

欧亚集团 (600697.SH)

百货零售行业

评级: 增持 维持评级

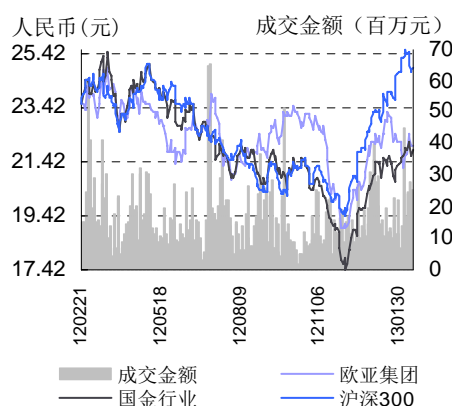
公司研究

市价(人民币): 22.01元  
目标(人民币): 28.60-31.78元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	155.16
总市值(百万元)	35.02
年内股价最高最低(元)	24.92/18.96
沪深300指数	2702.64
上证指数	2397.18



## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.829	1.016	1.255	1.589	2.093
每股净资产(元)	5.54	6.23	7.14	8.37	10.03
每股经营性现金流(元)	2.41	8.15	4.41	7.08	8.44
市盈率(倍)	30.63	26.23	16.78	13.25	10.06
行业优化市盈率(倍)	64.82	18.71	13.60	13.60	13.60
净利润增长率(%)	18.54%	22.55%	23.54%	26.57%	31.72%
净资产收益率(%)	14.96%	16.31%	17.59%	18.99%	20.87%
总股本(百万股)	159.09	159.09	159.09	159.09	159.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **东北区域龙头, 防御力优异:** 1. 吉林老牌零售龙头, 在长春市核心地段拥有6大主力百货门店及单体60万平米的欧亚卖场, 省内亦有7大百货店及23家超市, 省内垄断地位牢固, 且日益增强; 2. 受益中西部地区低基数高成长的经济现状、以及城镇化推进, 公司发展战略契合当前情势: 消费增量+消费升级; 3. “欧亚e购”上线, 积极应对电商冲击。
- **发展战略清晰, 物业战略与业态定位独到, 增长确定:** 1. 公司在早期就已制定了“大、中、小三星”发展战略, 以长春为基点, 进而拓展吉林、全国乃至国际市场; 2. 高达98%以上的低成本自有物业战略, 既牢固布局核心网点资源, 又锁定费用确保盈利; 3. 发展多业态城市综合体, 引领当地消费与提高收益效率并举; 4. 充足项目储备, 确保未来成长空间: 年前8大新项目公告以及其低成本持有物业的能力, 也向市场传达了公司未来大步发展的战略与信心。
- **公司治理优, 高管激励方案夯实增长确定性:** 1. 高管多次增持, 彰显对公司信心; 2. 良好分红传统, 公司上市以来现金分红以远超募集资金; 3. 股权激励方案, 夯实了业绩增长的确信性, 提高了管理层与二级市场利益的一致性。
- **盈利预测:**
  - 预计2012~2014年总营收85、105、129亿元, 营收总增长保持在22~25%, 净利润增长在23~32%呈逐年递增;
  - 2012年1-9月: 欧亚商都营收20亿/同比增4.53%(上半年装修影响)-预计全年增12%达29亿左右; 欧亚卖场营收12亿左右/同比增38%, 预计全年达17亿; 欧亚车百(集团)营收9亿同比增36%左右。
  - 短期盈利看商都, 未来增长看车百下属的外阜扩张。

## 投资建议

- 我们认为作为经济缓慢复苏下、区域垄断实力远超东部及全国平均水平的吉林省的零售龙头, 欧亚集团面临相对于国内其他区域较为温和的竞争环境, 龙头地位稳固而发展战略正确, 是未来增长空间与实力兼具的优质企业, 建议增持。

## 估值

- 我们给予公司未来6-12个月28.60-31.78元目标价位, 相当于18~20x13PE。

## 风险

- 国内经济超预期下滑以及公司新项目进展未达预期影响收益的风险。

赵海春 联系人  
(8621)60870938  
zhaohc@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

文瑶 分析师 SAC 执业编号: S1130511080001  
(8621)61038260  
wenyao@gjzq.com.cn

## 内容目录

东北区域龙头，防御力优异.....	4
垄断地位牢固，竞争相对温和.....	4
受益中西部地区低基数高成长的经济现状.....	6
受益城镇化推进.....	7
“欧亚 e 购”上线，积极应对电商冲击.....	8
发展战略清晰，物业战略与业态定位独到，增长确定.....	8
“大、中、小三星”发展战略清晰，规划长远.....	8
拥核心网点，以 98%以上的高自有物业率发展.....	9
“商都做精、卖场做大、车百做多”，多业态战略前瞻、独到.....	11
充足项目储备，确保未来成长空间.....	12
公司治理优，高管激励方案夯实增长确定性.....	13
董事长及高管持续增持本公司股票，彰显信心.....	13
公司上市以来，现金分红已远超募集资金.....	13
激励方案夯实业绩增长确定性.....	14
盈利预测：.....	14
短期盈利看商都：欧亚商都 12 年营收预计 29 亿，同比增 12%左右.....	14
长期增长看卖场与车百：卖场/车百 12 年 1-9 月营收同比增 38%/36%左右.....	15
预计 12~14 年 EPS1.255/1.589/2.093,营收与净利润增速 22~32%.....	17
财务分析：业态协同，物业收入伴随主业成长.....	18
估值与投资建议.....	19
附录：三张报表预测摘要.....	19

## 图表目录

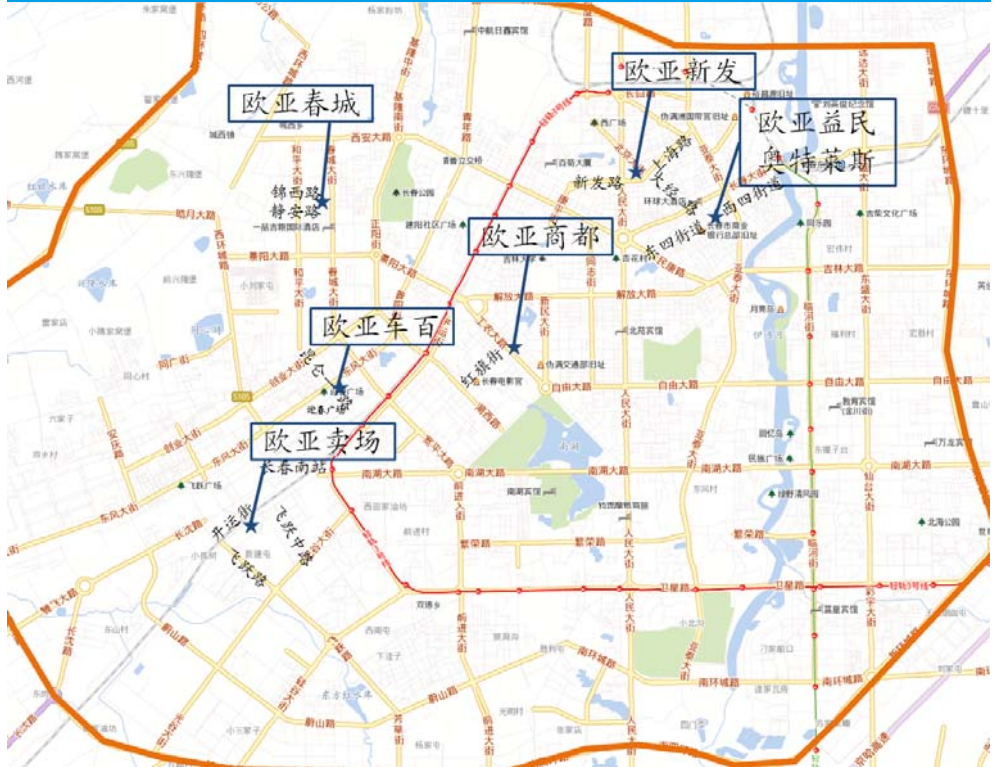
图表 1: 欧亚-长春市内的百货门店布局.....	4
图表 2: 长春 4 大传统核心商圈的对手百货门店 .....	5
图表 3: 欧亚-长春以外百货门店布局 .....	6
图表 4: 过去 10 年, 尤其是近 3 年, 长春市、吉林省 GDP 增速远超全国 .....	6
图表 5: 2010 年增速触底后, 吉林省社销增速排名正往 2008 年水平回归 .....	7
图表 6: 2012 年各计划单列市人均消费支出占人均可支配收入比例 .....	7
图表 7: 各省及北京、上海零售龙头 2012 年 3 季度业营收与增速对比.....	8
图表 8: 各地区零售龙头历年营收对比.....	8
图表 9: 各地区零售龙头历年营收同比增速对比 .....	8
图表 10: 欧亚集团在长春市内门店与物业面积 .....	9
图表 11: 欧亚集团在长春市外门店与自有物业面积.....	10
图表 12: 2008~2011A 扣非净利润 CAGR 3/2/1yr: 13.7 /17.91 /19.91 .....	10
图表 13: 2009~2012 Q3 单季扣非净利润 CAGR 3/2/1yr: 17.34 /21.53 /17.410	
图表 14: 欧亚集团总营收及净利润同比增速在 A 股 50 家百货超市企业的排名 .....	10
图表 15: 欧亚集团“商都做精、卖场做大、车百做多”的运营框架.....	11
图表 16: 2013 年春节黄金周零售额部分省市同比增幅.....	12
图表 17: 公司 2012 年底公告的 8 大新项目 .....	12
图表 18: 欧亚集团储备项目 .....	13
图表 19: 过去一年中公司董事长及高管持续增持本公司股票 .....	13
图表 20: 欧亚集团上市以来历年现金分红总额已远超募资总额.....	14
图表 21: 近 6 年商都、卖场、车百、其他营收及 2012 年预测.....	14
图表 22: 近 6 年商都、卖场、车百及其他营收拆分.....	15
图表 23: 近 6 年商都、卖场、车百及其他净利润拆分 .....	15
图表 24: 公司历年超市新开店数 .....	16
图表 25: 销售收入预测 (单位: 人民币百万元) .....	17
图表 26: 零售主业清晰, 营收占比仍有 90%以上 .....	18
图表 27: 自有物业伴随主业成长, 贡献毛利润占比近半.....	18
图表 28: 各地零售龙头 2012 年 3 季度运营利润及增速对比.....	18
图表 29: 近 6 年各地零售龙头运营利润对比 .....	19
图表 30: 近 6 年各地零售龙头运营利润增速对比 .....	19
图表 31: 欧亚集团 PE Band .....	19
图表 32: 欧亚集团 PB Band .....	19
图表 33: 欧亚集团 PS Band .....	19
图表 34: 欧亚集团 PCF Band.....	19

