

报告类型/ 策略专题报告

定向增发与股权激励条件下的价值股挖掘

报告摘要：

统计数据表明：上市公司增发存在公开增发与定向增发两种形式。2008 年以来公开增发共有 64 家，从公开增发至上市日期间内整体超额收益在 1.1%。定向增发公告日至股票公开上市日期间，整体平均涨幅为 2.04%，超额收益为 13.73%。定向增发类股票整体表现要明显好于公开增发类股票的市场表现，同时也好于市场整体表现，能够获取相对稳健的超额收益。

从市场表现看，在上证 2000 点下方定向增发后的股票至解禁日为止，平均涨幅为 104.38%，在股指为 2000-2200 点时，解禁后涨幅为 76.71%，数据表明在 2200 点下方整体获取的平均超额收益接近 60%。而且在此期间，股价的最高涨幅也超过 100%。

在已实施股权激励的 299 次记录看，在预案公告日至首次实施期间，此类公司整体上能够获取较为明显的绝对收益和超额收益，在公告日至首次实施期间，整体上平均收益为 11.52%，在此区间上证综指平均收益率为 4.10%，平均超额收益为 7.42%。其中能够获取正的超额收益的公司共有 124 家，占 58.5%。

自 2008 年以来，在市场重要低点之后的一个月以及两个月时间内，两类股票组合整体上均能够获取更为明显的超额收益，在统计的两个月期限内超额收益更为确定，数据表明此类股票组合具有相对明确的投资价值。

根据上市公司定向增发价格以及当前市场价格，结合公司估值等因素，对跌破定向增发价相关上市公司进行筛选，长期重点关注个股有：三友化工，永泰能源，阳光照明，德豪润达，福田汽车，仁和药业，永新股份，烽火通信，恒泰艾普。

根据上市公司股权激励的力度，行权硬性条件的高低、行业特征以及公司估值等因素，对股权激励类个股进行筛选。重点关注个股包括：汉得信息，万泽股份，千山药机，巴安水务，骆驼股份，南都电源，康得新，三五互联，海南瑞泽，新宁物流。

注：股票组合，仅供参考，不构成个股推荐

相关报告

《价值投资策略之：增持概念股的选择-20120820》

2012-8-20

《策略专题-上市公司 2011 年年报分析及中期业绩前瞻-20120511》

2012-5-11

证券分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001
(021)20361139 ducc@nesc.cn

目录

1. 上市公司增发的特征	3
1.1. 增发类股票市场整体表现	3
1.2. 不同点位下，增发后市场表现	4
2. 上市公司股权激励现状	5
2.1. 股权激励的信息传递效应	5
2.2. 股权激励类股票的市场表现	5
3. 当前两类价格优势股票的选择	7
3.1. 当前定向增发类股票的价格优势及个股选择	7
3.2. 当前股权激励类股票的选择	7
表 1、2008 年以来公开增发股票整体表现	3
表 2、2008 年以来定向增发股票整体表现	4
表 3、定向增发实施点位与收益表现	4
表 4、定向增发类股票组合在重要低点后表现	4
表 5、股权激励类股票组合在重要低点后表现	6
表 6、不同行业股权激励后的市场表现	6
表 7、跌破定向增发价个股的删选	7
表 8、股权激励类重点个股	7
表 9、年初以来部分上市公司股权激励行权要求	8
图 1、我国股权激励主要形式	5

1. 上市公司增发的特征

增发（定向增发、公开增发）已经成为上市公司再融资的主要方式。由于定向增发的发行条件简单（如定向增发对财务要求比普通增发低），大股东认购比例不受限制，发行时间可以选择，而且发审条件要比普通增发简单等特点，定向增发已经更多的成为上市公司再融资的首要选择。

从不同增发方式适用对象看，普通增发适用于盈利性较好，公司治理结构合理，经营状况相对稳定的公司；而定向增发除了以上公司之外，也适用于盈利波动性较强，业绩不理想的上市公司，因此，定向增发的使用面要比普通增发更为广发。实际上，数据显示，2008 年至 2012.9.7 日，A 股市场公开增发只有 64 家，而定向增发共有 650 家。

定向增发的锁定期最短为 12 个月，最长为 36 个月，其中原有控股股东，实际控制人以及直接控制人相关的其他股东参与定向增发锁定期必须为 36 个月。普通增发的锁定期最短为 1 个月，最长为 12 个月。定向增发是向特定投资人发行股票，其发行后的股权结构更为集中，有助于提高公司治理水平，减少代理成本，改善公司经营状况。

在发行价格确定方面，定向增发底价为定价基准日前二十个交易日的平均价格的 90%，而且由于参与者相对有限，具有较强的议价能力，定向增发价格在估值等方面具有相对较强的优势，因此，定向增发价格反映了上市公司估值与业绩均衡的格局，也是市场对公司投资价值的认同。

1.1. 增发类股票市场整体表现

2008 年以来公开增发共有 64 家，从公开增发至上市日期间内整体平均涨幅为 -2.62%，好于上证综指 -3.72% 的整体表现，超额收益在 1.1%。

定向增发与公开增发相比，一方面定向增发类上市公司较多，2008 年以来，整体上达到 650 家，在剔除大股东资产注入类的 97 家上市公司后，定向增发后至股票公开上市日期间，整体平均涨幅为 2.04%，超额收益为 13.73%。定向增发类股票整体表现要明显好于公开增发类股票的市场表现，同时也好于市场整体表现，能够获取相对稳健的超额收益。

表 1、2008 年以来公开增发类股票在上市上的整体表现

年度	公开增发家数	增发公告日至股份上市日平均涨跌幅 (%)	上证平均涨跌幅 (%)	平均超额收益 (%)
2008	26	-6.27	-7.34	1.08
2009	14	0.85	-0.47	1.32
2010	10	0.43	-1.82	2.25
2011	10	-3.04	-3.02	-0.02
2012.9	4	2.38	1.92	0.46
全部	64	-2.62	-3.72	1.10

数据来源：WIND，东北证券

表 2、2008 年以来定向增发类股票在市场上的整体表现

年度	公开增发家数	增发公告日至股份上市日平均涨跌幅 (%)	上证平均涨跌幅 (%)	平均超额收益 (%)
2008	73	23.59	-10.03	33.61
2009	96	27.15	-3.73	30.88
2010	140	-4.00	-11.64	7.64
2011	164	-12.46	-18.34	5.87
2012.9	80	-7.41	-9.40	1.99
全部	553	2.04	-11.72	13.76

数据来源：WIND，东北证券

1.2. 不同点位下，增发后市场表现

由于定向增发可以选择时点，在市场点位等不同的背景下，定向增发的实施需要得到机构参与者的普遍认同，在价格或估值方面具有更多的安全边际。从不同点位下实施定向增发后，市场表现看，在上证 2000 点下方定向增发后的股票至解禁日为止，平均涨幅为 104.38%，在股指为 2000-2200 点时，解禁后涨幅为 76.71%，数据表明在 2200 点下方整体获取的平均超额收益接近 60%。而且在此期间，股价的最高涨幅也超过 100%。

在股指相对高位时，在 2600 点上方时，定向增发类股票到解禁日后的平均收益多以亏损为主，但相对市场表现看，仍能够获取较为明显的超额收益。从绝对收益角度看，2600 点下方实施定向增发类股票均能够获取较为明显的绝对和相对收益，而且点位越低越能够获取较高的超额或绝对收益。在 2600 点上方，则同样能够获取一定的超额收益。

表 3、不同点位定向增发时，增发公告日至上市日期间的市场表现

上证市场点位	增发公告日至股份上市日平均涨跌幅	上证平均涨跌幅	超额收益	期间平均最高涨幅
<2000	104.38%	45.16%	59.22%	205.51%
2000-2200	76.71%	17.96%	58.74%	114.76%
2200-2400	18.70%	1.64%	17.05%	64.78%
2400-2600	12.23%	-3.30%	15.53%	62.69%
2600-2800	-0.11%	-12.09%	11.97%	53.04%
2800-3000	-11.05%	-17.35%	6.30%	32.91%
3000-3200	-5.84%	-16.33%	10.49%	39.40%
>3200	-16.70%	-34.50%	17.80%	31.94%

数据来源：WIND，东北证券

表 4、定向增发类股票组合在重要低点后市场表现

上证综指重要低点	时间	考察对象	一个月后涨跌幅	两个月后涨跌幅	定向增发样本数
1664	2008/11/4	上证涨幅	16.38%	5.87%	—
		定向增发类组合涨幅	32.38%	28.45%	83
2319	2010/7/5	上证涨幅	9.98%	11.44%	—
		定向增发类组合涨幅	19.86%	31.87%	67
2132	2012/1/5	上证涨幅	7.425	12.70%	—
		定向增发类组合涨幅	6.02%	23.13%	110

数据来源：WIND，东北证券

2. 上市公司股权激励现状

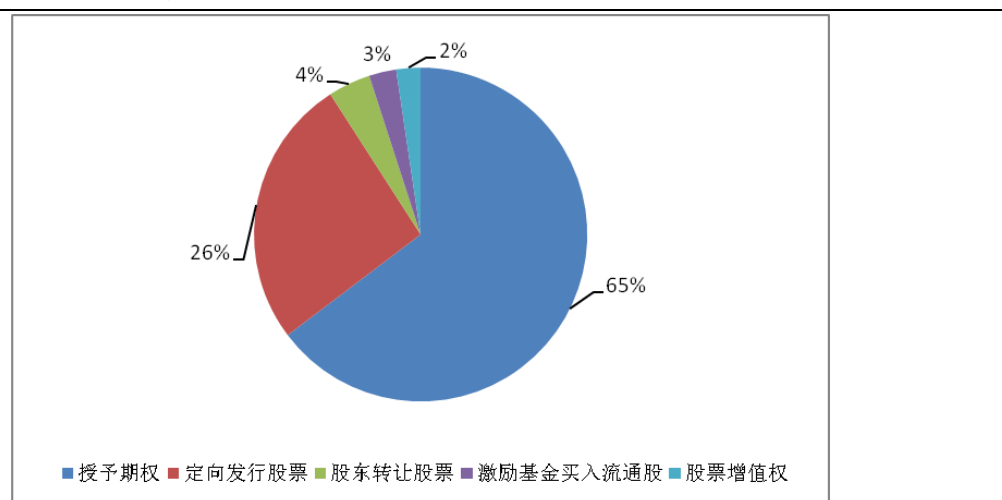
2.1. 股权激励的信息传递效应

股权激励最大优点在于创造性地以股票升值所产生的价差作为对高级管理人员的报酬，从而将高级管理人员的报酬与企业长期经营业绩相联系，将作为代理人的高级管理人员的利益变成公司价值的增函数，促进了经营者和股东利益实现渠道的一致性，减少了管理人员的机会主义行为和股东对其进行监督的成本。

从委托代理角度看，股权激励能够较大程度地调动被激励人的积极性和创造性，发挥其主观能动性，大幅度地提高公司的绩效。相对于津贴、奖金等短期激励而言，股权激励属最有成效、最持久的中长期激励。证券市场信息传递理论也认为，股权激励能够向投资者传递出上市公司治理效率高、业绩稳定高速增长的潜在能力等方面的信息，有助于相应股票的市场表现。

自 1993 年深圳万科企业股份有限公司开始实行股票期权制度以来，我国上市公司一直在努力探索在我国的环境中实施股权激励，目前我国股权激励的方式主要有股票期权、上市公司提取激励基金购入流通 A 股、上市公司定向发行股票、股票增值权以及股东转让股票五种形式。

图 1、我国股权激励主要形式



数据来源：WIND，东北证券

2.2. 股权激励类股票的市场表现

目前股权激励共有 476 次记录，其中，已实施的达到 299 次，占比 62.8%，停止实施的有 117 次，占比 24.6%，未通过仅有 1 家。从股权激励的实施结果看，股权激励最终能够得到实施的比例相对较高。

在已实施股权激励的 299 次记录看，在预案公告日至首次实施期间，此类公司整体上能够获取较为明显的绝对收益和超额收益，在公告至实施期间，整体上平均收益为 11.52%，在此区间上证综指平均收益率为 4.10%，平均超额收益为 7.42%。其中能够获取正的超额收益的公司共有 124 家，占 58.5%。

从业绩角度看，股权激励类公司在公告日当年的平均归属母公司股东净利润增

速为 30.35%，从上市公司激励的角度看，整体上业绩具有较高的保障。业绩因素的存在也成为其市场表现的重要支撑。

从行业结构情况看，在股权激励实施后，超额收益家数占比较高的行业主要有家电、农林牧渔、纺织服装、房地产，表明投资者对于此类行业内的上市公司在经营管理、业绩增速较为认同。

表 5、股权激励类股票组合在重要低点后市场表现

上证综指重要低点	时间	考察对象	一个月后涨跌幅	两个月后涨跌幅	定向增发样本数
1664	2008/11/4	上证涨幅	16.38%	5.87%	—
		定向增发类组合涨幅	33.95%	29.55%	17
2319	2010/7/5	上证涨幅	9.98%	11.44%	—
		定向增发类组合涨幅	21.29%	37.96%	23
2132	2012/1/5	上证涨幅	7.42%	12.70%	—
		定向增发类组合涨幅	0.07%	13.86%	83

数据来源：WIND，东北证券

表 6、不同行业股权激励后的市场表现

行业	超额收益为负的股票家数	超额收益为正的股票家数
机械设备	18	29
信息服务	17	24
信息设备	13	9
化工	12	18
电子	10	7
建筑建材	9	9
医药生物	8	8
轻工制造	5	6
房地产	5	13
交运设备	4	—
纺织服装	4	11
食品饮料	3	2
商业贸易	3	4
农林牧渔	3	7
家用电器	3	11
公用事业	3	5
金融服务	1	—
餐饮旅游	1	—
采掘	—	1
黑色金属	—	3

数据来源：WIND，东北证券

3. 当前两类价格优势股票的选择

3.1. 当前定向增发类股票的价格优势及个股选择

2012 年初以来, 全部 A 股实施定向增发类共有 91 家上市公司, 其中 ST 类 6 只, 在不考虑资产注入等形式的定向增发, 其中股价低于增发价格的股票共有 20 只左右。从此类股票历史表现看, 在当前估值相对低位的当下, 值得关注。

表 7、跌破定向增发价个股的删选

代码	名称	增发价格	大股东认购比例 (%)	发行日期	定向增发股份上市日	当前股价	相对增发价涨跌幅	PE-TTM	申万行业
000422.SZ	湖北宜化	19.30	19.69	2012-1-10	2013-1-21	12.74	-34.0%	13.8	化工
600409.SH	三友化工	7.95		2012-2-29	2013-3-1	5.77	-27.4%	29.9	化工
600676.SH	交运股份	7.14	61.26	2012-3-1	2013-3-1	4.36	-38.9%	15.9	交通运输
600157.SH	永泰能源	15.50	41.29	2012-3-6	2013-3-6	8.43	-45.6%	26.2	采掘
600863.SH	内蒙华电	7.76		2012-3-19	2013-3-19	7.17	-7.6%	29.9	公用事业
600261.SH	阳光照明	16.50		2012-3-23	2013-3-25	9.48	-42.5%	25.4	电子
002005.SZ	德豪润达	15.61		2012-3-28	2013-4-8	7.81	-9.2%	22.0	电子
002355.SZ	兴民钢圈	12.99		2012-4-12	2013-4-25	11.19	-13.9%	28.3	交运设备
600590.SH	泰豪科技	8.87	57.00	2012-5-30	2013-5-28	6.89	-22.3%	57.0	信息设备
002029.SZ	七匹狼	23.00		2012-6-18	2013-6-27	22.33	-2.9%	23.3	纺织服装
600425.SH	青松建化	13.53		2012-6-19	2013-6-19	10.46	-22.7%	19.4	建筑建材
600166.SH	福田汽车	7.00	38.80	2012-6-20	2013-6-20	6.43	-8.1%	7.9	交运设备
600820.SH	隧道股份	11.27	73.07	2012-6-26	2013-6-26	8.36	-25.8%	13.5	建筑建材
000650.SZ	仁和药业	8.10		2012-7-3	2013-7-12	6.91	-14.7%	20.3	医药生物
002014.SZ	永新股份	13.89		2012-7-4	2013-7-12	9.5	-7.2%	18.6	轻工制造
600498.SH	烽火通信	25.48		2012-7-4	2013-7-4	24.55	-3.6%	23.0	信息设备
300010.SZ	立思辰	12.15		2012-7-17	2013-8-2	7.42	-38.9%	32.1	信息服务
600221.SH	海南航空	4.07		2012-8-13	2013-8-13	4.02	-1.2%	10.0	交通运输
300157.SZ	恒泰艾普	42.18	16.00	2012-8-24	2013-9-9	23.2	-45.0%	51.1	采掘

数据来源: WIND, 东北证券

3.2. 当前股权激励类股票的选择

2012 年年初以来, 披露董事预案的上市公司有 32 家, 此外, 股东大会通过的公司有 3 家上市公司, 国资委批准的有 3 家。

根据上市公司股权激励的力度, 行权硬性条件的高低、行业特征以及公司估值等因素, 对股权激励类个股进行筛选。

表 8、股权激励类重点个股

代码	名称	最新公告日	激励总数占当时总股本比例	期权初始行权(转让)价格	当前价格	当前股价较行权价格溢价率	公告日后涨跌幅	PE(TTM)	PB	申万行业
300170.SZ	汉得信息	2012-9-28	5.98%	8.40	16.90	101.19%	3.30%	26.64	2.64	信息服务
000534.SZ	万泽股份	2012-9-21	2.70%	2.46	4.94	100.81%	-3.14%	42.49	2.35	房地产

300216.SZ	千山药机	2012-9-20	5.97%	5.87	11.94	103.41%	5.76%	29.90	2.30	医药生物
300262.SZ	巴安水务	2012-9-18	1.50%	16.57	15.86	-4.28%	0.57%	125.18	4.85	公用事业
601311.SH	骆驼股份	2012-7-28	1.30%	4.28	8.24	92.52%	2.87%	19.37	2.52	交运设备
300068.SZ	南都电源	2012-7-20	2.69%	14.00	12.49	-10.79%	-10.79%	35.39	1.42	机械设备
002450.SZ	康得新	2012-7-4	1.05%	16.36	22.60	38.14%	37.22%	55.65	5.01	化工
300051.SZ	三五互联	2012-6-25	0.12%	11.21	8.78	-21.68%	-21.61%	223.37	2.83	信息服务
002596.SZ	海南瑞泽	2012-5-30	2.58%	12.68	17.54	38.33%	44.13%	39.32	2.80	建筑建材
300013.SZ	新宁物流	2012-1-11	3.00%	9.32	8.24	-11.59%	-4.85%	58.07	2.25	交通运输

数据来源：WIND，东北证券

表 9、年初以来部分上市公司股权激励行权要求

代码	名称	期权初始 行权价格	当前 股价	行权条件
300034.SZ	钢研高纳	14.80	15.22	首次行权，净资产收益率不低于 8%；净利润增长率不低于 18%；第二次行权，净资产收益率不低于 9%；净利润增长率不低于 18%。
300170.SZ	汉得信息	8.40	16.90	首次行权，2012 年加权平均净资产收益率不低于 8.5%；2012 年的净利润增速较 2011 年不低于 25%；第二批，2013 年加权平均净资产收益率不低于 9.0%；2013 年的净利润增速较 2011 年不低于 56%。
000534.SZ	万泽股份	2.46	4.94	第一批，2012 年扣除非经常性损益的净利润不低于 1 亿元，加权净资产收益率不低于 9%；第二批，2013 年扣除非经常性损益的净利润不低于 1.3 亿元，加权净资产收益率不低于 11%。
300216.SZ	千山药机	5.87	11.94	第一行权期，2012 年度的净利润不低于 2011 年度的 130%，且净资产收益率不低于 8%；第二行权期，2013 年度的净利润不低于 2011 年度的 169%，且 2013 年度的净资产收益率不低于 9%。
300262.SZ	巴安水务	16.57	15.86	2012 年净资产收益率不低于 5.0%，较 2011 年，2012 年净利润增速不低于 40%、2012 年实现的营业收入增速不低于 80%；第二行权期，2013 年净资产收益率不低于 6.0%，较 2011 年，2013 年实现的净利润增速不低于 80%、2013 年实现的营业收入增长率不低于 120%。
002479.SZ	富春环保	6.82	13.15	第一次行权，2012 年净资产收益率不低于 9%，净利润增速 20%；第二行权期，2012 年净资产收益率不低于 10%，净利润增速较 2011 年增 40%。
300027.SZ	华谊兄弟	14.85	15.20	2012 年加权平均净资产收益率不低于 10%；2012 年净利润比 2011 年增长不低于 25%；第二行权期，2013 年加权平均净资产收益率不低于 11%，2013 年净利润比 2011 年增长不低于 50%。
002219.SZ	独一味	6.14	13.95	2012 年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 12%，以 2011 年净利润为固定基数，2013 年净利润增长率分别不低于 130%，2013 年净资产收益率不低于 18%。
002063.SZ	远光软件	7.89	15.53	2012 年度相比 2011 年度，净利润增长率不低于 25%，且加权平均净资产收益率不低于 20%；第二次行权，2013 年度相比 2011 年度，净利润增长率不低于 50%，且加权平均净资产收益率不低于 20%。
300122.SZ	智飞生物	28.40	32.54	第一行权期：2012 年度加权平均净资产收益率不低于 7%；较 2011 年，2012 年的净利润增长率不低于 33%。第二个行权期：2013 年度加权平均净资产收益率不低于 8%；较 2011 年，2013 年的净利润增长率不低于 60%。
600175.SH	美都控股	1.32	2.63	第一次行权，T 年度较 2011 年度净利润增长率不低于 10%，加权平均净资产收益率不低于 6%；第二次行权，T+1 年度较 2011 年度净利润增长率不低于 21%，

				加权平均净资产收益率不低于 6%。
300241.SZ	瑞丰光电	13.99	13.90	第一次行权: 相比 2011 年, 2012 年净利润增长率不低于 10%, 净资产收益率不低于 6.5%; 第二次行权: 相比 2011 年, 2013 年净利润增长率不低于 30%, 净资产收益率不低于 7%。
300183.SZ	东软载波	24.40	21.85	第一次行权: 2012 年净资产收益率不低于 14%, 2012 年净利润相比 2011 年增长不低于 20%; 第二个行权期: 2013 年净资产收益率不低于 14.5%, 2013 年净利润相比 2011 年增长不低于 40%
002008.SZ	大族激光	6.14	7.82	第一次行权: 相比于 2011 年, 2012 年净利润增长不低于 10%, 2012 年加权平均净资产收益率不低于 10%; 第二次行权: 相比于 2011 年, 2013 年净利润增长不低于 25%, 2013 年加权平均净资产收益率不低于 10%。
002660.SZ	茂硕电源	9.20	18.58	第一行权期, 2013 年净利润相比 2011 年度增长不低于 25%, 2013 年净资产收益率不低于 8%。
002225.SZ	濮耐股份	7.47	7.49	第一次行权: 以 2012 年年度净利润为基数, 公司 2013 年年度净利润较 2012 年年复合增长率不低于 10%, 2013 年加权平均净资产收益率不低于 8%; 第二个行权期: 以 2012 年年度净利润为基数, 公司 2014 年年度净利润较 2012 年年复合增长率不低于 10%, 2014 年加权平均净资产收益率不低于 8%。
002429.SZ	兆驰股份	5.97	13.13	第一次行权, 2012 年净利润增速不低于 30%; 第二行权期, 2013 年净利润增速不低于 2011 的 40%。
601311.SH	骆驼股份	4.28	8.24	第一行权期, 2012 年公司净利润比 2011 年增长不低于 25%; 且以 2012 年净利润为基准, 2013 年公司净利润比 2012 年增长不低于 25%。
300068.SZ	南都电源	14.00	12.49	第一次行权: 2012 年净利润不低于 12000 万元; 第二个行权期: 2013 年净利润不低于 16000 万元
002450.SZ	康得新	16.36	22.60	第一次行权: 2012 年净利润增长率相对于 2011 年不低于 200%, 净资产收益率不低于 12%; 第二个行权期: 2013 年净利润增长率相对于 2011 年不低于 360%, 净资产收益率不低于 13%。
300051.SZ	三五互联	11.21	8.78	第一个行权期: 公司 2012 年净利润较 2011 年增长率不低于 20%; 净资产收益率不低于 5%; 第二个行权期: 公司 2013 年净利润较 2011 年增长率不低于 44%; 净资产收益率不低于 6%。
000558.SZ	莱茵置业	5.40	3.85	第一个行权期: 2012 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较 2011 年的增长率不低于 50%, 2012 年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%; 第二个行权期: 2013 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较 2011 年的增长率不低于 69%; 2013 年扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 10%。
002596.SZ	海南瑞泽	12.68	17.54	第一个行权期: 较 2011 年, 2012 年度公司净利润比 2011 年度增长不低于 25%, 2012 年度公司营业收入比 2011 年度增长不低于 25%; 第二个行权期, 较 2011 年, 2013 年度公司净利润增长不低于 55%。
300013.SZ	新宁物流	9.32	8.24	第一个行权期: 相比于 2011 年, 2012 年净利润增长不低于 25%, 2012 年加权平均净资产收益率不低于 6%; 第二个行权期: 相比于 2011 年, 2013 年净利润增长不低于 56%, 2013 年加权平均净资产收益率不低于 7%。

数据来源: WIND, 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760