跟

踪 报 审慎增持

收购广西三所学校,增长潜力充足

2018年9月18日

(维持)

8.6 港元

5.08 港元

预期升幅: 69%

市场数据

目标价:

现价:

日期	2018.9.18
收盘价 (港元)	5.08
总股本 (亿股)	14.31
总市值 (亿港元)	72.7
净资产 (亿元)	18.24
总资产 (亿元)	28.45
每股净资产 (元)	1.27
to to the same	

数据来源: Wind

相关报告

《内生增长强劲, 学生人数大幅提 升》海外跟踪报告(评级)20180904 《独立学院的整合抢跑者,目标清 晰脚踏实地》海外跟踪报告(评级) 20180710

《高速扩张的应用型高等教育集 团》海外深度报告 20180416

《三家教育公司今日正式进入深港 通》海外事件点评 20180305

《2017年业绩好于预期。未来增长 潜力十足》海外跟踪报告(未评级)

《恒生指数纳入睿见教育及新高教 集团》海外事件点评 20180207

海外教育研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人: 宋婧茹

songjingru@xyzq.com.cn

SAC: S0190118010135

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	414.4	659.0	1,227.5	1,466.6
同比增长(%)	21.5	59.0	86.3	19.5
净利润(百万元)	233.3	308.1	522.5	627.1
同比增长(%)	108.0	32.1	69.6	20.0
毛利率(%)	54.9	58.7	60.4	62.0
净利润率(%)	56.3	46.8	42.6	42.8
净资产收益率(%)	13.5	14.3	21.1	21.3
EPS(元)	0.17	0.22	0.37	0.44
每股股息(港元)	0.06	0.06	0.11	0.13

数据来源:公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- 我们的观点:广西省是高等教育欠发达省份,钦州市是北部湾经济区重点 开发区域,公司此次收购的三所学校所处区位较好,学校的扩建及升本工 作已纳入当地"十三五"规划后续增长空间较大,学校过往利润率较低仍 有提升空间。综合来看此次收购对应 15.7 倍静态 PE、3.4 万元生均收购成 本,整体收购估值较为合理,随着学校预计于2018年年底完成并表将带 来公司利润水平进一步提升。
- 我们维持目标价至 8.6 港元,对应 2019 财年 20 倍动态 PE: 随着近期公 司学校并表时间逐一落定,我们认为公司未来2年内高速增长的蓝图已清 晰可见。我们上调了盈利预测,预计2018-2020 财年营业收入将分别为6.6、 12.3 及 14.7 亿元人民币(下同), 同比增长 59.0%、86.3%、19.5%, 净利 润将分别为 3.08、5.23 及 6.27 亿元, 同比增长 32.1%、69.6%、20.0%。 维持公司"审慎增持"评级及目标价至8.6港元,较2018年9月18日收 盘价有 69%的上升空间,对应 2018-2020 财年 PE 35 倍、20 倍、17 倍。
- 公司收购广西三所学校,学校规模扩大至十所 9.2 万人: 2018 年 9 月 17 日公司发布公告收购广西英华国际职业学院(一所全日制大专)、广西钦 州英华国际职业技术学校(一所中专)、广州英华国际职业学校附属中学 (一所普通高中), 三所学校预计于2018年年底并表。待收购完成后, 公 司旗下学校将扩大至 10 所,包括 5 所本科学校、3 所大专学校、1 所中专 学校及1所普通高中,共拥有学生9.2万人。
- 收购目标学校举办者公司母公司 51%股权:此次收购公司采用收购举办 权公司母公司股权形式,并就工商管理变更报当地教育部门进行备案。辉 煌公司与目标学校举办者亦于公告日订立独家技术服务及管理咨询服务 协议,目标学校将于协议期内向辉煌公司支付其全部营运盈余作为服务 费。收购完成后,新高教集团、景林投资、原举办人李建春将分别拥有 51%、39%及10%目标公司股权。同时景林拥有该部分股权的认活期权。

风险提示: 1)、学校举办者权益变更不及预期; 2)、聘用及留任的合格教师数 不及预期; 3)、招收学生数量少于预期; 4)、中国教育政策变动; 5)、VIE 架构政策风险。



报告正文

● 公司收购广西三所学校,学校规模扩大至十所 9.2 万人: 2018 年 9 月 17 日公司发布公告收购广西英华国际职业学院(一所全日制大专)、广西钦州英华国际职业技术学校(一所中专)、广州英华国际职业学校附属中学(一所普通高中),三所学校预计于 2018 年年底并表。待收购完成后,公司旗下学校将扩大至 10 所,包括 5 所本科学校、3 所大专学校、1 所中专学校及 1 所普通高中,共拥有学生 9.2 万人。

● 收购大专院校内生增长空间大:

- 1) 广西壮族自治区钦州市位于北部湾经济区,城市过往经济增速快于省会南宁,广西英华国际职业学院已列入钦州市"十三五"规划发展纲要中升本后备院校,预计于十三五末期至十四五初期完成升本工作,预计升本将带来每年至少400-500名学额的滚动增长;
- 2) 广西英华国际职业学院二期扩建工程已纳入钦州市"十三五"规划纲要, 目前公司在政府支持下正在积极寻找扩建土地,预计十四五初期学生规 模将达到 1.3 万人;
- 3) 该校过往经营效率较低,生均招生成本达到 4000 元/人高于公司旗下学校平均 200 元/人水平,公司目前已派驻院长、分管院长、财务、人力、采购团队,并部署了信息化平台,2019 年将继续在专业申报、人才队伍建设上进行铺垫整合:

图 1、目标三所学校位于钦州市,规划相互紧邻

图 2、广西英华国际职业学院实景图





资料来源: 百度地图, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 学院官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、目标三所学校运营情况及财务状况

项目	具体信息	
学生人数	8434 人	
教师人数	400 余人	
土地面积	250 亩	
办学年份	2005 年	
办学层次	大专、中专、普通高中	
就业率	约为 95%	
优势学科	商科、外语、艺术	
学费水平	6700 元/年	
2017 年收入	5738 万元	
净利润(净利率)	1836 万元 (32%)	

资料来源:公司资料,学院官网,兴业证券经济与金融研究院整理



● 对于学校并表后的收入增长,我们调整了盈利预测: 预计 2018-2020 财年公司收入将分别达到 6.6、12.3、14.7 亿元,净利润将分别达到 3.1、5.2、6.3 亿元。

表 2、公司盈利预测表

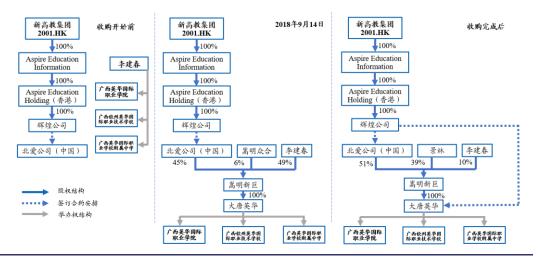
项目	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
营业收入 (百万元)	414.4	659.0	1227.5	1466.6
增速 (%)	21.5	59.0	86.3	19.5
云南学校收入	249.4	282.1	330.4	386.4
增速 (%)	24.0	13.1	17.1	17.0
贵州学校收入	131.3	143.5	162.5	184.9
增速 (%)	19.9	9.3	13.3	13.8
东北学校收入	-	65.3	137.1	144.5
增速 (%)			110.0	5.5
湖北学校收入	-	45.8	162.7	180.5
增速 (%)			255.3	10.9
河南学校收入	-	81.6	182.2	200.7
增速 (%)			123.4	10.1
新疆学校收入	-	-	98.2	110.7
增速 (%)				12.7
兰州学校收入	-	-	32.5	117.6
增速 (%)				261.6
广西学校收入	-	-	75.9	90.7
增速 (%)				19.6
寄宿费收入 (百万元)	33.7	40.8	46.0	50.7
增速 (%)	11.2	21.1	12.7	10.2
毛利润(百万元)	227.5	386.9	741.5	909.5
增速 (%)	39.1	70.1	91.7	22.7
其他收入 (百万元)	128.3	130.1	122.0	119.2
增速 (%)	110.9	1.4	-6.3	-2.3
净利润(百万元)	233.3	308.1	522.5	627.1
增速 (%)	108.0	32.1	69.6	20.0
毛利率(%)	54.9	58.7	60.4	62.0
净利率(%)	56.3	46.8	42.6	42.8

资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院



● 收购目标学校举办者公司母公司 51%股权:此次收购公司采用收购举办权公司母公司股权形式,并就工商管理变更报当地教育部门进行备案。辉煌公司与目标学校举办者亦于公告日订立独家技术服务及管理咨询服务协议,目标学校将于协议期内向辉煌公司支付其全部营运盈余作为服务费。收购完成后,新高教集团、景林投资、原举办人李建春将分别拥有 51%、39%及 10%目标公司股权。同时景林投资拥有该部分股权的认沽期权。

图 3、公司收购架构图



资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

收购估值静态 PE15.7 倍,生均收购成本 3.4 万元:目标公司为三所学校举办者公司的全资母公司,该公司于 2016 年、2017 年分别录得净利润 874 万元及 1836 万元。三所学校共估值 2.88 亿元,对应 2017 年静态 PE15.7 倍,生均收购成本 3.4 万元。

表 3、收购估值表

项目	具体信息
收购股权 1:	45%
收购对价 1:	1.165 亿元
收购股权 2:	6%
收购对价 2:	3021 万元 (将通过贷款转股形式)
收购标的估值:	2.88 亿元
收购标的 2017 年净利润:	1836 万元
收购 PE:	15.7 倍
收购标的学生人数:	8434 人
生均收购成本:	3.4 万元

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理



公司并购变更手续正按计划完成: 我们预计收购三所学校将于 2018 年年末完成并表,目前尚未并表的新疆学校、兰州学校将分别于 2019 年 1 月、2019年 11 月完成并表。

表 4、公司旗下学校信息

学校	成立时间	所在地区	学生	权益	要求合 理回报	类型	是否 并表	并表日期
云南工商学院	2005年	云南昆明	23642	100%	是	本科、专科	是	2005
贵州工商职业学院	2012年	贵州贵阳	15584	100%	否	专科	是	2012
湖北民族学院科技学院	2003年	湖北恩施	5709	100%	是	本科、专科、预科	是	2018.8
哈尔滨华德学院	1992年	黑龙江哈尔滨	9355	73.91%	是	本科、专科	是	2018.7
新疆财经大学商务学院	2016年	新疆乌鲁木齐	3746	56%	-	本科	否	2019.1*
洛阳科技职业学院	2013年	河南洛阳	18243	55%	-	专科、中职	是	2018.7
兰州理工大学技术工程学院	2002年	甘肃兰州	8218	100%	-	本科	否	2019.11*
广西英华国际职业学院 3 所 学校	2005 年	广西钦州	8434	51%	-	专科、中职、普通 高中	否	2018.12*

资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理

*注:星号是我们预计的并表时间。



我们采用 PE、PEG、EV/EBITDA 估值法综合衡量教育公司估值水平:

- **截至9月17日港股教育2018财年动态PE已达20.1倍:** 我们对比了美股、港股的教育类公司的估值情况,截至2018年9月17日,港股教育公司的2018财年平均动态PE达到20.1倍,新高教集团2018财年动态PE为21.4倍。
- 基于教育行业整体成长性较强的特点,我们采用 PEG 指标对比各公司的增速与估值关系。目前港股教育公司 2018 财年预测平均 PEG 为 0.7 倍,美股教育公司最新一财年预测平均 PEG 为 1.0 倍。
- 港股教育 2018 财年动态 EV/EBITDA 已达 18 倍:由于教育板块具有强现金流与低财务杠杆特性,同时多为重资产模式经营,我们再采用 EV/EBITDA 指标比较各公司财务状况。可发现,截至 2018 年 9 月 17 日经调整后港股教育公司的估值已达到合理水平,2018 财年动态 EV/EBITDA 为 18 倍。

表 5、港股、美股教育公司估值表(截至 2018 年 9 月 17 日)

/L 70	N 51	吹从	÷ /+		净利润			PE		PI	EG	EV/EVIBITDA	
代码	公司	股价	市值 ————	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2018E	FY2019E	FY2017A	FY2018E
港股		港元	亿港元		亿元人民币								
2001.HK	新高教集团	4.9	70.7	2.3	3.1	5.2	26.2	19.8	11.7	0.5	0.3	19.7	18.4
6169.HK	宇华教育	3.6	116.9	4.3	5.7	7.4	23.5	17.7	13.7	0.7	0.5	26.4	17.8
1317.HK	枫叶教育	3.7	109.3	4.1	5.4	6.7	23.1	17.7	14.2	0.7	0.6	25.5	19.5
2779.HK	中国新华教育	2.3	37.0	2.0	2.3	2.9	16.2	13.7	11.0	0.6	0.5	14.2	10.7
0839.HK	中教控股	9.5	191.5	4.3	6.1	8.2	38.7	27.1	20.2	0.9	0.7	31.8	23.7
1569.HK	民生教育	1.7	66.3	2.6	3.2	3.7	22.1	18.2	15.5	1.0	0.9	18.8	14.3
6068.HK	睿见教育	4.1	84.0	2.0	2.7	3.6	36.3	26.8	20.1	0.9	0.7	17.7	14.6
1565.HK	成实外教育	4.8	147.6	3.1	4.0	5.4	41.6	32.0	23.6	0.9	0.7	32.5	25.4
1773.HK	天立教育	1.7	36.1	1.3	1.9	2.7	23.9	16.9	11.5	0.6	0.4	-	-
1765.HK	希望教育	1.1	74.0	3.5	5.4	6.5	18.5	11.8	9.9	0.3	0.2	-	-
	平均						26.9	20.1	15.1	0.7	0.6	23.2	18.0
美股		美元	亿美元		亿元人民币								
BEDU.N	博实乐	11.9	13.9	1.7	2.8	4.2	54.9	33.7	22.5	0.9	0.6	28.6	17.2
TEDU.O	达内科技	8.7	4.8	1.8	1.9	2.4	18.2	17.2	13.6	1.3	1.0	10.2	8.5
NEW.N	朴新教育	9.8	7.6	-4.0	-	-	-13.0	-	-	-	-	-	-
ONE.N	精锐教育	8.7	14.2	2.4	4.1	5.1	39.7	23.3	19.1	0.6	0.5	-	-
REDU.O	瑞思学科英语	10.6	5.8	-0.5	1.9	2.6	-84.6	21.4	15.5	-0.1	-0.1	-	-
FEDU.N	四季教育	4.2	2.0	0.4	0.9	1.1	37.5	15.8	13.1	0.3	0.3	-	-
STG.N	尚德机构	6.3	10.8	-9.2	-4.9	6.2	-8.0	-15.1	11.9	0.1	-0.1	-	-
LAUR.O	劳瑞德教育	15.3	34.4	10.6	9.6	14.1	22.0	24.4	16.6	1.5	1.0	-	-
APEI.O	美国公共教育	32.8	5.4	2.4	1.9	2.1	15.2	19.1	17.1	3.2	2.9	-	-
LOPE.O	大峡谷教育	111.1	53.6	13.3	15.7	17.1	27.4	23.2	21.3	1.8	1.7	-	-
				FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E	FY2020E	FY2019E	FY2020E	FY2018A	FY2019E
		美元	亿美元		亿美元								
TAL.N	好未来	25.5	144.4	2.0	3.0	4.3	72.9	48.3	33.9	0.9	0.6	74.7	53.1
EDU.N	新东方	69.5	109.6	3.0	4.5	6.4	36.5	24.4	17.1	0.6	0.4	29.2	18.7
	平均						18.2	21.4	18.3	1.0	0.8	37.8	26.3

资料来源: Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

^{*}加粗字体采用兴业证券预期数据,未加粗数据采用彭博一致预期



- 我们的观点:广西省是高等教育欠发达省份、钦州市是北部湾经济区重点开发区域、公司此次收购的三所学校所处区位较好、学校的扩建及升本工作已纳入当地"十三五"规划后续增长空间较大、学校过往利润率较低仍有提升空间。综合来看此次收购对应 15.7 倍静态 PE、3.4 万元生均收购成本、整体收购估值较为合理,随着学校预计于 2018 年年底完成并表将带来公司利润水平进一步提升。
- 我们维持目标价至 8.6 港元,对应 2019 财年 20 倍动态 PE: 随着近期公司学校并表时间逐一落定,我们认为公司未来 2 年内高速增长的蓝图已清晰可见。我们上调了盈利预测,预计公司 2018-2020 财年营业收入将分别达到 6.6、12.3及 14.7亿元人民币(下同),同比增长 59.0%、86.3%、19.5%,上调净利润将分别为 3.08、5.23及 6.27亿元,同比增长 32.1%、69.6%、20.0%。维持公司"审慎增持"评级及目标价至 8.6 港元,较 2018 年 9 月 18 日收盘价有 69%的上升空间,对应 2018-2020 财年 PE 分别为 35 倍、20 倍、17 倍。
- 风险提示: 1)、学校举办者权益变更不及预期; 2)、聘用及留任的合格教师数不及预期; 3)、招收学生数量少于预期; 4)、中国教育政策变动; 5)、VIE架构政策风险。

