

欧亚集团 (600697.SH)

百货零售行业

评级: 买入 上调评级

业绩点评

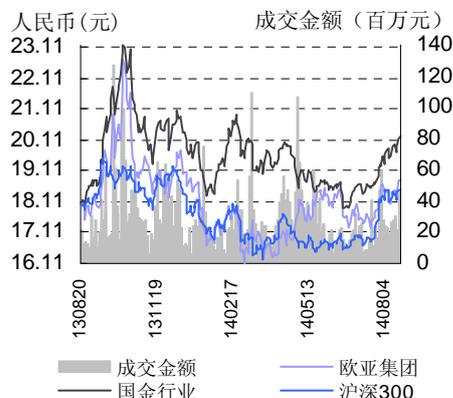
市价(人民币): 18.81元

目标(人民币): 26.89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)	2,992.45
年内股价最高最低(元)	22.77/16.11
沪深300指数	2374.77
上证指数	2245.33



## 扣非净利增 21%，超低估值的区域龙头

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.269	1.542	1.859	2.241	2.703
每股净资产(元)	7.19	8.44	10.00	11.94	14.35
每股经营性现金流(元)	3.60	3.25	8.33	7.90	8.74
市盈率(倍)	17.46	12.15	10.12	8.39	6.96
行业优化市盈率(倍)	14.36	15.78	16.97	16.97	16.97
净利润增长率(%)	24.86%	21.50%	20.58%	20.57%	20.58%
净资产收益率(%)	17.64%	18.26%	18.58%	18.77%	18.84%
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 2014 年上半年实现营收、归属上市公司净利润、扣非净利润分别为 57.50 亿、1.16 亿以及 1.14 亿元，同比增长 11.64%、18.70% 和 21.15%；EPS 0.73 元，同比增 17.74%，符合预期。

## 经营分析

- 上半年业绩靓丽，预计全年净利润增速 20% 以上
  - ✚ 上半年营收增速 11.64% (Q1: +10.06%; Q2: 13%)，不及去年同期的主因是：1. 外界冲击导致行业整体增长放缓；2. 去年同期基数较高；上半年公司主力门店内生性增长表现稳健（欧亚车百和欧亚卖场的净利贡献分别为 24.85%、23.39%，净利增长 17.66%、13.62%），
  - ✚ 品类优化所带来的毛利率提升是上半年净利增长的主要原因，商品管理显成效：上半年毛利率 16.99%，同比提升 2.04 个百分点；在公司的促销战略下，展览费、广告费等相关费用增长较快，销售期间费用率上升 1.15 个百分点，达到 11.99%。
  - ✚ 在行业多数公司增收不增利的情况下，公司上半年扣非增速 21.15%，单季度扣非净利率皆高于 13 年，业绩表现靓丽。根据目前的营收增速，及公司历年的业绩走势，结合 14 年为公司奖励基金方案末年的考虑，预计公司全年营收与净利润增速可望达到 12% 和 20% 以上。
- 外延扩张稳进，后续项目充足，低估资产提供高安全边际
  - ✚ 2014 年上半年公司通过项目推进和资产收购并行进行有序的外延扩张，欧亚万豪购物中心及商超连锁相继开业，区域龙头地位稳固；根据工程进度，原预计年内开业的三大项目估计会推迟；14 年公司共计划投资 10 亿，上半年公司投资 3.28 亿元获得长春市内 48834 平方米土地使用权，公司后续项目储备充足，且其被低估的自有物业能为其提供高安全边际。

## 盈利调整

- 我们调整公司 2014、15、16 年实现营收 116、129、145 亿元，净利润 2.96、3.57、4.3 亿元，EPS 1.859、2.241、2.703 的盈利预测。

## 投资建议

- 上调至“买入”评级。欧亚集团业绩增长稳健，区域龙头地位稳固；叠加末年激励方案实现动力，业绩提升有望；目前股价对于 14、15 年 EPS 仅 10 和 8 倍估值；我们给予目标价位 26.89 元，对应 12 x 15PE。

