

艺术陶瓷龙头跨入教育领域，构建职教综合产业链

——文化长城 首次覆盖

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

● 国内艺术陶瓷行业龙头，规模下滑布局教育领域寻发展：

文化长城原主营艺术陶瓷业务，是国内艺术陶瓷行业的龙头企业，近年来受宏观经济及陶瓷产业增长乏力等因素的影响，艺术陶瓷业务规模总体呈下滑态势。2015年公司开始布局教育领域，先后收购了联讯教育、智游臻龙、翡翠教育等优质教育资产，深耕职业教育产业链。目前，文化长城主营业务包括教育信息化服务、职业教育培训和艺术陶瓷。

● 整体业绩稳步增长，毛利率受惠教育业务大幅提升：

自2015年以来，公司业绩稳定增长，2018上半年受益于翡翠教育并表，实现营业收入4.01亿元，同比增长79.59%，归母净利润0.49亿元，同比增长175.69%。公司预计2018年前三季度实现归母净利润1.10-1.25亿元，同比增长120%-150%。毛利率方面，自踏入教育领域后，提升较为明显。2016、2017年毛利率分别为36.06%和49.72%，2017年相比2015年提升了21.66个百分点，2018H1毛利率44.38%，同比提升2.68个百分点，考虑到季节因素，预计全年毛利率将继续提升，并突破2017年。

● 参控股公司业务协同，构建职业教育综合服务产业链：

文化长城致力于通过控股、参股教育公司之间的业务协同，构建职业教育综合服务产业链，以提升人才职业全方位技能为核心，以教育信息技术为入口，深入在校学生的职业技能及素质提升，贯穿在职新人至专业人士的综合提升，为用户打造“在校学生—职场新人—职场专业人士”的各阶段成长链条。我们认为，随着公司职教产业链的逐步丰富、成熟，公司竞争力将进一步得到提升，推动业绩增长。

● 看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年净利润分别为2.49、3.43、4.60亿元，对应EPS分别为0.52、0.71和0.96元。当前股价对应2018-2020年PE分别为10、7和6倍。考虑到公司业务重心逐渐向教育转移，职教市场空间广阔，布局职教全产业链有助于提高公司核心竞争力。看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：收购子公司业绩不及预期风险，政策风险，汇率风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	452	540	1,122	1,400	1,752
增长率(%)	1.7	19.4	107.8	24.8	25.2
净利润(百万元)	137	73	249	343	460
增长率(%)	1004.1	-46.3	238.4	38.1	34.1
毛利率(%)	36.1	49.7	58.5	61.3	62.7
净利率(%)	30.2	13.6	22.2	24.5	26.3
ROE(%)	7.8	4.0	11.9	14.1	15.9
EPS(摊薄/元)	0.28	0.15	0.52	0.71	0.96
P/E(倍)	18.4	34.3	10.1	7.3	5.5
P/B(倍)	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9

推荐(首次评级)

市场数据

时间 2018.11.01

收盘价(元):	5.24
一年最低/最高(元):	4.58/10.8
总股本(亿股):	4.81
总市值(亿元):	25.21
流通股本(亿股):	2.77
流通市值(亿元):	14.52
近3月换手率:	213.34%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	10.03	-13.23	-27.55
绝对	1.74	-23.58	-48.83

相关报告

目 录

1、 文化长城：艺术陶瓷+教育，双轮驱动未来可期.....	4
1.1、 股权分散，实际控制人持股 32.31%	4
1.2、 国内艺术陶瓷行业龙头，规模下滑布局教育领域寻发展.....	4
1.3、 整体业绩稳步增长，毛利率受惠教育业务大幅提升.....	6
2、 联讯教育：切入教育领域的第一步.....	7
2.1、 主营教育信息化业务，辅以部分电子产品销售业务.....	8
2.1.1、 教育运营服务业务.....	9
2.1.2、 教育系统集成业务.....	10
2.1.3、 软件开发及技术服务及电子产品销售.....	11
2.2、 业绩双位数增长，毛利率上半年略有下滑.....	11
3、 智游臻龙：拥有完整人才产业链的综合性 IT 服务公司.....	12
4、 翡翠教育：专业的 IT 职业人才培养综合服务提供商.....	15
4.1、 学员数量、课程单价“量价齐升”.....	16
4.2、 快速扩张带动业绩增长，职业教育培训为营收主要来源.....	17
5、 参控股公司业务协同，构建职业教育综合服务产业链.....	19
5.1、 在校阶段 - 以教育信息技术为入口.....	19
5.2、 在校学生至职场新人过渡阶段 - 深入职业技能及综合素质提升.....	19
5.3、 职场新人向专业人士过渡阶段 - 将 IT 职业技术、企业综合人才服务业务相结合.....	20
6、 看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级.....	20
7、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

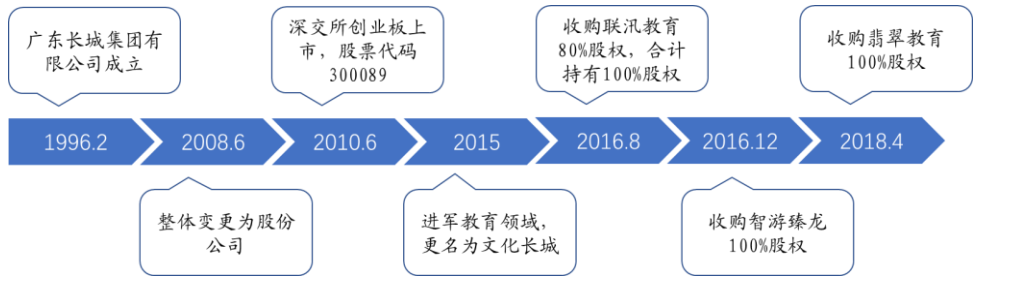
图 1： 文化长城发展历程.....	4
图 2： 文化长城股权结构.....	4
图 3： 文化长城艺术陶瓷创新体系.....	5
图 4： 2013-2018H1 艺术陶瓷业务营业收入及增速.....	6
图 5： 2013-2018H1 艺术陶瓷业务毛利率.....	6
图 6： 文化长城教育产业整体布局.....	6
图 7： 2013-2018H1 文化长城营业收入及增速.....	7
图 8： 2013-2018H1 文化长城归母净利润及增速.....	7
图 9： 2013-2018H1 文化长城费用率情况.....	7
图 10： 2013-2018H1 文化长城盈利情况.....	7
图 11： 联讯教育发展历程.....	8
图 12： 联讯教育教育运营服务经营模式.....	9
图 13： 联讯教育-教育管理公共服务平台.....	10
图 14： 联讯教育“人人通”.....	10
图 15： 2014-2018H1 联讯教育营业收入及增速.....	12
图 16： 2014-2018H1 联讯教育归母净利润及增速.....	12
图 17： 2014-2018H1 联讯教育盈利情况.....	12
图 18： 智游教育课程.....	13
图 19： 2015-2018H1 智游臻龙营业收入及增速.....	15
图 20： 2015-2018H1 智游臻龙归母净利润及增速.....	15
图 21： 翡翠教育主要产品.....	16

图 22: 2015-2017 年 9 月翡翠教育各类课程学员人数.....	17
图 23: 2015-2017 年 9 月翡翠教育学员人数及构成.....	17
图 24: 2015-2017 年 9 月翡翠教育各业务收入比例.....	18
图 25: 2015-2017 年 1-9 月翡翠教育毛利率.....	19
图 26: 2015-2017 年 1-9 月翡翠教育费用率.....	19
图 27: 在校阶段.....	19
图 28: 在校学生至职场新人过渡阶段.....	20
图 29: 职业新人向专业人士过渡阶段.....	20
表 1: 文化长城较具代表性的艺术陶瓷产品.....	5
表 2: 联讯教育业绩承诺完成情况.....	8
表 3: 联讯教育主要产品和服务.....	8
表 4: 联讯教育-教育资源公共服务平台.....	9
表 5: 联讯教育系统集成部分项目案例.....	11
表 6: 智游臻龙业绩承诺完成情况.....	12
表 7: 智游爱峰研发项目.....	14
表 8: 微玺投资投资项目.....	14
表 9: 翡翠教育业绩承诺情况.....	15
表 10: 2015-2017 年 9 月翡翠教育各学科课程情况.....	16
表 11: 2015-2017 年 9 月翡翠教育学员毕业去向.....	17
表 12: 昊育信息主要产品.....	17
表 13: 2015-2018H1 翡翠教育营收及净利润.....	18

