

森源电气 (002358):

——三箭齐发的配电企业

龙头

摘要

公司概况: 森源电气是国家重点高新技术企业, 公司产品包括高低压配电成套设备、电能质量治理装置、系列高压电器元器件和电力电子产品等, 2013 年开始进军分布式发电领域。

投资要点: 2014 年 4 月, 公司获得兰考县 200MWp 地面光伏电站项目订单, 之后将拟建光伏发电项目扩至 600MWp。公司同洛阳签订 200MWp 光伏项目框架协议。光伏订单合计 800MWp。光伏电站建设中, 公司自产的设备占比超过 15%, 成本优势明显。另外, 在 LED 领域, 公司采取 EMC 模式同长葛及多个城市合作, 收取节约电费的 80%, 具有良好的发展前景。

公司为国内最大的 APF 企业, 国家产业升级、轨道交通建设、新能源汽车及地铁行业为 APF 产品带来持续增长。

开关成套设备为公司的主打产品, 也是主要收入来源。目前公司在该市场中处于龙头地位。公司与中信国安投资有限公司签署战略合作协议, 提供开关成套设备。中信国安地产项目储备巨大, 为公司开关柜业务高增长提供保证。

估值预测与投资建议: 根据我们预测, 2014 年-2016 年公司的净利润分别为 44076 万元, 62017 万元和 88872 万元; EPS 分别为 1.11 元, 1.56 元和 2.23 元。给予公司 25 倍, 25 倍, 25 倍的市盈率水平, 相对应的股价为 27.7 元、38.98 元和 55.85 元。给予森源电气“买入”的评级。

风险提示: 公司的主要风险有: 智能电网、充电桩、政府 LED 照明建设速度低于预期的风险, 人事和技术的风险。

深度报告

编辑: 韩彦斌

电话: 0311-66006381

执业证书: S0400511080001

报告日期: 2014-06-30 星期一

002358 [森源电气] 评级: 买入

主要数据

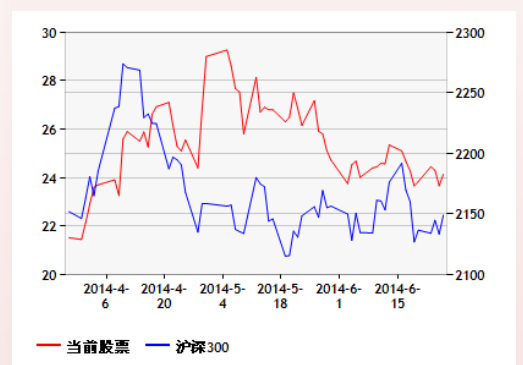
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.07/0.03	0.27/0.06	0.55/0.13
总股本	397797744.000		
流通 A 股	397797744.000		
近 3 月日均成交量	1227938.533		

主要股东

河南森源集团有限公司	24.924103
楚金甫	21.146457
河南隆源投资有限公司	11.554817

股价表现



公司动态



目录

1、公司目前经营状况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司产品介绍	3
1.3 公司业务收入结构	3
2、新能源业务高增长可期	3
2.1 森源新能源公司概况	3
2.2 我国光伏市场发展迅速，公司光伏电站订单充足	4
2.3 LED 业务前景广阔	4
3、APF 业务持续增长	4
3.1 公司 APF 产品优势明显	4
3.2 APF 产品成长空间巨大	5
4、开关柜业务稳健上升	6
4.1 开关柜产品为公司主打产品	6
4.2 同中信国安合作，确保成套设备增长	6
5、财务分析	7
5.1 毛利率稳健上升	7
5.2 净资产收益率持续走高	7
5.3 费用率稳中有降	8
6、盈利预测	9
7、指标分析	10
8、估值	11
9、投资评价和建议	11
10、风险分析	11

一、公司目前经营状况

1.1 公司基本情况

河南森源电气股份有限公司（股票名称：森源电气；股票代码：002358）创建于1992年，是中国电器工业协会高压开关分会常务理事单位，中国电器工业协会电力电子分会副理事长单位，国家重点高新技术企业。1998年以来先后通过ISO9001（质量）、ISO14001（环境）、OHSAS18001（安全）国际标准认证，曾先后承担国家重大电力装备自主化专项、国家新型电力电子器件产业化专项、国家火炬计划项目、河南省高新技术产业化重点项目、河南省重大科技攻关项目、杰出人才创新基金项目等重点项目。

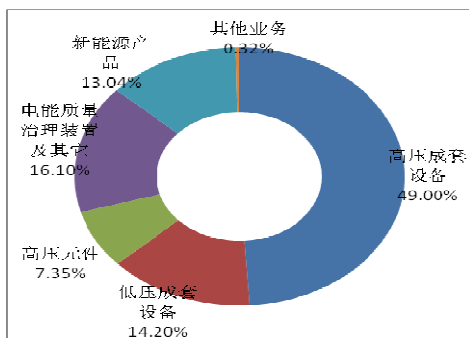
1.2 公司产品介绍

公司主要从事高低压配电成套设备、电能质量治理装置、系列高压电器元器件、电力电子产品的开发、生产和销售，公司主营产品包括40.5kv和12kv高压成套开关设备、40.5kv和12kv高压真空断路器、12kv高压隔离开关、0.4kv低压成套设备等。产品广泛应用于电力、煤炭、冶金、石化、建材、市政等。公司拥有高低压成套开关设备、高压元件、高压配件等9大系列、400多个品种产品。2013年12月10日，森源电气收购集团新能源资产，进入分布式发电领域。

1.3 公司营业收入结构

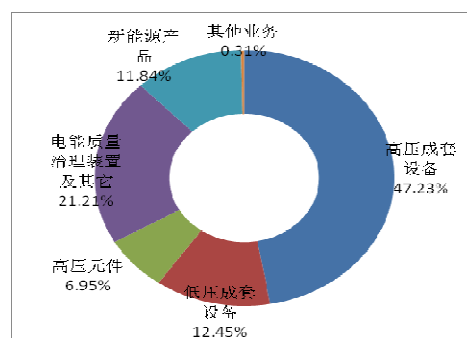
根据公司2013年年报，公司高压成套设备、低压成套设备、高压元件、电能质量治理装置和新能源产品等几大主营业务的收入分别达到了64639.29万、18732.51万、9693.55万、21238.84万和17202.06万。

图 1: 公司营业收入结构图



资料来源：公司年报（截止2013年）

图 2: 公司营业利润结构图



资料来源：公司年报（截止2013年）

二、新能源业务高增长可期

2.1 森源新能源公司概况

森源新能源公司成立于2011年12月，是原来控股股东森源集团旗下，主要产品包括风光互补发电系统、光伏发电系统及LED照明产品等。2013年12月10日，公司出资2.19亿元现金收购森源新能源91.6%的股权。公司发展迅速，2013年实现营业收入1.7亿元，净利润3200万元。

新能源公司主营业务分为两块：一是路灯业务（包括风光互补新能源路灯和LED路灯合同能源管理）；二是光伏发电系统。目前公司的主要利润贡献来源仍然是路灯项目，分布式光伏发电项目2014年可以为公司贡献业绩。

2.2 我国光伏市场发展迅速，公司光伏电站订单充足

2014 年全国全年新增备案总规模 1400 万千瓦，其中分布式 800 万千瓦，光伏电站 600 万千瓦，建设规模继续保持快速增长。

2014 年 4 月，公司获得河南兰考县 200MWp 地面光伏电站项目订单。该项目经河南省发改委核准已经立项。位于 II 级光照地区，太阳能资源丰富，并且距离 220kV 主变电站不到 20 公里，具备组网优势。项目总投资约 20 亿元，计划于年底建成并网发电。4 月底，公司与兰考县人民政府进一步签订投资框架协议，拟建光伏发电项目扩至 600MWp。此外，公司同洛阳政府签订 200MWp 光伏项目框架协议。截止目前，公司已经有合计 800MWp 的订单。

光伏电站的项目建设中，公司自己生产的设备占比超过 15%，其中包括箱变、汇流箱、逆变器、电能质量治理。此外，该项目路条直接从政府获得，不存在购买支出，成本优势明显，净利润率可达 15% 以上。

公司目前共有框架协议 800MWp，其中 200MWp 于 2014 年底完成建设，剩余 600MWp 有望在 2016 年前完成。根据协议，公司将投资约 60 亿元，以 15% 的净利润率计算，则将电站出售之后，获利约 9 亿元。

2.3 LED 业务前景广阔

过去 LED 路灯的发展障碍主要在于质量的不过关。近几年 LED 的技术不断成熟，产品成本不断下降，以及地方政府的节能意识越来越强，LED 节能路灯市场增速很快，得到了地方政府大力的支持。

森源集团 2011 年开始建立团队，已具有良好的封装生产能力和渠道拓展能力。集团主要扩展两方面的市，分别是新建道路的风光互补路灯销售和改造道路的 LED 路灯更换。

产品的销售方面，目前市场上更多的是合同能源管理 EMC 模式。公司 2013 年开始采取 EMC 模式同政府合作：公司将负责免费安装风光全套设备（或仅安装 LED 灯头）并保证照明性能，政府则每年将所节省电费的 80% 作为收入支付给公司。目前，河南长葛已经率先同公司签订此类协议。假设每个 LED 灯泡的成本为 2000 元，其每年节约的电费在 1000 元左右，不考虑财务成本和后期维护费用，ROE 在 40% 左右。以十年的全寿命周期计算，可达 75% 的毛利率。

据统计，河南地区约有 70-100 万盏路灯。存量改造的 LED 合同能源管理方面，全省每年净节约电费的市场规模可达 7-10 亿元。假设每年以 10% 的速度建设新路安装路灯，每台路灯的建设成本为 1 万计算，则每年对应新道路的风光互补路灯市场容量为 14-20 亿元，按 20% 的净利润率来计算，森源新能源对应的仅河南地区的路灯市场净利润规模就达到了 10-15 亿元。

目前公司正在争取“村村亮”等工程订单，若项目达成，平均单个地级市可贡献收入 8-10 亿元，净利润约在 2 亿元左右。随着地方政府对工程的大力推进，未来公司 LED 业务具有良好的发展前景。

三、APF 业务持续增长

3.1 公司 APF 产品优势明显

有源电力滤波器（APF: Active power filter）是一种用于动态抑制谐波、补偿无功的新型电力电子装置，它能够对不同大小和频率的谐波进行快速跟踪补偿。APF 可以通过采样负载电流并进行各次谐波和无功的分离，控制并主动输出电流的大小、频率和相位，并且快速响应，抵销负载中相应电流，实现了动态跟踪补偿，而且可以既补谐波又补无功和不平衡。

3.1.1 公司 APF 技术领先

公司 2004 年开始与上海交大、上海利思电气有限公司联合研制 APF 技术并制作样机通过试验，属于同行中较早涉足有源滤波市场的企业。上市后，公司募集资金 9600 万投向 SAPF 有源滤波成套设备产业化项目，2012 年 2 月该项目已经达到预定使用状态。公司还在河南建立了试验基地，并且周边的电解铝厂、钢铁厂保证了 APF 研发的原材料供应。公司在大容量的研发上领先同行，从 2011 年开始成为国内最大的 APF 企业。2010-2013 年期间，公司 APF 产品销售额持续增长，毛利率超过 40%。

表 1: APF 销售收入情况

阶段	2010	2011	2012	2013	2014 E	2015 E
收入 (万元)	5623.67	13236.14	15302.40	21238.84	28672.43	37274.16
同比增长 (%)		135.36	15.61	38.79	35	30
利润 (万元)	2829.75	5639.80	6444.13	10655.54	14336.22	18637.08
毛利率 (%)	50.31	42.60	42.11	50.17	50	50

资料来源：公司公告

3.1.2 公司开关柜与 APF 客户渠道共享

APF 与开关柜的销售客户完全是一样的，协同效应显著。公司在销售人员、投入不需要大幅增加的前提下，销售额仍可以显著增加，体现了公司极强的销售能力。同时，公司这种协同销售渠道的方式并不容易复制。因此这成为公司区别于同行、快速赶超同行的最大理由。

3.2 APF 产品成长空间巨大

3.2.1 国家产业升级为 APF 产品带来持续增长

电力网络中使用的大量非线性负荷，如：逆变器、整流器、变频器、开关电源、电子整流器等，产生了大量的谐波。其中，冶金行业的谐波含量约为 30%~35%，化工、制药、建材行业谐波含量约为 30% 左右，民用及办公负荷的谐波含量不低于 10%。由此估计全部电力负荷中谐波含量应不低于 15%，这些谐波绝大部分没有得到有效的治理。同时，随着我国电力负荷每年以近 15% 的速度增加，估计每年将新增近 1350 万 kVA 的谐波源。这使有源滤波产品存在着巨大的市场需求空间。

3.2.2 轨道交通建设为 APF 产品带来持续增长

此外，我国的轨道交通建设步入快速增长时期，2012 年总里程数达到 2058 公里，同比增长 21%。2013 年底，已有 19 个城市开通地铁，另有 17 个城市已获批或开始建造。轨道交通用电量、重视可靠性，对电能质量要求非常高，每条线路通常使用约 60 套 APF 设备。因此，作为电能质量治理的主力，APF 在轨道交通领域具有广阔的应用前景。

3.2.3 新能源汽车及地铁行业为 APF 产品带来持续增长

公司早在 2010 年就曾向郑州南都路充电站提供 APF 产品，为纯电动公交车服务。森源电气南都路充电站提供 APF 设备 8 台，每台补偿容量 100kVA，峰值电流 300A，单台售价约为 20-30 万元。

目前，我国充电站开始进行大规模建设。大功率整流充电装置是为电动汽车提供动能的主要设备，在使用过程中会发生高次谐波。在进行电动汽车充电站基础建设时，有源滤波和混合滤波器是必备的装置之一。按照一个充电站配备 8 套 APF 来计算，根据国家电网电动汽车推广计划，APF 需求量 11-15 年和 16-20

年分别达到 3.2 万套、8 万套。

表 2: 国家电网电动车推动计划

阶段	时间	计划
第一阶段	2009--2010	在 27 个网省公司建设 75 座充电站和 6209 个充电桩，初步建成电动汽车充电设施网络架构
第二阶段	2011--2015	电动汽车充电站规模达到 4000 座，初步形成电动汽车充电网络，开展电动汽车充电站技术研究和工程试点建设
第三阶段	2016--2020	电动汽车充电站达到 10000 座，同步全面开展充电桩配套建设，建成完整的电动汽车充电网络，建设电动汽车充放电设施，初步建成电动汽车充放电网络

资料来源：互联网

目前已有 22 个城市修建地铁的申请得到了国家批准，计划至 2015 年前后规划建设 79 条轨道交通线路，总长度约 2259.84 公里。目前谐波治理设备已经成为地铁的标准配置设备，尤其是有源滤波产品已经成为主力。全国按照新建 79 条线路、每条线路配备 60 套 APF 来计算，未来五年地铁系统 APF 的需求量将近 5000 套，按照 30 万/套来计算，则市场容量达到 15 亿。

四、开关柜业务稳健上升

4.1 开关柜产品为公司主打产品

过去十年间，我国用电量年复合增长率为 11.7%，用电量的上升对整个电力系统提出了更高的要求。国家的电力系统建设重心开始逐渐向配电转移。根据“十二五”规划，国家将加快推进智能电网的建设，增强电网优化配路电力的能力和供电的可靠性，智能电网即将进入全面建设阶段。开关成套设备作为配电系统中必不可少的关键设备之一，主要用于对整个电力系统的控制和保护。国家电网对开关成套设备的采购力度逐年加大，近三年年复合增长率达到 48%，开关成套设备市场未来有望持续增长。

开关成套设备为森源电气的主要收入来源，占公司整体收入的 70% 以上。目前公司在该市场中处于龙头地位，近三年开关成套设备的产品销量平均增速在 30% 以上，毛利率稳定维持在 30% 左右。公司第一大客户为国家电网。

4.2 同中信国安合作，确保成套设备增长

2014 年 3 月，公司与中信国安集团下属房地产开发平台中信国安投资有限公司签署战略合作协议，双方约定在同等条件下优先采购森源电气所提供设备。同时，公司计划出资 16 亿元认购中信国安集团 15% 左右股权。目前，中信国安有投资及储备项目的总规模约 1428 万平方米。

根据建筑行业数据，电气设备建造成本约 130 元/平方米，中信国安地产项目储备将带来约 18 亿元的电气设备需求。森源电气通过入股中信国安集团，保证了战略合作协议的可执行性。假设森源电气取得中信国安电气设备采购的 50%。按照建设周期 3 年计算，当前地产项目储备今年将贡献设备销售额约 3 亿元。

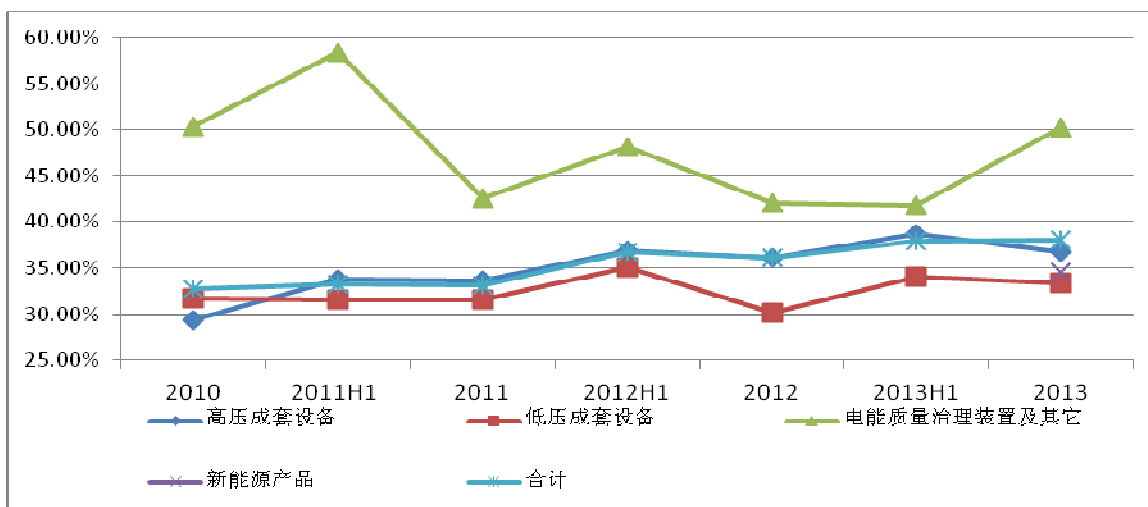
五、财务分析

5.1 毛利率稳健上升

根据公司的财务数据，从 2010 年开始，公司的高压成套设备毛利率持续上涨，在 2013 年虽然有所下跌，毛利率仍达到 36.70%。受国网低价招标的影响，低压成套设备的毛利率在 2012 年一度下跌到 30%，但是在 2013 年开始反弹，始终保持在 33%左右的水平。电能质量管理装置的毛利在 2011 年开始下跌，在之后的一年半里持续盘整，在 2013 年拉升到 50%，显示了国家产业升级、轨道、充电桩等建设对谐波处理的需求。

总体来看，公司的综合毛利率从 2010 年开始一直处于上升的趋势。

图 3: 毛利率走势

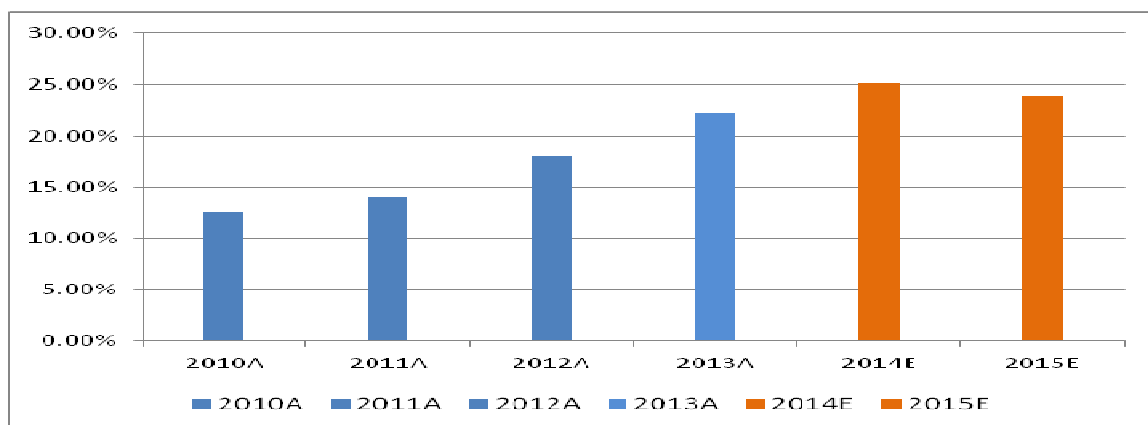


资料来源：聚源数据（数据截止到 2013）

5.2 净资产收益率持续走高

根据公司的财务报告，2011-2013 年，公司的 ROE 分别达到了 12.65%、14.01% 和 17.99%，远高于电力二次设备生产厂家的平均 ROE，而且呈现逐步上涨的趋势。

图 4: 净资产收益率变化

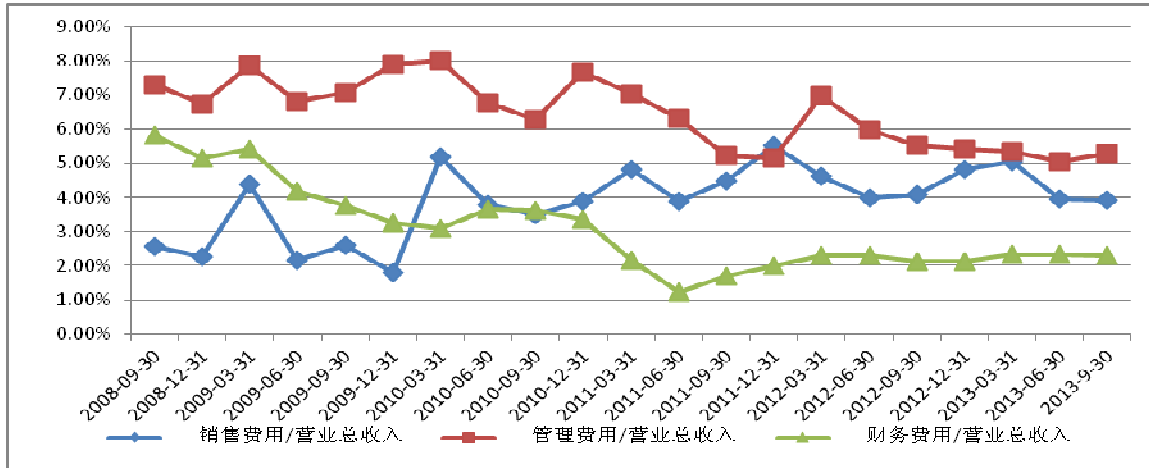


资料来源：聚源数据 个人预测（数据截止到 2013）

5.3 费用率稳中有降

从公司的历史财务数据来看，随着公司业务增加，虽然销售收入不断增加，但是由于多种产品的销售渠道可以共享，所以销售费用占比基本上持平。而管理费用占收入比却随着收入的增加逐步走低。财务费用方面，公司上市后，超募资金较多，所以占收入比持续降低。随着募投项目逐步建设，所募集的资金逐步转化为固定资产，财务费用占比开始上升。总体来看，公司对费用率控制的比较平稳。

图 5: 销售费用、管理费用、财务费用率



资料来源: 聚源数据 (数据截止到 2014Q1)

公司 SWOT 分析

分值: 3.25

优势

分值: 3.5

- 1、地方龙头企业，研发团队稳定，人员素质较高。
- 2、客户资源稳定，营销网络成熟。
- 3、具备解决方案能力。
- 4、产品技术成熟，研发投入大。
- 5、地方政府支持力度大。

劣势

分值: 3

- 1、产品技术含量高，研发费用占比较高。
- 2、运营费用较高。
- 3、地处长葛，引进人才难度大。
- 4、对手强大，竞争压力大。

机会

分值: 3.5

- 1、充变电站投资机会多。
- 2、各省逐步推广节能减排，产品前景广阔。
- 3、大股东资产注入的预期。

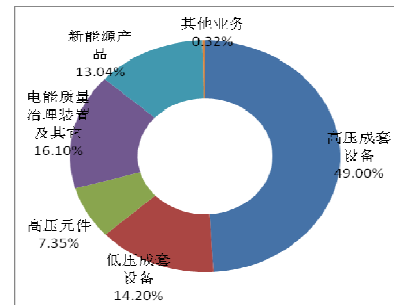
威胁

分值: 3

- 1、人工成本和原材料成本呈上升趋势。
- 2、智能电网领域竞争加剧。
- 3、多元化发展，分散研发团队的实力。

相关数据

公司产品结构图



指标对比

六、盈利预测

表 3: 利润预测表

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
利润表 (百万元)					
主营业务收入	710.16	990.49	1,319.29	2,110.86	3,060.74
营业收入	710.16	990.49	1,319.29	2,110.86	3,060.74
营业成本	474.83	632.74	817.00	1,329.84	1,958.88
营业税金及附加	3.23	3.77	8.16	10.55	15.30
其他业务利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	25.06	30.77	32.91	59.10	85.70
财务费用	14.10	21.05	27.96	8.99	14.58
投资收益	167.90	275.58	398.94	612.15	857.01
利润总额	156.46	252.75	365.07	570.67	801.01
净利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益 (元)	152.82	227.65	317.26	535.53	753.52
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,217.11	1,138.00	1,213.15	2,598.18	3,491.96
货币资金	601.13	211.59	664.52	986.29	1,289.70
短期借款	334.12	338.12	495.00	738.80	1,071.26
应收款项	276.55	515.79	818.80	1,055.43	1,530.37
其他应款项	15.16	21.25	29.68	45.38	65.81
存货	121.53	297.32	441.97	300.00	300.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	174.03	558.80	555.91	815.45	1,071.57
无形资产	27.78	36.68	38.41	40.33	42.35
有息负债合计	498.66	593.46	642.76	1,206.59	1,754.18
少数股东权益	12.17	14.11	25.17	36.94	53.49
股东权益	988.16	1,147.87	1,189.19	2,317.63	2,881.96
净营运资本	718.57	576.53	602.69	1,391.59	1,737.78
投入资本 IC	660.92	695.32	1,219.84	1,280.83	1,344.87
现金流量表 (百万元)					
净利润	130.60	194.11	266.77	452.53	636.72
折旧摊销	11.44	22.83	33.87	41.48	55.99
净营运资金增加	-30.77	-77.03	152.88	86.92	88.66
经营活动产生现金流	53.24	-625.77	349.35	602.06	-190.04
投资活动产生现金流	-53.58	124.28	-115.06	-219.24	44.79
融资活动产生现金流	-565.45	-33.61	652.53	-582.19	126.90
营运资金增加 (减少)	2.15	-636.69	497.29	253.55	303.42
年底现金	869.98	872.13	235.44	732.74	986.29

资料来源: 聚源数据 个人预测

七、指标分析
表 4: 财务指标分析表

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
成长性指标					
营业收入增长率	45.25%	39.47%	33.20%	60.00%	45.00%
EBITDA 增长率	66.92%	64.14%	44.76%	53.44%	40.00%
EBIT 增长率	55.55%	61.55%	44.44%	56.32%	40.36%
净利润增长率	84.72%	47.19%	35.21%	69.64%	40.70%
盈利性指标					
毛利率	31.18%	33.53%	34.95%	34.58%	33.70%
EBITDA/营业收入	23.64%	27.82%	30.24%	29.00%	28.00%
EBIT/营业收入	93.19%	91.72%	91.51%	93.22%	93.47%
净利润率	18.38%	19.40%	19.69%	20.88%	20.26%
投资回报率					
净资产收益率 (ROE)	14.04%	17.99%	22.23%	25.14%	23.85%
总资产回报率 (ROA)	10.79%	15.16%	19.07%	20.19%	19.25%
投入资本回报率 (ROIC)	13.39%	-11.63%	-8.76%	5.74%	4.02%
不含现金的投入资本回报率 (ROIC)	2.40%	2.07%	2.40%	0.58%	0.62%
新投资的回报率	24.69%	47.93%	44.59%	12.95%	21.57%
偿债能力指标					
流动比率	244.13%	202.68%	198.73%	215.33%	199.07%
速动比率	203.46%	186.29%	167.20%	197.84%	181.62%
现金比率	120.58%	37.69%	108.86%	81.74%	73.52%
EBITDA/财务费用	1190.90%	1309.08%	1426.81%	6806.69%	5878.26%
CFO/付息债务合计		-137.49%	-27.63%	61.19%	24.64%
运营能力指标					
应收款项周转率	309.16%	250.02%	197.71%	225.25%	236.73%
应付款项周转率	443.32%	388.14%	395.40%	437.51%	425.45%
固定资产周转率	571.66%	270.32%	236.70%	307.85%	324.40%
总资产周转率	52.63%	61.37%	73.84%	78.82%	75.01%
杠杆比率					
债务权益比率	35.24%	31.29%	43.98%	32.27%	37.68%
资产负债率	33.54%	34.08%	35.09%	34.24%	37.84%
杜邦分析					
净利润率	18.38%	19.40%	19.69%	20.88%	20.26%
总资产周转率	52.63%	61.37%	73.84%	78.82%	75.01%
总资产回报率 (ROA)	9.68%	11.91%	14.54%	16.46%	15.20%
平均总资产/平均股东权益	145.13%	151.13%	152.90%	152.74%	156.94%
净资产收益率 (ROE)	14.04%	17.99%	22.23%	25.14%	23.85%

资料来源: 聚源数据 个人预测

八、估值

我们预计，在不考虑新产品的推出和并购的情况下，2014年-2016年公司的净利润分别为44076万元，62017万元和88872万元；每股加权平均EPS分别为1.11元，1.56元和2.23元。

考虑到公司的行业地位及市场占有率，LED、光伏电站业务、APF和TWLB业务在今后几年的发展前景，以及公司的技术优势，我们给予公司2014年-2016年25倍，25倍，25倍的市盈率水平，相对应的股价为27.7元、38.98元和55.85元。

九、投资评价和建议

开关柜业务是公司的现金牛业务，为公司的持续发展提供保证。智能电网和配网业务、光伏电站业务、LED业务、轨道交通和充电桩业务，则为公司开辟新的空间。2014年，公司的新能源业务、APF和TWLB逐渐深入和加速，为公司的业绩提供了保证。公司在保持业绩稳步上升的同时，业务将在三大领域全面开花。

通过以上估值，我们认为公司的业务长期看好，给予森源电气“买入”评级。

十、风险分析

- 1、智能电网、充电桩、政府LED照明建设速度低于预期的风险。
- 2、人事风险。
- 3、技术的风险。

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话：0311-66006330 传真：0311-66006364 邮编：050000