

领先的数字电视技术提供商

——佳创视讯 IPO 投资价值分析报告

首次

估值区间: 14.00-15.00 元

发行数据

发行规模(万股)	2600
计划融资额度(万元)	14123
发行前股本(万股)	7600
发行后股本(万股)	10200
发行方式	网上与网下相结合
发行日期	
主承销商	招商证券
发行后第一大股东	陈坤江
第一大股东持股比例	49.57%

募集资金运用

项目名称	金额 (万元)
佳创数字电视工程技术研究中心	3851
项目	
互动电视平台研发及产业化项目	4932
三网融合广电解决方案开发及产业化项目	5340
其他与主营业务相关的营运资金项目	---
合计	---

分析师: 朱程辉

执业证书编号: S0500511040001

联系人: 余李平

(8621) 68634510-8251

Email: ylp3380@xcsc.com

投资要点:

□ **领先的数字电视技术提供商。**佳创视讯自成立以来就致力于提供专业的数字电视系统整体解决方案,公司拥有丰富的软件产品线,能提供数字电视系统集成的整体解决方案,公司目前已经累计向全国二十多个省区的 65 个广电运营商销售了数字电视解决方案及相关产品,公司的技术优势和品牌声誉有利于公司在省网整合完成后,取得各省广电运营商的采购订单以及未来增值业务和三网融合运营平台建设的业务机会。

□ **数字化趋势和增值业务发展表明数字电视技术产品市场空间广阔。**2015 年前我国将全面停止有线模拟电视播出,这意味着有线电视的数字化将在未来几年迎来发展高潮;此外,随着大中型城市有线网络数字化平移工作的完成和政府“三网融合”政策的推进,广电运营商将加大增值业务的开发力度,进入增值业务的建设高峰期,这些都表明数字电视技术产品市场空间广阔。

□ **公司收入利润增长的主要逻辑。**短期内公司收入增长主要来源于有线电视数字化所带来的数字电视系统集成、软硬件和终端的需求增长;一方面,公司现有的广电运营商客户存在升级、扩容和备份的需求,同时,在省网整合的大背景下,公司拥有的数字电视系统整体解决方案优势,以及公司将扩大对各省广电运营商的营销力度,都将有利于公司在各省数字电视系统建设招投标中有所斩获;另一方面,公司通过募投项目的投入加大对系统软件和增值软件的研发投入,将会长期受益于数字电视产业的发展和三网融合的推进。

□ **募投项目和投资价值分析。**募投项目的实施将有利于增强公司向省级广电运营商提供大型软件系统的实施能力,同样有利于公司抓住广电运营商纵深发展增值业务的趋势,更好地满足广电运营商开展互动电视业务的需求。我们预计公司 11—13 年的营业收入分别为 2.21 亿元、2.8 亿元和 3.57 亿元,同比增长 26.4%、26.9%和 27.3%;对应的 EPS 分别为 0.50、0.66、0.84 元。参照行业同类型业务公司的估值水平,给予 2011 年 28—30 倍 PE 估值水平,对应的合理价值区间为 14.0—15.0 元。

□ **重点关注事项。**

股价催化剂(正面): 有线数字电视平移速度加快;省网整合后获得订单;跨区域扩张有所斩获;增值业务发展迅速;三网融合的推进。

风险提示(负面): 客户集中度较高的风险;技术升级及替代的风险;收入季节性波动风险;电信系统与广电系统的竞争风险。

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	175	221	280	357
增长率(%)	43.02	26.44	26.90	27.32
净利润(百万元)	37	51	68	85
增长率(%)	21.28	22.94	24.16	23.93
ROE	21.2%	8.2%	9.9%	11.1%
ROA	16.71%	7.61%	9.06%	10.09%
EPS(元)	0.49	0.50	0.66	0.84
P/E	43.87	32.19	24.09	19.10
P/B	9.30	2.65	2.39	2.12
EV/EBITDA	39	30	22	17

正文目录

1	公司概况	1
2	行业分析	1
	2.1 数字电视产业链介绍	1
	2.2 数字电视行业发展情况	2
	2.3 数字电视技术产品市场空间广阔	3
3	公司分析	3
	3.1 公司业务分析	3
	3.2 公司竞争优势分析	5
4	募集资金项目分析	6
5	盈利预测及估值	8
	5.1 基本假设	8
	5.2 公司收入利润增长的主要逻辑	8
	5.3 盈利预测及建议	8
6	重点关注事项	9
	6.1 股价催化剂	9
	6.2 风险提示	9
	附录 (单位: 百万元)	10

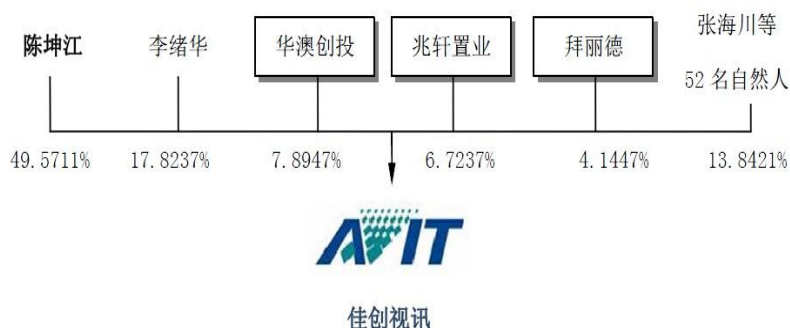
图表目录

图表 1 发行前公司的股本结构	1
图表 2 有线数字电视产业链	2
图表 3 有线数字电视用户情况	2
图表 4 公司核心技术	4
图表 5 公司营业收入和净利润	5
图表 6 公司前 5 大客户销售占比	5
图表 7 公司分业务收入 (百万)	5
图表 8 公司分业务毛利	5
图表 9 公司研发投入 (万元)	6
图表 10 公司募投项目	7
图表 11 募投项目详情	7
图表 12 数字电视行业同类公司估值对照	8

1 公司概况

佳创视讯的前身为 2000 年 10 月成立的佳创有限, 2007 年 8 月经过股份制改造后变更为股份制公司, 注册资本增加至 7000 万元。公司自成立以来就致力于提供专业的数字电视系统整体解决方案, 主营业务为数字电视软硬件产品和系统集成的研发、生产和销售, 公司产品能够满足广电运营商发展数字电视的技术和设备需求。公司控股股东为董事长陈坤江, 持有公司 3767 万股, 占发行前公司股本总额的 49.57%, 第二大股东李绪华持有公司 17.8237% 的股权。

图表 1 发行前公司的股本结构



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

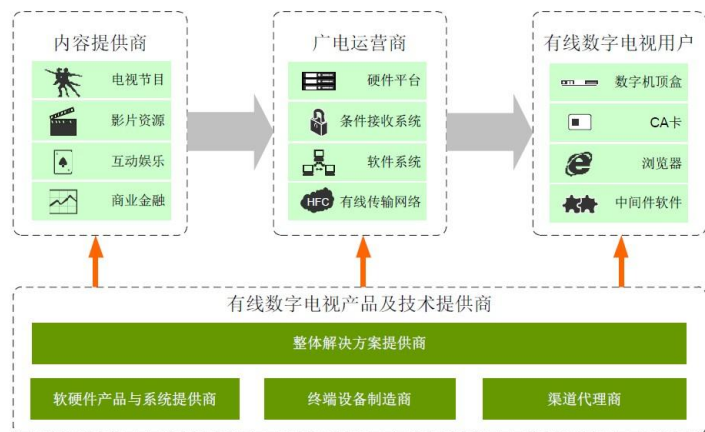
佳创视讯旗下无控股子公司, 仅参股深圳经纬视界传媒技术有限公司 29.96% 的股份。经纬视界的主营业务为数字电视数据增值业务内容信息的集成和运营, 公司选择参股经纬视界主要是因为两者的客户都是广电运营商, 有利于为广电运营商客户提供全面纵深的服务, 增强客户粘度。

2 行业分析

2.1 数字电视产业链介绍

我国有线数字电视产业链包括内容提供商、广电运营商、有线数字电视用户以及产品和技术的提供商。其中内容提供商、广电运营商和用户是产业链的运营主线, 而以佳创视讯为代表的技术提供商则为数字电视系统提供整套的解决方案以及软硬件产品和服务。有线数字电视系统的构成主要包括数字电视软件平台、数字电视硬件平台、条件接收系统和终端设备 (主要是数字机顶盒) 四大类。

图表 2 有线数字电视产业链

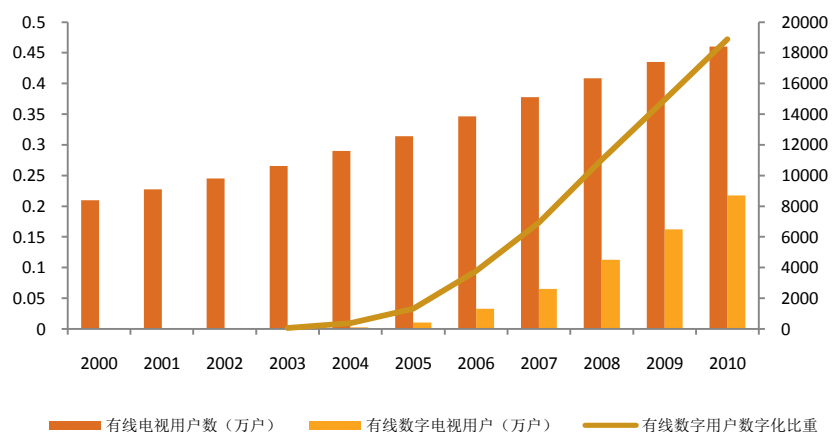


资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

2.2 数字电视行业发展情况

有线电视数字化将快速推进，用户数将快速增加。过去几年我国的有线数字电视产业发展迅速，有线数字电视用户数从 2000 年的 16.8 万户快速增加到 2010 年末的 8700 万户，不过相比较 2010 年末 18417 万户的有线电视用户而言，行业未来空间依然广阔。根据广电总局对国内有线数字电视整体平移“三步走”的计划，在 2015 年前我国将全面停止有线模拟电视播出，这就意味着近几年内，未完成有线电视网络数字化改造的各省级运营商将加快网络数字化和双向化的改造，有线电视的数字化将在未来几年迎来发展高潮。

图表 3 有线数字电视用户情况



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

有线数字电视进入“纵深发展阶段”，增值业务是数字电视发展的必然趋势。虽然广电总局在 2003 年才提出有线电视整体平移的“三步走”计划，事实上，从 2000 年开始我国就已经开始了从模拟电视向数字电视的“平移”

过程，目前除经济发展滞后的地区和农村以外，全国大中型城市的家庭已经普遍使用数字电视。一方面广电运营商将会不断的加大资本投入加快有线网络向数字化的平移，另一方面，广电运营商通过有线网络数字化后的纵深发展，开通增值业务，如高清点播、网络游戏、电视电话、宽带上网等，来提高用户的 ARPU 值。此外，三网融合的推进也使得广电运营商迫切需要挖掘数字电视平台的附加值，过去纯粹的节目付费业务发展到一定阶段将难以适应市场及用户的需要，开展增值业务则可以充分利用数字电视平台优势，给用户带来新的娱乐与信息体验，给运营商带来新的利润增长点。基于以上原因，广电运营商未来重点发展增值业务将是必然趋势，而“三网融合”更加会促进这种趋势的发展。

2.3 数字电视技术产品市场空间广阔

有线电视数字化趋势表明数字电视技术产品市场空间广阔。按照广电总局对国内有线数字电视整体平移“三步走”的计划，未来几年将是我国有线网络数字化的高峰时期，各地的有线网络数字化必然带来对数字电视系统集成和软硬件的需求。此外，随着有线电视用户数量的发展，出于运营能力需求和系统安全方面的考虑，广电运营商需要对用户管理系统、增值业务系统的功能和容量不断升级和扩容，同样也会加大对数字电视技术产品的需求。

省网融合有利于优质供应商做大做强。在三网融合的大背景下，一省一网的省网整合工作正在有条不紊的进行中，省网整合将直接带来数字电视软硬件市场需求的增加；同时，省网整合将使省级网络运营公司的实力得到增强，对于数字电视软硬件供应商的实力要求也将有所提高，中小供应商将会面临着被淘汰出局的风险，市场份额将向大型供应商集中，有利于优质供应商做大做强。

增值业务激增长期助推数字电视软件市场发展。目前，大中型城市的有线网络数字化平移工作基本完毕，广电运营商逐渐进入增值业务的建设高峰期；此外，我国政府积极推进的三网融合，促进广电运营商向全业务运营发展，将使得广电运营商加大增值业务的开发力度。增值业务的实现需要通过软件系统实现业务功能，增值业务的发展将促进增值业务软件系统产品市场的繁荣。

3 公司分析

3.1 公司业务分析

佳创视讯自设立以来就把数字电视软件系统和系统集成方案作为研发工

作的重心,公司的主要产品为数字电视系统集成、系统软件以及终端产品。截至目前,公司已拥有 34 款软件系统产品,涵盖高/标清交互式视频点播系统、中间件系统、数字电视综合业务平台、广播式视频点播系统、用户行为分析系统等业务领域。

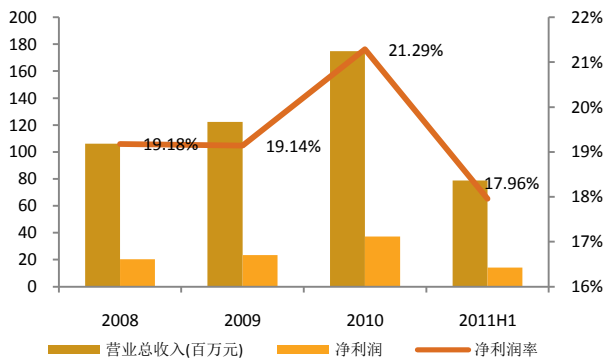
图表 4 公司核心技术

序号	技术	主要功能	产品应用	技术水平
1	数据广播技术	将多媒体信息按数字电视标准打包接收	数据广播系统	国内领先
2	时移电视技术	可实现电视视频回放、快进、快退、暂停	时移电视系统,交互式点播系统	国内领先
3	视频点播技术	可实现多种格式视频的视频点播	交互式点播系统	国内领先
4	电视彩信技术	实现手机、电脑向数字电视终端发送彩信	电视彩信系统	国内领先
5	中间件技术	实现数字电视各项业务的跨平台应用	中间件系统	国内领先
6	一体机软件技术	实现终端软件与电视控制的有机整合	数字电视一体机	国内领先
7	嵌入式浏览器技术	实现在嵌入式系统下的浏览器功能运行	终端机顶盒	国内领先
8	收视率统计技术	实现了对于数字电视用户收视率的实时统计	用户行为分析系统	国内领先
9	广告播发技术	可在数字电视接收终端中实现多种广告功能	电视广告	国内领先
10	用户管理技术	可管理数字电视、互联网用户,提供计费、报表等多种功能	数字电视用户管理系统	国内领先

资料来源:招股说明书,湘财证券研究所

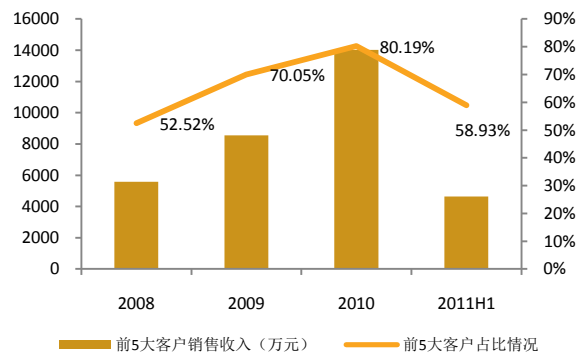
过去三年,公司的营业收入从 2008 年的 1.06 亿元增长到 2010 年的 1.75 亿元,复合增长率为 28.5%,净利润从 2008 年的 2036 万增长到 2010 年的 3719 万,复合增长率为 35.2%。公司客户主要为大型广电运营商。2010 年公司营业收入中的 96.5%来自大型广电运营商,目前公司产品已经应用于河南省网、吉林省网、宁夏区网、贵州省网等数十个省、市级广电运营商,同时也实现了向土耳其、拉脱维亚等国实现出口。虽然公司已经在全国获得了 65 个广电运营商的订单,但是公司的前 5 大客户的销售占比近年来一直较高,预计在省网整合和三网融合推进的背景下,公司加大对全国所有省级广电运营商的营销力度,将有助于改善公司未来的客户集中度。

图表 5 公司营业收入和净利润



来源：公司公告，湘财证券研究所

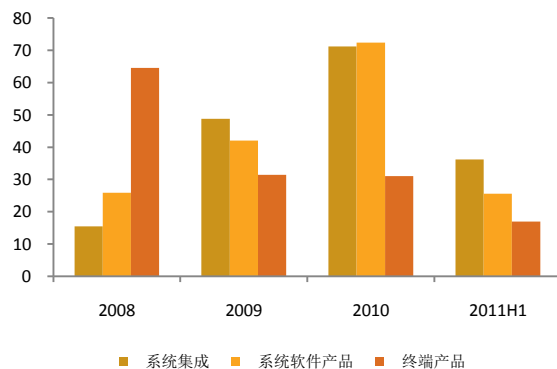
图表 6 公司前 5 大客户销售占比



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

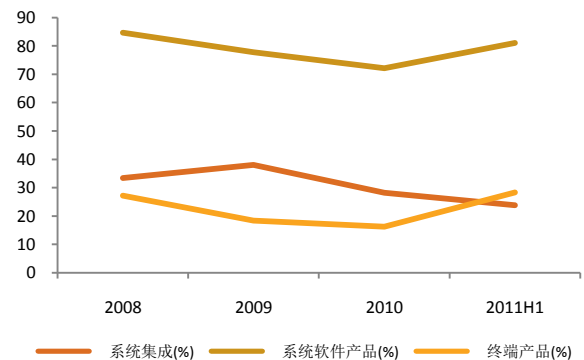
公司的主营构成中，系统集成和系统软件产品占比较高，终端产品的占比较低，2011 年 1—6 月，三者的占比分别为 45.89%、32.42%和 21.53%；公司的毛利率水平较高，08 年—10 年公司综合毛利水平分别为 49.97%、46.69%和 44.24%，其中系统软件产品的毛利水平较高，维持在 80%左右，其次为系统集成和终端产品。资产构成方面，公司的应收账款占总资产的比例较高，2011 年中期的占比水平为 49.6%，这与客户公司的结算周期多在下半年有关，公司客户主要是大型的省网广电运营商，违约风险小。

图表 7 公司分业务收入 (百万)



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 8 公司分业务毛利



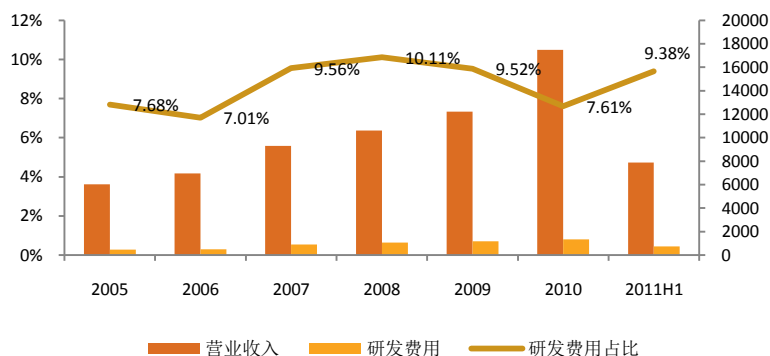
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

3.2 公司竞争优势分析

公司拥有专利和技术优势 具备整体解决方案能力优势。截止到目前公司共拥有 7 项专利、47 项软件著作权和 55 项软件登记证书。公司重视研发与自主创新,自 2005 年以来,每年的研发投入占营业收入的比例平均达 8.70%,高额的研发投入也为公司提供了丰富的软件产品线。公司自创软件产品之间

技术相匹配，兼容性好，可提高数字电视系统运转的稳定性，有利于公司实施整体解决方案。与单一产品供应商相比较，公司差异化竞争优势明显，有利于扩大市场份额。

图表 9 公司研发投入 (万元)



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司拥有多个大型项目实施经验，具有良好市场声誉。截至 2011 年 6 月 30 日，公司累计向国内 65 个广电运营商销售了数字电视解决方案及相关产品，客户分布在全国二十多个省区。公司产品线齐全，具备持续研发创新能力并保持对客户的紧密跟踪服务，同时由于数字电视软件系统产品具有较强的技术相关性，使得公司一方面能够维持已有客户，另一方面通过持续的服务和销售所获得的实施经验和市场声誉，有利于公司开拓新客户。在省网整合的背景下，公司可以通过已经建立的省会城市广电运营商合作关系，维持双方良好的合作关系，增强客户对公司技术的依赖程度，有利于公司在省网整合完成后，取得省网广电运营商的采购订单以及未来增值业务和三网融合运营平台建设的业务机会。

4 募集资金项目分析

本次创业板 IPO，公司计划向社会公开发行不超过 2600 万股，发行股数占发行后总股数的比例不高于 25.49%；募投的项目将会按轻重缓急顺序投资于“佳创数字电视工程技术研究开发中心项目”、“互动电视平台研发及产业化项目”、“三网融合广电解决方案开发及产业化项目”及“其他与主营业务相关的营运资金项目”等四个项目的建设。

图表 10 公司募投项目

募投项目	项目名称	项目计划总投资额	利用募集资金投资额
1	佳创数字电视工程技术研究开发中心项目	4151	3851
2	互动电视平台研发及产业化项目	4932	4932
3	三网融合广电解决方案开发及产业化项目	5340	5340
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

募投项目的实施，将全面提升公司数字电视研究开发、三屏合一技术的研究开发、工程设计和试验的能力以及技术创新水平，有利于增强公司向省级广电运营商提供大型软件系统的实施能力，促进我国数字电视技术及产业的发展；同样有利于公司抓住广电运营商纵深发展增值业务的趋势，更好地满足广电运营商开展互动电视业务的需求，进一步提高公司在数字电视产业技术和市场的领先地位，增强公司核心竞争力和盈利能力。

图表 11 募投项目详情

募投项目	项目说明	项目目标
佳创数字电视工程技术研究开发中心项目	着重于基础性与前瞻性关键技术研究（基于互联架构方案、三屏合一技术研究、基于 NGB 及 P2P 的视频内容分发技术）	将每年孵化 10~15 项行业新产品/技术；支撑公司在 2~3 个行业专项技术领域居国内领先水平或者国际先进水平
互动电视平台研发及产业化项目	主要研发数字电视高清音视频互动业务，包括数字电视高清音视频实时互动系统，以及终端产品配套软件模块产品	预计在项目经营期内，在 20 个广电运营商，完成 24 套的系统销售和建设，实现销售收入 39511 万元
三网融合广电解决方案开发及产业化项目	将现有的单向直播业务系统进行高清、IP 化改造，完成基于广电宽带网络的 VOIP 系统的开发。	公司软件系统业务将从拓展至电信网、互联网等增值业务；公司基于 IP 的双向互动业务规模将可迅速扩大，预计项目期内销售收入将达到约 43558 万元。

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 基本假设

假设公司系统集成和软件产品未来三年的营收增速水平为 30%；终端产品的增速水平为 10%；毛利率维持过去三年的平均水平，公司的管理费率和营业费率维持在 10 年的水平。

5.2 公司收入利润增长的主要逻辑

短期内公司收入增长主要来源于有线电视数字化所带来的数字电视系统集成、软硬件和终端的需求增长；一方面，公司现有的广电运营商客户存在升级、扩容和备份的需求，同时，在省网整合的大背景下，公司拥有的数字电视系统整体解决方案优势，以及公司将扩大对各省网广电运营商的营销力度，都将有利于公司在各省网数字电视系统建设招投标中有所斩获；另一方面，公司通过募投项目的投入加大对系统软件和增值软件的研发投入，将会长期受益于数字电视产业的发展和三网融合推进。

5.3 盈利预测及建议

我们预计公司 11—13 年的营业收入分别为 2.21 亿元、2.8 亿元和 3.57 亿元，同比增长 26.4%、26.9%和 27.3%；对应的 EPS 分别为 0.50、0.66、0.84 元。参照行业同类型业务公司的估值水平，给予 2011 年 28—30 倍 PE 估值水平，对应的合理价值区间为 14.0—15.0 元。

图表 12 数字电视行业同类公司估值对照

代码	公司	EPS				PE		
		2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300079	数码视讯	1.33	0.94	1.24	1.69	28.5	21.6	15.8
300028	金亚科技	0.3	0.43			21.6		
003052	同州电子	-0.35	0.34	0.43	0.67	30.4	24	15.4

资料来源：WIND，湘财证券研究所

6 重点关注事项

6.1 股价催化剂

有线数字电视平移速度加快；省网整合后获得订单；跨区域扩张有所斩获；增值业务发展迅速；三网融合的推进。

6.2 风险提示

客户集中度较高的风险；技术升级及替代的风险；收入季节性波动风险；电信系统与广电系统的竞争风险。

附录 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E
流动资产	203.57	643.29	719.14	812.67	营业收入	174.77	220.98	280.43	357.04
现金	63.82	460.07	507.91	518.87	营业成本	97.45	117.74	147.93	186.67
应收账款	77.90	116.67	123.93	185.03	营业税金及附加	1.52	1.96	2.47	3.15
其他应收款	4.06	4.60	6.07	7.63	营业费用	13.43	17.89	22.32	28.58
预付账款	19.34	19.84	26.40	32.69	管理费用	21.24	30.60	37.24	48.09
存货	35.46	39.03	50.64	63.22	财务费用	0.85	-2.62	-4.84	-5.13
其他流动资产	3.00	3.07	4.20	5.22	资产减值损失	1.87	1.51	1.63	1.59
非流动资产	19.10	23.12	28.40	34.30	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2.00	4.19	3.46	3.70	投资净收益	0.60	0.10	0.27	0.21
固定资产	13.28	13.59	17.27	21.45	营业利润	39.01	54.01	73.95	94.32
无形资产	1.05	1.05	1.05	1.05	营业外收入	4.23	4.63	4.49	4.54
其他非流动资产	2.77	4.29	6.62	8.10	营业外支出	0.09	0.11	0.10	0.10
资产总计	222.67	666.41	747.54	846.97	利润总额	43.16	58.53	78.34	98.75
流动负债	47.12	50.14	63.53	77.51	所得税	5.96	7.83	10.60	13.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	37.20	50.69	67.75	85.44
应付账款	17.12	20.15	25.54	32.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	29.99	29.99	37.98	45.38	归属母公司净利润	37.20	50.69	67.75	85.44
非流动负债	0.15	0.18	0.17	0.17	EBITDA	39.87	52.08	69.94	90.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.49	0.50	0.66	0.84
其他非流动负债	0.15	0.18	0.17	0.17					
负债合计	47.27	50.32	63.70	77.68	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E
股本	76.00	102.00	102.00	102.00	成长能力				
资本公积	38.25	402.25	402.25	402.25	营业收入	0.43	0.26	0.27	0.27
留存收益	61.16	111.85	179.60	265.03	营业利润	0.82	0.38	0.37	0.28
归属母公司股东权	175.41	616.10	683.84	769.28	归属于母公司净利润	0.59	0.36	0.34	0.26
负债和股东权益	222.67	666.41	747.54	846.97	获利能力				
					毛利率(%)	0.44	0.47	0.47	0.48
现金流量表					净利率(%)	0.21	0.23	0.24	0.24
单位:百万元					ROE(%)	0.21	0.08	0.10	0.11
会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	0.31	0.29	0.34	0.31
经营活动现金流	27.51	7.71	48.00	11.86	偿债能力				
净利润	37.20	50.69	67.75	85.44	资产负债率(%)	0.21	0.08	0.09	0.09
折旧摊销	0.00	0.69	0.83	1.07	净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.85	-2.62	-4.84	-5.13	流动比率	4.32	12.83	11.32	10.48
投资损失	-0.60	-0.10	-0.27	-0.21	速动比率	3.57	12.05	10.52	9.67
营运资金变动	0.00	-41.01	-15.45	-69.31	营运能力				
其他经营现金流	-9.94	0.06	-0.02	0.01	总资产周转率	0.94	0.50	0.40	0.45
投资活动现金流	-13.12	-4.08	-5.00	-6.03	应收账款周转率	2.45	2.27	2.33	2.31
资本支出	16.72	2.00	6.00	6.00	应付账款周转率	7.04	6.32	6.48	6.47
长期投资	3.58	2.19	-0.73	0.24	每股指标 (元)				
其他投资现金流	7.18	0.10	0.27	0.21	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.50	0.66	0.84
筹资活动现金流	12.08	392.62	4.84	5.13	每股经营现金流(最新	0.27	0.08	0.47	0.12
短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	1.72	6.04	6.70	7.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	6.00	26.00	0.00	0.00	P/E	43.87	32.19	24.09	19.10
资本公积增加	27.16	364.00	0.00	0.00	P/B	9.30	2.65	2.39	2.12
其他筹资现金流	-11.07	2.62	4.84	5.13	EV/EBITDA	39.28	30.07	22.39	17.35
现金净增加额	26.31	396.25	47.84	10.96					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。