



LED 稳健营销持续发力，减持新规消化解禁压力

2017 年 6 月 4 日

强烈推荐

(首次覆盖)

李亚军(分析师)	肖明亮(研究助理)
电话:	020-88863187
邮箱:	liyj@gzgzs.com.cn
执业编号:	A1310516060001

投资要点：

- LED 小间距进入爆发时代，LED 业务有望维持 30% 可观增长：**2016 年以来，LED 板块小间距产品进入市场爆发期，公司小间距显示设备进入产能释放期，主要公司营收增速水平在 50% 以上，公司小间距业务此前产能约为 3 亿元左右，2017 年有望逐步释放到 10 亿级，同时公司在业务开展方面着重服务中高端优质客户确保业务盈利水平，受益行业需求释放，小间距业务占 LED 比重有望提升到 70% (2016 年约 30% 左右)。LED 板块近两年受益于量价提升 (2015 年以来公司产品销量与价格逐年分别提升 10% 左右)，板块业务毛利率显著增长 (毛利率逐年提升，2016 年毛利率达到 35.91%)，当前海外 LED 业务占比依然过半 (57% 左右)，国内市场 2016 年拓展取得成效，增速达 39%。因此 LED 板块回暖背景下，公司小间距业务产能释放推进市场拓展，量价与盈利能力显著提升，未来两年有望维持 30% 以上可观增长。
- 营销版图初成、整合协同加快，现金流充裕+发债解决继续产业整合的资金需求：**基于公司原有 LED 业务延伸到下游端，公司积极拓展数字户外与数字营销板块，从而实现营销板块线上线下的整合，打造现有围绕“显示设备、线下广告、营销策划、线上广告以及协同用户数据”的营销布局，当前线下广告方面组成了由分时传媒等 8 家线下广告公司组成的线下营销阵营，充分整合公司显示设备等受众媒体资源优势，线上广告方面先后收购深圳力玛与精准分众，营销策划层面凭借友拓公关、励唐营销等进行资源整合与方案策划，集团层面成立战略规划部门，针对集团营销战略与子公司未来战略进行整体规划，各子公司当前整合协同效应初显，中长期致力于打造集团数字营销平台。随着二级市场回调，带动一级市场投资估值回归，部分优质标的投資价值显现，我们认为中长期来看营销行业基于并购实现产业整合的逻辑并没有改变，但对于投后管理与整合提出了更高要求，短期来看再融资政策收紧对于进行产业并购的公司融资能力带来挑战，具备良好融资能力和内生造血功能强的公司进行整合的产业逻辑将继续被市场验证。公司当前内生利润规模 5 亿元以上，提供稳健的内生现金流增长，资产负债率约为 27%，处于同行业低水平，此前公司公告将发债不超 5 年 20 亿元规模，内生现金流充裕+低杠杆率情况下发债融资有利于解决公司继续进行产业整合的资金需求。
- 10 月中旬之前符合减持新规的高管减持计划与新解禁股份累计约 4900 万股，远低于到期解禁的 1.4 亿股，员工持股、股份回购彰显信心：**公司股份于 2017 年 5 月解禁 2412 万股 (实际可流通股份仅为 435 万股)，7 月份将解禁约 1.16 亿股 (都属于大股东、持股非公开发行股份的特定股东)，该解禁类股东皆属于本次减持新政约束减持的情形，考虑公司于 2016 年 12 月发布的主要股东 12 个月内减持计划 (当股价高于 27 元，持股 52% 的股东承诺合计减持不超过 7020 万股，且主要是大宗交易减持，即若股价低于 27 元，则期间内不减持)，综合考虑减持新股、新解禁股份、高管承诺减持计划来看，当前价格下近三个月内符合条件的合计减持

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
联建光电	-4.29	-13.29	-11.07
传媒行业	-4.70	-13.62	-22.75
沪深 300	1.75	1.71	-1.20

