

增持

——维持

日期：2019年08月27日

行业：教育



证券研究报告/行业研究/季度策略

下半年职教旺季，业绩显弹性，早教具备孕育大龙头潜力

—教育行业 2019Q4 投资策略

分析师：周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070002

■ 主要观点

职业培训：下半年迎来考试旺季，龙头抗风险、全面化

下半年通常是体制外职业培训考试的旺季，如国考和考研的笔试、教师招聘、事业单位招聘等。因此，职业培训机构经营有一定的季节性，中公和恒企 2015-2018 年上半年营收分别占全年的 36-39%、28-44%，2017-2018 年上半年净利润分别占全年的 12-18%、40-53%。随着下半年考试旺季的到来，中公和恒企的营收年内有望进一步增长，业绩弹性加大。机构改革致公务员缩招，中公教育公考培训收入逆势增长 26%，量/价分别增长 10%/15%，体现龙头的强抗风险能力。同时，加大扶持考研、IT 等新品类，带动综合业务迅猛增长，成为仅次于公务员的第二大业务，产品线布局愈发全面。

高等院校：高职扩招释放生源增量，外延并购持续

高职扩招百万对应全年招生计划增量约 115 万人，目前山西、安徽、广东、山东、广西等多个省份公布的扩招计划名额合计 77.21 万个，占目标总数的 67%，此外江苏高职院校可扩容 18-27 万人。我们估算民生教育、新高教集团、中国新华教育 2019 年高职扩招有望带来收入增量分别为 1687/1081/320 万元，占 2018 财年收入的 2.7%/1.5%/0.8%，占比较低，主要系单校分配的扩招名额有限且高职类收费较本科收费偏低，中长期看积累学生增量与单人 ARPU 值提升（专升本、1+X 证书制度等多样化收费）。高校外延并购逻辑持续，2019 年已有并购案例 11 个，超过 2018 年全年，且以收购独立学院居多，标的生均估值市价平均 5.70 万元/人，行业常见收购 PE 10-20X、PB 2-4X。

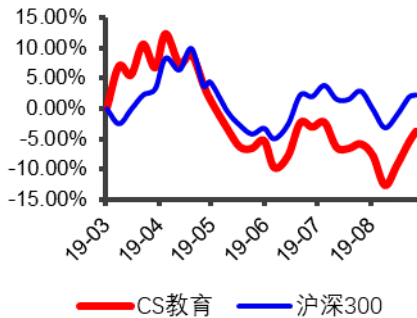
早教：广阔赛道孕育龙头公司

随着 90 后新生代父母成为主体，需求端消费升级，同时供给端各大品牌向三四线城市下沉渠道提供服务，早教行业仍将保持快速增长，2017 年突破 2000 亿元，预计 2020 年和 2025 年分别达到 3000/4500 亿元。Bright Horizon 主要为 B 端企业雇主提供高端的幼托服务，2014-2018 年收入和调整净利润分别复合增长 8.9%/18.3%，净利率由 7.17% 提高至 9.98%，2019H1 收入和调整净利润分别同比增长 8% 和 14%。受益于业绩持续稳健增长，公司股价一路走高，截止 8 月 23 日年内上涨 47.99% vs 标普 500 指数+12.45%，总市值达 94.78 亿美元，动态市盈率 56X，超过历史估值水平上限。美吉姆作为国内高端早教龙头，具有品牌、课程、规模等三大方面的先发优势。

■ 投资建议

维持教育行业“增持”评级。下半年职业培训进入考试旺季，收入确认和利润贡献大幅上升，业绩具备弹性；高职迎来扩招首年，收入增量短期有限，长期关注学生积累存量及单人 ARPU 值挖潜；早教属于千亿级的广阔赛道，海外经验来看能孕育近 700 亿市值的大龙头。此外，

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《教育行业 2019 年中期投资策略：政策为纲，景气为王，龙头向上》

教育信息化进入2.0时期，软件、内容的搭载及硬件的更新换代带来新的增量空间。

■ 风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、业务拓展不及预期、商誉减值风险等。

■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率 (楷体小五)

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
002607	中公教育	15.02	0.19	0.28	0.41	79	54	37	45.1	增持
002621	美吉姆	12.44	0.09	0.49	0.53	138	25	23	3.6	增持
300559	佳发教育	21.41	0.47	0.7	1.07	46	31	20	3.8	增持

资料来源：wind，上海证券研究所，股价数据为2019年8月23日收盘价

目 录

一、教育板块表现回顾.....	5
二、关注景气度高子行业.....	6
2.1 职业培训：下半年迎来考试旺季，龙头抗风险、全面化 .6	
2.2 高等院校：高职扩招释放生源增量，外延并购持续	9
2.3 早教：广阔赛道孕育龙头公司	12
三、投资建议.....	14
四、风险提示.....	14

图

图 1 教育行业今年以来涨跌幅	5
图 2 板块涨跌幅比较 (%)	5
图 3 A 股重点教育上市公司今年以来涨跌幅 (%)	5
图 4 A 股重点教育上市公司 PE (TTM)	6
图 5 北上资金持有 A 股重点教育上市公司情况	6
图 6 中公教育上下半年收入情况 (百万元)	7
图 7 恒企教育上下半年收入情况 (百万元)	7
图 8 中公教育上下半年净利润情况 (百万元)	8
图 9 恒企教育上下半年净利润情况 (百万元)	8
图 10 中公与恒企上半年收入占比 (%)	8
图 11 中公与恒企上半年净利润占比 (%)	8
图 12 全国公务员国考和省考招录人数 (万人)	9
图 13 中公教育历年公务员序列收入及增速 (亿元)	9
图 14 2019H1 中公教育收入结构	9
图 15 2019 年各省市高职扩招计划名额 (万人)	10
图 16 我国早教市场规模 (亿元)	12
图 17 Bright Horizon 三大业务	13
图 18 Bright Horizon 营收和净利润情况 (百万美元)	13
图 19 今年以来 Bright Horizon 股价表现	13
图 20 Bright Horizon PE-band	13
图 21 美吉姆历年收入及净利润情况 (百万元)	14

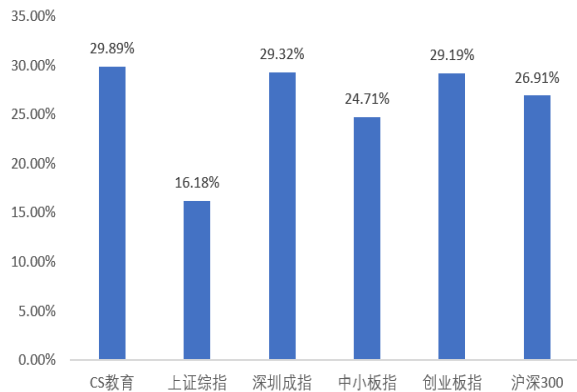
表

表 1 主要职业类考试的时间安排	7
表 2 高教上市公司旗下部分高校 2019 年高职扩招情况统计	10
表 3 2019 年高教上市公司并购案例	11
表 4 重点公司盈利预测	14

一、教育板块表现回顾

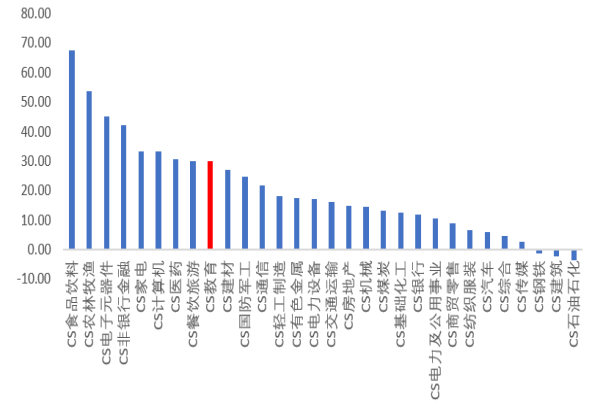
教育行业跑赢大盘，板块涨幅居前。截止2019年8月23日，CS教育指数上涨29.89%，同期上证综指上涨16.18%、深证成指上涨29.32%，教育行业跑赢大盘。板块间比较，CS教育区间涨幅位于30个中信一级行业的第9位，涨幅居前。

图1 教育行业今年以来涨跌幅



数据来源: wind, 上海证券研究所

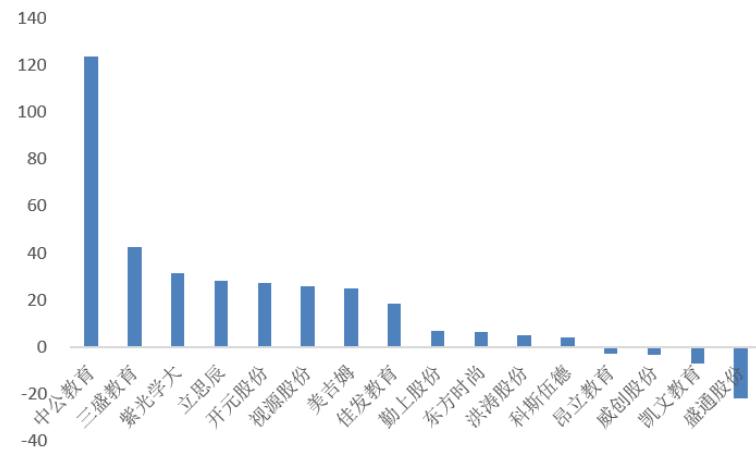
图2 板块涨跌幅比较 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

个股涨跌互现，龙头备受追捧。截止8月23日，以A股重点教育上市公司为样本（考虑到教育资产剥离，剔除百洋股份和秀强股份），教育行业涨幅前五的个股分别为中公教育（123.79%）、三盛教育（42.70%）、紫光学大（31.63%）、立思辰（28.24%）、开元股份（27.33%），主要分布在职业教育、教育信息化、K12教育等领域。其中，中公教育作为职业教育赛道绝对龙头，且上市主体经营纯教育业务，借壳以来备受追捧，截止6月30日，机构持仓2.24亿股，占比33.5%。

图3 A股重点教育上市公司今年以来涨跌幅 (%)

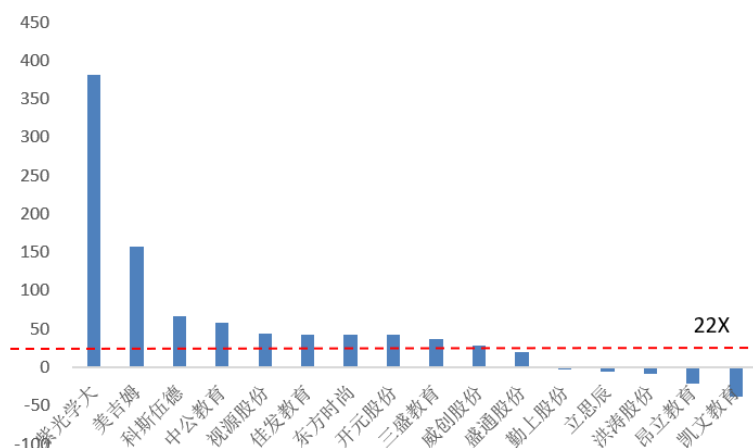


数据来源: wind, 上海证券研究所

板块估值保持稳定，处于历史低位。以上述样本为例，剔除掉估值差异较大的数值后，截止8月23日，A股教育板块整体的平

均动态估值约为 22X，与上一季度基本持平，处于历史低位。

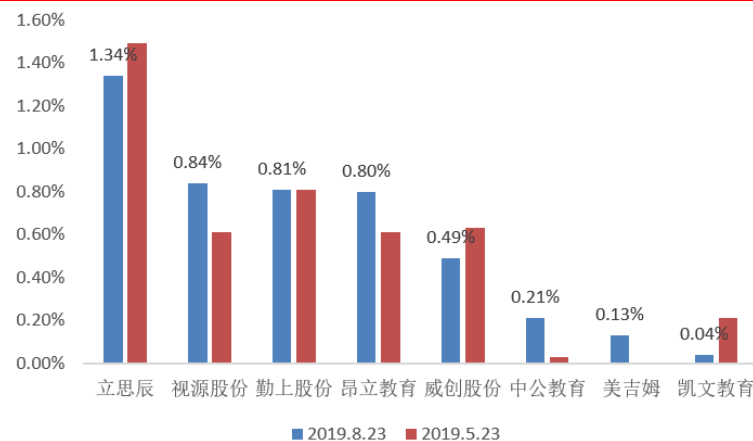
图 4 A 股重点教育上市公司 PE (TTM)



数据来源: wind, 上海证券研究所 (注: 剔除了动态估值较高的紫光学大和美吉姆)

北上资金持有教育个股数量较少，持股比例较低。截止 8 月 23 日，北上资金在 A 股重点教育上市公司中仅持有 8 只个股，且多数持股比例低于 1%，仅立思辰持股达到 1.34%。5 月 23-8 月 23 日期间，北上资金增持视源股份 (+0.23%)、昂立教育 (+0.19%)、中公教育 (+0.18%)、美吉姆 (+0.13%)，减持凯文教育 (-0.17%)、立思辰 (-0.15%)、威创股份 (-0.14%)。

图 5 北上资金持有 A 股重点教育上市公司情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、关注景气度高子行业

2.1 职业培训：下半年迎来考试旺季，龙头抗风险、全面化

下半年通常是体制外职业培训考试的旺季。热门的国考和考研笔试一般在每年的 12 月，教师招录和事业单位招聘三四季度比较

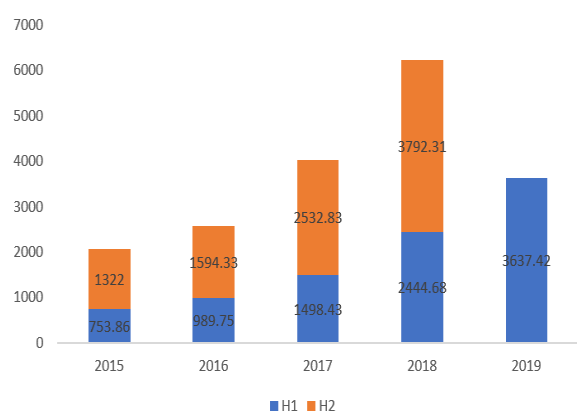
活跃，会计、法考、医师等职业能力训练考试也多集中在8-10月。受考试时间安排影响，职业培训机构经营有一定的季节性：(1) 收入端：2015-2018年中公教育上半年收入占全年的36-39%，恒企教育为28-44%；(2) 盈利端：2017-2018年中公教育上半年净利润占全年的12-18%，恒企教育为40-53%，其中2018年恒企教育上半年净利润占比过半主要系下半年存在牵引力大幅亏损及商誉减值的情况。2019年上半年，中公教育和恒企教育分别实现收入36.37亿元(+49%)和7.01亿元(+46%)，盈利4.93亿元(+132%)和0.58亿元(-8%)，随着下半年考试旺季的到来，年内有望营收进一步增长，业绩弹性加大。

表 1 主要职业类考试的时间安排

	考试时间
国考	笔试12月，面试次年2-5月
考研	笔试12月，面试次年3-4月
事业单位招聘	Q3/Q4 活跃
教师招录	Q3/Q4 活跃
初级会计职称	5月
中级会计职称	9月
自考	全国4月、10月统考，部分地区1月、6月开考
教师资格证	统考3月与11月
法考	8-9月
医师资格考试	实践技能考试6月，医学综合笔试8月
CPA	专业考试10月，综合考试8月

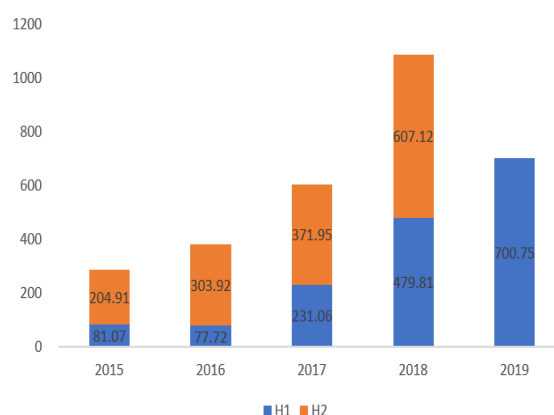
数据来源：互联网整理，上海证券研究所

图 6 中公教育上下半年收入情况 (百万元)



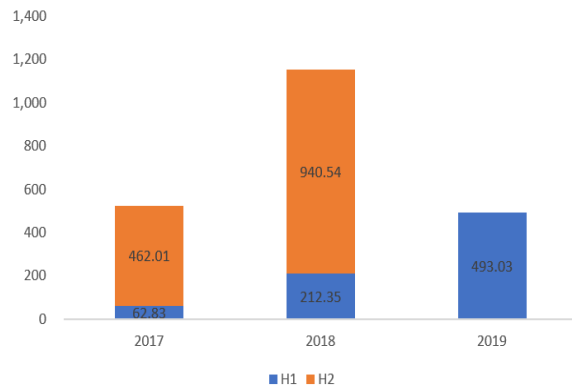
数据来源：wind, 上海证券研究所

图 7 恒企教育上下半年收入情况 (百万元)



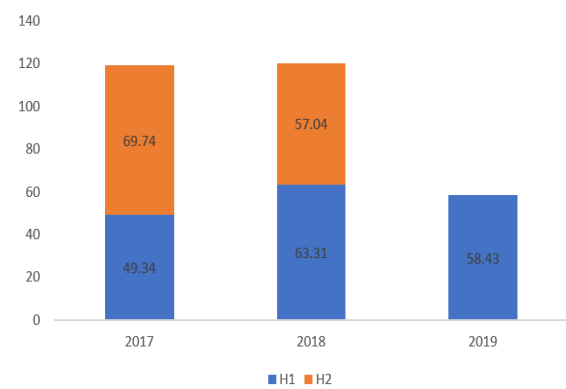
数据来源：wind, 上海证券研究所

图 8 中公教育上下半年净利润情况 (百万元)



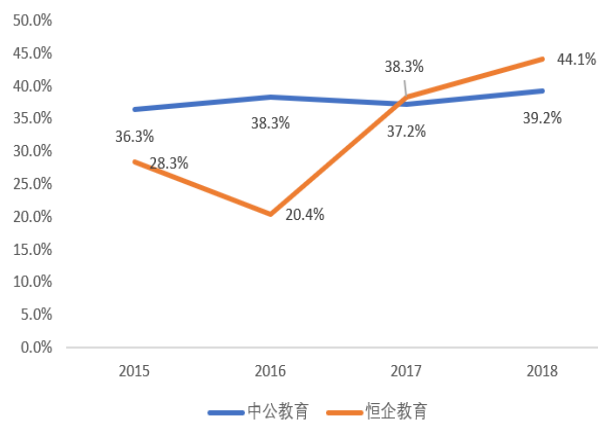
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 9 恒企教育上下半年净利润情况 (百万元)



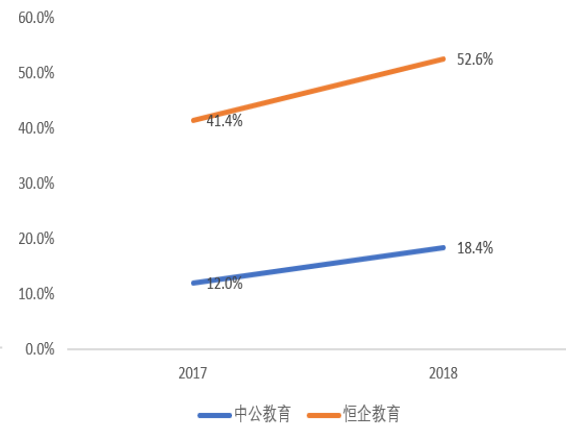
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 10 中公与恒企上半年收入占比 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

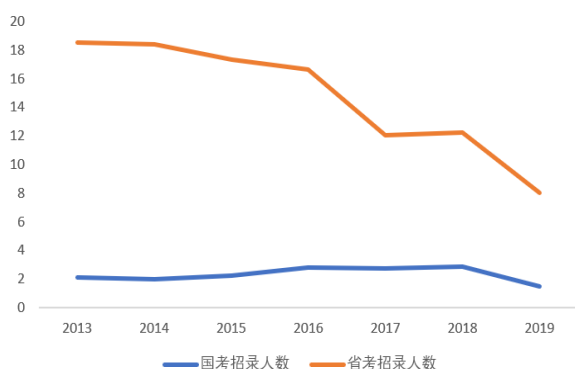
图 11 中公与恒企上半年净利润占比 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

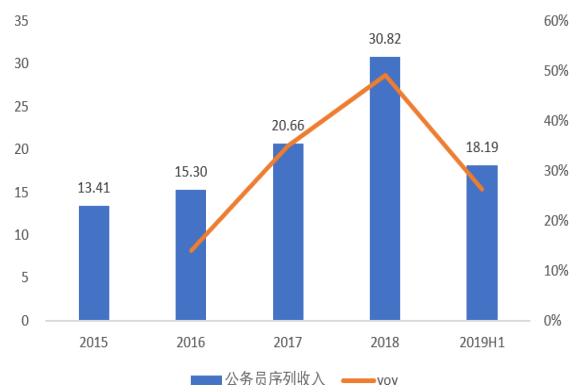
机构改革导致公考招录缩减, 龙头抗风险能力更强。机构改革背景下, 国地税合并、加强机构编制管理等导致公务员招录人数大幅减少, 2019 年国考招录人数减至 1.45 万人, 创 2010 年以来新低, 19 个省份的省考总招录规模也降至 8 万余人。中公教育凭借强大的管理应变能力实现了逆势增长, 2019 年上半年公务员序列实现收入 18.19 亿元, 同比增长 26%, 其中培训人次增长约 10%、长周期课程拉动客单价同比提高近 15%, 进一步扩大市场份额。

图 12 全国公务员国考和省考招录人数 (万人)



数据来源: 公考资讯网, 上海证券研究所

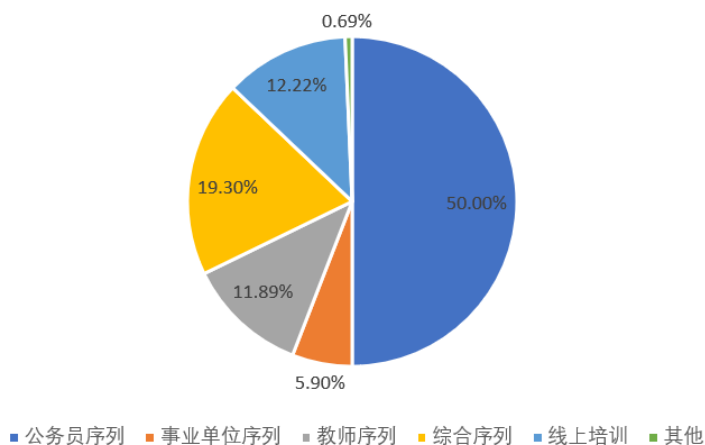
图 13 中公教育历年公务员序列收入及增速 (亿元)



数据来源: wind, 上海证券研究所

巩固优势基础之上, 发力新成长业务, 职教企业布局愈发全面。2019 年上半年, 中公教育的教师序列和综合序列分别实现收入 4.32 亿元和 7.02 亿元, 同比大幅增长 52% 和 89%, 收入占比分别达到 11.89% (+0.27pct) 和 19.30% (+4.13pct)。受考研、IT 等新品类快速发展驱动, 综合序列迅猛增长, 成为仅次于公务员的第二大业务, 验证了公司“专职研发与教学+精细化运营服务”模式的可复制性。由于单个职教培训赛道的天花板较低, 扩品类、跨赛道经营成为职教企业发展壮大的必经之路, 丰富的产品打造能力、成熟的运营管理能力成为制胜的关键。

图 14 2019H1 中公教育收入结构



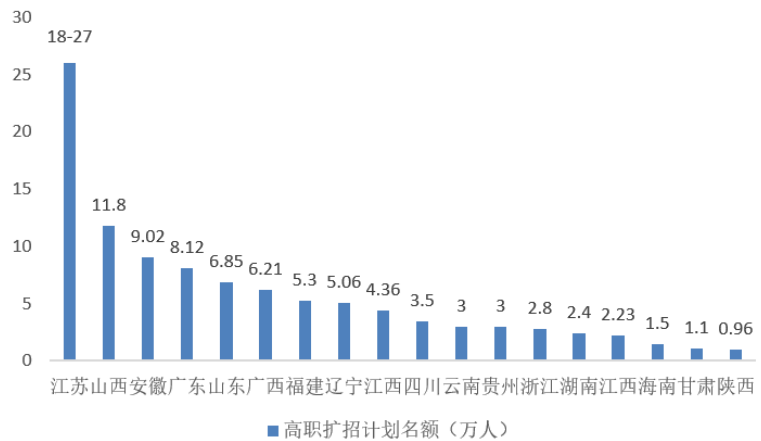
数据来源: wind, 上海证券研究所

2.2 高等院校: 高职扩招释放生源增量, 外延并购持续

高职扩招百万释放生源增量。今年《政府工作报告》中指出高等院校将扩招 100 万人, 5 月《高职扩招专项工作实施方案》正式发布, 总的来看, 第一, 扩招对象主要是退役军人、下岗失业人员、农民工和新型职业农民三大群体; 第二, 按过往高职报到率预估 2019 年全国高职招生计划增量约 115 万人, 将分省、分部门下达高

职扩招计划；第三，扩招计划重点布局在优质高职院校、发展急需和民生领域紧缺专业、贫困地区；第四，加大财政投入，退役军人学费资助按高职院校实际收取学费金额执行，每生每年最高不超过8000元。目前，已有山西、安徽、广东、山东、广西等多个省份公布了今年的高职扩招计划名额，合计约增加77.21万个招生名额，占目标总数的67%，此外江苏省作为国内高职院校数量最多的省份（90所），现有高职在校生68万人，按标准办学条件估算还可扩容18-27万人。

图 15 2019 年各省市高职扩招计划名额（万人）



数据来源：各省市教育局，上海证券研究所

估算今年高职扩招收入贡献不足3%，中长期看积累学生增量和单人ARPU值提升。目前高教上市公司旗下单校高职扩招计划名额多为500人或1000人，最少的为重庆工商大学派斯学院，仅扩招120人。假设按报到率80%估算，民生教育、新高教集团、中国新华教育2019年高职扩招有望带来收入增量分别为1687/1081/320万元，分别占2018财年收入的2.7%/1.5%/0.8%，占比仍较低。我们认为，积极响应国家高职扩招百万号召，短期招生名额会有明显增加，但可能反映到收入端贡献占比仍较小，主要系单校分配的扩招名额有限且高职类收费较本科收费偏低，但中长期来看，一是高职扩招情况有望在接下来几年持续，不断积累学生增量；二是可挖掘专升本、1+X证书制度等多样化收费方式，提升单人ARPU值，预计未来高职扩招带来的收入增量占比将逐渐提高。

表 2 高教上市公司旗下部分高校 2019 年高职扩招情况统计

上市公司	旗下高校	扩招名额 (人)	报到率	学费 (元/年)	收入增量 (万元)	2018 财年收入 (亿元)	增量占比 (%)
民生教育	重庆工商大学派斯学院	120	80%	12000	115.2		
	重庆应用技术职业学院	1000	80%	9000-9800	752		
	南昌职业大学	1000	80%	9500-11000	820		
	小计	2120			1687.2	6.23	2.7%
新高教集团	贵州工商职业学院	1000	80%	8000-9380	695.2		

	湖北民族大学科技学院	500	80%	9500-9800	386		
	小计	1500			1081.2	7.27	1.5%
中国新华教育	安徽新华学校	500	80%	8000	320	3.86	0.8%

数据来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所（注：假设报到率为80%，学费取区间均值，贵州工商职业学校学费按全部专业估算）

高等院校外延并购逻辑持续。今年以来，高等教育上市公司外延并购动作不断，验证存量整合逻辑的可持续。**(1) 并购数量已超过2018年全年。**2018年高教上市公司共并购7个标的，截止2019年8月23日，高教并购案例已有11个，超过2018年全年。**(2) 独立学院加速转设，提供充足标的池。**2019年的11个并购案例中，有5个为独立学院（山东泉城大学、南京财经大学红山学院、贵州大学科技学院、四川外国语大学重庆南方翻译学院、昆明医科大学海源学院），截止2018年底，全国有独立学院265所，独立学院加速转设为民办高教集团提供了大量的潜在标的。**(3) 标的生均估值市价平均约为5.70万元/人。**最贵的为昆明医科大学海源学院和昆明市卫生学校，在校生合计18326人，估价8.35万元/人；最便宜的为贵州大学科技学院，在校生9000人，估价1.64万元/人。**(4) 收购PE波动较大，行业常见收购倍数介于10-20X，收购PB则约为2-4X。**

表 3 2019 年高教上市公司并购案例

时间	上市公司	收购标的	收购比例	交易金额 (亿元)	标的总估值 (亿元)	在校生人数	标的净利润 (万元)	标的净资产 (亿元)	收购生均估值 (万元/人)	收购 PE	收购 PB
2019.1	中教控股	山东泉城大学	100%	4.545	4.55	8529	40.4	3.77	5.33	1125.00	1.21
2019.2	中国新华教育	南京财经大学红山学院	100%	6.1	6.10	8600			7.09		
2019.2	宇华教育	斯坦福国际大学 (泰国)	100%	1.9	1.90	4000	-2586		4.75		
2019.6	中教控股	四川外国语大学重庆南方翻译学院	100%	10.1	10.10	13000	-400.5	5.43	7.77		1.86
2019.7	中国新华教育	昆明医科大学海源学院	60%	9.18	15.30	12026	12419.6	2.89	8.35	12.32	5.29
	昆明市卫生学校	6300									
2019.7	宇华教育	山东英才学院	90%	14.9	16.56	31500	9102	4.41	5.26	18.19	3.75
2019.7	希望教育	鹤壁汽车工程职业学院	95%	1.6	1.68	4504			3.74		
		贵州大学科技学院	100%	1.48	1.48	9000	1533.9	0.642	1.64	9.65	2.31
2019.8	希望教育	苏州托普学院	99%	4	4.04	5000	592.61	0.81	7.35	68.18	4.99

昆山技工学校

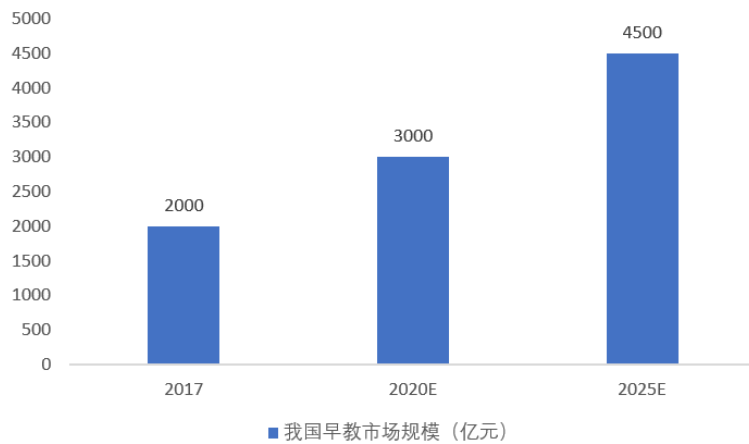
500

数据来源：公司公告，上海证券研究所

2.3 早教：广阔赛道孕育龙头公司

受益消费升级和渠道下沉，早教行业千亿市场仍在快速增长。根据《早教蓝皮书》报告显示，中国父母对于早教的消费水平随着孩子月龄/年龄的增长呈上升趋势，每月早教支出 500-1000 元占比最高，达 41.3%。其中 25-35 岁的父母，尤其是 25-28 岁的 90 后新生代父母，更愿意在孩子早期教育上做更大的经济投入。地域分布方面，一线城市的早教中心数量占全国的 15.1%，而人口数仅占全国总人口的 5% 左右，表明一线城市的人均早教中心数量约是全国平均水平的 3 倍，二三四线城市早教中心缺口较大。目前一二线城市即将进入早教品牌竞争白热化状态，三四线城市将成为各大品牌争夺的主战场。随着 90 后新生代父母成为主体，需求端消费升级，同时供给端各大品牌向三四线城市下沉渠道提供服务，早教行业仍将保持快速增长。根据《早教蓝皮书》报告显示，2017 年我国早教市场规模突破 2000 亿元，预计 2020 年达到 3000 亿元，2025 年有望突破 4500 亿元，2017-2025 年间年复合增长约 10.7%。

图 16 我国早教市场规模（亿元）



数据来源：《早教蓝皮书》，上海证券研究所

早教市场能孕育大龙头，业绩稳增享受高估值。Bright Horizon 是美国的幼教托管企业，主要为 B 端企业雇主提供高端的幼托服务，包括保育和早教、后续护理、教育咨询三大业务。截止 2019Q2，公司在全球共开设了 1083 个早教中心，美国、英国、荷兰分别为 712 个、313 个、58 个，为 12.02 万名儿童提供服务。2018 财年，公司实现营收 19.03 亿美元，同比增长 9%，2014-2018 年复合增长 8.9%，期间保育和早教、后续护理、教育咨询分别年复合增长 8.2%、10.8%、21.1%；调整后净利润为 1.9 亿美元，同比增长 17%，2014-2018 年复合增长 18.3%，期间净利率由 7.17% 提高至 9.98%。2019H1，

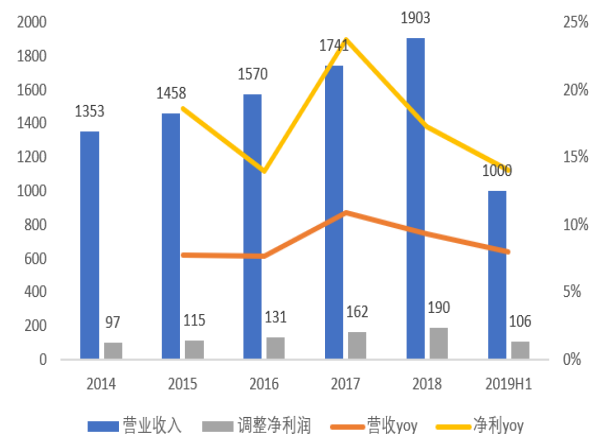
公司实现营收 10 亿美元，同比增长 8%，其中保育和早教、后续护理、教育咨询分别同比增长 6%、19%、15%；调整后净利润为 1.06 亿美元，同比增长 14%。受益于业绩持续稳健增长，公司股价一路走高，截止 8 月 23 日年内上涨 47.99%，同期标普 500 指数上涨 12.45%，Bright Horizon 总市值达到 94.78 亿美元，动态市盈率 56X，超过历史估值水平上限。

图 17 Bright Horizon 三大业务



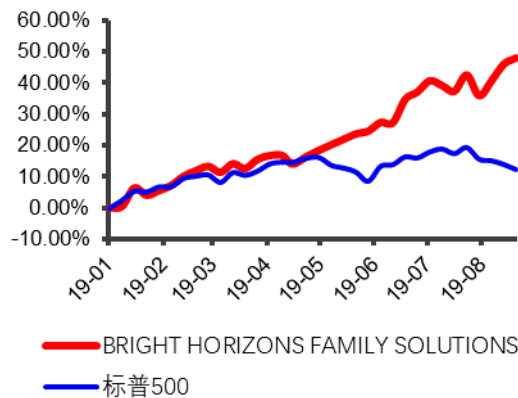
数据来源：公司官网，上海证券研究所

图 18 Bright Horizon 营收和净利润情况（百万美元）



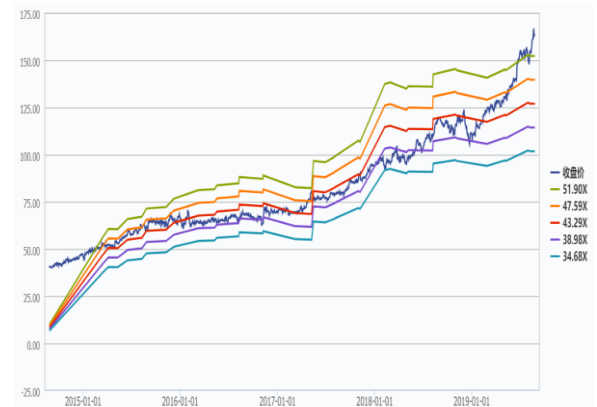
数据来源：wind，上海证券研究所

图 19 今年以来 Bright Horizon 股价表现



数据来源：wind，上海证券研究所

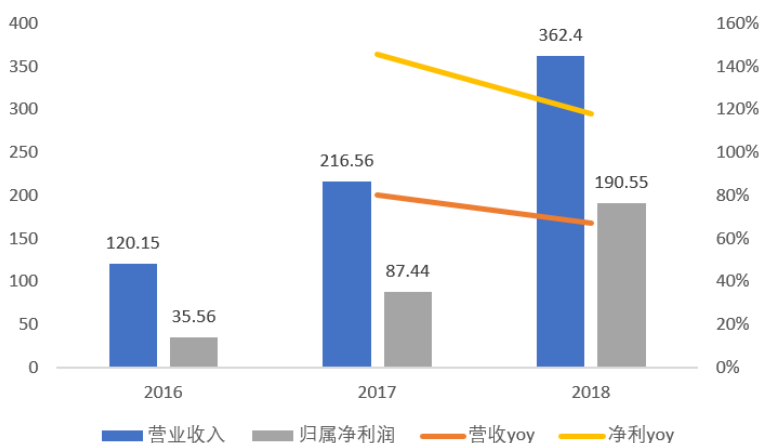
图 20 Bright Horizon PE-band



数据来源：wind，上海证券研究所

美吉姆作为国内高端早教龙头已具有先发优势。美吉姆源自美国，2009 年进入中国市场，定位高端，在业内处于龙头位置。第一，品牌优势，根据《早教白皮书》，美吉姆是我国第二大早教品牌，仅次于金宝贝；第二，课程优势，课程从美国总部引进再进行本土化开发，欢动、音乐、艺术三大特色课程培养儿童在智力、体能、情感、社交上的全面发展；第三，规模优势，截止 2018 年底，美吉姆在全国共有 434 家早教中心，根据百度地图显示全国约有 15722 所早教中心，美吉姆占比 2.8%，2019 年上半年再开新店 40 多家，网点数量进一步扩张，且通过加盟模式加深对三四线城市的渗透。

图 21 美吉姆历年收入及净利润情况（百万元）



数据来源: wind, 上海证券研究所

三、投资建议

维持教育行业“增持”评级。下半年职业培训进入考试旺季，收入确认和利润贡献大幅上升，业绩具备弹性；高职迎来扩招首年，收入增量短期有限，长期关注学生积累存量及单人 ARPU 值挖潜；早教属于千亿级的广阔赛道，海外经验来看能孕育近 700 亿市值的大龙头。此外，教育信息化进入 2.0 时期，软件、内容的搭载及硬件的更新换代带来新的增量空间。

表 4 重点公司盈利预测

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
002607	中公教育	15.02	0.19	0.28	0.41	79	54	37	45.06	增持
002621	美吉姆	12.44	0.09	0.49	0.53	138	25	23	3.55	增持
300559	佳发教育	21.41	0.47	0.7	1.07	46	31	20	3.80	增持

数据来源: wind, 上海证券研究所 (股价为 2019/8/23 收盘价)

四、风险提示

监管趋严带来的不确定性风险、市场竞争加剧风险、业务拓展不及预期、商誉减值风险等。

分析师承诺

周菁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。