

## 冷链业务迎高速发展，氢燃料电池前瞻布局

公司动态

### ◆公司简介

公司是中国制冰领域的龙头企业，2013年起通过并购切入“氢燃料电池”领域。目前公司三大主营业务为制冰成套系统、压缩机系统和中央空调系统，冷链和氢能源是公司未来的发展方向。公司2016年业绩快报显示实现营业收入8.67亿元，同比增长35.25%，实现归母净利润3600万元，同比增长117.26%。

### ◆成功切入氢燃料电池领域，打开成长新空间

公司参股美国CN公司，引进燃料电池涡轮空气压缩机技术，实现了燃料电池空气循环系统技术多元化发展。并运用CN公司开发的透平机械技术，显著提升公司氢液化技术。公司设立上海雪人氢能源技术全资子公司、与新能源动力建立战略合作关系，实现了公司在氢能、燃料电池等新能源领域的产业延伸。

### ◆压缩机业务蓬勃发展，冷链产业迎高速增长

公司在2014年收购OPCON公司17.21%股权，2015年收购SRM和OES100%股权，掌握了螺杆压缩机核心技术，并拥有了SRM和RefCom两个国际知名压缩机品牌。2015年压缩机业务营业收入同比上升398.88%。冷链产业作为公司的传统产业，受益于冷链物流的高速发展，公司有望迎来业绩爆发。

### ◆并购佳运油气，推广技术应用

2016年4月，公司收购佳运油气100%股权，将压缩机技术与天然气开采进行有机结合，加快了压缩机业务在油气应用领域的市场开拓。此外，佳运油气承诺，2016、2017和2018的扣非后归母净利润分别不低于3889万、4472万和5142万元，复合增速15%，有利于增厚公司利润。

### ◆估值与评级

我们预测公司2016~2018年EPS分别0.05元，0.12元和0.18元，考虑到氢燃料电池作为技术革命的广阔应用前景，我们给予公司目标市值100亿元，对应目标价14.50元，维持“增持”评级。

### ◆风险提示

燃料电池汽车发展不及预期，收购公司业绩不及承诺。

### 业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	422	641	867	1,167	1,409
营业收入增长率	9.51%	51.87%	35.25%	34.57%	20.69%
净利润(百万元)	-8	17	36	81	122
净利润增长率	-118.87%	-303.23%	115.93%	127.12%	50.13%
EPS(元)	-0.01	0.02	0.05	0.12	0.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.71%	1.05%	1.56%	3.45%	4.97%
P/E	-1,045	514	238	105	70

### 增持(维持)

当前价/目标价：12.65/14.50元

目标期限：6个月

### 分析师

刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)

021-22169177

[liuxb@ebsec.com](mailto:liuxb@ebsec.com)

### 联系人

肖沛

0755-82542930

[xiaop@ebsec.com](mailto:xiaop@ebsec.com)

### 市场数据

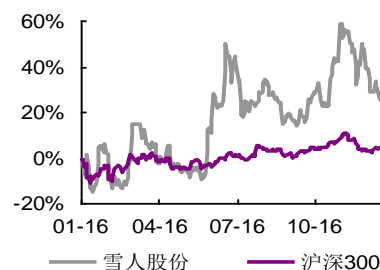
总股本(亿股)：6.74

总市值(亿元)：85.27

一年最低/最高(元)：8.44/16.39

近3月换手率：143.75%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.05	-8.99	29.46
绝对	12.76	-6.01	38.09

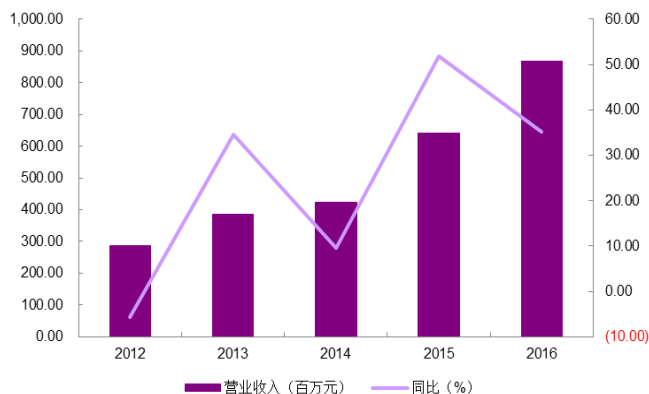
### 相关研报

## 1、公司业绩进入高速增长期

### 1.1、公司盈利能力快速提高

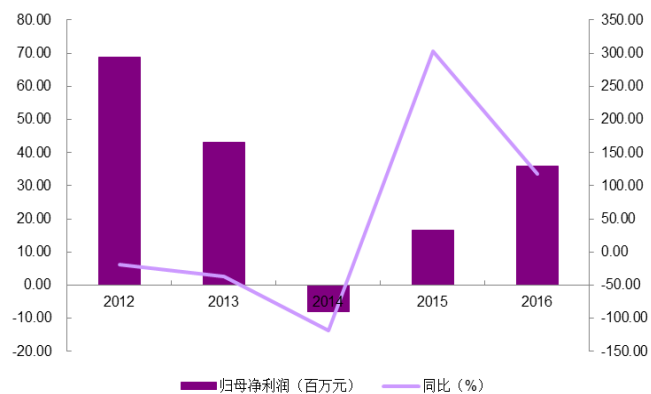
雪人股份 2000 年成立，2011 年于深交所上市，是目前中国最大的制冰设备及制冰系统生产供应商之一。公司地处福建省福州市，主要业务范畴包括制冷成套系统，压缩机和中央空调领域。公司 2016 年业绩快报显示实现营业收入 8.67 亿元，同比增长 35.25%，实现归母净利润 3601 万，同比增长 117.26%。

图 1：公司收入维持 30% 以上增长



资料来源：wind，光大证券研究所整理

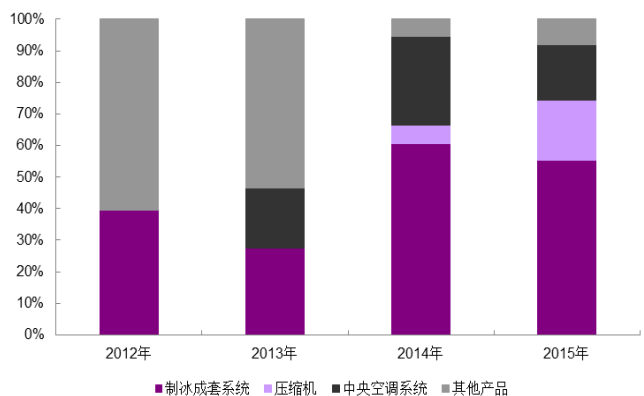
图 2：公司净利润呈翻倍式增长



资料来源：wind，光大证券研究所整理

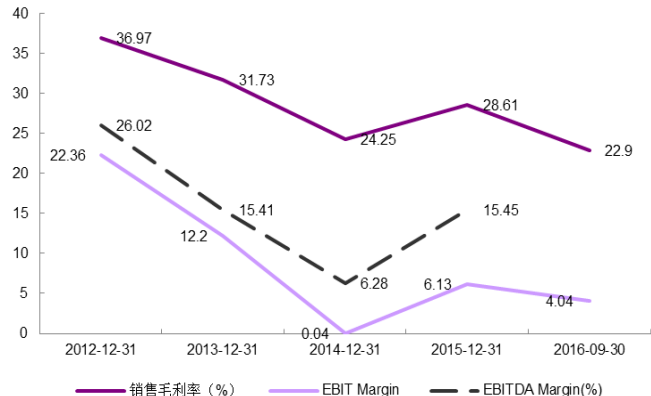
公司的主要产品为制冰成套系统、压缩机和中央空调系统。其中制冰成套系统为第一大收入来源，2013 年以前占比 30% 左右，13 年后业务占比迅速上升，截止 15 年底占比达 55%。另外，压缩机业务从 14 年开始发展，增长迅速，收入从 2400 万上升到 1.2 亿，截止 15 年底占比接近 20%。毛利率方面，公司 2015 年毛利率为 28.61%，同比增长 17.20%。

图 3：公司主要产品营业收入占比



资料来源：wind

图 4：公司利润率情况



资料来源：wind

### 1.2、董事长及管理层增持，彰显长期发展信心

董事长林汝捷是公司第一大股东，持股比例为 26.75%，截止 2016 年 11 月 22 号，前三大股东持股占比达 41.67%。

表 1: 2016.11.22 公司前三大股东明细

股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
林汝捷(小)	增持	180,332,200	420,200	26.7500	0.0600
陈胜	-	63,888,000	0	9.4800	0.0000
陈存忠	减持	36,638,000	-10,300,000	5.4353	-1.5247
合计	-	280,858,200		41.6653	

资料来源: wind

近期,公司实际控制人、董事长林汝捷先生及公司部分董事、高级管理人员等通过“乾晖1号结构化投资集合资金信托计划”不断增持公司股票。截至2017年3月9日,信托计划通过深圳证券交易所集中竞价交易方式买入公司股份共计605.07万股,占公司总股本的比例为0.9%,增持金额共计7,187.51万元,成交均价为11.88元/股。此举彰显了董事长及管理层对公司未来发展的坚定信心。

## 2、氢燃料电池方兴未艾

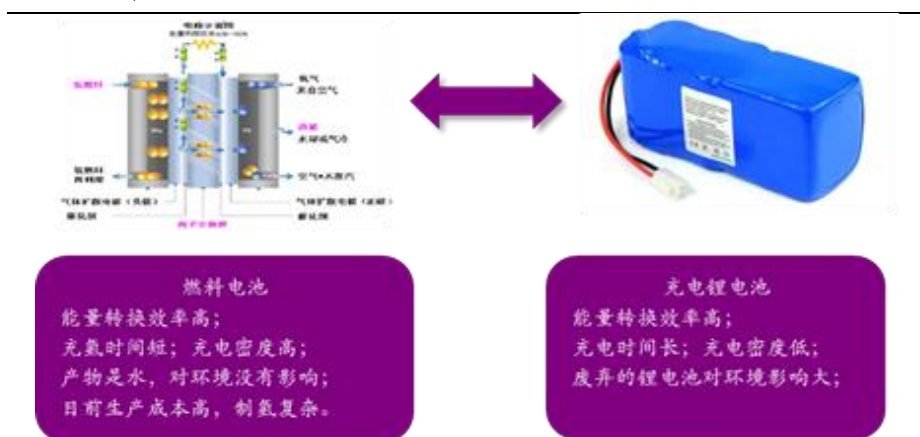
### 2.1、我国燃料电池行业发展迅猛

2016年6月,国家发改委和国家能源局在系统内部印发《能源技术革命创新行动计划(2016-2030年)》,部署了氢能与燃料电池技术创新等15项重点任务。同时还发布了《能源技术革命重点创新行动路线图》,提出在先进燃料电池、燃料电池分布式发电、氢的制取储运及加氢站等方面开展研发。

燃料电池是通过氧与氢的化学反应,将化学能转换为电能。燃料电池理想化转换效率可以达到83%左右,目前实际的转换效率在45%-60%之间,相比传统蓄电池,燃料电池不受热能卡诺循环限制,能量利用效率高;相比锂电池则具有更高能量密度和更短充电时间等明显优势,未来发展空间巨大。

按照电解质不同,燃料电池分为碱性燃料电池(AFC)、磷酸型燃料电池(PAFC)、熔融碳酸盐燃料电池(MCFC)、固体氧化物燃料电池(SOFC)及质子交换膜燃料电池(PEMFC)等,目前应用最广泛的燃料电池主要是MCFC、SOFC及PEMFC。

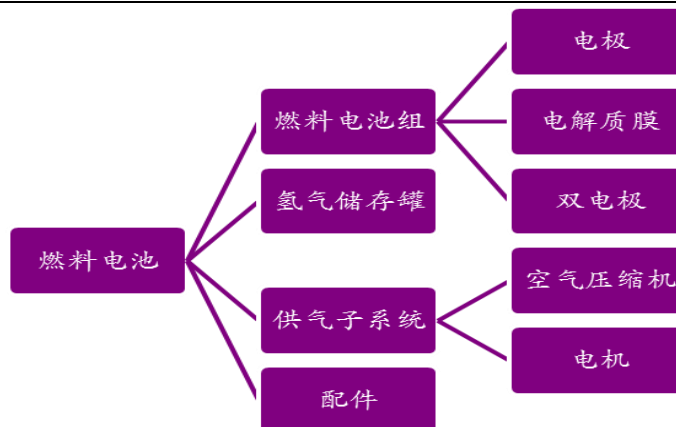
图 5: 燃料电池与锂电池对比



资料来源: 光大证券研究所整理

空气压缩机是燃料电池组件空气子系统的核心部件，对燃料电池的能量密度、使用性能、尺寸大小等方面有重要影响。PEMFC 要想获得更高的功率密度和更好的性能，就必须在较高的压力下工作。尤其是对于阴极的反应物（氧或空气）而言，燃料电池中氧气压力与燃料电池系统得性能有直接关系，提高空气的供气压力（即氧气的分压力），可以增大燃料电池系统的能量密度、供气压力还可以减小系统尺寸，提高电池堆效率和改善水平衡。

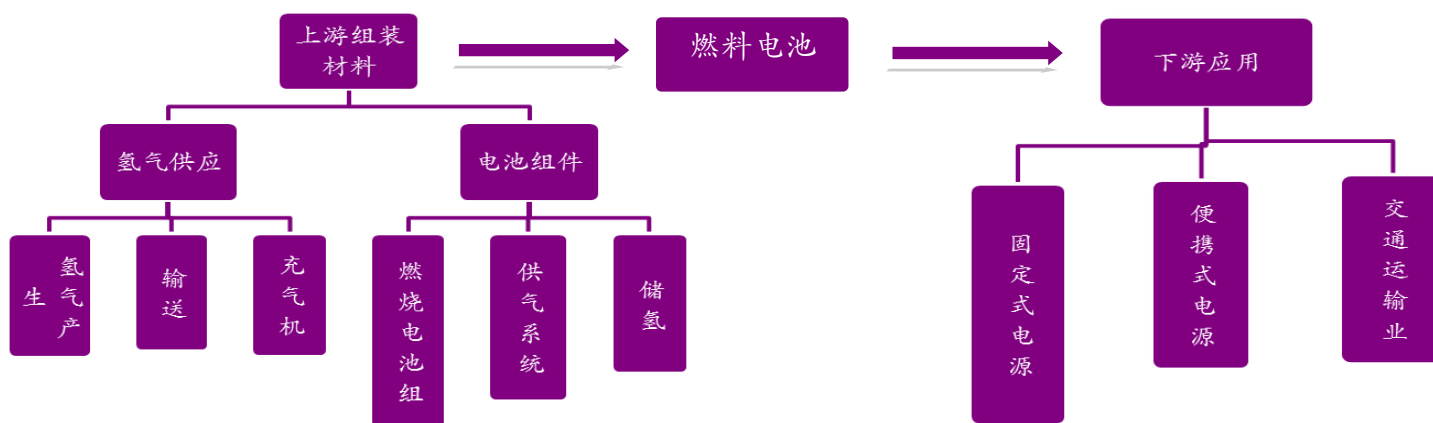
图 6：燃料电池的组成



资料来源：光大证券研究所整理

燃料电池的上游包含氢气供应和电池组件两大类。氢气供应可细分为氢气生产、输送、充气机三部分；电池组件包括燃料电池组和氢气存储设备和供气系统。产业链中游是燃料电池系统的组装部分。产业下游的终端应用主要包含三个领域，分别为固定领域（如发电站）、交通运输领域（如轿车卡车）和便携式领域（如充电器）。

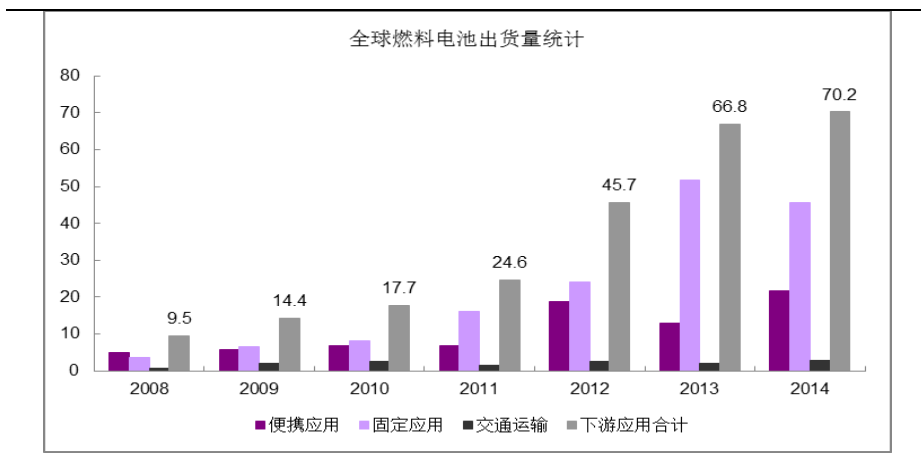
图 7：燃料电池产业链



资料来源：光大证券研究所整理

根据中国产业信息网的统计数据显示，全球燃料电池的出货量快速增长。2014 年底全球燃料电池出货量达到 7 万件，较 2008 年相比增长了近 7 倍。其中下游需求的增长主要来自固定领域和便携式领域，而交通运输领域由于传统的燃油车和近几年发展迅猛的电动车占据着绝大部分市场，各整车厂商大规模使用燃料电池仍需时日。

图 8：2008-2014 年全球燃料电池出货量统计图（千件）

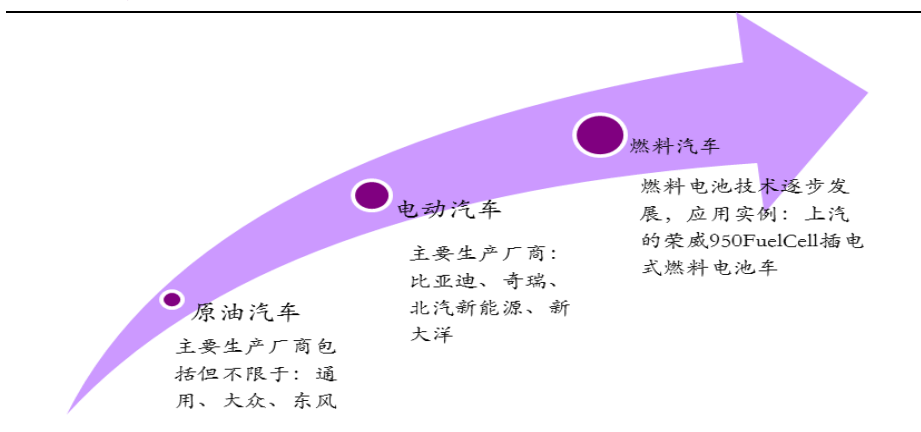


资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

未来，交通运输应用将成为燃料电池爆发的主推力。2016年6月，德国《明镜周刊》报道德国联邦参议院将推动2030年后德国燃油车禁令，引起了德国政界的强烈反响。这一决定的背景来源于今年11月生效的巴黎气候协议。其中有一条规定，到2050年，欧洲的碳排放量要比目前降低95%。由于各行业技术发展水平不均衡加上新能源汽车技术发展突飞猛进，为了达到上述减排目标，到2050年汽车领域要做到零排放，那么以汽车使用寿命20年计算，到2030年，就需要停售所有燃油汽车。

燃料电池叉车在北美增长较为快速，燃料电池朝大功率发展。当前全球燃料电池电动车的保有量不足千辆，欧洲、美国、日本等国家政府正大力支持燃料电池车的产研发展。日本政府宣布计划2020年国内燃料电池保有量达到4万台，2030年之前达到80万台。英国预计2020年燃料电池车销量达到1万辆。

图 9：汽车发展技术路线



资料来源：光大证券研究所整理

我国国务院也在《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006~2020年)》和《节能与新能源汽车产业发展规划(2012~2020年)》中，特别部署了发展燃料电池汽车，计划在关键基础器件、燃料电池系统、基础设施与示范三个方面加大研发和投入力度。燃料电池汽车将迎来迅猛发展。

## 2.2、通过收购与合作，公司在新能源行业大踏步发展

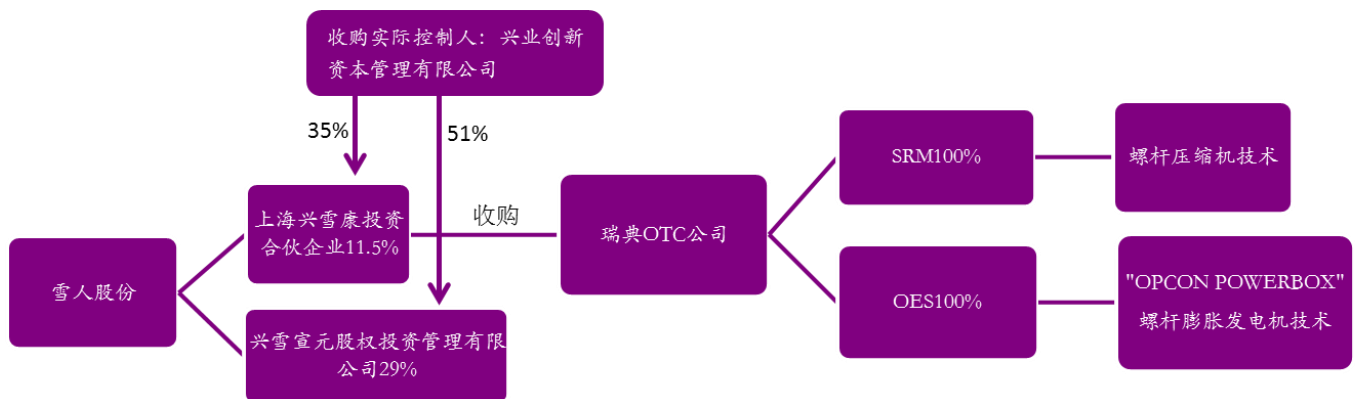
### 2.2.1、收购 SRM、OES，布局燃料电池空气压缩机

瑞典 OPCON 自 1990 年投入燃料电池空气供应系统的研发，拥有 20 余年的技术储备，曾为 Ballard 以及世界上主要汽车制造商如通用、奔驰、福特等提供燃料电池空气供应系统，该业务目前由 SRM 和 OES 拥有。

2015 年 10 月，公司通过其参与的并购基金上海兴雪康投资合伙企业以不超过 4 亿瑞典克朗的价格已完成收购 Opcon 公司业务最核心两大子公司 Svenska Rotor Maskiner AB (SRM) 100% 股权和 Opcon Energy Systems AB (OES) 100% 股权，以及 OES 附属公司福建欧普康能源技术有限公司所占的 48.98% 的股权。2016 年 4 月 16 日，公司公告承诺“自上海兴雪康完成收购标的之日起 30 个月内以市场公允价值对上海兴雪康所持的 OCT100% 股权进行回购”，以达到间接持有标的股权的目的。

公司通过此次收购，掌握了开启式螺杆压缩机、半封闭螺杆压缩机和半封闭式活塞压缩机的核心技术，并拥有了 SRM 和 RefCom 两个国际知名的压缩机品牌。随着国内燃料电池产业的发展，公司未来将发展成为国内燃料电池空气子系统的主要供给商。

图 10：雪人股份收购 SRM 和 OES 业务



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 2.2.2、参股美国 CN，布局产业链上游液氢生产储备

氢气的产生和液化处于整个氢能源产业链的上游。空气中，氢气的着火极限为 4%-75%，爆炸极限为 9.5%-65%，出于安全性和运输便捷的考虑，公共运输业使用液氢更为适宜，这也是产业的大方向。但是目前液氢的制备成本非常高，基本是国外垄断，国内主要用的是气体氢。

氢液化技术难度主要在于压缩机。公司入股美国 CN 公司 5% 股权，运用其开发的透平机械技术，用液化温度更低的液氮（液化温度在 -269℃）来作为制冷的工质去冷凝液化氢气（液化温度在 -253℃），使得公司的氢液化技术得到显著提升。

### 2.2.3、成立子公司，布局燃料电池全产业链

公司出资 1 亿设立上海雪人氢能源技术全资子公司，主要业务为：氢燃料电池空气循环系统及其各零部件，制氢、储氢、加氢及氢能相关动力和储能系统，氢燃料电池动力系统。通过此次布局，公司迈出了在氢能源及燃料电池全产业链拓展的关键一步。

另外，2016 年 11 月，公司于与新源动力股份有限公司签署《战略合作框架协议》，决议共同积极推进燃料电池技术及其产业化进程。新源动力股份有限公司是中国第一家致力于燃料电池产业化的股份制企业，以中国科学院大连化学物理研究所“九五重点攻关项目”为依托，是国家燃料电池技术标准制定的副主任委员单位，“燃料电池及氢源技术国家工程研究中心”的承建单位，是国内氢燃料电池行业的领导企业。

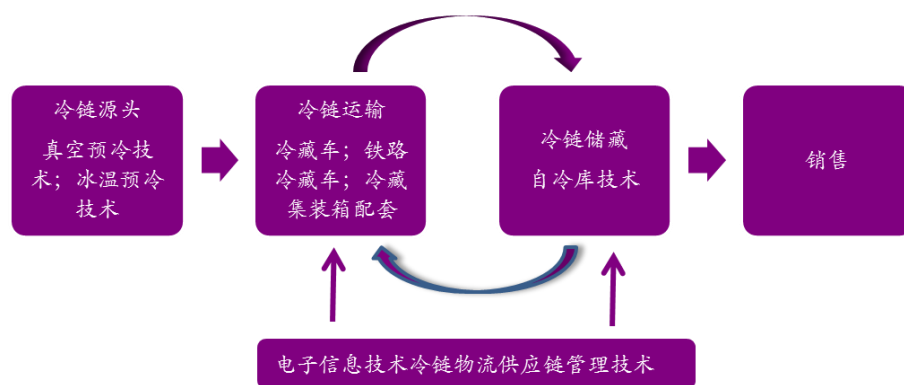
公司通过与新源动力建立战略合作关系，加快公司在氢能及燃料电池等新能源领域的产业延伸和产业布局。

## 3、公司冷链压缩机发展如火如荼

### 3.1、我国冷链行业发展迅速

随着近些年生鲜和药品冷藏运输需求的激增，政策层面对冷链物流的关注支持度进一步提升，冷链行业发展迅速。冷链物流涵盖从生产到销售全过程，整个流程包括以下四部分内容：一是源头采用真空预冷技术和冰温预冷技术；二是在贮藏阶段采用自冷库技术；三是冷藏运输采用冷藏车、铁路冷藏车和冷藏集装箱配套使用的物流模式；四是运用信息技术建立电子虚拟果蔬冷链物流供应链管理系统，对农产品冷链全过程进行动态监控。

图 11：冷链物流生产到销售全过程



资料来源：光大证券研究所整理

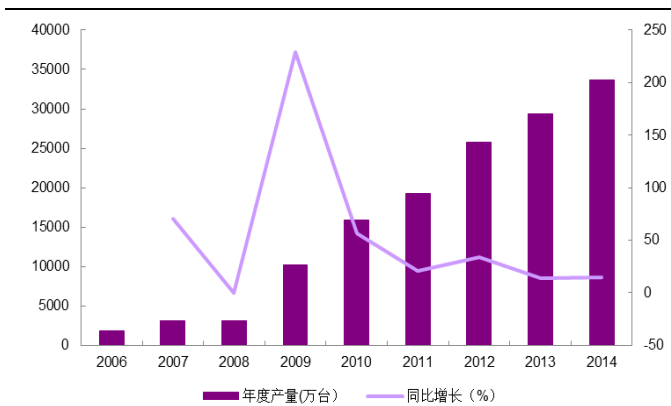
随着近些年生鲜和药品冷藏运输需求的激增，政策层面对冷链物流的关注支持度进一步提升，预计到 2020 年，我国冷链物流的市场规模将突破 4500 亿。

### 3.2、我国空气压缩机行业急待技术突破

空气压缩机行业中的两种主要产品分别为活塞式空气压缩机和螺杆式空气压缩机。其中活塞式空气压缩机由于存在易损件多、可靠性差等缺陷，其市场主导地位逐渐被螺杆式空气压缩机取代。螺杆式空气压缩机具有结构紧凑简单、易损件少及维修简单等特点，在西方主要发达国家中保持着 80% 以上的市场占有率，并呈逐年上升的趋势。

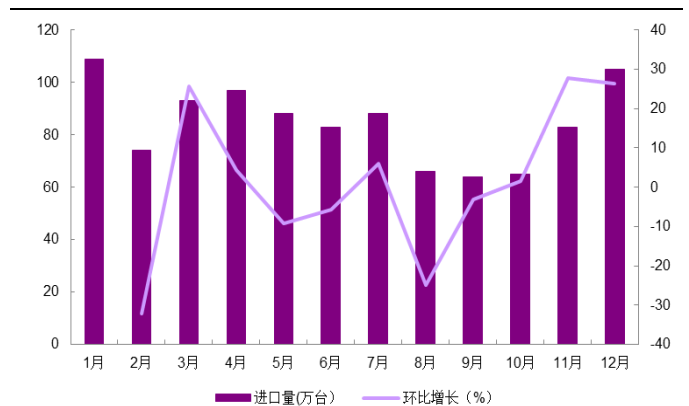
近年来，我国空气压缩机行业市场规模不断扩大，但存在多数制造业的通病。主要体现在：一，总体产能过剩，低水平产能比重过大，企业规模小而分散，产业集中程度低，科技创新能力弱，生产力布局不合理现象严重，这也造成了中低端空压机市场竞争惨烈；二，高端压缩机产品主要依赖进口，进口量居高不下。

图 12：2006-2014 年中国气体压缩机产量及增长率



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

图 13：2015 年中国制冷设备用压缩机进口情况



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

### 3.3、收购优质企业，抢占压缩机市场高地

公司从 2013 年开始先后收购瑞典 OPCON 公司至 17.21%，成为其第二大股东。OPCON 子公司 SRM 是双螺杆压缩机设计的鼻祖，其螺杆压缩机设计在全球范围内处于绝对领先水平，并为许多世界知名的螺杆压缩机厂商提供了技术输出。2014 年 9 月，公司公告与 OPCON 公司合资建立欧普康能源技术有限公司。2015 年 10 月，公司通过参与的购基金上海兴雪康投资合伙企业以 4 亿瑞典克朗的价格收购 OPCON 公司业务最核心两大子公司 SRM100%股权和 OES100%股权。另外，公司还在 2013 年 11 月通过收购意大利莱富康，对相关螺杆压缩机及活塞压缩机领域进行布局，提高公司的市场知名度、拓展营销渠道，并完成对高端市场的一次强有力的进军。



图 14：公司压缩机产业收购布局历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司通过收购与合作的方式，掌握了开启式螺杆压缩机、半封闭螺杆压缩机和半封闭式活塞压缩机的核心技术，并拥有了 SRM 和 RefComp 两个国际知名的压缩机品牌。公司凭借领先的技术实力，跻身国际制冷领域的高端设备制造商和系统解决方案供应商，压缩机产品及系统应用已逐步成为公司业务快速增长的核心业务。

#### 4、收购佳运油气，推广技术应用

2016年4月，公司以发行股份和现金并购方式收购佳运油气100%股权。佳运油气主要从事天然气项目建设、生产运营等专业技术服务。并购佳运油气，将有助于公司加快压缩机在油气应用领域的市场开拓，扩大销售规模和技术改革。

图 15：收购佳运油气，公司压缩机产品应用领域得到拓展



资料来源：光大证券研究所整理

同时，佳运油气承诺，2016、2017 和 2018 的扣非后归母净利润分别不低于 3889 万、4472 万和 5142 万元，复合增速 15%，三年累计承诺净利润合计不低于 13503 万元。如未达到当期承诺净利润的 90%，则将对上市公司优先进行股份补偿，差额部分以现金补偿。目前来看，佳运油气经营良好，在天然气领域市占率达到 75%，拿到了壳牌在中国的订单，对赌业绩完成压力

不大。未来公司将进一步拓展国外天然气和页岩气的市场，利润空间有望进一步打开。

## 5、盈利预测与估值

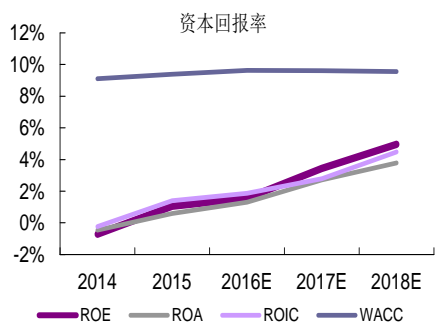
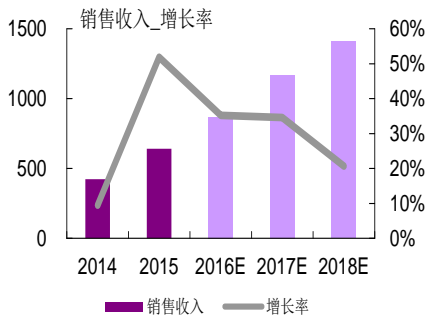
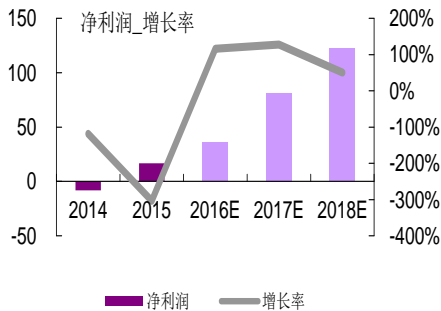
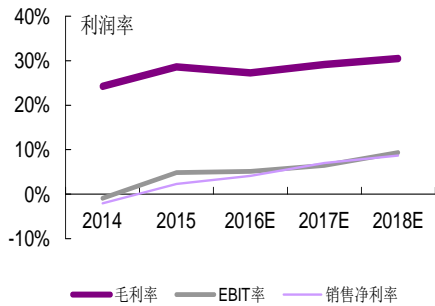
对于公司业绩情况我们做出如下假设：

- 1) 制冰成套系统：公司是国内制冰产品行业龙头，受益于冷链物流、食品加工、核电等行业的发展，预计 16-18 年收入分别增长 5%、10%、10%；
- 2) 压缩机业务：通过并购及合作的方式，掌握压缩机的核心技术和国际知名品牌 SRM 和 Refcomp。随着公司销售渠道的完善和产能释放，Refcomp 和 SRM 产品快速放量，公司压缩机业务将从 16 年开始进入收获期，在未来 3 年内有望获得持续快速增长。预计 16~18 年收入分别增长 100%、40%、40%；
- 3) 中央空调业务：16~18 年每年 5%左右增速稳定增长；
- 4) 佳运油气并表：假设业绩承诺能够达成；
- 5) 氢燃料电池：主要在公司体外培育，短时间内无法放量。

基于以上假设，我们预测公司 2016~2018 年净利润分别可达 3600 万，8100 万，12200 万元，EPS 分别为 0.05 元，0.12 元，0.18 元。采用分别估值法，冷链业务由于高增长给予 18 年 50 倍 PE，对应 60 亿市值；氢燃料电池业务由于处于行业绝对领先地位，享受行业高估值，给予 40 亿市值；我们认为公司合理估值水平应为 100 亿左右，对应目标价 14.50 元，予以“增持”评级。

## 6、风险分析

燃料电池汽车发展不及预期，收购公司业绩不及承诺。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>422</b>	<b>641</b>	<b>867</b>	<b>1,167</b>	<b>1,409</b>
营业成本	320	458	631	827	979
折旧和摊销	26	60	62	65	67
营业税费	2	3	5	6	8
销售费用	33	45	52	68	79
管理费用	69	99	127	181	204
财务费用	9	22	12	-1	8
公允价值变动损益	0	-2	0	0	0
投资收益	1	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>-12</b>	<b>11</b>	<b>35</b>	<b>79</b>	<b>127</b>
<b>利润总额</b>	<b>-10</b>	<b>16</b>	<b>39</b>	<b>88</b>	<b>133</b>
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-8.16</b>	<b>16.58</b>	<b>35.79</b>	<b>81.29</b>	<b>122.04</b>

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>总资产</b>	<b>1,865</b>	<b>2,499</b>	<b>2,727</b>	<b>2,985</b>	<b>3,226</b>
流动资产	711	1,122	1,532	1,804	2,082
货币资金	126	291	432	350	423
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	167	228	345	447	534
应收票据	13	9	0	0	0
其他应收款	22	19	36	47	52
存货	278	365	454	659	755
可供出售投资	31	80	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	30	31	31	31
固定资产	717	815	817	814	791
无形资产	214	230	219	208	197
<b>总负债</b>	<b>652</b>	<b>846</b>	<b>369</b>	<b>555</b>	<b>699</b>
无息负债	263	232	338	467	494
有息负债	389	614	30	88	205
<b>股东权益</b>	<b>1,214</b>	<b>1,653</b>	<b>2,359</b>	<b>2,429</b>	<b>2,527</b>
股本	160	600	674	674	674
公积金	810	791	1,396	1,404	1,416
未分配利润	183	194	221	284	369
少数股东权益	68	70	70	70	70

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-33</b>	<b>-93</b>	<b>-45</b>	<b>-82</b>	<b>15</b>
净利润	-8	17	36	81	122
折旧摊销	26	60	62	65	67
净营运资金增加	48	355	222	314	251
其他	-99	-524	-365	-543	-425
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-301</b>	<b>-350</b>	<b>111</b>	<b>-47</b>	<b>-27</b>
净资本支出	-235	-157	29	-50	-30
长期投资变化	0	30	0	0	0
其他资产变化	-66	-224	82	3	3
<b>融资活动现金流</b>	<b>217</b>	<b>612</b>	<b>74</b>	<b>48</b>	<b>85</b>
股本变化	0	440	74	0	0
债务净变化	257	225	-583	58	117
无息负债变化	151	-31	106	129	27
<b>净现金流</b>	<b>-117</b>	<b>169</b>	<b>140</b>	<b>-82</b>	<b>72</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	9.51%	51.87%	35.25%	34.57%	20.69%
净利润增长率	-118.87%	-303.23%	115.93%	127.12%	50.13%
EBITDA/EBITDA 增长率	-62.10%	308.13%	17.38%	31.66%	41.43%
EBIT/EBIT 增长率	-108.88%	-854.92%	42.39%	70.57%	74.38%
<b>估值指标</b>					
PE	-1,045	514	238	105	70
PB	7	5	4	4	3
EV/EBITDA	113	90	80	62	45
EV/EBIT	-612	262	192	116	67
EV/NOPLAT	-672	284	209	126	73
EV/Sales	6	13	10	7	6
EV/IC	2	4	4	4	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	24.25%	28.61%	27.27%	29.12%	30.51%
EBITDA 率	5.27%	14.16%	12.29%	12.03%	14.09%
EBIT 率	-0.97%	4.85%	5.10%	6.47%	9.34%
税前净利润率	-2.26%	2.50%	4.48%	7.57%	9.42%
税后净利润率 (归属母公司)	-1.93%	2.58%	4.13%	6.96%	8.66%
ROA	-0.47%	0.59%	1.31%	2.72%	3.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-0.71%	1.05%	1.56%	3.45%	4.97%
经营性 ROIC	-0.24%	1.39%	1.86%	2.79%	4.48%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.35	1.42	4.81	3.57	3.21
速动比率	0.82	0.96	3.38	2.27	2.04
归属母公司权益/有息债务	2.95	2.58	75.22	26.77	11.98
有形资产/有息债务	3.97	3.48	80.95	30.99	14.55
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	-0.01	0.02	0.05	0.12	0.18
每股红利	0.00	0.01	0.02	0.04	0.05
每股经营现金流	-0.05	-0.14	-0.07	-0.12	0.02
每股自由现金流(FCFF)	-0.38	-0.62	-0.12	-0.33	-0.13
每股净资产	1.70	2.35	3.40	3.50	3.64
每股销售收入	0.63	0.95	1.29	1.73	2.09

资料来源：光大证券、上市公司

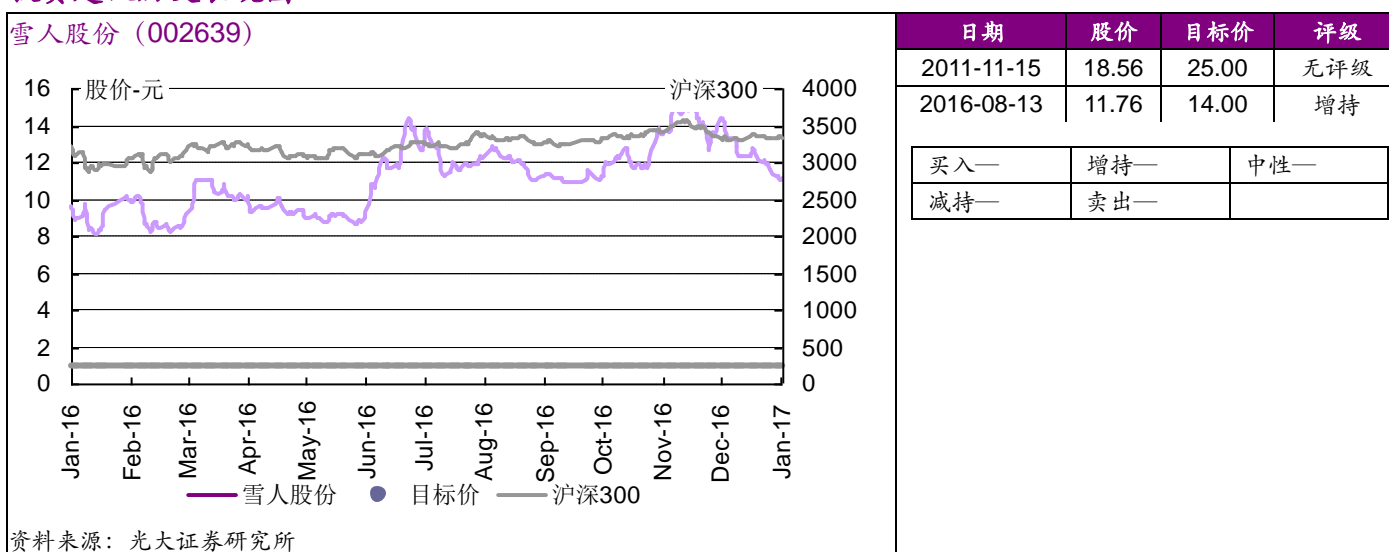
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

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%至 15%；

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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	