

日期: 2017年03月14日

行业: 教育



玻璃主业稳步增长, 幼教布局蓄势待发

分析师: 张涛
Tel: 021-53686152
E-mail: zhangtao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870510120023
研究助理: 周菁
Tel: 021-53686158
E-mail: zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号: S0870116060005

■ 投资摘要

学前教育格局分散, 资本推动行业整合, 民办园逐渐高端化

幼教行业前20名的幼儿园合计6500家, 市场份额不到3%, 整个市场格局分散, 无全国统一品牌, 且存在师资短缺素质较低、课程体系混乱不堪的现象。但二孩政策带来的幼儿基数扩大和持续增长的政府投入提升了幼教市场的吸引力, 资本开始竞相入场, 主要方向是实体幼儿园和幼教信息化, 推动行业整合。民促法三审通过后, 未来民办园的发展方向主要为登记为非营利性的民办普惠园和登记为营利性的中高端民办园。对于营利性的民办园, 走品牌中高端市场化路线、提供差异化的特色服务将成为发展之道。

玻璃主业稳步增长, 国内外市场同时发力

2016年, 受益于北美市场复苏, 公司玻璃出口订单量同比增长55%, 带动全年家电玻璃产品销售收入同比增长16%, 保障公司经营业绩稳中有增。同时, 公司加强客户合作, 进一步提高了家电玻璃国内市场的供货率。2016H1, 公司国内家电玻璃产品销售收入同比增长26.34%。

明确“前端园所+后端师资”发展路径, 幼教布局蓄势待发

2015年转型教育以来, 公司通过外延并购, 初步形成了“线下实体园+线上信息化+师资培训”的幼教版图, 以中高端直营园为主, 立志打造“秀强教育”百年诚信品牌。(1) **全人教育并表贡献利润**: 全人教育定位中高端直营园, 布局多在二三线城市, 主要分布在湖南、湖北、广东、浙江及安徽五省, 2016年前三季度新增幼儿园15家, 全年实现净利润约2000万元。(2) **强化师资培训**: 通过收购江苏童梦65.27%股权从而间接持股徐幼集团51%股权实现控股。徐幼集团拥有完善的幼师培训体系和丰富的幼师储备资源, 占据了学前教育的制高点, 能够进行幼教师资的标准化培训和专业化输出, 满足集团下属园不断扩大的师资需求。2017-2019年承诺净利润分别不低于1800/2400/3000万元。

(3) **布局一线城市高端园**: 公司拟3.8亿元收购培基教育100%股权, 进军北上广深一线城市。培基教育定位高端直营园, 2016-2018年承诺净利润分别不低于3000/3300/3600万元。(4) **打造儿童IP**: 公司拟2000万元增资花火, 持股11.11%, 打造公司原创的儿童IP动画产品等, 并利用花火100多家电视台发行渠道、无线互联网渠道、三大电信运营商渠道将IP产品进行全渠道发行推广, 支持公司幼教品牌形象推广。(5) 设立产业基金投资教育信息化, 设立南京秀强收购单个或几个幼儿园标的。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016-2017 年营收增速分别为 13.68%、27.22%; 归母净利润增速分别为 89.82%、47.83%。按目前 5.98 亿股总股本测算, 得到 2016-2017 年 EPS 分别为 0.19 元、0.28 元。公司目前股价 (2017

基本数据 (2017.3.13)

报告日股价 (元)	12.65
12mth A 股价格区间 (元)	10.37/16.22
总股本 (百万股)	597.76
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	74.66
每股净资产 (元)	2.00
PBR (X)	6.33

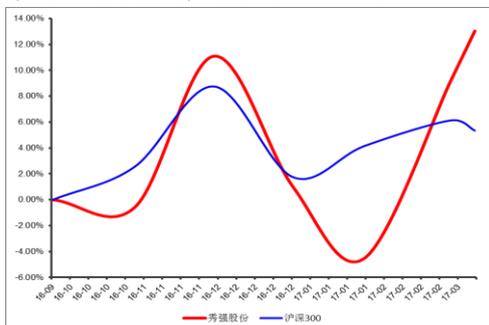
主要股东 (2016Q3)

宿迁新星投资	24.16%
香港恒泰科技	21.23%
江苏秀强投资	3.39%
秀强炎昊专项投资基金 5 号	3.02%
秀强炎昊专项投资基金 3 号	2.64%

收入结构 (2016Q3)

家电玻璃	76.75%
光伏玻璃	13.92%
家居玻璃	1.14%
教育	8.20%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

年3月13日收盘价12.65元/股)对应2016-2017年PE分别为66.58倍和45.18倍。若考虑培基教育收购成功(假设公司现金收购培基教育),且完成3300万元业绩对赌承诺,按2017年全年并表,公司2017年备考EPS为0.34元,对应2017年PE为37.21倍。A股教育类个股目前整体估值偏高(平均动态PE约为90倍左右),考虑到公司未来若成功收购培基教育将进一步增厚业绩,估值水平继续下移,估值优势明显。

公司前端坚持直营园为主紧抓质量,后端借助徐幼高校资源为自有体系园所持续提供园长、幼师等培训及教研输出,把握了幼教领域的关键因素,在业内抢占先机。我们认为,公司玻璃主业增长稳定,教育新业务思路清晰,捋顺了“前端园所+后端师资”的明确发展路径,布局蓄势待发。

公司2016年11月17日发布公告,实际控制人卢秀强、陆秀珍、卢相杞拟在未来六个月(即2016年11月-2017年4月)内通过大宗交易方式减持公司股票合计不超过3383.83万股,占总股本的5.66%。2017年3月14日,公司公告实际控制人卢秀强以大宗交易、集中竞价方式合计减持公司无限售条件流通股2988.79万股,占总股本的5%。按照公司减持计划,预计最多还有约395.04万股股票未减持,占总股本的0.66%,减持对股价的冲击风险基本消除。

考虑公司未来将继续通过外延并购方式扩大教育版图,实现“玻璃+教育”双轮驱动,给予公司2017年PE约55倍,目标价15.4元/股。首次覆盖,给予“谨慎增持”评级。

风险因素

原材料价格波动风险、商誉减值风险、技术进步和技术替代风险、并购整合风险、教育投资未达预期、高新技术企业资质认定未获通过。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E
营业收入	837.31	1020.07	1159.59	1475.25
年增长率		21.83%	13.68%	27.22%
归属于母公司的净利润	36.48	60.45	114.52	169.63
年增长率		65.71%	89.82%	47.83%
每股收益(元)	0.06	0.10	0.19	0.28
PE(X)	211.71	127.76	66.58	45.18

注:有关指标按最新股本摊薄(股价为2017年3月13日收盘价,若考虑培基教育收购成功,公司2017年备考EPS为0.34元,对应PE为37.21倍)

目 录

一、家电玻璃龙头二次创业，转型教育.....	5
1.1 发展历程：从家电玻璃龙头到幼教产业新秀.....	5
1.2 业务结构：玻璃主业稳定增长，幼教业务蓄势待发.....	7
二、行业分析.....	9
2.1 学前教育格局分散，师资短缺&课程混乱.....	9
2.2 幼儿基数扩大导致“幼儿园荒”，政府加大投入缓解“入园难”.....	12
2.3 资本推动行业整合，民办园逐渐高端化.....	14
三、公司分析.....	14
3.1 全人教育：线下中高端直营园+线上信息化.....	15
3.2 徐幼集团：建立幼师培训标准体系，储备优质幼师资源.....	17
3.3 培基教育：向一线城市高端幼儿园布局.....	19
3.4 设立产业基金和教育子公司，搭建专业投资管理平台... ..	20
3.5 投资花火，打造原创幼教 IP.....	21
四、盈利预测.....	23
4.1 预测假设.....	23
4.2 盈利预测.....	23
4.3 风险因素.....	24
图	
图 1 公司股权结构图.....	5
图 2 公司家电玻璃产品示例.....	6
图 3 公司幼教产业布局日臻完善.....	7
图 4 公司玻璃深加工业务销售收入（百万元）.....	8
图 5 公司国内外市场玻璃产品销售收入（百万元）.....	8
图 6 公司玻璃业务分产品销售收入（百万元）.....	8
图 7 公司玻璃产品销售结构（2016Q1-3，%）.....	8
图 8 民办园数量占比达 65.44%.....	9
图 9 民办园在园儿童数量占比达 53.99%.....	9
图 10 幼儿课程成本结构.....	12
图 11 2019-2021 年，我国新增适龄幼儿数量逐年增加.....	13
图 12 我国幼儿园数量.....	13
图 13 我国学前教育经费投入情况.....	13
图 14 全人教育三大事业部.....	15
图 15 全人教育业绩承诺（万元）.....	16
图 16 全人教育承诺直营园数量（家）.....	16
图 17 全优宝 APP 界面.....	17
图 18 全优宝 APP 承诺覆盖幼儿园数量（家）.....	17
图 19 江苏童梦股权控制关系图.....	18
图 20 江苏童梦四大业务.....	19
图 21 江苏童梦业绩承诺（万元）.....	19
图 22 江苏童梦承诺开办直营园数量（家）.....	19
图 23 培基教育业绩承诺（万元）.....	20

