

## 四通股份 (603838)

收购留学龙头启德教育，文化陶瓷+教育开创市值新纪元

投资评级：买入（首次覆盖）

2016年7月12日

### 投资要点

- 国际教育市场前景广阔，三大驱动力推动行业发展。**从广义的角度来看，2015年国际教育产业规模接近2500亿元，其中语言培训300亿，出国游学120亿，国外留学消费2000亿，留学中介服务50亿。过去十年中国出国留学人数保持年均19.27%的增速，近两年来增长趋势放缓，出国人数趋于稳定。留学考培行业CR5为58%、留学中介行业CR10为84%，行业加速整合，未来以资本介入与并购为主要发展方向。未来国际教育服务行业的驱动力主要来自低龄化留学、消费升级带来的教育支出增长以及留学后市场。受益于低龄化与出境游的火爆，游学有望成为增长最快的板块，预计未来五年年均复合增速超过25%。留学后市场潜力巨大，延伸产业链较长，包括学业指导、文化适应、就业等服务，受到越来越多的留学生与家长的关注，单体价值高。
- 收购启行教育，咨询服务业务市场第一。**启行教育经营主体为启德教育集团，是国内知名的国际教育综合服务商，主要业务为留学咨询服务和考试培训服务。其中，咨询服务占据国内领导地位，在境内与境外都设立了咨询中心，大多数留学机构只在境内设置；以2014年签署的合约数目计算，启德的市场占有率为12.9%，位列市场第一。考试培训品牌知名度高，仅次于新东方和环球雅思。此外，启德教育集团在全球有超过900家签约合作院校及机构，有超过3000家机构给予授权，为学生提供整合式的完整服务链，为公司进入留学后市场奠定了基础。2015年启德实现营收9.47亿，同比增长21.44%，净利1.73亿，同比增长14.54%；16年1-4月实现营收3.07亿，净利2571.31万。
- 盈利预测。**本次收购将优化上市公司的收入结构，开拓新的盈利增长点。我们预计公司16-18年分别实现营收15.13亿元、17.47亿元和20.65亿元，净利润分别为3.05亿元、3.38亿元和3.77亿元，EPS分别为0.52元、0.57元和0.64元。停牌前公司市值为43.36亿元，本次增发45亿，发行后市值为88.36亿元。我们预计公司16年陶瓷制品实现营收4.6亿元、净利润0.5亿元，给予20xPE，对应市值10亿；启德教育实现营收10.53亿、净利润2.55亿元，教育行业16年平均估值为60倍，我们给予公司50xPE，对应市值127.5亿元，16年总市值为137.5亿元。公司不排除未来海外并购的可能。给予“买入”评级。
- 风险提示。**业务整合风险、留学市场竞争加剧等。

证券分析师 马浩博

职业资格证书编号：S0850513090003  
mahb@dwzq.com.cn

证券分析师 庄沁

执业资格证书号码：S0600515010001  
zhuangq@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.20
一年最低价/最高价	16.20/38.88
市净率	13.96
流通A股市值(百万元)	1080.22

### 基础数据

每股净资产(元)	4.68
资本负债率(%)	8.25
总股本(百万股)	266.68
流通A股(百万股)	97.28

## 目录

<b>1. 国际教育服务市场前景广阔</b>	<b>4</b>
1.1. 经过十年高速增长，出国人数趋于稳定	4
1.2. 未来行业驱动力：低龄化、消费升级、留学后市场	4
1.2.1. 留学人群分布广泛，逐渐向低龄阶段发展	4
1.2.2. 消费升级带动教育支出增长，高收入家庭更注重教育	5
1.2.3. 留学后市场潜力巨大	6
<b>2. 留学前市场已成红海，游学与留学后市场新蓝海</b>	<b>6</b>
2.1. 语言培训与中介市场趋于饱和，竞争激烈	7
2.1.1. 语言培训行业呈现五家垄断的局面	7
2.1.2. 中介行业集中度高，加速洗牌	8
2.1.3. 行业未来两大趋势：资本介入与并购	8
2.2. 游学成为增长最快的板块	8
2.3. 留学后市场前景广阔，存在无限可能	10
2.3.1. 移民需求提高，带动出入境中介服务增长	11
2.3.2. 高净值人群不断增加，国际化服务需求增强	11
<b>3. 收购启德教育，享国际教育行业红利</b>	<b>12</b>
3.1. 公司是新型家居生活陶瓷供应商，近年业绩放缓	12
3.2. 收购启行教育，寻找新的利润增长点	14
3.2.1. 知名国际教育综合服务商	14
3.2.2. 留学咨询市场占据领导地位	15
3.2.3. 考试培训品牌知名度高	16
3.2.4. 提供整合式完整服务链	17

## 图表目录

图表 1 : 2005-2014 年出国留学人数 .....	4
图表 2 : 有出国意向学生的学段分布 .....	5
图表 3 : 2015 年中国家庭每月教育支出情况 .....	5
图表 4 : 2015 年中国家庭月收入/每月教育支出情况 .....	6
图表 5 : 2015 年国际教育行业规模 (亿元) .....	6
图表 6 : 考试培训服务行业前五大公司市占率 .....	7
图表 7 : 行业内留学机构融资情况 .....	8
图表 8 : 游学行业五大类产品 .....	8
图表 9 : 2010-2014 年我国出境旅游人次 .....	9
图表 10 : 2013-2015 年学生出境人次 .....	9
图表 11 : 2015-2020 年游学行业规模预测 .....	10
图表 12 : 1990-2013 年全球移民增量 .....	11
图表 13 : 2008-2015 年我国高净值人群规模 .....	11
图表 14 : 2015 年公司各产品营收占比 .....	12
图表 15 : 2011-2016Q1 公司营收情况 .....	13
图表 16 : 2012-2016Q1 公司净利润情况 .....	13
图表 17 : 中国消费者以及海外教育机构知名度调查 .....	14
图表 18 : 启德教育集团提供咨询服务业务总览 .....	15
图表 19 : 启德教育集团与合作院校开展的业务具体流程 .....	15
图表 20 : 按签署的合约数目计算市占率 .....	16
图表 21 : 启德教育集团考试培训服务流程 .....	16
图表 22 : 考试培训服务市场品牌知名度 .....	17
图表 23 : 整合式完整服务链 .....	17
图表 24 : 教育板块相关上市公司估值情况 (截止 2016 年 7 月 8 日收盘价) .....	19

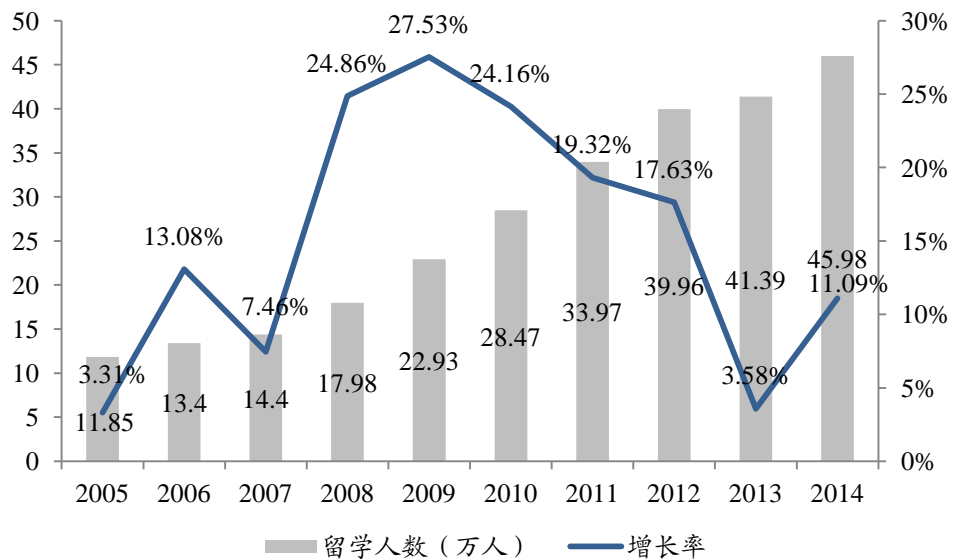
## 1. 国际教育服务市场前景广阔

随着国民收入增长以及教育意识的提升，留学人群不断扩大，在过去 7 年内保持两位数增长，留学动机主要包括学术提升、自我实现、体验生活等因素。对应的国际教育服务市场快速发展。

### 1.1. 经过十年高速增长，出国人数趋于稳定

根据教育部数据统计，中国出国留学总人数 2000 年仅为 3.9 万人，2005 年增长至 11.85 万人，2014 年增长至 45.98 万人，年均复合增长率达到 19.27%。出国留学的人群日益壮大，并且保持了一定程度的增长速度，但近两年来增长趋势放缓，出国人数趋于稳定。

图表 1：2005-2014 年出国留学人数



资料来源：《中国国际移民报告》，东吴证券研究所

### 1.2. 未来行业驱动力：低龄化、消费升级、留学后市场

国际教育服务行业主要包括出国前服务（语言培训）、出国留学（中介服务、游学）以及出国后服务（国外留学消费、移民等）。出国人数与语言培训、中介服务密切相关，由于近两年出国人数趋于稳定，语言培训与中介服务市场也趋于饱和，行业内整合加剧。

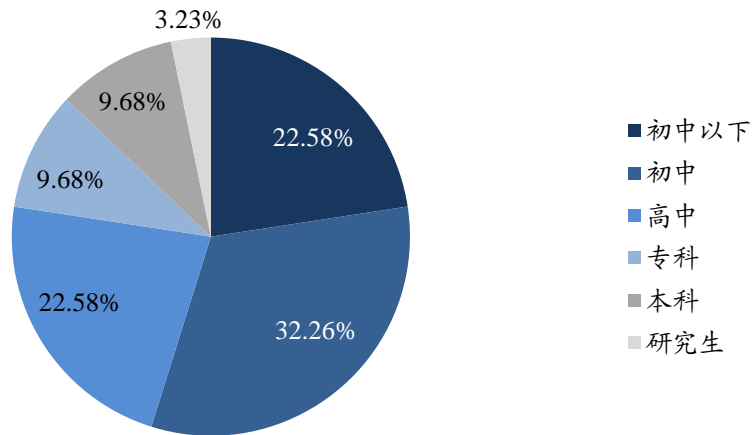
未来国际教育服务行业的驱动力主要来自低龄化留学、消费升级带来的教育支出增长以及留学后市场。

#### 1.2.1. 留学人群分布广泛，逐渐向低龄阶段发展

近几年，出国就读本科及以下学历的人数增幅较大，迅速逼近出国读研的人数。中国教育在线组织的《低龄留学调查问卷》调查结果，表明留学低龄化趋势，超过三分之二的被调查者在高中及高中以下阶段就已经有了出国留学的意向。在拥有出国留学意向的学生中，初中以下阶

