安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 07 月 16 日

# 中国高科（600730.SH）

公司快报

证券研究报告

综合Ⅲ

## 携北大培生合作开发汉语在线教育平台，正式进军教育产业！

■**合作开发汉语在线教育平台，正式进军教育产业。**7 月 15 日，公司公告，拟用自有资金 3000 万元与关联方北大培生及韩国 Lumsol 公司共同开发汉语在线教育平台，以提升韩国市场的汉语语言教学水平以及促进中国文化传播发展。平台持股暂定比例为中国高科 24%，北大培生 51%，韩国 lumsol 公司 25%。

■**联合北大培生开展合作，未来将拓展全球市场。**本次中国高科与北大培生合作，将充分依靠北京大学及培生集团的资源优势，建立起自身完备从培训到测试、认证的系列在线汉语学习体系，并积累成功经验，未来有望共同开拓全球其他市场（美国、日本、东南亚、欧洲等），将汉语言学习通过互联网传递至全世界各地。

■**北大校企教育资源丰富，未来或存在合作及资产注入预期。**公司是北京大学旗下重要的上市平台，战略转型教育后，未来或将受益于与北大的合作及教育资产注入预期。北大校企资源丰富，在科技、金融、教育领域均布局优秀，14 年校办企业资产总额超过 1800 亿元，同比增速约 50%。未来公司有望牵手北大慕课，依靠强大的股东背景，将其推广至全国优质高校，收集用户学习大数据为未来定制化学习模式推广打下基础，成为全国范围最优秀的 MOOC 平台。

■**未来或将进一步牵手培生，深度探索教育产业。**本次与北大培生的共同投资或将开启公司与培生集团的合作机会，深度探索教育产业。培生集团是国际著名的出版与传媒巨头，旗下拥有全球最大的教育出版集团(Pearson Education)、著名的金融时报集团(FT Group)及在业内享有盛名的朗文公司（Longman），并拥有经济学人集团 50%股权。培生集团自 60 年代起就开始布局国内教育市场，截至目前，在中国展开业务的培生教育子公司包括培生教育出版、英国爱德思、纽约金融学院、培生语言考试中心、Longman School、环球教育英语和华尔街英语，其中 14 年环球教育英语科目注册人数 117 万人，同比增长 7%；华尔街英语学生人数 66 万人，同比增长 2%。此外，培生集团在国内拥有广泛的合作伙伴，包括高等教育出版社、清华大学出版社、北京大学出版社、人民大学出版社、科学出版社、机械工业出版社、电子工业出版社等一流企业。

■**股东背景形成优异资源禀赋，战略转型未来或领航在线教育、职业教育。**公司股东和管理层背景优秀，股东涉及北大、复旦等数十所国内名校，教育资源禀赋优异、稀缺性强、价值度高，未来可协整的教育产业资源丰富，具备转型教育的天然基础。本次合作正式宣告公司进军教育产业，未来或将发挥股东优势，进一步涉足在线教育及职业教育领域，形成差异化竞争优势，从而成为行业领军者。

■**首次覆盖，给予“买入-A”。**我们预计 15-17 年 EPS 为 0.65 元、0.71 元、0.78 元，对应 PE 为 28 倍、26 倍、23 倍。给予 “买入-A”评级。

■**风险提示：**尚未取得商务部核准;在线教育推进不达预期。

| 摘要(百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 792.0 | 1,108.0 | 1,335.3 | 1,526.6 | 1,754.9 |
| 净利润 | 96.2 | 155.8 | 190.0 | 209.2 | 229.2 |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.53 | 0.65 | 0.71 | 0.78 |
| 每股净资产(元) | 4.15 | 4.58 | 3.90 | 4.40 | 4.95 |

| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 55.4 | 34.2 | 28.1 | 25.5 | 23.3 |
| 市净率(倍) | 4.4 | 4.0 | 4.7 | 4.1 | 3.7 |
| 净利润率 | 12.1% | 14.1% | 14.2% | 13.7% | 13.1% |
| 净资产收益率 | 8.1% | 12.6% | 15.9% | 15.6% | 15.2% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 1.1% | 1.2% | 1.3% |
| ROIC | 127.6% | -30.8% | 68.5% | -136.7% | -55.2% |

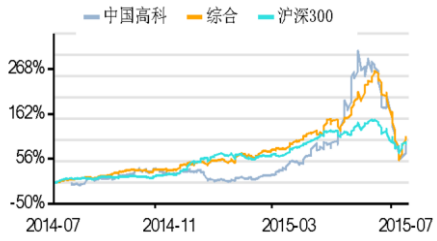
*数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测*

| 投资评级 | 买入-A |
|---|---|
| | 首次评级 |
| 6 个月目标价 | 25.00 元 |
| 股价（2015-07-15） | 18.18 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 5,332.70 |
| 流通市值（百万元） | 5,332.70 |
| 总股本（百万股） | 293.33 |
| 流通股本（百万股） | 293.33 |
| 12 个月价格区间 | 9.42/42.57 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| % | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | -27.52 | 9.40 | 10.61 |
| 绝对收益 | -51.55 | -0.05 | 92.99 |


刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

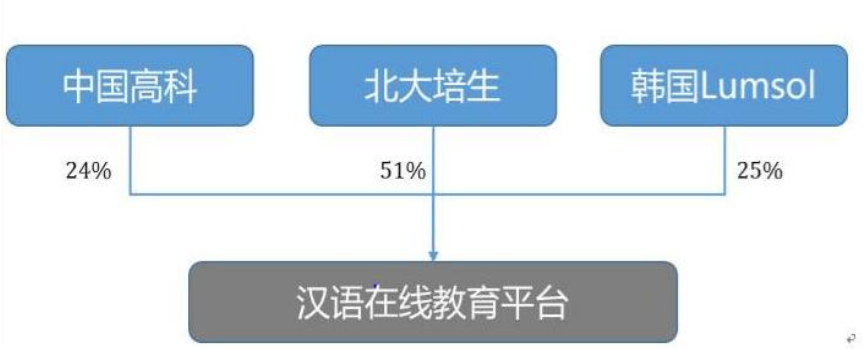
报告联系人
张璐芳 021-68766135
zhanglf2@essence.com.cn


**相关报告**


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

**合作开发汉语在线教育平台，正式进军教育产业。**7 月 15 日，公司公告，拟用自有资金 3000 万元与关联方北大培生及韩国 Lumsol 公司共同开发**汉语在线教育平台，以提升韩国市场的汉语语言教学水平以及促进中国文化传播发展。平台持股暂定比例为中国高科 24%，北大培生 51%，韩国 lumsol 公司 25%。**在合作内容方面，公司负责合作提供所需的资金支持；北大培生负责：利用北京大学、浙江大学等高校学术优势提供高质量的教学和教师资源，提供专利汉语测试产品及认证证书，建立在线教育平台，全球业务推广等；韩国 lumsol 公司专注于利用科技和网络为韩国中小学生提供优质教育资源和体验，本次合作中负责提供在线平台和相关软件及在韩国市场的推广。

**图 1：汉语在线教育平台股权结构**




*数据来源：公司公告　安信证券研究中心*

**联合北大培生开展合作，未来将拓展全球市场。**北大培生是培生集团与北京大学成立的合资公司，致力于全球范围内促进汉语语言教学及中国文化传播及汉语水平自动化测试。北大培生的股东中，北京大学作为全国最优秀的大学之一，在汉语言的全球推广方面做出了巨大的努力，并取得了显著的成果；培生集团作为计算机语音识别技术和自动化语言评估模型的开发者，已经先后为英语、西班牙语、荷兰语、阿拉伯语等开发了计算机自动化口语水平评估系统。**本次中国高科与北大培生合作，将充分依靠北京大学及培生集团的资源优势，建立起自身完备从培训到测试、认证的系列在线汉语学习体系，并积累成功经验，未来有望共同开拓全球其他市场（美国、日本、东南亚、欧洲等），将汉语言学习通过互联网传递至全世界各地。**

**北大校企教育资源丰富，未来或存在合作及资产注入预期。**公司是北京大学旗下重要的上市平台，战略转型教育后，未来或将受益于与北大的合作及教育资产注入预期。**北大校企资源丰富，在科技、金融、教育领域均布局优秀，14 年校办企业资产总额超过 1800 亿元，同比增速约 50%。**北大旗下拥有科技类公司包括北大方正、北大青鸟、北大未名和北大科技园等；金融包括方正证券；**教育领域方面，旗下拥有北大出版社、北大慕课、北大资源集团、北大方正教育投资集团及孔子学院等多家企业，**其中北大慕课为顺应在线教育方式的潮流、优质教育资源开发与共享于 2013 年开发建立，现已成为高校 MOOC 的领头羊。**未来公司有望牵手北大慕课，依靠强大的股东背景，将其推广至全国优质高校，收集用户学习大数据为未来定制化学习模式推广打下基础，成为全国范围最优秀的 MOOC 平台。**

**未来或将进一步牵手培生，深度探索教育产业。**本次与北大培生的共同投资或将开启公司与培生集团的合作机会，深度探索教育产业。培生集团是国际著名的出版与传媒巨头，**旗下拥有全球最大的教育出版集团(Pearson Education)、著名的金融时报集团(FT Group)及在业内享有盛名的朗文公司（Longman），并拥有经济学人集团 50%股权。**培生集团自

60 年代起就开始布局国内教育市场，截至目前，**在中国展开业务的培生教育子公司包括培生教育出版、英国爱德思、纽约金融学院、培生语言考试中心、Longman School、环球教育英语和华尔街英语，**其中 14 年环球教育英语科目注册人数 117 万人，同比增长 7%；华尔街英语学生人数 66 万人，同比增长 2%。此外，培生集团在国内拥有广泛的合作伙伴，包括高等教育出版社、清华大学出版社、北京大学出版社、人民大学出版社、科学出版社、机械工业出版社、电子工业出版社等一流企业。

**股东背景形成优异资源禀赋，战略转型未来或领航在线教育、职业教育。**公司原有业务涉及房地产销售、国内外贸易、仓储物流等领域，近年来业务增长面临瓶颈，**作为北京大学旗下上市平台之一，公司从设立之初就具备了优质的教育基因。并且，公司股东和管理层背景优秀，股东涉及北大、复旦等数十所国内名校，教育资源禀赋优异、稀缺性强、价值度高，未来可协整的教育产业资源丰富，具备转型教育的天然基础。**本次合作正式宣告公司进军教育产业，背靠北京大学及优质高校股东形成强烈背书，“汉语在线教育平台”未来或可在语种、国家形成裂变式复制，未来或将发挥股东优势，进一步涉足在线教育及职业教育领域，形成差异化竞争优势，从而成为行业领军者。

**表 1：公司高校股东情况（截至 15Q1）**

| 序号 | 高校股东 | 持股数量（万股） | 占流通 A 股比例（%） |
|---|---|---|---|
| 1 | 北大方正集团有限公司 | 7149 | 24.37 |
| 2 | 复旦大学 | 907 | 3.09 |
| 3 | 上海外国语大学 | 348 | 1.19 |
| 4 | 人大世纪科技发展有限公司 | 174 | 0.59 |
| 5 | 北京北航资产经营有限公司 | 174 | 0.59 |
| 6 | 华东政法大学 | 99 | 0.34 |
| 7 | 苏州大学 | 87 | 0.3 |
| 8 | 厦门大学 | 87 | 0.3 |
| 9 | 兰州大学 | 87 | 0.3 |
| 10 | 中国人民大学 | 87 | 0.3 |
| 11 | 上海立信会计学院 | 87 | 0.3 |
| 12 | 云南大学 | 87 | 0.3 |
| 13 | 华南理工大学 | 87 | 0.3 |
| 14 | 兰州商学院 | 87 | 0.3 |
| 15 | 对外经济贸易大学 | 87 | 0.3 |
| 16 | 南京理工大学 | 87 | 0.3 |
| 17 | 上海对外经贸大学 | 87 | 0.3 |
| 18 | 高等教育出版社 | 87 | 0.3 |
| 19 | 江南大学 | 87 | 0.3 |
| 20 | 武汉大学 | 87 | 0.3 |
| 21 | 华中师范大学 | 87 | 0.3 |
| 22 | 北京科技大学 | 87 | 0.3 |

*数据来源：Wind　安信证券研究中心*

**首次覆盖，给予 “买入-A”。**公司是北京大学旗下重要上市平台，教育资源禀赋优秀，本次与北大培生和韩国 lumsol 合作开发汉语在线教育平台，正式吹响进军教育产业的号角。未来或将与北大与国际知名的培生教育集团展开更加密切的合作，协整相关教育资

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

源，新一代领军者或正式诞生。我们预计 15-17 年 EPS 为 0.65 元、0.71 元、0.78 元，对应 PE 为 28 倍、26 倍、23 倍。给予“买入-A”评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 07 月 15 日)

## 利润表

| （百万元） | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **792.0** | **1,108.0** | **1,335.3** | **1,526.6** | **1,754.9** |
| 减:营业成本 | 489.9 | 652.8 | 799.4 | 926.6 | 1,083.2 |
| 营业税费 | 82.2 | 139.7 | 133.5 | 152.7 | 175.5 |
| 销售费用 | 53.8 | 13.1 | 89.5 | 99.2 | 110.6 |
| 管理费用 | 44.5 | 29.2 | 80.1 | 88.5 | 98.3 |
| 财务费用 | -1.7 | 0.4 | 1.0 | 2.0 | 3.0 |
| 资产减值损失 | -0.2 | 4.3 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 加:公允价值变动收益 | 3.0 | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 投资和汇兑收益 | 2.0 | -6.5 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| **营业利润** | **128.6** | **263.7** | **251.8** | **277.6** | **304.4** |
| 加:营业外净收支 | 2.1 | 0.6 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| **利润总额** | **130.7** | **264.4** | **254.6** | **280.4** | **307.2** |
| 减:所得税 | 29.6 | 88.6 | 63.7 | 70.1 | 76.8 |
| **净利润** | **96.2** | **155.8** | **190.0** | **209.2** | **229.2** |

## 财务指标

| （百万元） | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 96.1% | 39.9% | 20.5% | 14.3% | 15.0% |
| 营业利润增长率 | 259.6% | 105.1% | -4.5% | 10.2% | 9.6% |
| 净利润增长率 | 318.0% | 62.0% | 21.9% | 10.1% | 9.5% |
| EBITDA 增长率 | 150.1% | 93.1% | -3.3% | 10.8% | 10.1% |
| EBIT 增长率 | 203.6% | 108.1% | -4.3% | 10.6% | 9.9% |
| NOPLAT 增长率 | 247.7% | 78.9% | 8.0% | 10.6% | 9.9% |
| 投资资本增长率 | -840.9% | -148.6% | -155.4% | 172.1% | -98.8% |
| 净资产增长率 | 45.8% | 11.7% | -14.2% | 12.4% | 12.1% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 38.2% | 41.1% | 40.1% | 39.3% | 38.3% |
| 营业利润率 | 16.2% | 23.8% | 18.9% | 18.2% | 17.3% |
| 净利润率 | 12.1% | 14.1% | 14.2% | 13.7% | 13.1% |
| EBITDA/营业收入 | 17.6% | 24.2% | 19.4% | 18.8% | 18.0% |
| EBIT/营业收入 | 16.0% | 23.8% | 18.9% | 18.3% | 17.5% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 55 | 18 | 17 | 19 | 18 |
| 流动营业资本周转天数 | -150 | -29 | 26 | -65 | -40 |
| 流动资产周转天数 | 962 | 741 | 683 | 598 | 584 |
| 应收帐款周转天数 | 13 | 17 | 22 | 17 | 19 |
| 存货周转天数 | 253 | 141 | 279 | 225 | 221 |
| 总资产周转天数 | 1,211 | 987 | 886 | 780 | 744 |
| 投资资本周转天数 | -112 | -48 | 17 | -67 | -43 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 8.1% | 12.6% | 15.9% | 15.6% | 15.2% |
| ROA | 3.0% | 6.5% | 5.0% | 7.6% | 5.1% |
| ROIC | 127.6% | -30.8% | 68.5% | -136.7% | -55.2% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 6.8% | 1.2% | 6.7% | 6.5% | 6.3% |
| 管理费用率 | 5.6% | 2.6% | 6.0% | 5.8% | 5.6% |
| 财务费用率 | -0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% |
| 三费/营业收入 | 12.2% | 3.9% | 12.8% | 12.4% | 12.1% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 62.7% | 48.6% | 68.9% | 51.1% | 66.4% |
| 负债权益比 | 168.1% | 94.4% | 221.4% | 104.5% | 197.4% |
| 流动比率 | 1.54 | 2.15 | 1.35 | 1.93 | 1.43 |
| 速动比率 | 1.21 | 1.81 | 0.58 | 1.79 | 0.66 |
| 利息保障倍数 | -76.27 | 611.90 | 252.82 | 139.80 | 102.46 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.10 | - | 0.19 | 0.21 | 0.23 |
| 分红比率 | 30.5% | 0.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 1.1% | 1.2% | 1.3% |

## 资产负债表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1,806.4 | 894.8 | 807.1 | 1,217.1 | 1,015.9 |
| 交易性金融资产 | - | - | 143.0 | 140.0 | 94.3 |
| 应收帐款 | 20.5 | 86.7 | 77.8 | 70.1 | 115.1 |
| 应收票据 | - | - | 12.4 | 4.4 | 4.4 |
| 预付帐款 | 10.8 | 187.1 | 57.8 | 93.1 | 127.4 |
| 存货 | 562.1 | 305.1 | 1,762.9 | 148.0 | 2,010.4 |
| 其他流动资产 | 190.0 | 500.7 | 230.2 | 307.0 | 346.0 |
| 可供出售金融资产 | - | 6.5 | 2.2 | 2.9 | 3.9 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 10.5 | - | - | - | - |
| 投资性房地产 | 633.6 | 635.4 | 635.4 | 635.4 | 635.4 |
| 固定资产 | 55.9 | 53.0 | 76.3 | 83.3 | 89.2 |
| 在建工程 | 0.3 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 |
| 无形资产 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.1 |
| 其他非流动资产 | | | | | |
| **资产总额** | **3,356.5** | **2,718.0** | **3,857.2** | **2,757.8** | **4,493.7** |
| 短期债务 | 375.0 | 180.0 | - | - | - |
| 应付帐款 | 678.4 | 344.8 | 1,034.0 | 600.8 | 1,224.9 |
| 应付票据 | - | 104.6 | 21.3 | 44.6 | 58.2 |
| 其他流动负债 | | | | | |
| 长期借款 | 28.2 | - | - | - | - |
| 其他非流动负债 | | | | | |
| **负债总额** | **2,104.7** | **1,319.9** | **2,657.0** | **1,409.3** | **2,982.7** |
| **少数股东权益** | **35.8** | **55.7** | **56.6** | **57.7** | **58.8** |
| 股本 | 293.3 | 293.3 | 293.3 | 293.3 | 293.3 |
| 留存收益 | 922.7 | 721.6 | 850.2 | 997.4 | 1,158.8 |
| **股东权益** | **1,251.8** | **1,398.2** | **1,200.2** | **1,348.4** | **1,511.0** |

## 现金流量表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 101.1 | 175.8 | 190.0 | 209.2 | 229.2 |
| 加:折旧和摊销 | 13.5 | 5.9 | 6.9 | 8.0 | 9.2 |
| 资产减值准备 | -0.2 | 4.3 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | -3.0 | -1.8 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 财务费用 | 12.9 | 19.3 | 1.0 | 2.0 | 3.0 |
| 投资损失 | -2.0 | 6.5 | -20.0 | -20.0 | -20.0 |
| 少数股东损益 | 4.9 | 19.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 营运资金的变动 | 505.9 | -617.5 | 449.9 | 266.6 | -402.0 |
| **经营活动产生现金流量** | **640.8** | **-153.7** | **630.7** | **469.0** | **-177.4** |
| **投资活动产生现金流量** | **-177.2** | **-492.0** | **-150.7** | **5.3** | **47.7** |
| **融资活动产生现金流量** | **299.1** | **-297.3** | **-567.7** | **-64.2** | **-71.5** |

## 业绩和估值指标

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.33 | 0.53 | 0.65 | 0.71 | 0.78 |
| BVPS(元) | 4.15 | 4.58 | 3.90 | 4.40 | 4.95 |
| PE(X) | 55.4 | 34.2 | 28.1 | 25.5 | 23.3 |
| PB(X) | 4.4 | 4.0 | 4.7 | 4.1 | 3.7 |
| P/FCF | 5.0 | -5.8 | 12.1 | 11.3 | -29.0 |
| P/S | 6.7 | 4.8 | 4.0 | 3.5 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 7.2 | 7.8 | 15.5 | 12.6 | 12.2 |
| CAGR(%) | 27.7% | 9.4% | 93.5% | 27.7% | 9.4% |
| PEG | 2.0 | 3.6 | 0.3 | 0.9 | 2.5 |
| ROIC/WACC | 13.0 | -3.1 | 7.0 | -13.9 | -5.6 |
| REP | -0.1 | -2.4 | -3.8 | 0.6 | 140.1 |

**数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 公司评级体系

**收益评级：**

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

**风险评级：**

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

刘章明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人


| | | | |
|---|---|---|---|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

**安信证券研究中心**

**深圳市**

**地　址：** 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

**邮　编：** 518026

**上海市**

**地　址：** 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

**邮　编：** 200123

**北京市**

**地　址：** 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

**邮　编：** 100034


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。