

深圳华强 (000062.SZ)

电子专业市场龙头，转型元器件交易服务平台

● 电子专业市场龙头，转型元器件产业链布局

深圳华强成立于1993年，公司发展主要经历三个阶段：1) 成立之初，深圳华强主要为集团旗下高端信息制造业务板块平台，主营视频及电子元器件制造；2) 2009年，公司完成资产重组，主业变更为电子专业市场和相关商业物业开发管理；3) 2015年，公司开启电子元器件产业链整合之路。2016年，公司营收55.4亿元(yoy+173%)；归属净利润4.26亿(yoy+13.4%，扣非后yoy+92.8%)。2016年11月，公司控股权变更，梁光伟先生成为上市公司和集团公司实际控制人。实际控制人的明确有利于完善内部治理结构以控制权稳定，统筹安排集团资源，上市公司转型升级有望驶入快车道。

● 分销整合控货，线上线下平台引流，打造领先元器件交易服务平台

深圳华强依托深圳华强北电子产业集群优势和多年产业深耕积累，在电子信息产业链的多个节点完成横纵布局，以电子元器件流通为核心，打造电子信息产业全程服务商。我们认为公司首先将受益元器件分销商整合红利，切入电子元器件分销市场；其次，在上游货源把控基础上，变现线上网站和线下长尾买家和卖家资源，构建行业领先B2B电商交易平台；最后，依托深圳电子产业集聚优势和公司产业资源积累，打造电子信息产业全程服务商。

● 盈利预测及估值

我们将公司业务划分为现金牛业务(线下市场)、成长业务(元器件分销)和培育业务(产业链综合服务)。预计公司17-19年营收为79.1/95.7/115.6亿，归属净利润5.9/7.1/8.4亿，对应目前32.1X/26.8X/22.8XPE。考虑公司线下市场核心地段自有物业升值、分销行业市场并购成长空间及未来全产业链综合服务布局延伸，首次覆盖“买入”评级！

● 风险提示：

并购整合不达预期；库存及应收账款风险；B2B业务开展不达预期；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,033.65	5,544.60	7,912.79	9,570.29	11,556.85
增长率(%)	-23.78%	172.64%	42.71%	20.95%	20.76%
EBITDA(百万元)	438.54	666.81	919.69	1,046.79	1,180.53
净利润(百万元)	375.58	425.86	592.79	709.98	834.96
增长率(%)	-21.35%	13.39%	39.20%	19.77%	17.60%
EPS(元/股)	0.521	0.590	0.822	0.984	1.158
市盈率(P/E)	70.29	48.12	32.10	26.80	22.79
市净率(P/B)	7.36	5.19	4.26	3.73	3.24
EV/EBITDA	59.62	31.63	21.35	18.49	15.84

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

26.38元

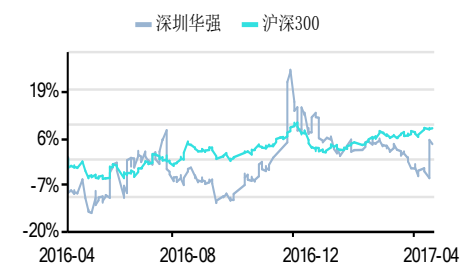
报告日期

2017-04-18

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	721/667
流通A股市值(百万元)	19,425
每股净资产(元)	5.52
资产负债率(%)	41.03
一年内最高/最低(元)	33.48/22.88

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究：

联系人：林伟强 021-60750607

linweiqiang@gf.com.cn

目录索引

一、电子专业市场龙头，转型元器件产业链布局	5
（一）华强北电子专业市场龙头，转型电子元器件交易服务平台	5
（二）要约收购明确实际控制人，集团转型整合加速前行	8
二、分销整合控货，线上线下平台引流，打造领先元器件交易服务平台	11
（一）电子元器件分销：万亿市场市场待享	11
（二）行业趋势之一：并购铸就龙头	14
（三）行业趋势之二：长尾客户的互联网化新机遇	16
（四）分销控货+产业资源整合，打造领先交易平台	19
三、盈利预测及估值	21

图表索引

图 1: 深圳华强历史沿革	6
图 2: 深圳华强历年营收	6
图 3: 深圳华强历年归属净利润	6
图 4: 电子元器件分销贡献深圳华强营收大头	7
图 5: 电子元器件分销及物业租赁贡献毛利大头	7
图 6: 华强北创客中心提供全方位创业服务	8
图 7: 梁光伟先生受让华强升鸿 11% 股权, 成为上市公司实际控制人	9
图 8: 华强集团 15 年末总资产/净资产 480/147 亿	10
图 9: 华强集团 15 年营收/净利润 151/12 亿	10
图 10: 华强集团主营涵盖地产、文化科技、云技术和电子信息服务四大板块 (百万元)	11
图 11: 华强集团毛利构成 (百万元)	11
图 12: 2015 年电子元器件分销行业规模达 4.7 万亿	12
图 13: 2015 年电子元器件流通利润达到 2106 亿	12
图 14: 中国电子元器件上游厂家构成 (2016)	12
图 15: 中国电子元器件分销下游买家行业分布 (2016)	12
图 16: 电子元器件产业通过分销/直销运行	13
图 17: 电子元器件种类繁多, 分销商充当中间人集约化采购	13
图 18: 电子元器件分销/直销占比	13
图 19: 除产品销售外, 分销商提供多元化技术服务支持	13
图 20: Avnet (安富利) 2007 年以来部分并购案例	15
图 21: Arrow (艾睿电子) 2007 年以来部分并购案例	15
图 22: 安富利历年营收利润	16
图 23: 国内主要电子元器件分销营收不足百亿, 规模尚小	16
图 24: 电子元器件 B2B 电商对长尾用户提供综合服务	17
图 25: 目前电子元器件电商主要承载信息服务作用	17
图 26: 价格&产品是电子元器件电商主要关注点	17
图 27: 科通芯城上市以来收入利润高速增长	18
图 28: 科通芯城长尾客户利润率更高	18
图 29: 科通芯城毛利率不及分销行业龙头	18
图 30: 科通芯城销售及一般行政费用率远低于同行	18
图 31: 科通芯城运营效率更高 (库存及应收款周转天数)	18
图 32: 科通芯城 ROE 更高	18
图 33: 科通芯城长期估值约 35XPE (TTM), 远高于安富利和艾睿电子	19
图 34: 目前电子元器件电商主要承载信息服务作用	20
图 35: 华强电子网 360 度专业推广	20
图 36: 华强电子网主要服务产品	20
图 37: 华强电商营收持续高速增长	21
图 38: 华强电商提供多样化品牌电商运营服务	21

图 39: 深电所旨在打造全球电子信息产业中心	21
图 40: 深电所三大枢纽功能.....	21
表 1: 深圳华强旗下电子市场出租率基本平稳	6
表 2: 2015 年以来深圳华强完成三次电子元器件分销行业收购	8
表 3: 深圳华强前十大股东 (3Q2016)	9
表 4: 华强集团旗下一级子公司	10
表 5: 全球十大电子元器件分销商 (十亿美元)	14
表 6: A 股电子元器件分销行业上市公司情况.....	16
表 7: 华强电子网发展史	20
表 8: A 股电子元器件分销商上市公司估值情况.....	22

一、电子专业市场龙头，转型元器件产业链布局

深圳华强成立于1993年，由原华强集团旗下部分制造板块企业重组而来，公司发展主要经历三个阶段：1) 成立之初，深圳华强主要为集团旗下高端信息制造业务板块平台，主营视频及电子元器件制造；2) 2009年，深圳华强完成资产重组，置出原视频（信息）制造业务，主营业务主要集中于电子专业市场和相关商业物业开发管理；3) 2015年，公司以电子元器件产业链整合为核心，开启转型之路：上游元器件分销领域先后收购湘海电子、深圳捷扬和鹏源电子；下游应用领域联合腾讯成立华强北国际创客中心及创投基金，打造一站式硬件创新创业孵化服务平台；同时华强电子网向综合平台转变，从单纯的B2B信息发布平台切入交易环节。2016年，深圳华强营收同比增长172.6%至55.4亿元；归属净利润共同同比增长13.4%至4.26亿（扣非后4.14亿，同比增长92.8%）。

2016年11月，深圳华强公告实际控制人变更：梁光伟先生直接控制华强集团91.51%股权、间接控制上市公司70.76%股权，成为上市公司和集团公司实际控制人。由于历史改制原因，华强集团长期处于无实际控制人状态，此次要约收购完成后，既简化明确了集团公司的股权结构，也大幅强化了实际控制人对上市公司的控制力。对上市公司而言，有利于完善其内部治理结构以及控制权的稳定，统筹安排集团资源，推动上市公司发展战略的部署和落地，公司转型升级有望驶入快车道。

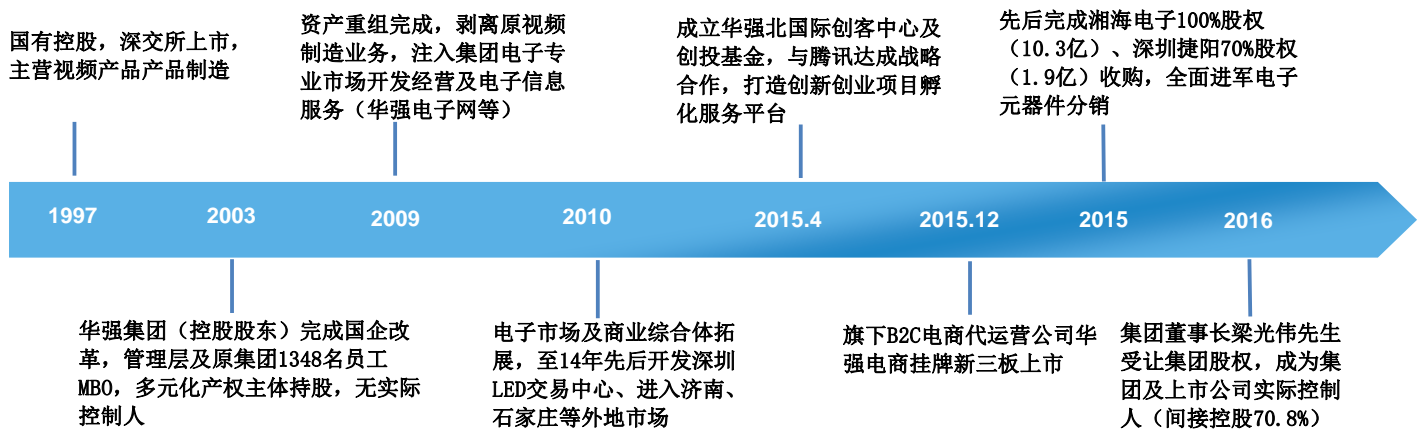
（一）华强北电子专业市场龙头，转型电子元器件交易服务平台

深圳华强成立于1993年，由原华强集团旗下部分制造板块企业重组而来，并于1997年在深交所挂牌上市。从主营业务来看，公司发展主要经历三个阶段：

1) 成立之初，深圳华强主要为集团旗下高端信息制造业务板块平台，主营视频（电信运营设备及其软件、移动通信定位调度终端产品、信息化系统集成、数字电影与数字视频技术等）及电子元器件制造（包括激光头、电池系列产品、微型马达、数码相机等），并在深圳华强北开设“华强电子世界”（即深圳一店）大型综合性电子专业市场，涉足电子综合市场开发管理。

2) 2009年，深圳华强完成资产重组，置出原视频（信息）制造业务，并注入集团旗下电子专业市场开发经营业务及相关电子信息服务业务（华强电子网等），公司主营业务主要集中于电子专业市场和相关商业物业开发管理，相继在原“华强电子世界”的基础上，深圳华强北核心区开设深圳二店、三店和LED店，并在辽宁沈阳、山东济南、广东惠州、重庆涪陵、河北石家庄等地进行异地连锁拓展。截至2014年，电子专业市场&配套物业开发及经营管理业务在公司营收、毛利中占比分别达到79.3%和83.7%。

图1: 深圳华强历史沿革



数据来源: 公司官网整理、广发证券发展研究中心

图2: 深圳华强历年营收

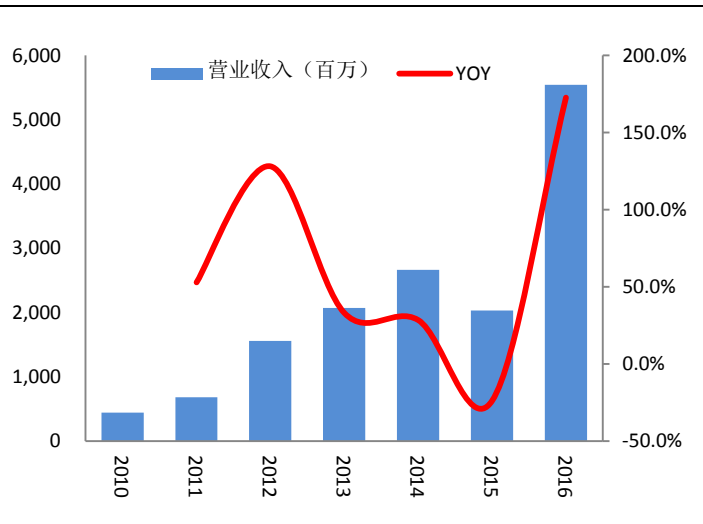
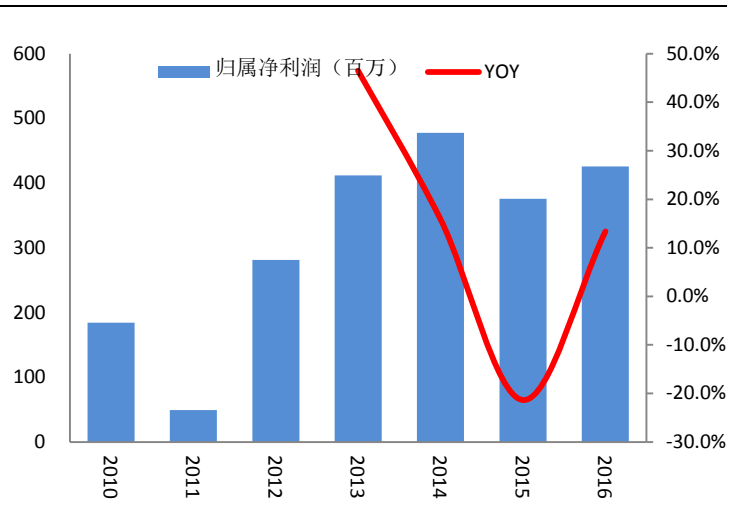


图3: 深圳华强历年归属净利润



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表1: 深圳华强旗下电子市场出租率基本平稳

市场	开业时间	主营简介	经营面积 (平方米)	出租率 13	出租率 14	出租率 15
深圳一店	1998年	主要经营电子元器件和IT数码产品, 是深圳最大的闪存、芯片、二手笔记本电脑市场和全国最大的组装液晶屏、液晶电视专业市场	40,092	95%	96%	95%
深圳二店	2008年	主要经营电子元器件、品牌电脑、数码产品、通讯产品、电脑、办公外设产品和家电等, 目前是深圳单体面积最大的电子专业市场和品牌数码产品专卖店	44,128	93%	85%	89%
深圳LED店	2010年1月	设有中国唯一的LED产业的集中式的国际采购交易中心	8,038	97%	96%	96%
深圳三店	2010年12月	定位为通讯城, 主要经营通讯产品和手机配件等产品	14,572	80%	93%	97%
沈阳店	2010年4月	主要经营手机通讯、电脑品牌、电子元器件、专	47,634	73%	67%	58%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

业安防等产品，其安防产品市场目前是东三省最大的安防产品市场

门店名称	开业时间	主要经营	营业收入 (万元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	市场占有率 (%)
济南店	2011年11月	主要经营手机数码产品、通讯器材、品牌电脑、办公耗材、餐厅，现是环渤海地区最大IT专业卖场	56,802	72%	70%	86%
惠州店	2011年8月	主要经营手机通讯、电脑品牌、专业安防等产品	7,462	61%	56%	62%
涪陵店	2012年1月	主要经营手机数码产品、通讯器材、品牌电脑、办公耗材，处于涪陵IT商圈核心位置	7,155	100%	96%	92%
石家庄店	14年4月，16年5月升级重新开业	分东西区，西区为电子通讯城，主要经营通讯、电子、手机及配件等产品；东区经过重新专修改造，定位为商业中心	89,935	/	47%	46%

数据来源：华强集团、广发证券发展研究中心（其中深圳一、二、LED店及济南门店为上市公司自有物业；石家庄店部分自有物业）

3) 2015年，公司既有业务资源的基础上，以电子元器件产业链整合为核心，开启转型之路：上游元器件分销领域先后收购湘海电子（10.3亿收购100%股权，定增+现金）、深圳捷扬（1.9亿收购70%股权）和鹏源电子（6.2亿收购70%股权）；下游应用领域联合腾讯成立华强北国际创客中心及创投基金，打造一站式硬件创新创业孵化服务平台；同时梳理旗下电子商务网站资源：华强电子网向综合平台转变，从单纯的B2B信息发布平台切入交易环节，1H2016，华强旗舰线上会员达到141家，半年完成交易额3747万、实现营业收入3373万元、利润994万；华强电商（B2C电商代运营公司）成功挂牌新三板上市，2016年营收同比增长36.7%至5.75亿。

2016年，深圳华强营收同比增长172.6%至55.4亿元；归属净利润同比增长13.4%至4.26亿（扣非后4.14亿，同比增长92.8%）。营收利润大幅增长主要由于结构变化，2015年收购的湘海电子和深圳捷扬业绩大超预期：1) 2016年，电子元器件分销业务（湘海电子&深圳捷扬并表贡献）在上市公司营收和毛利占比分别达到73.9%和47.8%；2) 湘海电子2016营收37.5亿，归属净利润1.79亿（扣除业绩超额奖励计提），提前13个月完成业绩承诺；3) 深圳捷扬2016营收2.8亿，同比增长33%；归属净利润3032万（扣除业绩超额奖励计提），同比增长31%。

图 4：电子元器件分销贡献深圳华强营收大头

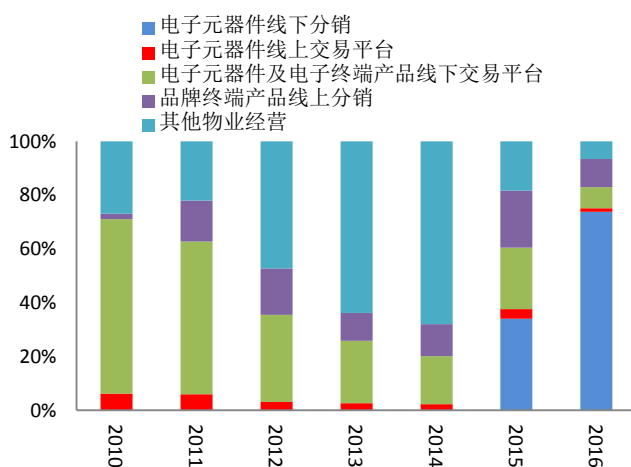
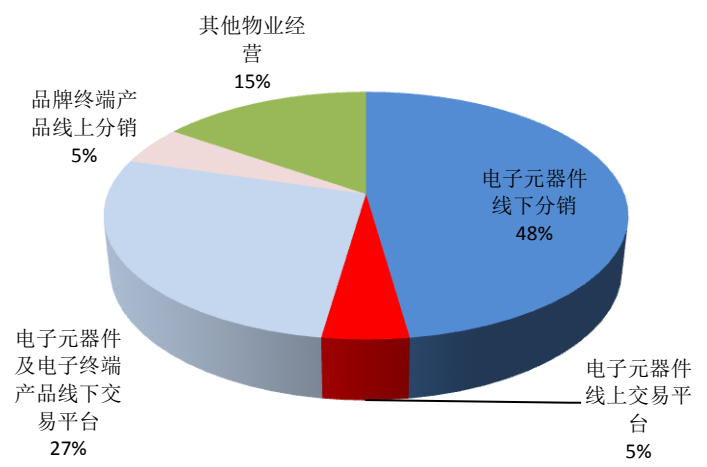


图 5：电子元器件分销及物业租赁贡献毛利大头（2016）



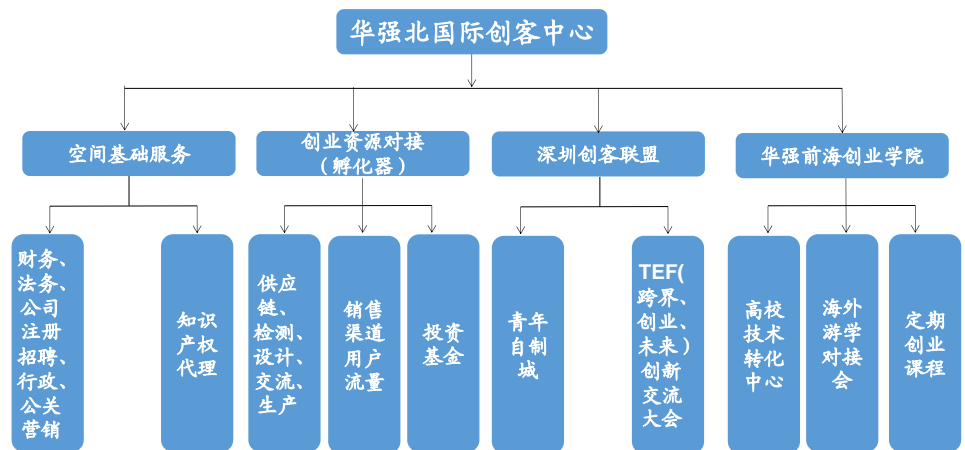
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（依据2016年年报重新分类后调整历史数据）

表 2: 2015 年以来深圳华强完成三次大型电子元器件分销行业收购

收购时间	收购对价	收购方式	业绩承诺	完成情况
湘海电子	2015.11	10.34 亿收购 100%股权	定增+现金, 18.11 元/ 股收购资产+22.39 元/ 股配套资金(华强集团 及 5 名高管参与)	15-17 年累计扣非净利不 低于 3.01 亿, 即三年 CAGR 不低于 20% 16 年预计 2-2.4 亿(扣 除业绩奖励后归属净 利 1.6-2 亿), 提前 13 个月完成业绩承诺
深圳捷扬	2015.12	1.9 亿收购 70%股权	现金	15 年不低于 0.21 亿, 15-17 年累计扣非净利不 低于 0.73 亿, 三年 CAGR 不低于 15% 16 年不低于 0.59 亿;
鹏源电子	2017.1	6.16 亿收购 70%股权	现金	17-19 年同比增长分别不 低于 10%/20%/25%, 三 年累计不低于 2.4 亿

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 6: 华强北创客中心提供全方位创业服务

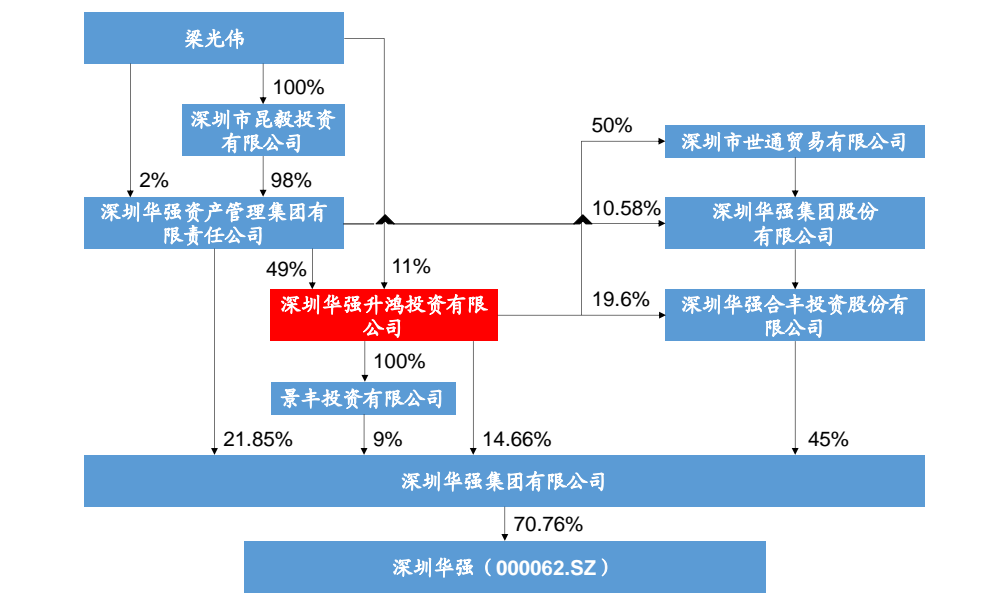


数据来源: 华强北创客中心官网、广发证券发展研究中心

(二) 要约收购明确实际控制人，集团转型整合加速前行

2016年11月，深圳华强公告梁光伟先生成为公司实际控制人及要约收购方案：1) 梁光伟先生受让深圳金安兴公司及方德厚先生持有的华强升鸿投资11%股权，收购完成后，梁光伟先生实现对深圳华强集团有限公司的控制，从而间接控制上市公司（深圳华强集团有限公司持有上市公司70.76%股权）；2) 因控股股东股权转让导致上市公司实际控制人变更而触发要约收购，梁光伟先生拟以25.27元/股要约收购除华强集团及梁光伟所持有的股份以外的其他无限售条件的流通股（截止要约收购期满，仅一个股东账户、共100股接受收购要约）。

图7: 梁光伟先生受让华强升鸿11%股权, 成为上市公司实际控制人



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 深圳华强前十大股东 (2016 年末)

股东名称	持股数量(百万股)	持股比例	备注
深圳华强集团有限公司	510.38	70.76%	部分限售
杨林	19.50	2.70%	限售, 原湘海电子股东
张玲	16.47	2.28%	限售, 原湘海电子股东
中央汇金资产管理有限责任公司	9.21	1.28%	
中国证券金融股份有限公司	5.03	0.70%	
杨逸尘	3.43	0.47%	限售, 原湘海电子股东
韩金文	3.43	0.47%	限售, 原湘海电子股东
易武	1.83	0.25%	
王为国	1.62	0.22%	
香港中央结算有限公司 (沪股通)	1.31	0.18%	

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

华强集团旗下主要拥有13家一级子公司, 其中包括深圳华强(000062.SZ)和华强方特(834793, 新三板)两家上市公司, 业务范围涵盖文化科技、电子信息高端服务、产业地产和金融创新业务等主要产业及清洁能源、智能硬件等战略性新兴产业。2015年, 集团总营收达到150.7亿元, 归属净利润12.1亿元; 期末总资产达到480.3亿元净资产146.5亿元。

集团四大主要业务板块中, 文化科技板块主要业务主体为新三板上市公司华强方特, 主营业务涵盖主题乐园、数字动漫产品和院线电影等; 电子信息服务板块主要业务主体为上市公司深圳华强, 主营业务涵盖线下电子专业市场(华强电子世界)、线上电子信息和商务服务(B2B华强电子网和B2C代运营华强电商)、电子元器件分销(湘海电子、深圳捷扬、鹏源电子等)和智能创业园区(华强北国际创客中心); 产业地产板块主要包括主题乐园及专业市场配套商业物业开发运营, 金融创新业务主要包括产业链金融、资产管理、互联网金融、要素交易等“四大平台”。

由于历史改制原因, 华强集团长期处于无实际控制人状态。此次要约收购完成后, 梁光伟先生将间接控制上市公司70.76%股权, 成为上市公司和集团公司实际控

制人，既简化明确了集团公司的股权结构，也大幅强化了实际控制人对上市公司的控制力。对上市公司而言，有利于完善其内部治理结构以及控制权的稳定，统筹安排集团资源，推动上市公司发展战略的部署和落地，完善上市公司电子信息高端服务业体系发展建设，打造电子元器件流通为核心的产业链交易平台和创新创业服务平台，上市公司转型升级有望驶入快车道。

表 4: 华强集团旗下一级子公司

子公司名称	子公司类型	注册资本	持股比例	主营业务
深圳华强实业股份有限公司	控股子公司	72,132 万元	70.76%	投资兴办各类实业、电子专业市场运营、电子商务
深圳华强方特文化科技集团	控股子公司	44,260 万元	58.87%	投资文化科技产业项目等
深圳华强新城市发展	全资子公司	30,000 万元	100%	投资兴办实业、房地产开发
深圳华强供应链管理	全资子公司	20,000 万元	100%	国内商业、物资供销业
深圳市鼎盛时代置业	全资子公司	1,500 万元	100%	物业管理
广东华强置业	控股子公司	8,298 万元	50%	投资、管理下属企业
华强科技(香港)	全资子公司	1,890 万美元	100%	投资、贸易
深圳华强高新产业园投资发展	控股子公司	10,000 万元	52%	投资兴办实业
华强云投资控股	全资子公司	20,000 万元	100%	投资兴办实业
深圳华强集团财务	全资子公司	50,000 万元	100%	非银行金融机构
芜湖市华强广场置业	全资子公司	48,000 万元	100%	房地产开发
华强创新(香港)	全资子公司	950 万美元	100%	投资
深圳华强兆阳能源	控股子公司	10,000 万元	45%	新能源开发

数据来源：华强集团、广发证券发展研究中心

图 8: 华强集团 15 年末总资产/净资产 480/147 亿

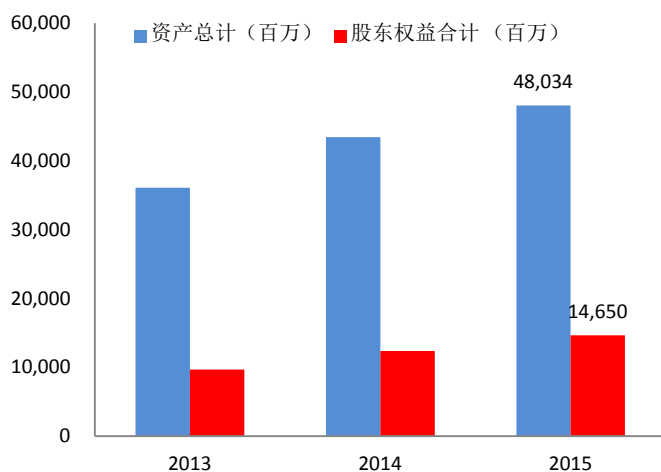
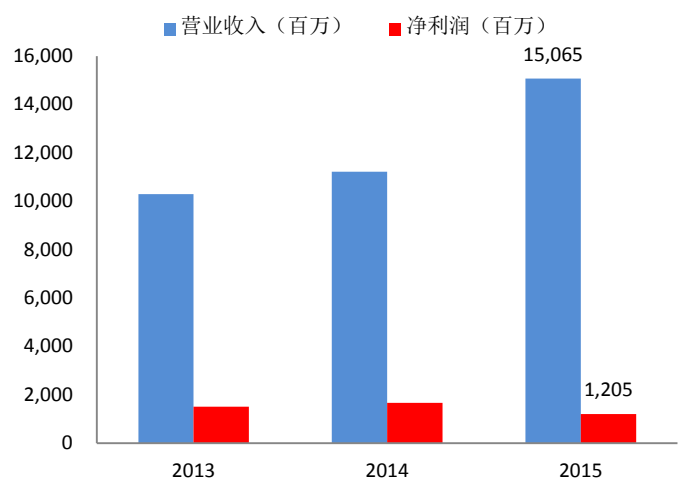


图 9: 华强集团 15 年营收/净利润 151/12 亿



数据来源：华强集团、广发证券发展研究中心

图 10: 华强集团主营涵盖地产、文化科技、云技术和电子信息服务四大板块 (百万元)

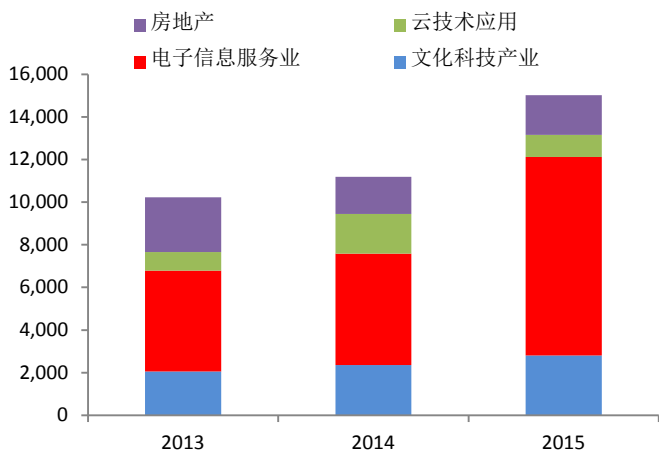
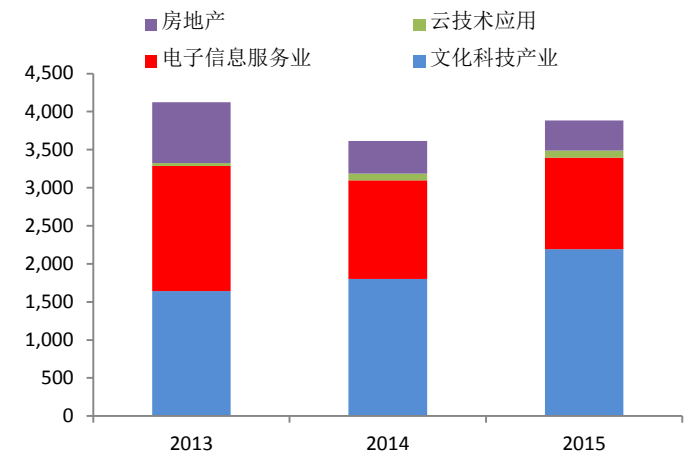


图 11: 华强集团毛利构成 (百万元)



数据来源: 华强集团、广发证券发展研究中心

二、分销整合控货，线上线平台引流，打造领先元器件交易服务平台

深圳华强依托深圳华强北电子产业集群优势和多年产业深耕积累，在电子信息产业链的多个节点完成纵横布局，以电子元器件流通为核心，打造电子信息产业全程服务商：1) 上游通过外延并购元器件分销领域优质标的（2015年底以来已先后收购湘海电子、深圳捷扬、鹏润电子），积累上游元器件原厂和大客户资源；2) 下游盘活线下电子市场传统小B卖家和长尾客户资源，对接线上以华强电子网为核心的电商平台，由传统B2B信息发布服务切入交易服务市场；3) 基于华强北产业集群优势和国内领先的电子工程论坛资源（电子发烧友）和终端产品分销资源（华强电商），拓展华强北国际创客中心智能终端硬件创新创业平台；4) 依托产业资源积累，发布国内权威电子元器件交易价格指数——华强北指数，进一步组建深圳电子商品交易中心（电子商品现货交易平台，深电所），提供电子元器件产业多样化衍生服务。

基于产业全流程服务商战略推进，我们认为深圳华强将首先受益元器件分销商整合红利，切入万亿级电子元器件分销市场；其次，在上游货源把控基础上，变现线上网站和线下长尾买家和卖家资源，构建行业领先B2B电商交易平台；最后，依托深圳电子产业集聚优势和公司产业资源积累，以深电所为核心，打造电子信息产业全程服务商。

（一）电子元器件分销：万亿市场市场待享

电子元器件可以分为元件（如电容器、电阻器等电路类元件和连接器、印刷电路板等连接类元件）和器件（如IC、传感器等主动器件和三极管、可控硅等分立器件），是完成某一电子、电气或机电功能的基本单元。我国作为全球主要的电子产品制造中心，得益于下游庞大的3C数码、家电及汽车电子等终端产品制造需求，电子元器件流通市场规模持续扩大。据Euromonitor数据，2015年中国电子元器件分销市场交易规模高达4.7万亿，同比增长12.2%，行业利润规模达到2106亿，是世界最

大的电子元器件流通市场。

不同于原油、钢铁、煤炭等大宗标准品，电子元器件是非标品，规格型号多达百万级别，数量及其庞杂，除了最核心的大型客户上游原厂能直接对接服务外，其它客户完全没有能力和精力进行服务，必须依靠分销商充当中间人。且除产品销售外，分销商还能为下游制造商提供参考设计方案、现场工程支持、测试服务等多样化技术服务支持。

据《国际电子商情》调查数据，电子元器件流通中，约40%由上游原厂向下游制造客户直接销售（通常是世界级的超大客户），另外60%则依靠分销商渠道销售。且考虑到终端电子产品智能化对元器件种类和数量的需求持续增大，即便大型制造商也逐步倾向于与分销商合作，一站式、集约化采购；而对于中小型制造商而言，由于采购规模所限，往往难以从原厂获得具备竞争力价格的足量元器件供应，对分销商提供的账期、技术支持等增值服务依赖程度也更高，更加需要分销商在其中提供采购支持。

图 12: 2015 年电子元器件分销行业规模达 4.7 万亿

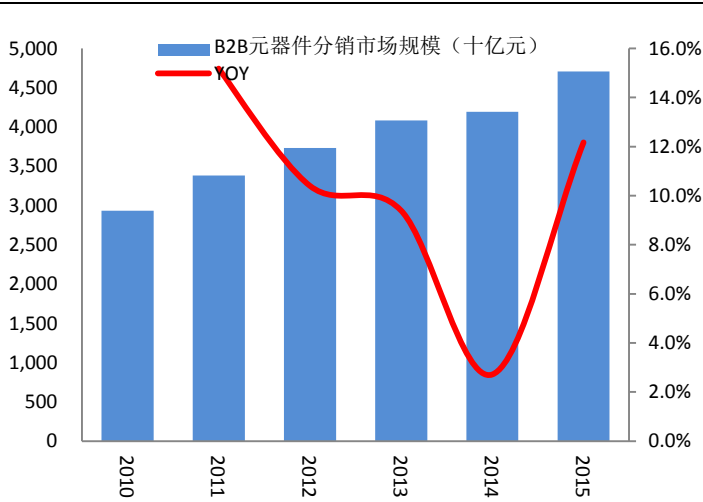
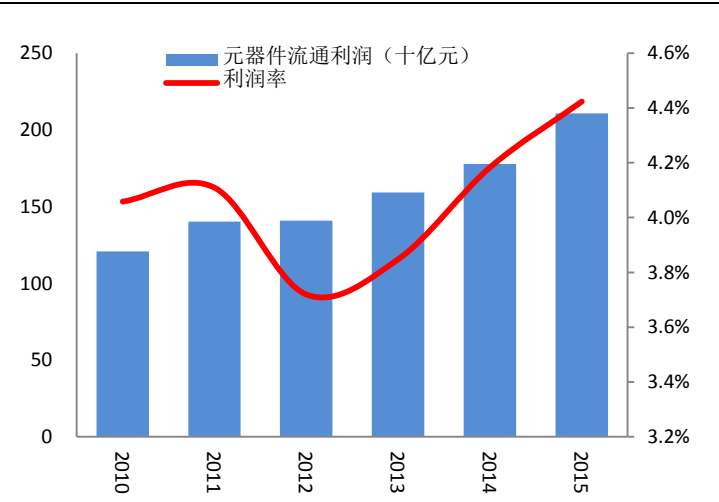


图 13: 2015 年电子元器件流通利润达到 2106 亿



数据来源: Euromonitor、广发证券发展研究中心

图 14: 中国电子元器件上游厂家构成 (2016)

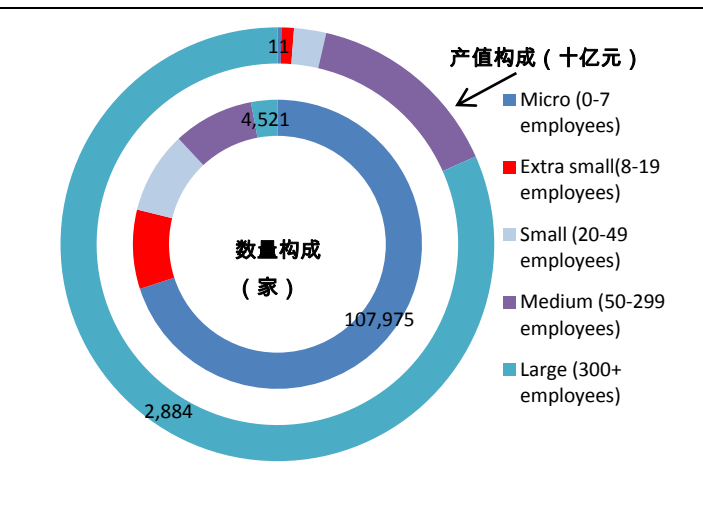
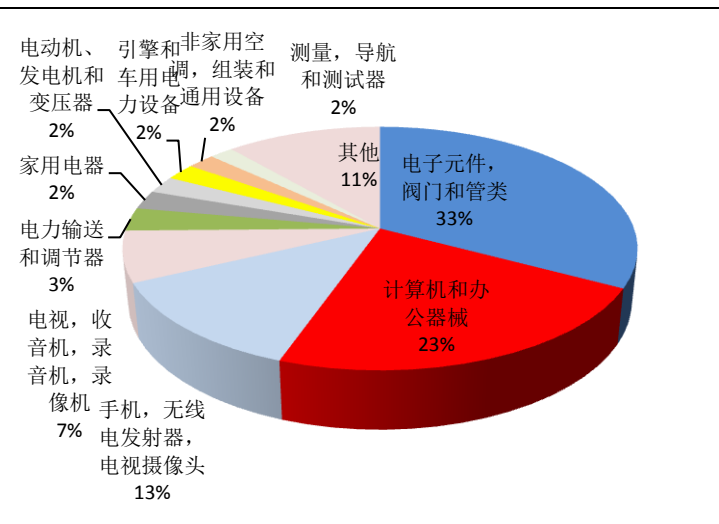
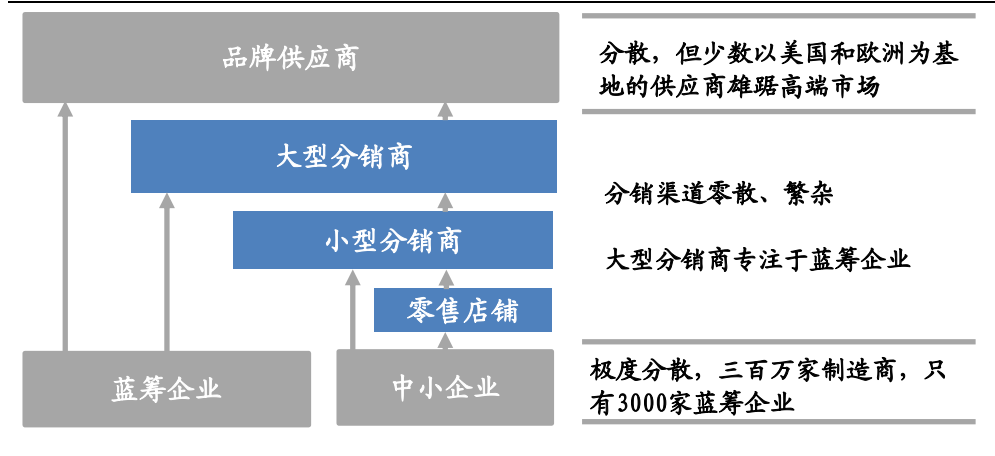


图 15: 中国电子元器件分销下游买家行业分布 (2016)



