

东北振兴契机现 转型商旅借势兴

■业绩环比改善，超出预期。公司14年实现营收115.42亿元，同比增长11.89%；归母净利润2.99亿元，同比增长21.81%；扣非后归母净利润2.82亿元，同比增长21.00%；EPS为1.88元。

■各业态营收走势向上。报告期内公司营收115.42亿元，同比增长11.89%。受公司积极的扩张策略（报告期内新开购物中心、百货5个，连锁超市6个）、优势商业地产吸纳客流能力继续增强和房地产收入的大幅增长，公司营收稳健上升。

■毛利率提升，期间费用率小幅增加。公司全年毛利率为19.20%，较2013年增长2.46个百分点。公司毛利率增长主要由公司所经营的商品流通行业和租赁服务毛利的小幅上升，经营结构调整提高运营效率所致。报告期内公司期间费用率为13.23%，同比增加1.44个百分点。

■三星战略全面推进，线上线下融合打开发展空间。线下方面，近年来公司加快省内渠道下沉，全面推进“小三星”战略布局，未来将积极施行“中三星”战略；线上方面，公司布局O2O，组建异业联盟，实现线上线下资源融合。

■布局神龙湾，打造商旅运营新模式。公司借政策东风，积极布局旅游产业，出资成立长春欧亚神龙湾旅游有限责任公司。成立神龙湾旅游是公司向旅游产业布局的第一步，未来不排除布局新景点、拓展旅游业务可能，或将推行“商+旅”双主业运营模式。

■总理督促东北经济振兴，国企改革预期强烈。公司作为吉林省区域商业龙头企业，旗下的购物中心、百货商场和连锁超市是居民重要的日常消费场景，在居民消费结构升级当中扮演着重要的角色。在2015年各地国企改革陆续落地的情况下公司，资产注入预期强烈。

■维持盈利预测，维持买入-A评级。我们预计公司15-17年EPS为2.24元、2.68元、3.25元，对应PE为14倍、12倍、10倍。

■风险提示：商业环境有所向下，致业绩增速不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,315.2	11,542.1	13,391.0	14,777.4	15,846.5
净利润	245.3	298.8	356.8	426.5	517.3
每股收益(元)	1.54	1.88	2.24	2.68	3.25
每股净资产(元)	8.44	10.00	11.82	14.18	17.14

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	20.9	17.1	14.4	12.0	9.9
市净率(倍)	3.8	3.2	2.7	2.3	1.9
净利润率	2.4%	2.6%	2.7%	2.9%	3.3%
净资产收益率	16.3%	15.8%	15.6%	16.0%	16.2%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%
ROIC	14.3%	14.7%	12.4%	14.2%	14.6%

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(2015-04-17)

32.20元

交易数据

总市值(百万元)	5,122.64
流通市值(百万元)	4,996.02
总股本(百万股)	159.09
流通股本(百万股)	155.16
12个月价格区间	16.80/32.77元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.41	-4.84	-17.73
绝对收益	14.92	21.60	88.86

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

总理督促东北经济振兴	2015-04-14
公司规划符合消费升级需求	
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	

业绩环比改善，超出预期。公司 14 年实现营收 115.42 亿元，同比增长 11.89%；归母净利润 2.99 亿元，同比增长 21.81%；扣非后归母净利润 2.82 亿元，同比增长 21.00%；EPS 为 1.88 元。其中，14Q4 实现营收 31.80 亿元，同比增长 13.61%，（Q1-Q3 同比增速分别为+10.06%、+13.00%、+10.43%）；Q4 归母净利润 1.14 亿元，同比增长 25.81%，（Q1-Q3 同比增速分别为+17.59%、+19.28%、+20.82%）。同时公告每 10 股派现金 3.30 元（含税）。业绩环比改善，超出预期。

各业态营收走势向上。报告期内公司营收 115.42 亿元，同比增长 11.89%。受公司积极的扩张策略（报告期内新开购物中心、百货 5 个，连锁超市 6 个）、优势商业地产吸纳客流能力继续增强和房地产收入的大幅增长，公司营收稳健上升。商业部分，百货店实现营收 69.60 亿元，同比增长 7.43%；大型综合卖场实现营收 26.14 亿元，同比增长 16.60%；连锁超市营收 15.34 亿元，同比增长 18.10%；其他业态营收 0.89 亿元，同比增长 5.93%。公司作为吉林垄断性区域商业龙头，商业部分收入贡献仍以吉林省市场为主（营收占比 92.88%），其中长春市 83.83 亿，吉林市 5.82 亿，通化市 4.58 亿，松原市 1.56 亿，四平市 2.97 亿，梅河口市 1.46 亿，辽源市 1.91 亿，珲春市 0.69 亿，白山市 1.83 亿，白城市 1.49 亿。

毛利率提升，期间费用率小幅增加。公司全年毛利率为 19.20%，较 2013 年增加 2.46 个百分点。公司毛利率增长主要由公司所经营的商品流通行业和租赁服务毛利的小幅上升，经营结构调整提高运营效率所致。分行业来看，商品流通行业毛利率为 10.37%，同比增加 0.65 个百分点；房地产行业毛利率为 31.48%，同比减少 4.26 个百分点；租赁服务毛利率为 89.55%，同比增加 1.18 个百分点；物业租赁毛利率为 96.73%，同比减少 3.27 个百分点。报告期内公司期间费用率为 13.23%，同比增加 1.44 个百分点。其中报告期内公司销售费用率为 3.58%，同比增加 0.39 个百分点，主要为人工成本刚性上涨、广告宣传及促销费用的增加所致；管理费用率为 8.06%，同比增加 0.51 个百分点，主要为公司新建购物广场及购物中心使装修水电费用增加和固定资产累计增长折旧所致；财务费用率为 1.59%，同比增加 0.54 个百分点，主要为报告期内公司短期、长期借款及短期融资券增加使支付利息增加所致。受益毛利率提升，公司盈利能力有所提高，全年净利率为 3.86%，同比增加 0.83 个百分点。

三星战略全面推进，线上线下融合打开发展空间。线下方面，公司现拥有各类经营门店 61 个，其中购物中心（百货店）23 个，大型综合卖场 2 个，连锁超市 36 个，其他经营部门 8 个。近年来公司加快省内渠道下沉，全面推进“小三星”战略布局，先后在通化市、白山市、珲春市、长白山保护区推进门店开设。未来将积极施行“中三星”战略，布局外省市场，目前已通过股权收购方式进入郑州市市场，截至 14 年底公司省内外共 5 个门店处于建设期，总建面 34.58 万方。线上方面，公司布局 O2O，组建异业联盟，实现线上线下资源融合，公司自 2012 年推出 B2C 产品“欧亚 e 购”之后，加快线上商业布局，14 年公司相继推出“欧亚微店”微信公众平台和“掌尚微店”手机 APP，凭借吉林省内垄断优势和品牌影响力，全方面巩固区域龙头地位，同时公司与移动、联通、工行和建行建立区域城市“异业联盟”，通过与银行、电信、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。截至 14 年底，公司注册会员近 426 万人，线上客户与实体店客户比例为 1:50，依托线下门店有序推进，线上布局逐渐加强，未来将逐渐实现线上线下融合发展。

布局神龙湾，打造商旅运营新模式。国务院下发的《关于促进旅游业发展的若干意见》明确提出，到 2020 年境内旅游总消费额达 5.5 万亿，旅游业增加值占国内生产总值比重超过 5%，公司借政策东风，积极布局旅游产业，15 年 3 月公告长春欧亚卖场与 8 名自然人，出资成立长春欧亚神龙湾旅游有限责任公司（公司出资 5000 万，占注册资本 20.69%，系第三大股东），神龙湾风景区年接待游客 10 多万次，被称为北方的九寨沟。公司在立足商业基础上，依托会员资源、资金优势，试水旅游业，分享政策红利。成立神龙湾旅游是公司向旅游产业布局的第一步，未来不排除布局新景点、拓展旅游业务可

能，或将推行“商+旅”双主业运营模式。

总理督促东北经济振兴，国企改革预期强烈。14年东北经济增速整体排名靠后，引起中央重视，李克强总理督阵东北，促进东北经济再振兴，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。公司作为吉林省区域商业龙头企业，旗下的购物中心、百货商场和连锁超市是居民重要的日常消费场景，在居民消费结构升级当中扮演着重要的角色。消费热点培育成东北振兴重头戏，公司物业资源丰富、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。此外，自中共十八大决议通过全面进行国有企业混合所有制改革之后，目前已有超过20多个省市出台了国资改革方案，吉林省已于2014年10月审议通过了《吉林全面深化改革实施规划(2014-2020年)》、《关于推进全省国有企业加快发展混合所有制经济的指导意见》、《关于完善国有资产管理体制深化国有企业改革的意见》，预计2015将加快推进国企改革方案出台和落实，公司作为长春市国资委旗下商业上市平台，在2015年各地国资改革陆续落地的情况下公司国资改革的预期进一步增强，资产注入预期强烈。

维持盈利预测，维持买入-A评级。总理督促东北经济再振兴，消费领域成东北经济未来增长新亮点，公司传统商业受益三星战略有序推进，实现外延式增长，门店布局日趋合理，并成立旅游公司，拓展商+旅运营新模式，有望享受新一轮政策红利；公司作为吉林省内商业龙头，国企改革预期持续增强，优质商业资产或将注入公司体内，未来投资价值再次彰显。我们预计公司15-17年EPS为2.24元、2.68元、3.25元，对应PE为14倍、12倍、10倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,315.2	11,542.1	13,391.0	14,777.4	15,846.5	成长性					
减:营业成本	8,588.9	9,326.5	10,812.9	11,849.4	12,571.9	营业收入增长率	20.1%	11.9%	16.0%	10.4%	7.2%
营业税费	93.0	122.9	133.9	147.8	158.5	营业利润增长率	23.0%	36.4%	18.5%	19.6%	20.2%
销售费用	329.2	413.2	482.1	539.4	586.3	净利润增长率	21.5%	21.8%	19.4%	19.5%	21.3%
管理费用	778.9	930.6	1,084.7	1,201.4	1,293.1	EBITDA 增长率	25.2%	38.9%	12.0%	16.4%	16.4%
财务费用	108.2	183.0	207.0	238.0	274.0	EBIT 增长率	22.9%	43.2%	17.2%	18.5%	19.1%
资产减值损失	1.8	0.1	1.2	1.0	0.8	NOPLAT 增长率	18.7%	48.6%	16.4%	18.4%	18.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.6%	38.5%	3.3%	15.4%	25.9%
投资和汇兑收益	-1.9	-2.2	-1.6	-1.9	-1.9	净资产增长率	23.4%	46.8%	15.8%	17.1%	17.9%
营业利润	413.3	563.5	667.6	798.5	960.0	利润率					
加:营业外净收支	22.1	34.6	21.2	26.0	27.3	毛利率	16.7%	19.2%	19.3%	19.8%	20.7%
利润总额	435.4	598.2	688.8	824.5	987.3	营业利润率	4.0%	4.9%	5.0%	5.4%	6.1%
减:所得税	122.9	152.6	179.1	215.2	258.7	净利润率	2.4%	2.6%	2.7%	2.9%	3.3%
净利润	245.3	298.8	356.8	426.5	517.3	EBITDA/营业收入	7.5%	9.3%	8.9%	9.4%	10.2%
						EBIT/营业收入	5.1%	6.5%	6.5%	7.0%	7.8%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	162	189	192	184	178
货币资金	845.0	1,033.0	1,071.3	1,182.2	1,267.7	流动营业资本周转天数	-88	-96	-96	-79	-48
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	94	111	89	82	103
应收账款	98.5	97.2	139.3	118.0	156.8	应收账款周转天数	3	3	3	3	3
应收票据	31.2	-	41.2	7.8	40.2	存货周转天数	43	61	36	32	54
预付帐款	591.0	457.8	995.7	480.0	1,076.4	总资产周转天数	296	355	335	307	317
存货	1,438.9	2,476.9	226.3	2,406.9	2,304.8	投资资本周转天数	111	141	143	142	160
其他流动资产	17.4	38.5	18.6	24.9	27.3	投资回报率					
可供出售金融资产	10.8	15.8	11.7	12.8	13.4	ROE	16.3%	15.8%	15.6%	16.0%	16.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.4%	4.4%	4.5%	5.1%
长期股权投资	57.4	142.5	142.5	142.5	142.5	ROIC	14.3%	14.7%	12.4%	14.2%	14.6%
投资性房地产	33.2	32.1	32.1	32.1	32.1	费用率					
固定资产	5,266.5	6,874.8	7,377.5	7,724.4	7,967.8	销售费用率	3.2%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%
在建工程	468.8	1,212.0	907.2	724.3	614.6	管理费用率	7.6%	8.1%	8.1%	8.1%	8.2%
无形资产	532.3	520.3	500.6	480.9	461.3	财务费用率	1.0%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.8%	13.2%	13.2%	13.4%	13.6%
资产总额	9,477.2	13,262.2	11,644.2	13,546.0	14,353.3	偿债能力					
短期债务	1,768.0	2,527.0	2,768.4	3,019.2	3,375.3	资产负债率	79.8%	78.8%	72.0%	71.8%	68.7%
应付帐款	2,246.7	3,383.4	1,302.2	3,108.4	1,221.9	负债权益比	394.6%	371.3%	257.5%	255.0%	219.1%
应付票据	396.8	507.7	453.4	534.0	443.8	流动比率	0.44	0.44	0.32	0.46	0.58
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.23	0.18	0.29	0.20	0.30
长期借款	270.0	719.0	25.6	150.6	887.6	利息保障倍数	4.82	4.08	4.23	4.36	4.50
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	7,561.0	10,448.4	8,387.1	9,730.4	9,855.2	DPS(元)	0.33	-	0.34	0.33	0.29
少数股东权益	573.0	1,223.7	1,376.6	1,559.4	1,770.7	分红比率	21.4%	0.0%	15.0%	12.1%	9.1%
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1	股息收益率	1.0%	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%
留存收益	1,184.2	1,422.3	1,721.5	2,097.2	2,568.4						
股东权益	1,916.2	2,813.8	3,257.1	3,815.7	4,498.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	312.5	445.6	356.8	426.5	517.3	EPS(元)	1.54	1.88	2.24	2.68	3.25
加:折旧和摊销	247.6	322.5	321.7	355.7	386.0	BVPS(元)	8.44	10.00	11.82	14.18	17.14
资产减值准备	1.8	0.1	-	-	-	PE(X)	20.9	17.1	14.4	12.0	9.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.2	2.7	2.3	1.9
财务费用	122.8	191.2	207.0	238.0	274.0	P/FCF	-123.1	-39.3	-21.8	551.9	-129.0
投资损失	1.9	2.2	1.6	1.9	1.9	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	67.2	146.8	152.9	182.8	211.3	EV/EBITDA	7.0	7.2	7.2	6.5	6.3
营运资金的变动	-109.2	-443.7	188.3	-715.9	-1,539.3	CAGR(%)	24.9%	17.8%	26.0%	24.9%	17.8%
经营活动产生现金流量	516.6	86.8	1,228.3	489.0	-148.7	PEG	0.8	1.0	0.6	0.5	0.6
投资活动产生现金流量	-1,224.2	-1,666.2	-496.6	-503.1	-502.8	ROIC/WACC	2.1	2.2	1.8	2.1	2.1
融资活动产生现金流量	781.8	1,767.4	-693.4	125.0	737.0	REP	0.7	0.7	0.9	0.7	0.6

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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@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

