

**买入**

2018年1月26日

**路遥知马力**

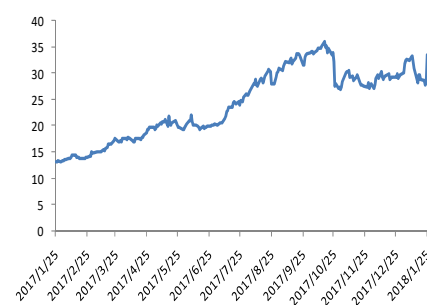
- **Q3 业绩超出市场预期:** 公司净收入达到 4.33 亿美元, 同比增长 66.3%, 超出彭博一致预期。Non-GAAP 净利润为 5290 万美元, 同比增长 133.3%。Non-GAAP 净利率为 12.2%。
- **教学点扩容增速健康, 学生人次维持高增长:** 公司教学点扩张继续放缓, 但从全年看保持合理增速。受暑期促销后高留存率推动, 学生人次同比增长 85%, 继续保持高增速。
- **核心业务 ASP 下滑, 但影响有限:** 受单价较低的培优在线课程影响, 小班课业务 ASP 同比下滑了 15.3%。但由于培优在线能够与线下课程互为补充, 为用户创造更多价值, 带来更好的学生人次增长表现; 线下小班课 ASP 也依然保持增长, 因此核心业务 ASP 下滑影响有限。
- **在线业务保持高速增长, 预计高增速将持续:** 在线业务收入同比增长 175%, 占收入比重达到历史最高。考虑公司营销战略、品牌形象、教研体系和长期的技术积累, 预期在线业务未来依然有望保持高速增长。
- **培优在线驱动前五大城市收入增速更快:** 来自于非前 5 大城市培优班级收入比重为 39%, 环比出现了下降。主要由于受培优在线课程的驱动, 前五大城市的同比收入增速为 62%, 超过了其他城市的收入增速。但新进入城市亦保持了较快的增速, 共 9 个城市的收入增速超过了三位数。
- **盈利得到较好恢复, 但预计春节假期将影响第四财季业绩:** 由于教学点扩容放缓, 加上前几个财季新增教学中心开始释放利润, Q3 公司盈利得到显著提升。但由于 18 年春节假期较晚, 使春季班开班时间和收入确认受影响, 预计将影响 Q4 业绩表现。但递延的收入确认将利好 2019 财年业绩表现。
- **目标价 40.18 美元, 维持买入评级:** 我们预期公司未来三年收入 CAGR 52.1%, Non-GAAP 净利润 CAGR 55%。根据 DCF 法, 获得目标价 40.18 美元, 较当前价格有 19.70% 的增长空间, 给予买入评级。

**李倩**
**+852-25321539**
**Chuck.li@firstshanghai.com.hk**
**主要数据**

|         |   |
|---------|---|
| 行业      | 教育  |
| 股价      | 33.56 美元  |
| 目标价     | 40.18 美元<br>(+19.70%)   |
| 股票代码    | TAL   |
| 已发行股本   | 4.95 亿 ADR (1.65 亿股)  |
| 市值      | 168.1 亿美元   |
| 52 周高/低 | 36.16/13.06 美元  |
| 每股净现值   | 1.89 美元   |
| 主要股东    | 张邦鑫: 35.7%<br>UBS Global Asset Management: 9.74%<br>Blackrock: 9.26%<br>MorganStanley: 8.4% |

**盈利摘要**

| 截至2月28日止财政年度      | 16财年历史  | 17财年历史    | 18财年预测    | 19财年预测    | 20财年预测    |
|-------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 总营业收入 (美元千元)      | 619,949 | 1,043,100 | 1,697,278 | 2,547,570 | 3,673,485 |
| 变动                | 42.86%  | 68.26%    | 62.71%    | 50.10%    | 44.20%    |
| Non-GAAP净利润       | 128,726 | 152,995   | 224,218   | 378,105   | 570,442   |
| Non-GAAP每ADS盈利    | 0.23    | 0.27      | 0.39      | 0.65      | 0.98      |
| 变动                | -77.60% | 15.42%    | 42.71%    | 68.63%    | 50.87%    |
| 基于33.56美元的市盈率 (估) | 143.2   | 124.0     | 86.9      | 51.5      | 34.2      |
| 每ADS派息 (美元)       | 0.0     | 0.0       | 0.5       | 0.0       | 0.0       |
| 股息现价比             | 0.00%   | 0.00%     | 1.49%     | 0.00%     | 0.00%     |

