

# 凯文教育 (002659)

证券研究报告

2018年06月22日

4000万美金收购威斯敏斯特合唱音乐学院等三校，锁定顶级音乐教育 IP 丰富国际学校资源

**4000万美金收购威斯敏斯特合唱音乐学院等三校**，6月21日，公司公告，凯文教育全资子公司文华学信与美国瑞德大学(Rider University)签订《收购与出售协议》，协议约定文华学信拟在美国新泽西州设立子公司普林斯顿威斯敏斯特国际有限责任公司，并以此公司为主体收购美国瑞德大学下属的威斯敏斯特合唱音乐学院(Westminster Choir College)、威斯敏斯特音乐学校(Westminster Conservatory of Music)和威斯敏斯特继续教育学院(Westminster Continuing Education)。

卖方向买方转让其所持有的为三所学院运营和业务相关的所有有形资产、无形资产、房地产和已利用或可用权利(不包括留存资产，但包括校园)中的一切权利、所有权和利益，包括但不限于校舍土地；教学设备设施；与学院相关的许可证、协议和其他文书；所有课程；应收款项；运营资料和记录；知识产权等。**转让内容还包括，将当前价值约为1900万美元的捐赠基金以及交割日之前收到的所有新增捐款转入威斯敏斯特合唱音乐学院。**

本次受让三所院校均系专业从事音乐艺术专业的高等教育学校，该案例为中国公司首次成功收购海外高校。交易对手瑞德大学(Rider University)系一家(美国)新泽西州的非盈利性机构。瑞德大学成立于1865年，属于一所私立大学。该大学大约有241名教职人员，5100名学生，包括本科在校生、研究生以及其它成人教育学生。根据最新US News的美国北部地区性最好大学排名，该大学位列第34。

对于本次投资意向协议的签订，**第一**，作为凯文教育业务在全球布局的开端之作，对于增强公司跨文化运营能力、提升品牌价值和竞争力具有重要作用；**第二**、收购完成后，公司经营链条将延伸到高等教育阶段，产业布局进一步完善；**第三**、有效协同现有国际教育业务，输出优质音乐教育资源，公司旗下凯文国际学校注重艺术能力培养的优势将得到进一步巩固，高端优质的教育品牌形象也将得到凸显；**第四**、本次收购系中国企业首次成功收购海外高校，对于提升凯文在海外高校全影响力奠定良好基础。

**维持盈利预测，给予买入评级**，实控人海淀国资委教育资产优厚，凯文海淀携手清华附，借力其优质国际教育办学经验加快自身发展，缩短培育期打造良好口碑；凯文朝阳增加高端艺术体育等素质培训，实现差异化定位。公司是A股教育资源禀赋最强的龙头型公司，专注打造高端优质国际教育品牌。定增10亿投入青少年素质教育平台，开启国际教育+素质培训双轨培训模式。由于目前公司两所学校尚处于培育期，同时考虑到17年非经常性损益影响，我们预计公司18-20年EPS分别为0.06/0.24/0.47元。

**风险提示：**收购本身存在不确定性、中国国际学校行业发展不达预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	322.64	620.21	744.25	967.53	1,335.19
增长率(%)	(57.73)	92.23	20.00	30.00	38.00
EBITDA(百万元)	(60.47)	160.25	83.26	193.99	347.17
净利润(百万元)	(96.05)	23.26	29.60	119.92	233.57
增长率(%)	(3,453.75)	(124.22)	27.28	305.06	94.78
EPS(元/股)	(0.19)	0.05	0.06	0.24	0.47
市盈率(P/E)	(67.48)	278.66	218.93	54.05	27.75
市净率(P/B)	2.90	2.94	2.90	2.75	2.51
市销率(P/S)	20.09	10.45	8.71	6.70	4.85
EV/EBITDA	(178.63)	38.21	85.21	33.10	21.19

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	13.00元
目标价格	18.29元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	498.57
流通A股股本(百万股)	254.18
A股总市值(百万元)	6,481.37
流通A股市值(百万元)	3,304.32
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	29.30
一年内最高/最低(元)	17.08/10.59

## 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com	
<b>张璐芳</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020001 zhanglufang@tfzq.com	
<b>孙海洋</b>	联系人
sunhaiyang@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源: 贝格数据

## 相关报告

- 1 《凯文教育-公司点评:定增10亿投入青少年素质教育平台，开启国际教育+素质培训双轨培训模式》 2018-06-12
- 2 《凯文教育-年报点评报告:17年归母净利0.23亿元，A股国际教育龙头稳步发展》 2018-04-16
- 3 《凯文教育-公司点评:拟4000万美金收购威斯敏斯特合唱音乐学院等三所学校，协同现有高端国际学校业务》 2018-02-22

**4000 万美金收购威斯敏斯特合唱音乐学院等三校**，6月21日，公司公告，凯文教育全资子公司文华学信与美国瑞德大学（Rider University）签订《收购与出售协议》，协议约定文华学信拟在美国新泽西州设立子公司普林斯顿威斯敏斯特国际有限责任公司，并以此公司为主体收购美国瑞德大学下属的威斯敏斯特合唱音乐学院（Westminster Choir College）、威斯敏斯特音乐学校（Westminster Conservatory of Music）和威斯敏斯特继续教育学院（Westminster Continuing Education）。

卖方向买方转让其所持有的为三所学院运营和业务相关的所有有形资产、无形资产、房地产和已利用或可用权利（不包括留存资产，但包括校园）中的一切权利、所有权和利益，包括但不限于校舍土地；教学设备设施；与学院相关的许可证、协议和其他文书；所有课程；应收款项；运营资料和记录；知识产权等。**转让内容还包括，将当前价值约为 1900 万美元的捐赠基金以及交割日之前收到的所有新增捐款转入威斯敏斯特合唱音乐学院。**

**本次受让三所院校均系专业从事音乐艺术专业的高等教育学校，该案例为中国公司首次成功收购海外高校。**交易对手瑞德大学（Rider University）系一家（美国）新泽西州的非盈利性机构。瑞德大学成立于 1865 年，属于一所私立大学。该大学大约有 241 名教职人员，5100 名学生，包括本科在校生、研究生以及其它成人教育学生。根据最新 US News 的美国北部地区性最好大学排名，该大学位列第 34。

威斯敏斯特合唱音乐学院、威斯敏斯特音乐学校和威斯敏斯特继续教育学院位于美国新泽西州，隶属于瑞德大学，专业从事音乐艺术专业的高等教育。三所学院的基本情况如下：

#### ● 威斯敏斯特合唱音乐学院

威斯敏斯特合唱学院是一所寄宿制音乐学院，成立于 1926 年，建校 90 多年，是美国历史最悠久的音乐学院之一，也是全球唯一一所专注于合唱和声乐的艺术院校。

威斯敏斯特合唱学院开设本科和研究生项目，提供合唱编排、音乐教育、管风琴、钢琴、理论与作曲、声乐等多个专业方向的学位教育。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。同时还通过社区音乐学院和继续教育学院提供从初中到成人的各类专业音乐教育。该学院注重对音乐技能的培训，辅之以文科学习。

学院坐落于新泽西州，普林斯顿，其与卡内基音乐厅、费城交响乐团、纽约爱乐乐团等著名音乐机构建立了长期稳定的合作关系，以及与德国、奥地利等音乐机构的广泛的国际合作/交流。

学院隶属于瑞德大学（Rider University）艺术学院。瑞德大学是一所在劳伦斯维尔和普林斯顿都有校区的私立非营利学校，设有工商管理学院、文理学院、教育和人力学院、继续教育学院和艺术学院五个学院。2016 年秋季学校共有来自 80 多个国家的 5,106 名在校生。

#### ● 威斯敏斯特音乐学校

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。

继续教育学院向成人和初高中生提供暑期学校项目，并且负责初高中生在暑期项目期间的住宿。大部分项目由一到两周的强化器乐学习构成。面向高中的暑期项目也是威斯敏斯特合唱学院吸引潜在学生、提供选拔人才的机会。教学人员主要是威斯敏斯特的教师，增加了部分国际化的教员。

继续教育学院提供牛津、维也纳、奥地利和佛罗伦萨等地的海外学习项目，包括与牛津大学合唱团的合作、在维也纳的德语民谣学习以及佛罗伦萨的意大利歌剧体验等。同时，继续教育学院还提供在线教育项目，全学年（包括暑期）都有开课。

图 1：威斯敏特合唱学院（Westminster choir College）是一座寄宿制音乐学院，成立于 1926 年，建校 90 多年，是美国历史最悠久的音乐学院之一，也是全球唯一一所专注于合唱和声乐的艺术院校



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**物业价值凸显，坐拥核心地段且高校资源丰富**，毗邻大都市和商业区，位于普林斯顿中心，离纽约和费城仅 80 千米，地理位置优越。社区拥有丰富且高端的学校资源，包括普林斯顿大学、普林斯顿公立大学、普林斯顿胡恩中学等。未来或可重新开发校区物业，带来新的发展机会。

**音乐教育品牌获国际认可，行业知名度高**。威斯敏斯特合唱音乐学院等拥有获得格莱美等各大奖项的顶级表演、艺术家；且生源稳定，每年 320 名本科生和 105 名研究生入学。同时与顶尖艺术机构建立了紧密的演出合作，包括卡内基音乐厅、纽约爱乐乐团、费城交响乐队等。设置科学课程体系提升学生就业率。未来凯文利用音乐学院品牌价值，可进行更丰富的课程整合和市场拓展。

充分利用学院已有的教学优势和运营经验是进一步提升品牌价值的基础。**在中国设置校代，增加学校在中国的影响和知名度，扩展中国区/亚洲区的招生：**①暑期项目：在中国推广现有的暑期国际项目（包括德国、意大利、英国等项目）、面向初中和高中的音乐夏令营；②增加在中国的招生，包括本科和研究生项目；③利用已有的继续教育学院，增加面向中国本科和研究生的预科项目。

**业务延伸至高等教育领域，同时协同现有高端国际教育业务，凸显优质品牌形象**。凯文作为 A 股唯一国资 K12 学历制资产，构建顶级硬件设施壁垒，引入全球头部体育资源，打通优质出国留学通道，尽享京城旺盛教育需求。凯文现有海淀、朝阳学校引入清华附中优质公办资源，全力打造优质 IB 认证校。在坚持优质专业国际教育基础上，完善艺体特色，与曼城足球俱乐部、美国职业棒球大联盟、加拿大冰球俱乐部等国外体育机构展开合作开设棒球、足球、击剑、冰球、高尔夫等多项体育课程。本次收购国际艺术学校，将有利于凯文教育对接丰富的艺术教育资源，实现校内外教育的资源共享，打造公司独特的竞争优势。

**对于本次投资意向协议的签订，第一**，作为凯文教育业务在全球布局的开端之作，对于增强公司跨文化运营能力、提升品牌价值和竞争力具有重要作用；**第二**、收购完成后，公司经营链条将延伸到高等教育阶段，产业布局进一步完善；**第三**、有效协同现有国际教育业务，输出优质音乐教育资源，公司旗下凯文国际学校注重艺术能力培养的优势将得到进一步巩固，高端优质的教育品牌形象也将得到凸显；**第四**、本次收购系中国企业首次成功收购海外高校，对于提升凯文在海外高校全影响力奠定良好基础。

近日公司定增募资 10 亿打造高端艺体培训项目，致力于为 4-18 岁青少年提供一站式、高品质素质教育及成长培养的教育综合服务平台。该项目以市场需求为导向，以一站式素质教育中心为载体，以艺术、体育、科学思维和素质拓展等多元化的素质教育产品培训和服务为龙头，以标准化的课程体系和完备的师资力量为重点，以在线学习平台和智能教室为手段，以一体化教育培训配套设施和完善的运营管理信息系统为支撑，在天津、北京及

其他多个城市开设青少年素质教育中心。募投项目的实施一方面将拓展延伸现有教育产业布局，丰富业务架构，实现服务学生课内外资源打通；另一方面募投项目将实现凯文高端豪华艺体资源变现，丰富利润增长点。

**维持盈利预测，给予买入评级**，实控人海淀国资委教育资产优厚，凯文海淀携手清华附，借力其优质国际教育办学经验加快自身发展，缩短培育期打造良好口碑；凯文朝阳增加高端艺术体育等素质培训，实现差异化定位。公司是 A 股教育资源禀赋最强的龙头型公司，专注打造高端优质国际教育品牌。定增 10 亿投入青少年素质教育平台，开启国际教育+素质培训双轨培训模式。由于目前公司两所学校尚处于培育期，同时考虑到 17 年非经常性损益影响，我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.06/0.24/0.47 元。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	269.15	165.07	59.54	77.40	106.82
应收账款	408.58	1.66	757.94	396.29	1,196.55
预付账款	29.14	0.05	48.99	16.67	47.06
存货	395.09	0.06	968.03	265.10	1,131.14
其他	536.22	143.80	227.19	302.40	224.46
<b>流动资产合计</b>	<b>1,638.18</b>	<b>310.63</b>	<b>2,061.69</b>	<b>1,057.87</b>	<b>2,706.03</b>
长期股权投资	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20
固定资产	348.54	1,387.30	1,392.68	1,418.13	1,442.63
在建工程	977.12	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	499.71	956.25	939.43	922.62	905.81
其他	333.86	490.65	649.09	589.52	512.65
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,159.24</b>	<b>2,834.40</b>	<b>3,017.40</b>	<b>3,000.07</b>	<b>2,933.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,797.42</b>	<b>3,145.03</b>	<b>5,079.09</b>	<b>4,057.94</b>	<b>5,639.08</b>
短期借款	146.30	280.00	843.87	305.87	1,040.86
应付账款	734.33	438.31	1,096.02	951.65	1,160.44
其他	272.40	215.67	631.39	355.66	607.45
<b>流动负债合计</b>	<b>1,153.03</b>	<b>933.98</b>	<b>2,571.28</b>	<b>1,613.18</b>	<b>2,808.74</b>
长期借款	0.00	0.00	163.16	0.00	176.84
应付债券	108.05	0.00	71.93	59.99	43.97
其他	45.46	0.00	31.93	25.80	19.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>153.51</b>	<b>0.00</b>	<b>267.02</b>	<b>85.79</b>	<b>240.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,306.54</b>	<b>933.98</b>	<b>2,838.30</b>	<b>1,698.97</b>	<b>3,048.80</b>
少数股东权益	256.12	7.43	7.15	5.41	3.15
股本	498.57	498.57	498.57	498.57	498.57
资本公积	1,723.52	1,668.63	1,668.63	1,668.63	1,668.63
留存收益	1,735.40	1,705.47	1,735.08	1,855.00	2,088.57
其他	(1,722.74)	(1,669.05)	(1,668.63)	(1,668.63)	(1,668.63)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,490.88</b>	<b>2,211.05</b>	<b>2,240.79</b>	<b>2,358.97</b>	<b>2,590.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,797.42</b>	<b>3,145.03</b>	<b>5,079.09</b>	<b>4,057.94</b>	<b>5,639.08</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(99.81)	19.59	29.60	119.92	233.57
折旧摊销	37.28	83.57	35.44	37.76	40.15
财务费用	8.98	34.49	5.00	5.00	5.00
投资损失	(4.99)	(147.82)	(67.00)	(88.00)	(90.00)
营运资金变动	(807.06)	495.62	(931.07)	655.75	(1,081.21)
其它	550.75	(665.48)	(0.29)	(1.77)	(2.31)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(314.86)</b>	<b>(180.03)</b>	<b>(928.32)</b>	<b>728.65</b>	<b>(894.80)</b>
资本支出	923.77	845.74	28.07	86.13	56.55
长期投资	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
其他	(2,205.31)	(1,071.38)	(21.07)	(78.13)	(16.55)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,281.54)</b>	<b>(225.44)</b>	<b>7.00</b>	<b>8.00</b>	<b>40.00</b>
债权融资	294.99	280.00	1,100.36	386.55	1,275.70
股权融资	1,709.55	(90.53)	(4.16)	(4.57)	(4.57)
其他	(433.31)	178.83	(280.41)	(1,100.76)	(386.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,571.22</b>	<b>368.30</b>	<b>815.79</b>	<b>(718.79)</b>	<b>884.21</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(25.17)</b>	<b>(37.17)</b>	<b>(105.53)</b>	<b>17.86</b>	<b>29.41</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>322.64</b>	<b>620.21</b>	<b>744.25</b>	<b>967.53</b>	<b>1,335.19</b>
营业成本	336.21	593.04	587.96	667.60	827.82
营业税金及附加	5.66	4.04	32.75	44.51	60.08
营业费用	3.54	10.00	33.49	45.47	64.09
管理费用	48.44	69.87	80.23	97.72	132.18
财务费用	18.04	34.86	5.00	5.00	5.00
资产减值损失	31.29	(1.63)	29.00	44.00	34.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.99	147.82	67.00	88.00	90.00
其他	(9.98)	(295.47)	(134.00)	(176.00)	(180.00)
<b>营业利润</b>	<b>(115.54)</b>	<b>57.68</b>	<b>42.82</b>	<b>151.23</b>	<b>302.02</b>
营业外收入	3.34	0.45	4.50	6.70	10.10
营业外支出	14.86	6.61	8.71	4.30	5.00
<b>利润总额</b>	<b>(127.05)</b>	<b>51.52</b>	<b>38.62</b>	<b>153.63</b>	<b>307.12</b>
所得税	(27.24)	31.93	9.31	35.49	75.86
<b>净利润</b>	<b>(99.81)</b>	<b>19.59</b>	<b>29.31</b>	<b>118.14</b>	<b>231.26</b>
少数股东损益	(3.77)	(3.67)	(0.29)	(1.77)	(2.31)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(96.05)</b>	<b>23.26</b>	<b>29.60</b>	<b>119.92</b>	<b>233.57</b>
每股收益(元)	(0.19)	0.05	0.06	0.24	0.47

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-57.73%	92.23%	20.00%	30.00%	38.00%
营业利润	-1811.42%	-149.93%	-25.76%	253.15%	99.70%
归属于母公司净利润	-3453.75%	-124.22%	27.28%	305.06%	94.78%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-4.21%	4.38%	21.00%	31.00%	38.00%
净利率	-29.77%	3.75%	3.98%	12.39%	17.49%
ROE	-4.30%	1.06%	1.33%	5.10%	9.03%
ROIC	-14.04%	1.61%	7.10%	25.24%	77.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.41%	29.70%	55.88%	41.87%	54.07%
净负债率	41.56%	33.58%	21.82%	71.15%	47.68%
流动比率	1.42	0.33	0.80	0.66	0.96
速动比率	1.08	0.33	0.43	0.49	0.56
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	0.97	3.02	1.96	1.68	1.68
存货周转率	0.59	3.14	1.54	1.57	1.91
总资产周转率	0.10	0.18	0.18	0.21	0.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.19	0.05	0.06	0.24	0.47
每股经营现金流	-0.63	-0.36	-1.86	1.46	-1.79
每股净资产	4.48	4.42	4.48	4.72	5.19
<b>估值比率</b>					
市盈率	-67.48	278.66	218.93	54.05	27.75
市净率	2.90	2.94	2.90	2.75	2.51
EV/EBITDA	-178.63	38.21	85.21	33.10	21.19
EV/EBIT	-110.79	66.04	148.35	41.10	23.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com