

主力店调整后，公司将恢复较快增长

评级: **增持-A**

上次评级: 增持-A

目标价格: **27.00 元**

期限: 12 个月 上次预测: 27.00 元

现价 (2012 年 10 月 19 日): 22.76 元

报告日期: **2012-10-22**

报告关键点:

- 收入增长短期因门店调整放缓
- 公司毛利率结构性提升

报告摘要:

事件: 欧亚集团公布2012年三季报, 1-9月实现营业收入60.71亿元, 同比增长25.70%; 归属于母公司的净利润1.29亿元, 同比增长19.71%; 前三季度EPS为0.81元。

季报点评:

- 三季度主力门店调整, 收入增速下降, 未来较快增长仍值得期待。公司第三季度收入同比增速为18%, 较去年同期增速下滑25%。第三季度公司收入放缓的主要原因是, 公司主力门店欧亚商都 (贡献公司收入的40%左右) 自今年5月份品类调整以来, 同店收入增长逐月下滑。
- 公司期间费用率略有提升。2012年前三季度, 公司期间费用率为11.08%, 较去年同期增加0.89%。其中, 财务费用率为1.06%, 较去年同期增加0.65%。另外, 公司第三季度由于毛利率结构性的大幅提升, 抵消了费用率的上升, 使得公司净利同比增长24.38%, 超过了收入18%的增长。

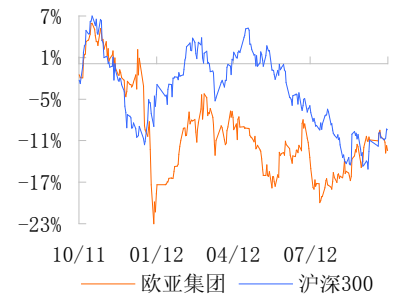
盈利预测与投资建议: 公司作为吉林商业龙头, 目前除欧亚商都由于提档调整短期内同店增速放缓, 欧亚卖场及吉林省内其他门店仍保持良好增长。我们看好欧亚商都在年内做完提档调整后同店增速的恢复, 以及由此带来的公司收入增速的提高。由于公司门店以自有物业为主, 不受行业租金上涨的影响, 折旧费用相对固定, 因此公司在收入增速恢复时, 净利增长具有更大的弹性。

我们维持公司之前的盈利预测, 在提取激励基金后, 公司2012年-2014年的净利增速分别为28.2%、26.2%和28.5%, EPS为1.30、1.65和2.11元。维持公司增持-A的投资评级, 目标价27元。

风险提示: 省外门店扩张导致资本开支大幅增加。

总市值(百万元)	3,620.84
流通市值(百万元)	3,531.35
总股本(百万股)	159.09
流通股本(百万股)	155.16
12个月最低/最高	20.12/28.60 元
十大流通股东(%)	51.32%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.96)	4.94	(3.07)
绝对收益	1.88	1.15	(12.77)

张静

021-68763865
执业证书编号

高级行业分析师

zhangjing5@essence.com.cn
S1450511100001

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

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%	17.2%
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%

前期研究成果

欧亚集团: 强势区域龙头, 内生增长仍然强劲

2012-08-15

欧亚集团: 坚持自建和收购扩张的吉林商业龙头

2012-07-30

1. 主力门店调整，三季度公司收入增速下滑

2012年初至今，公司新开1家购物中心，2家超市。其中，在三季度新开业的欧亚超市万通广场店，是公司首个商超，该门店将集合超市、家电、餐饮、商业街、儿童娱乐等多业态，区别于传统超市。

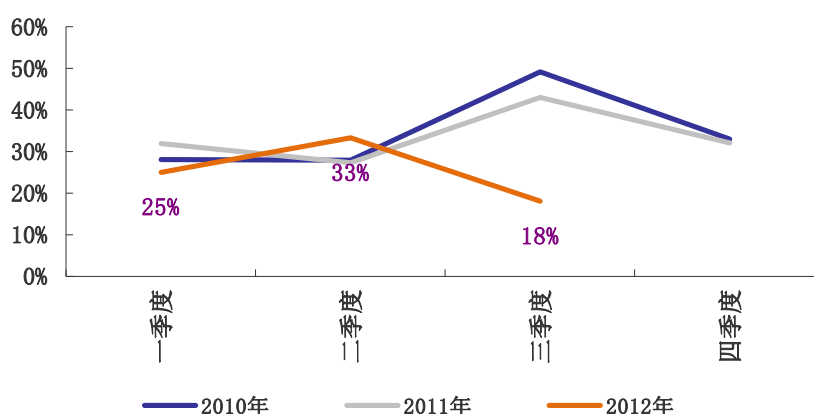
表 1 2012 年初至今公司新开门店

门店名称	开业时间	面积	物业	备注
梅河口欧亚购物中心	2012.4	85,542	自有	投资3亿元自建,包含房地产项目
欧亚超市万通广场店	2012.9	20,604	自有	首个综合商超
欧亚超市长沈路店	2012.10	9,089	自有	近欧亚卖场

