



双规模化效应提振 2013

增持 首次

投资要点:

- 📖 2013年电梯行业增速好于去年
- 📖 募投项目产能逐步释放,布局三角,提升核心竞争力
- 📖 优化整合零部件自给率,保障协同发展
- 📖 在手订单充足,看好保障房订单未来规模化效应

报告摘要:

- **2013年电梯行业增速好于去年。**12年电梯行业增速约10%,新政府城镇化、保障房带来信心,我们判断13年行业好于12年。
- **募投项目产能逐步释放,布局三角,提升市场份额。**重庆工厂1月开工仪式后产能将逐步释放,有助于提升在西南地区的竞争力和市场份额,节省运输费用。
- **优化整合零部件自给率,保障协同发展。**自制件较多是公司竞争优势,特别是核心零部件自制使毛利比同行高3-5%。公司正逐渐优化和整合,为保证规模扩张速度,将自制生产规模较低零部件可能以外协为主。表面来看自制比例会下降,但规模效应提升,核心零部件自制比例提高,既保证关键技术归属公司,又保障所有零部件协同发展。
- **在手订单充足,看好保障房订单未来规模化效应。**2012年末在手订单26亿,新增订单24.6亿。订单中保障房占比从8%升至20%多,看好保障房订单的规模化效应。公司直销比很高,未来保障房安装维保90%左右交给公司做,奠定公司之后服务收入增加基础,鉴于保障房配置比较统一,便于批量化生产,也为安装维保提供了便利。
- **估值与评级。**我们给予2012年、2013年和2014年EPS分别为0.43元、0.51元和0.60元,对应动态PE分别为16倍、14倍和11倍,首次给予“增持”评级。

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1487.81	1675.82	1957.89	2232.47
增长率(%)	11.06%	12.64%	16.83%	14.02%
净利润	122.59	132.82	157.16	186.42
增长率(%)	114.14%	8.34%	18.33%	18.61%
每股收益(BPS)	0.40	0.43	0.51	0.60

机械研究组

分析师:

庞琳琳(S1250209110200)

电话:010-88085971

Email: panglinlin@hysec.com

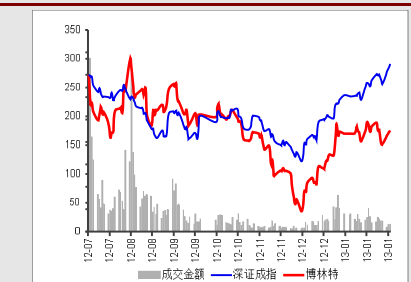
研究助理:

朱颖

电话:010-88085963

Email: zhuying@hysec.com

市场表现



相关研究

- 关注结构性机会,高举个股大旗
04.12
- 结构性机会&选股,整体性机会&
择时
12.11
- 行业仍低景气,精心挑选五个股
10.11
- 结构性与个股机会并存
06.11

本次我们与公司董秘胡志勇对公司及行业的最新情况进行了深入的电话交流沟通。

我们的判断:

2012 年电梯行业增速约为 10%，公司对 2013 年电梯行业增速看的较积极，特别是新政府的城镇化政策、十二五保障房建设带来的信心，比 2012 年要好些。

公司层面，2013 年业绩要好于 2012 年，重庆子工厂完成开工仪式，产能将逐步释放，有助于提升在西南地区的竞争力和市场份额，并节省运输费用；其他募投项目也有助缓解公司产能压力和提升关键零部件和控制系统的自给能力，完善产业链。

公司 2012 年末在手订单约 26 亿，新增订单 24.6 亿。此外，保障房订单总额相对增加，订单中保障房占比从 2011 年不到 8% 升至 2012 年的 20% 多，我们看好保障房订单的规模化效应。另外，由于公司直销比例很高，未来保障房安装、维保很大一部分（90% 左右）交给公司做，这就奠定公司之后服务收入增加的基础，鉴于保障房配置比较统一，便于批量化生产，也为安装维保提供了便利。

公司自制件较多（约 30%）是竞争优势，对公司高毛利是个支撑，特别是核心零部件的自制，公司毛利比同行高 3-5 个百分点。公司正逐渐进行优化和整合。为保证规模扩张速度，将自制生产规模较低零部件可能以外协为主。表面来看自制比例会下降，但规模效应提升，核心零部件自制比例提高，既保证关键技术归属公司，又保障所有零部件协同发展。

我们给予 2012 年、2013 年和 2014 年 EPS 分别为 0.43 元、0.51 元和 0.60 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、14 倍和 11 倍，首次给予“增持”评级。

一、调研内容:

1、公司业绩:

公司简介: 总部在沈阳，2010 年迁到沈阳经济技术开发区。2009、2010、2011 年营业总收入分别为 10 亿、13 亿、15 亿。

股本结构: 公司的股本结构情况如下，控股股东是沈阳远大铝业集团有限公司，实际控制人是康宝华先生。控股股东是一家集建筑幕墙、电梯制造、机电装备为一体的大型国际化企业集团。控股股东直接持有公司股份 1.26 亿股，通过其全资子公司远大铝业（新加坡）有限公司间接持有公司股份 5197.2 万股。实际控制人控制的另一家香港上市公司—远大中国（02789）是有名的玻璃幕墙制造和服务供应商，世界排名在前两名，生产厂区离公司只有 3 条街。其他发起人股东还有福康投资、卓辉投资等 2 个高管持股公司和 2 个风险投资公司。公司 IPO 发行了 7750 万股，目前总股本 3.0988 亿股。

2012 年业绩: 目前公司 2012 年的业绩没有最后整理出来，预计 2012 年全年业绩与 3 季报预告的业绩差不多。

产能利用率: 2010 年 93%，2011 年 98%，2012 年我们整个订单投产以及发货的情况，包括员工几班倒的情况，我相信不会低于 2010 年的水平（93%）。

房地产合作客户: 电梯有地域性，公司地处东北三省，跟东北的主要地产商都有合作。

全国性的地产商例如龙湖地产也是公司的合作厂商。沈阳、辽宁大的几个地产商几乎都有项目使用过公司产品。

高铁相关项目：高铁车站建设没有具体的数据，如果有品牌效应，能够让公司赚到钱，公司还是会参与的。

IPO 募投项目进展：公司上市后，继续秉承公司一直在电梯领域产品的制造与服务，拓展自己的生产、服务能力的宗旨。按照招股说明书的规划逐步推进几个募投项目（包括产业基地升级改造、研发中心建设、营销网络建设）的进程。

招股时，也说明了比较关注的重庆项目，重庆博林特是公司子工厂，2012 年年底开工。预计 1 月 28 号进行开工仪式，产能会逐步释放出来。公司布局重庆，也是主要看中西部城镇化建设在西南、西北的开展，给公司带来订单的增加，加上将来如果在重庆生产的话，从运费节约上这块，也会给我们带来一定的效益。

公司的研发中心建设，目前建立了 4 个研发大楼，已经接近封顶。177 米测试塔正在安装电梯，8 米/秒的电梯马上就会安装，安装后有一个调试过程。估计再有 3、5 个月左右，完成投入使用。

募投项目建设营销服务网络项目也按照募投计划按部就班进行。

2、公司对行业未来发展的看法？今年行业增速有什么看法？

对行业未来看法：大股东进入电梯市场，看重的是玻璃幕墙的相关市场。相对来说，电梯制造在整个房地产建设当中，处于末端。2010 年收入 13 亿，增长 35%。2011 年收入 15 亿，增长 11%。

2013 年管理层做预算相对看好，比 12 年要好。2012 年年初做预算的时候，大家比较谨慎，对 2012 年的业绩预告情况也比较谨慎。新一届中央政府推出城镇化的政策，促使公司管理层对电梯行业做出比上一年好一些的判断。

2013 年行业增速：市场部对 13 年看的较积极，特别是城镇化、保障房带来的信心。

2013 年公司基本面情况判断：公司在整个战略方面，一个方面是完善募投项目，另一方面是重庆工厂产能的扩展与提升。海外办事处的建设也逐渐提到日程上来。时机成熟的时候，建设海外工厂，把公司产能扩大到一些发展中国家或者相对来说制造方面低一些的国家去。整个公司的管理层对 2013 年的业绩判断，也是强于 2012 年的。特别是近期城镇化建设政策出台之后，公司各领导更坚定了这方面的信心。

3、订单情况

在手订单：公司 IPO 时在手订单共 25 亿（截至 2011 年年末）。2012 年末在手订单在 26 亿左右（当年确认订单收入没有出来，再加上作废订单）。也就是说，公司目前比 2011 年年末增加 1 亿左右订单。

新增订单：2012 年新增订单 24.6 亿。经济适用房订单总额相对增加，2011 年订单中经济适用房占比不到 8%，2012 年达到 20% 多。保障房订单，毛利率略低但具有规模化效应。另外，由于公司直销比例很高，未来保障房安装、维保很大一部分（90% 左右）交给公司做，这就奠定公司之后服务收入增加的基础，因为经济适用房配置比较统一，便于批量化生产，也为安装维保提供了便利。

2013年订单: 公司正在再做预算, 最后结果没有出来。但是公司管理层比较有信心, 这个数据等最后定完之后, 根据情况在年度报告里面给大家披露。

4、旧楼加装电梯

一定会给公司带来增长空间的。公司自有品牌已经开始改造, 包括旧房的加装, 比如沈阳原来的9层左右的老楼相当一部分没有电梯, 但是随着人口老化, 这方面的需求趋势越来越明显。现在主要的问题, 还是谁出这个钱的问题。沈阳当地出了一个文件, 就是旧楼加装电梯和资金的办法, 可以详细了解一下, 其他地区也有文件。

公司已经在接一些合同, 没有区分是加装还是改造, 已经有几十台的订单。这块也是一个增长点。

这个还是有区域性的影响, 因为电梯的投标首先看中不但提供产品, 还有后续的安装维保服务都是看中的。所以在当地有子公司或者专门厂商会更好。但假设在珠三角地区没有工厂, 并不是说没有参与机会。刚才说到保障房, 苏州保障房的建设公司也有中标。

加装电梯与其他电梯的价格差别肯定有, 但不是很大。一般旧楼都不是高档小区。电梯配置不会很高, 因此价格也相对较低。

5、国际市场

至于国际战略, 公司会在适当时机, 在印度建物流中心, 包括生产功能。在巴西、俄罗斯等地会适当建一些生产中心或者是物流中心。

国际的拓展, 公司现在已有秘鲁、蒙古、新加坡、巴布亚新几内亚、澳大利亚、摩洛哥、德国子公司。下一步在主要发展中国家, 包括偏远国家, 包括朝鲜、西伯利亚等地, 都会考虑建办事处, 这块国际贸易部门正在做一些调研。

6、成本因素

公司未来固定成本会进一步加大, 2011年固定成本是增加的, 2012年、2013年会加大, 因为募投项目是逐步投入的, 不会一下子释放产能。特别是公司的营销网络加上研发中心, 不会带来产能的充分提升。所以说我们固定成本当年会增长。

成本降低还是有空间的。 一是对一些零部件进行分析, 某些核心零部件外协转自制, 要在保证质量和分析成本的前提下, 进行这方面的调整。这是对固定成本方面的分析。除固定成本这块, 变动成本相对来说, 人工和制造费用会降低 (一般来说不会变化, 但规模化上来后, 人数增加, 但不会和生产能力增加同比例, 所以说人工和制造费用会降低)。当然公司也采用其他的控制方法, 包括大宗原材料的团购, 与大型原材料供应商签订供应合同, 相关一系列工作都有专门部门在做。

曳引机价格: 公司在逐步进行自制, 2010年单价大约1w5, 2011年大约1w4, 2012年单价在降低。2012年磁钢价格在降低, 特别是4、5月后, 曳引机的价格在下降, 单台有2k的降幅。但2k不会完成放到当年的收入来, 因为要按照顺序执行合同。当年计入收入的电梯对应的曳引机不见得就是当年采购曳引机的成本。但未来会给公司毛利带来一个提升, 大概会带来1%左右的毛利提升。

7、预付款情况

保障房占比提高，目前预付比例是什么情况？普遍合同一般情况下，签订合同之前或者期间交定金。保障房相对来说差一些，可能定金很少或者就没有定金了。一般定金占整个合同 3-5%，所以基于这个情况，公司预收款就不太好。按照招股 2011 年、2012 年的情况来看，预收款应该增加。但是基于保障房公司的预收款可能有增长，但是不会增长太多。

签合同同时，大约是签合同前付 3—5% 定金，投产时再交 10%—25%，发货再交 30% 左右，到 55-60%。安装款+安装回款 35%，剩下的 5% 是质保金。

8、预收款情况

2012 年预收款大约 2.5 亿元。公司本身今年的合同执行情况和签订情况，今年本身保障房项目是有所增加的，由政府引导，这块预收条件就不如商品房要好些。加上我们 2011 年、2012 年冻土期相对来说时间比较长，公司合同完工情况 12 年全年和 2011 年全年比相差不多。

9、2012 年招标合同单价略微下降原因：

一是产品结构，是经济适用房占比提高，对电梯要求不高，产品价格低，拉低整体的价格。

二是当年确认收入中的地铁，数量比较少。而地铁单体价格高，但数量占比少，所以拉动扶梯平均价格下降。

虽然单价略微降低但利润率没有降低。主要是原材料价格下降，且公司部分零部件由外协改自制，平均成本有所降低，所以保证整个毛利没有太多变化。总结的话，平均价格有所降低，这样有利于产品在市场的竞争能力。但利润率没低，同时也保证了产品的利润情况。

10、公司自制比例？行业中采用垂直产业链整合的和外协性为主这两种模式优劣势比较？公司未来自制比例有下降趋势？

2011 年外购件比例在 70% 多，原材料大约比例占 15-17%。公司自制件比较多是一个优势，但只是核心零部件自制。电梯本身产品是一个机电一体化产品，需要零部件比较多。像门机、曳引机等都是公司自己生产，给公司高毛利提供保障，比同行业毛利高 3-5 个百分点。

自制对公司高毛利是个支撑，特别是核心零部件的自制。公司逐渐进行优化和整合。非关键零部件，外协能规模提供且质量稳定、保障工期的，公司会进行外购或者外协。外协也会带来问题，比如工期、质量的问题。公司会派公司的质检员到外协进行驻地检查，抽检、全检相结合，在一定时间内来保证零部件的质量，但这相对来说对公司有一个成本提升因素的。因此不应笼统说自制还是外协好，更重要的是成本因素和质量因素，如果保证质量的话，哪个成本最低，对公司最有利，就会采用哪种方式。

公司正在优化整合分析，公司在东北区域外协的能力比较强。公司对外协和自制进行一个整合。保证质量和工期的情况下，筛选外协厂商。达到公司的条件，把没有规模化

优势的零部件逐步进行外协，从而保证公司既有订单的生产能力。

公司以后为保证规模扩张的速度，公司自己生产规模比较低的零部件以后可能以外协为主。表面来看，自制比例可能会下降，但是规模效应会提升，核心零部件自制比例要保障提高。因为核心零部件自制既能保证关键技术在公司手里，又能保证所有零部件协同发展。

11、公司在具体项目竞标过程中，除了价格上，还有什么样特色？

服务优势：公司服务上比较有区别。公司自制配件非常多，招股书上披露得非常详细。公司安装维保服务占收入 11.6%，毛利率于电梯毛利率。

区域化优势：民族品牌跟进口品牌比，更有区域化优势，特别是保障房项目。保障房要求性价比高，政府主导项目，出于支持本土企业等目的更喜欢用民族电梯，首先可能民族品牌有价格优势。比如说辽宁区域的保障房项目，更愿意给辽宁地区的民族品牌的电梯服务商。因为包括服务自身能力、安装能力、维保能力可能相对更好一些。当然也不排除区域外的，比如说我们在苏州地区也中了保障房项目，包括我们在其他区域也有中标保障房项目。

特别是城镇化进程加速，给民族品牌带来的机遇会更多。比如说现在的二、三线城市，他们面临的城市建设机会更多一些，给我们电梯产品带来的服务机会也更多。公司也是基于这些分析和判断，在重庆购买了 177 亩地，现在已经开始投产。西北、西南地区的保障房项目、普通住宅项目，原来签合同，在东北提供服务，运费费大约要 2 万元左右。现在建立了重庆子工厂可以省 2/3 的运费。这是未来预期给公司带来利润增长点，因为本身的合同价格锁定了，这样更降低成本。

还包括外协加工的优势：特别是像公司在东北老工业基地，产业化程度比较高，包括公司外协提供配件能力比较强，电梯核心在零部件，核心零部件的协同发展很重要。这点要强于国外品牌。

基于这几个方面，相信民族品牌应该来说有巨大的发展空间。同行业上市公司也在抓紧做好自己服务，包括研发、做市场、提高知名度。公司也愿意跟兄弟单位一起，做好进口替代，来提升民族品牌的竞争力。

12、公司未来发展规划

这个涉及到战略问题。公司首先来说，国内布局会增加一些工厂，国际上也会有布局，公司在调研，可能有的国家会较快的实施。

第一，本身产品有地域性，公司会在重点区域建设。最起码安装、维保平台要有，来加强当地的服务能力。这也是我们包括兄弟公司在募投项目以及超募项目的一个重点考虑因素。

第二，技术上，公司中高速电梯马上进行安装调试，这个技术本身有，要变产品化。至于参不参与这块市场，参与多少？要看和一流电梯供应商竞争到什么程度和投入多少。进行综合分析，进行布局。还需要再策划。

第三，管理上，实际控制人很有方法，能在玻璃幕墙做到数一数二，相信在电梯行业一定也会做出成绩来回报投资者。

13、国内电梯行业进口替代空间挺大，内资品牌的替代优势有哪些？价格？核心部件是不是外资品牌更占优势？靠什么替代外资品牌 80% 的市场份额？

与外资品牌差距：实际上我们国内的电梯厂商，特别是上市的同行业内资公司，在中低速电梯与国际一线品牌技术上基本没有差别。但是在超高速电梯上跟国外比有差距。这是首先我们需要承认的。

内资品牌销售定位：中低速电梯，行业内三家基本覆盖这一领域的所有产品，中速也正在研发。而高速上，各家也正在投入研发，像康力在 7 米/秒研发成功，公司也有 8 米/秒的电梯就要测试。整个电梯的技术关键在核心零部件，核心零部件的协同发展，才决定了电梯整体水平的提高。目前公司有先进门机技术、安全部件技术、控制技术，也收购了变频技术最好的生产商之一的瑞典依尔通 AB 公司 Emolift 技术，2012 年末已生产 200 多台。相关产品已经逐步投入到整个公司的全部产品当中，进行综合的测试。

与内资品牌相比：公司与其他民族品牌相比，在招股书中披露了在法兰克福机场 AIRRAIL 中心项目应用的矮底坑技术，这个技术在世界上不超过 3 个国家掌握，目前这个技术投入研发后，对公司产生了经济效益。

为进口替代做的准备：国内的电梯公司为替代外资品牌，都投入了高速度的电梯研发建设。相信经过低速电梯的技术积累和市场积累，慢慢会打开中高速的电梯市场。

更关键是，大众对进口品牌，在认知度上觉得进口的好，有个品牌效应。比如说某知名电视机厂商电视做得好，同时也生产电梯。大家可能感觉相关一系列东西都很好，但是具体到电梯领域，该厂商生产的电梯不一定是好的。公司包括国内的电梯品牌都面临两个问题，一个是做好服务，另外一个技术，拓展海外市场，做好自己的品牌建设，市场对电梯整个品牌的认知度才会逐渐的提升。

当然民族品牌性价比上比进口要好一些。竞争时，公司价格相对来说比国外品牌要有竞争优势，公司与国际一线品牌如奥蒂斯电梯比，价格一般比同型号低 15-20% 左右。但公司比民族其他品牌价格要高一些，这种价格定位也是跟市场对公司的认可程度相关联。

完全进口替代需要多久？进口替代的市场，有个漫长的发展过程。毕竟是机电一体化的产品，他需要在关键核心零部件要做到协同的发展效应。实际上做出提升速度快的电梯很容易，但安全性、舒适度需要各个零部件进行协同发展。公司 177 米的试验塔，是世界第二，亚洲第一高的。随着它投入使用，公司相信在核心零部件研发上，会给市场上带来一个更好的服务。

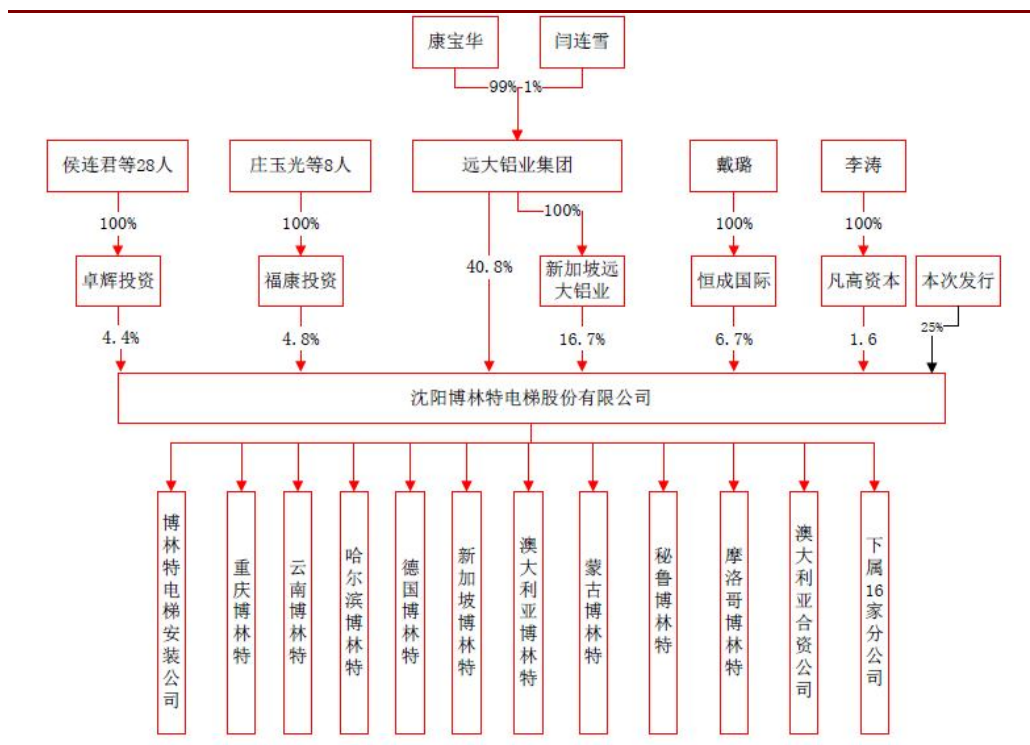
二、公司基本情况：

公司成立于 2001 年 9 月，依托母公司远大集团的支持，从成立起便坚持“三自”（自主品牌、自主市场网络、自主核心技术）和“三位一体发展”（国际、国内、配件一体发展）的经营模式，经过 10 多年的发展，目前已成为集电梯产品的设计、制造、安装、维保售后服务及重要零部件制造为一体的全产业链经营模式的电梯企业。2011 年国内电梯市场占有率约为 1.9%，在国产品牌中名列前茅。

公司主要产品包括垂直升降电梯、扶梯、自动人行梯以及重要零部件等，2011 年直

梯和扶梯占总收入比为 78.3%，安装维保服务占 11.4%。凭借地理位置优势，东北和华北一直是公司的主要销售市场，公司亦积极扩展海外市场，2011 年海外收入占比达到 20.5%。由于公司零部件自给率以及直销比例较高，公司总体毛利率维持在 27% 以上的较高水平。

图 1: 公司 IPO 后股权结构图



资料来源：公司报告、宏源证券

附表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1487.81	1675.82	1957.89	2232.47
增长率 (%)	11.06%	12.64%	16.83%	14.02%
归属母公司股东净利润	122.59	132.82	157.16	186.42
增长率 (%)	114.14%	8.34%	18.33%	18.61%
每股收益 (EPS)	0.40	0.43	0.51	0.60
每股经营现金流	0.46	1.45	-0.26	1.56
销售毛利率	29.06%	29.00%	29.08%	29.31%
销售净利率	8.24%	7.93%	8.03%	8.35%
净资产收益率 (ROE)	22.66%	19.71%	18.91%	18.32%
投入资本回报率 (ROIC)	18.94%	16.36%	23.27%	20.51%
市盈率 (P/E)	17	16	14	11
市净率 (P/B)	4	3	3	2

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1487.81	1675.82	1957.89	2232.47
减: 营业成本	1055.48	1189.77	1388.46	1578.20
营业税金及附加	12.06	13.58	15.87	18.10
营业费用	153.07	196.07	238.86	276.83
管理费用	105.79	119.15	139.21	158.73
财务费用	14.70	0.98	-9.40	-18.69
资产减值损失	17.81	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	127.96	156.26	184.90	219.31
加: 其他非经营损益	17.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	145.84	156.26	184.90	219.31
减: 所得税	23.24	23.44	27.73	32.90
净利润	122.59	132.82	157.16	186.42
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	122.59	132.82	157.16	186.42

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	187.86	379.33	496.59	910.26
应收和预付款项	552.60	19.01	648.74	112.43
存货	343.07	316.92	453.28	422.17
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	399.32	348.46	297.60	246.74
无形资产和开发支出	249.91	244.45	239.00	233.54
其他非流动资产	0.99	0.99	0.99	0.99
资产总计	1733.74	1309.15	2136.20	1926.13
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	719.25	421.85	906.67	602.72
长期借款	200.00	0.00	92.53	0.00
其他负债	213.36	213.36	213.36	213.36
负债合计	1192.62	635.21	1212.57	816.08
股本	232.38	232.38	232.38	232.38
资本公积	225.10	225.10	225.10	225.10
留存收益	83.64	216.46	373.62	560.04
归属母公司股东权益	541.12	673.94	831.11	1017.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	541.12	673.94	831.11	1017.52
负债和股东权益合计	1733.74	1309.15	2043.67	1833.60

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	143.73	449.37	-80.28	484.42
投资性现金净流量	-189.69	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	43.83	-257.90	197.54	-70.75
现金流量净额	-2.32	191.47	117.26	413.67

作者简介:

庞琳琳: 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011 年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作 5 年。

主要研究覆盖公司: 新研股份、天立环保、森远股份、航空动力、长荣股份、巨星科技、时代新材、杭氧股份等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。