

引领聚氨酯合成革产业升级

新股分析报告

报告关键点:

- 消费升级带动生态功能性PU合成革快速发展
- 公司规模效应显著,一体化竞争优势较强
- 合理价值区间:23-27元

报告摘要:

- **公司简介:**公司主要从事中高档聚氨酯合成革的生产和销售,产品大类包括:适用于高档下游产品的生态功能性聚氨酯合成革以及适用于中档下游产品的普通聚氨酯合成革。公司目前拥有9条湿法生产线和6条干法生产线共3500万平米生产能力,连续三年销量位居行业第二。
- **消费升级带动生态功能性PU合成革快速发展:**人造革合成革主要的下游为鞋类、箱包和家具,三者合计约占消费量的75%。未来在下游需求带动,人们消费观念改变以及对天然皮革和PVC人造革替代多种因素影响下,我国PU合成革市场规模仍将保持良好增长势头。目前我国已成为全球最主要的人造革合成革生产大国,但在生态功能性合成革细分领域仍有较大提高空间,也是PU合成革未来发展方向之一。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测,2010-2013年生态功能性PU合成革的需求年均增速将达到19.75%,明显高于行业平均水平。
- **公司规模效应显著,一体化竞争优势较强:**公司是国内规模领先的聚氨酯合成革专业生产企业之一,规模效应显著。公司先后自主研发出涂饰革、含浸革、含浸涂饰革、DD革、DB革等若干系列近百个品种,其中DC系列、DD系列及DB系列产品均为国内首创。公司PU树脂的研发和生产主要由控股51%安利新材料完成,目前产能2.5万吨,公司生产所需的近80%各种性能PU树脂即由其提供,产业链优势正在并将继续得到体现。
- **盈利预测:**我们预测公司2011、2012和2013年摊薄后的每股收益分别为0.9元、1.14元和1.35元。给予公司25-30倍PE,建议询价区间为17-20元。公司的上市首日定价区间为23-27元。
- **风险提示:**原材料价格风险;出口退税风险。

建议询价区间:

17.00 - 20.00 元

上市首日定价区间:

23.00 - 27.00 元

报告日期: 2011-05-04

发行数据

总股本(万股)	7,920
发行数量(万股)	2,640
网下发行(万股)	528
网上发行(万股)	2,112
保荐机构	
发行日期	2011-05-10
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

安徽安利科技投资集团股份有限 30.00%	公司
香港敏丰贸易公司 24.00%	
香港劲达企业有限公司 22.00%	
合肥市工业投资控股有限公司 20.00%	
中国信达资产管理公司 2.00%	
安徽淮化股份有限公司 2.00%	
安徽安利科技投资集团股份有限 30.00%	公司
香港敏丰贸易公司 24.00%	
香港劲达企业有限公司 22.00%	
合肥市工业投资控股有限公司 20.00%	

刘军

 021-68766167
 执业证书编号

谭志勇

 021-68765172
 执业证书编号

首席行业分析师

 liujun@essence.com.cn
 S1450511020010

行业分析师

 tanzy2@essence.com.cn
 S1450511020017

报告联系人

贾鹏

 021-68765906
 jiapeng@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	689.7	854.0	1,185.3	1,459.2	1,831.2
Growth(%)	4.7%	23.8%	38.8%	23.1%	25.5%
净利润	48.4	70.9	95.5	120.5	142.5
Growth(%)	63.7%	46.4%	34.8%	26.2%	18.2%
毛利率(%)	20.5%	23.2%	23.8%	22.1%	21.4%
净利润率(%)	7.0%	8.3%	8.1%	8.3%	7.8%
每股收益(元)	0.46	0.67	0.90	1.14	1.35
每股净资产(元)	1.95	2.63	8.94	9.86	10.94
净资产收益率(%)	25.2%	27.6%	10.1%	11.6%	12.3%
ROIC(%)	40.9%	48.6%	34.0%	24.0%	21.6%