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2012年前三季度，公司收入累计增长25.7%，其中第三季度收入同比增长18%，较去年同期增速下滑25%。第三季度公司收入放缓的主要原因是，公司主力门店欧亚商都（贡献公司收入的40%左右）自5月份品类调整以来，同店收入增长逐月下滑。

图 1 公司收入增速对比（单季度）

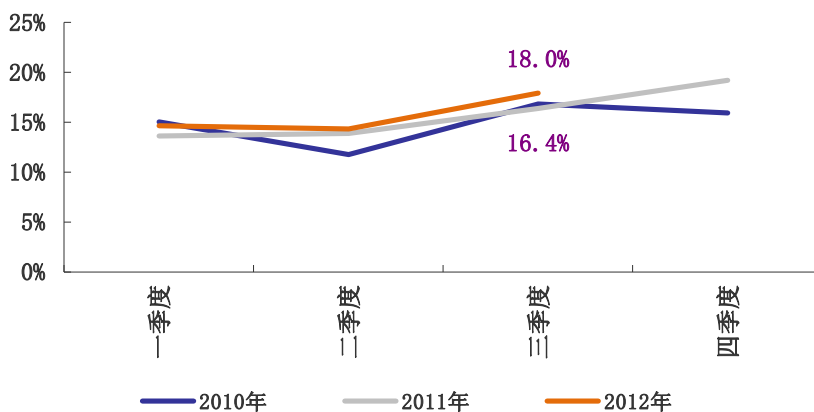


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 公司期间费用率略有提升

收入结构变化，使公司毛利率提升。2012年前三季度公司毛利率为15.54%；第三季度毛利率为17.95%，较去年同期增长1.56%。第三季度公司商业收入增速放缓，使得公司高毛利的房地产业务和租赁业务在收入比重提升，导致公司毛利率的提高。

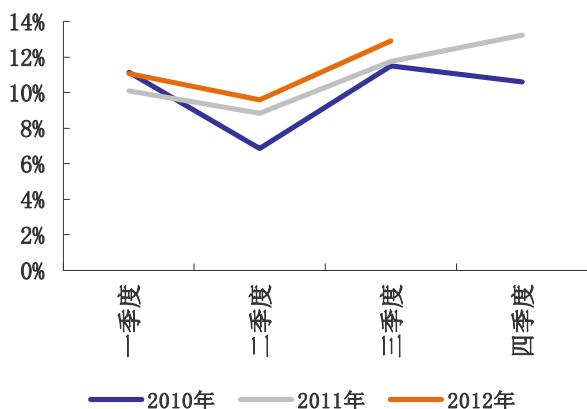
图 2 公司毛利率对比（单季度）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

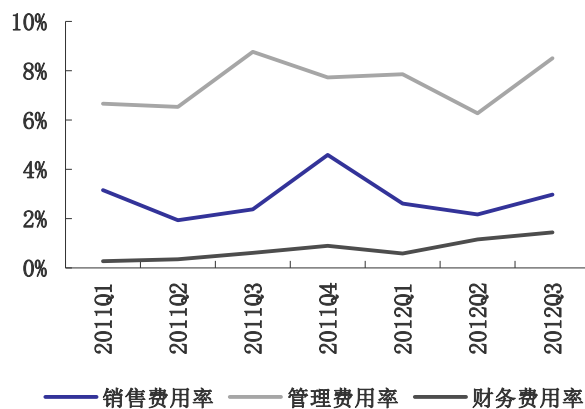
公司期间费用率略有提升。2012 年前三季度，公司期间费用率为 11.08%，较去年同期增加 0.89%。其中，财务费用率为 1.06%，较去年同期增加 0.65%。公司今年以来分别新增 2 亿元的长期借款和 4.7 亿元的公司债，同时公司的短期借款也较期初增加了 56.69%。

