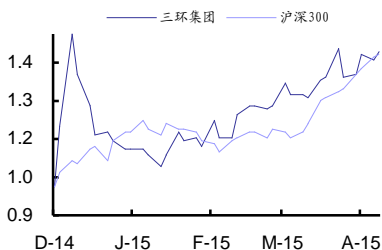


**证券研究报告—动态报告**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**三环集团 (300408)**
**买入**

合理估值: 元 昨收盘: 62.03 元 (维持评级)

2015年04月13日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	429/46
总市值/流通(百万元)	26,598/2,853
上证综指/深圳成指	4,034/14,013
12个月最高/最低(元)	68.16/35.27

**相关研究报告:**

《三环集团-300408-重大事件快评: 插芯业务超预期, 新品陶瓷后盖有望小批量供货》——2015-03-09  
 《三环集团-300408-陶瓷插芯稳增长, 燃料电池空间大》——2015-02-13

**证券分析师: 刘翔**

电话: 021-60875160  
 E-MAIL: liuxiang3@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512070002

**证券分析师: 刘洵**

电话: 021-60933151  
 E-MAIL: liuxun@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514090001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**公司分析**

# 上游技术领先, 下游新品连连

## ● 推荐公司核心逻辑: 上游具备超强研发实力, 下游可持续不断推出新品

公司为我国电子陶瓷领域龙头企业, 专注技术陶瓷 40 年, 打通了由上游粉体制备、混料造粒、成型烧结到下游机械加工等全部环节, 具备产研一体化能力。上游深厚的技术积累使得公司在下游具备持续创新, 不断针对市场需求推出新产品的能力。其中, 氧化锆陶瓷后盖以及全瓷义齿即是公司近期有望投向市场的二大新品。

## ● 新品之一: 氧化锆陶瓷后盖

继金立于去年年初推出天鉴 W808, 首次采用陶瓷后盖以来, 酷派 iwi S6、华为 P7 典藏版以及即将上市的 P8 和 Apple Watch 均采用氧化锆陶瓷作为后盖, 从而推高了市场对于陶瓷后盖的热情。作为今年重点关注的新品之一, 公司目前已与多家手机厂商接触, 包括美国的 A 公司。今年有望小批量供货, 未来市场一旦启动, 公司有能力强快速上量。

## ● 新品之二: 陶瓷义齿

目前, 我国氧化锆陶瓷义齿的市场规模约为 3 个亿, 增速预计在 40% 左右, 到 2018 年, 市场规模将增至 12 个亿。当前市场上主要玩家包括深圳爱尔创、翔通医疗等。与竞争对手相比, 三环在上游陶瓷材料一致性的研发及辅料(染色液)、CAM 加工设备自制等方面均具备一定优势。我们预计公司于 6 月份取得 CFDA 认证之后, 该项业务将从今年 7、8 月份开始贡献收入, 成为公司未来业绩的又一增长点。

## ● 维持“买入”评级

公司为我国陶瓷材料领域绝对龙头, 上游研发实力突出, 下游通过不断推出新产品进行技术变现, 以提升业绩与估值。我们认为, 公司产线布局完整, 未来有望在各个应用领域全面追赶日系企业, 预计公司 14/15/16 年每股盈利分别为 1.58/1.89/2.18 元, 对应当前股价的动态市盈率分别是 39/32/28X, 维持公司“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,103	2,024	2,288	2,628	2,985
(+/-%)	24.0%	-3.8%	13.0%	14.9%	13.6%
净利润(百万元)	552	566	679	810	937
(+/-%)	33.4%	2.6%	19.9%	19.3%	15.7%
摊薄每股收益(元)	1.29	1.32	1.58	1.89	2.18
EBIT Margin	31.9%	34.1%	35.5%	36.1%	36.4%
净资产收益率(ROE)	38.7%	32.1%	18.9%	19.3%	19.1%
市盈率(PE)	48.2	47.0	32.7	27.4	23.7
EV/EBITDA	35.6	34.8	25.6	22.0	19.4
市净率(PB)	18.6	15.1	6.2	5.3	4.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 上游具备一流的研发实力

