

日期: 2017年08月02日

行业: 教育



# 定增推进 K12+职教发展， 打造综合性教育服务提供商

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

公司2014年重组后，战略调整为教育培训，定位是综合性教育服务提供商，包括K12、职业教育、国际教育、幼儿教育、高端管理培训等业务。2016年，公司营收13.89亿元，其中教育服务收入11.93亿元，占比86%，同比增长25%，昂立教育收入8.75亿元。近期公司完成定增，募资5.93亿元，有望加快推进K12教育和职业教育发展。

### K12教育立足上海，加速长三角线下布局

昂立教育扎根上海多年，教学成果突出，具有品牌优势，为区域性龙头，现已形成全方位的K12产品线，涵盖了学科辅导、语言培训和素质提升（国学、艺术、STEM、体育等）。截止2016年底，昂立共有125个教学点，集中在上海，在上海本地教学规模领先。保守估算昂立教育上海市占率仅为5%，未来深耕上海地区仍有增长空间。配合定增募资，昂立教育发力长三角，计划3年合计新开60个教学点，如若完成，2019年昂立教育教学点数量接近200个。昂立教育内生增长稳定，预计每年可保持约20-30%的增速。此外，昂立教育近年来布局素质教育赛道，未来有望成为新的业绩增长点。

### 职业教育加强院校合作，实现轻资产扩张

职业教育业务包括轻资产输出品牌、师资、课程、管理等实现服务收费或建设宿舍楼、实训基地后收取使用费。定增募资到位，公司资金充足，拟加快推进职业院校合作项目。盈利模式确认后，依托交大教学资源优势，可复制性较强，有望通过合作院校数量增加实现收益提升。

### 延伸产业链，布局国际教育和幼教

延伸教育产业链，公司2016年新设国际教育和幼教两大事业部，与优势K12业务结合紧密，未来可相互导流，增强用户粘性。国际教育方面，公司提供国际教育园区和国际学校整体运营服务，按一定比例收取服务费用；幼教方面，公司积极开展幼儿园直营和托管运营业务及各类幼儿培训项目，拟受理四所世纪昂立幼儿园，按幼儿园学费收入的5%收取管理服务费用，未来有望收购该四所幼儿园。

**设立产业基金&实施股权激励：**通过产业基金提前锁定优秀标的，孵化成熟后进入上市公司体内增强盈利，具有外延并购预期；实施股权激励绑定高管和核心骨干，行权价28.09元提供一定安全边际。

## ■ 盈利预测

我们预计2017-2019年公司收入分别增长19.70%、23.91%、26.46%，归属净利润分别增长-49.32%、39.58%、31.70%。按目前2.87亿股股本测算得到2017-2019年EPS分别为0.32元、0.45元和0.60元，对应的PE为63.26倍、45.32倍和34.41倍（股价为2017年8月1日收盘价20.46元/股）。同行业可比上市公司17、18年动态市盈率的中值分别为45倍、30倍，公司估值水平高于同行业可比上市公司的中值。

我们认为：（1）昂立教育仍处于快速发展通道，重组并购后2014-2016年营收和净利润CAGR分别达到18.17%和38.43%，定增过后将加快向

## 基本数据 (2017.8.1)

报告日股价 (元)	20.46
12mth A 股价格区间 (元)	19.64/34.12
总股本 (百万股)	286.55
无限售 A 股/总股本	63.31%
流通市值 (亿元)	37.11
每股净资产 (元)	3.66
PBR (X)	5.59

## 主要股东 (2017.6)

交大产业集团	22.52%
交大企管中心	12.45%
上海起然教育	6.86%
汇添富基金(民营活力混合型)	2.80%
罗会云	2.29%

## 收入结构 (2016)

教育服务	85.88%
精密制造	9.19%
数字电视运营	3.74%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



长三角线下布局，内生增长稳定。同时，积极布局素质教育赛道，分散应试教育课外辅导行业政策风险，存在外延并购预期。(2) 职业教育依托实控人强大的学科资源，盈利模式确认后具备较强可复制性，未来盈利可期。(3) 战略性涉足国际教育和幼教，上下打通教育产业链。(4) 实施首期股权激励绑定高管、核心骨干和公司利益。维持“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

昂立教育校区拓展不及预期、政策风险、昂立教育高管持股解禁风险、估值偏高等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1389.76	1663.51	2061.19	2606.49
年增长率	19.27%	19.70%	23.91%	26.46%
归属于母公司的净利润	182.87	92.67	129.35	170.36
年增长率	204.26%	-49.32%	39.58%	31.70%
每股收益 (元)	0.64	0.32	0.45	0.60
PE (X)	32.06	63.26	45.32	34.41

数据来源：wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2017/8/1 收盘价）

## 目 录

<b>一、公司概况</b> .....	<b>5</b>
1.1 新南洋：打造综合性教育服务提供商 .....	5
1.2 股权结构：实控人为上海交通大学 .....	6
1.3 财务分析：教育服务主业突出 .....	6
<b>二、行业分析</b> .....	<b>9</b>
2.1 K12 教育培训万亿市场盛宴将启 .....	9
2.2 市场格局分散，企业加快异地扩张 .....	12
<b>三、公司分析</b> .....	<b>14</b>
3.1 定增募资助推发展 K12 教育和职业教育 .....	14
3.2 K12 教育：立足上海，加速长三角线下布局 .....	14
3.3 职业教育：加强院校合作，实现轻资产扩张 .....	18
3.4 延伸产业链，布局国际教育和幼教 .....	19
3.5 设立产业基金，实施股权激励 .....	21
<b>四、盈利预测</b> .....	<b>21</b>
4.1 预测假设 .....	21
4.2 投资逻辑及盈利预测 .....	22

### 图

图 1 公司设立六大事业部推进教育主营业务战略布局 .....	5
图 2 公司营业收入及增速（百万元，%） .....	7
图 3 公司净利润及增速（百万元，%） .....	7
图 4 公司分业务收入及增速（百万元，%） .....	7
图 5 公司收入结构（%） .....	7
图 6 公司毛利率及净利率水平（%） .....	8
图 7 公司期间费用率水平（%） .....	8
图 8 销售费用及管理费用明细（百万元） .....	8
图 9 公司员工人数 .....	8
图 10 公司分业务毛利率水平（%） .....	9
图 11 K12 阶段在校生人数逐渐回升 .....	10
图 12 分阶段在校生人数情况（万人） .....	10
图 13 “是否在培训班学习过”调查情况 .....	10
图 14 家长对孩子参加课外辅导支出意愿较高 .....	11
图 15 城镇居民家庭人均年可支配收入（元） .....	11
图 16 每年家庭对子女教育培训投入情况 .....	11
图 17 K12 教育培训机构营收情况（亿元） .....	12
图 18 K12 教育培训机构净利润情况（亿元） .....	12
图 19 新东方加快学习中心建设 .....	13
图 20 好未来加快学习中心建设 .....	13
图 21 K12 课外辅导机构教学点数量比较 .....	13
图 22 昂立教育打造全方位 K12 产品线 .....	15
图 23 昂立中学生分拓展型、研究型 and 特需型三种课程 .....	16
图 24 昂立智立方分“1 对 3”班和“1 对 1”班 .....	16
图 25 昂立教育历年营收和净利润情况（百万元） .....	17

图 26 K12 课外辅导品牌上海地区教学点数量比较 .....	18
图 27 昂立教育拟三年在长三角新设 60 个教学点 .....	18
图 28 南洋学院校区 .....	19
图 29 对南洋学院历年收取的管理服务费（万元） .....	19
图 30 对昆山学校历年收取的管理服务费（万元） .....	20
图 31 湖州帕丁顿双语学校 2017 年招生计划 .....	20
图 32 世纪昂立幼儿园 .....	21
图 33 世纪昂立师资团队学历分布 .....	21

## 表

表 1 公司普通股前十名股东情况（2017.6） .....	6
表 2 公司定增投资项目 .....	14
表 3 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币） ..	24
表 4 公司三表预测摘要（单位：百万元） .....	24
表 5 可比公司估值表 .....	26

## 一、公司概况

### 1.1 新南洋：打造综合性教育服务提供商

公司成立于1992年12月，于1993年6月在上交所挂牌上市，业务包括教育服务、精密制造、数字电视与信息服务三块。2014年，公司完成以发行股份方式购买昂立教育100%股权的重大资产重组事项，昂立教育于2014年9月起正式并表。昂立教育重组完成壮大了公司教育培训业务板块实力，公司自此战略调整为教育培训，定位是综合性教育服务提供商。2016年，公司实现营业收入约13.89亿元，其中教育培训服务收入11.93亿元，营收占比高达86%，进一步凸显公司以教育服务为主营业务的特征。为适应发展教育主营业务的战略布局，公司积极创新与改善管理体系，推动大事业部的运行模式，现已成立K12教育、职业教育、国际教育、幼儿教育、资管投资、综合业务六大事业部。

图1 公司设立六大事业部推进教育主营业务战略布局



数据来源：上海证券研究所

公司深耕K12教育，依靠交大资源优势推进职业教育合作，战略布局国际教育和幼儿教育。K12教育方面，公司以昂立教育为核心，线下机构运营为主，积极布局在线教育，已形成全方位的K12产品线，涵盖了学科辅导和素质提升（国学、艺术、STEM、体育等）。职业教育方面，公司依托实控人上海交通大学的教育资源优势，借助新南洋教育科技和交大教育集团两家平台，研发、引进和整合国内外优质职业教育资源，实施输出品牌、课程、师资和管理为主的轻资产运营模式，与各类职业院校开展教学管理合作。国际教育方面，公司提供国际教育园区和国际学校整体运营服务，并举

办国际教育项目。幼儿教育方面，公司成立幼教事业部，积极开展幼儿园直营和托管运营业务及各类幼儿培训项目。

## 1.2 股权结构：实控人为上海交通大学

2017年6月，公司完成非公开发行股票，总股本增至约1.62亿股。交大产业集团通过自有股票账户持有公司股票6451.84万股，占比22.52%，此外通过中信证券金融衍生品交易互换产品持有公司股票20.84万股，占比0.073%，合计持有公司股票6472.68万股，占比22.59%，为公司第一大股东。公司实际控制人为上海交通大学。

表 1 公司普通股前十名股东情况 (2017.6)

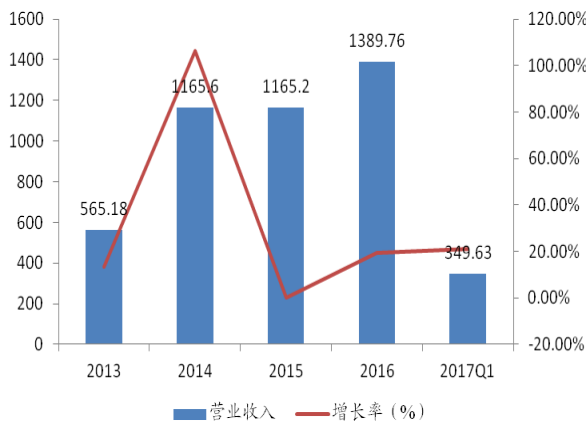
序号	股东名称	股数 (百万股)	比例
1	交大产业集团	64.52	22.52%
2	交大企管中心	35.67	12.45%
3	上海起然教育	19.67	6.86%
4	汇添富基金(民营活力混合型)	8.01	2.80%
5	罗会云	6.56	2.29%
6	汇添富基金(消费行业混合型)	6.20	2.16%
7	赛领并购基金	5.49	1.92%
8	诚鼎新扬子	5.49	1.92%
9	赛领讯达基金	5.49	1.92%
10	东方国际集团	4.88	1.70%
合计		161.99	56.53%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

## 1.3 财务分析：教育服务主业突出

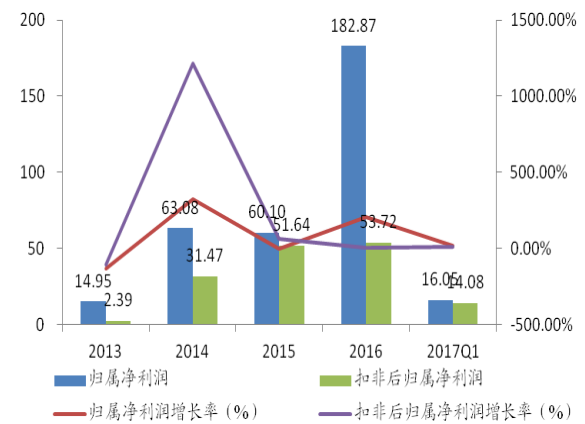
2016年，公司实现营业收入13.89亿元，同比增长19.27%，4年复合增速高达34.97%；公司实现归属净利润1.83亿元，同比增长204.28%，主要系减持交大昂立2200万股产生投资收益约1.42亿元；扣非后公司实现归属净利润5372.07万元，同比增长4.04%。2017Q1，公司实现营业收入3.50亿元，同比增长20.98%；实现归属净利润1605.32万元，同比增长15.96%；实现扣非后归属净利润1407.92万元，同比增长9.20%。

图 2 公司营业收入及增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

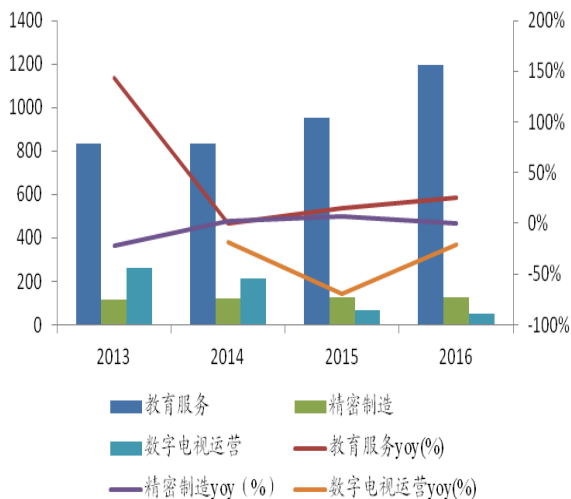
图 3 公司净利润及增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

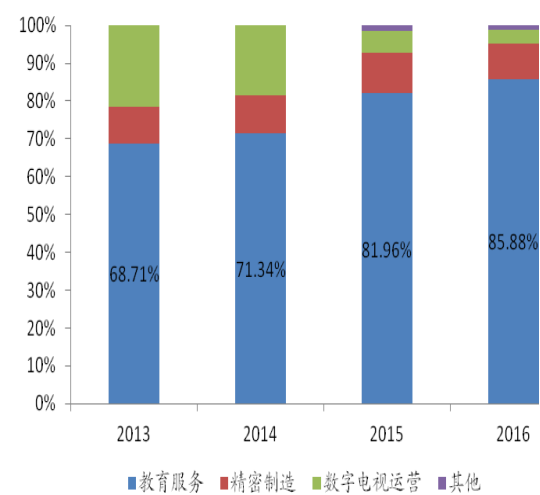
**教育服务主业性质突出。**公司收入主要来自教育服务、精密制造和数字电视运营三块,以教育服务为主业。2014 年成功收购昂立教育后,公司的教育服务业务快速增长,2016 年教育培训主营业务实现营业收入 11.93 亿元,同比增长 24.97%,营收占比 86%,主业性质突出。2016 年,公司精密制造业务实现营业收入 1.28 亿元,同比微增 0.44%;数字电视运营业务实现营业收入 5202.58 万元,同比下降 20.49%。公司从 2014 年开始逐步收缩其他非教育业务,优化原有精密制造业务和信息服务业务,未来公司将继续深耕教育培训主业,将资源进一步向教育业务聚拢。

图 4 公司分业务收入及增速 (百万元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 公司收入结构 (%)

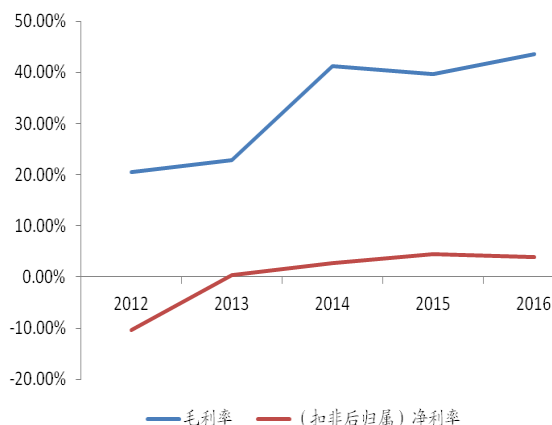


数据来源: Wind, 上海证券研究所

**毛利率回升,但销售费用率和管理费用率上涨小幅降低利润率水平。**2016 年,公司整体毛利率水平回升 3.77pp 至 43.48%,主要系收入增速 (19.27%) 高于成本增速 (11.82%)。但报告期内,公司销售费用支出约 3 亿元,同比增长 30.41%,销售费用率提升 1.84pp 至 21.55%;管理费用支出约 2.16 亿元,同比增长 26.65%,管理费

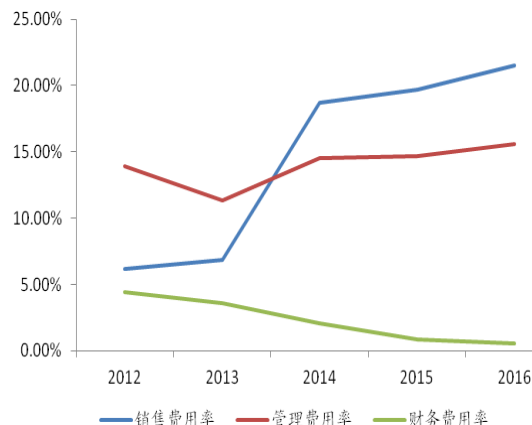
用率提升 0.91pp 至 15.57%，主要系职工薪酬较快增长。截止 2016 年底，公司共有在职员工 4719 人，较去年同期大幅增加 1120 人，其中营销及教辅人员增加 609 人，教学人员（含教研人员）增加 343 人，行政人员增加 124 人。公司业务规模拓展伴随着营销、教辅、教学等方面的员工人数大幅增加，导致公司销售费用和管理费用相应增长。费用率水平提升降低了公司的利润率水平，扣非后公司的（归属）净利率约为 3.87%，较去年同期下降 0.57pp。

图 6 公司毛利率及净利率水平 (%)



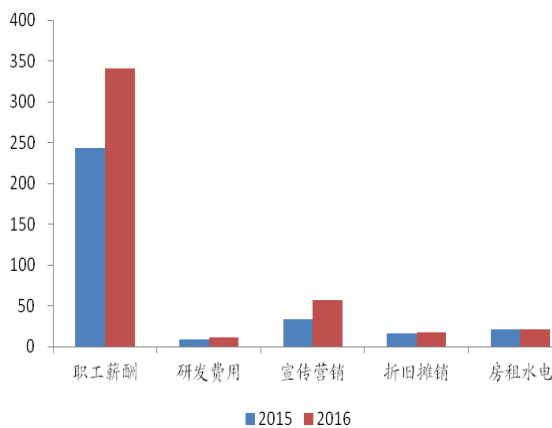
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 公司期间费用率水平 (%)



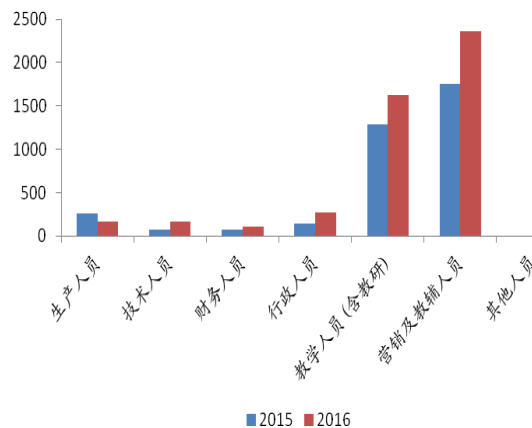
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 8 销售费用及管理费用明细 (百万元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 9 公司员工人数

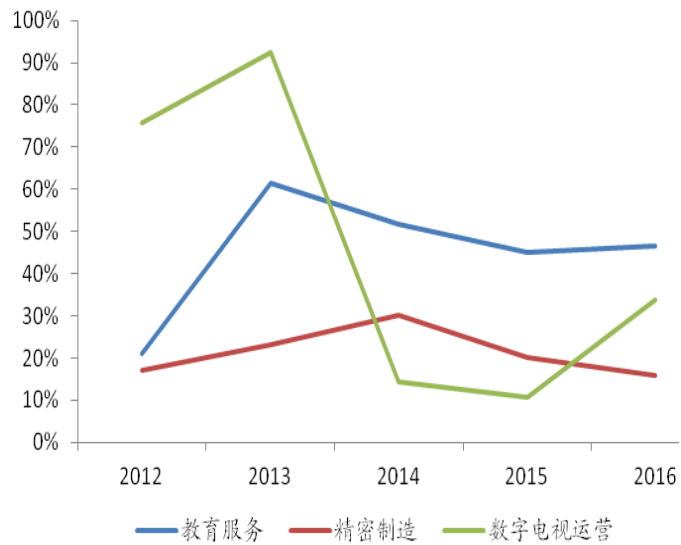


数据来源: Wind, 上海证券研究所

教育服务毛利率企稳回升，精密制造毛利率继续下滑。教育服务业务收入增速（24.97%）高于成本增速（21.63%），带动毛利率企稳回升 1.46pp 至 46.65%。精密制造成本结构中商品采购占比过半，且 2016 年依旧维持上涨趋势，收入微增情况下商品采购支出同比增长 12.24%，致使精密制造业务毛利率继续下滑 4.35pp 至 15.74%。



图 10 公司分业务毛利率水平 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 二、行业分析

### 2.1 K12 教育培训万亿市场盛宴将启

K12 阶段在校生人数逐渐回升, 拐点出现。2016 年, 我国义务教育阶段在校生 1.42 亿人, 高中教育阶段(普通高中)在校生 3970.06 万人, 合计 K12 阶段在校生总人数约为 1.66 亿人, 延续 2015 年人数回升趋势, K12 阶段在校生人数出现拐点。根据《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020 年)》设定的发展目标, 预计到 2020 年, 我国义务教育阶段在校生约为 1.65 亿人, 高中教育阶段(普通高中)在校生约为 2350 万人, 合计 K12 阶段在校生总人数将约达 1.89 亿人。具体来看, 人数增量主要来自小学阶段, 小学在校生人数同比增加 220.83 万人, 初中阶段则增加 17.42 万人, 而高中阶段人数继续下降, 同比减少 7.75 万人。我们认为, 受益于 2014 年开始的二胎政策实行, 大量新生儿将于 2020 年陆续进入小学入学阶段, 未来 K12 在校生人数基数有望持续回升, 保持高位(1.6-1.8 亿), 构成 K12 教育培训行业规模庞大的潜在用户群体。

图 11 K12 阶段在校生人数逐渐回升

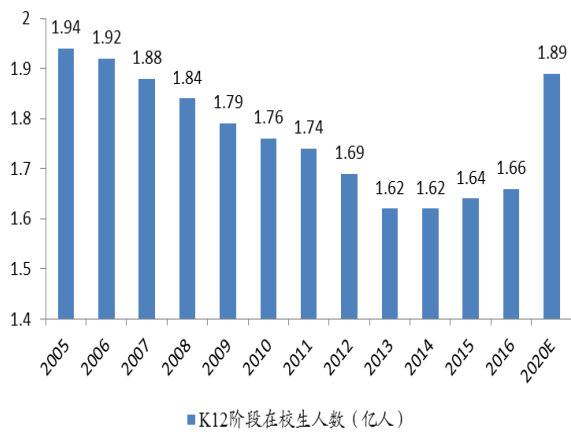
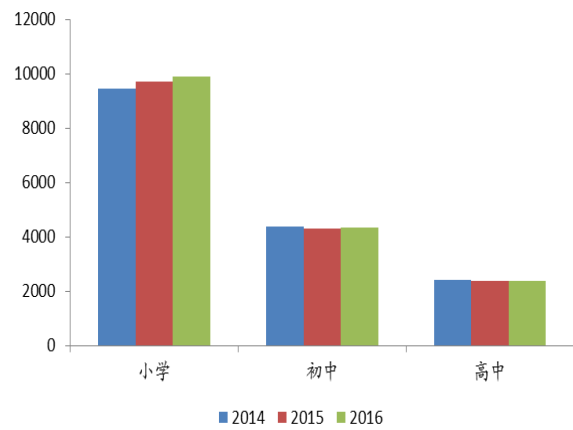


图 12 分阶段在校生人数情况 (万人)

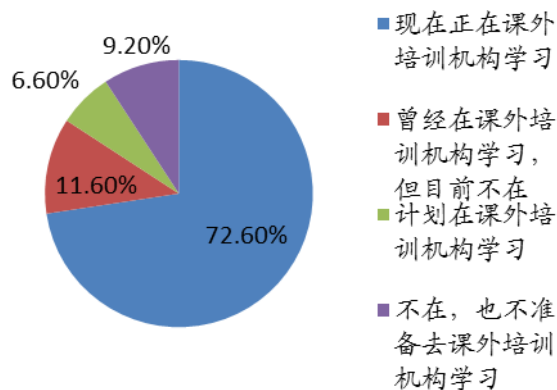


数据来源：教育部，上海证券研究所

数据来源：教育部，上海证券研究所

**刚需推动课外辅导成标配，二三四线城市将贡献参培率增量。**根据《2015-2016 中国教育培训行业蓝皮书 (K12 分卷)》数据显示，72.6%的 K12 学生正在参加课外培训机构的辅导学习，6.6%的学生计划去课外培训机构学习。而根据中国教育学会发布的《中国辅导教育行业及辅导机构教师现状调查报告》显示，2016 年参加课外辅导的中小学生规模超过 1.37 亿人，按在校生总数 1.66 亿人计算，我国 K12 阶段课外辅导参培率已达 82.5%。我们认为，由于对子女教育的重视，家长对于课外辅导普遍存在刚性需求，课外辅导成为孩子教育的标配，目前一线城市（北上广深）的参培率接近饱和，未来参培率的增长将主要来自二三四线城市。

图 13 “是否在培训班学习过”调查情况



数据来源：《2015-2106 中国教育培训行业蓝皮书》，上海证券研究所

**家长支付意愿较强，收入水平提升保障支付能力。**《中国辅导教育行业及辅导机构教师现状调查报告》显示，中国家长对于孩子参加课外辅导的支出欲望较强。31.6%的家长表示“给孩子报辅导班不管花多少钱都愿意”，26.6%的家长“愿意拿出家庭可支配收入的

一半用于孩子的课外辅导”，34.5%的家长认为孩子在课外辅导上的支出上限是家庭可支配收入的20%。而随着收入水平的提升，高的支付意愿能够被高的支付能力满足。中国教育在线《2015年基础教育发展调查报告》数据显示，51.28%比例的家庭每年花在子女教育培训方面的投入达5000元以上，其中投入超过1万元的家庭占比约为24.78%。随着人均可支配收入的提升，家庭对于子女教育的关注程度越来越高，教育领域的投资将继续提升。

图 14 家长对孩子参加课外辅导支出意愿较高

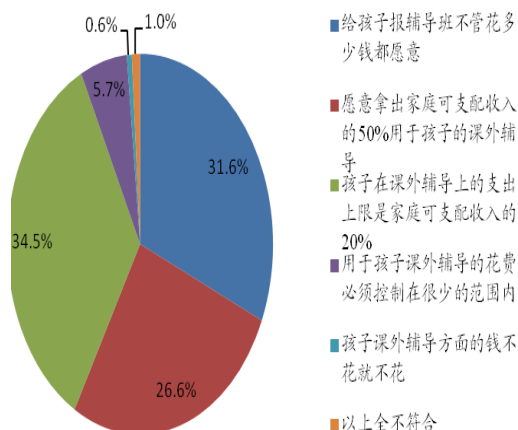
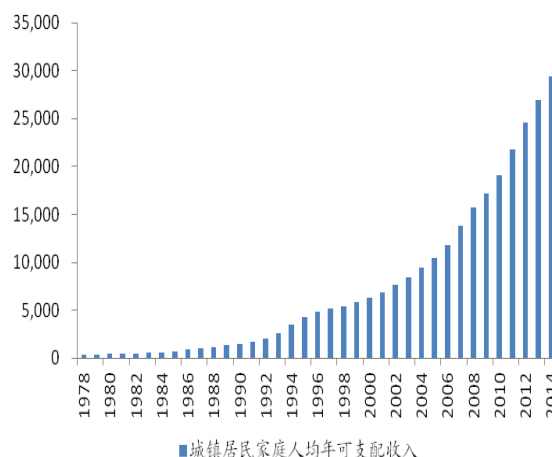


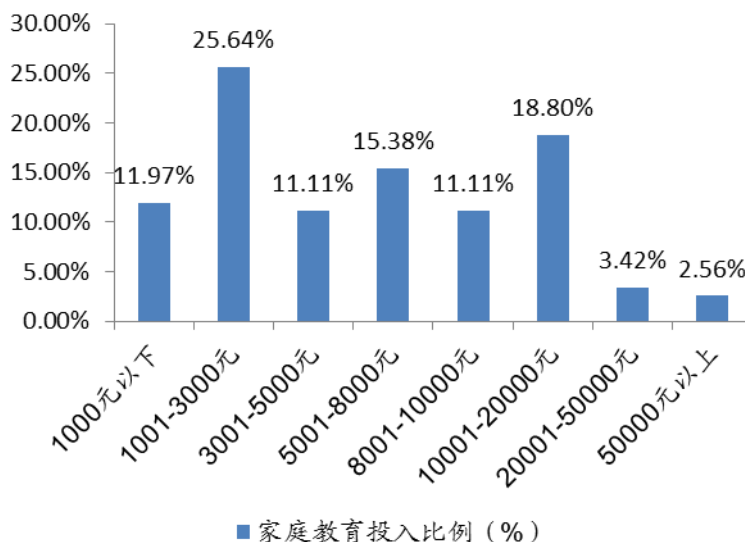
图 15 城镇居民家庭人均年可支配收入（元）



数据来源：中国教育在线，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

图 16 每年家庭对子女教育培训投入情况



数据来源：中国教育在线，上海证券研究所

根据“K12 教育培训市场规模=K12 参培人数\*客单价=K12 在校总人数\*参培率\*年均教育投入”公式，保守估计到 2020 年，K12 校外参加辅导培训的参培率达到 85%，家庭年均教育投入增至 6000 元，则 K12 教育培训市场规模有望在 2020 年达到 9639 亿元，

**K12 教育培训行业万亿盛宴将启。**具体来看，我们认为，一线城市的增量空间主要来自客单价的提升，机构通过提供更加个性化、智能化的优质教学服务获取高定价；二三四线城市的增量空间主要来自参培率的提升，现阶段二三四线城市家长的支付意愿和支付能力均较强，但供给端欠缺丰富的教学资源，随着巨头们教学网点下沉及在线教育的发展，预计未来二三四线城市的参培率将大幅提升。

## 2.2 市场格局分散，企业加快异地扩张

**K12 教育培训行业群雄割据，市场格局分散。**目前全国约有 20 万家中小学培训机构，新东方、好未来和学大教育的 CR3 收入占比仅约为 2%，行业 CR5 收入占比仅约为 3%。行业高度分散的特点主要因 K12 教育培训具有一定的区域性，这与不同省市选拔考试标准、课程体系、教材、师资等差异有关，因此标准化全国扩张存在难度。但随着高考改革，全国统一卷将此前各省分散的高考市场变成了统一的全国市场，这为 K12 教育培训机构的全国性扩张创造了教学基础。现阶段我国 K12 教育培训行业基本形成了三个梯队：第一梯队（营收 20 亿以上）：新东方、好未来、学大教育。第二梯队（营收 5-20 亿）：昂立教育、龙文教育、巨人教育、精锐教育等。第三梯队（营收 5 亿以下）：京翰教育、龙门教育、明师教育、卓越教育、佳一教育、高思教育、邦德教育等。众多线下培训机构形成“全国扩张”和“区域深耕”两种局面，全国性的 K12 教辅机构包括新东方、好未来、学大教育、龙文教育、京翰教育、巨人教育和精锐教育，此外 2016 年新开展 K12 教辅业务的龙门教育正在加快全国布局；区域性的 K12 教辅机构则包括昂立教育（上海）、明师教育（广东）、佳一教育（江苏）、高思教育（北京）、邦德教育（深圳）、卓越教育（广东）等。

图 17 K12 教育培训机构营收情况（亿元）

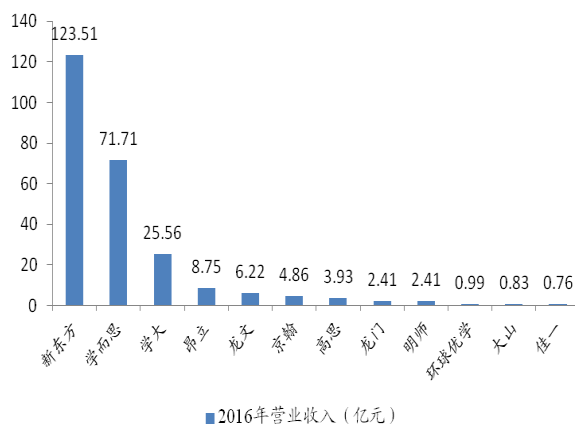
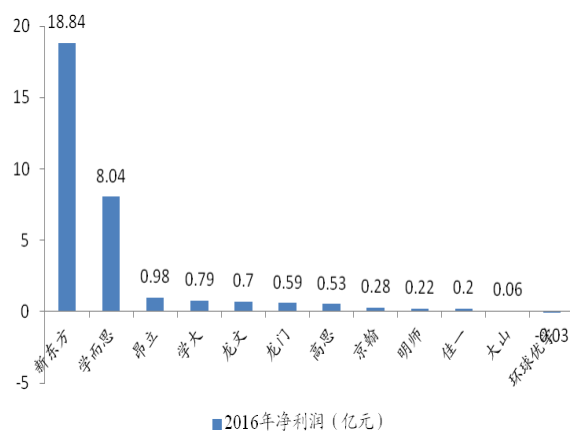


图 18 K12 教育培训机构净利润情况（亿元）



数据来源：wind，上海证券研究所(注：新东方为 2017 财年数据)

数据来源：wind，上海证券研究所(注：新东方为 2017 财年数据)

**抢占市场份额，企业加快网点建设进行异地扩张。**由于 K12 教育培训市场空间足够广阔且格局高度分散，我们认为未来行业仍将处于跑马圈地的加速扩张、抢占市场份额的阶段。据新东方 2017 财年数据显示，截止 2017 年 5 月末，新东方学习中心总数达到 855 家，较去年同期增加 107 家，同比增长 14.3%，进入了 10 个新城市。2018 财年，新东方计划进入 2-4 个新城市，在已有城市新开 10-15% 的 K12 学习中心，偏远地区则采用双师模范学校进行拓展。而另一巨头好未来也在加速扩建网点，截止 2017 年 2 月末，好未来共在 30 个城市设有 507 个教学中心，其中培优 339 个，2018 财年 Q1 将继续拓展 25-35 个培优学习中心。我们认为，课外辅导刚性需求背景下，从供给端来看，近期全国各地整治教育培训行业，关停不合规教学机构将有利于市场结构优化，流出生源向有品牌的龙头聚拢，且随着龙头加快建设教学网络，对生源的吸纳能力同步强化，受益于不合规机构出清带来的市场竞争格局优化，课外辅导行业的市场份额有望向龙头集中。

图 19 新东方加快学习中心建设

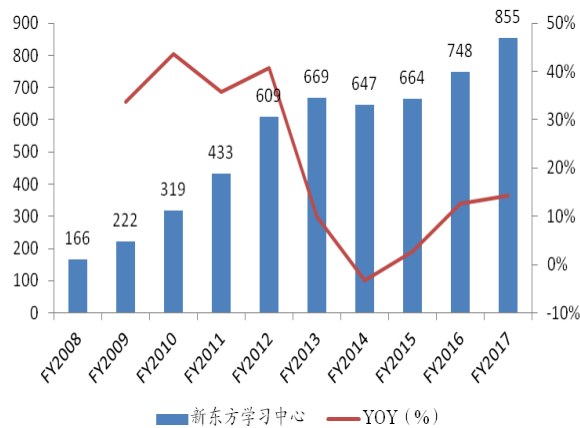
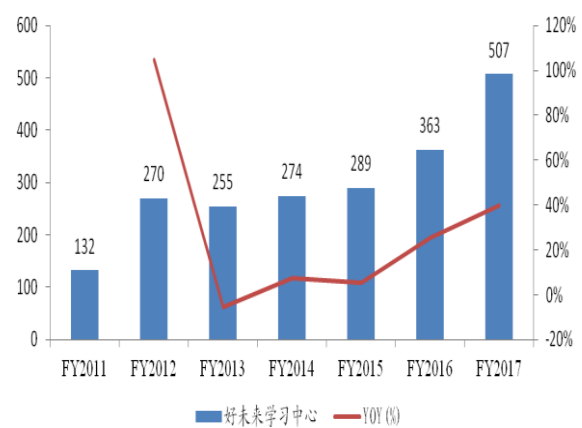


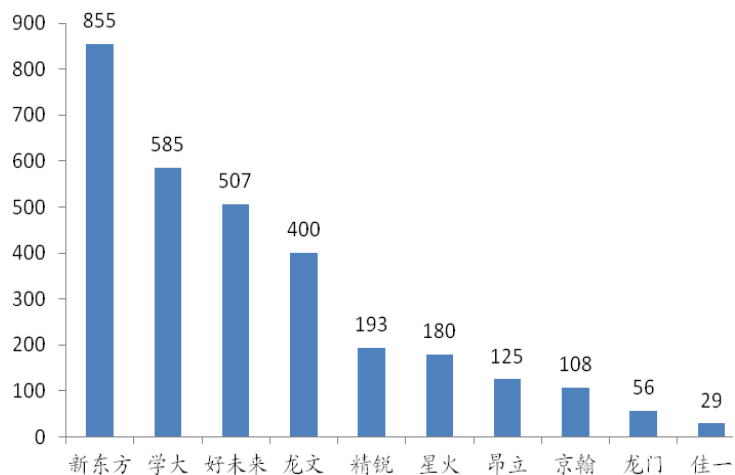
图 20 好未来加快学习中心建设



数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 21 K12 课外辅导机构教学点数量比较



数据来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

### 三、公司分析

#### 3.1 定增募资助推发展 K12 教育和职业教育

2017 年 6 月，公司定增发行 2747.23 万股，发行价 21.57 元/股，募集资金总额 5.93 亿元，认购方为交大产业集团、交大企管中心、赛领并购基金、赛领讯达基金、诚鼎新扬子、东方国际集团、毛蔚瀛，锁定期 36 个月，其中控股股东交大产业集团及第二大股东交大企管中心合计认购 20% 的配股。此次募集资金主要用于发展 K12 教育和职业教育项目。

(1) K12 教育项目：拟总投资 4.49 亿元，其中使用募集资金 3.56 亿元，主要投向昂立教育新设校区（3.01 亿元）、教学研究及数字化课程建设（1.08 亿元）和 IT 系统研发及资讯互动平台建设（0.4 亿元）。发展 K12 教育项目，有利于公司调整产品结构，通过搭建在线教育平台发挥流量导入作用，实现线上线下互动良性发展；通过设立新校区，有利于公司核心教育培训业务向江浙沪地区拓展版图，进一步巩固华东区域龙头地位。

(2) 职业教育项目：拟总投资 2.50 亿元，其中使用募集资金 2.37 亿元，重点打造“新南洋教育”品牌，通过为职业院校提供如招生就业咨询、课程体系建设、师资队伍建设与培训、实训及服务设施配套等教育管理服务，促进与重点高校的合作，采用轻资产扩张方式，创建可复制的整体托管职业技术学院及与职业技术学院合作设立院中院的合作办学模式。

表 2 公司定增投资项目

项目名称	预计总投资 (亿元)	投资项目	投资金额 (亿元)
K12 教育	4.49	教学研究及数字化课程建设	1.08
		IT 系统研发及资讯互动平台建设	0.40
		校区拓展	3.01
职业教育	2.50	烟台汽车工程职业学院	0.50
		江苏省姜堰中等专业学校	0.61
		山东深泉职业培训学院	0.55
		湖南吉利汽车职业技术学院	0.44
		无锡南洋职业技术学院	0.40

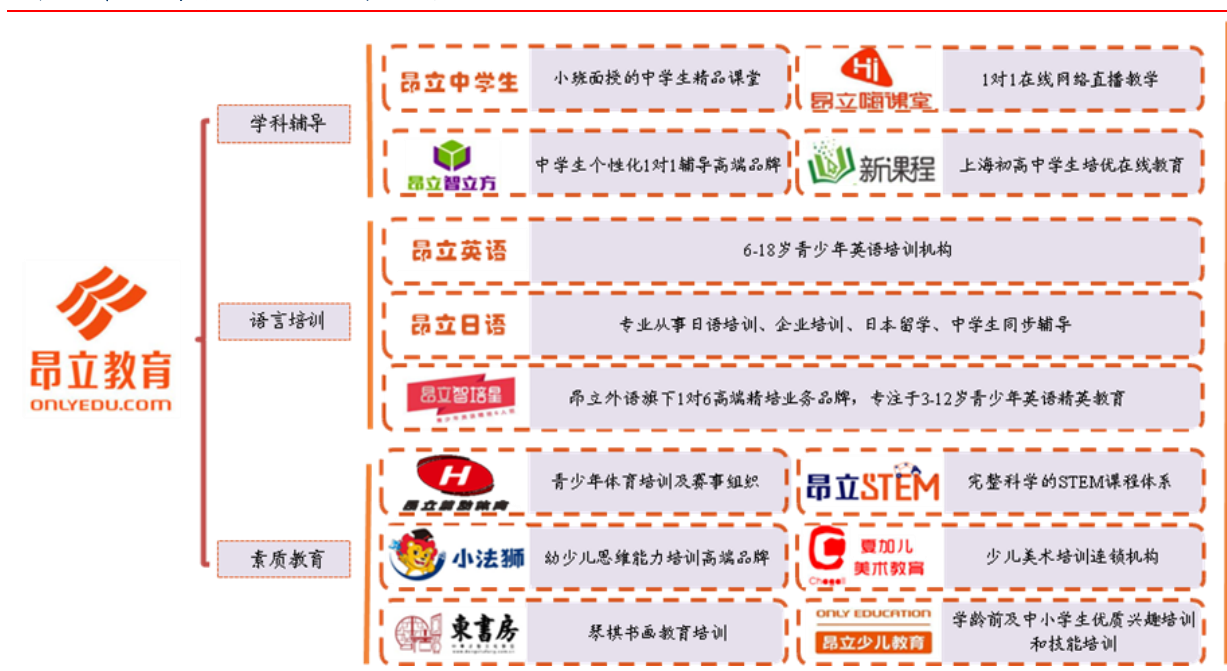
数据来源：公司公告，上海证券研究所

#### 3.2 K12 教育：立足上海，加速长三角线下布局

内生增长+外延投资，打造昂立教育全方位 K12 产品线。昂立

教育的产品线主要可划分为学科辅导、语言培训和素质教育三大板块，学科辅导和语言培训为昂立传统优势领域，2015 年开始昂立积极向素质教育赛道拓展。(1) 学科辅导方面，昂立教育旗下设立了中学生培训（小班面授）、智立方教育（个性化 1 对 1）、新课程教育（在线教育）及昂立嗨课堂（在线 1 对 1）等品牌。服务形式涵盖小班和 1 对 1 两种当前主流教学模式，满足不同培训需求，同时打造在线教育平台实现线上线下联动。(2) 语言培训方面，昂立教育旗下设立昂立外语（6-18 岁青少年英语培训）和昂立日语两大品牌，昂立外语旗下又设立一对六高端精培业务品牌昂立智培星，专注于 3-12 岁青少年英语精英教育。昂立外语在沪上因高质量教学、强大研发实力及学员考试高通过率而著称，是上海英语培训界的领军机构。(3) 素质教育方面，昂立少儿为学龄前及中小学生提供优质的兴趣培训和技能培训。2015 年开始昂立教育通过对外投资，布局拓展了东书房（琴棋书画教育培训）、STEM、夏加儿（美术教育）、慧动体育（4-16 岁青少年体育培训及体育赛事组织）、小法狮（幼少儿思维能力培训高端品牌）。

图 22 昂立教育打造全方位 K12 产品线

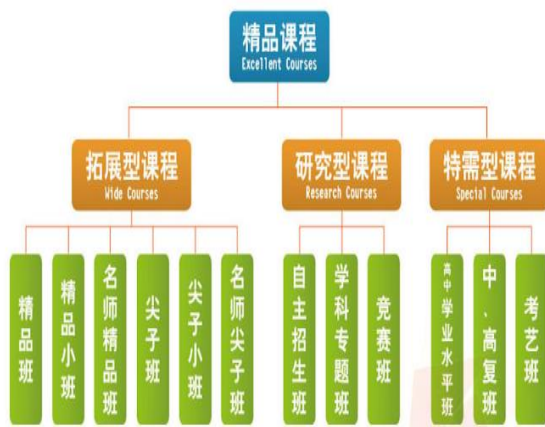


数据来源：上海证券研究所

**双品牌策略满足差异化教培需求。**昂立教育依托昂立中学生和昂立智立方两大品牌提供学科辅导服务，昂立中学生精品学堂为小班培优形式，而昂立智立方则定位中学生个性化 1 对 1 辅导高端品牌。(1) 昂立中学生精品学堂以小班形式面授（15 人以下），主要分拓展型（精品班面向成绩中等、尖子班面向成绩良好、名师班对学员和教学成果有更高目标）、研究型（适合想要提升学科专项题型成绩和冲刺中高考的学员）和特需型（以中、高复班为主）三种

课程，教学内容包括预初、初中、高中的全科科目。昂立中学生教学效果显著，学员提分率达到 98%，满意率达 99%，中考重点达标率 85.2%，高考本科率高达 91.8%。(2) 昂立智立方分为导入“小组合作学习”模式 Mini“1 对 3”班（适合短期有效提高成绩的非毕业班）以及通常的 VIP“1 对 1”班（适合尖子生冲刺名校或差生快速提高成绩的毕业班），覆盖小升初至高中的全科辅导。30 年教学实践研究基础上，智立方研发了“360° 成长力”课程体系，从智力成长、学习力成长、品格成长三个维度帮助学生全面提升成长能力。昂立中学生和昂立智立方的双品牌策略能够满足不同学习水平学生的课外补习需求，覆盖 K12 阶段各层次的教育培训。

图 23 昂立中学生分拓展型、研究型 and 特需型三种课程      图 24 昂立智立方分“1 对 3”班和“1 对 1”班



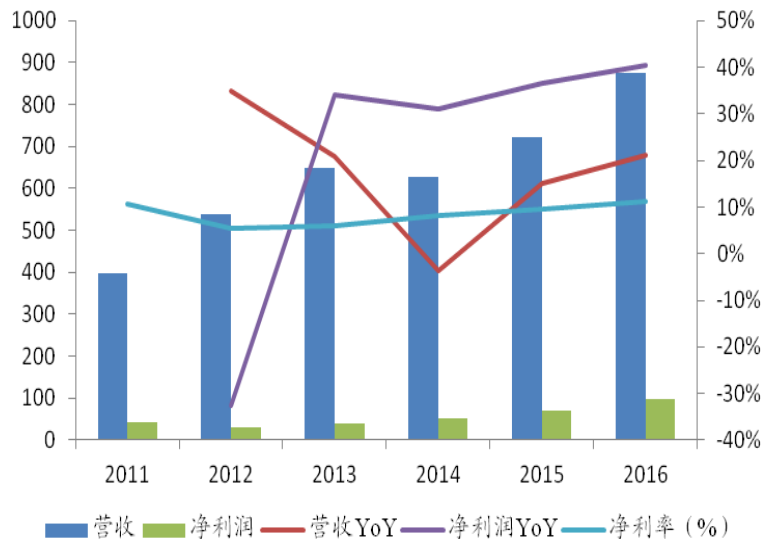
数据来源：公司官网，上海证券研究所

数据来源：公司官网，上海证券研究所

昂立教育净利润三年复合增速高达 38.43%，未来增长仍有空间。2016 年，昂立教育实现营业收入 8.75 亿元，同比增长 21.22%；实现净利润 9787.21 万元，同比增长 40.34%，对上市公司贡献净利润 8641.28 万元。2014-2016 年间，昂立教育营业收入和净利润的复合增速分别达到 18.17% 和 38.43%，净利润增速远高于收入增速，昂立教育业务盈利能力进一步增强。2016 年，昂立教育净利率为 11.18%，较去年同期提升 1.52pp。我们保守估算上海地区 K12 课外培训市场规模约为 157 亿元（140 万 K12 学生\*80% 参培率\*7000 元每科\*每人每年报 2 门学科），按 2016 年昂立教育上海约 7.31 亿营收（总营收 8.75 亿元-外地业务约 1.44 亿元），市占率约为 5%，未来昂立教育立足深耕上海市场，增长仍有空间。



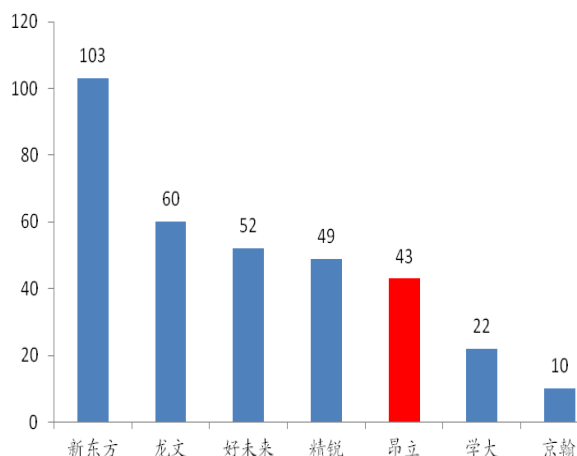
图 25 昂立教育历年营收和净利润情况 (百万元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

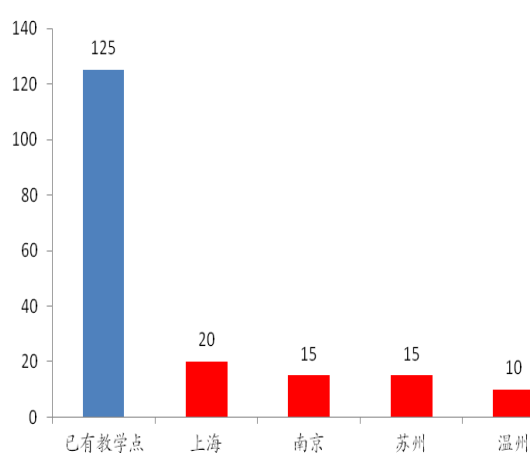
**配合定增融资加速推进长三角线下布局。**截止 2016 年底，昂立教育有 125 个教学点，较 2014 年收购时增加了 47 个校区，主要分布在上海，其中智立方 24 家、中学生 19 家，年培训学生人数超过 10 万人次，在上海本地教学规模领先。近期公司完成定增募资，拟使用募集资金 3.01 亿元用于 3 年在江浙沪地区新建 60 个线下学习中心，预计每年开设 20 个（实际过程中可能会有变化），其中上海新建 20 个、南京新建 15 个、苏州新建 15 个、温州新建 10 个。**我们认为，定增资金的到位将推动昂立教育加快线下教学点建设的速度，未来昂立教育将继续立足于上海，同时加速推进长三角布局，巩固其华东区域 K12 教育培训龙头地位，实现内生式稳定增长。**今年以来上海市开展整顿课外培训机构行动，短期来看，可能会影响昂立教育开办教学点的速度（因教育部门放缓发放办学许可证），但长期来看，随着不规范的中小机构整顿出清，生源将流向存量机构，昂立教育作为上海本地区域龙头，在吸纳生源方面具有品牌优势。

图 26 K12 课外辅导品牌上海地区教学点数量比较



数据来源：新课教育，公司公告，上海证券研究所（注：昂立仅统计智立方和中学生）

图 27 昂立教育拟三年在长三角新设 60 个教学点



数据来源：公司公告，上海证券研究所（注：标红为地区新建教学点数量）

**布局素质教育，横向整合资源。**“新高考”方案提出从 2020 年起综合素质评价将纳入高校录取参考，新政之下，未来我国的素质教育将持续深入推进。顺应改革变化，昂立教育 2015 年开始向 K12 以下延伸至少儿素质教育领域，先后投资了东书房、STEM、慧动体育、夏加儿等项目，与应试教育板块的 K12 课外辅导形成互补。2017 年 6 月，公司公告昂立教育以“债转股”方式战略投资夏加儿，先期提供 1280 万元借款，期限三年，标的达成业绩承诺后，转为新增股权，对夏加儿持股比例不低于 18.86%（对应估值不高于 6786.85 万元）。夏加儿成立于 2009 年，现在全国拥有 25 家直营学校和 500 多家加盟学校，服务 10 万名学员，为全国规模最大的儿童美术教育品牌。

### 3.3 职业教育：加强院校合作，实现轻资产扩张

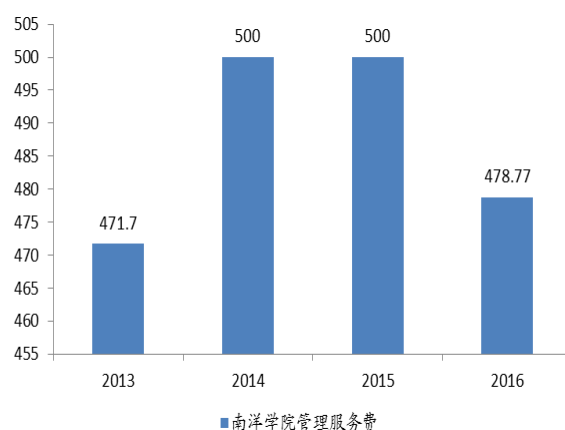
**传统职业教育业务依托嘉兴南洋职业技术学院开展。**南洋学院是公司高等职业教育和职业培训的重要基地，拥有多个浙江省特色专业，省级示范实训基地，多门精品课程，已开设包括建筑、船舶、机电、财会、管理、信息、经贸七类专业群在内的 19 个专业。凭借上海交通大学雄厚的师资力量和百年名校的办学经验，学院成立以来培养了大批高素质应用型人才，历届毕业生就业率持续保持在 97% 以上，近两年专升本录取率均保持在 67% 以上。2016 年 7 月，学院迁建至新校区，规划用地 580 亩，建筑面积为 18 万平方米，总投资 6.3 亿元。2016 年，公司对南洋学院收取管理服务费 478.77 万元。因为历史遗留问题，南洋学院较难进行营利性变更登记，我们认为近几年公司与南洋学院仍将以管理服务费形式合作。

图 28 南洋学院校区



数据来源：南洋学院官网，上海证券研究所

图 29 对南洋学院历年收取的管理服务费（万元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

**轻资产模式推进职业教育。**公司旨在成为业内领先的职业教育资源提供方，而不是职业院校的举办方，因此主要采用轻资产扩张方式，通过为职业院校提供如招生就业咨询、课程体系建设、师资队伍建设与培训、实训及服务设施配套等教育管理服务，加强与院校的合作，从而收取相应的管理服务费和配套设施使用费。根据定增方案，公司现已与烟台市福山区人民政府（即烟台汽车工程职业学院举办人）签署了《合作办学框架协议》，双方共同出资成立教育管理公司，注册资本 1000 万元，公司持股 51%。福山区政府将烟台汽车工程职业学院 20 年的管理运营权委托给该教育管理公司。同时公司出资建设宿舍楼和实训中心，产权归政府，公司负责日常运营，获取相应的使用费收入。此外，参照与烟台汽车工程职业学院的合作模式，公司与湖南吉利汽车职业技术学院、江苏省姜堰中等专业学校、山东深泉职业培训学院及无锡南洋职业技术学院等院校签署了合作办学意向协议书。我们认为，借助实控人上海交通大学的教学资源，公司通过轻资产模式输出品牌、师资、课程、管理等服务实现收费具有优势，未来如果盈利模式确定，随着合作职业院校数量的增加有望为公司带来较大的收益提升。

### 3.4 延伸产业链，布局国际教育和幼教

公司 2016 年新设国际教育和幼儿教育两大事业部，完善了教育服务业务板块，延伸了教育产业链，进一步发展教育主营业务的战略布局。

国际教育方面，公司打造“交大教育”品牌，专注于提供国际教育示范园区一站式解决方案。公司现有国际教育业务主要依托昆山学校开设的国际班，2016 年对昆山学校收取管理服务费 28.30 万元。2017 年 9 月，公司合作的湖州现代教育示范园区将开学招生，计划小学 1-3 年级招生 120 人、初一招生 60 人、国际高一招生 30

人（设计招生规模为幼儿园 30 个班、小学 36 个班、初高中各 18 个班）。公司提供园区和国际学校整体运营服务，按一定比例收取服务费用。未来，公司将通过“园区+项目”整合优质教育资源，以管理运营国际教育园区为载体，以运营从幼儿园到高中阶段的国际（双语）学校为核心业务，以留学、预科、游学等延伸服务为重要业务，以课程体系研发与师资队伍培养为支撑，培育核心竞争力。

图 30 对昆山学校历年收取的管理服务费（万元）

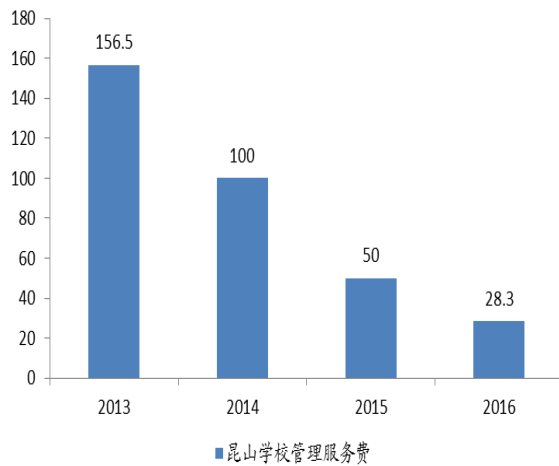


图 31 湖州帕丁顿双语学校 2017 年招生计划

年级	计划班级	班额
小学一年级	2个	30人
小学二年级	1个	30人
小学三年级	1个	30人
初中一年级	2个	30人
国际高中一年级	1个	30人

数据来源：公司公告，上海证券研究所

数据来源：湖州项目官网，上海证券研究所

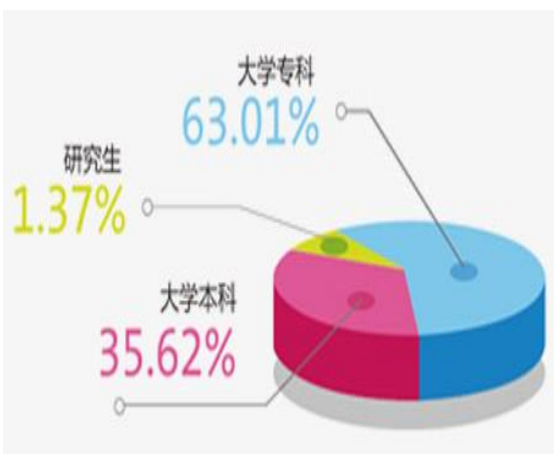
幼教方面，公司打造“世纪昂立”品牌，积极开展幼儿园直营和托管运营业务及各类幼儿培训项目。2017年5月，公司成立了全资子公司上海新南洋昂洋教育科技有限公司，主营幼儿教育，践行素质教学和创造性教学。旗下上海世纪昂立幼儿园以蒙特梭利教学和双语教学为主要特色，共有徐汇（两所）、浦东、闵行三区四所幼儿园，招收2-6岁幼儿。世纪昂立幼儿园核心管理团队为13人，师资团队共155人，其中35.62%的老师拥有本科学历，1.37%的老师拥有研究生学历。2017年7月，公司与交大企管中心签订《框架协议》，公司将受托管理交大企管中心持有的前述四家世纪昂立幼儿园，按幼儿园学费收入的5%收取管理服务费，未来若公司经营幼教业务相关的政策许可后，有望收购以上四所幼儿园。

图 32 世纪昂立幼儿园



数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 33 世纪昂立师资团队学历分布



数据来源：公司官网，上海证券研究所

### 3.5 设立产业基金，实施股权激励

**设立产业基金开展外延并购扩张。**公司联合交大产业集团、东方创业、上海赛领和创旗投资出资设立教育产业投资基金，总规模 10.05 亿元，首期认缴 5.025 亿元，其中公司出资 1.3 亿元，占比 25.87%。基金重点关注教育培训类的优秀企业，包括但不限于 K12、国际教育、职业教育、互联网教育领域。

**实施股权激励绑定高管和核心骨干。**公司拟向 172 名对象授予 257.56 万份期权进行股权激励，行权价格为 28.09 元，对应的考核条件为 2016-2018 年 ROE 分别不低于 4.5%/5.0%/5.5%，较 2014 年的净利润增长率分别不低于 32%/52%/75%，现金营运指数均不低于 2.3。

## 四、盈利预测

### 4.1 预测假设

(1) 收入方面：昂立教育短期受整顿事件影响增速略有放缓，但整体内生增长稳定，可保持 20-30% 的增速，预计 2017-2019 年教育服务收入增速分别为 25%、27%、29%；精密制造业务基本维持现状，预计 2017-2019 年收入年均增长 1%；数字电视运营业务持续收缩，预计 2017-2019 年收入分别下滑 18%、15%、15%。

(2) 毛利率方面：由于新开教学点尚处于培育期，公司短期内毛利率略有下降，但整体保持稳定，随着新设教学点逐渐成熟，未来毛利率将有所提升。

(3) 费用率方面：2016 年公司加大人员储备，预计后期员工数量增速放缓，随着收入逐渐增长，费用率相应有所下降。

(4) 对交大昂立市值管理：假设公司每年减持所持交大昂立股份的 5%，参考 2017 年 5-7 月交大昂立股价表现，保守估计按 5 元/股减持。

## 4.2 投资逻辑及盈利预测

公司 2014 年重组后，战略调整为教育培训，定位是综合性教育服务提供商，现有业务包括 K12 教育、职业教育、国际教育、幼儿教育、高端管理培训等。旗下昂立教育优势在于扎根上海多年，教学成果突出，在上海本地具有品牌优势，为区域性龙头。同时，实控人上海交通大学具有强大的学科资源，有利于公司借助这一强势资源开展职业教育品牌、师资、课程体系建设的轻资产输出。随着定增募资到位，公司有望加快推进 K12 教育和职业教育发展。

➤ K12 教育：截止 2016 年底，昂立教育有 125 个教学点，集中在上海，在上海本地教学规模领先。保守估算昂立教育上海市占率仅约为 5%，未来深耕上海地区仍有增长空间。配合定增募资，昂立教育发力长三角，计划 3 年合计新开 60 个教学点，如若完成，2019 年昂立教育教学点数量接近 200 个。昂立教育内生增长稳定，预计每年可保持约 20-30% 的增速。此外，昂立教育近年来布局素质教育赛道，未来有望成为新的业绩增长点。

➤ 职业教育：定增过会，公司资金充足，拟加快推进职业院校合作项目。盈利模式确认后，依托交大教学资源优势，可复制性较强，有望通过合作院校数量增加实现收益提升。

➤ 国际教育&幼教：延伸教育产业链，公司 2016 年新设国际教育和幼教两大事业部，与优势 K12 业务结合紧密，未来可相互导流，增强用户粘性。

➤ 设立产业基金：通过产业基金提前锁定优秀标的，孵化成熟后进入上市公司体内增强盈利，具有外延并购预期。

➤ 实施股权激励：实施股权激励绑定高管和核心骨干，行权价 28.09 元提供一定安全边际。

➤ **盈利预测**：我们预计 2017-2019 年公司收入分别增长 19.70%、23.91%、26.46%，归属净利润分别增长 -49.32%、39.58%、31.70%。按目前 2.87 亿股股本测算得到 2017-2019 年 EPS 分别为 0.32 元、0.45 元和 0.60 元，对应的 PE 为 63.26 倍、45.32 倍和 34.41 倍（股价为 2017 年 8 月 1 日收盘价 20.46 元/股）。同行业可比上市公司 17、18 年动态市盈率的中值分别为 45 倍、29 倍，公司估值水平高于同行业可比上市公司的中值。我们认为：（1）昂立教育仍处于快速发展通道，重组并购后 2014-2016 年营收和净利润 CAGR 分别达到 18.17% 和 38.43%，定增过后将加快向长三角线下布局，内生增长稳定。同时，积极布局素质教育赛道，分散应试教育课外辅

导行业政策风险，存在外延并购预期。(2) 职业教育依托实控人强大的学科资源，盈利模式确认后具备较强可复制性，未来盈利可期。

(3) 战略性涉足国际教育和幼教，上下打通教育产业链。(4) 实施首期股权激励绑定高管、核心骨干和公司利益。维持“谨慎增持”评级。

➤ **风险提示：**昂立教育校区拓展不及预期、政策风险、昂立教育高管持股解禁风险、估值偏高等。

表 3 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2016A	2017E	2018E	2019E
教育服务	1193.46	1491.83	1894.62	2444.06
精密制造	127.74	129.02	130.31	131.61
数字电视运营	52.03	42.66	36.26	30.83
合计	1389.76	1663.51	2061.19	2606.49
分业务成本测算	2016A	2017E	2018E	2019E
教育服务	636.77	796.63	1007.94	1295.35
精密制造	107.63	109.66	110.76	111.87
数字电视运营	34.51	34.13	29.01	24.66
合计	778.91	940.43	1147.71	1431.88
分业务增速	2016A	2017E	2018E	2019E
教育服务	24.97%	25.00%	27.00%	29.00%
精密制造	0.44%	1.00%	1.00%	1.00%
数字电视运营	-20.49%	-18.00%	-15.00%	-15.00%
分业务毛利率	2016A	2017E	2018E	2019E
教育服务	46.65%	46.60%	46.80%	47.00%
精密制造	15.74%	15.00%	15.00%	15.00%
数字电视运营	33.67%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 4 公司三表预测摘要 (单位: 百万元)

报表预测	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表						
营业收入	1165.60	1165.20	1389.76	1663.51	2061.19	2606.49
减: 营业成本	684.54	702.48	785.53	940.43	1147.71	1431.88
营业税金及附加	27.50	33.03	27.54	33.27	41.22	52.13
营业费用	218.35	229.68	299.51	357.65	443.16	560.40
管理费用	169.32	170.87	216.40	259.51	319.48	404.01
财务费用	24.36	10.33	7.64	-7.73	-19.56	-25.66
资产减值损失	1.29	-0.38	2.43	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	28.12	13.06	164.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	32.00	32.00	32.00
营业利润	68.36	32.26	215.42	112.37	161.18	215.74
加: 其他非经营损益	3.11	11.40	9.18	10.93	10.93	10.93
利润总额	71.47	43.67	224.60	123.30	172.11	226.67
减: 所得税	18.94	22.94	42.12	30.83	43.03	56.67
净利润	52.53	20.73	182.48	92.48	129.08	170.00
减: 少数股东损益	-10.55	-39.37	-0.39	-0.20	-0.27	-0.36
归属母公司股东净利润	63.08	60.10	182.87	92.67	129.35	170.36
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E



货币资金	389.56	294.40	425.64	379.39	1359.60	921.14
应收和预付款项	147.33	181.65	172.20	235.84	268.35	367.67
存货	92.97	78.49	66.24	151.51	114.23	217.31
其他流动资产	116.79	181.29	414.64	414.64	414.64	414.64
长期股权投资	437.65	395.41	302.78	302.78	302.78	302.78
投资性房地产	28.19	27.35	26.51	22.89	19.26	15.64
固定资产和在建工程	317.88	305.75	297.18	266.46	233.75	199.04
无形资产和开发支出	76.04	75.24	72.61	90.38	117.15	142.93
其他非流动资产	49.59	217.92	305.66	315.14	314.63	304.11
资产总计	1655.99	1757.49	2083.46	2179.03	3144.39	2885.25
短期借款	197.00	127.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	498.90	720.63	1024.29	488.31	1329.47	906.77
长期借款	17.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.60	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
负债合计	724.30	851.03	1077.69	491.71	1332.87	910.17
股本	259.08	259.08	259.08	286.55	286.55	286.55
资本公积	254.17	254.17	254.17	819.28	819.28	819.28
留存收益	317.84	323.79	423.63	512.80	637.27	801.19
归属母公司股东权益	831.09	837.04	936.88	1618.63	1743.10	1907.02
少数股东权益	100.07	69.07	68.67	68.47	68.20	67.83
股东权益合计	931.16	906.11	1005.55	1687.10	1811.29	1974.86
负债和股东权益合计	1655.46	1757.14	2083.24	2178.81	3144.17	2885.03
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
经营性现金净流量	202.00	257.13	461.98	-511.25	1057.33	-365.87
投资性现金净流量	-82.79	-257.79	-173.72	-81.81	-91.81	-91.81
筹资性现金净流量	-30.36	-54.61	-91.89	546.81	14.68	19.22
现金流量净额	88.85	-55.27	196.38	-46.25	980.21	-438.45
<b>财务和估值数据摘要</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
营业收入	1165.60	1165.20	1389.76	1663.51	2061.19	2606.49
增长率(%)	106.23%	-0.03%	19.27%	19.70%	23.91%	26.46%
归属母公司股东净利润	63.08	60.10	182.87	92.67	129.35	170.36
增长率(%)	321.90%	-4.72%	204.26%	-49.32%	39.58%	31.70%
每股收益(EPS)	0.220	0.210	0.638	0.323	0.451	0.595
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.072	0.012	0.017	0.022
每股经营现金流	0.705	0.897	1.612	-1.784	3.690	-1.277
销售毛利率	41.27%	39.71%	43.48%	43.47%	44.32%	45.06%
销售净利率	4.51%	1.78%	13.13%	5.56%	6.26%	6.52%
净资产收益率(ROE)	7.59%	7.18%	19.52%	5.73%	7.42%	8.93%
投入资本回报率(ROIC)	9.38%	1.67%	23.21%	11.56%	7.60%	23.70%
市盈率(P/E)	92.94	97.55	32.06	63.26	45.32	34.41
市净率(P/B)	7.05	7.00	6.26	3.62	3.36	3.07
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.004	0.001	0.001	0.001

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (股价为2017/8/1收盘价)

表 5 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	净利润 (亿元)			PE(倍)		
			TTM	2017E	2018E	TTM	2017E	2018E
000526.SZ	*ST 紫学	31.32	-0.89	0.67	1.28	-33.88	44.66	23.47
002638.SZ	勤上股份	8.14	-4.15	2.77	3.49	-29.77	44.59	35.41

资料来源: wind 上海证券研究所 (股价为 2017/8/1 收盘价)

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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，任何机构和个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。