

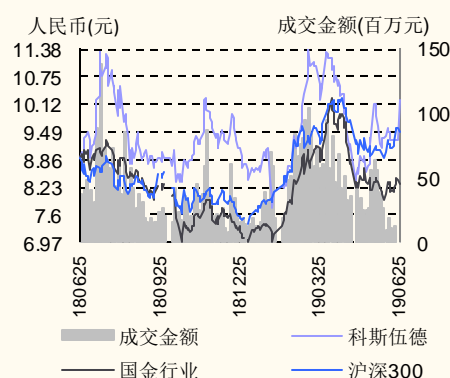
科斯伍德 (300192.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.24 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	166.68
总市值 (百万元)	2,255.72
年内股价最高最低 (元)	12.35/7.76
沪深 300 指数	3889.28



相关报告

- 1.《18 年报&19Q1: 龙门教育净利同增 25%+, 缩减非核心业务...》, 2019.4.28
- 2.《业绩预告现波动因计提原主业一次性减值损失, 龙门教育经营向好...》, 2019.1.28
- 3.《科斯伍德 18Q3 点评: 前三季度扣后归母净利润同增 183%, 未...》, 2018.10.29
- 4.《科斯伍德拟以收购龙门 50.24% 股权, 缩减非核心业务, 集中资...》, 2018.10.10
- 5.《科斯伍德 18 半年报点评: 归母净利润增幅达 657% 符合预告, 龙...》, 2018.8.30

方案落地, 拟收购龙门剩余股权: 聚焦资源, 发展教育板块

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.024	0.115	0.422	0.517	0.603
每股净资产 (元)	2.91	3.03	3.46	3.97	4.58
每股经营性现金流 (元)	0.11	1.11	0.66	1.65	1.59
市盈率 (倍)	563.79	75.71	24.29	19.80	16.98
净利润增长率 (%)	-83.99%	385.73%	265.11%	22.71%	16.59%
净资产收益率 (%)	0.82%	3.80%	12.20%	13.02%	13.18%
总股本 (百万股)	242.55	242.55	242.55	242.55	242.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 6月25日, 科斯伍德公告拟以三种方式合计收购龙门教育 50.17% 的股权。** 科斯伍德拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购龙门教育股东马良铭、明昊、董兵、马良彩、方锐铭、徐颖、益优科技、财富证券、红塔证券、国都证券、翊占信息、田珊珊、齐勇、智百扬投资、孙少文收购龙门教育 50.17% 的股权, 其中以发行股份的方式支付对价 2.9 亿元, 占交易对价的 35.71%; 以发行可转换债券的方式支付对价 3 亿元, 占交易对价的 36.90%, 以支付现金的方式支付对价 2.2 亿元, 占交易对价的 27.39%。股权锁定期为 12 个月, 债转股价格为 9 元/股。
- 交易后股权结构:** ① 龙门教育: 本次交易完成后, 科斯伍德将持有龙门 99.93% 的股权, 全资持有龙门教育。② 科斯伍德: 本次交易后, 如不考虑可转换债券转股, 控股股东吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 36.49% 的股份; 如考虑定向可转换债券转股, 假设交易对方按照初始转股价格将全部可转换债券转股, 则吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 32.93% 的股份; 龙门教育副董事长马良铭将持有科斯伍德 14.49% 股份。持股结构的变化, 将龙门管理层与上市公司原股东利益进行深度绑定, 利于公司长远发展。
- 龙门教育:** 属于 K12 教育培训行业, 聚焦中高考升学培训细分赛道。截至目前, 龙门教育全封闭培训共有 7 个校区, 其中, 西安 5 个, 北京 2 个, 本次交易完成后, 公司计划以民办高中或中职的形式为切入点, 推进全国性校区异地复制进程。本次交易对于科斯伍德而言, 符合其长远规划, 聚焦教育行业, 有望提高整体盈利能力, 同时利于增强科斯伍德和龙门教育的管理层凝聚力。

投资建议

- 龙门教育经营向好, 公司 2018 年 10 月 9 日公告拟以现金加发行股份的方式收购龙门教育剩余 50.24% 股权, 截止目前, 本次重大资产重组正在有序推进, 同时在通过缩减非核心业务, 集中资源做大教育板块。我们预计科斯伍德 2019/2020/2021 年归母净利润实现 1.02/1.25/1.50 亿元, 对应 PE 估值为 24/20/17x, 目标价 11.5 元。**
- 风险提示:** 交易方案尚未落地仍存不确定性, 行业政策风险, 竞争加剧等

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghui@gjzq.com.cn

方案落地，拟收购龙门教育 50.17% 股权

- **6月25日，科斯伍德公告拟以发行股份、可转换债券及支付现金三种方式合计收购龙门教育 50.17% 的股权，对价 8.1 亿元。**
 - **发行股份：**标的资产交易对价中 2.9 亿元由科斯伍德以非公开发行股份方式支付，占交易对价的 35.71%，发行对象为交易对方马良铭、董兵、马良彩、方锐铭、徐颖，发行价格确定为 9 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，股权锁定期为 12 个月。
 - **可转换债券：**标的资产交易对价中 3 亿元由科斯伍德以非公开发行科斯伍德 A 股股票可转换债券支付，占交易对价的 36.90%，发行对象为马良铭，本次发行可转换公司债券的初始转股价格为 9 元/股。本次定向可转换债券的存续期限自发行之日起，至标的公司业绩承诺期最后一期业绩完成情况专项审核报告及减值测试报告出具日与补偿实施完毕日孰晚后 30 个交易日止，且不少于 12 个月；转股期限自相应债券满足解锁条件时起，至债券存续期终止日为止。可转债锁定期为 12 个月。
 - **支付现金：**标的资产交易对价中 2.2 亿元由科斯伍德以现金支付，占交易对价的 27.39%，资产交割日后 30 日内，科斯伍德应向非利润补偿责任人支付其应得现金支付对价部分的 100%，并向利润补偿责任人支付其应得现金支付对价部分的 35%。科斯伍德应在 2020 年 6 月 30 日前向利润补偿责任人支付完毕剩余的现金对价，若募集配套资金完成并到账后第 10 个工作日早于 2020 年 6 月 30 日，则应在募集配套资金完成并到账后第 10 个工作日前支付完毕。
 - **交易对方：**本次交易的交易对方为龙门教育股东马良铭、明昱、董兵、马良彩、方锐铭、徐颖、益优科技、财富证券、红塔证券、国都证券、翊占信息、田珊珊、齐勇、智百扬投资、孙少文。其中，马良铭、明昱、董兵、马良彩、方锐铭为利润补偿责任人，马良铭为龙门教育副董事长兼执行委员会主席，明昱为龙门教育董事，董兵为龙门教育董事兼执行委员会委员，马良彬为龙门教育财务部资金总监兼执行委员会委员，方锐铭为龙门教育下属翊占信息执行事务合伙人。

图表 1：交易对价与支付方式

序号	股东类别	股东名称	标的公司股权占比	持有标的公司股份数 (万股)	交易单价 (元/股)	交易对价	发行股份支付对价 (万元)	发行可转债支付对价 (万元)	现金支付对价 (万元)
1	利润补偿责任人	马良铭	27.33%	3,544	12.56	44,526	14,526	30,000	
2		明昱	8.10%	1,050		13,193		13,193	
3		董兵	6.07%	788		9,895	9,000		895
4		马良彩	2.36%	307		3,852	3,000		852
5		方锐铭	1.08%	140		1,759	1,500		259
6	非利润补偿责任人	徐颖	1.20%	155	11.91	1,849	1,000		849
7		益优科技	0.82%	107		1,269		1,269	
8		财富证券	0.81%	105		1,252		1,252	
9		红塔证券	0.81%	105		1,251		1,251	
10		国都证券	0.76%	98		1,167		1,167	
11		翊占信息	0.73%	95		1,126		1,126	
12		田珊珊	0.08%	11		125		125	
13		齐勇	0.01%	2		20		20	
14		智百扬投资	0.00%	1		6		6	
15		孙少文	0.00%	0		1		1	
合计			50.17%	6,505		81,290	29,026	30,000	22,264

来源：公司公告，国金证券研究所

注：交易对价 (元) = 各股东持有标的公司股份数 (股) * 交易单价 (元/股)

