

中公教育借壳上市获批， 公考龙头即将登陆 A 股

借壳亚夏汽车上市获审核通过，公考龙头即将登陆 A 股。中公教育是国内非学历职业就业培训龙头，主要向大学毕业生提供公务员、事业单位、教师等泛公职的招录培训。截至 2018 年 4 月，其已覆盖 31 个省市自治区 319 个地级行政区，拥有 619 个直营分支机构，全职授课教师 7264 名，北京地区市场占有率达到 30%，其他地区市占率亦处于领先地位。2017 年中公教育收入为 40.3 亿元，同比增长 56%，归母净利润 5.25 亿元，同比增长 60.7%。

公务员招录培训收入占比过半，教师招录及教师资格培训爆发式增长。2017 年公务员招录培训（面授）收入为 20.66 亿元，同比增长 35.1%，收入占比 51.3%。教师招录及教师资格面授培训收入为 6.7 亿元，同比增长 100.1%。事业单位招录培训收入为 5.69 亿元，同比增长 91.1%。医疗卫生、电网电力等其他招录培训考试收入为 4.43 亿元，同比增长 85.6%。

培训次数增长与单价提升同时进行，协议班占比提升贡献大。2017 年面授培训占收入比重为 93.0%，面授培训达到 88.24 万人次，同比增长 42.5%；面授培训价格为 4247 元/人次，同比增长 9.56%。单价的提升主要原因是协议班占比提升，2017 年协议班收入占比为 72.7%，比 2016 年提升 14.7 个百分点，对比来看最大竞争对手华图教育协议班占比仅为 40.2%。

公务员招录人数步伐放缓，教考培训行业迎来春天。从行业空间角度来看，教培行业市场规模由报考人数、参培率、客单价决定，其中参培率近几年稳步提升，但增速不快，主要是依靠报考人数的增加。各类招录考试来看，公务员考试受政策和宏观经济影响较大，预计在经济下行压力加大背景下招录步伐放缓；2015 年教师资格证考试正式从终身制改为五年注册一次，多个省份 2018 年下半年报考人数同比增长 40%-60%，带动教师资格证考试需求培训快速增长。

备考业绩与估值：本次交易中中公教育业绩承诺为 2018、2019、2020 年扣非归母净利润数不低于 9.3 亿元、13 亿元、16.5 亿元，此次重组方案需发行股份 46.90 亿股，上市公司亚夏汽车原有股本 8.2 亿，发行完成后共计 55.1 亿股。按照目前股价 9.57 元/股，重组完成后市值为 527 亿，对应 2018、2019、2020 年备考业绩的 PE 分别为 57、41、32 倍。考虑到按现价计算重组完成后估值较高，首次覆盖，给予“中性”评级。

风险提示：公务员和事业单位招录受经济下行影响较大

亚夏汽车 (002607)

首次评级

中性

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

研究助理 叶乐

yele@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2018 年 11 月 08 日

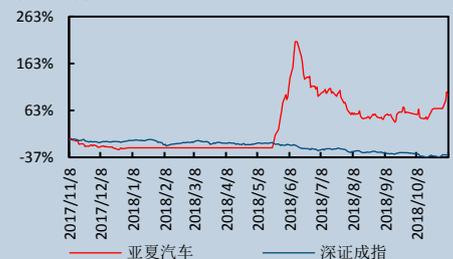
当前股价：9.57 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	23.32/30.49	25.91/34.08	119.1/149.65
12 月最高/最低价 (元)			15.11/3.83
总股本 (万股)			82,033.6
流通 A 股 (万股)			70,540.24
总市值 (亿元)			78.51
流通市值 (亿元)			67.51
近 3 月日均成交量 (万)			4,093.37
主要股东			
安徽亚夏实业股份有限公司			18.61%

股价表现



目录

中公教育——国内公职考试培训龙头，教培业务爆发式增长.....	3
中公教育 PK 华图教育——收入规模更胜一筹，协议班占比高.....	7
公务员招录人数增速放缓，教考培训行业迎来春天.....	11
公务员招录培训	12
事业单位招录培训	14
教师资格认证考试及教师招录培训	16
备考业绩与估值	18

图表目录

图表 1: 此次重组上市公司和标的方财务数据对比（单位：万元）	1
图表 2: 交易完成后上市公司实际控制人变更为李永新和鲁忠芳.....	2
图表 3: 中公教育核心管理层履历	2
图表 4: 中公教育主要从事公务员等各类泛公职考试培训.....	3
图表 5: 2017 年公务员招录培训占中公教育收入过半	3
图表 6: 最近 3 年中公教育收入和业绩快速增长.....	3
图表 7: 中公教育分支机构数量和单个机构收入不断提升.....	3
图表 8: 线下面授培训是中公教育主要收入来源.....	4
图表 9: 中公教育线下与线上培训人次快速增长.....	4
图表 10: 中公教育的主要培训方向	4
图表 11: 中公教育线下培训业务中教考培训人次增速最快.....	5
图表 12: 教考毛利率要低于公务员招录培训	5
图表 13: 教师招聘及教师资格线下培训快速增长.....	5
图表 14: 面授培训协议班是中公教育主要班型	5
图表 15: 中公教育各系列主要产品	6
图表 16: 中公教育与华图教育相比营收领先	8
图表 17: 中公教育归母净利润亦高于华图教育	8
图表 18: 2017 年中公教育教师人数是华图教育的 2 倍	8
图表 19: 2017 年中公教育和华图教育培训网点分布情况	8
图表 20: 中公教育协议班占比远高于华图教育	9
图表 21: 中公教育面授培训协议班收入快速增长.....	9
图表 22: 中公教育价格较高的原因可能是协议班占比较多.....	9
图表 23: 16 年以来中公教育培训每人次平均收入逐渐提高.....	9
图表 24: 华图教育净利率水平高于中公教育	10
图表 25: 中公教育人均开班费更高	10
图表 26: 中公教育研发费用和人工薪酬收入占比更高.....	11
图表 27: 华图教育教师薪酬水平比中公教育更高.....	11

图表 28: 销售类人员占中公教育人员比重的 65.6%.....	11
图表 29: 中公教育与华图教育的费率对比	11
图表 30: 2017 年公务员、事业单位及教师培训占比超 35%.....	12
图表 31: 公务员、事业单位及教师招录培训营收占比趋稳.....	12
图表 32: 2017 年我国公务员招录培训人数为 138 万人	12
图表 33: 2017 年我国公务员考试培训市场规模约 99 亿元	12
图表 34: 国考招录人数受政策影响较大	13
图表 35: 2019 年国考招录人数大度下降主要是县级下降	13
图表 36: 2017 年地方公务员参考人数下降 1%左右.....	13
图表 37: 2017 年地方公务员招录人数大部分省份都下降	13
图表 38: 2017 年中公教育公务员招录培训收入增长 35.1%.....	14
图表 39: 中公教育公务招录培训增速人次增速有所放缓.....	14
图表 40: 2017 年中公教育公务招录培训人均收入提升 15%.....	14
图表 41: 我国事业单位招聘人数稳步增长	15
图表 42: 我国公务员招录培训行业规模百亿元	15
图表 43: 2017 年国内事业单位招聘人数增长 23%.....	15
图表 44: 2017 年中公教育事业单位招聘培训收入增长 91%.....	15
图表 45: 中公教育事业单位招聘培训人次快速增长.....	15
图表 46: 2017 中公事业单位招聘培训人均收入提升 27.7%.....	15
图表 47: 2015 年教师资格认证考试改革重点	16
图表 48: 国内教师资格考试“统考”发展变革历程	16
图表 49: 2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加	17
图表 50: 改革后教师资格证认证考试通过率大幅下降.....	17
图表 51: 2018 年全国教师资格（国考）举办的省份.....	17
图表 52: 2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加	17
图表 53: 教师招聘（含资格）考试市场规模超过 150 亿元.....	17
图表 54: 2017 年中公教育教师招聘及资格培训收入翻倍	18
图表 55: 2017 中公教育教师招聘及资格培训人次增长 77%.....	18
图表 56: 2017 教师招聘及资格培训人均收入提升 13%.....	18
图表 57: 中公教育关于各个产品序列预测期内的产品单价情况、培训人次、收入情况	19
图表 58: 中公教育关于其 2018-2020 年的利润表预测	19

中公教育借壳上市方案详解

近日，上市公司亚夏汽车发布公告，其重大资产重组（重组上市）获证监会有条件通过，具体方案如下：

- (1) **资产置入与置出：**上市公司通过向李永新等 11 名交易对方发行股份购买拟置入资产超出拟置出资产价值的差额部分，价值 171.65 亿元，需发行股份 46.90 亿股，对应发行股价为 3.66 元/股。其中，**拟置入资产为：**中公教育 100% 股权，作价 185 亿元。**置出资产为：**原有上市公司除保留资产以外的全部资产与负债，作价 13.35 亿元（经三季报分红后价格调整为 10.15 亿元），由亚夏实业承接。
- (2) **老股转让：**亚夏实业分别向中公合伙、中公教育实际控制人李永新转让上市公司股份 0.8 亿股、0.73 亿股。其中，中公合伙以 10.15 亿元受让 0.8 亿股的股价为 12.69 元/股，李永新以 10 亿元现金受让 0.73 亿股亚夏汽车股票，对应股价为 13.76 元/股。
- (3) **业绩承诺：**本次交易中李永新等 8 名业绩补偿承诺中公教育 2018、2019 及 2020 扣非后归母净利润数分别不低于 9.3 亿元、13 亿元和 16.5 亿元，本次收购对应 2018 年估值为 20 倍 PE。
- (4) **补偿措施：**若经注册会计师审核确认，中公教育在三个会计年度内截至当期期末累积的实际净利润数未能达到补偿义务人承诺的截至当期期末累积承诺净利润数，应由各补偿义务人按本次交易前持有中公教育股份数占所有补偿义务人在本次交易前合计持有中公教育股份数的比例承担补偿义务。所有补偿义务人优先以股份进行补偿，当股份补偿总数达到本次发行股份购买资产发行的股份总数的 90% 后，由所有补偿义务人以现金进行补偿。当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数-截至当期期末累积实现净利润数）÷利润补偿期限内各年的承诺净利润数总和×中公教育本次交易作价-累积已补偿金额。

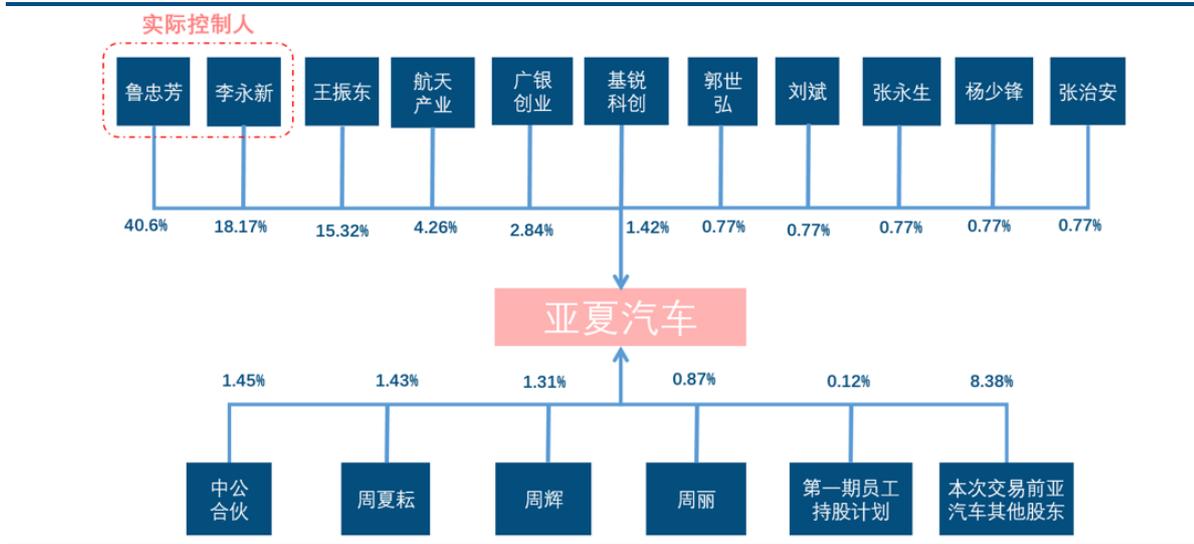
图表 1：此次重组上市公司和标的方财务数据对比（单位：万元）

	亚夏汽车	中公教育	交易金额	计算依据	指标占比
资产总额	462783.93	323475.45	1850000	1850000	399.75%
资产净额	191206.28	100031.4	1850000	1850000	967.54%
营业收入	666437.3	403125.73	-	403125.73	60.49%
净利润	7345.35	52483.72	-	52483.72	714.53%
发行股份数（股）	820335960	-	-	4659934697	568.05%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

本次交易完成后，上市公司实际控制人变更为李永新和鲁忠芳，合计持股比例为 58.77%，亚夏实业不再持有上市公司股份，上市公司主要资产变更为中公教育 100% 股权。

图表 2：交易完成后上市公司实际控制人变更为李永新和鲁忠芳



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

中公教育董事长李永新于 1999 年毕业于北京大学政治学与行政管理系（现北京大学政府管理学院），2001 年，李永新团队开始涉足公务员考试领域，开国内公务员培训行业之先河，2003 年正式创立中公教育集团，目前为国内最大的公职培训公司。

图表 3：中公教育核心管理层履历

姓名	职位	性别	出生年份	履历
李永新	董事长	男	1976	中国国籍，无永久境外居留权，本科学历。毕业于北京大学政治学与行政管理系，1999 年进入教育培训行业自主创业；2005 年至 2010 年，担任中公在线经理；2010 年起担任中公有限总裁；2015 年 11 月起担任中公教育董事长。
王振东	董事、总经理	男	1976	中国国籍，无永久境外居留权，本科学历。2001 年进入教育培训行业；2005 年至 2010 年，负责中公在线内部运营管理工作；2010 年至 2015 年，担任中公有限执行董事兼总经理；2015 年 11 月起担任中公教育董事兼总经理。
石磊	董事、财务总监、董事会秘书	男	1976	中国国籍，无永久境外居留权，大专学历。1999 年进入教育培训行业；2010 年至 2015 年 11 月，担任中公有限副总裁；2015 年 11 月起担任中公教育董事兼财务总监及董事会秘书。
易姿廷	董事	女	1974	中国国籍，无永久境外居留权，硕士研究生学历。2011 年起历任中公有限质量管理委员会负责人、总裁助理、助理总裁；2015 年 12 月起担任中公教育董事。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

中公教育——国内公职考试培训龙头，教培业务爆发式增长

中公教育是国内非学历职业就业培训龙头，主要向大学毕业生提供公务员、事业单位、教师等泛公职的招录培训。截至 2018 年 4 月 30 日，中公教育已覆盖 31 个省市自治区 319 个地级行政区，拥有 619 个直营分支机构，全职授课教师 7264 名，员工总人数 2.26 万人，在北京地区市场占有率达到 30%，其他地区市占率亦处于领先地位。

图表 4：中公教育主要从事公务员等各类泛公职考试培训

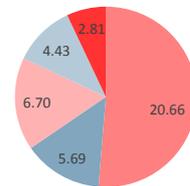


资料来源：中公教育官网，中信建投证券研究发展部

图表 5：2017 年公务员招录培训占中公教育收入过半

2017年中公教育各培训领域收入（亿元）

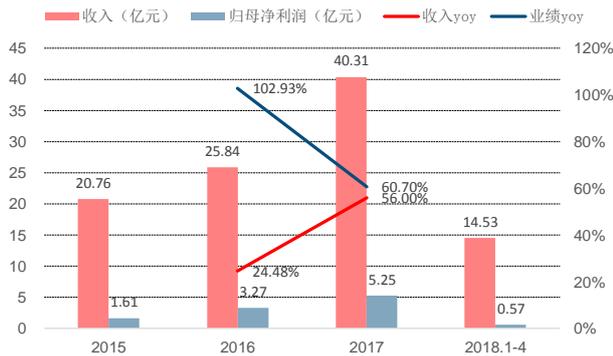
■ 公务员招录培训 ■ 事业单位招聘培训
■ 教师招聘及教师资格培训 ■ 其他培训(面授)
■ 线上培训



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

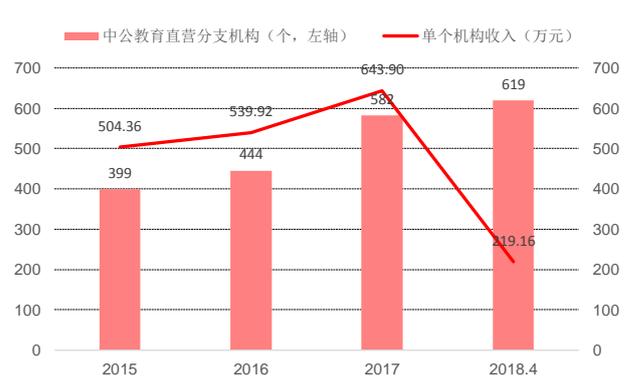
2017 年中公教育实现收入 40.31 亿元，同比增长 56.0%，归母净利润 5.25 亿元，同比增长 60.7%。2017 年底直营分支机构达到 582 个，同比增长 31.1%。作为中公教育的主要培训方式，2017 年面授培训占收入比重为 93.0%，面授培训次数达到 88.24 万人次，同比增长 42.5%。

图表 6：最近 3 年中公教育收入和业绩快速增长



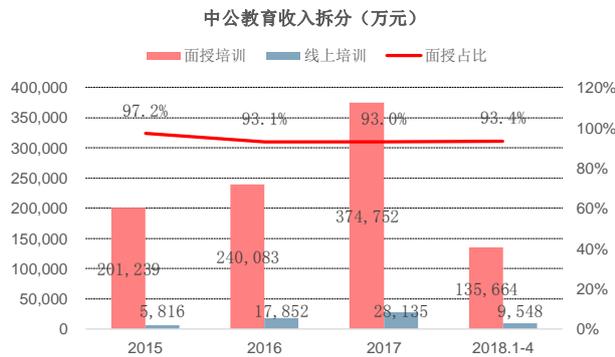
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 7：中公教育分支机构数量和单个机构收入不断提升



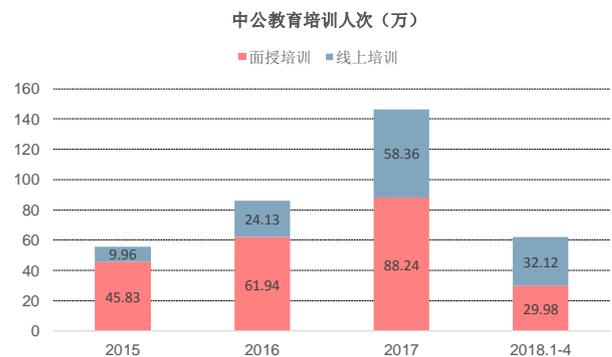
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 8：线下面授培训是中公教育主要收入来源



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 9：中公教育线下与线上培训人次快速增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

中公教育主要面授培训领域包括：中央机关及其直属机构公务员招录培训、地方公务员招录培训、事业单位招聘培训、教师招录及教师资格培训（教考培训）等，囊括大班授课、小班教学、一对多、一对一等多种形式。

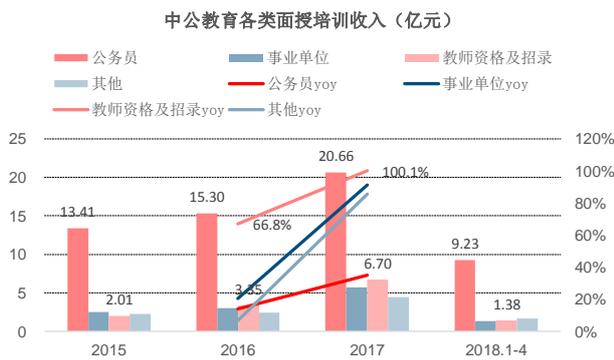
图表 10：中公教育的主要培训方向

中央机关及其直属机构公务员招录培训	针对国家部、委、署、总局等中央国家机关及直属机构招录工作人员的要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员行政职业能力、申论等多方面的能力和综合素质。	符合招录要求的人员，一般要求年龄在 35 周岁以下，全国范围内本科应届、往届毕业生，部分职位要求硕士研究生和英语四级、计算机二级。
地方公务员招录培训	针对各省或地方各级机关、社团招录机关工作人员和国家公务员的要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员行政职业能力、申论、综合基础知识等多方面的能力和综合素质。	符合招录要求的人员，一般要求年龄在 35 周岁以下，本科及以上学历应届、往届毕业生，少数职位可以大专学历。部分省份对考生户籍有限制要求。
事业单位招聘培训	针对全国各级事业单位的招录要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员公共基础知识、行政职业能力测验、申论写作、岗位专业知识等多方面的能力和综合素质。	符合招录要求的人员，一般要求年龄在 35 周岁以下，专科及以上相关专业的应届或往届毕业生，部分岗位要求有相关证书以及工作经验，对于高层次人才引进一般年龄放宽到 45 周岁以下。
教师招录培训	针对各省教育局或地方各幼儿园、中小学、大学等单位的招聘要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员教育基础知识、学科专业知识、教育综合知识、综合基础知识等多方面的能力和综合素质。	符合招聘要求的人员，一般要求年龄在 18-35 周岁，具备相应教师资格证书的高等师范院校和其他全日制普通高校本科应届、往届毕业生。部分招聘对考生户籍有限制要求。
教师资格培训	针对教育部对教育行业从业必备证书的考试要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员保教知识与能力、教育教学知识与能力等多方面的专业能力和综合素养	未达国家法定退休年龄，具备《教师法》规定的合格学历，且申请幼儿园、小学、初级中学、高级中学、中等职业学校教师资格的人员。大部分省份对考生户籍或工作单位（在读学校）有限制要求。
医疗卫生类资格培训	针对国内医疗卫生行业从医资格准入证书、国家药学技术人员从业准入证书、国内护士护理人员从业准入证书和卫生专业技术资格的考试要求，提供全面、多层次的专业辅导，提升学员所涉及各领域的专业知识素养和实际操作能力。	具备相关学历、符合相应工作年限的从业人员。

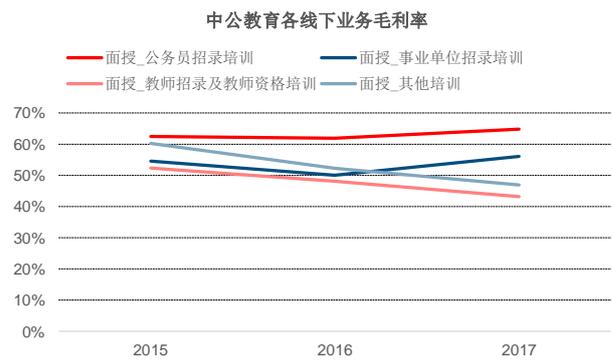
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公务员招录面授培训是公司核心业务，收入增长得益于培训人次增长和单价提升。2017年中公教育的公务员招录培训（面授）收入为20.66亿元，收入占比为51.3%，收入同比增长35.1%；培训人次为37.3万，同比增长17.4%；每人平均收入为5822元，同比提升5.2%。教师招录及教师资格面授培训收入增速最快，2017年为6.7亿元，同比增长100.1%，但其毛利率仅为43.17%，低于公务员招录培训64.94%的毛利率。事业单位招聘培训2017年收入为5.69亿元，同比增长91.1%。医疗卫生、电网电力等其他招录培训考试收入为4.43亿元，同比增长85.6%。

图表 11：中公教育线下培训业务中招考培训人次增速最快



图表 12：招考毛利率要低于公务员招录培训



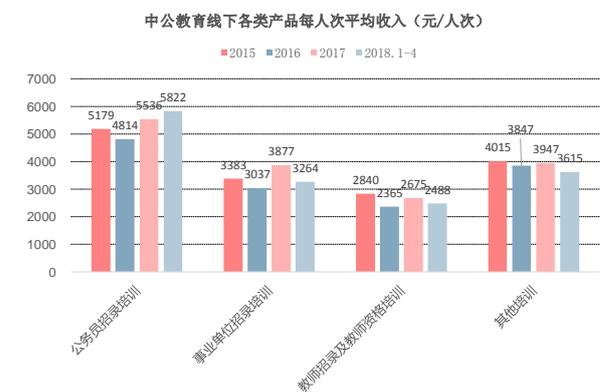
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 13：教师招录及教师资格线下培训快速增长



图表 14：面授培训协议班是中公教育主要班型



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

根据授课时长，中公教育的课程产品可分为短期班次（10天以内）和长线班次（10天以上），具体包括全程协议系列、长线封闭系列、基础精讲系列、实战提升系列、冲刺预测系列和小班私教系列等六大系列，课程价格从580元到3.5万元不等。

图表 15：中公教育各系列主要产品

产品系列	主要产品	产品类别	课时	培训方式	课程价格	服务协议安排
全程协议系列	国省全程协议	公务员招录培训	笔试44天7晚+14天14晚封闭+面试7天7晚	大班授课	34800元，未录用退15000元	走读+住宿，协议退费国考和省考笔试+面试
	一面成公定制课程		25天25晚	小班授课	26800元，未录用全退	住宿，协议退费
	全程协议A课程	事业单位招聘培训	12天+10天+7天+7晚+面试	大班授课	15800元，笔试未过退10000元	走读，协议退费
	一年协议课程		海量课程	大班授课	21800元，未录用退13000元	走读+住宿，协议退费一年该省事业单位的笔试+面试
	全程协议课程	教师资格和招录培训	59天59晚	大班授课	17800元，笔试未过退12000元	走读+住宿，协议退费
	全程协议B课程		5天5晚+面试	大班授课	7800元，笔试不过5800元未录用退3800元	走读+住宿，协议退费
长线封闭系列	暑期密训营	公务员招录培训	49天49晚	大班授课	20800元	住宿，不退费
	经典暑期集训营		30天30晚	大班授课	12800元	住宿，不退费
	暑期集训营	事业单位招聘培训	25天25晚	大班授课	11800元	住宿，不退费
	全日制封闭A		35天35晚	大班授课	13800元	住宿，不退费
	精英密训课程	教师资格和招录培训	15天15晚	大班授课	12800元，笔试不过退8000元	住宿，协议退费
	面试特训课程		7天7晚	小班授课	13800元，未录用退10000元	住宿，协议退费
基础精讲系列	专项突破课程		16天	大班授课	4280元	走读，不退费
	系统精讲	公务员招录培训	10天	大班授课	2680元	走读，不退费
	面试经典特训		8天8晚	小班授课	14800元，未录用退费10000元	住宿，协议退费
	园丁导航	事业单位招聘培训	3天3晚	大班授课	1480元	走读，不退费
	讲练结合课程		12天	大班授课	3380元	走读，不退费
	基础精讲课程	教师资格和招录培训	12天12晚	大班授课	2980元	走读，不退费
	专项精讲课程		20天	大班授课	3480元	走读，不退费
实战提升系列	题海实战	公务员招录培训	12天12晚	大班授课	6580元	住宿，不退费
	刷题实战		33天	大班授课	9800元	走读，不退费
	题海点睛		6天6晚	大班授课	3880元	住宿，不退费
	讲练结合课程	事业单位招聘	12天	大班授课	3380元	走读，不退费

请参阅最后一页的重要声明

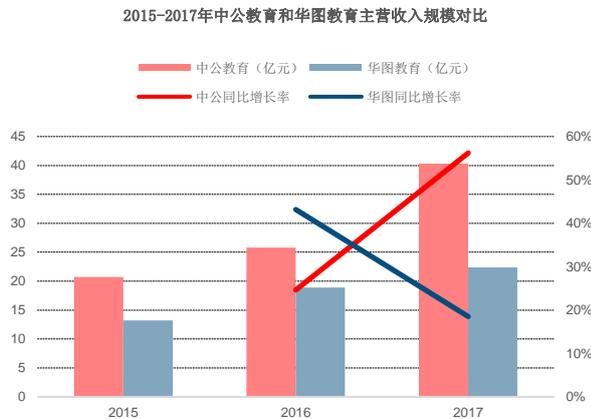
	实战练题	录培训	10 天	大班授课	3280 元	住宿, 不退费
	考点提升	教师资格和	4 天	大班授课	580 元	走读, 不退费
	真题讲练	招录培训	11 天	大班授课	2180 元	走读, 不退费
	封闭预测课程	公务员招录	7 天 7 晚	大班授课	6280 元	封闭, 不退费
	提分预测	培训	10 天 10 晚	大班授课	7980 元	封闭, 不退费
冲刺预测系列	封闭预测 A	事业单位招	9 天 9 晚	大班授课	6980 元	住宿, 不退费
	冲刺点睛	录培训	2 天 2 晚	大班授课	1180 元	住宿, 不退费
	冲刺预测	教师资格和	2 天	大班授课	680 元	住宿, 不退费
	封闭预测课程	招录培训	8 天 8 晚	大班授课	5280 元	住宿, 不退费
	小班私教金榜成公笔 试协议	公务员招录 培训	33 天 35 晚 (2 天休 息)+7 天 7 晚封闭	小班授课	49800 元 , 笔试不过退 30000 元	住宿, 协议退费
	私教一对一	教师资格和 招录培训	3 小时起约	1 对 1	480/小时	走读, 不退费
小班私教系列	私教状元营协议	事业单位招 录培训	14 天 14 晚	小班授课	29800 元, 未录用全退	住宿, 协议退费
	小班私教全程笔试班		8 天+7 天 7 晚	1 对 3-5	9800 元	住宿, 不退费
	小班私教全程协议	教师资格和	14 天+网校+督学 +面试	小班授课	15000 元, 未录用全退	住宿, 不退费
	小班私教 1 对 5 精品 封闭	招录培训	4 天 4 晚	1 对 5	7680 元	住宿, 不退费

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

中公教育 PK 华图教育——收入规模更胜一筹, 协议班占比高

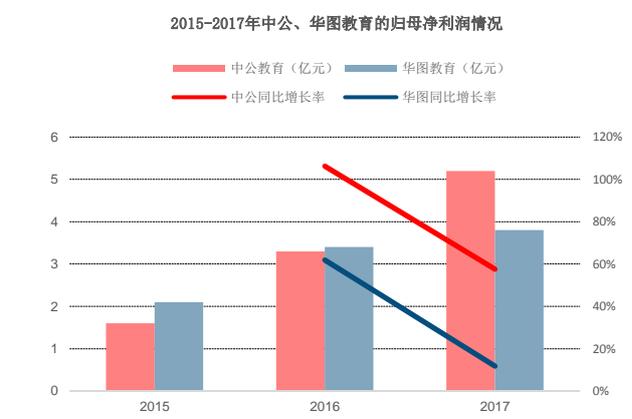
作为国内非学历职业就业培训的两大巨头, 2017 年中公教育收入为 40.31 亿元、华图教育收入为 22.41 亿元, 从 2015-2017 年中公教育和华图教育收入年复合增速分别为 39.35%、30.45%, 中公教育的增速更快。从归母净利润来看, 2017 年中公教育、华图教育分别为 5.25、3.75 亿元。若以公务员考试、事业单位招聘、教师招聘及资格考试培训三个细分领域合并计算市场份额, 则 2017 年中公教育和华图教育的面授市场份额分别为 9.1%、5.0%。

图表 16：中公教育与华图教育相比营收领先



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

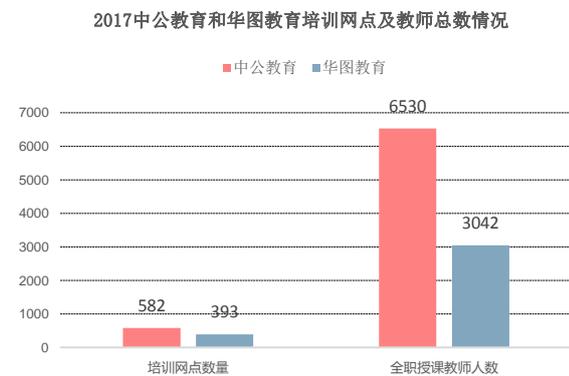
图表 17：中公教育归母净利润亦高于华图教育



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

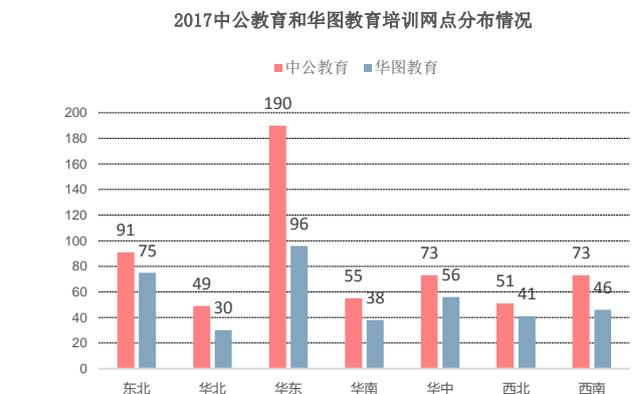
两家机构均是全国化布局，中公教育在华东地区优势更大。2017 年底中公教育的网点数量总额为 582 个，约是华图教育的 1.48 倍；全职授课教师数量为 6530 人，约为华图教育的 2.15 倍。在地理位置分布上，中公教育在华东地区相比华图而言更加领先，华东地区网点数量为华图的 1.98 倍。

图表 18：2017 年中公教育教师人数是华图教育的 2 倍



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 19：2017 年中公教育和华图教育培训网点分布情况



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

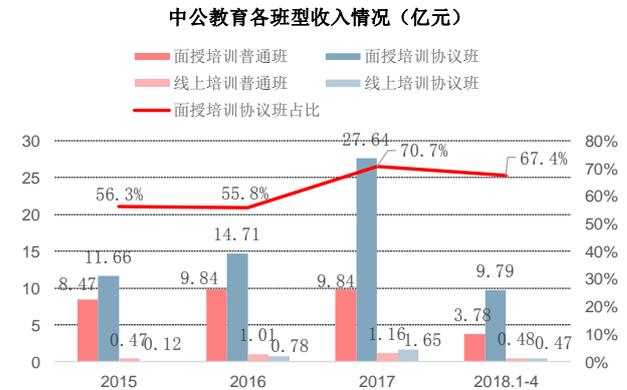
面授培训协议班是中公教育主要班型，带动其人均收入提升。与竞争对手华图教育相比，中公教育的协议班占比更高，2017 年协议班收入占比为 72.7%，比 2016 年大幅提升 14.7 个百分点，而 2017 年华图教育协议班占比仅为 40.2%，从产品价格来看，协议班占比更高的中公教育课程价格要高于华图教育，协议班占比的提升也带动了中公教育人均收入的提升。2017 年面授培训价格为 4247 元/人次，同比增长 9.56%。

图表 20：中公教育协议班占比远高于华图教育



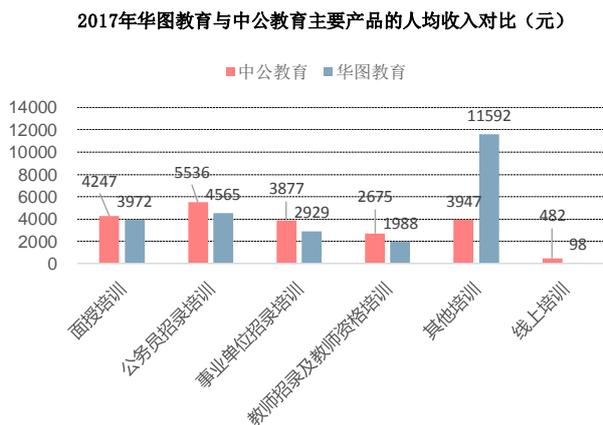
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 21：中公教育面授培训协议班收入快速增长



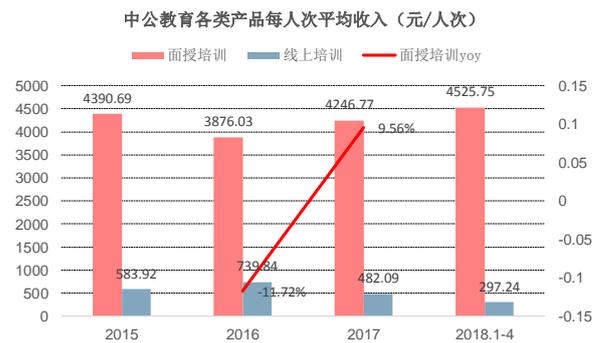
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 22：中公教育价格较高的原因可能是协议班占比较多



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

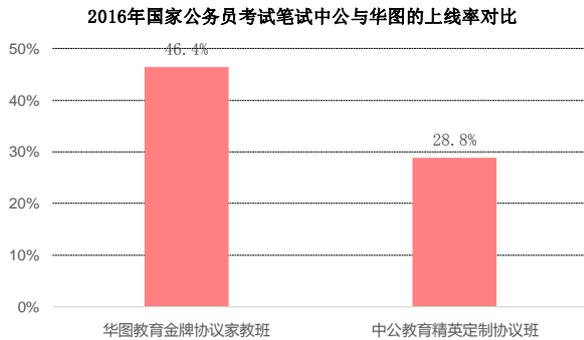
图表 23：16 年以来中公教育培训每人人次平均收入逐渐提高



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

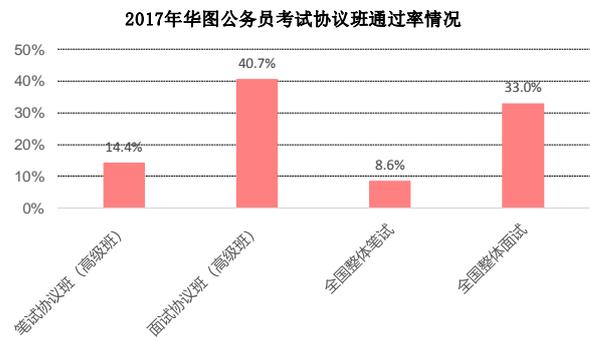
关于协议班的收入确认方式，如果学员选择协议班课程，中公教育与学员签订的培训合同均会约定退费条件，如学员参加了培训但未能通过某一阶段的考试，则学员有要求退还部分培训费的权利。这种模式下，中公教育于完成培训服务时将不予退费部分确认为收入；可退费部分则根据协议约定，在满足不退费条件时确认为收入。

图表1： 2016年华图与中公部分班型的国考笔试通过率



资料来源：中国网教育，中信建投证券研究发展部

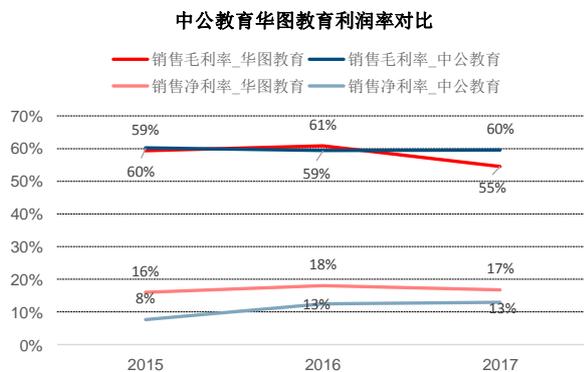
图表2： 华图高级班公务员考试通过率高于整体通过率



资料来源：华图公司公告，中信建投证券研究发展部

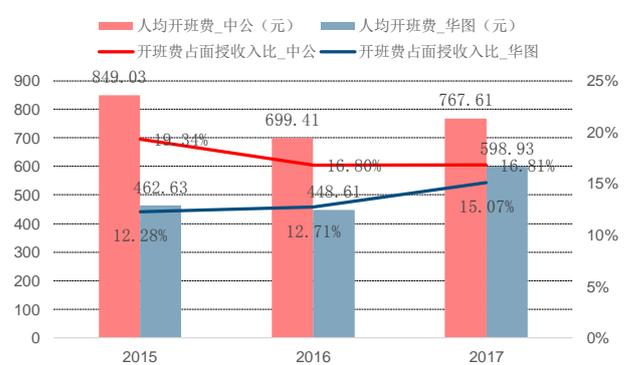
中公教育更为注重教材研发，职业培训行业用户生命周期较短导致销售费用率较高。2017年中公教育毛利率为60%，高出华图教育5个百分点，原因在于其师资成本和开班费方面（计入主营业务成本）占比更高，开班费用主要为举办面授培训而发生的酒店住宿、酒店培训场地租赁、餐饮及讲义印刷等费用。但2017年中公教育净利率为13%，反而低于华图教育4个百分点，原因在于其管理费用率方面中公教育显著高于华图教育6个百分点，主要体现在研发费用率方面中公教育要高出华图教育近5个百分点。

图表 24： 华图教育净利率水平高于中公教育



资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

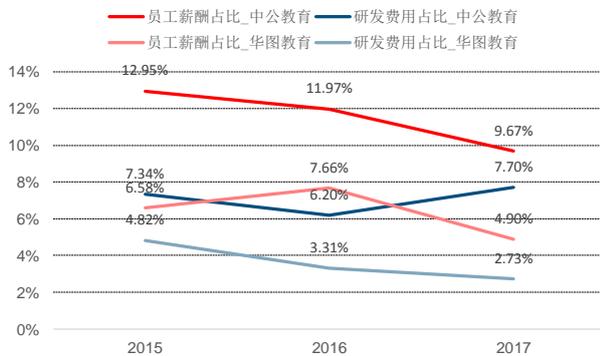
图表 25： 中公教育人均开班费更高



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

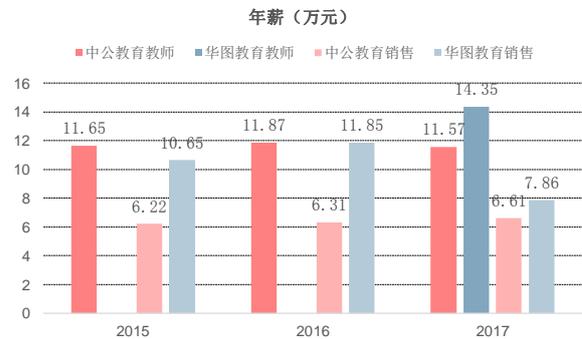
从教师薪酬水平来看，2017年中公教育为11.57万元/年，低于华图教育14.35万元/年的水平，原因主要在于中公教育年轻教师占比更高。同时，我们也注意到，无论是中公还是华图其销售费用率都在20%-21%，显著高于好未来与新东方这类K12培训机构12%-13%左右的水平，公司人员数量也以销售为主，原因我们认为主要是由于职业培训考试用户的生命周期较短，一般只有几个月，获客的重要性不言而喻。

图表 26：中公教育研发费用和人工薪酬收入占比更高



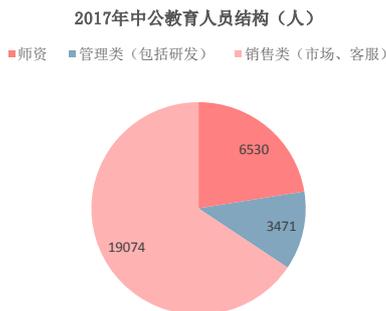
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 27：华图教育教师薪酬水平比中公教育更高



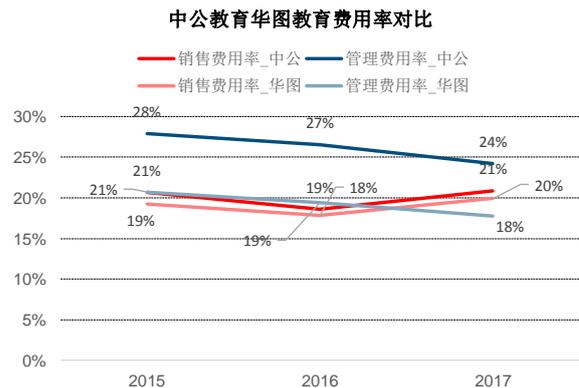
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 28：销售类人员占中公教育人员比重的 65.6%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 29：中公教育与华图教育的费率对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：中公教育的销售类人员包括客服人员和市场人员，人员数量为各期内月均平均数量，华图教育的销售类人员数量为各期末人员数量；中公教育教师 2017 年数量为月均平均数量，华图教育教师数量为 2017 年末数量。

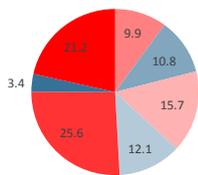
公务员招录人数增速放缓，教考培训行业迎来春天

我国非学历职业教育以人才招录考试培训（公考、事业单位招聘考、教考）、金融会计培训、IT 专业培训、职业资格认证培训五大类为主，弗若斯特沙利文的数据显示，国内非学历职业教育培训收入由 2013 年的 546 亿元增长至 2017 年的 987 亿元，年均复合增长率约为 16%，其中公务员考试培训、事业单位招聘招录培训和教师招录考试培训的营收规模由 2013 年的 190 亿元上升至 2017 年的 364 亿元，年均复合增长率约为 17.6%，高于非学历职业教育市场的平均增速，市场规模合计占比稳定保持在 35% 以上，是职业培训的主要集中区。

图表 30：2017 年公务员、事业单位及教师培训占比超 35%

2017年非学历职业教育培训收入分类明细（十亿元）

■ 公务员考试培训 ■ 事业单位招录培训 ■ 教师招录考试培训 ■ 金融会计培训
■ IT 专业培训 ■ 其他职业招录培训 ■ 职业资格考培培训

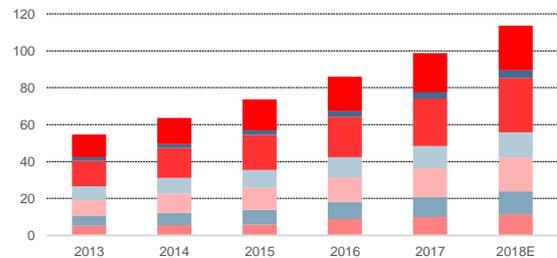


资料来源：弗若斯特沙利文报告，中信建投证券研究发展部

图表 31：公务员、事业单位及教师招录培训营收占比趋稳

非学历职业教育培训历年总收入（单位：十亿元）

■ 公务员考试培训 ■ 事业单位招录培训 ■ 教师招录考试培训 ■ 金融会计培训
■ IT 专业培训 ■ 其他职业招录培训 ■ 职业资格考培培训



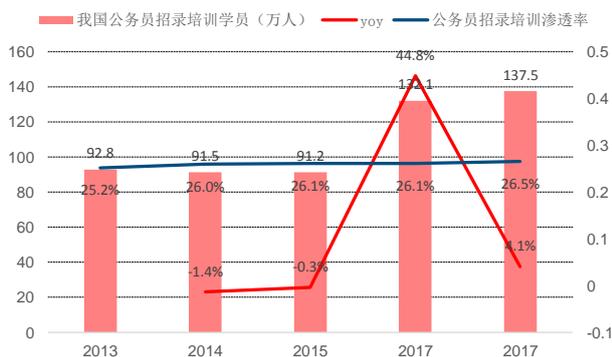
资料来源：弗若斯特沙利文报告，中信建投证券研究发展部

公务员招录培训

公务员考试主要分为国家公务员和地方公务员招录考试两大类，内容包括笔试和面试两部分。国家公务员的招考简称“国考”，时间较为确定，笔试时间为每年 11 月的第四个周末；地方公务员考试时间则各省份差异很大，而地方公务员的招考时间由各地自行决定并组织实施，部分省份甚至一年会有春秋两次参考考试。

行业层面来看，2017 年公考培训的市场规模已接近 100 亿元，参培渗透率稳中有升，2017 年公考培训的渗透率达到 26.5%，受国内经济增速放缓及就业形势严峻的影响，公务员招录考试对毕业求职人员的吸引力不减，弗若斯特沙利文报告显示，为应对激烈的公务员考试竞争，公务员招录培训的学员总数逐年增加，由 2013 年的 92.8 万人增至 2017 年的 137.5 万人，年均复合增长率约为 10.3%。从市场竞争环境来看，随着公务员审核标准日益严苛，未来公务员招录培训的渗透率仍有较大提升空间。

图表 32：2017 年我国公务员招录培训人数为 138 万人



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

图表 33：2017 年我国公务员考试培训市场规模约 99 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

国家公务员考试一直是报考的热点，2018 年国家公务员考试招录人数为 2.85 万人，同比增长 5.2%，但当年报考人数大幅增长 15.24%，达到 113.4 万人，导致报名录取率下降到 2.5%。而受 2019 年国考压缩县级以下

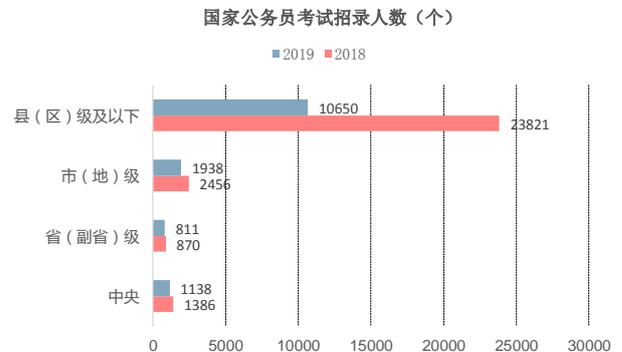
招录名额，2018年10月发布的《中央机关及其直属机构2019年度考试录用公务员简章》中将2019年国考招录人数从2.85万人大幅缩至1.45万人，创十年新低。简而言之，对于国考来说，其招录人数受政策影响较大。

图表 34：国考招录人数受政策影响较大



资料来源：国家公务员局，中信建投证券研究发展部

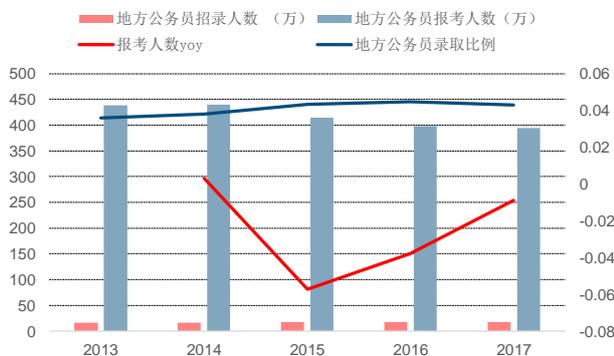
图表 35：2019年国考招录人数大度下降主要是县级下降



资料来源：中公教育网站，中信建投证券研究发展部

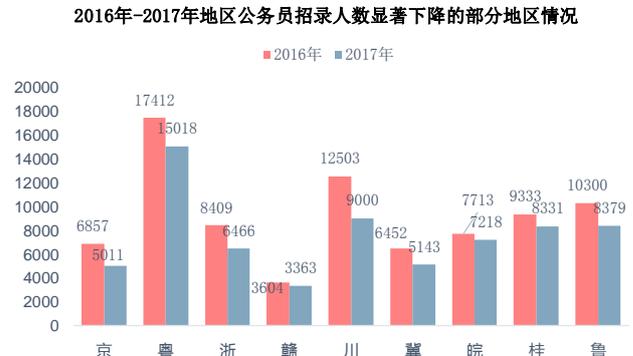
近几年，我国地方公务员考试招录人数先升后降，从2013年的15.7万人增加至2015年的18.0万人，再降至2017年的17.0万人。报考人数则从2014年以来缓慢下滑，从2014年的439万人，降至2017年的395万人，但下降速度放缓。

图表 36：2017年地方公务员参考人数下降1%左右



资料来源：各省公务员招生计划，中信建投证券研究发展部

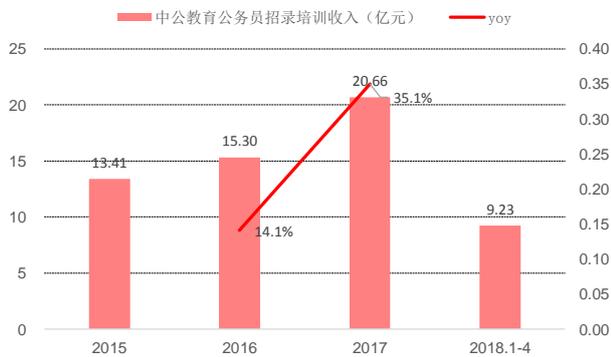
图表 37：2017年地方公务员招录人数大部分省份都下降



资料来源：各省公务员招生计划，中信建投证券研究发展部

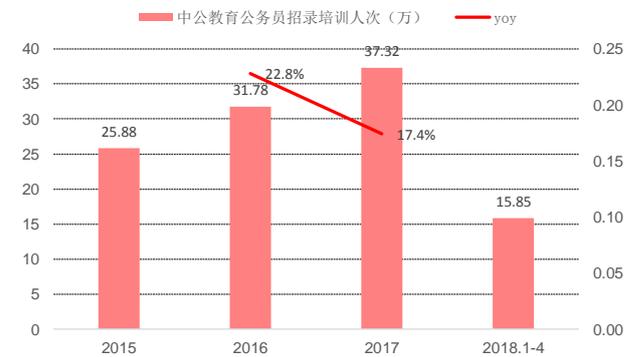
2017年中公教育公务员招录培训人次同比增长17.4%，达到38.32万人次。得益于课时长度及客单价的提高（人均收入提升15%），2017年中公教育公务员招录培训收入达到20.66亿元，同比增长35.1%。

图表 38: 2017 年中公教育公务员招录培训收入增长 35.1%



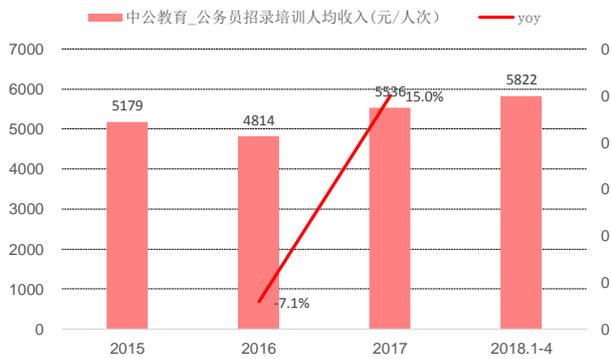
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 39: 中公教育公务员招录培训增速人次增速有所放缓



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图表 40: 2017 年中公教育公务员招录培训人均收入提升 15%



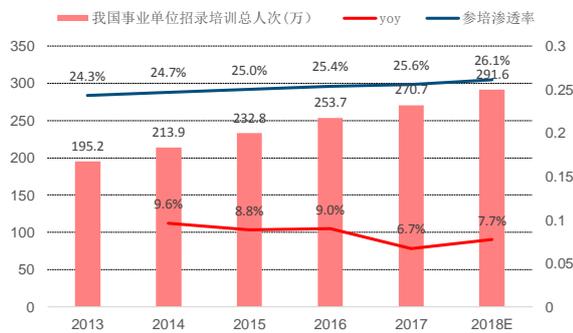
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

事业单位招录培训

事业单位是指国家为了社会公益目的而设立的机构, 不属于政府机构。事业单位考试又称事业编制考试, 我国事业单位招聘考试通常包括笔试和面试两部分, 主要是由用人单位的人事部门委托省市级所属的人事考试中心来命题和组织报名等, 目前尚无全国或全省市的统一招录考试, 故事业单位历年的招录岗位及人数存在一定的不确定性。

行业层面, 2017 年我国事业单位招聘培训收入为 108 亿元, 行业增长的驱动力主要是培训人次的增加, 2017 年底, 我国事业单位招聘培训的渗透率为 25.6%, 略低于公务员招录培训, 事业单位由于其考试试题难度相对于公务员考试较低而受到青睐。

图表 41：我国事业单位招聘人数稳步增长



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

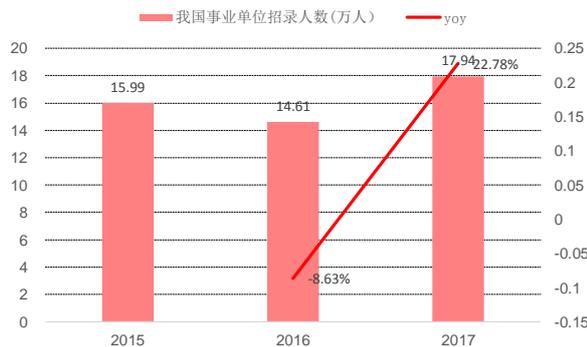
图表 42：我国公务员招录培训行业规模百亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

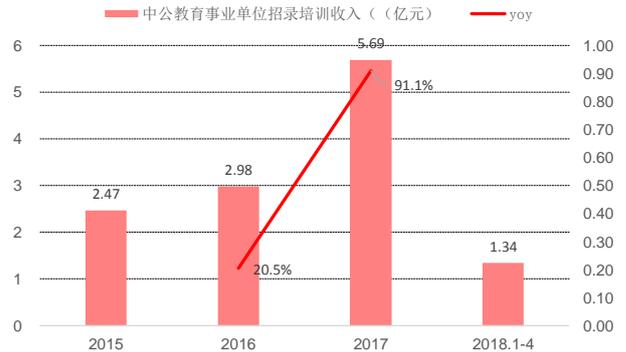
根据统计 2015-2017 年全国各事业单位发布的招录简章，我国事业单位整体平均每年招考人数约为 16.18 万人，2017 年我国事业单位招聘人数为 17.94 万人，同比增长 22.78%。2017 年中公教育事业单位招聘培训人次为 14.67 万人，同比增长 49.7%；得益于客单价提升 27.7%，此业务收入为 5.69 亿元，同比增长 91%。

图表 43：2017 年国内事业单位招聘人数增长 23%



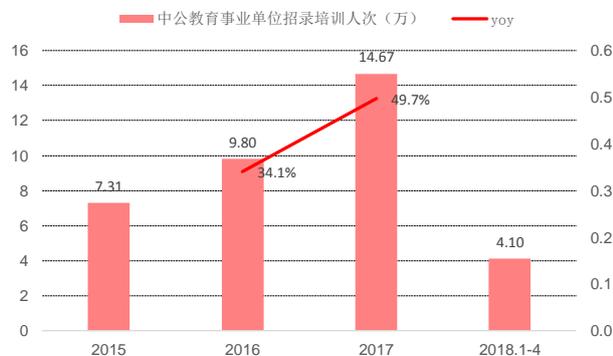
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 44：2017 年中公教育事业单位招聘培训收入增长 91%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 45：中公教育事业单位招聘培训人次快速增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 46：2017 中公事业单位招聘培训人均收入提升 27.7%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

教师资格认证考试及教师招录培训

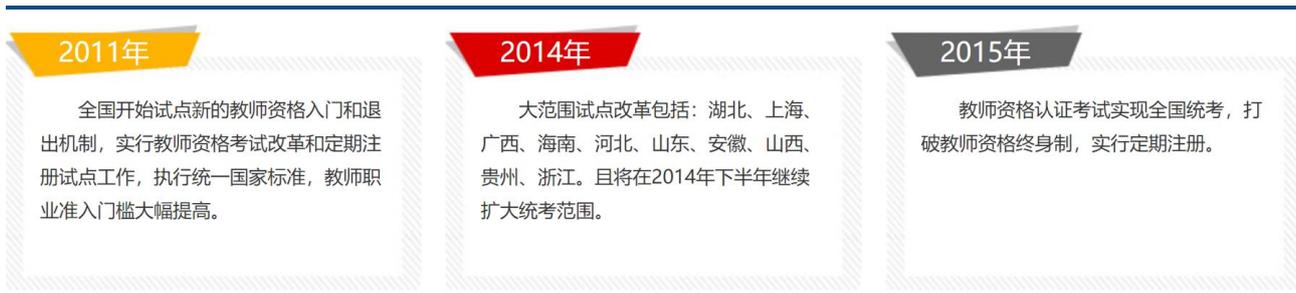
2015 年教育部公布《中小学教师资格考试暂行办法》，国内教师资格认证考试正式迎来大变革，具体变化如下：（1）省考改为全国统考，由教育部考试中心统一制定考试标准和考试大纲，组织笔试和面试试题，并建立试题库。师范生与非师范生不再区分，均需参加国家组织的教师资格认证考试；（2）教师资格终身制也被打破，要求每 5 年定期注册一次，注册条件以师德表现、年度考核和培训情况为主要依据。改革后教师资格认证考试呈现出考试形式综合多样化、考试科目增多及考试难度增加的特点。

图表 47：2015 年教师资格认证考试改革重点

	改革前	改革后
考试形式	各省自主命题	全国统考
考试范围	非师范类学生与其他社会人员	师范生纳入全国统考范围
考试科目	教育学+心理学	综合素质+教育教学知识和能力+学科教育知识和能力
考试方式	机考/笔试+面试	笔试+面试
考试内容	指定的教育学、心理学参考教材	不指定统一的参考用书，综合素质+教育知识与能力+学科知识与教学能力
成绩年限	笔试成绩长期有效	笔试单科成绩有效期 2 年，有效期内只需报考教师资格考试中未通过科目。笔试所有科目通过后方可报考面试。
报考资格	大专以上资格即可报考	多数考试需本科以上学历
发证时间	教学能力测试通过立刻发证	部分科目增加教学实习经验
证书有效期	未规定	有效期 3 年，5 年一周期定期注册，注册条件以师德表现、年度考核和培训情况为主要依据

资料来源：教师网，中信建投证券研究发展部

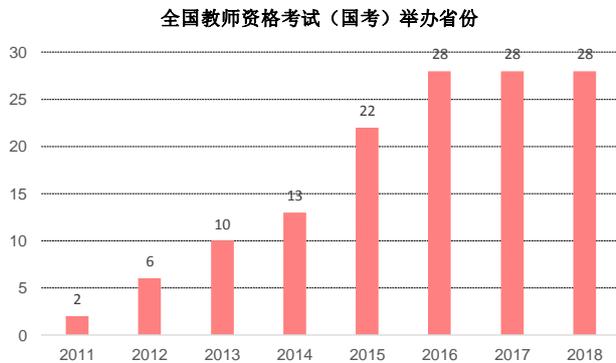
图表 48：国内教师资格考试“统考”发展变革历程



资料来源：中公教育网站，中信建投证券研究发展部

2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加，2011 年为 2 个省份浙江与湖北（试点）、2014 年为 13 个省份（试点）、2015 年为 22 个省份、2016 年至今均为 28 个省份。但是改革的背后则是教师资格证通过率的大幅下降，据教育部统计，在 2011 年开始的前 2 年的试点工作中，一共组织了 4 次全国考试，6 省参加教师资格认证考试的人数约为 28.1 万人，其中约 7.7 万人通过考试，通过率为 27.5%，而在改革前，各试点省考的通过率一般在 70% 以上。即使到了 2017 年下半年，国内大部分省份的教师资格认证考试通过率仍偏低，2017 年下半年上海、济南、河南、江苏、广东的考试通过率分别为 34.5%、26.6%、17.5%、27.5%、26%。

图表 49：2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加



资料来源：教育部，中信建投证券研究发展部

图表 50：改革后教师资格证认证考试通过率大幅下降



资料来源：各省教育厅，中信建投证券研究发展部

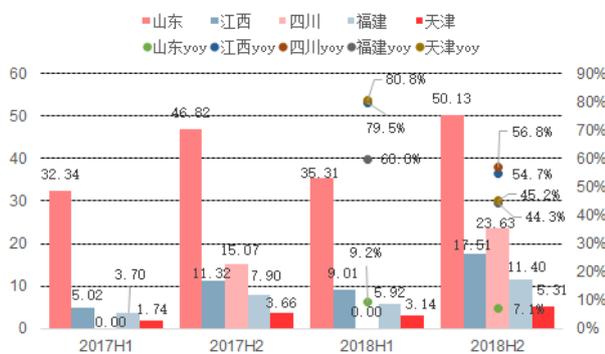
图表 51：2018 年全国教师资格（国考）举办的省份

全国教师资格国考的各个省份安排	一年考两次				只上半年考		只下半年考	
	浙江	广西	河北	江苏	湖北	无	山西	黑龙江
	海南	吉林	贵州	安徽	福建		四川	青海
	上海	江西	甘肃	重庆	山东		湖南	云南
	宁夏	天津	广东	辽宁	陕西			
	北京	河南						

资料来源：上海教师资格网，中信建投证券研究发展部

此次改革后，我国教师资格证报考人数快速上升，山东、江西、四川、福建四个省份 2018 年下半年的报考人数分别为 50.13、17.51、23.63、11.4 万人，同比增长 7.1%、54.7%、56.8%、44.3%。整个教育资格考试培训及招录培训的市场规模 2017 年达到 157 亿元，同比增长 17.2%。

图表 52：2011 年以来全国教师资格考试参与省份快速增加



资料来源：各省教育厅，中信建投证券研究发展部

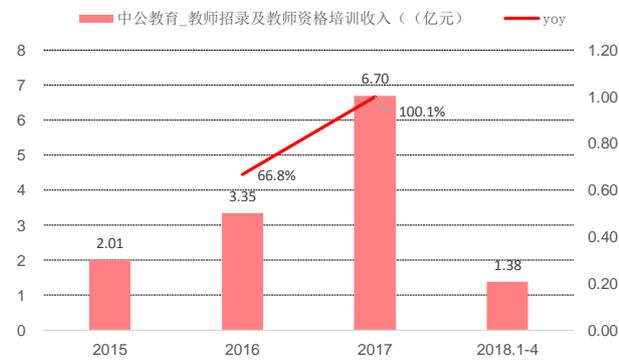
图表 53：教师招录（含资格）考试市场规模超过 150 亿元



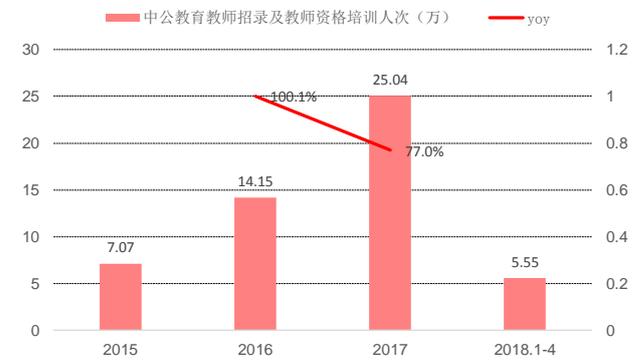
资料来源：各省教育厅，中信建投证券研究发展部

受益于以上因素，2016、2017 年中公教育的教师招录及教师资格培训爆发性增长，2017 年此项业务收入为

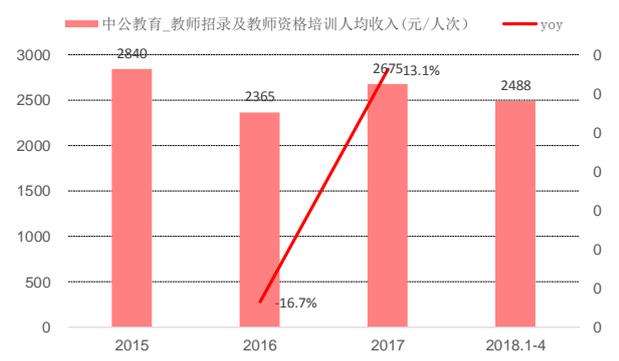
6.7 亿元，同比增长 100.1%；培训人次为 25.04 万人，同比增长 77%，人均收入为 2675 元，同比提升 13.1%。
 注：由于教师招录及资格培训难得比公务员考试容易很多，其培训时长较短导致人均收入较低。

图表 54：2017 年中公教育教师招录及资格培训收入翻倍


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 55：2017 中公教育教师招录及资格培训人次增长 77%


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 56：2017 教师招录及资格培训人均收入提升 13%


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

备考业绩与估值

本次交易中李永新等 8 名业绩补偿承诺中公教育 2018、2019 及 2020 扣非后归母净利润数分别不低于 9.3 亿元、13 亿元和 16.5 亿元，未来 3 年官方业绩预测如下表所示。此次重组方案需发行股份 46.90 亿股，上市公司亚夏汽车原有股本 8.2 亿，发行完成后共计 55.1 亿股。按照目前股价 9.57 元/股，重组完成后市值为 527 亿，对应 2018、2019、2020 年备考业绩的 PE 分别为 57、41、32 倍。

对于 2018 年业绩估算如下：2018 年上半年中公教育已确认收入 24.45 亿元，由于培训业务的经营特征，中公教育采用预收学费的形式，因此在实际经营过程中产生了较大的预收账款，截至 2018 年 6 月份的预收款为 46.18 亿元，预计随着培训的进行，下半年将绝大部分确认为收入，因此公司 2018 年业绩实现可能性较大。

图表 57：中公教育关于各个产品序列预测期内的产品单价情况、培训人次、收入情况

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
公务员序列	平均单价（元）	5,180.17	4,814.00	5,536.43	6,884.13	7,680.73	8,250.10
	培训人次（万）	25.88	31.78	37.32	44.78	50.16	54.17
	收入（万元）	134,062.89	152,988.93	206,619.41	308,271.50	385,265.21	446,907.65
	yoy		14.1%	35.1%	49.2%	25.0%	16.0%
事业单位序列	平均单价（元）	3,380.52	3,038.13	3,878.24	4,396.43	4,903.48	5,312.42
	培训人次（万）	7.31	9.8	14.67	21.28	27.66	33.19
	收入（万元）	24,711.58	29,773.70	56,893.84	93,556.01	135,630.11	176,319.15
	yoy		20.5%	91.1%	64.4%	45.0%	30.0%
教师序列	平均单价（元）	2,838.55	2,365.58	2,674.74	2,979.64	3,287.64	3,489.68
	培训人次（万）	7.07	14.15	25.04	40.06	58.08	75.51
	收入（万元）	20,068.57	33,472.92	66,975.46	119,364.23	190,946.01	263,505.49
	yoy		66.8%	100.1%	78.2%	60.0%	38.0%
综合序列	平均单价（元）	4,013.64	3,846.40	3,948.51	4,138.78	4,564.83	4,846.60
	培训人次（万）	5.58	6.2	11.21	17.94	26.02	33.82
	收入（万元）	22,396.13	23,847.68	44,262.83	74,249.76	118,776.76	163,911.93
	yoy		6.5%	85.6%	67.7%	60.0%	38.0%
线上培训	平均单价（元）	583.92	739.84	482.09	410.21	330.38	272.56
	培训人次（万）	9.96	24.13	58.36	128.4	231.12	369.8
	收入（万元）	5,815.83	17,852.35	28,134.56	52,670.79	76,357.95	100,792.49
	yoy		207.0%	57.6%	87.2%	45.0%	32.0%
合计	平均单价（元）	3,710.66	2,997.16	2,748.20	2,567.19	2,307.59	2,032.58
	yoy		-19.2%	-8.3%	-6.6%	-10.1%	-11.9%
	培训人次（万）	55.8	86.07	146.61	252.46	393.04	566.49
	yoy		54.2%	70.3%	72.2%	55.7%	44.1%
	收入（万元）	207,055.00	257,935.58	402,886.10	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70
	yoy		24.6%	56.2%	60.9%	39.9%	27.0%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表 58：中公教育关于其 2018-2020 年的利润表预测

单位：万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	207,055.00	257,935.58	402,886.10	648,112.29	906,976.04	1,151,436.70
		24.57%	56.20%	60.87%	39.94%	26.95%
公务员招录培训	134,062.89	152,988.93	206,619.41	308,271.50	385,265.21	446,907.65
yoy		14.12%	35.06%	49.20%	24.98%	16.00%
事业单位招录培训	24711.58	29773.7	56893.84	93,556.01	135,630.11	176,319.15
yoy		20.48%	91.09%	64.44%	44.97%	30.00%

请参阅最后一页的重要声明

教师招录及教师资格培训	20068.57	33472.92	66975.46	119,364.23	190,946.01	263,505.49
yoy		66.79%	100.09%	78.22%	59.97%	38.00%
其他培训(面授)	22396.13	23847.68	44262.83	74,249.76	118,776.76	163,911.93
yoy		6.48%	85.61%	67.75%	59.97%	38.00%
线上培训	5815.83	17852.35	28134.56	52,670.79	76,357.95	100,792.49
yoy		206.96%	57.60%	87.21%	44.97%	32.00%
其他业务收入	531.04	471.93	239.63	-	-	-
营业成本	82,662.12	105,053.07	162,958.77	261,933.44	366,657.08	465,868.64
税金及附加	6,697.77	3,006.33	1,923.31	3,365.71	4,412.40	5,391.16
销售费用	42,849.79	48,064.34	84,129.70	131,528.89	184,351.42	232,728.00
管理费用	57,718.88	68,419.68	97,707.14	142,043.02	196,385.31	245,560.88
财务费用	220.03	1,975.99	2,812.67	4,638.00	6,293.84	7,990.24
资产减值损失	6.52	41.38	0.29	-	-	-
投资收益	2,129.74	7,105.58	9,465.12	-	-	-
资产处置收益	-0.51	-8.98	-	-	-	-
其他收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	19,560.16	38,943.30	63,090.01	104,603.23	148,875.99	193,897.78
营业外收入	48.86	112.81	238.27	-	-	-
营业外支出	384.67	62.20	862.17	-	-	-
利润总额	19,224.35	38,993.92	62,466.10	104,603.23	148,875.99	193,897.78
所得税费用	3,130.00	6,335.03	9,982.38	17,050.33	24,266.79	31,605.34
净利润	16,094.35	32,658.88	52,483.72	87,552.90	124,609.20	162,292.44
yoy		102.9%	60.7%	66.82%	42.32%	30.24%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：2015-2017年，中公教育投资收益主要为短期银行理财产品投资收益。

风险提示

- (1) 对于公司的各项培训业务，我们认为教师资格证考试培训和教师招录成长性良好，且受宏观经济影响相对较小，而公务员和事业单位招录受政策影响较大，在经济下行压力加大环境下有可能会面临招录增速放缓或者缩招的情况。
- (2) 公务员、事业单位、教师等招录培训大多属于一次性培训业务，用户生命周期较短，是其与 K12 培训业务的显著区别，在高速扩张过程中可能会存在重销售轻授课质量的现象。

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究 5 年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

研究助理 **叶乐**：负责中信建投教育行业研究，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值第 3 名团队成员。除教育产业外，还覆盖新消费领域，如宠物、母婴、化妆品等新兴经济业态。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859