

分销业务下滑，未来看转售变现

增持 下调

目标价格：暂无

事件：

- 2014年半年报：2014年上半年，公司实现营业收入168.52亿元，较上年同期增长27.88%；归属于上市公司股东的净利润19,135.47万元，较上年同期增长481.09%。

报告摘要：

- 传统业务受运营商集采降低受到冲击，业绩低于预期。**受国资委要求三大运营商3年内削减营销成本400亿、中国移动停止3G补贴等因素影响，公司传统分销业务对运营商集采依赖较大，因而受到负面影响也大。扣除上半年处置祥源、星宇所获投资收益4.77亿影响，上半年扣非后净利为-1.9亿元，同比下降272%。随着iPhone 6和其他4G手机快速上量，公司手机分销业务有望在下半年回暖。
- 未来看点在移动转售业务，早早布局的移动互联网业务成为重要变现渠道。**天音通信推出虚拟运营品牌“天音移动”，同期推出产品“170一起来”套餐和170.com业务服务网站，将围绕170.com逐步建立起掌上营业厅、微信营业厅、短信营业厅等全流程电子渠道服务体系。移动互联网业务（欧朋浏览器、塔读文学、九九乐游手机游戏、开奇应用商店）等形成了整个业务从入口、内容到应用三位一体的移动互联网布局。欧朋浏览器推出“流量宝”，切入流量细分领域。移动互联网应用成为虚拟运营商业务的重要变现渠道。
- 盈利预测：**我们预测2014/15/16年公司营业收入分别为34295.69百万元、38738.97百万元和39546.05百万元；净利润分别为431.39百万元、449.70百万元和402.91百万元；EPS分别为0.46元、0.47元和0.43元。
- 风险因素：**分销的手机型号市场反映不佳；运营商、电商强势介入，分销市场竞争加剧。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	32,590.38	29,852.34	34,295.69	38,738.97	39,546.05
增长率(%)	34.88	-8.40	14.88	12.96	2.08
归母净利润(百万)	-22.61	30.00	463.70	482.67	509.73
增长率(%)	89.59	232.67	1445.65	4.09	5.61
每股收益	-0.02	0.03	0.49	0.51	0.54
市盈率	-373.95	307.65	18.24	17.52	16.59

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

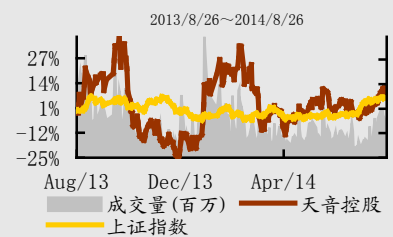
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	8.93
总股本(百万股)	946.90
总市值(百万)	8,455.83
流通市值(百万)	8,455.83
12个月最高价	11.4
12个月最低价	6.20

相关研究

《天音控股-虚拟运营上线，三大业务互相促进》

2014/4/21

《天音控股：一季报大幅增长，主业表现强劲》

2014/4/14

《天音控股：团队补强，迎接移动转售大机遇》

2014/3/6

目录

一、投资概述	4
(一) 公司上半年业绩分析	4
(二) 投资亮点：线上线下全面拓展分销渠道，多项移动转售产品推出	4
(三) 盈利预测：买入	4
(四) 风险提示	5
二、期待手机分销主业回暖	5
(一) 智能手机增长疲软，分销渠道价值重现	6
(二) B2B 交易平台推出，线上线下分销业务协同增长	6
(三) 3G 产品升级换代，库存清仓增大费用	9
三、移动转售业务兴起	10
(一) 移动转售牌照发放，虚拟运营商空间广阔	10
(二) 多产品推出，助力虚拟运营品牌“天音移动”	10
四、移动互联网业务稳健	11

