



Research and
Development Center

三大板块齐头并进 公司投资价值凸显

—— 联建光电（300269.sz）首次覆盖报告

2017 年 10 月 27 日

中小企业研究团队

单 丹 分析师

胡 申 分析师

钟 惠 分析师

三大板块齐头并进公司投资价值凸显

首次覆盖报告

2017年10月27日

本期内容提要：

- ◆ **数字显示设备：充分享受小间距市场爆发带来的高增长。**国内传统LED显示市场整体增长比较平稳，而LED小间距进入爆发期，带动商用显示应用系统快速增长，已经成为LED显示应用行业新的增长点，而且随着小间距成本的不断降低，行业市场规模有望继续拓展，将带动公司业绩持续增长。
- ◆ **数字营销：御风而行，与行业共成长。**我们判断行业未来几年仍能保持较高速度增长，结合相关标的基本面对对赌完成情况，我们认为在行业的快速增长背景下，公司数字营销业务整体形式较为乐观。
- ◆ **数字户外：老树新花，提升份额谋发展。**近年来我国户外广告市场延续了稳定增长趋势。公司通过自有和合作两种模式已经形成了全国布局的态势，媒体资源市场份额逐步提升，我们认为在行业稳定增长的背景下公司将通过不断整合行业资源，通过市场份额的提升带来业绩的持续增长。
- ◆ **协同发展：1+1>2。从三大板块内在的业务关联角度看，**业务协同主要体现在两个方面：首先，目前公司通过自持和整合绑定的户外媒体资源已经高达五万多个，而户外媒体的LED显示屏本身存在着升级、改造和更换的需求，这为公司传统的数字显示设备业务提供业绩增量，而且随着公司整合的户外媒体资源逐步扩容、绑定日趋紧密以及时间的不断推进，对公司传统业务的带动会逐渐增强；其次，数字营销和数字户外具有天然协同关系。数字营销板块能为客户提供涵盖品牌公关、互联网广告等全方位的营销解决方案和效果营销方案，而线下覆盖多达上千个城市的户外媒体资源系统又能为客户提供一站式的户外广告投放解决方案，而且LED屏本身具有嫁接进入精准营销的基因，随着技术和商业模式的逐渐成熟，两者有效结合则能形成更丰富的投放环境和更多的投放策略，会大幅增强公司的获客能力，尤其对于投放渠道和服务要求较高的大客户的吸引力会增强。**从公司管理角度看，**公司高度重视不同平台公司的整合，各个业务板块将逐步过渡到职业经理人路线，董事长则主抓协同，目前已经设立“一委四部”来整合子公司业务，通过整合集团资源实现各个子公司的协同发展。
- ◆ **回购股份显示公司信心。**目前公司已经通过回购的方式完成两期的员工持股计划，合计回购数量占总股本的2.02%，均价约为19.37元/股，我们认为回购股份一方面反映了公司对自身发展的信心，另外也能实现对员工的激励和提升核心员工稳定性，为公司持续稳定发展提供保障。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2017-2019年的EPS分别为0.84、1.11和1.45元，对应动态市盈率（股价19.35元）分别为23、17和13倍，首次给予公司“买入”投资评级。
- ◆ **风险因素：**1、规模不断扩大带来的管理和控制风险；2、收购后期整合不善带来的经营风险；

证券研究报告

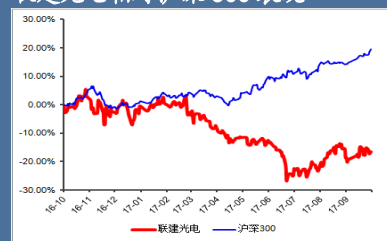
公司研究——首次覆盖

联建光电（300269.sz）



首次评级

联建光电相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2017.10.27）

收盘价（元）	19.35
52周内股价波动区间（元）	16.42-24.60
最近一月涨跌幅（%）	2.60
总股本（亿股）	6.14
流通A股比例（%）	56.61
总市值（亿元）	118.75

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

单丹 分析师

执业编号：S1500512060001
联系电话：+86 10 8332 6701
邮箱：shandan@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007
联系电话：+86 10 8332 6703
邮箱：hushen@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001
联系电话：+86 10 8332 6700
邮箱：zhonghui@cindasc.com

3、公司收购形成的商誉减值风险。

公司主要财务数据

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,522.60	2,803.46	3,905.24	5,307.09	6,974.96
增长率 YoY%	56.95%	84.12%	39.30%	35.90%	31.43%
归属母公司净利润(百万元)	223.67	402.96	514.13	680.80	887.72
增长率 YoY%	66.95%	80.16%	27.59%	32.42%	30.39%
毛利率%	38.38%	36.10%	36.55%	35.99%	35.54%
净资产收益率 ROE%	10.64%	10.08%	9.26%	11.18%	12.91%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.66	0.84	1.11	1.45
市盈率 P/E(倍)	53	29	23	17	13
市净率 P/B(倍)	4.50	2.22	2.07	1.85	1.62

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 10 月 27 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
内生外延，形成三大主业格局	3
公司概况	3
外延并购配合内生成长，公司业绩快速增长	4
数字显示设备：充分享受小间距市场爆发带来的高增长	6
“联建有限+易事达”铸就户外显示设备业务定海神针	6
受益于成本下降小间距市场进入爆发期	8
数字营销+数字户外：打造综合广告服务商	10
数字营销：御风而行，与行业共成长	10
数字户外：老树新花，通过提升份额谋发展	13
数字户外看点一：行业稳定发展，公司定位行业整合者	14
数字户外看点二：为数字显示设备业务带来增长点	15
员工持股显示公司信心	16
盈利预测、估值与投资评级	16
公司子公司业绩对赌情况	16
假设及盈利预测	17
估值与投资评级	19
风险因素	19

表目录

表 1：小间距与传统产品相比具有明显的比较优势	8
表 2：联建光电近年来收购标的业绩承诺及完成情况（单位：万元）	16
表 3：联建光电未来三年营业收入预测	18
表 4：可比上市公司相对估值情况	19

图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司业务板块已经成型	4
图 3：业务布局形成闭环	4
图 4：联建光电 2012-2016 年及 2017 中报营业收入情况	5
图 5：联建光电 2012-2016 年及 2017 年中报归母净利润情况	5
图 6：联建光电 2012-2016 年分业务毛利率情况	5
图 7：联建光电 2012-2016 年毛利率、净利率情况	5
图 8：公司产品不同应用场景案例	7
图 9：2012-2019 年中国网络广告市场规模及预测（单位：亿元）	10
图 10：公司目前在数字营销领域的布局	11
图 11：精准分众传媒精准营销平台的五大系统	12
图 12：爱普新媒主要业务模式	12
图 13：公司户外广告位资源形成丰富的体系	13
图 14：公司在户外媒体领域已经形成较深布局	14
图 15：户外媒体主要业务模式	14
图 16：户外广告业务呈平稳的发展趋势	15

投资聚焦

投资逻辑

数字显示设备：充分享受小间距市场爆发带来的高增长。国内传统 LED 显示市场整体增长比较平稳，而 LED 小间距进入行业爆发期，带动商用显示应用系统快速增长，已经成为 LED 显示应用行业新的增长点，而且随着小间距成本的不断降低，行业市场规模有望继续拓展。针对 LED 小间距市场的快速发展趋势，公司在研发、供应链、生产、销售各领域都进行了一系列向小间距产品倾斜的战略调整，目前已经形成了联建有限、易事达和 Artixuum 为主的业务体系。

数字营销：御风而行，与行业共成长。根据艾瑞咨询发布的 2016 年度中国网络广告市场年度监测报告显示，2016 年中国网络营销收入规模达到 2,902.7 亿元，同比增长 32.9%，在持续保持了几年的高速发展之后，我们判断未来几年增速仍能保持较高速度发展，2019 年整体规模有望超过六千亿。公司目前已经形成了深圳力玛、精准分众和爱普新媒等标的的全方位互联网营销平台；另外也构建了友拓公关和励唐营销为主的营销策划平台。结合相关公司的基本情况和对赌完成情况，我们认为在行业的快速增长背景下，公司数字营销业务整体形式较为乐观。

数字户外：老树新花，提升份额谋发展。近年来我国户外广告市场延续了稳定增长趋势。公司通过自有和合作两种模式已经形成了全国布局的态势，媒体资源市场份额逐步提升，我们认为在行业稳定增长的背景下公司将通过不断整合行业资源，通过市场份额的提升带来业绩的持续增长。

协同发展：1+1>2。从三大业务内在的业务关联角度看，业务协同主要体现在两个方面：首先，目前公司通过自持和整合绑定的户外媒体资源已经高达五万多个，而户外媒体的 LED 显示屏本身存在着升级、改造和更换的需求，这为公司传统的数字显示设备业务提供业绩增量，而且随着公司整合的户外媒体资源逐步扩容、绑定日趋紧密以及时间的不断推进，对公司传统业务的带动会逐渐增强；其次，数字营销和数字户外具有天然协同关系。数字营销板块能为客户提供涵盖品牌公关、互联网广告等全方位的营销解决方案和效果营销方案，而线下覆盖多达上千个城市的户外媒体资源系统又能为客户提供一站式的户外广告投放解决方案，而且 LED 屏本身具有嫁接进入精准营销的基因，随着技术和商业模式的逐渐成熟，两者有效结合则能形成更丰富的投放环境和更多的投放策略，会大幅增强公司的获客能力，尤其对于投放渠道和服务要求较高的大客户的吸引力会增强。从公司管理角度看，公司高度重视不同平台公司的整合，各个业务板块将逐步过渡到职业经理人路线，董事长则主抓协同，目前已经设立“一委四部”来整合子公司业务，通过整合集团资源实现各个子公司的协同发展。

回购股份显示公司信心。目前公司已经通过回购的方式完成两期的员工持股计划，合计回购数量占总股本的 2.02%，均价约为 19.37 元/股，我们认为回购股份一方面反映了公司对自身发展的信心，另外也能实现对员工的激励和提升核心员工稳定性，为公司持续稳定发展提供保障。

与市场不同之处

市场对公司普遍担心两个问题：不同标的后期的整合和公司并购过程中形成的高额商誉。而我们对这两个问题相对保持乐观：

首先，无论是数字营销还是数字户外都是在公司致力于做整合营销服务集团的框架下形成的，不同的类别标的在公关、策划、营销（线上线下结合、区域龙头的相互协同）等不同服务领域、业务形态和区域等方面形成天然互补；公司也比较重视不同平台公司的整合，由董事长亲自抓，并设立“一委四部”整合子公司业务，并借助集团公司的资源实现各个子公司的协同发展。

另外，公司并购标的主要来自两方面：数字营销和数字户外。数字营销由于行业景气度较高，相关标的从目前业绩完成较为乐观；数字户外整体行业较为稳定，业绩波动性较小，公司对标的对赌成长性要求不高，而是年限较长（一般五年），目前集团已经形成全国布局态势，又能从协同的角度为相关标的带来增量客户资源。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.84、1.11 和 1.45 元，对应动态市盈率（股价 19.35 元）分别为 23、17 和 13 倍，首次给予公司“买入”投资评级。

风险因素

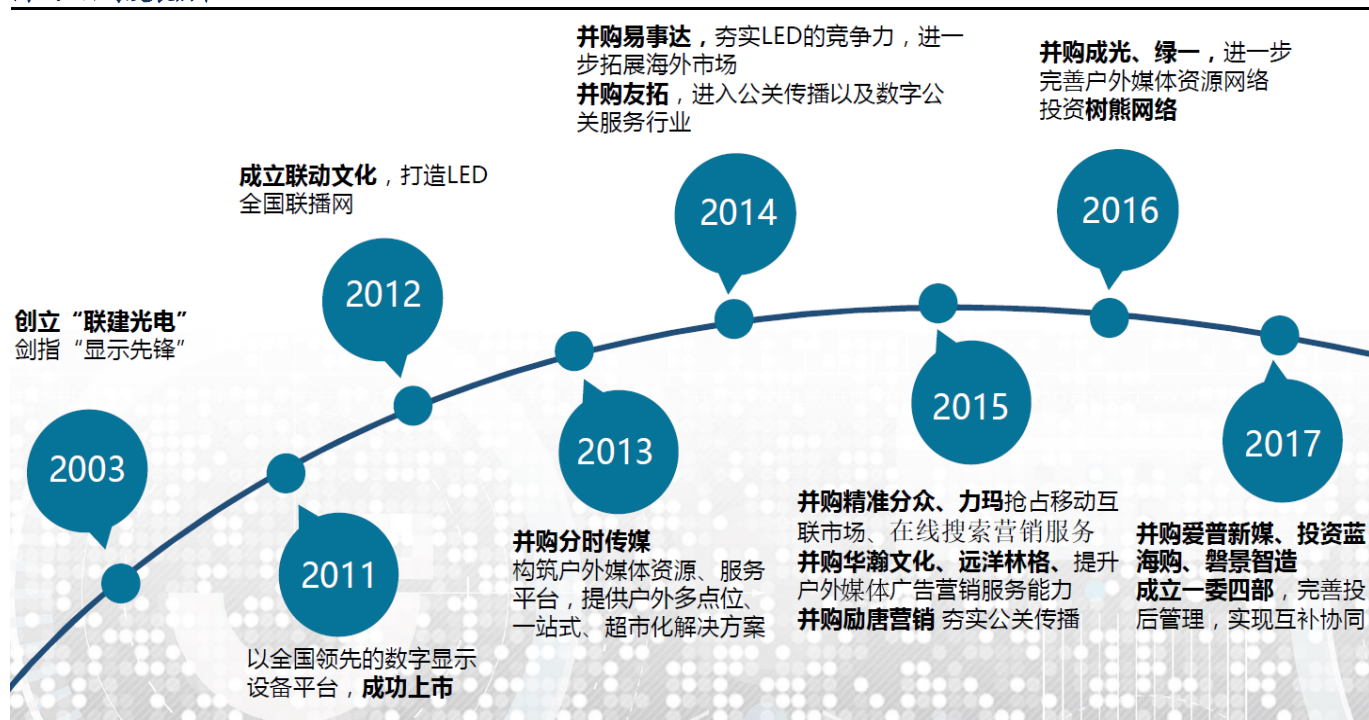
- 1、规模不断扩大带来的管理和控制风险；
- 2、收购后期整合不善带来的经营风险；
- 3、公司收购形成的商誉减值风险。

内生外延，形成三大主业格局

公司概况

深圳市联建光电股份有限公司成立于 2003 年，是一家专业从事 LED 应用产品研发、生产和销售的国家级高新技术企业，并于 2011 年 10 月 12 日在创业板成功上市。公司通过内生增长及外延并购的并行发展形成了以**数字显示设备**、**数字营销**和**数字户外媒体网络**等为核心的整合营销服务集团，营销服务能力进一步提升，资产规模及盈利能力也得到进一步增强，业绩保持快速增长。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司业务板块已经成型



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：业务布局形成闭环



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

外延并购配合内生成长，公司业绩快速增长

2016 年，公司整体实现营业收入 28 亿元，同比增长 84.12%；实现营业利润 4.52 亿元，同比增长 78.58%；实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 80.16%；基本每股收益 0.6976 元，同比增长 53.89%。

2017 年上半年，公司实现营业收入 17 亿元，同比增长 70.75%；实现营业利润 2.03 亿元，同比增长 35.43%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 29.02%；基本每股收益 0.3014 元，同比增长 13.83%。

公司目前三块业务相对均衡，数字显示设备及数字营销业务均呈现出良好的发展势头，数字户外业务发展也较为稳定。

数字显示设备板块：

随着小间距市场持续爆发增长，该板块业务进入高速增长周期。2016 年，公司数字显示设备板块实现营业收入 9.35 亿元，同比增长 18.78%，实现净利润 1.3 亿元，同比增长 79.56%；2017 年上半年，该板块实现营业收入 5.38 亿元，同比增长 22.64%，实现净利润 7,225 万元，同比增长 19.83%。

数字营销板块：

公司通过拓展更多互联网广告资源，为互联网广告业务创造了新的收入来源。公司旗下的力玛网络和精准分众相继拓展了神马搜索、微信朋友圈等热门应用的广告资源，通过收购爱普新媒，获得其旗下天气预报等一系列 APP 广告资源。不断扩充的互联网广告产品矩阵使公司在客户资源和销售力量方面的优势得以释放变现。

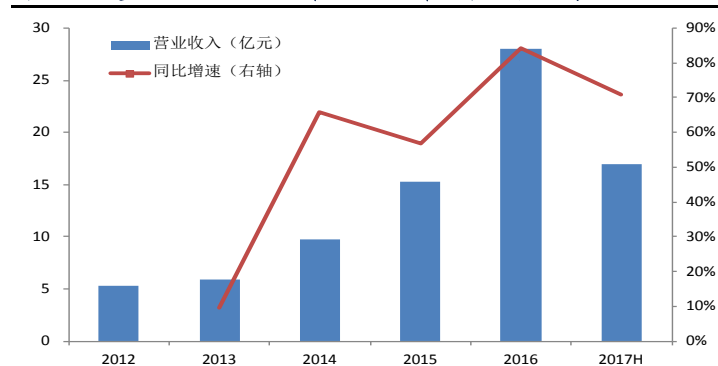
2016 年，公司数字营销服务板块实现营业收入 11.8 亿元，同比增长 294.39%，实现净利润 1.47 亿元，同比增长 198.58%；2017 年上半年，该板块实现营业收入 7.61 亿元，同比增长 131.46%，实现净利润 7,502 万元，同比增长 36.81%。

数字户外媒体网络板块:

公司持续拓展新型户外媒体资源和客户行业分布,有效驱动业绩的增长。在优势的传统户外大牌和 LED 大屏资源之外,公司进一步开发机场、高铁站、地铁、影院、公交站等新型户外媒体资源,加强媒体资源的覆盖范围和触达深度,符合广告主对户外广告投放形式多样化的需求趋势。同时,公司持续优化客户行业布局,在巩固房地产、汽车等传统行业客户的基础上,在酒类、家居建材、食品饮料等行业取得了显著的销售增长。

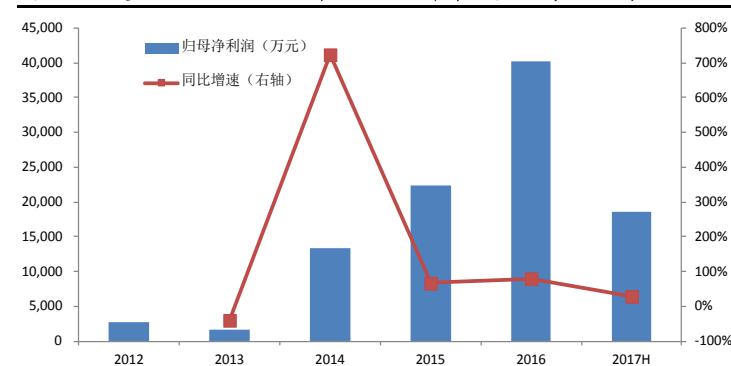
2016 年,公司数字户外板块实现营业收入 6.88 亿元,同比增长 50.96%,实现净利润 1.87 亿元,同比增长 61.67%; 2017 年上半年,该板块实现营业收入 4 亿元,同比增长 76.46%,实现净利润 6,814 万元,同比增长 69.14%。

图 4: 联建光电 2012-2016 年及 2017 中报营业收入情况



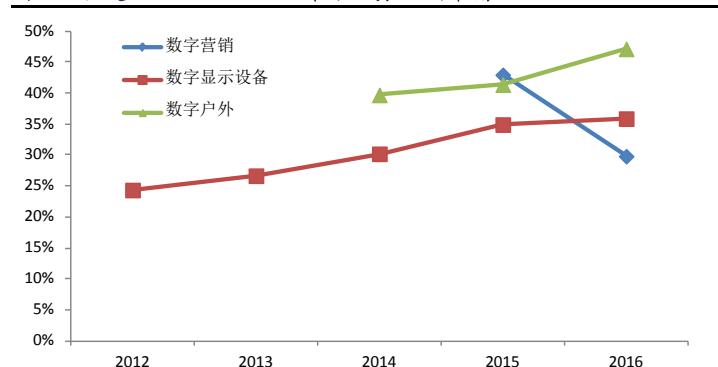
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 联建光电 2012-2016 年及 2017 年中报归母净利润情况



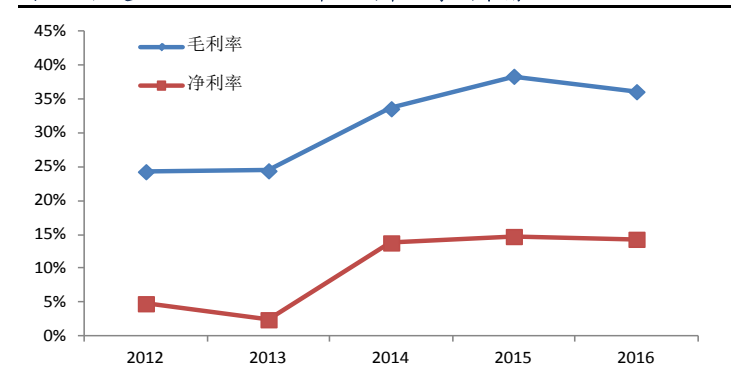
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 联建光电 2012-2016 年分业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 联建光电 2012-2016 年毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

不管从收入规模还是盈利能力来看，联建光电都保持了良好的发展势头。根据公司所处行业的经营特点，公司多数业务的收入确认和结算将发生在下半年，我们预计公司 2017 年全年也将保持较高的业绩增长速度。

数字显示设备：充分享受小间距市场爆发带来的高增长

“联建有限+易事达”铸就户外显示设备业务定海神针

联建有限专业从事中高端 LED 全彩显示应用产品开发、生产，能为客户提供从产品方案设计、产品制造、工程服务、技术支持在内的一站式系统解决方案，产品畅销全球 90 多个国家和地区，已为全球数千客户提供了数万块高性价比的 LED 显示屏。作为国际领先的 LED 应用产品与解决方案提供商。近年来，联建有限积极布局小间距研发及生产，凭借专业的研发团队，强大的制造能力，突破数道极其精密的加工工艺，潜心研发出具有里程碑意义且清晰度可与 LCD 或 DLP 相媲美的 V0.8 超微间距 LED 显示屏，并实现批量化生产。

公司主要优势：

- 拥有大规模的 LED 显示屏生产基地，自动化程度高，具有完备的工序及检测保证；
- 打造“6S 航标”全流程质量检测体系，确立了 LED 显示产品的世界级标准；
- 强大的自主研发能力，获得 200 多项国家专利，多项业界首创：“三并一”全彩技术、节能屏技术、高对比电喷技术、高精度压铸箱设计技术、“不黑屏”供电技术。

易事达是一家 LED 显示方案专业服务商，在 LED 行业潜心钻研超过 10 年，所研制的 LED 显示屏产品包括舞台租赁屏、户内/外固装屏、小间距屏、球场屏、橱窗屏等，产品销往 100 多个国家，出口额常年稳居国内前 5 名；项目案例全球超过 5000 个。特别是舞台租赁屏在国内外市场拥有极大影响力，连续五年销量行业遥遥领先。

公司优势体现在：

- 在 LED 显示屏领域，易事达从显示屏、控制系统、视频处理器，到控制柜、配电柜等周边产品全部实现自主研发的专业制造企业，整个系统的自主研发保证了应用操作的协调和完美。
- 研发的“未来系列”LED 显示屏，免空调、免风扇、无需复杂钢结构，成为替代传统户外广告屏的划时代革命性产品。
- “一键点屏”技术，彻底颠覆行业概念，引领 LED 显示屏家电化发展。
- 间距 LED 显示屏，成为国内真正可以替代户内 LCD 屏的 LED 产品。

➤ 恒流降噪声技术，保证电源等其它噪声源因素对 LED 显示屏造成的影响降低到最低。

作为数字显示设备业务的两大支柱，联建有限和易事达强强联合实现了对国内外客户提供更高质量、高性能的 LED 设备及解决方案，可广泛应用于广告媒体、政企宣传、体育场馆、舞台租赁等领域。

图 8：公司产品不同应用场景案例



美国NBC电视台



北京市海淀区中央电视塔



浙江省临安市交警大队



希腊案例



2016智利国际演唱会



保时捷产品发布会

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着 LED 小间距进入行业爆发期，带动城市商用显示应用系统快速增长，已经成为 LED 显示应用行业新的增长点。针对 LED 小间距市场的快速发展趋势，近几年公司在研发、供应链、生产、销售各领域都进行了一系列向小间距产品倾斜的战略调整。

公司从 2012 年就已经开始布局小间距研发及生产，小间距产品收入连续三年保持高增长趋势，2014 年、2015 年、2016 年分别为 1.05 亿元、1.48 亿元及 2.74 亿元，2015 年和 2016 年年增长率分别为 41.32%及 84.70%。2017 年上半年联建有限小间距产品营业收入依旧呈现爆发性增长，仅 2017 年 1-6 月小间距产品销售收入已达 1.94 亿元，较上年同期同比增长 166.33%。

受益于成本下降小间距市场进入爆发期

与目前主流的室内大屏幕显示技术相比，小间距 LED 在功耗、显示效果等方面具有较为明显的性能优势，同时随着成本的下降和较长的使用寿命，在成本端也与 DLP 拼接墙等相比有了较大竞争力。

表 1：小间距与传统产品相比具有明显的比较优势

产品类别	小间距 LED	DLP 拼接墙	液晶拼接墙	投影融合系统	超大尺寸液晶显示屏
显示原理	自发光	光源投影	背光源投射	光源投影	背光源投射
物理拼缝	整屏无拼缝	小于等于 0.5mm	最小为 3.5mm	无拼缝，有融合带	单屏显示，无拼缝
亮度	P1.2 到 P2.0 级别的小间距 LED 显示屏亮度基本在 1000 到 1600 流明之间	LED 光源，一般中间 $\leq 500\text{cd/m}^2$ ，四角 $\leq 250\text{--}300\text{cd/m}^2$ ，激光光源产品亮度较高	一般为 $500\text{--}2000\text{cd/m}^2$	一般在 5000 流明以上	一般为 $500\text{--}2000\text{cd/m}^2$
均匀性与一致性	亮度、色度逐点可调，整屏均匀一致	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，需专业人员重新调试	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，不可恢复	长期使用，单元间亮度与色彩衰减不一致，需专业人员重新调试	单一屏幕显示，均匀性与一致性良好
色彩饱和度	一般大于等于 97%	通常较低	大致为 92% 左右 (DID 屏)	通常较低	大致为 92% 左右 (DID 屏)
可视角 (H/V)	主流为 140/140	主流为 120/80	主流为 178/178	依屏幕而不同	主流为 178/178
分辨率	最高可达 4k	大致有三种 1024×768 , 1400×1050 , 1920×1080	主流为 1080p，最高可达 4k	主流 WXGA 最高可达 4k	主流为 1080p 最高可达 4k
功耗	节能环保	主流的 LED 光源产品及新兴的激光光源产品均较为节能	节能环保	主流的 LED 光源及新兴的激光光源均比较节能	继承了液晶屏的节能特点，不过尺寸越大功耗越高
使用寿命	平均 10 万小时	一般为 6000 到 6 万小时	平均 6 万小时	传统灯泡：3000 小时；激光：2 万到 5 万小时	平均 6 万小时
使用成本	远高于液晶拼接墙，但与 DLP 相比已逐渐占有优势	远高于液晶拼接墙，目前与小间距 LED 相比也不占优势	价格经济，例如，65 英寸成本低于万元	具有一定的价格优势，但是，灯泡需要定期更换，目前维护成本较高，而且，在大画面显示中，需要各种辅助性设备，从而提高整体应用成本	受限于生产线调整，超大尺寸生产规模有限，价格昂贵，目前 110 寸以上的产品价格百万级以上

适用环境	亮度可调，对光环境门槛要求低，不仅可以用于室内，还可应用于半户外，户外等环境	LED 光源产品仅能满足室内应用需求。新兴的激光光源产品有望突破半户外市场	主要用于室内大屏幕显示领域中低端市场，在高端市场也有少量应用	对光环境要求高，周围环境光线强度直接影响显示效果，局限于低亮度环境	亮度有限，主要应用于室内环境，虽然有高亮产品面世，但是成本较高
应用灵活性	屏体体积相对较小，可与触摸、4K、裸眼 3D 等数据结合；具有弧形变形能力，可定制，可更好地发挥创意设计	箱体体积较大，较难实现与触摸、4K、裸眼 3D 等技术的结合	拼接单元轻薄，可与触摸、4K、裸眼 3D 等技术结合，能够实现异形拼接	体积小巧，安装方式灵活，具有动态画面显示优势，只需通过投影机自身的旋转就可以投射出形态各异的画面效果，在创意应用领域优势突出	尺寸多元化，在实际应用中，外形单一，虽然有异形拼接技术，但是大尺寸拼接技术难度大，而且不能实现完全无缝显示与触摸、4K、裸眼 3D 技术结合

资料来源：LED 网，信达证券研发中心

从功耗角度看，小间距 LED 产品是目前最为节能环保的产品。

从视觉效果看，首先，小间距 LED 技术可以实现整屏无拼缝，这一点只有超大尺寸液晶显示屏可以做到，而 DLP 和液晶拼接墙都有拼缝，投影融合虽然没有拼缝，但其存在融合带问题。其次，在显示指标亮度、对比度、一致性上，LED 在物理属性上就明显优于 DLP，DLP 的亮度较低；而液晶显示（LCD）和等离子显示（PDP）虽然在亮度、对比度指标上较好，但是使用时间较长以后，可能会存在亮度衰减不一致的问题，尤其是在拼接墙方面，使得整体的一致性无法得到保证。而小间距 LED 亮度高、每一个点都单独可调，可以在较长的时间内保持一致。最后，分辨率是指显示器能显示的像素的多少，DLP、LCD、PDP 显示屏目前主流的分辨率都可以达到 2K 的高清水平，最高可达 4K；而小间距 LED 的分辨率则主要受限于其间距，如果间距大，则需要更大的屏幕尺寸才能达到更高的分辨率；以目前主流的 60 英寸显示屏而言，小间距 LED 产品需要间距小于 0.8 才能达到高清（2K）分辨率。

在成本方面，小间距 LED 与 DLP 相比已经有较大优势，但与成本最低的 LCD 投影融合系统相比还有一定的差距；也比 PDP 拼接的成本要高。但考虑到其使用寿命达到 10 万小时，而其他技术的寿命在 6 万小时以内，从年均成本角度考虑，仍有一定的竞争力；另外，小间距 LED 的成本依然存在着下降空间，而且，目前的替代效应形成的逐渐增加的需求也为成本下降带来空间；而其他技术因为已经较为成熟而成本难以下降，因此在未来，小间距 LED 相较于其他显示技术将有更大的成本优势，尤其是单位面积/使用时间的成本优势。

数字营销+数字户外：打造综合广告服务商

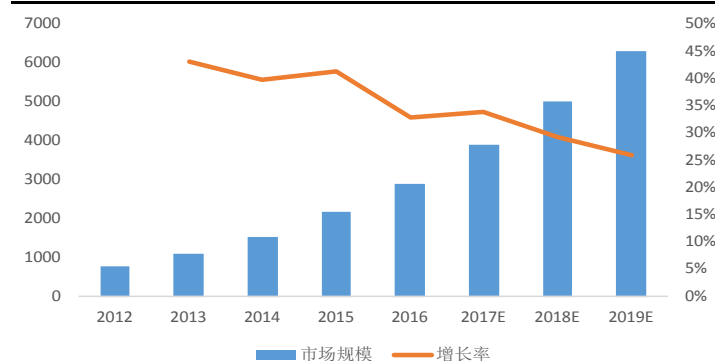
在营销服务领域公司目前已搭建了完整的传播服务平台。通过对公关策划、代理执行、广告平台、互动活动、广告资源和数字显示设备等业务的覆盖，为客户提供定制化、一体化的传播解决方案。公司通过设立“一委四部”整合子公司业务，并借助集团公司的资源实现各个子公司的协同发展。

数字营销：御风而行，与行业共成长

行业依然保持高速增长

根据艾瑞咨询发布的 2016 年度中国网络广告市场年度监测报告显示，2016 年中国网络营销收入规模达到 2,902.7 亿元，同比增长 32.9%，与 15 年保持相当的增长速度，在持续保持了几年的高速发展之后，我们判断未来几年增速仍能保持较高速度发展，2019 年整体规模有望超过六千亿。

图 9：2012-2019 年中国网络广告市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

公司在数字营销领域有完善布局

公司目前已经形成了深圳力玛、精准分众和爱普新媒等标的为主的全方位互联网营销平台；另外也构建了友拓公关和励唐营销为主的营销策划平台。结合相关公司的基本情况和对赌完成情况，我们认为在行业的快速增长背景下，公司数字营销业务整体形式较为乐观。

图 10：公司目前在数字营销领域的布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

力玛网络是一家国内领先的网络广告综合服务提供商。前身（移动时代、时代赢客）曾先后代理过百度、Google 等互联网广告产品。近年来，在互联网综合媒体业务上一直精耕细作，不断进行着周密布局，作为 360 广东地区独家代理，主打 360 搜索、360KA、WIFI 万能钥匙、360 手机助手、360 品牌广告，同时扩展 UC 神马搜索、DSP 平台、win 搜索广告智投助手等众多优质互联网产品，并于 2017 年 3 月收购神马搜索互联网广告在广东省的独家经营权。360 推广、UC 神马搜索、DSP 平台、win 搜索广告智投助手等众多优质互联网产品组成了强大的力玛互联网营销广告媒体矩阵，实现华南地区企业网络营销广告精准投放。公司代理 360 推广产品以来，2013 年至 2016 年 4 年时间，消费提升近十倍从起初的 3300 万至 31000 万，市场份额从起初的 12% 至 37%。

精准分众传媒，移动互联云销专家，国家高新技术企业，深圳双软认定企业，获得多项软件著作及专利权；致力为企业提供全方位的移动互联网营销解决方案，提升企业营销效率，是地产、金融、汽车 TOP10 的合作伙伴，微营销领域领导品牌。精准分众 2017 年上半年加大拓展朋友圈广告业务及 UC 信息流广告，通过提供精准 SCRM、精销+、微客通、精准 DSP 广告和微信朋友圈广告等产品，为企业量身定制全套的营销、广告、线上线下互动及资源数据分析的解决方案。服务超过 1 万名客户，拥有 3 万多个成功营销案例。

图 11：精准分众传媒精准营销平台的五大系统



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

爱普新媒以综合自媒体矩阵为载体的和以移动互联网营销大数据平台为基础的广告推广业务，是一家技术+营销相结合的复合型公司，先后成功研发并发布超过 100 款优质 App 产品，积累了坚实的用户基础。公司在 DSP、SSP 等平台研发方面有较强的研发优势，可助力联建光电打造数据驱动的整体营销服务集团，实现广告精准投放，达到精准营销。

图 12：爱普新媒主要业务模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

友拓公关是一家提供公共关系服务的专业机构，为客户提供服务内容包括：战略顾问、策略咨询、危机公关、媒体关系、品牌管理、事件行销、互动营销、创意执行等。长期合作的国内外著名企业有：蒙牛、加多宝、统一、华润怡宝、腾讯、金立手机、华帝、星巴克、Airbnb 等。目前合作客户涉及快速消费品、金融、IT、通信、能源、地产、互联网、医药八大领域。

励唐营销是国内具有实力的活动策划执行机构之一，凭借资深的从业经验、高效的响应速度，全方位保障客户会议活动顺利进行，在品牌活动、产品活动、公司活动等范围内具有丰富的策划管理和执行经验，同时在策略策划、创意设计、管理执行、技术解决方案形成自己独特的操作流程模式，在整个项目环节的各个维度打造专业人才可控性模式。提供综合性的公关品牌活动，各类产品发布会，年会庆典类会议，展商主运营管理、赛事活动、试乘试驾活动、时尚活动、文化艺术交流策划，设计、制作、代理、发布各类广告，展览展示服务，舞台设计、布置，电子设备租赁等。

数字户外：老树新花，通过提升份额谋发展

户外广告是以城市道路、公路、城市轨道交通线路的地面部分、公共交通候车站台、河湖管理范围和广场、建筑物、构筑物以及各种交通工具为载体，以展示牌、灯箱、霓虹灯、三面翻、电子显示装置为表现形式的商业广告。其中，用于发布户外广告的单立柱、建筑物外墙、三面翻、灯箱、霓虹灯、候车亭、电子显示装置等广告载体统称为户外媒体资源。

通过不断的整合目前已经形成了以分时传媒为代表的户外媒体资源供应平台。另外，在优势的传统户外大牌和 LED 大屏资源之外，公司进一步开发机场、高铁站、地铁、影院、公交站等新型户外媒体资源，加强媒体资源的覆盖范围和触达深度，符合广告主对户外广告投放形式多样化的需求趋势。

图 13：公司户外广告位资源形成丰富的体系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司在户外大牌和大屏广告领域拥有全国领先的自有、整合户外媒体资源平台。自有户外媒体资源网络覆盖北京、上海、广州、深圳、成都、南京、太原、西安、无锡等地方性户外广告市场，成为公司一体化整合营销的渠道入口。

公司依托 e-TSM 户外媒体资源管理系统可向客户提供一站式的户外广告投放解决方案，截至 2017 年 6 月底，公司通过 e-TSM 户外媒体资源管理系统，建立了拥有媒体主数量达到一万多家，媒体资源数量 56,050 个，媒体资源总面积达 1,754.9 万平方米，覆盖全国上千个城市的户外广告资源数据库。

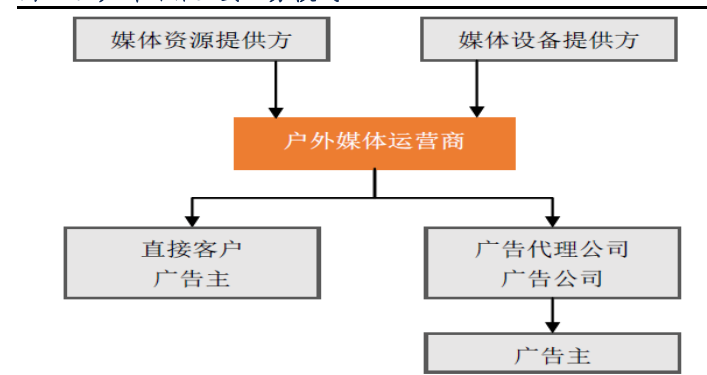
e-TSM 户外广告资源管理系统拥有完善的信息处理功能和庞大的全国性户外媒体资源信息，在数据量、全面性方面具有较强的优势。e-TSM 户外广告资源管理系统的信息资源由分时传媒分布于全国的业务人员从个 1-5 级城市采集并实时更新。分时传媒通过对这些信息资源的汇总分析，建立了一个覆盖全国的户外媒体资源数据库。销售人员可以根据客户的广告传播需求，从媒体资源库中检索后向客户提供广告策划提案。这也会公司户外广告业务协同的基础。

图 14：公司在户外媒体领域已经形成较深布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：户外媒体主要业务模式



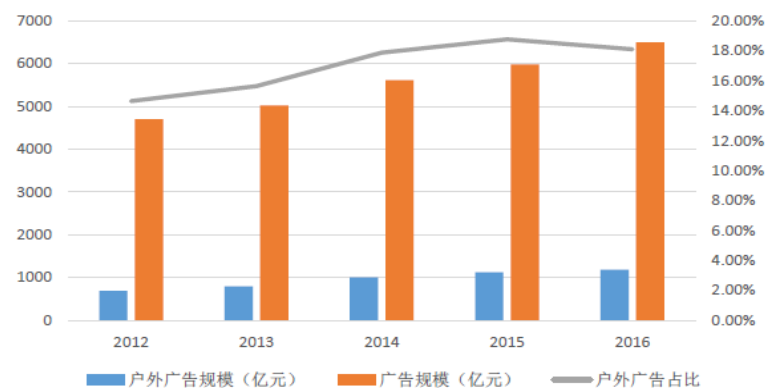
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

数字户外看点一：行业稳定发展，公司定位行业整合者

行业稳定增长

根据央视市场研究（CTR）发布的报告，户外媒体市场份额保持稳定增长，户外媒体如传统户外、电梯海报等户外媒体市场份额由 2015 年的 15.60% 扩张至 2016 年的 17.70%。随着我国国民经济的增长和城市化进程的深入，近年来我国户外广告市场延续了稳定增长态势，行业市场规模从 2012 年的 687 亿元增长至 2016 年的 1,174 亿元，占广告市场规模 6,489 亿元的 18.09%。

图 16：户外广告业务呈平稳的发展趋势



资料来源：CODC，信达证券研发中心

公司致力于拓展的 LED 等户外广告资源具有受众广泛、表现力强、到达率高等优势，是较为优质的广告媒体资源，从而能够实现三、四线城市的终端下沉；相对于公交地铁显示屏广告，LED 户外广告的传播环境和体验效果具备优势。

联建为户外广告行业的整合者

目前公司两条腿走路的方式来推进户外广告市场的整合。

第一，通过不断收购，在北京、上海、广州、深圳、成都、南京、太原、西安、无锡等地区实现了布局，整体看，目前公司布局的区域经济环境较好，我们认为能为公司贡献稳定的收益。

第二，通过不断整合国内不同区域媒体主的广告屏资源迅速实现全国市场布局。目前行业较为分散，大量的媒体主由于规模小，广告招商能力有限，造成广告位空置率较高，而联建通过近些年的积累以及对各个子公司资源的整合，形成了明显的广告主资源优势，通过跟相关媒体主深度合作实现双赢。

公司通过两种方式迅速实现全国范围的布局，这也反过来提高了公司对大型、优质广告主的吸引力，为公司整合的各个户外平台公司带来新的客户的同时也实现了客户资源的升级。所以我们认为，在户外市场比较稳定以及行业集中度较低的背景下，公司将通过提升市占率实现公司户外业务的长足发展。

数字户外看点二：为数字显示设备业务带来增长点

户外媒体的显示屏本身存在着升级、改造和更换的需求，而这正是公司的传统主业可以实现的业务范围，所以这反过来又为公司数字显示设备业务提供了新的业绩增长点。

目前公司整合的媒体资源数量已经高达 56,050 个，由于行业整合可复制性较强，我们判断公司媒体资源的数量还会不断攀升，而且随着整合模式会不断升级，媒体主对公司的粘性也会加强，合作模式会逐渐深入，对公司数字显示设备的带动存在着较大的想象空间。

数字户外看点三：“数字营销+数字户外”，1+1>2

随着人们生活习惯的改变，电视广播报纸杂志等传统广告渠道逐渐衰弱，而公司布局较深的具有精准投放能力的数字营销和具有丰富表现能力、较强达到能力的 LED 等户外广告则对广告主都具有较强的吸引力。

公司旗下的力玛网络、精准分众、友拓公关、励唐营销能为客户提供涵盖品牌公关、互动活动、互联网广告等全方位的营销解决方案和效果营销方案。而公司覆盖 342 个城市的户外媒体资源系统又能为客户提供一站式的户外广告投放解决方案。

另外，LED 屏本身具有嫁接进入精准营销的基因，目前行业已有先例：2014 年澳大利亚数字户外广告公司 ValMorgan 宣布，旗下 PumpTV 加油站媒体网络已实现程序化购买，所有媒体可以基于实时的受众测量来进行自动化的交易；在 2015 年 5 月，视频 DSP 公司 TubeMogul 也宣布与户外广告交易平台 SiteTour 合并，数千块跨国户外电子屏参与到程序化购买中。

随着技术和商业模式的逐渐成熟，两者有效结合则能形成更丰富的投放环境和更多的投放策略，会大幅增强公司的获客能力，尤其对于投放渠道和服务要求较高的大客户的吸引力会增强，从而起到 1+1>2 的效果。

员工持股显示公司信心

目前公司已经通过回购的方式完成两期的员工持股计划，合计回购数量占总股本的 2.02%，均价约为 19.37 元/股。一期员工持股计划标的股票自过户完成日起 12 个月后，分五期解锁，每次解锁比例为 20%。二期锁定期分别为 12 个月、24 个月，解锁比例分别为 50%、50%。我们认为回购股份一方面反映了公司对自身发展的信心，另外也能实现对员工的激励和提升核心员工稳定性，为公司持续稳定发展提供保障。

盈利预测、估值与投资评级

公司子公司业绩对赌情况

表 2：联建光电近年来收购标的业绩承诺及完成情况（单位：万元）

单位：万元		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
分时传媒	业绩承诺	8700	10000	11300	12200	12800			
	实际完成	9031.58	10260.53	11129.73	11997.24				
友拓公关、易事达	业绩承诺		6900	7920	9064	10357	11758		

	实际完成	7875.8	10046.51	8420.71					
深圳力玛、华瀚文化、	业绩承诺		11420	14780	18185	21981	26123		
励唐营销、远洋传媒	实际完成			14982.74					
精准分众	业绩承诺		2000	3000	4000				
	实际完成		2276.52	3192.07					
上海成光	业绩承诺			1200	1600	2000	2400	2800	
	实际完成			1345.82					
西安绿一	业绩承诺			2000	2240	2509	2810	3147	
	实际完成			2074.01					
西藏泊视	业绩承诺			1300	1456	1630.7	1793.8	1973.2	
	实际完成			1311.25					
爱普新媒	业绩承诺				4500	5850	7020	7722	
	实际完成								
合计	业绩承诺	8700	16900	32640	43544	55138	45728.7	40146.8	15642.2
	实际完成	9031.58	18136.33		43323.84				

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心整理

从公司收购标的过去几年的业绩承诺完成情况看，绝大多数公司都能很好的完成，仅有个别公司个别年度存在完不成的情况，且差额很小。随着新收购标的的全部并表，我们预计公司未来的业绩将实现稳步增长。

随着公司各个业务条线之间的不断融合和协同，我们预计公司各个子公司在完成业绩承诺的基础上将实现更加亮眼的业绩增长。

假设及盈利预测

根据公司的发展规划，未来公司将继续坚持数字显示设备、数字营销服务、数字户外媒体网络三大业务共同发展。

主营业务方面，我们假设，数字显示设备业务在小间距 LED 需求爆发的带动下将保持 40% 的增长，同时利润率水平将有所提升；数字营销服务作为公司未来最看好的板块，在收购爱普新媒之后还会继续大力发展，建立大数据平台下的精准营销体系，实现收入的高速增长；数字户外媒体网络业务将加大整合、协同的力度，保证稳步发展。

其他期间费用率等项目，我们预计公司将整体保持平稳。

表 3： 联建光电未来三年营业收入预测

年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
数字营销					
收入（万元）	29,919.85	118,046.12	177,069.19	265,603.78	371,845.29
成本（万元）	17,060.58	82,829.15	120,407.05	180,610.57	252,854.80
毛利率（%）	42.98%	29.83%	32.00%	32.00%	32.00%
增长率（%）		294.54%	50.00%	30.00%	10.00%
数字显示设备					
收入（万元）	78,105.91	93,510.20	130,914.29	170,188.57	221,245.14
成本（万元）	50,811.62	59,933.47	83,785.14	108,920.69	141,596.89
毛利率（%）	34.95%	35.91%	36.00%	36.00%	36.00%
增长率（%）	24.64%	19.72%	40.00%	20.00%	10.00%
数字户外					
收入（万元）	43,800.13	68,756.49	82,507.78	94,883.95	104,372.35
成本（万元）	25,666.84	36,322.75	43,587.30	50,125.39	55,137.93
毛利率（%）	41.40%	47.17%	47.17%	47.17%	47.17%
增长率（%）	27.53%	56.98%	20.00%	10.00%	5.00%
其他业务					
收入（万元）	433.75	32.96	32.96	32.96	32.96
成本（万元）	282.67	43.92	26.37	26.37	26.37
毛利率（%）	34.83%	-33.24%	20.00%	20.00%	20.00%
增长率（%）		-92.40%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入（万元）	152,259.64	280,345.77	390,524.22	530,709.26	697,495.74
营业成本（万元）	93,821.71	179,129.27	247,805.85	339,683.01	449,615.99
毛利率（%）	38.38%	36.10%	36.55%	35.99%	35.54%
增长率（%）	56.95%	84.12%	39.30%	35.90%	31.43%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心预测

综上，我们预计公司 2017-2019 年将实现营业收入 39.05 亿元、53.07 亿元、69.75 亿元，分别同比增长 39.30%、35.90%、31.43%；实现归属于母公司的净利润 5.14 亿元、6.81 亿元、8.88 亿元，分别同比增长 27.59%、32.42%、30.39%；实现基本每股收益 0.84 元、1.11 元、1.45 元。

估值与投资评级

我们采用相对估值方法对联建光电进行估值。

表 4: 可比上市公司相对估值情况

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE				PB
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	
平均								35	31	23	19	7
300296	利亚德	21.33	347	0.82	0.75	1.12	1.54	26	29	19	14	7.8
300058	蓝色光标	7.54	167	0.32	0.36	0.46	0.57	24	21	16	13	3.1
002027	分众传媒	12.12	1482	0.51	0.44	0.52	0.60	24	27	23	20	18.6
002137	麦达数字	8.59	50	0.26	0.17	0.21	0.26	33	52	40	34	3.1
002712	思美传媒	25.01	79	0.50	0.93	1.26	1.54	51	27	20	16	5.2
300232	洲明科技	14.70	93	0.27	0.50	0.75	1.04	54	29	20	14	6.1
002587	奥拓电子	7.80	48	0.22	0.24	0.36	0.52	36	33	21	15	5.3
300242	明家联合	9.69	62	0.29	0.37	0.40	0.44	34	26	24	22	2.9
300269	联建光电*	19.35	119	0.66	0.84	1.11	1.45	29	23	17	13	2.2

资料来源: 标*为信达证券研发中心预测, 其他引用 Wind 一致预期。注: 股价为 2017-10-27 收盘价

从可比公司未来三年的市盈率估值来看, 联建光电具有一定的估值优势。我们给予公司 2017 年 30 倍市盈率, 按照公司 2017 年每股收益 0.84 元/股计算, 公司每股价值约为 25 元。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.84、1.11 和 1.45 元, 对应动态市盈率 (股价 19.35 元) 分别为 23、17 和 13 倍, 首次给予公司 “买入” 投资评级。

风险因素

1、规模不断扩大带来的管理和控制风险

自上市以来, 联建光电的资产规模、产销规模、人员规模持续扩大, 并购子公司不断增加, 组织结构和管理体系更趋复杂。公司经营决策、风险控制的难度增加, 对经营团队的管理水平、风险防控能力、反应速度、资源整合能力、协同工作能力形成挑战, 对中高级技术及管理人才的需求也日益增加。

2、收购后期整合不善带来的经营风险

联建光电已收购的全资子公司将以独立法人主体的形式存在, 保持其独立运营地位, 并在其原管理团队管理下运营。上市公

司仅对其经营中的重大事项实施管控，从而在控制风险的同时充分发挥其经营活力。但是，上市公司能否对其实施有效整合、能否充分发挥协同效应，均存在不确定性。

3、公司收购形成的商誉减值风险

由于公司进行并购重组业务，在合并资产负债表中形成了一定金额的商誉。虽然联建光电已与交易对手约定了业绩承诺标准及补偿措施，可在较大程度上抵补可能发生的商誉减值损失，但如相相关子公司未来的经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而公司当期损益造成不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,239.86	2,094.02	3,784.20	4,865.01	6,232.96
货币资金	407.60	649.19	1,807.77	2,200.62	2,748.49
应收票据	17.52	50.22	69.95	95.06	124.94
应收账款	513.64	852.61	1,187.69	1,614.04	2,121.28
预付账款	37.87	201.43	278.66	381.98	505.60
存货	177.40	259.66	359.21	492.39	651.74
其他	85.83	80.91	80.91	80.91	80.91
非流动资产	2,019.76	5,336.04	5,362.62	5,390.73	5,421.90
长期投资	124.12	37.57	37.57	37.57	37.57
固定资产	218.51	309.50	310.98	327.12	340.84
无形资产	53.58	48.81	59.06	67.86	75.18
其他	1,623.55	4,940.15	4,955.01	4,958.18	4,968.30
资产总计	3,259.62	7,430.06	9,146.83	10,255.74	11,654.86
流动负债	589.09	2,039.21	3,363.86	3,791.03	4,301.21
短期借款	0.00	748.50	1,748.50	1,748.50	1,748.50
应付账款	238.82	387.79	536.47	735.38	973.37
其他	350.27	902.91	1,078.89	1,307.16	1,579.34
非流动负债	32.50	34.27	34.27	34.27	34.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.50	34.27	34.27	34.27	34.27
负债合计	621.59	2,073.47	3,398.13	3,825.30	4,335.47
少数股东权益	-0.39	-1.86	-1.15	-0.21	1.02
归属母公司股东权益	2,638.43	5,358.45	5,749.85	6,430.65	7,318.36
负债和股东权益	3259.62	7430.06	9146.83	10255.74	11654.86

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,522.60	2,803.46	3,905.24	5,307.09	6,974.96
同比(%)	56.95%	84.12%	39.30%	35.90%	31.43%
归属母公司净利润	223.67	402.96	514.13	680.80	887.72
同比(%)	66.95%	80.16%	27.59%	32.42%	30.39%
毛利率(%)	38.38%	36.10%	36.55%	35.99%	35.54%
ROE(%)	10.64%	10.08%	9.26%	11.18%	12.91%
每股收益(元)	0.36	0.66	0.84	1.11	1.45
P/E	53	29	23	17	13
P/B	4.50	2.22	2.07	1.85	1.62
EV/EBITDA	30.43	22.47	17.91	13.61	10.80

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,522.60	2,803.46	3,905.24	5,307.09	6,974.96
营业成本	938.22	1,791.29	2,478.06	3,396.83	4,496.16
营业税金及附加	13.65	23.26	32.40	44.03	57.87
营业费用	177.07	276.94	385.78	524.26	689.02
管理费用	142.99	221.84	309.02	419.95	551.93
财务费用	-14.42	18.31	61.93	68.75	60.90
资产减值损失	18.45	28.51	29.42	41.34	54.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.65	8.99	5.33	6.99	7.10
营业利润	253.29	452.31	613.97	818.92	1,071.61
营业外收入	19.29	22.23	15.66	15.66	15.66
营业外支出	2.30	2.11	1.78	3.19	3.19
利润总额	270.27	472.42	627.86	831.40	1,084.08
所得税	46.29	71.54	113.01	149.65	195.13
净利润	223.98	400.89	514.84	681.74	888.94
少数股东损益	0.31	-2.07	0.71	0.94	1.23
归属母公司净利润	223.67	402.96	514.13	680.80	887.72
EBITDA	321.48	561.84	760.79	1,001.00	1,261.46
EPS (摊薄)	0.36	0.66	0.84	1.11	1.45

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	230.17	452.80	430.38	577.71	741.05
净利润	223.98	400.89	514.84	681.74	888.94
折旧摊销	51.21	63.97	58.02	64.69	72.47
财务费用	0.00	25.44	74.91	104.91	104.91
投资损失	-6.65	-8.99	-5.33	-6.99	-7.10
营运资金变动	-50.50	-50.66	-236.36	-302.12	-364.51
其它	12.13	22.15	24.29	35.48	46.34
投资活动现金流	-430.82	-1,928.81	-74.15	-79.95	-88.28
资本支出	-17.24	-752.31	-79.48	-86.94	-95.39
长期投资	-175.41	-1,081.42	5.33	6.99	7.10
其他	-238.18	-95.08	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	196.72	1,720.20	802.35	-104.91	-104.91
吸收投资	210.85	1,101.77	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	705.00	1,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	42.44	131.55	197.65	104.91	104.91
现金净增加额	-0.71	248.08	1158.58	392.85	547.86

研究团队简介

单丹，分析师，2014 年初至今从事中小企业研究（消费方向），曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，10 年行业经验。

胡申，分析师，经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。