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

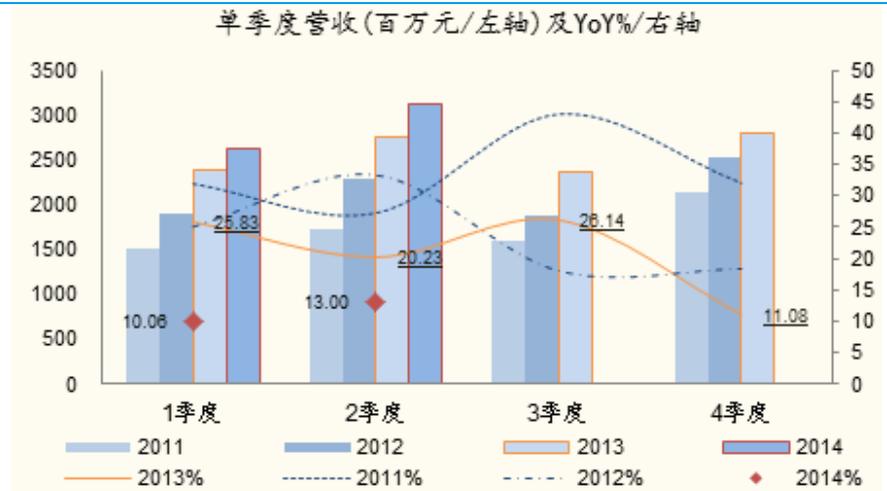
黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 业绩简评

### 上半年业绩靓丽，预计全年净利润增速 20%以上

- 上半年营收增速 11.64%，Q1、Q2 增速分别为 10.06%和 13%，较去年（2013H1 营收增速为 22.76%）有较大幅度下降。其主要原因是：1. 行业整体增长放缓（全行业都受到三重不利影响：GDP 减速及其预期使得消费不振、打击三公消费致使预售卡收入下降、电商冲击犹在）；2. 去年同期基数高（13H1 有租赁服务收入 3.78 亿元）
- 上半年公司主力门店内生性增长表现稳健（欧亚车百和欧亚卖场的净利贡献分别为 24.85%和 23.39%，上半年净利增长 17.66%、13.62%），同时公司在不断收购资产（上半年共计 3.28 亿购买 48834 平方米土地使用权）进行有序外延扩张。

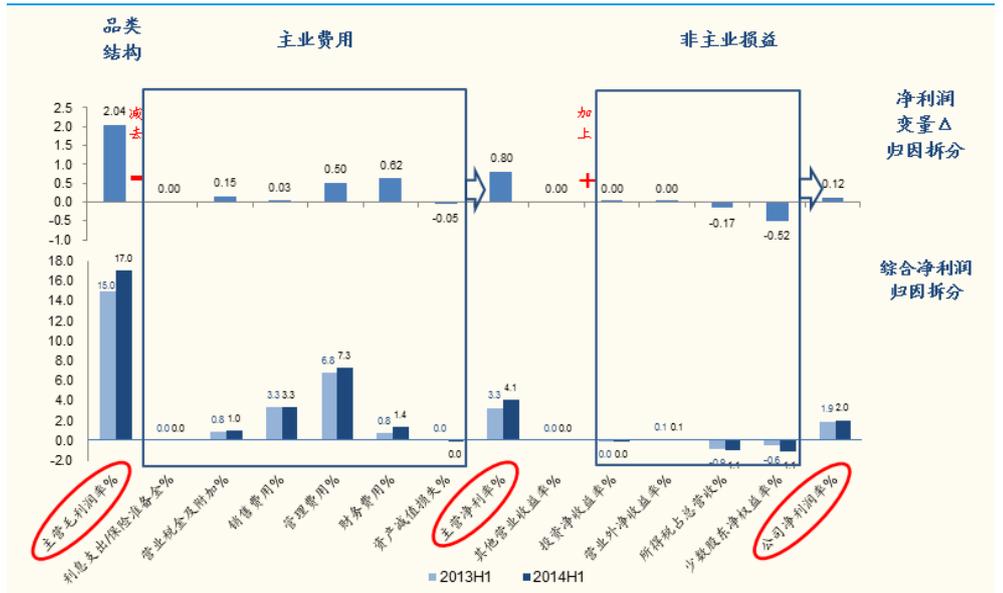
图表1：欧亚集团 14Q1/Q2 营收增速分别为 10%/13%



来源：公司公告，国金证券研究所

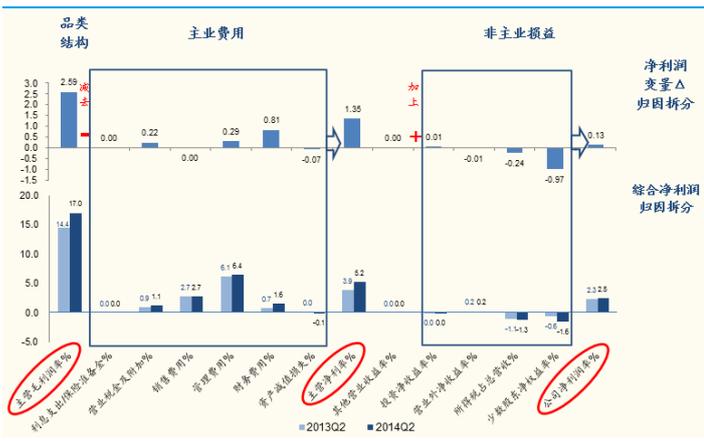
- 上半年毛利率 16.99%，较 13 年 H1 提升 2.04 个百分点，显现出公司不断品牌优化、品类结构调整后的成效；在公司的促销战略下，展览费及广告费、宣传费等相关费用增加，导致销售费用率 3.3%，同比略增 0.03 个百分点，管理费用增加 0.5 个百分点；因发行短期融资券，财务费用增加 4037 万元。

图表2: 欧亚集团 14H1 净利率增 0.12%: 主因是品类优化所带来的毛利率提升



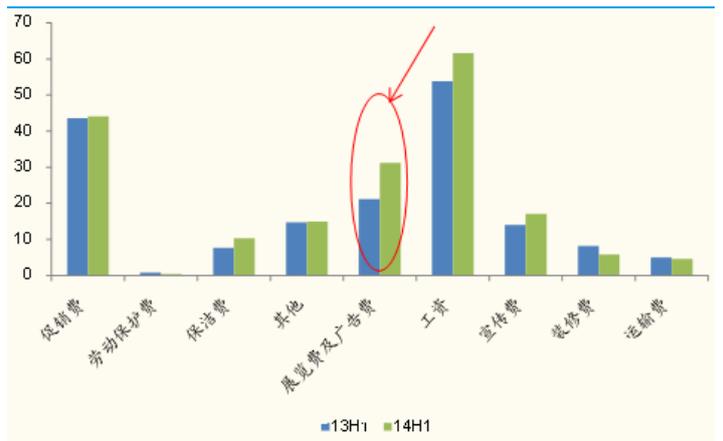
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 欧亚集团 14Q2 毛利率同比升 2.59%



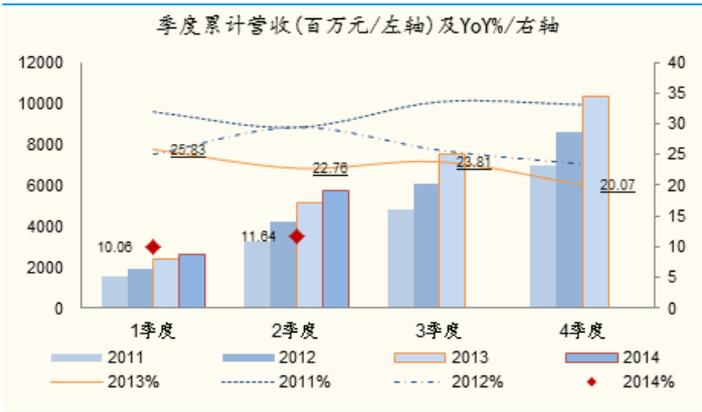
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 促销相关费用增加导致销售费用率上升



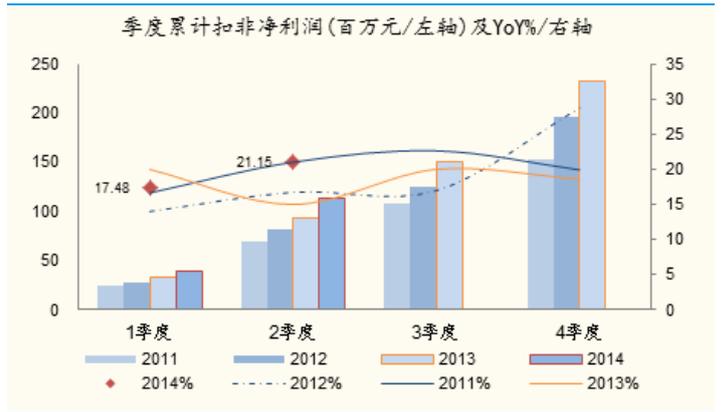
- 在传统零售行业多数公司增收不增利的情况下, 公司上半年扣非增速 21.15%, 单季度扣非净利率皆高于 13 年, 业绩表现靓丽。根据目前的营收增速, 及公司历年的业绩走势, 结合 14 年是公司奖励基金方案末年的考虑, 预计公司全年营收与净利润增速可望达到 12% 和 20% 以上。

