

谨慎推荐 (维持)

## 凯撒旅游 (000796) 深度报告

风险评级: 一般风险

暑期出境游人气高涨 公司竞争优势明显业绩增长可期

2016年7月20日

### 投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

联系人

卢立亭

S0340116030094

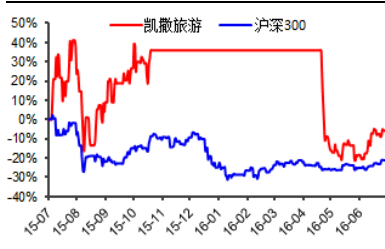
电话: 0769-22110925

邮箱: luliting@dgzq.com.cn

### 主要数据 2016年7月19日

收盘价(元)	19.50
总市值(亿元)	156.59
总股本(亿股)	8.03
流通股本(亿股)	2.46
ROE(TTM)	12.90%
12月最高价(元)	28.50
12月最低价(元)	15.00

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

- **出境游持续火爆, 组团出游比例提高。**2010-2015年, 我国旅行社组织的出境游客人数以23.39%的年均增速快速增长, 且旅行社组织的出境游人数在所有出境游人数中的占比呈上升趋势, 从2010年的32.30%提高到2015年的39.09%。今年一季度, 全国旅行社出境旅游组织1064.23万人次、5630.18万人天, 分别同比快速增长18.89%和25.39%。此外, 驴妈妈发布的《2016年暑期出游趋势报告》显示, 通过驴妈妈平台出境的游客数是去年的3.2倍, 出境游市场维持高人气。
- **采购成本下降, 直营零售拓展, 公司竞争优势明显。**一方面, 通过加强对上游地接服务资源和航空资源的掌控, 公司有效地降低了采购成本; 另一方面, 公司不断完善线下零售门店网络, 扩大了客户群体, 大幅提升了具有高毛利率的零售业务在营收中的占比。综合来看, 采购成本的下降和直营零售业务比例的上升共同推动公司综合毛利率的提高。2015年6月, 凯撒同盛的综合毛利率为14.98%, 高于旅行社行业均值的8.88%、高于中国国旅旅行社业务的10.75%、中青旅旅行社业务的7.23%和众信旅游的8.65%。
- **定增建设邮轮销售平台, 大力布局邮轮游市场。**公司今年5月份发布80亿元的定增预案, 拟投入其中的27.31亿元建设凯撒邮轮销售平台。该平台项目包括线上数字化邮轮体验中心和线下邮轮体验中心。其中, 线上数字化邮轮体验中心将与全球知名邮轮公司逐步实现系统对接。线下邮轮体验中心将引进邮轮互动、邮轮产品多媒体展示、以及邮轮衍生商品等全新项目, 深度拓展用户对邮轮文化的体验。凯撒邮轮销售平台的建设有利于提高公司邮轮业务的产品研发能力和服务水平, 提升市场占有率, 增强公司在邮轮旅游产品领域的竞争力。
- **维持谨慎推荐评级。**预计公司在2016、2017年的EPS为0.32元和0.39元, 对应PE分别为61和50倍, 维持谨慎推荐评级。
- **风险提示。**定增预案推进不及预期, 行业竞争加剧, 天灾人祸等不可抗力事件的发生。

### 主要财务指标预测表

单位(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	4,935	6,130	7,880	9,938
YOY (%)	730.84%	24.23%	28.55%	26.12%
归母公司净利润(百万)	206	260	317	402
YOY (%)	475.51%	26.56%	21.66%	26.99%
毛利率 (%)	19.36%	19.72%	18.90%	18.39%
ROE (%)	12.98%	12.85%	12.80%	12.79%
每股收益(元)	0.26	0.32	0.39	0.50
市盈率(倍)	75.00	60.94	50.00	39.00

资料来源: wind 资讯, 东莞证券研究所

## 目 录

1.凯撒同盛业绩快速增长，借壳易食股份成功上市.....	3
2.出境游维持高热度，公司业绩增长可期 .....	4
3.毛利率处于行业领先水平，公司竞争优势明显.....	6
3.1 加强对上游资源的掌控能力，公司采购成本显著降低.....	6
3.2 线上线下齐布局，公司深耕直营零售业务.....	7
3.3 背靠海航集团，有望发挥资源协同作用.....	8
4.邮轮游市场空间大，公司加紧布局 .....	9
4.1 发展条件良好，邮轮游有望进入黄金发展期.....	9
4.2 提高邮轮产品附加值，公司深耕邮轮游市场.....	12
5.体育产业发展前景广阔，公司发力“旅游+体育” .....	13
6.投资建议：维持谨慎推荐评级 .....	15
7.风险提示 .....	15

## 插图目录

图 1：2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务收入（百万） .....	3
图 2：2012-2015 年 6 月凯撒同盛营业利润（百万） .....	3
图 3：2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利率上升情况.....	4
图 4：2012-2015 年 6 月凯撒同盛期间费用率变化情况.....	4
图 5：2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务营收构成（按业务分类） .....	4
图 6：2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利构成（按业务分类） .....	4
图 7：2010-2015 年我国旅行社组织的出境旅游人数增长情况.....	5
图 8：2016 年一季度我国旅行社组织旅游人天市场结构.....	5
图 9：2012-2015 年 6 月凯撒同盛和同行业可比公司旅行社业务毛利率比较.....	8
图 10：2015 年 6 月公司旗下子公司凯撒同盛和众信旅游各业务板块毛利率对比 .....	8
图 11：2011-2015 年我国接待邮轮数量增长情况 .....	9
图 12：2011-2015 年我国接待邮轮游客人数 .....	9
图 13：2011-2015 年我国人均 GDP 增长情况 .....	10
图 14：2011-2015 年人均 GDP 超过 10000 美元的省市 .....	10
图 15：2006-2014 年中国体育产业增加值 .....	13
图 16：2006-2014 年中国体育产业增加值 GDP 占比 .....	13
图 17：2012 年全球主要国家体育产业 GDP 占比 .....	14
图 18：2012 年中美体育产业结构对比 .....	14
图 19：凯撒旅游的奥运游频道页面 .....	15

## 表格目录

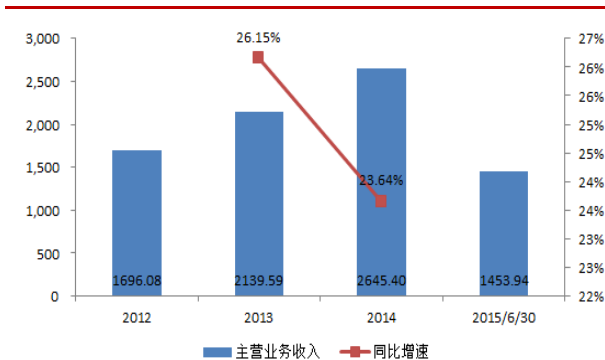
表 1：2006-2015 年我国发布的支持邮轮业发展的政策文件.....	11
表 2：公司盈利预测简表 .....	16

## 1. 凯撒同盛业绩快速增长，借壳易食股份成功上市

公司从地接社起家，现归海航集团旗下。1993年，德国华龙旅行社和凯撒国际贸易展览有限公司在德国成立，并于2000年合并成为德国凯撒旅游集团，是凯撒旅游的前身。2003年，德国凯撒旅游集团与中国保利集团合作，对保利集团旗下的保利国旅进行重组，并更名为北京凯撒国际旅行社有限责任公司。2008年，公司被北京市旅行社评定委员会评为最高等级旅行社——5A级旅行社。后经过多次对外并购重组，公司于2010年8月发展成为凯撒同盛。2012年，海航集团战略投资凯撒同盛，海航旅游成为凯撒同盛的最大股东。2014年，凯撒同盛收购了地接社德国凯撒和美国DMC。2015年，易食股份向海航旅游和凯撒世嘉发行约4.32亿股、作价24亿元，购买其分别持有的凯撒同盛51%和49%的股权。交易完成后，凯撒同盛成功借壳易食股份登陆A股市场，并更名为凯撒旅游。凯撒旅游的最大股东是持股比例达到31.48%的海航旅游，其次是持股26.39%的凯撒世嘉。

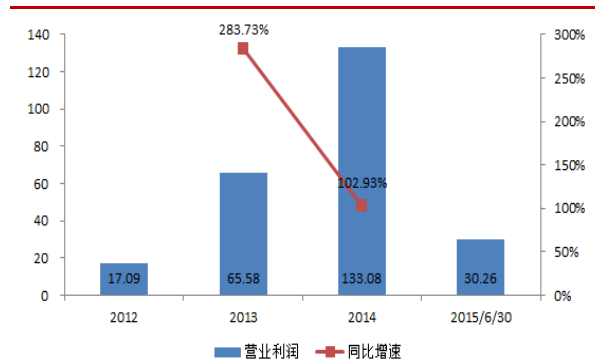
**凯撒同盛近年来经营状况良好，主营业务实现快速增长。**凯撒同盛是专注于发展欧洲游和亚洲游产品的旅行社。2015年6月，欧洲游产品和亚洲游产品的营收在其总营收中的占比分别是48.93%和37.54%。2012-2014年，凯撒同盛主营业务收入的年均增速为24.89%，营业利润的年均增速为179.03%。营业利润增速大幅高于营收增速的原因是凯撒同盛主营业务的毛利率从2012年的11.15%逐步提高到2014年的14.07%，而且期间费用率也从2012年的9.65%下降到2014年的8.55%。2015年上半年，凯撒同盛实现的营业收入和净利润分别为14.54亿元和2055.47万元。从业务构成来看，凯撒同盛近年来大力发展公民零售业务，其在营收中的占比从2012年的49.97%上升到2015年6月的68.92%。同时，由于公民零售业务的毛利率（17.36%）要高于公民批发（7.11%）和企业会奖业务（16.92%）的毛利率，因此，其对凯撒同盛综合毛利的贡献度高，达到80%。

图 1：2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务收入（百万）



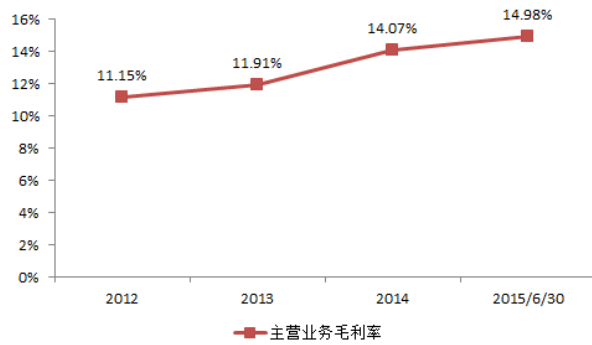
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：2012-2015 年 6 月凯撒同盛营业利润（百万）



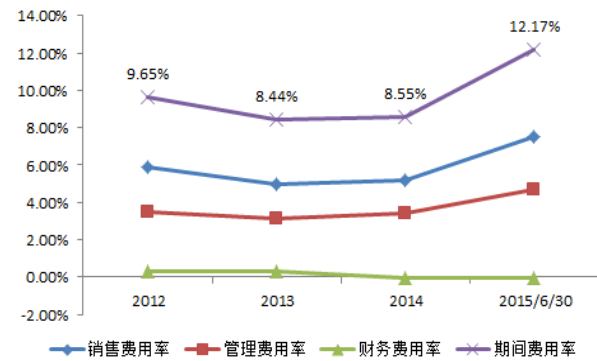
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 3: 2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利率上升情况



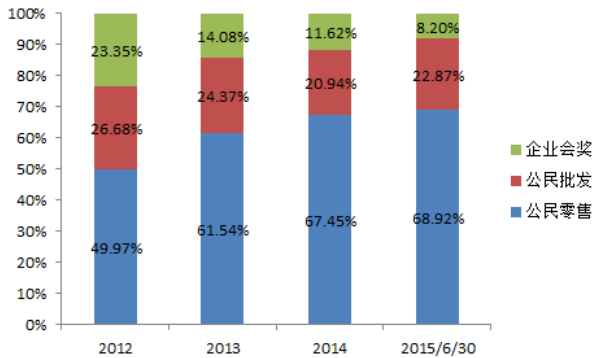
数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 4: 2012-2015 年 6 月凯撒同盛期间费用率变化情况



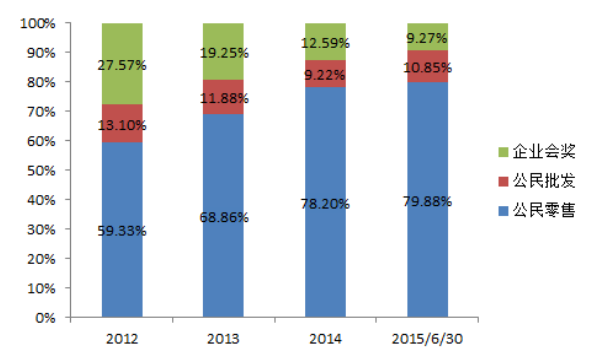
数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 5: 2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务营收构成 (按业务分类)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图 6: 2012-2015 年 6 月凯撒同盛主营业务毛利构成 (按业务分类)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

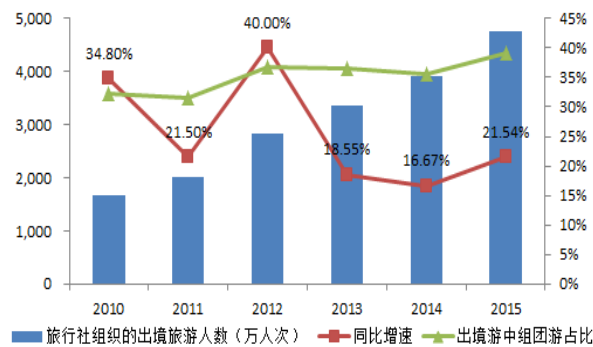
公司并表凯撒同盛, 旅行社业务成主体。公司于 2015 年 9 月并表凯撒同盛, 全年实现营业收入 49.35 亿元, 同比增长 51.92%; 归母净利润 2.06 亿元, 同比增长 129.72%。其中, 旅游服务业务实现营业收入 42.59 亿元, 在总营收中占比 87.30%; 航空配餐、铁路配餐销售及服务业务实现营业收入 619.47 亿元, 在总营收中占比 12.7%。从毛利润的角度, 2015 年, 旅游服务业务的毛利率为 14.89%, 毛利润 6.34 亿元, 占公司综合毛利的 66.39%; 航空配餐、铁路配餐销售及服务业务的毛利率为 44.27%, 毛利润为 2.74 亿元, 占公司综合毛利的 28.71%。

## 2.出境游维持高热度, 公司业绩增长可期

出境游持续火爆, 组团出游比例提高利好公司业绩增长。2010-2014 年我国因私出境人数的年增速均维持在 20%左右。2015 年增速有所回落, 但仍然维持在 10.62%的较快增长水平。2010-2015 年, 我国旅行社组织的出境游客人数以 23.39%的年均增速快速增长, 高于整体因私出境人数的年均增速。同时, 旅行社组织的出境游人数在所有出境游人数中的占比呈上升趋势, 从 2010 年的 32.30%提高到 2015 年的 39.09%。国家旅游局的最新数据显示, 今年一季度, 全国旅行社出境旅游组织 1064.23 万人次、5630.18 万人天, 分别同比快速增长 18.89%和 25.39%。按照入境外联人天、国内组织人天、出境组织人

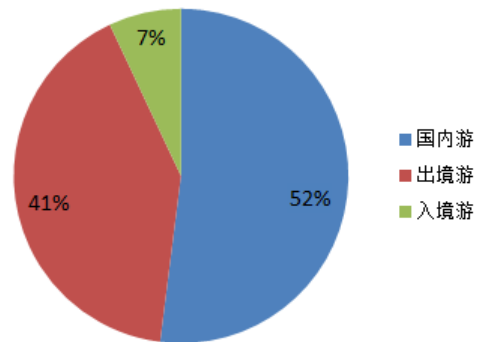
天三项指标，旅行社组织的入境游、国内游和出境游市场份额依次为 7%、52%、41%，同比分别维持不变、下降 3 个百分点和增长 3 个百分点。可见，我国旅行社组织的出境游市场份额呈上升趋势，与国内游市场份额的差距在缩小。驴妈妈发布的《2016 年暑期出游趋势报告》显示，今年暑期出境游产品维持高人气，通过驴妈妈平台出境的游客数是去年的 3.2 倍。公司公布了 2016 年半年度业绩预告，预计公司今年上半年实现的归母净利润将在 5500-5800 万元之间，同比增长 54.79%-63.24%，业绩表现良好。

图 7：2010-2015 年我国旅行社组织的出境旅游人数增长情况



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 8：2016 年一季度我国旅行社组织旅游人天市场结构



数据来源：国家旅游局，东莞证券研究所

**中产阶级规模壮大，将推动出境游市场进一步增长。**根据 CHFS（西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心）2015 年的调查数据显示，按照 5 万至 50 万美元的净财富标准，当前中国中产阶级成年人口数量约为 2.04 亿人，在成年人口中的占比为 20.1%；中产阶级所掌握的总财富约为 28.3 万亿美元，远远超过美国和日本的 16.8 万亿美元和 9.7 万亿美元。无论是从中产阶级人口规模，还是中产阶级总财富方面来看，中国都居于世界榜首。国家发改委学术委员会秘书长张燕生预计，中国中产阶级的人数在未来 20 年将增加到 6.3 亿人，成为一个追求高品质产品和服务的庞大消费群。逐年壮大的中产阶级有望进一步成为出境游产品的重要消费群体，推动我国出境游市场快速增长。

**英国脱欧引发英镑贬值，利好英国游。**今年 6 月 24 日，英国公投结果显示英国将退出欧盟。这一消息的宣布导致当天英镑大幅贬值，英镑兑美元贬值 7.95%，兑人民币贬值 7.38%。英镑兑人民币贬值，相当于提高了人民币对于英国商品的购买力，有利于刺激我国居民赴英国旅游和消费的需求。驴妈妈旅游网方面表示，受英镑大幅贬值的影响，今年暑期驴妈妈平台预订赴英旅游产品人次同比增长 40%，驴妈妈方面预计未来一段时间，赴英游将有更大的增幅。同时，驴妈妈平台的游学产品预订量同比增长明显，其中英国游学产品预订量明显增多，已超过去年排名第一的澳洲游学产品，相信这与英镑兑人民币大幅贬值有关。公司在欧洲游领域深耕多年，地接服务资源丰富，产品线路设计合理，具有很大的竞争优势。此次英镑贬值刺激了居民对英国游产品的需求，利好公司业绩增长。



### 3.毛利率处于行业领先水平，公司竞争优势明显

对于出境游旅行社来说，其核心工作是对资源进行高效、优质的整合，即低价、及时和高效地获得并整合产业链上游的机票和地接服务等资源。由于旅行社业务属于微利行业，对核心资源掌控能力的强弱直接决定旅行社产品质量和成本的高低，决定企业是否具有竞争优势。此外，商业模式的定位也是影响旅行社企业盈利能力的重要因素。一般而言，相比于批发业务，旅游产品的直营零售业务毛利率更高。

#### 3.1 加强对上游资源的掌控能力，公司采购成本显著降低

**并购、合作力度加大，公司完善地接社网络。**在地接服务资源方面，2014 年底，公司完成了对德国凯撒的收购，快速整合了欧洲地接服务及目的地管理工作，积极推动境外碎片化旅游资源的整合，开发了地接业务的信息化管理系统，提高了业务沟通的效率。此外，公司还收购了美国 DMC 和美国阿伯特两家地接社公司，并与全球各大洲共 104 个国家和地区的 700 多个地接社建立了合作关系，使得公司的地接社网络进一步完善。在目的地交通资源方面，公司取得了欧洲铁路、德国铁路、意大利铁路、西班牙铁路的票务代理权及新航假期北方区的独家代理权。总的来说，公司最初从德国地接社发展而来，加之近年来不断整合地接社资源，其资源内部化程度逐渐提高，显著地降低了公司在地接服务上的采购成本。2014 年，凯撒同盛公民零售业务的人均地接服务采购成本同比下降了 5.18%。而公司的可比上市公司众信旅游目前和各境外目的地地接社之间采取的是协议合作的方式，内部化程度低，因此对地接社服务采购成本的控制力不如凯撒旅游。

**实施航旅结合战略，定增建设国际航旅通项目。**在航空资源方面，公司坚持实施航旅结合战略，因而机票采购成本得以有效控制。公司目前已与约 60 家航空公司建立了密切的合作关系，并在包机业务方面积累了大量的运营经验。2015 年，公司以北京、天津、广州、杭州、沈阳、西安、武汉、成都、贵州、三亚为口岸，与多家航空公司开展战略合作，相继开通了北京-哥本哈根，北京-马尔代夫，北京-伯明翰，北京-大溪地，天津-东京，杭州-马德里，杭州-大阪、杭州-冲绳、西安-冲绳、贵州-曼谷等共计 29 条国际旅游直航航线，超过 2200 个架次。此外，公司通过与海航集团合作设计航线、向海航旗下的海南航空和首都航空直采机票，有效地提高采购效率并降低成本。2014 年，凯撒同盛公民零售业务的人均机票采购成本较 2013 年下降 2.32%，其与地接服务采购成本一道，共同推动零售业务旅游产品的人均成本同比下降 4.91%。

2016 年 5 月，公司发布的 80 亿定增预案中，拟投入 29.62 亿元用于建设凯撒国际航旅通项目。该项目将依托与航空公司合作包机而构建的线下航旅通业务中心和线上航旅通管理平台开展凯撒国际航旅通业务，致力于提高客机利用率和降低航空旅行成本。其中，线下航旅通业务中心主要通过与合作航空公司包机、优化调整旅游航线等方式，提升客机利用率，从而起到降低公司机票采购成本的效果。线上航旅通管理平台是凯撒国际航旅通项目的信息化管理平台，主要包括包机航线管理、票务政策管理、收益管理、机票订单管理、客户管理和财务管理等功能。该项目的计划建设周期是 3 年，公司拟于项目建设的第 1、2 年分别投入 15 亿元和 9.86 亿元作为国际航旅包机费以及相关垫付款项。若该项目顺利推进将有利于公司更好地掌握上游资源，降低采购成本，进一步提高

业务毛利率和盈利能力。

### 3.2 线上线下齐布局，公司深耕直营零售业务

**不断完善线下门店布局，扩大零售业务市占率。**公司 2015 年持续完善直营零售体系的全国网络化布局，在浙江、江苏、福建、河南、辽宁、广西等 11 个省份共新开分公司 17 家，在全国新开门店 92 家。截至 2015 年底，公司在全国范围内的分公司有 39 家，门店 175 家，全部实施“统一形象、统一管理、统一服务标准”的战略，有利于保证公司产品和服务的质量。在加大区域布局力度的同时，公司还致力于加强新型零售门店的研发以及功能的升级，为旅游消费者打造多维度的旅游服务体验。继在行业内率先推出凯撒旅游体验店（即二代体验店）后，2015 年公司研发了三代店及四代店，其中三代体验店已经在北京地区落地经营，四代门店即社区店也已对外发布，并将于 2016 年实施。

2016 年 5 月，公司公布了 80 亿元的定增预案，拟投入其中的 12.48 亿元建设国内营销总部二期项目。该项目将以“门店营销网络+全网营销及客户关系管理”相结合的模式构建凯撒旅游国内营销总部。其中，门店营销网络由凯撒旅游体验店、升级版体验店、凯撒到家店和凯撒 mall 组成。项目将进一步加快凯撒旅游体验店的全国布局，逐年建设覆盖多个城市的 150 家“凯撒旅游体验店（二代店）”。同时，公司还将新建 28 家“升级版体验店（三代店）”、1000 家“凯撒到家店（四代店）”和 5 家“凯撒 mall”，最终实现包含多种店型且能覆盖全国的凯撒旅游线下零售网络。若项目得以顺利推进，则有利于细化公司的营销网点，完善公司对国内销售网络的布局，扩大客户服务群体，从而提高公司的市场占有率。此外，项目的顺利开展有利于公司通过规模化运营获得规模经济效应，从而有效控制成本，保持较高的利润空间。

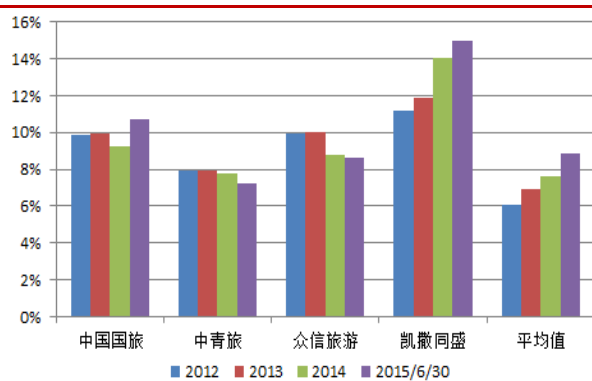
**加码线上布局，持续推进 O2O 战略。**除了线下渠道的布局，公司还加速开拓线上渠道。公司的 O2O 战略致力于把线下门店、呼叫中心、网站和手机客户端相互连通，实现各渠道、各端口信息的无缝连接，加快线上线下一体化的步伐。公司于 2015 年 11 月公告称，将设立易启行网络科技有限公司（以下简称“易启行”）和北京首航假期网络科技有限公司（以下简称“首航假期”）两家合资公司。其中，公司的子公司凯撒同盛出资 6000 万持有易启行 60%的股权，通过其完善公司面向 C 端的在线交易系统，并利用大数据分析，串联出境游出行前中后期的各个环节，优化用户体验。此外，公司出资 2000 万元参与设立首航假期，占其注册资本的 20%。首航假期将以首都航空的机票作为核心资源，并以航空资源作为入口，构建 B2B 的线上交易平台。合资设立首航假期有利于公司增加其旅游产品的销售渠道，并有望获得一定的投资收益。

公司于 2016 年 4 月决定以自筹资金 2.5 亿元对深圳活力天汇科技有限公司（以下简称“活力天汇”）进行增资，增资后持有公司 11.58%的股权。活力天汇深耕旅游交通预订移动端领域，并围绕场景化服务为用户提供包括出行信息查询、交通票务预订、场景电商平台和场景服务体验在内的四项出行服务。活力天汇的盈利来源包括：为用户提供购票服务所获得的机票佣金；通过和保险公司合作为用户提供保险等增值服务所获得的分成收入；广告和营销平台收入；共享经济业务平台的分成收入。在市场份额方面，活力天汇 2014 年在移动端旅游交通预订领域排名仅次于携程、去哪儿和阿里旅行，位列第四，市场认可度较高。活力天汇近年来在技术研发和市场推广方面投入较大，因此近三年均处

于亏损状态。但公司在本次增资公告中预计活力天汇将在 2017 年达到盈亏平衡、2018 年实现盈利。增资活力天汇是公司发力移动端市场的重要举措，有利于公司提高产品丰富度，完善其旅游业务的线上布局，拓宽用户获取渠道，加快线上线下一体化的进程。

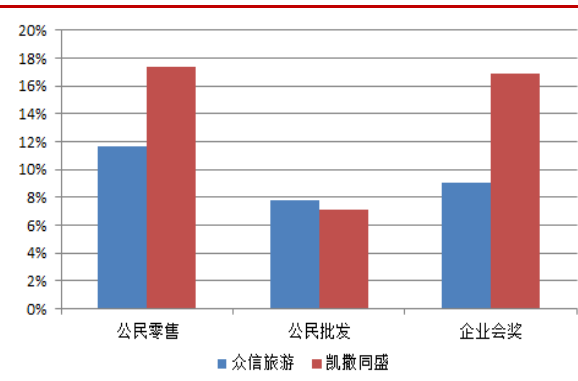
**采购成本下降，直营零售拓展，公司毛利率高于众信旅游。**综合来看，通过加强对上游地接服务资源和航空资源的掌控，公司有效地降低了采购成本；同时，公司不断完善线下零售门店的布局，扩大了客户群体，大幅提升了具有高毛利率的零售业务在营收中的占比。因此，采购成本的下降和直营零售业务比例的上升共同推动公司综合毛利率的提高。公司公告的数据显示，2012 年，凯撒同盛的综合毛利率为 11.15%；2015 年 6 月，该指标提高至 14.98%，高于旅行社行业均值 8.88%、高于中国国旅旅行社业务的 10.75%、中青旅旅行社业务的 7.23% 和众信旅游的 8.65%。从单项业务的毛利率来看，凯撒同盛和众信旅游相比仍然具有竞争优势。2015 年 6 月，凯撒同盛的零售业务和企业会奖业务的毛利率分别为 17.36% 和 16.92%，均大幅高于众信旅游的 11.69% 和 9.04%；而凯撒同盛批发业务的毛利率为 7.11%，略低于众信旅游的 7.75%。

图 9：2012-2015 年 6 月凯撒同盛和同行业可比公司旅行社业务毛利率比较



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 10：2015 年 6 月公司旗下子公司凯撒同盛和众信旅游各业务板块毛利率对比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 3.3 背靠海航集团，有望发挥资源协同作用

公司的最大股东是海航旅游集团（以下简称“海航旅游”），其涵盖了航空、酒店、旅游、金融、互联网等多种业务，旗下拥有首都航空、金鹿公务、唐拉雅秀、易生支付、通汇货币等 20 余个成员品牌。2015 年，海航旅游管理的资产超过 1400 亿元，实现营业收入 360 亿元，进入中国旅游集团前五强。

公司有望与海航旗下的航空、酒店、金融和在线旅游等资源发挥较强的协同作用。在航空资源方面，公司 2014 年采购的机票资源有超过 30% 来自于海航旅游旗下的海南航空和首都航空，这较好地提高了采购效率，降低了采购成本。在酒店领域，海航旅游近年来与 Tsogo 太阳酒店、NH 酒店和红狮酒店等多家国际知名酒店集团展开合作，有望为公司采购境外酒店资源带来便利，有利于公司以较低成本及时高效地获得境外酒店资源。在金融领域，海航旅游旗下的易生金服运营有三个板块的业务，包括提供交易支付服务的旅游支付业务、提供小额贷款和互联网金融服务的旅游金融业务和致力于提高客户粘性的旅游增值业务。公司有望与易生金服展开合作，为客户提供一站式的旅游金融



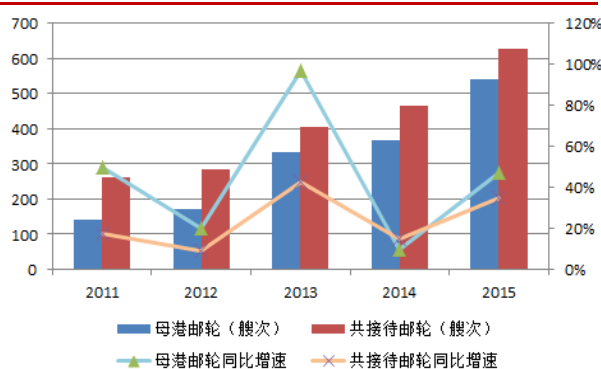
服务，提高客户满意度和用户粘性。在线上布局方面，2015 年年底，海航集团旗下的海航旅游、凯撒世嘉和北京旅游产业基金等一道，向途牛旅游网合计投资 5 亿美元，持有途牛约 24% 的股权，成为途牛的第一大股东。艾瑞咨询的《2016 年中国在线旅游度假市场研究报告》显示，2015 年，途牛在在线跟团游市场的市占率为 26.1%，超过携程的 17.9%，连续 4 年取得在线跟团游市场的第一大市场份额。海航集团成途牛第一大股东有利于公司充分利用途牛多年来积累的庞大客户群体，为自身的旅游产品拓展线上渠道，持续推进 O2O 线上线下一体化的进程。

## 4. 邮轮游市场空间大，公司加紧布局

### 4.1 发展条件良好，邮轮游有望进入黄金发展期

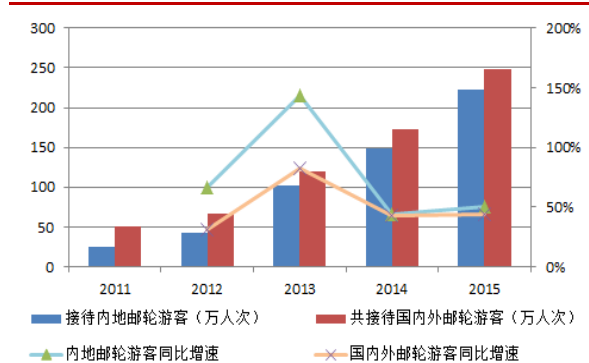
我国邮轮游市场增速快，未来发展潜力大。邮轮旅游是游客通过邮轮这一交通工具前往不同的港口城市进行休闲旅游的方式。邮轮旅游的重要特点是邮轮本身是集住宿、餐饮、运动设施等娱乐休闲功能于一体的度假景点。近年来，我国邮轮旅游市场呈现出快速增长的势头。2011-2015 年，我国接待邮轮总数的年均增速是 24.48%；其中，接待的母港邮轮是主体，其年均增速达到 39.58%，快于邮轮总接待量的增速。2015 年我国 10 个港口（大连、天津、青岛、烟台、上海、舟山、厦门、广州、海口和三亚）共接待邮轮 629 艘次，同比增长 34.98%。其中，接待母港邮轮 539 艘次，同比大幅增长 47.27%。在接待邮轮游客方面，2011-2015 年，我国接待国内外邮轮游客的年均增速为 48.9%；其中，接待的国内游客是主体，年均增速达到 72.35%，快于邮轮游客总数的增速。2015 年，我国共接待国内外邮轮游客 248.05 万人，同比增长 43.93%；其中，接待国内游客 222.42 万人，同比增长 50.37%。截至 2015 年年底，在我国运营邮轮的公司达到 8 家，共 13 条船，邮轮航线有数十条。从邮轮游渗透率的角度来看，目前美国的渗透率是 3.5%，澳洲是 3.4%，新加坡是 3%，英国是 2.6%，德国是 2%，而中国只有不到 0.05%，发展空间巨大。我国交通运输部预计，2020 年，我国邮轮旅客数量将达到 450 万人次，是 2015 年的 1.81 倍，有望成为亚太地区最具活力的邮轮市场。

图 11：2011-2015 年我国接待邮轮数量增长情况



数据来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会，东莞证券研究所

图 12：2011-2015 年我国接待邮轮游客人数

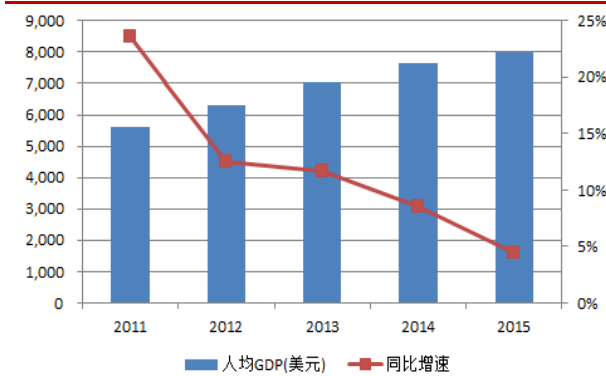


数据来源：中国交通运输协会邮轮游艇分会，东莞证券研究所

人均 GDP 稳步增长，为邮轮游市场增长提供经济基础。国际邮轮游发展的经验显示，当人均 GDP 达到 5000 美元时，邮轮游市场兴起；当人均 GDP 进入 6000-8000 美元的区

