

证券研究报告—动态报告公司快评

商业贸易

欧亚集团 (600697)

买入

零售

跟踪报告

(维持评级)

2015年07月20日

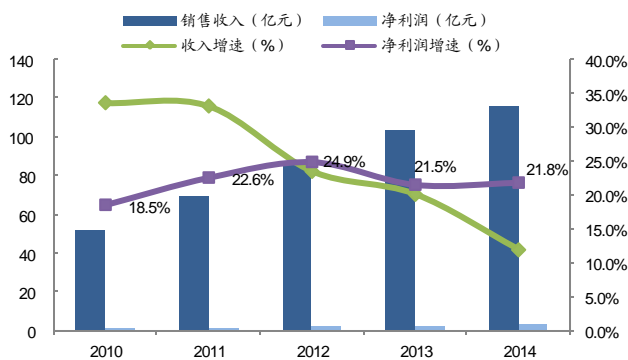
经营成长性领先行业，资产价值提供充足安全垫

证券分析师：朱元 021-60933162 zhuyuan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513070005
 联系人：郭陈杰 021-60875168 guocj@guosen.com.cn

经营成长性领先行业，“三星战略”迈向新阶段

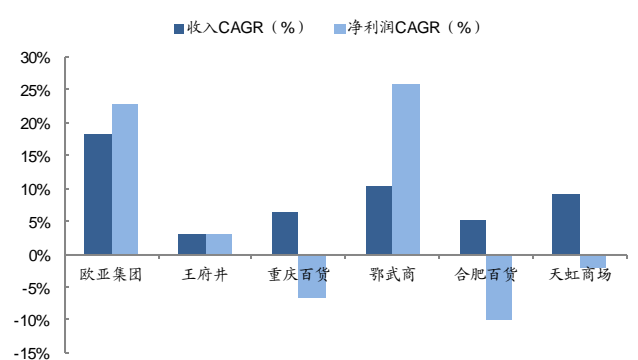
公司是吉林省区域商业龙头，经过多年发展，目前已形成以购物中心（含百货）、大型综合卖场及连锁超市为三大主力业态的经营格局，规模位居全国零售行业前列。公司2014年实现收入115.4亿元，净利润2.99亿元，2012~2014年收入及净利润复合增速分别为18.4%与22.7%，成长性相比同类企业较为突出。截止2014年，公司共经营门店61家，其中购物中心（含百货）23家，大型综合卖场2家，连锁超市36家。

图 1：欧亚集团收入及净利润增速



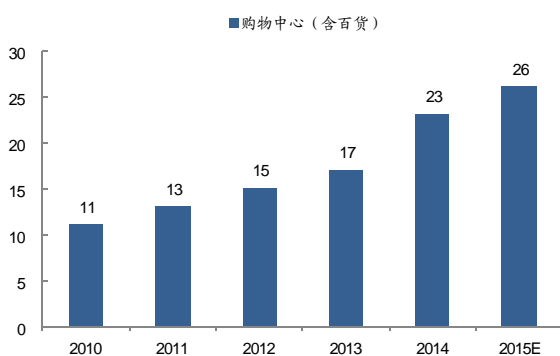
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：2012-2014 年收入及净利润 CAGR 比较



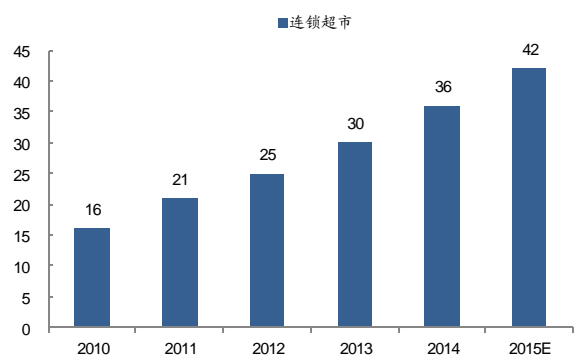
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：欧亚集团购物中心（含百货）门店数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：欧亚集团连锁超市门店数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司储备项目丰富,为主业增长提供良好基础。目前,公司有5家购物中心门店处于建设期(建筑面积合计35万平方米),其中乌兰浩特欧亚购物中心已于7月17日开业,进度比预期时间提前3个月,建筑面积10万平方米成为当地最大购物中心,预计2015年新开业购物中心将达4家(乌兰浩特、通辽、白山江源、吉林磐石)。另外,公司将新开连锁超市6~8家,延续稳健外延步伐,除吉林省5~7家外,将在北京市朝阳区新开欧亚超市。

表 1: 公司购物中心储备项目

购物中心门店	建筑面积(平方米)	总投资规模(万元)	预计交付时间
乌兰浩特欧亚购物中心	94,955.00	38,709.63	2015年7月开业
白山江源欧亚购物中心	60,000.00	12,000.00	2015年8月末
通辽欧亚购物中心	99,793.38	51,000.00	2015年10月末
长白山保护开发区欧亚购物广场	17,651.44	5,000.33	2016年末
山东济南欧亚大观商都	73,380.00	54,900.00	2017年6月末

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

近两年来实体零售整体形势并不乐观,在多数企业增速显著放缓或下滑的背景下,公司仍保持双位数的逆势增长,且同店增速为正,在市场竞争中始终处于强势地位,我们认为主要有以下三方面原因:

1) 外延扩张战略方向明确

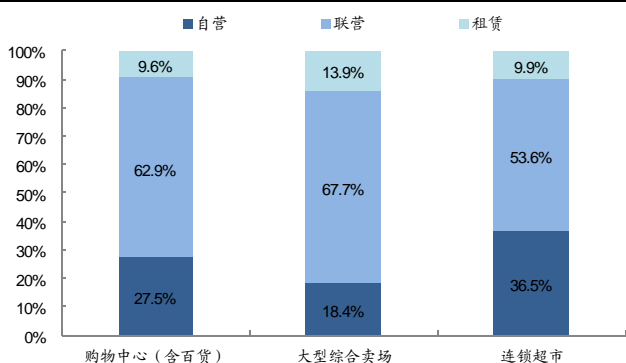
公司董事长曹和平于10多年前提出“三星战略”,其中分为小三星、中三星与大三星战略。小三星是指以长春地区为核心,在吉林省内绝大部分地区包括地市级完成布局;中三星是指在国内实施“南进北拓,辐射全国”战略,在全国范围内布局;大三星则是在国际范围实施“走出国门,渗透经营”战略。

公司外延扩张战略始终以“三星战略”为依据,方向明确,节奏适度,凭借踏实进取的管理层与企业员工的强大执行力,公司目前已基本完成小三星战略布局,尤其在吉林省经济实力领先的两个城市长春市(9家)与吉林市(2家),布局基本到位,未来主要任务在于加强区域间协同,扩大城市点门店渗透,巩固省内经营优势。同时,公司的战略重心将向中三星战略逐步转移,积极推进省外门店建设,目前已渗透至全国8个省10多个市,未来将进一步将经营网络深入中原地区(河南、山东、山西等)。

2) 自营+联营+租赁模式匹配良好

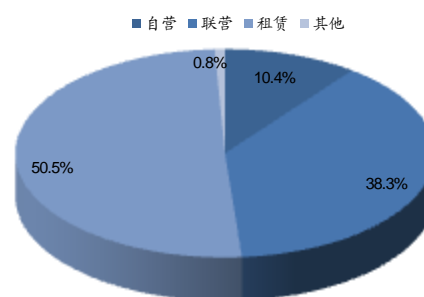
公司采取自营+联营+租赁并行的差异化经营模式,目前已有3家购物中心门店共5万平方米及9家连锁超市采用租赁,通过部分门店租赁方式,能够享受物业价值提升带来的收益,同时保证较为稳定的现金流及盈利水平,2014年租赁业务收入占比9.9%,毛利占比已达50.5%。公司目前自营规模较小,联营模式依然占据主导,未来公司将力争通过积累深度联营经验逐步走向自营,扩大自营比例。一方面,联营合作将绕开代理商直接对接上游厂家,缩短中间环节;另一方面,将尝试对联营商品实施单品化管理并对部分品类进行包销承诺。

图 5: 欧亚集团各业态收入结构(2014年)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 欧亚集团各经营模式毛利结构(2014年)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

3) 积极探索移动互联网创新模式

公司管理层具有高度创新意识，紧跟商业模式升级步伐，在整合现有实体资源基础上，充分利用移动互联网强化电商布局，推进服务体系升级。公司从 2010 年开始涉入电商领域，目前已建立 B2C 网上商城欧亚 E 购、O2O 整合平台、开放平台等组合的电商体系，移动端方面，“掌尚欧亚”手机 APP 及微信公众平台“欧亚微店”目前均与欧亚 E 购全面打通。目前，公司旗下注册会员 400 万以上（线上线下通用），其中 20% 为活跃用户，会员销售占比达 50.4%。

通过绑定现有消费群体，公司将持续加强顾客服务支持，通过线上线下打通深度挖掘潜在需求，提高会员粘性。门店数字化将是第一步，线下实体店实现免费 wifi 覆盖，同时公司已将店商、电商及 O2O 元素全部集合到移动端，移动商圈雏形已现；下一步则是移动支付化，将线下支付体系和移动端支付打通，另外，公司已与银行、电信运营商等大型企业合作发展会员联盟，实现积分共享。

■ 投资神龙湾景区，战略调整迎来重要拐点

今年 2 月，公司控股子公司长春欧亚卖场（39.66% 股权）与 8 名自然人股东共同投资欧亚神龙湾景区项目，其中欧亚卖场出资 5000 万元，占注册资本 20.69%。神龙湾景区开发权益已于 3 月转让给欧亚神龙湾（转让价款 9600 万元），转让期 50 年。神龙湾景区被称为“北方九寨沟”，总面积 30 平方公里，项目总投资预计超 10 亿（建设期 3 年左右），项目全部建成后年接待游客量预计超千万，有望带来可观门店收入。

投资神龙湾景区标志着公司战略调整迎来重要拐点，从以商贸经营为主转变为商贸和商旅双功能、双业态并行，未来景区项目建成后，公司或将进一步开发周边商业价值，旅游业态庞大客流量为发展商业提供有力支撑。同时，此次项目是由公司、欧亚卖场以及欧亚全体员工（持有欧亚卖场股权）共同参与，项目与公司员工利益紧密联系，预计公司未来在旅游业务开展上将延续这种参与模式。

■ 激励机制完善，或将受益吉林省国企改革

公司拥有完善激励机制，在行业内较早实现产权多元化，激发员工创业积极性。公司自有物业中有部分是由员工买断持有，由集团负责经营，以全球最大单体购物中心欧亚卖场为例，公司集体员工通过长春亚商实业持有其股权；另外，公司内部亦实行虚拟股权方式进行激励。

公司于 2011 年起实行激励基金计划，将 2011~2014 年净利润增加额计提部分比例作为激励基金，公司董事长、核心高管、二级单位班子成员及业务骨干按照 1:1:1 进行分配，其中董事长与高管用于当年增持公司股票，二级单位班子成员及业务骨干以现金激励方式发放。2011~2014 年期间公司累计集体激励基金 5800 万元，累计增持近 300 万股，其中董事长增持 232 万股（占总股本 1.46%），核心高管增持 65 万股（占总股本 0.41%），平均增持价格 21.6 元。随着激励基金计划结束，公司董事长及核心高管持股基本到位，多次增持彰显管理层发展信心，自身利益与企业发展高度一致，未来加快战略推进与转型的内在动力将更为充足。

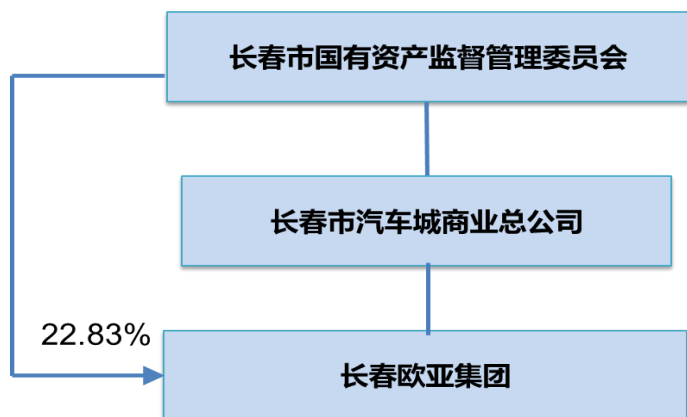
表 2: 公司激励基金计划增持股票情况

	2012	2013	2014	2015 (截止最新)	合计
计提激励基金总额 (万元)	1700	1062	1372	1672	5806
董事长/核心高管分配额 (万元)	567	354	457	557	1935
董事长增持数量 (万股)	78.77	72.96	67.29	13.18	232.21
核心高管增持数量 (万股)	19.90	16.42	15.30	13.37	64.99
平均增持价格 (估算)	25	21	17	25	21.6

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：董事长及核心高管于今年 7 月两次增持公司股票，后面存在继续增持可能）

公司第一大股东为长春市国资委，在国企改革大背景下有望受益。在吉林省 2015 年政府工作报告中，已明确将国企改革作为重点任务之一，提出“组建国有资本投资运营公司，积极稳妥发展混合所有制经济”，“转变行权履责方式，制定履职清单，明晰监管界限，放手让企业自主经营，企业活力有大幅提升空间”。随着全国多省市国企改革迈出实质步伐，我们预计吉林省国企改革下半年有望提速（以长春市为核心），公司作为长春市国资委旗下唯一零售上市平台，或将率先启动改革进程。

图 7: 公司是长春市国资委旗下唯一零售上市平台



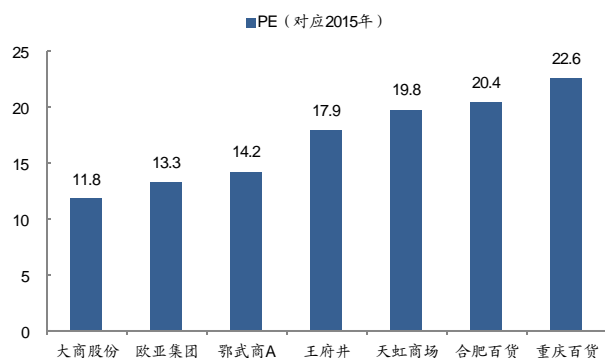
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 资产价值提供充足安全垫，估值吸引力突出

公司外延扩张绝大部分选择自建门店，虽然租赁店可迅速提升销售，但销售带来的增值一般低于自有物业的增值，尤其在零售环境低迷下，通过低成本构建自有物业实现有效控费，显得极为关键。公司目前拥有自有物业 234 万平米，自有物业占比约 98%，远高于行业内其他企业。若以公司当前市值 45 亿进行估算，公司自有物业价值不到 2000 元/平米，远低于当前实际市价，230 万平米自有物业资产重估净值至少 120 亿以上，为当前市值的 2.7 倍。

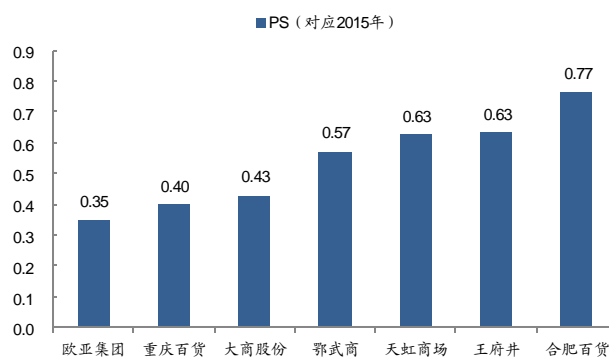
另外，公司当前市值对应 15 年 PE 及 PS 分别为 13.3 倍、0.35 倍，相比行业内其他企业估值处于低位。因此，无论从二级市场或是实业投资角度，公司当前估值已具备突出吸引力，相对容易获得资金青睐(包括产业资本)。截止 2015Q1，安邦与昀沣投资分别持有公司 4.99% 与 1.38% 股份。

图 8: 零售企业 PE 比较 (对应 2015 年)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 零售企业 PS 比较 (对应 2015 年)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

