百货零售

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

欧亚集团 600697 强烈推荐

欧亚卖场、连锁超市、地产结算为 2012 年 3 大业绩引擎

—2012 年年报点评

2012 年，公司实现营业收入 85.9 亿元，同比增长 23.46%，实现归属净利润 2.02 亿元，同比增长 24.86%，EPS1.27 元；符合我们 2012 年初以来的预期。2012 年度，公司拟每 10 股派发现金红利 3 元（含税），分红总额占归属净利润的 23.64%。

投资要点：

- **外延扩张稳健、内生增长强劲：**1、2012 年，公司新增梅河口欧亚购物中心（2012.4.28 开业，约 4.5 万平米）、松原欧亚购物中心（2012.12.22 开业，约 6.5 万平米）和 4 个连锁超市。2、2012 年，公司商品流通业务即零售业务同比增长 21.99%，同店增速约 18-20%。
- **零售业务毛利率下降 1.01 个百分点至 9.1%：**降幅超出预期，与新开门店、超市业务收入占比上升、打折促销力度加大紧密相关。作为市占率位居行业前列的区域龙头，公司 9.1%的零售主业毛利率已严重偏离行业平均水平，折射了一定的问题，也预示着未来可提升的空间。
- **房地产业务贡献净利润约 3044 万元，占归属净利润的 15.07%：**2012 年，地产业务结算 1.56 亿元，毛利率 31.72%；其中梅河口钻石名城和辽源钻石名城分别贡献净利润约 2159 和 885 万元。2013 年，梅河口钻石名城仍将是结算重点。
- **欧亚卖场、连锁超市是 2012 年零售业务两大业绩引擎：**1、受益于部分面积出租改自营、联营以及提档升级，欧亚卖场 2012 年营业收入增长 33.9%至 19.5 亿元；净利润增长 22.5%至 9043 万元。2、2012 年，公司连锁超市业务发展迅速，营业收入增长 39.7%至 12.6 亿元，净利润增长 77.7%至 3485 万元。
- **2013 年展望：**1、公司预计新增购物中心 1-2 家，新增超市连锁 3-5 家；营业收入增长 16.41%；利润总额增长 20%。2、我们预计：2013 年，珲春欧亚购物中心将建成开业；通化欧亚购物中心、吉林欧亚购物中心完成扩建；1-4 月，公司销售情况良好，在保障销售业绩的同时，公司利用富余资金偿还流动贷款，减轻财务压力；3、2013 年业绩增速在 24-25%；2014 年业绩增速将加快至接近 30%。
- **维持盈利预测与评级：**预计公司 2013-15 年营业收入分别为 105.24、130.7 和 160.8 亿元，同比增长 22.5%、24.2%和 23%；归属净利润 2.51、3.22 和 3.9 亿元，同比增长 24.1%、28.6%和 21%；折合 EPS1.58、2.02 和 2.45 元。给予 2013 年 18 倍 PE，目标价 28.35 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、公司资本开支剧增，资产负债率进一步上升，地产利润无法覆盖财务费用的上升；2、朝鲜爆发战争，影响吉林省经济；3、利益流出，毛利率继续下滑

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8591	10524	13070	16077
收入同比(%)	23%	23%	24%	23%
归属母公司净利润	202	251	322	390
净利润同比(%)	25%	24%	29%	21%
毛利率(%)	16.1%	16.3%	16.4%	16.4%
ROE(%)	17.6%	18.0%	19.8%	20.5%
每股收益(元)	1.27	1.58	2.02	2.45
P/E	15.90	12.81	9.97	8.24
P/B	2.81	2.30	1.97	1.69
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源：中投证券研究所

6－12 个月目标价： 28.35 元

当前股价： 20.00 元

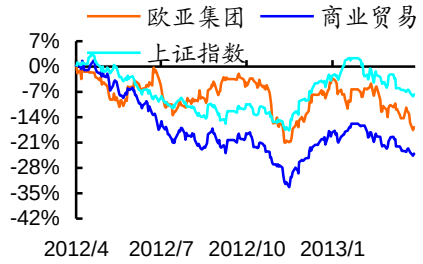
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2193.80
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	31
EPS	1.27
每股净资产（元）	7.19
资产负债率	79.3%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
欧亚集团	-6.15%	-12.74%	-11.82%
商业贸易	-2.83%	-5.73%	-5.10%
上证指数	-3.71%	-3.99%	4.19%



相关报告

《公告 8 大项目：续建、渠道下沉、跨区域扩张，一个都不能少！》2012-12-24

《欧亚集团－3 季度归属净利润增 19.71%，全年业绩存超市场预期可能—2012 年 3 季报点评》2012-10-21

《欧亚集团－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

一、概述：归属净利润+24.86%，符合我们年初的预期

1、业绩概述

2012 年，公司实现营业收入 85.9 亿元，同比增长 23.46%，实现归属净利润 2.02 亿元，同比增长 24.86%，EPS1.27 元。

根据公司七届六次董事会决议：2012 年公司实现净利润（未提取激励基金前）20,982.15 万元，净利润较上年增加额为 3,540.82 万元，增长率为 20.30%。 根据公司激励基金计提标准，2012 年公司实现净利润增长 20.30%，应按照净利润增加额 30%的比例计提激励基金。据此，2012 年可计提激励基金 1062 万元。

公司业绩完全符合我们在 2012 年初给出的预测：提取激励基金前，归属净利润增速 20~21%，提取后归属净利润 25%。参见 2012 年 2 月深度报告《推荐三大理由：区域龙头、外延扩张双轮驱动、安全边际高》。

2012 年度提取的激励基金 1062 万元，按照公司董事长、高级管理人员、二级单位班子成员及业务骨干 1：1：1 的比例分配。董事长和高级管理人员所得激励基金需在二级市场购买股票，以 4 月 18 日收盘价 20.18 元/股测算，可在二级市场购买 35.08 万股，占总股本的 0.22%。

2、分红

2012 年度，公司拟每 10 股派发现金红利 3 元（含税），共计发放红利 4773 万元，占 2012 年归属净利润的 23.64%，低于上交所发布的《上海证券交易所上市公司现金分红指引》30%的要求，主要是公司未来有 8 大项目要推进，2013 年投资支出约需 10 亿元。

二、零售：内生增长强劲，外延扩张稳健

1、零售及物业租赁 – 内生增长强劲，外延扩张稳健

图 1　分行业营业收入（万元）及占比

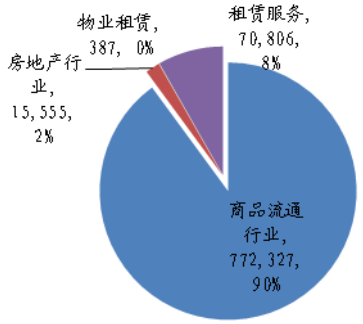
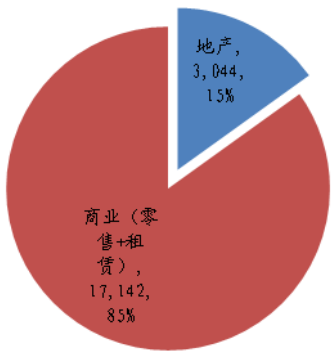


图 2　分行业归属净利润（万元）及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2012 年，公司商品流通业务即零售业务同比增长 21.99%，毛利率下降 1.01 个百分点至 9.1%。2012 年，公司新增梅河口欧亚购物中心（2012.4.28 开业，约 4.5 万平米）、松原欧亚购物中心（2012.12.22 开业，约 6.5 万平米）

和 4 个连锁超市：长春市新开 2 个，通化集安市新开 1 个，海南万宁市新开 1 个。剔除新增门店，我们推测公司 2012 年同店增速在 18-20%，展示了强劲的内生增长能力。

2012 年，公司零售毛利率下降超出预期，与新开门店、超市业务收入占比上升、打折促销力度加大紧密相关。作为市占率位居行业前列的区域龙头，公司 9.1%的零售主业毛利率已严重偏离行业平均水平，折射了一定的问题，也预示着未来可提升的空间。

2、地产业务

2012 年，地产业务结算 1.56 亿元，毛利率 31.72%。其中子公司通化欧亚置业下的梅河口地产项目贡献净利润约 2159 万元；辽源欧亚置业下的地产项目贡献净利润约 885 万元；合计 2012 年房地产业务贡献净利润约 3044 万元，占归属净利润的 15.07%。

表 1、公司地产项目 2012 年业绩贡献

子公司	权益比例	业务区分	2012 年营业收入（万元）		2012 年净利润（万元）		备注
辽源欧亚置业	100%	辽源欧亚购物中心	11,340	16,569	200	1,085	
		辽源地产项目	5,228		885		
通化欧亚置业	100%	梅河口欧亚购物中心	4,633	14,959	-400	1,759	
		梅河口地产项目	10,326		2,159		
通辽欧亚置业	100%	通辽欧亚购物中心	-	-	-	39.5	尚未开始建设，此盈利为 2011 年计提减值准备冲回带来的
		通辽地产项目	-	-	-		
合计	100%	购物中心	15,973	31,528	-300	2,843.9	不考虑通辽欧亚置业，因其不是实际地产盈利
		地产项目	15,554		3,044		
公司归属净利润					20,185		**房地产贡献利润占权益净利润的 15.07%**

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

截至 2012 年末，辽源住宅项目已基本结算完毕，余有少量商铺、车库待销售、结算。

梅河口住宅项目建筑面积 120,744 平米，按 3300 元/平米的均价测算，累计可实现营业收入 3.98 亿元。2013、2014 年，该项目将陆续结算。

3、欧亚卖场、连锁超市-2012 年两大业绩引擎

2012 年，欧亚卖场和欧亚车百有限（主要业务为连锁超市）是公司零售板块的两大业绩引擎。

受益于部分面积出租改自营、联营以及提档升级，欧亚卖场 2012 年营业收入增长 33.9%至 19.5 亿元；净利润增长 22.5%至 9043 万元。

2012 年，公司连锁超市业务发展迅速，营业收入增长 39.7%至 12.6 亿元，净利润增长 77.7%至 3485 万元。

表 2、公司主要子公司业绩

公司名称	持股比例（%）	净利润（万元）			主营业务收入（万元）			净利率	
		2012	2011	增速	2012	2011	增速	2012	2011
长春欧亚卖场有限责任公司	39.66	9,043	7,385	22.5%	195,448	146,002	33.9%	4.63%	5.06%
长春欧亚集团欧亚车百大楼有限公司	100	3,485	1,962	77.7%	126,218	90,332	39.7%	2.76%	2.17%
长春欧亚集团通化欧亚置业有限公司	100	1,759	-82						
长春欧亚集团通化欧亚购物中心有限公司	100	1,087	1,035	5.0%					
长春欧亚集团辽源欧亚置业有限公司	100	1,085	1,380	-21.4%					
长春欧亚柳影路超市有限公司	100	866	491	76.6%					
四平欧亚商贸有限公司	100	777	249	212.3%					
长春欧亚卫星路超市有限公司	100	677	649	4.2%					
长春欧亚集团白城欧亚购物中心有限公司	100	454	229	98.5%					
吉林市欧亚购物中心有限公司	100	347	242	43.7%					
欧亚集团沈阳联营有限公司	100	-252	-225						

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

三、财务分析：管理/财务费用率上升 0.09/0.47 个百分点

由于高毛利的地产、租赁业务收入增速快于零售业务，占比上升，公司综合毛利率提升 0.09 个百分点至 16.11%，仍大幅低于行业平均水平。

公司期间/销售/管理/财务费用率分别提升 0.09/-0.40/0.09/0.47 个百分点。2012 年，公司发行 4.7 亿元公司债，短期借款增加 3.28 亿元，长期借款增加 1.8 亿元，利息费用增长 128%至 9303 万元。

表 3、主要财务指标分析

指标	2008	2009	2010	2011	2012
销售毛利率(%)	16.49	16.21	14.85	16.02	16.11
变化百分点	-0.41	-0.28	-1.36	1.17	0.09
销售期间费用率(%)	10.65	10.71	9.96	11.13	11.29
变化百分点	-0.41	-0.28	-1.36	1.17	0.09
销售费用率	3.06	3.00	2.73	3.12	2.72
变化百分点	0.56	-0.06	-0.27	0.39	-0.40
管理费用率	6.84	7.30	6.83	7.45	7.54
变化百分点	-1.23	0.46	-0.47	0.62	0.09
财务费用率	0.75	0.41	0.40	0.56	1.03
变化百分点	0.11	-0.34	-0.01	0.16	0.47
销售净利率(%)	4.03	3.64	3.17	2.96	2.97
变化百分点	0.47	-0.39	-0.47	-0.21	0.01
所得税／利润总额(%)	22.10	25.01	26.11	25.51	25.69
变化百分点	-6.28	2.91	1.10	-0.60	0.18

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

四、2013 年展望：业绩增速 24~25%

2013 年，公司预计新增购物中心 1-2 家，新增超市连锁 3-5 家；实现营业收入 100 亿元，增长 16.41%；预计发生期间费用 12.27 亿元，增长 17.28%；预计实现利润总额 4.11 亿元，同比增长 20%。

我们预计：2013 年，珲春欧亚购物中心将建成开业；通化欧亚购物中心、吉林欧亚购物中心完成扩建。

2013 年 1-4 月，公司销售情况良好，在保障销售业绩的同时，有利于公司利用富余资金偿还流动贷款，减轻财务压力。

我们维持原判断：2013 年业绩增速在 24-25%；2014 年业绩增速将加快至接近 30%。逻辑推理，参见 2012 年 2 月的深度报告《推荐三大理由：区域龙头、外延扩张双轮驱动、安全边际高》P13。

五、维持“强烈推荐”

预计公司 2013-15 年营业收入分别为 105.24、130.7 和 160.8 亿元，同比增长 22.5%、24.2%和 23%；归属净利润 2.51、3.22 和 3.9 亿元，同比增长 24.1%、28.6%和 21%；折合 EPS1.58、2.02 和 2.45 元。给予 2013 年 18 倍 PE，目标价 28.35 元，维持“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2379	2138	2828	4155
现金	771	800	1168	2115
应收账款	1	4	5	6
其它应收款	82	84	105	129
预付账款	498	529	656	806
存货	1015	705	875	1075
其他	12	16	20	24
非流动资产	5126	5110	5698	6753
长期投资	60	65	66	67
固定资产	4028	4286	4697	5316
无形资产	321	318	314	311
其他	717	442	620	1060
资产总计	7504	7248	8526	10908
流动负债	5114	4993	5964	7980
短期借款	1060	890	1000	2000
应付账款	877	969	1203	1478
其他	3177	3133	3761	4502
非流动负债	838	394	394	394
长期借款	360	360	360	360
其他	478	34	34	34
负债合计	5951	5387	6358	8374
少数股东权益	409	466	541	634
股本	159	159	159	159
资本公积	303	303	303	303
留存收益	682	932	1164	1438
归属母公司股东权益	1144	1395	1627	1901
负债和股东权益	7504	7248	8526	10908

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	573	984	1327	1612
净利润	255	308	397	482
折旧摊销	190	198	222	254
财务费用	88	109	169	239
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	30	369	539	636
其它	8	-2	0	0
投资活动现金流	-972	-187	-810	-1310
资本支出	972	200	800	1300
长期投资	0	-21	2	2
其他	0	-8	-8	-8
筹资活动现金流	439	-767	-149	645
短期借款	328	-170	110	1000
长期借款	180	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他	-67	-597	-259	-355
现金净增加额	41	29	368	947

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8591	10524	13070	16077
营业成本	7207	8814	10933	13434
营业税金及附加	75	79	105	124
营业费用	233	300	340	415
管理费用	648	810	987	1206
财务费用	88	109	169	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	-2	0	0	0
营业利润	336	410	535	658
营业外收入	11	5	6	7
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	343	411	537	661
所得税	88	103	140	178
净利润	255	308	397	482
少数股东损益	53	58	75	92
归属母公司净利润	202	251	322	390
EBITDA	614	717	926	1151
EPS（元）	1.27	1.58	2.02	2.45

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	23.5%	22.5%	24.2%	23.0%
营业利润	19.8%	22.0%	30.5%	23.0%
归属于母公司净利润	24.9%	24.1%	28.6%	21.0%
获利能力				
毛利率	16.1%	16.3%	16.4%	16.4%
净利率	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%
ROE	17.6%	18.0%	19.8%	20.5%
ROIC	12.2%	17.4%	22.9%	24.3%
偿债能力				
资产负债率	79.3%	74.3%	74.6%	76.8%
净负债比率	23.86	23.21%	21.39	28.18%
流动比率	0.47	0.43	0.47	0.52
速动比率	0.27	0.29	0.33	0.39
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.43	1.66	1.65
应收账款周转率	7785	3812	2770	2758
应付账款周转率	9.72	9.55	10.07	10.02
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.58	2.02	2.45
每股经营现金流(最新摊薄)	3.60	6.18	8.34	10.13
每股净资产(最新摊薄)	7.19	8.77	10.22	11.95
估值比率				
P/E	15.90	12.81	9.97	8.24
P/B	2.81	2.30	1.97	1.69
EV/EBITDA	8	6	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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、奢侈品分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达A、千足珍珠等。
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，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434