

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

欧亚集团

600697

推荐

以品牌换资源，政府招商宠儿；参与国企改革，获取优质资产

本文亮点：重点分析了公司从社区百货到全国连锁的三个发展阶段，指明公司低成本快速扩张的两条路径：1、凭借自建商圈、带动当地经济快速发展的能力成为政府招商青睐的对象，低成本获取土地、自建大体量物业快速扩张；2、积极参与国有商业企业改制，获取外省一线城市优质商业资产。

投资要点：

- **从社区百货欧亚丰百到全国连锁的三个发展阶段：**第一阶段：抓住国企改革中的机遇，在长春市低成本快速扩张。第二阶段：以其“欧亚”品牌的市场影响力和自建商圈的能力成为吉林省内各地级市政府青睐的招商对象。欧亚每到一地级市，均提升了当地的商业水平，拉动了当地经济的发展。第三个阶段：凭借市场美誉度、参与国企改制的丰富经验等综合实力，获取外省省会城市优质商业资产。
- **公司特点鲜明：**1、自有物业占比高：公司商业建筑面积共计 130 万平方米，其中自有物业占比高达 98.8%。2、物业获取成本低，新门店培育期短，探索城市综合体模式；3、主力门店作支撑，外埠门店贡献尚小；扩张迅速，门店梯队已形成。4、受所处商业环境、门店结构和持续扩张的影响，毛利率低于行业平均水平。随着外埠门店销售收入占比的提升、新门店培育的日益成熟，毛利率将有所提高。5、在集权与分权之间拿捏得当。6、边经营，边建设
- **核心竞争力：**1、规模优势：在长春市已处垄断地位，门店覆盖了吉林省 8 个地级市中的 7 个；2、以品牌换资源，自建物业，涉足城市综合体，获取物业升值和商业经营双重收益；3、低成本下培育期短；4、员工持股，分享企业成长，增强凝聚力和积极性。
- **主力门店保持较快增长，新门店快速培育，外延扩张快速推进：**主力门店欧亚商都和欧亚卖场是公司自建商圈和“边经营边建设”的成功典范，未来将保持较快增长。沈阳联营、辽源欧亚今年即可实现盈利；吉林欧亚商都解放大路店已试营业，预计明年可实现盈利。梅河口、济南大观商都等项目正在快速推进中。
- **股价安全边际高，市值低估明显：**高管增持彰显对股价的信心，激励基金计划锁定业绩高增长；公司资产重估净值高达 87.7 亿元，是市值的 1.83 倍；每股经营现金流/股价、CFO/NI 均处同类公司较高水平，PS 仅为 0.69，市值低估明显。
- **给予“推荐”评级：**预计公司 2011-2013 年销售收入增速分别为 29.69%、25.37% 和 31.76%；提取激励基金后归属于母公司所有者的净利润增速分别为 23.6%、30.2% 和 29.6%，对应 EPS 分别为 1.02、1.33 和 1.73 元。给予 2012 年 25 倍 PE，对应目标价 33.25 元，“推荐”评级。
- **风险提示：**1、外延扩张过快，亏损面扩大拖累业务；2、财务费用大幅上升

6-12 个月目标价： 33.25 元

当前股价： 28.28 元

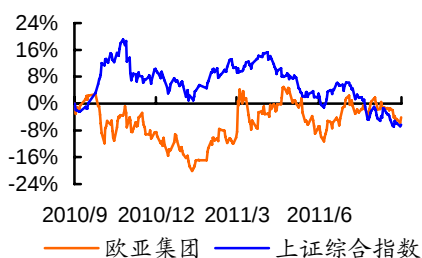
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2484.83
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.91
每股净资产(元)	7.47
资产负债率	69.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
欧亚集团	-4.68	3.90	7.78
上证综合指数	-4.18	-8.98	-15.41



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5228	6780	8500	11200
同比(%)	34%	30%	25%	32%
归属母公司净利润(百万元)	132	162	212	275
同比(%)	19%	23%	31%	29%
毛利率(%)	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
ROE(%)	15.0%	16.3%	18.5%	20.4%
每股收益(元)	0.83	1.02	1.33	1.73
P/E	33.54	27.34	20.83	16.10
P/B	5.02	4.44	3.85	3.28
EV/EBITDA	14	12	9	7

资料来源：中投证券研究所

核心观点

一、从社区百货到全国连锁的三个发展阶段

第一阶段：抓住国企改革中的机遇，在长春市内低成本快速扩张。在这个过程中，“欧亚”品牌以“真诚、诚信”逐渐深入人心，欧亚商都、欧亚卖场的成功也锻炼了公司打造商圈的能力。

第二阶段：以其“欧亚”品牌的市场影响力和自建商圈的能力成为吉林省内各地级市政府青睐的招商对象。欧亚每到一地级市，均提升了当地的商业水平，拉动了当地的房地产、交通、餐饮、娱乐等产业的发展。

第三个阶段：凭借着参与国企改制的丰富经验，在商业经营上的市场影响力、自建商圈的能力、以及运营管理等综合实力，公司走出吉林省，向外省扩张。

二、公司核心竞争力

- 1、**规模优势，高自有物业占比**：公司已在 3 个省，9 个城市拥有 15 家百货门店、18 家独立连锁超市，总建筑面积 130 万平方米，其中自有物业 128 万平方米，占比 98.8%。公司在省内拥有绝对垄断优势：2011 年上半年，公司长春市门店（5 家百货门店、1 家摩尔生活馆（欧亚卖场）和 14 家独立连锁超市）营业收入占长春社会消费品零售总额的 7.7%，占长春市限额以上批发零售贸易业零售额的 17.39%；公司门店已覆盖吉林省 8 个地级市中的 6 个。
- 2、**以品牌换资源，自建物业，涉足城市综合体，获取物业升值和商业经营双重收益。**
- 3、低成本下培育期短；已形成完善的门店梯队
- 4、员工持股，分享企业成长，增强凝聚力和工作积极性

三、具备快速外延扩张的能力

- 1、自建商圈的模式占据天时、地利、人和，可快速复制

天时：2010 年，吉林省人均 GDP 31,306 元，约折合人均 GDP4,734 美元，正是购物中心业态蓬勃发展的阶段。地利——省内尚有广阔空间：在吉林省内二、三线城市中，公司没有强有力的对手，当地商业企业仍以小体量百货商场和专业店为主。公司新项目已向梅河口等县级市延伸，省内尚有广阔空间。人和——省外已有橄榄枝：公司打造商圈、带动一方经济发展的能力在吉林省各级政府间已形成共识，从而使公司能够以品牌换资源，低价获取土地、物业等资源。而这种能力正在向经济发展水平相近、文化相通的黑龙江、辽宁和内蒙古延伸。

- 2、积极参与外省国有商业企业改制，以多种形式获取一线城市优质商业资产。

四、利润增长点

1、主力门店欧亚商都、欧亚卖场保持较快增长；2、次新门店通化欧亚、白城欧亚、吉林商都江南店呈现快速增长态势；3、沈阳联营、辽源欧亚 2011 年将实现盈利；4、外省门店销售收入占比上升、新门店的快速培育将带动综合毛利率上升。

五、股价安全边际高，市值低估明显

2011 年以来高管累计增持 19.4 万股，平均成本 27.4 元，彰显了对公司股价的强烈信心；激励基金计划锁定业绩高增长，预计 2011 年提取激励基金前净利润增速在 30%以上，提取后净利润增速在 20%以上；公司资产重估净值高达 87.7 亿元，是市值的 1.83 倍；每股经营现金流/股价、CFO/NI 均处同类公司较高水平，PS 仅为 0.69，市值低估明显。

目 录

核心观点	2
一、业务简介及发展历程：从社区百货到全国连锁	5
二、公司发展的三个阶段：树品牌、打造商圈；以品牌换资源、外埠扩张；凭借综合实力，外省扩张	6
三、宏观经济及商业竞争格局分析	7
3.1 东北三省人均可支配收入、人均消费性支出低于全国平均水平	7
3.2 东北三省 GDP 增速已超全国水平，吉林省经济增速跃居东北三省之首	8
3.3 发展购物中心业态占据天时、地利、人和	9
四、商业业务分析	10
4.1 公司特点分析	11
4.2 公司核心竞争力分析	14
4.3 公司主力门店分析	15
五、储备项目—拿地自建、兼并收购、参股，一个也不会少	24
六、股价安全边际高，市值低估明显	26
6.1 激励基金计划实施，业绩释放进入快车道	26
6.2 高管增持，显示对公司股价的强烈信心	27
6.3 资产重估净值（RNAV）远高于市值，价值低估明显	28
6.4 市值明显低估，未来市值提升空间大	29
七、投资建议：推荐	30

图表目录

表 1 吉林省各地市 2009 年重要经济指标	10
表 2 公司百货门店概况	10
表 3 公司综超连锁门店（独立超市门店）概况	11
表 4 公司百货和超市业务自有物业与租赁物业分析	12
表 5 公司物业获取成本一览	12
表 6 欧亚商都和欧亚卖场是收入和利润的主要来源	12
表 7 公司各主要门店 2011 年上半年经营业绩	15
表 8 欧亚卖场发展历程及股权变化	17
表 9 通化欧亚土地、建筑、装修成本一览	21
表 10 通化欧亚经营业绩	21
表 11 辽源欧亚经营业绩	22
表 13 白城欧亚土地、建筑、装修成本一览	22
表 13 济南欧亚大观园有限公司股权结构	24
表 14 公司现有储备项目	25
表 15 公司现有储备项目	25
表 16 2011 年净利润增速、高管可购股份数量敏感性分析	26
表 17 2011 年公司董、监、高增持一览	27
表 18 2011 年公司董、监、高增持分析	27
表 19 公司物业价值重估	28
表 20 公司资产重估净值远高于市值	28

表 21 主要百货类上市公司市值比较.....	29
图 1 公司商业、租赁服务营业收入占比	5
图 2 公司商业、租赁服务毛利润占比	5
图 3 2011 年上半年业态分类构成.....	5
图 4 2011 年上半年功能业态分类构成.....	5
图 5 东北三省与全国人均可支配收入(元).....	7
图 6 东北三省与全国人均消费性支出(元).....	7
图 7 全国与东北三省 GDP 增速 (%)	8
图 8 全国与东北三省省会 GDP 增速(%)	8
图 9 全国及东北三省人均 GDP 增速	8
图 10 全国及东北三省人均 GDP (元)	8
图 11 全国及东北三省社零额增速 (%)	9
图 12 东北三省社会消费品零售总额 (亿元)	9
图 13 公司在长春市已具有绝对垄断优势	9
图 14 公司百货门店扩张速度	13
图 15 公司门店梯队	13
图 16 公司门店营业面积梯队	13
图 17 公司商业板块毛利率、综合毛利率、SW 百货零售板块毛利率对比.....	13
图 18 2011 年上半年各门店营业收入占比.....	15
图 19 2011 年上半年各门店净利润 (万元)	15
图 20 欧亚商都营业收入和净利润增速	16
图 21 欧亚商都营业收入和净利润占比	16
图 22 欧亚卖场全口径销售收入及增速	18
图 23 欧亚卖场营业收入、净利润及增速	18
图 24 欧亚卖场营业收入及净利润占比	18
图 25 四平欧亚营业收入、净利润及增速	20
图 26 四平欧亚毛利率及净利率	20

