

证券研究报告·上市公司新股动态

陶瓷釉面材料领先者

公司概况：陶瓷新型釉面材料的领先者

公司为建筑陶瓷企业提供新型釉面材料、产品设计开发与综合技术服务，为陶瓷釉面砖产品创新提供整体解决方案，是国内唯一的陶瓷产品全业务链服务提供商。公司的研发实力、产品应用开发与技术服务能力，在业内处于领跑地位。主要产品包括全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉、金属釉和陶瓷墨水等。

行业概况：

建筑陶瓷需求将保持稳定增长：公司产品客户为建筑陶瓷企业，随着存量房面积增大，新竣工面积增速的下滑，将部分被存量翻新增量所抵消。城镇化进程结束前，建筑陶瓷需求稳定增长。

专业釉料需求增速高于建筑陶瓷行业：瓷质釉面砖占全部地砖的比例从2005年的5%到目前超过30%，且不断提升，大大拉动釉料需求。同时陶瓷的专业化分工也将深化，这将导致釉面材料生产的专业化，给釉面材料专业生产企业提供了很好的发展机会。

陶瓷喷墨打印是陶瓷行业第三次技术革命，陶瓷墨水进口替代加快：陶瓷喷墨打印技术无接触、无压力、无印版，将当今瓷砖个性化、艺术化、小批量、多花色、低碳环保的发展推向了新高度。我国进入高速发展期，目前进口份额70%，进口替代进程将加快。

集中度低，未来有待提高：目前行业企业规模小而分散，前十集中度仍然较低，和国外比有一定差距，有提升空间。

公司优势：

经营模式注重三位一体，以综合服务提升附加值：公司为建筑陶瓷企业提供新型釉面材料、产品设计开发与综合技术服务。销售、服务和图案设计，三位一体，这是道氏技术的核心理念。可以与客户实现双赢，提高自身盈利水平的同时，提高客户粘性。

技术、产品全面且不断推陈出新，陶瓷墨水快速发展：公司产品配方体系较为完善，凭借公司广泛而渗透性强的技术服务网络，公司通过不断的调整配方以适应客户的原料和烧成制度，满足客户的生产要求。公司的陶瓷墨水从产品研发、生产稳定性和服务的改善等方面，已经逐渐赶超进口墨水，市场份额快速提升。

规模处于行业前列，市场影响力较大：公司从销售规模和数量来看，都居行业前列。规模优势有助于公司降低成本，形成完整的产品以及服务体系，提高品质控制体系，从而提高公司的盈利水平和抗风险能力，同时也扩大了公司的市场影响力。

募投项目使得产能翻番，需求前景乐观

公司本次拟发行1625万股，融资2.8亿元，重点扩大基础釉、全抛印刷釉、陶瓷墨水等公司主导产品的生产能力，提高和强化领先地位。公司目前基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水的产能分别为2万吨、2.7万吨和1000吨，募投产能达产后可以达到5万吨、6.2万吨和2500吨。分别增长150%、130%和150%。

道氏技术(300409)

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440510120013

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2014年11月24日

预计上市合理价格：25.2-31.5元

发行数据

发行规模(万股)	1625
发行后总股本(万股)	6500
发行方式	网下配售,网上发行
发行日期	2014/11/24
主承销商	招商证券股份有限公司
主要股东	
荣继华	53.08%

募股资金投向

项目名称	金额(万元)
成釉扩能项目	12270
陶瓷墨水项目	5231
陶瓷喷墨打印用墨水生产	7118
项目二期	
成釉扩能项目二期	4799
研发中心项目	3893
总额	33311



投资建议和盈利预测

公司下游需求受益于建筑陶瓷需求稳定增加、行业专业化推进、瓷质釉面砖占比提升、陶瓷喷墨技术的推广和陶瓷墨水进口替代过程的推进而持续增加，在行业集中度的提高过程中，公司釉面材料研发与生产、产品开发和综合技术服务“三位一体”的经营模式和公司的技术、规模和人才优势，将使得公司保持较好的增长。我们预计公司 2014 年收入 4.16 亿元，归属于母公司的净利润 8190 万元，基本每股收益 1.26 元。按照 20~25 倍 PE 测算，上市合理价格在 25.2-31.5 元。

重要财务指标	单位:百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
主要财务指标				
营业收入	319.27	416.15	486.38	570.34
同比(%)	46.23%	30.35%	16.88%	17.26%
归属母公司净利润	60.24	81.90	101.42	120.17
同比(%)	36.54%	35.97%	23.83%	18.49%
毛利率(%)	45.53%	45.60%	45.78%	45.81%
ROE(%)	26.20%	10.54%	7.57%	8.40%
每股收益(元)	0.93	1.26	1.56	1.85

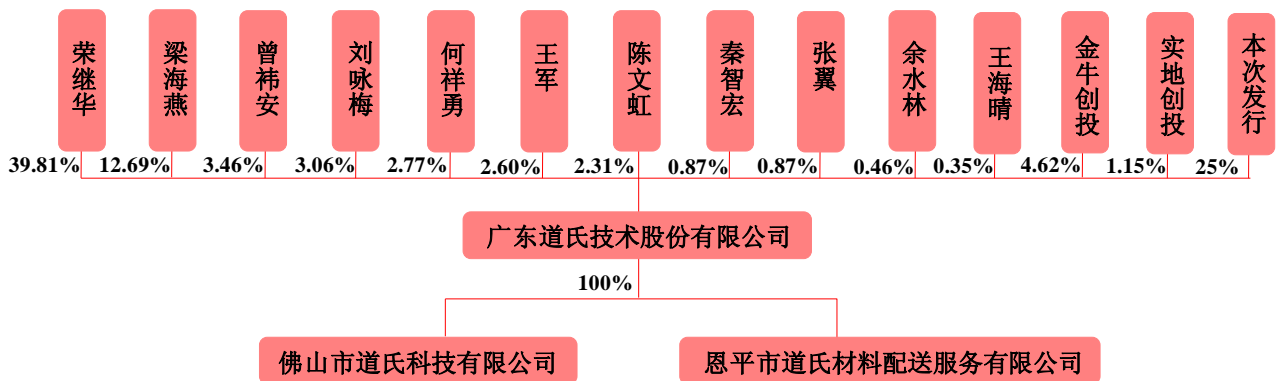


公司概况：陶瓷新型釉面材料的领先者

公司为建筑陶瓷企业提供新型釉面材料、产品设计开发与综合技术服务，为陶瓷釉面砖产品创新提供整体解决方案，是国内唯一的陶瓷产品全业务链服务提供商。公司的研发实力、产品应用开发与技术服务能力，在业内处于领跑地位。主要产品包括全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉、金属釉和陶瓷墨水等。公司客户涵盖了诸如东鹏、金意陶、新明珠、新中源、马可波罗等国内最知名的陶瓷墙地砖生产企业。

公司控股股东和实际控制人为荣继华先生，担任公司董事长兼总经理职务，持有发行前公司 53.1% 的股份，发行后股份占比 39.81%。公司第二大股东梁海燕女士持有发行前公司 16.9% 的股份，发行后股份占比 12.69%。股东还包括另外 9 名自然人和两家创投公司金牛创投和实地创投。

图 1：公司发行后股权结构图（发行后）



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研发部

公司营业收入和净利润过去两年均保持增长，2013 年公司营业收入 3.2 亿元，同比增长 46.2%；净利润 6024 万元，同比增长 36.5%。公司营业收入中 90% 以上来自釉料和陶瓷墨水。釉料中包括全抛印刷釉、基础釉、干粒抛晶釉和金属釉。公司收入的增长主要来自于核心产品，金属印刷釉、基础釉和陶瓷墨水。

图 2：公司分产品收入结构（1h2014）

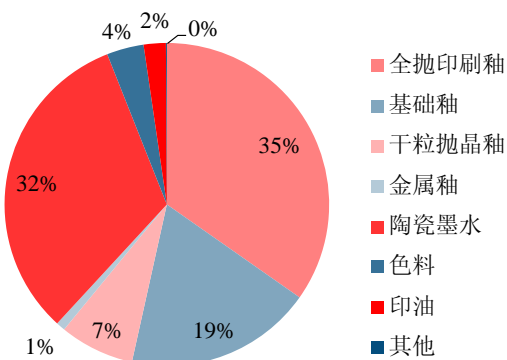
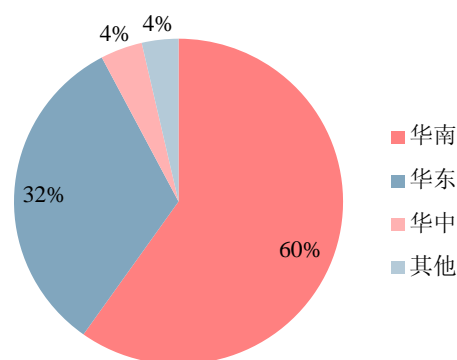


图 3：公司分地域收入结构（1h2014）



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部



行业概况:

建筑陶瓷需求将保持稳定增长

公司产品主要供应建筑陶瓷企业使用,根据国家统计局的统计数据,建筑陶瓷行业 2013 年收入 3967 亿元,同比增长 17.8%。今年 1-9 月收入 3214 亿元,同比增长 14.6%。过去十年复合增长率 26%。建筑陶瓷的需求由存量装修、新房装修和出口额共同决定。我国目前城市居民存量住宅面积 230 亿平方米左右,2013 年竣工 7.9 亿平方米左右。按存量住宅每 20 年重新装修一次,随着未来存量房面积越来越大,未来重新装修带来的需求占建筑陶瓷需求的比例将越来越大。因此新竣工面积的增速的下滑,将部分被存量翻新的需求的增量所抵消。在我国城镇化进程结束前,我们认为我国建筑陶瓷未来需求仍将保持稳定增长。

图 4: 我国建筑陶瓷行业收入及其增速 单位: 亿元

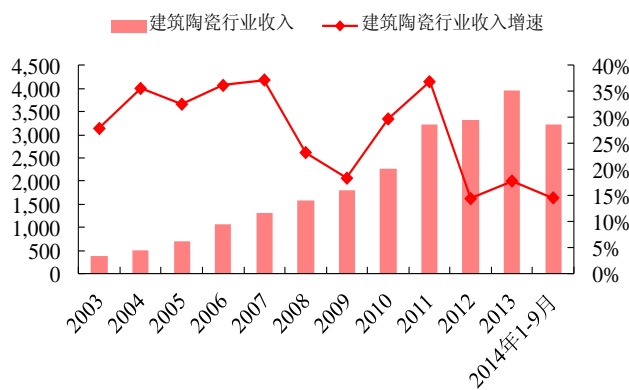
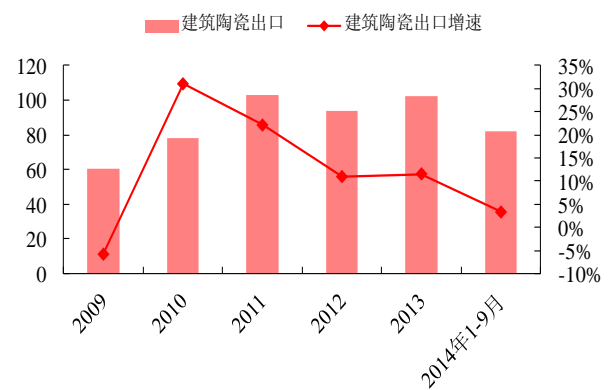


图 5: 我国建筑陶瓷出口及其增速 单位: 亿元



资料来源: 国家统计局, 中信建投证券研发部

专业釉料需求增速高于建筑陶瓷行业需求增速

建筑陶瓷包括地板砖、内墙砖和外墙砖。其中地板砖又包括抛光砖和瓷质釉面砖。公司的基础釉、全抛釉等釉料的下游客户为瓷质釉面砖的生产企业。在过去很长一段时间,我国建筑装饰用地砖以抛光砖为主。抛光砖外形单一,且对原材料标准要求较高,已不能满足市场的装饰需求。瓷质釉面砖产品的强度和耐磨性高、防水、防滑、耐腐蚀性高,同时,产品花色和质感多变、艺术性强。2005 年,瓷质釉面地砖占全部地砖的比例仅为 5%,2010 年快速提高至 26%。这一比重还在逐年提高。

与此同时,我国建筑陶瓷的专业化分工也将深化,这将导致釉面材料生产的专业化,这种专业化有利于提高生产效率、压缩投资规模、降低成本、提高周转速度。随着各类新型釉面材料逐步推向市场,我国釉面材料产品种类逐步丰富,技术逐步提高,釉面材料行业逐步独立,专业化分工迅猛发展。这给釉面材料专业生产企业提供了很好的发展机会。



陶瓷喷墨打印是陶瓷行业第三次技术革命，陶瓷墨水进口替代加快

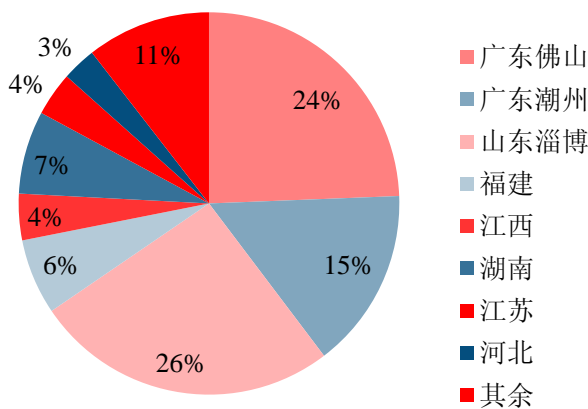
陶瓷喷墨打印技术作为一种新的无接触、无压力、无印版的印刷技术，无疑将当今瓷砖个性化、艺术化、小批量、多花色、低碳环保的发展趋势推向了一个新的高度。这项技术被业界公认为是全球陶瓷行业第三次技术革命。陶瓷墨水以无机颜料作为发色载体，并采用超细微纳米技术和微胶囊包裹技术，是超细无机颜料均匀分散在有机载体中形成的液体物质。陶瓷墨水客户较广，除了瓷质釉面砖企业外，还包括外墙砖和瓷片生产企业。

据不完全统计，目前我国在线运行的喷墨机已超过 2000 台。其中仅 30%使用的是国产墨水。到 2015 年，中国瓷砖行业喷墨打印机的市场需求量将达到 3000 台，陶瓷墨水年使用量将达到 3 万吨。随着国产墨水稳定性和标准化程度进一步提升，越来越多的企业愿意用国产墨水，由最初的墨水企业主动上门推广，到现在瓷砖企业主动上门订货，发生了很重要的改变。未来两年内，国产墨水将成为国内市场的主流。这与早前的传统陶瓷釉料发展进程类似。

行业竞争格局：集中度有待提升

目前国内陶瓷色釉料行业进入门槛较低，企业规模小、多而分散。这种行业状况与欧美发达国家的陶瓷色釉料行业相比相差甚远。据统计，2013 年我国陶瓷色釉料行业国内市场份额 350 亿元。我国拥有各种色釉料生产制造企业 2000 多家，其中规模以上企业 500 多家，主要分布在广东佛山、潮州，山东淄博等地。其中广东、山东两省的陶瓷色釉料企业占全国色釉料企业总数的 60%以上。2012 年前 10 大企业的市场份额不到 10%。未来，随着陶瓷产品在功能和美观上面的要求越来越高，色釉料行业的门槛也在提高，能够在技术上不断推陈出新，保证产品稳定性，能为下游客户提供全方位服务的公司将获得更多的市场份额。

图 6：我国规模以上色釉料企业地区分布



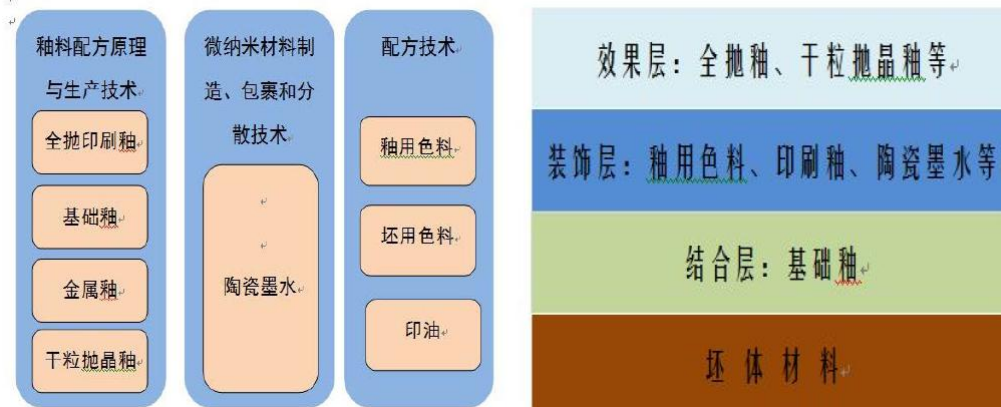
资料来源：《陶瓷》，中信建投证券研发部

国内目前专业的釉面材料厂商包括跨国公司和国内专业企业。跨国公司包括意大利卡罗比亚、美国福禄、西班牙陶丽西和西班牙意达加等，其优势是技术研发和产品设计能力强、配套服务较为完善，但也存在中西方文化差异、技术服务成本昂贵、国内市场服务不到位等问题。国内专业企业包括道氏技术、三水大鸿制釉等，其技术研发和产品设计能力也较强，品牌具有一定的国内影响力，技术服务能力强。相对于跨国企业，其品牌缺乏国际影响力，产品设计理念有待进一步成熟。

公司竞争优势

公司为建筑陶瓷企业提供新型釉面材料、产品设计开发与综合技术服务。主要产品包括全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉、金属釉和陶瓷墨水等，占收入比例 90%以上。色料和印油等占收入比例较低。

图 7：公司产品系列及其用途



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

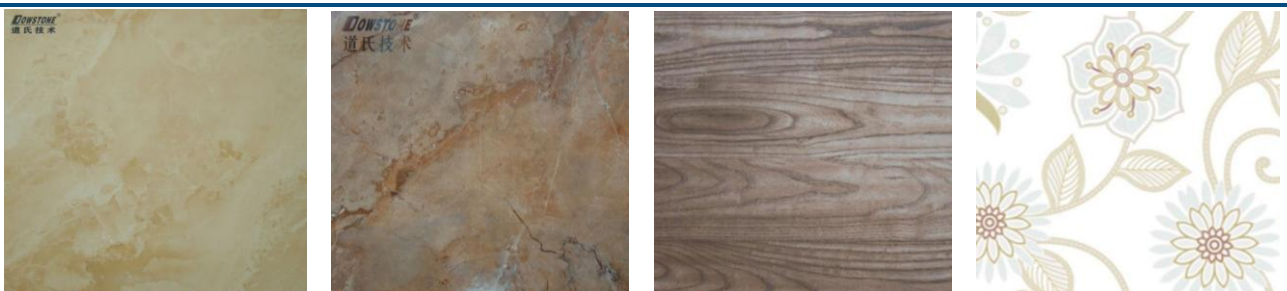
经营模式注重三位一体，以综合服务提升附加值

公司为建筑陶瓷企业提供新型釉面材料、产品设计开发与综合技术服务。销售、服务和图案设计，三位一体，这是道氏技术多年来探索出来的核心理念。公司通过材料研发和工艺创新，开发出色彩丰富、风格迥异的新产品，如仿玉石砖、仿木纹砖等。公司将自己开发出的产品供客户选用，同时带动公司产品的销售。

同时，公司建立完善的技术服务队伍，以长期驻厂的方式，全天候的为客户提供现场技术服务，保证客户生产的连续性和稳定性，使得材料使用达到最佳状态，提高成品率，降低成本。另一方面，公司驻厂的技术服务人员还能向公司及时反馈市场需求的变化或趋势，使得公司能够更加准确、高效的满足客户新产品的需求。

公司通过提高服务来提高产品的附加值，毛利率水平较高。这与耐火材料中的“整体承包”经营模式类似，可以与客户实现双赢，提高自身盈利水平的同时，提高客户粘性。

图 8：道氏技术产品展示



资料来源：公司网站，中信建投证券研发部



经过多年的发展，凭借优良的产品品质和全方位的服务，公司逐步建立了较好的客户结构，包括东鹏、新明珠、金意陶、新中源等在内的诸多著名陶瓷企业已经成为公司重要的合作伙伴。较好的客户结构反过来又加强了公司的市场竞争力。2013 年公司前十大客户贡献收入 2.1 亿元，占总收入比例为 66.5%，东鹏为公司第一大客户，2013 年收入 5274 万元，占比 16.52%。

技术、产品全面且不断推陈出新，陶瓷墨水快速发展

公司具有较为完善的产品配方体系，凭借公司广泛而渗透性强的技术服务网络，公司通过不断的调整配方以适应客户的原料和烧成制度，满足客户的生产要求。公司目前的主要产品基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水都是通用性强、产品周期长、技术含量高、市场容量大的产品，可以使公司更能抵御市场风险、促进业务持续增长。

公司在“微纳米粉制备技术和分散技术”已持续研究多年，并将该技术成功的应用到了陶瓷墨水的研究开发上，率先成为国内有能力批量生产陶瓷墨水的供应商，也是国内最大的陶瓷墨水供应商之一。2012 年是公司陶瓷墨水实现量产的元年，仅贡献营业收入 131 万元，2013 年贡献收入快速增长至 6084 万元，2014 年 1-9 月份，陶瓷墨水贡献收入 1.12 亿元。

陶瓷喷墨打印技术是喷墨打印技术是 20 世纪 70 年代末开发成功的一种非接触式的数字印刷技术。它将墨水通过打印头上的喷嘴喷射到各种介质表面上，实现了非接触、高速度、低噪音的单色和彩色的文字和图像印刷。是陶瓷行业第三次技术革命。目前全国陶瓷墨水还有 70% 以上依赖进口，随着国产墨水稳定性逐渐提高，市场认可度也在飞速提升。国产墨水从产品研发、生产稳定性和服务的改善等方面，已经逐渐赶超进口墨水，特别是从售后服务和性价比上，国产墨水具有很大优势。公司的陶瓷墨水客户分布在全国的主要陶瓷产区，2014 年 6 月 30 日，公司陶瓷墨水客户数量为 127 家，使用公司陶瓷墨水的喷墨机有 379 台，而在 2013 年底的时候只有 218 台。公司的市场占有率 2013 年底时，在 10% 左右，还在快速提升中。

规模处于行业前列，市场影响力较大

2013 年度，公司销售总额达 3.19 亿元，釉料产品销售数量超过 5 万吨，陶瓷墨水近 550 吨，从销售规模和数量来看，都居行业前列。2014 年上半年，公司陶瓷墨水的有效生产能力为 990 吨，实际生产量 1115 吨。规模优势有助于公司降低成本，形成完整的产品以及服务体系，提高品质控制体系，从而提高公司的盈利水平和抗风险能力，同时也扩大了公司的市场影响力。

公司财务情况

营业收入和利润持续增长

公司 2013 年营业收入 3.19 亿元，同比增长 46%，净利润 6024 万元，同比增长 37%。2014 年 1-9 月，公司已经实现营业收入 3.39 亿元，超越 2013 年全年收入，净利润 5976 万元。其中陶瓷墨水增速最快，2014 年 1-9 月，公司陶瓷墨水收入 1.12 亿元，而公司 2013 年全年的陶瓷墨水收入为 6084 万元。随着陶瓷行业专业化分工的进一步细致、瓷质釉面地砖在地砖中的占比进一步提升、行业集中度的提高以及陶瓷墨水的进一步推广和进口替代持续推进等多方面利好因素的推动，公司营业收入和利润有望持续保持增长。



公司的“集釉面材料研发与生产、新产品设计、开发与技术服务于三位一体”的新型商业模式适应我国建筑陶瓷行业专业化分工发展的趋势，受到越来越多的客户欢迎。公司的客户群体不断扩大，客户数量由 2011 年的 86 家增加至 2014 年上半年的 155 家，推动了营业收入的增长。公司以全抛印刷釉、基础釉和陶瓷墨水为核心的三大系列产品，将是未来推动公司营业收入和利润稳步增长的主要动力。

图 9：公司营业收入及其增速 单位：万元，%

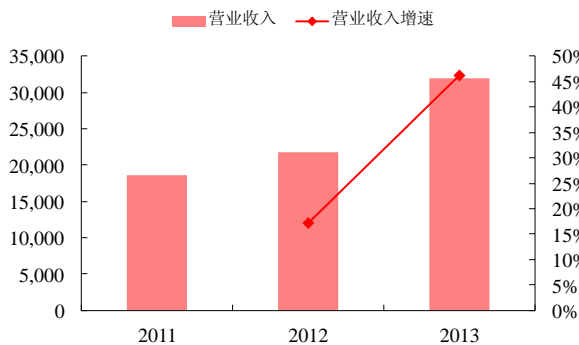
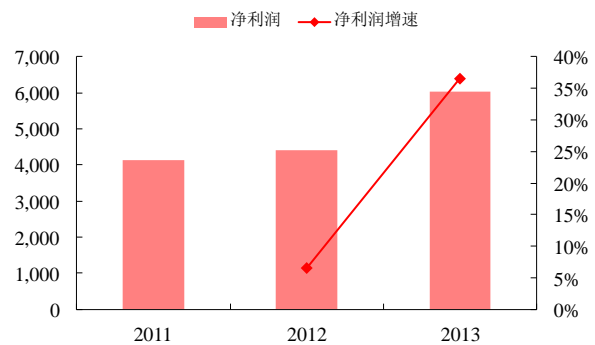


图 10：公司净利润及其增速 单位：万元，%



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

毛利率下滑与产品结构变化和销售价格下滑有关，有望触底回升

公司 2013 年毛利率 45.5%，同比下降 2.3 个百分点，2012 年较 2011 年下降了 1.8 个百分点。但 2014 年前三季度公司毛利率出现了企稳回升的态势，为 45.72%。公司毛利率下降与两个因素有关，一是公司产品由于技术进一步成熟等因素，价格有所下降，另一个是由于公司在全抛印刷釉中，淋釉全抛釉的占比不断提升，2011 年到 2012 年是从无到有，12 年比例为 33%，13 年提升至 63%，14 年前三季度达到 86%。淋釉全抛釉的毛利率水平低于全抛印刷釉中的另两个品种，这也是公司综合毛利率降低的原因。公司各类产品的价格多数处于下降趋势，然而公司毛利率的下降幅度小于公司产品价格的下降幅度。这一方面是由于公司产品原材料价格有所下降，一方面是产能利用率的提高，技术水平的提高降低了成本。

随着公司产品结构中陶瓷墨水这种毛利率较高的产品的占比逐渐提高，原有产品结构逐渐稳定，以及公司不断推出新产品对冲老产品毛利率下降等因素，我们判断公司的毛利率有望触底回升。

图 11：公司各产品毛利率

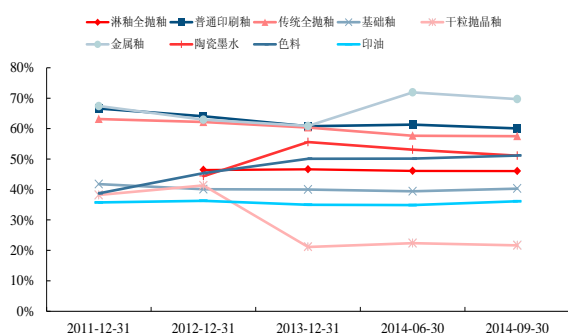
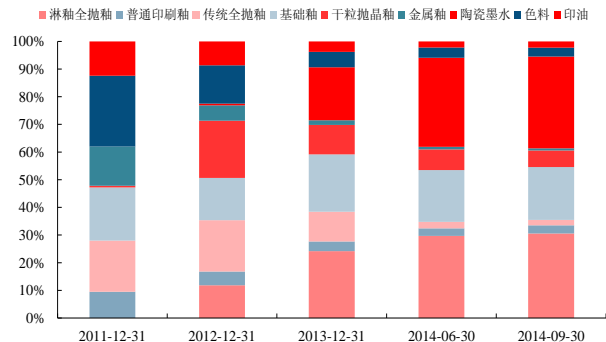


图 12：公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部



表 1: 公司各类产品的价格情况 单位: 元

	2014 年 1-6 月	2013	2012	2011
基础釉	3045.46	3079	3098	3208
全抛印刷釉质	4383.89	5155	6721	8978
淋釉全抛釉	4118	4358	5160	
传统全抛釉	6595	7363	7715	8482
印刷釉	7490	7821	8824	10127
陶瓷墨水	86004	110946	158795	
干粒抛晶釉	5073	5199	5855	6410
金属釉	23734	18046	19245	23983
釉用色料	59169	61896	65461	61761
印油	8088	8386	8823	8377

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研发部

应收账款周转率基本稳定, 经营活动现金流有待改善

公司 2011、2012 和 2013 年的应收账款周转率分别为 3.89、3.87 和 4.15, 基本较为稳定。行业的结算周期一般为 2-4 个月, 公司的应收账款一般为 3 个月的销售额。公司过去 3 年的经营活动现金流量净额仅 2012 年为正, 其余年份为负。主要是公司需要持续补充营运资金, 以支持公司不断扩大业务规模。随着公司在销售中逐步建立主导地位, 或公司的业务规模维持在一定的稳定水平, 公司经营活动产生的现金流量净额将有明显的增长。

募投项目使得产能翻番, 需求前景乐观

道氏技术本次拟发行 1625 万股, 融资 3.33 亿元, 本次募集资金投资项目均围绕公司主营业务进行, 投资重点是扩大基础釉、全抛印刷釉、陶瓷墨水等公司主导产品的生产能力, 以满足公司经营规模不断扩大的需要, 提高和强化公司在市场中的领先地位。此外, 本次募集资金还安排了一部分用于建设公司的研发中心, 以提高公司的研发水平。本次募集资金投资项目包括五个, 详见下表。

表 2: 公司募投项目产能及投资

	预计投资 (万元)	项目主要产品
成釉扩能项目	12270	年产基础釉 2 万吨、全抛印刷釉 2.5 万吨
陶瓷墨水项目	5231	年产陶瓷墨水 1000 吨
陶瓷喷墨打印用墨水生产项目二期	7118	年产陶瓷墨水 1500 吨
成釉扩能项目二期	4799	年产基础釉 1 万吨、全抛印刷釉 1 万吨
研发中心项目	3893	提高研发水平等
合计	33311	

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研发部

公司目前基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水的产能分别为 2 万吨、2.7 万吨和 1000 吨, 募投产能达产后可以达到 5 万吨、6.2 万吨和 2500 吨。分别增长 150%、130%和 150%。



基础釉是瓷质釉面砖生产中的必需原料，用量较大，传统上是建筑陶瓷企业自行生产，但是随着陶瓷行业社会化分工的深化，基础釉生产专业化进程加快。公司在基础釉方面积累了丰富的经验，有较强的现场技术服务能力，产品稳定性高，同时部分使用公司陶瓷墨水产品的企业未来提高陶瓷喷墨砖的优品率也选用了公司的基础釉产品，目前公司基础釉产品已经超负荷运行，需要扩充产能

全抛釉砖集抛光砖、瓷质釉面砖和瓷片三种产品的优势于一体是市场热点产品。市场对全抛印刷釉的需求快速增加，公司是最早生产全抛釉的企业之一，与东鹏、金意陶、新明珠等建立了紧密的合作关系，先发优势明显。公司目前在开发厚抛釉，大大提高了全抛釉砖的平整度、光泽度和厚重感，随着厚抛釉砖逐渐走向市场，公司全抛釉的销售规模将显著增长。随着募投产能的逐渐释放，公司有足够的市场营销能力消化全抛印刷釉的新增产能。

喷墨技术是陶瓷行业的第三次技术革命，优点包括个性化生产、图案清晰逼真、生产效率高、物耗水平低等。欧洲陶瓷喷墨已经成为主流，国内市场将进入爆发期。公司在陶瓷墨水方面的领先优势明显。公司产品较进口墨水保质期更长，性价比更优且能够提供周到的现场服务，因此将极大的推动陶瓷墨水的进口替代。将较为顺利的消化募投产能。

表 3：公司当前产能与募投产能达产后对比

	2013 年末产能	募投达产后产能
基础釉	2 万吨	5 万吨
全抛印刷釉	2.7 万吨	6.2 万吨
陶瓷墨水	1000 吨	2500 吨

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

投资评价和建议

公司下游需求受益于建筑陶瓷需求稳定增加、行业专业化推进、瓷质釉面砖占比提升、陶瓷喷墨技术的推广和陶瓷墨水进口替代过程的推进而持续增加，在行业集中度的提高过程中，公司釉面材料研发与生产、产品开发和综合技术服务“三位一体”的经营模式和公司的技术、规模和人才优势，将使得公司保持较好的增长。我们预计公司 2014 年收入 4.16 亿元，归属于母公司的净利润 8190 万元，基本每股收益 1.26 元。按照 20~25 倍 PE 测算，上市合理价格在 25.2-31.5 元。

重要财务指标	单位:百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
主要财务指标				
营业收入	319.27	416.15	486.38	570.34
同比(%)	46.23%	30.35%	16.88%	17.26%
归属母公司净利润	60.24	81.90	101.42	120.17
同比(%)	36.54%	35.97%	23.83%	18.49%
毛利率(%)	45.53%	45.60%	45.78%	45.81%
ROE(%)	26.20%	10.54%	7.57%	8.40%
每股收益(元)	0.93	1.26	1.56	1.85



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5年建材行业从业经历，14年证券行业研究经历。2013年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，建筑建材行业研究员。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

简佳 021-68821631 jianjia@csc.com.cn

李孟江 021-68821619 limengjiang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号8楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622