

欧亚集团 (600697.SH)

百货零售行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

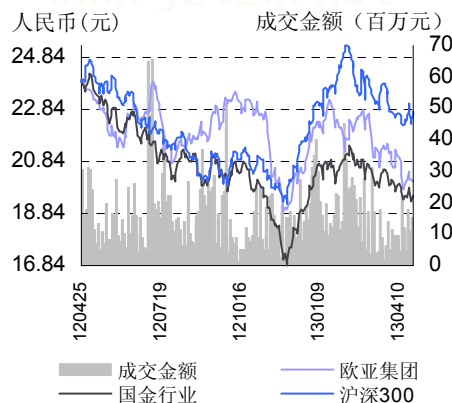
市价(人民币): 20.10元
目标(人民币): 23.37-26.49元

一季度净利增 16%，全年高增长可期

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)	31.98
年内股价最高最低(元)	24.05/18.96
沪深 300 指数	2495.58
上证指数	2218.32



相关报告

- 《扣非净利增 28.74%，业绩持续向上》，2013.4.18
- 《区域强势可持续，激励、扩张促增长》，2013.2.25

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.016	1.269	1.558	1.897	2.292
每股净资产(元)	6.23	7.19	8.75	9.85	12.14
每股经营性现金流(元)	8.15	3.60	7.58	8.76	10.26
市盈率(倍)	26.23	17.46	12.83	10.54	8.72
行业优化市盈率(倍)	18.71	14.36	13.66	13.66	13.66
净利润增长率(%)	22.55%	24.86%	22.82%	21.76%	20.81%
净资产收益率(%)	16.31%	17.64%	17.81%	19.27%	18.88%
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

业绩简评

- 欧亚集团 2013 年一季度实现营收、归属母公司净利润以及扣非净利润 23.87 亿、3375 万以及 3330 元，同比增长 25.83%、16.37%和 16.67%；EPS 0.21 元，同比增 16.67%，符合预期。

经营分析

- 一季度业绩靓丽，全年高增长可期:
 - ✚ 一季度营收增近 26%，一方面显示了公司逆势增长的经营实力及其适当节奏、自有物业扩张与抓好大力促销等市场营销相结合的发展战略的正确性，另一方面也彰显其区域强势牢固；
 - ✚ 毛利率进一步提升 0.88 个百分点，正是品牌优化、品类结构调整后的精耕成效的体现；
 - ✚ 根据目前的营收增速，以及公司历年都是前低后高的业绩走势，我们判断，公司全年营收与净利润增速分别可望达到 25-30%、22-25%以上。
- 扣非净利率微降 0.1 个百分点，主要因为本季费用大增：大量促销活动导致销售费用急升 1.3 个百分点；投资购建、还贷、债券付息导致财务费用涨 0.22 个百分点。
- 短期资金压力稍大，不改高自有物业模式长远优势：由于持续自有物业重资产扩张战略，公司面临投资购建支出较大与还贷付息等融资费用增加的压力；但自有物业的发展战略，不但使公司能够更加长远地规划与投入购物中心及百货超市等门店的建设，还可以在商业经营获益的同时收获物业增值及租赁收入的重重收益，长远优势确定。

盈利调整

- 我们维持公司 2013、14、15 年实现营收 104、126、152.7 亿元，净利润 3.13、3.81、4.6 亿元，EPS1.558、1.897 和 2.29 的盈利预测。

投资建议

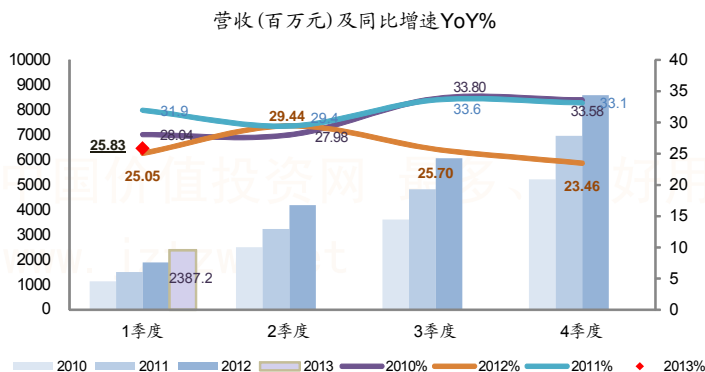
- 我们认为，欧亚集团后续增速可期；给予目标价位 23.37-26.49 元，对应 15~17x13P，维持增持评级。

