中一季度实现25%的收入增长，二季度单季更是将这一优势扩大到33.3%的高位。**从增量因素看，**2012年上半年公司全业态外延步伐稳步推进：梅河口欧亚购物中心开业于4月28日试营业（上半年净利润-45.00万），是公司继辽源钻石城之后投资建设的第二个住宅配套项目，成为当地经营规模最大、经营品牌最全、经营档次最高、经营能力最强的品牌店；同时超市连锁稳步推进，上半年购买两处物业用以开发超市连锁。**但基于增量因素的有限性，成熟门店的强势同店和3年左右店龄占比较高的次新门店主导结构是促使整体收入强势增长的主因：**欧亚卖场今年以来的增长可谓一枝独秀（预计在20%以上），与其中高端全功能覆盖、多层次人群辐射和公司自身在品类、品牌规划上的不断动态调整均不无关系。此外，房地产项目实现收入7254万元，部分由钻石名城项目8万平住宅去年剩余结算构成，该项目2011

年已确认收入1.19亿元，剩余8300万元尚未确实，实现净利1380万元，今年上半年实现净利润295.58万元。

- **激励辅佐费用优化。**公司是目前为数不多的国资背景管理层激励案例，规模先行、内涵兼顾的整体战略奠定了市值成长的基石，而激励则巩固这一基础的重要辅佐。管理层目前所获得的奖励基金大部分都完成了增持，从根源上解决了零售企业激励缺乏或滞后的弊端，为公司未来几年业绩的稳步增长和股价的安全边际均奠定了坚实的基础。**公司上半年7%的管理费率虽然较去年同期上升0.4个百分点，但较今年一季度环比仍下降近一个百分点。**管理费中的薪酬提升30.6%，与收入增速基本一致；折旧费增长54%是引致管理费用超出收入增长8个百分点的主要原因，主要系通化购物中心和白城购物中心的在建工程转固所致；2.36%的销售费率较去年同期略降，同样优于一季度，销售费用中的工资项同比增长45.8%、促销费用增长三倍，两大因素有望在高基数、流动性回落和行业景气度微幅上升的下半年得到一定缓解。

**消极因素：**

- **结构、促销引致主业毛利率逆向下行。**公司上半年综合毛利率14.46%，较去年同期提升0.7个百分点。但分业务看，商业主业毛利率下降1.85个百分点，一般品牌打折促销常态趋势对毛利率3个百分点左右的挫伤，但基于弱势环境下大牌打折促销的低参与度，以收入占比40%的欧亚商都为代表的高端化定位调整一定程度上弱化了这一趋势；此外收入占比在20%的欧亚卖场精品服饰今年的调整面积为5万左右，将一次引入400个品牌，主要涵盖国际二线、国内一线，该类品牌议价地位相对弱势，平均扣点水平在15-18%之间，也一定程度上拉低了整体毛利水平。而综合毛利率企稳的主要推动力还是高毛利率租赁业务占比的提高（上半年接近8%）和高毛利率房地产业务的增量起到双重推动作用。

- **自建化、大型化导向下的财务压力高企。公司储备项目大型化、自建化趋势下对于资金杠杆的要求较高，目前的资产负债率为78.15%，高于可比区域型公司平均水平。2亿短融（利率5.25%）、7年期4.7亿公司债（利率7%），共同使得上半年利息支出较去年同期增长4倍至4180万。**公司目前已经把资产负债率作为重要的经营指标之一，目前每年可用的资金在5个亿左右，自然年度切换引致的弹性空间在7个亿左右，尚可以支撑现有储备项目的运转，但考虑到财务费用的压力，大型储备项目的开发进度将在不影响集团总体规划的前提下，保证12年20%的业绩增长目标。

**业务展望：**

**综合化转型的双刃剑。无论是从01年欧亚卖场的初步试水，还是近两年来综合化项目的储备，公司无疑在担当百货综合化转型试验田的同时实现了自身综合化业态的华丽转型。**公司之前一直是以规模优先的战略为导向，结合近两年的外围环境，外延速度尤其是大型综合体的外延将适度调整、因时而动。从有利的一面看，目前各项成本的下行是投资自建的良好时机，也是间接外延收购的契机，但基于公司之前的实践，自建式外延的后期成本相对较小也是公司更倾向的拓展模式；从不利的方面看，弱势环境下自建项目的培育期延长，在形成业绩压力的同时强化了项目前期的财务费用压力。目前公司的吉林的九个地级市公司已经基本实现全覆盖，进一步的区域及业态布局将以集团往上发展（综合体、跨省），地级市往下延伸为主线。

**全业态杠杆蓄势待发。**与合百、重百类似的是，公司的毛利率水平依然处于百货板块可比公司的最低位，未来综合体配套业态的范围经济和规模效应将有助于这一弹性指标的回归并发挥其对收入的杠杆效应。在百货业态购物中心化转型的同时，**未来超市业态的巨大空间不仅仅局限于长春市内而是以通化、吉林为代表的百货先进、成熟地级市即下沉空间，以此为据点进行超市的多点突破，公司的超市发展战略及**

**空间可以从合百的超市发展路径略见一斑。无论是以家乐福、沃尔玛为代表的外资卖场，还是以华润为代表的内资标超来看，整个长春乃至吉林省的超市业态竞争远没有中西部的重庆、武汉等地激烈。在这一相对宽松的市场格局下，公司相对比较容易依托现有的品牌资源进行连锁化复制并获得较高的同店增长，公司未来超市的拓展将仍以自有物业为主，将与欧亚电器连锁形成一体，实现单体超市网点的扩容，今后的超市单店将在1万平米左右。**

**盈利预测与投资建议:**

欧亚强势的政府资源和多年的品牌积累无疑在区域范围内形成了综合体向上的核心壁垒，同时依托其极强的商圈再造能力，商都车百做多、卖场做大的刚性业态互补又为以地级市为据点的渠道向下提供了基石，而奖励基金的落定更是为公司未来的稳定增长锦上添花。我们预测公司2012-2013年的EPS 分别为1.26元、1.61元，对应PE分别为17倍和13倍。综合考虑到公司自有物业带来的较高安全边际，给予12年20倍的PE，对于6个月目标价25.2元，距当前价格仍有17%的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

**风险提示:**

1、综合体外延扩张带来的地价上涨、违约、选址等经营风险。

2、万象城等外来企业蜂拥进驻公司所处区域市场，使公司面临一定的竞争风险。

**表 2：投资组合盈利预测和估值**

| 万元 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 5,227.95 | 6,958.45 | 8,628.47 | 10,699.31 | 13,427.63 |
| (+/-)% | 33.58 | 33.10 | 24.00 | 24.3 | 25.50 |
| 经营利润（EBITDA） | 356.15 | 458.08 | 711.15 | 825.33 | 977.31 |
| (+/-)% | 22.62 | 28.62 | 55.25 | 16.05 | 18.41 |
| 净利润 | 131.91 | 161.66 | 201.16 | 261.72 | 338.37 |
| (+/-)% | 18.54 | 22.55 | 22.11 | 24.26 | 24.51 |
| 每股净收益（元） | 0.83 | 1.02 | 1.26 | 1.61 | 2.09 |

*资料来源：东兴证券*

## 分析师简介

**高坤**

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

东兴证券

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券