图 3 公司期间费用率对比（单季度）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

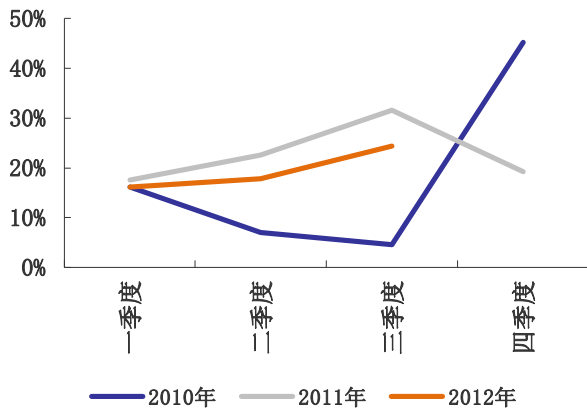
图 4 公司各项期间费用率（单季度）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

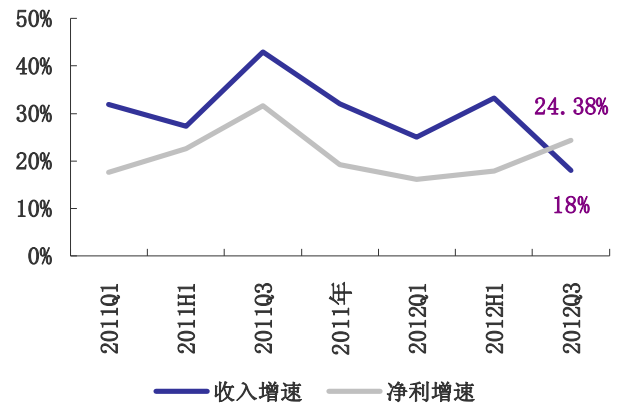
公司期间费用率的提升，侵蚀公司净利。公司期间费用的增长速度快于收入增长，使得公司净利增速持续低于收入的增长。2012 年前三季度，公司净利润同比增长 19.71%，较去年同期增速降低 4.59%。另外，公司第三季度由于毛利率结构性的大幅提升，抵消了费用对利润的侵蚀，使得公司净利同比增长 24.38%，超过了收入 18% 的增长。

图 5 公司净利增速对比 (单季度)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 6 公司收入与净利增速对比 (单季度)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

3. 盈利预测及投资建议

公司作为吉林商业龙头, 目前除欧亚商都由于提档调整同店增速放缓, 欧亚卖场及吉林省内其他门店仍保持良好增长。我们看好欧亚商都在年内做完提档调整后同店增速的快速恢复, 以及由此带来的公司收入增速的提高。由于公司门店以自有物业为主, 基本不受行业租金上涨的影响, 折旧费用相对固定, 因此公司在收入增速恢复时, 净利增长具有更大的弹性。

