

买入

2015年01月21日

要旅游，找途牛：做有特色的在线休闲旅游服务提供商

► **起源于互联网的休闲旅游服务商：**公司于2006年开始在中国经营休闲旅游业务，借助互联网的力量用八年的时间重塑旅行社生意，将原本分散、无标准化的旅游生意搬上了互联网。截止到2013年，公司实现净销售收入19.5亿人民币，过去三年复合增长率达36.6%。于2014年5月登陆纳斯达克，发行800万份ADS，净融资6,330.3万美元，为公司品牌、产品、渠道等多方面发展提供充足的资金保障。

► **在线旅游是线下至线上的迁移，更需结合 (OTO)：**根据iResearch数据，过去五年中国OTA市场渗透率呈现逐年提升的趋势，2013年总收入为2.85万亿元人民币，渗透率已到达7.7%，预期到2016年将超过10%，旅游市场正悄然的从线下往线上迁移，并呈现加速趋势。公司积极布局区域服务中心，并快速复制扩张（短短几个月，从无到有，已经覆盖30个城市），有效覆盖2、3线城市，线下的区域服务中心将有效和线上结合，开发旅游资源、提供客户服务、品牌推广，真正发挥融合的效果。

► **在线旅游狼烟四起，突围之路在于差异化：**根据iResearch数据，2013年全国OTA全部投融资42起，超过千万级别投资有8个案例，包括蚂蚁短租、途家网、穷游网、世界邦等。途牛通过不断开发多样化旅游产品（出境游、周边游、周末游、自驾游等），通过增加出发地和目的地覆盖提升产品数量，提供专业旅游咨询（旅游顾问数量大幅增加）等方式提供高品质休闲旅游服务，着重于高客单价的旅游产品，区别于其他OTA公司，形成差异化发展战略布局。

► **12个月目标价21.14美元，首次评级买入：**我们根据市销率相对估值法，得到目标价为21.14美元。该目标价为2015财年1.3倍市销率，与现价有71.21%的上升空间，首次评级为买入。

★ 1人民币=0.16美元

蔡浩

852-25321963

Simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要资料

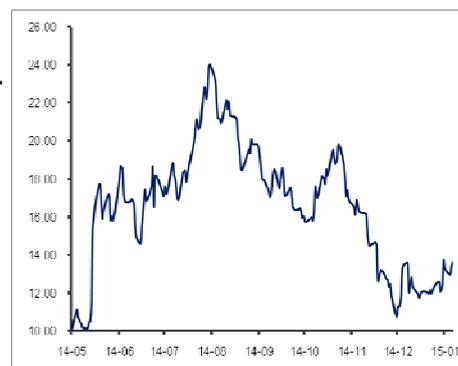
行业	旅游服务
股价	12.85 美元
目标价	21.14 美元 (+71.21%)
股票代码	
已发行股本	62.02 百万 ADS
总市值	7.66 亿美元
52 周高/低	24.00 美元/10.07 美元
每股净现值	7.52 美元
主要股东	DCM V, L.P. 11.91% Sequoia Capital 9.19% 于敦德 8.75% 严海峰 6.94% Hony Capital 6.48%

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
净收入 (百万人民币)	1,113	1,950	3,547	6,163	9,261
变动	45.37%	75.19%	81.93%	73.73%	50.28%
净利润 (百万人民币)	(107)	(139)	(300)	(185)	121
每股盈利 (美元) -GAAP	(0.674)	(0.876)	(0.264)	(0.163)	0.107
基于 12.35美元 的PE	n/a	n/a	n/a	n/a	115.95
每股盈利 (美元) -NON-GAAP	(0.674)	(0.876)	(0.263)	(0.161)	0.108
每ADS销售收入 (美元)	21.02	36.83	9.36	16.26	24.44
基于 12.35美元 的P/S	0.59	0.34	1.32	0.76	0.51

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

中国领先的在线旅游服务商

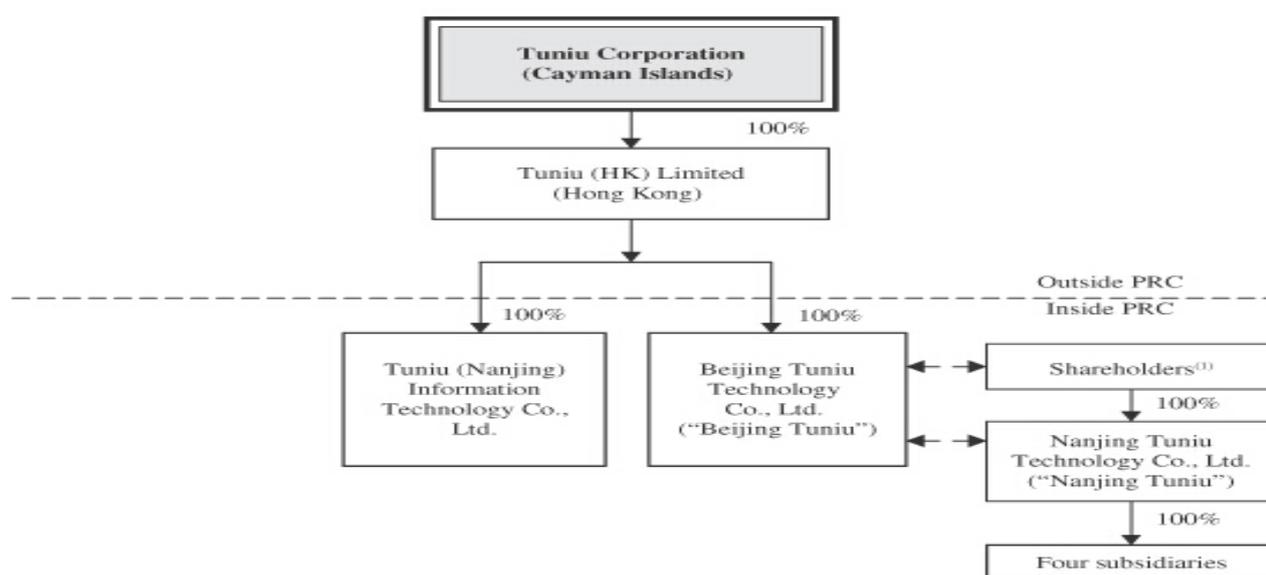
企业组织架构

起源于互联网的在线旅游服务商

公司成立于 2006 年 10 月，致力于为旅客提供休闲旅游服务，包括跟团游和自助游，是中国领先的在线旅游服务供应商。根据 iResearch 数据，截止到 2013 年，按照跟团游交易金额，公司全国排名第一。

自从业务开始运营，公司售出跟团游产品超过三百万个，旅游供应商超过 3000 个，覆盖 70 个国家。截止到 2014 年 4 月，公司旅游产品超过 10 万个，其中海外游产品是公司的长处，交易额超过公司总额的 70%。

图表 1: 组织架构



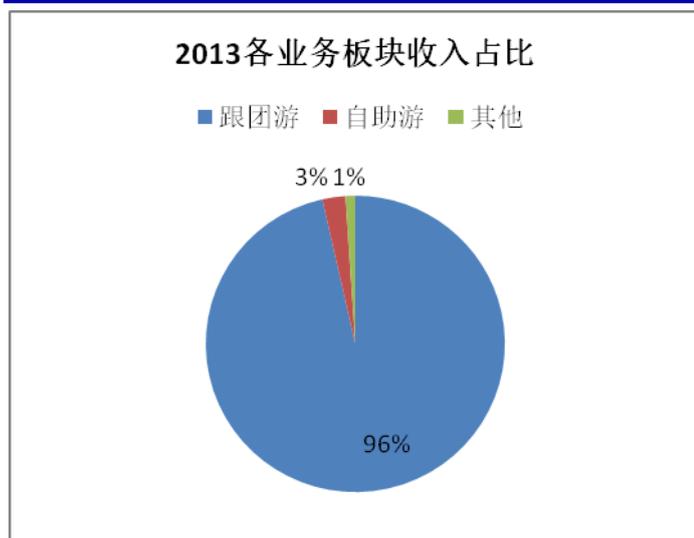
资料来源：公司资料，第一上海

注重休闲旅游

公司业务主要包含两部分：跟团游和自助游，另外还有少量广告收入。

- 1、跟团游是公司主要收入来源，主要包括旅游线路预订费、交通和酒店，该业务过去三年平均占总收入的 96%左右，且保持高速增长，2013 年跟团游收入 18.9 亿人民币，增速达到 76.1%，占比 96.5%。
- 2、自助游业务是公司第二大收入来源，虽然占比约占总收入的 2.5%左右，但该业务收入反映公司净收入，即顾客付款和供应商款的差额，包含机票酒店的预订费，以及包含如接机在内的其他增值服务。
- 3、其他业务收入主要是广告和信用卡处理收费。

图表 2: 分部业务占比



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 3: 分部业务增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

在线旅游市场蓬勃发展

旅游市场从线下到线上转移

在线旅游市场产业格局

从产业链环节而言, 我们认为在线旅游主要分为以下几个部分:

- 1、上游产品供应商, 比如航空公司、酒店、景区等。
- 2、中间渠道商, 包括旅游产品批发商以及代理分销商。
- 3、下游的媒介营销平台, 比如搜索引擎、社交媒体、点评、攻略、门户网站以及营销平台, 目前国内具有代表性的营销平台包括携程、途牛、去哪儿以及同程等。
- 4、终端用户, 主要是指线上用户, 随着网络科技的发展以及智能手机的推广, 终端用户已从互联网用户扩展到移动终端的用户。

图表 4: 中国在线旅游产业链示意图



资料来源: iResearch

在线旅游渗透率逐年提高

根据 iResearch 数据显示, 2013 年中国在线旅游总收入 28,500 亿元, 在线旅游渗透率 7.7%, 预计 2016 年在线旅游渗透率将超过 10%。

截止到 2013 年, 我国互联网规模达到 6.2 亿人, 普及率高达 45.8%, 随着普及率的提高, 传统旅游服务逐渐向线上转移, 各在线旅游经营者纷纷加大在线旅游市场中的投入, 推出各种产品、服务, 不断完善自身体系, 以提高市占率为第一要务, 渗透率逐年提高。

图表 5: 2008-2017 年中国在线旅游渗透率



资料来源: iResearch, 第一上海

在线旅游发展趋势

在线度假市场将成为在线旅游市场发展的主动力

根据 iResearch 数据显示, 2013 年中国在线独家市场交易规模 303 亿元人民币, 同比增长 43%, 预计到 2017 年, 市场规模将近千亿人民币。中国人均可支配收入增长, 需求旺盛, 拉动在线旅游度假市场增长, 带动租车、度假公寓等业务。此外, 以携程、同程为首的景点门票业务也飞速增长, 切开了在线度假市场。

根据 iResearch 数据显示, 2013 年在线旅游市场营收 115.7 亿元人民币, 同比增长 24.2%。预计 2014 年年到 2017 年 OTA 市场营收增速保持平稳, 保持在 20%以上。

图表 6: 中国在线度假市场交易规模



资料来源: iResearch, 第一上海

在线旅游移动端覆盖人数
增速较快

根据 iResearch 数据，2013 年在线旅游移动端表现出高速增长态势，月度覆盖人数全年保持持续增长。2013 年 12 月，在线旅游服务移动端月覆盖人数 9305.6 万人，同比增长 110.5%。

我们认为，随着智能手机等移动终端的兴起，以及 3G/4G 网络速度提升，在线旅游价格战和服务站由 PC 端转移向移动端，移动端大幅度促销和返现等方式更吸引用户使用移动端访问。

行业竞争激烈，差异化才是生存之道

行业投资彰显竞争

2013 年全国在线旅游行业资本运作频发，根据相关统计，包括 VC、PE、IPO、债券、并购等合计 42 起。其中超过千万级别的企业投资就有 8 起，携程艺龙、百度、阿里、腾讯都加入投资行列。

行业的竞争程度不言而喻，业态内大部分企业都处于巨亏的泥潭之中，即便是像携程这样的已具规模的企业，盈利水平由于行业竞争加剧而受到挑战，流量由 PC 端向移动端转移，研发成本上升；为提升市场形象，争取更多的市场份额，营销费用和产品开发投入大幅度提升。

差异化才是出路

但业态也并不是如担心的那么糟糕，为避免过度竞争，不同企业之间的合作也频繁发生，求同存异，差异化发展：

携程发展多年，积累了丰富的财富和行业资源，公司这两年开始投资一些重资产的企业，比如酒店、租车，甚至还有游轮。我们认为重资产模式有助于公司对旅游资源的把控，可以更好的规避价格竞争。

去哪儿网平台型与携程不同，去哪儿网本身并不直接提供旅游服务，而是为旅游供应商提供销售平台，为旅客提供搜索的廉价机票、酒店资源的便利，转而以广告等增值服务取得收益。平台的优势在于灵活性，商品买卖灵活，可以吸引更多用户选择。

途牛坚持走轻资产路线，走线上线下相结合的，充分挖掘产品资源多样化，已深入提供客户服务，以服务带来用户粘性。

途牛盈利模式分析

在线零售模式灵活多样

轻资产，灵活多样

途牛的轻资产模式发展战略，导致公司的过去和未来都是以旅游产品的销售为主，而无需投入大量资金去打造重资产模式的行业壁垒。

以零售为主的轻资产模式的具备诸多优势：

- 1) 更贴近用户，比起以旅游产品分销为主的供应商更理解市场需求；
- 2) 产品采购选择范围更为广泛，满足更为广泛的客户需求。

衍生金融服务

零售本身是一笔不错的现金流生意，对资本的需求不是那么迫切，再加上公司线上销售的互联网基因，更有效的降低了对资本需求。

一般客户购买旅游产品，尤其适合高客单价的旅游产品，都会提前 1-2 个月预订，因此公司往往可以账上反映出超强的客户预收款，而且经营规模的不断做大，客户预售款将更加壮大。而公司和供应商又存在稳定的结算周期，公司在经营方面现金

压力非常小。

充裕的在手现金，在金融服务日新月异的今天，公司推出“牛业贷”，为中小型合作供应商解决融资难题，充分利用公司财务资源为公司股东创造低风险的超额收益。

线上线下（O2O）协同合力发展

有效的供应链管理

公司建立 N-booking 供应链管理系统，与旅游供应商达到实时交互，更有效管理旅游产品和提高用户体验。

公司建立 SQE 团队，专门发现和解决供应商潜在的旅游质量问题，针对供应商专门建立奖惩措施达到旅游服务目标，经常性的对供应商进行评估以提高产品质量。

开放的采购模式与深度挖掘旅游产品并举

公司拥有 3000 个旅游产品供应商，涵盖 70 个国家。公司定位轻资产运营，途牛模式更多是旅游产品的零售商，帮助销售产品，并无投资控股之类深入合作。

公司通过建立区域服务中心，通过直采的方式：1)挖掘更多的高品质的旅游资源，满足日益增长的多样化的旅游需求；2)提高产品毛利率水平。

近期前中国国际旅行社总社副总裁正式加入途牛，增强了公司未来海内外旅游产品采购能力，加速公司未来的发展。

追求服务的价值

强大的旅游咨询服务

公司通过多种方式来培养客户忠诚度，其中最为关键的一点就是提供旅游咨询服务：截止到 2014 年 5 月份，公司有旅游咨询顾问近 400 人，上市后该人数迅速扩张至 500 人。这些旅游顾问，都是具备产品专家，能够有效的补充网络信息，从而提高客户购买旅游产品的转换率。

此外，公司配备 7 x 24 小时呼叫中心，帮助客户问题解决和回访。

服务能力体现于高客单价

公告显示，最新旅游产品客单价超过 4500 元，呈现高客单价的特点：

- 1) 高客单价产品需要品牌的支撑，体现的是客户对公司的信任，进而反应出服务粘性；
- 2) 高客单价背后是服务能力的体现，只有能力提升了，才有能力更好服务高端客户；
- 3) 高客单价背后更是产品的差异化、非标准化，可以有效规避竞争，有效提高产品定价能力。

盈利预测与分析

重要假设

旅游客次假设

公司加大了营销力度，尤其是品牌形象的宣传，此外公司也加强了旅游产品采购力度，尤其行业处于爆炸发展期，我们预期公司出售的旅游产品人次将保持较高速度增长，未来三年的复合增长速度将达到 54.1%。

客单价仍有上行空间

尽管公司客单价已经达到人民币 4482 元/客次，而且行业经历价格之战，但随着旅游需求的爆发，尤其公司旅游产品的差异化、非标准化战略，公司高客单价的趋势仍将平稳上升。

图表 7: 2014-2016 主要营运假设

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
旅游客次 (千次)						
跟团游	174	236	367	587	940	1,503
自驾游	409	503	687	962	1,347	1,885
自助游	49	110	221	442	796	1,273
客单价 (元人民币)						
跟团游	3,528	3,856	4,482	5,199	5,719	6,177
自驾游	336	328	361	397	437	480
自助游	5,662	5,369	5,106	5,106	5,106	5,106

资料来源: 第一上海

收入和盈利预测

实现盈利还需扩大规模

2014-2016 年收入 CAGR 为 36.5% 旅游市场足够大, 而对于大多数旅游企业而言, 当前的主要工作目标是不断做大自身, 获取更多市场份额, 因此我们预期未来三年跟团游、自驾游、自助游三大业务分类收入将取得高速增长, 预计到 2015、2016 年旅游产品净收入达到 61.4 亿、104.7 亿人民币, 三年复合增长率为 75.4%。

图表 8: 2014-2016 主要旅游交易额预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	三年CAGR
旅游产品收入	769	1,107	1,942	3,533	6,137	10,472	75.4%
增长		44.0%	75.3%	81.9%	73.7%	70.6%	75.4%
跟团游	614	910	1,645	3,053	5,373	9,285	
增长		48.2%	80.8%	85.6%	76.0%	72.8%	78.0%
自驾游	137	165	248	382	588	906	
增长		20.0%	50.2%	54.1%	54.0%	54.0%	54.0%
自助游(净额)	18	32	49	98	176	282	
增长		84.3%	51.1%	100.0%	80.0%	60.0%	79.3%

资料来源: 第一上海

盈利能力分析

销售、研发费用先高后低

1) 营销费用: 公司未来战略以争取更多市场份额为主, 其中有一部分将用于宣传途牛的市场品牌形象。

我们预计, 2015 年营销投入将达到高峰人均旅客费用 160 元/人次, 2016 年将开始下降。

2) 研发费用: 旅游行业从线下向线上转移, 信息化过程, 平台的迁移(无线互联网发展); 为丰富旅游产品, 扩大目的地等手段增加产品 SKU 供应。

我们预计研发费用率将随着业务的不断成熟, 研发费达到高峰, 于 2015 年开始收缩至正常水平。

图表 9: 2014-2016 营销、研发费用支出预期

人民币	2011	2012	2013	2014	2015	2016
旅客人均费用 (元/次)						
营销费用	80.0	68.3	86.3	151.4	160.0	129.1
研发费用	33.8	39.3	30.6	71.3	60.0	49.7
旅客人均费用率						
营销费用	4.9%	3.5%	3.6%	5.3%	4.9%	3.6%
研发费用	2.1%	2.0%	1.3%	2.5%	1.8%	1.4%
营销费用率	6.61%	5.21%	5.65%	8.50%	8.00%	6.50%
研发费用率	2.79%	3.00%	2.00%	4.00%	3.00%	2.50%

资料来源: 第一上海

费用率降低, 预期 2016 年转盈

随着销售规模的不断扩大, 规模化经济开始呈现, 各项费用率也开始趋于正常化, 我们估计 2016 年将是公司扭亏为盈的关键一年, 每客次盈利将逐渐提升, 其他各项盈利指标也开始优化。

预计 2014-2016 年, 公司亏损减少, 并于 2016 年有望扭亏为盈, 实现盈利 1.2 亿人民币归属母公司利润。

图表 10: 2014-2016 盈利预期

百万人民币	2011	2012	2013	2014	2015	2016
净收入	766	1,113	1,950	3,547	6,163	9,261
税前利润	-92	-107	-80	-300	-185	138
归属股东利润	-123	-107	-139	-300	-185	121
每客次盈利 (元/次)	-145	-126	-62	-151	-60	30

资料来源: 第一上海

现金流状况

经营性现金流健壮

旅游产品线上零售商业模式, 使得公司经营性现金流能够维持较好的:

- 1) 贸易应收款少: 零售的特点就是客户欠款一般较少, 使得资金回笼及时性较强;
- 2) 客户预付款较多: 一般旅客出行都会选择提前 1-2 个月来做计划, 尤其是选择海外出游, 这种旅游本身的特性使得公司财务上体现出非常不错的客户预付款;
- 3) 供应商应付款较多: 为了保障旅客旅行中的权益, 一般与供应商的结算会安排在旅客旅游归来之后, 因此通常供应商应付款较多;

资本性支出少

公司的经营战略决定, 公司非重资产模式所需的资金投入非常有限, 我们预期未来资本开支的需求很少。

多次融资后, 丰厚现金备战

公司于 2014 年 5 月登陆纳斯达克, 募集资金 1.17 亿美元, 后与当年 12 月又获得弘毅、京东、携程以及公司管理层投资 1.48 亿美元, 一年内累计募集资金达到 2.65 亿美金, 为公司在竞争中储备了丰厚的战略资金。

图表 11: 2014-2016 现金流预期

百万人民币	2011	2012	2013	2014	2015	2016
经营性现金流	36	15	117	76	607	1,010
投资性现金流	-21	-47	-304	-106	-149	-191
融资性现金流	257	-	306	1,598	49	19
现金流变化	273	-32	119	1,569	506	838
现金及现金等价物	332	299	419	1,988	2,495	3,332

资料来源：第一上海

目标价 21.14 美元，买入评级

目标价 21.14 美元，相当于 2015 年 1.3 倍市销率，首次评级为买入

按照 2015 财年每股销售收入 16.26 美元计算，目标价对应的市销率为 1.3 倍。根据同业横向比较，并考虑公司未来销售收入大幅上涨，且随着费用率下降，未来 2 年将有希望实现盈利，我们认为 1.3 倍的市销率符合市场的合理估值，较现价还有 71.21% 的上升空间，投资评级为买入。

图表 12: 国内外知名厂商估值比较

代码	名称	货币	股价			每股销售			市销率	
			2015/1/21	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
CTRP.US	携程	USD	46.07	9.20	12.28	16.03	5.0	3.8	2.9	
QUNR.US	去哪儿	USD	29.07	46.83	80.70	128.87	0.6	0.4	0.2	
LONG.US	艺龙	USD	17.53	62.39	69.13	77.17	0.3	0.3	0.2	
PCLN.US	Priceline	USD	1,008.22	160.21	186.53	217.98	6.3	5.4	4.6	
EXPE.US	Expedia	USD	83.48	50.77	57.66	64.69	1.6	1.4	1.3	
TRIP.US	TripAdvisor	USD	68.18	9.54	12.01	14.79	7.1	5.7	4.6	
	平均						3.5	2.8	2.3	
TOUR	Tuniu Corporation	USD	12.35	9.36	16.26	24.44	1.3	0.8	0.5	

资料来源：彭博

风险因素

- 宏观经济增速不如预期 经济增速对旅游需求影响明显，目前全球经济形势不明朗，或可能出现增速不如预期，导致旅游需求低于预期
- 竞争过于激烈 行业同质化严重，竞争过于激烈，价格战影响利润率
- 其他不可控因素 战争、政治等其他不可控因素，影响旅游目的的吸引力

主要财务报表

损益表					
百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	1,113	1,950	3,547	6,163	9,261
毛利	39	120	248	678	1,204
研发费用	-33	-39	-142	-185	-232
销售费用	-58	-110	-302	-493	-602
行政费用	-62	-70	-142	-247	-324
其他费用	1	2	3	6	8
经营利润	-113	-97	-334	-241	55
财务费用	7	17	34	56	84
其他收益	-0	-0	0	0	0
税前盈利	-107	-80	-300	-185	138
所得税	-0	0	0	0	-17
优先股股息	0	-59	0	0	0
股东应占利益	-107	-139	-300	-185	121
增长					
总收入 (%)	45.4%	75.2%	81.9%	73.7%	50.3%
毛利 (%)	64.3%	206.6%	106.9%	173.0%	77.6%
资产负债表					
百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	299	419	1,988	2,495	3,332
受限资金	7	9	19	28	56
应收账款	6	2	13	12	25
预付款及其他流动资产	127	287	362	395	474
其他	30	327	425	553	718
总流动资产	469	1,044	2,807	3,482	4,605
固定资产	29	25	23	36	33
其他	5	7	18	20	23
总资产	503	1,075	2,848	3,538	4,662
应付账款	127	289	461	786	1,047
客户预收款	244	397	638	1,109	1,667
其他	51	78	145	216	389
总短期负债	422	764	1,245	2,111	3,103
长期负债	11	20	28	36	47
总负债	433	784	1,273	2,147	3,150
总夹层股东权益	351	716	0	0	0
少数股东权益	1	2	3	4	5
股东权益	-282	-427	1,572	1,387	1,507
负债权益合计	502	1,073	2,845	3,534	4,657

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	3.5%	6.2%	7.0%	11.0%	13.0%
经营利润率 (%)	-10.2%	-5.0%	-9.4%	-3.9%	0.6%
净利率 (%)	-9.6%	-7.1%	-8.5%	-3.0%	1.3%
营运表现					
研发费用率 (%)	3.0%	2.0%	4.0%	3.0%	2.5%
SG&A/收入 (%)	10.8%	9.2%	12.5%	12.0%	10.0%
应付账款天数	31	42	42	42	42
应收账款天数	1	1	1	1	1
财务状况					
流动比率	111.2%	136.6%	225.4%	164.9%	148.4%
速动比率	78.0%	97.7%	193.8%	144.3%	130.5%
负债率	86.2%	72.9%	44.7%	60.7%	67.6%
现金流量表					
百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
净利润	-107	-80	-300	-185	121
调整项目	12	8	12	13	14
应收款增加	-5	5	-11	0	-13
预付款增加	-70	-160	-76	-33	-79
应付款增加	75	162	172	325	260
预收款增加	86	153	242	471	558
其他	24	29	37	15	148
营运现金流	15	117	76	607	1,010
资本开支	-21	-5	1	-13	3
其他投资活动	-25	-299	-107	-137	-194
投资活动现金流	-47	-304	-106	-149	-191
优先股发行	0	306	0	0	0
股本变化	0	0	1,648	0	0
其他融资活动	0	0	-49	49	19
融资活动现金流	0	306	1,598	49	19
现金变化	-32	119	1,569	506	838
期初持有现金	332	299	419	1,988	2,495
外汇影响	-1	1	0	0	0
期末持有现金	299	419	1,988	2,495	3,332

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视作出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。