

# “轻薄化”趋势推动公司持续高成长 增持 维持

## 投资要点:

- 片式电感有望打破村田全球垄断，全球前三地位具备护城河。
- 携手德门深耕 PDS+NFC 天线，成为高通、MTK 平台 NFC 方案指定供应商；PDS 天线已经供货联想、酷派，有望进入华为、三星供应链。

## 投资逻辑:

- 顺应消费电子轻薄化趋势，超越台湾同行成为片式电感一线供应商，有望打破村田的全球垄断地位。电子整机产业向大陆转移，公司趁势抢占日本制造商份额。顺应电子元器件轻薄化、小型化趋势，顺络的市场份额有望持续上升；高功耗、4G 趋势下功率电感需求持续增加。
- 高通、MTK 平台 NFC 方案指定供应商，NFC 天线关键材料—磁片提供商，德门 PDS 天线有望进入华为、三星供应链。收入分拆：高功耗、4G 趋势推动功率电感销量增长，电感业务抢占全球份额，形成业绩护城河；预计 14-16 年顺络/德门 NFC 合并出货量 1000 万、3000 万、5000 万只。德门全部采购顺络磁片（单价 2 元），顺络会销售一部分天线（单价 6 元）15-16 年为 500 万、1000 万只，NFC 共计贡献收入 2000 万、8000 万、1.4 亿；PDS 预计 14Q2 导入，预计 2015-16 年出货量 1000 万套、3000 万套，如果华为和三星加快导入，可能超预期。PDS 单机价值 10 元，贡献收入 2000 万、1 亿、3 亿，毛利率高达 50%。
- 盈利预测及投资建议。**我们预计 2014-2016 年，公司实现营收 13.83、19.85、27.42 亿元，对应的净利润分别是 2.32、3.52、5.13 亿元，EPS 是 0.63、0.95、1.39 元，对应 2014、2015 年的估值是 33 和 22，考虑公司未来 3 年业务的成长性，给予“增持”评级。
- 风险提示：NFC 和 PDS 天线销售低于预期，新品导入进度低于预期，原有产品降价压力过大。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	744.93	1019.80	1383.00	1985.20	2742.08
增长率 (%)	35.34%	36.90%	35.61%	43.54%	38.13%
归母净利润(百万)	122.40	150.78	231.85	351.86	512.94
增长率 (%)	52.78%	23.19%	53.77%	51.76%	45.78%
每股收益	0.330	0.407	0.626	0.950	1.385
市盈率	62.96	51.11	33.24	21.90	15.02

## 电子元器件研究组

### 分析师:

易欢欢(S1180513040001)

电话: 010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

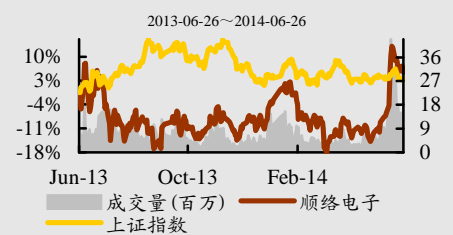
### 研究助理:

秦闻

电话: 010-88085790

Email: qwen0729@163.com

## 市场表现



## 相关研究

- 《金证股份：创新盈利模式，掘金金融变革》 2014-06-26
- 《互联网金融产业月报》 2014-06-23
- 《地理信息月报，位置服务引爆点》 2014-06-15
- 《中海达：收购联睿电子 完善室内定位技术》 2014-06-12
- 《中海达：完善数据维度，消费互联网 O2O 布局》 2014-06-10
- 《从去 IOE 到去 SOA，信息安全升级》 2014-05-27
- 《四维图新：腾讯携手四维，地图领域的合作共赢》 2014-05-07

## 目录

一、顺应轻薄化趋势，超越台湾同行成为片式电感一线供应商.....	4
（一）受益电子产业向大陆转移，顺络电子已经具备较高份额.....	4
（二）电子整机产业转移将继续推动顺络电子缩小与日本厂商差距.....	5
（三）共模扼流器产品将从 2014 年开始贡献业绩 .....	7
二、携手德门深耕 PDS 天线，有望进入华为、三星供应链 .....	7
（一）磁片独家供货具备先发优势 .....	7
（二）PDS 天线适应 4G 多模通信需求，有望成为公司强力增长点 .....	8
三、盈利预测与投资建议 .....	9

