

内涵与外延发展同时刺激高增长

增持 维持

目标价格：13.5

投资要点：

- 通过资本市场并购扩展上下游产业链
- 通过募投增发项目弥补公司产业链的弱势
- 公司未来几年的业绩将保持持续高增长

报告摘要：

- 通过并购扩展上下游产业链。**公司的核心竞争优势是具有完整的PCB板生产的上下游产业链，为继续扩大优势，公司不断通过资产收购合并等途径注入行业内的优质公司。11年注入的广州三祥公司有效改善公司产品结构，扩大销售及帮助公司消化募投产能。其下全资子公司三祥电路（香港）和新并入的梅州泰华盈利情况都非常好，有利于公司扩大销售，开拓新市场。另外，公司拟并购九江福德和惠州合正两家盈利能力不错的公司，将大大提高公司产能和业绩。
- 通过募投项目弥补公司产业链的弱势。**由于上游原材料价格的波动对公司盈利会产生很大的影响，公司通过募投及增发项目投入建设上游覆铜板及高档电子铜箔的生产，有效的控制成本。240万平米玻纤布CCL项目已经达产，促进公司收入大幅增长；8000吨高档铜箔将于今年中期达产，有效弥补公司电子铜箔这块的薄弱。
- 公司业绩持续高增长，盈利情况持续改善。**09年以来，公司收入保持47%的复合增长，但利润增速较小。2012年由于公司并入优质公司及募投达产等因素刺激，利润达到30-80%的增长，从目前公司的并购计划和增发投产等因素来估计，未来几年将继续保持高速增长。
- 盈利预测与估值。**根据我们的预测模型，预计2012-2014年公司营业收入5.76亿、11亿、16.37亿元，净利润5000万、1亿和1.49亿，对应的EPS 0.15元、0.3元、0.45元，按照2013年1月11号的收盘价9.76元计算，对应的PE65X、32X、22X，给予13年45倍的PE，对应的目标价格为13.5元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	208.77	417.15	576.97	1100.82	1637.70
增长率(%)	8.43	99.81	38.31	90.79	48.77
归母净利润(百万)	20.99	33.07	50.34	100.48	148.95
增长率(%)	-35.15	57.58	52.22	99.58	48.25
每股收益	0.15	0.20	0.15	0.3	0.45
市盈率	65	49	65	32	22

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

 Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

 Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

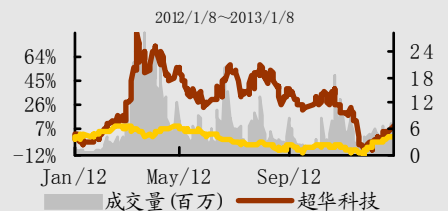
电话：010-88013570

 Email: shiyusen@hysec.com
岳苗

电话：010-88083564

 Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	9.76
总市值(百万)	3394.17
12个月最高价	26.48
12个月最低价	7.61

数据来源：Wind

相关研究

 超华科技：募投项目投产带动业绩反转
 2011/09/16

 超华科技：业绩好转，增发项目市场广
 2011/09/16

 超华科技：高增长化解高估值
 2012/02/15

目录

一、利用自身优势，延伸发展“纵向一体化”产业链.....	4
（一）通过资本市场并购扩展上下游产业链.....	4
（二）通过募投及增发项目来完善公司产业链.....	5
二、公司保持高复合增长率,业绩持续改善.....	6
（一）不断注入的新鲜血液令公司保持高速增长.....	6
（二）上下游产业链不断完善，有效发挥成本优势.....	7
三、盈利预测与估值.....	8

插图

图 1: 2009 年以来公司收入保持高速增长.....	7
图 2: 公司的毛利一直保持较高水平.....	7
图 3: 2012 年前三季度公司毛利和净利情况.....	8
图 4: 2012 年前三季度利润增长情况.....	8

表格

表 1: 子公司及盈利情况一览表.....	5
-----------------------	---

一、利用自身优势，延伸发展“纵向一体化”产业链

公司目前已经形成从电解铜箔、专用木浆纸、覆铜板（CCL）到电子 PCB 板的较为完整的产业链，由此，它在 PCB 生产领域具有显著的成本优势，能够控制上游原材料价格上涨的风险，降低成本，改善公司的整体盈利。

