

方正证券研究中心

商业旅游行业分析师：陈翀

TEL: (86571) 87782131

E-mail: chencong@foundersc.com

联系人：吴嘉蕾

TEL: (86571) 87782600

E-mail: wujialei@foundersc.com

历史表现



股票数据

总股本 (万股)	15909
流通股 (万股)	10970
第一大股东	长春市汽车城商业总公司

盈利预测

	08E	09E	10E
每股收益 (元)	0.66	0.78	1.04
每股净资产 (元)	4.57	5.35	6.39
净利润 (亿元)	1.05	1.24	1.65
市盈率	25.02	21.17	15.88

注：未考虑非经常性损益及投资收益情况

静观十月逐鹿沈阳

欧亚集团 (600697) 研究报告

公司研究 · 分析报告
2009.02.23 增持

零售业

投资要点

沈阳作为东北地区商业中心城市，市场的规模约为长春的 1.5 倍，年底重新开业的沈阳联营将真正考验公司的经营能力。在长春市场，公司已享有较高的市场份额，约占长春市限额以上市场的 13%。由于居民购买力流向大型零售企业的趋势日渐突出，我们判断欧亚集团的销售收入仍将保持超出市场平均的增长速度。异地扩张，始终是零售企业发展壮大的必由之路。征战沈阳市场的成效，可以真正反映公司的经营能力。

欧亚卖场模式暂时仍为特例。作为超大规模的购物中心，欧亚卖场可以保证充足的人气，并拉动周边环境的发展使得物业不断升值。但也必须认识到，大体量的商场必须容纳各种各样的商品种类，盈利状况与行业周期的关系更加密切。而在目前的购物习惯影响下，购物中心的坪效往往显著小于位于市中心的百货店，提高租金也存在一定的难度。

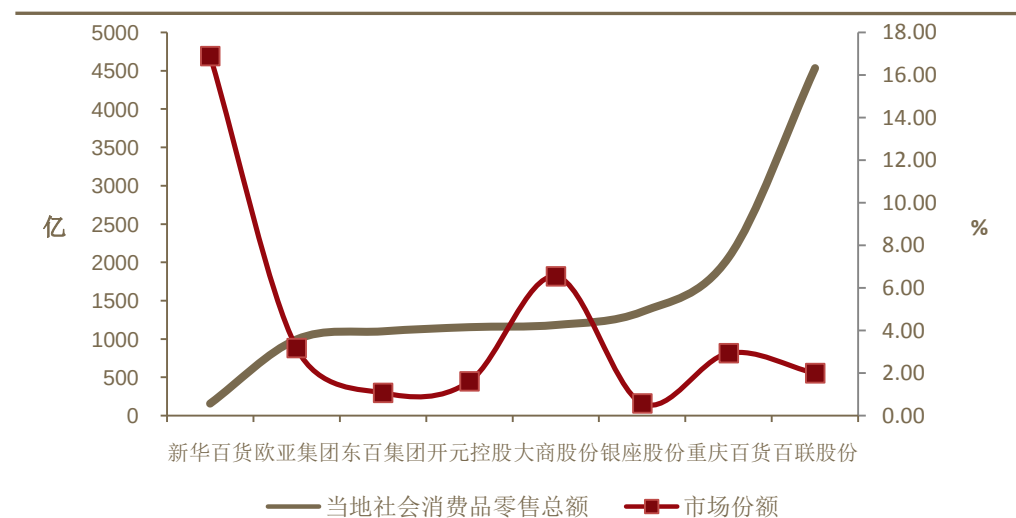
大规模品类调整基本结束，经营格局定型。值得注意的是，长春市场在 1 月份仍然保持着消费旺盛的局面，公司销售收入同比增长高达 39%。但由于促销力度高于以往的因素，公司同期净利润增速仅有 9%。预计公司 2009 年毛利率会略微有所下降，但下降幅度会小于其他一些原本毛利率较高的零售企业。

新开超市提高公司的防御能力，未来将有可能以子公司形式进行经营。在行业景气度下滑时，消费有低端集聚的趋势。扣除物价因素，超市的可比增长速度应较为平稳。而由于超市业态往往采用租赁物业的方式，可以保持快速扩张。因此扩张也可以支撑超市的业绩持续增长。2008 年公司新开超市 5 家，2009 年预计同样开设 5 家超市。

一、逐鹿沈阳考验公司经营能力

在长春市场，公司拥有较高的份额。根据吉林省商务厅的统计，2008 年吉林省社会消费品零售总额 2484.3 亿元（长春市实现社会消费品零售总额 945 亿，增长 21.5%），限额以上批发零售贸易业消费品零售额实现 636.5 亿元。按照长春市场占吉林全省约 40% 计算，长春市场限额以上批发零售贸易业消费品零售额约 250 亿元。而欧亚集团销售收入增长 21.2%（数据来源：吉林省商务厅网站），考虑到其中有部分租赁收入，那么欧亚集团旗下门店的总销售额超过 32 亿元，约占长春市限额以上市场的 13%。在 A 股上市符合区域龙头的零售企业中，欧亚集团在当地所占的市场份额也算相当高了（为统一期间，本文中的‘市场份额’均指的是零售业主营收入与当地社会消费品零售总的比例）。

图表 1 部分零售企业市场份额对比



数据来源：各地统计信息 WIND 数据 方正证券研究中心整理

我们曾于 2008 年 11 月对欧亚商都、欧亚卖场进行过调研，并参观过长春百货大楼，巴黎春天百货等长春市其他门店。相对而言，公司门店的购物环境具备一定的优势。

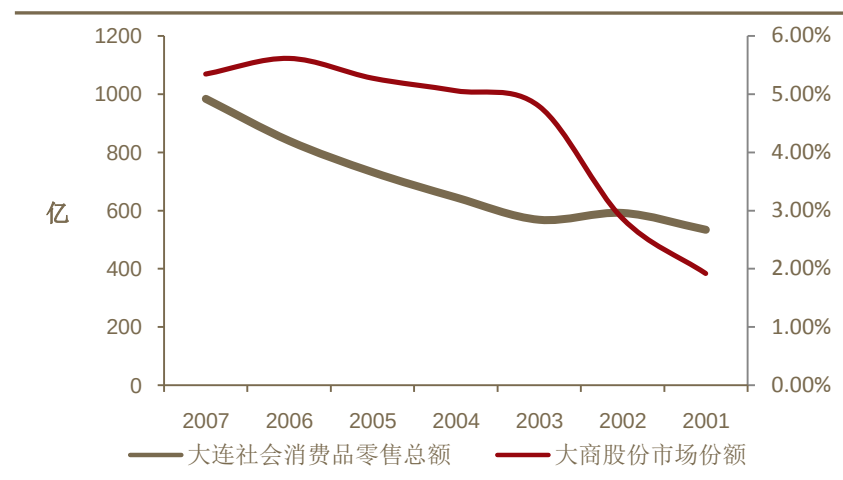
从 2008 年吉林省的销售情况看，居民购买力流向大型零售企业特征日显突出。2008 年全省限额以上批发零售贸易业消费品零售额实现 636.5 亿元，同比增长 31.3%，高于全省社会消费品零售总额增幅 7 个百分点，占全省社会消费品零售总额的比重由去年同期的 24.3% 提高到 25.6%，提高了 1.3 个百分点。

2009 年，欧亚集团将继续新开超市门店（目标暂定为 5 家），再加上居民购买力流向大型零售企业的趋势，公司的市场份额有望进一步提高。而在弱市中的积累将使得在行业景气度转暖时公司业绩具有爆发性增长的潜力。

长春市场体量与大连较为接近，以大商股份的经营为例，在 2003 年市场受非典负面影响而显得较为低迷时，国美、苏宁、银泰百货、新世界等商家又相继抢滩大连。但同期，大商股份采取了

一系列经营举措，市场份额反而得到了提高。而扩张的战略也使得大商股份的业绩自 2004 年开始出现稳定而快速的增长。

图表 2 大商股份在大连市场的份额变化



数据来源：大连市统计局 WIND 数据 方正证券研究中心整理

异地扩张，始终是零售企业发展壮大的必由之路。长春市和吉林市占到吉林省社会消费品零售总额的 60% 以上，公司在省内另外三家店所处的四平、白城、通化三市，2008 年的社会消费品零售总额约为 198 亿元，114 亿元，170 亿元，市场规模总和不到 500 亿元，仅为长春市场的一半，接近于吉林市的规模。

四平店位于城区的核心地带，2007 年销售收入 1.51 亿元，2008 年开始贡献利润。我们将其与其他上市公司在省内部分二级城市的经营状况进行对比，以对四平店的前景进行大致的估计。

图表 3 部分公司二级市场经营状况对比

城市	08 年社会消费品零售总额 亿元	公司	门店面积 万平米	最早开业时间	07 年销售收入 万元	07 年零售主业产生净利润 万元
南充	250	成商集团	2.6	2001.11	20000	1455
东营	254	银座股份	12.6	2003.4	57473	3111
锦州	227	大商股份	6	1998	45000	792
四平	198	欧亚集团	4	2006		

注：南充及锦州地区的销售收入由公司调研信息和公开信息推算

数据来源：公司年报 方正证券研究中心整理

由于东北地区的人口密度较山东及四川为少，我们谨慎认为四平店较难达到成商集团南充川北公司和银座股份东营银座购物广场的经营状况。但随着欧亚超市红嘴店和欧亚集团九洲城购物中心相继落户四平，公司将进一步开拓四平市场。我们认为，在经过四至五年的经营进入平稳发展状态后（即 2010 年以后），公司在四平市场的销售收入有望超过 3 亿元，按照销售净利率 5% 计算，仍有望每年实现 1500 万左右的净利润。

通化店位于通化江南新城，白城店位于经济开发区。这两个店开始建设的时间不长，且所处位置决定了需要较长的培育期，预计

2010 年前难以贡献利润。但两个店均属于低成本扩张，对公司财务的压力以及开办初期摊销费用对公司业绩的拖累均不严重。

沈阳联营商厦位于太原街商圈，为沈阳的老字号企业，但在商圈中的位置相对较偏。由于联营商厦正对地铁一号线南京街出口处，我们认为在 9 月份地铁投入运营后，联营商厦周边的客流量将大幅提升。此前联营商厦经营面积约有 3 万平米，经营商品的品类和款式较为陈旧，在顶峰时也曾达到过 5 亿的销售收入。公司寄望于在物业改造结束后，通过品牌的大规模调整，以提升联营商厦的档次，但具体定位尚无法判断。按照计划，4 月份将开始继续施工改造，10 月份将重新开业（即在地铁一号线投入运营后），届时用于百货经营的面积将达到 5 万多平米。2 万多平米写字楼部分已经基本出租，年租金收入约 500—600 万元。

目前，太原街商圈有中兴商业大厦、伊势丹百货、百盛购物中心、新世界百货（共三家门店，档次各不相同）、美美百货、华联商厦等众多连锁零售企业。其中，中兴商业大厦的坪效高达 35000 元/平米，无疑给我们留下了足够的想象空间。但随着众多新门店的开业，原有门店的同店增长总体呈现放缓趋势。而竞争对手纷纷涌入所带来的打折促销，也使得在行业景气的背景下盈利能力没有得到有效提高。

图表 4 中兴商业营业利润率总体呈下降趋势



数据来源：WIND 数据 方正证券研究中心整理

在与公司高管的交流中我们了解到，公司对沈阳联营商厦投入大，期望也高。争取在开业后达到年销售额 8 亿元以上。由于体量达到了 5 万多平米，在太原街商圈里仅次于中兴商业大厦和百盛购物中心。我们认为，在度过培育期后，联营商厦的坪效可以超过原来顶峰时期的水平，具备销售收入达到 10 亿元的潜力。

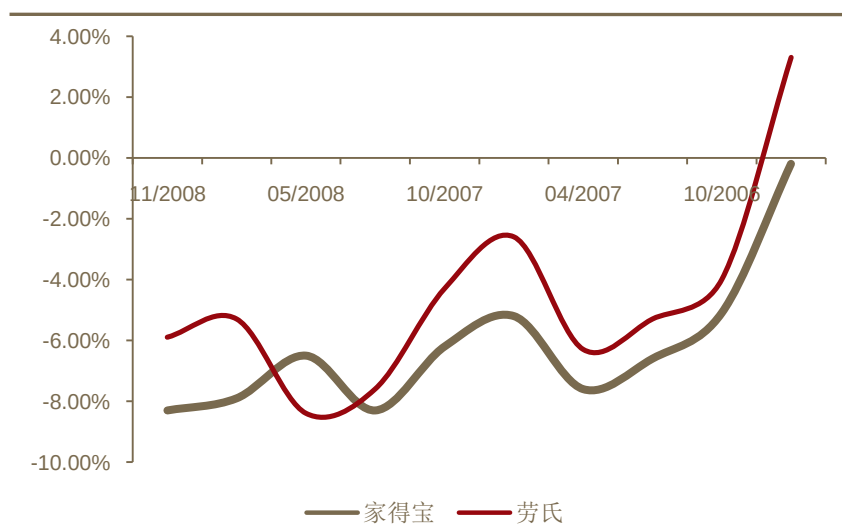
一般的商业扩张模式，都是从商业发达地区向欠发达地区拓展。沈阳作为东北地区商业中心城市，2008 年社会消费品零售总额 1500 亿元，市场的规模约为长春的 1.5 倍。欧亚集团从二线城市长春进军商业中心沈阳的举动，将真正考验公司的经营能力。

二、欧亚卖场模式暂为特例

作为超大规模的购物中心，欧亚卖场可以保证充足的人气，引导当地消费的发展，并拉动周边环境的发展使得物业不断升值。欧亚卖场的成功为公司经营同类购物中心积累的宝贵的经验，并为异地扩张打开了一条新的思路，促成了白城店和通化店的启动建设。我们在肯定欧亚卖场经营成绩的同时，也对未来的业绩增长有几点认识：

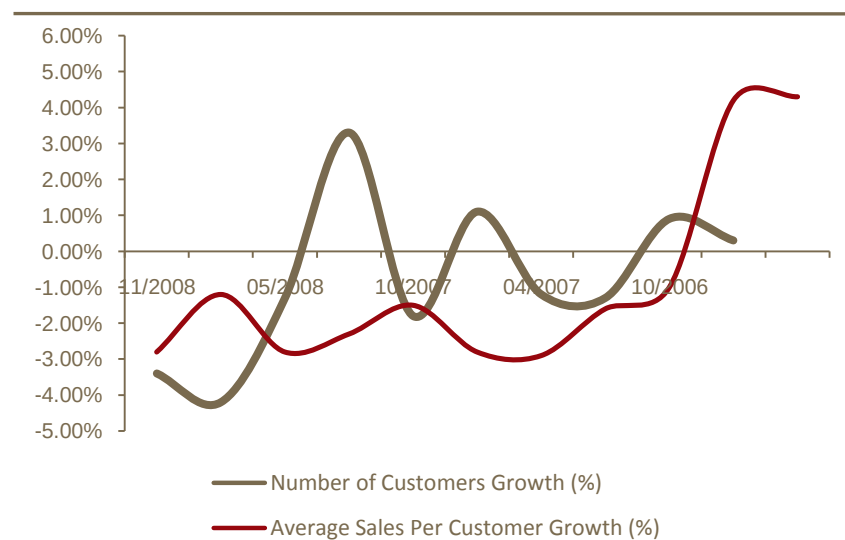
一是大体量的商场必须容纳各种各样的商品种类，受到影响的因素更多，盈利状况与行业周期的关系也更加密切。欧亚卖场中有约一半的面积在经营家具、家居用品、装饰材料、家电等品类，这些品类与房地产市场密切相关，受行业周期影响的程度要远大于食品和服装。而从美国家居建材连锁巨头家得宝和劳氏的数据来看，房地产市场的萎靡将影响到这些品类的销售前景。

图表 5 家得宝及劳氏的同店销售呈现持续负增长



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

图表 6 家得宝门店的人均消费金额呈现持续负增长



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

而从对家得宝门店的分析数据看，消费者数量有所起伏，但人均消费金额却在金融危机的大背景下持续减少。在与欧亚集团高管的交流中我们了解到，尽管目前人气依旧旺盛，公司对今年的前景也保持着谨慎的态度。而公司也会针对部分家居建材类商户经营中遇到的实际问题，联合推出一些促销活动，给商户一定的让利优惠。

二是购物中心的坪效往往显著小于位于市中心的百货店，租金提升的空间没有想象的那么大。在调研中我们也感觉到，相同的品牌，在欧亚卖场经营的品种要比在欧亚商都经营的档次低一些，但面积却要大很多，有的甚至超出数倍。按照一般的逻辑，单一品牌在某个区域市场内的潜力并非无限大，其销售额中往往存在瓶颈，而单一品牌在购物中心所拥有的超大经营面积完全不代表等比例的营业收入。相形之下，购物中心的租金费用仅仅是相对较低，并没有绝对数字那么大的差距。

三是各品类混杂的购物环境与定位清晰的百货店相比，被消费者接受可能还需要长期的过程。

据我们了解，2009 年欧亚卖场的租金上调幅度约为 15%—20%，显著低于此前市场的预期。

三、大规模品类调整基本结束，经营格局定型

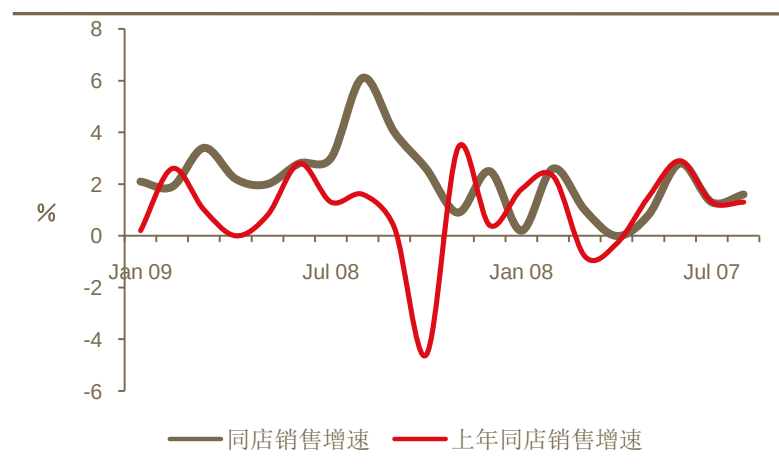
由于行业景气度下滑，零售业普遍暂停了向高端发展的品牌调整战略。公司在整合部分原来用于租赁的面积后，大规模的品类调整基本结束，欧亚商都和欧亚卖场的经营格局基本定型。根据《长春市 2009 年国民经济和社会发展规划》，2009 年长春市社会消费品零售总额将有 16% 左右的增长。参照 1 月份的情况，长春市各大零售企业纷纷采取了较往年力度更大的打折促销活动，因此我们认为 2009 年长春市限额以上零售企业销售额增速仍有望超出社会消费品零售总额增速 2—3 个百分点。综合公司沈阳联营在 4 月至 10 月整修的因素，预计欧亚集团 2009 年销售收入增长 19%。值得注意的是，长春市场在 1 月份仍然保持着消费旺盛的局面，公司销售收入同比增长高达 39%。但由于促销力度高于以往的因素，公司同期净利润增速仅有 9%。预计公司 2009 年毛利率会略微有所下降，但下降幅度会小于其他一些原本毛利率较高的零售企业。

四、新开超市提高公司的防御能力，未来将有可能以子公司形式进行经营

在行业景气度下滑时，消费有低端集聚的趋势。扣除物价因素，超市的可比增长速度应较为平稳。而由于超市业态往往采用租赁物业的方式，可以保持快速扩张。因此扩张也可以支撑超市的业绩持续增长。形成较大的规模后，超市业态将给公司带来一定的防御能力。2008 年公司新开超市 5 家，2009 年预计同样开设 5 家超市。

公司所开超市大小不一，面积从 2000 多平米到 15000 平米都有，也体现出公司在超市连锁经营方面尚缺乏足够经营，若扩张速度过快也有可能遇到一些盈利上的问题。

图表 7 沃尔玛同店增长的月度数据相对平稳



数据来源：BLOOMBERG 方正证券研究中心整理

五、盈利预测

预计 2008 年至 2010 年，公司分别实现销售收入 32.10 亿元、38.20 亿元和 45.46 亿元，实现净利润 1.05 亿元、1.24 亿元和 1.65 亿元，公司的 EPS 分别为 0.66、0.78 和 1.04 元，考虑到沈阳联营商厦以及白城和通化项目有望于 2011 年开始大规模贡献利润，给予公司‘增持’评级。

