

长方集团 (300301.SZ)

教育行业

评级: 买入 维持评级

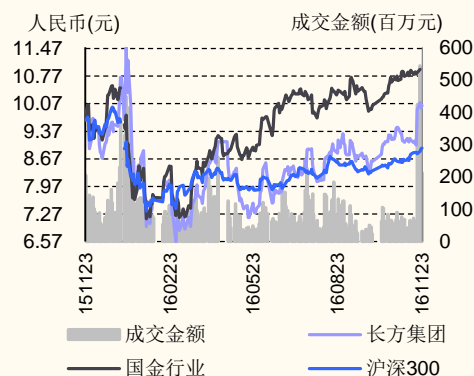
公司研究

市场价格(人民币): 10.02元
 目标价格(人民币): 12.00-12.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) -
 总市值(百万元) 811.62
 年内股价最高最低(元) 11.50/6.57
 沪深300指数 3474.73



幼教并购始落地, “教育+LED” 双主业正式启航!

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.186	0.146	0.140	0.196	0.254
每股净资产(元)	2.90	2.04	2.88	3.07	3.32
每股经营性现金流(元)	0.12	0.21	0.33	0.45	0.58
市盈率(倍)	71.34	73.51	62.17	44.37	34.23
行业优化市盈率(倍)	58.01	119.31	120.39	120.39	120.39
净利润增长率(%)	84.36%	99.05%	9.41%	40.12%	29.63%
净资产收益率(%)	6.42%	7.16%	4.86%	6.37%	7.63%
总股本(百万股)	271.79	690.36	790.36	790.36	790.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

幼教并购始落地, “教育+LED” 双主业正式启航!

11月23日, 公司发布公告, 与深圳特蕾新教育集团签订框架协议, 拟以6亿现金收购其60%的股权, 标志着公司幼教转型正式落地。

特蕾新教育: 领先幼教直营连锁企业, 教育模式创新产业链完整

- 特蕾新集团为全国领先的幼教直营连锁企业, 旗下共40余家幼儿园, 定位中高端, 此外还拥有幼教师范、教育研究院、早教中心等。特蕾新幼教园区重点布局于经济发达的一二线城市。在园儿童数量约9000名, 在校师专学生约1000名。此外, 特蕾新作为广东省早期教育行业协会发起人单位之一并担任副会长单位。
- 特蕾新承诺2016-2019年扣非净利润不少于0.25亿、0.5亿、0.65亿、0.85亿。同时, 特蕾新承诺, 在180个交易日内在二级市场买入长方集团股票不低于1.2亿元, 锁定至2019年, 利益绑定充分, 管理结构良好。

民办幼教空间大“小弱散”待整合, 看好公司品牌高端连锁直营园战略

- 公司收购特蕾新集团, 标志其“教育+LED”二元业务模式正式开启。特蕾新旗下主要为中高端连锁幼儿园, 11月7日, 民促法三审正式通过, 幼教行业营利性得到确权, 我们认为2017年, 将迎来幼教行业的整合年, 而优质品牌的效应更加突出, 目前幼教市场呈“小弱散”的状况, 家长对优质品牌幼儿园的需求强烈, 品牌幼儿园或迎大发展。看好长方集团进行的中高端直营连锁园发展战略。

投资建议

- 公司二元业务格局正式落地。我们认为, 公司未来或将持续进行幼教领域的扩张和探索, 盈利能力有望持续增强。我们上调盈利预测, 预计2016-2018年公司EPS分别为0.14元, 0.20元, 0.25元, 对应PE分别为71x, 50x, 40x, 维持“买入”评级, 目标价12元。

风险提示: 幼教业务整合或不及预期

相关报告

- 《季报点评: 主营业务承压利润下滑, 教育业务现实实质性突破》, 2016.10.28
- 《二元发展模式清晰: LED业务内生持续增长, 教育业务外延扩张可...》, 2016.08.22
- 《教育转型基础已备, 剑指幼教或打造知名优质品牌-长方集团300...》, 2016.08.16

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

1.拟并购知名幼教品牌特蕾新教育集团，幼教转型正式落地

- 11月23日，长方集团发布公告，与深圳特蕾新教育集团签订框架协议，公司拟以6亿现金通过受让股权及增资的方式合计取得深圳特蕾新教育集团有限公司60%的股权，标志着公司幼教转型正式落地。根据协议，特蕾新承诺2016-2019年扣非净利润不少于0.25亿、0.5亿、0.65亿、0.85亿。同时，特蕾新承诺，在180个交易日内在二级市场买入长方集团股票不低于1.2亿元，锁定至2019年，利益绑定充分，管理结构良好。

2.特蕾新教育：领先幼教直营连锁企业，教育模式创新产业链完整

2.1 特蕾新教育规模大，影响力突出

- 特蕾新教育集团其前身为深圳市英达幼儿园，于1996年开始幼儿园的投资办学。近二十年来，特蕾新勇于开拓，积极创新，与时俱进，先后成功在深圳、广州、北京、天津、武汉、太原、郑州、东莞、惠州、河源、昆明等地开办了近40余直营幼儿园，42所参股共建园，1100多所联盟园所，形成颇具规模、实力及影响力的幼儿教育集团。
- 特蕾新集团覆盖整个幼教产业链，除幼儿园外，还拥有教育研究院、早教中心等。特蕾新旗下的多元教育研究院，为旗下幼儿园建立了统一使用的教材和幼儿教学方法。特蕾新初步具备独立的师资培训能力，并独立研发幼儿园管理及家园互动的网上管理平台。其幼教园区重点布局于经济发达的一二线城市，其中以广东特别是深圳为主。在园儿童数量约9000名，在校师专学生约1000名。

图表 1：特蕾新幼儿园



来源：国金证券研究所

- 此外，特蕾新作为广东省早期教育行业协会发起人单位之一并担任副会长单位。广东省早期教育行业协会成立于2013年7月8日，是全省早教机构自愿组织的非营利性社会团体。自筹备以来，得到省领导和社会各界的关心支持。目前协会已有会员单位120家，报名入会的人数还在不断增加。早教协会正通过调研、评优活动，提供政策指引，扶持优秀企业，以便成为对接政府和市场的桥梁，并积极参与行业自律建设和行业标准化工作，共同努力为早教行业的可持续化发展奠定良好基础。

图表 2：特蕾新是广东早期教育协会的发起人之一



来源：国金证券研究所

2.2 办学特色，教学教研突出

- 特蕾新坚持特色办学，创新教育，并紧抓机遇，凭借集团优势，经富力、湖北三江航天等地产企业到集团旗下幼儿园实地考察，结为战略合作伙伴，合作承办幼儿园，同时特蕾新积极拓展延伸教育产业领域，以科学的管理，以卓越的办学理念，以良好的硬件设施和优秀的师资队伍，凭借全体特蕾新人不懈努力与十足干劲，实现跨越式发展，成为一个集幼儿教育、职业教育、师资培训、教育科研、教育信息咨询、幼儿产品以及成人教育培训为一体的规模化、专业化、品牌化的集团化企业。

①品牌集团 跨越式发展

- 特蕾新教育集团以“特蕾新”为统一品牌，对所有下属幼儿园实行统一师资，统一管理，形成集团总部平台为根基，区域旗舰园为中心，联动区域直营园的独特发展模式，打造稳固为主，快速发展的幼儿园经营平台与联动体系，实现幼儿园规模与品牌效益的持续增长，致力于成为行业内具有品牌知名度、影响力与经营实力的领军者。
- 二十年来，特蕾新始终坚持“让教育更有爱心、更专业”的教育理念，努力给孩子们提供一个全面、和谐、可持续发展的教育，深受家长们的信赖并得到了社会各界的肯定，并先后当选成为中国民办教育协会学前教育专业委员会副理事长单位、广东省民办教育协会学前教育专业委员会副理事长单位、深圳市学前教育协会副会长单位等，积极推动学前教育专业交流与合作，为提高我国学前教育整体水平贡献力量。

