

# 盛通股份 (002599.SZ) 教育行业

评级：买入 维持评级

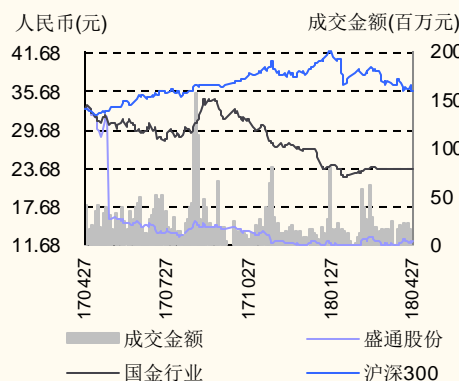
公司点评

市场价格(人民币): 12.42元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	184.64
总市值(百万元)	4,023.00
年内股价最高最低(元)	33.33/11.68
沪深 300 指数	3756.88
深证成指	10324.47



## 相关报告

- 《盛通股份修正 2017 年年度业绩预告, 预计归母净利润达 0.9-...》, 2018.1.31
- 《盛通股份三季报: Q1-Q3 乐博教育并表致业绩大增, 净利同比增...》, 2017.10.27
- 《盛通股份公司点评》, 2017.8.25
- 《入股编程猫, 或进军少儿编程领域-入股编程猫, 或进军少儿编程领...》, 2017.5.16
- 《2016 年年报点评: 印刷主业现回暖, 教育业务完成业绩承诺稳步...》, 2017.4.27

吴劲草 联系人  
wujc@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 盛通股份 2017&2018Q1 业绩点评——2017、2018Q1 归母净利同增 153.55%、289.64%，出版+教育业务稳步推进

### 公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.270	0.286	0.404	0.477	0.564
每股净资产(元)	5.09	4.74	4.99	5.42	5.93
每股经营性现金流(元)	1.10	-0.03	1.13	0.71	0.81
市盈率(倍)	146.06	41.35	30.75	26.06	22.03
行业优化市盈率(倍)	96.96	96.96	96.96	96.96	96.96
归母净利润增长率(%)	86.98%	153.55%	41.36%	18.02%	18.28%
净资产收益率(%)	5.31%	6.02%	8.09%	8.79%	9.50%
总股本(百万股)	135.00	324.01	323.91	323.91	323.91

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 4月26、27日, 盛通股份发布2017年报及2018一季报。2017年, 公司实现营收14.03亿元, 同比增长66.40%; 实现归母净利润0.93亿元, 同比增长153.55%。2018年一季度, 公司实现营收3.79亿元, 同比增长70.3%; 实现归母净利润0.10亿元, 同比增长289.64%。
- 出版+教育齐头并进, 教育、出版文化综合服务生态圈雏形已现。2017年, 出版综合服务业务营收12.21亿, 同比增长44.73%, 占公司总收入的86.98%, 毛利率15.71%。教育培训业务(乐博教育)营收1.83亿元, 同比增长21.25%, 毛利率47.57%, 净利润2970万元, 同比增长14.02%。
- 业务领域不断延拓, 素质教育板块建设持续进行。公司加快投资并购的步伐, 持续布局STEAM教育健康格局。①收购机器人教育龙头乐博教育, 2017年1月开始并表, 驱动业绩增长。公司2016年收购乐博教育, 切入机器人教育领域, 打造STEAM教育第一股。乐博教育凭借其在机器人教育市场领先地位, 为STEAM品牌塑造提供有力保障。直营网点有计划扩张, 截至2017年底, 公司在25个省及直辖市, 拥有93家直营店和190家加盟店, 覆盖全国所有一线、二线城市, 涉及所有三、四线发达城市。②2017年, 子公司入股编程猫(少年编程)、小橙堡(儿童剧), 实现优势互补、资源整合。盛通进一步塑造STEAM教育品牌, 未来教育产业链可期。
- 报告期内, 公司发布第二期员工持股计划。本次员工持股计划向员工募集3000万元劣后级份额, 按照1:2的杠杆, 优先级份额为6000万元, 共9000万元。已购买公司股票257万股, 共计3546万元, 占总数的39.4%。

### 投资建议

- STEAM教育需求持续增长, 政策催化不断, 如近期教育部门拟将编程纳入必修体系, 认知需求提升+政策持续催化下, 未来3-10年STEAM教育有望持续享受行业红利, 公司作为STEAM教育最大供应商之一, 将很大程度享受行业红利。此外, 公司印刷主业同样迎来快速增长, 主要原因是去产能背景下, 公司作为印刷龙头企业, 体现出较强竞争优势。我们预计18-20年EPS分别为0.40元、0.48元、0.56元, 对应PE为31x、26x、22x。建议18年积极关注盛通股份, 给予买入评级, 目标价17元。
- 风险提示: 出版业务成本增加或环保要求增高; 教育业务拓展不及预期; 新开网点招生不及预期; 行业竞争激烈等风险。

## 1 盛通股份 2017 年年报财务数据：营收 14.03 亿元归母净利 0.93 亿元，迎来高增长

### 1.1 营收 66.40%增速上升，归母净利高增长 153.55%

- 4 月 26 日晚，盛通股份发布 2017 年年报。2017 年，公司实现营业收入 14.03 亿元，同比增长 66.40%；实现归属于上市公司股东的归母净利润 0.93 亿元，同比增长 153.55%。

### 1.2 毛利率 20.21%净利率 6.60%，呈逐年上升趋势

- 2017 年，公司整体毛利率 19.86%，+2.11pct YOY；公司整体净利率 6.60%，+2.26pct YOY。可以看出，公司毛利率、净利率呈逐年上升的趋势。

### 1.3 管理费用占比上升，销售、财务费用占比下降

- 2017 年，公司管理费用率由 7.76%上升 0.55pct 至 8.31%，管理费用同比增加 78.16%，主要原因是合并乐博教育财务报表增加了职工薪酬、房租；销售费用率由 4.65%下降 0.75pct 至 3.90%，销售费用同比增加 39.54%，主要原因是合并乐博教育财务报表增加了销售费用；财务费用率由 0.75%下降 0.72pct 至 0.03%，财务费用同比减少 92.40%，主要原因为利息支出的减少和汇兑收益。

## 2 盛通股份 2018 年一季报财务数据：营收 3.79 亿元归母净利 0.10 亿元，持续高增长

### 2.1 营收 70.3%增速上升，归母净利高增长 289.64%

- 4 月 27 日，盛通股份发布 2018 年一季报。2018 年一季度，公司实现营业收入 3.79 亿元，同比增长 70.3%；实现归属于上市公司股东的归母净利润 0.10 亿元，同比增长 289.64%。

### 2.2 毛利率 16.92%，净利率 2.57%

- 2018 年一季度，公司整体毛利率 16.92%，-1.60pct YOY；公司整体净利率 2.57%，+1.17pct YOY。

### 2.3 管理、销售、财务费用占比均下降

- 2018 年一季度，公司管理费用率由 10.44%下降 1.92pct 至 8.52%，管理费用同比增加 38.98%，主要原因是业务版块增加以及业务快速增长管理升级时的管理成本投入增加；销售费用率由 6.77%下降 1.80pct 至 4.97%，销售费用同比增加 25.08%；财务费用率由 0.45%下降 0.42pct 至-0.03%，财务费用同比减少 112.97%。

## 3 出版+教育齐头并进，教育、出版文化综合服务生态圈雏形已现

- 盛通股份坚持其教育、出版文化综合服务生态圈的发展战略。报告期内，公司完成乐博教育的并购，投资编程猫、小橙堡；并充分利用“出版服务云平台”，深挖出版业务增长能力。
- 2017 年，印刷综合服务业务营业收入 12.21 亿，同比增长 44.73%，占公司总收入的 86.98%，毛利率 15.71%。
- 教育培训业务（乐博教育）2017 年实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 21.25%，毛利率 47.57%，实现净利润 2970 万元，同比增长 14.02%；2018 年一季度实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 21.25%，毛利率 47.57%，实现净利润 2970 万元，同比增长 14.02%。

### 3.1 机器人教育龙头，打造最科学合理的教育体系

- 2016年，公司发行股份&现金合计4.3亿元收购乐博教育100%股权，并于2017年1月11日完成工商变更登记，本报告期顺利并表。乐博教育系全国最大的机器人教育机构，发展迅速。其创始人深耕教育行业多年，经验丰富。且课程科学合理，逐层递进符合教育规律。
- 乐博教育业绩稳定增长，直营网点有计划扩张。截至2017年底，公司在25个省及直辖市，拥有93家直营店和190家加盟店，覆盖全国所有一线、二线城市，涉及所有三、四线发达城市。
- 深耕机器人教育，研发新品类课程。乐博在延续原有的机器人培训的基础之上，不断研发新课程，其中Python, Scratch课程已在多地开展。我们认为，目前较为分散的机器人教育市场中，乐博教育已经成为最大规模的机构，而未来凭借优秀的课程体系，合理的管理体系，高质量的服务，有望进一步扩张，强化品牌知名度，扩大市场占有率，成为机器人教育的龙头企业，并引领整个市场的标准制定以产生超额利润。

### 3.2 入股编程猫、小橙堡，持续布局素质教育

- 进军少年编程，呼应乐博机器人教育。编程猫进校资源极强，用户体量领先绝大多数国内竞争对手。目前已累计注册用户20余万人，进入几百所中小学，月活达到4万余人，二次购买率达到83%。编程猫将协同乐博教育的机器人业务，实现优势互补、资源整合，稳步进军少儿编程领域，进一步完善编程教育资源配置。
- 关注儿童剧，延续教育文化基因。小橙堡系亲子类文化艺术综合服务提供商，聚焦儿童剧业务，并在15年、16年连续两年儿童剧机构票房收入排名第一。儿童剧业务与先前布局的编程教育具有差异化，能有效实现领域互补，并有协同效应。且公司主业为出版印刷，天然具有优秀的教育文化基因，增资小橙堡或助力公司打造教育文化生态圈。
- 业务领域不断延拓，素质教育板块建设持续进行。公司加快投资并购的步伐，持续布局STEAM教育健康格局。公司2016年收购乐博教育，切入机器人教育领域，打造STEAM教育第一股。乐博教育凭借其在机器人教育市场领先地位，为STEAM品牌塑造提供有力保障。盛通STEAM教育品牌的进一步塑造，有利于吸纳整合优质教育资源，未来教育产业链可期。

### 3.3 股权激励协同二期员工持股计划，深度绑定骨干员工利益

- 2017年，公司发布限制性股权激励计划。该股权激励计划已于2017年6月13日向符合授权条件的197名激励对象授予限制性股票328万股，授予价格为每股9.485元。本激励计划的解除限售考核年为2017-2019年三个会计年，每个会计年考核一次，以达到绩效考核目标作为解除限售条件。
- 2017年，公司发布第二期员工持股计划。本次员工持股计划向员工募集3000万元劣后级份额，按照1:2的杠杆，优先级份额为6000万元，共9000万元。已购买公司股票257万股，共计3546万元，占总数的39.4%。本次员工持股计划的对象为公司高管6人及其余核心骨干员工248人，锁定期为12个月，存续期为24个月。
- 该股权激励计划协同二期员工持股计划将深度绑定骨干员工利益，注入长期增长动力。公司进一步建立健全员工长效激励机制，充分调动核心员工的积极性，促使员工和公司齐心协力，共谋未来长久发展。且股权激励计划解锁条件和业绩等考核绑定，有效激励公司业务增长。

### 3.4 实现与乐博教育的有机融合，围绕4-12岁儿童家庭消费升级布局素质教育

- 2018年1月，乐博教育正式成为教育部教育装备研究与发展中心“现代教育装备应用协同创新中心”成员单位，研发中小学生机器人教育相关课程、教材、评价标准和相关技术设备，推广中小学机器人创客实验室。2018年2月，乐博教育与工信部旗下北京信通有限责任公司签署合作框架协议，开始进行机器人赛事的开发和升级、机器人科普实践活动的落地推广。在乐博教育支持和推动下，上市公司全资子公司北京盛通知行教育科技有限公司

公司于 2018 年初以现金收购广州中鸣数码科技有限公司 51% 股权。中鸣数码是以全国中小学及各地市教育局、科协、青少年宫为主要客户的中国教育机器人行业的知名企业，国家高新技术企业。拥有 60 余项专利知识产权的机器人产品，在全国设立了 100 多个办事处和经销商，中鸣参与或主办了多项全国性机器人竞赛活动，在广大中小學生中具有较大的影响力。上述 2B 端的业务布局为扩大乐博教育 B 端品牌影响力和知名度，提升竞争能力奠定了良好的基础。此外，上市公司推动对乐博教育高管及业务骨干实现股权激励计划，积极探索和完善上市公司体系下培训业务中长期激励体系。

- 2017 年，公司聚焦 4-12 岁青少年素质教育领域先后控股、投资多家素质教育及其相关项目，聚合行业资源推动公司教育培训业务深入布局 and 快速发展。2017 年 11 月，编程猫完成由高瓴资本领投的 1.2 亿 B 轮融资。2017 年 9 月，盛通知行与韩国最大少儿数学思维培训上市公司 CMS EDU Co.,Ltd 共同出资设立盛思数维（北京）教育科技有限公司，双方致力于中国青少年创新思维能力培训。2018 年 1 月，盛通通过并购基金投资素质教育——迈格森。迈格森是由新东方与美国知名教育出版集团 McGraw-Hill Education 共同发起设立的青少年素质英语教学品牌。公司主营业务为针对 3-18 岁青少年的英语培训，目前已在北 京、天津、成都、重庆、沈阳、广州成立 23 个直营教学点。2017 年 8 月，盛通股份与国内最著名的天使投资机构真格基金共同发起成立“真格教育基金”，针对教育领域的公司进行从天使轮到 pre-IPO 全阶段的投资。公司围绕 4-12 岁儿童家庭消费升级需求，围绕素质教育，积极利用资本工具，不断聚合优秀团队和行业资源，发挥整合协同效应，将为公司不断增长的可持续竞争能力奠定坚实基础。另一方面，上述投资预期将为公司带来了良好的投资收益，以公司于 2016 年 10 月投资的韩国乐博为例，韩国乐博已于 2017 年 12 月完成在韩科斯达克股票市场上市，公司预期将在未来实现良好的投资收益。

#### 4 投资建议

- STEAM 教育需求持续增长，政策催化不断，如近期教育部门拟将编程纳入必修体系，认知需求提升+政策持续催化下，未来 3-10 年 STEAM 教育有望持续享受行业红利，公司作为 STEAM 教育最大的供应商之一，将很大程度上享受行业的红利。此外，公司印刷主业同样迎来快速增长，主要原因是去产能背景下，公司作为印刷龙头企业，体现出较强竞争优势。我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.40 元、0.48 元、0.56 元，对应 PE 为 31x、26x、22x。建议 18 年积极关注盛通股份，给予买入评级，目标价 17 元。

#### 5 风险提示

- 出版业务原材料成本进一步上升、人力资源成本上升且环保政策新规趋严
- 教育业务拓展或不达预期

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>701</b>	<b>843</b>	<b>1,403</b>	<b>1,668</b>	<b>1,873</b>	<b>2,094</b>
增长率		20.3%	66.4%	18.8%	12.3%	11.7%
主营业务成本	-579	-694	-1,125	-1,312	-1,438	-1,567
%销售收入	82.5%	82.3%	80.1%	78.7%	76.7%	74.9%
毛利	122	150	279	356	436	526
%销售收入	17.5%	17.7%	19.9%	21.3%	23.3%	25.1%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-10	-13	-16
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
营业费用	-40	-39	-55	-75	-97	-126
%销售收入	5.6%	4.7%	3.9%	4.5%	5.2%	6.0%
管理费用	-56	-65	-117	-133	-159	-188
%销售收入	7.9%	7.8%	8.3%	8.0%	8.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	23	39	99	137	166	197
%销售收入	3.3%	4.6%	7.1%	8.2%	8.9%	9.4%
财务费用	-11	-6	0	5	9	13
%销售收入	1.5%	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-3	-5	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9	27	100	142	175	210
营业利润率	1.3%	3.2%	7.1%	8.5%	9.3%	10.0%
营业外收支	13	17	11	12	11	10
税前利润	22	44	110	154	186	220
利润率	3.2%	5.2%	7.9%	9.2%	9.9%	10.5%
所得税	-3	-7	-18	-23	-32	-37
所得税率	13.1%	16.7%	16.0%	15.0%	17.0%	17.0%
净利润	19	37	93	131	154	183
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>93</b>	<b>131</b>	<b>154</b>	<b>183</b>
净利率	2.8%	4.3%	6.6%	7.8%	8.2%	8.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	19	37	93	131	154	183
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	62	65	99	75	79	83
非经营收益	2	8	-3	-16	-10	-10
营运资金变动	-43	40	-198	176	7	5
<b>经营活动现金净流</b>	<b>41</b>	<b>149</b>	<b>-10</b>	<b>365</b>	<b>231</b>	<b>262</b>
资本开支	-120	-79	-105	-85	-37	-38
投资	-22	-11	7	-14	-11	-11
其他	37	13	6	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-105</b>	<b>-77</b>	<b>-92</b>	<b>-99</b>	<b>-48</b>	<b>-49</b>
股权募资	43	0	327	-34	0	0
债权募资	19	-25	-84	-64	-27	-1
其他	6	-11	-59	-19	-17	-16
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>68</b>	<b>-36</b>	<b>184</b>	<b>-117</b>	<b>-44</b>	<b>-17</b>
<b>现金净流量</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>82</b>	<b>149</b>	<b>139</b>	<b>195</b>

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	70	129	271	420	559	754
应收款项	228	300	417	473	531	593
存货	150	145	257	234	256	279
其他流动资产	16	17	92	84	87	91
流动资产	464	591	1,037	1,211	1,433	1,717
%总资产	37.5%	42.4%	44.1%	47.3%	51.9%	56.8%
长期投资	22	33	85	99	110	121
固定资产	614	679	707	678	645	609
%总资产	49.6%	48.8%	30.1%	26.5%	23.4%	20.2%
无形资产	67	69	483	543	544	545
非流动资产	774	802	1,312	1,349	1,329	1,304
%总资产	62.5%	57.6%	55.9%	52.7%	48.1%	43.2%
<b>资产总计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,393</b>	<b>2,349</b>	<b>2,560</b>	<b>2,762</b>	<b>3,021</b>
短期借款	120	110	41	24	0	0
应付款项	361	506	686	882	970	1,061
其他流动负债	21	16	22	26	29	32
流动负债	502	632	749	933	999	1,093
长期贷款	41	30	15	8	5	4
其他长期负债	45	44	46	0	0	0
<b>负债</b>	<b>588</b>	<b>706</b>	<b>810</b>	<b>941</b>	<b>1,004</b>	<b>1,097</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>649</b>	<b>687</b>	<b>1,537</b>	<b>1,618</b>	<b>1,756</b>	<b>1,922</b>
少数股东权益	0	0	2	2	2	2
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,393</b>	<b>2,349</b>	<b>2,560</b>	<b>2,762</b>	<b>3,021</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.145	0.270	0.286	0.404	0.477	0.564
每股净资产	4.809	5.090	4.743	4.993	5.419	5.933
每股经营现金净流	0.302	1.103	-0.032	1.126	0.712	0.807
每股股利	0.030	0.030	0.050	0.050	0.050	0.050
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.01%	5.31%	6.02%	8.09%	8.79%	9.50%
总资产收益率	1.58%	2.62%	3.94%	5.11%	5.59%	6.04%
投入资本收益率	2.47%	3.89%	5.22%	7.07%	7.81%	8.46%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	12.70%	20.28%	66.40%	18.84%	12.33%	11.75%
EBIT 增长率	54.43%	68.10%	157.21%	38.07%	20.81%	18.49%
净利润增长率	71.20%	86.98%	153.55%	41.36%	18.02%	18.28%
总资产增长率	14.46%	12.62%	68.59%	9.00%	7.87%	9.39%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	100.4	107.2	86.0	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	97.9	77.6	65.3	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	90.6	88.5	68.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	274.7	292.9	183.6	147.4	124.1	104.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	13.89%	1.58%	-13.97%	-23.96%	-31.50%	-38.96%
EBIT 利息保障倍数	2.2	6.1	207.4	-30.2	-18.3	-14.7
资产负债率	47.51%	50.65%	34.49%	36.74%	36.35%	36.31%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	7	15	20
增持	0	0	2	4	9
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	1	1
评分	1.00	1.00	1.22	1.43	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-28	买入	38.82	50.00~50.00
2	2017-04-05	买入	36.10	50.00~50.00
3	2017-04-12	买入	33.44	50.00~50.00
4	2017-04-27	买入	30.71	50.00~50.00
5	2017-05-16	买入	28.60	N/A
6	2017-08-25	买入	14.65	22.00~22.00
7	2017-10-27	买入	14.06	N/A
8	2018-01-31	买入	12.00	17.00~17.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票归母净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票归母净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH