

教育行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

吴劲草

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

郑慧琳

联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

啥是职教? ——《国家职业教育改革实施方案》及其影响

事件

- 2019年2月13日,国务院发布《国家职业教育改革实施方案》(简称《方案》),提出了职业教育全方位的政策支持。具体内容包括七个方面:①完善国家职业教育制度体系,②构建职业教育国家标准,③促进产教融合校企“双元”育人,④建设多元办学格局,⑤完善技术技能人才保障政策,⑥加强职业教育办学质量督导评价,⑦做好改革组织实施工作。

评论

- **职教体系?** 职业教育是一个非常大的概念。单纯谈“职业教育”板块,涵盖的范围是过广的。总体来说,15-45岁之间,总量大约4亿人以上的中国居民,都是职业教育的潜在受众群体。大体来说,分成两个方向:学历职教和非学历职教。学历职教一般是全日制的,包括中专,职高,技校等中等职业教育,也包括大专等高等职业教育。而非学历职教,我们认为主要分为四个方向:①单位招录考试,主要是指公务员,②职业资格证书考试,如教师,证券从业,律师,注册会计师等,③其他资格证考试:除了从业证书考试外,还有一些非从业证书的考试,比如CFA,ACCA,税务师,人力资源管理师等,④职业技能培训:包括达内IT培训,新东方厨师培训等,都是这个范畴的,其中驾驶培训是一个比较特殊的职业培训类别,因为其既是技能培训,又有相应的证书,我们暂且将其划到职业技能培训里面。总的来说,学历职业教育投入更重,与当地地方政府合作更紧密,扩张相对慢。非学历职业教育投入较轻,扩张相对快,空间比较大。
- **政策出台背景?** 职业教育,一直是教育所有细分领域里面,政策最支持,政策风险最小的行业。近些年来,每年都有相关的职业教育支持的政策出台。所以,本次政策出台,也是进一步的细化政策支持,对于职业教育的支持态度,是一如既往的。实际上,在2019年1月30日,教育部陈宝生陈部长,已经在讲话中提到要大力发展职业教育,包括“1+X”等,这个政策的出台,其实也算预期之内。
- **哪些政策具有实质性效应?** 首先,《方案》中,大部分的政策支持,其实是针对学历职教的,非学历职教涉及的相对少一点。而在非学历职教中,也是更倾向有资格证书的相关职业培训的。所以从大行业上来看,该政策受益程度是:学历职教>有结业证书的职业教育>没有结业证书的职业教育。而我们认为,最为实质性的两条,是①四、建设多元办学格局-中的推动企业和社会力量举办高质量职业教育:这一条,非常重要的点在于,政策重点提出了要引导民办资本和社会力量办学。此前民促法《送审稿》中提到,要限制民办教育公司的扩张,引起市场恐慌。而本政策中,支持社会力量 and 民办资本办学的口径,对于情绪的回复,是十分重要的。②五、完善技术技能人才保障政策-中的健全经费投入机制:这一条重要的点在于,最关键的问题,经费投入给出了指引,强调要增加职业教育的财政拨款,虽然预计大部分的经费还是来源于地方,但是整体的方向,还是比较明确的。至少对于地方政府和民营资本的合作,是有很明显的推动作用。其他政策条款,大部分是定性的对职业教育进行支持,这两条是最具体,最有可操作性的。而大方向也比较明确,即——中央政策层面支持职业教育发展,而地方政府和民办资本多方面或有合作。

投资建议

- 我们认为《方案》受益程度是:学历职业教育>有资格证的非学历职业培训>没有资格证的非学历职业培训。但是总体来说,职业教育整体行业,都是在被支持的大方向上。我们整理了A股和港股相对可以长期跟踪的职业教育的标的,A股主要是非学历职业教育培训公司,港股主要是学历制的职业学校教育,从这个层面上,港股的职业教育公司受益是更为明显的,港股的高校类公司有望从预期回升和实际政策支持两方面受益。持续推荐:中教控股,中国新华教育,新高教集团等学历职教公司。A股建议关注:东方时尚(驾驶培训),亚夏汽车/中公教育(公务员培训)等非学历职教公司。

风险提示

- 民促法送审稿后最终版本尚未落地,仍存一定不确定性;职业教育地方性政策或存在差异等风险。



每月分享

60+ 份细分领域深度报告

120+ 份外刊资料

最新华尔街日报、金融时报、时代周刊等

400+ 份当月券商深度报告

200+ 份国际投行细分报告

50+ 份其他

金融电子书、考证 / 培训课件等



扫码关注，回复“**研究报告**”

加入报告分享社群

搜搜报告 (ID:sosobaogao)

《国家职业教育改革实施方案》发布

■ 2019年2月13日，国务院发布《国家职业教育改革实施方案》（简称《方案》），提出了职业教育全方位的政策支持。具体内容包括七个方面：①完善国家职业教育制度体系，②构建职业教育国家标准，③促进产教融合校企“双元”育人，④建设多元办学格局，⑤完善技术技能人才保障政策，⑥加强职业教育办学质量督导评价，⑦做好改革组织实施工作。具体内容我们会在接下来的篇幅进行逐条解读。

■ 本篇报告大概有这么几个部分——

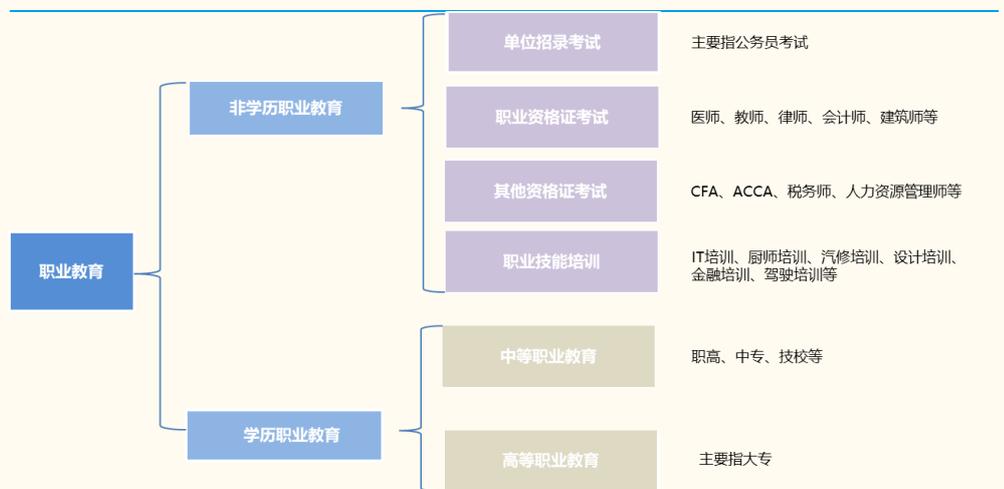
- 1.首先，我们谈一下这个政策出台的背景，并明确相应的概念。
- 2.其次，我们会讲一下，实质性政策对于行业的影响，以及哪些具体政策比较重要。
- 3.最后，我们会讲一下，该政策对投资观点的影响。
- 4.最后的最后，我们会逐条解读整个政策。

1.啥是职教？——职教体系及政策出台背景

职业教育的细分行业

- 职业教育是一个非常大的概念。单纯谈“职业教育”板块，涵盖的范围是过广的，单纯谈论职业教育的市场空间等，意义也并不大。总体来说，15-45岁之间，总量大约4亿人以上的中国居民，都是职业教育的潜在受众群体，但具体来说，还是要具体到不同的行业。
- 大体来说，职业教育大体是分成两个方向的：**学历职教**和**非学历职教**。**学历职教**一般是全日制的，一般是特定年龄的人在学校里接受的教育，包括中专，职高，技校等中等职业教育，也包括大专等高等职业教育。而非学历职教，我们认为主要分为四个方向：①**单位招录考试**，以考试为就业录取的主要方式，这是一个非常特殊的方式，在中国，主要是指公务员，②**职业资格证考试**，一般指就某行业，需要的证书的考试培训，有相对简单的考试，如教师，证券从业，也有比较难的考试，如律师，注册会计师等，③**其他资格证考试**：除了从业证书考试外，还有一些非从业证书的考试，比如CFA,ACCA,税务师，人力资源管理师等，这一类证书不是就职必须的证书，但是在求职和职业发展上有锦上添花的作用，也有很多人去考，④**职业技能培训**：包括耳熟能详的达内IT培训，新东方厨师培训等，都是这个范畴的，其中驾驶培训是一个比较特殊的职业培训类别，因为其既是技能培训，又有相应的证书，我们暂且将其划到职业技能培训里面。

图表 1：职业教育细分赛道



来源：国金证券研究所

- 所以，职业教育是一个非常大的市场，但是细分领域非常多，各个领域的特性，要求也相差比较多。总的来说，学历职业教育投入更重，和当地地方政府合作更紧密，扩张相对慢。非学历职业教育投入较轻，扩张相对快，空间比较大。
- 职业教育，一直是**教育所有细分领域里面，政策最支持，政策风险最小**的行业。近些年来，每年都有相关的职业教育支持的政策出台。所以，本次政策出台，也是进一步的细化政策支持，对于职业教育的支持态度，是一如既往的。实际上，在2019年1月30日，教育部陈宝生陈部长，已经在讲话中提到要大力发展职业教育，包括“1+X”等，这个政策的出台，其实也算预期之内。

图表 2：职业技能培训相关政策

教育部 2015年6月30日 发布《关于深入推进职业教育集团化办学的意见》

①积极鼓励多元主体组建职业教育集团：支持行业部门、中央企业和行业龙头企业、职业院校，围绕行业人才需求，牵头组建行业型职业教育集团。支持地方之间、行业之间的合作，组建跨区域、跨行业的复合型职业教育集团。②提升职业教育集团服务发展方式转变的能力：要服务国家“一带一路”倡议，支持职业教育集团“走出去”，加强与跨国企业、国（境）外院校合作，提升我国职业教育国际影响力和产业国际竞争力。③提升职业教育集团服务促进就业创业的能力。④完善职业教育集团化办学支持政策。⑤加大对职业教育集团化办学的投入。

人力资源社会保障部 2016年12月9日 发布《关于印发技工教育“十三五”规划的通知》

①布局更加合理。技工院校区域发展布局更加均衡，优质技工院校数量和全国在校生规模稳中有升，技工学校、高级技工学校、技师学院结构比例更趋合理，技师学院数量达到450所左右。技工院校学制教育规模达到350万人。②功能更加健全。技工院校每年开展职业培训保持在500万人次以上。③管理更加规范。④质量持续提升；⑤特色更加鲜明。⑥环境更加优化

教育部 2017年9月5日 发布《关于进一步推进职业教育信息化发展的指导意见》

①到2020年，全面完成《教育信息化“十三五”规划》提出的目标任务。基础能力明显改善，落实“三通两平台”建设要求，90%以上的职业院校建成不低于《职业院校数字校园建设规范》要求的数字校园，各地普遍建立推进职业教育信息化持续健康发展的政策机制。②全面落实推进职业教育信息化发展。

国务院 2018年05月08日 发布《关于推行终身职业技能培训制度的意见》

①完善终身职业技能培训政策和组织实施体系。②围绕就业创业重点群体，广泛开展就业技能培训。③充分发挥企业主体作用，全面加强企业职工岗位技能提升培训。④适应产业转型升级需要，着力加强高技能人才培训。⑤大力推进创业创新培训。⑥强化工匠精神和职业素质培育。

来源：国务院，教育部，人力资源社会保障部，国金证券研究所

2.哪些政策具有实质性效应？

- 首先，《方案》中，大部分的政策支持，其实是针对学历职教的，非学历职教涉及的相对少一点。而在非学历职教中，也是更倾向有资格证书的相关职业培训的。所以从大行业上来看，该政策受益程度是：**学历职教>有结业证书的职业教育>没有结业证书的职业教育**。
- 而我们认为，最为实质性的两条，是

- **①四、建设多元办学格局-中的推动企业和社会力量举办高质量职业教育：**
 “各级政府部门要深化“放管服”改革，加快推进职能转变，由注重“办”职业教育向“管理与服务”过渡。政府主要负责规划战略、制定政策、依法依规监管。发挥企业重要办学主体作用，鼓励有条件的企业特别是大企业举办高质量职业教育，各级人民政府可按规定给予适当支持。完善企业经营管理和技术人员与学校领导、骨干教师相互兼职兼薪制度。2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。建立公开透明规范的民办职业教育准入、审批制度，探索民办职业教育负面清单制度，建立健全退出机制。”
- 这一条，非常重要的点在于，政策重点提出了要引导民办资本和社会力量办学。此前民促法《送审稿》中提到，要限制民办教育公司的扩张，引起市场恐慌。而本政策中，支持社会力量和民办资本办学的口径，对于情绪的回复，是十分重要的。
- **②五、完善技术技能人才保障政策-中的健全经费投入机制。**各级政府要建立与办学规模、培养成本、办学质量等相适应的财政投入制度，地方政府要按规定制定并落实职业院校生均经费标准或公用经费标准。在保障教育合理投入的同时，优化教育支出结构，新增教育经费要向职业教育倾斜。鼓励社会力量捐资、出资兴办职业教育，拓宽办学筹资渠道。进一步完善中等职业学校生均拨款制度，各地中等职业学校生均财政拨款水平可适当高于当地普通高中。各地在继续巩固落实好高等职业教育生均财政拨款水平达到12000元的基础上，根据发展需要和财力可能逐步提高拨款水平。组织实施好现代职业教育质量提升计划、产教融合工程等。经费投入要进一步突出改革导向，支持校企合作，注重向中西部、贫困地区和民族地区倾斜。进一步扩大职业院校助学金覆盖面，完善补助标准动态调整机制，落实对建档立卡等家庭经济困难学生的倾斜政策，健全职业教育奖学金制度。
- 这一条重要的点在于，最关键的问题，经费投入给出了指引，强调要增加职业教育的财政拨款，虽然预计大部分的经费还是来源于地方，但是整体的方向，还是比较明确的。至少对于地方政府和民营资本的合作，是有很明显的推动的。
- 其他政策条款，大部分是定性的对职业教育进行支持，这两条是最具体，最有可操作性的。而大方向也比较明确，即——**中央政策层面支持职业教育发展，而地方政府和民办资本多方面或有合作。**

3.对于投资观点有哪些影响？

- 根据我们刚才的分析，《方案》受益程度是：学历职业教育>有资格证的非学历职业培训>没有资格证的非学历职业培训。但是总体来说，职业教育整体行业，都是在被支持的大方向上。
- 我们整理了A股和港股相对可以长期跟踪的职业教育的标的，A股主要是非学历职业教育培训公司，港股主要是学历制的职业学校教育，从这个层面上，港股的职业教育公司受益是更为明显的。

图表 3: A 股/港股职业教育公司梳理

A股/港股职业教育公司梳理						
证券代码	证券简称	市值(亿,RMB)	PE			业务
			2018E	2019E	2020E	
002607.SZ	亚夏汽车	529	57	41	32	非学历职业教育-中公教育 (PE按业绩承诺计算)
603377.SH	东方时尚	87	34	30	26	非学历职业教育-驾校培训
300338.SZ	开元股份	25	16	12	10	非学历职业教育-恒企教育, 中大英才; 仪器仪表
300089.SZ	文化长城	26	12	9	7	非学历职业教育-翡翠教育; 陶瓷业务
证券代码	证券简称	市值(亿,HKD)	2018E	2019E	2020E	业务
0839.HK	中教控股	246	34	28	23	民办学校-高等教育、学历职业教育
2779.HK	中国新华教育	41	15	12	10	民办学校-高等教育、学历职业教育
2001.HK	新高教集团	67	19	14	12	民办学校-高等教育、学历职业教育
1765.HK	希望教育	72	20	12	9	民办学校-高等教育、学历职业教育
1569.HK	民生教育	66	17	13	12	民办学校-高等教育、学历职业教育
6169.HK	宇华教育	115	20	15	13	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育
1565.HK	成实外教育	123	28	21	16	民办学校-基础教育、高等教育、学历职业教育
1969.HK	中国春来	18	FY18 (18.08.31) 对应PE13x			民办学校-高等教育、学历职业教育
1890.HK	中国科培	54	FY17 (17.12.31) 对应PE20x			民办学校-高等教育、学历职业教育

时间: 20190213

来源: Wind, 国金证券研究所

- **港股公司的受益, 是更加明显的。**主要是之前情绪上的错杀的回复, 民办高校&职业教育等的正名。此前港股高校&职教公司的估值已经到了非常低的位置的, 现在是在预期回复的过程当中, 估值修复, 而港股的高校类公司, 会从预期回升和实际政策支持两方面受益。
- **持续推荐:** 中教控股, 中国新华教育, 新高教集团等港股学历职教公司
- **A 股主要都是培训公司, 没有学历职教公司。A 股目前的公司中:** 开元股份 (会计类培训) 和东方时尚 (驾驶培训) 属于有资格证书的培训, 文化长城 (IT 类培训), 亚夏汽车/中公教育 (公务员培训) 属于没有资格证书的培训。四家公司均有不同程度的受益, 但是开元股份和东方时尚具有资格证, 受益更为直接。
- **建议关注:** 东方时尚, 亚夏汽车, 开元股份等 A 股职业教育公司。

4. 《国家职业教育改革实施方案》逐条解读

一、完善国家职业教育制度体系

■ 1.1 健全国家职业教育制度框架

国金解读: 这一条的意思是, 政策层面认为现在的职业教育目前还是不够成体系的, 需要加强建设。

■ 1.2 提高中等职业教育发展水平。

国金解读: 政策层面认为, 中等职业教育现在是很缺的, 职高等职业中等教育的建设, 是很重要的, 尤其是在贫困地区。现在大部分人认为高中优于职高, 这个思路有可能会变化。

■ 1.3 推进高等职业教育高质量发展。

国金解读: 政策层面认为, 高等教育的职业教育部分有待加强。过去的高等教育, 都是以科研为导向的高等教育, 大部分都是高精尖专业, 不够接地气。未来鼓励更多的职业导向的高校教育, 这有利于民办高校专业设置的差异化竞争。

■ 1.4 完善高层次应用型人才培养体系。

国金解读: 这一条还是说现在的高等教育和其他高层次教育不够接地气, 希望相关教育可以更靠近职业应用。

二、构建职业教育国家标准

■ 2.1 完善教育教学相关标准。

国金解读: 主要还是针对学历职业教育, 对一些标准进行框定, 以便之后的补贴, 采购等更规范化。

■ 2.2 启动 1+X 证书制度试点工作。

国金解读：“1+X”是相对比较新的概念。1 指学历证书+X 指考的其他证，明显对在校学生考证是支持的。

■ 2.3 开展高质量职业培训。

国金解读：同上，对于职业教育，要提升质量。也鼓励相关的企业，事业单位等，对于职业培训有补贴政策。

■ 2.4 实现学习成果的认定、积累和转换。

国金解读：把职业教育和学分进一步接轨，在现有体系化，鼓励在校学生参加职业教育。

三、促进产教融合校企“双元”育人

■ 3.1 坚持知行合一、工学结合。

■ 3.2 推动校企全面加强深度合作。

■ 3.3 打造一批高水平实训基地。

■ 3.4 多措并举打造“双师型”教师队伍。

国金解读：这一部分，整体都是在说，要加强校企融合，加强校企交流合作，包括师资，课程，实习等多个方面。

四、建设多元办学格局

■ 4.1 推动企业和社会力量举办高质量职业教育。

国金解读：非常重要的一条——我们把原文贴上。大概意思是政府要鼓励让民营资本进入职业教育领域。这是非常重要的。

“各级政府部门要深化“放管服”改革，加快推进职能转变，由注重“办”职业教育向“管理与服务”过渡。政府主要负责规划战略、制定政策、依法依规监管。发挥企业重要办学主体作用，鼓励有条件的企业特别是大企业举办高质量职业教育，各级人民政府可按规定给予适当支持。完善企业经营管理和技术人员与学校领导、骨干教师相互兼职兼薪制度。2020 年初步建成 300 个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。建立公开透明规范的民办职业教育准入、审批制度，探索民办职业教育负面清单制度，建立健全退出机制。”

■ 4.2 做优职业教育培训评价组织。

国金解读：简单的说，就是加强资格证的体系的监管。让各种资格证，都处于国家的“列示范围”。加强对这个资格证本身的考核。

五、完善技术技能人才保障政策

■ 5.1 提高技术技能人才待遇水平。

国金解读：这是意识形态层面的问题，“技术人才”目前在中国认知中，是处于并不高的位置的，“蓝领”和“中低端”经常被人联系在一起，这是需要改变的社会认知。政策层面也这么认为。

■ 5.2 健全经费投入机制。

国金解读：这可能是一个实质性政策，我们也贴原文上来，大概的意思是，会对中职，高职，甚至职业相关的本科大专等，给予更多的经费补助。非常具有可操作性，就看落地情况了。

各级政府要建立与办学规模、培养成本、办学质量等相适应的财政投入制度，地方政府要按规定制定并落实职业院校生均经费标准或公用经费标准。在保障教育合理投入的同时，优化教育支出结构，新增教育经费要向职业教育倾斜。鼓励社会力量捐资、出资兴办职业教育，拓宽办学筹资渠道。进一步完善中等职业学校生均拨款制度，各地中等职业学校生均财政拨款

水平可适当高于当地普通高中。各地在继续巩固落实好高等职业教育生均财政拨款水平达到 12000 元的基础上，根据发展需要和财力可能逐步提高拨款水平。组织实施好现代职业教育质量提升计划、产教融合工程等。经费投入要进一步突出改革导向，支持校企合作，注重向中西部、贫困地区和民族地区倾斜。进一步扩大职业院校助学金覆盖面，完善补助标准动态调整机制，落实对建档立卡等家庭经济困难学生的倾斜政策，健全职业教育奖学金制度。

六、加强职业教育办学质量督导评价

- 6.1 建立健全职业教育质量评价和督导评估制度。
- 6.2 支持组建国家职业教育指导咨询委员会。

国金解读：这一部分大概意思是加强职业教育办学的监督管理机制。也就是规范化的一个引申，没有特别实际的意义。

七、做好改革组织实施工作

- 7.1 加强党对职业教育工作的全面领导。
- 7.2 完善国务院职业教育工作部际联席会议制度。

国金解读：各类教育政策中，党建都是最重要的部分。

风险提示

- **民促法送审稿后最终版本尚未落地，仍存一定不确定性。**民促法送审稿之后的最终版本尚未落地，仍存不确定性，K9 义务教育阶段（小学和初中）可能会受到更强的监管，目前影响力度尚不明确，但总体来说，民促法的精神在于规范，而不在于禁止。
- **职业教育地方性政策或存在差异。**该政策为国务院发布文件，具体落地到地方或存在差异，公司所在网点不一，推进力度和节奏也会不一样，存不确定性。
- **若新出生人口不达预期，或引发市场悲观情绪。**若新出生人口公布数据引发市场悲观情绪，或对板块造成一定影响，但由于教育具有刚需的特性，并且整个行业周期极长的特点，中短期来看，历史人口/存量人口对于行业的影响更大，长期来看，新出生人口存在一定不确定性，若连续多年不达预期，会对行业造成实质影响。
- **扩张过程中优秀的教师、校长等人才或存在短缺风险。**如果扩张速度过快，教师招聘和校长人才可能出现短缺，导致生师比过高，从而影响教学质量，对教育品牌产生一定负面影响，若教师存在短缺，教师成本有上升风险，或拉低公司整体利润率。

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，而不应对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