

旧模式与新业态拓展并行不悖的 “三星”典范

——欧亚集团（600697）2010 年中报点评

2010 年 8 月 16 日

推荐/维持

欧亚集团

财报点评

银国宏
联系人：高坤
零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

公司于8月14日公布了2010年中期报告。报告期公司主营业务收入实现25.05亿元，同比增长27.98%，营业利润实现9684.45 万元，同比增长8.22%，净利润实现5,840.04 万元，同比增长10.18%，每股收益0.37元。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	1,055.32	898.04	1,059.05	744.96	1,211.75	1,149.83	1,354.81
增长率（%）	29.99	10.9	10.01	14.24	14.42	28.04	27.98
毛利率（%）	16.47	15.47	13.97	18.47	17.31	15.05	11.76
期间费用率（%）	10.65	11.02	9.52	9.99	10.71	11.15	8.84
营业利润率（%）	5.16	3.8	4.57	5.04	4.8	3.29	3.87
净利润（百万元）	43.68	25.26	42.65	35.17	39.43	28.69	45.09
增长率（%）	36.6	5.14	6.57	8.81	4.6	16.12	10.18
每股盈利（季度，元）	0.20	0.12	0.22	0.17	0.19	0.13	0.23
资产负债率（%）	65.94	65.52	64.72	66.89	68.37	67.96	67.87
存货周转率（%）	14.35	3.16	7.99	10.85	13.57	2.97	7.91
应收帐款周转率（%）	3,014.03	666.05	932.54	921.02	3,958.93	1,991.49	6,014.43

评论：

积极因素：

- **“三星”战略奠定内外兼修基础。**公司一直坚持围绕“商都做精、卖场做大、车百做多”的发展路径，重点经营现代百货、生活馆、综超连锁三大主力业态。首先在商都做精方面，主力门店欧亚商都目前的利润占比在55%左右，而与之仅一楼之隔的欧亚购物项目，将进一步巩固红旗商圈的高端领导地位，建成后面积将达8-10万平米，形成与商都的错位经营，在国际一线品牌的结构和品类丰富程度上与卓展较为相似，为今后培育期的毛利率提升带来了一定空间；其次对于欧亚卖场，将通过多元化的业态丰富卖场四期的较大体量，也将充分分享卖场商圈迅速成长带来的客流集聚效应，此外今后几年随着卖场商圈的成熟和配套设施的完善，租金有望翻番，从而获得以价配量的双重红利；最后在以车百为载体的综超方面，按照每年5-6家的扩张速度，上半年已经完成近半，综超及精品超市在长春乃至整个吉林巨大的市场盲点将随着超市业态“蜂窝式”的推进而获得较大的规模经济效应。百货及卖场品牌结构的初步调整和超市租赁比例的逐步下降，使得报告期整体毛利率13.27%，比去年同期下降了1.39个百分点，但同时整

体期间费用下降了0.68个百分点。随着“三星战略”的逐步推进和成熟，公司有望突破短期利润低于收入增速的现状，步入良性循环的多业态轨道。

- **延续重资产外延、拓展新业态的新老并举发展。**公司在东北地区独特的“地缘”优势铸就了其高达98%的自有物业比例，报告期内新拓展的吉林欧亚商都、白城购物中心及梅河购物中心均延续了之前的自有物业重资产外延模式。一方面，以梅河口项目为例，以每平米220元的价格取得的物业资源较市场价格偏低，从而有助于公司培育期的缩短和安全边际的提高，另一方面，自有物业有效避免了商业物业租金上扬带来的机会风险成本，从而形成了一定的商圈进入壁垒。

在新业态拓展方面，报告期内通过的辽源欧亚商贸城及钻石名城项目是城市综合体的雏形，利用住宅预售的前期回流资金在形成一次性收入的同时支撑了后续商业项目的配套开发，这种“商业+地产”的运作模式自去年以来已被东百、友阿等区域型百货经屡试不爽。或将为公司的多业态弹性组合，和新业态外延打开全新空间。此外，报告期营业外收入较同期增长637.28%的主要原因是本期转让沈阳嘉豪商厦房屋及土地使用权获得的收益增加。在商业项目运作的同时进行适度投资也为重资产的外延发展锦上添花。

消极因素：

- **重资产模式带来一定现金及扩张压力。**公司近年来每年保持1-2家的自有物业百货拓展速度，未来综超的发展也将以自有物业为主要趋势。由此必然带来的是对现金流的冲击和选取优势商圈的相关成本。后续的装修开办费用将带来进一步的压力。上半年公司经营活动产生的现金流量净额同比下降59.05%，与此不无关系。

表 1：2009 年下半年以来公司储备项目基本情况

项目名称	总价（万元）	土地面积	权益
吉林欧亚商都	6348	5000	100%
辽源欧亚商贸城及钻石城项目	1776	64392	100%
济南欧亚大观园	6120	38081	51%
欧亚购物中心项目	3910	7859	100%
梅河口项目	1540	70000	100%

资料来源：东兴证券研究所

业务展望：

从外延模式来看，公司拥有极强的商圈再造能力，在长春本地主要依靠品牌影响力占据产业链的绝对主导地位，而在省内的地市外延中，主要采取了在新兴开发区低成本培育高消费潜力商圈的模式，而在省外的扩张主要是依托相关地方的国有企业转制机遇进行相关资产的收购，而以上各个层面的外延拓展都避免了现有商圈饱和、物业成本高企的弊端，变被动竞争为主动设置进入壁垒。相对于区域内的其他零售企业，公司在较早的阶段介入商业地产项目的运作，无论是从行业发展趋势还是区域内未来地产和商业的增值空间，都是对其未来内外并举同步发展空间的有力支撑。而以城市综合体雏形为桥头堡的新业态试水，则一定程度上避免了重资产外延带来的现金流压力，同时使得公司的财务结构趋于合理化。

在内涵方面，公司上半年13%的毛利率水平目前远低于行业平均，今后的提升渠道主要来自于两方面：一是随着百货的省内下沉网点的不断铺开和欧亚商都、欧亚购物中心品牌结构定位的逐步升级，百货的毛利率提升空间将在3-4个百分点左右；另外，公司已经明确表示未来综超将是经营发展的一个重要方面，虽然超市的毛利

率水平略低于百货毛利率，但由于这一业态的标准化、可复制性较强，能够快速形成规模经济，并填补市场盲点，放量发展的同时必然带来产业链整体议价能力的提升，从而在实现规模效应的同时获得一定的盈利空间。从更长远的另一个角度来看，超市的大规模发展如果仍延续百货的重资产扩张将难以为继，随着便利店、大卖场、生鲜加强等超市细分业态的出现，轻资产的超市外延也将一定程度上平滑重资产模式带来的资金压力。

盈利预测及投资建议：

吉林地区53%的城镇化水平高于中西部地区，但人均可支配收入却远低于全国平均水平，消费潜力追赶城镇化的进程将为当地消费市场，尤其是公司普遍覆盖的二三线地市带来突破式的增长。公司独特的外延战略有望在消费潜力逐步释放的区域平台上得到内涵互动。我们预计2010-2011 年公司EPS 分别为0.78元和1.05元，对应PE分别为34倍和25倍。维持对公司“推荐”的投资评级。

表 2：投资组合盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3,420.61	3,913.80	4,610.02	5,491.87
(+/-)%	29.99	14.42	17.79	19.13
经营利润（EBIT）	201	206.22	244.33	302.05
(+/-)%	37.15	2.60	18.48	23.62
净利润	106.38	111.28	124.09	167.04
(+/-)%	36.59	4.61	11.51	34.61
每股净收益（元）	0.67	0.70	0.78	1.05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。