公司未来的发展仍将不断完善上下游的产业链，在 PCB 全产业链领域做精做细。为此，公司通过多个途径，一是通过资本市场并购注入产业中盈利能力不错的公司；二是通过募投项目等途径来增加上游产能，改进自有技术，依靠自身的发展来完善产业链。内涵和外延式发展同步进行。

（一）通过资本市场并购扩展上下游产业链

从 2011 年公司收购广州三祥电路板公司至今，多次通过资本市场并购增持或者设立新的子公司，并购扩张不断为公司注入新鲜的血液，有助公司产业链延伸和盈利提高。

下面我们梳理一下公司扩展并购的脉络：

1、2011 年 5 月 26 日，公司收购控股子公司广州三祥多层电路有限公司 55% 股权。12 年 5 月 26 日增资并购 20% 的股权，一共持有 75% 股权。

广州三祥承诺 11、12、13 年净利润至少达到 1600 万、1900 万、2900 万，12 年上半年广州三祥盈利 1392 万元，是公司盈利的重要来源。

2、2011 年 7 月 26 日，公司以 644 万对价收购控股子公司梅县超华电子绝缘材料有限公司 25% 股权，实现 100% 控股。生产高档覆铜板。

3、以自有资金人民币 500 万元在广东省梅州市大埔县投资设立全资子公司“梅州富华矿业有限公司”，从事投资采矿业，矿产品销售。

4、广州三祥多层电路有限公司设立香港全资子公司“三祥电路有限公司”。

5、2012 年 3 月 8 日，广州三祥与梅州泰华公司自然人股东陈奇华、蓝镜华、聂雪峰签署《股权转让协议》，并于 2012 年 3 月 9 日完成了相关变更登记注册手续。广州三祥拥有梅州泰华公司 100% 股权。

6、2012 年 11 月 18 日与惠州合正电子科技有限公司及其股东亿大实业有限公司签署了拟收购惠州合正电子科技有限公司的《收购意向协议》。预计 2013 年 6 月 30 日完成相关的变更手续。

7、2012 年 6 月 15 日与九江德福电子材料有限公司及其股东马德福先生签署了拟收购九江德福电子材料有限公司的意向协议。将收购其 80% 的股权。

从目前公司的结构来看，主要盈利来自于广州三祥及旗下的全资子公司梅州泰华和三祥电路板公司（香港），12 年上半年这三家公司是公司利润的主要来源。可以看出，公司这几次收购的资产质地非常不错，有效扭转公司的盈利状况。

从公司的收购资产的经营范围看，主要是在电路板生产领域的收购，广州三祥及旗下两个子公司主营都是研发生产电路板，值得一提的是公司设立的香港三祥电路有限公司有效的帮助公司开拓大陆以外市场，2012 年上半年，公司香港市场销售收入增长 980%。

正在进行收购的惠州合正公司将于 2013 年 3 月正式签订并购协议，于 6 月底完成变更工作。这家公司负责生产和销售覆铝箔板及压合，多层压合线路板，铜箔基板，铜箔，半固化片，钻孔及其配件。可以看出惠州合正公司在 PCB 板领域具有从铜箔到覆铜板到多层压合线路板的产业链，可以自产生产 PCB 板的多种原材料。收购惠州合正之后能够帮助公司有效延伸公司产业链，提高产品档次，有利于整合公司资源，优化产品结构，降低生产成本。同时，由于惠州合正的客户为国内外大型电子产品生产企业，能够帮助公司利用已有的客户资源，扩大国内外市场的销售份额，增加盈利水平。

拟进行收购的另一家公司九江德福公司主要从事高档电子铜箔的制造、销售及相关的进出口业务。产品包括标准箔（STD 箔）和高温高延（THE 箔），估计电子铜箔产能有 1 万吨/年。公司的增发项目年产 8000 吨的电子铜箔项目将在 2013 年达产，加上九江德福公司的产能，大大提高公司在高档电子铜箔领域的生产能力，扩大规模效应。

整体来看，公司有效发挥自己在 PCB 板生产领域具有的垂直一体化产业链的优势，不断利用资本市场并购盈利能力较强的公司，完善产业链，扩大产能和市场销售份额，不断开拓香港和海外市场。发展规划清晰，盈利能力持续改善。

表 1: 子公司及盈利情况一览表

公司名称	控股比例	主要经营范围	2012 上半年净利润 (万)
广州三祥	75%	新型电子元器件，销售 公司产品	1392
超华绝缘材料	100%	高档覆铜板	-89.75
超华电路板	95%	柔性、单层、双层、多 面电路板	-53.15
超华科技（香港）	100%	货物、技术进出口	-9.29
富华矿业	100%	投资采矿业	-18.04
三祥电路有限公司（广 州三祥全资子公司）	75%	电子电器产品进出口	1215
梅州泰华（广州三祥全 资子公司）	75%	研发生产销售：双面多 层、柔性线路板	348.23

资料来源：2012 年半年报，宏源证券

从上表中不难看出，广州三祥公司及其子公司三祥电路有限公司和梅州泰华是公司 2012 年上半年盈利的主要来源，这几家公司都是公司新注入不久或者刚成立的新鲜血液，从而看出，公司依靠并购产业中盈利能力较强的公司这条途径来优化自己的产业链已经取得的很好的成果，为公司贡献了大部分的利润。

（二）通过募投及增发项目来完善公司产业链

除依靠资本市场的并购外，公司也不断利用募集资金和自有资金投资募投项目和增发项目，通过这些项目改善公司的产品结构，优化产业链，提高生产效率，最大限度发挥自己的成本优势。

1、公司募投项目“扩建年产能力 240 万平方米环保布基覆铜箔板工程”已经在 2012 年上半年进行试产。

项目新增 CCL 产能主要用于生产两种产品：产能中 160 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。

复合基 CCL 能够实现无卤化环保生产,符合日益严格的环保要求,产品应用于彩电路板、微机电源板、显示器主板、空调、冰箱等领域,具有良好的市场前景。目前公司 CCL 产能包括 300 万平方米纸基 CCL 和年产 240 万平方米环保布基 CCL。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,募投项目今年为公司贡献了不少收入,随着电子市场行情的好转,预计明年募投项目贡献会大幅上升。

2、年产 8000 吨电子铜箔项目预计 2013 年中达产。公司预计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。

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,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。公司本身在电子铜箔这块的生产能力有限,远不能满足自身的需求,在被国外公司垄断的电子铜箔市场里议价能力有限,对公司的经营比较不利。

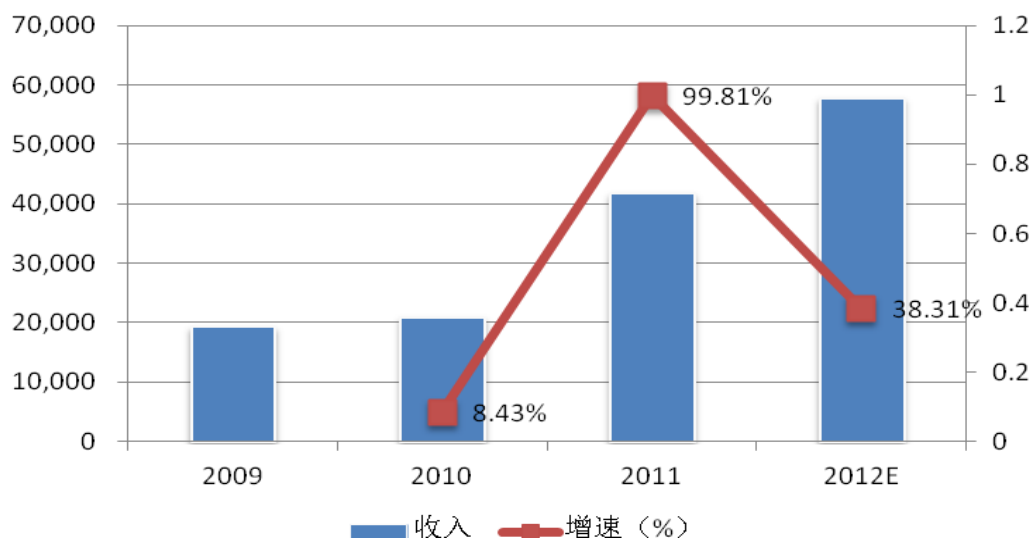
而 8000 吨高档电子铜箔的投产将弥补公司产业链在电子铜箔生产这块的劣势,更好的完善产业链,优化产品结构。

