

买入 维持

欧亚集团 (600697)

2010 年 8 月 14 日

上半年收入增长 28%显示良好经营，拟建欧亚商都四期有利于继续提升影响力

2010 年 8 月 13 日收盘于 26.52 元
6 个月目标价：28.70 元以上

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403

潘鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

公司今日（2010 年 8 月 14 日）发布 2010 年半年报。报告期内公司实现营业收入 25.05 亿元，同比增长 27.98%；实现利润总额 9776 万元，同比增长 7.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 5840 万元，同比增长 10.18%，扣除非经常性损益的净利润 5783 万元，同比增长 10.52%。

2010 年上半年公司全面摊薄每股收益为 0.37 元，净资产收益率为 7.08%，较去年同期增加 0.07 个百分点；公司每股经营性现金流在报告期为 0.58 元，较去年同期减少 59.16%。

此外，公司六届十一次董事会审议通过了《关于购买资产的议案》。公司与吉林省东润房地产开发有限公司签订了《在建工程转让合同》，与长春伍陆柒捌集团有限公司、中国科学院东北地理与农业生态研究所分别签订了《协议书》，以总价款 5236.84 万元人民币的价格（含部分装修补偿）购买上述各方转让的总计建筑面积为 3757.6 平方米的房产、2957.52 平方米的在建工程及 2297 平方米的国有土地使用权（参见表 2），拟用于欧亚商都四期项目的建设。

简评及投资建议。公司一、二季度销售收入均保持 28%左右的较快增速，主要来自于商都的内生增长、欧亚卖场的租赁收入增长以及通化店、白城店和数家连锁超市（上半年新开 3 家）的外延收入贡献；收入的释放使得上半年期间费用率略有下降；但收入的结构变化以及新开门店仍处于培育期等因素导致上半年毛利率下降 1.39 个百分点，从而最终导致营业利润增长 8.22%，归属于母公司净利润增长 10.18%，低于收入增速。

对于拟建的欧亚商都四期项目，我们给予较为积极的评价：一方面可以使公司进一步利用红旗商圈日益增大增强的消费群体和消费能力，从而推动主力门店欧亚商都在该商圈内的体量规模、销售规模和品牌影响力达到进一步的垄断地位；另一方面四期项目也有望与目前商都内品牌和业态进行相互补充，从而进一步拉动整体消费氛围，形成协同效应。我们估计，考虑到物业建设、装修及设备重置等因素，四期项目可能于 2011 年底或 12 年开业运营，开业后折旧摊销费用会有一些增加，但鉴于红旗商圈较强的消费能力、公司在当地无可置疑的影响力以及与原有门店的协同效应，我们认为商都四期有望拥有较短的培育期，在收入和利润上尽快做出贡献。

在不考虑新项目的影响下，我们维持对公司 2010-11 年 EPS 的预测，分别为 0.785 元和 1.036 元，（对 2010 年相对保守的预测主要是考虑到公司在财务处理上一贯采取的较为保守的方式，而无论从公司稳健的扩张战略、良好的经营能力以及在区域内较强的竞争实力上看，我们仍认为其具有较大的业绩释放潜力）公司目前 26.52 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 33.8 倍和 25.6 倍，我们维持其 28.70 元的六个月目标价以及长期“买入”的投资评级。

1. 公司 2010 半年报分析。

（1）公司 2010 年上半年营业收入同比增长 27.98%，其中一、二季度在去年低基数的基础上分别实现 28.04%和 27.93%的较高增速，主要来自主力门店欧亚商都的内生增长、欧亚卖场的租赁收入增长以及通化店、白城店和数家连锁超市（上半年新开 3 家）的外延收入贡献。

上半年公司母公司（主要包括欧亚商都、欧亚益民、欧亚新发等门店）营业收入同比增长 15.95%，子公司（主要包括欧亚卖场、沈阳联营、四平店、通化店及连锁超市等）营业收入同比增长 65.9%；从业态细分数据上看，公司商业主营业务收入同比增长 26.32%，而主要来自于欧亚卖场的租赁服务收入同比增长 63.63%（参见表 1）；公司上半年较高的收入增速反映了其较好的经营情况及不断提升的销售规模。

表 1 欧亚集团 2010 上半年营业收入及毛利率细分情况

	营业收入（万元）	同比增长（%）	毛利率（%）	毛利率变化情况
商业	236198	26.32	8.03	减少 2.65 个百分点
租赁服务	14266	63.63	100.00	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）公司 2010 上半年综合毛利率同比下降 1.39 个百分点，其中一、二季度分别下降 0.42 和 2.21 个百分点，二季度毛利率下降主要是由于店庆打折促销；我们认为公司综合毛利率的下降主业还是源于其业务结构的变化，包括毛利率较高的租赁收入占比下降、毛利率较低的超市收入占比提升、长春市外门店收入的不断提升以及新开门店（白城店、吉林店等）仍处于培育期。

（3）公司 2010 上半年销售管理费用率同比下降 0.58 个百分点，其中销售费用率同比增加 0.09 个百分点，管理费用率同比下降 0.67 个百分点，费用率的下降主要得益于收入的逐渐释放；财务费用减少 100 多万元。

（4）上半年公司营业外净收支近 100 万元，与去年同期基本持平；其中公司营业外收入为 810 万元，主要来自转让沈阳嘉豪商厦房屋及土地使用权获得的一次性收益；营业外支出为 718 万元，主要是对欧亚商都、欧亚车百尚未摊销完的装修费用进行一次处理以及对部分办公设备进行报废处理等。

（5）虽然公司营业收入大幅增长 27.89%，期间费用率也略有下降，但综合毛利率的下降导致其营业利润最终仅增长 8.22%，归属于母公司净利润增长 10.18%，扣非后净利润增长 10.52%。

2. 关于董事会购买资产议案的公告点评。

公司与吉林省东润房产签订《在建工程转让合同》，与长春伍陆柒捌集团、中国科学院东北地理与农业生态研究所分别签订了《协议书》，以总价 5236.84 万元的价格（含部分装修补偿）购买上述各方转让的总计建筑面积为 3757.6 平方米的房产、2957.52 平方米的在建工程及 2297 平方米的国有土地使用权（参见表 2），其中：

- （1）以 1478.76 万元购买东润房产长春天乐休闲广场建筑面积 2957.52 平米的在建工程及 1762 平米的土地使用权；
- （2）以 2821.24 万元购买伍陆柒捌集团建筑面积 1878.80 平方米的伍陆柒捌大楼一、二、七、八层的房屋所有权及对应的 162 平方米的国有土地使用权和装修补偿款（一、二层为门市房，建筑面积 992 平方米，转让均价 24000 元/平米；七、八层为办公用房，建筑面积 886.8 平方米，转让均价 4966 元/平方米）；
- （3）以 936.84 万元购买地理所建筑面积 1878.80 平方米的伍陆柒捌大楼三至六层的房屋所有权（办公用房）及对应的 373 平方米国有土地使用权（（转让均价为 4986 元/平方米）。

表 2 公司购买资产具体情况

公司	价款(万元)		标的物业	面积(平米)	转让均价(元/平米)
东润房地产	1479	长春天乐休闲广场	在建工程	2958	
			土地使用权	1762	
伍陆柒捌集团	2821	伍陆柒捌大楼(一、二、七、八层的房屋所有权及对应的 162 平方米的国有土地使用权和装修补偿款)	一、二层门市房	992	24000
			七、八层办公房	887	4966
			土地使用权	162	
地理所	937	伍陆柒捌大楼(三至六层的房屋所有权(办公房)及对应的 373 平方米国有土地使用权)	三至六层办公房	1879	4986
			土地使用权	373	
总价款合计(万元)		5237			
面积合计(平米)	房产总面积	3758			
	在建工程	2958			
	国有土地使用权	2297			

资料来源：公司公告，海通证券研究所

长春天乐休闲广场和伍陆柒捌大楼毗邻目前公司的主力门店欧亚商都，拟用于欧亚商都四期建设项目；从总体上看，我们给予该项目较为积极的评价：我们认为欧亚商都四期的建设一方面可以使公司进一步利用红旗商圈日益增大增强的消费群体和消费能力，推动主力门店欧亚商都在该商圈内的体量规模、销售规模和品牌影响力达到进一步的垄断地位；另一方面欧亚商都四期的建设也有望与目前商都内品牌和业态进行相互补充，进一步拉动整体消费氛围，形成协同效应。

由于没有更详细的信息披露，我们暂无法对该项目做出具体的盈利预测，但是我们估计，考虑到物业建设、装修及设备重置等因素，四期项目可能于 2011 年底或 12 年开业运营，开业后折旧摊销费用会有一些增加，但鉴于红旗商圈较强的消费能力、公司在当地无可置疑的影响力以及与原门店的协同效应，我们认为商都四期有望拥有较短的培育期，在收入和利润上尽快做出贡献。