插图

图 1: 天音控股 2004-2014 营业收入 (单位: 万元)	4
图 2: 2013 年公司各产品收入比例	4
图 3: 财务三张表预测	4
图 4: 天音控股 2004-2014 营业利润变化 (单位: 万元)	6
图 5: 天音分销网络	6
图 6: 天联网特区电商运作模式	7
图 7: 天联网特区电商模式价值	8
图 8: 天音分销合作品牌	9
图 9: 天音控股 2006-2014 管理费用变化 (单位: 万元)	9
图 10: 天音移动预约号码活动城市	11

表格

表 1: 工信部移动转售业务试点批文发放企业	10
------------------------------	----

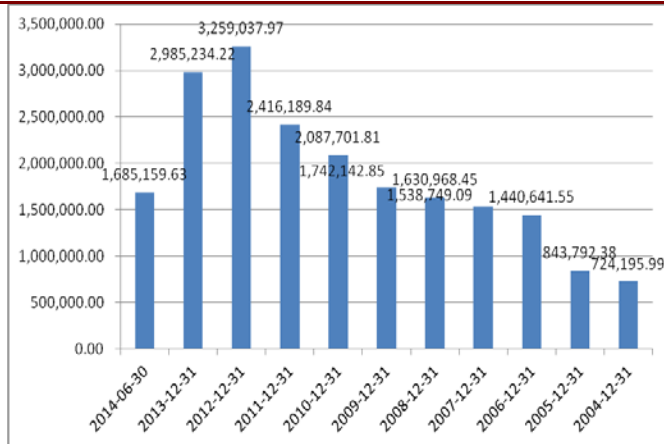
一、投资概述

(一) 公司上半年业绩分析

2014年上半年,公司实现营业收入168.52亿元,较上年同期增长27.88%;归属于上市公司股东的净利润19,135.47万元,较上年同期增长481.09%。

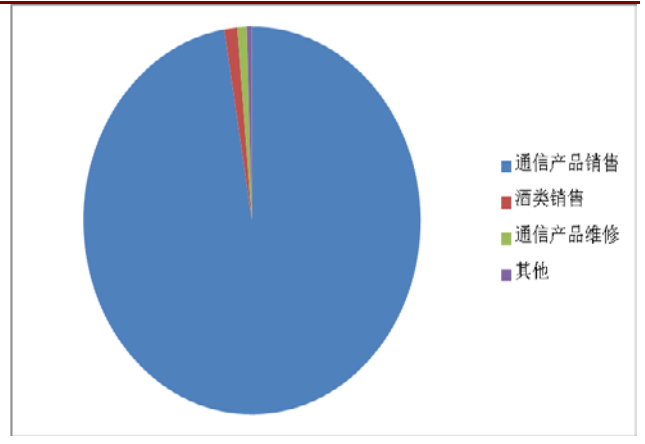
2014年上半年,公司继续贯彻“成为移动互联领域的综合服务商”的发展战略,充分利用多年来手机分销业务在客户粘度、市场渠道等方面的优势,以虚拟运营为抓手,以移动互联网业务为核心,不断提高各业务协同能力,为客户提供手机产品和服务。上半年公司加强手机分销业务市场拓展力度,不断巩固和提升手机分销的市场占有率和竞争优势;同时加大对移动互联网领域的研发及产业化投入,不断增强技术实力,增强企业的核心竞争力,为公司的战略转型提供产品和技术支撑;随着5月28日公司推出虚拟运营品牌“天音移动”,三大核心业务开始产生协同效应,揭开了公司发展的新篇章。

图 1: 天音控股 2004-2014 营业收入 (单位: 万元)



资料来源: WIND, 宏源证券

图 2: 2013 年公司各产品收入比例



资料来源: WIND, 宏源证券

(二) 投资亮点: 线上线下全面拓展分销渠道, 多项移动转售产品推出

B2B 交易平台运行, 分销渠道价值重现。2013 年以来, 智能手机市场趋于饱和, 专业分销商的渠道价值将在三四线城市及农村地区发挥重要作用。线上渠道方面, 公司天联网推出天联好机汇频道和移动端 APP, 并宣布与天猫的战略合作业务, 布局全国性电子商务平台。线下渠道方面, 2014 年公司成功获得三星、华为多款明星机型线下渠道的独家代理权。

多项移动转售产品推出, 虚拟运营商空间广阔。2014 年 8 月 25 日, 工信部发放第三批移动通信转售业务试点批文, 虚拟运营商市场前景广阔。作为第一批获得批文的企业, 天音通信推出虚拟运营品牌“天音移动”, 同期推出产品“170 一起来”套餐和 170.com 业务服务网站, 将围绕 170.com 逐步建立起掌上营业厅、微信营业厅、短信营业厅等全流程电子渠道服务体系。

多产品构建移动互联网生态圈。公司欧朋浏览器、塔读文学、九九乐游手机游戏、开奇应用商店形成了整个业务从入口、内容到应用三位一体的移动互联网布局。欧朋浏览器推出“流量宝”, 切入流量细分领域。

(三) 盈利预测: 买入

图 3: 财务三张表预测

损益表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	24,162	32,590	29,852	34,295.69	38,738.97	39,546.05
增长率		34.9%	-8.4%	14.9%	13.0%	2.1%
主营业务成本	-21,912	-30,545	-27,730	-31,852	-35,984	-36,721
% 销售成本	90.7%	93.7%	92.9%	92.9%	92.9%	92.9%
毛利	2,250	2,048	2,122	2,444	2,755	2,825
% 销售毛利	9.3%	6.3%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
营业税金及附加	-117	-139	-103	-119	-135	-138
% 销售成本	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-1,368	-1,405	-1,302	-1,543	-1,627	-1,661
% 销售成本	5.7%	4.3%	4.4%	4.5%	4.2%	4.2%
管理费用	-187	-241	-311	-360	-407	-415
% 销售成本	0.8%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	580	280	407	421	588	611
% 销售成本	2.4%	0.8%	1.4%	1.2%	1.5%	1.5%
财务费用	-352	-309	-239	-113	-8	-8
% 销售成本	1.5%	0.9%	0.8%	0.3%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-98	-20	-148	-164	-21	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	5	2	480	0	0
% 税前利润	n.a	-7.4%	5.0%	75.1%	0.0%	0.0%
营业利润	132	-65	22	624	560	599
营业利润率	0.5%	n.a	0.1%	1.8%	1.4%	1.5%
营业外收支	-15	1	14	15	15	15
税前利润	117	-63	35	639	575	614
利润率	0.5%	n.a	0.1%	1.9%	1.5%	1.6%
所得税	-51	-28	-83	-29	-15	-16
所得税率	43.9%	n.a	179.2%	4.6%	2.6%	2.6%
净利润	66	-92	-28	610	559	598
少数股东权益	15	-69	-55	143	74	80
归属于母公司的净利润	51	-23	27	466	485	519
净利润率	0.2%	n.a	0.1%	1.4%	1.3%	1.3%

现金流量表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	66	-92	-28	610	559	598
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	137	78	199	204	61	43
非经营收益	191	269	163	-344	-12	-1
营运资金变动	-461	-503	189	-524	-301	-55
经营活动现金净流	-67	-247	523	-55	307	586
资本开支	-10	-57	-80	-9	5	5
投资	0	-10	223	0	-52	0
其他	0	0	-22	480	0	0
投资活动现金净流	-10	-67	121	471	-47	5
股权筹资	15	30	35	0	0	0
债权筹资	1,241	416	195	-2,257	178	-141
其他	97	-259	-900	-151	-3	-14
筹资活动现金净流	1,353	187	-670	-2,408	175	-156
现金净流量	1,276	-127	-26	-1,992	435	435

资产负债表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,667	3,493	3,551	-135	300	735
应收账款	2,357	1,636	1,791	3,617	4,088	4,171
存货	2,797	2,438	4,766	4,363	4,929	5,030
其他流动资产	1,032	1,251	901	1,276	1,441	1,471
流动资产	9,852	8,819	11,009	9,122	10,757	11,407
% 总资产	95.5%	95.0%	95.4%	95.6%	96.0%	96.5%
长期投资	18	28	36	0	52	52
固定资产	358	365	368	345	316	287
% 总资产	3.5%	3.9%	3.2%	3.6%	2.8%	2.4%
无形资产	47	43	75	75	75	75
非流动资产	467	465	533	422	445	416
% 总资产	4.5%	5.0%	4.6%	4.4%	4.0%	3.5%
资产总计	10,319	9,284	11,542	9,544	11,201	11,823
短期借款	2,307	2,062	2,657	0	177	65
应付账款	4,730	3,064	5,781	7,037	7,948	8,111
其他流动负债	-174	794	134	66	75	199
流动负债	6,863	5,921	8,573	7,103	8,200	8,376
长期借款	39	2	2	2	3	5
其他长期负债	421	420	20	32	32	0
负债	7,323	6,343	8,594	7,137	8,234	8,381
普通股股东权益	2,187	2,164	2,185	2,867	3,353	3,748
少数股东权益	824	785	771	0	74	154
负债股东权益合计	10,333	9,291	11,549	10,004	11,661	12,282

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.054	-0.024	0.029	0.493	0.513	0.548
每股净资产	2.309	2.285	2.307	3.028	3.541	3.958
每股经营现金净流	-0.071	-0.261	0.552	-0.058	0.324	0.619
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	2.32%	-1.04%	1.26%	16.26%	14.46%	13.83%
总资产收益率	0.49%	-0.24%	0.24%	4.86%	4.16%	4.22%
投入资本收益率	6.07%	7.51%	-5.74%	14.00%	15.83%	14.99%
增长率						
主营业务收入增长率	15.73%	34.88%	-8.40%	58.60%	12.96%	2.08%
EBIT增长率	-39.01%	-55.16%	56.42%	336.04%	39.34%	4.28%
净利润增长率	-83.69%	-144.63%	-221.55%	28.13%	4.08%	6.83%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	15.6	17.6	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	46.6	29.1	62.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	7.0	2.7	18.1	11.0	11.0	11.0
固定资产周转天数	5.2	3.9	4.5	3.6	2.9	2.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.87%	-48.47%	-30.20%	4.75%	-3.52%	-17.04%
EBIT利息保障倍数	1.6	0.8	1.7	3.7	105.7	73.9
资产负债率	70.87%	68.27%	74.41%	71.34%	70.61%	68.23%

资料来源: 宏源证券

(四) 风险提示

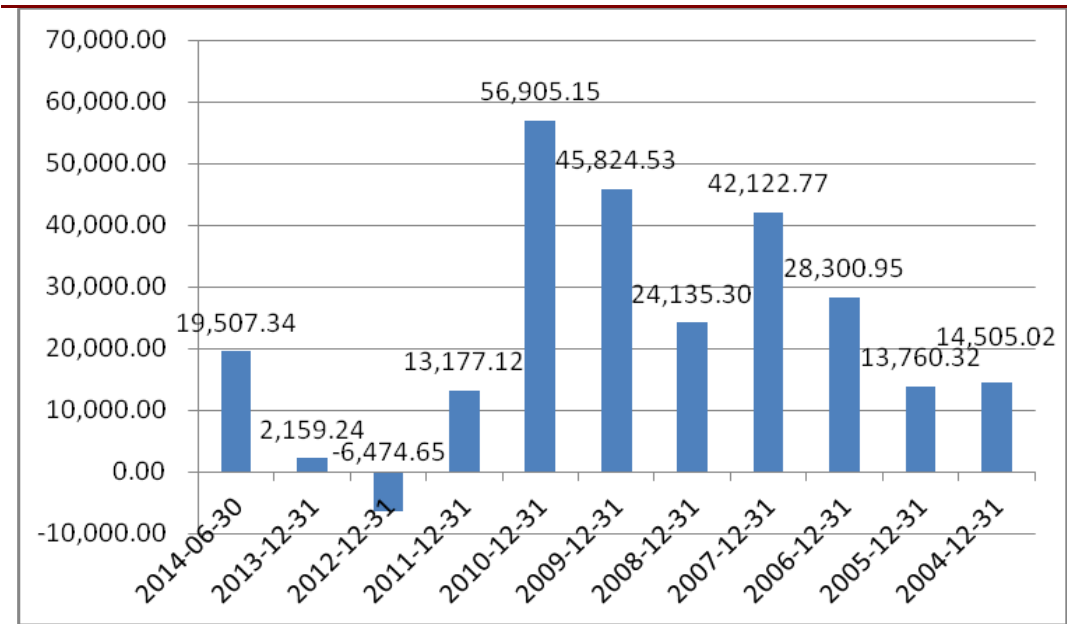
- 1) 基本面风险: 移动互联网产品拓展不力; 分销的手机型号市场反映不佳。
- 2) 行业风险: 移动通讯分销行业属资金驱动型行业, 国家银根收紧导致资金供需矛盾凸显。
- 3) 竞争风险: 移动通讯设备的全面智能化吸引着国内外厂商的加入, 市场竞争进一步加剧; 运营商及电商的强势介入使得销售渠道的利润空间减小。

二、期待手机分销主业回暖

（一）智能手机增长疲软，分销渠道价值重现

随着智能手机在全球移动通讯市场地位的逐步提升，中国作为一个巨大的手机市场，智能手机的需求量日益增长。同时，手机商品的产品生命周期进一步缩短，销售节奏加快，使得分销行业的经营也面临着更加严峻的考验。2011-2012年，在智能手机市场初始开拓阶段，市场空间巨大，手机厂商和运营商纷纷自建渠道实现销售，分销商的渠道价值作用下降，几大手机分销企业，如爱施德、天音控股均业绩亏损。2013年以来，智能手机市场，尤其是在一、二线城市，趋于饱和，销售增长缓。具备全国渠道深度覆盖、长期手机分销经验的专业分销商的渠道价值将在目前智能手机普及率尚低的三四线城市及农村地区发挥重要作用，手机分销行业回暖。

图 4：天音控股 2004-2014 营业利润变化（单位：万元）



资料来源：WIND，宏源证券

（二）B2B 交易平台推出，线上线下分销业务协同增长

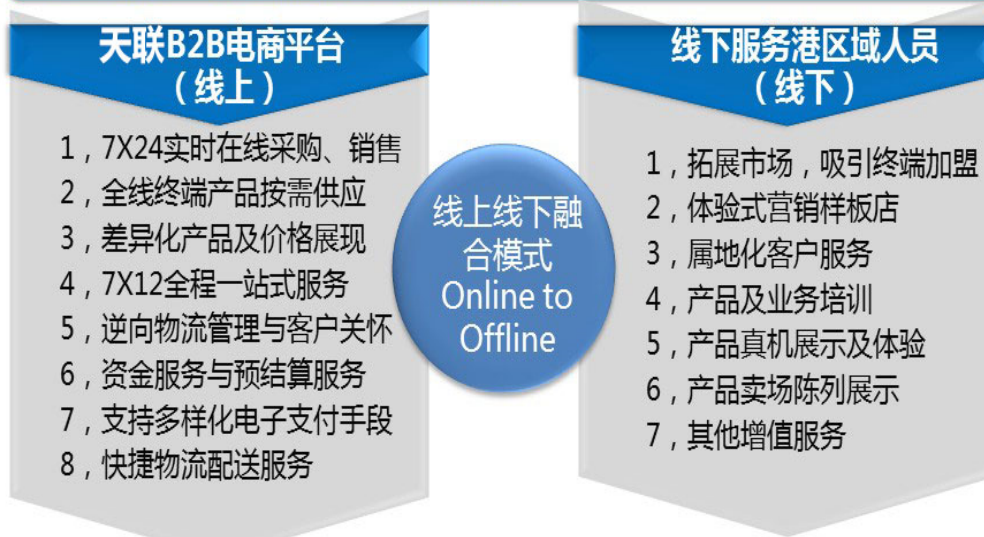
面对手机分销行业新形势，公司提前布局产品，积极应对，迅速抢占运营商地市平台，快速搭建全国性电子商务系统，推进线上线下渠道资源结合。

在整合厂商、运营商资源方面，公司是苹果、三星、HTC、诺基亚、摩托罗拉、索尼、黑莓及联想、华为、中兴、酷派、天语、海信等国际、国内厂商在中国重要的战略合作伙伴，亦是中国移动、中国联通和中国电信的移动电话综合服务商。数十年来，公司同国内外知名手机制造商有着成功的商业合作关系；公司通过与数万家运营商自有及合作营业厅的手机分销供应，保持了与国内三大运营商不断加深的合作关系，近期随着地市运营商平台综合服务能力的提升，更体现了行业内独有的营运商合作模式。

在建设分销渠道方面，公司分销覆盖 8 万家以上门店，渠道深入 T4-T6 地区，从城市到农村、从 T1 到 T6、从线上到线下，布局了行业领先的的手机分销网络，持续保持年 3000 万部手机的强大终端分销能力；2013 年公司开始布局了全国性电子商务平台，尝试 O2O 线上线下相结合，目前已初见成效。

图 5：天音分销网络

天联B2B电商平台，通过O2O模式，快速开拓T4~T6级市场，实现终端门店直供，拥有高效率、低成本、广覆盖、深渗透、小订单，发货快，支付灵活，费用低等特色，为天音特区体系内各级合作商及中小零售商及网点提供产品及服务。



资料来源：公开资料，宏源证券

天联网具有五大核心优势：技术优势、仓储物流、产品资源、支付体系和售后服务。在仓储物流方面，天联网与国际知名仓储物流公司欧维特合作在地市级以上城市建立庞大的仓储体系，通过自建及与知名物流公司合作的形式将配送网络覆盖至村镇，无论 T4 或 T6 客户均可以保证 1-3 日内收到货物。同时支持逆向物流，解决退货、换机等售后问题。在产品资源方面，天联网依托平台运营商资源，与优秀的厂商、渠道商合作，整合了近千家国内优秀的供应商，平台上可售手机型号近 2000 余款，囊括了国际、国内及二三线品牌在内的众多手机品牌，覆盖了全手机行业 90% 的产品型号。同时天联网还为终端门店提供运营商在线合约放号系统，小到夫妻档、大到社会厅连锁店，都可以通过天联网成为运营商最重要的合作渠道。在支付体系方面，天联网与国内知名第三方支付平台及银行进行合作，提供包括工行、招行、建行、农行等 52 家银行在内的在线付款方式，同时支持线下汇款、现金刷卡支付等多种付款方式，完善的支付体系为客户提货提供了极大的方便，客户坐在店里、家中就可以很便捷的完成整个提货、采购过程。

图 7：天联网特区电商模式价值



资料来源: 公开资料, 宏源证券

在线下分销领域, 公司继续保持业内领先优势。2014 年公司成功获得三星、华为多款明星机型线下渠道的独家代理权, 例如三星 LTE 版本的 S4、华为电商品牌“荣耀”等。下半年 iphone6 的即将推出, 公司下半年业绩有望实现进一步增长。

图 8: 天音分销合作品牌

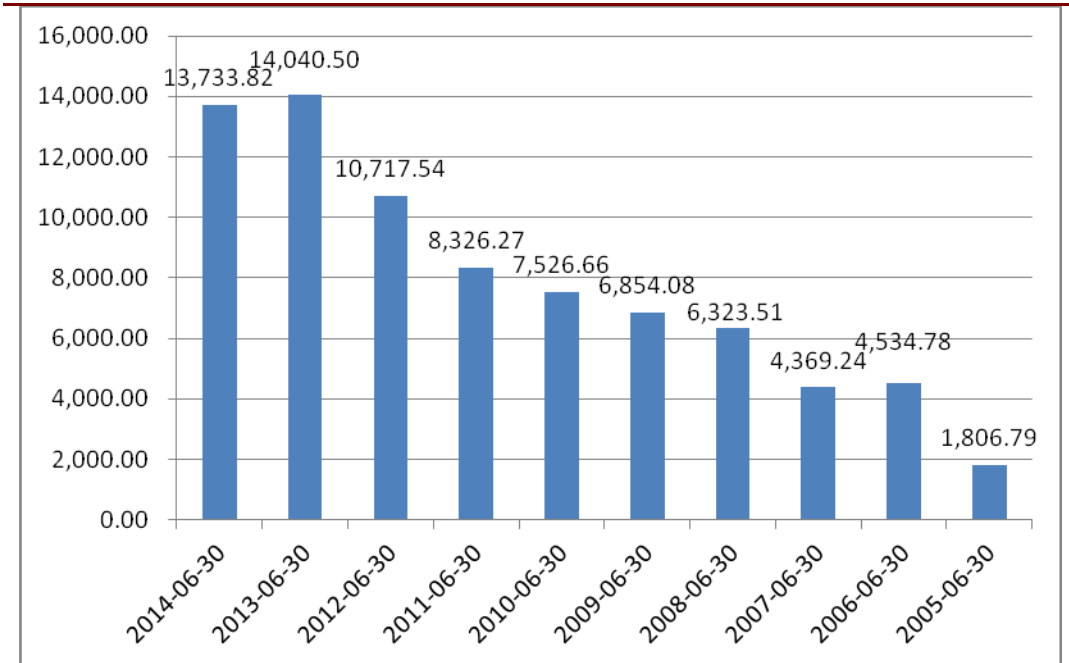


资料来源: 公司网站, 宏源证券

(三) 3G 产品升级换代, 库存清仓增大费用

2014 年上半年, 受 3G/4G 通信产品切换的影响, 为调整库存结构, 公司实施了 3G 通信产品库存快速清理, 导致相关费用上升, 影响了经营利润。但此次库存清仓调整之后, 伴随 4G 市场的爆发, 公司有望迎来新一轮增长。

图 9: 天音控股 2006-2014 管理费用变化 (单位: 万元)



资料来源: WIND, 宏源证券

三、移动转售业务兴起

(一) 移动转售牌照发放, 虚拟运营商空间广阔

工信部于 2013 年 12 月向 11 家民营企业发放了首批移动通信转售业务试点批文。2014 年 1 月又向 8 家民营企业发放了第二批移动通信转售业务试点批文。2014 年 8 月发放第三批移动通信转售业务试点批文。理论上, 移动通信转售企业在拿到试点批文后即可开展移动通信转售业务, 即从基础电信业务经营者购买移动通信服务, 重新包装服务内容, 以自有品牌开展包括移动语音业务、短信彩信业务、移动数据业务等在内的移动通信业务。移动通信领域是目前电信业发展最重要、最活跃的领域之一, 开展移动通信转售业务试点可以鼓励和引导民间资本进一步进入电信业, 发挥民间资本灵活、创新的优势, 满足移动用户个性化、差异化的应用需求, 开拓市场空间。

表 1: 工信部移动转售业务试点批文发放企业

时间	数量	发放企业
2013年12月26日	11	迪信通、巴士在线控股有限公司、天音通信、浙江连连科技、乐语、华翔联信、京东、北纬通信、万网志成、分享在线网络技术、话机世界数码连锁集团
2014年1月29日	8	爱施德、厦门三五互联、苏州蜗牛数字、国美电器、苏宁云商、中期集团、长江时代通信、远特(北京)通信技术有限公司
2014年8月25日	6	贵阳朗玛信息技术股份有限公司、深圳市中兴视通科技有限公司、用友移动通信技术服务有限公司、中邮世纪(北京)通信技术有限公司、北京世纪互联宽带数据中心有限公司、银盛电子支付科技有限公司

资料来源: 工信部, 宏源证券

(二) 多产品推出, 助力虚拟运营品牌“天音移动”

2013 年 12 月 26 日公司获得了国家工信部颁发的中国移动第一张“移动转售业务”牌照, 作为中国电信改革的标志性事件, 公司迎来了重要历史性机遇, 移动转售业务同时是推动公司向移动互联网方向转型的重要机会。公司

已在终端分销和移动互联网领域积累丰富的经验和资源，移动转售领域的进入，将推动公司步入一个新的历史发展阶段。目前，公司已经与中国移动、中国联通、中国电信分别签订了移动转售合同，目前已完成了产品设计、市场布局、客服系统、销售渠道、运营组织等方面的准备工作，这一优质行业资源将使得公司原有的分销及移动互联网板块产生良好的协同发展效应。

2014年5月28日，作为国内首批第一家获得虚拟运营商牌照企业，中国最大的移动电话综合服务商天音通信，隆重推出了其运营的虚拟运营品牌“天音移动”，同期推出产品“170一起来”套餐和170.com业务服务网站。天音移动的主推产品命名为一起来套餐，套餐名称取170谐音，旨在大家一起共享。套餐产品设计贴近移动互联网客户群，他们喜爱自由、分享，关注流量。一起来套餐实现了家庭或朋友圈资源共享的功能，套餐设5档（17, 70, 170, 270, 370），分别对应最多1, 2, 3, 4, 5个人亲友圈语音、流量大家一起共享。170网站为天音移动个人用户和合作伙伴提供基于互联网的一站式服务，个人用户、合作伙伴均可以通过该网站获得咨询、入网、查询、交费、办理等全方位服务。并将围绕170.com逐步建立起掌上营业厅、微信营业厅、短信营业厅等全流程电子渠道服务体系。

天音移动5月28日开始先采取内部友好用户试商用放号，内部放号主要对IT系统、客户服务、业务流程等进行系统测试、完善；6月16日正式对外商用放号，6月份放号范围包括北京、上海、广州、深圳4个城市，8月份陆续向全国其他30多个城市开放。

图 10: 天音移动预约号码活动城市



资料来源：公开资料，宏源证券

四、移动互联网业务稳健

公司拥有多元化的移动互联网业务。公司移动互联网公司的欧朋浏览器，拥有世界领先的引擎技术，目前已拥有过亿的用户；塔读文学的精品原创网络文学，拥有众多一流的网络作家，同时拥有专业化的运营团队，目前已有注册用户过千万；九九乐游手机游戏拥有众多流量型用户；开奇应用商店拥有的众多重度活跃用户，形成了整个

业务从入口、内容到应用三位一体的移动互联网布局。

2014年，公司对移动互联业务继续增加投入和支持。其中欧朋浏览器业务在2014年进一步强化品牌、优化用户体验、夯实技术优势、提升运营与服务、加强与运营商及其他重点渠道的合作、快速获取更多优质用户、加快收入增长速度。目前，欧朋官网推出“流量宝”，深耕流量节省领域，若能发展成为用户装机必备软件，将为其他移动互联网产品带来巨大的流量。塔读文学继续向传统出版物、网文及富媒体阅读产品的聚合和分发平台发展，移动阅读产品将打造原创版权、网文阅读、富媒体阅读的产品架构，丰富以付费阅读为主广告收入为辅的营收模式。游戏业务将抓住2014年手机网游爆发的机会，加强与国内游戏内容提供商的合作，加大游戏代理的投入力度，探索投资游戏内容提供商的新模式，做国内知名的手机游戏分发商。

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。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。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师, 毕业于华中科技大学, 计算机软件与理论博士学位; 在国内IT领军企业神州数码工作多年, 任职技术总监兼售前总监, 为国内金融、电信行业客户提供IT系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@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
机构	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

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。