1、文化长城：艺术陶瓷+教育，双轮驱动未来可期

文化长城前身系广东长城集团有限公司，于1996年2月1日成立，主营艺术陶瓷业务，2008年7月22日整体变更为广东长城集团股份有限公司，2010年6月25日在深交所创业板上市，股票代码为300089。2015年，公司确立艺术陶瓷与教育信息化双轮驱动的业务模式，并更名为广东文化长城集团股份有限公司。

图1：文化长城发展历程

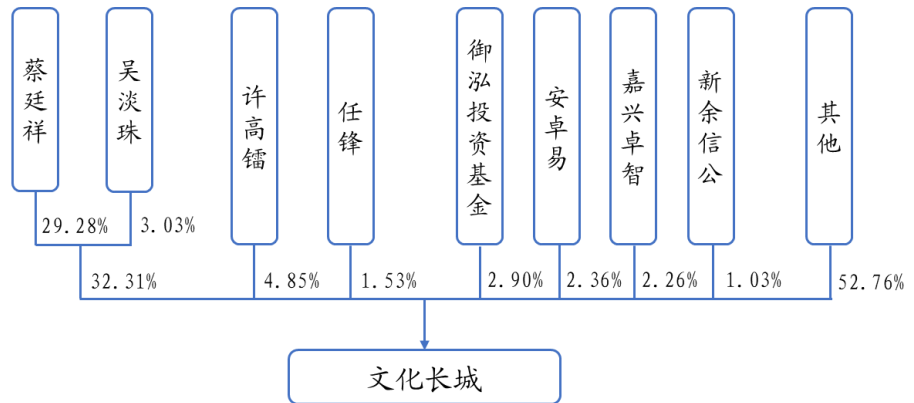


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.1、股权分散，实际控制人持股 32.31%

公司股权较为分散，第一大股东持股 29.28%，前十大股东合计持股 52.46%，其中高管（蔡廷祥、许高镭、吴淡珠、任锋）持股 38.69%，翡翠教育部分原股东（御泓投资基金、安卓易、嘉兴卓智、新余信公）持股 8.55%。公司实际控制人为董事长蔡廷祥及其配偶吴淡珠，合计持股 32.31%。

图2：文化长城股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、国内艺术陶瓷行业龙头，规模下滑布局教育领域寻发展

文化长城原主要从事创意艺术陶瓷的研究、开发、制造和经营。文化长城在行业内首先提出并推广创意艺术陶瓷，并采用信息化技术，将创意资源、工艺技术资源、市场营销资源进行了有效整合，以创意设计引领市场需求，提升产品品位和附加值；以先进的工艺技术提升产品品质和实现产业化，推动国内艺术陶瓷行业的产业升级。目前公司已自行开发设计出各式艺术陶瓷产品上万种，申报国家专利品种近百项。据中国轻工工艺品进出口商会统计，2017年文化长城工艺陶瓷出口排全国第三，是国内艺术陶瓷行业的龙头企业。

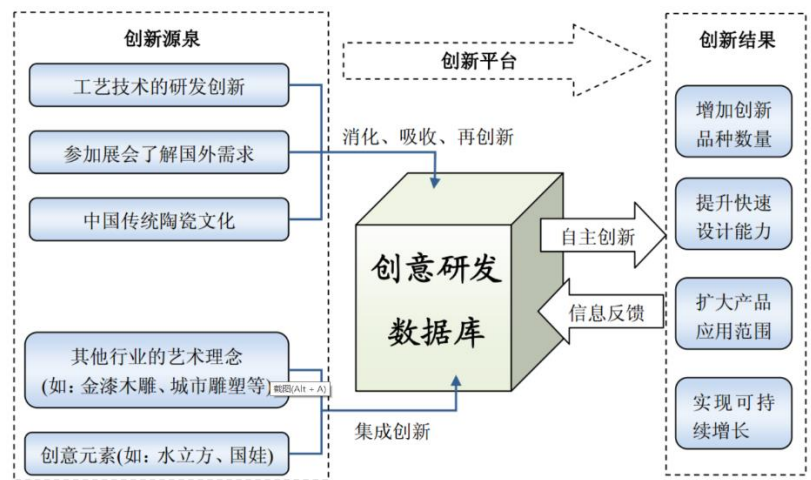
表1: 文化长城较具代表性的艺术陶瓷产品



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

文化长城在行业内率先建立并完善艺术陶瓷产品“创意研发数据库”，将“创意设计元素”系统化、信息化、标准化，并以此为平台建立了艺术陶瓷产品的现代创新体系，使公司每年创新设计的新品显著增加，大幅缩短了艺术陶瓷产品、工艺技术的研发、设计周期，降低了成本，公司核心竞争力得到提升，形成了以“创意研发数据库”为核心，将各种文化理念、创意元素整合到艺术陶瓷的创意设计中的创新体系。

图3: 文化长城艺术陶瓷创新体系

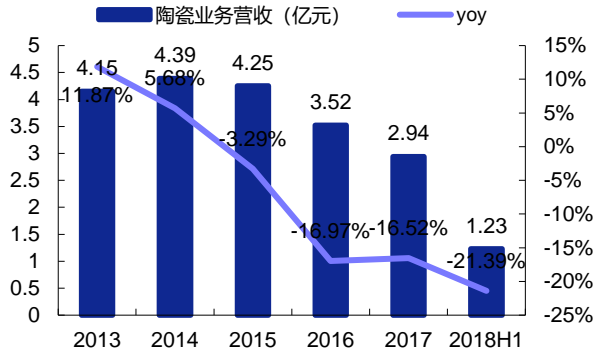


资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

近年来, 受宏观经济及陶瓷产业增长乏力等因素的影响, 陶瓷产业增长速度持续放缓, 规模扩张势头显著减弱, 公司原有艺术陶瓷业务的规模总体也呈下滑态势, 2017年艺术陶瓷业务收入2.94亿元, 同比下跌2.94%, 2018H1营业收入1.23亿元,

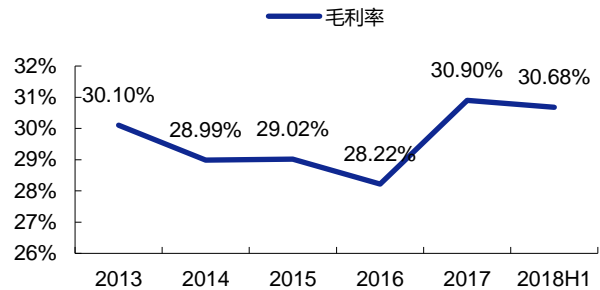
同比下跌 21.39%。公司近两年通过动员全员响应节能降耗的号召，减少不必要的支出，同时精简人员，提高个人效率，毛利率有所提升，2017 年艺术陶瓷毛利率 30.90%，同比提升 2.68 个百分点，2018H1 毛利率 30.68%，同比提升 0.55 个百分点。

图4： 2013-2018H1 艺术陶瓷业务营业收入及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 2013-2018H1 艺术陶瓷业务毛利率



资料来源：wind，新时代证券研究所

2015 年，公司开始布局教育领域，先后收购、投资了联讯教育、智游臻龙、慧科教育、英盛网等优质教育资产，大力发展职业教育，以改革人才培养机制和模式，力求打造教育界的知名品牌。2018 年，公司通过重大资产重组收购翡翠教育 100% 股权，强化其在职业非学历教育细分领域的业务，继续深耕职业教育产业链，增强公司整体的盈利能力和抵抗经营风险能力。目前，文化长城主营业务包括教育信息化服务、职业教育培训和艺术陶瓷。