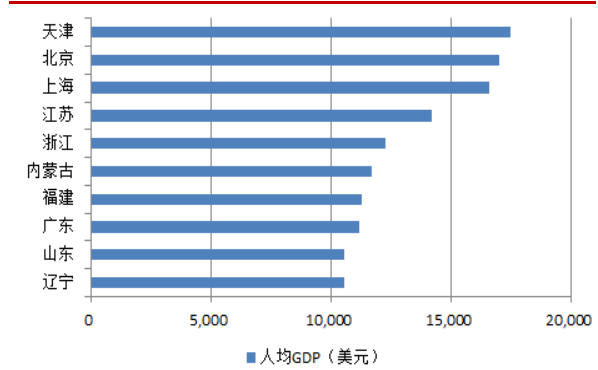
间时，邮轮游市场会进入快速发展阶段。2015年，我国年人均GDP约为8008美元，其中，包括天津、北京、上海、江苏、浙江等在内的经济发达省市人均GDP更是超过10000美元。同时，驴妈妈旅游网发布的《2016年邮轮消费趋势报告》显示，上海、天津、北京是邮轮游市场的前三大客源城市，表明居民对邮轮游产品的需求量与人均GDP的相关性高。随着我国人均GDP的稳步提升，我国邮轮游市场有望进一步快速增长。

图 13：2011-2015 年我国人均 GDP 增长情况



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 14：2011-2015 年人均 GDP 超过 10000 美元的省市



数据来源：网站整理，东莞证券研究所

**中产阶级规模壮大，老年人口增多，邮轮游市场拥有良好客户基础。**上海国际邮轮经济研究中心等机构联合发布的《中国邮轮产业发展报告（2015）》显示，我国邮轮游客的平均年龄是 38 岁，比欧美国家的邮轮游客要年轻；70% 以上的邮轮游客具有本科以上学历且来自月收入 1-2 万的中等收入家庭。随着我国中产阶级规模的扩大，该群体对邮轮游产品的需求将会进一步增加，促进邮轮游市场快速发展。此外，旅游行业在老年人口消费市场的渗透率高达 30%。随着我国老龄化进程加快，具有闲暇时间和一定消费能力的老龄人口有望成为我国邮轮游产品的潜在客户。2014 和 2015 年，我国 65 岁以上的人口比重分别是 10.1% 和 10.5%。我国部分经济发达地区的老龄化现象明显。2013 年，天津 65 岁以上的人口比例高达 20.01%；2014 年，浙江省 65 岁以上老龄人口比例为 19.54%，北京的该指标是 14.94%，江苏是 12.11%，山东是 11.52%。这些地区经济发达，老年人口的消费能力相对较强，消费观念更为开放，对旅游消费升级的需求更为强烈。因此，随着我国老龄化进程的加剧，经济发达地区的老龄人口有望成为邮轮游市场的重要客户群体。

**邮轮游的经济带动效果明显，政府政策大力支持。**邮轮游的产业链包括上游的邮轮制造和港口码头建设、中游的邮轮运营管理、下游的邮轮游产品代理分销。因此邮轮经济可以带动产业链各环节共同发展，综合经济效益大。在对港口城市的经济拉动方面，由于邮轮在母港的停靠时间最长，邮轮游客对母港城市的消费、物流、城市设施建设和就业等方面的带动作用明显。根据国际经验，邮轮经济给母港带来的经济效益一般是停靠港的 10-14 倍。以新加坡为例，其在 20 世纪 80 年代仅是欧美邮轮的停靠港，后于 1991 和 1998 年分别投资 5000 万新币和 2300 万新币，建成大型深水码头，邮轮经济随即蓬勃发展。2008 年，新加坡接待邮轮游客 51.41 万人次，2010 年接待 100 万人次，年均增速达到 39.47%。同时，新加坡旅游董事会的统计数据显示，2010 年新加坡邮轮行业实现收入 5.2 亿美元。其中，包括邮轮维修、燃油、食品补给、运营管理等在内的邮轮配

套产业贡献收入 3.03 亿美元；包括住宿、餐饮、购物在内的游客消费贡献收入 2.08 亿美元。邮轮经济也带动新加坡整体旅游业快速发展，2011 年，赴新加坡旅游的游客人数实现双倍增长，实现旅游收入 2230 万新元，同比增长 18%。

我国政府自 2006 年以来陆续出台了支持邮轮行业发展的文件。2006 年 9 月，国家发改委发布《全国沿海港口布局规划》，提出将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群体。2008 年 6 月，发改委发布《促进我国邮轮业发展的指导意见》，提出通过政府扶持和市场引导，以初期服务外轮为起点，积极吸引国际邮轮靠岸。2009 年 12 月，国务院发布《关于加快发展旅游业的意见》，支持有条件的地区发展邮轮游艇旅游，把邮轮游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。2013 年 2 月，国务院发布《国民旅游休闲纲要（2013-2020）》，提出积极发展邮轮游艇旅游。2014 年 3 月，交通部出台《关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》，提出到 2020 年，邮轮旅客数量达到 450 万人，我国成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场的目标。2015 年 4 月，交通部发布《全国沿海邮轮港口布局规划方案》，提出我国邮轮港口将以始发港为主体，重点发展 7 大区域 8 个始发港。2015 年 8 月，国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，明确提出推进邮轮旅游产业发展。未来，国家旅游局将尽快出台《中国邮轮旅游发展总体规划》，对我国邮轮旅游发展的指导原则、基本定位、发展目标、重点任务、产品建设、业态培育、政策框架等进行统筹设计。鉴于邮轮旅游对于母港区域整体经济发展具有较强的带动作用，政府积极支持邮轮行业发展，预计邮轮游市场将继续快速增长。

表 1：2006-2015 年我国发布的支持邮轮业发展的政策文件

发布时间	发布主体	文件名称	支持邮轮业发展的内容
2006 年 9 月	发改委	《全国沿海港口布局规划》	将全国沿海港口划分为环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海 5 个港口群体，强化群体内综合性、大型港口的主体作用。
2008 年 6 月	发改委	《促进我国邮轮业发展的指导意见》	通过政府扶持和市场引导，以初期服务外轮为起点，积极吸引国际邮轮靠岸；选择具备优势条件的港口城市开展试点，加强相关基础设施建设，逐步进入邮轮业国际网络。
2009 年 12 月	国务院	《关于加快发展旅游业的意见》	培育新的旅游消费热点，支持有条件的地区发展邮轮游艇旅游，把邮轮游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业目录。
2013 年 2 月	国务院	《国民旅游休闲纲要（2013-2020）》	加强邮轮游艇码头等旅游休闲基础设施建设，积极发展邮轮游艇旅游。
2014 年 3 月	交通部	《关于促进我国邮轮运输业持续健康发展的指导意见》	提出邮轮运输业的发展目标：到 2020 年，邮轮旅客数量达到 450 万人，我国成为亚太地区最具活力和最大的邮轮市场；邮轮港口布局合理，设施功能完善，形成 2-3 个具有影响力的邮轮母港。
2015 年 4 月	交通部	《全国沿海邮轮港口布局规划方案》	未来一段时期，我国邮轮港口发展将以始发港为主体，本规划重点对始发港提出布局方案。
2015 年 8 月	国务院	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干	推进邮轮旅游产业发展，培育发展游艇旅游大众消费市场。

数据来源：网站内容整理，东莞证券研究所

## 4.2 提高邮轮产品附加值，公司深耕邮轮游市场

**提高邮轮产品附加值，实现产品的二次开发。**我国旅行社涉足邮轮业务所采取的商业模式一般是从邮轮公司处采购邮轮产品和服务，再出售给消费者。公司的境外长线邮轮产品一般采取该商业模式进行运作。而对于公司的母港邮轮游产品来说，公司采取的商业模式是在采购邮轮公司产品和服务的基础上，进行附加产品和服务的研发，从而提高邮轮游产品的附加值，优化游客的消费体验，提高公司邮轮产品的盈利能力。具体来说，公司会承包一定航期的邮轮，通过与邮轮公司合作，共同进行航线的设计、航行期间船上活动的策划、以及本土化服务质量的提高等工作。此外，公司还对邮轮游产品的价值进行延伸，包括为游客提供从客源所在地到出发地母港的交通接驳服务、提供邮轮挂靠港周边的观光旅游产品等，从而实现对邮轮游产品的二次开发和价值提升。

**与邮轮公司深度合作，公司市占率或将提高。**近年来，公司先后与皇家加勒比游轮、公主邮轮、歌诗达邮轮、夸克邮轮、MSC 邮轮等多家邮轮公司合作，推出国内母港短途邮轮产品、境外长线邮轮产品、极地路线和环球航行的邮轮产品。2015 年 10 月，公司与 MSC 地中海邮轮公司签订顶级战略合作协议，将作为 MSC 在中国的独家运营方，在人才培养、设施改造、服务设计、服务运营保障等方面与 MSC 进行深入合作，为中国游客提供本土化的优质体验。具体来说，公司将在邮轮公司提供服务的基础上梳理出邮轮游过程中的完整服务体系，为游客在不同游玩阶段提供贴心服务，从而参与邮轮的运营管理，成为在邮轮公司运营基础上的本土化补充。2015 年，公司开发了母港-日韩的邮轮产品，操作了国内第一个环球世界 86 天的产品，完成了 3 个航次的南极邮轮包船业务，为 2016 年邮轮业务扩大市场占有率打下良好的基础。公司数据显示，其母港邮轮产品在 2015 年的市占率约为 7%，预计 2016 年将上升至 12%；境外长线邮轮产品市占率有望于 2016 年达到 20%。

**定增建设邮轮销售平台，大力布局邮轮游市场。**公司今年 5 月份发布 80 亿元的定增预案，拟投入其中的 27.31 亿元建设凯撒邮轮销售平台。该平台项目包括线上数字化邮轮体验中心和线下邮轮体验中心。其中，线上数字化邮轮体验中心将在凯撒邮轮官方网站的基础上不断拓展邮轮服务功能，与全球知名邮轮公司逐步实现系统对接。除传统邮轮预定之外，该线上平台将引入丰富的体验元素，如商品展销、线上购物等，有利于客户更便捷、直观地完成在线搜索、预订购买和体验等行为。线下邮轮体验中心将引进邮轮互动项目、邮轮产品多媒体展示、以及邮轮衍生商品等全新项目，构建以邮轮为核心的专业实体店铺体验中心，深度拓展用户对邮轮文化的体验。公司计划未来三年开设 60 家（面积在 100-200 平米之间的）线下“邮轮体验中心”，主要分布在青岛、宁波、厦门、大连、武汉、郑州、哈尔滨等城市。凯撒邮轮销售平台的建设有利于提高公司邮轮业务的产品研发能力和服务水平，提升市场占用率，增强公司在邮轮旅游产品领域的竞争力。目前，公司邮轮游业务的收入占公司总营收的比例不足 10%。随着公司对邮轮游市场的深耕，该业务营收占比有望提高。同时，公司可以将高客单价的邮轮游客户导入到出境游业务中，进一步增强客户粘性和忠诚度，提高公司的盈利能力。

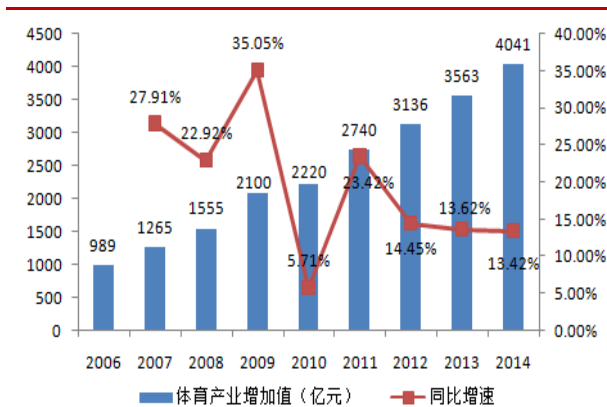


## 5.体育产业发展前景广阔，公司发力“旅游+体育”

具备发展基础，我国体育产业前景广阔。中国体育产业的发展具有人口、消费能力以及政策上的基础，有望实现 2025 年中国体育产业总规模超过 5 万亿元的目标。在人口基础方面，中国未来 10 年将会拥有较大规模的体育产业消费群体。调查发现，30-50 岁的人群对体育消费的需求最大，而这一年龄层的人群数量在未来十年间将出现较大规模增长。在消费能力方面，在居民人均 GDP 持续稳步增长背景下，中国体育产业规模有望进一步扩大，产业增加值在 GDP 中将占有更大比例。中国人均 GDP 在 2008 年首次超过 3000 美元，2014 年达到 7593 美元。借鉴部分国家人均 GDP 与体育产业发展的关系，当人均 GDP 达到 3000 美元时，体育产业也会相应进入快速增长期。当韩国的人均 GDP 于 1987 年首次超过 3000 美元时，其体育产业的消费需求出现了大幅增长。在政策方面，2014 年 9 月份以来，国家相继出台支持体育产业发展的政策，并强调要简政放权、放管结合，取消商业性和群众性体育赛事审批。政府监管的放开以及体育产业市场化的稳步推进将进一步助力体育产业的发展与振兴。

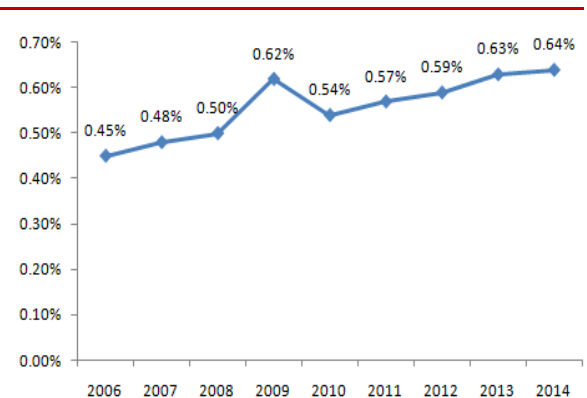
2006-2014 年，中国体育产业增加值快速增长，年复合增长率为 19.24%，且在 GDP 中的占比也稳步提升。2014 年，中国体育产业增加值超过 4000 亿元，同比增长 13.42%，在 GDP 中占比大约为 0.64%，预计 2015 年 GDP 占比将达到 0.7%。对比其他国家，中国的体育产业在 GDP 中的占比偏低，低于全球平均水平。从 2012 年的数据来看，全球体育产业在 GDP 中占比为 2%，韩国为 3%，法国为 2.9%，美国为 2.6%，而中国仅为 0.59%，发展空间巨大。

图 15：2006-2014 年中国体育产业增加值



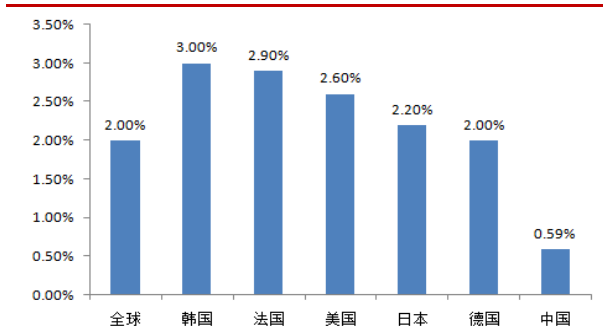
数据来源：国家体育总局，国家统计局，东莞证券研究所

图 16：2006-2014 年中国体育产业增加值 GDP 占比



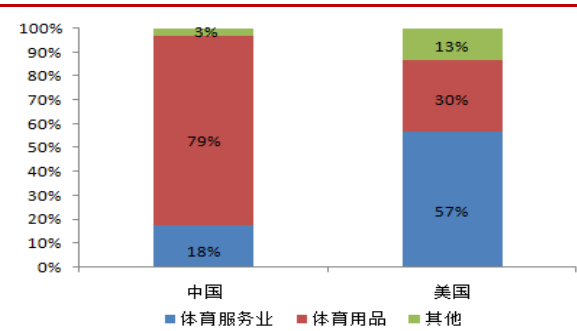
数据来源：易观智库，国家体育总局，国家统计局，东莞证券研究所

图 17: 2012 年全球主要国家体育产业 GDP 占比



数据来源：易观智库，东莞证券研究所

图 18: 2012 年中美体育产业结构对比



数据来源：易观智库，东莞证券研究所

**出资 6 亿入伙嘉兴基金，公司参投乐事体育。**公司今年 4 月份出资 6 亿元作为有限合伙人入伙嘉兴基金。嘉兴基金由海航资本投资（北京）有限公司与海航资本集团有限公司先行发起设立，本公司以新的有限合伙人身份加入该基金。基金已出资 12 亿元参与乐视体育文化产业发展（北京）有限公司（以下简称“乐视体育”）B 轮融资。增资后，嘉兴基金持有乐视体育 5.71% 的股权。乐视体育目前拥有全球种类最全、数量最多的体育赛事版权资源。截止 2015 年末，涵盖了 22 个体育大项、310 个小项赛事直播及节目资源，其中独家版权为 217 项。乐视体育目前日均访问次数约为 2800 万，日均独立访客数约为 1100 万。截止 2015 年 12 月 31 日，乐视体育未经审计总资产 44.42 亿元，净资产 4.08 亿元，营业收入 4.17 亿元。在体育产业迎来发展春天的背景下，乐视体育凭借着版权资源优势，通过 PC 端、移动端及互联网电视端等多渠道向用户提供在线体育娱乐视频服务，未来仍具有广阔的业绩增长空间。本次交易完成后，乐视体育将以全球化、互联网化和产业化为方向，积极采用并购、参股、合资等多种方式在业务领域建立竞争优势，进一步深化生态布局，逐步构建互联网体育生态公司。通过本次投资，公司与乐视体育建立了在资本方面的初步合作关系，涉足互联网体育领域，为双方后续在体育旅游等旅行业务方面的合作奠定基础，有利于公司完善产业布局、开拓“旅游+”业务，实现多元化发展，提升持续发展能力。

**开发体育旅游蓝海，发展“赛事 IP+旅游产品”模式。**世界旅游组织的数据显示，2014 年，全球体育旅游市场规模为 1800 亿美元，占整体旅游市场规模的 15%，预计到 2020 年，全球体育旅游市场规模将超过 4000 亿美元。另有数据显示，我国的体育旅游产值近年来的年均增速在 30%-40% 之间，发展势头强劲。公司近年来持续发力体育旅游市场，符合体育旅游快速增长的大趋势。公司积极将体育赛事 IP 与旅游产品相结合，近年来分别推出以英超、西甲、温网、法网、澳网、NBA 等为主题的旅游产品。此外，2008 年，公司为北京奥运会提供了高质量的旅游接待服务，获得“服务奥运先进集体”的称号；2012 年，公司成为伦敦奥运会在中国大陆地区的独家票务代理和旅游服务供应商；2016 年，公司成为里约奥运会在中国的票务代理及接待服务供应商顶级合作伙伴，还是本次奥运会特许商品经营商。公司为本次里约奥运会设计了观赛团、观光团、助威团和自由行等多种旅游产品，均已在公司官网上全面上线。随着我国体育产业规模的扩大和体育旅游市场的成长，公司的体育旅游业务的增长值得期待。

图 19：凯撒旅游的奥运游频道网站页面



数据来源：公司网站，东莞证券研究所

## 6.投资建议：维持谨慎推荐评级

首先，出境游持续火爆，组团出游比例提高。2010-2015年，我国旅行社组织的出境游客人数以23.39%的年均增速快速增长，且旅行社组织的出境游人数在所有出境游人数中的占比呈上升趋势，从2010年的32.30%提高到2015年的39.09%。今年一季度，全国旅行社出境旅游组织1064.23万人次、5630.18万人天，分别同比快速增长18.89%和25.39%。此外，驴妈妈发布的《2016年暑期出游趋势报告》显示，通过驴妈妈平台出境的游客数是去年的3.2倍，出境游市场维持高人气。其次，公司采购成本的下降和直营零售业务比例的上升共同推动公司综合毛利率的提高。同时，公司有望与海航集团旗下的航空、酒店、金融和在线旅游等资源发挥较强的协同作用，进一步降低公司对上游资源的采购成本，提高产品的盈利能力。再者，公司今年5月份发布80亿元的定增预案，拟投入其中的27.31亿元建设凯撒邮轮销售平台。该平台的建设有利于提高公司邮轮业务的产品研发能力和服务水平，提升市场占用率，增强公司在邮轮旅游产品领域的竞争力。最后，公司大力发展“旅游+体育”战略，今年4月出资6亿入伙嘉兴基金，参投乐事体育。公司还成为2016年里约奥运会的中国票务代理及接待服务供应商顶级合作伙伴，同时也是本次奥运会特许商品经营商。综合来看，公司凭借其对接上游资源的良好控制力，并大力发展邮轮游和体育旅游市场，未来业绩成长可期。预计公司在2016、2017年的EPS分别为0.32元和0.39元，对应PE分别为61和50倍，维持谨慎推荐评级。

## 7.风险提示

定增预案推进不及预期，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 2: 公司盈利预测简表

科目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,935	6130	7880	9938
营业总成本	4,644	5788	7464	9409
营业成本	3,979	4921	6391	8110
营业税金及附加	44	61	83	109
销售费用	369	490	615	735
管理费用	233	310	375	455
财务费用	17	6	0	0
其他经营收益	3	7	5	5
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	3	7	5	5
营业利润	294	349	421	534
加 营业外收入	3	4	5	4
减 营业外支出	1	1	1	1
利润总额	295	351	425	536
减 所得税	66	67	83	108
净利润	229	284	342	428
减 少数股东损益	23	24	25	26
归母公司所有者的净利润	206	260	317	402
基本每股收益(元)	0.26	0.32	0.39	0.50
PE (倍)	75.00	60.94	50.00	39.00

数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所



**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn