



买入

49% ↑

目标价格:人民币 22.89

300329.CH

价格:人民币 15.34

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

海伦钢琴

乘政策东风，艺术教育巨舰启航

公司转型千亿规模的艺术教育市场，成长空间被打开。互联网+艺术教育模式自2014年起，公司以平台和经销商资源优势占据先机。公司搭建互联网教育平台，新模式与本身的品牌、渠道优势相结合，通过线上线下的协同，促进钢琴教育行业发展与整合，有望成为全国性龙头企业。文化产业是国家大战略，民办教育、艺术教育受政策扶持，并受益于放开二胎的政策预期。

支撑评级的要点

- **进军艺术教育蓝海，打开成长空间。**2013年，我国音乐教育市场规模为577亿元。其中，社会音乐考级培训的产值最大，约467亿元。公司确立了艺术教育转型的战略方向，14年开启了在音乐教育领域的布局，目前已经初步搭建了集幼儿培训、考级、艺考、师资培养的全周期艺术教育平台。公司已经以3-6倍PE参股了17家音乐教育机构，并通过输出管理体系、视觉系统、教学课程等内容每年获得现金回报。我们认为海伦的音乐行业资源、管理层转型的决心和执行力是核心竞争力，随后凭借在营销管理体系开发、教材开发的积累，系统化地提升培训机构盈利能力的模式将构成双赢局面，有望得以较快推广。
- **互联网+艺术教育方兴未艾，公司占领发展先机。**在线教育发展迅速，儿童/早教最受资金追捧。根据腾讯科技的公开统计，今年前8个月在线教育融资规模项目106个，我们保守估算在线教育融资规模超过50亿元，可见资本市场对于教育互联网化的热情。互联网+艺术教育于2014年萌芽起步，撮合学生和教师是最普遍的模式，进程较快的项目已形成包含咨询、约课、支付、评价的闭环。我们认为艺术教育具备一定的专业性，师资、教材、线下体验是核心竞争点，海伦钢琴因其产业背景、经销商资源和率先发力，占有先机。
- **艺术教育享政策春风，行业前景值得看好。**加快发展文化产业是国家的大战略，从教育部推出的推进学校艺术教育发展的意见和国务院发布的加强和改进美育工作意见，可以看出提升全民艺术教育的必要性，艺术教育发展将成为未来受政策照顾的重点。教育法修正案已经进入立法程序，民办学校营利合法化之后，将给艺术培训行业整合带来机遇。此外，我国已经进入严重少子化、老龄化社会，放开二胎的政策预期备受关注，幼儿和青少年是艺术教育的主要消费群体，行业前景有望进一步提升。

评级面临的主要风险

- 培训机构拓展不达预期

估值

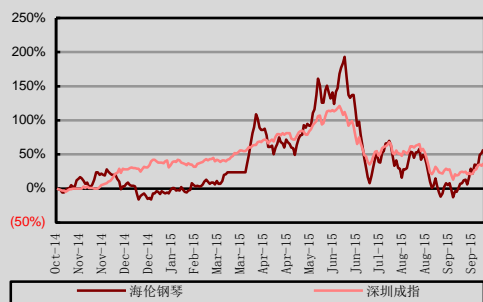
- 我们假设公司明后年增持一部分教育公司股权至51%，因此并表后为公司2016、2017带来较快收入增长。我国钢琴消费仍有较大潜力，伴随公司线上教育的开展，智能钢琴也将对钢琴业绩有所贡献，我们给予公司2016年钢琴业务30倍市盈率，对应市值9亿元。通过对公司5年后艺术教育发展预期折现，我们估算公司2016年艺术教育业务市值46.21亿元。钢琴和艺术教育市值加总为55.21亿元，对应股价为22.89元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	339	353	379	497	620
变动 (%)	0	4	7	31	25
净利润(人民币 百万)	32	26	33	56	75
全面摊薄每股收益(人民币)	0.134	0.106	0.136	0.230	0.312
变动 (%)	(44.4)	(20.5)	27.3	69.9	35.6
全面摊薄市盈率(倍)	114.6	144.1	113.2	66.6	49.1
价格/每股现金流量(倍)	130.1	717.0	110.6	314.0	113.1
每股现金流量(人民币)	0.12	0.02	0.14	0.05	0.14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.5	81.5	64.4	37.8	27.4
每股股息(人民币)	0.000	0.022	0.017	0.034	0.069
股息率(%)	n.a.	0.1	0.1	0.2	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	86.1	79.5	12.8	55.6
相对	88.6	58.7	20.2	18.7

发行股数(百万)	241
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	1,897
3个月日均交易额(人民币 百万)	149
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
宁波北仑海伦投资有限公司	30

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2015年10月15日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 家用轻工

杨志威
(8621)20328510
zhiwei1.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*赵赓艺为本报告重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
主营业务稳定增长，涉足 600 亿音乐教育市场.....	4
互联网+艺术教育方兴未艾，公司占领发展先机.....	8
艺术教育享政策春风，行业前景值得看好.....	14
盈利预测和假设.....	18
研究报告中所提及的有关上市公司.....	21

投资摘要

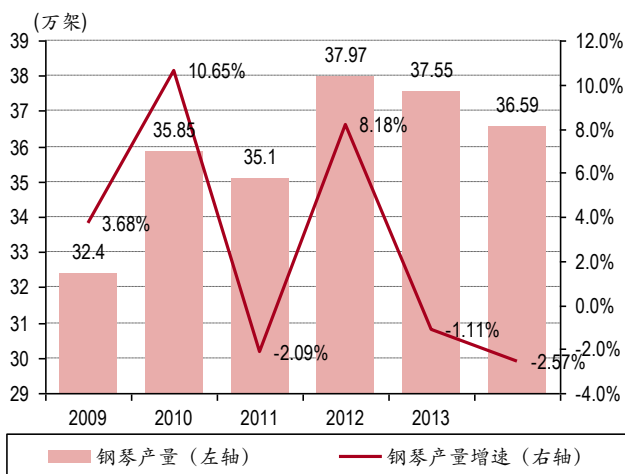
- 1, 进军艺术教育蓝海, 打开成长空间。**2013年, 我国音乐教育市场规模为577亿元。其中, 社会音乐考级培训的产值最大, 约467亿元。加上绘画、舞蹈等其他艺术门类的市场, 我们认为2015年艺术培训市场的总体规模可达1000亿元。公司确立了艺术教育转型的战略方向, 14年开启了在音乐教育领域的布局, 目前已经初步搭建了集幼儿培训、考级、艺考、师资培养的全周期艺术教育平台。公司已经以3-6倍PE参股了17家音乐教育机构, 并通过输出管理体系、视觉系统、教学课程等内容每年获得现金回报。我们认为海伦的音乐行业资源、管理层转型的决心和执行力是核心竞争力, 随后凭借在营销管理体系开发、教材开发的积累, 系统化地提升培训机构盈利能力的模式将构成双赢局面, 有望得以较快推广。
- 2, 互联网+艺术教育方兴未艾, 公司占领发展先机。**在线教育发展迅速, 儿童/早教最受资金追捧。根据腾讯科技的公开统计, 今年前8个月在线教育融资规模项目106个, 我们保守估算在线教育融资规模超过50亿元, 可见资本市场对于教育互联网化的热情。互联网+艺术教育于2014年萌芽起步, 撮合学生和教师是最普遍的模式, 进程较快的项目已形成包含咨询、约课、支付、评价的闭环。我们认为艺术教育具备一定的专业性, 师资、教材、线下体验是核心竞争点, 海伦钢琴因其产业背景、经销商资源和率先发力, 占有先机。
- 3, 艺术教育享政策春风, 行业前景值得看好。**加快发展文化产业是国家的大战略, 从教育部推出的推进学校艺术教育发展的意见和国务院发布的加强和改进美育工作意见, 可以看出提升全民艺术教育的必要性, 艺术教育发展将成为未来受政策照顾的重点。教育法修正案已经进入立法程序, 民办学校营利合法化之后, 将给艺术培训行业整合带来机遇。此外, 我国已经进入严重少子化、老龄化社会, 放开二胎的政策预期备受关注, 幼儿和青少年是艺术教育的主要消费群体, 行业前景有望进一步提升。
- 4, 我们假设公司明后年增持一部分教育公司股权至51%, 因此并表后为公司2016、2017带来较快收入增长。**我国钢琴消费仍有较大潜力, 伴随公司线上教育的开展, 智能钢琴也将对钢琴业绩有所贡献, 我们给予公司2016年钢琴业务30倍市盈率, 对应市值9亿元。通过对公司5年后艺术教育发展预期折现, 我们估算公司2016年艺术教育业务市值46.21亿元。钢琴和艺术教育市值加总为55.21亿元, 对应股价为22.89元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

主营业务稳定增长，涉足 600 亿音乐教育市场

1.1 我国传统钢琴销量增速放缓，但钢琴消费潜力仍然较大

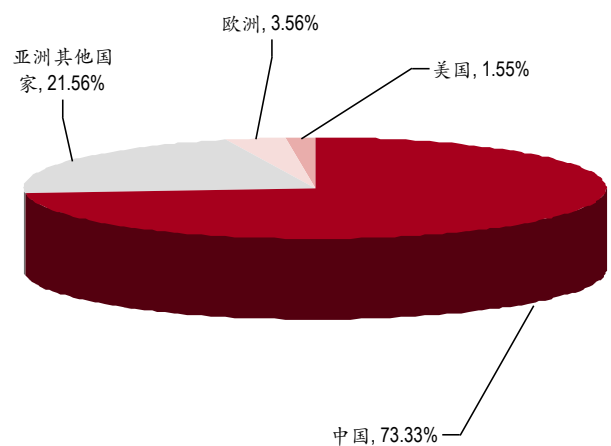
传统市场增长放缓，智能钢琴抢眼。世界钢琴生产主要集中在亚洲，其中我国占比最大，2010 年我国钢琴产量为 35.85 万架，占比 73.33%。我国生产的钢琴除小部分出口外，大部分在国内销售，是世界钢琴消费的主力军。受进口二手钢琴等方面的冲击，我国钢琴产量近几年增长放缓，2009-2014 年产量 CAGR 为 2.66%。然而，我国的智能钢琴市场近年来有所突破，广州珠江钢琴 2012-2014 年数码钢琴的销量分别为 9162 台、15020 台和 2.27 万台，复合增长率 57.40%；2014 年，小叶子科技生产的“THE ONE 智能钢琴”和北京趣乐科生产的“GEEK 智能钢琴”也相继投放市场。

图表 1. 2009-2014 我国钢琴产量及其增速



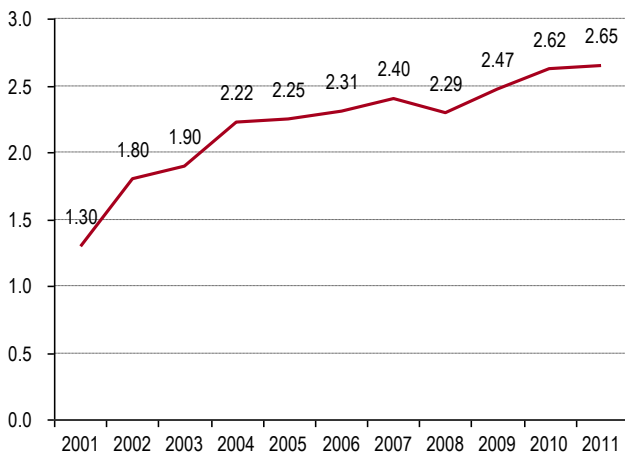
资料来源：中国乐器协会，国家轻工业乐器信息中心

图表 2. 2010 年全球钢琴产量分布

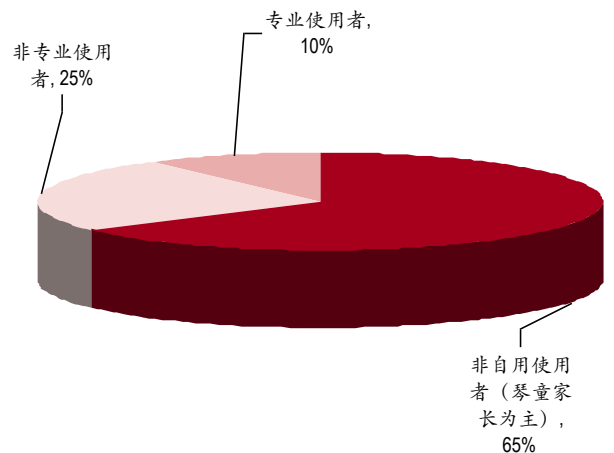


资料来源：中国乐器协会《2010 中国乐器行业年度报告》

钢琴销量仍有较大增长潜力，成年用户蓝海待开发。截止至 2011 年底，我国每百户城镇家庭的钢琴为 2.65 架，相比十年前的 1.3 架翻了一番。相比欧洲城市的钢琴拥有量占人口 50%，日本钢琴普及率达 25.2%，我国钢琴普及率仍然较低，随着消费能力提升和钢琴教育的普及，有较大成长空间。此外，我国钢琴消费的主力是琴童的家长，成年人使用钢琴数量较少，有一定开发空间。

图表 3. 2001-2011 我国城镇居民每百户钢琴拥有量


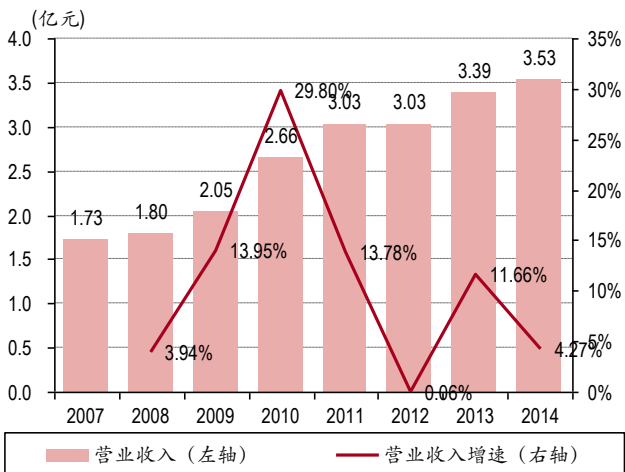
资料来源: 万得

图表 4. 钢琴消费人群结构


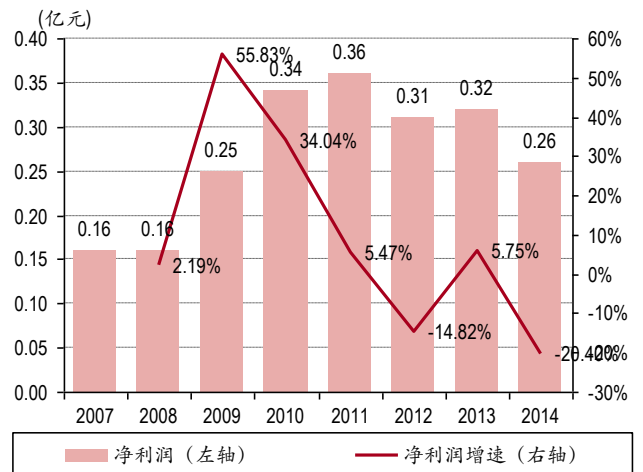
资料来源: 海伦钢琴招股意向书

1.2 主营增速平稳, 涉足音乐教育大市场

产能释放保障主营收入稳健增长。2010-2014 年, 公司营收增长稳健, CAGR 为 7.31%, 略好于我国整体钢琴市场的情况。未来随着产能逐步释放, 我们预期公司主营业务收入将继续稳健增长。2014 年, 公司净利润下滑 20.15%, 主要原因是员工收入增加和折旧增加致使毛利率下降, 且政府补助较去年同期减少约 500 万元。根据公司预告, 2015 年前三季度营业收入同比提高, 净利润同比增长 25%-45%。

图表 5. 2010-2014 公司收入及其增速


资料来源: 万得

图表 6. 2010-2014 公司净利润及其增速


资料来源: 万得

公司转型音乐教育培训，打开成长空间。公司于2014年8月完成设立全资子公司“海伦艺术教育投资有限公司”，并与多家教育培训机构合作设立教育公司，开启了公司在音乐教育领域的布局。2014年期间已与10家机构展开合作，该10家公司2015年的承诺业绩合计3410万元，按公司初始持股比例可增厚公司业绩477万元。2015年，截至目前为止，公司已公告与7家机构签署《投资协议》，以对应其2014年净利润的5-5.7倍PE分别增资获得18%的股权，并通过向其输出管理体系、视觉系统、教学课程等内容每年获得现金回报。公司对合作机构均拥有优先收购权。我们认为海伦音乐产业资源、管理层转型的决心与执行力是该模式运行的基础，以较低价格参股或控股，随后凭借在营销管理体系开发、教材开发的积累、平台的搭建，系统化地提升培训机构盈利能力的模式将构成双赢局面，有望得以较快推广。

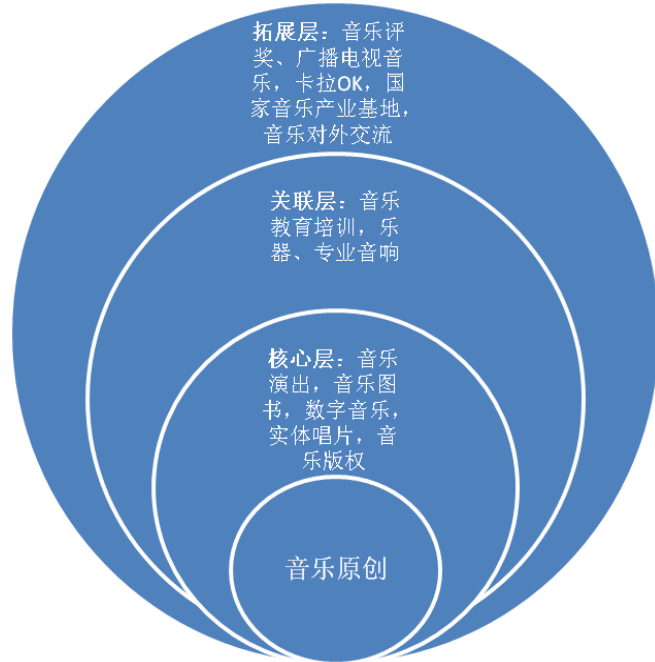
图表 7. 2014、2015 年参股培训机构情况（带*部分净利润为预计结果）

	2015-2017 目标公司承诺净利润（万元）			
	公司初始占 股比例(%)	2015	2016	2017
宁波海伦音妙文化传播有限公司	20	1,000	1,200	1,400
宁波海伦乐音文化发展有限公司	10	100	120	150
宁波海伦七彩文化发展有限公司	10	200	240	280
宁波海伦育星教育管理咨询有限公司	20	360	468	610
宁波海伦育星爱乐文化发展有限公司	10	350	420	500
宁波海伦雅歌文化发展有限公司	10	150	200	250
宁波海伦新巴赫文化发展有限公司	10	200	240	288
宁波海伦宁艺文化发展有限公司	10	150	180	216
宁波海伦川音文化发展有限公司	10	750	900	1,080
宁波海伦海音文化发展有限公司	10	150	200	250
海伦嘉音	18	*36	*46	*55
海伦弦音	18	*113	*141	*169
海伦和和	18	*200	*250	*300
海伦飞达	18	*76	*95	*113
海伦金蕾	18	*47	*59	*71
海伦乐翔	18	*125	*157	*188
海伦雅玲	18	*200	*249	*299

资料来源：公司公告

2013年音乐培训市场规模接近600亿元，其中社会音乐考级培训行业产值467亿元。根据中国传媒大学和国家音乐产业促进工作委员会联合撰写的《2014中国音乐产业发展报告》，2013年我国音乐产业规模达到2716.56亿元。我国音乐产业可分为4层，处在关联层的音乐教育培训2013年的市场规模为577亿元，在音乐教育培训中，社会音乐考级培训的产值最大，约467亿元，占比81%；其次，艺术高考培训行业产值77亿元，其他行业如短期培训和民营音乐类学校产值合起来约为33亿元。加上绘画、舞蹈等其他艺术门类的市场，我们认为2015年艺术培训市场的总体规模可达1000亿元。

图表 8. 音乐产业结构图



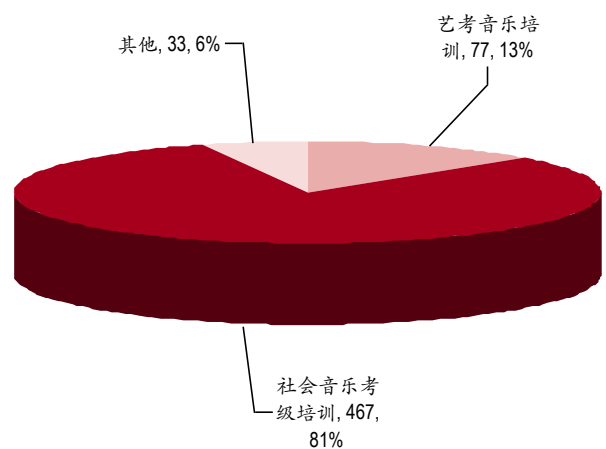
资料来源:《2014 中国音乐产业发展报告》

图表 9. 2013 年我国音乐产业市场规模

行业类别	市场规模 (亿元)	细分行业	市场规模 (亿元)
核心层	596.74	音乐演出	140
		音乐唱片	6.5
		版权经济	2.54
		数字音乐	440.7
		音乐图书	7
关联层	1,233.82	乐器	280.92
		音乐教育培训	577
拓展层	886	专业音响	375.9
		广播电视音乐	34
		卡拉OK 市场	852
合计			2,716.56 亿元

资料来源:《2014 中国音乐产业发展报告》

图表 10. 2013 年我国音乐教育培训产业结构



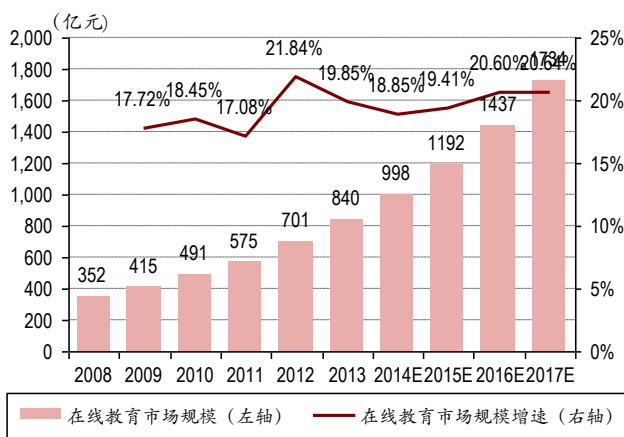
资料来源:《2014 中国音乐产业发展报告》

互联网+艺术教育方兴未艾，公司占领发展先机

2.1 互联网+艺术教育方兴未艾，海伦钢琴占有先机

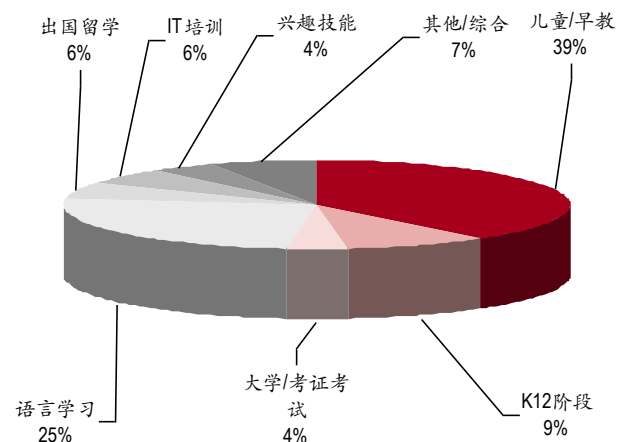
在线教育发展迅速，儿童/早教最受资金追捧。在线教育逐渐成为互联网产业的一股新力量，根据艾瑞咨询的测算，2013年我国在线教育市场规模达到840亿元，预计2017年达到1734亿元，2013-2017CAGR为19.87%。其中，儿童/早教领域最受资本关注，在2013年1-8月获得投资的在线教育创业公司中，儿童/早教项目占比39%，兴趣技能占比4%。

图表 11. 2008-2017E 我国在线教育市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询

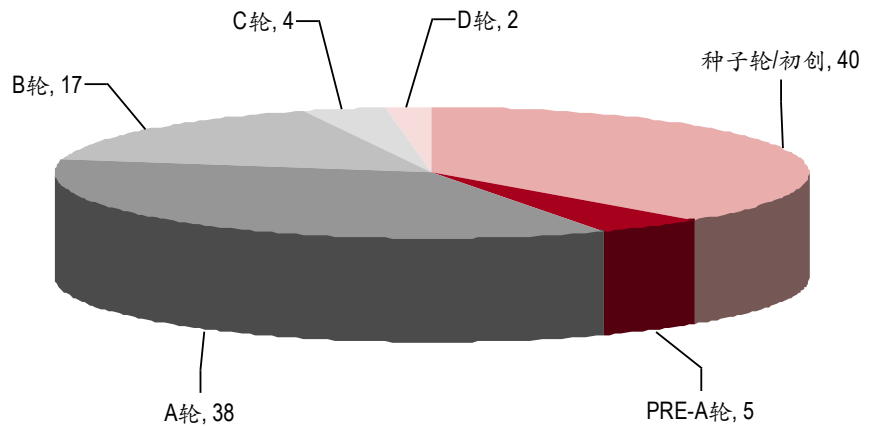
图表 12. 2013 年在线教育投资领域 (截止至 2013.8.30)



资料来源：《2013年在线教育创业投资盘点》

2015年前8个月在线教育融资规模项目106个，总规模保守估计超过50亿元。根据腾讯科技公开信息统计，2015年以来，截至8月底，共有106个在线教育项目拿到融资，其中种子轮及初创项目40个，Pre-A轮5个，A轮38个，B轮17个，C轮4个，D轮两个。根据我们粗略估算，今年种子轮及初创项目融资规模超过1亿元；PRE-A轮有4个千万级别项目、1个百万级别项目；A轮项目融资超过10亿元；B轮融资规模15亿元左右；C轮融资规模为2.69亿美元，约17亿人民币；D轮融资规模为1.6亿美元，约10亿人民币。总计融资规模保守估计超过50亿元。K12及家教O2O为最火细分领域，各有19个项目，二者中，O2O模式的创业公司拿到B轮及以后融资的有7个，K12拿到B轮及以后融资的有5个。

图表 13. 2015 年 1-8 月在线教育行业融资项目个数一览



资料来源：腾讯科技

互联网+艺术教育于 2014 年起步，撮合是主要模式。在互联网+对于传统行业的冲击中，艺术教育行业行动较迟缓，直至去年才开始萌芽。截至目前为止，以艺术教育大类为主的互联网平台有尚课无忧、润教育等，以钢琴教育为主的包括趣乐科技、弹吧钢琴陪练、星空琴行和爱弹琴等。**总体来看，互联网+艺术教育的模式以撮合功能为核心，进程较快的已形成包含咨询、约课、支付、评价的闭环。**

师资、教材、线下体验等资源将成为核心竞争力，海伦钢琴占有先机。随着各创业公司的兴起，互联网+艺术教育的竞争将激烈化，我们认为无论是何种模式，由于艺术教育，尤其是钢琴教育具备一定的专业性，师资、教材、线下体验等都将成为核心竞争点。在此，海伦钢琴凭借在钢琴制造行业的多年经验，以及在艺术教育领域的率先发力，在教材编写、师资整合和线下网点方面均具备一定优势。在教材方面，原中国人民音乐出版社社长、中国教育学会音乐教育分会理事长吴斌先生已被邀请担任海伦艺术教育培训项目艺术顾问；在师资和线下网点方面，公司拥有数百家经销商资源，这些琴行一般也是音乐培训机构，公司已公告整合 17 家培训机构，未来仍有整合的空间。

图表 14. 互联网+艺术教育公司整理

	简介	融资情况	主要功能/模式
艺术教育	<p>尚课无忧</p> <p>成立于2015年,是以文化产业及艺术教育为核心开发业务的互联网创新科技公司。核心团队主要来自于伯克利音乐学院,哈佛大学,浙江大学等世界顶尖院校以及阿里巴巴,IBM的高端人才团队。</p>	<p>今年6月获得1000万人民币天使融资</p>	<p>在线约课;汇集艺术资讯;发布活动等</p>
	<p>润教育</p> <p>2014年6月18日,经深圳市委宣传部、深圳广播电影电视集团批准,由深圳广电集团和佳创视讯股份共同出资4000万成立深圳市指尖城市网络科技有限公司。2014年10月,指尖城市正式启动润教育项目。</p>		<p>为教师发布艺术课程,学生找到课程下单、支付提供平台</p>
	<p>Tonara</p> <p>以色列音乐教育平台,成立于2011年,iPad上第一款互动乐谱应用就是出自他们之手。在互动乐谱获得成功之后,将目光放到了更大的音乐教育市场,推出互动音乐教育平台Wolfie。</p>	<p>今年4月获得500万美元融资,百度和以色列VC Carmel Ventures领投</p>	<p>提供两款音乐应用,一个是互动电子乐谱Tonara,一个是面向音乐课堂教学的Wolfie。前者为初学者到专业乐手提供自动翻谱功能,获得了广泛的好评,后者着重于课堂教学,为老师和学生提供了一种完全不同的音乐教育交互方式</p>
音乐教育	<p>为艺</p> <p>成立于2014年1月,专注于音乐教育的O2O平台,致力于音乐教育行业的去中介化,通过线上约课、线下授课的方式联结教学双方,主要教师来源是各大音乐学院的老师和学生。目前已覆盖北上广深四大城市。</p>	<p>2014年1月获得IDG数亿元人民币的天使融资</p>	<p>线上择师、线下授课、跟踪学习进度、师生互相评价,教学包括钢琴、小提琴等多种乐器</p>
	<p>有乐师</p> <p>主推音乐教育的O2O平台,模式与淘宝类似,于2014年8月6日正式上线,创始人贾涉。</p>		<p>在平台上,音乐老师充当店主的角色,将课程作为商品售卖,由用户进行购买。双方在线完成交易后,到线下进行授课。有乐师不向老师收取提成费用。在有乐师上,用户通过直接搜索老师来进行约课,同时课程管理工具能让双方在后台查看自己的课程安排或是进行课堂笔记和课后作业的沟通。</p>
	<p>涂鸦网</p> <p>前身为雅燃网,成立于上海,是一家提供乐库和音乐教学的平台,涉及古典、爵士、原声音乐、轻音乐等各类音乐,创始人董涛。</p>		<p>在教学上单独设立注音教室板块,用户可以选择在线教学或是线下授课,同时涂鸦网也会组织线下音乐交流活动。在ToB方面,基于音乐大数据挖掘,为各类消费娱乐场所提供功能化的音乐定制服务,同时也为个人用户提供如胎教、理疗等的功能性个性服务。</p>
	<p>米饭音乐</p> <p>2015年3月底开始正式运营,创始人徐亮曾是上海乐队Fearless吉他手、音乐制作人、猫扑厦门站副总经理。</p>	<p>在股权众筹平台完成了50万元融资</p>	<p>偏向现代流行乐器的教学,同时会为师生双方提供增值服务,如为学生组建乐队,安排演出等。而从盈利上来说,可以分为三部分:一是从老师的佣金中抽成;二是与乐器品牌进行课程合作;三是乐器销售。</p>
钢琴教育	<p>趣乐科技</p> <p>珠江钢琴参股公司,趣乐业务包括智能乐器和弹吧在线音乐学习平台(不同于弹吧钢琴陪练)</p>	<p>今年1月,获得2000万元A轮融资</p>	<p>三个产品:1,钢琴谱大全,2012年发布,是中国第一个跨平台的电子乐谱软件,已成为目前国内爱好者的标配软件;2,《吉他谱大全》,2013年年底推出;3,天天弹钢琴APP,游戏。</p>
	<p>弹吧钢琴陪练</p> <p>弹吧钢琴陪练App于2014年5月上线,专注于钢琴学习,2014年钢琴老师人数超过2500人。</p>	<p>今年3月获得红杉资本百万美元A轮融资</p>	<p>为用户提供视频、琴谱教学以及点评、实时陪练服务。用户可以将自己的练习乐曲提交到平台上,老师通过录音来对用户做出指导、进行反馈。A轮融资后,弹吧将会完善现有的教师资源并拓展钢琴以外的其他音乐领域。</p>
	<p>星空琴行</p> <p>前身为琴语琴愿,为阿里系创业,CEO周楷程。2013年4月,星空琴行开设线下体验店,由平台向O2O培训机构过渡。目前,星空琴行已完成全国16个城市的覆盖,用户超过3万人。在600多人的员工里,有超过200人的全职教师,以及200多人的兼职教师。</p>	<p>今年6月,C轮获得嘉御基金、顺为基金、蓝驰创投投资的2000万美元。</p>	<p>以“线下体验店”为连接点,通过线上预约、线下体验和上门1对1教学为用户提供钢琴教学服务,并有针对儿童的上门1对1教学和针对成人的小班钢琴课程。</p>
	<p>爱弹琴</p> <p>爱弹琴是一款基于互联网O2O运作模式的钢琴约课APP,致力于为音乐教师和学员提供高效、省心、安全、可靠的音乐类教辅平台</p>		<p>为幼儿、儿童、成人提供钢琴课程,微信、APP尚在搭建中</p>

资料来源:中银国际整理

2.2 搭建互联网互动教育平台，完善钢琴教育体系

线上教育直击传统钢琴教育痛点，催化钢琴教育发展。互联网互动教育与实体教育具有优势互补、相辅相成的特点。传统的钢琴教育受初级阶段练习较枯燥、钢琴初学者练习及教师指导所需时间较长，教师资源短缺等因素拖累，互联网互动教育将弥补上述不足，可以更有效地提高钢琴学习者的学习效率及学习热情，从而使坚持学习的人数增多，间接带动实体教育的发展。

另一方面，目前学习钢琴的成年人数量较少，属于尚未全面开拓的市场。成年人的学习更偏重于娱乐性和休闲功能，随着智能钢琴的出现以及互联网互动教育的普及推广，未来这一消费群体将会不断扩大。

此外，钢琴培训机构较分散，层次不一。行业领导者涉足线上教育，实现钢琴教育资源的整合利用，有利于全国性大品牌培训机制的出现。

图表 15. 线上教育有助于改善钢琴教育的现状



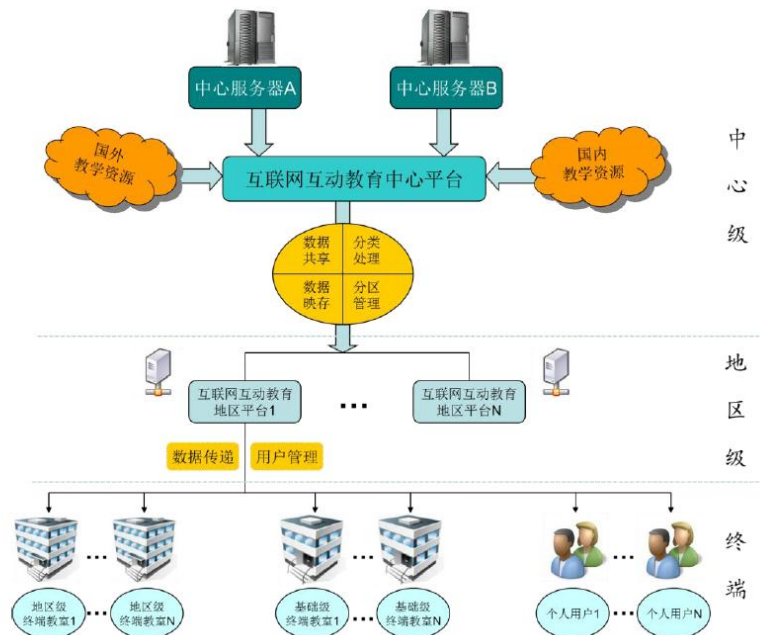
资料来源：中银国际整理

今年 3 月，公司公告拟非公开发行 1350 万股，建设智能钢琴及互联网配套系统研发与产业化项目，完善公司在钢琴教育领域的布局。

互联网互动教育平台具备教育资源整合处理和教育管理能力。互联网互动教育平台分为中心级、地区级和终端：中心平台具备整体网络服务、教育资源、运营服务的功能，具备管理全部级别网络的能力；地区平台具备本地区网络服务、地区级教育资源、运营服务的功能，具备管理地区级网络及本地区个人终端用户的能力；终端包括地区级终端教室、基础级终端教室和个人用户。

图表 16. 公司互联网互动教育平台层级示意图

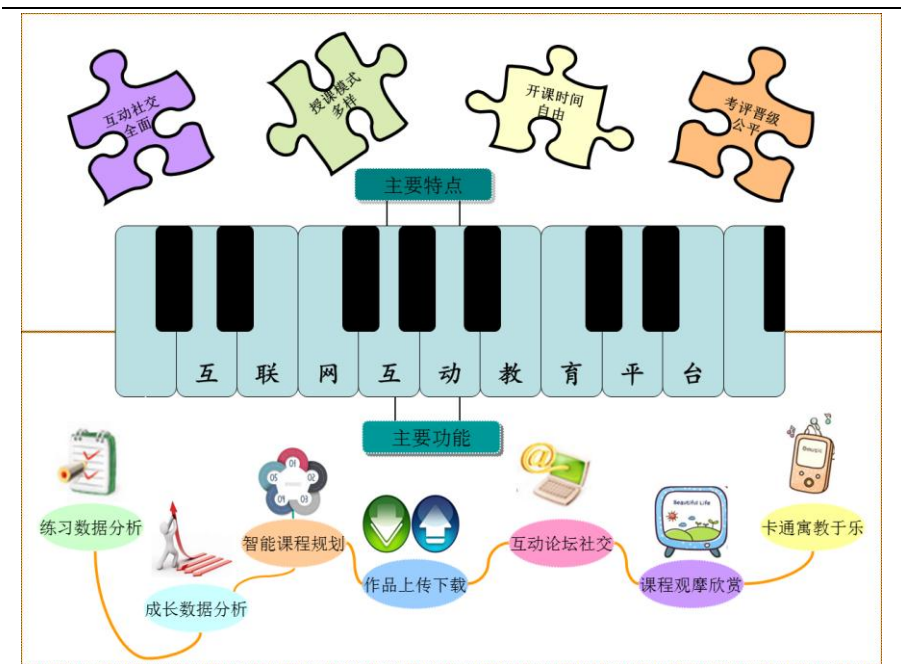
海伦钢琴互联网互动教育平台层级示意图



资料来源：公司公告

互联网将对钢琴教学展开革命性变革，兼具提升教学效率与教学娱乐性。互动平台实现了钢琴教育的远程化、网络化，形成自身独特的功能，具体包括练习数据分析、成长数据分析、智能课程规划、作品上传下载、互动论坛社交、课程观摩欣赏、卡通寓教于乐等。

图表 17. 公司互联网互动教育平台的功能与特点



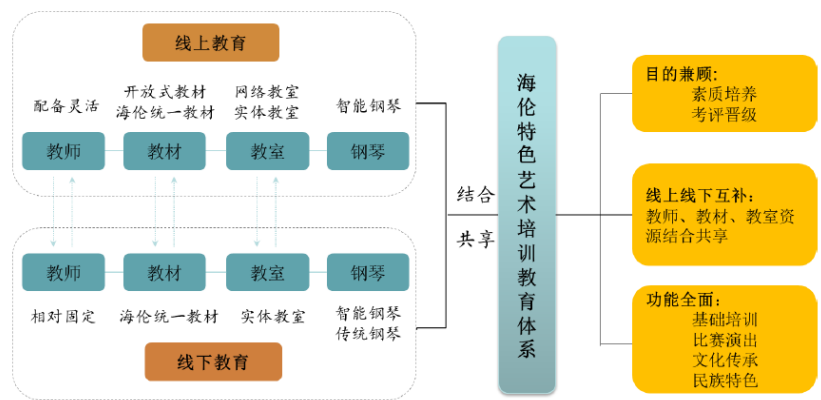
资料来源：公司公告

2.3 新模式与品牌、渠道优势相辅相成

公司知名度高，开展艺术教育处在有利地位。公司在业内有较高美誉度，2008-2010年在本土品牌钢琴生产企业中，公司钢琴销售额连续三年均位列第三名，出口额均位列第二名；在国内钢琴生产企业中，公司钢琴销售额连续三年位列第五名。同时，作为唯二的钢琴上市公司（另一家是珠江钢琴），公司拥有较高的群众认识度。

通过经销商渠道整合线下培训机构，实现线下、线上相辅相成。公司旗下有300多个经销商，经销商拥有较多培训学校资源，能够协助公司做线下整合。而互联网项目将推动线上和线下艺术培训教育的融合发展，产生协同效应，进一步扩大艺术培训教育人群。

图表 18. 公司线上、线下艺术培训示意图



资料来源：公司公告

艺术教育享政策春风，行业前景值得看好

3.1 社会环境有利艺术教育发展，公司转型顺应趋势

政策、社会、经济三因素推动艺术教育发展，公司由钢琴教育为起点切入艺术教育恰逢其时。我国的艺术教育已经到了高速发展的时段，政策对于文化产业的推动、社会群众对文娱的诉求以及经济实力的具备将推动我国艺术教育市场扩容。公司从钢琴制造商向艺术教育转型恰逢其时。

图表 19. 我国艺术教育成长动因

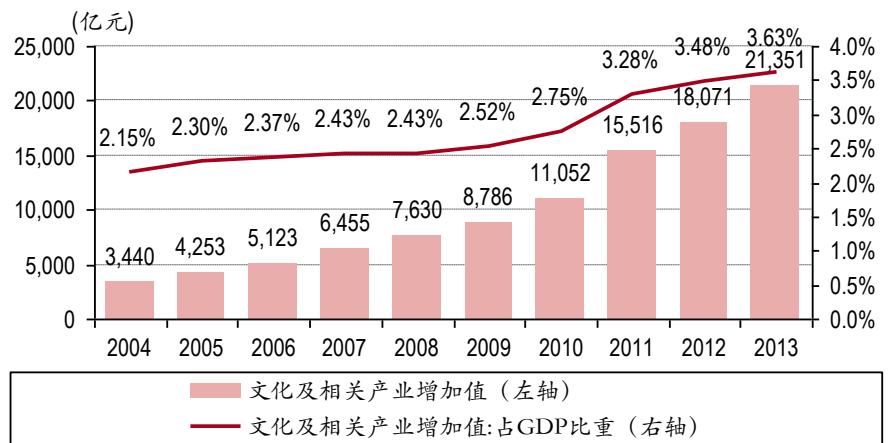
政策因素	文化强国战略为艺术教育培训行业提供了发展空间	党的十七届六中全会提出“建设社会主义文化强国”的战略目标。
	国家“扩大内需”政策为艺术教育培训行业注入发展动力	中国人均 GDP 已超过 2000 美元，消费升级将给相关的产品和服务行业提供前所未有的发展机遇，包括教育服务业在内的服务业顺应了现代消费需求和消费方式的发展趋势。
	国家支持民办教育是艺术教育产业的发展契机	中国绝大多数艺术教育机构都属于民办教育的范畴。2010 年发布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010—2020 年)》明确提出，民办教育是教育事业发展的重要增长点和促进教育改革的重要力量。
社会因素	少儿基数	我国当前 2~12 岁少儿超过 2.2 亿，基数庞大，少儿教育面临前所未有的发展空间。随着我国民众对子女教育认识逐渐提高，社会竞争日益激烈，少儿接受教育年龄逐渐提前。
	素质教育	当前素质教育已成为主流教育，作为素质教育的一个重要组成部分的艺术培训越来越受到人们的重视。
	升学刺激	部分普通高校为活跃校园文化生活，推进学校素质教育，每年都会录取一些成绩达到一定要求，又有艺术专长的考生
	全民娱乐	各大电视台便纷纷筹备大型选秀活动，截止到目前为止，全国大大小小的“选秀”活动已经多达 500 多种，整个社会几乎都成了一个大秀场，而选出的“秀星”虽然五花八门、风格迥异，但艺术才能都是重要的评比手段。
经济因素	教育消费已成为家庭消费重点	根据国家教育部《全国教育事业统计公报》，未来 5 到 10 年，中国教育培训市场潜在规模将达到 5000 亿元。尤其是中小学的教育培训，超出 3000 多亿的市场，并且正以每年 30% 速度急速增长，每年参加各类培训的青少年儿童超过 1 亿人次。
	家庭对艺术教育的投入不断增加	家长们在让孩子接受正规学校教育的同时，对孩子的特长教育也不放松，许多家庭把大量资金用到培养孩子弹琴、书法等特长教育上。

资料来源：中银国际整理

3.2 文化强国战略循序渐进，文化产业增加值占比逐年提高

文化产业受扶持力度大。国家十二五规划指出将加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。《文化部“十二五”时间文化改革发展规划》提出：“‘十二五’期间，文化产业增加值年平均现价增长速度高于 20%，2015 年比 2010 年至少翻一番，实现倍增”。**乐器方面**，《中国乐器行业“十二五”发展规划》中强调：“‘十二五’期间将加强品牌建设与产业结构调整，重点培养一批拥有自主创新能力和自主品牌，致力于管理体制创新、发展模式创新、对拉动产业升级有示范作用的骨干企业”。

预计文化产业增加值占 GDP 比重将继续提升。根据国家统计局数据，2013 年，我国文化产业增加值为 2.14 亿元，2010-2013 年 CAGR 为 24.54%。2013 年文化产业增加值占 GDP 比重为 3.48%。由于文化产业增加值统计方式存在差异，将各国数据单独截取进行对比意义不大。根据世界知识产权组织的统计数据，2013 年，约 3/4 的经济体文化产业占 GDP 在 4.0%~6.5% 之间，美国该比重高达 11.3%，韩国约 10%，中国略超 6%，尚有较大增长空间。

图表 20. 2004-2013 文化产业增加值及占 GDP 比重一览


资料来源: 国家统计局

3.3 艺术教育扶持政策频出, 行业前景值得看好

金字塔倒置问题待解决, 中小学、民间艺术教育受重视。理想的艺术教育应该整体呈现金字塔形, 即最大规模的应该是面向全体公民的艺术素养培养。但现今教育体系中高等、专业艺术教育过多, 随之产生的艺术类毕业生数量严重过剩, 而公民艺术教育资源较少, 形成了不健康的“倒金字塔”状态。

2014 年初教育部下发的《关于推进学校艺术教育发展的若干意见》中提出, 2015 年开始对中小学校和中等职业学校学生进行艺术素质测评。艺术素质测评将纳入学生综合素质评价体系以及教育现代化和教育质量评估体系, 并将测评结果记入学生成长档案, 作为综合评价学生发展状况的内容之一, 以及学生中考和高考录取的参考依据。这一举措表明政府对提升中小学艺术素养的高度重视。

国务院发布加强和改进美育工作意见, 推进美育改革。美育是整个教育体系中的薄弱环节, 今年 9 月 15 日, 国务院办公厅印发《关于全面加强和改进学校美育工作的意见》, 推进美育改革发展。该意见提出的总体目标包括: 到 2018 年, 美育资源配置逐步优化, 管理机制进一步完善, 各级各类学校开齐开足美育课程; 到 2020 年, 初步形成大中小幼美育相互衔接、课堂教学和课外活动相互结合、普及教育与专业教育相互促进、学校美育和社会家庭美育相互联系。同时, 意见还提出了构建科学的美育课程体系、大力改进美育教育教学、统筹整合学校和社会教育资源、保障学校美育健康发展等细则。

图表 21. 国务院《关于全面加强和改进学校美育工作的意见》摘要

总体目标	2015 年起全面加强和改进学校美育工作。到 2018 年, 取得突破性进展, 美育资源配置逐步优化, 管理机制进一步完善, 各级各类学校开齐开足美育课程。到 2020 年, 初步形成大中小幼美育相互衔接、课堂教学和课外活动相互结合、普及教育与专业教育相互促进、学校美育和社会家庭美育相互联系的具有中国特色的现代化美育体系。
构建科学的美育课程体系	科学定位美育课程目标; 开设丰富优质的美育课程; 实施美育实践活动的课程化管理。
大力改进美育教育教学	深化学校美育教学改革; 加强美育的渗透与融合; 创新艺术人才培养模式; 建立美育网络资源共享平台; 注重校园文化环境的育人作用; 加强美育教研科研工作。
统筹整合学校与社会美育资源	采取有力措施配齐美育教师; 通过多种途径提高美育师资整体素质; 整合各方资源充实美育教学力量; 探索构建美育协同育人机制。
保障学校美育健康发展	加强组织领导; 加强美育制度建设; 加大美育投入力度; 探索建立学校美育评价制度; 建立美育质量监测和督导制度。

资料来源: 中银国际整理

从艺术教育政策的倾向性，可以确定提升全民艺术培训的必要性，我们认为艺术教育的市场规模受政策推动进一步扩大，而发展民间艺术培训的环境也将更加宽松，艺术教育行业的景气度将有所提升。

3.4 民办教育地位提升，营利性放开有利整合

涵盖了教育法、高等教育法、民办教育促进法修正的《教育法律一揽子修正案（草案）》已经进入立法程序，修正案明确了对民办学校实行分类管理，允许兴办营利性民办学校，这一法律的修改，将解决长期以来影响教育产业化的民办教育盈利性问题，为资本进入教育产业打开大门。

图表 22. 民办教育政策进程

时间	政策法规	内容
1997年7月	《社会力量办学条例》 (已取代)	将企业事业组织、社会团体及其他社会组织和公民个人利用非国家财政性教育经费，面向社会举办学校及其他教育机构的活动作为社会主义教育事业的组成部分
2003年9月	《中华人民共和国民办教育促进法》	国家对民办教育实行“积极鼓励、大力支持、正确引导、依法管理”的方针政策
2004年4月	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	
2010年7月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要(2010-2020年)》	提出要大力支持民办教育，依法管理民办教育，“积极探索营利性和非营利性民办学校分类管理”
2012年6月	教育部《关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》	鼓励和引导民间资金进入教育领域
2013年11月	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	鼓励社会力量兴办教育
2015年	《教育法律一揽子修正案(草案)》(立法程序)	明确了对民办学校实行分类管理，允许兴办营利性民办学校

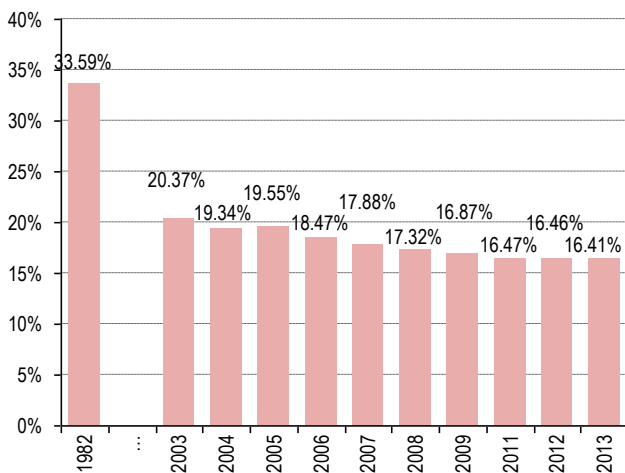
资料来源：中银国际整理

音乐培训的主力以民间投资为主，长期以来处于分散的格局，缺少大的全国性品牌，盈利性放开后，艺术培训学校的整合存在条件，全国性的培训机构有望逐渐出现。

3.5 人口状况不容乐观，艺术教育前景受益于二胎放开预期

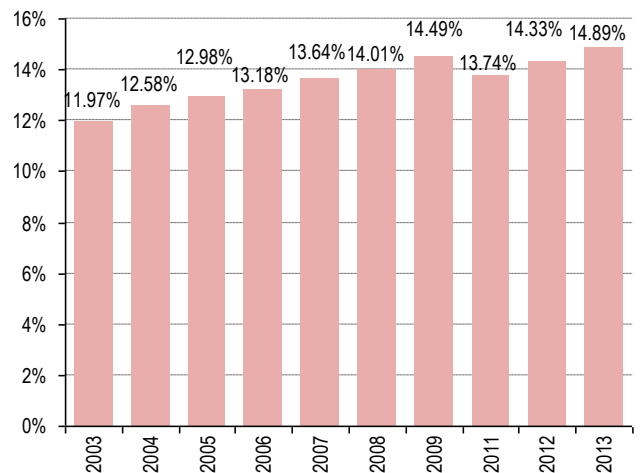
我国已进入严重少子化、老龄化社会，单独二胎政策影响有限。2013年，我国0-14岁人口比例为16.41%，60岁以上人口比例为14.89%，已进入严重少子化和老龄化社会。自2013年年底实施单独二胎政策以来，截至2015年5月，申请单独二胎的仅有145万对，占具备资格人群（符合政策的1100万对）的13%左右，占我国每年出生人口的10%不到，对人口趋势的影响十分有限。人口比例的失衡将影响我国经济发展，给社会带来负担，该问题已成为社会关注焦点。

图表 23. 1982-2013 我国 0-14 岁人口占比



资料来源：国家统计局，中银国际整理

图表 24. 2003-2013 我国 60 岁以上人口占比



资料来源：国家统计局，中银国际整理

全面二胎呼声大，艺术教育前景受政策预期催化。全面放开二胎的呼声由来已久，7月10日，在卫计委的例行发布会上，卫计委首次就全面放开二胎的问题做出正式回应。卫计委计划生育基层指导司司长杨文庄表示，将“按照中央的部署，依照法定程序，逐步调整完善生育政策，抓紧推进有关工作”。十八届五中全会即将于10月26日至29日召开，会议以研究制定中国第十三个五年规划建议为主要议程，届时，备受关注的生育政策有望成为规划议题。青少年和幼儿是当前艺术教育消费的主力军，二胎政策放开预期使得行业前景提升被看好。

盈利预测和假设

结合国内钢琴市场增速平缓的情况，我们预计 2015-2017 年公司立式钢琴销售收入增速分别为 7%，6%，5%；三角钢琴收入增速分别为 17%，12%，10%。

2016 年公司钢琴业务贡献净利润 3000 万元，鉴于我国钢琴消费仍有较大潜力，以及伴随公司线上教育的开展，智能钢琴将对钢琴业绩有所贡献，我们给予公司钢琴业务 30 倍市盈率，对应市值 9 亿元。

图表 25. 2013-2017 收入拆分及预测 (百万元)

盈利预测及主要项目假设	2013	2014	2015E	2016E	2017E
立式钢琴	254.70	268.44	288.39	305.94	322.12
同比增长(%)	20.24	5.39	7.43	6.09	5.29
三角钢琴	43.95	41.73	48.83	54.77	59.99
同比增长(%)	0.43	(5.05)	17.00	12.18	9.52
钢琴配件	18.13	18.62	16.76	16.76	16.76
同比增长(%)	(12.15)	2.70	(10.00)	0.00	0.00
码克	7.74	9.10	9.00	3.56	3.73
同比增长(%)	(21.32)	17.53	(1.10)	(60.49)	4.83
毛利率(%)					
其中：立式钢琴(%)	31.15	27.16	27.36	27.36	27.86
三角钢琴(%)	33.18	32.43	32.43	32.43	32.93
钢琴配件(%)	25.61	19.64	20.14	20.64	21.14
码克(%)	12.32	8.96	8.96	8.96	8.96
费用率(%)					
销售费用率(%)	6.76	5.37	5.50	5.50	5.50
管理费用率(%)	13.73	12.66	13.00	12.5	12.5

资料来源:公司资料, 中银国际证券

为了对公司艺术教育业务进行预测，我们作如下假设：1，假设自 2015-2020 每年新增网点数量为 12、20、25、30、30、25。2，假设公司率先合作的网点规模较大，之后呈下降趋势，新增网点的平均学员数分别为 2500、1500、1200、1000、1000、1000。3，公司互联网教学吸引力强，且培训项目范围加宽，假设已经设立的网点学员的年增长率均为 10%。4，随着教学质量提升，家庭收入增加以及对艺术教育的重视程度增强，培训公司人均收费逐年递增。5，净利率维持在 15%。6，公司 2016 年起对培训学校逐批进行控股收购，平均股权比例逐年提升。

按照上述假设，我们预测公司展开艺术教育业务 5 年后，2020 年归属于公司净利润为 1.35 亿元。鉴于市场对于教育行业的热情，我们给予公司 2020 年 60 倍市盈率的估值（新南洋动态市盈率 86，全通教育 420），对应 2020 年市值 80.82 亿元，按 15% 的折现率对应 2016 年市值 46.21 亿元。

公司 2016 年钢琴和艺术教育市值加总为 55.21 亿元，对应股价为 22.89 元/股，首次覆盖给予买入评级。

图表 26. 2015-2020 公司艺术教育业务盈利预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
新增网点	12	20	25	30	30	25
累计网点数量	12	32	57	87	117	142
新增网点的平均学员数	2,500	1,500	1,200	1,000	1,000	1,000
新增网点学员总数	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	25,000
旧网点学员年增长率(%)	10	10	10	10	10	10
旧网点学员总数		88,000	129,800	175,780	226,358	281,994
累计学员数	80,000	118,000	159,800	205,780	256,358	306,994
人均收费	5,500	5,800	6,000	6,200	6,500	6,500
营业收入	440	684	959	1,276	1,666	1,995
净利率(%)	15	15	15	15	15	15
净利润	66	103	144	191	250	299
平均持股比例(%)	12	25	30	35	40	45
归属公司的净利润	8	26	43	67	100	135

资料来源：中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	339	353	379	497	620
销售成本	(237)	(259)	(277)	(349)	(425)
经营费用	(60)	(51)	(48)	(55)	(66)
息税折旧前利润	42	44	54	93	129
折旧及摊销	(12)	(16)	(20)	(23)	(25)
经营利润(息税前利润)	29	28	34	70	104
净利息收入/(费用)	6	5	4	4	5
其他收益/(损失)	(5)	(15)	(18)	(21)	(26)
税前利润	38	30	37	73	104
所得税	(5)	(4)	(4)	(7)	(10)
少数股东权益	(1)	(0)	(0)	(10)	(19)
净利润	32	26	33	56	75
核心净利润	25	23	30	53	72
每股收益(人民币)	0.134	0.106	0.136	0.230	0.312
核心每股收益(人民币)	0.102	0.095	0.124	0.219	0.300
每股股息(人民币)	0.000	0.022	0.017	0.034	0.069
收入增长(%)	0	4	7	31	25
息税前利润增长(%)	0	(4)	20	107	48
息税折旧前利润增长(%)	0	5	23	72	39
每股收益增长(%)	(44)	(20)	27	70	36
核心每股收益增长(%)	(44)	(7)	31	76	37

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	38	30	37	73	104
折旧与摊销	12	16	20	23	25
净利息费用	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
运营资本变动	(26)	(15)	13	0	0
税金	5	4	4	7	10
其他经营现金流	0	(28)	(41)	(90)	(105)
经营活动产生的现金流	28	5	33	12	33
购买固定资产净值	(98)	(4)	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	48	(22)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(51)	(25)	(50)	(50)	(50)
净增权益	67	0	107	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(5)	(4)	(8)	(17)
其他融资现金流	(92)	(16)	19	15	22
融资活动产生的现金流	(25)	(22)	122	6	5
现金变动	(47)	(42)	106	(32)	(12)
期初现金	209	164	269	238	226
公司自由现金流	(18)	(16)	(14)	(35)	(14)
权益自由现金流	(21)	(19)	(16)	(37)	(16)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	209	164	269	238	226
应收帐款	79	86	93	122	152
库存	143	163	175	220	268
其他流动资产	13	23	25	32	39
流动资产总计	444	437	561	611	685
固定资产	195	197	238	268	295
无形资产	24	23	21	19	17
其他长期资产	9	11	2	1	1
长期资产总计	229	232	262	289	315
总资产	672	668	823	901	999
应付帐款	50	49	53	67	81
短期债务	49	37	50	50	50
其他流动负债	45	35	37	43	50
流动负债总计	144	121	139	160	181
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	134	134	241	241	241
储备	386	406	435	482	541
股东权益	520	540	676	723	782
少数股东权益	7	7	8	17	36
总负债及权益	672	668	823	901	999
每股帐面价值(人民币)	2.16	2.24	2.8	3	3.24
每股有形资产(人民币)	3.71	3.86	2.72	2.92	3.17
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.19)	(0.95)	(0.91)	(0.78)	(0.73)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.4	12.4	14.3	18.7	20.8
息税前利润率(%)	8.7	8.0	9.0	14.1	16.8
税前利润率(%)	11.2	8.4	9.8	14.6	16.8
净利率(%)	9.5	7.3	8.6	11.2	12.1
流动性					
流动比率(倍)	3.1	3.6	4.0	3.8	3.8
利息覆盖率(倍)	8.2	11.4	17.1	30.5	45.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	2.3	2.8	2.4	2.3
估值					
市盈率(倍)	114.6	144.1	113.2	66.6	49.1
核心业务市盈率(倍)	150.1	161.8	123.8	70.2	51.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	224.0	241.4	184.7	104.7	76.2
市净率(倍)	7.1	6.8	5.5	5.1	4.7
价格/现金流(倍)	130.1	717.0	110.6	314.0	113.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.5	81.5	64.4	37.8	27.4
周转率					
存货周转天数	219.8	215.7	222.7	206.4	209.7
应收帐款周转天数	85.3	89.4	86.4	78.7	80.5
应付帐款周转天数	53.6	51.1	49.3	43.9	43.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	20.9	12.3	14.8	22.1
净资产收益率(%)	6.2	4.8	5.4	7.9	10.0
资产收益率(%)	3.8	3.7	4.1	7.3	9.9
已运用资本收益率(%)	5.9	5.5	5.6	9.6	13.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

珠江钢琴(002678.CH/人民币 16.14, 未有评级)

新南洋(600661.CH/人民币 29.90, 未有评级)

全通教育(300359.CH/人民币 99.30, 未有评级)

以2015年10月19日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371