

预计外延扩张放缓，下调目标价至 14 港元

政策不确定性带来估值下调

核心结论

我们下调中教控股目标价至14港元，调高至买入评级。我们将中教控股2019/2020年EPS预测从0.66/0.68分别下调至0.59/0.58元人民币。目标价对应PE分别为21x/21x。我们认为当前股价已经充分反映当前政策的不确定性风险，故调高至买入评级。

8月10日司法部出台《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》，引起较大关注。我们认为送审稿为上市公司未来的上市主体选择带来更多不确定性。政策不确定性将带来高校行业外延并购的放缓。

我们认为送审稿当中反映了公民分立的管理办法，并且通过一系列措施加速民办学校对于自身是否营利性的划分，加强了对于非营利性学校的证券化管控。

送审稿第十二条新增“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。我们认为这条规定将在实际操作中带来两个不确定性，1.存量学校是否受限制，是否存在追溯调整。2.未来并购标的是否一定是营利性学校。

风险提示：政策变动风险，招生不达预期。详见文末风险提示

核心数据

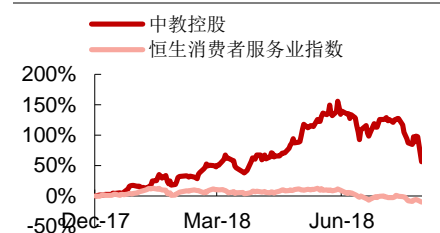
	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
营业收入（百万元）	861	949	1613	2274	2754
增长率(%)	3%	7%	69%	57%	7%
净利润（百万元）	411	474	737	1189	1186
增长率(%)	18%	4%	72%	61%	0%
每股收益（EPS）	0.27	0.28	0.36	0.59	0.58
市盈率（P/E）	30.69	30.41	23.08	14.34	14.52
市净率（P/B）	6.73	3.01	2.67	2.25	1.94

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	00839.HK
目标价格	14
前次评级	增持
评级变动	调高
当前价格	9.9

近一年股价走势



分析师

李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanni@research.xbmail.com.cn

联系人

杨振艺 S0800117110039
021-38584237
yangzhenyi@research.xbmail.com.cn

相关研究

下调目标价至14港元，提高至买入评级

送审稿给高校行业的外延增长带来了不确定性。不确定性体现在 1.存量学校是否受限制，是否存在追溯调整。2.未来并购标的是否一定是营利性学校。中教控股当前所有高校均为不要求合理回报，享受与公办学校同等的优惠待遇。优惠待遇主要包括 1.教学用地通过划拨取得，取得成本较低；2.不需要缴纳企业所得税。

根据我们的测算，若中教控股当前 7 所学校从 19 年~22 年逐步改为营利性学校，利润率每年下降约 9 个百分点。其中，补交土地出让金带来的折旧摊销增加影响约为 2 个百分点，所得税率增加带来的影响约为 7 个百分点。

我们通过分部估值法对中教控股进行估值。其中，自身业务以及已宣告的并购业务，若 19~22 年逐步转成营利性学校，估值为从每股 15 港元下调至每股 13 港元。根据在手现金估算，考虑到政策收紧对于并购标的可选范围的缩窄以及新并购标的将大概率成为营利性学校（且目前大多数潜在标的均为非营利性）带来的并购周期变长，我们将外延并购估值从每股 2 港元下调至每股 1 港元。

表 1：补交土地出让金测算

	白云	松田	西安	郑州	江西	
划拨面积（平方米）		347,607	284,000	360,000	430,000	1,179,814
现单价（元/平方米）		1,500	1,000	1,000	500	1,200
总价（元）		521,411,175	284,000,000	360,000,000	215,000,000	1,415,777,160

资料来源：西部证券研发中心，各地国土资源局

表 2：香港上市学校现金对比（最新财报）

（亿元人民币）	货币资金	短期投资	短期负债	长期负债	递延收入	可用现金
中教控股	32.43	0.51	-	-	7.27	25.67
枫叶教育	16.64	-	2.12	2.00	5.69	6.83
成实外教育	2.94	-	6.28	2.91	5.86	-12.11
民生教育	19.40	4.66	1.44	0.30	3.22	19.10
21 世纪教育	0.40	0.70	0.34	0.01	0.58	0.17
希望教育	1.81	-	6.90	12.65	6.38	-24.12
天立教育	3.14	0.14	1.37	3.25	2.42	-3.77
新高教集团	1.19	-	2.08	1.44	2.50	-4.83
中国新华教育	2.93	2.36	-	-	1.92	3.37
睿见教育	3.46	1.04	3.27	13.77	4.30	-16.84
宇华教育	2.61	7.17	0.63	1.01	6.40	1.74

资料来源：西部证券研发中心，Wind

政策变化对其他教育子行业影响

K12 学校：面临不确定最大

送审稿要求“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”

点评：我们认为，此举使得义务教育阶段学校成为并购标的几无可能。K12 学校的外延增长被

限制，内生增长能力成为更重要的核心竞争力。K12 学校回归教育的“慢”本质。此举或会影响 K12 学校的证券化速度。另外，若该要求覆盖存量学校，则已上市的 K12 学校将面临需要将义务教育阶段分拆。

幼儿园：低端幼儿园证券化可能性下降

送审稿新增“对公办学校参与举办、使用国有资产或者接受政府生均经费补助的**民办幼儿园**、义务教育学校，地方人民政府可以对其收费制定最高限价。”

点评：结合国家对于普惠性幼儿园的要求（目标为普惠性幼儿园占比达 80%），此举使得普惠性幼儿园的盈利能力下降。高端幼儿园成为更好的投资标的。

国际学校

送审稿中，“使用境外教材的，从“经省级以上教育行政部门批准”变为“符合国家有关规定并经合法渠道引进，使用前应当报省级人民政府教育行政部门备案”

点评：对于境外教材使用的限制放开，使得国际学校的内生长能力进一步加强。有利于国际学校的行业成长。“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。”对国际学校同样产生不确定性影响。

在线教育：政策限制有所放松

在线学历教育需要办学许可以及互联网经营许可，同时在线职业培训、在线培训教育向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门备案，并不得实施需要取得办学许可的教育教学活动。

点评：送审稿中并未说明在线非学历教育、职业教育是否需要取得办学许可证，只规定了在线学历教育需要取得办学许可。我们认为，在线培训的办学许可要求将会与线下培训机构类似。即学科培训需要办学许可，职业、素质类培训不需要办学许可。办学许可相对修改稿有一定的放松。

送审稿主要变化

表 3：送审稿相对修改稿主要变化整理

修改稿	送审稿	变动性质
第一章 总则	第一章 总则	
第七条 公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得使用在职教师，不得影响公办学校教学活动和教育质量。	第七条 公办学校不得举办或者参与举办营利性民办学校。公办学校举办或者参与举办非营利性民办学校的，应当经主管部门批准，并不得利用国家财政性经费，不得影响公办学校教学活动，不得以品牌输出方式获得收益。	删除“不得使用在职教师”，“不得影响教育质量”，新增“不得以品牌输出方式获得收益”。
举办者依法募集资金办学的，所募集资金应当主要用于办学，应当向审批机关报告募集资金使用情况	举办者可以依法募集资金举办营利性民办学校，所募集资金应当主要用于办学，应当向审批机关报告募集资金使用情况，履行信息披露义务。民办学校及其举办者不得向	“不得向家长学生、筹集资金办学”改为“不得收取入学关联的赞助费”

公司点评 | 中教控股

况，建立信息披露制度。举办者不得向学生、学生家长筹集资金举办民办学校。

第十二条 同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格，具备与其所开展办学活动相适应的资金、人员、组织机构等条件与能力，并对所举办民办学校承担管理、监督职责和相应法律责任。

集团所属民办学校应当依法独立开展办学活动，存续期间所有资产由学校依法管理和使用。

利用互联网技术在线实施前款规定的文化教育活动的，以及职业资格培训或者职业技能培训活动的，应当取得相应的互联网经营许可，并向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门申请办学许可。

(八)学校内设机构的组成及职责；

(九)教职工、学生的权利义务以及权益保障机制；

第二十四条 民办学校法定代表人，理事会、董事会或者其他形式决策机构的负责人应当具有中华人民共和国国籍，具有政治权利和完全民事行为能力，在中国境内定居，信用状况良好，无故意犯罪记录或者教育领域不良从业记录。其中，民办学校法定代表人应当由民办学校决策机构负责人或者校长担任。

第二十五条 民办学校的理事会、董事会或者其他形式决策机构应当由举办者或者其他代表、校长、党组织负责人、教职工代表等共同组成；非营利性民办学校的理事会、董事会或者其他形式决策机构还应当包括社会公众代表，并可以根据需要设立独立董事。

学生、学生家长收取或者变相收取与入学关联的赞助费。

第十二条 同时举办或者实际控制多所民办学校、实施集团化办学的社会组织应当具有法人资格，具备与其所开展办学活动相适应的资金、人员、组织机构等条件与能力，并对所举办民办学校承担管理和监督职责。实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。

集团化办学的社会组织不得滥用支配地位，排除、限制竞争，所属民办学校应当依法独立开展办学活动，存续期间所有资产由学校依法管理和使用。

第十六条 利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可。

利用互联网技术在线实施培训教育活动、实施职业资格培训或者职业技能培训活动的机构，或者为在线实施前述活动提供服务的互联网技术服务平台，应当取得相应的互联网经营许可，并向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门备案，并不得实施需要取得办学许可的教育教学活动。

实施培训教育活动的互联网技术平台，应当对申请进入平台的机构或者个人的主体身份信息进行审核和登记。

第二十五条 民办学校理事会、董事会或者其他形式决策机构的负责人应当具有中华人民共和国国籍，具有政治权利和完全民事行为能力，在中国境内定居，信用状况良好，无故意犯罪记录或者教育领域不良从业记录。民办学校法定代表人应当由民办学校决策机构负责人或者校长担任。

第二十六条 民办学校的理事会、董事会或者其他形式决策机构应当由举办者或者其他代表、校长、党组织负责人、教职工代表等共同组成。鼓励非营利性民办学校理事会、董事会或者其他形式决策机构中包括社会公众代表，根据需要设立独立理事或者董事。

增加“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”

增加“集团化办学的社会组织不得滥用支配地位，排除、限制竞争”

增加“在线学历教育需要办学许可”、“在线职业培训、在线培训教育需取得互联网经营许可并向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门备案，并不得实施需要取得办学许可的教育教学活动。”

删除

删除

删除“民办学校法定代表人”

“应当”改成“鼓励”

公司点评 | 中教控股

实施普通高中教育、义务教育的民办学校，应当按照国家规定的课程标准实施教育教学活动，选用相应教材；可以在国家课程之外自主开设具有特色的课程实施教育教学活动，使用境外教材的，应当经省级以上教育行政部门批准。法律、行政法规另有规定的，从其规定。

第三十条 实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等招生权，可以在审批机关管辖的区域和核定的办学规模内，自主确定招生的方案、标准和方式，开展招生活动。省级人民政府教育行政部门可以制定具体办法，允许民办学校适当扩大招生范围。招收接受高等学历教育学生的应当遵守国家有关规定。

民办学校招收学生应当遵守招生规则，维护招生秩序，公平公正录取学生。实施义务教育的民办学校不得组织或者变相组织入学考试或者测试。

第三十七条 民办学校及其教师、职员、受教育者申请国家设立的有关科研项目、课题等，享有与公办学校及其教师、职员、受教育者同等的权利。

第四十条 民办学校应当建立办学成本核算制度，基于办学成本 and 市场需求等因素，遵循公平、合法和诚实信用原则，考虑经济效益与社会效益，合理确定收费项目和标准。

第四十三条 非营利性民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。违反前款规定造成损失的，应当承担赔偿责任或者依法承担其他法律责任。

非营利性民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度。理事会、董事会或者其他形式决策机构审议

实施普通高中教育、义务教育的民办学校应当按照国家规定实施教育教学活动、选用教材，可以基于国家课程标准自主开设有特色的课程，实施教育教学创新，自主设置的课程应当报主管教育行政部门备案；使用境外教材的，应当符合国家有关规定并经合法渠道引进，使用前应当报省级人民政府教育行政部门备案。

第三十一条 实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权，可以在审批机关核定的办学规模内，自主确定招生的范围、标准和方式，与公办学校同期招生。义务教育阶段的民办学校应当主要在审批机关管辖的区域内招生，有寄宿条件的可以跨区域招生。跨区域招生的比例和数量，应当向当地教育行政部门备案。招收接受高等学历教育学生的应当遵守国家有关规定。

民办学校招收学生应当遵守招生规则，维护招生秩序，公开公平公正录取学生。实施义务教育的民办学校不得组织或者变相组织入学考试。

第三十九条 民办学校及其教师、职员、受教育者申请政府设立的有关科研项目、课题等，享有与公办学校及其教师、职员、受教育者同等的权利，立项后应当平等获得资助经费。

第四十二条 民办学校应当建立办学成本核算制度，基于办学成本 and 市场需求等因素，遵循公平、合法和诚实信用原则，考虑经济效益与社会效益，合理确定收费项目和标准。对公办学校参与举办、使用国有资产或者接受政府生均经费补助的民办幼儿园、义务教育学校，地方人民政府可以对其收费制定最高限价。

第四十五条 民办学校与利益关联方发生交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。

民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度。教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或

境外教材从批准变成使用前需备案

增加民办学校“与公办学校同期招生”，民办学校跨区域招生比例和数量需备案

删除“测试”

增加“公民办学校应当平等获得资助经费”

增加“接受补助学校收费可能被限价”

主体从“非营利性民办学校”变成“民办学校”

新增关联交易监督办法

公司点评 | 中教控股

与利益关联方交易事项时，与该交易有利益关系的决策机构成员应当回避表决，也不得代理其他成员行使表决权。

第四十五条 地方各级人民政府应当建立民办教育工作联席会议制度，健全联合执法机制。教育行政部门、人力资源社会保障行政部门应当根据职责会同有关部门健全年度检查制度，加强对民办学校的日常监管。

第四十七条 教育行政部门及有关部门应当制定实施学前教育、学历教育民办学校的信息公开清单，监督民办学校定期向社会公开办学条件、教育质量及资产负债等有关信息。

县级以上地方人民政府可以按照同级同类公办学校生均经费标准的一定比例，确定对非营利性民办学校的生均经费补贴标准；出租、转让、提供闲置的国有资产应当优先扶持非营利性民办学校。

第五十六条 县级以上人民政府根据本行政区域的具体情况，设立民办教育发展专项资金。

委托民办学校承担义务教育任务的，应当根据接受义务教育学生的数量和当地实施义务教育的公办学校的生均教育经费标准，拨付相应的教育经费。

第六十条 除民办教育促进法和本条例规定的支持与奖励措施外，省、自治区、直辖市人民政府还可以根据实际情况，制定本地区促进民办教育发展的支持与奖励措施。

者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。理事会、董事会或者其他形式决策机构审议与利益关联方交易事项时，与该交易有利益关系的决策机构成员应当回避表决，也不得代理其他成员行使表决权。

第四十七条 地方各级人民政府应当建立民办教育工作联席会议制度，健全联合执法机制。教育行政部门、人力资源社会保障行政部门、市场监督管理部门应当根据职责会同有关部门建立民办学校年度检查和年度报告制度，健全日常监管机制。

第四十九条 教育行政部门及有关部门应当制定实施学前教育、学历教育民办学校的信息公开清单，监督民办学校定期向社会公开办学条件、教育质量等有关信息。

县级以上地方人民政府可以按照同级同类公办学校生均经费标准的一定比例，确定对非营利性民办学校的生均经费补贴标准。其中，非营利性民办高等学校的经费补贴由省级人民政府承担。地方人民政府出租、转让闲置的国有资产应当优先扶持非营利性民办学校。

第五十七条 县级以上地方人民政府根据本行政区域的具体情况，设立民办教育发展专项资金，用于支持民办学校提高教育质量和办学水平、奖励举办者等。

委托民办学校承担义务教育或者普惠性学前教育任务的，应当根据接受义务教育或者普惠性学前教育学生的数量和当地实施义务教育或者学前教育的公办学校的生均教育经费标准，拨付相应的教育经费。

第六十一条 除民办教育促进法及其修改决定和本条例规定的支持与奖励措施外，省、自治区、直辖市人民政府还可以根据实际情况，制定本地区促进民办教育发展的支持与奖励措施。各级人民政府及有关部门在对现有民办学校实施分类管理改革时，应当充分考虑有关历史和现实情况，保障受教育者、教职工和举办者的合法权益，确保民办学校分类管理改革平稳有序推进。

(四) 与利益关联方发生交易损害国家利益、学校利益和师生权益的；

(一) 违背国家教育方针，偏离社会主义办学方向，或者未保障学校党组织履行职责的；

第六十五条 社会组织或者个人违反民办教育促进法和本

新增监管主体“市场监督管理部门”以及年报制度

删除“资产负债”

新增“非营利性民办高等学校的经费补贴由省级人民政府承担”

新增专项资金用途

新增普惠性学前教育作为委托方

新增“确保民办学校实施分类管理改革平稳有序推进”

新增

新增

新增“违规招生处理办法”

条例规定，擅自举办民办学校或者在民办学校筹设期内招生的，由所在地县级人民政府组织有关部门依据民办教育促进法第六十四条予以取缔并给予处罚。违反本条例第二十条，擅自使用学校或者其他教育机构名称的，由所在地县级人民政府市场监管部门或者教育行政部门责令限期改正；逾期不改正的，吊销营业执照，并可处以1万元以上5万元以下罚款。

第六十六条 本条例所称民办学校包括实施学前教育、学历教育的各级各类民办学校和实施非学历教育的民办培训教育机构、民办职业培训机构。本条例所称现有民办学校是指2016年11月7日《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》公布前设立的民办学校。

新增“民办学校定义”

资料来源：西部证券研发中心，司法部，教育部

风险提示

1. 主管部门对于学费定价的管控

中国于2015年开始，全国各地开始放开民办高校的学费及住宿费定价，实行备案制。如果主管部门决定加强对于收费的管控，将使得中教控股无法提高学费。

2. 商誉减值风险

公司溢价收购白云技师学院，产生3.2亿的商誉。如果白云技师学院后续无法保证招生或教学质量致使学生数量下降，将会产生商誉减值风险。

3. 学校网络的外延扩张无法顺利进行

公司目前有计划进行学校网络的外延扩张，若无法寻找到适合的标的或者标的价格过高，又或者收购后无法顺利整合，将使得学校网络的外延扩张无法顺利进行。

4. 无法招聘到合格的教师

政府对于高校的教师数量和质量均有明确要求，如果学校无法招聘到合格的老师，将无法扩大招生规模。

5. 校园内发生意外事故

高校为学生聚集地方，如果校园内或学生在校外发生意外事故，将影响学校的声誉，对学校的招生造成不利影响。同时学校必须承担责任，造成营业外支出。

6. 学生就业率下降

民办高校因此办学层次较低，因此大多学生毕业后需求就业。如果学校的毕业就业率下降，将对学校的招生造成不利影响。

7. 举办人纠纷

当前并购标的存在举办人纠纷，若纠纷无法解决或败诉，则公司收购可能失败。

8. 收购标的负债率高

当前收购标的负债率高，且多为民间借贷，债务问题无法解决将导致公司收购失败。

9. 产业政策变化

民促法当前仍处于修订阶段，产业政策变化将会导致高校外延并购环境和内生经营环境发生变化。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E	利润表 (百万元)	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
现金及现金等价物	247	3243	3714	4486	5370	营业收入	861	949	1613	2274	2754
应收款项	615	72	90	138	138	营业成本	(405)	(389)	(675)	(976)	(1076)
存货净额	0	0	1	1	1	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	466	55	55	55	55	销售费用	(9)	(10)	(13)	(15)	(17)
流动资产合计	1329	3370	3860	4680	5565	管理费用	(102)	(133)	(283)	(343)	(371)
固定资产及在建工程	2416	2639	3090	3151	3251	财务费用	(15)	(18)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	77	56	81	387	84
无形资产	0	565	556	1235	1897	营业利润	407	454	723	1326	1375
其他非流动资产	121	98	177	287	420	营业外净收支	7	22	17	20	20
非流动资产合计	2537	3302	3822	4673	5568	利润总额	414	476	740	1346	1395
资产总计	3866	6672	7682	9353	11132	所得税费用	(2)	(2)	(3)	(157)	(209)
短期借款	210	0	0	0	0	净利润	413	474	737	1189	1186
应付款项	48	11	24	26	29	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	812	936	1197	1676	2267	归属于母公司净利润	411	474	737	1189	1186
流动负债合计	1070	947	1221	1703	2296	财务指标	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
长期借款及应付债券	243	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	26	86	86	86	86	ROE	16%	8%	12%	16%	14%
长期负债合计	269	86	86	86	86	毛利率	53%	59%	58%	57%	61%
负债合计	1339	1033	1306	1788	2382	营业利润率	13%	15%	18%	16%	14%
股本	182	0	0	0	0	销售净利率	48%	50%	46%	52%	43%
股东权益	2346	5639	6376	7565	8751	成长能力					
负债和股东权益总计	3866	6672	7682	9353	11132	营业收入增长率	3%	7%	69%	57%	7%
						营业利润增长率	15%	12%	53%	83%	4%
						净利润增长率	18%	4%	72%	61%	0%
						偿债能力					
						资产负债率	35%	15%	17%	19%	21%
						流动比	0.34	0.51	0.50	0.50	0.50
						速动比	1.24	3.56	3.16	2.75	2.42
						每股指标与估值	F2016	F2017	F2018E	F2019E	F2020E
						每股指标					
						EPS	0.27	0.28	0.36	0.59	0.58
						BVPS	1.25	2.79	3.16	3.74	4.33
						估值					
						P/E	30.69	30.41	23.08	14.34	14.52
						P/B	6.73	3.01	2.67	2.25	1.94
						P/S	19.74	17.91	10.54	7.48	6.17

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC
 北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
 深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。