

新欧亚，新起点

买入首次评级

目标价 32 元

投资要点:

- 整体经营风格稳健执着，欧亚品牌在长春具有最好的口碑
- “低成本”扩张模式和“一店带一城”异地经营模式运作较为成功
- 外延式扩张动力强劲，内生性增长潜力巨大

报告摘要:

- 整体经营风格稳健执着，欧亚品牌在长春具有最好的口碑。**从 86 年制定三星发展战略至今，公司顺利完成了一步，开始中三星发展。多年发展过程中，执着于商业经营，没有尝试多元化经营，没有任何不良投资。两大盈利主体都经历或正经历着商圈从无到有由小到大的过程。围绕“商都做精、卖场做大、车百做多”的发展路径，高质量的经营好现代百货、生活馆、综超连锁三大主力业态，提高发展能力。
- “低成本”扩张模式和“一店带一城”异地经营模式运作较为成功。**从 2005 年开始，公司逐步走出长春，走出吉林。从四平、通化、白城、沈阳的扩张情况来看，公司是典型的低成本收购、低成本运营的扩张模式。公司创建了“一店带一城”的异地经营模式，根据业态的相似性，派遣成熟门店的部分管理团队进驻当地进行现场管理。从目前经营情况看，外阜门店进入业绩收获期。
- 外延式扩张动力强劲，内生性增长潜力巨大。**欧亚商都，价值一方面体现在成熟门店的品牌效应带来内生性增长，另一方面体现在商都四期扩建，预计 2013 年建成，体量增加一倍。商圈成长性加上扩大体量，是欧亚卖场价值的核心点。远期来看，四期建成后最终 107 万平米体量，目前处于扩建和调整培育期的欧亚卖场会成为未来最大的盈利来源。
- 盈利预测。**公司多年秉承低成本拿地，自建商业物业。物业重估后折股每股 RNAV 为 30.09 元，对应现价 26 元有较高的安全边际。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.82、1.07、1.45。给予 2011 年 30XPE，对应目标价 32 元，给予“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3420.61	3913.80	4665.96	6200.06	8370.08
增长率(%)	29.99%	14.42%	19.22%	32.88%	35.00%
归属母公司股东净利润	106.38	111.28	130.39	170.22	230.42
增长率(%)	36.60%	4.60%	17.18%	30.54%	35.37%
每股收益(EPS)	0.669	0.699	0.820	1.070	1.448
PE	38.88	37.17	31.72	24.30	17.95

分析师

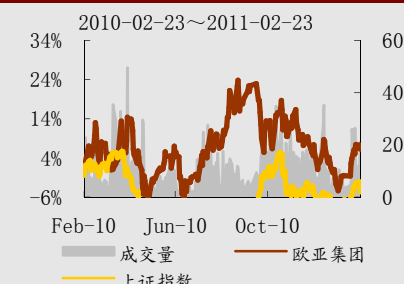
陈旭

执业编号 S1180511010002

电话: 010-8808 5691

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



股东户数

收盘价	26.00
目标价	32.00
52 周内高	32.22
52 周内低	2.20
总市值(百万元)	4136.29
流通市值(百万元)	4034.06
总股本(百万股)	159.09
A 股(百万股)	159.09
—已流通(百万股)	155.16
—限售股(百万股)	3.93
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00

数据来源: 宏源证券

相关研究

- 《行业动态*个税改革释放中低收入消费*商业贸易行业》2011.3
- 《辉隆股份深度报告: 农资连锁第一股, 立足安徽辐射全国》2011.2
- 《永辉超市深度研究报告: 生鲜超市龙头, 成功异地扩张可期》2011.1

目录

一、吉林省消费品零售业发展空间大.....	4
（一）吉林省经济快速发展，人均收入水平逐年提高	4
（二）吉林省零售业发展迅速	4
（三）向省内地级市布局	6
二、“低成本”扩张模式和“一店带一城”异地经营模式运作较为成功.....	6
（一）公司概况——欧亚品牌在长春具有最好的口碑	6
（二）整体经营风格稳健执着，“三星战略”让欧亚星光璀璨.....	8
1、统占长春市场，业态全面	8
2、低成本布局省内地级城市，先发优势明显	9
3、走出吉林省，向其他一线城市扩张	9
三、外延式扩张动力强劲，内生性增长潜力巨大.....	9
（一）商都做精——品牌提升显著，四期扩建相当于再造一个商都.....	9
1、调研现状	10
2、竞争分析	10
3、成长空间	10
（二）卖场做大——潜力巨大，四期扩建到 107 万平方米	11
1、收入结构	11
2、现状	12
3、发展看点	12
4、风险提示	12
（三）车百做多——发展综超业务	13
（四）沈阳联营——跨省经营的第一步	13
1、未来的增长点	13
2、风险提示	13
（五）其他门店，其中外阜门店进入业绩收获期	14
1、欧亚益民（现更名为欧亚奥特莱斯）	14
2、欧亚新发	14
3、欧亚通化店	14
4、欧亚四平店	14
四、高管看好企业经营发展，增持本公司股票.....	14
五、公司兑现股改业绩承诺很给力.....	15
六、盈利预测	17

插图

图 1: 吉林省 GDP 增速高于全国平均水平	4
图 2: 吉林省城镇居民人均可支配收入不断提高, 09-04 年 CAGR=12.3%	4
图 3: 吉林省社会零售业发展迅速	5
图 4: 吉林省社会消费品总额增速高于东北其他两省和全国平均水平	5
图 5: 吉林省社会消费品总额增速高于居民收入增速	5
图 6: 欧亚集团旗下商业资产	7
图 7: 欧亚集团销售收入持续增长	7
图 8: 公司主要门店的发展历程	8
图 9: 欧亚卖场净利润占集团合并净利润比重近 40%	11
图 10: 股改后公司 2007 年和 2008 年净利润增速分别为 55.7% 和 47.0%	15
图 11: 股改后欧亚集团股价显著超越同期百货指数表现 (2006.9-2008.12)	16

表格

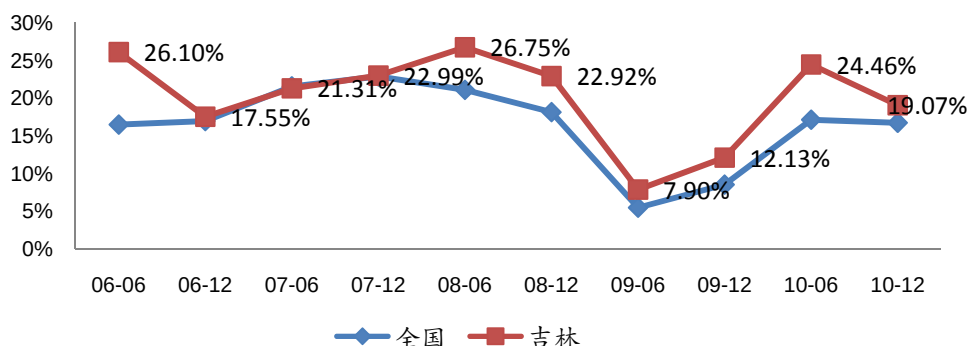
表 1: 吉林省地级市收入情况	6
表 3: 欧亚卖场各楼层主要品牌介绍	12
表 4: 高管持续增持彰显对公司未来发展的信心	14
表 2: 公司门店情况——全部为自有物业, 较高商业地产价值	17
表 5: 主要商业运营主体盈利预测	18
表 6: 盈利预测	19

一、吉林省消费品零售业发展空间大

（一）吉林省经济快速发展，人均收入水平逐年提高

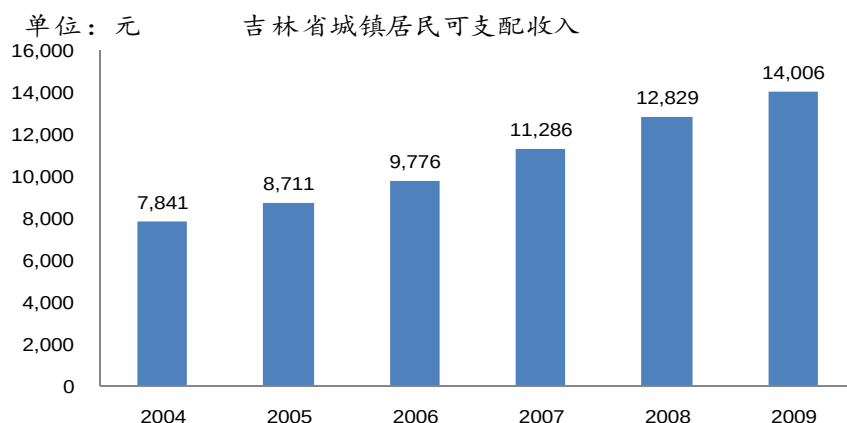
近年来，吉林省 GDP 增长速度均超过全国平均水平，吉林省城镇居民人均可支配收入不断提高，城镇居民消费能力不断增强，吉林省零售业还有巨大的发展空间。

图 1：吉林省 GDP 增速高于全国平均水平



资料来源：国家统计局、宏源证券

图 2：吉林省城镇居民人均可支配收入不断提高，09-04 年 CAGR=12.3%



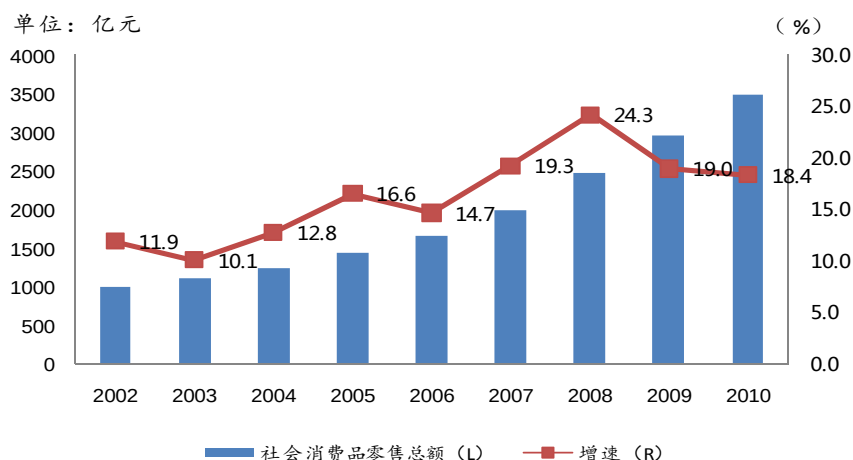
资料来源：国家统计局、宏源证券

（二）吉林省零售业发展迅速

随着 GDP 和居民收入水平的提高，吉林省社会零售业发展迅速，增长速度居高不下，且高于东北其他两省和全国平均水平。此外，社会消费总额增长速度显著高于居民可支配收入增长速度，表明吉林省居民消费结构已升级，消费观念不断更新，人们开始敢于消

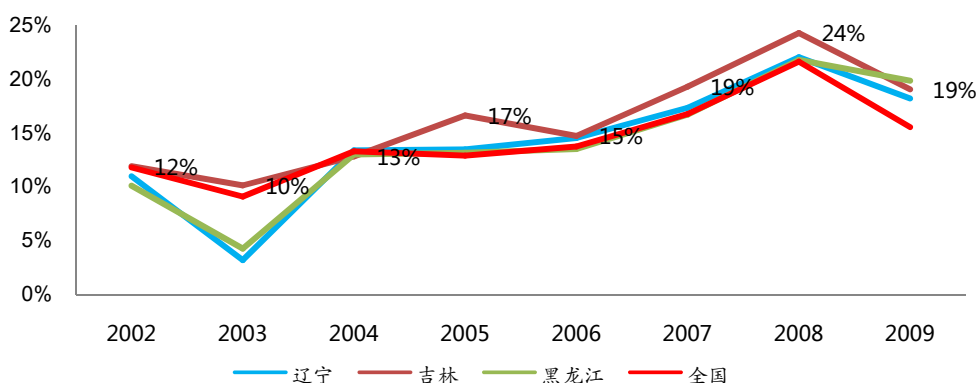
费，享受消费，这为吉林省商贸零售业发展提供了良好的外部条件。

图 3：吉林省社会零售业发展迅速



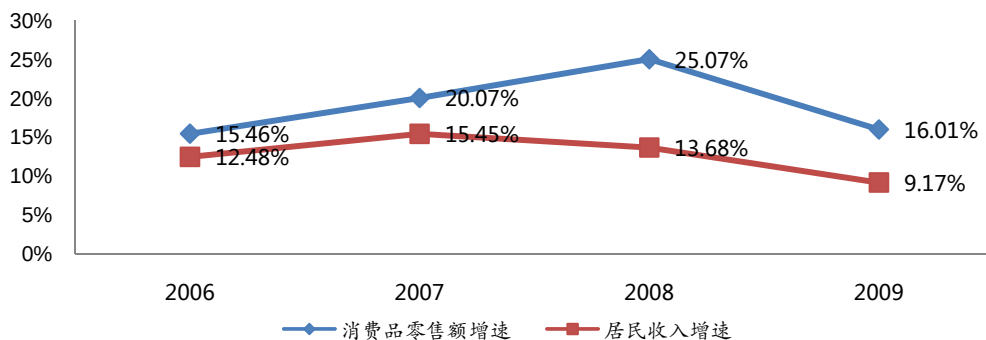
资料来源：国家统计局、宏源证券

图 4：吉林省社会消费品总额增速高于东北其他两省和全国平均水平



资料来源：国家统计局、宏源证券

图 5：吉林省社会消费品总额增速高于居民收入增速



资料来源：国家统计局、宏源证券

（三）向省内地级市布局

吉林省共有8个地级市，目前欧亚集团已经进入8个重点城市的6个，其中四平 and 通化进入较早，分别于2006年12月和2008年1月开业，目前已逐步进入盈利释放期，成为欧亚集团外阜门店的主要增长点，其余门店还处于培育期，目前亏损。

表 1：吉林省地级市收入情况

	人口 (万人)	人均 GDP (元)	人均可支配收入 (元)	人均消费支出 (元)	社会消费总额 (亿元)	开业时间
长春市	869	34,193	15,003	14,006	946	1993 年前
四平市	338	17,739	13,604	9,798	199	2006.12
通化市	227	19,703	12,288	8,052	171	2008.01
白城市	203	14,327	11,535	8,640	114	2010.01
吉林市	434	30,016	12,501	10,048	481	2010.04
辽源市	123	21,989	13,646	7,832	75	2010.10
松原市	285	28,486	12,461	8,985	222	否
白山市	130	23,159	13,523	9,446	96	否

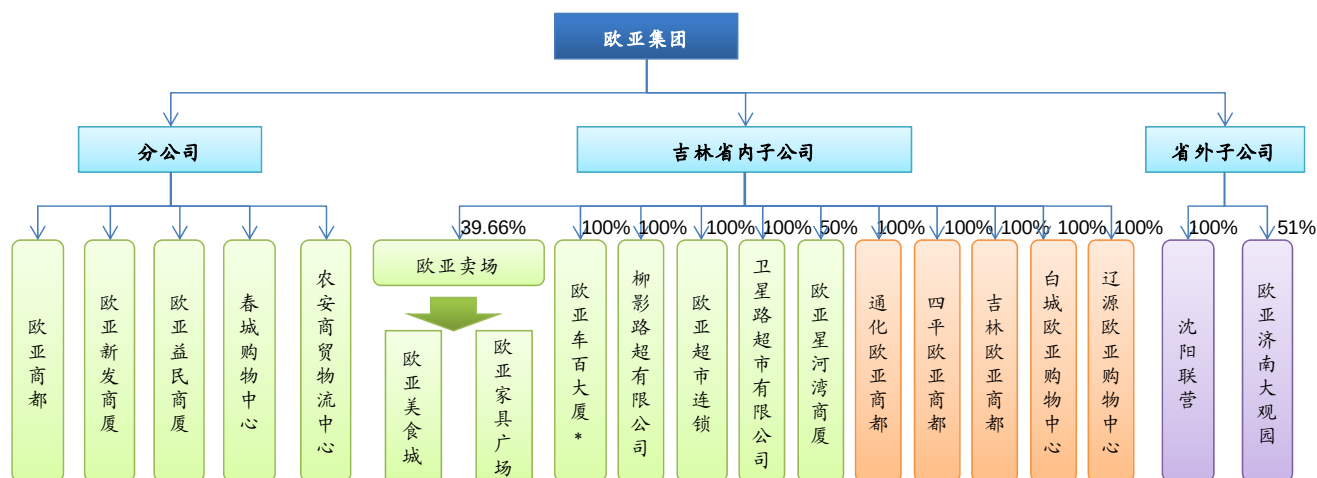
资料来源：国家统计局、宏源证券

二、“低成本”扩张模式和“一店带一城”异地经营模式运作较为成功

（一）公司概况——欧亚品牌在长春具有最好的口碑

长春欧亚集团股份有限公司是国家大型商业企业，1992 年成立股份有限公司，1993 年公司股票在上海证券交易所挂牌交易，是全国知名的上市公司。商业资产包括：欧亚商都、欧亚卖场、欧亚车百、欧亚益民、欧亚新发、欧亚星河湾、欧亚四平商贸、欧亚沈阳联营、欧亚通化购物中心、欧亚农安商贸、吉林市欧亚商都。

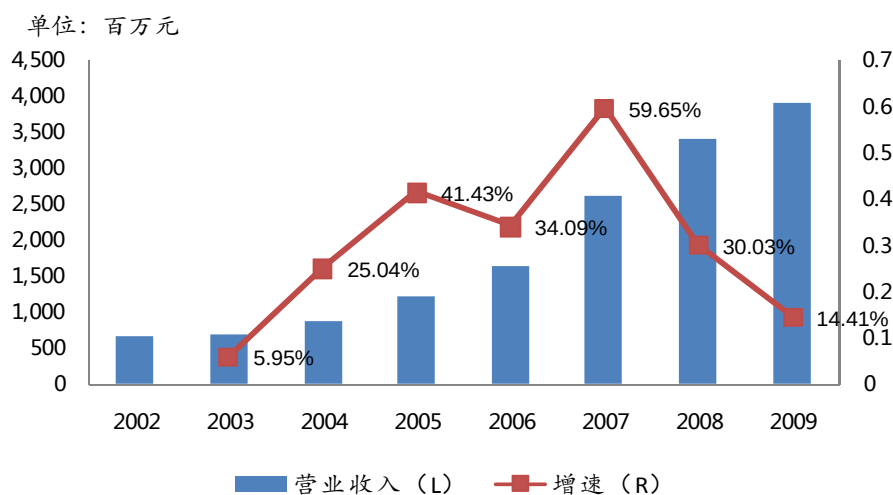
图 6：欧亚集团旗下商业资产



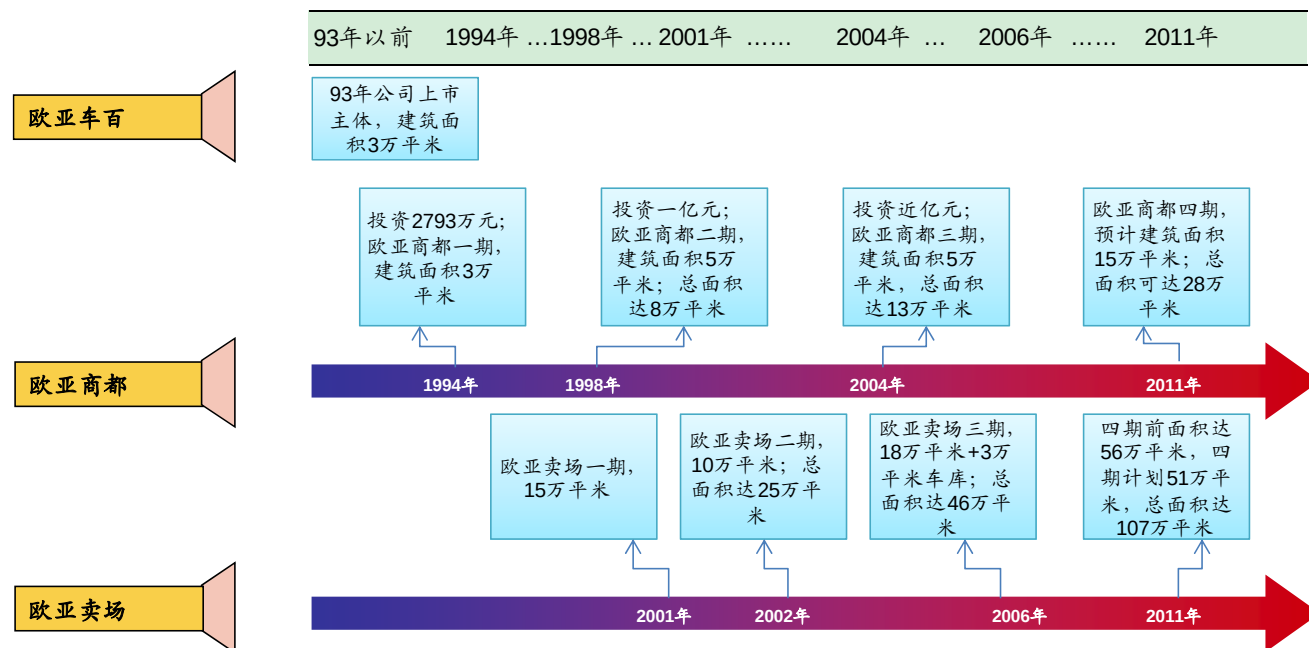
资料来源：宏源证券

2005-2007 年是公司发展较快的三年，实现销售收入高速增长，2005 年和 2007 年增长率分别达到 41.43%、59.65% 的高峰。主要因为 2005 年在确定长春的优势地位后，开始实施向省内二三线城市及省外扩张；2006 年欧亚卖场三期投入运营，欧亚商都调整经营结构，引进国际国内知名品牌；2007 年收购沈阳联营，迈出省外扩张第一步，四平欧亚商贸有限公司，分公司欧亚千万缘超市，农安商贸物流中心也都奉献了部分收入。

图 7：欧亚集团销售收入持续增长



资料来源：公司公告、宏源证券

图 8：公司主要门店的发展历程


资料来源：宏源证券

（二）整体经营风格稳健执着，“三星战略”让欧亚星光璀璨

公司的战略发展一直秉持“三星战略”，其“三星战略”又分小三星、中三星、大三星。小三星战略是指在长春以分布在繁华商业中心地带的商贸企业作为“小三星”，各自向外辐射经营，以三足鼎立的经营布局拓展消费市场；中三星战略是在国内实施“南进北拓，辐射全国”的战略，以长春为腹地，南部依托东南沿海，北部依托中俄边贸，分别设立边贸窗口，实现国内中三星分布；大三星战略是在国际实施“走出国门，渗透经营”的战略，立足国内，以绥芬河为龙头向俄罗斯扩展，以厦门为窗口向东南亚渗透，搭建“大三星”框架。

经过 21 年的发展，公司顺利完成了第一步，开始了中三星发展阶段。多年发展过程中，执着于商业经营，没有尝试多元化经营，没有任何不良投资。两大盈利主体都经历了或正经历着商圈从无到有、由小到大的过程。围绕“商都做精、卖场做大、车百做多”的发展路径，高质量的经营好现代百货、生活馆、综超连锁三大主力业态，提高发展能力。

1、统占长春市场，业态全面

欧亚集团在长春市百货门店现有 7 家，分别布局在红旗路商圈（欧亚商都）、重庆路商圈（欧亚新发和欧亚益民）、南关区（欧亚星河湾家电，目前处于停业整顿）、西南部一汽厂区（欧亚车百）和南部高新技术区（欧亚卖场）、绿园区（春城百货购物中心）。7 家门店覆盖中高档时尚百货、超大体量购物中心、奥特莱斯品牌折扣、社区百货和连锁批发家电，在长春市形成绝对控制力。其中欧亚车百是欧亚集团上市主体，欧亚卖场和欧亚商

都是公司收入和利润最主要来源。

2、低成本布局省内地级城市，先发优势明显

四平欧亚商都，公司 2005 年以 5900 万元收购四平东瀛、广兴茂和五交化，重新改造后建成 4 万平米商厦，每平方米收购成本约 1500 元。目前属于四平市最大的综合百货门店之一。2009 年贡献净利润 183.66 万元。

通化欧亚购物中心，2007-2008 年公司总投资 1.2 亿元用于购置通化欧亚购物中心土地及建安和装修，该购物中心总建筑面积达 6.4 万平米，每平方米成本约 1875 元。

白城欧亚购物中心，2008 年公司在白城经济开发区建设白城欧亚购物中心，分二期建设，总建筑面积 9 万平方米，每平方米成本约 2000 元。

吉林欧亚商都，2009 年 9 月公司以 6348 万元收购房产及土地，建筑面积 2 万平方米，每平方米成本约 3174 元。

辽源欧亚购物中心，2009 年 8 月公司以 1775.68 万元购置辽源经济开发区土地 6.4 万平方米，拟建大型城市综合体及住宅。

3、走出吉林省，向其他一线城市扩张

同时，公司也积极布局省外商业氛围浓郁的沈阳。2007 年 1 月公司以 2.5 亿元，外加一次性职工安置补贴 5500 万，受让沈阳联营公司 60% 的国有产权，同年 6 月，公司以 1.39 亿元购买沈阳联营公司剩余 40% 国有产权，将沈阳联营完全收入集团内，并将其更名为欧亚集团沈阳联营有限公司，标志着欧亚集团开始向省外扩张，从一个地域性商业龙头（长春及其辐射区域）开始转变成为相对广义的区域性商业龙头。

2005-2006 年收购沈阳嘉濠商厦部分物业，其后于 2010 年 3 月售出。

欧亚济南大观园。2009 年 11 月，欧亚集团出资 6120 万元济南市国资委、济南大欧经贸共同建立设立济南欧亚大观园有限公司，公司占股 51%。

三、外延式扩张动力强劲，内生性增长潜力巨大

（一）商都做精——品牌提升显著，四期扩建相当于再造一个商都

欧亚商都是公司旗下主力门店，位于长春市市级一线主力商圈——红旗街，定位于中高端客群，目前是欧亚的主要收入和利润来源，而且每年还保持着 20% 的销售额增长速度。经 3 次扩建，欧亚商都已逐渐发展成长春的综合百货龙头，是长春市人气最旺、销售规模最大的单体百货店，预计 2010 年实现销售收入 21 亿元。

把欧亚商都做精，升级经营结构，提高经营档次，打造欧亚商都国内知名时尚百货主流店形象是欧亚商都的经营战略。2005 年已开始对百货进行转型，下半年对门店进行

较大的装修和品牌调整，增加观光电梯、休闲区、冷饮、婴儿室、吸烟室等，并且优化动线、天花等设施，逐步建立了一个布局合理的、人性化的购物环境，经过调整欧亚商都定位时尚流行百货，中高端为主，顶尖品牌不多。2007年下半年，公司基本完成了商场鞋类、男装、部分女装和高档针织品品牌的升级；2008年中期，公司又对一楼的化妆品进行了一次向国际一线品牌的升级换代。

1、调研现状

欧亚商都现在总建筑面积达13万平米，停车场面积1万多平方米。门店地下2层，地上8层。-2层是停车场，-1楼是超市，地面1-6楼是公司自营的百货和电器，其中有4000多平米租赁给食品、熟食和手机等，7-10楼出租给电脑卖场和美容饮食商户。公司自营面积为7.4万平方米左右。

客流量大，人气旺。化妆品和女装品牌提升明显，已发展为定位高端消费人群的现代百货

1楼的化妆专柜品牌中有国际一线品牌如Chanel、Dior、纪梵希、资生堂等；1楼名表专柜有欧米茄、RADA、浪琴等品牌及施华洛世奇；在3楼和4楼的淑女馆和仕女馆，我们看到国内1线女装品牌：宝姿、影儿等，同时还引进日、韩及欧美等国际2线女装品牌：Jessica、MIAMIA、22 October、CK等，及流行快时尚品牌ZARA。我们认为国内外1、2线品牌的引进有利于公司在联营扣点和品牌引进方面提高议价能力。

针对白领的高端品牌（如宝姿、Jessica、MIAMIA、CK等），采取店中店而不是专卖店的形式

店中店区别与专卖店，其在店面装修布局上提高购物环境的舒适度，增强消费者购物时优越感心理，达到提升欧亚商都消费定位和档次。

商都4期已破土动工，建成后将再造一个商都

商都外东南方向已开始动工扩建，预计2013年建成，建成后将新增面积15万平方米左右，在经营体量上相当于再造一个商都。现场看，施工没有对现有门店经营、通及停车构成影响。

不足之处，（1）品牌布局略显凌乱，精细化管理水平有待进一步提高；（2）毛利率低（打折多，促销多，百货毛利只有12-15%）。

2、竞争分析

从长春百货竞争格局看，主商圈包括红旗街商圈和重庆路商圈。红旗街商圈的亚细亚和巴黎春天无论是客流还是品牌都无法与欧亚商都构成竞争，长春经营较好的商场还有位于重庆街商圈的卓展购物中心（涵盖LV、Gucci、Cartier、杰尼亚、阿玛尼等国际奢侈品牌）。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，而伴随着春城购物中心和欧亚商都四期的建成，公司在红旗街的商业地位将进一步巩固。

3、成长空间

欧亚商都未来的增长主要在于：

- 成熟门店的品牌效应，经由业态转型带来的内生性增长，品牌调整也会带来的收入增长和业绩提升；

- 欧亚商都扩建带来营业面积的扩大。拟建的欧亚商都四期项目有利于提升影响力：一方面可以使公司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。四期项目计划于 2013 年建成并投入运营，但因“欧亚”在当地强有力的群众基础和品牌号召力，我们认为四期的培育期很短，在收入和利润上能尽快做出贡献。

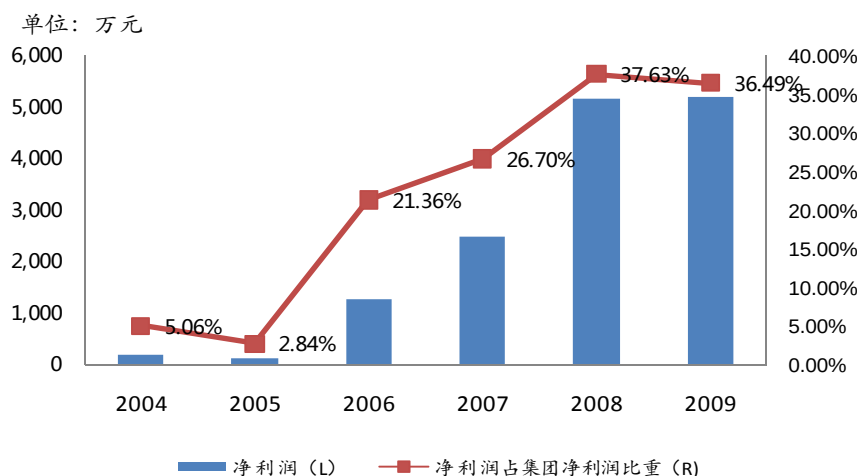
我们预期 2011、2012 年净利润保持 20%左右的增长，四期投入后 2013 年后将成倍数的增长。

（二）卖场做大——潜力巨大，四期扩建到 107 万平方米

欧亚卖场位于春南郊，现属于长春高新技术开发区，是世界单体第二大的 mall；于 2000 年开始设立，一、二、三期工程陆续开建，至 2005 年三期工程建设完成并投入使用。现合计面积达到 56 万平米，停车场 20 万平方米，日均接待客流 20 万人次。4 期再建一个 51 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，建筑面积达 107 万平方米。

欧亚卖场经过 10 年多的培育，发展态势强劲，速度迅猛，逐渐成为公司营业收入和利润的重要来源。

图 9：欧亚卖场净利润占集团合并净利润比重近 40%



资料来源：公司年报

1、收入结构

出租区域对收入的贡献高于自营区域，租赁与自己营业的有效经营面积比率是 60%。同时，租金水平还在逐年提高，06 年平均租金水平是 30 元/月/平米，07 年初提价 30% 多，平均租金水平达到 40 元/月/平米，2010 年平均租金已达 70-75 元/平米。租金一年一签，保守估计租金收入每年增长 15%。

2、现状

出租区域目前产生的毛利和利润水平要高于自营部分。家具建材和百货超市的消费特点的不同，家具和建材需要较大体量的面积供展示和出售，对商业位置敏感度相对要小，因此现阶段，家具建材能较快的产生集客效益（家具销售规模已占到长春市的 50% 左右）。大体量的自营面积要求公司对商品品类和品牌有很好的选择能力和管理能力。

3、发展看点

卖场位于多个城区的结合部，以前比较荒凉，但离汽车城较近，吸引汽车城的顾客前来购物。自 00 年卖场开工后，周围越来越多的新区和楼盘建成，而高新区区政府也将搬迁至卖场附近，预计商圈人气会逐渐聚集。**目前的卖场处于一个扩建和调整的培育阶段，成长的空间很大。**

- 1) 出租业务：出租面积会继续增大，且租金水平每年都有上调空间。相比长春市区如太阳城及吉盛伟邦家具店 100-120 元/平米/月的租金水平，卖场成熟后的租金水平有大幅度提升空间。
- 2) 自营业务：由于卖场是边开发边招商，现有的布局、品类结构都很粗糙，可以调整和改善的空间巨大。4 期将很好的补充现有的商业品种结构，为卖场带来更大的人气。

4、风险提示

欧亚卖场公司的股权结构中，上市公司占 39.66%，欧亚集团管理层占 20%，剩余股权为集团外法人所有。卖场是公司未来最大的盈利点，管理层把卖场注入上市公司的进展取决于管理层对上市公司的掌控力度、监管部门的态度等，相对而言目前面临的问题和障碍很多，短期注入难度较大。所以，卖场的利润释放有一定的调控，卖场 2007 年-2009 年，净利润分别为 2500 万、5181 万、5200 万元。2009 年卖场净利润无增长的主要原因在于公司一贯施行保守的财务政策，将当年卖场的装修改造 1000 多万元计入费用。

根据我们的调研了解，2010 年年底卖场 10 周年店庆，10 天的销售额近 3 亿元！卖场过去 2 年处于培育发展期，而公司一直奉行保守的财务政策，因此净利润增速不高，从现场调研的客流两看，我们认为卖场已经进入快速发展期，如不考虑摊销和折旧，净利润上亿元。

表 2：欧亚卖场各楼层主要品牌介绍

楼层	定位	品牌
4 楼	娱乐	万达欧亚国际电影城、打造中的海洋式主题公园、电玩城、高尔夫体验馆
3 楼	家居广场	红树林、天下儿女、联邦、顾家工艺、健威、VOVO、光明等
	男装商场	七匹狼、雅戈尔、柒牌、利郎、九牧王、Nike 等
	女装商场	拉夏贝尔、VISCAP、Esprit、歌之秀、娇点、探路者、Nike 等
2 楼	针织饰品商场	罗莱、梦洁、富安娜、黛安芬等
	美食城	
	儿童乐园	
	鞋包	百丽、TATA、天美意、kisscat、百思图等

1 楼	家电广场	博士、美的、西门子、三星、LG、松下、格力、SONY、夏普、方太等
	精品广场	欧米茄、帝舵、雷达、浪琴、六福、老凤祥、欧莱雅、资生堂
负 1 楼	装潢材料大本营	德尔、圣象、科勒、TOTO、箭牌、欧派等
负 2 楼	软装饰	灯饰、壁纸、窗帘布艺

资料来源：宏源证券，公司网页

（三）车百做多——发展综超业务

欧亚车百始建于 1984 年，欧亚集团股份有限公司主力门店之一，是 1993 年上市时的主体。位于闻名全国的第一汽车集团厂区内，经营面积 3 万平方米。

公司定位欧亚车百作为综超业务的核算主体。2009 年所属超市连锁长新路店、长税店、临河街店、幸福街店开业，目前超市 15 家，每年计划新开 4-5 家。

根据调研，超市目前刚起步，毛利率水平偏低，大部分依靠租金收入，判断发展空间有限。

（四）沈阳联营——跨省经营的第一步

沈阳联营公司是沈阳“老字号”企业，成立于 1952 年，据今已有 50 余年的历史，是沈阳当地四大国有商业企业之一。门店位于沈阳的繁华商圈--太原街，临近地铁口。

2007 年收购联营时，其建面 6 万平米，营业面积 2.7 万平米，是典型的传统老百货。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。

欧亚联营 2007 年净利润为 318 万元，2008 年净利润为 177 万元，2009 年亏损 760 万元。2009 年亏损的主要原因在于 2009 年公司一贯施行保守的财务政策，将当年装修改造 2000 多万元计入费用。

1、未来的增长点

- 1) 体量增加后，有基础从传统百货逐步转型为流行百货，收入和毛利有提升空间。
- 2) 2010 年 9 月，沈阳一号地铁线开通（沈阳联营在地铁口附近），给沈阳联营带来更多的客流量，销售收入有望提升。

2、风险提示

沈阳市商业竞争非常激烈。本地的中兴商业大厦以及外来新世界和大商新玛特经营上有很鲜明的特点。欧亚集团在运营流行百货上经验不足，作为外来门店，品牌号召力在沈阳并不具有优势。

（五）其他门店，其中外阜门店进入业绩收获期

1、欧亚益民（现更名为欧亚奥特莱斯）

门店原为欧亚鞋厂厂房，因鞋厂搬迁，将厂房改建为商厦。2005 年开业，建筑面积 2.5 万平米，经营面积 1 万平米，由于前期开办费用，05 年亏损约 300 万，现盈亏平衡。2010 年调整经营业态为奥特莱斯，建造面积扩建到 3.1 万平方米，经营面积 2.4 万平方米。

从现场调研情况看，客流量一般，在进门开出一块国际奢侈名牌打折专柜，品牌和种类不多，在价格方面暂无明显优势。商厦一层为食品百货超市；二层为鞋帽商场、精品家电商场；三层为针织商场；四层为服装商场；五层为运动体服商场，并有大型儿童乐园、美容院、餐饮。公司发展奥特莱斯，是一种新业态的尝试，在丰富集团经营业态的同时与商都、卓雅等高端百货形成差异化定位，预计未来收益逐步体现。

2、欧亚新发

2005 年购入的门店，建筑面积 4 万平米，经营面积 3 万平米，主要定位中低端百货，净利润约 200 万元，未来收益不会显著改善。

3、欧亚通化店

通化店是欧亚在长春市外第一家自建店，所处的地理位置相对较为偏僻，但建成后是通化规模最大，品牌最全的现代百货购物中心，由于前期开办费等原因 2008 年和 2009 年亏损，2009 年营业收入 7925 万元，净利润-258.73 万元。我们预计 2010 年业绩有较大提升，净利润 1000 万元。

4、欧亚四平店

四平店由收购的三家商店组成，分别是东瀛大厦、广兴茂商厦和五交化大楼。公司逐步收购这些门店，花费 6000 多万（购买 5650 万，装修 500 多万）。门店位于四平市铁东区，为四平市商业一级地区，传统的老商业区。门店 2006 年 9 月底开业，共 6 层，建筑面积为 4 万平米，经营面积 2.4 万平米。相对四平市这样的小城（城区人口 51 万，人均收入 500-600 元/月）来说，购物环境比较优越，品牌偏重中低端。

四、高管持续增持彰显对公司未来发展的信心

公司很早就进行了体制改革，管理层(含员工)的激励问题进行比较早。目前公司管理层(含员工)在上市公司以及欧亚卖场均有股权。将来上市公司会进一步增持欧亚卖场股份。现有的治理结构较好，管理层激励初步到位。

2010 年 5 月到 2011 年 2 月，公司董事长曹和平和总经理曲慧霞连续在二级市场增持欧亚集团股份，总共约 11.4 万股，其中董事长 10 万股，平均增持价格 25.3 元左右，增持区间在 23-27 之间。管持续增持彰显对公司未来发展的信心，同时高管二级市场增持股价可看作是中长期很强大安全边际。

表 3：高管持续增持彰显对公司未来发展的信心

高管	变动前持股数	变动数	增持均价	增持后持股数	变动日期
----	--------	-----	------	--------	------

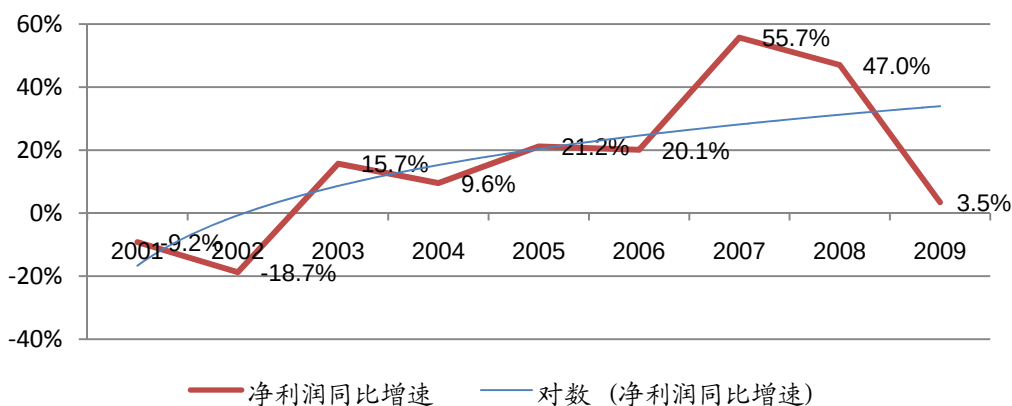
曹和平董事长	160,127	2,300	24.53	162,427	40,584
曹和平董事长	108,427	40,700	24.50	149,127	40,563
曹和平董事长	149,127	11,000	23.76	160,127	40,567
曹和平董事长	101,327	7,100	24.88	108,427	40,541
曹和平董事长	75,927	8,600	26.00	84,527	40,533
曹和平董事长	84,527	16,800	25.90	101,327	40,534
曹和平董事长	64,727	11,200	26.90	75,927	40,527
曲慧霞总经理	50,197	5,000	26.49	55,197	40,515
曲慧霞总经理	45,197	5,000	27.30	50,197	40,499
曲慧霞总经理	40,197	5,000	26.75	45,197	40,479
曹和平董事长	63,227	1,500	27.15	64,727	40,477
曹和平董事长	58,227	5,000	23.99	63,227	40,315

资料来源：宏源证券、上交所

五、公司兑现股改业绩承诺很给力

2006 年 9 月公司股改时承诺：公司自 2006 年至 2008 年任一年度经审计的净利润较上年增长不低于 20%，否则，流通股股东每 10 股再获公积金转赠 2 股。股改后公司兑现业绩承诺很给力，2006 年、2007 年和 2008 年净利润增速分别为 20.1%、55.7%和 47.0%，即使在 2008 年全球金融危机下也依然增长了 47.0%。

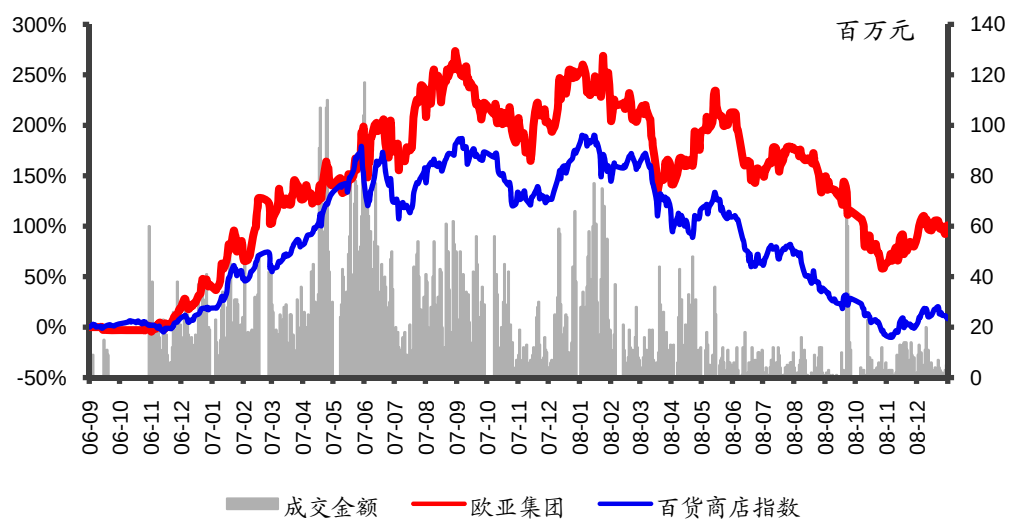
图 10：股改后公司 2007 年和 2008 年净利润增速分别为 55.7%和 47.0%



资料来源：宏源证券、公司年报

股改后欧亚集团股价显著超越同期百货指数表现。而从股价表现分析，2006 年股改承诺保底业绩后，2006 年 9 月到 2008 年 12 月公司股价上涨 100%，而同期百货公司指数仅上涨 8%。区间股价涨幅最高时欧亚上涨 270%，SW 百货公司平均上涨 170%。

图 11：股改后欧亚集团股价显著超越同期百货指数表现（2006.9-2008.12）



资料来源：宏源证券

六、盈利预测

公司多年秉承低成本拿地，自建商业物业，几乎所有物业都是自有，在国内商业物业价格不断上涨时具备相对低成本优势。我们保守测算（表3）欧亚集团物业重估后折股每股RNAV为30.09元，对应现价26元有较高的安全边际。

我们预计公司2010年-2012年EPS分别为0.82、1.07、1.45，PE分别为32X、24X、18X。如果2011年30XPE，对应的目标价为32元，给予“买入”评级。

表3：公司门店情况——全部为自有物业，较高商业地产价值

	商业物业	开业时间	持股比例	物业性质	建筑面积 (万平方米)	经营面积 (万平方米)	周边单价 (万元/平方米)	总价 (亿元)
	欧亚商都	1994	分公司	自有	13	7.4	1.3	16.9
	欧亚卖场	2001	39.66%	自有	56	33.6	0.4	22.4
	欧亚车百	1953	母公司	自有	3	2	1	3.0
长春	超市（10个）		100.00%	自有	5		0.6	3.0
	欧亚新发	2005	分公司	自有	4	3	0.6	2.4
	欧亚益民	2005	分公司	自有	4.4	4.4	0.6	2.6
	星河湾家电	2006	50.00%	自有	3	3	0.5	1.5
四平	欧亚四平	2006.9	100.00%	自有	4	2.4	0.4	1.6
通化	欧亚通化	2008	100.00%	自有	6.4		0.4	2.6
白城	欧亚白城	2010	100.00%	自有	4.5（计划9）		0.3	1.4
吉林	吉林欧亚商都	2010.4	100.00%	自有	2	2	0.3	0.6
辽源	辽源欧亚购物中心	2010.10	100.00%	自有	8	8	0.3	2.4
沈阳	欧亚联营	2007.1	100.00%	自有	6	2.7	1.5	9.0
济南	欧亚济南大观园		51.00%	自有	4.2		1	4.2
合计					125.5			73.6（其中负债25.7）
RNAV（亿元）								47.9
折股每股RNAV（元）								30.09

资料来源：宏源证券

表 4: 主要商业运营主体盈利预测

万元		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主要分公司						
欧亚商都						
收入		181,308	235,700	306,411	398,334	697,084
	YOY		30%	30%	30%	75%
平销(元/平方米)		13,947	18,131	23,570	30,641	24,896
净利润		11,166	11,785	15,933	23,103	38,340
	YOY		6%	35%	45%	66%
净利润率		6.2%	5.0%	5.2%	5.8%	5.5%
欧亚新发						
收入		9,103	10,468	11,724	13,131	14,707
	YOY		15%	12%	12%	12%
平销(元/平方米)		2,276	2,617	2,931	3,283	3,677
净利润		217	251	281	315	353
	YOY		16%	12%	12%	12%
净利润率		2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
欧亚益民(奥特莱斯)						
收入		7,399	9,619	12,504	15,005	18,006
	YOY		30%	30%	20%	20%
平销(元/平方米)		1,682	2,186	2,842	3,410	4,092
净利润		-184	0	300	390	540
	YOY				30%	38%
净利润率		-2.5%	0%	2.4%	2.6%	3.0%
主要子公司						
欧亚卖场						
收入		71,615	82,357	94,711	108,917	125,255
	YOY		15%	15%	15%	15%
平销(元/平方米)		1,279	1,471	1,691	1,945	2,237
净利润		5,200	6,012	6,914	8,169	9,394
	YOY		0%	16%	18%	15%
净利润率		7.3%	7.3%	7.3%	7.5%	7.5%
欧亚丰百						
收入	拓展超市业务, 成为子公司	48,394	53,234	58,557	64,413	70,854
	YOY		10%	10%	10%	10%
净利润		1,006	958	1,230	1,353	1,488
	YOY		-5%	28%	10%	10%
净利润率		2.1%	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%
欧亚超市连锁经营有限公司						
收入	当期并表	345	362	380	399	419
	YOY		5%	5%	5%	5%
柳影路超市						
收入	当期并表	47	51	56	62	68
	YOY		10%	10%	10%	10%
卫星路超市						
收入		285	314	345	380	418
净利润		278%	10%	10%	10%	10%
星河湾家电						
收入		-49.95	0	0	0	0
净利润						
沈阳欧亚联营						
收入		34,534	41,441	49,729	62,161	77,702
	YOY		20%	20%	25%	25%
平销(元/平方米)		11,511	13,814	16,576	20,720	25,901
净利润		-760	-	995	1,865	3,108
	YOY			#DIV/0!	88%	67%
净利润率			0.0%	2.0%	3.0%	4.0%
欧亚四平						
收入		11,059	12,386	14,244	16,808	20,169
	YOY		12%	15%	18%	20%
平销(元/平方米)		3,686	4,129	4,748	5,603	6,723
净利润		184	211	256	336	403
	YOY		15%	22%	31%	20%
净利润率		1.7%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%
欧亚通化						
收入	当期并表	7,952	20,000	23,000	26,450	30,418
	YOY		152%	15%	15%	15%
平销(元/平方米)		1,325	3,333	3,833	4,408	5,070
净利润		-259	950	1,104	1,270	1,460
	YOY		467%	15%	15%	15%
净利润率		-3.3%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
欧亚白城						
收入	当期并表					
净利润			-200	-100	100	120
欧亚济南大观园						
收入	当期并表					
净利润			-200	-100	100	120

资料来源: 宏源证券

表 5: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总					
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	3913.80	4665.96	6200.06	8370.08	收益率	毛利率	16.21%	16.47%	16.00%	15.80%
减: 营业成本	3279.50	3897.48	5208.05	7047.61		三费/销售收入	10.71%	11.09%	10.70%	10.49%
营业税金及附加	27.10	32.30	42.92	57.95		EBIT/销售收入	4.86%	4.96%	4.49%	4.29%
营业费用	117.54	140.12	186.19	251.36		EBITDA/销售收入	7.06%	10.97%	9.01%	7.64%
管理费用	285.60	345.48	459.08	619.75		销售净利率	3.64%	3.52%	3.45%	3.46%
财务费用	16.18	31.86	18.30	6.92	资产获利率	ROE	13.97%	14.97%	17.59%	20.96%
资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00		ROA	5.76%	8.00%	7.01%	8.69%
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00		ROIC	11.76%	14.38%	15.14%	115.89%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00		增长率	销售收入增长率	14.42%	19.22%	32.88%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率		-5.45%	21.70%	20.28%	28.98%
营业利润	187.87	218.71	285.52	386.49	EBITDA 增长率		2.64%	85.18%	9.16%	14.43%
加: 其他非经营损益	2.17	0.00	0.00	0.00	净利润增长率		3.48%	15.10%	30.54%	35.37%
利润总额	190.04	218.71	285.52	386.49	总资产增长率		21.65%	-12.42%	37.19%	4.11%
减: 所得税	47.52	54.68	71.38	96.62	股东权益增长率	9.32%	9.35%	11.16%	13.59%	
净利润	142.51	164.03	214.14	289.87	经营营运资本增长率	-51.55%	35.07%	-103.34%	16.85%	
减: 少数股东损益	31.24	33.64	43.92	59.45	资本结构	资产负债率	67.81%	59.51%	66.93%	63.60%
归属母公司股东净利	111.28	130.39	170.22	230.42		投资资本/总资产	36.53%	47.64%	5.85%	5.77%
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E		带息债务/总负债	17.18%	12.85%	0.00%	0.00%
货币资金	265.87	46.66	1127.40	1334.07		流动比率	0.35	0.38	0.76	0.94
应收和预付款项	238.94	320.75	426.83	584.64		速动比率	0.23	0.22	0.59	0.74
存货	259.15	266.91	436.04	515.21	股利支付率	42.89%	42.89%	42.89%	42.89%	
其他流动资产	0.44	0.44	0.44	0.44	收益留存率	57.11%	57.11%	57.11%	57.11%	
长期股权投资	4.62	4.62	4.62	4.62	资产管理效率	总资产周转率	1.19	1.61	1.56	2.03
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00		固定资产周转率	2.23	2.45	3.74	5.94
固定资产和在建工程	2147.01	1901.34	1655.68	1410.02		应收账款周转率	1335.44	437.34	837.61	492.54
无形资产和开发支出	371.44	336.47	301.50	266.53		存货周转率	12.65	14.60	11.94	13.68
其他非流动资产	14.47	14.47	14.47	14.47		业绩和估值指标	2010E	2011E	2012E	2013E
资产总计	3301.93	2891.67	3966.99	4130.00	EBIT	190.04	231.28	278.18	358.80	
短期借款	384.65	221.11	0.00	0.00	EBITDA	276.44	511.91	558.81	639.44	
应付和预收款项	1826.42	1471.60	2626.89	2598.86	NOPLAT	140.89	173.46	208.64	269.10	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	111.28	130.39	170.22	230.42	
其他负债	28.02	28.02	28.02	28.02	EPS	0.699	0.820	1.070	1.448	
负债合计	2239.09	1720.72	2654.91	2626.88	BPS	5.006	5.474	6.085	6.912	
股本	159.09	159.09	159.09	159.09	PE	38.89	33.19	25.42	18.78	
资本公积	307.80	307.80	307.80	307.80	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A	
留存收益	329.43	403.89	501.11	632.71	PB	5.43	4.97	4.47	3.94	
归属母公司股东权益	796.32	870.78	968.00	1099.59	PS	1.11	0.93	0.70	0.52	
少数股东权益	266.52	300.16	344.08	403.53	PCF	6.41	337.38	3.16	15.58	
股东权益合计	1062.84	1170.95	1312.08	1503.12	EV/EBIT	24.93	20.90	12.91	9.66	
负债和股东权益合计	3301.93	2891.67	3966.99	4130.00						
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E						
经营性现金净流量	674.57	12.83	1367.52	277.81						
投资性现金净流量	-465.46	0.00	0.00	0.00						
筹资性现金净流量	-118.96	-232.04	-286.78	-71.14						
现金流量净额	90.15	-219.21	1080.74	206.67						

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈旭: 宏源证券研究所商贸零售行业分析师, 4 年证券行业从业经验。2010 年 8 月加盟宏源证券研究所, 曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所, 曾任汽车及零部件分析师, 2009-2010 年新财富团队成员。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、武汉中百、鄂武商、银座股份、南京中商、渤海物流、辉隆股份、友谊股份

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085279 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。