

文化长城(300089.SZ) 教育行业

评级: 增持 首次评级

公司深度研究

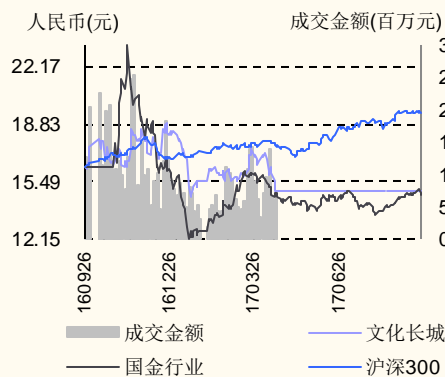
市场价格(人民币): 14.93元

目标价格(人民币): 17.10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)	267.58
总市值(百万元)	6,491.57
年内股价最高最低(元)	18.85/14.59
沪深300指数	3837.73



重组并购翡翠教育, 职业教育生态圈渐成

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.083	0.315	0.208	0.494	0.616
每股净资产(元)	5.33	4.04	6.29	6.77	7.38
每股经营性现金流(元)	0.33	0.33	0.16	-0.26	0.66
市盈率(倍)	478.57	58.51	71.78	30.22	24.24
行业优化市盈率(倍)	23.82	23.82	23.82	23.82	23.82
净利润增长率(%)	47.46%	1004.09%	-33.86%	196.01%	24.81%
净资产收益率(%)	1.55%	7.78%	2.65%	7.30%	8.35%
总股本(百万股)	150.00	434.80	434.80	542.32	542.32

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- **全资收购翡翠教育, 职教转型方向坚定:** 文化长城拟增发股份&支付现金收购翡翠教育100%股权。交易作价15.75亿元, 其中以增发股份对价8.22亿元, 占总对价52.17%, 共发行0.55亿股, 发行价格为14.93元/股。并且通过配套募集资金, 以现金支付对价7.53亿元, 占总对价47.83%。同时, 向不超过5名特定投资者非公开发行股票, 拟募集配套资金总额不超过7.833亿元。
- **翡翠教育原股东承诺及锁定期安排:** 2017/2018/2019年翡翠教育承诺实现净利润不低于0.9/1.17/1.52亿元。因本次发行而取得的文化长城股份在本次发行完成时全部锁定, 在持有文化长城股权满12/24/36个月内, 且在翡翠教育履行业绩承诺后, 可按照25%/32%/43%进行分批减持。
- **职教行业渗透率逐渐提高, IT职业培训前景广阔:** 2002年以来国家相关部门不断发布规划发展政策文件, 大力支持职教发展, 非学历教育需求逐渐凸显。其中, 互联网经济的高速发展与软件人才供需不平衡致使IT职业培训前景广阔。软件行业薪资水平不断提高, 2016年IT服务业年平均工资水平突破12万元居首位, 促使IT职业培训的需求旺盛。
- **翡翠教育: 全方位细分服务IT职业培训机构, 培训+信息化构建职教业务平台, 迅速扩张近两年净利复合增长达63%。** 翡翠教育创立于2012年, 是一家全国性的连锁IT培训机构, 网点覆盖全国29个城市, 分支机构70余家。主要业务为①IT教育培训及②子公司昊育信息的教育信息化服务, 培训业务下设六大板块17种细分产品, 采取理论+实训、教师+项目经理、任务式驱动的特色进行教学活动。翡翠教育课程专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六大板块, 下设前端开发、安卓应用开发、IOS平台开发、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销等学科近20项。近年来, 翡翠教育营收利润高速增长, 16年翡翠教育营收达约3亿元(同比增长300%)。15-16年翡翠教育的股权激励产生较高费用, 还原调整股权激励产生的管理费用后, 2015-2017E翡翠教育实现净利润0.34亿元、0.58亿元、0.9亿元, 复合增长率达63%。
- **文化长城: 坚定教育转型方向, 转型推进顺利。** 文化长城自2015年起逐步转型职教领域, 形成陶艺+职教双轮驱动格局。2016年, 公司先后并购了联讯教育、智游臻龙: 联讯教育2015/2016/2017/2018承诺净利润不低于

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

0.25/0.6/0.78/1 亿元，实际 2015/2016 年实现净利润 0.27/0.6 亿元，超额完成业绩承诺；智游臻龙承诺 2016/2017/2018/2019 年的净利润水平不低于 0.16/0.25/0.33/0.42 亿元。2017 年是公司转型职教迈出重要一步的一年，公司职业教育转型方向已经逐渐清晰，我们认为公司先后完成联讯教育、智游臻龙将为公司构建职业教育生态圈奠定基础，未来重组翡翠教育具备战略性意义，有望为公司职教生态圈构筑较高管理&品牌壁垒，并长期增强公司的持续盈利能力。

投资建议

- 若顺利收购翡翠教育，文化长城在教育领域的布局将落下重要一子，显著增强公司在职业教育培训领域的竞争力及长期盈利能力。考虑到增发进程，我们预计翡翠教育 2018 年实现并表，预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.208 元、0.494 元、0.616 元，对应 PE 为 72x, 30x, 24x，若将 2017 年翡翠教育全年利润并入计算，2017 年公司 PE 约为 38x。首次覆盖，给予公司“增持”评级，目标价 17.1 元。
- 风险提示：重组并购尚未完成

内容目录

1. 文化长城全资收购翡翠教育，深化职教领域战略布局.....	6
1.1 职教领域重要重组，翡翠教育或将纳入公司长期布局.....	6
1.1.1 发行股份购买资产，总对价 15.75 亿—股份对价 8.22 亿，现金对价 7.53 亿.....	6
1.1.2 配套募集资金不超过 7.83 亿元，支付交易现金对价.....	6
1.1.3 标的资产原股权结构及管理人员情况.....	7
1.1.4 交易后上市公司实际控制人不变.....	8
1.2 业绩承诺彰显标的的公司信心，深度绑定加速公司业绩攀升.....	8
2. 职教行业渗透率逐渐提高存高速发展土壤，IT 职业培训前景广阔.....	8
2.1 政策大力支持职教发展，非学历教育需求逐渐凸显.....	8
2.2 软件人才供需不平衡，IT 职业培训前景广阔.....	9
2.3 软件行业薪资水平不断提高，促使培训需求旺盛.....	12
3 翡翠教育：IT 职业人才培养综合服务提供商，全国连锁扩张迅速.....	13
3.1 翡翠教育：科技+教育 IT 培训机构，覆盖 29 城市 70+ 网点.....	13
3.2 六大板块 17 种细分产品，全方位满足 IT 培训需求.....	14
3.3 翡翠经营模式：自主研发课程体系特色授课模式，打造标准化职业教育.....	18
3.3.1 自主研发课程课件，实行全方位标准化教学.....	18
3.3.2 总部统一规划宣传，网络+校园双渠道招生.....	20
3.3.3 授课模式三大特色：理论+实训、教师+项目经理、任务式驱动.....	20
3.4 昊育信息：信息化业务优化学习过程，助力 IT 培训打造 IT 人才培养体系.....	21
3.4.1 三大产品：校园信息化基础建设&智慧课堂&创新教育服务应用.....	21
3.4.2 产品服务流程：教育系统集成及运营维护+软件开发销售.....	23
3.5 翡翠教育财务数据：2015-2016 一次性股权激励费用较高，2015-2017 净利润（调整后）复合增长率达 63%.....	24
3.6 翡翠教育业务结构分析：2016 年培训业务增速为 176.96%.....	26
3.6.1 职业教育培训：收入增长迅速，加强布局扩大规模.....	27
3.6.2 教育信息化业务：昊育信息 2016 营收增长 65.4%，净利润同增 112.72%.....	28
3.7 翡翠教育盈利情况预测（根据重组报告书）.....	29
4. 文化长城：陶瓷业务稳定发展，坚定转型职教领域.....	31
4.1 地处“中国瓷都”，文化长城陶瓷底蕴深厚.....	31
4.2 业务转型目标坚定，专注优质教育标的.....	31
4.3 坚定转型职业教育，借助资本平台打造职业教育生态圈.....	34
5. 投资建议.....	36

图表目录

图表 1: 交易详情 (单位: 亿元、亿股)	6
图表 2: 配套募集资金, 完成现金支付	6
图表 3: 交易前翡翠教育股权结构	7
图表 4: 翡翠教育核心管理人员情况	7
图表 5: 本次交易完成前后, 蔡廷祥、吴淡珠持有公司股份的情况	8
图表 6: 翡翠教育原股东业绩承诺	8
图表 7: 股份解禁期安排	8
图表 8: 非学历职业教育行业主要产业政策	9
图表 9: 职业非学历教育类型细分	10
图表 10: IT 培训流程	10
图表 11: IT 招生渠道	11
图表 12: 2007 年-2016 年我国软件业务收入及增长情况	11
图表 13: IT 行业从业人员数量	12
图表 14: 2016 年城镇私营单位分行业就业人员年平均工资	12
图表 15: 主要 IT 培训机构提供的课程和特点	13
图表 16: 翡翠教育发展历程	14
图表 17: 翡翠教育课程产品一览	14
图表 18: 翡翠教育 IT 职业培训服务流程	15
图表 19: 翡翠 UI 设计课程体系	16
图表 20: UI 设计师四大竞争优势	16
图表 21: PHP 课程介绍	17
图表 22: 翡翠教育游戏设计五大课程优势	17
图表 23: 翡翠教育网络营销四大专业全修班	18
图表 24: 课程研发流程图	19
图表 25: 课件开发流程图	20
图表 26: 翡翠课程六大特色	21
图表 27: 昊育信息校园信息化整体规划	22
图表 28: 昊育智慧课堂平台	22
图表 29: 教育系统集成及运营维护	23
图表 30: 软硬件开发销售	24
图表 31: 翡翠教育营业收入	24
图表 32: 翡翠教育归母净利润	24
图表 33: 翡翠教育毛利率、净利率情况	25
图表 34: 翡翠教育调整后的归母净利润	25
图表 35: 翡翠教育调整后的净利率	26
图表 36: 翡翠教育各项费用率情况	26
图表 37: 翡翠教育 2016 年营业收入构成	27

图表 38: 职业教育培训收入及占比情况.....	27
图表 39: 职业教育培训业务毛利率.....	28
图表 40: 昊育信息营业收入情况.....	28
图表 41: 昊育信息净利润情况.....	28
图表 42: 昊育信息净利率情况.....	29
图表 43: 翡翠教育培训业务未来营业收入预测.....	29
图表 44: 翡翠教育培训业务未来毛利率预测.....	29
图表 45: 翡翠教育未来总收益预测.....	29
图表 46: 翡翠教育（整体）营收情况.....	30
图表 47: 翡翠教育（整体）毛利率、净利率预测.....	30
图表 48: 翡翠教育（整体）各项费用率情况预测（调整股权激励后）.....	31
图表 49: 文化长城旗下 G&W 珠宝瓷.....	31
图表 50: 文化长城瓷器图示.....	31
图表 51: 联讯教育智慧校园整体解决方案.....	32
图表 52: 联讯教育实训实验室服务方案.....	33
图表 53: 联讯教育业绩承诺.....	33
图表 54: 智游臻龙教育业绩承诺.....	33
图表 55: 智游教育项目开发实战宣传材料.....	34
图表 56: 翡翠、联讯、智游的业绩承诺列示（单位：亿元）.....	34
图表 57: 文化长城营业收入（单位：亿元）.....	34
图表 58: 文化长城扣非归母净利润（单位：亿元）.....	34
图表 59: 文化长城 2015-2017H1 分类产品营收占比.....	35
图表 60 文化长城 2007-2017H1 陶瓷类产品营业收入（单位：亿元）.....	35
图表 61: 各教育标的收购情况汇总.....	35

1. 文化长城全资收购翡翠教育，深化职教领域战略布局

1.1 职教领域重要重组，翡翠教育或将纳入公司长期布局

1.1.1 发行股份购买资产，总对价 15.75 亿—股份对价 8.22 亿，现金对价 7.53 亿

- 文化长城(300089) 9 月 20 日公告，公司已与新余智趣、安卓易科等共计 16 位股东签订了《发行股份及支付现金购买资产协议》，拟以发行股票和支付现金的方式购买移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训企业翡翠教育 100% 股权。本次交易完成后，翡翠教育将成为上市公司的全资子公司。交易作价 15.75 亿元，其中以增发股份对价 8.22 亿元，占总对价 52.17%，共发行 0.55 亿股，发行价格为 14.93 元/股，并通过配套募集资金，以现金支付对价 7.53 亿元，占总对价 47.83%。

图表 1：交易详情（单位：亿元、亿股）

交易对方	持股比例	现金对价		股票对价			合计金额
		金额	占比	金额	占比	股份数	
新余智趣	24.12%	3.29	20.89%	-	-	-	3.29
安卓易科技	18.44%	1.34	8.52%	1.72	10.95%	0.12	3.07
御泓投资	18.20%	0.91	5.76%	2.12	13.45%	0.14	3.03
嘉兴卓智	9.95%	-	-	1.65	10.50%	0.11	1.65
新余信公	6.49%	0.32	2.06%	0.76	4.80%	0.05	1.08
新余卓趣	6.14%	0.31	1.94%	0.71	4.54%	0.05	1.02
普方达	4.14%	0.21	1.31%	0.48	3.06%	0.03	0.69
新余创思	2.76%	0.14	0.88%	0.32	2.04%	0.02	0.46
纳隆德	2.49%	0.12	0.79%	0.29	1.84%	-	0.41
木槿 1 号资管计划	2.49%	0.34	2.15%	-	-	0.02	0.34
共昇 1 号资管计划	1.24%	0.17	1.08%	-	-	-	0.17
朱慧欣	1.24%	0.17	1.08%	-	-	-	0.17
新余邦得	0.90%	0.45	0.28%	0.10	0.66%	0.007	0.15
天津钰美瑞	0.77%	0.13	0.81%	-	-	-	0.13
虹佳龙文化	0.31%	-	-	0.05	0.33%	0.003	0.05
御景投资	0.31%	0.04	0.27%	-	-	-	0.04
合计	100.00%	7.53	47.83%	8.22	52.17%	0.55	15.75

来源：文化长城公告，国金证券研究所

1.1.2 配套募集资金不超过 7.83 亿元，支付交易现金对价

- 本次交易向不超过 5 名特定投资者非公开发行股票，通过募集配套资金支付本次交易的现金对价，定价基准日为发行期首日。本次拟募集配套资金总额不超过 7.833 亿元，其中拟募集不超过 0.3 亿元用于支付本次交易的中介机构费用，募集 7.533 亿元用于支付本次交易现金对价。若文化长城未能成功发行股份募集配套资金，或募集配套资金被取消，或募集的配套资金不足以支付本次交易现金对价的，文化长城将自行筹措资金支付现金对价。

图表 2：配套募集资金，完成现金支付

项目	拟投入募集资金（亿元）
支付本次交易现金对价	7.53
本次交易中介机构相关费用	0.3
合计	7.83

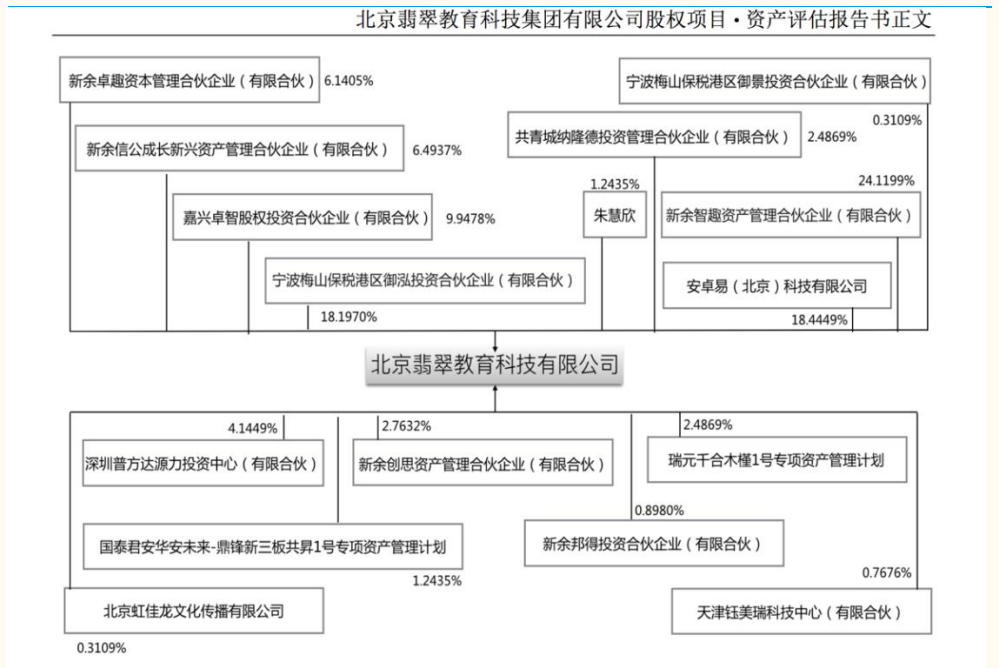
来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 若同以 14.93 元/股发行股份募集配套资金，则配套募集资金部分共发行 5246 万股。公司原股本 4.348 亿，考虑配套募集资金，增发股份共 1.0752 亿，增发后股本为 5.4232 亿股，按照目前股价，增发后公司市值为 80.97 亿元。

1.1.3 标的资产原股权结构及管理人员情况

- 本次交易前，鲁志宏、庄严、李振舟、陈盛东、张熙作为一致行动人是翡翠教育的间接股东，合计间接持有翡翠教育 62.18% 股权，是翡翠教育的实际控制人。经多次股权转让和融资，至本报告出具日，翡翠教育的股权结构如下：

图表 3：交易前翡翠教育股权结构



来源：文化长城公告，国金证券研究所

图表 4：翡翠教育核心管理人员情况

核心人员	履历
鲁志宏	曾任北大青鸟信息技术有限公司职员，2012 年共同创办翡翠教育，现任翡翠教育董事长。
庄严	2012 年共同创办翡翠教育，曾任翡翠教育董事
陈盛东	曾任北大青鸟北方区首代，2013 年起担任翡翠教育的副总经理，现任翡翠教育副董事长、经理。
李振舟	曾任北大青鸟区域经理，曾任北京汇众益智科技有限公司校长；2012 年共同创办翡翠教育，现任翡翠教育董事。

来源：翡翠教育官网，文化长城公告，国金证券研究所

■ 翡翠教育管理人员关系及其企业控股翡翠教育比例：

- 1) 鲁志宏和张伟系夫妻关系。安卓易科技系张伟控制的企业，安卓易科技持有翡翠教育 18.44% 股权。
- 2) 陈盛东与张谊系夫妻关系。天津钰美瑞系张谊控制的企业，天津钰美瑞持有翡翠教育 0.77% 股权。
- 3) 新余卓趣、新余创思的执行事务合伙人系张熙控制的企业，新余卓趣、新余创思分别持有翡翠教育 6.14%、2.76% 的股权，合计 8.9%。

- 4) 新余智趣、嘉兴卓智的执行事务合伙人系庄严控制的企业。新余智趣、新余创思分别持有翡翠教育 24.12%、9.95% 股权，合计 34.07%。

1.1.4 交易后上市公司实际控制人不变

- 交易前后上市公司实际控制人不变。本次交易前，上市公司实际控制人蔡廷祥、吴淡珠共持有上市公司股份 15,828.75 万股，占公司股本总额的 36.40%。本次交易完成后，不考虑配套融资，蔡廷祥、吴淡珠将持有上市公司 32.31% 的股份，故本次交易不会导致上市公司实际控制人发生变更。

图表 5：本次交易完成前后，蔡廷祥、吴淡珠持有公司股份的情况

项目	本次交易前	本次交易完成后（不考虑配套融资）
持股数量（亿股）	1.58	1.58
持股比例	36.4%	32.31%

来源：文化长城公告，国金证券研究所

1.2 业绩承诺彰显标的公司信心，深度绑定加速公司业绩攀升

- 翡翠教育原股东承诺：2017 年度实现净利润 0.9 亿元、2017 年至 2018 年共计实现净利润 2.07 亿元、2017 年至 2019 年共计实现净利润 3.59 亿元。即 2017/2018/2019 年翡翠教育承诺实现净利润不低于 0.9/1.17/1.52 亿元。根据业绩承诺，收购翡翠教育对应未来三年（2017-2019）平均的 PE 为 18x, 13x, 10x。翡翠教育每年承诺净利润以不低于 30% 的速度增长，彰显翡翠教育对自身业务增长的信心和确定性，也为上市公司未来的业绩增长奠定了基础。

图表 6：翡翠教育原股东业绩承诺

时间	承诺净利润(亿元/年)
2017 年	0.9
2018 年	1.17
2019 年	1.52

来源：文化长城公告，国金证券研究所

锁定期安排：因本次发行而取得的文化长城股份在本次发行完成时全部锁定，在持有文化长城股权满 12/24/36 个月内，且在翡翠教育履行业绩承诺后，可按照 25%/32%/43% 进行分批减持。

图表 7：股份解禁期安排

	解禁时间	履行翡翠教育业绩补偿承诺	解除锁定比例
第一期	满 12 个月	2017 年度（以最早发生的为准）	25%
第二期	满 24 个月	2018 年度（以最早发生的为准）	32%
第三期	满 36 个月	2019 年度（以最早发生的为准）	43%

来源：文化长城公告，国金证券研究所

2. 职教行业渗透率逐渐提高存高速发展土壤，IT 职业培训前景广阔

2.1 政策大力支持职教发展，非学历教育需求逐渐凸显

- 2002 年以来国家相关部门不断发布规划发展纲要，提出要立足我国经济社会发展 and 对外开放全局，把职业教育放在更突出的位置。非学历教育，区别于学历教育，满足了社会成员适应社会多样化、个性化学习需求。大力发展非学历教育是提升国民素质、建设人力资源强国的重要抓手，是构建终身教育体系、促进学习型社会形成的重要途径，是国家开放大学肩负的重要职能。《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》等政策加快构建

现代职业教育体系，提高专科、本科层次职业教育的学生规模，鼓励各地在终身学习，鼓励和引导民间资金以多种方式进入教育领域，大力提升人才培养质量，突破传统教育体系对优质教育资源的垄断，实现优质教育资源的广泛和充分共享。

- 《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》等政策显示职业教育如今已被列为国家重点建设项目，纳入“十一五”、“十二五”规划中。在全国经济转型的当口，IT产业等新兴产业的飞速发展越来越受到社会、国家和全体国民的关注与重视。因此为了形成适应发展方式转变和经济结构调整要求、体现终身教育理念、中等和高等职业教育协调发展，国家有意扶持现代职业教育并加快构建现代职业教育体系。

图表 8：非学历职业教育行业主要产业政策

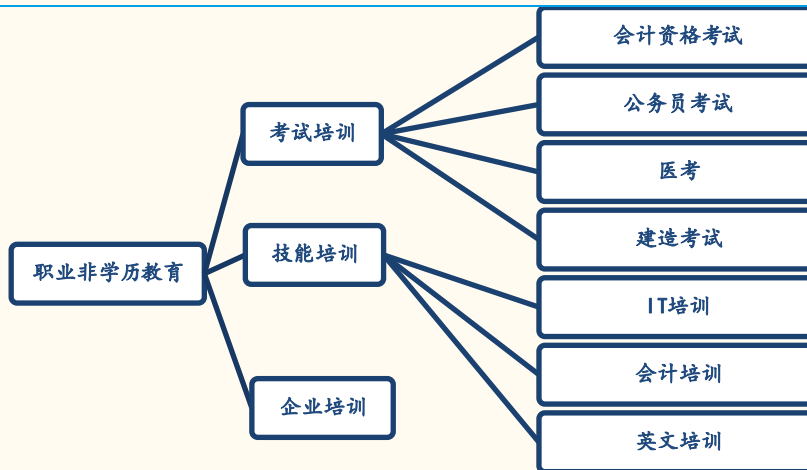
发布日期	文件	发布机构	摘要
2016年	《依法治教实施纲要(2016-2020)》	教育部	设立地方教育立法改革试点项目，建立专家咨询和经费支持机制；鼓励各地在终身学习、学前教育、普通高中教育、营利性教育机构监管、校企合作、家庭教育等教育法律规范尚存空白的领域，先行先试；以教育立法推动教育改革，为全国教育立法积累经验
2014年	《国务院关于加快发展现代职业教育的决定》	国务院	加快构建现代职业教育体系，提高专科、本科层次职业教育的学生规模；支持各类办学主体通过独资、合资、合作等形式举办民办职业教育；探索发展股份制、混合所有制职业院校，允许以资本、知识、技术、管理等要素参与办学并享有相应权利
2014年	《现代职业教育体系建设规划(2014-2020年)》	国务院	两步走战略 2015年初步形成现代职业教育体系框架；2020年基本建成中国特色现代职业教育
2012年	《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》	教育部	鼓励和引导民间资金以多种方式进入教育领域；社会力量按照国家有关规定，以独立举办、合作举办等多种形式兴办民办学校(含其他教育机构，以下同)，拓宽民间资金进入教育领域、参与教育事业改革和发展的渠道。
2011年	《教育部关于充分发挥行业指导作用推进职业教育改革发展的意见》	教育部	明确推进建立和完善“双证书”制度，实现学历证书与职业资格证书对接，鼓励行业企业全面参与教育教学各个环节。
2010年	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》	国务院	到2020年，形成适应发展方式转变和经济结构调整要求、体现终身教育理念、中等和高等职业教育协调发展的现代职业教育体系，满足人民群众接受职业教育的需求。
2005年	《关于大力发展职业教育的决定》	国务院	以就业为导向，提高职业院校办学水平和质量；重视发展面向农村的职业教育，提高广大农民的职业技能和转移就业能力。
2002年	《关于大力推进职业教育改革与发展的决定》	国务院	严格实施就业准入制度，加强职业教育与劳动就业的联系；多渠道筹集资金，增加职业教育经费投入。

来源：文化长城公告，国金证券研究所

2.2 软件人才供需不平衡，IT职业培训前景广阔

- 职业非学历教育规模正以飞快的速度扩张。我国非学历类职业教育包括考试培训、技能培训和企培训三大类。其特点是目标集中，周期短，标准化和定制化兼备，且受众广泛。职业教育行业拥有海量的市场空间。职业教育拥有众多的细分子行业，各个细分行业的竞争格局极度分散。考试培训主要包括人才招聘考试培训（如公务员考试）和资格认证考试培训（如医考，教师，财会等），技能培训包括语言类培训和 IT 培训技能培训。企培训主要指的是企业管理培训，主要是企业内培，这个市场规模并不太大因为每个企业的需求非常具体、比较个性化。

图表 9：职业非学历教育类型细分



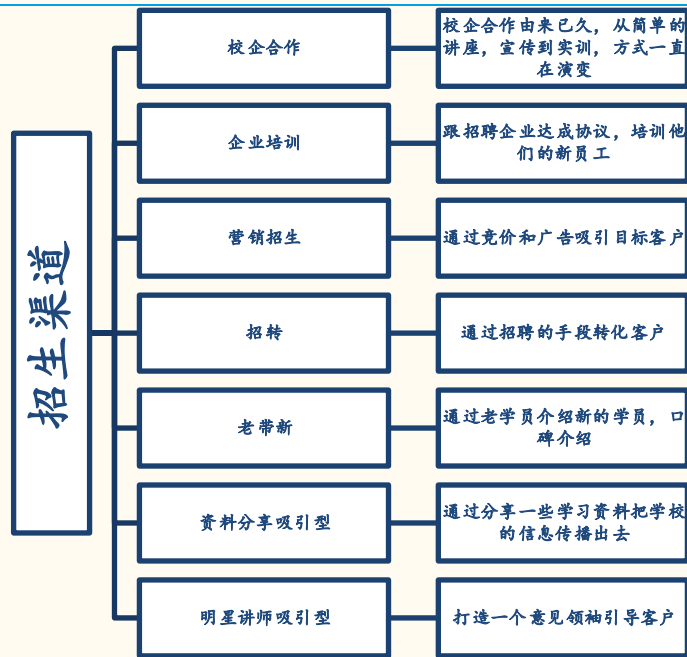
来源：国金证券研究所整理绘制

图表 10：IT 培训流程



来源：国金证券研究所整理绘制

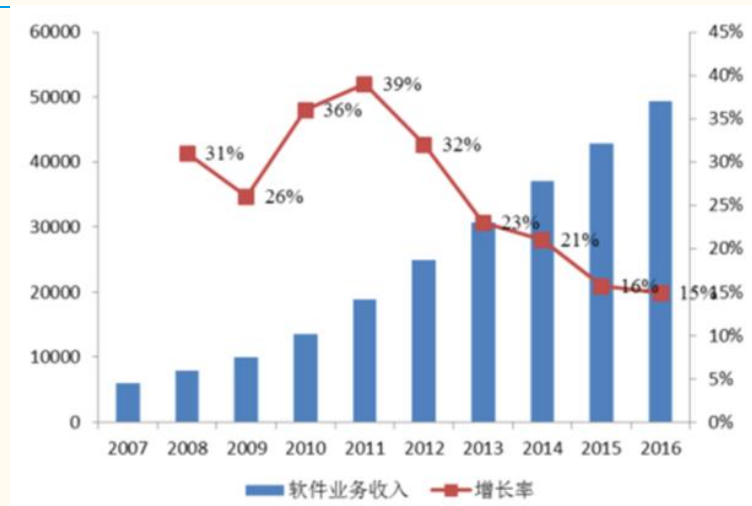
图表 11: IT 招生渠道



来源: 国金证券研究所整理绘制

- 互联网经济的高速发展给 IT 产业提供了广阔的前景。工信部最新数据显示, 2016 年中国软件和信息技术服务业运行态势平稳, 收入保持两位数增长, 盈利状况良好, 产业内部结构不断调整优化, 中心城市软件业保持领先增长态势。据工信部统计, 2013 年到 2016 年, 软件产业收入由 3.06 万亿元增至 4.9 万亿元, 而行业利润由 0.38 万亿元增至 0.60 万亿元。

图表 12: 2007 年-2016 年我国软件业务收入及增长情况

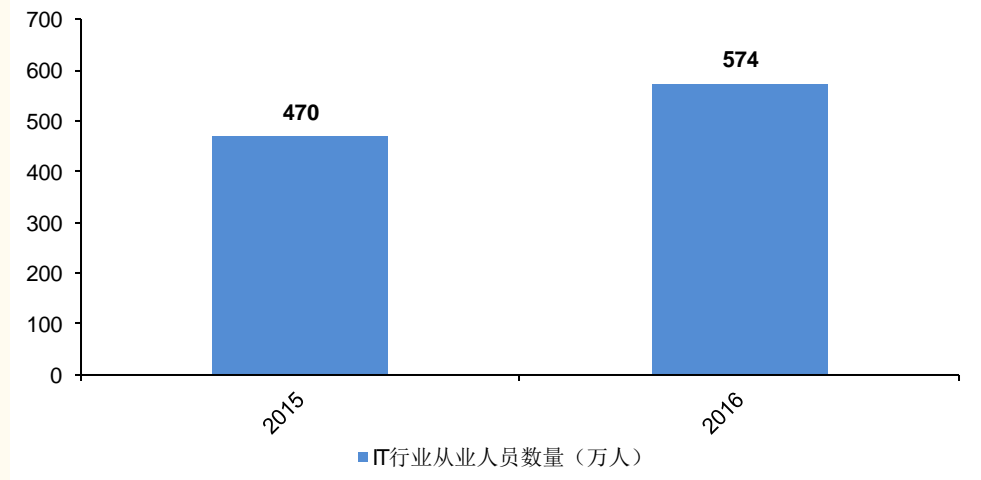


来源: 工信部公开数据, 国金证券研究所

- 我国互联网行业急需各种类型的 IT 技术人才。相比于 IT 行业收入和利润的增幅, 同期从业人员从 470 万人增至 574 万人, 尽管增速较快, 但远低于行业规模增长。因此, 从增速对比来看存在很大的用人缺口, IT 行业技能培训前景广阔。在万众创新, 大众创业, “互联网+”等政策引导下, 传统行业对软件技术人才的需求不断扩大。当前, IT 职业培训处在群雄逐鹿的阶段, 尽管市场的成熟度和集中度都不高但前景广阔。技能培训的一个职业特点是门类和渠道五花八门且日新月异。每个行业都不一样, 发展空

间比较大。未来的 10 年里，IT 人才的缺口将放大，相对应的 IT 培训行业的也将非常可观，或将成为一个极具发展潜力的行业。

图表 13: IT 行业从业人员数量



来源：工信部数据，国金证券研究所

- 随着企业对 IT 人才的需求持续升温，人才培养变得越来越关键。尽管我国高等院校每年都有大量的计算机专业学生毕业，但大多数都很难快速满足企业用人需求，这主要是由于学生在校园里很难获得实际的项目操作经验。根据 2016-2021 年中国 IT 培训行业发展分析及投资潜力研究报告行业结构统计，当前我国 IT 产业从业人员在 500 万-600 万人左右，并且有 92% 的从业人员表示需要提升 IT 技能，有 42% 的参与者表示非常想参加 IT 培训。

2.3 软件行业薪资水平不断提高，促使培训需求旺盛

- 随着信息技术产业持续快速发展，信息传输、软件和信息技术服务业平均工资得以快速增长。根据中国工业和信息化部数据统计，2016 年 1-10 月中国软件从业人员工资总额增长 15.3%，从业人数稳定增长，工资水平持续较快上升。根据国家统计局 27 日公布 2016 年平均工资数据，信息传输、软件和信息技术服务业年平均工资水平突破 12 万元，首次超过金融业，排名各行业门类首位，金融业工资水平则退居次席。IT 行业就业前景好，特别是软件开发和网络技术等高端技术岗位，都能获得很高的薪酬待遇和升职空间，这也成为求职者选择参加培训的重要原因。

图表 14: 2016 年城镇私营单位分行业就业人员年平均工资

行业	2015	2016	名义增长率
信息传输、软件和信息技术服务业	57719	63578	10.2
科学研究和技术服务业	50441	54764	8.6
金融业	44898	50366	12.2
租赁和商务服务业	43770	47836	9.3
房地产业	41767	46063	10.3
建筑业	41710	44803	7.4
卫生和社会工作	40558	43993	8.5
交通运输、仓储和邮政业	40495	42705	5.5
制造业	38948	42115	8.1
水利、环境和公共设施管理业	37222	40099	7.7

来源：国家统计局，国金证券研究所

- 另一方面金融危机所带来的大学生就业问题越来越突出，促使学生对未来职业规划的意识越来越强。这些培训机构提供的诸如硬件维护和软件开发，让学员参与企业实践项目等各种操作性极强的课程，能有效增强大学生未来的就业实力。

图表 15：主要 IT 培训机构提供的课程和特点

机构名称	成立时间	机构规模	主要课程	授课模式	课程特点
达内	2003 年	国内最大的 IT 培训机构，2016 年培训超过 10 万人次	Java,Php,ios,Android,c/c+, Python	北京面授 外地直播	-培训人数众多 -北京面授课程优于外地直播课程
传智播客	2006 年	规模较大，2016 年培训超过 2 万人次	主营业务是 Java, Php,ios,Android, c/c+ 等也有涉及	面授	-子品牌叫“黑马训练营” -需考试入学，管理严格，反响很好
兄弟连教育	2006 年	规模中等，2016 年培训超过 1 万人次	Php,H5, UI 设计	面授 直播	-全球最大的 php 培训机构 -军事化管理
翡翠教育	2012 年	规模中等，2016 年培训超 1 万人次	UI 设计，前端开发，游戏开发	面授	-游戏界较有名
北大青鸟	1999 年	规模较大，培训人数超 3 万	网络工程师，Java 开发，网络测试	面授	-管理较为混乱
老男孩教育	2009 年	规模较小，2016 年培训 2 千人次	Linux 运维，python 开发，大数据开发	面授与网络班分离，授课模式不同	-业内最早的 python 机构之一 -核心讲师在业内比较有名

来源：各机构官网，国金证券研究所

3 翡翠教育：IT 职业人才培养综合服务提供商，全国连锁扩张迅速

3.1 翡翠教育：科技+教育 IT 培训机构，覆盖 29 城市 70+ 网点

- 翡翠教育创立于 2012 年，是一家以实战型 IT 人才培训为核心的集团化教育机构。通过自主 IT 课程开发，翡翠教育专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训。此外，翡翠教育控股子公司昊育信息从事教育信息化相关业务。
- 翡翠教育以“科技+教育”的理念为 IT 互联网企业提供科教产业综合服务，布局打造创新型文创科教产业生态圈。锐意创新、志存高远的翡翠教育计划未来布局科技研发、文创开发、校企合作，组建创新型文创科技产业生态圈。
- 同时，翡翠教育与多家 IT 企业保持合作关系，在学员培训完成后，翡翠教育将根据学员的情况进行就业辅导，并免费提供就业推荐服务。
- 截至 2017 年 4 月末，翡翠教育培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等全国 29 个城市。其设立了 70 余家分支机构，在职员工 1500 余人，年培养行业人才超过 10000 人，同时为 6000 余家企业输送技术人才。
- 翡翠学员平均薪资超过行业平均薪资 14%，20%学员可入职互联巨头，60%学员可入职知名互联网公司。

图表 16: 翡翠教育发展历程



来源: 翡翠教育官网, 国金证券研究所

3.2 六大板块 17 种细分产品, 全方位满足 IT 培训需求

- 翡翠教育主要产品为向学员提供的 IT 培训课程。专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六大板块, 下设前端开发、安卓应用开发、IOS 平台开发、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销等学科近 20 项。

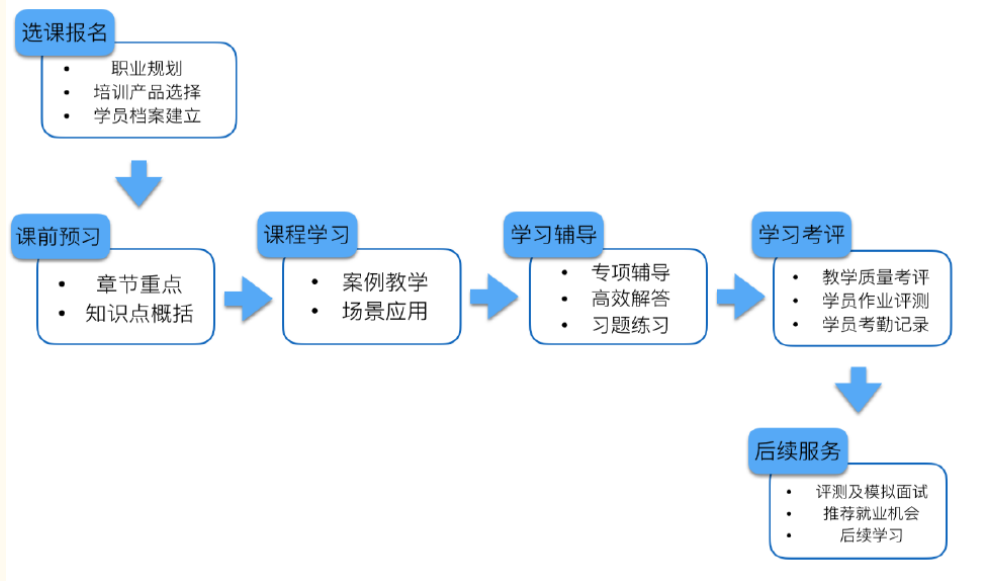
图表 17: 翡翠教育课程产品一览

板块	课程产品
移动互联网	基于 2D 的引擎开发
	前端开发
	安卓应用开发
艺术设计	UI 设计
程序开发	Java 大数据开发
	PHP
影视动漫	影视后期
	影视特效设计

	影视动漫设计
	游戏角色模型设计
	游戏场景模型设计
	引擎游戏开发 cocos2d
数字娱乐	次世代游戏开发
	高级游戏开发
	游戏动作设计
	游戏特效设计
营销与运营	网络营销与运营

来源：文化长城公告，国金证券研究所

图表 18：翡翠教育 IT 职业培训服务流程



来源：文化长城公告，国金证券研究所

① 移动互联网

- **基于 2D 的引擎开发——培养既能开发游戏，也能开发软件的引擎开发工程师。**本课程使学员掌握目前通用的图形格式标准，从 C#脚本语言，覆盖学习综合型游戏开发工具，图形用户界面控制移动、旋转、缩放，粒子系统、敌人人工智能、寻路等网络相关知识，并学习虚拟现实、增强现实、虚拟现实+增强现实等内容。
- **前端开发——培养 Web 前端开发工程师。**学员需掌握前端必备技能 Html5+Css3，交互技术、直译式脚本语言“JavaScript”，以及一个快速、简洁的使用直译式脚本语言的框架，同时通过项目的方式熟练各框架，为满足全栈式开发加入了前端框架数据库等内容。
- **安卓应用开发——具备分析企业需求和独立开发安卓系统应用的能力。**本课程使学员掌握移动端安卓系统应用程序的开发方法，包括 Java SE、安卓系统应用层技术和流行开源解决方案（处理网络请求的开源项目，如：安卓网络框架的开源项目“OkHttp”、游戏领域中得到广泛应用的程序接口“Glide”。具有易用和稳定的特点等），同时对企业常用的软件开发工具包“SDK”（实现即时通讯，地图等）也有深入的学习。

② 艺术设计

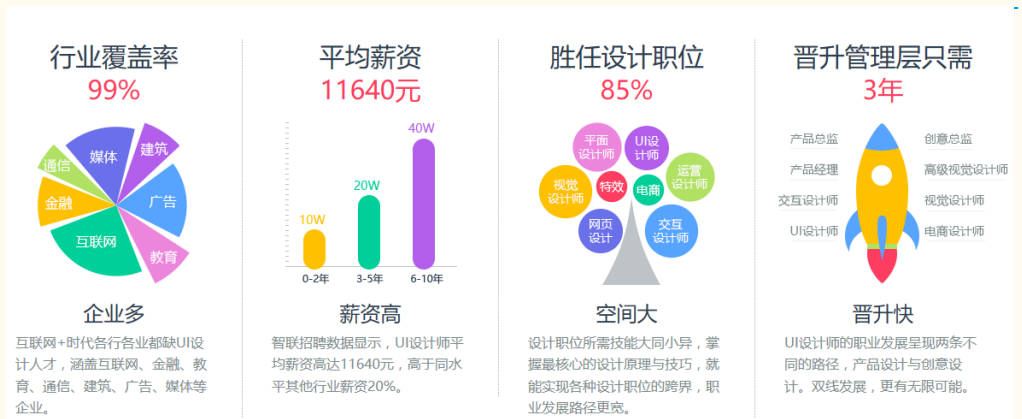
- **艺术设计板块课程为产品 UI 设计，旨在培养 UI 设计师。**课程主要讲授平面设计、网页设计、移动端 UI 界面设计、用户体验设计、交互设计、动效设计等知识。

图表 19: 翡翠 UI 设计课程体系



来源：翡翠教育官网，国金证券研究所

图表 20: UI 设计师四大竞争优势



来源：翡翠教育官网，国金证券研究所

③ 程序开发

- **Java 大数据开发。**本课程使学员掌握 JAVA 的企业级开发技术，包括目前互联网流行的网页制作技术，数据库的相关知识。同时，课程覆盖了当前流行的技术技能和相关问题解决方案。如微服务，大数据等。在夯实基础的同时兼备技术潮流的发展方向。
- **PHP。**本课程使学员掌握 PHP 开发技术、数据库相关技术、目前互联网流行网页制作技术及流行的架构方案。结合上述知识内容，学员可以快速独立开发完整的网站

图表 21: PHP 课程介绍

PHP吸收了C语言、Java和Perl的特点，利于学习，使用广泛，主要适用于Web开发领域。PHP 独特的语法混合了C、Java、Perl以及PHP自创的语法。它可以比CGI或者Perl更快速地执行动态网页。执行效率比完全生成HTML标记的CGI要高许多；PHP还可以执行编译后代码，编译可以达到加密和优化代码运行，使代码运行更快。

本课程实训项目案例

彬 余 易
彬之蓝 余时博客 网易商城

就业岗位

PHP开发工程师 PHP研发工程师

来源：翡翠教育官网，国金证券研究所

④ 影视动漫

- 影视动漫板块的课程产品包括影视后期、影视特效设计、影视动漫设计。

⑤ 数字娱乐

- 数字娱乐版块有游戏角色模型设计、游戏场景模型设计、引擎游戏开发cocos2d、次世代游戏开发、高级游戏开发、游戏动作设计、游戏特效设计七大课程。

图表 22: 翡翠教育游戏设计五大课程优势

大公司“主美”参与研发教学

赠送传统美术预科课程 强化美术基础

讲授市面最流行操作体系，最实用技术

模拟实际游戏公司工作环境及节奏

使用大型游戏项目案例授课

来源：翡翠教育官网，国金证券研究所

⑥ 营销与运营

- 网络营销课程系统的学习了企业营销型网站建设、搜索引擎优化、搜索引擎营销、广告投放、微信微博、自媒体，应用程序等新媒体策划、淘宝电商运营、学员能够独立开展网络营销推广的工作。搜索引擎优化工程师、搜索引擎营销优化师、新媒体推广运营策划、电商运营等岗位的培训。

图表 23：翡翠教育网络营销四大专业全修班



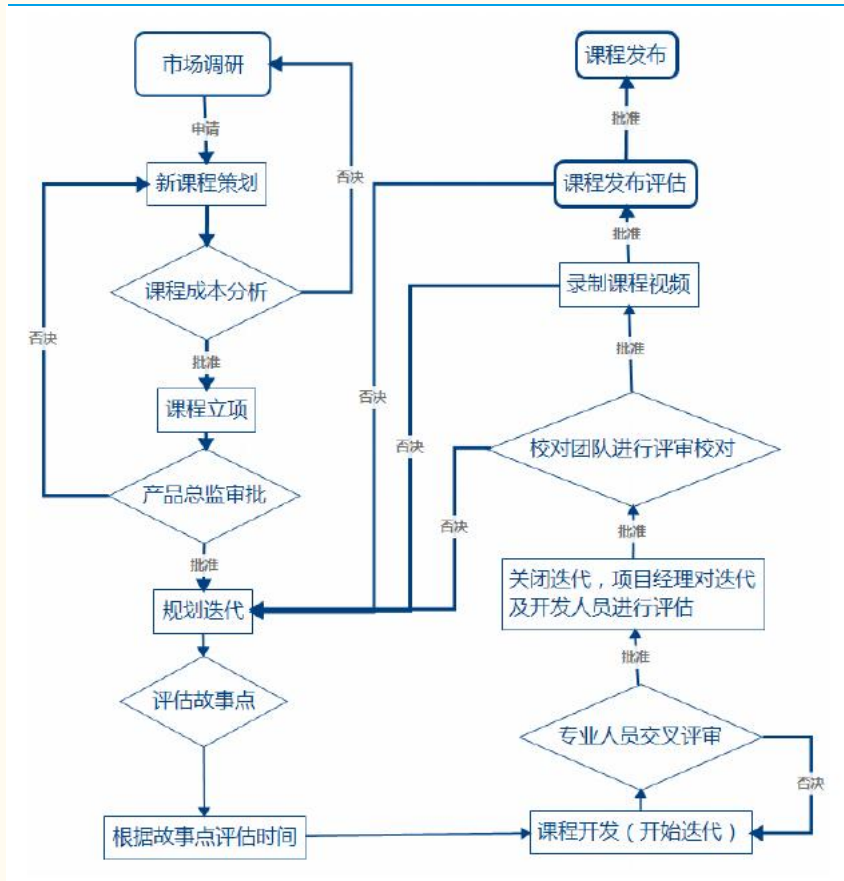
来源：翡翠教育官网，国金证券研究所

3.3 翡翠经营模式：自主研发课程体系特色授课模式，打造标准化职业教育

3.3.1 自主研发课程课件，实行全方位标准化教学

- 翡翠教育的课程研发以敏捷开发为原型，对教学产品进行快速迭代，加速产品更新。敏捷开发是一种以人为核心、迭代、循序渐进的开发方法，指导研发团队对任务进行划分，依次迭代，一个一个任务完成开发工作，从而加速产品的产出。
- 其课程产品按需求优先级排期，严格监控多轮迭代。翡翠教育课程产品经理对行业数据进行调研分析，对全国各校区产品执行情况进行信息收集，持续得到大量需求后，对需求进行过滤及优先级排期。翡翠教育课程产品经理将组织教学产品研发团队进行规划，将需求演变为各个产品研发任务，再规划出 2-6 周的研发任务，由课程研发人员进行研发工作开展。课程研发过程中，翡翠教育课程产品经理对研发过程进行监控，研发人员进行开发，一期教学产品迭代研发任务完成后，对本期迭代完成的教学产品进行评审及反思，几轮迭代后，形成更符合企业需求及全国各校区执行的新教学产品，从而加速完成教学产品的更新。

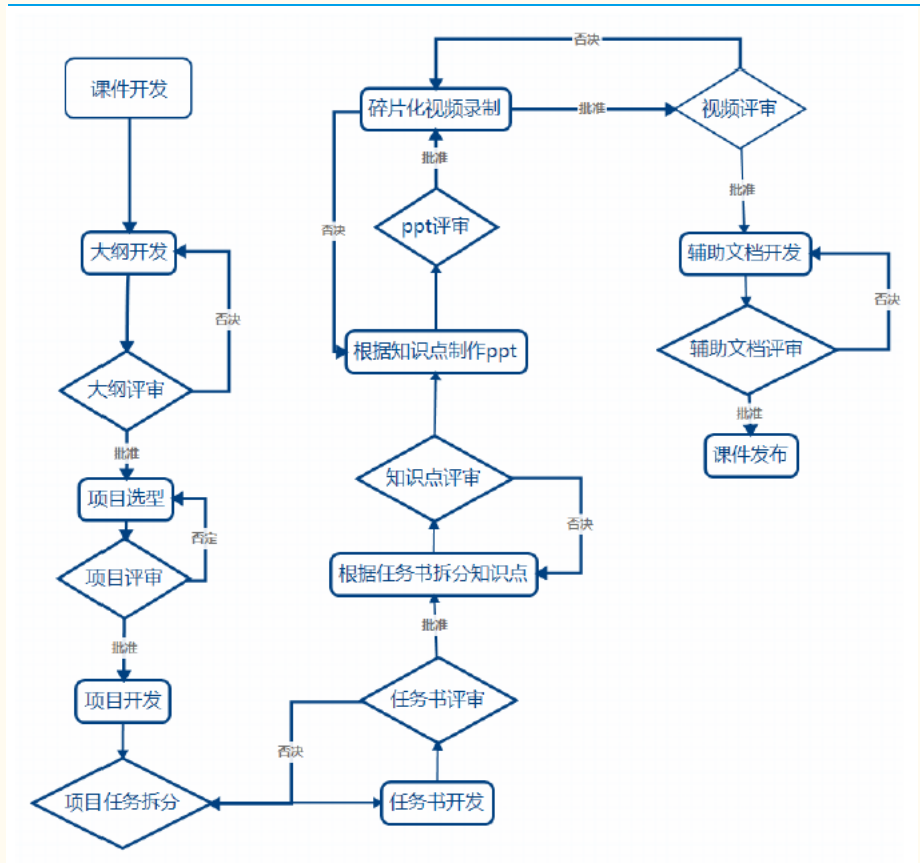
图表 24：课程研发流程图



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 课程研发完成后，翡翠教育会针对具体的课件进行进一步开发，对教学内容实行全方位的标准化。内容包括具体的商业案例、教师任务材料、学生任务材料、课前教学视频、教学课件等。形成课件内容体系后，翡翠教育对教师进行培训，用于具体课程培训业务。

图表 25：课件开发流程图



来源：文化长城公告，国金证券研究所

3.3.2 总部统一规划宣传，网络+校园双渠道招生

- 招生宣传由总部统一规划多媒体广告宣传，负责 PC 端和移动端等线上推广渠道，统一宣传文案及图片、视频等内容。
- 翡翠教育招生主要通过网络推广和校园推广两种方式。①通过在百度、360、搜狗、58 同城等合作网站投放广告的方式进行网络推广。用户通过网站的搜索、广告推广链接等途径，登陆翡翠教育的官方网站了解 IT 培训课程的相应产品，并通过与客服人员咨询培训问题，约见沟通推荐上课。翡翠教育正积极扩充网络营销渠道，避免对单一渠道产生严重依赖。②通过在大学、职业院校开设讲座、进行项目辅导、项目实训等方式，针对计算机专业的在校生进行宣讲招生。宣讲过程中客服人员问题进行解答，并沟通推荐上课。

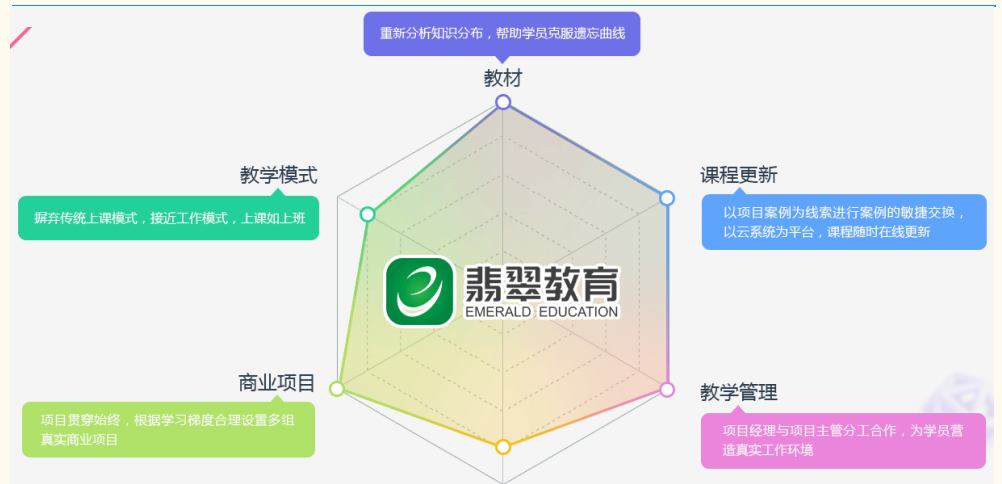
3.3.3 授课模式三大特色：理论+实训、教师+项目经理、任务式驱动

- 翡翠教育的授课模式打破了固定、枯燥的知识序列，将学科知识转化成具体的商业案例，并划分为数个任务，以学习碎片化的基础理论知识视频，结合项目经理进行辅助互动实践相结合，把理论知识第一时间转化为实践，为符合企业岗位要求及规范设计而成。具体可以总结为以下三大特点：
- **基础知识讲解+实操指导培训**，翡翠教育通过总部将优质核心的教师统一进行调配与管理，并辅助以技术人员与项目经理，解决了技术知识讲课难、学生学习体验实操性差等教学关键点，通过实操指导培训，结合基础知识教学。课程培训前，翡翠教育会将课件下发给学员，学生可以提前了解理论层面的知识结构，完成基础内容的预习。实际培训过程中，针对实操性强的教学内容，以典型案例为指导，将各步骤教学与场景、游戏、演示、

学员动手等授课方式相结合。翡翠教育不仅重视理论知识的教学，更有老师负责学员操作实践、场景应用等实操练习。

- **教师与项目经理（助教）相结合。**实际培训过程中，翡翠教育采取教师与项目经理相结合的授课方式。翡翠教育总部集中控制教学质量、教学进度，对教学实施把控；项目经理进行实操性的技术辅导。改变了行业内传统以教师为中心的教学模式，把项目经理辅助实施环节进行了加强，使学生学习效果、学习体验进一步提升。
- **任务式驱动。**翡翠教育以具体商业案例为驱动，将案例按照实际开发过程、工时及教学需求，拆分成不同的知识点，形成每天的任务材料进行培训。例如：做一个照片拼图的游戏软件需耗费一个程序员 60 个工时，在这 60 个工时里，程序员需要完成 16 个任务。翡翠教育将这一商业案例拆分成 60 个学时，对应教学 16 个任务。当整个商业案例的任务都教学完成后，学员也掌握了类似商业案例的开发。

图表 26：翡翠课程六大特色



来源：翡翠教育官网，国金证券研究所

3.4 昊育信息：信息化业务优化学习过程，助力 IT 培训打造 IT 人才培养体系

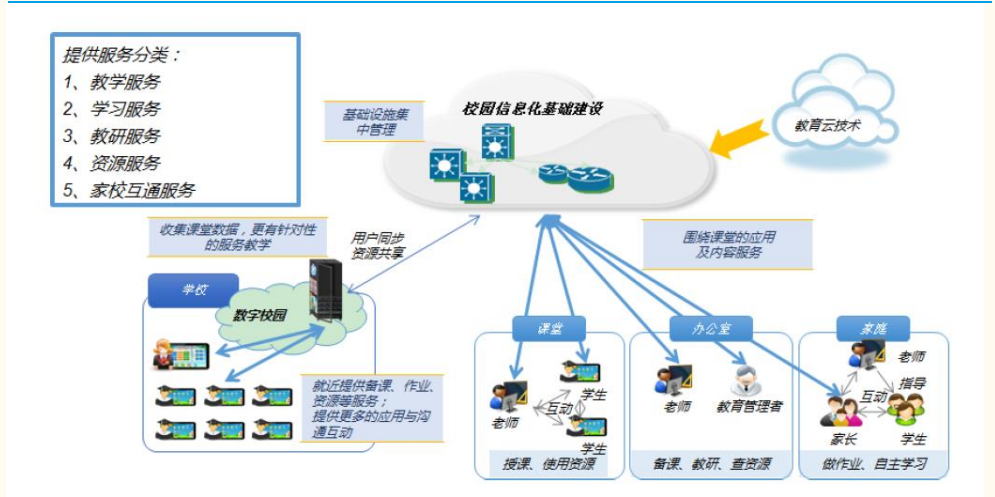
- 2015 年 12 月翡翠教育获得 B 轮融资 1.5 亿元，在 2016 年 5 月翡翠教育以重量级资本收购了信息 51% 股权。此次收购标志着翡翠教育从 B2C 产学研一体化发展到 B2B2C 产学研一体化创新升级的商业模式的全新过渡。
- 昊育信息主要为中小学及职业院校提供整体解决方案，包括校园信息化基础建设、智慧课堂等产品的设计、开发及实施。同时，昊育信息结合自身在职业教育领域的经验积累，为中小学及职业院校提供拓展型、研（探）究型的创新教育应用及配套服务。
- 昊育信息所从事的教育信息化业务，可以起到为翡翠引流学生的作用，形成优势互补。通过对昊育的用户教学大数据的分析，就能掌握潜在的可转化客户群，实现了获客成本的降低与目标客群转化率的提升。翡翠教育将通过昊育信息的 B2B 业务积累大量的学生、老师和学校“用户群体”，通过对接雇主企业输送人才积累企业用户群体，从而具备了搭建校企平台的基础。

3.4.1 三大产品：校园信息化基础建设&智慧课堂&创新教育服务应用

- 校园信息化基础建设主要是以昊育信息自主研发的软件产品为核心，定位于解决中小学、职业院校校园管理方面的需求。核心应用包括办公中心、公文流转、学籍管理、教务管理、成绩管理、人事管理等，同时还提供教

育资讯、教育资源、家校互联等的教育辅助功能。另一方面，针对区域教育行政体系，提供教育信息互通、数据共享和应用集成等功能，实现行政管理、教学互动、教师培训等各类应用，实现区域范围内均衡的教育信息化建设。

图表 27：昊育信息校园信息化整体规划



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- **昊育智慧课堂是集多功能为一体的教育信息化平台。**其主要包括电子书包、交互式黑板、3D 仿真课件、远程视频交互等教育工具，有效实现互动教学、电子化教学、学习情况测试等功能，更好地保障了“教”与“学”模式的高效实现。
- 同时，智慧教室不仅有效增强了教师的课堂控制能力，而且还能起到集中学生注意力、控制课堂节奏的效果。

图表 28：昊育智慧课堂平台



来源：文化长城公告，国金证券研究所

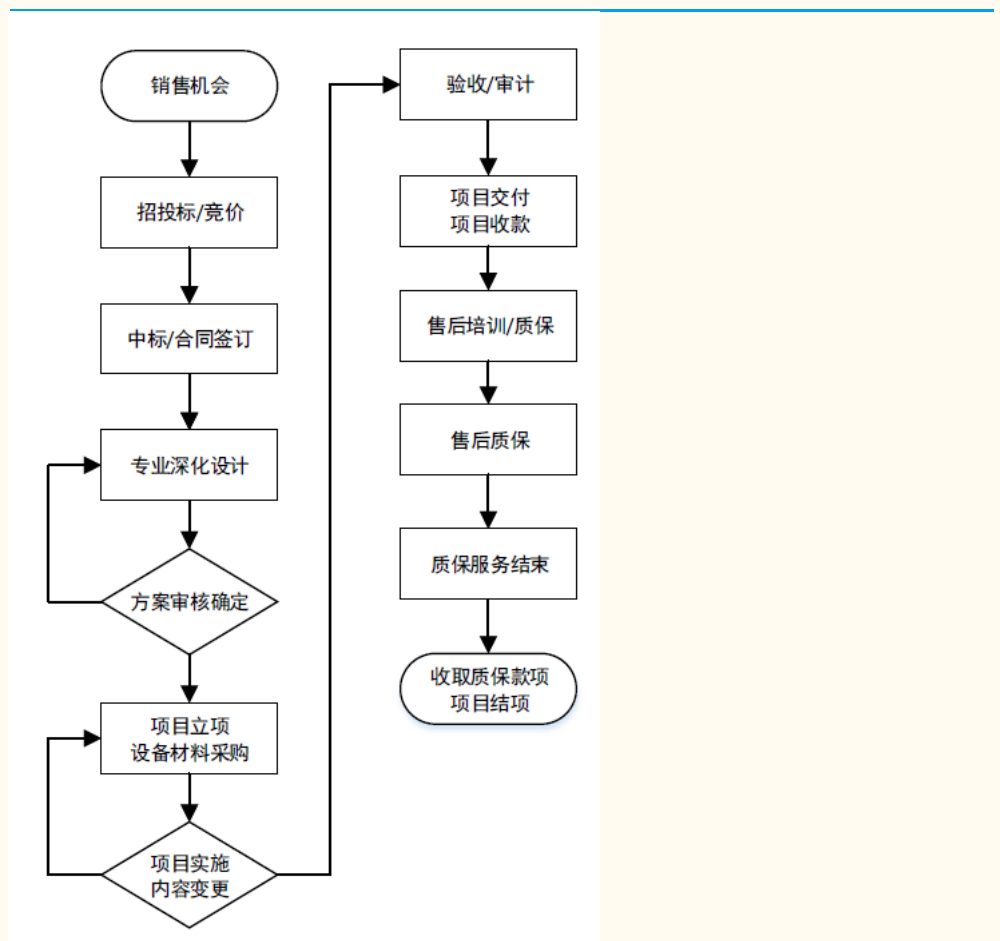
- **创新教育服务应用。**在传统的应试教育向素质教育转型的大背景下，加强素质教育越来越得到全社会的认可。在此背景下，昊育信息基于多年的职业教育行业经验，与上海农科院、上海美术学院等科研院校合作开发出以职业技能培养为导向的“STEAM”（科学、技术、工程、数学、艺术）创

新教育服务应用，主要覆盖自然科学、基础科学、工程技术、人文艺术等领域，并通过信息化集成系统的表现方式，充分满足学生探究、体验、个性化学习需求。

3.4.2 产品服务流程：教育系统集成及运营维护+硬件开发销售

- **昊育信息营业收入主要来源于教育系统集成及运营维护服务业务，及硬件开发销售。**昊育信息的教育信息化相关业务，通过教育系统集成及运营维护、硬件产品开发等方式，为客户提供产品及服务。另一方面，在教育系统集成及运营维护服务和硬件开发销售中，昊育信息通过将创新教育服务应用（如自然科学创新实验室等）添加其中以增强与用户间的联系。
- **校园信息化基础建设产品**，围绕昊育信息自主研发的硬件，主要面向中小学、职业院校等教育机构提供教育系统集成及运营维护服务，同时，也可以通过硬件开发销售的方式提供予客户；智慧课堂的建设以电子书包、交互式黑板、3D 仿真课件、远程视频交互等教育工具为主，主要通过硬件开发销售的方式予以实施，主要客户为中小学及职业院校。
- **教育系统集成及运营维护。**教育系统集成及运营维护业务是以软硬件设备与弱电工程施工的工程项目形式，完成校园内各种类型的系统集成服务，实现校园信息化。昊育信息根据客户的需求进行定制化设计及实施，具体服务流程如下：

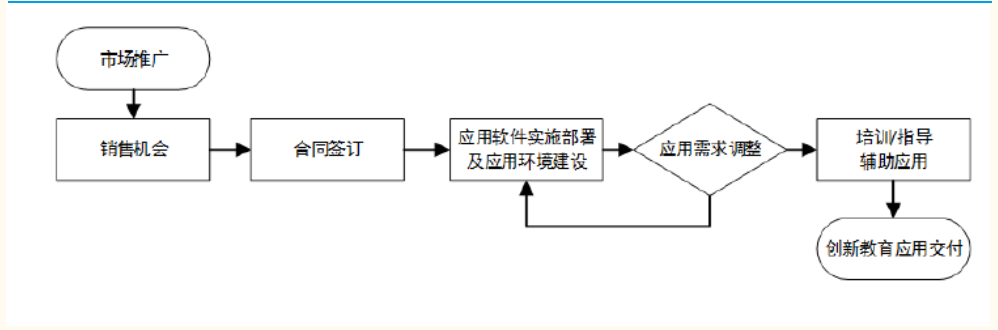
图表 29：教育系统集成及运营维护



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- **软硬件开发销售。**根据学校用户的需求，昊育信息以自主开发的软硬件产品为基础，向客户进行直接销售，其业务流程大致分为市场推广、应用软件实施部署及应用环境建设、应用需求调整、培训/指导辅助应用等。

图表 30：软硬件开发销售

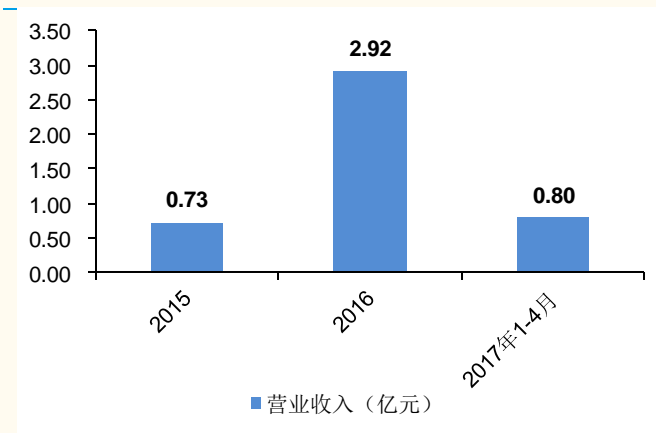


来源：文化长城公告，国金证券研究所

3.5 翡翠教育财务数据：2015-2016 一次性股权激励费用较高，2015-2017 净利润（调整后）复合增长率达 63%

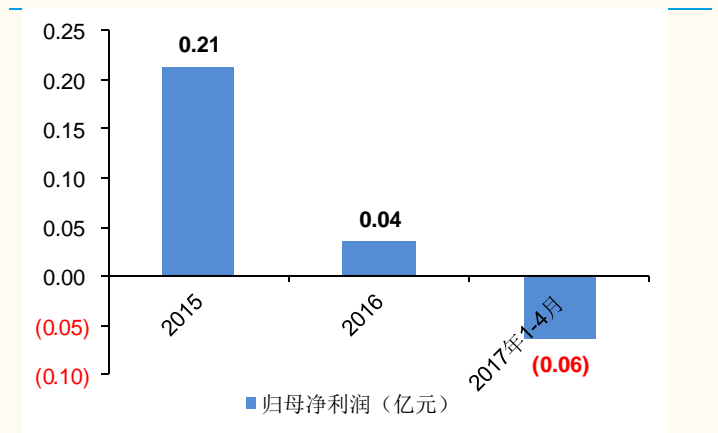
- 2016 年，翡翠教育营业收入为 2.92 亿元，同比增长达到 297.46%。2016 年归母净利润为 0.04 亿元。
-

图表 31：翡翠教育营业收入



来源：文化长城公告，国金证券研究所

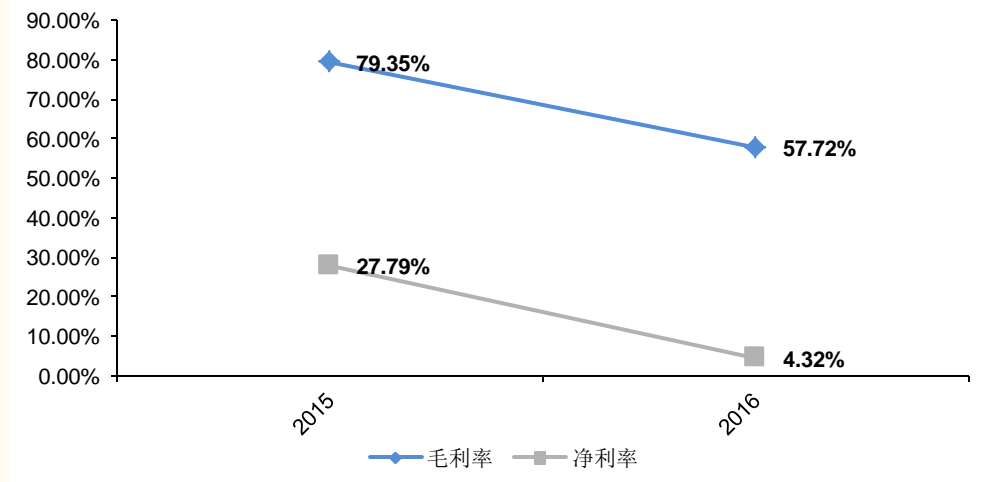
图表 32：翡翠教育归母净利润



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 其毛利率 2015、2016 年分别为 79.35%、57.72%，净利率分别为 27.79%、4.32%。导致净利率较低的主要原因是：①2016 年翡翠教育的教育培训业务扩张，规模扩大。②2015、2016 年的包括了较大比例的一次性股权激励形成的费用，导致净利润及净利率较低。③2017 年 1-4 月因公司业务的季节性及春节等因素的影响，1-4 月，收入确认相应少，而成本费用照常计提，致使 1-4 月营收净利及对应比率较低，全年主要部分的营收和利润将在下半年完成，预计主要收入及利润将于下半年确认，毛利率&净利率会回升至正常水平。

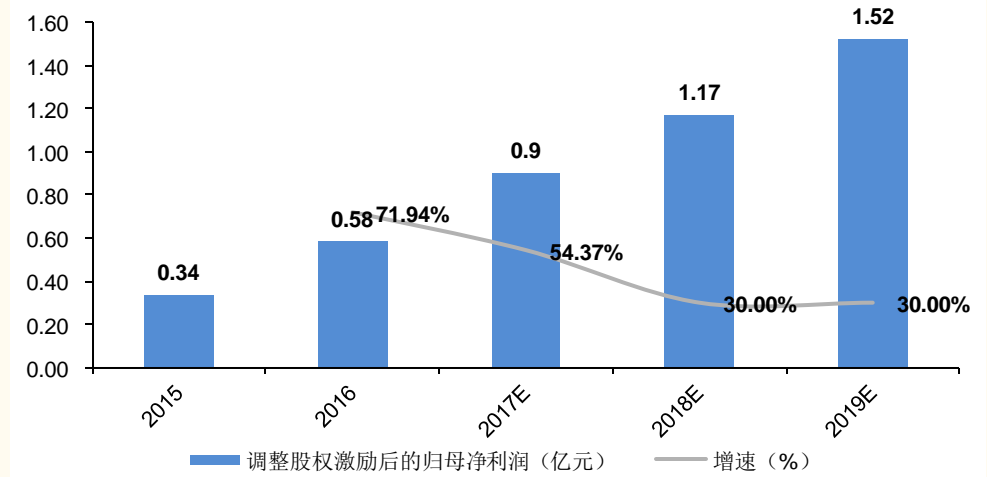
图表 33：翡翠教育毛利率、净利率情况



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- **2015-2016 年股权激励费用较高，调整后净利润复合增长率达 63%。**因翡翠教育 2015-2016 年计划实施股权激励，2015 年和 2016 年分别 0.13 亿元和 0.55 亿元股权激励费用计入翡翠教育本部管理费用。调整股权激励形成的费用后，2015、2016 归母净利润分别为 0.34、0.58 亿元，增速达 71.94%，考虑到 2017E 的情况，2015-2017 年净利润复合增长率达 63%，2017-2019 净利润承诺复合增长率为 30%。可以看到，经调整后实际净利润及净利率大幅上升，故预计业绩承诺有望如期完成。

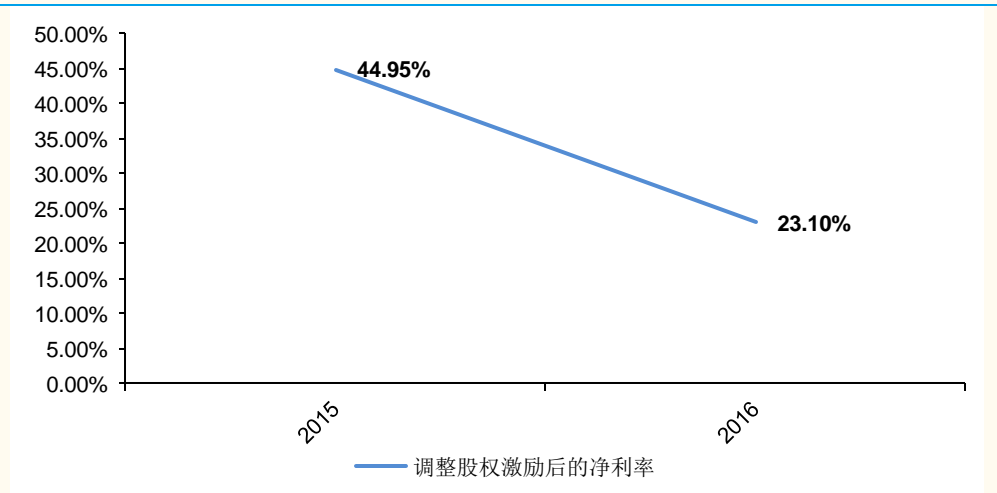
图表 34：翡翠教育调整后的归母净利润



来源：文化长城公告，国金证券研究所

注：2017E、2018E、2019E 为业绩承诺数据

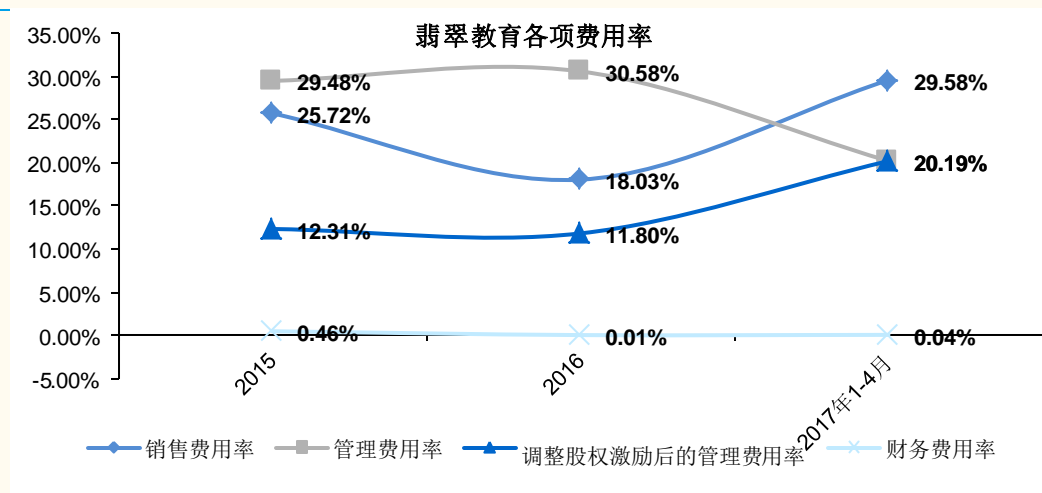
图表 35：翡翠教育调整后的净利率



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 翡翠教育销售费用 2015/2016/2017 年 1-4 占当期营业收入比例为 25.72%、18.03%和 29.58%。2016 年，销售费用占营业收入的比例有所下降，主要系 2016 年翡翠教育增加了昊育信息的教育信息化相关业务，其销售费用占比较小所致。2017 年 1-4 月，销售费用占比相对较大，主要系 2017 年 1-4 月职业教育培训及教育信息化业务上半年处于相对淡季，且春节因素的影响，确认的收入相对较少，而相关的销售费用仍正常支出，因此 1-4 月份销售费用占收入比相对较高。
- 翡翠教育 15-16 年调整后管理费用率分别为 12.31%、11.80%。2016 年占比上升主要源于校区规模的增加，所导致的职工薪酬及租赁和物业水电管理费、折旧和摊销费上升。此外，股权激励费用是 2015、2016 年管理费用重要的组成部分，2015 年和 2016 年分别为 0.13 和 0.55 亿元计入翡翠教育本部管理费用，调整股权激励后的管理费用率分别为 12.31%、11.8%。

图表 36：翡翠教育各项费用率情况



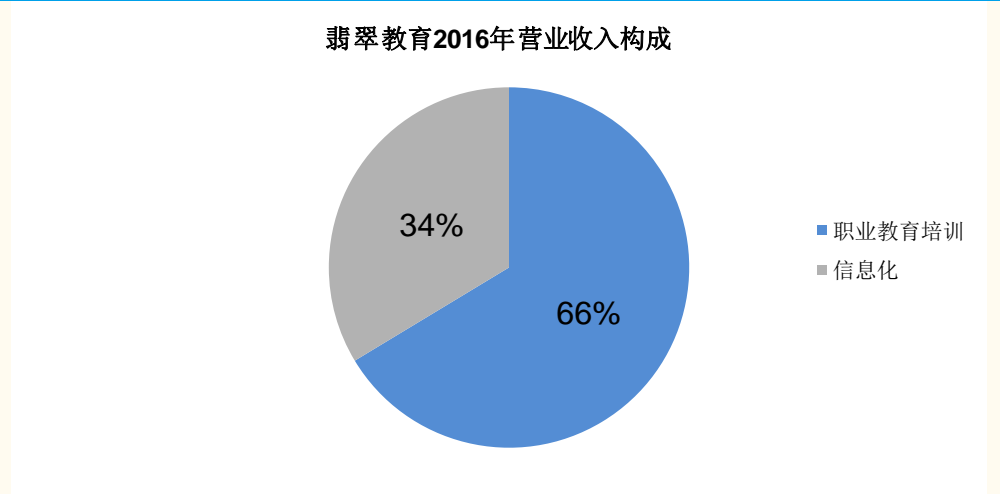
来源：文化长城公告，国金证券研究所

3.6 翡翠教育业务结构分析：2016 年培训业务增速为 176.96%

- 按业务类型划分，翡翠教育的主营收入可以分为职业培训与信息化两部分。信息化中又包含了教育系统集成及运营维护与软硬件开发销售两部分。

2016 年，翡翠教育的培训收入占总营收 66.35%，信息化业务中教育系统集成及运营维护占 28.02%，软硬件开发销售占 5.63%。

图表 37：翡翠教育 2016 年营业收入构成

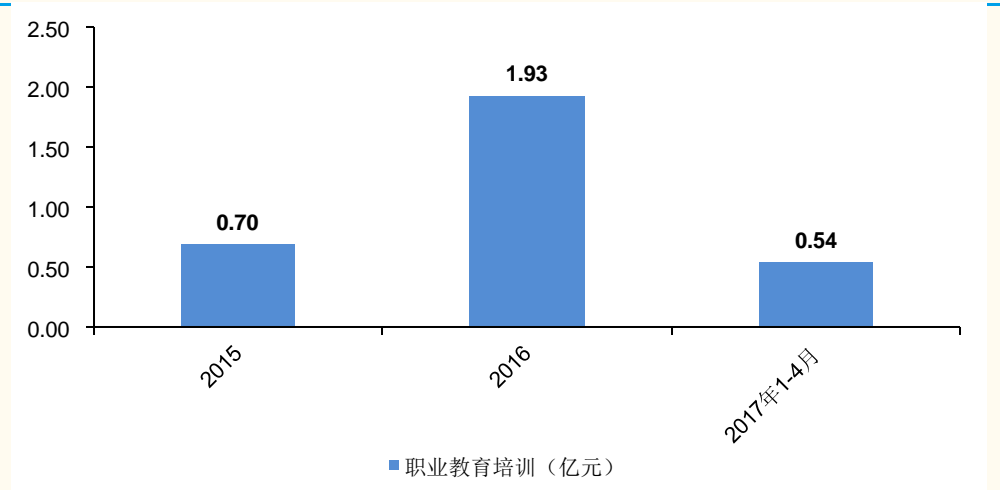


来源：文化长城公告，国金证券研究所

3.6.1 职业教育培训：收入增长迅速，加强布局扩大规模

- 职业教育培训收入增长迅速，2015 至 2017 年 1-4 月分别为 0.7 亿元、1.93 亿元和 0.54 亿元，占主营业务收入的比例分别为 95.40%、66.35% 和 68.28%。2016 年达到 1.93 亿元，同比增长高达 176.96%。
- 主要原因是课程研发能力强，且其加强业务布局，扩大了业务规模。2016 年，在前期业务布局的基础上，翡翠教育在南京、南宁、济南、南昌等省会城市、重要城市新设教学中心，并在原有教学中心基础上新设校区，以进一步强化公司的业务布局，加大服务范围的覆盖。随着教学中心的增加、教学中心招生人数、满座率的逐步提高，翡翠教育的营业收入呈增加趋势。目前翡翠教育已布局全国 29 个城市，旗下直营网点 60 余个。
- 根据草根调研情况，翡翠教育人均学费约 2 万元左右，学生培训周期约 4.5 个月，收费和培训周期均略高于其可比公司达内科技（美股上市公司 TEDU）的 1.8 万元，可推算得 2016 年，翡翠教育培训业务学生约 9600 人。根据草根调研情况，翡翠教育单个网点面积以 500-800 平米为主，约 200-300 座位，考虑到 4.5 个月的培训周期，理论上，完全满负荷状态下单个网点每年可培训 500-700 学生。

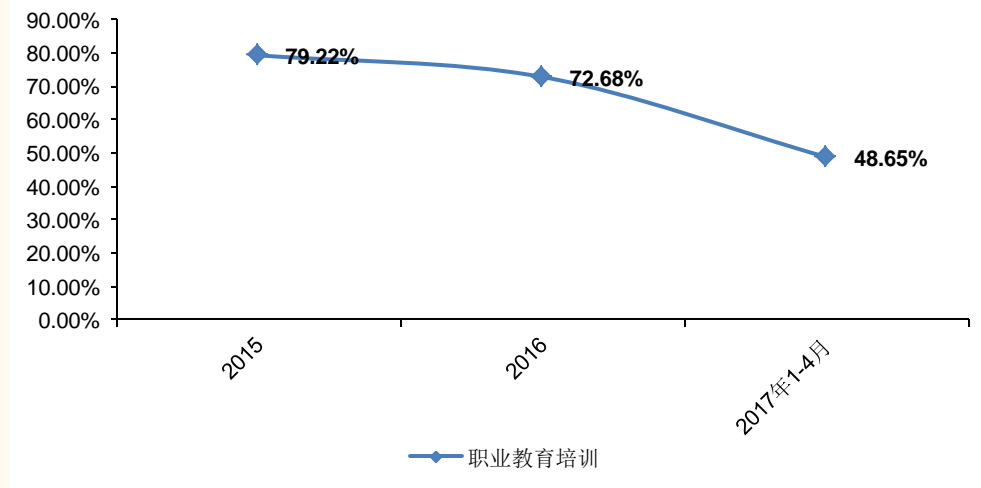
图表 38：职业教育培训收入及占比情况



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 教育培训业务的毛利率分别为 79.22%、72.68%和 48.65%。其中 2016 年翡翠教育的毛利率有所下降，主要原因是教师人员成本上升，且 2016 年校区快速增长，新校区仍处于培育周期，满座率相对较低。2017 年 1-4 月，翡翠教育毛利率相对较低，主要系翡翠教育采用面授形式的培训方式，因春节等假期因素的影响 1-4 月的课程进度，因此其收入相对较少，而员工薪酬、校区租赁费等固定成本照常发生，因此毛利率相对较低，预计 2017 全年毛利率水平为 70%以上正常水平。

图表 39：职业教育培训业务毛利率

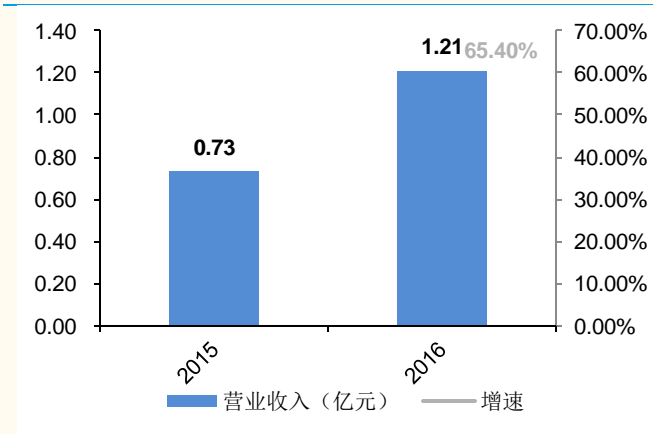


来源：文化长城公告，国金证券研究所

3.6.2 教育信息化业务：昊育信息 2016 营收增长 65.4%，净利润同增 112.72%

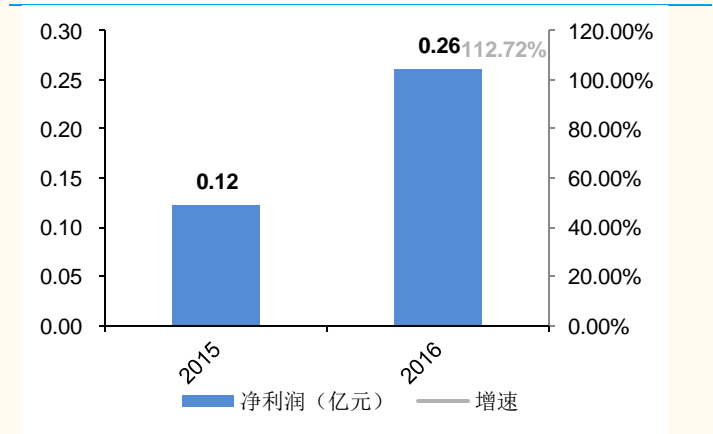
- 2015-2016 年，昊育信息的营业收入分别为 0.73、1.21 亿元，同比增长 65.4%。净利润方面，由 2015 年 0.12 亿元增长到 2016 年 0.26 亿元，增速高达 112.72%。

图表 40：昊育信息营业收入情况



来源：文化长城公告，国金证券研究所

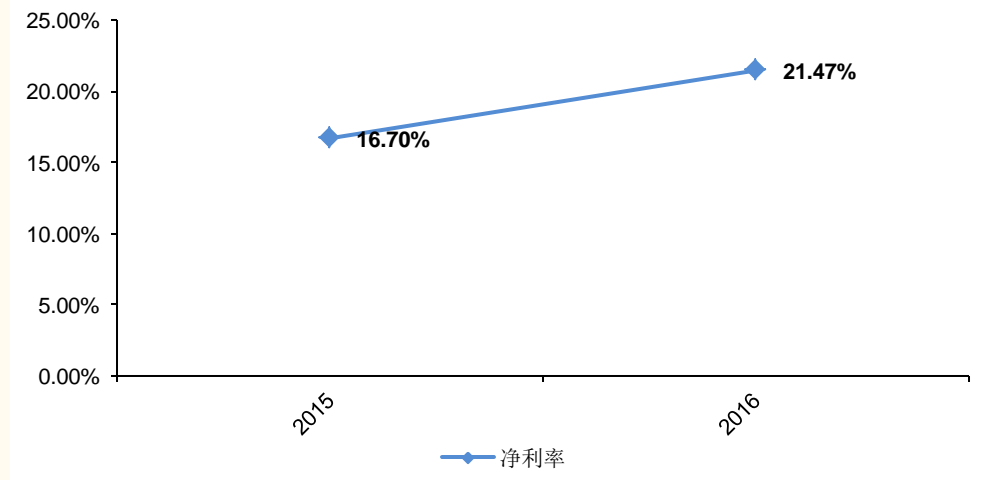
图表 41：昊育信息净利润情况



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 昊育信息的净利率同时上升，由 2015 年的 16.7%上升到 2016 年 21.47%。

图表 42：昊育信息净利率情况

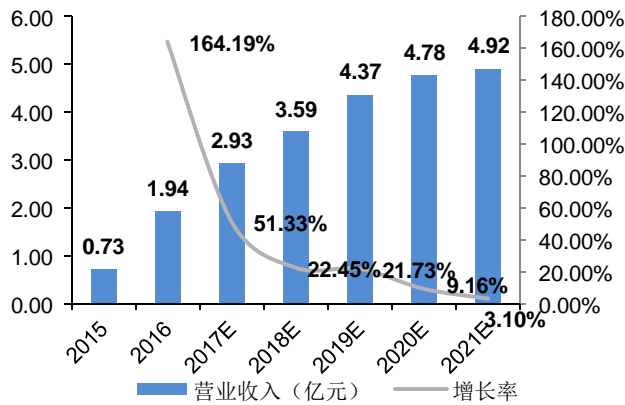


来源：文化长城公告，国金证券研究所

3.7 翡翠教育盈利情况预测（根据重组报告书）

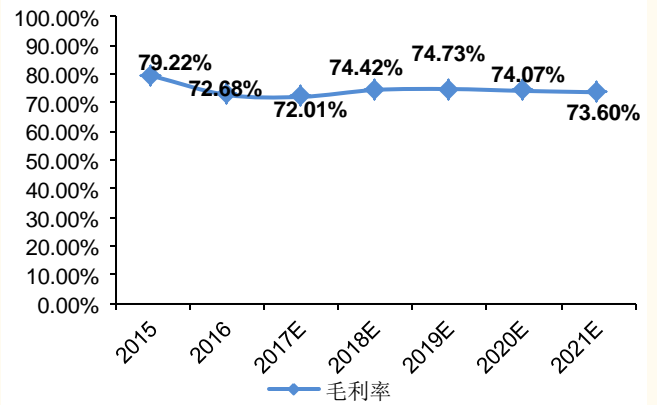
- **翡翠教育培训业务营收预测。**翡翠教育涉及多个 IT 培训学科，需求量较大，且定位服务于初入职场人群，属于职前培训范畴，该类人群的参培率高，市场潜力大。近年来翡翠教育发展很快，结合未来三年新教学中心开设计划、整体行业的发展，对其培训业务营业收入的具体预测情况如下所示：

图表 43：翡翠教育培训业务未来营业收入预测



来源：文化长城公告，国金证券研究所

图表 44：翡翠教育培训业务未来毛利率预测



来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 由于翡翠教育持有子公司昊育信息 51% 股权，且其所得税率目前为 15%，因此对其未来收益单独预测。
- 根据重组报告书预测，翡翠教育未来总收益情况的预测如下表所示

图表 45：翡翠教育未来总收益预测

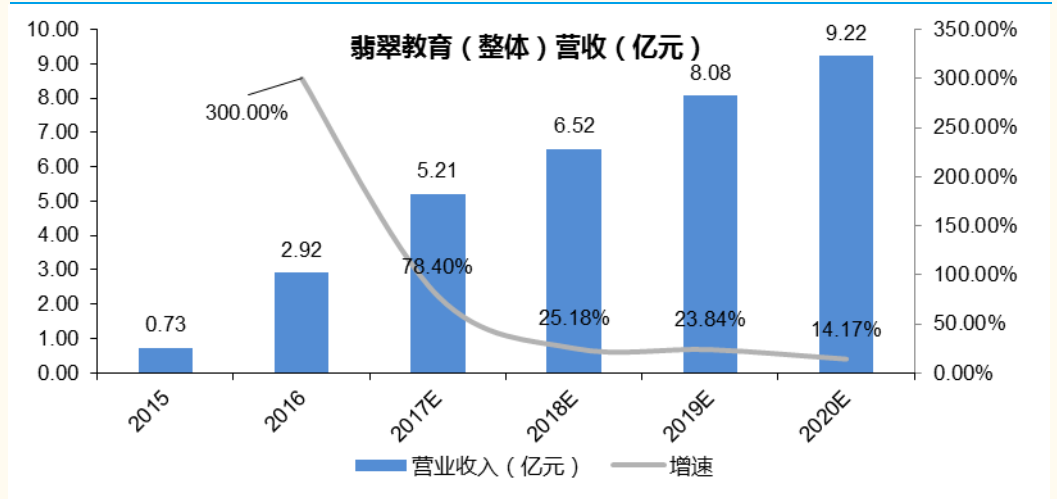
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	5.21	6.52	8.08	9.22	9.69
增速		25.18%	23.84%	14.17%	5.10%
净利润 (亿元)	1.06	1.39	1.79	1.94	1.95
归母净利润 (亿元)	0.88	1.17	1.51	1.61	1.61
增速		32.47%	29.05%	7.03%	-0.49%

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
毛利率	53.73%	54.24%	53.96%	52.51%	51.63%
净利率	20.44%	21.31%	22.13%	21.12%	20.08%
销售费用率	16.33%	15.49%	14.86%	14.90%	15.25%
管理费用率	11.75%	11.89%	11.20%	11.04%	11.12%
财务费用率	0.10%	0.08%	0.07%	0.06%	0.06%

来源：文化长城公告，国金证券研究所

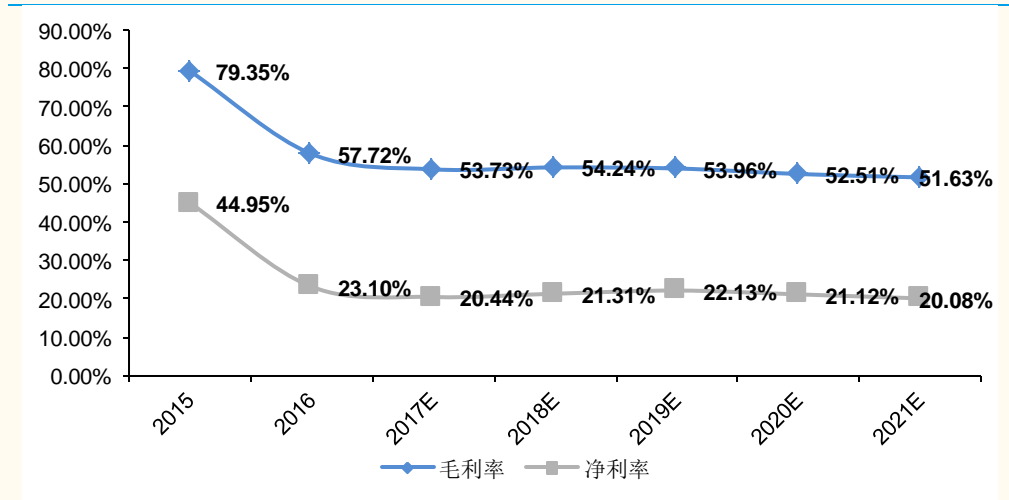
注：昊育信息之子公司上海安逆杰信息技术有限公司拟从其母公司剥离，本次评估未考虑其未来的收益。

图表 46：翡翠教育（整体）营收情况



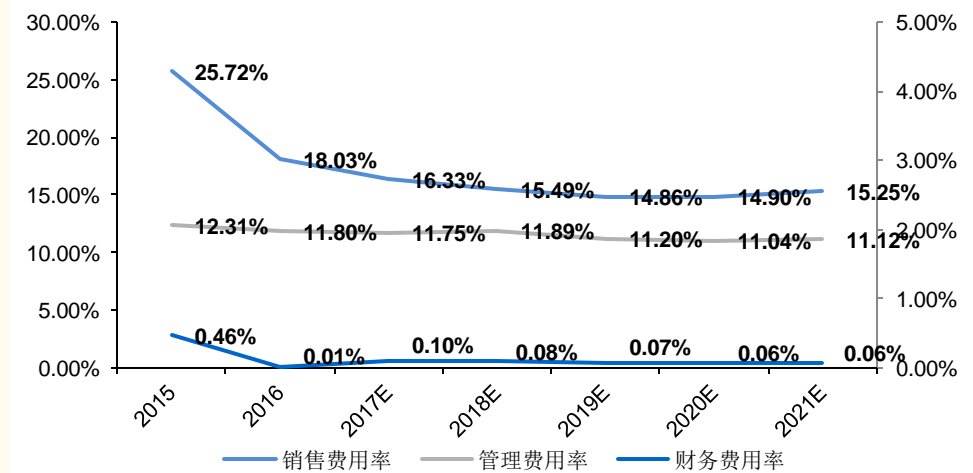
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：翡翠教育（整体）毛利率、净利率预测



来源：文化长城公告，国金证券研究所

图表 48: 翡翠教育(整体)各项费用率情况预测(调整股权激励后)



来源: 文化长城公告, 国金证券研究所

4. 文化长城: 陶瓷业务稳定发展, 坚定转型职教领域

4.1 地处“中国瓷都”, 文化长城陶瓷底蕴深厚

- 文化长城成立于 1996 年, 是国内的艺术陶瓷领域的龙头企业之一, 地处素有“中国瓷都”美誉的广东省潮州市, 公司自创立起就有着深厚的陶瓷底蕴。在创业之初, 公司主要从事各种中高档工艺、日用瓷的研发、制造、销售等, 以出口业务为主, 已自行开发设计出各式艺术陶瓷产品上万种, 其中有近百项申报国家专利品种。近年来, 公司逐渐拓展业务渠道, 采用整合世界优秀创业文化元素的方式, 加速实现品牌升级, 提高品牌的国际影响力。公司已与施华洛世奇、泰迪珍藏等世界知名品牌合作, 创新传统陶瓷行业, 研发生产出独特的陶瓷工艺品, 提高了文化长城在行业内的口碑与声誉。
- 公司于 2010 年 6 月 25 日在深圳证券交易所创业板挂牌上市, 成为了首家在创业板上市的创意艺术陶瓷企业。

图表 49: 文化长城旗下 G&W 珠宝瓷



来源: 文化长城官网, 国金证券研究所

图表 50: 文化长城瓷器图示



来源: 文化长城官网, 国金证券研究所

4.2 业务转型目标坚定, 专注优质教育标的

- 公司自 2015 年起进行战略转型，结合自身的文化底蕴优势，公司选择了职业教育领域作为实现战略转型的重要方向。2016 年公司通过并购多家优质的教育标的正式切入教育市场。
- 2015 年 1 月公司增资联讯教育，投资后持有联讯教育 20%的股权；2016 年 8 月公司通过发行股份及支付现金的方式收购联讯教育剩余 80%的股权并完成过户变更，至此联讯教育成为公司的全资子公司。联讯教育是从事智慧校园整体解决方案和增值运营服务，以智慧教育基础信息服务为基础应用，覆盖了学生从幼儿园到职业院校毕业期间的在校学习、生活的全过程。
- 联讯教育的产品主要包括三部分，①教育信息化服务：联讯提供的智慧校园整体解决方案为学校提供教育信息管理、短信、互动、校园一卡通等平台 and 系统，老师和教务系统可在平台上发布公告、共享优秀课件及电子图书、管理教职工信息及学生学籍、实现协同办公等功能，提高学校教育信息化的水平和教学办公效率，为学生带来更好的教学体验；同时方便学校对老师和学生的教学、学习过程进行管理；②实训实验室：结合职业学校对实训实验室的真实需求，打造真正满足学生实际操作和未来职业需求的实验室，覆盖工业设计、数控加工、工业自动化、广告制作、动画设计等多个职业方向。

图表 51：联讯教育智慧校园整体解决方案



来源：联讯教育官网，国金证券研究所

图表 52：联讯教育实训实验室服务方案



来源：联讯教育官网，国金证券研究所

- 收购联讯教育 80%的股权时，文化长城的交易对方承诺联讯教育 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年实现的净利润分别不低于 0.25/0.6/0.78/1 亿元，公司 2015/2016 年实现的净利润分别为 0.27/0.6 亿元，均超额完成业绩承诺。我们认为联讯教育未来有望保持持续增长的态势，为公司整体的业绩增长奠定基础。

图表 53：联讯教育业绩承诺

联讯教育	2015	2016	2017	2018
业绩承诺（净利润/亿元）	0.25	0.6	0.78	1

来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 公司于 2016 年 12 月 1 日以现金支付的方式收购河南智游臻龙教育科技有限公司 100%的股权，交易对价为人民币 3 亿元。智游臻龙承诺 2016/2017/2018/2019 年的净利润水平不低于 0.16/0.25/0.33/0.42 亿元。

图表 54：智游臻龙教育业绩承诺

智游臻龙教育	2016	2017	2018	2019
业绩承诺（净利润/亿元）	0.16	0.25	0.325	0.423

来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 智游臻龙的产品主要分为三个：①互联网产品研发：目前正在自主研发的项目包括超购王；②互联网项目技术合作（包括“同行吧”、“戏缘”等产品）；③互联网人才输出：即进行招生及人才培养服务。智游教育是隶属于智游臻龙旗下的高端 IT 教育品牌，也是河南本土最具有规模的 IT 人才职业技能培训基地。目前，智游教育已在北京、安徽、山东、山西、陕西等地建立院校，通过培养学生的大数据、JAVA、Python、UI、网络安全等专业的 IT 技能，为知名的信息技术等企业输送中高端 IT 人才。目前智游的毕业学生在一线城市的平均就业起薪已达到了 10200 元，一些学员的起薪年薪达到了 30 万元，有效解决了当前就业难和 IT 专业人才短缺的矛盾。
- 公司运用真实的项目案例开发，建立学生与用人企业之间的连接，解决企业所需的人才痛点，真正的培养出符合用人企业需要的员工，提高员工的核心竞争力。

图表 55: 智游教育项目开发实战宣传材料



来源: 智游教育官网, 国金证券研究所

图表 56: 翡翠、联讯、智游的业绩承诺列示 (单位: 亿元)

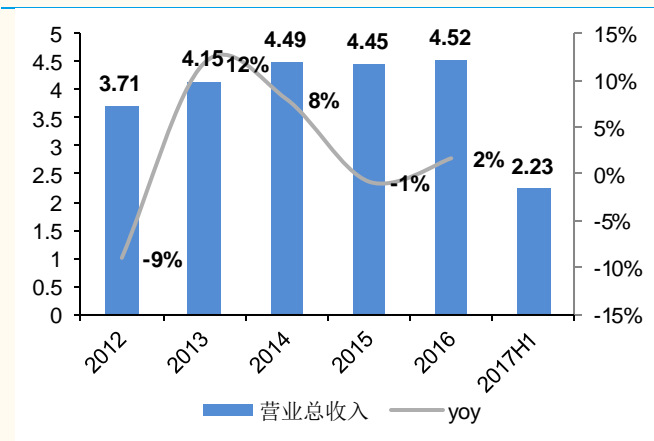
	2015	2016	2017	2018	2019
翡翠	/	/	0.9	1.17	1.52
联讯	0.25	0.6	0.78	1	/
智游	/	/	0.25	0.325	0.423

来源: 文化长城公告, 国金证券研究所

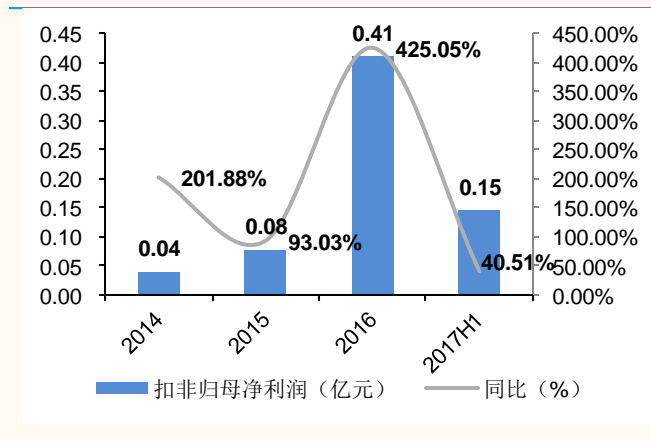
4.3 坚定转型职业教育, 借助资本平台打造职业教育生态圈

- 公司的营业收入在 2011 年前一直保持增长态势, 但是受到宏观经济和陶瓷产业自身增长性的影响, 陶瓷产业的增速近年来逐渐放缓。2012 年公司的营业收入下降, 至 2016 年公司营业收入呈回暖态势。2016 年, 国内经济处于经济发展方式转变和经济结构调整阶段, 目前国内宏观经济呈现周期性放缓, 未来几年国内经济潜在增速也有下行的压力。
- 受公司转型战略影响, 公司借助资本平台打造职业教育生态圈的战略方向也在公司业绩上得到了充分的体现, 2016 年公司的营收较 2015 年同比增长 1%, 达 4.52 亿元。其扣非归母净利润保持着高增速, 2016 年同比增长高达 425.05%, 为 0.41 亿元。主要是因为教育类业务的整体毛利率、净利率较高, 随着公司的收入结构发生变化, 公司的盈利能力也发生巨大的转变, 净利润增长显著。

图表 57: 文化长城营业收入 (单位: 亿元)



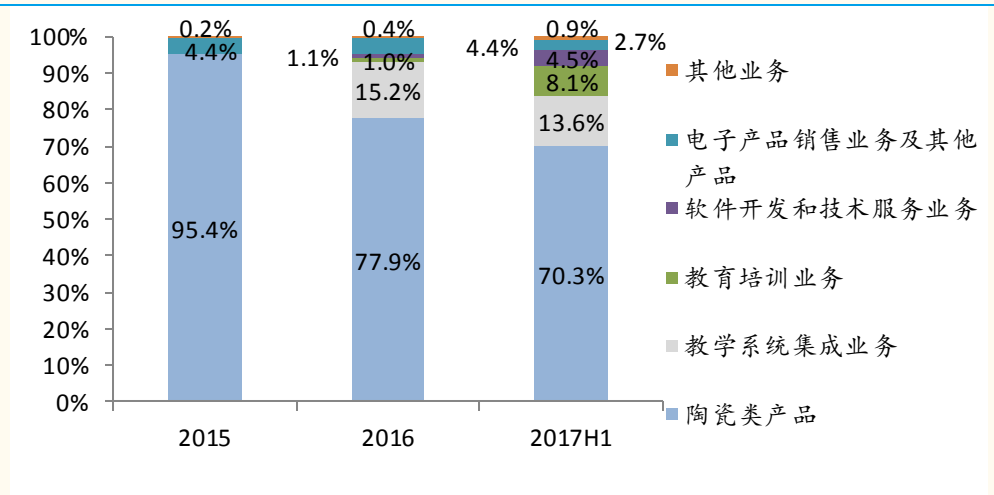
图表 58: 文化长城扣非归母净利润 (单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

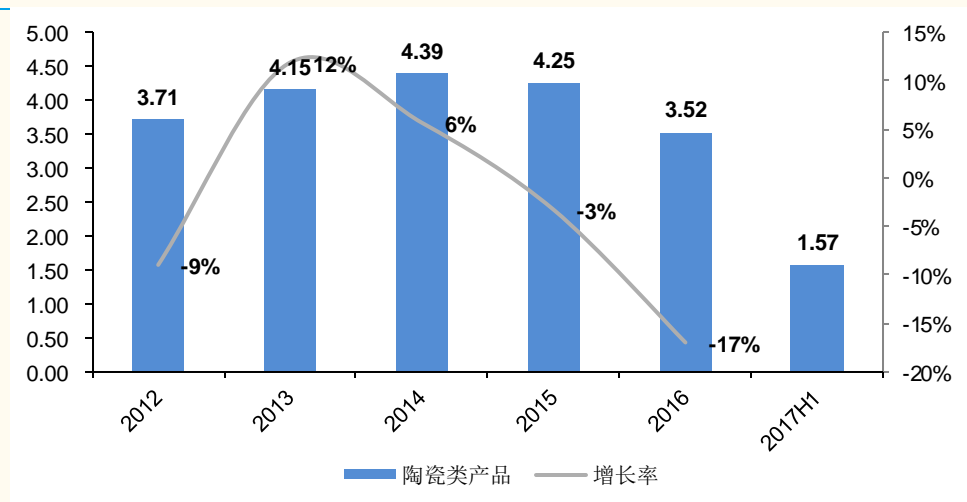
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 59：文化长城 2015-2017H1 分类产品营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 60 文化长城 2007-2017H1 陶瓷类产品营业收入（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司的陶瓷类产品营业收入自 2014 年起持续下滑，但公司的整体收入相对平稳，且在 2016 年有了显著提升。一方面印证了传统陶瓷类业务的市场竞争压力逐渐加大，全球经济大环境对其产生影响；另一方面也凸显了公司战略转型的必要性与前瞻性，且 2016 年公司整体营收的增长也说明了公司在并购及并购后的资产整合方面具有的实力，能够协同被并购企业共同发展，提高公司整体的运营效率和业绩水平。

图表 61：各教育标的收购情况汇总

序号	标的名称	起始时间	完成时间	标的业务	业绩承诺
1	广东联讯教育科技有限公司 (20%)	2015/1/20		智慧校园基础信息运营服务、学校实验实训室	2015 年净利润不少于 2500 万元；2016 年净利润不少于 3750 万元；2017 年净利润不少于 4875 万元。
2	北京知智慧科教育科技有限公司	2015/10/8		前沿科技领域综合教育解决方案	-
3	广东联讯教育科技有限公司 (100%)	2016/2/15	2016/8/4	智慧校园基础信息运营服务、学校实	2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年度承诺净利润分别为

序号	标的名称	起始时间	完成时间	标的业务	业绩承诺
4	河南智游臻龙教育科技有限公司	2016/10/11	2016/12/1	验证实训室 软件研发和技术培训业务	2,500 万元、6,000 万元、7,800 万元和 10,000 万元。 2016 至 2019 年每年度智游臻龙实际实现的净利润分别为 1,600 万元、2,500 万元、3,250 万元和 4,225 万元。 2017 年度实现净利润 9,000 万元、2017 年至 2018 年共计实现净利润 20,700 万元、2017 年至 2019 年共计实现净利润 35,910 万元。
5	翡翠教育	2017/9/20	未完成	职业教育	

来源：文化长城公告，国金证券研究所

- 公司自 2016 年完成收购联讯教育、智游臻龙后，营业收入结构发生了变化。2016 年公司实现合并营收 4.52 亿元，其中传统的陶瓷业务实现营收 3.52 亿元，占总营收的 77.8%；教育类业务实现营收约 0.78 亿元，占总营收的 17.3%。传统陶瓷业务的收入占比从 2015 年的 95.42% 逐渐降低至 2017H1 的 70.2%，公司的转型目的明确且转型效果显著。我们认为，公司通过整合培训类&教育信息化企业，和产业内的上下游客户共同合作、引流，构建职业教育生态圈，提高协同效应。其中教育信息化企业一方面通过在职业高校合作的项目实现引流营销、精准投放，另一方面，教育信息化企业上下游合作机构也有望为 IT 培训学生提供相当的实训机会。

5. 投资建议

- ①**全资收购翡翠教育，职教业务转型方向坚定。**文化长城拟增发股份&支付现金收购翡翠教育 100% 股权。交易作价 15.75 亿元，其中以增发股份对价 8.22 亿元，占总对价 52.17%，共发行 0.55 亿股，发行价格为 14.93 元/股，并通过配套募集资金，以现金支付对价 7.53 亿元，占总对价 47.83%。同时，向不超过 5 名特定投资者非公开发行股票，拟募集配套资金总额不超过 7.833 亿元，其中拟募集不超过 0.3 亿元用于支付本次交易的中介机构费用，募集 7.533 亿元用于支付本次交易现金对价。翡翠教育原股东承诺，2017/2018/2019 年翡翠教育承诺实现净利润不低于 0.9/1.17/1.52 亿元。**锁定期安排：**因本次发行而取得的文化长城股份在本次发行完成时全部锁定，在持有文化长城股权满 12/24/36 个月内，且在翡翠教育履行业绩承诺后，可按照 25%/32%/43% 进行分批减持。
- ②**翡翠教育：IT 职业培训龙头企业之一，全国连锁遍布 29 市，IT&设计&数字艺术多品类全面覆盖。**翡翠教育创立于 2012 年，是一家以实战型 IT 人才培养为核心的集团化教育机构。截至 2017 年 4 月末，翡翠教育培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等全国 29 个城市。其设立了 70 余家分支机构，在职员工 1500 余人，年培养行业人才超过 10000 人，同时为 6000 余家企业输送技术人才。**六大板块 17 种细分产品，培训+信息化扩张可期。**翡翠教育主要产品为向学员提供的 IT 培训课程，以及控股子公司昊育信息从事的教育信息化相关业务。专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六大板块，下设 17 种细分产品。近两年以来，翡翠教育发展迅速，营收利润高速增长，而 15-16 年翡翠教育的股权激励产生较高费用，还原调整股权激励产生的管理费用后，2015-2017E 翡翠教育实现净利润 0.34 亿、0.58 亿、0.9 亿，复合增长率达 63%。
- ③**文化长城：陶瓷行业龙头企业，坚定教育转型方向推进顺利。**文化长城自 2015 年起逐步转型职教领域，充分发挥公司在文化领域的积累与底蕴，形成原主业陶瓷工艺品的生产与职教双轮驱动格局。2016 年，公司先后并购了联讯教育、智游臻龙，成为公司全资子公司。公司在职教领域持续性的并购举措显示了公司高效的并购整合效率和健全的合并后管理机制。**2017 年是公司转型职教迈出重要一步的一年，公司职业教育转型方向已经**

逐渐清晰，我们认为公司先后完成联汛教育、智游臻龙将为公司构建职业教育生态圈奠定基础，未来重组翡翠教育具备战略性意义，有望为公司职教生态圈构筑较高管理&品牌壁垒，并长期增强公司的持续盈利能力。

- 若顺利收购翡翠教育，文化长城在教育领域的布局将落下重要一子，显著增强公司在职业教育培训领域的竞争力及长期盈利能力。考虑到增发进程，我们预计翡翠教育 2018 年实现并表，预计 2017-2019 年公司 EPS 为 0.208 元、0.494 元、0.616 元，对应 PE 为 72x, 30x, 24x，若将 2017 年翡翠教育全年利润并入计算，2017 年公司 PE 约为 38x。首次覆盖，给予公司“增持”评级，目标价 17.1 元。
- 风险提示：重组并购尚未完成

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	449	445	452	595	1,370	1,623	货币资金	330	286	561	1,704	1,553	1,905
增长率		-0.8%	1.7%	31.5%	130.3%	18.4%	应收账款	182	196	260	288	662	749
主营业务成本	-320	-320	-289	-301	-603	-671	存货	95	91	106	95	190	184
%销售收入	71.3%	71.9%	63.9%	50.7%	44.0%	41.4%	其他流动资产	34	23	46	23	44	49
毛利	129	125	163	294	767	952	流动资产	641	596	973	2,109	2,450	2,887
%销售收入	28.7%	28.1%	36.1%	49.3%	56.0%	58.6%	%总资产	55.1%	50.1%	39.6%	57.2%	60.9%	64.8%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-8	-19	-23	长期投资	31	131	120	231	230	230
%销售收入	0.9%	0.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	169	159	188	172	161	151
营业费用	-42	-40	-39	-107	-247	-303	%总资产	14.5%	13.4%	7.7%	4.7%	4.0%	3.4%
%销售收入	9.4%	8.9%	8.7%	18.0%	18.0%	18.7%	无形资产	318	301	1,169	1,175	1,182	1,188
管理费用	-52	-58	-61	-83	-219	-276	非流动资产	522	593	1,482	1,580	1,575	1,570
%销售收入	11.5%	12.9%	13.6%	14.0%	16.0%	17.0%	%总资产	44.9%	49.9%	60.4%	42.8%	39.1%	35.2%
息税前利润 (EBIT)	31	24	56	95	282	350	资产总计	1,163	1,189	2,455	3,689	4,024	4,458
%销售收入	6.8%	5.4%	12.4%	15.9%	20.6%	21.5%	短期借款	340	354	394	0	0	0
财务费用	-13	-1	-2	0	0	0	应付款项	23	31	59	43	93	107
%销售收入	2.9%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	10	5	26	18	39	124
资产减值损失	-1	-2	-9	-3	-3	-1	流动负债	373	390	480	61	133	231
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	90	90	90	91
投资收益	-7	-15	96	0	0	0	其他长期负债	0	0	126	124	131	131
%税前利润	n.a	n.a	66.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	373	390	696	275	354	453
营业利润	9	7	141	92	279	349	普通股股东权益	790	799	1,759	3,413	3,670	4,004
营业利润率	2.1%	1.5%	31.2%	15.5%	20.4%	21.5%	少数股东权益	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
营业外收支	5	5	2	3	3	3	负债股东权益合计	1,163	1,189	2,455	3,689	4,024	4,458
税前利润	14	12	143	95	282	352	比率分析						
利润率	3.2%	2.7%	31.7%	16.0%	20.6%	21.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-6	0	-7	-5	-14	-18	每股指标						
所得税率	41.9%	-2.6%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	每股收益	0.056	0.083	0.315	0.208	0.494	0.616
净利润	8	12	137	90	268	334	每股净资产	5.266	5.328	4.044	6.294	6.768	7.384
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.218	0.333	0.333	0.162	-0.256	0.664
归属于母公司的净利润	8	12	137	90	268	334	每股股利	0.000	0.000	0.025	0.024	0.020	0.000
净利率	1.9%	2.8%	30.2%	15.2%	19.5%	20.6%	回报率						
							净资产收益率	1.06%	1.55%	7.78%	2.65%	7.30%	8.35%
							总资产收益率	0.72%	1.04%	5.57%	2.45%	6.66%	7.50%
							投入资本收益率	1.57%	2.13%	2.39%	2.57%	7.13%	8.11%
							增长率						
							主营业务收入增长率	8.00%	-0.82%	1.68%	31.52%	130.30%	18.44%
							EBIT增长率	41.92%	-21.90%	135.24%	68.59%	197.71%	23.85%
							净利润增长率	133.43%	47.46%	1004.09%	-33.86%	196.01%	24.81%
							总资产增长率	8.85%	2.22%	106.44%	50.27%	9.09%	10.78%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	141.9	149.6	167.3	158.0	158.0	150.0
							存货周转天数	109.3	106.2	124.2	115.0	115.0	100.0
							应付账款周转天数	25.3	16.4	31.8	25.0	25.0	25.0
							固定资产周转天数	135.9	129.8	150.3	101.7	40.8	31.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	1.21%	8.54%	-4.37%	-47.27%	-39.86%	-45.30%
							EBIT利息保障倍数	2.3	37.7	32.1	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
							资产负债率	32.10%	32.79%	28.35%	7.46%	8.79%	10.16%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	1	3	3	3	4
增持	0	2	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.50	1.50	1.43

来源：朝阳永续

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