

欧亚集团 (600697)

防御性充足, 低成本稳步扩张

汪立亭 首席分析师 S0850511040005

李宏科 高级分析师 S0850517040002

2019年7月30日

➤ **立足吉林跨省扩张的商业龙头，高管持续增持。** ①公司2018年收入156亿元，归母净利润2.6亿元。截至2018年底，拥有购物中心42个，大型综合卖场3个，连锁超市76个，覆盖8省（市），总建筑面积401万平米；②1Q19末，长春汽车城商业持股24.5%，实控人为长春国资委；董事长曹和平等核心现任及前任高管共持股3.3%、安邦持股15%，测算增持成本各21.35元/股、31.87元/股，安全边际高。

➤ **扩张路径：小三星升级中三星战略。** ①路径：从1家店到8个省。1984-2005年主要在长春市内扩张；2006年股改后逐步跨区扩张。②**资本开支压力逐渐缓解**：2011年以来资本开支持续高于经营活动现金流量净额，但2015年以来差距逐年缩小，2018年资本开支15.9亿元、经营活动现金流量净额15.7亿元；截至2018年末，不包括房地产项目的重要在建项目预计总投资29.84亿元，尚需投资4.88亿元。③**储备项目丰富**：欧亚汇集、北湖购物中心、海南儋州购物中心、济南欧亚大观商都等。

➤ **扩张特点：强集客能力+高比例自有物业+低成本。** ①**强集客能力**：欧亚卖场2001年开业，从零到有建设成长春第三大商圈，1-3期合计60万平米，估计日均20万人，大促时80万人次；②**高比例自有物业**：购物中心与百货权益自有物业350万平米，占比87%；测算RNAV112亿元，为2019/7/29市值的2.9倍。③**低成本**：拿地成本均价多不超4000元/平米；低成本收购包百、西宁大百、郑州百货大楼等，实现异地快速扩张。

➤ **盈利预测与估值**：预计2019-21年净利润各为2.65亿元、2.74亿元、2.88亿元，同比增长2.16%、3.31%、4.88%；考虑公司区域龙头地位、持续扩张能力以及较高重估价值，给以2019年15-18倍PE（对应PS为0.24-0.28倍），对应合理价值区间25.02-30.03元，维持“优于大市”投资评级。

➤ **风险提示**：市场竞争加剧；外延扩张的培育期拉长风险；地产销售确认的不确定性。

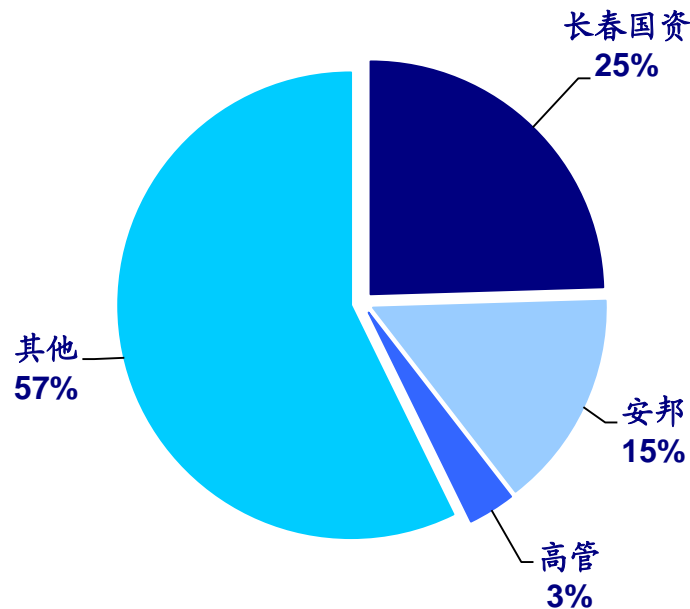
1.立足吉林跨省布局的商业龙头，高管持续增持

(1) 股权结构：长春汽车城商业持股**24.5%**，实际控制人为长春市国资委；公司董事长曹和平等核心现任及前任高管合计持股**3.3%**，安邦保险持股**15%**。

表：公司前十大股东（截至2019/3/31）

前十大股东名称	股数（万股）	占比（%）
长春汽车城商业	3901	24.5
安邦人寿保险	2385	15.0
高毅资产-高毅邻山1号远望基金	750	4.7
曹和平	415	2.6
长春双欧机械制造	331	2.1
富国天惠精选基金	300	1.9
长春兴业百货贸易	211	1.3
重庆纽拓汽车配件	152	1.0
陆股通	130	0.8
中海信托	128	0.8

图：公司股权结构（截至2019/3/31）



1.立足吉林跨省布局的商业龙头，高管持续增持



➤高管团队2009年以来持续增持，我们测算平均成本21.35元/股；安邦保险2015年底开始举牌，测算平均成本31.87元/股，2019年7月29日收盘价（17.95元/股）较其分别折价16%和44%。

表：安邦2015年增持欧亚情况

时间	买入账户	增持股数（万股）	占比总股本（%）	买入均价（元/股）
2015/11/30	安邦养老保险-自有资金	35	0.22	28.05
2015/12/10	安邦养老保险-自有资金	37	0.23	29.39
2015/12/10	和谐健康保险-万能产品	191	1.20	29.39
2015/11/30	安邦养老保险-团体万能产品	357	2.24	27.93
2015/12/10	安邦养老保险-团体万能产品	176	1.11	29.39
2015/12/18	安邦人寿保险-保守型投资组合	795	5.00	36.61
2015/12/31	安邦保险集团-传统保险产品	794	4.99	30.32
平均成本（测算）		2385	14.99	31.87

表：高管2009-2019年累计增持情况（截至2019/3/31）

	增持股数 （万股）	均价 （元/股）	占比股本 （%）	累计占比 （%）
2009	1	16.83	0.01	0.01
2010	7	26.07	0.04	0.05
2011	21	27.32	0.13	0.18
2012	99	21.49	0.62	0.80
2013	89	18.69	0.56	1.36
2014	83	17.46	0.52	1.88
2015	29	25.09	0.18	2.06
2016	11	27.58	0.07	2.13
2017	57	27.70	0.36	2.48
2018	102	20.74	0.64	3.12
2019	33	18.97	0.21	3.33
合计/平均	530	21.35	3.33	

