



证券研究报告·上市公司深度

新三板

## 签证与目的地 O2O 结合，出境自助游全产业链品牌

### 主营出境旅游 O2O 服务

公司主营出境旅游 O2O 服务，包括签证、度假、目的地三大业务。提供包括签证代办服务及在线咨询、预订、审核、支付等服务，度假服务（自由行、参团游和定制游三类），海外当地日内游、门票、餐饮、休闲、交通、旅游装备、购物等服务，通过 O2O 模式进行推广销售。

公司 2015 年营收 2.99 亿元、YOY66.08%，净利润-3935.19 万元、YOY-7.44%。公司在 2014 年将业务全部线上化，线下业务下降导致收入增速放缓；2015 年线上业务开始发力，营收步入快速成长轨道。

### 出境游高速增长，自助/定制成为趋势

我国公民因私出境人数达到 1.22 亿人次，同比增长 10.62%。中国旅客出境消费 2014 年已达 1649 亿美元，2015 年达到 2495 亿美元，同比增长高达 51.3%。在旅游目的地选择中，亚洲短途出境成为国内游客首选，2015 年国内游客跟团出境中亚洲各国占比达到 51.91%，相对 2014 年增长 42.90%为各区域中最快。

2015 年我国旅游市场线上渗透率为 10.8%，较 14 年提升 1.6 个百分点，呈现了持续上升态势。由于旅游服务对安全和舒适性要求较高，线下用户对用户仍然信任度较高。相对美国 2012 年在线旅游渗透率已经达到 74%，其中休闲度假产品达到 70%，未来国内在线旅游渗透率提升为大概率事件。2015 年中国在线旅游度假市场自助游占比 51.4%，相比 14 年上升 3.7 个百分点。艾瑞咨询数据显示，2015 年中国在线自助游市场规模已达到 388.7 亿元。在线出境游自助化和定制化成为行业趋势。

### 公司占据签证业务优势+资源优势，整合潜力巨大

签证为出境游刚需，签证时间成本、路费成本较高，签证成功率提升需求较大，导致代理需求旺盛。通过签证业务可以精准获取出境游目标用户，基于用户对签证-自由行-目的地服务的一站式采购需求，通过推送促使用户交叉购买，可实现从签证向旅游服务的导流。公司 2014 年签证服务人次 50 万，仅落后于阿里旅行位居行业第二。在非平台类的第三方代理中，公司签证业务规模国内领先。

公司核心团队具有丰富的行业资源，公司创始人曾松从业超过 20 年，曾任华远国旅董事长，具备深厚的从业经验和行业积淀。基于核心团队优势，公司对海外目的地资源具有广泛的获取渠道和强大的整合能力。根据百程旅游董事长在 2016 中国旅游大会上的讲话，百程目前每月目的地服务人次 5 万，目的地服务是公司成长最为快速的业务。

此外，公司拥有丰富的下游分发渠道，保证了低成本快速获取用户；公司签证业务实现标准流程化，并开发智能客服系统，高效低成本的服务使公司获取了较高的用户留存和复购率，两年复购率达到 20%+。

请参阅最后一页的重要声明

## 百程旅游 (836925)

首次

不评级

王慷

wangsu@csc.com.cn

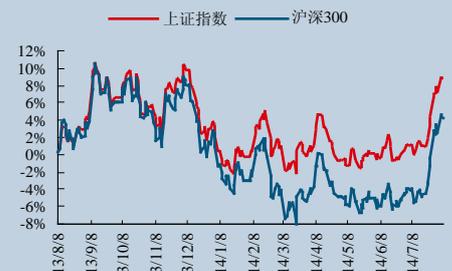
010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2016 年 7 月 12 日

当前股价：

### 上证指数、沪深 300 走势图



### 相关研究报告



### 建议重点关注

与在线旅游企业中较为典型的途牛、驴妈妈（景域文化）相比，公司目前以签证业务为主，该业务毛利率较高使公司在毛利率方面处于行业领先地位；同时公司销售费用率较低，净利率水平同样领先同业。

基于出境游市场的快速增长+在线渗透率的提升+出境游向自助/定制化发展，看好在线出境自助游市场的发展空间。而基于公司在签证领域的规模和品牌优势+签证和其他合作入口向旅游导流能力优势+核心团队在行业内的丰富经验和资源优势，看好公司在细分市场占据良好的竞争地位。

预计公司营业收入在 2016-2018 年保持 80%复合增长率。按照公司定制和高端业务获取高毛利+在线旅游低毛利业务占比增长，中期毛利率将保持稳定。建议持续关注公司的境外旅游业务增长及各项费用控制情况。

### 风险提示

1、行业毛利率波动风险；2、行业并购整合风险。



## 目录

一、公司主营出境旅游 O2O 服务.....	4
1、公司历史沿革和股权结构.....	4
2、主营签证业务+出境自助游.....	4
3、营收步入高速成长期，毛利率改善.....	5
二、出境游高速增长，自助/定制成为趋势.....	5
1、出境游市场快速增长，亚洲地区短期优势明显.....	5
(1) 受益消费升级+政策推动，出境游市场快速增长.....	5
(2) 亚洲地区为短期热点，欧洲地区潜力较大.....	6
2、在线旅游渗透率依然较低，参照海外提升空间巨大.....	7
3、自助化、定制化成为行业趋势.....	7
三、公司占据签证业务优势+资源优势，整合潜力巨大.....	8
1、公司签证业务同业领先，占据入口优势.....	8
(1) 签证业务需求旺盛，且具有强入口属性.....	8
(2) 公司为国内在线签证代理领先品牌.....	9
2、上下游资源整合能力强大.....	9
(1) 核心团队深耕行业，海外旅游资源丰富.....	9
(2) 下游分发渠道丰富.....	10
3、系统迭代+客服智能化，内部优化带动费用率下降.....	10
(1) 优化签证体验，用户复购率较高.....	10
(2) 开发智能客服系统，降低费用水平.....	10
四、建议重点关注.....	11
1、公司毛利率同业领先.....	11
2、预计收入保持快速增长，建议关注.....	11
风险提示.....	11



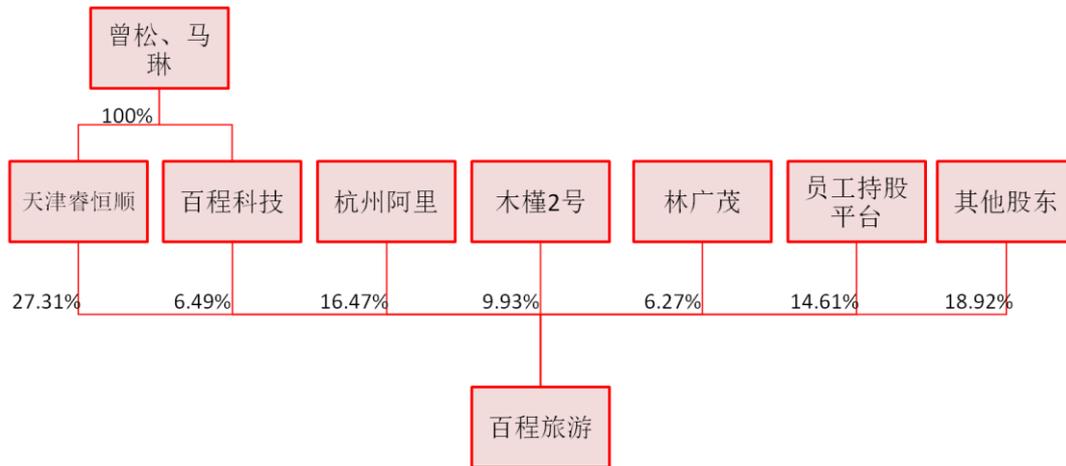
## 一、公司主营出境旅游 O2O 服务

### 1、公司历史沿革和股权结构

公司前身怡泰假期成立于 2000 年 8 月，2011 年原股东朱晓云、时代环球将出资转让予佰程科技，2012 年搭建 VIE 境外主体。2015 年 6 月拆除 VIE 架构，10 月变更为股份有限公司，并于 2016 年 4 月挂牌新三板。

公司目前总股本 5053.79 万股，其中董事长曾松及配偶马琳通过天津睿恒顺和百程科技持股 33.80%，公司核心团队持股平台百程一号到百程四号合计持股 14.61%。其余股东包括杭州阿里创投、瑞元千合木槿 2 号资管计划、林广茂、北京点睛等机构和个人投资者。

图 1：公司股权结构



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### 2、主营签证业务+出境自助游

公司主营出境旅游 O2O 服务，包括签证、度假、目的地三大业务。

其中核心产品在线签证业务主要提供超过 50 个国家、600 多个签证类别的单签证代办服务及在线咨询、预订、审核、支付等服务。度假服务包括自由行、参团游和定制游三类，其中前两类采用自营+平台模式销售，而定制游通过规划师在线服务提供免费咨询、行程设计、预算、风控等服务。目的地服务则包括海外当地日内游、门票、餐饮、休闲、交通、旅游装备、购物等服务，通过 O2O 模式进行推广销售。几大业务的盈利模式主要为对 C 端收取的产品销售利润；上游供应商主要为大型国际旅行社、航空公司等。

表：公司主营业务拆分情况

主营业务	2015				2014			
	营业收入	主营业务占比	毛利率	YOY	营业收入	主营业务占比	毛利率	YOY
签证	17,962.11	60.54	8.07	81.14	9,916.06	55.44	4.37	1.07
度假	9,409.64	31.72	2.97	33.33	7,057.65	39.46	5.31	-13.98



目的地	2,297.34	7.74	9.4	152.17	911.04	5.09	7.66	239.09
合计	29,669.09	100.00	7.10	65.89	17,884.75	100.00	5.34	-2.18

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

### 3、营收步入高速成长期，毛利率改善

公司 2014-2015 年营收分别为 1.80、2.99 亿元，净利润-3662.60、-3935.19 万元，营收 YOY66.08%。公司 2014 年营业收入较 2013 年增长较慢，主要由于公司在 2014 年将业务全部线上化，线下签证等业务下降导致收入增速放缓；而 2015 年线上业务开始发力，营收步入快速成长轨道。

从毛利率来看，公司 2014 年毛利率仅 5.34%，而 2015 年这一数字上升至 7.10%，主要由于 2014 年公司线上签证业务采用“0 服务费”模式导致毛利率下降，而 2015 年回到有服务费模式毛利率随之回升。

图 2：公司营收及同比增长率

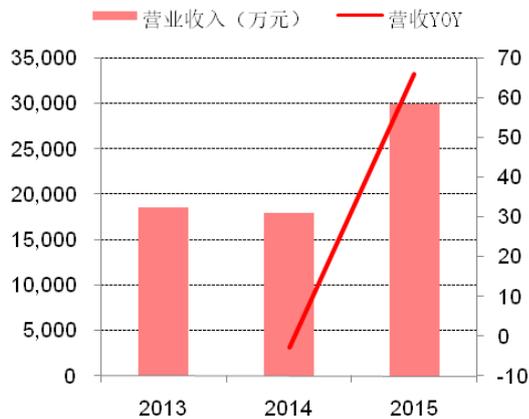
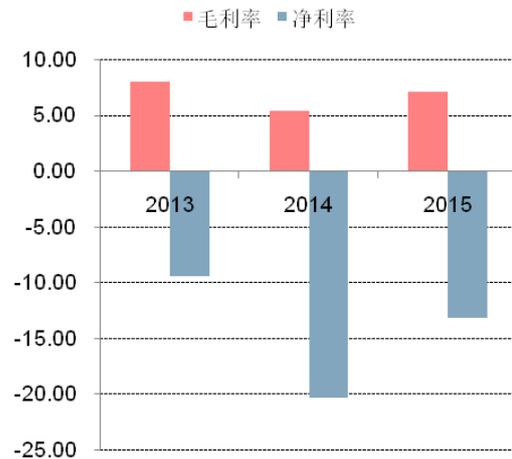


图 3：净利率及毛利率变化



资料来源: WIND 中信建投证券研究发展部

## 二、出境游高速增长，自助/定制成为趋势

### 1、出境游市场快速增长，亚洲地区短期优势明显

#### (1) 受益消费升级+政策推动，出境游市场快速增长

据国家旅游局数据显示，我国 2015 年全年旅游人数超过 41 亿人次，旅游总收入达 4.13 万亿元，其中中国公民因私出境人数达到 1.22 亿人次，同比增长 10.62%。而据世界旅游组织发布的《2015 全球旅游报告》，中国旅客出境消费 2014 年已经达到 1649 亿美元，2015 年则达到 2495 亿美元，同比增长高达 51.3%。

出境游市场受益政策面推动和消费升级需求。近年来，国务院已经连续出台多项跟旅游有关的投资、消费等政策，16 年中央一号文件也特别强调了旅游的重要性。而从国外角度，诸多国家开放中国游客落地签证，美国等国家也推出了 10 年多次往返签证类型。



图 2：国内旅游市场规模和同比增长（万亿元）

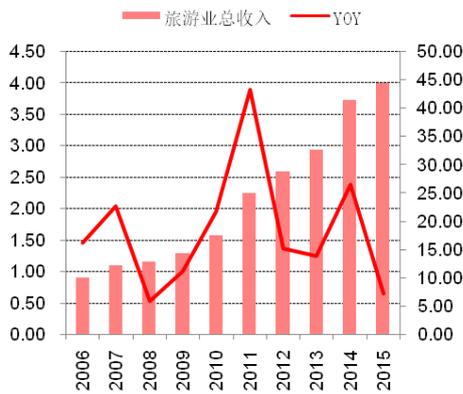


图 3：国内因私出境人次及增长率



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

## （2）亚洲地区为短期热点，欧洲地区潜力较大

在出境旅游目的地选择中，亚洲短途出境正在成为国内游客首选（由于自由行中包含了商务探亲等，不适用于纳入旅游统计，因此我们仅采用国家旅游局公布的旅行社跟团游数据作为参考）。2015 年国内游客跟团出境中亚洲各国占比达到 51.91%，成为第一大目的地；且亚洲地区出境旅游人次在较大的基数之上，相对 2014 年增长 42.90%，同样为各区域中最快。其中日本、越南、印度、泰国分别增长 143.49%、100.00%、82.11%、64.64% 成为增幅领先的地区。可供比较的是港澳台地区跟团游人数在 2015 年下滑 0.65%，而欧洲、美洲分别增长 34.46% 和 26.75%，呈现出较亚洲较大的差距。

亚洲地区率先受益于出境游市场的爆发，其核心原因在于亚洲地区旅游的金钱和时间成本相对较低，更为符合国内目前的消费特性（其中日本游显著受益日元大幅贬值）。而预计随着消费升级的延续，有稳定出境游需求的旅客数量上升，同时欧元贬值及欧洲恐怖袭击影响逐步减退，未来欧洲市场将有望逐步上升，并接替亚洲成为下一市场热点。

图 2：2015 年出境跟团游按目的地分布

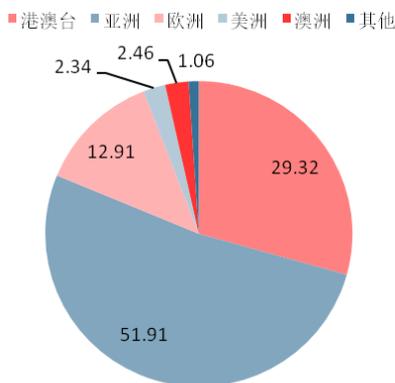
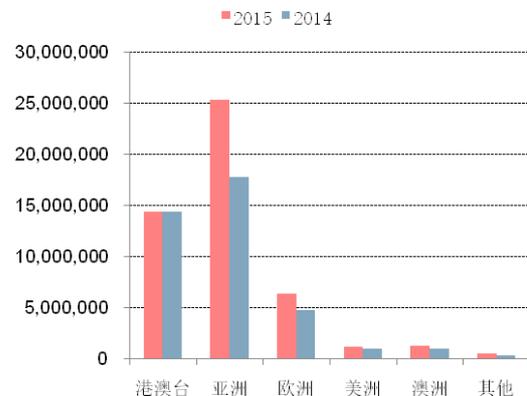


图 3：各目的地跟团游人次年度对比



资料来源：国家旅游局，中信建投证券研究发展部



## 2、在线旅游渗透率依然较低，参照海外提升空间巨大

2015 年我国旅游市场线上渗透率为 10.8%，较 14 年提升 1.6 个百分点，呈现了持续上升态势。但线上部分的渗透率依然较低，传统旅行社模式依然为市场主流。而根据 eMarketer 数据，2012 年美国在线旅游渗透率已经达到 74%，其中机票 76%，酒店 73%，休闲度假游产品也达到了 70%。

但从电商的角度看，中国网购渗透率 2012 年就超过美国。我们认为，基于各大 OTA 平台的用户数均达到上亿人量级，在线旅游覆盖人数已经不构成大的瓶颈，在线旅游与电商渗透率差异的核心仍然在于用户习惯。旅游产品缴费与服务天然分离的特性使其更为适合线上销售，而实物商品电商则受到物流条件的限制，因此在美国互联网发达、物流成本相对较高的环境下，出现了在线旅游渗透率大幅领先于商品电商的情况。而国内情况不同，物流行业的快速发展带动了电商的快速渗透；但国内大多数人仍保持了对实体店信任度较高的习惯，因此在旅游这一对安全和舒适性要求较高的领域，线下店对用户仍然具有较强的吸引力。

可以预期，随着国内互联网市场的规范及用户信任程度的提升，在线旅游渗透率的提升速度将大概率超过电商，呈现向美国靠近的趋势。叠加旅游市场的增长与在线渗透率提升，未来数年在线旅游市场仍将保持高速增长。

图 4：国内在线旅游市场（亿元）

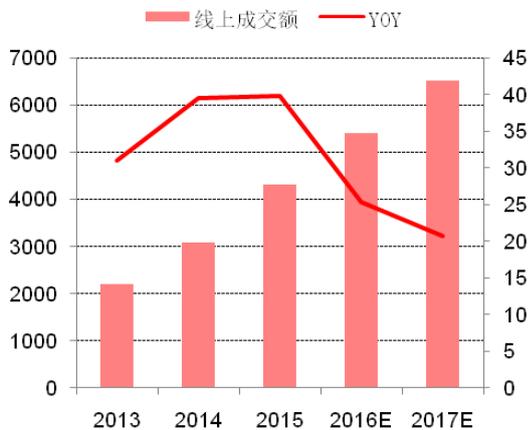
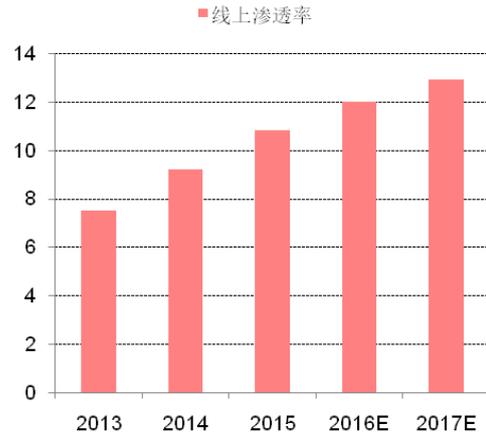


图 5：旅游市场线上渗透率



资料来源：艾瑞咨询，国家旅游局，中信建投证券研究发展部

## 3、自助化、定制化成为行业趋势

自由行从港澳游兴起逐渐发展到其他区域出境游。自由行主要分为两种形式，一种是通过旅行社/OTA 预定机票、酒店等，游客自由安排游玩路线；另一种是由游客自行预订安排全部旅行要素。

据蚂蜂窝和中国旅游研究院发布的《全球自由行报告 2015》显示，2015 年中国出境自由行市场规模已达 9300 亿元人民币，出境自由行人群高达 8000 万人次，人均消费 11625 元，消费同比 2014 年的 8820 元增长 24.1%。出境游人群中选择自由行的比例从 2014 年的 64.1% 提升到 2015 年的 66.7%，自助游正在成为行业趋势。

而仅从线上来，易观智库数据显示 2015 年中国在线旅游度假市场自助游占比 51.4%，相比去年上升 3.7 个百分点，跟团游则下降至 48.6%。艾瑞咨询数据则显示，2015 年中国在线自助游市场规模达到 388.7 亿元。

其中携程市场份额 23.4%，位居市场首位；途牛、同程分别占比 11.7%、11.4%，位居市场第二、三位。

图 4：自助游与跟团游市场比例

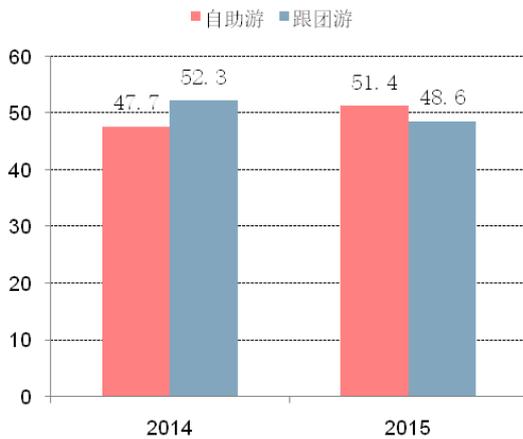
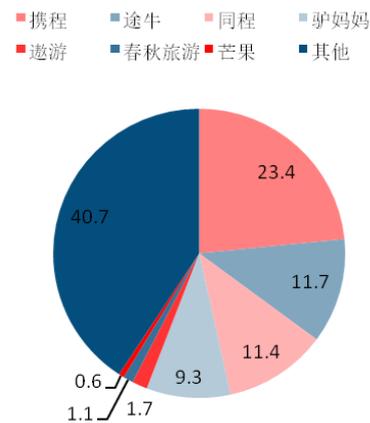


图 5：在线自助游市场份额



资料来源：易观智库，艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

### 三、占据签证入口+资源整合+互联网平台优势，竞争壁垒独特

公司目前业务规模较行业巨头途牛、驴妈妈等规模偏小；但公司具有独特的入口资源、目的地资源优势，形成了特有的竞争壁垒。

#### 1、公司签证业务同业领先，占据入口优势

##### (1) 签证业务需求旺盛，且具有强入口属性

###### ① 签证为出境游刚需，代理需求旺盛

尽管部分国家和地区给予中国公民免签待遇（截至 2016 年 2 月共有 11 个国家/地区免签），但从出境旅游目的地分布情况看，在相当长的一段时间内签证仍将成为出境游的刚需。

而签证需要的材料准备较为复杂，对不经常出国的游客而言需要花费大量时间阅读相关说明；同时对二三线城市旅客，赴大使馆签证需要的路费和住宿费等成本较高；此外，由于美国等国家存在较高的拒签风险，旅客希望获得专业的签证指导从而提升成功率，并希望在拒签后避免签证费损失。基于以上需求，线上签证代理成为各类旅客可以接受的方式。其通过专业人员辅导快速准备材料并提升材料质量，节约签证路费，并提供了拒签退款、加急等服务，获得了用户的认可。尤其是具有品牌效应的大型签证代理，其品牌所获取的信任度将有利于提升签证出签率。

###### ② 签证可实现向旅游服务精准导流

签证作为入口，实现从签证向在线旅游服务的导流，是签证业务的最大意义。

目前签证服务的客单价相对较低。根据阿里旅行数据，亚洲地区泰国、日本等单价在 200-300 元区间，美



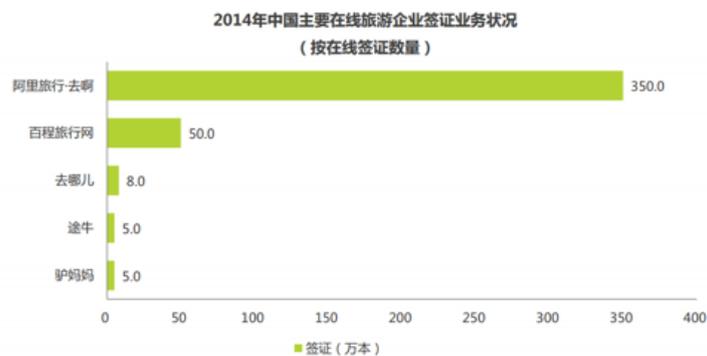
国、欧洲等在 1000 元+, 与使馆签证费价差并不大, 代理业务自身毛利率在 10% 上下。但签证作为出境游的第一步, 通过签证业务可以精准获取出境游目标用户; 而基于用户对签证-自由行-目的地服务的一站式采购需求, 通过推送促使用户交叉购买, 实现将用户向高客单价的出境游产品转化。

更进一步, 由于签证业务提供了用户行程时间, 通过签证可透视用户海外行程安排, 从而实现海外线下服务的精准推送。这对于主营境外目的地服务的在线旅游服务商具有更大意义。

## (2) 公司为国内在线签证代理领先品牌

公司为国内在线签证第三方代理领先品牌。根据艾瑞发布的《2015 年中国在线旅游行业年度监测报告》, 公司 2014 年签证数量 50 万, 仅落后于阿里旅行位居行业第二。但由于阿里旅行、去哪儿等为平台模式, 签证主要由第三方在平台上产生的交易量构成; 仅从代理角度来看, 公司规模为国内领先。

图 4: 2014 年在线签证业务状况



资料来源: 艾瑞咨询, 中信建投证券研究发展部

公司目前提供签证服务的国家和地区横跨 7 大洲 50 多个国家和地区, 签证产品数量近 600 个。按照公司年报披露, 公司未来将继续巩固签证领域的优势, 通过丰富同一国家签证品类和扩大签证服务覆盖国家范围提高竞争力。公司针对多次往返需求推出相应签证产品, 并对欧美澳等洲签证推出一对一 VIP 服务, 通过差异化产品提升了服务吸引力和业务毛利水平。

公司将不同渠道购买签证服务的用户引入自主开发的在线签证服务大厅, 从而与用户建立多次联系, 为客户推荐如日游、定制游、购物以及门票等目的地服务, 可有效降低公司的营销费用。而通过签证向出境旅游服务导流, 加强签证用户延展消费的挖掘, 丰富度假、目的地服务产品的品类, 从而完善闭环商业生态, 将是公司中期的主要发展方向。

## 2、上下游资源整合能力强大

### (1) 核心团队深耕行业, 海外旅游资源丰富

海外目的地服务的核心在于海外线下资源的整合, 而百程旅游在该领域具有优势, 主要原因在于公司核心团队丰富的行业资源。公司创始人曾松从业超过 20 年, 是伴随着中国出境旅行行业发展成长起来的代表性企业家之一, 曾任华远国旅总经理、董事长, 具备丰富的从业经验和深厚的行业积淀。公司与各国驻华使领馆、国外旅游局、航空公司、境外酒店、地接社、景区等均保持良好的合作关系, 资源网络已覆盖亚洲、欧洲、北



美、澳洲等主要出境旅游目的地，从而使公司在签证、目的地服务、航空、酒店、地接、景区等出境游服务链上的各个环节具备业务拓展能力。

基于核心团队优势，公司对海外目的地资源具有广泛的获取渠道和强大的整合能力。而基于海外资源优势+线上获客入口优势，公司海外目的地服务发展迅速。根据百程旅游董事长在 2016 中国旅游大会上的讲话显示，百程目前每月签证服务人次 10 万，目的地服务人次 5 万，自由行服务人次 3000，目的地服务是公司成长最为快速的业务。

而立足于海外目的地服务整合能力，公司推出了旅行定制服务，通过专业规划师依照用户时间、目的地、预算等需求，提供旅行全流程定制。预计在出境游高端化的背景下，这一业务将获得更为快速的发展。

## （2）下游分发渠道丰富

公司为阿里创投投资企业，可借助阿里旅行体系获得优质的流量资源。同时公司与百度等搜索引擎，京东等电商平台，招商银行、民生银行等银行机构，穷游、去哪儿、蚂蜂窝等半平台半 OTA 网站合作，通过多样化渠道获取客户。

公司自有 APP 和官网引导用户使用签证服务的同时购买机票、酒店产品；目的地大厅则对客户的交通、门票、日游、活动、购物等海外消费的碎片化行为进行引导和整合。同时，公司搭建自由行用户的购物场景，与全球知名的购物品牌达成战略合作伙伴关系，用优惠券、免费接送等方式、购物场所推送等方式，对海外购物的行为产生引导。

## 3、系统迭代+客服智能化，内部优化带动费用率下降

### （1）优化签证体验，用户复购率较高

公司通过签证订单系统及签证大厅为客户提供签证代办服务，实现服务节点流程化管理，相比传统手工方式处理速度和完成效率大幅提升。目前公司可以做到欧美签证资料预审 5 分钟每单；单个订单处理员每天能处理泰国、马来西亚等签证 500 本，平均 40 秒处理一本护照。同时优化在线签证服务和操作流程，实现网络在线预审，安排专业顾问预约面试和提供面试培训，以及一对一送签服务。用户可通过在线签证大厅实时跟踪签证办理进度。信息化处理能够主动满足客户了解办签进展的需求，改变客户与旅行社信息不对称的状态，显著提升客户体验。

出境游属于低频消费活动，消费间隔较长，服务提供商的替代率高。公司通过独特的签证服务体验，实现了较高的用户留存率和复购率。根据公司 CRM 系统数据，公司用户半年内复购率 7-10%，一年内复购率 13-17%，两年内复购率 20-24%。

### （2）运用智能客服系统，提升盈利能力

公司开发智能问答客服系统，通过数据收集分析实现对大部分业务问题进行回答。目前在线智能客服系统已累计处理近千万人次的在线咨询。公司通过在线咨询为客户提供及时有效的信息的同时，与客户建立多次互动，引导客户进入相应的签证，度假和目的地服务页面，实现低成本导流。预计随着智能客服的大范围使用，将有效降低公司销售和管理费用水平，提升公司盈利能力。



公司目前正积极探索人工智能在旅游领域的深度应用，未来用户在百程将能够获得出游行程的精准规划、即时调整、实时预定等智能贴身的出境游服务，实现了旅游消费方式的升级。预计随着相关互联网产品的陆续推出，公司的客户体验将得到进一步改善，用户获取能力、用户粘性也将显著增强，为公司盈利水平的提升提供可靠基础。

## 四、建议重点关注

### 1、公司毛利率同业领先

与在线旅游企业中较为典型的途牛、驴妈妈（景域文化）相比，公司目前以签证业务为主，该业务毛利率较高使公司在毛利率方面处于行业领先地位；同时公司销售费用率较低，净利率水平同样领先同业。

公司目前收入规模较小，人均创收水平低于同行业，主要源于公司签证业务需要大量客服和审核人员；公司基于这一情况，探索将技术含量较低的劳务进行外包，并利用智能客服降低人工成本。2015 年公司销售费用率 13.27%、管理费用率 6.64%，分别较 14 年下降 3.81、1.06 个百分点，公司在费用控制方面已初见成效。

表 2：在线旅游相关企业财务和估值对比

证券代码	证券简称	市值 亿元	市销率 2015	毛利 率 2015	净利 率 2015	营业收入 2015 万元	营收 YOY	归母净利 2015 万元	归母净利 YOY	销售费用率
836925.OC	百程旅游			7.10	-13.18	29,863.30	66.08	-3,935.19	-7.44	13.27
835188.OC	景域文化	58.00	1.86	3.16	-13.68	311,184.00	123.18	-42,576.64	-167.16	11.92
TOUR.O	途牛	53.32	0.70	4.85	-19.13	764,526.00	116.28	-145,937.90	-225.86	15.10

注：景域文化（驴妈妈）估值采用 6 月 3 日公告发行价计算

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### 2、预计收入保持快速增长，建议关注

基于出境游市场的快速增长+在线渗透率的提升+出境游向自助/定制化发展，看好在线出境自助游市场的发展空间。而基于公司在签证领域的规模和品牌优势+签证和其他合作入口向旅游导流能力优势+核心团队在行业内的丰富经验和资源优势，看好公司在细分市场占据良好的竞争地位。

预计公司营业收入在 2016-2018 年保持 80% 复合增长率。按照公司定制和高端业务获取高毛利+在线旅游低毛利业务占比增长，中期毛利率保持稳定。建议持续关注公司的境外旅游业务增长及各项费用控制情况。

## 风险提示

- 1、行业毛利率波动风险：在线旅游市场竞争较为激烈，未来存在行业毛利率水平波动风险。
- 2、并购整合风险：行业巨头携程、海航等发力整合资源，未来存在一定并购整合风险。



## 分析师介绍

**王慷：**中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

## 报告贡献人

**张怀** 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622