

## 新开 22 校助力收入增长，盈利能力上台阶 买入（维持）

2018 年 11 月 27 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

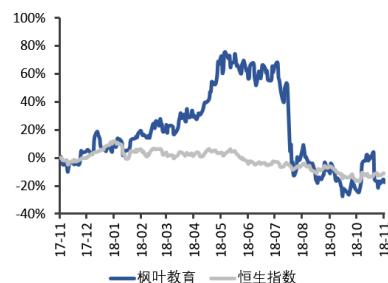
linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1341.27	1683.47	2048.61	2432.77
同比（%）	23.83%	25.51%	21.69%	18.75%
归母净利润（百万元）	542.83	696.81	876.47	1088.39
同比（%）	32.24%	28.37%	25.78%	24.18%
每股收益（元/股）	0.18	0.23	0.29	0.37
P/E（倍）	17.16	13.37	10.63	8.56

### 投资要点

- **事件：**枫叶教育公布 18FY 年报，全年实现收入 13.4 亿元同增 23.8%，实现归母净利润 5.43 亿，同增 32.2%。截止 2018/8/31，枫叶共拥有学校 82 所，同比新增 22 所，在校生人数 33,478 人，同比增长 28%。同时宣告每股派息 5.1 港仙。
- **收入端：**新开 22 所学校带来的学生人数增长成为收入主要驱动力：18FY 学费及寄宿费收入 11.1 亿元（yoy+26.3%），主要由学生人数增长驱动，其中原有学校新增约 2793 人（yoy+8.3%），新开学校贡献学生人数约 4597 人；从不同教育阶段来看，在学校数量的快速增长下初中及小学的收入增长较为明显，但由于初中小学学费较低，故 18FY 公司整体人均学费同比小幅下滑 1.6pct。
- **利润端：**教师人数增长拉低毛利率，期间费用得到有效控制，盈利能力上台阶：18FY 公司毛利率 46.53% 同比下滑 3.31pct，主要受新增 667 名教职员带来的雇员成本增长影响。管理费用率同比下降 2.7pct，带动整体期间费用率同比下降 2.4pct 贡献利润弹性。当期汇兑收益 2910 万有效对冲持作买卖投资公允价值变动亏损。18FY 全年实现归母净利 5.43 亿同增 32%，对应净利率 40.5%，盈利能力上台阶。
- **录取率创新高，目标 2020 学年学生人数突破 45,000 人：**截至 18/8/31，枫叶旗下 2146 名高中毕业生中 99 人获世界 TOP10 大学录取，1481 名学生获 TOP100 大学录取。未来公司将继续实行多重扩张战略，以轻资产/收购模式扩大校网，目标 19/20 学年学生人数超 45,000 名。
- **18/19 学年 10 所新校开学，量价齐升未来成长可期：**公司 18/19 学年于湖北襄阳收购 7 所幼儿园，于湖北武汉自建 1 所幼儿园，于江苏盐城以轻资产模式开设 1 所初中及 1 所高中，以上 10 所新校合计可提供学位 3750 个，未来滚动招生在校人数可实现快速增长。价的方面，18/19 年公司高中学费价格带 49,000-198,000 元，学费上限同比增长较大，预计未来人均学费将实现稳步提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021FY 营业收入为 16.83、20.49、24.33 亿元，同比增长 25.51%、21.69%、18.75%；归母净利润 6.97、8.77、10.88 亿元，同比增长 28.37%、25.78%、24.18%，当前市值对应 PE 13X、11X、9X；公司本财年派息率 44%，股息率 2.6%。考虑公司所在国际教育赛道增速较快，学校数量快速扩张后依旧具备较强的内生成长性，当前时点维持“买入”评级。
- **风险提示：**学校扩展不及预期，学费提升不及预期，政策风险，港股波动性较大

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	3.52
一年最低/最高价	3.01/7.63
市净率(倍)	2.5
港股流通市值(百万港元)	10486

### 基础数据

每股净资产(元)	1.23
资产负债率(%)	36.31
总股本(百万股)	2979.18
流通H股(百万股)	2979.18

### 相关研究

1、《枫叶教育：国际教育优质赛道龙头，轻资产模式成长迅速》  
2018-04-18

事件：枫叶教育公布 18FY 年报，全年实现收入 13.4 亿元同增 23.8%，实现归母净利润 5.43 亿，同增 32.2%。截止 2018/8/31，枫叶共拥有学校 82 所，同比新增 22 所，在校生人数 33,478 人，同比增长 28%。同时宣告每股派息 5.1 港仙。

## 1. 收入端：新开 22 所学校带来的学生人数增长成为收入增长主要驱动力

学生人数快速增长驱动学宿费收入增长，18FY 新开 22 所学校约贡献学生人数 4,597 人。18FY 公司实现营业收入 13.4 亿元同增 23.8%，其中学费及住宿费收入 11.1 亿元同增 26.3%，占比总收入 83%，为最主要收入来源，课本、夏/冬令营、其他教育服务及其他等非学宿费收入 2.33 亿元同增 13.1%对收入形成有效补充。学宿费的快速增长主要来自学生人数的增长驱动，其中原有学校新增学生约 2,793 人 (yoy+8.3%)，18FY 新增的 22 所学校 (3 所高中+6 所初中+9 所小学+4 所幼儿园) 合计贡献学生约 4,597 人。学费方面，由于 18 年新开学校集中在初中及小学阶段，学费标准相对较低，故公司 18FY 整体人均学费同比降低 1.55%至 33,118 元。

表 1：公司营业收入拆分 (单位：百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	540.27	652.98	829.77	1083.18	1341.27
yoy	14.65%	20.86%	27.07%	30.54%	23.83%
其中：学费及住宿费	466.75	554.59	694.78	877.60	1108.73
学校数量 (个)	33	40	46	60	82
增减	5	7	6	14	22
yoy	14.97%	18.82%	25.28%	26.31%	26.34%
学生人数 (人)	13,513	16,078	19,334	26,088	33,478
yoy	15.53%	18.98%	20.25%	34.93%	28.33%
人均学费 (元/人)	34,541	34,493	35,936	33,640	33,118
yoy	-0.48%	-0.14%	4.18%	-6.39%	-1.55%
课本	23.34	27.60	34.34	38.38	44.16
yoy	30.02%	18.23%	24.43%	11.75%	15.07%
生均课本收入 (元/人)	1,728	1,717	1,776	1,471	1,319
yoy	12.55%	-0.63%	3.48%	-17.18%	-10.33%
夏/冬令营	24.83	35.12	38.88	54.33	50.67
yoy	-5.34%	41.42%	10.72%	39.73%	-6.73%
其他教育服务	25.35	31.47	36.08	45.72	47.81
yoy	20.30%	24.18%	14.64%	26.70%	4.58%
其他 (自营超市、校服及其他服务)	0.00	4.21	25.68	67.16	89.89
yoy			510.60%	161.50%	33.85%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

幼儿园、小学、初中学生人数增长迅速，高中整体稳健，金字塔型学生结构稳定。公司的发展战略为构筑小学-高中金字塔型学生结构，提升高中入读预备并降低向枫叶系统外的招生需求。分年级来看，高中位于金字塔头部，自上市以来共新增6校，扩张相对谨慎保守，18FY 学生人数 8987 人同比保持稳定，18FY 收入同增 13.5% 主要由学费增长贡献；小学及初中位于金字塔底部及腰部位置，为公司主要的加密扩张目标，18FY 分别新开学校 9 所、6 所，学生人数随规模扩大迅速增长。

表 2：公司各分部收入拆分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>高中</b>	288.04	321.54	391.01	468.17	531.34
yoy	11.12%	11.63%	21.61%	19.73%	13.49%
学校数量(所)	7	7	8	10	13
增减	2	0	1	2	3
学生人数(人)		6,317	7,362	8,948	8,987
yoy			16.54%	21.54%	0.44%
人均学费(元/人)		50,901	53,112	52,321	59,123
yoy			4.34%	-1.49%	13.00%
<b>初中</b>	79.26	97.48	125.35	163.78	190.01
yoy	16.30%	22.99%	28.58%	30.66%	16.02%
学校数量(所)	7	10	12	16	22
增减	1	3	2	4	6
学生人数(人)		3,528	4,023	5,282	6,156
yoy			14.03%	31.30%	16.55%
人均学费(元/人)		27,632	31,157	31,007	30,866
yoy			12.76%	-0.48%	-0.46%
<b>小学</b>	59.78	93.76	135.08	189.66	311.98
yoy	57.93%	56.84%	44.07%	40.41%	64.49%
学校数量(所)	6	9	11	15	24
增减	2	3	2	4	9
学生人数(人)		4,143	5,788	8,912	14,704
yoy			39.71%	53.97%	64.99%
人均学费(元/人)		22,630	23,337	21,281	21,217
yoy			3.12%	-8.81%	-0.30%
<b>幼儿园</b>	24.79	25.34	26.89	35.89	50.44
yoy	-6.02%	2.22%	6.10%	33.49%	40.52%
学校数量(所)	11	12	13	16	20
增减	0	1	1	3	4
学生人数(人)	1,843	1,861	1,938	2,659	3,264
yoy	0.99%	0.98%	4.14%	37.20%	22.75%
人均学费(元/人)	13,452	13,618	13,875	13,499	15,453
yoy	-6.94%	1.23%	1.88%	-2.71%	14.47%
<b>外籍子女学校</b>	14.88	16.46	16.46	20.09	24.96
yoy	3.48%	10.65%	0.01%	22.05%	24.25%
学校数量(所)	2	2	2	3	3

	增减	0	0	0	1	0
学生人数(人)		213	229	223	287	367
	yoy	8.42%	7.76%	-2.62%	28.70%	27.87%
人均学费(元/人)		70,009	71,882	73,821	70,007	68,022
	yoy	-4.55%	2.67%	2.70%	-5.17%	-2.84%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非学宿费收入 2.3 亿形成有效补充，目标 2020 年占比总收入达 30%。18FY 公司非学宿费收入 2.33 亿元同增 13.1%，其中包括自营超市、校服等收入的其他收入同增 33.9% 增长迅速，占比总收入 6.7% 同比有所提升。公司“五五规划”计划强化发展为学生服务的相关产业，包括超市、文化用品商店、冬夏令营、校服等其他收入，目标 2020 学年非学宿费收入占比总收入的 30%。

## 2. 利润端：教师人数增长拉低毛利率，期间费用得到有效控制，盈利能力上台阶

18FY 公司毛利率 46.53% 同比下滑 3.31pct，主要由新增 667 名教职员工带来的雇员成本增长影响。从营业成本结构来看，18FY 雇员成本 4.59 亿同比增长 35.8% 远超收入增长且占比最高（64.0%），为拉低毛利率的主要原因。截至 18FY 公司旗下教学人员 2955 人同比上年新增 667 人主要为为新开学校招募的新教师，教师人员数量增长与学生人数增长保持基本一致，18FY 生师比 11.3 与上年基本持平，教师人均薪酬同比上涨约 5%。除雇员成本外，折旧摊销、其他培训开支、其他成本三项占比均有所下降。

表 3：公司营业成本拆分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	540.27	652.98	829.77	1083.18	1341.27
yoy	14.65%	20.86%	27.07%	30.54%	23.83%
营业成本	305.15	354.28	428.03	543.33	717.16
yoy		16.10%	20.82%	26.94%	31.99%
其中：雇员成本	185.44	219.60	268.00	337.90	458.90
yoy	17.96%	18.42%	22.04%	26.08%	35.81%
生师比	10.62	10.20	10.66	11.40	11.33
教师人数(人)	1,272	1,576	1,814	2,288	2,955
人均薪酬(元)	145,783	139,340	147,740	147,684	155,296
yoy	-4%	-4%	6%	0%	5%
折旧及摊销	34.51	36.18		48.90	62.70
yoy	16.68%	4.84%		-	28.22%
其他培训开支	25.12	35.20	77.23*	9.00%	41.76
yoy		40.13%		38.83	7.55%

其他成本	60.08	63.30	82.80	-	153.80
yoy		5.35%	30.81%	7.15%	30.67%
毛利	235.12	298.71	401.74	539.85	624.10
毛利率	43.52%	45.75%	48.42%	49.84%	46.53%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（\*：16 年未披露折旧摊销及其他培训开支明细，此处为两项之和）

**管理费用率同比下降 2.7pct，带动整体期间费用率同比下降 2.4pct 贡献利润弹性。**18FY 公司销售费用率同比小幅上涨至 2.98%；管理费用得到有效控制，管理费用率 11.6% 同比下降 2.7pct 贡献利润弹性；财务费用率同比上涨 0.06pct 至 0.79% 主要系银行借款利率上升。整体来看期间费用率同比下降 2.4pct，公司成本控制能力凸显。

**投资收入及其他收入合计 1.3 亿增厚利润，净利率突破 40%，盈利能力上台阶。**18FY 公司实现投资收入 5426 万元主要来自利息收入及投资物业租金收入。同时实现其他收入 7571 万元，其中汇兑收益增加（+2915 万）有效对冲持作买卖投资公允价值变动的亏损（亏损 1285 万）。此外所得税方面，应纳税的非学宿费收入本年增长稍慢，叠加递延所得税负债拨回，18FY 所得税率同比下降 4.4% 至 1.7% 贡献利润弹性。18FY 全年实现归母净利 5.43 亿同增 32%，对应净利率 40.5%，盈利能力上台阶。

表 4：公司期间费用、其他收入及利润情况（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018
销售费用	21.71	22.31	26.04	29.55	40.03
销售费用率	4.02%	3.42%	3.14%	2.73%	2.98%
管理费用	74.53	101.91	121.75	155.39	155.56
管理费用率	13.79%	15.61%	14.67%	14.35%	11.60%
财务费用	15.49	4.09	0.00	7.96	10.61
财务费用率	2.87%	0.63%	0.00%	0.73%	0.79%
其他支出-经营	24.13	8.01	1.24	0.00	0.00
yoy		-66.80%	-84.52%	-	-
投资及其他收入	5.70	17.31	32.43	45.04	54.26
yoy		203.68%	87.35%	38.88%	20.47%
其他收入及收益,净额	(0.25)	37.47	40.75	48.67	75.71
yoy			8.77%	19.42%	55.57%
除税前溢利	48.44	216.90	325.89	440.66	547.88
yoy		348%	50.25%	35.22%	24.33%
所得税	8.40	11.35	18.33	26.94	9.48
所得税率	17.34%	5.23%	5.62%	6.11%	1.73%
归母净利润	40.04	205.55	307.56	410.48	542.83
yoy		413%	49.63%	33.46%	32.24%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



经营性现金流入 7.5 亿大幅增加资金储备，在手现金超 22 亿后续发展动力十足。18FY 公司经营性现金流入 7.5 亿，净现金流入 5.4 亿，账面现金余额 22.2 亿较为充裕，后续发展动力十足；负债方面公司长短期借款合计 4.3 亿，我们预计公司未来资本开支可由内部现金支付，负债率或进一步降低。

同时公司由学费和其他相关费用组成的递延收益 11.69 亿同比增长 15.9%，也表现出了公司未来增速较为确定。

### 3. 录取率创新高，目标 2020 学年学生人数突破 45,000 人

枫叶教育是我国目前规模最大的国际学校运营商，幼儿园阶段引进新加坡教学体系，初中阶段引进加拿大全英文科学课程，高中实行中加一体学分制，学生毕业后可获中加双学历文凭，在出国留学市场极具竞争优势。截至 18/8/31，枫叶旗下 2146 名高中毕业生中 99 人获世界 TOP10 大学录取，1481 名学生获 TOP100 大学录取，再创佳绩。

表 5：枫叶教育-世界顶级大学录取率

	2012/8/31	2013/8/31	2014/8/31	2015/8/31	2016/8/31	2017/8/31	2018/8/31
世界 Top100 大学录取率	38%	47%	51%	51%	56%	56%	69%
世界 Top10 大学录取率 (录取人数/毕业生数)					0.56% (8/1422)	2.55% (46/1807)	4.61% (99/2146)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来公司将继续推行多重扩张战略，以轻资产模式深耕我国二三线城市，以并购模式探索国内外并购项目，并对内扩容提升现有学校利用率。公司“五五规划”（2015/09-2020/08）核心为建立小学-高中金字塔结构，及发展学生服务相关产业，目标到 19/20 学年学生人数超 45,000 名，实现内生良好增长。

### 4. 18/19 学年 10 所新校开学，量价齐升未来成长可期

公司 18/19 学年于湖北襄阳收购 7 所幼儿园，合计容量 2000 人；于湖北武汉自建 1 所幼儿园，容量 100 人；于江苏盐城以轻资产模式开设 1 所初中及 1 所高中，合计可容纳 1650 人，以上 10 所新校合计可提供学位 3750 个，未来滚动招生在校人数可实现快速增长。价的方面，18/19 年公司高中学费价格带 49,000-198,000 元，学费上限增长较大，预计未来人均学费将实现稳步提升。

表 6：公司 18/19 学年新开学校明细

城市	学校数目	学校类别	预计可容纳学生人数	运营模式
湖北襄阳	7	幼儿园	2,000	收购
湖北武汉	1	幼儿园	100	自建
江苏盐城	2	高中&初中	1,650	轻资产

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019-2021FY 营业总收入为 16.83、20.49、24.33 亿元，同比增长 25.51%、21.69%、18.75%；归母净利润 6.97、8.77、10.88 亿元，同比增长 28.37%、25.78%、24.18%，当前市值对应 PE 13X、11X、9X；公司本财年派息率 44%，股息率 2.6%。考虑公司所在国际教育赛道依旧增长较快，同时公司学校数量快速扩张后依旧具备较强的内生成长性，对应当前估值，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

**1) 学校扩张不及预期风险。**学校扩容受到学校设施的容量限制，打入新市场需要政府支持和品牌推广，学校扩张可能不及预期。

**2) 学费提升不及预期风险。**学费一般需由政府机构批准，且受需求、成本、地域、市场竞争、定价策略多项因素影响，有较大不确定性。学费是影响学校盈利的关键因素，若学费提价幅度不及预期，可能会对收入产生不利影响。

**3) 政策风险。**公司业务受《中华人民共和国民办教育促进法》规管，未来法律实施条例出台对税收等调整可能对公司经营产生不利影响。

**4) 港股波动性较大。**由于港股存在 T+0、做空、无涨跌停限制等交易制度，造成其股价波动较大，存在一定投资风险。

枫叶教育三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY		2018FY	2019FY	2020FY	2021FY
<b>流动资产:</b>	<b>2,790.22</b>	<b>3,229.47</b>	<b>3,264.15</b>	<b>3,815.36</b>	<b>营业收入</b>	1341.27	1683.47	2048.61	2432.77
现金	2,220.69	2,644.61	2,667.18	3,212.17	营业成本	717.16	851.11	1011.62	1169.03
应收款项	76.78	88.71	96.75	98.09	经营活动的汇兑损益	-	-	-	-
存货	16.98	20.37	24.45	29.34	销售费用	40.03	42.09	47.12	48.66
其他	-	-	-	-	管理费用	155.56	185.18	215.10	243.28
<b>非流动资产:</b>	<b>3,005.91</b>	<b>3,310.82</b>	<b>3,546.48</b>	<b>3,789.84</b>	其他经营收益	129.97	120.34	133.52	155.60
长期股权投资	-	-	-	-	<b>营业利润</b>	558.49	725.43	908.28	1127.40
固定资产净值	2,105.78	2,379.67	2,579.27	2,793.54	财务收入/(费用)净额	14.45	22.17	22.80	29.29
商誉及无形资产	204.79	206.74	208.77	210.91	融资活动的汇兑损益	-	-	-	-
土地使用权	207.63	231.63	252.38	268.42	应占联营公司及共同控制实体损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	487.70	492.79	506.06	516.97	应占联营公司损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>5,796.13</b>	<b>6,540.28</b>	<b>6,810.64</b>	<b>7,605.21</b>	<b>除税前溢利</b>	547.88	717.76	900.99	1120.45
<b>流动负债:</b>	<b>1,866.73</b>	<b>2,541.66</b>	<b>2,725.01</b>	<b>3,411.29</b>	所得税	9.48	21.53	27.03	33.61
短期借款	224.54	202.08	181.87	163.69	净利润(含少数股东权益)	538.40	696.22	873.96	1086.84
应付款项	399.45	704.64	547.14	865.50	<b>归母净利润</b>	542.83	696.81	876.47	1088.39
其他	1,242.74	1,634.94	1,996.00	2,382.11	少数股东损益	(4.43)	(0.59)	(2.51)	(1.55)
<b>非流动负债合计</b>	<b>237.57</b>	<b>237.17</b>	<b>236.78</b>	<b>236.39</b>	EBIT	566.75	740.51	926.29	1151.29
长期借贷	206.80	206.80	206.80	206.80	EBITDA	566.75	802.52	995.58	1228.22
其他	30.77	30.37	29.98	29.59					
<b>负债总计</b>	<b>2,104.30</b>	<b>2,778.83</b>	<b>2,961.79</b>	<b>3,647.68</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018FY</b>	<b>2019FY</b>	<b>2020FY</b>	<b>2021FY</b>
少数股东权益	40.30	40.30	40.30	40.30	每股收益(元)	0.18	0.23	0.29	0.37
归属母公司股东权益	3,651.53	3,721.16	3,808.55	3,917.24	每股净资产(元)	1.23	1.25	1.28	1.31
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5,796.13</b>	<b>6,540.28</b>	<b>6,810.64</b>	<b>7,605.21</b>	发行在外股份(百万股)	2978	2979	2979	2979
					ROIC(%)	13.17%	16.71%	20.68%	25.15%
					ROE(%)	19.14%	22.66%	23.28%	28.18%
<b>现金流量表</b>	<b>2018FY</b>	<b>2019FY</b>	<b>2020FY</b>	<b>2021FY</b>	毛利率(%)	46.53%	49.44%	50.62%	51.95%
(百万元)					EBIT Margin(%)	42.26%	43.99%	45.22%	47.32%
<b>经营活动现金流</b>	750.35	1,639.55	1,147.17	1,860.63	销售净利率(%)	40.47%	41.39%	42.78%	44.74%
<b>投资活动现金流</b>	(758.13)	(407.88)	(827.91)	(946.69)	资产负债率(%)	36.31%	42.49%	43.49%	47.96%
<b>筹资活动现金流</b>	544.27	(236.35)	(296.69)	(368.96)	收入增长率(%)	23.83%	25.51%	21.69%	18.75%
汇率变动的影响	34.90	-	-	-	净利润增长率(%)	32.24%	28.37%	25.78%	24.18%
现金净增加额	536.50	995.31	22.57	544.99	P/E	17.16	13.37	10.63	8.56
折旧与摊销	-	62.01	69.29	76.93	P/B	2.55	2.50	2.45	2.38
资本开支	-	(208.55)	(198.36)	(213.39)	EV/EBITDA	16.23	11.77	9.65	7.94
营运资本变动	-	794.89	172.83	659.36					
企业自由现金流	532.10	1,366.64	942.26	1,639.65					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所 (2018/11/27 港币兑人民币汇率 0.8881)



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

