

消费升级与娱乐研究中心

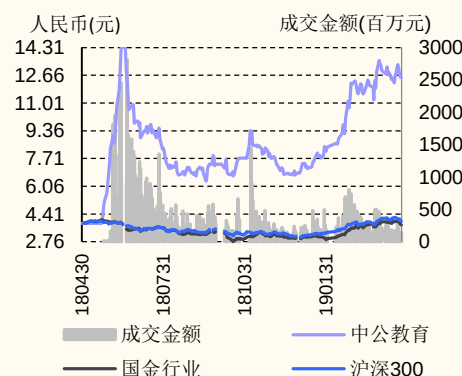
中公教育 (002607.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 21.40 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	61.67
已上市流通 A 股(亿股)	8.20
总市值(亿元)	1,319.82
年内股价最高最低(元)	22.58/17.37
沪深 300 指数	3997
中小板综	10461



相关报告

1. 《19 业绩预+57%，持续看好品牌化自我强化-19 业绩预+57...》，2020.3.1
2. 《估值体系：为何看好中公 2000 亿目标市值？-估值体系：为何看...》，2020.3.10
3. 《19 年业绩预增 49%-58%，符合预期持续看好-19 年业绩预...》，2020.1.22
4. 《Q1-Q3 收入同增 48%，Q3 收入增速环比提高，归母净利同增...》，2019.10.20
5. 《前三季度业绩预增 71%-80%，2020 国考招录人数同增 66...》，2019.10.15

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

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号: S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

80%+高比例分红，快速成长期的核心资产

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.187	0.293	0.398	0.520	0.653
每股净资产(元)	0.479	0.556	0.624	0.704	0.787
每股经营性现金流(元)	0.23	0.40	0.54	0.77	0.92
市盈率(倍)	38.52	61.11	53.81	41.13	32.79
净利润增长率(%)	119.67%	56.52%	35.92%	30.82%	25.44%
净资产收益率(%)	39.03%	52.59%	63.72%	73.86%	82.92%
总股本(百万股)	6,167.40	6,167.40	6,167.40	6,167.40	6,167.40

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中公教育发布 2019 年年报，2019 全年实现收入 91.8 亿元，同比增长 47%，实现归母净利润 18.0 亿元，同比增长 57%，实现扣非归母净利润 17.0 亿元，同比增长 53%，远超业绩承诺。在上期公务员国考招录、上半年省考招录缩招的背景下，行业受到明显冲击，但公司表现出了行业龙头应有的卓越管理应变能力，实现逆势增长，并借势扩大市场占有率，同时公司业务结构进一步多元，持续改善经营效率并提高盈利能力，利润端表现优异。公司拟派发现金股利 14.8 亿元，分红比例高达 82%。

