

# 欧亚集团 (600697) 调研报告

激励基金保业绩, 自有物业保边际

可选消费/百货

推荐

调升评级

发布时间: 2011 年 4 月 8 日

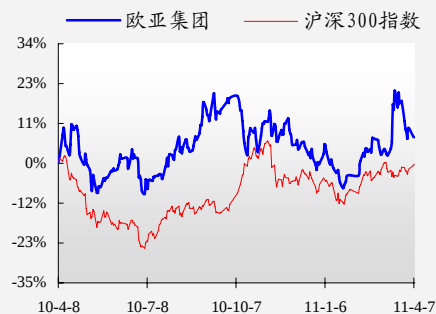
## 投资要点:

- **公司 2010 年经营情况:** 2010 年, 公司实现营业收入 52.28 亿元, 同比增长 33.58%, 实现归属上市公司股东净利润 1.32 亿元, 同比增长 18.54%, 基本每股收益 0.83 元, 好于预期, 主要源于新增门店并表及费用控制。
- **推出管理层激励基金:** 有助于提高经营团队的积极性, 且公司省内布局基本完成, 垄断地位愈发明显, 随着次新门店的成熟及原有门店的调整, 公司将进入业绩释放期, 未来 3 年净利润年增长率有望达到 30% 以上。
- **省内经营情况:** 主力门店经营情况良好, 仍有梅河欧亚, 吉林 2 店, 欧亚城市综合体, 通化、白城店适时扩场等优质储备项目。总体来说公司在省内布局基本完成, 未来扩张将以开设超市为主, 巩固行业地位。
- **外埠扩张情况:** 山东济南大观园已合并报表, 目前公司参与正常经营; 欧亚联营 2010 年仍亏损 529.45 万元, 今年扭亏为大概率事件。不排除公司进入其他省份的可能, 但由于公司对省外市场的掌控能力和了解程度不及省内, 预计扩张步伐将更加稳健和谨慎。
- **自有物业比例高:** 公司是典型的重资产扩张公司, 自有物业面积超过 140 万平米, 且老店折旧基本完成, 新店拿地成本低, 升值空间巨大, 我们分谨慎和乐观两种情况测算公司每股重估价值在 25.33-48.71 之间, 具备较高的安全边际。
- **盈利预测与估值:** 我们认为公司在前期积累及激励基金的双重作用下进入业绩释放期, 较高的物业重估价值更为公司提供了安全边际, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.09、1.42 和 1.85 元, 上调至推荐评级。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公司<br>净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| 2010  | 522,795      | 33.58      | 13,191               | 18.55      | 0.83       | 15.76      | 32.90      |              |
| 2011E | 634,235      | 21.32      | 17,326               | 31.34      | 1.09       | 15.98      | 25.08      |              |
| 2012E | 779,636      | 22.93      | 22,567               | 30.25      | 1.42       | 17.82      | 19.25      |              |
| 2013E | 973,634      | 24.88      | 29,453               | 30.51      | 1.85       | 19.62      | 14.75      |              |

走势图



市场数据

2011-4-7

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 27.31 元 |
| 52 周最高价: | 32.22 元 |
| 52 周最低价: | 22.50 元 |
| 平均持仓成本:  | 27.22 元 |

基本数据

2010Q4

|              |        |
|--------------|--------|
| 总股本 (万股):    | 15,909 |
| 流通 A 股 (万股): | 15,909 |
| 每股收益 (元):    | 0.83   |
| 每股净资产 (元):   | 5.54   |
| 每股经营现金流 (元): | 2.41   |
| 市净率:         | 4.93   |

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

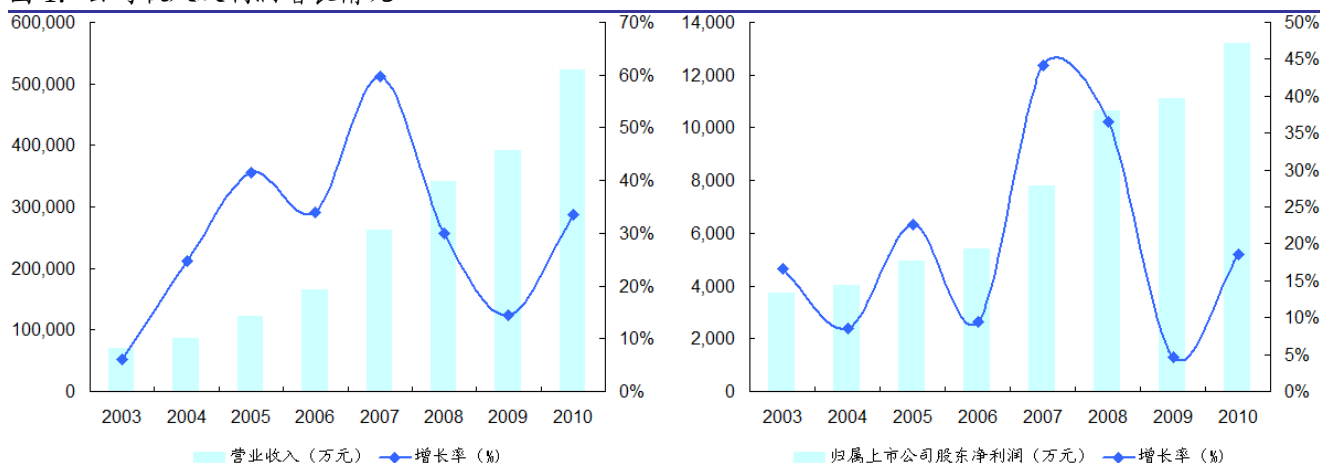
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

## 1. 公司 2010 年经营情况

2010 年，公司实现营业收入 52.28 亿元，同比增长 33.58%，实现归属上市公司股东净利润 1.32 亿元，同比增长 18.54%，基本每股收益 0.83 元，好于我们的预期。

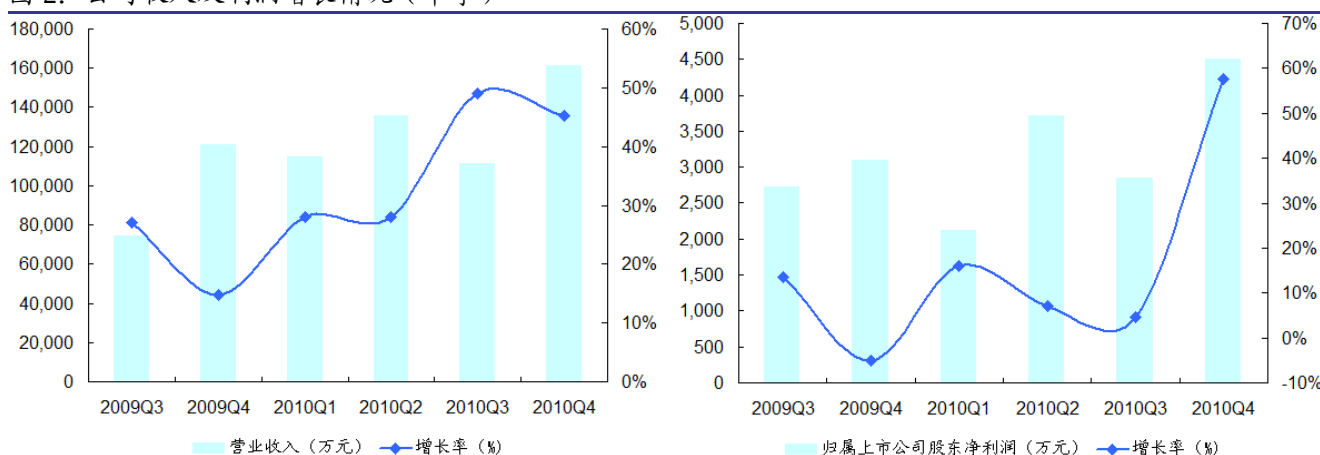
图 1：公司收入及利润增长情况



资料来源：公司公告，东北证券

公司收入增速较快主要源于子公司吉林欧亚商都、欧亚白城购物中心及 3 家连锁超市纳入合并范围、费用节约及 4 季度业绩超出预期。

图 2：公司收入及利润增长情况（单季）

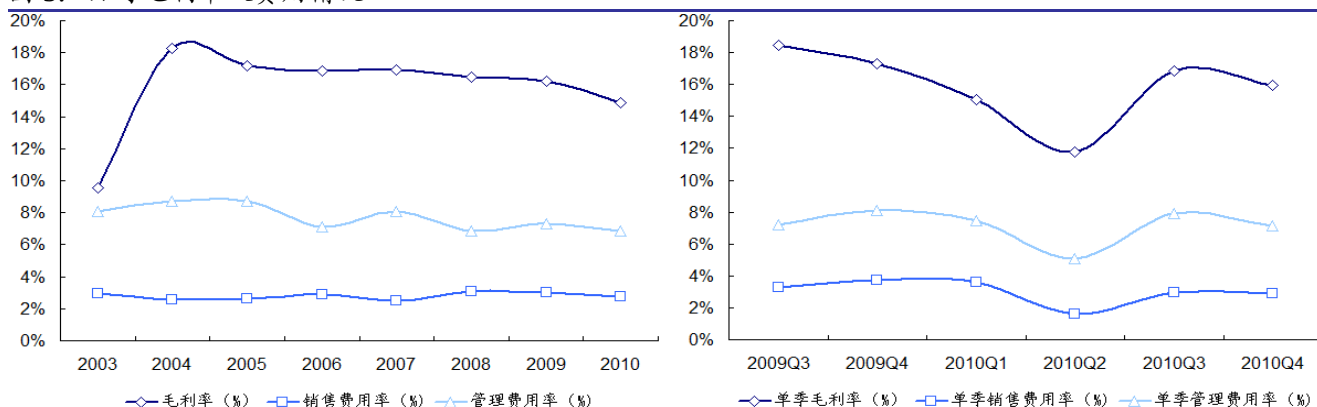


资料来源：公司公告，东北证券

报告期公司综合毛利率为 14.85%，同比下降 1.36 个百分点，其中商业部分毛利率为 11.33%，同比上升 0.96 个百分点。综合毛利率下滑主要由于公司毛利率较高的租赁业务占比下降明显，租赁收入的主要业务单元欧亚卖场在 2010 年进行了调整升级，部分停业装修和改造影响其业绩释放。

费用方面，公司销售费用率为 2.73%，同比下降 0.27 个百分点，管理费用率为 6.83%，同比下降 0.47 个百分点，公司在低成本扩张战略中，费用得到了较好的控制。

图 3: 公司毛利率及费用情况



资料来源: 公司公告, 东北证券

公司各主要子公司经营情况良好, 其中欧亚卖场实现净利润 5796.28 万元, 车百大楼实现净利润 1485.79 万元, 欧亚联营亏损 529.45 万元, 预计今年扭亏。2008 年开业的通化店盈利 835.95 万元, 超出我们的预期, 另外, 新合并的吉林欧亚和白城欧亚分别小幅亏损 136.44 万元和 407.24 万元。

2010 年, 公司新开吉林、白城、辽源 3 个大型项目, 总面积达 13.8 万平米, 扩张速度较快, 综超方面新开门店 4 家, 包括四平 and 通化各 1 家, 标志着综超连锁业务已走出长春, 进入吉林省内地级市。目前公司储备项目有 7 万平米的梅河欧亚、紧邻商都的欧亚购物中心, 且我们从公开信息获知, 公司在松原、通辽也有意向项目。预计公司 2011 年将新增 1-2 家百货门店、4-5 家超市门店, 扩张步伐稳健, 次新门店滚动进入盈利期, 利润有望达到 30% 以上的增长。

## 2. 推出管理层激励基金

公司推出激励基金计划, 激励对象为公司高级管理人员、二级班子成员及业务骨干, 计提标准如下:

以当年实现净利润为基数, 较上年增加额按照以下比例计提: 年净利润增长率为 20% (不含 20%) - 25%, 按照 30% 的比例计提; 年净利润增长率为 25% (不含 25%) - 30%, 按照 35% 的比例计提; 年净利润增长率为 30% (不含 30%) 以上, 按照 40% 的比例计提。公司高级管理人员所获得的激励基金, 在年度内用于购买本公司股票。其他激励对象的激励基金以现金发放。提取的激励基金作为管理费用计入当期成本。方案所指净利润为归属母公司的净利润。净利润增长率以未提取激励基金的增长率计算。

我们认为推出激励基金计划有助于提高经营团队的积极性, 且公司省内布局基本完成, 垄断地位愈发明显, 随着次新门店的成熟及原有门店的调整, 公司将进入业绩释放期, 未来 3 年净利润年增长率有望达到 30% 以上。

## 3. 省内经营情况

欧亚集团是吉林省龙头商业企业, 在省会长春市拥有 7 家百货门店, 并在省内除延边、白山地区外均有门店布局。公司在长春的主要盈利来源为欧亚商都和欧亚卖场, 商都 2010 年营业收入 20 亿左右, 净利润 1 亿左右; 欧亚卖场共 52 万平, 目前经营 37 万平, 出租部分占比 50-60%, 如果卖场开发 4 期, 则将考虑增加主题公园、羽毛球馆、冰场等业态。

车百大楼由于客户群体比较稳定，每年业绩略有增长，2009年开业的春城购物中心经营势头良好，今年1-2月营收增长在30%以上。长春市内其他门店对公司业绩影响较小，其中欧亚新发2010年净利润5、6百万，欧亚益民位于老城区，原为工厂区，客流量较少，公司因地制宜将其打造成奥特莱斯加超市业态，经营暂无明显起色。

公司2010年新增吉林、白城和辽源项目，吉林欧亚和白城欧亚分别小幅亏损136.44万元和407.24万元，其中吉林店由于商业环境较好，今年有望盈亏平衡，辽源欧亚处于试营业期，暂未并表，预计今年可打平。四平欧亚2007年开业，已进入成熟期，增长较慢，2010年净利润180.47万元，与上年基本持平，2010年公司在四平新开一家超市，目前在当地已有2家超市以巩固市场地位。通化欧亚2010年营业收入1亿多元，净利润835.95万元，增长情况超出我们的预期。

目前公司储备项目有7万平的梅河欧亚，拟于今年4月开业的近4万平的吉林2店、松原意向门店、可适时扩场的通化、白城店及欧亚城市综合体。其中梅河项目为商住两用，商业面积5万平左右，住宅售价在3000元/平米左右；欧亚4期和欧亚购物中心将作为长春市十二五期间重点项目合并建设，打造面积在10-15万平的欧亚城市商业综合体，由于项目紧挨商都，且有政府支持，培育期不会很长，项目前景乐观。

图4：欧亚商都位置图



资料来源：互联网，东北证券

由于延边地区有较强势的百货企业且区域特色较强，公司短期内没有拓展计划，至此公司在省内布局基本完成，未来扩张将以开设超市为主，巩固行业地位，对外扩张则仍将采取稳健的策略，以持续盈利为目标。

图 5: 公司门店布局情况



资料来源: 互联网, 东北证券

#### 4. 外埠扩张情况

公司山东济南大观园已合并报表, 目前公司参与正常经营, 对公司业绩影响不大; 欧亚联营 2010 年仍亏损 529.45 万元。欧亚联营位于沈阳市重要的市级商圈之一太原街商圈, 商圈内有新世界一店、新世界三店、中兴商业、百盛、伊势丹、万达广场等竞争对手, 联营位置略偏, 与新世界一店距离较近。目前联营品牌结构已基本到位, 我们认为其主要问题在于消费层次从低端转向中高端需要一定的时间和市场认知, 随着地铁通车及商圈辐射范围的扩大, 联营将进入盈利期, 今年扭亏为大概率事件。另外, 据公开信息显示, 公司在通辽也有意向项目, 我们不排除公司进入其他省份的可能, 但由于公司对省外市场的掌控能力和了解程度不及省内, 预计扩张步伐将更加稳健和谨慎。

表 1: 太原街商圈情况

| 商圈    | 位置  | 商业面积          | 服务半径               | 定位           | 目标客户           | 典型商业                                        |
|-------|-----|---------------|--------------------|--------------|----------------|---------------------------------------------|
| 太原街商圈 | 和平区 | 约 100 万 $m^2$ | 沈阳市、本溪、抚顺、铁岭、辽阳、鞍山 | 中高端现代化国际商业中心 | 25~50 岁的中高端消费群 | 新世界(一店)、欧亚联营、新世界(三店)、中兴商业大厦、百盛、伊势丹、万达广场、沃尔玛 |

资料来源: 沈阳市商圈 2008 年报告

#### 5. 自有物业比例高

公司是典型的重资产扩张公司, 自有物业面积超过 140 万平米, 且老店折旧基本完成, 新店拿地成本低, 升值空间巨大, 我们分谨慎和乐观两种情况测算公司每股重估价值在 25.33-48.71 之间, 具备较高的安全边际。

表 2: 公司物业价值重估

| 门店        | 面积 (万 M <sup>2</sup> ) | 谨慎单价 (万元/平方米) | 乐观单价 (万元/平方米) | 权益比例 (%) |
|-----------|------------------------|---------------|---------------|----------|
| 欧亚商都      | 13                     | 1.2           | 2             | 100      |
| 欧亚卖场      | 52                     | 0.4           | 0.6           | 39.66    |
| 欧亚车百      | 3                      | 0.6           | 1             | 100      |
| 欧亚春城      | 4                      | 0.6           | 1             | 100      |
| 欧亚新发      | 4                      | 0.6           | 1             | 100      |
| 欧亚益民      | 4.4                    | 0.6           | 1             | 100      |
| 欧亚星河湾     | 3                      | 0.6           | 1             | 50       |
| 欧亚农安      | 1.3                    | 0.3           | 0.5           | 100      |
| 欧亚吉林丰满    | 2                      | 0.6           | 1             | 100      |
| 欧亚吉林二店    | 4                      | 0.6           | 1             | 100      |
| 欧亚四平      | 4                      | 0.3           | 0.5           | 100      |
| 欧亚通化      | 6.4                    | 0.3           | 0.5           | 100      |
| 欧亚白城      | 4.5                    | 0.3           | 0.5           | 100      |
| 欧亚辽源      | 8                      | 0.3           | 0.5           | 100      |
| 欧亚梅河      | 5                      | 0.3           | 0.5           | 100      |
| 欧亚沈阳      | 6                      | 1.2           | 2             | 100      |
| 欧亚济南      | 4.2                    | 0.6           | 1             | 51       |
| 欧亚超市      | 10                     | 0.4           | 0.6           | 100      |
| 合计价值 (亿元) |                        | 58.03         | 96.02         |          |
| 流动资产      |                        | 9.04          | 9.04          |          |
| 总负债 (亿元)  |                        | 27.57         | 27.57         |          |
| 折合每股 (元)  |                        | 25.33         | 48.71         |          |

资料来源: 东北证券

## 6. 盈利预测与估值

我们认为公司在前期积累及激励基金的双重作用下进入业绩释放期, 较高的物业重估价值更为公司提供了安全边际, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.09、1.42 和 1.85 元, 上调至推荐评级。

表 3: 公司利润表预测

|                 | 2010-12-31  | 2011-12-31  | 2012-12-31  | 2013-12-31  |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入            | 522,794.92  | 634,235.40  | 779,635.67  | 973,633.60  |
| 营业成本            | 445,153.66  | 535,928.92  | 656,453.24  | 815,904.96  |
| 营业税金及附加         | 3,195.65    | 3,805.41    | 4,677.81    | 5,841.80    |
| 主营业务利润          | 74,445.61   | 94,501.08   | 118,504.62  | 151,886.84  |
| 销售费用            | 14,267.18   | 17,441.47   | 22,219.62   | 30,961.55   |
| 管理费用            | 35,716.00   | 46,299.18   | 56,523.59   | 69,614.80   |
| 财务费用            | 2,065.11    | 1,902.71    | 1,949.09    | 2,239.36    |
| 营业利润            | 22,098.91   | 28,857.71   | 37,812.33   | 49,071.13   |
| 营业外收支净额         | 362.50      | 0.00        | 0.00        | 0.00        |
| 利润总额            | 22,461.40   | 28,857.71   | 37,812.33   | 49,071.13   |
| 所得税费用           | 5,864.26    | 7,214.43    | 9,831.21    | 12,758.49   |
| 归属母公司净利润        | 13,191.37   | 17,326.03   | 22,567.23   | 29,452.72   |
| <b>每股收益 (元)</b> | <b>0.83</b> | <b>1.09</b> | <b>1.42</b> | <b>1.85</b> |

数据来源: 公司公告, 东北证券

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。