



深耕区域，后生可畏

2014.02.19

谨慎推荐(首次)

王聪 (首席分析师) 殷睿 (传媒研究员)

电话: 020-88836109 020-88836115

邮箱: Wangc_a@gzgzhs.com.cn yinr@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512110004 A1310112100001

现价: 56.7

目标价: 64.8

涨幅空间: 14%

投资要点:

► 电视依旧是最主要的投放媒体，公司优质媒介受追捧

✓ **浙江卫视全国收视排名第三，媒体价值受广告主认可。**2012年下半年起，以《中国好声音》、《我爱记歌词》为首的综艺节目重获市场热捧，浙江卫视更是凭借这两档节目的收视热潮迅速从中段省级卫视跃升为国内第三大省级卫视频道，2012年以及2013年上半年凭借收视率为0.37。目前电视广告投放占媒体总量的60%，年均增速维持在5%-7%左右。对于以浙江卫视为代表的优质卫星频道，由于其覆盖面广、收视率高，在新媒体冲击的背景下依然有其特有的广告价值地位。

✓ **依托华东优质媒介，电视广告销售率突破90%。**思美目前经营收益主要来自媒介代理，其中以华东区电视媒体为主。经过十多年的耕耘，浙江广电体系已成为公司代理的第一大媒体。2013上半年电视广告采购成本占比达到89.44%，其中时间买断模式采购的电视广告资源销售率11年的85.7%上升至13年上半年的92.4%，资源认可度提升迅速。

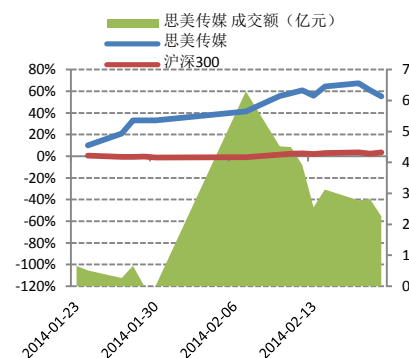
✓ **业内巨头认可公司的区域龙头地位，战略合作助力业务量增长。**凭借对区域媒介较大的采购量，公司媒介代理服务性价在区域内有较强的竞争优势，与群邑(WPP下属公司)、广东凯络(安吉斯集团下属公司)均结成重要战略联盟，负责其在华东地区部分广告投放业务，因此近两年国际4A广告公司为代表的广告公司客户业务量大幅提升。2013上半年前5名客户销售均来自国内外4A公司，销售占比达到54.5%。

► 布局“食品+快消+药品”，优质客户量不断提升。

✓ **布局投放热点行业，忠诚客户质量高。**公司直接客户遍布食品、快消和药品，均是当前以及未来广告投放热点行业。随着公司地域性高效媒介代理优势，公司逐步加大对相关行业大中型客户的配置，提升单位订单收入规模。目前公司已拥有大批忠诚客户，如三九药业、金龙鱼等知名厂商已与公司保持5年以上的合作关系。2013上半年公司前五名直接客户收入占比14.6%，仍有较大地提升空间。

✓ **细心耕作品管业务，成长性的“中国品牌”客户直接比重逐步提升。**在直接客户业务上，考虑到公司忠诚客户的高质量，思美致力于通过媒代业务推动品管业务增长，实现与“中国品牌”客户共成长的愿景：(1)思美自身是民营企业出身，对于“草根”企业的广告策

股价走势



指数表现

标的名称	1M	3M	6M
思美传媒	55.1%	55.1%	55.1%
沪深300	6.0%	-5.0%	0.2%
传媒	12.1%	15.4%	34.0%

公司基本资料

总市值 (亿元)	48.42
总股本 (亿股)	0.85
流通股比例	25.0%
资产负债率	30.7%
大股东	朱明虬
大股东持股比重	47.9%

相关报告

-《广证恒生-新股投资价值报告-思美传媒：立足江浙，志存全国》_20140109



略和品牌宣传的解读有更深刻地解读；(2) 当前大多数民营企业的广告支出规模不大，但是未来随着“中国品牌”观念认可度增加，品牌管理支出开销将逐步提升，思美与客户共成长的经历则是客户对公司最大的粘性。

