

本周关注——海亮教育：深耕浙江 诸暨，异地开拓学校管理业务

——教育行业周报 2019.8.5-8.11

一、本周重点关注教育公司——海亮教育（HLG.O）

海亮教育成立于 1995 年，公司深耕浙江诸暨，主营民办 K12 学校，按服务学生人次计算，公司是国内最大的 K12 教育服务提供商。截至 2018 年 12 月，海亮教育共运营管理 36 所学校，其中自有学校 9 所（浙江 8 所、江苏 1 所），包括体制内小初高、艺术中学、国际学校领域，在读学生超过 2.2 万人；另为 27 所学校提供管理服务，在读学生超过 3.8 万人。

FY19H1 海亮教育实现营收 6.53 亿元人民币，同比增长 29.8%；净利润 1.30 亿元，同比增长 66.4%。FY18 营收 11.69 亿元，同比增长 37.0%，归母净利润达 2.23 亿元，同比增长 32.7%。公司成本控制能力良好，FY18 毛利率为 31.19%，提升约 7 个 pct，净利率为 19.75%，销售和管理费用率较低，盈利能力良好。

基础教育项目是公司的主要收入来源，FY19H1 占比为 54.4%；国际化项目收入从 FY14 的 0.70 亿元快速增长至 FY18 的 3.30 亿元，占比从 FY14 的 15.1% 亦快速提升至 FY19H1 的 29.0%。国际化项目的高增速和生均收入的持续增长是带动收入提升的主要原因。

公司异地扩张以托管及提供教育管理服务等轻资产方式进行，自 FY18 至 FY19H1 开展管理服务的学校数量由 16 家提升至 27 家，管理项目收入占比由 1.6% 提升至 2.6%。同时，公司积极探索教育辅导、海外游学和留学咨询等增值服务，发掘新业绩增长点。FY19H1 教育辅导类业务实现收入约 5980 万元，收入占比约 9.2%。海外游学、留学咨询等业务 FY19H1 实现收入约 3190 万元，收入占比约 4.9%。

风险提示：义务教育阶段民办学校非营利性政策风险

二、教育行业一周重点公告、政策、新闻回顾

8 月 8 日，昂立教育总裁林涛拟减持 60 万股，占公司总股本 0.21%。

8 月 9 日，洪涛股份发布 2019 半年报。2019 上半年实现营收 19.06 亿元，比上年同期减少 6.6%；归母净利润 7944.3 万元，比上年同期减少 27.8%。

8 月 9 日，上海市政府发布《关于加强本市中小学体育艺术工作的指导意见》，“意见”指出：2021 年，学生每人掌握 2 项及以上体育技能和 1 个艺术技能或爱好。

教育

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

执业证书编号：S1440519030001

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440515080001

发布日期：2019 年 08 月 12 日

相关研究报告

2019.7.29	本周关注：达内科技——国内 IT 职业技能教育龙头
2019.7.08	本周关注：跟谁学——主打名师模式的在线教育上市公司
2019.6.24	本周关注：思考乐教育——快速成长的深圳 K-12 培训机构
2019.6.10	本周关注：佳发教育

单击此处输入文字。

目录

本周关注——海亮教育：深耕浙江诸暨，异地开拓学校管理业务	2
教育行业一周重要公告、政策、新闻回顾	9
教育行业重点关注上市公司业绩情况一览	10

图表目录

图表 1: 海亮教育旗下 9 所自有学校详细情况	2
图表 2: 海亮教育 FY18 净利润 2.31 亿元，同比增长 37.7%	2
图表 3: 海亮教育 FY18 毛利率 31.19%，净利率 19.75%	2
图表 4: 海亮教育基础教育项目为公司主要收入来源	3
图表 5: FY19H1 基础教育占比 54.4%，国际化项目占比 29.0%	3
图表 6: 2017 年诸暨市人均 GDP 接近 10 万元	3
图表 7: FY18 自有学校生均收入达 4.95 万元，同增 21.5%	4
图表 8: 海亮教育国际化项目收费更高，增速更快	4
图表 9: FY18 自有学校入读学生人数达 2.21 万，同增 5.5%	4
图表 10: 海亮教育自有学校学生人数拆分	4
图表 11: 海亮教育销售费用率不断下降	4
图表 12: 海亮教育销售费用率处于行业平均水平	5
图表 13: 海亮教育管理费用率处于行业低位	5
图表 14: 海亮学生 2019 高考成绩排名全市第二	5
图表 15: 2019 中考初中阶段高分段成绩亮眼	5
图表 16: 海亮教育自有学校中高中学生人数最多，初中次之	6
图表 17: 2019 海亮高级中学录取分数线位列诸暨市第 1	6
图表 18: 海亮教育名师一览	6
图表 19: 2018 年海亮教育自有初高中试行“初高一贯制”	7
图表 20: 部分海亮教育托管学校	7
图表 21: 学校数量不断增加，托管学校数量迅速增长	8
图表 22: FY19H1 管理服务收入达 1690 万元，占比提升 1pct	8
图表 23: FY19H1 教学辅导收入约 5980 万元，占比 9.2%	8
图表 24: 海亮外国语学校巴厘岛游学活动	8

