



东兴证券
DONGXING SECURITIES

花开两朵，进军教育行业

——保龄宝（002286）深度报告

2016年6月28日

强烈推荐/上调

保龄宝

深度报告

报告摘要：

拟收购新通国际，进军教育行业。保龄宝拟以发行 1.92 亿股和现金支付 1.46 亿元收购新通国际 100% 股权、新通出入境 60% 股权和杭州夏恩 45% 股权，公司本次跨界收购将形成双主业运营的格局，增强公司的盈利能力。在收购草案中交易对方作出业绩承诺，收购完成之后将提升业绩，增强公司竞争力。

留学教育第一股。随着经济发展，家庭生活水平的提高，家庭对于子女教育关注程度也越来越高，教育支出占比与人均收入和经济增速均具为正相关。我国出国留学人数增长较快，1978 年至 2015 年底，年均增长率 19.06%，中国目前是留学生的主要输出国，并有低龄化趋势。广义留学市场规模达 1500-2000 亿元，狭义留学市场规模达 50 亿元，市场空间大，看国内的留学中介服务机构集中度已经偏高，已经形成几大全国性机构竞争格局。公司此次收购的教育标的产业链延伸性较强，新通国际和新通出入境具有同行竞争优势。

主业：果葡糖浆替代效果明显，募投产能部分投产。2015 年公司加大新客户开发和主要客户原料配方的改进，公司的主要产品销售逐步好转。公司主要产品果葡糖浆是白糖的替代产品，单从价格来看，果葡糖浆对白糖的替代性效果明显。公司 2013 年募投项目部分投产，将在 2016 年贡献部分业绩

◆ **公司盈利预测及投资评级。**保龄宝为我国功能糖第一股，公司通过新客户的开发和主要客户原料配方的改进，参与玉米淀粉期货稳定原材料成本，以及未来新产品的募投等增强公司盈利能力，我们看好公司主业的发展。加强主业的同时进军教育行业，形成双主业运营模式，教育行业属于朝阳产业，具有良好的成长性，我们看好公司进军教育行业带来盈利能力的提升。我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 1.83 亿元、2.44 亿元、2.99 亿元，对应 PE 分别为 42 倍、32 倍、26 倍，我们上调公司投资评级为“强烈推荐”。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	910.71	1,196.28	2,083.91	2,521.08	3,090.16
增长率(%)	1.10%	31.36%	74.20%	20.98%	22.57%
净利润(百万元)	22.78	40.95	183.10	243.94	299.27
增长率(%)	-45.68%	79.76%	347.17%	33.23%	22.68%
净资产收益率(%)	1.57%	2.77%	7.48%	9.49%	11.01%
每股收益(元)	0.06	0.11	0.33	0.43	0.53
PE	229.67	125.27	42.28	31.73	25.87
PB	3.51	3.44	2.08	1.98	1.87

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

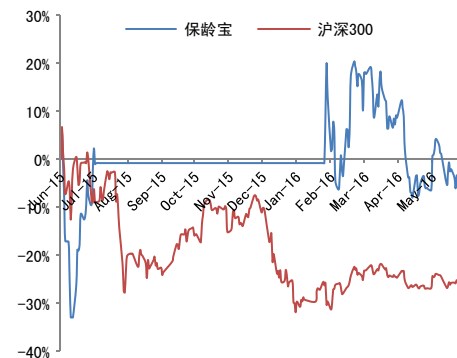
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间(元)	15.21-13.92
总市值(亿元)	51.4
流通市值(亿元)	51.4
总股本/流通 A 股(万股)	36925.6/36925.6
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.08

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 拟收购新通国际，进军教育行业	5
1.1 双主业运营，提升盈利能力	5
1.2 收购方案：股份+现金	5
1.3 业绩承诺，成长有保证	6
2. 留学教育第一股	8
2.1 国内对教育逐步重视，看好教育行业	8
2.2 留学生数量持续增长，行业市场规模 2000 亿元	10
2.3 留学中介机构集中度较高	12
2.4 产业链延伸性较强	13
2.5 新通国际+新通出入境 > 2	14
3. 主业：果葡糖浆替代效果明显，募投产能部分投产	20
3.1 公司业绩逐步好转	20
3.2 果葡糖浆对白糖替代效果明显	21
3.3 募投项目部分投产，静待业绩提升	22
4. 盈利预测和估值	25
5. 投资评级	27
6. 风险提示	27

表格目录

表 1:收购方案发行股份和现金支付情况.....	6
表 2:募投配套项目情况.....	6
表 3:交易前后股份变化情况.....	6
表 4:交易对方业绩承诺.....	7
表 5:高净值人士认为送孩子出国读书年龄段.....	10
表 6:国内留学中介机构分类.....	12
表 7:新通国际近两年各项业务收入及占比.....	14
表 8:部分留学中介机构语言培训对比.....	15
表 9:1990 年和 2013 年中国海外移民数量在世界排名中的变化.....	17
表 10:中国因私出入境中介机构排名.....	18
表 11:新通出入境业务类型情况.....	19
表 12:部分产品甜度对比.....	21
表 13:2013 年非公开增发项目投产 (预计) 时间.....	22
表 14:公司主业收入预测.....	26
表 15:公司拟收购项目收入预测.....	26
表 16: 公司盈利预测表.....	28

插图目录

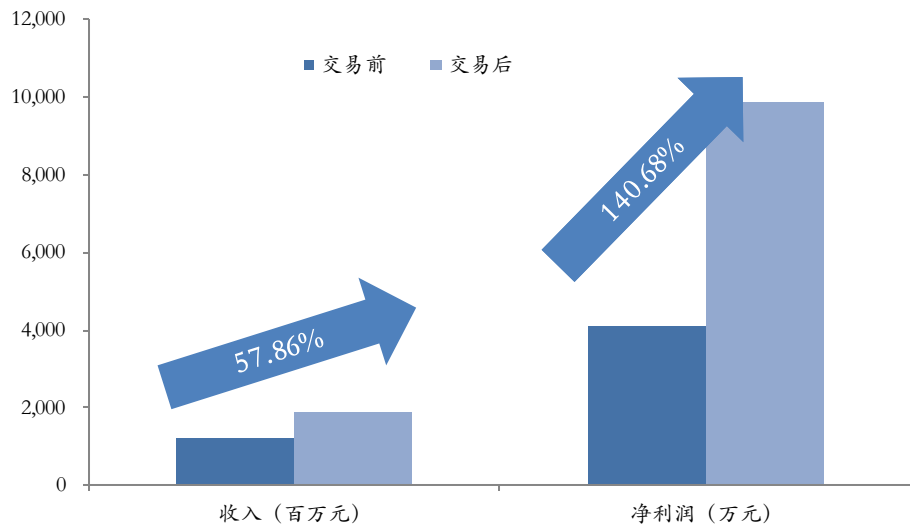
图 1:交易前后收入和净利润增长情况	5
图 2:家庭教育投入情况	8
图 3:近 20 年城镇人均消费支出各项占比	9
图 4:近 20 年城镇人均可支配收入和 GDP 增速与城镇教育消费占比对比	9
图 5: 2006-2015 年中国出国留学人数及增速	10
图 6: 2013 年中国留学行业细分市场占比	11
图 7:2008-2012 年语言类市场和在线语言教育规模	12
图 8:2008-2014 年留学生人群在线教育规模	12
图 9: 收购标的产业链闭环	13
图 10: 收购标的的服务链延伸性	14
图 11: 新通国际销售模式	16
图 12: 新通国际盈利模式	16
图 13: 高净值人群移民考虑因素	18
图 14: 公司上市以来收入和净利润增速	20
图 15: 公司上市以来收入结构	20
图 16: 公司主要客户采购额（亿元）	21
图 17: 公司主要客户可口可乐亚太区收入（亿美元）	21
图 18: 果葡糖浆（F55）和白砂糖价差扩大	22
图 19: 年产 5 万吨结晶果糖项目优势	24
图 20: 年产 5000 吨低聚半乳糖项目优势	25

1. 拟收购新通国际, 进军教育行业

1.1 双主业运营, 提升盈利能力

保龄宝于 2016 年 4 月份公布增发草案, 拟以发行股份和现金方式收购新通国际 100% 股权、新通出入境 60% 股权和杭州夏恩 45% 股权, 其中新通国际持有新通出入境 40% 股权和杭州夏恩 55% 股权, 公司本次跨界收购将形成双主业运营的格局, 增强公司的盈利能力。

图 1: 交易前后收入和净利润增长情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.2 收购方案: 股份+现金

