

2013年09月13日

欧亚集团 (600697.SH)

公司正处省内“三星”战略快速推进期

■**投资要点:** 公司正处快速扩张新阶段。公司作为吉林省商贸龙头, 在早期就确立了全面性的“三星”战略规划, 其中以商都、卖场和车百为发展框架的“小三星”战略已搭建完成, 现阶段正全面推进在吉林省内“中三星”战略的发展。

■**地级市门店值得期待。**自2009年加快省内渠道下沉, 8家地级市门店正处快速发展阶段, 对公司整体业绩的贡献占比不断提升。公司在省内渠道下沉时拥有三个方面的机遇和优势, 使得各门店培育期短, 培育成本低, 盈利能力可期。随着现有地级市门店20%以上的内生增长以及储备项目的快速推进, 该部分业务将发展为公司业绩新引擎。

■**正处“三星”战略高速推进期。**目前, 储备项目共有6个, 均是“商业+住宅”综合体形式, 届时将实现吉林省内全覆盖, 并进入内蒙古实现新的战略布局。项目的陆续开发预计近3年每年资本开支在10亿元左右, 资金主要来自净利、折旧、住宅销售款及银行借款。随着净利规模的提升及住宅销售款的回笼, 对借款的依赖会逐渐降低。预计利息费用在经历2013、2014年高点在2015年会开始逐渐回落。

■**投资建议:** 由于提高了地级市门店整体的收入增速及房地产业务收入, 因此提高公司2013-2015年的盈利预测, 预计净利增长分别为24.3%、25.0%和31.8%, 对应EPS为1.58、1.97和2.60元。其中房地产业务每年贡献EPS为0.23、0.28和0.38元。给予公司13年商业17倍PE, 房地产10倍PE, 12个月目标价25.23元, 维持增持-A评级。

■**风险提示:** 省外跨区域门店扩张培育期较长; 财务费用居高不下的风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,958.4	8,590.7	10,414.7	12,650.2	15,030.6
净利润	161.7	201.9	250.9	313.5	413.2
每股收益(元)	1.02	1.27	1.58	1.97	2.60
每股净资产(元)	6.23	7.19	8.32	9.74	11.63

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	18.8	15.0	12.1	9.7	7.3
市净率(倍)	3.1	2.7	2.3	2.0	1.6
净利润率	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%
净资产收益率	15.5%	16.4%	17.6%	18.8%	20.8%
股息收益率	1.6%	1.6%	2.5%	2.9%	3.7%
ROIC	16.3%	21.1%	15.1%	15.9%	19.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司调研

证券研究报告

百货

投资评级

增持-A

维持评级

12个月目标价

25.23元

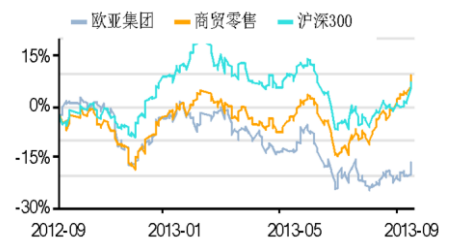
股价(2013-09-12)

19.08元

交易数据

总市值(百万元)	3,035.40
流通市值(百万元)	2,960.38
总股本(百万股)	159.09
流通股本(百万股)	155.16
12个月价格区间	17.00/23.55元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.27	-5.01	-24.10
绝对收益	6.30	-4.07	-16.02

张静

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511100001
zhangjing5@essence.com.cn
021-68763865

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

商业龙头地位凸现同店较快增长	2013-08-16
“三星”战略持续推进吉林、内蒙古各下一城	2013-07-12
欧亚集团: 收入稳定高速增长 业绩符合预期	2013-04-25

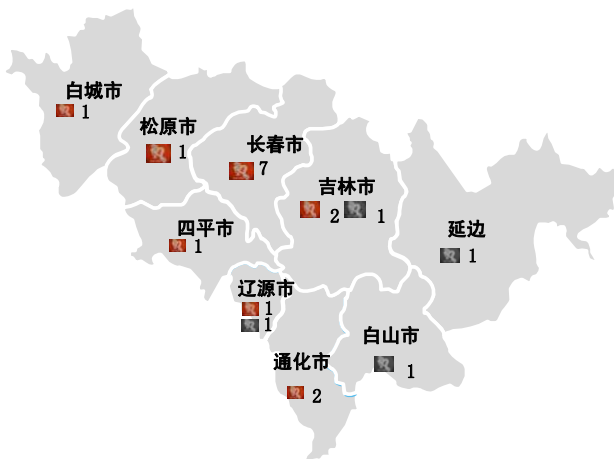
1. 投资要点

公司作为吉林省商贸龙头，在早期就确立了全面性的“三星战略”规划，其中以商都、卖场和车百为发展框架的“小三星战略”已搭建完成，现阶段正全面推进在吉林省内“中三星战略”的发展。

2007年，公司开始在吉林省内渠道下沉、省外门店扩张，以及开始拓展超市业务；2009年，公司开始加快省内渠道下沉，并成立车百全资子公司全面负责超市业务；近几年保持了每年2家百货、4-5家超市的扩张速度，且坚持以自有物业形式扩张。

近期，公司不仅加大了项目储备，且对项目开发的形式也有所创新，由早期的自建或购买商业物业，发展为自建商业+住宅的开发模式。根据公司公告，目前有6个大型的商业+住宅储备项目正在筹建中，其中4个为省内项目，开发完成后将实现公司吉林省全覆盖，另外2个布局在内蒙古，是公司省外扩张新的战略布点。

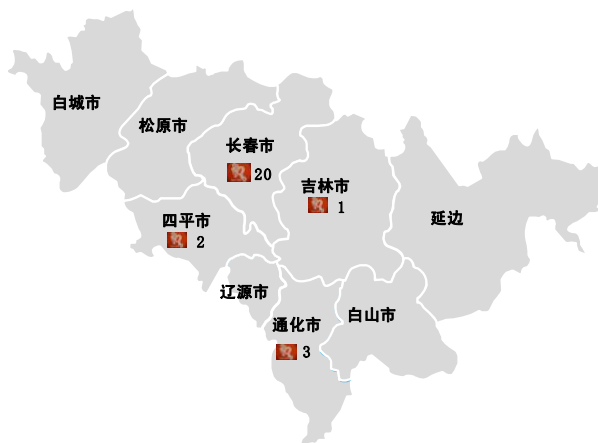
图 1：欧亚集团吉林省内百货布局



注：暗色图标为储备门店

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：欧亚集团吉林省内超市布局



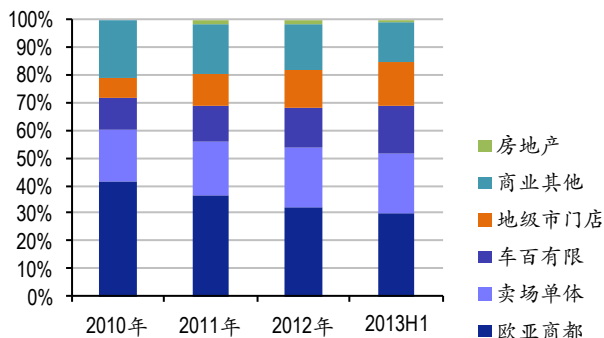
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

初步分析，公司自2009年加快省内渠道下沉，8家地级市门店正处快速发展阶段，对公司整体业绩的贡献占比会不断提升。其次，储备的6大项目建设期集中在2013-2015年，公司的资本开支及住宅项目收入确认情况将对公司业绩产生较大影响。此次调研，主要针对以上两个问题与公司进行深入的探讨。

2. 地级市门店值得期待

截止目前，公司百货门店16家，其中7家分布在长春，8家分布在吉林省其他地级市，1家分布在沈阳；超市门店26家，主要分布在长春。从收入和净利构成上看，欧亚商都、欧亚卖场及车百有限仍为公司的业务核心，2013年上半年三者贡献收入的近70%，业绩（不扣除财务费用）的80%。值得关注的是，公司自2009年加快在省内地级市布点至今，地级市门店商业收入规模由2010年的3.76亿元不断提升，2013年上半年规模已达8.23亿元，预计全年将达17亿元以上，对公司收入的贡献也从2011年的7%，提高到了2013年上半年的16%；业绩方面，地级市门店商业业绩在2013年上半年约为1,700万，贡献业绩（不扣除财务费用）的10%。

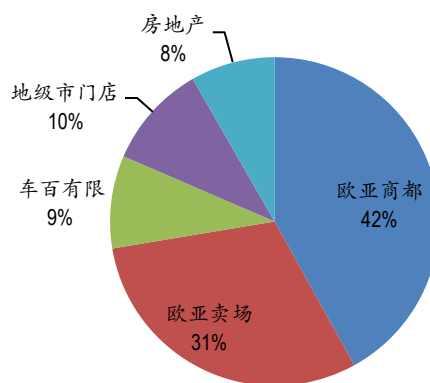
图 3：欧亚集团省内地级市门店收入占比不断提高



注：暗色图标为储备门店

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：欧亚集团 2013 年上半年业绩构成



注：此处业绩构成不扣除财务费用。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

公司在省内渠道下沉时拥有三个方面的机遇和优势，使得各门店培育期短，培育成本低，盈利能力可期。

- 1) 吉林省各地级市现代百货等购物市场几乎空白；
- 2) 公司凭借在吉林省的商贸龙头地位，及供应商资源优势，在地级市开设的门店可引领当地消费，迅速发展为当地“第一百货”；
- 3) 自有物业投入成本平均在 5000 元/平米，成本较低。公司在地级市的扩张以 6 万平方米左右的购物中心为主，简单估算每个项目投资 3 亿元，每年折旧费用 1,200 万元，等价于每月 16.7 元/平米的租赁费用，且不存在租赁物业相关风险。

根据以上对公司竞争优势的分析，我们以 6 万平方米门店为例对其盈利进行简单的分析。费用方面，每年折旧费用 1,200 万元，人工费用 600 万元，水电费 400 万元，其他费用占收入比重 2%；以目前公司现有项目的培育情况，第一个完整年度基本可实现 1 亿元左右收入，项目微亏 400 万元左右；如果第三年收入达到 2.55 亿元，即可实现 800 万元左右的净利。

表 1：以 6 万平方米门店为例的盈利分析 (单位：万元)

	第一年	第二年	第三年	备注
收入	10,000	17,000	25,500	
yoy		70%	50%	
毛利率	20%	17%	15%	刚开业租赁占比较高，逐渐提高联营比例
毛利	2,000	2,890	3,825	
折旧	1,200	1,200	1,200	项目投资额 3 亿元，折旧年限 25 年
人工费用	600	600	600	200 人，人均工资 3 万元
水电费	400	400	400	单位平米约 70 元
其他费用	200	340	510	占收入比重 2%
费用合计	2,400	2,540	2,710	
利润总额	-400	350	1,115	
净利	-400	263	836	假设 25% 所得税

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

公司省内地级市门店将发展为业绩新引擎。按店龄分析，四平 and 通化门店已相对成熟，全年收入规模超过 2 亿元，全年业绩在 1,000 万左右；且 2013 年完成了对通化店的加

扩建，面积翻倍达 12.8 万平方米，由于本店经营成熟扩建后 2014 年收入及净利也会有量级的增长。2010 年开业的辽源、白城和吉林 3 家门店，辽源为综合体项目，前两年业绩主要源自住宅的销售，2013 年该项目住宅销售已接近尾声，商业项目也度过培育期开始盈利；白城和吉林店体量在 3 万平方米，按之前 6 万平方米规模的测算，白城店业绩符合预期，吉林店略低于预期。2011 年开业的吉林解放大路店，预计今年收入规模将超过 4 亿元，业绩近 1,000 万元，该店位于吉林省第二大的城市，经过自去年以来的品牌调整定位中高档，因此看好该门店进一步的发展空间。2012 年新开的两个门店均在培育期。在储备项目中，吉林城市综合体将作为公司作为复制综合体的范本重点打造，整体定位会高于长春欧亚卖场。整体来看，未来几年省内地级市门店每年业绩增量在 2,000 万-3,000 万元（不包括住宅销售业务），对公司整体业绩提升在 10%-15%。

表 2：欧亚集团吉林省内地级市百货门店及储备门店概况

门店名称	开业时间	建筑面积 (平方米)	物业	位置	备注
欧亚四平商贸	2007 年	45,000	自有	四平市	
通化欧亚商都	2009 年	128,000	自有	通化市	原 6 万平，加盖三层 2013 年已完工
辽源欧亚商贸城	2010 年	79,740	自有	辽源市	
白城欧亚购物中心	2010 年	38,200	自有	白城市	将加盖三层
吉林欧亚商都江南店	2010 年 4 月	30,000	自有	吉林市	
吉林欧亚解放大路店	2011 年 4 月	44,000	自有	吉林市	2013 年淡季续建第五层 7,000 平米
梅河口欧亚购物中心	2012 年 4 月	85,542	自有	通化梅河口市	
松原欧亚购物中心	2012 年 12 月	74,286	自有	松原市	
珲春欧亚购物中心	2013 年 E	62,968	自建	延吉珲春市	
吉林欧亚城市商业综合体	2014 年 5 月 E	300,000	自建	吉林市	
白山欧亚城市综合体	2015 年 E	73,400	自建	白山市	
辽源东丰项目	E		自建	辽源东丰县	

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 3：欧亚集团吉林省内地级市百货门店营收概况（单位：百万元）

	收入				净利			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013H1	2010 年	2011 年	2012 年	2013H1
欧亚四平商贸	149	194	237	140	1.8	2.5	7.8	5.2
欧亚通化	126	176	229	162	8.4	10.4	10.9	7.2
欧亚辽源置业		179	166	71		13.8	10.8	1.5
白城欧亚购物中心	37	64	96	63	-4.1	2.3	4.5	2.6
吉林欧亚商都江南店	63	92	118	66	-1.4	0.3	0.5	0.5
吉林欧亚商都解放大路店		200	305	205		2.4	3.5	3.0
通化置业（梅河口）			150	107		-0.8	17.6	13.8
松原欧亚购物中心			13	70			-1.7	-3.0
合计	376	905	1,314	885	4.7	30.8	53.9	30.9
商业	376	786	1,158	823	4.7	17.8	25.4	17.0
房地产		119	156	62		13.0	28.4	13.8

注：欧亚辽源置业 2011 年和 2012 年业绩以及通化置业（梅河口）2012 年及 2013 年上半年业绩来自房地产业务。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 公司正处“三星战略”高速推进期

今年以来，公司陆续公告了多个“商业+住宅”综合体项目，建设时间主要集中在 2013 年至 2015 年，届时公司将完成吉林省内全覆盖，并进入内蒙古实现新的战略布局。目前，公司储备项目共有 6 个，其中 4 个分布在省内，2 个分布在内蒙古。预计 6 个项目除吉林城市城市综合体外，其他 5 个项目土地及建造投入预算在 3-6 亿元不等；吉林市城市综合

体项目预计总体量近百万平米, 总投资额较大, 较大体量将分期开发, 第一期主要是开出 30 万平米的商业, 预计投资金额在 7-8 亿元。

下表详细拆分了公司已公告的 5 个项目建设规划和投资预算, 其中珲春、通辽、白山项目商业规模在 6 万-10 万平米之间, 住宅规模在 20 万平方米左右, 总投资在 4 亿-6 亿元之间; 根据吉林综合体项目及辽源东丰项目占地面积预测, 吉林综合体投资额预计在 20 亿元以上, 辽源东丰项目投资额预计在 4 亿元左右; 另外, 预计乌兰浩特项目规模也和通辽项目规模相近, 投资在 6 亿元左右。由于公司 6 个项目会在 2013 年至 2015 年陆续开发, 因此预计近 3 年公司资本开支较大, 财务费用会维持在高位, 但随着住宅建设达到预售条件, 公司投资项目的总金额将通过住宅销售回笼, 财务费用也会开始回落。

表 4: 欧亚集团已公告储备项目概况 (单位: 面积-平方米; 金额-百万元)

	珲春项目	通辽项目	白山项目	吉林城市综合体	辽源东丰项目	合计
占地面积	100,000	100,000	132,456	421,300	80,000	833,756
商业面积	69,770	99,700	73,400			242,870
住宅面积	153,767	184,300	225,400			563,467
土地成本	32	50	35	421	16	554
基建成本	490	547	358			1,395
投资总额	522	597	451			1,570
预计销售均价	2,544	3,264	2,418			2,616
预计销售收入	327	570	577			1,474

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

2013-2015 年预计公司每年资本开支在 10 亿元左右。6 个项目陆续开发, 预计珲春商业项目将于今年年底开业, 2014 年将开出吉林综合体一期及通辽项目, 另外 3 个项目将在 2015 年或之后开出。在住宅销售方面, 2013 年主要销售为梅河口项目, 2014 年主要为珲春项目及小部分吉林综合体, 2015 年主要为吉林综合体项目及通辽项目, 由于要达到住宅约定的交付条件才能确认收入, 预计 2013-2015 年房地产收入确认规模在 2 亿元、3 亿元和 4 亿元。

表 5: 欧亚集团储备项目预计投资进度 (单位: 百万元)

	商业开业时间	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E	合计
珲春项目	2013 年底 E	300	222		522
吉林综合体一期	2014 年 5 月 E	500	300	200	1,000
通辽项目	2014 年 E	50	300	247	597
白山项目	2015 年 E	35	100	200	335
辽源东丰项目	E	16		200	216
乌兰浩特项目	E		66	100	166
合计		901	988	947	2,836

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心预测

在快速发展期, 公司将控制资产负债率在 80% 以下。项目资金主要来自净利、折旧、住宅预售款及银行借款。根据下表分析, 随着公司净利规模的提升及住宅销售款的回笼, 公司对外部借款的依赖会逐渐降低。且预计公司利息费用在经历 2013 年和 2014 年的高点在 2015 年会开始逐渐回落。

表 6：欧亚集团项目资金来源分析（单位：百万元）

	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
资本开支	901	988	947
资金来源：			
净利	250.9	313.5	413.2
折旧	193.8	220.9	247.3
住宅销售款	200	300	400
其他（新增应付、借款等）	256.3	153.6	-113.5

数据来源：安信证券研究中心预测

4. 盈利预测及投资建议

1. **收入：**主力门店欧亚商都经过去年以来的提档在吉林省“第一店”的地位进一步巩固，预计未来几年同店增速接近 10%；欧亚卖场在不断增加影院、儿童乐园、美食城等体验类项目，车百有限保持每年 3-5 家超市扩张，地级市门店内生及外延齐增长，以上三块业务都将持续保持高速增长；房地产业务方面，预计 2013-2015 年每年分别确认收入 2 亿元、3 亿元和 4 亿元。

表 7：欧亚集团收入增速预测

	2012 年	2013E	2014E	2015E
欧亚商都	8.22%	7.00%	7.00%	7.00%
欧亚卖场	33.87%	25.00%	20.00%	20.00%
车百有限	39.73%	40.00%	30.00%	20.00%
地级市门店	47.33%	40.00%	47.34%	35.86%
其他	13.81%	10.00%	10.00%	10.00%
商业综合	23.28%	21.10%	20.91%	18.47%
房地产	30.64%	28.57%	50.00%	33.33%
营业收入合计	23.46%	21.23%	21.46%	18.82%

数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心预测

2. **毛利率：**商业毛利率逐渐提高，主要由于欧亚卖场及地级市门店租赁业务占比较高，具有较高的毛利率，两者占总收入比重的提高将提升商业整体毛利率。另外，高毛利率的房地产业务占收入比重的提升，也将进一步提升公司整体毛利率。

表 8：欧亚集团毛利率预测

	2012 年	2013E	2014E	2015E
商业综合	15.79%	15.99%	16.19%	16.39%
房地产	31.72%	31.72%	31.72%	31.72%
综合端毛利率	16.11%	16.32%	16.58%	16.82%

数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心预测

3. **期间费用：**由于公司未来几年正处省内“三星”战略的快速推进期，销售和管理费用随着公司规模的扩张略有上升。较大的资本开支也会使利息成本上升，根据前文的分析，预计 2013 年财务费用为 1.07 亿元，较上年增加 1,834 万元，2014 年财务费用较 2013 年略有上升，2015 年将回落至 0.96 亿元。

表 9: 欧亚集团期间费用率预测

	2012 年	2013E	2014E	2015E
销售费用率	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
管理费用率	7.5%	7.6%	7.8%	7.8%
财务费用率	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%
期间费用率合计	11.3%	11.5%	11.6%	11.4%

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

综合以上分析, 由于提高了地级市门店整体的收入增速及房地产业务收入, 因此提高公司 2013 年-2015 年的盈利预测, 预计 2013-2015 年净利增长分别为 24.3%、25.0%和 31.8%, 对应 EPS 为 1.58、1.97 和 2.60 元。其中房地产业务 2013-2015 年每年贡献 EPS 为 0.23、0.28 和 0.38 元。

表 10: 欧亚集团商业及房地产业务业绩分析 (单位: 百万元)

	2012 年	2013E	2014E	2015E
商业-净利	173	215	269	353
-增速	17.3%	23.9%	25.0%	31.5%
-EPS	1.09	1.35	1.69	2.22
房地产-净利	28	36	45	60
-EPS	0.18	0.23	0.28	0.38

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

基于公司在吉林省商贸龙头地位稳固, 管理层激励充分, 且近 100%自有物业提供安全边际。同时, 定位购物中心模式的地级市门店顺应行业业态升级, 且近几年加快省内“三星”战略推进, 地级市业务发展将成为公司业绩新引擎。给予公司 13 年商业 17 倍 PE, 房地产 10 倍 PE, 12 个月目标价 25.23 元, 维持增持-A 评级。

表 11: 欧亚集团旗下百货门店及储备项目概况

门店名称	开业时间	建筑面积 (平方米)	物业	位置
欧亚车百	1984 年	45,000	自有	长春
欧亚商都	1993 年	170,000	自有+租赁	长春红旗街
欧亚奥特莱斯	2009 年 8 月	40,000	自有	长春
欧亚新发	2005 年	43,000	自有	长春
欧亚星河湾商厦	2006 年	21,741	自有	长春
欧亚沈阳联营	2007 年收购	98,000	自有	辽宁沈阳
欧亚四平商贸	2007 年	45,000	自有	四平市
欧亚农安商贸	2007 年	13,000	自有	长春农安县
通化欧亚商都	2009 年	128,000	自有	通化市
欧亚春城购物中心	2009 年	30,000	自有	长春
辽源欧亚商贸城	2010 年	79,740	自有	辽源市
白城欧亚购物中心	2010 年	38,200	自有	白城市
吉林欧亚商都江南店	2010 年 4 月	30,000	自有	吉林市
吉林欧亚解放大路店	2011 年 4 月	44,000	自有	吉林市
梅河口欧亚购物中心	2012 年 4 月	85,542	自有	通化梅河口市
松原欧亚购物中心	2012 年 12 月	74,286	自有	松原市
珲春欧亚购物中心	2013E	62,968	自建	延吉珲春市
通辽欧亚购物中心	2014 年 E	79,100	自建	内蒙古通辽市
吉林欧亚城市商业综合体	2014 年 5 月 E		自建	吉林市
白山欧亚城市综合体	2015 年 E	73,400	自建	白山市
辽源东丰项目	E		自建	辽源东丰县
乌兰浩特项目	E		自建	内蒙古乌兰浩特

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5. 风险提示

- 1) **省外跨区域门店扩张培育期较长。**行业竞争加剧且景气度下滑，公司省外跨区域门店无法依托在吉林省内的经营资源，因此相对省内门店存在培育期更长的风险。
- 2) **财务费用居高不下的风险。**公司正处加速扩张期，由于储备项目均是以自建的形式开发，资本开支较大，因此存在利息支出居高不下的风险。

附录：吉林市门店调研纪要（2013年5月）

（吉林解放大路店及城市综合体项目在公司地级市门店中最有潜力和发展空间，特附今年5月份实地调研纪要，供参考）

吉林市为吉林省第二大城市，支柱产业为化工，其他产业有轻型车、药厂、发电站，未来新加坡将在此投资食品园、中石油建造数据中心。松花江从城市中穿过，环境优美适宜居住。吉林市商业竞争格局为，当地老百货门店主要有吉百、东方、国贸、时代均已逐渐没落，其中吉百被大商收购，2013年1月大商新玛特在欧亚商都江南店附近开业。超市方面，大润发在吉林市共有4家门店，占领吉林市主要的超市市场份额。

表 12：欧亚集团吉林市百货门店概况

门店名称	开业时间	建筑面积 (平米)	经营面积 (平米)	物业	备注
吉林欧亚商都江南店	2010年4月	30,000	20,100	自有	长春欧亚商都姊妹店
吉林欧亚商都解放大路店	2011年4月	44,000		自有	原百联购物中心, 1.69亿元购买, 折合5112元/平米
吉林欧亚城市商业综合体	2014年5月E	300,000		自建	规划用地28.7公顷, 净地价格800元/平米, 土地总投资2.3亿元

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1. 解放大路店：提档&扩建 持续高增长

提档：2012年引入兰蔻和迪奥化妆品品牌，两品牌从考察到进店仅3个月，创两品牌进店速度最快，且迪奥品牌在春节销售时创东北区第一。目前其他品牌在谈，一楼定位大牌服装。解放大路店定位中高档，各品类新品进店在吉林市内最早最全，拥有170多个独家品牌，会员人数12.5万人，具有较好的高档客户客层。

扩建：2013年计划年中淡季续建第五层，新增面积7000平米，扩建面积至5万平米。

经营：2012年全口径收入规模8亿元，同比增长35%，2013年前四个月累计增速40%，由于6-8月将进行续建和调整，预计2013年收入增长10-20%。目前，持卡消费群体占比50%左右，占收入规模15%左右。地下一楼超市面积8000平米，占销售额10%，主要经营品类为食品用品，生鲜品类外包。门店经营人员230人，年工资600万元左右。

2. 江南店：体量较小限制发展

经营面积在2万平方米左右，定位中高档百货，2012年全口径销售收入2亿元，同比增长20%。该店高档客户较多，多数为有车族，购买意向明确，提袋率高，客单价高于解放大路店。由于经营面积有限品类以服装为主，没有涉及童装、家纺品类。

3. 吉林城市综合体：一举占领吉林市最高点

位置：南部新城核心位置，该区域未来将聚集市政府、公安局等政府部门，定位商旅。通桥后该门店距市中心交通十分便利，距江南店开车只需10分钟左右。

规模：总体量近百万平米，包括商业和住宅项目。商业分为两期，住宅分为高层和别墅。

设计及定位：中高定位，综合体设计聘请同济大学的RTRL（深圳万象城设计方），商场地下2层，地上7层，其中-2是停车，-1超市、快餐，1楼大品牌，2楼服装，3楼家居、家私，3-4楼部分电影院。

预计开业时间：一期预计2014年5月份开业。

预计商业及房地产收入：预计一期商业开业第一年全口径收入规模将达20亿元（PS：3楼家居、家私仍以租赁模式经营，估计财务报表口径收入在4亿元左右）。2014年住宅项目将开始预售，预计售价约5000元/平米。

总结：欧亚集团在吉林市百货市场，2012 年两个门店全口径销售规模 10 亿元，财务报表口径收入 4.23 亿元。定位中高档，客层为 25-40 岁。第三个门店综合体开业后将完成在吉林市的三星战略布局，未来 3-5 年将在吉林市发展 10 个中型超市。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年09月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,958.4	8,590.7	10,414.7	12,650.2	15,030.6	成长性					
减:营业成本	5,843.6	7,206.5	8,714.9	10,552.4	12,502.5	营业收入增长率	33.1%	23.5%	21.2%	21.5%	18.8%
营业税费	56.2	75.0	79.6	103.1	122.8	营业利润增长率	26.9%	19.8%	25.3%	25.4%	31.3%
销售费用	216.9	233.3	293.3	371.2	439.2	净利润增长率	22.6%	24.9%	24.3%	25.0%	31.8%
管理费用	518.2	647.9	795.8	983.9	1,172.7	EBITDA 增长率	28.6%	34.1%	17.4%	18.8%	21.0%
财务费用	39.0	88.3	106.6	107.8	96.4	EBIT 增长率	32.2%	32.8%	24.3%	20.5%	24.2%
资产减值损失	1.6	1.6	2.0	1.7	1.8	NOPLAT 增长率	33.3%	32.5%	25.5%	20.5%	24.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.2%	74.9%	15.1%	1.1%	0.1%
投资和汇兑收益	-2.5	-2.0	-1.6	-2.0	-1.9	净资产增长率	11.8%	16.9%	15.8%	17.2%	19.5%
营业利润	280.5	336.0	420.9	528.0	693.2	利润率					
加:营业外净收支	-3.8	6.9	2.2	1.8	3.6	毛利率	16.0%	16.1%	16.3%	16.6%	16.8%
利润总额	276.7	342.8	423.1	529.7	696.8	营业利润率	4.0%	3.9%	4.0%	4.2%	4.6%
减:所得税	70.6	88.1	105.8	132.4	174.2	净利润率	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%
净利润	161.7	201.9	250.9	313.5	413.2	EBITDA/营业收入	6.6%	7.2%	6.9%	6.8%	6.9%
						EBIT/营业收入	4.6%	4.9%	5.1%	5.0%	5.3%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	135	149	146	130	116
货币资金	729.9	770.8	833.2	1,012.0	1,202.4	流动营业资本周转天数	-107	-106	-83	-70	-65
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	76	92	91	87	81
应收账款	74.7	83.4	67.8	138.8	107.9	应收账款周转天数	3	3	3	3	3
应收票据	8.6	11.7	10.4	17.9	15.7	存货周转天数	23	32	38	33	27
预付帐款	684.7	497.5	832.7	884.8	1,113.3	总资产周转天数	261	286	274	246	221
存货	530.4	1,015.1	1,163.6	1,181.4	1,110.7	投资资本周转天数	76	86	97	86	73
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	10.5	8.5	11.7	10.3	10.2	ROE	15.5%	16.4%	17.6%	18.8%	20.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.4%	3.8%	4.4%	5.5%
长期股权投资	62.2	59.9	59.9	59.9	59.9	ROIC	16.3%	21.1%	15.1%	15.9%	19.5%
投资性房地产	-	34.3	34.3	34.3	34.3	费用率					
固定资产	3,063.3	4,027.7	4,399.5	4,721.9	5,004.5	销售费用率	3.1%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
在建工程	594.2	589.1	533.5	500.1	480.0	管理费用率	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	7.8%
无形资产	322.2	321.2	311.3	301.4	291.6	财务费用率	0.6%	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.1%	11.3%	11.5%	11.6%	11.4%
资产总额	6,160.9	7,504.2	8,339.1	8,944.9	9,513.4	偿债能力					
短期债务	732.0	1,060.0	1,253.9	1,449.9	1,317.3	资产负债率	78.4%	79.3%	78.4%	76.4%	73.5%
应付帐款	1,440.0	1,895.9	1,880.5	2,047.3	2,259.1	负债权益比	364.0%	383.3%	363.7%	324.4%	277.7%
应付票据	433.4	362.2	412.5	466.9	505.6	流动比率	0.44	0.47	0.51	0.52	0.55
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.32	0.27	0.31	0.33	0.37
长期借款	180.0	360.0	376.1	83.2	-	利息保障倍数	8.19	4.80	4.95	5.90	8.19
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	4,833.0	5,951.4	6,540.6	6,837.2	6,994.8	DPS(元)	0.30	0.30	0.47	0.54	0.70
少数股东权益	336.4	408.6	475.1	558.9	668.3	分红比率	29.5%	23.6%	29.8%	27.6%	27.0%
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1	股息收益率	1.6%	1.6%	2.5%	2.9%	3.7%
留存收益	832.4	985.0	1,164.4	1,389.8	1,691.2						
股东权益	1,327.9	1,552.8	1,798.6	2,107.7	2,518.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	1.02	1.27	1.58	1.97	2.60
净利润	206.1	254.8	250.9	313.5	413.2	BVPS(元)	6.23	7.19	8.32	9.74	11.63
加:折旧和摊销	138.6	190.0	193.8	220.9	247.3	PE(X)	18.8	15.0	12.1	9.7	7.3
资产减值准备	1.6	1.6	-	-	-	PB(X)	3.1	2.7	2.3	2.0	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	5.4	55.3	45.2	16.6	15.7
财务费用	40.8	93.0	106.6	107.8	96.4	P/S	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
投资损失	-2.5	2.0	1.6	2.0	1.9	EV/EBITDA	10.4	8.1	6.5	5.3	4.1
少数股东损益	44.4	52.9	66.5	83.8	109.4	CAGR(%)	24.5%	27.1%	24.1%	24.5%	27.1%
营运资金的变动	1,329.2	-346.7	-84.4	244.3	248.0	PEG	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3
经营活动产生现金流量	1,296.9	573.4	534.9	972.3	1,116.2	ROIC/WACC	2.6	3.4	2.4	2.5	3.1
投资活动产生现金流量	-1,498.2	-971.6	-504.7	-500.6	-501.8	REP	1.2	0.6	0.7	0.6	0.4
融资活动产生现金流量	751.2	439.1	32.2	-292.9	-424.0						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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；

■ 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。

■ **销售联系人**

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	李倩		liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

