

买入 (维持)

TEDU.US 达内科技

目标价: 14.52 美元

尝试等级划分课程, 微调提价策略

预期升幅: 35.8%

2016 年 03 月 14 日

市场数据

报告日期	2016.3.14
收盘价(美元)	10.69
总股本(亿 ADS)	0.54
总市值(亿美元)	5.83
净资产(亿美元)	2.06
总资产(亿美元)	2.54
每股净资产(美元)	3.77

数据来源: Wind

相关报告

达内科技 (TEDU.US) 深度报告
《IT 职业培训龙头, 改革&互联网双驱动》20150310

达内科技 (TEDU.US) 跟踪报告
《汇率不影响经营, 综合性培训机构雏形已现》20150820

达内科技 (TEDU.US) 跟踪报告
《新增儿童编程课程, 进一步提升中心使用率》20151125

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

主要财务指标

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	189,189	239,831	302,180	377,719
同比增长(%)	38.90%	26.77%	26.00%	25.00%
净利润(千元)	28,709	39,043	49,619	62,125
同比增长(%)	16.27%	35.99%	27.09%	25.21%
毛利率(%)	71.68%	72.00%	72.10%	72.20%
净利润率(%)	15.17%	16.28%	16.42%	16.45%
净资产收益率(%)	14.76%	17.30%	18.38%	19.06%
基本 EPS(元)	0.534	0.726	0.923	1.155

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **事件:** 参加了达内科技业绩电话会议并在后续与管理层进行交流。
- **我们的观点:** 整体学生增速超预期, 另外学习中心利用率上升以及百度广告折扣在 2015H2 全面体现, 2015 年业绩超预期前期预测。我们认为达内科技的 O2O 模式成熟而且独特, 在 IT 培训这细分领域中市场份额会持续提升, 并持续受益于在线教育培训市场的整体增长。在 IT 课程持续保持增速、新增非 IT 课程以及规模化效应提高的多重因素推动下, 我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上。
- **尝试等级划分课程, 微调提价策略:** 2016 年 3 月的 1000 元提价中只会针对 1 线城市以及需求比较旺盛的地区, 其他地区维持原价。另外 2016 年会在 5 个课程当中实施基础班和高级班的划分。其中基础班按原始价格, 而高级班要贵约 2000 元左右。
- **继续开拓 3 线城市:** 我们认为 2、3 线城市的在线培训市场潜力巨大, 在优质师资缺乏的情况下, 达内的 O2O 模式很好的满足了当地的需求; 另外, 达内提供的毕业生的业推荐(推荐到至省会城市以及 1 线城市的公司)对于 3 线城市的年轻人有着极大的吸引力。
- **盈利预测及估值:** 我们对原有盈利预测进行了调整, 主要是收入和毛利率的调整。我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上, 2016/2017/2018 年收入预测分别为 2.40/3.02/3.78 亿美元, 利润分别为 3904/4962/6213 万美元。我们维持达内科技【买入评级】, 给予目标价 14.52 美元, 对应 2016 年 20 倍 EPS。
- **风险提示:** 未来可能出现教育政策变动、中国经济发展下滑、国际教育未来需求等因素, 会对公司后续的扩张计划以及招生计划形成负面影响。

报告正文

- **我们的观点：**整体学生增速超预期，另外在学习中心利用率上升和百度广告折扣的全面体现的推动下，整体 2015 年业绩超过前期预期。我们认为达内科技的 O2O 模式成熟而且独特，在 IT 培训这细分领域中市场份额会持续提升，并持续受益于在线教育培训市场的整体增长。在 IT 课程持续保持增速、新增非 IT 课程以及规模化效应提高的多重因素推动下，我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25% 以上。
- **2015Q4 业绩超预期：**公司 2015Q4 收入 5996.5 万美元，同比增长 51.2%；净利润 1449.5 万美元，同比增长 92.2%；毛利率为 74.8%，高于去年同期的 72.7%。本季度注册学生人数为 22781，同比增长 41.7%；注册课程数 23466，同比增长 36.8%；总座位数 42434，同比增长 34.5%；学习中心总数本季度增加 6 个至 134 个。业绩超预期主要由于以下几方面的综合因素影响：1) Q3 和 Q4 注册学生数增长高于预期，在 40% 左右。2) 毛利率上升与使用率上升以及 Q3 没有新增学习中心有关。3) 百度的折扣全面体现，推广费用增速放缓。4) 部分前期注册的学生推迟至 Q4 才上课并确认收入，使得部分确认收入与注册课程数出现时间错配。
- **2015 全年业绩概要：**公司 2015 全年收入 1.89 亿美元，同比增长 38.9%；净利润 2870 万美元，同比增长 16.3%；毛利率为 71.7%，高于去年同期的 71.3%。全年注册学生人数为 84041，同比增长 40.2%；注册课程数 78729，同比增长 35.1%；总座位数 42434，同比增长 34.5%；学习中心全年净增加 16 个至 134 个。全年毕业生就业率继续维持在 95% 以上。
- **定价策略调整，尝试等级划分课程：**过去达内科技的定价都是按每年 1000 元的幅度提价，而且除了学校渠道合作课程有一定优惠之外，其他基本所有课程统一收费。管理层表示 2016 年开始会有所调整，在 2016 年 3 月的 1000 元提价中只会针对 1 线城市以及需求比较旺盛的地区（约 10 个地区左右）中进行，而其他地区将会维持原有价格。另外 2016 年会在 5 个课程当中实施基础班和高级班的划分。其中基础班按原始价格，而高级班要贵约 2000 元左右。我们认为等级划分可以很好的区分学员，更有针对性的进行教学辅导；同时从盈利角度来看，也更好的做到价格区分，高端产品可以更好的吸引一些原来就有 IT 基础的学员，而且等级的存在也让原来基础班的学员有一个进阶学习的选项，对于公司是增加单个学员的潜在商业价值。我们预计高级班的略高定价会抵消掉 2、3 线城市今年不涨价的负面因素，所以全年的平均课程单价维持在原来 5%-6% 之间的预测。
- **继续开拓 3 线城市：**2015Q4 进入三个新的 3 线城市，管理层对非 1 线城市的培训市场表示乐观态度。我们认为 2、3 线城市的在线培训市场潜力巨大，在优质师资缺乏的情况下，达内的 O2O 模式很好的满足了当地的需求；另外，达内提供的毕业后就业推荐（推荐到至省会城市以及 1 线城市的公司）对于 3 线城市的年轻人有着极大的吸引力。达内科技在过去已经成功的进入不少 3 线城市，我们认为公司有足够的经验和能力进一步开拓非 1 线城市的在线培训市场。
- **儿童课程进展值得期待：**11 月份达内科技在北京推出了以中小学生为教学对象的儿童编程课程【童程】以及儿童电脑美术课程【童美】。课程根据儿童的兴趣进行了特别的设计，加入了游戏及其他趣味元素，而课程从基础到进阶分为了 4 个等级，提供了一个较为丰富

的学习内容。目前，儿童课程只在北京地区开展，更多的是利用学习中心闲置的时间段进行，例如平日的晚上和周末。2015Q4 报名人数为 128 人，我们预计在今年会扩张至其他地区，但整体收入贡献将十分有限。我们认为是值得期待的新业务，因为单项目来看是盈利的，基本使用的都是原有学习中心的空闲时间段，而且推广和研发投入都不需要太多。

