

总理督阵促东北经济振兴 公司规划 符消费升级需求

■东北 GDP 增速放缓受中央重视，总理督阵推动经济再振兴。东北经济增速放缓引发中央重视，15年4月10日李克强总理在长春主持召开东三省经济形势座谈会，提出东北经济振兴四件大事，推动老工业区经济再振兴。

■消费热点培育成振兴东北重头戏。李克强总理在座谈会上明确提出扩大居民消费，发挥东北特有优势，加速发展旅游、养老、健康等产业和电子商务等新兴业态，着力培育消费新热点。我们认为，中国经济结构处于转型期，改善居民生活质量、提高居民消费水平是政府工作重点，未来经济增长动力将来自消费领域，在消费领域发展旅游等产业、电商等业态，有其合理性。

■公司布局契合政府消费升级规划。商贸零售类企业贴近居民日常生活，百货、购物中心是居民重要日常消费场景，在居民消费升级中扮演重要角色。公司线下门店资源丰富，并积极发力线上，推进PC端、移动端电子商务平台搭建，在此基础上进军旅游业，业务布局契合政府消费升级规划。具体来看：第一、线下门店资源丰富。第二、推进电商平台搭建，组建异业联盟。第三、布局神龙湾，打造商旅运营新模式。

■维持盈利预测，维持买入-A 评级。在15年国企改革政策落地前夕，总理召开座谈会，催生又一政策红利，国企改革带来资产整合预期，经济振兴指示出台带来基本面回升预期，双重利好打开公司未来想象空间；此外，公司储备项目丰富，稳步推进中三星战略，全国性布局争抢异地消费市场，业绩长期增长可期。我们预计公司14-16年EPS为1.85元、2.24元、2.68元，对应PE为16倍、13倍、11倍。

■风险提示：东北地区消费升级不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,590.7	10,315.2	11,340.6	12,831.3	14,166.8
净利润	201.9	245.3	294.5	356.9	426.3
每股收益(元)	1.27	1.54	1.85	2.24	2.68
每股净资产(元)	7.19	8.44	9.83	11.55	13.61

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	23.5	19.3	16.1	13.3	11.1
市净率(倍)	4.1	3.5	3.0	2.6	2.2
净利润率	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
净资产收益率	16.4%	16.3%	18.6%	19.0%	18.8%
股息收益率	1.0%	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%
ROIC	21.1%	14.3%	13.6%	15.7%	15.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

37.73元

股价(2015-04-10)

29.79元

交易数据

总市值(百万元)	4,739.23
流通市值(百万元)	4,622.10
总股本(百万股)	159.09
流通股本(百万股)	155.16
12个月价格区间	16.65/29.99元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-12.90	-5.85	-16.86
绝对收益	10.50	16.64	74.21

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

借力神龙湾 进军旅游业	2015-03-11
产业资本增持逻辑催化公司	2015-01-14
价值重估	
价值低估、低调转型的吉林	2015-01-06
国企商业龙头	

东北 GDP 增速放缓受中央重视，总理督阵推动经济再振兴。2014 年辽宁、吉林、黑龙江三省 GDP 增速分别为 5.8%、6.5%、5.6%，位列全国后五位，东北经济增速放缓引发中央重视，15 年 4 月 10 日李克强总理在长春主持召开东三省经济形势座谈会，提出东北经济振兴四件大事：第一、尽快启动一批可以增强发展后劲的重大基础设施项目；第二、着力扩大消费；第三、加快棚户区改造等重大民生工程；第四、推进装备制造业走出去和开展国际产能合作。总理督阵东北，推动老工业区经济再振兴。

消费热点培育成振兴东北重头戏。李克强总理在座谈会上明确提出扩大居民消费，发挥东北特有优势，加速发展旅游、养老、健康等产业和电子商务等新兴业态，着力培育消费新热点。我们认为，中国经济结构处于转型期，改善居民生活质量、提高居民消费水平是政府工作重点，未来经济增长动力将来自消费领域，在消费领域发展旅游等产业、电商等业态，有其合理性：第一、在满足日常生活的基础需求前提下，伴随东北地区居民可支配收入增长，旅游等享受支出将成为消费领域新热点；第二、建国初期生育高峰，导致我国人口老龄化现象将日渐突出，东三省人口合计超过 1 亿，养老及健康产业空间广阔；第三、居民传统消费习惯发生改变，购物从线下走向线上，电子商务在提高商品可比性同时，也加强了居民购物的便捷性，东北地区相对东部沿海电商渗透率低，在互联网+背景下电子商务价值度高。

