

# 三环集团 (300408.SZ)

## 主业量价齐升，Q1 大超预期

**事件:** 三环集团发布 2020 年业绩快报及 2021 年第一季度业绩预告，2020 年收入利润均创历史新高，盈利能力显著改善，一季度业绩大超预期：

**2020 业绩:** 实现营收 39.94 亿元，同比增长 46.51%，实现归母净利润 14.41 亿元，同比增长 65.41%，超出业绩预告中枢 (62.5%)，净利率 36.08%；

**20Q4 业绩:** 实现营收 12.47 亿元，同比增长 70.92%，环比增长 13.53%，实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 115.41%，对应净利率 35.22%。

**21Q1 预告:** 预计实现归母净利润 4.25~5.17 亿元，同比高增 130%~180%。

**受益下游需求旺盛，公司单季度业绩增速迅猛、屡创新高。**按季度来看，公司 2020 Q1-Q4 四季度营收分别为 6.02、10.48、10.98、12.47 亿元，归母净利润分别为 1.85、3.71、4.46、4.39 亿元，持续增长源于下游在 5G 技术加速普及、汽车电子&智能制造产业不断扩大与国产替代进程不断深化驱动下，需求持续旺盛，主业电子元件及材料、半导体部件产销两旺。

**扩产节奏与被动元件高景气相辅相成，主业迎量价齐升，国产替代持续深化。**公司深耕陶瓷领域 40 余年，陶瓷插芯、陶瓷基片、PKG 等领域现领先优势显著，MLCC、陶瓷基片等为应对未来需求扩产步履不停：1) 2020 年定增募集资金加码 5G 通信用 MLCC 扩产，设计产能每年 2,400 亿只 (月产 200 亿只)，现扩产加速推进，预计 2021/2022 年底将有望分别实现月产 110 亿只/90 亿只新增产能扩出，有望受益于国产替代趋势，不断提升市场份额。2) 需求拉动之下陶瓷基片于 1 月开出涨价第一枪，预计下游景气度 2021 年下半年仍有望延续，产能有望同步扩充增厚业绩。3) IOT 及汽车电子需求提振，PKG 行业供需吃紧，2021 年公司产能扩张放量贡献弹性，远期 SAW 封装基座有望打开新增长空间。

**持续加大投入，巩固“材料+设备”核心竞争优势。**1) 粉体自制造就最低的生产成本，2) 设备自制形成工艺壁垒。公司近年来持续加大投入，不断巩固材料生产与设备自制优势，夯实成本护城河、增强产品竞争力，盈利能力及市场份额有望同步持续提升。

**盈利预测及投资建议:** 公司围绕陶瓷材料核心工艺布局，产品矩阵不断扩大，主业受益 5G、数据中心两大下游需求回暖有望恢复增长，MLCC 业务有望深度受益下游用量提升与国产化趋势。长期三环集团有希望复刻全球陶瓷材料龙头京瓷的成长路径。我们预计公司 2021E/2022E 实现营收 61.45/79.97 亿元，同比增长 53.8%/30.1%，实现归母净利润为 22.53/29.86 亿元，同比增长 56.3%/32.5%，目前对应 PE 为 31.12x/23.48x，维持“买入”评级。

**风险提示:** 下游需求不及预期，产能扩充不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,750	2,726	3,995	6,145	7,997
增长率 yoy (%)	19.8	-27.3	46.5	53.8	30.1
归母净利润 (百万元)	1,319	871	1,441	2,253	2,986
增长率 yoy (%)	21.7	-33.9	65.4	56.3	32.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.73	0.48	0.79	1.24	1.64
净资产收益率 (%)	18.8	11.6	16.8	21.6	22.9
P/E (倍)	53.2	80.5	48.6	31.1	23.5
P/B (倍)	10.0	9.3	8.1	6.7	5.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	元件
前次评级	买入
最新收盘价	38.58
总市值(百万元)	70,096.23
总股本(百万股)	1,816.91
其中自由流通股(%)	91.14
30 日日均成交量(百万股)	11.82

### 股价走势



### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号: S0680520010001

邮箱: shelingxing@gszq.com

研究助理 侯文佳

邮箱: houwenjia@gszq.com

### 相关研究

- 《三环集团 (300408.SZ): 成长周期共振, 陶瓷平台起航》2021-01-26
- 《三环集团 (300408.SZ): 持续加码研发投入, 5G “材料+”平台可期》2020-04-30
- 《三环集团 (300408.SZ): 定增打造陶瓷材料平台, 5G 多项产品齐发力》2020-03-07



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5400	5298	8788	10461	13425
现金	929	1079	2007	3087	4017
应收票据及应收账款	1547	875	2673	2784	4318
其他应收款	187	57	301	249	466
预付账款	16	34	39	73	73
存货	687	647	1161	1660	1944
其他流动资产	2034	2607	2607	2607	2607
<b>非流动资产</b>	3087	3273	3753	4717	5469
长期投资	102	103	106	108	111
固定资产	1921	1827	2335	3228	3913
无形资产	279	326	338	353	371
其他非流动资产	785	1017	975	1027	1075
<b>资产总计</b>	8487	8572	12541	15178	18894
<b>流动负债</b>	1072	479	3270	4012	5111
短期借款	0	0	2382	2978	3775
应付票据及应付账款	246	152	388	454	621
其他流动负债	825	327	500	580	715
<b>非流动负债</b>	393	582	592	614	627
长期借款	0	0	10	31	45
其他非流动负债	393	582	582	582	582
<b>负债合计</b>	1464	1062	3862	4625	5738
少数股东权益	31	0	4	10	19
股本	1743	1743	1817	1817	1817
资本公积	376	384	384	384	384
留存收益	5042	5478	6424	7895	9823
归属母公司股东权益	6992	7510	8676	10543	13137
<b>负债和股东权益</b>	8487	8572	12541	15178	18894

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1539	1715	-588	2052	1606
净利润	1324	874	1444	2259	2995
折旧摊销	231	266	241	345	471
财务费用	17	13	-66	-30	-53
投资损失	-32	-86	-72	-70	-70
营运资金变动	-12	620	-2136	-453	-1737
其他经营现金流	12	27	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-749	-856	-649	-1239	-1153
资本支出	713	579	478	961	750
长期投资	-139	-360	-2	-2	-2
其他投资现金流	-175	-637	-174	-281	-406
<b>筹资活动现金流</b>	-333	-674	-216	-329	-320
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-312	0	10	21	14
普通股增加	2	0	74	0	0
资本公积增加	94	9	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-682	-300	-350	-333
<b>现金净增加额</b>	459	189	-1454	485	133

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3750	2726	3995	6145	7997
营业成本	1718	1389	1882	2937	3752
营业税金及附加	41	32	47	49	72
营业费用	60	52	40	43	96
管理费用	290	238	312	344	408
研发费用	161	177	254	338	416
财务费用	17	13	-66	-30	-53
资产减值损失	11	0	6	10	11
其他收益	61	93	76	89	105
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	32	86	72	70	70
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1545	1011	1668	2613	3471
营业外收入	8	7	12	9	10
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1553	1017	1679	2621	3479
所得税	230	143	234	362	484
<b>净利润</b>	1324	874	1444	2259	2995
少数股东损益	5	3	4	7	9
<b>归属母公司净利润</b>	1319	871	1441	2253	2986
EBITDA	1756	1250	1946	3053	4050
EPS (元)	0.73	0.48	0.79	1.24	1.64

