

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

联系人： 代薇 (8627) 65799539 daiwei@cjsc.com.cn

公司处于稳定扩张期 重物业提升百货业长期价值

事件描述

近期，我们调研了欧亚集团。主要观点和信息如下：

第一，公司各主力门店经营良好。1）欧亚卖场：世界单体第二大的 mall，逐步进入成熟期；2）欧亚商都：成功实现传统百货到现代百货的转型，品牌调整支撑未来收入和业绩的增长；3）欧亚联营：调整基本结束，沈阳竞争激烈带来压力。

第二，超市业务处于快速扩张期，未来 2 年值得看好。

第三，公司处于稳定扩张阶段 我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.7、0.81、1.04 元。维持“推荐”评级。

事件评论

第一，公司各主力门店经营良好

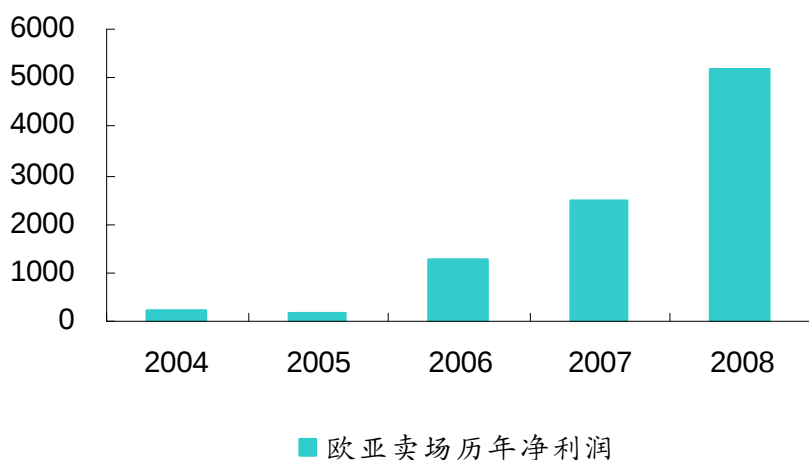
欧亚卖场：世界单体第二大的 mall，逐步进入成熟期

公司持股 39.66%的欧亚卖场为一个的大型购物中心，1 期、2 期和 3 期合计建筑面积达到 50 万平米，目前为亚洲第一、世界第二的购物中心，经过近 5 年的建设和培育，目前已经日趋成熟。4 期再建一个 27 万方的购物中心（定位于餐饮、娱乐和酒店）。一旦 4 期工程完成，欧亚卖场将是世界最大的购物中心。

欧亚卖场的经营形式包括：自营，如超市；联营，如百货类商品；以及租赁，如家具。

欧亚卖场最大的优势在于成本较低，目前总投资约为 8 亿元，年折旧仅为 3000 万元。同时，经过 5 年的建设培育，卖场已经集聚了足够高的人气，从而为未来提租和整体提档升级带来了巨大的空间。

图 1: 欧亚卖场历年净利润数据



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

欧亚商都: 成功实现传统百货到现代百货的转型, 品牌调整支撑未来收入和业绩的增长

欧亚商都开业于 1994 年, 位于红旗街商圈, 定位于中高端客群, 与长春卓展的定位有所区分, 目前是欧亚的主要收入和利润来源, 且每年保持着 20% 左右的销售增速。其中欧亚商都百货部分建筑面积约 8 万方, 05 年起开始对百货进行转型, 品牌引进以及店面环境都进行了调整和改造, 目前, 已经成功实现了传统百货到现代百货的转型。

从长春百货竞争格局看, 欧亚商都和卓展购物中心是当地百货龙头, 但从定位上, 二者竞争有所错位, 卓展定位更为高端。因此, 我们认为, 欧亚商都在长春的强势地位仍旧难以撼动。

“商都做精”是欧亚商都的主要发展战略。未来两年仍将进行品牌的调整和引进, 我们认为, 欧亚商都未来的增长主要依靠品牌调整带来的收入增长和业绩提升。

欧亚联营: 调整基本结束, 沈阳竞争激烈带来压力

沈阳联营是沈阳四大商场之一, 位于太原街商圈, 2007 年利润为 318 万元。

欧亚集团接手后对品牌、人员、装修等方面都进行了较大的改进, 同时也进行了扩建, 2008 年底, 公司投入建设沈阳联营三期项目, 目前已经建成并于 2009 年 9 月 28 日营业, 三期新增 3.3 万方, 沈阳联营总建筑面积达到 9 万多平方米。考虑到沈阳联营处于核心商圈、位置较好这一因素, 以及欧亚较强的经营管理能力, 我们预计 2010 年沈阳联营基本可以实现盈利, 2011 年将有较大的利润贡献。

另一方面, 我们认为, 沈阳联营的经营存在一定压力, 主要因为, 中兴商业在沈阳的强势地位, 以及, 沈阳 2010 年新增多个百货店及购物中心将加剧当地商业竞争。

第二, 超市业务处于快速扩张期, 未来 2 年值得看好

2009 年公司超市业务仍处于快速投入阶段, 回报阶段尚未到来, 未来 2 年值得看好。

表 1: 2009 年超市业务门店拓展情况

店名	时间	建筑面积	购买 (或租赁) 价格	单位价格	地址
----	----	------	-------------	------	----

幸福店	2009.4.8	2621.1	年租金(前三年免租金)25.16	8.00元/月/平方米	长春市幸福街20号
		万元(12年)			
长新店	2009.6.20	2207.45	838.831	3800	长春市亚泰大街与长新路交汇处“包豪斯国际社区”11号楼
	2009.6.26	5816.7	3000	5158	长春市春城大街与锦西路交汇处万鑫花园三号楼
春城购物中心	2009.8.19	5900	1504.5	2550	长春市春城大街与锦西路交汇处万鑫花园三号楼
西安广场店	2009.8.19	1697.37	645	3800	长春市新竹路与基隆南街交汇处天嘉水晶城
净月金穗店	2009.9.10	2523.64	718.76	2848	长春市净月开发区金穗花园4号楼
四平欧亚九州购物中心	2009.9.18	3709.1	800	2157	四平铁西区六孔桥路与南仁兴街交汇处东商业楼
欧亚超市连锁苏州南街店	2009.10.22	4388.1	2400	5469	长春市苏州南街赛德馨苑3-5栋商住楼

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2009年公司超市网点拓展迅速，目前，幸福店、长新店、春城购物中心已试营业。除幸福店为租赁物业外，其余6家均为自有物业，取得成本较低，体现了欧亚一贯低成本扩张的战略。

根据我们调研的情况，欧亚超市毛利率较低（主要因为规模较小），同时费用率也较低（人员数量控制较好，且物业成本较低），此外，依靠欧亚的品牌，能够直面家乐福、沃尔玛的竞争。我们认为，欧亚集团的超市业务目前仍处于快速阶段，回报期尚未到来，伴随着门店不断扩张带来销售规模的扩大从而获得更强的议价能力，超市业务的收入和利润都拥有很大的提升空间，未来2年值得看好。

第三，公司在发展过程中积累了大量低成本物业，升值明显，同时为公司提供良好的安全边际

公司在多年的发展过程中秉承低成本拿地的战略，重自有物业的发展模式，同时，这些不断升值的商业物业也为公司提高了良好的安全边际，具我们测算，谨慎假设下，欧亚集团重估后物业价值折合每股达36元。

表 2：欧亚集团主要物业价值测算

商业物业	建筑面积	单价		
		谨慎	中性	乐观
欧亚联营	9	1	1.2	1.5
欧亚卖场	50	0.5	0.8	1
欧亚商都	13	1.5	2	3
欧亚车百	2.5	0.8	1	1.2
欧亚新发	2	0.5	0.6	0.7
欧亚益民	4.35	0.5	0.6	0.7
四平欧亚	4	0.3	0.4	0.4
通化欧亚	6	0.3	0.4	0.4
其他:				
济南欧亚大观园	4.2	1.5	2	2.5
物业价值合计		67.38	95.51	124.45
重估后物业价值		58.69	86.82	115.76

资料来源：长江证券研究部

第四，公司处于稳定扩张阶段 我们预计公司09-11年EPS分别为0.70、0.81、1.04元。维持“推荐”评级

我们认为，欧亚集团未来的增长点包括：

1) 欧亚商都、欧亚卖场、沈阳联营自身经营面积扩大带来的增长；以及不断调整品牌结构带来的内生性效益持续增长；2) 连锁超市快速发展带来的外生增长以及销售扩大后议价能力增强带来的盈利水平的提升；3) 07-08 年新开百货及超市门店进入成熟期逐步贡献更多利润；4) 将于 2010 年开业的白城欧亚购物中心。

虽然在宏观经济以及欧亚沈阳联营停业（目前已重装开业）等综合因素的影响下，公司 2009 年业绩增速有所下降，但公司管理优良，具备独特竞争优势，在经济复苏的预期下仍然具备长期投资价值。

我们预计欧亚集团 2009/2010/2011 每股收益为 0.7 元、0.81 元和 1.04 元。长期推荐评级。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业资深分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。