保龄宝在发行草案中公布, 拟发行 9417.09 万股 (股份对价 10.86 亿元) 并支付 1.46 亿元收购新通国际 100% 股权, 发行 3178.66 万股收购 3178.66 万股 (股份对价 3.67 亿元) 收购新通出入境 60% 股权, 发行 585.43 万股 (股份对价 0.68 亿元) 收购杭州夏恩 45% 股权, 交易完成后新通国际、新通出入境和杭州夏恩将成为保龄宝全资子公司。本次交易募投资金将用于新通教育中心项目和国际化教育在线平台项目, 以及支付本次交易现金对价, 从本次交易草案情况来看, 公司实际控制人仍为刘宗利, 但是持股比例将被摊薄。

表 1:收购方案发行股份和现金支付情况

	发行股份 (万股)	现金对价 (万元)
新通国际 100%	9,417.09	14,600.00
新通出入境 60%	3,178.66	0.00
杭州夏恩 45%	585.43	0.00
配套资金	6,071.12	0.00
合计	19,252.30	14,600.00

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2:募投配套项目情况

项目名称	项目投资额 (万元)
新通教育中心 (Learning Mall) 项目	34,700.00
国际化教育在线服务平台项目	18,000.00
支付本次交易现金对价	14,600.00

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 3:交易前后股份变化情况

	交易前	交易后
刘宗利	26.76%	17.59%
麻亚炜		8.29%
交流协会		4.08%
上乘投资		3.09%
考试院		2.76%
浙江聚金员工持股计划		2.62%
……		……
其他股东	73.24%	48.14%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 业绩承诺, 成长有保证

在收购草案中交易对方作出业绩承诺, 分别为: 新通国际 (含新通出入境 40%股权、杭州夏恩 55%股权) 2016-2018 年的股东净利润分别为 8500 万元、10605 万元和 13190 万元; 新通出入境 (100%股权) 2016-2018 年净利润分别为 4100 万元、5200 万元、6500 万元; 杭州夏恩 (100%股权) 2016-2018 年净利润分别为 1200 万元、1500 万元、1800 万元; 我们加权计算仅新通国际 (100%股权) 2016-2018 年承诺净利润分别为 6200 万元、7700 万元、9600 万元。

在净利润承诺方面, 从其公布的前两年业绩来看, 交易对方承诺业绩增速较容易达到, 由于 2015 年新通国际用于内部股权转让以加强员工激励, 导致 2015 年管理费用增加

5225.18 万元, 影响 2015 年净利润 3918.89 万元, 剔除此影响后计算, 交易对方承诺新通国际 (100%股权) 2016-2018 年净利润增速分别为 15.58%、24.19%、24.68%; 新通出入境 (100%股权) 2016-2018 年净利润增速分别为 23.64%、26.83%、25%; 杭州夏恩 (100%股权) 净利润增速分别为 27.27%、25%、20%。从交易对方历史业绩来看, 承诺未来业绩有一定合理性, 收购完成之后将提升业绩, 增强公司竞争力。

表 4:交易对方业绩承诺

(万元)	2014 年	2015 年	承诺业绩		
			2016 年	2017 年	2018 年
新通国际(含出入境 40%和杭州夏恩 55%)	2,217.73	3,290.30	8,500.00	10,605.00	13,190.00
剔除 2015 年股份支付影响净利润因素	2,217.73	7,209.19	8,500.00	10,605.00	13,190.00
增速		225.07%	17.91%	24.76%	24.38%
加权计算新通国际 (100%)	1,031.43	5,364.15	6,200.00	7,700.00	9,600.00
增速		420.07%	15.58%	24.19%	24.68%
新通出入境 (100%)	2,065.71	3,316.14	4,100.00	5,200.00	6,500.00
增速		60.53%	23.64%	26.83%	25.00%
杭州夏恩 (100%)	654.58	942.88	1,200.00	1,500.00	1,800.00
增速		44.04%	27.27%	25.00%	20.00%

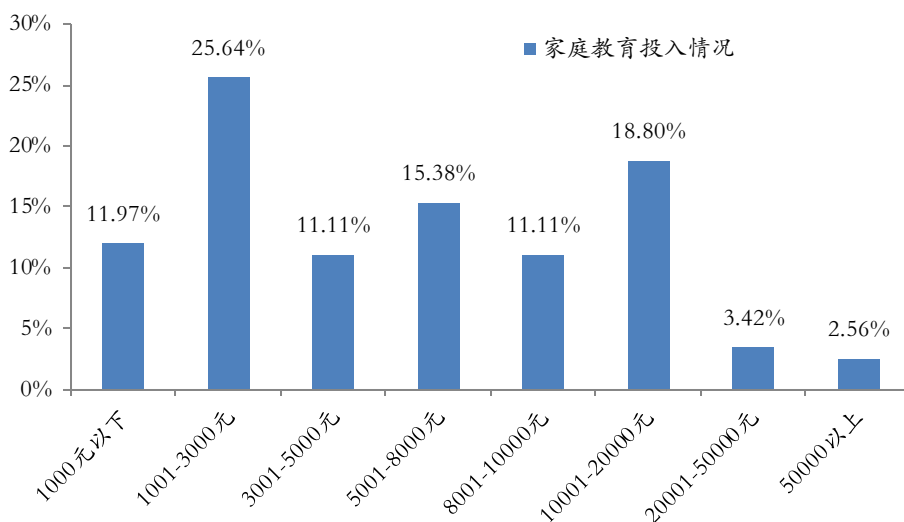
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 留学教育第一股

2.1 国内对教育逐步重视，看好教育行业

国内家庭对教育的重视程度逐步提升，中国教育在线发布的《2015 年基础教育发展调查报告》显示，50%比例家庭对子女教育培训投入每年超过 5000 元，其中超过 1 万元以上的占比 25%。随着经济发展，家庭生活水平的提高，家庭对于子女教育关注程度也越来越高。

图 2:家庭教育投入情况

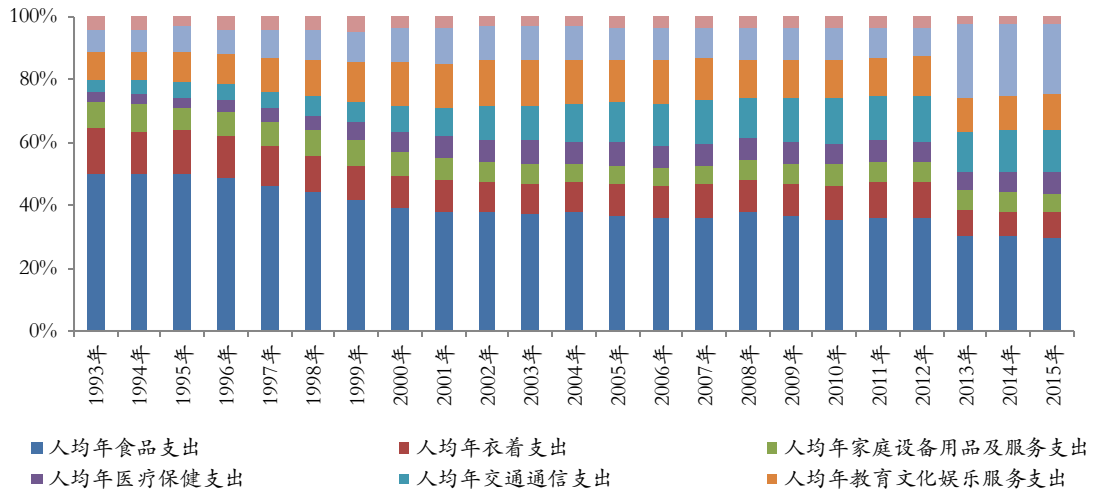


资料来源：中国教育在线《每年家长对子女教育培训投入调查问卷》，东兴证券研究所

从国内城镇教育支出方面，我们以国家统计局公布的城镇居民人均年度教育文化娱乐服务消费支出在城镇居民人均年度消费性支出占比计算的情况来看，近 20 年来国内城镇教育支出占比于 2002 年达到近 15% 的最高值。

从全国妇联对全国城乡家庭的抽样调查来看，教育支出已经占到家庭总收入的 30.1%。2011 年 5-6 月，中国青少年研究中心家庭教育研究所对北京、哈尔滨、石家庄、银川、成都、西安、南京、广州 8 个城市的义务教育阶段家庭进行调查，城市家庭每年在子女教育方面支出的平均费用为 8754.4 元，城市家庭平均每年花在子女教育方面的费用，占家庭经济总支出的 35.1%。从上述两个机构的调查数据来看，家庭教育支出占比明显高于国家统计局公布的年度教育文化娱乐服务消费在城镇居民人均年度消费性支出的占比。

图 3:近 20 年城镇人均消费支出各项占比

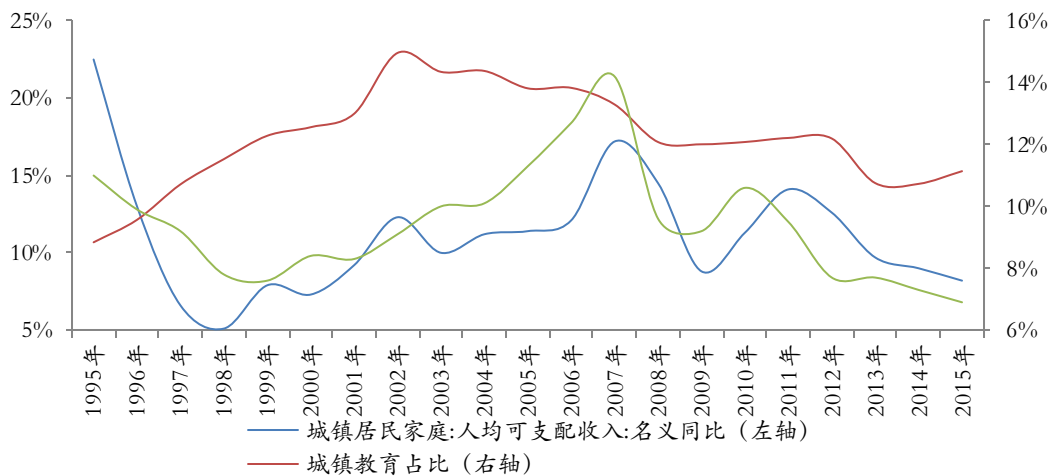


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

在教育支出占比与人均收入和经济增速的相关性上，从近 10 年的数据来看，近 10 年名义城镇人均可支配收入增速与城镇教育占比的相关系数为 0.67，GDP 增速与城镇教育占比的相关系数为 0.88，教育支出占比与人均收入和经济增速均具有正相关。

鉴于国内家庭对教育的重视程度不断加强，虽然随着人均收入增速、经济的放缓和人口增速下降，以及居住消费占比突增等诸多因素导致教育支出占比的下降，但是其占比仍基本保持两位数的增长，我们认为在未来若干年时间教育支出仍是国内家庭支出的主要支出消费，我们看好教育行业。

图 4:近 20 年城镇人均可支配收入和 GDP 增速与城镇教育消费占比对比

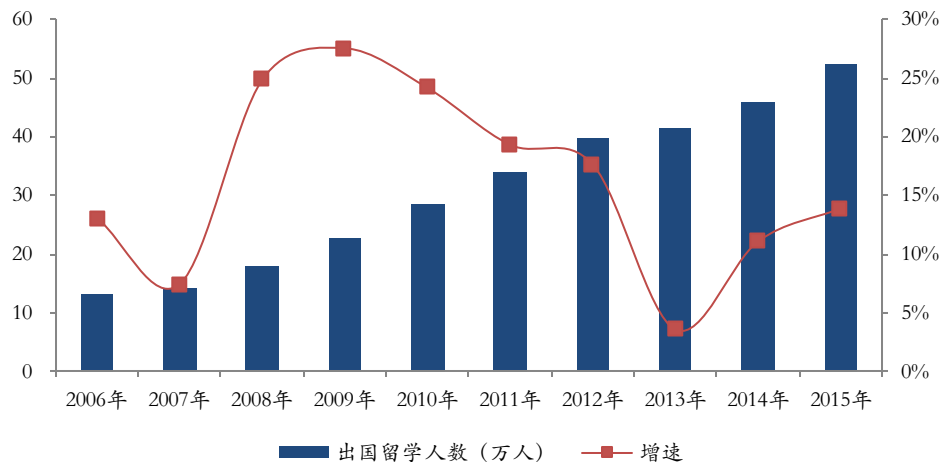


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

2.2 留学生数量持续增长，行业市场规模 2000 亿元

据《2015 年出国留学趋势报告》显示，世界经济合作与发展组织（OECD）数据统计，全球留学生人数由 2000 年的 208.77 万人，增长到了 2012 年的 452.8 万人，增幅达到 116.89%，年复合增速达 6.66%，全球的留学生数量增长较快。

图 5：2006-2015 年中国出国留学人数及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

由于国内高等教育素质下降，以及人民币升值因素，从 2007 年起出国留学人数出现井喷式增长，是继 2000 年初的又一次快速增长。中国教育部发布《2016 留学趋势报告》统计数据称，1978 年至 2015 年底，我国累计出国留学人数 404.21 万，年均增长率 19.06%，中国目前是留学生的主要输出国，《2015 年出国留学趋势报告》显示中国留学生占全球留学生份额的 1.97%，排名第十位，在发展趋势上呈现低龄化，《2016 留学趋势报告》显示对 458 位个人资产在一千万元以上的中国家庭进行调研显示，达 30.57% 的高净值人士认为应该在高中阶段即送孩子出国读书。

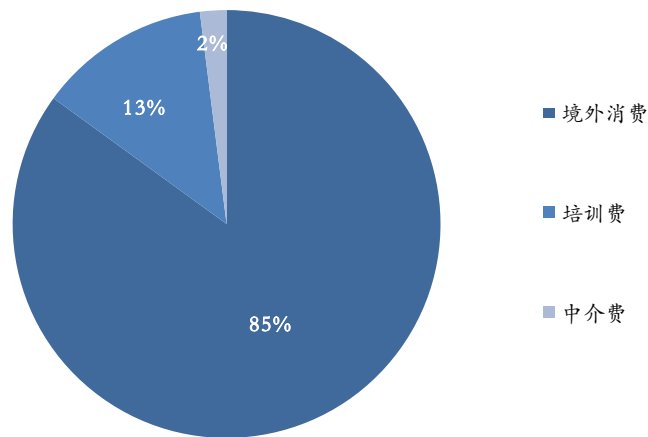
表 5:高净值人士认为送孩子出国读书年龄段

年龄段	所占百分比
小学	8.30%
初中	13.76%
高中	30.57%
大学	23.14%
研究所	6.11%

资料来源：《2016 留学趋势报告》，东兴证券研究所

随着出国留学人数的不断增加, 留学行业的市场规模也不断扩大。据中国教育在线《2013年出国留学趋势报告》显示, 目前中国留学行业产业规模约达到了2000亿人民币。中国留学市场细分份额上, 其中, 留学生境外支出占比达85%。在留学生境外消费方面, 以费用(学费+生活费)最高美国为例, 私立大学学费约为24-30万人民币, 公立大学学费约为10-24万人民币。中国留学生学费、生活费的规模达到1500-2000亿人民币。

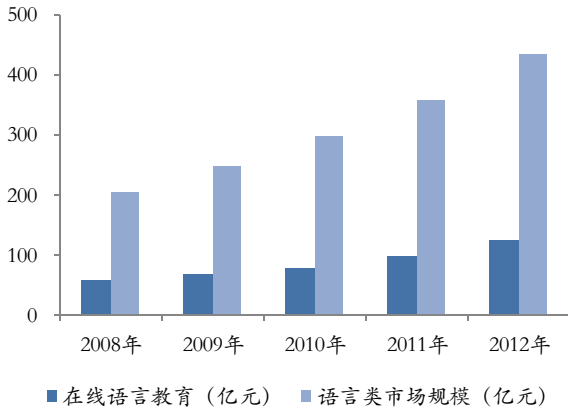
图6: 2013年中国留学行业细分市场占比



资料来源: 中国教育在线《2013年出国留学趋势报告》, 东兴证券研究所

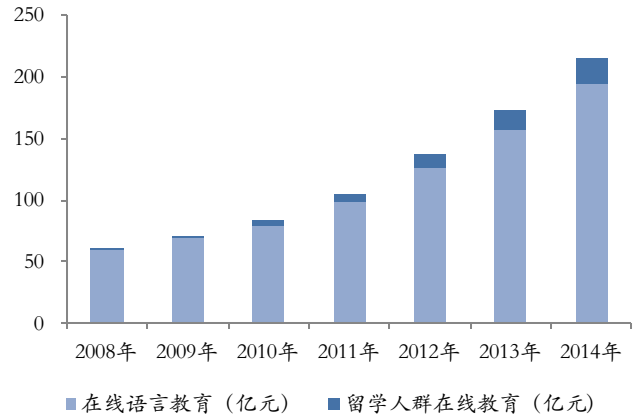
在国内的留学行业市场, 语言培训所占份额较大, 达到总市场份额的13%。雅思、托福、SAT等考试, 是海外高校录取时所必备的标准化考试成绩。随着出国留学人数的增多, 参加出国留学考试的人数也随之增加。绝大多数学生在考试之前, 都会选择相对应的培训。据调查显示, 留学考试培训的市场规模大约已到达了300亿人民币。

图 7: 2008-2012 年语言类市场和在线语言教育规模



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

图 8: 2008-2014 年留学生人群在线教育规模



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

另外，目前绝大多数留学生办理出国留学手续最终还是会选择留学中介办理。留学中介服务费用占了留学行业市场份额的 2%。据调查，目前各留学中介对于留学中介服务费用的报价从 1.5 万到 6 万不等，根据不同国家、不同层次学校等因素有所不同。留学中介服务行业的市场规模至少有 50 亿。