### 陶瓷材料分类

陶瓷按照用途可分为普通陶瓷和特种陶瓷两大类。普通陶瓷多见于日用和建筑用途，而特种陶瓷由于具备高强度、高硬度、耐腐蚀等优良特性，且在热、光、声、电、磁、生物等方面具有卓越的功能，被广泛应用于电子、通信、汽车、航天等领域。特种陶瓷也称先进陶瓷，是以高纯度人工化合物（氧化物、氮化物等）为原料，采用现代材料制备工艺烧结加工而成。特种陶瓷是现代制造业特别是高新技术应用中不可缺少的关键材料，被誉为继金属材料 and 有机高分子材料后材料科学与工程技术的“第三次革命”。

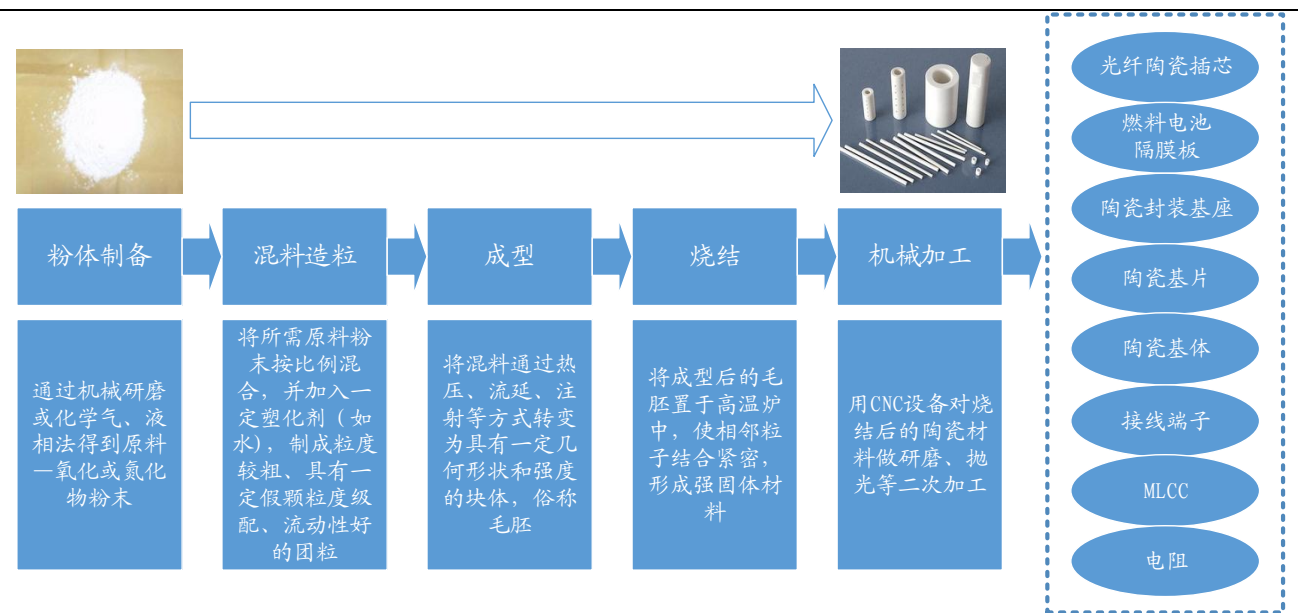
表 1: 陶瓷分类一览

类别	原料成分	物理性能	制备工艺	产品用途
普通陶瓷	粘土、长石、石英等	绝缘、易碎	以炉窑为主，烧结温度一般为 900℃-1400℃，烧成后一般不需加工	日用如餐具、茶具；建筑用如排水管、外墙砖等
特种陶瓷	人工化合物，如氧化物、氮化物、硅化物、硼化物等	高强度、高硬度、耐高温、耐磨损	广泛采用如真空、保护气氛、热压等先进烧结手段，烧成后还需二次加工	电子、通信、汽车、航天等

资料来源：国信证券经济研究所整理

特种陶瓷之所以在性能上远优于传统陶瓷，是因为其制备工艺与普通的陶瓷大不相同。特种陶瓷产品的制备流程包括粉体制备、混料造粒、成型、烧结、机械加工等 5 个步骤。上游粉体制备、成型、烧结等环节具有很高的技术壁垒，直接决定了下游产品的性能及良率。

图 1: 特种陶瓷制备流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

### 公司打通由粉体到机械加工全部环节，技术及人才储备充足

公司专注于各种结构陶瓷的研发和生产，具有 40 多年先进陶瓷领域的产研经验。

技术方面，公司掌握了微粉制备、电子陶瓷系列配方材料制备、微小型及高精密产品的挤压、注射、流延、叠印成型、密堆积烧结和气氛保护高温共烧、陶瓷金属化、多种形式精密研磨技术和专用设备、精密模具设计制作等核心技术。核心技术的积累使得三环能够打通从原材料到成品的全部生产环节，不仅保证了现有产品较高的毛利率水平，同时也使得新品研发更加游刃有余。

图 2：公司前三大主要产品核心技术一览

产品名称	核心制造技术	核心技术应用效果	来源	专利类型	专利号	非专利技术名称	鉴定证书号			
光纤陶瓷插芯	1.材料配方 1.1 高固含量且具有良好流变学性能的纳米氧化锆粉体注射料有机添加剂配方技术。	1.公司是国内优先掌握插芯毛坏注射成型配方和工艺的企业。 2.成瓷毛坏加工余量控制在合理范围内，有效地提高生产效率，降低产品制造成本。 3.产品取得美国泰科、瑞士 Huber、法国 RADIALL 等知名品牌厂家的认可和大批量使用，“三环”已经成为业内的知名品牌。	引进消化吸收再创新：创新了材料配方、模具设计及生产设备等，大幅度降低生产成本。	发明	201210197608.9	光纤连接器陶瓷插芯	粤科鉴字(2002)第 192 号			
				发明	201210157895.0					
	发明			201010183333.4						
	实用新型			201220228511.5						
	实用新型			201220256220.7						
	实用新型			201220713558.0						
	实用新型			201220713280.7						
	实用新型			201020203840.5						
	实用新型			201020203849.6						
	实用新型			201220357413.1						
	实用新型			201120428383.4						
	实用新型			201420130278.6						
	燃料电池隔膜板			1.高比表面积粉体配方设计及粉体分散技术。 2.独特的流延有机配方体系。 3.一次烧结技术。	1.自主配方，有效解决了高比表面积粉体在分散团聚、流延厚度均匀性及外观质量。 2.根据产品特性设计烧结曲线，解决了一次烧平技术。			原始创新：自主设计流延配方及创新关键工艺，产品性能达到国际领先水平。	发明	200510121311.4
实用新型		200620053781.1								
实用新型		201320190644.2								
1. 产品设计技术 1.1 保证内外电导通，实现高绝缘及低寄生电容。		2.1 黑瓷材料配方技术； 2.2 浆料配方技术。	发明	201210170780.5		片式元件(SMD)用陶瓷封装基座	粤科鉴字(2013)92 号			
			发明	201210207234.4						
3.制造工艺技术 3.1 适用于规模化生产的工艺技术；		实用新型	201020552631.1							
		实用新型	200820234897.4							
		实用新型	200720171689.X							
		实用新型	201220294748.3							
		实用新型	201220331769.8							

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所

人才方面，集团公司直属的三环研究院拥有以博士、硕士、高级工程师为主的专兼职研发人员 486 名。除研究院外，公司及其子公司各工厂、各部门技术课的研发人员 53 名。截至 2014 年 6 月 30 日，研发人员占公司员工总数的比例为 7.57%。此外，公司还专门聘请了国内 5 位工程院院士和 4 位学术带头人担任科学技术专家委员会成员。这些委员都是我国相关学科的重量级人物，通过各位专家在相关领域的学术影响，将为公司重点项目技术攻关保驾护航。

我们再次重申推荐公司的核心逻辑即是：上游打通各生产环节之后，充足的技术与人才储备使得公司在下游具备持续创新，不断针对市场需求推出新产品的能力。

## 下游可持续推出创新产品

### 新品之一：氧化锆陶瓷后盖

目前，主流的机身材料包括塑料和金属。塑料外观件（聚碳酸酯）综合性能较好，且加工工艺成熟、成本较低，常见于中低端手机以及少量高端机。但与金属材质相比，塑料容易给人一种“廉价”感，因此，在高端机型中，金属后盖渐成主流。由于金属外观件加工成本较高，着色难且易产生信号屏蔽等问题，手机品牌厂商从未停止对于新材料的尝试。继金立于去年年初推出天鉴 W808，首次采用陶瓷作为手机后盖以来，酷派、华为纷纷跟进，包括苹果在其即将上市的 Apple Watch 中也使

用陶瓷作为后盖。我们认为，在苹果的示范效应下，氧化锆陶瓷有望继塑料、金属之后，成为第三大后盖材料。

表 2: 采用陶瓷后盖主要机型一览

产品型号	生产商	上市时间	售价	供应商
Ascend P7 蓝宝石典藏版	华为	2014 年 9 月	4688	东莞信柏
Ascend P7 陶瓷板	华为	2015 年 3 月	2588	东莞信柏
ivvi S6	酷派	2014 年 12 月	2799	--
Ascend P8	华为	将于 2015 年 4 月 15 日发布	--	东莞信柏
天鉴 W808	金立	2014 年 1 月	5999	东莞信柏
Apple Watch	苹果	2015 年 4 月 24 日首发上市	2000-12000	蓝思科技

资料来源：国信证券经济研究所整理

与金属及塑料相比，陶瓷具备耐磨、亲肤、气密性好以及电磁屏蔽小等优点，从而更适合用在可穿戴设备之上。一般可穿戴设备都要求良好的气密性并能够防水，因此，需要采取无线充电的方式。而类似 Apple Watch 这样的接触式充电，用陶瓷材料做后盖，显然优于金属材质。因此，随着可穿戴时代的到来，陶瓷后盖有望成为趋势。

表 3: 各类机身材质对比

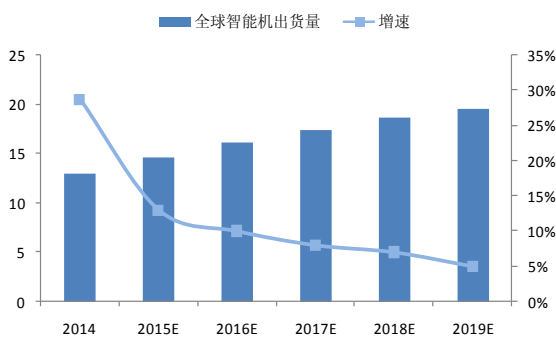
材质	优点	缺点	价格	代表机型
塑料	易加工，易着色，对信号影响小	档次不高	低廉	三星 Galaxy 系列
金属	高硬度，抗刮伤，有质感	难加工，难着色，对信号有影响	贵	Iphone5、6
碳纤维	高强度，可塑性好	表面处理难，成本昂贵	昂贵	诺基亚 VERTU Ascend Ti
陶瓷	耐磨、绝缘、对信号影响小、光泽有质感	市场认知度低	较贵	华为 P7 典藏版

资料来源：国信证券经济研究所整理

据 IDC 预测，到 2019 年全球智能手机出货量将达到 19.6 亿部，腕式可穿戴设备（Wristwear）的出货量将达 1.01 亿部。我们更看好陶瓷后盖在可穿戴设备上的应用，假设到 2019 年陶瓷外观件在智能机及腕式可穿戴设备中的渗透率分别为 20% 及 60%，则其需求量将达到 3.92 亿套（智能机）及 6060 万套（Wristwear）。据我们产业链调研了解到的情况，预计到 2019 年，手机用陶瓷后盖平均成本约为 100 元；腕式可穿戴设备为 70 元左右。我们粗略估算，届时陶瓷外观件的潜在市场空间将达到 430 亿元左右。

