

# 欧亚集团 (600697)

## 公司价值低估，业绩增长可期

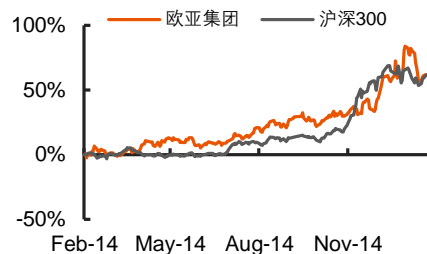
### 推荐 (首次)

现价: 26.29 元

#### 主要数据

行业	商贸零售
公司网址	www.cn-eurasiagroup.com
大股东/持股	长春市汽车城商业总公司 /22.83%
实际控制人/持股	长春市国有资产监督管理委员会/22.83%
总股本(百万股)	159
流通 A 股(百万股)	155
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	41.82
流通 A 股市值(亿元)	40.79
每股净资产(元)	9.28
资产负债率(%)	77.30

#### 行情走势图



#### 证券分析师

徐问 投资资格编号  
S1060513050003  
0755-22622625  
XUWEN007@pingan.com.cn

#### 研究助理

王晴 一般从业资格编号  
S1060114080032  
101020  
WANGQING944@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

- **中三星战略初现，渠道下沉保障营收。**截止 2014 年，公司拥有 21 家门店与 34 家连锁超市，20 家门店地处吉林省内，储备门店多位于非一线城市，中三星战略初见雏形。13 年公司共实现收入 103.15 亿元，同比增长 20.07%，高于行业平均 12.66 个百分点。其中商品流通、物业租赁、房地产、中吉大厦租赁收入占比分别为 89.75%/8.19%/1.99%/0.06%。受益于公司门店所在地居民可支配收入增速较高与消费意愿较强、消费升级等因素共同作用，我们测算公司 14-16 年复合收入增速在 13%以上。
- **毛利率上升自有物业成本可控，业绩成长可期。**由于品类结构调整、自营比例上升、房地产结算等因素共同作用，毛利率将处于缓慢上升中，测算 14 年-16 年毛利率达到 17.7%/18.2%/18.2%。公司 99%的自有物业与较低的用工成本锁定期间费用，提升业绩弹性，未来业绩成长可期。
- **市值低估夯实股价安全边际，加码体验式业态催生新亮点。**公司 250 万平米自有物业重估价值达 150.25 亿，NAV 法测算公司价值 106.25 亿，而目前市值仅有 41.82 亿元，折价率为 60.64%，公司市值被严重低估，管理层激励反复增持（保证任职期间不减持）与明股实债的融资方式印证我们的观点。我们猜测公司未来可能跨界商旅娱乐业，增加体验式业态占比符合行业发展趋势，并不排除布局“商业+旅游娱乐+地产”协同发展的可能，公司估值仍有提升空间。
- **预计 14-16 年 EPS 分别为 1.88、2.14、2.66 元，首次覆盖给予“推荐”评级。**公司立足吉林区域，地区龙头地位与区域较高的消费倾向，加之地产收入确认，测算 14-16 年营收复合增速达 13.8%。省外二线城市扩张过程多采取合资的方式，开店成功率较高。我们看好传统业务的增长空间与业绩贡献，加之重资产扩张的自有物业相对目前市值存在大幅折价，首次覆盖给予“推荐”评级。预计公司 14-16 年 EPS=1.88、2.14、2.66 元，对应 PE 分别是 14.0/12.3/9.9X。
- **风险提示：**新店培育期拉长，沈阳门店亏损扩大；外省扩张中与当地国资的摩擦成本加剧；地产销售不达预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8591	10315	11533	13217	15203
YoY(%)	23.5	20.1	11.8	14.6	15.0
净利润(百万元)	202	245	299	340	424
YoY(%)	23.6	22.7	21.8	13.7	24.7
毛利率(%)	16.1	16.7	17.7	18.2	18.2
净利率(%)	3.0	3.0	3.3	3.3	3.5
ROE(%)	17.6	18.3	19.0	18.6	19.7
EPS(摊薄/元)	1.27	1.54	1.88	2.14	2.66
P/E(倍)	20.7	17.1	14.0	12.3	9.9
P/B(倍)	3.7	3.1	2.7	2.3	1.9

## 正文目录

一、所在区域消费倾向全国领先，铸造营收增速护城河.....	4
二、立足吉林的老牌龙头，中三星战略初见雏形.....	5
2.1 股东结构稳定，控股权稀释的概率极小.....	5
2.2 门店分布与经营情况.....	5
2.3 扩张战略：吉林省内渠道下沉，省外合作入股老牌百货.....	8
2.4 开发城市综合体，多业态协同制胜.....	8
三、毛利率提升+物业成本锁定，业绩弹性可期.....	10
3.1 公司毛利率处于上升区间.....	10
3.2 重资产锁定物业成本，提升业绩弹性.....	11
四、市值低估夯实安全边际，加码体验式业态催生新亮点.....	12
4.1 自有物业价值高，二级市场折价率 60.64%.....	12
4.2 提升体验式业态占比，零售+旅游娱乐+地产协同发展.....	13
五、财务分析与盈利预测.....	13
5.1 财务分析.....	13
5.2 模型假设与盈利预测.....	14
六、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1	13 年吉林地区社零增速高于全国平均水平 .....	4
图表 2	部分省市城镇居民可支配收入增速.....	4
图表 3	公司门店分布地区消费倾向普遍较高 .....	5
图表 4	欧亚集团股权结构图 .....	5
图表 5	欧亚集团已有门店与储备门店分布图（截止 14 年年底） .....	6
图表 6	欧亚集团已有门店明细（截止 14 年年底） .....	6
图表 7	公司储备项目明细（截止 2014 年年底） .....	7
图表 8	13 年欧亚集团收入增速领先百货板块.....	7
图表 9	2013 年公司各业务收入占比 .....	7
图表 10	商品销售收入放缓，房地产收入增速较快.....	7
图表 11	长春欧亚商都（红旗商圈店） .....	9
图表 12	欧亚卖场（全球最大的单体零售门店） .....	9
图表 13	欧亚集团毛利水平低于行业平均，但呈上升趋势.....	10
图表 14	13 年欧亚集团毛利水平明显落后于行业可比公司，存在提升空间 .....	11
图表 15	公司销售+管理费用率较低，优势明显（TTM） .....	11
图表 16	公司自有物业重估价值.....	12
图表 17	13 年欧亚集团毛利水平明显落后于行业可比公司，存在提升空间 .....	13
图表 18	各主营业务收入增速情况 .....	14
图表 19	销售与管理费用相对稳定 .....	14
图表 20	毛利率与净利率处于上升区间.....	14
图表 21	可比上市公司估值表（截止 2015 年 2 月 25 日） .....	15

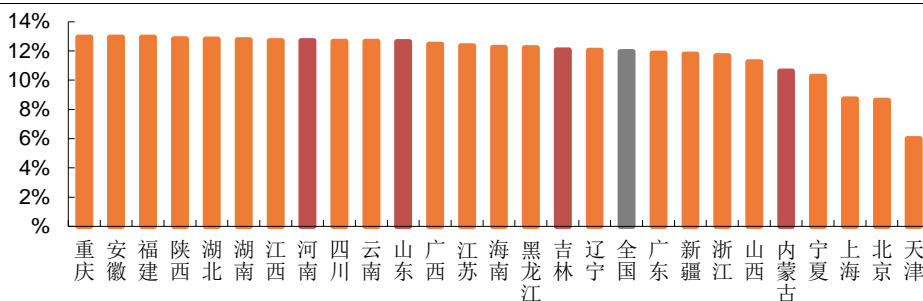
欧亚集团始建于 1953 年，前身是长春市百货公司第四商店。1993 年底在上交所上市，至今已经形成零售百货+商业地产开发的业务模式。07 年，公司在沈阳开出吉林省外第一家门店，目前在北京、郑州、济南均有储备项目，中三星战略已初见雏形。截止 14 年底，公司共拥有 21 家门店和 34 家超市连锁，13 年收入达到 103.15 亿元，同比增速达到 20.03%，居同行业可比公司前列。

## 一、所在区域消费倾向全国领先，铸造营收增速护城河

2013 年，吉林省社零增速达到 12.06%，略高于全国平均 11.95% 的增速水平。公司重点布局的省外区域中，除内蒙古以外，河南、山东的社零增速均高于吉林省，在全国省市中排名中上游。从人均可支配收入的情况来看，2013 年全国平均水平达到 26955 元，吉林省为 22274.6 元，低于平均水平 17.36 个百分点。但吉林省可支配收入增速 10.23% 明显高于全国的 9.7% 增速。二、三线城市居民呈现出边际消费倾向也较一线城市更强，13 年长春人均消费倾向大幅超过全国平均水平 17.37 个百分点，特别是吉林市、辽远市、松原市消费边际消费倾向显著，成为公司在吉林当地营收增速坚实的护城河。

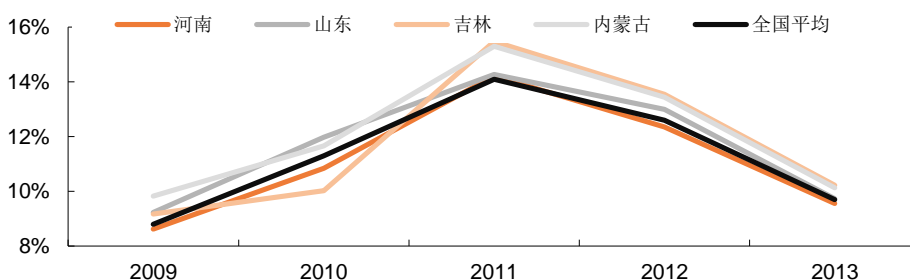
我们认为公司所在区域发展潜力较大，在全国零售行业景气度普遍不高的大环境下凸显了其抗风险能力，地区消费倾向的数据也印证了我们的观点。一方面，除一线城市以外的地区居民的房价压力有限，购房需求对日常消费挤压作用略低，边际消费的能力强，随收入增长更高比例消费空间得以释放。另一方面，二、三线城市普遍处于人均 GDP 在 5000-10000 美元的区域，消费升级带来的内生增长显著较高，从以往的追求低价逐渐向品质、性价比延伸，凸显个性、表达内在的诉求提升。

图表1 13 年吉林地区社零增速高于全国平均水平



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表2 部分省市城镇居民可支配收入增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 公司门店分布地区消费倾向普遍较高

	吉林	四平	辽源	通化	白山	松原	白城	长春	通辽	全国平均
2008	74.64%	72.02%	62.50%	68.11%	69.85%	72.55%	68.54%	84.78%	66.93%	71.24%
2009	78.93%	70.16%	71.77%	71.25%	75.31%	78.44%	78.39%	83.43%	71.17%	71.41%
2010	78.08%	65.81%	69.66%	65.50%	65.56%	74.41%	66.08%	80.35%	72.94%	70.50%
2011	69.05%	61.09%	68.53%	65.91%	63.51%	75.32%	69.55%	79.70%	72.98%	69.51%
2012	67.32%	59.44%	66.24%	63.56%	62.70%	72.21%	64.90%	77.77%	76.13%	67.88%
2013	68.09%	58.46%	77.98%	63.35%	62.59%	70.44%	72.33%	84.23%	70.39%	66.86%

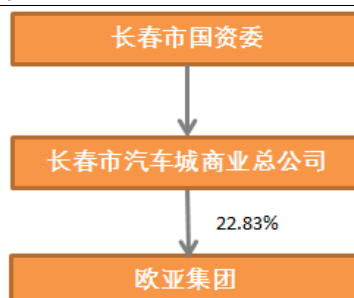
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、立足吉林的老牌龙头，中三星战略初见雏形

### 2.1 股东结构稳定，控股权稀释的概率极小

公司大股东为长春市汽车城商业总公司，持有 22.83% 的股权成为实际控股股东。长春市汽车城商业总公司由长春市国资委直接控股，公司其余股东持股比例均在 10% 以下，流通股股东大多为二级市场投资者。5 名限售股股东合计持股占比 2.47%，近 3 年以来也从未进行过增持或减持的动作。我们认为公司股东结构稳定，国资控制能力强，成为公司集中精力做强做大零售业务的有力保障。近期估值较低的零售企业成为产业资本纷纷举牌的对象，欧亚集团市值与其持有资产价值之间存在一定错位，但我们认为通过二级市场稀释公司控股权的概率极小，大股东看重实际控制权，有实力保障其绝对控制地位。

图表4 欧亚集团股权结构图



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 2.2 门店分布与经营情况

上世纪 80 年代，公司提出富有前瞻性的“三星战略”：以繁华商业区为中心，以区域商业中心为两翼，站稳长春市场的“小三星”；以长春为腹地，实施南进北拓，辐射全国的“中三星”；以国内为根基，以东欧、东南亚为两翼，走出国门，渗透经营的“大三星”。截止 14 年年底共拥有 22 家门店（百货+购物中心+欧亚卖场）以及 34 家超市连锁（未包含百货门店中的超市业态）。公司立足吉林省，在省内拥有 20 家门店，10 家位于长春市。自 07 年进入辽宁沈阳之后，09 年在山东济南地区入股欧亚大观园商场，目前在内蒙古、北京、河南、山东均有储备门店，我们预计乌兰浩特购物中心与通辽购物中心大致可以在 15 年年中与年末顺利开业，公司“立足吉林，辐射全国”的中三星战略已初见雏形。

图表5 欧亚集团已有门店与储备门店分布图（截止 14 年年底）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 欧亚集团已有门店明细（截止 14 年年底）

省	地区	门店	开业时间	面积	物业性质	业态
吉林	长春	欧亚商都	1994	210000	自有+租赁	百+超
吉林	长春	欧亚车百	1984	32000	自有	百+超
吉林	长春	欧亚新发	2003	20000	自有	百+超
吉林	长春	欧亚益民	2004	44000	自有	奥莱
吉林	长春	欧亚卖场	2000-10	560000	自有	批零一体
吉林	长春	农安商贸	2006	13000	自有	百+超
吉林	长春	春城购物中心	2009	31800	自有	购物中心
辽宁	沈阳	沈阳联营	2007	98000	自有	百+超
吉林	四平	四平欧亚商都	2007	40000	自有	百+超
吉林	通化	通化欧亚商都	2009	128000	自有	购+超
吉林	白城	白城欧亚商都	2010	45000	自有	购物中心
吉林	吉林	吉林欧亚商都	2010-4	20000	自有	百货
吉林	辽远	辽源欧亚购物中心	2010	80000	自有	购物中心
吉林	吉林	吉林欧亚购物中心	2011-4-29	50000	自有	购物中心
吉林	梅河口	梅河口欧亚购物中心	2012-4-28	70000	自有	购物中心
吉林	松原	松原欧亚购物中心	2012-12-22	65000	自有	购物中心
吉林	琿春	琿春欧亚购物中心	2013-9-7	70000	自有	城市综合体
吉林	长春	欧亚万豪购物中心	2014-4-29	60000	自有	购物中心
吉林	吉林	欧亚商都综合体	2014-12-28	476616	自有	城市综合体
吉林	长春	长新购物中心	2014-11-22	36000	自有	购物中心
吉林	长春	五环购物中心	2014-12-26	53724	自有	购物中心
山东	济南	欧亚大观园商场*	2009-9-1	42000	自有	百+超

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：济南欧亚大观园商场中公司持股51%，但经营中并未达到实际控制，故不并表。

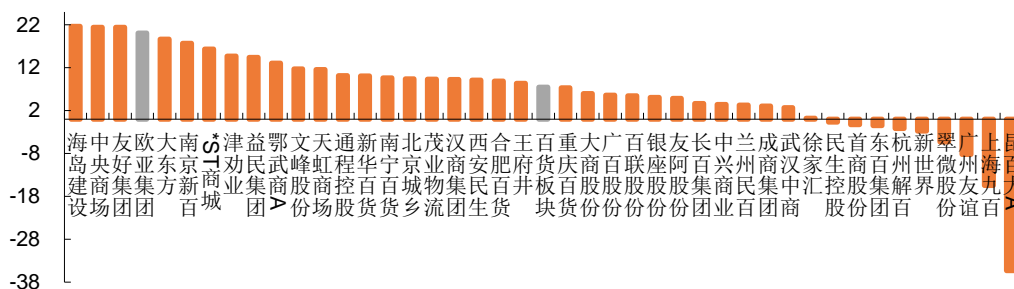
图表7 公司储备项目明细 (截止 2014 年年底)

省	市	项目	预计开业时间	投入 (百万)	建筑面积	业态
河南	郑州	郑州百货大楼	2015	107.71	50631	百货
内蒙古	乌兰浩特	乌兰浩特欧亚购物中心工程	2015 中	387.09	94955	购物中心
吉林	白山	白山综合体	2016	157.8	73400	城市综合体
内蒙古	通辽	通辽购物中心	2015 底	136.72	99700	城市综合体
山东	济南	济南欧亚大观园	2016	61.2	42402	城市综合体
吉林	长春	二道区长新东街标的	2015	140	36071	

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

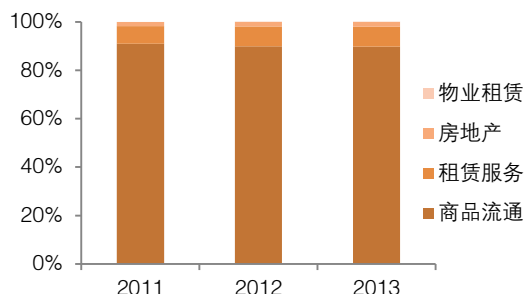
从经营模式上看, 公司主要收入来源于销售商品、租赁物业与柜台、城市综合体商品房 (住宅+写字楼) 销售确认收入以及中吉大厦物业租赁。2013 年公司共实现收入 103.15 亿元, 同比增长 20.07%, 好于行业平均水平 7.41%。其中商品流通收入 92.58 亿元, 租赁收入 8.45 亿元, 房地产收入 2.05 亿元, 物业租赁收入 667 万元, 占比分别为 89.75%/8.19%/1.99%/0.06%。据我们测算, 销售商品收入中 20%左右来自超市商品, 20%以上来自家电。根据公司超市业务发展规划, 17 年力争实现“三百工程”, 连锁超市销售 100 个亿, 门店 100 家, 面积 100 万平米, 预计超市营收贡献将会有进一步提升。

图表8 13 年欧亚集团收入增速领先百货板块



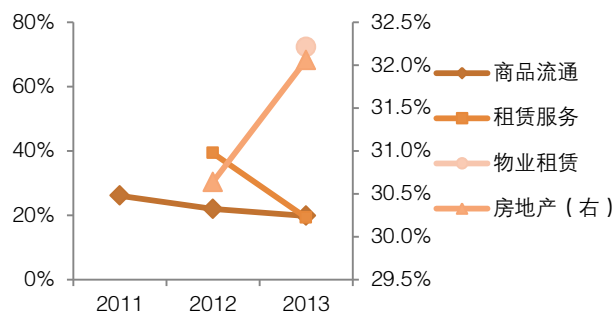
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2013 年公司各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表10 商品销售收入放缓, 房地产收入增速较快



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

在百货企业整体不景气的情况下, 欧亚集团依靠其多年的品牌优势录得全国领先的营收与业绩增速, 我们看好未来公司在东北地区的发展, 在省内开店至今没有出现经营失败关店的案例。东北地区电

商发展相对不发达，线下零售受线上的冲击较小，消费者购物习惯仍比较传统，注重到店“看得见摸得着”的购物体验，赋予公司调整业态适应新环境一定的缓冲期。

再者，身居东北多年，公司先发优势明显，对当地消费者的需求把握精准，针对东北消费者爱热闹偏好风格大气的建筑设计，公司平均门店面积达到 22.10 万平方米，建筑雄伟，内在陈列分明有序，环步其中丝毫不会觉得拥挤与压抑，带给消费者优质的购物体验。门店大而全、售后保障完善、多业态针对各种消费层次，深耕不同消费群体，因此客源粘性很高，在当地消费者中享有极强的声誉。公司在吉林省内新开业的培育期通常不超过 2-3 年。

另外，储备项目多为城市综合体新业态，选择在新区建设商业物业，利用商业配套提升住宅售价，入住率提升又进一步反哺商业，具有一定消费能力的新区居民对较稀有的商业配套依赖程度更高。公司在东北地区扩张空间成为营收与业绩坚实的护城河。

## 2.3 扩张战略：吉林省内渠道下沉，省外合作入股老牌百货

### ■ 省内：加密布点与三、四线城市渠道下沉

截止 14 年年底，公司在吉林省内共分布 20 家门店，其中 10 家门店地处长春，借助公司多年经营培育出当地超强的品牌优势，深层把握东北地区居民消费习惯，以及与供应商稳定合作关系等诸多优势，长春地区的门店开业 1 年内便可实现盈利。14 年新开出的常新购物中心与五环购物中心，分别采用拍卖或者购买固定资产方式直接取得，大幅度缩减了自行开发物业 2 年左右建工时间，购买资产到开业仅需不到一年，正映射出公司管理层对于长春区域经营的信心与能力，我们预计长春地区新开门店培育期控制在 1-2 年以内。

09 年至 13 年期间，公司侧重于省内其他地区扩张，目前已经进入通化、吉林、白城、白山、四平、辽远、梅河口、珲春、松原地区。通化欧亚商都建筑面积 12.8 万平米，经营百货+超市业态，13 年实现收入 3.65 亿元，同比增长 59.70%，主要由于 13 年门店扩张了 6.4 万平米，平效仅为 2854.71 元/平米，预计 14 年-16 年复合增速达到 25%，实现净利润 1398 万元。

### ■ 省外：沈阳优势受限，避开辽宁南进北拓

07 年公司进入沈阳地区，限于东北地区特殊的社会环境，当地新世界百货、中兴商业、新玛特零售品牌汇集，商业竞争较为激烈，欧亚沈阳联营至今仍未走出培育期，14 年上半年仍有 159 万元亏损，公司适时调整的外埠扩张战略，转而向与东北居民消费习惯接近的内蒙古地区扩张，绕过辽宁区域向北京、郑州、济南布点。

目前公司在省外二线城市扩张多采取合资（控制成本+已有品牌优势）的方式，参与的郑州百货大楼与济南大观园的项目均是当地的国资合作，利用政府资源经营阻力可控，提升开店成功率。

2009 年 9 月，公司与济南国资委、济南大欧经贸合作设立的欧亚大观园商场开业，13 年-15 年间由国资委委派管理经营团队，目前仍处于微弱亏损的状态，14 年上半年亏损 109.81 万元，未来大观园购物中心建成将会在济南当地形成一定协同作用。

郑州百货大楼的储备项目同样参与了国资改革，利用郑百大楼多年品牌优势与核心商圈的成熟商业物业，锁定首次进入区域的经营不确定性。郑州百货大楼 1955 年开业，作为郑州百货的标志百货家喻户晓，地理位置优越，处于郑州二七区核心商圈，新玛特、百盛、北京华联等聚集于此。门店面积 50631 平米，存在老牌国企经营效率不高，员工服务热情不够的问题，公司入股将延伸管理经验，赋予老牌百货新活力。我们认为公司入股外省国有老牌百货主要看重其核心商圈的区位优势，未来将进一步翻新或自建新兴物业，实现传统业态提档升级。

## 2.4 开发城市综合体，多业态协同制胜



针对东北消费者爱面子、喜欢大气宏伟风格的消费特点,加上东北冬季寒冷不适合户外活动的的原因,当地居民对于一站式购物的需求更为迫切。公司已经形成了百货、超市、批发市场、购物中心多业态深入不同细分市场。回顾过去的扩张战略,10 年以前开业的门店以百货+超市的组合业态为主,10 年以后主要打造新兴购物中心,剔除超大型门店欧亚商都与欧亚卖场以后,门店平均面积仍在 75000 平米以上,充足的面积优势给多品类服务提供了施展空间。目前公司在三、四线城市拥有多个城市综合体储备物业,利用商业提升房地产价值,看重在新城区发展的潜力,住宅销售价格普遍高于周边。

图11 长春欧亚商都（红旗商圈店）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图12 欧亚卖场（全球最大的单体零售门店）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**欧亚商都**开业于 1994 年,建筑面积达到 21 万平米,位于长春市四大核心商圈之一——红旗商圈,除欧亚商都以外万达、巴黎春天、亚细亚百货、百脑汇、红旗地下商城也多年汇集于此,中高端定位、大而全的欧亚商都成为当之无愧的品牌龙头。商都共分为 3 期,未来将在旁边继续开发第 4 期(合计 30 万平方米)。集品牌店、专卖店、电器、餐饮、休闲于一体,商都被商务部授予“金鼎百货店”称号。除满足顾客购物需求,公司还增加了旅游、银行、生活缴费、发艺美甲等增值服务。引领潮流的服务类别,加上多年诚信经营,公司在长春市民中具有较高的口碑。13 年实现收入 29.44 亿元,近三年同店增速达到 10.44%。

**欧亚车百**位于迎春路上,建筑面积 32000 平米,目标客户主要辐射群体是汽车厂的员工,成为社区居民日常生活用品的主要提供场所。车百作为欧亚集团历史最悠久的一家百货,1984 年开业至今深受老中青三代客户的欢迎,周围居民的客户粘性较大,在厂区社会的时代车百提供了一切居民日常所需,成为汽车厂名副其实的“市中心”。至今车百一楼依然设置为超市和食品区,二楼以上经营鞋帽衣物,商品档次定位大众消费,13 年平效达到 12986.56 元/平米,仍有业态调账提升平效的空间。2013 年单店收入 4.15 亿元,实现内生增长 7.68%。

**欧亚卖场**是世界最大的单体购物中心,营业面积 56 万平米,大气的装潢、品类齐全的购物环境,使得卖场成为当地消费者购物、休闲、聚会的首选。卖场上 4 层、地下 2 层,各楼层提供观光车导游服务,除传统的服装、家居、家电、餐饮类以外卖场内还融入了建材、家居、厨具等专业品类,设置市内公园、跆拳道馆、真冰场、艺术学校、高尔夫练习场等体验型业态,将欧亚卖场打造成休闲乐园,成为当地居民茶余饭后的休闲场所,带动消费的同时,顾客的卖场的粘性也大大加强。人均客流 15 万人,节假日将是平时客流的 3 倍。13 年,欧亚卖场实现收入 22.42 亿元,近三年

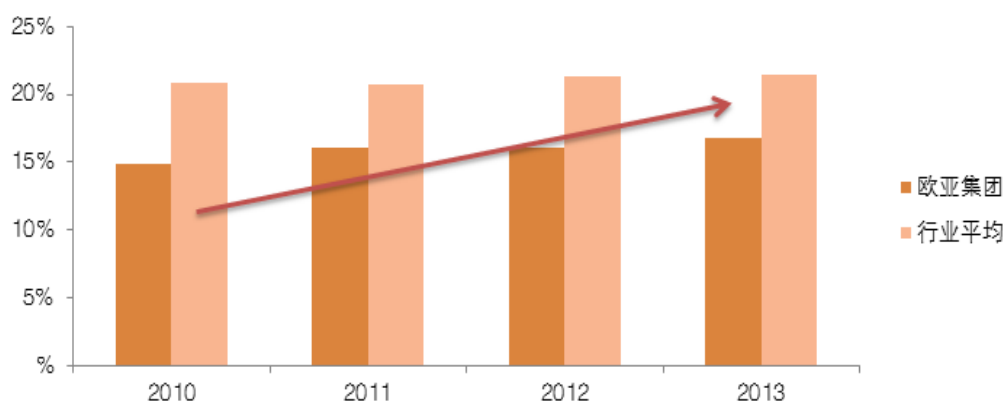
的同比复合增速在 20%以上，创造利润 1.2 亿元，同比增长 33.27%。13 年平效仅有 4000 元，仍存在提升空间，我们预计未来三年的仍能保持 20%以上的增速。

吉林欧亚在吉林市拥有 3 家门店，14 年新开业的**欧亚购物中心**共 30 万平，共 9 层（地上 7 层+地下 2 层），设计延续了东北消费者喜爱的宽布局，以星空为主题，9000 平米天井、独特的跨层电器，前卫的设计辐射大半个吉林市以及周边区县。商场中高端定位，国内外一线名品纷纷入住。囊括了 30%的体验式业态，拥有吉林市内第一个 IMAX 影院，配套儿童体验馆、室内游乐场、摄影、密室逃脱等多种全国一流的娱乐服务，江浙汇、全聚德纷纷入住，打造以食带消的良性循环。长春欧亚商都多年管理经验的人员直接担任管理层，同时负责招商与运营，避免衔接摩擦。考虑到卖场体量较大，我们估计走出培育期至少需要三年时间。14 年**吉林解放大路店**新增了一层家居用品，作为目前吉林市品类最高档的门店，预计 14-16 年的复合增速将保持在 20%以上。**江南店**周边高档小区较多，辐射高收入人群注重购物环境与商品品质，客单价超过解放大道店，公司将通过品类调整与环境升级，适当拓宽经营面积，针对性服务高端客户。

### 三、 毛利率提升+物业成本锁定，业绩弹性可期

#### 3.1 公司毛利率处于上升区间

图表13 欧亚集团毛利水平低于行业平均，但呈上升趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

与同行业相比，公司的毛利率多年低于行业平均水平，13 年公司仅为 16.74%，行业平均值略高于 20%。我们认为主要原因是：1) 东北居民消费水平有限，优惠的价格可以提高个体的购买频次；2) 借助自身自有物业折旧较低的优势，通过打折降价的方式参与市场竞争，铸造了极高的商业壁垒；3) 通过让利供应商，与其保持稳定的合作关系，在供应链优化上突出双方优势；4) 从商品结构上来看，超市商品与家电占比较大，家电占比超过营业额的 20%，超市商品占比略低于家电接近 20%，拖累整体毛利上升。



## 四、 市值低估夯实安全边际,加码体验式业态催生新亮点

### 4.1 自有物业价值高,二级市场折价率 60.64%

截止 14 年年底,公司百货自有物业超过 220 万平,超市自有物业超过 22 万平方米。即使不考虑公司房地产开发中再建工程与房屋存货的价值,按公允价值计算公司自有物业的重估价值高达 150.25 亿元,远高于公司目前 41.82 亿元的市值。利用 NAV 计算国公司价值为 106.25 亿,折价率为 60.64%。公司对应 2014 年预测市盈率仅 14.2X,低于百货行业 19.07X 的行业均值水平,处于价值洼地的欧亚集团极具投资价值。

图表16 公司自有物业重估价值

门店	自有面积	物业单价	重估价值(百万)
欧亚商都	203000	15000	3045
欧亚车百	32000	7000	224
欧亚新发	20000	7000	140
欧亚益民	44000	5000	220
欧亚卖场(持股 40%)	560000	8000	1792
农安商贸	13000	3000	39
春城购物中心	31800	10000	318
沈阳联营	98000	20000	1960
四平欧亚商都	40000	3000	120
通化欧亚商都	128000	4000	512
白城欧亚商都	45000	7000	315
吉林欧亚商都	20000	6000	120
辽源欧亚购物中心	80000	3000	240
吉林欧亚购物中心	50000	6000	300
梅河口欧亚购物中心	70000	4000	280
松原欧亚购物中心	65000	5000	325
珲春欧亚延百购物中心	70000	3000	210
欧亚万豪购物中心	60000	8000	480
欧亚商都综合体	476616	6000	2860
长新购物中心	36000	7000	252
五环购物中心	53724	7000	376
26 家自有物业超市	224300	4000	897
<b>合计</b>			<b>15025</b>

资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表17 13年欧亚集团毛利水平明显落后于行业可比公司，存在提升空间

项目	金额（百万）
自有物业重估价值	15025
流动资产	4588
负债	8988
权益重估价值	10625
公司市值	4182
折价率	60.64%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

#### ■ 重资产扩张致使账面负债率高，但资金风险可控

14年3季度末公司的负债率达到77.25%，高于同行业60.31%的杠杆水平。主要源于公司近年来储备门店均为重资产扩张，计息负债超过30个亿，14年前三季度公司的财务费用达到1.3亿，财务费用率达到1.56%，预计全年财务费用在1.6亿以上。14年公司引入银华资本向其子公司股权投资5亿元，在持股期间银华资本不参与公司经营管理，不委派董事，所持有的股权也向欧亚集团托管，并同时约定在3年后进行股权回购。以向银华资本“分期支付股权维持费，一次性支付股权基准价”明股实债的融资方式降低杠杆率，也映射出公司股价较低的事实。我们认为公司报表上固定资产价值具有一定失真，我们简单测算将固定资产账面价值调整至公允价值，测得公司实际的资产负债率为37.79%，远低于报表账面情况，资金风险可控。

#### ■ 管理层稳定且经验丰富，反复增持彰显企业价值

公司的管理层拥有几十年运营经验，上层管理人事稳定，熟悉当地市场，并在吉林当地拥有一定的资源优势。2011年，公司在中、高管中实施4年期的股权激励计划（2011-2014），以年利润增加额为基础，按照一定比例提取相应的激励基金。高管获得的奖励基金全部用来增持股票，其余人员直接发放奖金。管理层承诺在任职期间不进行二级市场减持，显示对于公司发展前景的信心，也从一个侧面反映出公司股价被低估的客观事实。

## 4.2 提升体验式业态占比，零售+旅游娱乐+地产协同发展

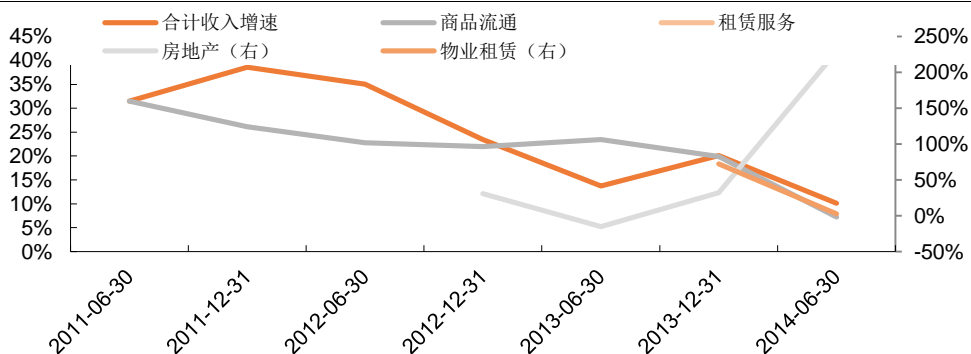
公司未来有计划将业务拓展至娱乐休闲产业，目前公司已在琿春（200多床位，在购物中心边上）和吉林（200多个床位，位于松花湖）两市分别拥有一处快捷酒店。猜测未来将更进一步合作开发旅游娱乐体验业态，我们对跨区域投资持谨慎态度，投资成功与否与项目区位选择、资金、合作方管理运营经验、地方政府支持力度等因素息息相关。体验式业态的聚客作用，带动周边商业配套，提升地产价格，因此我们并不排除公司“商业+旅游娱乐+地产”协同发展的可能，未来仍有较大的想像空间。

# 五、 财务分析与盈利预测

## 5.1 财务分析

14年上半年，公司实现营业总收入57.5亿元，同比增长11.64%，低于13年同期11.13个百分点。其中商品销售收入增速下滑至10.11%，这一数字13年全年为20.07%，我们测算14-16年复合增速将保持在13%以上。商品流通实现扣非后归母净利润1.16亿元，增速下降至17.56%。

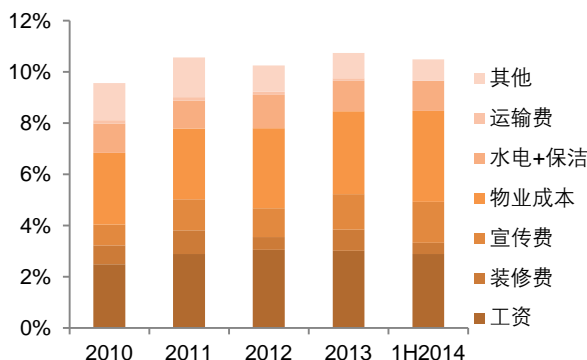
图表18 各主营业务收入增速情况



资料来源:Wind, 平安证券研究所

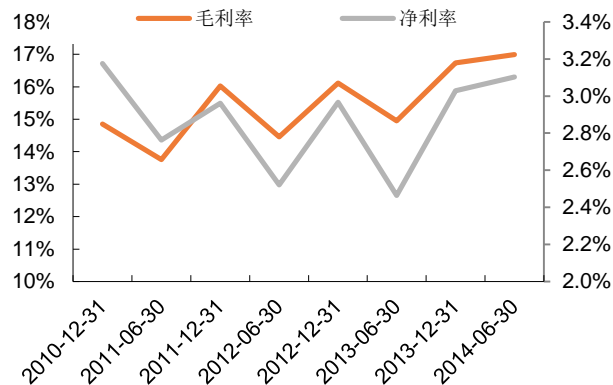
从1H2014成本费用情况来看,毛利率、净利率处于明显上升区间,分别达到16.99%/3.10%。销售+管理费用率比较稳定,重资产扩张锁定物业成本与东北低于较低的用工成本,保证稳定的利润空间;但宣传广告费用率提升,考虑到15年新店开张与已有门店内生增速不足,我们预计营销费用率在未来三年都呈上升趋势。测算3年复合归母利润增速为21.8%/13.7%/24.7%。

图表19 销售与管理费用相对稳定



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表20 毛利率与净利率处于上升区间



资料来源:Wind, 平安证券研究所

## 5.2 模型假设与盈利预测

公司多数的门店位于吉林省内,外省扩张半数门店处于可支配收入增速较高的三、四线城市。我们预计新开门店的培育期可以控制在3年以内,成熟门店的内生增速高于行业平均,测算未来合计收入增速仍能保持在13%以上。分业态细项假设如下:

### ➤ 收入假设:

**百货+购物中心:** 14-16年,成熟门店的内生增速为5%/6%/7%,新店(开业1年以内)的平效为成熟店的30%,次新店(开业1-2年)的平效为成熟门店的70%。

主力门店中,受反腐及零售行业不景气的影响,定位较高端的欧亚商都受影响较大,作为红旗商圈龙头的门店,聚客能力依然好于周边其他竞争对手,预计复合收入增速保持在3%左右;欧亚卖场13年平效仅有4000元,公司未来将减少租赁业态的占比,增加联营与自营比例,收入增速将维持在20%以上;欧亚车百地处汽车厂社区,一楼食品、日用品供应刚性较大,单店收入增速平稳

保持在 5%左右。从外延扩张的情况来看，预计 14-16 年新增营业面积 64.44 万平米，培育期将拉长至 3 年，贡献百货+购物中心业务 15%以上的营收增速。

**超市：**14-16 年，成熟门店的内生增速为 2%/5%/5%，新店（开业 1 年以内）的平效为成熟店的 30%，次新店（开业 1-2 年）的平效为成熟门店的 70%。

**房地产：**14 年，我们测算梅河口钻石名城、珲春综合体、吉林综合体、通辽钻石名城地产销售确认收入约 3.6 亿元；15 年，地产确认收入高于 14 年，约达 5.8 亿元，主要地产项目基本确认完毕；16 年，白山综合体建成交工，地产收入确认规模与 15 年相当。

**租赁业务：**假设中吉大厦物业租赁收入年增长 10%。

➤ **成本费用假设：**

我们假设未来总收入毛利率将缓慢上升。由于 15、16 年新店集中开业，期间费用率提升幅度高于毛利率提升，对利润空间扩大形成一定压力，测算 14-16 年净利率分别为 3.3%、3.3%、3.5%。

根据以上假设，我们预计公司 14-16 年收入复合增速 13.8%，分别实现 EPS=1.88、2.14、2.66 元，对应当前股价的 PE 分别是 14.0/12.3/9.9X。目前处于价值洼地。公司立足吉林区域，绝对地区龙头低位与三、四线城市较高的消费倾向，加之地产收入的确认，预计未来营收仍能保持在 10%以上的复合增速。省外二线城市扩张过程多采取合资的方式，开店成功率较高。我们看好传统业务的增长空间与业绩贡献，重资产扩张的自有物业相对目前市值存在大幅折价，公司布局商旅也将带来一定的估值溢价，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

**图表21 可比上市公司估值表（截止 2015 年 2 月 25 日）**

股票名称	股票价格	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
老凤祥	37.37	1.17	1.70	1.60	2.05	31.98	21.97	23.36	18.23	强烈推荐
鄂武商 A	16.84	0.79	0.92	1.04	1.23	21.32	18.30	16.19	13.69	强烈推荐
步步高	16.95	1.27	0.73	0.54	0.61	13.36	23.31	31.39	27.79	强烈推荐
大商股份	44.78	3.33	4.01	4.70	5.20	13.45	11.17	9.53	8.61	强烈推荐
中央商场	13.65	0.40	0.99	1.25	1.80	33.79	13.75	10.92	7.58	推荐
豫园商城	13.2	0.67	0.68	0.64	0.74	19.61	19.35	20.63	17.84	推荐
王府井	20.76	1.46	1.50	1.37	1.31	14.27	13.84	15.15	15.85	推荐
合肥百货	7.84	0.52	0.56	0.52	0.51	14.95	13.97	15.08	15.37	推荐
重庆百货	24.08	1.87	2.16	1.30	1.77	12.88	11.15	18.52	13.60	推荐
友阿股份	14.9	0.67	0.73	0.70	0.74	22.24	20.41	21.29	20.14	推荐
银座股份	9.83	0.67	0.51	0.68	0.78	14.75	19.18	14.46	12.60	推荐
欧亚集团	26.29	1.27	1.54	1.88	2.14	20.70	17.07	13.98	12.29	推荐
天虹商场	12.52	0.73	0.77	0.73	0.76	17.15	16.26	17.15	16.47	推荐
文峰股份	11.68	0.85	0.52	0.56	0.61	13.74	22.46	20.86	19.15	中性
徐家汇	12.72	0.58	0.59	0.59	0.60	21.93	21.56	21.56	21.20	中性
新华百货	15.07	1.17	0.97	1.19	0.87	12.88	15.54	12.66	17.32	中性

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 六、 风险提示

- 1、新店培育期拉长，沈阳门店亏损扩大；
- 2、外省扩张中与当地国资的摩擦成本加剧；
- 3、地产销售不达预期。



会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2891	5632	5051	5973
现金	713	2307	2643	3041
应收账款	33	3	38	9
其他应收款	97	103	126	138
预付账款	591	846	791	1093
存货	1439	2357	1435	1675
其他流动资产	17	17	17	17
<b>非流动资产</b>	6447	7258	7543	8143
长期投资	91	87	83	79
固定资产	5735	6566	6871	7490
无形资产	606	590	575	559
其他非流动资产	15	15	15	15
<b>资产总计</b>	9338	12890	12594	14116
<b>流动负债</b>	6670	8716	9353	10428
短期借款	1768	3194	3452	3704
应付账款	1292	1653	1701	2160
其他流动负债	3610	3868	4200	4565
<b>非流动负债</b>	1118	2317	1032	1042
长期借款	734	1933	649	658
其他非流动负债	384	384	384	384
<b>负债合计</b>	7422	10666	10018	11104
少数股东权益	573	655	748	864
股本	159	159	159	159
资本公积	305	305	305	305
留存收益	879	1106	1363	1684
归属母公司股东权益	1343	1570	1827	2148
<b>负债和股东权益</b>	9338	12890	12594	14116

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	517	244	2174	1247
净利润	312	374	427	533
折旧摊销	248	244	274	275
财务费用	123	156	175	140
投资损失	2	0	0	0
<b>营运资金变动</b>	-2681	-529	1298	299
其他经营现金流	2513	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1224	-1048	-553	-869
资本支出	-1118	1054	559	875
长期投资	-107	-12	-12	-12
其他投资现金流	0	-2090	-1100	-1732
<b>筹资活动现金流</b>	782	2396	-1284	19
短期借款	708	1426	257	252
长期借款	-90	1198	-1284	10
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	242
其他筹资现金流	162	-228	-257	-485
<b>现金净增加额</b>	74	1593	337	397

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	10315	11533	13217	15203
营业成本	8589	9489	10807	12442
营业税金及附加	93	104	119	137
营业费用	329	391	476	543
管理费用	779	897	1077	1253
财务费用	108	139	169	117
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	413	513	569	711
营业外收入	35	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
<b>利润总额</b>	435	513	569	711
所得税	123	141	144	180
<b>净利润</b>	312	372	424	531
少数股东损益	67	82	93	116
<b>归属母公司净利润</b>	245	299	340	424
EBITDA	802	921	1026	1134
EPS (元)	1.54	1.88	2.14	2.66

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	20.1	11.8	14.6	15.0
营业利润(%)	22.8	23.6	10.9	25.0
归属于母公司净利润(%)	22.7	21.8	13.7	24.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	16.7	17.7	18.2	18.2
净利率(%)	3.0	3.3	3.3	3.5
ROE(%)	18.3	19.0	18.6	19.7
ROIC(%)	11.2	11.1	7.6	9.6
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	79.5	82.7	79.6	78.7
净负债比率(%)	130.6	230.5	159.2	144.8
流动比率	0.43	0.65	0.54	0.57
速动比率	0.22	0.37	0.38	0.41
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	1.10	0.89	1.05	1.08
应收账款周转率	317.4	4611.1	351.4	1782.5
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.1
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.88	2.14	2.66
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	1.54	13.66	7.84
每股净资产(最新摊薄)	8.44	9.87	11.49	13.50
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	17.1	14.0	12.3	9.9
P/B	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	9.0	10.8	8.8	8.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033