交易对价 = 发行股份支付对价 + 发行可转债支付对价 + 现金支付对价

本次非公开发行股份及债转股价格为 9 元/股

- 同时，科斯伍德拟通过询价方式向其他不超过 5 名特定投资者发行股份募集配套资金。募集配套资金总额不超过 3 亿元，不超过本次交易中以股份及发行可转换债券方式购买资产的交易价格的 100%，募集配套资金发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 20%，即不超过 4851 万股。假设募集配套资金发行价格为本次发行股份购买资产的发行价格，即 9 元/股，则本次募集配套资金非公开发行股票拟发行的股份数量为 3333 万股。所募集的配套资金拟用于支付本次交易中的现金对价、重组相关费用及上市公司偿还银行贷款。发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%，发行股份锁定期为 12 个月。

图表 2：募集资金具体用途（万元）

序号	项目名称	拟投入募集资金金额	占配套融资总额比例	占发行股份和可转换债券交易总金额比例
1	本次交易的现金对价	22,260	74.20%	37.71%
2	重组相关费用	2,500	8.33%	4.24%
3	上市公司偿还银行贷款	5,240	17.47%	8.88%
合计		30,000	100.00%	50.82%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 本次交易后龙门教育股权情况：本次交易前，科斯伍德已持有龙门教育 49.76% 的股权，为龙门教育控股股东。本次交易完成后，科斯伍德将持有龙门教育 99.93% 的股权。
- 本次交易后科斯伍德股权结构情况：
 - 科斯伍德管理层：本次交易前，吴贤良、吴艳红是科斯伍德的控股股东、实际控制人，两人合计持有上市公司 46.36% 的股份。本次交易后，如不考虑定向可转换债券转股，吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 36.49% 的股份；如考虑定向可转换债券转股，假设交易对方按照初始转股价格将全部可转换债券转股，则吴贤良、吴艳红将合计持有上市公司 32.93% 的股份，仍为控股股东。
 - 龙门教育管理层：本次交易前，龙门教育即为科斯伍德控股子公司，但龙门教育管理层在科斯伍德没有持股。在此次收购后，若可转债全部转股，龙门教育副董事长马良铭将持有科斯伍德 14.49% 股份。龙门教育核心管理层利益与科斯伍德控股股东利益相互绑定，利于公司长期发展。

图表 3：交易前后科斯伍德持股比例

股东姓名或名称	重组前		重组后（发行股份）		重组后（发行股份+可转债按初始转股价全部转股）注	
	股份数量（万股）	股份比例	股份数量（万股）	股份比例	股份数量（万股）	股份比例
吴贤良	9,357	38.58%	9,357	30.37%	9,357	27.40%
吴艳红	1,887	7.78%	1,887	6.12%	1,887	5.53%
吴贤良、吴艳红合计	11,245	46.36%	11,245	36.49%	11,245	32.93%
马良铭	-	-	1,614	5.24%	4,947	14.49%
董兵	-	-	1,000	3.25%	1,000	2.93%
马良彩	-	-	333	1.08%	333	0.98%
方锐铭	-	-	167	0.54%	167	0.49%
徐颖	-	-	111	0.36%	111	0.33%
配套融资方	-	-	3,333	10.82%	3,333	9.76%
其他股东	13,010	53.64%	13,010	42.22%	13,010	38.10%
上市公司股本	24,255	100.00%	30,813	100.00%	34,147	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

注：此处假设可转换债券转股股份来源为公司发行股份。

- **业绩承诺。**龙门教育原业绩承诺为 2017-2019 年实现的净利润分别不低于人民币 1 亿元、1.3 亿元、1.6 亿元，现新增 2020 年度业绩承诺，实现净利润分别不低于人民币 1.8 亿元，2017-2020 年净利润 CAGR 达 21.64%。如龙门教育在承诺期内未能实现承诺净利润，则利润补偿责任人应根据《重组协议》之约定负补偿责任。

图表 4：利润补偿责任人补偿比例

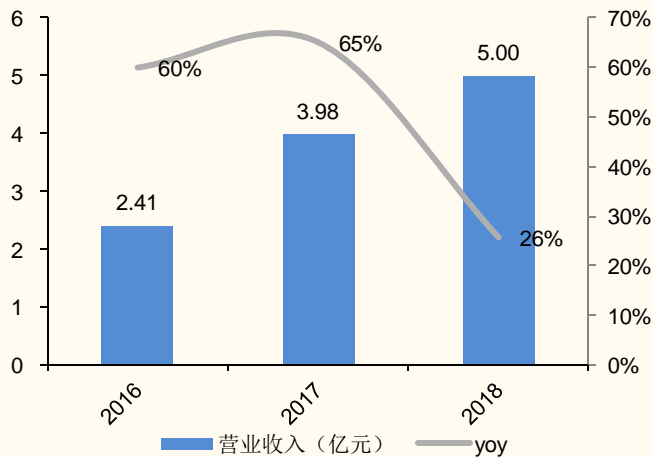
序号	股东类别	股东名称	本次交易转让的标的公司股权占比	补偿比例
1	利润补偿责任人	马良铭	27.33%	60.81%
2		明旻	8.10%	18.02%
3		董兵	6.07%	13.51%
4		马良彩	2.36%	5.26%
5		方锐铭	1.08%	2.40%
合计			44.95%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

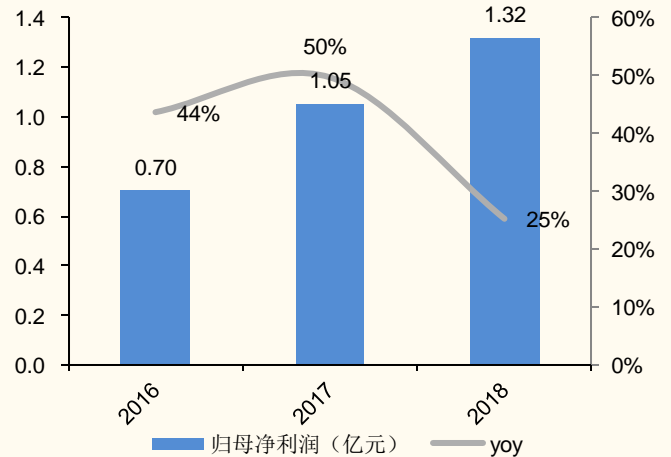
龙门教育聚焦中高考升学细分赛道，异地扩张效果初显现

- **龙门教育属于 K12 教育培训行业，聚焦中高考升学培训细分赛道。**公司主营业务包括面向复读生、初高中应届生提供“两季三训”的全封闭培训、K12 课外培训、以及教学软件及课程销售。旗下拥有子品牌龙门补习学校、龙门尚学、跃龙门育才科技。公司构建“能力”与“素养”并重的双维度教育服务体系。在中高考升学层面，以“导师+讲师+班主任+分层次滚动教学+科学化管理”的“五加教学”模式为手段，强化学习能力。并在三大主营业务基础上，开设素质教育、综合大课堂、学业规划与职业启蒙等增值服务，满足学生和家長关于全面发展、特色发展的要求。截至目前，龙门共有 7 个校区（西安 5 个，北京 2 个）。
 - **全封闭中高考补习培训：**以龙门补习学校为核心，面向复读生及直面中高考升学的应届生。全封闭中高考补习培训业务在“五加教学”模式基础上，全面优化龙门文苑、兴趣小组、阳光体育、社会大课堂、拓展训练等活动，并穿插在“两季三训”（春季、秋季、暑假集训、寒假集训和短期特训）的中高考升学培训中。截止 2018 年 12 月 31 日，公司拥有全封闭中高考补习培训校区 5 个，2018 年春季招生 10972 人，秋季招生 11210 人。
 - **K12 课外培训：**K12 课外培训以龙门尚学为核心，面向中小學生提供个性化课外辅导服务，教学模式采用一对一、小班教学。龙门尚学新增按效果付费的短训课程，将线下培训与智能软件相结合，创设“短期集训+智能教学软件+免费跟踪教学服务”的教学模式。截止 2018 年 12 月 31 日，K12 课外培训业务在全国 12 个城市开展，校区数量 56 个（含单词赢销售办公室和学生服务咨询中心），在读学生人数 7139 人。
 - **教学软件及课程销售：**教学软件研发以跃龙门育才科技为核心，负责龙门教育学习数据收集，专注智能教学软件研发与“线上线下融合”的短训课程研发，为公司中高考升学服务提供更加科学、更加智能的教学方式，扩大公司在中高考升学细分领域的品牌影响力。同时，采用 B2B2C 业务模式向合作机构输出产品，扩大龙门教育课程和服务的覆盖范围。
- **营收与归母净利润稳健增长，实现 18 年业绩承诺。**龙门教育 2018 年公司营收约 5 亿元，同比增长 25.74%；归母净利润约 1.32 亿元，同比 25.26%，实现 2018 年业绩承诺。

图表 5: 龙门教育营收及增速



图表 6: 龙门教育归母净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 龙门教育竞争力及未来规划:

- **聚焦中高考升学培训, 降低招生成本:** 龙门教育长期聚焦中高考升学培训赛道, 打造出细分市场龙头企业的品牌影响力, 在市场规模、市场占有率、招生人数等多个维度均有体现。品牌力量带来的高口碑, 有助于吸引更多生源和优质师资, 较大程度上降低了招生成本, 也为龙门教育异地复制和 K12 学习中心扩张提供基础的品牌积淀。
- **科学系统性教学模式:** 在教学层面, 龙门教育采用“教、管、学”一体的“五加教学”模式, 导师、讲师、专业班主任职责分工明确, 依靠科学化的流程和时间管理, 严格把控学习效果。教学模式的设计, 有助于公司课程服务去名师化, 降低对名师的过度依赖。
- **聚焦新高考, 推动普职融合。** 公司计划根据高考改革方案, 为学生提供个性化服务, 将升学服务由复习备考向考前、考后上下游延伸。同时, 顺应普职融合趋势, 为职业技能人才提供升学服务, 帮助其达到升学基本要求; 全封闭学校业务板块在传统高效课堂之外, 逐步增设职业技能课程。
- **推进全国性校区异地复制。** 目前, 公司有 7 个校区 (西安 5 个, 北京 2 个), 本次交易完成后, 公司计划以民办高中或中职的形式为切入点, 推进全国性校区异地复制进程。

本次收购对于科斯伍德的意义

- **符合公司长远规划, 聚焦教育行业。** 科斯伍德为将资源集中于战略核心业务, 做大教育板块, 缩减非核心业务, 关闭法国子公司, 体现聚焦教育行业规划, 本次收购龙门教育剩余股权也是其聚焦教育行业的进一步行动, 符合其长期规划。龙门教育承诺 2019、2020 年度实现净利润分别不低于人民币 1.6 亿元、1.8 亿元, 教育行业盈利能力优于传统行业, 有望带动公司整体盈利能力提升。
- **增强龙门教育管理层凝聚力。** 本次收购后, 若可转债全部转股, 龙门教育副董事长马良铭将持有科斯伍德 14.49% 股份。持股结构的变化, 将龙门管理层与上市公司原股东利益进行深度绑定, 利于公司长远发展。

投资建议

- 龙门教育经营向好, 同时公司在通过缩减非核心业务, 集中资源做大教育板块。我们预计科斯伍德 2019/2020/2021 年归母净利润实现 1.02/1.25/1.50 亿元, 对应 PE 估值为 24/20/17x, 目标价 11.5 元。
- **风险提示:** 交易方案尚未落地仍存不确定性, 行业政策风险, 竞争加剧等

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	490	472	959	1,010	1,163	1,327	货币资金	181	362	276	366	578	648
增长率		-3.6%	103.2%	5.3%	15.1%	14.0%	应收账款	219	217	187	205	278	321
主营业务成本	-375	-383	-601	-580	-676	-776	存货	65	88	64	73	85	98
%销售收入	76.5%	81.2%	62.7%	57.4%	58.1%	58.5%	其他流动资产	2	10	110	180	15	17
毛利	115	89	358	430	488	551	流动资产	467	677	637	825	956	1,083
%销售收入	23.5%	18.8%	37.3%	42.6%	41.9%	41.5%	%总资产	57.7%	39.8%	39.2%	46.0%	49.3%	52.2%
营业税金及附加	-5	-4	-8	-9	-10	-12	长期投资	9	39	39	40	39	39
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	301	288	242	237	257	269
营业费用	-34	-29	-86	-91	-99	-113	%总资产	37.2%	16.9%	14.9%	13.3%	13.3%	13.0%
%销售收入	6.9%	6.2%	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%	无形资产	29	688	682	679	677	674
管理费用	-38	-46	-92	-99	-102	-117	非流动资产	342	1,025	987	967	983	992
%销售收入	7.8%	9.8%	9.5%	9.8%	8.8%	8.8%	%总资产	42.3%	60.2%	60.8%	54.0%	50.7%	47.8%
息税前利润 (EBIT)	39	9	173	231	276	309	资产总计	809	1,702	1,624	1,792	1,939	2,075
%销售收入	7.9%	1.9%	18.0%	22.9%	23.7%	23.3%	短期借款	0	260	165	151	145	0
财务费用	3	-5	-26	-23	-18	-3	应付款项	84	172	213	218	243	278
%销售收入	-0.5%	1.1%	2.8%	2.3%	1.5%	0.2%	其他流动负债	17	38	41	38	44	128
资产减值损失	-2	-1	-85	0	0	0	流动负债	101	470	419	407	432	406
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	378	308	308	208	108
投资收益	0	0	34	0	0	0	其他长期负债	1	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	31.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	101	848	728	715	640	514
营业利润	40	6	103	209	258	306	普通股股东权益	705	706	736	838	964	1,110
营业利润率	8.1%	1.3%	10.8%	20.6%	22.2%	23.1%	少数股东权益	3	148	160	239	335	451
营业外收支	4	3	2	4	3	2	负债股东权益合计	809	1,702	1,624	1,792	1,939	2,075
税前利润	44	9	105	213	261	308	比率分析						
利润率	8.9%	1.9%	11.0%	21.0%	22.5%	23.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-8	-3	-16	-32	-39	-46	每股指标						
所得税率	17.8%	32.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.148	0.024	0.115	0.422	0.517	0.603
净利润	36	6	89	181	222	262	每股净资产	2.907	2.911	3.035	3.456	3.973	4.576
少数股东损益	0	0	61	78	97	116	每股经营现金净流	0.242	0.110	1.115	0.656	1.646	1.594
归属于母公司的净利润	36	6	28	102	125	146	每股股利	0.020	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	7.4%	1.2%	2.9%	10.1%	10.8%	11.0%	回报率						
							净资产收益率	5.11%	0.82%	3.80%	12.20%	13.02%	13.18%
							总资产收益率	4.45%	0.34%	1.72%	5.71%	6.47%	7.05%
							投入资本收益率	4.48%	0.40%	10.71%	12.80%	14.20%	15.76%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-1.08%	-3.60%	103.22%	5.31%	15.12%	14.05%
							EBIT增长率	11.43%	-76.98%	1843.64%	34.00%	19.33%	12.10%
							净利润增长率	3.68%	-83.99%	385.73%	265.11%	22.71%	16.59%
							总资产增长率	0.81%	110.31%	-4.61%	10.34%	8.20%	7.02%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	99.7	103.4	48.8	50.0	55.0	55.0
							存货周转天数	64.5	73.1	46.3	46.0	46.0	46.0
							应付账款周转天数	81.0	79.1	56.7	60.0	55.0	55.0
							固定资产周转天数	224.0	221.5	90.3	84.3	79.5	72.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-25.55%	32.37%	22.03%	8.64%	-17.31%	-34.58%
							EBIT利息保障倍数	-14.9	1.8	6.5	10.2	15.5	102.0
							资产负债率	12.50%	49.83%	44.80%	39.90%	33.00%	24.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	5	7	16
增持	0	1	7	8	13
中性	1	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	1
评分	2.00	2.00	1.69	1.63	1.63

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	2018-05-11	买入	9.92	12.30~12.30
2	2018-07-13	买入	9.44	N/A
3	2018-08-30	买入	9.49	N/A
4	2018-10-10	买入	9.02	11.50~11.50
5	2018-10-29	买入	8.79	11.50~11.50
6	2019-01-28	买入	9.13	11.50~11.50
7	2019-04-28	买入	9.30	11.50~11.50

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH