

买入 维持

欧亚集团 (600697)

2009 年 11 月 25 日

网点扩张稳健推进，短期业绩释放虽维持保守风格，但未来增长潜力巨大

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

luying@htsec.com

021-23219403

消费组助理分析师：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

2009 年 11 月 24 日收盘于 23.70 元

6 个月目标价：28.70 元

公司今日（2009 年 11 月 25 日）发布《经营网点拓展及出资设立济南欧亚大观园有限公司进展情况的公告》。

（1）经营网点的拓展主要是指：分公司欧亚车百大楼、全资子公司长春欧亚超市、四平欧亚商贸分别与七家公司签署了租赁、购买、定购资产协议，在租赁、购买、定购资产的基础上，成立百货及连锁超市店。

（2）2009 年 4 月 10 日公司董事会通过了《关于出资设立济南欧亚大观园有限公司的议案》，近日公司已同济南市国资委、济南大欧经贸签署了协议，共同出资设立济南欧亚大观园有限公司。该公司注册资本 12000 万元，本公司以现金出资 6120 万元，占注册资本 51%，济南大欧经贸以现金出资 3618 万元，占 30.15%，济南市国资委以持有的国有权益评估值作价出资 2262 万元，占注册资本 18.85%。

简评。我们对这两个项目均给予了积极评价，认为这是公司继续稳健推进网点拓展战略的重要体现，而且拓展步伐在已经初步具备了优势的区域（长春及周边地区）有加速趋势，而在新进入领域（济南）采取了与当地国资合作控股的方式，且也仍旧持续了公司之前低成本、争取获取自有商业物业的扩张风格，对公司今后业绩增长的持续性继续提供了有效保障。

（1）公司分公司欧亚车百大楼、全资子公司欧亚超市连锁经营公司以及四平欧亚商贸有限公司分别与七家公司签署了租赁、购买和定购资产协议，计划新拓展超市门店 7 个（参见附表），除一家在四平之外，其他均位于长春市。其中租赁的门店为幸福店，拥有自有物业的分别是长新店、春城购物中心、西安广场店、净月金穗店、四平欧亚九州购物中心（四平欧亚商贸有限公司所属分公司）和苏州南街店。目前，幸福店、长新店、春城购物中心已试营业。

这 7 个门店总计涉及建筑面积 28863 平米，其中自有物业 26242 平米，投资金额为 9907 万元；租赁物业 2621 平米，年租金 25.16 万元，租金期 12 年。我们认为，公司获取超市自有物业的平均单价约为 3775 元/平米，而每年 25 万元的租金，前三年免租获取的 2621 平米的经营场地，成本都不算高。

而且公司自 2008 年以来在长春地区的超市业务经营和扩张都比较顺利，超市的盈利周期短，体现了“欧亚”品牌在长春市的优势效应。我们认为公司此次以较为合理的价格对超市连锁门店所进行的一系列扩张，有利于其超市业务的持续做大做强，同时较多的自有物业也再次反映了公司较为稳健的扩张策略，有利于进一步提升公司未来的盈利能力。预计此次新拓展的 7 个超市门店 2010 年会对净利润带来一些积极贡献。

（2）公司以 6120 万元的现金出资获得了济南欧亚大观园 51% 的股权，合作方之一的济南国资委以旗下主要权益资产作价入股 18.85%，而另外一家以 3618 万现金出资取得 30.15% 股权的济南大欧经贸的背景公司此次并未做详细披露。

目前欧亚大观园的主要资产就是原属济南国资委的下列以老字号为主的权益：济南南大观园经贸有限公司、济南市大观园商场天丰园饭店、济南市大观园商场照相器材商店、济南市大观园商场食物商店、济南外贸抽纱厂，以及济南四海香股份有限公司。大观园商场和上述资产在之前曾经是济南市重要的商业品牌，目前经营状况从披露的账面净资产（总资产 9214 万，净资产-2415 万元）来看应该是处于困难的境地。但根据公司披露，这 6 户企业总计拥有房产 42401.73 平方米（均处于正常使用），土地（划拨）面积 38070.77 平方米。但从商业物业的角度，公司以 6120 万的投资获得了 42401.73 万平米物业的 51% 的权益，简单测算，即使不包括这些资产的经营价值，获取这些商业物业的成本每平米只有 2830 元，应该说相对于大观园商场及周边地块的物业价值，这个成本是比较低的。

当然，济南是公司吉利省外拓展的第二个省会城市，第一个省外门店是在沈阳以较低成本获取物业的沈阳欧亚联营，目前已经步入整合中后期，预计整合结束和地铁开通后业绩会有良好体现。而济南的这个扩张除了以较低成本获取的物业之外，今后能否在业绩上有较大积极贡献还有待观察。我们认为，由于公司在济南的这次拓展采取了跟沈阳不同的方式，沈阳是全资控股（沈阳与长春地理位置较近，消费习惯和有一致性），而济南采取了与当地国资和其他资本合作的方式，后者可能更有利于公司较快适应济南市场，发挥公司在竞争激烈的市场上由有能力弱到强的经营特点。

我们初步判断，济南欧亚大观园项目近 1-2 年内不会对公司业绩带来太大影响，我们将对该项目进行更持续的跟踪。

投资建议。11 月 24 日由于市场的大幅调整，商业股也普遍出现了自今年 8 月持续上涨之后的首次集体大幅回调，我们认为这种由于市场情绪带来的回调并没有改变商业股未来的增长前景和投资价值，反而可能给整个板块的优秀企业带来良好的买入机会，这其中也包括今日出公告的欧亚集团。

我们之前对公司 2009-10 年 EPS 的预测分别为 0.842 元和 1.128 元，同比增幅分别为 25.7%和 33%。这个预测高于公司在 2008 年年报中提出的 2009 年收入和净利润增长 10%的目标（公司属于财务会计口径相对保守的一类），如果站在充分考虑到公司会计口径、相对保守的立场上，2009-10 年公司的 EPS 预计在可能会在 0.738 元和 0.957 元左右。我们判断，这个业绩一定程度地低于公司实际释放业绩的潜力。

但即使以 2009-10 年公司 0.738 元和 0.957 元这个业绩预期测算，公司目前 23.70 的收盘价的 PE 分别为 32.2 倍和 24.77 倍，估值仍旧不贵。结合公司稳健的扩张和增长战略（2009 年已经在吉林和辽源新拓展了门店，并以与当地国资合作的控股方式进入了济南市场；同时还在长春市等进行了超市门店的快速扩张，且扩张成本都不高），我们调高公司六个月目标价至 28.70 元（2010 年 30 倍 PE），维持买入评级。公司不含吉林、辽源、济南以及若干自有物业超市项目的商业物业的情况下，其自有物业的 RNAV 为 18.93-27.01 元，给公司股价提供了较高的安全边际。

表 欧亚集团 2009 年 6 月以来连锁超市扩张情况

项目	时间	购买方	事项	购买价（万元）	建筑面积（平米）	超市名称
1	2009 年 6 月 20 日	欧亚超市	购买森帝房地产出售的长春市亚泰大街与长新路交汇处“包豪斯国际社区”11 号楼 B107 室商业用房及一、二层商场的房屋所有权及对应土地	839	2207.45(B107 室建筑面积 324.67 平方米，一、二层商场建筑面积 1882.78 平方米)	长新店
2	2009 年 6 月 26 日	欧亚超市	购买万鑫房地产出售的长春市春城大街与锦西路交汇处万鑫花园三号楼地上一层商业用房（毛坯）所有权及对应土地	3000(含收尾工程款 1300 万元)	5817	春城购物中心
3	2009 年 8 月 19 日	欧亚超市	购买万鑫房地产出售的长春市春城大街与锦西路交汇处万鑫花园三号楼地上一层两个汽车梯房、地下一层房屋所有权及地下一层所需装饰改造工程施工材料	1504.5（购房款为 902.7 万元，装饰改造工程材料款 601.8 万元）	5900	
4	2009 年 8 月 19 日	欧亚超市	购买天嘉房地产出售的长春市新竹路与基隆南街交汇处天嘉水晶城 53 号地上一层的商业用房所有权及对应土地	645	1697	西安广场店
5	2009 年 9 月 10 日	欧亚超市	购买金穗物业拥有的长春市净月开发区金穗花园 4 号楼一层、二层商业用房所有权、对应土地及北侧 18 个车库的永久使用权	719	2524	净月金穗店
6	2009 年 9 月 18 日	四平欧亚商贸	购买九州房地产出售的位于四平铁西区六孔桥路与南仁兴街交汇处东商业楼一层部分商业用房所有权及对应土地	800	3709	四平欧亚九州购物中心
7	2009 年 10 月 22 日	欧亚超市	定购吉电房地产出售的位于长春市苏州南街赛德馨苑 3-5 栋商住楼一层和地下一层商业用房及对应土地	2400	4388.1（一层建筑面积为 1032 平方米，地下一层建筑面积为 3356.1 平方米）	苏州南街店
购买物业合计				9907	26242	
	时间	租赁方	事项	租金（万元）	建筑面积(平米)	超市名称
8	2009 年 4 月 8 日	欧亚车百大楼	租赁隆德房地产拥有的位于长春市幸福街 20 号的房产	年租金 25.16 万元 (前三年免租金,租赁期 12 年)	2621	幸福店
租赁物业合计					2621	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

欧亚集团 2009 年三季报点评：三季度净利润增速环比略增，充裕现金流显示公司良好经营状况（买入维持）20091024

欧亚集团公告点评：新增吉林、辽源商业网点，低成本自有物业扩张模式持续进行（买入，维持）20090903

欧亚集团 2009 年半年报点评：相对稳健的会计口径下二季度收入、利润总额仍维持 10%左右的增幅（买入，维持）20090811

欧亚集团 2009 一季报点评：一季度收入和利润总额增幅均超过 10%（买入，维持）20090427

欧亚集团 2008 年报点评：年报延续保守风格和持续派现，未来增长潜力较大（买入，维持）20090410

欧亚集团深度调研报告：稳健扩张的优质区域零售龙头（买入，维持）20090312

欧亚集团调研简报：经营扩张稳健，资产质量良好（买入，维持）20080205

欧亚集团 2008 年三季报点评：净利润增长超过 40%（买入，维持）20081018

欧亚集团在白城新增门店的公告点评（买入，维持）20080909

欧亚集团 2008 年中报点评：业绩维持 50%左右增幅（买入，维持）20080807

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

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、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多。

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。

免责条款

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。