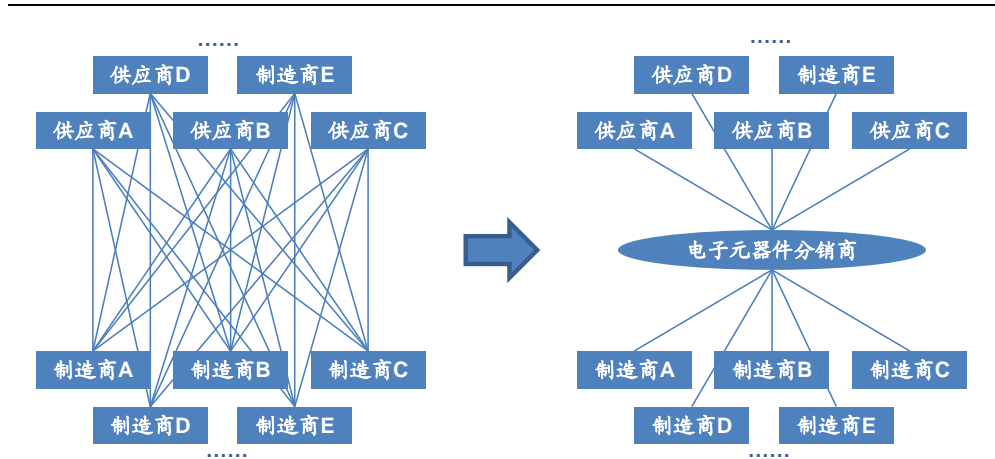
数据来源: Euromonitor、广发证券发展研究中心

图16: 电子元器件产业通过分销/直销运行



数据来源: 科通芯城、广发证券发展研究中心

图17: 电子元器件种类繁多, 分销商充当中间人集约化采购



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 18: 电子元器件分销/直销占比

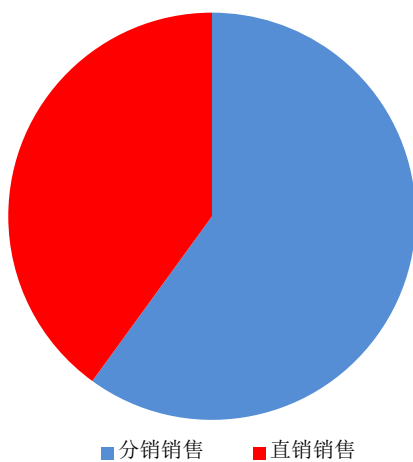
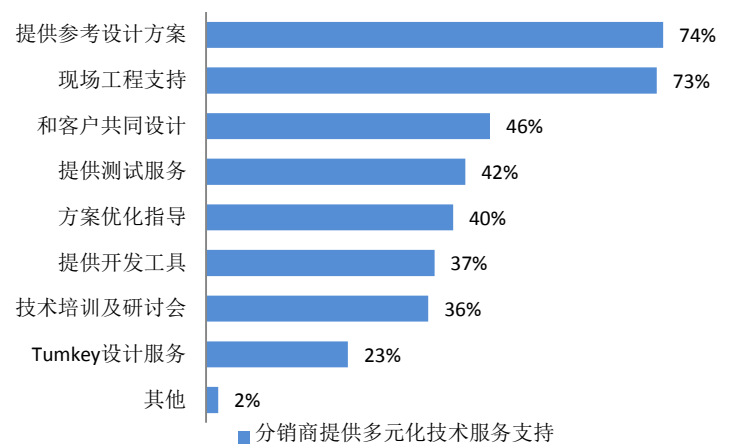


图 19: 除产品销售外, 分销商提供多元化技术服务支持



数据来源: 《国际电子商情》、广发证券发展研究中心

(二) 行业趋势之一：并购铸就龙头

电子元器件分销商规模扩张有赖掌握上游原厂品牌和下游客户资源，且两者相互促进（代理的优质原厂品牌吸引下游客户，下游客户富集采购规模，增强与原厂谈判能力），规模效应明显。但各分销商普遍拥有自身较为稳定的上游代理品牌和下游客户资源，行业普遍处于“小富即安”的分散状态。领先企业通过并购同行，可以快速吸纳对方优势品牌和客户资源。同时对接既有资源，后端提升对原厂议价能力并共享仓储配送及管理系统，前端则依靠规模化供应链满足客户一站式元器件采购需求。因此并购是行业较为通行的快速扩张策略。

据GlobalPurchasing数据，2015年全球前九大电子元器件分销商营收规模均超过10亿美元，前三大领先龙头则达到百亿美元级收入体量：Avnet（安富利）、Arrow（艾睿电子）和WPG Holdings（大联大）2015年营收分别达到274亿、233亿和162亿美元。

纵观三大分销商龙头成长史，并购扩张贯穿始终：Avnet（安富利）近十年（2007年以来）完成40余起同行并购，在北美、欧洲、中国、日本等主要市场大举收购，成为其全球化扩张主要手段，中国RTI 控股、日本Internix、香港中联集团、台湾得毅等当地知名分销商均被收至麾下；Arrow（艾睿电子）近十年同样完成超过30起同行并购，包括日本最大的元器件电商Chip One Stop、目录零售商Verical Inc、台湾AMT电子、欧洲RDC集团等。

相比国际巨头，国内电子元器件分销市场依然处于极为分散的割据状态，2015年，行业前十大分销商平均营收规模仅48.4亿人民币，排名第一的科通集团为84亿人民币，远低于三大全球龙头百亿美元级的营收体量。另一方面，国内纯正的元器件分销行业上市公司仅力源信息（300184.SZ，96亿市值）和润欣科技（300493.SZ，46亿市值）两家A股上市公司，行业并购整合空间广阔。

表 5：全球十大电子元器件分销商（十亿美元）

公司	2015 年营收	2014 年营收
Avnet（安富利）	27.35	28.1
Arrow（艾睿电子）	23.3	22.8
WPG Holdings（大联大）	16.24	14.9
Future Electronics	5	7.7
Macnica	3.25	3.4
TTI	1.95	1.95
Electrocomponents PLC	1.94	2.11
Didi-key Corp.	1.7	1.76
Newark element14	1.5	1.6
Mouser Electronics	0.94	0.91

数据来源：GlobalPurchasing、广发证券发展研究中心

图20: Avnet (安富利) 2007年以来部分并购案例

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2015	2016
Betronik GmbH Division 德国	YEL 香港	Abacus Group 欧洲	Servodata HP 捷克	itX Group 澳大利亚	Canvas systems 美国	TSSLINK, Inc. 欧洲	Orchestra Service 德国	ExitCertified 北美
Flint Distribution Ltd. 美国	Azzurri 欧洲	Sanayi ve Ticaret A.S. 土耳其	Tallard Technologies 国际性	Amosdec 德国	PDSi 美国	RTI Holdings Ltd. 中国		
ChannelWorx 澳大利亚	Horizon Technology 爱尔兰	Vanda Group 中国	Bell Microproducts 国际性	Prospect Technology 台湾	Ascendant 美国	Seamless Technologies 美国		
Acal plc 欧洲	Source Electronics 国际性	Sunshine Joint Stock Co. 越南	Unidux, Inc. 亚洲	J.C. Tally Trading 台湾	Genilogix LLC 美国	MSC Investoren GmbH 北美		
Azure 新加坡	Ontrack Solutions Pvt. 印度		Eurotone Electric Ltd. 中国	DE2 法国	Pepperweed Consulting 北美			
Magirus Enterprise Infrastructure Division 欧洲	Nippon Denso 日本		Broadband Integrated Resources Ltd 美国	ROUND2 美国	Nexicore Services 北美			
			PT Datamation Purwana Utama 印尼		Component Business of C.R.G. Electric 美国			

数据来源: 公司官网整理、广发证券发展研究中心

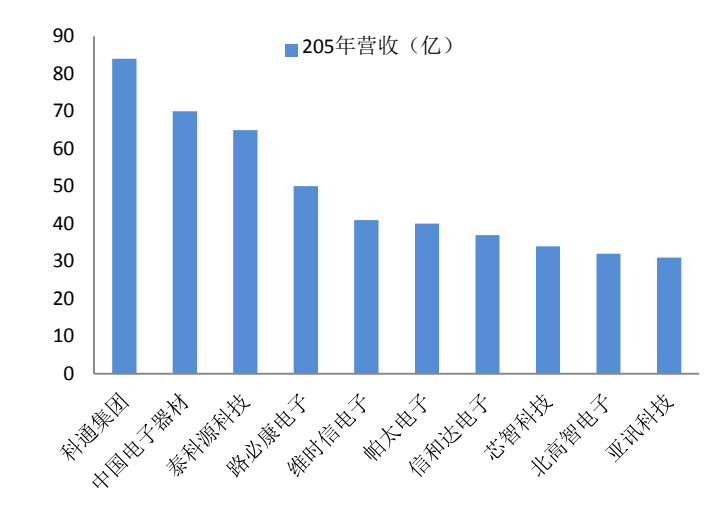
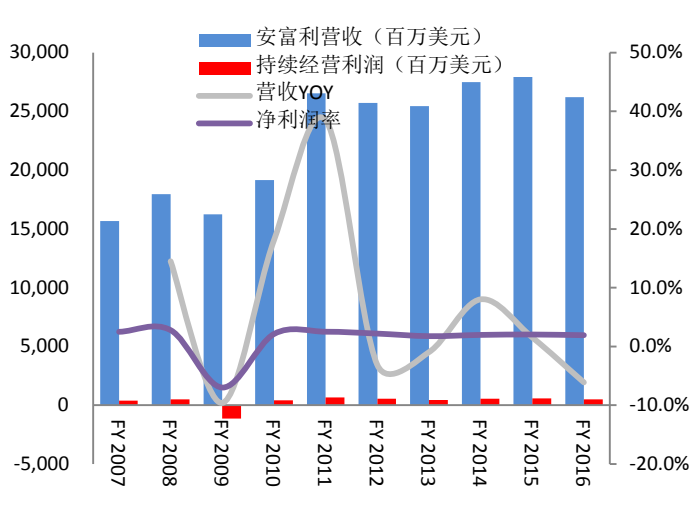
图21: Arrow (艾睿电子) 2007年以来部分并购案例

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2015	2016
KeyLink System Group 美国	Excel Tech, Inc. 国际性	A.E. Petsche Company 北美及欧洲	Verical, Inc. 美国	Nu Horizons Electronics 国际性	TechTurn, Ltd. 美国	ComputerLinks 德国	RDC 欧洲	Technical and Electronics Media Portfolio of UBM 美国及亚洲
Adilam Pty.Ltd 澳大利亚	LOGIX S.A. 欧洲		Converge 国际性	Cross Telecom 美国	Asset Recovery Corp 国际性		Immixon Group, Inc. 美国	
Universe Electron Corp. 日本	ACI Electronics LLC 美国		Sphinx Group Limited 英国	Chip One Stop 日本	Altimate Group 欧洲		ATM Electronic Corp. 台湾	
Centia Group Ltd & AKS Group Nordic AB 欧洲	Eteq Components Pte Ltd 亚洲		Intechra 美国	RF, Wireless & Power Division of Richardson Electronics, Ltd. 国际性	Redemtech, Inc. 美国		United Technical Publishing 美国	
	Hynetic Electronics & Shreanics Electronics 印度		Diasa Informatica 西班牙		Global Link Tech, Inc. 美国			
	Components distribution business of Achieva Ltd. 亚洲		Shared Technologies Inc. 北美		Wireless & Infrastructure Business Unit of Waching Company Ltd 中国			
					Distribution Business of Seed International Ltd. 中国			

数据来源: 公司官网整理、广发证券发展研究中心

图 22: 安富利历年营收利润

图 23: 国内主要电子元器件分销营收不足百亿, 规模尚小



数据来源: 彭博、芯三板、广发证券发展研究中心

表 6: A 股电子元器件分销行业上市公司情况

上市公司	市值 (亿)	2016 营收 (百万)	营收 YOY	2016 归属净利润 (百万)	净利润 YOY
力源信息	90.88	1,593	56.1%	47	27.9%
润欣科技	47.00	1,539	34.6%	49	19.7%

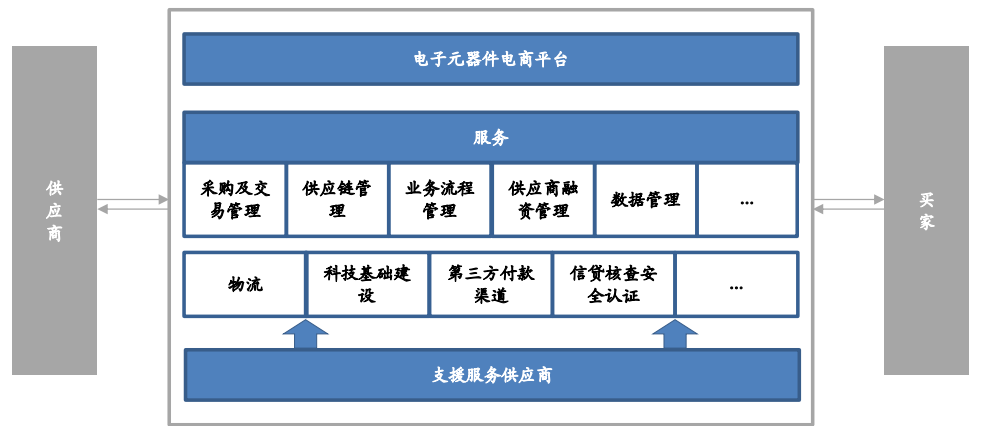
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心 (市值截至 2017.4.17 收盘)

(三) 行业趋势之二: 长尾客户的互联网化新机遇

电子元器件分销行业规模驱动的行业特点和受人员、资金、地域等资源限制, 传统分销商遵循“28”原则, 集中精力聚焦上下游大客户, 中小型长尾客户受到忽视。依据易观国际数据, 在全国约300万家电子制造商(电子元器件下游买方)中, 仅约3000家大型蓝筹制造商可获得品牌原厂商或大型分销商服务, 大量长尾客户需要依靠多层次的小型分销商、零售商等获得所需元器件, 产品价格、种类、品质、数量均难以得到长期稳定的有效供应; 另一方面, 上游原厂公司中, 同样存在大量微型制造商难以获得分销商有效服务。据Euromonitor数据, 2016年, 中国拥有小型(员工数49人以下)元器件制造商约13.6万家, 占总元器件制造商数量88%, 年产值达1279亿元。

相比传统线下分销商, 线上电子元器件B2B电商的优势在于: 1) 对于下游客户来说, 可以在PC及移动端随时随地比较和挑选产品, 且可供挑选的产品种类和数量远超单一供应商; 2) 对于原厂供货商或分销商来说, 消除物理限制, 展示足够多的型号和产品, 节约多级代理下的渠道成本。同时可以更为紧密跟踪下游客户线上浏览及采购情况, 快速反馈乃至预测产品供求变化。

图24: 电子元器件B2B电商对长尾用户提供综合服务



数据来源: 易观国际、广发证券发展研究中心

图 25: 目前电子元器件电商主要承载信息服务作用

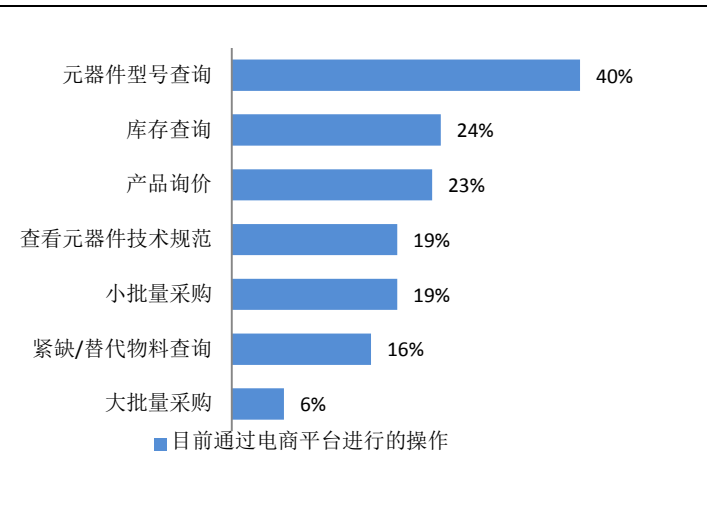
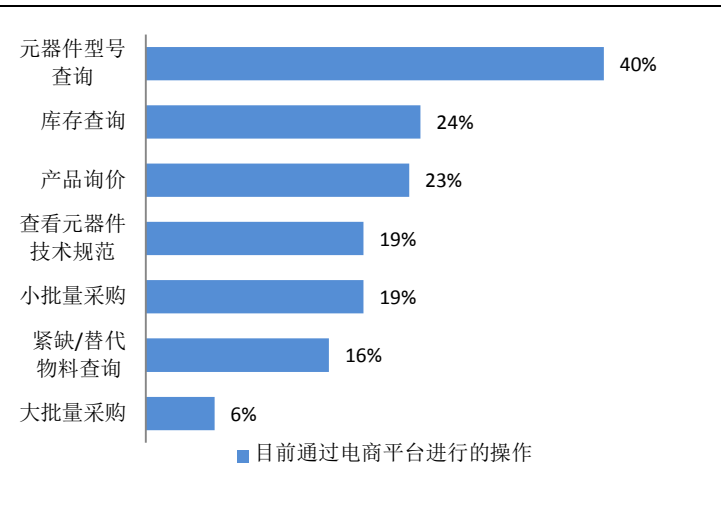


图 26: 价格&产品是电子元器件电商主要关注点



数据来源: 《国际电子商情》、广发证券发展研究中心

目前国内电子元器件B2B电商主要以信息展示型垂直平台为主, 交易型B2B电商平台尚处于探索起步阶段。

从公开可得的数据来看, 港股上市的科通芯城部分涉足电子元器件B2B电商交易业务。2015年科通芯城营收规模为94.5亿元, 同比增长31.9%。但相比电子元器件B2B流通领域4.7万亿的年交易总规模、约2.8万亿(按60%分销占比)的分销年交易规模、1279亿元小型原厂公司的年产值(考虑原厂利润, 对应流通渠道交易规模更高)规模, 成长天花板尚远。

对比科通芯城与分销行业龙头安富利及艾睿电子财务数据, 以2015年数据为例, 尽管毛利率不及两大行业龙头(科通芯城8.09%VS安富利11.43%及艾睿电子13.04%, 规模差异下, 从品牌商拿货成本及产品结构差异), 但电商模式经营成本优势明显(销售及一般行政费用率科通芯城1.6%VS安富利8.15%及艾睿电子8.53%)。加上线上撮合和数据反馈指导下更高的运营效率(库存周转天数科通芯城23.3天VS安富利37.5天及艾睿电子43.3天), 最终使得科通芯城拥有更强盈利能力(净利润率科通芯城3.63%VS安富利2.05%及艾睿电子2.14%; ROE科通芯城19.46%VS安富利12%及艾睿电子11.95%)。并在二级市场获得显著估值溢价(TTMPE科通芯城约35XPE VS安富利约14XPE及艾睿电子12XPE)。

图 27: 科通芯城上市以来收入利润高速增长

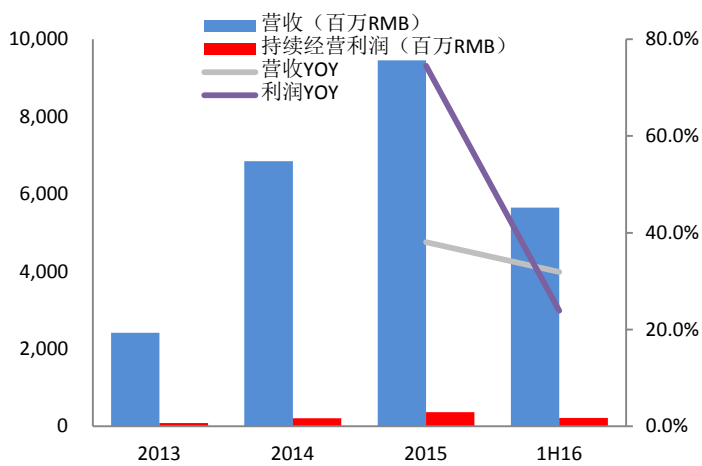
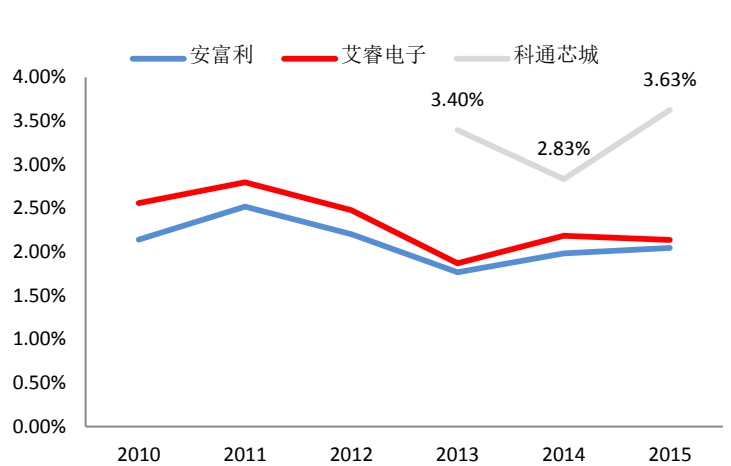


图 28: 科通芯成长尾客户利润率更高



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 29: 科通芯城毛利率不及分销行业龙头

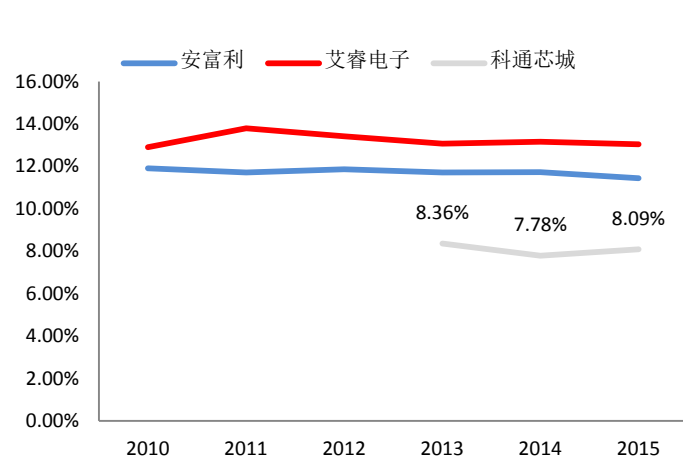
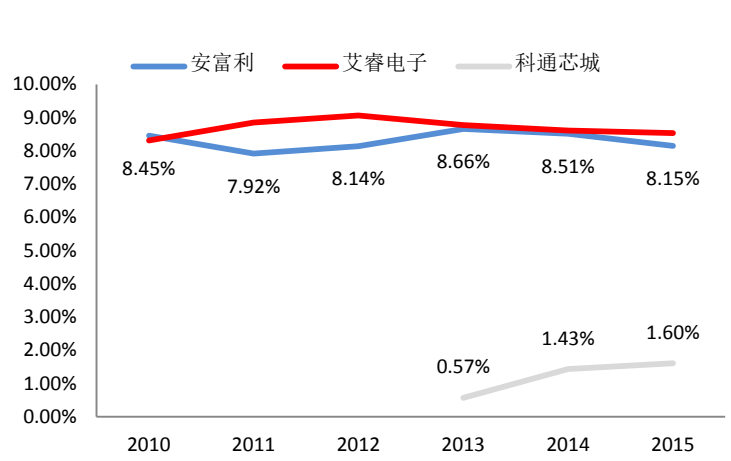


图 30: 科通芯城销售及一般行政费用率远低于同行



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图 31: 科通芯城运营效率更高 (库存及应收款周转天数)

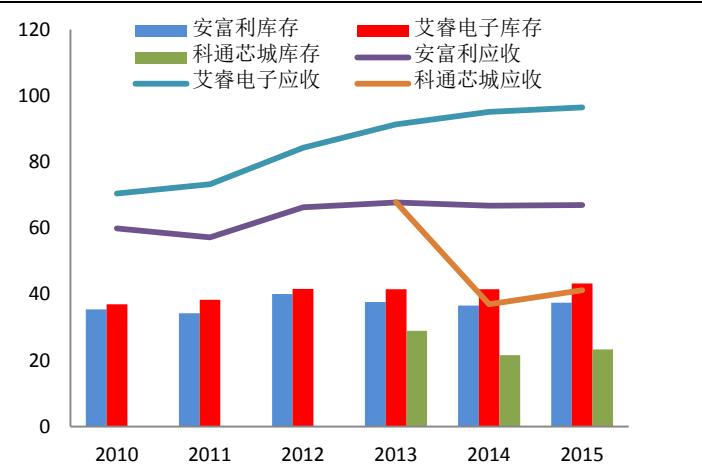
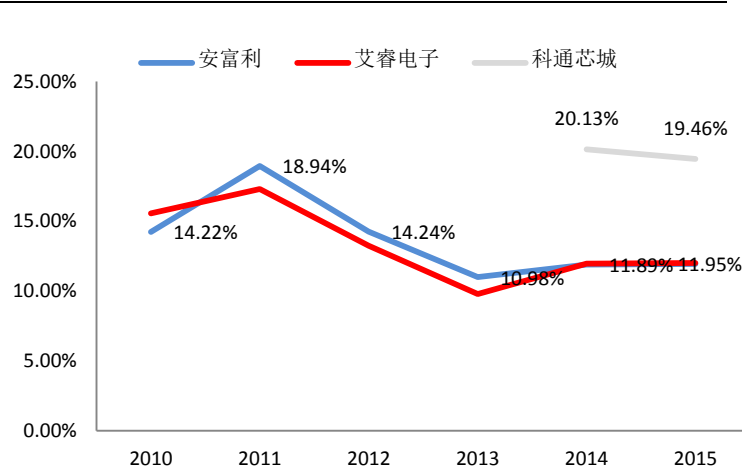
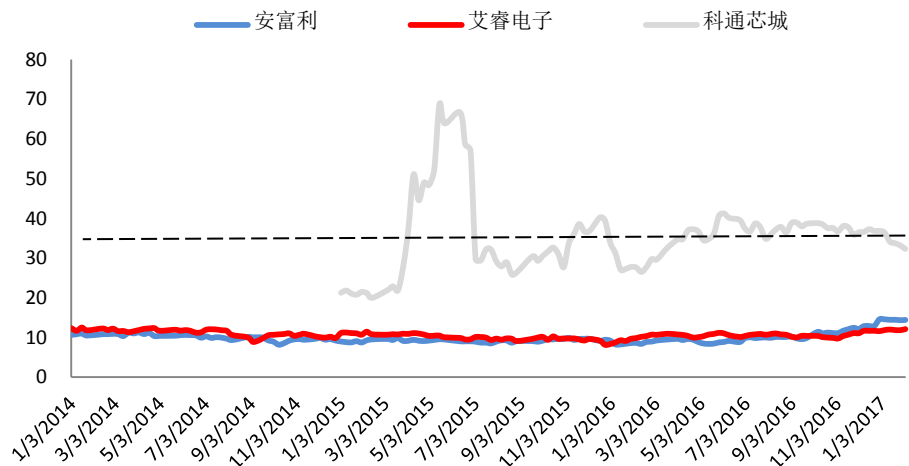


图 32: 科通芯城 ROE 更高



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图33: 科通芯城长期估值约35XPE (TTM), 远高于安富利和艾睿电子



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

(四) 分销控货+产业资源整合, 打造领先交易平台

深圳华强依托深圳华强北电子产业集群优势和多年产业深耕积累, 目前已经在电子信息产业链的多个节点完成横纵布局。而在战略聚焦后, 公司有望以电子元器件流通为核心, 打造电子信息产业全程服务商:

1) 上游通过外延并购元器件分销领域优质标的 (2015年底以来已先后收购湘海电子、深圳捷扬、鹏润电子三家行业领先电子元器件分销商; 其中湘海电子下游主要以手机客户为主、鹏润电子下游主要以电力及新能源汽车为主、深圳捷扬主要以长尾客户为主), 积累上游元器件原厂和大客户资源;

2) 下游盘活线下电子市场传统小B卖家和长尾客户资源, 对接线上以华强电子网为核心的电商平台 (国内第一电子元器件垂直信息平台, 2014年注册用户过140万), 由传统B2B信息发布服务切入交易服务市场;

3) 基于华强北产业集群优势和国内领先的电子工程论坛资源 (电子发烧友网站及杂志) 和终端产品分销资源 (华强电商, 2016营收同比增长36.7%至5.75亿; 代理3M、九阳、创维、TCL等知名品牌), 拓展华强北国际创客中心智能终端硬件创新创业平台 (与腾讯等内容及线上推广渠道战略合作);

4) 依托产业资源积累, 发布国内权威电子元器件交易价格指数——华强北指数, 进一步组建深圳电子商品交易中心 (电子商品现货交易平台, 深电所), 提供电子元器件产业多样化衍生服务。

基于产业全流程服务商战略推进, 我们认为深圳华强将首先受益元器件分销商整合红利, 切入万亿级电子元器件分销市场; 其次, 在上游货源把控基础上, 变现线上网站和线下长尾买家和卖家资源, 构建行业领先B2B电商交易平台; 最后, 依托深圳电子产业集聚优势和公司产业资源积累, 以深电所为核心, 打造电子信息产业全程服务商。

表 7: 华强电子网发展史

时间	里程碑
2002	华强电子世界网正式投入运行, 汇聚 30 多万型号和 3000 多万的库存信息
2005	华强电子世界网英文版推出, 网站国际化迈出第一步
2007	“华强北-中国电子市场价格指数”正式向全球发布
2010	华强商城上线运营完善电商布局, 网站从信息服务迈向交易服务
2011	会员标准套餐、“诚易通”等服务发布, 构建行业诚信体系服务; 成立华强电子产业研究所, 专注行业研究与咨询服务
2012	并购中国安防网、3C 数码导购品牌峰贝网、物流宝实体店上线, 产业链服务完善
2013	PCB 工厂投产, 至当年 10 服务客户突破 1 万家; 开芯猫商城 (一站式电子元器件中小批量配采平台)、移动竞价 平台上线
2014	中国安防网改版上线, 定位“专业媒体+电商上午平台”; 华强电子网微信公众号服务升级
2015	华强电子网改版升级&移动版上线, 打造电子元器件原材料采购基地, 从品质到产品种类全方位适应电商发展需求
2016	华强电子网尝试向综合平台转变, 从信息发布切入交易环节, 华强旗舰线上会员达到 141 家, 半年交易营收达到 3373 万元

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图 34: 目前电子元器件电商主要承载信息服务作用

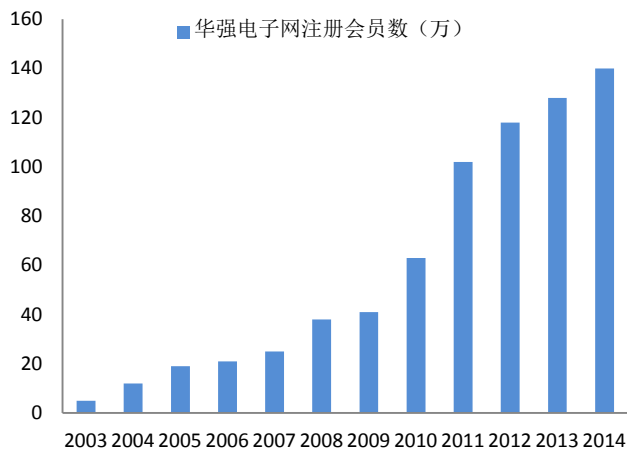
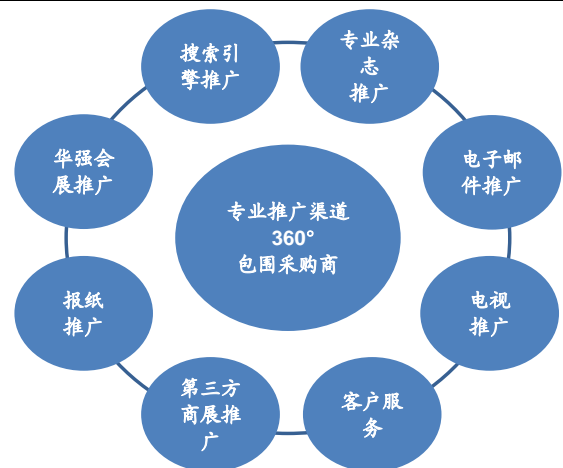


图 35: 华强电子网 360 度专业推广



数据来源: 《国际电子商情》、广发证券发展研究中心

图 36: 华强电子网主要服务产品

 产品服务	 洽洽是华强电子网为电子行业人士精心打造的一款商务即时通讯软件, 是拓展业务、结交商友的好帮手	600 条  600 条服务享有会员套餐所拥有的权限, 但最多只能上传 600 条供应信息。为了鼓励用户发布真实供应信息, 引导客户向健康、有序的市场方向发展	竞价排名  竞价排名是华强电子网提供的一项搜索结果排名服务, 当用户搜索某产品关键词时, 竞价成功此关键词的企业将按照竞价高低排在搜索结果的前五位
BCP 品牌认证  品牌认证计划 BCP (Brand Certified Program) 是华强电子网专为元器件生产企业、品牌代理商、经销商推出的提升企业形象, 推进交易实现而推出的全新服务项目	ISCP 现货认证  ISCP 现货库存认证是华强电子网为降低交易风险, 减少交易成本, 缩短交易时间, 提高交易效率, 全面推进交易实现而推出的交易升级服务项目	EIM  终端整合营销服务是华强电子网携手电子发烧友推出的一款高端会员套餐, 融合基础会员套餐服务和诚信增值服务, 所发布的供应信息在华强电子网及电子发烧友 IC 交易频道同步展示	旺铺  个性化的企业网站依托华强电子网的访问量, 帮助电子分销企业充分利用网络资源, 快速建立电子商务体系, 成为二十一世纪新网商

数据来源: 华强电子网、广发证券发展研究中心

图 37: 华强电商营收持续高速增长

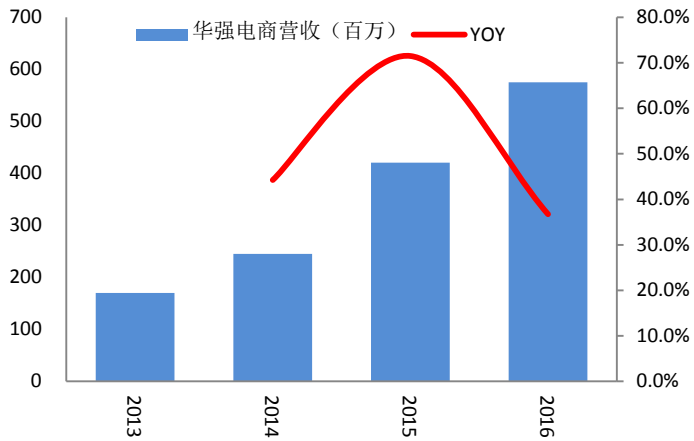
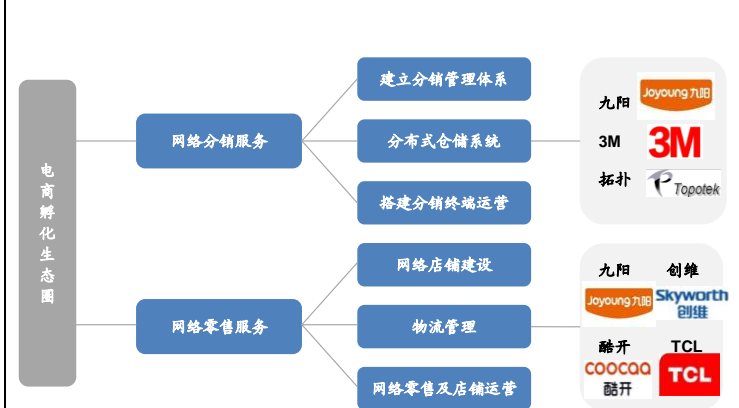


图 38: 华强电商提供多样化品牌电商运营服务



数据来源: 华强电商年报及官网、广发证券发展研究中心

图 39: 深电所旨在打造全球电子信息产业中心

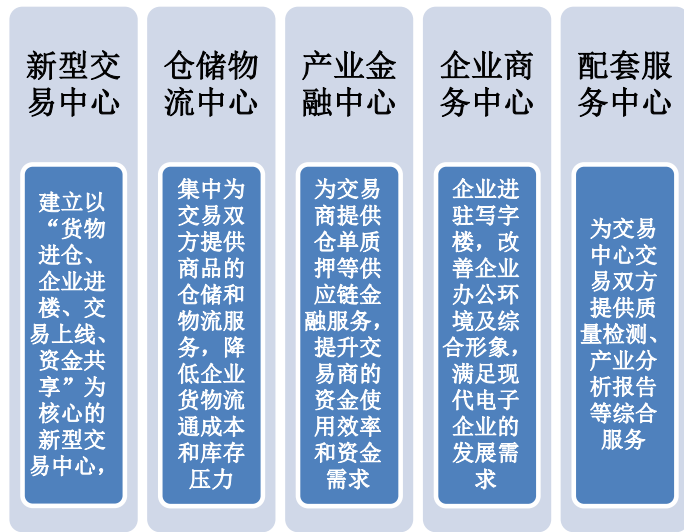


图 40: 深电所三大枢纽功能



数据来源: 深电所官网、广发证券发展研究中心

三、盈利预测及估值

基于深圳华强信息产业全流程服务商战略认识，我们认为可以将公司现有主要业务划分为三部分：

1) 现金牛业务，即线下实体专业市场及地下停车场等配套物业经营管理业务(对应公司报表中电子元器件及电子终端产品线下交易平台&其他物业经营)。考虑到公司深圳主力店门店(华强电子世界1、2、3号楼)已改造完成，且深圳华强北历经四年地铁封闭施工后已于2017年1月初重新开放，客流回升有望带动市场经营管理业务有所回升。预计2017-2019年公司电子专业市场及配套物业收入分别为8.3亿、8.9

亿和9.3亿，毛利率保持平稳。

2) 成长业务，即电子元器件分销业务（对应报表电子元器件线下分销分部）。2015年底以来公司先后完成湘海电子（2015年10月）、深圳捷扬（2015年12月）和鹏润电子（2017年1月）三家分销商收购，且业绩远超承诺（湘海电子2016年扣除业绩奖励后归属上市公司1.79亿，提前13个月完成三年业绩承诺；分销板块16年整体为上市公司贡献2.1亿净利润，远超原承诺合计约1.2亿），考虑鹏润电子2017年并表，且暂不考虑其他并购项目，预计2017-2019年分销板块贡献61.7亿、75.2亿和91.1亿收入；贡献利润3.5亿、4.4亿、5.5亿。

3) 培育业务，产业链综合服务业务，即以华强电子网为核心的电子元器件B2B电子商务、华强电商为核心的代运营业务、创客中心及深电所等。其中华强电商已在新三板挂牌上市，业务模型较为完善，预计2017-2019年营收分别为7.8亿、10.2亿、13.3亿；华强电子网从信息服务向交易服务转型，估计2017-2019年分别贡献1.0亿、1.4亿和1.9亿收入。处于谨慎考虑，暂不考虑创客中心及深电所业绩贡献。

综上，预计深圳华强2017-2019年营收分别为79.1亿、95.7亿和115.6亿，同比增长42.7%、20.9%和20.8%；归属净利润分别为5.9亿、7.1亿和8.4亿，同比增长39.2%、19.8%和17.6%。对应目前股价（截至2017.4.17收盘）32.1X、26.8X、22.8XPE，考虑公司线下市场核心地段自有物业升值、分销行业市场并购成长空间及未来全产业链综合服务布局延伸，首次覆盖给予“买入”评级，建议投资者积极关注！

表 8: A 股电子元器件分销商上市公司估值情况

上市公司	市值 (亿)	归属净利润 (亿)			PE		
		2016	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
力源信息	90.88	0.47	2.42	4.43	191.93	37.55	20.51
润欣科技	47.00	0.58	0.74	1.00	81.61	63.44	46.86

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心（市值截至 2017.4.17 收盘）

风险提示

- 1、并购整合不达预期；
- 2、元器件库存及应收账款风险；
- 3、B2B交易业务开展不达预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	2996	3726	4718	5480	6650
货币资金	1344	1014	1302	1582	2243
应收及预付	862	1472	2072	2376	2617
存货	754	1176	1343	1520	1789
其他流动资产	35	64	2	2	2
非流动资产	3187	3197	3898	3926	3877
长期股权投资	170	242	858	1008	1058
固定资产	379	329	192	58	-59
在建工程	47	82	119	155	192
无形资产	1086	1052	1236	1212	1192
其他长期资产	1505	1492	1493	1493	1493
资产总计	6182	6923	8616	9406	10527
流动负债	1845	2363	3561	3704	4055
短期借款	491	1251	1551	1551	1551
应付及预收	1351	1108	2010	2153	2504
其他流动负债	2	4	0	0	0
非流动负债	649	411	380	381	380
长期借款	599	359	359	359	359
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	52	21	23	22
负债合计	2494	2774	3940	4086	4435
股本	721	721	721	721	721
资本公积	965	972	972	972	972
留存收益	1900	2254	2775	3413	4176
归属母公司股东权	3587	3947	4468	5106	5869
少数股东权益	75	99	105	112	121
负债和股东权益	6182	6923	8616	9406	10527

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	162	-369	822	490	774
净利润	374	440	599	717	843
折旧摊销	152	151	111	98	83
营运资金变动	-196	-937	122	-340	-160
其它	-168	-23	-10	14	7
投资活动现金流	271	-378	-747	-52	45
资本支出	-73	-65	-181	38	30
投资变动	337	-316	-566	-90	15
其他	7	3	0	0	0
筹资活动现金流	177	372	214	-157	-158
银行借款	82	2177	300	0	0
债券融资	-66	-1696	-5	2	-1
股权融资	264	6	0	0	0
其他	-103	-115	-81	-159	-157
现金净增加额	610	-375	288	280	660
期初现金余额	705	1344	1014	1302	1582
期末现金余额	1316	969	1302	1582	2243

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-23.8	172.6	42.7	20.9	20.8
营业利润增长	-23.9	14.5	43.2	18.8	17.5
归属母公司净利润增长	-21.4	13.4	39.2	19.8	17.6
获利能力(%)					
毛利率	33.9	19.2	17.4	17.2	16.9
净利率	18.4	7.9	7.6	7.5	7.3
ROE	10.5	10.8	13.3	13.9	14.2
ROIC	12.2	13.5	21.2	23.3	26.5
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	40.7	46.3	43.9	42.5
净负债比率	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1
流动比率	1.62	1.58	1.32	1.48	1.64
速动比率	1.15	0.96	0.84	0.94	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.85	1.02	1.06	1.16
应收账款周转率	5.68	6.24	5.62	6.08	6.64
存货周转率	2.10	4.64	4.87	5.21	5.37
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.59	0.82	0.98	1.16
每股经营现金流	0.22	-0.51	1.14	0.68	1.07
每股净资产	4.97	5.47	6.19	7.08	8.14
估值比率					
P/E	70.3	48.1	32.1	26.8	22.8
P/B	7.4	5.2	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	59.6	31.6	21.4	18.5	15.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2034	5545	7913	9570	11557
营业成本	1345	4482	6534	7928	9605
营业税金及附加	91	61	87	105	127
销售费用	159	293	245	292	370
管理费用	152	193	237	297	358
财务费用	27	26	71	73	63
资产减值损失	23	11	1	1	1
公允价值变动收益	5	0	0	0	0
投资净收益	238	70	50	60	65
营业利润	480	549	787	935	1098
营业外收入	13	20	16	18	17
营业外支出	2	5	3	4	4
利润总额	490	565	800	949	1112
所得税	116	125	201	232	268
净利润	374	440	599	717	843
少数股东损益	-2	14	6	7	8
归属母公司净利润	376	426	593	710	835
EBITDA	439	667	920	1047	1181
EPS(元)	0.52	0.59	0.82	0.98	1.16

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队); 2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队)。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 分析师, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。

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。
- 谨慎增持:** 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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或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。

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, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。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, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。