

欧亚集团(600697)调研报告

稳健积跬步，扩张至千里

维持评级

可选消费/百货

2009 年 7 月 31 日

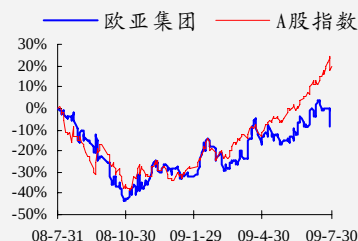
投资要点:

- 欧亚商都是公司最主要的收入和利润来源，2008 年其营业收入和净利润分别占到股份公司的 43.7% 和 52.6%。我们预计今年商都营业收入能保持 10% 左右的正常增长，依旧是公司的主要利润来源。
- 欧亚卖场是公司打造的大型购物中心，可开发面积为 107 万平米，目前已开发面积为 46 万平，算上可能启动的 4 期工程（开发面积在 10 万平米），也仅仅开发了一半左右，是公司未来重要的利润增长点。2008 年卖场实现净利润 5182 万元，今年一季度净利润为 1149 万元。
- 欧亚车百已经成为公司运作连锁超市的平台。在超市连锁独立经营之前，公司除欧亚万千缘以外的单体超市均纳入欧亚车百旗下。欧亚连锁经营有限公司成立后，超市部分将独立核算，但仍由欧亚车百管理。
- 在吉林省内，公司通过收购和自建开设了四平欧亚商都和通化欧亚购物中心，另外白城欧亚购物中心也正在建设中，公司在省外的扩张也比较稳健，收购沈阳联营标志着公司走出吉林省的第一步。同时，公司还计划在山东寻求扩张，目前处于前期洽谈过程中。连续的启动省外市场意味着公司的百货连锁化扩张正逐步向更广的地域性发展。
- 公司业务结构比较清晰，扩张比较稳健，且多为自有物业，经营稳定性较高。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.73 元、0.91 元和 1.09 元，我们继续维持对公司谨慎推荐评级，6 个月目标价格 21.9 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	342,061	29.99	10,638	36.60	0.67	14.57	27.31	
2009E	375,993	9.92	11,648	9.49	0.73	13.95	25.07	
2010E	460,556	22.49	14,412	23.73	0.91	15.15	20.11	
2011E	550,443	19.52	17,309	20.10	1.09	15.8	16.79	

走势图



市场数据

2009-7-31

收盘价:	18.50 元
52 周最高价:	20.88 元
52 周最低价:	10.40 元
平均持仓成本:	17.49 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	15,909
流通 A 股 (万股):	10,970
每股收益 (元):	0.115
每股净资产 (元):	4.70
每股经营现金流 (元):	0.21
市净率:	3.94

分析师: 罗旷怡

吴雁

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

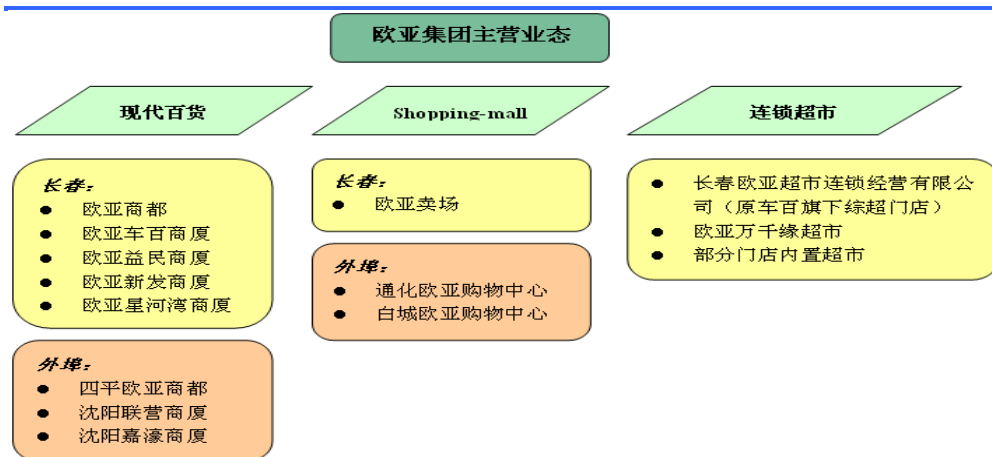
(邮编 200002)