公司布局契合政府消费升级规划。商贸零售类企业贴近居民日常生活，百货、购物中心是居民重要日常消费场景，在居民消费升级中扮演重要角色。公司线下门店资源丰富，并积极发力线上，推进 PC 端、移动端电子商务平台搭建，在此基础上进军旅游业，业务布局契合政府消费升级规划。具体来看：第一、线下门店资源丰富。在商业方面，公司在吉林省内具有垄断性市场地位，截至 14 年底，公司共计拥有百货、购物中心门店 22 家（吉林省内 20 家，省外 2 家），物业资源丰富、用户群体庞大、商业口碑极佳，商业地位优越性必将抢先分享政策红利；第二、推进电商平台搭建，组建异业联盟。既 12 年推出 B2C 产品“欧亚 e 购”之后，公司加快线上建设，14 年陆续推出“欧亚微店”微信公众平台发布会、“掌尚微店”手机 APP，凭借省内线下门店垄断优势和强品牌影响力，全方位巩固区域商业龙头地位。公司与中移动、联通、工行和建行建立区域城市“异业联盟”，通过与银行、电信、旅游、餐饮、娱乐等企业开展积分互换、会员共享、预付卡支付活动，以本地化移动生活服务电商切入消费者需求市场，推动消费升级；第三、布局神龙湾，打造商旅运营新模式。公司在 15 年 3 月公告成立神龙湾旅游（出资 5000 万，占注册资本 20.69%，系第三大股东），在立足商业基础上，依托会员资源、资金优势，试水旅游业，打造商+旅运营新模式，未来或将实现商业模式的多地域拓展。

维持盈利预测，维持买入-A 评级。在 15 年国企改革政策落地前夕，总理召开座谈会，催生又一政策红利，国企改革带来资产整合预期，经济振兴指示出台带来基本面回升预期，双重利好打开公司未来想象空间；此外，公司储备项目丰富，稳步推进中三星战略，全国性布局争抢异地消费市场，业绩长期增长可期。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 1.85 元、2.24 元、2.68 元，对应 PE 为 16 倍、13 倍、11 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,590.7	10,315.2	11,340.6	12,831.3	14,166.8	成长性					
减:营业成本	7,206.5	8,588.9	9,270.8	10,434.2	11,489.0	营业收入增长率	23.5%	20.1%	9.9%	13.1%	10.4%
营业税费	75.0	93.0	97.6	110.4	121.9	营业利润增长率	19.8%	23.0%	35.5%	20.8%	17.8%
销售费用	233.3	329.2	371.8	431.8	486.7	净利润增长率	24.9%	21.5%	20.1%	21.2%	19.4%
管理费用	647.9	778.9	904.9	1,034.2	1,141.9	EBITDA 增长率	34.1%	25.2%	22.0%	16.0%	12.1%
财务费用	88.3	108.2	132.1	140.4	126.7	EBIT 增长率	32.8%	22.9%	32.8%	18.0%	13.1%
资产减值损失	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	NOPLAT 增长率	32.5%	18.7%	36.9%	18.0%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	74.9%	44.6%	2.2%	18.1%	-9.1%
投资和汇兑收益	-2.0	-1.9	-1.6	-1.8	-1.8	净资产增长率	16.9%	23.4%	18.1%	18.8%	18.7%
营业利润	336.0	413.3	560.1	676.6	797.1	利润率					
加:营业外净收支	6.9	22.1	8.4	12.4	14.3	毛利率	16.1%	16.7%	18.3%	18.7%	18.9%
利润总额	342.8	435.4	568.5	689.1	811.4	营业利润率	3.9%	4.0%	4.9%	5.3%	5.6%
减:所得税	88.1	122.9	147.8	179.2	211.0	净利润率	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
净利润	201.9	245.3	294.5	356.9	426.3	EBITDA/营业收入	7.2%	7.5%	8.3%	8.5%	8.6%
						EBIT/营业收入	4.9%	5.1%	6.1%	6.4%	6.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	149	162	172	159	150
货币资金	770.8	845.0	907.2	1,026.5	1,133.3	流动营业资本周转天数	-106	-88	-85	-71	-66
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	92	94	91	85	79
应收帐款	83.4	98.5	98.5	129.9	119.4	应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
应收票据	11.7	31.2	1.9	38.5	9.8	存货周转天数	32	43	37	33	27
预付帐款	497.5	591.0	837.9	709.6	934.0	总资产周转天数	286	296	300	277	258
存货	1,015.1	1,438.9	878.8	1,439.9	666.4	投资资本周转天数	86	111	121	118	111
其他流动资产	-	17.4	5.8	7.8	10.3	投资回报率					
可供出售金融资产	8.5	10.8	10.0	9.8	10.2	ROE	16.4%	16.3%	18.6%	19.0%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	3.3%	4.5%	5.0%	6.0%
长期股权投资	59.9	57.4	57.4	57.4	57.4	ROIC	21.1%	14.3%	13.6%	15.7%	15.0%
投资性房地产	34.3	33.2	33.2	33.2	33.2	费用率					
固定资产	4,027.7	5,266.5	5,547.4	5,800.1	6,025.8	销售费用率	2.7%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%
在建工程	589.1	468.8	461.3	456.8	454.1	管理费用率	7.5%	7.6%	8.0%	8.1%	8.1%
无形资产	321.2	532.3	513.2	494.1	475.0	财务费用率	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.3%	11.8%	12.4%	12.5%	12.4%
资产总额	7,504.2	9,477.2	9,436.4	10,288.5	10,013.7	偿债能力					
短期债务	1,060.0	1,768.0	2,007.7	2,202.8	1,524.0	资产负债率	79.3%	79.8%	76.0%	73.9%	68.1%
应付帐款	1,895.9	2,246.7	1,770.7	2,113.2	1,844.1	负债权益比	383.3%	394.6%	317.0%	282.5%	213.8%
应付票据	362.2	396.8	427.3	442.3	451.3	流动比率	0.47	0.44	0.41	0.48	0.45
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.27	0.23	0.28	0.28	0.35
长期借款	360.0	270.0	-	168.4	-	利息保障倍数	4.80	4.82	5.24	5.82	7.29
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	5,951.4	7,561.0	7,173.5	7,599.0	6,822.2	DPS(元)	0.30	0.33	0.46	0.52	0.62
少数股东权益	408.6	573.0	699.2	852.2	1,026.3	分红比率	23.6%	21.4%	24.9%	23.3%	23.2%
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1	股息收益率	1.0%	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%
留存收益	985.0	1,184.2	1,404.7	1,678.3	2,006.1						
股东权益	1,552.8	1,916.2	2,263.0	2,689.5	3,191.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	1.27	1.54	1.85	2.24	2.68
净利润	254.8	312.5	294.5	356.9	426.3	BVPS(元)	7.19	8.44	9.83	11.55	13.61
加:折旧和摊销	190.0	247.6	245.7	271.0	296.1	PE(X)	23.5	19.3	16.1	13.3	11.1
资产减值准备	1.6	1.8	-	-	-	PB(X)	4.1	3.5	3.0	2.6	2.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	86.3	-113.9	681.5	93.8	150.7
财务费用	93.0	122.8	132.1	140.4	126.7	P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
投资损失	2.0	1.9	1.6	1.8	1.8	EV/EBITDA	8.1	7.0	7.5	6.9	5.5
少数股东损益	52.9	67.2	126.2	153.0	174.1	CAGR(%)	26.0%	24.3%	26.9%	26.0%	24.3%
营运资金的变动	-346.7	-109.2	172.2	-470.7	617.9	PEG	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	573.4	516.6	972.3	452.5	1,642.9	ROIC/WACC	3.0	2.1	2.0	2.3	2.2
投资活动产生现金流量	-971.6	-1,224.2	-500.8	-501.7	-502.2	REP	0.6	0.7	0.9	0.7	0.8
融资活动产生现金流量	439.1	781.8	-409.3	168.4	-1,033.9						

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

张龙声明, 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	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	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shengcx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