- **目标总座位增长取代新增学习中心数：**我们观察到公司在增加产能（座位数）的策略上有一定改变，在公司 2015Q2 开始提供总座位数之后，我们更为关注的是座位数的增长而不是新增学习中心的数量，而新增学习中心的关注点主要在于新进入的城市。从新增学习数量来看，全年增加 16 个，是远低于年初 30-35 个的计划，但是座位数增长了 34.5%是达到预期的。部分地区利用扩大原有中心面积的方式取代新增学习中心，我们认为这更有效的提高每个中心的利用率，同时前期准备时间和空置率也会低于从新开一个新的中心，最后在毛利率的提升已经有所反应。公司预计未来总座位数的增速会与学生增速匹配，在 20-25%之间。
- **TM00C 的发展仍在进行，但费用在控制范围内：**截止至 2015 年年末，TM00C 注册人数较 2015Q3 增加了 2 万人至 16 万人，视频内容较 2015Q3 增加 3000 小时至 1.3 万小时，VIP 付费客户较 2015Q3 增加约 3000 人至 1.25 万人。公司对于 TM00C 的发展仍在按计划推进，并没有进行大规模的广告投入，目前基本做到盈亏平衡，所以投入费用对整体业绩的影响不会太大。
- **应收账款计提是历史遗留问题：**目前公司有 6 家合作的金融机构，分别为两家商业银行，中国银行和北京银行，以及 4 家 P2P 公司，宜信、人人贷、阿里小贷和百度贷款。我们认为坏账的计提很大部分已经在 2014 年和 2015 年进行了，预计 2016 年会进一步减少。同时，目前【先就业后付款】学生人数的占比已经下降至 14%-15%左右，而 2013 年最高占比达到 35%，我们认为应收账款计提仅仅是历史的问题，对未来业绩影响不大。
- **2016Q1 指引：**公司预计 2016 年 Q1 总营收将在 3850-3950 万美元，同比增长 37%-40%；2016 年全年总营收将在 2.3-2.36 亿美元，同比增长 22%-25%。
- **首次派息 0.15USD/ADS：**公司宣布每 ADS0.15 美元股息，登记日 2016 年 4 月 6 日，派息日预计在 2016 年 5 月 30 日或之前。
- **盈利预测及估值：**根据公司的最新经营情况，我们对原有盈利预测进行了调整，主要是收入和毛利率的调整。1) 收入变化不大，仅仅 1 线城市的提价与高端班的结合预计整体平均单价上升 5%左右，而报名学生数略有做了一定调整。2) 毛利率略微上调以反映规模化效应的进一步提升和整体利用率的上升。另外扩大原有学习中心面积来增加座位数的模式比新增学习中心的空置时间要短，也有利于提高整体毛利率。我们预计达内科技未来 3 年收入及利润年复合增长率能保持在 25%以上，2016/2017/2018 年收入预测分别为 2.40/3.02/3.78 亿美元，利润分别为 3904/4962/6213 万美元。我们维持达内科技【买入评级】，给予目标价 14.52 美元，对应 2016 年 20 倍 EPS。

图表 1：达内科技盈利预测

	原盈利预测			更新后盈利预测			
利润表	2015E	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2018E
收益	183,058	240,197	302,162	189,189	239,831	302,180	377,719
销售成本	-54,002	-69,897	-85,814	-53,569	-67,153	-84,308	-105,006
毛利	129,056	170,300	216,348	135,620	172,678	217,872	272,713
其他收入	-1,014	2,354	3,052	1,897	2,354	2,589	2,848
销售开支	-60,958	-76,623	-95,181	-61,824	-76,746	-96,395	-120,870
行政开支	-38,900	-48,760	-60,130	-40,359	-48,686	-61,040	-75,921
研发成本	-7,487	-9,728	-11,935	-8,113	-9,833	-12,389	-15,486
总经营费用	-108,359	-132,757	-164,195	-108,399	-132,910	-167,236	-209,430
利息收入	8,327	10,035	12,074	6,863	3,613	4,496	5,745
除税前利润	29,024	47,578	64,228	29,346	43,381	55,132	69,028
所得税	-2,902	-7,137	-9,634	-637	-4,338	-5,513	-6,903
盈利	26,121	40,442	54,593	28,709	39,043	49,619	62,125
EPS - 基本	0.514	0.796	1.074	0.534	0.726	0.923	1.155
EPS - 摊薄	0.478	0.740	0.999	0.489	0.694	0.923	1.155