基本资料

总市值 (亿元)	123
总股本 (亿股)	6.14
流通股比例	45.6%
资产负债率	27.81%
大股东	刘虎军
大股东持股比例	18.8%

仅为 4898 万股（含 5 月 4 日已到期的 2412 万股，其中符合当前价格下减持新政允许且符合减持价格承诺区间的约为 272 万股，因此主要符合可减持条件的为存量流通股及 7 月解禁的部分限售股，因此三个月时间内主要到 10 月中旬），占总股本 7.98%，远低于 2016 年底计划的 7072 万股、今年新解禁的 1.4 亿股、符合减持新股三个月内竞价可转让的新解禁股约 7000 万股。可见，高管承诺减持价格区间与数量上限、减持新规、高管离职减持限制等，使得截止 10 月中旬前符合条件的减持规模不到总股本 8%，远低于新解禁的占总股本 22.8%，解禁减持压力极大缓解。同时在此时点，公司再次启动 2.4 亿金额股票回购（回购价格上限为 24.8 元，截止 6 月 3 日累计回购约 4500 万金额）用作第二期员工持股储备股份。我们认为，公司多重举措下，彰显对公司发展与股价提升的信心。

- 盈利预测与估值：预计随着小间距业务增长加快，传统板块业绩贡献增强，2016 年诸多标的全年新增并表带来营销板块的可观增长，我们预测 2017-2019 年公司实现归母净利润归母分别为：5.58、6.81、8.14 亿元，EPS 分别为 0.91、1.11、1.33 元/股，当前股价对应 PE 分别为：22、18、15 倍。考虑减持新政、董监高等减持的量价承诺等影响，限售股大幅解禁的担忧大幅削减，近期公司推出的股票回购彰显股价信心（回购价格为 24.8 元/股，减持承诺价不低于 27 元，高于当前股价 19.99 元/股），公司经营层面外延整合产业布局持续推进，强化标的的整合协同，我们予以首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- 风险提示：市场继续下跌风险、对赌业绩不达预期风险、并购整合不达预期风险、LED 业务拓展不顺等。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2803.46	3948.92	4780.23	5755.46
同比(%)	84.12%	40.86%	21.05%	20.40%
归母净利(百万元)	402.96	558.81	681.70	814.59
同比(%)	80.16%	38.68%	21.99%	19.49%
毛利率(%)	36.10%	35.75%	35.47%	35.27%
ROE(%)	10.08%	10.01%	11.20%	12.14%
每股收益(元)	0.66	0.91	1.11	1.33
P/E	30.44	21.95	18.00	15.06
P/B	2.29	2.11	1.93	1.74
EV/EBITDA	3.07	16.17	13.15	10.49

1. 公司主要经营数据情况

图表 1：公司 LED 板块业务情况

时间	2012	2013	2014	2015	2016
LED 收入 (亿元)	5.30	5.80	6.27	7.81	9.35
收入 YOY		9.43%	8.10%	24.56%	19.72%
毛利率	24.37	26.68	30.22	34.95	35.91
单价 (元/平米)	9,985.12	9,402.92	9,133.30	10,294.64	11,169.14
单价 YOY		-5.83%	-2.87%	12.72%	8.49%
LED 显示屏销量(平方米)	53,079.00	61,682.95	68,649.90	75,864.71	83,712.83
销量 YOY		16.21%	11.29%	10.51%	10.34%
LED 显示屏产量(平方米)	60,779.00	64,798.71	60,403.41	75,528.44	86,572.81
产量 YOY		6.61%	-6.78%	25.04%	14.62%

资料来源：Wind、广证恒生

图表 2：公司 LED 业务分区域情况

业务	2012	2013	2014	2015	2016
LED 业务	5.30	5.80	6.27	7.86	9.35
LED 国内	3.87	3.83	4.00	2.87	3.98
LED 国内 YOY		-1.03%	4.44%	-28.25%	38.68%
LED 国外	1.43	1.97	2.27	4.99	5.37
LED 国外 YOY		37.76%	15.23%	119.82%	7.62%
LED 国内占比	73.02%	66.03%	63.80%	36.51%	42.57%
LED 国外占比	26.98%	33.97%	36.20%	63.49%	57.43%
LED 综合毛利率	24.37%	26.68%	30.22%	34.95%	35.91%
LED 国内毛利率	22.30%	23.41%	26.79%		
LED 国外毛利率	29.98%	33.04%	36.26%		

资料来源：Wind、广证恒生



图表 3：公司收入结构情况（亿元、%）

项目	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	5.34	5.86	9.70	15.23	28.03
数字营销业务				2.99	11.80
户外媒体		0.06	3.43	4.38	6.88
LED (数字显示设备)	5.30	5.80	6.27	7.81	9.35
广告业务合计	0.00	0.06	3.43	7.37	18.68
数字营销毛利率				42.98%	29.83%
户外媒体毛利率			39.73%	41.40%	47.17%
LED 综合毛利率	24.37%	26.68%	30.22%	34.95%	35.91%
数字营销净利率					12.49%
户外媒体净利率					27.13%
LED 净利率					13.95%

资料来源：Wind、广证恒生

图表 4：公司户外媒体资源优势情况

时间	媒体资源数量	媒体主数量	覆盖城市数量	总面积（万平米）
2011	38938	7931	321	805
2012	43057	9045	325	941.9
2013	44405	10283	331	968.7
2014	46628	10928	332	1020.7
2015	49875	12704	336	1648
2016	55156	12888	342	1743.6
2017Q1	55511	12968	342	1747.8

资料来源：公司公告、广证恒生

2. 公司近些年并购整合推进情况

图表 5：公司外延整合节奏

时间	事件	比例	对价（亿）	现金支付（亿）	股权支付（亿）	业务领域
2012	成立联动文化					线下广告
2013	收购分时传媒	100%	8.6	2.4	6.2	线下广告
2014	并购易事达	100%	9.4895	2.62	6.87	显示设备
2014	并购友拓公关					营销策划
2015	参股精准分众	28.4%	0.7668	0.7668		线上广告
2016	并购深圳力玛	88.8%	19.5991	6.42	13.18	线上广告



2016	并购励唐营销	100%					营销策划
2016	并购华瀚文化	100%					线下广告
2016	并购远洋传媒	100%					线下广告
2016	收购精准分众 剩余股权	71.6% %	1.9332	1.9332			线上广告
2016	收购 Artixium	60%	0.84	0.84			
2016	收购树熊网络	33.3%	2	2			WIF 营销
2016	收购南京丰德 博信	100%	1.0152	1.0152			线下广告
2016	收购上海成光	100%	2	2			线下广告
2016	收购西安绿一	100%	2.633				线下广告
2016	收购西藏泊视	100%	1.3	1.3			线下广告
合计			50.18	21.30	26.25		
比例				42.44%	57.56%		
2016	着力搭建数据平台，通过杭州树熊与现有渠道业务收集用户数据，分析处理后得出用户消费特性，依据特性对板块业务进行调整，指导公司为客户提供更省更有效的广告投放方案；同时三大板块在业务方面进行协同、融合，针对同一客户提供系统、全面的服务，努力持续打造数据驱动的数字传播集团						

资料来源：公司公告、广证恒生

图表 6：公司外延并购标的业绩对赌及部分实现情况

标的	类别	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
分时传媒	对赌	8700	10000	11300	12200	12800			
	实现	9031	10260	11129	11997				
易事达、友拓公关	对赌		6900	7920	9064	10357	11758		
	实现		7875	10046	8420				
精准分众	对赌			2000	3000	4000			
	实现			2276	3192				
树熊网络	对赌				1300	1456	1630	1793	1973
	实现				1311				



上海成光	对赌				1200	1600	2000	2400	2800
	实现				1346				
丰德博信	对赌			1200	1380	1518	1670	1753	
	实现				1493				
西安绿一	对赌				2000	2240	2509	2810	3147
	实现				2074				
深圳力玛	对赌			3500	5500	7300	9200	11100	13300
	实现				5750				
励唐营销	对赌			3120	3774	4493	5391	6470	
	实现				3974				
华瀚文化	对赌			2800	3136	3512	3934	4406	
	实现				3078				
远洋传媒	对赌			2000	2400	2880	3456	4147	
	实现			2230	2197				
对赌合计		8700	16900	33840	44954	52156	41548	34879	21220
对赌实现		9031	18135		44832				

资料来源：公司公告、广证恒生



3. 公司限售股解禁情况:

图表 7: 本次解禁股份情况 (万股)

股东	解禁数量	成本	董监高	发行时间	可流通否	解禁后 90 日内解禁部分可竞价减持部分
曾家驹	35.49	15.26		20140630	是	35.49
张海涛	143.51	15.26		20140630	是	143.51
刘虎军	3237.23	15.26	大股东	20140630	是	613.69
周昌文	324.82	15.26		20140630	是	324.82
何吉伦	2369.98	15.26		20140630	部分	613.69
<u>成都斯为美</u>	354.9	15.26		20140630	是	354.90
朱贤洲	506.98	15.26	公司高管	20140630	是	506.98
王琦	7.54	15.26		20140630	是	7.54
高存平	239.74	15.26		20140630	是	239.74
何晓波	7.54	15.26		20140630	是	7.54
黄允炜	21.67	15.26		20140630	是	21.67
樊丽菲	15.54	15.26		20140630	是	15.54
蒋浩	123.44	30.4	公司高管	20150326	否	0.00
<u>深圳华信</u>	35.47	30.4		20150326	是	35.47
周继科	162.44	30.4		20150326	是	162.44
段武杰	345.18	30.4		20150326		0.00
张鹏	10.64	30.4		20150326	是	10.64
<u>华安未来资产</u>	1014.03	21.88	机构	20160709		613.69
朱嘉春	162.54	23.1		20160709	是	162.54
肖连启	383.17	23.1	监事会	20160709	是	383.17
<u>易方达</u>	253.51	21.88	机构	20160709		253.51
申箭峰	96.01	23.1		20160709	是	96.01
李卫国	350.85	23.1		20160709	是	350.85
<u>申万菱信</u>	1557.27	21.88	机构	20160709		613.69
<u>中国银河证券</u>	1086.46	21.88	机构	20160709		613.69
<u>财通基金</u>	1158.9	21.88	机构	20160709		613.69
合计	14004.85					6794.49
占总股本比重	22.82%					11.07%

资料来源：公司公告、wind

注：2017 年主要解禁的有 3 笔，分别是：20170504 解禁 2412 万股；20170704 解禁 5529 万股，20170712 解禁 6062 万股，本表中按照股东将三次解禁合并计算。



图表 8:2016 年 12 月 16 日公司实控人、董监高承诺 1 年内减持计划上限

股东	减持承诺 (股价不低于 27 元)	持股比例
刘虎军、熊瑾玉	1500.00-大宗交易	23.64%
何吉伦	3700.00-大宗交易	12.55%
朱贤洲	180.00-大宗交易	1.24%
蒋皓	200.00-大宗交易	1.54%
周继科	250.00-大宗交易	1.3%
段武杰	430.00-大宗交易	2.80%
姚太平	500.00-大宗交易	3.87%
谢志明	30.00	0.58%
李波	33.00	0.55%
陈波	57.00	0.92%
张艳君	146.00	2.39%
杨路菲	46.00	0.75%
合计	7072.00 (占总股本 11.52%)	52%

资料来源：公司公告、广证恒生

注：本次统一规划主要股东一年内减持计划，约定减持价格区间不低于 27 元/股，即当股价低于 27 元/股时，合计持股达到 52% 的股东不进行减持；即使考虑股价超过 27 元/股时，其中约定按照大宗交易进行减持的股东持股比例占总股本超过 49.7%，即承诺减持上限的 7072 万股中有 6760 万股约定以大宗交易方式减持。因此：①股价低于 27 元/股时，2017 年 12 月 16 日前超过 52% 合计持股的主要股东将无法减持；②即使股价超过 27 元/股，其中近 50% 合计持股的主要股东承诺采取大宗交易减持（按照减持新规，大宗交易受让方需得持有 6 个月再行减持。）

图表 9：考虑减持新规与减持承诺条件，10 月中旬之前高管等减持+限售解禁综合可减持仅占股本 7.98%

股东	综合考虑可减持 (股价低于 27 元时)	受约束持股比例
曾家驹-限售解禁	35.49	0.06%
张海涛-限售解禁	143.51	0.23%
刘虎军-大股东、减持承诺	0.00	23.64%
周昌文-限售解禁	324.82	0.53%
何吉伦-限售解禁、减持承诺	0.00	12.55%
成都斯为美-限售解禁	354.90	0.58%
朱贤洲-限售解禁、减持承诺	0.00	1.24%
王琦-限售解禁	7.54	0.01%
高存平-限售解禁	239.74	0.39%
何晓波-限售解禁	7.54	0.01%
黄允炜-限售解禁	21.67	0.09%
樊丽菲-限售解禁	15.54	0.03%
蒋皓-高管、限售解禁、减持承诺	0.00	1.54%
深圳华信-限售解禁	35.47	0.06%

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

周继科-限售解禁、减持承诺	0.00	1.30%
段武杰-限售解禁、减持承诺、高管离职	0.00	2.80%
张鹏-限售解禁	10.64	0.02%
华安未来资产-限售解禁	613.69	1.65%
朱嘉春-限售解禁	162.54	0.26%
肖连启-限售解禁、监事	383.17	0.62%
易方达-限售解禁	253.51	0.41%
申箭峰-限售解禁	96.01	0.16%
李卫国-限售解禁	350.85	0.57%
申万菱信-限售解禁	613.69	2.54%
中国银河证券-限售解禁	613.69	1.77%
财通基金-限售解禁	613.69	1.89%
姚太平-高管、减持承诺	0.00	3.87%
谢志明-减持承诺、监事	0.00	0.58%
李波-减持承诺	0.00	0.55%
陈波-减持承诺	0.00	0.92%
张艳君-减持承诺	0.00	2.39%
杨路菲-减持承诺	0.00	0.75%
合计	4897 (占股本 7.98%)	64.02%

资料来源：wind、广证恒生

注：5月4日限售解禁的2412万股中符合当前价格下减持新政允许且符合减持价格承诺区间的约为272万股，因此主要符合可减持条件的为存量流通股及7月解禁的部分限售股，因此三个月时间（即10月中旬之前）合计64%的股份中可减持比例（假设都按照竞价交易）仅为4897万股，约占股本的7.98%，远低于2017年5月和7月累计限售股解禁占总股本比例22.82%、低于实控人、董监高等承诺1年内减持比例低于12%。表中受约束持股比例若有股东总持股比例（也即进行减持承诺）的，则代表总持股比例，若没有总持股比例的，限定指限售解禁股份占股本的比重。



盈利模型与财务预测：

资产负债表				利润表				主要财务比率					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2094	2479	3441	4643	营业收入	2803	3949	4780	5755	成长能力			
现金	649	602	1110	1879	营业成本	1791	2537	3085	3725	营业收入增长率	84.1%	40.9%	21.1%
应收账款	853	1201	1454	1750	营业税金及附加	23	33	40	48	营业利润增长率	78.6%	41.6%	22.4%
其它应收款	64	38	45	49	营业费用	277	390	472	569	归属于母公司净利润增长率	80.2%	38.7%	22.0%
预付账款	201	194	291	318	管理费用	222	312	378	455	毛利率	36.1%	35.7%	35.5%
存货	260	368	447	540	财务费用	18	21	5	1	净利率	14.3%	14.1%	14.2%
其他	67	76	94	106	资产减值损失	29	21	23	23	ROE	10.1%	10.0%	11.2%
非流动资产	5336	5367	5417	5392	公允价值变动收益	0	0	0	0	ROIC	7.1%	9.5%	10.2%
长期投资	38	53	48	49	投资净收益	9	6	6	7	偿债能力			
固定资产	310	316	324	327	营业利润	452	641	784	941	资产负债率	27.9%	26.0%	28.2%
无形资产	49	56	65	67	营业外收入	22	18	20	20	净负债比率	36.10%	12.23%	13.34%
其他	4940	4943	4980	4948	营业外支出	2	1	2	2	流动比率	1.03	1.23	1.40
资产总计	7430	7847	8858	10035	利润总额	472	658	802	959	速动比率	0.90	1.05	1.22
流动负债	2039	2015	2463	2950	所得税	72	100	122	145	营运能力			
短期借款	749	250	333	444	净利润	401	558	681	814	总资产周转率	0.52	0.52	0.57
应付账款	388	549	668	807	归属母公司净利润	403	559	682	815	应收账款周转率	4.10	3.85	3.60
其他	903	1216	1463	1700	EBITDA	572	737	874	1032	应付账款周转率	5.72	5.42	5.07
非流动负债	34	26	31	30	EPS (摊薄)	0.66	0.91	1.11	1.33	每股指标(元)			
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.91	1.11
其他	34	26	31	30	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.12	1.09
负债合计	2073	2041	2494	2980						每股净资产(最新摊薄)	8.73	9.46	10.38
少数股东权益	-2	-3	-3	-4						P/E	30.44	21.95	18.00
股本	614	614	614	614						P/B	2.29	2.11	1.93
资本公积	3971	3971	3971	3971						EV/EBITDA	3.07	16.17	13.15
留存收益	788	1224	1783	2475									
归属母公司股东权益	5359	5808	6367	7059									
负债和股东权益	7430	7847	8858	10035									
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				2016				
经营活动现金流	452	687	669	830	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	401	559	682	815	成长能力					2016	2017E	2018E	2019E
折旧摊销	64	58	67	72	盈利能力					2016	2017E	2018E	2019E
财务费用	18	21	5	1	ROE	10.1%	10.0%	11.2%	12.1%	2016	2017E	2018E	2019E
投资损失	-9	-6	-6	-7	ROIC	7.1%	9.5%	10.2%	10.9%	2016	2017E	2018E	2019E
营运资金变动	-51	62	-81	-50	偿债能力					2016	2017E	2018E	2019E
其它	29	-6	4	-1	总资产周转率	27.9%	26.0%	28.2%	29.7%	2016	2017E	2018E	2019E
投资活动现金流	-1929	-95	-118	-51	营业利润增长率	84.1%	40.9%	21.1%	20.4%	2016	2017E	2018E	2019E
资本支出	-753	-44	-72	-54	归属于母公司净利润增长率	78.6%	41.6%	22.4%	20.0%	2016	2017E	2018E	2019E
长期投资	23	-29	-21	20	流动比率	1.03	1.23	1.40	1.57	2016	2017E	2018E	2019E
其他	-1199	-21	-25	-18	速动比率	0.90	1.05	1.22	1.39	2016	2017E	2018E	2019E
筹资活动现金流	1720	-640	-42	-10	营运能力					2016	2017E	2018E	2019E
短期借款	749	-499	83	111	总资产周转率	0.52	0.52	0.57	0.61	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	应收账款周转率	4.10	3.85	3.60	3.59	2016	2017E	2018E	2019E
普通股股本增加	108	0	0	0	应付账款周转率	5.72	5.42	5.07	5.05	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积金增加	2323	0	0	0	每股指标(元)					2016	2017E	2018E	2019E
其他	-1460	-141	-125	-121	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.91	1.11	1.33	2016	2017E	2018E	2019E
现金净增加额	244	-47	508	769	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.12	1.09	1.35	2016	2017E	2018E	2019E
					每股净资产(最新摊薄)	8.73	9.46	10.38	11.50	2016	2017E	2018E	2019E
					P/E	30.44	21.95	18.00	15.06	2016	2017E	2018E	2019E
					P/B	2.29	2.11	1.93	1.74	2016	2017E	2018E	2019E
					EV/EBITDA	3.07	16.17	13.15	10.49	2016	2017E	2018E	2019E



机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq_a@gzgzs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzs.com.cn
	张妤	(86)13814033622	zhang_yu@gzgzs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzs.com.cn

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4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（广州证券股份有限公司）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。