图 24 安氏领信主要业务	21
图 25 花火原创幼教动画《魔力课堂》	22
图 26 花火原创幼教动画《神炖局》	22
图 27 花火营收及净利润情况（万元）	23

表

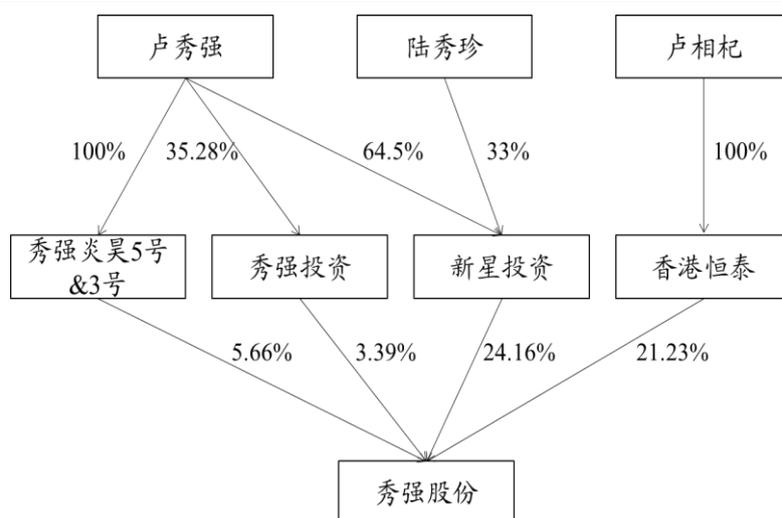
表 1 教育标的业绩承诺	8
表 2 国内主要连锁幼儿园情况一览	9
表 3 未来民办园的两种发展方向	14
表 4 损益简表及预测（百万元）	24

一、家电玻璃龙头二次创业，转型教育

1.1 发展历程：从家电玻璃龙头到幼教产业新秀

公司创建于 2001 年，主要从事以印刷、镀膜技术为基础的玻璃深加工产品的研发、生产与销售，是国内最大的玻璃深加工综合制造商，主要产品包括家电玻璃产品、光伏玻璃产品及家居玻璃产品。公司是海尔、海信、美的、美菱、新飞、夏普、东芝、三星、惠而浦、伊莱克斯、晶澳、阿特斯、协鑫集成、英利、中节能等公司的重要供应商，产品远销世界 30 多个国家和地区，与格力、三菱、西门子、ARCELIK、ADEO 等全球著名家电企业保持密切的业务往来。公司于 2011 年 1 月 13 日在创业板成功上市，实际控制人为卢秀强、陆秀珍和卢相杞。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司是内国家电玻璃产品行业龙头。2012 年，受宏观经济形势和家电下乡政策边际效益递减的影响，家电行业的产销量均出现回落，西部地区部分家电厂商产能未达计划，导致对公司家电玻璃的需求也相应减少，家电玻璃产品销售收入同比下降 16.16%。为应对销量下滑，公司积极推行高端产品差异化战略，重点发展高端彩晶玻璃，并借助新建的先进镀膜技术生产线，研发与生产了家电镀膜玻璃，用于对性能要求较高的家电产品，如烤箱、冰箱、冰柜等。2013-2014 年，公司基于行业龙头的地位优势和技术、质量、规模生产的优势，积极实施开发高端产品，并成功开发了家电高端客户，取得了松下、夏普、东芝等多家国际知名家电企业订单，增加了公司在海外客户中的供货比重。2015 年，顺应下游家电企业“智能化”创新，公司推动家电玻璃产品向“智能”方向深化升级，研发与智

能家电配套的“智能隐透中空窗”、“导光杀菌玻璃层架”等新产品，得到客户一致认可。2016年上半年，公司把握住北美市场复苏的契机，扩大了家电玻璃产品的出口量，同时调整产品结构，增加了高附加值家电彩晶玻璃及镀膜玻璃产品的供货比率。2016年1-9月，公司实现家电玻璃产品销售收入达6.76亿元，同比增长24.59%，在主营业务收入中占比高达83.60%。通过开发海外高端家电客户，调整销售结构向高端、高附加值玻璃产品倾斜等措施，公司家电玻璃行业龙头的地位进一步巩固，目前市场占有率达到50%以上，公司所生产的白色家电玻璃占全球份额33%以上，占国内份额70%以上。

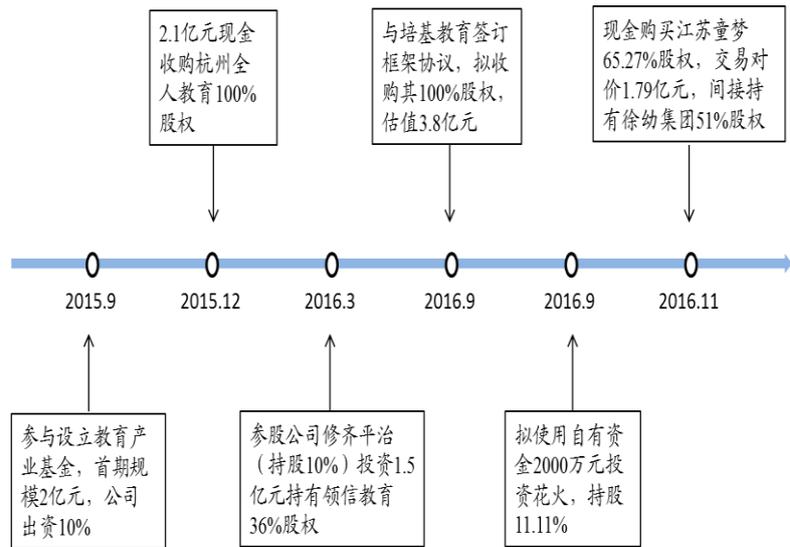
图 2 公司家电玻璃产品示例



数据来源：互联网，上海证券研究所

二次创业，公司形成“玻璃主业+幼教业务”并行发展的一体两翼业务格局。2014年，公司提出“二次创业”的规划，并于2015年成功收购杭州全人教育，业务从单一的玻璃深加工领域向多元化的“玻璃主业+幼教业务”双轮驱动的经营形式转变。公司通过外延收购进一步加速在教育产业布局，2016年5月与徐幼集团签订框架协议，9月与培基教育签订框架协议，11月通过收购江苏童梦65.27%股权从而间接持有徐幼集团51%股权实现控股。同时，公司投资领信教育布局教育信息化大市场，并参股火花文化传播，打造公司自有的原创儿童IP动画产品。公司教育产业布局日臻完善，幼教版图规模初现。

