

毛利率上升，仍具长期价值

买入维持

投资要点:

- 2 季度收入同比稳步提升，同比增长 27.3%，环比增长 13.64%
- 2 季度毛利率略有上升但依然低位运行
- 2 季度归属母公司净利润同比增长 22.6%，环比增长 82.34%

- **季报摘要。**2011 年上半年公司实现营业收入 32.41 亿元，同比增长 29.4%；归属于母公司的净利润 7051 万元，同比增长 20.7%，摊薄单季每股收益为 0.44 元。
- **收入同比稳步提升，同比增长 27.3%，环比增长 13.64%。**2 季度收入同比增长 27.3%，预计全年维持在 30% 的收入增速。营业收入增加主要系分公司欧亚商都、子公司欧亚车百、欧亚卖场经营提升所致。4.15 是公司店庆，进行了大量促销使得 2 季度行业传统淡季不淡，较 1 季度传统旺季环比增长了 13.64%。
- **2 季度毛利率略有上升但依然低位运行。**2011Q2 毛利率为 13.87%，结束了 1 季度毛利率下降的趋势。打折较多及经营家电和超市使得毛利率水平不高，企业可通过加大自营份额、提高自营联营扣点比例、加强家电品类经营管理等多种途径提高毛利率水平。我们认为企业商业的管理能力才是提高毛利率的关键，但这需要通过未来业绩来体现，下调全年毛利率从 14.46% 到 14%。
- **期间费用控制合理，管理费用上升略快。**2011 上半年期间费率维持在 10% 以内，9.4%，处于合理水平。其中管理费用上升略快，同比增长 38.7%，主要是去年 2 季度管理费用计提较少。
- **2 季度归属母公司净利润同比增长 22.6%，环比增长 82.34%。**公司净利润对毛利率和费用率非常敏感，2 季度净利润环比大幅度提高因为毛利率上升同时费用率略下降。
- **盈利预测。**我们认为**公司业绩坚实、规划明确、动力充足**，预计公司提奖励金前 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.09 元、1.51 元和 2.21 元，维持“买入”评级。

百万元、元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3913.80	5227.95	6765.21	8770.91	12336.54
增长率	14.42%	33.58%	29.40%	29.65%	40.65%
归属母公司净利润	111.28	131.91	173.73	240.90	351.53
增长率	4.60%	18.54%	31.70%	38.66%	45.93%
每股收益(EPS)	0.699	0.829	1.092	1.514	2.210
PE	42.07	35.49	26.95	19.44	13.32

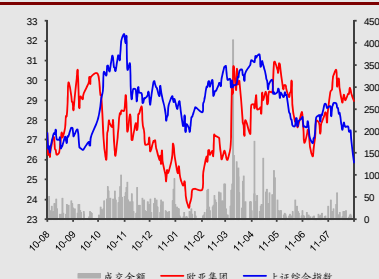
高级分析师

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	21.28
52 周内高	32.77
52 周内低	9.84
总市值(百万元)	7471.89
流通市值(百万元)	3782.69
总股本(百万股)	352.28

资料来源: 宏源证券

相关研究

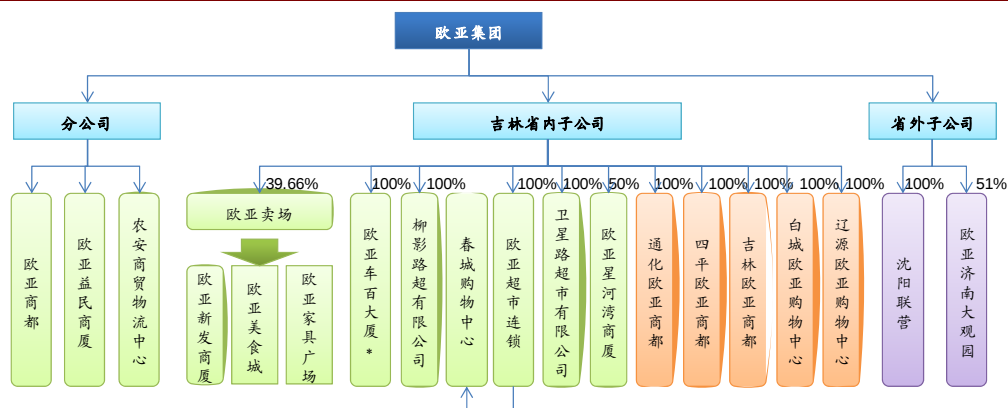
- 1 《宏源证券*公司研究*欧亚集团: 股东大会通过奖励基金会议纪要*600697*商贸零售行业*陈旭》, 2011.5
- 2 《宏源证券*公司研究 1 季报点评*欧亚集团: 静待瓜熟蒂落时*600697*商贸零售行业*陈旭》, 2011.4
- 3 《宏源证券*公司研究动态点评*欧亚集团: 奖励基金将拉开欧亚黄金三年的序幕*600697*商贸零售行业*陈旭》, 2011.4
- 4 《宏源证券*公司年报简评*欧亚集团: 四季度很给力、归母净利润同比

表 1: 分季度利润表财务数据

单位: 百万元	2010Q1	2010Q2	2010H1	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011H1
营业收入	1,149.83	1,354.81	2504.64	1,110.83	1,612.48	1,517.06	1,724.03	3,241.08
同比增速	28.0%	27.9%	28.0%	49.1%	33.1%	31.9%	27.3%	29.4%
营业成本	976.75	1,195.47	2172.22	923.85	1,355.46	1,310.25	1,484.87	2,795.12
同比增速	28.7%	31.2%	30.1%	52.1%	35.3%	34.1%	24.2%	28.7%
销售毛利率	15.05%	11.76%	13.27%	16.83%	15.94%	13.63%	13.87%	13.76%
营业税金及附加	7.03	7.4	14.43	6.96	10.57	8.72	10.50	19.22
同比增速	25.3%	38.1%	31.5%	-8.2%	23.6%	24.1%	41.8%	33.2%
销售费用	41.33	21.96	63.29	32.88	46.5	47.98	33.51	81.49
同比增速	67.7%	-4.6%	32.8%	33.5%	2.7%	16.1%	52.6%	28.8%
管理费用	85.42	68.82	154.24	87.74	115.17	101.10	112.84	213.94
同比增速	18.5%	11.7%	15.4%	64.1%	17.0%	18.4%	64.0%	38.7%
财务费用	1.5	2.38	3.88	7.28	9.49	4.10	5.98	10.08
同比增速	-32.4%	-11.5%	-21.0%	33.6%	63.1%	173.0%	151.4%	159.8%
期间费用合计	128.25	93.16	221.41	127.90	171.16	153.17	152.33	305.51
同比增速	29.6%	6.7%	18.9%	53.1%	14.5%	19.4%	63.5%	38.0%
期间费用率	11.2%	6.9%	8.8%	11.5%	10.6%	10.1%	8.8%	9.4%
加: 营业外收入	7.45	0.64	8.09	0.36	4.18	1.12	0.18	1.30
同比增速	1810.3%	-9.9%	635.5%	-34.5%	254.2%	-85.0%	-71.3%	-83.9%
减: 营业外支出	6.95	0.23	7.18	1.51	0.32	0.27	0.22	0.49
同比增速	#DIV/0!	2200.0%	71700.0%	529.2%	-23.8%	-96.1%	-5.3%	-93.2%
利润总额	38.28	59.49	97.77	50.75	76.11	45.10	74.81	119.90
同比增速	10.8%	6.2%	7.9%	8.0%	45.1%	17.8%	25.7%	22.6%
归属于母公司净利润	21.25	37.15	58.4	28.53	44.98	24.97	45.54	70.51
同比增速	16.1%	7.0%	10.2%	4.5%	45.2%	17.5%	22.6%	20.7%
EPS	0.13	0.23	0.37	0.18	0.28	0.16	0.29	0.44

资料来源: 宏源证券

图 1: 欧亚集团旗下商业资产

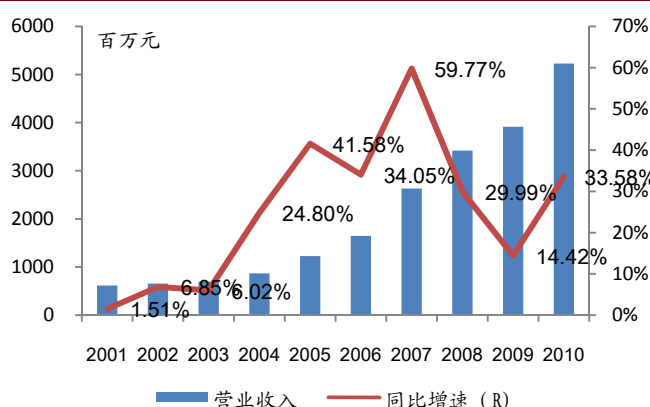


资料来源: 宏源证券

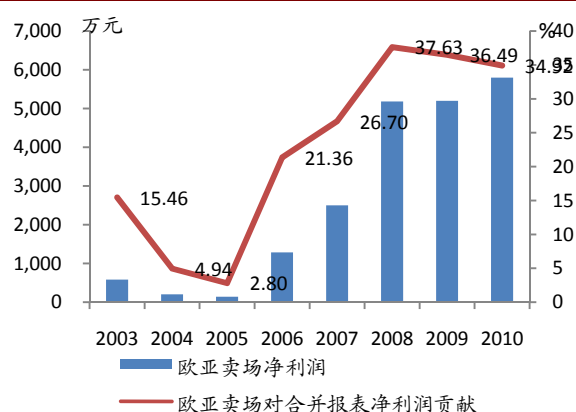
表 2: 公司门店情况——全部为自有物业, 较高商业地产价值

	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
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 (亿元)					125.5			73.0 (其中负债 27.6)
RNAV (亿元)								45.4
折股每股 RNAV (元)								28.58

资料来源: 宏源证券

图 2: 欧亚集团销售收入持续增长


资料来源: 宏源证券

图 3: 欧亚卖场对集团内部影响在提升


资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测

报表预测						财务分析和估值指标汇总					
利润表											
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2012E
营业收入	3914	5228	6765	8771	12337	收益率					
减: 营业成本	3279	4452	5832	7561	10634	毛利率	16.21%	14.85%	13.80%	13.80%	13.80%
营业税金及附加	27.10	31.96	41.35	53.61	75.41	三费/销售收入	10.71%	9.96%	8.91%	8.60%	8.42%
营业费用	117.54	142.67	184.62	239.36	336.67	EBIT/销售收入	4.86%	4.68%	4.48%	4.47%	4.47%
管理费用	285.60	357.16	405.91	526.25	740.19	EBITDA/销售收入	7.06%	6.87%	9.39%	8.26%	7.16%
财务费用	16.18	20.65	12.25	-10.98	-37.56	销售净利率	3.64%	3.17%	3.23%	3.46%	3.59%
资产减值损失	0.02	2.85	0.00	0.00	0.00	资产获利率					
加: 投资收益	0.00	-0.13	0.00	0.00	0.00	ROE	13.97%	14.96%	17.50%	21.01%	25.65%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.76%	6.33%	7.41%	7.69%	8.29%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.76%	15.24%	16.22%	27.46%	141.51%
营业利润	187.87	220.99	289.46	402.14	587.73	增长率					
加: 其他非经营损益	2.17	3.62	1.98	1.98	1.98	销售收入增长率	14.42%	33.58%	29.40%	29.65%	40.65%
利润总额	190.04	224.61	291.44	404.12	589.72	EBIT 增长率	-5.45%	28.82%	23.81%	29.45%	40.45%
减: 所得税	47.52	58.64	72.86	101.03	147.43	EBITDA 增长率	2.64%	29.98%	76.80%	14.05%	21.90%
净利润	142.51	165.97	218.58	303.09	442.29	净利润增长率	3.48%	16.46%	31.70%	38.66%	45.93%
减: 少数股东损益	31.24	34.06	44.85	62.20	90.76	总资产增长率	21.65%	17.08%	5.78%	24.84%	30.25%
归属母公司股东净利润	111.28	131.91	173.73	240.90	351.53	股东权益增长率	9.32%	10.72%	12.57%	15.49%	19.57%
资产负债表						经营营运资本增长率	-51.55%	-8.56%	-13.86%	-27.81%	-34.22%
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资本结构					
货币资金	265.87	105.96	529.17	1540.38	2919.96	资产负债率	67.81%	69.27%	67.14%	69.44%	71.80%
应收和预付款项	238.94	362.02	390.78	585.20	787.55	投资资本/总资产	36.53%	36.02%	26.07%	5.70%	-11.10%
存货	259.15	362.41	465.87	607.97	902.41	带息债务/总负债	17.18%	10.23%	7.29%	5.64%	4.19%
其他流动资产	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.35	0.34	0.55	0.82	1.01
长期股权投资	4.62	64.79	64.79	64.79	64.79	速动比率	0.23	0.19	0.37	0.64	0.82
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	42.89%	36.18%	36.18%	36.18%	36.18%
固定资产和在建工程	2147.01	2600.58	2302.59	2004.60	1706.61	收益留存率	57.11%	63.82%	63.82%	63.82%	63.82%
无形资产和开发支出	371.44	354.03	319.85	285.68	251.51	资产管理效率					
其他非流动资产	14.47	16.09	16.09	16.09	16.09	总资产周转率	1.19	1.35	1.65	1.72	1.86
资产总计	3301.93	3865.88	4089.13	5104.72	6648.91	固定资产周转率	2.23	2.44	2.94	4.38	7.23
短期借款	384.65	274.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1335.44	584.16	917.68	636.10	772.27
应付和预收款项	1826.42	2175.74	2517.27	3316.92	4546.01	存货周转率	12.65	12.28	12.52	12.44	11.78
长期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00	业绩和估值指标					
其他负债	28.02	28.02	28.02	28.02	28.02		2009A	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	2239.09	2677.76	2745.29	3544.94	4774.03	EBIT	190.04	244.80	303.09	392.36	551.06
股本	159.09	159.09	159.09	159.09	159.09	EBITDA	276.44	359.31	635.25	724.52	883.22
资本公积	307.80	309.02	309.02	309.02	309.02	NOPLAT	140.89	178.39	225.83	292.78	411.81
留存收益	329.43	413.61	524.48	678.22	902.57	净利润	111.28	131.91	173.73	240.90	351.53
归属母公司股东权益	796.32	881.72	992.59	1146.33	1370.67	EPS	0.699	0.829	1.092	1.514	2.210
少数股东权益	266.52	306.40	351.26	413.45	504.21	BPS	5.006	5.542	6.239	7.206	8.616
股东权益合计	1062.84	1188.12	1343.84	1559.78	1874.88	PE	42.07	35.49	26.95	19.44	13.32
负债和股东权益合计	3301.93	3865.88	4089.13	5104.72	6648.91	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表						PB	5.88	5.31	4.72	4.08	3.42
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	PS	1.20	0.90	0.69	0.53	0.38
经营性现金净流量	674.6	384.5	770.2	1085.1	1466.6	PCF	6.94	12.18	6.08	4.31	3.19
投资性现金净流量	-465.5	-592.2	1.5	1.5	1.5	EV/EBIT	26.79	21.21	15.69	9.75	4.67
筹资性现金净流量	-119.0	67.6	-348.5	-75.4	-88.5						
现金流量净额	90.2	-140.0	423.2	1011.2	1379.6						

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 4 年证券行业从业经验。就读于香港大学、厦门大学和中山大学, 金融系。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, 2009-2010 年新财富团队成员。成功在奖励基金计提前推荐欧亚集团, 提出欧亚三部曲, 给予“长期买入”建议。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、豫园商城、南京中商、友谊股份、王府井、st 秋林、东方金钰、友阿股份、东百集团

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	张琚 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。