

价值低估，稳健成长

2015 年 1 月 19 日

投资要点

- ❖ **公司概况：吉林商业龙头，业绩较好成长。**公司是吉林省商业绝对龙头，实际控制人为长春市国资委，持股比例 23%。截至 2014 年底，公司拥有百货/购物中心 23 个，连锁超市近 40 家，预计 2014 年实现收入 119 亿元，净利润 3.0 亿元，分别同比+15%、+21%。在实体零售业低迷背景下实现较好成长，公司收入、业绩 15%~20%增速显著高于同行收入利润估计约 0%的增长。
- ❖ **区域消费潜力、较好的店龄结构是业绩优于同行主因。**2013 年吉林省人均可支配收入 22,275 元，相当于北京和上海 2007 年、浙江和广东等省份 2008-2010 年的水平，正处居民消费快速增长、零售业提档升级显著周期。公司业态涵盖百货（占收入 50%）、超市（占 30%）、家电连锁（占 20%）较为全面，定位覆盖高端、时尚、大众等，区域上以省会级城市长春为主，同时下沉至吉林所有地级市，在省内建立了较为广泛的区域覆盖；店龄方面，公司开业 5 年以上门店占比 60%、1-5 年门店占比 20%，同时新店占比 20%，低成本持续扩张+店龄结构较好是成长性优于同行主因。
- ❖ **公司经营：内生增长稳健，外延扩张空间广。**内生方面，公司低毛利策略构筑经营“护城河”，14 年 1-9 月综合毛利率 18.0%低于行业平均 20.6%水平，随着区域垄断建立及自营推行，预计未来毛利率有一定提升空间；外延方面，低成本拿地+积极并购整合行业。12-14 年分别展店 1、1、4 家，目前 15-17 年待开业的储备项目 7 个，自有开店每平方建安成本均在 3000 元以下（含土地）。2011 年 11 月通过收购累计持股郑州百货大楼 34%股权，14 年 4 月累计收购白山合兴实业 61.0%股权，行业整合期低成本并购扩张积累规模有助提升供应链实力。
- ❖ **管理层激励充分，价值显著低估/大股东持股比例低，行业整合期极可能成为产业增持标的。**公司管理层激励充分，高管合计持股 1.88%；权益自有物业建筑面积 179 万平米，资产重估价值为 94 亿元，是当前市值的 2.2x，市值相比资产重估价值折价 56%显著低估；公司 15 年 PE 12x，PS 0.4x，均远低于行业均值的 15x 及 0.5x。当前公司国资大股东持股比例仅 22.8%，股权分散+价值低估，行业整合期产业资本增持预期高。
- ❖ **风险因素：**毛利率提升幅度不达预期；次新店培育不达预期等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑公司超预期的收入增长，上调公司 14 年 EPS 预测至 1.87 元（原为 1.80 元），维持 15-16 年 EPS2.13/2.40 元预测，分别同比+21.3%、+14.0%、+12.7%。公司内生+外延增长稳健，商场及购物中心 100%自有物业，市值相比重估价值折价 56%夯实价值底线，大股东国资仅持股 23%，产业资本有望增持助力价值修复。维持“买入”评级，上调目标价至 33.8 元（对应 15 年 15x PE，原目标价为 24.2 元）。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	8591	10315	11883	13832	16211
增长率 YoY%	23%	20%	15%	16%	17%
净利润（百万元）	202	245	297	339	381
增长率 YoY%	25%	22%	21%	14%	13%
每股收益 EPS（元）	1.27	1.54	1.87	2.13	2.40
毛利率%	16.1%	16.7%	17.2%	17.3%	17.4%
净资产收益率 ROE%	1.27	18.3%	18.7%	19.5%	20.2%
PE	21	17	14	12	11
PB	2.48	2.23	1.88	1.63	1.40
EV/EBITDA	8	7	6	5	4

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 16 日收盘价



买入（维持）

当前价：26.5 元

目标价：33.8 元

中信证券研究部

赵雪芹

电话：021-20262131

邮件：zxq@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010510120001

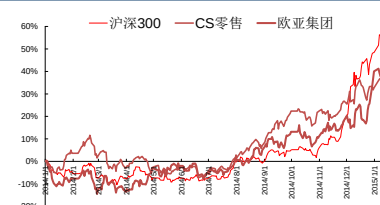
周羽

电话：021-20262125

邮件：yu_zhou@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010513070005

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3635 点
总股本/流通股本	159/159 百万股
近 12 月最高/最低价	28.0 元/15.80 元
近 1 月绝对涨幅	15.7%
近 6 月绝对涨幅	50.5%
今年以来绝对涨幅	2.8%
12 个月日均成交额	34.5 百万元

相关研究

- 1.《欧亚集团(600697)2014 年中报点评-业绩符合预期,地产贡献提升》.....
.....2014-08-19



目录

公司概况：吉林商业龙头，业绩成长较好 1

实体零售业景气度低迷，欧亚集团风景这边独好 1

人均可支配收入水平较低，边际消费倾向高，处初次消费升级阶段 2

门店梯队（业态、定位、区域分布、店龄等）完善，有效缓冲不利冲击 3

内生增长潜力大，外延扩张空间广 5

毛利率远低于同行，未来提升潜力大..... 5

外延扩张空间广：招商红利下沉外扩，并购正当时 7

资产价值明显低估，产业资本举牌潜在标的 9

管理层不断增持，与投资者利益趋同性增强..... 9

物业重估是市值的 2.27~3.37 倍，价值低估显著..... 9

风险提示 10

盈利预测与估值评级 10

关键假设 10

插图目录

图 1：社会消费品零售总额及限额以上零售企业零售额当月增速	1
图 2：全国 50 家、百家重点零售企业零售额增速	1
图 3：欧亚集团与 36 家百货类样本公司营业收入增速对比分析	2
图 4：欧亚集团与 36 家百货类样本公司归属净利润增速对比分析	2
图 5：吉林省与全国、一线城市、发达省份人均可支配收入	2
图 6：吉林省与全国、一线城市、发达省份边际消费倾向	3
图 7：欧亚集团分业态营业收入构成（2014 年上半年）	4
图 8：欧亚集团分门店营业收入构成（2014 年上半年）	4
图 9：欧亚集团分地区营业收入构成（2014 年上半年）	5
图 10：欧亚集团门店梯队-各店龄区间门店家数 占比情况	5
图 11：欧亚集团门店梯队 - 各店龄区间门店 建筑面积	5
图 12：各区域龙头在优势省份/城市商业营业收入占当地批发零售业零售额比例	6
图 13：各区域龙头商业主业主毛利率水平	6

表格目录

表 1：欧亚集团购物中心、百货类门店	3
表 2：欧亚集团低成本获取土地、物业案例	7
表 3：欧亚集团储备项目	8
表 4：欧亚集团董监高持股情况	9
表 5：欧亚集团自有商业物业重估	9
表 6：欧亚集团 RNAV/市值	10
表 7：欧亚集团模型拆分及预测	11

公司概况：吉林商业龙头，业绩成长较好

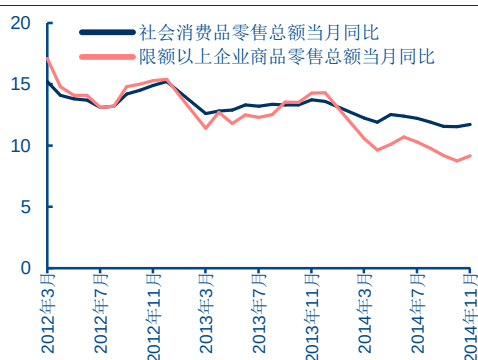
实体零售业景气度低迷，欧亚集团风景这边独好

2014 年，在宏观经济增速放缓、居民购买力不足、反腐等不利因素的影响下，我国社会消费品零售总额增速进一步放缓：前 11 个月当月增速徘徊在 11.5%-12.5%，1-11 月累计增速 11.96%，较 2013 年同期放缓 1.07 个百分点。实体零售叠加了电商和商业地产分流的影响，景气低迷。中华商业信息中心数据显示，2014 年全国 50 家、百家重点零售企业零售额增速徘徊在 0 附近。受宏观、行业大环境的影响，欧亚集团 2014 年增速同样有所放缓，但仍远高于行业平均水平：

- 2014 年前 3 季度，欧亚集团营业收入同比增长 11.3%，同期 A 股 36 家百货类样本公司增速为-1.4%；归属净利润同比增长 19.5%，同期 A 股 36 家百货类样本公司增速为 1.4%。
- 分业态看，欧亚集团 2014 年前 3 季度百货整体增速约 7.49%，超市整体增速约 13.75%；其中百货同店增速约 4.21%，主力门店欧亚商都-3.37%、吉林购物中心 18.55%、欧亚卖场 15.34%；超市同店增速约 10%。

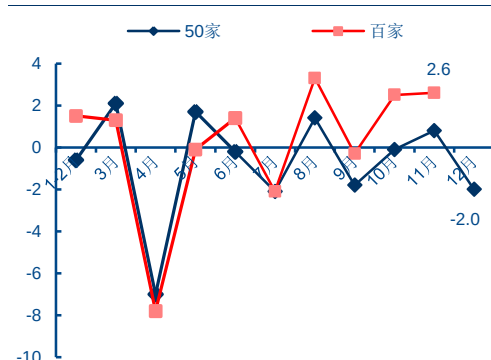
欧亚集团业绩表现优于行业的主要原因包括：1. 人均可支配收入水平较低，边际消费倾向高，处初次消费升级阶段；2. 门店梯队（业态、定位、区域分布、店龄等）完善，有效对冲不利影响。

图 1：社会消费品零售总额及限额以上零售企业零售额当月增速（%）



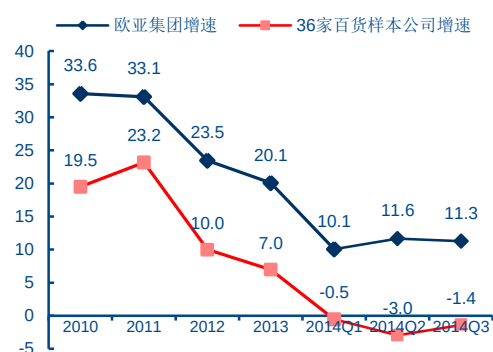
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 2：全国 50 家、百家重点零售企业零售额增速（%）



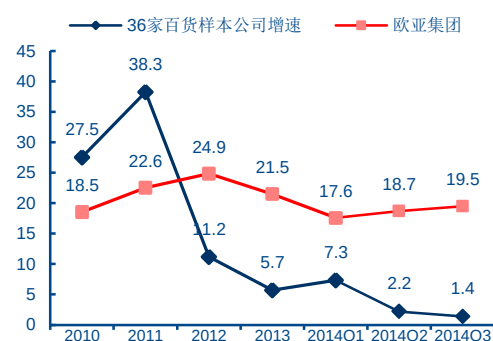
资料来源：中华商业信息中心，中信证券研究部

图 3：欧亚集团与 36 家百货类样本公司营业收入增速对比分析(%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：欧亚集团与 36 家百货类样本公司归属净利润增速对比分析 (%)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

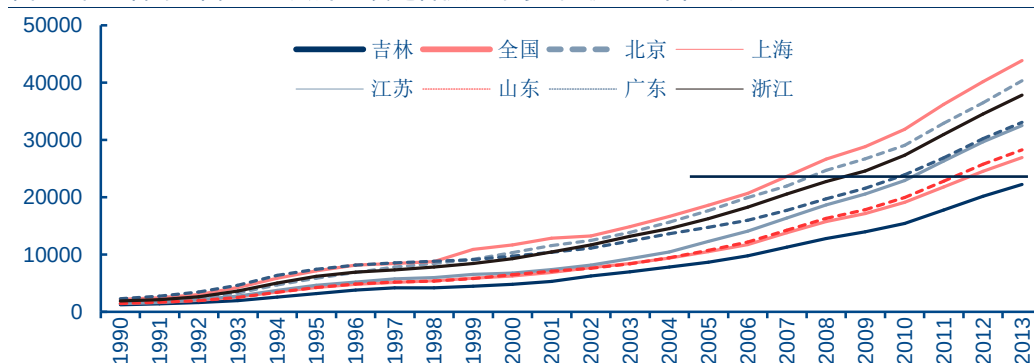
人均可支配收入水平较低，边际消费倾向高，处初次消费升级阶段

欧亚集团 96% 的营业收入来自吉林省。吉林省地处我国东北，经济发展相对滞后。2013 年，吉林省人均可支配收入 22,275 元，低于全国平均水平 26,955 元。吉林省当前的人均可支配收入水平与北京、上海 2007 年的水平相当，与浙江、广东、江苏 2008-2010 年水平相当。而一线城市和发达地区 2007-2010 年正是居民消费快速增长、零售业提档升级显著、零售公司受内生和外延双轮驱动的阶段。

2013 年，吉林省边际消费倾向为 0.64，高于一线城市北京、上海，也高于江苏、浙江、山东等经济发达省份。

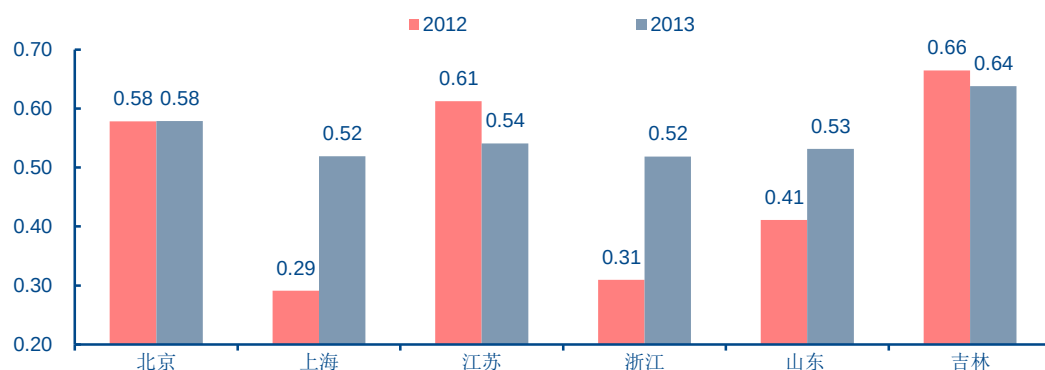
综合来看，吉林省当前尚处于初次消费升级阶段。该阶段，居民边际消费倾向高，品牌意识快速形成，消费的对象由无品牌、低品牌、低价低质商品向中高品牌、高价高质商品转移。该阶段的另一特点为边际消费对象仍集中在实物商品，因此当地的实体零售业仍可享受较高的增速。

图 5：吉林省与全国、一线城市、发达省份人均可支配收入（单位：元）



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

图 6：吉林省与全国、一线城市、发达省份边际消费倾向



资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

门店梯队（业态、定位、区域分布、店龄等）完善，有效缓冲不利冲击

从业态、区域分布、店龄等各个角度看，欧亚集团的门店梯队均非常完善，可有效缓冲不利冲击。业态上，公司业务涵盖城市综合体、购物中心、单体百货、连锁超市，此外公司电器业务营业收入占比超 20%；定位上，公司门店涵盖了奢侈品、高端、时尚流行、大众等面向不同消费群体的定位；区域分布方面，公司门店在省会级城市（长春、沈阳）、地级市（吉林省、内蒙古）、县级市（吉林省内）均有布点；店龄方面，公司门店涵盖了成熟门店、次新门店、新门店、储备项目等。

表 1：欧亚集团购物中心、百货类门店

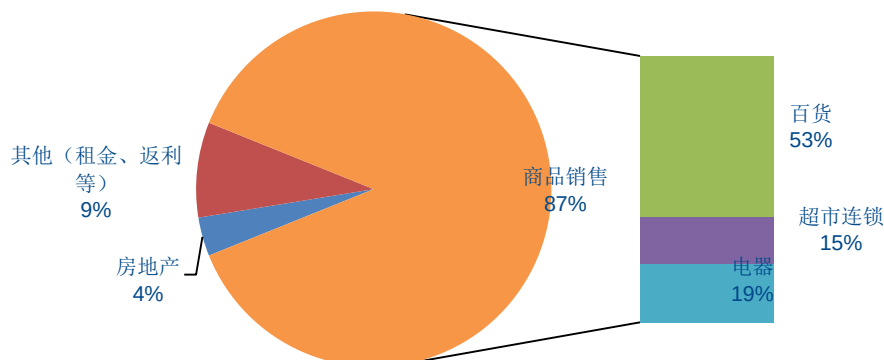
省份	序号	门店名称	城市	城市级别	定位	建筑面积（平米）	物业	开业时间	店龄	股权比例
吉林省	1	车百大楼	长春市	省会	大众	40,000	自有	1984/11/1	30.2	100%
	2	欧亚商都	长春市	省会	奢侈品、高端	170,000	自有	1994/4/15	20.8	100%
	3	欧亚卖场	长春市	省会	时尚、流行	700,000	自有	2000/12/16	14.1	39.66%
	4	益民商厦	长春市	省会	大众	30,000	自有	2004/10/1	10.3	100%
	5	新发商厦	长春市	省会	大众	50,000	自有	2005/1/15	10.0	100%
	6	春城购物中心	长春市	省会	大众	40,000	自有	2009/4/30	5.7	100%
	7	四平商贸	四平市	地级市	大众	45,000	自有	2006/9/29	8.3	100%
	8	农安商贸	农安县	县城	大众	13,000	自有	2006/11/13	8.2	100%
	9	吉林欧亚商都江南店	吉林市	地级市	高端	20,150	自有	2010/4/22	4.7	100%
	10	吉林欧亚购物中心	吉林市	地级市	奢侈品、高端	50,000	自有	2011/4/29	3.7	100%
	11	通化购物中心	通化市	地级市	时尚、流行	128,000	自有	2008/1/26	7.0	100%
	12	白城购物中心	白城市	地级市	时尚、流行	45,000	自有	2010/2/1	5.0	100%
	13	辽源购物中心	辽源市	地级市	时尚、流行	79,740	自有	2010/10/29	4.2	100%
	14	梅河口欧亚购物中心	梅河口	县级市	时尚、流行	45,000	自有	2012/4/28	2.7	100%
	15	松原欧亚购物中心	松原市	地级市	时尚、流行	74,000	自有	2012/12/22	2.1	100%
	16	珲春欧亚延百购物中心	珲春市	地级市	时尚、流行	69,770	自有	2013/9/27	1.3	51%
	17	欧亚万豪购物中心	长春市	省会	时尚、流行	60,000	自有	2014/4/29	0.7	100%
	18	欧亚长新购物中心	长春市	省会	时尚、流行	35,070	自有	2014/11/22	0.2	100%
	19	长春欧亚广场	长春市	省会	绿色生态体验式生活馆	53,724	自有	2014/12/26	0.1	100%
	20	吉林欧亚商都综合体	吉林市	地级市	体验式生活馆	300,000	自有	2014/12/28	0.1	100%
辽宁省	21	沈阳联营	沈阳市	省会	时尚、流行	60,000	自有	2009/9/29	5.3	100%
山东省	22	欧亚大观园商场	济南市	省会	大众			2009/10/1	5.3	51%
合计						2,108,454				

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

分业态看：2014 年上半年，商品销售、房地产和其他（租金、返利等）业务收入占比分别为 87%、4%和 9%；百货、超市连锁和电器业务收入占比分别为 53%、15%和 19%。

若将购物中心、百货商场内的超市和连锁超市合并统计，则超市业务占比约 30%，百货业务占比约 49%。超市业务是新的业绩增长点，未来占比料将持续上升。

图 7：欧亚集团分业态营业收入构成（2014 年上半年）

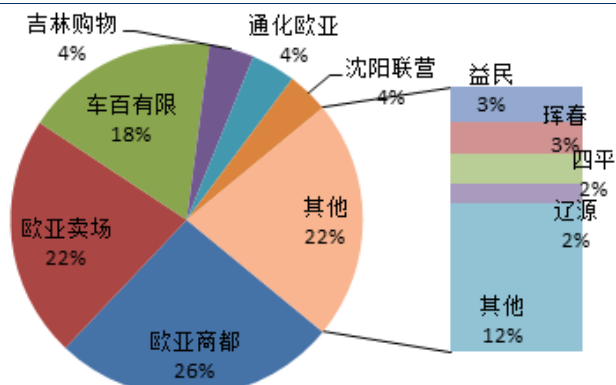


资料来源：公司公告，中信证券研究部
注：分母为上市公司营业总收入；此处“超市连锁”不包括百货和购物中心内的超市（2014 年上半年）

注：分母为上市公司营业总收入；此处“超市连锁”不包括百货和购物中心内的超市（2014 年上半年）

分门店来看：2014 年上半年，欧亚商都和欧亚卖场营业收入占比分别为 26%和 22%，合计占比接近 1/2。车百有限（包含车百大楼、欧亚春城购物中心和 20 余家连锁超市）营业收入占比 18%，吉林购物中心、通化欧亚、沈阳联营占比均在 4%左右；益民、琿春、四平占比在 3%左右，其中琿春 2014 年上半年的营业收入主要来自于地产结算。

图 8：欧亚集团分门店营业收入构成（2014 年上半年）

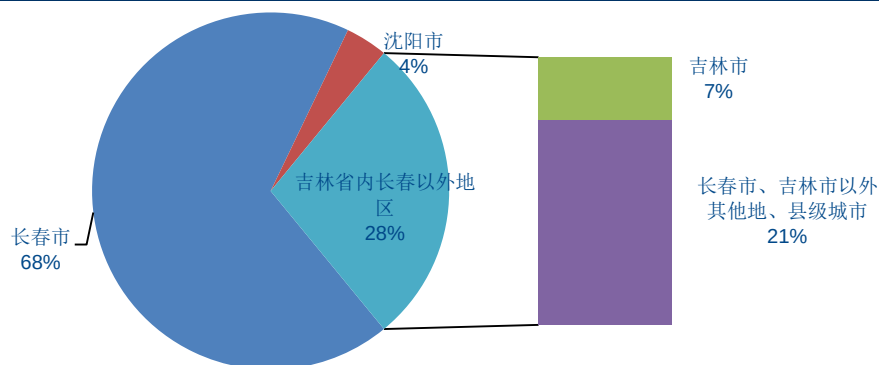


资料来源：公司公告，中信证券研究部
注：分母为上市公司营业总收入；车百有限包括车百大楼、春城购物中心和 20 余家欧亚连锁超市。

注：分母为上市公司营业总收入；车百有限包括车百大楼、春城购物中心和 20 余家欧亚连锁超市。

分地区来看：2014 年上半年，长春市贡献了营业收入的 68%、吉林市贡献了 7%、省内其他城市贡献了 21%、沈阳市贡献了 4%。此外，公司在海南省万宁市拥有连锁超市业务，目前占比较小；位于济南的欧亚大观园商场根据协议并不并表，而仅按 51%的股权核算收益；济南欧亚大观商都城市综合体仍在建设中；位于内蒙古通辽和乌兰浩特的城市综合体仍在建设中；此外，公司持有郑州百货大楼 34.25%股权。

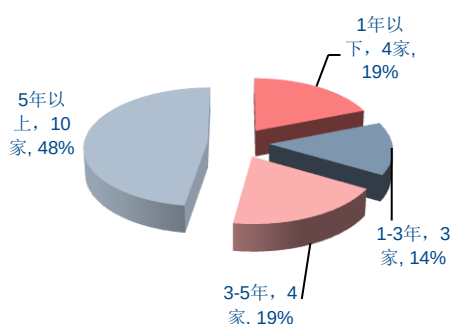
图 9：欧亚集团分地区营业收入构成（2014 年上半年）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

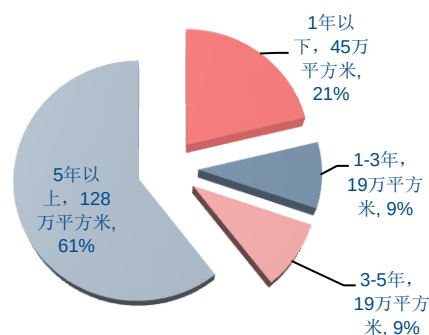
注：分母为上市公司营业总收入

图 10：欧亚集团门店梯队-各店龄区间门店家数占比情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：欧亚集团门店梯队 - 各店龄区间门店建筑面积



资料来源：公司公告，中信证券研究部

内生增长潜力大，外延扩张空间广

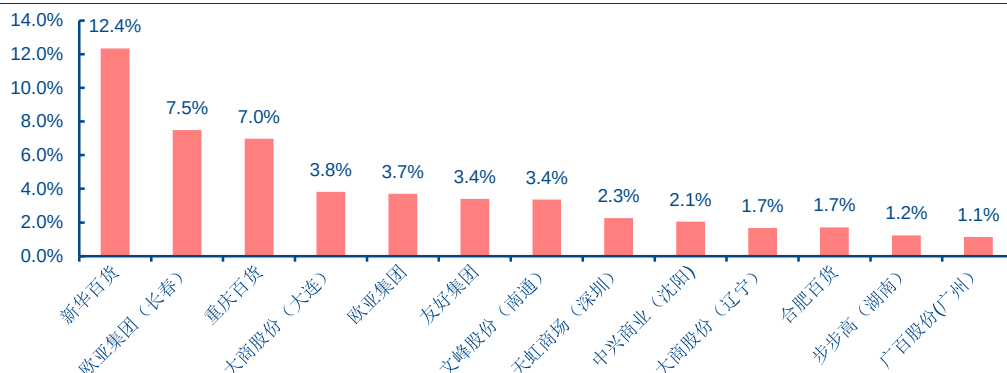
毛利率远低于同行，未来提升潜力大

毛利率水平与区域控制力不相匹配，战略性低毛利策略是主要原因，预计未来毛利率存在较大提升空间。作为优质区域龙头，欧亚集团通过多业态、多层次定位、多层级城市布点实现了对吉林省消费群体的全覆盖，对当地市场有着极强的控制力。从“营业收入/当地批发零售业零售额”这一指标来看，欧亚集团在长春、吉林的市占率位居国内各区域龙头前列。但是，与该区域控制力不相匹配的是公司商业业务的毛利率远低于其他企业，位居行业末位。2014 年上半年，欧亚集团商业业务毛利率 9.08%，不仅远低于全国布局、轻资产运营的多业态零售商天虹商场 22.99%的水平，也远低于同为区域龙头的多业态零售商步步高 15.48%的水平。

我们认为，公司商业业务毛利率远低于同行的原因包括：1. 战略性低毛利策略构筑“护城河”，将竞争对手挡在吉林省之外：一方面，吉林省内消费者购买力有限，另一方面，公司购物中心、百货全部为自有物业，连锁超市也以自有物业为主，折旧、租金方面的压力小。因此公司依托规模优势、自有物业优势以频繁的、大力度的打折促销让利于消费者，最大限度扩大市场份额；而竞争对手无力采用同样的策略。2. 吉林省相对偏远，代理层级多，流

通链条长，终端毛利空间被压缩。3. 低毛利的电器业务收入占比 20%左右，拉低了整体毛利率水平；大规模电器业务带来的返利核算在其他业务收入中。

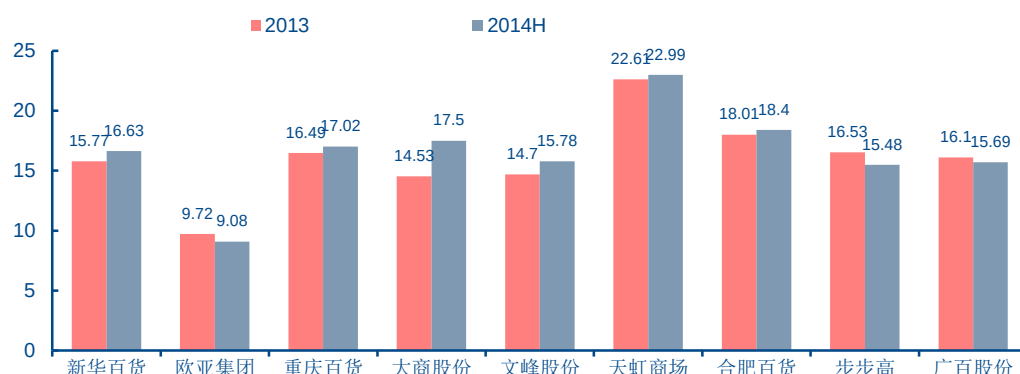
图 12：各区域龙头在优势省份/城市商业营业收入占当地批发零售业零售额比例



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部
其进行了修正。

注：欧亚卖场以租金收入为主，本表市占率用欧亚卖场零售额对其进行了修正。

图 13：各区域龙头商业主业毛利率水平 (%)



资料来源：公司公告，Wind，中信证券研究部

未来，毛利率有望逐步回升，且因毛利率水平较低，业绩对毛利率变化的敏感性大：1. 公司同样受到经济增速放缓、电商分流等不利冲击的影响，客观上需要提升毛利率，且提升毛利率的时机已相对成熟。一方面，欧亚集团已实现在吉林省所有地级市的布点，所开门店均为当地体量最大、品牌最全、体验最丰富的门店；在经济发展水平最高、人口最多、居民消费能力最强、市场容量最大的长春市和吉林市实现了加密布点：2014 年，长春市新开三家购物中心，填补了此前在市内未曾占据的布点空白，总体量达 14.88 万平米；2013 年以来，在长春约新增 10 家连锁超市，使长春市内的欧亚连锁超市达到 30 家左右；2014 年 12 月 28 日，30 万平米的吉林欧亚商都综合体商业部分开业，至此公司在吉林市已有 3 家大型门店，位于不同区域、涵盖不同消费群体。另一方面，消费者购物渠道多元化、消费日益理性，对打折促销的敏感性下降。2. 随着规模优势的强化，公司积极推动品牌“脱媒”，减少流通环节，提升流通效率。3. 推动营销变革，提升盈利能力：适度提升自营比例，开发自有品牌，如欧亚一品、TL、欧星、欧惠家等。

公司积极探索新业务、新模式，培育新的利润增长点。（1）从“欧亚卖场”到生态体验中心“欧亚广场”：欧亚集团发展初期便富有创新意识和探索精神。欧亚卖场起步于 2000 年 12 月，是我国最早的集购物、餐饮、休闲、娱乐、健康、教育等于一体的大体量购物中心。2014 年 12 月 26 日，长春欧亚广场开业。这是欧亚首家以“广场”命名的门店，不仅集生活、娱乐、休闲、教育、餐饮、购物为一体，而且功能性项目首次占比提高到 60%。长春欧亚广场毗邻长春胜利公园，定位上主打“生态体验中心”，从店外装修到店内装饰，都

采用了生态式装修装饰。（2）从线下到线上，打造全渠道体系：2012 年，公司旗下 PC 端购物网站“欧亚 e 购”上线；2013 年，欧亚 e 购”经营框架整体重组，从会员性、营销性、功能性等方面提升了功效；2014 年 4 月 10 日，移动平台“掌尚欧亚”手机 APP 上线；随后，微信服务号“欧亚微店”公众平台上线。公司致力于将实体店、“欧亚 e 购”、“掌尚欧亚”、“欧亚微店”全面打通，打造集会员性、功能性、营销性、购物性于一体的区域性生态系统，实现逛街、购物、及微信支付、电子会员卡、会员联盟、电子钱包、优惠券及实体门店互动及资讯管理等功能，并建立区域性城市异业联盟，通过与银行、电信运营商、旅游产业、本地化生活服务企业展开积分互换，会员资源共享。

外延扩张空间广：招商红利下沉外扩，并购正当时

1. 继续享受招商红利，低成本拿地自建城市综合体、购物中心等，快速培育的同时带动一方经济的发展。

欧亚卖场从公司托管的长春燃料一公司的储煤基地发展而来，为公司赢得了自建商圈、带动一方经济发展的美誉，从而使公司成为政府推动城市扩容、推进城镇化过程中招商青睐的对象，可以低成本拿地、快速建设城市综合体或大体量购物中心、快速培育，同时获取地产销售、商业运营、持有物业增值等多方面的收益。

表 2：欧亚集团低成本获取土地、物业案例

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
吉林欧亚城市综合体土地	约 2.296 亿元	获得吉林市丰满开发区 28.7 万平米净地用于建设吉林欧亚城市综合体	净地价格：800 元/平米
珲春欧亚城市综合体项目土地	3350 万元	获得珲春站前北街，文化路东优质地段的 10 万平米土地	净地价格：335 元/平米
东丰欧亚城市综合体项目土地	1600 万元	获得辽源市东丰县东风路以北，鑫达路以南，富民街以东，吉凤街以西一处宗地，面积为 8 万平米	净地价格：200 元/平米
白山欧亚城市综合体项目土地	1789 万元	获得白山市江源区临江街以北 12.7 万平米土地	净地价格：141 元/平米
松原欧亚购物中心物业	2.23 亿元	获得松原开发区核心地段 7.4 万平米商业物业	商业物业价格：3000 元/平米
内蒙古乌兰浩特欧亚购物中心	3.87 亿元	土地 35524.94 平米，建筑面积 94955 平方米	含地价，4076 元/平米
内蒙古通辽欧亚购物中心和钻石名城	3.77 亿元	获得土地 10 万平米，购物中心建筑面积 99793 平米，钻石名城建筑面积 18 万平米	含地价，商业和住宅建筑平均单位投资成本 1344 元/平米

资料来源：公司公告，中信证券研究部

吉林省的城镇化率尚处较低水平，公司完成在各地级市的布点后，开始加密布点并向县域、乡镇下沉。目前已开业的县级市购物中心、超市有通化梅河口欧亚购物中心、通化集安欧亚超市，储备项目有辽源东丰欧亚城市综合体项目。

内蒙古与吉林省接壤，部分地区经济发展水平与吉林省相当、居民消费习惯与吉林省相近。欧亚集团享受招商红利、低成本拿地自建城市综合体的模式已成功复制到内蒙古乌兰浩特和通辽，未来有望在内蒙古和黑龙江等地复制。

2. 积极参与国企改革，获取核心商圈优质物业、土地资源等，并为所收获企业注入新的活力

公司积极参与全国其他省份国有商业企业的改制：

（1）2007-2008 年，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 3.89 亿元获得沈阳联营 100% 股权。

（2）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，分别持股 51%、30.15%、18.85%。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。济南国资委出资所用的 6 户企业中，济南外贸抽纱厂所处地段已为繁华的商业区，现已搬迁，该地块用于建设济南欧亚大观商都·城市综合体。

（3）2011 年 11 月 2 日，公司以 1126 万元成功拍得郑州市百货大楼股份有限公司 33.08% 股权，成为郑百的第一大股东。2014 年 1 月 16 日，公司以 30 万元人民币受让安阳飞鹰集团下属企业所持有的 30 万股郑州百货大楼股权，持股比例上升至 34.25%。

参与国有商业企业改制是外延扩张的一条捷径：各大城市均存在一些欲出售股权或欲引入新投资者的国资背景商业企业，这些商业企业虽往往因为各种主、客观原因盈利能力不佳，但仍不失为优质资产：①一般为当地老牌商业企业，品牌形象深入人心；②国资背景，政府资源丰富；③位于核心商圈，一般为自有物业，且往往拥有其他物业或土地等隐性资源。

3. 市场化并购正当时

2011 年以来，零售业景气低迷，部分缺少规模效益、运营管理水平较低的实体零售企业运行艰难，行业并购机会涌现。2013 年 11 月，欧亚集团以 4194 万元收购白山合兴实业 28.95% 的股权；2014 年 4 月，公司以 4648 万元收购白山合兴 32.08% 股权，累计持股比例 61.03%。白山合兴是目前白山市规模最大、实力最强的大型商贸零售企业，位于白山市繁华的商业区。通过拥有白山合兴多数股权，加上正在建设中的白山欧亚中吉城市综合体，欧亚集团将对白山市的零售业拥有绝对的控制力。未来，预计公司将积极以市场化收购的方式扩大规模，提升市场占有率。

表 3：欧亚集团储备项目

序号	项目	城市	股权比例	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	商业面积 (平方米)	住宅面积 (平方米)	拓展类型	项目细则
1	欧亚商都四期	长春	100%		130,000			边经营边建设	城市综合体（商业、娱乐休闲）
2	白城欧亚二期	白城	100%		45,000			边经营边建设	扩建
3	济南欧亚大观商都	济南	51%		249,471	73,380	116,753	子公司投资	城市综合体（商场、公寓、写字楼等）
4	通辽欧亚购物中心	通辽	100%	100,000	280,506	99,793	180,713	拿地自建	城市综合体（商场、商铺、住宅等）
5	乌兰浩特欧亚购物中心	乌兰浩特	100%	35,525	94,955	94,955		拿地自建	购物中心
6	辽源东丰欧亚城市综合体	东丰	100%	80,000				拿地自建	城市综合体（商场、商铺、住宅等）
7	白山欧亚中吉城市综合体	白山	51%	127,096				拿地自建	城市综合体（商场、商铺、住宅等）

资料来源：公司公告，中信证券研究部

资产价值明显低估，产业资本举牌潜在标的

管理层不断增持，与投资者利益趋同性增强

除激励基金对应的增持外，公司董监高持续增持公司股票，显示了对公司发展的坚定信心。截至 2014 年 12 月 5 日，公司董、监、高合计持有上市公司 1.88% 股权，其中董事长曹和平持有 1.48%。

表 4：欧亚集团董监高持股情况

董监高姓名	职务	变动数 (单位:股)	本次变动平均价格 (单位:元/股)	变动后持股数 (单位:股)	变动后 股权比例	变动日期
曹和平	董事长	19,625	19.7	2,348,874	1.48%	2014/6/6
曲慧霞	董事	25,700	21.5	242,721	0.15%	2014/12/5
席汝珍	董事	11,600	17.44	82,647	0.05%	2014/6/25
闫福录	监事	22,100	17.4	69,320	0.04%	2014/6/25
于惠舫	董事	21,600	17.4	115,870	0.07%	2014/6/25
于志良	董事	21,500	17.4	68,600	0.04%	2014/6/25
程秀茹	高级管理 人员	21,500	17.4	70,492	0.04%	2014/6/25
合计					1.88%	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

物业重估是市值的 2.27~3.37 倍，价值低估显著

截至 2014 年底，公司运营的 21 家百货/购物中心 100% 为自有物业；运营的连锁超市约 85%-90% 的物业属性为自有。不考虑公司现有住宅地产存货，公司商业自有物业建筑面积为 224.8 万平米，权益自有物业建筑面积为 179.2 万平米，中性/乐观条件下权益物业重估净值为 138/184 亿元，上市公司重估净值为 94/140 亿元，为最新市值的 2.23/3.32 倍。

表 5：欧亚集团自有商业物业重估

省份	门店名称	建筑面积 (平米)	均价(万 元/平米) - 中性	均价(万 元/平米) - 乐观	权益 比例	重估价值 (亿元) - 中性	重估价值 (亿元) - 乐观
吉林省	车百大楼	40,000	0.68	0.90	100%	2.70	3.60
	欧亚商都	170,000	2.63	3.50	100%	44.63	59.50
	欧亚卖场	700,000	0.75	1.00	39.66%	20.82	27.76
	益民商厦	30,000	0.38	0.50	100%	1.13	1.50
	新发商厦	50,000	0.75	1.00	100%	3.75	5.00
	春城购物中心	40,000	1.05	1.40	100%	4.20	5.60
	四平商贸	45,000	0.27	0.36	100%	1.22	1.62
	农安商贸	13,000	0.30	0.40	100%	0.39	0.52
	吉林欧亚商都江南店	20,150	0.60	0.80	100%	1.21	1.61
	吉林欧亚购物中心	50,000	0.75	1.00	100%	3.75	5.00
	通化购物中心	128,000	0.34	0.45	100%	4.32	5.76
	白城购物中心	45,000	0.60	0.80	100%	2.70	3.60
	辽源购物中心	79,740	0.26	0.35	100%	2.09	2.79
	梅河口欧亚购物中心	45,000	0.38	0.50	100%	1.69	2.25
	松原欧亚购物中心	74,000	0.45	0.60	100%	3.33	4.44
	珲春欧亚延百购物中心	69,770	0.26	0.35	51%	0.93	1.25
	欧亚万豪购物中心	60,000	0.41	0.55	100%	2.48	3.30
	欧亚长新购物中心	35,070	0.45	0.60	100%	1.58	2.10
	长春欧亚广场	53,724	0.41	0.55	100%	2.22	2.95
	吉林欧亚商都综合体	300,000	0.53	0.70	100%	15.75	21.00
辽宁省	沈阳联营	60,000	1.95	2.60	100%	11.70	15.60
山东省	济南欧亚大观园	42,000	0.75	1.00	51%	1.61	2.14



省份	门店名称	建筑面积 (平米)	均价(万 元/平米) - 中性	均价(万 元/平米) - 乐观	权益 比例	重估价值 (亿元) - 中性	重估价值 (亿元) - 乐观
	欧亚连锁超市(自有部分)	140,000	0.38	0.50	100%	5.25	7.00
	合计	2,248,454					
	权益部分	1,791,887				138	184

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

表 6：欧亚集团 RNAV/市值

指标	数值	数值
自有物业重估值（亿元）	137.8（中性）	183.8 乐观）
流动资产（亿元）	45.9	45.9
负债（亿元）	89.9	89.9
资产重估净值(亿元)	94	140
股本（万股）	15,909	15,909
每股重估资产净值（元）	60	89
股价（元）	26.48	26.48
最新市值（亿元）	42.1	42.1
重估净值/最新市值	2.23	3.32

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

风险提示

行业风险：宏观经济低于预期、行业增速放缓，行业竞争过度致毛利率下滑。

公司风险：

- 1) 毛利率上升幅度低于预期。
- 2) 吉林欧亚城市综合体经营情况不达预期。

盈利预测与估值评级

关键假设

- 1. 吉林省的零售业竞争格局保持相对稳定，没有其他全国性零售龙头不惜成本在吉林省内大规模扩张。
- 2. 公司流动开发新项目，每年新增 1-2 个自建商业项目，新增 1-2 个收购物业商业项目，新增 10 家以内连锁超市。
- 3. 吉林省内地、县级城市房地产市场竞争格局稳定，当地市场住宅库存合理。
- 4. 公司在全渠道业务拓展方面保持稳定可控的投入，不会对公司业绩带来大的影响。

表 7：欧亚集团模型拆分及预测

单位：元		2013	2014E	2015E	2016E
欧亚集团	营业收入	10,315,184,982	11,883,093,100	13,831,920,368	16,211,010,671
	增速	20.07%	15.20%	16.40%	17.20%
	毛利率	16.74%	17.19%	17.29%	17.35%
	毛利润	1,726,293,757	2,042,703,704	2,391,539,032	2,812,610,351
	销售费用率	3.19%	3.40%	3.52%	3.73%
	管理费用率	7.55%	7.50%	7.58%	7.62%
	财务费用率	1.05%	1.41%	1.27%	1.26%
欧亚商都	营业收入(万元)	3,003,833,409	2,907,710,740	3,038,557,724	3,196,562,725
	增速	8.20%	-3.20%	4.50%	5.20%
	建筑面积（平米）	130,000	130,000	130,000	130,000
	建面平效（元/平米/年）	23,106	22,367	23,374	24,589
	毛利率	12.63%	13.20%	13.65%	14.20%
	毛利润	379,384,160	383,817,818	414,763,129	453,911,907
	营业收入(万元)	2,119,405,297	2,446,853,416	2,756,625,058	3,081,906,815
欧亚卖场	增速	28.40%	15.45%	12.66%	11.80%
	建筑面积（平米）	650,000	700,000	700,000	700,000
	建面平效（元/平方米/年）	3,261	3,496	3,938	4,403
	毛利率	20.77%	21.88%	22.40%	22.68%
	毛利润	440,200,480	535,371,527	617,484,013	698,976,466
	营业收入(万元)	524,663,499	445,963,974	512,858,570	564,144,427
	增速	0.33%	-15.00%	15.00%	10.00%
沈阳联营	建筑面积（平米）	60,000	60,000	60,000	60,000
	建面平效（元/平方米/年）	8,744	7,433	8,548	9,402
	毛利率	15.50%	16.00%	16.60%	16.80%
	毛利润	81,322,842	71,354,236	85,134,523	94,776,264
	营业收入(万元)	1,831,256,495	2,289,070,619	2,746,884,743	3,241,323,997
	增速	45.00%	25.00%	20.00%	18.00%
	建筑面积（平米）	180,000	221,800	255,070	293,331
欧亚车百	建面平效（元/平方米/年）	10,174	10,320	10,769	11,050
	毛利率	12.05%	12.50%	13.00%	13.50%
	毛利润	220,666,408	286,133,827	357,095,017	437,578,740
	营业收入(万元)	406,971,319	470,051,874	540,559,655	621,643,603
	增速	35.00%	15.50%	15.00%	15.00%
	建筑面积（平米）	45,000	50,000	50,000	50,000
	建面平效（元/平方米/年）	9,044	9,401	10,811	12,433
吉林购物中心	毛利率	15.00%	14.70%	15.50%	16.20%
	毛利润	61,045,698	69,097,625	83,786,746	100,706,264
	营业收入(万元)	382,404,521	554,486,556	720,832,522	864,999,027
	增速	60.00%	45.00%	30.00%	20.00%
	建筑面积（平米）	80,000	128,000	128,000	128,000
	建面平效（元/平方米/年）	4,780	4,332	5,632	6,758
	毛利率	14.92%	15.20%	15.58%	16.20%
通化欧亚	毛利润	57,054,755	84,281,956	112,305,707	140,129,842
	营业收入(万元)	2,046,650,441	2,768,955,921	3,515,602,096	4,640,430,077
	增速	38.20%	35.29%	26.96%	32.00%
	毛利率	23.78%	22.13%	20.51%	19.10%
	毛利润	486,619,415	612,646,714	720,969,897	886,530,869
	营业收入(万元)				
	增速				
其他	毛利率				
	毛利润				
	营业收入(万元)				

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

考虑公司超预期的收入增长，上调公司 14 年 EPS 预测至 1.87 元（原为 1.80 元），维持 15-16 年 EPS 2.13/2.40 元预测，分别同比+21.3%、+14.0%、+12.7%。公司内生+外延增长稳健，商场及购物中心 100%自有物业，市值相比重估价值折价 56%夯实价值底线，大股东国资仅持股 23%，产业资本有望增持助力价值修复。维持“买入”评级，上调目标价至 33.8 元（对应 15 年 15x PE，原目标价为 24.2 元）。

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,591	10,315	11,883	13,832	16,211	货币资金	8,591	10,315	11,883	13,832	16,211
营业成本	7,207	8,589	9,840	11,440	13,398	存货	7,207	8,589	9,840	11,440	13,398
毛利率	16.11%	16.74%	17.19%	17.29%	17.35%	应收账款	16.11%	16.74%	17.19%	17.29%	17.35%
营业税金及附加	75	93	89	118	125	其他流动资产	75	93	89	118	125
营业费用	233.30	329.18	404.03	486.88	604.67	流动资产	233.30	329.18	404.03	486.88	604.67
营业费用率	2.72%	3.19%	3.40%	3.52%	3.73%	固定资产	2.72%	3.19%	3.40%	3.52%	3.73%
管理费用	648	779	891	1048	1235	长期股权投资	648	779	891	1048	1235
管理费用率	7.54%	7.55%	7.50%	7.58%	7.62%	无形资产	7.54%	7.55%	7.50%	7.58%	7.62%
财务费用	88	108	167	175	204	其他长期资产	88	108	167	175	204
财务费用率	1.03%	1.05%	1.41%	1.27%	1.26%	非流动资产	1.03%	1.05%	1.41%	1.27%	1.26%
投资收益	-2.04	-1.91	-2.20	1.00	1.00	资产总计	-2.04	-1.91	-2.20	1.00	1.00
营业利润	336	413	487	562	643	短期借款	336	413	487	562	643
营业利润率	3.91%	4.01%	4.10%	4.06%	3.97%	应付账款	3.91%	4.01%	4.10%	4.06%	3.97%
营业外收入	10.85	34.72	5.00	6.00	7.00	其他流动负债	10.85	34.72	5.00	6.00	7.00
营业外支出	4.00	12.63	4.00	4.00	4.00	流动负债	4.00	12.63	4.00	4.00	4.00
利润总额	342.83	435.35	487.65	564.16	646.29	长期负债	342.83	435.35	487.65	564.16	646.29
所得税	88.07	122.88	121.91	146.68	174.50	其他长期负债	88.07	122.88	121.91	146.68	174.50
所得税率	25.69%	28.23%	25.00%	26.00%	27.00%	非流动性负债	25.69%	28.23%	25.00%	26.00%	27.00%
少数股东损益	52.90	67.21	68.27	78.98	90.48	负债合计	52.90	67.21	68.27	78.98	90.48
归属于母公司* 股东的净利润	201.85	245.26	297.47	338.50	381.31	股本	201.85	245.26	297.47	338.50	381.31
净利率	2.35%	2.38%	2.50%	2.45%	2.35%	资本公积	2.35%	2.38%	2.50%	2.45%	2.35%
每股收益 (元)(摊薄)	1.27	1.54	1.87	2.13	2.40	股东权益合计	1.27	1.54	1.87	2.13	2.40
						少数股东权益	8,591	10,315	11,883	13,832	16,211
						负债股东权益 总计	43,907	59,786	66,442	75,487	90,283
现金流量表						主要财务指标					
(百万元)											
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	增长率 (%)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	254.76	312.47	365.74	417.48	471.79	营业收入	23.46	20.07	15.20	16.40	17.20
少数股东损益	52.90	67.21	68.27	78.98	90.48	营业利润	19.80	23.00	17.76	15.52	14.43
折旧和摊销	190.05	247.58	249.92	271.25	302.66	净利润	24.86	21.50	21.29	13.79	12.65
营运资金变动	-176.11	153.14	498.38	411.50	502.58	利润率 (%)					
其他	-5.28	5.20	1.88	0.00	0.00	毛利率	16.11	16.74	17.19	17.29	17.35
经营现金流	355.42	830.33	1275.16	1274.68	1479.58	EBITMargin	4.94	5.06	7.15	3.40	3.70
资本支出	971.71	1117.87	200.00	800.00	1300.00	EBITDAMargin	7.50	7.50	7.61	7.29	7.09
投资收益	-2.04	-1.91	-2.20	1.00	1.00	净利率	2.35	2.38	2.50	2.45	2.35
资产变卖	3.00	2.00	0.00	0.00	0.00	回报率 (%)					
其他	9.24	-9.00	9.24	-9.00	-9.00	净资产收益率	17.64	18.26	18.73	18.60	18.34
投资现金流	-1000.18	-1345.54	-190.76	-809.00	-1309.00	总资产收益率	2.69	2.59	3.43	3.50	3.19
发行股票	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他 (%)					
负债变化	180.00	170.00	-260.00	0.00	0.00	资产负债率	79.31	79.78	74.32	73.72	75.86
股息支出	-47.73	-47.73	-52.50	-107.09	-121.86	所得税率	25.69	28.23	25.00	26.00	27.00
其他	10.92	1.54	-24.55	0.00	0.00	股利支付率	23.64	21.41	36.00	36.00	36.00
融资现金流	846.44	724.54	-1129.42	-265.68	829.42						
现金净增加额	201.68	209.32	-45.03	200.00	1000.00						

资料来源：中信数量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。