



## 【新三板首席观点】揭开新三板企业资本运作的神秘面纱

2015年9月21日

	袁季(广证恒生总经理)	黄莞(研究助理)
电话:	020-88836102	020-88836112
执业编号:	A1310512070003	
邮箱:	<a href="mailto:yuanj@gzgzhs.com.cn">yuanj@gzgzhs.com.cn</a>	<a href="mailto:huanguan@gzgzhs.com.cn">huanguan@gzgzhs.com.cn</a>



### 【导语】

资本是企业的“血液”，是企业的经营之本、发展之梯，一家成功的企业必定深谙于资本运作的奥秘。资本运作与其说是一门综合的科学，倒不如说是一种经营的艺术，包罗万象，不拘一格。成功的资本运作，可以使一个濒临倒闭的企业起死回生；失败的资本运作，甚至可以导致资产上亿的企业走向凋敝。到底何为企业资本运作？新三板企业资本运作主要有哪些形式、各有什么特点？广证恒生将为您揭开企业资本运作的神秘面纱，一探新三板企业资本运作究竟。

### 1 揭开企业资本运作的面纱

资本运作又称资本经营，是指企业通过上市、融资、企业兼并、债务重组和 MBO 等行为，实现企业价值增值、效益增长的一种经营方式。简而言之，**资本运作就是利用资本市场，通过买卖企业和资产实现企业资本以小变大、以无生有的诀窍和手段。**让企业资金在不停的流动中实现增值是企业进行资本运作的根本目的。资本运作的内容，是决定企业资金规模和生产经营规模的基本因素。经营企业是为获取利润，而利润的取得需要通过成功的资本运作才能得以实现。因此，一家成功的企业必定深谙于资本运作的奥秘。资本运作的形式多种多样，企业需要根据企业内部和外部环境的变化，在适当的时机选择适合本企业的资本运作方式。

图表 1 企业资本运作的主要方式

与企业整体整合有关	兼并、收购、重组、分立、托管、战略联盟
与资产整合有关	剥离、置换、出售、转让、资产证券化
与股权有关	发行股票、债券、配股、增发、送股、回购
与资本融合有关	PE、VC、融资租赁
与经营活动有关	BOT、BT、特许经营

数据来源：广证恒生

## 2 新三板企业资本运作的主要形式与特点

在众多的资本运作的形式中，**新三板企业资本运作出现最为频繁的当属股权激励、并购重组以及定向增发这三种资本运作方式**，广证恒生将结合案例分析一一为您详细介绍。

图表 2 新三板资本运作



资料来源：wind，广证恒生

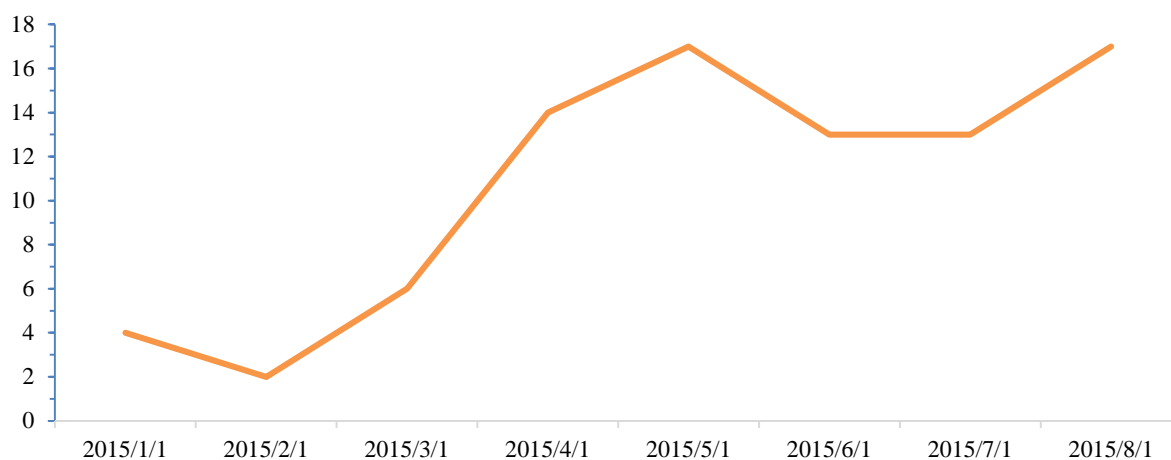
### 2.1 资本运作三大模式之一：股权激励

“千军易得，良将难求”，伴随着市场竞争日益加剧，企业为吸引和留住人才、充分发挥人才的潜力，采取了各式各样的激励手段和措施。股权激励作为一种重要且有效的激励手段，目前越来越受到企业的重视与采纳。通过股权激励，公司可以建立一套与激励对象实现利益捆绑、双方共赢的长效激励机制，实现人力资源与物力资本完美结合，达成个人与企业共同发展、持续双赢的目的。

根据 2015 年 1 月 1 日至 2015 年 9 月 21 日挂牌企业发布的公告，广证恒生统计发现共有 83 家新三板挂牌企业公布股权激励方案（有些企业实施两种股权激励方案），其中有 38 家企

业为做市转让，45 家企业为协议转让，实施股权激励的新三板企业数量呈现加速增加趋势。

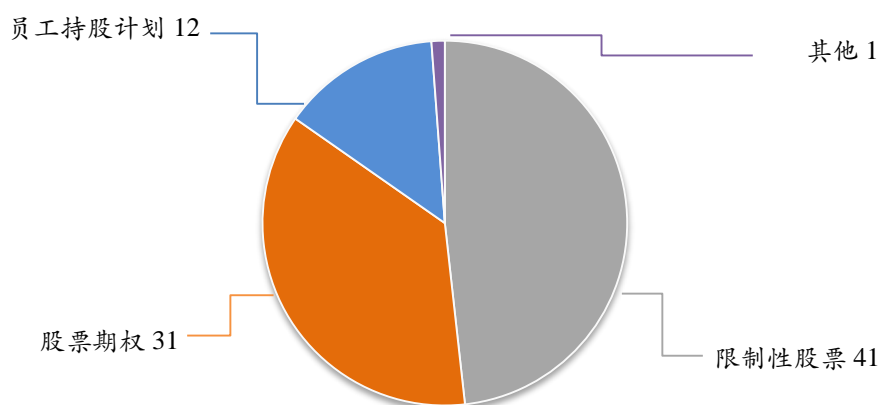
图表 3 实施股权激励的新三板企业数量呈现增加趋势



资料来源：wind，广证恒生

这 83 家公布股权激励的新三板挂牌企业中，采用限制性股票激励方式的企业最多，共有 41 家。广证恒生认为目前诸如限制性股票、股票期权和员工持股计划等规范类股权激励方法依旧是新三板企业的主流模式。不过最近“新花样”也逐渐被采用，例如精冶源首次采用虚拟股权激励方案。随着新三板企业数量的增多和股权激励逐步普及，新三板将来在股权激励方式选择上不排除会出现“百花齐放”的盛况。

图表 4 采用限制性股票激励方式的新三板公司最多



资料来源：wind，广证恒生

### 【新三板企业股权激励常用方略】

股权激励的方法多种多样，广证恒生将结合案例详细为您介绍新三板企业股权激励出镜率最高、最受欢迎、实用性最强的三种常用方法——股票期权、限制性股票和员工持股计划。

### 股权激励常用方式之一：股票期权

“股票期权”指股份公司赋予激励对象购买本公司股票的选择权，具有这种选择权的人，可以在规定的时期内以事先确定的价格（行权价）购买公司一定数量的股票，也可以放弃购买股票的权利，但股票期权本身不可转让、抵押、质押、担保和偿还债务。

适合那些初始资本投入较少，资本增值较快，在资本增值过程中人力资本增值效果明显的公司，例如高科技行业。

### 新三板案例——楼兰股份

为充分调动核心技术人员积极性，留住优秀人才，考虑到公司自身资本增值较快，同时为降低激励成本，公司决定以 6.60 元/股的价格针对 19 名核心技术人员发行了 72 万份股票期权，涉及的普通股数量约占总股本 3500.05 万股的 2.06%；公司规定自股票期权授予日起二十四个月，自授予日起至满足行权条件后 10 个工作日可以开始行权，授予日为激励计划经公司股东大会审议通过之日。公司还做了行权考核：股票期权有效期内，激励对象研发工作有重大技术突破，并由此显著降低公司产品成本，而且经董事会组织评定通过。

楼兰股份是一家专注于汽车营销领域的咨询服务企业集团，以车联网技术研发与应用为发展方向，目前能提供分销管理、客户关系管理、IT 系统建设及咨询、数据传输和分析等整体解决方案，主要应用在汽车产业中的汽车销售及汽车后市场服务领域。广证恒生认为此次股票期权激励计划激励模式选择恰当，楼兰股份是属于高科技行业，其注册资本约为 2.17 亿元，公司 2014 年年报显示：公司归母净利润 3123.70 万元，同比增长 2873.24%，资本增值很快；公司 2014 年研发费用高达 4363.26 万元，环比增加 69.09%，针对研发技术人员的投入不断增加，公司注重人力资本增值，因此公司较为适合股票期权激励计划。

### 股权激励常用方式之二：限制性股票

“限制性股票”是指挂牌公司以低于二级市场上的价格授予激励对象一定数量的本公司股票，激励对象以自筹资金购买公司股票。

通常适用于业绩不佳、处于产业调整过程中或初创期的挂牌公司。

### 新三板案例——新科生物

2015 年 5 月 26 日，新三板挂牌企业新科生物（430175）发布公告，披露公司限制性股票激励计划：

为补充公司流动资金，优化公司财务结构，同时为了充分调动中高层管理人员及核心技术（业务）人员的积极性，激励中高层管理人员及核心技术（业务）人员关注公司的长期增长，达到长期激励的效果，公司决定以 3 元/股的价格（当时股票价格为 6 元 /股）针对 60 名公司高管和核心技术（业务）人员发行了 266.67 万股票限制性股票，涉及的普通股数量约占总股本 7653.46 万股的 3.48%；激励对象持有的限制性股票分四次解锁，锁定期分别是自授予日起满 12 个月、24 个月、36 个月和 48 个月，锁定期满后激励对象可分别解锁（或由公司回



购注销)占其获授总数10%、20%、30%和40%的限制性股票。此外,公司还做了行权考核:

(1) 2015-2018年的4个会计年度均以2014年净利润为固定基数,净利润增长率分别不低于20%、40%、60%、80%。(2) 根据《科新生物限制性股票激励计划实施考核管理办法》,激励对象上一年度绩效考核合格。

新科生物是一家自身免疫性疾病诊断试剂盒供应商,公司的主营业务为自身免疫性疾病体外诊断试剂的研发、生产、销售及生物技术服务。公司2015年4月17日披露的《新科生物:重大资产重组报告书》显示,公司现金购买曹健荣、张誌持有的金豪制药合计85%的股份,进一步扩大业务领域与市场份额,推动公司主营业务的发展,因而在公司进行开拓业务、产业升级之时采用限制性股票激励计划较为合理。

### 股权激励常用方式之三:员工持股计划

“员工持股计划”是指通过让员工持有本公司(股票或期权)使其获得激励的一种长期绩效奖励计划。

适用于进行重组活动的挂牌公司,或是需要融资的挂牌公司。

### 新三板案例——联讯证券

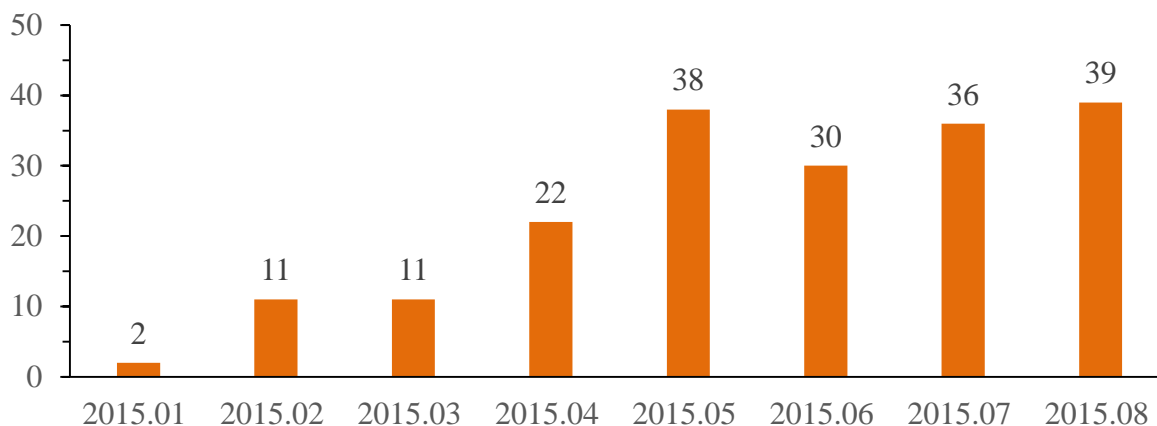
2015年1月23日,新三板挂牌企业联讯证券(830899)发布公告,披露公司第一期员工持股计划(草案):

为了增强公司凝聚力与竞争力,公司决定以1元/份的价格向包括公司董事、监事、高级管理人员和其他员工(共不超过1025人)发行了不超过8,345.36万份员工持股计划份额,资金总额不超过8,345.36万元,此员工持股计划设立后委托资产管理公司管理,并全额认购由资产管理公司设立的专项资产管理计划的次级份额。该资管计划认购公司标的股票的价格为1.46元/股(当时股票价格为6.60元/股),资管计划所获标的股票的锁定期为12个月,存续期为24个月。

联讯证券是一家集营销、咨询、客服、IT于一体的金融机构。广证恒生认为,此次联讯证券以员工持股计划实施股权激励,开创了券商股权激励的先河。联讯证券此次股权激励计划委托中信信诚管理,全额认购启航1号资管计划的次级份额,并实现了所持股份的市场化投资运作。联讯证券的股权激励计划,再次体现了新三板市场得天独厚的制度红利。

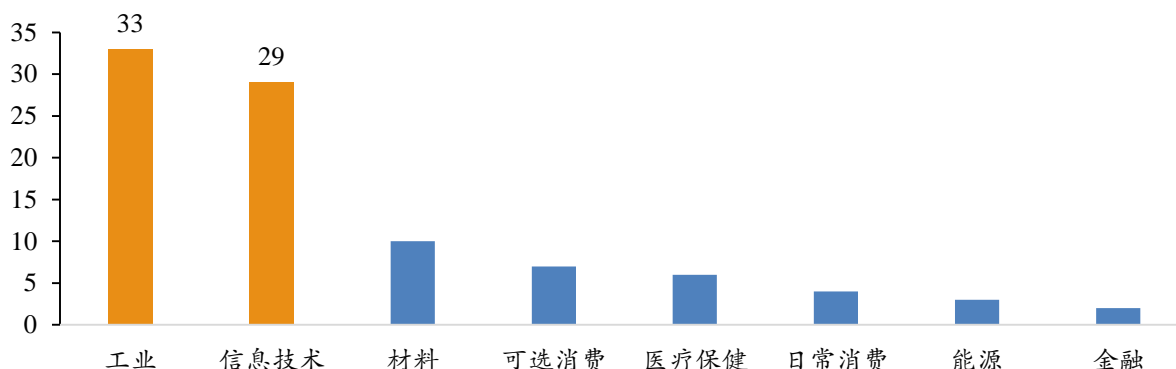
## 2.2 资本运作三大模式之二:并购重组

2015年以来,新三板并购行情依旧火爆,无论是新三板作为热门的“并购池”备受并购市场青睐,亦或是新三板的中小企业陆续主动出击进行外延式并购。在当前新三板市场并购浪潮的席卷下,越来越多的新三板企业主动出击进行外延式并购。今年至今发生的189起新三板企业主动并购事件中,近4个月共有143起,可以预见新三板企业在今年的主动并购意愿愈加强烈。

**图表 5 新三板企业主动并购意愿愈加强烈。**


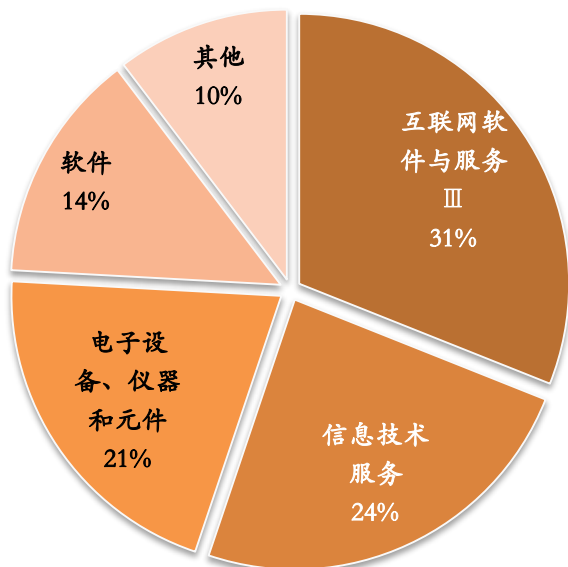
资料来源：wind，广证恒生

从并购发起方的行业特征以及估值特质进行深入分析，主动并购的新三板企业所涉及的行业包括信息技术、工业、材料等 8 个行业。其中，信息技术和工业标的的主动并购意愿最为强烈。

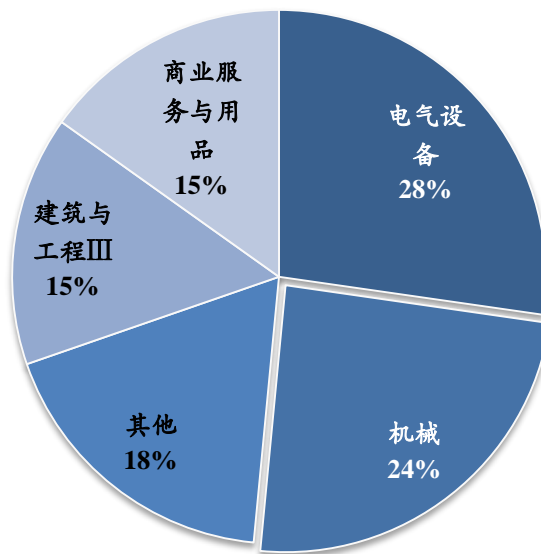
**图表 6 新三板企业并购热情最高的行业为工业和信息技术**


资料来源：wind，广证恒生

信息企业中，互联网软件服务和信息技术服务企业并购热情最高，共有 16 家。工业企业中，电气设备和机械企业并购意向最热烈，占工业类企业比重超过 50%。从新三板并购事件中，广证恒生认为，传统类企业工业和新兴行业信息技术并购需求最为旺盛。

**图表 7 互联网软件服务和信息技术服务热情最高**


资料来源：wind、广证恒生

**图表 8 电气设备和机械企业并购意向最热烈**


资料来源：wind、广证恒生

### 【新三板并购模式“花样百出”】

随着新三板并购行情的火热，并购模式不再只有过去单一的现金收购模式，“定增+现金”和“PE+上市公司”的并购模式开始在新三板陆续出现。例如，“定增+现金”模式日渐成为新三板企业并购的主要模式之一；风靡 A 股市场的“PE+上市公司”并购模式登陆新三板。

“定增+现金”模式渐成趋势：一直以来，新三板企业主动并购时普遍采用“现金”模式，但是近段时间来点点客和九恒星采用的“定增+现金”模式开启了一个新的趋势。作为新三板“移动互联第一概念股”的点点客发布公告以“定增+现金”的模式收购微巴信息 100% 股权。九恒星支付现金 5000 万元以及发行股份 1142 万股收购中网支付 100% 股权，为公司互联网金融业务取得第三方支付入口。随着新三板交易日趋活跃，“定增+现金”的收购方式会逐渐成为新三板做市企业的主流收购方法之一。

风靡 A 股市场的“PE+上市公司”并购模式登陆新三板：“PE+上市公司”并购基金指的是有丰富的私募股权投资基金 (PE) 管理经验的机构充当 GP (普通合伙人) 与上市公司或上市公司大股东或其关联公司一同作为并购基金的发起人，成立的有限合伙制并购基金。3 月 10 日，亿童文教宣布与硅谷天堂签署《财务顾问协议》。从协议内容来看，与硅谷天堂和 A 股上市公司的合作模式并无二致。这是风靡 A 股市场的“PE+上市公司”并购模式首次出现在新三板市场，该模式充分利用 PE 和上市公司的优点，实现双赢局面。

### 【企业并购风险不容忽视】

尽管企业可以通过并购做大做强，企业在做出并购决定的时候必须充分考虑背后的风险。因为并购是一个复杂的系统工程，它不仅仅是资本交易，还涉及到并购的法律、政策环境、社会背景和公司的文化等诸多因素，企业必须注意并购的风险事项。

并购开始前，存在财务报表隐瞒损失信息或夸大收益信息的风险、目标企业的现有负债以及未来负债问题的风险。并购完成后，存在目标公司原客户流失的风险、文化整合的风险、企业并购后的经营无法实现既定目标的经营风险。

### 新三板并购案例——九鼎投资

九鼎投资自挂牌以来，其高频率多领域的并购动作一直是新三板并购市场的暴风眼。2014年10月，九鼎投资为进入证券业务经营这一新领域，实现证券业务经营与公司现有资产管理业务相互补充支持，以3.64亿元增资收购天源证券。2015年3月，考虑到金佰仕支付业务方面的经验可以为公司拟开展的互联网金融业务提供相应支持，九鼎投资通过控股子公司昆吾九鼎投资管理有限公司之全资子公司嘉源九鼎出资7000万元收购金佰仕70%的股权；之后，九鼎投资通过全资子公司拉萨昆吾九鼎产业投资管理有限公司对象云42%股权进行收购，以实现为公司互联网金融业务提供云计算服务和互联网数据中心相关的专业服务的目的。同年5月，九鼎投资再次拉开收购的序幕，公司以41.50亿元拍得中江集团100%的股权，之后又通过收购全盘控股武曲星100%的股权，以尝试构建一个网上平台，帮助金融产品销售人员开设网上门店销售金融产品。

根据公司2014年年度报告已披露的经营计划，九鼎投资力争投资并参与运营几家含互联网金融公司在内的不同类型的金融类企业。九鼎投资作为新三板市场领先的私募股权投资机构，目前已取得公募基金牌照和券商牌照，并已开展一些类似P2P和天使基金的向下业务，再加上对华海期货以及中捷保险的收购进军期货及保险领域，这映射出九鼎投资正为走上大资管的发展道路而精心布局。

### 2.3 资本运作三大模式之三：定向增发

新三板定位于为成长性、创新性中小企业提供股份转让和定向融资服务。对挂牌企业而言，新三板定增具备小额融资豁免、定增溢价发行、定增价格定价灵活、定增股份无限售期要求、定增对象灵活等优势。

新三板定向增发作为挂牌企业最常用的融资手段，当前已成为当之无愧的“香馍馍”。2015年前期新三板定增实施次数飞速增长，近期受市场影响逐步冷却。







金过度可能导致二级市场的进一步“失血”，加大定增破发风险，增大风险，陷入恶性循环。广证恒生总经理兼首席研究官袁季对媒体表示，新三板出现降温主要与市场预期随着监管趋严、估值激升及新红利期望落空等因素的出现而有所调整。新三板定增破发频现，震荡期破局仍需政策红利。

### 新三板定增案例——伯朗特

作为新三板中的明星公司，伯朗特已多次推出公司股票定增方案。根据公司公告，2014年内公司先后四次推出股票定增方案，公司多次向公司高管及核心员工进行“1元/股”式的定增，采用象征性的认购价格以达到激励高管团队以及为公司发展作出贡献的核心员工的目的。2015年4月，伯朗特再次推出定增方案，拟采取询价的方式以每股30—60元的价格向合格投资者发行不超过350万股股票，预计募集资金总额不超过2.1亿元（未扣除发行费用），以扩充公司流动资金、布局全销售渠道、工业机器人研发投入及扩大产能。

伯朗特于2008年5月成立，是一家注塑成型机用智能装备及自动化整体解决方案提供商，主营业务为注塑成型机用机械手及周边自动化设备的研发、生产、销售，同时提供自动化生产线的整体解决方案。对于多次以“1元/股”的方式对“内部人”进行定增以实现股权激励，伯朗特董事长尹荣造表示：“在整个股权激励里面，我更加倾向时间比较长的股权激励方式，因为新三板企业的发展都要一个比较长的时间去发展。当时我们最后选定1块钱一股，5+3锁定。”针对伯朗特2014年12月引进“外部投资者”的定向增发，值得注意的是，此次定增伯朗特在定增模式上做出一些新的尝试，不仅引进了3名“外部投资者”，更是采取询价的方式，认购者向公司申报认购的价格和数量，由公司董事会按照价格优先、时间优先的原则确定发行对象、发行价格和发行股数。另外此次定增不仅可募集资金扩充流动资金，还能使公司满足社会公众股25%的要求。2015年4月伯朗特推出的定增计划若能成功实施，募集资金总额将大幅超过此前的定增方案，不仅可以有效降低公司的财务成本，同时也为后续新产品的研发及生产提供充足的资金保障，为公司的持续快速增长奠定扎实的基础。

## 3 新三板企业资本运作经验分享

### 3.1 善用股权激励，助力企业腾飞

新三板是高新技术或新兴业态企业主导的市场，这类企业更多是靠人才的竞争，而灵活有效的激励制度，对稳定高管和核心员工具有积极作用，近期新三板公司出现的高管离职潮愈发凸显股权激励的重要性，广证恒生建议在股权激励的实施过程中应重点注意以下四点：

**1、定人：**激励对象的选择通常是依据职级、工作年限及对公司利润的贡献高低等因素来确定，激励对象一般主要为公司的决策层与核心骨干，有时是全体员工，需根据企业自身情况灵活运用。

**2、定量：**总量方面，挂牌公司股权激励总量一般占公司股权总量的5%—10%；个量方

面，基于“二八原则”，核心对象重点激励，真正做到激励的公平性。

**3、定时：**锁定期过长或过短都难以取得良好的激励效果，因此应注意长期激励授予期限等问题。

**4、定价：**一般激励对象受让股权的价格由企业自身决定，实践中主要有零价格转让、以每股净资产的价格转让或在此基础让给予一定折扣转让、做市价和协议定价四种方式。

图表 11 股权激励四要素



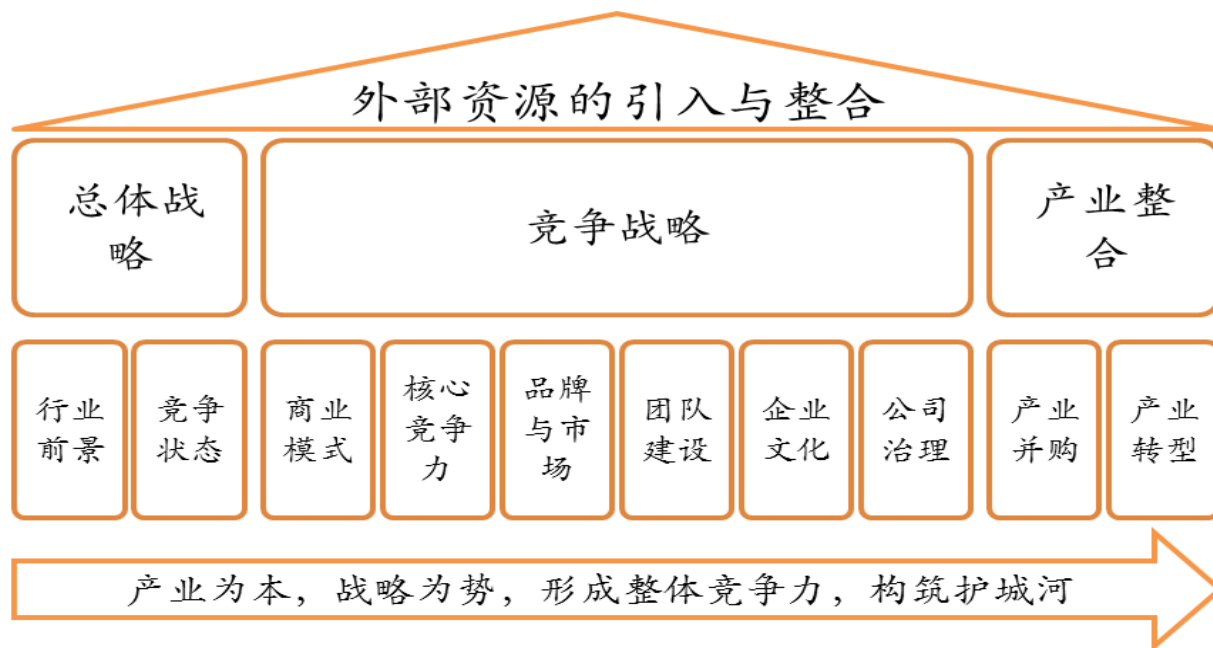
资料来源：wind，广证恒生

### 3.2 主业是虎，资本为翼，并购是加速器

随着我国经济的持续发展和产业的升级转型，国家陆续出台一系列法规性文件支持中小企业参加并购重组。新三板作为中小企业的摇篮，备受并购市场的青睐，未来将会迎来一个火爆并购热潮。

针对愈发强烈的并购趋势，广证恒生认为：**主业是虎，资本为翼，并购是企业成功的加速器**。在企业的经营管理中，最大财富源于做好企业，进而做好市值管理。因此，企业需要加强外部资源的引入与整合，抢占战略高地，形成整体竞争力。

图表 12 外部资源的引入与整合



资料来源：wind，广证恒生

### 3.3 巧借定增东风

定增融资一直是新三板市场的暴风眼，新三板通过定增融资具有独特的优越性。企业如何能够高效低成本的定增呢？广证恒生有以下四点建议：

**首先，充分利用新三板定向增发的制度优势：** 小额发行豁免（股票发行后股东累计不超过 200 人的豁免向证监会核准）；储架发行（一次核准，分期发行）；挂牌时即可定向发行融资（单次发行新增对象可至 35 人）。

**其次，建议让老股东优先认购。** 一方面为了保持价格的合理性，不至于太低，损害老股东利益；如果老股东不认购，一定要签署放弃优先认购权的声明。

**再次，建议董监高适度参与后续定增，** 这将给定增参与者极大的信心支持，有利于定增的顺利推进。

**最后，对于外部投资者，建议多找一些认同企业文化和公司战略的长期投资者。**

#### 【结语】

资本运作成功与否在是决定企业未来发展命运的关键要素，在经济高速发展的今天，资本运作显得尤为为重要。广证恒生总经理袁季先生认为：对于任何一个登陆资本市场的企业来说，本质上其主要目的就是定价融资，成员配置，概况起来就是“一生二，二生三，三生万物”。“一”指的是登陆资本市场后可以实现定价，实现从无到有；一生二，“二”就是融资，我们一直强调融资有周期率，这个不以任何人的意志为转移，截止目前来看在今年一季度和

二季度交接时应该说是今年新三板最佳的融资窗口，不同的时间周期去做同样的事情，其实难度差异是很大的；“三生万物”指的是兼并重组。企业除了内生性的增长外，还要借助资本和杠杆的力量去通过外延式的并购加快自身成长的路径。简单而言，如果我们的企业不用这种杠杆，而其他企业在用，即使起跑线是一样的，但最终结果却会有巨大差异。

什么样的企业适合做并购呢？有一种观点认为新三板企业或者一家规模不大的公司，应该走内生性发展道路，当体量做大后才能考虑做收购。但实际上我们发现在新三板市场当中，很多的优秀企业都在做并购，这跟企业家及企业自身的意识和能力是有很大关系的。我们认为对企业来说关于兼并收购的考量还是两点：第一，企业要深度耕耘自身的上下游产业链，要清楚地判断出融资到什么样的资产是有价值的，有些资产可能当前提供利润，但有些资产虽然当前不盈利，但存在巨大潜力，能提升企业的竞争力，因此判断非常重要。第二，有了这个判断之后，企业要有谈判沟通能力，如何令到你想要的资产以合理或你想要的定价去实现谈判，这个和企业家及企业展现出来的实力是有非常大的关系的。

数据支持：刘鑫

## 新三板团队介绍：

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了日报、周报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

## 团队成员

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官，新三板研究团队队长）：**从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的100位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

**赵巧敏（新三板研究副团队队长，高端装备行业负责人）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，5年策略研究经验，1年行业研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景。曾获08及09年证券业协会课题二等奖。

**肖超（新三板研究教育行业负责人，高级分析师）：**荷兰代尔夫特理工大学硕士，曾就职比利时IMEC研究所。2013年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，对TMT、电子行业发展及公司研究有独到心得与积累。

**陈晓敏（新三板医药生物研究员）：**西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在SCI、EI期刊发表多篇论文。3年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

**温朝会（新三板TMT研究员）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板研究员）：**英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**林全（新三板环保行业研究员）：**重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

## 联系我们：

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88836112



## 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。