



公司研究

移动互联网服务/互联网传媒/传媒

投资评级	买入
评级变动	首次
总股本	11.12 亿股
流通股本	6.63 亿股
ROE（加权）	3.58%
每股净资产	3.29 元
当前股价*	13.33 元

注：上述财务数据截止 2016 年半年报

* 股价为 10 月 13 日收盘价

拓维信息（002261）

——K12、幼教双管齐下，构建在线教育生态链

主要观点：

◆**在线教育方兴未艾，政策高度重视。**国家教育经费投入稳定，自 2012 年以来，财政性教育经费占国内生产总值比例连续三年保持在 4% 的基准线以上；2014 年中国在线教育市场发展迅速，风险投资数量 86 起，披露交易额 4.8 亿美元；并购数量 29 起，披露交易额 5.9 亿美元。政策支持和资本投入正在驱动在线教育市场蓬勃发展。

◆**渠道卡位向流量变现演进，K12 教育闭环架构初具。**公司拥有 020 线下运营团队 1300 多人，覆盖 18 个省、25000 多所中小学校，高考网上测评市场占有率达 58%，中考网上测评市场占有率超过 30%，在渠道卡位竞争中处于行业领先地位，公司正在全力整合现有的线上和线下教育资源，向流量变现的在线教育中级时代迈进。公司 2015 年着力打造“K12 智慧教育云平台”，打通校内与校外，互补发展；连接线上与线下，互为导流，形成共振，K12 教育闭环架构初具。

◆**需求释放促进幼教行业快速发展，幼教生态布局完整、模式清晰。**2015 年，学前教育毛入园率达到 75.0%，仍有一定的提升空间。随着二胎政策的全面放开，行业需求进一步释放，幼教行业将会有更快速的发展。公司已经形成布局完整、模式清晰的幼教生态。渠道方面，公司拥有全国覆盖的地推、服务网，在 300 多个城市拥有 280 多合作伙伴、150 多人服务团队，有 14000 所幼儿园，10 万余间多媒体教室，150 万余名幼儿使用；内容方面，公司拥有《口袋故事》、《宝贝故事》、《爸爸去哪儿-亲子宝典》、早教专家《爱宝贝》和近万所幼儿园正在使用的多媒体课程等内容型产品；公司基于长征幼教业务基础，打造云宝贝成长教育平台，形成面向通家庭教育、园所教育、社会教育三大场景的应用闭环，通过云宝贝成

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-2079823

研究助理：

周鹏

zhoupeng@ gwgsc.com

联系电话：0592-2079820

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司



长教育平台的核心业务，未来公司在幼儿教育领域将形成课程销售、内容分发及流量分发三位一体的商务模式。

◆**非公开发行 24 亿元，加码幼教+K12。**公司拟发行募集资金不超过 24 亿元，其中 18 亿元用于打造面向基础教育的“K12 智慧教育云平台”，6 亿元用于推出面向幼儿教育的“云宝贝成长教育平台”，加速教育资源的收入变现。

◆**游戏现金流助力在线教育布局。**公司手机游戏业务的盈利模式确定且增长稳定，作为公司现金金牛业务，2013-2015 贡献营业收入分别为 1.12 亿元、1.97 亿元、2.15 亿元。通过国内+国外市场相结合、多款产品并行运营，2016 年游戏业务业绩有望达到预期。

投资建议：

我们预计公司2016-2017年的净利润分别为2.64亿元、3.11亿元，EPS分别为0.24元、0.28元，对应P/E分别为55.54倍、47.61倍，目前移动互联网服务行业P/E（TTM）中位数为99.16倍，考虑公司K12智慧教育云平台、云宝贝成长教育平台逐步落地，前景广阔，公司估值仍有一定的上升空间，我们首次给予其“买入”投资评级。

风险提示：

并购公司业绩承诺未能兑现，商誉减值风险；业务整合不及预期。

主要财务数据及预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	559.49	657.85	768.67	1055.67	1227.80
增长率（%）	29.27%	17.58%	16.85%	37.34%	16.31%
归属母公司股东净利润（百万元）	39.57	56.30	209.46	264.16	311.45
增长率（%）	9.04%	42.27%	272.03%	26.11%	17.90%
基准股本（百万）	283.44	402.92	557.28	1111.91	1111.91
每股收益（元）	0.140	0.140	0.376	0.238	0.280
销售毛利率（%）	46.97%	41.64%	57.92%	65.15%	65.31%
净资产收益率（%）	4.66%	5.18%	5.89%	6.99%	7.71%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目 录

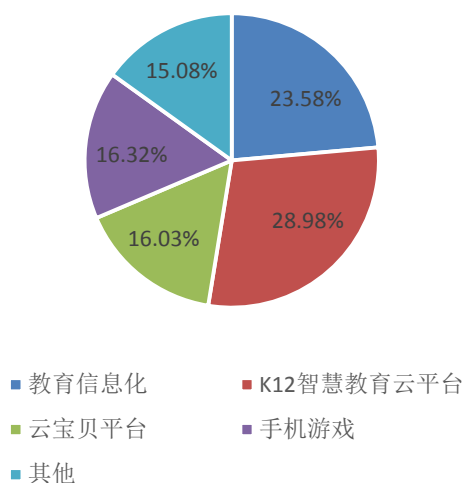
1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 在线教育方兴未艾，政策高度重视	6
3 渠道卡位向流量变现演进，K12 教育闭环架构初具	7
3.1 K12 市场呈现刚性需求，发展空间广阔	7
3.2 渠道卡位向流量变现演进	10
3.3 校内+校外、线上+线下，形成 K12 教育闭环	10
4 需求释放促进幼教行业快速发展，幼教生态布局完整、模式清晰	11
4.1 需求释放促进幼教行业快速发展	11
4.2 渠道+内容+技术，形成布局完整、模式清晰的幼教生态	12
5 非公开发行 24 亿元，加码幼教+K12	13
6 游戏现金流助力在线教育布局	14
7 盈利预测	15

1 公司基本情况

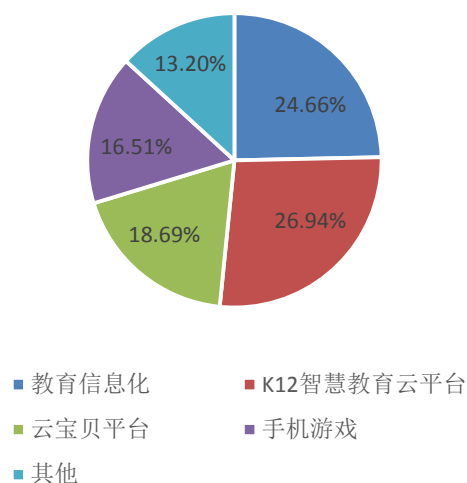
1.1 公司主营业务情况

公司是以在线教育（O2O）、手机游戏为主营业务，在北京、上海、深圳、香港、美国、日本、韩国等地设有分子公司或分支机构的移动互联网集团公司。公司专注于 0-18 岁教育产业十多年，早已奠定行业优势地位，经过去年对海云天、长征等公司的收购，形成 K12 及幼教两大发展方向，成为中国 A 股市场上规模较大的 0-18 岁在线教育服务提供商之一。公司早期通过“代理运营+内容提供”模式发展手机游戏业务，在 2014 年公司完成了对上海火溶信息的并购整合。未来公司业务发展重心仍在教育服务业务，游戏方面，公司将继续以“小而强”的发展策略强化手机精品游戏路线，增强细分领域的领先性和核心竞争力，深度耕耘精而美战略。

图表 1 2016 年上半年公司营业收入结构



图表 2 2016 年上半年公司毛利结构



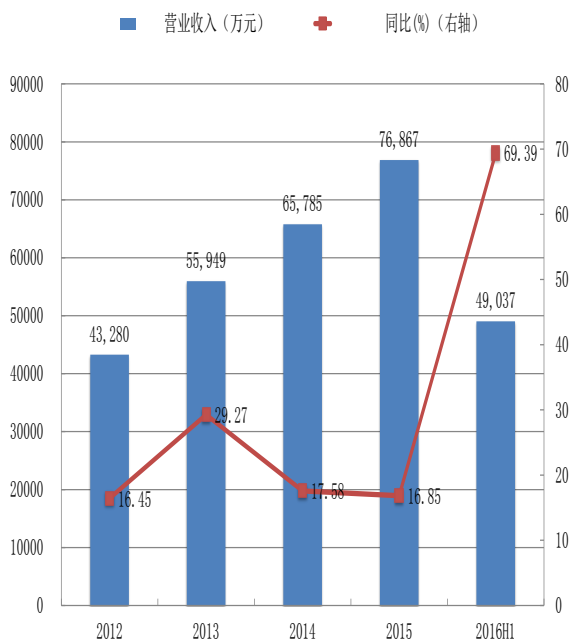
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年上半年，公司实现营业收入 4.90 亿元，比上年同期增长 69.39%，其中教育业务实现收入 3.35 亿元，占总体营业收入近 70%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9695.20 万元，比上年同期增长 181.80%，主要系新增合并公司的影响所致。

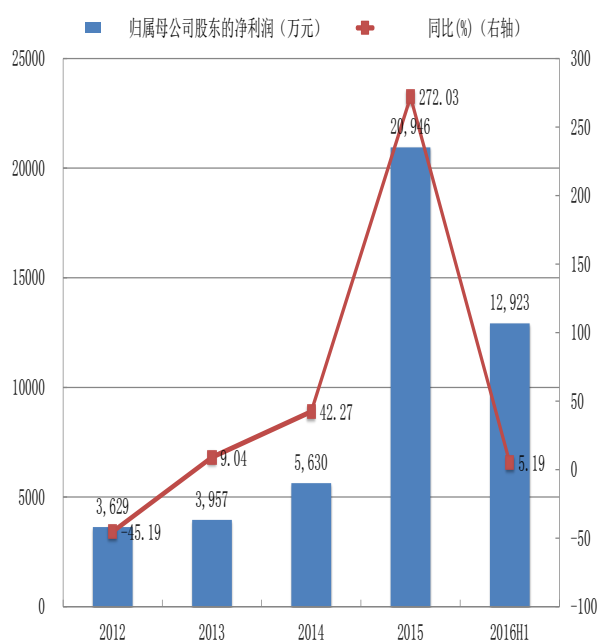
1.2 公司主要财务数据概览

图表 3 近 5 年来公司营业收入及同比增速



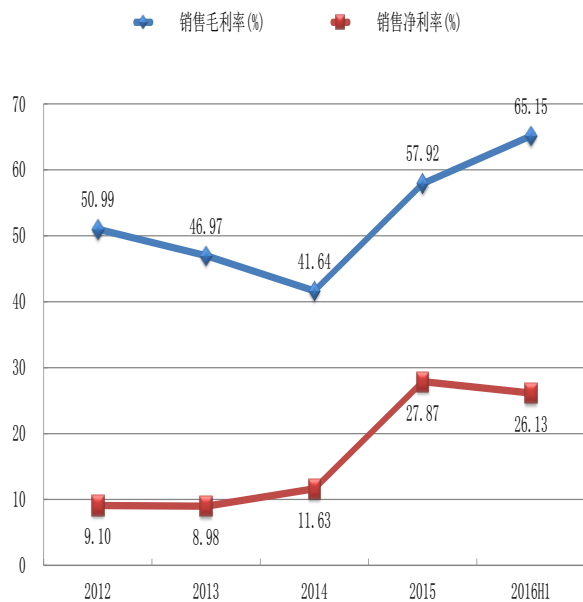
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 4 近 5 年来归属于母公司净利润及同比增速



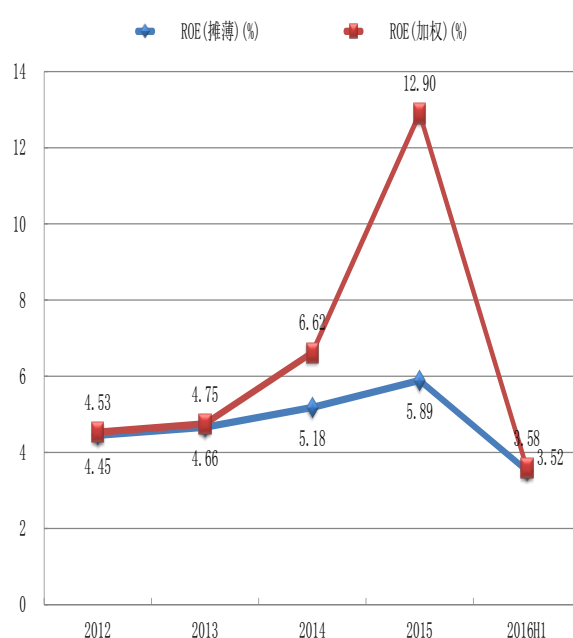
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 5 年来公司销售毛利率与净利率



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年来公司净资产收益率



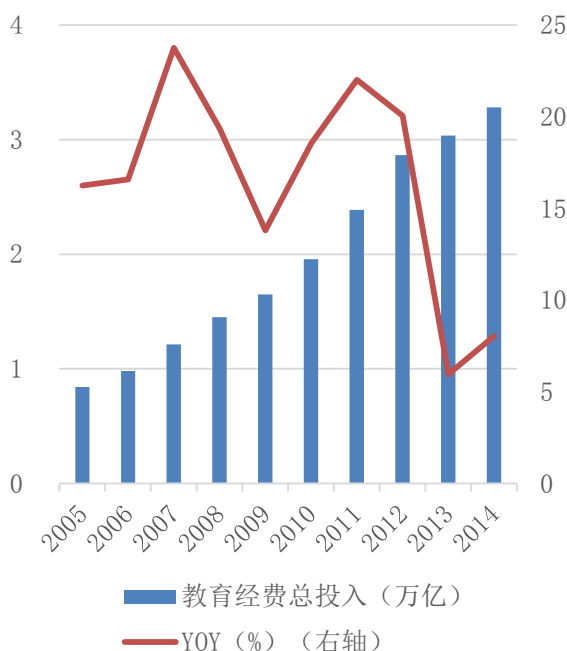
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 在线教育方兴未艾，政策高度重视

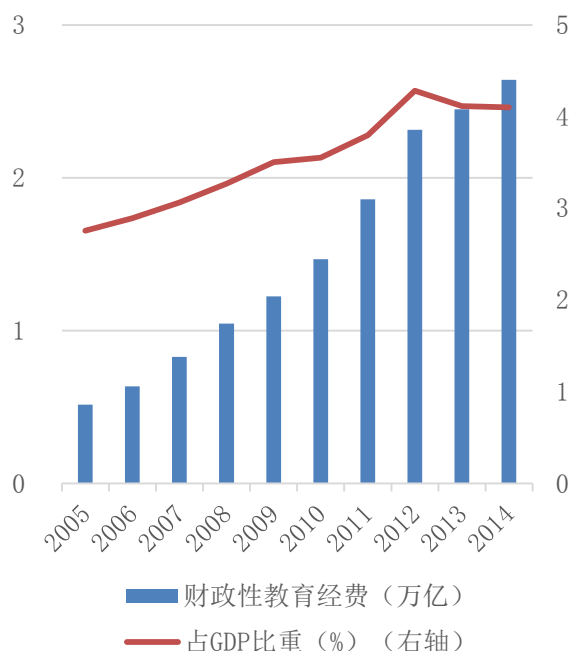
在线教育受到国家的高度重视和支持，同时，在线教育已成为资本市场的热点领域，政策支持和资本投入正在驱动在线教育市场蓬勃发展。

国家教育经费投入稳定，积极推进教育“互联网+”。教育部数据显示，2014年，全国教育经费总投入为3.28万亿元，比上年的3.04万亿元增长8.04%；国家财政性教育经费为2.64万亿元，比上年的2.45万亿元增长7.89%；国家财政性教育经费占国内生产总值比例为4.10%（GDP调整后），自2012年该占比连续三年保持在4%的基准线以上。教育部于2012年3月出台的《教育信息化十年发展规划（2011-2020年）》中明确指出：“信息技术对教育发展具有革命性影响，必须予以高度重视”。2015年7月6日，国务院印发了《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，提出探索新型教育服务供给方式，鼓励互联网企业与社会教育机构根据市场需求开发数字教育资源，提供网络化教育服务。

图表 7 全国教育经费总投入



图表 8 财政性教育经费占 GDP 的比重



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

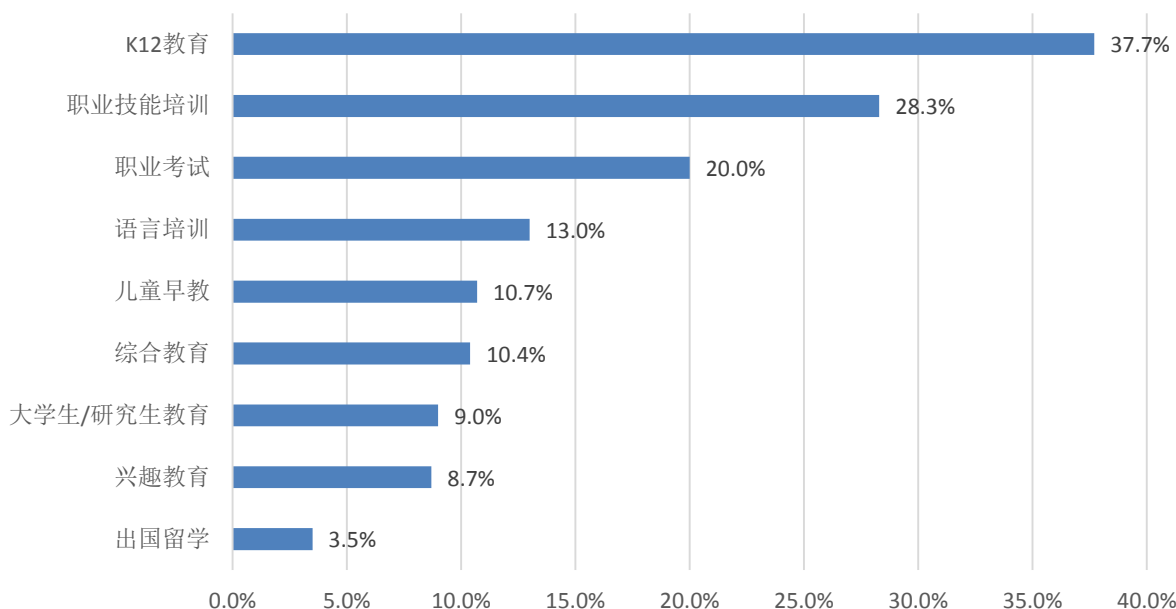
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

随着互联网信息技术的持续发展，互联网与教育领域的结合日益紧密，与传统线下教育方式相比，在线教育能够显著克服传统教育“受时间、空间限制明显，个性化服务要求高，区域分割严重、集中度低且发展不平衡”等的缺点，对推动教育行业的发展具有重要意义。在互联网的技术和思维改造下，教育行为正发生着从纯线下演变到线上线下相结合，从传统经济过渡到“互联网+”的改变。在线教育目前已经成为全球投融资领域的热点，根据资本实验室风险投资与并购

数据库统计，2014 年全球在线教育风险投资事件 291 起，披露交易额 18.6 亿美元，与 2013 年相比，投资数量增长 46%，交易额增长近一倍；并购事件 84 起，披露交易额 42.8 亿美元，与 2013 年相比，并购数量增长 127%，交易额增长两倍。其中，中国市场在线教育市场发展迅速，风险投资数量 86 起，披露交易额 4.8 亿美元，全球占比分别为 30%和 26%；并购数量 29 起，披露交易额 5.9 亿美元，全球占比分别为 35%和 14%。

从市场发展形势看，目前中国的在线教育市场还处于导入期，尚未形成垄断的市场格局，但市场需求逐渐被激发，在线教育逐步被用户所认同和接受。CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2016 年上半年我国在线教育用户规模达 1.18 亿，较 2015 年底增加 775 万；在线教育用户使用率为 16.6%，较 2015 年底基本持平。在线教育各领域中，K12 教育用户使用率最高，为 37.7%，这部分市场用户数量最大，需求也最为强烈。

图表 9 2015 年在线教育各领域用户使用率



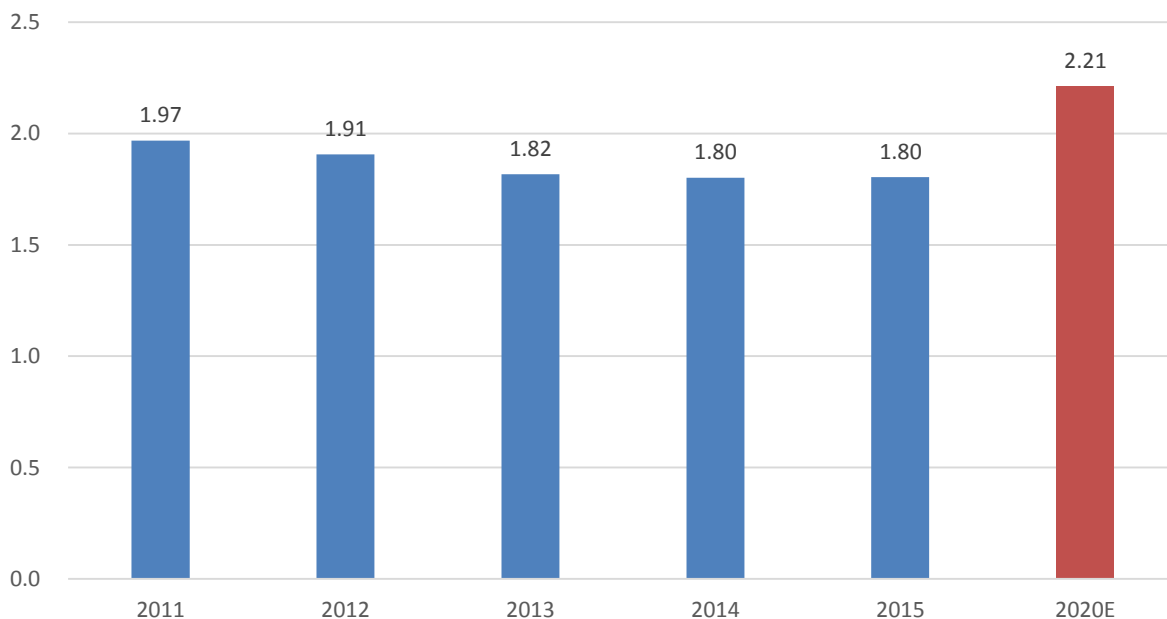
资料来源：CNNIC，长城国瑞证券研究所

3 渠道卡位向流量变现演进，K12 教育闭环架构初具

3.1 K12 市场呈现刚性需求，发展空间广阔

K12 教育，指的是包括小学、初中和高中三个阶段的基础教育，用户群体年龄范围一般为 7 岁-18 岁。截至 2015 年底，我国 K12 教育在校人数 1.80 亿人（《2015 年全国教育事业统计公报》），这与《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020 年）》提出的发展目标：K12 教育在校人数 2.21 亿人，存在较大的缺口。

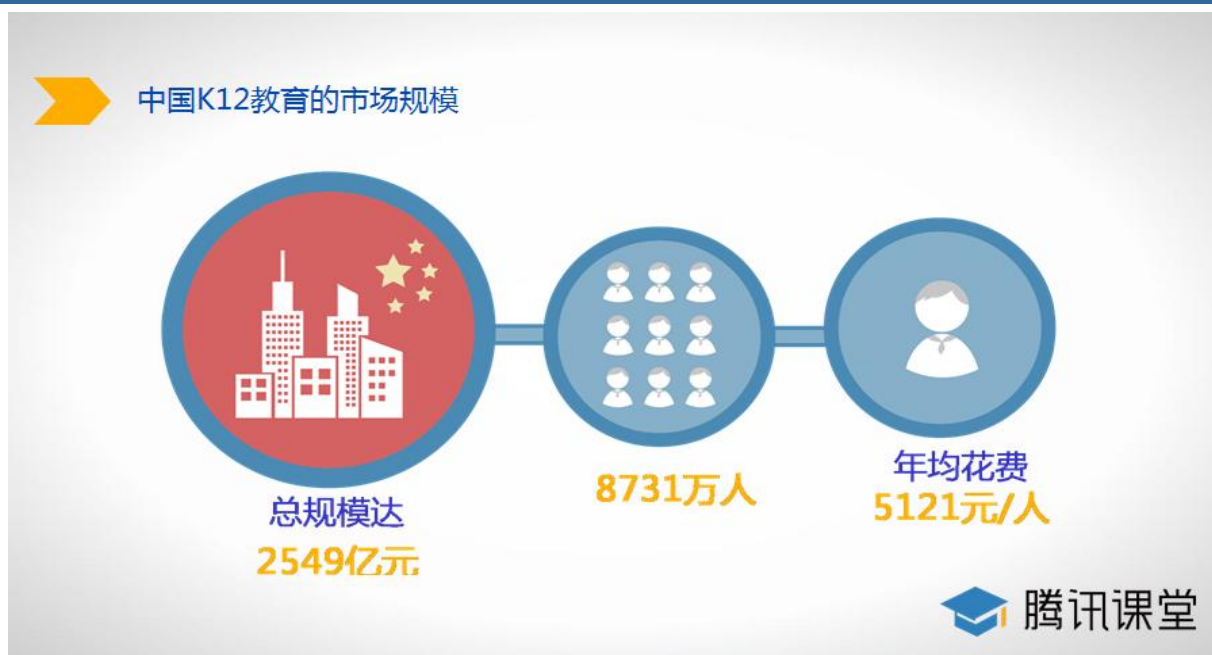
图表 10 K12 教育在校人数（亿）



资料来源：教育部，长城国瑞证券研究所

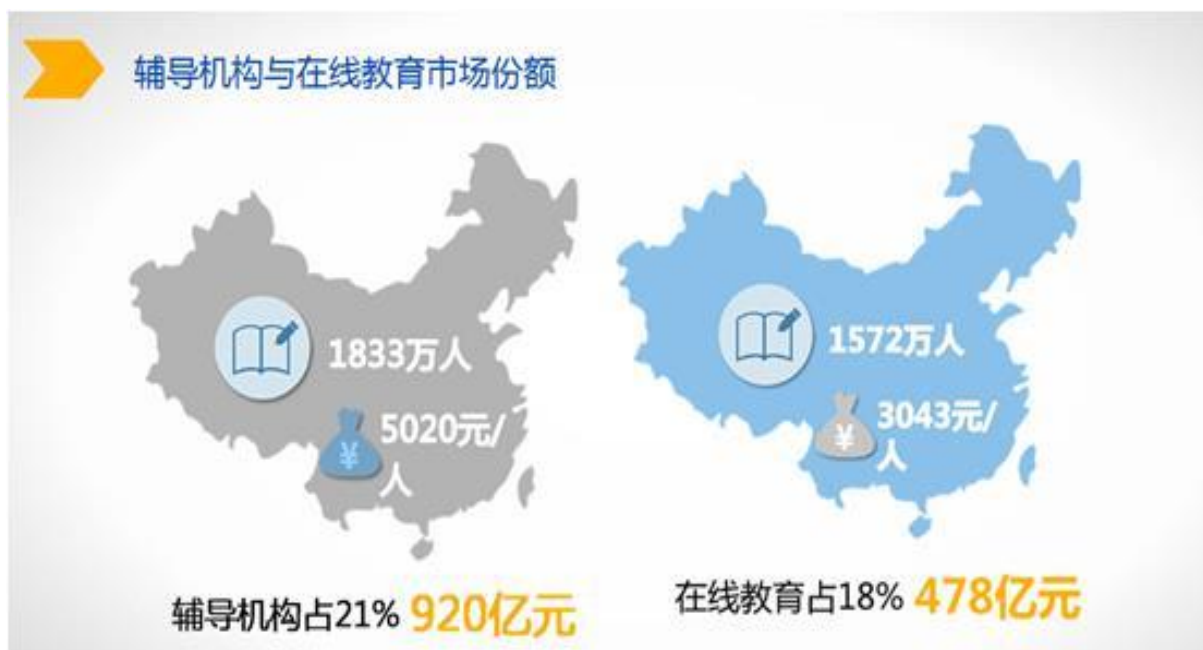
腾讯课堂《2014 年 K12 教育市场分析报告》统计显示，2014 年我国 K12 教育市场规模已超 2500 亿元，用户规模达 8731 万人，人均花费 5121 元/年，其中 40% 的 K12 家长每年的子女课外学习花费在 5000 元以上；在线教育占据了 K12 教育 18% 的市场份额，达到 478 亿元，人均花费 3043 元/年。据 CNNIC 的统计数据，截至今年 6 月底，互联网普及率达到 51.7%，K12 在线教育的渗透率较互联网渗透率低，未来发展空间广阔。

图表 11 中国 K12 教育市场规模



资料来源：腾讯课堂，长城国瑞证券研究所

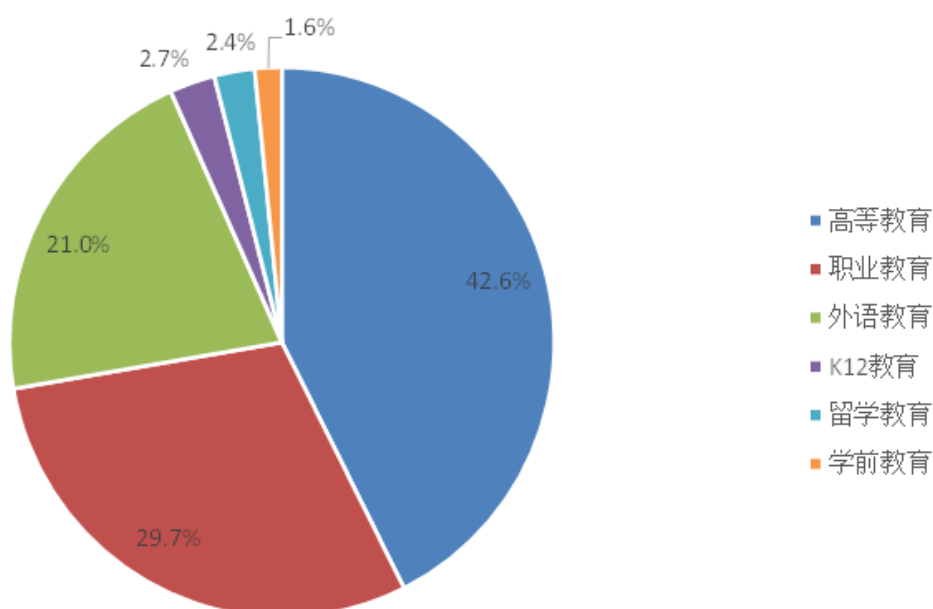
图表 12 辅导机构与在线教育市场份额



资料来源：腾讯课堂，长城国瑞证券研究所

根据易观智库《中国 K12 互联网教育市场专题研究报告 2015》，2014 年中国 K12 互联网教育市场在整体互联网教育市场中占 2.7%。尽管占比不高，但由于中国 K12 教育的需求几乎都是针对中小学课程的培训辅导，满足广大中小学生学习小升初、初升高以及高考的巨大压力，市场呈现刚性需求。K12 互联网教育在互联网教育市场占比仍有很大的提升空间。

图表 13 2014 年中国互联网教育各细分市场份



资料来源：易观智库，长城国瑞证券研究所



3.2 渠道卡位向流量变现演进

在线教育的初级竞争在于渠道卡位。公司专注于基础教育服务多年，自身积累有较强的渠道力量和一定的内容资源，2015年，在收购海云天、长征教育、龙星信息和诚长信息之后，公司在幼儿园、中小学校和各省教委的渠道得到进一步扩张，客户粘性也得到加强。目前，拓维信息已成为中国A股市场上规模较大的0-18岁在线教育服务提供商之一，拥有O2O线下运营团队1300多人，覆盖18个省、25000多所中小学校和14000多所幼儿园，K12领域全国高考网上测评市场占有率达58%，全国中考网上测评市场占有率超过30%，在渠道卡位竞争中处于行业领先地位。

与其他类型的在线教育竞争对手相比，公司通过既有线下渠道所锁定的用户比通过流量筛选和用户自发汇集更有效率，同时线下运营团队可以弥补单纯线上运营的服务欠缺，建立更好的信任度和美誉度。

与在线教育竞争的多方力量中，传统线下培训机构和以解决某个学习痛点为标志的新创企业，具有较突出的教育内容产品或教育工具产品积累。平台型的互联网公司和原先从事教育信息化的公司，在教育产品方面具有先天的不足。公司已推出了高能100在线培优直播课堂平台和内容产品，长郡网校线上课堂内容产品，作业通工具产品和抢占高考/中考核心教育资源的海云天教育测评等工具型产品，并且仍在持续寻找和通过早期投资的方式培育和锁定有潜质的教育产品，夯实教育内容产品基础。

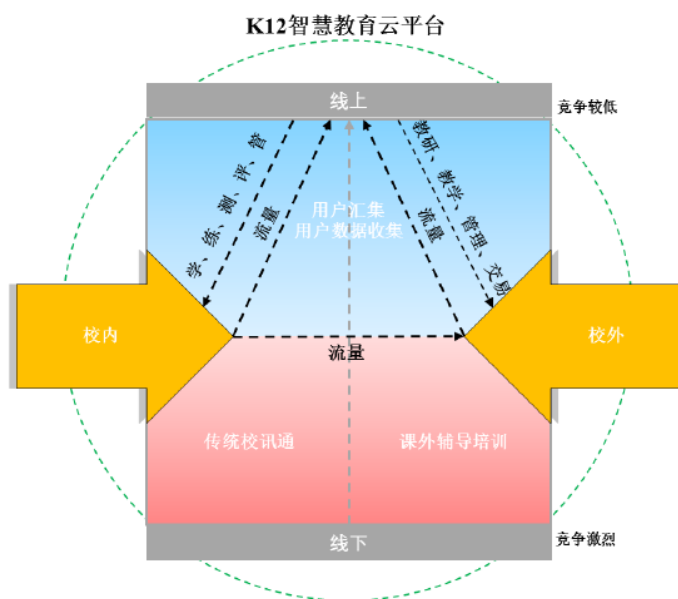
为巩固并扩大公司在行业中的领先地位，公司正在全力整合现有的线上和线下教育资源，向流量变现的在线教育中级时代迈进，即凭借积累的渠道资源实现流量的收入变现，打造0-18岁在线教育垂直领域O2O平台，构建产业生态链。

3.3 校内+校外、线上+线下，形成K12教育闭环

基于公司丰富的渠道资源及突出的教育产品，公司2015年着力打造“K12智慧教育云平台”，重点对云校园、云课堂两个核心应用进行研发投入；云校园平台是基础云平台，包括校园信息化、教学与学习中心、校园空间、家校互联等核心重要功能。云课堂包括智慧教室、智慧课堂、智慧教师三部分。目前项目初始版本已上线，但细化、核心应用还有待进行进一步开发和迭代。

“K12智慧教育云平台”是将云计算、云储存和移动互联网等新技术移植到传统教育行业中，通过先进的技术开发构建全面解决中小学所需各类学科和个性化在线教育需求的“学、练、测、评、管”的开放式技术服务平台和内容平台。该平台将作为基础教育阶段在线教育的入口，打通校内与校外，互补发展；连接线上与线下，互为导流，形成共振，最终实现教育内容与服务的汇集。

图表 14 K12 智慧教育云平台



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

在校内方面，K12 智慧教育云平台将搭建基础云平台，建设提供学校特色管理、家校互联、校园空间、教学与学习中心为一体的云校园，通过云校园解决教育机构的管理需求；同时，K12 智慧教育云平台将通过云课堂、云测练、云阅卷和云评价等应用服务满足教育主管机构、学校、教师对于“学、练、测、评”的需求。

对于校外第三方教育机构，K12 智慧教育云平台可以将公司过往校讯通业务积累的资源 and 未来云测练、云评价等产品积累的数据向校外第三方教育机构进行精准导流，并为其提供教研、教学、管理、交易的服务。同时，校外第三方教育机构的优质内容也将入驻 K12 智慧教育云平台，从而形成良性互动，持续提升平台粘性。

K12 智慧教育云平台将通过大数据、人工智能技术和云计算能力，在用户汇集、用户数据收集的基础上实现精准化的互联网教育，全方位满足教育体系下各方“学、练、测、评、管”的需求，在切实提升教育质量的基础上形成闭环，实现生态圈各方的互利共赢。

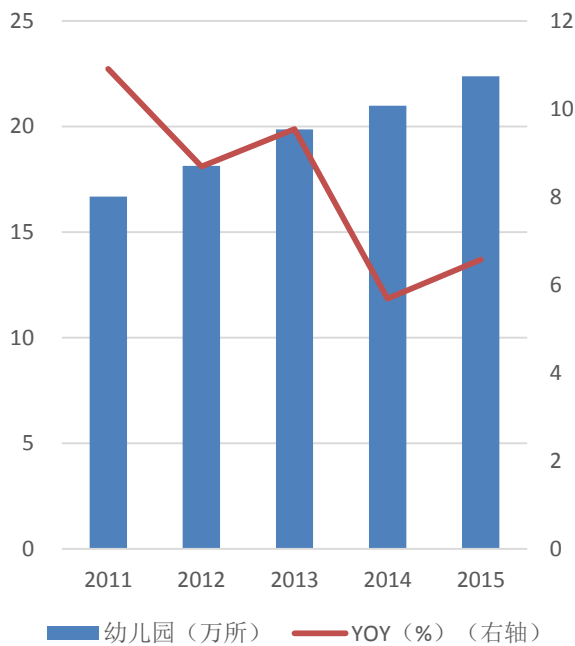
4 需求释放促进幼教行业快速发展，幼教生态布局完整、模式清晰

4.1 需求释放促进幼教行业快速发展

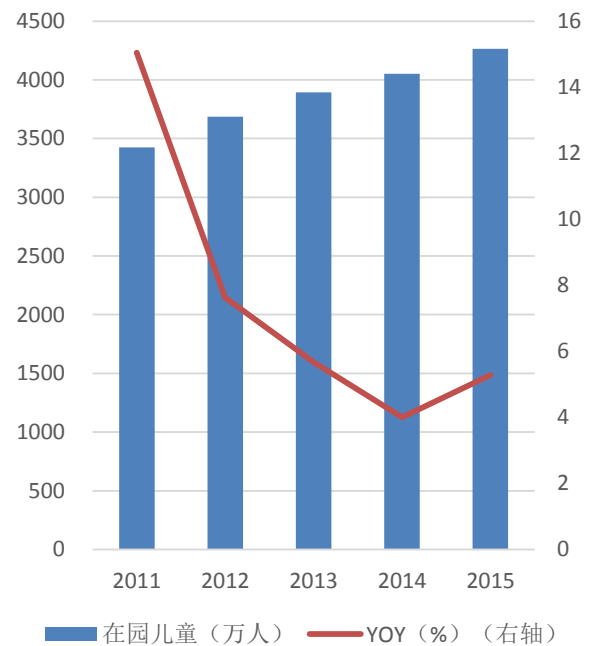
根据教育部发布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》，其中强调了要积极发展学前教育，到 2020 年，全面普及学前一年教育，基本普及学前两年教育，有条件的地区普及学前三年教育。可以预见的是，学前教育迎来了大力发展的新时期。



图表 15 全国幼儿园数量



图表 16 在园儿童数量 (包括附设班)



资料来源：教育部，长城国瑞证券研究所

资料来源：教育部，长城国瑞证券研究所

教育部《2015 年全国教育事业统计公报》显示，全国共有幼儿园 22.37 万所，比上年增加 1.38 万所，入园儿童 2008.85 万人，比上年增加 21.07 万人，学前教育毛入园率达到 75.0%，仍有一定的提升空间。随着二胎政策的全面放开，行业需求进一步释放，幼教行业将会有更快速的发展。

4.2 渠道+内容+技术，形成布局完整、模式清晰的幼教生态

公司幼教领域始终专注于幼儿多媒体教育解决方案，有较强的渠道能力和一定的内容资源，多年来持续占据着幼儿多媒体教育解决方案市场份额第一的位置。

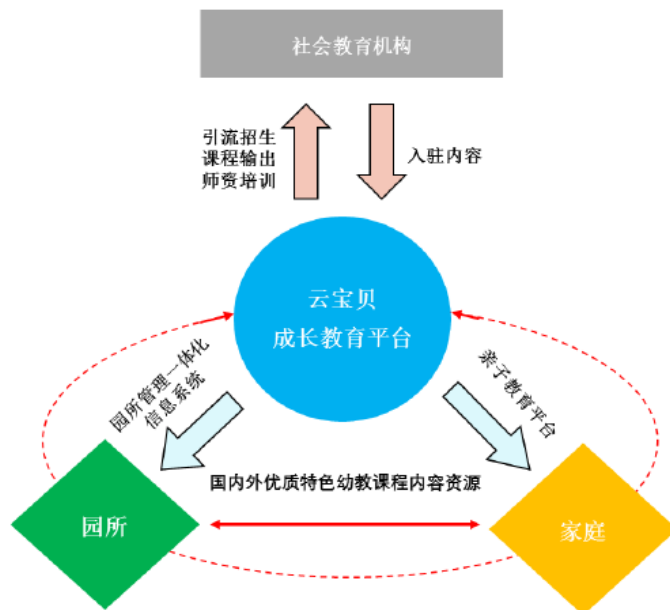
2015 年收购长征教育后，公司渠道能力和内容资源更是得到了较大加强。渠道方面，拥有全国覆盖的地推、服务网，在 300 多个城市拥有 280 多合作伙伴、150 多人服务团队，有 14000 所幼儿园，10 万余间多媒体教室，150 万余名幼儿使用。此外公司还与湖南卫视、金鹰卡通、湖南电视剧频道保持深度合作，在智能 TV 端已合作芒果 TV、小米 TV、乐视 TV、阿里 TV，并与河马动画、环球数码、五大视频网站少儿动漫频道等电影平台深度合作；内容方面，公司拥有超过 1000 万用户的 0-6 岁幼儿有声故事阅读平台《口袋故事》，拥有超过 200 万用户的 0-8 岁亲子数字阅读平台《宝贝故事》和《爸爸去哪儿-亲子宝典》，拥有超过 200 万用户的 0-6 岁家庭早教专家《爱宝贝》和近万所幼儿园正在使用的多媒体课程等内容型产品；技术方面，公司多年从事教育信息化工作，对信息化教育技术有较好积累并且持续创新。收购海云天之后，公司的智能平台技

术、计算机语音识别交互控制技术、图像识别与智能视频监控技术及安全技术等能力进一步增强，进一步提升公司进行大规模的云平台建设的实力。

公司基于长征幼教业务基础（盈利模式及服务的上万家园所资源），结合幼教行业的发展机会以及幼教业务与 K12 业务的协同效应，依托长征教育，打造云宝贝成长教育平台，形成面向家庭教育、园所教育、社会教育三大场景的应用闭环，通过云宝贝成长教育平台的核心业务，未来公司在幼儿教育领域将形成课程销售、内容分发及流量分发三位一体的商务模式。

在园所端，公司免费向幼儿园提供云宝贝魔盒，进而通过提供优质幼教课程内容资源收费；在家庭端，基于云宝贝平台为家长和幼儿提供同步亲子教育，以及面向家长的父母大学堂和专家在线育儿指导服务；在机构端，邀请儿童教育机构开放免费入驻，基于数据为线上用户进行智能推荐教育机构课程，聚集线上流量。最终，打通面向家庭、园所以及机构三方的应用场景，实现用户相互导流的生态闭环。

图表 17 云宝贝成长教育平台



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

5 非公开发行 24 亿元，加码幼教+K12

公司拟非公开发行募集资金不超过 24 亿元，发行底价 13.74 元/股，发行数量不超过 1.75 亿股。其中 18 亿元用于打造面向基础教育的“K12 智慧教育云平台”，6 亿元用于推出面向幼儿教育的“云宝贝成长教育平台”。

本次非公开有利于公司进一步提升教育领域的市场份额，整合现有线上和线下的教育资源，



打造 0-18 岁在线教育垂直领域 O2O 平台，构建产业生态链，加速教育资源的收入变现。依托公司渠道、内容、技术沉淀，叠加资本市场优势，公司有望未来成为幼儿及基础教育阶段在线教育龙头。

投资估算和效益预测：“K12 智慧教育云平台”项目总投资 18.51 亿元，计划使用募集资金 18 亿元，建设周期为 3 年，项目投资回收期为 5.45 年（税后），税后财务内部收益率 17.14%；“云宝贝成长教育平台”项目总投资 6.03 亿元，计划使用募集资金 6 亿元，建设周期为 3 年，项目投资回收期为 5.94 年（税后），税后财务内部收益率 14.22%。

6 游戏现金流助力在线教育布局

公司手机游戏业务的盈利模式确定且增长稳定，作为公司现金金牛业务，一直保持良好的增长趋势，2013-2015 贡献营业收入分别为 1.12 亿元、1.97 亿元、2.15 亿元。手机游戏良好的现金流，助力公司进行在线教育业务布局。

公司以“小而强”的发展策略强化手机精品游戏路线，增强细分领域的领先性和核心竞争力，深度耕耘精而美全球化运营的战略。在中国市场以精品开发为核心，做好网游、单机发行；在日本、港澳台、东南亚市场强化本地化研发和发行；同时依托公司投资的美国游戏美术创意外包公司 CAH 进行本土化研发和发行，开拓欧美市场。

2015 年 12 月，火溶信息在日本市场推出《战国修罗魂》，该款游戏上线第一个月流水近 1000 万元人民币，实现了火溶信息日本战略的第一步；同时该款游戏也于今年 9 月 28 日登陆国内各大安卓市场，开启首轮测试。今年初，火溶信息再次针对日本市场，成立了由现有研发团队和从腾讯、GAMELOFT 等公司引进的对日本市场熟悉的人员组成的研发团队，开发了《大攻城：三国×战国》以及二次元游戏《手办大作战》，目前，《大攻城：三国×战国》已在日本成功上线，并分出部分核心研发团队准备该款游戏在港澳台的本地化工作。

同时，火溶信息代表作《啪啪三国》的后续产品《啪啪三国 2》已在今年 10 月 1 日开启第二次测试，该款产品由飞流九天以 1000 万人民币的价格（版权金）独家代理国内及韩国市场，并且在后续产品运营中，火溶信息也将获得相关月流水分成收入。飞流九天承诺将在游戏上线后投入总额不低于 2000 万元的广告资源，由于该款产品是《啪啪三国》的后续产品，且与飞流九天强强联手，预期在产品质量以及市场竞争力在同期游戏产品中能够脱颖而出。此外，年内火溶信息和北京雷尚合作开发运营首款 SLG 手游《战争荣耀》。

通过国内+国外市场相结合、多款产品并行运营，公司 2016 年游戏业务业绩有望达到预期。根据公司回复交易所的询问公告，火溶信息预计 2016 年度实现扣除非后净利润为 9898 万元。



图表 18 火溶信息 2016 年全年各游戏预计收入情况表（单位：万元）

项目	流水	收入	利润
啪啪三国 1	13,345	4,075	3,118
啪啪三国 2	3,600	1,356	286
战国修罗魂	5,900	2,525	1,545
龙战争	8,239	3,745	3,557
龙门镖局	970	244	-50
大攻城	5,100	3,414	1,776
手办项目	3,500	2,190	869
战争荣耀	6,600	820	45
游戏代理	1,900	931	541
小计	49,154	19,300	11,687
公共费用及税金			-1,789
合计	49,154	19,300	9,898

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

7 盈利预测

图表 19 盈利预测

关键指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	559.49	657.85	768.67	1055.67	1227.80
增长率（%）	29.27%	17.58%	16.85%	37.34%	16.31%
归属母公司股东净利润（百万元）	39.57	56.30	209.46	264.16	311.45
增长率（%）	9.04%	42.27%	272.03%	26.11%	17.90%
基准股本（百万）	283.44	402.92	557.28	1111.91	1111.91
每股收益（元）	0.140	0.140	0.376	0.238	0.280
销售毛利率（%）	46.97%	41.64%	57.92%	65.15%	65.31%
净资产收益率（%）	4.66%	5.18%	5.89%	6.99%	7.71%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。