

**调研深度报告**
**拓维信息 (002261)**
**移动互联网服务**
**教育长跑者**
**报告日期:** 2016-11-30

**评级:** **谨慎推荐**  
 上次评级: 谨慎推荐

**合理股价:** **15.90~19.31 元**  
 上次预测: 无

当前价格 (元)	13.01
52 周价格区间 (元)	12.68-41.79
总市值 (百万)	14549.31
流通市值 (百万)	8650.60
总股本 (万股)	111148.30
流通股 (万股)	66085.58
公司网址	www.talkweb.com.cn

**一年期收益率比较**


表现%	1m	3m	12m
拓维信息	0.08	-1.65	-27.24
上证综指	5.56	6.73	-4.64

**财富证券研究发展中心**
**杜杨**  
 (0731)84779566  
 duyang@cfzq.com  
 S0530514070001

**相关研究报告:**

《公司研究\*拓维信息(002261):在线教育 O2O 初具形态》2015-06-10

《公司研究\*拓维信息(002261)调研点评:收购火溶信息 期待游戏业务爆发》2014-05-22

《公司研究\*拓维信息(002261)调研点评报告:战略转型方向明确 教育与手游双轮驱动》2014-01-11

预测指标	2015A	2016E	2017E
营业收入	768.67	1072.00	1192.00
增长率(%)	16.85%	39.46%	11.19%
归属母公司股东净利润	209.46	255.80	316.13
增长率(%)	272.03%	22.12%	23.58%
每股收益(EPS)	0.188	0.230	0.284
P/E	69.04	56.53	45.74

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们实地调研了拓维信息, 与公司高管就公司 IPO 募投项目及日常经营情况进行了沟通。

**投资要点**

➤ 公司传统业务是无线增值业务, 2011 年后在电信运营商无线增值业务发展思路大调整的背景下, 公司传统业务快速下降。在传统增值业务发展受阻的背景下, 公司积极向游戏、教育领域转型, 在资本市场迎来牛市的机遇下, 公司通过两次增发, 逐步确立了教育服务为主、手机游戏为辅的新的战略方向。

➤ 拓维信息的战略是通过教育信息化切入 0~18 岁的教育市场, 从而构建“云和大数据-网络平台(或平台产品)-O2O 落地”的完整生态系, 成为幼儿及基础教育阶段在线教育行业龙头。

■ 拓维信息计划占领目标客户手机的方式主要是 b2b2c, 即通过免费赠送设备/解决方案的方式进入到教育机构(幼儿园、k12 学校), 然后通过该教育机构推动家长、学生手机安装公司的 app, 从而实现占领目标客户手机。

■ 在占据目标客户手机后, 在目标客户日常使用 app 的过程中, 公司通过大数据分析, 打通校内与校外, 连接线上与线下, 将有需要的客户精准 o2o 倒流到自有或第三方教育服务, 从而实现流量变现。

➤ 在不考虑增发的情况下, 我们假设公司收购的海云天、长征教育和火溶信息都完成业绩承诺, 再加上公司传统业务的贡献, 预计公司 16~17 年净利润分别为 2.56 亿、3.16 亿, 对应总股本 11.11 亿股的 eps 为 0.230 元、0.284 元。目前 A 股市场上涉教育类的公司对应 17 年的 PE 的中位数为 56~68 倍。我们给予公司 2017 年 56~68 倍的市盈率预测, 认为公司 17 年的合理股价为 15.90 元~19.31 元。

➤ 风险提示: 非公开发行失败、收购标的业绩不达预期、政策风险。

## 目 录

一、公司发展历程.....	- 4 -
二、手游业务将成为现金牛业务.....	- 5 -
三、教育业务是公司的核心布局方向.....	- 6 -
3.1、教育业务的规模和特点.....	- 6 -
3.2、公司教育业务的布局思路介绍.....	- 7 -
3.3、携手海云天评价技术，切入 k12 教育信息化市场.....	- 8 -
3.4、联合长征信息内容产品，切入幼教市场.....	- 10 -
四、业绩、估值和投资建议.....	- 11 -
4.1、业绩&估值.....	- 11 -
4.2、投资建议.....	- 13 -
五、风险提示.....	- 13 -
六、附录.....	- 14 -

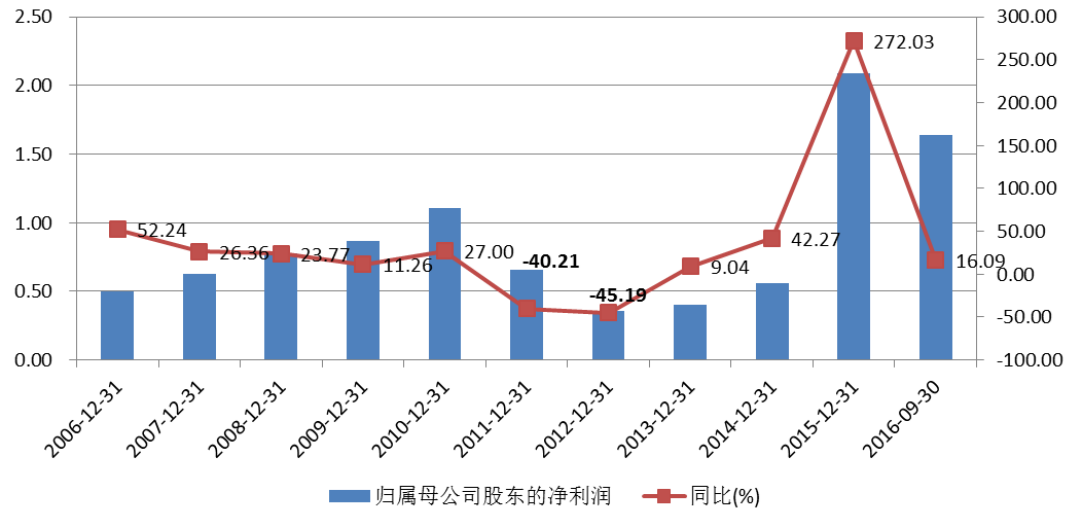
## 图表目录

图表 1: 公司净利润情况 .....	- 4 -
图表 2: 公司主营业务分拆 (2016H1) .....	- 5 -
图表 3: 新东方业绩情况 .....	- 7 -
图表 4: k12 领域, 由“渠道卡位” o2o 到“流量变现” .....	- 9 -
图表 5: 幼教领域, 由“渠道卡位” o2o 到“流量变现” .....	- 10 -
图表 6: 公司主营收入结构 .....	- 11 -
图表 7: 主要并购公司业绩承诺和完成情况对比 .....	- 12 -
图表 8: A 股教育类上市公司估值水平列表 .....	- 12 -

## 一、公司发展历程

公司传统业务是无线增值业务，2011年后在电信运营商无线增值业务发展思路大调整的背景下，公司传统业务快速下降，导致业绩进入低谷，2012年、13年净利润分别下降40.21%和45.19%，2012年净利润仅3629万，较增值业务高峰期2010年的1.11亿下降了67.4%。

图表 1：公司净利润情况

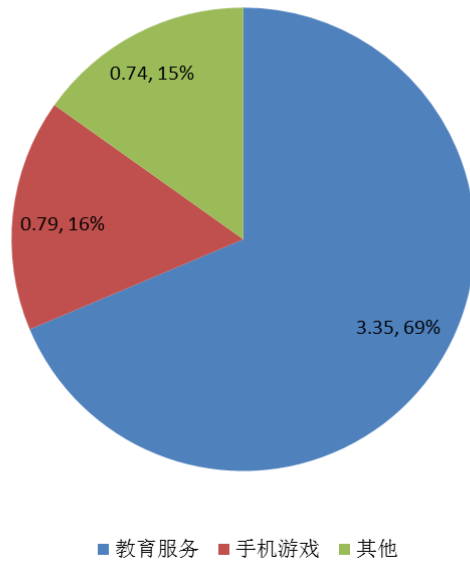


资料来源：公司公告、财富证券

在传统增值业务发展受阻的背景下，公司积极向游戏、教育领域转型，在资本市场迎来牛市的机遇下，公司通过两次增发，逐步确立了教育服务为主、手机游戏为辅的新的战略方向。

- ◆ **教育服务**：2010年左右，公司开展了校讯通业务；2011~12年，以校讯通业务为核心的教育业务规模快速扩大，成为公司在传统增值业务下行期的重要支撑。尤其是2015年，公司对价18.4亿收购海云天、长征信息等四家教育类公司，确立了教育成为公司最大业务板块的地位。截止到2016年上半年，教育业务营业收入3.35亿，占公司上半年收入比例的69%。
- ◆ **手机游戏**：2012年，公司开展了手游业务，初期以游戏代理为主；2014年对价8.1亿元，增发收购火溶信息，手游业务代理+自研协同发展。截止到2016年上半年，手游业务成为公司第二大业务板块，营业收入0.79亿元，占公司上半年收入比例的16%。

图表 2: 公司主营业务分拆 (2016H1)



资料来源: 公司公告、财富证券

2016 年, 公司计划再次融资 14.77 亿, 再次加大在教育领域的投资。

## 二、手游业务将成为现金牛业务

公司手游业务分成两部分, 代理和自研。自研业务主要以子公司火溶信息为主, 代理业务主要以自身为主。

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; 同时该款游戏也即将在 2016 年下半年登陆港澳台。2016 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》。这两款游戏目前预计在 2016 年下半年上线, 主打日本市场, 其中《大攻城: 三国×战国》已经进入到发行前的推广阶段, 目前预约用户已经超过 12 万人。

如前所述, 通过国内+国外市场相结合、多款产品并行运营, 手机游戏将会一直

成为公司现金牛业务。

火溶信息的对赌业绩为 2014~2016 年,完成 6000 万, 7800 万, 和 9750 万元; 其中, 2015 年业绩 6657 万, 低于对赌的 7800 万; 而 2016 年上半年完成了 2357 万, 完成比例为 24% (15 年上半年完成 25%), 但考虑到下半年大作较多, 完成全年对赌依然有较大的可能性。

而公司本身的代理业务因为毛利率较低, 竞争激烈, 处于维持状态, 规模在逐步减小, 2016 年上半年完成收入 0.26 亿, 低于去年同期的 0.66 亿。

### 三、教育业务是公司的核心布局方向

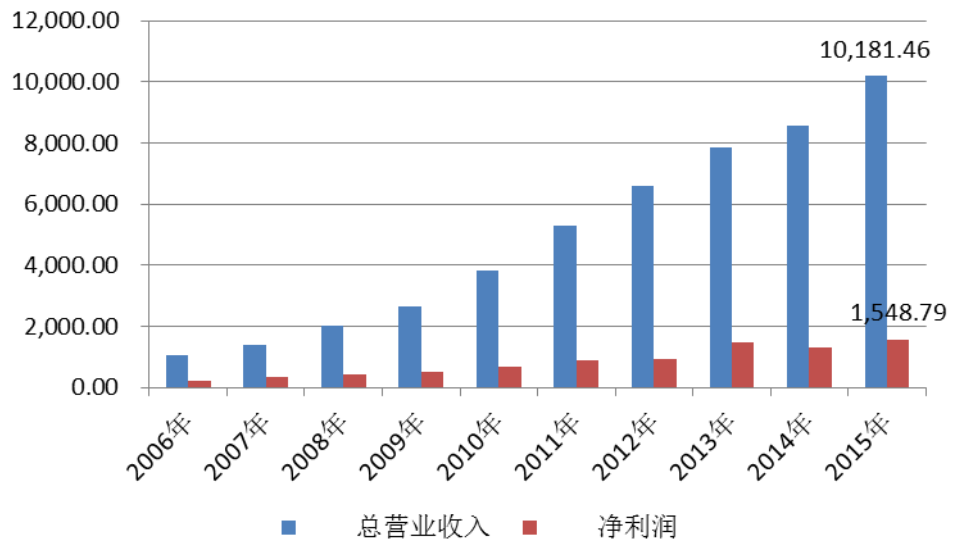
#### 3.1、教育业务的规模和特点

**0~18 岁教育市场规模巨大:** 我国 K12 (国内通常将小学、初中和高中称为 K12, 即 7~18 岁) 教育市场和幼儿教育市场 (0~6 岁) 空间巨大。

- ◆ 在 K12 教育领域, 根据腾讯课堂《2014 年 K12 教育市场分析报告》统计, 2014 年我国 K12 教育市场规模已超 2,500 亿元, 其中, 有 40% 的 K12 家长每年的子女课外学习花费在 5,000 元以上, K12 教育领域广阔的市场为业内企业的发展创造了巨大的空间。
- ◆ 幼儿教育方面, 根据教育部发布的《2014 年全国教育事业统计公报》, 全国共有幼儿园 20.99 万所, 比 2013 年增加了 1.13 万所; 在园幼儿 (包括附设班) 4,050.71 万人, 比 2013 年增加了 156.02 万人; 幼儿园园长和教师共 208.03 万人, 比上年增加了 19.52 万人; 学前教育毛入园率达到 70.5%, 比 2013 年提高了 3 个百分点。随着第四次婴儿潮以及二胎政策的全面放开, 幼教行业将会迎来更快速的发展。

传统上, 0~18 岁教育都是在线下进行的。虽然该线下教育市场规模达数千亿甚至万亿, 但因为线下教育地域性强、市场高度分散、集中度低, 使得国内缺少较大规模的教育集团。目前国内最大的教育机构, 新东方, 2015 年营收规模也仅 102 亿, 净利润仅 15 亿元, 只占据整体市场份额的百分之几。

图表 3：新东方业绩情况



资料来源：公司公告、财富证券

随着互联网/移动互联网的普及，互联网与教育领域的结合日益紧密，催生了在线教育市场。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，得到了国家的高度重视。教育部在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。

在线教育的发展，有可能打破传统教育市场“大市场、小公司”的现状，形成更大体量的教育集团。

公司近几年来不断探索传统教育和线上教育模式融合，希望通过教育信息化的角度切入到教育市场，实现自己的做大做强。

### 3.2、公司教育业务的布局思路介绍

拓维信息的战略是通过教育信息化切入0~18岁的教育市场，从而是构建“云和大数据-网络平台（或平台产品）-O2O落地”的完整生态系，成为幼儿及基础教育阶段在线教育行业龙头。

1) 这套完整生态的初级阶段的关键在于“渠道卡位”——即占领目标客户的手机：

◆ 在0~6岁的幼教市场，通过幼儿园的幼教课程切入，实现家长手机app的占



领。

- ◆ 在 7~18 岁的 k12 市场，以教育评价为抓手，初期打造升级版“校讯通”——云校园，同样实现在家长/学生手机的 app 占领。

拓维信息计划占领目标客户手机的方式主要是 b2b2c，即通过免费赠送设备/解决方案的方式进入到教育机构（幼儿园、k12 学校），然后通过该教育机构推动家长、学生手机安装公司的 app，从而实现占领目标客户手机。

- ◆ 覆盖学校广：拓维信息在 2015 年收购海云天、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 1,300 多人，覆盖 15 个省、25,000 多所中小学校和 14,000 多所幼儿园，在渠道卡位竞争中处于行业领先地位。
- ◆ 赠送设备实现目标客户手机占领：在 2016 年公司新一轮的非公开发行方案中，提出了渠道卡位的关键步骤：通过“K12 智慧教育云平台项目拟对全国 25 个省，共约 3,000 家学校赠送高速扫描仪和教学设备进行平台硬件推广”、“云宝贝成长教育平台项目拟在建设期内分别向 5,000 家、5,000 家、10,000 家幼儿园免费赠送云宝贝魔盒设备”。根据公司与合作教育机构的合作协议，教育机构有义务促进教师、学生、家长安装公司开发的 app 软件。

## 2) 然后，由“渠道卡位”o2o 到“流量变现”：

在占据目标客户手机后，在目标客户日常使用 app 的过程中，公司通过大数据分析，打通校内与校外，连接线上与线下，将有需要的客户精准 o2o 倒流到自有或第三方教育服务，从而实现流量变现。

### 3.3、携手海云天评价技术，切入 k12 教育信息化市场

切入 K12 教育信息化市场，公司的关键一招是利用海云天掌握的教育评价技术。

教育部《教育信息化“十三五”规划》指出，“十三五”期间教育信息化的主要任务包括，建成覆盖各级教育行政部门、全国各级各类学校和相关教育机构的国家教育管理信息化体系，实现教育基础数据的“伴随式收集”和全国互通共享；培养教师利用信息技术开展学情分析与个性化教学的能力，增强教师在信息化环境下创新教育教学的能力，使信息化教学真正成为教师教学活动的常态。

因此，学习过程数据收集和分析是学校教育信息化建设的重要方面。公司子公司海云天在全国高考阅卷市场的占有率达 58%，公司具有丰富的教育数据收集和分析经验，目前，公司的阅卷扫描和成绩录入系统已经基本开发完成，学校配合高速



扫描仪等系列设备的使用，即可实现电子化而非手工式的高效的学生学习过程数据的伴随式收集，并有利于配合中高考改革政策未来开展对学生的综合素质评价。公司赠送的高速扫描仪等设备可以较好地提升学校的数据采集能力，是学校必须使用的工具。

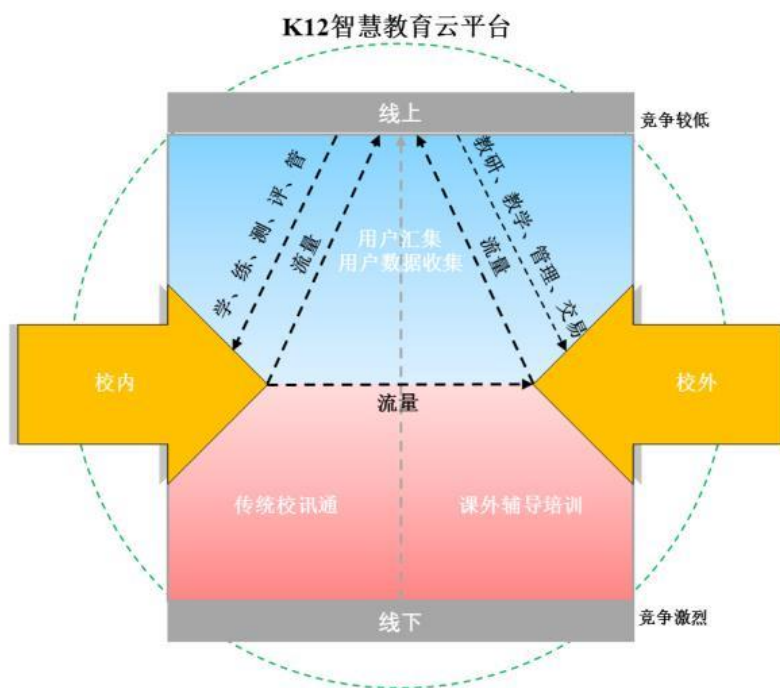
根据公司与合作学校的《云校园教育平台合作协议》，公司将为合作学校免费提供硬件设备的使用权，保证合作学校实现平台各项功能模块的使用。学校有义务促进教师、学生、家长安装云校园软件平台 app。

通过使用云校园软件平台 app，教师和学生可以使用学校特色管理、家校互联、校园空间、教学与学习中心为一体的云校园功能，通过云校园解决教育机构的管理需求；同时，在 app 上还可以通过云课堂、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。

图表 4: k12 领域，由“渠道卡位”o2o 到“流量变现”



资料来源：公司公告、财富证券

### 3.4、联合长征信息内容产品，切入幼教市场

公司切入幼教市场，获得目标客户的关键是通过向幼儿园赠送云宝贝魔盒的方式从幼儿园着手进行用户培养，为幼儿园提供课程内容解决方案，并进而将平台使用拓展至幼儿家长。

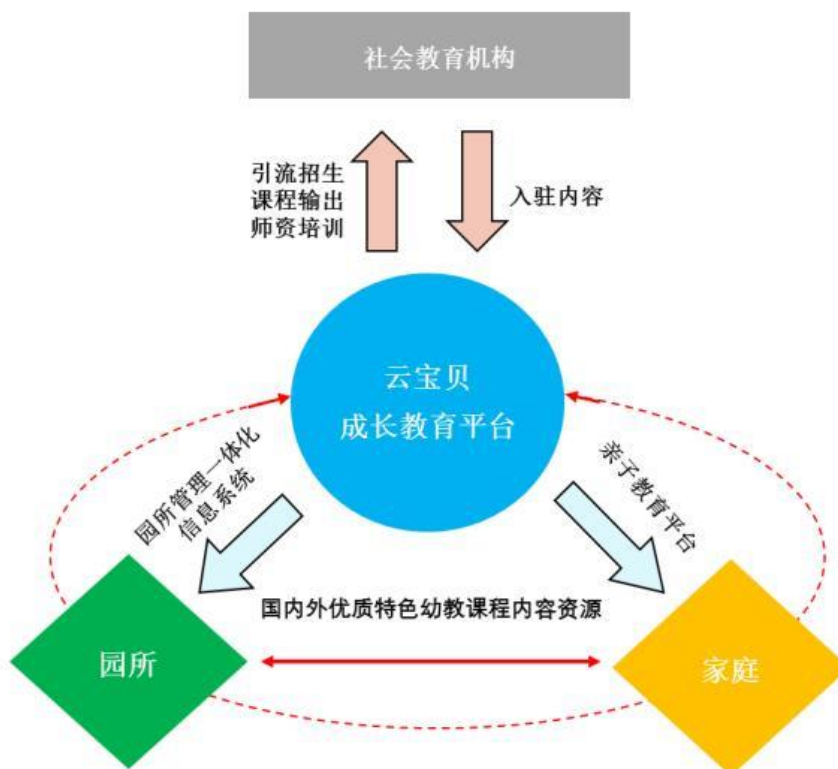
云宝贝魔盒类似于“电视盒子”并且具有一定的存储空间。云宝贝的特色课程电子资源将存储在云宝贝魔盒中，幼儿教师们在幼儿园上课时，可以直接调用云宝贝魔盒中的课程内容安排上课。此外，由于云宝贝课程将会不定期的更新，更新后的课程可以下载到云宝贝魔盒中，以帮助幼儿园课程内容的更新。

通过硬件设备向幼儿园进行平台推广是公司全资子公司长征教育已经验证的商业模式。长征教育一直以来的商业模式是通过向幼儿园提供硬件设备的使用权从而进行内容销售。与中小学生相比，由于幼儿教育更需要多媒体的教学形式和内容，因此幼儿园在信息化设备及内容方面的需求更为迫切，幼儿园获取设备的意愿和购买内容的意愿都更强。

根据公司和幼儿园签署的《智能魔盒合作协议》的内容，公司向幼儿园提供智能魔盒设备，幼儿园需要向发行人采购云宝贝特色课程及促进幼儿和家长使用云宝贝平台功能或订购课程，该协议是双方互负义务的协议。

通过占领家长手机，公司希望打通家庭教育、园所教育、社会教育三大场景，致力于为幼儿成长教育提供全套解决方案，成为儿童成长的一站式服务平台。

图表 5：幼教领域，由“渠道卡位”o2o 到“流量变现”



资料来源：公司公告、财富证券

总体来说，我们认为公司在 0~18 岁教育领域的布局清晰，打法明确，如果公司非公开发行顺利完成，有望利用资金优势，迅速建立渠道卡位，真正打通“渠道卡位”到“流量变现”，获得快速成长。

## 四、业绩、估值和投资建议

### 4.1、业绩&估值

公司 2016 年上半年，实现营业收入 4.90 亿元，比上年同期增长 69.39%；营业收入的增长主要是来自于教育服务，但扣除掉并表的教育信息化（海云天）和云宝贝平台（长征教育），以及传统的校讯通业务之后，公司的教育服务的增长主要体现在线上线下的培训部分，增长了 140%。

图表 6：公司主营收入结构

营业收入分拆	2013 年	2014 年	2015H1	2015 年	2016H1
<b>教育服务</b>	<b>1.98</b>	<b>2.35</b>	<b>1.13</b>	<b>3.29</b>	<b>3.35</b>
教育信息化（海云天）				0.66	1.16
云宝贝平台（长征）				0.22	0.76
K12 智慧教育云平台-- 校讯通	1.68	1.86	约 0.93	1.92	约 0.91
K12 智慧教育云平台-- 线上线下培训&其它	0.3	0.49	约 0.2	0.48	约 0.51
<b>手机游戏</b>	<b>1.12</b>	<b>1.97</b>	<b>0.94</b>	<b>2.15</b>	<b>0.79</b>
火溶			0.28	1.17	0.53
代理	1.12	1.97	0.66	0.98	0.26
<b>其他</b>	<b>2.49</b>	<b>2.25</b>	<b>0.82</b>	<b>2.24</b>	<b>0.74</b>
<b>总和</b>	<b>5.59</b>	<b>6.57</b>	<b>2.89</b>	<b>7.68</b>	<b>4.90</b>

资料来源：财富证券

在不考虑增发的情况下，我们认为未来两年，公司的手机游戏和其他业务将保持稳定，而教育业务将是发展重心。根据教育业务的分拆，我们认为 k12 智慧教育平台—线上线下培训&其它业务在各项业务融合导流的推动下将维持 100%和 50%的增长，而前期非公开发行收购的教育信息化（海云天）和云宝贝平台（长征教育）业务将完成承诺业绩。

因为从前期的业绩承诺完成情况来看，2015 年三家公司中仅火溶信息没完成对赌；而 2016 年上半年，三家公司已经完成全年承诺的 43%，同时下半年火溶信息将有大作问世，我们认为全年完成对赌的概率较高。

图表 7: 主要并购公司业绩承诺和完成情况对比

(单位: 万元)	2015 年	2015 年 实际情 况	2016 年	2016 年上 半年数据	2017 年	2018 年
海云天	5390	5660	7170	4679	9010	11290
长征教育	4400	4429	5720	2599	6864	预计 8000
火熔信息	7800	6415	9750	2354	预计 9750	预计 9750
总计	17590	完成 94%	22640	完成 43%	25624	29040

资料来源: 公司公告、财富证券

假设 16~18 年, 公司收购的海云天、长征教育和火熔信息都完成业绩承诺, 同时假设业绩对赌期完成后, 长征教育和火熔信息还能保持业绩的平稳, 我们预计三家公司将为公司在 16~18 年分别贡献 2.26 亿、2.56 亿和 2.90 亿的净利润。再加上公司传统业务预计 16~18 年实现 0.3 亿、0.6 亿、0.9 亿元净利润, 预计公司 16~18 年净利润分别为 2.56 亿、3.16 亿、3.80 亿元, 对应总股本 11.11 亿股的 eps 为 0.230 元、0.284 元和 0.342 元, 对应当前股价 13.01 元的 16 年、17 年、18 年的市盈率分别为 69.04 倍、56.53 倍和 45.74 倍。

目前 A 股市场上涉教育类的公司, 有 20 家多家, 扣除掉没有 wind 一致预期的公司, 我们发现这类涉教育公司对 17 年的 PE 的中位数为 56~68 倍。我们给予公司 2017 年 56~68 倍的市盈率预测, 认为公司 17 年的合理股价为 15.90 元~19.31 元。

图表 8: A 股教育类上市公司估值水平列表

证券代码	证券简称	预测 PE (FY1)	预测 PE (FY2)
002308.SZ	威创股份	68.6809	44.5980
603398.SH	邦宝益智	142.0879	103.5535
002599.SZ	盛通股份	146.1781	83.1466
300160.SZ	秀强股份	67.5524	47.0295
300279.SZ	和晶科技	68.7194	49.7921
002286.SZ	保龄宝	69.0823	52.7505
600730.SH	中国高科	14.7402	72.1985
002348.SZ	高乐股份	132.3967	111.5599
600661.SH	新南洋	82.9151	66.7813
002638.SZ	勤上光电	106.9106	58.9686
000526.SZ	紫光学大	204.9900	206.9521
300364.SZ	中文在线	171.2314	104.6723
601801.SH	皖新传媒	38.8720	33.1969
300050.SZ	世纪鼎利	45.3632	36.1405

000607. SZ	华媒控股	71.0679	59.8258
300338. SZ	开元仪器	261.6698	63.1266
603377. SH	东方时尚	54.0392	45.3920
300282. SZ	汇冠股份	44.5927	30.3266
300010. SZ	立思辰	62.9827	45.2617
603123. SH	翠微股份	40.3377	37.9055
	均值	94.7205	67.6589
	中位数	68.9009	55.8596

资料来源: wind、财富证券

## 4.2、投资建议

公司日前公告,面向 k12 教育的 14.77 亿元非公开发行已经于 11 月中旬顺利过会,本次非公开发行将是一年期的竞价发行,发行底价为 13.74 元/股,且公司已经放弃了改价的权利。

公司 11 月 30 日的收盘价为 13.01 元,较发行底价出现了 5% 以上的倒挂,我们认为当前股价有一定的价值,维持公司的“谨慎推荐”评级,建议投资者积极关注。

## 五、风险提示

非公开发行不成功、收购标的业绩不达预期、政策风险。

## 六、附录

### 利润表

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	657.85	768.67	1072.00	1192.00
减：营业成本	383.93	323.43	395.78	406.59
营业税金及附加	7.12	6.45	8.99	10.00
营业费用	53.41	79.74	99.07	110.16
管理费用	150.78	223.45	283.20	314.90
财务费用	-10.50	-5.35	-13.33	-20.51
资产减值损失	6.61	5.32	9.77	9.77
加：投资收益	1.47	76.63	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>67.98</b>	<b>212.27</b>	<b>288.52</b>	<b>361.09</b>
加：其他非经营损益	19.60	20.92	19.23	19.23
<b>利润总额</b>	<b>87.59</b>	<b>233.18</b>	<b>307.75</b>	<b>380.32</b>
减：所得税	11.07	18.99	46.16	57.05
<b>净利润</b>	<b>76.52</b>	<b>214.19</b>	<b>261.58</b>	<b>323.27</b>
减：少数股东损益	20.22	4.73	5.78	7.14
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>56.30</b>	<b>209.46</b>	<b>255.80</b>	<b>316.13</b>

资料来源：财富证券



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438