## 东北区域龙头，防御力优异

### 垄断地位牢固，竞争相对温和

- 欧亚集团在长春市内核心地段拥有 6 大主力百货门店及单体 60 万平米的欧亚卖场，省内亦有 7 大百货店及 23 家超市，垄断地位稳固。
- 欧亚在长春市内的门店覆盖大众消费（车百、新发）、中端消费（春城）、中高端消费（欧亚商都、益民奥莱）、一站式全购物消费（现有 60 万平米且仍在扩建中的欧亚卖场），占据核心商业网点（如欧亚商都的红旗街商圈），拥有垄断优势。

图表1: 欧亚-长春市内的百货门店布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- 长春市内有同业竞争，但相对缓和。例如，高端消费优秀的卓展亦地处长春四大商圈之一：人民广场-重庆路商圈，但在长春仅一家门店，且定位相对高端与欧亚除商都外的百货门店皆有错位。而与欧亚商都同处红旗街商圈的巴黎春天百货（面积远小于商都）、亚细亚百货、万达（强项在影院休闲）等皆不对其构成强势竞争力。

图表2: 长春4大传统核心商圈的对手百货门店

长春4大主力商圈的对手百货门店		开业时间	建筑面积	定位
重庆路 商圈	长春市百货大楼	1952年	60,000	中高档百货
	国贸中心商场	1991年	35,000	中高档百货
	卓展购物中心长春店	1999年	133,000	高档百货
	亚泰富苑购物中心	2003年	52,000	购物中心
	万达购物广场	2006年		购物中心
红旗街 商圈	亚细亚百货	1994年	22,000	中高档百货
	长春巴黎春天百货	2006年	50,000	中高档百货
	万达购物广场	2010年	317,500	购物中心
站前 商圈	长春国商站前店	1996年	50,000	中高档百货
	金座购物广场	2005年	60,000	中高档百货
桂林路 商圈	桂林商厦			大众百货
	小燕莎			大众百货
	依林小镇			大众百货
	长春国商友谊店(2店)	2002年	6,000	中高档百货

来源: 国金证券研究所

- 超市虽有沃尔玛、家乐福、大润发等，公司所面临的竞争稍重于百货；但外资超市在当地的经营并无优势（家乐福在当地的3家店已关闭了2家，余下的1家情况也不乐观），大润发虽经营优秀但在长春市内仅一家；而公司依托本地众多网点以及与一汽及本地企业的密切合作，并不受到严重竞争的局面。
- 欧亚集团在省内亦有7大百货门店及23家超市，是吉林省内网点最多的零售企业，垄断地位稳固。
- 欧亚集团在省内密集布点的同时，也在省外加快扩张；公司在辽宁、山东、河南、内蒙古自治区、海南、北京以及朝鲜拥有联营、子公司或部分股权及中外合资的既有或储备项目：沈阳联营、济南大观园（51%股权）、郑州百货大楼（33.08%股权）、乌兰浩特项目、海南万宁800平米超市、北京6245平米商业用房及欧星商贸。

图表3: 欧亚-长春以外百货门店布局



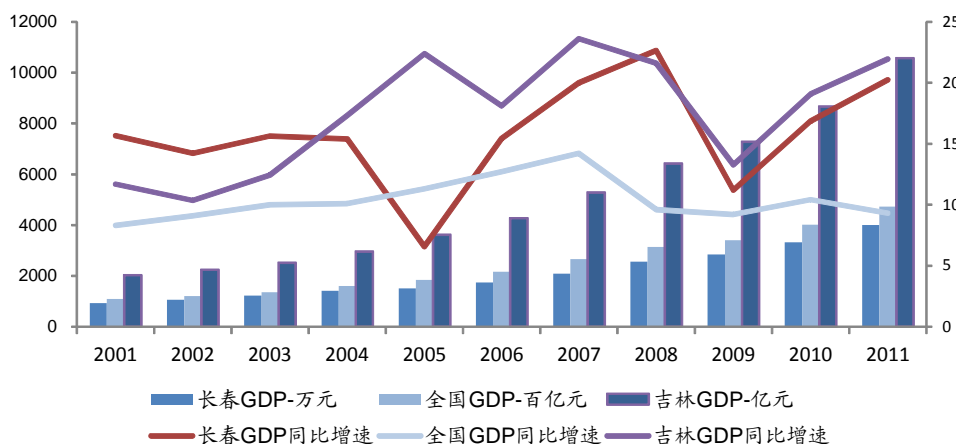
来源: 公司公告, 国金证券研究所  
蓝色为购物中心, 浅蓝底金边为住宅项目、橘色为储备项目、农安隶属于长春市-为农贸市场

注:

### 受益中西部地区低基数高成长的经济现状

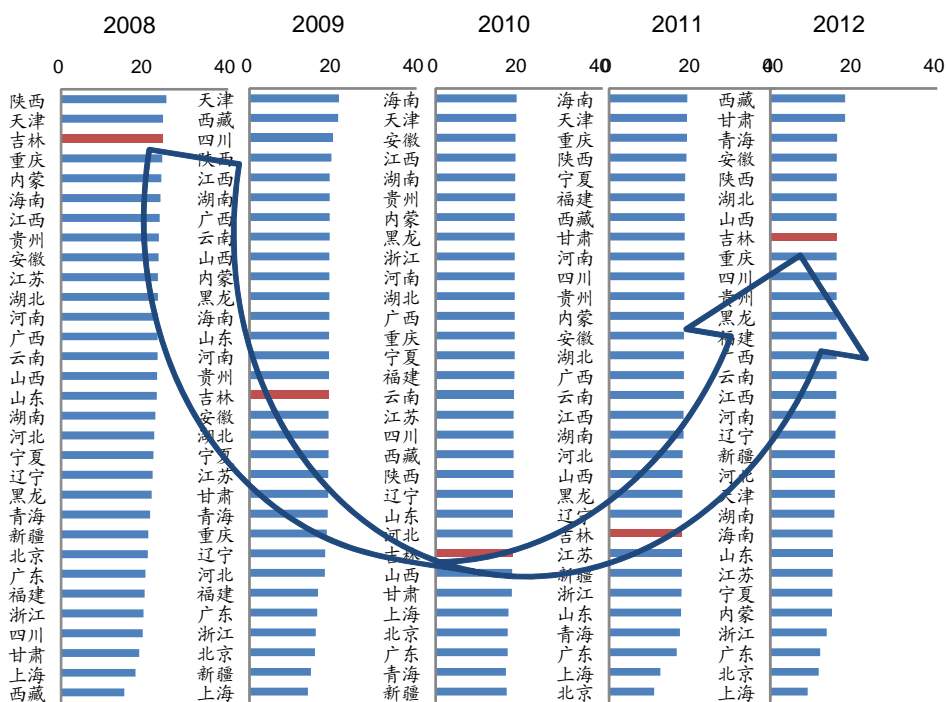
- 作为东北、经济不够发达地区的吉林省, 其社销总额自 1999 年到 2011 年, 虽已从 734 亿元增至 4116 亿元, 仍一直徘徊在全国省、自治区及直辖市的第 17、16 位, 与社销总额万亿级的江、浙、广、鲁等省份仍有较大差距; 而此低基数也给未来提供了更大的增长空间。
- 从下图可以看到, 长春市、吉林省的 GDP 增速远超全国增速; 从全国各省及直辖市 2008 年至今的社销同比增速排名情况可以看到, 低基数高增长的汽车工业省吉林的社销增速从 2010 年开始触底反弹, 正向 08 年水平回归。