图 3 公司幼教产业布局日臻完善

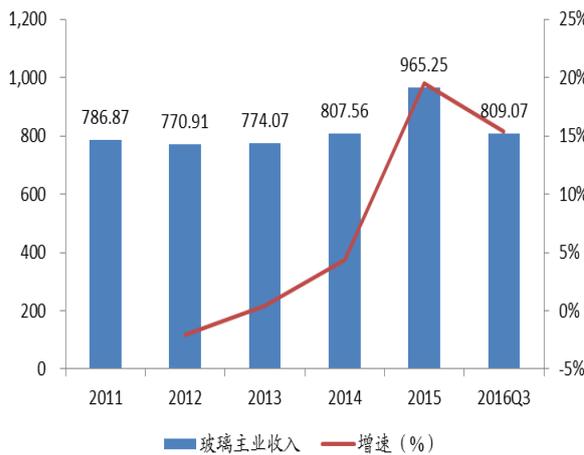


数据来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 业务结构：玻璃主业稳定增长，幼教业务蓄势待发

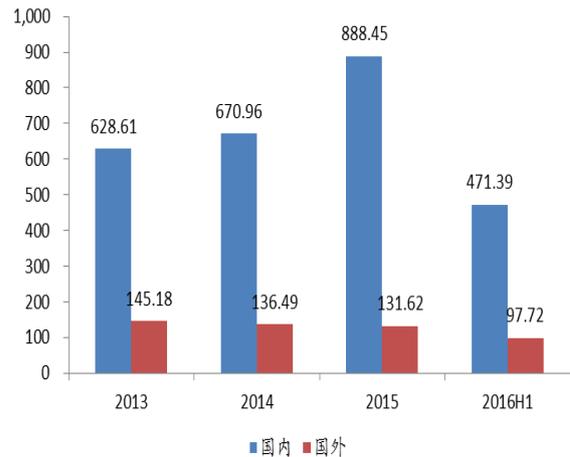
公司玻璃深加工业务持续稳步增长，国内外市场同时发力。(1) 海外市场方面，公司调整出口产品结构，增加了高附加值的彩晶玻璃和镀膜玻璃产品的出货量，销量大幅增加的情况下，出口产品毛利率水平也大幅提升。2016年上半年，公司家电玻璃产品出口实现销售收入 9772.09 万元，同比增长 54.63%；出口产品毛利率为 38.81%，较去年同期增加 14.22pp。2016 年全年，由于出口海外客户家电玻璃订单量同比增长约 55%，带动公司家电玻璃产品整体销售收入同比增长约 16%，保障了公司全年经营业绩稳中有增。(2) 国内市场方面，公司利用自身在家电玻璃产品领域的研发、技术、质量和规模生产的优势，加强与客户的合作，与客户联合研发新产品，成功开发多款高端家电玻璃产品，并通过为不同客户提供个性化服务，增强了客户粘性，从而进一步提升公司家电玻璃产品的供货市占率。2016 年上半年，公司国内家电玻璃产品销售收入同比增长 26.34%。(3) 光伏玻璃方面，公司继续优化客户结构，向资金回笼相对较好的客户供货，减少或停止对持续逾期客户的供货。(4) 家居玻璃方面，公司重点加大了对智能家居玻璃的开发，2016 年上半年发生研发投入支出 1544.67 万元，同比增长 37.39%。总体来看，公司传统主业——玻璃深加工业务保持稳定增长，通过积极开拓海外市场、拓宽产品销售渠道及扩大国内市场提升产品市场占有率，2016 年前三季度实现主营业务收入 8.09 亿元，同比增长 15.39%。家电玻璃、光伏玻璃、家居玻璃占比分别为 83.57%、15.16% 和 1.24%。

图 4 公司玻璃深加工业务销售收入 (百万元)



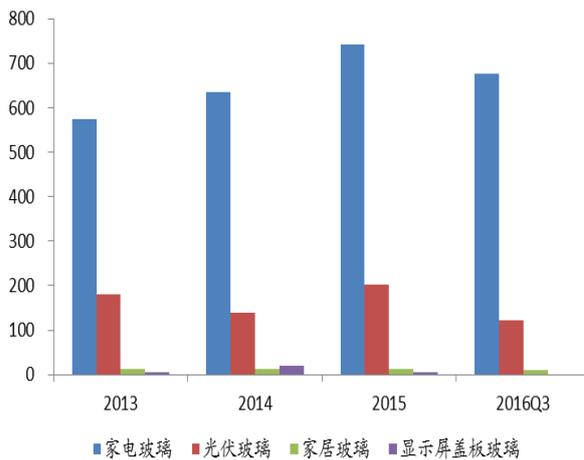
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 5 公司国内外市场玻璃产品销售收入 (百万元)



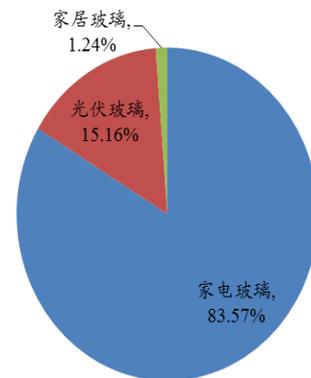
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 6 公司玻璃业务分产品销售收入 (百万元)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (注: 2015 年, 公司决定触摸屏盖板玻璃生产线停产)

图 7 公司玻璃产品销售结构 (2016Q1-3, %)



数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

幼教业务蓄势待发, 全人教育并表贡献利润。杭州全人教育于 2016 年 1 月 27 日完成工商变更, 成为公司的全资子公司。根据业绩快报, 全人教育 2016 年实现净利润约 2000 万元, 约占全年净利润的 17.39%, 完成对赌业绩承诺。若公司 2017 年收购培基教育成功, 假设培基教育和江苏童梦按全年并表, 公司 2017 年教育资产备考净利润可达 7274.86 万元。

表 1 教育标的业绩承诺

扣非归属净利润 (万元)	持股比例 (%)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
全人教育	100%	1000	1800	2800		
净利润增速 (%)			80.00%	55.56%		
江苏童梦	65.27%			1800	2400	3000
净利润增速 (%)					33.33%	25.00%
培基教育	100%		3000	3300	3600	

净利润增速 (%)			10.00%	9.09%
合计	1000	4800	7274.86	

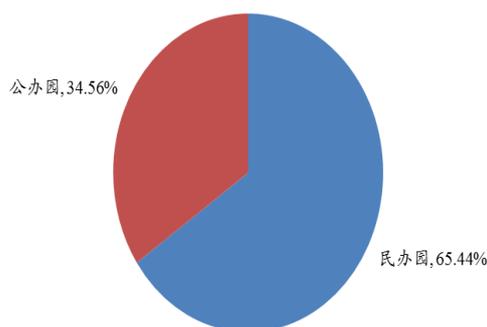
数据来源：公司公告，上海证券研究所

二、行业分析

2.1 学前教育格局分散，师资短缺&课程混乱

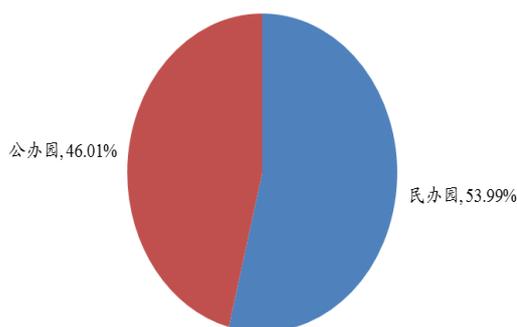
民办幼儿园成学前教育供给主体。2015年，全国共有22.37万所幼儿园，较上年增加1.38万所，其中民办幼儿园约14.64万所，占比高达65.44%，而公办园的比例则由2003年的52.32%降至34.56%。民办园在园儿童数量为2302万人，占全国幼儿园在园儿童总数的53.99%。从贡献率角度看，2013年我国毛入园率67.5%，其中公办园贡献率33.4%，民办园贡献率34.5%。

图8 民办园数量占比达65.44%



数据来源：Wind，上海证券研究所

图9 民办园在园儿童数量占比达53.99%



数据来源：Wind，上海证券研究所

学前教育市场分散，没有统一的全国品牌，格局小散乱弱。以幼儿园数量为维度测算，幼教行业前20名的幼儿园合计6500家，市场份额不到3%，整个行业市场集中度很低。截止2016年6月，直营园规模最大的东方剑桥在全国31个城市拥有的全直营幼儿园也仅为105所，数量远低于零售、餐饮等行业龙头拥有的直营门店数量。虽然红缨教育在全国现有3000多家园所，但多数为加盟园，加盟园命名并不强制要求使用“红缨教育”字眼。因此，无论是直营园还是加盟园，我国学前教育领域尚未形成统一的全国品牌，多数幼儿园都是单园或散园，普遍无证经营，存在较多的安全隐患，幼教整体格局小散乱弱。

表2 国内主要连锁幼儿园情况一览

品牌	成立时间	学费	校区数量	运营模式	主要分布地区
21世纪幼儿园	1995年	3150-3500元/月，国际班 5400元/月，住宿费	28家直营，3家加盟	直营为主	北京

		400-800 元/月			
北京博苑 幼儿园	1998 年	1000 元/月	超过 800 所, 其中 50 所直营园	直营& 加盟	全国中东部大 部分省份
大地 幼儿园	1985 年台湾 创立, 1993 年进入内地	3000-4000 元/学期	500 多所	参股& 直营	覆盖除青海外的 所有省市自治 区, 140 余 座城市
大风车幼 儿园	2001 年	500-1500 元/月	119 家	直营&加 盟	覆盖全国各地
东方剑桥 幼儿园	1986 年	上海地区 980-1300 元/ 月, 不同地区差异较大	105 所	直营	北京、江苏、 湖南、安徽、 福建
红黄蓝幼 儿园	1998 年	1200-3700 元/月	287 家	直营&加 盟	覆盖中国大陆 全部省份
红缨幼 儿园	1998 年	北京地区 3000 元/月, 二 三线城市 600-1500 元/月	6 家连锁幼儿园, 2984 家加盟幼儿园	加盟为主	覆盖中国大陆 全部省份
汇佳幼 儿园	1993 年	4400 元/人/月	43 家	直营	北京及其他地 区
金色摇篮 幼儿园	1996 年	15000-25000 元/年	14 所直营园, 300 多 所品牌园	直营&加 盟	覆盖中国大陆 全部省份
马荣幼 儿园	1998 年	3000-6000 元/月	27 家	直营	江浙沪粤、武 汉
明珠幼 儿园	1992 年	1200 元/月	51 家	直营	陕西西安以及 西北地区
诺贝儿幼 儿园	2006 年	10000 元/年	直营园 46 所, 品牌加 盟园 132 所	直营&加 盟	覆盖上海、江 苏、广东、福 建、山东、江 西、云南、山 西等地
三之三幼 儿园	2003 年	1500-3000 元/月	75 家直营园, 30 家加 盟园	直营&加 盟	主要分布在华 东、华中地区
厦门小金 星幼儿园	1999 年	2000 元/月	74 家	直营	主要分布在福 建省
山东银座 英才幼 儿园	2001 年	1200 元/月	300 余家联盟园	直营&加 盟, 加盟 为主	覆盖全国 22 个省份
万婴幼 儿园	1998 年	1600-2680 元/月	27 家	直营	湖南地区
伟才幼 儿园	2001 年	2500-5000 元/学期	400 多家, 分布在全国 20 多个省市	直营&加 盟, 加盟为 主	覆盖中国大陆 全部省份
香港艾乐 幼儿园	2003 年	不同地区收费不同	200 多家	加盟	覆盖中国大陆 全部省份

香港跨世纪幼儿园	1990 年代	1000-2000 元/月	401 家 (含加盟园)	加盟	主要分布在三四线城市
小哈佛幼儿园	1996 年	近 2000 元/月	60 家	直营	主要分布在河南及北方地区
小哈津幼儿园	1993 年	1380-1680 元/月	35 家	直营	辽宁省
小红帽幼儿园	1997 年	1200-1400 元/月	110 家	直营为主 (100 家), 少数加盟	主要分布在广西及华南地区
小太阳幼儿园	1989 年	-	149 家	加盟	覆盖中国大陆全部省份
协和幼儿园	1993 年	2650-3500 元/月	30 家 (其中 25 家在上海)	直营	上海及华东地区
幸福泉幼儿园	1997 年	北京地区 3000 元/月	87 家	加盟为主	覆盖中国大陆全部省份
徐州幼儿师范附属幼儿园	1991 年	4860 元/学期	45 所 (28 家直营, 9 家加盟, 8 家待开办)	直营为主	徐州及苏南地区
中国科学院幼儿园	1954 年	-	29 直营园、61 家加盟园	直营&加盟	中国科学院行政管理局出资设立

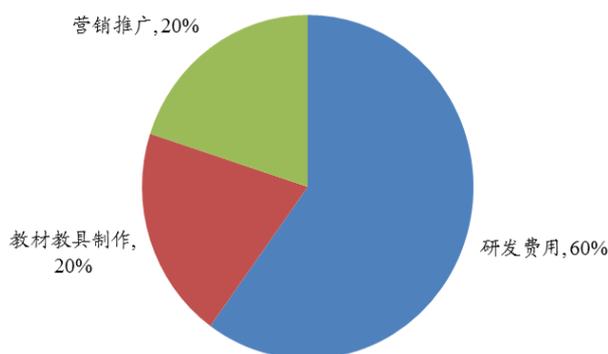
数据来源: 智研咨询, 上海证券研究所

幼教师资短缺, 素质有待提高。2015 年全国在园儿童共 4264.83 万人, 按 1:15 测算, 需要专任幼教教师 284.32 万人, 而全国幼儿园园长和教师总共 230.31 万人, 缺口达 54 万人。若按标准的师幼比 1:9 测算, 则需要专任幼教教师 473.87 万人, 缺口高达 243.56 万人。我国幼儿园教师数量严重短缺, 并且在二胎政策实施背景下, 未来短缺情况会愈发严重。幼师短缺的主要原因在于工资待遇低、公办编制名额不足, 这大大降低了学前教育对优秀人才的吸引力。此外, 目前我国幼师团队整体素质偏低, 大量幼师并不具有幼教资质, “无证上岗”的现象普遍存在。2014 年底, 广州市教育科学研究院针对越秀、天河、花都三个区的幼儿园教师开展的监测信息采集显示, 近 7000 名采样的幼儿园教师中, 有 32% 是无证上岗, 其中民办幼儿园的比例高达 42.3%。

幼教课程体系无统一规范标准。义务教育阶段, 全国中小学都统一使用“人教版”、“沿海版”等指定教材, 补习机构的课程也根据这些指定教材去规划设计, 即使老师教法不同, 但整体有统一教材作为指导能够保障教学内容。但我国对学前教育领域核心产品——幼教课程未进行细化规范, 唯一的《幼儿园教育指导纲要》只是宽泛地提出要围绕健康、语言、社会、科学、艺术五个领域开展,

没有对教材的选择做出规范（公办园用国家统一教材），各地民办幼儿园均根据《纲要》自行选择教材上课，这也导致我国幼儿园使用的教材种类五花八门。正规机构的课程成本中，研发费用占六成，剩下的四成用于教材教具制作和营销推广，两者各占一半，总成本达百万元以上，且一套成熟的幼教课程从研发到推出市场，起码要三年以上。幼儿园的规模、资质直接影响其课程质量，占大多数的单园、散园因无法承担高昂的课程研发费用，转而选择山寨抄袭其他机构的教材课程，导致我国的幼教课程体系混乱不堪。

图 10 幼儿课程成本结构



数据来源：上海证券研究所

2.2 幼儿基数扩大导致“幼儿园荒”，政府加大投入缓解“入园难”

幼儿基数扩大，学前教育将现“幼儿园荒”。统计局数据显示，2016 年全面二孩政策正式实施以来，全年新出生人口达 1867 万，其中约 45% 的贡献率来自二孩家庭。2016 年正式实施全面二孩政策，最早因全面二孩政策出生的儿童将在 3 年后即 2019 年达到学前教育的入学年龄。据中国教育报研究预测，2019 年学前教育阶段将因“全面二孩”政策新增适龄幼儿接近 600 万人，2020 年将新增 1100 万人左右。至 2021 年，全面二孩政策对学前教育阶段适龄幼儿规模扩大的影响最大，当年学前教育阶段的适龄幼儿将增加 1500 万人左右，预计需要学前教育园舍达到 31.95 万所。《2015 年全国教育事业发展统计公报》显示，2015 年全国共有幼儿园 22.37 万所，距离 2021 年的 31.95 万所预测数量有 9.58 万所的幼儿园缺口。2021 年后，二孩时代将迎来持续的入园高峰，届时幼儿园缺口数量将进一步扩大，我国学前教育行业面临严重的“幼儿园荒”。

图 11 2019-2021 年，我国新增适龄幼儿数量逐年增加

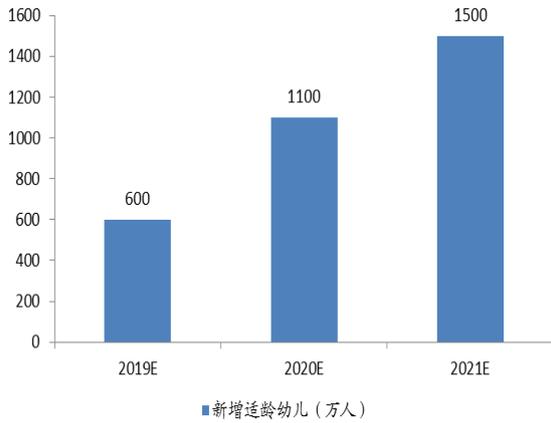
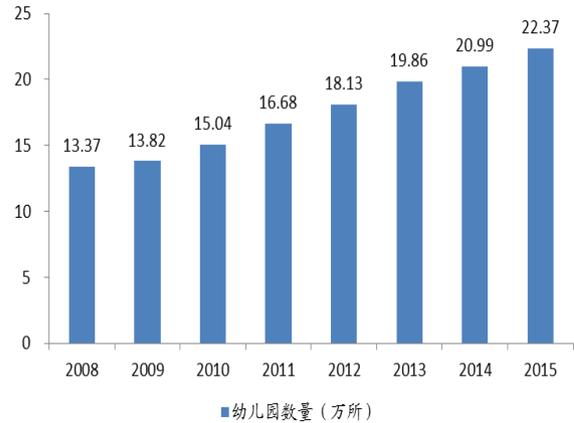


图 12 我国幼儿园数量

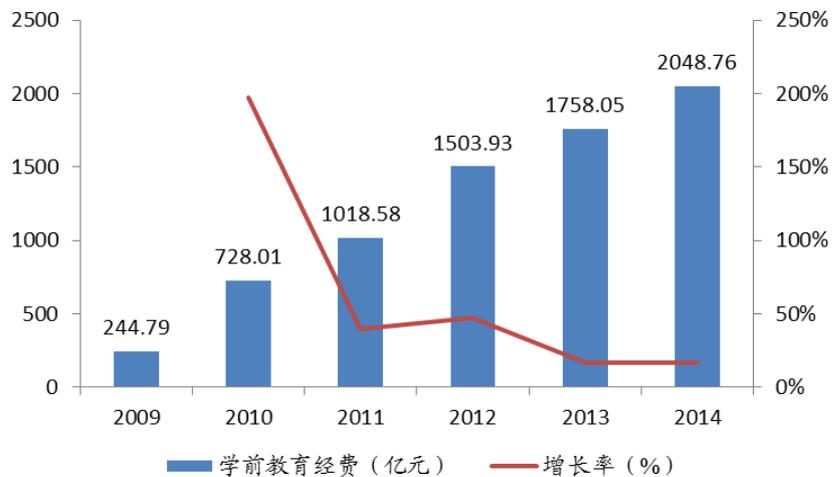


数据来源：中国教育报，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

政府加大财政投入缓解“入园难”。中国青年报社会调查中心一项针对 2002 人进行的调查显示，84.6% 的受访者表示所在地区普遍存在入园难、入园贵的现象。其中回答非常普遍和比较普遍的受访者分别占 30.4% 和 54.2%。由此可见，我国“入园难”的问题依旧突出。为缓解“入园难”，政府近年来加大了对学前教育领域的财政投入。2014 年，全国学前教育经费总投入 2048.76 亿元，2009-2014 年间复合增长率高达 52.95%。但与国际相比，我国现阶段学前教育财政投入仍显不足。根据国际经验，学前三年毛入园率在 60%-80% 之间的国家，财政性教育经费支出占学前教育经费占比平均为 7.73%。2015 年我国学前教育三年毛入园率已经达到 75%，提前实现了二期学前三年行动计划设定的目标，但是财政性学前教育经费占比仅为 3.5%（2013 年）。为了弥补学前教育资源不足的短板，保障学前教育的健康发展，政府需要进一步持续稳定地加大学前教育领域的财政投入。

图 13 我国学前教育经费投入情况



数据来源：教育部，上海证券研究所

2.3 资本推动行业整合，民办园逐渐高端化

资本推动行业整合，重点是实体幼儿园和幼教信息化。随着二孩政策的全面放开，幼儿基数的增大和随之而来的政策红利使幼教市场成为资本竞相争夺的下一个战场，同时，在资本的推动下，幼教领域开始整合。2016年幼教行业整合布局最多的方向是实体幼儿园（威创股份收购红缨教育&金色摇篮、秀强股份收购全人教育、电光科技收购义乌欧景、勤上股份收购小红帽教育）和幼教信息化（威创股份投资贝聊、和晶科技投资智慧树），这主要因为幼儿基数扩大将使“入园难”问题更加突出，从而进一步激发市场对民办幼儿园和为幼儿园提供服务的软硬件解决方案的需求。

公办普惠为主体，民办园走高端特色化。民促法三审已经通过，在分类管理情况下，未来民办园的发展方向主要为登记为非营利性的民办普惠园和登记为营利性的中高端民办园。（1）对于非营利的民办普惠园，政府会进一步加大对它的扶持力度，通过政府购买服务、生均经费补贴、减免租金、派驻公办教师、教师培训等方式支持其提供普惠性服务，并继续落实用地、税费等优惠政策以吸引社会力量开办普惠性民办园。目前，小区配套幼儿园成为扩大城镇普惠性学前教育资源的主要渠道。（2）对于营利性的民办园，走品牌中高端市场化路线、提供差异化的特色服务将成为发展之道。民办园灵活性强、自主性高，能够通过开展精品化、高端化、国际化的教学服务来满足家长对于优质教育资源的需求，有助于形成我国学前教育多层次、形式多样化的供给体系。未来，低端民办园将被逐步淘汰。民促法修法后，营利性的民办园可实现国内资本市场的上市融资，从而借助资本的力量实现规模扩张。

表 3 未来民办园的两种发展方向

	发展方向	具体内容
民办园	非营利性的民办普惠园	政府通过购买服务、生均经费补贴、减免租金、派驻公办教师、教师培训等方式支持其提供普惠性服务，并继续落实用地、税费等优惠政策
	营利性的民办中高端园	品牌中高端市场化、提供差异化特色服务。民促法修法后，可实现国内资本市场的上市融资，借助资本的力量实现规模化扩张

数据来源：上海证券研究所

三、公司分析

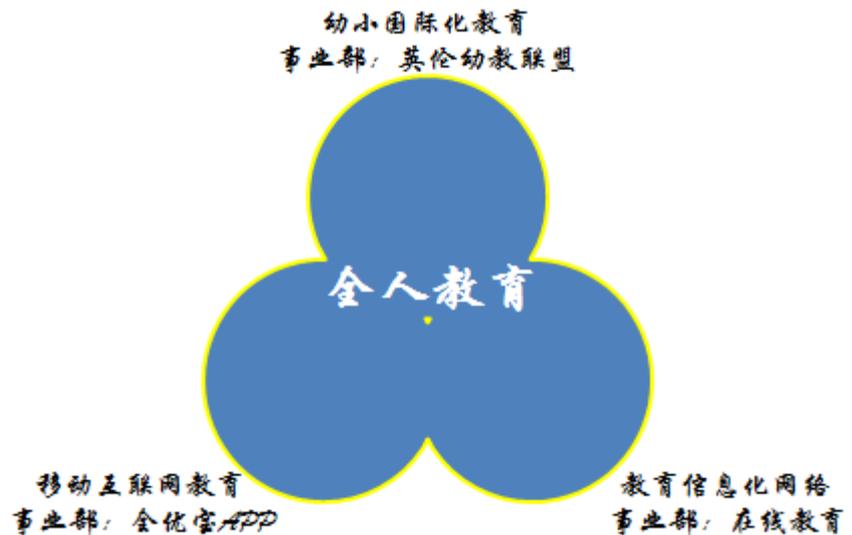
公司 2015 年确定转型教育以来，积极推进教育业务发展布局，先后完成了杭州全人教育、徐州幼师集团的收购整合工作，并就收

购培基教育 100% 股权事项与北京培基教育科技有限公司签订了《框架协议》，目前幼儿园总数达 80 多家。幼教业务初步形成“线下实体幼儿园+线上幼教信息化+幼师培训”的版图，聚焦中高端直营园，立志打造“秀强教育”的百年诚信品牌。

3.1 全人教育：线下中高端直营园+线上信息化

公司 2015 年以 2.1 亿元收购杭州全人教育 100% 股权，正式转型跨界教育。全人教育成立于 2005 年 1 月，由浙江大学资深教授周崇明创办，以浙江大学为依托，充分利用了浙江大学的人才、科技、师资力量和文化氛围等优势，定位于线上线下相结合的 O2O 教育产业链，以实体幼儿园业务为主，延伸涵盖 0-6 岁幼教业务、K12 教育、高等教育及职业教育等。2015 年 12 月，全人教育并入公司，成为公司的全资子公司，专业从事幼儿园事业。全人教育是“用互联网思维做幼儿园”的新型教育服务机构，下设幼小国际化教育事业部、移动互联教育事业部、教育信息化网络事业部三大事业部。

图 14 全人教育三大事业部



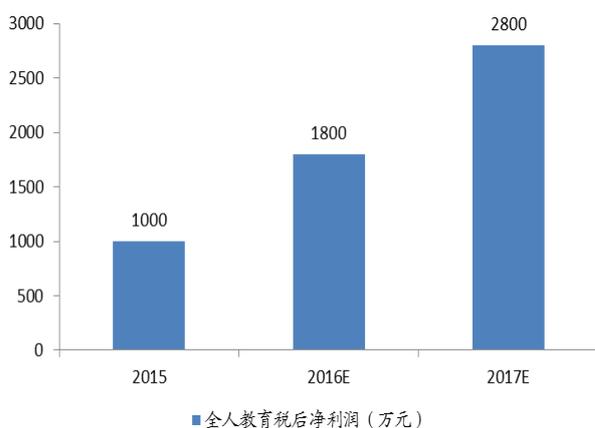
数据来源：公司公告，上海证券研究所

(1) 幼小国际化教育事业部：英伦幼教联盟

幼小国际化教育事业部由全人教育下属全资子公司浙江英伦主导运营，以开发幼小国际化教育、跨地区投资控股连锁幼儿园为主营业务，重点布局线下学前教育领域，致力于在全国范围内持续发展国际高端幼儿园。英伦国际幼教联盟成立于 2006 年，专业从事 0-6 岁的早幼教一体的教育研发与服务，由英伦国际幼教中心为合作园所提供国际教育品牌、技术支持、师资培训等服务。2015 年收购时，浙江英伦下属直营园有 8 家，全人教育全资直管幼儿园有 2 家，合计 10 家直营幼儿园在园学生人数为 2676 人，每学年人均收费标准在 6,620-48,000 元之间。

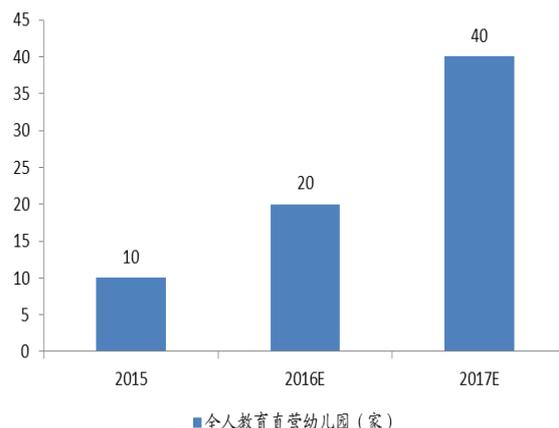
幼儿园扩张方面，全人教育首先深耕区域市场，以浙江省为中心，外围延展至安徽、湖南、湖北等临近省市，通过“二三四线城市地推直营园+全国品牌连锁管理园”的形式快速扩张，直营园由全人教育及浙江英伦投资控股、直接运营管理；管理园则由其他民办园与全人教育及其所属公司签署管理协议，由全人教育参与管理运营。2016年1-9月，全人教育新增幼儿园15家，贡献利润1240.96万元。根据业绩快报，全人教育2016年实现净利润约2000万元，完成对赌业绩承诺。

图 15 全人教育业绩承诺 (万元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 16 全人教育承诺直营园数量 (家)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

(2) 移动互联网教育部：全优宝

移动互联网事业部以全优宝为主体，致力于提升幼儿园互联网信息化管理水平，搭建幼儿园与家长共同培养全能优秀宝贝的信息平台。主要产品包括全优宝 APP 和全优宝门禁娃娃。

全优宝 APP 是全人教育自主研发的一款面向幼儿园和家长用户的家园共育互动平台，能够提供家园即时互动、宝宝寓教于乐、教师教学记录、专家早教宝典等网络社交及在线教育功能。依托 PC 和移动终端设备，一方面为家长提供学生在园动态信息，另一方面为幼儿园提供学生管理、教师管理、工作计划等办公自动化系统功能，从而优化幼儿园管理。全优宝 APP 打造了“互联网+幼教”的全新业务模式，实现线下幼教实体与线上信息化的完美结合，目前业务已推广至全国十多个省份，与约 600 多家幼儿园签约，有效注册用户达 740 余家，在园儿童约 4 万名。

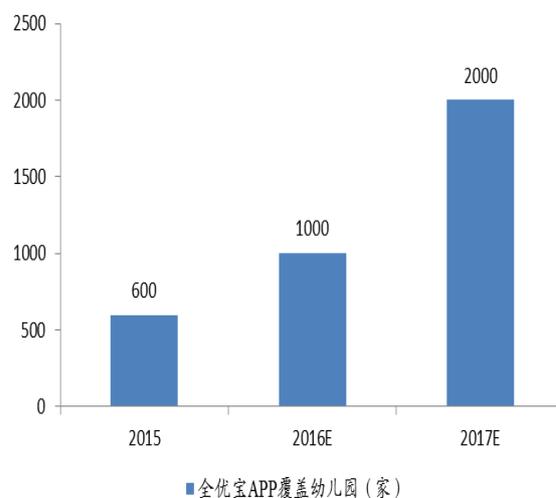
全优宝 APP 主要采用“省级—市级—县市级”纵向延伸的推广模式，前期免费试用，后期拟通过向幼儿园收取会员费、向家长收取增值服务费、向教育产品供应商收取渠道使用费、向广告商收取赞助费等多种形式实现盈利。

图 17 全优宝 APP 界面



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 18 全优宝 APP 承诺覆盖幼儿园数量（家）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

全优宝门禁娃娃则是一款具有创新理念和设计的幼儿园专用门禁，结合了“全优宝”标志性的可爱造型与三合一出入园安全功能，为小朋友入园提供安全保障。

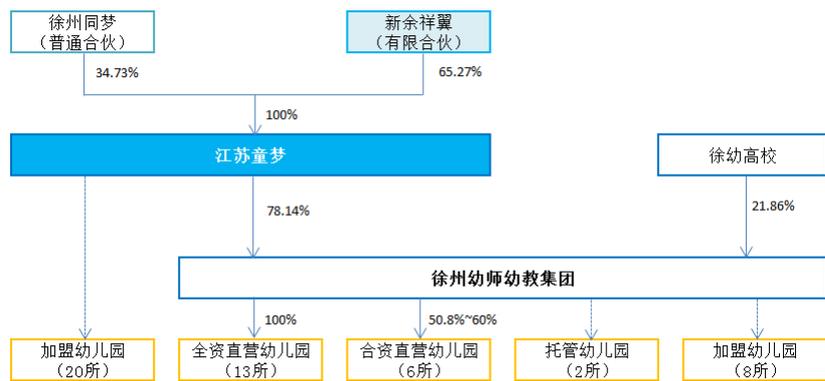
（3）教育信息化网络事业部：在线教育

教育信息化网络事业部由杭州宇乾教育为主体，立足于拓展教育信息化渠道业务，开发运营专业的教育门户网站——中国教育频道、浙江教育频道等，采用会员制运营模式，主要为各类学生、家长、教职人员等提供教育信息咨询及服务，拥有会员单位 2000 多家。主要通过收取会员费实现盈利，每年向每家会员单位收取会员费 3,000-10,000 元不等，根据客户线上多样化的需求，平台也通过线下提供书籍刊物出版发行、组织夏令营等多样化活动。

3.2 徐幼集团：建立幼师培训标准体系，储备优质幼师资源

收购江苏童梦实现对徐幼集团的控股。1991 年徐幼高校开始做线下园所经营，2003 年设立徐幼集团，是全国唯一一所高专院校成功创办的幼教集团，现已成为徐州市、江苏省乃至全国知名的幼教品牌。目前，徐幼集团办园覆盖徐州市“六区两县”，下属幼儿园、亲子园、公司实体共计 46 所，其中已开办直营园及实体 28 所，已签约待开办园 8 所，已加盟园 9 所，所开办园均为省、市优质幼儿园，在园幼儿 7114 名，教职工 928 人，专职教师 482 人。2016 年 8 月，徐幼集团完成出资人变更的民政备案手续，变更完成后，出资人变更为江苏童梦与徐幼高校，持股比例分别为 78.14% 和 21.86%。2016 年 11 月，公司现金出资约 1.79 亿元购买江苏童梦 65.27% 股权，从而间接持有徐幼集团 51% 股权，实现对徐幼集团的控股。

图 19 江苏童梦股权控制关系图



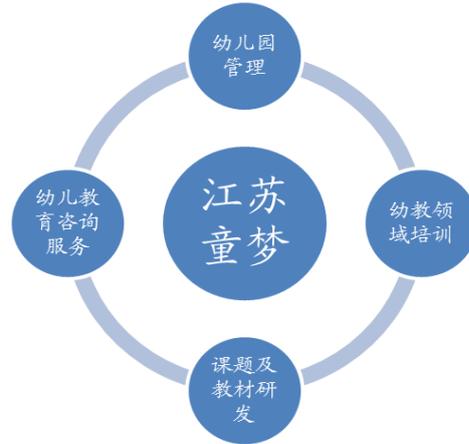
数据来源：公司公告，上海证券研究所

依托徐幼高校，建立幼教培训标准体系，满足园所不断扩大的师资需求。徐幼集团股东之一徐幼高校是全国9家权威幼师专业大专院校中排名第一的幼师高等学校，在幼儿园师资培养培训、科学研究、课程建设、教材研发、环境创设、管理团队和师资团队建设、统一标准化管理及围绕幼教相关产业研发等方面具有实力优势，有助于公司实现向中高端幼儿园规模化、专业化方向发展的战略目标。徐幼高校目前开设了学前教育、音乐教育、美术教育、英语教育等20个专业，在校生6000多人，近年来毕业生就业率稳定居高。2012年学校对口就业率为90.71%，2013年则达96.11%，2014年为94.96%，2015年为92.32%，都高于江苏省当年度平均对口就业率。徐幼集团是幼儿园骨干教师国培、省培、市培及徐幼高校的见习实习和就业实践基地，每年接待见习实习学生合计2000余人，培养新教师60余名，共计培养园长近100名，并为全国其他幼儿园提供学习培训机会。依托徐幼高校的资源优势（徐幼高校仍持股21.86%），徐幼集团拥有完善的幼师培训体系和丰富的幼师储备资源，占据了学前教育的制高点，把握了核心竞争力，能够进行幼教师资的标准化培训和专业化输出，满足集团下属园不断扩大的师资需求。

延伸学前教育产业链，布局日臻完善。江苏童梦借助徐幼集团的品牌影响力及资源优势，不断延伸学前教育产业链，从幼儿园延伸到了幼儿园管理、幼教领域培训、幼儿园课程体系研发、幼儿教育教材编纂及幼儿教育管理咨询等。幼儿园管理方面，徐幼集团通过开办直营园、接收托管园和加盟园，采用集团化管理模式对旗下幼儿园实行园所标准高端化、师资配备统一化、课程设计多样化的教育教学管理，打造优质幼儿教育品牌。同时，江苏童梦间接控股的婴乐坊亲子园，通过周末租用徐幼集团下属幼儿园教室，聘用对应幼儿园教师，面向徐幼集团下属园提供周末艺术班及亲子教育课程，现已开设28个班级，共有439名学生，未来江苏童梦和徐幼

集团将继续加大亲子园、艺术班培训业务和亲子教育服务的规模，并积极将幼儿培训业务延展至旗下其他直营园、托管园、加盟园乃至全国其他园所中。

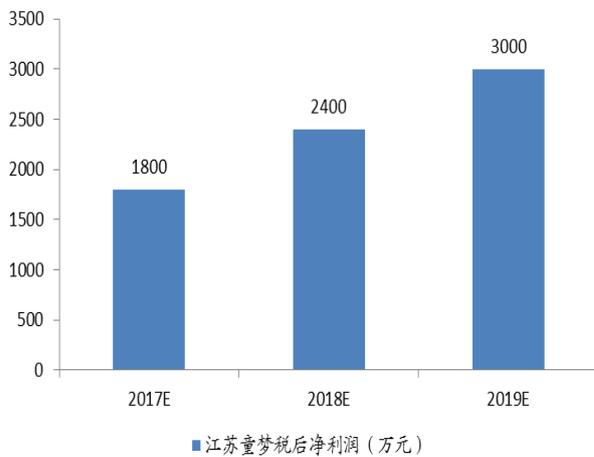
图 20 江苏童梦四大业务



数据来源：公司公告，上海证券研究所

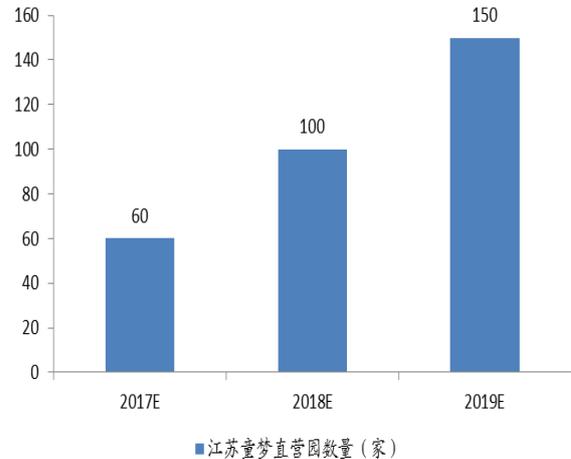
江苏童梦具有普惠性幼儿园稳定的生源、相对成熟的经营模式及成功的教育内容体系和资源优势，公司通过收购江苏童梦，在教育领域先发布局幼教优质资源，继收购全人教育后进一步拓展第二支柱性产业，夯实公司教育产业链前端基础，加快外延式发展步伐。

图 21 江苏童梦业绩承诺（万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 22 江苏童梦承诺开办直营园数量（家）



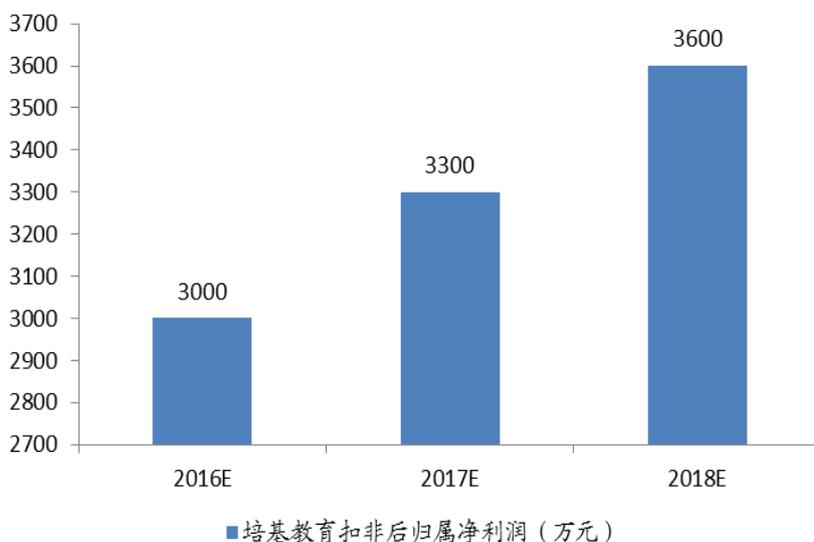
数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 培基教育：向一线城市高端幼儿园布局

拟收购培基教育 100% 股权，教育产业向一线城市布局。2016 年 9 月，公司与培基教育签订股权收购的《框架协议》，培基教育 100% 股权的预估值为 3.8 亿元。培基教育承诺 2016-2018 年经审计的扣非后归属净利润分别不低于 3000 万元、3300 万元和 3600 万元。培基教育主要从事为 1.5-12 岁儿童提供专业化、个性化和多元化学前教育与培训，在北京经营 6 家高端幼儿园，“培基双语幼儿园”

品牌在业内具有较大影响力。通过收购培基教育，公司的教育产业由江浙地区开始向北上广深一线城市布局。

图 23 培基教育业绩承诺 (万元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

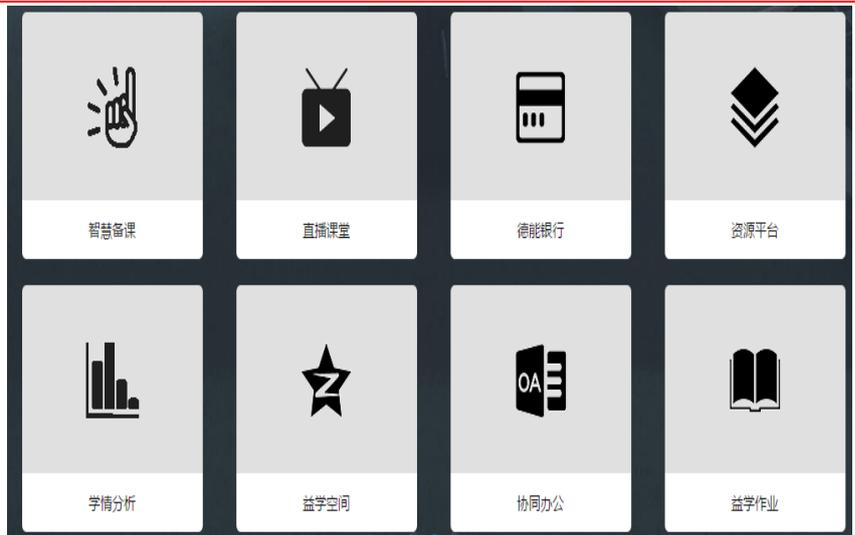
培基教育定位一线城市高端幼儿园。培基教育目前在北京拥有 6 家双语幼儿园，分别为望京园区、无限园区、太阳园区、欧陆园区、华溢园区和绿城园区，位于北京市不同区域，占地面积从 2925 平方米到 4000 平方米不等。据新京报报道，培基教育某园区学费按学期收取，每人每月的平均费用约为 8600 元，此外还需另缴纳一次性杂项费用约 2000 元。园内采用双语小班教学，平均每班人数控制在 25 人以下，目前在园儿童约有 200 人。同期，该园区所属区域附近的几家私立幼儿园收费较为高端的每月费用多在 4000-5000 元，普通私立幼儿园每月费用则在 2000 元左右，培基幼儿园平均每月 8600 元的收费标准，在北京属于高端水平。公司通过收购培基教育，一方面实现区域布局向北上广深一线城市拓展，另一方面实现园所层次由普惠性（徐幼集团）、中高端（全人教育）向纯高端（培基教育）延伸的全面布局，有利于提升公司的盈利能力。

3.4 设立产业基金和教育子公司，搭建专业投资管理平台

设立教育产业基金，投资安氏领信涉足教育信息化。2015 年 9 月，公司拟参与投资设立教育产业基金，2016 年 3 月，新余修齐平治教育产业基金完成工商注册登记，基金总出资规模 5 亿元，其中首期规模 2 亿元，公司作为有限合伙人认缴基金份额的 10% 作为中间级，首期使用自有资金出资 2000 万元。公司设立教育产业基金主要是为了通过基金对教育领域标的进行筛选、储备和孵化，从而为公司并购重组培育优秀标的。2016 年 3 月，新余基金以增资扩股

的形式向北京安氏领信教育科技有限公司投资 1.5 亿元，占安氏领信 36% 股权。安氏领信主要从事教育信息化“三通两平台”项目的投资建设，已在多地成功实施了“三通两平台”项目，其中湖南省“华容县教育信息化项目”被评为样本工程，网络覆盖了华容县 132 所学校，涉及 1490 个教学班。安氏领信承诺 2016-2019 年净利润分别不低于 0.6 亿元、1 亿元、1.2 亿元和 1.5 亿元。

图 24 安氏领信主要业务



数据来源：公司官网，上海证券研究所

设立全资子公司南京秀强，以收购单个或几个幼儿园标的为主。2015 年 11 月，为推进公司教育业务发展，加速企业转型，公司拟投资设立全资子公司。2016 年 3 月，南京秀强完成工商注册登记手续，注册资本 5000 万元，成为公司教育产业的投资管理平台。相较于上市公司层面主要收购规模较大的幼教集团，南京秀强主要收购方向为单个或几个幼儿园标的的收购。2016 年上半年，南京秀强组织了专业团队对江苏省及周边省市小规模幼儿园进行了详细考察，与多个有合作意向的幼儿园建立了合作关系，并收购了一家幼儿园。

3.5 投资花火，打造原创幼教 IP

2016 年 9 月，公司拟使用自有资金 2000 万元增资花火传媒，增资完成后占花火的出资比例为 11.11%。公司将与花火专业的动漫创作团队共同设计符合儿童市场、针对幼教新的独立 IP，并利用花火专业动画制作经验推出系列动画，打造公司自己具备观赏性、原创的儿童 IP 动画产品等。

花火 2011 年在厦门成立，在北京、南京、福建三地成立了 4 家子公司，总部设在北京，以原创动漫为核心，业务涵盖影视制作发行、音像出版发行、图书出版发行、主题乐园、游戏、娱乐节目、活动及周边衍生品等，致力于打造“中国的迪士尼”的国际化文

化娱乐集团。目前，花火拥有 200,000 屏原创漫画，150 多个原创 IP，在中国移动咪咕游戏平台拥有 25 款原创手游，花火的动漫专业制作团队已达 100 余人，聚集了出品、宣发、营销、公关等业内优秀人才，与中央电视台、中国移动、中国电信、迪士尼、湖南卫视、腾讯、优酷、搜狐等公司机构建立了广泛的业务合作关系。花火旗下拥有《魔力课堂》和《神炖局》两大原创动画，2015 年《魔力课堂》完成制作，目前已在中国教育电视台、北京卡酷少儿频道、江苏电视台教育频道、四川卫视等 40 家左右的省市级电视台进行了播放，并与 50 多家电视台达成了初步合作协议。公司此次合作共同打造原创幼教 IP 产品将利用花火已经建立的 100 多家电视台发行渠道、无线互联网渠道、三大电信运营商渠道等进行全渠道的铺开发行推广，以原创 IP 为原点带动公司教育产业链的各个环节，从而提升公司在幼教领域的品牌影响力。

图 25 花火原创幼教动画《魔力课堂》



数据来源：公司公告，上海证券研究所

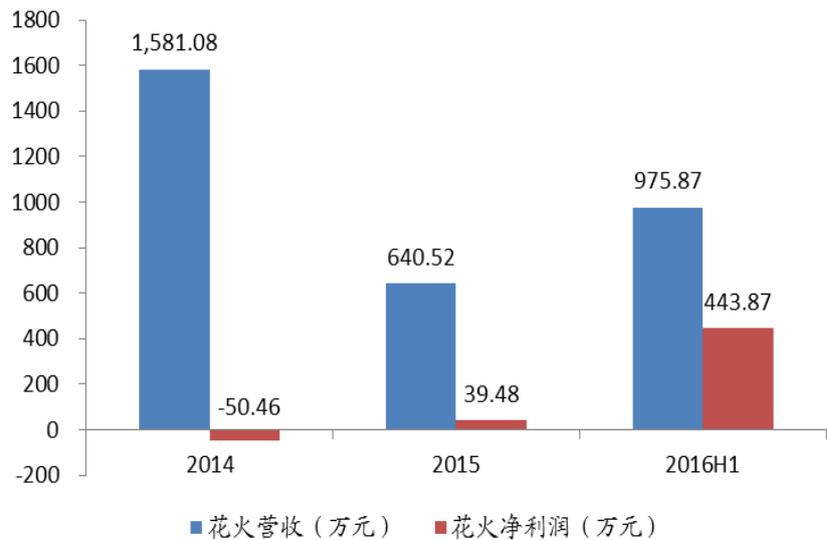
图 26 花火原创幼教动画《神炖局》



数据来源：公司公告，上海证券研究所

目前，花火已在新三板挂牌，公转书显示，公司主要从事动漫作品设计制作发行运营与动漫衍生产品及产业开发运营，主要客户为 CP（内容提供商）业务各大运营商及 IP 授权客户。2016 年 1-6 月，花火实现营收 975.87 万元，毛利率 57.7%，净利润为 443.87 万元。

图 27 花火营收及净利润情况 (万元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

四、盈利预测

4.1 预测假设

1、出口带动家电玻璃增速提升，太阳能玻璃略有增长，家居玻璃快速增长。

2、暂不考虑培基教育，假设江苏童梦 2017 年全年并表，根据业绩承诺，全人教育和江苏童梦 2017 年净利润贡献最低额约为 3975 万元，按 25% 的净利率，对应营业收入约为 1.59 亿元。

3、公司玻璃出口结构继续优化、教育业务盈利能力较强，提升整体毛利率水平。

4、公司幼教布局深入，管理费用略有提升，整体期间费用控制较好。

5、公司继续获得高新技术企业认证，按 15% 税率缴纳企业所得税。

4.2 盈利预测

我们预计公司 2016-2017 年营收增速分别为 13.68%、27.22%；归母净利润增速分别为 89.82%、47.83%。按目前 5.98 亿股总股本测算，得到 2016-2017 年 EPS 分别为 0.19 元、0.28 元。公司目前股价（2017 年 3 月 13 日收盘价 12.65 元/股）对应 2016-2017 年 PE 分别为 66.58 倍和 45.18 倍。若考虑培基教育收购成功（假设公司现金收购培基教育），且完成 3300 万元业绩对赌承诺，按 2017 年全年并表，公司 2017 年备考 EPS 为 0.34 元，对应 2017 年 PE 为 37.21

倍。A股教育类个股目前整体估值偏高（平均动态PE约为90倍左右），考虑到公司未来若成功收购培基教育将进一步增厚业绩，估值水平继续下移，估值优势明显。

公司前端坚持直营园为主紧抓质量，后端借助徐幼高校资源为自有体系园所持续提供园长、幼师等培训及教研输出，把握了幼教领域的关键因素，在业内抢占先机。我们认为，公司玻璃主业增长稳定，教育新业务思路清晰，将顺了“前端园所+后端师资”的明确发展路径，布局蓄势待发。

公司2016年11月17日发布公告，实际控制人卢秀强、陆秀珍、卢相杞拟在未来六个月（即2016年11月-2017年4月）内通过大宗交易方式减持公司股票合计不超过3383.83万股，占总股本的5.66%。2017年3月14日，公司公告实际控制人卢秀强以大宗交易、集中竞价方式合计减持公司无限售条件流通股2988.79万股，占总股本的5%。按照公司减持计划，预计最多还有约395.04万股股票未减持，占总股本的0.66%，减持对股价的冲击风险基本消除。

考虑公司未来将继续通过外延并购方式扩大教育版图，实现“玻璃+教育”双轮驱动，给予公司2017年PE约55倍，目标价15.4元/股。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

4.3 风险因素

原材料价格波动风险、商誉减值风险、技术进步和技术替代风险、并购整合风险、教育投资未达预期、高新技术企业资质认定未获通过。

表4 损益简表及预测（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业总收入	837.31	1020.07	1159.59	1475.25
增长率		21.83%	13.68%	27.22%
二、营业总成本	796.33	945.93	1025.10	1275.68
营业成本	640.09	746.72	819.16	1008.51
营业税金及附加	5.32	6.26	7.07	9.00
税金率	0.64%	0.61%	0.61%	0.61%
销售费用	46.53	56.22	65.52	84.09
销售费用率	5.56%	5.51%	5.65%	5.70%
管理费用	95.97	111.47	129.87	169.65
管理费用率	11.46%	10.93%	11.20%	11.50%
财务费用	2.55	-4.48	3.48	4.43
财务费用率	0.30%	-0.44%	0.30%	0.30%
资产减值损失	5.87	29.74	0.00	0.00
三、其他经营收益	-0.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00

投资净收益	-0.80	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	40.19	74.15	134.49	199.57
加：营业外收入	10.51	22.65	0.51	0.00
减：营业外支出	15.5	26.99	0.00	0.00
五、利润总额	35.2	69.81	135.00	199.57
减：所得税	2.37	9.36	20.25	29.94
六、净利润	32.83	60.45	114.75	169.63
减：少数股东损益	-3.66	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	36.48	60.45	114.52	169.63
增长率		65.71%	89.82%	47.83%
七、摊薄每股收益（元）	0.06	0.10	0.19	0.28

数据来源:Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄)

分析师承诺

张涛 周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。