

# 各业务线量价齐升，跨赛道高增长能力持续放大

——中公教育 2019 年报点评

年报点评报告

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010001

## ● 公司净利润超 18 亿元增长 56%，继续超额完成业绩承诺

公司 2019 年实现营收 91.76 亿元，同增 47.12%；归母净利润 18.05 亿元，同增 56.52%，继续超额完成业绩承诺。2020 年超额完成承诺业绩几无悬念。单季度 Q4 实现营收 30.17 亿元(+46.03%)；归母净利润 8.46 亿元(+38.46%)，占全年利润 46.87%，与公司考培业务四季度集中结算紧密相关。

## ● 各业务线实现量价齐升，推动公司业绩持续高增长

公司各项业务实现量价齐升。(1) 公考持续稳健增长：2019 年实现营收 41.71 亿元(+30.15%)，在缩招背景下，公司培训人次仍增长 27.09%，客单价保持正增长，带动收入增加。(2) 事考超预期强劲增长：2019 年实现营收 14.01 亿元(+58.44%)，培训人次同增 43.63%，客单价提高 10.31%。随着事考招录回升，未来有望继续增长。(3) 教考增长势头不减：2019 年实现营收 19.33 亿元(+60.9%)，培训人次同增 52.9%、客单价提高 5.2%。教育部近期强调将扩招中小学教师，教师缺口大，未来教考增长具备很大潜力。(4) 综合序列增长迅猛：2019 年实现营收 16.14 亿元(+74.93%)。其中考研增速超 100%，IT 增速达 300%。近期硕士研究生扩招 18.9 万人将持续利好考研培训。综合序列业务是公司未来发力重点。总体上，公司 2019 年培训总人次同增 42%，客单价同增 3%，参培率和单价提升是业绩增长源泉。

## ● 费用率下降，净利率持续提升，ROE 超 60%，盈利能力强劲

公司净利率持续提升，从 2015 年 7.75% 升至 2019 年 19.67%；期间费用率呈下降趋势，2019 年同减 0.96pct 至 37.96%；公司 ROE 水平保持 60% 以上高位，表明公司规模效应提升，费用率下降，利润率上升，盈利能力强劲。

## ● 看好公司业务前景及业绩高增长，维持“强烈推荐”评级

鉴于公司持续超预期增长，我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年营收分别为 125.50 亿元、162.10 亿元、205.81 亿元，同比增长 36.8%、29.2%、27.0%；归母净利润分别为 23.86 亿元、32.25 亿元、41.95 亿元，同比增长 32.2%、35.1%、30.1%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 58.7、43.4、33.4。维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**行业竞争加剧风险，人才招聘考试政策风险，公司经营风险

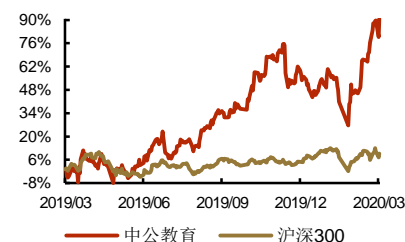
### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,237	9,176	12,550	16,210	20,581
增长率(%)	-6.4	47.1	36.8	29.2	27.0
净利润(百万元)	1,153	1,805	2,386	3,225	4,195
增长率(%)	1469.5	56.5	32.2	35.1	30.1
毛利率(%)	59.1	58.5	57.3	58.3	58.4
净利率(%)	18.5	19.7	19.0	19.9	20.4
ROE(%)	39.0	52.6	41.2	35.8	31.8
EPS(摊薄/元)	0.19	0.29	0.39	0.52	0.68
P/E(倍)	121.5	77.6	58.7	43.4	33.4
P/B(倍)	47.4	40.8	24.2	15.6	10.6

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.03.10
收盘价(元):	22.71
一年最低/最高(元):	11.09/23.17
总股本(亿股):	61.67
总市值(亿元):	1,400.62
流通股本(亿股):	8.2
流通市值(亿元):	186.3
近 3 月换手率:	106.52%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	16.39	8.33	76.65
绝对	18.89	10.94	85.94

