

# 模式优异的城镇化实践者

## 买入 首次

目标价格：31.40元

### 事件：

公司公布了2012年财务数据，公司实现营业收入120.77亿元，同比增长55.03%；实现归属于上市公司股东的净利润17.84亿元，同比增长31.34%；实现基本每股收益2.02元。公司拟向全体股东每10股派发现金股利2.30元（含税）。

### 对此，我们点评如下：

- **公司2012年销售首过200亿元。**报告期内，公司销售额共计211.35亿元，较上年同期增长28.09%。其中，园区开发业务结算回款30.16亿元，产业新城业务签约销售面积222.56万平，销售额144.91亿元，城市地产签约销售面积51.28万平，销售额35.18亿元。公司计划2013年销售280亿元。
- **园区项目拓展到14个，签约企业持续增加。**公司新拓展5个园区进行产业新城的开发建设，分别位于河北香河、辽宁沈阳苏家屯、江苏无锡、江苏镇江和河北固安。固安工业区新增签约入园企业20家，新增签约投资额127亿元；大厂园区新增签约入园企业1家，新增签约投资额6亿元；怀来工业区新增签约入园企业3家，新增签约投资额20.9亿元；苏家屯工业区签约入园企业4家，签约投资额22亿元。
- **重构组织，布局长远。**2012年，在明确战略的基础上，公司对业务管理架构进行了优化调整，建立了“总部-大区分公司-片区”三级组织架构，成立了固安、廊坊、大厂、沈阳和环上海五个大区分公司，由大区分公司总经理对大区域、产、住、服、运等各方面的经营成果负责，做实了大区这一最小业务单元，为公司增强区域竞争力、实现快速跨区复制奠定了组织基础。

### 房地产行业研究组

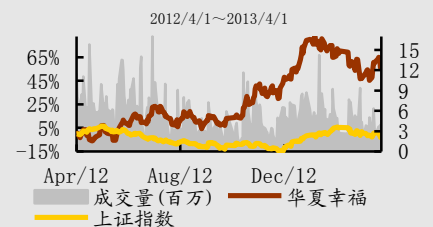
#### 分析师：

洪俊骅 CFA (S1180513030001)

电话：021-51782232

Email: hongjunhua@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《保利地产2012年投资者交流会纪要》

2013/3/28

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	7790	12077	15700	20410	26533
增长率	2983.79%	55.03%	30.00%	30.00%	30.00%
归母净利润(百万)	1358	1784	2311	2942	3781
增长率	61212.46%	31.34%	29.59%	27.29%	28.49%
每股收益	2.31	2.02	2.62	3.34	4.29
当前市盈率	10.55	12.05	9.30	7.30	5.68

- **看好中国城镇化的进程。** 公司认为城镇化是中国经济未来几十年最大的发展潜力，产业新城和城市产业综合体不仅满足“集约、智能、绿色、生态”等新型城镇化的基本要求，更添加了文化要素和幸福理念，通过“产业促进、城市建设、住宅开发、城市运营”四大业务板块的体系化发展，致力于成为中国特色新型城镇化的最佳实践者。
- **城市地产毛利率有所下滑，应收账款增加较多。** 房地产业务毛利率为 22%，较 11 年下降 6 个百分点，园区住宅毛利率为 36%，比 11 年下降 1.7 个百分点。另外公司应收账款为 14 亿元，较年初增加 11 亿。
- **现金流情况良好，2013 年业绩锁定性强。** 公司经营性现金流仍然为正，为 2.18 亿元，说明公司财务管理非常优异。另外预收账款由 2011 年底的 169.6 亿元增长至 242.5 亿元，为今年的业绩奠定了良好基础。

## 一、公司概况

华夏幸福置业股份有限公司，成立于 1998 年 7 月 10 日，注册地为河北省廊坊市，2002 年，公司开始转型做开发区运营，2011 年实现借壳“ST 国祥”上市。公司 15 多年来专注于为政府提供工业园区的开发、建设、招商、运营和管理的园区开发一体化服务。

公司具体业务分为两大类，一是房地产开发，分为园区地产和城市地产的住宅项目的开发；另一业务则是整个园区的区域开发和运营服务业务，包括园区的基础建设、土地整理、工业厂房的建设、招商引资以及企业入园后的物业管理，近年来公司也逐渐进入一些新兴产业的投资业务，如医药等。

公司的控股股东为华夏控股，控股比例 68.88%，最终控制方为王文学先生。

**表 1: 公司历史沿革及发展历程**

序号	时间	内容
1	1998 年 7 月 1 日	华夏房地产开发有限公司正式成立，注册资本 200 万元，其中王文学出资 160 万元，占注册资本 80%，廊坊市融通物资贸易有限公司出资 40 万元，占注册资本的 20%
2	1998 年 10 月 1 日	“华夏花园”开盘销售，开启华夏城市地产事业领域
3	1999 年 8 月 1 日	华夏物业管理有限公司正式成立
4	1999 年 12 月 1 日	第一次增资，由王文学、廊坊市融通物资贸易有限公司以实物对华夏地产增资 1800 万元，华夏地产注册资本增值 2000 万元
4	2001 年 3 月 1 日	廊坊市融通物资贸易有限公司将其所持有的华夏地产 20% 的股权转让给郭绍增。
5	2002 年 6 月 1 日	固安工业园区奠基成立，开启开发区投资运营事业领域
6	2002 年 6 月 1 日	三浦威特园区建设发展有限公司成立
7	2004 年 2 月 1 日	第二次增资，廊坊开发区东方皇冠会议中心有限公司作为新股东以土地向华夏地产投资 1 亿元，其中 3000 万元用于增加注册资本，7000 万元作为投资溢价计入资本公积。本次增资后，廊坊开发区东方皇冠会议中心有限公司持有华夏地产 60% 股权，王文学持有 32% 的股权，郭绍增持有 8% 的股权
8	2006 年 3 月 1 日	固安工业园区被河北省人民政府批准为省级开发区
9	2006 年 9 月 1 日	孔雀城一期盛大开盘，创立生态小镇连锁品牌
10	2006 年 9 月 1 日	第二次股权转让及第三次增资，郭绍增将其股权无偿转让给王文学，廊坊开发区东方皇冠会议中心有限公司以土地向华夏地产增资 2000 万元，王文学以货币资金向华夏地产增资 3000 万元，华夏地产注册资本增至 10000 万元，本次股权转让

让和增资完成后，王文学持有华夏地产 50% 的股权，廊坊开发区东方皇冠会议中心有限公司持有 50% 股权

11	2007 年 5 月 1 日	大厂潮百合工业区正式签约
12	2007 年 5 月 1 日	大厂鼎鸿投资开发有限公司成立
13	2007 年 10 月 1 日	公司被建设部批准为房地产开发一级资质企业
14	2007 年 10 月 1 日	第三次股权转让，廊坊开发区东方皇冠会议中心有限公司将其持有的全部股权分别转让给东方银联 47%、王彦军 3%，王文学将其持有的华夏地产 26% 的股权分别转让给东方银联 8%，郭绍增 3%，廊坊幸福基业投资有限公司 15%，本次股权转让完成后，各股东持股比例变更为：王文学占 24%，郭绍增占 3%，王彦军占 3%，银联占 55%，廊坊幸福基业投资有限公司占 15%
15	2007 年 12 月 1 日	华夏地产评估基准日即 2007 年 10 月 31 日的净资产值扣除评估增值部分应缴纳的税金后，按照 1:0.66 折股，整体改制为股份公司，改制后，公司总股本为 10.5 亿元，公司名称变更为“华夏幸福基业股份有限公司”
16	2008 年 9 月 1 日	华夏幸福基业接受怀来县委县政府的委托，开发建设怀来生态新城
17	2009 年 12 月 1 日	随着大运河孔雀城、潮白河孔雀城、八达岭孔雀城的推出，形成了“一个北京城、四个孔雀城”的连锁品牌
18	2010 年 5 月 1 日	大卫城一期盛大开盘，创立京郊轻轨新城连锁品牌
19	2011 年 9 月 1 日	公司在 A 股通过借壳 ST 国祥重组上市
20	2012 年 12 月 2 日	公司名称变更为：华夏幸福基业股份有限公司。经营范围变更为：对房地产、工业园区及基础设施建设投资；房地产中介服务；提供施工设备服务；企业管理咨询；生物医药研发

资料来源：公司公告、宏源证券

## 二、优异的“园区开发运营+房地产开发”模式

公司将自身的主营业务收入分成了产业新城开发建设以及城市地产两块。具体业务细节可见表 2。

从公司的最近两年的业绩体现来看，地产业务主要体现在下半年释放业绩，而园区业务主要体现在上半年释放业绩。园区业务中产业发展服务是最主要和盈利最高的收入来源，而地产业务则是公司现金回笼的重要渠道。

表 2：华夏幸福业务一览表

行业分类	细分	描述	行业盈利模式	结算时间（估计）
园区行业	产业发展服务	对委托区域内的工业园区进行宣传、推广和招商引资等	园区管委会对上一年度新增招商引资落地投资额 45% 返还或类似政策	每年 2 季度
	基础设施建设	在委托区域进行道路、供水、供电、供暖、排水设施、公共项目等基础设施建设	园区管委会每年与企业结算上一年度竣工的单个基建项目，管委会按照基建成本加成 10% 或者 15%（园区之间有区别）作为委托费用支付给公司。	每年 2 季度
	土地整理	一级开发		
	综合服务	自有工业厂房、仓库、土地的租赁或出售等		
	物业管理服务	传统意义上的物业管理	管理费	
房地产行业	园区住宅配套	园区内配套房地产住宅开发	快速周转模式	一般而言每个季

业	城市地产开发	公司在园区外区域的房地产项目开发	快速周转模式	度都有, 2、3、4 季度占比较多
---	--------	------------------	--------	----------------------

资料来源: 公司公告、宏源证券

公司的各项业务毛利率如下, 可以发现, 产业新城业务是公司毛利率最高的业务, 而地产业务毛利率一般, 下文会提到, 这主要是为了快速销售实现现金回笼。

**表 3: 公司各项业务营收毛利一览表**

2012 年	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率
产业发展	15.46	0.68	95.61%
<b>基础设施</b>			
土地整理	20.60	15.36	25.46%
综合服务	0.36	0.26	29.01%
物业管理	0.33	0.17	49.40%
园区住宅	65.96	42.16	36.08%
城市地产	17.13	13.36	22.03%

资料来源: 公司公告、宏源证券

## (一) 园区开发运营

目前公司有 13 个园区, 未来公司还将不断积极拓展新的园区, 从未来的发展趋势看, 公司将在 23 线城市积极寻找更加多的发展机遇。今天公司已经和武汉市黄浦区人民政府签订战略合作意向协议, 预计 13 年公司将会有阶段性进展。

**表 4: 华夏幸福现有工业园区一览表**

园区级别	园区名称	签约时间	权益	规划面积(平方公里)	首期规划面积(平方公里)	委托期限(年)	园区定位	结算方式
省级	固安新兴产业示范区	2012	51.00%	86.74	—	50	电子信息、汽车零部件、装备制造、生物医药	按投资比例进行收益分配。甲方委托区域内所产生的财政收入的县级留成部分作为支付新公司垫付的投资及投资回报的资金来源, 全部安排支付新公司于区域开发建设的各项支出
省级	大厂潮白河工业园(含大厂新兴创业示范区)	2007	100.00%	83.15	16	50	石油装备、新能源	基建、土地整理 10%, 产业发展按照落地投资额 45% 返还
	张家口怀来生态园	2010	100.00%	121.72	7.4	50	科技、新能源、新材料、旅游	基建、土地整理 15%, 产业发展按照落地投资额 45% 返还
	香河园区	2012	—	40	—	—	汽车产业园	未披露
	承德滦平县金山岭长城文化旅游园区	2012	100.00%	225	—	50	休闲时代长城度假运动旅游	未披露
	廊坊广阳九州现代经济区	2011	100.00%	15	—	—	现代服务业	未披露
	河北秦皇岛昌黎	2011	100.00%	15	—	—		未披露

黎园园

沈阳沈北蒲河智慧产业园区	2011	100.00%	10	5	20	“国际科技城”、“活力智慧核”、“生态宜居地”	未披露
沈阳于洪园区	2011	100.00%	—	—	—	智慧产业、科技创意、商务商业、生态栖居	未披露
沈阳苏家屯区	2012	100.00%	34.85	10	30		基建、土地整理 15%，产业发展按照落地投资额 45% 返还
青岛河套街道区域整体合作开发项目	2012	—	8	—	—		未披露
江苏无锡南长区	2012	100.00%	3.52	0.93338	15	感知设备、精密设备制造园	合作开发区域内所新产生的收入的区级留成部分优先支付乙方各具体委托事项投资成本及保本收益（税后 10%）后，剩余部分按照 45% 的比例支付乙方，作为乙方进行各项具体委托事项的投资回报。
镇江市京口区大禹山创意新社区	2012	100.00%	2.5	0.6667	15	高端制造、智慧服务科技园	合作开发区域内所新产生的收入的区级留成部分优先支付乙方各具体委托事项投资成本及保本收益（税后 10%）后，剩余部分按照 46% 的比例支付乙方，作为乙方进行各项具体委托事项的投资回报。

资料来源：公司公告、宏源证券

## （二）房地产开发

目前公司项目主要分布在河北廊坊、北京、青岛、沈阳、镇江、无锡等。

**表 5：公司房地产项目一览表**

项目名称	省份	城市	城市所在区域	物业类型	土地面积 (万平)	规划建筑面 积 (万平)	容积率	权益
永定河孔雀城（5-8 期）	河北省	廊坊市	固安县	普通住宅	102.50	123.46	1.20	100%
固安大卫城（1-6 期）	河北省	廊坊市	固安县	普通住宅	106.68	215.43	2.02	100%
固安孔雀英国官	河北省	廊坊市	固安县	普通住宅	38.45	82.31	2.14	100%
固安孔雀海	河北省	廊坊市	固安县	普通住宅	22.21	49.95	2.25	100%
北关新村	河北省	廊坊市	固安县	普通住宅	5.11	14.60	2.86	100%
北关新村安置房	河北省	廊坊市	固安县	普通住宅	4.03	6.40	1.59	100%
潮白河孔雀城（2-7 期）	河北省	廊坊市	大厂县	普通住宅	69.84	84.20	1.21	100%
孔雀庄园	河北省	廊坊市	大厂县	普通住宅	20.00	33.68	1.68	100%
潮白河孔雀英国官大卫城（1-3 期）	河北省	廊坊市	大厂县	普通住宅	7.00	18.11	2.59	100%
八达岭孔雀城（1-2 期）	河北省	张家口市	怀来县	普通住宅	52.80	19.39	0.37	100%
文登项目	河北省	威海市	文登市	普通住宅	9.00	6.01	0.67	100%
第九园兰亭	河北省	廊坊市	西环路武警学院	普通住宅	7.16	18.41	2.57	100%

南侧								
华夏铂宫	河北省	廊坊市	北凤道北	普通住宅	6.47	19.38	3.00	100%
幸福城朗园	河北省	廊坊市	广阳区	普通住宅	7.33	28.36	3.87	100%
幸福城雅园	河北省	廊坊市	广阳区	普通住宅	9.24	22.90	2.48	100%
欣园安置房	河北省	廊坊市	广阳区	普通住宅	10.29	31.13	3.03	100%
幸福城润园	河北省	廊坊市	广阳区	普通住宅	18.33	46.18	2.52	100%
廊坊云天楼项目	河北省	廊坊市	规划路二以南, 北 凤路以北	普通住宅	10.08	33.46	3.32	100%
四合庄 1516-25、27 地块	北京市	北京市	丰台区	商业	3.11	13.97	4.49	100%
津武(挂)2012-118 号地块,	天津市	天津市	武清区	商住	17.28	19.01	1.10	100%
锡国土(经)2012-81	江苏省	无锡市	南长区扬名大道 与芦中路交叉口 西北侧	商业	9.43	26.40	2.80	100%
锡国土(经)2012-82	江苏省	无锡市	南长区扬名大道 与芦中路交叉口 西北侧	商业	1.70	5.95	3.50	100%
2012-8-5 号新华村地块	江苏省	镇江市	北至学府路, 东至 京九路	商住	12.82	30.00	2.34	100%
SJT2012-40 号地块	辽宁省	沈阳市	苏家屯区	商业	2.53	2.53	2.53	100%
SJT2012-41, SJT2012-44 号	辽宁省	沈阳市	苏家屯区	商住	15.65	19.91	1.27	100%

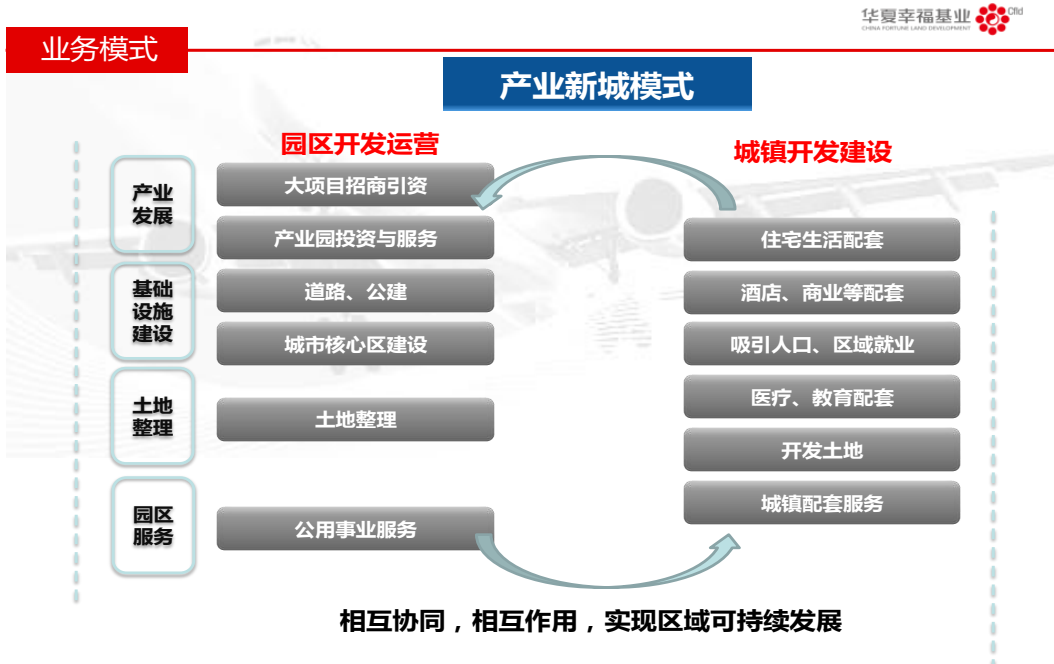
资料来源: 公司公告, 宏源证券 (部分项目可能未计入)

相比其他地产公司, 公司的土地储备并不多。截止 2012 年末, 公司期末储备开发用地规划建筑面积 468 万平方米。但土地储备不多, 并不代表公司的获取土地能力不强, 相反, 正因为有了园区运营开发的巨大优势, 公司可以不急于储备大量的土地, 可以在最合适的时机出手, 目前公司的土地储备足够公司开发 2-3 年。

### (三) “园区开发运营+房地产开发”的协同效应

公司的园区开发运营需要在前期投入大量的资金, 而园区的资金可以实现正回笼需要 3-5 年以上的时间, 这时房地产业务可以帮助公司快速的实现资金回笼。而在土地储备方面, 园区的资源优势又可以帮助公司低成本的获得优质土地, 园区的成熟发展可以帮助提升和刚土地储备价值, 而优质的小区和环境反过来也可以提升园区的招商引资能力。

图 1：“园区开发运营+房地产开发”的协同效应图



资料来源：宏源证券、公司资料

### 三、投资需要关注的关键点

#### 1、公司的现金流情况

公司园区投资前期垫资的大量资金，虽然有地产业务的回款支持，但是毕竟地产业务面临着较大的政策调控压力，如果地产出现较大的销售压力，则公司的经营性现金流将会出现问题，投资者需要密切关注公司的经营性现金流情况。不过值得称道的是，公司的经营性现金流一直为正，这也体现了公司卓越的财务管理能力。

#### 2、首都2机场的进展

首都2机场的开工，固安也有了发展空港物流和进一步融入北京的优势。

#### 3、异地园区的盈利情况

外界一直认为公司的优势在廊坊，廊坊位于京津冀之间，区位优势独特，公司已经运营了十多年，取得目前的发展无可厚非。但最近几年公司陆续在沈阳、镇江、无锡、青岛拓展了新的园区，新的园区政策能否兑现以及相关园区地产的销售情况都值得大家持续关注。

### 四、投资建议与盈利预测

公司优异的发展模式使我们看好公司成为一个伟大的企业。我们预计公司 2013、2014、2015 年每股收益分别是 2.62、3.34、4.29 元。考虑到公司优秀的成长性，给予公司 2013 年 12 倍市盈率，对应股价 31.4 元，首次给予“买入”评级。

## 五、风险提示

- 1) 房地产调控进一步趋严
- 2) 经济复苏低于预期
- 3) 地方融资平台出现问题

**公司财务报表预测**
**资产负债表**

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	26712	41924	50994	65228	83881
现金	3574	5556	5609	9268	11758
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	0
应收款项	306	1411	1876	2439	3171
其它应收款	660	1375	1727	2245	2919
存货	20665	32280	40740	50025	64382
其他	1506	1300	1042	1251	1651
<b>非流动资产</b>	868	1270	1266	1235	1207
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	214	204	206	183	162
无形资产	40	83	75	67	60
其他	594	964	967	966	966
<b>资产总计</b>	<b>27580</b>	<b>43193</b>	<b>52261</b>	<b>66463</b>	<b>85088</b>
<b>流动负债</b>	21310	31948	38653	49793	64494
短期借款	289	670	0	0	0
应付账款	816	2678	2842	3752	4952
预收账款	16965	24253	31266	41271	54477
其他	3240	4347	4545	4770	5064
<b>长期负债</b>	2261	6287	6238	6238	6238
长期借款	929	5228	5228	5228	5228
其他	1332	1059	1010	1010	1010
<b>负债合计</b>	<b>23571</b>	<b>38235</b>	<b>44891</b>	<b>56031</b>	<b>70732</b>
股本	588	882	882	882	882
资本公积金	243	16	16	16	16
留存收益	1955	3419	5730	8673	12453
少数股东权益	1222	642	742	862	1005
母公司所有者权益	2786	4316	6628	9570	13351
<b>负债及权益合计</b>	<b>27580</b>	<b>43193</b>	<b>52261</b>	<b>66463</b>	<b>85088</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	241	218	708	3674	2507
净利润	1358	1784	2311	2942	3781
折旧摊销	0	0	10	31	28
财务费用	0	0	10	15	17
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(1717)	563	(1465)
其它	(1117)	(1566)	94	122	147
<b>投资活动现金流</b>	(755)	(2640)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(755)	(2640)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1335	4161	(655)	(15)	(17)
借款变动	0	0	(598)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	1335	4161	(57)	(15)	(17)
<b>现金净增加额</b>	<b>821</b>	<b>1738</b>	<b>52</b>	<b>3659</b>	<b>2490</b>

**利润表**

单位: 百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	7790	12077	15700	20410	26533
营业成本	4524	7288	9474	12506	16508
营业税金及附加	459	785	965	1158	1332
营业费用	534	718	942	1225	1592
管理费用	524	777	1099	1429	1857
财务费用	(2)	(18)	10	15	17
资产减值损失	7	11	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	6	(1)	0	0	0
<b>营业利润</b>	1749	2515	3210	4078	5227
营业外收入	3	6	7	7	7
营业外支出	10	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	1742	2520	3215	4083	5232
所得税	463	653	804	1021	1308
<b>净利润</b>	1279	1867	2411	3062	3924
少数股东损益	(79)	83	100	120	144
<b>母公司所有者净利润</b>	1358	1784	2311	2942	3781
<b>EPS (元)</b>	<b>2.31</b>	<b>2.02</b>	<b>2.62</b>	<b>3.34</b>	<b>4.29</b>

**主要财务比率**

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>年成长率</b>					
营业收入	2984%	55%	30%	30%	30%
营业利润	-1158490%	44%	28%	27%	28%
净利润	61212%	31%	30%	27%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	41.9%	39.7%	39.7%	38.7%	37.8%
净利率	17.4%	14.8%	14.7%	14.4%	14.2%
ROE	48.7%	41.3%	34.9%	30.7%	28.3%
ROIC	19.4%	14.5%	16.5%	17.4%	18.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	85.5%	88.5%	85.9%	84.3%	83.1%
净负债比率	9.5%	18.1%	13.8%	10.9%	8.5%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	46.7	14.1	9.6	9.5	9.5
应付帐款周转率	10.5	4.2	3.4	3.8	3.8
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	2.31	2.02	2.62	3.34	4.29
每股经营现金	0.41	0.25	0.80	4.17	2.84
每股净资产	4.74	4.89	7.52	10.85	15.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	10.6	12.0	9.3	7.3	5.7
PB	5.1	5.0	3.2	2.2	1.6
EV/EBITDA	24.2	16.9	13.2	10.3	8.1

**分析师简介:**

**洪俊骅**, CFA、FRM: 宏源证券研究所房地产行业研究员, 复旦大学管理学硕士, 上海交通大学房地产经营管理与能源工程动力机械双学士, 2013年加盟宏源证券研究所, 曾任职于保利房地产股份有限公司、湘财证券研究所、招商证券研究发展中心。

重点覆盖公司: 保利地产、万科、招商地产、金地集团、华夏幸福、苏宁环球、荣盛发展等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号1	手机号2	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	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	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。