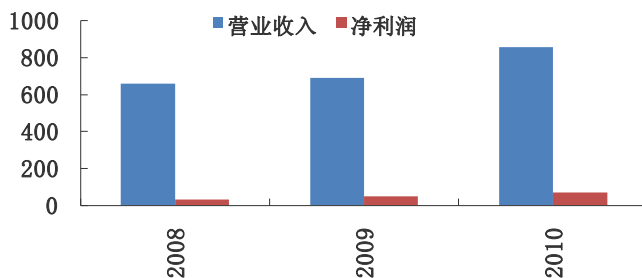
敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

公司主要从事中高档聚氨酯合成革的生产和销售，产品大类包括：适用于高档下游产品的生态功能性聚氨酯合成革以及适用于中档下游产品的普通聚氨酯合成革。公司目前拥有9条湿法生产线和6条干法生产线共3500万平方米生产能力，连续三年销量位居行业第二。

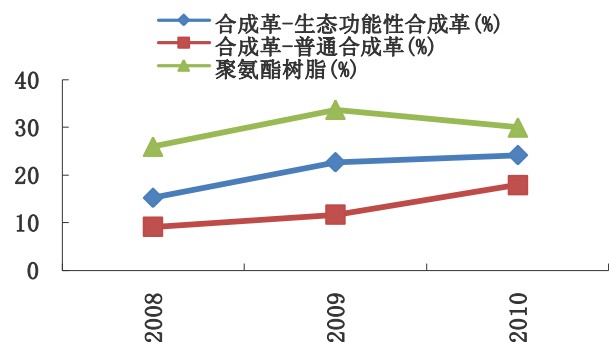
公司2008年，2009年，2010年营业收入分别为6.58亿元，6.9亿元和8.54亿元。净利润分别为0.3亿元，0.48亿元，0.71亿元，复合增长率为54.8%。

图1 营业收入及净利润 百万元



数据来源：安信证券研究中心

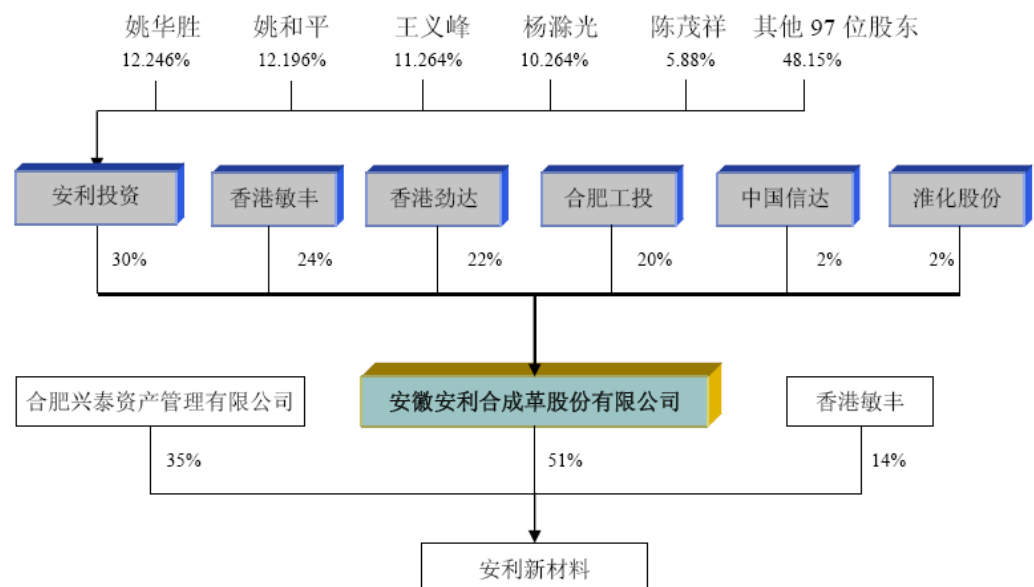
图2 产品毛利率



数据来源：安信证券研究中心

姚华胜、姚和平、王义峰、杨滌光、陈茂祥五位自然人合计持有安利投资51.85%股权，并于2006年11月签署了《一致行动人协定书》，为公司的实际控制人。本次拟公开发行2640万股，发行完成后，股本将增加至10560万股，控股股东安利投资持股比例下降至22.50%，公众则持有25%股份。