资源来源：公司资料，兴业证券研究所

- **风险提示：**新学习中心的建设和使用率不及预期；在线教育竞争加剧；新课程增长可能不及预期。

业绩会议主要 Q&A

Q1 有多少学生获得了达内科技的贷款？

2015 年全年 14%左右的报名学生仍然在公司的“先就业后付费”计划中，主要都是大学渠道的大学生。这个百分比已经比之前有大幅下降了。另外总报名学生的 50%左右是通过与公司合作的第三方贷款机构获得贷款然后全额支付给达内。剩下的 35%是没有贷款的自费学生。

Q2 递延收入增速为什么慢于 2016Q1 收入指引的增速？

这与春节的时间点有关，今年的春节在 2 月初，而达内一般都每个月末开新课，所以 2016 年的春节时间点更好，2 月份有开新课。2015 年春节在 2 月底，所以当月没有开新课。另外 1 月 1 日开始报名的学生都不会计入 2015Q4 的递延收入当中。

2016Q1 多了 2 月底的开班，收入增速较高，而递延收益并没有反应这一点。

Q3 2015Q4 同比毛利率上升，但是为什么学习中心利用率会下降？

学习中心的利用率一般是按某个时间点来计算的，在第四季度末新开了学习中心，同时也扩充了部分学习中心的面积，在季度末的使用率计算的时候有所下降，但这并不代表整个季度的使用率下降了。

Q4 童程童美课程的收入贡献有多少，2016Q1 或者全年预计收入占比有多少？

儿童课程在 2015 年 12 月才推出，在第四季度总报名人数才 128 人，所以收入占比非常少。公司公布的报名学生人数和报名课程数都没有包括儿童课程，预计在未来报名人数更多的时候会另外披露。从收入占比来看，2016 年全年也将仍然比较少，未来当达到一定程度之后会给与披露。

Q5 2015Q4 的课程单价为什么增长那么高，有 11%，主要是什么原因？

全年来看，单价只增长了 2.8%，下半年的话也不到 5%。2015Q4 较高的价格主要是会计处理做得不够到位，因为有部分大学渠道的学生在之前就报名了，但是推迟了上课的时间，但是在报名的时候已经计入报名人数然后直接除以 4 个月来计算后续的报名课程数了，但是因为课程没有上，所以没有确认收入。总的来说，就是这部分学生的收入确认与报名课程数的确认存在了时间差，所以导致第四季度的价格较高，公司未来会尽量提高这方面的处理方式。

Q6 2015 年 3 月课程都涨价 1000 元了，那么 2016 年 3 月也会加价吗？

今年 3 月会继续加价，但是不是所有地区，在 1 线和需求比较旺盛的市场会加价，但是其他城市不会加。加价幅度也在 1000 元左右。另外今年会推出基础班和高级班，计划 5 门课程会实施，他们之间的价差在 2000 元左右。

Q7 可以介绍一下与阿里云的合作吗？

与阿里云的合作会集中在云技术和大数据方面的培训，具体会融入现有的 5 个课程当中，例如，阿里云会为 Java 课程提供培训平台和证书。与阿里云的合作可以吸引更多的学生，同时也增强了公司的品牌。

Q8 未来会有什么新课程推出吗？

童程童美是 2015 年底新推出的儿童 IT 课程，是今年的主要发展课程之一。另外

就是把单一的课程按照难度区分为基础班和高级班，先试行的课程有 5 门，所以可以说这是新增的 5 门课程了。

Q9 今年的座位数增长是 30%，那么未来的增长预计是什么情况？

公司预计未来 3 年的座位数增长在 20-25%之间。

Q10 公司持续的进入新的 3 线城市，2014Q4 进入了 3 个新的城市，公司是怎么看到这些非 1 线城市的市场？

公司在过去进入这类 3 线城市已经取得了不错的成绩。基本上 60-70%毕业的学生可以进入当地省会城市工作，甚至到 1 线城市工作，剩下的 30-40%的学生在本地都能找到不错的工作，工资也有 3000-4000 的水平。所以，基本上 6 个月就能赚回给出的学费，对于学生来讲还是不错的投资。公司对于 3 线城市的市场规模并不是十分担心，而且公司在过去已经在 3 线城市中获得成功。

附表

资产负债表

单位：千美元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
物业、厂房及设备	19,691	19,154	18,425	10,771
定期存款	17,591	17,591	17,591	17,591
应收账款	1,197	1,197	1,197	1,197
其他固定资产	11,875	11,875	11,875	11,875
固定资产合计	50,353	49,817	49,088	41,434
应收账款	22,637	32,854	41,395	51,742
递延所得税	10,179	10,179	10,179	10,179
现金及存款	162,796	196,283	246,380	316,066
其他流动资产	8,730	8,730	8,730	8,730
流动资产合计	204,342	248,045	306,683	386,717
总资产	254,695	297,862	355,771	428,151
应付账款	-679	-552	-693	-863
递延收入	-25,336	-38,373	-48,349	-60,435
应付所得税	-8,669	-2,022	-2,588	-3,258
其他流动负债	-12,430	-12,430	-12,430	-12,430
总流动负债	-47,115	-53,377	-64,060	-76,986
其他非流动负债	-1,437	-1,437	-1,437	-1,437
总非流动负债	-1,437	-1,437	-1,437	-1,437
总负债	-48,552	-54,814	-65,497	-78,423
已发行股本	55	55	55	55
储备	206,089	242,993	290,218	349,672
总权益及少数股东权益	206,144	243,048	290,273	349,727

现金流量表

单位：千美元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
EBIDA	28,998	43,950	55,776	68,788
非现金调整	-10,877	4,368	9,976	12,086
营运资金变动	907	-10,344	-8,400	-10,178
总经营活动现金流	10,793	35,896	52,670	64,761
购买固定资产	-9,991	-6,000	-7,000	-699
利息收入	6,863	3,591	4,427	5,624
总投资活动现金流	-3,128	-2,409	-2,573	4,925
已付分红	6,863	3,591	4,427	5,624
总财务活动现金流	6,863	3,591	4,427	5,624
现金变动	14,528	37,078	54,523	75,310
年初现金	166,808	162,796	196,283	246,380
汇率变化影响	-11,677	-	-	-
年末现金	169,659	199,874	250,806	321,690

数据来源：公司资料、兴业证券研究所

利润表

单位：千美元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	189,189	239,831	302,180	377,719
成本	-53,569	-67,153	-84,308	-105,006
毛利	135,620	172,678	217,872	272,713
其他收入	1,897	2,354	2,589	2,848
销售开支	-61,824	-76,746	-96,395	-120,870
行政开支	-40,359	-48,686	-61,040	-75,921
研发成本	-8,113	-9,833	-12,389	-15,486
总经营费用	-108,399	-132,910	-167,236	-209,430
利息收入	6,863	3,613	4,496	5,745
除税前利润	29,346	43,381	55,132	69,028
所得税	-637	-4,338	-5,513	-6,903
盈利	28,709	39,043	49,619	62,125
EPS - 基本	0.534	0.726	0.923	1.155
EPS - 摊薄	0.489	0.694	0.923	1.155

财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
利润率				
毛利率	71.7%	72.0%	72.1%	72.2%
EBITDA 利润率	15.3%	18.3%	18.5%	18.2%
EBIT 利润率	13.4%	15.6%	15.9%	16.0%
净利率	15.2%	15.4%	15.6%	15.7%
营运资金				
应收周转天	44.2	42.2	44.8	45.0
应付周转天	1.1	1.1	0.9	0.9
回报率				
资产回报率 (ROA)	10.7%	12.2%	13.2%	13.9%
净值产回报率 (ROE)	14.8%	16.4%	17.7%	18.6%
流动性				
流动比率	4.3	4.6	4.8	5.0
速动比率	4.2	4.5	4.7	4.9
估值				
市盈率	20.0	15.6	12.2	9.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍

021-38565916

dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

私募及企业客户负责人

刘俊文

021-38565559

liujw@xyzq.com.cn

私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。