

凯文教育 (002659)

公司研究/动态报告

高端差异化布局，招生计划稳步推进

动态研究报告/建筑

2018 年 04 月 26 日

报告摘要:

● 民办教育改革红利释放，民办国际学校迎来发展契机

根据教育部，2017 年我国出国留学人数达 60.84 万人同增 11.74%，是世界最大的留学生生源国。根据新学说统计，截至 2017 年 10 月，全国国际学校共 734 所，其中公立制 241 所，民办制 367 所。目前我国的民办教育改革不断深化，新《民办教育促进法》对民办教育的限制不断放开，限制公办学校国际班、留学需求不断扩张的供需不平衡将给民办国际学校带来更大的发展契机。

● 高端差异化定位，迈出全球化布局关键步伐

公司以 K12 国际学校为核心，立足一线城市并逐步向全国发达城市辐射，未来构建“实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”的经营模式。公司已于 17 年 2 月与英国城市足球集团签约，意欲联手打造北京凯文曼城足球学校，投入顶级硬件配置，填补高端足球培训的空白；引入国外三所学院的优秀音乐艺术资源，进一步突出艺体特色，实现高端差异化定位，迈出全球化布局的关键一步。

● 招生计划稳步推进，盈利能力逐步释放

海淀凯文依附清华附，由清华附选派师资和管理团队，高中阶段提供美国 AP 课程，实施小班额制，每班人数 20-25 人，可容纳学生 1300-1600 人，预计未来 2-3 年可满员、总收入为 4.31 亿元。朝阳凯文实行自主办学，计划提供国际 IB 课程，预计小学、初中、高中和艺高部招生规模分别为 800/900/2100/300 人，合计 4100 人，预计 7 年实现满员、总收入达 9.97 亿元。目前海淀凯文和朝阳凯文的在校生人数超过 900 人，随着学校品牌力增强、满员率提升，公司业绩有望逐步释放。

● 盈利预测与投资建议

公司作为 A 股首个纯正教育标的，立足一线城市并逐渐向全国发达城市辐射，未来将受益于日益壮大的大众富裕阶层对国际学校的需求旺盛。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.08/0.33/0.53，对应 PE 分别为 158/38/24 倍。考虑到公司建设期间的折旧摊销、教职工薪酬等占比较高，随着满员率提升，达到盈亏平衡点后，业绩有望实现大幅增长，不考虑并购，19-20 估值有望降至 38/24 倍，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

满员率提升不及预期，项目实施进展缓慢，居民可支配收入增速下降。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	620	554	818	1,317
增长率 (%)	92.2%	-10.7%	47.7%	61.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	23	39	165	265
增长率 (%)	124.2%	66.0%	328.7%	59.8%
每股收益 (元)	0.05	0.08	0.33	0.53
PE (现价)	252	158	38	24
PB	2.8	2.8	2.6	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

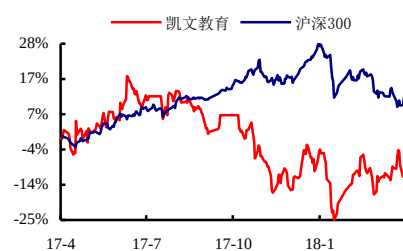
首次评级

当前价格： 12.60 元

交易数据 2018-4-25

近 12 个月最高/最低 (元)	16.81/10.75
总股本 (百万股)	499
流通股本 (百万股)	310
流通股比例 (%)	62.27
总市值 (亿元)	63
流通市值 (亿元)	39

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：黄瑞云

执业证号： S0100116070069

电话： 010-85127728

邮箱： huangruiyun@mszq.com

相关研究

目录

一、民办教育改革红利释放，民办国际学校迎来发展契机	3
（一）我国出国留学规模不断增加，国际学校优势明显	3
（二）民办教育行业空间广阔，认可度不断提升	4
（三）民办国际学校保持稳增长，市场集中度有待提高	6
二、高端差异化定位，迈出全球化布局关键步伐	7
（一）K12 国际教育定位，立足一线、辐射全国	7
（二）协同效应增强，品牌价值进一步提升	8
三、招生计划稳步推进，盈利能力逐步释放	9
四、盈利预测与投资建议	10
五、风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

一、民办教育改革红利释放，民办国际学校迎来发展契机

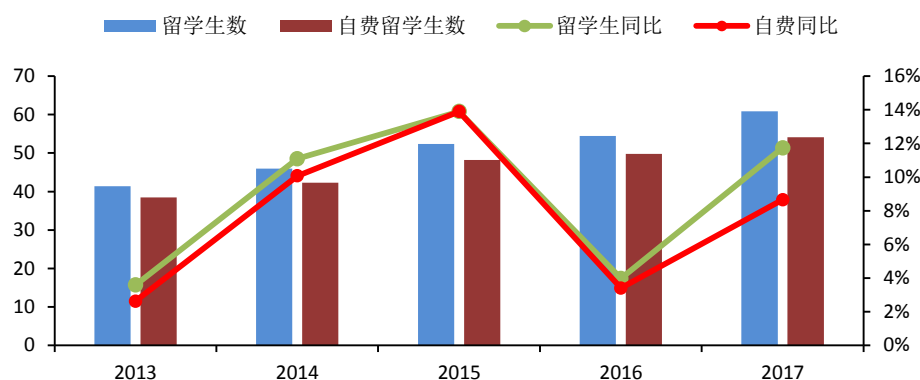
(一) 我国出国留学规模不断增加，国际学校优势明显

1、我国留学生人数不断创新高，国际学校优势明显

教育行业细分领域众多，按教育体系划分，可以分为基础教育（包括幼儿教育、小学教育、普通中等教育，即国外所称的“K12”）、高等教育、继续教育、职业教育等。在基础教育阶段，目前我国国际学校分为三大类：外籍子女国际学校，民办国际学校和公立学校国际班。

根据教育部数据显示，2017 年，我国出国留学人数首次突破 60 万大关，达到 60.84 万人，同比增长 11.74%，持续保持世界最大留学生生源国地位。改革开放 40 年来，各类出国留学人员累计已达 519.49 万人，目前有 145.41 万人正在国外进行相关阶段的学习和研究。出国留学人员的目的地主要集中于欧美发达国家和地区，“一带一路”沿线国家成为新的增长点。

图 1：我国出国留学人数不断增加，以自费为主

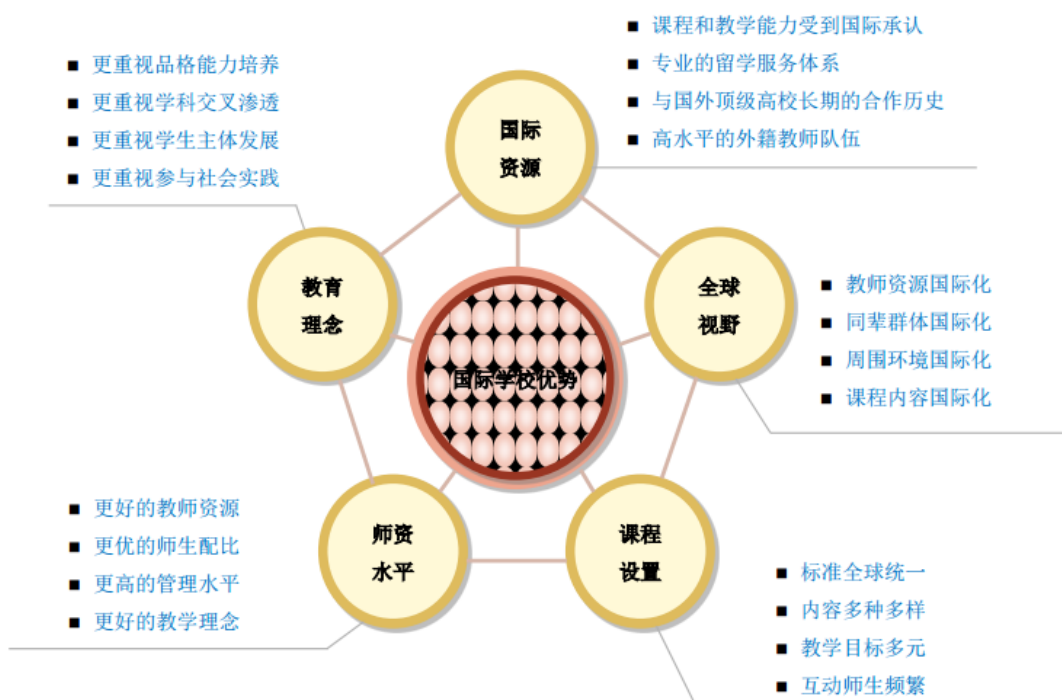


资料来源：教育部，民生证券研究院

2、出国留学备受青睐，国际学校优势明显

出国留学越来越成为众多中国学生的选择，很多中国家长将孩子早早送进国际学校，以为后续出国留学做准备。国际学校强调透过学术训练，让学生在不同观点、不同理论的碰撞中，发展独立的、批判的思考能力，培养跨文化的国际视野，与国外大学课程接轨，并能对学生在全球范围内申请名校提供有力支持。

图 2：国际学校优势明显



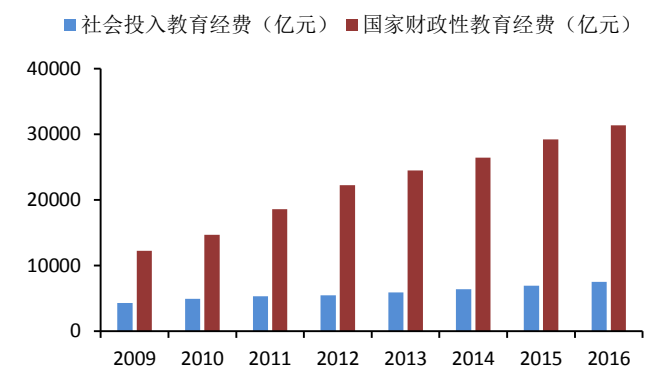
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 民办教育行业空间广阔，认可度不断提升

1、我国教育投入有限，民办教育行业空间广阔

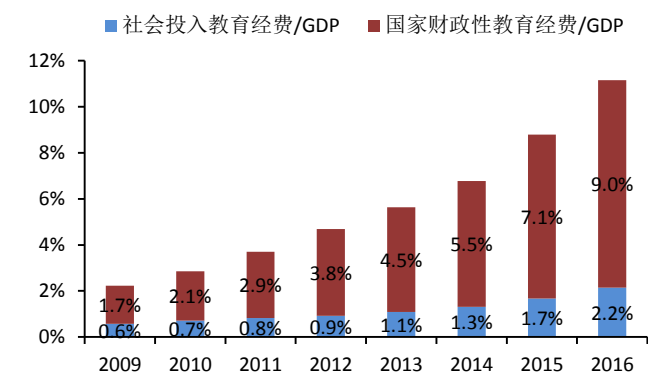
我国教育体系一直依靠公共财政支出来维持，2016 年我国的国家财政性教育经费支出为 31373 亿元，国家教育经费支出占比也从 2009 年的 74.1% 上升到 2016 年的 80.7%，国家财政性教育投入的力度也在不断加大，国家财政性教育经费占 GDP 的比重从 2009 年 1.7% 提高到 2016 年的 9.0%，反映出政府对教育行业的支持力度不断提升。目前社会性投入的占比相对较低，未来民办教育行业尚有广阔的发展空间。

图 3：我国教育行业以公共支出为主



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 4：国家财政性教育投入力度不断加大

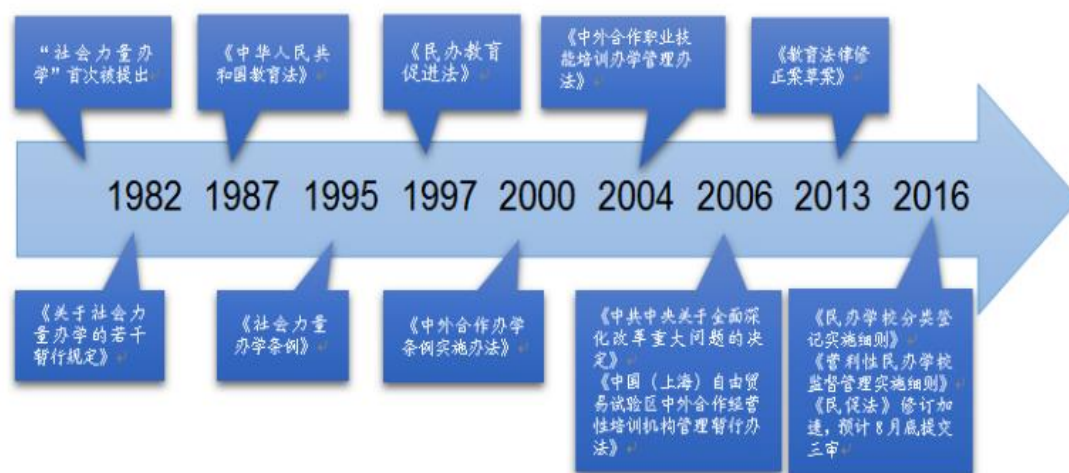


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2、民办教育改革不断深化，认可度不断提升

教育攸关国计民生，政策性极强，导致政策变化对行业发展影响较大，作为公立教育的重要补充，民办教育的发展尤其与政策变化息息相关。从1982年民办教育开始萌芽，到1993年《中国教育改革和发展纲要》出台，再到2003年颁布《民办教育促进法》，使得国内民办教育逐步进入发展的快车道。2015年1月，国务院常务会议通过对《教育法》、《民办教育促进法》进行一揽子修改的修正案草案，进一步为民办教育的发展扫清了障碍。2016年11月新版《民办教育促进法》（简称民促法）历经三次审议终获通过，教育资产上市障碍清除。新版民促法规定民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或营利性民办学校，但是不得设立实施义务教育的营利性民办学校。

图 5：民办教育的相关政策法规进展不断加快

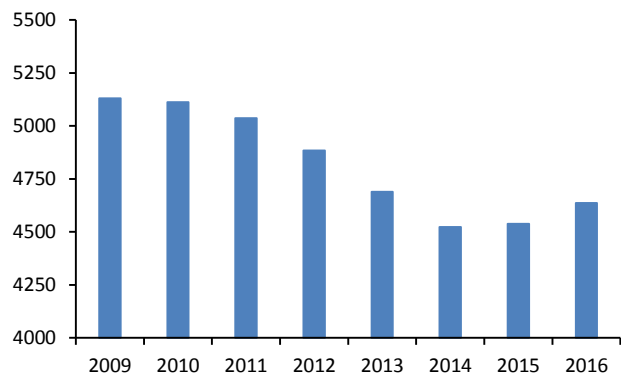


资料来源：德勤，民生证券研究院

《民办教育促进法》修改前后对比，主要对财政、税收、土地、收费、招生等方面，做了重大的修订与补充，对非营利性民办教育机构的土地政策给予明确的优惠，收费和招生权利下放到各地教育主管部门和学校本身，非营利性教育机构的权利和义务向公办教育靠拢，首次对营利性民办教育机构的权利和义务进行了明确的界定，总的来说，营利性民办教育机构以市场化、规范企业化的运作方式展开经营。产权归属明确、企业运作规范化，对于社会资本进入教育领域打通了道路，未来资本对产业发展的推动力会逐步显现。

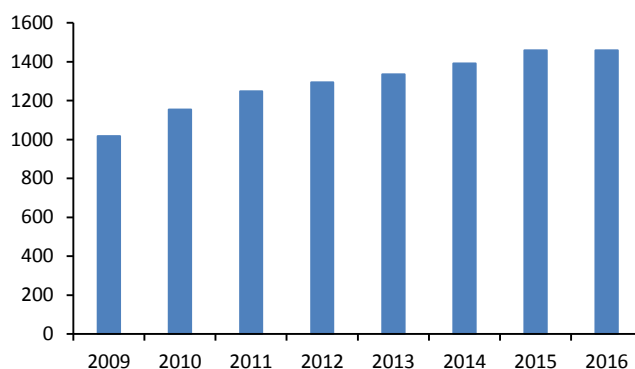
民办教育改革成效明显，民办学校的社会认可度不断提升。目前社会对教育的要求发生显著的变化：从重视文凭到更重视能力，从重视知识积累到更重视综合素质，从重视考试成绩到更重视国际视野。民办教育的优势逐渐体现出来，也得到了更多的社会认可。在 K12 教育招生总数下行的趋势下，民办 K12 教育学校的招生规模保持增长态势，由 2009 年的 1016.61 万人增加到 2016 年的 1458.11 万人，随着全面二胎的放开，我国民办教育的市场空间将越来越大。

图 6：我国 K12 教育招生规模不断下降（万人）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 7：民办学校 K12 教育招生规模呈上升趋势（万人）

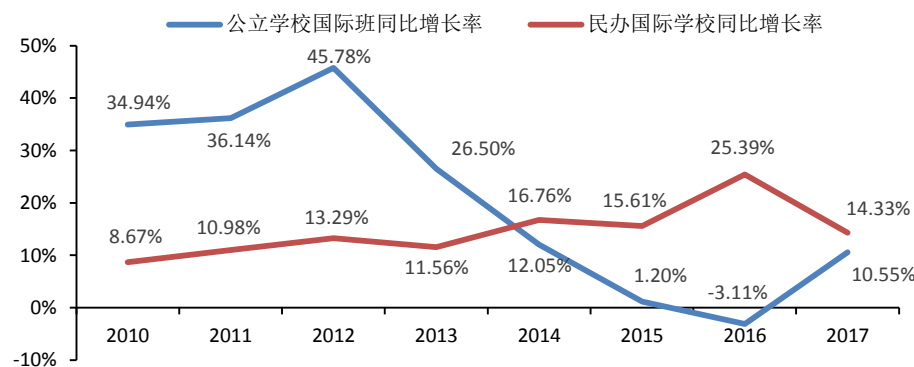


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

（三）民办国际学校保持稳增长，市场集中度有待提高

目前我国民办国际学校规模保持稳增长态势，根据新学说统计，截至 2017 年 10 月，全国国际学校共 734 所，其中公立制 241 所，民办制 367 所。2010 年至 2017 年我国公办学校国际班的同比增长率不断下行，而民办国际学校则迎来发展契机，保持增长态势。

图 8：我国民办国际学校增速加快，公立国际班增速放缓



资料来源：新学说，民生证券研究院

我国民办教育能够进入快速发展期的主要原因有：1）教育改革委民办教育打开大门，多项措施促进民间资本的发展；2）中产阶级是国际学校的消费主力军，目前我国中产阶级不断崛起；3）随着中西文化的不断融合，我国家长对国际教育不断了解和认同；4）更加重要的一点是对公立学校国际班的限制，2013 年教育部对公立学校办国际班的政策开始收紧，出台了《高中阶段国际项目暂行管理办法》草案，一方面不再审批新的国际班，另一方面现有的公办国际班，招生人数不再增加。

目前我国拥有国际学校业务的上市公司主要有凯文教育、枫叶教育、海亮教育、成实外教育有限公司、诺德安达教育。从竞争格局来看，我国国际学校市场集中度较低，格局高度分散。根据新学说，Top5 国际学校占整体招生人数的份额总数约为 17.5%，市场份额最大的

办学团体未超过 10%。我国国际学校行业仍然处于成长期，在迈向成熟阶段的过程中，市场占有率会逐渐趋向集中。

表 1：我国涉及国际学校的上市公司简介

代码	公司名称	简介
002659	凯文教育	定位 K12 国际教育，目前拥有海淀凯文和朝阳凯文两所学校，拓展教育产业上下游及品牌输出与留学培训服务，实行“K12 实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”的经营模式。
HK.01317	枫叶教育	创办于 1995 年，总部位于辽宁大连。主要以开设加拿大课程体系的国际学校为主要办学方向。枫叶教育集团为中国最早一批提供国际课程的学校，有丰富的运营管理经验和品牌影响力。学生约 90%来自中国中产阶级家庭的本地人，其余为外籍人员。
HLG	海亮教育	由中国 500 强企业海亮集团投资兴办，始创于 1995 年 8 月。目前拥有浙江诸暨天马实验学校、私立诸暨高级中学、海亮艺术中学、海亮外国语学校、海亮幼儿园、海亮小学、海亮初级中学、海亮高级中学、湖北仙桃第一中学。办学层次包括高中、初中、小学、幼儿园、国际教育及教育培训。
HK.01565	成实外教育有限公司	是中国西南地区最大的学前教育至十二年级民办教育服务供应商。目前经营六所学校，包括成都外国语学校、成都市实验外国语学校、成都市实验外国语学校（西区）、成都外国语学校附属小学、成都市金牛区成外附小幼稚园，以及四川外国语大学成都学院。
NYSE:NORD	诺德安达教育	是英国的于 1972 年成立的一所国际性英式教育学校，招收 K12 学生。目前在亚洲、欧洲、中东、北美的 15 个国家共拥有 43 所国际学校。诺德安达 2002 年进入中国市场，目前在中国大陆共有 6 所国际学校，分别位于上海、北京、成都、广州等地。其战略主要是通过财务并购实现规模化、集团化发展，在其发展过程中一直在不断合并学校。

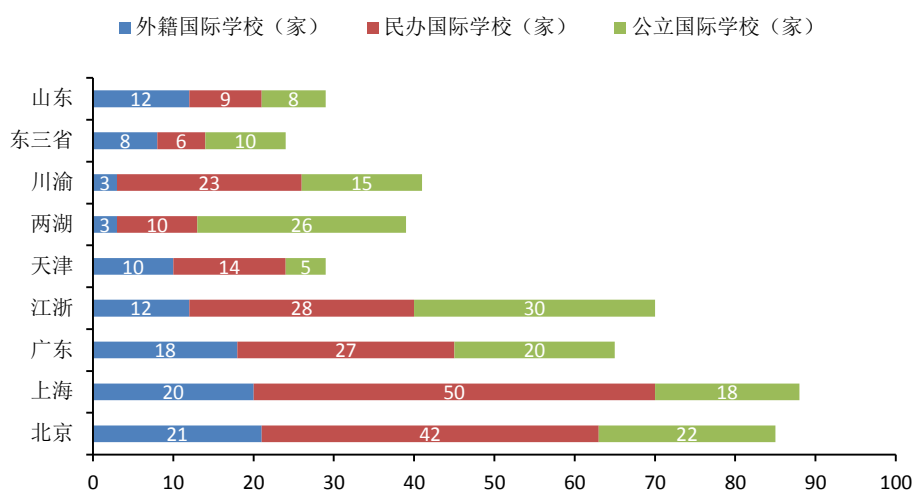
资料来源：民生证券研究院整理

二、高端差异化定位，迈出全球化布局关键步伐

（一）K12 国际教育定位，立足一线、辐射全国

公司旗下的朝阳凯文和海淀凯文学校作为一所民办国际学校，定位 K12 国际教育，主要以中国学生为主要招生对象，为有海外留生活需求的中国学生提供国际化教育服务，为其未来适应海外教育提前做准备。公司立足一线城市并逐步向全国发达城市辐射，主要是由于目前的地域分布状况来决定的。我国国际学校主要分布在北京、上海等一线城市，主要是由于：1) 这些地区居民可支配收入高，对民办国际学校的接受度高于其他地区，2) 人均教育投入全国最高，对出国留学、投资移民的偏好明显，3) 北京、上海的户口资源稀缺，国际学校的学费可覆盖部分学区房价格的教育溢价。随着国内二三线城市快速发展，居民收入不断提高的大环境下，二三线城市的发展潜力不容小觑。

图 9：我国国际学校主要分布在一线城市，二三线发展潜力较大



资料来源：新学说，民生证券研究院

（二）协同效应增强，品牌价值进一步提升

1、教育资源丰富，兼具艺术、体育特色

公司定位国际学校教育，未来构建“实体学校+体育、艺术培训+营地教育+品牌输出”的经营模式。学校具有雄厚的师资配置，海淀凯文依附清华附中，由清华附选派师资和管理团队，朝阳凯文则选聘多年 IB 或国际教学经验的教师，课程体系多样化，同时注重艺术能力培养，教育、体育、艺术资源丰富，更是以艺术和体育教育为特色。目前已拥有美国职业棒球大联盟 (MLB)、美国 IMG 学院、加拿大哥维根首都人冰球俱乐部、英国曼城足球俱乐部、中国网球公开赛、英国职业高尔夫球协会等世界一流的合作伙伴。海淀凯文学校拥有世界顶级赛事规格的运动比赛场地和教学硬件设施，如国际田联黄金联赛规格的蓝色跑道、按中网钻石球场标准建设的网球场、高尔夫球场、室内/外棒（垒）球场等。朝阳凯文校园内建设了冰上运动馆、足球场、篮球场、网球场、田径场、标准游泳池等各类体育场馆，以及剧院、小剧场、琴房、排练厅、舞蹈室等。学校以体育和艺术教育引领学生综合素质培养，将艺体课程纳入必修，不断和国际教育接轨。

2、收购海外艺术资源，迈出国际化布局的步伐

为加强协同效应，全资子公司文华学信于 2018 年 2 月 14 日与美国瑞德大学签订投资意向协议，瑞德大学将其下属的威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校、威斯敏斯特继续教育学院各自运营和业务所需的相应资产及相关权益以 4000 万美元转让给文华学信或其下属机构。美国瑞德大学的三所学院可有效地向国内输出优质艺术教育资源，高端优质的教育品牌形象将得到凸显。威斯敏斯特合唱音乐学院注重对音乐技能的培训，辅以文科学习，以其音乐教育、声乐表演、钢琴表演、教育学、音乐理论、作曲等专业而出名；威斯敏斯特音乐学校是瑞德大学艺术学院的社区音乐学院，面向不同年龄层次、技能水平、经济背景的音乐家，提供集中的一对一课程，以及广泛的课程和表演项目；威斯敏斯特继续教育学院提

供暑期项目、专业发展论坛、国际交流学习机会，以及为初高中学生和成人开展夏季项目。

表 2：美国瑞德大学的三所学院拥有优质的艺术教育资源

学院名称	简介
威斯敏斯特合唱音乐学院	成立于 1926 年，大约有 300 名本科在校生和 100 名研究生在校生，教职人员与在校生的比例约为 1:6。威斯敏斯特合唱音乐学院以其音乐教育，声乐表演，钢琴表演，教育学，音乐理论，作曲等专业，艺术管理学科而出名。该学院注重对音乐技能的培训，辅之以文科学习。
威斯敏斯特音乐学校	成立于 1970 年，大约有 120 多名教职人员，是瑞德大学艺术学院的社区音乐学院。威斯敏斯特音乐学校面向各个不同年龄层次，技能水平，经济背景的音乐家，并提供集中的一对一课程。此外，威斯敏斯特音乐学校还提供广泛的课程和表演项目。威斯敏斯特音乐学校是美国公认的教育机构，是美国社区艺术教育协会成员。
威斯敏斯特继续教育学院	威斯敏斯特继续教育学院提供暑期项目，专业发展论坛，国际交流学习机会，以及一些为初高中学生和成人所开展的夏季项目。

资料来源：民生证券研究院整理

三、招生计划稳步推进，盈利能力逐步释放

海淀凯文依附清华附中，提供国际标准 AP 课程。海淀凯文依附清华附中，由清华附中选派师资和管理团队，学校按照清华附中一体化国际学校的教师标准进行招聘和培训，教师团队具备优秀的学术水平和丰富的教学经验，部分教师还参加过大型国际课程项目开发与研究，其中，硕士及以上学历达 70%，50% 以上的教师拥有 2 个以上专业学位，平均教龄超过 11 年。课程方面，学校采用美国教学架构，将中美课程有效结合，中外教相互配合。在高中阶段，为学生提供 AP 课程，该课程已通过美国大学理事会认证，为具有国际标准的 AP 课程。此外，学校还开设与国际接轨的拓展课程，作为核心课程的补充和完善。

朝阳凯文师资力量雄厚，IB 课程体系完备。朝阳凯文实行自主办学，定位 K12 国际教育，计划提供国际 IB 课程，预计小学部、初中部、高中部和艺术高中部招生规模分别为 800、900、2100、300 人，合计 4100 人，预计 7 年实现满员，满员后收入预计达 9.97 亿元。随着学校品牌力增强、满员率提升，公司业绩有望逐步释放。学校拥有符合国家大纲的全学段 IB 课程体系，包含 PYP、MYP 和 DP 三个阶段，以国家课程标准和 IB 教学体系分配各年级各学科教学时间和学科知识，兼顾学习能力和创新思维。IB 教学体系被全球教育界认可，已有两千多所大学认可 IB 文凭，是国际学生考取国外大学的理想选择。

图 10：学校的 IB 课程体系包含 PYP、MYP 和 DP 三个阶段



资料来源：新学说，民生证券研究院

目前在校生数达 900 人，招生计划稳步推进。海淀凯文学校实施小班额制，每班人数 20-25 人，师生比 1: 5 左右，可容纳学生规模为 1300-1600 人，预计未来 2-3 年可满员，满员后收入预计为 4.31 亿元。朝阳凯文实行自主办学，定位 K12 国际教育，计划提供国际 IB 课程，预计小学部、初中部、高中部和艺术高中部招生规模分别为 800、900、2100、300 人，合计 4100 人，预计 7 年实现满员，满员后收入预计达 9.97 亿元。目前两所学校的在校生数达 900 人，招生计划在稳步推进中，随着学校品牌力增强、满员率提升，公司业绩有望逐步释放。

四、盈利预测与投资建议

公司作为 A 股首个纯正教育标的，立足一线城市并逐渐向全国发达城市辐射，未来将受益于日益壮大的大众富裕阶层对国际学校的需求旺盛。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.08/0.33/0.53，对应 PE 分别为 158/38/24 倍。考虑到公司建设期间的折旧摊销、教职工薪酬等占比较高，随着满员率提升，达到盈亏平衡点后，业绩有望实现大幅增长，不考虑并购，19-20 估值有望降至 38/24 倍，给予“强烈推荐”评级。

五、风险提示

满员率提升不及预期，项目实施进展缓慢，居民可支配收入增速下降。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	620	554	818	1,317
营业成本	593	486	606	918
营业税金及附加	4	4	4	7
销售费用	10	7	9	14
管理费用	70	91	123	197
EBIT	(57)	(35)	76	181
财务费用	35	(16)	(25)	(25)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	148	60	85	90
营业利润	58	41	186	296
营业外收支	(6)	3	3	5
利润总额	52	44	188	301
所得税	32	5	23	36
净利润	20	39	165	265
归属于母公司净利润	23	39	165	265
EBITDA	27	106	211	318

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	165	248	260	295
应收账款及票据	0	303	336	541
预付款项	0	15	18	28
存货	0	67	83	126
其他流动资产	144	144	144	144
流动资产合计	311	792	852	1152
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1387	1407	1427	1447
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2834	2712	3048	3384
资产合计	3145	3503	3900	4536
短期借款	280	280	280	280
应付账款及票据	484	550	680	915
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	934	1254	1485	1856
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	934	1254	1485	1856
股本	499	499	499	499
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	2211	2250	2415	2680
负债和股东权益合计	3145	3503	3900	4536

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	92.2%	-10.7%	47.7%	61.0%
EBIT 增长率	20.3%	-39.0%	-318.2%	139.0%
净利润增长率	124.2%	66.0%	328.7%	59.8%
盈利能力				
毛利率	4.4%	12.2%	25.8%	30.3%
净利率	3.8%	7.0%	20.2%	20.1%
总资产收益率 ROA	0.7%	1.1%	4.2%	5.8%
净资产收益率 ROE	1.1%	1.7%	6.9%	9.9%
偿债能力				
流动比率	0.3	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.6	0.5	0.6
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	105.6	200.0	150.0	150.0
存货周转天数	121.6	50.0	50.0	50.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.1	0.3	0.5
每股净资产	4.4	4.5	4.8	5.4
每股经营现金流	(0.4)	0.1	0.8	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	252	158	38	24
PB	2.8	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	237.8	59.5	29.8	19.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	20	39	165	265
折旧和摊销	82	141	136	138
营运资金变动	(170)	(78)	183	107
经营活动现金流	(180)	39	397	414
资本开支	871	15	470	469
投资	874	0	0	0
投资活动现金流	(225)	45	(385)	(379)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(605)	0	0	0
筹资活动现金流	368	(0)	0	0
现金净流量	(37)	83	12	36

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：我国出国留学人数不断增加，以自费为主.....	3
图 2：国际学校优势明显	4
图 3：我国教育行业以公共支出为主.....	4
图 4：国家财政性教育投入力度不断加大.....	4
图 5：民办教育的相关政策法规进展不断加快.....	5
图 6：我国 K12 教育招生规模不断下降（万人）	6
图 7：民办学校 K12 教育招生规模呈上升趋势（万人）	6
图 8：我国民办国际学校增速加快，公立国际班增速放缓.....	6
图 9：我国国际学校主要分布在一线城市，二三线发展潜力较大	8
图 10：学校的 IB 课程体系包含 PYP、MYP 和 DP 三个阶段.....	10

表格目录

表 1：我国涉及国际学校的上市公司简介.....	7
表 2：美国瑞德大学的三所学院拥有优质的艺术教育资源	9

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

黄瑞云，中国社会科学院金融学硕士，2016年加入民生证券研究院，从事社会服务行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。