公司和长春市场 1 月份的销售数据远好于此前的预期，这里面有部分原因是大幅度让利促销活动提前释放了市场中存量的消费冲动，而在节后传统的消费淡季中，公司的销售数据有可能出现较大幅度的波动。总体来讲，2009 年宏观经济尚存在较大的不确定性，我们对现在做出的业绩预测持谨慎态度。

财务预测表

利润表（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E	现金流量表（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2631.5	3210.4	3820.4	4546.3	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	2207.0	2705.7	3228.5	3828.2	净利润	93.7	105.0	124.2	164.7
主营业务利润	424.5	504.7	591.9	718.1	少数股东权益	0.3	14.1	16.7	22.1
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	59.3	117.9	135.3	145.2
营业费用	65.7	78.7	95.5	113.7	坏帐准备	0.0	0.7	0.7	0.9
管理费用	212.4	249.6	294.7	348.6	应收帐款的减少/(增加)	(5.5)	(6.5)	(6.5)	(7.8)
财务费用	16.9	16.2	10.9	2.6	存货的减少/(增加)	(27.1)	(35.9)	(40.8)	(47.7)
营业利润	129.5	160.2	190.7	253.2	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	(31.1)	(31.7)	(37.7)
投资收益	0.0	4.0	4.0	6.0	其他长期资产的减少/(增加)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0	应付帐款的增加/(减少)	103.2	91.0	103.8	121.2
营业外收支	1.6	2.6	2.6	2.6	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	131.1	166.8	197.3	261.8	其他流动负债的增加/(减少)	18.4	135.5	158.8	185.3
减:所得税	37.1	41.7	49.3	65.4	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	15.8	20.1	23.8	31.6	其它	3.2	0.1	0.0	0.0
净利润	78.2	105.0	124.2	164.7	经营活动产生的现金流净额	245.0	390.7	460.5	546.2
					投资活动产生的现金流				
资产负债表（百万元）	2007	2008E	2009E	2010E	收回投资与投资收益	2.1	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	125.3	100.0	100.0	192.7	资本投资	143.5	297.0	198.0	203.1
应收帐款净额	24.7	30.4	36.2	43.0	其它	134.8	0.0	0.0	0.0
存货净额	174.1	210.1	250.9	298.6	投资活动产生的现金流净额	(276.1)	(297.0)	(198.0)	(203.1)
其他流动资产	135.8	166.9	198.7	236.4	筹资活动产生的现金流				
流动资产合计	460.0	507.4	585.7	770.7	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	1658.6	1849.0	1922.9	1992.1	支付股利	65.4	84.0	99.3	131.8
无形资产	338.9	327.6	316.3	305.0	银行贷款的净增加	(14.4)	(35.1)	(163.2)	(118.7)
长期投资及其他	(72.0)	(62.0)	(57.0)	(52.0)	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	2385.5	2622.0	2768.0	3015.8	筹资活动产生的现金流净额	(79.8)	(119.1)	(262.5)	(250.5)
短期借款	317.0	281.9	118.7	0.0	现金的净流入/(净流出)	(110.9)	(25.3)	0.0	92.7
应付帐款	443.0	534.1	637.9	759.1	现金期初余额	236.2	125.3	100.0	100.0
其他流动负债	680.8	816.3	975.1	1160.4	现金期末余额	125.3	100.0	100.0	192.7
流动负债合计	1440.9	1632.3	1731.7	1919.5					
长期借款	15.0	15.0	15.0	15.0	主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
其他长期负债	50.5	50.5	50.5	50.5	ROE	11.6%	15.1%	17.2%	21.8%
长期负债合计	65.5	65.5	65.5	65.5	ROA	3.3%	4.0%	4.5%	5.5%
负债合计	1506.4	1697.8	1797.2	1985.0	已获利息倍数	8.67x	10.86x	18.43x	97.15x
少数股东权益	202.8	216.9	233.6	255.7	资产负债率	63.1%	64.8%	64.9%	65.8%
股东权益	676.3	697.3	722.2	755.1	流动比率	31.9%	31.1%	33.8%	40.2%
负债和股东权益总计	2385.5	2612.0	2753.0	2995.8	固定资产/总资产	69.5%	70.5%	69.5%	66.1%

数据来源：公司数据及方正证券研究中心

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	（86731）5832351	（86571）87782600
传真：	（86731）5832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com