安信证券 ESSENCE SECURITIES

2014 年 12 月 31 日

公司快报

证券研究报告

百货

欧亚集团（600697.SH）

价值低估、低调转型的吉林国企商业龙头

投资评级 买入-A

调高评级

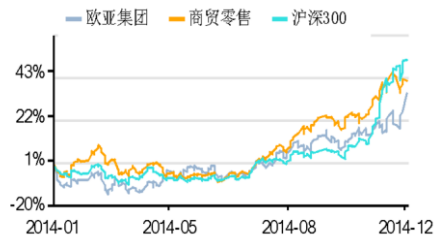
6 个月目标价 30.57 元

股价（2014-12-30） 25.13 元

交易数据

总市值（百万元）	3,997.88
流通市值（百万元）	3,899.07
总股本（百万股）	159.09
流通股本（百万股）	155.16
12 个月价格区间	16.02/25.13 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.61	-20.31	-15.76
绝对收益	15.49	20.76	34.60

张龙 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

相关报告

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
内生增长稳定，地产贡献增加	2014-08-20

■林区域零售龙头，三星战略推进外延扩张。公司是吉林垄断性区域商业龙头，目前拥有 18 家百货店（省内 16 家，省外 2 家）和 20 余家超市。

■价值低估催化新一轮补涨行情。PS15 年估值 0.29 倍，未来维持稳定；15 年 PE 为 11 倍，远低于商贸板块平均估值（15 年 PE 为 25 倍）；管理层增持标明公司价值底线，吉林国企改革受益标的。

■建立异业联盟，O2O 式拓展城市生活服务平台。推进线下门店触网，丰富线上销售渠道；建立区域城市“异业联盟”，以本地化移动生活服务电商占据省内消费市场。

■投资建议：“买入-A”投资评级，6 个月目标价 30.57 元。我们预计公司 2014 年-2016 年的收入增速分别为 9.9%、13.1%、10.4%，净利润增速分别为 20.1%、21.2%、19.4%，成长性突出；给予“买入-A”的投资评级。

■风险提示：电商分流、三公管控、消费疲软可能会对未来收入产生不利影响。

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)	19.8	16.3	13.6	11.2	9.4
市净率(倍)	3.5	3.0	2.6	2.2	1.8
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	1.2%	1.3%	1.8%	2.1%	2.5%
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

吉林区域零售龙头，三星战略推进外延扩张。公司是吉林垄断性区域商业龙头，目前拥有 18 家百货店（省内 16 家，省外 2 家）和 20 余家超市，且多位于核心商圈，物业价值极高。公司三星策略有序落地，加密长春市“小三星”，布点吉林省“中三星”，吉林欧亚城市商业综合体、通辽欧亚购物中心、乌兰浩特欧亚购物中心、白山欧亚城市综合体建设项目持续推进，稳定业绩长期增长。“口碑+低成本+自有物业”商业模式裂变复制，商业增速显著优于同行，近三年净利润复合增速超过 20%，盈利增速长期稳定。

价值低估催化新一轮补涨行情。我们认为欧亚有望迎来价值回归行情：第一，公司 15 年 PS 为 0.29 倍，低于行业平均水平，储备项目未来开闸放量助推销售增长，有望继续维系 PS 估值水平；第二，公司 15 年 PE 为 11 倍，远低于商贸板块平均估值（15 年 PE 为 25 倍），百亿销售、百万方自有物业，市值仅 38 亿，低估值比价效应催生公司伴生性补涨行情；第三，管理层增持标明公司价值底线，董事长曹总高价增持为第九大流通股东，未来不排除继续增持可能，折射公司市值诉求；第四，吉林国企改革受益标的，省内商业资源整合空间较大。

建立异业联盟，O2O 式拓展城市生活服务平台。第一，推进线下门店触网，丰富线上销售渠道，12 年推出 B2C 平台“欧亚 e 购”，14 年陆续推出开放平台、“掌尚微店”APP 等，全面触网弱化电商分流效应；第二，与中移动、联通、工行和建行建立区域城市“异业联盟”，与银行、电信、旅游、餐饮、娱乐等企业开展积分互换、会员共享、预付卡支付，同时构建覆盖全省的物流配送体系，以本地化移动生活服务电商占据省内消费市场。

维持盈利预测，给予“买入-A”评级。公司为区域性商业龙头，核心商圈物业优势显著，“三星战略”有序实施，储备项目落地，支撑未来高增长；市场风格轮动，市值比价向估值比价切换，低估值且业绩稳定增长的公司估值修复预期强烈；公司布局线上打造本地化 O2O 生活服务平台，稳占省内消费市场。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 1.85、2.24、2.68 元，对应 PE 为 14、11、9 倍，给予“买入-A”评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2014 年 12 月 30 日)

利润表

（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**
减:营业成本	7,206.5	8,588.9	9,270.8	10,434.2	11,489.0
营业税费	75.0	93.0	97.6	110.4	121.9
销售费用	233.3	329.2	371.8	431.8	486.7
管理费用	647.9	778.9	904.9	1,034.2	1,141.9
财务费用	88.3	108.2	132.1	140.4	126.7
资产减值损失	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-2.0	-1.9	-1.6	-1.8	-1.8
营业利润	**336.0**	**413.3**	**560.1**	**676.6**	**797.1**
加:营业外净收支	6.9	22.1	8.4	12.4	14.3
利润总额	**342.8**	**435.4**	**568.5**	**689.1**	**811.4**
减:所得税	88.1	122.9	147.8	179.2	211.0
净利润	**201.9**	**245.3**	**294.5**	**356.9**	**426.3**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	770.8	845.0	907.2	1,026.5	1,133.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	83.4	98.5	98.5	129.9	119.4
应收票据	11.7	31.2	1.9	38.5	9.8
预付帐款	497.5	591.0	837.9	709.6	934.0
存货	1,015.1	1,438.9	878.8	1,439.9	666.4
其他流动资产	-	17.4	5.8	7.8	10.3
可供出售金融资产	8.5	10.8	10.0	9.8	10.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	59.9	57.4	57.4	57.4	57.4
投资性房地产	34.3	33.2	33.2	33.2	33.2
固定资产	4,027.7	5,266.5	5,547.4	5,800.1	6,025.8
在建工程	589.1	468.8	461.3	456.8	454.1
无形资产	321.2	532.3	513.2	494.1	475.0
其他非流动资产					
资产总额	**7,504.2**	**9,477.2**	**9,436.4**	**10,288.5**	**10,013.7**
短期债务	1,060.0	1,768.0	2,007.7	2,202.8	1,524.0
应付帐款	1,895.9	2,246.7	1,770.7	2,113.2	1,844.1
应付票据	362.2	396.8	427.3	442.3	451.3
其他流动负债					
长期借款	360.0	270.0	-	168.4	-
其他非流动负债					
负债总额	**5,951.4**	**7,561.0**	**7,173.5**	**7,599.0**	**6,822.2**
少数股东权益	**408.6**	**573.0**	**699.2**	**852.2**	**1,026.3**
股本	159.1	159.1	159.1	159.1	159.1
留存收益	985.0	1,184.2	1,404.7	1,678.3	2,006.1
股东权益	**1,552.8**	**1,916.2**	**2,263.0**	**2,689.5**	**3,191.5**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	23.5%	20.1%	9.9%	13.1%	10.4%
营业利润增长率	19.8%	23.0%	35.5%	20.8%	17.8%
净利润增长率	24.9%	21.5%	20.1%	21.2%	19.4%
EBITDA 增长率	34.1%	25.2%	22.0%	16.0%	12.1%
EBIT 增长率	32.8%	22.9%	32.8%	18.0%	13.1%
NOPLAT 增长率	32.5%	18.7%	36.9%	18.0%	13.1%
投资资本增长率	74.9%	44.6%	2.2%	18.1%	-9.1%
净资产增长率	16.9%	23.4%	18.1%	18.8%	18.7%
利润率					
毛利率	16.1%	16.7%	18.3%	18.7%	18.9%
营业利润率	3.9%	4.0%	4.9%	5.3%	5.6%
净利润率	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%
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					
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	1.2%	1.3%	1.8%	2.1%	2.5%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	254.8	312.5	294.5	356.9	426.3
加:折旧和摊销	190.0	247.6	245.7	271.0	296.1
资产减值准备	1.6	1.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	93.0	122.8	132.1	140.4	126.7
投资损失	2.0	1.9	1.6	1.8	1.8
少数股东损益	52.9	67.2	126.2	153.0	174.1
营运资金的变动	-346.7	-109.2	172.2	-470.7	617.9
经营活动产生现金流量	**573.4**	**516.6**	**972.3**	**452.5**	**1,642.9**
投资活动产生现金流量	**-971.6**	**-1,224.2**	**-500.8**	**-501.7**	**-502.2**
融资活动产生现金流量	**439.1**	**781.8**	**-409.3**	**168.4**	**-1,033.9**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
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)	19.8	16.3	13.6	11.2	9.4
PB(X)	3.5	3.0	2.6	2.2	1.8
P/FCF	72.8	-96.1	574.9	79.1	127.2
P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.1	7.0	6.7	6.2	4.9
CAGR(%)	26.0%	24.3%	26.9%	26.0%	24.3%
PEG	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
ROIC/WACC	3.2	2.2	2.1	2.4	2.3
REP	0.6	0.7	0.8	0.6	0.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。