



东兴证券
DONGXING SECURITIES

稳健发展的商圈缔造者

——欧亚集团（600697）调研快报

2010年6月4日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏

联系人：高坤

零售行业分析师 010-66507320

执业证书编号：S1480109110910

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：作为红旗商圈、欧亚卖场等商圈的缔造者，今后的外延拓展是否还延续这种模式？

无论是红旗商圈还是欧亚卖场均是公司培育起来的成熟商圈，且在商圈具有一定的统领优势。今后的拓展模式可从省内的其他地市项目初见端倪：目前吉林、白城、通化等项目均是以经济开发区为切入点，低价进入的同时，充分分享了开发区未来几年高速增长带来的巨大商业空间，在商圈成熟后再进一步进行“蜂窝式”的多门店、多业态纵横外延，实现二三线城市门店都和开发区的同步成长。

以公司最新的项目——欧亚购物中心为例。该地块所处红旗商圈是公司自行培育起来的商圈，与公司主力欧亚商都仅一楼之隔。估计欧亚购物中心建成后面积将达 8-10 万平米，形成与商都的错位经营，在国际一线品牌的结构和品类丰富程度上可能与卓展较为相似。

此外，公司对外延的大型项目基本上贯彻了滚动开发的思路，一方面以每期开发的成熟经营为前提，提高了后续开发的安全边际；另一方面，也有利于品牌、品类的及时调整和相应租金的水涨船高。欧亚卖场四期明年有望建成包括餐饮、娱乐、海洋馆、科技馆等 10 万平米的经营场所，3-4 层的家具卖场租金水平目前是 60-70 每平方米，今后几年随着卖场商圈的成熟和配套设施的完善，租金有望翻番。

问题 2：在市外、省外拓展项目的建设情况及已建项目的经营、扭亏情况？

长春以外的其他城市中：吉林商业体量相对较大、通化经济比较发达，辽源是老工业区，白城相对偏远。公司针对相应的城市慢慢做出相关的特色，做出集客优势，在二线城市处于基本属于绝对垄断的商业体量，这些新建门店有能力依托百货主体进行业态的外延或是独立进行百货门店的再次外延。

沈阳联营由于去年地铁的修建和品牌装修调整基本停业了一个季度，直接导致了亏损-759.83 万元，今年能够基本保平；白城预计培育期需要 2-3 年，几年包括开办费在内亏损或在 500 万以内；通化购物中心今年可以扭亏盈利 200 多万；四平经营良好，有进一步开拓新门店，并进行超市和家电跟进扩张的意向。就储备项目而言，梅河口项目正在积极推进，今年可能开出新店；吉林时期计划通过买块再建一个大店。

问题 3：对于商业地产百货化的行业发展新趋势的看法及未来内生增长的空间？

商业地产开发的模式和业态不能千篇一律，但由于商业地产项目需要大量的资金以及管理、招商、营运等综合能力，通过与零售企业合作，开发商依托零售企业的品牌提升地产价值，后者利用住宅等预收项目提前回流资金，两者的共赢发展将是大势所趋。目前公司辽源项目就是采用商业地产+住宅的开发模式，以极低的土地成本取得资源是公司在吉林省内进行大规模商业地产开发的优势所在。

内生毛利率低的原因：服饰联营只有 16-18%的扣点，且欧亚商都一直进行品牌调整，频率高，幅度大，新进品牌的培育期需要 1-2 年，随着品牌结构和消费群体的双向稳定和契合，毛利率有望获得一定幅度的提升。但欧亚商都和车百等成熟门店的内生增长幅度不会太大，大概维持在 10%左右。

问题 4：2008 年起开始大力发展超市业态的战略初衷和未来经营的具体方向？

由于长春近年来发展速度较快，但除了家乐福、沃尔玛等大体量的卖场外，社区、综超布点不够密集，难以满足居民对刚性必需品购买的便利性需求升级。未来超市的扩张速度是每年 5-6 家，物业资产以自有为主，定位综超。物流配送方面，目前仓库尚不能满负荷运作，随着今后超市网点的增多，不排除通过引入第三方物流的方式来支撑业态发展。此外，在家电连锁方面，国美和苏宁在长春还不具备较强的市场控制力，公司目前内置式的家电销售市场占有率较高，暂不考虑进行家电连锁的扩张。

结论：

1、独特的外延战略铸就广阔的拓展平台。公司在东北地区独特的“地缘”优势铸就了其高达 98%的自有物业比例，这与东部地区定位全国连锁的天虹商场、广百股份等轻资产扩张形成了鲜明的对比，在人民币升值，商业地产承接住宅地产泡沫的浪潮下也凸显了公司较高的安全边际。我们以万达广场 8000 以上的商业资产单价来估计包括商都、沈阳联营、欧亚车百和欧亚新发等较好地段的重估单价，以目前 5000 左右的住宅单价来估计其他商圈及二三线城市自有物业的重估单价。公司目前拥有自有物业约 121.5 万平米，相应物业的资产重估价值约为 69.01 亿元，其中归属于上市公司权益的商业物业重估价值约为 54.22 亿元。根据 NAV 估值法，公司的合理价值为 33.7 元/股。

表 1：公司 NAV 估值表（万元）

科目	金额
商业物业重估市场价值	79500
归属于上市公司权益的商业物业重估市场价值	542199.1
长期股权投资	462.02
银行存款	32051.75
银行负债	38465
NAV	536247.87
总股本	15908.8
每股 NAV（元/股）	33.7

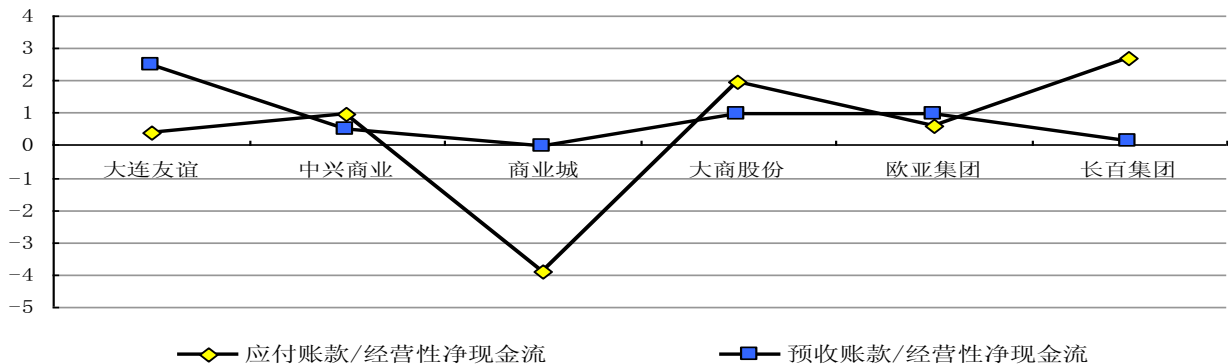
资料来源：东兴证券研究所

而从外延模式来看，公司拥有极强的商圈再造能力，在长春本地主要依靠品牌影响力占据产业链的绝对主导地位，而在省内的地市外延中，主要采取了在新兴开发区低成本培育高消费潜力商圈的模式，而在省外的扩张主要是依托相关地方的国有企业转制机遇进行相关资产的收购，而以上各个层面的外延拓展都避免了现有商圈饱和、物业成本高企的弊端，变被动竞争为主动设置进入壁垒。随着公司对省内二三线城市品牌渗透力的不断深化和辐射范围的不断拓展，超市、电器业态甚至是卖场等新兴业态也将逐步跟进，范围经济和规模经济的波峰重叠必将铸就公司业务爆发的拐点。

2、全业态覆盖的区域霸主地位不断升级。从 2008 年开始全面推进超市业态到目前 18-20 家的综超连锁规模公司较为准确的把握住了本地商业业态的相对空白地带。现有的超市门店分布于单体子公司、百货内置店和车百母公司店三类，今后将主要以车百为平台进行整合。超市统一配送和自营比例目前相对较低，熟食类基本以租赁为主要盈利模式，随着连锁规模的不断扩大，自营比例的提高将一定程度上提高超市业态的毛利率。

从调研的情况看，无论是欧阳商都的手机类产品还是欧亚卖场的电器类产品，主力店内相关馆区的客流及销量相对于国美和苏宁为数不多的门店都极具竞争力。虽然公司现阶段主要发展超市连锁，但对连锁低成本、快复制经营模式的逐步掌握有望为下一阶段电器连锁的拓展奠定良好的基础。此外公司旗下还拥有餐饮及家居等复合业态的子公司。由于拥有本土资源、消费习惯、规模、商圈等方面的天然壁垒，全业态经营更容易获得整条产业链上的强势地位，这已被我国中西部多数零售企业所践行，但在东北三省的相关上市公司还不是非常普遍。我们将反映对上游控制力的应付账款和反映对下号召力的预收账款所占现金流比例结合起来，一定程度上体现了公司在整个产业链中的话语权。可以看出，在东北三省的六家上市公司中，虽然大连友谊和长百集团分别在预收和应付账款有明显优势，但在硬币的另一面却持续极低的水平，结合来看，欧亚集团的两者 0.62%和 0.99%的占比仅次于称霸东北地区的大商股份，凸显了其相对强势的霸主地位。

图 1：东北三省零售上市公司对上下游渠道控制力的对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

3、分享区域发展、踏寻行业前沿的攻守兼备投资价值。相对于东部的产业升级和政策大力扶持的中西部产业承接，东北三省的老工业振兴的步伐似乎稍显滞后。2009 年在我国社会消费品零售总额中，东部地区十省市占 54%，中部地区六省占 19.7%，西部地区十二省市占 17.2%，东北三省占 9.1%。但这却形成了该地区独树一帜的区域价值，吉林地区 53%的城镇化水平高于中西部地区，但人均可支配收入却远低于全国平均水平，消费潜力追赶城镇化进程的进程将为区域消费市场，尤其是公司普遍覆盖的二三线地市带来突破式的增长。

表 2：东北三省城镇化和城镇居民可支配收入对比

	辽宁	吉林	黑龙江	全国平均
城镇化率	0.60	0.53	0.55	0.46
城镇居民人均全年可支配收入	14,392.69	12,829.45	11,581.28	14,940.74

资料来源：东兴证券研究所

相对于区域内的其他零售企业，公司在较早的阶段介入商业地产项目的运作，无论是从行业发展趋势还是区域内未来地产和商业的增值空间，都是对其未来内外并举同步发展空间的有力支撑。而凭借在当地的垄断地位、社会资源及良好的经营口碑，公司低成本取得土地、商业物业所有权的优势对其准城市综合体业态的拓展形成了极为有利的现金流保障。此外，卖场内的折扣店、工厂直营店和欧亚益民的奥特莱斯业态也充分体现了公司在把握行业脉动方面的前瞻性。

4、盈利预测与投资评级。公司独特的外延战略有望在消费潜力逐步释放的区域平台上得到内涵互动。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.78 元和 1.05 元，对应 PE 分别为 32 倍和 24 倍。综合考虑到长吉图板块的交易性机会，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

附表 1：公司自有物业资产重估明细

门店	建筑面积（万）	投入建设成本	资产重估单价	权益比例	重估价值（万元）
欧亚商都	15	35102.36	11000	100%	165000
欧亚车百	4.5	---	8000	100%	36000
欧亚卖场	53	65000	4500	39.66%	94589.1
欧亚新发	4.3	11000	10000	100%	43000
欧亚益民	4	4210.79	5000	100%	20000
欧亚春城	3	---	4000	100%	12000
四平欧亚商场	4.5	3450	3000	100%	13500
通化欧亚购物中心	6.4	12000	3000	100%	19200
沈阳联营	6	44000	11000	100%	66000
欧亚大观园	3.5	---	6000	81%	17010
农安商贸物流	1.3	3000	3000	100%	3900
白城购物中心	9	---	3000	100%	27000
吉林欧亚商都	2	6347.97	5000	100%	10000
单体综超	5	---	3000	100%	15000
储备：卖场四期	10	---	6000	100%	60000
储备：欧亚辽源	10	---	3000	100%	30000
储备：欧亚购物中心	8	3910	10000	100%	80000

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。