- **走出江浙，南北开花。**在区域布局上，公司已经在广州和北京设立分公司意图突破江浙版图，预计这两个区域将是公司未来1-2年内生增长的亮点：(1) 分公司领导均是思美本部多年的老员工，且多数均持有公司股份，团队流失可能性不大；(2) 上市后增加公司比稿机会，潜在订单大幅增加；(3) 前期承做大量广州、北京区4A广告公司订单，项目策划能力高。
- **IPO 加速并购扩张之路。**公司未来会采用现金+股权结合模式实行扩张战略。未来公司在并购上的方向有三点：第一，通过并购补全客户板块，目前并购直接客户板块覆盖日化、快消、汽车，未来将要**积极进入医药、金融等新广告投放热点领域**；第二，并购补全业务板块，目前公司媒介代理业务以电视为主，考虑到未来新媒体广告的发展渗透趋势，未来公司会**优先考虑数字营销公司**；第三，并购补全地域优势，目前公司业务主要集中在华东地区，为进一步提升媒介采购成本，公司还将**计划进军京津区、广深区和西南区**。公司IPO募集资金中2亿元用于扩大媒介代理规模项目，在丰厚资金的支持下，公司将会加速并购扩张战略的落实。
- **盈利预测与估值：**我们预计思美14-15年EPS分别为1.08和1.19元，对应53倍和48倍PE。我们看好公司后续外延扩张的潜力，首次给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**主营业务单一；客户集中度较高；应收账款占比较高；2014年买断媒体协议谈判不达预期。

重要财务数据和盈利预测

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1638.73	1805.88	2011.75	2265.23
同比(%)	13.49%	10.20%	11.40%	12.60%
归属母公司净利润	84.92	91.84	101.10	112.10
同比(%)	-10.15%	8.15%	10.08%	10.87%
毛利率(%)	14.16%	14.20%	14.26%	14.30%
ROE(%)	18.11%	16.49%	15.61%	15.04%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.19	1.31
P/E	0.00	52.72	47.89	43.19
P/B	0.00	8.03	6.99	6.07
EV/EBITDA	-3.60	39.42	35.09	31.84



思美传媒调研

时间：20140218 下午 2:00

出席领导：徐总（董秘）、潘总（证代）

一、公司战略

Q：公司上市后，未来三年的战略规划是什么？达到一个什么样的目标？

A：对于思美而言，战略目标的定位可参照的对象是日本电通，其最大的特点是伴随着自身客户的拓展、区域的拓展而成长起来的。目前有一大批成长性的客户，均是在国内中高端的定位群体。只要大家看好中国经济的增长，这部分客户也是最受益的群体，思美也将受益。

Q：电通成长路径如何？目前行业地位如何？

A：电通主要是汽车客户起家，20 年前区域市场还是比较小的。广告行业主要还是依赖于客户量的比重决定投放力度。电通最大的特色是随着日本经济的发展而发展，跟随其汽车、家电走向全球。电通的战略主要根据本国优势产品来策划广告，以客户服务型为主来发展自己。

Q：咱们模仿电通，是什么路径？

A：不是规模上，是发展模式上。规模是一个长期的规划，不是一个近期可以量化的；但是发展路径是管理层可以控制的。在尖端的服务和专业内容上，是可以和龙头并驾齐驱的，但是规模比较难。

Q：相较于省广、蓝标的特点是什么？

A：与省广、蓝标在规模上有非常大的差异。从发行上看，当时两家都有很大的超募，但是思美几乎没有超募，如果有并购的话要稀释股权，股权稀释到一定程度就很难了。这两家都是我们学习的对象，但是没有说强制几年要超越他们。因为他们的先发优势明显：1、政策支持；2、超募资金。