图表5: 预计欧亚集团全年营收增速将在 12%以上



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 预计欧亚集团全年扣非净利增速将在 20%以上



外延扩张稳进, 后续项目充足, 低估资产提供高安全边际

- 2014 年上半年公司通过项目推进和资产收购并行进行有序的外延扩张。
  - 吉林欧亚城市商业综合体(商业部分)、通辽欧亚购物中心、乌兰浩特欧亚购物中心、白山欧亚城市综合体建设项目稳步推进, 但根据现项目进度, 原预计年内开业会推迟。欧亚万豪购物中心及商超连锁净月二店、四通路店、宜盛店相继开业, 其在东北地区的龙头地位进一步加强。
  - 上半年公司通过多种方式获得长春市 48834 平方米土地使用权, 共计 3.28 亿元。其中, 长春市宽城区“五环休闲娱乐广场” 15,135 平方米、商业房屋 15,980 平方米、长春君子兰花卉交易中心 17,719 平方米;
  - 公司计划 14 年投资 10 亿, 后续项目储备充足, 且其被低估的自有物业价值能够提供高安全边际。

图表7: 欧亚集团已公告未来将开业的项目

在建项目	项目金额	14H1进度	13A进度	14H1投入金额	13A投入金额
欧亚城市商业综合体前期、一期工程	40,000	66.86%	63.03%	1,530.18	1,029.58
吉林欧亚城市商业综合体(商业部分)	55,948	26.68%	23.64%	1,702.16	13,226.77
乌兰浩特欧亚购物中心	38,709	0.13%	0.12%	1.7	47.39
白山欧亚城市综合体-白山欧亚购物中心	15,780	35.43%	33.30%	335.1	5,255.32

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,958</b>	<b>8,591</b>	<b>10,315</b>	<b>11,553</b>	<b>12,939</b>	<b>14,492</b>	货币资金	730	771	845	1,000	1,100	1,200
增长率		23.5%	20.1%	12.0%	12.0%	12.0%	应收款项	83	95	130	142	156	171
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,844</b>	<b>-7,207</b>	<b>-8,589</b>	<b>-9,479</b>	<b>-10,604</b>	<b>-11,876</b>	存货	530	1,015	1,439	1,948	2,324	2,766
%销售收入	84.0%	83.9%	83.3%	82.1%	82.0%	82.0%	其他流动资产	685	498	608	680	759	848
<b>毛利</b>	<b>1,115</b>	<b>1,384</b>	<b>1,726</b>	<b>2,074</b>	<b>2,336</b>	<b>2,616</b>	流动资产	2,028	2,379	3,022	3,770	4,339	4,984
%销售收入	16.0%	16.1%	16.7%	18.0%	18.1%	18.1%	%总资产	32.9%	31.7%	31.9%	33.9%	34.9%	36.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-56</b>	<b>-75</b>	<b>-93</b>	<b>-104</b>	<b>-116</b>	<b>-130</b>	长期投资	73	103	101	103	105	109
%销售收入	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	3,657	4,617	5,735	6,547	7,307	8,034
<b>营业费用</b>	<b>-217</b>	<b>-233</b>	<b>-329</b>	<b>-393</b>	<b>-446</b>	<b>-500</b>	%总资产	59.4%	61.5%	60.5%	58.9%	58.7%	58.2%
%销售收入	3.1%	2.7%	3.2%	3.4%	3.5%	3.5%	无形资产	396	395	607	680	679	678
<b>管理费用</b>	<b>-518</b>	<b>-648</b>	<b>-779</b>	<b>-890</b>	<b>-990</b>	<b>-1,101</b>	非流动资产	4,133	5,126	6,455	7,341	8,103	8,829
%销售收入	7.4%	7.5%	7.6%	7.7%	7.7%	7.6%	%总资产	67.1%	68.3%	68.1%	66.1%	65.1%	63.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>324</b>	<b>428</b>	<b>525</b>	<b>687</b>	<b>783</b>	<b>884</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,161</b>	<b>7,504</b>	<b>9,477</b>	<b>11,111</b>	<b>12,442</b>	<b>13,813</b>
%销售收入	4.6%	5.0%	5.1%	6.0%	6.1%	6.1%	短期借款	732	1,060	2,028	2,145	2,284	2,309
<b>财务费用</b>	<b>-39</b>	<b>-88</b>	<b>-108</b>	<b>-128</b>	<b>-142</b>	<b>-146</b>	应付款项	3,370	3,890	4,535	5,207	5,827	6,526
%销售收入	0.6%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	其他流动负债	533	164	244	676	791	909
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	4,635	5,114	6,807	8,028	8,902	9,743
<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	180	360	270	270	270	270
<b>投资收益</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	18	478	484	506	511	516
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>4,833</b>	<b>5,951</b>	<b>7,561</b>	<b>8,804</b>	<b>9,684</b>	<b>10,530</b>
<b>营业利润</b>	<b>280</b>	<b>336</b>	<b>413</b>	<b>559</b>	<b>640</b>	<b>738</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>991</b>	<b>1,144</b>	<b>1,343</b>	<b>1,591</b>	<b>1,900</b>	<b>2,282</b>
营业利润率	4.0%	3.9%	4.0%	4.8%	4.9%	5.1%	少数股东权益	336	409	573	716	858	1,001
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,161</b>	<b>7,504</b>	<b>9,477</b>	<b>11,111</b>	<b>12,442</b>	<b>13,813</b>
<b>税前利润</b>	<b>277</b>	<b>343</b>	<b>435</b>	<b>584</b>	<b>666</b>	<b>763</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.0%	4.0%	4.2%	5.1%	5.1%	5.3%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>所得税</b>	<b>-71</b>	<b>-88</b>	<b>-123</b>	<b>-146</b>	<b>-166</b>	<b>-191</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.5%	25.7%	28.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.016	1.269	1.542	1.859	2.241	2.703
<b>净利润</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>312</b>	<b>438</b>	<b>499</b>	<b>573</b>	每股净资产	6.232	7.192	8.443	10.003	11.944	14.347
<b>少数股东损益</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>67</b>	<b>143</b>	<b>143</b>	<b>143</b>	每股经营现金净流	8.152	3.604	3.247	8.328	7.895	8.744
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>162</b>	<b>202</b>	<b>245</b>	<b>296</b>	<b>357</b>	<b>430</b>	每股股利	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
净利率	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	16.31%	17.64%	18.26%	18.58%	18.77%	18.84%
							总资产收益率	2.62%	2.69%	2.59%	2.66%	2.87%	3.11%
							投入资本收益率	10.75%	9.25%	8.05%	9.94%	10.16%	10.48%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	33.10%	23.46%	20.07%	12.00%	12.00%	12.00%
							EBIT增长率	32.27%	32.26%	22.72%	30.89%	13.88%	12.93%
							净利润增长率	22.55%	24.86%	21.50%	20.58%	20.57%	20.58%
							总资产增长率	56.16%	21.80%	26.29%	17.24%	11.98%	11.02%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
							存货周转天数	27.9	39.1	52.1	75.0	80.0	85.0
							应付账款周转天数	34.3	37.6	37.7	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	160.7	171.1	186.4	188.9	188.7	186.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	13.71%	71.66%	100.06%	81.49%	69.54%	56.16%
							EBIT利息保障倍数	8.3	4.8	4.9	5.4	5.5	6.1
							资产负债率	78.45%	79.31%	79.78%	79.24%	77.83%	76.23%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>312</b>	<b>438</b>	<b>499</b>	<b>573</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	140	192	249	299	350	404
非经营收益	64	96	131	122	139	144
营运资金变动	886	30	-176	466	268	270
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,297</b>	<b>573</b>	<b>517</b>	<b>1,325</b>	<b>1,256</b>	<b>1,391</b>
资本开支	-1,498	-972	-1,118	-1,158	-1,085	-1,101
投资	0	0	-107	-2	-3	-4
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,498</b>	<b>-972</b>	<b>-1,224</b>	<b>-1,160</b>	<b>-1,087</b>	<b>-1,104</b>
股权募资	5	10	105	0	0	0
债权募资	838	571	878	140	143	31
其他	-92	-142	-202	-150	-212	-217
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>751</b>	<b>439</b>	<b>782</b>	<b>-10</b>	<b>-69</b>	<b>-187</b>
<b>现金净流量</b>	<b>550</b>	<b>41</b>	<b>74</b>	<b>155</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

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	0	1	4	16
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.17	1.22

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	22.00	28.39 ~ 28.39
2 2013-04-18	增持	19.79	23.37 ~ 26.49
3 2013-04-25	增持	19.34	23.37 ~ 26.49
4 2013-08-16	买入	18.25	26.57 ~ 26.57

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。

**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作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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD