

公司简评 欧亚集团 (600697)

► 2009 年 11 月 26 日

整合业务体系，布局全国市场

推荐

维持评级

分析师：陈雷 *： chenlei_zb@chinastock.com.cn (： 010-66568162)

1. 事件

公司发布公告，(1) 公司通过购买、租赁、定购物业分别成立欧亚超市连锁幸福店、长新店、春城购物中心、西安广场店、净月金穗店、苏州南街店和四平欧亚九州购物中心（归属四平欧亚商贸），其中幸福店、长新店和春城购物中心已试营业；(2) 公司与济南市国资委、济南大欧经贸共同设立济南欧亚大观园有限公司，其中公司出资公司 6120 万元，股权比例为 51%。大观园商场拥有房产 42401 平米，土地 38071 平米，目前处于正常经营状态。(3) 成立长春欧亚柳影路超市有限公司和长春欧亚集团欧亚车百有限公司。

2. 我们的分析与判断

1、推进超市连锁经营

公司经营策略是“商都做精、卖场做大、车百做多”，加快构建以时尚百货主流店、MALL 生活馆、综超连锁三大主力业态为支撑的现代经营体系。为提高综超连锁的组织化、专业化水平，公司以欧亚车百和长春欧亚超市连锁经营有限公司设立长春欧亚集团欧亚车百有限公司，负责管理欧亚集团的欧亚车百百货业务、综合超市连锁和省内异地扩张业务，与欧亚商都和欧亚卖场分别主导公司三大业态的发展。

长春超市行业市场集中度远未达到寡头垄断的地步，这为公司的超市扩张提供了条件。作为公司新的业态，超市业务在集中采购、物流配送、日常管理等方面还有很大的提升空间。公司 2009 年已新开超市 6 家，今后计划每年新开 4-5 家，有望迅速成为长春超市行业的领导者。此次扩张也充分体现了公司稳健的经营风格。这些物业除幸福店采取租赁方式外，其它门店都采取购买或定购的方式。这虽然影响了超市扩张的速度，但高比例的自有物业不仅增强了公司抗风险的能力，也为公司资产预留了升值空间。

2、区域门店拓展区域市场

设立四平欧亚九州购物中心是由四平欧亚商贸主导的，这反映了公司在省内扩张时所采取的独特经营模式，即在区域门店经营进入成长期后，由该门店负责所在区域的市场拓展。因此公司各业务线的经营界限并非泾渭分明，这种“矩阵式”的内部管理模式将有助于推动公司各业务单元步入“超常规发展”，有效挖掘和拓展商业空间。

3、稳步进行全国布局

公司在 80 年代提出“三星战略”，以打造百年老店为目标，将市场由长春推向全国乃至海外。作为公司省外扩张的第一步，沈阳联营在扩建完成后将成为公司新的利润增长点。而大观园商场则是公司实现“中三星”战略的关键步骤。2009 年区域零售企业纷纷加快了全国布局的步伐，例如广百股份进军成都和武汉市场。公司在不断强化在长春和吉林零售行业主导地位的同时，开始尝试走出东北，向全国其它地区发展。

3. 投资建议

我们预计 2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.73 元、0.99 元和 1.26 元。公司经营风格稳健，拥有多层次的业态结构，欧亚商都、欧亚卖场和欧亚车百都具有内生增长的潜力和外延扩张的条件。公司一系列扩张举动反映出公司管理层致力于将“欧亚”推向全国。我们维持“推荐”的投资评级。

表 1、欧亚集团报表和主要财务指标预测表

单位: 百万元

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	125	247	304	374	440	营业收入	2631	3421	3796	4670	5499
应收票据	8	3	4	5	6	营业成本	2187	2856	3172	3882	4555
应收账款	1	1	2	2	2	营业税金及附加	20	24	27	33	38
预付款项	136	170	234	311	402	销售费用	66	105	106	128	148
其他应收款	16	13	15	19	22	管理费用	212	234	268	325	379
存货	174	224	261	319	374	财务费用	17	26	20	25	25
其他流动资产	0	1	1	1	1	资产减值损失	0	-1	0	0	0
长期股权投资	4	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1361	1487	1665	1837	1997	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	204	252	276	288	294	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	129	177	203	277	353
无形资产	265	288	260	231	202	营业外收支净额	2	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	131	177	203	277	353
资产总计	2385	2775	3033	3399	3754	减: 所得税	37	39	51	69	88
短期借款	317	441	391	278	79	净利润	94	138	152	208	264
应付票据	210	217	261	319	374	归属母公司净利	78	106	116	158	201
应付账款	233	293	304	372	437	少数股东损益	15.79	31.33	36.53	49.86	63.48
预收款项	291	467	581	721	886	基本每股收益	0.49	0.67	0.73	0.99	1.26
应付职工薪酬	4	21	21	21	21	稀释每股收益	0.49	0.67	0.73	0.99	1.26
应交税费	27	38	38	38	38	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	340	301	301	301	301	成长性					
其他流动负债	0	4	6	11	15	营收增长率	59.8%	30.0%	11.0%	23.0%	17.8%
长期借款	15	0	0	0	0	EBIT 增长率	46.4%	37.4%	10.9%	35.4%	25.1%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	44.2%	36.6%	8.7%	36.5%	27.3%
负债合计	1506	1830	1936	2094	2184	盈利性					
股东权益合计	879	945	1097	1305	1569	销售毛利率	16.9%	16.5%	16.4%	16.9%	17.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	3.0%	3.1%	3.0%	3.4%	3.7%
净利润	94	138	152	208	264	ROE	11.5%	14.6%	13.7%	15.8%	16.7%
折旧与摊销	59	68	128	145	163	ROIC	8.2%	10.9%	11.0%	14.0%	16.8%
经营活动现金流	245	504	368	508	590	估值倍数					
投资活动现金流	-276	-402	-300	-300	-300	PE	50.0	36.6	33.6	24.7	19.4
融资活动现金流	-80	19	-11	-138	-224	P/S	1.5	1.1	1.0	0.8	0.7
现金净变动	-111	121	57	70	66	P/B	4.4	4.1	3.5	3.0	2.5
期初现金余额	236	125	247	304	374	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	125	247	304	374	440	EV/EBITDA	21.0	16.0	12.1	9.2	7.2

资料来源: 公司报告, 中国银河证券研究所预测

表 2: 欧亚集团 DCF 折现模型

(万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	20112	22297	30198	37766	38580	40509	42534	44661	46894	49239
所得税	4444	5574	7549	9442	9645	10127	10634	11165	11724	12310
NOPLAT	10484	15667	16722	22648	28325	28935	30382	31901	33496	35171
营运资金净变动	50651	15405	6749	13038	13826	10018	10416	10937	11483	12058
资本支出	-17460	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000	-30000
自由现金流	20446	6250	20194	28423	27007	30642	34478	38417	42465	46626

WACC	9.81%	Ke	14.0%	26.53		G				
永续增长率	2.0%	Kd	7.5%			1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	21836	t	25%	加权资本成本 WACC	8.71%	30.80	32.30	34.04	36.07	38.49
企业价值	470693	Rf	5%		9.21%	28.47	29.72	31.16	32.82	34.77
非核心资产价值	25148	E(Rm)	0.15		9.71%	26.42	27.48	28.68	30.06	31.66
债务价值	48702	Rm - Rf	10%		10.21%	24.62	25.52	26.54	27.69	29.01
股权价值	421991	D/A	11.1%		10.71%	23.02	23.79	24.66	25.63	26.74
股本	15909	E/A	88.9%		11.21%	21.60	22.26	23.00	23.83	24.76
每股价值	26.53	Beta	0.90		11.71%	20.31	20.89	21.53	22.24	23.03

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 百货类上市公司估值比较 (2009.11.25)

	股价	EPS		P/E	
		2009	2010	2009	2010
王府井	38.45	1.02	1.20	37.70	32.04
银座股份	26.06	0.72	0.92	36.19	28.33
广百股份	31.02	1.01	1.22	30.71	25.43
广州友谊	24.90	0.80	0.88	31.13	28.30
杭州解百	8.34	0.22	0.30	37.91	27.80
新世界	14.89	0.38	0.48	39.18	31.02
欧亚集团	24.47	0.73	0.99	33.65	24.66
平均				35.21	28.22

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908