

募投项目投产带动业绩反转

增持首次

目标价格：25.2 元

投资要点：

- 📖 垂直一体化的产业链是公司的核心竞争力。
- 📖 收购广州三祥多层电路有限公司，拓展下游渠道，增厚业绩。
- 📖 首发募投项目投产，逐步贡献利润。计划投资上游高精电子级铜箔。

报告摘要：

- **垂直一体化的产业链成为公司核心竞争力。**公司形成了从电解铜箔、专用木浆纸、CCL 到 PCB 的较为完整的产业链，成为能够生产上游关键原材料的企业之一，随着原材料成本的快速上涨，原材料成本已经成为制约 PCB 行业发展的关键因素，而公司的核心优势能够帮助它控制成本，提高利润，在行业竞争中占据有利地位。除成本优势外，垂直产业链也使公司在质量一致性、柔性生产、快速响应及时交货、缩短新产品开发及市场推广周期等方面也具有一定的优势。
- **收购广州三祥多层电路有限公司保证利润增长。**公司以 3630 万元的价格收购广州三祥多层电路有限公司 55% 的股权，三祥电路承诺 3 年内的净利润分别不低于人民币 1600 万元、1900 万元和 2900 万元，这一收购项目不仅有助于公司电路板业务发展以及消化新增产能，还保证了公司每年的一定的净利润增长。
- **首发募投项目投产，逐步贡献业绩。**募投的“扩建年产能 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目已完成。项目达产后年利润总额预计为 6372 万元，今年能达产 50%，明年达产率 80%。产能的释放将带动公司未来一段时间盈利能力的提高。
- **盈利预测与估值。**预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.20 元、0.36 元、0.56 元，复合增长率高达 67%，按 9 月 15 日的公司收盘价为 16 元计算，对应的市盈率分别为 81.65 倍、44.66 倍、28.79 倍，按 2012 年 60-70 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 21.6-25.2 元，首次给予“增持”投资评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	195.55	192.54	208.77	334.85	497.53
增长率	1.06	-1.54	8.43	60.40	48.60
净利润	31.06	32.85	21.14	34.10	53.32
增长率	-6.81	5.72	-35.66	62.90	53.50
EPS-基本	0.48	0.45	0.16	0.20	0.36
PE	-	-	106.67	81.65	44.66

中小市值上市公司研究组

电子元器件行业

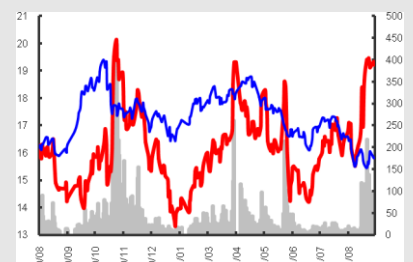
高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数量	筹码集中度
20110630	4492.28	73.03%
20101231	2736.91	71.44%
20091231	1795.77	73.39%

数据来源：wind

公司重要数据

总股本 (百万)	164.99
流通股本 (百万)	48
BPS	2.94
EPS (2011 年中报)	0.0697
净资产收益率	2.33%
9 月 15 日股价	16.00

数据来源：wind

目录

一、公司简介	5
(一) 公司基本情况	5
(二) 公司子公司情况及股权结构	5
二、公司竞争优势	6
(一) 垂直一体的产业链化成为公司核心竞争力	6
(二) 重视研发投入，技术工艺领先	8
(三) 品牌优势突出，客户资源稳定，市场份额不断扩大	8
(四) 区位及政策优势成为公司快速发展的重要推动力	8
三、公司财务分析	9
(一) 公司主营业务分析	9
1、公司主营业务分产品情况	9
2、公司主营业务分地区情况	10
(二) 公司盈利能力分析	10
四、行业发展及竞争格局	11
(一) PCB 产业链分析	11
1、覆铜板（CCL）	11
2、印制电路板（PCB）	12
3、电解铜箔	13
(二) 中国 PCB 行业增长强劲	13
五、公司发展前景及同行业对比	14
(一) 首发募投项目投产将带动公司产能释放，业绩增长	14
1、首发募投项目介绍	14
2、首发募投产品市场前景	14
(1) 环保玻纤布基 CCL	14
(2) 环保复合基 CCL	15
3、项目已经投产，开始释放产能	15
(二) 高精度电子铜箔项目有助于公司毛利提升	16
1、项目介绍	16
2、产品市场前景	16
(三) 业务发展多元化	16
1、收购广州三祥多层电路有限公司	16
2、投资设立大埔富华实业有限公司	17
(四) 同行业公司对比	17
1、PCB 行业同类公司指标对比	17
2、PCB 行业同类公司业务对比	18
3、公司未来的盈利能力	19
六、盈利预测与估值	19
(一) 营业收入预测	19

营业收入分产品分析.....	19
(二) 盈利预测.....	20
1、盈利预测表.....	20
2、公司历史 PB 值.....	22

插图

图 1: 公司股权结构图.....	6
图 2: 公司垂直一体化产业链.....	7
图 3: 公司主营业务收入分产品构成.....	10
图 4: 公司主营业务毛利率增长趋势.....	10
图 5: 公司主营业务收入分地区构成.....	10
图 6: 2011 年上半年公司主营收入地区构成.....	10
图 7: 销售净利率和销售毛利率.....	11
图 8: 营业总收入及增长趋势.....	11
图 9: 净利润及增长趋势.....	11
图 10: 玻璃纤维布覆铜板的构成.....	12
图 11: 全球 PCB 产值及区域分布.....	13
图 12: 2010 年全球 PCB 产值分布.....	14
图 13: 2015 年预计全球 PCB 产值分布.....	14
图 14: 卧式上胶机.....	15
图 15: 真空热压机组.....	15
图 16: 产成品.....	15
图 17: 公司的 PB-Band 图.....	22

表格

表 1: 超华科技 2011 上半年主营业务分产品经营情况.....	9
表 2: 各种刚性覆铜板销量情况 单位: 万平方米.....	12
表 3: PCB 行业上市公司财务比率对比.....	17
表 4: 同行业公司产品种类的比较.....	18
表 5: 三大原材料各年均价.....	19
表 6: 营业收入预测 (百万).....	20
表 7: 利润预测表.....	20
表 8: 预测的资产负债表.....	21
表 9: 主要财务指标.....	22

一、公司简介

（一）公司基本情况

公司主要从事覆铜板、印制电路板及其上游相关产品电解铜箔、专用木浆纸的研发、生产和销售，形成了从电解铜箔、专用木浆纸、CCL到PCB的系列产品线。2000年，公司开始批量生产CCL，2003年开始生产高性能电解铜箔，2007年专用木浆纸也正式投产，是PCB行业内少数具有垂直一体化产业链的企业之一。

公司通过了ISO9001:2000的质量管理体系认证，也是国内首家通过美国UL认证的复合基覆铜箔板CEM-1(22F)的制造企业。公司综合实力位列中国PCB行业百强，在单面PCB细分市场位于前五名。

公司对外销售的主要产品为各种型号的纸基、复合基覆铜板(CCL)及其制成的印制电路板。电解铜箔和专用木浆纸等上游产品除满足自用外，已对外批量销售。公司在下游的电脑电源用PCB细分市场中拥有约20%的市场份额，在电话机、彩电及显示器等细分市场也拥有一定的占有率。

（二）公司子公司情况及股权结构

控股子公司的基本情况

（1）超华科技股份（香港）有限公司

该公司成立于2008年，为超华科技100%控股，中方负责人为梁健锋，业务范围为货物进出口、技术进出口。该公司成立后成为发行人开拓海外市场的窗口。

（2）梅县超华电子绝缘材料有限公司

绝缘材料公司成立于2000年，经营范围为生产经营高档覆铜箔板，根据公司董事会第六次会议公告，公司将收购超华企业国际有限公司25%的股权，百分之百持股梅县超华电子绝缘材料有限公司。

（3）梅县超华电路板有限公司

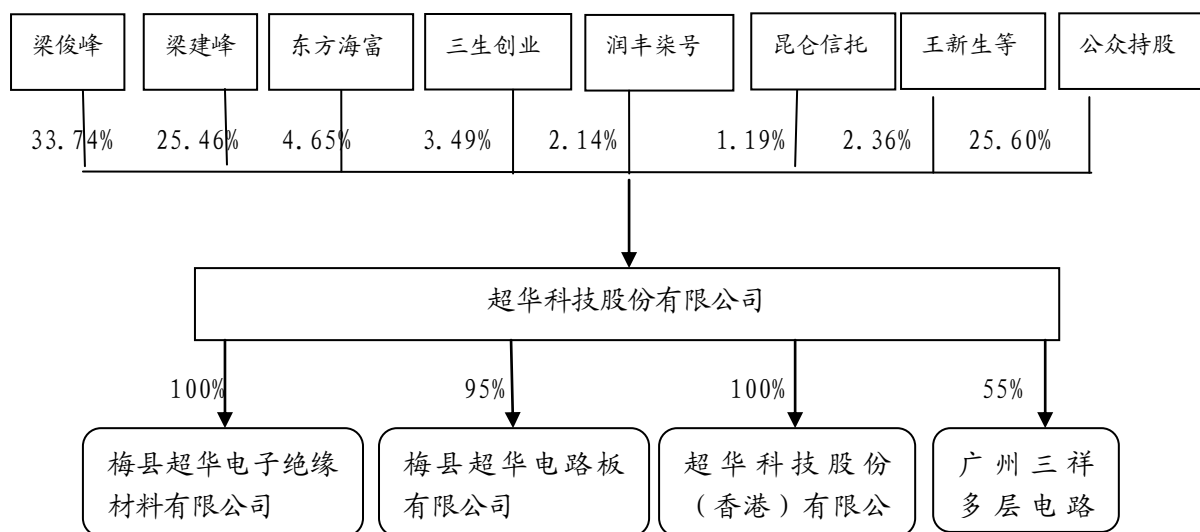
电路板公司成立于1992年，公司和超华企业国际有限公司分别拥有电路板公司95%、5%的股权。电路板公司住所为广东省梅县雁洋镇雁下村，经营范围为生产经营柔性电路板、单面电路板、双面电路板、多层电路板。该公司主要从事PCB的进料加工业务。

（4）广州三祥多层电路有限公司

2011年5月26日，公司与广州三祥多层电路有限公司股东广州市三祥贸易有限公司就收购目标公司股权事项签署“附条件生效股权转让协议”，公司以人民币3630万元收购三祥多层电路55%股权。三祥多层电路有限公司经营范围主要是：生产、加工新型电子元器件；混合集成电路，销售本企业产品。该公司2011年6月底的资产总额为12663万元，净资产3646万元。该公司6月的营业收入1771万元，净利润412万元，归属于母公司所

有者的净利润 227 万元。

图 1: 公司股权结构图



资料来源: 宏源证券 公司中报

二、公司竞争优势

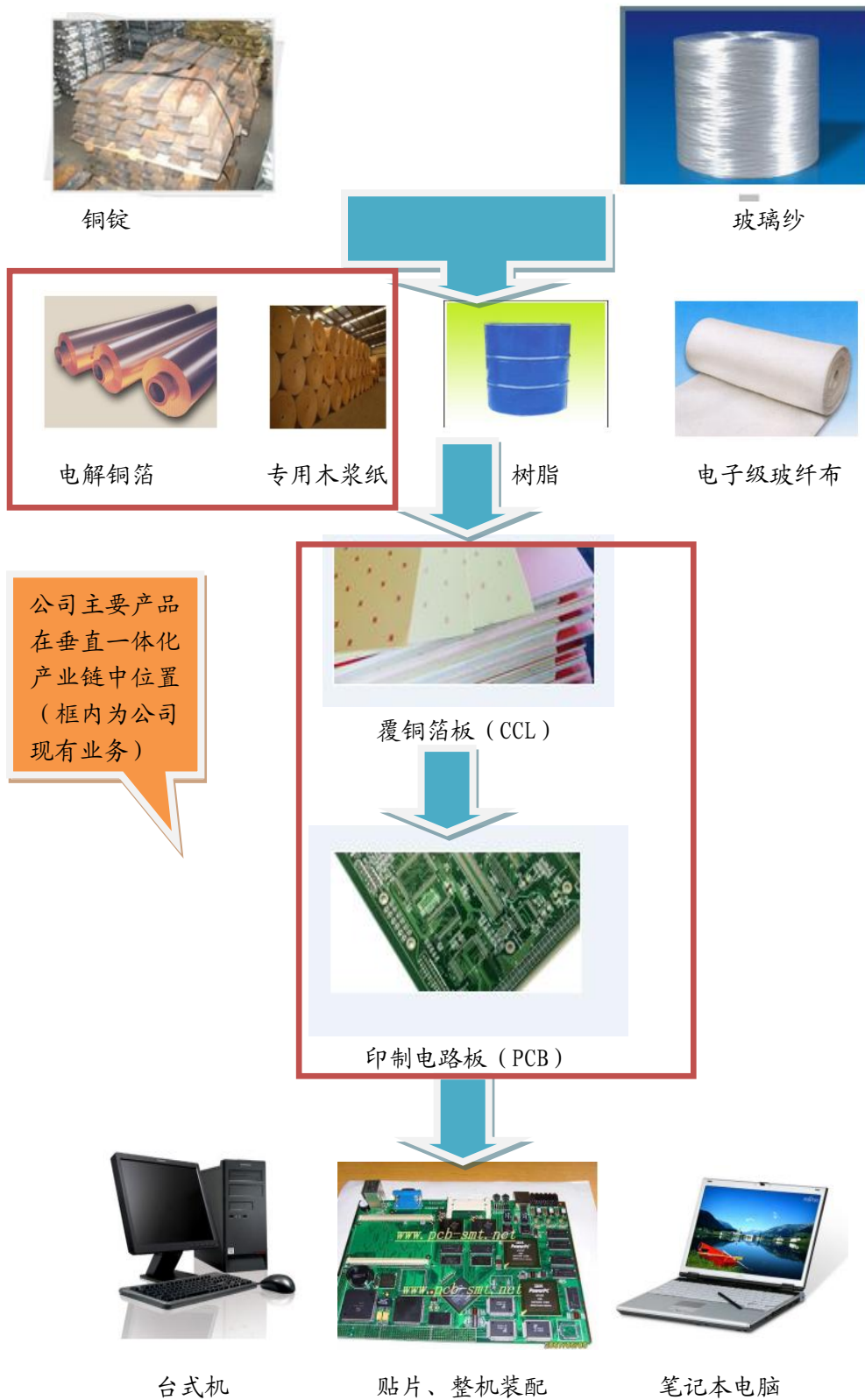
作为单面 PCB 细分市场的龙头企业, 公司具备了完整的垂直一体化产业链, 成为公司的核心竞争力。经过多年的经营, 公司在产品技术、品牌建设、客户资源、成本管理、质量控制等方面形成独特的竞争优势。同时由于公司毗邻珠江三角洲地区, 具备一定的区域优势和政策优势。

(一) 垂直一体的产业链化成为公司核心竞争力

作为国内最早实施上下游产业链滚动发展模式的 PCB 企业, 公司形成了从电解铜箔、专用木浆纸、CCL 到 PCB 的较为完整的产业链, 成为能够生产上游关键原材料的企业之一。同时, 在成本、质量一致性、柔性生产、快速响应及时交货、缩短新产品开发及市场推广周期等方面具有一定的优势。

电解铜箔、专用木浆纸、玻纤布、树脂是生产 CCL 的主要原材料, CCL 是生产 PCB 的基材, PCB 是互联电路和支撑其它电子元器件的母板, 他们之间联系紧密形成完整产业链。从成本方面看, CCL 成本占到 PCB 成本的 40%-80%, 而电解铜箔大约占到 CCL 成本的 20% 左右, 专用木浆纸在纸基 CCL 的成本比例也超过 10%, 因此, 能否掌握并控制上游关键原材料资源至关重要。从这一点看, 公司拥有完整的垂直产业链, 从而具备突出的产品成本优势, 毛利率水平较高。

图 2: 公司垂直一体化产业链



资料来源: 宏源证券 公司招股说明书

除了从上游原材料开始控制成本外, 垂直一体化的产业链还具有以下优势:

第一，有助于公司严格控制各个中间产品的质量，确保工艺流程的顺畅，从而保证公司产品的质量可靠。

其次，垂直产业链也是公司柔性生产系统的核心和基础。由于 PCB 产品种类繁多，主要根据下游客户的要求个性化生产，因此生产系统的柔性至关重要。垂直产业链有助于公司根据市场需求变化迅速调整产品结构，降低市场风险，并能够从上游的电解铜箔、专用木浆纸开始为客户定制特殊要求的 CCL 并制造 PCB。

再次，垂直一体化的产业链具有高度的灵活性和及时应变能力，减少了采购环节，能快速响应客户，及时交货。

最后，能够缩短新产品开发及市场推广周期。上游产品可以为下游产品的研发提供材料和技术支持，下游产品又可以迅速检验反馈上游的研发成果，从而有效地缩短了产品开发和市场推广的周期。

（二）重视研发投入，技术工艺领先

公司掌握了 PCB 及其产业上游主要原材料的关键生产技术和工艺，具有较强的综合技术优势。作为国内第一家通过美国 UL 认证的复合基板 CEM-1（22F）覆铜箔板制造企业，公司在 CCL 制造技术中已达国内领先水平。同时，公司是国内为数不多的可以生产 V0 级阻燃纸板用专用木浆纸的企业之一，产品的纵横向强度、均匀度、吸水性能等指标均达到国内领先水平，能够完全替代进口同类产品。

公司多年来实施了多项包括电解铜箔、CCL、PCB 及其相关上下游产品的技术研发、技术革新、成果转化及科技成果的产业化项目，于 2008 年 12 月获得了高新技术企业的重新认定，组建了梅州市电子基材工程技术研发中心。未来，公司仍将紧盯 PCB 上下游主要产品的新技术、新工艺的发展趋势，并发挥公司的研发优势，在金属基板、FCCL、高精密 FPC 等领域加大研发力度，制订可行的研发计划，为公司未来发展奠定坚实技术基础。

（三）品牌优势突出，客户资源稳定，市场份额不断扩大

公司产品服务于市场稳定增长的国际、国内知名企业，积累了大量优质、稳定的客户资源，既有 PCB 生产企业，也有电子产品整机生产商。尤其是在下游的计算机电源、彩电及显示器、电话机等几个行业内具有较高的市场占有率。随着公司市场份额不断扩大，在行业中地位逐步提升，获得了下游客户的广泛认同。

公司依托广泛的客户资源，快速获得来自 PCB 产业上下游的第一手市场信息，并根据市场变化、客户的需求灵活组织生产，调整产品结构，具有较强的适应市场变化的能力。

（四）区位及政策优势成为公司快速发展的重要推动力

珠江三角洲地区是我国电子信息产业三大产业基地之一，也是 PCB 产业集中的区域，下游的整机厂商也非常集中。公司充分利用区域优势，在华南地区取得较好的销售业绩。2008、2009、2010 年度及 2011 年上半年，公司在华南地区营业收入达到 1.68 亿元、1.66

亿元、1.85 亿元、1.09 亿元，特别是 2011 年在华南地区的营业收入比上年同期增长了 17.87%，占主营收入的 82.41%。

在产业政策方面，梅州政府将优先发展电子信息制造业，将形成完善的铜冶炼、电解铜箔、CCL、PCB、表面贴装组件的 PCB 产业链定为梅州的重点发展政策。这一产业政策从根本上符合公司的发展战略，有助于促进公司快速发展。

三、公司财务分析

(一) 公司主营业务分析

1、公司主营业务分产品情况

2011 年 1-6 月，公司主营业务收入 13,170.84 万元，同比增长 20.50%，增长主要原因是今年 6 月收购三祥多层电路板公司 55% 股权，并以 6 月份合并了当月的营业收入 1,771.21 万元；主营业务来源仍为印制电路板、覆铜箔板的销售。报告期内公司除合并三祥公司增加了印制电路板的销售，其销售收入同比增长 26.88%，同时加大了覆铜箔板的销售，其销售收入同比增长了 74.77%。

表 1: 超华科技 2011 上半年主营业务分产品经营情况

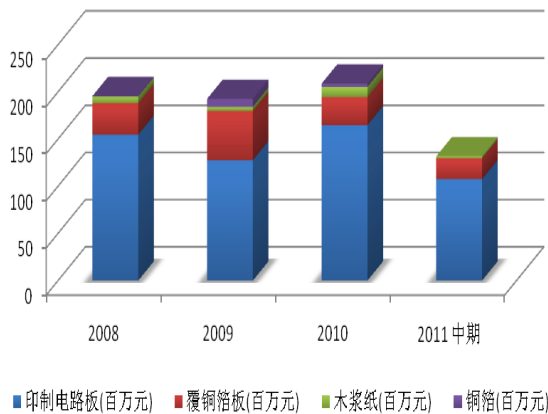
主营产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)
印制电路板	10,743.58	8,577.14	20.16%	26.88%	30.73%
覆铜板	2,211.96	1,732.40	21.68%	74.77%	79.25%
铜箔	--	--	--	--	--
木浆纸	215.3	161.22	25.12%	-22.25%	-24.12%
合计	13,170.84	10,470.75	20.50%	29.97%	33.78%

资料来源：宏源证券 公司中报

从主营收入的构成来看，近几年的主营构成并没有发生很大的波动，印制电路板（PCB）比例稳定在 80% 左右，覆铜板（CCL）的比例稳定在 16% 左右，近几年来这两个产品的比例成上涨趋势。木浆纸和铜箔的比例近几年呈下降趋势，2011 年上半年，铜箔多为自用没有外销收入，木浆纸的营业收入也比上年同期减少 22.25%。目前来看，主营构成逐渐向 CCL、PCB 这些技术和附加值比较高的下游产品倾斜，但是根据公司最新的公告，公司计划新增年产 8000 吨产能的电子铜箔项目，项目建成投产后将增加收入 86860 万元，将会极大的改变公司的主营收入构成。

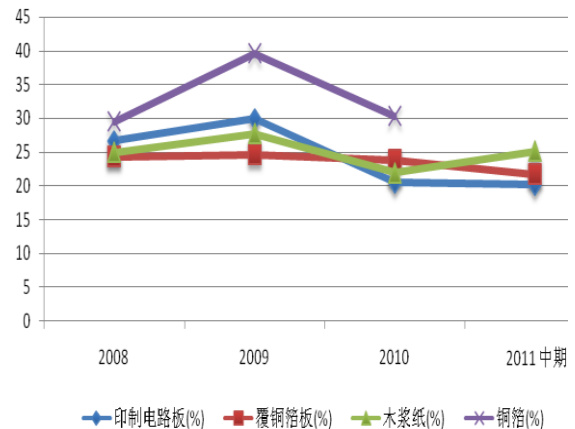
从主营业务的盈利情况看，公司最主要的业务 PCB 和 CCL 的毛利有小幅下降的趋势，几个产品的毛利率维持在 20%-25%，比较稳定。

图 3: 公司主营业务收入分产品构成



资料来源: 宏源证券 Wind

图 4: 公司主营业务毛利率增长趋势

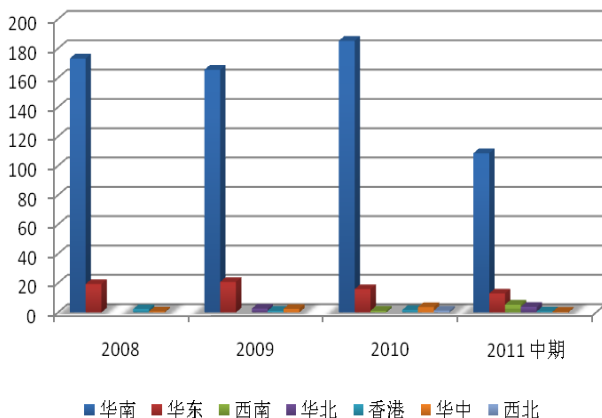


资料来源: 宏源证券 Wind

2、公司主营业务分地区情况

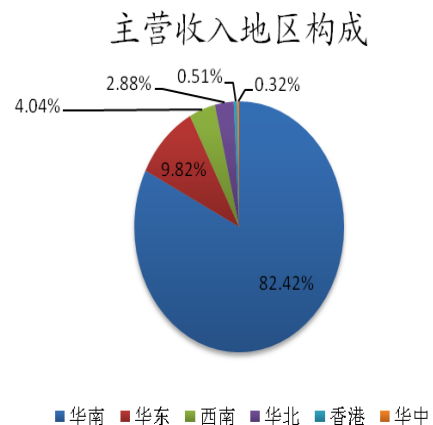
由于公司所处的地理位置及其拥有的区域优势的影响,公司的主要业务集中在华南地区,特别是国内经济较为发达的珠三角地区、长三角地区,而且呈逐年增长的趋势,其他几个占比比较高的地区是华东、西南、华北地区。

图 5: 公司主营业务收入分地区构成



资料来源: 宏源证券 Wind

图 6: 2011 年上半年公司主营收入地区构成



资料来源: 宏源证券 Wind

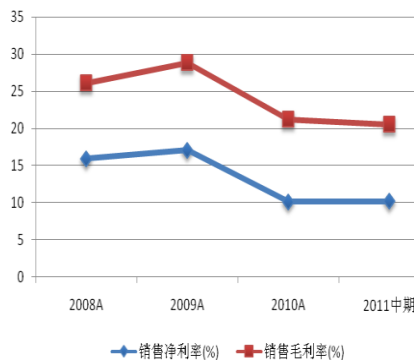
(二) 公司盈利能力分析

近几年公司逐步将产品结构从纸基 CCL 和 PCB 为主调整到毛利率较高的复合基 CCL 和 PCB 为主, 产品结构得到优化。公司已经投产的募投项目产品 FR4 主要用于下游数字电子、高密度 HDI 等高端产品, 而复合基多用于家电类产品。纸基 CCL 属于低端产品, 用于收音机、DVD 等下游产品的生产。这些产品之间的毛利相差很大, 产品结构的优化将大大改善公司的盈利能力。另外, 公司是业内少数能实现垂直一体化生产的 PCB 企业, 具有生产成本优势。这两方面因素对公司的经营状况及未来发展产生了积极而重大的影响。

2008 年至 2011 年上半年, 公司的销售毛利率和销售净利率的走势基本一致, 从 2009

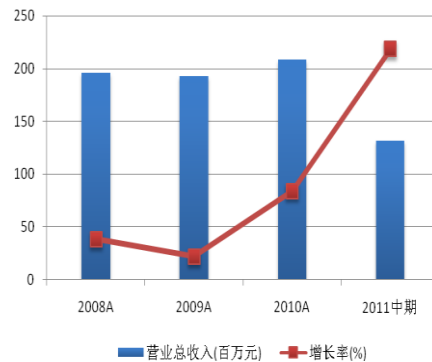
年开始有较大幅度的下降，但是从 2011 年的情况看，能够保持与去年同期持平，下半年下降趋势可能出现逆转。公司的营业总收入每年都呈现较好的增长趋势，随着近几年 PCB 市场的好转，公司的营业收入还将继续保持增长势头。但由于原材料及人工成本等因素的影响，公司的净利润一直处于低速增长甚至负增长状态，2011 年上半年情况比去年同期相比有所好转，公司与子公司广州三祥多层电路有限公司签署的“附条件生效的股权转让合同”约定广州三祥多层电路有限公司在 2011、2012、2013 年度内的净利润不低于 1600 万元、1900 万元和 2900 万元，根据公司持股比例，这三年至少给公司贡献 513 万元、1045 万元、1595 万元的利润，能够改善公司的盈利能力。

图 7: 销售净利率和销售毛利率



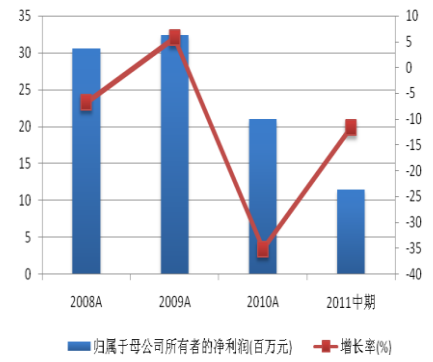
资料来源: 宏源证券 Wind

图 8: 营业总收入及增长趋势



资料来源: 宏源证券 Wind

图 9: 净利润及增长趋势



资料来源: 宏源证券 Wind

四、行业发展及竞争格局

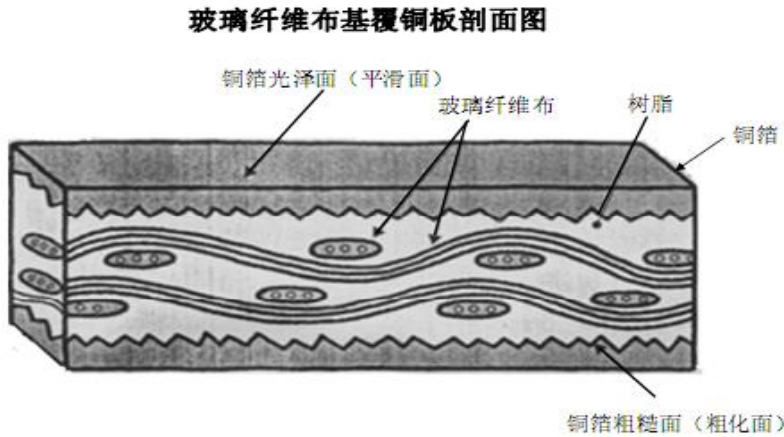
(一) PCB 产业链分析

印制电路正在向领域纵深发展，产业链涵盖了 PCB、覆铜箔板 (Copper-clad Laminate, CCL)、生产线专用设备、原辅材料以及表面贴装 (Surface Mounting Technology, SMT)、电子制造服务 (Electronics Manufacturing Services, EMS) 等环节。

1、覆铜板 (CCL)

覆铜板是将玻璃纤维布或其它增强材料浸以树脂，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种板状材料。以玻璃纤维布基覆铜板为例，其主要原材料为铜箔、玻璃纤维布、环氧树脂，分别约占产品成本的 32%、29%和 26%，覆铜板产业的利润水平主要取决于上下游行业的变动情况。电子行业更新换代速度非常快，很多产品生命周期很短暂，但覆铜板作为基础性的原材料，迄今为止，尚未有更好的替代品出现，电子产品形式的变化不会改变其对覆铜板的需求。

图 10: 玻璃纤维布覆铜板的构成



资料来源: 宏源证券 金安国纪招股说明书

随着技术进步, 复合基 CCL 的性能获得较大突破, 需求增长快, 已在全球各个国家和地区得到广泛的采用, 是市场中有成长潜力的产品。根据 CCLA 测算, 2010 年我国大陆地区覆铜板需求量为 4.30 亿平方米, 较 2009 年 3.53 亿平方米增长了 21.8%; 覆铜板销量为 4.23 亿平方米, 较 2009 年 3.45 亿平方米增长了 22.8%; 销售收入为 370.62 亿元, 较 2009 年的 252.08 亿元增长了 47.0%。从销量看, 刚性覆铜板占 92.86%, 是市场的主流产品。

2010 年全国刚性覆铜板销量合计 3.93 亿平方米, 比 2009 年增长 22.0%, 销售收入 342.46 亿元, 增长 47.6%。

表 2: 各种刚性覆铜板销量情况 单位: 万平方米

	玻布基板	纸基板	CEM-1	CEM-3	合计
2010 销量	26,200	9,033	3,203	885	39,321
2009 销量	20,485	8,219	2,651	869	32,224
2010 年增长率	27.9%	9.9%	20.8%	1.8%	22%

资料来源: 宏源证券

2、印制电路板 (PCB)

PCB 行业是电子信息产业中最重要的细分行业之一。2006 年—2008 年全球 PCB 总产值年均复合增长率为 5.9%。2009 年, 受金融危机影响, 全球 PCB 总产值较 2008 年下降 14.5%, 至 412 亿美元, 2006 年—2010 年的年均复合增长率仅为 2.5%。

根据 Prismark 在 2011 年 3 月发布的数据, 2010 年全球 PCB 市场增长达到了 23.6%, 其中中国大陆的增长率达到了 29.8%, 日本以及北美地区增长率均略低于全球平均增速; 2010-2015 年间全球 PCB 市场的年平均复合增长率 (CAAGR) 为 6.5%, 至 2015 年全球 PCB 产值将达 698 亿美元。在这一高速增长过程中, 中国大陆的 PCB 市场将是全球 PCB 市场高速成长的引擎, 从 2006 年开始, 中国就超过日本成为全球第一大 PCB 制造基地, 中国是全球 PCB 产值最大、增长最快的地区, 并已成为推动全球 PCB 行业发展的主要

增长动力。

3、电解铜箔

电解铜箔是我国信息产业重要的电子材料之一，也是电子工业的基础材料，由于它具有高延性、高韧性、厚度均匀、导电性能好、抗氧化能力强，与基板结合力强等特性，主要用于制作计算机、电讯设备用的覆铜板以及用于锂离子电池等产品的制造。

目前，全球电解铜箔的产能与需求量基本平衡，随着 PCB 集成度、多功能化、超薄超厚化的要求，高档电解铜箔的缺口依然很大，尤其是中国内地，占全世界铜箔产能的约三分之一，但产品大部分都属于中低档铜箔，高档电解铜箔仍较大程度地依赖进口，国内铜箔生产企业仍未掌握其核心技术。国内比较领先的技术有 18 微米镀锌铜箔，9 微米双面光锂电铜箔，400 微米超厚电解铜箔。

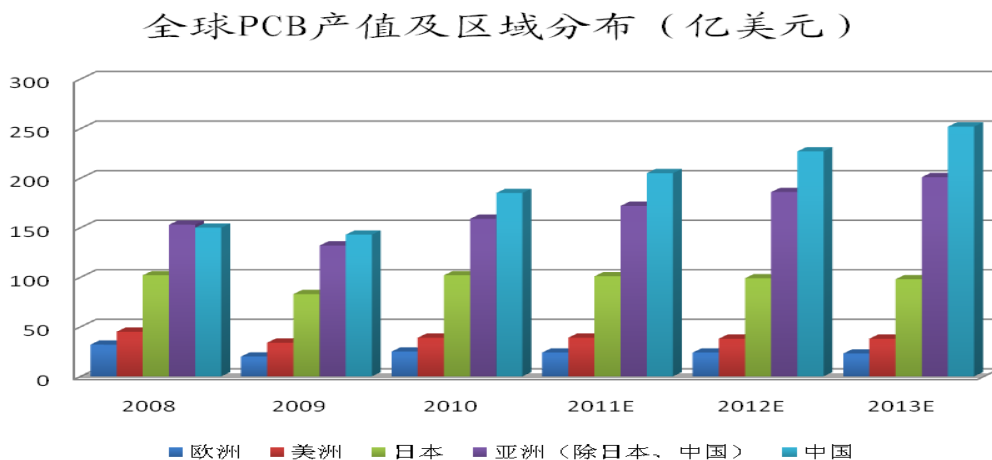
(二) 中国 PCB 行业增长强劲

亚洲、美洲和欧洲是全球最主要的 PCB 生产区域，其中亚洲占到全球产量的 80% 以上。更具体地来看，日本作为电子产业强国，过去五年 PCB 产量在全球始终占据着超过 20% 的份额。

中国成为电子产品制造大国的同时，全球 PCB 产能也在向中国转移，据 CPCA 统计，不仅内资 PCB 制造企业加速扩大产能，外资企业也同时加速向中国转移、新增产能，国内 PCB 行业投资始终火热。

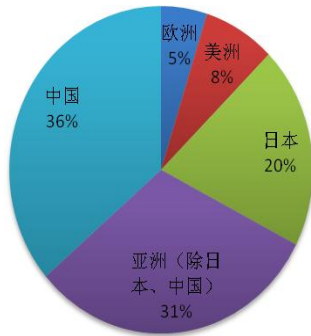
根据 Prismark 的数据，2010 年中国大陆 PCB 产值达到 185 亿美元，占全球 PCB 总产值的 36.3%。随着近两年外围市场需求的回升和国内经济刺激增长政策的影响，中国的 PCB 市场在 2010 年强劲增长 29.8%，Prismark 预计 2010-2015 年间中国 PCB 市场的年平均复合增长率（CAAGR）将达 10.8%，远超全球平均水平。预计到 2015 年，中国大陆 PCB 总产值可达到 309 亿美元，占全球比例上升至 44.3%。中国大陆 PCB 市场的高速成长与欧美日市场的逐步萎缩形成鲜明对比。

图 11: 全球 PCB 产值及区域分布



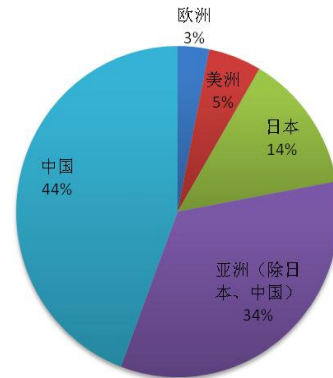
资料来源: 宏源证券 Prismark CPCA

图 12: 2010 年全球 PCB 产值分布



资料来源: 宏源证券 Prismark

图 13: 2015 年预计全球 PCB 产值分布



资料来源: 宏源证券 Prismark

目前, 中国大陆地区逐渐形成了以珠三角地区、长三角地区为核心区域的 PCB 产业聚集带。据 CPCA 统计, 2010 年中国大陆地区有大约 1500 家 PCB 企业, 其中 52% 位于珠三角地区、38% 位于长三角地区。但是由于 PCB 产业未形成完整的产业链条, 造成了中国 PCB 产业大而不强的困境。中国 PCB 产量产值全球第一, 企业数量也是全球最多, 但是生产所需的设备、仪器和原辅材料等关键配套产业均发展不足, 高端设备、检测仪器, 以及 PCB 生产所需的主要物料一直为国外垄断, 自给率较低。大力发展 PCB 配套行业, 将成为未来中国 PCB 产业发展的重点。

五、公司发展前景及同行业对比

(一) 首发募投项目投产将带动公司产能释放, 业绩增长

1、首发募投项目介绍

根据公司招股说明书, 首次公开发行募集资金全部投入“扩建年产能力 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”项目。募集资金项目原计划总投资为 14,322 万元, 其中固定资产投资 12,766 万元, 铺底流动资金 1,556 万元, 后将项目实际需求总额调整为 17,941 万元。项目投产后, 计划第一年实现达产率 50%, 第二年达产率 100% 的目标。达产后年利润总额预计为 6,372 万元, 全部投资回收期为 5.24 年(税后), 全部投资收益率为 28.03%。

项目生产环保型无卤化 CCL。随着人们对环保要求的不断提高, 环保型 CCL 将取代传统型 CCL, 从而给项目产品带来市场空间。项目新增 CCL 产能主要用于生产两种产品: 产能中 160 万平方米为生产复合基 CCL, 是国内市场较新型的 CCL 产品, 也是需求增长最快的 CCL 产品, 近年需求增速超过 20%, 具有良好的市场前景; 另外 80 万平方米为生产玻纤布基 CCL FR-4。

2、首发募投产品市场前景

项目产品的下游主要应用市场的情况如下:

(1) 环保玻纤布基 CCL

产能中主要为环保型超薄 FR-4 覆铜箔板, 电器性能优良, 工作温度较高, 性能受环

境影响较小，且加工性方面较其他品种具有较强的优越性，可开发出多种品种用来制作多层 PCB（含 HDI 板）的内层板，也可用来生产单、双面板。多层 PCB（含 HDI 板、IC 封装板）等产品大量应用于新型电子产品，市场需求增长较快，产值保持 15% 左右的增长速度。据 PrismaMark 统计，多层板芯用 CCL 占 CCL 比例 2012 年将提升至 45.6%，市场需求巨大。超薄 FR-4 CCL 大量应用于生产电脑主机板、手机板、高端仪器仪表等电子、通讯设备，近三年的其主要下游应用市场增长迅猛。

（2）环保复合基 CCL

复合基 CCL 主要应用于消费电子类产品，中国已经成为消费电子类产品的生产大国，包括下游的彩电板、微机电源板、显示器主板、空调、冰箱等领域。

项目新增 CCL 产能中 160 平方米为复合基板 CEM-1，这种产品具有良好的机械加工性（可冲孔加工），其机械强度、介电性能、吸水性、耐离子迁移性等方面优于纸基 CCL，是国内市场较新型的 CCL 产品。由于近年来工艺技术的进步、树脂性能的不断改进，CEM-1 某些场合已能替代 FR-4。此外，复合基 CCL 也是相比之下最易实现无卤化的一类 CCL 产品，符合日益严格的环保要求。用 CEM-1 代替 FR-4 基板材料制作 PCB 已在日本、欧美等国家地区广泛采用，具有良好的市场前景。

3、项目已经投产，开始释放产能

根据公司 9 月 3 日公告，首发募投项目《扩建 240 万平方米环保布基覆铜板工程项目》日前已安装就绪。为了配套项目流动资金，满足生产销售扩大的资金需求，公司向中国银行梅州分行申请授信总量人民币 13987 万元，期限一年。这项授信的获准将对募投项目的生产销售提供充足的资金保障。

根据我们的调研，公司 8 月已经开始试生产，开车一次成功，现阶段主要进行磨合工艺和技术上的调整。按客户订单调整，试产试销，部分产品自己使用，能帮助公司生产的下游 PCB 产品节约成本，部分外销，预计毛利在 26% 左右。

首发募投项目主要生产设备包括卧式上胶机、真空热压机组。卧式上胶机用于半固化片生产，采用业内最先进的技术，具有制造精度高，自动化程度高，运行平稳，易操控，涂胶均匀，横向温度误差小等特点。项目主要采用真空压制技术。真空压制可减小成型压力，防止树脂流失和半固化片位移，减小变形，提高均匀度。

图 14: 卧式上胶机



资料来源：宏源证券 公司公告

图 15: 真空热压机组



资料来源：宏源证券 公司公告

图 16: 产成品



资料来源：宏源证券 公司公告

首发募集资金投资项目正式投产后，公司将形成 300 万平方米纸基 CCL 和年产 240

万平方米环保布基 CCL（或 350 万平方米复合基 CCL 和 80 万平方米超薄玻纤布 CCL）产能，公司的产品结构得到优化，公司 CCL 生产能力将大幅增长，可解决公司生产瓶颈问题，发挥上游产品优势，滚动发展垂直产业链，营业收入将快速增长，盈利能力进一步提高。

（二）高精度电子铜箔项目有助于公司毛利提升

1、项目介绍

根据 6 月 2 日公告，公司根据市场情况，拟从日本引进部分高精度电子铜箔生产技术和世界先进的铜箔生产设备，完善 PCB 产业链的配套。该项目占地面积 1.36 万平方米，总投资 49947 万元，建设周期为 2 年。项目达产后，预期形成年产各种规格电子铜箔 8000 吨，可增加销售收入 86860 万元。该项目目前尚处于市场调研阶段。该项目的建设周期 2-3 年。据我们实地调研了解到，公司聘请有甲级资质的广西环科院对该项目进行环评，预计年内可以完成，并顺利通过专家评审。

据了解，该项目内部收益率 23%，利润率 14.4%，净利率为 1.26 亿元，建设期两年，投产后前两年利润每年可以达到 8300 万元，预计第五年及以后每年利润达到 1.26-1.27 亿元。

2、产品市场前景

目前世界高档铜箔生产技术、设备制造技术及市场份额大部分被日本、美国等电解铜箔专业生产公司所垄断，全球主要高档电解铜箔供应商有三井金属、日本能源、古河电工、福田金属、日本电解、美国古尔德等公司。国内电解铜箔生产企业中，能生产出高档铜箔的厂家只有苏州福田金属有限公司、联合铜箔(惠州)有限公司，高档电解铜箔生产能力有限，缺口的高档电解铜箔需从日本、美国等地进口。

根据中国电路协会统计，超薄铜箔一年需求量满足率只有 20%左右，09 年国内铜箔的总需求量 18.5 万吨，产能为 17.5 万吨。2010 年需求量 19.9 万吨，产能 21.7 万吨，总量产能供过于求，但高精度电子铜箔的需求依然非常紧张。根据海关进口资料，07 年进口高精度电子铜箔 2.36 万吨，07、08 年净进口 7 万多吨，09 年净进口达到 8.5 万吨，高精铜箔主要依靠进口。目前，随着电子信息技术的进一步发展，全球对高档铜箔的需求将以 10%以上的速率增长，市场前景广阔。

（三）业务发展多元化

1、收购广州三祥多层电路有限公司

根据 5 月 27 日公告，公司于 2011 年 4 月 12 日签署的“附条件生效的股权转让合同”，以 3630 万元的价格收购广州三祥多层电路有限公司 55%的股权，并且三祥电路有限公司于本次转让实施完毕后 3 年内（2011、2012、2013 年）的净利润分别不低于人民币 1600 万元、1900 万元和 2900 万元，市盈率分别不高于 4.13 倍、3.47 倍、2.28 倍。

三祥多层电路有限公司主要生产多层线路板、铝基线路板，主要客户为国内外大型电子产品生产企业，收购目标公司之后，通过技术、销售模式的渗入，能进一步降低印刷电路板的生产成本和扩大国外市场的销售份额。同时，通过收购三祥多层电路，还能比较显

著地增加公司盈利水平以及为募投项目的产品销售提供保证。

根据公司 9 月 3 日公告,为控股子公司广州三祥多层电路有限公司向交通银行花都支行申请 3000 万元流动资金贷款提供担保,以维护该公司正常的生产经营资金需要。三祥公司今年以来通过科技创新,市场方面订单增幅巨大,材料应付款也相应增加较大,由 2010 年末的 3817 万元增加到今年 7 月末 6767 万元;销售额今年 1-7 月份达到 0.91 亿元,去年全年度为 1.02 亿,销售增幅巨大。三祥公司为了完成订单、扩大销售而形成原材料的购进贷款增加,迫切需要通过补充一定的流动资金来进行配套。这笔贷款的及时批准能够满足公司的日常生产销售需要。

2、投资设立大埔富华实业有限公司

公司于 2011 年 5 月 21 日审议通过公司《关于投资设立“大埔富华实业有限公司”的议案》。认为适当多元化投资可以减少主业项目的风险,增加企业可持续发展的实力,带来新的增长机会。

为了能够充分利用梅州地区丰富的资源,促进当地经济开发,适度分散主营业务的风险,公司拟在梅州市大埔县投资设立“大埔富华实业有限公司”,前期投资 500 万元人民币,业务范围为高岭土等资源的开发和生产。大埔县的高岭土资源丰富,储量巨大,陶瓷生产历史悠久。高岭土应用范围很广,造纸、陶瓷、航天军工以及耐高温的工业陶瓷等领域。大埔县政府采取多种优惠政策积极吸引外商投资当地的瓷土产业,为公司在当地投资创造良好的条件。

预计公司 9、10 月份可以完成注册,而获取探矿权要通过招标的形式获准,届时由大埔县国土局发标。由于该项投资为跨主业的发展,面临探矿权证和采矿权证办理、环保评价、挂牌交易等一系列未知因素,涉及到省、市两地相关部门的审批,存在着较大的不确定性。

(四) 同行业公司对比

1、PCB 行业同类公司指标对比

超华科技与 PCB 行业中其他上市公司的财务指标对比发现,公司目前的财务指标不是很好,每股收益和每股净资产都低于行业的平均水平,低于生益科技、沪电股份、超声电子等同类公司;销售毛利率和销售净利率仍然低于行业均值和行业市值,但是其销售毛利率要好于生益科技、沪电股份、超声电子等同类可比公司,体现了公司垂直一体化产业链的优势;净资产收益率和营业利润增长率要远低于行业平均水平,说明公司的盈利表现不好,利润增长较慢;存货周转率要低于行业平均和可比公司水平,说明公司的存货销售能力有待改善;流动比率符合行业均值水平。

表 3: PCB 行业上市公司财务比率对比

公司简称	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 (%)	营业利润 同比增长率 (%)	存货周转 率(次)	流动比率 (倍)	速动比率 (倍)
生益科技	0.3200	4.03	18.20	10.69	10.86	2.65	2.94	1.54	1.23
沪电股份	0.2000	3.69	21.28	10.22	5.33	20.11	5.71	2.60	2.39
天津普林	0.0100	2.83	7.27	0.62	0.23	115.67	4.15	2.38	1.91

超声电子	0.18	3.86	19.35	5.20	4.71	31.44	2.84	1.42	1.10
超华科技	0.0697	2.94	20.50	8.73	2.33	4.31	0.84	1.33	0.85
行业均值	0.1688	3.33	21.38	9.51	5.31	111.30	2.26	1.88	1.49
行业中值	0.1582	3.86	21.41	10.13	4.71	31.16	1.94	2.05	1.70

资料来源 Wind 宏源证券

2、PCB 行业同类公司业务对比

超华科技的竞争对手有金安国纪、建滔化工、生益科技、沪电股份、超生电子等公司。从整个 PCB 行业来看，整个行业的竞争比较充分，很难形成公司垄断。作为全球最大的 CCL 生产商和中国最大的 PCB 生产商的建滔化工占这个行业的比例也很小。

(1) 建滔化工集团。现为全球产量最大覆铜面板生产商经营范围已由覆铜面板发展为印刷线路板、化工产品、铜箔、绝缘纸等多个领域。该集团先后于 2002 年及 2005 年成功收购了原联想旗下之科惠线路板有限公司及上市公司依利安达国际集团。

(2) 台塑集团。南亚电子材料(昆山)有限公司为台湾台塑集团在昆山的投资企业，主力产品铜箔基板销售遍及全球，为世界规模最大的铜箔基板生产工厂之一。

(3) 广东生益科技股份有限公司。广东生益科技股份专业生产高档印制电路板用覆铜箔板及粘结片，是中国大陆覆铜板行业领先企业，与公司在产品和客户定位方面有明显差异。生益科技每年 15%-20% 的增长，连续 10 多年增长，是 CCL 制造商中盈利比较稳定的企业，毛利和净利率都比较高。

(4) 其它企业。中国大陆其他覆铜板生产企业还有深圳太平洋绝缘材料有限公司、广东汕头超声电子股份有限公司、东莞联茂电子科技有限公司、珠海海港积层板有限公司、南海南美覆铜板有限公司、广州宏仁电子工业有限公司、山东金宝电子股份有限公司(以纸基板、CEM-1 为主)及增城市威利邦覆铜板制造有限公司等。

表 4: 同行业公司产品种类的比较

公司名称	产品种类	备注
超华科技	各种型号的纸基覆铜板、复合基覆铜板及其制成的 PCB，电解铜箔和专用木浆纸等上游产品除满足自用外，也对外批量销售	拥有较为完整的 PCB 产业链和产品结构。募投项目 240 万张玻纤布基覆铜板项目投产，目前覆铜板产品以纸基板、复合基板为主；正在研发“高性能金属(基)芯覆铜箔板”、“高性能阻燃纸基覆铜板”
金安国纪	各种型号和等级的 FR-4 和 CEM-3 覆铜板以及半固化片，以生产中厚板为主	陆续开发并生产出高 Tg、高 CTI、无卤素以及适合于无铅工艺的中、高耐热覆铜板等一系列新产品；对上海现有 300 万张/年产能改造完成后，将生产 CEM 系列覆铜板；募投项目中将有 30% 的产能用于高性能覆铜板的生产
生益科技	刚性覆铜板(包括 FR-4、CEM-1、CEM-3)、挠性覆铜板和粘结片，以生产薄板为主	专业生产高档印制电路板用覆铜箔板及粘结片，能够生产有胶挠性板，并将建立无胶挠性覆铜板研发技术平台与中试线

超声电子	印制线路板、液晶显示器、超声电 子仪器、超薄及特种覆铜板	覆铜板在产品结构中所占比重不 高,2010 年营业收入贡献 15.52%; 研发制造高性能覆铜板
------	---------------------------------	--

资料来源: 宏源证券 金安国纪招股说明书

3、公司未来的盈利能力

尽管公司的财务指标对比同行业和对比可比上市公司来说结果都不是很好,但是随着公司募投项目的正式投产释放产能增加收入和利润以及公司计划内的几个重要项目的运行,公司的盈利情况将会迅速好转。

另外,从 PCB 市场行情来说,2010 年以来,PCB 市场逐渐回暖,整个市场的行情能够保证公司盈利的增加。目前,不管是从政策支持方向来看,还是从 PCB 行业自身发展需要来看,整个行业的更需要具备完整产业链的公司,所以公司的核心优势能够保证公司在以后的行业竞争中处于有利的位置。

最后,根据 PCB 市场未来一段时间的发展情况看,第三季度进入需求旺季,PCB 上游的原物料包括铜箔、玻纤纱、树脂的价格在明确需求的驱动下已呈现上扬走势,这对公司的盈利非常有利。未来原材料上涨的预期仍然很大,在这样的情况下,会对其他只生产 PCB 下游产品的公司造成一定的不利影响,但对公司这种可以从上游控制原材料生产和成本的企业来说,所受的影响会小一些,盈利情况也能有一定的改善。

表 5: 三大原材料各年均价

原材料	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年
铜箔 (元/kg)	77.39	71.00	53.88	73.73
树脂 (元/kg)	21.07	18.25	13.18	19.34
玻璃纤维布 (元/米)	4.98	4.36	3.11	3.70

资料来源: 宏源证券

综上,公司在未来一段时间的盈利状况将有很大的改善,与同行的其他公司相比有一定的竞争优势,发展前景很好。

六、盈利预测与估值

(一) 营业收入预测

营业收入分产品分析

PCB 业务:

公司收购广州三祥多层电路板公司 PCB 业务增长。实施完毕后 3 年内(2011、2012、2013 年)的净利润分别不低于人民币 1600 万元、1900 万元和 2900 万元。其中 2011 年并入公司合并报表的净利润和收入为 7 个月。

CCL 业务:

募投项目投产。2011 年第一年达产率为 50%，贡献 3 个月的利润，2012 年达产率为 80%，2013 年达产率为 100%。根据同类产品的市场售价来估算收入贡献。

铜箔业务：

年产 8000 吨高精度电子铜箔，2013 年投产（至少 9 月之后/建设期为 2 年），预计 2013 年可以贡献半年的收入和利润，预计 2013 年的达产率为 50%，其年收入 $86860 \times 0.5 \times 0.5 = 20857.5$ 万元。投产后前两年利润可以达到 8300 万元，预计第五年利润才有 1.26-1.27 亿元。

由于公司的毛利率维持在 20.5% 左右比较稳定，可以据此汇总营业收入和营业成本的情况如下：

表 6：营业收入预测（百万）

	2008	2009	2010	2011 中期	2011E	2012E	2013E
印制电路板(百万元)	154.54	127.57	164.70	107.44	281.09	397.4	518.56
覆铜箔板(百万元)	33.41	52.16	29.67	22.12	52.03	191.41	239.26
木浆纸(百万元)	7.08	4.38	10.88	2.15	4.30	4.73	5.21
铜箔(百万元)	0.51	8.43	3.52				217.15
营业收入合计	195.54	192.54	208.77	131.71	333.12	588.81	974.97

资料来源：宏源证券 Wind

（二）盈利预测

根据我们的业绩估值模型，预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.20 元、0.36 元、0.56 元，按 9 月 14 日的公司收盘价为 16.00 计算，对应的市盈率分别为 81.65 倍、44.66 倍、28.79 倍，由于公司近 3 年的复合增长率高达 67%，按 2012 年 60-70 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 21.6—25.2 元，首次给予“增持”评级。

1、盈利预测表

表 7：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	209	333	589	975
减：营业成本	165	266	465	785
营业税金及附加	0	1	2	3
销售费用	5	8	12	19
管理费用	9	13	24	39
财务费用	3	2	7	7
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	22	43	79	122
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	24	43	79	122
减：所得税费用	3	6	12	18

四、净利润	21	36	67	103
归属于母公司的利润	21	32	59	92
五、基本每股收益(元)	0.16	0.20	0.36	0.56

资料来源：宏源证券

表 8: 预测的资产负债表

项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	79	100	59	97
应收票据	3	7	12	19
应收账款	106	20	35	49
预付账款	39	27	47	78
其他应收款	0	0	0	0
存货	90	107	186	314
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	317	260	339	558
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	137	128	585	543
在建工程	226	226	226	226
无形资产	24	22	21	19
其他非流动资产	3	3	3	3
非流动资产合计	390	379	835	791
资产总计	707	639	1,174	1,349
短期借款	105	0	325	327
应付票据	17	27	47	78
应付账款	52	35	60	102
预收账款	3	5	5	5
其他应付款	1	0	0	0
应交税费	(13)	1	1	1
其他流动负债	5	0	0	0
流动负债合计	170	68	438	514
长期借款	40	40	140	140
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	41	41	141	141
负债合计	212	109	580	655
股本	137	165	165	165
资本公积	201	201	201	201
留存收益	15	45	102	189
少数股东权益	8	12	20	32
所有者权益合计	362	424	488	587
负债和股东权益合计	707	533	1,068	1,242

资料来源：宏源证券

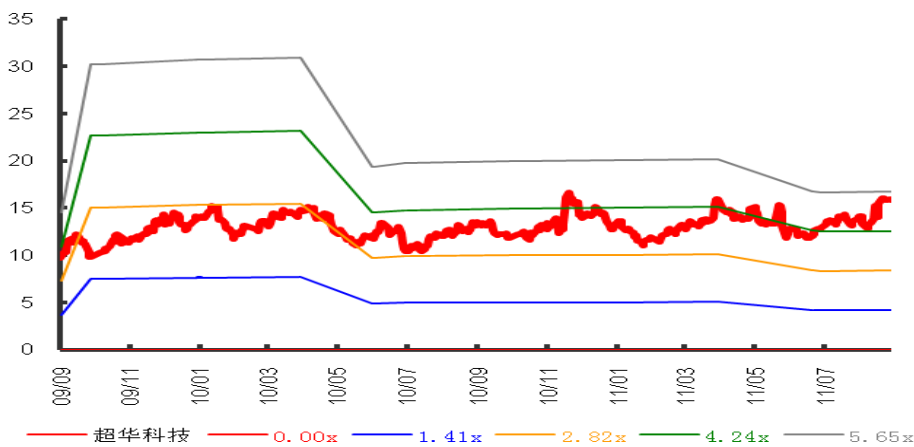
表 9: 主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		48.1	24.2	18.5
成长能力:				
营业收入同比	8.4%	59.6%	76.8%	65.6%
营业利润同比	-39.7%	95.4%	86.2%	53.4%
净利润同比	-35.6%	71.2%	86.2%	53.4%
营运能力:				
应收账款周转率	2.18	5.30	21.29	23.19
存货周转率	2.22	2.71	3.18	3.14
总资产周转率	0.32	0.49	0.65	0.77
盈利能力与收益质量:				
毛利率	21.2%	20.0%	21.0%	19.5%
净利率	10.1%	9.7%	10.0%	9.4%
总资产净利率 ROA	3.0%	5.1%	5.0%	6.8%
净资产收益率 ROE	5.8%	7.6%	12.1%	15.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.86	3.84	0.77	1.08
资产负债率	29.9%	17.1%	49.4%	48.6%
长期借款/总负债	18.8%	36.6%	24.1%	21.3%
每股指标:				
每股收益	0.16	0.20	0.36	0.56
每股经营现金流量		0.78	0.27	0.29
每股净资产	3.54	2.57	2.96	3.56

资料来源: 宏源证券

2、公司历史 PB 值

图 17: 公司的 PB-Band 图



资料来源: 宏源证券 Wind

利润表
资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	209	333	589	975	货币资金	79	100	59	97
减：营业成本	165	266	465	785	应收票据	3	7	12	19
营业税金及附加	0	1	2	3	应收账款	106	20	35	49
销售费用	5	8	12	19	预付账款	39	27	47	78
管理费用	9	13	24	39	其他应收款	0	0	0	0
财务费用	3	2	7	7	存货	90	107	186	314
资产减值损失	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	317	260	339	558
二、营业利润	22	43	79	122	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	0	0	0	0	固定资产	137	128	585	543
三、利润总额	24	43	79	122	在建工程	226	226	226	226
减：所得税费用	3	6	12	18	无形资产	24	22	21	19
四、净利润	21	36	67	103	其他非流动资产	3	3	3	3
归属于母公司的利润	21	32	59	92	非流动资产合计	390	379	835	791
五、基本每股收益 (元)	0.15	0.20	0.36	0.56	资产总计	707	639	1,174	1,349
					短期借款	105	0	325	327
					应付票据	17	27	47	78
					应付账款	52	35	60	102
					预收账款	3	5	5	5
					其他应付款	1	0	0	0
					应交税费	(13)	1	1	1
					其他流动负债	5	0	0	0
					流动负债合计	170	68	438	514
					长期借款	40	40	140	140
					其他非流动负债	2	2	2	2
					非流动负债合计	41	41	141	141
					负债合计	212	109	580	655
					股本	137	165	165	165
					资本公积	201	201	201	201
					留存收益	15	45	102	189
					少数股东权益	8	12	20	32
					所有者权益合计	362	424	488	587
					负债和股东权益合计	707	533	1,068	1,242
					现金流量表				
					项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
					经营活动现金流量	(24)	129	44	48
					投资活动现金流量	(122)	0	(500)	0
					筹资活动现金流量	71	(108)	415	(9)
					现金及等价物净增加	(76)	21	(41)	39

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、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、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。