



上市公司调研简报

批发和零售贸易

买入 维持

欧亚集团 (600697)

2009 年 2 月 5 日

经营扩张稳健，资产质量良好

2009 年 2 月 4 日收盘于 14.54 元

6 个月目标价: 18.84 元

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖

luying@htsec.com

021-23219403

批发和零售贸易行业分析师: 汪盛

wangs@htsec.com

021-23219390

消费组助理分析师: 潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

调研简况和投资建议。2009 年 1 月 22-23 日, 我们对欧亚集团进行了实地调研, 与公司董事长曹和平先生、副总兼董秘席汝珍女士, 以及欧亚卖场和欧亚超市的相关人员进行了沟通。我们观察到目前公司主要网点经营状况良好, 由于 2009 年元旦和春节距离较近, 公司整个一月份销售额的同比增幅比较可观。考虑到公司 2008 年摊销了较大的来自于欧亚商都装修的费用, 以及公司对 2009 年经营业绩的保守态度, 我们调整了对其 2008-09 年 EPS 的预测分别至 0.670 (较前次 0.708 元下调 5.7%) 元和 0.838 元 (较前次 0.908 元下调 8.35%)。我们想强调的是这次调整更多的是考虑了公司自身对业绩增长的保守态度, 我们仍认为拥有低成本商业物业的公司自身商业零售主业的发展前景实际上潜力非常大。近期我们将推出最新的欧亚集团深度调研报告, 敬请关注。我们维持对公司的“买入”评级, 认为公司目前的合理估值为 16.75-20.94 元 (2009 年 EPS 以 20-25 倍的 PE), 给以 18.84 的六个月目标价。

以下是我们本次调研最新情况以及我们的简要分析。

1. 2008 年四季度和 2009 年 1 月, 公司来自于商业零售的营业收入同比增幅大大高于行业平均水平。从公开数据看, 2008 年前三季度公司营业收入仍旧维持着 50%以上的同比增幅, 净利润同比增幅也仍旧维持在 40%以上, 说明公司来自于内生 (主力门店欧亚商都等商品结构调整, 以及区域内竞争优势提升) 和外延 (新增了若干个综合超市门店和其他百货类外地门店) 的增长同样可观。

而我们了解到的公司 2008 年四季度和 2009 年一月份的销售同比增幅也仍旧维持在一个较大幅度高于同类公司的水平上 (30%以上), 并没有象市场所担忧的金融危机和宏观经济波动等对消费乃至公司经营造成负面影响。公司自己认为这一方面来自于公司地处二线城市对财富效应感受不强; 另外一方面来自于公司大众综合性百货的经营战略和公司在本地的垄断竞争地位 (“长春目前整体的消费环境对经济波动的负面影响感受不大, 而欧亚集团的情况要更好一些”), 这与我们之前分析的观点也基本一致。当然, 由于元旦和春节今年相对距离较近, 一月份被公司形容为 “超出乐观预期的好”, 但公司也仍旧对 2 月份是否能够维持相对较高的增长速度有担心, 整体上公司认为如果 1-2 月份能够保持 20%以上的营业收入增长就是比较理想的。

2. 公司目前的经营战略仍旧围绕着 “商都做精、卖场做大、车百做多” 这三条主线进行, 以车百为载体的综超业务发展态势良好。其中欧亚商都长春主力门店品牌调整已经进入了一个新的层面, 基本完成了由传统百货向现代百货的过渡, 以欧亚商都品牌在长春市外和吉林省外的门店也开始运营贡献收入; 建筑面积 50 万平米的欧亚卖场目前的区位结构也开始日趋成熟, 品牌奥特莱斯折扣、男装精品馆等已经改造完成, 接下来还有女装精品馆的改造; 而以车百为载体的综超业务扩张速度较快, 在整个 2008 年做得不错, 目前公司已经在长春市有十几家综合性超市, 最大的一家一万多平米, 最小的有一千多平米, 综超的总建筑面积已经超过了 3 万平米, 为公司收入增长贡献了一定比例。

公司从 2007 年底开始较大规模地发展综超业务, 在这之前只是欧亚商都和欧亚卖场的附属业务, 随着 2008 年加速

开店，目前公司旗下综超门店数量已经超过 10 家，总建筑面积超过 3 万平方米。公司的综超业务是放在车百（车百原来只是一个 2-3 万平方米的区级百货门店）下面，其经营模式基本也采取招商和联营的模式（这个与大部分连锁超市经营模式不同），并根据超市面积和环境带一部分针织和百货。

我们了解到，公司超市门店的地理位置都不错，物业既有租赁，也有自有的（分期购置或者以租代购形式等），由于“欧亚”品牌在长春有较强的竞争优势，因此其超市抢夺别人客户资源的能力较强，目前门店基本不需要培育期，进入盈利所需要的周期都比较短（这和其联营模式也有一定关系）。国际零售巨头沃尔玛在长春目前拥有四个店，而欧亚超市的前进、卫星店都是开在沃尔玛之后并与其直接面对面竞争，从目前经营状况看沃尔玛已经培育出来的市场被欧亚超市享受了一部分。2009 年公司可能再开 5-10 家综合超市，在规模不到一定水平的情况下，公司还依然会采取招商联营的经营模式，这种模式虽然毛利率低，但同样费用率也低，预计 2009 年公司来自于超市业务的新增收入在 3 个亿以上。

3. 区域竞争优势和特殊的经营模式保证了毛利率的稳定。近期由于百货零售企业打折风较盛，投资者比较担心打折可能引起销售规模短期提升，但对毛利率会有较大损害，并因此不能带来毛利润的有效提升。而欧亚集团在这个方面基本没有受到什么影响。这一个缘于公司在长春商业零售领域的绝对优势地位，另外一个则缘于其长期适应的低毛利率、低费用率的经营模式。由于欧亚集团主力门店欧亚商都和欧亚卖场都是以弱胜强后的典范，其引进品牌所签定的毛利率较低，而且也基本不再承担促销时产生的费用，因此促销活动中促销成本和费用大部分由中间商承担。从公司目前的经营情况看，毛利率水平没有受到太大影响。我们认为，公司最近几年正好处于新引进品牌不断成熟的产品结构更新期，起始招商的毛利率比较低，而随着销售规模的扩大，其毛利率反而有上升的空间，这一点可能与很多处于竞争力度大的一线城市，或者历史毛利率比较高的百货零售企业不同。

4. 外地门店发展潜力较大。2006 年底开业的四平店目前已经相对成熟，2009 年实现几百万的净利润没什么大问题。

2008 年初开业的通化店体量比较大（6 万平方米左右，将来可能继续扩建），目前所处的地理位置相对比较偏（新区），但对区域的整合能力将很强。2008 年通化政府给了一些政策，如招商给予奖励之类，但由于公司整体财务口径比较保守，因此 2008 年不会有正面贡献，整个 2009 年该门店的经营业绩应该会有所提升。

2008 年公司新增加在白城的投资是当地政府帮助实施的动迁，计划 2009 年进行土建，2010 年建成，短期对公司损益影响不会太大。而且该商业物业取得土地的价格比较合理，区位也不错，是公司比较好的一个储备项目。

公司 2007 年底取得全部股权的沈阳联营店，目前公司对其企业文化的理顺要好于整个企业经营的理顺。2008 年开始公司对其重新实施商品的整合，并开始扩建，预计到 2009 年 10 月份新增加的 3 万多平米的建筑面积可以整合后全新开业，这次扩建不仅仅增加了面积，更主要是把里面的动线整合合理了。沈阳联营的那个商业物业还有一部分写字楼，目前 95%已经出租出去。2009 年年底如果沈阳联营店能够全部整改完成，当年可能会新增一些开办费和折旧摊销（新增待折旧摊销的固定资产 4.5 亿左右），因此本着保守性原则，我们调高了对该年度公司管理费用的预测，这是我们此次调低 2009 年业绩预测的主要原因。预计 2010 年经营业绩会较 09 年有改善，而 2011 年可能会有较大利润贡献。

在沈阳的另外一个商业物业项目嘉濠，由于公司只拥有该物业的部分楼层，而收购另外楼层面临一些困难，因此公司不排除将这个储备项目转让的可能。如果继续持有，对公司损益影响不大；如果能够转让，一方面可产生一次性收益，另外一个方面可以获得现金流的改善（增加 1 个多亿的资金回笼），并将之用到更能够产生效益的主业扩张上。

公司在长春乃至吉林省外的区域外的扩张计划也可能会有，吉林、延边等区域也在考察，而沈阳联营店如果做得成功，也可能成为沈阳及周边地区扩张的基础。但公司在扩张方面仍旧坚持低成本和稳健的原则。公司认为行业景气出现相对严峻局面对不好的企业可能是灾难，但对好企业而言有可能是机会，公司可能会抓住机会获得一些便宜的资产。

5. 欧亚卖场最新情况。欧亚卖场目前的人气仍旧很旺，目前每天的人流都在 30 万左右。地下层的超市卖场和熟食区域，以及去年整合好的品牌奥特莱斯折扣区域已经日趋成熟，男装精品馆也完成整合，接下来要做的是女装精品馆的整合。而商业配套的娱乐部分电影城已经顺利营业。由于房地产业的不景气，欧亚卖场的三楼家具部分经营状况受到了一定影响，此前市场一直担心因此公司不能将租给三楼的面积提高租金，而我们跟踪到的情况是，家具部分经营状况的确受到了一定负面影响，但作为物业持有者的欧亚卖场，其租金倒不会受到影响，但公司可能在淡季的时候也对

家具经营商（承租方）进行一些承担费用等方式的让利，因此可能会部分地影响到欧亚卖场的利润增幅。而根据我们的测算，即使 2009 年欧亚卖场的租金不做任何幅度的增加，最终对公司 EPS 的影响在 3-4 分钱，而实际的影响可能没有这么大。此外，市场一直比较关心的欧亚卖场的股权是否会有一部分注入上市公司的问题，由于公司相对低调和谨慎，欧亚卖场又处于超常规的发展时期，可能注入时机或者方式仍旧有较大不确定性。

欧亚卖场 2008 年净利润的增幅预计会在 60%以上，2009 年仍有望保持一定增幅。

6. 公司的企业价值。作为一个连续分红 8 年，分红额超过数次融资额之和的 A 股公司，在注重股东回报方面欧亚集团应该是一个典范。除此之外，公司拥有的商业物业（绝大部分为自有物业）重估价值也在每股 20-30 元。公司未来业绩增长的空间较大，这其中既有内生的也有外延的。整体来看，我们认为公司兼具避险和成长的特质，我们在即将推出的欧亚集团最新的深度报告中对此做更细致的分析。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

汪盛：批发和零售贸易行业分析师

潘鹤：消费组助理分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、广百股份、重庆百货、银座股份、东百集团、鄂武商、武汉中百、农产品、步步高、新华都、美邦服饰。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。