本周关注——海亮教育：深耕浙江诸暨，异地开拓学校管理业务

海亮教育(HLG.O)成立于1995年，2015年7月在纳斯达克上市，公司主营民办K12学校。截至2018年12月，海亮教育共为36所学校提供直接教育或管理服务，其中自有学校共9所，还为27所非自有学校提供管理服务。9所自有学校分别为海亮外国语学校、海亮实验中学、天马实验学校、海亮小学、海亮初级中学、海亮高级中学、海亮艺术中学、海亮外语中学、镇江江河艺术高级中学，截止2018年底，在读学生达到2.26万人；27所托管学校覆盖江西、湖北、浙江、山东等地区，在读学生达到3.86万人。

图表1：海亮教育旗下9所自有学校详细情况

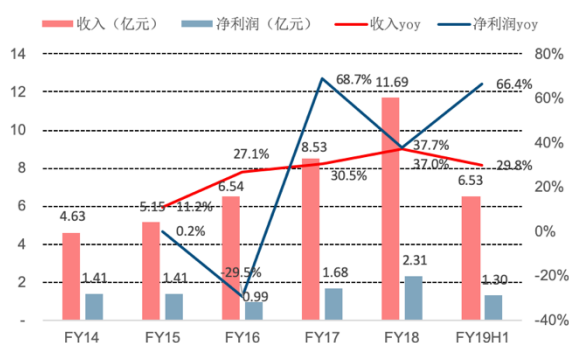
建校/收购时间	学校名称	所在地区	开设学段	备注
1995	海亮外国语学校	浙江省诸暨市	国际小学、初中、高中	-
2001	海亮实验中学	浙江省诸暨市	高中	-
2009	天马实验学校	浙江省诸暨市	小学、初中	1995年成立，2009年被收购
2016	海亮小学	浙江省诸暨市	小学	从诸暨海亮外国语学校分离
2016	海亮初级中学	浙江省诸暨市	初中	从诸暨海亮外国语学校分离
2016	海亮高级中学	浙江省诸暨市	高中	从诸暨海亮外国语学校分离
2017	海亮艺术中学	浙江省诸暨市	高中	从诸暨实验中学分离
2018	海亮外语中学	浙江省诸暨市	高中	从海亮外国语学校分离
2018	镇江江河艺术高级中学	江苏省镇江市	高中	2018年被收购

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

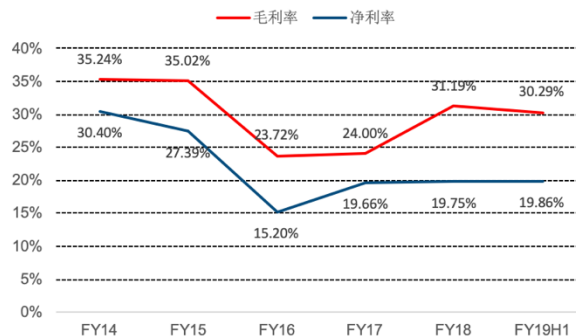
公司2015年时学校仅有3所，于2016、2017、2018年分别新增3、1、2所学校，快速增加的学校带动营收快速增长。FY19H1海亮教育实现营收6.53亿元人民币，同比增长29.8%；净利润1.30亿元，同比增长66.4%。FY18公司实现营收11.69亿元，同比增长37.0%；净利润达2.31亿元，同比增长37.7%。FY18海亮教育毛利率为31.19%，较上年同期提升7.19个百分点。公司净利率稳定，FY17、FY18净利率分别为19.66%、19.75%。

备注：公司完整财年报告期截止日为6月30日。

图表2：海亮教育FY18净利润2.31亿元，同比增长37.7% **图表3：海亮教育FY18毛利率31.19%，净利率19.75%**



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

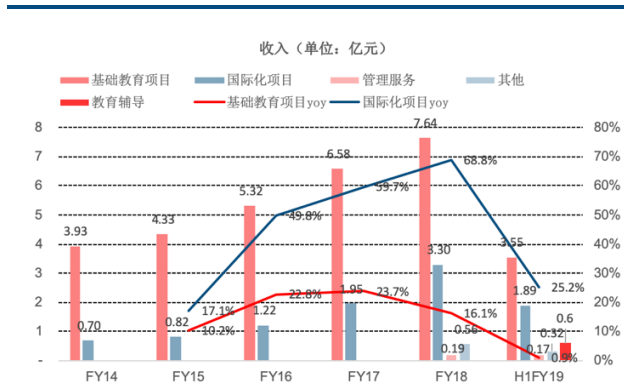


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

国际化项目占比快速提升，生均学费稳步增长

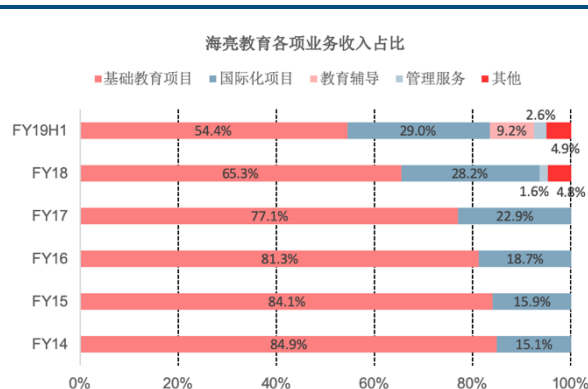
基础教育项目贡献海亮教育主要收入，国际化项目收入占比快速提升。基础教育项目包含体制内全日制小学、初中和高中，FY19H1 收入占比为 54.4%。国际化项目主要通过海亮外国语学校及海亮外语中学展开，在国际小学和初中阶段开设双语国际班，在高中阶段开设 A-Level、美高、加拿大高中和澳洲 VCE 课程，提供雅思、托福、SAT 等考试培训和其他小语种课程。海亮教育国际化项目收入从 FY14 的 0.70 亿元快速增长至 FY18 的 3.30 亿元，占比从 FY14 年的 15.1% 亦快速提升至 FY19H1 的 29.0%。

图表4：海亮教育基础教育项目为公司主要收入来源



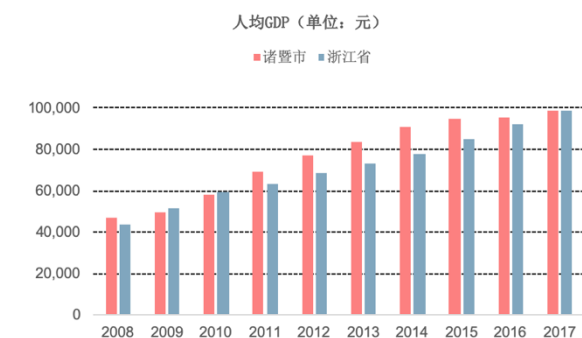
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5：FY19H1 基础教育占比 54.4%，国际化项目占比 29.0%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

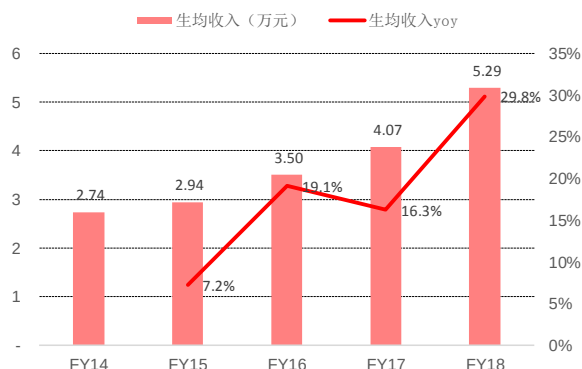
图表6：2017 年诸暨市人均 GDP 接近 10 万元



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

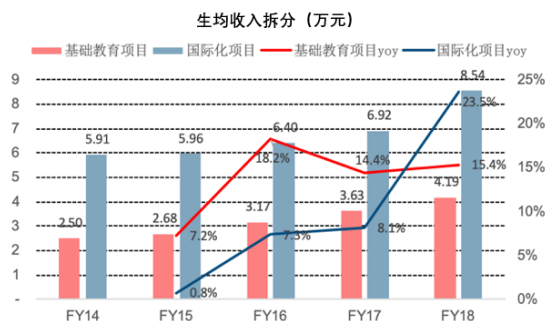
生均收入不断提升，国际化项目贡献大。FY18 海亮教育自有学校生均收入达 5.29 万元/年，同比增长 29.8%，连续 3 年保持双数增长率（备注：生均收入=对应教育类收入/入读人数）。其中，国际化项目生均收入为 8.54 万元/年，同比增长 23.5%；基础教育项目生均收入为 4.19 万元/年，同比增长 15.4%。从 FY14 到 FY18 公司基础教育项目就读人数从 1.57 万人增长至 1.83 万人，学费更高的国际化项目就读人数从 1180 人增长至 3860 人。

图表7：FY18 自有学校生均收入达 4.95 万元，同增 21.5%



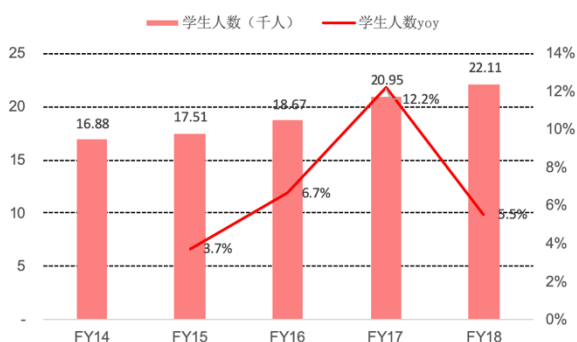
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表8：海亮教育国际化项目收费更高，增速更快



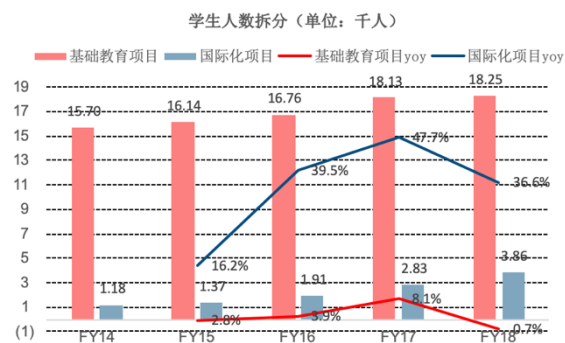
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9：FY18 自有学校入读学生人数达 2.21 万，同增 5.5%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

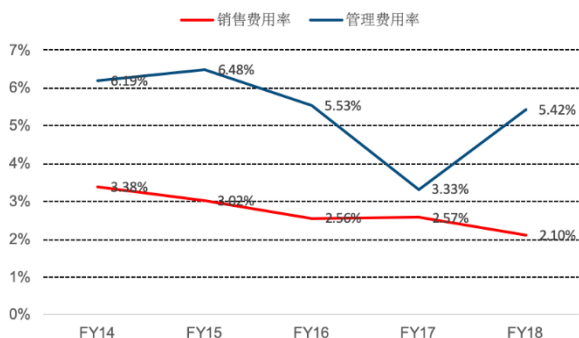
图表10：海亮教育自有学校学生人数拆分



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

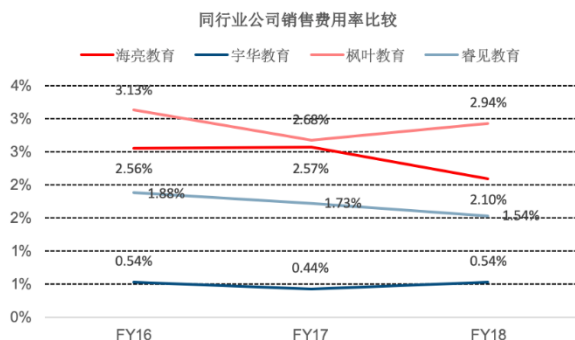
从费用端看，海亮教育 FY18 销售费用率为 2.10%，较上年下降 0.47 个百分点，处于行业平均水平。FY18 管理费用率为 5.42%，受国际化教育和管理服务业务的加速扩张影响，较上年提升 2.09 个百分点，仍处于行业低位。

图表11：海亮教育销售费用率不断下降



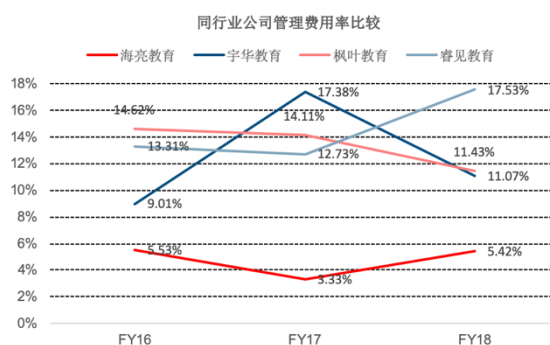
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表12：海亮教育销售费用率处于行业平均水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表13：海亮教育管理费用率处于行业低位



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

优质师资和亮眼成绩提升海亮教育办学知名度，促进良性循环

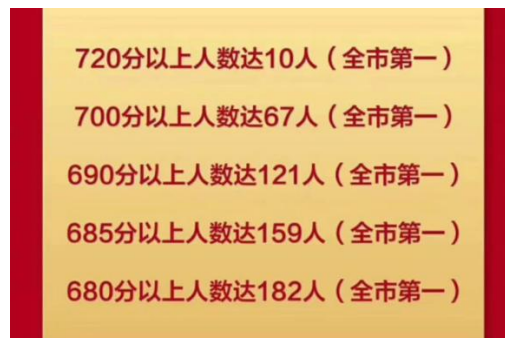
杰出教学成果和优质教学水平帮助学校建立良好口碑，从而吸引优质生源产生良性循环。公司办学成绩优异，海亮高中和海亮实验中学均为诸暨市热门高中，其中海亮高中 2019 年录取分数线达 685 分，位列诸暨市第 1，海亮实验中学位列第 3。海亮初中和天马初中近 20 年中考中产生 10 名诸暨市状元。在国际教育方面，2018 年成立的海亮外语中学毕业生 141 人，共收获 416 所大学的 offer，其中 QS 前 50 大学 86 所，占比 21%；QS 前 100 大学 154 所，占比 37%。

图表14：海亮学生 2019 高考成绩排名全市第二



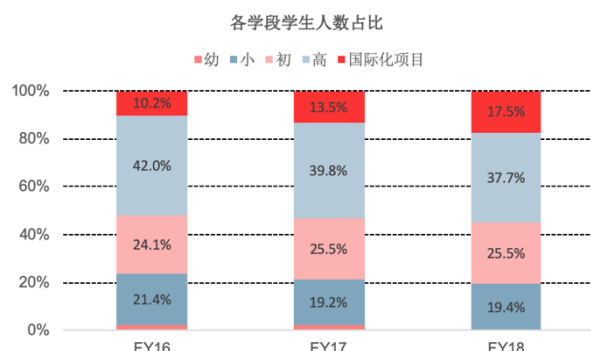
资料来源：学校官网，中信建投证券研究发展部

图表15：2019 中考初中阶段高分段成绩亮眼

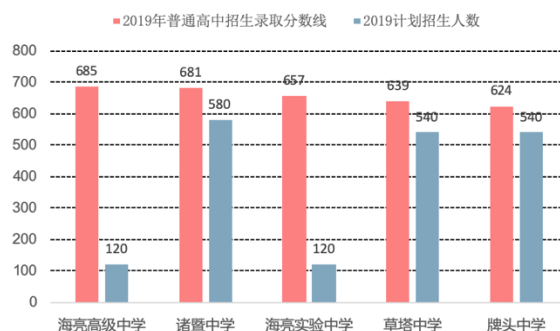


资料来源：学校官网，中信建投证券研究发展部

图表16：海亮教育自有学校高中学生人数最多，初中次之 图表17：2019 海亮高级中学录取分数线位列诸暨市第 1



资料来源：诸暨在线，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

海亮教育初高中阶段师资强大，各个学科均有特级教师、高级教师，市级学科带头人等资深名师负责教育教学。竞赛领域，学校在数学、物理、化学、生物、信息学五大竞赛学科均配备具有丰富带教和参赛经验的国家和国际级金牌教练，培养学生学科兴趣和学科专长，助力升学。

图表18：海亮教育名师一览

	余水能： 国际级数学金牌教练。学生1人获国际数学奥赛金牌，12人获国家级金牌并入选国家集训队。在2016年参加东南赛中获团体第一，并独占高一前五名。		李政： 国家级化学金牌教练。学生在全国化学竞赛中获得4块金牌2块银牌，17人获得省一等奖。
	徐节祺： 国家级数学金牌教练。在第32届中国数学奥林匹克竞赛中，所辅导的学生荣获全国金牌并选国家集训队，现已保送至北京大学。		华信法： 国家级物理学金牌教练。学生有11人获浙江省赛区一等奖，4人进入全国物理竞赛决赛，获2金2银，2人进入国家集训队。
	向立艳： 国际级物理学金牌教练。在五届物理竞赛辅导中，3人获国际物理奥赛金牌，2人获得亚洲物理奥赛金牌，18年一人入选第49届国际物理奥赛国家队，13人获得国家级金牌。所辅导竞赛学生46人进入清华北大深造。		杜五洲： 化学奥赛金牌教练，从教十多年，学生43人考入清北；27人获全国化学竞赛一等奖，4人进入全国化学竞赛冬令营，获全国化学竞赛金牌3枚，银牌1枚，1人进入国家集训队。
	厉守清： 亚洲级物理学金牌教练。学生1人获亚洲物理学竞赛金牌，2人获全国中学生物理竞赛金牌并进入国家集训队，1人获全国中学生物理竞赛银牌。连续15年被聘为浙江省中学生物理竞赛夏令营特聘教练。		常丽丽： 国家级生物学金牌教练。辅导学生在全国中学生生物学竞赛中，获金牌一人（保送北京大学），银牌两人（分别考入清华大学、中国科技大学），铜牌两人（分别考入北京大学、中山大学）。
	刘小刚： 国家级信息学竞赛金牌教练。学生在全国信息学竞赛中获得1金1银4铜，其中金牌获得者入选国家集训队，并保送至清华大学。		吴国建： 教育硕士，中学数学高级教师，省特级教师。培养市高考状元5人，浙江省第四名1人。学生参加全国高中数学联赛10余人获全国一等奖。

资料来源：学校官网，中信建投证券研究发展部

2018 年起，海亮教育试行“初高衔接、学段贯通”，提前选拔海亮初中和天马初中的优秀初三学生提前进入海亮高中学科竞赛体系学习。这将进一步优化集团化办学，强化品牌效应，吸引优质学生，提升学校竞争力。

图表19： 2018 年海亮教育自有初高中试行“初高一贯制”


资料来源：学校官网，中信建投证券研究发展部

异地开拓学校管理服务，课后培训、研学等增值服务开辟新的增长点

FY18 以来海亮教育实施异地管理服务等轻资产扩张战略。公司在异地持续推进学校管理服务，受托管学校包括民办学校、公办学校和由当地政府提供校园海亮教育提供服务的学校。海亮教育主要为托管学校提供教学、日常管理、战略规划、设施与后勤维护等管理和咨询类服务。

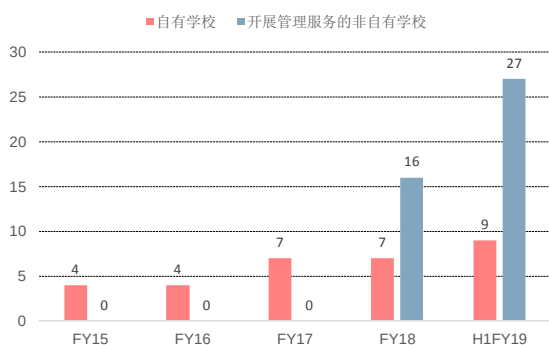
图表20： 部分海亮教育托管学校

学校名称	所在地区	备注
南昌百树学校	江西省南昌市	民办学校
宜春百树外国语学校	江西省宜春市	民办学校
闻堰初级中学	浙江省杭州市	公办学校
闻堰小学	浙江省杭州市	公办学校
金华海亮外国语学校	浙江省金华市	政府出资合办
肥城海亮外国语学校	山东省肥城市	政府出资合办

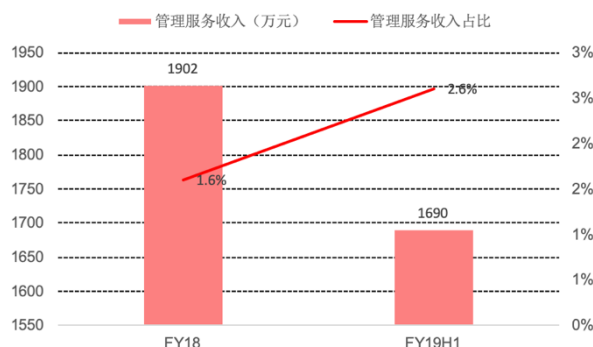
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

轻资产模式主要发挥公司在基础教育和国际教育领域的深厚办学管理经验，前期资本投入小，扩张速度快，能迅速扩大地域覆盖，积累办学口碑。FY19H1 公司轻资产扩张成果显著，开展管理服务的学校数量由 FY18 的 16 所增至 27 家所，管理服务收入达 1690 万元，收入占比 2.6%，较 FY18 提升 1 个百分点。

图表21： 学校数量不断增加，托管学校数量迅速增长



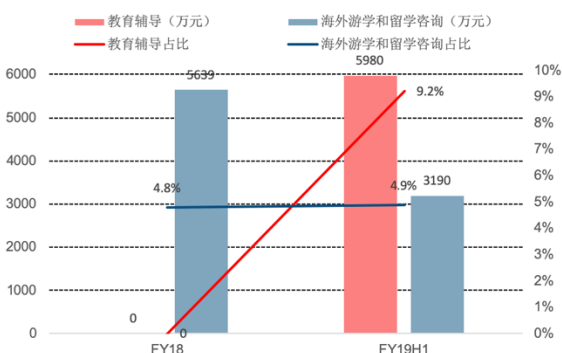
图表22： FY19H1 管理服务收入达 1690 万元，占比提升 1pct



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

FY19 起海亮教育通过开拓课后辅导和研学等增值服务，实现新业绩增长。其中，教育辅导类业务为自有和托管学校学生提供课后辅导，FY19H1 实现收入约 5980 万元，收入占比约 9.2%。同时，学校基于国际化教育办学经验，积极探索海外游学、留学咨询等业务，开辟新盈利渠道，FY19H1 实现收入约 3190 万元，收入占比约 4.9%。

图表23： FY19H1 教学辅导收入约 5980 万元，占比 9.2%



图表24： 海亮外国语学校巴厘岛游学活动



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

资料来源：学校官网，中信建投证券研究发展部

风险提示：义务教育阶段民办学校非营利性政策风险

教育行业一周重要公告、政策、新闻回顾

表 1：教育行业上市公司重要公告一周回顾

股票简称	公告类型	具体内容
昂立教育	减持	8 月 8 日，昂立教育总裁林涛拟减持 60 万股，占公司总股本 0.21%。
洪涛股份	半年报	8 月 9 日，洪涛股份发布 2019 半年报。2019 上半年实现营收 19.06 亿元，比上年同期减少 6.6%，其中职业教育收入占比 2.3%，学历教育收入占比 7.2%；归母净利润 7944.3 万元，比上年同期减少 27.8%。高等教育方面，2019 年，四川两个学校预计录取 10000 余人，2019 年 9 月新生入学后，在校人数将突破 2 万人，达到办学以来最高在校生规模。
紫光学大	交易终止	8 月 9 日，清华控股决定终止向深投控转让其所持紫光集团 36% 股权。本次终止协议签署后，紫光集团的原有股权结构保持不变，清华控股仍持有紫光集团 51% 股权，仍为紫光集团控股股东及公司实际控制人。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 2：教育行业政策及热点事件一周回顾

事件类型	具体内容
政策发布	8 月 6 日，广东出台高中学业水平考试实施细则。本次细则的亮点在于细化了体育与健康、艺术（或音乐、美术）、技术（信息技术和通用技术）等考试科目的考核方式。除了在科目上呈现素质化特点，在学业水平考试的技能考核和素养要求上，素质化趋势也明显加强。
政策发布	8 月 9 日，上海市政府发布《关于加强本市中小学体育艺术工作的指导意见》指出：2021 年，学生每人掌握 2 项及以上体育技能，和一个艺术技能或爱好；自 2022 年起，各“一条龙”高中阶段学校开展优秀体育学生和应届优秀艺术骨干学生的招收培养工作，各“一条龙”相关高中阶段学校一定比例优秀体育学生或艺术骨干学生的招生计划分配到同一“一条龙”布局单位内的初中学校。

资料来源：wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

教育行业重点关注上市公司业绩情况一览

表 3：教育行业公司最新估值（wind 一致预测，时间：2019/08/11）

股票代码	股票简称	货币 单位	总市值 (亿元)	ROE FY18 摊薄	PE FY19E	PE FY20E	业绩增速 FY19E	业绩增速 FY20E	公司主业 2019/8/11
002607.SZ	中公教育	CNY	839	39.0%	51	38	42.6%	35.1%	泛公考培训、考研
300559.SZ	佳发教育	CNY	53	16.2%	27	18	56.4%	48.3%	标准化考点和智慧教育
002841.SZ	视源股份	CNY	478	29.5%	35	26	36.7%	34.4%	智能交互显示设备等
002955.SZ	鸿合科技	CNY	73	37.0%	18	15	20.7%	19.8%	智能交互显示设备
300338.SZ	开元股份	CNY	30	4.5%	16	12	89.0%	30.0%	职业培训
300192.SZ	科斯伍德	CNY	21	3.8%	22	17	264.2%	25.4%	K-12 培训（龙门教育）
600636.SH	三爱富	CNY	41	17.7%	18	15	-57.8%	17.8%	教育信息化-录播
600661.SH	昂立教育	CNY	54	-21.0%	26	22	177.1%	21.4%	K-12 培训
002621.SZ	美吉姆	CNY	72	2.6%	43	37	435.1%	16.1%	早教
300010.SZ	立思辰	CNY	71	-42.2%	25	21	120.2%	22.2%	K-12 培训、教育信息化等
002659.SZ	凯文教育	CNY	35	-4.7%	147	28	125.2%	421.6%	K-12 国际学校
0667.HK	中国东方教育	HKD	275	58.5%	31	23	57.1%	36.2%	职业技能培训
3978.HK	卓越教育集团	HKD	18	8.8%	11	9	160.1%	24.6%	K-12 培训
1769.HK	思考乐教育	HKD	27	62.7%	N.A.	N.A.	33.7%	29.1%	K-12 培训
1797.HK	新东方在线	HKD	100	N.A.	N.A.	90	59.3%	605.4%	K-12 培训（在线）
1565.HK	成实外教育	HKD	80	12.7%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	K-12 学校
1773.HK	天立教育	HKD	59	8.6%	20	15	35.1%	35.4%	K-12 学校
6169.HK	宇华教育	HKD	124	15.3%	15	13	35.0%	22.5%	K-12 学校、高校
1569.HK	民生教育	HKD	56	9.8%	11	10	32.2%	16.8%	高校、高中
6068.HK	睿见教育	HKD	67	16.2%	15	12	31.4%	25.3%	K-12 学校
1317.HK	枫叶教育	HKD	72	14.9%	10	8	21.1%	22.7%	K-12 国际学校
1890.HK	中国科培	HKD	70	23.9%	15	13	20.4%	17.1%	高校
1765.HK	希望教育	HKD	81	4.0%	17	13	155.1%	27.7%	高校
0839.HK	中教控股	HKD	217	0.0%	27	22	6.5%	22.6%	高校、技工学校
2779.HK	中国新华教育	HKD	42	10.7%	13	10	18.4%	23.8%	高校、中专学校
2001.HK	新高教集团	HKD	40	13.1%	10	8	49.6%	23.2%	高校、高中学校
TAL.N	好未来	USD	191	14.8%	51	33	1.3%	57.4%	K-12 培训
EDU.N	新东方	USD	165	10.1%	35	27	96.0%	32.5%	K-12 培训
ONE.N	精锐教育	USD	13	24.0%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	K-12 培训（一对一为主）
HLG.O	海亮教育	USD	16	16.8%	32	27	55.7%	17.8%	K-12 学校
BEDU.N	博实乐	USD	11	8.7%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	K-12 学校

分析师介绍

叶乐：中信建投证券教育行业分析师、中小市值分析师（新消费服务方向），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。除负责教育行业研究之外，还覆盖诸多新消费服务领域，在宠物、母婴、化妆品、人力资源等行业研究深入。联系方式：18521081258, yele@csc.com.cn

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，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。

报告贡献人

王邵哲 18019484901 wangshaozhe@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
 郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
 郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
 张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
 高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
 张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
 任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
 杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
 杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
 王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
 诺敏 010-85130616 nuomin@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 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
 李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
 范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
 李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
 薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
 王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
 XU SHUFENG 0755-23953843
 xushufeng@csc.com.cn
 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
 曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@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

以恒生指数的涨跌幅为基准。

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/或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