图3：公司股权结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2. 主营业务分析

人造革合成革是塑料工业的一个重要组成部分，作为天然皮革的替代材料，已被广泛应用于国民经济各个行业之中。根据原料不同，人造革合成革可以分为PVC人造革、

PU 合成革，目前PU 合成革占据市场主导地位。

PU 合成革是指以聚氨酯树脂为浆料，以机织布、针织布或无纺布为支撑材料（通常称基布），经过涂覆、浸渍、干燥、后处理等工艺制成的人造革，又被称为PU 革或合成革。它属于第二代人造革合成革，性能优于第一代PVC（聚氯乙烯）人造革，接近甚至超过天然皮革，上世纪70 年代开发的PU 合成革采用超细纤维为基布，性能与真皮十分接近，也属于PU 合成革的范畴。

PU 合成革的种类成千上万种，根据物理性能可分为普通PU 合成革、高性能PU 合成革以及超细纤维PU 合成革，根据产品以及生产过程环保指标，又可分为普通合成革和生态合成革，如果同时满足环保以及功能性要求的PU 合成革则被称为生态功能性合成革。目前我国已成为全球最主要的人造革合成革生产大国，但在生态功能性合成革细分领域仍有较大提高空间，也是PU 合成革未来发展方向之一。与天然皮革、PVC 人造革、普通PU 合成革及PU 超细纤维合成革相比，生态功能性PU 合成革更为优异。

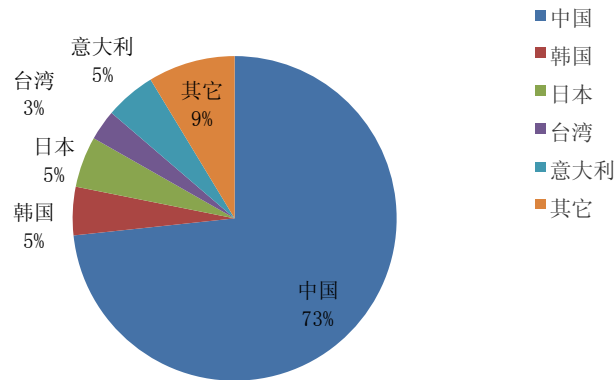
表 1：性能指标比较

项目		天然皮革	PVC 人造革	普通 PU 合成革	PU 超纤合成革	生态功能性 PU 合成革
主要原料		猪皮、牛皮、羊皮等	PVC 树脂、针织布、机织布、无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等	PU 树脂、超细纤维无纺布等	PU 树脂、无纺布、针织布、机织布等
皮感		优良	较差	一般	优良	良好
手感、弹性		优良	较差	较差	良好	优良
色彩、花纹、品种		一般	一般	较多、较好	一般	较多、较好
制备工艺		鞣制和硝制等	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤织造、湿法、减量、干法工艺	湿法和干法工艺
使用寿命		5-10 年	2-5 年	2-5 年	2-10 年	2-10 年
价格		100-200 元/米 ²	6-15 元/米 ²	7-25 元/米 ²	50-100 元/米 ²	12-60 元/米 ²
生态环保性	原料的环保性	主要原料可再生，但辅料污染严重	有一定污染	优于 PVC 人造革	一般	良好
	生产加工过程中对环境的污染	较大	一般	一般	苯减量工艺有一定污染	较小
	产品的健康安全	比较安全	有一定的危害	比较安全	苯减量工艺有一定危害	安全
	产品的环保性	可降解	难降解	可降解	可降解	可降解
	废弃物的处理难度	较大	较大	一般	一般	较好
	能耗（能耗占	能耗一般	能耗一般	能耗较低	能耗高	能耗较低

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

全球人造革合成革产业兴起于欧美，上世纪50 年代该地区曾经为主产区，随着经济及产业演变，出现向亚洲转移的趋势。日本、韩国、台湾成为首次转移承接地，上世纪90 年底日本一度成为全球人造革合成革最大的生产国，随后伴随下游产业向中国集中以及成本优势，中国成为了人造革合成革主要转移地，目前集中全球70%产能。

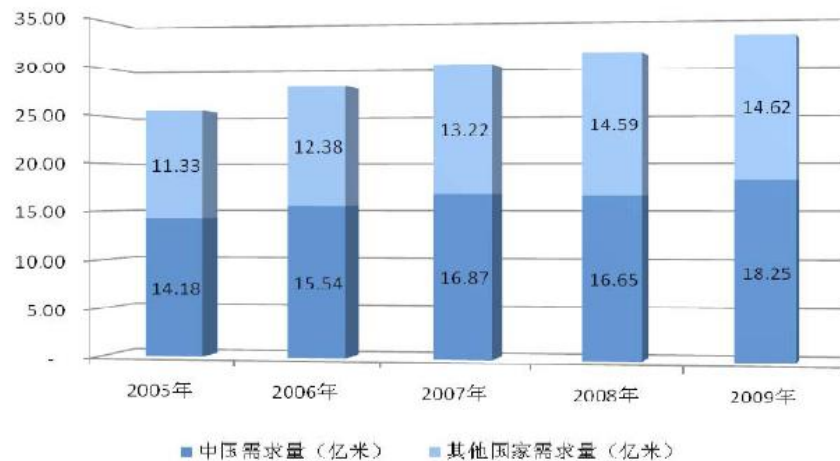
图 4：国际人造革合成革生产线分布



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

而今我国已经成为了全球最大的人造革合成革生产和消费国，2009 年产量和消费量分别为23.47 亿米和18.25 亿米，各约占全球的71.4%和55.5%。相应的PU 合成革亦呈现出蓬勃发展态势，2009年我国市场规模已经高达12.78 亿米。

图 5：2005 年-2009 年全球人造革合成革需求状况



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

目前人造革合成革主要的下游为鞋类、箱包和家具，三者合计约占消费量的75%。未来在下游需求带动、人们消费观念改变、对天然皮革和PVC人造革替代多种因素影响下，我国PU 合成革市场规模仍将保持良好增长势头。

鞋类市场是人造革合成革最大的需求市场，应用人造革合成革的鞋类主要为皮鞋和运动休闲鞋。据中国皮革协会的统计，2003 年-2009 年中国皮鞋（包括人造革合成革制鞋和真皮制鞋）产品总产量由18.2 亿双增长到了35.9 亿双。我国作为世界上人口最多的国家，皮鞋行业发展空间巨大。据亚洲鞋业协会提供的数据显示，目前中国年人均鞋品消费不足2 双，而欧美发达国家已经达到7-8 双。另据瑞士银行预计，2010 年亚洲年人均鞋品消费量将达到2 双，中国每年人均鞋品消费量将有望突破2.5 双，中国鞋类消费总量将超过30 亿双，在2008 年23 亿双的基础上增长30%以上。

沙发家具市场是人造革合成革另一需求较大的市场。我国已是全球最大的沙发家具生产国和出口国，家具的国内消费和出口一直增长迅速。根据中国轻工业信息中心的统计，2007 年我国家具产量48,480.55 万件，较2006 年增长16.45%，2008 年受金融危机影响，我国家具产量较2007 年下降了1.91%。从软体家具的产量来看，2008 年软体家具的产量为3,252.61 万件，较2007 年下降3.24%，2009 年软体家具产量为

3,683.38 万件，同比上升13.24%。

根据行业协会的预测，未来几年我国 PU 合成革年复合增速将保持在 12~15%之间，并于 2013 年达到 21.46 亿米的市场规模。由于我国将“聚氯乙烯普通人造革生产线”列入了限制类发展项目，而欧盟、日本等国家的绿色壁垒也极大地限制了 PVC 人造革的消费。因此在未来的发展中，PU 合成革，尤其是生态功能性 PU 合成革的需求增速将明显高于行业平均水平。根据中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会的预测，2010-2013 年生态功能性 PU 合成革的需求年均增速将达到 19.75%。

3. 财务分析和竞争优势

3.1. 财务分析

表 2 公司主要财务指标

财务指标		2007	2008	2009
盈利能力	ROE	20.3%	25.2%	27.6%
	毛利率	13.5%	20.5%	23.2%
	期间费用率	9.0%	14.5%	15.0%
偿债能力	流动比率	1.23	1.10	1.06
	速动比率	0.88	0.74	0.66
	资产负债率	59.1%	62.1%	60.8%
营运能力	应收账款周转率	119.18	79.85	100.37
	存货周转率	18.40	7.97	6.71
成长能力	每股经营活动现金流	0.44	0.67	0.46
	EPS	0.28	0.46	0.67

数据来源：Wind 安信证券研究中心

3.2. 竞争优势

3.2.1. 规模优势

聚氨酯合成革生产行业是典型的技术、资金密集型行业，具有明显的规模经济特征。公司现有9条湿法生产线和6条干法生产线，具有年产聚氨酯合成革3,500万米的生产经营能力，是国内规模领先的聚氨酯合成革专业生产企业之一。

3.2.2. 技术优势

公司先后自主研发出涂饰革、含浸革、含浸涂饰革、DD 革、DB 革等若干系列近百个品种，其中DC 系列、DD 系列及DB 系列产品均为国内首创。公司现拥有专利40 项，其中发明专利8 项、实用新型专利10 项、外观专利22 项；专利申请权25 项；此外，公司还拥有16 项非专利技术，参与制定国家标准11 项。

3.2.3. 产业链优势

PU 合成革成本主要由基布、PU 树脂浆料组成，其中 PU 树脂占成本比重最大，并且

决定着 PU 合成革最基本的性能。对于功能性合成革的生产企业，PU 树脂意义更为重大，拥有自主研发能力的 PU 树脂不仅能减轻成本压力，更能根据客户及市场要求开发出适销对路的产品。公司 PU 树脂的研发和生产主要由控股 51%安利新材料完成，目前产能 2.5 万吨，公司生产所需的近 80%各种性能 PU 树脂即由其提供，产业链优势正在并将继续得到体现。

4. 募投项目分析

本次拟募集资金项目主要投向生态合成革扩产、年产 3 万吨聚氨酯树脂建设项目以及技术中心创新能力建设项目，预计建设期为 1.5 年，项目完成后，公司将新增生态功能 PU 合成革的产能 3150 万米。募投项目围绕公司主业，建成之后公司产能增加近 1 倍，公司进一步巩固和提高行业地位奠定基础。3 万吨聚氨酯项目为合成革的上游配套，项目投产后，公司将继续保持关键原料聚氨酯的自给，进一步发挥产业链的优势。

表 3：募投项目

序号	项目名称	投资金额（万元）	预计建设期（月）
1	生态功能性聚氨酯合成革扩产项目	23940.40	18
2	年产 3 万吨聚氨酯树脂建设项目	6501.78	18
3	技术中心创新能力建设项目	4032.00	18
4	其他与主营业务相关的营运资金项目		

数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

预计募投项目在今年 6 月份将释放 1/3 的产能，明年 6 月份释放 2/3 的产能，极大缓解目前产能不足的情况。根据公司目前产能利用情况及下游厂商需求情况，我们认为公司项目投产后很快即可达产。

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

根据招股说明书中的项目达产进度，以及我们的盈利预测模型，我们预测公司 2011、2012 和 2013 年摊薄后的每股收益分别为 0.9 元、1.14 元和 1.35 元。

5.2. 估值分析

我们认为公司的估值参考体系有两个，一个是最近 5 家创业板上市公司，另一个是创业板和中小板的精细化学品类上市公司。我们给予公司 25-30 倍 PE，按照 2010 年摊薄 EPS 0.67 元，建议询价区间为 17-20 元。预测 2011 公司摊薄计算的 EPS 为 0.9 元，公司的合理价值区间为 23-27 元。

表 4 最新创业板上市公司估值水平一览

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10	备注
300216	千山药机	29.30	50.69	21.44	46	非 PVC 膜软袋大输液生产自动线
300215	电科院	76.00	72.38	34.17	56	电器检测
300214	日科化学	22.00	19.93	10.36	37	ACR
300213	佳讯飞鸿	22.00	0.00	0.00	54	0
300212	易华录	30.46	33.96	14.65	69	智能交通管理系统工程收入
平均			27.97	12.85	51	

数据来源：Wind 安信证券研究中心

表 5 化纤类上市公司估值水平一览 截止日期: 2011-5-2

Code	Name	Price	毛利率	净利率	PE 10A	PE 11E	PS	PB	备注
002243	通产丽星	14.52	25.75	13.54	36	27	4	6	软管
002343	禾欣股份	31.78	20.82	9.40	32	27	2	3	PU 革
300180	华峰超纤	18.25	33.84	18.76	36	25	5	8	0
002395	双象股份	27.00	18.30	8.88	45	26	4	3	0
002382	蓝帆股份	28.56	14.49	6.49	43	34	3	3	0
平均			24.61	12.72	38	27	4	5	

数据来源: Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 原材料价格风险

公司产品的主要原材料为基布、聚氨酯树脂, 采购成本约占主营业务成本60%以上。聚氨酯树脂的主要原材料为DMF、AA、MDI、BDO 等, 基布主要原材料为棉花、涤纶、氨纶、粘胶等。聚氨酯树脂与基布的主要原材均来自于石油的衍生品和副产品, 其价格会随着本身供求关系和石油价格波动而波动。

6.2. 出口退税风险

公司出口产品享受国家“免、抵、退”的增值税税收优惠政策。国家产品出口退税政策变化较为频繁, 对公司盈利情况将产生一定影响。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-5-2		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	4.7%	23.8%	38.8%	23.1%	25.5%
减: 营业成本	689.7	854.0	1,185.3	1,459.2	1,831.2	营业利润增长率	33.0%	68.5%	38.1%	32.6%	18.6%
营业税费	548.1	655.7	903.2	1,136.7	1,439.4	净利润增长率	63.7%	46.4%	34.8%	26.2%	18.2%
销售费用	-	0.4	0.2	0.3	0.4	EBITDA 增长率	53.7%	53.8%	6.4%	33.8%	17.6%
管理费用	21.2	25.4	35.6	43.8	54.9	EBIT 增长率	72.8%	58.8%	12.3%	31.0%	19.4%
财务费用	68.7	90.4	154.1	157.6	192.3	NOPLAT 增长率	100.0%	43.0%	3.5%	24.6%	18.9%
资产减值损失	10.3	12.3	-4.2	-7.0	-7.3	投资资本增长率	20.2%	48.0%	76.8%	32.0%	9.8%
加: 公允价值变动收益	-0.1	0.1	-	-	-	净资产增长率	29.6%	34.5%	240.4%	10.2%	11.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	41.4	69.8	96.4	127.8	151.6	利润率					
加: 营业外净收支	12.4	15.4	16.0	14.0	16.0	毛利率	20.5%	23.2%	23.8%	22.1%	21.4%
利润总额	53.8	85.2	112.4	141.8	167.6	营业利润率	6.0%	8.2%	8.1%	8.8%	8.3%
减: 所得税	1.9	8.6	16.9	21.3	25.1	净利润率	7.0%	8.3%	8.1%	8.3%	7.8%
净利润	48.4	70.9	95.5	120.5	142.5	EBITDA/营业收入	9.9%	12.4%	9.5%	10.3%	9.6%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	7.5%	9.6%	7.8%	8.3%	7.9%
货币资金	150.5	187.3	595.8	560.9	642.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	76	87	83	92	87
应收账款	11.0	11.3	16.2	20.0	25.1	流动营业资本周转天数	2	-5	19	36	36
应收票据	21.2	29.9	39.0	48.0	60.2	流动资产周转天数	146	151	194	219	194
预付账款	24.5	24.2	25.1	26.2	27.6	应收账款周转天数	5	4	3	4	4
存货	101.5	153.2	198.0	249.1	315.5	存货周转天数	45	54	53	55	55
其他流动资产	0.0	-	-0.0	0.0	-	总资产周转天数	243	264	297	327	294
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	87	96	114	137	130
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	25.2%	27.6%	10.1%	11.6%	12.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	10.8%	7.6%	8.6%	9.0%
固定资产	178.1	234.3	311.8	434.8	454.7	ROIC	40.9%	48.6%	34.0%	24.0%	21.6%
在建工程	12.2	22.9	22.9	22.9	22.9	费用率					
无形资产	39.2	38.9	36.3	33.9	31.6	销售费用率	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	5.7	5.1	5.0	5.0	5.0	管理费用率	10.0%	10.6%	13.0%	10.8%	10.5%
资产总额	543.9	707.0	1,250.1	1,400.9	1,585.3	财务费用率	1.5%	1.4%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
短期债务	102.2	155.6	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	14.5%	15.0%	15.6%	13.3%	13.1%
应付账款	120.6	166.4	210.3	264.7	335.2	偿债能力					
应付票据	18.4	-	-	-	-	资产负债率	62.1%	60.8%	24.5%	25.7%	27.2%
其他流动负债	38.4	50.5	45.3	45.3	46.3	负债权益比	163.7%	154.9%	32.4%	34.6%	37.3%
长期借款	24.8	19.8	19.8	19.8	19.8	流动比率	1.10	1.06	3.36	2.87	2.78
其他非流动负债	33.0	25.5	25.5	25.5	25.5	速动比率	0.74	0.66	2.60	2.08	1.96
负债总额	337.6	429.6	305.7	360.1	430.6	利息保障倍数	5.03	6.70	-22.04	-17.29	-19.66
少数股东权益	19.7	25.1	25.1	25.1	25.1	分红指标					
股本	79.2	79.2	105.6	105.6	105.6	DPS(元)	0.05	-	0.32	0.23	0.27
留存收益	105.4	170.7	813.7	910.1	1,024.1	分红比率	11.4%	0.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	206.3	277.4	944.3	1,040.8	1,154.8	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	51.9	76.6	95.5	120.5	142.5	EPS(元)	0.46	0.67	0.90	1.14	1.35
加: 折旧和摊销	17.5	24.4	20.1	29.4	32.4	BVPS(元)	1.95	2.63	8.94	9.86	10.94
资产减值准备	-0.1	0.1	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	7.7	7.6	8.8	-4.2	-7.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-0.0	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	3.5	5.7	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	71.6	-23.7	-15.9	-10.7	-13.6	CAGR(%)	32.4%	23.0%	33.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	125.7	87.2	95.5	132.2	153.9	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-97.1	-84.8	-100.0	-150.0	-50.0	ROIC/WACC	8.6	10.3	7.2	5.1	4.6
融资活动产生现金流量	9.3	36.3	432.3	-17.1	-21.2	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034