二、公司业务发展

Q：我们主要支持的核心客户是什么？

A：目前的客户群体以国内客户为主，比较杂，如快消品、化妆品等。这些公司在俄罗斯、非洲都有很大的成长空间，相当于国内 80-90 年代。中国广告企业跟出去的还比较少，未来思美不排除会考虑陪伴这些客户一起进军国际。

Q：公司主要以媒介代理业务为主，业务模式如何：采购和买断式、自有媒体比重多大？

A：基本都是通过采购。

Q：在宏观经济增速放缓以及新媒体冲击的背景下，公司怎么看待电视媒体的广告收入增长情况？媒介代理毛利是否有增长空间？公司获得独代浙江卫视的优势是什么？2014 年独代权是否签下？

A：电视广告增长不如互联网，但是份额比重是最高的，占到 60%，年均增速也能维持 7%，是稳定的增长。



对公司而言，无论是电视、广播还是互联网，都是会投放的方向，没有太大的区别。在这种趋势下，公司的确会引导客户投向互联网这种媒介，因此冲击不大。**电视广告市场化程度比较高，毛利增长比较难；在广播、互联网等媒体上的毛利有空间。**没有买断媒体。普通的省级台可以保持原有份额，卫视的广告份额逐渐扩大，地市级电视台广告是下降的。现在能够买断的只有地市级电视台，省级和卫视是不会有买断的机会的。但卫视还是希望与公司合作，以带来更多的客户。时间买断对公司而言风险是比较大的，这几年也有运作，也有盈利，也有亏损。因此公司更加注重在客户资源的把握而非媒体资源。

Q：公司品牌管理业务规划如何？布局哪些行业领域？公司品牌管理的优势在哪里？

A：品牌管理不是说要做多少量，目标是走尖端化路线，在某些行业中树立自己的品牌效应和口碑。根据公司自身的考虑，最有可能选择的行业是金融服务。目前金融行业竞争力不是太强，随着行业竞争加剧下，对品牌管理的需求是逐步加强的。地方性金融公司案例不少。优势：1、投入多一点；2、多去研究案例；3、参加比稿机会。目前拿到中国人寿的是媒介代理业务，品牌管理比较好的案例是中粮和云南白药。因为品牌管理业务要做大的话，项目组的人员数量也需要急速增加。因此公司希望做高端品牌，如在 2007 年，品管业务非常杂，月费 2、3 万都在做。目前只接 10 万元/月的业务。

Q：在数字营销上，公司有什么计划和打算？

A：目前通过思美互动运作，人员有 60 多人，是未来的发展重点。数字营销的范围非常广，目前正在讨论中。移动互联网变化的速度非常快，今天是一种媒介占有，明天又是另一种。我们希望在某一块比较成型的媒介资源向客户推荐，当客户认同后才能为公司提供效益。视动力原来是影视广告的拍摄，不是互联网。

Q：公司近几年的利润规模比较平稳，没有快速增长的原因？

A：主要是上市的节点，不能放开手去做。上市后和非上市的行业地位不一样，一些大公司只接受国际 4A 和上市公司的比稿。因此没上市之前，一方面比较谨慎，另一方面因为没有上市所以没有得到邀请，或者应标分比较低。

Q：后期对员工的激励有没有什么思路？

A：现在薪酬支出在行业内不算低，关键是给他们一个平台和感觉。不排除未来有合适的机会做股权激励。

Q：14 年广告订单较 13 年相比有没有什么亮点？

A：基本差不多。

Q：公司近两年业务增长的亮点在哪个业务部门？

A：还是在开发客户上。中国民营企业对互联网广告的认识不强，相反主要是国际大牌在投放互联网广告，因此民营企业主要还是公司的对标群体。互联网广告，要么不弄，要么 1000 万，没有说拿 10-20 万试一试，而



且这种试一试的效果也不好。相反，传统媒体具备这种优势。

Q: 行业的核心竞争力在哪里？媒介代理这个行业的竞争点是什么？

A: 行业的核心竞争力包括几个内容：资金、人才、自身品牌形象和积累、媒介策略。媒介策略主要是从第三方买数据，达到人脑和电脑的结合，这就是广告公司的核心。思美的竞争力在于服务，达到客户比稿的需求。

Q: 如何实现弯道超车？电通的时机非常好，在丰台比较小的时候就介入了，当客户成长起来后公司就起来了。公司如何寻找这样的客户呢？

A: 除了汽车，快消品的投入也是非常大的。广告市场非常混乱，订单争夺空间还存在。汽车领域在品管的投入非常大，因此大公司都非常看重。如通用汽车在美国是给博瑞来做，在国内也会给其中国区公司来做，这对于中国的广告公司来说非常难拿到订单。但是其它行业也有空间。在中型品牌上，思美比 4A 还有优势，因为他们的团队比较适用大品牌运作，因此思美也会突破这些领域。

Q: 媒介代理的成本如何？

A: 媒介代理和品牌管理是相互相成的。与媒介方价格很好谈，如果量够大其实成本不大。省广、蓝标在电视上的投放并不大，投放标的以央视为主；但思美主要涉及地方卫视和地方台为主，价格优势还存在的。

Q: 品牌客户与媒介代理客户的关系？

A: 不一定，但是做品牌客户后会更好地理解公司的文化和发展模式，更有利于拿媒介投放订单。规模不太大的订单，媒介订单比品管订单好拿。

Q: 这个行业的核心还是策划？如何界定这种策划能力？

A: 国际 4A 公司都很少有媒介资源，主要还是客户资源。年限以及案例可以证明，这也是一个很漫长的过程。

三、新媒体布局

Q: 是否还有其它新业务？如品牌授权？

A: 这些都是品牌管理旗下的业务。品管开发与人数非常有关，3000 万的单要 70 个人。我们不想发展太多人，高端化提升就好了。一般企业的广告支出不超过 26%，品牌管理不会超过 10%，媒体投放占 16%。早几年浙江以出口企业为主，转型后亟需做品牌，转型的成功以品牌效益好坏为主。

Q: 公司对新媒体的定位是什么？是补充还是弯道超车？

A: 新媒体广告规模不大，1-2 个亿的业务量已经非常不错了，因此这是一个机会。总体的目标差不多，但由于载体不同，专业的做法上有些许不同，最终还是要化成购买力。

Q: 新媒体媒介采购情况如何？

A: 我们与土豆、优酷、淘宝签订了区域媒体采购合作协议。普通毛利 20%，大平台 10% 左右。户外广告媒体



可达到 60%。但是户外广告的利润增长很难，提价可能性不大，扩大业务的可能性也不大，客户获取资源有一定的偶然性。要通过竞标拍下来的资源（媒体）基本没有赚钱。目前户外广告占比仅为 5%。

四、外延并购

Q: 公司对外收购的节奏怎么样？对外收购以什么方向为主？

A: 今年重点要发展的是互联网业务，外延收购顺其自然。客户有需求就往那个方向发展，不会专门开设。

Q: 广告公司的成长路径很大程度依赖外延，公司的看法？

A: 公司还是想依循慎重的原则，广告公司乃轻资产公司，人是最主要的核心竞争力，收购公司目的也是为了收购人，所以比较谨慎。另外，公司没有超募资金，一做并购就会稀释股权，因此会更为谨慎。

Q: 广告领域并购是否已经有一个比较成熟的模式了？

A: 并购驱动成长是一个模式，不代表公司不会去做，而是比较谨慎，要看重并购后是否还能持续盈利。

五、未来规划

Q: 区域布局上思美还是以浙江和杭州为主，其它地区的开展区域如何？

A: 宁波没有，南京几千万的量比较稳定，广州发展比较不错，北京在发展中。分公司主要以拿当地订单，而不是服务那边的媒体。主要领导还是公司派出的老员工，离职可能性不大。低层员工流动性比较大，但是高层在公司年限比较长，很多人都是有股权，因此忠诚度比较高。

Q: 国际 4A 公司拿到很多品管业务，国内主要做媒代业务，最主要还是依赖创意。文化对国家发展有很大的重要性，未来是否有什么变化？

A: 中国社会做创意有难度，很难静下心来，都想赚快钱。以前重视度不高，现在好一点了。现在国内创意人才不多，与国内教育模式有关，泰国、马来西亚、台湾这些文化比较开放的地方是人才比较多的。

Q: 广告是由创意驱动，未来广告创意人才的薪酬是否升值？

A: 等级不同不一样。WPP300-500 万，小公司 10-30 都有。创意也不是光靠总监，还是要靠团队。

Q: 客户比重？

A: 广告公司客户比重基本维持不变，未来的客户还是在于直接客户。

Q: 目前公司强势的群体是什么？

A: 快消、日后。未来主要在中型客户延展。品管要做的有特点，关键还是在对客户所在行业的理解。

Q: 与乐视网的合作模式是什么？是否会弱化广告公司的地位？



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

A: 理论上与电视台一样的。刚开始地区会出现广告主与媒介对接，但是媒体方还是不可能处理那么多的分类客户，未来很可能发展成为 2-3 家专业媒介代理合作商。媒介代理上存在一定的资金垫付，签订 90 天付款；我们与广告主之间又存在先播后付款，中间这个时间差亟需资金，这是上市的主要原因。

Q: 客户拓展上的战略？

A: 软实力的提升。

Q: 当初预想的发行价是多少？预想募集多少资金？

A: 2010 年就想上市，2400 万股，目标价位在 27-28 块。后面停了一年多，省广、蓝标都飞涨；尽管文化板块上涨很多，但是也要考虑股东转让的数量，因此觉得这个发行价还行。影响最大的不是价格，而是发行方式，因此发股数量少了 600 万股。

Q: 怎么看待移动视频广告？

A: 原理就是从电脑移到手机，我们也在密切关注。

Q: 与广州凯洛（国际 4A）合作，效果如何？

A: 占了一定比重，公司主要是支持他们的区域服务。这种公司前期介入比较难，协议与否是没有非常讲究的。国际 4A 公司与思美很多业务上存在互补模式。

Q: 现在公司电视媒介资源还在江浙，介入其它区域的电视媒介资源途径有哪些？

A: 在江苏、湖北、广州都有资源拓展，一方面通过客户需求拓展，另一方面通过与国际 4A 合作拓展。



附表：

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	736.80	712.49	960.39	978.99
现金	366.27	397.12	551.04	549.45
应收账款	246.51	211.24	234.45	289.91
其它应收款	9.33	12.73	13.69	15.47
预付账款	100.33	68.94	132.79	97.59
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.36	22.47	28.41	26.58
非流动资产	19.26	14.81	11.37	7.49
长期投资	0.00	-2.00	-4.67	-8.22
固定资产	3.76	3.52	3.38	3.36
无形资产	5.56	5.50	5.61	5.78
其他	9.94	7.79	7.04	6.57
资产总计	756.06	727.30	971.76	986.48
流动负债	244.79	124.31	279.12	188.39
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	170.68	86.26	206.23	134.83
其他	74.11	38.05	72.88	53.57
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	244.79	124.31	279.12	188.39
少数股东权益	0.30	0.17	-0.01	-0.15
归属母公司股东权益	510.97	602.82	692.64	798.23
负债和股东权益	756.06	727.30	971.76	986.48

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	0.00	32.33	165.51	4.21
净利润	84.80	91.71	100.93	111.96
折旧摊销	0.00	2.58	2.63	2.64
财务费用	1.22	2.09	1.07	0.48
投资损失	0.50	0.17	0.22	0.30
营运资金变动	-26.60	-65.32	60.83	-110.92
其它	-59.93	1.09	-0.17	-0.25
投资活动现金流	8.22	0.61	0.76	1.19
资本支出	3.00	-1.36	-0.95	-0.57
长期投资	-6.00	-2.00	-2.67	-3.56
其他	5.23	-2.75	-2.85	-2.94
筹资活动现金流	0.00	-2.09	-12.35	-6.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-2.09	-12.35	-6.99
现金净增加额	8.22	30.85	153.93	-1.59

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1638.73	1805.88	2011.75	2265.23
同比(%)	13.49%	10.20%	11.40%	12.60%
归属母公司净利润	84.92	91.84	101.10	112.10
同比(%)	-10.15%	8.15%	10.08%	10.87%
毛利率(%)	14.16%	14.20%	14.26%	14.30%
ROE(%)	18.11%	16.49%	15.61%	15.04%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.19	1.31
P/E	0.00	52.72	47.89	43.19
P/B	0.00	8.03	6.99	6.07
EV/EBITDA	-3.60	39.42	35.09	31.84

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1638.73	1805.88	2011.75	2265.23
营业成本	1406.63	1549.45	1724.88	1941.20
营业税金及附加	2.51	10.10	8.45	8.55
营业费用	49.22	57.79	68.40	79.28
管理费用	64.71	68.17	78.08	87.63
财务费用	1.22	2.09	1.07	0.48
资产减值损失	6.05	0.62	1.97	3.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.50	-0.17	-0.22	-0.30
营业利润	110.98	117.50	128.68	144.00
营业外收入	6.34	5.01	6.16	5.84
营业外支出	1.62	0.87	0.98	1.16
利润总额	112.60	121.64	133.86	148.68
所得税	27.80	29.92	32.93	36.72
净利润	84.80	91.71	100.93	111.96
少数股东损益	-0.12	-0.13	-0.17	-0.14
归属母公司净利润	84.92	91.84	101.10	112.10
EBITDA	101.61	112.77	122.27	134.82
EPS (摊薄)	1.00	1.08	1.19	1.31

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入增长率	13.49%	10.20%	11.40%	12.60%
营业利润增长率	-4.40%	5.87%	9.52%	11.91%
归属母公司净利润增长率	-10.15%	8.15%	10.08%	10.87%
获利能力				
毛利率	14.16%	14.20%	14.26%	14.30%
净利率	5.17%	5.08%	5.02%	4.94%
ROE	18.11%	16.49%	15.61%	15.04%
ROIC	14.98%	13.78%	13.02%	12.47%
偿债能力				
资产负债率	32.38%	17.09%	28.72%	19.10%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.01	5.73	3.44	5.20
速动比率	3.01	5.73	3.44	5.20
营运能力				
总资产周转率	2.46	2.43	2.37	2.31
应收账款周转率	0.15	0.12	0.12	0.13
应付账款周转率	10.29	12.06	11.79	11.38
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.08	1.19	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.38	1.94	0.05
每股净资产(最新摊薄)	5.99	7.07	8.12	9.35
估值比率				
P/E	0.00	52.72	47.89	43.19
P/B	0.00	8.03	6.99	6.07
EV/EBITDA	-3.60	39.42	35.09	31.84
永续增长率	3.00%		WACC	#DIV/0!
终值	#DIV/0!		Ke	10.60%
企业价值	#DIV/0!		Kd	#DIV/0!
非核心资产价值	395.12		t	24.60%
债务价值	0.00		Rf	4.00%
股权价值	#DIV/0!		Rm	10.00%
股本	85.32		Rm-Rf	6.00%
每股价值	#DIV/0!		Beta	1.10



分析师简介:

王聪: TMT 首席分析师，西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，4 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年、2013 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

殷睿: 传媒研究员。学于中山大学、中国政法大学，企业管理学硕士。1 年宏观经济领域研究经验，2013 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。企业财务及战略研究功底扎实，宏观经济研究框架感较强，善于从政策走向以及商业模式变动等独特视角提供投资思路。主要研究新传媒方向。

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。