

增发换主，脱胎换骨

投资要点：

- 公司完成非公开股票发行，华信石油成为公司大股东
- 公司募集资金将投向离子膜烧碱等四个项目
- 公司新任大股东华信石油实力雄厚，将来存在资产注入空间

报告摘要：

- **公司非公开增发完成，华信石油成为公司大股东。**公司近日完成非公开股票发行，共发行股票 7.29 亿股，发行价格 2.65 元/股，募集资金总额 19.31 亿元，由华信石油以现金全额认购。增发后，华信石油持有公司 60.78% 股份，取代谢平夫妇成为公司第一大股东。
- **增发前公司经营困难。**从收入规模上看，公司主营业务几乎没有增长，一直徘徊在 8-9 亿元之间；从利润上看，除了 2012 年，公司出售华星建设股权获得 1.05 亿元投资收益大幅拉升净利润以外，其余年份不是盈亏平衡就是大幅亏损，公司经营不善的信号十分明显。
- **增发后募投项目增强公司盈利能力。**30 万吨/年离子膜烧碱项目达产后，预计每年营业收入 100,239.18 万元，净利润 10,020.40 万元，税后内部收益率为 16.09%；“年年富”配送中心建设项目达产后，预计每年营业收入 66,571.12 万元，净利润 5,053.67 万元；偿还银行贷款为公司减轻财务负担；补充流动资金让公司抓住行业整合机会。
- **新任大股东实力雄厚，未来存在资产注入空间。**公司新任大股东华信石油的现有业务主要为石油化工原材料及添加剂的国际国内贸易，其具体产品包括芳烃、对二甲苯、电解铜等。从业务规模看，新任大股东综合实力强，未来存在资产注入预期。
- **盈利预测和估值。**我们看好公司未来的发展前景，在不考虑未来资产注入的情况下，按照现有业务测算给予公司 13-15 年 EPS 分别为 0.15/0.20/0.27 元，首次给予增持评级，目标价 9.50 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	908.25	942.66	1328.80	1711.40	2103.20
增长率(%)	5.64	3.79	40.96%	28.79%	22.89%
归母净利润(百万)	3.86	111.91	180.49	241.79	323.40
增长率(%)	-103.02	2799.79	61.28	33.96	33.75
每股收益	0.01	0.38	0.15	0.20	0.27
市盈率	875.66	30.20	58.12	43.38	32.43

增持 首次
目标价格：9.50 元

中小市值公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email：wangfenghua@hysec.com

研究助理：

邓锐

电话：010-88085986

Email：dengrui@hysec.com

市场表现



基础数据

当前价格(元)	7.85
6 个月最高/低(元)	9.01/4.70
总市值(亿元)	94.11
流通市值(亿元)	33.43
大股东持股(%)	60.78
十大流通股东(%)	12.54

相关研究

《中小市值周报 20130609：牛股基因：真业绩回撤少高送转》	2013/6/13
《中小市值周报 20130602：看好基药备货题材，荐三剑客》	2013/6/2
《中小市值周报 20130527：坚定看多，期待对冲政策》	2013/5/27
《中小市值周报 20130519：调整结束，迎接上涨》	2013/5/27

目录

一、公司非公开增发完成，大股东易主.....	4
二、增发前公司经营困难	5
三、增发后募投项目增强公司盈利能力.....	6
(一) 30 万吨/年离子膜烧碱项目	6
(二) “年年富”配送中心建设项目	7
(三) 偿还银行贷款	7
(四) 补充流动资金	7
四、新任大股东实力雄厚，未来存在资产注入空间.....	8
(一) 华信石油主要从事石油化工原材料的国内外贸易	8
(二) 华信石油财务实力强劲	8
五、盈利预测和估值	9

插图

图 1: 上海华信石油的实际控制人是苏卫忠、郑雄斌和孙晔	5
图 2: 公司过去四年收入增长缓慢.....	5
图 3: 公司过去四年主营业务没有利润可言	5
图 4: 公司草甘膦业务规模持续萎缩	6
图 5: 公司草甘膦和杀虫剂业务毛利触底回升	6
图 6: 华信石油资产规模大, 增长速度快	9
图 7: 华信石油偿债能力强	9
图 8: 华信石油收入规模快速增长	9
图 9: 华信石油净利润水平相对有限	9

表格

表 1: 增发前公司十大股东持股较少, 实际控制人是谢平夫妇	4
表 2: 增发后公司大股东绝对控股, 实际控制人是苏卫忠、郑雄斌和孙晔	4
表 3: 公司增发募投项目	6
表 4: 公司盈利预测及估值	10

一、公司非公开增发完成，大股东易主

公司近日完成非公开股票发行，共发行股票 7.29 亿股，发行价格 2.65 元/股，募集资金总额 19.31 亿元，发行股份占发行完成后总股本的 60.78%，由上海华信石油集团有限公司以现金全额认购。

本次发行前，公司第一大股东谢平和庆光梅夫妇合计持有公司 15.51% 的股权（其中庆光梅女士持有华泰证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户中的 32,332,331 股），为公司实际控制人。

表 1：增发前公司十大股东持股较少，实际控制人是谢平夫妇

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
谢平	40,579,471	8.63
华泰证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	32,832,784	7.0
华林证券有限责任公司约定购回专用账户	10,969,920	2.33
宁波科思机电有限公司	7,664,000	1.63
安徽国富产业投资基金管理有限公司	6,861,134	1.46
芜湖楚江薄板股份有限公司	6,475,109	1.38
昆明盈鑫肆贰投资中心(有限合伙)	5,756,976	1.22
申银万国-中信-申银万国3号基金宝集合资产管理计划	5,709,955	1.21
李辉	4,420,004	0.94
中国建设银行-华富竞争力优选混合型证券投资基金	3,988,890	0.85
合 计	125,258,243	26.63

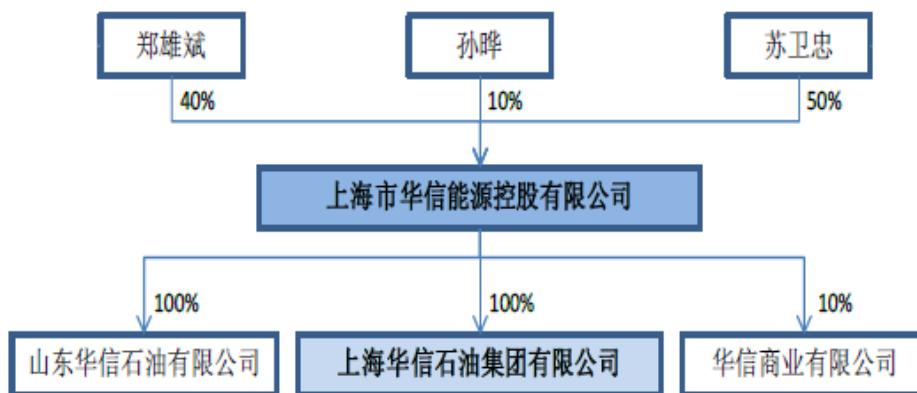
资料来源：公司公告，宏源证券

本次发行后，上海华信石油集团有限公司持有公司 60.78% 股份，从而取代谢平夫妇成为公司第一大股东。由于苏卫忠、郑雄斌和孙晔分别持有上海华信石油集团有限公司母公司上海华信能源控股有限公司 50%、40%、10% 的股权，且共同签署了《一致行动协议书》，对上海能源控股有限公司实现共同控制，所以苏卫忠、郑雄斌和孙晔共同成为公司的实际控制人。

表 2：增发后公司大股东绝对控股，实际控制人是苏卫忠、郑雄斌和孙晔

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
上海华信石油集团有限公司	728,685,018	60.78
谢平	40,579,471	3.4
华泰证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	32,617,975	2.72
华林证券有限责任公司约定购回专用账户	10,969,920	0.92
宁波科思机电有限公司	7,664,000	0.64
安徽国富产业投资基金管理有限公司	6,861,134	0.57
昆明盈鑫肆贰投资中心(有限合伙)	5,756,976	0.48
申银万国-中信-申银万国3号基金宝集合资产管理计划	5,567,055	0.46
李辉	4,420,004	0.37
中国建设银行-华富竞争力优选混合型证券投资基金	3,988,890	0.33
合 计	847,110,443	70.65

资料来源：公司公告，宏源证券

图 1：上海华信石油的实际控制人是苏卫忠、郑雄斌和孙晔


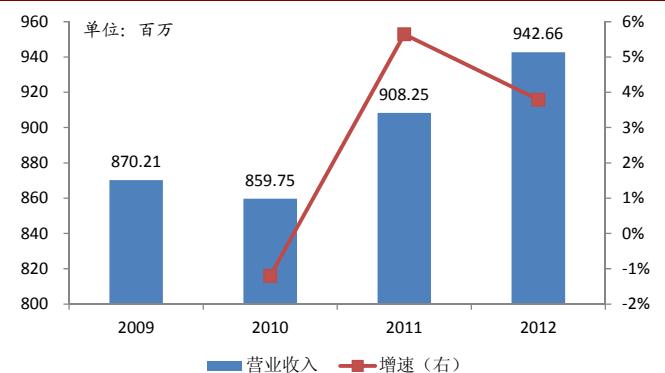
资料来源：公司公告，宏源证券

二、增发前公司经营困难

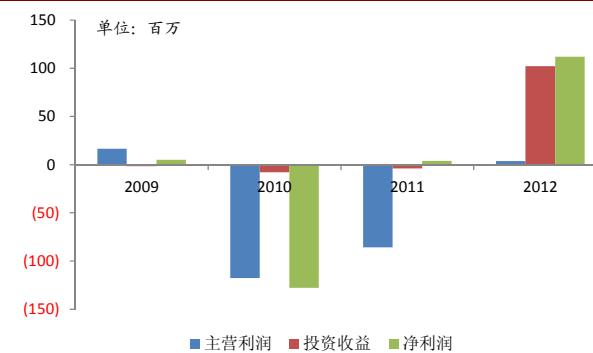
增发前，公司专注于化学农药的研发、生产和销售，着力发展高效低残留农药，符合国家农药产业发展的政策导向。公司产品结构齐全，包括杀虫剂、除草剂、杀菌剂三大系列 20 多个原药 100 多个产品，主要产品为草甘膦、杀虫单、杀虫双、吡虫啉以及氟虫腈等，是国内最大的杀虫单、杀虫双生产基地和出口基地，国内草甘膦主要生产商之一。

在过去几年中，由于公司主导产品草甘膦的出厂价从 08 年最高峰 10 万元/吨，一路下滑到 09 年的 2 万元/吨，对公司的盈利能力构成了极大压力。虽然从 12 年以来，在环保核查的压力下，草甘膦的价格逐步恢复到 3 万元/吨以上，但是公司的主营业务的盈利能力仍然较差。

从收入规模上看，公司主营业务几乎没有增长，一直徘徊在 8-9 亿元之间，复合增速可以忽略不计。从利润上看，除了 2012 年，公司出售华星建设股权获得 1.05 亿元投资收益大幅拉升净利润以外，其余年份不是盈亏平衡就是大幅亏损，公司经营不善的信号十分明显。

图 2：公司过去四年收入增长缓慢


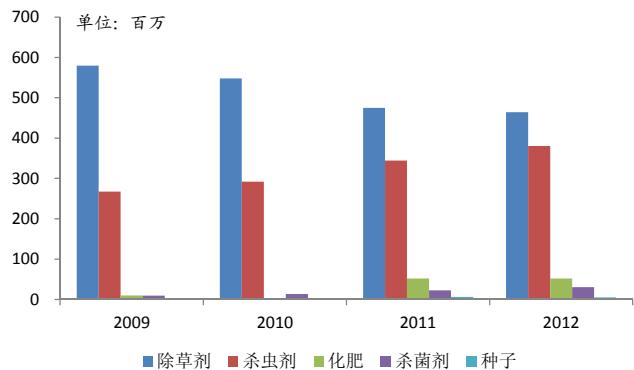
资料来源：宏源证券

图 3：公司过去四年主营业务没有利润可言


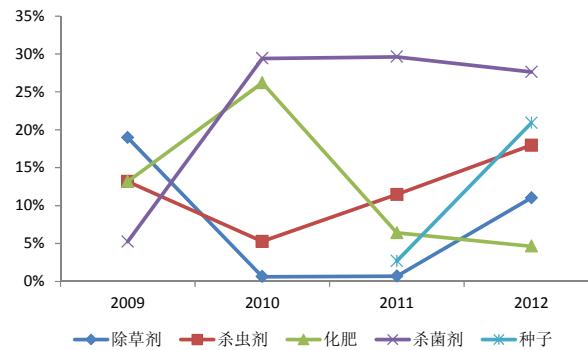
资料来源：宏源证券

分产品来看，公司最主要的草甘膦业务一直呈现萎缩的趋势，销售规模逐年下降。不

过随着12年开始，草甘膦出厂价格回升带动毛利率上升，公司未来草甘膦收入规模有望触底回升。同时，公司杀虫剂业务保持了稳定的发展态势，收入规模从09年2.67亿元，稳步增长到3.81亿元，毛利率也从最低5.27%回升到17.97%，部分对冲了草甘膦业务对公司业绩的负面冲击。另外，公司化肥、杀菌剂、种子业务规模尚小，收入和利润的贡献小，暂时不能对公司业绩产生实质性影响。

图4：公司草甘膦业务规模持续萎缩


资料来源：宏源证券

图5：公司草甘膦和杀虫剂业务毛利触底回升


资料来源：宏源证券

三、增发后募投项目增强公司盈利能力

本次增发公司共募集资金19.31亿元，扣除发行费用后，实际募集资金金额为19.10亿元，其中增加股本7.29亿元，增加资本公积11.81亿元。公司募集资金净额拟投入四个项目：30万吨/年离子膜烧碱项目、“年年富”配送中心建设项目、偿还银行贷款、补充流动资金。

表3：公司增发募投项目

项目名称	投资总额（万元）	拟投入金额（万元）
30万吨/年离子膜烧碱项目	82,471	70,303
“年年富”配送中心建设项目	30,693	30,693
偿还银行贷款	30,000	30,000
补充流动资金	60,000	60,000
合计	203,164	190,996

资料来源：公司公告，宏源证券

（一）30万吨/年离子膜烧碱项目

本项目由发行人实施，项目基本建设内容为新建30万吨/年离子膜烧碱装置，同时，烧碱的副产品氯气能够保证三氯化磷及其他新增氯产品等原料氯气的供应。项目建成后，公司离子膜烧碱装置总能力达30万吨/年，规模效益显著。项目拟在华星化工新区内建设，已取得土地使用权。

项目总投资82,470.99万元，其中建设投资75,889.77万元，建设期利息及其它融资费2,131.35万元，铺底流动资金4,449.87万元。本次募集资金拟投入70,302.83万元。预计项目达产后，可形成新增年产30万吨离子膜烧碱的产能。达产后，每年营业收入100,239.18万元，净利润10,020.40万元，税后内部收益率为16.09%，投资回收期为7.05年（含建设

期)。

(二) “年年富”配送中心建设项目

本项目总投资金额为 30,692.70 万元,其中建设投资 6,508.80 万元,流动资金 24,183.90 万元。项目为配送中心建设项目,拟在安徽省和江西省两省 8 个城市建设 8 个大型的配送中心,提升公司对农资产品的仓储、物流和配送能力,并且还将建设与之相配套的信息化系统,从而构建更为完善的、现代化的销售配送系统,为公司的盈利提供强大后盾。

项目建成后,加上公司已建的 20 个配送点,公司将形成覆盖安徽全省和省外部分地区的现代化仓储配送网络。预计项目建设期 1 年,达产后,每年营业收入 66,571.12 万元,净利润 5,053.67 万元。

(三) 偿还银行贷款

近年来,国内一些农业主产区灾害性天气频发导致农药销售面临困难,国际市场草甘膦行情持续低迷,同时上游基础化工原材料价格波动较大,致使公司经营形式较为严峻,公司在日常经营上的资金压力也逐渐增加,公司资产负债率逐年上升,2009 年末、2010 年末、2011 年末及 2012 年 6 月末(未经审计)公司合并报表资产负债率分别为 54.15%、57.28%、60.05% 及 61.37%。同时,公司近年来财务费用逐年上升,2009 年、2010 年、2011 年公司合并报表财务费用分别为 2,731.90 万元、3123.46 万元、4,006.15 万元,公司财务成本逐年上升。

进入 2012 年以来,国内农药行业逐步回暖,特别是草甘膦产业,在经历了三年多的持续低迷期后,一些较小的草甘膦生产企业逐步退出,同时在需求方面,国内外草甘膦消耗量稳步增长,今年以来,草甘膦价格稳步上升,已呈现出复苏态势。面对行业复苏的市场机遇,公司迫切需要大量资金以迎接行业复苏带来的机遇与挑战,公司目前较高的资产负债率已经成为公司进一步融资的瓶颈,公司后续发展受到了制约,影响了公司发展战略的制定和实施,不利于公司未来抓住机遇。同时,较高的财务费用也给公司带来了较大的财务压力,影响了公司正常发展和业绩提升。因此,通过本次募集资金偿还部分银行贷款,降低资产负债率,优化资本结构,将有利于公司减少财务费用,提高盈利能力;通过改变负债结构,将能够获得更多、成本更低的资金,有助于促进公司把握市场复苏的机遇,抢占先机,为未来更快的发展奠定基础。

(四) 补充流动资金

近年来,国内农药行业产能过剩、景气度低。草甘膦作为最大的除草剂品种,也是公司近年来最重要的产品。从 2009 年到 2011 年,草甘膦行业经历了三年的低迷期,期间大部分中小企业因无法抵御市场环境的变化,逐渐被市场所淘汰。2011 年末,随着行业内部的优胜劣汰,前几年失调的供需关系正在逐步修复之中,开工率也逐步提升。草甘膦价格由 2009 年最低点的 1.9 万元/吨逐步回升至 3 万元/吨左右。作为国内主要的草甘膦生产商之一,公司将面临行业逐步复苏的重大机遇与挑战。前几年,行业的整体低迷,给公司造成了一定程度的伤害,公司营运资金逐年下降,严重不足,目前已成为制约公司发展的主要瓶颈。随着行业的逐步回暖,本次募集资金补充流动资金,将大大缓解公司的资金压力,为公司在行业复苏期把握机会,实现快速增长,奠定坚实的基础。

农药行业是典型的资金密集行业,并且国家农药行业产业政策要求调整产品和技术结

构，在品种、质量、安全上下工夫，企业技术更新改造还需要巨大的资金投入，环保投入较高，对企业资金实力和综合实力要求较高。没有雄厚的资本实力的企业，无法进入农药行业，更无法形成规模效益。目前，我国农药企业资产负债率较高，负债大多数为流动性负债，短期偿债压力较大。同时，近年来上游原材料三氯化磷和烧碱的波动较大，所以农药企业需提前购置相应原材料以备生产。因此，行业内的公司流动资金需求普遍较大。

《“十二五”农药工业发展专项规划》中提出了“十二五”期间国内农药工业的发展目标：农药原药生产进一步集中，到2015年，农药企业数量减少30%，销售额在50亿元以上的农药生产企业5家以上，销售额在20亿元以上的农药生产企业20家以上。前20位农药生产企业的原药产量将占总产量的50%以上。到2015年，力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的50%以上，培育2~3个销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。同时提出了“提高产业集中度。通过兼并、重组、股份制改造等方式组建大型农药企业集团，推动形成具有特色的大规模、多品种的农药生产企业集团。培育2~3家具有国际竞争力的企业”的要求。未来，国内农药行业整合已成为大势所趋，公司是国内农药行业的领先企业之一，通过本次非公开发行筹集资金，将能够大大提升公司资金实力，有利于公司及时把握行业并购整合机会，提高公司行业竞争力，在未来行业整合的过程中抢占先机。

四、新任大股东实力雄厚，未来存在资产注入空间

（一）华信石油主要从事石油化工原材料的国内外贸易

公司新任大股东华信石油的现有业务主要为石油化工原材料及添加剂的国际国内贸易，其具体产品包括芳烃、对二甲苯、电解铜等。混合芳烃是成品油调和行业中不可或缺的原料，也是化工品生产的重要原料，有着广泛的需求。对二甲苯，英文简称PX，是一种重要的有机化工原料，主要用途集中在PTA领域。

华信石油的业务开展采取内外贸相结合的方式，与国际知名化工集团及国内大型石化企业建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。华信石油通过与国际供应商签署长期的供货协议获得稳定的货源渠道，并通过在全国市场上完善的销售渠道和长期、稳定的客户资源，将产品销售给国内各大石油化工企业。华信石油的主要供应商为中石油新加坡公司、中石化香港公司和韩国韩华集团及Kolmar Group AG, Sinochem International (Overseas) Pte Ltd等众多知名公司。在国内，中石油、中石化等大型石化企业是华信石油的主要客户。

除以上贸易业务以外，华信石油未来将立足于国家能源发展需求，以能源储备和新能源开发为核心，以燃料油等石油化工产品的贸易为依托，不断向上下游产业延伸，逐步建立集原油贸易、海上供油、石油炼化、加油站及能源产品物流运输等业务于一体的完整能源产业体系。华信石油目前在海南洋浦1200万立方米石油储备基地项目的一期工程已经开始建设，预计2013年底可投入使用；在新疆的大型煤化工项目也与新疆建设兵团达成了初步合作意向。

（二）华信石油财务实力强劲

华信石油的资产规模大、增速快，2009年华信石油总资产仅为10.26亿元，到2012年Q3已经达到66.10亿元，增加544%。同期，华信石油净资产从2.47亿元，增长到21.03亿元，增加751%。从偿债能力看，同期华信石油的流动比率一直保持在1.2及以上，资

资产负债率控制在 80% 及以下，经营风格比较稳健。

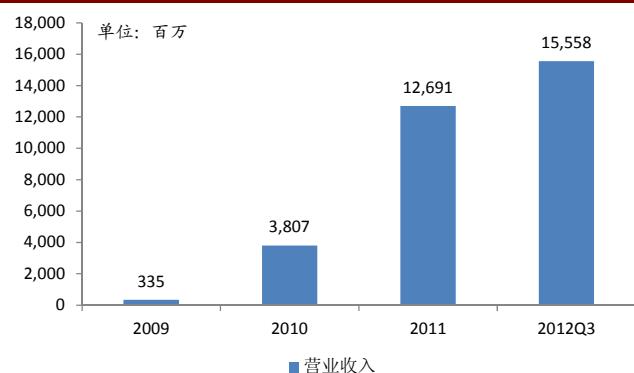
图 6：华信石油资产规模大，增长速度快



资料来源：宏源证券

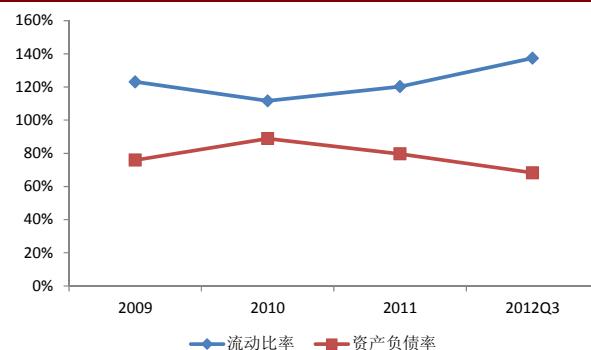
从收入来看，华信石油增速惊人，2009 年收入规模仅为 3.35 亿元，到 2012 年 Q3 华信石油收入已经达到 155.58 亿元，预计 12 年全年收入超过 09 年 50 倍。但是，由于石油化工原材料贸易的业务特性限制，华信石油的毛利和净利润水平比较一般，12 年 Q3 仅完成净利润 0.63 亿元，未来还有较大潜力可挖。

图 8：华信石油收入规模快速增长



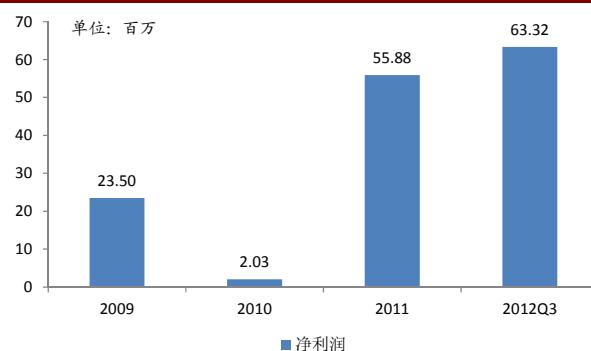
资料来源：宏源证券

图 7：华信石油偿债能力强



资料来源：宏源证券

图 9：华信石油净利润水平相对有限



资料来源：宏源证券

五、盈利预测和估值

我们看好公司未来的发展前景，在不考虑未来资产注入的情况下，按照现有业务测算给予公司 13-15 年 EPS 分别为 0.15/0.20/0.27 元，首次给予增持评级，目标价 9.50 元。

表 4：公司盈利预测及估值

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	943	1329	1711	2103	经营活动现金流				
YoY	4%	41%	29%	23%	净利润	111	180	242	323
营业成本	804	1034	1308	1563	折旧与摊销	42	94	150	197
营业税金及附加	0	1	2	2	财务费用	29	10	10	10
销售费用	49	53	68	84	非经常性/非经营性损益	-101	-50	-50	-50
管理费用	53	40	51	63	营运资金的减少	8	-158	-109	-114
EBITDA	79	295	432	589	长期经营性负债的增加	0	1750	0	0
YoY	10732%	273%	47%	36%	经营活动现金流量净额	89	1826	242	367
EBIT	37	201	282	391	投资活动现金流				
财务费用	32	10	10	10	固定资产购建	-70	-310	-310	-310
非经营性/经常性损益	114	50	50	50	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	119	241	322	431	非经常性或非经营性损益	73	50	50	50
所得税费用	7	60	81	108	非核心资产的减少	4	-336	0	0
净利润	111	180	242	323	投资活动现金流量净额	7	-606	-270	-270
YoY	4283%	62%	34%	34%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(0)	0	0	0	短期借款增加	-32	-114	-47	-15
归属母公司所有者净利润	112	180	242	323	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	2800%	61%	34%	34%	股本及资本公积增加	0	2086	0	0
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	财务费用及红利等	-30	-10	-10	-10
资产					筹资活动现金流量净额	-62	1962	-57	-25
货币资金	184	3367	3282	3354	现金及现金等价物净增加额	34	3183	-85	72
应收款项	213	292	394	505	现金及现金等价物期末余额	184	3367	3282	3354
预付款项	51	23	28	33	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	241	376	463	546	盈利能力				
其他流动资产	28	0	0	0	ROE	16.9%	6.2%	7.6%	9.3%
流动资产合计	719	4058	4166	4437	净利率	11.8%	13.6%	14.1%	15.4%
固定资产	466	732	926	1062	毛利率	14.7%	22.2%	23.6%	25.7%
在建工程	85	53	36	28	营业费用率	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	171	164	157	152	管理费用率	5.6%	3.0%	3.0%	3.0%
非核心资产	64	400	400	400	财务费用率	3.4%	0.8%	0.6%	0.5%
非流动资产合计	787	1349	1519	1642	资本结构				
资产总计	1506	5407	5686	6079	资产负债率	53.6%	45.2%	43.6%	41.9%
负债					权益乘数	2.29	1.85	1.80	1.74
短期借款	310	196	149	135	流动资产/总资产	47.7%	75.1%	73.3%	73.0%
应付款项	312	117	145	171	流动负债/总负债	89.1%	24.7%	25.9%	27.9%
预收款项	71	199	257	315	偿债能力				
其他应付款	26	90	90	90	流动比率	1.00	6.72	6.49	6.24
其他流动负债	0	1	1	1	速动比率	0.66	6.09	5.77	5.47
流动负债合计	719	604	641	712	产权比率	1.23	0.84	0.78	0.73
长期借款	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	0.80	1.19	1.27	1.36
长期经营性负债	64	1772	1772	1772	营运能力				
其他非流动负债	24	66	66	66	存货周转率	2.25	3.35	3.12	3.10
非流动负债合计	88	1838	1838	1838	应收账款周转率	5.07	5.26	4.99	4.68
负债合计	808	2442	2479	2550	流动资产周转率	1.14	0.56	0.42	0.49
股本	294	1199	1199	1199	固定资产周转率	1.95	2.22	2.06	2.12
资本公积金	57	1238	1238	1238	总资产周转率	0.60	0.38	0.31	0.36
留存收益	292	473	714	1038	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	643	2909	3151	3475	EPS(元)	0.38	0.15	0.20	0.27
少数股东权益	15	15	15	15	BPS(元)	2.19	2.43	2.63	2.90
股东权益合计	658	2924	3166	3489	P/E(x)	22.98	58.12	43.39	32.44
负债和股东权益合计	1465	5366	5645	6039	P/B(x)	4.00	3.61	3.33	3.02

资料来源：宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游等行业研究组, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 华星化工、金宇集团、久立特材、佳都新太、中弘股份、德力股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

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
华南区域	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@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范围包括证券投资咨询业务。