



聚焦中药领域，速效实现高增长

增持首次

目标价格：13 元

投资要点：

- 速效救心丸进医院渠道开始放量，全年增速预计达到 20%。
- 子公司亮点多。
- 聚焦中药领域，压缩商业，发展工业，通过收购进一步扩大优势。

报告摘要：

- **核心品种速效救心丸进医院渠道开始放量。**速效救心丸之前一直在药店进行自然销售，在医院的销售收入只占总销售收入的 15%。公司 2011 年对医疗机构单设了 150 粒装的产品，新建了 400 多人的销售队伍主攻医院，随着 2012 年招标的顺利开始，招标结束的地方增速都在 100%，前 4 个月速效救心丸总体增速已达 19%，毒胶囊事件的发生也会对速效救心丸产生一定推动作用，全年增速预计达到 20%。
- **子公司亮点多。**中美史克一季度贡献利润达 6000 万元，由于今年不打算再投入牙膏的广告，今年一季度已经开始比去年同期增加了约 2500 万的投资收益，预计全年中美史克贡献投资收益将有 1.2 亿元。公司持股 51% 股权的赛诺制药由于去年新版 GMP 认证的影响导致停产，目前刚恢复生产已经开始满负荷运营。华立达药业多西他赛新产品今年上市，也将逐步贡献收益。
- **聚焦中药领域，压缩商业，发展工业：**公司是以中药创新为特色的公司，拥有的优质产品众多，之后可能会收购中药注射剂和药品相关领域。公司聚焦中药同时剥离化学药，是公司的长期发展战略，也是集团对公司定位中药创新领域的一次整合，不排除未来将会进一步集团内部整合的动作。公司未来会逐步压缩商业规模。
- **盈利预测。**预测 2012、2013 年自营净利润 2.4 亿、3 亿元，含投资收益净利润 3.6、4.4 亿元，同比增长 44%、22%，对应 EPS0.48、0.59 元。对应当前 PE22 倍、18 倍。给予公司“增持”评级，目标价 13 元。

医药行业

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

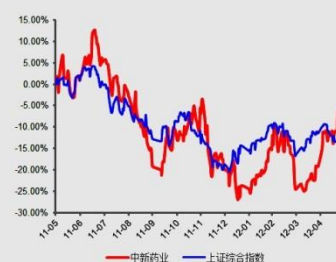
联系人：

卫雯清

电话：010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 年报点评 * 瑞康医药 - 符合政策导向，增长步伐不减 *002589》，2012.4
- 2 《宏源证券 * 公司研究 * 红日药业 - 一类新药 PTS 将通过三期临床 * 300026》，2012.4
- 3 《宏源证券 * 年报点评 * 贵州百灵 - 主营增长稳定，银丹增速不减 *002424》，2012.4

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3473.47	4391.89	5362.50	6488.62	7786.35
增长率	20.57%	26.44%	22.10%	21.00%	20.00%
母公司净利润	293.29	247.65	355.86	435.60	524.64
增长率	13.76%	-15.56%	43.69%	22.41%	20.44%
每股收益	0.397	0.335	0.481	0.589	0.710

目录

投资逻辑	3
一、公司简介	4
二、老牌产品速效救心丸增速加快.....	5
（一）机密品种，毒副作用小，基本药物	5
（二）改规格，拓展医院渠道	6
（三）原材料价格稳定、无产能瓶颈	7
（四）毒胶囊事件带来市场空间	7
三、二线品种发力	8
四、子公司有亮点	8
五、公司未来规划	9

插图

图 1：企业结构图	4
图 2：股本结构（万股）	5
图 3：主营业务构成（亿元）	5
图 4：主营业务收入增长（亿元）	5
图 5：速效救心丸收入（亿元）	5
图 6：川芎价格走势（单位：元）	7
图 7：通脉养心丸销售（单位：万元）	8
图 8：中美史克贡献利润（单位：万元）	8
图 9：投资收益（亿元）	9
图 10：自营业务收入（亿元）	9