段学生占比 22.58%，初中阶段学生占比 32.26%，高中阶段学生占比 22.58%。

图表 2：有出国意向学生的学段分布

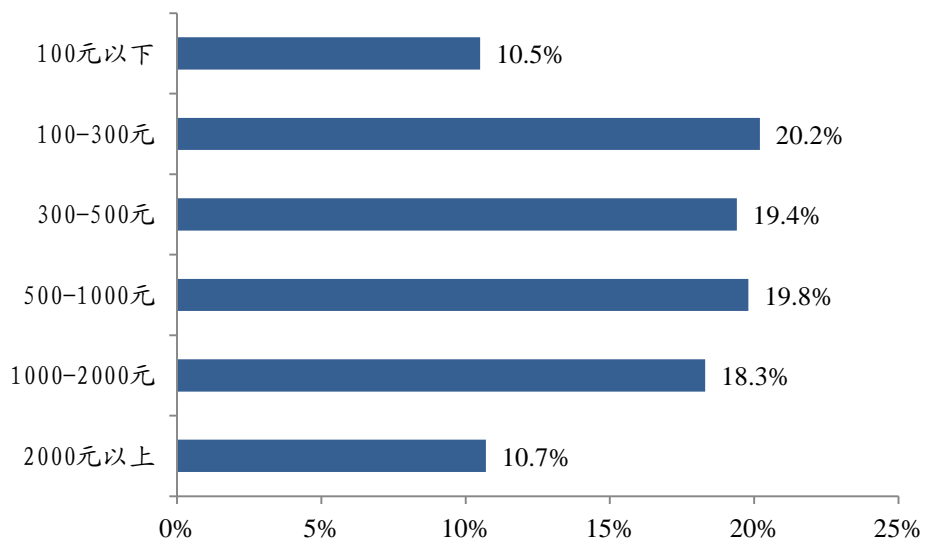


资料来源：《中国国际移民报告》，东吴证券研究所

### 1.2.2. 消费升级带动教育支出增长，高收入家庭更注重教育

近年来，随着国民收入的持续增长，教育类支出占我国家庭收入的比例逐年升高。2011年-2013年中国家庭教育支出约为8000亿至1万亿元。据艾瑞咨询的《2015中国家庭教育消费者图谱》显示，近一半家庭每年教育支出超过6000元，近三成家长投入超过万元。

图表 3：2015年中国家庭每月教育支出情况

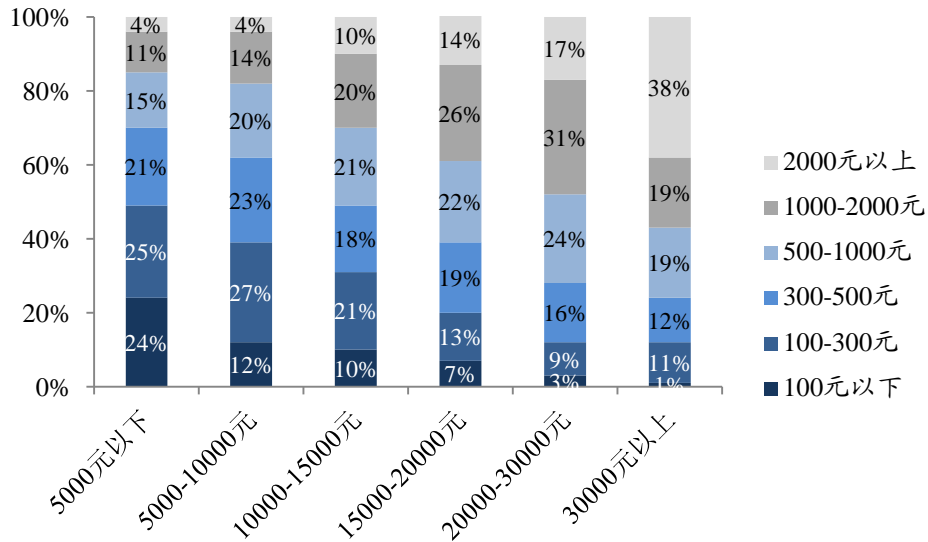


资料来源：艾瑞咨询《2015年中国家庭教育消费者图谱》，东吴证券研究所

同时，《图谱》反映出高收入家庭更注重教育，收入越高，家庭教育

支出占比越高。家庭收入 5000 元以下的,近一半家庭月教育支出不足 300 元; 家庭月收入达到 15000 元, 教育支出显著增长, 平均每月家庭教育支出达到 1000 元; 月收入达到 30000 元, 有 38%的家庭教育支出投入 2000 元以上。

图表 4：2015 年中国家庭月收入/每月教育支出情况



资料来源：艾瑞咨询《2015 年中国家庭教育消费者图谱》，东吴证券研究所

### 1.2.3. 留学后市场潜力巨大

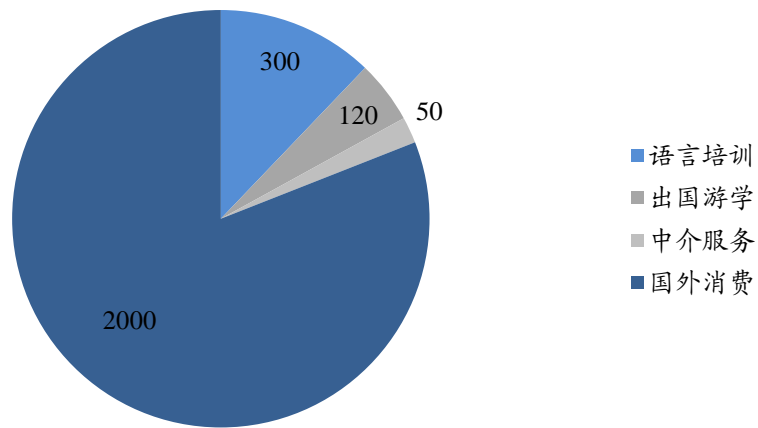
留学后市场延伸产业链较长, 包括学业指导、文化适应、就业、移民等服务, 受到越来越多的留学生与家长的关注, 单体价值高。随着低龄留学生的增长, 他们对国外生活的适应能力相对较弱, 需要从衣食住行各个方面的帮助; 同样许多研究生、本科生希望留在国外参加工作, 也会需要专业的指导。举个简单的例子, 留学生住宿问题大概就有 300 亿元的规模, 国外留学消费总规模更是达到 2000 亿元。

## 2. 留学前市场已成红海, 游学与留学后市场新蓝海

从广义的角度来看, 2015 年国际教育产业规模接近 2500 亿元, 其中语言培训 300 亿, 出国游学 120 亿, 国外留学消费 2000 亿, 留学中介服务 50 亿。

图表 5：2015 年国际教育行业规模 (亿元)





资料来源：出国留学趋势报告，东吴证券研究所

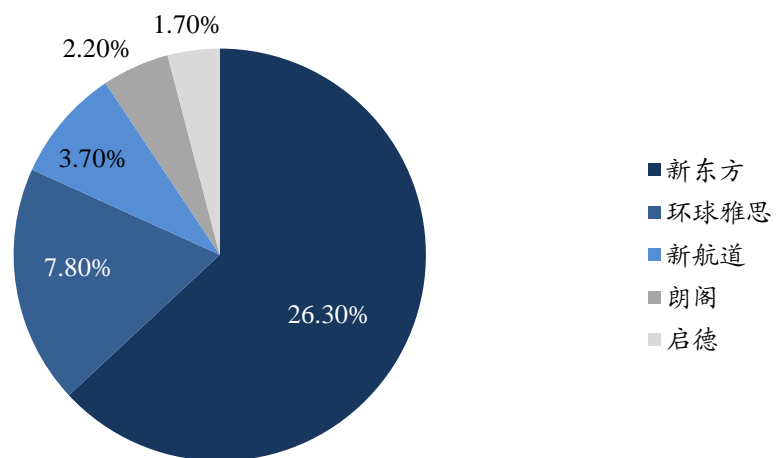
## 2.1. 语言培训与中介市场趋于饱和，竞争激烈

留学市场的日益壮大，带动了以考培和留学中介服务为主的留学前市场的繁荣，但由于门槛不高，很多工作室或是小的学校进入这块市场，各类新兴的留学平台与在线教育机构也都加入了战局，市场呈现饱和态势。

### 2.1.1. 语言培训行业呈现五家垄断的局面

根据 Frost & Sullivan 的资料，考试培训服务行业前五大公司占领了中国境外留学考试培训市场份额的 58% 以上，排名前五的公司分别为新东方 (26.3%)、环球雅思 (7.8%)、新航道 (3.7%)、朗阁 (2.2%) 及启德 (1.7%)。

图表 6：考试培训服务行业前五大公司市占率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1.2. 中介行业集中度高，加速洗牌

留学中介行业集中度居高，TOP10 营收占行业规模的 84%，TOP15 营收占行业规模的 93%，余下 3.5 亿市场，由上百家中小中介、工作室及互联网留学平台集体分食。

### 2.1.3. 行业未来两大趋势：资本介入与并购

国内核心城市的培训类机构，基本都是区域型企业，具有整合预期，这类企业通常具有高现金流和高收益，但规模很难做大，容易遇到瓶颈，因此行业的一个趋势就是通过资本市场获取更好的平台和资源来做大业务。启德、新通均已登录资本市场。

行业的第二个趋势是收购海外公司的股权，延伸海外平台的，例如参股海外中概股，并购海外优质学校和输出管理。预计 2017 和 2018 年行业外延并购会大量增加。

图表 7：行业内留学机构融资情况

品牌商/平台	融资信息
新东方	无
环球雅思	被英国培生收购
英孚	无
新通国际	保龄宝收购
启德	四通股份收购
世纪明德	B 轮估值 10 亿，拟于 2016 年挂牌新三板
新足迹	PreA 融资 650 万
2 厘米	母公司乐旅股份挂牌新三板

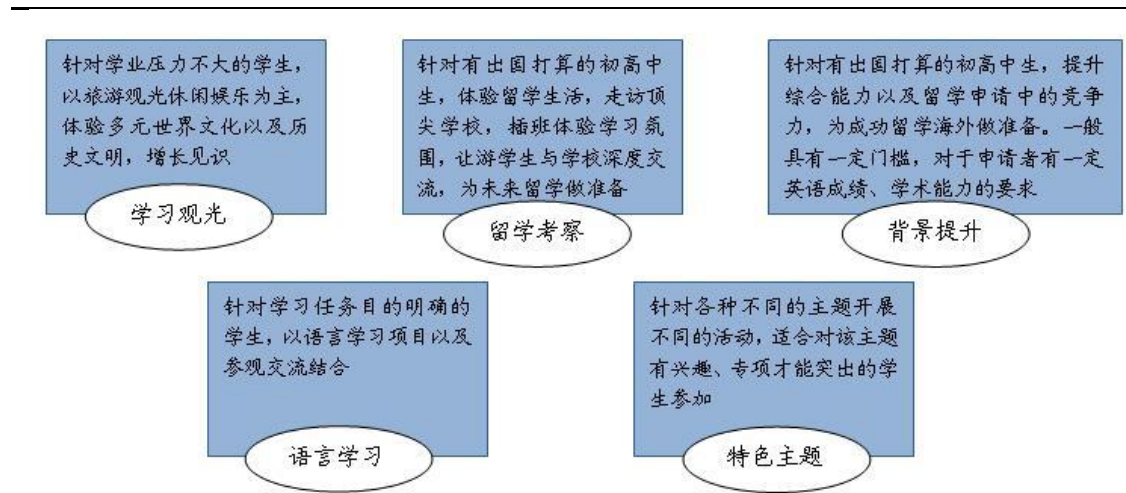
资料来源：觅思投资策略团队，游学行业发展报告，东吴证券研究所

## 2.2. 游学成为增长最快的板块

境外游学以游学团、国际夏令营等方式存在，通常包括学习观光、留学考察、背景提升、语言学习和特色主题五大类。

图表 8：游学行业五大类产品

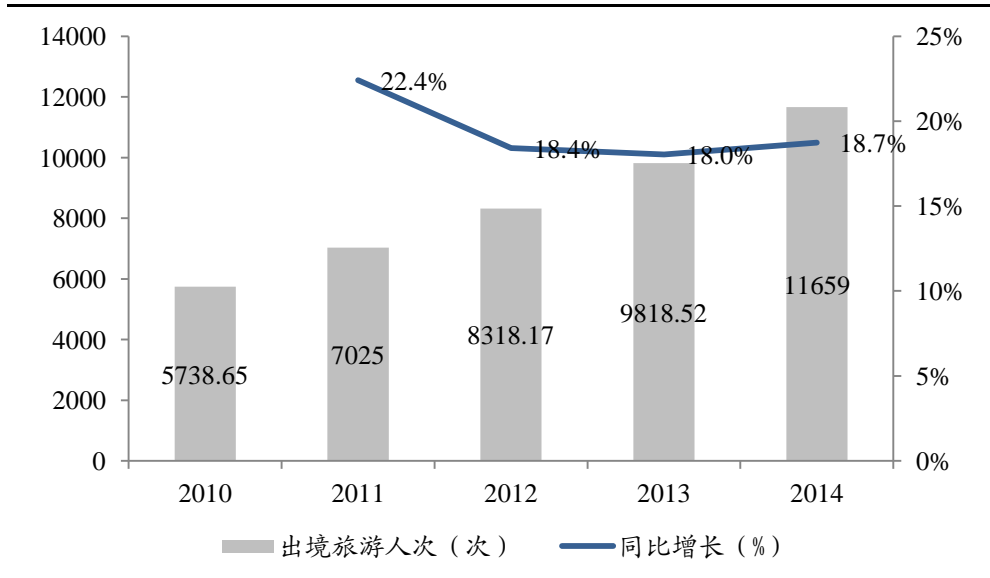




资料来源: 觅思投资策略团队, 游学行业发展报告, 东吴证券研究所

受益于低龄化和出境游的火爆, 参与游学人数正高速增长。09 年之后我国出境游人次保持两位数增长, 2015 年出境旅游人次达到 1.2 亿。

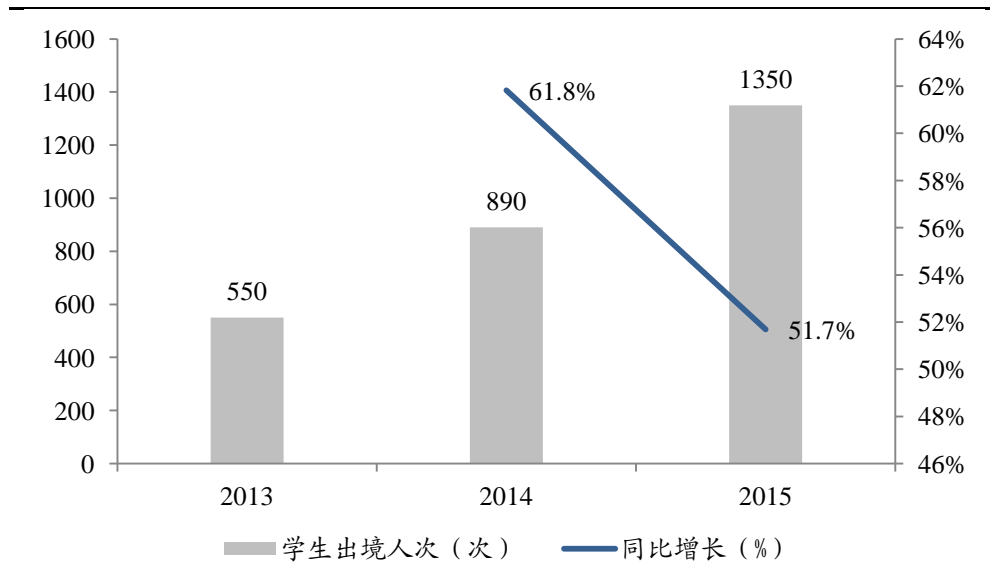
图表 9 : 2010-2014 年我国出境旅游人次



资料来源: 前瞻网, 东吴证券研究所

根据世界旅游城市联合会的统计, 2013 年学生出境人次约 550 万, 14 年 890 万, 15 年达到 1350 万, 复合增速达到 57%。

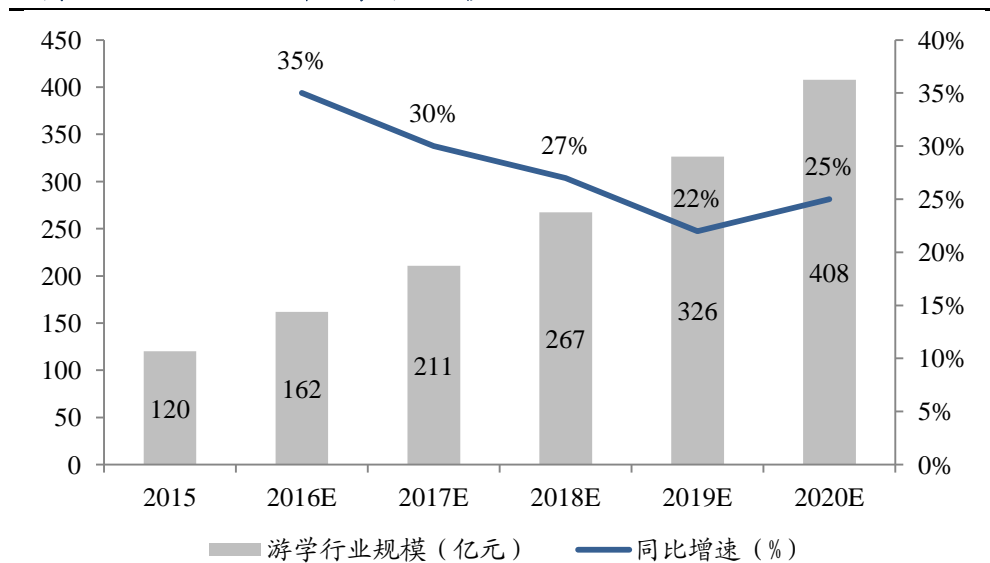
图表 10 : 2013-2015 年学生出境人次



资料来源：觅思投资策略团队，游学行业发展报告，东吴证券研究所

我们预计游学市场将从 2015 年的 120 亿增长到 2020 年的 408 亿，复合增长率 26%，成为增长最快的板块。

图表 11：2015-2020 年游学行业规模预测



资料来源：东吴证券研究所

### 2.3. 留学后市场前景广阔，存在无限可能

上文也提到了留学后市场潜力巨大，目前市场规模已经达到 2000 亿元，但进入该市场的留学机构却不多。痛点有两个，首先海外留学生比较分散，不同的国家，留学生所处的环境有差异，尤其是人文环境差别较大，无法用单一的产品解决问题。第二点是国外本土的应用软件和互联网产品较多，比如 Yelp、Airbnb、Facebook 等。国内企业如何在功能

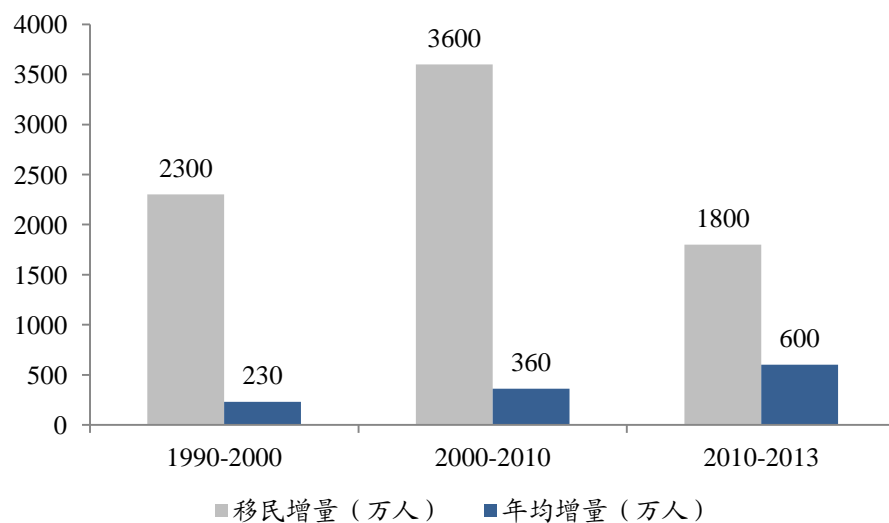
和内容上更优于国外的本地产品，这是一个不小的挑战。

目前包括启德、前途出国在内的部分留学机构设置了海外分公司筹备提供后留学服务，有望在留学后市场这片广阔领域里分一杯羹。

### 2.3.1. 移民需求提高，带动出入境中介服务增长

目前全球大约有 2.5 亿人移民海外，其中华人华侨总数已达到 6000 万人，中国移民已成为世界上最大的国际移民群体。中国移民主要目的地为美国、加拿大、澳大利亚、韩国、日本和新加坡等国。2013 年，获得美国、加拿大、澳大利亚永久居留权的中国人分别为 71798 人、34000 人、27334 人。

图表 12：1990-2013 年全球移民增量

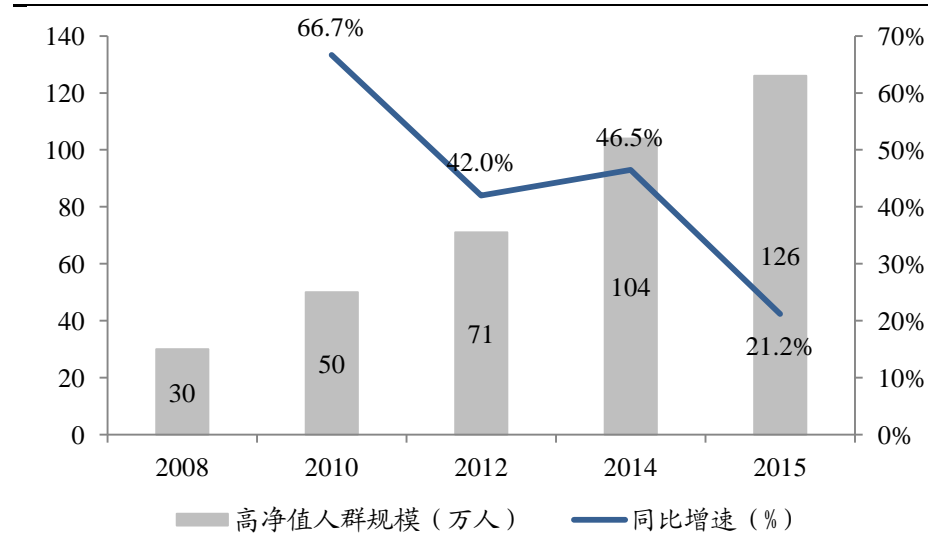


资料来源：联合国经济与社会事务部，东吴证券研究所

### 2.3.2. 高净值人群不断增加，国际化服务需求增强

据招商银行与贝恩管理顾问公司联合发布的《2015 中国私人财富报告》，2014 年，可投资资产一千万人民币以上的中国高净值人士数量超过 100 万人，与 2012 年相比，增加了约 30 万人，年均复合增长率达到 21%，相比 2010 年人群数量实现翻倍；预计 2015 年底，中国高净值人群数量达到 126 万人。

图表 13：2008-2015 年我国高净值人群规模



资料来源：联合国经济与社会事务部，东吴证券研究所

高净值人群对子女教育、生活环境、食品安全等方面的要求不断提升。为子女享受更好的教育而筹划海外投资和定居是申请者的重要考虑因素。这部分子女参与游学、留学的比例较高，是留学机构的潜在客户。

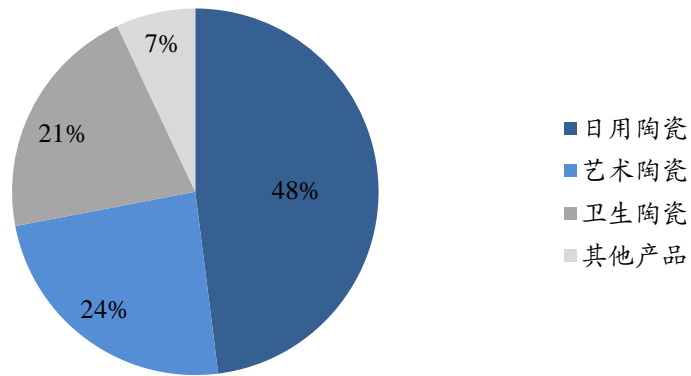
### 3. 收购启德教育，享国际教育行业红利

公司将实现从单一的家居生活陶瓷供应商向生产制造与国际教育服务产业并行的双主业的转变。本次收购将进一步优化上市公司的收入结构，开拓新的盈利增长点。

#### 3.1. 公司是新型家居生活陶瓷供应商，近年业绩放缓

公司是一家集研发、设计、生产、销售于一体的新型家居生活陶瓷供应商。2015年，公司日用陶瓷、卫生陶瓷、艺术陶瓷、其他产品的收入占比分别为48%、24%、21%、7%，日用陶瓷较上年收入下降，卫生陶瓷、艺术陶瓷和其他产品收入较上年有所提高。

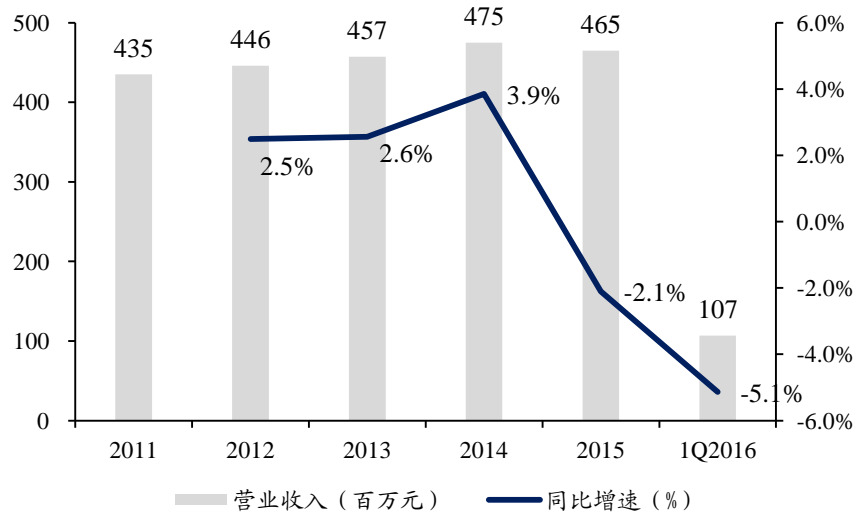
图表 14：2015 年公司各产品营收占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

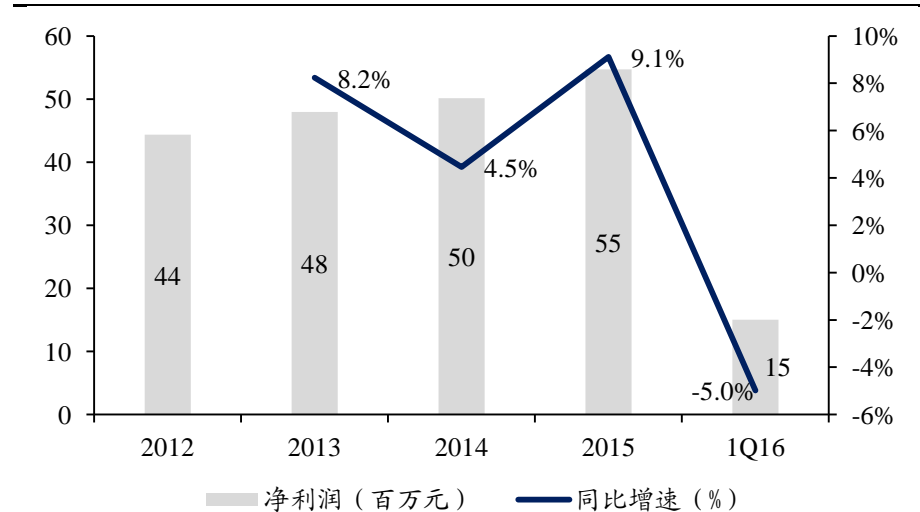
2015 年公司实现营业收入 4.65 亿元，营业收入在连续三年增长后有所回落，2015 年同比下降 2.1%，2011 到 2015 年的复合增长率为 1.3%，2016 年一季度实现营业收入 1.07 亿元，同比下降 5.1%。2015 年公司实现净利润 5469 万元，保持连续四年增长，同比增速 9.1%，四年间复合增长率 5.4%，2016 年一季度净利润 1505 万元，同比下降 5.0%。

图表 15：2011-2016Q1 公司营收情况



资料来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

图表 16：2012-2016Q1 公司净利润情况



资料来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

### 3.2. 收购启行教育, 寻找新的利润增长点

公司拟购买李朱、李冬梅等合计持有的启行教育 100% 股权, 暂定交易价格 45 亿元, 发行价格为 13.98 元/股, 预计发行 3.22 亿股。标的公司业绩承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 2.4 亿/2.75 亿/3.1 亿, 合计不低于 8.25 亿。

#### 3.2.1. 知名国际教育综合服务商

启行教育主营业务由启德教育集团的经营性业务组成。启德教育集团是国内知名的国际教育综合服务商, 为客户提供国际留学相关服务, 具备行业领先的留学咨询服务能力及考试培训能力。

图表 17: 中国消费者以及海外教育机构知名度调查

中国消费者知名度调查		海外教育机构知名度调查	
排名	品牌	排名	品牌
1	启德教育	并列第 1	启德教育 前途出国 新通教育
2	前途出国	并列第 4	金吉列 Wiseway 澳际
3	金吉列	7	Chivast Education
4	澳际	8	CIIC Education Inter
5	新通教育	并列第 9	环球教育 Kerun Education



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2.2. 留学咨询市场占据领导地位

截至 2015 年底，启德教育集团在中国 29 个城市设立了咨询中心，拥有 2000 余名留学顾问；在境外 3 个国家的 6 个城市设立了咨询中心。近三年累计向 23 个国家的境外教育机构输送约 69000 名留学生。

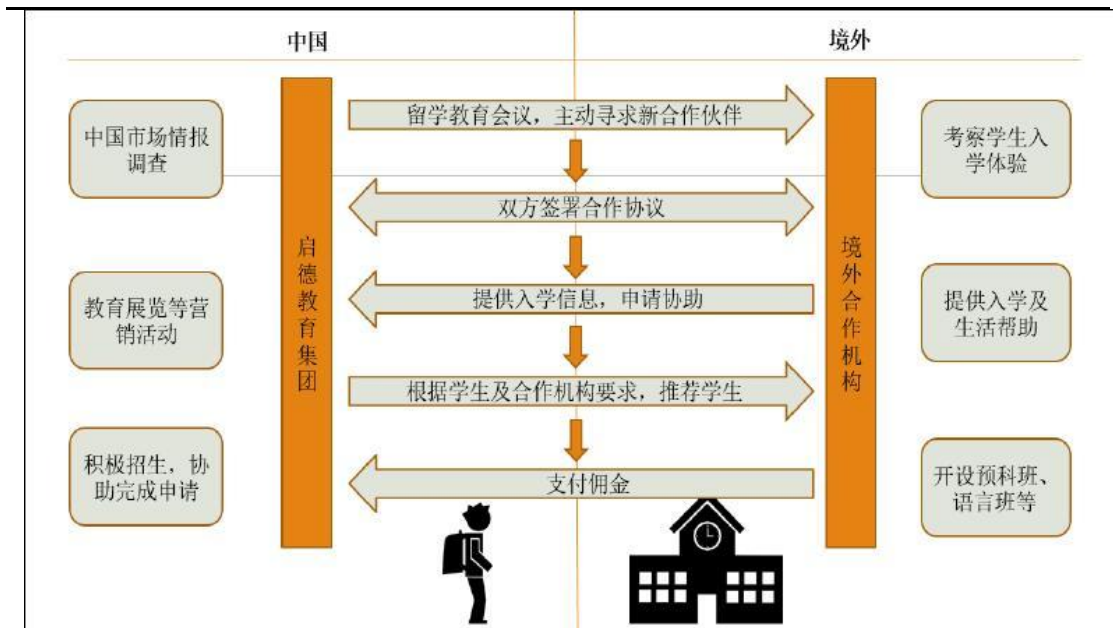
图表 18：启德教育集团提供咨询服务业务总览

国家/服务	学游团	拓展活动	留学申请	境外服务
美国			1、专贵级别 2、优越级别 3、基本级别	1、SAT 训练营 2、迎新组合 3、白金组
澳大利亚	1、Macquarie U 教育营 2、Real High School 教育营 3、U of Sydney 教育营	1、太空设施设计 2、雷利计划 3、中国教育	1、基础教育 2、文凭教育 3、直接录取	1、学校转介 2、房屋保险 3、签证
加拿大	1、UBC 学院 2、学校选择巡游 3、U of Toronto 教育营	4、哥伦比亚扩展 5、麻省理工学院实验室 6、职业辅导	1、预科教育 2、大学直接录取 3、文凭及证书	1、迎新组合 2、高级组合 3、监护服务
英国	1、Oxford 教育营 2、IELTS 训练营	7、商务精英训练营 8、SAT 曼谷营	1、基础教育 2、直接录取	
欧亚	1、France Luxury Mgmt Arts and Culture 活动营 2、德国学校学游		1、顶级文科课程 2、语文课程 3、基础/一般课程	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2015 年底，启德教育集团与 900 余家外国机构达成合作协议，有超过 3000 家机构给予授权，与世界各地的院校达成良好的合作关系。

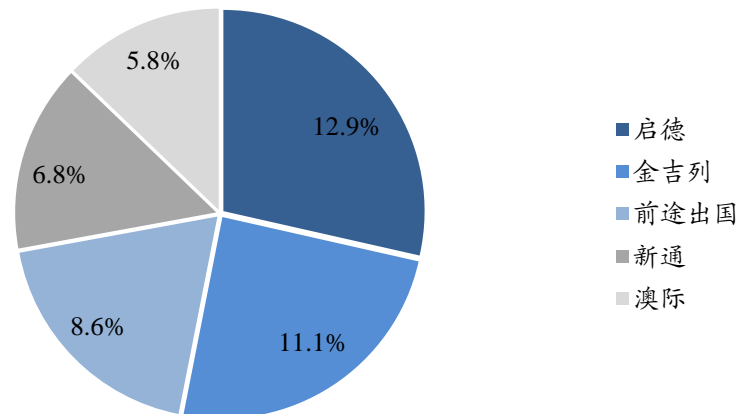
图表 19：启德教育集团与合作院校开展的业务具体流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据 Frost & Sullivan 的资料，启德在中国留学咨询市场处于领先地位，2014 年按签署的合约数目计算，其市场占有率为 12.9%。紧随其后的为总份额 11.1%的金吉列；前途出国于排名第三，份额为 8.6%；新通及澳际排名第四及第五，份额分别为 6.8%及 5.8%。

图表 20：按签署的合约数目计算市占率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2.3. 考试培训品牌知名度高

截至 2015 年底，启德教育集团在中国的 13 个城市设立了 31 个考试培训中心，拥有超过 400 名培训老师。

图表 21：启德教育集团考试培训服务流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据调查，在考试培训服务市场，启德教育集团品牌知名度排名第三，知名度为 69.6%，中国最大的考试培服务商新东方以 89.2% 的品牌知名度排名第一。中国最大的雅思考试培训服务商环球雅思的品牌知名度为 73.5%。

图表 22：考试培训服务市场品牌知名度

排名	品牌	知名度
1	新东方	89.2%
2	环球雅思	73.5%
3	启德教育	69.6%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2.4. 提供整合式完整服务链

启德为学生提供整合式的完整服务链，从前期准备、留学申请、落地安置、直至进修及工作，均有相应的配套服务。完整的服务链与完善的客户管理系统使标的公司有能力挖掘单个客户的最大价值，并带来许多交叉销售业务，为公司规模的增长提供了有力保障。

图表 23：整合式完整服务链



图表 24：教育板块相关上市公司估值情况（截止 2016 年 7 月 8 日收盘价）

公司	股价 (元)	EPS			PE		
		15	16E	17E	15	16E	17E
中国高科	14.38	0.22	0.68	0.29	65.36	21.07	49.98
洪涛股份	9.10	0.36	0.37	0.45	25.28	24.85	20.13
玉龙股份	7.77	0.17	0.24	0.32	45.71	31.99	24.58
保龄宝	14.49	0.11	0.28	0.37	131.73	52.61	39.62
拓维信息	14.13	0.48	0.26	0.34	29.44	53.83	41.87
天喻信息	14.67	0.02	0.24	0.40	900.00	61.92	36.86
高乐股份	6.65	0.12	0.10	0.15	56.40	63.45	45.70
和晶科技	46.85	0.18	0.70	0.98	259.56	66.50	47.69
威创股份	16.47	0.14	0.24	0.35	117.64	68.23	47.02
全通教育	28.92	0.43	0.42	0.71	67.26	69.37	40.46
立思辰	21.20	0.20	0.30	0.40	108.44	71.07	52.76
科大讯飞	31.80	0.34	0.42	0.56	93.53	76.41	56.50
文化长城	13.35	0.08	0.17	0.22	166.88	80.37	60.03
银润投资	50.20	-0.14	0.45	0.55	-356.03	110.77	90.61
平均			0.00		135.05	67.21	48.64
四通股份	16.20	0.47	0.52	0.57	34.47	31.15	28.42

资料来源：wind，东吴证券研究所





## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>