

日期: 2016年6月30日

行业: 新三板



刘丽

021-53686157

liuli@shzq.com

执业证书编号: S0870510120018

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	-
12mth A 股价格区间 (元)	-
总股本 (百万股)	98.28
三板 A 股/总股本	8.42%
流通市值 (百万元)	-
每股净资产 (元)	1.18
PBR (X)	-

主要股东 (最新)

上海锦江资本管理有限公司	18.13%
洪清华	12.51%
上海鼎亮爵煜投资中心(有限合伙)	12.19%

收入结构 (2015Y)

旅游服务	97.09%
咨询策划	2.89%

报告编号: LL16-XSB04

O2O 旅游运营集团

在线旅游业务快速发展

投资要点:**旅游 O2O 全产业链布局, 线上以自助游为核心**

景域文化线上业务板块依托驴妈妈旅游网经营, 以自助游为核心。在线门票业务是公司线上业务的优势长板, 并系统地创立了“门票+酒店+X”的自助游产品体系, 目前已形成包括门票、目的地游、国内游、出境游及商旅综合在内的完整产品体系。线下板块则依托景域旅发、奇创设计和景域营销, 构建服务于旅游目的地、景区的规划、设计、营销传播、运营的一站式服务体系。公司线上和线下两大业务板块的有效联动, 为景区提供全方位的解决方案, 构成公司区别于竞争对手的核心竞争力。

未来规划: 致力游客及资源服务, 成立并购基金整合产业项目

公司志在成为根植于本土文化的旅游产业链 O2O 一站式运营专家。2016 年驴妈妈将大力发展分、子公司, 像毛细血管一样扎根于主要客源地和核心目的地, 服务于游客和资源双边市场, 成为“资源控制力+渠道能力+目的地综合服务能力”于一身的旅游集团。公司还将通过成立旅游产业并购基金, 采用现金收购、股权置换等多种方式, 对产业项目进行整合。近期公司对此已有动作: 2016 年 6 月 28 日公告, 公司全资子公司景域旅投拟与深大通共同成立大通驴妈妈文化旅游投资基金; 基金首期规模 20 亿元, 投资方向为潜力旅游景区、乡村度假酒店或目的地、高速成长旅游新型企业等。

估值分析

公司于 2015 年 12 月 22 日在新三板挂牌, 主办券商为华泰证券, 挂牌时公司总股本 9000 万股, 采用协议方式转让, 挂牌至今尚无成交。挂牌后, 公司于 2016 年 6 月 23 日完成增发, 发行股票数量为 828 万股, 发行价格为 55.56 元/股; 认购对象包括 2 家机构投资者即浙江华策影视股份有限公司和上海村华中景投资合伙企业(有限合伙)以及 1 名自然人。按此次增发价格及 2015 年每股营业收入(按最新股本摊薄)计算, 对应的 PS 为 1.75 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015A
营业收入	704.32	1,396.50	3,116.65
年增长率	-	98.28%	123.18%
归属于母公司的净利润	-68.99	-159.37	-425.77
年增长率	-	131.01%	167.16%
每股收益 (元)	-0.70	-1.62	-4.33

资料来源: 上海证券研究所

一、景域文化公司概况及行业背景

1. 景域文化公司概况

景域文化由线上和线下两大业务板块构成：线上板块依托驴妈妈旅游网，以自助游为核心，为用户提供全方位旅游产品预订服务，同时利用互联网和移动终端为景区和目的地导入游客；线下板块依托景域旅发、奇创设计和景域营销，构建服务于旅游目的地、景区的规划、设计、营销传播、运营的一站式服务体系。两个业务板块紧密互动，为旅游目的地和景区提供从筹建、规划、建设、运营、管理、宣传、营销等全产业链服务，是具有较强服务能力的 O2O 旅游运营集团。线上和线下两大业务板块的有效联动，为景区提供全方位的解决方案，构成公司区别于竞争对手的核心竞争力。

图 1 景域文化公司主营业务构成

业务板块	客户类型	业务类别	经营主体	主营业务
线上旅游产品业务	B2C	旅游电商	 驴妈妈 www.lv mama.com	景区、旅游目的地统一的网络营销平台，并以专业的旅游产品策划能力协助景区、旅游目的地进行旅游产品的开发、包装
		互联网服务平台	 freetrip 驴途	负责驴妈妈无线端产品规划、设计、产品开发、运营推广等运营管理，不断推动公司无线端业务的发展
		旅游高端特制	 feilvway 飞驴湾	提供个性化休闲及生活体验的高端旅游，在传统高端定制游的基础上融入名人带队、主题旅行等更多元素
线下旅游咨询业务	B2B	旅游规划	 KCHANCE 奇创 景域旅游规划机构 / 上海·北京·广州·香港 KChance Tourism Planning & Consulting Institute	提供从旅游策划、规划、设计到运营策略等全程服务，下设奇创旅游研究院定期发布专业专题研究
		旅游营销	 景域旅游营销 JOYU TMS 中国旅游实效营销机构	提供景区品牌营销、网络营销、创业设计、节庆策划执行及联合营销等业务
		景区运营	 JOYU 景域旅发	提供景区委托管理及景区项目投资等业务，是旅游产业链上游资源的重要切入点

资料来源：公司公开转让说明书

(1) 线上旅游产品业务

公司线上业务板块以驴妈妈旅游网为载体，形成包括门票、目的地游、国内游、出境游及商旅综合在内的完整产品体系。驴妈妈旅游网于 2008 年推出，是整个景域文化的核心。作为国内第一家规

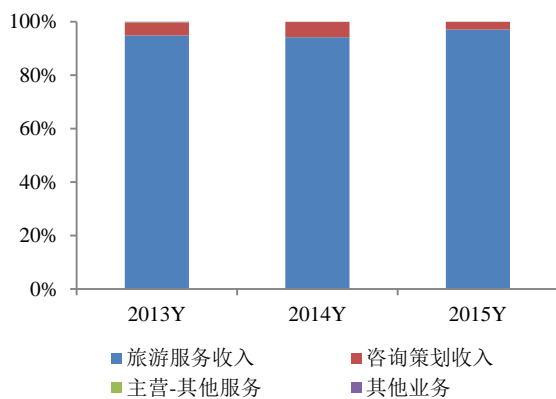
模化经营电子门票业务的公司，门票业务经多年发展已成为公司线上业务的优势长板，是其他板块业务的流量入口，也是公司产业链布局 O2O 模式的核心组成部分。结合其在景区在线门票业务的明显优势，公司系统地创立了“门票+酒店+X”的自助游产品体系，成为自助游度假型的综合性 OTA。线上业务是公司的主要收入来源，而且持续实现了快速增长。

(2) 线下旅游咨询业务

线下旅游咨询业务是景域文化旅游全产业链布局的重要组成部分，主要分为：旅游规划设计、旅游营销策划和景区运营管理三类。

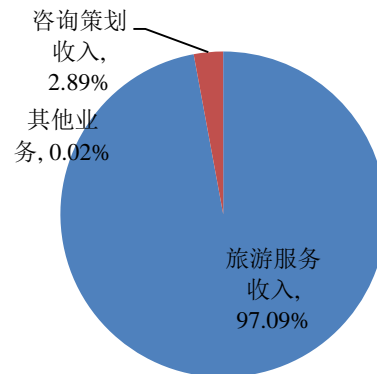
旅游产业规划业务包括面向政府的旅游产业的总体规划、专项规划；面向旅游区的总体策划、概念性规划、旅游详细规划、旅游修建性详细规划等。旅游营销活动策划的核心服务包括品牌整合营销传播、目的地系统性打造、网络营销传播整合等。景区运营管理是针对选择的景区提供专业的景区管理运营服务。目前已在运营的景区包括南京高淳国际慢城景区、铜仁中国苗王城景区和玉林“五彩田园”旅游景区等，在业内具有较高的知名度及影响力。

图 2 景域文化营业收入结构 (2013-2015Y)



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 3 景域文化营业收入结构 (2015Y)



数据来源：公司公告 上海证券研究所

2. 公司所处的行业情况及公司的地位

公司所从事的业务属于旅游服务业。近年来，我国的旅游业呈现良好的发展态势。2015 年国内游客 40 亿人次，增长 10.5%，国内旅游收入 34,195 亿元，增长 13.1%；出境旅游人数达到 1.2 亿人次，旅游花费 1045 亿美元，分别增长 12.0%和 16.7%。2015 年全年完成旅游投资 10072 亿元，同比增长 42%，持续强劲增长，并在历史上首次突破了万亿元大关。

图 4 国内旅游人数逐步增长 (1999-2015Y, 人次)

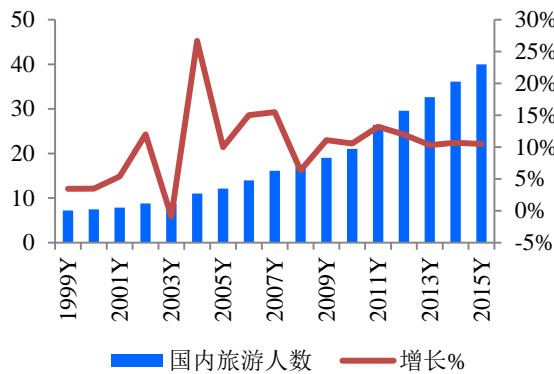
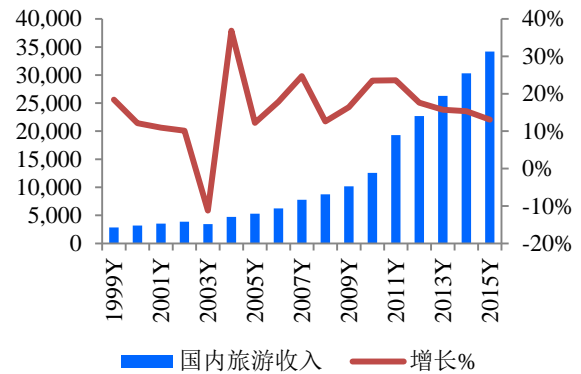


图 5 国内旅游收入逐年较快增长 (1999-2015Y, 亿元)



数据来源: 国家旅游局 Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: 国家旅游局 Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 国内居民出境旅游人数快速增长 (2005-2015Y)

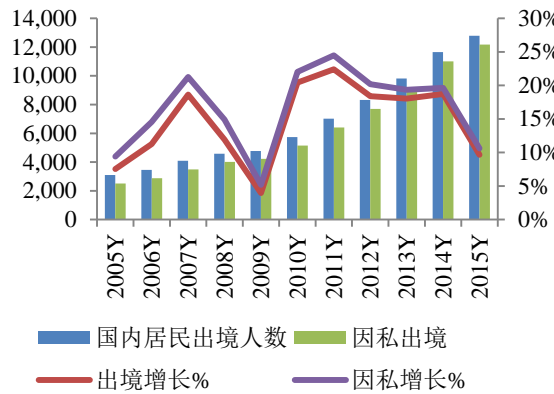
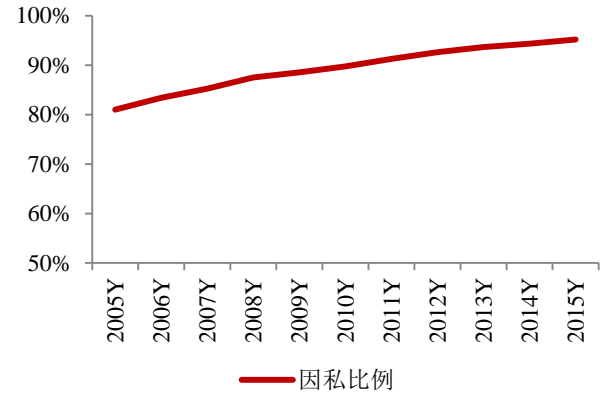


图 7 国内居民因私出境占比快速提升 (2005-2015Y)



数据来源: 国家旅游局 Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: 国家旅游局 Wind 资讯 上海证券研究所

从旅游业发展趋势上看,我们认为有两大趋势值得关注,即“旅游+互联网”和旅游消费向休闲度假的升级。首先,旅游与互联网的融合发展已成为不可阻挡的时代潮流。根据艾瑞咨询的数据,2015 年中国在线旅游市场交易规模超过 4000 亿元,同比增长 37.5%。在国内消费者旅游消费由观光游升级为休闲度假游以及旅游预订逐步在线化、移动化的利好推动下,在线度假旅游预订市场仍具有较大发展潜力;并且伴随着在线交通、住宿预订市场的大局初定,未来在线旅游市场的争夺将会转移至度假旅游领域。未来无论是线上企业抑或是线下企业都将充分发挥资本优势,加强渠道以及资源端的控制、提升服务体验,实现旅游领域与互联网的深度融合。

其次,休闲旅游业替代以往的观光旅游业以蓬勃发展之势崛起,旅游消费渐成生活方式。根据行业一般发展规律,当人均 GDP 达到 1000 美元时,观光游进入快速发展阶段;达到 2000 美元时,休闲游骤升;达到 3000 美元时,旅游需求爆发式增长,度假游渐旺;人均 GDP 超过 5000 美元后,将进入成熟的休闲度假经济时代。2014

年我国人均 GDP 约为 46531 元，折合约 7485 美元，人均 GDP 早已超过公认的旅游业爆发增长阶段的起点 3000 美元；以省市自治区划分，各地的人均 GDP 均已超过 3000 美元。但由于国内各区域经济发展状况不一，各区域居民所处的旅游消费阶段也各异。天津、北京、上海、江苏、浙江、内蒙古、辽宁、福建、广东等省市已超过 10000 美元，而排在后面的贵州、甘肃、云南、西藏等地区人均 GDP 则在 4000-5000 美元之间，因此在欠发达地区居民刚刚开始进入旅游消费快速增长期时，发达地区的居民已进入休闲度假时代。随着城镇化的持续推进以及收入增长之后的消费渐次升级，农村居民的旅游消费水平将向城镇居民靠拢，而城镇居民的旅游消费也将向国际化水平靠拢。随着带薪休假制度的落实，旅游消费者闲暇时间增加，再加上旅游成为一种生活方式的风潮，集中休假时的长途、低频的“出境游”以及平日周末短途、高频的“周边游”将成为休闲度假旅游中增长较快的两个子领域。

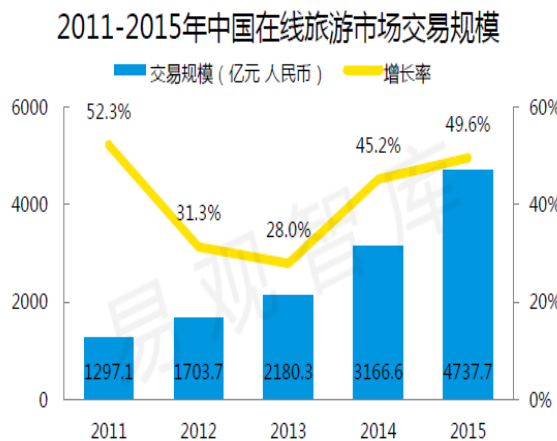
在国家政策持续扶持鼓励、国民旅游消费渐次升级、新兴信息技术助力腾飞、资本力量推动纵深发展、创业创新等多重利好因素的共振下，旅游业内部结构在持续发生变化，中国休闲旅游业正焕发蓬勃新生机。

公司线上、线下两大业务分属于在线旅游业和旅游规划设计、营销策划及景区运营管理等细分行业。

(1) 在线旅游业发展情况

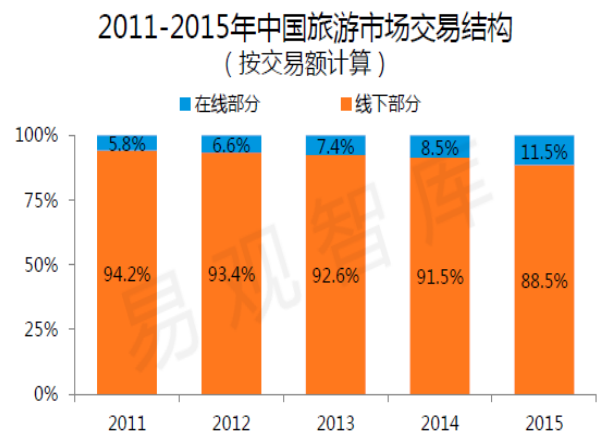
近年来，互联网及移动互联网的持续普及为在线旅游的发展奠定了良好基础，中国在线旅游交易规模逐年快速增长，在线渗透率亦不断增加。根据 Analysys 易观智库数据监测显示，2015 年中国在线旅游交易规模达到 4747.7 亿元，同比增长 49.6%，在线渗透率首次超过 10%，达到 11.5%。

图 8 中国在线旅游市场交易规模 (单位: 亿元)



数据来源: 易观智库

图 9 中国旅游市场交易结构

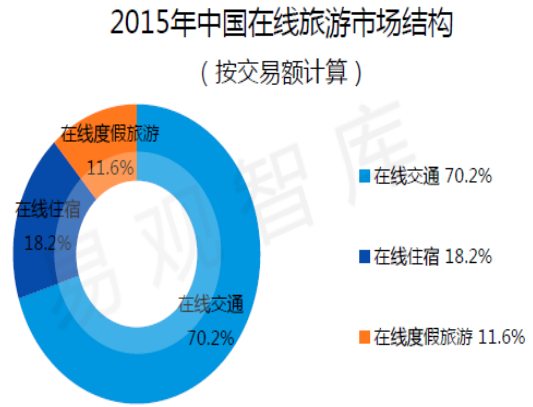
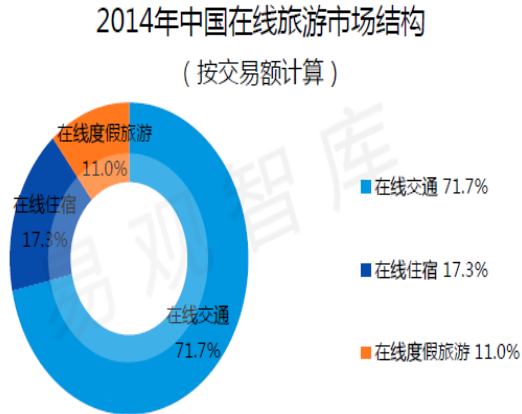


数据来源: 易观智库

从 2015 年的中国在线旅游市场结构看，在线交通、在线住宿、在线度假旅游占比分别为 70.2%、18.2%和 11.6%。与 2014 年相比，在线交通的市场规模占比下降 1.5 个百分点，在线住宿和在线度假旅游市场规模占比则分别提升 0.9 和 0.6 个百分点。

图 10 中国在线旅游市场结构（2014Y）

图 11 中国在线旅游市场结构（2015Y）



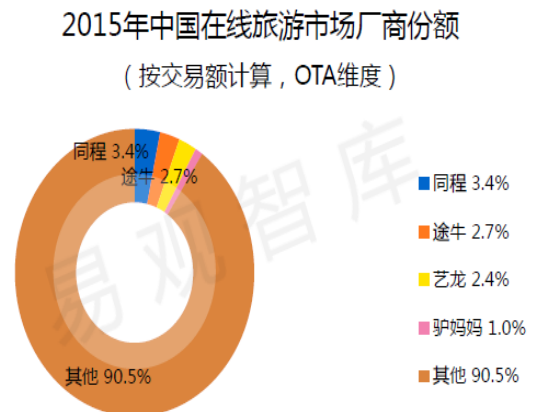
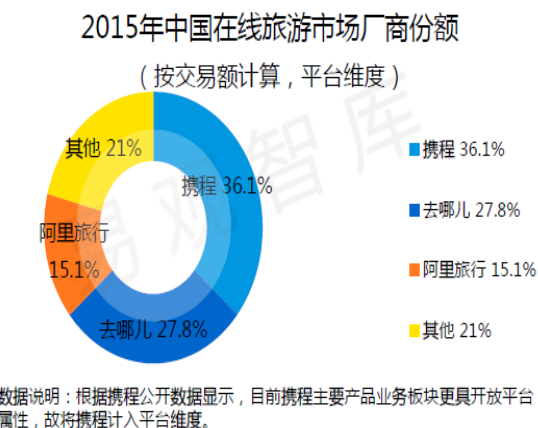
数据来源：易观智库

数据来源：易观智库

根据易观智库的数据，中国在线旅游市场马太效应明显，市场集中度进一步提高：2015 年携程、去哪儿、阿里旅行等大型旅游企业占据在线旅游市场份额达到 79%，较上年提高 10.3 个百分点；另一个特点是，在线休闲度假旅游企业市场份额同比增长明显，2015 年同程、途牛、驴妈妈的市场份额分别为 3.4%、2.7%和 1.0%，较上年均有明显增长。

图 12 中国在线旅游市场厂商份额 1（2015Y）

图 13 中国在线旅游市场厂商份额 2（2015Y）



数据来源：易观智库

数据来源：易观智库

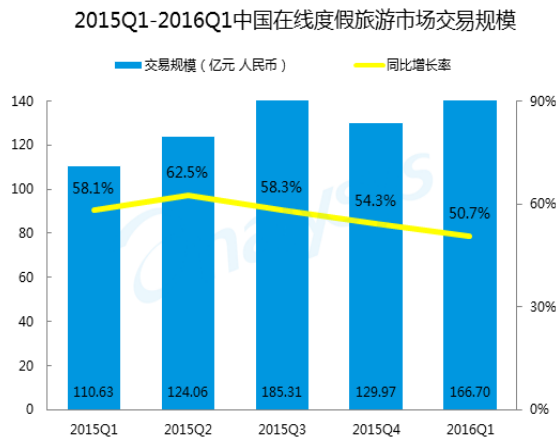
据易观智库数据，2016 年第一季度中国在线旅游市场规模延续高增长态势，市场规模达到 1557.1 亿元，同比增长 58.9%，环比增

长 14.7%。

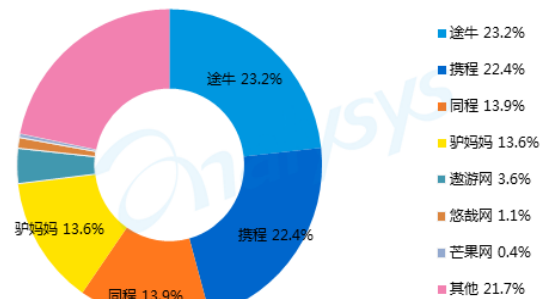
其中，最受关注的细分领域——在线度假旅游市场规模 2016 年第一季度达到 166.7 亿元，环比增长 28.3%，同比增长 50.7%。从整个在线度假旅游市场看，行业上下游整合不断深化，互联网渗透率持续提升，出境游及一些细分的主题游市场成为市场关注热点。从企业的市场占有率看，途牛和携程领先优势明显，为第一梯队；同程和驴妈妈市场份额提升明显，居第二梯队。

图 14 在线度假旅游市场交易规模 (2015Q1-2016Q1)

图 15 中国在线旅游市场交易结构 (2016Q1)



2016 年第 1 季度中国在线度假旅游市场厂商交易份额



数据来源：易观智库

数据来源：易观智库

随着互联网、移动互联网普及率的持续增长，不仅仅是原有的在线旅游企业通过价格战等方式继续抢占市场份额，传统的旅游企业也纷纷向线上、移动端迁移，我国在线旅游市场规模将持续做大，在线旅游渗透率也将持续提升。2015 年在线旅游渗透率首次突破 10%。而这样的数据仍然处于一个较低的水平，未来增长潜力还相当大。

(2) 旅游规划设计、营销策划及景区运营管理行业发展简况

旅游规划设计行业是旅游业的重要前端产业。随着旅游业的快速发展，旅游规划设计行业也得到了迅猛发展。当前国内旅游投资强劲增长，旅游规划设计业务位于旅游投资的前端，为旅游投资提供智力支撑。旅游投资领域不断扩大、投资项目类型多样、项目更加注重投资质量、注重创新和文化内涵，有效带动对旅游规划设计业务的市场需求。在该领域，公司的竞争对手包括专业的旅游规划设计企业、学校及科研院所以及传统的设计院设计院。公司旗下奇创设计的优势主要体现在能够借力景域文化的规模效应和品牌优势、依托驴妈妈强大的数据库实现用户行为分析。

目前国内的旅游主流营销方式也正在发生改变，传统旅游营销模式将会被深度营销的旅游模式取代，旅游营销策划的系统性和战略导向性将成为中国旅游营销整体突围的方向。根据对旅游景区的

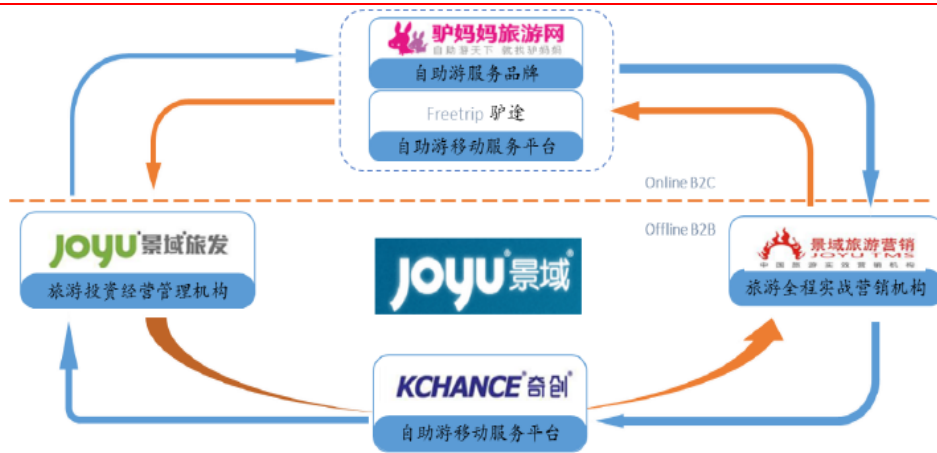
调研结果，旅游行业营销经费占营业收入一般介于 6%-10%之间。预计中国国内旅游营销市场的规模约为 2,500 亿元左右，发展空间巨大。目前国内实际侧重开展旅游行业的营销和策划方案的公司较少，公司旗下景域营销从全案型高位切入，到网络传播和活动执行落地，是国内唯一一家专营旅游营销策划的机构。

景区投资及运营管理产业在近些年才得到发展。一方面是国家进一步放开了旅游业市场，鼓励和引导民间资本投资旅游业，旅游业投资主体明显增加；另一方面，由于我国旅游业尚处于发展初期，景区在有限的运营管理能力及人员配置等的条件下，亟需通过专业的团队的帮助实现景区的可持续性发展；第三，旅游行业的发展趋势导致渠道商纷纷由渠道端向资源端转移，涉足上游景区资源的投资和管理，也进一步推动了此产业的快速发展。目前在景区管理行业的参与者较少，而且业务主要集中在委托管理、管理咨询层面。与景区建立承包经营的合作模式是公司首创，也是业内唯一一家开展此项业务的公司。

3. 公司主要竞争优势 全产业链布局优势

基于景域文化多年来在旅游行业的全产业链布局，已逐步实现旅游产业一站式服务生态链闭环和线上线下结合的O2O开放平台的战略，此是其有别于其他在线旅游企业的重要竞争优势，使得旗下各业务协同效应愈发显现。基于事业群背景带来的对旅游产业的认知，使得产业链上各业务板块之间信息共享、专业互助，可为客户提供产品研发、规划设计、营销策划、运营管理等视角下的全方位考量，实现互惠互利的轮动效应，因此能够有效增加客户粘度，保持长期合作关系。

图 16 景域文化全产业链布局



资料来源：公司公开转让说明书

线上线下结合优势

景域文化旗下有驴妈妈兴旅和驴妈妈国旅两家线下旅行社，线下旅游社一方面能够起到为线上引流的作用，另一方面线下旅行社更接近消费者，消费者能够通过线下旅行社直接感知驴妈妈提供的产品或服务，增强对驴妈妈的信任度。驴妈妈国旅作为景域文化O2O战略的实施地，2015年已借助驴妈妈在全国省会城市及主要客源地、目的地设立多家授牌合作公司，贯穿“资源-渠道-服务能力”全链条的模式。同时，这些授牌合作公司也是奇创设计、景域营销、景域旅发在当地的首席代表和先遣部队，落地服务于全国的各大目的地、景区、旅游局和旅游开发商。

门票业务先发优势

驴妈妈在门票业务上具有先发优势，是国内第一家在线规模化销售景区门票的企业，同时在行业内也首创了将纸质门票变为二维码形式，方便游客入园。驴妈妈在设立时即选择以景区门票为切入点进入在线旅游市场，目前实力与携程、同程处于国内第一梯队。

自助业务定位优势

驴妈妈成立之初就定位于自助旅游服务提供商，并创下了几个“第一”：2009年7月驴妈妈是第一个研发、上线“景区门票+酒店”打包产品的OTA，并且同期成为第一个做预付酒店的OTA；随着“门票+酒店”业务模式的不断升级以及在华东周边以目的地为导向的发展策略，使得驴妈妈成为第一个切入周边自助游的OTA。在自助游市场的已经有多年的耕耘，线上平台驴妈妈以门票预订业务在行业站稳脚跟，通过打造“门票（1）+酒店及相关度假元素（N）”的产品模式抢占休闲度假游市场。

二、公司股权结构及业务分析

1、公司股权结构简况

公司当前总股本为9,828万股，控股股东、实际控制人为洪清华及其一致行动人孟畴、何余节、李丹、高冬和曾俊，一致行动人能够控制公司26.5899%的股份。

表 1 景域文化前十大股东（最新）

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	上海锦江资本管理有限公司	1,782.00	18.13
2	洪清华	1,229.70	12.51
3	上海鼎亮爵煜投资中心(有限合伙)	1,197.97	12.19
4	范敏	512.30	5.21
5	天津红杉聚业股权投资合伙企业(有限合伙)	488.89	4.97
6	浙江华策影视股份有限公司	450.00	4.58
7	无锡江南仁和新能源产业投资中心(有限合伙)	411.70	4.19
8	上海洪清华创业投资合伙企业(有限合伙)	400.23	4.07

9	杨振宇	336.19	3.42
10	上海光雅投资中心(有限合伙)	317.46	3.23
	合计	7,126.43	72.50

数据来源: Wind 资讯

2、公司未来发展规划

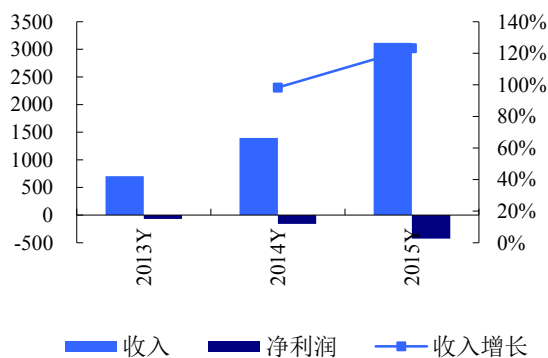
景域文化发展之初即立足于为景区、旅游目的地和游客提供一站式旅游服务,志在成为根植于本土文化的旅游产业链 O2O 一站式运营专家。公司未来布局基于独特长远的战略思考,打造一个开放、透明、协同的旅游生态系统,通过“三大战略,五大平台”实现。2016 年驴妈妈将大力发展分、子公司,像毛细血管一样扎根于主要客源地和核心目的地,服务于游客和资源双边市场,成为“资源控制力+渠道能力+目的地综合服务能力”于一身的旅游集团。

公司还将通过成立旅游产业并购基金,采用现金收购、股权置换等多种方式,对产业项目进行整合。近期公司对此已有动作:2016 年6月28日公告,公司全资子公司景域旅投拟与深大通共同成立大通驴妈妈文化旅游投资基金;基金首期规模20亿元,投资方向为潜力旅游景区、乡村度假酒店或目的地、高速成长旅游新型企业等。

三、公司财务简析:营收快速增长,尚未实现盈利

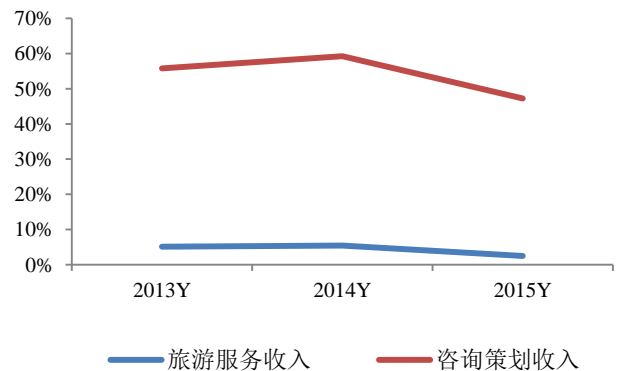
公司2013年、2014年、2015年实现营业收入分别为7.04亿元、13.97亿元和31.17亿元,2014年和2015年的同比增长率分别为98.28%和123.18%;2013年、2014年、2015年亏损分别为6899万元、1.59亿元和4.26亿元。近两年公司营收规模实现快速增长,但因在线旅游业竞争加剧、价格战频发导致毛利率逐年下滑,以及业务快速发展所带来的相应期间费用的增长,公司目前尚未盈利、且亏损逐年增加。

图 17 景域文化收入与净利润增长 (单位:百万元)



数据来源:公司公告 上海证券研究所

图 18 景域文化分业务毛利率变化



公司公告 上海证券研究所

图 19 景域文化期间费用增长 (单位: 百万元)

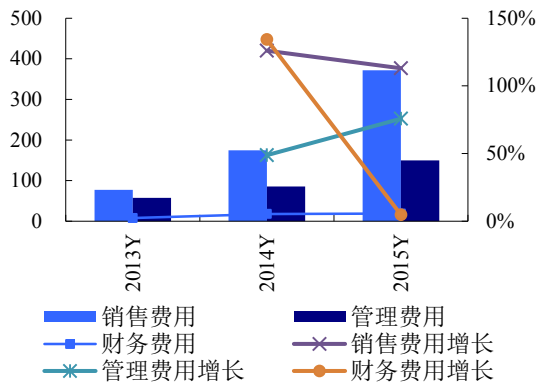
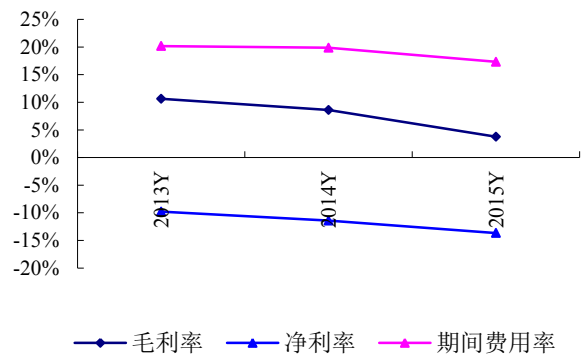


图 20 景域文化盈利能力指标



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

公司公告 上海证券研究所

四、主要风险因素

市场竞争加剧风险

近年来,在线旅游市场在旅游行业中的整体份额不断增加,机票、酒店、门票等产品的在线销售渗透率不断提高,包括驴妈妈、携程、去哪儿、途牛、阿里旅行·去啊、同程在内的各家 OTA 竞争也日趋激烈;此外,包括众信旅游、中国国旅、中青旅等传统旅行社凭借客户积累、渠道优势、品牌影响力以及资金实力等多方面优势积极介入在线旅游零售市场。各商家在产品价格、销售渠道、业务模式等方面均存在激烈竞争,在线旅游行业面临市场竞争加剧的风险。

短期难以盈利的风险

公司营业收入快速增长,但受在线旅游行业整体竞争状况和公司自身发展策略的共同影响,公司的销售费用、管理费用也在逐年增加,导致公司一直处于无法实现盈利的状态。未来,公司还将继续扩大营业规模,销售费用和管理费用也将随营业收入的增长相应增加,短期内公司将面临难以实现盈利的风险。

营收无法持续高速增长的风险

在线旅游行业作为一种近年来快速发展的新兴行业,与传统的线下旅行社行业相比,具有经营方式更为灵活、业务范围更为广泛、业绩提升更为迅速等特点。在线旅游行业的经营业绩较难进行长期预测,且可能存在较大的波动。如果未来在线旅游行业或公司所处的竞争环境出现重大不利变化,则公司营业收入可能面临无法维持高速增长的风险。

不可抗力风险

旅游行业受政治、经济、社会、自然等因素的影响较大。如目的地政治经济局势不稳定、社会治安恶化,或是与我国外交关系恶化,将会影响到游客在该目的地的旅行游玩,严重时甚至可能影响游客的人身财产安全,进而对公司部分线路的旅游产品销售造成冲击,从而影响公司业绩。此外,一些自然灾害的发生或持续,都将直接或间接

影响游客的旅行游玩选择，从而对公司业务产生不利影响

五、估值及定价分析

公司于2015年12月22日在新三板挂牌，主办券商为华泰证券，挂牌时公司总股本9000万股，采用协议方式转让，挂牌至今尚无成交。挂牌后，公司于2016年6月23日完成增发，发行股票数量为828万股，发行价格为55.56元/股；认购对象包括2家机构投资者即浙江华策影视股份有限公司和上海村华中景投资合伙企业（有限合伙）以及1名自然人。按此次增发价格及2015年每股营业收入（按最新股本摊薄）计算，对应的PS为1.75倍。

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。