图6： 文化长城教育产业整体布局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、整体业绩稳步增长，毛利率受惠教育业务大幅提升

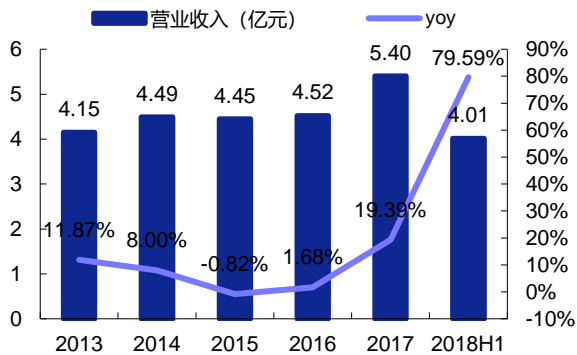
文化长城近五年营业收入大体呈稳步增长态势，净利润受多种因素影响，上下波动较大。具体来看，2013-2015 年公司仍主营艺术陶瓷业务，营业收入较为稳定，受 2013 年归母净利润基数较小影响，2014、2015 年归母净利润同比增速分别为 133.43% 和 47.46%。

2015 年艺术陶瓷业务萎缩，公司开始切入教育领域。随着联讯教育、智游臻龙并表，教育业务毛利率较高，公司盈利能力大幅提升，2016 年虽营业收入仅同

比增长 1.68%，但归母净利润同比增幅高达 1004.09%，为 1.37 亿元。

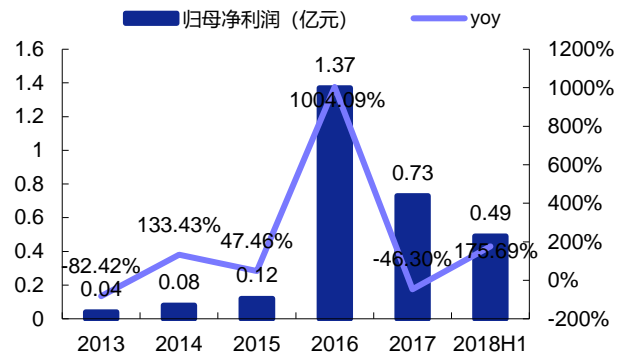
2017 年艺术陶瓷业务进一步萎缩，教育业务高速增长，实现营业收入 5.40 亿元，同比增长 19.39%。同期归母净利润 0.73 亿元，同比下跌 46.30%，主要受三费增加及投资亏损影响。受益于 2018 年 4 月完成翡翠教育 100% 股权收购，翡翠教育并表，公司 2018H1 实现营业收入 4.01 亿元，同比增长 79.59%，归母净利润 0.49 亿元，同比增长 175.69%。公司预计 2018 年前三季度实现归母净利润 1.10-1.25 亿元，同比增长 120%-150%。

图7：2013-2018H1 文化长城营业收入及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

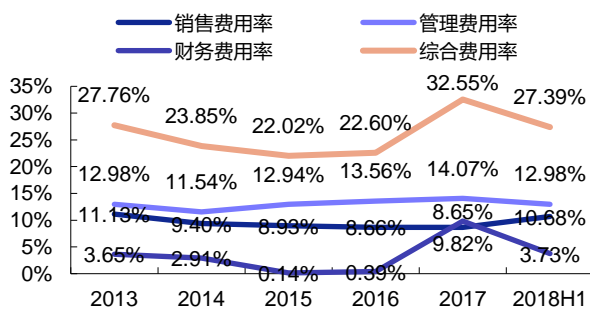
图8：2013-2018H1 文化长城归母净利润及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

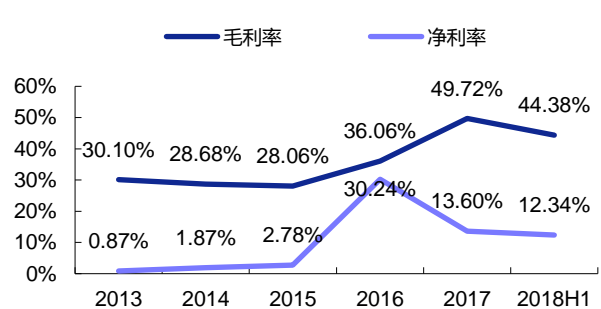
毛利率方面，2015 年公司踏入教育领域后，提升较为明显。2016、2017 年毛利率分别为 36.06% 和 49.72%，2017 年相比 2015 年提升了 21.66 个百分点，2018H1 毛利率 44.38%，同比提升 2.68 个百分点，考虑季节因素，预计全年毛利率继续提升，并突破 2017 年。2017 年由于汇率浮动大致汇兑损益变化较大、贷款利息支出增多，导致财务费用率及综合费用率大幅提升，净利率与毛利率反向波动，同比下降 16.64 个百分点，为 13.60%，2018H1 综合费用率相对改善（同比下降 3.86 个百分点），净利率为 12.34%，同比提升 4.3 个百分点，有望持续提升。

图9：2013-2018H1 文化长城费用率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图10：2013-2018H1 文化长城盈利情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

2、联讯教育：切入教育领域的第一步

文化长城于 2016 年 6 月完成收购联讯教育 80% 股权，加上已有的 20% 股权，合计持有 100% 股权，联讯教育成为公司全资子公司。交易方承诺联讯教育 2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年度实现净利润分别不低于 2500 万元、6000 万元、7800 万元和 10000 万元，实际联讯教育在业绩奖励计提前，2015 年实现净

利润 2737 万元，超额完成 9.46%，2016 年实现净利润 6037 万元，超额完成 0.62%，2017 年实现净利润 8136 万元，超额完成 4.31%。

表2：联讯教育业绩承诺完成情况

承诺期	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
承诺额（万元）	2500	6000	7800	10000
实现额（万元）	2737	6037	8136	
完成率	109.46%	100.62%	104.31%	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

联讯教育成立于 2004 年 1 月，是一家以教育行业软、硬件设计、研发、投资和服务为一体化的高新技术企业。经过十几年的发展，联讯教育以云计算、物联网、大数据、智能终端新一代互联网、新一代移动通信技术为基础自主研发了为教育管理提供服务的软硬平台，拥有 40 多项专利与软件著作权，目前业务覆盖了广东、广西、江西、湖南、河北等十多个省份，是国内创新型教育综合信息服务领域最大的运营机构。

图11：联讯教育发展历程



资料来源：联讯教育官网，新时代证券研究所

2.1、主营教育信息化业务，辅以部分电子产品销售业务

联讯教育目前主要为中小学院校、职业院校提供教育信息化服务，主要业务包括教育运营服务、教育系统集成、软件开发及技术服务业务。其中，教育运营服务主要包括通过自主投入校园信息化软硬件产品，为学校及学生用户提供教育管理服务，教育系统集成业务主要为职业院校提供实训室综合解决方案。此外，联讯教育还包括部分电子产品销售业务，但未来不作为公司发展的重点。

表3：联讯教育主要产品和服务

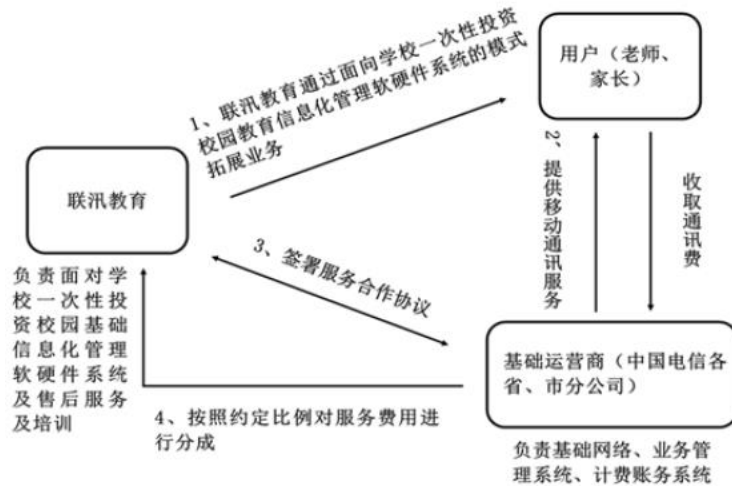
服务类型	服务内容	服务对象	具体产品
教育运营服务	面向中小学校及职业院校投资校园信息服务软硬件系统，构建信息化服务平台；同时，运营商借助联讯教育所提供的电子学生卡，为有需求的学生用户办理校内通讯套餐	中小学校、职业院校	教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台、班班通、人人通、微信公众号，及相关的软硬件系统
教育系统集成	针对职业院校对技能实训室建设的实际需求，进行实训室综合解决方案的设计、研发、实施和维护	职业院校	实训室综合解决方案及配套软硬件设备、定制化校园信息系统
软件开发及技术服务	教育及其他系统软件的定制化开发，以及其他安装、维护、培训等业务	教育类、信息类公司	教育管理相关系统，包括新生报名软件、高校师资管理、学校后勤保障、考试信息管理等多个种类和模块
电子产品销售	销售与信息化服务过程相关的电子产品	信息类公司	手机、电脑、存储器、服务器等

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.1.1、教育运营服务业务

教育运营服务主要针对于中小学校及职业院校，主要指联讯教育通过校园信息服务硬件、软件系统的自主投入，为学校及全体学生用户免费提供教学办公管理、学生考勤、电子学生证管理、学生请假管理、校园电子留言等多项服务。同时，运营商借助联讯教育所提供的电子学生卡，为有需求的学生用户办理校内通讯套餐，并按照合同约定向联讯教育进行通讯费分成。

图12: 联讯教育教育运营服务经营模式

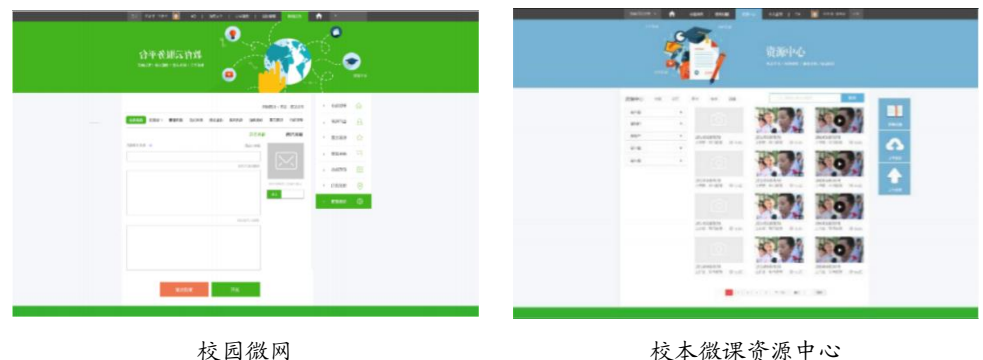


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

联讯教育主要通过“教育资源公共服务平台”、“教育管理公共服务平台”、“班班通”、“人人通”、微信公众号“教育云服务平台”以及相关硬件设备提供教育信息服务，从而构建信息化服务平台。

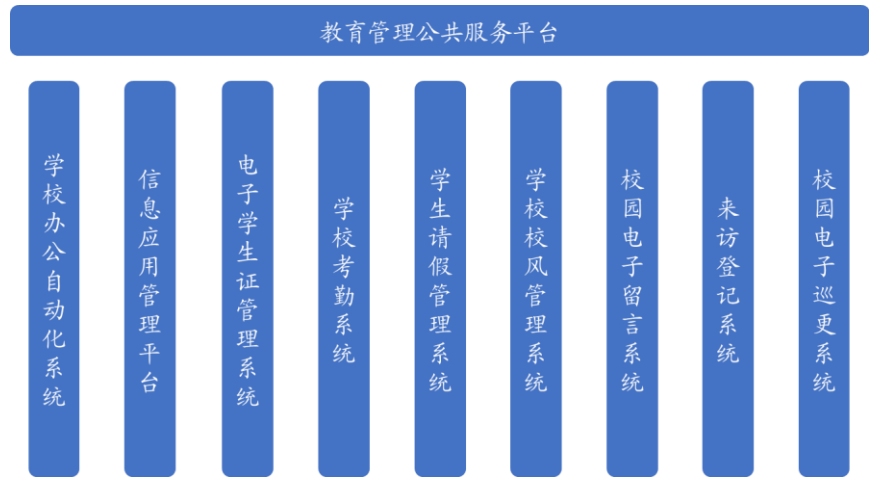
教育资源公共服务平台基于开放式云平台架构，提供丰富的教学资源及教育应用服务，例如学校简介、名师风采、校园之星、招生政策、新闻动态、信息推送、校本微课等教育应用服务，是一个教育教学资源共建共享的大网络资源库，学校老师和家长可以通过电脑端和手机微信端登录使用。

表4: 联讯教育-教育资源公共服务平台



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

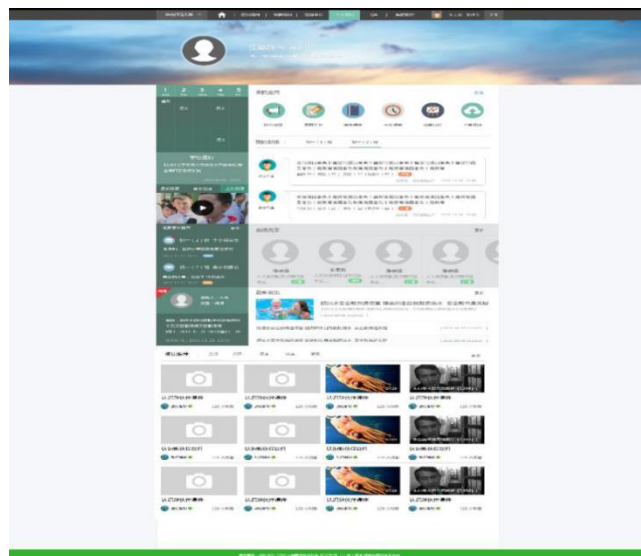
联讯教育自主研发的教育管理公共服务平台，主要采用 C/S + B/S 架构相融合的技术，在校园本地部署硬件和相关应用，通过数字统计本地化运行，包括学校办公自动化系统、信息应用管理平台、电子学生证管理系统、学校考勤系统、学生请假管理系统、学校校风管理系统、校园电子留言系统、来访登记系统、校园电子巡更系统等。

图13: 联讯教育-教育管理公共服务平台

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

“班班通”拥有规模较大的多媒体教学资源库，覆盖面广，知识点全，为老师备课、授课、学习提供了充分精准的教学素材以及多层次、全方位的丰富教学资源，让每一个班级、每一位教师、每一门学科的每一堂课，做到日常化应用信息化设备与资源，实现信息技术与学科教学的常态化和有效的整合。

“人人通”为传统校讯通等业务的升级产品，具备社交网络、移动互联网、服务教育信息化等基本属性，包括学习资源管理、个人实名学习空间、班级网络空间、教师研修空间等，为家长、学校（教师）、教育行政机构、教育服务机构等建构了便捷、及时、方便的信息平台，沟通方式涵盖短信、语音、图片、视频等各种形式。

图14: 联讯教育“人人通”

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

微信公众号“教育云服务平台”能让平台用户更加便捷使用手机客户端，为学校管理、家校互动、校园社区等提供即时信息，方便用户随时随地通过微信公众号进入平台。

2.1.2、教育系统集成业务

联讯教育的教育系统集成业务，主要根据职业院校的专业设置要求，对技能实训室构建进行方案流程设计，对专业设备进行采购，并提供除建设工程以外的一体

化解决方案，包括综合布线、设备安装调试、教学模拟、人员培训等实训流程。具体如数控机床实训室、汽修实训室、机电一体化实训室等整体设计改造。

教育系统集成业务采用项目制进行收费，在职业教育信息化领域，客户项目的经费来源以政府投入为主，政府机构及学校的财务预算充足且信用度良好，一般项目完成验收后能收回 80%-95% 合同款项，其余 5%-20% 左右合同款为项目的质保金。

目前，联讯教育已完成并正在进行多所职业院校的实训室综合建设项目，包括粤德合作阳江职业教育与培训基地、广东省供销社直属两校利用德国促进贷款建设项目等国际合作项目。

表5：联讯教育系统集成部分项目案例



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.1.3、软件开发及技术服务及电子产品销售

软件开发及技术服务主要包括教育及其他系统软件的定制化开发，以及各类软件的安装、维护、培训等业务。联讯教育为部分教育类、信息类公司开发教育管理相关系统，包括新生报名软件、高校师资管理、学校后勤保障、考试信息管理等多个种类和模块，依靠自身的研发资源和实力，拓宽业务范围及市场渠道。

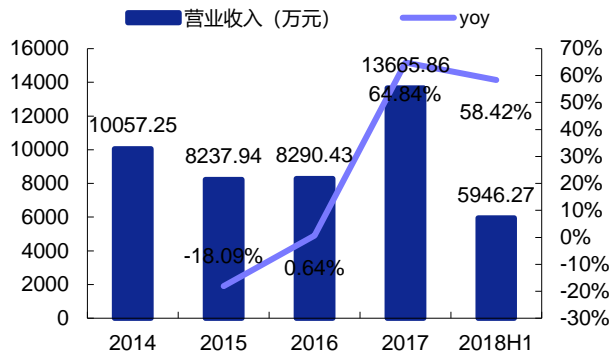
联讯教育销售的电子产品主要为在发展教育信息化服务过程中相关的电子产品，包括手机、电脑等。在未来战略规划中，此业务将不作为联讯教育业务的发展重点。

2.2、业绩双位数增长，毛利率上半年略有下滑

作为文化长城进军教育领域的第一步，联讯教育表现不俗。2017 年实现营业收入 1.37 亿元，同比增长 64.84%，归母净利润 0.82 亿元，同比增长 117.79%。

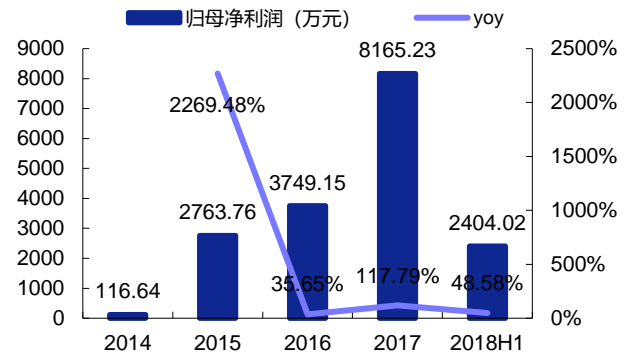
2018H1 实现营业收入 5946.27 万元，同比增长 58.42%，归母净利润 2404.02 万元，同比增长 48.58%，考虑到季节因素，营收和净利润全年增速还有进一步提升的空间。

图15: 2014-2018H1 联讯教育营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

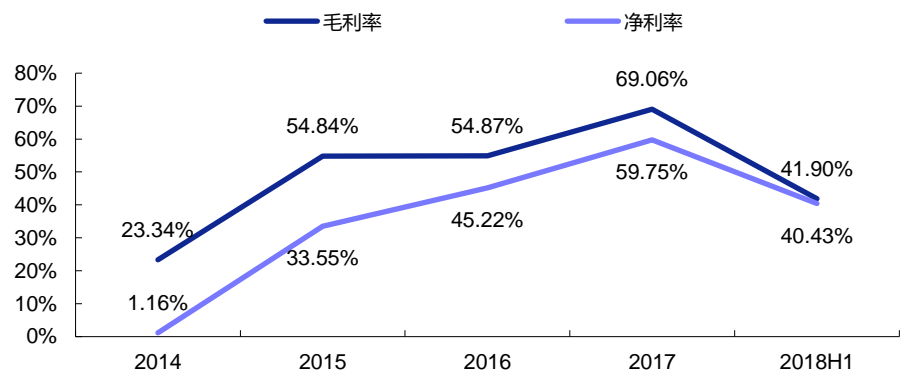
图16: 2014-2018H1 联讯教育归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

毛利率和净利率近几年处上升态势, 2017 年均达历史最高值, 毛利率 69.06%, 同比提升 14.19 个百分点, 净利率 59.75%, 同比提升 14.53 个百分点, 2018 上半年则略有下滑, 毛利率 41.90%, 同比下降 5.95 个百分点, 净利率 40.43%, 同比下降 2.68 个百分点。

图17: 2014-2018H1 联讯教育盈利情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3、智游臻龙: 拥有完整人才产业链的综合性 IT 服务公司

文化长城于 2016 年 12 月完成收购智游臻龙 100% 股权, 原股东承诺, 2016 至 2019 年每年度智游臻龙实际实现的净利润分别为 1600 万元、2500 万元、3250 万元和 4225 万元。实际智游臻龙 2016 年实现净利润 1778.12 万元, 超额完成 11.13%, 2017 年实现净利润 3145.21 万元, 超额完成 25.81%。

表6: 智游臻龙业绩承诺完成情况

承诺期	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
承诺额 (万元)	1600	2500	3250	4225
实现额 (万元)	1778.12	3145.21		
完成率	111.13%	125.81%		

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

智游臻龙成立于 2012 年, 是一家集实训、研发、外包、投资、人才输出等多项业务于一体的综合性 IT 服务公司, 目前旗下子公司主要为智游教育、智游爱峰、微玺投资。多年来, 智游臻龙始终坚持以培养 IT 人才为核心发展力, 以技术研发

创新为核心竞争力，以挖掘和投资互联网创业人才为可持续战略，形成了以人才培养、技术储备、团队合作、投资创业为一体的完整人才产业链条。

智游臻龙主营软件培训、软件开发及销售，培训业务主要针对应往届大专、本科生进行岗前实训，通过 4-5 个月左右的强化技术训练达到符合企业高端技术用人标准，实现高薪就业；软件开发主要是自主研发和软件外包；销售业务主要是跟合作院校建立实验室，通过买入软硬件再卖出的方式盈利。

智游教育是智游臻龙旗下的高端 IT 教育品牌，成立于 2009 年，专注 IT 职业教育，致力于培养面向互联网企业的大数据、Java、ios、Python、PHP、Android、VR、网络安全等方面的中高端 IT 人才，目前已向社会输送数万 IT 精英，是河南本土最具规模的 IT 人才职业技能培训基地。经过多年发展，智游教育现已在北京、安徽、山东、山西、陕西、湖北等省市建立多所院校，形成了覆盖全国的多层次、多专业的智游教育办学格局。

图18: 智游教育课程



资料来源：智游教育官网，新时代证券研究所

智游爱峰是智游臻龙旗下的技术研发机构，同时也是智游教育最主要的 APP 实训基地。公司热衷于开发和运营高端、大气、涵盖商业盈利模式的行业 APP，长期为政府部门和企业集团提供一站式的行业解决方案，与中国移动、中国联通、新浪、腾讯、百度、宇通集团、河南电视台等知名企事业单位建立了长期的合作关系，是中国手机 APP 外包基地龙头。







表7: 智游爱峰研发项目

		
APP 应用开发	PC 端软件管理开发	银行证券管理系统方案
		
移动游戏开发	企业产品研发	

资料来源: 智游臻龙官网, 新时代证券研究所

微玺投资是智游臻龙旗下专门从事天使投资管理的公司, 致力于在国内外挖掘商业机遇和优秀人才, 定向投资智游教育有为学员。它不仅向具有创业和技术天赋的人才提供资金和创业模式, 而且还向创业者提供市场、技术、人才等各种创业成功所需要的资源, 甚至还会为优秀的人才提供更为适合、更高层次的事业舞台与机会点。

表8: 微玺投资投资项目

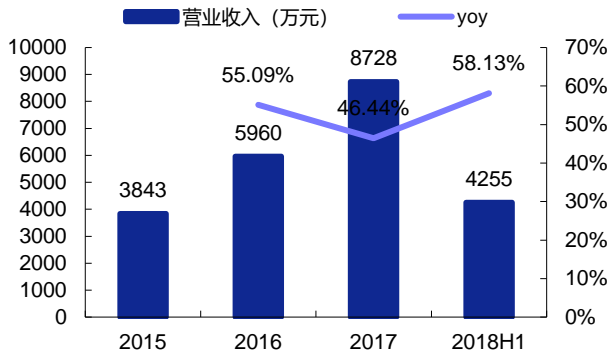
项目案例	项目简介
	微领袖是一家致力于成为全行业拓客解决方案的领导者, 凭借核心的粉丝经济和专业的互联网技术, 把商业成交转换到移动互联网端, 让每次分享更有价值, 助力国内外企业提升销售业绩的互联网公司。
	内涵社是一家基于移动互联网和社会化媒体的运营公司, 累计超过 500 万用户, 微博微信粉丝超过千万。网友可以自由投稿, 投票, 评论, 审核内涵图。 并与其它社友互动, 在这里您可发现生活中很多形形色色的搞笑内涵片刻。
	郑州论坛是郑州地区最活跃的本地网友生活论坛之一, 提供和分享郑州车友会、郑州单车联盟、亲子俱乐部、旅游、摄影、美食等郑州人关心和关注的商务信息、生活信息、日常消费指导等实用服务, 以促进城市信息交流!
	二兔邮包是由北京谷乔教育有限公司, 针对中国 3—8 岁儿童推出的一款多功能、多元素的综合素质教育产品。全面培养儿童的综合能力来提升儿童的自信心, 开发儿童的领导潜力, 提升儿童的领导力!
	女神范是国内唯一的自媒体分享社区及造星平台, 致力于拉近广大爱时尚男女与行业内模特、艺人之间的交流距离。将行业高端时尚元素带入我们的日常生活, 你可以肆无忌惮的在这里扎堆畅谈生活、分享购物、讨论时尚。
	库课网是一个集学习点播、直播、考试题库及随堂作业实时交互式多用户多角色多机构的在线网校教育平台, 提供网络视频、直播、在线题库等, 可在网络上构建多个线上空中教室, 提供更高效率、更省费用的培训服务。

资料来源: 智游臻龙官网, 新时代证券研究所

智游臻龙公司秉承产、学、研一体化理念, 以智游教育作为培训高端人才的基地, 智游爱峰做外包、软件定制和技术服务, 智游臻龙搞产品研发。智游爱峰的技术

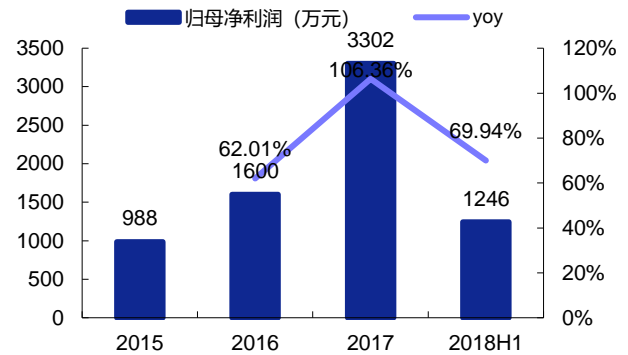
术和项目可以通过重新编排用于智游教育，为智游教育提供技术更新能力；智游教育培训出的高端人才经过筛选可以留在智游爱峰做外包项目，为智游爱峰提供源源不断的人才支撑；智游臻龙可以充分挖掘人才价值，通过自主研发产品、人才外派、团队合作的方式来提升企业的整体价值。2018H1 智游臻龙实现营业收入 4255.04 万元，同比增长 58.13%，归母净利润 1245.63 万元，同比增长 69.94%。

图19： 2015-2018H1 智游臻龙营业收入及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图20： 2015-2018H1 智游臻龙归母净利润及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、翡翠教育：专业的 IT 职业人才培养综合服务提供商

文化长城于 2018 年 4 月完成收购翡翠教育 100% 股权，交易方承诺翡翠教育 2017 年度实现净利润 9000 万元、2017 年至 2018 年共计实现净利润 20700 万元、2017 年至 2019 年共计实现净利润 35910 万元。实际翡翠教育 2017 年实现净利润 10305 万元（未经审计），超额完成 14.5%。

表9： 翡翠教育业绩承诺情况

承诺期	2017 年度	2017 年至 2018 年	2017 年至 2019 年
承诺额 (万元)	9000	20700	35910
实现额 (万元)	10305		
完成率	114.5%		

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

翡翠教育成立于 2012 年，是一家以实战型 IT 人才培养为核心的集团化教育机构。公司专注于移动互联网及数字游戏动漫等领域的 IT 职业教育培训，专业内容包括移动互联网、艺术设计、程序开发、影视动漫、数字娱乐、营销与运营等六大板块，下设前端开发、JAVA 大数据、影视特效设计、游戏特效设计、网络创业与营销等学科近 20 项。截至 2018 年 6 月末，翡翠教育培训网点覆盖北京、广州、深圳、上海、西安等全国 40 多个城市，与近 300 家高校达成合作关系，拥有直营校区 70 余家，教学面积 4.5 万 m²，年均培养学员 2 万余人。

图21: 翡翠教育主要产品

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4.1、学员数量、课程单价“量价齐升”

翡翠教育近3年来移动互联网课程单价上涨最快,主要是由于课程学时增多及新增高价专业所致。2016年移动互联网原课程安卓应用开发专业学时由400增至794课时,同时新增的HTML5程序设计模块、WEB前端开发专业因课时较多(其对应的标准课时分别为848课时和672课时)而单价较高,导致移动互联网课程整体单价上升。其他5类课程单价也稳中有升,每类约增0.3万元。

课程学时方面,移动互联网类因上述2个原因2016年提升较多,2017年1-9月因新增的移动数据通信技术开发课时仅为240小时,拉底了整体平均课时。艺术设计和程序开发类保持平稳或小幅变化,影视动漫类三年的专业数量分别为6个、3个、4个,因减少了标准课时800小时以上的动漫动画设计、动漫影视专业,课时下降幅度较大。数字娱乐类课时下降则是由于课时数相对较少的场景模型设计模块专业开班数增加导致。

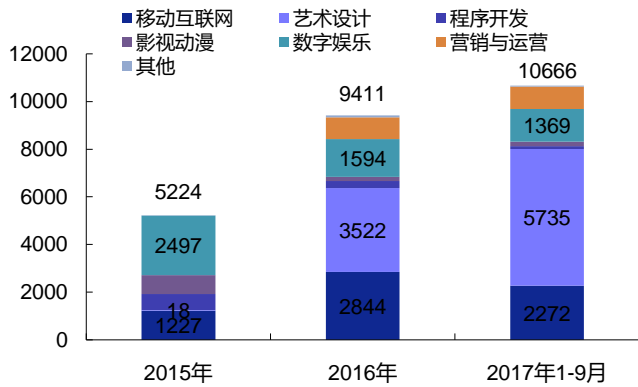
表10: 2015-2017年9月翡翠教育各学科课程情况

课程	课程单价(万元)			课程学时(小时)			每学时价格(元/小时)		
	2015年	2016年	2017年1-9月	2015年	2016年	2017年1-9月	2015年	2016年	2017年1-9月
移动互联网	1.55	2.11	2.06	400	767	688	0.39	0.28	0.30
艺术设计	1.84	2.18	2.2	640	640	640	0.29	0.34	0.34
程序开发	2.11	2.41	2.7	693	670	668	0.30	0.36	0.40
影视动漫	1.93	2.1	2.17	562	418	489	0.34	0.50	0.44
数字娱乐	1.96	2.15	2.3	434	382	382	0.45	0.56	0.60
营销与运营	-	2	2.19	-	440	440	-	0.45	0.50

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

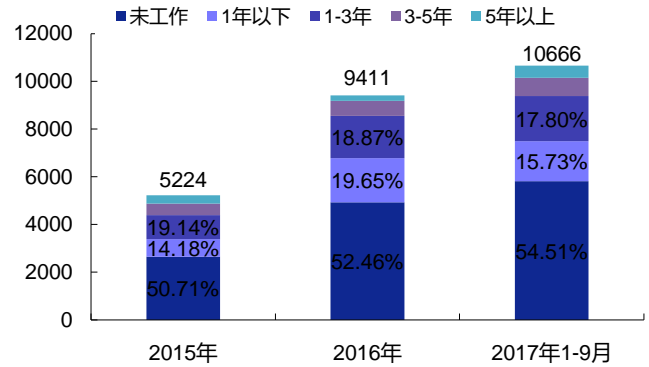
翡翠教育学员规模增长较快,2016年招收学员9411人,同比增长80.15%,2017年前三季度共招收学员10666人,相比2016年全年增长13.34%。从学员选择的课程类型来看,移动互联网、艺术设计和数字娱乐三类最多,其中艺术设计类学员数量近两年呈爆发式增长,2016年3522人,增长194倍,2017年1-9月增幅62.83%,占总学员数的比例也在2年内由0.34%提升至53.77%,主要原因系翡翠教育2016年根据市场需求调整开班。从学员工龄构成来看,翡翠教育的学员主要为工作3年以下(包括未工作)人群,占总学员人数的85%-90%。

图22: 2015-2017年9月翡翠教育各类课程学员人数



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图23: 2015-2017年9月翡翠教育学员人数及构成



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

翡翠教育 2015、2016 年就业率分别为 95.33%、96.09%，截至 2017 年 9 月就业率为 89.18%（剔除未毕业学员），考虑到还有 3 个月择业时间，2017 年整体就业率有望进一步提升。从学员毕业去向来看，主要为互联网公司、游戏公司、营销公司、影视公司。

表11: 2015-2017年9月翡翠教育学员毕业去向

公司类型	2015年		2016年		2017年1-9月	
	人数	占比	人数	占比	人数	占比
互联网公司	1,566	29.98%	5,974	63.48%	2,248	58.60%
游戏公司	2,509	48.03%	1,791	19.03%	533	13.89%
影视公司	638	12.21%	146	1.55%	26	0.68%
营销公司	-	-	660	7.01%	440	11.47%
其他行业公司	267	5.11%	472	5.02%	174	4.54%
未就业	244	4.67%	368	3.91%	415	10.82%
合计	5,224	100.00%	9,411	100.00%	3,836	100.00%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

此外，翡翠教育 2015 年收购昊育信息 51% 股权，昊育信息从事教育信息化相关业务，主要为中小学及职业院校提供整体解决方案，包括校园信息化基础建设、智慧课堂等产品的设计、开发及实施。同时，昊育信息结合自身在职业教育领域的经验积累，为中小学及职业院校提供拓展型、研（探）究型的创新教育应用及配套服务。

表12: 昊育信息主要产品

类别	服务内容
校园信息化基础建设	以昊育信息自主研发的软件产品为核心，打造教育数字化信息中心，实现集中管理、统一身份认证，数据汇总，从而进行数据分析与分享，实现基于数据的教育创新。
智慧课堂建设	优化课堂教学过程，激发学生学习兴趣，引导学生主动学习、协同学习、选择性学习和人机互动型学习。并通过电子书包学习平台为教师、学生提供海量的教学资源及网络学习的环境，构建一个家长、老师、学生互动交流的平台。
创新教育服务应用	主要覆盖自然科学、基础科学、工程技术、人文艺术等领域，并通过信息化集成系统的表现方式，满足学生探究、体验、个性化学习需求

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4.2、快速扩张带动业绩增长，职业教育培训为营收主要来源

翡翠教育近几年营收和净利润快速增长，2016 年实现营业收入 2.92 亿元，同

比增长 297.46%，主要原因系：1）2016 年翡翠教育在南京、南宁、济南、南昌等省会城市、重要城市新设教学中心，并在原有教学中心基础上新设校区，以进一步强化公司的业务布局，加大服务范围的覆盖；2）昊育信息并表。2016 年翡翠教育归母净利润 350.03 万元，同比下跌 83.57%，跌幅较大主要由于翡翠教育于 2016 年实施股权激励，支付费用 5480 万元，扣除非经常性损益后，2016 年归母净利润 5715.84 万元，同比增长 150.27%。

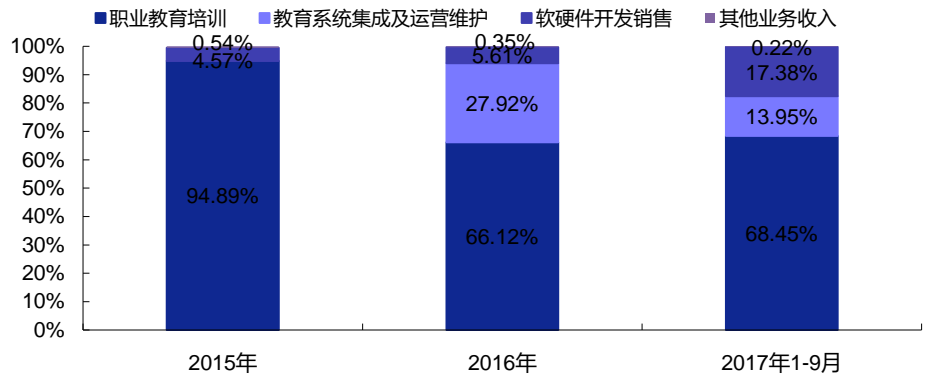
表13： 2015-2018H1 翡翠教育营收及净利润

	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月	2018 上半年
营业收入（万元）	7340.33	29174.78	30304.86	16700.50
归母净利润（万元）	2130.76	350.03	5401.37	2438.88
扣非归母净利润（万元）	2283.86	5715.84	5131.3	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

分业务来看，翡翠教育主营业务为职业教育培训、教育系统集成及运营维护、软硬件开发销售，收入总和达公司总收入的 99% 以上，其他业务收入主要为学生住宿杂费、住宿押金等，占比不足 1%。细分业务方面，主要由职业教育培训业务支撑公司业绩，在 2017 年前 9 个月的营业收入中占比 68.45%，其次为软硬件开发销售，占比 17.38%，教育系统集成及运营维护则占比 13.95%。

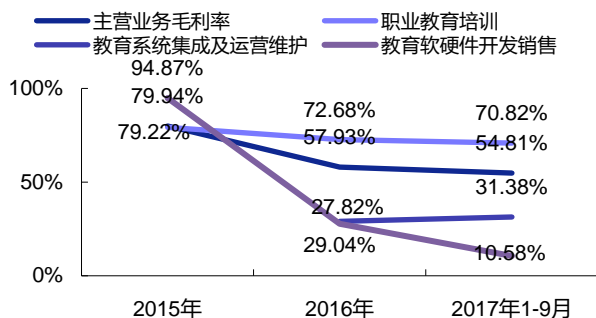
图24： 2015-2017 年 9 月翡翠教育各业务收入比例



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

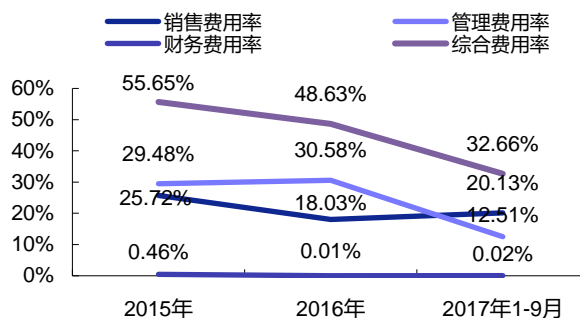
毛利率方面，由于翡翠教育其他业务收入较少并且毛利率低，剔除此类业务，翡翠教育毛利率虽有所下滑，但仍保持在 50% 以上，2016 年下滑幅度较大主要由于教学人员成本上升且新校区业务还未成熟，随着新校区逐步发展，毛利率有望得到改善。费用率方面控制优良，2015 年、2016 年、2017 年 1-9 月综合费用率分别为 55.65%、48.63%、32.66%。

图25: 2015-2017年1-9月翡翠教育毛利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图26: 2015-2017年1-9月翡翠教育费用率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

5、参控股公司业务协同，构建职业教育综合服务产业链

文化长城致力于通过控股、参股教育公司之间的业务协同，构建职业教育综合服务产业链，以提升人才职业全方位技能为核心，以教育信息技术为入口，深入在校学生的职业技能及素质提升，贯穿在职新人至专业人士的综合提升，为用户打造“在校学生—职场新人—职场专业人士”的各阶段成长链条。我们认为，随着公司职教产业链的逐步丰富、成熟，公司竞争力将进一步得到提升，推动业绩增长。

5.1、在校阶段—以教育信息技术为入口

硬件技术方面，文化长城以“教育信息化平台”为入口，结合昊育信息在硬件、系统、内容端的资源，间接实现职业院校学生用户的导流。翡翠教育将通过联讯教育、昊育信息的 B2B 业务积累大量的学生、老师和学校“用户群体”，通过对接雇主企业输送人才积累企业用户群体，从而具备了搭建校企平台的基础。

图27: 在校阶段



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

5.2、在校学生至职场新人过渡阶段—深入职业技能及综合素质提升

在在校学生向职场新人过渡阶段，文化长城将从“IT 职业技术”与“企业综合人才服务”两个维度深入挖掘。线下教育机构智游臻龙与翡翠教育主要从事 IT 职业培训业务。两家公司在校区区域分布与课程内容上形成优势互补。在 IT 内容端及教育培训方面为文化长城的战略布局夯实基础。

同时，翡翠教育将开始布局高校，翡翠教育的子公司昊育信息为多家职业院校提供硬件、系统、内容等，间接实现职业院校学生用户的导流。翡翠教育将进一步

深化 IT 培训、教育信息化、校企合作等多块业务相互结合和补充。通过为院校提供技术和内容服务，促进院校现代化职业教育转型；通过提供职业技能培训，就业指导，创业孵化等服务促进高校大学生和社会人才的职业水平，提供创新型人才支撑，实现高等素质的人才培训。

图28: 在校学生至职场新人过渡阶段



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5.3、职场新人向专业人士过渡阶段 - 将 IT 职业技术、企业综合人才服务业务相结合

职场新人向专业人士过渡阶段，文化长城进一步拓宽 IT 职业教育培训的培训人群，同时，文化长城与英盛网的合作，利用英盛网的在线教育平台及丰富职业培训内容资源，面向所有职场人士，提供视频课程的直播和录播，着力于弥补国民教育中职场“岗位胜任能力”缺失的短板，为用户提升岗位胜任能力，解决工作中遇到的实际难题，提升新兴技术人才的整体综合素养。

图29: 职业新人向专业人士过渡阶段



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

6、看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.49、3.43、4.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.71 和 0.96 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 10、7 和 6 倍。考虑到公司业务重心逐渐向教育转移，职教市场空间广阔，布局职教全产业链有助于提高公司核心竞争力。看好公司未来发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险提示

收购子公司业绩不及预期风险，政策风险，汇率风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	973	932	1649	1349	2381	营业收入	452	540	1122	1400	1752
现金	561	553	499	622	779	营业成本	289	272	466	541	654
应收账款	227	182	668	392	935	营业税金及附加	6	7	4	6	7
其他应收款	33	11	80	33	108	营业费用	39	47	180	224	272
预付账款	26	85	146	143	219	管理费用	61	76	146	182	228
存货	106	95	249	151	332	财务费用	2	53	38	50	60
其他流动资产	20	6	7	8	8	资产减值损失	9	-1	1	1	2
非流动资产	1482	1788	2147	2359	2575	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	108	210	310	412	512	投资净收益	96	-6	-2	-1	-2
固定资产	186	225	424	504	606	营业利润	141	86	285	395	528
无形资产	301	316	369	402	416	营业外收入	5	0	2	1	2
其他非流动资产	887	1038	1044	1042	1042	营业外支出	2	2	2	2	2
资产总计	2455	2720	3795	3708	4957	利润总额	143	84	285	394	528
流动负债	480	370	1219	873	1745	所得税	7	11	34	47	63
短期借款	358	234	943	651	1419	净利润	137	73	251	347	465
应付账款	35	37	87	57	117	少数股东损益	-0	-0	3	3	5
其他流动负债	87	99	189	164	209	归属母公司净利润	137	73	249	343	460
非流动负债	216	529	458	376	295	EBITDA	183	138	350	480	626
长期借款	90	425	354	273	192	EPS(元)	0.28	0.15	0.52	0.71	0.96
其他非流动负债	126	103	103	103	103						
负债合计	696	899	1676	1249	2040	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	3	6	11	成长能力					
股本	435	435	481	481	481	营业收入(%)	1.7	19.4	107.8	24.8	25.2
资本公积	1027	1027	1027	1027	1027	营业利润(%)	1996.7	-39.1	231.7	38.5	33.9
留存收益	297	360	584	909	1348	归属于母公司净利润(%)	1004.1	-46.3	238.4	38.1	34.1
归属母公司股东权益	1759	1821	2116	2452	2906	获利能力					
负债和股东权益	2455	2720	3795	3708	4957	毛利率(%)	36.1	49.7	58.5	61.3	62.7
						净利率(%)	30.2	13.6	22.2	24.5	26.3
现金流量表(百万元)						ROE(%)	7.8	4.0	11.9	14.1	15.9
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	6.2	3.7	7.8	10.7	10.8
经营活动现金流	153	122	-360	809	-198	偿债能力					
净利润	137	73	251	347	465	资产负债率(%)	28.4	33.0	44.2	33.7	41.2
折旧摊销	29	28	32	44	48	净负债比率(%)	-4.4	7.8	41.9	16.0	31.7
财务费用	2	53	38	50	60	流动比率	2.0	2.5	1.4	1.5	1.4
投资损失	-96	6	2	1	2	速动比率	1.8	2.3	1.1	1.4	1.2
营运资金变动	56	-24	-684	367	-774	营运能力					
其他经营现金流	25	-14	0	0	0	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
投资活动现金流	-437	-290	-393	-257	-267	应收账款周转率	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6
资本支出	4	198	259	111	117	应付账款周转率	11.5	7.5	7.5	7.5	7.5
长期投资	-70	-70	-100	-99	-100	每股指标(元)					
其他投资现金流	-504	-162	-234	-245	-250	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.15	0.52	0.71	0.96
筹资活动现金流	530	184	-10	-137	-145	每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.42	-0.75	1.68	-0.41
短期借款	4	-124	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.66	3.79	4.40	5.10	6.04
长期借款	90	335	-71	-81	-81	估值比率					
普通股增加	285	0	46	0	0	P/E	18.4	34.3	10.1	7.3	5.5
资本公积增加	541	0	0	0	0	P/B	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
其他筹资现金流	-389	-27	14	-56	-64	EV/EBITDA	14.0	20.1	10.0	6.3	5.7
现金净增加额	247	15	-763	415	-611						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>