### 相关报告

《业绩超预期，“政策+需求”利好叠加，考培业务持续看好》2020-03-02

《前三季度业绩预增超 70%，公考招录大幅反弹促全年业绩维持高位》2019-10-15

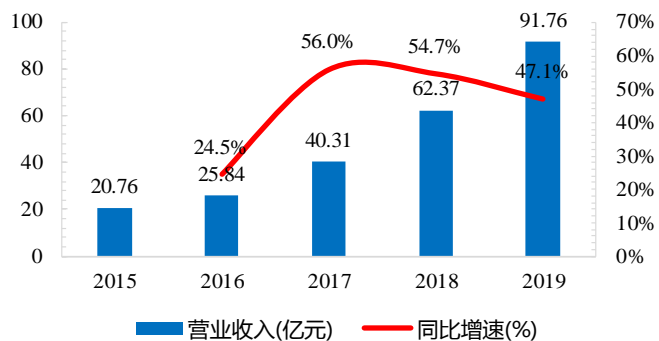
《中期业绩劲增 132%，公考稳健新业务提速或保全年业绩高增长》2019-08-31

《公职类考试培训市场翘楚，业绩持续高增长且未来仍有翻倍空间》2019-08-30

## 1、公司净利润超 18 亿元增长 56%，继续超额完成业绩承诺

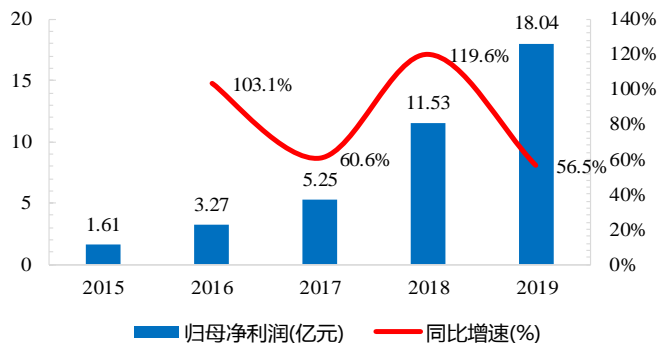
在全年整体偏冷的招录形势下，公司依然逆势实现了快速增长，2019 年公司实现营业收入 91.76 亿元，同比增长 47.12%；归母净利润 18.05 亿元，同比增长 56.52%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 17 亿元，同比增长 52.79%。

图1：2016-2019 公司营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2：2016-2019 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

根据借壳上市业绩承诺，2019 年中公教育扣非后归母净利润不低于 13 亿元，目前看公司继续超额完成业绩对赌。按照公司目前的业务高增长发展趋势，2020 年继续超额完成业绩承诺几无悬念。

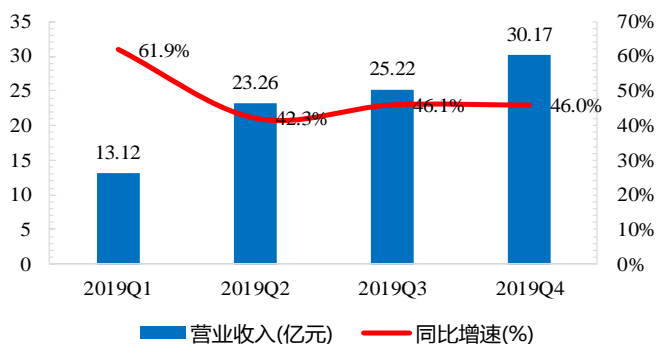
表1：公司业绩承诺（扣非归母净利润）及完成情况

时间	业绩承诺（亿元）	实际业绩（亿元）	业绩承诺完成率
2018	9.3	11.13	119.7%
2019	13	17	130.8%
2020	16.5	--	--