图 3: 全球智能机出货量预测

单位：亿部



资料来源：IDC、国信证券经济研究所

图 4: Worldwide Wearable Device Shipments Forecast

Product Category	2014 Shipment Volumes	2014 Market Share	2015 Shipment Volumes*	2015 Market Share*	2019 Shipment Volumes*	2019 Market Share*
Wristwear	17.7	90.4%	40.7	89.2%	101.4	80.4%
Modular	1.6	8.3%	2.6	5.7%	6.7	5.3%
Clothing	0.0	0.1%	0.2	0.4%	5.6	4.5%
Eyewear	0.1	0.3%	1.0	2.2%	4.5	3.5%
Earwear	0.0	0.0%	0.1	0.1%	0.6	0.5%
Other	0.2	0.9%	1.1	2.4%	7.3	5.8%
TOTAL	19.6	100.0%	45.7	100.0%	126.1	100.0%

Source: IDC Worldwide Quarterly Wearable Device Tracker, March 30, 2015

资料来源：IDC、国信证券经济研究所

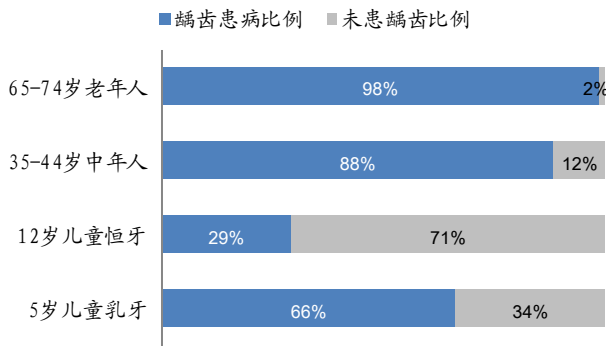
作为今年重点培育的新品之一，公司目前已与国内多家手机厂商接触，年内有望小

批量供货。同时，三环还在积极争取美国 A 公司，A 公司本月即将上市的一款新产品即是采用氧化锆陶瓷作为后盖，公司未来也有望成为其三大主力供应商之一。

### 新品之二：陶瓷义齿

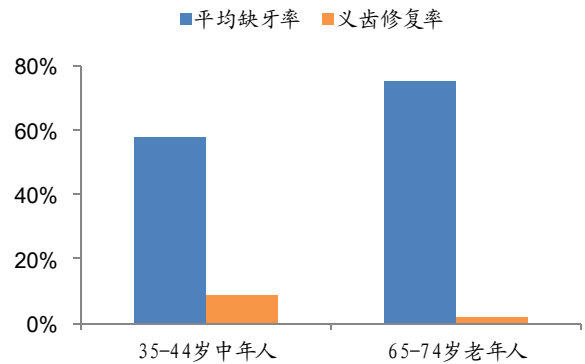
近年来伴随医疗水平的提升、国民生活质量的改善，以及生育率降低，我国已逐步步入老龄化社会，寻求佩戴义齿的人口将越来越多。据卫生部《第三次全国口腔健康流行病学抽样调查结果》，我国 5 岁儿童乳牙龋病的患病率为 66.0%，12 岁儿童恒牙龋病的患病率为 28.9%，35~44 岁中年人龋病患病率为 88.1%，65~74 岁老年人龋病患病率为 98.4%。本次调查的结果与 1995 年第二次调查结果比较，65~74 岁年龄组患病率明显增加，我国义齿市场的潜在需求有望进一步释放。

图 5：国民龋齿患病率



资料来源：第三次全国口腔健康流行病学抽样调查结果、国信证券经济研究所整理

图 6：中老年人缺牙率及义齿修复率

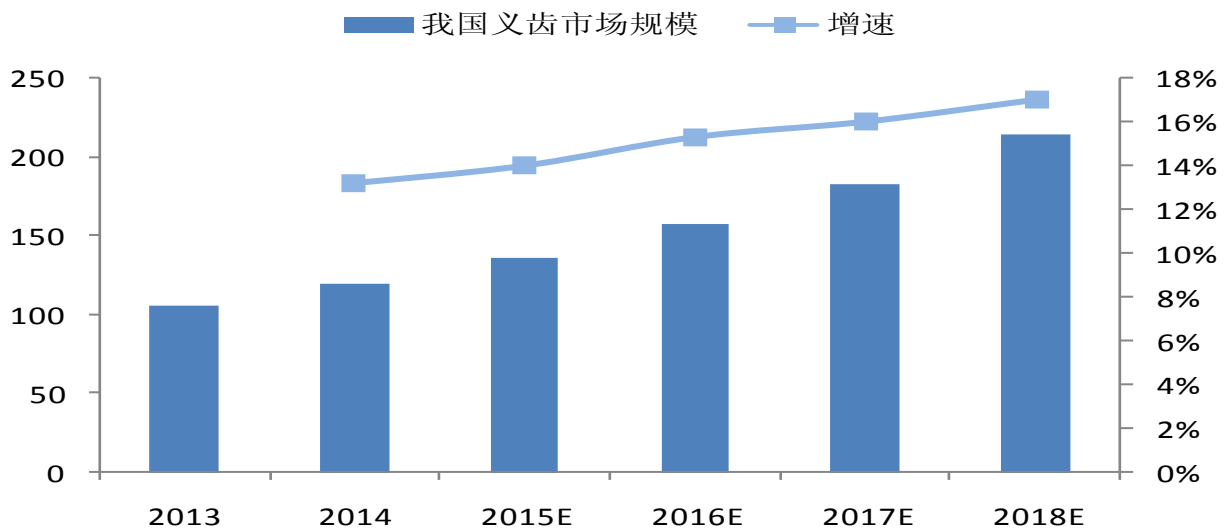


资料来源：第三次全国口腔健康流行病学抽样调查结果、国信证券经济研究所整理

**市场增速：**随着老龄化社会的到来，义齿行业将维持快速发展的良好势头。根据产业网数据，2012 年我国义齿生产企业超过 150 家，义齿行业产量达到 8650 万颗，2007-2012 年 CAGR 达 13.3%。根据我们的推断，2014 年义齿行业市场规模将达 120 亿元，未来几年的复合增速将在 15% 左右。

图 7：国内义齿整体市场规模及增速

单位：亿元



资料来源：国信证券经济研究所预测

按照材质来划分，义齿主要可分为合金烤瓷牙与全瓷牙两种：

- 合金烤瓷牙含有金属内冠，需要遮色瓷层，牙色的层次感、逼真感较差，此外，非正常力极易造成崩瓷或贴面剥离金属基底。
- 全瓷牙内外冠都是非金属材质，全瓷牙根据材料的不同，可分为氧化铝全瓷牙、铸造全瓷牙、氧化锆全瓷牙以及臻瓷全瓷牙。其中氧化锆全瓷牙最为牢固。

图 8：合金烤瓷牙



资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

图 9：全瓷牙



资料来源：百度、国信证券经济研究所整理

我们通过对比认为：**氧化锆全瓷牙具备相容性高、边缘密闭性好等优势，未来将成为主流应用。**

✓ 生物相容性高

二氧化锆陶瓷是一种很优秀的高科技生物材料，生物相容性好，优于各种金属合金，包括黄金。并对牙龈无刺激、无过敏反应、无腐蚀作用，很适合应用于口腔。导热性能极低，仅为黄金的十七分之一，更有利于牙髓的保护。

✓ 精密度高边缘密闭性好

二氧化锆全瓷牙的制作是通过计算机辅助设计、激光扫描、再由计算机程序控制研磨制作而成的，它保证了模内冠的精确性和优良的边缘密闭性，使做出来的瓷牙与患者口内基牙非常贴合，大大减少了修复后牙根炎的发病率。

✓ 美牙效果逼真

氧化锆全瓷牙对光线通透性良好，与自然牙齿十分相近。由于二氧化锆全瓷牙的基底冠颜色是牙白色，镶入后颈部不会变黑变暗发青，效果十分的逼真。

✓ 耐腐蚀无金属

二氧化锆不会发生氧化作用，不仅避免金属腐蚀，更能防止金属异味的产生。另外，非金属的二氧化锆对 X 线无阻射，只要镶入二氧化锆烤瓷牙，日后需头颅 X 线、CT、核磁共振检查时都不需要拆掉假牙，省去很多麻烦。

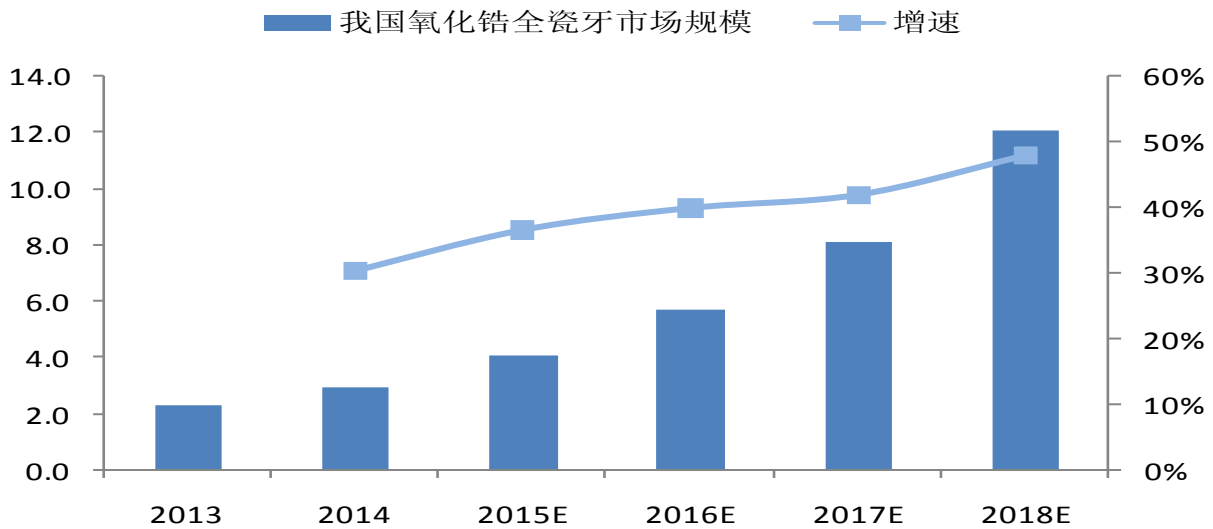
✓ 高密度和高强度

二氧化锆全瓷牙拥有大于 900Mpa 的挠曲强度，独一无二的抗破裂性及破裂后强韧的固化性能，可制作多个单位的烤瓷桥，解决了所有全瓷系统不能做长桥的问题。

目前，我国氧化锆全瓷牙的市场规模约为 3 个亿，市占率 2.5%，未来增速预计在 40% 左右，到 2018 年，氧化锆全瓷牙占整体义齿市场的比例将由目前的 2.5% 提升至 6% 左右。

图 10: 我国氧化锆陶瓷全瓷牙市场规模及增速

单位: 亿元



资料来源: 国信证券经济研究所预测

当前市场上主要玩家包括深圳爱尔创、翔通医疗等。与竞争对手相比, 三环在上游陶瓷材料一致性的研发及辅料(染色液)、CAM加工设备自制方面均具备领先优势, 而在渠道及品牌方面略显不足。公司看准牙科市场巨大的发展空间, 在下游积极开展与国内主要加工厂商的合作, 并将于6月份取得CFDA认证。我们预计这块业务将从今年7、8月份开始贡献收入, 未来公司的市场份额可望占到40%-50%, 成为公司今后业绩的又一增长点。

表 4: 国内主要锆块供应商一览

公司名称	简介	优势
深圳爱尔创	成立于2003年,专业从事精密陶瓷材料及配套产品的研发生产,产品氧化锆瓷块通过了国内的CFDA、国际CE、FDA等认证,销量国内第一	进入行业早,渠道口碑方面有先发优势
深圳翔通	隶属于中国航空工业集团旗下深圳翔通光电有限公司,主要产品有CAD/CAM牙科雕铣机、全瓷义齿用氧化锆瓷块及染色液等	国内率先实现自主研发“设备+材料”一体化解决方案的企业
三环生物	依托母公司三环集团在陶瓷材料配方、成型、烧结、加工等环节的技术实力,拓展陶瓷材料的应用领域,主要从事医疗器械口腔科材料的生产与销售	在上游陶瓷材料一致性的研发及辅料(染色液)、CAM加工设备自制方面均具备领先优势

资料来源: 国信证券经济研究所整理

### 维持“买入”评级

公司为我国陶瓷材料领域绝对龙头,上游研发实力突出,下游通过不断推出新产品进行技术变现,以提升业绩与估值。我们认为,公司产线布局完整,未来有望在各个应用领域全面追赶日系企业,预计公司14/15/16年每股盈利分别为1.58/1.89/2.18元,对应当前股价的动态市盈率分别是39/32/28X,维持公司“买入”评级。

## 附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	133	1925	2596	3442	营业收入	2024	2288	2628	2985
应收款项	1056	940	900	818	营业成本	1096	1243	1425	1621
存货净额	193	210	222	253	营业税金及附加	23	18	16	18
其他流动资产	11	34	39	45	销售费用	39	39	42	45
<b>流动资产合计</b>	<b>1393</b>	<b>3109</b>	<b>3757</b>	<b>4558</b>	管理费用	161	177	197	214
固定资产	761	882	930	925	财务费用	20	(2)	(8)	(12)
无形资产及其他	228	223	218	213	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	55	55	55	55	资产减值及公允价值变动	(24)	(20)	(10)	(4)
长期股权投资	2	4	5	6	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2439</b>	<b>4273</b>	<b>4964</b>	<b>5756</b>	营业利润	662	793	946	1095
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	9	9	9	10
应付款项	212	194	222	253	<b>利润总额</b>	<b>671</b>	<b>802</b>	<b>955</b>	<b>1105</b>
其他流动负债	113	104	119	134	所得税费用	103	120	143	166
<b>流动负债合计</b>	<b>325</b>	<b>299</b>	<b>340</b>	<b>387</b>	少数股东损益	2	3	2	2
长期借款及应付债券	60	60	60	60	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>566</b>	<b>679</b>	<b>810</b>	<b>937</b>
其他长期负债	258	318	378	438					
<b>长期负债合计</b>	<b>318</b>	<b>378</b>	<b>438</b>	<b>498</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>643</b>	<b>676</b>	<b>778</b>	<b>885</b>	净利润	566	679	810	937
少数股东权益	30	3	(15)	(33)	资产减值准备	14	(21)	0	0
股东权益	1767	3594	4202	4904	折旧摊销	92	85	97	106
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2439</b>	<b>4273</b>	<b>4964</b>	<b>5756</b>	公允价值变动损失	24	20	10	4
					财务费用	20	(2)	(8)	(12)
					营运资本变动	55	88	126	153
					其它	(13)	(6)	(18)	(18)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>738</b>	<b>845</b>	<b>1025</b>	<b>1182</b>
					资本开支	(120)	(200)	(150)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(122)</b>	<b>(202)</b>	<b>(151)</b>	<b>(101)</b>
					权益性融资	0	1352	0	0
					负债净变化	(66)	0	0	0
					支付股利、利息	(243)	(204)	(202)	(234)
					其它融资现金流	(35)	0	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(654)</b>	<b>1148</b>	<b>(202)</b>	<b>(234)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(38)</b>	<b>1792</b>	<b>671</b>	<b>847</b>
					货币资金的期初余额	171	133	1925	2596
					货币资金的期末余额	133	1925	2596	3442
					企业自由现金流	724	663	879	1083
					权益自由现金流	623	664	885	1093

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	3.25	1.58	1.89	2.18
每股红利	1.40	0.48	0.47	0.55
每股净资产	10.15	8.38	9.80	11.44
ROIC	34%	38%	46%	26281 00%
ROE	32%	19%	19%	19%
毛利率	46%	46%	-21468 26265 00%	46%
EBIT Margin	35%	35%	36%	36%
EBITDA Margin	39%	39%	40%	40%
收入增长	-4%	13%	15%	14%
净利润增长率	3%	20%	19%	16%
资产负债率	28%	16%	15%	15%
息率	3%	2%	2%	3%
P/E	15.9	32.7	27.4	23.7
P/B	5.1	6.2	5.3	4.5
EV/EBITDA	12.1	25.6	22.0	19.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				