

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

欧亚集团

600697

推荐

收入保持快速增长, 计提激励基金后全年净利润增速将超 20%

公司 2011 年 1-3 季度实现营业收入 48.30 亿元, 同比增长 33.58%; 归属于上市公司股东的净利润为 1.08 亿元, 同比增长 24.29%; 基本每股收益 0.68 元, 符合预期。

投资要点:

- **营业收入增长 33.58%:** (1) 全资子公司吉林欧亚购物中心(吉林欧亚解放大路店)纳入合并范围。该门店建筑面积 3.3 万平米, 于今年 4 月 29 日试营业。(2) 分公司欧亚商都、子公司欧亚卖场、欧亚车百营业收入增长较快, 预计增速分别为 24%、34% 和 30% 左右。公司超市业务增长迅速, 已成为公司重要的营收和利润增长点。
- **毛利率相比去年同期微升 0.25 个百分点至 14.62%, 相比上半年提升 0.86 个百分点:** 我们认为, 毛利率提升的原因主要有 (1) 次新门店吉林商都、白城欧亚、新门店辽源欧亚、吉林欧亚购物中心加速培育, 扣点率上升; (2) 外埠门店综合毛利率高于长春市门店, 而外埠门店营业收入占比在不断提升。
- **期间费用率上升 0.54 个百分点至 10.2%:** 销售/管理/财务管理率分别变化-0.19%、0.63%、0.10 个百分点至 2.47%、7.32%、0.41%。其中, 管理费用同比增长 46.07%, 主要原因是: (1) 随着经营规模的扩大, 水电、人工、折旧摊销、场地租赁费增加; (2) 吉林省于 5 月 1 日上调最低工资标准, 平均上调 21.95%, 公司员工工资相应上调; 公司新门店大量试用期员工转正, 工资成本大幅上升; 各项保险、福利费用增加。财务费用同比增长 78.68%, 主要是由于银行借款增加(短期借款较期初增加 51.09%, 长期借款减少 10%)及发行的短期融资券利息支出增加所致。
- **经营活动现金流量净额同比下降 50.49%:** 主要是支付给职工以及为职工支付的现金、支付的各项税费以及支付其他与经营活动有关的现金增加所致。
- **4 季度辽源置业地产项目开始结算, 全年计提基金激励计划前归属于上市公司股东净利润增速有望达 33%, 计提后有望达 22.7%。** 8 名公司董、监、高今年累计投入 532 万元增持 19.4 万股, 平均成本 27.4 元, 彰显了对公司股价的强烈信心。公司凭借强大的市场影响力和自建商圈的能力成为吉林省内和周边省份各地方政府招商青睐的对象, 自建物业低成本快速扩张。公司市值低估明显: 资产重估净值为市值的 2.09 倍, PS 仅为 0.62。维持盈利预测不变, 预计公司 2011-2013 年销售收入增速分别为 29.7%、25.4% 和 31.8%; 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 22.7%、31.2% 和 29.4%, 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, 维持“推荐”评级。

风险提示: 1、新店培育低于预期; 2、财务费用大幅上升; 3、经济增速放缓影响消费

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	31.89	25.99	19.81	15.30
P/B	4.77	4.22	3.66	3.12
EV/EBITDA	13	12	9	7

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 33.25 元

当前股价: 26.44 元

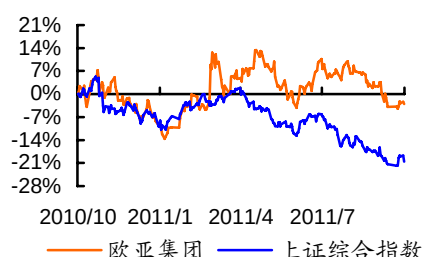
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2377.51
总股本(百万)	159
流通股本(百万)	155
流通市值(亿)	41
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	-5.37	-10.04	-6.69
上证综合指数	-2.47	-15.00	-20.72



相关报告

《欧亚集团-以品牌换资源, 政府招商宠儿; 参与国企改革, 获取优质资产》2011-9-15

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、核心竞争力——以品牌换资源，政府招商宠儿

首先，公司最大的核心竞争力在于：擅长自建商圈，带动一方经济发展；以品牌换资源，自建物业，获取物业升值和商业经营双重收益。

- 欧亚商都、欧亚卖场是公司打造商圈的成功典范；随后公司又先后在吉林省通化市、白城市、辽源市的经济开发区打造了当地规模最大、定位最高、功能最齐全的大型购物中心。自身获得发展的同时带动了一方经济，进而声名远播，不仅得以在省内快速扩张，进而成为临近省份内蒙古、黑龙江等地方政府争相招商的对象。
- 自辽源项目开始，公司已涉足城市综合体项目。目前的城市综合体储备项目还有：欧亚商都四期、欧亚卖场四期、通化欧亚二期和三期、济南欧亚大观商都等。

其次，公司拥有先发优势和规模优势

- 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%。公司已在省内 8 个地级市中的 5 个拥有门店，另在松源市拥有储备项目。

三、股价安全边际高，市值低估明显

1、2011 年以来公司 8 位董、监、高累计增持 19.4 万股，共投入 532 万元，平均增持成本 27.4 元/股，彰显了对公司股价的强烈信心。

表 1 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

2、激励基金计划锁定业绩高增长，4 季度辽源欧亚项目的住宅部分（含少量商铺）开始结算，全年计提基金激励计划前归属于上市公司股东净利润增速有望达 33%，计提后有望达 22.7%。

表 2 辽源欧亚项目测算

指标	数值	单位
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
其中：购置土地	1,776	万元
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
均价	2,500	元/平方米
住宅部分销售收入	20,175	万元
销售收入-投资额(含土地、基建、建安、财务费用、其他)	3,712	万元
其他费用/销售收入	2%	
营业利润	3,309	万元
所得税率	25%	
净利润	2,482	万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

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。保守按均价 2500 元/平方米测算，则住宅部分可实现销售收入 2.02 亿元。综合考虑土地成

本、基建成本、建安成本、财务费用、其他费用及所得税后，保守估计住宅项目的净利润可达 2482 万元左右。

3、市值低估

公司资产重估净值高达 87.7 亿元，是市值的 2.09 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 0.62，市值低估明显。

四、盈利预测与估值

维持盈利预测不变，预计公司 2011-2013 年销售收入增速分别为 29.7%、25.4%和 31.8%；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 22.7%、31.2%和 29.4%，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，维持“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	31.89	25.99	19.81	15.30
其他	-23	-87	-116	-186	P/B	4.77	4.22	3.66	3.12
现金净增加额	-140	722	378	720	EV/EBITDA	13	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。重点覆盖公司: 天虹商场、友好集团、欧亚集团、广州友谊、通程控股、天音控股等。

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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434