我们维持公司之前的盈利预测, 在提取激励基金后, 公司 2012-2014 年的净利增速分别为 28.2%、26.2%和 28.5%, EPS 为 1.30、1.65 和 2.11 元。维持公司增持-A 的投资评级, 目标价 27 元。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2012-10-20		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性	
营业收入	5,227.9	6,958.4	8,475.9	10,335.2	12,754.9	营业收入增长率	33.6%	33.1%	21.8%	21.9%	23.4%	
减: 营业成本	4,451.5	5,843.6	7,078.2	8,576.9	10,576.0	营业利润增长率	17.6%	26.9%	32.2%	33.5%	25.1%	
营业税费	32.0	56.2	59.6	72.7	89.7	净利润增长率	18.5%	22.6%	28.2%	26.2%	28.5%	
销售费用	142.7	216.9	266.7	328.0	402.4	EBITDA 增长率	22.6%	28.6%	27.5%	26.8%	19.2%	
管理费用	357.2	518.2	639.0	786.1	991.5	EBIT 增长率	18.4%	32.2%	35.3%	32.1%	21.7%	
财务费用	20.7	39.0	61.7	76.5	75.9	NOPLAT 增长率	17.3%	29.7%	37.8%	32.1%	21.7%	
资产减值损失	2.9	1.6	-	-	-	投资资本增长率	14.9%	35.4%	28.1%	6.5%	15.7%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.8%	11.8%	15.8%	18.4%	19.3%	
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	利润率						
加: 营业外净收支	3.6	-3.8	-	-	-	毛利率	14.9%	16.0%	16.5%	17.0%	17.1%	
利润总额	224.6	276.7	370.7	494.9	619.3	营业利润率	4.2%	4.0%	4.4%	4.8%	4.9%	
减: 所得税	58.6	70.6	92.7	123.7	154.8	净利润率	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	
净利润	131.9	161.7	207.3	261.7	336.2	EBITDA/营业收入	6.8%	6.6%	6.9%	7.2%	6.9%	
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	4.6%	4.6%	5.1%	5.5%	5.5%	
货币资金	180.0	729.9	730.4	976.0	1,043.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	134	135	135	119	103	
应收帐款	37.2	74.7	57.8	85.0	109.6	流动营业资本周转天数	-83	-83	-74	-59	-47	
应收票据	6.9	8.6	8.9	12.4	14.8	流动资产周转天数	59	76	90	87	86	
预付帐款	318.0	684.7	826.3	997.8	1,209.4	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0	
存货	362.4	530.4	592.7	731.6	915.9	存货周转天数	21	23	24	23	23	
其他流动资产	-	-	-0.5	-0.9	-1.3	总资产周转天数	252	261	273	249	225	
可供出售金融资产	16.1	10.5	11.1	11.6	12.2	投资资本周转天数	106	100	108	103	93	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	64.8	62.2	59.8	57.4	55.2	ROE	14.0%	15.5%	18.1%	20.4%	21.4%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	3.3%	4.2%	4.9%	5.6%	
固定资产	2,146.6	3,063.3	3,310.3	3,521.8	3,747.1	ROIC	12.7%	14.3%	14.5%	15.0%	17.2%	
在建工程	454.0	594.2	616.4	660.7	576.4	费用率						
无形资产	280.0	322.2	401.1	476.1	547.2	销售费用率	2.7%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	
其他非流动资产	79.2	80.1	81.1	82.2	83.6	管理费用率	6.8%	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	
资产总额	3,945.2	6,160.9	6,695.3	7,611.7	8,313.7	财务费用率	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	
短期债务	274.0	732.0	731.9	731.7	731.7	三费/营业收入	10.0%	11.1%	11.4%	11.5%	11.5%	
应付帐款	912.9	1,440.0	1,454.4	1,762.4	1,883.4	偿债能力						
应付票据	348.0	433.4	484.8	587.5	579.5	资产负债率	69.9%	78.4%	77.0%	76.1%	73.9%	
其他流动负债	986.9	1,602.8	1,836.3	2,078.7	2,340.4	负债权益比	232.1%	364.0%	335.6%	318.4%	283.0%	
长期借款	200.0	180.0	650.0	650.0	650.0	流动比率	0.36	0.44	0.49	0.54	0.59	
其他非流动负债	31.7	18.1	0.6	-18.0	-42.2	速动比率	0.21	0.32	0.36	0.40	0.43	
负债总额	2,757.0	4,833.0	5,158.1	5,792.3	6,142.9	利息保障倍数	11.70	8.19	7.01	7.47	9.16	
少数股东权益	306.4	336.4	400.0	498.5	614.0	分红指标						
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1	DPS(元)	0.30	0.30	0.39	0.49	0.63	
留存收益	722.6	832.4	978.1	1,161.8	1,397.7	分红比率	36.2%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	1,188.1	1,327.9	1,537.2	1,819.4	2,170.8	股息收益率	1.4%	1.4%	1.8%	2.3%	3.0%	
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	166.0	206.1	207.3	261.7	336.2	EPS(元)	0.83	1.02	1.30	1.65	2.11	
加: 折旧和摊销	114.5	138.6	151.9	169.3	187.7	BVPS(元)	5.54	6.23	7.15	8.30	9.79	
资产减值准备	2.9	1.6	-	-	-	PE(X)	25.7	21.0	16.3	12.9	10.1	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2	
财务费用	21.4	40.8	61.7	76.5	75.9	P/FCF	410.4	207.0	66.6	44.0	-24.1	
投资收益	0.1	-2.5	-	-	-	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	
少数股东损益	34.1	44.4	70.7	109.5	128.3	EV/EBITDA	13.5	12.0	8.7	6.9	6.1	
营运资金的变动	79.6	1,296.5	-332.6	292.4	-73.1	CAGR(%)	30.8%	31.1%	18.2%	11.3%	-1.0%	
经营活动产生现金流量	384.1	1,296.9	159.0	909.4	655.0	PEG	0.8	0.7	0.9	1.1	-9.8	
投资活动产生现金流量	-592.2	-1,498.2	-498.1	-498.2	-398.3	ROIC/WACC	1.3	1.3	1.4	1.7	1.8	
融资活动产生现金流量	67.6	751.2	346.6	-154.6	-176.2	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

张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律焯	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@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