一、业务简介及发展历程：从社区百货到全国连锁

公司是我国吉林省的商业龙头企业，其前身为长春市百货公司第四商店。历经 27 年，公司从 4500 平方米的长春市汽车城百货大楼（欧亚车百）发展到在 3 个省，9 个城市拥有 15 家百货门店、18 家独立超市门店，建筑面积达 130 万平米、自有物业面积达 128 万平米的大型综合类商业企业。2010 年，公司实现营业收入 52.3 亿元，归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元；2011 年上半年，公司实现营业收入 32.41 亿元，归属于上市公司股东的净利润 7,051 万元，分别同比增长 29.4%和 20.74%。

公司的收入和利润来源于商业和物业租赁服务。2010 年，公司商业和租赁服务营业收入的占比分别 96%和 4%，毛利占比分别为 73%和 27%。

从门店的类型上来看，公司商业板块可分为单体百货，集百货、超市、电器于一体的大体量购物中心和独立超市三类；按功能分，可分为现代百货、摩尔生活馆（欧亚卖场）和综超连锁三类。按业态分类来看，2011 年上半年，公司百货、超市、电器营业收入的占比分别为 50%、26%和 24%；分功能看，现代百货、摩尔生活馆和综超连锁¹营业收入的占比分别为 71%、20%和 9%。

图 1 公司商业、租赁服务营业收入占比

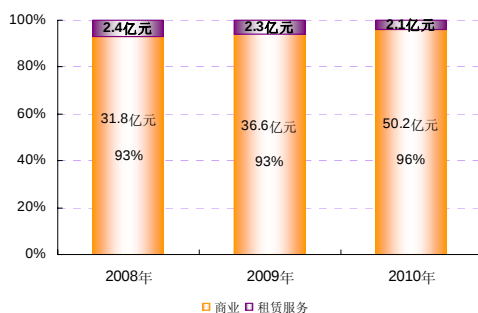


图 2 公司商业、租赁服务毛利润占比

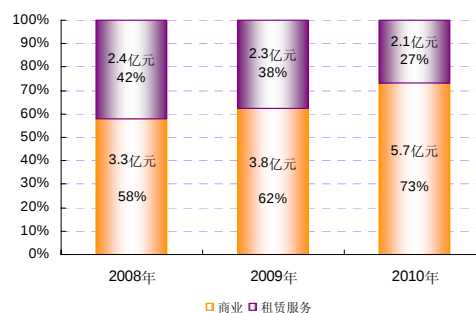


图 3 2011 年上半年业态分类构成

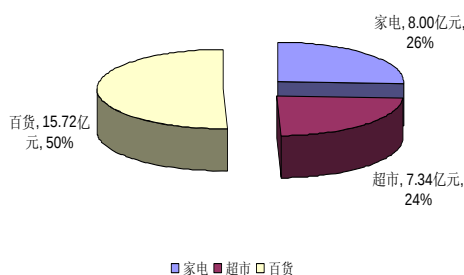
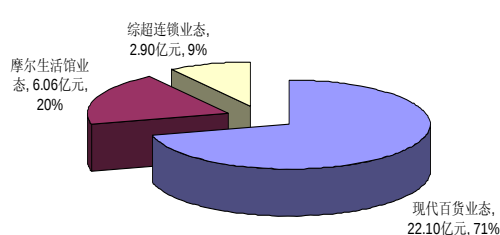


图 4 2011 年上半年功能业态分类构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

¹ 综超连锁仅指独立超市，不含各百货中配套的超市

二、公司发展的三个阶段：树品牌、打造商圈；以品

牌换资源、外埠扩张；凭借综合实力，外省扩张

第一阶段：抓住国企改革中的机遇，在长春市内低成本快速扩张。在这个过程中，“欧亚”品牌以“真诚、诚信”逐渐深入人心，欧亚商都、欧亚卖场的成功也锻炼了公司打造商圈的能力。

- 1992 年，公司投资 5500 万元建设欧亚商都一期，94 年开业；95 年转型为现代百货。
- 2000 年，公司托管了长春燃料一公司，后以低廉的价格购买了该燃料公司的储煤基地。2000 年 12 月 16 日，建筑面积为 3.6 万平方米的欧亚卖场一期建成开业。一期投入仅 4543.24 万元，折合每平方米 1262 元；随后不断扩建，2011 年底，建筑面积将达 60 万平米；2015 年，建筑面积将达 130 万平方米。
- 2003 年，公司收购了生产老式军用胶鞋的亏损企业长春橡胶八厂。2004 年，公司将厂房改造为 3 万平米的商场，同年 10 月开业；2009 年 8 月，公司将该门店改造为奥特莱斯业态。
- 2004 年，公司以 1.1 亿元参与竞拍获得了长春中兴集团旗下的位于繁华商业区的 4.41 万平米建筑和土地使用权 5062.8 平米，将其改造为欧亚新发；

至此，公司已在长春市拥有 5 家门店，且在消费者心中树立了“欧亚”品牌，市场美誉度和影响力日渐增强。

第二阶段：以其“欧亚”品牌的市场影响力和自建商圈的能力成为吉林省内各地级市政府青睐的招商对象。欧亚每到一地级市，均提升了当地的商业水平，拉动了当地的房地产、交通、餐饮、娱乐等产业的发展。

- 2006 年 9 月 29 日，集百货、超市、电器于一体的四平欧亚商贸开业。这是欧亚在外埠的第一家门店，同时是四平市第一家综合类百货商场，也是当地营业时间最长的百货商场²。
- 2006 年 11 月，欧亚农安商贸开业。农安商贸是遵照国务院和商务部的重要部署，实施“万村千乡工程”在农安建造的“乡村第一店”。
- 2008 年 1 月，通化欧亚购物中心试营业，2009 年正式开业。该门店位于通化市江南新区，是当地第一家大型综合类商场。此前，通化市内只有专业店、路边小店，而没有百货商场。开业伊始，通化欧亚购物中心尚是建设初期的开发区；经过 3 年的培育，通化欧亚购物中心所在区域已成为寸土寸金的商业中心。
- 2010 年，公司有 3 家省内地级市门店开业，分别为白城欧亚购物中心、吉林欧亚商都江南店和辽源欧亚购物中心。3 家门店所处位置均非当地的商圈，其中白城和辽源欧亚购物中心位于当地的开发区。3 家门

² 四平欧亚商贸营业时间为早 8:00-晚 8:00,而当地商业企业多在下午 4:00 结束营业。

店的开业均带动了当地经济的发展。以辽源欧亚为例，开业前，周边商品房价格在 800-1000 元/平米；开业后，多条公交线路开通，餐饮网点增多、就业机会增加，周边房价已升至 2000 元以上。辽源欧亚还是公司首个集商场、住宅于一体的城市综合体项目。

第三个阶段：凭借着参与国企改制的丰富经验，在商业经营上的市场影响力、自建商圈的能力、以及运营管理等综合实力，公司走出吉林省，向外省扩张。

● 欧亚沈阳联营：2007 年 1 月，公司在竞拍过程中击败深圳茂业，以 2.6 亿元获得沈阳联营 60% 股权。竞拍考核中，出价占比 60%，综合实力占比 40%，公司以出价和综合实力双重优势胜出。同年 6 月，公司以 1.39 亿元收购沈阳联营剩余 40% 股权。

● 济南大观园：2009 年 11 月，公司与济南大欧经贸、济南国资委共同设立济南欧亚大观园有限公司，公司股权占比 51%。合资公司的投资项目欧亚大观商都已于 2011 年 4 月 6 日奠基，预计 2013 年建成。

目前，公司在外延扩张上已处主动地位，已有省内、省外的多个城市政府向公司伸出橄榄枝，希望公司到当地开拓项目，以带动当地商业、经济的发展。目前，公司在吉林省松源市、内蒙古通辽等城市的项目正在考察、开拓中。我们认为，公司在东北三省、内蒙古、山东、河南等省份均有很大的开拓空间。

三、宏观经济及商业竞争格局分析

3.1 东北三省人均可支配收入、人均消费性支出低于全国平均水平

东北地区曾是我国计划经济年代最重要的重工业基地，是新中国经济的支柱。改革开放以来，因体制和产业结构等原因，东北三省的经济逐渐落后于沿海地区。截至 2010 年，东北三省的人均可支配收入和人均消费性支出均低于全国水平。其中，吉林省人均可支配收入 16,794 元，低于全国的 19,109 元；人均消费性支出 11,679 元，低于全国的 13,471 元。

图 5 东北三省与全国人均可支配收入(元)

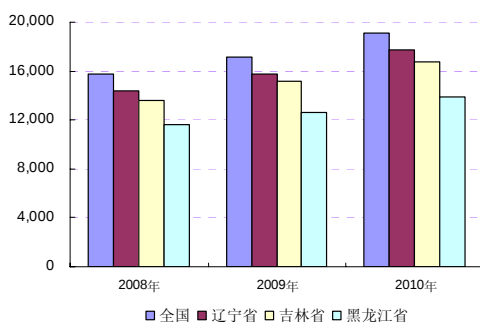
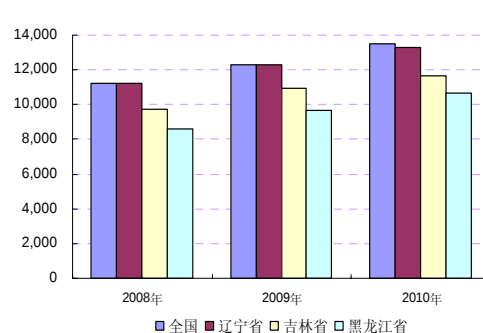


图 6 东北三省与全国人均消费性支出(元)



资料来源：Wind、中投证券研究所

3.2 东北三省 GDP 增速已超全国水平，吉林省经济增速跃居东北三省之首

2003 年 9 月 10 日，中央政治局讨论通过《关于实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》，由此拉开了振兴东北老工业基地的序幕。近年来，尤其是 2008 年经济危机以来，东北三省的经济增速明显快于全国水平。吉林省曾经一度是东北三省中经济实力最弱的省份，2005 年以来，吉林省经济增速已跃居东北三省之首，长春市的 GDP 增速也是处于三省省会之首。

图 7 全国与东北三省 GDP 增速 (%)

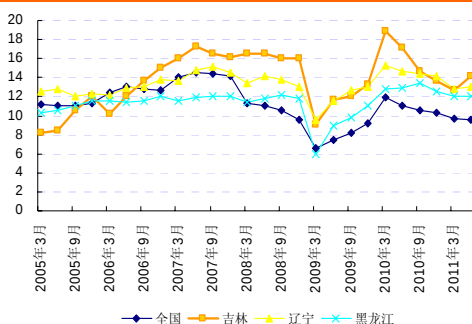
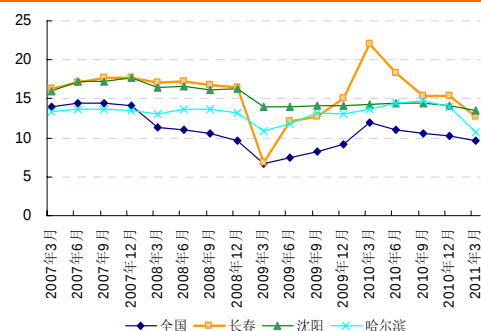


图 8 全国与东北三省省会 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind、中投证券研究所

就人均 GDP 而言，2005 年以来，吉林省人均 GDP 增速³一直高于全国增速。2007 年，吉林省人均 GDP 达 19,383 元，首次超过黑龙江省；2009 年，吉林省人均 GDP 达 26,595 元，首次超过全国平均水平。

图 9 全国及东北三省人均 GDP 增速

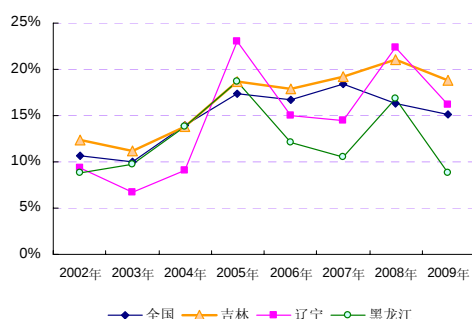
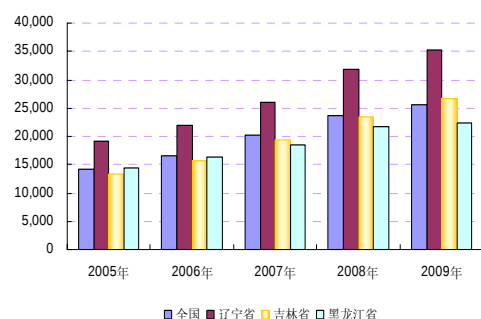


图 10 全国及东北三省人均 GDP (元)



资料来源：Wind、中投证券研究所

就社会消费品零售总额而言，2005 年以来，吉林省社零额增速一直高于全国增速。受制于经济体量的原因，吉林省社零额低于辽宁省和黑龙江省，但与二者的差距在缩小。

³ 为统一对比口径，此处人均 GDP 增速为根据 CPI 推算的实际增速

图 11 全国及东北三省社零额增速 (%)

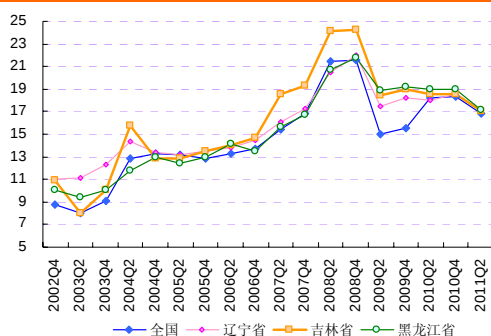
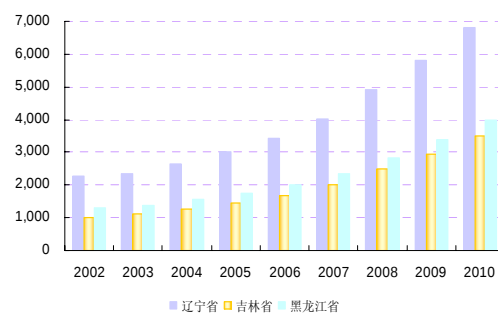


图 12 东北三省社会消费品零售总额(亿元)



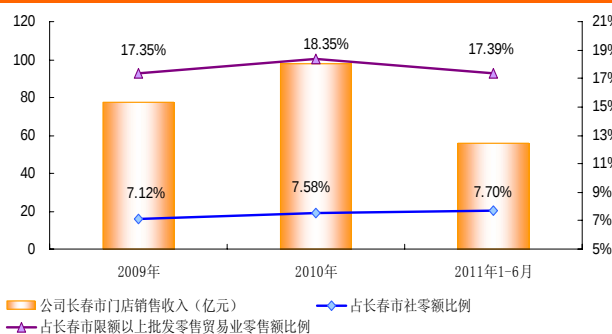
资料来源: Wind、中投证券研究所

2011年8月2日,发改委公布了《2010年振兴东北地区等老工业基地工作进展情况和2011年工作要点》,提出了振兴东北的45项具体工作,振兴东北进入“深耕细作”新阶段。我们预计,东北经济增速将继续保持高位,在人均GDP和社零额增速持续高于全国水平的情况下,人均可支配收入和人均消费性支出有望超越全国水平,从而推动当地商业企业的快速发展。

3.3 发展购物中心业态占据天时、地利、人和

吉林省主要的商业企业有长百集团、卓展购物中心、万达广场、中东集团、国商百货等,主要集中在省会长春市,各地级、县级市场的商业企业则较为分散。公司在长春市已具有绝对垄断优势:2011年上半年,公司长春市门店销售收入占长春市社零额的7.70%,占长春市限额以上批发零售贸易业零售额的17.39%。

图 13 公司在长春市已具有绝对垄断优势



注:此处长春门店销售收入中欧亚卖场使用全口径统计数据

资料来源:公司公告、吉林省统计信息网、中投证券研究所

根据公司的发展策略,在向省内二、三线城市的扩张中,公司一定要做当地规模最大、档次最高、品类最全的大型购物中心。我们认为,欧亚发展购物中心业态占据天时、地利、人和:

天时: 2010年,吉林省人均GDP 31,306元,约折合人均GDP4,734美元,正是购物中心业态蓬勃发展的阶段。

地利: 省内尚有广阔空间,省外已有橄榄枝。在吉林省内二、三线城市中,公司没有强有力的对手,当地商业企业仍以小体量百货商场和专业店为主。以大商股份为例,其在1998-2004年期间收购了辽宁省和黑龙江省大量的国有商

业企业；随后又以租赁和自建的形式在辽宁和黑龙江省开设了大量百货门店。但大商在吉林省仅有两家百货门店：2005 年收购的吉林市百货大楼和 2009 年开业的延吉千盛购物广场。

(3) 人和：公司打造商圈、带动一方经济发展的能力在吉林省各级政府间已形成共识，从而使公司能够以品牌换资源，低价获取土地、物业等资源。而这种能力正在向经济发展水平相近、文化相通的黑龙江、辽宁和临省内蒙古延伸。

表 1 吉林省各地市 2009 年重要经济指标

指 标	GDP (亿元)	人口(万人)	人均 GDP(元)	社会消费品零售 总额(亿元)
吉林省	7,279	2,740	26,595	3,502
长春市	2,849	757	37,753	1,089
吉林市	1,500	437	34,583	579
四平市	659	339	19,468	243
辽源市	336	124	27,160	91
通化市	518	227	22,820	208
白山市	357	130	27,495	118
松原市	901	288	31,421	276
白城市	353	203	17,404	137

资料来源：Wind、中投证券研究所

四、商业业务分析

表 2 公司百货门店概况

省份	序号	门店名称	城市	商圈/位置	开业时间	建筑面积 (平方米)	培育期
吉林省	1	车百大楼	长春市		1984-11-1	40,000	
	2	欧亚商都	长春市	红旗路商圈	1994-4-15	170,000	
	3	欧亚卖场	长春市	高新技术区	2000-12-16	520,000	
	4	益民商厦	长春市	大马路商圈	2004-10-1	30,000	
	5	新发商厦	长春市	重庆路商圈	2005-1-15	50,000	
	6	春城购物中心	长春市		2009-4-30	40,000	当年盈利
	7	四平商贸	四平市	三马路商圈	2006-9-29	45,000	当年盈利
	8	农安商贸	农安县	新兴商贸区	2006-11-13	13,000	
	9	吉林欧亚商都江南店	吉林市		2010-4-22	20,150	1 年
	10	吉林欧亚商都解放大路店	吉林市		2011-4-29	33,122	
	11	通化购物中心	通化市	经济开发区	2008-1-26	64,000	2 年
	12	白城购物中心	白城市	经济开发区	2010-2-1	45,000	1 年
	13	辽源购物中心	辽源市	经济开发区	2010-10-29	79,740	1.5 年
辽宁省	14	沈阳联营	沈阳市	太原街商圈	2009-9-29	60,000	
山东省	15	欧亚大观园商场	济南市		2009-10-1		
	合计					1,210,012	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：济南欧亚大观园商场为联营公司济南欧亚大观园有限公司租赁物业经营的商场，2010-2012 年公司不派驻管理人员，不合并报表。

表 3 公司综超连锁门店（独立超市门店）概况

序号	超市	所在区域	开业时间	物业	面积 (平方米)
1	小南街店	长春	2011.01	自有	4,000.00
2	万千缘	长春市	2006.01	租赁	2,837.00
3	湖西店	长春市	2007.09	自有	1,000.00
4	吉顺店	长春市	2008.01	租赁	3,400.00
5	越野店	长春市	2008.07	租赁	7,000.00
6	前进店	长春市	2008.09	自有	7,000.00
7	红旗超市	长春市	2008.12	自有	3,800.00
8	普阳店	长春市	2008.12	自有	2,670.00
9	卫星路超市	长春市	2008.07	自有	15,500.00
10	长新店	长春市	2009.03	自有	2,200.00
11	幸福店	长春市	2009.09	租赁	2,620.00
12	柳影路店	长春市	2009.09	自有	9,800.00
13	临河街店	长春市	2010.01	自有	5,000.00
14	西安广场店	长春市	2010.07	自有	6,000.00
15	四平红嘴	四平市	2007.11	自有	1,500.00
16	四平九州	四平市	2010.09	自有	7,917.00
17	二道江超市	通化市	2010.12	自有	4,173.27
18	龙泉路超市	通化市	2011.01	自有	3,576.96
	合计				89,994.23

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.1 公司特点分析

作为吉林省具有垄断优势的商业企业，公司特点鲜明：

1、自有物业占比高，且物业获取成本低

公司是 A 股上市公司中唯一一家全部百货门店皆为自有物业的商业类上市公司（暂不考虑欧亚大观园）；18 家综超连锁门店中，仅 4 家为租赁物业。整体来看，公司建筑面积共计 130 万平方米，其中自有物业 128.41 万平方米，占比高达 98.8%。

表 4 公司百货和超市业务自有物业与租赁物业分析

物业性质	超市		百货		合计	
	建筑面积 (平方米)	占比	建筑面积 (平方米)	占比	建筑面积 (平方米)	占比
自有	74,137.23	82.4%	1,210,012	100%	1,284,148.95	98.8%
租赁	15,857.00	17.6%	0	0	15,857.00	1.2%
合计	89,994.23	100%	1,210,012	100%	1,300,005.95	100%

注：济南欧亚大观园商场暂不考虑在内

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 公司物业获取成本一览

项目/门店	投资额	所购、投资资产	成本测算
欧亚卖场 一期	4543.24 万元	建筑面积 3.6 万平方米	土地价格: 30-50 元/平方米; 建筑成本: 1262 元/平方米
欧亚新发	1.1 亿元	4.41 万平方米建筑和土地使用权 5062.8 平米	不考虑土地在内, 建筑物成本 2494 元/平米
辽源欧亚	3.27 亿元	建筑面积 16 万平方米; 其中商业 7.97 万平方米, 住宅 8.07 万平方米	折合综合投资额 2040 元/平方米
通化欧亚	1.2 亿元	土地 4 万平米, 建筑面积 6 万平米	折合综合投资额 2045 元/平方米
白城欧亚	0.9 亿元	购置土地 27,134 平米, 建筑面积 9 万平米, 一期为商场, 二期为住宅	折合综合投资额 2000 元/平方米
沈阳联营	3.99 亿元	建筑面积: 6 万平方米; 其中商场 3 万平方米	6650 元/平方米

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、主力门店作支撑，外埠门店贡献尚小；扩张迅速，门店梯队已形成

公司 15 家百货门店中，有 6 家位于长春，9 家位于外埠；18 家超市中，有 14 家位于长春，2 家位于通化，2 家位于四平。欧亚商都和欧亚卖场是公司收入和利润的主要来源，外埠门店贡献尚小。

表 6 欧亚商都和欧亚卖场是收入和利润的主要来源

门店 (2011 年上半年)	营业收入		毛利润		净利润	
	金额(亿元)	占比	金额(亿元)	占比	金额(万元)	占比
欧亚商都	13.66	42.4%	1.31	29.9%	5,289.93	47.9%
欧亚卖场	6.16	19.1%	1.16	26.5%	2,984.80	27.0%
欧亚商都+欧亚卖场	19.82	61.5%	2.47	56.4%	8,274.73	74.9%
外埠门店(含超市)	5.60	17.4%	0.88	20.2%	-	-
外埠门店(不含超市)	5.38	16.7%	0.86	19.7%	903.98	8.2%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 公司百货门店扩张速度

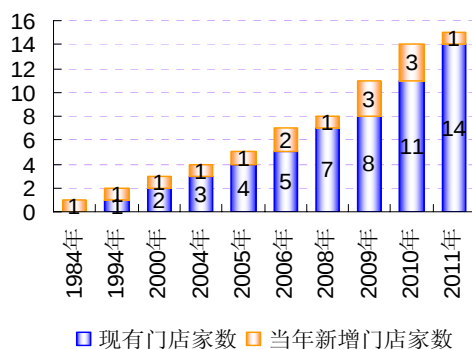
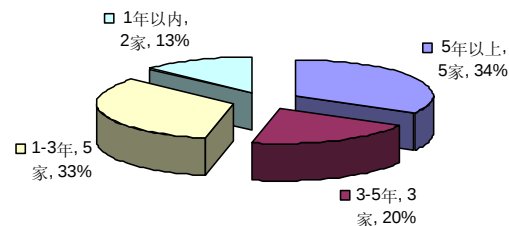
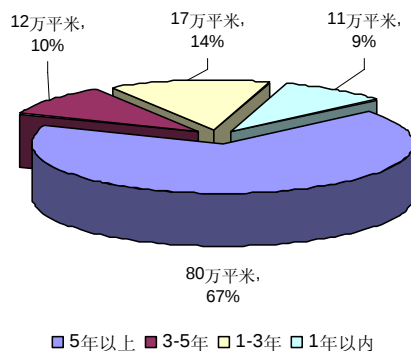


图 15 公司门店梯队



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16 公司门店营业面积梯队

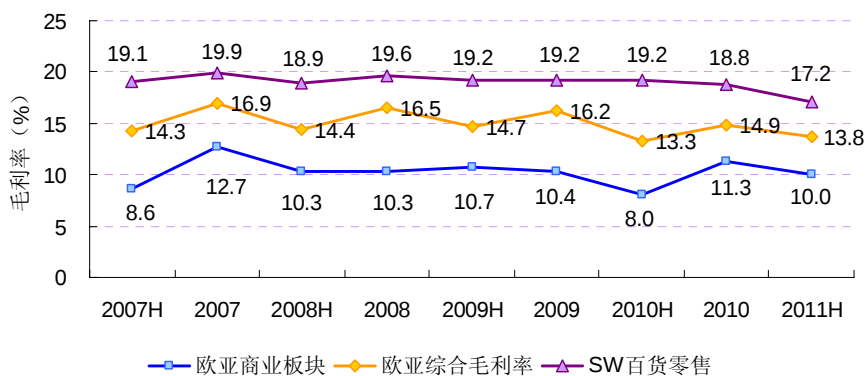


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司扩张迅速，2009 年和 2010 年各新增 3 家百货门店，营业面积分别增加 10 万和 14 万平方米；2011 年新增 1 家百货门店，营业面积增加 3.3 万平方米。公司新门店的培育期在 1-3 年。目前，公司 5 年以上的门店占比 34%，3 年以下的门店占比 46%。这意味着，公司既有成熟的门店做为后盾，又有高占比的次新门店保障公司的高增长。

3、受商业环境、门店结构和持续扩张的影响，毛利率低于行业平均水平。随着外埠门店收入占比的提升和新门店的快速培育，毛利率将有所提高。

图 17 公司商业板块毛利率、综合毛利率、SW 百货零售板块毛利率对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

长期以来，公司商业板块的毛利率在 10-11%之间，综合毛利率在 14-17%之间，均远低于行业平均水平。其原因主要在于：（1）当地商业环境打折氛围浓厚，各大商场几乎全年均处于打折促销的过程中，消费者也对折扣形成了很强依赖性；（2）公司电器业务收入占商业板块的 26%，我们推测电器业务的毛利率只有 6-7%，拉低了整体毛利率。

值得注意的是：（1）根据 2011 年上半年的数据，外埠门店综合毛利率高于长春门店：外埠为 16%，长春仅为 13.1%；（2）现有 18 家独立超市 2011 年上半年实现营业收入 3.08 亿元，综合毛利率 15.63%，高于公司整体毛利水平。关于第（1）点，根据我们的实地调研发现，外埠的商业竞争不如长春激烈，折扣力度明显小于长春。外埠门店一旦培育成熟后，其毛利水平高于长春的门店。随着外地门店销售收入占比的提升，公司的综合毛利率将得以提升，但考虑到外埠门店在不断的扩张中，故毛利率提升的幅度有限。关于第（2）点，我们认为购物中心和独立超市均处于快速扩张中，但体量相差悬殊，独立超市销售收入占比不会有明显的提升，从而不会拉动综合毛利率的提升。

长春市常年大力度的打折促销是把双刃剑：一方面，这损伤了包括公司在内的当地商业企业的盈利能力；另一方面，也对抵御外来竞争者形成了一道天然屏障，百盛、大商等都曾进入长春但铩羽而归。

4、在集权与分权之间拿捏得当，既加强集团对各门店的管理，又给予各门店充分的自主选择权。

对于新门店，集团统一进行招商，并由组建的管理团队进行运营。在运营过程中，管理团队可结合当地的实际情况进行品类、品牌调整。外埠的百货门店均以子公司的形式存在，可实现盈利后可自行购买物业开设友好超市。虽外埠超市隶属于欧亚车百的子公司欧亚超市连锁经营有限公司，并由该连锁经营公司统一配送商品，但具体的运营管理则由当地的百货门店负责。投资额不超过 5000 万元的项目，欧亚超市连锁经营有限公司可自主决策。

4、边经营边建设

公司诸多门店采用边经营边建设的策略。一方面，顺应市场容量的扩大，抢占更多市场份额；另一方面，减少前期投入，缩短培育期。

4.2 公司核心竞争力分析

1、规模优势

2011 年上半年，公司实现营业收入 32.41 亿元；预计全年营业收入可达 67.8 亿元，是吉林省最大的商业企业。在东北三省其销售规模仅次于大商股份。公司在长春市已具有绝对垄断优势：2011 年上半年，公司长春市门店销售收入占长春市社零额的 7.70%，占长春市限额以上批发零售贸易业零售额的 17.39%。

2、以品牌换资源，以对当地经济的巨大拉动作用而备受各地政府青睐

公司独特的自建商圈的能力、在上游供应商中良好的声誉和巨大的号召力以及在下游客户中享有的美誉度和忠诚度，使得公司具备了带动一方经济发展的能力。以通化、白城、辽源为例，公司每到一处，便迅速的带动了当地的商业、餐饮、房地产、交通、物流等产业的发展。当地政府在向公司招商时往往给出土地、税收、安保等多方面的优惠和支持。

3、低成本下的短培育时间

因为公司在购买土地或购买物业时均有较强的议价能力，从而极大的降低了成本，也相应的缩短了培育期。

4、员工持股，分享企业成长，增强凝聚力和工作积极性

公司内设员工持股会，员工除持有欧亚卖场的 37.58%的股权外，还持有其他一些门店或项目的股份。此举保障了员工可以分享到企业的成长，同时极大的增强了员工的归属感和凝聚力，提高了员工的工作积极性。

此外，公司还注重吸引、培养人才。公司管理干部可到吉林大学进行为期 3 年、每年半个月的脱产学习。

4.3 公司主力门店分析

表 7 公司各主要门店 2011 年上半年经营业绩

门店	营业收入		毛利率		平效 (元/平米·年)	净利润	
	金额 (万元)	增速	毛利率	同比增减 (百分点)		金额 (万元)	增速
欧亚商都	136,609	23.4%	9.56%	0.14	16,072	5,289.9	14.2%
欧亚卖场	61,640	34.1%	18.81%	-1.96	2,371	2,984.8	19.0%
益民	8,194	27.7%	12.17%	3.02	5,463	44.6	-
吉林商都	5,145		14.90%		5,107	53.3	
沈阳联营	27,039	29.6%	14.09%	-0.03	18,026	-69.9	-
车百有限	44,189	27.7%	13.37%	2.24	9,333	864.3	258.8%
四平	9,385	31.6%	11.21%	0.54	4,171	109.9	31.3%
农安	1,155	12.5%	22.01%	0.40	1,777	15.0	167.2%
白城	2,431		19.97%		1,080	37.2	
欧亚新发	7,173	45.1%	18.64%	-3.26	2,869	166.6	271.0%
卫星路	7,173	58.8%	18.05%	-4.72	9,255	379.8	25.4%
柳影路	3,102	48.0%	22.40%	-0.74	6,331	251.9	83.0%
通化欧亚	8,657	42.3%	25.95%	2.25	2,705	758.3	82.0%
合计	321,892	31.8%	13.52%	0.26	5,009	10,885.9	35.8%

注：此处各门店净利润未分摊集团的管理费用、统贷部分的财务费用

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 18 2011 年上半年各门店营业收入占比

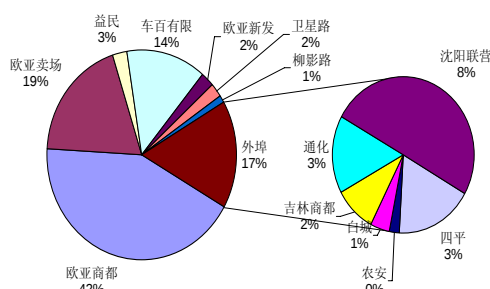
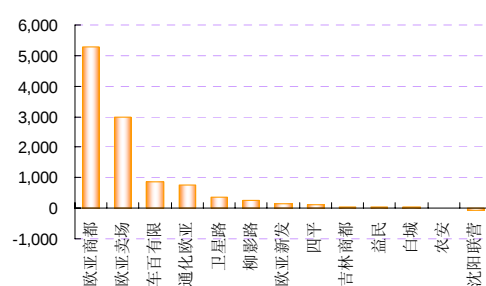


图 19 2011 年上半年各门店净利润（万元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

● 欧亚商都 - 大体量、主力门店；发展方向：做大做精

欧亚商都位于长春市工农大路和红旗街的交叉路口，是公司的第二家百货门店，其发展历程如下：

- 1994 年 4 月，欧亚商都一期建成开业，建筑面积 1.74 万平方米，投资额 5500 万元；
- 1995 年 10 月，欧亚商都二期建成开业，建筑面积 4.14 万平米，投资额 1.1 亿元，其中 IPO 资金 7800 万元，自筹资金 3200 万元；1998 年 12 月，二期续建工程完工，欧亚商都总建筑面积达到 10 万平米；
- 2004 年，欧亚商都三期建成开业，总建筑面积达到 15 万平方米；
- 2010 年 11 月，公司购置欧亚商都东侧物业，准备建设欧亚商都四期，用于经营比现有品牌更高端的奢侈品。预计 2013 年建成，届时总建筑面积将达到 30 万平方米，形成长春市内最大的 shopping mall。

欧亚商都是展现公司商圈培育能力的开端，其不断的发展带旺了周边的商业氛围，吸引了巴黎春天、亚细亚百货、万达广场、苏宁电器等商业企业入驻，打造了长春市的“红旗商圈”。

图 20 欧亚商都营业收入和净利润增速

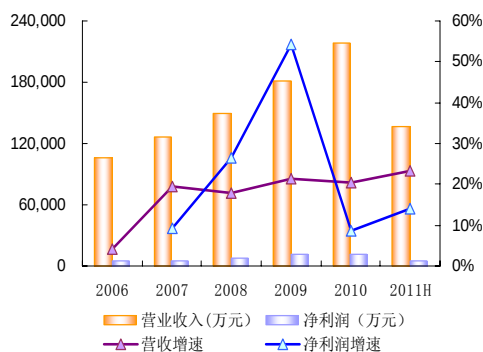
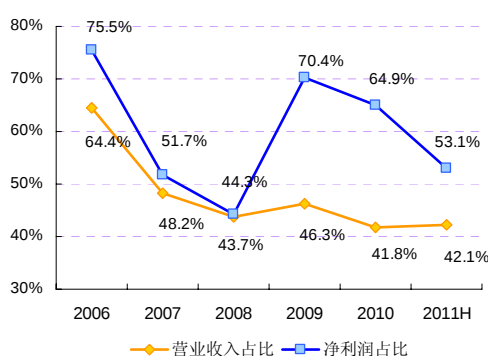


图 21 欧亚商都营业收入和净利润占比



注：因此处欧亚商都的净利润未扣除利息费用；此处净利润占比 = 欧亚商都净利润 / (上市公司净利润 + 利息费用)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

欧亚商都的发展不仅是面积的扩张，还包括内外装修、品牌升级、业态组合、运营管理的提升：2005 年起，公司向现代百货转型，邀请了日韩设计师对商场内部装修、商品摆设等进行了全方位的改造；2007 年，公司投入 3391 万元再次对商都进行内部装修和外观改造；2008 年以来，公司对商场的品牌进行了大规模的提档升级，2009 年底改造基本完成。提档效果显著，2009 年，欧亚商都实现净利润 1.12 亿元，同比增长 54.3%。同时，原品牌供应商离开欧亚商都后入驻亚细亚百货等同商圈的其他商场，完善了商圈内的品牌梯队，留住了商圈客流。

从数据角度来看，欧亚商都有三大特点：

- (1) 近 5 年来收入增速较为稳定，在 20% 上下波动；营业收入占比逐年下降，但仍高于 40%；净利润占比逐年下降，但仍高于 50%；
- (2) 毛利率在各家门店中最低：2008-2011 年上半年毛利率分别为 13.87%、12.48%、11.40% 和 9.56%。低毛利主要是由于品牌升级后扣点率低、折扣力度大、家电占比高等原因。

(3) 租金收入占比逐年下降: 2008 年开始清理 6、7、8 三层用于出租的 IT、电子产品卖场, 目前 8-9 层、7 层 A 座仍为出租模式。未来将进一步压缩出租面积。

目前, 欧亚商都的品牌调整已基本到位, 在 2013 年底欧亚商都 4 期建成投入使用前, 我们认为其营业收入的增长速度在 15%-20% 之间。随着品牌调整后销售收入的不断提升, 扣点率将稳中有升, 毛利率有望提升至 12-13%。

● **欧亚卖场— 摩尔城。发展方向: 做大、做全, 省内起主导、东北有影响、全国知名、与国际经济接轨**

欧亚卖场位于长春市西南部新的中心城区, 所处位置属于朝阳区、高新技术开发区的核心区域, 周边是富豪花园、天安第一城、世纪家园、融创上城等高档住宅社区。

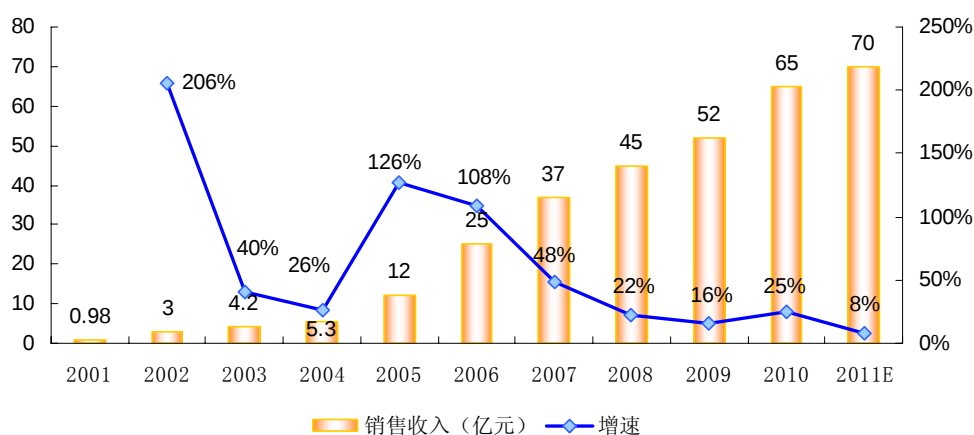
欧亚卖场是公司在第一发展阶段成功自建商圈的又一个范例。卖场所处地块还是长春市燃料一公司的煤炭储运基地, 后因经营不善被欧亚兼并。欧亚购买了该片土地并将其改建成大型卖场。经过 11 年的发展, 欧亚卖场已成为年销售额超过 70 亿元 (含税、全口径) 的集购物、餐饮、休闲、娱乐、健身于一体的大型购物中心。

表 8 欧亚卖场发展历程及股权变化

时间	发展	股权
2000 年 11 月	公司和长春前进仓储共同出资设立长春欧亚卖场。公司以自有资金投入 2400 万元, 前进仓储以现金投入 600 万元。	公司 80%; 前进仓储 20%
2000 年 12 月	一期试营业, 建筑面积 3.6 万平方米, 资金投入 4543 万元	
2001 年 12 月	二期试营业, 累计建筑面积 17 万平方米	
2001 年 12 月	对欧亚卖场增资 4000 万元, 其中公司增资 3200 万元, 自然人杨建兵现金新投资 800 万元	公司 80%, 前进仓储 8.57%, 杨建兵 11.43%
2002 年 6 月	二期及续建工程完工, 累计建筑面积 19.3 万平方米; 公司向欧亚卖场增资 5900 万元。其中: 自筹资金 4164 万元, 募集资金 1736 万元。	公司 89.15%, 前进仓储 4.65%, 杨建兵 6.2%
2004 年元旦	三期试营业, 累计建筑面积 30 万平方米	
2004 年 2 月	江苏南通六建和 13 位自然人对卖场增资 10100 万元	公司 50%, 南通六建 17.39%, 前进仓储 2.61%, 杨建兵等 14 位自然人 30%
2005 年 12 月	三期续建工程完工, 累计建面 43 万平方米	
2006 年 4 月	亚商实业现金出资 6000 万元入股, 注册资本由 2.3 亿元增至 2.9 亿元。	公司 39.66%, 亚商实业 20.69%, 前进仓储 2.07%, 南通六建 13.79%, 自然人 23.79%
2008 年 3 月	娱乐、健身项目完工, 新增万达欧亚影城 (合资+扣点)、球类健身馆; 累计建面 53 万平方米;	
2010 年 10 月	增资 1.015 亿元至 3.915 亿元, 各股东按比例出资	公司 39.66%, 亚商实业 20.69%, 前进仓储 2.07%, 其他自然人 37.58%(其中员工持股约 20%)
2010-2011 年	投入 1.64 亿元进行改造、升级和扩容。2011 年底, 建筑将达 60 万平方米。	
十二五规划	建筑面积扩大至 130 万平方米: (1) 40 万平方米的停车场: 4 层, 每层 10 万平方米; 静态停车 8000 辆, 5 倍的动态空间; (2) 30 万平方米的餐饮、娱乐、休闲功能区, 包括写字楼和超五星级酒店、高尔夫体验馆等。	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 22 欧亚卖场全口径销售收入及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 23 欧亚卖场营业收入、净利润及增速

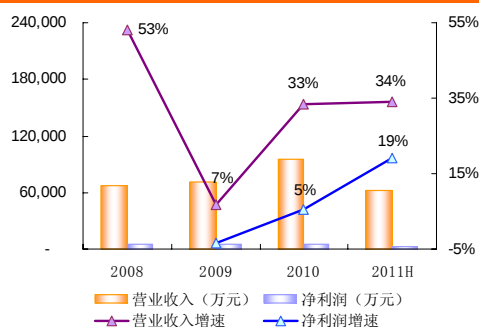
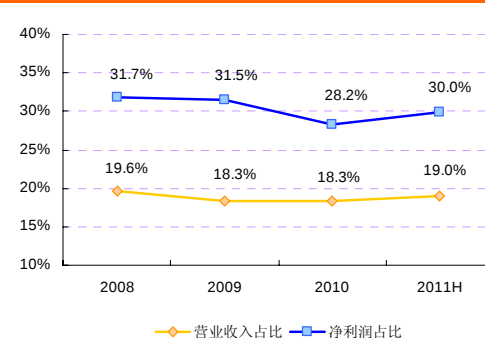


图 24 欧亚卖场营业收入及净利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

目前，欧亚卖场出租、联营、自营的面积比例为 5: 3: 2。出租的楼层主要是负一、负二和三层，主要用于经营装饰、装潢、家居、家具等用品；出租的部分也由卖场实行统一收银、统一促销。目前，租金水平平均为 90 元/平方米·月，而长春同类市场的租金水平为 120 元/平方米·月，卖场的租金有望保持每年 10-15% 的提升速度。联营的部分主要是服装、化妆品、欧亚万达电影院（1.2 万平方米）、室内冰场（900 平方米）等部分娱乐项目。自营部分主要为超市和电器。

卖场的品牌升级在持续进行中，2011 年国庆节前，ZARA、E·land 旗下 8 个品牌（PRICH、Teenie Weenie 等）、Miss Sixty、Vero Moda 等将入驻卖场一楼；到 2012 年国庆节前，一层和二层将有 2/3 的服装品牌得以更新。

欧亚卖场充分体现了公司“边运营，边建设”的理念。卖场的面积在持续扩大中，2011 年底将达到 60 万平方米。十二五期间，卖场的面积将扩大到 130 万平方米，包括：（1）40 万平方米的停车场：4 层，每层 10 万平方米；静态停车 8000 辆，5 倍的动态空间；（2）30 万平方米的餐饮、娱乐、休闲功能区，包括写字楼和超五星级酒店；（3）改造拓展举办中小型展会、集聚人气的会展中心。

“边运营，边建设”和品牌提档升级的双重效应在欧亚卖场得到充分体现。一方面，随着面积的扩大和人气的兴旺，预计 2015 年，欧亚卖场的全口径销售收入可达 150 亿元，年复合增长率 10.5%；另一方面，提档后扣点率下降、娱乐、休闲占比上升导致综合毛利率呈下降态势，但预计在 17% 左右达到稳定状态。

● 吉林欧亚商都

公司在吉林已有两家门店—欧亚商都江南店和解放大路店（吉林欧亚购物中心）。江南店位于吉林市世纪广场北侧，建筑面积 20,150 平方米，于 2010 年 4 月 22 日开业。2010 年当年实现营业收入 6331 万元，亏损 136 万元；2011 年上半年，该门店已实现销售收入 5145 万元，净利润 53.34 万元，门店培育期仅为 1 年。江南店 2010 年和 2011 年上半年的毛利率分别为 15.23% 和 14.90%，高于长春欧亚商都的毛利率水平。其原因在于：（1）吉林省竞争氛围相对缓和，打折频率低幅度小：当地有大商集团吉林市百货大楼、国贸中心、东方商厦、大福源等百货商场，但体量均较小且打折促销的力度小于长春；（2）目标客户购买力强：处于江南富裕阶层聚集区，周边高档住宅林立，且目前周边没有百货商场和超市竞争。

吉林欧亚商都解放大路店（吉林欧亚购物中心）位于吉林市昌邑区解放东路 6 号，建筑面积 33,122 平方米。公司以自有资金 1.69 亿元购买了此处房产，折合 5112 元/平方米。此处物业原本是物业方百通房地产租赁给百联在此经营百联购物中心，而百联主要是采用转租的方式，经营不善而关闭。公司购买该物业后在全球范围内进行招商，并得到了当地政府的大力支持。该门店于 2011 年 4 月 29 日开业，目前销售情况超出了公司自身的预期，预计 2012 年可实现盈利。

● 四平欧亚商贸

四平市位于辽、吉、蒙三省的交界处，2009 年总人口 339 万人，市区人口 60 万人，是东北地区重要的交通枢纽城市。四平欧亚商贸是公司拓展中具有里程碑意义的门店，具有如下特点：

（1） 外埠第一家门店，当地政府的重点招商项目，物业成本极低，开业当年实现盈利。

2005 年 11 月，作为四平市招商引资的重要项目，公司投资 3450 万元购买了三马路商圈东瀛大厦（1.62 万平米）、广兴茂商厦（1.6 万平米）和五交化大楼（0.4 万平米），折合每平米 953 元；随后，公司投资 500 万元建设了过街楼，将三物业连通，共同组成了四平欧亚商贸 A、B 座；2006 年 9 月 29 日，四平欧亚商贸开业，当年实现盈利 100 多万元。

（2） 提升当地的商业水平，带动当地经济发展。

四平欧亚商贸是当地第一家综合性百货商场，也是营业时间最长、闭店时间最晚的商业企业；欧亚商贸的入驻进一步带动了四平三马路商圈，推动了周边各类商铺、餐饮的繁荣和房价的上涨。2009 年，公司投入 3900 万元再次对商场进行了改造升级。目前，四平欧亚商贸拥有员工 1000 多人，是当地规模最大、功能最全、定位最高的一站式购物中心。

（3） 发展超市业务

根据公司的政策，各地级市的子公司在自身业务发展良好的前提下，可拓展超市业务。目前，四平欧亚商贸已拓展两家超市，分别为四平欧亚九州商贸（7917 平方米）和欧亚超市红嘴店（1500 平方米）。目前，四平欧亚还有新的超市项目在洽谈中，预计 2011-2013 年会新增 1-3 家超市。

（4） 毛利率低，净利润增速缓慢

四平欧亚的毛利率一直是外埠门店中最低的，主要原因有：（1）受制于当地经济发展水平（人均 GDP 省内倒数第二），商品难以正价卖出，打折促销活动频繁、力度大；（2）普通品牌在当地摇身变为强势品牌，扣点率低，如百丽、TATA 的扣点率仅 6-7 个点，遇打折促销则沦为零毛利。净利润方面，因门店物业的基础薄弱，各类装修改造投入较大，影响了净利润增速。

图 25 四平欧亚营业收入、净利润及增速

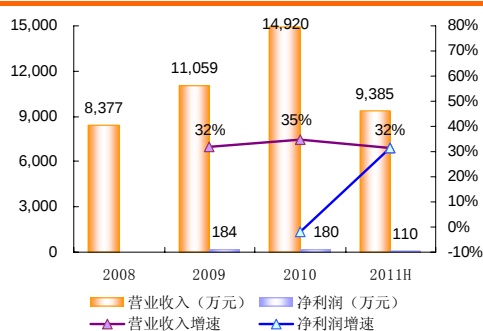
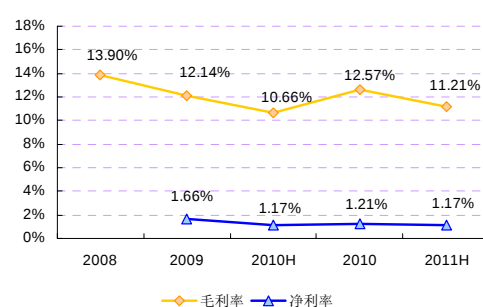


图 26 四平欧亚毛利率及净利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

业态	当地竞争对手
百货	仁兴大厦（联营）、国商百货（联营）、商业城（出租）、维美百货、中兴大厦（出租）、百货大楼（出租）等
超市	恒客隆
电器	华生电器、国美（2 家）、苏宁（2 家）

资料来源：中投证券研究所

● 通化欧亚购物中心

通化位于吉林省东南部，是我国对朝鲜的三大口岸之一。2010 年人口 232.5 万人，其中通化市（东昌区、二道江区）50.6 万人；2010 年人均 GDP 25,806 元。通化市被称为“中国医药城”、“中国葡萄酒城”和“中国钢铁城”，有通化东宝、通化金马、紫鑫药业、益盛药业、双龙股份等上市公司。通化欧亚购物中心是通化市政府的重点招商引资项目，具有物业成本低、培育期短、增长速度快等特点。经过 3 年多的发展，目前通化欧亚已是盈利能力最强、利润贡献最多的外埠门店。与此同时，该门店的发展极大的带动了当地经济的发展，成为通化市政府对外宣传的标杆项目。

（1）投资成本低

2006 年 12 月 29 日，公司公告出资 5000 万元人民币，在通化市江南新区购置土地 4 万平方米，建设 4.5 万平方米的通化欧亚商厦。2008 年 5 月 20 日，公司公告将建设规划由 4.5 万平方米调整为 6.4 万平方米，追加项目投资

7000 万元。追加后的项目总投资为 12,000 万元，其中，购置土地 1809 万元，建设投资 9000 万元，装修费用 1191 万元。项目资金为自筹资金。

表 9 通化欧亚土地、建筑、装修成本一览

土地	数值	建筑	数值	装修	数值
土地面积(万平方米)	4	建筑面积(万平方米)	6.4	建筑面积(万平方米)	6.4
购置成本(万元)	1,809	建设投资(万元)	9,000	装修投资(万元)	1,191
单位面积购置成本(元/平方米)	452	单位建筑面积投资额(元)	1,406	单位建筑面积装修成本(元)	186
单位面积总投资额(土地+建筑+装修)(元)			2,045		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

测算可知，通化欧亚的建设成本很低，尤其是土地成本，每平米土地的购置成本仅为 452 元，综合考虑建筑、装修，单位面积的总投资额（土地、建筑、装修）仅为 2045 元。未来，通化欧亚将建设二期，建筑面积实现翻番，达 12 万平方米以上。

（2）培育期短，盈利能力强

通化欧亚购物中心集购物、休闲、娱乐、餐饮于一体，于 2008 年 1 月 26 日试营业，2009 年正式营业，目前是通化市规模最大、层次最高、功能最全的购物“地标”。通化欧亚培育期为 2 年，2010 年上半年已实现盈利；2011 年上半年销售收入 8,656.9 万元，净利润 758 万元。

表 10 通化欧亚经营业绩

日期	营业收入(元)	平效(元/平米·年)	毛利润(元)	毛利率	净利润(元)	净利率
2009	79,516,491	1,242	16,914,356	21.27%	-2,587,257	-
2010H	60,832,454	1,901	14,417,637	23.70%	4,167,297	6.85%
2010	125,852,126	1,966	31,730,088	25.21%	8,359,503	6.64%
2011H	86,569,420	2,705	22,465,473	25.95%	7,583,419	8.76%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

（3）平效尚处于低水平，未来将延续高增长

公司 2010 年和 2011 年的销售收入增速分别为 58.27%和 42.30%，2011 年上半年销售收入对应的平效为 2705 元/平米·年，仍处低水平。通化的医药、酒类、钢铁、化工等产业发达，相关富裕人群购买力强。通化欧亚销售收入未来 3 年有望保持 40%以上的 CAGR。

（4）购物中心和超市，双业态并驾齐驱

欧亚品牌在当地已深入人心，通化欧亚在发展购物中心业态的同时连开两家欧亚超市：二道江超市（4173 平米）和龙泉路超市（3577 平米），分别于 2010 年 12 月和 2011 年 1 月开业。

● 辽源欧亚购物中心

辽源位于吉林省的东南部，2010 年人口 117.7 万人，其中市区人口 45 万人；人均 GDP 33,137 元，在省内各地级市中位列第 5 位。

辽源欧亚项目是公司第一个城市综合体项目，总建筑面积 16 万平米，其中商业部分 7.97 万平方米，住宅部分 8.07 万平方米（含有少量商铺）。住宅部分一期开盘价 2200 元/平米，目前二期已上涨至 3000 元/平米。该项目也带动了周边房价的上涨。辽源欧亚未入驻前，周边房价 800-1000 元/平方米，目前周边房价也已升至 2000 元左右。

目前，辽源欧亚购物中心运行良好，预计培育期 2 年，2012 年有望开始实现盈利。2011 年底将会有地产项目的结算，预计地产盈利完全可覆盖商业部分的亏损。

表 11 辽源欧亚经营业绩

指标	数值	单位
土地面积		平方米
总建筑面积	160,442	平方米
商业部分-欧亚购物中心	79,740	平方米
住宅部分-钻石名城	80,701	平方米
总投资额	32,737	万元
单位建面总投资额	2,040	元/平方米
购置土地	1,776	万元
单位面积土地成本		元/平方米
基建	991	万元
建筑安装工程费	24,303	万元
单位建安费用	1,515	元/平方米
财务费用	2,560	万元
其他	1,593	万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

● 白城欧亚购物中心

白城市位于吉林省西北部，面积 2.57 万平方公里，下辖九个县（市、区）；2010 年人口 203 万人，人均 GDP21,758 元。2008 年 9 月，公司公告以 420 万元在白城经济开发区购置 27,134 平方米土地，用于建设白城欧亚购物中心。项目总建筑面积 9 万平方米，分两期建设。一期三层，建筑面积 4.5 万平方米。

（1）土地成本极低

白城欧亚的土地成本仅为 155 元/平方米，基本属于买送价，土地成本仅占一期投资额的 4.67%。一期单位建面投资额仅为 2000 元，是公司外埠项目中地价最低、单位建面投资额最小的门店。低成本意味着该项目可以在较低的平效水平下实现盈利，培育期短。

（2）培育期短，平效低，上升空间大

白城欧亚购物中心 2010 年 2 月 1 日开业，当年销售收入 3,747.7 万元，对应平效 908.5 元/平米·年，亏损 407 万元。2011 年 1 季度，该门店销售收入 1,156.6 万元，折合平效 1,028.1 元/平米·年，当季实现净利润 34.14 万元，培育期仅 1 年左右。

表 12 白城欧亚土地、建筑、装修成本一览

指标	金额	单位
总投资	9,000	万元
一期建筑面积	45,000	平方米
一期单位建面总投资额	2,000	元/平方米
土地面积	27,134	平方米
购置土地费用	420	万元
单位面积土地成本	155	元/平方米
建设投资	5,850	万元
单位建面建设投资	1,300	元/平方米
装修费用	2,730	万元
单位建面装修费用	607	元/平方米

资料来源：公司公告、中投证券研究所

● 欧亚沈阳联营 – 公司第一家外省门店，商业、写字楼相辅相成

沈阳联营公司成立于 1952 年，已有近 60 年的历史，是老字号的商业企业，1991 年率先进入“全国百家商业零售企业”行列，也是最早转型为现代百货模式的零售企业之一，销售额最高时曾位列全国第三名。

- 2007 年 1 月 4 日，公司在沈阳市国资委组织的沈阳联营积分式竞价拍卖中战胜深圳茂业，以 2.5 亿元购得沈阳联营 60% 的产权，并一次性支付职工安置费 5500 万元。
- 2007 年 6 月 21 日，公司以 1.39 亿元购得剩余 40% 的产权。
- 2007 年 9 月 29 日，沈阳联营装修、品牌调整后重新开业，并更名为欧亚沈阳联营。
- 2008 年 12 月，公司投资 1.53 亿元建设欧亚联营三期综合营业楼。完工后，欧亚联营总建筑面积 9.8 万平方米，其中营业面积 4.6 万平方米。

2009 年、2010 年和 2011 年上半年，欧亚沈阳联营的销售收入分别为 3.45、5.73 和 2.70 亿元，净利润分别为 -759.8、-529.5 和 -69.9 亿元。减亏的趋势非常明显。事实上，欧亚联营位于沈阳市最繁华的太原街商圈，虽从位置上讲是处于该商圈的外缘，但地铁一号线的换乘站就建在楼下，不出地铁可直接进入负一楼的超市，并有电梯直通商场。2011 年下半年，装修一新的写字楼部分将开始贡献租金收入，全年实现扭亏。2012 年起，伴随着地铁站口的开通，预计欧亚沈阳联营将进入业绩的高速增长期。

● 济南欧亚大观园 — 第二家外省门店，第二个城市综合体项目

济南大观园商场始建于 1931 年，与始建于 1949 年的人民商场、济南第一百货、百货大楼及山东华联并称为济南市属商业的“五朵金花”。近年来，大观园商场由于体制、机制、市场等方面的原因经营陷入困境，客观需要引入“战略投资者”。

2009 年 11 月，公司与济南市国资委、济南大欧经贸共同出资设立了济南欧亚大观园有限公司。联营公司注册资本 1.2 亿元。自 2010 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日期间，由济南市国资委向联营公司济南欧亚大观园有限

公司委派全部经营管理团队，行使日常财务和经营决策权，负责日常经营管理。授权管理期间，公司仅按出资比例行使对济南欧亚大观园有限公司的收益分配权。

表 13 济南欧亚大观园有限公司股权结构

股东	资金/权益出资 (万元)	股权比例	备注
欧亚集团	6,120	51%	现金出资，自筹资金
济南大欧商贸	3,618	30.15%	现金出资
济南市国资委	2,262	18.85%	以 6 户国有企业权益评估值 2262 万元出资。6 户企业：济南大观园经贸有限公司、济南市大观园商场天丰园饭店、济南市大观园商场照相器材商店、济南市大观园商场食物商店、济南外贸抽纱厂、济南四海香股份有限公司
联营公司注册资本	12,000	100%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

欧亚大观园成立后，随即租赁了国有控股企业大观股份的场地经营大观园商场，对其进行了重新招商、装修，更名为欧亚大观园商场并于 2009 年 9 月开业。

由欧亚大观园投资的大观商都已于 2011 年 4 月 6 日奠基，这是公司的第二个城市综合体项目。该项目位于济南市阳光新路和卧龙路口，投资额 15 亿元，土地面积 43.1 亩，建筑面积 26 万平方米，规划为商业、酒店式公寓、写字楼和休闲娱乐配套（电影院等）等功能区。其中，商业和酒店式公寓面积各 11 万平方米左右。

2010 年、2011 年上半年欧亚大观的净利润分别为-104.5 万元和-105 万元。

总结：从现有拓展模式上来讲，公司获取门店的方式主要有三类：（1）收购兼并国企改革过程中经营不善、破产的企业；（2）当地政府招商引资，给地给政策；（3）参与国企改革，以战略投资者的身份参与国有资产的开发、经营。

五、储备项目—拿地自建、兼并收购、参股，一个也

不会少

2006 年，公司购买物业进入四平，开始了外埠扩张之路，随后在通化、白城、辽源等地开始了大规模的拿地自建商场、自建商圈的过程。2007 年，公司分两步收购了沈阳联营的股权，开始了外省扩张之路；2009 年，公司与济南市国资委、大欧经贸共同出资成立济南欧亚大观园有限公司，商业版图和市场影响力扩展至中原地区。内蒙古通辽、河南郑州的项目已在推进过程中，黑龙江省的项目目前在洽谈中。我们认为，未来拿地自建仍是公司外延扩张的主要方式。在吉林省内各地级市布点完毕后，拿地自建的方式会拓展到省内较发达的县级市，黑龙江、辽宁省、内蒙古等北方省份的地级市等。兼并收购和参股是公司参与国有商业类企业改制的主要形式，也将是进入河南等中部地区省会城市的重要方式。

表 14 公司现有储备项目

项 目	城市	地点	项目细则	建筑面积 (平方米)	拓展类型	预计 开业时间	备注
梅河口欧亚购物中心	梅河口	河东新区	城市综合体（商业、住宅）	85,542	拿地自建	2011 年底	购置土地 7 万平方米，目前开发 3.5 万平方米
欧亚商都四期	长春	红旗商圈	城市综合体（商业、娱乐休闲）	130,000	边经营边建设	2013 年	
欧亚卖场四期	长春		城市综合体（商业、酒店、写字楼等）	700,000	边经营边建设	十二五期间陆续建成	
通化欧亚购物中心二期、三期	通化	开发区	二期：商场加盖 3 层；三期：商务酒店	64,000(二) 30,000 (三)	边经营边建设	N.A.	
白城欧亚购物中心二期二期	白城	开发区	加盖 3 层				
吉林欧亚商都解放大路店二期	吉林	老城区	商场加盖 3 层	26,000	边经营边建设	N.A.	
济南欧亚大观商都	济南	高端新兴商圈	城市综合体（商场、公寓、写字楼等）	260,000	联营公司投资	2014 年	
松源欧亚购物中心	松源	开发区		50,000			建筑面积为推测值
通辽欧亚购物中心	通辽	开发区		50,000			建筑面积为推测值

资料来源：公司公告、中投证券研究所

● 欧亚商都四期—欧亚城市商业综合体

公司分三次购得长春欧亚商都四期所在的土地：

表 15 公司现有储备项目

购买时间	土地面积 (平方米)	购买成本 (万元)	土地单价 (元/平方米)	土地级别	使用年限	备注
2010 年 5 月	7,859	3,910	4,975	商业一级	40 年	土地规划总用地为 8894 平方米
2010 年 8 月	2,297	5,236.84	22,799	-	-	以总价款 5236.84 万元向长春东润房地产、伍陆柒捌集团和地理所购买总计建筑面积为 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。
2011 年 1 月	3015	7430	24,643	商业一级	40 年	规划用地面积 3727 平方米。
合计	13,171	16,577				

资料来源：公司公告、中投证券研究所

该项目在长春市政府的倡议和推动下，由欧亚商都四期改为欧亚城市商业综合体，规划建筑面积 10-13 万平方米。建成后的欧亚城市综合体集购物、休闲、娱乐于一体，商场部分将定位于国际一线奢侈品，进一步提升商都的定位。

六、股价安全边际高，市值低估明显

6.1 激励基金计划实施，业绩释放进入快车道

公司 2010 年度股东大会上通过了激励基金计划，实施周期为四年：2011-2014 年。以当年归属于母公司股东的净利润为基数，较上年增加额按照以下比例计提：

1、年归属于母公司股东的净利润增长率为 20%（不含 20%）--25%，按照 30%的比例计提；

2、年归属于母公司股东的净利润增长率为 25%（不含 25%）--30%，按照 35%的比例计提；

3、年归属于母公司股东的净利润增长率为 30%（不含 30%）以上，按照 40%的比例计提。

按照本方案提取的激励基金作为管理费用计入当期成本。归属于母公司股东的净利润增长率以未提取激励基金的增长率计算。

该激励方案包括了公司高管、二级单位班子成员及业务骨干，人数在 100 人左右。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。

表 16 2011 年净利润增速、高管可购股份数量敏感性分析

计提前归属母公司净利润增速	23%						25%					
计提增加额的比例	30%						30%					
提取的激励基金（元）	9,101,979						9,893,456					
激励基金中高管占比	40%		50%		60%		40%		50%		60%	
高管所得激励基金（元）	3,640,792		4,550,990		5,461,188		3,957,382		4,946,728		5,936,073	
股价（元）	35	40	35	40	35	40	35	40	35	40	35	40
高管可买股份数（万股）	10.40	9.10	13.00	11.38	15.60	13.65	11.31	9.89	14.13	12.37	16.96	14.84
计提后归属母公司净利润增速	17.83%						19.38%					
计提前归属母公司净利润增速	30%						35%					
计提增加额的比例	35%						40%					
提取的激励基金（元）	13,850,838						18,467,784					
激励基金中高管占比	40%		50%		60%		40%		50%		60%	
高管所得激励基金（元）	5,540,335		6,925,419		8,310,503		7,387,114		9,233,892		11,080,670	
股价（元）	35	40	35	40	35	40	35	40	35	40	35	40
高管可买股份数（万股）	15.83	13.85	19.79	17.31	23.74	20.78	21.11	18.47	26.38	23.08	31.66	27.70
计提后归属母公司净利润增速	22.13%						24.50%					

资料来源：公司公告、中投证券研究所

6.2 高管增持，显示对公司股价的强烈信心

2011 年以来，共有 8 位董、监、高在二级市场增持 16 次，累计投入 531.8 万元，共增持 19.4 万股，平均增持成本 27.40 元。其中，董事长曹和平增持 8 次，累计投入 457.4 万元，共增持 16.73 万股，平均成本 27.34 元。16 次增持有 10 次是在 7 月份以后，增持成本在 27.77 元以上。频繁的高位增持显示了公司高层对自身股票的信心。

表 17 2011 年公司董、监、高增持一览

董监高姓名	职务	增持股数 (股)	增持平均价格 (元/股)	增持后持股数 (股)	变动日期
曹和平	董事长	12,800	28.88	275,727	2011-8-19
曹和平	董事长	18,100	27.86	262,927	2011-7-7
曲慧霞	董事	5,741	27.86	60,938	2011-7-7
席汝珍	董事	3,800	27.88	11,947	2011-7-7
闫福录	董事	3,200	27.89	3,520	2011-7-7
程秀茹	高管	1,300	27.9	4,992	2011-7-6
姜国臣	监事	4,500	27.77	28,937	2011-7-6
闫福录	董事	320	27.84	320	2011-7-6
于惠舫	高管	4,400	27.77	48,570	2011-7-6
于志良	高管	3,500	27.77	3,500	2011-7-6
曹和平	董事长	20,000	28.44	244,827	2011-4-28
曹和平	董事长	43,200	29.03	224,827	2011-4-27
曹和平	董事长	19,200	29.26	181,627	2011-4-26
曹和平	董事长	2,300	24.53	162,427	2011-2-10
曹和平	董事长	11,000	23.76	160,127	2011-1-24
曹和平	董事长	40,700	24.5	149,127	2011-1-20

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 18 2011 年公司董、监、高增持分析

姓名	增持次数	增持股数 (股)	增持成本 (元)	平均成本 (元)	最新持股数 (股)	占董、监、高持股比例	占公司总股本比例
曹和平	8	167,300	4,573,547	27.34	275,727	62.90%	0.173%
曲慧霞	1	5,741	159,944	27.86	60,938	13.90%	0.038%
于惠舫	1	4,400	122,188	27.77	48,570	11.10%	0.031%
姜国臣	1	4,500	124,965	27.77	28,937	6.60%	0.018%
席汝珍	1	3,800	105,944	27.88	11,947	2.70%	0.008%
程秀茹	1	1,300	36,270	27.9	4,992	1.10%	0.003%
闫福录	2	3,520	98,157	27.89	3,520	0.80%	0.002%
于志良	1	3,500	97,195	27.77	3,500	0.80%	0.002%
合计	16	194,061	5,318,210	27.40	438,131	100%	0.275%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

6.3 资产重估净值 (RNAV) 远高于市值, 价值低估明显

根据市场价格对公司现有商场、超市、写字楼等物业进行重估, 得其物业市场重估值为 87.70 亿元, 资产重估净值为 85.72 亿元, 远高于最新市值 46.28 亿元。公司目前的股价有足够的安全边际。每股资产重估净值 53.88 元是目前股价的 1.83 倍, 股价上涨空间广阔。

表 19 公司物业价值重估

门店名称	城市	建筑面积 (平方米)	市场价格 (元/平方米)	权益比例	重估价值 (万元)
车百大楼	长春市	30,000	8,000	100%	24,000
欧亚商都	长春市	170,000	22,000	100%	374,000
欧亚卖场	长春市	520,000	4,500	39.66%	92,804
益民商厦	长春市	30,000	4,500	100%	13,500
新发商厦	长春市	50,000	10,000	100%	50,000
春城购物中心	长春市	40,000	5,000	100%	20,000
四平商贸	四平市	45,000	3,500	100%	15,750
农安商贸	农安县	13,000	2,500	100%	3,250
吉林欧亚商都 江南店	吉林市	20,150	10,000	100%	20,150
吉林欧亚商都 解放大路店	吉林市	33,122	8,000	100%	26,498
通化购物中心	通化市	64,000	2,500	100%	16,000
白城购物中心	白城市	45,000	2,000	100%	9,000
辽源购物中心	辽源市	75,000	2,000	100%	15,000
沈阳联营	沈阳市	46,000	20,000	100%	92,000
沈阳联营 写字楼	沈阳市	52,000	15,000	100%	78,000
长春 10 家自有 物业超市	长春市	56,970	4,000	100%	22,788
四平 2 家自有 物业超市	四平市	9,417	2,500	100%	2,354
通化 2 家自有 物业超市	通化市	7,692	2,500	100%	1,923
合计		1,307,351			877,017

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 20 公司资产重估净值远高于市值

指标	金额
货币资金 (万元)	19,176
物业重估值 (万元)	877,017
长期股权投资 (万元)	6,425
主要负债 (银行贷款) (万元)	45,400
资产重估净值 (RNAV) (万元)	857,219
最新市值 (万元)	462,787
股本 (万股)	15,909
每股资产重估净值 (元)	53.88
最新股价 (元)	29.09

资料来源：公司公告、中投证券研究所

6.4 市值明显低估，未来市值提升空间大

➤ 市销率 PS 低于行业平均水平

公司对应 2010 年销售收入的市销率 PS 为 0.89，若以 2011 年中报销售收入乘以 2 来预测 2011 年销售收入，则目前市值对应的 2011 年 PS 仅为 0.69，在各地方龙头商业公司中处于较低水平。

未来，随着公司沈阳联营、吉林欧亚商都、辽源欧亚购物中心的扭亏，以及激励基金计划的实施，我们认为公司的销售净利率有望提升至行业平均甚至更高的水平；相应的 PS 也有望大幅提升，市值提升空间巨大。

$$\begin{aligned}\text{市销率 PS} &= \text{市值/销售收入} = (\text{市值/净利润}) / (\text{销售收入/净利润}) \\ &= \text{PE} * \text{销售净利率}\end{aligned}$$

➤ 每股经营现金流/股价、CFO/NI 处同类公司较高水平

公司每股经营性现金流净额/股价为 18.15 倍，在同类公司中仅低于大商股份和银座股份。公司 CFO/NI 为 2.75 倍，在同类公司中仅低于大商股份、银座股份、南京中商和友好集团。

表 21 主要百货类上市公司市值比较

证券简称	营业收入 (亿元) -2011H	市值 (亿元)	销售净利率 (%) -2011H	CFO (亿元) -2011H	净利润 NI (2011H)	PS (2011E)	股价/每股经营 现金流 (2011H)	CFO/NI (2011H)
大商股份	155.43	129.76	1.50	10.57	2.33	0.42	12.28	4.53
银座股份	53.60	56.98	1.44	3.49	0.77	0.53	16.32	4.54
重庆百货	135.70	169.76	2.75	3.27	3.73	0.63	51.89	0.88
广百股份	33.96	42.49	3.29	-1.57	1.12	0.63	-27.09	-1.40
南京中商	30.09	40.26	0.31	0.41	0.09	0.67	97.77	4.39
欧亚集团	32.41	44.78	2.76	2.47	0.90	0.69	18.15	2.75
武汉中商	20.77	29.02	3.28	0.67	0.68	0.70	43.17	0.99
首商股份	58.55	88.49	5.00	2.26	2.93	0.76	39.08	0.77
鄂武商 A	63.37	96.48	4.45	4.92	2.82	0.76	19.61	1.74
中兴商业	17.95	29.44	2.88	1.35	0.52	0.82	21.73	2.62
通程控股	19.09	34.16	3.63	0.88	0.69	0.89	38.90	1.27
王府井	83.56	169.31	4.07	0.22	3.40	1.01	754.85	0.07
新华百货	25.49	54.37	5.85	0.96	1.49	1.07	56.39	0.65
合肥百货	46.09	106.58	7.62	3.12	3.51	1.16	34.16	0.89
友好集团	17.24	43.30	3.81	2.26	0.66	1.26	19.16	3.44
天虹商场	63.73	190.77	5.14	4.28	3.28	1.50	44.55	1.31
友阿股份	23.89	75.60	8.87	1.89	2.12	1.58	39.99	0.89
广州友谊	21.29	73.16	9.51	-0.29	2.02	1.72	-249.17	-0.15
成商集团	10.32	52.09	10.39	0.94	1.07	2.52	55.18	0.88
徐家汇	10.79	65.65	12.12	0.69	1.31	3.04	94.57	0.53
平均值	46.17	79.62	4.93	2.14	1.77	1.12	59.08	1.58

资料来源：Wind、中投证券研究所

七、投资建议：推荐

预计公司 2011-2013 年销售收入分别为 67.80、85.00 和 112.00 亿元，增速分别为 29.69%、25.37%和 31.76%；提取激励基金后归属于母公司所有者的净利润增速分别为 23.6%、30.2%和 29.6%，对应 EPS 分别为 1.02、1.33 和 1.73 元。给予 2011 年 25 倍 PE，对应目标价 33.25 元，“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	904	1776	2373	3439	营业收入	5228	6780	8500	11200
现金	180	902	1280	2000	营业成本	4452	5763	7208	9486
应收账款	2	3	3	4	营业税金及附加	32	39	48	63
其它应收款	35	54	68	90	营业费用	143	183	227	297
预付账款	318	346	432	569	管理费用	357	488	610	795
存货	362	461	577	759	财务费用	21	40	58	109
其他	7	10	13	17	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	3041	3146	3833	4991	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	65	65	66	67	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	2147	2431	2907	3611	营业利润	221	264	346	448
无形资产	280	277	273	270	营业外收入	13	5	6	7
其他	549	374	587	1043	营业外支出	9	4	4	4
资产总计	3945	4923	6206	8430	利润总额	225	265	348	451
流动负债	2525	3349	4434	6404	所得税	59	66	91	122
短期借款	274	500	1000	2052	净利润	166	199	258	329
应付账款	491	634	793	1044	少数股东损益	34	37	45	54
其他	1760	2215	2641	3309	归属母公司净利润	132	162	212	275
非流动负债	232	234	234	234	EBITDA	356	409	528	709
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.83	1.02	1.33	1.73
其他	32	34	34	34	主要财务比率				
负债合计	2757	3583	4668	6638	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	306	344	389	443	成长能力				
股本	159	159	159	159	营业收入	33.6%	29.7%	25.4%	31.8%
资本公积	309	309	309	309	营业利润	17.6%	19.6%	30.9%	29.3%
留存收益	414	528	682	880	归属于母公司净利润	18.5%	22.7%	31.2%	29.4%
归属母公司股东权益	882	996	1150	1348	获利能力				
负债和股东权益	3945	4923	6206	8430	毛利率	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%
现金流量表					净利率	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	15.0%	16.3%	18.5%	20.4%
经营活动现金流	384	793	804	1164	ROIC	12.7%	21.6%	21.7%	20.7%
净利润	166	199	258	329	偿债能力				
折旧摊销	115	104	124	152	资产负债率	69.9%	72.8%	75.2%	78.8%
财务费用	21	40	58	109	净负债比率	17.19	19.53%	25.71	33.92%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.36	0.53	0.54	0.54
营运资金变动	81	455	365	573	速动比率	0.21	0.39	0.41	0.42
其它	2	-6	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-592	-209	-810	-1310	总资产周转率	1.43	1.53	1.53	1.53
资本支出	586	200	800	1300	应收账款周转率	3751	2761	2781	2843
长期投资	1	1	2	2	应付账款周转率	9.91	10.25	10.10	10.33
其他	-5	-8	-8	-8	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	68	139	384	866	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.02	1.33	1.73
短期借款	-111	226	500	1052	每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	4.98	5.06	7.31
长期借款	200	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.26	7.23	8.48
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	33.54	27.34	20.83	16.10
其他	-23	-87	-116	-186	P/B	5.02	4.44	3.85	3.28
现金净增加额	-140	722	378	720	EV/EBITDA	14	12	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳, 中投证券商业分析师, 中山大学岭南学院经济学硕士, 3 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434