二、公司保持高复合增长率,业绩持续改善

(一) 不断注入的新鲜血液令公司保持高速增长

从 2009 年至 2011 年公司收入保持 47%的复合增长率,2011 年注入广州三祥,令公司业务有了飞速的发展,收入增长 99.8%,利润增长 57.58%。2012 年收益于成立香港三祥电路有限公司及并入梅州泰华、募投项目投产等因素,公司业绩步入一个新的高速增长阶段,2012 年前三季度,公司收入同比增长 112%,利润同比增长 90.87%。公司预计 2012 年全年利润在 4300-5900 万之间,增速高达 30%-80%,为最近几年利润增速最高阶段。2013 年随着 8000 吨高档电子铜箔增发项目的达产及其他几个并购项目的实施,有更多的新的利好因素刺激公司业绩继续增长,我们预计公司未来几年的业绩将保持持续高速增长。

图 1: 2009 年以来公司收入保持高速增长



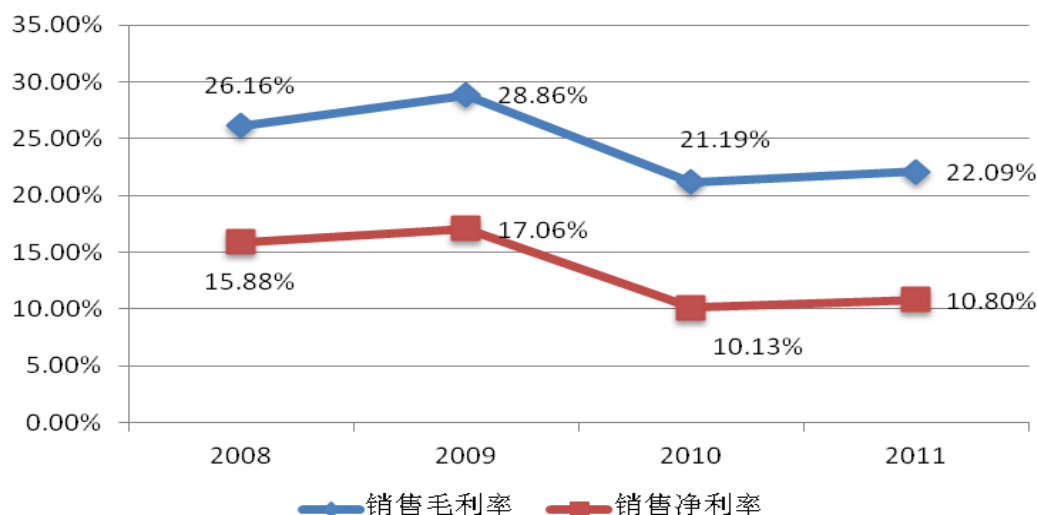
资料来源: 宏源证券, wind

(二) 上下游产业链不断完善, 有效发挥成本优势

公司最大的核心优势就在于其掌握了从上游原材料生产到下游 PCB 板生产的全产业链技术, 能够有效的控制生产成本, 受原材料价格波动比较小。由于在 PCB 板生产中, 原材料的价格占比较大, 公司的这项优势能够帮助其在行业竞争中保持领先地位。

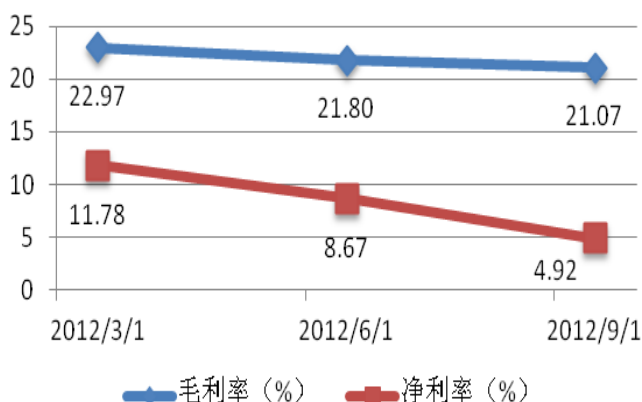
由于通过资本市场并购和募投项目等多种途径不断的 PCB 生产的产业链, 公司能够有效的控制生产能本, 毛利一直保持在较高的水平。根据公司 2012 年前三季度的表现, 毛利维持在比较稳定的水平, 但是净利率有较大幅度的下降, 主要是三大费用大幅上涨, 是公司在扩大市场销售份额过程的正常开支扩大及合并范围增加所致。

图 2: 公司的毛利一直保持较高水平



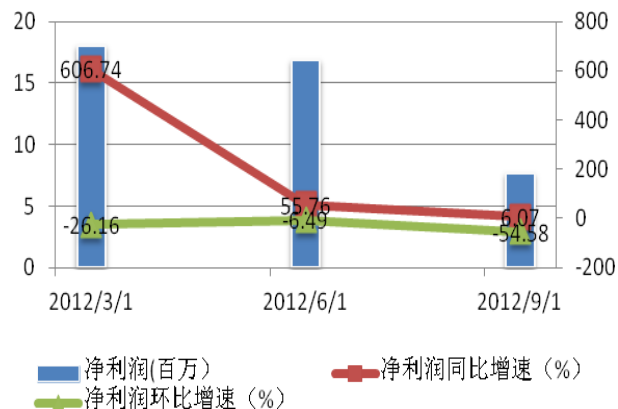
资料来源: 宏源证券, wind

图 3: 2012 年前三季度公司毛利和净利情况



资料来源: 宏源证券, wind

图 4: 2012 年前三季度利润增长情况



资料来源: 宏源证券, wind

三、盈利预测与估值

目前公司已经和惠州合正、九江德福两家公司签订了并购意向协议, 预计这两家公司的注入将为公司贡献不少利润, 加上 8000 吨高档电子铜箔的投产, 我们公司未来几年的复合增速将达到 132%。

根据我们的预测模型, 预计 2012-2014 年公司营业收入 5.76 亿、11 亿、16.37 亿元, 净利润 5000 万、1 亿和 1.49 亿, 对应的 EPS 0.15 元、0.3 元、0.45 元, 按照 2013 年 1 月 11 号的收盘价 9.76 元计算, 对应的 PE65X、32X、22X, 给予 13 年 45 倍的 PE, 对应的目标价格为 13.5 元, 维持“增持”评级。

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	192.54	208.77	417.15	576.97	1100.82	1637.70
减: 营业成本	136.97	164.54	324.99	449.51	860.01	1277.12
营业税金及附加	1.10	0.24	0.45	2.88	5.50	9.83
营业费用	4.37	5.08	10.14	14.03	26.77	39.83
管理费用	7.08	8.53	17.02	24.23	45.13	72.06
财务费用	5.48	2.93	13.91	22.87	40.16	54.94
资产减值损失	1.40	5.66	0.09	2.38	2.38	2.38
加: 投资收益	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	-1.00	0.00	0.00
营业利润	36.15	21.79	50.57	60.06	120.86	181.54
加: 其他非经营损益	2.38	2.19	0.70	1.00	1.00	1.00
利润总额	38.53	23.98	51.27	61.06	121.86	182.54
减: 所得税	5.67	2.84	6.22	9.16	18.28	27.38
净利润	32.85	21.14	45.06	51.90	103.59	155.16
减: 少数股东损益	0.49	0.15	11.98	1.56	3.11	6.21
归属母公司股东净利润	32.37	20.99	33.07	50.34	100.48	148.95
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	154.36	88.91	98.24	18.77	39.01	59.38
应收和预付款项	191.38	148.09	253.06	464.45	905.81	1131.47
存货	58.22	90.28	176.04	193.09	513.15	535.63
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	147.63	363.06	409.08	409.47	343.87	278.27
无形资产和开发支出	25.00	24.94	45.47	42.74	40.01	37.28
其他非流动资产	0.00	0.00	3.75	4.21	2.67	2.67
资产总计	576.59	715.28	985.65	1132.73	1844.52	2044.69
短期借款	70.00	105.00	243.27	366.45	688.15	755.29
应付和预收款项	30.66	73.28	153.53	112.53	384.02	346.89
长期借款	0.00	39.87	39.87	52.87	67.87	82.87
其他负债	1.48	1.55	14.01	14.01	14.01	14.01
负债合计	102.15	219.70	450.67	545.86	1154.05	1199.07
股本	85.93	137.49	164.99	164.99	164.99	164.99
资本公积	252.68	201.12	175.54	175.54	175.54	175.54
留存收益	127.71	148.70	168.00	218.35	318.82	467.78
归属母公司股东权益	466.32	487.31	508.52	558.87	659.34	808.30
少数股东权益	8.12	8.27	26.45	28.01	31.12	37.32
股东权益合计	474.44	495.58	534.97	586.88	690.46	845.62
负债和股东权益合计	576.59	715.28	985.65	1132.73	1844.52	2044.69
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	19.11	-24.17	-1.69	-130.55	-274.91	-6.63
投资性现金净流量	-108.29	-122.12	-74.86	-63.15	-3.15	-3.15
筹资性现金净流量	220.04	70.81	77.55	114.23	298.30	30.14
现金流量净额	130.86	-75.57	0.76	-79.47	20.24	20.37

财务分析和估值指标汇总

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收益率						
毛利率	28.86%	21.19%	22.09%	22.09%	21.88%	22.02%
三费/销售收入	8.79%	7.93%	9.85%	10.60%	10.18%	10.19%
EBIT/销售收入	22.71%	12.86%	15.48%	14.39%	14.56%	14.32%
EBITDA/销售收入	32.87%	23.12%	22.59%	25.39%	21.05%	18.59%
销售净利率	17.06%	10.13%	10.80%	9.00%	9.41%	9.47%
资产获利率						
ROE	6.94%	4.31%	6.50%	9.01%	15.24%	18.43%
ROA	7.58%	3.75%	6.55%	7.33%	8.69%	11.47%
ROIC	14.11%	5.54%	10.07%	9.63%	13.63%	13.99%
增长率						
销售收入增长率	-1.54%	8.43%	99.81%	38.31%	90.79%	48.77%
EBIT 增长率	6.62%	-38.61%	140.59%	28.54%	93.07%	46.34%
EBITDA 增长率	7.13%	-23.71%	95.19%	55.48%	58.19%	31.38%
净利润增长率	5.79%	-35.66%	113.15%	15.19%	99.58%	49.79%
总资产增长率	76.56%	24.05%	37.80%	14.92%	62.84%	10.85%
股东权益增长率	144.43%	4.50%	4.35%	9.90%	17.98%	22.59%
经营营运资本增长率	104.88%	-24.31%	61.22%	100.56%	91.60%	28.06%
资本结构						
资产负债率	17.72%	30.72%	45.72%	48.19%	62.57%	58.64%
投资资本/总资产	67.99%	77.40%	73.46%	87.68%	76.90%	80.25%
带息债务/总负债	68.53%	65.94%	62.82%	76.82%	65.51%	69.90%
流动比率	4.01	1.84	1.30	1.38	1.35	1.55
速动比率	3.43	1.33	0.86	0.99	0.87	1.07
股利支付率	0.00%	0.00%	41.57%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	58.43%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.33	0.29	0.42	0.51	0.60	0.80
固定资产周转率	1.46	1.53	1.12	1.65	3.20	5.89
应收账款周转率	2.21	1.92	2.13	2.10	1.77	2.30
存货周转率	2.35	1.82	1.85	2.33	1.68	2.38
业绩和估值指标						
EBIT	43.72	26.84	64.58	83.01	160.27	234.54
EBITDA	63.28	48.28	94.23	146.51	231.76	304.49
NOPLAT	35.25	21.71	55.77	69.71	135.38	198.51
净利润	32.37	20.99	33.07	50.34	100.48	148.95
EPS	0.098	0.064	0.100	0.153	0.305	0.452
BPS	1.414	1.477	1.542	1.694	1.999	2.450
PE	104.87	161.71	102.62	67.42	33.78	22.79
PEG	6.61	2.36	1.58	N/A	N/A	N/A
PB	7.28	6.97	6.67	6.07	5.15	4.20
PS	17.63	16.26	8.14	5.88	3.08	2.07
PCF	177.58	-140.40	-2013.61	-26.00	-12.35	-512.29
EV/EBIT	18.52	55.18	29.63	25.68	15.33	10.79
EV/EBITDA	12.80	30.68	20.30	14.55	10.60	8.31
EV/NOPLAT	22.98	68.23	34.31	30.58	18.15	12.75
EV/IC	2.07	2.68	2.64	2.15	1.73	1.54
ROIC-WACC	14.11%	5.54%	10.07%	6.85%	10.13%	10.64%
股息率	0.000	0.000	0.004	0.000	0.000	0.000

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组组长、首席分析师,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名,得分 5051.95 分。中国人民大学硕士研究生,本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历,曾在多家券商任职,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、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司:中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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,任何机构和個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。