

产业资本增持逻辑催化公司价值重估

吉林商业龙头，近期商业销售稳健。公司是吉林省垄断性区域商业龙头，内生经营调整、线下门店拓展、线上省内生活服务平台建设三项推进，稳健经营。我们预计公司2014年收入同比增长10%，净利润同比增长20%，其中：第一、欧亚商都处于成熟期，近期营收保持4%-5%低增速，毛利维持在14%；第二、欧亚车百、欧亚卖场处于成长期，近期营收保持20%增速；第三、超市受益消费者日常刚需，营收保持20%增速；第四，元旦期间销售回暖，同比增长20%，增速优于省内竞争对手。

三星战略有序落地，支撑未来业绩增长。第一、省内布局阶段性告罄，继琿春、辽源、通化项目落地后，吉林综合体项目（商业部分）也已于14年12月开业，省内仅剩白山项目也将于16年开业，小三星布局完善；第二、省外储备项目落地争抢全国商业份额，内蒙古乌兰浩特项目预计15年中期开业、通辽项目预计15年底开业，山东济南项目预计16年开业，中三星面向全国，跨区域作战抢占外省商业空间。第三，公司拓展商业综合体开发模式，独到选址经验实现低成本项目投放，如吉林综合体商业部分拿地成本仅为800元/平米；地产分享商业催生的升值红利，公司商业项目合计达200万平，地产项目（除济南）合计剩余60万平，未来业绩增长确定性强，近期置业公司受益于房地产回暖，平均净利率超过14%。

产业资本增持利好低估区域零售价值回归。商贸零售板块15年平均估值已达25倍，源自无风险利率下降催化的蓝筹权重股价值重估，区域零售商15年PE仅为15倍，估值比价优势明显，低估区域零售存在价值回归可能；茂业二度增持银座达10%股权，推动银座停牌进行资产整合，产业资本增持成为催化低估区域零售转型变革、价值重估的动力。我们测算，欧亚储备项目+开发项目资产重估价值达145亿，大股东持股比例低，长期存在被举牌的预期；当前产业资本催化低估零售价值重估的行情中，我们判断欧亚将持续表现。

维持盈利预测，维持“买入-A”评级。15年国企改革政策落地，受益政策红利或成省内唯一商业平台，资产整合预期强烈；三星战略有序推进，储备项目丰富，全国性布局跨区域分享消费回暖红利；低估值、稳增长、高价值演绎未来长期投资逻辑。我们预计公司14-16年EPS为1.85元、2.24元、2.68元，对应PE为15倍、12倍、10倍。

风险提示：济南项目具体投放时间具有不确定性；电商或将加大对东北地区传统零售冲击度。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,590.7	10,315.2	11,340.6	12,831.3	14,166.8
净利润	201.9	245.3	294.5	356.9	426.3
每股收益(元)	1.27	1.54	1.85	2.24	2.68
每股净资产(元)	7.19	8.44	9.83	11.55	13.61

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	21.9	18.0	15.0	12.4	10.4
市净率(倍)	3.9	3.3	2.8	2.4	2.0
净利润率	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
净资产收益率	16.4%	16.3%	18.6%	19.0%	18.8%
股息收益率	1.1%	1.2%	1.7%	1.9%	2.2%
ROIC	21.1%	14.3%	13.6%	15.7%	15.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

30.57元

股价(2015-01-13)

27.78元

交易数据

总市值(百万元)	4,419.47
流通市值(百万元)	4,310.23
总股本(百万股)	159.09
流通股本(百万股)	155.16
12个月价格区间	16.02/27.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	12.76	-6.16	6.66
绝对收益	22.81	36.98	66.85

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

价值低估、低调转型的吉林 国企商业龙头	2015-01-06
毛利率改善，经营稳健增长	2014-10-27
蓝筹属性打造沪港通优质标的	2014-08-26

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月14日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,590.7	10,315.2	11,340.6	12,831.3	14,166.8	成长性					
减:营业成本	7,206.5	8,588.9	9,270.8	10,434.2	11,489.0	营业收入增长率	23.5%	20.1%	9.9%	13.1%	10.4%
营业税费	75.0	93.0	97.6	110.4	121.9	营业利润增长率	19.8%	23.0%	35.5%	20.8%	17.8%
销售费用	233.3	329.2	371.8	431.8	486.7	净利润增长率	24.9%	21.5%	20.1%	21.2%	19.4%
管理费用	647.9	778.9	904.9	1,034.2	1,141.9	EBITDA 增长率	34.1%	25.2%	22.0%	16.0%	12.1%
财务费用	88.3	108.2	132.1	140.4	126.7	EBIT 增长率	32.8%	22.9%	32.8%	18.0%	13.1%
资产减值损失	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	NOPLAT 增长率	32.5%	18.7%	36.9%	18.0%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	74.9%	44.6%	2.2%	18.1%	-9.1%
投资和汇兑收益	-2.0	-1.9	-1.6	-1.8	-1.8	净资产增长率	16.9%	23.4%	18.1%	18.8%	18.7%
营业利润	336.0	413.3	560.1	676.6	797.1	利润率					
加:营业外净收支	6.9	22.1	8.4	12.4	14.3	毛利率	16.1%	16.7%	18.3%	18.7%	18.9%
利润总额	342.8	435.4	568.5	689.1	811.4	营业利润率	3.9%	4.0%	4.9%	5.3%	5.6%
减:所得税	88.1	122.9	147.8	179.2	211.0	净利润率	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
净利润	201.9	245.3	294.5	356.9	426.3	EBITDA/营业收入	7.2%	7.5%	8.3%	8.5%	8.6%
						EBIT/营业收入	4.9%	5.1%	6.1%	6.4%	6.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	149	162	172	159	150
						流动营业资本周转天数	-106	-88	-85	-71	-66
						流动资产周转天数	92	94	91	85	79
						应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
						存货周转天数	32	43	37	33	27
						总资产周转天数	286	296	300	277	258
						投资资本周转天数	86	111	121	118	111
						投资回报率					
						ROE	16.4%	16.3%	18.6%	19.0%	18.8%
						ROA	3.4%	3.3%	4.5%	5.0%	6.0%
						ROIC	21.1%	14.3%	13.6%	15.7%	15.0%
						费用率					
						销售费用率	2.7%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%
						管理费用率	7.5%	7.6%	8.0%	8.1%	8.1%
						财务费用率	1.0%	1.0%	1.2%	1.1%	0.9%
						三费/营业收入	11.3%	11.8%	12.4%	12.5%	12.4%
						偿债能力					
						资产负债率	79.3%	79.8%	76.0%	73.9%	68.1%
						负债权益比	383.3%	394.6%	317.0%	282.5%	213.8%
						流动比率	0.47	0.44	0.41	0.48	0.45
						速动比率	0.27	0.23	0.28	0.28	0.35
						利息保障倍数	4.80	4.82	5.24	5.82	7.29
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	0.33	0.46	0.52	0.62
						分红比率	23.6%	21.4%	24.9%	23.3%	23.2%
						股息收益率	1.1%	1.2%	1.7%	1.9%	2.2%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.27	1.54	1.85	2.24	2.68
						BVPS(元)	7.19	8.44	9.83	11.55	13.61
						PE(X)	21.9	18.0	15.0	12.4	10.4
						PB(X)	3.9	3.3	2.8	2.4	2.0
						P/FCF	80.4	-106.2	635.5	87.4	140.6
						P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
						EV/EBITDA	8.1	7.0	7.2	6.6	5.2
						CAGR(%)	26.0%	24.3%	26.9%	26.0%	24.3%
						PEG	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
						ROIC/WACC	3.0	2.1	2.0	2.3	2.2
						REP	0.6	0.7	0.9	0.7	0.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034