表 3 是我们对欧亚集团单季度合并损益表的分拆分析。

表 4 是我们对欧亚集团 2010-11 年合并损益表的预测。

表 3 欧亚集团单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	89804	105905	74496	121175	114983	135481	195709	250464
同比增长 (%)	10.90	9.27	27.06	14.82	28.04	27.93	10.01	27.98
营业总成本(万元)	86388	100372	69828	116004	111205	129614	186761	240819
营业成本(万元)	75914	91107	60736	100193	97675	119547	167020	217223
营业成本/营业收入 (%)	84.53	86.03	81.53	82.69	84.95	88.24	85.34	86.73
营业税金及附加(万元)	561	536	758	855	703	740	1097	1443
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.63	0.51	1.02	0.71	0.61	0.55	0.56	0.58
销售费用(万元)	2464	2302	2462	4526	4133	2196	4765	6329
销售费用/营业收入 (%)	2.74	2.17	3.31	3.73	3.59	1.62	2.43	2.53
管理费用(万元)	7209	6162	5347	9841	8542	6882	13372	15425
管理费用/营业收入 (%)	8.03	5.82	7.18	8.12	7.43	5.08	6.83	6.16
财务费用(万元)	222	269	545	582	150	238	491	388
资产减值损失(万元)	18	-4	-19	7	2	11	15	13
非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0	40	0	40
营业利润(万元)	3416	5533	4668	5171	3777	5907	8949	9684
同比增长 (%)	11.03	10.27	10.10	-2.96	10.59	6.76	10.56	8.22
营业外收入(万元)	39	71	55	118	745	64	110	810
营业外支出(万元)	0	1	24	42	695	23	1	718
利润总额(万元)	3454	5603	4699	5247	3828	5949	9057	9776
同比增长 (%)	11.62	11.20	11.50	-1.55	10.80	6.17	11.36	7.94
所得税费用(万元)	928	1338	1182	1304	959	1440	2266	2398
有效所得税率 (%)	26.88	23.88	25.16	24.85	25.05	24.20	25.02	24.53
净利润(万元)	2526	4265	3517	3943	2869	4509	6791	7378
同比增长 (%)	4.27	12.87	9.81	-9.72	13.57	5.72	9.51	8.64
净利润率 (%)	2.81	4.03	4.72	3.25	2.49	3.33	3.47	2.95
归属于母公司所有者的净利润(万元)	1830	3471	2730	3097	2125	3715	5301	5840
同比增长 (%)	5.14	7.34	13.42	-4.94	16.12	7.04	6.57	10.18
少数股东损益(万元)	696	794	787	846	744	794	1491	1538
摊薄每股收益(元)	0.115	0.218	0.172	0.195	0.134	0.234	0.333	0.367

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 欧亚集团合并损益表及预测（2007-2011 年）

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	263148	342061	391380	458362	558863
同比增长 (%)	59.77	29.99	14.42	17.11	21.93
营业总成本(万元)	250227	324400	372593	437623	531940
营业成本(万元)	218687	285642	327950	384199	468327
营业成本/营业收入 (%)	83.10	83.51	83.79	83.82	83.80
营业税金及附加(万元)	2012	2424	2710	3209	3912
营业税金及附加/营业收入(%)	0.76	0.71	0.69	0.70	0.70
销售费用(万元)	6572	10470	11754	13980	16207
销售费用/营业收入(%)	2.50	3.06	3.00	3.05	2.90
管理费用(万元)	21239	23414	28560	34835	42194
管理费用/营业收入(%)	8.07	6.84	7.30	7.60	7.55
财务费用(万元)	1688	2553	1618	1400	1300
资产减值损失(万元)	29	-102	2	0	0
非经营性净收益(万元)	0	0	0	400	0
营业利润(万元)	12921	17662	18787	21139	26923
同比增长 (%)	41.69	36.69	6.37	12.52	27.36
营业外收入(万元)	271	186	283	0	0
营业外支出(万元)	113	170	67	0	0
利润总额(万元)	13079	17678	19004	21139	26923
同比增长 (%)	41.43	35.17	7.50	11.24	27.36
所得税费用(万元)	3711	3906	4752	5285	6731
有效所得税率 (%)	28.38	22.10	25.01	25.00	25.00
净利润(万元)	9367	13771	14251	15854	20192
同比增长 (%)	55.72	47.02	3.48	11.25	27.36
净利润率 (%)	3.56	4.03	3.64	3.46	3.61
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7788	10638	11128	12481	16481
同比增长 (%)	44.15	36.60	4.60	12.16	32.05
少数股东损益(万元)	1579	3133	3124	3373	3711
摊薄每股收益(元)	0.490	0.669	0.699	0.785	1.036

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

欧亚集团公告点评：低成本自有物业连锁扩张模式持续推进（买入维持）20100618

欧亚集团公告点评：欧亚购物中心建设有利于巩固公司区域强势地位以及长期发展（买入维持）20100522

欧亚集团 2010 一季报点评：28.04%的收入增速反映了公司良好的经营状况,维持买入 20100420

欧亚集团 09 年报点评：年报延续保守风格并持续派现，维持长期买入 20100410

欧亚集团公告点评：出售沈阳嘉濠对业绩影响较小；短期相对保守的业绩不影响公司长期投资价值（买入维持）20100309

欧亚集团公告点评：网点扩张稳健推进，低成本特点依旧，未来增长潜力巨大（买入维持）20091125

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

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：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

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、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

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。