## 插图

图 1: 主要片式元件厂商市场分析.....	4
图 2: 公司产品的主要应用领域及客户群体.....	5
图 3: 公司分类产品收入 (亿元) .....	5
图 4: 公司分地区收入 (亿元) .....	5
图 5: 换代手机芯片引起电感用量提升.....	6
图 6: 同类上市公司毛利率对比.....	6
图 7: 电感 2014-2016 年收入预测 .....	6
图 8: 共模扼流器, LTCC 收入预测.....	7
图 9: 磁片和 NFC 天线 2014-2016 年收入预测.....	8
图 10: PDS 天线 2014-2016 年收入预测.....	9
图 11: 最近三年营收情况.....	9
图 12: 最近三年净利润情况.....	9
图 13: 14-16 年收入分拆预测 .....	10
图 14: 14-16 年毛利分拆预测 .....	10

## 一、顺应轻薄化趋势，超越台湾同行成为片式电感一线供应商

### (一) 受益电子产业向大陆转移，顺络电子已经具备较高份额

- 欧美通过定义消费终端占据价值链高端，引领全球“轻薄化”趋势。全球电子产业可分为美国，日本，台湾，大陆四层市场分工体系。从全球电子产业分工来看，美国处于分工的最高层，依靠商业模式创新以及领先的技术，在全球消费电子价值链中占据主导地位。到了移动互联网时代，苹果公司凭借对于网络革命的深刻理解，通过商业模式创新，重新定义了电子终端。随着“轻薄化”成为消费电子领域的趋势和潮流，在细分电子元件行业，美国的 TI、ADI 等电子元器件半导体巨头占有较大的市场份额，在无源电子元件（电感、电容、电阻、EMC 元件）领域，美国拥有威世和基美两大公司。
- 日本在元器件制造领域占据最大市场份额。日本是电子元件和半导体大国，在消费电子主要元器件上具有非常领先的地位，特别是在电感、电容等片式元件领域，存在像 murata（村田）、TDK、Yuden（太阳诱电）这样一批本土企业。在无源片式元件上的市场占有率，日系凭借工艺和制造优势占据较大的市场份额。

图 1：主要片式元件厂商市场分析

国家	公司	市场分析
美国	威世 Vishay	在 NYSE 上市的“财富 1000 强企业”。创办于 1962 年，是世界上分立半导体晶体管，光电子产品和无源电子元件的最大制造商之一。该公司十分看好亚洲尤其是中国市场，目前该公司在亚洲的销售额占其全球营业收入的 1/3 以上。
	基美 Kemet	是全球最大的钽电容生产商，在无源电子技术领域占有全球领导地位。2004 年，基美苏州一厂开业，该分厂钽电容和陶瓷电容的出货量已达 50 亿个以上，这些产品全部供应给亚洲客户。
日本	村田 murata	村田制作所是全球领先的电子元器件制造商。村田制作所的客户分布在 PC、手机、汽车电子等领域。目前村田多款产品市场占有率位居世界第一，包括电容器市场占有率高达 35%、陶瓷滤波器和振荡器市场占有率达 70%、通信模块占有率亦高达 60% 等。
	TDK	作为世界著名的电子工业品牌，TDK 一直在电子原材料及元器件上占有领导地位。其产品广泛应用于资讯、通讯、家用电器以及消费型电子产品，其片上元器件的市场占有率大多在 30% 以上。
	京瓷 Kyocera	日本京瓷公司创立于 1959 年，最初为一家技术陶瓷生产厂商。如今，京瓷公司的大多数产品与电信有关，包括无线手机和网络设备、半导体元件、射频和微波产品套装、无源电子元件、水晶振荡器和连接器、使用在光电通讯网络中的光电产品。
英国	AVX	该公司在全球有 27 处制造厂，超过 15000 名员工，同时与日本 Kyocera 公司结成了技术共享伙伴关系。其具有竞争优势的产品是连接器，电容器，铁素体，电阻等。

资料来源：公开资料，宏源证券研究所

- 台湾处于分工的第三极，制造优势突出。台企管理精细，执行力强，而大陆的开放也为台湾电子行业提供了数量庞大的低价劳动力。经历 20 余年的发展，台湾形成了 PC 制造为核心的完整的产业链条。而无源元件也随着 PC 产业链的发展而迅速起步，台湾的 PC 行业成就了电感，也限制了电感。大量 PC 的铺货使得绕圈式电感大量出货，但是非集成

的要求以及 PC 产业链的诉求造成了台企的电感通常还处于频率低，形状大的水平，难以适应移动终端轻薄化的趋势。

- 电子整机向大陆转移也带动了元器件行业的逐步兴起，顺络电子已经具备全球前三的份额。经过多年的积累，顺络电子片式电感份额稳居国内第一、全球第三，并同时具有共模扼流器、压敏电阻器、NTC 热敏电阻器、LC 滤波器、各类天线、NFC 磁片、无线充电线圈组件、电容、电子变压器等电子元件产品，广泛的应用于通讯、消费类电子、计算机、LED 照明、安防、智能电网、医疗设备以及汽车电子等领域。

**图 2：公司产品的的主要应用领域及客户群体**

应用领域	
通讯	华为、中兴、联想、酷派、小米、步步高、TCL、海信、金立、天语、NOKIA、LG、PANTECH、SHARP、诺西、阿朗、华三、思科
电脑	IBM、联想、华为、海尔、万利达、微信、蓝魔、台电、Microsoft、Amazon、INTEL、HP
电视	TCL、海信、长虹、康佳、创维、乐视、小米、三星、LG、索尼、松下、夏普、PHILIPS、Vestel、GOOGLE
照明	Osram、GE、CREE、Panasonic、通士达、海莱、阳光、宏微智达、台达
汽车电子	BOSCH、Panasonic、Denso、Pioneer、Clarion、华阳、航盛、天派、好帮手、飞歌、比亚迪
穿戴式设备	Fitbit、Nike Fuel Band、Adidas、Qualcomm Toq、360 奇沃、华米
芯片	高通、博通、MARVELL、INTEL、TI、IDT、MTK、展讯、海思、TRIUNE、RSA、Panasonic、NXP
其他	RFOXCONN、伟创力

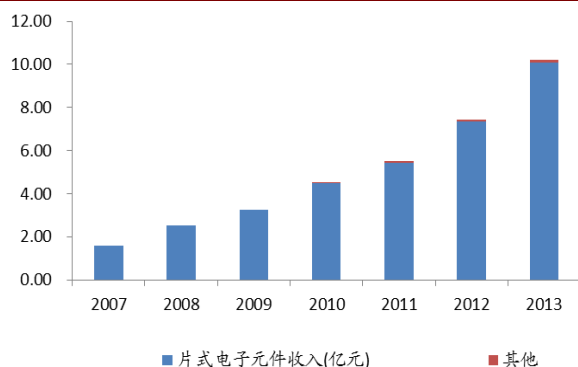
资料来源：公开资料、宏源证券研究所

- 顺络电子已经成功进入片式电感国际高端市场。在国际范围内比较，公司产品品质超过了台湾厂商，与日系品质逐渐接近，顺络在片感领域国际高端客户市场主要是和日系厂商竞争。在品质接近的情况下，公司略低的出厂价格（5%以内）体现了性价比优势，加上快速响应能力，在竞争中获得了比较优势。

## （二）电子整机产业转移将继续推动顺络电子缩小与日本厂商差距

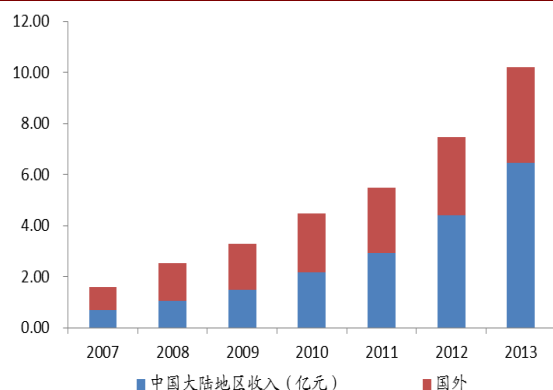
- 电感全球市场规模超百亿美元，片式电感占比绝大部分。手机是片式电感消费的主力军，占据半壁江山。村田的电感占到全球 30-40% 份额，顺络拥有 5-6% 的市场占有率并有望持续提升。

**图 3：公司分类产品收入（亿元）**



资料来源：公开资料、宏源证券研究所

**图 4：公司分地区收入（亿元）**



资料来源：宏源证券研究所

- 公司与全球高端客户及主流芯片设计厂商已经形成良好的合作关系以及战略合作伙伴关系，确保公司能先期获得电子产品的技术发展趋势和市场需求，可以获得新品导入期的高毛利。

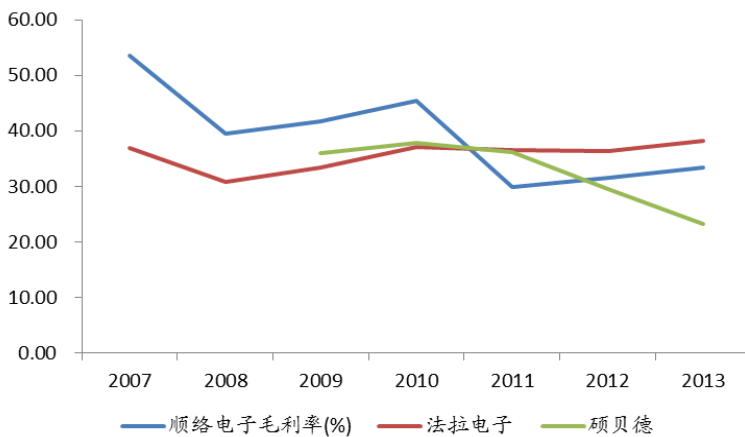
图 5: 换代手机芯片引起电感用量提升

芯片方案	特性	普通电感用量 (只/台)	功率电感用量 (只/台)
MTK6572	3G/双模/四核	48	4
MTK6582	4G/五模/八核	64	5
高通 8210	3G/双模/四核	60	9
高通 8916	4G/五模/四核	90	5

资料来源: 公开资料、宏源证券研究所

- 公司有望在电子元器件小型化竞争中缩小与日本厂商差距，逐步打破日本垄断。英制 0402 尺寸 1\*0.5 毫米，价格 0.01-0.03 元，片式电感主流尺寸。英制 0201 尺寸 0.6\*0.3 毫米，比 0402 贵 30% 左右。英制 01005 尺寸 0.4\*0.2 毫米，价格 0.04-0.06 元。村田已经量产并在 SiP 封装大量使用，预计顺络电子在 2015 年量产，届时有望打破村田的垄断地位。2014 年开始产品逐步向 0201 切换，具备生产能力的厂商有村田、顺络电子、TPK、Taiyo Yuden 太阳诱电。

图 6: 同类上市公司毛利率对比



资料来源: WIND、宏源证券研究所

- 2013 年收入绕线电感 4.58 亿，叠成 4.91 多亿；绕线电感毛利率较低，产品结构变化导致毛利率较低。

图 7: 电感 2014-2016 年收入预测

	2013	2014E	2015E	2016E
叠成电感数量 (百万只)		12000	14400	14400
价格 (元)		0.045	0.045	0.05
收入 (百万元)	491	540	648	720
毛利率	40%	42%	42%	42%
绕线电感 (百万)		2000	2800	2800

只)				
价格(元)		0.3	0.3	0.4
收入(百万元)	458	600	840	1120
毛利率	24%	25%	25%	25%

资料来源: 公开资料, 宏源证券研究所

### (三) 共模扼流器产品将从 2014 年开始贡献业绩

- 共模扼流器价格 0.15-0.20 元, 一台手机 10 多个, 5000 万手机, 高速信号接口 (比如 USB, LCD, 摄像头等) 需要共模扼流器。
- LTCC 价格 0.2 元, 手机、WiFi 热点、军工 (国防装备), 应用广泛。

图 8: 共模扼流器, LTCC 收入预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
共模扼流器数量(百万只)			700	1200	1800
价格(元)			0.15	0.15	0.15
收入(百万元)			105	180	270
毛利率			45%	45%	45%
LTCC(百万只)	155	235	329	461	645
价格(元)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
收入(百万元)	31	47	66	92	129
毛利率	62%	50%	50%	50%	50%

资料来源: 宏源证券研究所

## 二、携手德门深耕 PDS 天线, 有望进入华为、三星供应链

### (一) 磁片独家供货具备先发优势

公司携手德门共同深耕 PDS 天线市场。德门目前是高通、MTK 平台 NFC 方案的唯一指定供应商, 已进入联想、酷派、海信等供应链。

NFC 方案: NFC 天线通过磁场的耦合作为 NFC 芯片与外界信息的传输通道, 其结构为: FPC 天线、PET 保护膜、PET 支撑膜与铁氧体磁片。天线是德门生产。顺络的铁氧体磁片+德门的天线已经具备了非常完整的 NFC 产品线。

当前国内仅有顺络电子可以提供 NFC 天线磁片 (单价大概 2-2.5 元), 预计 14-16 年顺络/德门 NFC 合并出货量 1000 万、3000 万、5000 万只, 我们预计德门全部采购顺络磁片, 另外顺络会销售一部分天线 15-16 年为 500 万、1000 万只。顺络有望通过磁片、天线受益于 NFC 移

动支付浪潮。顺络与德门的客户交叉互补，德门已经进入联想、酷派，而顺络可以利用原有供应商基础争取华为和三星。另一方面，顺络有望进一步收购德门股权，提升该环节的利润贡献。

图 9: 磁片和 NFC 天线 2014-2016 年收入预测

	2013	2014E	2015E	2016E
NFC 磁片 (百万只)		10	25	40
磁片价格 (元)		2	2	2
磁片收入 (百万元)	0	20	50	80
NFC 天线 (百万只)			5	10
天线价格 (元)			6	6
NFC 天线收入 (百万元)	0		30	60
NFC 业务整体收入 (百万元)		20	80	140
毛利率		50%	50%	50%

资料来源: 公开资料, 宏源证券研究所

## (二) PDS 天线适应 4G 多模通信需求, 有望成为公司强力增长点

■ 随着 4G 通讯普及, 五模 10 频甚至 13 频增加了天线数量, 而手机金属化外壳会导致信号屏蔽等问题, 因此对天线设计和布局提出更高要求。传统的弹片和 FPC 天线已经很难满足高端手机的设计要求。LDS 和 PDS 都是通过结构件上直接形成天线图形, 不额外占用手机内空间。

■ PDS 天线和 LDS 天线相比主要有以下四个方面的优势: (1) PDS 不限材质使用, 这是 LDS 无法比拟的优势。(2) PDS 可以做到超薄, 顺应潮流对电子产品的审美要求。(3) PDS 的设备投资便宜, 可以快速扩展产能。(4) PDS 生产周期短, 可以快速满足交货要求。综合来看, PDS 技术是 4G 通信强有力的竞争技术, 有望成为 4G 高端产品的行业标配。

■ 目前德门 PDS 天线主要供货给联想酷派, 做新的东西、材料、工艺、设备都要自己做, 周期比较长。德门在研发设计, 顺络在客户门槛、技术门槛、资金门槛上有优势, 在制造上给予帮助。目前, 德门 PDS 天线已进入联想 (VIBE X (S960))、酷派 (大观 9960) 的高端手机, 2H14 有望通过华为认证, 三星未来的天线方案有望逐步导入 PDS 方案。

■ 我们预计 2Q14 导入, 2015 年开始放量, 预计 2015-16 年出货量 1000 万套、3000 万套, 如果华为和三星加快导入, 很可能超过我们预期。PDS 产品盈利能力很高 (单机价值 10-15 元, 毛利率超过 50%), 顺络电子未来有望逐步增加德门股权, PDS 天线有望成为上市公司重要业绩增长点。



图 10: PDS 天线 2014-2016 年收入预测

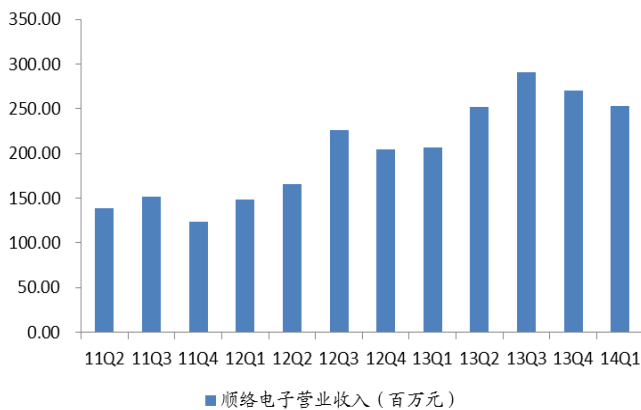
	2013	2014E	2015E	2016E
PDS 天线 (百万只)		2	10	30
价格 (元)		10	10	10
收入 (百万元)	0	20	100	300
毛利率		50%	50%	50%

资料来源: 公开资料, 宏源证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

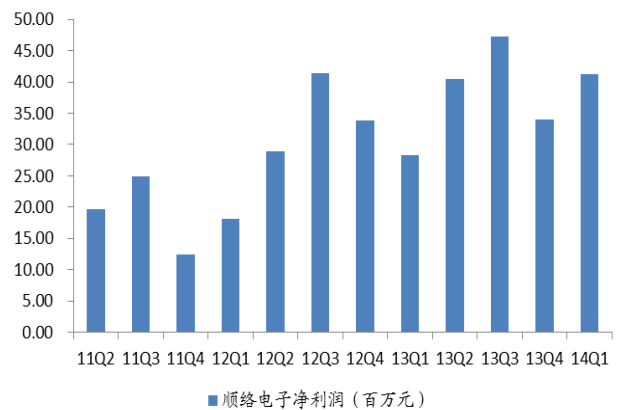
- 2013 年归属于母公司所有者的净利润为 1.51 亿元, 较上年同期增 23.19%; 营业收入为 10.20 亿元, 较上年同期增 36.90%; 基本每股收益为 0.47 元, 较上年同期增 20.51%。
- 14 年一季度归属于母公司所有者的净利润为 4174.25 万元, 较上年同期增 47.58%; 营业收入为 2.53 亿元, 较上年同期增 22.36%; 基本每股收益为 0.13 元, 较上年同期增 44.44%。公司预告半年度业绩同比增长区间为 30%-60%。

图 11: 最近三年营收情况



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 12: 最近三年净利润情况



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

- 公司集中资源深耕电子元器件“三高”领域: 技术门槛高、客户门槛高、资金门槛高。我们认为公司主要投资看点在于:

1) 中期来看, 公司电感元件已经具备全球市场份额的规模优势, 随着电子整机行业继续向大陆转移, 可以持续提升市场份额, 2015 年有望打破日本垄断, 开启高端竞争的新局面。

2) 短期来看, 与德门的合作将在 2014 年进入业绩释放期, NFC 磁片、NFC 天线以及 PDS 天线等新的产品大类导入将推动公司未来 3 年业绩高增长, 业绩弹性大, 消费电子产品轻薄化趋势将推动公司持续高增长。

3) 综合来看, 公司所处行业景气度上行明显, 公司内部设备稼动率和产能利用率上升明显, 我们认为公司产能利用率提升以及人均价值率提升等微观变化也印证了所处行业景气上行的趋势, 未来伴随新业务的开展有望保持业绩高增长态势。

**图 13: 14-16 年收入分拆预测**

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
叠成电感	409	491	540	648	720
绕线电感	286	458	600	840	1120
NFC	0	0	20	80	140
PDS	0	0	20	100	300
LTCC	31	47	66	92	129
扼流器	0	0	105	180	270
其他	18	23	32	45	63
总计	744	1019	1383	1985	2742

资料来源: 宏源证券研究所测算

- 根据分拆收入及各项毛利率, 测算出 14-16 年总的毛利为 4.88 亿元, 7.14 亿元, 10.09 亿元, 对应的毛利率分别为 35%、36%、37%。

**图 14: 14-16 年毛利分拆预测**

	2013	2014E	2015E	2016E
叠成电感毛利润(百万元)	196	227	272	302
绕线电感	110	150	210	280
NFC		10	40	70
PDS		10	50	150
LTCC	24	33	46	64
扼流器		47	81	122
其他	8	11	15	21
总计	337	488	714	1009
毛利率	33%	35%	36%	37%

资料来源: 公开资料, 宏源证券研究所

综上所述, 我们预计 2014-2016 年, 公司实现营收 13.83、19.85、27.42 亿元, 对应的净利润分别是 2.32、3.52、5.13 亿元, EPS 是 0.63、0.95、1.39 元, 对应 2014、2015 年的估值得是 33 和 22, 考虑公司未来 3 年业务的成长性, 给予增持评级。

利润表					资产负债表				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1019.80	1383.00	1985.20	2742.08	货币资金	100.48	69.15	99.26	137.10
减:营业成本	680.00	895.42	1271.10	1732.87	应收和预付款项	417.42	588.31	820.57	1150.37
营业税金及附加	5.66	7.67	11.01	15.21	存货	154.44	203.73	304.71	388.44
营业费用	33.84	49.44	70.97	98.02	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	123.78	137.65	197.58	272.91	长期股权投资	32.85	32.85	32.85	32.85
财务费用	12.68	18.80	19.32	18.35	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	8.68	6.49	6.49	6.49	固定资产和在建工程	1264.77	1304.49	1329.12	1338.64
加:投资收益	2.82	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	129.06	123.81	118.55	113.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.59	0.30	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资产总计</b>	<b>2099.61</b>	<b>2322.63</b>	<b>2705.06</b>	<b>3160.70</b>
<b>营业利润</b>	<b>157.98</b>	<b>267.54</b>	<b>408.72</b>	<b>598.23</b>	短期借款	335.92	340.64	361.30	351.36
加:其他非经营损益	2.09	5.23	5.23	5.23	应付和预收款项	174.95	213.48	302.40	370.24
<b>利润总额</b>	<b>160.07</b>	<b>272.76</b>	<b>413.95</b>	<b>603.45</b>	长期借款	142.94	142.94	142.94	142.94
减:所得税	10.07	40.91	62.09	90.52	其他负债	63.70	63.70	63.70	63.70
<b>净利润</b>	<b>150.00</b>	<b>231.85</b>	<b>351.86</b>	<b>512.94</b>	<b>负债合计</b>	<b>717.51</b>	<b>760.75</b>	<b>870.34</b>	<b>928.24</b>
减:少数股东损益	-0.78	0.00	0.00	0.00	股本	328.08	328.08	328.08	328.08
<b>属母公司股东净利</b>	<b>150.78</b>	<b>231.85</b>	<b>351.86</b>	<b>512.94</b>	资本公积	627.58	627.58	627.58	627.58
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	留存收益	423.22	603.00	875.83	1273.57
经营性现金净流量	280.45	211.57	284.55	358.08	<b>属母公司股东权益</b>	<b>1378.88</b>	<b>1558.66</b>	<b>1831.50</b>	<b>2229.23</b>
投资性现金净流量	-505.36	-176.75	-176.75	-176.75	少数股东权益	3.22	3.22	3.22	3.22
筹资性现金净流量	267.51	-66.15	-77.69	-143.48	<b>股东权益合计</b>	<b>1382.10</b>	<b>1561.88</b>	<b>1834.72</b>	<b>2232.46</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>39.81</b>	<b>-31.33</b>	<b>30.11</b>	<b>37.84</b>	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2099.61</b>	<b>2322.63</b>	<b>2705.06</b>	<b>3160.70</b>

**作者简介:**

**易欢欢:** 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。

毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011 年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012 年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013 年新财富最佳分析师第二名。

代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。