近日，我们再次拜访了欧亚集团总部，与公司董秘书汝珍女士进行了深入交流，并对公司主要门店进行了现场考察。

1、公司总体经营现状

由于欧亚集团的经营风格一直比较稳健，且东北地区受金融危机的影响相对较弱，公司在经济不景气及去年高基数的形势下，依然保持了正常增长。我们预计上半年公司营业收入同比增长 10% 左右，利润增速和净利润增速分别在 11% 和 6% 左右。今年 6 月，公司董事会公告决定成立全资子公司长春欧亚超市连锁经营有限公司，目的在于整合现有的人财物资源，专业开发并经营管理连锁超市业务。至此，公司现代百货、shopping-mall 及连锁超市三大主营业态进一步明晰。

图 1：欧亚集团主营业态



资料来源：公司调研

2、欧亚商都——竞争优势明显，业绩增长稳定

欧亚商都是公司最主要的收入和利润来源，2008 年其营业收入和净利润分别占到股份公司的 43.7% 和 52.6%。欧亚商都位于长春市红旗街商圈，在商都建造前这里并非长春市主流商圈，欧亚商都的运营使得红旗街一带渐露生机。商都自 1994 年开业以来，历经了三次扩建，目前总建筑面积已达 17 万平米，共 11 层（地下一层、地上 10 层），其中地下一层为超市，1-6 层为百货商场，主要销售化妆品、金银珠宝、男装、女装、运动休闲、家电家居等商品，7-9 层出租做数码广场，10 层为美食城。作为长春市商业龙头老大，欧亚商都具有很强的竞争优势。

对于欧亚商都所处的竞争环境，我们从局部和整体两方面进行分析：首先从商都所在的红旗街商圈来看，其直接竞争对手为巴黎春天百货。巴黎春天主要定位于年青消费群体，少女装品类要比欧亚商都齐全，与欧亚商都形成一定错位经营。

但由于巴黎春天在长春根基较浅，客户群范围较窄，且同档次品牌又多集中在重庆路商圈，使得其人气不旺，很难对商都已有的客户群形成明显分流。同时，欧亚商都通过不断的品牌调整，也大大加强了在少女装品类的产品丰富度。

表 1：红旗商圈竞争对手比较

	欧亚商都	巴黎春天百货
开业时间	1994 年	2006 年
经营面积	约 13 万平方米	约 5 万平方米
定位	中高端	中高端
主要消费群体	中青年白领	青少年

资料来源：公司调研

其次从整个长春市来看，目前能与红旗街商圈相提并论的只有重庆路商圈。重庆路为东西走向，中间被人民大街分隔开来，东侧为重庆路步行街，主要商户为美特斯邦威、森马、班尼路等专卖店和亚泰富苑购物中心，整体档次要低于欧亚商都，主要针对学生等较低端消费群体，与欧亚商都形成明显的错位竞争。人民大街西侧则相对高端，主要商户为长春百货大楼、国贸中心和卓展购物中心，其中卓展购物中心代表了长春市最高端的商业消费场所，涵盖了众多国际奢侈品牌，在长春市有一定的影响力，且其附近有沃尔玛超市和万达影城，综合商业服务设施比较完整。据了解，目前两家商场的化妆品品牌已经有一定的重合度，欧亚商都还将通过淘汰一些低端品牌，引进高端品牌，进一步向卓展靠拢，在服装经营方面，卓展定位高端，商都定位中高端，存在一定错位竞争。从长春市场容量及客户群稳定方面考虑，欧亚暂时不会走高端路线，而是保持在现有层面循序渐进的调整，二者直接冲突不大。我们预计今年商都营业收入能保持 10%左右的正常增长，依旧是欧亚集团的主要利润来源。

表 2：重点商圈比较

	红旗街商圈	重庆路商圈	
		人民大街东侧	人民大街西侧
主要商户	欧亚集团 巴黎春天百货	专卖店 亚泰富苑	卓展购物中心 国贸商都 长百集团 沃尔玛
定位	中高端	中端	高端
消费群体	中青年白领	青少年	金领

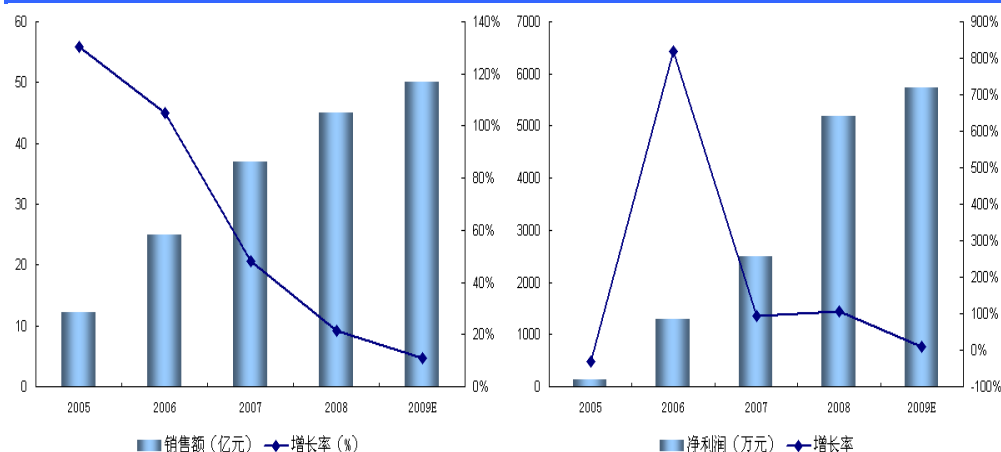
商圈特点	成熟，竞争不激烈	成熟，竞争较激烈	成熟，竞争较激烈
------	----------	----------	----------

资料来源：公司调研

3、欧亚卖场——公司未来重要利润增长点

欧亚卖场是公司打造的大型购物中心，可开发面积达 107 万平米，目前已开发面积为 46 万平米，算上可能启动的 4 期工程（开发面积在 10 万平米），也刚刚开发了一半左右，是公司未来重要的利润增长点。2008 年卖场实现净利润 5182 万元，今年一季度净利润为 1149 万元。

图 2：欧亚卖场历年销售额及净利润增长情况



资料来源：公司公告

欧亚卖场的收入主要由两部分组成，一部分为租赁业务。据了解，欧亚卖场现有约 55-60% 的面积用于租赁，平均租金为 50-60 元/平方米/月，每年租金收入可达 1 个亿以上。租赁业务毛利率特别高，对总体利润贡献较大。我们预计随着卖场人流量的增大，租金还有一定的提升空间，但每年幅度不会很大。另一部分为百货业务，目前欧亚卖场的百货业务仍处于培育期。一方面，由于卖场面积较大，商品结构调整是一个缓慢而渐进的过程，短期很难达到较高的营运效率；另一方面，卖场所在地周边消费能力较弱，造成其定位依然偏低，提升档次尚需较长的时间。

随着卖场周边住宅、公交等设施的逐步健全，其对商家的吸引力逐步提升，位于卖场 4 楼的万达影院经营状况良好，台湾金钱豹海鲜自助等高档商家也有进驻的意向，其承租面积预计将达 5000 平米以上。欧亚卖场尚属于不成熟门店，其内生性增长的空间较大，同时随着开发面积的增加，外延增长也将持续。但从短期看，原定 10 万平米建筑面积的 4 期工程受经济危机影响暂且搁置，目前尚无启动计划，

而中央空调等硬件设施的加强将增加费用支出，也会对业绩释放带来一定负面影响。对于市场一直期待的欧亚卖场 20%职工股的处置，我们预计由于在定价方面涉及职工和股东之间的利益冲突短时间内运作的可能性较低。

4、欧亚车百——综超业务快速发展

欧亚车百是公司最早的店铺，主要为汽车厂内企业员工提供生活必需品，每年销售收入在 1100 万-1200 万，由于消费群体的局限，车百本身保持固定盈利已经是很好了，很难再有内生增长。目前车百已经成为公司连锁超市的运作平台，在超市连锁独立经营之前，公司除欧亚万千缘以外的单体超市均纳入欧亚车百旗下。欧亚连锁经营有限公司成立后，超市部分将独立核算，但仍由车百管理。由于车百的利润构成主要为超市业务，而超市抗周期能力较强，受经济危机影响较小，车百成为今年上半年集团增幅最大的门店。公司现有单体超市 8 家，计划今年新增 5-6 家，主要布局在长春市，上半年已开业 1 家，为租赁物业，面积为 2000 平米左右。从目前情况看，欧亚集团所开单体超市面积均在 1000 平米以上，平均面积为 2000-3000 平米，以综超为主，欧亚超市凭借集团在长春的品牌优势，对沃尔玛、家乐福等已有超市直接形成分流，经营状况良好。

由于公司从 2007 年才开始发展超市业务，还没有实现规模效应，只有少数主要品种为自配，配送环节仍比较薄弱，且欧亚超市仍以传统食品销售居多，生鲜销售占比较小，这些都是其有待提高的方面。

5、长春市内其他门店——对公司利润贡献有限

公司在长春市内的其他门店目前对公司的利润贡献有限。其中欧亚益民处于盈亏平衡的状态，欧亚新发为欧亚卖场的子公司，利润并入卖场核算，欧亚星河湾因产权问题暂停营业。今年 4 月 30 日，公司在绿园区新开了一家综合百货——春城购物中心，为自有物业，共 5 层，建筑面积 3 万平米，目前只有 1、2 两层营业，分别经营家电和超市，3 层以上预计将于今年 8 月份之后开业，经营服装和餐饮。

6、公司外埠扩张向更广的地域发展

在吉林省内，公司通过收购和自建开设了四平欧亚商都和通化欧亚购物中心，其中四平欧亚 2008 年贡献了 147 万元的净利润，通化欧亚购物中心预计今年会有小幅亏损，另外白城欧亚购物中心正在建设中，预计 2010 年 10 月完成 4.5 万平方

米的一期工程。

目前公司在省外的扩张也比较稳健,收购沈阳联营标志着公司走出吉林省的第一步。沈阳联营原本就是沈阳市比较成熟的百货门店,但定位较低,公司将其收购后,将由欧亚商都管理团队帮助其进行品牌调整和重新布局,最终将定位于档次略低于商都的综合百货门店。到 2009 年 10 月,沈阳联营建筑面积将达到 9.8 万平方米,其中商业经营面积为 5 万多平方米,其余为写字楼租赁,出租率较高。由于联营所在商圈还有新世界、中兴商业等知名商场,竞争比较激烈,尚需要一段时间的培育期,预计沈阳欧亚联营 2009-2011 年盈利分别为 1000 万、2000 万和 3000 万元(含租赁)。

除沈阳联营外,公司在沈阳还拥有沈阳嘉濠商业 1、2 两层物业,面积在 9000 平米左右,据了解,由于该物业产权情况比较复杂,整合比较困难,且沈阳联营的成功并购也使得嘉濠的吸引力减弱了很多,我们不排除公司未来将此项物业出售的可能性。

同时,公司还计划在山东寻求扩张,目前处于前期洽谈过程中。如果最终成形将进一步扩大欧亚集团业务的辐射范围,对公司进一步扩张将产生积极的影响。

表 3: 欧亚集团扩张情况

	名称	扩张模式	经营情况
省内	四平欧亚商都	收购	2008 年贡献 147 万利润
	通化欧亚商都	自建	预计今年小幅亏损
	白城欧亚商都	自建	在建, 预计 2010 年 10 月完成第 1 期
省外	沈阳联营	收购	预计 09-10 年利润分别为 1000 万、2000 万和 3000 万
	沈阳嘉濠商业 1、2 层	收购	产权复杂, 整合较困难, 不排除出售可能
	山东子公司	-	筹划中

资料来源: 公司调研

7、家电业务——依托百货门店, 受益集团声誉

公司还有部分依托于百货门店存在的家电业务。值得一提的是, 公司家电销售额占长春市场份额的 50-60%, 即便苏宁、国美的进驻也没有对其造成特别大的冲击, 这主要受益于欧亚集团在长春市较高的声誉和市场认知度, 公司将保留家电业务, 但并不会像超市一样独立经营。

8、盈利预测与投资建议

欧亚集团在长春乃至吉林省零售行业占据不可替代的地位，业绩有足够的保障。其业务结构比较清晰，扩张比较稳健，且多为自有物业，无形中增加了公司经营稳定性。近期大股东长春市汽车城商业总公司两次增持公司股票，虽然绝对金额不大，但也反映出大股东对上市公司未来的发展充满信心。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.73 元、0.91 元和 1.09 元，目前动态 PE 在 25 倍左右。我们继续维持对公司谨慎推荐评级，6 个月目标价位 21.9 元。

表 4：公司利润表预测（万元）

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	342,061.18	375,992.98	460,555.80	550,442.57
营业成本	285,642.31	313,728.54	384,287.76	459,289.28
营业税金及附加	2,423.61	2,664.02	3,263.18	3,900.05
主营业务利润	53,995.26	59,600.41	73,004.86	87,253.24
销售费用	10,469.65	11,580.58	14,185.12	16,953.63
管理费用	23,413.83	25,793.12	31,594.13	37,760.36
财务费用	2,552.62	2,805.83	3,436.88	4,107.65
营业利润	17,661.57	19,420.88	23,788.74	28,431.60
营业外收支净额	16.32	0	0	0
利润总额	17,677.89	19,420.88	23,788.74	28,431.60
所得税费用	3,906.46	4,291.63	5,256.84	6,282.81
归属母公司净利润	10,638.50	11,648.19	14,412.22	17,309.24
每股收益（元）	0.67	0.73	0.91	1.09

数据来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209