图表4: 过去 10 年, 尤其是近 3 年, 长春市、吉林省 GDP 增速远超全国



来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: 2010年增速触底后, 吉林省社销增速排名正往2008年水平回归

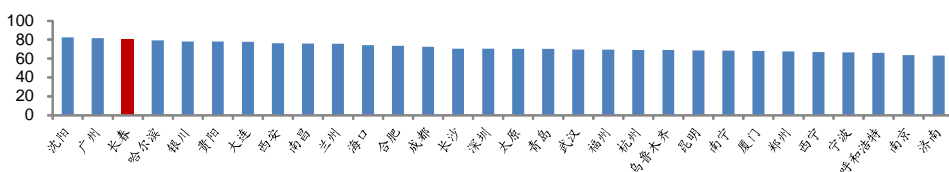


来源: Wind, 国金证券研究所

### 受益城镇化推进

- 十八大报告提出, 坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路, 而李克强副总理也多次撰文及在公开场合表示, 新型城镇化将会是中国未来经济发展的动力。而应对这一新形势, 欧亚集团的发展战略契合当前情势: 消费增量+消费升级。
  - 面对新一代进城务工人员正在将消费更多的留在城市所带来的消费增量, 欧亚集团大力开拓车百集团下属各外阜新店扩张, 在稳固现有消费市场的基础上为进一步在新增市场中保持高市占率打下坚实基础。欧亚商都、欧亚卖场及地县级市购物中心的扩建也为增量消费提供了基础。
  - 而应对伴随城镇化推进过程中消费结构的升级, 公司早已前瞻性地布局了多业态发展战略, 从社区超市、社区购物中心到一应俱全的一站式消费的世界第二大单体体量的欧亚卖场, 到高端精品的欧亚商都, 不但覆盖了本地各不同层次消费需求, 还可满足升级中的消费需求。商都的不断扩容、做精更是为提升档次与收益效率奠定了基础。
  - 此外, 东北人消费支出占可支配收入比例较高, 也使得吉林省零售业受益城镇化推进幅度会更大。从下图可以看到, 2012年全国各计划单列市中, 长春人均消费支出占其可支配收入比例仅次于沈阳和广州, 位列全国第三。

图表6: 2012年各计划单列市人均消费支出占人均可支配收入比例



来源: Wind, 国金证券研究所

“欧亚 e 购”上线，积极应对电商冲击

- 在线下多业态、多层次尽力覆盖所有零售消费需求的同时，“欧亚 e 购”于 2012 年 2 月内部试运营，并于 11 月正式投入运营。
  - 国内中西部、东北部地区遭遇电商冲击相对滞后，远没有沿海发达城市剧烈，而公司以敏锐的市场嗅觉，未雨绸缪、及时“触网”。2012 年 11 月 2 日，随着“欧亚 e 购”上线启动，标志了欧亚集团线上与线下渠道的全面协同互动的展开。
  - 网站日访问量最高达到 50 万，日最高交易 2000 单，现在已形成日均访问量在 25 万、日订单 800 单左右的规模。“欧亚 e 购”商品品种达 3 万余种，入驻品牌 2000 余个，7 个大类，400 余个细类。

发展战略清晰，物业战略与业态定位独到，增长确定

“大、中、小三星”发展战略清晰，规划长远

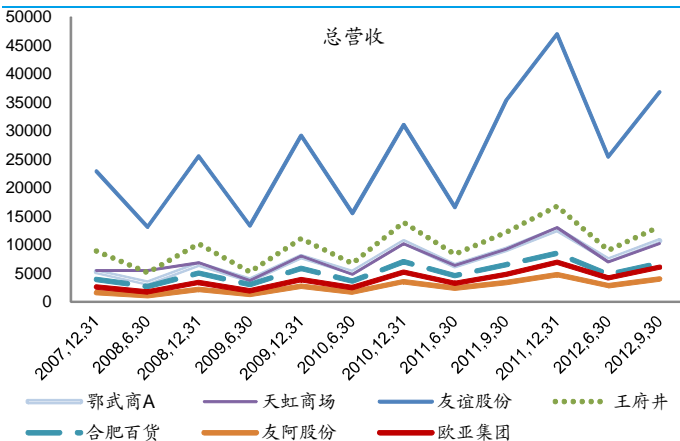
- 公司在创业早期就已制定了“三星”战略：“小三星”规划以长春为基点强力布局核心商业区点，“中三星”规划以吉林为根基辐射全国，“大三星”规划以国内市场为基础进军东南亚乃至国际市场。
- 正是基于明晰的战略目标，即使在消费力在全国相对较弱的吉林省，欧亚建立了前瞻而宏大的超大体量综合性欧亚大卖场，并在本地区迅速成长为基本无劲敌的零售龙头，并使公司业绩在全国同行中表现出色。
- 从下图可以看到，与经济发达的广东、上海、北京、湖北以及中部的安徽与湖南省的零售龙头相比，欧亚集团虽然基数低，但增长快速，且在 2012 年 3 季度全国零售业普遍低迷大环境下依然表现靓丽。

图表7：各省及北京、上海零售龙头 2012 年 3 季度营收与增速对比

总营收	天虹商场	友谊股份	王府井	鄂武商A	合肥百货	友阿股份	欧亚集团
2012,9,30	10232.87	36840.25	13222.40	10734.70	6770.33	4032.56	6070.71
排名	8	1	5	7	14	23	15
YoY%	10.62	4.36	8.51	16.75	3.59	17.48	25.70
排名	21	31	22	13	34	9	6

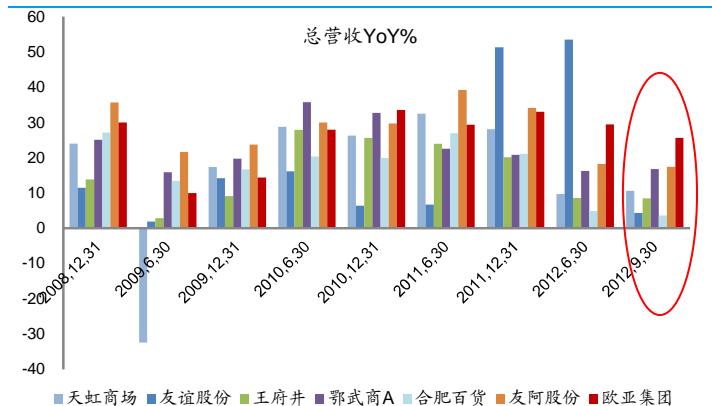
来源：国金证券研究所

图表8：各地区零售龙头历年营收对比



来源：国金证券研究所

图表9：各地区零售龙头历年营收同比增速对比





拥核心网点，以 98%以上的高自有物业率发展

- 公司低成本自有物业战略，既确保核心网点资源，又锁定费用确保盈利。
  - 截至 2013 年 1 月，仅欧亚集团百货超市门店的自有物业已达 122.52 万平方米（还未计入尚未投入运营的欧亚大观园等的面积）。公司门店大多地处商业中心地段，每平米价值少则四五千元、多则万元以上，总计物业价值约 70~80 亿；减去公司目前的净负债现金 10 多亿，也远超当前市值 35 亿，具有较高的安全边际。

图表10: 欧亚集团在长春市门店与物业面积

门店	业态	开业	建面 (万㎡)		
欧亚集团零售门店目前自有物业(不含储备项目)共计:			122.52		
长春市 百货及 购物中心	欧亚商都	购物中心	1994.04	17	
	欧亚卖场	购物中心	2000.12	60	
	欧亚益民	百货	2004.09	4	
	欧亚新发	百货	2005.01	2.7	
	春城购物	购物中心	2009.06	3.8	
	欧亚车百	百货	2009.12	4	
••停业中	星河湾商厦	百货	2005.01	2.56	
长春农安县	农安商贸	农贸市场	2006.02	1.3	
长春市 独立超市 *蓝色为 2012年 新开店	万千缘店	超市	2006.01	0.81	租赁
	湖西路店	超市	2007.09	0.1	
	吉顺店	超市	2008.01	0.34	租赁
	卫星路店	超市	2008.02	1.55	
	越野路店	超市	2008.07	0.7	租赁
	前进店	超市	2008.09	0.7	
	普阳街店	超市	2008.12	0.27	
	长新路店	超市	2009.03	0.22	
	幸福店	超市	2009.09	0.26	租赁
	柳影路店	超市	2009.09	0.98	
	临河街店	超市	2009.12	0.53	
	红旗超市	超市	2010.01	0.38	
	西安广场店	超市	2010.07	0.17	
	小南街店	超市	2011.01	0.4	
	苏州南街店	超市	2011.01	0.5	
	站前店	超市	2011.09	1.07	
	自由大路店	超市	2011.12	1.02	
东盛店	超市	2012.09	2		
长沈店	超市	2012.09	1		
净月店	超市	2013.01	0.4		
扣除卖场与新发少数股东权益,归属公司权益面积为:			70.45		

来源: 国金证券研究所

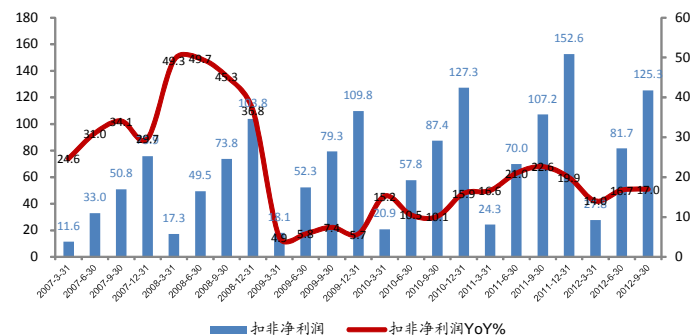
图表11: 欧亚集团在长春市外门店与自有物业面积

门店	业态	开业	建面 (万m <sup>2</sup> )	
四平欧亚	百货	四平	2006.09	4
通化欧亚	购物中心	通化	2009.01	6.8
沈阳联营	百货	沈阳	2007.07	9.8
长春市外百货及购物中心	购物中心	白城	2010.01	5
辽源欧亚	购物中心	辽源	2010.01	7.62
商都江南店	百货	吉林	2010.04	2.01
商都解放大路	百货	吉林	2011.04	4.22
梅河口欧亚	购物中心	通化	2012.04	6
松原欧亚	购物中心	松原	2012.12	8
扣除松原欧亚少数股东权益, 归属公司权益面积为:			50.65	
红嘴店	超市	四平	2007.11	0.15
四平九州	超市	四平	2010.09	0.79
二道江店	超市	通化	2010.12	0.42
龙泉路店	超市	通化	2011.01	0.36
集安店	超市	通化	2012.09	0.6
			2.32	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

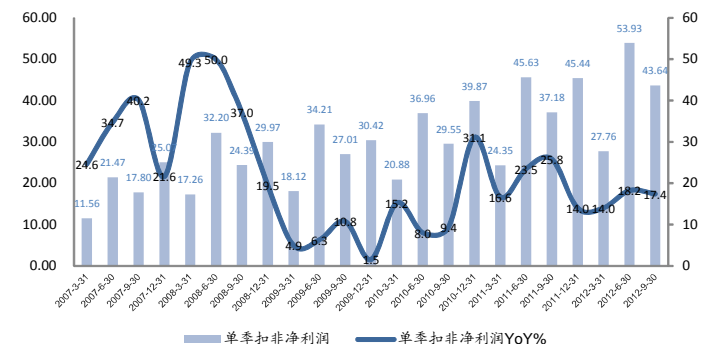
- 欧亚集团的高自有物业率确保公司近年来的盈利水平持续提升; 在总营收增速行业领先的同时, 净利润增速排名也优于多数同行。

图表12: 2008-2011A 扣非净利润 CAGR 3/2/1yr: 13.7/17.91/19.91  
2009-2012 1-9 月扣非净利润 CAGR 3/2/1yr: 16.46/19.76/16.97

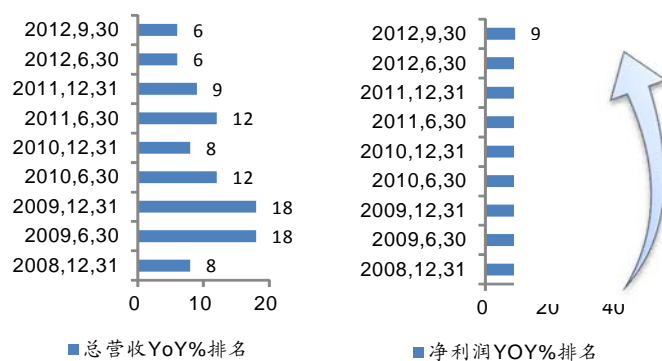


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 2009-2012 Q3 单季扣非净利润 CAGR 3/2/1yr: 17.34/21.53/17.4



图表14: 欧亚集团总营收及净利润同比增速在 A 股 50 家百货超市企业的排名

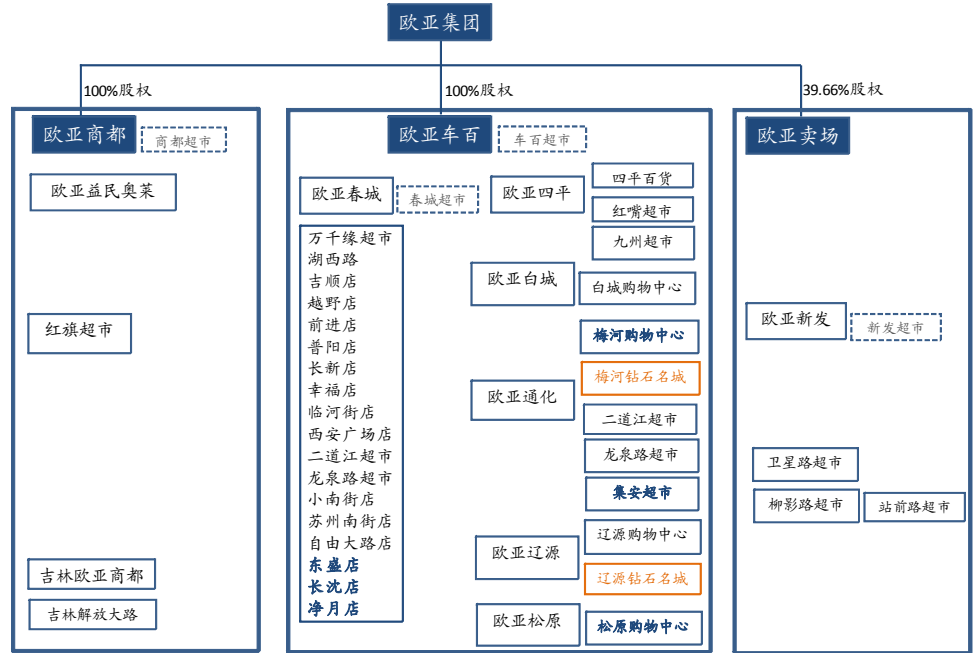


来源: Wind, 国金证券研究所

“商都做精、卖场做大、车百做多”，多业态战略前瞻、独到

- 在持续快速低成本推进自有物业网点以在消费增量中保持较高区域市占率的同时，公司发展多业态城市综合体，引领当地消费与提高收益效率并举。
  - 欧亚集团以“商都做精、卖场做大、车百做多”的战略，欧亚商都以持续扩建、品牌升级、更高端更精品的服务为目标，已经位居世界单体第二大的欧亚卖场以加大规模效应、更大更全满足家庭一站式消费为理念，车百旗下百货与超市门店则通过不断扩张布点以最大覆盖大众消费为战略，三管齐下，强势发展。

图表15: 欧亚集团“商都做精、卖场做大、车百做多”的运营框架



来源：公司公告，国金证券研究所

注：

橘色为商品房项目，蓝色字体为 2012 年先开门店，虚线表示百货门店下属的非独立超市

- 欧亚集团在主业以百货、购物中心、超市多业态协同发展的同时，还适时开发与购物中心城市综合体配套的房地产，给高自有物业重资产发展战略所带来的资金压力输送短周期现金收入，使得零售主业、自有物业与地产收入相得益彰，良性发展。公司上半年的 8266 万归属母公司所有者净利润中梅河口和辽源钻石城地产项目确认的 7254 万收入贡献了约 850 万净利润。
- 根据各地统计局 2013 年春节黄金周零售额的部分数据可以看到，北方的零售增幅总体高于南方，而欧亚集团 27.4% 的同比增幅更是其多业态、全消费群覆盖战略的成功体现。

图表16: 2013年春节黄金周零售额部分省市同比增幅



来源: 各地统计局, 国金证券研究所 注: 欧亚集团数据为统计数据而非财务数据

充足项目储备, 确保未来成长空间

- 公司在 2012 年 12 月关于 8 大新项目的公告中指出, 未来将陆续投入 6.23 亿元自筹资金购置 52.19 万平方米物业; 此举将进一步增加公司自有物业并为未来扩张与低成本运营打下坚实基础。

图表17: 公司 2012 年底公告的 8 大新项目

项目	面积-万平方米	土地价格-元/平米	购置总额-万元
吉林欧亚城市商业综合体及住宅项目购置住宅用地	13.38	1430	19133
珲春欧亚大型综合商业和住宅项目	10.00	335	3350
辽源欧亚置业有限公司商业和住宅项目	8.00	200	1600
松原市欧亚购物中心综合楼7层	0.93	3000	2786
长春欧亚集团通化欧亚购物中心有限公司续建工程项目	6.44	4661	30000
成立长春欧亚集团通化欧亚购物中心有限公司集安分公司	0.65	2000	1305
欧亚中吉商贸有限公司大型综合商业和住宅项目	12.71	275.94	3507
成立万宁欧亚超市有限公司	0.08	8000	640
总计	52.19		62322

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司的低成本获取物业能力, 珲春、辽源等地仅 2-3 百元每平米的拿地成本, 结合公司一贯的自建商圈能力, 再次向市场传达了公司未来区域强势扩张的实力。
- 将对公司 2013 年业绩产生影响的只有珲春和松原 2 个项目, 其余都将在 2014 年后陆续投入使用。

图表18: 欧亚集团储备项目

门店名称	预计开业时间
通化欧亚(二期)项目	2013
琿春购物中心项目	2013
通辽欧亚购物中心	待定
吉林欧亚城市商业综合体(丰满开发区)	待定
欧亚商都四期	待定
济南欧亚大观商都	待定
欧亚卖场四期	待定
吉林百联购物中心	待定
乌兰浩特项目	待定
郑州百货大楼(33.08 股权)	待定

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 公司治理优, 高管激励方案夯实增长确定性

#### 董事长及高管持续增持本公司股票, 彰显信心

- 过去一年中, 公司董事长曹和平及高管持续增持本公司股票 1766 万元, 彰显了管理层对公司业绩与投资价值的充分信心。

图表19: 过去一年中公司董事长及高管持续增持本公司股票

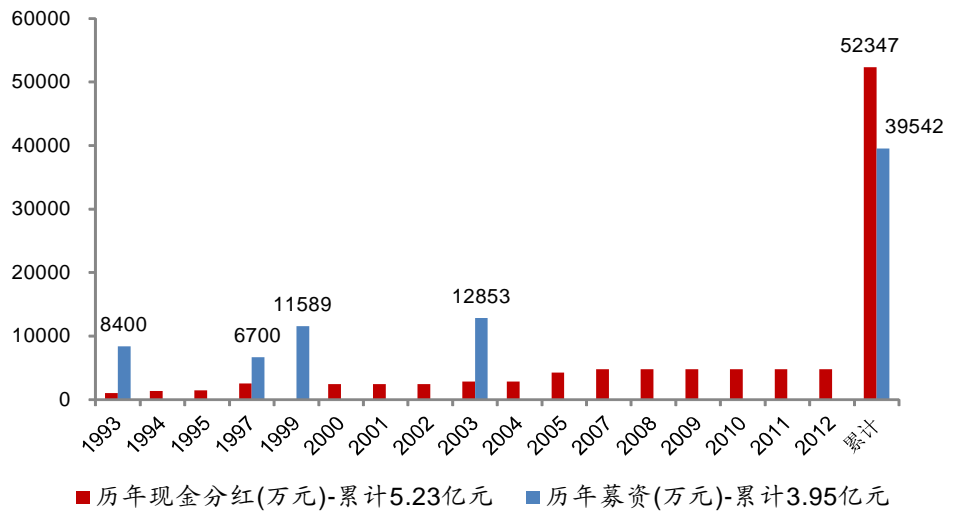
时间	股份变动人姓名	变动数(股)	成交均价(元)	变动后持股数(股)	成交金额(万)	变动原因
2012年1-11月	曹和平	671,922	21.74	959,449	1,461	二级市场买卖
2012-04-24	于惠舫	20,000	23.75	68,570	47.5	二级市场买卖
2012-04-24	于志良	19,300	23.84	22,800	46.01	二级市场买卖
2012-04-24	程秀茹	19,600	23.69	24,592	46.43	二级市场买卖
2012-04-24	席汝珍	19,600	23.72	31,547	46.49	二级市场买卖
2012-04-24	曹和平	7,700	23.7	481,901	18.25	二级市场买卖
2012-04-24	闫福录	19,400	23.84	22,920	46.25	二级市场买卖
2012-05-22	曲慧霞	31,400	23.08	92,338	72.47	二级市场买卖
合计		801,222	22.04		1,766	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 公司上市以来, 现金分红已远超募集资金

- 欧亚集团, 不仅具备一支以董事长曹和平为核心的、战略前瞻、经营管理能力强、持续学习型管理团队, 而且上市以来持续现金分红达累计 5.23 亿元, 已远超其从资本市场募资的 3.95 亿元。

图表20: 欧亚集团上市以来历年现金分红总额已远超募资总额



来源: 公司公告, 国金证券研究所

激励方案夯实业绩增长确定性

- 公司自 2011-2014 年起实施的、面向 97 位高管、二级单位班子成员及业务骨干的股权激励方案, 将以年净利润增长率 20%~25%、25%~30%、>30%, 分别按净利润增加额的 30%、35%、40%计提激励基金, 高管所获激励在年度内用于购买本公司股票, 其他激励对象以现金发放; 此方案夯实了业绩增长预期的确定性, 提高了管理层与二级市场利益的一致性。
- 2011 年已预提激励基金 1700 万元, 按照 1:1:1 的比例分为三份, 董事长与高管的激励基金用于购买本公司股票。

盈利预测:

短期盈利看商都: 欧亚商都 12 年营收预计 29 亿, 同比增 12%左右

- 欧亚商都, 是长春最具影响力的百货门店。商都面积 17 万平米, 定位中高端百货, 商都消费卡是当地第一大主流消费卡, 是公司最主力利润贡献者, 2012 年 1-9 月, 商都营收 20 亿/同比增 4.53%(上半年装修影响)-预计全年增 12%, 税后收入达 29 亿左右。

图表21: 近 6 年商都、卖场、车百、其他营收及 2012 年预测

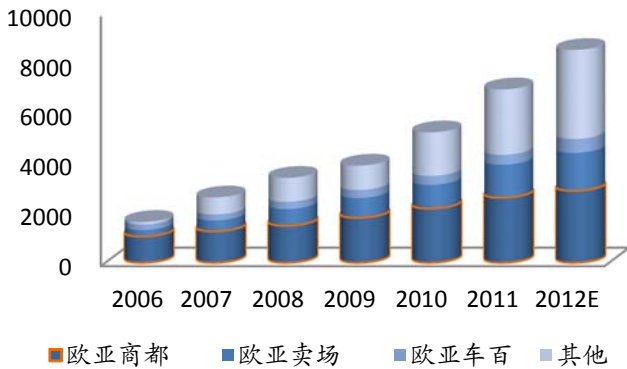
营收-百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	预计同比增速
欧亚商都	1061.10	1267.65	1493.40	1813.05	2185.65	2624.97	2900	10.48%
欧亚卖场	259.80	438.60	671.40	797.40	955.20	1327.20	1700	28.09%
欧亚车百	224.28	239.80	292.00	325.48	360.00	400.00	560	40.00%
其他	101.89	685.43	963.81	977.87	1727.10	2606.28	3,385.79	29.91%
	<b>1,647.07</b>	<b>2,631.48</b>	<b>3,420.61</b>	<b>3,913.80</b>	<b>5,227.95</b>	<b>6,958.45</b>	<b>8,545.79</b>	<b>22.81%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

- 地处长春最核心传统商圈的欧亚商都, 开业于 1993 年, 是公司第一主力门店; 作为成熟门店, 同店增速预计在 6-10%; 考虑到商都品类调整升级与店面扩大, 近几年都仍将是公司利润贡献主力。

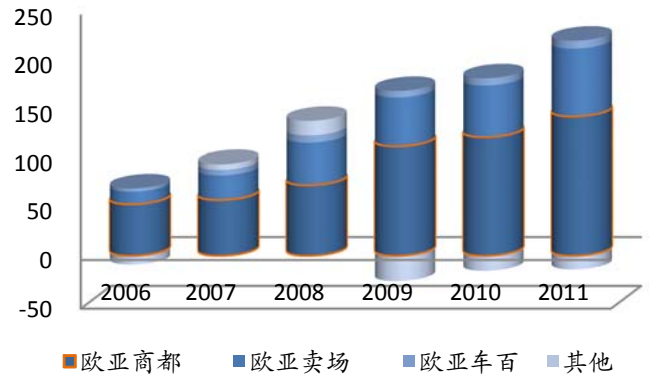
图表22: 近6年商都、卖场、车百及其他营收拆分

营收拆分



图表23: 近6年商都、卖场、车百及其他净利润拆分

净利润拆分



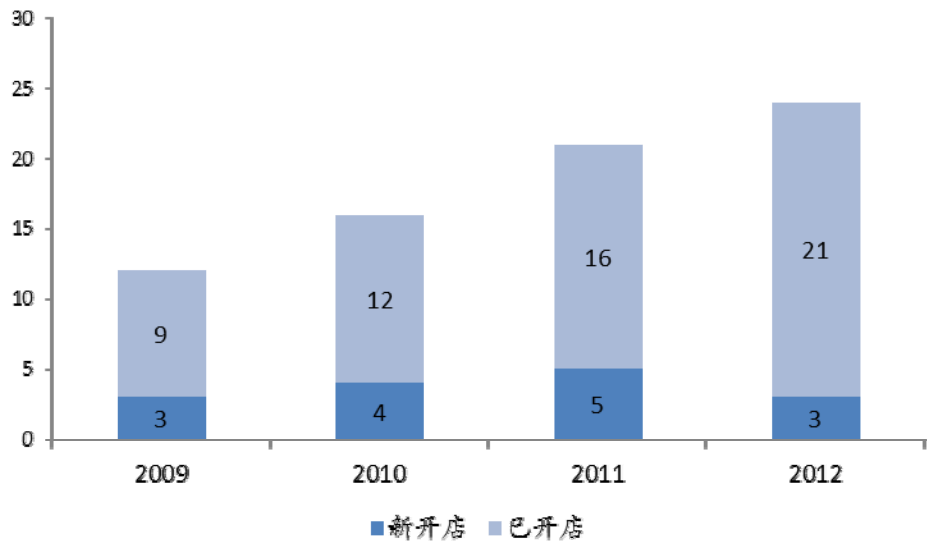
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从上图可以看到, 商都净利润贡献是集团利润的主力来源。所以说, 短期公司的盈利能力主要关注商都效益的提升。

**长期增长看卖场与车百: 卖场/车百 12年 1-9月营收同比增 38%/36%左右**

- 如第 11 页图 15 所示, 欧亚集团除红旗超市由欧亚商都负责管理, 卫星路、柳影路、站前路归卖场下属的欧亚新发负责运营外, 其他外阜新店及所有独立超市皆归入车百旗下统一管理运作。而长春市内老店进入成熟期后, 同店增速将日渐降低, 未来集团营收增速还看卖场扩展与市外扩张。
  - 欧亚车百是 1984 年开业的、位于一汽厂区内老百货大楼, 经营面积 4 万平米, 由马路两边的 A、B 两座大楼相连, A 座主营大众百货 (服饰以中老年为主), B 座是 2004 年购买的经营电器连锁。
  - 整个车百, 主攻外阜扩张和大部分超市运营, 2012 年 1~9 月营收 9 个亿左右, 同比增 36%左右, 是未来扩张的主要看点。
  - 车百旗下 2012 年新开 3 家超市、2 家购物中心, 2013 年 1 月新开超市 1 家。未来将保持每年新开超市 3-5 家。

图表24: 公司历年超市新开店数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 车百旗下 2012 年成功新开 2 个购物中心, 皆为当地最大、最高端购物中心, 也显示公司向三四线城市的下沉实力:
  - ✚ 12 年 4 月开业的梅河欧亚购物中心, 开业当日营业额达 500 万元, 客流量达 20 万人次, 客流不仅是梅河口当地居民, 还有来自东丰、柳河、辉南、磐石等县市的居民;
  - ✚ 12 年 12 月开业的松原欧亚购物中心, 由韩国著名设计师参与设计, 汇集 30 万众名品, 共 8 层建面 8 万平, 开业当日营业额突破 1500 万元, 当日客流量达 30 万人次。
- 欧亚卖场是欧亚集团从无到有自建商圈并带动周边地产的典范, 是公司第二大支柱。
  - 欧亚集团拥有卖场 39.66% 的股权, 加上受托管理欧亚职工持股的 20.68% 股权, 实际拥有 60.34% 表决权。
  - 欧亚卖场成立于 2000 年, 位于长春西南边, 目前三期面积达 60 万平方米, 设计前瞻, 覆盖百货、餐饮、影院、家居、建材、家电、休闲娱乐等生活消费的众多品类, 是定位于满足消费者一站式需求的大型摩尔城。
  - 卖场经营模式分为三类: 家具类-租金式, 服饰-联营, 超市、家电-集团总部统配+部分自营;
  - 欧亚卖场的发展就是边建设边不断调整的历程, 至今经历了以下几个阶段:
    1. 2000 年 11 月成立~2005 年的初建期, 重点: 低成本运营;
    2. 2005~2007 年, 追求品牌、营销、招商, 在不断的调整中丰富适合的品类;
    3. 2008~2010 年, 大幅度内部调整;
    4. 2011~2012 年, 第二次大调整, 将 1 楼店铺、服饰区, 2 楼和 1 楼的珠宝区、超市、家电类再调整;
    5. 至此, 品牌比重上升, 受众品牌更多了; 2012 年 12 月 16 日, 12 周年店庆, 10 多天营收 6.25 亿元, 而 2011 年同期仅 3.5 亿元。



- 2012年1-9月，卖场总体营收12亿多，同比增38%左右，预计2012全年同比增25-30%，营收17亿左右。

**预计12~14年EPS1.255/1.589/2.093,营收与净利润增速22~32%**

- 根据以上分析，我们预计公司2012~2014年总营收85、105、129亿元，营收总增长保持在22~25%，净利润增长在23~32%呈逐年递增；

图表25：销售收入预测（单位：人民币百万元）

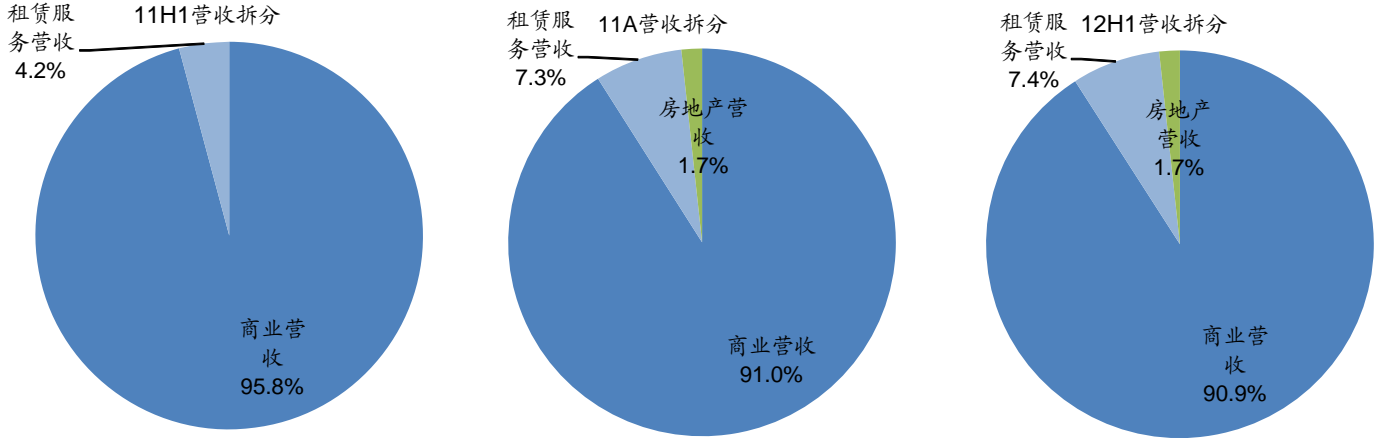
项目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>商业营收</b>								
销售收入(百万元)	2,504.25	3,183.76	3,658.80	5,020.46	6,331.29	7,762.16	9,524.17	11,684.26
增长率(YOY)	N/A	27.13%	14.92%	37.22%	26.11%	22.60%	23.00%	23.00%
毛利率	12.68%	10.28%	10.37%	11.33%	10.11%	9.98%	9.68%	9.49%
销售成本(百万元)	2,186.66	2,856.42	3,279.50	4,451.54	5,691.16	6,987.50	8,602.18	10,575.77
增长率(YOY)	N/A	30.63%	14.81%	35.74%	27.85%	22.78%	23.11%	22.94%
毛利(百万元)	317.59	327.34	379.30	568.93	640.13	774.66	922.00	1,108.48
增长率(YOY)	N/A	3.07%	15.87%	49.99%	12.51%	21.02%	19.02%	20.23%
占总销售额比重	95.17%	93.08%	93.48%	96.03%	90.99%	90.83%	90.67%	90.51%
占主营业务利润比重	71.43%	58.02%	59.80%	73.28%	57.42%	56.16%	54.45%	53.22%
<b>租赁服务营收</b>								
销售收入(百万元)	127.23	236.85	255.00	207.49	508.09	630.03	780.94	967.61
增长率(YOY)	N/A	86.16%	7.66%	-18.63%	144.88%	24.00%	20.00%	20.00%
毛利率	99.84%	100.00%	100.00%	100.00%	85.52%	89.53%	92.22%	94.06%
销售成本(百万元)	0.21				73.58	65.96	60.79	57.47
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-10.35%	-7.85%	-5.45%
毛利(百万元)	127.02	236.85	255.00	207.49	434.51	564.07	720.15	910.14
增长率(YOY)	N/A	86.47%	7.66%	-18.63%	109.42%	29.82%	27.67%	26.38%
占总销售额比重	4.83%	6.92%	6.52%	3.97%	7.30%	7.37%	7.43%	7.50%
占主营业务利润比重	28.57%	41.98%	40.20%	26.72%	38.97%	40.89%	42.53%	43.70%
<b>房地产营收</b>								
销售收入(百万元)					119.07	153.59	199.03	257.78
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	20.00%	20.00%
毛利率					33.79%	26.50%	25.71%	24.93%
销售成本(百万元)					78.84	112.89	147.87	193.51
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30.98%	30.87%
毛利(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	40.23	40.70	51.16	64.28
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25.69%	25.64%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.71%	1.80%	1.89%	2.00%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.61%	2.95%	3.02%	3.09%
<b>销售总收入(百万元)</b>	<b>2631.48</b>	<b>3420.61</b>	<b>3913.80</b>	<b>5227.95</b>	<b>6958.45</b>	<b>8545.79</b>	<b>10504.14</b>	<b>12909.65</b>
<b>销售总成本(百万元)</b>	<b>2186.87</b>	<b>2856.42</b>	<b>3279.50</b>	<b>4451.54</b>	<b>5843.58</b>	<b>7166.35</b>	<b>8810.83</b>	<b>10826.75</b>
<b>毛利(百万元)</b>	<b>444.62</b>	<b>564.19</b>	<b>634.30</b>	<b>776.41</b>	<b>1114.87</b>	<b>1379.43</b>	<b>1693.30</b>	<b>2082.90</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>16.90%</b>	<b>16.49%</b>	<b>16.21%</b>	<b>14.85%</b>	<b>16.02%</b>	<b>16.14%</b>	<b>16.12%</b>	<b>16.13%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

财务分析：业态协同，物业收入伴随主业成长

- 零售主业清晰，自有物业贡献租金收入确保净利润
  - 零售主业清晰，营收占比 90%以上

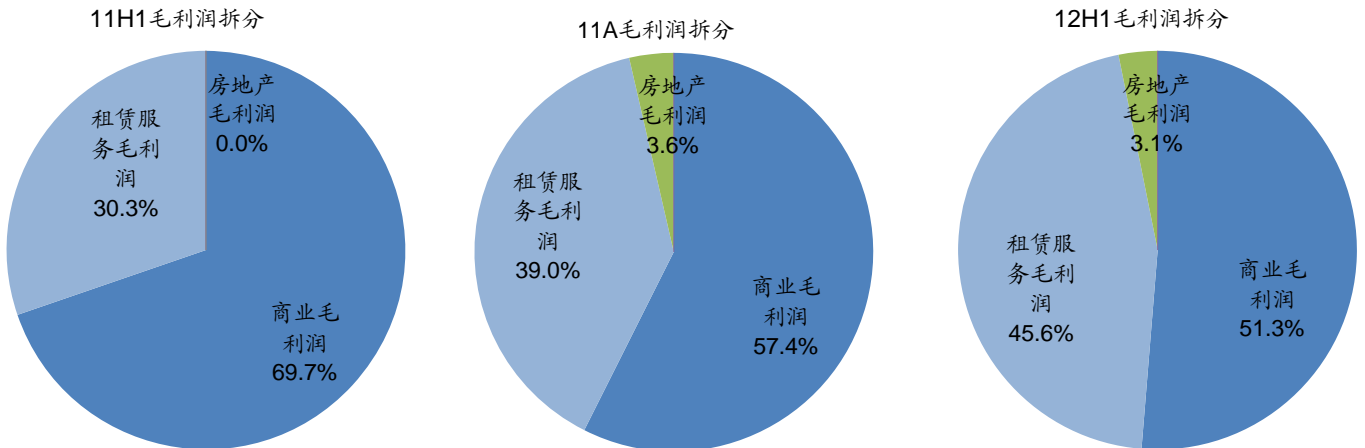
图表26：零售主业清晰，营收占比仍有 90%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

- 自有物业伴随主业成长，贡献毛利润占比近半

图表27：自有物业伴随主业成长，贡献毛利润占比近半



来源：公司公告，国金证券研究所

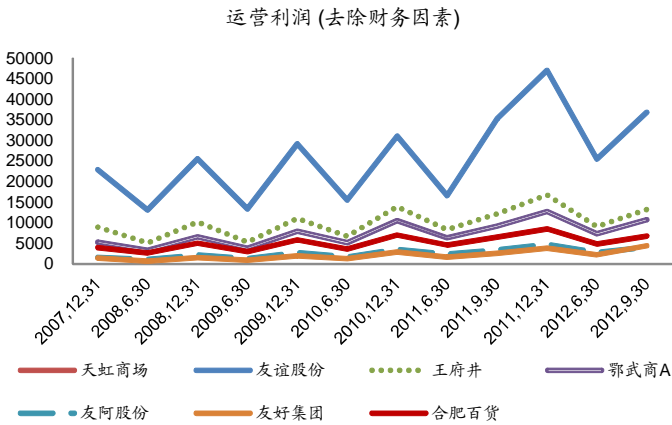
- 由于公司坚持高自有物业率的发展战略，且现金分红比例远超募资额，因此公司势必在发展前期遭遇较高的财务费用而影响到我们对其实际长期盈利能力的判断，从下图经营性收益的对比，可以看到公司的出色业绩表现。

图表28：各地零售龙头 2012 年 3 季度运营利润及增速对比

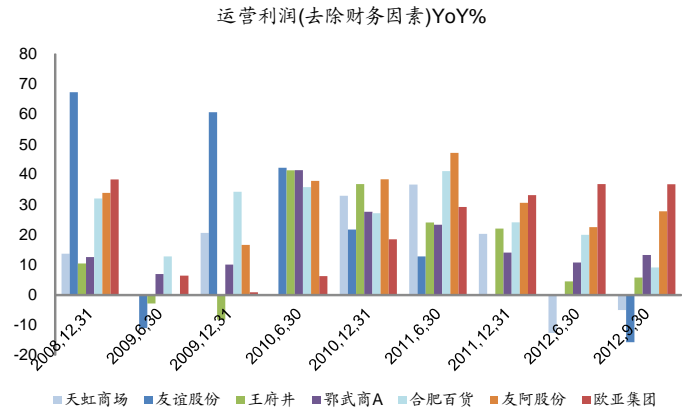
运营利润	天虹商场	友谊股份	王府井	鄂武商A	合肥百货	友阿股份	欧亚集团
2012,9,30	526.32	1210.93	781.79	582.38	475.20	417.63	278.82
排名	7	1	3	6	9	11	18
YoY%	-4.94	-15.65	5.82	13.28	9.14	27.79	36.79
排名	33	38	22	16	18	7	6

来源：Wind，国金证券研究所

图表29: 近6年各地零售龙头运营利润对比



图表30: 近6年各地零售龙头运营利润增速对比



来源: Wind, 国金证券研究所

估值与投资建议

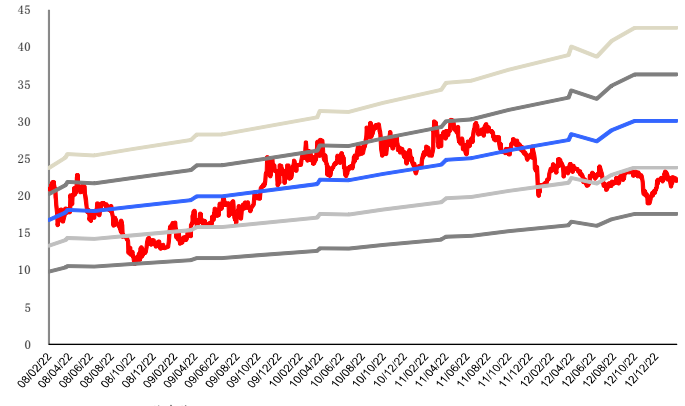
■ 目前, 公司的 PE、PB 均处于 2008 年的历史低位, 而 PS、PCF 则远低于其 2008 年的水平正创历史新低。根据公司 2013 年确定 20% 以上的净利润增速, 我们给予公司未来 6-12 个月 28.60-31.78 元目标价位, 对应 18-20X13PE。建议增持。

图表31: 欧亚集团 PE Band

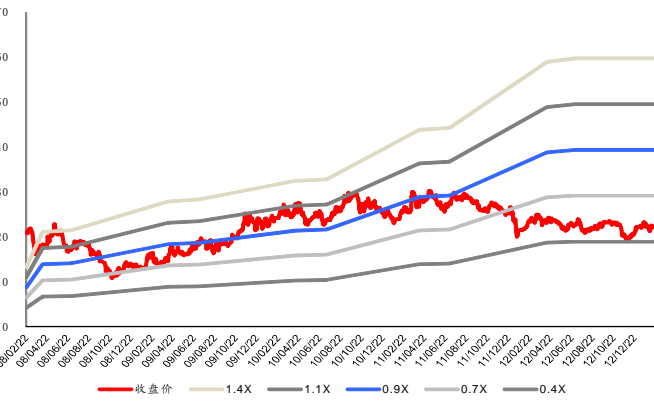


来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 欧亚集团 PB Band

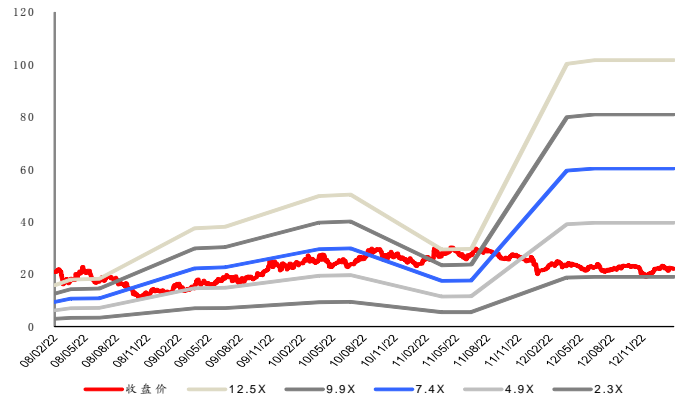


图表33: 欧亚集团 PS Band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 欧亚集团 PCF Band



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,914</b>	<b>5,228</b>	<b>6,958</b>	<b>8,546</b>	<b>10,504</b>	<b>12,910</b>	货币资金	321	180	730	900	1,000	1,444
增长率		33.6%	33.1%	22.8%	22.9%	22.9%	应收款项	13	44	83	938	1,153	1,417
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,279</b>	<b>-4,452</b>	<b>-5,844</b>	<b>-7,166</b>	<b>-8,811</b>	<b>-10,827</b>	存货	259	362	530	649	797	980
%销售收入	83.8%	85.1%	84.0%	83.9%	83.9%	83.9%	其他流动资产	227	318	685	1,218	1,498	1,841
<b>毛利</b>	<b>634</b>	<b>776</b>	<b>1,115</b>	<b>1,379</b>	<b>1,693</b>	<b>2,083</b>	流动资产	819	904	2,028	3,705	4,449	5,681
%销售收入	16.2%	14.9%	16.0%	16.1%	16.1%	16.1%	%总资产	24.4%	22.9%	32.9%	43.6%	46.7%	52.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>	<b>-56</b>	<b>-76</b>	<b>-93</b>	<b>-115</b>	长期投资	19	81	73	72	72	71
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,147	2,601	3,657	4,239	4,531	4,582
<b>营业费用</b>	<b>-118</b>	<b>-143</b>	<b>-217</b>	<b>-218</b>	<b>-268</b>	<b>-329</b>	%总资产	63.9%	65.9%	59.4%	49.9%	47.5%	42.4%
%销售收入	3.0%	2.7%	3.1%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	371	354	396	474	478	481
<b>管理费用</b>	<b>-286</b>	<b>-357</b>	<b>-518</b>	<b>-638</b>	<b>-785</b>	<b>-964</b>	非流动资产	2,541	3,041	4,133	4,787	5,083	5,136
%销售收入	7.3%	6.8%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	%总资产	75.6%	77.1%	67.1%	56.4%	53.3%	47.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>204</b>	<b>245</b>	<b>324</b>	<b>447</b>	<b>547</b>	<b>674</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,360</b>	<b>3,945</b>	<b>6,161</b>	<b>8,492</b>	<b>9,531</b>	<b>10,818</b>
%销售收入	5.2%	4.7%	4.6%	5.2%	5.2%	5.2%	短期借款	385	274	732	657	376	0
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-39</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>	<b>-20</b>	应付款项	1,826	2,176	3,370	4,542	5,584	6,862
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.2%	其他流动负债	55	76	533	466	467	478
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	流动负债	2,266	2,525	4,635	5,665	6,427	7,340
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	200	180	260	260	261
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	31	32	18	470	470	470
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,297</b>	<b>2,757</b>	<b>4,833</b>	<b>6,395</b>	<b>7,157</b>	<b>8,071</b>
<b>营业利润</b>	<b>188</b>	<b>221</b>	<b>280</b>	<b>389</b>	<b>494</b>	<b>652</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>796</b>	<b>882</b>	<b>991</b>	<b>1,136</b>	<b>1,331</b>	<b>1,596</b>
营业利润率	4.8%	4.2%	4.0%	4.5%	4.7%	5.0%	少数股东权益	267	306	336	401	482	590
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,360</b>	<b>3,945</b>	<b>6,161</b>	<b>7,931</b>	<b>8,970</b>	<b>10,257</b>
<b>税前利润</b>	<b>190</b>	<b>225</b>	<b>277</b>	<b>394</b>	<b>499</b>	<b>657</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.9%	4.3%	4.0%	4.6%	4.8%	5.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-48</b>	<b>-59</b>	<b>-71</b>	<b>-130</b>	<b>-165</b>	<b>-217</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.0%	26.1%	25.5%	33.0%	33.0%	33.0%	每股收益	0.699	0.829	1.016	1.255	1.589	2.093
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>166</b>	<b>206</b>	<b>264</b>	<b>334</b>	<b>440</b>	每股净资产	5.006	5.542	6.232	7.138	8.367	10.030
<b>少数股东损益</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>44</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>107</b>	每股经营现金净流	4.139	2.414	8.152	4.409	7.079	8.442
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>111</b>	<b>132</b>	<b>162</b>	<b>200</b>	<b>253</b>	<b>333</b>	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.350	0.360	0.430
净利率	2.8%	2.5%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.97%	14.96%	16.31%	17.59%	18.99%	20.87%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	3.31%	3.34%	2.62%	2.52%	2.82%	3.25%
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>166</b>	<b>206</b>	<b>264</b>	<b>334</b>	<b>440</b>	投入资本收益率	10.55%	10.85%	10.75%	10.25%	12.56%	15.49%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>140</b>	<b>264</b>	<b>316</b>	<b>359</b>	主营业务收入增长率	14.42%	33.58%	33.10%	22.81%	22.92%	22.90%
<b>非经营收益</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>64</b>	<b>75</b>	<b>80</b>	<b>58</b>	EBIT增长率	1.47%	19.87%	32.27%	38.18%	22.42%	23.23%
<b>营运资金变动</b>	<b>414</b>	<b>81</b>	<b>886</b>	<b>98</b>	<b>396</b>	<b>486</b>	净利润增长率	4.60%	18.54%	22.55%	23.54%	26.57%	31.72%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>658</b>	<b>384</b>	<b>1,297</b>	<b>701</b>	<b>1,126</b>	<b>1,343</b>	总资产增长率	21.10%	17.40%	56.16%	37.84%	12.24%	13.50%
<b>资本开支</b>	<b>-466</b>	<b>-495</b>	<b>-1,498</b>	<b>-910</b>	<b>-605</b>	<b>-405</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	应收账款周转天数	0.1	0.1	0.1	40.3	40.3	40.3
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-98</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	26.9	25.5	27.9	33.0	33.0	33.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-465</b>	<b>-592</b>	<b>-1,498</b>	<b>-909</b>	<b>-604</b>	<b>-404</b>	应付账款周转天数	39.0	36.8	34.3	47.8	47.8	47.8
<b>股权募资</b>	<b>36</b>	<b>61</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	164.0	149.9	160.7	162.1	145.5	122.6
<b>债权募资</b>	<b>-71</b>	<b>89</b>	<b>838</b>	<b>459</b>	<b>-281</b>	<b>-375</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-84</b>	<b>-83</b>	<b>-92</b>	<b>-81</b>	<b>-141</b>	<b>-121</b>	净负债/股东权益	6.03%	24.74%	13.71%	31.70%	5.84%	-32.61%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-119</b>	<b>68</b>	<b>751</b>	<b>378</b>	<b>-422</b>	<b>-495</b>	EBIT利息保障倍数	12.6	11.8	8.3	9.2	10.7	33.8
<b>现金净流量</b>	<b>74</b>	<b>-140</b>	<b>550</b>	<b>170</b>	<b>100</b>	<b>444</b>	资产负债率	68.37%	69.88%	78.45%	80.63%	79.78%	78.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	10	21
增持	0	4	5	25	33
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>1.81</b>	<b>1.77</b>	<b>1.70</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B