

【广发社服&海外】海亮教育 (HLG.O)

国际教育稳步增长，轻资产业务加速扩张

核心观点:

● 19 财年营收业绩增长靓丽，控费水平出色，业务逐渐向多元化转型

公司 2019 财年营收和业绩表现靓丽，营收和归母净利润分别为 15.0 亿元和 2.9 亿元，同比分别增长 28.2% 和 31.8%。2014-19 财年营收复合增速为 26.5%。盈利方面：公司整体盈利能力较为稳定，19 财年毛利率和归母净利率分别为 31.5% 和 19.6%，同比分别提升 0.3 和 0.54pct。公司控费水平出色，19 财年销售和管理费用率分别为 1.7% 和 4.8%，同比分别下降 0.4 和 0.6pct。

● 基础教育收入稳定，国际教育量价齐升推动营收整体增长

截止 19 年 6 月公司自主举办 9 所学校，运营管理 27 所学校。19 财年基础教育和国际教育分部分别实现营收 8.1 亿元和 4.1 亿元，同比分别增长 5.4% 和 24.7%。公司 19 财年营收增长主要来源于平均学费的整体上涨，同时国际教育分部学生数量增加也起到推动作用。截止 19 年 6 月公司自主举办学校在校生数共有 22819 人，同比增长 3.2%。其中基础教育分部学生数量增长 0.1%，国际教育共有学生 4553 人，去除 18 年剥离幼儿园分部影响后国际教育学生同比增长 18.0%。平均学费方面：基础教育和国际教育平均学费同比分别增长 7.9% 和 8.6%。公司计划未来每年平均学费将保持 5% 至 15% 增长。

● 业务逐渐多元化，异地轻资产输出加速全国布局

公司近年来在现有 K12 学校优质品牌基础上，逐渐向多元化转型，19 财年 K12 教育占比由 18 财年的 93.6% 下降至 81.2%。教育培训服务、游学服务、教育和管理服务以及其他服务分别实现营收 1.4 亿元、0.8 亿元、0.4 亿元和 0.15 亿元，占比分别为 9.6%、5.4%、2.7% 和 1.1%。公司自 2017 年以来大力发展轻资产异地输出模式。截止 2019 年 6 月，通过轻资产模式管理 27 所学校，分布于浙江、江西、湖北和山东，运营管理的学校共有 38290 名学生。根据 19 财年年报，19 年 7 月公司与兰州城关区政府签署合作办学协议，预计于 2020 年 9 月开学。19 年 7 月，与江苏泗洪第二实验学校签署委托管理协议。预计随着公司管理输出模式进一步成熟，品牌进一步强化，未来异地轻资产管理业务有望持续在全国拓展。

● 国际教育增长强劲，轻资产管理输出稳步推进，维持“增持”评级

公司近年来营收业绩持续增长，国际教育学生人数和生均收费稳步提升，轻资产业务快速增长。我们预测 2020-22 财年公司归母净利润分别为 3.6 亿元、4.2 亿元和 4.7 亿元，分别对应 EPADS 2.0 美元/ADS、2.3 美元/ADS 和 2.6 美元/ADS。考虑到教育公司未来营收和现金流较为稳定，使用现金流折现法对公司进行估值。得出合理价值为 74.6 美元/ADS，维持“增持”评级。

风险提示：民促法实施条例尚未最终落地，招生规模和管理输出项目不及预期。

注：本文除特殊说明外，均使用人民币为货币单位。每 ADS 盈利采用 10 月 11 日美元兑人民币即期汇率折算，1 美元折合 7.10 元人民币。财年起止时间为每年 7 月 1 日至次年 6 月 30 日。

盈利预测:

币种: 人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1169.35	1499.03	1796.40	2079.92	2338.11
增长率 (%)	37.0%	28.2%	19.8%	15.8%	12.4%
EBITDA (百万元)	399.37	533.08	652.03	763.29	862.04
归母净利润 (百万元)	222.59	293.42	360.16	420.12	472.91
增长率 (%)	32.7%	31.8%	22.7%	16.6%	12.6%
EPADS (美元/ADS)	1.22	1.60	1.97	2.30	2.58
市盈率 (P/E)	67.51	36.37	33.76	28.94	25.71
市净率 (P/B)	11.37	6.46	6.09	4.99	4.09
EV/EBITDA	23.18	16.54	15.35	12.13	9.21

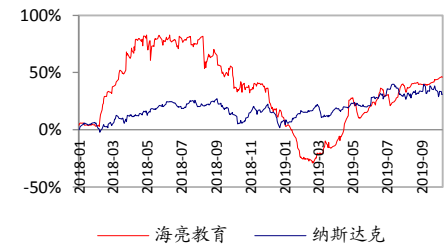
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	66.44 美元
合理价值	74.6 美元
前次评级	增持
报告日期	2019-10-14

相对市场表现



分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究:

海亮教育 (HLG): 民办教育 2019-03-15

集团领军者，内生外延稳步增长

联系人:

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

目录索引

经营和财务数据：国际教育稳健增长，轻资产业务加速扩张	4
19 财年营收业绩增长靓丽，控费水平出色，业务逐渐向多元化转型	4
基础教育收入稳定，国际教育量价齐升推动营收整体增长	5
业务逐渐多元化，异地轻资产输出加速全国布局	5
投资建议：营收业绩增长靓丽，异地轻资产业务稳步推进，给予“增持”评级	7
风险提示：	9

图表索引

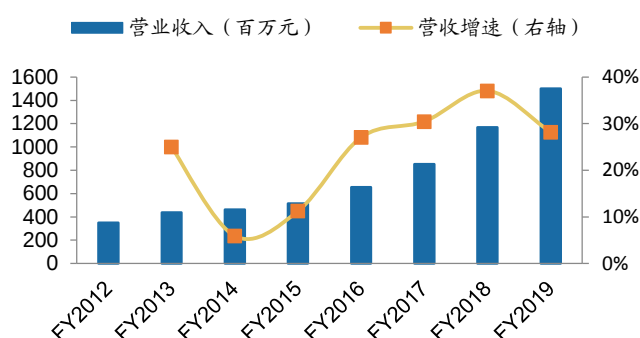
图 1: 海亮教育 19 财年营收同比增长 28.2% (币种: 人民币)	4
图 2: 海亮教育 19 财年归母净利润同比增长 31.8% (币种: 人民币)	4
图 3: 海亮教育 19 财年毛利率和归母净利率水平	4
图 4: 海亮教育 19 财年销售和管理费用率同比分别下降 0.4 和 0.6pct.....	4
图 5: 海亮教育 19 财年各项业务营收占比	5
图 6: 19 财年基础教育和国际教育分部营收分别增长 5.4%和 24.7% (币种: 人民币)	5
图 7: 19 财年基础教育和国际教育学生数量 (人) 和同比变动	6
图 8: 19 财年基础教育和国际教育同比分别增长 7.9%和 8.6%.....	6
图 9: 海亮教育基础教育分部各学段营收和占比 (币种: 人民币)	6
表 1: 海亮教育旗下运营的 9 所学校 (截止 2019 年 6 月)	7
表 2: 海亮教育 2020 财年-2022 财年盈利预测	8
表 3: 现金流折现模型基本假设.....	9

经营和财务数据：国际教育稳健增长，轻资产业务加速扩张

19 财年营收业绩增长靓丽，控费水平出色，业务逐渐向多元化转型

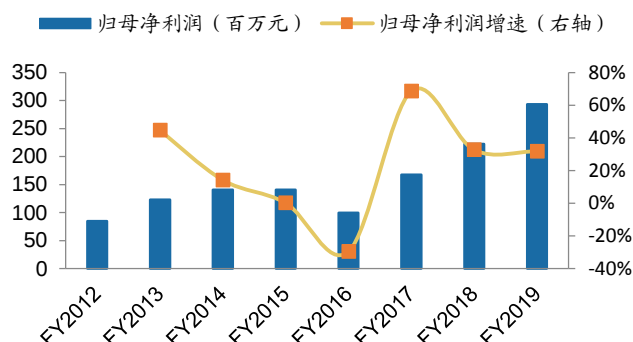
公司 2019 财年营收和业绩表现靓丽，营收和归母净利的分别为 15.0 亿元和 2.9 亿元，同比分别增长 28.2%和 31.8%。2014-19 财年营收复合增速为 26.5%。盈利能力方面：公司整体盈利能力较为稳定，19 财年毛利率和归母净利率分别为 31.5%和 19.6%，同比分别提升 0.3 和 0.54pct。公司控费水平出色，19 财年销售和管理费用率分别为 1.7%和 4.8%，同比分别下降 0.4 和 0.6pct。

图1：海亮教育19财年营收同比增长28.2%（币种：人民币）



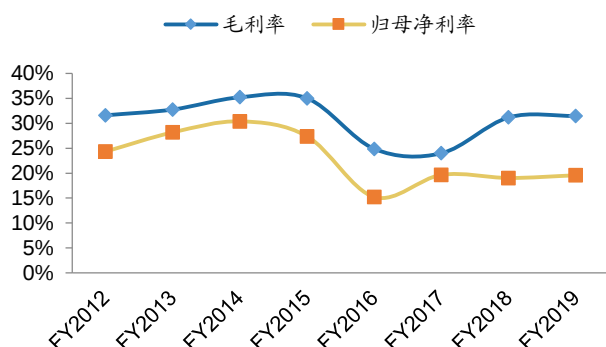
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：海亮教育19财年归母净利润同比增长31.8%（币种：人民币）



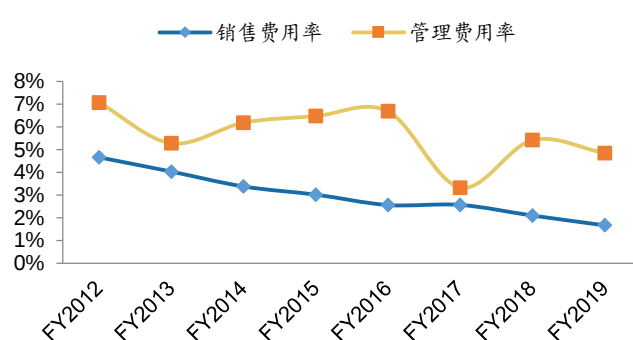
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：海亮教育19财年毛利率和归母净利率水平



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：海亮教育19财年销售和管理费用率同比分别下降0.4和0.6pct



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

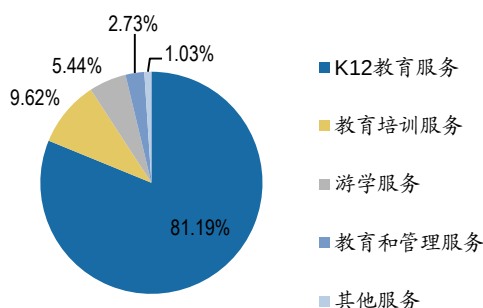
基础教育收入稳定，国际教育量价齐升推动营收整体增长

截止 19 年 6 月公司自主举办 9 所学校，运营管理 27 所学校。19 财年基础教育和国际教育分部分别实现营收 8.1 亿元和 4.1 亿元，同比分别增长 5.4% 和 24.7%。公司 19 财年营收增长主要来源于平均学费的整体上涨，同时国际教育分部学生数量增加也起到推动作用。截止 19 年 6 月公司旗下自主举办的学校在校生数共有 22819 人，同比增长 0.7%，和 18 年基本持平；去掉 18 年剥离幼儿园影响后学生人数同比增长 3.2%。其中基础教育分部的小学、初中和高中分别有 4445 人、5708 人和 8113 人，基础教育分部学生数量整体增长 0.1%，国际教育共有学生 4553 人，同比增长 14.8%，去除剥离幼儿园分部影响后国际教育学生同比增长 18.0%。平均学费方面：基础教育和国际教育平均学费分别为 44109 元/人和 90339 元/人，同比分别增长 7.9% 和 8.6%。公司计划未来每年平均学费仍将保持 5% 至 15% 增长。

业务逐渐多元化，异地轻资产输出加速全国布局

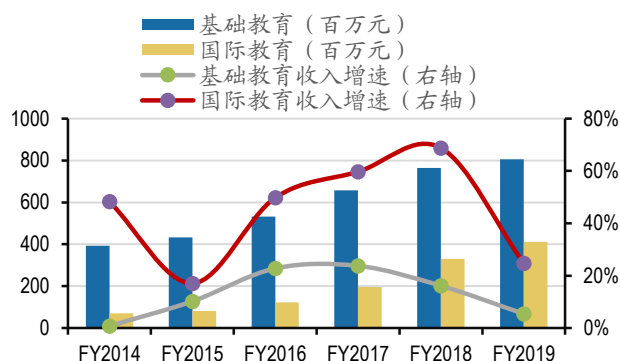
公司近年来在现有 K12 学校优质品牌基础上，逐渐向多元化转型，19 财年 K12 教育占比由 18 财年的 93.6% 下降至 81.2%。18 年新增的教育培训服务、游学服务、教育和管理服务以及其他服务分别实现营收 1.4 亿元、0.8 亿元、0.4 亿元和 0.15 亿元，占比分别为 9.6%、5.4%、2.7% 和 1.1%。公司自 2017 年以来大力发展轻资产异地输出模式。截止 2019 年 6 月，通过轻资产模式管理 27 所学校，分布于浙江、江西、湖北和山东，运营管理的学校共有 38290 名学生。根据 19 财年年报，公司 19 年 7 月公司与兰州市城关区政府签署合作办学协议，预计于 2020 年 9 月开学。19 年 7 月，与江苏泗洪第二实验学校签署委托管理协议。预计随着公司管理输出模式进一步成熟，品牌进一步强化，未来异地轻资产管理业务有望持续在全国拓展。

图5：海亮教育19财年各项业务营收占比



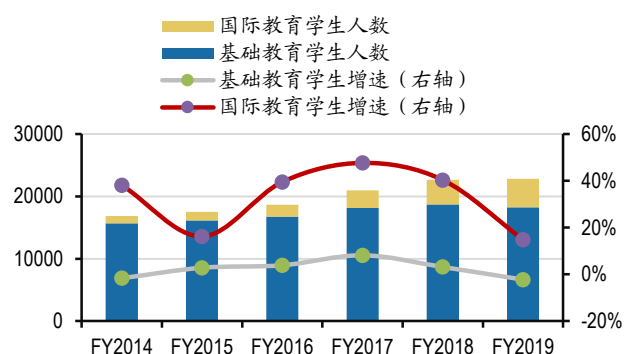
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：19财年基础教育和国际教育分部营收分别增长5.4%和24.7%（币种：人民币）



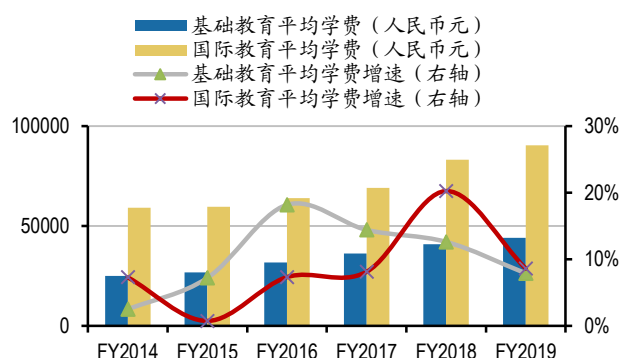
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图7: 19财年基础教育和国际教育学生数量(人)和同比变动



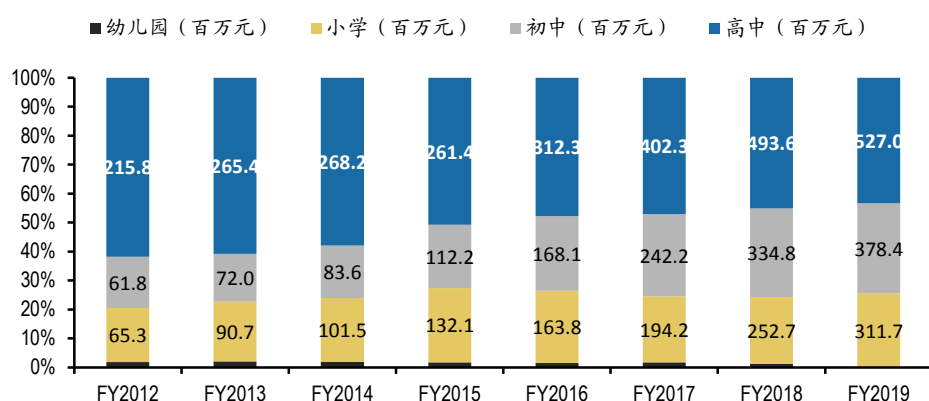
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图8: 19财年基础教育和国际教育同比分别增长7.9%和8.6%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图9: 海亮教育基础教育分部各学段营收和占比(币种: 人民币)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表1: 海亮教育旗下运营的9所学校 (截止2019年6月)

学校	成立/收购年份	教育项目	学生数量（人）	班级数	教职工数量（人）
海亮外国语学校	1995	国际小学	1442	74	200
		国际中学	1441	64	192
		国际高中	261	14	51
海亮小学	2016	小学	2,770	84	228
海亮初级中学	2016	初中	2,951	64	183
海亮高级中学	2016	高中	2,669	62	245
诸暨市海亮外语中学	2018	高中	1,409	69	203
海亮实验高中	2001	高中	3,877	85	261
镇江江河艺术高级中学	2018	高中	127	7	30
海亮艺术中学	2017	高中	1440	34	140
天马实验学校	2009	小学	1675	47	147
		初中	2,757	62	182
总计			22,819	666	2,062

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

投资建议: 营收业绩增长靓丽, 异地轻资产业务稳步推进, 给予“增持”评级

公司近年来营收业绩持续增长, 国际教育生均收费和学生人数稳步增长, 轻资产业务加速布局。在品牌优势和管理学校不断增加, 就读学生数量持续增长的基础上, 管理服务、教育培训服务和游学服务有望延续高增长, 公司业务逐步多元化转型, 对 K12 民办学校经营业务依赖程度有望逐步降低。我们基于以下假设对公司 2020 财年至 2022 财年做出盈利预测。

- 公司计划未来每年平均学费保持 5%-15% 的增长, 预计基础教育和国际教育学费稳定增长; 基础教育学生数量在高基数的基础上有小幅下滑, 国际教育学生数量稳步提升。
- 公司异地轻资产项目持续拓展, 管理服务营收维持较快增长。同时在公司管理学校数量持续增加, 就读学生增长以及品牌优势进一步巩固的基础上, 教育培训服务和游学服务营收有望持续增长。
- 公司盈利能力较为稳定, 控费水平良好, 预计未来毛利率稳中有升, 费用率较 19 年有所下降。

我们预测 2020 财年-2022 财年公司归母净利润分别为 3.6 亿元、4.2 亿元和 4.7 亿元, 分别对应 EPADS 2.0 美元/ADS、2.3 美元/ADS 和 2.6 美元/ADS。考虑到教育公司未来营收和现金流较为稳定, 使用现金流折现法对公司进行估值。得出合理价值为 74.6 美元/ADS, 维持“增持”评级。

表2: 海亮教育2020财年-2022财年盈利预测

单位: 人民币万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85,330	116,935	149,903	179,640	207,992	233,811
yoy	30.5%	37.0%	28.2%	19.8%	15.8%	12.4%
国际教育收入	19,538	32,977	41,131	47,507	54,870	63,375
yoy	59.7%	68.8%	24.7%	15.5%	15.5%	15.5%
国际教育收入占比	22.9%	28.2%	27.4%	26.4%	26.4%	27.1%
基础教育收入	65,792	76,417	80,569	82,906	85,310	87,784
yoy	23.7%	16.1%	5.4%	2.9%	2.9%	2.9%
学生总人数 (人)	20,950	22,658	22,819	22,681	22,562	22,462
yoy	12.2%	8.2%	0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
国际教育学生人数 (人)	2,825	3,965	4,553	4,781	5,020	5,271
yoy	47.7%	40.4%	14.8%	5.0%	5.0%	5.0%
基础教育学生人数 (人)	18,125	18,693	18,266	17,901	17,543	17,192
yoy	8.1%	3.1%	-2.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
生均收费 (元)	40,730	48,280	53,333	57,498	62,130	67,294
yoy	16.3%	18.5%	10.5%	7.8%	8.1%	8.3%
国际教育生均收费 (元)	69,161	83,170	90,339	99,373	109,310	120,241
yoy	8.1%	20.3%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
基础教育生均收费 (元)	36,299	40,880	44,109	46,314	48,630	51,062
yoy	14.4%	12.6%	7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
管理服务收入	-	1,902	4,094	6,141	7,984	9,980
yoy	0.0%	0.0%	115.2%	50.0%	30.0%	25.0%
教育培训服务收入	-	3,640	14,419	25,954	36,335	43,602
yoy	0.0%	0.0%	296.2%	80.0%	40.0%	20.0%
游学服务收入	-	1,379	8,150	14,669	20,537	25,671
yoy	0.0%	0.0%	490.9%	80.0%	40.0%	25.0%
其他收入	-	621	1,539	2,463	2,955	3,399
yoy	0.0%	0.0%	148.0%	60.0%	20.0%	15.0%
营业成本	64,576	80,467	102,690	121,642	139,779	156,552
yoy	0.0%	0.0%	27.6%	18.5%	14.9%	12.0%
劳动力成本	30,521	40,705	55,232	70,264	83,874	96,028
教职工数量 (人)	3,240	4,129	4,183	4,362	4,339	4,320
学生数/教职工	6.5	5.5	5.5	5.2	5.2	5.2
教师数量 (人)	1,634	1,856	2,062	2,062	2,051	2,042
生师比	12.8	12.2	11.1	11.0	11.0	11.0
教职工平均收入	9.4	9.9	13.2	16.1	19.3	22.2
yoy	11.3%	4.7%	33.9%	22.0%	20.0%	15.0%
学生有关成本	11,627	14,757	19,948	18,145	18,050	17,970
生均成本	0.56	0.59	0.87	0.80	0.80	0.80
交通成本	3,182	3,545	4,914	5,928	6,240	7,014
占营收比重	3.7%	3.0%	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%
折旧	11,049	11,204	12,662	15,090	17,471	19,640

占营收比重	12.9%	9.6%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
设备	2,329	2,578	2,593	2,874	3,328	3,741
占营收比重	2.7%	2.2%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
租赁费用	3,003	3,104	3,339	3,952	4,576	5,144
占营收比重	3.5%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他成本	2,865	6,000	4,003	5,389	6,240	7,014
占营收比重	3.4%	5.1%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利	20,754	36,467	47,212	57,998	68,213	77,259
毛利率	24.3%	31.2%	31.5%	32.3%	32.8%	33.0%
其他净收入	633	369	2,510	1,439	1,439	1,439
营业开支	5,301	8,791	9,766	10,958	12,687	14,262
营销开支	2,190	2,454	2,500	2,874	3,328	3,741
销售费用率	2.6%	2.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
管理开支	2839	6,337	7,266	8,084	9,360	10,522
管理费用率	3.3%	5.4%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
营业利润	16,085	28,045	39,956	48,479	56,965	64,436
净利润	16,774	23,090	31,578	38,761	45,214	50,895
归母净利润	16,774	22,259	29,342	36,016	42,012	47,291

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表3：现金流折现模型基本假设

关键性假设	数值	说明
永续增长率	3%	2023 年-2027 年复合增长率为 7%，之后按 3%永续增长。
无风险利率 Rf	1.73%	使用美国十年期国债利率。
股票 Beta	0.71	使用 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 10 月 9 日，频率为周，基于纳斯达克股指计算。
风险溢价 Rm-Rf	5.96%	参考 NYU STERN 学院 2019 年发布的美股风险溢价，根据美股收益率和美国市场无风险利率确定。
股票贴现率 Ke	5.94%	
税率	21%	
WACC	5.94%	

数据来源：广发证券发展研究中心

注：公司有息负债为 0，故 WACC=Ke

风险提示：

民促法实施条例尚未最终落地、教育行业部分细分领域存在一定政策风险，公司招生规模和学费提升不及预期，成本和费用管控不力，管理输出项目拓展不及预期。

资产负债表	单位：人民币百万元				
至 6 月 30 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,127	1,773	2,283	2,861	3,516
货币资金	813	261	303	409	594
短期投资	204	1,387	1,849	2,312	2,774
其他流动资产	110	125	130	140	148
非流动资产	758	730	654	601	566
财产、厂房及设备，	679	621	514	430	364
无形资产和商誉	79	100	120	141	162
其他非流动资产	0	10	20	30	40
资产总计	1,885	2,503	2,937	3,462	4,082
流动负债	550	806	904	987	1,071
应付账款	22	21	29	34	38
应计税款	57	55	65	76	85
其他应付款与应计利	119	198	234	270	304
非流动负债	0	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	7	0	0	0
负债合计	550	814	904	987	1,071
股本	135	135	135	135	135
留存收益	638	905	1,130	1,376	1,674
少数股东权益前股本	549	612	675	821	999
少数/非控制性权益	13	37	37	37	37
归属母公司股东权益	1,322	1,652	1,996	2,437	2,974
总股东权益	1,335	1,689	2,034	2,475	3,011
总负债与股东权益	1,885	2,503	2,937	3,462	4,082

利润表	单位:人民币百万元				
至 6 月 30 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,169	1,499	1,796	2,080	2,338
营业成本	805	1,027	1,216	1,398	1,566
其他净收入	4	25	14	14	14
销售费用	25	25	29	33	37
管理费用	63	73	81	94	105
财务费用	0	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
营业利润	280	400	485	570	644
处置子公司收益	5	0	0	0	0
税前利润	297	424	510	595	669
所得税	66	109	122	142	160
净利润	231	316	388	452	509
少数股东损益	8	22	27	32	36
归母净利润	223	293	360	420	473
其他综合收益	-3	3	3	3	3
综合收益	228	319	391	455	512
EPADS(美元/ADS)	1.2	1.6	2.0	2.3	2.6

每ADS盈利采用10月11日即期汇率折算, 1美元折合人民币7.10元。

现金流量表	单位: 人民币百万元				
至 6 月 30 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	599	711	619	685	763
净利润	223	293	388	452	509
折旧摊销	114	134	167	194	218
股票报酬	0	0	0	0	0
非现金营运资本变动	19	87	56	52	47
其他非现金调整	244	197	9	-13	-10
投资活动现金流	120	-1,255	-582	-582	-582
固定资产处置	1	0	1	0	0
固定资产收购	-89	-82	-82	-82	-82
收购与剥离净现金	12	-1	-1	-1	-1
其他投资活动	197	-1,172	-500	-500	-500
筹资活动现金流	19	-7	6	3	4
已付股利	0	-7	0	0	0
债务(偿付)所得现金	8	0	0	0	0
股本增加	11	0	6	3	4
其他融资活动	0	0	0	0	0
现金净增加额	735	-552	43	105	186
期初现金余额	78	813	261	303	409
期末现金余额	813	261	303	409	594

主要财务比率

至 6 月 30 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	37%	28%	20%	16%	12%
税前利润增长	255%	43%	17%	17%	13%
归母净利润增长	33%	32%	19%	17%	13%
获利能力					
毛利率	31%	31%	32%	33%	33%
归母净利率	19%	20%	20%	20%	20%
ROE	17%	18%	18%	17%	16%
ROA	12%	12%	12%	12%	12%
偿债能力					
资产负债率	29%	33%	31%	29%	26%
净负债比率	41%	48%	44%	40%	36%
流动比率	2.0	2.2	2.5	2.9	3.3
现金比率	1.5	0.3	0.3	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	71.2%	68.3%	66.0%	65.0%	62.0%
每股指标 (人民币元/ADS)					
EPADS (美元/ADS)	1.2	1.6	2.0	2.3	2.6
每股经营现金流	23.2	27.6	24.0	26.6	29.6
每股净资产	51.8	65.5	78.9	96.0	116.8
估值比率					
P/E	67.5	36.4	33.8	28.9	25.7
P/B	11.4	6.5	6.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	33.0	16.3	15.3	12.1	9.2

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：高级分析师，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。
- 高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。