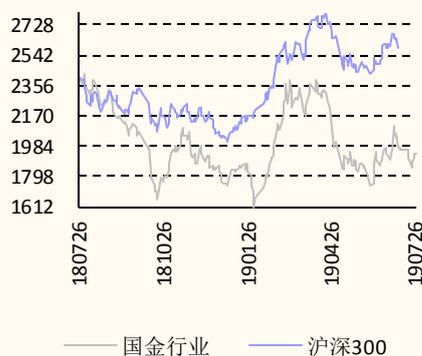


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金教育指数	1933.35
沪深300指数	3802.79
上证指数	2933.36
深证成指	9186.29
中小板综指	8741.83



相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 28 期：中国东方教育、中国科培、新东方...》，2019.7.21
- 2.《2019 教育行业周报第 27 期：民办摇号录取，风暴或将来临-2...》，2019.7.14
- 3.《2019 教育行业周报第 26 期：在线教育竞争加剧，K12 网校暑...》，2019.7.8
- 4.《在线教育究竟是互联网行业还是教育行业？——未来在线教育行业将...》，2019.6.30
- 5.《2019 教育行业周报第 25 期：职教重视度再提高，国务院会议提...》，2019.6.30

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

2019 教育行业周报第 29 期：新东方进入较为乐观周期 VS 好未来重注线上，各方承压

行情回顾

- 本周，国金教育指数涨跌幅 0.91%，上证指数 0.70%，深证成指 1.31%，创业板指 1.29%，传媒指数(中信)-0.71%，餐饮旅游(中信)2.61%，沪深 300 指数 1.33%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅 10.53%，上证指数 18.07%，深证成指 29.13%，创业板指 24.90%，传媒指数(中信)4.70%，餐饮旅游(中信)25.94%，沪深 300 指数 28.16%。

行业观点

- 本周新东方和好未来发布了最新季报（3-5 月），我们从五个方面进行对比：
- ①扩张节奏：新东方继续保持扩张态势 VS 好未来时隔七个季度扩张有所提速。新东方 2019 财年第四季度单季网点增加 69 个，总数达到 1233 个。2018/2019 财年分别扩容 40%/24%，2020 财年计划扩容 20%，持续保持较快扩张态势。好未来 2016 财年第四季度至 2018 财年第一季度加速扩张，平均单季度新增 44 个网点，2018 财年第二季度至 2019 财年第四季度放缓扩张速度，平均单季度新增 16 个网点，整体扩张速度放缓。2020 财年第一季度净增加 49 个网点，扩张有所提速，总数达到 725 个。
- ②利润率变化：新东方利润率进入提升周期 VS 好未来费用率或将持续提升，利润端或承压明显。新东方受快速扩张影响 2018/2019 财年非 GAAP 营业利润率分别同比-2.6pct/-1.0pct，但是近两个季度非 GAAP 营业利润率同比提高（2019 财年第三季度同比+1.1pct，第四季度同比+1.0pct）。随着新增网点逐步成熟，整体网点利用率提升，我们认为新东方在 2020 财年利润率将会进入提升周期。好未来放缓扩张速度后 2018/2019 财年调整后非 GAAP 归母净利润率分别同比+0.2pct/+1.0pct，但是 2020 财年第一季度费用率提升明显，利润率同比有所下滑，随着在线教育暑期大战正酣，我们认为 2020 财年第二季度，营销费用或持续飙升，利润端或承压更明显。
- ③营收增长：新东方维持营收较快增长，未来仍值得乐观 VS 好未来营收增速放缓，或迎 30%左右增速新常态。新东方 2018/2019 财年分别实现营收增长 36.0%/26.5%。公司预计 2020 财年营收增长将超 30%（人民币口径）。好未来 2018/2019 财年分别实现营收增长 64.4%/49.4%，2020 财年第一季度营收增速为 27.6%，公司预计 2020 财年营收增速为 30%-40%（人民币口径）。好未来增速放缓，比之前 60%+下了一个台阶，我们认为未来保持 30%左右的增速，或将成为“新常态”。
- ④政策影响：中小机构被扫荡过程中，大机构有提高份额的潜力，虽然大机构自身扩张也会受影响，不过两股力量对冲，我们认为正面力量偏强。7 月发布的“民办摇号政策”一定程度遏制幼龄化筛选，间接利好以初高中生为主要培训对象的新东方，对于好未来而言可能成为潜在风险。
- ⑤估值：我们预计新东方 2020-2022 财年实现 GAAP 归母净利润 4.18/5.16/6.30 亿美元，对应 pe 分别为 40/32/26x，预计好未来 2020-2022 财年实现归母净利润 3.28/4.34/5.59 亿美元，对应 pe 分别为 59/45/35 倍。
- 推荐标的：中国东方教育，新华教育，中公教育，佳发教育，中教控股等
- 风险提示：民促法尚未落地；收购整合风险；招生不及预期等风险。

本周发布报告

【公司点评】中国东方教育：1H19 业绩预计同增 40%+，持续看好未来表现事件

■ 2019 年 7 月 22 日，中国东方教育发布 FY1H2019 正面盈利预告。
评论

- FY19 营收同增 27%，突破 200 亿人民币。FY19 实现营收 30.96 亿美元 /+27
- **FY1H2019 持续经营净利润增速不低于 40%**。公司预计，FY1H2019 持续经营业务的税后净利润同比 18 年 2.16 亿元增加不低于 40%（货币单位为人民币，下同），若按 40% 增速测算，为 3.02 亿元，其中已考虑以下非经常性调整：① 股权激励开支约 7500 万元；② 上市开支约 2000 万元；③ 19 年会计准则变更影响约 2000 万元。若 FY1H2019 加回以上调整项，公司调整后税后净利润预计超过 4.17 亿元，预计同增不低于 90%，业绩快速增长，符合预期。
- **东方网点扩张加速，业绩或在未来持续兑现**。公司 2007-2012 年间年均增加 3 所学校，2012-2015 年间年均增加 10 所学校，2016 年开始加速扩张，2016/2017/2018 年分别新增 19/（36+6）/（19+12）所学校+美味学院，未来三年公司计划持续保持快速扩张态势，预计分别新增 20/（15+4）/（16+6）所学校+美味学院。单个网点盈亏平衡期约为 2-3 年，我们认为过去三年间快速扩张的网点或迎来业绩兑现期。
- **高知名度+学历与非学历并举+高就业率+全国布局，持续看好东方业绩增长**。东方实质业态介于培训和学校之间：一方面，资产比学校要轻，另一方面，利用效率比一般培训公司要高，运营比一般培训公司稳定，网点管理集中度比较高，管理费用更加可控。① 传统品牌家喻户晓，知名度认可度高，多品牌互补发展，跨赛道拓展能力强，新赛道美业值得期待。② 学历教育与非学历教育兼收并蓄，145 所中 26 所提供中专学历。③ 增强校企合作，打造订单班模式，长期课程平均就业率高达 93.7%。④ 全国性培训网络持续布局中，五大区域中心有望提高整体运营效率。

投资建议

- 我们预测 2019-2021 年公司整体净利润分别为 7.29/9.60/12.79 亿元，+43%/+32%/+33% YOY，对应 PE 分别为 34/26/20x。调整后净利润分别为 8.78/10.43/13.41 亿元，对应 PE 分别为 29/24/19x。中报业绩释放，实现快速增长，维持买入评级，提高目标价至 16 港元。
- **风险提示**：政策风险，招生不及预期，新品牌拓展不及预期等。

【公司点评】新东方：“改善年”的优秀成绩单，FY19 营收+27%，突破 200 亿，Margin 显著改善，未来仍值得乐观

事件

- 新东方 (NYSE:EDU) 于 2019 年 7 月 23 日，发布了截至 2019 年 5 月 31 日的 4QFY19 及 FY19 未经审计的财报。

投资建议

- **FY19 营收同增 27%，突破 200 亿人民币。** FY19 实现营收 30.96 亿美元 /+27%YoY；非 GAAP 营业利润 3.77 亿美元/+18%YoY，剔除非经营性因素影响后的非 GAAP 归母净利润增速达 16%。新东方 2019 财年第四季度单季学习中心及学校数量增加 69 个，总数达到 1233 个，FY19 扩容 24%，FY20 计划扩容 20%，持续保持较快扩张态势。公司预计 2020 财年第一季度实现营业收入为 10.51-10.76 亿美元，+22%-25%YoY，不考虑汇率波动，以人民币计，+26%-29%YoY，依然保持较高增速，彰显实力与信心。
- **归母净利润和非 GAAP 归母净利润之间主要调整了：**①由于 2018.06.01 开始实行新会计准则，导致 FY19 产生的因长期投资公允价值变动引起的 1.05 亿美元非经常性损失；②股权激励费用 6838 万美元。
- **2019 财年第四季度非 GAAP 营业利润率持续边际改善。** 2019 财年第四季度非 GAAP 营业利润 1.03 亿美元/+30%YoY，非 GAAP 营业利润率 12.2%/+0.9pct（剔除股权激励费用影响），连续两个季度非 GAAP 营业利润率同比提高（2019 财年第三季度同比+1.1pct），体现出新东方和扩张进程相匹配的稳健而强大的运营能力。随着新增网点逐步成熟，整体网点利用率提升，利润率进入提升周期。我们认为，FY2020 非 GAAP 营业利润率仍然会呈现提升的趋势。需注意，公司未来税率预计相较往年会有所提高。
- **政策影响上，我们认为：**①中小机构被扫荡过程中，大机构有提高份额的潜力，虽然新东方自身扩张也会受影响，不过两股力量对冲，正面力量偏强，②7 月 8 日发布的“民办学校摇号政策”一定程度遏制幼龄化筛选，间接利好以初高中生为主要培训对象的新东方。
- 我们预计公司 FY2020-2022 实现 GAAP 归母净利润 4.18/5.16/6.30 亿美元，对应 pe 分别为 41/33/27x，非 GAAP 归母净利润 5.00/6.10/7.20 亿美元，对应 pe 分别为 34/28/24x，维持增持评级，margin 持续改善彰显实力，提高目标价至 122 美元。
- **风险提示：**送审稿最终版仍存不确定性，交易尚未完成，招生不及预期等

【公司点评】好未来：“新常态”营收增速放缓，在线教育酣战营销费用或持续飙升，“民办摇号”政策压顶提升风险

事件

- 2019年7月25日，好未来发布了截止2019年5月31日的2020财年第一季度（2019.2.28-2019.5.31）未经审计的财报。

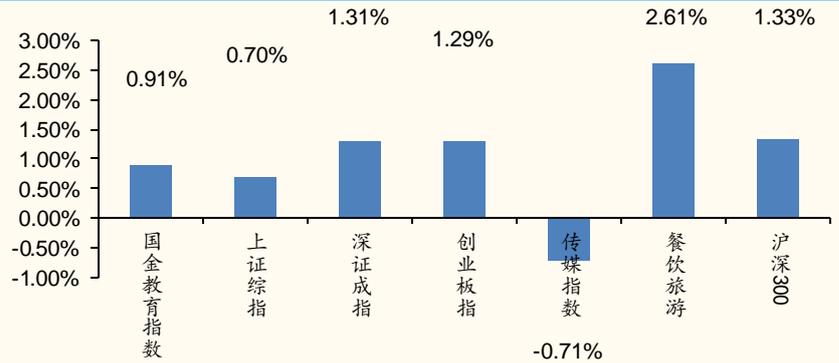
业绩分析

- **2020财年第一季度营收增速显著放缓，或迎30%左右增速新常态。**2020财年第一季度实现营业收入7.03亿美元，+27.6%YoY。公司预计2020财年第二季度营业收入为8.96到9.17亿美元，+28%-31%YoY。好未来的增速实实在在放缓了，比之前60%+下了一个台阶，我们认为未来30%左右的增速，应该是好未来的“新常态”，过去60-70%的增速很难再出现。2020财年第一季度账面亏损受到多重因素影响（长期投资公允价值变动，长期投资减值损失等）。
- **好未来核心业务是小升初培训，我们认为：**①7月8日发布的“民办学校摇号政策”可能会对其造成压力，使得其核心业务在中长期承受一定风险，但具体影响还需要看各地政策落地情况。②三四线城市小升初和幼升小培训需求小于一二线城市，城市层级下沉存在难度，下沉效果需要持续观察。
- **2020财年第一季度费用率提升明显，在线教育暑期大战正酣，预计下一季度利润端持续承压。**在线课程收入占比15%/+6pct。我们预计在线业务目前仍处于亏损状态，盈利性远差于小班培优业务，伴随在线收入占比的快速提升，公司整体利润端会有所承压。2020财年第一季度毛利率和费用率同升，后者幅度更大，毛利率54.9%/+2.3pct，销售费用率22.1%/+4.9pct，管理费用率25.0%/+2.3pct；在线教育暑期大战正酣，我们认为好未来2020财年第二季度，营销费用或持续飙升，利润端或承压更明显。
- **投资建议：**好未来并未出现经营性亏损（有投资性亏损），但是营收增速确有放缓，我们认为“民办学校摇号政策”可能成为重要潜在风险，消费需求强度仍存未知，同时在线业务的营销费用持续高涨，预计对下一季度利润端压力较大。我们预计FY20-FY22公司实现归母净利润3.28/4.34/5.59亿美元，对应pe分别为60/45/35倍，非GAAP归母净利润4.35/5.51/6.87亿美元，对应pe分别为45/36/29倍，维持中性评级，目标价28美元。
- **风险提示：**教培新规加强监管，或减缓扩张速度等风险。

一周行情回顾

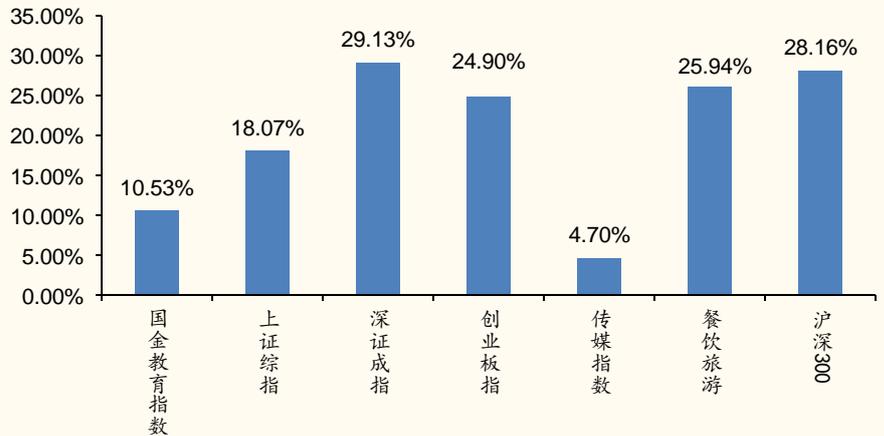
- 本周，国金教育指数涨跌幅 0.91%，上证指数 0.70%，深证成指 1.31%，创业板指 1.29%，传媒指数(中信)-0.71%，餐饮旅游(中信)2.61%，沪深 300 指数 1.33%。
- 年初至今，国金教育指数涨跌幅 10.53%，上证指数 18.07%，深证成指 29.13%，创业板指 24.90%，传媒指数(中信)4.70%，餐饮旅游(中信)25.94%，沪深 300 指数 28.16%。

图表 1：本周各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：年初至今各指数涨跌幅



来源：WIND，国金证券研究所

一周行业重点公告

- **【宇华教育】(06169)** 公司已签署协议收购济南双胜教育咨询有限公司（持有目标学院山东英才学院的全部举办者权益）的 90% 股权，交易作价 14.92 亿元人民币，分四期支付。目标公司 2018 财年与截至 2019 年 5 月 31 日九个月收入分别为 4.59 亿元和 3.80 亿元，税后净利润分别为 0.91 亿元和 0.69 亿元。山东英才学院建于 1998 年，为中国山东领先的民办高等教育机构，过去七年蝉联中国民办大学前 3 名。目标学院占地约 76.67 万平方米，目前有约 3.15 万名学生，其中约 2.1 万名学生报读本科课程，1 万名学生报读专科课程及 500 名学生报读职业技能培训课程。目标学院每年每名学生平均学费为人民币 1.5 万元。
- **【中国东方教育】(00667)** 发布 FY2019H1 正面盈利预告。预计公司 FY2019H1 持续经营业务的税后净利润同比 18 年 2.16 亿元增加不低于 40%。该增加主要是由于期内平均收生人数上升及平均学费/服务费上升导致。
- **【勤上股份】(002638)** 公司关于深交所问询函作出回复，其中子公司广州龙文 2015-2018 年度未实现预测净利润主要是因为标的公司对单点收入和课时单价的提高未能弥补教学点数量减少的影响、O2O 平台建设前期投入以及校外培训机构专项治理行动等影响。
- **【威创股份】(002308)** 拟与南京华文基金管理有限公司、江苏文投资本管理有限公司成立“南京华创教育产业股权投资基金”。产业基金以教育产业作为主要投资方向，主要投向于政策监管上不存在退出障碍的儿童教育未上市优质企业股权。基金目标规模为 1 亿元，首期规模为 6100 万元，其中威创股份出资 3000 万元。
- **【中国春来】(01969)** 公司成功中标收购苏州科技大学天平学院，须就招标支付初期资金 4.00 亿元人民币，其占代价的 50% 用于支付代价。苏州科技大学是一所国立大学，提供全日制本科和研究生课程，天平学院由苏州科技大学和基金会共同举办，2000 年 9 月开始招生，2005 年改设为独立学院。
- **【新东方】(EDU.N)** 发布了截至 2019 年 5 月 31 日的 FY2019Q4 及 FY2019 未经审计的财报。新东方 FY19Q4 实现营业收入 8.43 亿美元/+20%/28%YoY（以美元计增速/以人民币计增速，后同）。FY19Q4 非 GAAP 营业利润 1.03 亿美元/+30%YoY。非 GAAP 营业利润率 12.2%/+0.9pct（剔除股权激励费用影响），盈利水平边际持续改善。新东方 FY2019 营业收入 30.96 亿美元/+27%YoY；非 GAAP 营业利润 3.77 亿美元/+18% YoY。非 GAAP 营业利润率 12.2%/-0.9pct。非 GAAP 归母净利润 4.11 亿美元/+16%YoY。FY19Q4 新东方单季学习中心及学校数量增加 69 个（其中学校增加 3 所），总数达到 1233 个（其中学校 95 所），较 FY18 增加了 152 个。FY19Q4 入学人数达 276 万人，+34%YoY，FY19 入学人数达 838 万人，+32%YoY。
- **【三盛教育】(300282)** 创业板发布关注函，要求三盛教育关于是否会出现考核期公司营业收入下滑仍为激励对象办理解限的情形做出解释。三盛教育之前披露的限制性股票激励计划草案中业绩考核目标为公司 2019 年、2020 年、2021 年分别实现营业收入 8.72 亿元、10.30 亿元、11.89 亿元，若公司 2019 年、2020 年营业收入仅实现当期考核目标的 70%，公司依旧可以按照一定的解限系数为激励对象办理解限。
- **【中教控股】(00839)** 公司已完成对四川外国语大学重庆南方翻译学院的收购。
- **【科斯伍德】(300192)** 公司对《苏州科斯伍德油墨股份有限公司发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》及其摘要进行了相应修订、补充和更新。并对 2019 年 7 月 5

日收到的深圳证券交易所问询函作出回复。

- **【好未来】(TAL.N)** 发布了截至 2019 年 5 月 31 日的 FY2020Q1 未经审计的财报。FY2020Q1 实现营业收入 7.03 亿美元，+27.6%YoY，符合此前+27%-29%YoY 的业绩预期。公司预计 FY2020Q2 营业收入为 8.96 到 9.17 亿美元，+28%-31%YoY，以人民币计，预计为+32%-35%YoY。FY2020Q1 毛利率 54.9%/+2.3pct，销售费用率 22.1%/+4.9pct，管理费用率 25.0%/+2.3pct。FY2020Q1 其他费用为 3133 万美元，长期投资减值损失 5059 万美元，调整后非 GAAP 归母净利润 1.01 亿美元，同比增长 21.6%，低于营收增幅。FY2020Q1 单季度网点增加 49 个，总数达到 725 个，正价长期课程学生人数达 122.18 万人，+40.6%YoY。
- **【盛通股份】(002599)** 接到公司持股 5%以上股东贾春琳先生的通知：2019 年 7 月 24 日贾春琳先生的一致行动人贾则平先生与北京屹唐同舟股权投资中心（有限合伙）进行了大宗交易，减持 337 万股，减持比例为 1.04%。

一周行业重点新闻

- **【凯叔讲故事】凯叔讲故事完成 5000 万美元 C 轮融资，用户已超 3000 万**
 多知网 7 月 22 日讯，凯叔讲故事完成 5000 万美元 C 轮融资，由百度领投，新东方、坤言资本和好未来跟投。本轮融资后，百度将利用智能语音交互等技术，丰富并提升凯叔讲故事的内容和服务体验。
- **【辽宁省教育厅】辽宁治理教师暑期有偿补课**
 蓝鲸教育 7 月 23 日讯，辽宁省教育厅印发《关于全省集中开展在职教师有偿补课等问题专项治理推广沈阳市做法的通知》，在暑假期间集中开展在职教师有偿补课等行为专项治理工作，狠刹中小学在职教师有偿补课行为，切实解决群众和社会关心的热点突出问题。
- **【掌门教育】全年营收预计超 5 亿元，掌门少儿亮剑在线少儿数理思维**
 多知网 7 月 24 日讯，掌门教育旗下在线少儿数理思维教育品牌掌门少儿正式宣布，学员续费率达 89%，转介绍率突破 50%，单月营业额突破 4300 万元，预计 2019 全年营收突破 5 亿元人民币。
- **【教育部】教育部等六部门部署开展第八次全国学生体质与健康调研**
 鲸媒体 7 月 24 日讯，教育部、国家体育总局、国家卫生健康委等六部门联合开展第八次全国学生体质与健康调研工作，同步部署安排 2019 年《国家学生体质健康标准（2014 年修订）》测试抽查复核工作。
- **【教育部】2018 年我国各级学校 51.9 万所，学历教育在校生 2.8 亿人**
 多知网 7 月 25 日讯，教育部公布了《2018 年全国教育事业发展统计公报》。2018 年，全国共有各级各类学校 51.88 万所，比上年增长 5017 所，增长 0.98%；各级各类学历教育在校生 2.76 亿人，比上年增长 539.40 万人，增长 2.00%；专任教师 1672.85 万人，比上年增长 45.96 万人，增长 2.83%。
- **【教育部】各高校应至少有一所实体书店，要纳入校园建设规划**
 蓝鲸教育 7 月 25 日讯，教育部办公厅发布《关于进一步支持高校校园实体书店发展的指导意见》明确，各高校应至少有一所图书经营品种、规模与本校特点相适应的校园实体书店，要将校园实体书店纳入校园建设总体规划。
- **【世纪天鸿】世纪天鸿发布上半年业绩预告，最高盈利预计 835.90 万元**
 鲸媒体 7 月 25 日讯，教育出版机构世纪天鸿发布 2019 年上半年业绩预告，预计盈利 726.86-835.90 万元，同比增长 0%-15%。业绩变动的的原因主要有两点：一是上半年公司教育出版业务保持稳定，继续加大在教育科技和教育服务领域的投资与布局，丰富了公司的教育业态类型；二是本报告期，公司预计非经常性损益对归属于上市公司股东的净利润影响金额约为 365.22 万元，去年同期为 179.73 万元，较去年同比上升 103.2%。
- **【浙江省】浙江规范进校园活动！未经审核认定一律禁止，学校有权拒绝芥末堆 7 月 26 日讯，浙江省印发《关于规范中小学进校园活动的实施意见》（以下简称《实施意见》），提出针对各级党政机关、群团组织面向中小學生（幼儿）开展，非列入课程标准纲要的各类走进校园或组织学生走出校园的教育活动，在进校前需要审核认定，给予学校更多自主权。**
- **【北京市教委】人工智能学习将纳入中小学社会实践**
 芥末堆 7 月 26 日讯，北京教委印发《北京促进人工智能与教育融合发展行动计划》（以下简称《计划》）的通知。《计划》明确了基础教育、职业教育、高等教育等阶段的主要任务。其中在基础教育阶段，《计划》支持加快人工智能素养教育，建议将人工智能学习纳入综合社会实践活动和开放性科学实践活动。
- **【教育行业投融资报告】2019 上半年教育行业投融资报告解读**
 鲸媒体统计整理了 2019 年 H1 教育行业投融资报告。2019 年上半年，教

育行业共发生 248 起投融资事件，平均每天发生 1.37 起；总融资金额达 183.18 亿元人民币，与去年同期相比减少 44.26%。

公司投资评级的说明：

- 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。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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，不作为或被视为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

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