终端零售环境持续低迷; 三星战略推进放缓; 转型进度低于预期。

■ 估值具备提升潜力，安全垫充足，给予买入评级

公司作为区域商业龙头，凭借低成本外延扩张模式以及稳健经营能力，经营成长性领先行业，同时通过参股山西神龙湾景区涉足旅游业，双业态转型值得期待。公司激励机制完善，在全国国企改革提速背景下或将受益。我们预计公司 2015~2017 年净利润同比增速 13.2%/12.7%/12.2%，EPS 为 2.13/2.40/2.69 元，对应 15 年 PE 为 13.3X，估值具备提升潜力，安全垫充足，给予买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1033	1000	1000	1000
应收款项	97	126	138	151
存货净额	2477	2595	3056	3269
其他流动资产	495	383	421	460
流动资产合计	4103	4104	4615	4880
固定资产	8087	9307	10470	11599
无形资产及其他	520	500	479	458
投资性房地产	409	409	409	409
长期股权投资	143	143	143	143
资产总计	13262	14462	16115	17489
短期借款及交易性金融负债	2605	3573	4162	4372
应付款项	2268	2076	2361	2675
其他流动负债	4349	4427	4818	5240
流动负债合计	9222	10076	11342	12287
长期借款及应付债券	1184	1184	1184	1184
其他长期负债	42	42	42	42
长期负债合计	1226	1226	1226	1226
负债合计	10448	11302	12568	13513
少数股东权益	1224	1350	1490	1640
股东权益	1590	1810	2058	2336
负债和股东权益总计	13262	14462	16115	17489

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.88	2.13	2.40	2.69
每股红利	1.91	0.74	0.84	0.94
每股净资产	10.00	11.38	12.93	14.68
ROIC	10%	10%	10%	10%
ROE	19%	19%	19%	18%
毛利率	19%	21%	22%	23%
EBIT Margin	6%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	9%	13%	14%	15%
收入增长	12%	11%	10%	9%
净利润增长率	22%	13%	13%	12%
资产负债率	88%	87%	87%	87%
息率	7%	3%	3%	3%
P/E	15.0	13.3	11.8	10.5
P/B	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.9	9.3	8.6	8.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	11542	12771	14030	15327
营业成本	9327	10126	10935	11766
营业税金及附加	123	128	140	153
销售费用	413	511	631	766
管理费用	931	1104	1296	1506
财务费用	183	229	277	302
投资收益	(2)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	564	674	751	834
营业外净收支	35	18	23	23
利润总额	598	692	774	857
所得税费用	153	173	193	214
少数股东损益	147	181	199	215
归属于母公司净利润	299	338	381	428

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	299	338	381	428
资产减值准备	(2)	0	0	0
折旧摊销	322	801	957	1092
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	183	229	277	302
营运资本变动	688	(149)	166	470
其它	(1220)	127	139	150
经营活动现金流	87	1117	1644	2140
资本开支	(2652)	(2000)	(2100)	(2200)
其它投资现金流	(1)	1	0	0
投资活动现金流	(2738)	(1999)	(2100)	(2200)
权益性融资	500	0	0	0
负债净变化	449	0	0	0
支付股利、利息	(304)	(118)	(133)	(150)
其它融资现金流	2048	968	590	210
融资活动现金流	2839	849	456	60
现金净变动	188	(33)	0	0
货币资金的期初余额	845	1033	1000	1000
货币资金的期末余额	1033	1000	1000	1000
企业自由现金流	(1084)	(671)	(206)	213
权益自由现金流	1413	125	176	197

相关研究报告:

- 《欧亚集团-600697-2012年3季报点评: 三季度业绩表现符合预期, 二线百货公司中的成长股》 —— 2012-10-22
 《欧亚集团-600697-2011年报点评: 主业盈利下滑, 2012年新店压力增大》 —— 2012-04-12
 《欧亚集团-600697-新店拖累致业绩增速低于预期》 —— 2011-08-08
 《欧亚集团-600697-欧亚集团-股权激励终推出, 释放业绩添动力》 —— 2011-04-08

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。