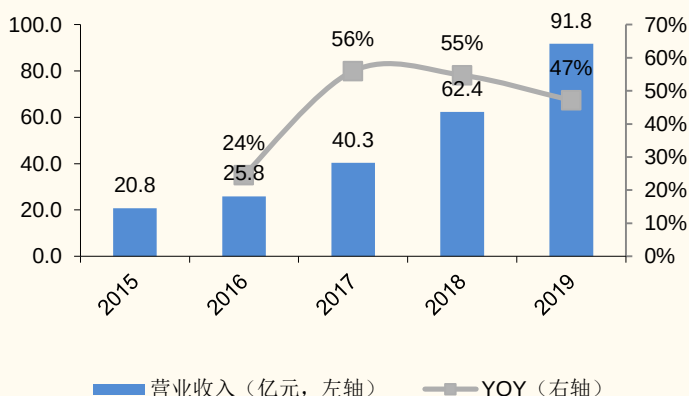
经营分析

- **2019 年全年净利率提升，销售&管理费用率下降，盈利能力进一步提升：**中公教育 2019 年毛利率为 58.5%/-0.6pct，归母净利率为 19.7%/+1.2pct，扣非归母净利率为 18.5%/+0.7pct，销售费用率为 16.2%/-1.5pct，管理费用率为 12.0%/-2.0pct，研发费用率为 7.6%/+0.3pct。
- **分业务来看，收入结构更加多元，非公务员序列收入贡献超过 50%：**2019 全年公务员事业单位/教师/综合序列分别实现营收 41.7/14.0/19.3/16.1 亿元，同比增长 30%/58%/61%/75%，非公务员序列收入增速均超过 50%，且合计收入贡献超过 50%。2019 年综合序列中考研辅导业务的营收增速超过 100%，IT 能力训练业务的营收增速达到 300%。
- **培训人次同增 42%，客单价持续提升，彰显品牌效应：**中公教育 2019 全年累计培训人次达 328.7 万人，同比增长 42%，其中面授培训人次 150.8 万人，同比增长 27%，面授客单价为 5360 元，同比增长 11%；线上培训人次 177.9 万人，同比增长 59%，线上客单价为 582 元，同比增长 46%。
- **网点扩张提速，全年净增 403 个：**截止 2019 年年末，公司网点覆盖 319 个地级市，拥有 1104 个学习中心，相较 2018 年末的 701 个净增加 403 个，网点快速提速（2018/2017 全年分别净增加 150/138 个）。
- **短期增长看点：**①2020 年国考招录人数回升。②2020 届高校毕业生规模达历史新高，硕士研究生扩招+拟扩大教师招聘+引导基层就业+鼓励参军入伍，中公教育多项业务潜在需求也有望增强，核心资产建议重点关注。
- **投资建议：**公司收入端增长高于预期，我们上调了盈利预测，预计 20-21 年公司实现营收 124.2/162.1 亿元，同比增速 35/30%，20-21 年公司实现归母净利 24.5/32.1 亿元，同比增速 36/31%，上调幅度为 8%/9%，新增 22 年预测，营收 201.5 亿元，归母净利 40.3 亿元，20-22 年对应 pe 水平分别为 54/41/33x，维持买入评级，目标价 25 元。
- **风险提示：**疫情影响；政策风险；招录人数下滑等风险。

业绩点评

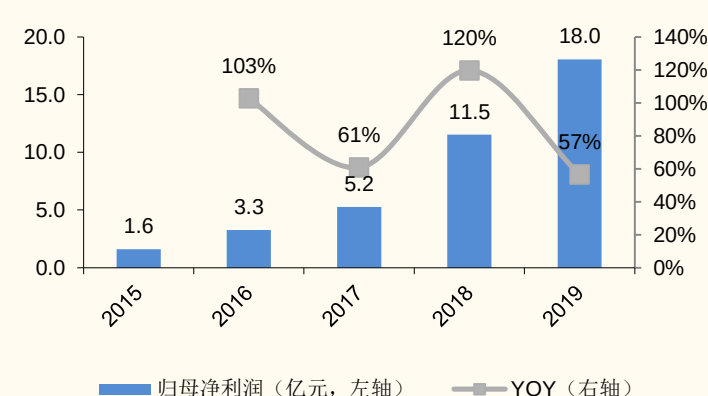
- 中公教育发布 2019 年年报，2019 全年实现收入 91.8 亿元，同比增长 47%，其中 2019Q4 实现营收 30.2 亿元，同比增长 46%；2019 全年实现归母净利润 18.0 亿元，同比增长 57%，与业绩快报相符，其中 2019Q4 实现归母净利润 8.5 亿元，同比增长 38%；2019 全年实现扣非归母净利润 17.0 亿元，同比增长 53%，远超业绩承诺（2019 年业绩承诺为扣非归母净利润 13 亿元，完成率高达 132%），其中 2019Q4 实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比增长 35%。在上期公务员国考招录剧烈收缩约四成、上半年省考招录收缩约四分之一的背景下，行业受到明显冲击，但公司表现出了行业龙头应有的卓越管理应变能力，实现逆势增长，并借势扩大市场占有率，同时公司业务结构进一步多元，2019 全年非公务员序列收入贡献已超过 50%，公司持续改善经营效率和提高盈利能力，利润端表现优异。

图表 1：中公教育 19 年营收同增 47%



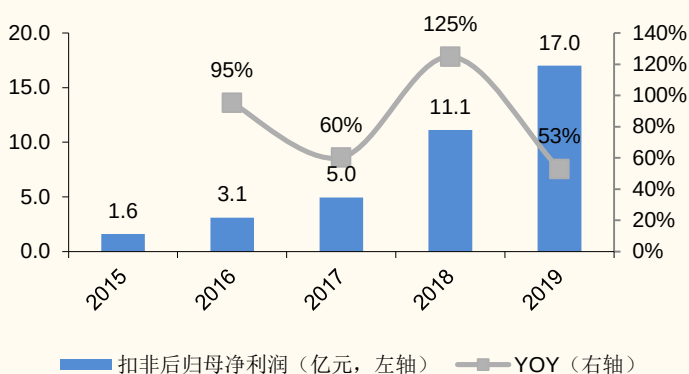
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：中公教育 19 年净利同增 57%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：中公教育 19 年扣非净利同增 53%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：非经常性损益项目及金额（亿元）

项目	2019 年金额	2018 年金额
委托他人投资或管理资产的损益	1.84	1.06
其他项目	-0.54	-0.49
减：所得税影响额	0.28	0.17
合计	1.04	0.40

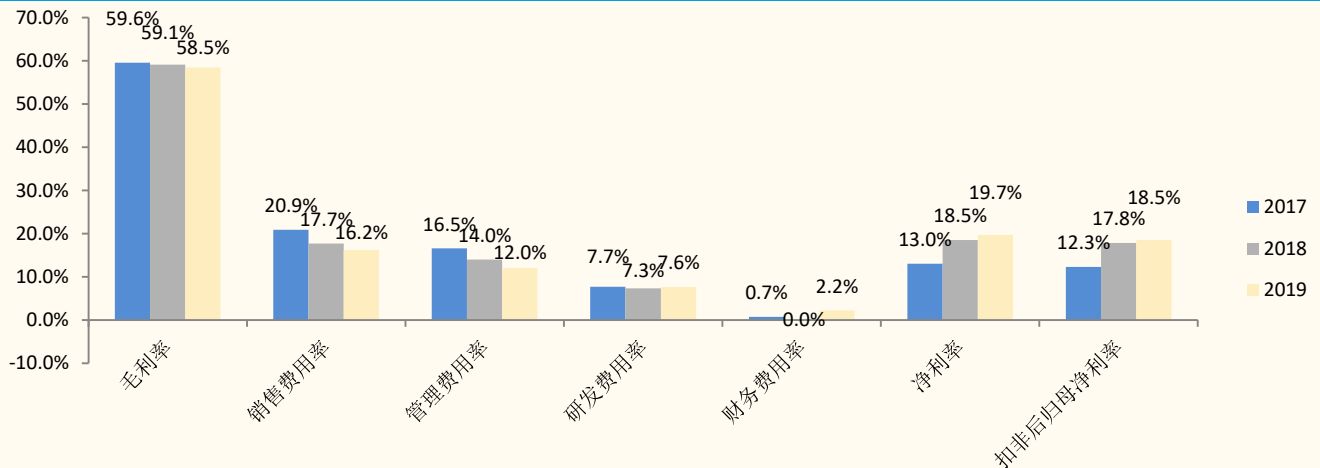
来源：公司公告，国金证券研究所

备注：非经常性损益项目中的其他项目主要是对王振东的股权支付（以权益结算），按股权激励限制年限于 2015 年度、2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度分别确认了 2690 万元、5380 万元、5380 万元、5380 万元及 5380 万元的管理费用，累计确认 2.42 亿元管理费用并相应增加 2.42 亿元资本公积。

- 分红比例高达 82%：公司于 2020 年 3 月 9 日召开董事会审议通过《关于公司 2019 年度利润分配的预案》：拟以 2019 年 12 月 31 日公司总股本 61.7 亿股为基数，每 10 股派发现金股利人民币 2.40 元（含税），共计派发现金股利 14.8 亿元，分红比例高达 82%。

- 2019 年全年净利率提升，销售&管理费用率下降，体现公司品牌效应加强，盈利能力进一步提升。中公教育 2019 年毛利率为 58.5%/-0.6pct，归母净利率为 19.7%/+1.2pct，扣非归母净利率为 18.5%/+0.7pct，销售费用率为 16.2%/-1.5pct，管理费用率为 12.0%/-2.0pct，研发费用率为 7.6%/+0.3pct，财务费用率为 2.2%/+2.3pct；2019Q4 毛利率为 60.2%/-4.1pct，归母净利率为 28.0%/-1.6pct，扣非归母净利率为 26.9%/-2.3pct，销售费用率为 13.3%/-1.5pct，管理费用率为 8.9%/-0.4pct，研发费用率为 6.2%/-0.5pct，财务费用率为 4.6%/+4.5pct。公司利润率稳健提升，销售费用与管理费用管控良好，尽显规模效应及品牌效应，未来盈利能力有望进一步提升。同时保持对研发费用高投入，有利于公司长期壁垒的构筑。

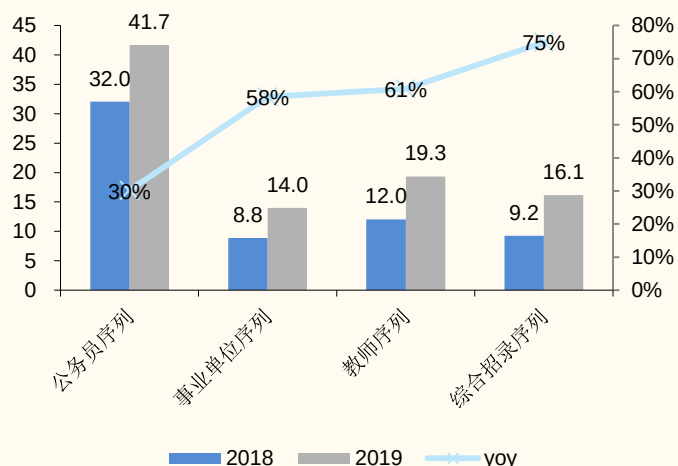
图表 5：中公教育利润率和费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

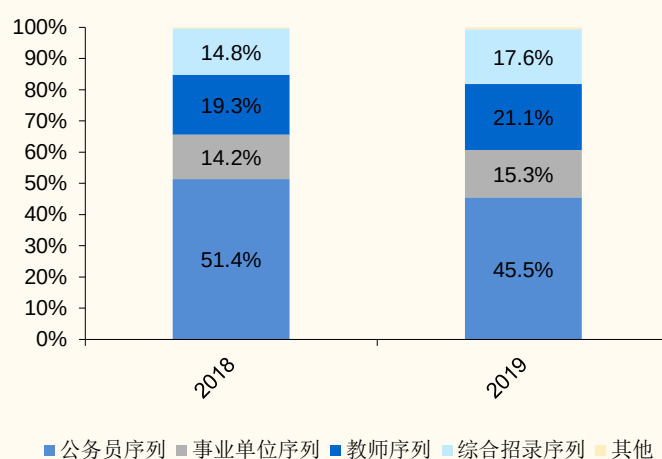
- 分业务来看，收入结构更加多元，非公务员序列收入贡献超过 50%，事业单位/教师/综合序列收入增速均超 50%，多业务均实现量价齐升：
 - 2019 全年公务员序列实现营收 41.7 亿元，同比增长 30%，占收入比重为 45.5%，同比-5.9pct，公务员序列的培训人次同比增长 27%。公务员业务仍然保持稳健增长，并未显著受到招录人数下滑影响，我们认为，有三方面原因：①招录人数下滑竞争加剧，推动参培率提高，②中公作为龙头，市占率有所提升，③强品牌力保障，使得中公在协议班经营压力提升的背景下仍然实现了客单价的正增长。
 - 2019 全年事业单位序列实现营收 14.0 亿元，同比增长 58%，占收入比重为 15.3%，同比+1.1pct，培训人次同比增长 44%。培训单价同比增长 10%。事业单位序列上半年增速相对较慢，三季度事业单位招录人数大幅放量，公司提前布局准备充分，及时抓住机遇，实现优异增长。中长期来看，基于民生和公共服务需求考虑，事业单位的招录有望回暖趋稳。
 - 2019 全年教师序列实现营收 19.3 亿元，同比增长 61%，占收入比重为 21.1%，同比+1.8pct，培训人次比去年同期增长 53%，单价比去年同期增长 5%。叠加退休潮、小班化、新高考改革等多因素影响，教师招录培训需求预计持续向好。
 - 2019 全年综合序列（其他招录含综合招录，考研，IT 培训等）实现营收 16.1 亿元，同比增长 75%，占收入比重为 17.6%，同比+2.8pct。其中 2019 年考研辅导业务的营收增速超过 100%，IT 能力训练业务的营收增速更是达到了 300%。

图表 6：中公教育 19 年分业务营收及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：中公教育 19 年分业务营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 培训人次同增 42%，客单价持续提升，彰显品牌效应。中公教育 2019 全年累计培训人次达 328.7 万人，同比增长 42%，其中面授培训人次 150.8 万人，同比增长 27%，面授客单价为 5360 元，同比增长 11%；线上培训人次 177.9 万人，同比增长 59%，线上客单价为 582 元，同比增长 46%。

图表 8：中公教育直营网点数及增长情况

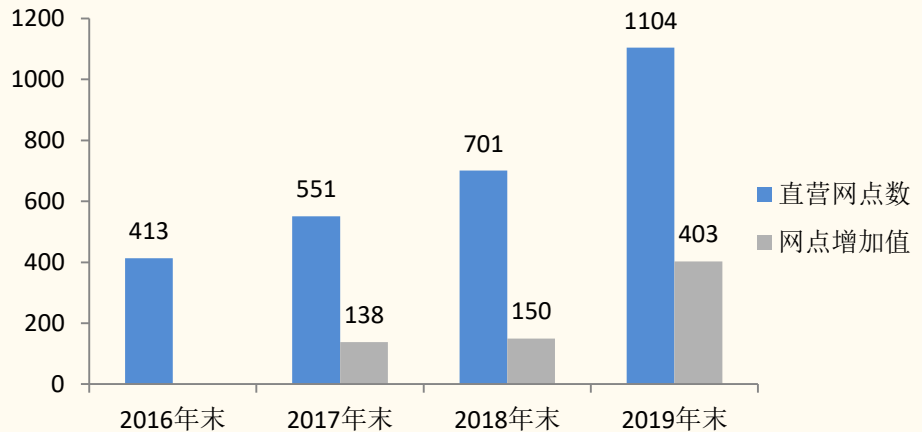
项目	细分	2016	2017	2018	2019
培训收入 (亿元)	面授	24.0	37.5	57.7	80.8
	线上	1.8	2.8	4.4	10.4
	总收入	25.8	40.3	62.4	91.8
培训收入 yoy	面授		56%	54%	40%
	线上		58%	58%	134%
	总收入		56%	55%	47%
培训收入占比	面授	93%	93%	93%	89%
	线上	7%	7%	7%	11%
	合计	100%	100%	100%	100%
培训人次 (万人)	面授	62	88	119	151
	线上	24	58	112	178
	合计	86	147	231	329
培训人次 yoy	面授		42%	35%	27%
	线上		142%	91%	59%
	合计		70%	57%	42%
培训人次占比	面授	72%	60%	52%	46%
	线上	28%	40%	48%	54%
	合计	100%	100%	100%	100%
客单价 (元/人次)	面授	3,876	4,247	4,840	5,360
	线上	740	482	397	582
	总体	3,002	2,750	2,702	2,791
客单价 yoy	面授		10%	14%	11%
	线上		-35%	-18%	46%
	总体		-8%	-2%	3%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 网点扩张提速，全年净增 403 个。截止 2019 年年末，公司网点覆盖 319 个地级市，拥有 1104 个学习中心，相较 2018 年末的 701 个净增加 403 个，

网点快速提速（2018/2017 全年分别净增加 150/138 个）。公司员工数量达 35209 人，相较 2018 年末增加 37%，其中，已形研发团队人数达 2051 人，相较 2018 年末增加 52%，教师团队人数达 13475 人，相较 2018 年末增加 43%，教研体系规模化，龙头优势凸显。

图表 9：中公教育直营网点数及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 截止 2019 年年末，中公教育预收账款为 26.3 亿元，相较 2018 年末增加 37%。
- **短期增长看点：**2020 年国考招录人数为 24128 人，同比增长 66%，出现大幅回升，行业整体市场边际向上。2020 届高校毕业生规模预计将达到 874 万人，较 2019 年同比增加 40 万人，达历史新高。2020 年 2 月 28 日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上教育部副部长翁铁慧表示，今年硕士研究生招生预计同比增加 18.9 万，相较 2018 年研究生扩招幅度超过 22%（2018 年 85.80 万人，其中全日制 73.93 万人）。同时，教育部表示将积极鼓励毕业生到国家重大工程、重大项目、重要领域就业，扩大重点领域的招聘，比如中小学教师，特别是急需教师的高中和幼儿园，同时引导毕业生到基层就业，鼓励毕业生参军入伍。考研业务是中公教育目前成规模业务中发展最快的模块之一（综合序列），预计未来三到五年仍将保持快速发展态势。此外，整体稳就业的环境下，中公教育多项其他业务（教师序列-教师招录、综合序列-军队文职等），潜在需求也有望持续增强，核心资产建议重点关注。
- **长期增长看点：**①中公教育所处赛道是“模糊且重要”的培训领域，马太效应非常明显；②工业化运转，大后台小前台，管理体系优势显著，利润率有望提升；③横向扩张细分领域值得期待；④纵向覆盖低线城市，需求广泛且深入，下沉能力强；⑤中公教育的主要需求来源，在于参培率的提升。对于质地足够好，增长足够确定的品牌消费品公司来说，持有时间足够长，即使不考虑估值上涨，涨业绩也能带来可观的收益。

投资建议

- 中公教育作为招录类职业教育龙头，我们认为其具有强大的工业化管理能力，突出的品牌效应，头部地位有望持续加强，疫情影响下行业整合速度可能会有所加快，行业集中度有望持续提升。受到复工时间和部分考试时间延后因素影响，部分线下课程延后，我们预计一季度业绩可能会受到较大影响，但因为中公教育是一种“刚性非日常培训”，所以同样的需求，疫情后会有所补偿的，预计全年业绩受影响相对较小。
- 由于公司收入端增长高于预期，我们上调了盈利预测，预计 20-21 年公司实现营收 124.2/162.1 亿元，同比增速 35/30%，20-21 年公司实现归母净利润 24.5/32.1 亿元，同比增速 36/31%，上调幅度为 8%/9%，新增 22 年预

测，营收 201.5 亿元，归母净利 40.3 亿元，20-22 年对应 pe 水平分别为 54/41/33x，维持买入评级，目标价 25 元

风险提示

- 疫情影响
- 民促法的政策具有不确定性
- 参培率提升可能不及预期
- 公务员、事业单位、教师招录人数存下滑可能性
- 未来综合所得税率不确定性
- 职业教育地方性政策或存在差异
- 扩张过程中教师或存在短缺风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,031	6,237	9,176	12,424	16,213	20,151
增长率		54.7%	47.1%	35.4%	30.5%	24.3%
主营业务成本	-1,630	-2,552	-3,813	-5,318	-6,939	-8,605
% 销售收入	40.4%	40.9%	41.5%	42.8%	42.8%	42.7%
毛利	2,402	3,685	5,364	7,107	9,274	11,547
% 销售收入	59.6%	59.1%	58.5%	57.2%	57.2%	57.3%
营业税金及附加	-19	-27	-57	-60	-76	-92
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-841	-1,102	-1,483	-1,988	-2,578	-3,144
% 销售收入	20.9%	17.7%	16.2%	16.0%	15.9%	15.6%
管理费用	-977	-873	-1,098	-1,242	-1,621	-2,015
% 销售收入	24.2%	14.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用		-455	-698	-919	-1,200	-1,491
% 销售收入		7.3%	7.6%	7.4%	7.4%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	564	1,227	2,027	2,897	3,799	4,804
% 销售收入	14.0%	19.7%	22.1%	23.3%	23.4%	23.8%
财务费用	-28	3	-204	-168	-147	-115
% 销售收入	0.7%	0.0%	2.2%	1.3%	0.9%	0.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	95	110	259	140	120	100
% 税前利润	15.2%	8.2%	12.4%	4.9%	3.2%	2.1%
营业利润	631	1,340	2,091	2,869	3,774	4,791
营业利润率	15.7%	21.5%	22.8%	23.1%	23.3%	23.8%
营业外收支	-6	0	-1	0	1	1
税前利润	625	1,340	2,089	2,869	3,775	4,792
利润率	15.5%	21.5%	22.8%	23.1%	23.3%	23.8%
所得税	-100	-187	-285	-416	-566	-767
所得税率	16.0%	13.9%	13.6%	14.5%	15.0%	16.0%
净利润	525	1,153	1,805	2,453	3,209	4,025
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	525	1,153	1,805	2,453	3,209	4,025
净利率	13.0%	18.5%	19.7%	19.7%	19.8%	20.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	525	1,153	1,805	2,453	3,209	4,025
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	138	162	172	206	233
非经营收益	-66	-108	-167	95	121	143
营运资金变动	433	225	674	616	1,205	1,273
经营活动现金净流	999	1,408	2,474	3,335	4,740	5,675
资本开支	-159	-263	-720	-300	-349	-249
投资	-1,504	-2,202	392	0	0	0
其他	95	105	197	140	120	100
投资活动现金净流	-1,569	-2,360	-131	-160	-229	-149
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	100	1,507	1,260	133	47	14
其他	32	-95	-1,527	-2,270	-2,956	-3,760
筹资活动现金净流	132	1,412	-267	-2,137	-2,908	-3,746
现金净流量	-437	460	2,075	1,038	1,603	1,781

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	190	649	2,724	3,762	5,365	7,146
应收账款	40	88	258	245	320	398
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,171	2,334	1,854	1,854	1,855	1,856
流动资产	2,401	3,070	4,836	5,862	7,541	9,400
% 总资产	74.2%	42.6%	48.6%	52.7%	58.3%	63.5%
长期投资	52	936	2,913	2,913	2,913	2,913
固定资产	280	790	1,326	1,446	1,589	1,607
% 总资产	8.7%	11.0%	13.3%	13.0%	12.3%	10.8%
无形资产	462	559	538	546	547	546
非流动资产	834	4,132	5,124	5,253	5,397	5,414
% 总资产	25.8%	57.4%	51.4%	47.3%	41.7%	36.5%
资产总计	3,235	7,202	9,961	11,115	12,938	14,814
短期借款	100	1,607	2,867	3,000	3,047	3,061
应付款项	1,747	2,111	2,959	3,463	4,519	5,615
其他流动负债	349	433	596	696	921	1,177
流动负债	2,195	4,151	6,422	7,159	8,487	9,853
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	97	107	107	107	107
负债	2,235	4,248	6,529	7,265	8,593	9,960
普通股股东权益	1,000	2,954	3,432	3,849	4,344	4,854
其中：股本	90	104	104	104	104	104
未分配利润	507	1,660	2,047	2,464	2,959	3,469
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,235	7,202	9,961	11,115	12,938	14,814

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.640	0.187	0.293	0.398	0.520	0.653
每股净资产	1.219	0.479	0.556	0.624	0.704	0.787
每股经营现金净流	1.218	0.228	0.401	0.541	0.769	0.920
每股股利	0.000	0.230	0.240	0.330	0.440	0.570
回报率						
净资产收益率	52.47%	39.03%	52.59%	63.72%	73.86%	82.92%
总资产收益率	16.22%	16.01%	18.12%	22.07%	24.80%	27.17%
投入资本收益率	41.59%	22.68%	27.34%	35.60%	43.07%	50.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-38.56%	54.72%	47.12%	35.40%	30.49%	24.29%
EBIT 增长率	384.66%	117.58%	65.19%	42.87%	31.16%	26.47%
净利润增长率	696.73%	119.67%	56.52%	35.92%	30.82%	25.44%
总资产增长率	-23.85%	122.64%	38.30%	11.58%	16.40%	14.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	9.0	12.8	18.2	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	25.3	40.9	26.7	24.8	23.3	20.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.99%	32.44%	-46.97%	-65.40%	-93.75%	-120.30%
EBIT 利息保障倍数	20.1	-485.5	9.9	17.3	25.8	41.8
资产负债率	69.08%	58.98%	65.55%	65.37%	66.42%	67.23%

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	0	3	13	17	60
增持	0	0	4	4	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.24	1.19	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-05	买入	13.69	15.50~15.50
2	2019-08-20	买入	14.70	17.50~17.50
3	2019-09-12	买入	15.97	18.50~18.50
4	2019-10-15	买入	17.88	N/A
5	2019-10-29	买入	18.60	N/A
6	2020-01-22	买入	17.86	N/A
7	2020-02-19	买入	18.91	25.00~25.00
8	2020-03-01	买入	21.00	25.00~25.00

来源：国金证券研究所

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


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