2.3 留学中介机构集中度较高

在国内留学中介服务机构竞争格局方面，据中国教育国际交流协会自费出国中介服务分会的服务机构数量显示，目前国内的留学中介服务机构不足 400 家，根据教育部官网数据，自 2005 年以来，新通过审批的中介机构数量并不多，约 50 家。目前国内留学中介服务机构主要分为五类：全国性、上亿规模的留学机构，以金吉利、前途、新通、启德为代表；区域性留学机构；互联网留学机构，以 51offer、柳橙网、360 为代表；B2B 留学供应商，以 IAE、CA、GEA、YM 为代表；小型留学机构工作室。

表 6: 国内留学中介机构分类

分类	备注
全国性留学机构	以金吉利、前途出国、新通教育、启德教育等规模上亿机构为代表
区域性留学机构	收入规模略低，以区域为阵地
互联网留学机构	51offer、柳橙网、360 为代表
B2B 留学供应商	以 IAE、CA、GEA、YM 为代表
小型留学机构工作室	规模小，负面新闻偏多

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

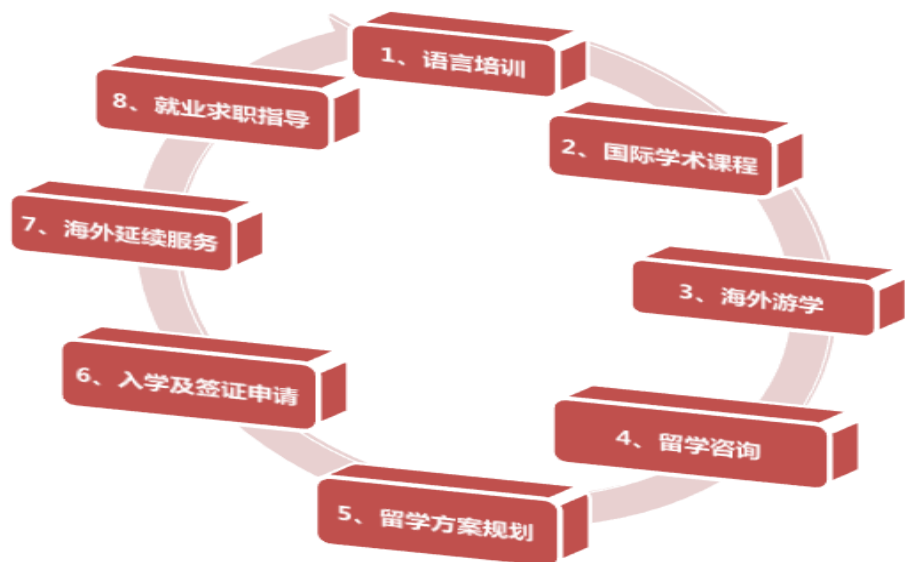
据媒体报道, 自 2007 年国内留学人数快速增长以来, 国内的留学中介服务机构数量却经历洗牌, 数量不断减少, 行业 CR10 超过 80%, 由于留学中介服务机构的集中度尚无官方数据或更权威数据, 但是从网络公开资料多个留学中介机构排名来看, CR5 (金吉利、前途出国、新通教育、启德教育、天道留学) 的关注度较高, 我们预计留学中介服务机构 CR5 超过 50%, 从数据来看国内的留学中介服务机构集中度已经偏高, 已经形成几大全国性机构竞争格局。

2.4 产业链延伸性较强

保龄宝此次收购标的主要从事教育服务行业, 新通国际是拥有完整国际化教育服务链的国际教育服务提供商, 也是国内较具影响力的留学及语言培训机构, 其核心业务包括: 语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划服务等。新通出入境是全国首批通过公安部资格认定的因私出入境中介机构, 其核心业务: 为中国高净值人群提供海外定居规划, 安家置业, 海外投资咨询和商务考察等一站式解决方案。杭州夏恩主要从事英语、日语、K-12 课程研发、设计、培训和教育咨询服务, 将围绕青少年的外语和 K-12 教育提供全方位的集课程研发设计、课程输出、师资培训、教辅教研支持等一体的综合服务。

新通国际作为国际教育服务全案提供商, 协同新通出入境构建完整的国际化教育、国际化服务产业链, 业务间具有一定的交叉销售, 虽然目前语言教育和留学服务的客户交叉度不足 1/3, 但是预计未来随着公司教育链的眼神, 两大板块的协同性将继续增强。

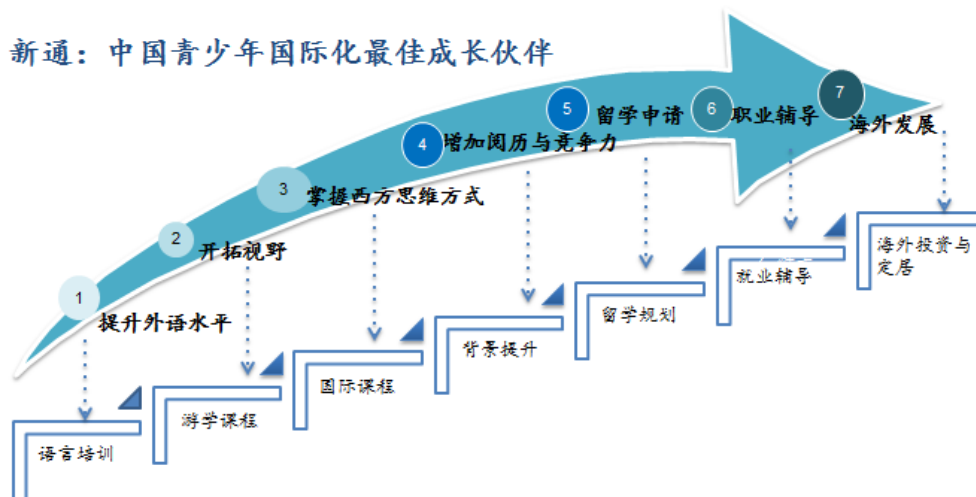
图 9: 收购标的产业链闭环



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

新通的服务链延伸性较强，基本上跨越整个学习生命周期，为客户量身定制国际化教育和国际化服务，基本能够满足中国青少年国际化成长过程中的全部教育需求。新通国际受益于中国出国留学总人数的增长，新通出入境受益于高净值人群不断增长。

图 10：收购标的服务链延伸性



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.5 新通国际+新通出入境>2

新通国际是拥有完整国际化教育服务链的国际教育服务提供商，也是国内颇具影响力的留学及语言培训机构，其核心业务包括：语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划服务等。从公司公告披露的数据来看，留学服务占新通国际收入比重最大，近两年的比例均超过收入半数以上，达 54%，其次为语言教育项目，占收入比重为 35%，留学服务和语言教育的收入占新通国际收入九成以上。在线课程项目是新通国际新业务，预计未来或将分流部分语言教育和国际学术课程的收入，但总体来说仅是分类输入计入方式不同。游学业务近两年增长较快，2015 年增长 43.66%，在国际学术课程收入下降的情况下，游学业务占收入比上升至 7.7%。

表 7:新通国际近两年各项业务收入及占比

业务类型收入 (万元)	2014 年	2015 年
留学服务 (前端)	18,180.57	24,006.83
留学服务 (后端)	6,168.79	7,493.80
留学服务占比	54.08%	54.85%
语言培训	15,800.56	20,132.28
语言培训占比	35.09%	35.05%

国际学术课程	1,779.42	1,268.87
在线课程	0.00	84.82
游学业务	3,094.29	4,445.37
合计	45,023.63	57,431.97

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们对比留学中介服务机构排名居前的四家机构, 通过其各自网站和与其客服交流情况来看, 在留学服务和游学业务方面区别相对不大, 在语言培训方面, 新东方旗下的前途出国的考试系列语言培训项目较多, 新通国际排名第二, 与新东方课程区别不大, 基本囊括了从中学到研究生考试的培训, 启德教育排名第三, 金吉列仅在部分高端课程中包含语言培训内容, 综合比较来看, 新通教育在语言培训方面具有相对优势。

表 8:部分留学中介机构语言培训对比

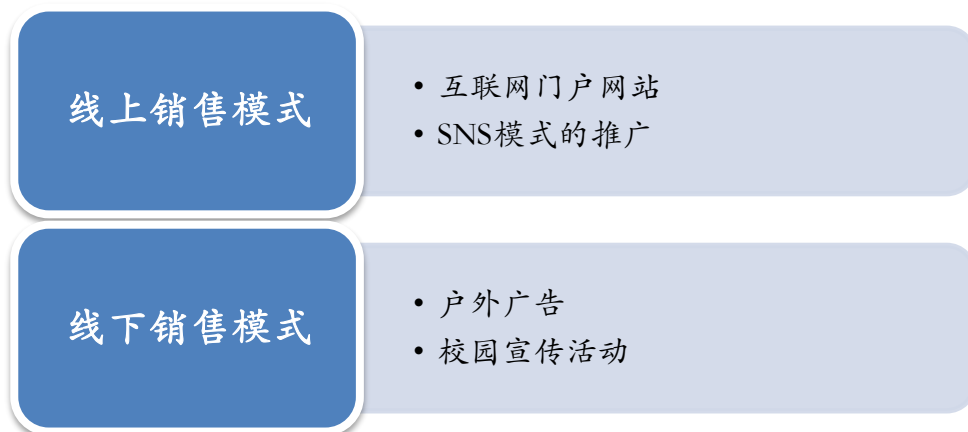
项目	语言教育对比	
	考试系列	语种系列
新通国际	TOEFL (新托福)、SSAT (美国中考)、SAT (美国高考-能力考试)、AP (大学预修课程)、SLEP (美国中学生程度英语水平考试)、GRE (美国研究生入学考试)、GMAT (美国经企管理研究生入学考试) 等	法语、德语、意大利语、西班牙语、韩语、日语
新东方--前途	IELTS (雅思)、GRE (美国研究生入学考试)、TOEFL (托福)、AP (大学预修课程)、ACT (美国高考-知识考试)、GMAT (研究生管理科学入学考试)、SAT (美国高考-能力考试)、TOEFL Junior (小托福)、SSAT (美国中学入学考试)、LSAT (法学院入学考试) 等	法语、德语、意大利语、西班牙语、韩语、日语
启德	托福培训、雅思培训、SAT 培训、ACT 培训、SSAT、AP、IB (国际预科证书课程) 等	-
金吉列	没有单独语言培训 (在部分高端课程中包含)	-

资料来源: 公司公告, 各公司网站及其客服咨询, 东兴证券研究所

在销售模式上, 新通国际采取线上线下相结合方式, 线上主要以: 1) 互联网门户网站, 新通国际推行 OTO 战略, 自 2014 年 8 月起组建在线教育运营中心, 2015 年在此基础上成立在线事业部, 在新通国际的官网上建立留学、语培社区, 通过社区的建立与会员之间的互动, 给在线课程的推广提供平台; 2) SNS 模式的推广, 新通国际除了继续提升基于 PC 端的网络推广效能, 也注重移动端的投入及宣传, 2014 年起开始尝试更适应移动端的 SNS 模式方式, 通过基于新媒体 (微信、微博、豆瓣、人人、YY 等) 平台和内容的建设、传播, 建立品牌与客户之间更良性的互动机制, 降低品牌宣传成本, 吸引更多的潜在客户。线下主要以传统的户外广告和校园宣传活动为主, 在各级院校举办留学主题活动、高校出国留学讲座、外国教育展, 签约知名艺人作为品

牌代言人并拍摄宣传广告，加大在学生群体的号召力，挖掘年轻人中的潜在客户。

图 11：新通国际销售模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在盈利模式上，新通国际及下属机构属于教育服务类企业，盈利模式主要可以分三种：1) 留学规划服务业务主要有两种盈利模式，其一：为留学生提供留学咨询、申请及其他增值服务，获取服务费收入；其二：协助境外合作院校在中国进行宣传推广，向合作院校推荐优秀学生，从而向合作院校收取的服务费；2) 语言培训业务、国际课程业务等主要是通过教师向学生提供相关课程的教学服务来获取收入；3) 海外游学业务主要是通过与客户签订合同，帮助顾客办理签证及相关文书，并组织陪同顾客赴海外知名院校游历学历来获取服务收入。

图 12：新通国际盈利模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在新通出入境方面, 随着全球经济一体化的日益深化, 高净值人群移民在全球配置资产渐成趋势, 促进了投资移民需求, 资本全球化已是大势所趋, 高净值人群移民在全球配置资产渐成趋势。据联合国经济和社会事务部“国际移民存量”数据库数据统计, 我国的海外定居总量从 1990 年的 409 万人上升至 2013 年为 934 万人, 年均增速为 5.83%, 年均人数约为 24 万人, 中国由第七大移民输出国变为第四大移民输出国。

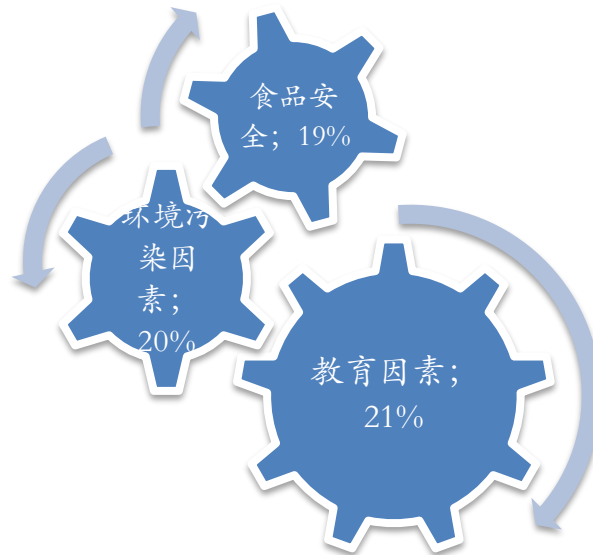
表 9:1990 年和 2013 年中国海外移民数量在世界排名中的变化

世界排名	国家	1990 年 (百万人)	国家	2013 年 (百万人)
1	俄罗斯	12.7	印度	14.2
2	阿富汗	7.3	墨西哥	13.2
3	印度	6.8	俄罗斯	10.8
4	孟加拉国	5.6	中国	9.3
5	乌克兰	5.6	孟加拉国	7.8
6	墨西哥	5	巴基斯坦	5.7
7	中国	4.1	乌克兰	5.6
8	英国	4.1	菲律宾	5.5
9	巴基斯坦	3.6	阿富汗	5.1
10	意大利	3.5	英国	5

资料来源: 《国际人才蓝皮书: 中国国际移民报告 (2014)》, 东兴证券研究所

据招商银行与贝恩管理顾问公司联合发布的《2015 中国私人财富报告》, 2014 年可投资资产一千万人民币以上的中国高净值人士数量超过 100 万人, 预计到 2015 年底, 中国高净值人群数量将达 126 万人。另据胡润百富与中国银行于 2011 年携手发布的《中国私人财富管理白皮书》, 60% 的高净值人群有移民意向。高净值人群不断扩大, 为移民服务行业的快速发展提供了广阔空间。据胡润百富和汇加顾问集团联合发布的《2014 移民与中国高净值人群调研报告》数据显示, 有投资移民意向的人群, 因教育质量因素而考虑移民的占 21%, 因环境污染因素而考虑移民的占 20%, 因食品安全因素而考虑移民的占 19%。在因教育质量而移民的因素方面, 新通出入境和新通国际在业务方面具有一定的协同性, 从而导致新通出入境较其主要竞争对手具有较大的竞争优势。我们对比

图 13：高净值人群移民考虑因素



资料来源：东兴证券研究所

新通出入境是全国首批通过公安部资格认定的因私出入境中介机构，主要为中国公民提供海外定居和投资服务、商旅考察服务等专业的咨询和服务。据《国际人才蓝皮书：中国国际移民报告（2014）》显示，新通出入境在因私出入境领域综合得分较高，进入全国十强，为同行业内规模最大、业务范围最广的出入境服务机构之一。新通出入境主要面向高净值人群提供：海外投资创业、海外定居安家、全球资产及税务规划、投资项目尽调，以及中国企业家及商务人士的投资考察、中外合作洽谈、境外培训等服务。

表 10:中国因私出入境中介机构排名

序号	名称	评分
1	北京环球中联投资咨询有限公司	77.5
2	澳星移民留学公司	73.7
3	亨瑞国际咨询集团	73.2
4	北京澳际移民咨询有限公司	72.8
5	景鸿咨询顾问有限公司	72.0
6	北京和中联合投资咨询有限公司	71.6
7	万里鲲鹏国际（北京）商务咨询有限公司	70.5
8	浙江新通出入境服务有限公司	69.7
9	北京东方杰圣咨询有限公司	68.9
10	北京加成通业信息咨询有限公司	68.3

资料来源：《国际人才蓝皮书：中国国际移民报告（2014）》，东兴证券研究所

从公司公告披露情况来看, 新通出入境的收入来源主要是海外投资及定居服务项目, 由于新通国际与新通出入境 2015 年对游学业务进行整合, 将与中小學生冬令营、夏令营等有关的游学业务整合入新通国际, 由新通国际统一开展, 新通出入境专注于开展与其海外定居及投资服务协同性较强的商旅考察服务, 商旅考察服务收入减少, 海外投资及定居服务收入占新通出入境收入比重的 80%, 其中后端收费项目占比为 50%。2015 年海外投资及定居服务业务整体收入增长在 50% 以上, 海外定居和投资服务又可分为海外定居及投资服务-前端服务收入、海外定居及投资服务-后端服务收入 (即向海外投资合作方、律师及会计师收取的佣金及服务收入), 其中前端收费模式受益于海外定居和投资需求日益高涨的拉动, 以及加强异业 B2B 的合作模式, 前端收费模式增长 58%, 后端收费模式受益于协助进行客户推广而向海外投资合作方、律师及会计师收取的协助服务费用的增长, 后端收费模式收入增长 41%。

表 11:新通出入境业务类型情况

业务类型	2014 年	2015 年	2015 年/2014 年
海外投资及定居服务 (前端)	1,773.08	2,802.89	58.08%
前端人均 (以结案为准)	3.85	3.11	-19.21%
海外投资及定居服务 (后端)	3,262.05	4,614.14	41.45%
后端人均 (以结案为准)	9.04	6.51	-27.98%
商旅考察业务	2,350.90	1,718.72	-26.89%
人均 (以结案为准)	2.29	1.52	-33.68%
合计	7,398.91	9,145.37	23.60%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

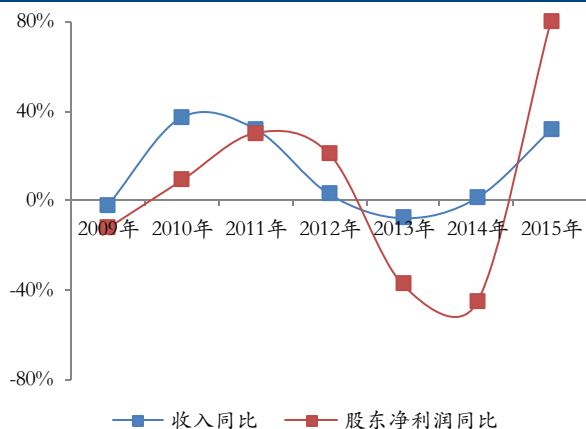
3. 主业：果葡糖浆替代效果明显，募投产能部分投产

3.1 公司业绩逐步好转

保龄宝的主业为功能糖的生产和销售，主要产品以果葡糖浆、低聚糖、糖醇和其他淀粉糖为主，是食品行业中主要的原辅料，不属添加剂范畴，公司主要采用生物方式淀粉水解加工生产，产品具有良好的食品安全性。

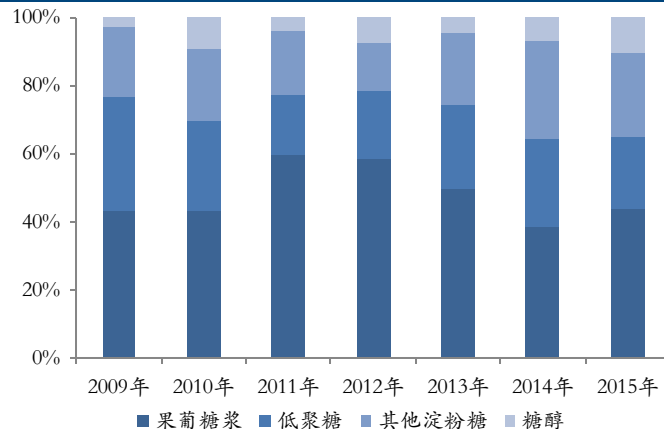
公司自上市以来收入和业绩经历较大的波动，随着消费者对健康的追求，公司原最大客户可口可乐的碳酸饮料在亚太地区的销售逐步下滑，导致其对公司采购的减少，影响公司收入和利润，另外由于前两年公司主原料玉米和玉米淀粉的价格波动较大，也导致公司利润的下滑。2015 年公司加大新客户的开发和对新客户需求的研发，国内乳业巨头伊利和蒙牛跃居为公司最大客户，公司的主要产品销售逐步好转，并且公司的糖醇类产品赤藓糖醇的开工和销售逐步提升，增强公司的盈利能力。

图 14: 公司上市以来收入和净利润增速



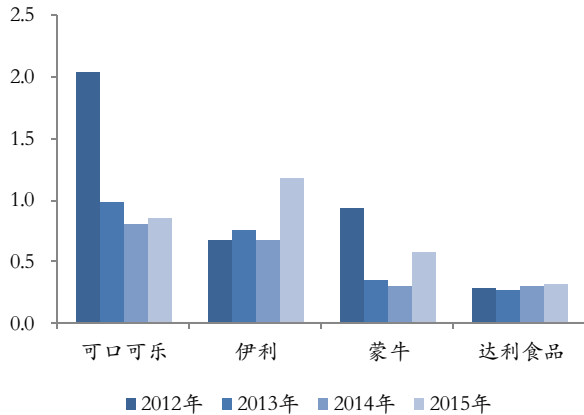
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 15: 公司上市以来收入结构



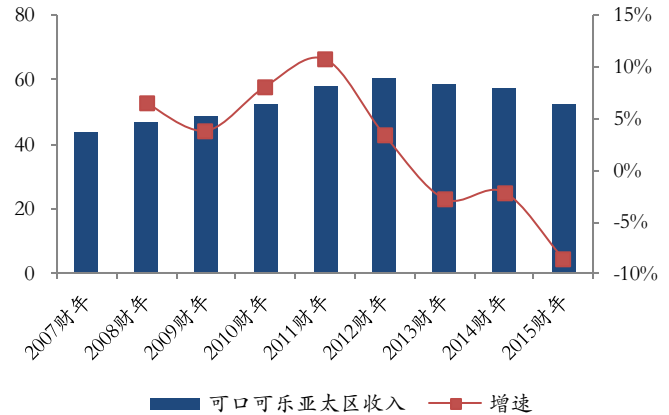
资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

图 16: 公司主要客户采购额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 17: 公司主要客户可口可乐亚太区收入 (亿美元)



资料来源: 网络公开资料, 东兴证券研究所

3.2 果葡糖浆对白糖替代效果明显

果葡糖浆是替代蔗糖的主要甜味剂, 冷甜效果好于蔗糖, 以 F55 型号为例, 其甜度为 110 (蔗糖为 100), 可作为蔗糖的完全替代品, 并且具有较好的抗龋齿性, 主要应用于饮料、冷食品、糕点及夹心、糖果、罐头、蜜饯和果酱等多个行业, 尤其在饮料行业中的应用更为广泛。

表 12: 部分产品甜度对比

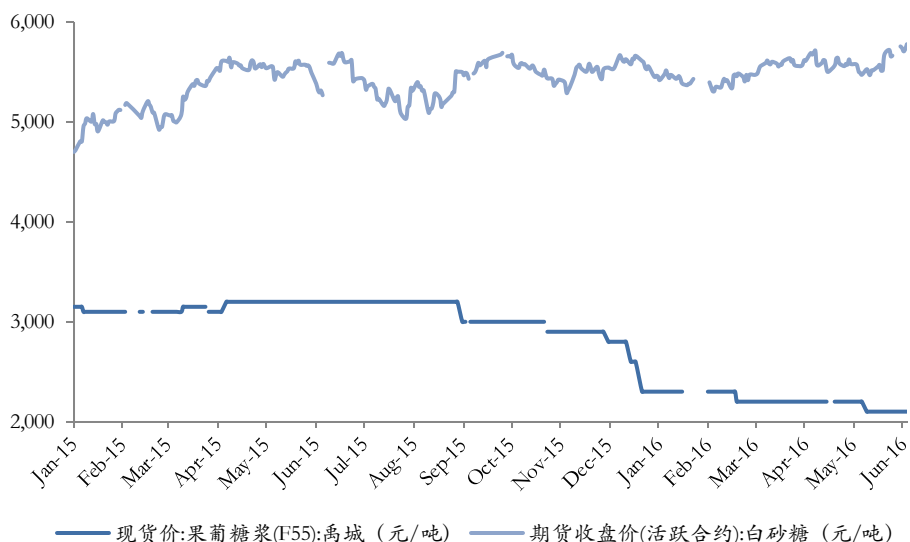
项目	甜度
果葡糖浆 F55	110
果葡糖浆 F42	85-90
白砂糖	100
葡萄糖	70
麦芽糖	40
山梨醇	65
低聚异麦芽糖 IMO-500	52
低聚异麦芽糖 IMO-900	40
高麦芽糖浆 (75%)	35

资料来源: 网络公开资料, 东兴证券研究所

果葡糖浆是公司主要的收入和利润来源, 贡献公司收入和利润均超过 30%, 其大客户主要以生产碳酸饮料为主的企业, 如: 可口可乐和百事可乐等, 我们前文提到过由于可口可乐在亚太地区销售下滑导致公司收入和利润的下滑, 但是公司目前逐步加大主要客户新产品的研发和新客户开发, 公司果葡糖浆业务在 2015 年出现好转。

目前国内白糖期货价格由于国际糖业组织预测 2016 年全球糖供需缺口达 665 万吨, 是全球糖市 6 年来首现供需缺口导致糖价触底反转, 但是果葡糖浆竞争较为激烈, 且囿于运输半径和原材料价格下降因素影响, 果葡糖浆价格持续下行, 从最新郑商所和淀粉工业协会披露的数据来看, 白糖价格较果葡糖浆价格高出近 3700 元/吨, 白糖价格是果葡糖浆价格的 2.75 倍, 单从价格来看, 果葡糖浆对白糖的替代性效果明显。我们预计公司加强对其客户新产品配方的研发, 将加大果葡糖浆在其客户产品中的应用, 增加公司产品销量。

图 18: 果葡糖浆 (F55) 和白砂糖价差扩大



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.3 募投项目部分投产, 静待业绩提升

公司于 2 月初公布其于 2013 年的非公开增发项目实施进度公告, 该非公开增发项目中的年产 5 万吨果糖项目、年产 5000 吨低聚半乳糖项目和糊精干燥项目已于 2015 年年底建成投产, 年产 5000 吨结晶海藻糖项目由于对项目工艺进行创新改进, 以及技术中心项目推迟到 2016 年三季度末建成, 该非公开增发项目虽然整体投产晚于我们的预期, 但是该项目的良好盈利能力仍值得期待。

表 13:2013 年非公开增发项目投产 (预计) 时间

项目	投产 (预计) 时间
年产 5 万吨果糖 (固体) 综合联产项目	2015/12/31
年产 5000 吨结晶海藻糖项目	2016/9/31

年产 5000 吨低聚半乳糖项目	2015/12/31
糊精干燥装置项目	2015/12/31
技术中心建设项目	2016/9/31

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

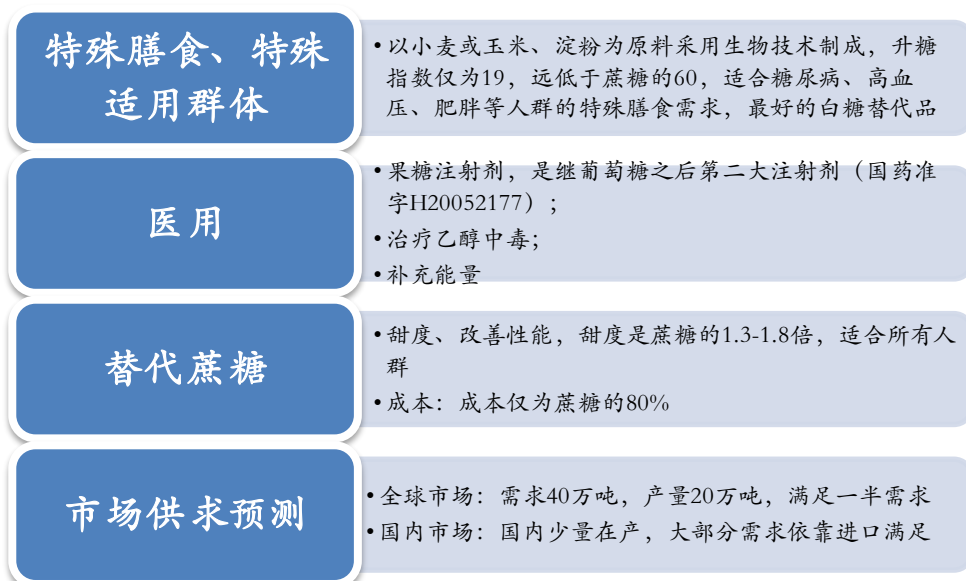
结晶果糖为更高更安健更广应用的最甜糖源和特殊膳食食品, 与其他常见食糖相比, 结晶果糖以其甜度更高, 热值更低, 血糖生成指数低、不受胰岛素调节等诸多优点必将随着糖尿病患者人数的不断增加而具有更为广阔的市场空间。

根据有关资料, 果糖是一种采用小麦或玉米为原料通过生物技术生产的最甜天然甜味剂 (甜度低于合成甜味剂), 可达蔗糖的 1.5~1.8 倍, 具有营养性且无毒副作用, 西方国家应用广泛:

- ◆果糖在人体内吸收后于肝脏内代谢, 对胰岛素依赖程度小, 是糖尿病、心血管和肝脏病人良好的营养甜味品, 升糖指数仅为 19, 而蔗糖为 65;
- ◆果糖代谢不产生乳酸能抑制体内蛋白质消耗, 可迅速提供和补充人体能量, 强化人体耐力及代谢效果, 非常适合于制备补充体能的功能性饮品, 作为运动员和体力劳动者的营养补给;
- ◆可制成注射液, 如国家基本药物甘油果糖输液、果糖氯化钠注射及制作果糖 Vc 片剂等以用于心血管病、糖尿病、脑颅病及肝脏疾病等的治疗;
- ◆果糖可以加快乙醇的代谢作用, 可用于治疗乙醇中毒; 静脉注射 500mL 质量分数为 40% 的果糖溶液可达等量葡萄糖原液的效果;
- ◆果糖对人类和其它哺乳动物的生殖活动也有着重要的作用。

全球结晶果糖市场年需求 40 万吨, 产量只有 20 万吨, 严重供不应求。随着美国作为世界最大结晶果糖市场进入成熟期, 亚洲、大洋洲地区对低 GI (葡萄糖值) 材料的市场认知度也逐步提高, 东南亚地区逐步开发了新用途, 全世界结晶果糖市场需求迅速增长, 乳制品和餐后甜食类食品开始得到广泛应用, 总量超过供给能力一倍左右, 供给能力分布大致是亚洲和欧洲各 10 万吨左右, 供需缺口很大。

图 19：年产 5 万吨结晶果糖项目优势



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

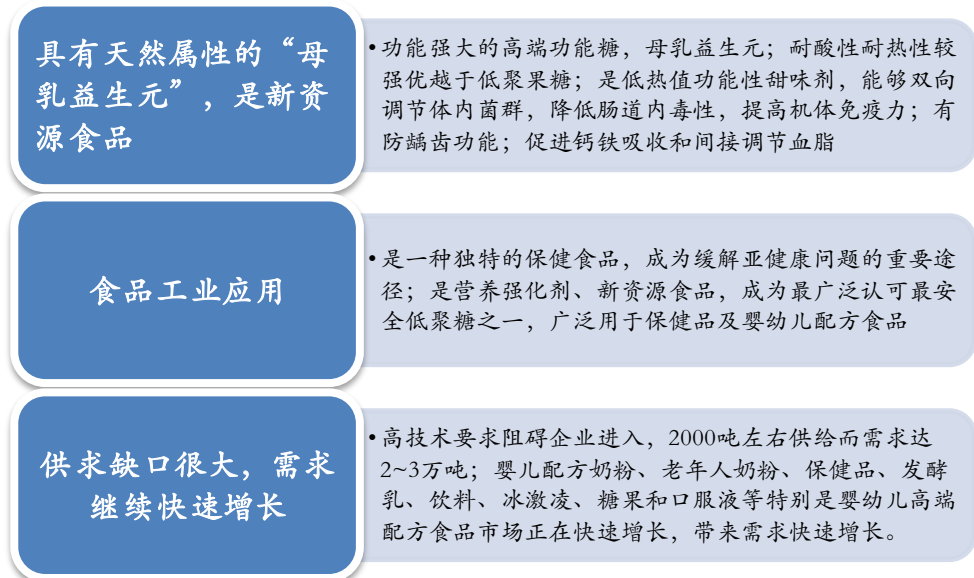
低聚半乳糖能够提供更高端的母乳益生元和超强益菌因子，最安全的功能糖之一。低聚半乳糖（GOS）是以乳糖为主料、麦芽糊精和葡萄糖等为辅料，运用现代生物技术和工艺制成、具有天然属性且唯一能够被人体肠内 8 大有益菌所利用的高端功能糖。低聚半乳糖在人母乳中含量较多，被誉为“母乳益生元”，婴儿体内的双歧杆菌菌群的建立很大程度上依赖母乳中的 GOS 成分。我国卫生部 2008 年第 20 号公告批准低聚半乳糖为新资源食品，并规定可以在婴幼儿食品、乳制品、饮料、焙烤食品、糖果中使用。主要基于其以下功效：

- ◆具有较强的耐酸性、耐热性，不会因为在加工过程中的高温杀菌及人体胃酸所分解而失去其本来应有之特性；
- ◆低聚半乳糖作为功能性低聚糖种类之一，其亦具有功能性低聚糖的普遍生理活性：热量较低，摄入后不会引起肥胖，是理想的低热值的功能性甜味剂；
- ◆双向调节体内菌群，摄入低聚糖对人体大肠内双歧杆菌有增殖作用，并抑制肠内有害菌群的繁殖，降低肠道内的毒性，提高机体免疫力；
- ◆不致龋齿特性。它不被口腔酶液分解，不被引起龋齿的链球菌所利用，有防龋齿功能；
- ◆具有促进钙铁吸收和间接调节血脂的功效。

低聚半乳糖生产技术含量较高，我国目前主要依赖进口，国产化要求迫切，特别是随着消费者认知度的提高及下游行业技术与产品升级，普通食品、饮料，特别是发酵乳

饮料、醋饮料、酸性饮料等都会增加需求, 未来五年需求总量有可能达到 2-3 万吨, 而国内企业销售规模只有 2000 吨 (CNFFI《益生元行业国内外市场研究报告》(2010) 预测)。在二胎政策全面开放之后, 低聚半乳糖的需求量将持续增强。

图 20: 年产 5000 吨低聚半乳糖项目优势



资料来源: 网络公开资料, 东兴证券研究所

4. 盈利预测和估值

在盈利预测方面, 我们对主业和拟收购项目分别进行预测,

主业核心假设:

- ◆ 糖浆类价格以淀粉工业协会公布的 F55 型号为基础, 考虑到玉米价格因素, 预计 2016 年果葡糖浆价格为 2200 元/吨;
- ◆ 根据公司调研数据来看, 我们假设公司 2016 年糖醇类开工率为满产;
- ◆ 由于公司增发项目 5 万吨果糖项目和 5000 吨低聚半乳糖项目于 2015 年年底投产, 我们假设其 2016-2018 年开工率分别为 30%、50%、80%;
- ◆ 由于公司参与玉米淀粉期货, 我们假设公司毛利率保持稳定, 且费用率稳定。

表 14:公司主业收入预测

收入 (万元)	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
果葡糖浆	27,037.60	38,411.21	31,185.00	29,767.50	29,767.50
低聚糖	17,809.05	18,748.26	19,310.71	19,890.03	20,486.73
赤藓糖醇	4,963.87	8,978.61	9,247.97	9,525.41	9,811.17
淀粉糖	20,089.35	21,493.72	22,138.53	22,802.69	23,486.77
淀粉及其他	10,951.74	18,744.31	19,306.64	19,885.84	20,482.41
结晶果糖			10,200.00	19,125.00	32,300.00
低聚半乳糖			3,360.00	6,300.00	10,640.00
结晶海藻糖			500.00	3,375.00	5,937.50
合计	80,851.61	106,376.11	115,248.85	130,671.46	152,912.08

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

拟收购项目核心假设:

- ◆假设留学服务、培训类收入增速高于留学增速;
- ◆鉴于在线课程为新业务, 预计增速较快;
- ◆海外投资及定居服务增速高于行业整体增速;
- ◆新通国际剔除 2015 年股份支付对费用的影响之后, 假设费用保持稳定;
- ◆假设拟收购标的毛利率保持稳定, 且略有增长。

表 15:公司拟收购项目收入预测

收入 (万元)	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
留学服务	24,349.36	31,500.63	41,519.63	53,435.77	68,771.83
培训类	19,921.11	24,103.79	30,741.84	39,158.63	49,930.13
在线课程	0.00	84.82	151.15	224.46	288.88
游学业务	3,094.29	4,445.37	7,878.50	11,699.58	16,215.62
海外投资及定居	5,035.13	7,417.03	10,905.28	14,703.36	18,381.13
商务考察	2,350.90	1,718.72	1,946.06	2,214.33	2,516.14
合计	54,750.79	69,270.36	93,142.46	121,436.13	156,103.72

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

在公司完成收购合并报表的情况下, 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 20.84 亿元、25.21 亿元、30.9 亿元, 2017 年和 2018 年营业收入分别同比增长 20.98%、22.57%, 净利润分别为 1.83 亿元、2.44 亿元、2.99 亿元, 2017 年和 2018 年净利

润分别同比增长 33.2%、22.7%，对应 PE 分别为 42 倍、32 倍、26 倍。

5. 投资评级

保龄宝为我国功能糖第一股，公司是以生物工程为主导的国家级高新技术企业，国家生物产业基地核心企业。先后承担国家“九五”、“十五”、“十一五”攻关课题，低聚糖、高果糖、糖醇、膳食纤维等多糖类产品广泛应用于食品工业、人类健康、环境生态、动物营养等领域，以健康方案专家定位，成功塑造了“全球化功能配料专家”的市场形象。公司主业近年来受主要客户采购减少，以及原材料价格波动因素导致业绩出现下滑，但是公司通过新客户的开发和主要客户原料配方的改进，参与玉米淀粉期货稳定原材料成本，以及未来新产品的募投等增强公司盈利能力，目前公司的主要产品果葡糖浆价格与白糖价格相比具有较强的替代性，糖醇类产品产销两旺，且募投产能释放业绩在即，我们看好公司主业的发展。

保龄宝在加强主业的同时，拟收购新通国际 100% 股权、新通出入境 60% 股权、杭州夏恩 45% 股权，进军教育行业，形成双主业运营模式，教育行业属于朝阳产业，具有良好的成长性，我们看好公司进军教育行业带来盈利能力的提升。

在投资评级方面，我们将公司投资评级上调为“强烈推荐”的投资评级。

6. 风险提示

- ◆ 主业有大客户采购减少风险；
- ◆ 募投产能开工率不足风险；
- ◆ 收购新通国际等失败风险。

表 16: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	657	625	1713	2053	2444	营业收入	911	1196	2084	2521	3090
货币资金	123	274	1238	1505	1800	营业成本	802	1032	1401	1640	1960
应收账款	90	114	171	207	254	营业税金及附加	5	4	43	55	71
其他应收款	1	7	13	16	19	营业费用	63	89	271	349	451
预付款项	7	9	10	12	14	管理费用	44	46	188	236	296
存货	131	132	192	225	268	财务费用	-1	3	-4	-14	-17
其他流动资产	306	88	88	88	88	资产减值损失	1.15	3.52	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1107	1289	1123	982	842	公允价值变动收益	0.00	-0.23	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	51	57	57	57	57	投资净收益	15.49	17.96	30.00	30.00	30.00
固定资产	583.83	994.03	943.17	815.97	688.77	营业利润	13	37	214	285	359
无形资产	110	133	120	106	93	营业外收入	13.60	11.17	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	14	14	0	0	0	营业外支出	0.19	0.11	15.00	10.00	15.00
资产总计	1765	1914	2835	3035	3285	利润总额	26	48	229	305	374
流动负债合计	280	403	355	433	534	所得税	3	7	46	61	75
短期借款	76	132	0	0	0	净利润	23	41	183	244	299
应付账款	137	179	230	270	322	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	14	12	33	58	89	归属母公司净利润	23	41	183	244	299
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	169	226	351	412	483
非流动负债合计	36	33	0	0	0	BPS (元)	0.06	0.11	0.33	0.43	0.53
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	317	435	355	433	534	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	1.10%	31.36%	74.20%	20.98%	22.57%
实收资本(或股	369	369	369	369	369	营业利润增长	-58.31%	187.26%	481.90%	33.22%	26.03%
资本公积	800	800	1677	1677	1677	归属于母公司净利润	-45.68%	79.76%	347.17%	33.23%	22.68%
未分配利润	247	273	319	380	455	获利能力					
归属母公司股东	1448	1478	2447	2569	2719	毛利率(%)	11.95%	13.73%	68.91%	69.90%	70.43%
负债和所有者权	1765	1914	2802	3002	3253	净利率(%)	2.50%	3.42%	8.79%	9.68%	9.68%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.82%	1.29%	2.14%	6.46%	8.04%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	1.57%	2.77%	7.48%	9.49%	11.01%
经营活动现金流	102	77	250	345	398	偿债能力					
净利润	23	41	183	244	299	资产负债率(%)	18%	23%	13%	14%	
折旧摊销	157.66	185.95	0.00	140.50	140.50	流动比率		1.55	4.82	4.74	4.58
财务费用	-1	3	-4	-14	-17	速动比率		1.22	4.28	4.23	4.08
应收账款减少	0	0	-57	-36	-47	营运能力					
预收帐款增加	0	0	21	25	31	总资产周转率	0.53	0.65	0.88	0.87	0.99
投资活动现金流	-319	16	55	30	30	应收账款周转率	10	12	15	13	13
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.08	7.56	10.18	10.09	10.44
长期股权投资减	0	0	11	0	0	每股指标(元)					
投资收益	15	18	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.11	0.33	0.43	0.53
筹资活动现金流	-33	37	658	-108	-133	每股净现金流(最新	-0.68	0.35	2.61	0.72	0.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.92	4.00	6.63	6.96	7.36
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	185	0	0	0	0	P/E	229.67	125.27	42.28	31.73	25.87
资本公积增加	-184	0	878	0	0	P/B	3.51	3.44	2.08	1.98	1.87
现金净增加额	-250	130	964	267	295	EV/EBITDA	29.77	21.91	10.98	8.70	6.81

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 5 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入证券行业; 2012 年加入东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 4 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。