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

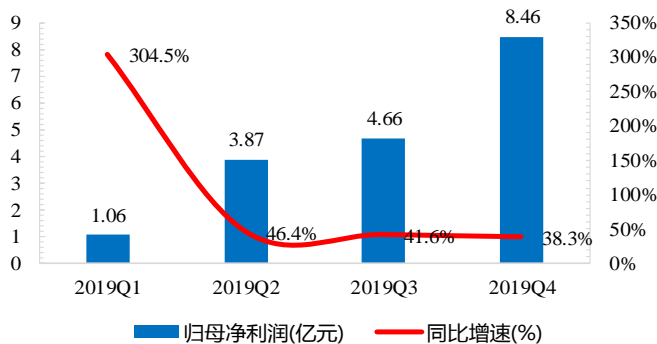
从单季度来看，公司 Q4 实现营收 30.17 亿元，同比增长 46.03%；归母净利润 8.46 亿元，同比增长 38.46%。季度业绩的增速延续快速增长态势。此外，Q4 的净利润占全年利润的比例达到 46.87%，这与公司考培业务四季度集中结算紧密相关，也体现了公司业务季节性明显的特点。

图3：公司 2019 年单季度营收及同比增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4：公司 2019 年单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2、各业务线实现量价齐升，推动公司业绩持续高增长

公司的年度营收规模从数十亿的量级，迈入到百亿的新量级。伴随着更强有力的稳就业政策出台，考试招录业务将进入到快速增长的新周期。

从各业务序列来看，公考、事考、教考业务均实现量价齐升。

**(1) 公务员序列持续稳健增长:** 2019 年实现营收 41.71 亿元，同比增长 30.15%。占总营收比重为 45.46%，同比下降约 6 个百分点，说明公司多业务发展成效明显。在 2019 年公考大幅缩招的背景下，公考业务实现逆势增长，一方面是公司业务创新和卓越执行力的合力结晶，另一方面也是在参培率和市场集中度上的显著进阶。

公司 2019 年公考培训人次同比增长 27.09%；在招录人数骤减从而导致协议班产品经营压力提升的情况下，该序列的单价依然获得了正增长，再次展现了公司在这一领域龙头效应。

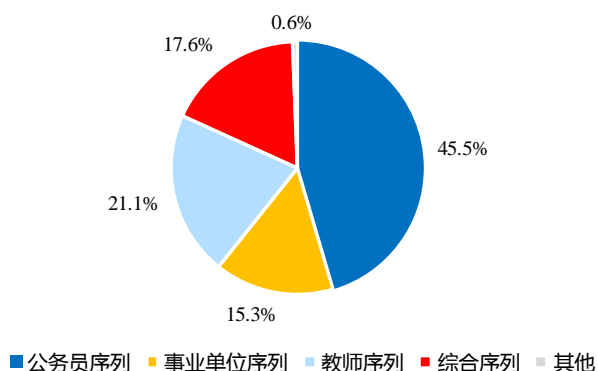
**(2) 事业单位序列超预期高增长:** 2019 年实现营收 14.01 亿元，同比增长 58.44%。其中，培训人次同比增长 43.63%，培训单价同比增长 10.31%。事考强劲增长超出预期，这主要有两方面原因：一是事业单位三季度招录人数大幅放量，公司有力抓住了这一宝贵的市场机会；二是存在重要利好，机构改革完成后，事业单位的民生和公共服务属性更加凸显，招录将结束持续数年的低迷，进入稳定回升和增长的新轨道。

**(3) 教师序列强劲增长势头不减:** 2019 年实现收入 19.33 亿元，同比增长 60.9%。其中，培训人次同比增长 52.9%、客单价同比增长 5.2%。教师序列增长强劲，但受到四季度部分省市推迟了例行招录考试的影响，未能实现翻倍的增长目标。

不过，我们认为这只是短期的外部变动，并未改变该领域扩招和经营深化共同驱动的高速增长趋势。由于退休高峰的到来和教育投资的增加，K12 教师的长期缺口超过千万人。近期教育部发文推进教师扩招，就是教师缺口的体现，疫情只是加速这一进程，未来将对公司教考业务形成长期利好。

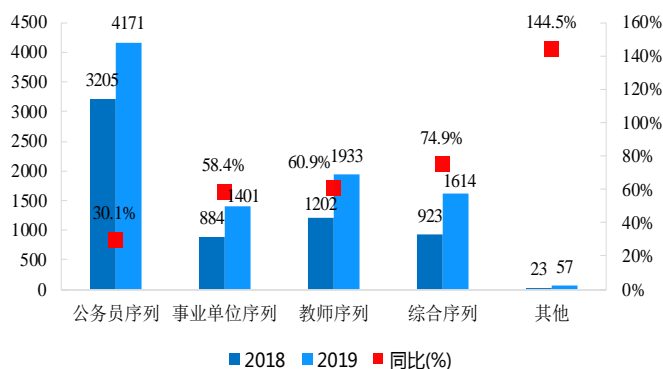
**(4) 综合序列潜力巨大增长迅猛:** 2019 年实现收入 16.14 亿元，同比增长 74.93%。占总收入比重提升至 17.6%。综合序列涉及考研、IT、医疗等多个细分品类，其中考研培训收入同比增速超过 100%、IT 培训收入同比增速达到 300%，呈现放量趋势，是公司未来 5-10 年重点发力的业务，有望成为公司业绩增长新疆界。

图5：2019 年公司各项业务收入构成



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6：2019 年各业务收入较上年变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

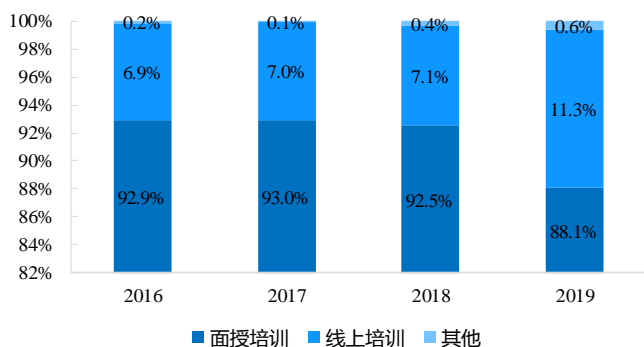
### 3、公司线上业务翻倍增长，整体培训人次和客单价持续提升

从线上线下业务拆分来看，2019年公司线下面授培训实现收入80.84亿元、同比增长40.09%，占总收入比重为88.1%。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%。

公司线上培训业务实现营收10.36亿元，同比增长133.5%。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%。

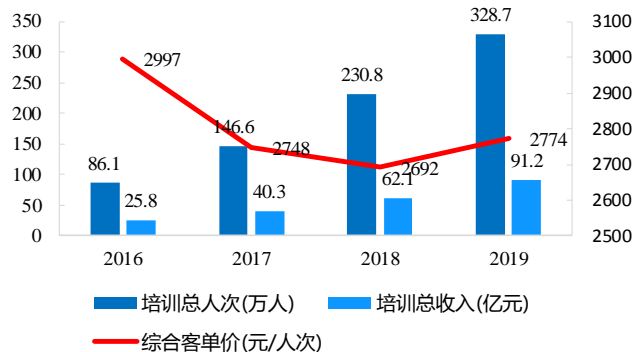
综合来看，中公教育2019年全年累计培训人次达328.7万人，同比增长42%；整体客单价为2791元，同比增长3%。参培率提升带来的培训人次增长仍是目前公司业绩增长的主要动力。但公司客单价也在稳步提升，线上业务客单价提升更显著。

图7：公司营收按业务模式分构成



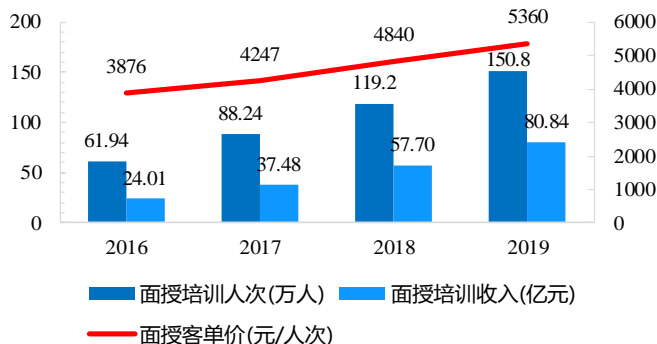
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8：公司培训总人次、总收入及综合客单价



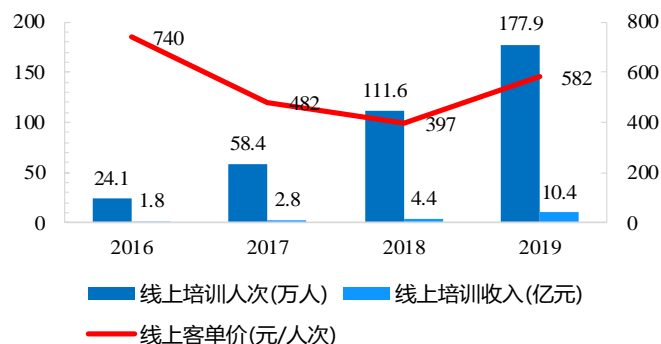
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图9：公司面授培训人次、收入及客单价



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图10：公司线上培训人次、收入及客单价



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 4、毛利率微降但净利率持续提升，期间费用率不断下降

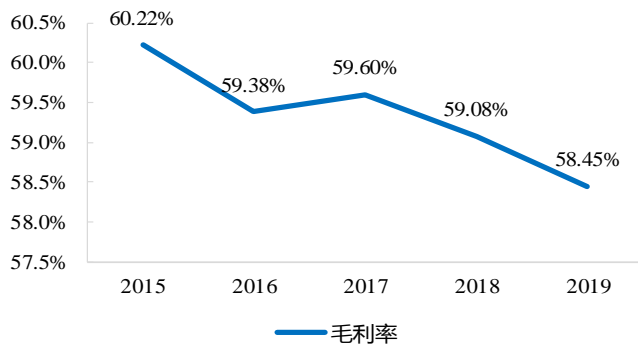
公司2019年毛利率58.45%、同比微降0.63pct，近年毛利率略有下滑与公司拓展考研、IT职业培训等新业务有关。但公司净利率自2017年以来持续提升，2019年同比上升1.18pct至19.67%。

公司期间费用率自2016年以来维持下降趋势，2019年同比下降0.96pct至37.96%。其中销售费用率同比下降1.5pct至16.16%；管理费用率同比下降2.03pct至11.97%；研发费用率同比微增0.31pct至7.61%；财务费用率同比上升2.27pct至2.23%。

这表明公司规模效应提升，品牌影响力增强，费用率下降，利润率上升，未来

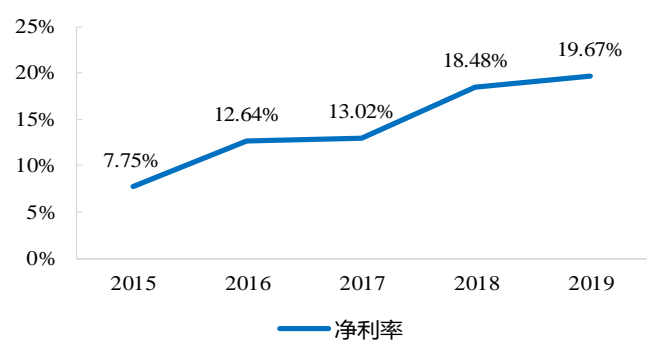
盈利能力有望进一步增强。同时公司保持对研发费用高投入，有利于公司竞争壁垒的进一步巩固。

图11: 2015-2019 公司毛利率



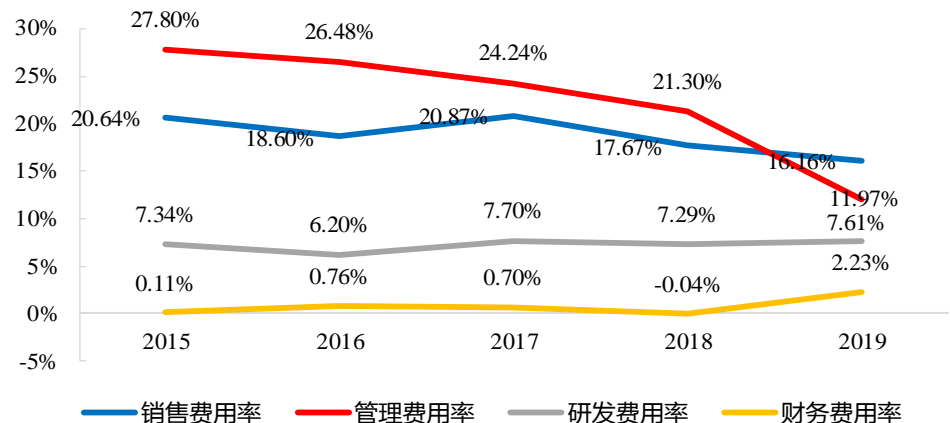
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图12: 2015-2019 公司净利率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图13: 2015-2019 公司期间费用率



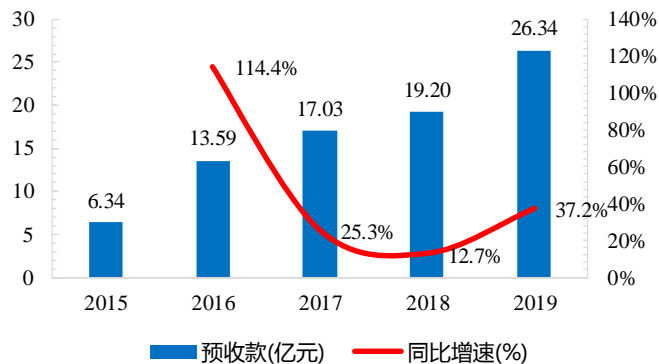
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 5、预收款增 37%，网点数增 57%，奠定 2020 年业绩基础

由于公司经营特点是先收款后服务，因此预收款对公司未来业绩保障具有预示、指引意义。在预收款方面，截至 2019 年末，公司的预收培训费达 26.34 亿元，同比增长 37%。

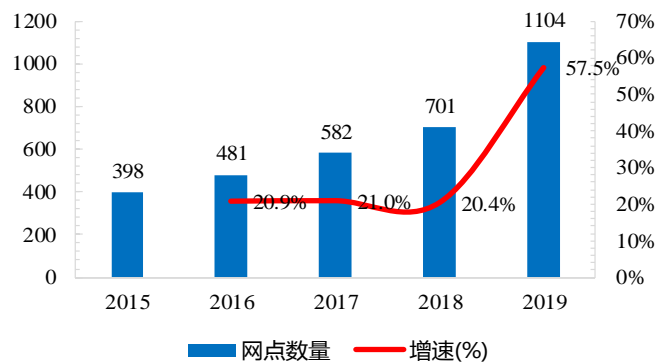
此外，公司网点数量的增减也是未来业绩的先导指标。截止 2019 年年末，公司网点覆盖 319 个地级市，拥有 1104 个学习中心，相较 2018 年末的 701 个净增加 403 个，增幅达到 57%。

图14: 2015-2019 公司预收款及增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图15: 2015-2019 公司网点数量及增速

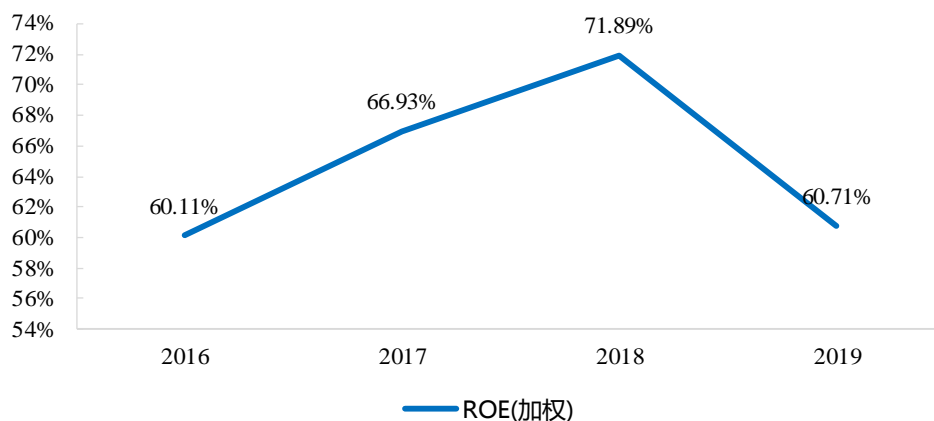


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 6、公司 ROE 达 60% 以上，未来或维持高位

公司加权 ROE 常年在 60% 以上, 2016-2019 年分别为 60.11%、66.93%、71.89%、60.71%，这主要得益于公司较高的净利率水平。尽管公司 2019 年加权 ROE 较 2018 年下滑 11.18pct，但考虑公司净利率水平持续提升，公司在资产周转率及债务率方面基本保持稳定，我们预期未来 ROE 能继续保持高位。

图16: 公司 ROE 变化情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 7、盈利预测及投资建议

在“政策+需求”双重利好下，职教培训各个细分赛道整体受益，公司驾考业务龙头地位稳固，市占率持续提升；事业单位招聘回暖趋势好于预期，教师考试及招录增长强劲，考研、IT 等新兴业务均 100% 以上快速增长。

鉴于公司业绩持续超预期增长，我们上调盈利预测，预计中公教育 2020-2022 年实现营收分别为 125.50 亿元、162.10 亿元、205.81 亿元，同比增长 36.8%、29.2%、27.0%；实现归母净利润分别为 23.86 亿元、32.25 亿元、41.95 亿元，同比增长 32.2%、35.1%、30.1%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 58.7、43.4、33.4。维持“强烈推荐”评级。

## 8、风险提示

### 1、行业竞争加剧风险

教育培训行业的准入门槛相对较低，行业内企业数量较多，竞争激烈。同时，随着未来对优质教育资源的重视程度不断提升，行业将继续保持高景气度，这势必引起产业投资力度的加大，从而进一步加剧市场竞争。中公教育仍需继续保持较强竞争力才能适应市场变化。

## 2、人才招聘考试政策风险

非学历职业培训受到政策支持，人才招聘考试受政府和事业单位招考政策影响明显，不排除缩招带来公司业绩承压的风险。此外，公司培训网点分布广，不排除未来各地方出台针对当地教育培训行业更加严格的规定，从而可能影响公司在该地区的经营。

## 3、公司经营风险

公司必须面对业务不断扩张与经营管理能力不相匹配的风险。一是存在场地租赁及人力等成本不断增加，导致当期利润水平及利润率下降的风险；二是教育培训行业始终面临人才流动的风险。尤其是核心管理及研发团队、骨干师资流失，可能对公司长期稳定发展带来不利影响。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3070</b>	<b>4836</b>	<b>7805</b>	<b>11337</b>	<b>16825</b>	<b>营业收入</b>	<b>6237</b>	<b>9176</b>	<b>12550</b>	<b>16210</b>	<b>20581</b>
现金	649	2724	5746	9092	14605	营业成本	2552	3813	5354	6759	8552
应收票据及应收账款合计	7	3	0	0	0	营业税金及附加	27	57	59	82	104
其他应收款	81	255	204	389	364	营业费用	1102	1483	2123	2681	3442
预付账款	1	2	3	4	5	管理费用	873	1098	1487	1918	2429
存货	0	0	0	0	0	研发费用	455	698	935	1220	1541
其他流动资产	2332	1852	1852	1852	1852	财务费用	-3	204	43	48	-124
<b>非流动资产</b>	<b>4132</b>	<b>5124</b>	<b>5426</b>	<b>5695</b>	<b>6004</b>	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	2	0	1	1
固定资产	699	672	1135	1561	2012	其他收益	0	7	5	5	5
无形资产	204	198	96	-19	-150	投资净收益	110	259	210	226	221
其他非流动资产	3229	4255	4194	4153	4141	<b>营业利润</b>	<b>1340</b>	<b>2091</b>	<b>2765</b>	<b>3736</b>	<b>4863</b>
<b>资产总计</b>	<b>7202</b>	<b>9961</b>	<b>13231</b>	<b>17032</b>	<b>22829</b>	营业外收入	1	0	5	2	2
<b>流动负债</b>	<b>4151</b>	<b>6422</b>	<b>7327</b>	<b>7916</b>	<b>9533</b>	营业外支出	1	1	2	2	2
短期借款	1607	2867	2867	2867	2867	<b>利润总额</b>	<b>1340</b>	<b>2089</b>	<b>2768</b>	<b>3737</b>	<b>4864</b>
应付票据及应付账款合计	145	236	0	0	0	所得税	187	285	381	512	669
其他流动负债	2400	3319	4460	5049	6666	<b>净利润</b>	<b>1153</b>	<b>1805</b>	<b>2386</b>	<b>3225</b>	<b>4195</b>
<b>非流动负债</b>	<b>97</b>	<b>107</b>	<b>111</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	少数股东损益	0	-0	0	0	0
长期借款	0	0	4	6	6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1153</b>	<b>1805</b>	<b>2386</b>	<b>3225</b>	<b>4195</b>
其他非流动负债	97	107	107	107	107	EBITDA	1555	2344	2943	3867	4916
<b>负债合计</b>	<b>4248</b>	<b>6529</b>	<b>7438</b>	<b>8028</b>	<b>9646</b>	EPS(元)	0.19	0.29	0.39	0.52	0.68
少数股东权益	0	-0	-0	-0	-0						
股本	104	104	104	104	104						
资本公积	1145	1199	1199	1199	1199						
留存收益	1705	2092	4445	7625	11763						
归属母公司股东权益	2954	3432	5793	9004	13183						
<b>负债和股东权益</b>	<b>7202</b>	<b>9961</b>	<b>13231</b>	<b>17032</b>	<b>22829</b>						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1408</b>	<b>2474</b>	<b>3304</b>	<b>3626</b>	<b>5725</b>
净利润	1153	1805	2386	3225	4195
折旧摊销	138	162	129	179	234
财务费用	-3	204	43	48	-124
投资损失	-110	-259	-210	-226	-221
营运资金变动	171	620	957	402	1641
其他经营现金流	59	-58	-2	-2	-1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2360</b>	<b>-131</b>	<b>-219</b>	<b>-220</b>	<b>-320</b>
资本支出	263	720	302	269	308
长期投资	-1942	392	0	0	0
其他投资现金流	-4039	980	82	49	-12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1412</b>	<b>-267</b>	<b>-62</b>	<b>-60</b>	<b>108</b>
短期借款	315	1260	0	0	0
长期借款	-12	0	4	2	0
普通股增加	-717	0	0	0	0
资本公积增加	432	54	0	0	0
其他筹资现金流	1393	-1581	-66	-61	108
<b>现金净增加额</b>	<b>460</b>	<b>2076</b>	<b>3022</b>	<b>3346</b>	<b>5513</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.4	47.1	36.8	29.2	27.0
营业利润(%)	1189.2	56.0	32.3	35.1	30.2
归属于母公司净利润(%)	1469.5	56.5	32.2	35.1	30.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.1	58.5	57.3	58.3	58.4
净利率(%)	18.5	19.7	19.0	19.9	20.4
ROE(%)	39.0	52.6	41.2	35.8	31.8
ROIC(%)	107.0	-132.8	-117.0	-144.2	-114.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.0	65.5	56.2	47.1	42.3
净负债比率(%)	32.4	4.2	-49.6	-69.1	-89.0
流动比率	0.7	0.8	1.1	1.4	1.8
速动比率	0.2	0.7	1.1	1.4	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	149.9	1926.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.4	20.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.29	0.39	0.52	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.81	0.54	0.59	0.93
每股净资产(最新摊薄)	0.48	0.56	0.94	1.46	2.14
<b>估值比率</b>					
P/E	121.5	77.6	58.7	43.4	33.4
P/B	47.4	40.8	24.2	15.6	10.6
EV/EBITDA	2.1	0.3	-0.8	-1.5	-2.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所



## 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

**姚轩杰**，社服行业首席分析师，2017年加入新时代证券，5年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

## 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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	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：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：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：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>