



# 以量补价显效果 双玻启动新一轮增长

买入 维持评级

## 事件:

公司发布业绩快报: 公司实现营业收入 3.59 亿元, 同比增长 35.7%; 归属于上市公司股东的净利润 6,885 万元, 同比下降 27.19%, 对应 EPS 为 0.43 元。

## 报告摘要:

光伏市场低迷导致产品价格下降, 以量补价初显成效。受到欧债危机及美国“双反”影响, 光伏市场行情持续低迷, 公司产品受其影响价格和毛利率也出现大幅下滑。但随着募投项目逐步投产, 公司减反玻璃销量同比增长了 48% 至 1600 万平米, 从而使公司业绩下滑幅度由一季度的 35% 收缩的半年的 27%, 以量补价初见成效。我们预计公司全年销量有望达到 4000 万平米, 贡献毛利润与去年持平。

收入增长源于产品结构变化。尽管产品价格大幅下跌, 公司营业收入仍实现 35.7% 的增长, 主要由于报告期内产本与售价高的镀膜玻璃产品销售比例大幅度上升, 镀膜加工的比例下降。产品结构变化也导致公司综合毛利率的下滑, 但实际单位平方米毛利润反而会有所上升。

光伏装机持续增长拉动减反玻璃需求, 产品升级保证利润率。尽管光伏产品价格不断下跌, 但新增装机量仍在不断增长, 中国去年装机 2.2GW, 今年预计 5GW, 全球新增装机总量更是高达 34GW, 需要封装玻璃 18588 万平米。目前增透玻璃全球产能约为 8150 万平米, 渗透率在 30% 左右, 随着增透玻璃的降低成本效果将越来越明显, 主要企业产能扩张和下游对该产品的认可, 渗透率有望迅速提升, 有效拉动减反玻璃需求。公司已于 5 月份推出增透率在 3-3.5% 的第三代产品, 领先于市场的技术将有效保证公司较高的利润水平。

双面超薄玻璃光伏组件有望成为推动公司发展的第二代明星产品。公司计划用 2mm 的超白玻璃替换超白压延盖板玻璃和 TPT 基板。双玻技术降低组件成本和组件重量、促进 BIPV 的实际应用范围。公司通过生产出售 2mm 钢化玻璃和自行生产出售双玻组件两种模式开拓市场、释放产能, 预计出售双玻组件 50MW, 增厚利润 5000 万元。

我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 1.43 和 2.06 元, 对应当前股价 PE 为 12.45 和 8.64, 给予公司“买入”评级。

## 建材行业研究组

### 分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

### 沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

## 市场表现



## 股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120229	25,780	6,206.36
20111231	26,681	5,996.78
20110930	46,714	2,568.82

数据来源: WIND

## 一、亚玛顿是光伏减反镀膜玻璃龙头

### （一）率先布局产能，技术领先

2011 年底光伏增透封装玻璃产能 2550 万平方米，2012 年底封装玻璃产能 3150 万平方米，2013 年封装玻璃产能 3750 万平方米。公司透露预计 2012 年可镀膜 4000 万平米，产能利用率非常高。

公司第三代光伏减反玻璃产品已于 5 月份推出，能够提高渗透率 3-3.5%，完全是公司自主研发的工艺，第二代产品的增透率为 2.5%。新产品目前价格每平米增加 2 元，却能给组件厂商增加几十元的收入，市场反应很好。推出三代光伏减反玻璃产品是因为二代价格不断下跌，使企业利润减薄。为了确保产品品质和服务质量，大规模推向市场逐步展开，预计 2013 年年中，公司将全面销售三代产品。三代产品不需要对现有生产线做大的技改，主要是镀膜原材料的变化，但由于工艺要求比较高，生产效率会有所降低。

**图 1-1：公司光伏减反镀膜玻璃产能生产线**

	原产能（万 平方米）	投产时间	技改和新增生产线完成时间	技改后产能
红梅产区				
红梅1线—3线	110	2007年前	2011年，完成募投项目2，通 过技改新增产能200万m2	750
红梅4线	110	2008年		
红梅5线	110	2010年		
青龙厂区一区				
青龙1线-3线	150*3	2009年		450
青龙4线-6线	150*3	2010年		450
青龙厂区二区				
青龙7线-9线	150*3	2011年	2011年，青龙二期工程，新 增6条生产线，每条设计产能 150万m2	450
青龙10线-12线	150*3	2011年		450
截止至2011年产 能合计	2350			2550
2012年				
2012年首发募投项 目新建2条线	300	2012年	2012年，募投项目1中，2条 生产线达产，新增产能300万	300
2012年公司自有资 金新增两条线	300	2012年	300万平米	300
截止至2012年总 产能合计				3150
2013年				
首发募投项目新 建4条线	600	2013年	2013年，募投项目1中，剩余 4条生产线达产，新增产能 600万m2	600
截止至2013年产 能合计				3750

资料来源：公司招股书，宏源证券

公司正在准备开发第四代产品，增透率达到上限 4%。（普通光伏玻璃透光率约为 91.5%，而减反膜只能镀在外表面，因为内表面紧贴 EVA 膜，因此镀膜增透上限为 4%）公司下一步计划研发光伏玻璃的防污、增透红外（散热）功能，以及更先进的将紫外线和红外转成可见光的光转换功能，公司始终引领行业技术前沿。

### （二）镀膜原材料的自主研发和生产：降低成本，定制产品

公司自主研发和生产镀膜材料，一方面成本比竞争对手低：据我们调研得知，公司从日本、韩国厂商外购镀膜材料的售价是 1500 万元/kg，而卖给其他企业的报价达到 2000 万元/kg。公司没有外购镀膜材料采用自产方式，节约了大量成本；另一方面对镀膜材料有深刻的理解，可以根据客户电池的响应曲线，设计镀膜，定制产品，效率达到最高。在镀膜领域，对材料理解的重要性超过了成本。从图 2-5 公司的镀膜加工业务成本构成分析中，可以看出纳米材料和其他材料的成本占比近于 0，节约了大量成本。

**图 1-2：公司镀膜玻璃业务的成本和单价分析**

镀膜玻璃业务成本构成								
项目	2008年		2009年		2010年		2011年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
直接材料	585.8	78.8	5348.4	75.5	19532.2	83.6	16564.7	82.6
其中：玻璃	508.4	68.3	5069.1	71.6	19104.5	81.7	16241.8	81.0
纳米材料	15.5	2.1	43.0	0.6	281.1	1.2	108.3	0.5
其他材料	62.0	8.3	236.3	3.3	146.6	0.6	214.6	1.1
直接人工	63.7	8.6	449.7	6.4	948.5	4.1	878.5	4.4
制造费用	94.4	12.7	1284.1	18.1	2892.0	12.4	2611.4	13.0
<b>合计</b>	<b>743.9</b>	<b>100.0</b>	<b>7082.2</b>	<b>100.0</b>	<b>23372.7</b>	<b>100.0</b>	<b>20056.6</b>	<b>100.0</b>
销量 (万m <sup>2</sup> )	10.3		163.4		558.7		647.8	
<b>单位成本 (元/n</b>	<b>72.4</b>		<b>43.3</b>		<b>41.8</b>		<b>31.0</b>	
营业收入 (万元)	1063.1		12070.1		40443.5		27856.5	
<b>单价 (元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>103.5</b>		<b>73.9</b>		<b>72.4</b>		<b>43.0</b>	
毛利率	30%		41%		42%		28%	

资料来源：公司公告，宏源证券

图 1-3：公司镀膜加工业务的成本和单价分析

镀膜加工业务成本构成								
	2008年		2009年		2010年		2011年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
直接材料	576.6	50.1	381.4	35.4	900.1	34.5	1618.1	24.1
其中：玻璃	341.9	29.7	175.6	16.3	32.5	1.3	22.1	0.3
纳米材料	67.9	5.9	102.0	9.5	534.7	20.5	578.7	8.6
其他材料	166.8	14.5	103.8	9.7	332.9	12.8	1017.2	15.2
直接人工	248.3	21.6	321.2	29.8	1061.0	40.7	2420.1	36.1
制造费用	326.4	28.4	373.8	34.7	645.6	24.8	2668.2	39.8
<b>合计</b>	<b>1151.3</b>	<b>100.0</b>	<b>1076.4</b>	<b>100.0</b>	<b>2606.7</b>	<b>100.0</b>	<b>6705.6</b>	<b>100.0</b>
销量 (万m <sup>2</sup> )	65.1		376.2		1146.6		1976.3	
<b>单位成本 (元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>17.7</b>		<b>2.9</b>		<b>2.3</b>		<b>3.4</b>	
营业收入 (万元)	2173.2		7851.2		18873.5		29644.4	
<b>单价 (元/m<sup>2</sup>)</b>	<b>33.4</b>		<b>20.9</b>		<b>16.5</b>		<b>15.0</b>	
单位镀膜的纳米材料成本 (元/m <sup>2</sup> )	1.04		0.27		0.47		0.29	
单位镀膜的其他材料成本 (元/m <sup>2</sup> )	2.56		0.28		0.29		0.51	
单位镀膜的直接人工费用 (元/m <sup>2</sup> )	3.82		0.85		0.93		1.22	
单位镀膜的制造费用 (元/m <sup>2</sup> )	5.01		0.99		0.56		1.35	

资料来源：公司公告，宏源证券

### (三) 公司已具备稳定客户，财务稳健

公司今年以来大力开拓下游客户，目前在主流光伏组件制造商尚德、天合、晶澳、阿特斯等公司的光伏减反玻璃供应商中排名第一。由于下游组件厂还没有开始赚钱，客户通过汇票方式付款，正常回款期6个月。今年公司逐步引进一些国外客户，回款周期较快。公司为了控制下游客户回款的风险，基本不出售产品给小型光伏组件企业。

表 1-1：主要光伏厂商的生产情况

	尚德	天合
产能	2.4GW	1.5GW
销量	2.1GW-2.5GW	2GW
预计全年价格	0.9 美元/瓦	光伏组件在国内价格的波动幅度很大
对光伏镀膜玻璃的需求	在上游公司中选择最低的报价。	与传统能源相比，价格仍然有下降空间。国内现在有几百家光伏组件企业，最终可能只剩下几十家。

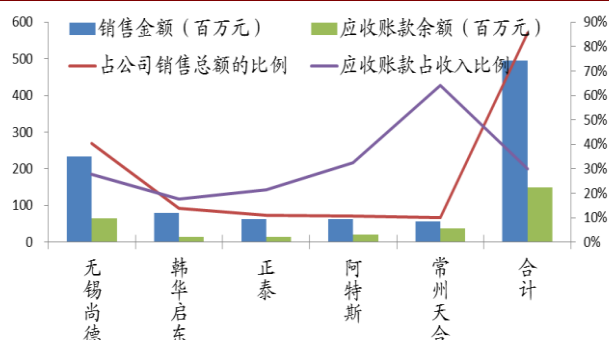
资料来源：公司招股书，宏源证券

尚德产能 2.4GW，预计 2012 年销量 2.1GW-2.5GW，一季度价格 1.2 美元/瓦，预计全年价格 0.9 美元/瓦以下。

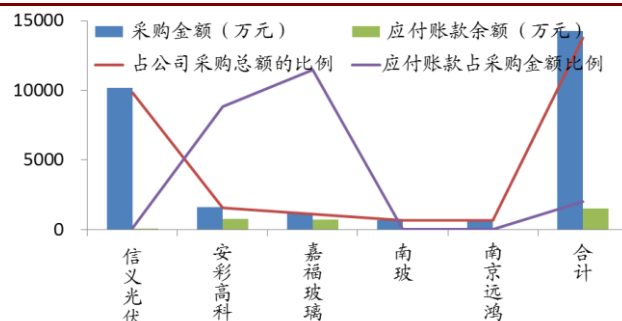
一季度成本 1.05 美元/瓦，预计全年成本控制在 0.75 美元/瓦以内。尚德也存在担忧，公司每年对尚德销售几千万，但尚德今年亏损，资金压力很大。尚德的主要问题是目前管理调整是个艰难期，江苏政府对其支持力度较大。在光伏产业整体亏损的情况下，光伏组件企业只能尽量压低上游价格，在上游公司中选择低报价的公司。

天合表示与亚玛顿有长期合作的意愿，2011 年天合的产能为 1.5GW，一季度销售 380MW，2 季度预计销售 500-530MW，全年预计销售 2GW。光伏组件在国内价格的波动幅度很大，小规模光伏企业为了存续，大幅降价销售，与大厂商价格差别很大。相反的，例如在德国光伏组件销售价格较为平均。

据光伏组件厂商判断，目前组件价格平稳，未来光伏发展主要是装机量的上升，与传统能源相比，价格仍然有下降空间。国内现在有几百家光伏组件企业，最终可能只剩下几十家。最终活下来的应该是产品转化效率高、规模大、管理成本控制好、以及有政府资源的企业。例如江苏政府支持力度很大，拟在国家补贴外再对本地区的上网电价提供补贴。

**图 1-4: 应收账款来源的主要大客户**


资料来源: WIND, 宏源证券

**图 1-5: 应付账款去向的主要玻璃供应商**


资料来源: WIND, 宏源证券

## 二、双玻组件业务带来利润新增长

预计四季度起出售双玻组件 50MW，增厚利润 5000 万元。公司通过生产出售 2mm 钢化玻璃和自行生产出售双玻组件两种模式开拓市场、释放产能，市场上现有的双玻组件的玻璃厚度主要为 3.2mm 或 4mm，而公司正在研制的超薄双玻组件产品的玻璃厚度 ≤ 2mm，该产品的核心技术为超薄玻璃的物理钢化镀膜工艺。钢化技术能解决物理强度问题，公司自身的镀膜技术能保证组件的转换效率不会明显下降问题。

目前超薄玻璃的钢化主要是采用化学钢化的方式，成本高且污染较大，公司与奥地利公司签了排他性协议，对方承诺两年内不能将该设备卖给亚洲的其他厂商，目前国内其他企业无法完成物理钢化。

现在光伏组件的使用寿命为 25 年，主要寿命限制是背板材料塑料老化影响硅片，硅电池本身不存在问题。超薄双玻组件由于背板也使用玻璃，老化速度慢，可以将电池寿命延长至 50 年。

**表 2-1: 公司生产超薄双面玻璃的优势分析**

优势	特点	价格	销量
在光伏建筑上应用非常广泛。	BIPV 具有实用性、重量轻、效率高等优势。	销售价格肯定会高于普通光伏组件产品。	与建筑结合是太阳能光电发展的一个趋势，预计双面玻璃组件市场会进一步扩大。
按现在的组件价格卖，也有超过 20% 毛利率。			公司自有生产双玻光伏组件。
双玻组件使组件重量能下降约 40%。	大大促进 BIPV 的实际应用范围。	光伏支架变轻，成本会有所下降。	极大地推进晶硅电池的大规模应用速度和范围。

物理钢化玻璃的技术壁垒。	目前超薄玻璃主要采用化学钢化的方式，成本高且污染较大。		公司与奥地利公司签了排他性协议，对方承诺两年内不能将该设备卖给亚洲的其他厂商。
背板也使用玻璃，老化速度慢	可以将电池寿命延长至 50 年。		

资料来源：公司招股书，宏源证券

### 三、盈利预测与投资建议

#### （一）今年镀膜销量将达 4000 万平方米

截止至今年年底总产能为 3150 万平方米，上文中已经详细分析生产线情况。预计今年镀膜加工业务销售 3200 万平方米，镀膜玻璃业务销售 800 万平方米。虽然生产线都标记为 150 万平方米的产能，但是实际上至少生产 165 万平方米，且产能利用率可以达到较高水平。改变销售结构后，公司一直满产满销，新增产能将完全被市场消纳，预计今年产销够达到 4000 万平方米。

图 3-1：公司镀膜业务毛利率降低，双玻业务贡献业绩

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
镀膜玻璃						
平均售价（元/平方米）	103.5	73.9	72.4	43.0	35.0	37.0
销售数量（万平方米）	10.2	163.0	559.0	647.8	3,200.0	3,400.0
销售收入（百万元）	10.6	120.4	404.7	278.6	1,120.0	1,258.0
毛利率	30%	41%	42%	28%	25%	30%
毛利（百万元）	3.2	49.9	170.7	78.0	284.5	371.1
镀膜加工						
平均价格（元/平方米）	33.4	20.9	16.5	15.0	11.7	12.0
加工数量（万平方米）	65.1	376.2	1,147.0	1,976.3	800.0	900.0
销售收入（万元）	21.7	78.5	188.8	296.4	93.6	108.0
毛利率	47%	86%	86%	79%	69%	68%
毛利（百万元）	10.2	67.7	162.7	234.2	64.8	73.8
双面玻璃						
平均价格（万元/MW）					580.0	580.0
加工数量（MW）					50.0	100.0
销售收入（万元）					290.0	580.0
毛利率					20.00%	22.00%
毛利（百万元）					58.0	127.6
收入合计（百万元）	32.3	198.9	593.5	575.0	1503.6	1946.0
YOY		284.2%	198.3%	9.5%	161.5%	29.4%
毛利合计（百万元）	15.91	117.96	334.44	324.35	407.3	572.474
综合毛利率	30.6%	59.1%	56.2%	49.8%	27.1%	29.4%

资料来源：公司招股书，宏源证券

#### （二）出售双玻组件 50MW，增厚利润 5000 万元

公司通过生产出售 2mm 钢化玻璃和自行生产出售双玻组件两种模式开拓市场、释放产能。预计盈利预测：12-14 年 EPS 为 1.43、2.06 和 2.36。

图 3-2：分业务盈利预测



项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>镀膜玻璃</b>							
平均售价 (元/平方米)	103.52	73.86	72.39	43.00	35.00	37.00	37.00
膜加镀膜玻璃总产能 (万平方米)			1,650.00	2,550.00	3,150.00	3,750.00	3,750.00
产量 (万平方米)	12.24	187.46	537.34	647.82	3,200.00	3,400.00	3,600.00
销量 (万平方米)	10.20	163.00	559.00	647.82	3,200.00	3,400.00	3,600.00
增长率 (YOY)		1498.04%	242.94%	15.89%	393.96%	6.25%	5.88%
销售收入 (百万元)	10.56	120.39	404.66	278.56	1,120.00	1,258.00	1,332.00
增长率 (YOY)		1040.18%	236.12%	-31.16%	302.06%	12.32%	5.88%
平均成本 (元/平方米)	72.94	43.45	41.81	30.96	26.10	26.10	26.10
销售成本 (百万元)	7.44	70.82	233.70	200.57	835.20	887.40	939.60
增长率 (YOY)		851.88%	229.99%	-14.18%	316.41%	6.25%	5.88%
毛利 (百万元)	3.12	49.57	170.96	77.99	284.80	370.60	392.40
毛利率	30%	41%	42%	28%	25.4%	29.5%	29%
增长率 (YOY)		1489.33%	244.87%	-54.38%	265.15%	30.13%	5.88%
占总销售额比重	32.70%	60.53%	68.19%	48.45%	74.49%	64.65%	56.63%
占主营业务利润比重	23.39%	42.26%	51.23%	25.37%	69.87%	64.79%	58.53%
<b>镀膜加工</b>							
平均售价 (元/平方米)	33.39	20.87	16.46	15.00	11.70	12.00	12.00
膜加工+镀膜玻璃产能 (万平方米)			1,650.00	2,550.00	3,150.00	3,750.00	3,750.00
产量 (万平方米)	65.08	419.06	1,146.57	1,976.30	800.00	900.00	1,000.00
销量 (万平方米)	65.08	376.15	1,147.00	1,976.30	800.00	900.00	1,000.00
增长率 (YOY)		543.92%	173.61%	72.37%	-59.52%	12.50%	11.11%
销售收入 (百万元)	21.73	78.50	188.80	296.44	93.60	108.00	120.00
增长率 (YOY)		261.26%	140.50%	57.02%	-68.43%	15.38%	11.11%
平均成本 (元/平方米)	17.69	2.86	2.27	3.39	3.60	3.80	4.00
销售成本 (百万元)	11.51	10.76	26.07	67.06	28.80	34.20	40.00
增长率 (YOY)		-6.50%	142.16%	157.25%	-57.05%	18.75%	16.96%
毛利 (百万元)	10.22	67.74	162.73	229.39	64.80	73.80	80.00
毛利率	47%	86%	86%	77%	69.2%	68.3%	67%
增长率 (YOY)		562.97%	140.23%	40.96%	-71.75%	13.89%	8.40%
占总销售额比重	67.30%	39.47%	31.81%	51.55%	6.23%	5.55%	5.10%
占主营业务利润比重	76.61%	57.74%	48.77%	74.63%	15.90%	12.90%	11.93%
<b>双面玻璃</b>							
销售收入 (百万元)					290.00	580.00	900.00
毛利率					20.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)					232.00	452.40	702.00
毛利 (百万元)					58.00	127.60	198.00
占总销售额比重					19.29%	29.80%	38.27%
占主营业务利润比重					14.23%	22.31%	29.53%
销售总收入 (百万元)	32.29	198.89	593.46	575.01	1503.60	1946.00	2352.00
销售总成本 (百万元)	18.95	81.58	259.77	267.63	1096.00	1374.00	1681.60
毛利 (百万元)	13.34	117.31	333.69	307.38	407.60	572.00	670.40
平均毛利率	41.30%	58.98%	56.23%	53.46%	27.11%	29.39%	28.50%

资料来源: 各公司公告, 宏源证券

通过上述分析, 我们预测公司2012-2014年的净利润分别为2.29、3.3、3.77亿元, 折合EPS分别为1.43、2.06和2.36元。目前的PE值为12.45, 给予“买入”评级。

附表：公司盈利预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	579	1514	1959	2368	流动资产	1757	2060	2321	2783
营业成本	269	1103	1383	1693	现金	1401	1492	1689	2087
营业税金及附加	7	18	23	28	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	15	42	54	66	应收票据	72	121	157	189
管理费用	44	102	132	159	应收款项	168	299	290	281
财务费用	(4)	(9)	(10)	(11)	其它应收款	1	4	5	6
资产减值损失	8	0	0	0	存货	17	55	69	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	99	88	111	135
投资收益	0	0	0	0	非流动资产	347	549	683	671
营业利润	240	257	376	433	长期股权投资	0	0	0	0
营业外收入	11	11	11	11	固定资产	181	478	619	613
营业外支出	1	1	1	1	无形资产	76	69	62	56
利润总额	250	268	386	444	其他	90	3	3	3
所得税	37	39	57	65	资产总计	2104	2608	3004	3454
净利润	213	228	329	378	流动负债	104	408	506	617
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
归属于母公司净利润	213	228	329	378	应付账款	29	121	151	185
EPS (元)	1.33	1.43	2.06	2.36	预收账款	2	33	41	51
年成长率					其他	73	254	314	381
营业收入	-3%	161%	29%	21%	长期负债	4	0	0	0
营业利润	-10%	7%	46%	15%	长期借款	0	0	0	0
净利润	-2%	7%	44%	15%	其他	4	0	0	0
获利能力					负债合计	109	408	506	617
毛利率	53.5%	27.1%	29.4%	28.5%	股本	160	160	160	160
净利率	36.9%	15.1%	16.8%	16.0%	资本公积金	1537	1537	1537	1537
ROE	10.7%	10.4%	13.2%	13.3%	留存收益	349	554	851	1191
偿债能力					少数股东权益	0	0	0	0
资产负债率	5.2%	15.6%	16.9%	17.8%	归属母公司所有者权益	1995	2201	2497	2838
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债及权益合计	2104	2608	3004	3454
流动比率	16.8	5.1	4.6	4.5					
速动比率	16.7	4.9	4.4	4.4					
营运能力									
资产周转率	0.3	0.6	0.7	0.7					
存货周转率	14.3	30.8	22.3	22.0					

现金流量表				
	2011A	2012E	2013E	2014E
经营现金流	157	310	420	475
投资现金流	(139)	(200)	(200)	(50)

应收周转率	4.9	6.5	6.6	8.3	筹资现金流	60	(18)	(23)	(26)
应付周转率	11.5	14.7	10.2	10.1	现金净增加	78	91	197	398
每股资料 (元)									
每股收益	1.33	1.43	2.06	2.36					
每股经营现金	0.98	1.94	2.63	2.97					
每股净资产	12.47	13.76	15.61	17.74					
每股股利	0.00	0.14	0.21	0.24					

资料来源: 公司公告, 宏源证券



### 分析师简介:

**邓海清:** 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生黎泉宏对报告亦有贡献。

### 机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。