

## 【新三板首席观点】新三板公司“站起来了”，主板公司并购转参股

2015年12月15日

袁季（广证恒生总经理）

电话：020-88836102

执业编号：A1310512070003

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

### 一、引言

对于主板公司来说，并购是寻求公司自身发展的重要途径。根据 Wind 中国并购库显示，2015 年截至 11 月 30 日，主板公司总共发起了 2913 例并购，约占 2015 年至今所有并购案例的 64%。可见在并购市场上，主板公司作为买方是非常重要的组成部分。

新三板的包容性让中国许多企业通过新三板登陆了资本市场，这些企业通过新三板展现在了众多投资者的目光下。对于主板公司来说，挑选优质的标的是并购中最重要的一步，优质标的既可能是当前已有一定规模和盈利能力的，也可能是在新兴行业和业务领域有潜力的。新三板则正好拥有许多优质的企业，并且新三板企业相对于非上市企业有着公开、透明、规范等优点，市场一度认为，新三板成为了主板公司挑选并购标的时候的优质“标的池”。

然而，事实与大众想象的并不一样。在分析市场中已有的主板公司并购新三板企业的 98 个案例后，广证恒生发现：主板公司控股新三板的案例占比仅达 18.37%。与此同时，2015 年来新三板公司收购未挂牌企业的案例达到 247 例，九鼎投资、和君商学、中科招商等新三板公司参股甚至反向收购主板公司。我们认为，随着新三板市场价值的上升，新三板企业的估值和独立性均较挂牌前有实质变化，主板公司的并购策略正在悄然发生改变。目前对新三板企业的并购，上市公司主要模式为参股而非直接控股，并且往往会与企业签订业绩对赌协议，以确保自身的利益。

### 二、新三板优势渐显，主板公司投资新三板企业案例激增

上市企业寻求发展一般有内生长与外延并购两种途径。相对而言，并购发展能帮助上市企业加快完成发展战略布局，节省时间成本。但挑选优质的标的企业则成了并购发展中最重要的问题，合适、优秀的企业能在被并购后能与主板公司产生协同效应，取得双赢的成果；反之，如若企业原有文化、战略等存在冲突，收购方可能在投入巨大的成本之后，最终却所获甚少。这个时候，新三板出现在了众多投资者的目光当中，在这一年来的新三板市场的成长令挂牌企业魅力倍增。

**1、新三板企业收购政策较为宽松。**自 2014 年《非上市公众公司收购管理办法》这一适用于新三板挂牌企业并购的法规公布之后，新三板企业的并购重组有了明确的规范性指引。对比《上市公司收购管理办法》，收购人在收购新三板企业股权时在政策方面的要求要宽松一



些。下表是收购新三板企业股权相对于收购上市公司股权较宽松的三点规定：

图表 1 收购上市公司与收购新三板公司政策要求对比

相关事项	上市公司收购要求	新三板公司收购要求	备注
权益变动披露	投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的 5% 时，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书。	投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到公众公司已发行股份的 10%，投资者及其一致行动人应当在该事实发生之日起 2 日内编制并披露权益变动报告书。	收购新三板公司的权益变动披露触发比例提高至 10%
收购信息披露	1、以要约方式收购上市公司股份的，收购人应当编制要约收购报告书，聘请财务顾问，通知被收购公司，同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告； 2、以协议方式收购上市公司股份超过 30%，收购人拟依申请豁免的，应当在与上市公司股东达成收购协议之日起 3 日内编制上市公司收购报告书，提交豁免申请。	投资者及其一致行动人拥有权益的股份变动导致其成为公众公司第一大股东或者实际控制人，应当在该事实发生之日起 2 日内编制收购报告书。	收购新三板公司时仅限于在成为第一大股东或实际控制人时要编制收购报告书
强制要约收购规定	收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过 30% 的，超过 30% 的部分，应当改以要约方式进行，但符合特定情形时，收购人可以向中国证监会申请免除发出要约。	非上市公众公司应当在公司章程中约定在公司被收购时收购人是否需要向公司全体股东发出全面要约收购，并明确全面要约收购的触发条件以及相应制度安排。	新三板公司可自行在公司章程中规定收购人在收购是否需要发出全面要约

来源：广证恒生，《非上市公众公司收购管理办法》，《上市公司收购管理办法》

2、新三板企业的规范性为收购方的并购提供了便利。企业想要挂牌新三板，首先要符合股转系统的各项规定。在挂牌过程中，主板券商，会计师事务所以及律师事务所会针对企业的问题给企业提出整改意见，最终在挂牌的时候企业会拥有合规的财务报表，规范的股权结构。相对于并购资本市场外的企业，收购方在并购新三板企业时，能更加便利地处理财务问题和股权问题。

3、公开透明的信息解决了并购中信息不对称的问题。并购重组方案启动后，由于信息不对称问题而导致并购方案搁置的案例时有发生。挂牌企业在信息披露方面比未挂牌企业要充

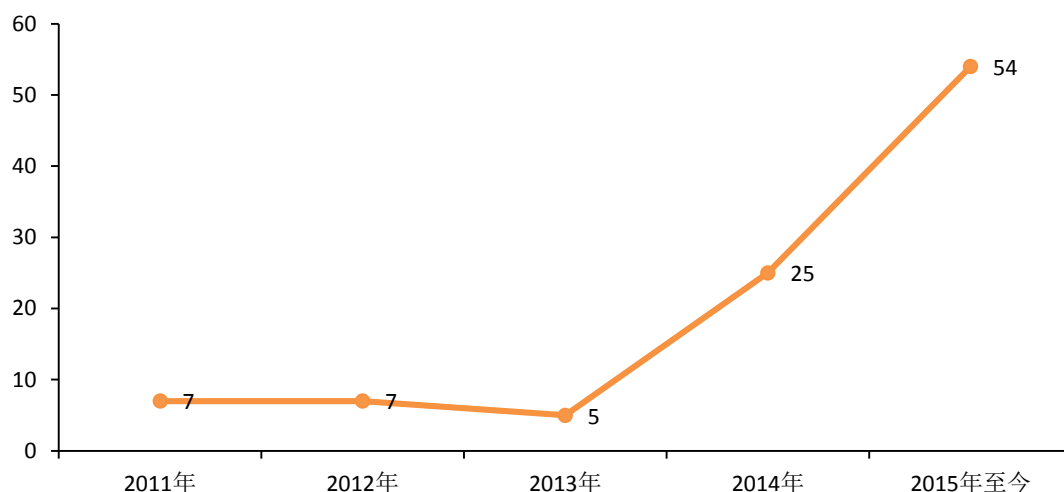


分很多。收购方能根据企业公布的财务信息选取优秀的企业。并且收购方在选择标的时能详细地了解其主营业务信息，成本信息，以及企业文化等，减少了在并购过程中会产生的风险。

**4、做市商制度为收购方并购提供了合理的参考价格。**除了能为收购方企业提供公开透明的企业信息之外，新三板还在一定程度上解决了资产定价的问题。新三板于2014年8月份开始实施做市商制度，做市商基于市场上所有参与者的信息来综合分析报出企业的价格，投资者也会根据自己的判断来做出决策影响做市商的报价。因此基于做市商制度的新三板市场在一定程度上为收购方提供了资产定价的参考，收购方可以基于市场上的价格对企业进行评估，帮助判断并购方案对企业自身的影响。

从上面提到的新三板特点来看，不管是从新三板本身的企业质量，还是从收购新三板企业股权的手续上来说，新三板企业对于上市企业来说都是十分优质的投资目标。而中国并购库的数据也表明了上市企业的目光已经聚焦在新三板上了。截至2015年11月30日，新三板已有4387家挂牌企业，相比于年初仅有约1500家的数量，新三板挂牌企业数实现了飞速的增长。与之相对应的，主板公司投资新三板企业的案例也在快速增长中。根据Wind中国并购库数据筛选得出，自2011年1月1日起，截至2015年11月30日，买方企业为主板公司，标的方企业为新三板挂牌企业的投资案例共有98起，其中仅2015年发生的就有54起，而在2014年仅有25起。

图表2 主板公司并购新三板挂牌企业案例快速增长（数据截至2015年11月30日）



数据来源：广证恒生，Wind

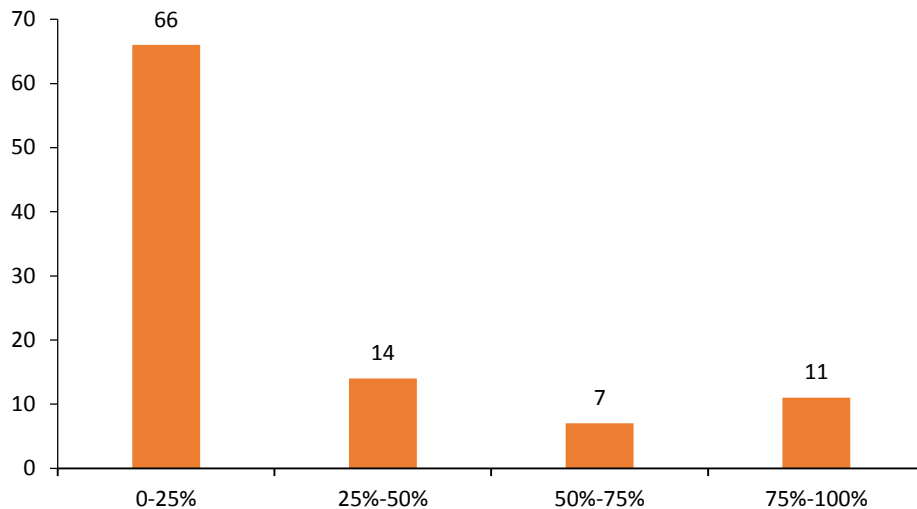
作为资本市场“食物链”中处于高阶地位的主板公司在并购其他企业的时候大多是直接获取控股权地位的。如今市场大都知道新三板的企业是优质的企业，上市公司在并购新三板企业的时候是否也是一样是直接获取控股权地位呢？

我们分析研究了从Wind中国并购库筛选出的98个主板公司投资新三板的案例，这些案例中有66个案例的股权交易比例小于25%，占比约67.35%；股权交易比例大于50%的仅有18例。其中2011-2014年发生的44个案例中，并购股权比例小于25%的占比约52.27%，2015



年发生的 51 个案例中，并购股权比例小于 25% 的占比约 79.63%。可以看出从 2011 年起，主板公司并购新三板企业的时候参股就已经是其并购的主要的模式了，在 2015 年这一模式在并购市场中更加普遍。

图表 3 主板公司并购新三板案例中，并购股权比例小于 25% 的占比约 78%（截至 2015 年 11 月 30 日）



数据来源：广证恒生，Wind

我们认为主板公司并购新三板企业的案例中多为参股而非直接控股的原因有两方面。

**第一：对于优秀新三板企业来说，其控股股东不会轻易放弃控股地位。**

新三板为企业提供了非常好的融资平台。在资本市场上，企业能获得更精确的估值，并且能通过融资获得更大的发展。作为一个优秀企业的控股股东，通常不会在企业快速发展的时候把控股地位交给他人。况且如今新三板的分层和转板政策也日渐明朗，未来企业在新三板中能获得更好的发展机会，相信优秀的企业在新三板中能更好地成长。在原控股股东不愿意放弃控股地位的情况下，主板公司想要直接控股优秀的新三板企业相对来说并不是那么容易。

**第二：对于主板公司来说，参股投资模式能让企业降低跨行业整合的风险。**

根据筛选出的 98 个案例，对比其中收购方与标的方所处的 Wind 四级行业分类后，我们发现仅有约 10%（10 例）的案例收购方与标的方属于同一行业。调查 98 个案例的投资目的后，我们其中 30 例为横向整合，13 例为多元化战略，7 例为垂直整合，可见主板公司在挑选新三板企业投资的时候是以跨行业整合为主的。

对于主板公司来说，成功的跨行业整合能为企业提供巨大的协同效应，带来高额利润，但是进入一个自己不熟悉的行业领域会存在着不小的风险。通过参股新兴行业中的新三板企业，主板公司在降低了并购失败之后损失的同时，也为公司提供了在自身不熟悉的新兴行业中开展业务的宝贵经验。

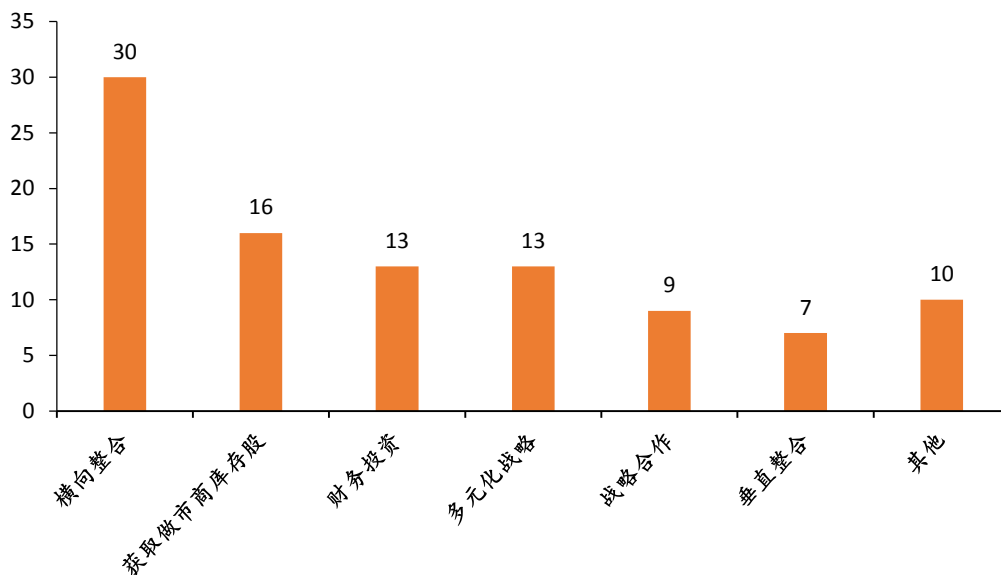
如若主板公司在参股投资的时间段内，双方产生了高效的协同效应，主板公司也可以考





虑与新三板企业的控股股东进行协商,对该企业进行更进一步的投资,增加自身的股权比例,获得该新三板公司的控股地位,扩大自身的收益。

图表 4 上市公司并购新三板企业目的以跨行业整合为主 (数据截至 2015 年 11 月 30 日)



数据来源: 广证恒生, Wind

### 三、案例分析

为了帮助大家更好的了解主板公司在投资新三板企业时的详细情况,广证恒生选取了两个主板公司投资新三板企业的案例进行分析。这两个案例分别是华谊兄弟(300027.SZ)计划收购英雄互娱(430127.OC) 20% 股权,凯乐科技(600260.SH)先后两次收购长信畅中(830872.OC)的股权,并计划在第二次收购后获得控股地位。

#### 3.1 华谊兄弟收购英雄互娱: 新兴领域业务横向整合

2015 年 11 月 19 日,华谊兄弟传媒股份有限公司(以下简称“华谊兄弟”)发出对外投资公告,拟向北京英雄互娱科技股份有限公司(以下简称“英雄互娱”)投资人民币 19 亿元认购目标公司新增股份 27,721,886 股,本次投资完成后,华谊兄弟持有英雄互娱股份 27,721,886 股,占英雄互娱股份总额 20%。

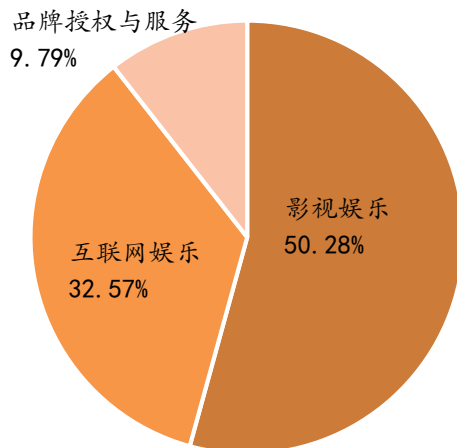
华谊兄弟作为国内商业成绩最好的民营影视公司,是国内实现电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块有效整合的典范,在影视行业上有着完整的产业链和丰富的资源。英雄互娱的主营业务则是电子体育竞技游戏产品的开发、运营和移动电竞比赛的组织、推广,是知名的移动游戏研发、发行和运营商,并于 2015 年 6 月成功借壳塞尔瑟斯登陆新三板。两个企业在主营业务上差异很大,一个处于传统的影视行业,另一个则是新兴的手游领域,华谊兄弟是出于什么原因决定收购英雄互娱的 20% 股份呢?

项目实施的必要性。通过投资目标公司,公司布局电子体育竞技游戏领域,进一步增强公司在游戏产业链上的控制力,有利于完善公司在互联网娱乐业务板块的布局,也有利于公司大娱乐战略的有效落实。



以上这一段话截取自华谊兄弟发布的对外投资公告。华谊兄弟正在布局大娱乐战略，互联网娱乐业务板块则是其中最重要的一环。互联网娱乐板块主要包含新媒体、游戏及其他互联网相关产品。互联网娱乐在 2014 年第一次出现在华谊兄弟年报的主营收入组成中，互联网娱乐板块在 2014 年为华谊兄弟带来了 7.78 亿元的营收，在主营业务中占比 32.57%，成为华谊兄弟第二大营收来源。2015 年 1 月-9 月互联网娱乐营收 6.90 亿元，同比增长 110.42%。由此可见互联网娱乐有十分大的发展潜力。

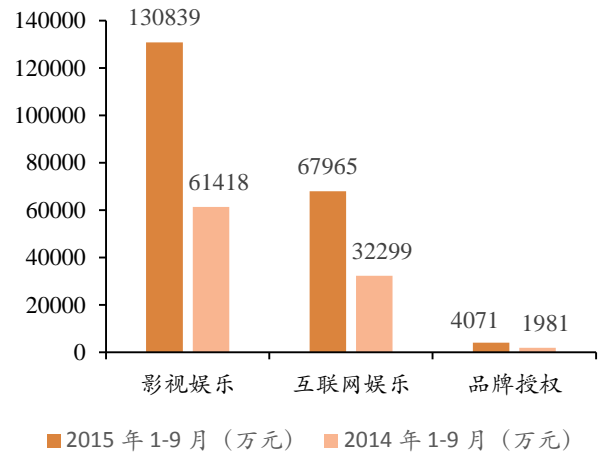
图表 5 互联网娱乐为华谊兄弟带来 32.57% 主营收入



注：内部抵消为-1.38%

数据来源：广证恒生，Wind

图表 6 互联网娱乐 2015 年同比增长 110.42%



数据来源：广证恒生，Wind

查询华谊兄弟的年报可得知华谊兄弟在此次计划收购英雄互娱之前，已经控股了一家游戏公司，广州银汉科技有限公司，控股比例为 50.88%；除此之外还参股一家 A 股上市的游戏公司，北京掌趣科技股份有限公司（300315.SZ），参股比例为 6.87%。在 2015 年半年报中，两家游戏企业均对华谊兄弟净利润影响超过了 10%。

在与英雄互娱签订了 20% 股权定增协议的同时，华谊兄弟为了确保公司能获得预期收益，还与英雄互娱签订了业绩承诺与业务合作条款。

**业绩承诺：**实际控制方作出的业绩承诺期限为 3 年，自本次增资完成之日起至 2018 年 12 月 31 日止，其中 2016 年度是指本次增资完成之日起至 2016 年 12 月 31 日止。**2016 年度承诺的业绩目标为目标公司当年经审计的税后净利润不低于人民币 5 亿元**，自 2017 年度起，每个年度的业绩目标为在上一个年度承诺的净利润目标基础上**增长 20%**。若实际控制方未能完成某个年度的“业绩目标”，则实际控制方同意按协议的约定向投资方进行补偿。

**业务合作：**自本协议生效之日起至公司持有目标公司股权比例低于 5% 之日期间：（1）目标公司应将其开发或经营的任何一款电竞类游戏产品改编成电影、电视剧、网络剧或其他舞台艺术作品等的权利依照市场公允的价格在同等条件下优先授权或转让给公司享有；（2）如公司的子公司（即“华谊兄弟（天津）实景娱乐有限公司”）在其实景娱乐的项目中开发电竞类游戏产品的，则公司同意安排公司的子公司在同等条件下优先与目标公司依照市场公允的价值进行合作。



华谊兄弟参股英雄互娱符合前文提到的主板公司参股新三板的两点原因：

1、由前纳斯达克主板公司中国手游总裁应书岭建立的英雄互娱在创立之初便获得了国内著名 VC 红杉资本，真格基金，华晟资本的投资。对于英雄互娱来说，其实际控制人应书岭先生不会在公司刚刚登陆新三板之后就放弃了控股地位，而华谊兄弟的参股投资，可以让应书岭先生在不失去英雄互娱实际控制权的情况下获得人民币 19 亿元的流动资金，拓展公司的业务；

2、对于华谊兄弟来说，在新兴行业互联网娱乐的布局需要一家甚至数家优秀的游戏公司为其提供在市场上有影响力的作品。尽管华谊兄弟无法获得英雄互娱的控股权，但通过签订业绩承诺以及业务合作条款，除了收益之外，华谊兄弟也能收获在游戏领域开展业务的宝贵经验。

### 3.2 凯乐科技收购长信畅中：由参股股东向控股股东的转变

2014 年 12 月 30 日，湖北凯乐科技股份有限公司（以下简称“凯乐科技”）发布对外投资公告，凯乐科技拟以现金出资人民币 1800 万元，参股湖南长信畅中科技股份有限公司（以下简称“长信畅中”），此次投资完成后，凯乐科技将持有长信畅中 600 万股份，占比 19.16%。

2015 年 9 月 19 日，凯乐科技发布另一则对外投资公告，拟认购长信畅中非公开发行股份不超过 2929.5774 万股（含 2929.5774 万股），本次拟认购股份价格为人民币 4.78 元/股，认购完成后，凯乐科技成为长信畅中的控股股东，占其发行完成之后总股本 62,610,774 股的比例约为 53.66%。

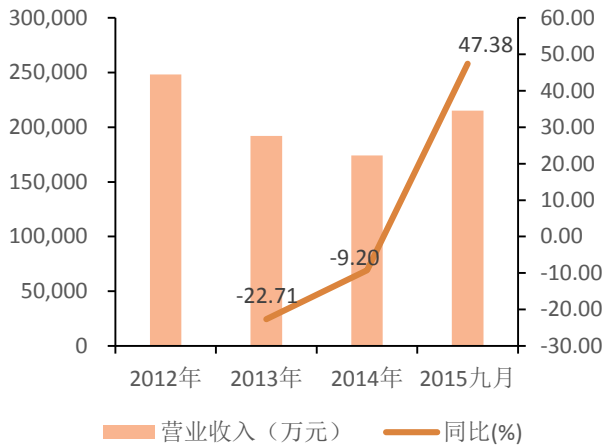
凯乐科技是中国领先的以高科技新材料为基础的多元化实业服务商，主要服务领域为光电缆、塑料管材制造，为传统的制造企业。长信畅中则是一家专业从事计算机软件开发、生产、销售、系统集成的高新技术企业，主要业务涵盖劳动与社会保障、医疗卫生、智能交通、民爆物品、视频通信服务等领域，属于新兴的科技企业。

凯乐科技主营业务收入于 2013 年和 2014 年连续两年负增长，2013 年主营收入同比下降 22.77%，2014 年主营收入同比下降 9.27%。凯乐科技的各个产业都面临着严峻考验。黄山头酒量价齐跌；长沙已建房地产项目销售滞缓；塑管、光纤、光缆成本居高，利润率下降。为了扭转这一现状，长信畅中做出了相应的应对。

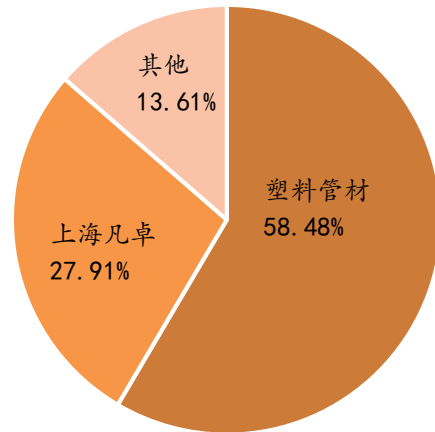
2014 年 9 月凯乐科技收购高科技公司上海凡卓通讯科技有限公司（以下简称“上海凡卓”）100% 的股权。凯乐科技 2015 年年中的财务报表显示上海凡卓为凯乐科技带来了 3.81 亿元的营业收入，占比约 27.91%，是公司的第二大营收来源。

图表 7 凯乐科技主营业务 2013,2014 连续两年负增长

图表 8 上海凡卓 2015 年为凯乐科技带来 28.90% 营收



数据来源：广证恒生，Wind



数据来源：广证恒生，凯乐科技 2015 年半年报

在上海凡卓之后，凯乐科技计划并购新三板的长信畅中。凯乐科技年报提到并购长信畅中是公司布局医疗信息化平台建设的重要步骤。与直接收购上海凡卓 100% 股权不同，凯乐科技在此次并购凯乐科技仅收购了 19.16% 的股份，成为了长信畅中的第二大股东。此外，在签

长信畅中及乙方其他原股东承诺 2015 年合并净利润（扣除非经常性损益前后较低者）不低于人民币 1500 万元（“2015 年利润承诺数”），2016-2017 年净利润承诺数在 2015 年基础上复合增长率不低于 10%。

目标公司在业绩承诺期（2015-2017 年）经审计的合并报表净利润实现数低于净利润承诺数，则目标公司原有股东将对甲方进行现金补偿，除陈先生以外的原股东若未能补偿，则由实际控制人陈练兵先生代为现金补偿。

订定增协议的同时，凯乐科技业与长信畅中签订了业绩承诺协议来确保自己的利益。

在凯乐科技参股长信畅中之前，2014 年长信畅中的主营业务同比下降了 25.43%。在凯乐科技参股长信畅中后，2015 年中报显示长信畅中的主营业务同比增长了 104.41%。

此后，于 2015 年 5 月 6 日，凯乐科技发出公告要对长信畅中进行增资以获得对长信畅中的控股地位，2015 年 12 月 4 日，长信畅中正式公布股票发行认购公告，拟向凯乐科技、吴艺梅、蔡干共三名投资者发行股票，发行数量 3129.5774 万股，发行价格 4.78 元/股，其中凯乐科技认购 2929.5774 万股，本次股票认股完成后，凯乐科技将持有长信畅中 53.66% 的股份，成为长信畅中新的控股股东、实际控制人。

#### 四、结语

参股的模式不仅让新三板的企业可以在不失去控股地位的情况下获得大量的流动资金支持，还能让进行跨行业整合的主板公司在低风险的情况下学习熟悉新兴行业的业务，为自身未来进入新兴行业积累宝贵的经验。由此可见，参股的投资模式对于新三板企业和主板公司



来说是一种双赢的模式。

如果进一步，主板公司在投资新三板企业的过程中发现双方在合作中可以取得不错的协同效应，为双方都带来了巨大的收益，主板公司未尝不可以进一步考虑与新三板企业的控股股东协商获得新三板企业的控股权。从参股再到控股的分步走投资策略能为主板公司降低跨行业整合中失败的损失。

新三板的挂牌企业数量在 2015 年实现了快速的增长，可以预见 2016 年更多的企业会进入新三板，万家企业构成的全球最大的证券交易场所将更加生机勃勃。与此同时，2015 年 11 月 24 日，全国股转系统在官网上就《全国股转系统挂牌公司分层方案》公开征求意见的通知，通知中提到分层将于 2016 年 5 月正式实施。广证恒生认为分层制度的实施将带来以下两方面的影响：一方面，基础层拥有巨量的企业资源，其中有相当一部分的企业具备被并购的价值和可能；另一方面，位于创新层的优质新三板企业将提升定价、融资、并购能力，主板公司想要获得创新层企业的控股地位会更有挑战，和时代一样，建立共赢的竞合关系将是未来的主要趋势。

数据支持：陆彬彬

## 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主板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，7年证券从业经验，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（新三板教育行业研究负责人，高级分析师）：**荷兰代尔夫特理工大学硕士，5年证券研究经验，2013年获中国证券报“金牛分析师”第一名，对行业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以及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。