表：高管股份持有情况（截至2019/3/31）

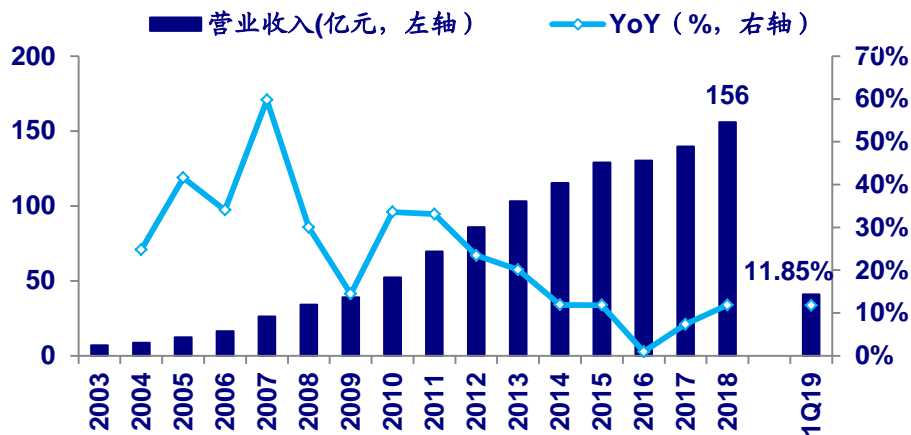
姓名	职务	期末持股数 （万股）	占比总股本 （%）
曹和平	董事长	445	2.8
曲慧霞	原副董事长,原总经理	27	0.2
席汝珍	原副董事长,原董事会秘书	23	0.1
于惠舫	副董事长,副总经理	14	0.1
于志良	副董事长,总经理	9	0.1
程秀茹	副总经理	9	0.1
闫福录	原监事会主席	9	0.1

注：2018年，安邦保险集团、安邦养老保险、和谐健康保险将所持股份全部转让给安邦人寿保险

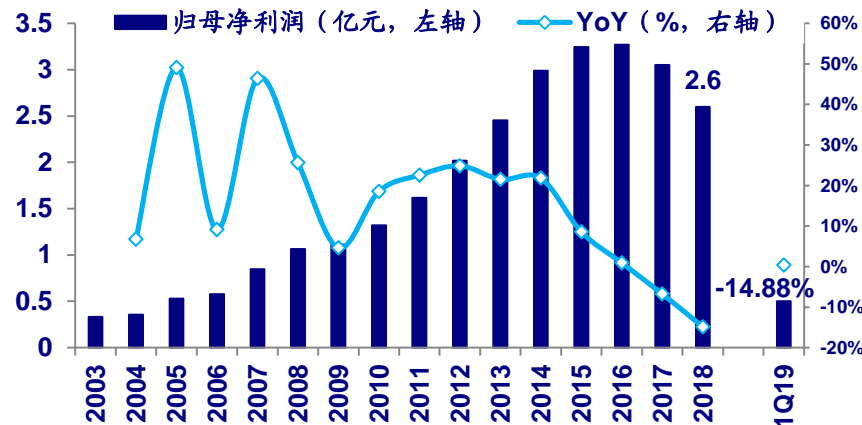
1.立足吉林跨省布局的商业龙头，高管持续增持

(2) 立足吉林的商业龙头：2018年收入增11.85%至156亿元，1Q19增11.8%；2018年归母净利润降14.88%至2.6亿元，1Q19增0.32%。公司业态以购物中心为主，超市和卖场为辅。

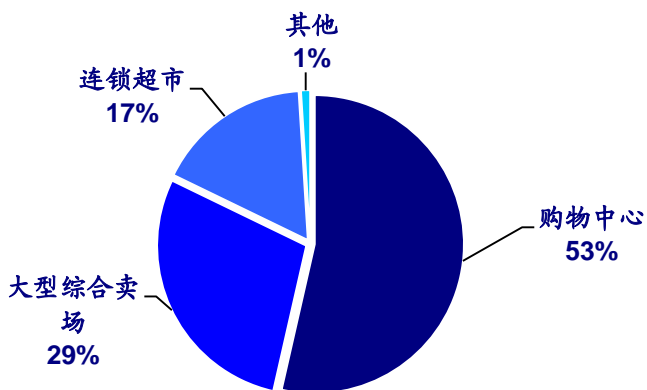
图：公司营业收入及增速（2003-1Q2019）



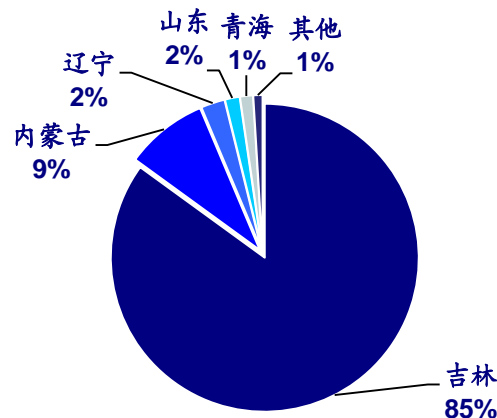
图：公司归母净利润及增速（2003-1Q2019）



图：分业态营业收入（%，2018）



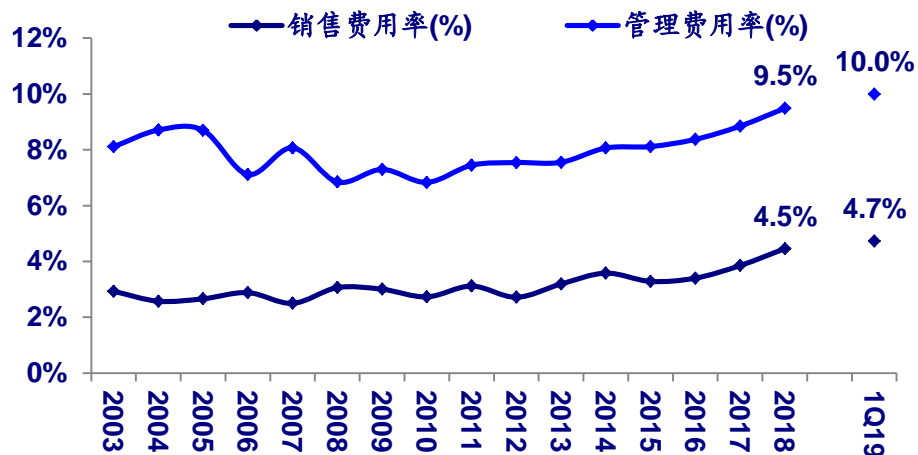
图：分地区营业收入占比（%，2018）



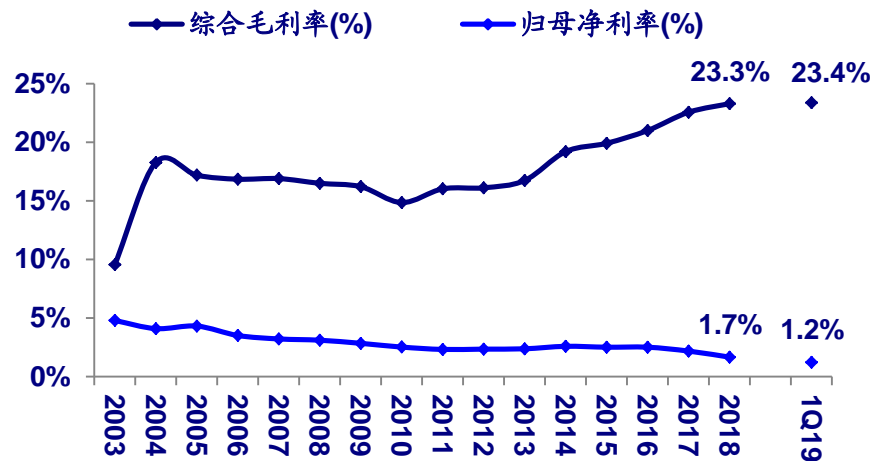
1.立足吉林跨省布局的商业龙头，高管持续增持

► 毛利率稳步提升，1Q19达23.4%，我们估计与业态结构调整及确认地产销售有关；2018年期间费用率16.8%，同比增10.2pct，略高于行业平均水平。

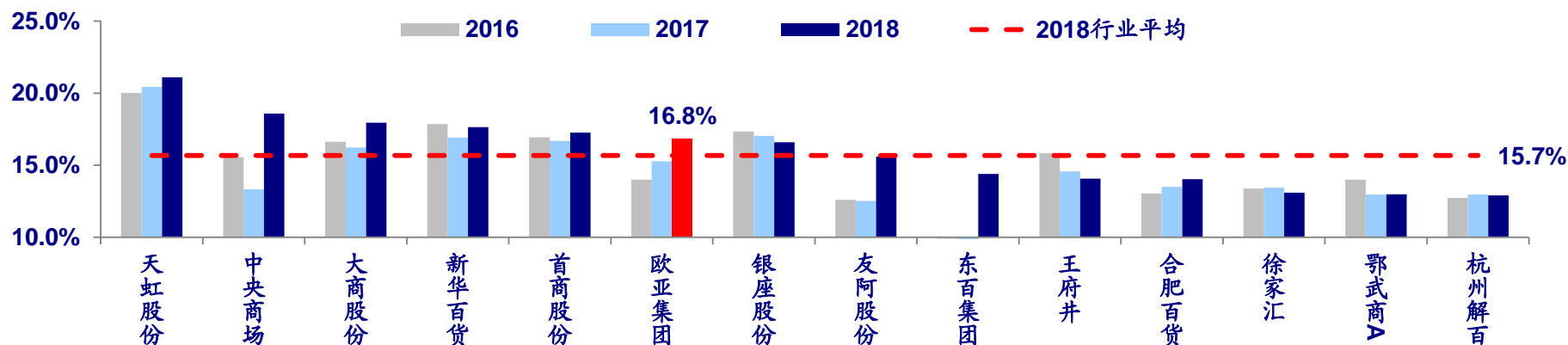
图：公司销售费用率和管理费用率（2003-1Q2019）



图：公司综合毛利率和净利率（2003-1Q2019）



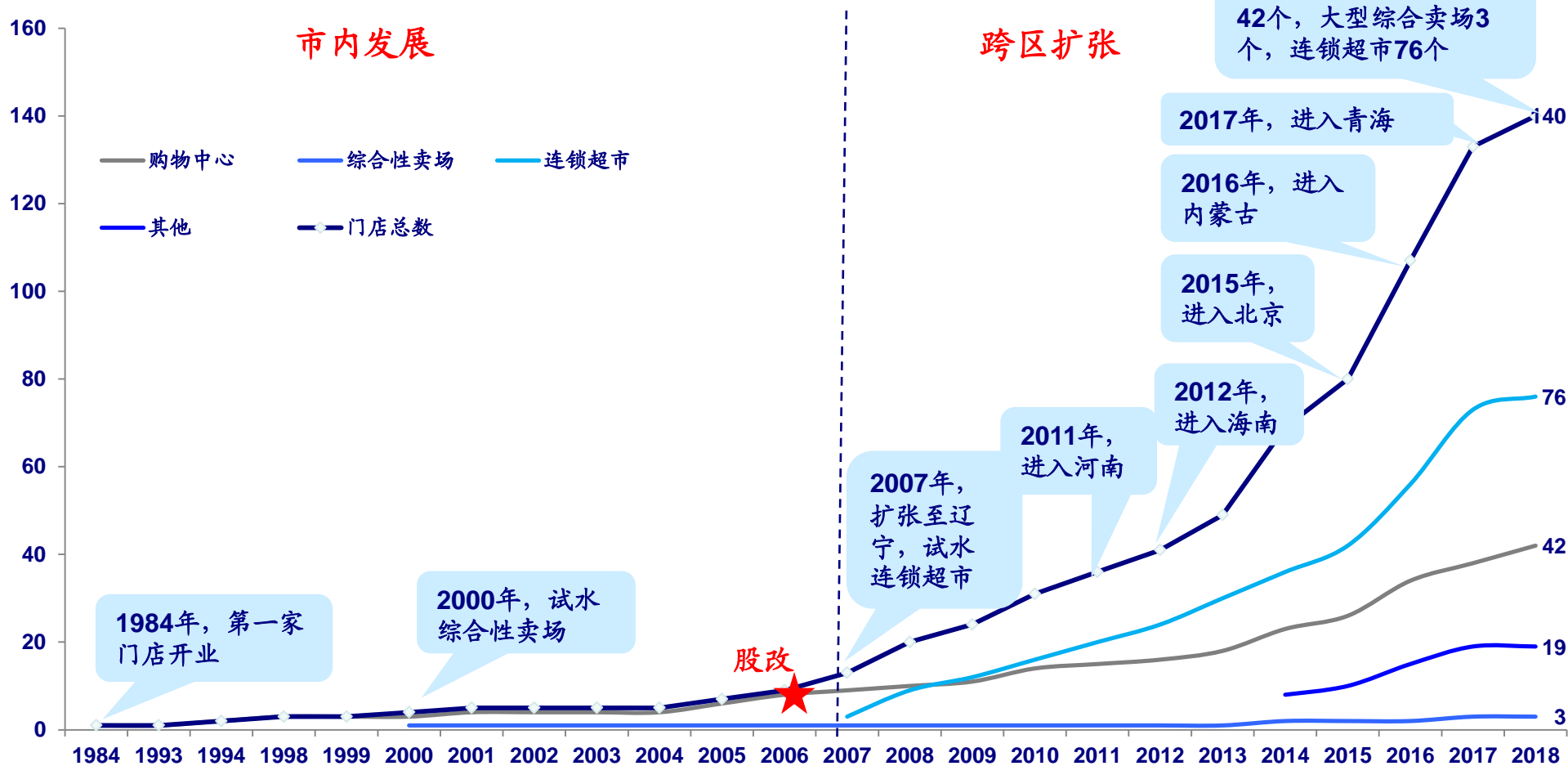
图：公司期间费用率处于行业平均水平（2016-2018）



2. 扩张路径：小三星升级中三星战略

(1) 从1家店到8个省：1984-2005年，公司主要在长春市发展；2006年股改后，公司开始跨区扩张，逐步拓展至辽宁、河南、内蒙古、青海等省份。

图：公司成立以来各业态门店数量（家，1984-2018）



2.扩张路径：小三星升级中三星战略

▶ 截至2018年底，公司拥有购物中心42个，大型综合卖场3个，连锁超市76个。

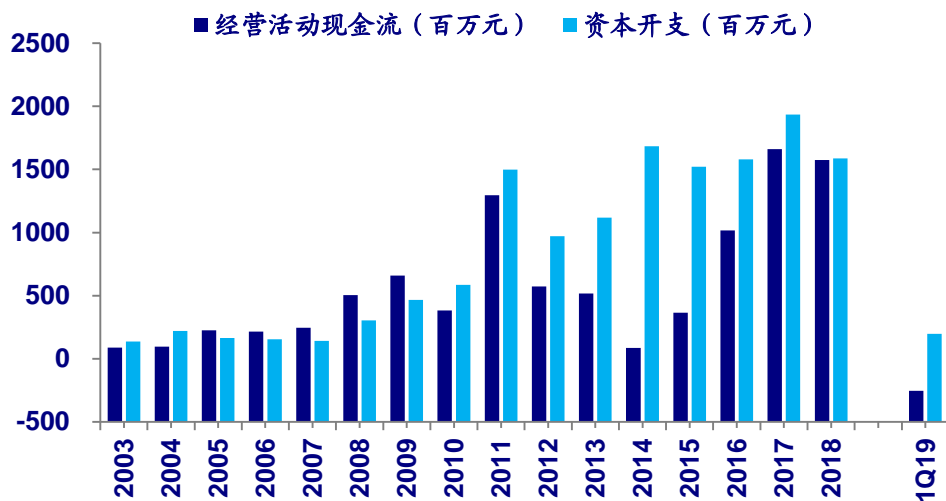
表：公司各业态门店分布概况

业态	省份	城市	门店数 (家)	建筑面积 (万平方米)	业态	省份	城市	门店数 (家)	建筑面积 (万平方米)		
购物中心	吉林省	长春市	12	80.4	大型综合卖场	吉林省	长春市	2	84.1		
		四平市	2	4.6			吉林市	1	28.2		
		通化市	1	12.8			连锁超市	吉林省	长春市	42	28.9
		吉林市	2	6.9	榆树市	1			0.9		
		白城市	1	5.0	四平市	3			1.4		
		辽源市	1	8.0	通化市	4			2.0		
		松原市	1	6.5	辽源市	1			1.1		
		梅河口市	1	6.0	松原市	4			2.4		
		白山市	3	16.7	吉林市	1			0.5		
		珲春市	1	6.7	永吉县	1			1.7		
		镇赉县	1	1.9	内蒙古自治区	内蒙古自治区			梅河口市	1	0.5
		梨树县	1	1.2					白山市	1	0.1
		德惠市	1	1.7					白城市	1	1.0
		磐石市	1	3.0					乌兰浩特	1	0.4
		东丰县	1	4.5					包头市	11	8.1
	双辽市	1	3.6	北京市					北京市	北京市	1
	敦化市	1	8.5		海南省	海南省				万宁市	1
	辽宁省	辽宁省	沈阳市				1	9.8		青海省	青海省
	内蒙古自治区	内蒙古自治区	乌兰浩特市	1	10.0	青海省	青海省	西宁市	2		
			通辽市	1	7.9						
			包头市	5	11.7						
河南省	河南省	郑州市	1	2.5							
青海省	青海省	西宁市	1	4.6							

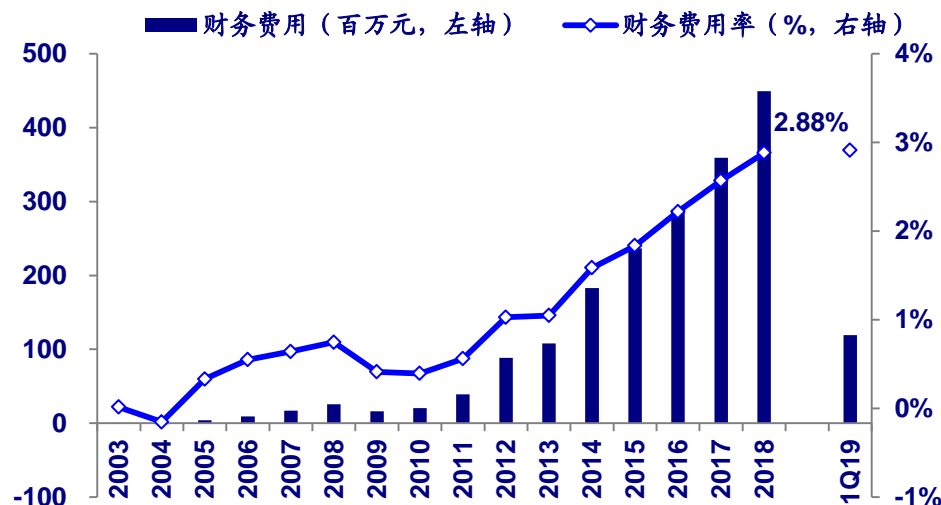
2.扩张路径：小三星升级中三星战略

(2) 资本开支压力持续，但有所缓解：2011年以来资本开支持续高于经营活动现金流净额，2015年以来差距逐年缩小；2018年资本开支为15.9亿元，略高于当年15.7亿元经营活动现金流净额；1Q19末有息负债60亿元，有息负债率维持在27%的合理水平。

图：公司经营活动现金净额及资本开支



图：公司财务费用及财务费用率



表：公司有息负债及有息负债率情况 (百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q2019
应付债券	0	0	464	464	465	466	468	469	0	0
长期借款	200	180	360	270	719	960	1527	1743	960	660
短期借款	274	732	1060	1768	2527	3893	3223	5394	5217	5217
1年内到期的长期负债	0	0	0	260	78	584	280	484	121	121
合计有息负债	474	912	1884	2762	3789	5904	5497	8090	6298	5998
有息负债率 (%)	12%	15%	25%	29%	29%	38%	30%	37%	28%	27%

2.扩张路径：小三星升级中三星战略



➤ **在建工程（不包含房地产）：**截至2018年末，公司主要在建项目为梅河购物中心二期、舒兰购物中心、欧亚北湖购物中心一期A段等。截至2018年末，不包括房地产项目的重要在建项目预计总投资29.84亿元，尚需投资4.88亿元。

表：公司重要在建工程（房地产除外）情况表（亿元，2018年）

项目名称（与购物中心有关的工程）	总投资	已投资	尚需投资
梅河购物中心项目二期	1.50	0.01	1.49
舒兰购物中心工程项目	1.22	0.41	0.80
欧亚商都停车场工程	0.72	0.01	0.71
欧亚北湖购物中心一期A段工程	1.69	1.29	0.40
商业连锁南三环购物中心工程项目	0.83	0.47	0.36
国欧物流园工程项目	0.64	0.34	0.30
车百各门店装修改造工程	0.83	0.64	0.20
欧亚商都城市综合体前期、一期工程	4.92	4.75	0.17
公主岭冷链物流土建工程	1.19	1.05	0.14
欧亚汇集一期工程	6.21	6.10	0.11
万宁超市改造工程	0.11	0.07	0.05
双阳欧亚购物中心项目	0.07	0.02	0.04
双辽欧亚购物中心建筑装修工程	0.12	0.08	0.04
长白山购物广场在建工程	0.72	0.69	0.03
辽源欧亚购物中心室内精装设计	0.20	0.19	0.01
其他	8.89	8.87	0.02
合计	29.84	24.97	4.88

2.扩张路径：小三星升级中三星战略



- 房产销售收入下降，毛利率提升。2018年公司房地产销售收入下降10%至5.95亿，营业成本同时下降16.4%，毛利率同比提升5.5%至28.5%。
- 房地产在建项目：2018年在建房地产项目包括白山钻石名城，吉林玉龙湾三期，济南商都-商务办公楼B幢，吉林御龙湾二期车库、会馆、四号楼，总投资26.5亿元。

表：截至2018年末公司已完工待销售的房地产项目

已完工项目名称(百万元)	竣工时间	年初余额	本年增加	本年减少	年末余额
白山钻石名城小区一期106栋	2015年11月	22.58	1.32	13.15	10.75
白山钻石名城小区一期11栋	2016年11月	17.72	0	14.13	3.59
白山钻石名城小区一期21栋	2017年10月	0	25.06	25.06	0
通辽钻石名城	2015年06月-2017年12月	162.97	0	2.55	160.42
琿春钻石名城	2014年12月	50.34	0	5.78	44.56
辽源钻石名城	2011年10月	8.10	0	0.36	7.74
通化钻石名城	2012年10月	61.16	0	5.21	55.94
吉林御龙湾一期(住宅)	2014年12月	210.98	0	50.06	160.91
吉林御龙湾一期(车库)	2016年3月	42.09	0	0.20	41.89
吉林欧亚永吉门市	2015年12月	4.89	0	1.74	3.15
乌兰浩特钻石名城	2016年12月-2017年12月	268.79	84.30	144.36	208.74
东丰钻石名城	2016年10月-2017年12月	188.81	2.76	43.50	148.07
吉林御龙湾二期	2016年04月-2017年6月	78.54	11.39	10.91	79.02
济南商都0商务办公楼A、C幢	2017年11月	329.22	1.53	109.76	221.00
合计	—	1,446.19	126.37	426.79	1,145.77

表：截至2018年末公司在建房地产项目情况

在建项目名称(亿元)	开工时间	预计下一批竣工时间	预计总投资额	年末余额	年初余额
白山钻石名城	2016年8月	2019年8月	4.50	2.31	2.57
吉林御龙湾三期	2016年4月	2019年5月	1.47	1.51	2.29
济南商都-商务办公楼B幢	2014年4月	2019年12月	14.28	3.00	2.99
吉林御龙湾二期车库、会馆、四号楼	2016年8月	2019年12月	6.21	0.92	0.83
合计	—	—	26.46	7.73	8.68

2.扩张路径：小三星升级中三星战略



(3) 储备项目充足

- ✓ **欧亚汇集。**①地址：位于长春飞跃路以东、开运街以南、飞跃中路以西、光谷大街以北，总建筑面积120万平米；②业态：综合商业广场，建设城市记忆项目商业博物馆及恒定春夏秋冬馆等，将各种社会服务汇集一体，做到城市服务功能全覆盖；③投资额：项目总投资65亿元。
- ✓ **北湖购物中心。**①地址：位于长春新区北湖科技开发区，总占地约24.7万平方米，总建筑面积30万平米；②业态：包括商业购物中心、跨境商品采购交易中心、线上线下互动交易、大型数码游艺乐园、海洋馆、大型室内主题游乐场、飞行体验馆等；③投资额：项目总投资35亿元。
- ✓ **济南欧亚大观商都。**①地址：位于济南市阳光新路西侧，兴济河东岸，卧龙路北侧，北与阳光100国际新城毗邻，总建筑面积25.53万平米；②业态：业态种类齐全、高品质的集购物、餐饮、娱乐、办公于一体独具特色的大型商业综合体；③投资额：项目总投资14.28亿元。

表：公司主要储备项目概况

储备项目	位置	股权比例	总建筑面积（万平）	业态	计划投资额
欧亚汇集	长春市	100%	120	综合商业广场	65亿元，一期6.21亿元
欧亚北湖购物中心	长春市	100%	30	大型综合购物中心	35亿元，一期A段1.69亿元
长春净月购物中心	长春市	100%	-	购物中心	-
海南儋州购物中心	儋州市	49%	-	商业、住宅	-
梅河购物中心	梅河口市	100%	8.55	商业、住宅	3亿元，二期1.5亿元
舒兰购物中心	舒兰市	100%	-	购物中心	1.22亿元

3.扩张特点：强集客能力+高比例自有物业+低成本



(1) 丰富的业态结构，增强集客能力

➤ 欧亚卖场——定位一站式购物体验，积极优化品牌与业态结构

- ✓ 股权结构：公司持股39.66%，其他由员工和长春亚商实业等持有；
- ✓ 2001年开业，从零开始成长为春第三大商圈，1-3期合计60万平米；
- ✓ 业态：餐饮/影院/家居/建材/超市/百货/医药/儿童乐园/健身/批发市场等，共6层，营业时间早9:10-晚8:00；
- ✓ 硬件品牌升级调整：估计2017年一楼调整面积可达50%-60%，引入包括BMW Lifestyle、UGG、D2C、宝姿等时尚服饰与设计师集合店，及EsteeLauder等高档化妆品，另新设莱绅通灵门店、玩具反斗城、2家名创优品；
- ✓ 客流：促销时最多80万/天，预计平时也可达到20万/天，根据公司官网数据，17周年店庆前3天销售额达4亿元；
- ✓ 收入：2018年收入增5.1%至37.3亿元，净利润增9.1%至4亿元。

表：欧亚卖场子公司2009-2018年经营概况

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
收入(亿元)			14.60	19.54	23.77	27.23	30.02	32.54	35.45	37.26
增长(%)				33.87	21.63	14.53	10.25	8.41	10.64	5.11
净利润(亿元)	0.52	0.58	0.74	0.90	1.21	1.78	2.45	2.97	3.67	4.00
增长(%)		11.47	27.41	22.45	33.27	47.95	37.62	21.18	22.10	9.10
净利率(%)			5.06	4.63	5.07	6.55	8.17	9.14	10.35	10.75

3.扩张特点：强集客能力+高比例自有物业+低成本



➤ 欧亚商都

- ✓ 长春市最主力百货门店，1994年开业，总建筑面积16.6万平米；
- ✓ 定位：从服务于工薪阶层的中型传统百货，逐步发展成为大型综合时尚百货店；
- ✓ 主力品牌：卡地亚、迪奥、兰蔻、雅诗兰黛、倩碧、ZARA、宝姿、卓雅。

➤ 吉林欧亚商都

- ✓ 2014年12月28日开业，建筑面积28.19万平米；
- ✓ 定位：围绕购物中心的体验化、智能化、家庭化、娱乐化，致力于营造精致生活空间；
- ✓ 拥有70余个业态、百余业种、100万种商品；
- ✓ 2018 净利润增617%至78.96万元。

➤ 欧亚新生活

- ✓ 2017年7月开业，营业面积约24万平米，地下停车场7万平方米；
- ✓ 定位：集购物&体验&娱乐&餐饮&教育&智能&观光于一体，致力打造时尚潮流聚集地、流行资讯发布地、新锐达人体验地、生活理念引领地；
- ✓ 入驻品牌较优：吉林省首家西西弗书店&矢量咖啡、万达杜比影院、TIPTOP高端数码店、东北三省规模最大的苹果旗舰店、外星人、SuperdryStore、Tokidoki、CREAZIONI等上百个国际轻奢、潮牌。

3.扩张特点：强集客能力+高比例自有物业+低成本



➤ 欧亚汇集

- ✓ 2018年12月开业，建筑面积15.03万平方米，长春飞跃路以东、开运街以南、飞跃中路以西、光谷大街以北；
- ✓ 业态：综合商业广场，业态组合丰富：打破传统业态组合模式，将各项生活元素、社交元素、购物元素跨界整合，集亚洲首家奥地利欧悦冰上赛车、东北首家日式极乐汤温泉、京东达夫博物动物园、宠物乐园等众多业态集聚一起，其业态占比达80%以上；
- ✓ 开业首日吸引客流量3万余人次，成为经营独特、魅力独特的城市新坐标。

表：公司主要门店2011-2018年净利润

公司名称	持股(%)	开业时间	净利润(万元)							
			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
欧亚车百	53.92	1993	1962	3485	5296	9308	9175	6168	7248	5076
通化欧亚购物中心	53.92	2008	1035	1087	1398	2269	2531	3040	3634	4219
四平欧亚	100	2006	249	777	1138	2404	2044	2353	1679	1537
卫星路超市	100	2008	649	677	838	766	624	822	867	818
柳影路超市	100	2009	491	866	968	1131	894	893	735	806
沈阳联营	100	2007	-225	-252	-1324	-488	-36	-186	-204	-189

3.扩张特点：强集客能力+高比例自有物业+低成本



(2) 高比例自有物业，重估价值优。购物中心与百货建筑面积共约401万平方米，权益自有物业350万平方米，占比87%；测算NAV112亿元，为2019/7/29市值的2.9倍。

表：公司主要门店及重估价值测算（谨慎情形）

门店	权益 (%)	面积 (万平方米)	权益自有面积 (万平方米)	重估单价谨慎预测 (万元/平方米)	资产价值 (亿元)	开业时间
沈阳联营	100%	9.8	9.8	1.2	11.8	2007
欧亚汇集	100%	15.0	15.0	0.8	11.5	2018
吉林欧亚置业	100%	28.2	28.2	0.4	11.3	2014
欧亚卖场	40%	60.0	23.8	0.4	9.5	2000
欧亚万豪购物中心	100%	6.0	6.0	1.3	7.7	2014
欧亚商业连锁	100%	10.8	10.8	0.6	6.9	2017
欧亚商都	100%	16.6	16.6	0.4	6.6	1994
通辽欧亚置业	100%	7.9	7.9	0.8	6.3	2016
欧亚五环购物广场	100%	5.4	5.4	1.1	6.0	2014
西宁大十字百货	90%	4.6	4.1	1.2	5.0	1959
辽源欧亚置业	100%	8.0	8.0	0.6	4.5	2011
其他		229.1	214.2		76.0	
合计		401.2	349.8			
权益自有物业占比			87%			
物业重估价值 (亿元)					163.1	
现金 (亿元)					8.7	
有息负债 (亿元)					60.0	
NAV (亿元)					111.8	
每股NAV (元)					70.3	
空间 (%)					291.5	

注：重估单价谨慎预测参考门店所在商圈其他物业销售单价下调20%，RNAV=资产价值+现金-有息负债，计算采用2019/7/29股价

资料来源：Wind，公司2018年报，海通证券研究所

3.扩张特点：强集客能力+高比例自有物业+低成本



(3) 低成本自建及收购。拿地均价不超4000元/平米；2016-2018年收购包百集团、西宁大百、郑州百货大楼等，异地快速扩张。

表：公司主要储备项目土地购买情况

储备项目	位置	股权比例	业态	土地面积（平米）	总价（万元）	均价（元/平米）
欧亚北湖购物中心	长春市	100%	大型综合购物中心	123274	39448	3200
长春净月购物中心	长春市	100%	购物中心	98762	22385	2267
海南儋州购物中心	儋州市	49%	商业+住宅	164757	23389	1420
梅河购物中心	梅河口市	100%	商业+住宅	70000	1540	220

表：公司近年持续推进跨省收购

购买资产	地点	时间	股权比例	资产简介	收购PS（倍）	收购PE（倍）
包百集团	包头市	2016-2018年	增至53.78%	在包头市区拥有6家百货、9家超市、31家连锁大药房，总建面23万平米，主要经营综合百货业务	0.19	16.26
西宁大百	西宁市	2017年5月	增持至49.04%	在西宁市城中区、城西区、城东区拥有三家大型连锁门店,总建面9.17万平米	0.58	27.21
		2018年1月	购买41.38%, 增至90.42%		0.54	23.48
郑州百货大楼	郑州市	2011	33.08%	位于郑州市北二七路49号中心商业区，是河南省最早，也是经营规模最大的一家零售商业企业	0.68	-
		2014	增至34.25%。			
		2016	增至54.83%			

资料来源：公司公告20100618、20111108、20140214、20161126、20170425、20170926、20171028、20180120、20180826、20190410，海通证券研究所

4.盈利预测与估值

► 预计2019-2021年公司收入分别为**167.95亿元**、**178.74亿元**、**187.75亿元**，毛利率分别为**22.14%**、**22.73%**、**23.48%**。

表：公司分业态收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
商业						
收入 (亿元)	109	114	127	139	147	153
Yoy (%)	1.12%	4.24%	11.67%	9.00%	6.00%	4.00%
毛利率 (%)	10.28%	10.98%	11.19%	10.35%	10.30%	10.25%
租赁服务+物业租赁						
收入 (亿元)	17	19	23	26	30	33
Yoy (%)	14.65%	14.83%	18.32%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率 (%)	89.06%	90.74%	89.26%	84.00%	84.00%	84.00%
地产						
收入 (亿元)	4.2	6.6	6.0	3.0	2.0	1.5
Yoy (%)	-33.86%	56.58%	-9.99%	-49.59%	-33.33%	-25.00%
毛利率 (%)	28.73%	22.99%	28.46%	25.00%	25.00%	25.00%
旅游						
收入 (亿元)	0.01	0.08	0.12	0.17	0.23	0.33
Yoy (%)	96.94%	1078.46%	40.65%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率 (%)	28.85%	91.22%	87.29%	80.00%	80.00%	80.00%
营业总收入 (亿元)	130	140	156	168	179	188
Yoy (%)	0.92%	7.35%	11.58%	7.66%	6.42%	5.04%
综合毛利率 (%)	21.00%	22.56%	23.28%	22.14%	22.73%	23.48%

4.盈利预测与估值

► 预计2019-2021年净利润各为2.65亿元、2.74亿元、2.88亿元，同比增长2.16%、3.31%、4.88%，EPS各1.67元、1.72元、1.81元；考虑公司区域龙头地位、持续扩张能力以及较高重估价值，给以2019年15-18倍PE（对应PS为0.24-0.28倍），对应合理价值区间25.02-30.03元，维持“优于大市”投资评级。

表：主要财务数据及预测

主要财务数据和预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13981	15600	16795	17874	18775
(+/-)YoY(%)	7.35%	11.58%	7.66%	6.42%	5.04%
净利润(百万元)	305	260	265	274	288
(+/-)YoY(%)	-6.75%	-14.88%	2.16%	3.31%	4.88%
全面摊薄EPS(元)	1.92	1.63	1.67	1.72	1.81
毛利率(%)	22.56%	23.28%	22.14%	22.73%	23.48%
净资产收益率(%)	10.39%	8.38%	7.89%	7.54%	7.33%

表：可比公司估值表（2019/7/29）

简称	天虹股份	王府井	大商股份	合肥百货	鄂武商A	银座股份
PE（倍，2019）	14.9	9.3	8.3	15.4	7.5	48.3
PB（倍，2019）	0.8	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2

4.盈利预测与估值



主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)				
每股收益	1.63	1.67	1.72	1.81
每股净资产	19.49	21.13	22.86	24.66
每股经营现金流	9.90	9.66	11.50	10.73
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	11.26	10.81	10.47	9.98
P/B	0.94	0.85	0.79	0.73
P/S	0.18	0.17	0.16	0.15
EV/EBITDA	4.59	4.97	4.30	3.67
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	23.3%	22.1%	22.7%	23.5%
净利润率	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
净资产收益率	8.4%	7.9%	7.5%	7.3%
资产回报率	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
投资回报率	8.1%	6.3%	6.5%	6.8%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	11.6%	7.7%	6.4%	5.0%
EBIT增长率	4.5%	-19.8%	0.5%	3.7%
净利润增长率	-14.9%	2.2%	3.3%	4.9%
偿债能力指标				
资产负债率	75.3%	73.6%	71.5%	69.3%
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.5
速动比率	0.1	0.1	0.2	0.2
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.2	0.9	1.0	1.0
存货周转天数	93.1	99.0	97.0	97.6
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	260	265	274	288
少数股东损益	350	357	369	387
非现金支出	661	632	669	703
非经营收益	326	142	120	115
营运资金变动	-22	140	398	214
经营活动现金流	1575	1537	1830	1707
资产	-1584	-780	-780	-780
投资	43	0	0	0
其他	12	10	10	10
投资活动现金流	-1529	-770	-770	-770
债权募资	296	-587	-711	-592
股权募资	0	0	0	0
其他	-603	-175	-150	-145
融资活动现金流	-307	-762	-860	-737
现金净流量	-261	5	200	200

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15600	16795	17874	18775
营业成本	11968	13076	13810	14366
毛利率%	23.3%	22.1%	22.7%	23.5%
营业税金及附加	221	242	261	278
营业税金率%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
营业费用	695	806	929	1051
营业费用率%	4.5%	4.8%	5.2%	5.6%
管理费用	1480	1680	1877	2047
管理费用率%	9.5%	10.0%	10.5%	10.9%
EBIT	1236	991	996	1033
财务费用	449	156	133	126
财务费用率%	2.9%	0.9%	0.7%	0.7%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	18	10	10	10
营业利润	833	845	874	917
营业外收支	-13	20	20	20
利润总额	820	865	894	937
EBITDA	1898	1623	1666	1737
所得税	211	242	250	262
有效所得税率%	25.7%	28.0%	28.0%	28.0%
少数股东损益	350	357	369	387
归属母公司所有者净利润	260	265	274	288
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1595	1600	1800	2000
应收款项	36	44	51	53
存货	2941	3545	3670	3843
其它流动资产	941	1109	1140	1195
流动资产合计	5514	6297	6660	7091
长期股权投资	307	307	307	307
固定资产	12891	13059	13190	13286
在建工程	710	710	710	710
无形资产	2257	2257	2257	2257
非流动资产合计	16909	17077	17208	17304
资产总计	22423	23375	23868	24396
短期借款	5217	4630	3919	3327
应付账款	2422	2723	2876	2991
预收账款	2392	2519	2681	2816
其它流动负债	4706	5197	5443	5637
流动负债合计	14737	15070	14919	14772
长期借款	960	960	960	960
其它长期负债	1180	1180	1180	1180
非流动负债合计	2140	2140	2140	2140
负债总计	16877	17209	17059	16912
实收资本	159	159	159	159
普通股股东权益	3100	3362	3636	3924
少数股东权益	2446	2803	3173	3560
负债和所有者权益合计	22423	23375	23868	24396

注：计算采用2019/7/29股价，资料来源：公司2018年报，海通证券研究所

6. 风险提示

- ▶ 市场竞争加剧;
- ▶ 外延扩张的培育期拉长风险;
- ▶ 地产销售确认的不确定性。

分析师声明

汪立亭 李宏科

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

批零研究团队:

批零行业首席分析师

汪立亭

SAC编号: S0850511040005

电话: 021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

高级分析师

李宏科

SAC编号: S0850517040002

电话: 021-23154125

Email: lhk11523@htsec.com

联系人: 高瑜

电话: 021-23159415

Email: gy12362@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。