现金的期末余额



附表									
资产负债表			単位: 百刀	万人民币	利润表			单位: 百刀	5人民币
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	243.3	1224.0	1623.3	1770.5	营业收入	414.4	659.0	1227.5	1466.6
现金及等价物	118.6	1013.1	1406.5	1490.3	营业成本	186.9	272.1	486.0	557.1
预付款项、按金及其他应收款项	88.7	174.9	180.9	244.2	毛利	227.5	386.9	741.5	909.5
非流动资产	1044.9	1727.1	2326.6	2751.3	销售费用	3.6	2.7	9.8	11.8
物业、厂房及设备	985.3	1247.2	1539.8	1877.8	管理费用	58.1	94.2	184.1	220.0
投资物业	47.3	47.3	47.3	47.3	其他收入	128.3	130.1	122.0	119.2
预付土地租赁款	96.9	259.6	259.6	259.6	营业利润	289.5	408.9	648.7	772.0
其他无形资产	11.1	11.1	11.1	11.1	融资成本	39.6	78.8	90.4	102.0
资产总计	2569.9	3975.3	4667.1	5152.3	利润总额	250.0	330.1	558.2	670.0
流动负债	668.0	1425.4	1701.9	1720.9	所得税	16.6	22.0	35.7	42.9
递延收入	249.6	316.3	466.5	513.3	净利润	233.3	308.1	522.5	627.1
其他应付款项及应计费用	193.0	183.6	307.4	279.2	少数股东损益	0.0	32.8	44.7	57.7
计息银行及其他借款	207.8	907.8	907.8	907.8	归母公司净利润	233.4	275.3	477.8	569.4
非流动负债	177.1	594.5	622.1	621.7	调整后 EPS(元)	0.19	0.22	0.37	0.44
借款	144.4	544.4	544.4	544.4					
其他非流动负债	1.0	2.0	3.0	4.0	主要财务比率				
递延收入	28.6	46.1	73.7	73.3	会计年度	2017A	2018E	2019E	20201
负债合计	845.0	2019.9	2324.0	2342.7	成长性(%)				
	983.0	983.0	983.0	983.0	营业收入	21.5	59.0	86.3	19.5
储备	1723.9	1921.5	2264.6	2673.4	归母净利润	108.8	18.0	73.6	19.2
非控股权益	0.0	32.8	77.5	135.2					
股东权益合计	1724.9	1955.3	2343.1	2809.6	盈利能力(%)				
负债及权益合计	2569.9	3975.3	4667.1	5152.3	毛利率	54.9	58.7	60.4	62.0
					净利率	56.3	46.8	42.6	42.8
现金流量表			单位:百	万人民币					
	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力(%)				
———————————————————— 净利润	233.3	308.1	522.5	627.1	流动比率	25.2	50.7	36.4	85.9
折旧和摊销	32.4	49.9	61.6	75.1	速动比率	12.2	31.7	17.8	71.1
预付、应收款项	-38.2	-86.3	-5.9	-63.4					
财务开支净额	39.6	78.8	90.4	102.0	营运能力(次)				
递延收入	32.6	84.2	180.3	46.8	应付账款周转率	1.9	3.5	5.0	5.0
经营活动产生现金流量	286.1	425.4	972.7	759.5	应收账款周转率	6.9	5.0	6.9	6.9
已收利息	2.8	10.4	14.1	14.9					
资本性支出	-150.4	-311.8	-354.1	-413.1	每股指标(元)				
投资活动产生现金流量	-696.3	-474.5	-354.1	-413.1	每股经营现金	0.2	0.3	0.7	0.5
派息	-65.8	-77.6	-134.7	-160.6	每股净资产	1.3	1.4	1.6	2.0
融资活动产生现金流量	350.1	943.5	-225.2	-262.6					
现金净变动	-60.1	894.5	393.4	83.8	估值比率(倍)				
现金的期初余额	178.8	118.6	1013.1	1406.5	PE	24.5	19.7	11.6	9.7

PB

3.3

3.1

1013.1 1406.5 1490.3

118.6

2.2

2.6



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
评级和行业评级 (另有说明的除外)。评	股票评级	审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
级标准为报告发布日后的12个月内公司		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
股价(或行业指数)相对同期相关证券市		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
场代表性指数的涨跌幅。其中: A股市场		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确
以上证综指或深圳成指为基准,香港市场			定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
以恒生指数为基准;美国市场以标普500		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www. xyzq. com. cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园(控股)有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、高应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司和山东黄金矿业股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过 往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在 最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事 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、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供 投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿 将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。