

政策搭台，教育变革将至

2019下半年教育行业投资策略

证券分析师：黄哲 A0230513030001, BDQ227
2019.7.10

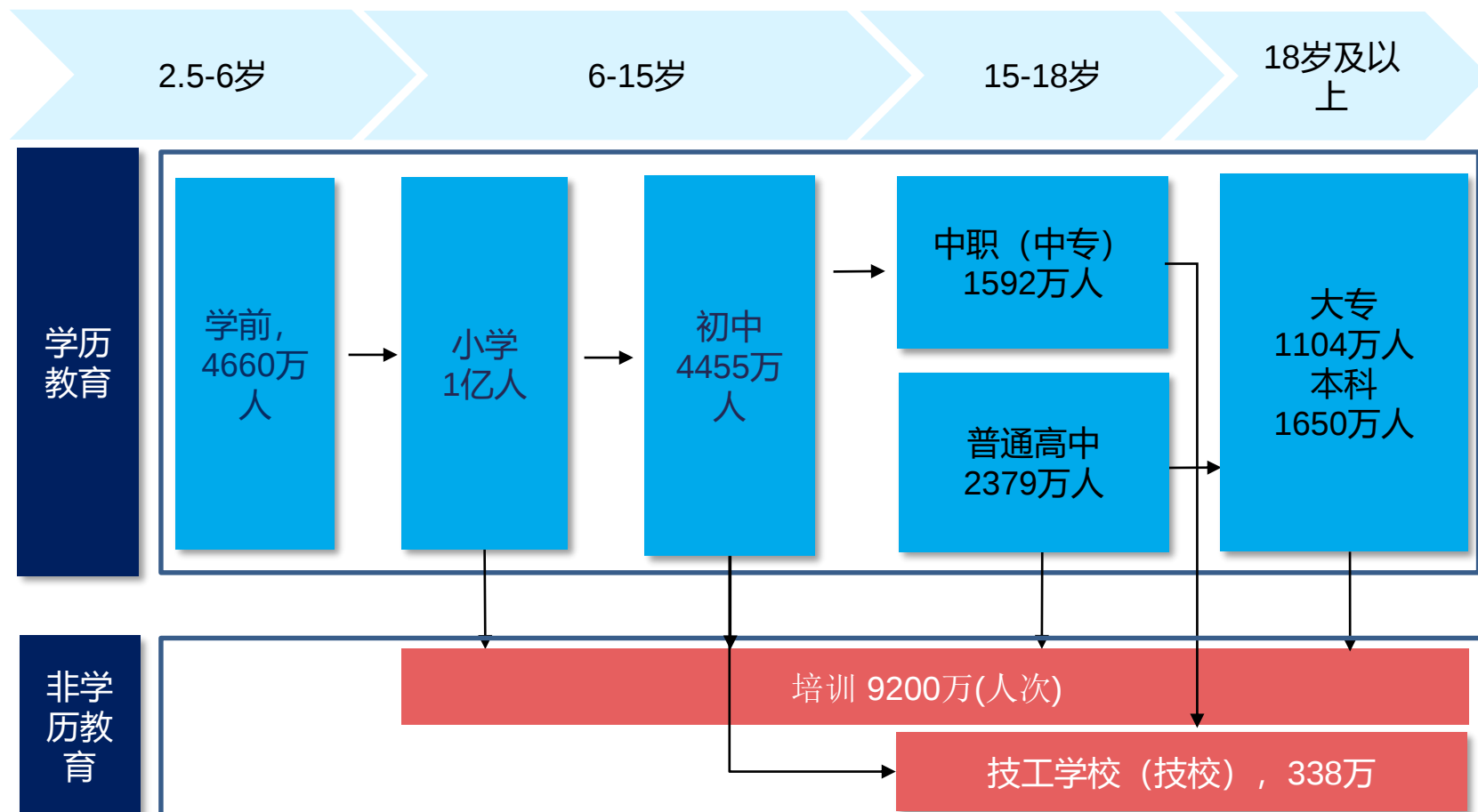


砥砺前行 · 申万宏源2019夏季策略会
Forge Ahead · SWS 2019 Summer Strategy Conference

主要内容

1. 渗透率提升抵消人口乏力增长
2. 政策引导新一轮高校扩张
3. 财税角度推演政策——利多大于利空
4. 希望、宇华，教育行业最优投资标的

1.1 服务3亿人的大行业



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

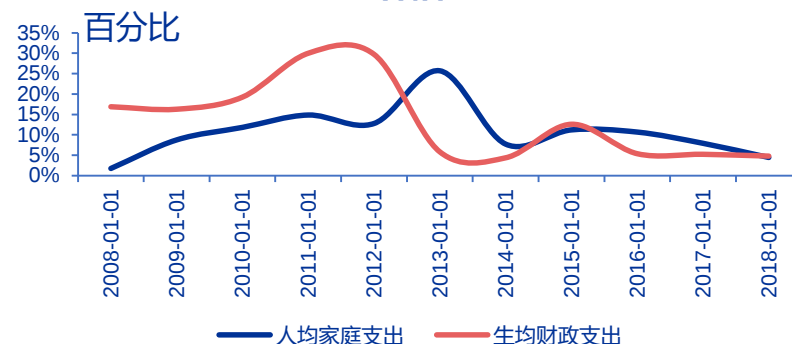
1.2 行业增长动力：人口&支付能力

■ 适龄人口及渗透率影响各个学段在校生规模。

- K12适龄人口已经企稳
- 高等教育适龄人口2022年触底

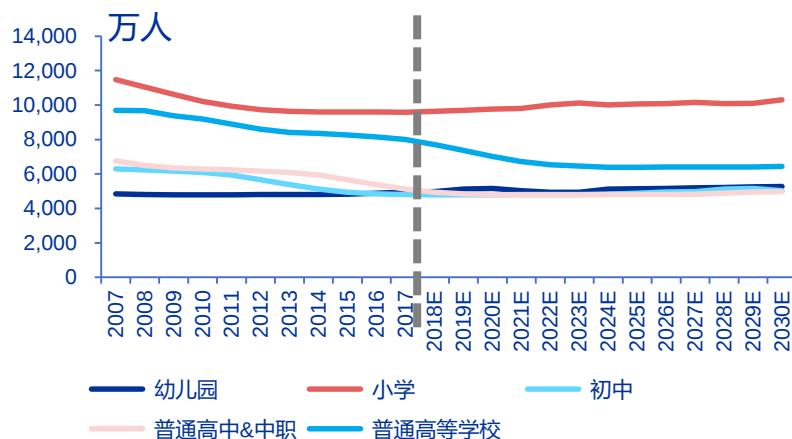
■ 付费能力增长潜力：家庭远大于政府，支撑未来教育行业的增长。

家庭教育开支增速远高于政府教育财政开支增幅



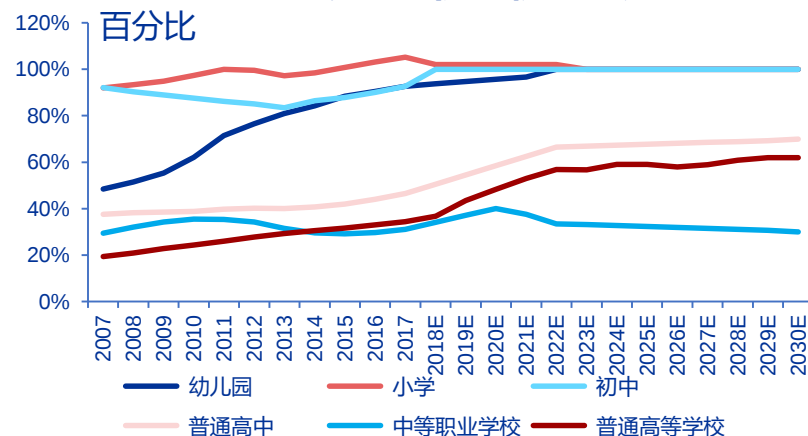
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

未来10年适龄人口数量将保持平稳



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

各学段渗透率仍有较大差异

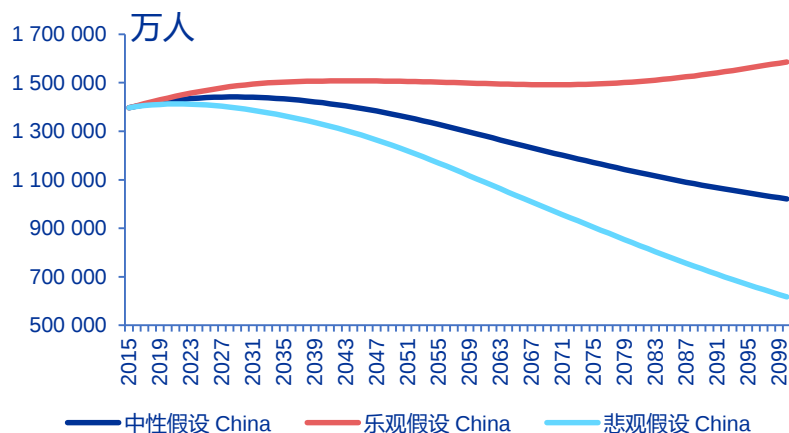


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.3 人口危机或是机遇

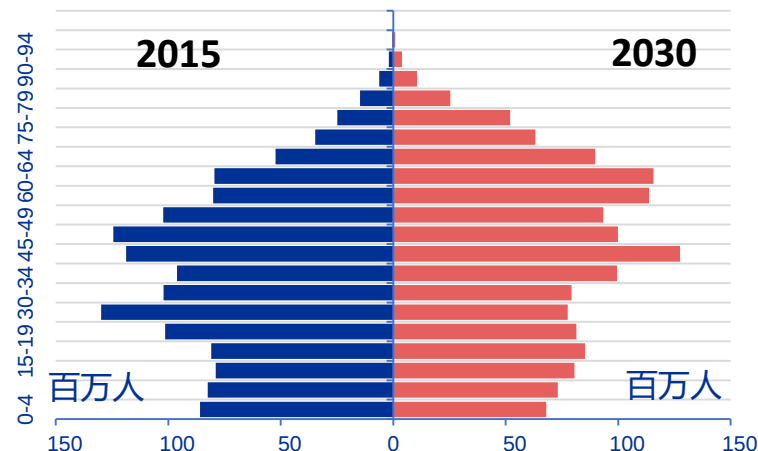
- **人口总量缓慢增长，按照目前生育率水平，总人口将于2029年前后达到峰值。**
- **扭转持续下降的生育率是维持合理人口结构的关键。生育刺激政策近几年频繁出台（2015年放开单独二胎政策；2017年全面放开二胎政策）。**

联合国就中国人口预测中性假设情况下2029年人口达到峰值14.4亿



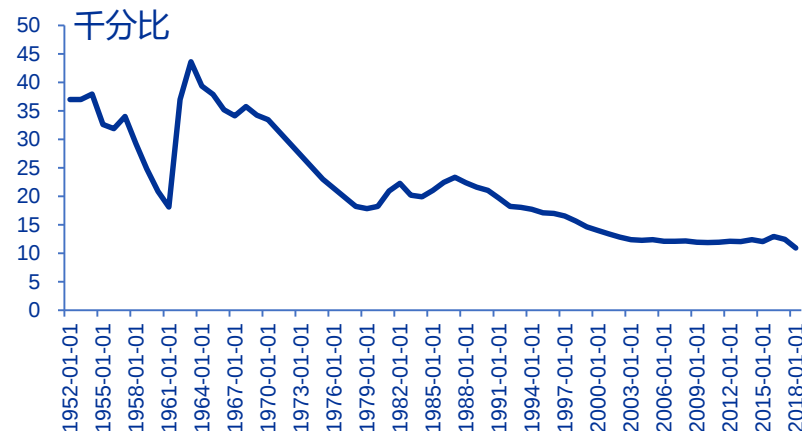
资料来源：联合国，申万宏源研究

中国青年人口结构保持稳定



资料来源：联合国，申万宏源研究

生育率持续下降至1.2%

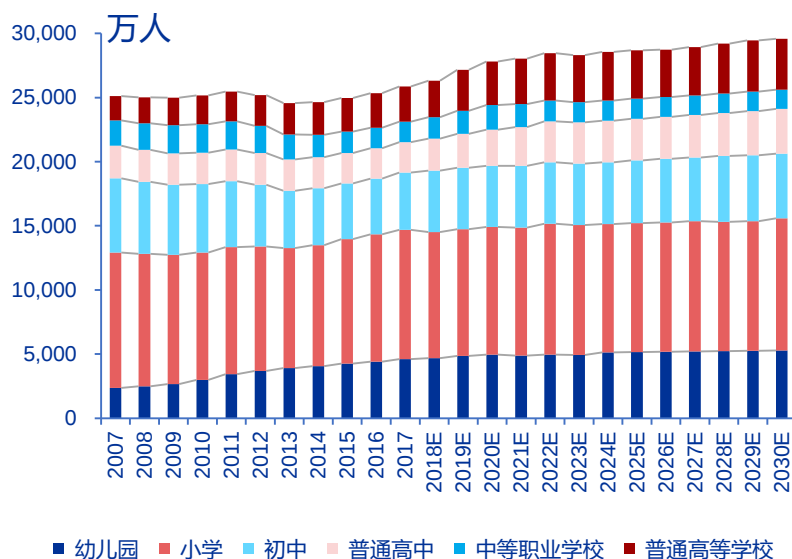


资料来源：统计局，申万宏源研究

1.4 教育适龄人口已经触底

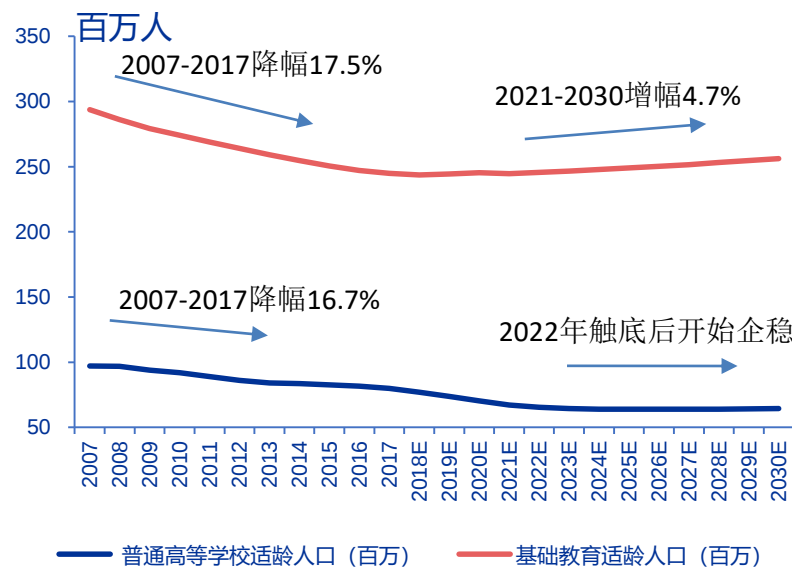
- 基础教育适龄人口规模过去10年（2007-2017）降幅达16.7%。将于2021年触底后缓慢增长至2030年稳定在2.56亿人，增幅4.7%。
- 高等教育适龄人口过去10年（2007-2017）降幅17.5%，2022年触底后将稳定于6400万左右。

历年在校生人数



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

适龄人口逐渐触底回升

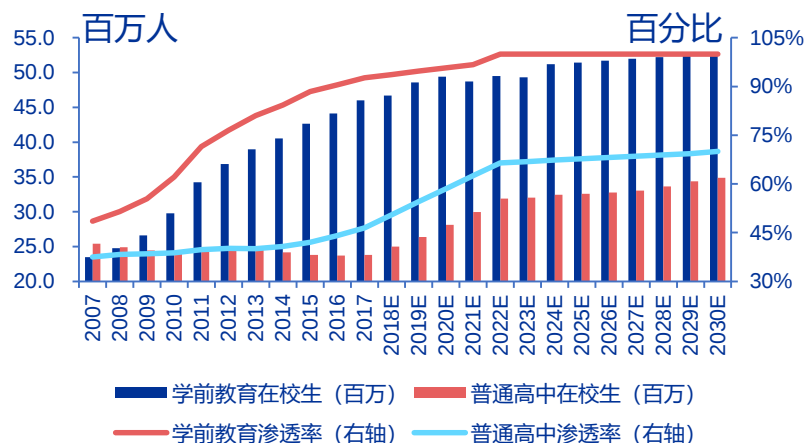


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.5 基础教育在校生以结构变化为主

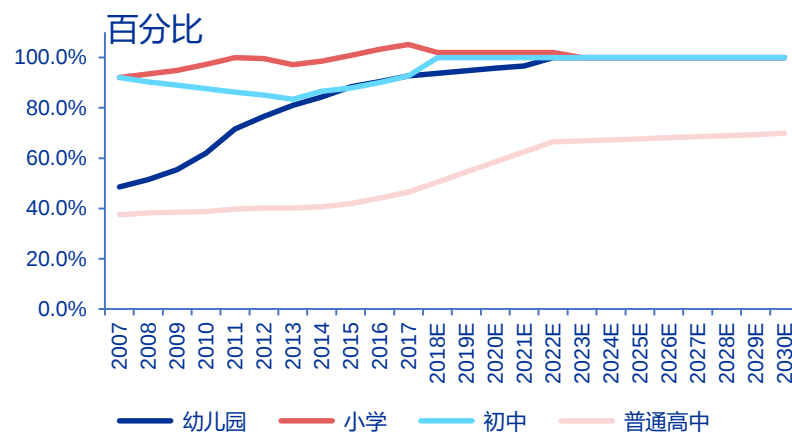
- 在生育政策的刺激下，我们预计基础教育适龄人口将于2022年开始回升，2030年缓慢恢复到2.56亿人。
- 总量几乎不变的情况下，基础教育各个学段在校生人数增减由渗透率决定。
 - 我们预计2030年受益渗透率提升，学前教育在校生自2017年4600万增长至5275万（+14.7%）；高中自2017年2379万增长至3487万（+46.6%）。
 - 义务制教育（小学，初中）由于渗透率近乎100%，在校生规模随人口缓慢增长自2017年1.45亿增长至2030年1.5亿人（+5.5%）。

学前及高中在校生受渗透率提高而增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

学前及高中渗透率仍有提升空间



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.6 高等教育渗透率最为关键

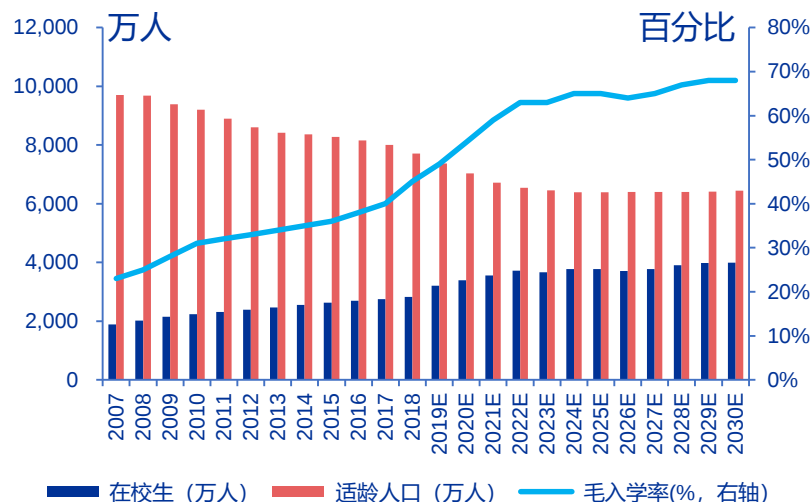
■ 渗透率的提升是高等教育在校生增量的关键驱动因素。

- 我们预计适龄人口大学录取率（毛入学率）在2030年达到68%。

■ 从渗透率和毛入学率两大维度，各省高校生增量空间差异巨大。

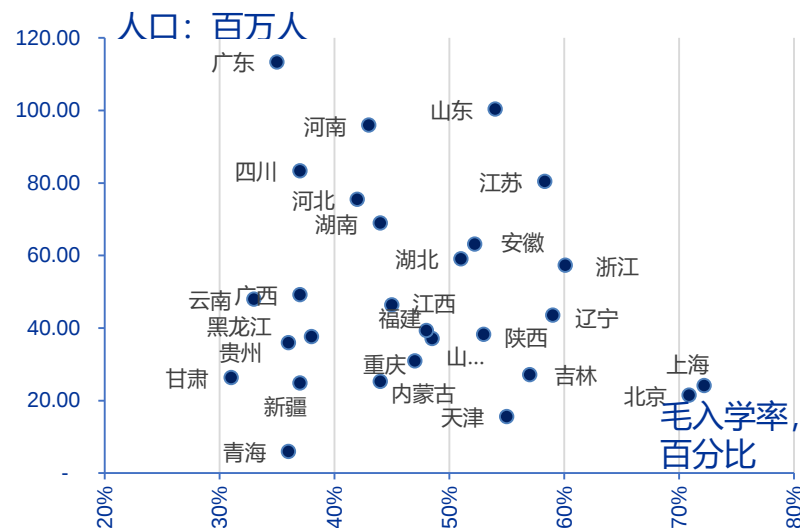
- 中部省份，华南地区提升空间优于西部及东北地区。

高等教育毛入学率2030年达到68%，在
校生近4000万



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

高校在校生增长潜力南高北低



资料来源：各省教育厅，国家统计局，申万宏源研究

1.7 人口增长与流动同步影响高教在校生数量

- 各省份之间人口增量差异巨大：一些省份进入存量博弈，而其他省份仍有增量空间。
- 不同于基础教育，高等教育可以跨省招生，对人才吸引力更大的省市能获得更大的生源优势，从而实现高校生人数的增长。

2018年各省市人口净流入排行

	常住人口	人口增量	自然增长人口	净流入人口	省份	常住人口	人口增量	自然增长人口	净流入人口
广东	11,346.0	177.0	92.8	84.2	青海	603.2	4.9	4.8	0.0
浙江	5,737.0	80.0	31.0	49.0	山西	3,718.3	16.0	16.0	-
安徽	6,323.6	68.6	40.3	28.3	河北	7,556.3	36.8	36.8	-0.0
重庆	3,101.8	26.6	10.7	15.9	甘肃	2,637.3	11.6	11.6	-0.1
陕西	3,864.4	29.0	17.1	11.9	内蒙古	2,534.0	5.0	6.0	-1.0
四川	8,341.0	39.0	33.7	5.3	上海	2,423.8	5.8	6.8	-1.0
湖南	6,898.8	38.7	35.2	3.5	辽宁	4,395.3	-9.6	-4.4	-5.2
江苏	8,050.7	21.4	18.4	3.0	河南	9,605.0	46.0	53.0	-7.0
福建	3,941.0	30.0	27.6	2.4	江西	4,647.6	25.6	34.1	-8.5
广西	4,926.0	41.0	40.0	1.0	湖北	5,917.0	15.0	26.8	-11.8
海南	934.3	8.6	7.9	0.7	山东	10,047.2	41.2	61.0	-19.8
天津	1,559.6	2.6	2.0	0.7	北京	2,154.2	-16.5	5.8	-22.3

资料来源：各地统计局，国民经济公报，申万宏源研究

1.8 居民教育开支相比政府教育开支增速更高

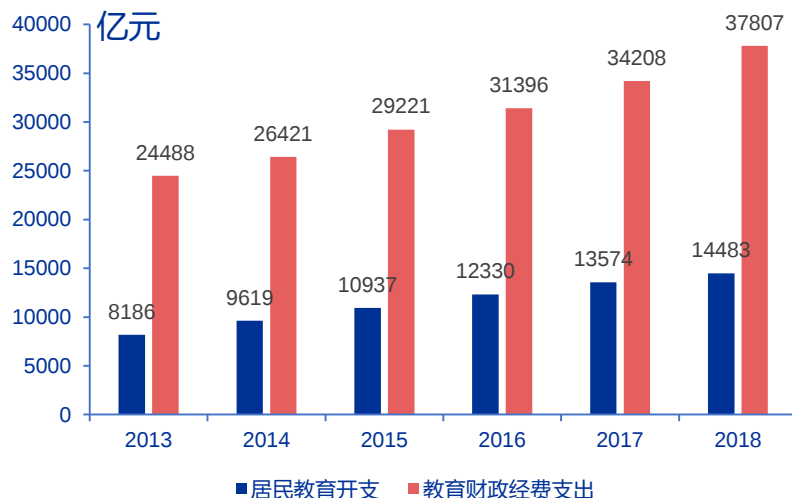
■ 教育总开支主要来自政府财政，家庭支出作为补充。

- 教育财政经费占比GPD约为4.2%
- 居民教育经费占比GPD约为1.6%

■ 近5年居民教育开支年均增速为12%远高于财政教育经费开支9%的增速。

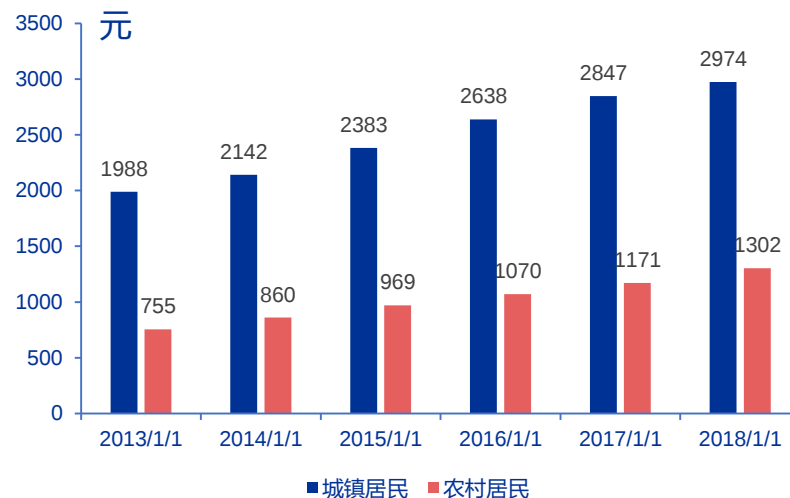
- 2013至2018年居民可支配收入增长年均幅度为9.3%，教育支出占比可支配收入的自2.7%提升至3.3%，2018年居民教育开支近1.45万亿。

历年教育财政经费&居民教育支出



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

家庭教育人均开支快速上升

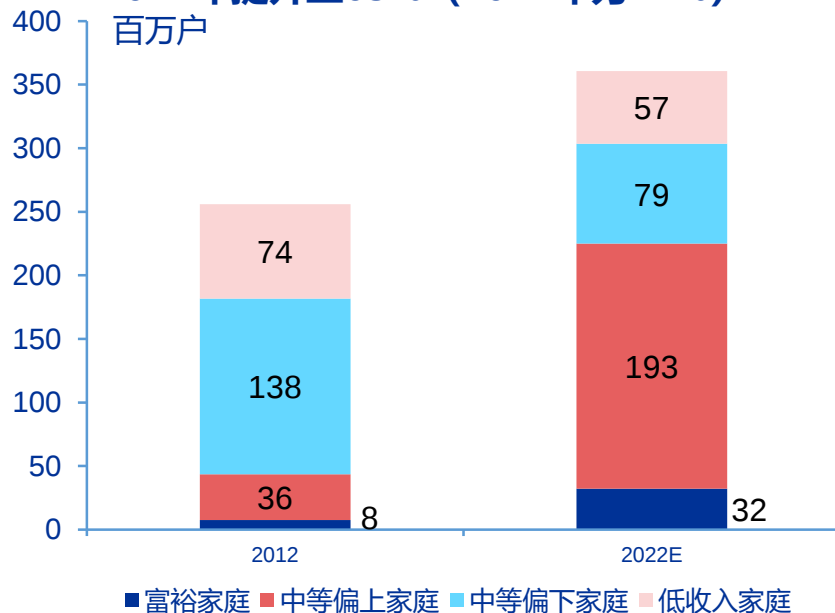


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.9 中产阶级扩容提供充足支付能力

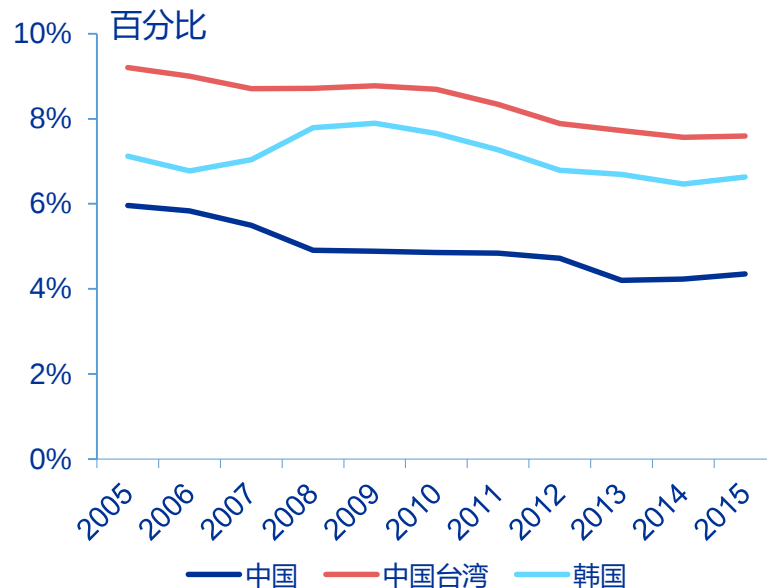
- **中产阶级扩容：**据麦肯锡估计中等偏上收入的家庭数量将快速增长，2022年达到2.3亿户，10年复合增长率18%。户均可支配收入达到10万，10年复合增长率3%。
- **教育支出占比提升：**受益中产人数增加，教育消费支出占比将提升。

中等偏上及高收入家庭数量大幅增加，占比将于2022年提升至63%（2012年为17%）



资料来源：麦肯锡，申万宏源研究

中国家庭教育支出占比远低于亚洲邻国



资料来源：CEIC，申万宏源研究

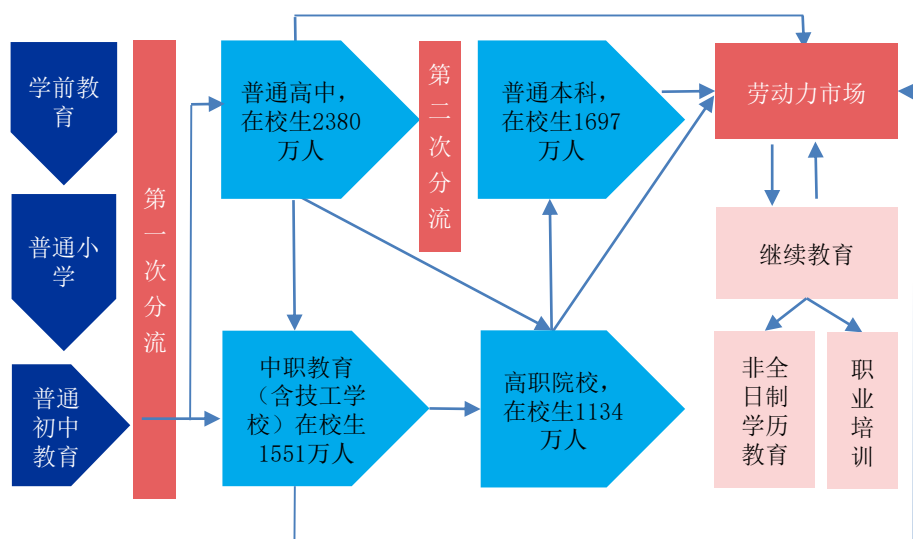
主要内容

1. 渗透率提升抵消人口乏力增长
2. 政策引导新一轮高校扩张
3. 财税角度推演政策——利多大于利空
4. 希望、宇华，教育行业最优投资标的

2.1 第二轮高校扩招拉开帷幕

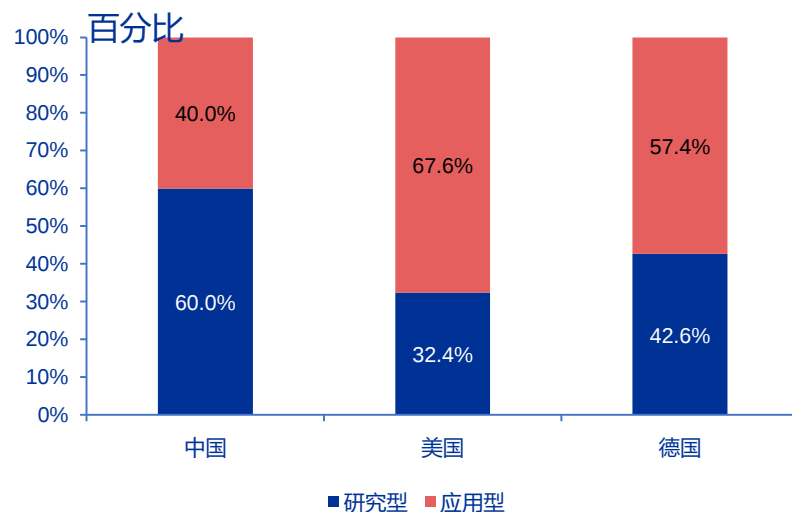
- 《国家职业教育改革实施方案》的颁布预示职教改革拉开序幕。我们认为职教改革是涵盖了应用型本科，高职，中职，技校的整个教育系统的改革。我们判断高职院校扩招及技师院校并入高等序列为改革两大主线。
- 职业教育改革的原因——解决人才供需错配：中国高等教育研究型人才培养占比过重，市场迫切需求的具备实操能力的应用型人才供给不足。对比结构合理的发达国家如德国，美国高等教育人才结构失衡相当严重。

职教改革涵盖人数广泛



资料来源：教育部，人社部，申万宏源研究

中国高等教育人才培养结构失衡

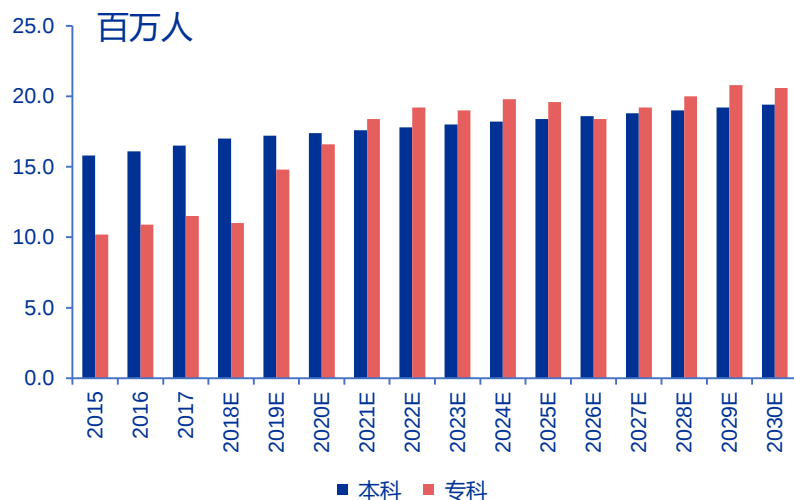


资料来源：NCES，德国联邦统计局，国家统计局，申万宏源研究

2.2 职教改革推动高职扩招

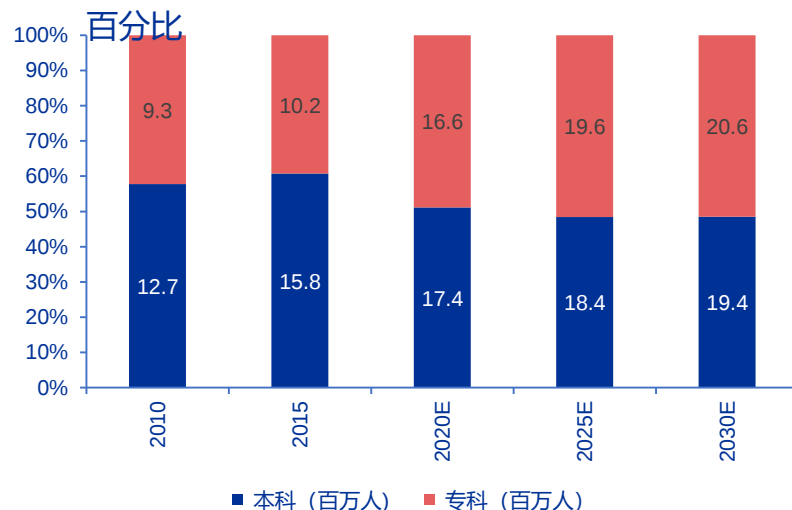
- 我们认为以扩大高职院校规模作为职教改革的主要突破口，源于高职院校人才培养体系同市场结合较为紧密。我们预计专科在校生将于2030年达到1940万人，规模较2018年1100万人提升约76%。
- 我们认为高职扩招为一项长期政策，19年为高职扩招元年。我们预计教育主管部门将控制本科招生规模，将其增速维持在年均1%的水平。而专科招生规模的增速将扩大至年均4.5%。专科生占比将从2015年的39%提升至2030年的51.5%

高职扩招将迅速提升高职在校生规模



数据来源：国家统计局，申万宏源研究

高职院校在校生占比显著提升

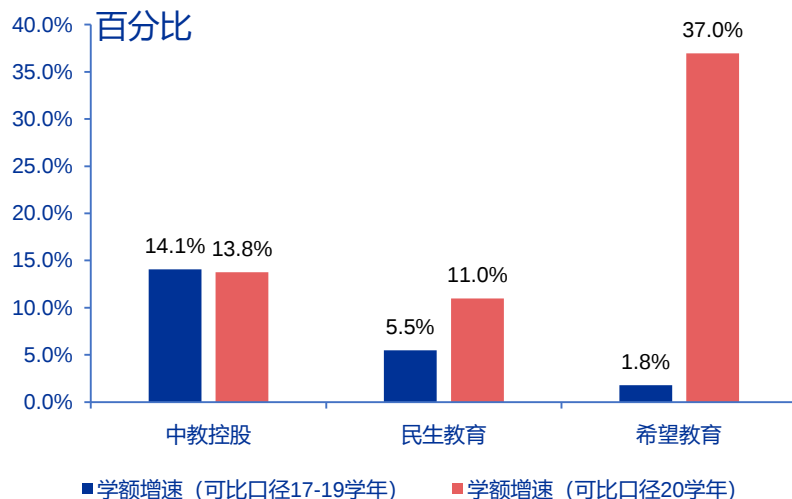


数据来源：国家统计局，申万宏源研究

2.3 扩招政策落地，学额增长可观

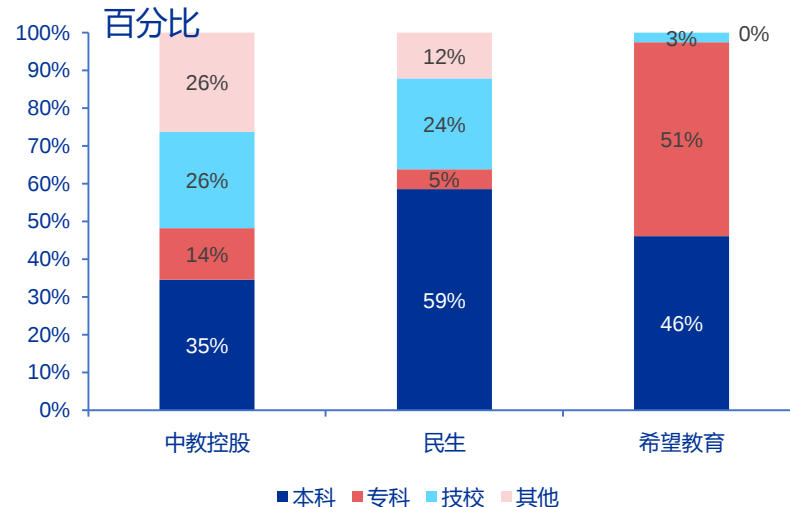
- 今年6月上市高校19/20年学年专科（高职）学额均出现大幅增长，增速远超往年。增量学生的教育需求绝大部分被民办教育所满足。
- 专科办学具备优势的学校，招生指标增速更高。我们判断以优异的运营经验为依托，特色专科院校在办学规模上将迎来更高的成长性。

民办高校招生指标增速远超往年



资料来源: 中教控股公告, 民生教育公告, 希望教育公告, 申万宏源研究

专科办学优势的学校招生指标增速更高

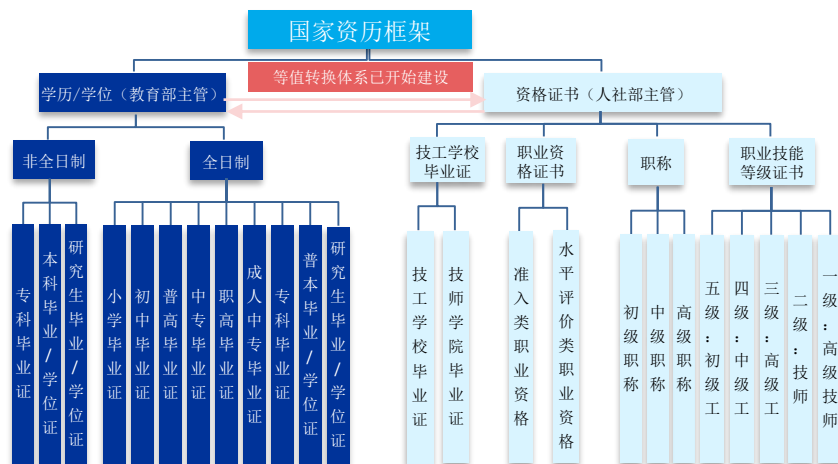


资料来源: 中教控股公告, 民生教育公告, 希望教育公告, 申万宏源研究

2.4 技工院校品牌得以提振，生源扩大是趋势

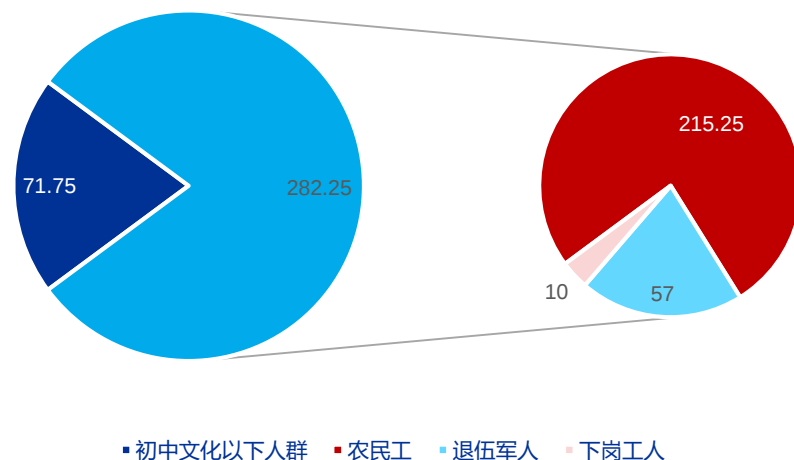
- 技工院校是职教改革的另一重要组成部分。《国家职业教育改革实施方案》将打通职业资格证书和学历证书互认机制，将增加技工院校对学生及社会群体的吸引力。
- 根据《国家职业教育改革实施方案》及2019年政府工作报告，农民工、退伍军人、下岗工人皆可成为技工院校招生对象。假设3/4农民工，全部退伍军人及下岗工人具备初中以上文化学历，我们预计此3类人群将增加技工院校潜在生源约2.82亿人。

学历证书和职业资格证书互认通道正在创建



资料来源：教育部，人社部，申万宏源研究

社会群体为技校潜在生源扩容2.82亿



资料来源：教育部，人社部，统计局，申万宏源研究

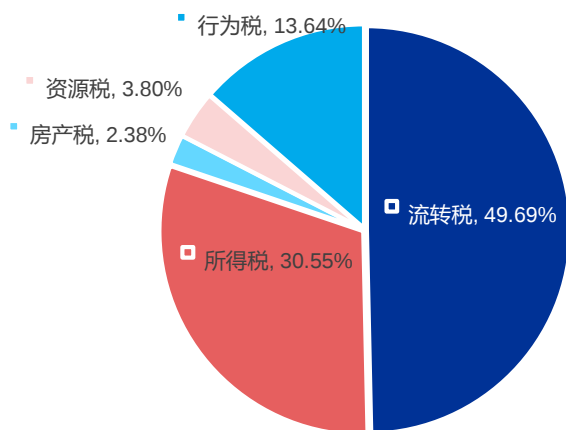
主要内容

1. 渗透率提升抵消人口乏力增长
2. 政策引导新一轮高校扩张
3. 财税角度推演政策——利多大于利空
4. 希望、宇华，教育行业最优投资标的

3.1 减税降费趋势明朗

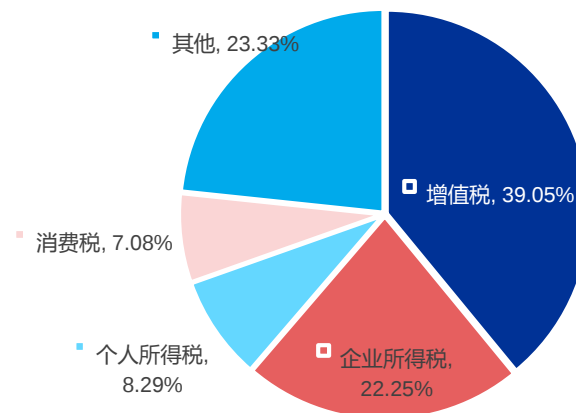
- **我国财政收入构成——税收和非税收入、土地资产、央企资产和中央社保资金**
其中主要税种有流转税，所得税，财产税，资源税及行为税。
- **税收分成——流转税，所得税中央和地方按照5:5比例分配。每年收入中53%归入中央财政，47%归入地方财政。中央财政通过转移支付增加地方政府一般预算开支，从而获得财权掌控能力。**

2017年流转税占全国税收总收入的50%



资料来源：财政部，申万宏源研究

增值税及企业所得税是税收收入的两大主要来源



资料来源：财政部，申万宏源研究

3.2 减税将推动政府财税收入增速下行

■ 为了提升企业盈利能力，刺激经济增长，一系列的税收减免改革措施将降低中央和地方政府未来的税收增速。

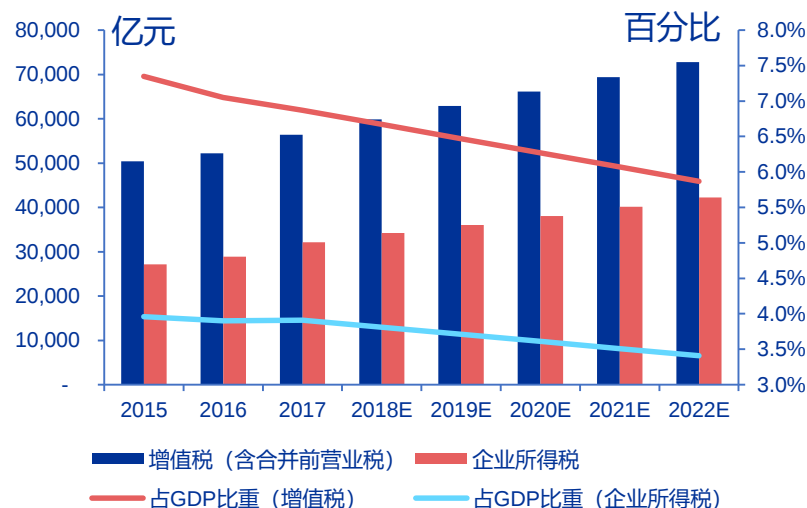
- 流转税（增值税）和所得税（主要是企业所得税）的占比最大，是减税的主要落脚点。
- 我们预计经过2012年以来政府对增值税进行了四次调整，增值税（含营业税）占国内生产总值的百分比自2012年的7.8%下降至2022年的5.8%。同期的企业所得税收入占GDP比重将从3.88%下降到3.38%。

增值税改革一直侧重于降低费率和简化结构

时间	修正
2012/1/1前	两种不同的税率：17%（标准税率）和13%（较低税率）
2012/1/1	四种不同的税率，在维持原有税率下，增加11%（运输）和6%（服务）
2017/7/1	三种不同的税率：将13%的税率降至11%
2018/5/1	两种不同的税率：将之前的税率分别降至16%，10%和6%

资料来源：财政部，税务总局，申万宏源研究

增值税，企业所得税在改革后占GDP的比重下降

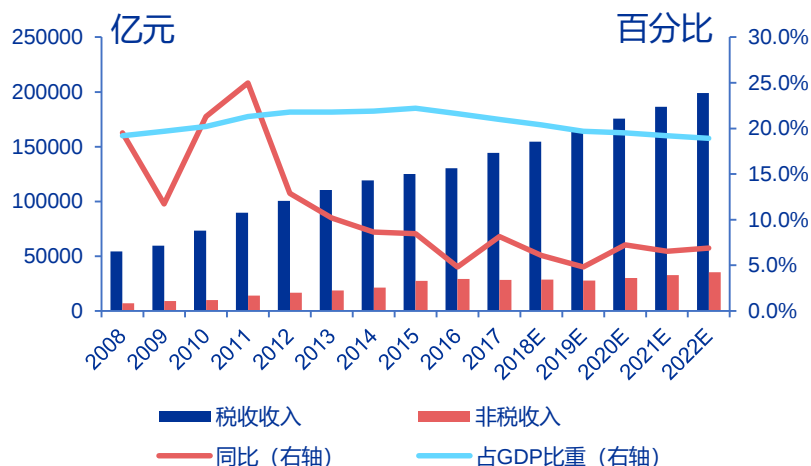


资料来源：财政部，税务总局，申万宏源研究

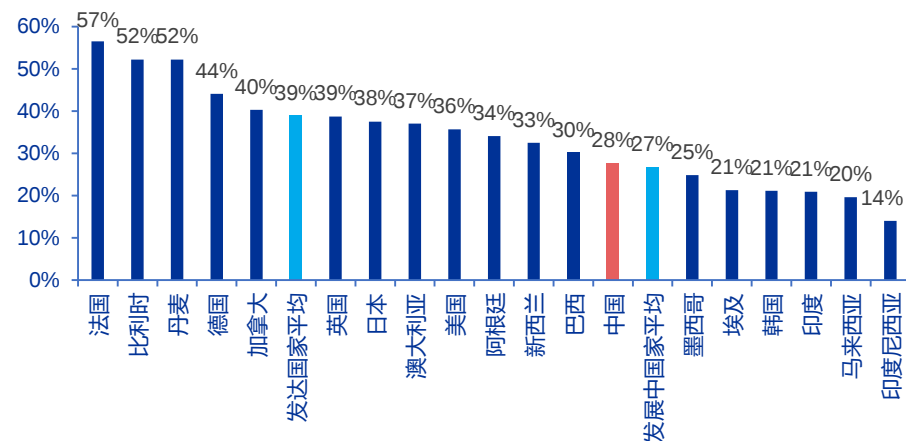
3.3 政府收入增长正在放缓

- 受减税政策影响，我们预计政府财政收入将于2022年将达到23.3万亿元人民币，增速从2017年的10.4%下降 这2022年的6.4%。财政收入占GDP的比重从也相应的从21%下降这18.9%。
- 我国财政收入构成中税收收入占据绝对主导地位。我们预计受减税影响政府税收收入占比将从2007年的89%降至2022年的85%。
- 我们预计政府收入占GDP的比重会将至同其他新兴经济同等水平。

政府收入增长正在放缓



中国政府收入占比GDP将最终接近其他新兴国家的水平



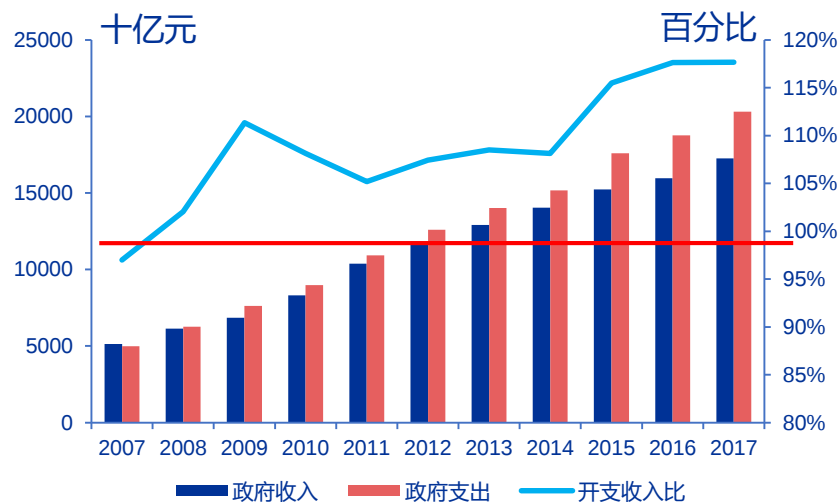
资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：IMF，申万宏源研究

3.4 政府赤字比率继续上升

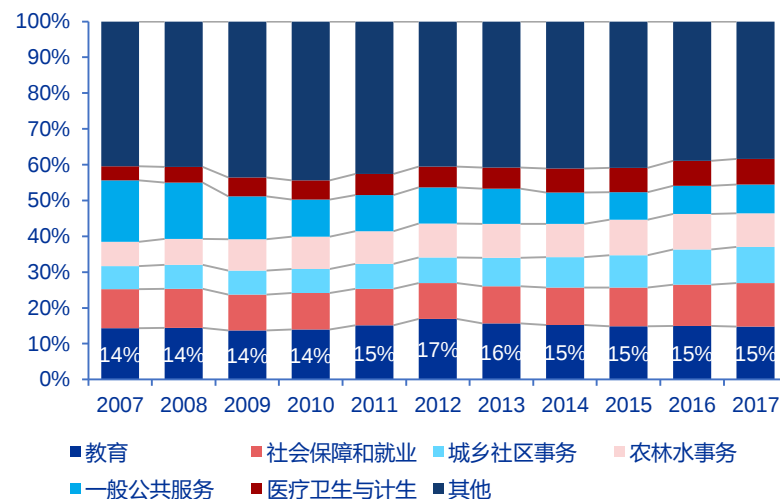
- 政府部门支出相对保持韧性。政府支出/收入比率从2007年的97%增加到2017年的118%，政府进入赤字运营阶段。
- 大部分政府预算被用于教育，社会保障，社区，农业，公共服务和医疗保健等部门。其中教育支出占比最大，常年维持在15%的水平。

赤字比率在过去4年中继续增加



资料来源：Wind, 申万宏源研究

教育费用占总支出约15%，排名第一

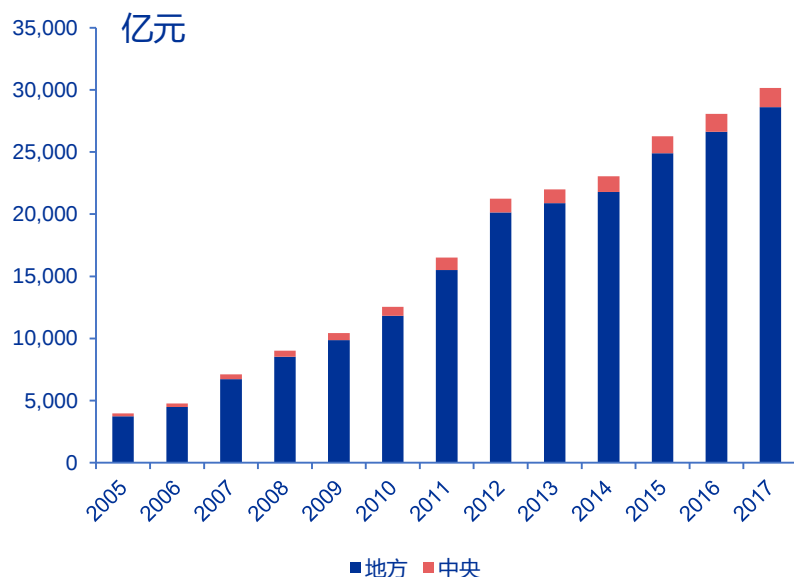


资料来源：Wind, 申万宏源研究

3.5 教育支出主要靠地方政府

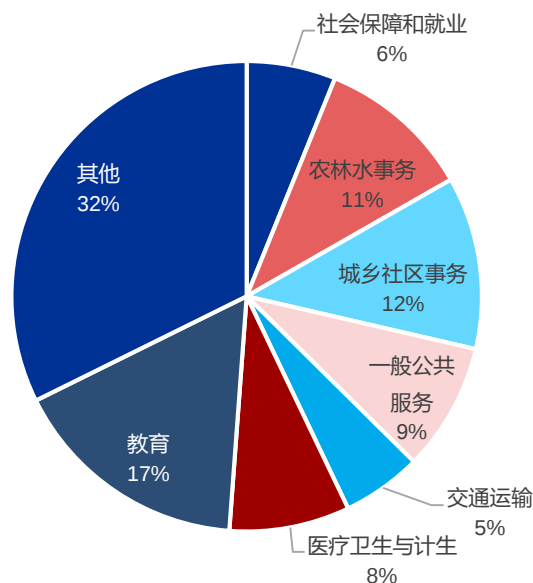
- 2017年地方政府的教育支出达到2.86万亿元人民币，而同期中央政府支出仅为0.155万亿。教育支出占地方政府财政总收入的16.5%，占全国教育支出总额的95%。

地方政府的教育支出占教育总支出的95%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

教育支出占地方政府财政总收入的16.5%
(包括中央政府的转移支付)

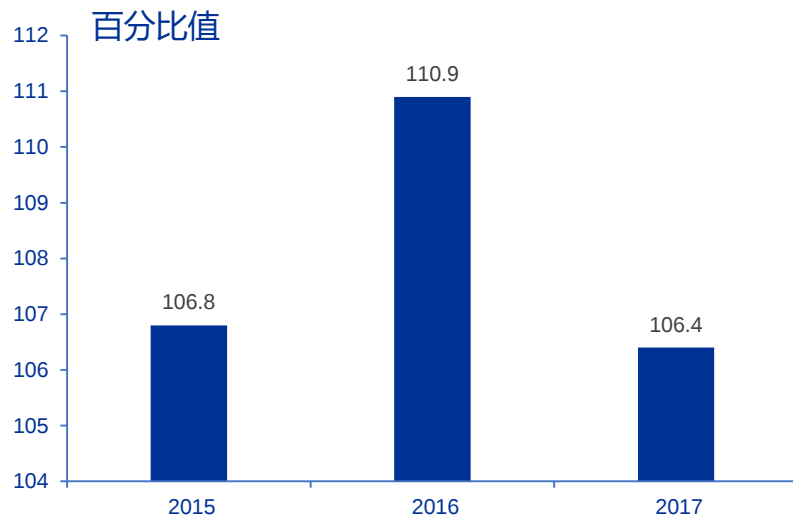


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.6 地方政府教育投入放缓源自沉重的财政负担

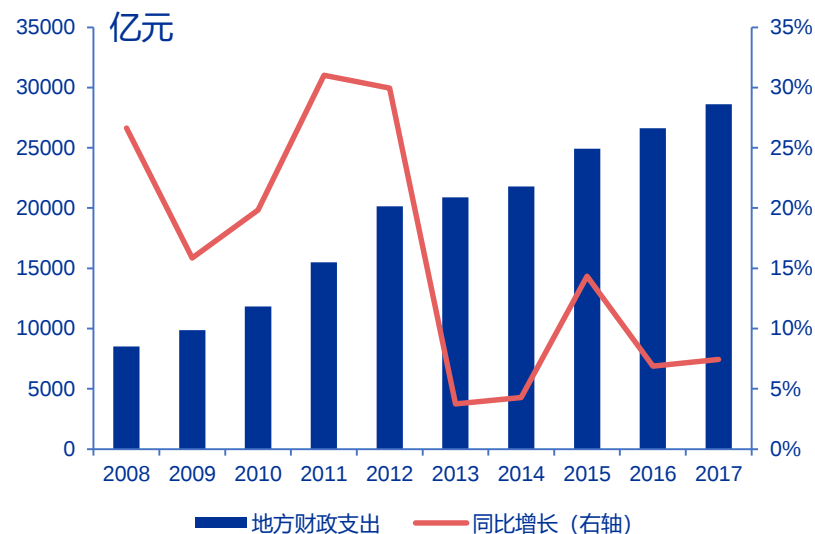
- 近几年地方债务总额不断超过财政收入总额。政府负债运营阻止了其提高公共预算用于应对增长的教育服务的需求。
- 2012—2017年教育财政支出五年复合增长率放缓至7.3%相比2007-2012 增速放缓17.2个百分点。

地方债务总额（政府加准市政债券）/地方财政收入
（地方收入加转移支付）超过100



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

过去五年，教育财政支出的增长显著放缓

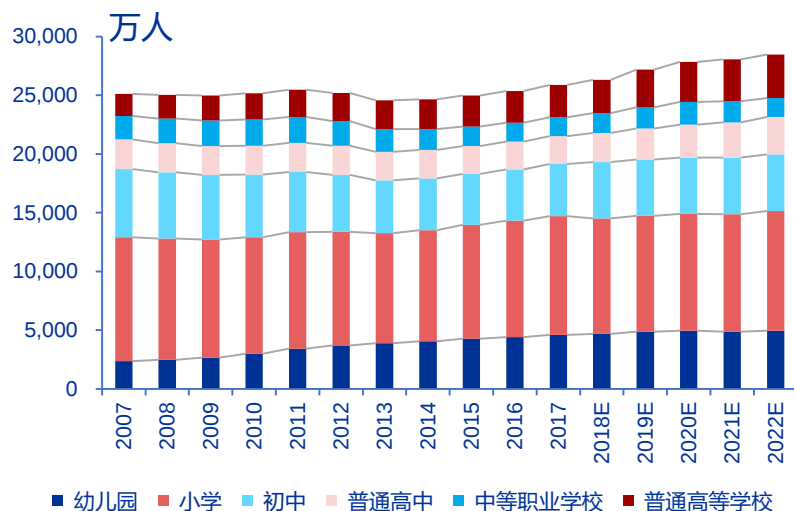


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.7 教育需求增加

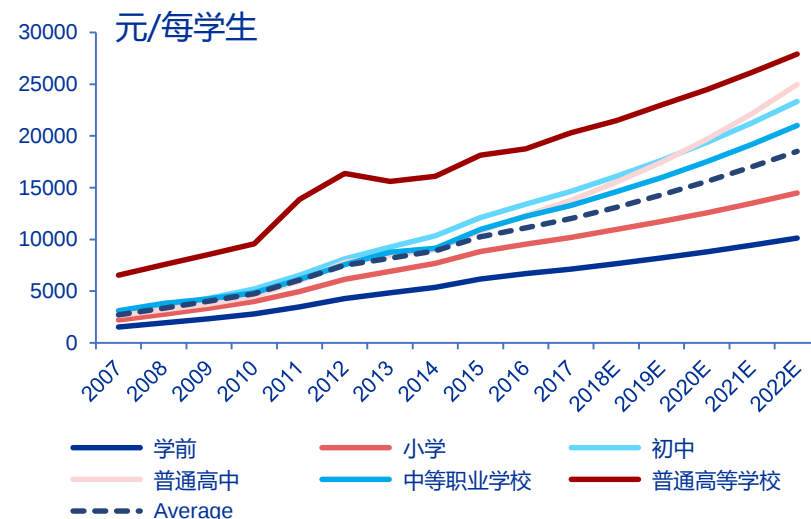
- 随着渗透率不断提高，K12和高等教育学生入学人数将从2017年的2.59亿增加到2022年的2.85亿，教育需求呈不断增长的态势。
- 由于教学成本刚性增长（主要是教职工工资和学校运营投入），我们对每名学生的教育支出将从2017年的12,328元预计增加到2022年的18,658元，年复合增长率为8.8%，维持过去平均水平。

学生总数将继续增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

单名学生教育支出呈上升趋势

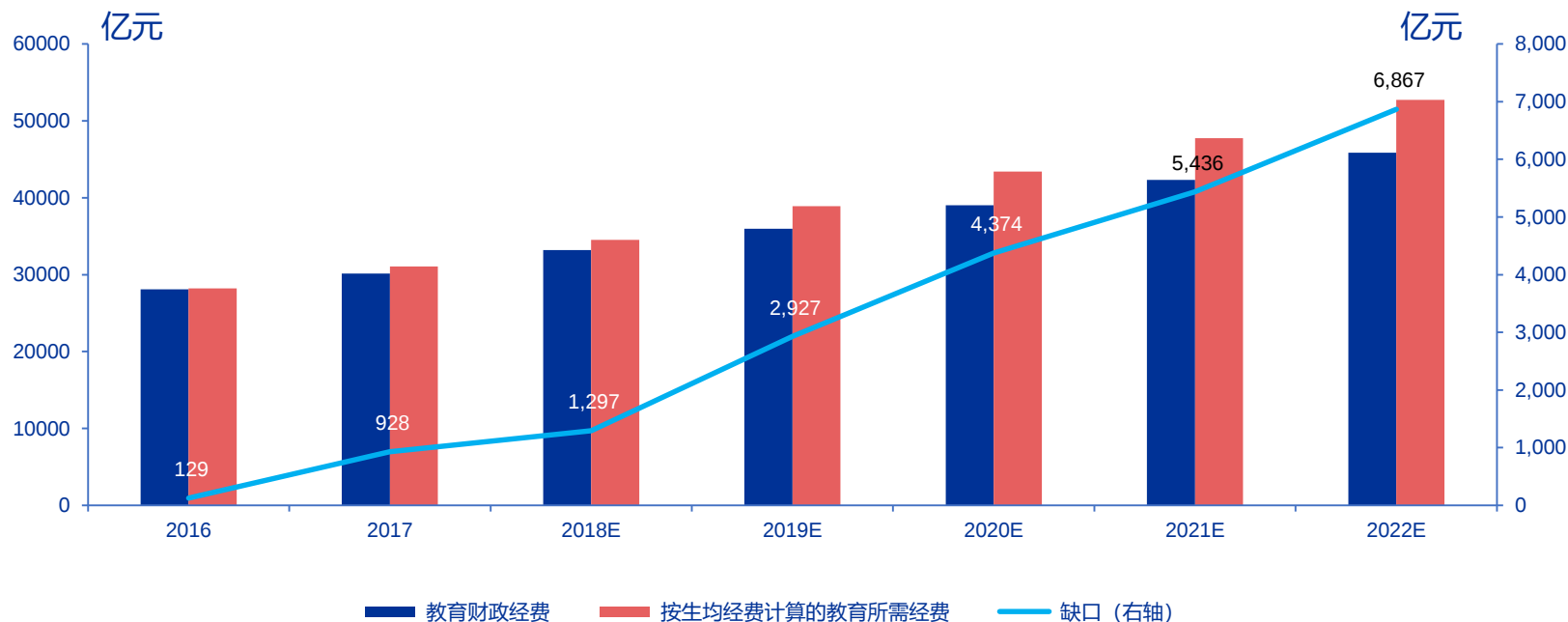


资料来源：教育部，申万宏源研究

3.8 支出增长超过预算，教育赤字持续扩大

- 随着学生人数的增加和单个学生支出增加，总的教育开支将从2017年的3.1万亿元增加到2022年的5.2万亿元。
- 随着未来税费减免后政府预算增长放缓，教育赤字将从同期的980亿增加到6867亿。

2022年教育赤字将近7000亿元人民币



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.9 民办教育节省政府预算

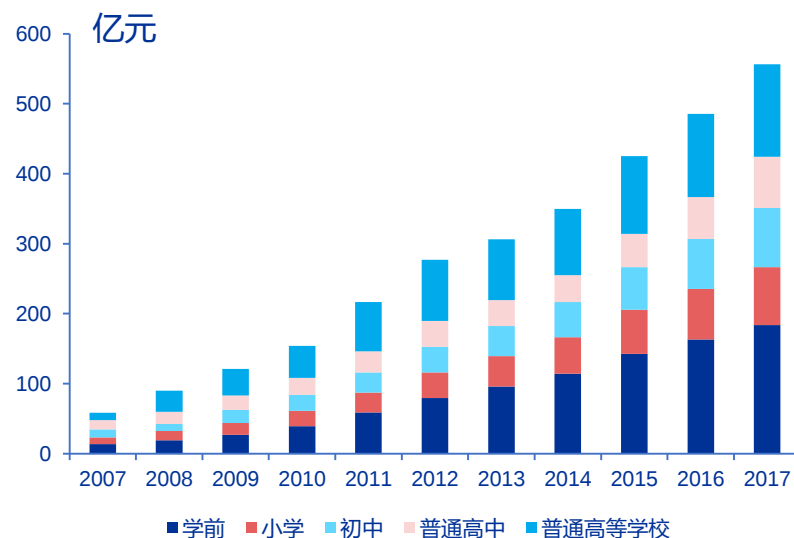
- 由于向学生家长收取续费而非政府财政补助，民办学校作为补充弥补了教育支出和预算之间的差距。
- 根据我们估计，民办教育为教育财政的减免从2007年的584亿增加到2017年的5,562亿。

2017年民办教育为地方政府节省了超过5560亿元的预算

2017	学生总数 (千)	每名 学生教育预 算(元)	预算节省 (亿元)
高等教育	6,513	20,299	1,322
高中	5,285	13,769	728
初中	5,777	14,641	846
小学	8,142	10,199	830
幼儿园	25,723	7,139	1,836
总计	51,440	10,813	5,562

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

过去十年来民营部门节约的预算增加了近10倍

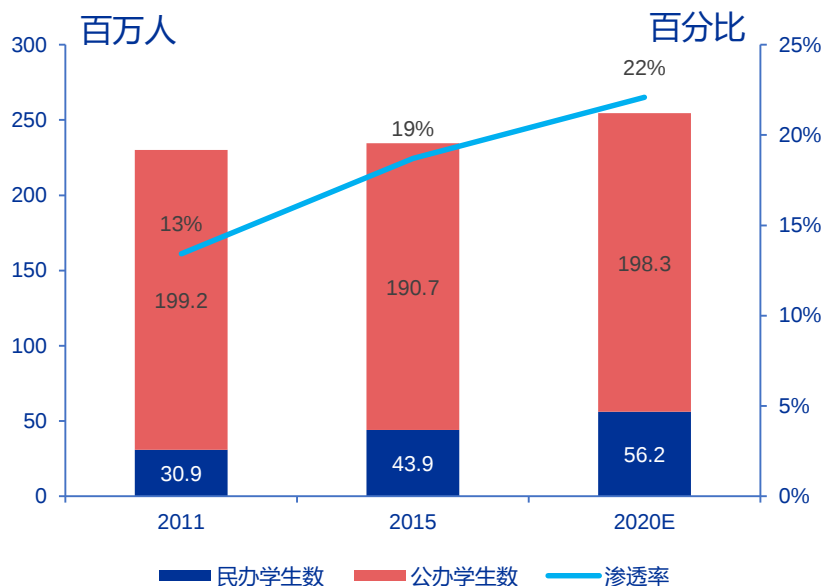


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.10 民办教育将进一步缓解地方财政负担

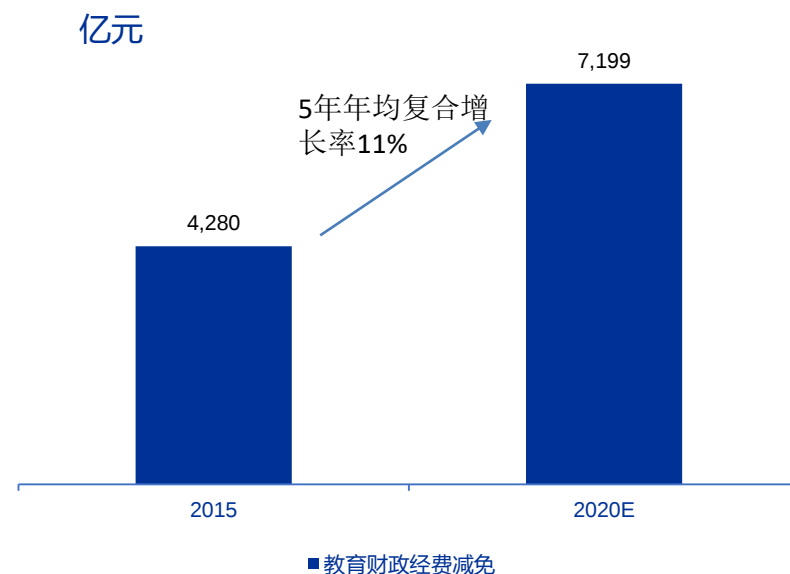
- 民办教育的市场份额（按学生人数）将从2011年的16%增加到2020年的25%。随着民办学校渗透率的不断提高，我们预计2020年将节省预算7,199亿元人民币，占同年总支出的16%。
- 基于民办教育为政府减少教育开支的角度出发，我们判断地方政府在制定教育政策是会倾向利好民办教育。

民办教育的市场份额持续增加



资料来源: Frost & Sullivan, 申万宏源研究

私立教育的普及率不断提高，为地方政府节省更多教育财政支出



资料来源: Frost & Sullivan, 申万宏源研究

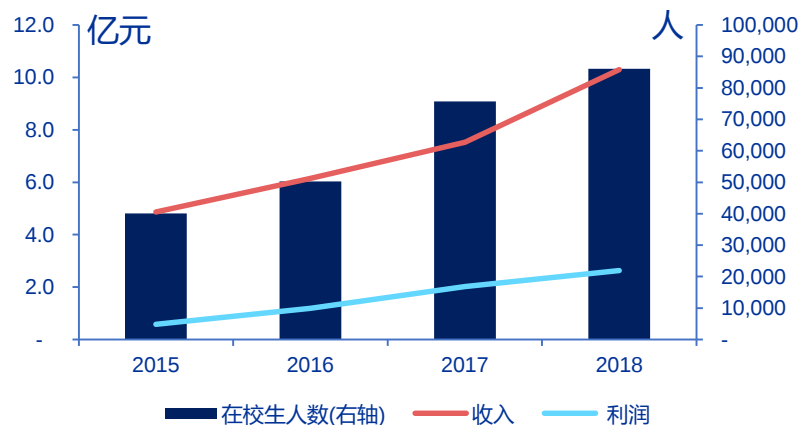
主要内容

1. 渗透率提升抵消人口乏力增长
2. 政策引导新一轮高校扩张
3. 财税角度推演政策——利多大于利空
4. 希望、宇华，教育行业最优投资标的

4.1 希望教育：高职办学为特色的西部教育龙头

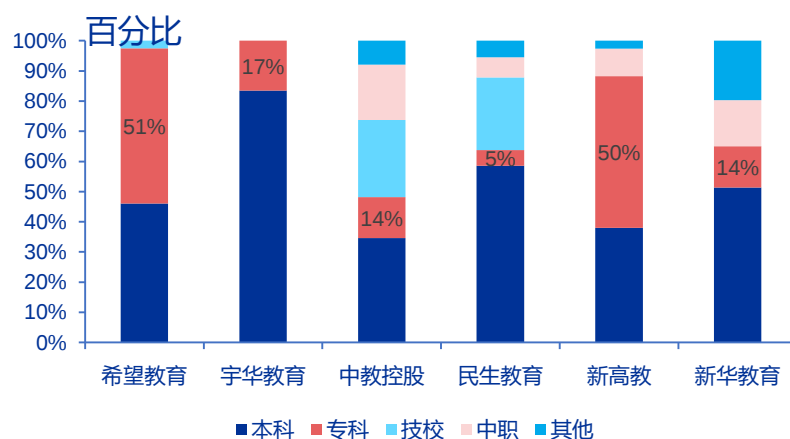
- 希望教育拥有15年高等教育运营经验，为西南地区最大高等教育集团，港股第三大高教公司。截止18年底共经营9所高校，拥有在校生86,033人。
- 坚持并购和新建学校两条路径发展模式。上市前先后并购5所院校，并新建4所学校。拥有丰富的学校并购和运营经验。
- 实训型人才培养为特色，专科（高职）在校生比例最高。良好的师资和完备实训教室配备，为迎接专科扩容提供了坚实基础。我们预计公司是高职扩招最受益标的。

收入利润增长迅速



资料来源：希望教育公告，申万宏源研究

高职（专科）在校生占比最高凸显办学特色

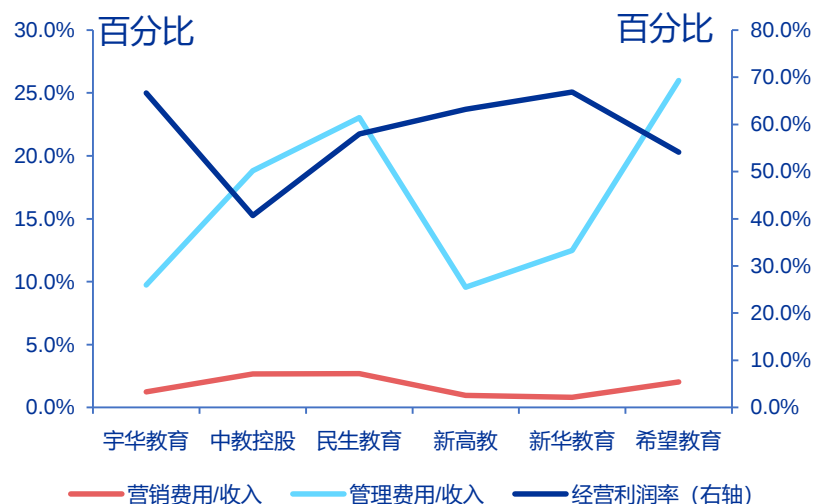


资料来源：希望教育公告，申万宏源研究

4.2 宇华教育：精细化管理+优秀并购能力

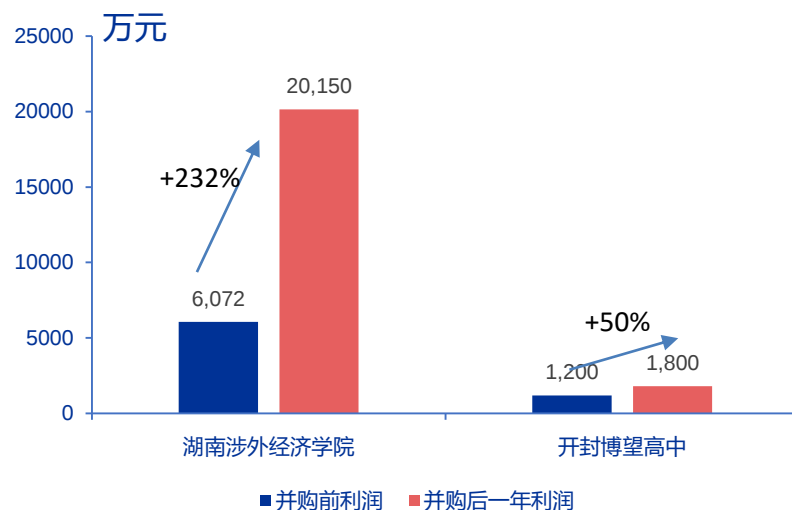
- 高等教育+K12学校全学段运营的教育公司。以K12业务为基础，致力于高校业务的拓展。18年11月共有在校生93,108人，其中高校在校生61,353人。
- 精细化管理是一大特色，运营利润高出同类公司一筹。
- 并购能力突出，投后管理到位。并购湖南涉外经贸学院，通过一年的运营调整，利润率大幅回升至40%的正常水平。

经营利润率高于同行，费用率控制优异



资料来源: 宇华教育公告, 申万宏源研究

投后管理能力突出，并购学校利润增长迅猛



资料来源: 宇华教育公告, 申万宏源研究

附录：估值对照表

港股教育公司估值表 (2019.7.4收盘价为基准)

公司	代码	市值 (百万人民币)	P/E (X)					P/B (X)				
			17A	18	19E	20E	21E	17A	18	19E	20E	21E
港股												
枫叶教育	01317 HK Equity	8,514	18.6	16.9	14.7	12.3	10.4	3.2	2.6	2.1	1.9	1.7
宇华教育	06169 HK Equity	10,265	26.0	20.8	14.1	11.8	10.1	3.8	3.3	2.5	2.2	2.0
成实外	01565 HK Equity	8,262	30.3	25.3	16.4	11.9	9.4	3.1	2.9	2.6	2.2	2.2
睿见教育	06068 HK Equity	7,337	32.6	27.1	18.2	14.5	11.8	4.2	4.3	3.3	2.8	2.4
民生教育	01569 HK Equity	5,178	18.8	15.6	11.8	10.1	8.6	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
中国新高教育	02001 HK Equity	4,163	15.9	15.9	10.7	8.4	7.2	2.2	2.1	1.7	1.5	1.3
中教控股	00839 HK Equity	21,080	37.1	na	26.9	21.7	18.0	3.7	na	3.0	2.7	2.4
希望教育	01765 HK equity	1,977	na	32.7	14.2	11.1	9.2	na	1.6	1.5	1.3	1.2
平均			25.6	22.0	15.9	12.7	10.6	3.1	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：彭博，申万宏源研究

Information Disclosure:

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst. The analyst declares that neither he/she nor his/her associate serves as an officer of nor has any financial interests in relation to the listed corporation reviewed by the analyst. None of the listed corporations reviewed or any third party has provided or agreed to provide any compensation or other benefits in connection with this report to any of the analyst, the Company or the group company(ies). A group company(ies) of the Company confirm that they, whether individually or as a group (i) are not involved in any market making activities for any of the listed corporation reviewed; or (ii) do not have any individual employed by or associated with any group company(ies) of the Company serving as an officer of any of the listed corporation reviewed; or (iii) do not have any financial interest in relation to the listed corporation reviewed or (iv) do not, presently or within the last 12 months, have any investment banking relationship with the listed corporation reviewed.

Undertakings of the Analyst

I (We) am (are) conferred the Professional Quality of Securities Investment Consulting Industry by the Securities Association of China and have registered as the Securities Analyst. I hereby issue this report independently and objectively with due diligence, professional and prudent research methods and only legitimate information is used in this report. I am also responsible for the content and opinions of this report. I have never been, am not, and will not be compensated directly or indirectly in any form for the specific recommendations or opinions herein.

Disclosure with respect to the Company

The company is a subsidiary of ShenwanHongyuan Securities. The company is a qualified securities investment consulting institute approved by China Securities Regulatory Commission.

Releasing securities research reports is the basic form of the securities investment consulting services. The company may analyze the values or market trends of securities and related products or other relevant affecting factors, provide investment analysis advice on securities valuation/ investment rating, etc. by issuing securities research reports solely to its clients.

The affiliates of the Company may hold or trade the investment targets mentioned in this report in accordance with the law, and may also provide or seek to provide investment banking services for these targets.

The Company fulfills its duty of disclosure within its sphere of knowledge. The clients may contact compliance@swsresearch.com for the relevant disclosure materials or log into www.swsresearch.com for the analysts' qualifications' the arrangement of the quiet period and the affiliates' shareholdings.

Introduction of Share Investment Rating

Security Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the security and that of the market' s benchmark within six months after the release of this report, we define the terms as follows:

BUY: Share price performance is expected to generate more than 20% upside over a 12-month period.

Outperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% upside over a 12-month period.

Hold: Share price performance is expected to generate between 10% downside to 10% upside over a 12-month period.

Underperform: Share price performance is expected to generate between 10-20% downside over a 12-month period.

SELL: Share price performance is expected to generate more than 20% downside over a 12-month period.

Industry Investment Rating:

When measuring the difference between the markup of the industry index and that of the market' s benchmark within six months after the release of the report, we define the terms as follows:

Overweight: Industry performs better than that of the whole market;

Equal weight: Industry performs about the same as that of the whole market;

Underweight: Industry performs worse than that of the whole market.

We would like to remind you that different security research institutions adopt different rating terminologies and rating standards. We adopt the relative rating method to recommend the relative weightings of investment. The clients' decisions to buy or sell securities shall be based on their actual situation, such as their portfolio structures and other necessary factors. The clients shall read through the whole report so as to obtain the complete opinions and information and shall not rely solely on the investment ratings to reach a conclusion. The Company employs its own industry classification system. The industry classification is available at our sales personnel if you are interested.

HSCEI is the benchmark employed in this report.

Disclaimer:

This report is to be used solely by the clients of SWS Research Co., Ltd. (subsidiary of ShenwanHongyuan Securities, hereinafter referred to as the "Company"). The Company will not deem any other person as its client notwithstanding his receipt of this report. The clients understand that the text message reminder and telephone recommendation are no more than a brief communication of the research opinions, which are subject to the complete report released on the Company's website (<http://www.swsresearch.com>). The clients may ask for follow-up explanations if they so wish. Save and except as otherwise stipulated in this report, the contactor upon the first page of the report only acts as the liaison who shall not provide any consulting services.

This report is based on public information, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not warranted by the Company. The materials, tools, opinions and speculations contained herein are for the clients' reference only, and are not to be regarded or deemed as an invitation for the sale or purchase of any security or other investment instruments. The materials, opinions and estimates contained herein only reflect the judgment of the Company on the day this report is released. The prices, values and investment returns of the securities or investment instruments referred to herein may fluctuate. At different periods, the Company may release reports which are inconsistent with the materials, opinions and estimates contained herein.

The clients shall consider the Company's possible conflict of interests which may affect the objectivity of this report, and shall not base their investment decisions solely on this report. The clients should make investment decisions independently and solely at your own risk. Please be reminded that in any event, the company will not share gains or losses of any securities investment with the clients. Whether written or oral, any commitment to share gains or losses of securities investment is invalid. The investment and services referred to herein may not be suitable for certain clients and shall not constitute personal advice for individual clients. The Company does not ensure that this report fully takes into consideration of the particular investment objectives, financial situations or needs of individual clients. The Company strongly suggests the clients to consider themselves whether the opinions or suggestions herein are suitable for the clients' particular situations; and to consult an independent investment consultant if necessary. Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein forms an investment recommendation to anyone. Under no circumstances shall the Company be held responsible for any loss caused by the use of any contents herein by anyone. Please be particularly cautious to the risks and exposures of the market via investment. Independent investment consultant should be consulted before any investment decision is rendered based on this report or at any request of explanation for this report where the receiver of this report is not a client of the Company.

The Company possesses all copyrights of this report which shall be treated as non-public information. The Company reserves all rights related to this report. Unless otherwise indicated in writing, all the copyrights of all the materials herein belong to the Company. In the absence of any prior authorization by the Company in writing, no part of this report shall be copied, photocopied, replicated or redistributed to any other person in any form by any means, or be used in any other ways which will infringe upon the copyrights of the Company. All the trademarks, service marks and marks used herein are trademarks, service marks or marks of the Company, and no one shall have the right to use them at any circumstances without the prior consent of the Company.

This report may be translated into different languages. The Company does not warrant that the translations are free from errors or discrepancies.

This report is for distribution in Hong Kong only to persons who fall within the definition of professional investors whether under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the laws of Hong Kong) (the "SFO") or the Securities and Futures (Professional Investor) Rules (Chapter 571D of the laws of the Hong Kong under the SFO).

This report is for distribution in the United Kingdom only to persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 (as amended) (the "Order") or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("High Net Worth Companies, Unincorporated Associations, etc") of the Order (All such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This document is directed only at Relevant Persons. Other Persons who are not Relevant Persons must not act or rely upon this document or any of its contents.

Distribution in Singapore

If distributed in Singapore, this report is meant only for Accredited Investors and Institutional Investors as defined under Section 4A of the Securities and Futures Act of Singapore. If you are not an Accredited Investor or an Institutional Investor, you shall ignore the report and its contents. The Singapore recipients of the report are to contact the Singapore office of ShenwanHongyuan Singapore Private Limited at 65-6323-5208, or 65-6323-5209 in respect of any matters arising from, or in connection with, the report.

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

黄哲 A0230513030001, BDQ227
huangzhe@swsresearch.com