图表 3：特蕾新坚持专业、创新的幼儿教育



来源：国金证券研究所

②师资培训 筑就发展基石

- 随着特蕾新的不断壮大，为确保幼儿园长足稳定的发展，同时为了支持山区经济发展，特蕾新在广东省河源市投资开办了特蕾新艺术幼儿师范学校，并充分利用与各幼师中专学校建立的良好关系，与学校联办中专幼师专业，目前已有二十多个合作办学单位，主要从粤北、粤东、湘西等经济欠发达山区招收品行兼优，家庭经济困难面临辍学的学生，采用由特蕾新为她们支付全额学费，保证她们学习就业的模式。特蕾新和学校一同从学生入学起就严格把关，根据特蕾新办学多年的经验总结，对这些准老师进行更为科学合理的培训教育，真正为特蕾新幼儿园提供实用型的优秀教师，同时解决困难学生的读书就业问题。
- 随着国家幼教事业的不断发展，幼儿园数量的不断增加，办学层次愈加完善，幼儿教师的素质要求也相应提高。从 2001 年起，特蕾新师资培训部积极与各高等院校联合办学，开设“教育管理”、“学前教育”、“心理教育”、“音乐教育”等专业的大专或本科学历班。目前，已和广东省惠州学院、广东第二师范学院、湖北省江汉艺术职业学院联办了国家承认学历的本科、大专班；并积极与华南师范大学联系，在集团设立学前教育研究生课程班教学点，由公司出资（此举在省内为首例），让公司管理人员及骨干教师参与学习，极大地满足了公司下属单位教师继续教育培训的需要，促进教师业务能力和专业素养。

图表 4：特蕾新拥有完整的师资培训体系



来源：国金证券研究所

③创新教研 多元发展型课程

- 特蕾新主要以园本培训为主阵地，聘请杨宁、李忠忱、那文等资深幼教专家等组成专家顾问团队，引领幼儿教育教学研究，加强对教师的业务培训和幼儿教育探索研究。同时，充分利用教研组活动，每周开展一次的活动展示研讨、开展实践与理论相结合的研讨活动等，从实践中引发研讨的话题，从而不断优化教师教与学的方式。除此之外，特蕾新还通过“走出去、请进来”的途径，与各大幼教机构或知名幼儿园结成姐妹交流园，集团组织骨干教师在幼儿园精细化管理、园所常规业务、师资队伍建设和等方面进行深度调研与学习交流，在与姐妹园（深圳市示范优秀园所）的合作交流过程中，让特蕾新的园所管理水平及师资素质能力培训上在原有的基础上持续不断得到发展与提升。
- 在总结特蕾新以及全国各地丰富教学经验的基础上，引进由世界著名教育心理学家、美国哈佛大学发展心理学家加德纳(Howard Gardner) 多元智能理论，并与哈佛大学教育研究生院合作，借鉴国外先进教育理念，分析中国幼儿学习心理和特点，经反复论证、实践后，特蕾新在哈佛大学郝和平博士及其研究生团队的主持指导下，开发“多元发展型课程”，探索多元智能幼儿教育新途径，同时开发幼儿多元智能的教学具、从而使幼儿园多元智能课程体系更系统，更全面，发掘幼儿自身潜能，充分发挥他们的内在潜力。

图表 5：特蕾新教研创新，多元化发展课程



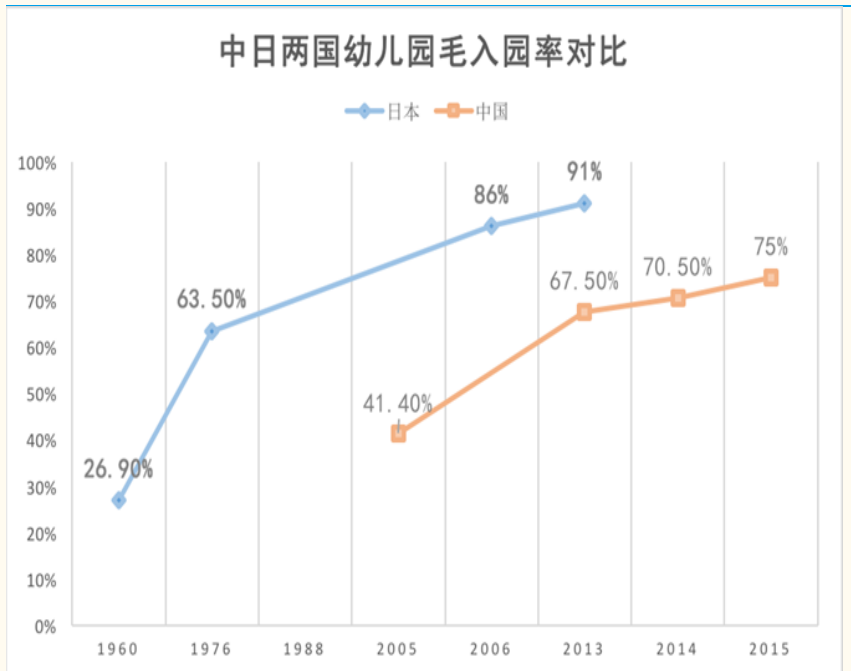
来源：国金证券研究所

3. 幼教行业市场空间巨大，“小弱散”现状亟待整合

3.1 幼教行业市场空间巨大，民办为主存在整合预期

- 我们认为，目前国内幼儿园呈现出“小弱散”的状况，而家长对幼儿园的办园十分注重，未来幼儿园的办园质量的持续提高是必然的趋势，而办园质量较好品牌幼儿园也有望借此机会迎来大发展。
- 中国目前幼儿毛入园率相对发达国家还比较低。根据 2015 年的最新公报显示，中国毛入园率已达到 75%，不过较发达国家还是相对落后，幼儿园产业发展仍然不够充分，未来入园率仍有提升空间。

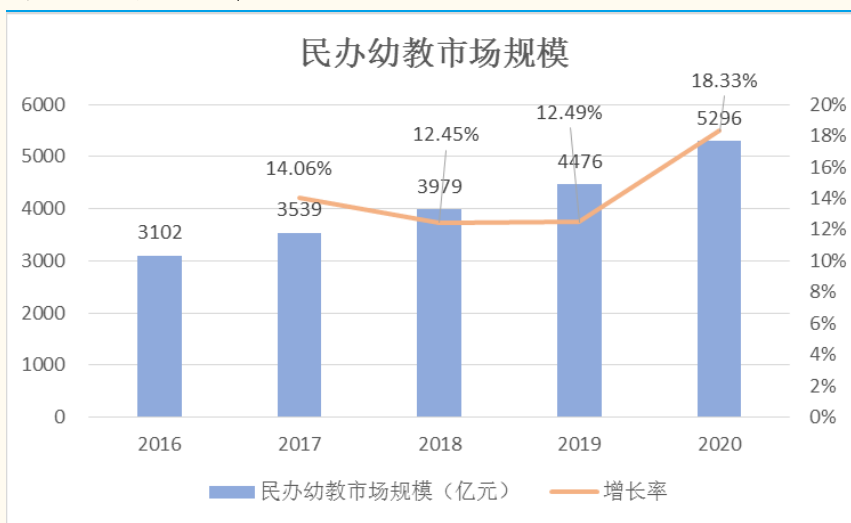
图表 6: 幼儿园入学率仍有较大提升空间



来源: 国金证券研究所

- 目前民办幼教市场规模超过 3000 亿, 2020 年或将达到 5000 亿。民办幼儿园市场规模=适龄幼儿人数 x 入园率 x 民办幼儿园占比 x 幼儿园费用。幼儿园分普惠幼儿园、中高档幼儿园, 收费各有差异。适龄幼儿人数指 3-6 岁的少儿, 即新生儿出生后 3-6 年期间均为适龄幼儿。我们保守估计 17% 的孩子会进入月均 1650 元左右的中档幼儿园学习, 3% 的孩子进入月均 5000 元的高档幼儿园学习, 其余 80% 的儿童则在普惠幼儿园学习, 每月花费约 800 元。所以每年幼儿园的平均收费为 12500 元左右, 我们认为未来随着高档幼儿园的逐步增多和经济的不断增长, 年均收费大约会保持 8% 的增幅, 测算得到目前幼儿园的市场规模已经达到 3100 亿。**民办幼教市场规模持续增长:** 随着中国新生儿数量、入园率、幼儿园费用的齐增长, 民办幼儿园比例也呈平缓上升趋势, 预计民办幼儿园市场规模还会不断扩大, 至 2020 年将达到 5000 亿左右。

图表 7: 民办幼教市场规模巨大

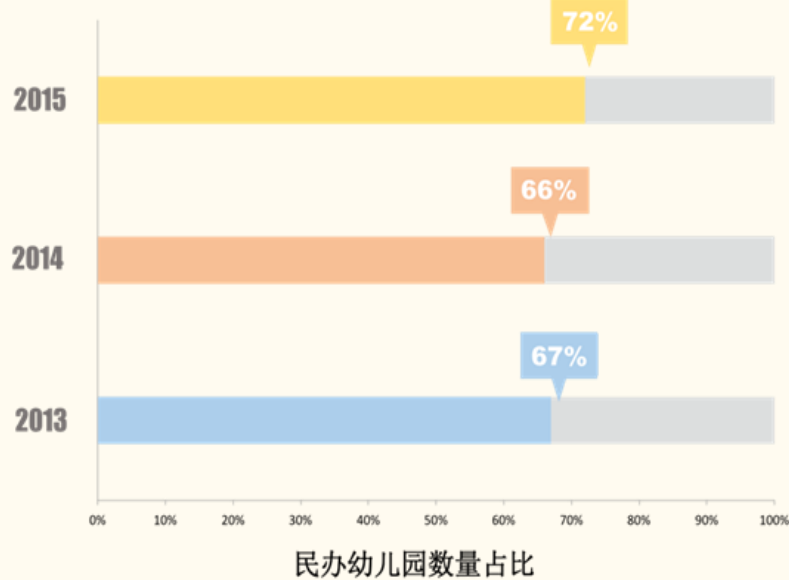


来源: 国金证券研究所

- 目前, 民办幼儿园已成为幼教办学的主体力量, 幼教行业是既定教育时期细分领域中民办化最高的子领域。《2015 年全国教育事业统计公报》

显示，2015年中国共有幼儿园22.37万所，其中14.64万所为民办幼儿园；在园儿童4264.83万人，其中民办幼儿园在园儿童2302.44万人。公办幼儿园的资源非常有限，虽然国家加大了对于公办幼儿园的投入力度，但受到管理、教师资源、资金等客观条件的制约，大规模扩充公办幼儿园并不现实，剩下的巨大缺口必须由民办幼儿园来协助补充完成。

图表8：民办幼儿园是幼教行业的主体



来源：国金证券研究所

3.2 幼教“小弱散”待整合，中高端品牌幼儿园或成为主要竞争力

- **幼教行业呈“小弱散”状况，亟待整合。**中国现在的幼儿园市场格局比较散乱，市场前五家最大加盟和直营幼儿园之和不足幼儿园总数的2.5%，行业集中度比较低。虽然近年来相继出现一些快速发展的品牌，如红缨教育、北京博苑、金色摇篮、红黄蓝等，但整个幼教行业的集中度仍很低，且连锁数较多的幼儿园如红缨教育主要是通过加盟完成的，最大的直营幼儿园旗下管控程度较高的连锁园数仅为近100余家，直营园市场集中度非常低，缺乏大型直营幼教连锁品牌。
- **中高端幼儿园呈现稀缺性。**现有幼儿园水平层次不齐，很多幼儿园甚至没有办学资质，校车安全管理部际联席会议第三次会议公布数据显示，全国已取缔了1万多处不合规的幼儿园。即便是正规幼儿园，大多也存在着规模小、管理混乱、师资薄弱、课程体系不科学等问题。
- **直营连锁品牌幼儿园竞争力强劲。**随着家长需求的高端化、多元化，一些较高收入的家长希望能给孩子带来更高质量的幼儿教育，品牌化中高端幼儿园需求巨大。另外，如今的“艺考热”也激发了家长对于幼儿艺术教育的需求。因此，高档幼儿园、艺术幼儿园等不同类型的幼儿园未来也将占领一部分的市场，均具有强劲的市场竞争力。
- **资本有力推动产业整合和品牌扩张。**2014年以来，随着政策的支持，资本逐渐进入教育领域，或将大大推动幼教的产业整合和品牌扩张。传统连锁幼儿园（尤其是直营模式的连锁园）的扩张模式基本依靠自身的积累，凭借已有幼儿园的盈利来投资新建幼儿园，扩张效率较低，而资本的进入有望大大推动幼教产业的整合，使得优秀的幼教品牌加快扩张的速度。

4. 投资建议

- **公司收购特蕾新集团，标志其“教育+LED”双元业务模式正式开启。**特蕾新旗下主要为中高端连锁幼儿园，11月7日，民促法三审正式通过，幼教行业营利性得到确权，我们认为2017年，将迎来幼教行业的整合年，而优质品牌的效应更加突出，看好长方集团进行的中高端直营连锁园战略。

- 公司双元业务格局正式落地。我们认为，公司未来或将持续进行幼教领域的扩张和探索，盈利能力有望持续增强。我们提高盈利预测，预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.14 元，0.20 元，0.25 元，对应 PE 分别为 71x，50x，40x，维持“买入”评级，目标价 12 元。

风险提示：幼教业务整合或不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	813	921	1,419	1,876	2,154	2,416	货币资金	135	97	279	954	1,105	1,331
增长率		13.3%	54.0%	32.3%	14.8%	12.2%	应收款项	181	146	317	351	399	436
主营业务成本	-663	-731	-1,050	-1,369	-1,553	-1,721	存货	212	276	443	497	575	621
%销售收入	81.6%	79.4%	74.1%	73.0%	72.1%	71.2%	其他流动资产	42	36	21	43	49	54
毛利	150	190	368	507	601	695	流动资产	570	554	1,060	1,845	2,127	2,441
%销售收入	18.4%	20.6%	25.9%	27.0%	27.9%	28.8%	%总资产	43.5%	31.9%	34.5%	52.4%	55.0%	57.6%
营业税金及附加	0	0	-8	-6	-2	-1	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	固定资产	634	1,087	1,484	1,563	1,630	1,688
营业费用	-52	-39	-41	-75	-75	-72	%总资产	48.4%	62.5%	48.2%	44.4%	42.1%	39.8%
%销售收入	6.4%	4.2%	2.9%	4.0%	3.5%	3.0%	无形资产	46	48	494	109	109	110
管理费用	-56	-57	-156	-231	-269	-307	非流动资产	741	1,186	2,017	1,674	1,742	1,800
%销售收入	6.9%	6.2%	11.0%	12.3%	12.5%	12.7%	%总资产	56.5%	68.1%	65.5%	47.6%	45.0%	42.4%
息税前利润 (EBIT)	42	94	164	195	255	315	资产总计	1,310	1,740	3,077	3,519	3,869	4,242
%销售收入	5.1%	10.2%	11.5%	10.4%	11.8%	13.0%	短期借款	150	201	558	0	0	0
财务费用	-8	-12	-16	-15	-15	-15	应付款项	374	550	724	833	945	1,048
%销售收入	1.0%	1.3%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%	其他流动负债	9	17	77	60	85	89
资产减值损失	-11	-24	-13	-8	-8	-8	流动负债	533	769	1,359	893	1,030	1,137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	19	182	174	174	174	175
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	0	7	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	553	951	1,540	1,068	1,205	1,313
营业利润	23	57	135	172	232	292	普通股股东权益	757	789	1,409	2,273	2,427	2,628
营业利润率	2.9%	6.2%	9.5%	9.2%	10.8%	12.1%	少数股东权益	0	0	129	179	237	302
营业外收支	7	0	12	10	10	10	负债股东权益合计	1,310	1,740	3,077	3,519	3,869	4,242
税前利润	30	57	147	182	242	302	比率分析						
利润率	3.7%	6.2%	10.4%	9.7%	11.2%	12.5%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-3	-7	-14	-22	-29	-36	每股指标						
所得税率	8.4%	11.6%	9.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.101	0.186	0.146	0.140	0.196	0.254
净利润	27	51	133	160	213	265	每股净资产	2.778	2.905	2.041	2.875	3.071	3.325
少数股东损益	0	0	32	50	58	65	每股经营现金净流	0.449	0.117	0.210	0.335	0.454	0.577
归属于母公司的净利润	27	51	101	110	155	200	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.4%	5.5%	7.1%	5.9%	7.2%	8.3%	回报率						
							净资产收益率	3.63%	6.42%	7.16%	4.86%	6.37%	7.63%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.10%	2.91%	3.28%	3.16%	4.04%	4.76%
							投入资本收益率	4.13%	7.06%	6.51%	6.54%	7.90%	8.92%
净利润	27	51	133	160	213	265	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	42.03%	13.32%	53.99%	32.25%	14.80%	12.18%
非现金支出	60	101	130	139	149	159	EBIT 增长率	-34.14%	124.27%	74.72%	19.33%	30.43%	23.57%
非经营收益	5	14	23	9	5	5	净利润增长率	-42.21%	84.36%	99.05%	9.41%	40.12%	29.63%
营运资金变动	30	-134	-141	-45	-8	27	总资产增长率	16.89%	32.80%	76.81%	14.35%	9.95%	9.64%
经营活动现金净流	123	32	145	265	359	456	资产管理能力						
资本开支	-337	-270	-252	210	-199	-200	应收账款周转天数	76.9	62.3	52.6	59.6	58.9	57.1
投资	0	0	-35	-1	0	0	存货周转天数	107.8	121.6	124.8	132.5	135.2	131.6
其他	1	8	14	0	0	0	应付账款周转天数	117.8	135.4	124.2	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-336	-262	-273	209	-199	-200	固定资产周转天数	239.3	338.6	301.6	223.7	189.4	162.5
股权募资	12	1	79	753	0	0	偿债能力						
债权募资	74	214	219	-558	0	1	净负债/股东权益	4.46%	36.24%	29.45%	-31.80%	-34.93%	-39.47%
其他	-8	-53	-49	-15	-15	-15	EBIT 利息保障倍数	5.3	7.8	10.4	13.0	17.0	21.0
筹资活动现金净流	79	163	249	181	-15	-14	资产负债率	42.20%	54.63%	50.04%	29.83%	30.44%	30.43%
现金净流量	-134	-67	121	654	145	242							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-16	买入	8.74	12.00~12.00
2	2016-08-23	买入	8.81	12.00~12.00
3	2016-10-28	买入	9.47	12.00~12.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD