

横向复制开启，占领莲花湖高地

增持 首次

目标价：18元

投资要点：

- 区域土地一级开发商，受益城镇化和工业化
- 签订莲花湖土地开发协议，横向复制开启

报告摘要：

- 辽宁地区城镇化与工业化提升土地价值。**公司全资子公司铁岭财京投资有限公司成立时定位为负责铁岭新城22平方公里土地一级开发以及铁岭新城城市基础设施建设、运营的城市运营商。土地一级开发收入占公司营业收入的99%。2011年铁岭市城镇化率仅为47.66%。预计2015年末将达到全省目标70%。得益于城镇化和工业化，辽宁地区的平均地价呈现明显的上涨态势。
- 横向复制开启，签订莲花湖土地开发协议。**为进一步提升铁岭新城区的城市发展，塑造城市品牌，聚集人气，铁岭市人民政府授权铁岭市新城区建设管理委员会与铁岭财京投资有限公司就铁岭市莲花湖区域的土地整理、基础配套设施建设等相关事宜，达成了框架协议。莲花湖区域土地一级开发面积约5平方公里。公司负责按时完成相关区域土地整理、基础设施建设、公共设施建设及环境恢复建设。莲花湖湿地公园的重要地位为土地价值的提升奠定了基础。
- 铁岭新城土地开发进入后期，贡献稳定收入。**根据《铁岭市凡河新城区控制性详细规划》，铁岭新城分为三个区域进行开发，起步区开发面积约为4.4平方公里；拓展区开发面积约为11.9平方公里；凡河以南区开发面积约为5.7平方公里。目前公司的主要收入是凡河以南的土地一级开发与起步区和拓展区的尾款。相关结算收入稳健增长，波澜不惊。
- 盈利预测与估值。**预计公司2014、2015年的EPS为1.58、2.03，对应当前股价PE为8.8X、6.8X。首次给予“增持”评级。目标价18元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1396.48	1686.07	2023.28	2529.11	3287.84
增长率(%)	-0.45%	20.74%	20%	25%	30%
归母净利润(百万)	661.71	766.88	925.72	1175.70	1528.41
增长率(%)	8.71%	15.89%	20.71%	27.00%	30.00%
每股收益(摊薄)	1.15	1.29	1.58	2.03	2.68
市盈率	12.09	10.78	8.81	6.84	5.20

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

2013新财富中小市值最佳分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

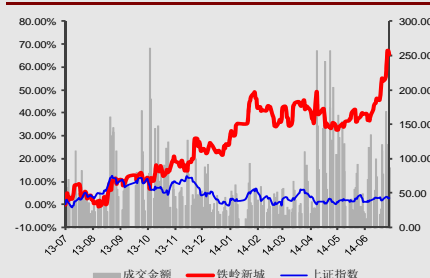
研究助理：

黎泉宏

电话：010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	14.15
总股本(千股)	550,000
总市值(百万)	7781
流通市值(百万)	5106
12个月最高价	14.39
12个月最低价	7.39

相关研究

《中小市值周报 20140719：全球首款全息手机 TAKEE 横空出世》

2014/07/20

目录

一、区域性地产一级开发商.....	5
二、辽宁地区城镇化与工业化提升土地价值.....	6
（一）铁岭地区城镇化率相对全省落后	6
（二）工业园区陆续建设，工业化进度加快	6
三、铁岭新城进入开发末期，项目进入结算高峰期.....	8
（一）铁岭新城位置优越，交通便利，规划完整	8
（二）公司铁岭新城土地开发进入后期，贡献稳定收入	10
四、横向复制开启，签订莲花湖开发协议.....	12
（一）国家湿地公园提升土地价值	12
（二）横向复制成发展战略	13
五、盈利预测	14

插图

图 1: 公司股权结构图.....	5
图 2: 公司营业收入季度波动明显.....	5
图 3: 公司利润季度波动明显.....	5
图 4: 公司毛利率二三四季度保持高水平.....	6
图 5: 土地一级开发是公司主要业务收入.....	6
图 6: 铁岭战略位置重要.....	8
图 7: 沈阳地价呈现明显上涨势头.....	8
图 8: 浑南新区房价上涨.....	8
图 9: 铁岭新城位置.....	9
图 10: 铁岭新城交通规划.....	9
图 11: 铁岭新城规划格局.....	10
图 12: 铁岭新城土地开发一级收入.....	10
图 13: 铁岭新城开发规划.....	11
图 14: 莲花湖国家湿地公园总体规划.....	12
图 15: 周边还有大量区域未开发.....	13

表格

表 1: 辽宁地区主要工业园区6

表 2: 铁岭新城开发进度 11

表 3: 一级土地销售预测 11

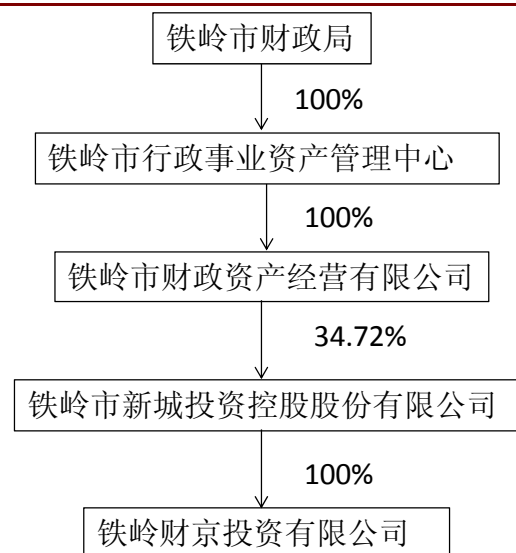
表 4: 盈利预测 14

一、区域性地产一级开发商

铁岭财京投资有限公司于 2006 年 4 月 12 日成立，注册资本人民币 4 亿元，具体负责铁岭新城 22 平方公里土地一级开发以及铁岭新城城市基础设施建设、运营的城市运营商。经营范围为对新城区土地的征用、市政基础设施建设、土地开发、房地产开发、工业项目开发的投资。其职能定位为铁岭市新城区城市基础设施建设的投资主体、实施主体和运营主体。

财京公司用了 6 年的时间圆满完成了铁岭新城约 18 平方公里的土地一级开发业务，并成功开启了新城供水、污水处理、出租车运行、广告传媒等城市运营之路。2012 年 1 月 5 日，历时三年多的时间，财京公司成功实现借壳上市。2011 年 12 月 30 日原上市公司四川中汇医药（集团）股份有限公司正式迁址落户到铁岭新城，并更名为铁岭新城投资控股股份有限公司，2012 年 1 月 4 日，深圳证券交易所发布公告，中汇医药的简称变更为“铁岭新城”。2012 年 1 月 5 日，新增股份在深圳证券交易所上市。

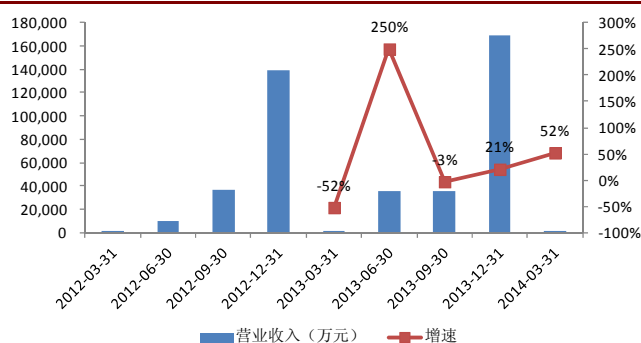
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司年报，宏源证券

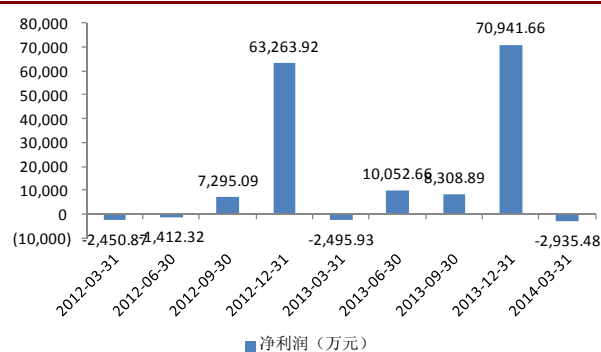
公司的业绩呈现明显的季度特征，这跟房地产行业的周期性特点有关，一季度开工少，结算少，而三四季度公司的收入和利润却有了大幅的增厚。

图 2：公司营业收入季度波动明显



资料来源：公司公告，宏源证券

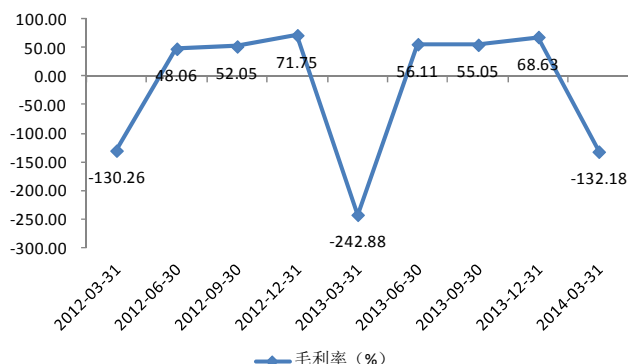
图 3：公司利润季度波动明显



资料来源：公司公告，宏源证券

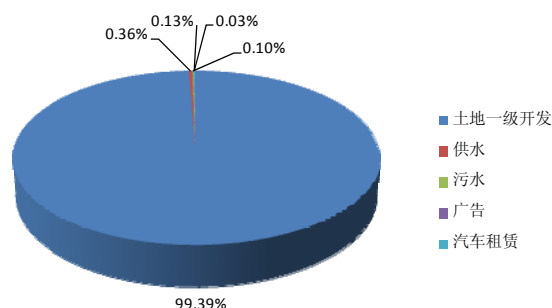
公司毛利率也呈现季度性的特点，除去一季度外，公司业务的毛利率基本上在 50% 以上。

图 4：公司毛利率二三四季度保持高水平



资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：土地一级开发是公司主要业务收入



资料来源：公司公告，宏源证券

二、辽宁地区城镇化与工业化提升土地价值

（一）铁岭地区城镇化率相对全省落后

辽宁的城镇化水平在全国是比较高的，城镇化速度相当长时间里在全国城镇化进程中名列前茅。2005 年，辽宁城镇化率已达到了 58%；2011 年底，达到 62.1%，高出全国平均水平近 12 个百分点。按照规划，到 2015 年底，辽宁全省城镇化水平达到 70% 左右，城镇人口达到 3000 万人以上，新增城镇人口 400 万人以上；省辖市人口规模基本达到 100 万人以上，县级市人口规模平均达到 25 万人，县城人口规模平均达到 10 万人。2011 年铁岭市城镇化水平增幅列全省第一位，但城镇化率仍仅为 47.66%。“十二五”期间铁岭市要与省保持同步，力争到 2015 年全市城镇化率达到 70%。

（二）工业园区陆续建设，工业化进度加快

为贯彻中央振兴东北老工业基地，辽宁省加快了工业化步伐。铁岭市位于沈铁工业走廊的核心区，近年来兴建了铁岭市高新技术产业开发区、铁岭县工业园区、银州经济开发区、铁岭经济开发区、辽宁省专用车生产基地、东北国际物流基地、职业教育基地、北方金融后台服务基地等工业园区，

表 1：辽宁地区主要工业园区

铁岭		营口	
1	216003 铁岭经济开发区	1	211002 营口经济技术开发区
2	老官台工业园区	2	216017 辽宁营口高新技术产业园区
3	帽山工业园区	3	216018 辽宁营口南楼经济开发区
4	桑园工业园区	4	216033 辽宁营口大石桥经济开发区
5	殷屯工业园区	锦州	
6	铁岭高新技术产业开发区	1	216020 辽宁锦州经济开发区
7	清河工业园区	2	216021 辽宁锦州高新技术产业园区
8	银州工业园区	3	216034 辽宁锦州沟帮子经济开发区
9	调兵山园区	抚顺	

10	昌图县园区	1	216004 辽宁抚顺经济开发区
11	开原园区	2	216005 辽宁抚顺胜利经济开发区
12	西丰县园区	本溪	
13	铁岭县工业	1	216006 辽宁本溪经济开发区
14	辽海工业园区	丹东	
大连		1	214001 丹东边境经济合作区
1	211001 大连市经济技术开发区	2	216010 辽宁丹东东港经济开发区
2	212002 大连高新技术产业开发区	3	216011 辽宁丹东前阳经济开发区
3	213001 大连保税区	鞍山	
4	215001 大连出口加工区	1	212003 鞍山高新技术产业开发区
5	216012 辽宁瓦房店炮台经济开发区	2	216008 辽宁鞍山经济开发区
6	216013 辽宁长兴岛经济开发区	3	216009 辽宁海城经济开发区
7	216014 大连旅顺经济开发区	4	216037 辽宁鞍山腾鳌经济开发区
8	216015 大连金州经济开发区	阜新	
9	216016 辽宁普兰店经济开发区	1	216002 辽宁阜新经济开发区
10	216038 大连甘井子工业园区	2	216036 辽宁阜新高新技术产业园区
沈阳		辽阳	
1	211003 沈阳经济技术开发区	1	216007 辽宁辽阳高新技术产业园区
2	212001 沈阳高新技术产业开发区	2	216042 辽宁辽阳经济开发区
3	215002 沈阳出口加工区	盘锦	
4	215003 沈阳（张士）出口加工区	1	216019 辽宁盘锦经济开发区
5	216001 沈阳道义经济开发区	朝阳	
6	216024 沈阳辉山经济开发区	1	216032 辽宁朝阳经济开发区
7	216025 沈阳雪松经济开发区	2	216035 辽宁北票经济开发区
8	216026 沈阳浑河民族经济开发区	葫芦岛	
9	216027 沈阳—欧盟经济开发区	1	216022 辽宁葫芦岛高新技术产业园区
10	216028 辽宁新民经济开发区	2	216023 辽宁葫芦岛经济开发区
11	216029 辽宁法库经济开发区	3	216039 辽宁葫芦岛杨家杖子经济开发区
12	216030 辽宁康平经济开发区	4	216040 辽宁葫芦岛八家子经济开发区
13	216031 辽宁辽中经济开发区		
14	216041 沈阳棋盘山经济开发区		

资料来源：公开资料，宏源证券

铁岭位于辽宁的中心，具有重要的战略位置，相关的工业区建设数量在省内排名靠前，在中央关于振兴东北老工业基地的战略方针的指导下，未来预期会有更多的工业园区建设。

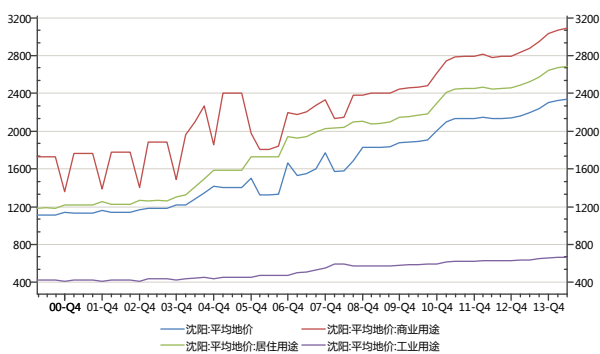
图 6：铁岭战略位置重要



资料来源：中国橡胶工业协会管带分会，宏源证券

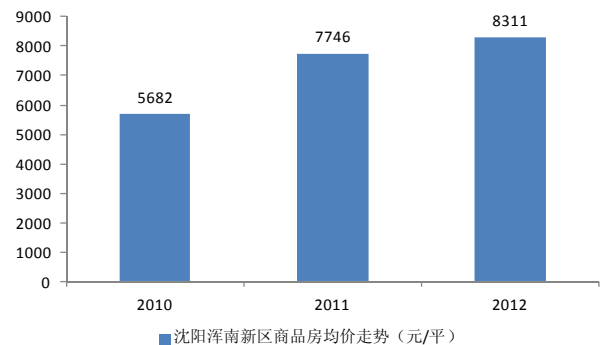
得益于城镇化和工业化，沈阳的平均地价呈现明显的上涨，同时各类的用途的土地也价格也有所上涨。

图 7：沈阳地价呈现明显上涨势头



资料来源：wind，宏源证券

图 8：浑南新区房价上涨



资料来源：公开资料，宏源证券

三、铁岭新城进入开发末期，项目进入结算高峰期

(一) 铁岭新城地理位置优越，交通便利，规划完整

铁岭新城，位于铁岭市中心区西南方向，距铁岭老城区 8 公里，南临沈北新区，距沈阳市区 30 公里。

图 9：铁岭新城位置



资料来源：公开资料，宏源证券

新城交通便利，京哈电气化铁路、哈大高速公路、G102 国道纵贯境内，正在建设中的沈阳-铁岭轻轨和哈大高速铁路穿城而过，驱车至沈阳桃仙机场仅需 40 分钟，经高速公路 2 小时抵营口港、3 小时达大连港。

图 10：铁岭新城交通规划



资料来源：公开资料，宏源证券

铁岭新城的定位是建成“依山而建、择水而居、山环水抱、组团错落的适合人居、休闲、度假、观光的“大沈阳后花园中心园”、“国际生态山水景观新城”。

图 11：铁岭新城规划格局

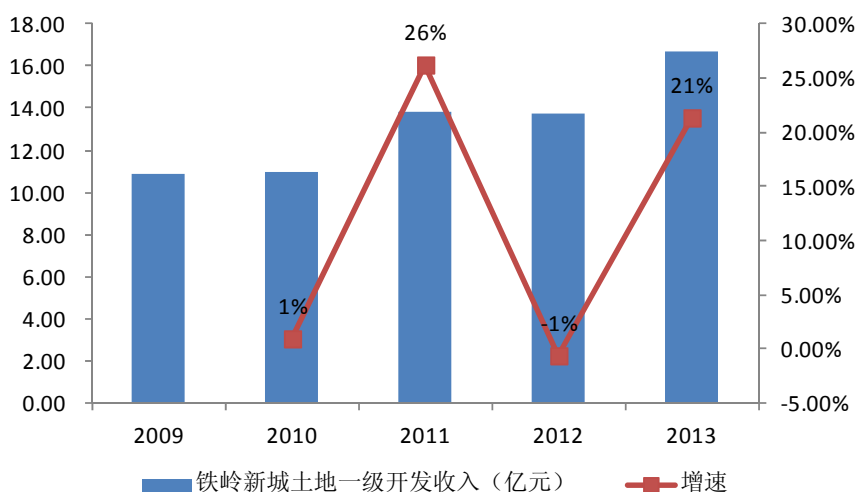


资料来源：公开资料，宏源证券

新城的规划格局简单归纳为“一心”、“三轴”、“三片”。“一心”指如意湖行政文化中心，环绕如意湖布局行政中心和文化娱乐中心。“三轴”指天水河市级公共设施轴、凡河生态景观轴以及联系铁路门户的赣江路商业轴。“三片”，指在新城用地范围内由凡河、天水河分隔自然形成的三个居住片区及综合配套设施。

（二）公司铁岭新城土地开发进入后期，贡献稳定收入

图 12：铁岭新城土地开发一级收入



资料来源：公司公告，宏源证券

过去五年，铁岭新城的土地开发进入了一个结算的高峰期，每年的营业收入在 10 亿元以上。2013 年收入达到 17 亿元，同比增长 21%。

图 13: 铁岭新城开发规划



资料来源：公司公告，宏源证券

铁岭财京的土地一级开发面积约为 22 平方公里，按照铁岭新城《铁岭市凡河新城区控制性详细规划》分为三个区域进行开发：起步区开发面积约为 4.4 平方公里，开发期自 2006 年至 2007 年底；拓展区开发面积约为 11.9 平方公里，开发期自 2008 年至 2010 年；凡河以南区域开发面积约为 5.7 平方公里，开发期自 2013 年初至 2014 年底。目前公司的主要收入是凡河以南的土地一级开发与起步区和拓展区的尾款。

表 2: 铁岭新城开发进度

开发期	面积	开发工作起始日	开发工作完成日
一期	约 4.4 平方公里	2006 年 3 月 3 日	2007 年 12 月 31 日
二期	约 11.9 平方公里	2008 年 1 月 1 日	2010 年
三期	约 5.7 平方公里	2013 年	2014 年（预计）

资料来源：公司公告，宏源证券

2014 年，铁岭新城区基本建设项目 41 项，总占地面积 289 万平方米，总建筑面积 450 万平方米，其中新建项目 25 项，续建项目 14 项，修复项目 1 项，改造项目 1 项。公司的铁岭新城的一级土地开发应该保持一个稳定的销售，很难再有大的增长。

表 3: 一级土地销售预测

土地性质	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	合计
居住用地	1294		1911.93	1429.27	1527	1430	1430	1455	1405	895	593	13370.2
绿地（靠居住）					174	284	324	96	250	224	244	1596
支路(靠居住)			28	43	8	11	9	11	16	13	11	150
广场用地(靠居住)						36	36			34		106
社会福利						37		46		50	43	176
商业用地	56.44		671.86	81.43	196	216	266	239	266	166	29	2187.73
绿地（靠商业）					8	17	25	40	25	50	30	195
支路(靠商业)			3	4	4	2	2	4	4	6	7	36
广场用地(靠商业)								5		4	2	11
社区服务中心用地					40	32	60		60	80	119	391

商住用地	314.23	67	33	47	40	53	54	30	638.23
绿地（靠商住）		7	10	32		50	22	12	133
支路（靠商住）	3	5	5	4		7	12	10	46
行政办公用地	79.67	30.69	87	58	98	38		163	554.36
行政商业用地	228.22	225.62		68		35			556.84
文化娱乐用地			80	80		180	150	120	732
中小学用地	414.03		42		102	80		82	843.03
医院用地	69.53				80		73		222.53
凡河新村(一、二期)									0
旅游用地			120		90		110	136	456
交用地	0			165		156			321
教育园区用地	357.53	698.75	150.37	171.65	160	100	90	230	2372.3
公共设施配套	4.68	7.74	76	79	69			90	326.42
合计	1936.19	1078.25	3217.62	2209.58	2643	2525	2607	2359	25420.64

资料来源：公司公告，宏源证券

四、横向复制开启，签订莲花湖开发协议

（一）国家湿地公园提升土地价值

铁岭新城投资控股股份有限公司于2014年6月27日召开第八届董事会第十三次会议审议通过了《关于下属子公司签订<铁岭市莲花湖区域土地一级开发项目框架协议>的议案》。

为进一步提升铁岭新城区的城市发展，塑造城市品牌，聚集人气，铁岭市人民政府授权铁岭市新城区建设管理委员会与铁岭财京投资有限公司本着集约土地、创建节约型小康社会、生态优先、保护环境的原则，打造具有独特魅力的北方水城，就铁岭市莲花湖区域的土地整理、基础配套设施建设等相关事宜，达成了框架协议。

图 14：莲花湖国家湿地公园总体规划



资料来源：中国橡胶工业协会管带分会，宏源证券

铁岭市新城区建设管理委员会以铁岭市莲花湖区域土地一级开发及环境恢复事项与铁岭财京投资有限公司进行合作，莲花湖区域面积约 15 平方公里，其中水域及环境恢复面积约 10 平方公里，**土地一级开发面积约 5 平方公里**（以政府规划中的实测面积为准）。铁岭财京投资有限公司负责按时完成相关区域土地整理、基础设施建设、公共设施建设及环境恢复建设，并配合政府相关部门对整理后经营性用地进行宣传、推广。该项目的正式协议需经铁岭市人民政府及相关部门履行相关法律程序后方能协商签订。

莲花湖区域土地一级开发整理后，形成的可供经营性用地出让收入扣除整理成本、政策性收费以及其它相关费用后的土地收益，按照审核结果由铁岭市土地储备中心、铁岭市人民政府和乙方三方按照约定分享收益。具体合作事项、合作期限及其他未尽事宜，在正式合作协议中进行约定。

莲花湖国家湿地公园总流域面积 200 平方公里。这是迄今为止中国第六个、中国北方第一个国家湿地公园试点。铁岭市投巨资进行建设，显著改善了莲花湖湿地的生态功能，恢复了湿地的生物多样性，提高了对铁岭社会经济可持续发展能力。这对于土地价值的提升具有重要的意义。

（二）横向复制成发展战略

根据公司年报描述的战略规划，公司将致力于土地整理、市政基础设施投资、建设及运营。在未来三年内，在辽宁省境内进行横向模式复制，在有条件的情况下，跨区域进行模式复制。

图 15：周边还有大量区域未开发



资料来源：公司公告，宏源证券

五、盈利预测

预计公司 2014、2015 年的 EPS 为 1.58、2.03，对应当前股价 PE 为 8.8X、6.8X。首次给予“增持”评级。

表 4：盈利预测

单位:百万元									
利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1396	1686	2023	2529	经营活动现金流				
YoY	0%	21%	20%	25%	净利润	633	709	868	1118
营业成本	395	529	627	759	折旧与摊销	17	17	23	21
营业税金及附加	0	0	0	0	财务费用	56	53	64	80
销售费用	4	17	20	25	非经常性/非经营性损益	29	60	78	78
管理费用	41	42	50	62	营运资金的减少	-825	-945	-471	-1112
EBITDA	973	1116	1349	1704	长期经营性负债的增加	0	0	-45	0
YoY	11%	15%	21%	26%	经营活动现金流净额	-90	-105	517	185
EBIT	956	1099	1326	1683	投资活动现金流				
财务费用	56	53	64	80	固定资产购建	-6	-12	0	0
非经营性/经常性损益	(40)	(78)	(78)	(78)	无形资产购建	0	0	0	0
利润总和	860	967	1184	1525	非经常性或非经营性损益	0	0	-78	-78
所得税费用	228	258	316	406	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	633	709	868	1118	投资活动现金流量净额	-6	-12	-78	-78
YoY	4%	12%	22%	29%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	205	447	63	117
归属母公司所有者净利润	633	709	868	1118	长期借款增加	0	0	-150	-120
YoY	4%	12%	22%	29%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-109	-102	-64	-80
资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	96	345	-151	-83
资产					现金及现金等价物净增加额	0	228	288	24
货币资金	145	373	661	685	现金及现金等价物期末余额	145	373	661	685
应收款项	1350	1971	2023	2529					
预付款项	48	9	11	13	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E
存货	2561	2971	3507	4283	盈利能力				
其他流动资产	0	0	0	0	ROE	23.1%	20.6%	20.1%	20.6%
流动资产合计	4105	5324	6202	7510	净利率	45.3%	42.1%	42.9%	44.2%
固定资产	239	236	213	193	毛利率	71.7%	68.6%	69.0%	70.0%
在建工程	0	0	0	0	营业费用率	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	17	17	16	15	管理费用率	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%
非核心资产	24	73	73	73	财务费用率	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%
非流动资产合计	280	325	302	281	资本结构				
资产总计	4385	5649	6504	7792	资产负债率	37.5%	38.9%	33.6%	30.2%
负债					权益乘数	1.60	1.64	1.51	1.43
短期借款	315	645	708	825	流动资产/总资产	93.6%	94.2%	95.4%	96.4%
应付款项	524	606	716	874	流动负债/总负债	54.6%	63.8%	72.6%	79.6%
预收款项	4	46	55	69	偿债能力				
其他应付款	55	107	107	107	流动比率	4.57	3.79	3.91	4.01
其他流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.72	1.68	1.70	1.72
流动负债合计	897	1404	1586	1875	产权比率	0.60	0.64	0.51	0.43
长期借款	0	750	600	480	归属母公司股东权益/负债	1.67	1.57	1.98	2.31
长期经营性负债	700	0	0	0	营运能力				
其他非流动负债	47	45	0	0	存货周转率	0.15	0.19	0.19	0.19
非流动负债合计	747	795	600	480	应收账款周转率	1.54	1.02	1.01	1.11
负债合计	1644	2199	2186	2355	流动资产周转率	0.38	0.36	0.35	0.37
股本	550	550	550	550	固定资产周转率	5.76	7.11	9.02	12.46
资本公积金	32	32	32	32	总资产周转率	0.35	0.34	0.33	0.35
留存收益	2159	2868	3736	4855	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	2740	3450	4318	5436	EPS(元)	1.15	1.29	1.58	2.03
少数股东权益	0	0	0	0	BPS(元)	4.98	6.27	7.85	9.89
股东权益合计	2740	3450	4318	5436	P/E(x)	12.09	10.78	8.81	6.84
负债和股东权益合计	4385	5649	6504	7792	P/B(x)	2.79	2.22	1.77	1.41

资料来源：宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 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: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明。

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
		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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@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	zhoudi@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。