

15H1 业绩持续增长，关注国企改革投资机会

■ **业绩同比增长 11.19%，符合预期。**公司公布半年报，15H1 实现营收 63.7 亿，同比增长 10.8% (15Q1 营收 29.71 亿，+13.08%YoY)；归母净利润 1.29 亿，同比增长 11.19% (15Q1 归母净利润 0.45 亿，+13.8%YoY)；扣非后归母净利润 1.19 亿，同比增长 4.33% (15Q1 扣非后归母净利润 0.44 亿，+12.11%YoY)；EPS0.81 元。德惠欧亚购物中心、松原欧亚经开超市等项目开业带动公司营收及业绩持续增长。

■ **储备项目开业，带动 15H1 营收同比增长 10.8%。**15H1 实现营收 63.7 亿，同比增长 10.8% (15Q1 营收 29.71 亿，+13.08%YoY)，主要系德惠欧亚购物中心、松原欧亚经开超市等项目开业贡献营收。分业务来看：商品流通业务贡献营收 55.55 亿，同比增长 10.02%；房地产业务贡献营收 1.53 亿，同比下降 24.88%；物业租赁业务贡献营收 668.82 万，同比增长 117.51%。分地区来看：吉林省贡献营收 61 亿，占比 95.76%；辽宁省贡献营收 2.07 亿，占比 3.25%；其他地区贡献营收 6272.24 万，占比 2.17%。

■ **持续推进自营，费用把控合理，盈利能力持续向上。**公司通过加大自采力度、强化自营，从而带动毛利率上扬，15H1 实现毛利率 18.06%，同比增加 1.07 个百分点。15H1 期间费用率 12.56%，同比增加 0.57 个百分点：其中，销售费用率 3.21%，同比减少 0.1 个百分点；管理费用率 7.62%，同比增加 0.33 个百分点，系固定资产较上年同期增加使累计折旧、房产税增加所致；财务费用率 1.74%，同比增加 0.34 个百分点，系银行贷款增加使利息支出增加所致。毛利率向上带动净利率提升，15H1 实现净利率 3.53%，同比增加 0.43 个百分点。

■ **推进商旅业务转型，关注国企改革投资机会。第一、夯实商业经营，延伸布局旅游文化产业。**公司商业运营稳健，储备项目丰厚，乌兰浩特和通辽 15 年 9、10 月份，白山和磐石年 15 年末开业。公司在夯实商业发展基础上，拓展旅游业务，既在珲春和吉林开业 2 家快捷酒店后，又出资成立长春欧亚神龙湾旅游，合作开发神龙湾景区，景区面积 35 平方公里，年接待游客量近 200 万，管理人员将采取外聘+欧亚内部派送方式来组建，景区未来投入不会少于 10 亿。公司依托会员资源导流旅游景区，凭借资金优势完成景区二次规划，未来或将通过开设周边商业物业方式，分享景区改造红利，商+旅双主业运营新模式日渐成型；**第二、产业资本增持，倒逼国企改革提速。**2014 年 10 月，吉林省审议通过包括《吉林省全面深化改革实施规划 (2014-2020 年)》在内的有关国企改革三份文件，拉开吉林省国企改革大幕，长春市国资委旗下的亚泰集团以及吉林市国资委旗下的吉林化纤相继出台国企改革具体方案，吉林国企改革概念持续发酵。公司作为吉林省内商业唯一上市平台，平台地位突出、资源稀缺性强，安邦增持公司股票，持股比例 4.99%，距离举牌仅一步之遥，产业资本增持表明公司投资价值底线，或将倒逼上市公司加速国企改革进程。

■ **维持盈利预测，维持买入-A 评级。**公司是吉林省商业龙头，平台地位突出、商业资源稀缺性强，在稳定商业发展的基础上，积极拓展旅游业务，开启商业+旅游双主业运营新篇章；吉林省国企改革细化方案落地，国企改革概念持续发酵，产业资本增持倒逼公司国企改革进程加速，打开未来想象空间。我们预计公司 15-17 年 EPS 为 2.24 元、2.68 元、3.25 元，对应 PE 为 13 倍、11 倍、9 倍。

■ **风险提示：**转型进展不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,315.2	11,542.1	13,149.6	14,251.8	15,013.5
净利润	245.3	298.8	355.9	426.4	517.0
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	11.68	13.84	16.46

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	18.9	15.6	13.1	10.9	9.0
市净率(倍)	3.5	2.9	2.5	2.1	1.8
净利润率	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%	3.4%
净资产收益率	16.3%	15.8%	15.7%	16.0%	16.1%
股息收益率	1.1%	1.1%	1.6%	1.8%	2.2%
ROIC	14.3%	14.7%	12.3%	13.7%	13.7%

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

34.80 元

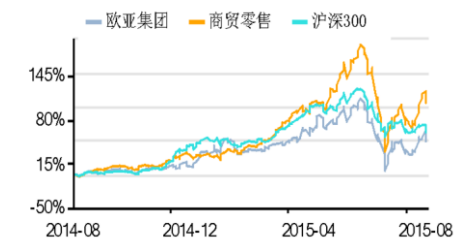
股价 (2015-08-19)

29.21 元

交易数据

总市值 (百万元)	4,646.96
流通市值 (百万元)	4,532.11
总股本 (百万股)	159.09
流通股本 (百万股)	155.16
12 个月价格区间	18.81/41.15 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	9.93	-0.23	-8.35
绝对收益	3.54	-18.09	55.29

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

经营优异提供安全边际 转型商旅享受政策红利	2015-04-27
东北振兴契机现 转型商旅借势兴	2015-04-20
总理督阵促东北经济振兴 公司规划符消费升级需求	2015-04-14

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月19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	13,149.6	14,251.8	15,013.5	成长性					
减:营业成本	8,588.9	9,326.5	10,612.7	11,424.1	11,899.1	营业收入增长率	20.1%	11.9%	13.9%	8.4%	5.3%
营业税费	93.0	122.9	131.5	142.5	150.1	营业利润增长率	23.0%	36.4%	18.3%	18.4%	16.6%
销售费用	329.2	413.2	471.0	512.0	567.0	净利润增长率	21.5%	21.8%	19.1%	19.8%	21.2%
管理费用	778.9	930.6	1,065.1	1,151.0	1,216.0	EBITDA 增长率	25.2%	38.9%	11.2%	15.7%	13.7%
财务费用	108.2	183.0	200.0	230.0	258.0	EBIT 增长率	22.9%	43.2%	16.1%	17.6%	15.6%
资产减值损失	1.8	0.1	1.2	1.0	1.5	NOPLAT 增长率	18.7%	48.6%	15.3%	17.5%	15.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.6%	38.5%	5.3%	14.8%	26.5%
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%	15.0%	16.0%	16.0%
营业利润	413.3	563.5	666.5	789.2	919.8	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	687.6	815.2	947.1	营业利润率	4.0%	4.9%	5.1%	5.5%	6.1%
减:所得税	122.9	152.6	178.8	212.8	248.1	净利润率	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%	3.4%
净利润	245.3	298.8	355.9	426.4	517.0	EBITDA/营业收入	7.5%	9.3%	9.0%	9.6%	10.4%
						EBIT/营业收入	5.1%	6.5%	6.6%	7.2%	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	195	191	188
货币资金	845.0	1,033.0	1,052.0	1,140.1	1,201.1	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	105
应收帐款	98.5	97.2	135.1	113.2	147.3	应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
应收票据	31.2	-	40.4	6.8	38.7	存货周转天数	43	61	36	32	54
预付帐款	591.0	457.8	968.8	453.9	1,019.2	总资产周转天数	296	355	340	315	330
存货	1,438.9	2,476.9	176.3	2,362.4	2,181.5	投资资本周转天数	111	141	147	150	172
其他流动资产	17.4	38.5	18.6	24.9	27.3						
可供出售金融资产	10.8	15.8	11.7	12.8	13.4	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	16.3%	15.8%	15.7%	16.0%	16.1%
长期股权投资	57.4	142.5	142.5	142.5	142.5	ROA	3.3%	3.4%	4.4%	4.5%	5.0%
投资性房地产	33.2	32.1	32.1	32.1	32.1	ROIC	14.3%	14.7%	12.3%	13.7%	13.7%
固定资产	5,266.5	6,874.8	7,377.5	7,724.4	7,967.8	费用率					
在建工程	468.8	1,212.0	907.2	724.3	614.6	销售费用率	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.8%
无形资产	532.3	520.3	500.6	480.9	461.3	管理费用率	7.6%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	1.0%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
资产总额	9,477.2	13,262.2	11,542.9	13,427.6	14,095.0	三费/营业收入	11.8%	13.2%	13.2%	13.3%	13.6%
短期债务	1,768.0	2,527.0	2,782.1	3,058.2	3,452.1	偿债能力					
应付帐款	2,246.7	3,383.4	1,215.4	3,036.9	1,061.7	资产负债率	79.8%	78.8%	72.0%	72.0%	69.1%
应付票据	396.8	507.7	435.6	516.4	409.1	负债权益比	394.6%	371.3%	256.8%	257.7%	223.8%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	0.44	0.44	0.31	0.46	0.56
长期借款	270.0	719.0	119.1	222.3	1,045.8	速动比率	0.23	0.18	0.29	0.19	0.30
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	4.82	4.08	4.33	4.43	4.57
负债总额	7,561.0	10,448.4	8,307.4	9,673.7	9,742.1	分红指标					
少数股东权益	573.0	1,223.7	1,376.7	1,552.7	1,734.7	DPS(元)	0.33	0.33	0.47	0.53	0.63
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1	分红比率	21.4%	17.6%	20.9%	20.0%	19.5%
留存收益	1,184.2	1,422.3	1,699.8	2,042.2	2,459.2	股息收益率	1.1%	1.1%	1.6%	1.8%	2.2%
股东权益	1,916.2	2,813.8	3,235.6	3,753.9	4,352.9						
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	355.9	426.4	517.0	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	11.68	13.84	16.46
资产减值准备	1.8	0.1	-	-	-	PE(X)	18.9	15.6	13.1	10.9	9.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	2.9	2.5	2.1	1.8
财务费用	122.8	191.2	200.0	230.0	258.0	P/FCF	-111.7	-35.6	-19.9	174.5	247.3
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	153.0	176.0	182.0	EV/EBITDA	7.0	7.2	7.0	6.4	6.4
营运资金的变动	-109.2	-443.7	83.2	-701.9	-1,604.7	CAGR(%)	24.5%	16.2%	25.9%	24.5%	16.2%
经营活动产生现金流量	516.6	86.8	1,115.4	488.2	-259.8	PEG	0.8	1.0	0.5	0.4	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	1.8	1.9	1.6	1.8	1.8
融资活动产生现金流量	781.8	1,767.4	-599.9	103.1	823.5	REP	0.8	0.8	1.0	0.8	0.7

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

刘章明声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@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
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