表格

表 1：心脑血管产品对比	6
表 2：速效救心丸在各医院中标时间和价格（40mg *150 粒）	6
表 3：一级城市二三级医院口服药份额：	7
表 4：参股公司贡献利润	9

投资逻辑

速效救心丸是公司核心品种，在 2011 年销售收入达到 6 亿元，之前一直在药店进行自然销售，在医院的销售收入只占总销售收入的 15%。公司在 2010 年进行了营销改革，新建了 400 多人的销售队伍开始主攻医院。对医疗机构单设了 150 粒装的产品，随着 2012 年招标的顺利开始，可以看到招标结束的地方速效救心丸的增速都在 100%，前 4 个月速效救心丸总体增速已达 19%。毒胶囊事件的发生，加上 OTC 渠道消费者选择权利较高，对本身主要销售渠道在 OTC 的速效救心丸会产生一定推动作用，我们认为速效救心丸今年增速将达到 20%。

公司 23 个二线大品种 2011 全年收入 15 亿元，同比增长 13%。实现销售收入同比增长 30% 以上的品种达到 6 个，包括通脉养心丸、紫龙金片、胃肠安、治咳川贝枇杷滴丸，这些产品的毛利率都在 50% 以上。公司通过天津以外市场的进一步开拓，2011 年在天津地区以外的销售占比已经从 30% 升至 40%，未来外部市场还有进一步提升的可能。

参股 25% 的中美史克业绩稳定，是上市公司利润的重要来源。2011 年中美史克投入了 2~3 亿进军牙膏市场，导致去年广告总费用高达 7.5 亿。而由于牙膏业绩不理想，公司今年已经不再投入牙膏的广告，今年一季度已经开始比去年同期增加了约 2500 万的投资收益，共达到 6000 万元，预计全年中美史克贡献投资收益将有 1.2 亿元。

公司持股 51% 股权的赛诺制药由于去年新版 GMP 认证的影响导致停产，目前刚恢复生产已经开始满负荷运营。注射用黄芪多糖是国家中药二类新药，用于化疗后提高免疫力，产量仅 15 万支，终端价格 600 元/支，同类产品参芪扶正注射液市场规模约 7 亿元。

华立达药业多西他赛新产品今年上市，将逐步贡献收益。

天津百特今年新生产线要过 GMP 认证后，可能会有停产影响。但随后产能会有大幅增加，公司在治疗性输液有市场优势明显，预计后续也会有较好增长。

医药集团要求中新药业公司以 2010 年的自营收入和净利润为基础，以 2013 年经营业绩为考核结果，要求实现 3 年实现翻一番的目标。2010 年自营净利润约 2 亿，对应 3 年翻一番的目标，2013 年要达到 4 亿元。而公司在 2011 年净利润并没有实现预期增长，因此 12 年和 13 年增速要求会更高，要求净利润的增速达到 40% 以上。

公司未来将聚焦中药领域，压缩商业，发展工业：由于公司是以中药创新为特色的公司，拥有的优质产品众多，仅密级品种有 4 个，之后可能会收购中药注射剂和药品相关领域。公司聚焦中药同时剥离化学药，是公司的长期发展战略，也是集团对公司定位中药创新领域的一次整合，不排除未来将会进一步集团内部整合的动作。由于商业占款大，毛利率和净利润率都非常低，公司未来会逐步压缩商业规模。

预测 2012、2013 年自营净利润 2.4 亿、3 亿元，含投资收益净利润 3.6、4.4 亿元，同比增长 44%、22%，对应 EPS0.48、0.59 元。对应当前 PE21 倍、17 倍。

如果公司如期按照集团公司规划，实现自营利润比 2010 年三年翻一番的目标，则 2013 年自营净利润应为 4 亿元，加投资收益为 5.4 亿，则 2013 年实现 EPS0.72 元，对应 PE 仅为 14 倍。

按照 2012 年 EPS0.48 元，同时给予公司 27 倍 PE，目标价 13 元，给予增持评级。

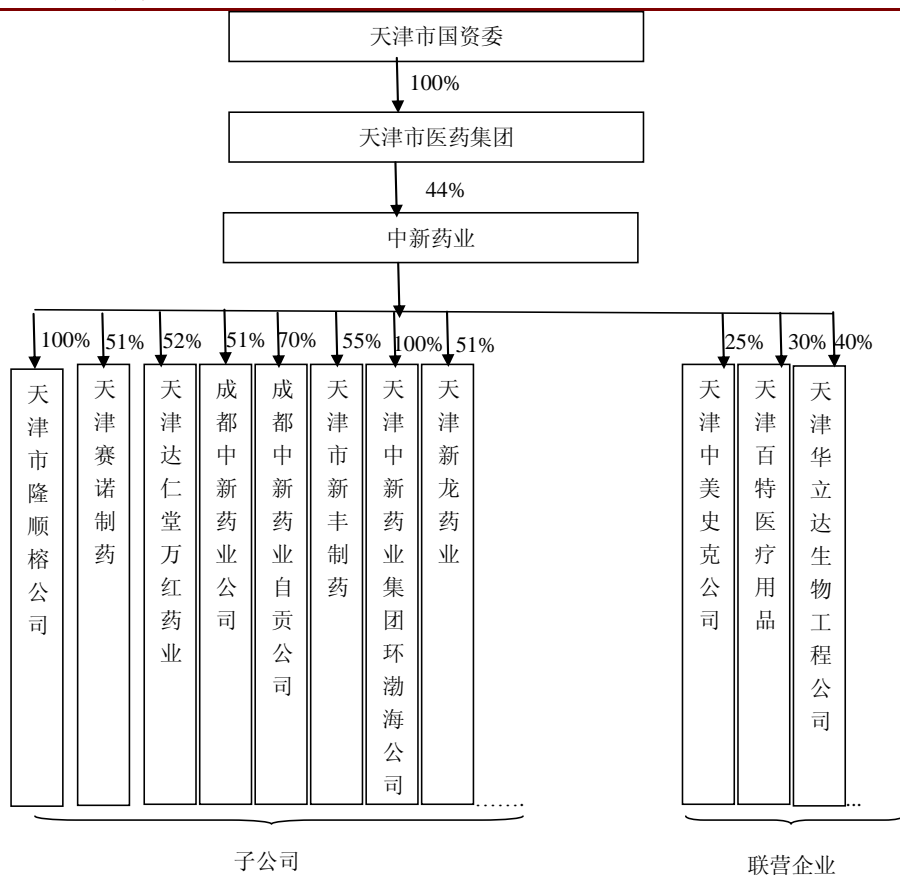
一、公司简介

天津中新药业集团股份有限公司是历史悠久，以中药创新为特色，分别于 1997 年在新加坡，于 2001 年在上海两地上市的大型医药集团。

公司拥有 40 余家分公司及参、控股公司，业务涵盖中成药、中药材、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品研发制造及医药商业等众多领域，形成了完整的产业链、产品链。旗下拥有天津隆顺裕、乐仁堂、达仁堂等数家中华老字号企业与中药六厂等现代中药标志性企业，并与葛兰素史克、以色列泰沃、美国百特、韩国新丰等全球知名药企牵手联营。

公司拥有产品众多，注册品种 718 个，其中国宝级中药四个，速效救心丸为国家机密品种，另有国家秘密品种 3 个。共拥有专利申请 495 件，其中发明专利 313 件，独家处方 67 个，独家剂型 42 种。其中，在全部中成药品种中，公司所属企业生产的产品中有 38 个品种入选 09 年版《国家基本药物目录》，涉及各类剂型产品 61 个。其中速效救心丸、乌鸡白凤片均为独家品种，公司进入基本药物目录的中成药品种数量在全国名列前茅。产品涵盖心脑血管类、解热镇痛、呼吸系统、消化系统、降糖、抗病菌抗病毒、抗肿瘤等领域。

图 1：企业结构图

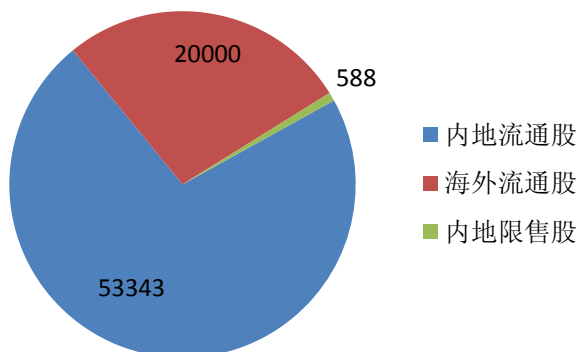


资料来源：wind，宏源证券

2011 年，公司实现营业收入 43.91 亿元，其中核心品种“速效救心丸”实现销售收入 6 亿元，增幅 9.79%。另一产品“通脉养心丸”保持强劲发展动力，成为公司继速效救心丸后公司首个突破亿元大关的中药品种。

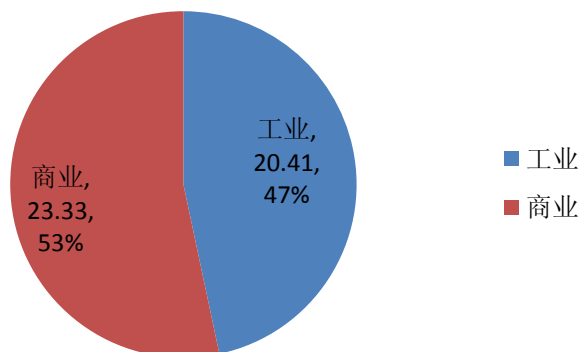
公司在 05 年之前扩张步伐过快，导致 05 年年底应收账款达到近 4 亿元，公司认识到这些资金长期占用的风险，于是在 2006 年开始全面的渠道清理。然而由于有些账款拖欠时间过长没有办法追回，成为坏账，导致 2006-2007 年连续两年亏损。之后天津市医药集团选派了郝非非董事长对公司进行改革，2007 年在郝总带领下启动了全方位的调整，吸取了之前应收账款过多的历史教训，严格控制每年的应收账款，并将亏损企业关闭、剥离或转让。公司业务从天津逐渐走向全国，2009 年公司扭亏为盈，盈利能力逐渐提高。

图 2：股本结构（万股）



资料来源：wind，宏源证券

图 3：2011 年主营业务构成（亿元）



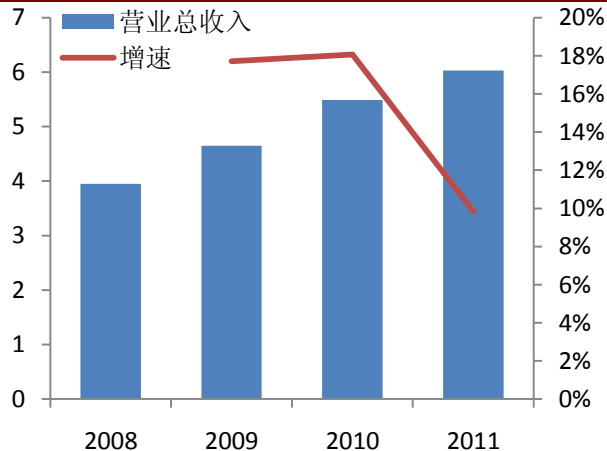
资料来源：wind，宏源证券

图 4：主营业务收入增长（亿元）



资料来源：wind，宏源证券

图 5：速效救心丸收入（亿元）



资料来源：wind，宏源证券

二、老牌产品速效救心丸增速加快

（一）机密品种，毒副作用小，基本药物

速效救心丸是治疗冠心病、心绞痛的良药，由川芎、冰片等名贵中药组方。由中国著名药学专家、国家药典委员会常务委员章臣桂教授历经多年组方筛选、开发、研制。从问世之初就以显著的疗效，及其剂量小、起效快、生物利用度高、服用方便、安全高效等特点，特别是服用后无明显不适感和毒副作用，无耐药性的优势而驰名中外，在近二十年的

临床应用中，在患者享有极高的声誉。

经药理学研究，阐明了速效救心丸能扩张冠状动脉、舒张血管平滑肌、抗心肌缺血、保护心肌细胞、抑制粥样动脉形成、降低血粘度和显著的解痉镇痛的作用机制。毒理学研究表明：该药对动物肝、肾功能无影响，证明该药服用安全可靠，毒副作用小。

表 1：心脑血管产品对比

公司	产品	销售金额	日用价格（元）	营销人数	公司广告投入（亿）	归属目录
以岭药业	通心络胶囊	10 亿	6.3-12.6	2079 人	1.71	基药
天士力	复方丹参滴丸	16 亿	4.21	1926 人	1.14	基药
	养血清脑颗粒	3 亿	10			医保乙类
中新药业	速效救心丸	6 亿	2-3	1523 人	1.60	基药
	通脉养心丸	1 亿	5.6-11.2			医保乙类

资料来源：宏源证券

（二）改规格，拓展医院渠道

速效救心丸是国家基本药物品种和国家医保甲类目录品种，过去公司没有组建专门的销售队伍，一直使用现款现货的方式在药店进行自然销售。此产品面世长达 20 年，在患者中享有较高的知名度，且日服价格只有 2-3 元，在全国县级医院的覆盖率达到 98%。

虽然拥有超高知名度和覆盖率，但由于速效救心丸价格低廉，在医院中的销售收入只占总销售收入的 15%。公司在 2010 年进行了营销改革，新建了 400 多人的销售队伍开始主攻医院。对医疗机构单设了 150 粒装的产品，改变规格的产品需要重新招标，正赶上 2011 年各地医改政策影响，招标出现了一定混乱，一直到四季度才基本完成招标。随着 2012 年招标已经顺利开始，可以看到招标结束的地方速效救心丸的增速都在 100%，前 4 个月速效救心丸总体增速已达 19%，我们认为这种增速在今年可以持续。

表 2：速效救心丸在各医院中标时间和价格（40mg *150 粒）

时间	省份	中标价格
2012-3-8	天津	25.1
2011-12-28	辽宁	25.23
2011-11-15	青海	25.43
2011-11-7	河北	25.31
2011-10-25	湖南	25.11
2011-9-27	吉林	25.28
2011-9-22	新疆	25.48
2011-9-22	云南	24.55
2011-8-23	甘肃	25.47

资料来源：健康网，宏源证券

（三）原材料价格稳定、无产能瓶颈

图 6：川芎价格走势（单位：元）



资料来源：中药材天地网，宏源证券

速效救心丸的主要中药材成分是川芎，公司是国内川芎使用量最大的厂家，但川芎不是大宗中药材，价格在中药材上涨阶段并没有大幅上涨，近一年来还有下跌趋势。公司旗下有一家中药材公司专门负责收购中药材，目前公司川芎的储备非常充足，足够使用 3 年。同时公司在 2010 年对速效救心丸的产能做了提升，随着销量增长不会存在产能问题。

（四）毒胶囊事件带来市场空间

今年 4 月，央视报道了一些企业用皮革废料熬成工业明胶，卖给药用胶囊生产企业，最终流向消费者。调查发现，9 家药厂的 13 个批次药品所用胶囊重金属铬超标。而胶囊事件发生之后，大部分药店反映，胶囊产品的销售量都在下滑，而根据南方所统计，在 2010 年一级城市二三级医院口服心脑血管中成药排名前八的品种中，有 5 中都是胶囊产品，占到 29.3%。由于患者在 OTC 自主选择权较大，而速效救心丸本身在 OTC 渠道就有优势，此次偶发性事件会给速效救心丸带来一定市场空间。

表 3：一级城市二三级医院口服药份额：

排名	心脑血管口服中成药	2010 年份额	销售金额（亿元）
1	通心络 胶囊	8.7%	9.2
2	银杏叶片	8.3%	8.8
3	复方丹参滴丸	7.4%	7.8
4	脑心通 胶囊	7.3%	7.7
5	复方血栓通 胶囊	5.1%	5.4
6	参松养心 胶囊	4.6%	4.9
7	稳心颗粒	4.1%	4.3
8	三七通舒 胶囊	3.6%	3.8
合计		49.1%	106

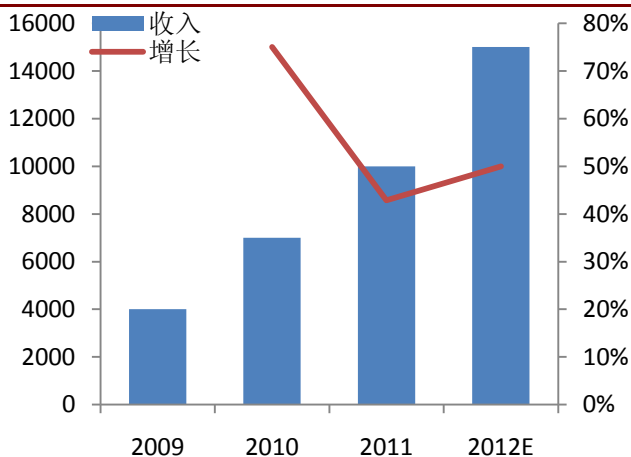
资料来源：南方所，宏源证券

三、二线品种发力

2011 年，公司 23 个二线大品种全年收入 15 亿元，同比增长 13%。实现销售收入同比增长 30% 以上的品种达到 6 个，包括通脉养心丸、紫龙金片、胃肠安、治咳川贝枇杷滴丸，这些产品的毛利率都在 50% 以上。2010 年这些产品在天津地区的销售收入大约 8 亿元，占到所有二线大品种销售收入的 70%，公司通过天津以外市场的进一步开拓，2011 年在天津地区以外的销售占比已经升至 40%，未来外部市场还有进一步提升的可能。

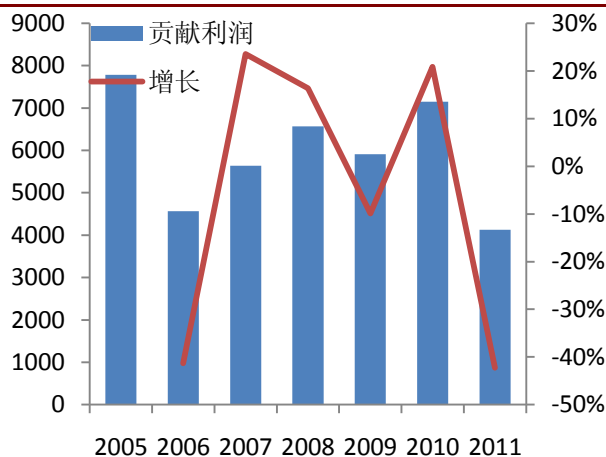
通脉养心丸即 2008、2009、2010 年连续三年保持高速度增长，三年增幅皆近 100% 后，2011 年继续保持强劲发展动力，累计实现销售收入 1 亿元，成为继速效救心丸后公司首个突破亿元大关的中药品种。通脉养心丸是国家医保乙类用药，主要是在医院销售，目前在天津地区的销售情况不错，另外还向山东、河北、云南、河南等地积极扩张，前几个月增速非常快，今年销售目标 1.5 亿元。

图 7：通脉养心丸销售（单位：万元）



资料来源：wind，宏源证券

图 8：中美史克贡献利润（单位：万元）



资料来源：wind，宏源证券

四、子公司有亮点

中美天津史克制药有限公司（简称：中美史克）成立于 1987 年，是全球最大的药厂之一的葛兰素史克(GSK)与国内大型药厂天津中新药业集团股份有限公司和天津太平有限公司共同投资设立的消费保健用品公司。中美史克在国内拥有四大知名 OTC 品牌：新康泰克、芬必得、百多邦、史克肠虫清，2008 年公司开始进军口腔护理领域，还相继推出抗过敏牙膏“舒适达”和假牙清洁片“保丽净”。

参股 25% 的中美史克业绩稳定，是上市公司利润的重要来源。2011 年中美史克投入了 2~3 亿进军牙膏市场，导致去年广告总费用高达 7.5 亿。而由于牙膏业绩不理想，公司今年已经不打算再投入牙膏的广告，今年一季度已经开始比去年同期增加了约 2500 万的投资收益，共达到 6000 万元，预计全年投资收益将有 1.2 亿元。

表 4: 参股公司贡献利润

主要参股子公司	持股比例	2009	2010	2011
中美史克	25%	5913	7148	4126
华立达药业	40%	-543	-433	-791
天津百特	30%	301	231	-4
科炬生物	35%	39	118	70

数据来源: 公司年报, 宏源证券

公司持股 51% 股权的赛诺制药由于去年新版 GMP 认证的影响导致停产, 目前刚恢复生产已经开始满负荷运营。注射用黄芪多糖是国家中药二类新药, 用于化疗后提高免疫力, 产量仅 15 万支, 终端价格 600 元/支, 同类产品参芪扶正注射液市场规模约 7 亿元。

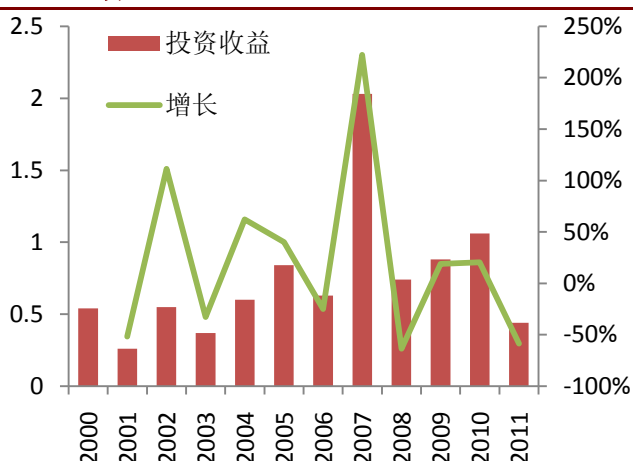
华立达药业多西他赛新产品今年上市, 将逐步贡献收益。

天津百特今年新生产线要过 GMP 认证后, 可能会有停产影响。但随后产能会有大幅增加, 公司在治疗性输液有市场优势明显, 预计后续也会有较好增长。

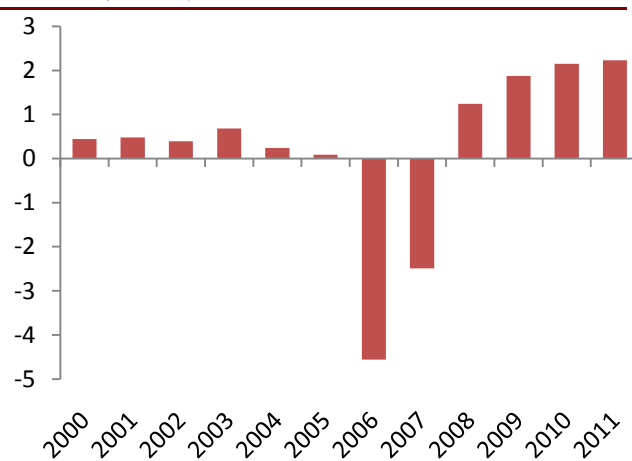
五、公司未来规划

天津市医药集团持有公司 44% 的股权, 因此对公司的未来发展有规划, 业绩更是有明确的考核目标:

医药集团要求中新药业公司以 2010 年的自营收入和净利润为基础, 以 2013 年经营业绩为考核结果, 要求实现 3 年实现翻一番的目标。2010 年自营净利润约 2 亿, 对应 3 年翻一番的目标, 要求 2013 年净利润实现 4 亿元。而公司在 2011 年净利润并没有实现预期增长, 因此 12 年和 13 年的任务将会更重。公司对未来的总体规划是:

图 9: 投资收益 (亿元)


资料来源: wind, 宏源证券

图 10: 自营业务收入 (亿元)


资料来源: wind, 宏源证券

聚焦中药领域, 压缩商业, 发展工业:

由于公司是以中药创新为特色的公司, 拥有的优质产品众多, 仅密级品种有 4 个, 注册品种 718 个。公司在 3 月份发布公告, 拟 2.12 亿元收购集团股东持有的中药企业宏仁堂药业 40% 股权, 同时 2.56 亿转让公司持有的化药企业中央药业, 公司聚焦中药同时剥离化学药, 是公司的长期发展战略, 也是集团对公司定位中药创新领域的一次整合, 不排

除未来将会进一步集团内部整合的动作。

由于商业占款大，毛利率和净利润率都非常低，公司未来会逐步压缩商业规模。公司已经有在谈的项目，近期可能会收购中药注射剂和药品相关领域，比如消毒剂等、牙膏添加剂或者保健品领域。

六、盈利预测

预测 2012、2013 年自营净利润 2.4 亿、3 亿元，含投资收益净利润 3.6、4.4 亿元，同比增长 44%、22%，对应 EPS0.48、0.59 元。对应当前 PE22 倍、18 倍。

如果公司如期按照集团公司规划，实现自营利润比 2010 年三年翻一番的目标，则 2013 年自营净利润应为 4 亿元，加投资收益为 5.4 亿，则 2013 年实现 EPS0.72 元，对应 PE 仅为 14 倍。

按照 2012 年 EPS0.48 元，同时给予公司 27 倍 PE，目标价 13 元，给予增持评级。

风险提示：

中美史克利润贡献不及预期，公司不能完成集团公司三年自营利润翻一番的要求。

盈利预测

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3473.47	4391.89	5362.50	6488.62	7786.35
减: 营业成本	2136.56	2825.67	3352.84	4056.93	4868.32
营业税金及附加	25.05	35.64	43.52	52.65	63.19
营业费用	749.22	900.66	1138.95	1378.13	1653.76
管理费用	320.04	334.90	481.84	583.03	699.63
财务费用	41.22	51.66	29.68	21.22	12.03
资产减值损失	1.76	15.91	5.00	5.00	5.00
加: 投资收益	106.12	44.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	305.73	271.53	310.67	391.65	484.42
加: 其他非经营损益	47.05	10.10	140.00	160.00	180.00
利润总额	352.77	281.63	450.67	551.65	664.42
减: 所得税	31.93	15.05	67.60	82.75	99.66
净利润	320.84	266.59	383.07	468.91	564.76
减: 少数股东损益	27.55	18.94	27.21	33.31	40.12
归属母公司股东净利润	293.29	247.65	355.86	435.60	524.64
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	265.92	343.46	903.37	1147.31	1892.10
应收和预付款项	796.46	1018.01	1168.35	1310.77	1493.05
存货	597.98	729.61	760.54	862.24	1010.19
长期股权投资	551.28	507.18	507.18	507.18	507.18
投资性房地产	33.61	29.63	25.95	22.27	18.59
固定资产和在建工程	1141.28	1105.21	934.46	751.72	566.97
无形资产和开发支出	209.27	203.68	180.44	155.80	131.21
其他非流动资产	80.45	65.51	58.25	51.00	51.00
资产总计	3676.25	4002.28	4538.54	4808.27	5670.29
短期借款	648.00	692.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	724.63	897.12	1290.16	1238.85	1683.97
长期借款	144.00	1.16	601.16	601.16	601.16
其他负债	72.71	206.94	206.94	206.94	206.94
负债合计	1589.34	1797.22	2098.27	2046.96	2492.08
股本	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31
资本公积	611.44	594.54	594.54	594.54	594.54
留存收益	448.98	548.77	756.77	1044.50	1421.28
归属母公司股东权益	1799.73	1882.62	2090.61	2378.35	2755.12
少数股东权益	287.19	322.44	349.66	382.97	423.09
股东权益合计	2086.92	2205.06	2440.27	2761.31	3178.21
负债和股东权益合计	3676.25	4002.28	4538.54	4808.27	5670.29
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	142.66	180.42	737.46	291.36	764.59
投资性现金净流量	11.79	33.73	84.00	112.00	128.50
筹资性现金净流量	-120.90	-197.72	-261.55	-159.42	-148.30
现金流量净额	33.55	16.35	559.91	243.94	744.79

机构销售团队

华北 区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com
华东 区域	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com			
华南 区域	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com	
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。