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.8	-27.3	46.5	53.8	30.1
营业利润(%)	22.8	-34.6	64.9	56.6	32.9
归属于母公司净利润(%)	21.7	-33.9	65.4	56.3	32.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	54.2	49.1	52.9	52.2	53.1
净利率(%)	35.2	32.0	36.1	36.7	37.3
ROE(%)	18.8	11.6	16.8	21.6	22.9
ROIC(%)	16.9	10.5	12.7	16.7	17.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.3	12.4	30.8	30.5	30.4
净负债比率(%)	-3.4	-7.2	10.6	4.3	2.6
流动比率	5.0	11.1	2.7	2.6	2.6
速动比率	2.5	9.3	2.3	2.1	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	5.3	7.0	7.0	7.0	7.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.48	0.79	1.24	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.94	-0.32	1.13	0.88
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.13	4.73	5.76	7.19
<b>估值比率</b>					
P/E	53.2	80.5	48.6	31.1	23.5
P/B	10.0	9.3	8.1	6.7	5.4
EV/EBITDA	39.8	53.7	35.2	22.3	16.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、三环集团：主业量价齐升，Q1 大超预期 .....	4
1.1 2020 年收入利润均创新高，一季度业绩大超预期 .....	4
1.2 被动元件景气持续上扬，主业量价齐升贡献业绩弹性 .....	5
1.3 长期空间：当前业务池远期可达 50 亿利润，支撑千亿市值 .....	6
二、盈利预测及投资建议 .....	9
三、风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1: 三环集团年度营收情况 .....	4
图表 2: 三环集团年度归母净利润情况 .....	4
图表 3: 三环集团盈利能力情况（年度） .....	4
图表 4: 三环集团季度营收情况 .....	5
图表 5: 三环集团季度归母净利润情况 .....	5
图表 6: 三环集团盈利能力情况（季度） .....	5
图表 7: 2020 年公司拟向特定对象发行募集资金投向 .....	6
图表 8: 电子陶瓷材料从原材料到原料配置、毛坯、制造加工 .....	6
图表 9: 三环集团长期空间分析 .....	7
图表 10: 京瓷营业收入变化及预测 .....	8
图表 11: 京瓷产品发展图 .....	9
图表 12: 三环集团产品发展图 .....	9

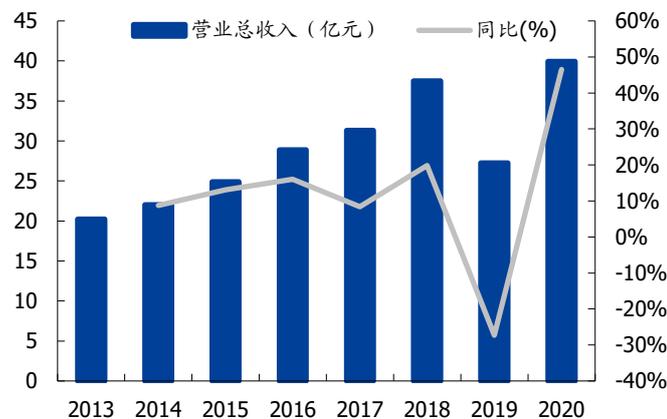
## 一、三环集团：主业量价齐升，Q1大超预期

### 1.1 2020年收入利润均创新高，一季度业绩大超预期

事件：公司发布2020年业绩快报及2021年第一季度业绩预告，一季度业绩大超预期。

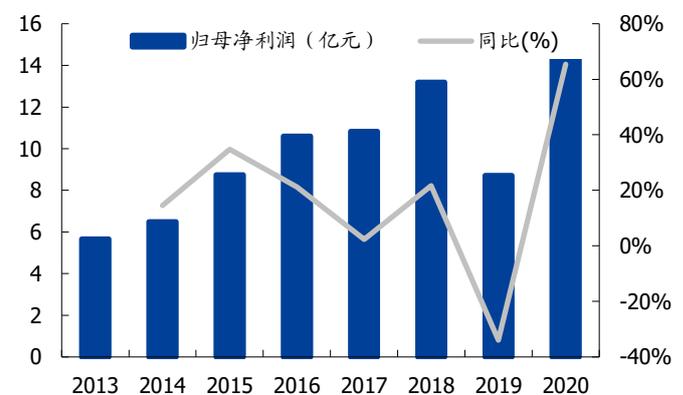
**2020年收入利润均创历史新高，盈利能力显著改善。**2020年公司实现营业收入39.94亿元，同比增长46.51%，实现归母净利润14.41亿元，同比增长65.41%，超出此前业绩预告中枢（此前业绩指引同比增长50%-75%）。全年净利率为36.08%，同比提升4个百分点，相较于2018年高出近1个百分点。

图表1：三环集团年度营收情况



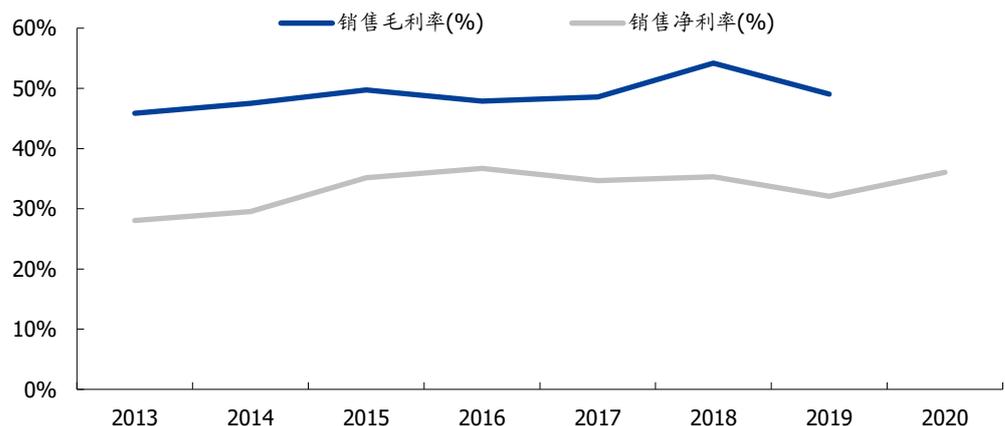
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：三环集团年度归母净利润情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

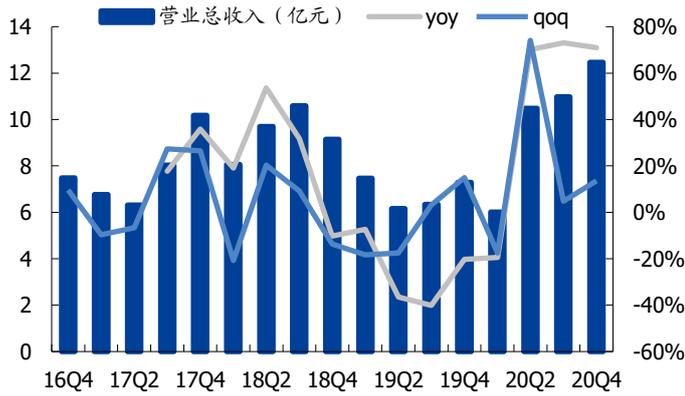
图表3：三环集团盈利能力情况（年度）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

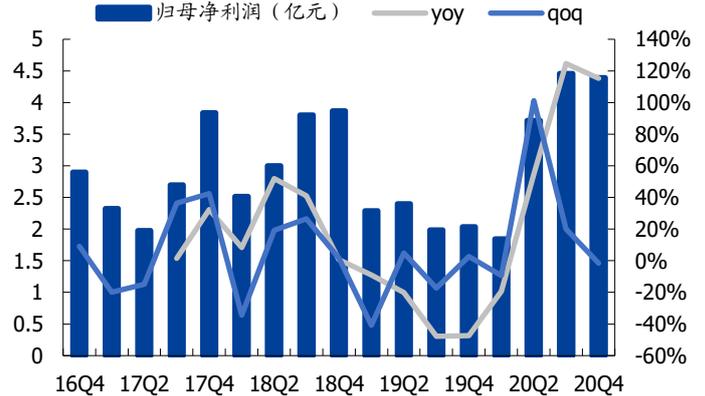
**单季度业绩延续高增，21Q1有望再创新高。**单四季度实现营收12.47亿元，同比增长70.92%，环比增长13.53%，继Q3后再次刷新纪录；实现归母净利润4.39亿元，同比增长115.41%，对应净利率35.22%。公司预计21Q1实现归母净利润4.25~5.17亿元，同比高增130%~180%，印证行业高度景气。我们判断一季度有望录得开门红，收入、利润双双再创单季新高。

图表 4: 三环集团季度营收情况



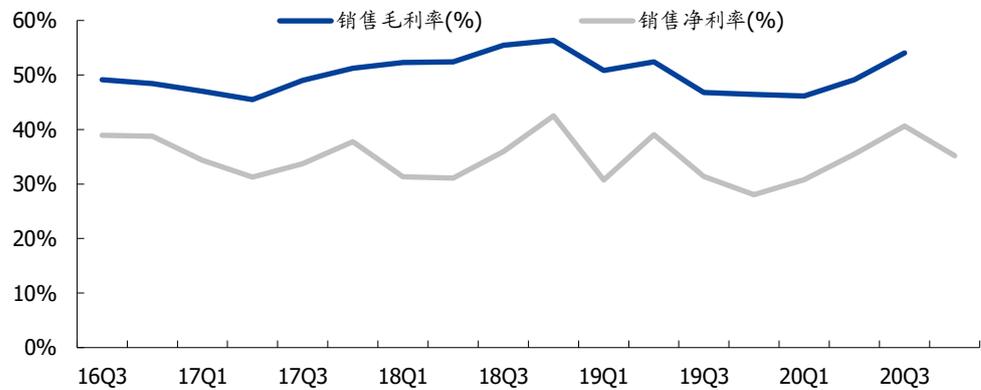
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 三环集团季度归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 三环集团盈利能力情况 (季度)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 被动元件景气持续上扬, 主业量价齐升贡献业绩弹性

**被动元件景气持续上扬, 主业量价齐升贡献业绩弹性。**受益 5G 技术加速普及、汽车电子&智能制造产业不断扩大与国产替代进程不断深化驱动, 下游需求持续旺盛, 公司主业电子元件及材料、半导体部件产销两旺: 1) 陶瓷基片: 需求拉动之下于 1 月开出涨价第一枪, 预计下游景气度 2021 年下半年仍有望延续, 产能有望同步扩充增厚业绩。2) PKG: IOT 及汽车电子持续提振需求, 公司产品打破垄断加速进口替代, 远期 SAW 封装基座有望打开新增长空间。

**MLCC 加速产能扩充享行业红利, 中长期成长空间打开。**公司 2020 年定增募集资金加码 5G 通信用 MLCC 扩产, 设计产能每年 2,400 亿只 (月产 200 亿只), 目前扩产进展顺利, 按计划项目建设期 3 年 (2020.03-2022.12), 第一年投产并达到设计能力的 20%, 第二年达到设计能力的 55%, 第三年达到设计能力的 100%, 即 2021/2022 年底有望分别实现月产 110 亿只/90 亿只新增产能扩出。

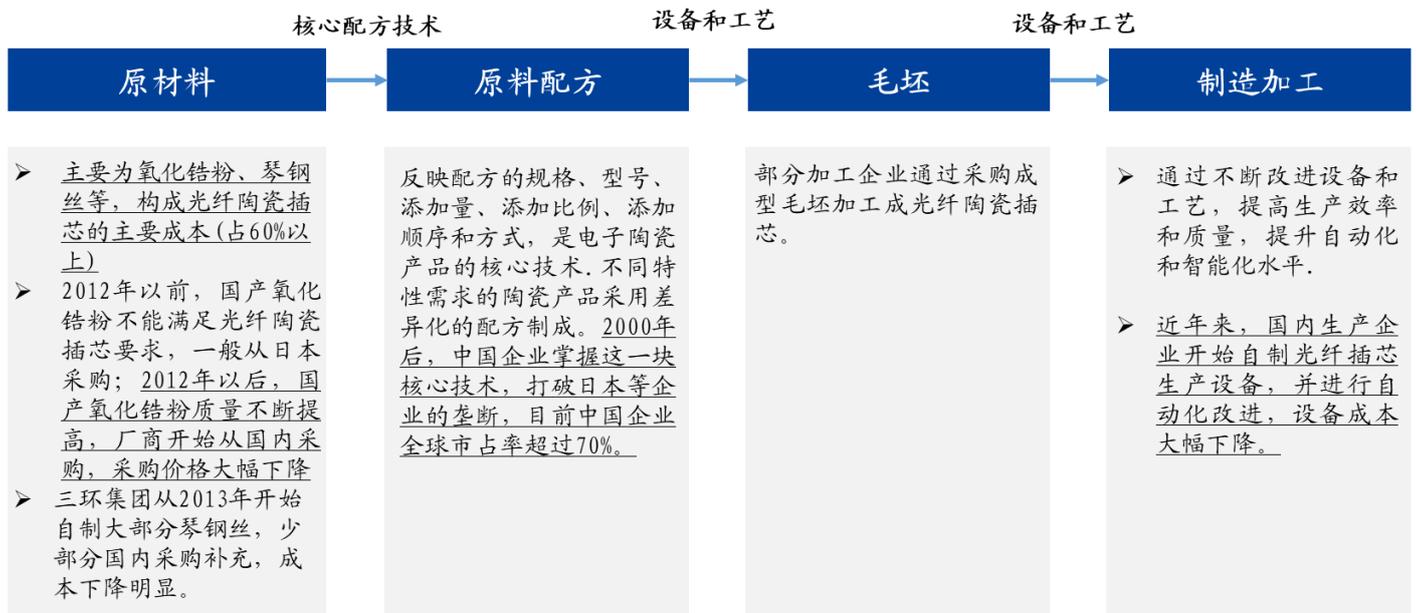
图表 7: 2020 年公司拟向特定对象发行募集资金投向

项目名称	项目总投资(亿元)	拟投入募集资金(亿元)
5G 通信用高品质多层片式陶瓷电容器扩产技术改造项目	22.85	18.95
半导体芯片封装用陶瓷劈刀产业化项目	3.4	2.8

资料来源: 国盛证券研究所

**持续加大投入, 巩固“材料+设备”核心竞争优势。** 1) 粉体自制造就最低的生产成本: 公司持续在粉体自制上研发, 到 16 年已实现氧化锆粉体的自产。由于粉体行业特性是量大低价, 领头羊企业具备压价挤出对手的能力, 中长期会持续带动公司其他产品成本的下降。 2) 设备自制形成工艺壁垒: 公司长期发展中培养了近 300 人的机械设备研发队伍, 主攻关键自动化设备的研发和制造, 避免了日本设备企业出于保护本土企业竞争力(京瓷、TDK 和住友)的目的而对设备施行进口限制的风险。 **公司近年来持续加大投入, 不断巩固材料生产与设备自制优势, 夯实成本护城河、增强产品竞争力, 盈利能力及市场份额有望同步持续提升。**

图表 8: 电子陶瓷材料从原材料到原料配置、毛坯、制造加工



资料来源: 三环集团, 国盛证券研究所绘制

### 1.3 长期空间: 当前业务池远期可达 50 亿利润, 支撑千亿市值

按照目前规划的业务, 给予公司各块业务的市场份额假设, 在对燃料电池固态电池、汽车工业用产品、贵金属材料、MLCC 等不给予较高预期的情况下, **公司现有业务可能支撑 50 亿+利润, 给予 20x 估值则对应能支撑千亿市值。**

图表 9: 三环集团长期空间分析 (单位: 亿人民币)

三环已有及储备业务	18年市场空间	目前份额	行业增速	长期市场空间	长期潜在份额	长期收入预测	长期利润中性
陶瓷插芯	11.8	74.00%	4.0%	16.1	82%	13.24	4.50
<b>PKG陶瓷封装基座</b>	<b>80.0</b>	<b>7.20%</b>	<b>5.0%</b>	<b>118.2</b>	<b>25%</b>	<b>29.55</b>	<b>10.05</b>
陶瓷基片	10.0	45.00%	3.0%	11.9	75%	8.96	3.04
接线端子、引线电阻、陶瓷基体	12.0	35.00%	0.0%	12.0	40%	4.80	1.49
<b>MLCC</b>	<b>680.0</b>	<b>0.84%</b>	<b>6.0%</b>	<b>1022.5</b>	<b>5%</b>	<b>51.12</b>	<b>12.78</b>
陶瓷指纹盖板	3.0	55.00%	-35.0%	0.5	80%	0.40	0.10
陶瓷背板	6.0	80.00%	5.0%	10.0	60%	6.00	1.98
燃料电池、固态电池业务	1.5	70.00%	/	10.0	40%	4.00	1.36
电阻浆料	12.0	2.00%	1.0%	12.9	45%	5.79	2.03
陶瓷劈刀	20.0	1.00%	1.0%	21.4	40%	8.58	3.17
氧化铝基板	12.0	0.00%	2.0%	13.8	40%	5.51	1.87
图像类模组打印头	100.0	0.00%	0.0%	80.0	5%	4.00	1.20
热敏打印	10.0	0.00%	0.0%	10.0	35%	3.50	1.05
贵金属材料	100.0	0.00%	5.0%	140.0	0%	0.00	0.00
其他储备业务 (汽车工业等陶瓷部件)	90	0%	5%	100	10%	10.0	3.3
<b>总计</b>	<b>1148.3</b>			<b>1579</b>		<b>155.5</b>	<b>47.9</b>

资料来源: 国盛证券研究所测算

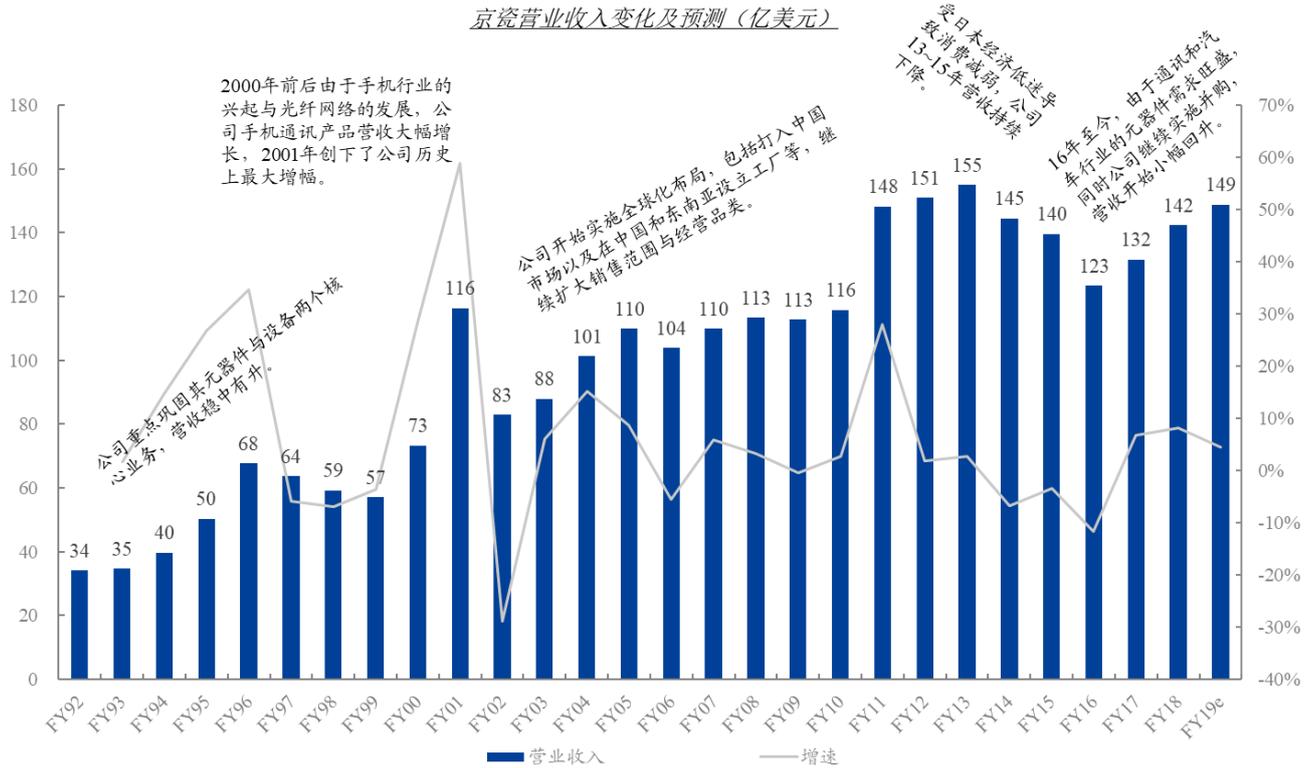
我们认为从长期发展来看, 三环集团有希望复刻全球陶瓷材料龙头——日本京瓷的成长路径。

京瓷创立于 1959 年的京瓷株式会社, 从精密陶瓷产品起步, 不断壮大发展, 如今已经是一家涉足先进陶瓷全产业链, 从原料, 到零部件、元件加工, 再到设备制造的一家大型跨国集团, 也是目前全球规模最大的先进陶瓷供应商之一。

以陶瓷元器件起家, 京瓷成长路径分析:

- **在成立初期的 25 年 (1959 年~1974 年):** 以陶瓷材料为核心不断拓展陶瓷下游应用品类, 围绕电视绝缘体、陶瓷基片、IC 封装基座三款产品发展, 进行技术积累;
- **1975 年到 1989 年 (发展期一):** 中期迅速发展, 研究院正式设立, 内生式新品研发速度加快;
- **1990 年到 1999 年 (发展期二):** 外延并购加速, 拓展产品新的领域, 配合内生产品发展;
- **2000 年到至今 (成熟期):** 形成“零部件业务”和“设备及系统业务”业务体系, 以优化组织, 维护市场地位。

图表 10: 京瓷营业收入变化及预测



注: FY13~16受日元持续贬值影响, 转换成美元营收下降较为明显, FY17以后汇率开始回升。

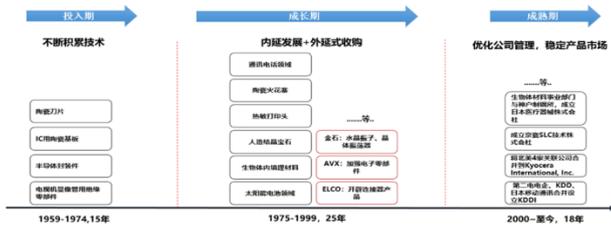
资料来源: wind, 国盛证券研究所

**两者相似之处:**

- **1) 都为“原材料型”公司。**三环与京瓷紧紧围绕以先进陶瓷作材料为公司未来发展的路径。通过专注于先进陶瓷产业链上游粉体端研发, 不断研发新的先进陶瓷粉体和配方。从氧化铝粉体到氧化锆、氮化铝、钛酸钡粉等粉体。
- **2) 都采取“关联性产品”的研发策略。**京瓷秉承着在技术研发上“不下飞子”, 也就是不做与本行业相离太远的产品开发, 采取在已有技术的延长线上开发技术和产品, 研发技术之间关联高的产品。通过粉体+工艺的组合来不断研发产品。
- **3) 自有资金高, 保持高流动性。**两者保持了高流动负债的财务结构, 长期持有大量的现金。两者的负债率都保持在 20% 较低水平, 负债都主要为应付账款, 短期加长期贷款的占比都保持在 5% 以下的极低水平。高流动性可以使得京瓷和三环处于市场优势, 同时为市场中出现的任何潜在机会提供足够的研发资金。

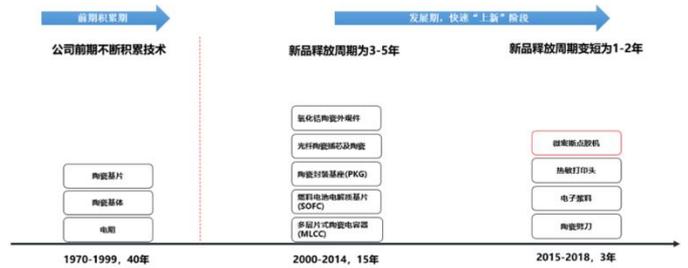
三环集团处于 30 年前京瓷内生发展阶段, 传统产品加速占领市场, 同时积极开发陶瓷新品类。三环在陶瓷插芯和 PKG 都直接与京瓷竞争, 具备强的成本优势和服务能力, 在陶瓷插芯已经击败京瓷成为全球第一, 未来还会有更多品类实现国产替代。

图表 11: 京瓷产品发展图



资料来源: 国盛证券研究所绘制

图表 12: 三环集团产品发展图



资料来源: 国盛证券研究所绘制

三环具备更好的发展机会和更广阔的发展空间。消费电子、汽车等产业链目前集中在国内, 使得三环对下游市场需求反应更灵敏, 三环开发陶瓷指纹盖板和手机陶瓷后盖就是典型例子。此外, 三环可借鉴京瓷外延式并购的经验实现跨越式发展, 2017年三环成功并购德国点胶机厂商, 向设备领域延伸。

## 二、盈利预测及投资建议

公司围绕陶瓷材料核心工艺布局, 产品矩阵不断扩大, 主业受益 5G、数据中心两大下游需求回暖有望恢复增长, 同时 MLCC 业务有望深度受益下游用量提升与国产化大趋势。长期发展来看, 三环集团有希望复刻全球陶瓷材料龙头日本京瓷的成长路径。我们预计公司 2021E/2022E 实现营业收入 61.45/79.97 亿元, 同比增长 53.8%/30.1%, 实现归母净利润为 22.53/29.86 亿元, 同比增长 56.3%/32.5%, 目前对应 PE 为 31.12x/23.48x, 维持“买入”评级。

## 三、风险提示

下游需求不及预期, 产能扩充不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com