**股价表现**


来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

## 2018 财年第三财季业绩情况

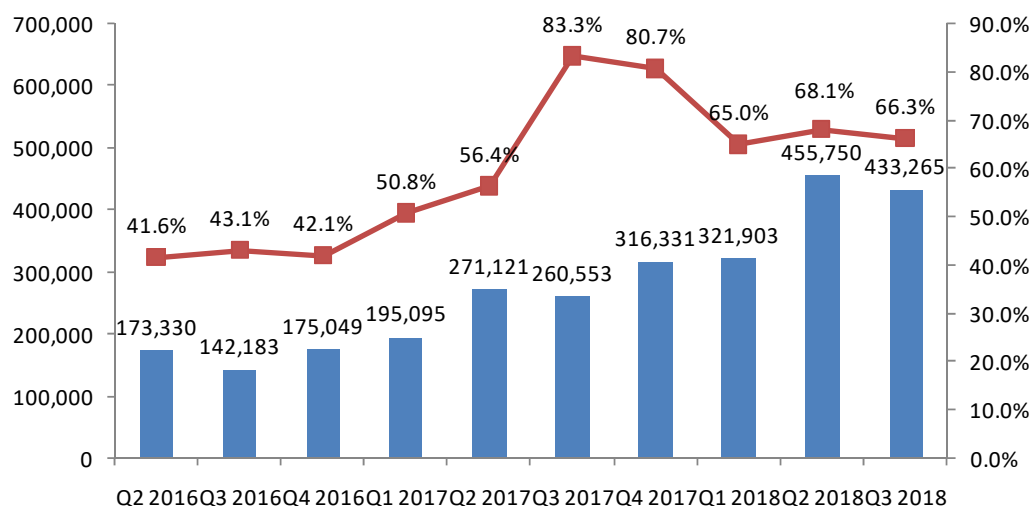
公司净收入 4.33 亿美元，同比增长 66.3%

2018 财年第三财季，公司净收入达到 4.33 亿美元，同比增长 66.3%，超出彭博一致预期的 4.18 亿美元。收入增长主要来自于学生报名人次的增长。本财季，报名学生人次约 154.4 万，同比增长 85%。新增学生主要来源于小班课和在线课程学生数的增加。

小班授课业务、一对一业务和在线教学业务收入分别占 82.8%、8.1% 和 7.8%

其中，小班授课业务（包含学而思培优、励步英语和摩比教育等）收入约 3.59 亿美元，所占比重约 82.8%；一对一业务收入为 3509 万美元，所占比重为 8.1%；在线教学业务收入约 3380 万美元，同比增速约 178%，所占比重约为 7.8%。剩余 1.4% 收入为网络广告等其他业务。小班授课业务依然为公司的核心业务，但所占比重由去年同期 84.7% 下降至 82.8%，其中学而思培优收入比重也由去年同期 74.9% 下降至 72.9%，其比重下降主要是由于在线业务收入比重的上升。

图表 1：公司各财季收入情况（单位：千美元）



来源：公司资料，第一上海整理

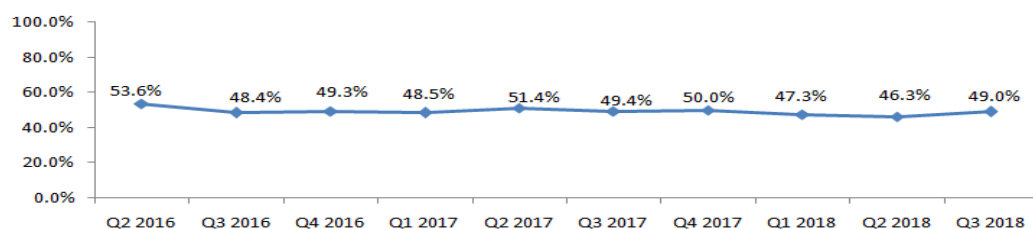
成本为 2.2 亿美元，同比增长 67.7%

公司成本为 2.2 亿美元，同比增长 67.7%，主要由于教学中心扩张后带来的校舍租赁成本和相应的教职员开支的增加。

公司毛利率为 49%，得到较好回升

公司毛利率为 49%，略低于去年同期 49.4% 水平，但是从上个财季 46.3% 低点得到了较好的回升（上个财季毛利率为 2011 年以来的历史最低点）。主营业务成本增速略高于收入增速，相应压制了毛利增速。毛利润为 2.12 亿美元，同比增加 64.9%。

图表 2：公司各财季毛利率水平



来源：公司资料，第一上海整理

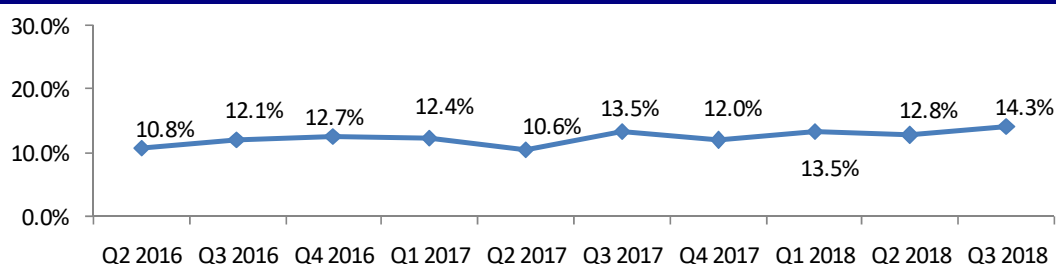
销售和营销费用为 6180 万美元，其费用率为 14.3%

销售和营销费同比增加 75.4%至 6180 万美元。Non-GAAP 销售和营销费用为 6050 万美元，相比去年同期增长 75.7%。销售和营销费用率为 14.3%，高于去年同期 13.5%。营销费用率达到 2012 财年以来的同财季高点，主要是因为随着教学点的增加，公司进行了更多的营销推广活动。尽管如此，营销费用率依然保持在相对合理的水平。

行政开支为 1.06 亿美元，其费用率为 24.5%

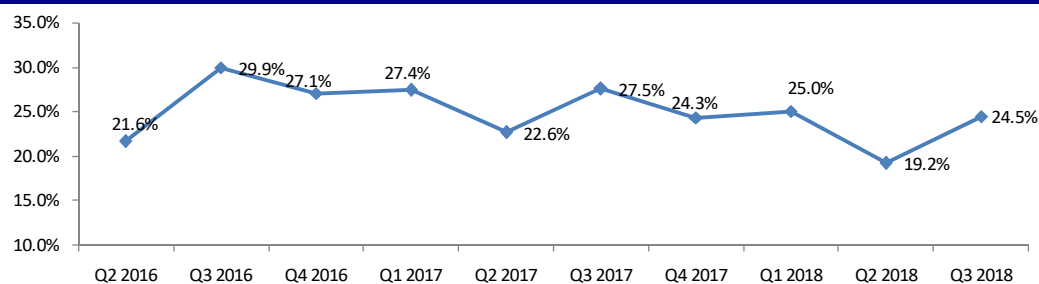
行政开支同比增加 47.8%至 1.06 亿美元。主要是由于行政人员人数与去年同期相比增加以及租金的增加。Non-GAAP 行政开支为 9520 万美元，同比增加 49.9%。行政费用率为 24.5%，而去年同期为 27.5%。继上个财季后，公司将管理费用率控制在稳中有降的水平，其主要投入是在产品开发、技术等方面。

图表 3：公司各财季销售和营销费用率



来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：公司各财季行政费用率

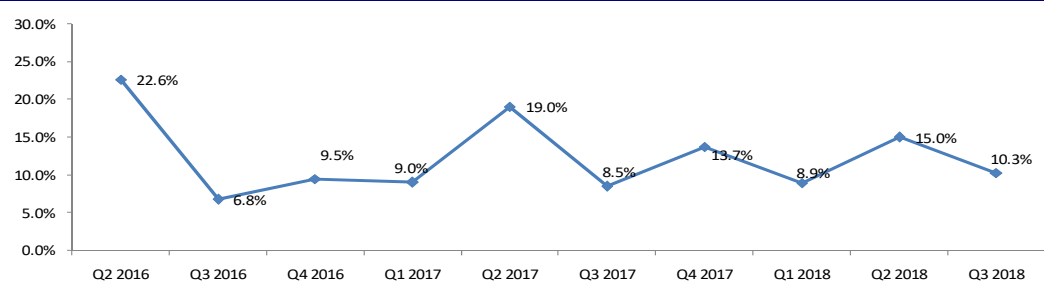


来源：公司资料，第一上海整理

经营利润为 4460 万美元，同比增长 102.1%

经营利润为 4460 万美元，同比增长 102.1%。Non-GAAP 经营利润为 5680 万美元，同比增长 82.6%。由于公司在这个财季对成本和费用进行了较好的控制，经营利润率从去年同期 8.5%恢复至 10.3%。

图表 5：公司各财季经营利润率



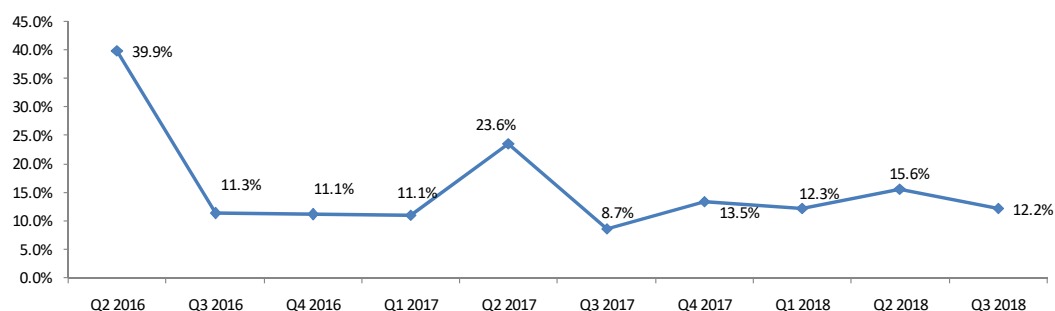
来源：公司资料，第一上海整理

净利润为 4070 万美元，同比增长 198.4%

第三财季，公司归属股东净利润为 4070 万美元，同比增长 198.4%。归属股东净利润率为 9.4%，高于去年同期 5.2% 水平。Non-GAAP 净利润为 5290 万美元，同比增长 133.3%。Non-GAAP 净利润率则为 12.2%，高于去年同期 8.7%。

基础和摊薄后每 ADS 盈利分别为 0.08 美元和 0.07 美元。Non-GAAP 基础和摊薄后每 ADS 盈利分别为 0.10 美元和 0.09 美元。

图 6：公司各财季 Non-GAAP 归属股东净利润率



来源：公司资料，第一上海整理

公司资本支出为 2830 万美元

第三财季，公司资本支出为 2830 万美元，比去年同期的 1710 万美元增加 1120 万美元。这一增加反映了公司扩张过程中所带来的相关教学设施的增加。

## 业绩分析

### 教学容量扩张继续放缓，但保持健康，学生人次维持高速增长

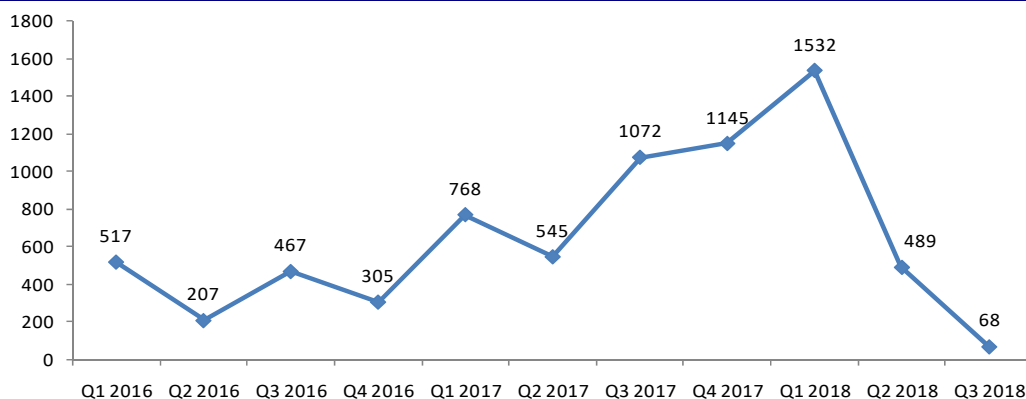
公司学习中心数量为 579 所，扩容增速大幅放缓

截止到第三财季末，公司学习中心数量为 579 所，比去年同期 474 所净增加了 105 所，比上个财季的 575 所净增加了 4 所。渗透城市数量环比增加了 2 个至 38 个。平均单个学习中心贡献收入约 74.8 万美元，同比增长约 36.13%，高于前几个季度的增速水平。其中，培优学习中心的数量较上个财季净增加 5 所。公司净新增培优班级数量 68 个，少于上个财季净新增的 489 个。公司在经过几个财季的高速扩容，并于第一财季达到顶峰后，从第二财季开始扩容增速大幅放缓。第三财季，公司延续了上个财季的节奏，继续减少各个教学中心的增量，其中的智康一对一甚至出现了数量的减少。

扩容增速在合理范围内

考虑到公司坚持使用类似定制化（即按照学生入班前的测评成绩进行相应分班）的小班课授课模式，同时教学质量的保证也是公司首要的考量点之一，因此类似于前几个季度高扩容量不可能一直持续。但由于上半财年公司已经完成了高速扩容，考虑到公司下个财季将计划增长 10-15 间培优学习中心（未计入可能关停的学习中心），综合来看全年教学容量的同比增速预计将保持在 30%-40% 的水平，我们认为这是一个较为健康的增速水平。另外，根据公司运营策略，我们预计公司未来几年将继续保持 30%-50% 的教学容量扩张计划，这也将为公司业绩增长提供支持。

图表 7：公司各财季环比新增培优班级数量

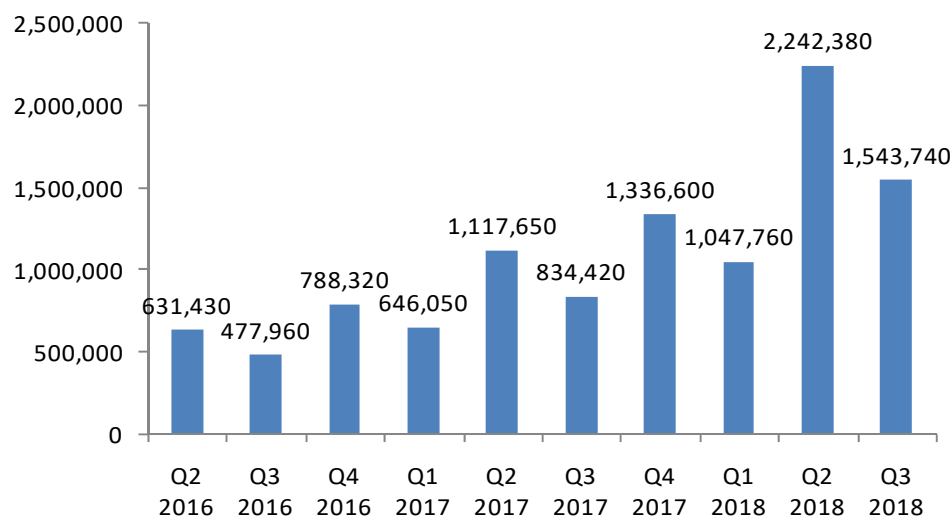


来源：公司资料，第一上海整理

报名学生人次约 154.4 万

第三财季，公司报名学生人次约 154.4 万，同比增长 85%，继上个财季历史高点后，继续保持较高的增速。考虑到第三财季为淡季，公司的报名学生人次依然有较好的表现，一方面体现出公司的品牌号召力，另一方面，也反映出，继暑期促销获得大量入口级新生后，这些学生都有较高的留存率。此外，在线业务也贡献了可观的报名学生人次，其同比增长约 75%，占比为 21%。

图表 8：公司各财季报名学生人次



来源：公司资料，第一上海整理

## 核心业务 ASP 下滑，但影响有限

ASP 环比回升，其中小班业务 ASP 下滑，但在线业务 ASP 大幅上涨

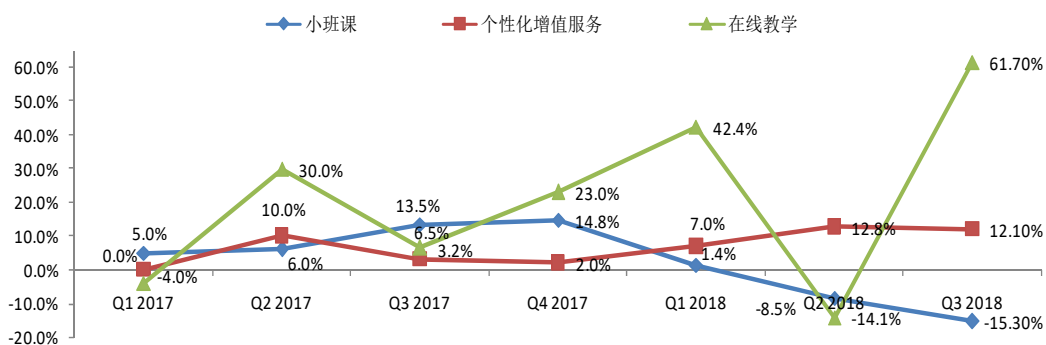
从 ASP 来看的话，平均每个学生人次贡献的 ASP 收入约为 281 美元，相比于上个财季 203 美元的历史低点大幅回升，但是相比于去年同期下滑了 10.1%。小班课 ASP 同比下滑了 15.3%，这主要是因为培优在线的发展带来的报名学生人次的增长，但培优在线的价格低于普通线下课程约 40%。相对而言，培优线下的 ASP 则同比有高单位数的增长，扭转了上个财季下滑的情况。一对一业务 ASP 同比增长了 12.1%，主要来自去年第四财季开始的提价的推动。在线业务 ASP 大幅提升了 61.7%，主要

是因为直播板块比重的增长推动，而上个财季因为暑期大促销出现了下滑。

**ASP 的下滑对公司业务影响有限**

对于公司核心的小班课业务而言，虽然 ASP 出现了下滑，但是我们认为这对公司业务影响有限。培优在线本身与公司线上业务分属于不同板块，而与线下课程共享相同教学体系，但是互为补充，能够以更加灵活和个性化的方式，进一步满足学生在线下没有很好理解的知识点和教学点，或提供新的知识点及学科内容，进而为客户创造更多价值。另外，线下班级板块的 ASP 依然在增长，体现了其市场定价权。从这个财季整体业务来看，公司的培优课收入同比增长了 62.4%，其报名学生人次同比增长了 91.7%，学生人次的高增长有力抵消并覆盖了 ASP 下滑的负面影响。

**图表 9：各业务 ASP 变化情况**



来源：公司资料，第一上海整理

**在线业务保持高速增长，预计高增速将持续**

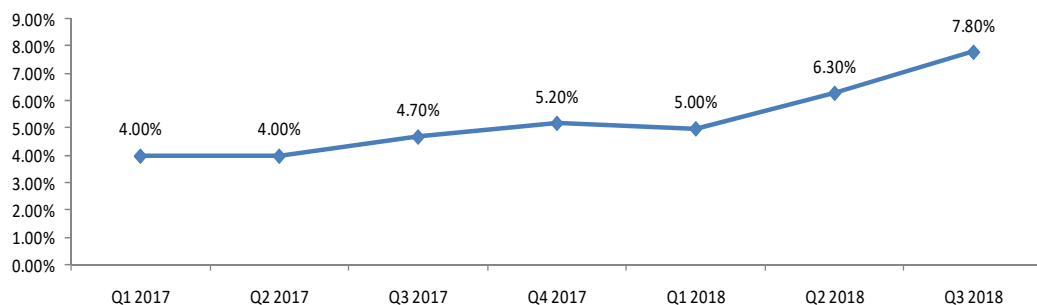
**在线业务收入同比增长了 175%**

第三财季，公司的在线业务收入同比增长了 175%，高于上个财季 144%增速，所占收入比重由上个财季 6.3%提升至 7.8%，达到历史最高占比。前三财季累积在线业务收入约 7860 万美元。其报名学生人次也同比增长了约 75%，占整体报名人次比重 21%。这体现了公司强大的品牌号召力，同时也是暑期促销后，较好的留存率的体现。

**在线业务有望保持高速增长**

考虑到在市场策略上，不同于线下的是，公司以获取及培育用户、获得更多的市场份额作为在线业务的当前目标之一，因此其营销及促销频次和力度将会高于线下业务。此外，公司的品牌形象、教研体系和长期的技术积累与沉淀也将成为公司有力的竞争工具。我们预期未来一年，公司的在线业务依然有望保持三位数的高速增长。

**图表 10：在线业务占收入比重变化**



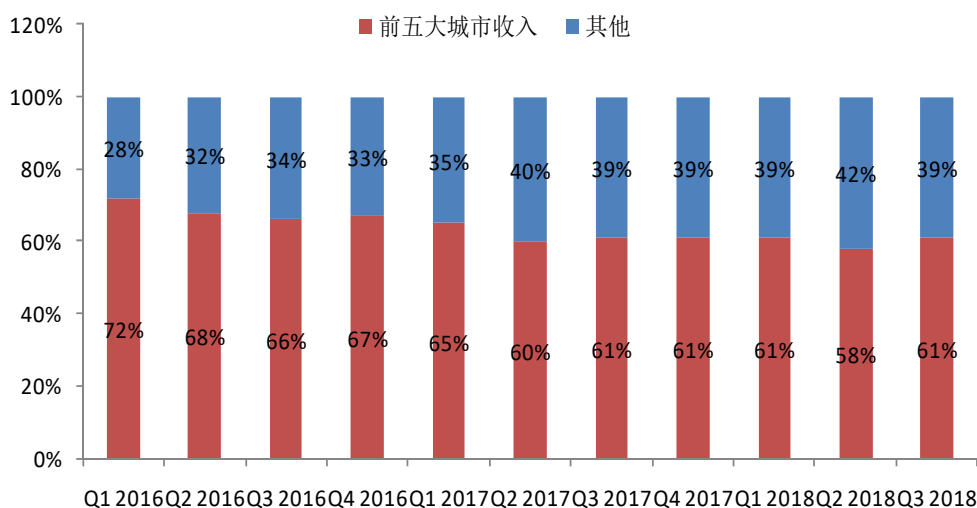
来源：公司资料，第一上海整理

## 培优在线驱动前五大城市收入增速更快

非前 5 大城市收入的比重为 39%，其他城市也保持较快增速

第三财季，来自于非前 5 大城市（北京、上海、广州、深圳、南京）学而思培优收入的比重为 39%，与去年同期基本一样，但是环比出现了下降。这是由于这个财季，受培优在线课程的驱动，前五大城市的同比收入增速为 62%，超过了其他城市的收入增速。但是需要看到的是，受益于前期的教学容量扩张，公司在新进入城市保持了较快的收入增速水平，包括石家庄、长沙等在内的 9 个城市的收入（人民币）增速超过了三位数。

图表 11：学而思培优各财季非前五大城市收入比重变化



来源：公司资料，第一上海整理

## 盈利得到较好恢复，但预计春节假期将影响第四财季业绩

公司的盈利情况获得了较好的恢复

第三财季，公司的盈利情况获得了较好的恢复，这也与我们之前的预期基本一致。由于前几个财季教学中心大幅扩张，而大部分新的教学中心因装修、晾晒、审查、教师招聘培训等因素，需要两到三个季度才能使用，这导致公司成本费用占比出现了显著上升，加上暑期大促销，因而发生了上个财季利润率大幅下滑的情况。而自上个财季开始，公司的教学点扩容增速显著放缓，而之前的新增教学点也开始贡献收入，加上顺顺留学自上个财年第三财季开始并表，基数变为一致，这些因素使得这个财季利润率得到了较为显著的提升。

预计公司第四财季的收入增速和利润率将会略微下滑，但 2019 年财年将恢复

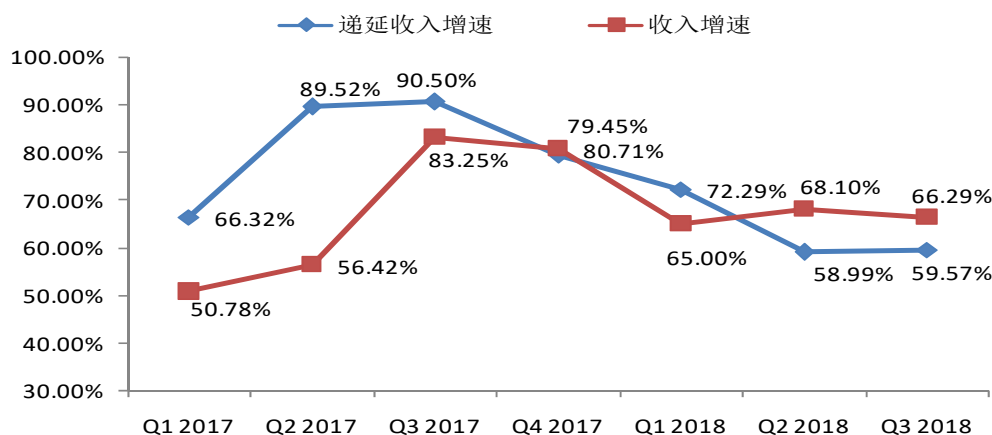
但是，由于 2018 年中国传统春节自 2 月中旬才开始，因此公司将把春季班课程安排于 3 月份开始，春季班课程收入将不会在第四财季确认；与此相对，2017 年因春节 1 月即开始，因此部分春季班课程提前开课，其收入也能部分在 2017 财年确认，由此抬高了基数。受此影响，我们预计公司在第四财季的收入增速和利润率将会略微下滑。但是这种情况实际上是来自于季节性和会计处理上的影响，从递延收入的表现看，预计进入 2019 财年，公司业绩将能够得到较好表现。

## 递延收入保持稳健增长

递延收入增速为 59.57%

第二财季，公司递延收入为 10.69 亿美元（流动负债部分），同比增长约 59.57%，略高于上个财季 58.99% 的增速，虽然低于更早财季的高位水平，但仍然保持稳健。递延收入的增速和教学中心的扩容基本保持一致，为接下来的业绩增长提供了有力保障。

图表 12: 公司递延收入增速与收入增速对比 (财季同比)



来源: 公司资料, 第一上海整理

## 盈利预测

预期公司收入 CAGR 52.1%, Non-GAAP 净利润 CAGR 55%

鉴于公司前两个财季的业绩表现和公司前几个季度增加和储备的教学设施, 同时考虑到公司未来两年将继续保持教学中心的稳健增速 (即 30%-50%), 我们提升公司 2017-2019 年收入预测为 16.97、25.48 和 36.73 亿美元, CAGR 52.1%。由于第四财季的负面影响, 我们下调了 2018 财年的经营利润率至 12.2% (2017 财年为 12.9%), 但是预计接下来两个财年, 由于教学中心扩张增速下降, 新收购业务也被消化, 因此利润水平将得以恢复。预计 2018 财年 Non-GAAP 净利润为 2.2、3.8 和 5.7 亿美元, CAGR 55%。

目标价 40.18 美元

我们根据 DCF 估值法, WACC=8.7%, 长期增长率为 3%, 获得目标价为 40.18 美元。目标价格较当前价格有 19.70% 的增长空间, 给予买入评级。

图表 13: DCF 估值

| 折现年限          | 高速成长期   |         |           |           |           | 稳定成长期     |           |           |           |           | 永续期        |
|---------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
|               | 0       | 1       | 2         | 3         | 4         | 5         | 6         | 7         | 8         | 9         | 10         |
| 假设            | 2018E   | 2019E   | 2020E     | 2021E     | 2022E     | 2023E     | 2024E     | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 2028E      |
| (百万美元)        |         |         |           |           |           |           |           |           |           |           |            |
| CFO           | 492,729 | 713,980 | 1,020,608 |           |           |           |           |           |           |           |            |
| 自由现金流增长率      |         | 53.9%   | 48.5%     | 20.0%     | 15.0%     | 13.0%     | 10.0%     | 8.0%      | 6.0%      | 5.0%      | 3.0%       |
| 自由现金流量        | 410,590 | 631,841 | 938,469   | 1,126,162 | 1,295,087 | 1,463,448 | 1,609,793 | 1,738,576 | 1,842,891 | 1,935,035 | 1,993,086  |
| 折合至2028年的现金流量 | 410,590 | 581,111 | 793,818   | 876,098   | 926,619   | 963,009   | 974,257   | 967,716   | 943,419   | 911,055   | 16,376,724 |
| 永续期折现值        |         |         |           |           |           |           |           |           |           |           | 35,826,860 |

|       |      |
|-------|------|
| WACC  | 8.7% |
| 长期增长率 | 3.0% |

|                  |            |
|------------------|------------|
| 现金流折现            | 24,724,416 |
| 减: 净金融负债         | 450,149    |
| 减: 少数股东权益+合伙人权益  | 905,083    |
| 股本价值             | 23,369,184 |
| 股本数量 (预期)        | 193,855    |
| ADS Ratio        | 0.33       |
| DCF法之每ADS价值 (美元) | 40.18      |

资料来源: 公司资料, 第一上海整理



## 附录：主要财务报表

| 损益表               |              |              |              |              |              | 财务能力分析       |              |              |              |              |         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| 单位：千美元,财务年度：2月28日 |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |         |
|                   | 2016财年<br>实际 | 2017财年<br>实际 | 2018财年<br>预测 | 2019财年<br>预测 | 2020财年<br>预测 | 2016财年<br>实际 | 2017财年<br>实际 | 2018财年<br>预测 | 2019财年<br>预测 | 2020财年<br>预测 |         |
| 主营业务收入            | 619,949      | 1,043,100    | 1,697,278    | 2,547,570    | 3,673,485    | <b>盈利能力</b>  |              |              |              |              |         |
| - 主营业务收入成本        | -303,635     | -522,327     | -891,071     | -1,286,523   | -1,818,375   | 毛利率(%)       | 51.0%        | 49.9%        | 47.5%        | 49.5%        | 50.5%   |
| 毛利                | 316,314      | 520,773      | 806,207      | 1,261,047    | 1,855,110    | 经营利润率(%)     | 13.7%        | 12.9%        | 12.2%        | 14.3%        | 15.2%   |
| 营业开支              | -234,589     | -389,292     | -599,139     | -896,745     | -1,296,740   | 净利率(%)       | 16.6%        | 10.8%        | 9.8%         | 11.4%        | 12.1%   |
| - 行政管理费用          | -161,022     | -263,287     | -375,098     | -591,036     | -855,922     | <b>营运表现</b>  |              |              |              |              |         |
| - 市场营销费用          | -73,568      | -126,005     | -224,041     | -305,708     | -440,818     | 行政管理费用/收入(%) | 26.0%        | 25.2%        | 22.1%        | 23.2%        | 23.3%   |
| 营业利润              | 85,052       | 134,594      | 207,068      | 364,302      | 558,370      | 市场营销费用/收入(%) | 11.9%        | 12.1%        | 13.2%        | 12.0%        | 12.0%   |
| - 利息收入            | 17,733       | 18,133       | 19,947       | 22,939       | 26,379       | 实际税率(%)      | 24.5%        | 22.0%        | 22.0%        | 22.0%        | 22.0%   |
| - 利息支出            | -7,499       | -13,145      | -13,539      | -13,539      | -13,539      | 股息支付率(%)     | 0.0%         | 0.0%         | 24.7%        | 0.0%         | 0.0%    |
| - 其他收入            | 41,617       | 14,998       | 0            | 0            | 0            | 库存周转天数       | 0.7          | 1.2          | 1.2          | 1.2          | 1.2     |
| 税前利润              | 136,902      | 154,581      | 213,476      | 373,702      | 571,210      | 应付账款天数       | 9.1          | 11.5         | 11.5         | 11.5         | 11.5    |
| - 所得税支出           | -33,483      | -34,066      | -46,965      | -82,214      | -125,666     | <b>财务状况</b>  |              |              |              |              |         |
| 净利润               | 102,756      | 112,490      | 166,511      | 291,488      | 445,544      | 总负债/总资产      | 58.5%        | 62.8%        | 60.8%        | 57.2%        | 53.5%   |
| Non-GAAP净利润       | 128,726      | 152,995      | 224,218      | 378,105      | 570,442      | 收入/净资产       | 140.7%       | 153.2%       | 187.5%       | 198.5%       | 198.2%  |
| 折旧与摊销             | 12,466       | 19,183       | 33,562       | 15,621       | 25,895       | 经营性现金流/收入    | 23.8%        | 18.0%        | 21.2%        | 19.3%        | 19.4%   |
| 主营业务增长(%)         | 43%          | 68%          | 63%          | 50%          | 44%          | 税前盈利对利息倍数    | 7.7          | 8.5          | 10.7         | 16.3         | 21.7    |
| Non-GAAP净利润增长(%)  | 50%          | 19%          | 47%          | 69%          | 51%          |              |              |              |              |              |         |
| 资产负债表             |              |              |              |              |              | 现金流量表        |              |              |              |              |         |
|                   | 2016财年<br>实际 | 2017财年<br>实际 | 2018财年<br>预测 | 2019财年<br>预测 | 2020财年<br>预测 | 2016财年<br>实际 | 2017财年<br>实际 | 2018财年<br>预测 | 2019财年<br>预测 | 2020财年<br>预测 |         |
| + 现金与现金等同         | 434,042      | 470,217      | 880,807      | 1,512,648    | 2,451,117    | + 净利润        | 67,144       | 102,756      | 112,490      | 166,511      | 291,488 |
| + 短期投资            | 27,470       | 229,456      | 229,456      | 229,456      | 229,456      | + 折旧、摊销      | 12,466       | 19,183       | 33,562       | 15,621       | 25,895  |
| + 库存              | 600          | 2,823        | 3,017        | 5,415        | 6,503        | + 其他调整       | 18,016       | -20,404      | 28,266       | 57,707       | 86,617  |
| + 其他流动资产          | 541,150      | 656,028      | 493,560      | 331,092      | 168,625      | + 非现金运营资本变动  | 49,952       | 86,183       | 185,239      | 252,889      | 309,980 |
| 总计流动资产            | 515,860      | 871,121      | 1,281,905    | 1,916,144    | 2,855,701    | 经营活动现金流量     | 147,578      | 187,718      | 359,557      | 492,729      | 713,980 |
| + 净固定资产           | 114,630      | 154,307      | 225,452      | 285,759      | 336,879      | + 固定及无形资产变动  | -30,696      | -35,088      | -71,112      | -82,139      | -82,139 |
| + 商誉              | 87,023       | 267,163      | 267,163      | 267,163      | 267,163      | + 长期投资净变动    | -75,422      | -118,590     | -65,341      | 0            | 0       |
| + 总计无形资产 - 净值     | 15,194       | 37,967       | 33,340       | 29,276       | 25,708       | + 收购与剥离净现金   | -5,974       | -21,826      | -27,200      | 0            | 0       |
| + 其他长期资产          | 328,673      | 498,349      | 498,349      | 498,349      | 498,349      | + 其他投资活动     | -33,693      | -39,848      | -356,600     | 0            | 0       |
| 总计长期资产            | 545,519      | 957,785      | 1,024,303    | 1,080,546    | 1,128,098    | 投资活动现金       | -145,785     | -215,352     | -518,265     | -82,139      | -82,139 |
| 总资产               | 1,061,379    | 1,828,906    | 2,306,208    | 2,996,690    | 3,983,799    | + 已付股利       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0       |
| + 应付账款            | 10,404       | 22,637       | 33,730       | 47,653       | 67,374       | + 期权行权       | 0            | 646          | 1,674        | 0            | 0       |
| + 短期递延收入          | 280,935      | 504,147      | 746,138      | 1,044,593    | 1,441,538    | + 其他融资活动     | 201,838      | 0            | 0            | 0            | 0       |
| + 其他短期负债          | 91,825       | 140,356      | 140,356      | 140,356      | 140,356      | 融资所得现金       | 201,838      | 646          | 198,297      | 0            | 0       |
| 总计流动负债            | 383,163      | 667,140      | 920,224      | 1,232,601    | 1,649,268    | 现金净增减        | 200,227      | -36,115      | 36,175       | 410,590      | 631,841 |
| + 长期借款            | 0            | 225,000      | 225,000      | 225,000      | 225,000      | 现金剩余         | 269,931      | 470,157      | 434,042      | 470,217      | 880,807 |
| + 其他长期负债          | 237,478      | 255,901      | 255,901      | 255,901      | 255,901      |              |              |              |              |              |         |
| 总长期负债             | 237,478      | 480,901      | 480,901      | 480,901      | 480,901      |              |              |              |              |              |         |
| 总负债               | 620,642      | 1,148,042    | 1,401,125    | 1,713,503    | 2,130,169    |              |              |              |              |              |         |
| 总股东权益             | 440,737      | 680,864      | 905,083      | 1,283,188    | 1,853,630    |              |              |              |              |              |         |

数据来源：公司资料，第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。