

奥拓电子 (002587)

首次覆盖

厚积薄发，体育王者初露峥嵘

评级：增持

目标价格：25.22

当前价格：16.18

2015.12.31

——公司首次覆盖报告

	陈筱 (分析师)	王聪 (研究助理)	吴春阳 (研究助理)
	021-38675863	021-38676820	021-38674633
	chenxiao@gtjas.com	wangcong@gtjas.com	wuchunyang@gtja.com
证书编号	S0880515040003	S0880115010033	S0880115050039

本报告导读：

LED 显示技术的沉淀构筑体育资源渠道积累，与国际篮联、中国之队等的合作彰显公司进军体育产业的坚定决心，望享受体育产业爆发带来的增长红利。

投资要点：

- 首次覆盖给予增持评级，目标价 25.22 元。公司深耕 LED 显示领域多年，并从 08 年开始持续为奥运会、世界杯等国际顶级赛事提供 LED 技术与服务，未来有望依托顶尖的 LED 技术与深厚的体育资源积累享受体育产业发展的红利。预测 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.10 元、0.24 元和 0.32 元，增速为 -45.87%/147.79%和 34.33%。
- LED 的下游应用市场与体育产业在未来数年都将保持高速增长。虽然 LED 上游市场竞争激烈，但下游应用市场相对乐观，LED 照明市场的未来 5 年复合增长率达 23.09%，LED 显示市场的未来 5 年复合增长率达 11.9%。国内体育产业受益于政策松绑、消费升级以及外部刺激等三大因素，未来十年复合增速将达到 24.6%。而尤其在赛事、场馆领域，供需矛盾催生巨大的投资机会，原有的低起点也将带来更大的发展空间。
- 奥拓电子有望厚积薄发成为体育领域的新龙头。公司是国内高端 LED 显示应用集成开发的领军企业，主要业务为应用于体育赛事、户外广告屏等领域 LED 视频显示系统。公司正依托技术与资源优势在设备租赁、体育营销、场馆改造与赛事运营等四个领域加速推进。我们认为，内生培养+外延发展的战略有助于公司把握体育春风带来的新机会，由技术服务带来的价值弹性将逐步实现。公司有望率先在体育场馆改造领域发力，将主要依托 LED 显示屏的技术与资源优势以及成熟的控制系统，为体育场馆提供显示系统的解决方案，提高球迷观赛体验及赞助商展示效果，打造国际标准的场馆 LED 显示系统。
- 风险提示：体育行业发展速度不达预期风险，公司体育业务不达预期风险。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.86-28.42
总市值 (百万元)	6,042
总股本/流通 A 股 (百万股)	373/238
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	64%
日 成交量 (百万股)	2078.67
日均成交值 (百万元)	270.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	587
每 净资产	1.57
市净率	10.2
净负债率	-20.17%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.04	-
Q2	0.07	0.01
Q3	0.02	0.04
Q4	0.05	0.05
全年	0.18	0.10

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	1 Y
绝对升幅	0%	130%	112%
相对指数	-7%	101%	95%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	280	367	266	505	548
(+/-) %	-8%	31%	-28%	90%	9%
经营利润 (EBIT)	43	67	32	92	126
(+/-) %	-14%	55%	-52%	189%	36%
净利润	48	67	36	90	121
(+/-) %	-7%	40%	-46%	148%	34%
每股净收益 (元)	0.13	0.18	0.10	0.24	0.32
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	15.4%	18.3%	12.0%	18.3%	23.0%
净资产收益率 (%)	8.6%	11.0%	5.6%	12.2%	14.1%
投入资本回报率 (%)	26.0%	14.9%	16.8%	19.4%	58.4%
EV/EBITDA	28.1	45.3	58.8	28.5	19.0
市盈率	124.0	88.7	164.0	66.2	49.3
股息率 (%)	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

模型更新时间: 2015.12.31

股票研究

 信息科技
 电子元器件

奥拓电子 (002587)
首次覆盖
评级: 增持

目标价格: 25.22

当前价格: 16.18

2015.12.31

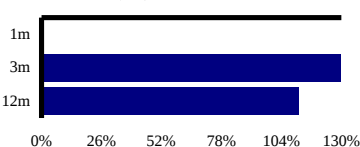
公司网址

www.szaoto.com.cn

公司简介

公司是国内最早一批进入 LED 显示领域的企业之一,是深圳市 LED 显示技术研究开发中心的承建单位,拥有多年的 LED 显示产品的研发和生产经验。公司是国内金融领域最重要的 LED 信息发布及指示系统提供商之一,LED 视频显示系统出口额在行业内居全国前列。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.86-28.42

市值 (百万)

6,042

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

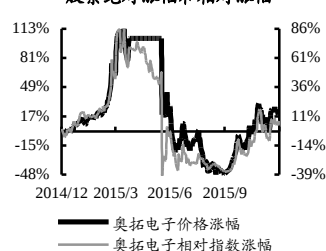
EV/EBITDA

P/S

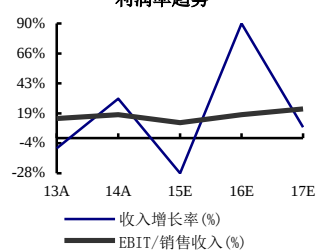
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	280	367	266	505	548
营业成本	135	178	147	241	240
税金及附加	3	3	3	5	5
销售费用	42	50	37	72	77
管理费用	57	69	47	95	101
EBIT	43	67	32	92	126
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-9	-10	-6	-7	-10
营业利润	50	73	38	99	136
所得税	7	9	5	13	17
少数股东损益	0	2	0	1	2
净利润	48	67	36	90	121
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	417	195	500	309	662
其他流动资产	7	143	0	0	0
长期投资	0	20	20	20	20
固定资产合计	88	145	167	194	217
无形及其他资产	22	31	31	31	31
资产合计	671	760	749	965	986
流动负债	99	136	97	220	116
非流动负债	10	10	1	3	6
股东权益	562	611	647	737	858
投入资本(IC)	145	399	165	416	189
现金流量表					
NOPLAT	38	59	28	81	111
折旧与摊销	5	7	20	21	25
流动资金增量	6	-48	114	-225	251
资本支出	-46	-56	-38	-43	-45
自由现金流	3	-38	124	-166	342
经营现金流	55	18	320	-116	395
投资现金流	-46	-224	-38	-43	-45
融资现金流	-6	-17	23	-32	3
现金流净增加额	3	-222	305	-191	353
财务指标					
成长性					
收入增长率	-8.0%	31.0%	-27.6%	90.0%	8.5%
EBIT 增长率	-14.5%	55.3%	-52.4%	189.2%	36.4%
净利润增长率	-7.2%	39.9%	-45.9%	147.8%	34.3%
利润率					
毛利率	51.9%	51.5%	44.5%	52.3%	56.2%
EBIT 率	15.4%	18.3%	12.0%	18.3%	23.0%
净利率率	17.2%	18.3%	13.7%	17.9%	22.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.6%	11.0%	5.6%	12.2%	14.1%
总资产收益率(ROA)	7.2%	8.9%	4.9%	9.3%	12.3%
投入资本回报率(ROIC)	26.0%	14.9%	16.8%	19.4%	58.4%
运营能力					
存货周转天数	165	189	159	171	173
应收账款周转天数	82	66	66	66	66
总资产周转天数	840	711	1036	620	650
净利润现金含量	1.15	0.27	8.79	-1.29	3.26
资本支出/收入	17%	15%	14%	8%	8%
偿债能力					
资产负债率	16.3%	19.2%	13.1%	23.1%	12.3%
净负债率	-74.2%	-32.0%	-72.0%	-41.5%	-76.4%
估值比率					
PE	124.0	88.7	164.0	66.2	49.3
PB	3.1	5.8	5.5	4.8	4.1
EV/EBITDA	28.1	45.3	58.8	28.5	19.0
P/S	6.3	9.6	13.3	7.0	6.4
股息率	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

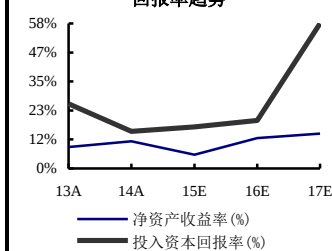
股票绝对涨幅和相对涨幅



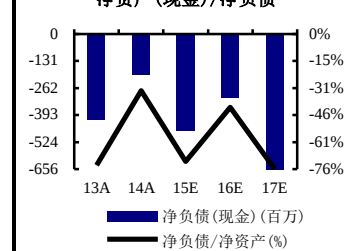
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 结合技术+资源优势, 依托 LED 布局体育	4
1.1. 国际顶尖的 LED 显示整体解决方案提供商	4
1.2. 技术优势出众, 软硬结合	5
1.3. 体育资源丰富, 四大主线布局体育产业	6
2. LED 行业趋于稳增, 体育行业爆发在即	7
2.1. 稳中有升 LED 行业求新求变	7
2.2. 多重刺激, 体育行业空间无限	9
2.3. 潜力待挖, 两大矛盾亟待解决	10
2.4. 场馆智能化改造构筑用户体验与内容质量提升基石	12
3. 体育布局初显峥嵘, 定位赛事顶级统筹服务商	14
3.1. 逐步推广设备租赁业务, 有效降低办赛成本	14
3.2. 提升体育营销水平, 增加办赛收入	16
3.3. 进军场馆改造蓝海, 打造国际标准场馆	17
3.4. 远期布局赛事运营, 提高赛事数量和质量	18
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 相对估值法	19
4.1.1. 核心假设	19
4.1.2. 盈利预测	20
4.1.3. 可比公司估值	20
4.2. 绝对估值法	21
5. 风险提示	21
5.1. 体育行业发展速度不达预期风险	21
5.2. 公司体育业务不达预期风险	22

1. 结合技术+资源优势，依托 LED 布局体育

我们首次覆盖奥拓电子，目标价 25.22 元。我们区别于市场的观点可归纳为以下三个方面：

市场普遍认为，LED 行业整体竞争激烈对于公司冲击极大，未来业绩情况堪忧。我们认为，公司所处的 LED 行业下游应用市场仍处于飞速发展期。相关数据表明，LED 照明市场的未来 5 年复合增长率达 23.09%，LED 显示市场的未来 5 年复合增长率达 11.9%。与此同时，公司业绩依赖于大型体育赛事的订单，因此会出现业绩的大小年。2015 年属于体育赛事小年，对公司业绩造成了一定冲击，且新建成的工厂投产，一定程度上造成了成本压力。2016 年欧洲杯、奥运会的举办将为公司带来大量订单，公司业绩将会快速回升。

市场普遍认为，作为体育赛事的 LED 的设备提供商，在体育领域难有话语权。我们认为，公司为赛事提供的不仅是高端的 LED 设备，更是顶级的服务。LED 显示屏对于赞助商广告的展示效果水平将直接影响赛事的商业价值，因此赛事方对于高端 LED 设备服务商具有很强的需求。公司在 LED 技术以及服务上均达到国际顶尖水准，对于赞助商广告的完美呈现有助于赛事方、场馆方以及赞助商分别实现自身利益。未来随着国内赛事数量、质量的提升，对于公司的 LED 领域的顶级技术与服务将有很强需求。

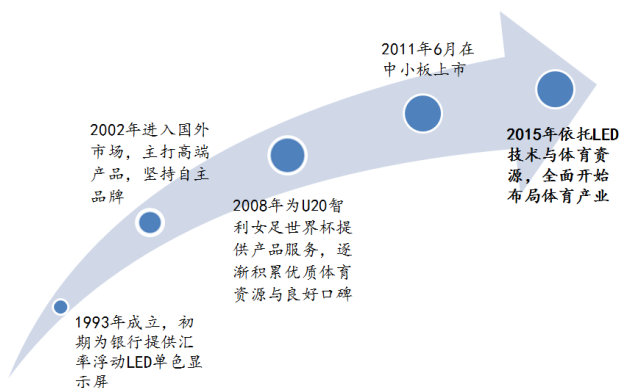
市场普遍认为，公司在体育领域缺少积累，转型决心有待检验。我们认为，公司自 2008 年开始为智利 U20 女足世界杯提供 LED 设备服务开始，已有 8 年的国际顶级赛事服务经验积累，作为为数不多的曾服务于奥运会、世界杯等国际大型赛事的 LED 设备服务商，极具稀缺性与专业性。2015 年公司成为国际篮联的合作伙伴，将长期为国际篮联提供 LED 设备服务。公司的技术与服务已得到国际广泛认可，与国际篮联的合作彰显公司在体育领域布局的决心，未来值得期待。

1.1. 国际顶尖的 LED 显示整体解决方案提供商

公司是国内高端 LED 显示应用集成开发的领军企业。公司成立于 1993 年，拥有 20 多年的 LED 显示产品的研发与生产经验，主要业务为应用于体育赛事、户外广告屏等领域的 LED 视频显示系统。基于领先的技术和对客户需求的准确把握，公司为金融、广告、演艺租赁、体育、广播、控制室等行业提供专业的整体解决方案，这些解决方案已分别应用于大型的商业银行、全球著名的广告公司、世界顶级娱乐和体育赛事、全球知名电视台、地标建筑、控制室等，为客户创造了巨大的商业价值。目前，公司在国内拥有 60 多个服务网点，建立起了完善的服务体系。除此之外，公司还在金融电子以及 LED 照明领域拥有深入的布局，并依托 LED 技术与资源，进军体育产业。

图 1：公司发展历史

图 2：子公司情况



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 3：公司的主要产品

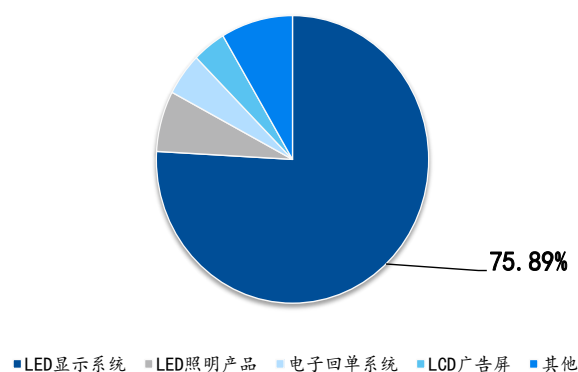


数据来源：公司官网，国泰君安证券研究



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 4：公司的营收主要来源于 LED 显示系统



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.2.技术优势出众，软硬结合

公司在技术创新方面处于领先地位，研发投入占营收比例常年居于行业第一。2014 年公司研发投入达 3714 万元，占营收比重超过 10% 远高于行业平均值。

图 5：公司研发投入占营收比例居于行业第一

公司	2012 年	2013 年	2014 年
奥拓电子	7.63%	10.44%	10.12%
洲明科技	5.79%	3.54%	3.78%
利亚德	5.95%	6.22%	5.59%
艾比森	3.90%	3.76%	3.26%
行业平均	5.72%	6.31%	5.69%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司拥有出色的 LED 显示系统的硬件技术与软件服务，完美地适用于大型体育赛事的转播。硬件技术方面，公司具有领先同行的 16000hz 超高刷新技术，可保证赛事转播中画面无闪烁；拥有 24bit 业界最高的色彩处理技术，完美呈现广告展示效果；具有防冲撞保护功能，在受撞

击之后能保证屏幕显示效果，同时防止球员受伤。软件服务方面，公司拥有全方位的集成控制显示系统以及自主开发的软件支持。专为体育赛事应用量身定做“大雄鹰”LED 编播软件，可根据需要可选择不同比赛场地，例如足球场、篮球场等，显示不同的场地数据以提供更优的集控服务；为广告商量身定做的“蓝孔雀”软件，可控制播放时段、播放内容，并统计播放记录，方便管理客户和广告播放。

图 6：公司拥有领先的体育显示屏技术与控制系统

优质的画面

高精度校正技术：现场校正技术可使屏幕长期使用后仍保持优质的显示效果。

24位颜色处理深度：完美还原真实图像，最大化广告影响和品牌声誉。

适合直播

高达16,000Hz刷新频率确保高速数码摄像机捕捉稳定的图像以保证画面无闪烁现象。

以人为本的设计

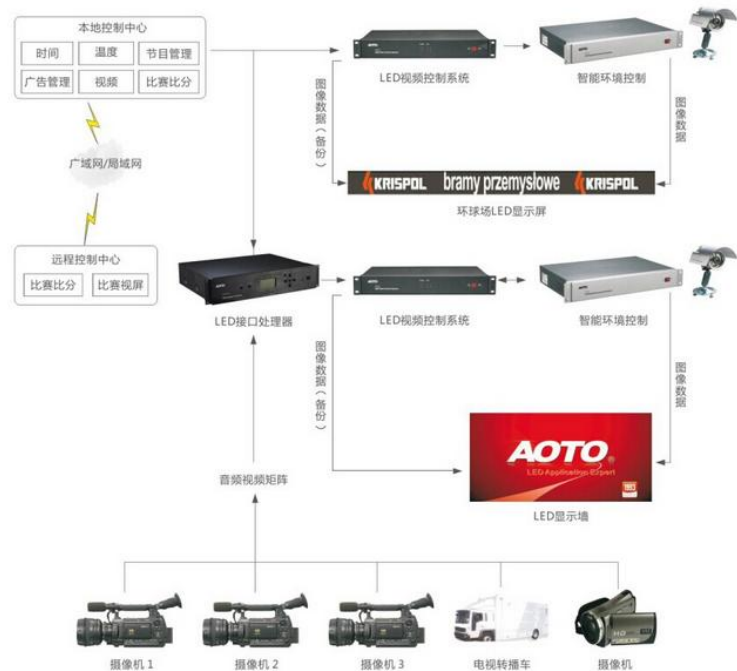
高级橡胶和软体塑胶面罩的专利设计360°保护的球员免受伤害。

定制设计

根据不同领域的需求，为客户提供定制的解决方案，使LED显示屏与体育场馆完美结合。

高稳定性和可靠性

双备份系统，可以实现显示内容无缝切换，当发生紧急情况时，备份系统仍能正常运行。



资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

1.3.体育资源丰富，四大主线布局体育产业

公司是拥有丰富的大型体育赛事 LED 服务经验，在体育资源方面具有良好的积累。自 2008 年首次为 FIFA U20 智利女足世界杯提供 LED 显示屏以来，公司陆续为国际各个大型赛事提供球场 LED 屏及服务，包括 2010 年南非世界杯、2012 年伦敦奥运会、2013 年欧冠决赛、2014 年巴西世界杯、2015 年男篮亚锦赛等。在为国际大型赛事提供球场 LED 屏幕以及服务的同时，公司也与赛事组织取得了良好的合作关系，并学习了国际优秀的赛事的运营管理，有助于公司布局体育产业。

图 7：公司曾服务众多国际顶级赛事



资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

公司将会依托在 LED+体育方面的深厚沉淀，四条主线全面布局体育产业。体育赛事的商业价值需要良好的传播展示以实现，而赛场 LED 是赞助商权益最重要的赛时展现平台，因此体育赛事对于高品质 LED 显示屏与高水平展示服务有极大的需求。公司将以此为出发点，通过与赛事组织合作切入体育产业。

- **第一，设备租赁。**以设备和系统租赁为切入点，链接多种赛事（如篮球、足球、高尔夫、网球等），提高设备利用效率，降低办赛成本。
- **第二，体育营销。**通过租赁或置换获得赛事权益开展体育营销。
- **第三，场馆建设与改造。**为大中型体育场馆提供高品质 LED 产品，服务场馆与赛事。
- **第四，赛事运营。**如与 FIFA、FIBA 合作，负责小型赛事的运营。

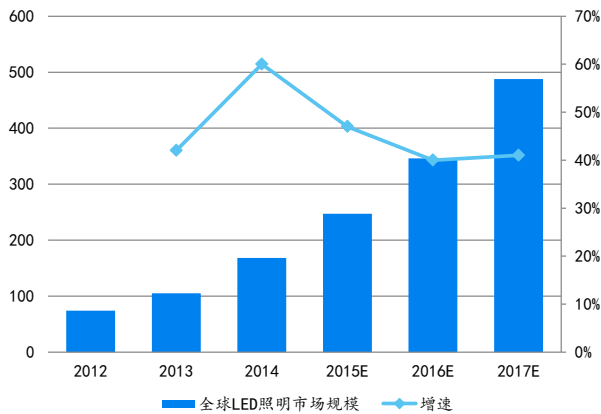
2. LED 行业趋于稳增，体育行业爆发在即

2.1. 稳中有升 LED 行业求新求变

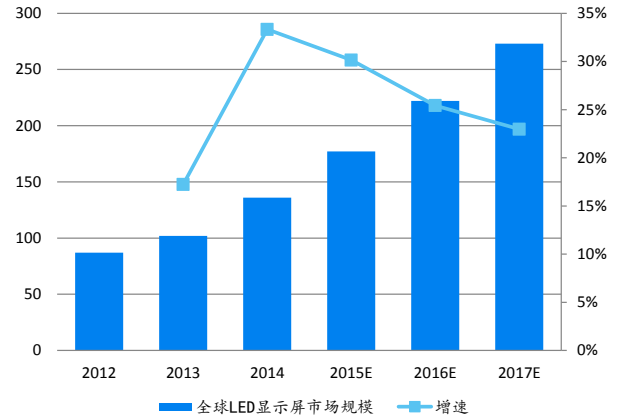
公司居下的下游 LED 应用市场，主要细分领域都开始步入成熟发展阶段。现阶段 LED 市场的上中游由于市场竞争激烈，产能微有过剩，整体增速较 2014 年有所下滑，而下游应用环节增势仍然迅猛。一方面，照明市场 LED 渗透率仍在提速，价格降幅也有所收窄，商照、家居市场表现突出。另一方面，随着小间距技术成熟和价格进入市场接受范围，LED 显示屏市场增势喜人。差异化细分市场增速高于行业增速，小间距屏、巨型屏和创意屏成为发展新方向。

图 8: LED 照明市场规模 (亿美金) 近年增长迅速

图 9: LED 显示市场规模 (亿美金) 近年增长迅速



数据来源: LED inside, 国泰君安证券研究



数据来源: LED inside, 国泰君安证券研究

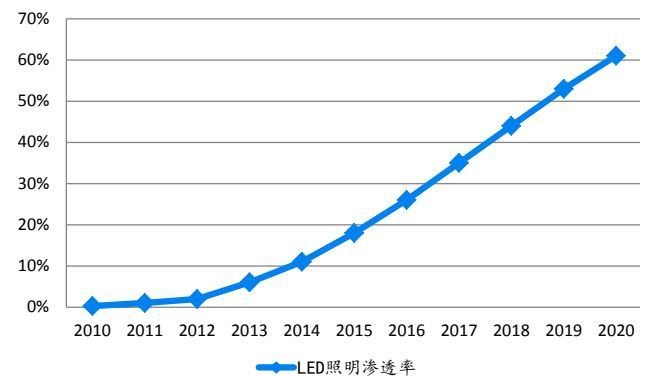
照明市场方面，全球照明产业已经进入一个 LED 照明领跑的新时代。据 Digitimes 预计，2015 年全球 LED 照明市场价值估计为 299.08 亿美元，同比增长 24.8%，占 2015 年全球所有照明产品市场价值约 27.2%；其中中国地区为 45.7 亿美元，增长率为 46.5%，其中商业照明井喷式增长，公共照明增长迅速，家居照明开始启动。预估 2015 年中国的 LED 通用照明实际需求达 678 亿元。而随着经济持续成长与 LED 照明普及率提升，至 2020 年将可达 1386 亿元，2013 年至 2020 年期间复合增长率将达到 23.09%。

图 10: LED 照明产量增长一枝独秀

商品名称	产量 (亿只)	增长率
电光源	72.54	-7.35%
白炽灯	17.02	-0.39%
荧光灯	15.75	-4.93%
灯具及照明装置	13.08	0.89%
发光二极管 (LED)	1070.69	36.41%

数据来源: CSA Research, 国泰君安证券研究

图 11: 预计未来 LED 照明渗透率仍将快速增长



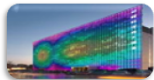
数据来源: 中国之光网, 国泰君安证券研究

显示屏市场方面，技术创新成为主流趋势，市场向小间距、大面积、创意屏发展。国内 LED 显示屏市场已有超过 20 年的发展历史，优势企业已完成技术迭代与行业整合，传统产品逐步被替代，独辟蹊径的产品和服务成为创新重点。2012-2015 年显示屏市场年复合增长率为 13.7%，差异化细分市场增速高于行业增速，小间距屏、巨型屏和创意屏成为发展新方向。我们认为，未来几年国内 LED 显示屏市场还将处于增长阶段，增量空间将主要来自于传统喷绘、霓虹灯、广告牌替代市场及高清、3D、智能化、监控、道路交通等多功能高端 LED 显示屏市场。以广告牌替代市场为例，2014 年全球广告牌显示屏 LED 市场规模为 20 亿美元。预计 2014 至 2019 年的复合增长率为 11.9%，到 2019 年，全球市场规模将达 35.6 亿美元。同时，国内 LED 显示屏产品依托在技术方面的进步以及价格上的优势，成功开拓了海外市场。

图 12: LED 显示屏将有 4 个重点发展方向



小间距LED具有高亮度、无拼缝、安装空间占用小等优势。随着小间距技术成熟和成本逐步降低，LED小间距产品市场占有率不断扩大。



大屏LED应用广泛，使得大型广告商圈、大型游乐场所吸引更多的广告业主和受众的关注



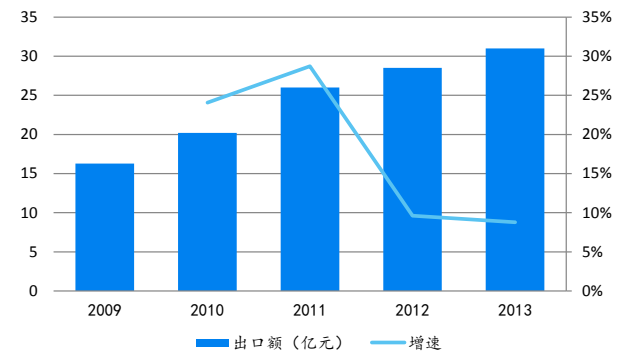
异形LED受到认可。球形屏、立方体、圆锥体、圆柱屏等满足了客户需求，使其更好地适应环境的整体结构和使用要求。



广告牌应用在2014年照明LED的使用中成为了主力，未来广告牌的更新迭代将会不断加速。

数据来源：国泰君安证券研究

图 13: 2009-13 LED 显示屏行业年出口额增长快速



数据来源：LED inside，国泰君安证券研究

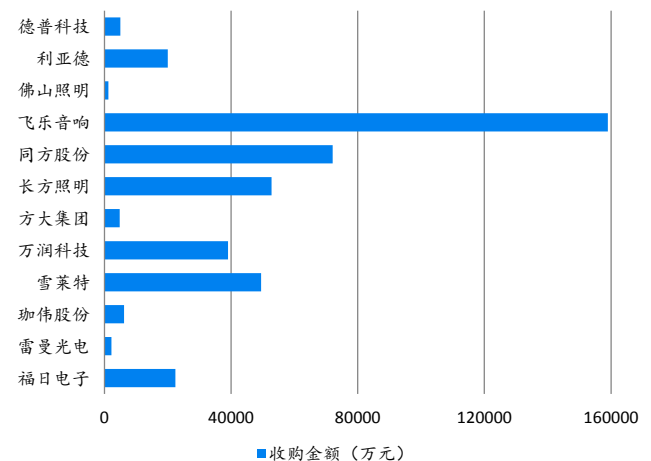
LED 行业整合趋势明显，未来几年将进入并购整合的高峰期。LED 行业的集中度相对较低，随着 LED 市场竞争的加剧，在未来几年内 LED 显示屏行业的并购整合将会持续深化。一方面，对于产品核心技术及销售渠道不占优势的中小企业来说，竞争和生存压力将越来越大。另一方面，优势企业不断在技术突破和降低成本方面发力，从而提升产品的性价比和竞争力。在中小企业生存压力与规模效应需求的双重推动下，LED 行业将在近年内进入并购整合高峰期。持续的并购整合不仅能解决行业内产能过剩的问题，而且会诞生新兴产业和产生新的利润增长点。

图 14: 2015 年 LED 领域并购层出不穷

并购方	被并购方	交易金额	受让股权
联创光电	方大智控	1 亿元	72.37%
海伦哲	连硕科技	2.6 亿元	100%
晶盛机电	中为光电	1.38 亿元	51%
瑞丰光电	玲涛光电	2 亿元	100%
洲明科技	雷迪奥	2.15 亿元	剩余 40%
顺风国际	晶能光电	20.4 亿港元	59%

数据来源：CSA Research，国泰君安证券研究

图 15: 2014 年 LED 行业主要公司收购金额一览

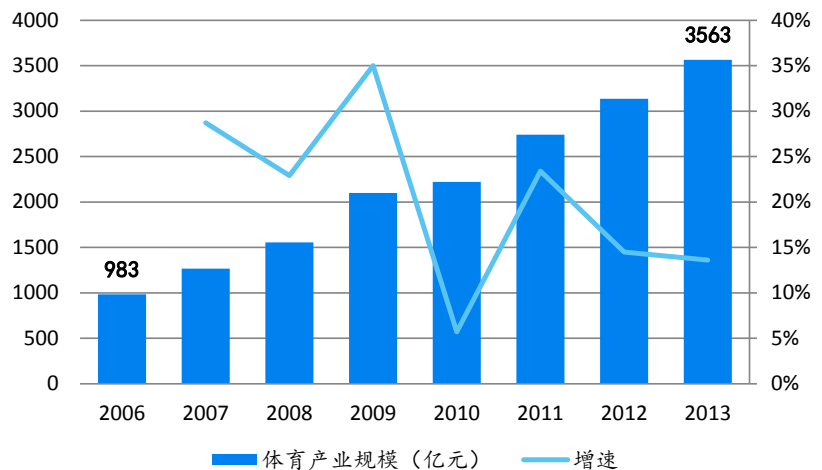


数据来源：OFweek 半导体照明网，国泰君安证券研究

2.2.多重刺激，体育行业空间无限

体育行业空间无限，在未来十年内都将处于黄金发展期。2013 年，我国体育产业增加值规模 3563 亿元，若达到 2025 年 5 万亿市场规模，则 2014-2025 年复合增速将达到 24.6%。目前，我国体育产业规模仅占 GDP 总量的 0.6%。而美国体育产业是全国第六大产业，占到 GDP 总量的 2.6%，远超影视产业与汽车产业。与全球平均水平 2%相比，我国体育产业还有 3 倍以上的成长空间。

图 16: 中国体育行业产值近年来飞速上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

政策推动、外部刺激与消费升级是促进我国体育产业的三大重要因素。随着国务院 46 号文的相关政策颁布, 国内体育产业将逐渐减弱行政化色彩, 相关体育赛事资源将会实现市场化运营。与此同时, 商业资本亦将受引导鼓励而进入体育产业, 实现“国退民进”, 促进体育产业的发展。与此同时, 外部刺激与消费升级合力促进体育产业快速发展。

图 17: 体育产业发展的三大推动因素

体育产业三大推动因素			
政策推动		外部刺激	消费升级
国务院 46 号文 《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元	获冬奥会/亚运会/男篮世界杯等大型赛事举办权	1、人均体育产值为美国 1/40, 潜力巨大。
	取消商业性和群众性体育赛事审批	世界大众体育赛事数量连年增长	2、人均 GDP 达 8000 美金, 对运动健身的消费需求增加。
	放宽赛事转播权限制, 可自由交易与转让	世界竞技体育赛事版权费攀升/网络媒体兴起	3、体育消费从传统的体育鞋服的消费转向娱乐性消费、观赏性消费。
	创新体育场馆运营机制, 完善体育设施	承办大型赛事需要新建球馆与球场	4、年轻消费群体对于新型体育运动的消费需求增强, 如马拉松、雪上运动、户外运动等。
足协改革 管办分离		资本的大力推动	

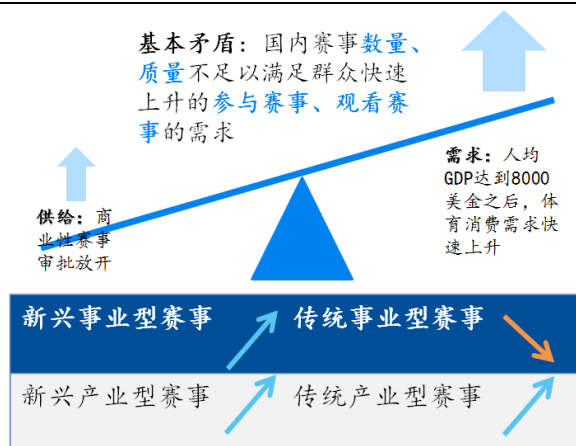
数据来源: 体育 bank, 国泰君安证券研究

2.3. 潜力待挖, 两大矛盾亟待解决

国内体育产业释放潜力的前提是解决好赛事供需、场馆供需矛盾, 提升赛事与场馆的数量、质量。竞技体育的核心在于赛事, 而体育赛事

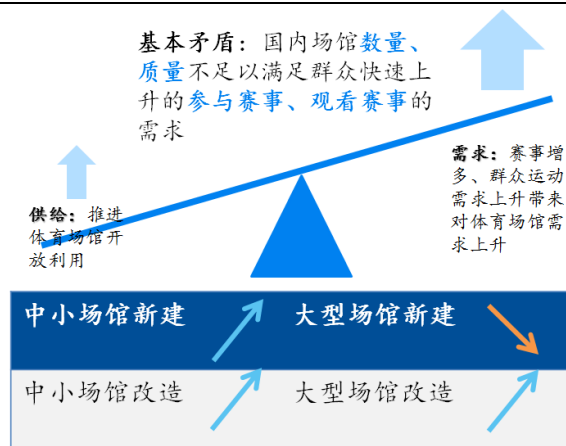
的举办必须要在专业的体育场馆进行。然而现阶段，国内优质赛事不足，难以满足群众快速上升的参与赛事、观看赛事的需求。同时，国内优质场馆不足，难以满足众多国内外赛事举办的要求。

图 18: 中国体育产业的赛事供需矛盾



数据来源：国泰君安证券研究

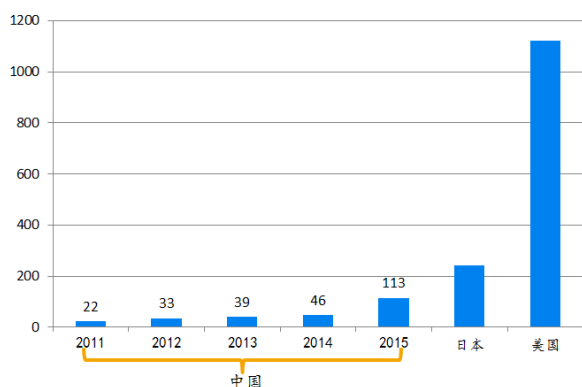
图 19: 中国体育产业的场馆供需矛盾



数据来源：国泰君安证券研究

国内赛事的数量、质量上有很大的提升空间。从发达国家统计数据看，人均可支配收入超过 5000 美元后，群众的体育娱乐消费需求会爆发式增长。目前，我国的人均 GDP 已超过 8000 美元，对于参与赛事、观看赛事的需求显著上升。在供给方面，国内赛事也缺少商业化的运营，在赛事质量上不及发达国家。同时不少优质赛事资源仍掌握在行政部门手中，赛事数量供不应求。以马拉松赛事为例，自 2014 年国务院 46 号文关于取消赛事审批的政策发布之后，2015 年全国注册马拉松赛事已超 2014 年一倍之多。中国马拉松赛 2011 年的 22 场到 2015 年的 113 场，赛事数量年均增长率约 51%。然而，这个数量与美国的每年 1100 多场以及日本的每年 200 多场仍有差距，显著供不应求，如北京马拉松、上海马拉松、郑开马拉松等赛事需要抽签决定参加资格。

图 20: 国内马拉松赛事数量飞升但与国外差距大



数据来源：中国马拉松官网，国泰君安证券研究

图 21: 国内马拉松赛事参与者火爆



数据来源：腾讯体育

国内体育场馆大的数量、质量都有待提升，体育场馆改造将具有广阔空间。根据国家体育总局第六次体育场馆普查的数据，目前国内共有 1 万多个大型体育场馆以及近 5 万个中小体育场馆。但根据统计，国内近 4 成体育场馆为非标准体育场馆，且由于能耗或产权等方面制约，对外

开放的场馆仅占总场馆数量的 27%。随着国务院 46 号文简政放权，商业性、群众性赛事将呈现爆发性增长的态势。现有体育场馆质量上不能满足竞技表演要求、数量上不能满足全民健身的需求。科技化、现代化的大型场馆的改造，经济性、实用性的中小场馆的新建和改造存在巨大市场空间。

图 22: 第六次全国场地普查的相关数据

类别	大型场馆数量	中小场馆数量
直辖市	90	400
地级行政区	1665	4995
县级行政区	8556	
乡级行政区		41568
总数	10301	47053
非标准场馆比例		37%

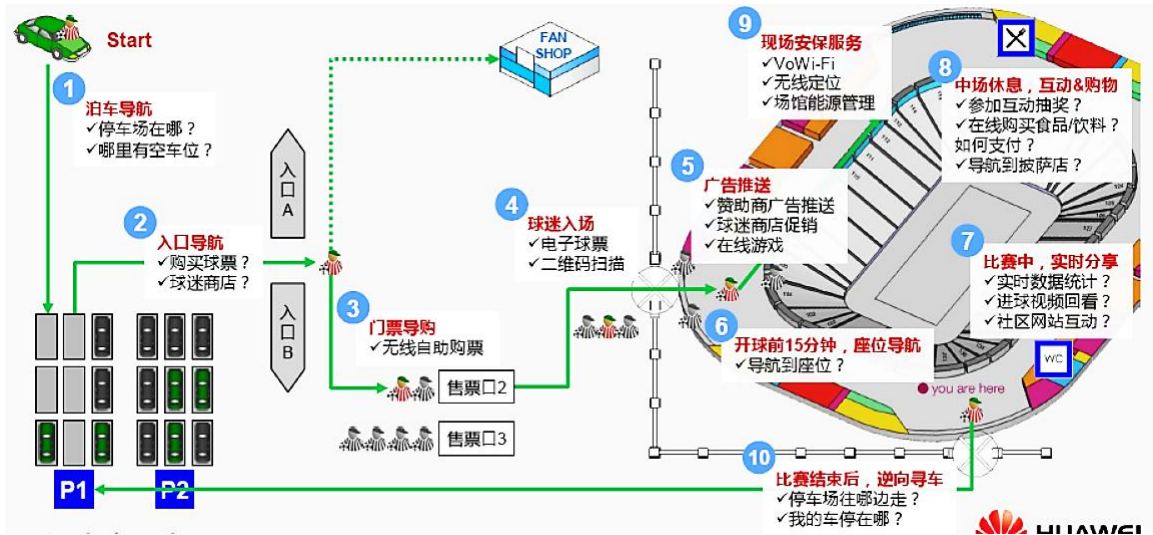
数据来源：国家体育总局，国泰君安证券研究

根据体育总局第六次体育场馆普查的数据，目前国内共有 1 万多个大型体育场馆以及近 5 万个中小体育场馆。但根据统计，国内 37% 的体育场馆为非标准体育场馆。以此推算，共有近 4000 个大型体育场馆需要进行升级改造。场馆照明节能系统改造、场馆座位铺设改造、传统的主体育场撤除跑道改造为专业的足球场、传统球场广告牌改造为 LED 广告显示屏等方面都具有极大的需求。

2.4 场馆智能化改造构筑用户体验与内容质量提升基石

体育场馆的智能化升级改造有助于提升观赛体验，吸引更多的球迷来到现场。除了比赛内容的精彩程度之外，场馆的便捷度、场馆的氛围、展示的效果、配套设施的便捷度等等都会成为影响球迷体验的因素。国外顶级体育场馆拥有先进的技术与设施以及对体育赛事的深刻理解，以至于能为球迷呈现完美的赛事体验。同时，智能化场馆的搭建使得球迷在体育场馆中可享受便捷的服务，如基于场馆 WiFi 下的停车导航、入口导航、座位导航以及精彩回放等。

图 23: 华为提供整套智能场馆解决方案，打造智慧场馆



资料来源：华为公司

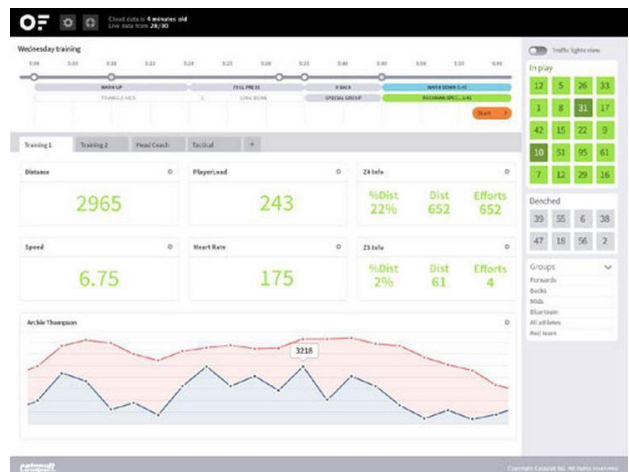
体育场馆的升级改造有助于赛事信息化以及赛事大数据分析，将提升体育赛事的竞技质量。安置在场馆中的尖端技术设备可通过观察运动员身体指标产生换人决策建议，提升球队的获胜概率并提升赛事的竞技质量。目前数据分析系统--SportVU已覆盖所有NBA球馆，通过安置在球馆上空的6个带有室内GPS技术的照相机来记录球的轨迹以及场上每一位球员的25次/秒的运动状态。借此SportVU系统可以得到大量的关于速度、距离、球员间距等球员数据，通过软件对数据的分析与挖掘，为教练提供是否休息球员的决策建议。与此类似，深耕足球领域的Catapult公司整套解决方案包括：基于全球导航卫星系统(GNSS)的监测器，用于提升数据准确性;无线局部定位系统，用于捕捉里里外外的移动以及针对细微运动指标的IMA系统。该系统能够将球追踪技术与球员穿戴的GPS追踪器结合起来，将球员和球在场上的移动产生二维模型。通过球员穿戴设备向场边人员发送的数据，训练师能够判断出球员的竞技状态。

图 24: SportVU 系统安放于足球场用于判断球员竞技状态



数据来源：SportVU

图 25: Catapult 通过可穿戴结合定位系统产生球员竞技状态数据



数据来源：Catapult

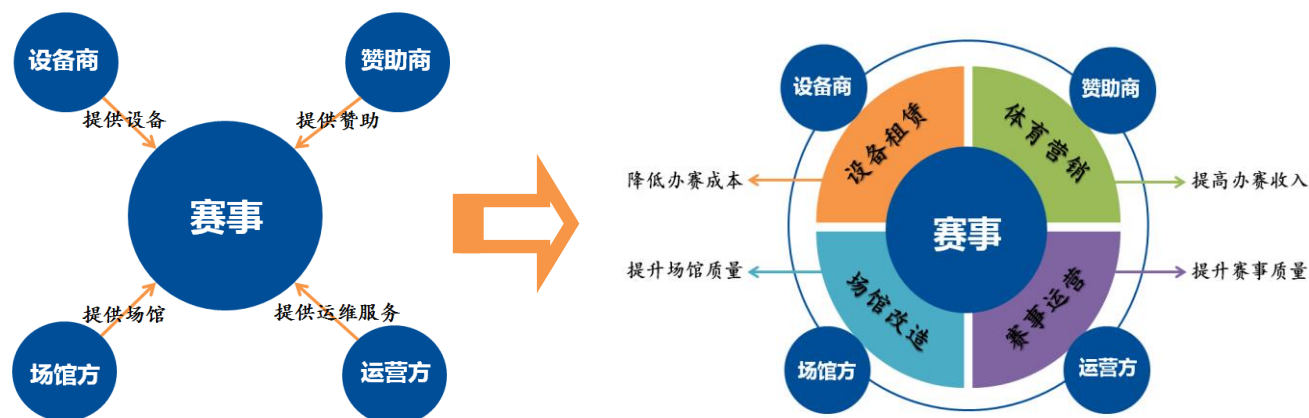
3. 体育布局初显峥嵘，定位赛事顶级统筹服务商

公司在体育领域初显峥嵘，将依托长久积累的 LED 技术优势以及体育资源优势，以体育赛事为核心，在设备租赁、体育营销、场馆改造和赛事运营四个方面布局。

一般体育赛事中的利益主体之间关系并不紧密，缺少合作共赢的互利关系。设备商、赞助商、场馆方、运营方与赛事方之间大多存在一种一锤子买卖的供需服务关系，为赛事方单方面地提供服务产品。而公司将深入的布局改变这一局面，通过提供 LED 技术+服务、输出体育资源与运维经验，全方位服务于赛事，创新模式促进与赛事方的互利合作，提升体育赛事整体价值。

- 在设备租赁方面，公司将切入 LED 显示屏等赛事必需品的租赁业务，降低办赛成本，同时与赛事方建立长期的合作关系。
- 在体育营销方面，公司将会通过与赛事方合作引入优质赞助商，同时提升展示效果，维护赞助商与赛事方的利益，提高办赛收入。
- 在场馆改造方面，公司将切入大中场馆 LED 显示屏的改造业务，提升场馆质量以引入更多赛事。
- 在赛事运营方面，公司将逐步建立赛事运营团队，将国际足联、国际篮联等大型赛事组织的小型赛事引入国内。

图 26: 公司围绕体育赛事布局的四个方向有机结合



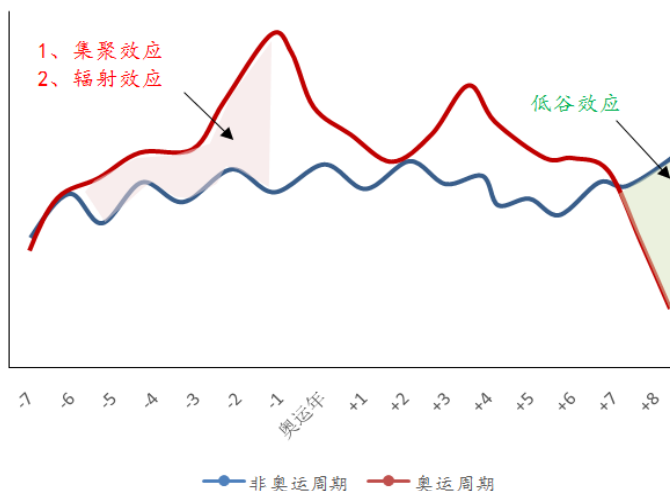
资料来源：国泰君安证券研究

3.1.逐步推广设备租赁业务，有效降低办赛成本

设备成本占体育赛事成本中很大的比例，通过设备的租赁能有效降低办赛成本。体育赛事中设备使用周期非常短，直接购买成本高，同时赛后又会长期闲置造成浪费。但若通过租赁模式，一般只需要支付购买价格的 1/3。从历史经验中看，设备租赁的模式非常适用于短期性体育赛事，以防御赛事结束后“低谷效应”带来的冲击。1976 年蒙特利尔奥运会，由于运营成本极高，造成 10 多亿美元的亏损。而后来的悉尼奥运会、雅典奥运会等大型赛事通过设备租赁模式降低办赛成本，获得极大的成功。在国内，2001 年北京举办世界大学生运动会采用了

设备租赁形式，节约大量资金，积累了有益的经验。

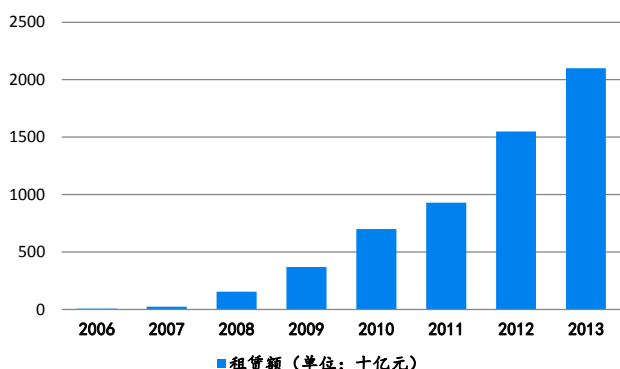
图 27: 举办大型赛事之后产生的经济低谷效应



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

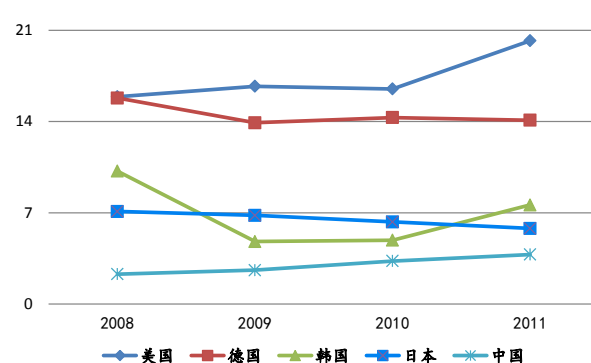
国内赛事对于设备租赁的需求高，市场渗透率将会逐步提升。国内很多大型体育赛事盈利水平普遍不高，由此决定了较难很快地偿还贷款本金。例如北京奥运会场馆建设的许多项目建设周期比较长，而且收益都是在奥运会后才体现。由于目前建设资金贷款还本期限比大型建设项目的折旧年限小得多，并且大型建设项目的建设期和交付使用期较长，导致折旧时间与贷款归还时间之间形成剪刀差。而中小赛事或民间赛事由于资金有限，对于办赛成本的控制将更为严格，对于设备租赁的需求较高。经过 20 多年的发展，我国租赁市场的规模有了大幅提升，但租赁业的市场渗透率仅为 4.8%，对 GDP 贡献率仅有 0.94%，与发达国家差距大。综合来看，未来租赁尤其是体育设备租赁市场将会快速发展。

图 28: 2006-13 年国内租赁额增长快速



数据来源: 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

图 29: 中国租赁渗透率与国外仍有差距

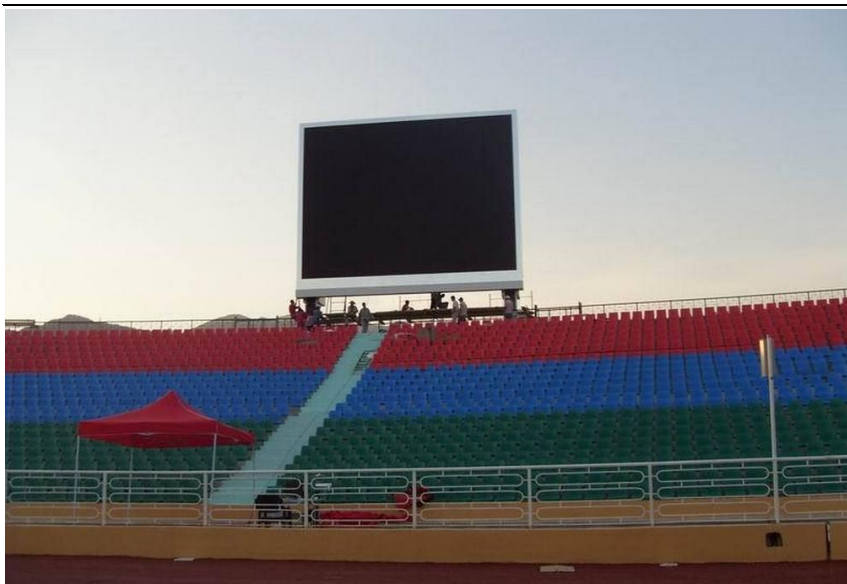


数据来源: 中国租赁金融网, 国泰君安证券研究

公司将通过完善的服务体系以及对体育赛事需求的精准把握，进行体育 LED 系统的设备租赁服务。目前，国内体育赛事没有形成规模经济，公司可通过 LED 设备和系统的租赁服务为切入点，链接多种赛事（如篮球、足球、高尔夫、网球等），提高设备利用效率，降低办赛成

本。同时，公司作为国内金融电子行业的佼佼者，在国内拥有 60 余个服务网点，未来将为 LED 显示屏的租赁客户提供便捷的服务。

图 30: 球场 LED 大屏的租赁逐渐流行

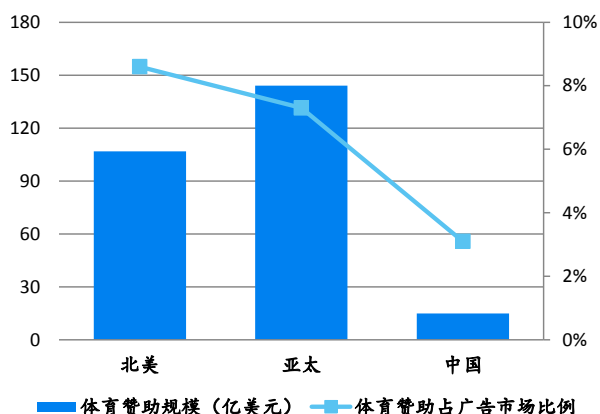


数据来源: 搜狐体育

3.2.提升体育营销水平，增加办赛收入

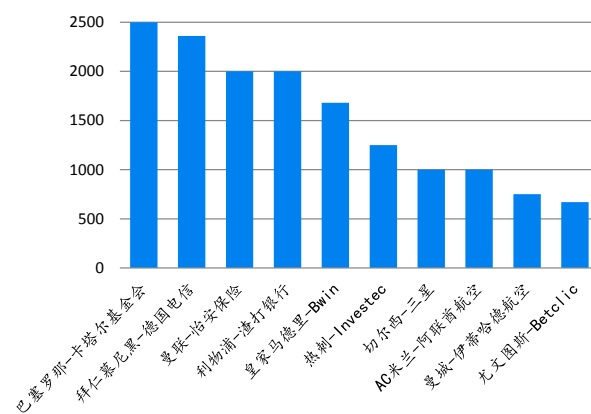
国内体育营销市场处于未开发阶段，体育营销的潜力有待释放。2013 年国内体育赞助规模为 15 亿美金，远低于北美以及亚太地区，不少国内企业还未意识到体育赛事的巨大影响力。卡塔尔基金会以每年 2500 万英镑的天价成为巴塞罗那队球衣广告赞助商，而国内最高球衣广告合同为东风日产每年 1.1 亿人民币赞助广州恒大，相比而言差距巨大。体育营销集受众广泛、意义非凡、运动理念、公益价值等多种特点于一体，企业品牌与体育赛事的结合，易于快速提升品牌、树立形象。据统计，一个企业想在世界范围内提高自己的品牌认知度，每提高 1% 需要 2000 万美金的广告费。但借助大型体育比赛，品牌认知度可提高 10%，体育赞助营销的效果较其他渠道更好。随着人们对体育赛事的关注程度逐渐增强，体育赞助拥有广阔的发展前景。

图 31: 国内体育赞助规模有待扩大



数据来源: IEG, 国泰君安证券研究

图 32: 世界足球俱乐部球衣广告赞助排行(万英镑)



数据来源: 搜狐体育, 国泰君安证券研究

公司将依托 LED 技术+体育资源优势切入体育营销领域。场边 LED 广告作为最醒目、直观性最强的体育赞助方式，是体育赞助营销中商业价值最高的部分。然而，场边 LED 广告需要做到在完美展现广告的时候不显突兀，以平衡赞助商、球员、球迷的各方利益。同时，需要稳定的软硬件以及控制系统支持以保证赞助商的权益。相对国内赛事广告来说，国外赛事广告画面更为精致、图像显示更为逼真，并与赛事呈现融为一体。公司在体育展示方面拥有多年的积累，将会把国外的经验带入国内，以国际顶级的技术与服务给予广告方以及赛事方支持，并逐渐通过资源交换方式切入赛事权益的营销。

图 33: 公司产品技术优势为体育赛事商业权益的开发保驾护航



数据来源：国泰君安证券研究

3.3.进军场馆改造蓝海，打造国际标准场馆

随着国内赛事举办数量的快速上升以及越来越多的国际型赛事的引入，对专业化场馆标准的要求越来越高，国内体育场馆改造的需求激增。未来 7 年，将有 2018 年世界短池游泳锦标赛、2019 年 FIBA 男篮世界杯、2022 年冬奥会、亚运会等国际大型赛事在国内举办，提出场馆改造的需求。与此同时，参考美国现代大型场馆的四个发展阶段，体育场馆不再纯粹地承载赛事，也将承载多元化的娱乐、商业、服务职能，体育场馆需要升级改造以满足赛事娱乐化、信息化的需求。近十年，美国场馆已基本实现娱乐化，正向科技化迈进，并呈现智慧化、环保观念深化、融资方式多样化、场馆管理私人化的特征。

图 34: 公司产品技术优势为体育赛事商业权益的开发保驾护航



数据来源: 国泰君安证券研究

照明系统以及显示系统是场馆改造的重点领域,未来将为公司带来巨大的空间。以漏斗屏为例,目前国内拥有漏斗屏的体育场馆寥寥无几,而在美国则几乎成为职业联盟场馆的标配。以照明方面为例,按照央视高清直播的要求,篮球场馆内场灯光达 2000 勒克斯时转播效果最佳。中国篮协对 CBA 球馆的门槛设定为 1000 勒克斯,但 17 支 CBA 球队的球馆中只有 1/3 能达到此标准,2/3 球队的球馆均需要进行相关改造。公司有望通过为场馆提供照明与显示系统,占领市场并获得场馆的相关赞助权益。

图 35: 美国 AT&T 球场拥有的世界上最大的场馆屏幕



数据来源: ESPN

3.4.远期布局赛事运营,提高赛事数量和质量

目前国内赛事的数量与质量均有很大的提升空间,公司有望通过在手体育资源与渠道的积累,切入赛事运营领域,将更多的国际优质赛事引入国内。通过多年与国际篮联与国际足联等国际赛事组织的合作,公司已取得深厚的体育资源积累以及认知了国际赛事运营的各个方面,未来有望推动将更多的国际赛事带入中国。以世俱杯为例,世俱杯前身为丰田杯,通过丰田公司的大力推动,将一年一度的欧洲与

南美俱乐部之间的最强对话引入日本，定于每年 12 月在日本横滨的横滨国际综合竞技场进行，取得了良好的效果。纵观公司在体育场馆渠道及与俱乐部之间的深厚积累，远期公司有望复制此类赛事引进的模式，将国际体育组织的商业赛或热身赛引入国内，以享受赛事运营服务的行业爆发红利。

图 36：在日本运营拥有 20 余年历史的丰田杯



数据来源：BTsports

4. 盈利预测与估值

我们采取可比公司估值法和绝对估值法两种方法对公司进行估值，根据 2 种估值方法，我们上调公司目标价至 25.23 元，维持“增持”评级。

4.1. 相对估值法

4.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

（1）营收及毛利率：

受益于 LED 照明及 LED 显示行业的整体增长以及公司在技术方面的突出优势，并考虑体育赛事大小年变动：

LED 显示屏 2015 至 2017 年营收分别增长-30.0%/100.0%/5.0%；毛利率稳中有升；

LED 照明业务 2015 至 2017 年营收分别增长 5.0%/75.0%/10.0%；毛利率稳中有升；

其他业务 保持稳定，2015 至 2017 年营收分别增长-30.0%/10.0%/10.0%，毛利率保持稳增；

体育业务 将在 2016 年开始贡献收入，预计 2016 年收入 2000 万元，毛利率 40%，2017 年同比增长 70%，毛利率有所提升；

（2）费用：

综合考虑公司 LED 显示及照明业务快速发展与经营规模效应以及新发展体育业务的前期开发成本，我们预计公司管理费用率、销售费用率及财务费用率基本维持不变。

4.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，我们预计 2015-2017 年，公司可实现的收入分别为 2.66 亿元、5.05 亿元和 5.48 亿元，同比增长了-27.6%/90.0% 和 8.5%；实现归属母公司的净利润分别为 0.36 亿元、0.90 亿元和 1.21 亿元，分别同比增长了 13.7%/17.9%和 22.1%，对应 EPS 分别为 0.10 元、0.24 元和 0.32 元。

表 1: 预测利润表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	305	280	367	266	505	548
增长率	32.3%	-8.0%	31.0%	-27.6%	90.0%	8.5%
营业成本	-170	-135	-178	-147	-241	-240
%销售收入	55.7%	48.1%	48.5%	55.5%	47.7%	43.8%
毛利	135	145	189	118	264	308
%销售收入	44.3%	51.9%	51.5%	44.5%	52.3%	56.2%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-3	-5	-5
%销售收入	1.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%
营业费用	-40	-42	-50	-37	-72	-77
%销售收入	13.2%	15.0%	13.8%	14.0%	14.3%	14.0%
管理费用	-41	-57	-69	-47	-95	-101
%销售收入	13.5%	20.3%	18.7%	17.5%	18.8%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	50	43	67	32	92	126
%销售收入	16.6%	15.4%	18.3%	12.0%	18.3%	23.0%
财务费用	10	9	10	6	7	10
%销售收入	-3.4%	-3.2%	-2.8%	-2.3%	-1.4%	-1.8%
资产减值损失	-3	-2	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	58	50	73	38	99	136
营业利润率	19.0%	17.8%	20.0%	14.3%	19.7%	24.7%
营业外收支	3	5	5	4	5	4
税前利润	61	55	78	42	104	140
利润率	20.0%	19.7%	21.2%	15.9%	20.6%	25.6%
所得税	-9	-7	-9	-5	-13	-17
所得税率	14.6%	12.8%	11.3%	12.9%	12.3%	12.2%
净利润	52	48	69	37	91	123
少数股东损益	0	0	2	0	1	2
归属于母公司的净利润	52	48	67	36	90	121
净利率	17.0%	17.2%	18.3%	13.7%	17.9%	22.1%

数据来源：国泰君安证券研究

4.1.3. 可比公司估值

我们选取联建光电、双象股份、中体产业和道博股份与公司进行可比

公司估值比较。根据可比公司估值，2015~2017 年，公司同行业可比公司平均估值分别为 140.00/102.60/81.02 倍 PE，相应的公司对应估值水平为 166.07/67.02/49.89 倍 PE，公司 2016 年及以后估值具有相当的吸引力。

我们认为，公司在 LED 的显示技术上处于国际领先水平，通过体育产业布局，有望将 LED 显示技术与积累的体育资源优势相结合，拓展设备租赁、体育营销、体育场馆和赛事营销等细分领域，享受体育产业发展的红利。基于相对估值方法，同时考虑到公司体育业务将于 2016 年开始贡献营收，我们更为关注公司 2016 年估值水平，给予公司 2016 年行业平均估值 103 倍，则公司对应的估值为 24.77 元。

表 2: 可比公司估值比较 (截止到 2015 年 12 月 30 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股) (wind 一致预期)			PE		
				2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
300269.SZ	联建光电	29.50	149.13	0.54	0.75	0.91	54.91	39.57	32.37
002395.SZ	双象股份	30.94	55.32	0.14	0.18	0.22	221.32	172.85	138.31
600136.SH	道博股份	63.07	103.45	0.64	0.67	0.83	98.56	93.71	75.81
600158.SH	中体产业	25.63	216.25	0.14	0.25	0.33	185.19	104.27	77.60
行业均值							140.00	102.60	81.02
002587.SZ	奥拓电子	16.18	60.42	0.10	0.24	0.32	166.07	67.02	49.89

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.2. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下，公司的价格为 25.22 元。我们绝对估值法的假设如下：

图 37: FCFF/WACC 模型核心假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.60	股本总额	220.98
无风险利率Rf	2.25%	股价	15.98
风险溢价	10.00%	股本价值Ve	3,531.32
资产贴现率Ka	8.25%	债务总额Vd	0.00
加权平均资本成本WACC		债务利率Kd	7.50%
债务比率D/(E+D)	0.00%	实际税率Tc	12.91%
权益比率E/(E+D)	100.00%	股票Beta	0.70
WACC	9.25%	股票贴现率Ke	9.25%

数据来源: 国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法，我们认为，依托公司在 LED 显示技术以及体育资源方面的积累，公司有望迎来未来三年的黄金发展期，。给予公司目标价 25.22 元，首次给予“增持”评级。

5. 风险提示

5.1. 体育行业发展速度不达预期风险

目前国内体育产业发展仍不成熟，虽然政策助推作用极大，但发展速度仍受制于产业自身发展情况。一旦体育行业在盈利模式上探索较长的时间，行业的发展速度将会有不达预期的风险。

5.2. 公司体育业务不达预期风险

公司在体育方面的布局决心坚定，进取心强烈。但体育产业整体竞争激烈，公司体育业务存在着不达预期的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		