业绩简评

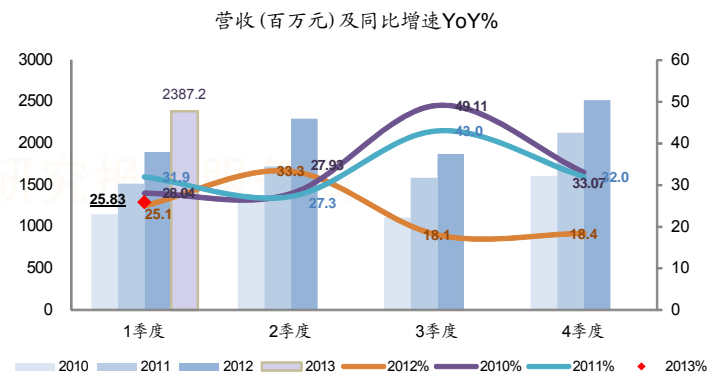
一季度业绩靓丽，全年高增长可期

- 公司一季度营收增近 26%，一方面显示了公司逆势增长的经营实力及其适当节奏、自有物业扩张与抓好大力促销等市场营销相结合的发展战略的正确性，另一方面也彰显其区域强势牢固；

图表1: 欧亚集团3年1季营收-1Q13 同比升 0.77pct



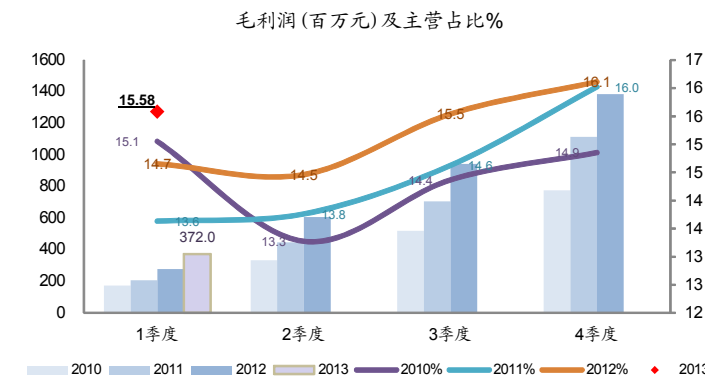
图表2: 欧亚集团3年1季-单季营收情况



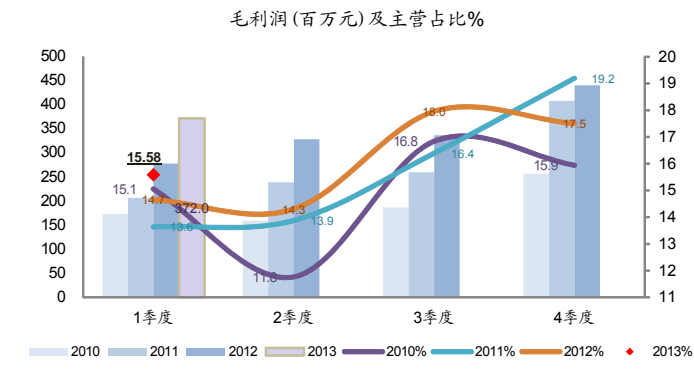
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 13年1季度, 毛利率达 16.68%, 比12年进一步提升 0.88个百分点, 超过了10年的近3年最水平; 这正是品牌优化、品类结构调整后的精耕成效的体现;

图表3: 欧亚集团3年1季-季度累计毛利润与毛利率



图表4: 欧亚集团3年1季-单季毛利润与毛利率



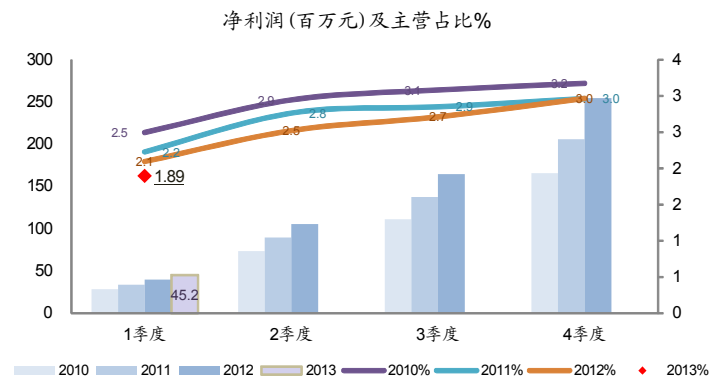
来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

- 根据目前的营收增速, 以及公司历年都是前低后高的业绩走势, 我们判断, 公司全年营收与净利润增速分别可望达到 25-30%、22-25%以上。

图表5: 欧亚集团3年1季-季度累计净利润与净利率

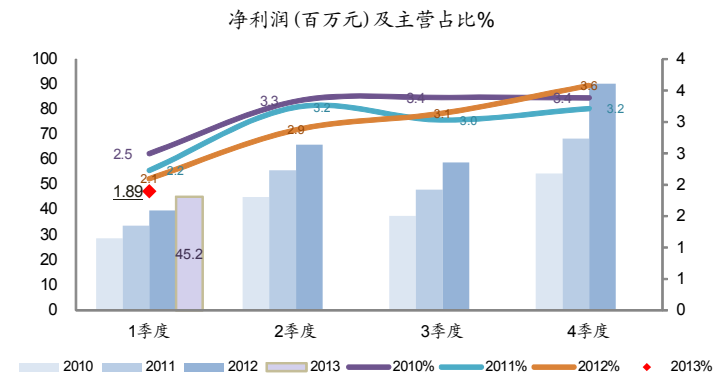


来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

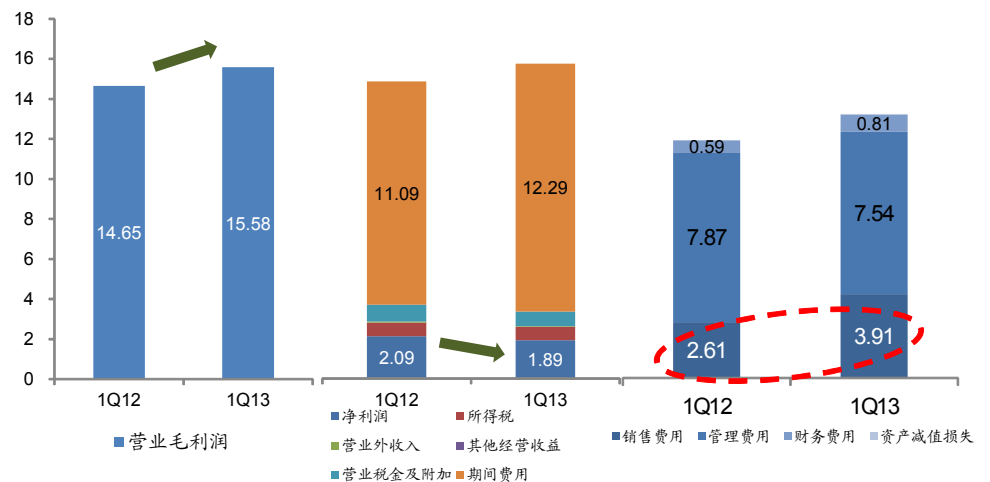
图表6: 欧亚集团3年1季-单季净利润与净利率



扣非净利率微降 0.1 个百分点, 主要因为本季费用大增

- 公司新开店投资购建与大量促销等, 导致销售费用急升 1.3 个百分点, 达 3.91%; 而还贷、债券付息 (2012 年发行的 4.7 亿 11 欧亚债, 自 2013 年 3 月 21 日起每年此日付息) 等, 使财务费用略涨; 这样, 总体期间费用涨 0.21 个百分点至 12.29%。
- 基于上述原因, 虽然公司毛利率比 2012 年同期提高 0.88 个百分点至 15.58%, 其净利润率还是从比去年 1 季度的 2.09% 回落 0.2 个百分点至 1.89%;

图表7: 毛利率提升而净利率降的主因是店庆促销造成的销售费用大增

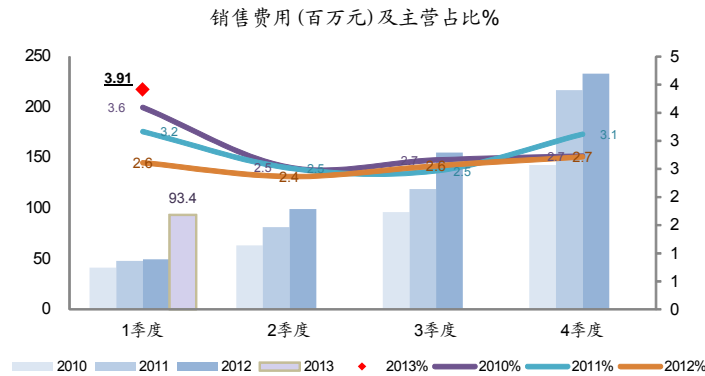


来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

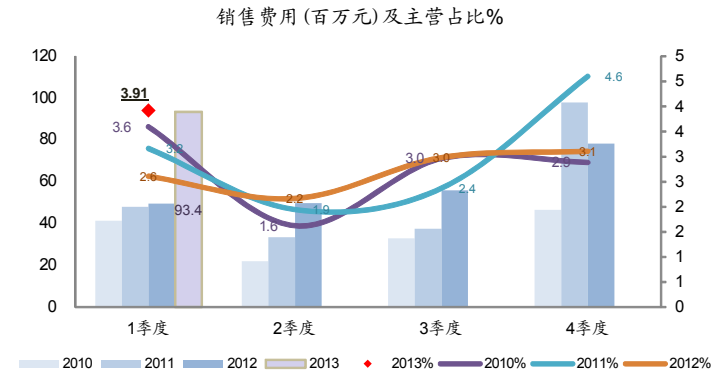
www.jztzw.net

图表8: 欧亚集团3年1季-季度累计管理费用及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

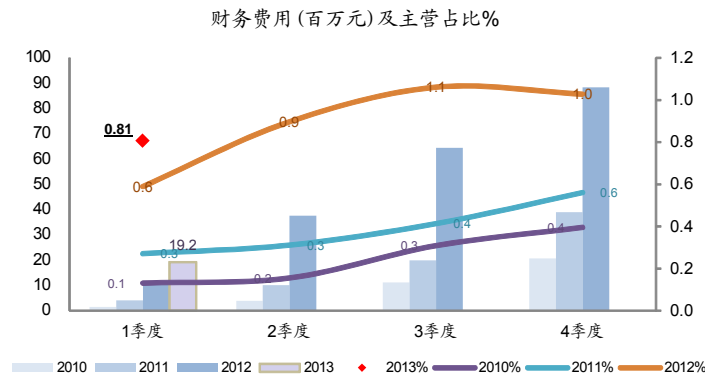
图表9: 欧亚集团3年1季-单季管理费用及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

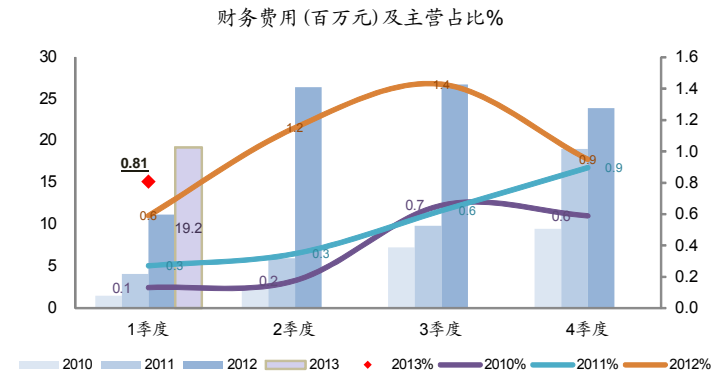
- 由于2013年后3个季度不再有债券付息, 财务费用至少下降0.14个百分点, 结合图表6所示, 公司历年单季净利润都是前低后高的走势; 我们预计, 今年的净利率有望略超2012年的水平。

图表10: 欧亚集团3年1季-季度累计财务费用及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

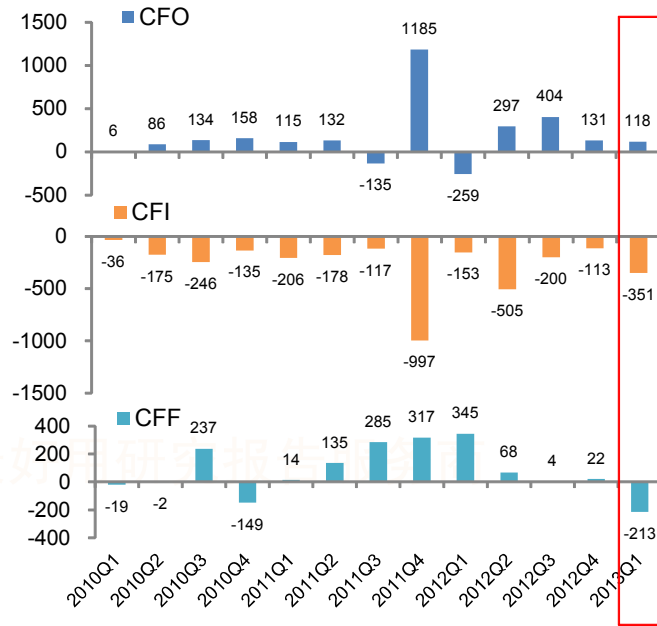
图表11: 欧亚集团3年1季-单季财务费用及占比



短期资金压力稍大, 不改高自有物业模式长远优势

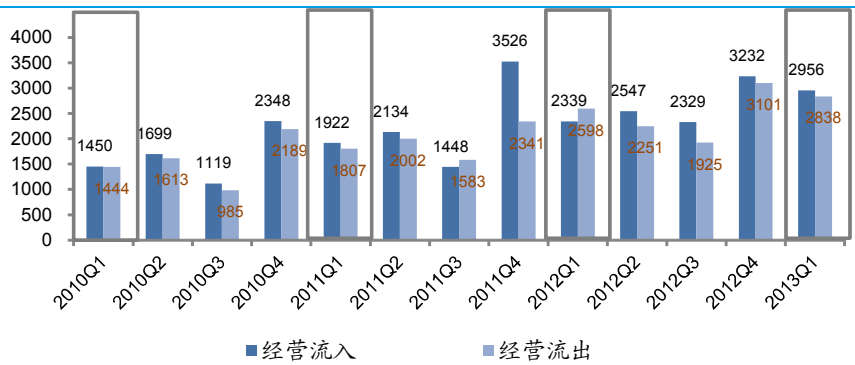
- 由于持续自有物业重资产扩张战略, 公司面临投资购建支出较大与还贷付息等融资费用增加的压力;
- 但自有物业的发展战略, 不但使公司能够更加长远地规划与投入购物中心及百货超市等门店的建设, 还可以在商业经营获益的同时收获物业增值及租赁收入的三重收益; 所以, 要合理看待此模式下发展的零售企业的现金流与资产负债结构, 要考虑到大量的物业价值都是远被低估的——比如, 沈阳联营, 由于地铁修建等原因, 从账面看尚处于经营略微亏损状态, 而我们从沈阳当地周边物业升值情况看, 该物业价值早已升至购建成本的数倍。

图表12: 短期财务压力可能较大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 历年1季度经营性现金流



来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	5,228	6,958	8,591	10,435	12,634	15,277	货币资金	180	730	771	1,000	1,000	1,000
增长率		33.1%	23.5%	21.5%	21.1%	20.9%	应收款项	44	83	95	115	140	169
主营业务成本	-4,452	-5,844	-7,207	-8,753	-10,616	-12,876	存货	362	530	1,015	939	1,138	1,381
%销售收入	85.1%	84.0%	83.9%	83.9%	84.0%	84.3%	其他流动资产	318	685	498	606	735	891
毛利	776	1,115	1,384	1,683	2,018	2,401	流动资产	904	2,028	2,379	2,660	3,013	3,440
%销售收入	14.9%	16.0%	16.1%	16.1%	16.0%	15.7%	%总资产	22.9%	32.9%	31.7%	31.4%	31.2%	31.6%
营业税金及附加	-32	-56	-75	-91	-110	-133	长期投资	81	73	103	104	103	103
%销售收入	0.6%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,601	3,657	4,617	5,390	6,217	6,998
营业费用	-143	-217	-233	-283	-343	-415	%总资产	65.9%	59.4%	61.5%	63.6%	64.3%	64.4%
%销售收入	2.7%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	354	396	395	325	328	331
管理费用	-357	-518	-648	-787	-953	-1,152	非流动资产	3,041	4,133	5,126	5,821	6,650	7,434
%销售收入	6.8%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	%总资产	77.1%	67.1%	68.3%	68.6%	68.8%	68.4%
息税前利润 (EBIT)	245	324	428	521	611	701	资产总计	3,945	6,161	7,504	8,481	9,663	10,875
%销售收入	4.7%	4.6%	5.0%	5.0%	4.8%	4.6%	短期借款	274	732	1,060	1,135	1,029	636
财务费用	-21	-39	-88	-101	-100	-82	应付款项	2,176	3,370	3,890	4,560	5,526	6,693
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	0.8%	0.5%	其他流动负债	76	533	164	97	165	142
资产减值损失	-3	-2	-2	0	0	0	流动负债	2,525	4,635	5,114	5,791	6,720	7,470
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	200	180	360	360	360	361
投资收益	0	-3	-2	-2	-2	-2	其他长期负债	32	18	478	464	464	464
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	2,757	4,833	5,951	6,615	7,543	8,295
营业利润	221	280	336	418	510	616	普通股股东权益	882	991	1,144	1,392	1,567	1,931
营业利润率	4.2%	4.0%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	少数股东权益	306	336	409	474	553	648
营业外收支	4	-4	7	3	3	3	负债股东权益合计	3,945	6,161	7,504	8,481	9,663	10,875
税前利润	225	277	343	421	513	619	比率分析						
利润率	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-59	-71	-88	-108	-132	-159	每股指标						
所得税率	26.1%	25.5%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%	每股收益	0.829	1.016	1.269	1.558	1.897	2.292
净利润	166	206	255	313	381	460	每股净资产	5.542	6.232	7.192	8.750	9.848	12.140
少数股东损益	34	44	53	65	79	96	每股经营现金净流	2.414	8.152	3.604	7.584	8.765	10.259
归属于母公司的净利润	132	162	202	248	302	365	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.000	0.300	0.000
净利率	2.5%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.96%	16.31%	17.64%	17.81%	19.27%	18.88%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	3.34%	2.62%	2.69%	2.92%	3.12%	3.35%
净利润	166	206	255	313	381	460	投入资本收益率	10.85%	10.75%	9.25%	10.12%	11.44%	12.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	117	140	192	234	280	326	主营业务收入增长率	33.58%	33.10%	23.46%	21.47%	21.07%	20.92%
非经营收益	20	64	96	105	100	82	EBIT增长率	19.87%	32.27%	32.26%	21.73%	17.36%	14.60%
营运资金变动	81	886	30	555	634	764	净利润增长率	18.54%	22.55%	24.86%	22.82%	21.76%	20.81%
经营活动现金净流	384	1,297	573	1,206	1,394	1,632	总资产增长率	17.40%	56.16%	21.80%	13.01%	13.94%	12.54%
资本开支	-495	-1,498	-972	-932	-1,106	-1,107	资产管理能力						
投资	1	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-98	0	0	-2	-2	-2	存货周转天数	25.5	27.9	39.1	39.1	39.1	39.1
投资活动现金净流	-592	-1,498	-972	-935	-1,108	-1,109	应付账款周转天数	36.8	34.3	37.6	37.6	37.6	37.6
股权募资	61	5	10	0	-80	0	固定资产周转天数	149.9	160.7	171.1	164.4	153.9	141.2
债权募资	89	838	571	63	-106	-392	偿债能力						
其他	-83	-92	-142	-105	-101	-131	净负债/股东权益	24.74%	13.71%	71.66%	51.38%	40.22%	17.85%
筹资活动现金净流	68	751	439	-42	-286	-523	EBIT利息保障倍数	11.8	8.3	4.8	5.2	6.1	8.5
现金净流量	-140	550	41	229	0	0	资产负债率	69.88%	78.45%	79.31%	78.00%	78.07%	76.28%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	4	10	11	12	21
增持	0	3	4	9	33
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.18	1.22	1.33	1.49

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-02-25	增持	22.50	28.39 ~ 28.39
2 2013-04-18	增持	20.18	23.37 ~ 26.49

来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net