

首次覆盖
 投资评级 优于大市

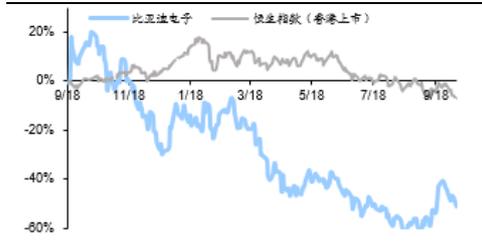
推陈出新，拐点显现

股票数据

10月9日收盘价(港元)	9.83
52周股价波动(港元)	7.74-25.81
总股本/流通港股(百万股)	2253/2253
总市值/流通市值(百万港元)	22147/22147

相关研究

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.95	11.53	1.11
相对涨幅(%)	12.80	19.13	9.77

资料来源: 海通证券研究所

分析师:周旭辉

Tel:(021)23210907

Email:zxh12382@htsec.com

证书:S0850518090001

分析师:张向伟

Tel:(021)23154141

Email:zxw10402@htsec.com

证书:S0850517070011

投资要点:

- **手机机壳行业: 材质创新引领行业周期。**我们认为手机机壳行业是周期波动叠加技术创新的行业, 技术引领者先享受技术红利带来的高利润率, 随着竞争加剧带动利润率下滑, 直到价格降至落后企业的现金成本, 于是老产品利润率见底; 与此同时, 新产品在不断迭代, 技术引领者在创新的过程中享受新产品的红利, 新产品也随之进入下一轮周期。
- **毛利率是公司景气度的最核心指标。**通过回溯过去 10 年比亚迪电子股价趋势, 我们发现毛利率的变动最能够反应公司股价的周期性波动。历史上两轮股价大幅上涨(2012.08-2015.05 和 2016.02-2017.10)均伴随着毛利率的显著改善。
- **玻璃出货快速提升+金属机壳毛利率企稳, 下一轮景气周期已在途中。**我们认为: 1) 公司玻璃产能在逐渐爬坡, 玻璃+中框出货有望快速提升, 同时带动公司整体毛利率的提升; 2) 金属机壳产品毛利率有望于下半年企稳, 同时公司 CNC 设备效率和自动化率都在提升。玻璃业务推进叠加金属机壳业务毛利率企稳, 我们预计公司下一轮的高景气周期已经开始。
- **景气周期有望持续较长时间。**我们认为本轮景气周期已经开启, 并有望持续, 主要源于: 1) 公司 3D 玻璃业务产能利用率将持续提升, 公司 3D 玻璃产能在汕头达产后将达到 80 万片/天, 出货量有较大的提升空间; 2) 3D 玻璃机型将逐步由高端向中端渗透; 3) 5G 引领的换机潮已经临近。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 25.40、29.06 和 33.27 亿元, 同比增速分别为-1.73%、+14.42%和+14.46%; 分别实现每股收益 1.13、1.29 和 1.48 元; 结合同业估值和公司增速, 我们认为公司合理 PE 估值区间为对应 2018 年 10-12X, 对应 11.30-13.56 元/股, 按照 1 港元=0.88 元人民币估算, 对应合理价格区间为: 12.84-15.41 港元/股, 首次覆盖, 给予优于大市评级。
- **风险提示:** 1) 公司 3D 玻璃业务客户导入速度不及预期; 2) 金属机壳景气度下降, 价格进一步下探; 3) 5G、无线充电等推进速度不及预期; 4) 智能手机出货量持续下降。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	36980.05	39151.39	42207.50	46405.25	51030.78
(+/-)YoY(%)	25.32%	5.87%	7.81%	9.95%	9.97%
净利润(百万元)	1233.49	2584.87	2540.04	2906.40	3326.76
(+/-)YoY(%)	35.83%	57.07%	-1.73%	14.42%	14.46%
全面摊薄 EPS(元)	0.55	1.15	1.13	1.29	1.48
毛利率(%)	7.62%	11.00%	10.35%	10.57%	10.79%
净资产收益率(%)	11.06%	19.93%	15.69%	15.76%	15.82%

资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资要点:

一、投资评级及估值

我们预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 25.40、29.06 和 33.27 亿元,同比增速分别为-1.73%、+14.42%和+14.46%;分别实现每股收益 1.13、1.29 和 1.48 元;结合同业估值和公司增速,我们认为公司合理 PE 估值区间为对应 2018 年 10-12X,对应 11.30-13.56 元/股,按照 1 港元=0.88 元人民币估算,对应合理价格区间为:12.84-15.41 港元/股,首次覆盖,给予优于大市评级。

二、关键假设

- 1) 玻璃业务规模:已经进入收获期,日产能在汕头达产后将达到 80 万片/天,我们预计公司玻璃+少量陶瓷业务 2018 年全年有望贡献收入超过 20 亿元,2019 年随着玻璃客户的导入和产能利用率的提升,收入有望再度翻番;
- 2) 玻璃业务毛利率:我们预计 2018 年玻璃业务毛利率将至少在 20%以上,进而推动公司整体毛利率的企稳回升;2019 年随着产能利用率提升和良率改善,毛利率仍将维持高位;
- 3) 金属机壳业务收入:我们预计 2018 年公司金属机壳出货量将保持快速增长,价格下跌下,销售额仍有望较快增长;2019 年 3D+金属中框的趋势以及手机向大厂商集中的趋势下,公司金属机壳业务仍有望维持一定增长;
- 4) 金属机壳毛利率:2018 年上半年毛利率有一定下降,但我们预计二季度的价格下小厂商已经难以盈利,因而价格有望在下半年企稳;同时公司 CNC 效率也在提升,会提振毛利率;

三、我们的主要观点

- 1) 手机机壳行业为强周期行业,材质变迁引领行业景气周期,带动机壳价格、毛利率及相关公司股价波动。新材料的逐步导入会带来一定时间的“红利窗口”;
- 2) 景气度周期的核心指标是毛利率。比亚迪电子过去 10 年股价走势和 PEttm 与毛利率有很强的一致性,历史上两个股价表现最好的阶段都是伴随着毛利率的改善;
- 3) 比亚迪电子下一轮景气周期已经到来,且会持续较长时间。1) 公司 3D 玻璃业务产能利用率将持续提升,公司 3D 玻璃产能在汕头达产后将达到 80 万片/天,我们预计出货量有较大的提升空间;2) 3D 玻璃机型将逐步由高端向中端渗透;3) 5G、无线充电、OLED 等都有望在 19 年形成新的催化。
- 4) 玻璃机壳之后,陶瓷是最可能的下一个大规模应用的材质,下一轮景气周期由陶瓷引导,时间点仍需观察主流厂商旗舰机的应用情况及成本下降速度,但我们认为比亚迪电子仍会是最主流供应商之一。

四、我们认为比亚迪电子的股价催化剂

- 1) 玻璃机壳在主流机型的应用提速和公司订单放量;
- 2) 5G 商用、无线充电、OLED 等推进超预期;
- 3) 智能手机行业景气度的企稳回暖。

五、风险提示

- 1) 公司 3D 玻璃业务客户导入速度不及预期;

- 2) 金属机壳景气度下降, 价格进一步下探;
- 3) 5G、无线充电等推进速度不及预期;
- 4) 智能手机出货量持续下降。

目 录

1. 比亚迪电子: 手机机壳制造领军企业	7
2. 手机机壳: 材质变迁引领行业周期, 毛利率是景气度核心指标	8
2.1 材质变迁引领行业周期, 带动产业及盈利景气度周期性变化	8
2.2 景气度周期的核心指标: 毛利率	9
3. 3D 玻璃产品出货提升&金属材质毛利率见底有望推动公司迎来下一轮景气周期	12
3.1 比亚迪电子“3D 玻璃+中框”业务推进有望推升公司毛利率	12
3.1.1 3D 玻璃已导入主流旗舰手机, 5G、OLED、无线充电加速 3D 玻璃渗透	12
3.1.2 3D 玻璃技术难度大、初始投资高, 有望维持较长时间红利窗口	14
3.1.3 比亚迪电子: 3D 玻璃具备较强竞争优势, 有望提振公司毛利率	14
3.2 金属机壳业务毛利率有望于 2018 下半年企稳	15
3.2.1 3D 玻璃+中框的结构仍会使金属结构件市场保持一定市场景气度	15
3.2.2 量: 手机出货向大厂商集中&3D 玻璃+金属中框解决方案将推动比亚迪等大厂商份额提升	15
3.2.3 毛利率: 金属机壳毛利率有望企稳, 效率提升有望推动盈利能力回暖	15
3.3 3D 玻璃+中框推动下的景气周期有望持续较长时间, 陶瓷机壳接棒下一个周期	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	17
财务报表分析和预测	18

图目录

图 1	公司主营手机零部件及模组、组装服务等业务	7
图 2	公司 2018 年 H1 各业务收入, 亿元	7
图 3	公司近年收入及净利润情况	7
图 4	全球智能手机出货量平稳	8
图 5	中国智能手机出货量	8
图 6	材质变迁驱动手机壳行业的强周期性	8
图 7	比亚迪电子年折旧摊销与净利润相当	9
图 8	比亚迪电子年 Capax 与经营现金流净额相当	9
图 9	比亚迪电子年研发费用较高	9
图 10	比亚迪电子股价波动与毛利率的波动趋势一致性较强(深蓝色线为比亚迪电子股价涨幅, 蓝色为相对恒生指数涨幅)	10
图 11	比亚迪电子毛利率与 Pettm 变化趋势比较: 两者一致性较强(收盘价单位: 港元/股)	11
图 12	影响因素: 手机零部件占比对公司毛利率有一定影响	11
图 13	历代 Iphone 材质变化趋势: 塑胶-玻璃-金属-玻璃+金属中框	12
图 14	主流品牌旗舰手机多采用 3D 玻璃后盖+金属中框设计	13
图 15	3D 玻璃加工程序	14

表目录

表 1	智能手机厂商出货量集中度提升.....	15
表 2	2018 年上半年主要金属机壳厂商毛利率均出现下滑（比亚迪电子、通达集团为整体毛利率）.....	16
表 3	可比公司估值表.....	17

1. 比亚迪电子：手机机壳制造领军企业

2002年，比亚迪手机零部件及模组部门开始运营，2007年，比亚迪电子从比亚迪股份分拆出来并于香港联交所上市。

比亚迪电子是全球领先的电子产品制造服务商，主营电子产品金属结构件、塑胶结构件、3D玻璃、陶瓷、充电器、锂电池 Pack 等零部件制造及电子产品整机设计、测试、组装等业务，产品覆盖消费电子、汽车电子、工业电子、IoT 等行业。

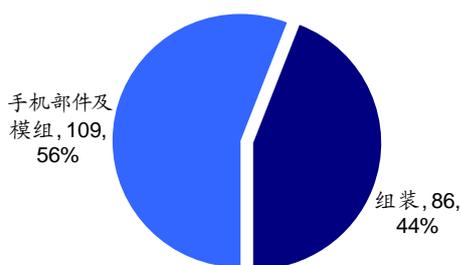
图1 公司主营手机零部件及模组、组装服务等业务



资料来源：公司官网，海通证券研究所

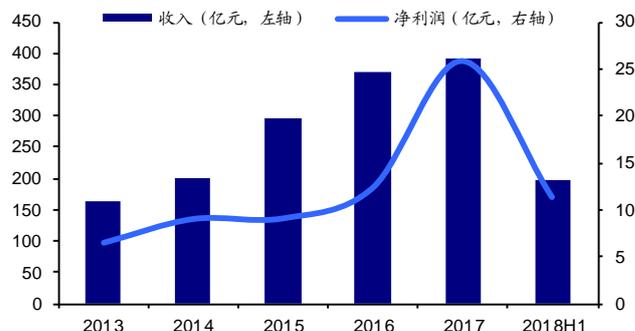
2018年上半年，公司实现营业收入195亿元，其中手机部件及模组实现收入109亿元，占比56%；组装服务业务实现收入86亿元，占比44%。公司实现归属上市公司股东净利润11.35亿元。

图2 公司2018年H1各业务收入，亿元



资料来源：wind，海通证券研究所

图3 公司近年收入及净利润情况



资料来源：wind，海通证券研究所

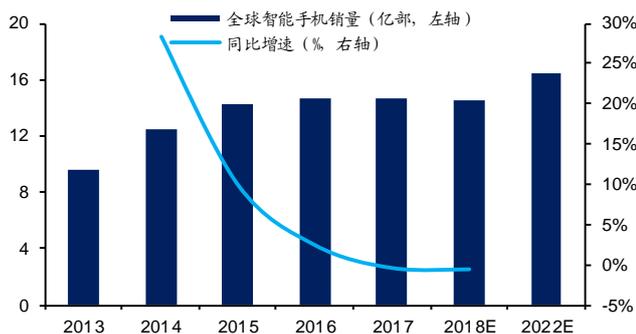
2013年至今，整体上，公司营收持续较快增长，而净利润受到产品结构及毛利率等影响，在2013-2016年平稳，2017年由于毛利率提升，净利润大幅增长至25.8亿元。

2. 手机机壳：材质变迁引领行业周期，毛利率是景气度核心指标

2.1 材质变迁引领行业周期，带动产业及盈利景气度周期性变化

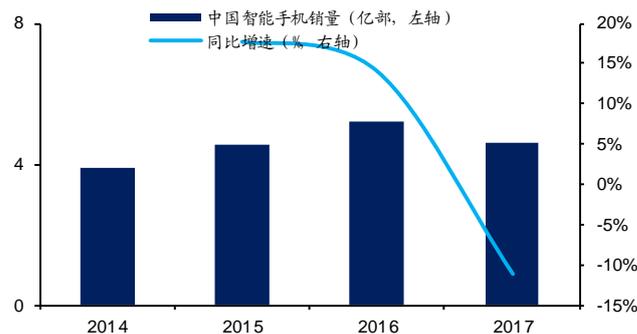
我们认为智能手机行业发展已经进入到平稳阶段，2017年，全球智能手机出货量14.62亿部，同比下降0.5%；2018年Q2，全球智能手机出货量3.42亿部，同比下降1.8%。

图4 全球智能手机出货量平稳



资料来源：IDC，海通证券研究所

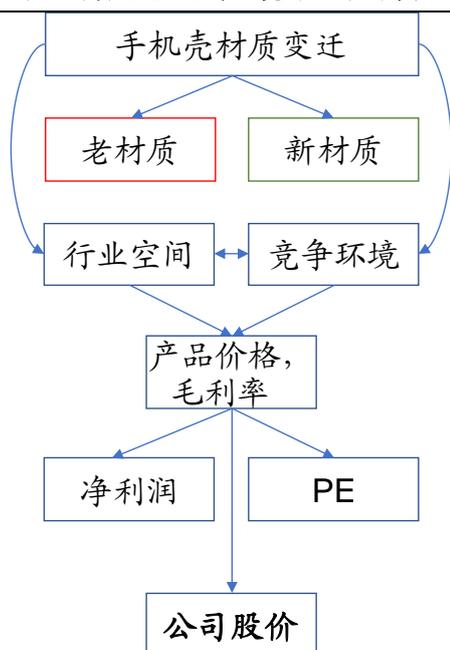
图5 中国智能手机出货量



资料来源：信息通信研究院，海通证券研究所

与智能手机出货量平稳不同，我们认为手机机壳行业是周期波动叠加技术创新的行业，技术引领者先享受技术红利带来的高利润率，随着竞争加剧带动利润率下滑，直到价格降至落后企业的现金成本，于是老产品利润率见底；与此同时，新产品在不断迭代，技术引领者在创新的过程中享受新产品的红利，新产品也随之进入下一轮周期。周期波动幅度和时间持续长度取决于新材料的技术难度、研发周期、初始投资大小以及在手机机壳的渗透率提升的速度。

图6 材质变迁驱动手机壳行业的强周期性



资料来源：海通证券研究所

手机壳行业是强周期行业

- 1) 材质技术更新&变迁、材质渗透率是核心驱动因素；
- 2) 重资产和大初始投资；
- 3) 标准化程度强，导致竞争激烈，价格战可能出现；
- 4) 新技术导入过程中，初始良率较低，需要持续技术改进和研发推进良率提升，提升毛利率。

行业特性：重资产、大初始投入以及高标准等特征导致行业老产品竞争较为激烈，而新材料的红利推动行业景气度阶段性变化。

1) 重资产, 大初始投资和较高研发费用

手机壳行业为重资产行业, 初始研发和设备投资比较重, 以比亚迪电子为例, 公司每年的折旧与摊销与净利润相当; 且每年资本性开支与经营性现金流净额相当, 如 2015 年资本性开支高达 31 亿元, 现金流净额 34 亿元。

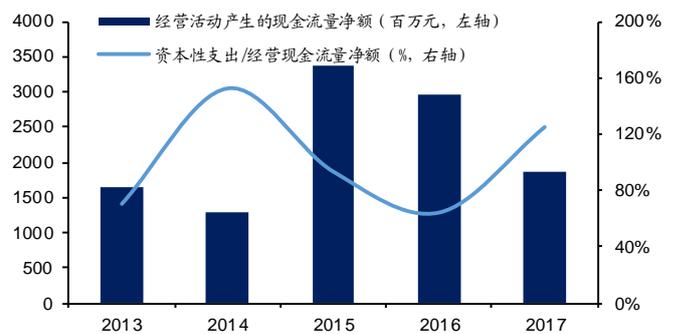
该特征意味着虽然手机壳制造行业不像光伏行业的强后发优势, 但是材质的改变可能导致原有产线的价值大幅缩水 (除非能够通用), 例如比亚迪电子对于设备折旧采用了 5 年的折旧周期。

图7 比亚迪电子年折旧摊销与净利润相当



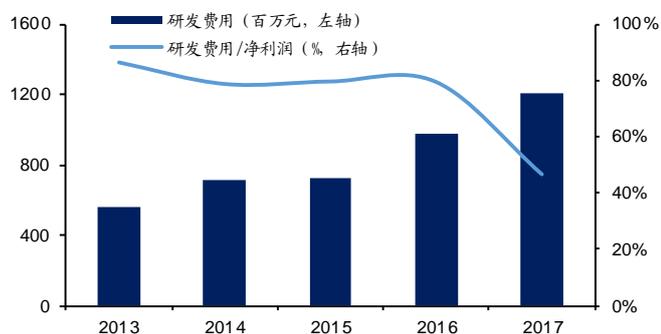
资料来源: wind, 海通证券研究所

图8 比亚迪电子年 Capax 与经营现金流净额相当



资料来源: wind, 海通证券研究所

图9 比亚迪电子年研发费用较高



资料来源: wind, 海通证券研究所

2) 较高标准化是行业周期性的另一原因

手机壳制造行业核心工艺如压铸、热弯等, 相对标准化, 虽然各个手机厂商的手机壳样式和结构不一, 但核心的制造工序趋同, 可以通过参数调节等达到需要的要求。

高标准化也加剧了手机壳制造行业周期性波动, 在材质变化或者行业规模变化下, 容易导致机壳制造商的激烈竞争和价格的变动。

2.2 景气度周期的核心指标: 毛利率

手机壳制造行业周期性较强, 景气度体现在两个方面: 1) 行业需求空间的变化, 取决于整体手机行业出货量的情况以及相应材质的渗透率; 2) 产品单价的波动和单个盈利的波动。结合图 10, 景气性变动会带来两个方面的变化: 1) 利润波动; 2) 市场对于公司的偏好和认可程度, 体现在 PE 估值的大小。

经过我们研究比对,我们认为毛利率能够非常好的反应行业景气度,也能够综合反映出新产品的导入进度、老材质产品的盈利能力等,进而与公司股价趋势比较协同。

1) **相比于收入和利润:** 毛利率指标更能体现行业的竞争状况,且从 PE 估值的主流体系来看,毛利率对于 PE 的指引更为贴合和直观;毛利率的缺点在于较难反应公司盈利的“绝对值”,对于长期股价和市值波动难以很好体现,但在较短期的周期性波动中该影响会大幅降低;

2) **相比于产品单价:** 特定材质手机壳行业不断成熟和规模提升下,产品价格下降是大的趋势,更需要观察的是价格下降的幅度和速度;毛利率也能够反应出企业良率提升等带来的成本的下降。

图10 比亚迪电子股价波动与毛利率的波动趋势一致性较强 (深蓝色线为比亚迪电子股价涨幅, 蓝色为相对恒生指数涨幅)



资料来源: wind, 海通证券研究所

回顾比亚迪电子历史股价表现,周期性非常强,股价的波动与毛利率波动比较吻合: 毛利率变动会带来利润和 PE 估值倍数的双重叠加。

历史上两个阶段股价表现最好:

1) 2012年8月-2015年5月,股价底部1.34港元/股开始反弹,最高超过13港元/股,近10倍左右的反弹幅度。这一反弹背景是公司毛利率由26.5%不断下降至8.4%之后的第一次较大幅度的提升,我们认为毛利率提升在推动盈利改善的同时,也推动了市场对于公司信心的回暖, Pcttm 也由底部的6倍左右升至最高24倍以上;

进一步剖析该阶段的背景,正好也是金属手机部件逐步导入的阶段(2012年 iPhone 5 发布,采用金属+玻璃混合面板后盖), 比亚迪电子 2012 年开始进入金属外壳市场, 2013 年开发出塑胶与金属混融技术(PMH),大幅改善传统金属部件信号接收水平, PMH 技术也推动公司收入和盈利能力的提升。

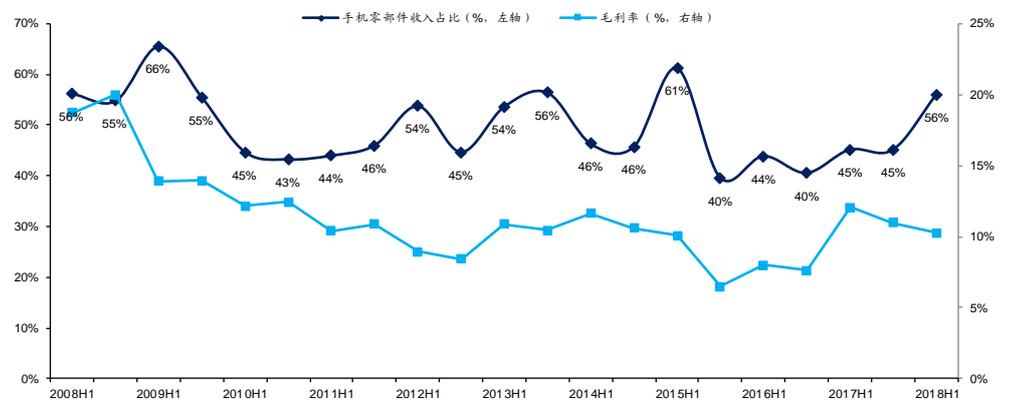
2) 2016年2月-2017年10月的两轮连续上涨,股价由最低2.81港元/股上涨至最高25.81港元/股。2015年,公司毛利率下降至6.5%的低位(部分源于组装业务占比提升,但毛利率下降幅度仍过于明显),股价最低下跌至2.81港元/股, Pcttm 下跌至6倍左右; 2016年毛利率企稳回升,股价和估值 Pcttm 也开始回升, 2017年上半年,公司毛利率大幅提升至12.1%,股价大幅上涨,并在10月份达到历史高位25.81港元/股, PEttm 也达到24倍左右。

图11 比亚迪电子毛利率与 Pcttm 变化趋势比较：两者一致性较强（收盘价单位：港元/股）


资料来源：wind，海通证券研究所

其他影响因素：手机零部件占比对毛利率有部分影响

上述毛利率均以公司整体毛利率为参照，由于手机零部件业务毛利率远高于组装业务（低个位数毛利率），因而手机零部件业务收入占比的波动也会导致毛利率的变化。但一方面手机零部件占比除个别时期外波动一般较小；另一方面公司订单中也有部分组装和零部件业务打包订单，存在相互影响。因而我们认为收入结构变动虽有一定影响，但相对较小。

图12 影响因素：手机零部件占比对公司毛利率有一定影响


资料来源：wind，海通证券研究所

3. 3D 玻璃产品出货提升&金属材质毛利率见底有望推动公司迎来下一轮景气周期

3.1 比亚迪电子“3D 玻璃+中框”业务推进有望提升公司毛利率

3.1.1 3D 玻璃已导入主流旗舰手机，5G、OLED、无线充电加速 3D 玻璃渗透

iPhone 是智能手机时代的开创和引领者，其新机型的发布都会引发众多厂商的跟随，2009 年 iPhone 3GS 发布，采用塑料材质的后盖，此后在最为经典的 iPhone 4/4s 上采用玻璃背板+铝边框，经过 5/5s-7 代 iPhone 的铝合金为主体的后盖后，自 iPhone 8 和 iPhone X 切换回玻璃+金属中框。

图13 历代 iPhone 材质变化趋势：塑胶-玻璃-金属-玻璃+金属中框

2009	2010	2012	2014	2016	2017	2018
iPhone 3GS	iPhone 4/4S	iPhone 5/5S	iPhone 6/6S	iPhone 7	iPhone 8/X	XS/XR/XSM
						
塑料材质	玻璃背板+铝边框	铝合金+上下玻璃	铝合金+信号带	一体化铝合金机身	双面玻璃+金属中框	玻璃+金属中框

资料来源：Apple 官网，海通证券研究所

目前主流的智能手机品牌华为、VIVO、OPPO、小米、三星等的旗舰版手机大多已经采用了 3D 玻璃后盖+金属中框的结构（部分中端手机也采用了这种结构，但比例要小一些），可见在成本敏感性稍低的情况下，3D 玻璃后盖+金属中框对于提升智能手机的外观、使用体验等方面有一定的改善。

图14 主流品牌旗舰手机多采用 3D 玻璃后盖+金属中框设计


资料来源：华为、小米、OPPO、VIVO、苹果、三星官网，海通证券研究所

良好的手感、外观以外，3D 玻璃渗透率驱动因素还主要有：

1) 5G 的推进会推动玻璃后盖对于金属后盖的替代

5G 分为低频和高频两个频段，低频频段和现有 4G 频段接近，仍可能通过增加少量天线的设计满足应用；但是在效率更高的高频频段，通信波长毫米级，对于金属非常敏感，金属会直接对信号造成屏蔽作用。因而在 5G 的高频频段下，金属后盖不再是一种好的选择。结合美观、使用体验等来看，玻璃和陶瓷后盖是大的替代趋势。

根据此前国际运营商公布的 5G 商用计划，多数将商用时间定在 2020 年，如中国、日本、欧洲大部分城市，而美国、韩国多个运营商希望在 2019 年实现 5G 的商用。手机产品基本对各国销售采用相同的模具和设计，因而我们认为手机厂商在 2019 年有望开始逐步推进金属后盖的替代，中高端将利好玻璃、陶瓷的渗透（陶瓷成本仍高，因而玻璃受益更大），低端塑胶仍可满足需求。

2) OLED 和全面屏：3D 玻璃和曲面屏幕贴合更完美

我们认为柔性 OLED 对于 LCD 会逐步替代，而这需要玻璃盖板进行贴合，3D 玻璃能够较好实现这一点，2.5D 玻璃由于仅在边缘端曲面，效果较差。但这方面需求主要在正面盖板（比亚迪电子 3D 玻璃主要面向后盖板）。

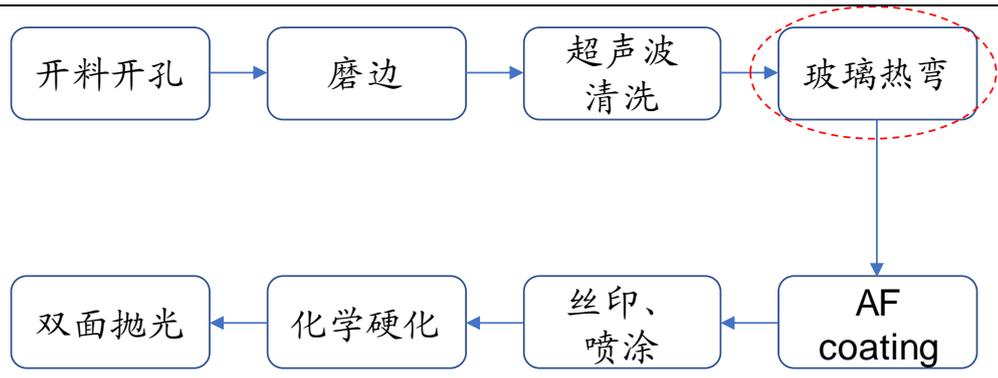
3) 无线充电：推动对于金属后盖的替代

无线充电的主流技术是感应耦合方式，而金属后盖对于场具有屏蔽和吸收作用，会大幅降低无线充电速度，因而我们认为在无线充电渗透率逐步提升下，玻璃等材质对金属后盖的替代会逐渐推进。

3.1.2 3D 玻璃技术难度大、初始投资高，有望维持较长时间红利窗口

3D 玻璃的加工工艺较长，包括开料、磨边、清洗、热弯等，与 2D 和 2.5D 玻璃加工相比，3D 玻璃热弯环节难度非常大，也是制约 3D 玻璃产业发展最关键技术。热弯的处理很大程度上决定了 3D 玻璃的良率，进而影响产品的成本。目前热弯机技术主要掌握在韩国 DTK 和 JNT 以及台湾盟立手中，国内厂商方面比亚迪具备自主生产热弯机的能力。

图15 3D 玻璃加工程序



资料来源：模切网，海通证券研究所

热弯等程序的高技术门槛以及较大的初始投资，造就了行业的较高壁垒。我们认为，1) 这种高壁垒会导致行业竞争相对缓和；2) 3D 玻璃行业仍在发展较早期，仍会有创新持续出现，从而会给早期介入 3D 玻璃领域以及有技术能力的厂商带来较长时间的“盈利红利”期。

3.1.3 比亚迪电子：3D 玻璃具备较强竞争优势，有望提振公司毛利率

比亚迪电子在 3D 玻璃领域进入较早，已投入大量研发，突破了从热弯、抛光、贴合到镀膜的全流程技术工艺，并且实现了关键设备热弯机的自制和重要材料 PET 膜的自主生产，且公司自制热弯机单台价格较韩国主流厂商价格要便宜一半以上，成本优势非常显著。

1) 2017 年下半年，公司 3D 玻璃已经开始量产。目前公司拥有惠州、汕头两大 3D 玻璃生产基地，日产能将在汕头达产后达到 80 万片以上。

2) 比亚迪电子从金属机壳市场扩展至 3D 玻璃市场，是手机机壳供应商中少有的具备“3D 玻璃机壳+金属中框”的公司，能够一站式完成手机客户的要求，我们认为这也会为公司在 3D 玻璃机壳订单的获取中带来很大优势。

根据公司官方公众号新闻，公司在玻璃后盖 (+金属中框) 领域已经成为小米 8、华为荣耀 9i&8X&麦芒 7、VIVO X23 等众多主流厂商部分机型的供应商。公司与华为、小米、VIVO 等具有多年的良好合作关系，公司 3D 玻璃产能瓶颈已解除，我们预计未来比亚迪电子 3D 玻璃有望在几个主流厂商拿下更多份额。

3D 玻璃市场壁垒较高、竞争相对金属机壳要相对缓和，主流的厂商包括蓝思科技、伯恩、比亚迪电子三家。蓝思科技手机防护玻璃产品毛利率一直在 20% 以上，2017 年全年毛利率甚至高达 28%。我们认为比亚迪电子 3D 玻璃产品的放量将提振公司整体毛利率和盈利能力。

3.2 金属机壳业务毛利率有望于 2018 年下半年企稳

3.2.1 3D 玻璃+中框的结构仍会使金属结构件市场保持一定市场景气度

我们认为玻璃机壳渗透率的提升是大势所趋，但是出于结构支撑和防水等考虑，玻璃+金属中框将会成为主流的框架结构，这与金属机壳替代塑胶材质机壳将完全不同。

金属机壳产品原材料占比比较小，其主要的价格核算依据是产品的“加工时间”，虽然金属中框相较后盖在材料上要更少，但是其加工精度和难度要高于后盖，因而产品价格也要高于后盖。这就意味着玻璃+金属中框的结构在金属结构件上的价值量比单独的金属后盖还要高，因而我们认为玻璃对于金属机壳的替代并不会较大影响金属机壳市场的需求空间（不考虑其他如价格因素等，单纯考虑替代）。

3.2.2 量：手机出货向大厂商集中&3D 玻璃+金属中框解决方案将推动比亚迪等大厂商份额提升

智能手机行业出货量整体小幅下滑的背景下，大厂商出货量和份额在提升。2016 年，三星、苹果、华为、OPPO、小米五家厂商出货量占比达到 55.7%，2017 年五家占比提升至 60.6%，2018 年上半年，进一步提升至 66.6%。

表 1 智能手机厂商出货量集中度提升

	2016 年出货量, 亿部	市场份额	2017 年出货量, 亿部	市场份额	2018H1 出货量, 亿部	市场份额
三星	311.4	21.2%	317.3	21.6%	149.7	22.1%
苹果	215.4	14.6%	215.8	14.7%	93.5	13.8%
华为	139.3	9.5%	153.1	10.4%	93.5	13.8%
OPPO	99.4	6.8%	111.8	7.6%	53.3	7.9%
小米	53	3.6%	92.4	6.3%	59.9	8.9%
其他	652.1	44.3%	577.7	39.4%	226.1	33.4%
合计	1470.6	100.0%	1468.1	100.0%	676	100.0%

资料来源：IDC，海通证券研究所

我们认为，智能手机份额向大厂商集中，对于手机零部件供应企业来讲，也会使上游的手机零部件供应链趋于集中化，会更利于大型手机壳制造商，特别是比亚迪电子等在华为、小米、三星等大型厂商份额较高的供应商。

同时，我们认为“3D 玻璃+金属中框”解决方案渗透率的提升，也会带动具有“3D 玻璃+金属中框”生产能力的企业在金属中框领域份额的进一步提升，如比亚迪电子等公司，而仅具备金属机壳生产能力的厂商，在 3D 玻璃趋势下会更为艰难。

3.2.3 毛利率：金属机壳毛利率有望企稳，效率提升有望推动盈利能力回暖

2012 年 iPhone 5 发布，采用金属+玻璃混合面板后盖，开始引领金属材质的崛起。根据 IDC 数据，2014 年全球智能手机金属机壳渗透率为 14%，2016 年快速增长至 37.4%。

经过多年的发展应用，金属机壳领域技术已经趋于成熟，导致技术、产品创新趋缓，同时由于行业竞争加剧、智能手机市场增速放缓等原因，金属机壳业务毛利率在 2018 年上半年出现一定下降。

表 2 2018 年上半年主要金属机壳厂商毛利率均出现下滑（比亚迪电子、通达集团为整体毛利率）

项目	2017H1		2018H1	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率
比亚迪电子	12.06%	7.46%	10.29%	5.75%
通达集团	25.41%	8.16%	23.10%	9.76%
长盈精密	26.32%	6.99%	22.07%	1.62%

资料来源：wind，海通证券研究所

我们认为公司金属机壳毛利率有望在下半年企稳，主要源于：

1) 2018 年上半年，金属机壳价格下跌较多，导致金属机壳相关公司毛利率迅速下滑，我们认为二季度价格已经下降至相对底部位置，进一步下探的概率和空间都不大；

2) 比亚迪电子持续推进精细化管理和自动化升级，CNC 设备生产效率和利用率在不断提升，金属机壳生产制造是重资产行业，折旧占比比较重，我们认为生产效率的改善会比较显著的提振毛利率；

3) 公司 CNC 生产制造设备为自己打造，会计处理中按照 5 年折旧，公司自 2013 年左右开始在 CNC 设备上持续投资，早期投资的设备已经开始完成折旧，这会持续降低公司在未来一段时间金属机壳领域的折旧压力。

3.3 3D 玻璃+中框推动下的景气周期有望持续较长时间，陶瓷机壳接棒下一个周期

我们认为比亚迪电子有望迎来新一轮的景气周期：1) 公司自 2018 年下半年 3D 玻璃+中框出货量将快速提升；2) 金属机壳业务在下半年毛利率企稳。

我们认为本轮景气周期持续窗口会比较长，主要源于：1) 公司 3D 玻璃业务产能利用率将持续提升，公司 3D 玻璃产能在汕头达产后将达到 80 万片/天，出货量有较大的提升空间；2) 3D 玻璃机型将逐步由高端向中端渗透；3) 5G、无线充电、OLED 等推动换机潮。

未来的周期性的景气度高度和持续性受到三个因素的影响：

1) 公司 3D 玻璃产品在客户导入的速度和份额；

2) 市场竞争环境：价格、毛利率的变化；目前来看，我们认为 3D 玻璃市场已经形成蓝思科技、伯恩光学、比亚迪电子三巨头领军的格局，产品价格、毛利率会有较长时间的“红利期”；

3) 下游市场环境：5G、无线充电、OLED 等推进进度。这会影响到下游手机市场对于玻璃的需求，特别是中端手机当中玻璃的渗透率的提升进展。

陶瓷机壳：下一波“红利”周期

陶瓷机壳兼具玻璃机壳优异的信号性能以及金属机壳的耐摔、耐磨特性，普遍被认为是 3D 玻璃之后的下一个大规模应用的技术。目前陶瓷技术仍受制于较低良率导致的高价格。

我们认为，在本轮的 3D 玻璃导入的景气度提升周期之后，下一轮周期将会由陶瓷机壳引导，而“陶瓷周期”的时间点仍需紧密跟踪：1) 主流厂商旗舰机型使用情况；2) 供应商方面技术改进对良率的提升。

比亚迪电子具备强大的研发制造能力和资金实力，在陶瓷机壳领域已经有出货，我们相信未来若进入陶瓷周期，比亚迪电子仍会是最主流供应商之一，再度享受行业红利。

4. 盈利预测与投资建议

假设条件:

1) 玻璃业务规模: 已经进入收获期, 汕头达产后日产能达到 80 万片/天, 我们预计公司玻璃+少量陶瓷业务 2018 年全年有望贡献收入超过 20 亿元, 2019 年随着玻璃客户的导入和产能利用率的提升, 收入有望再度翻番;

2) 玻璃业务毛利率: 我们预计 2018 年玻璃业务毛利率将至少在 20% 以上, 进而推动公司整体毛利率的企稳回升; 2019 年随着产能利用率提升和良率改善, 毛利率仍将维持高位;

3) 金属机壳业务收入: 我们预计 2018 年公司金属机壳出货量将保持快速增长, 叠加价格下跌, 销售额仍有望较快增长; 2019 年 3D+金属中框的趋势以及手机向大厂商集中的趋势下, 公司金属机壳业务仍有望维持一定增长;

4) 金属机壳毛利率: 2018 年上半年毛利率有一定下降, 但我们预计二季度的价格下小厂商已经难以盈利, 因而价格有望在下半年企稳; 同时公司 CNC 效率也在提升, 会提振毛利率;

5) 组装业务: 我们认为组装业务本身比较稳健, 虽毛利率较低, 但大体量下仍会贡献稳定盈利; 同时组装业务和零部件业务形成很好的协同, 能够加速公司结构件的推进速度;

6) 三项费用率: 公司近年来营收规模快速增长, 三费率持续下降, 我们认为这种趋势仍会持续;

我们预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 25.40、29.06 和 33.27 亿元, 同比增速分别为 -1.73%、+14.42% 和 +14.46%; 分别实现每股收益 1.13、1.29 和 1.48 元; 结合同业估值和公司增速, 我们认为公司合理 PE 估值区间为对应 2018 年 10-12X, 对应 11.30-13.56 元/股, 按照 1 港元=0.88 元人民币估算, 对应合理价格区间为: 12.84-15.41 港元/股, 首次覆盖, 给予优于大市评级。

5. 风险提示

- 1) 公司 3D 玻璃业务客户导入速度不及预期;
- 2) 金属机壳景气度下降, 价格进一步下探;
- 3) 5G、无线充电等推进速度不及预期;
- 4) 智能手机出货量持续下降。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元人民币)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2018E
00698.hk	通达集团	60	0.13	0.18	0.18	7.17	5.32	4.42	0.70	1.01
02018.hk	瑞声科技	820	4.36	4.56	4.56	15.41	14.74	12.48	3.53	3.88
02382.hk	舜宇光学 科技	730	2.66	3.18	3.18	25.16	20.94	14.25	2.52	6.79
	均值					15.91	13.67	10.38	2.25	3.90

注: 市值为 2018 年 10 月 9 日收盘价计算的市值, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	39151.39	42207.50	46405.25	51030.78
每股收益	1.15	1.13	1.29	1.48	营业成本	34510.00	37455.09	41099.66	45098.60
每股净资产	6.30	7.18	8.18	9.34	毛利率%	11.00%	10.35%	10.57%	10.79%
每股经营现金流	0.81	2.04	1.90	1.81					
每股股利	0.24	0.25	0.28	0.32	营业费用	229.10	244.80	264.51	285.77
价值评估					营业费用率%	0.59%	0.58%	0.57%	0.56%
P/E	7.70	7.84	6.85	5.98	管理费用	434.02	464.28	505.82	551.13
P/B	1.59	1.40	1.23	1.08	管理费用率%	1.11%	1.10%	1.09%	1.08%
P/S	0.55	0.51	0.46	0.42	EBIT	2674.57	2692.68	3096.70	3564.35
股息率 (%)	21%	22%	22%	22%	财务费用	5.91	4.00	5.00	5.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%
毛利率	11.00%	10.35%	10.57%	10.79%	资产减值损失				
净利润率	6.60%	6.02%	6.26%	6.52%	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	18.21%	15.69%	15.76%	15.82%	营业利润	2680.48	2696.68	3101.70	3569.35
资产回报率	10.18%	9.45%	15.76%	15.82%	营业外收支	312.14	250.00	270.00	290.00
投资回报率					利润总额	2992.62	2946.68	3371.70	3859.35
盈利增长 (%)					EBITDA	4269.03	4471.24	5291.92	6176.24
营业收入增长率	5.87%	7.81%	9.95%	9.97%	所得税	407.26	406.64	465.29	532.59
EBIT 增长率	113.92%	0.68%	15.00%	15.10%	有效所得税率%	13.61%	13.80%	13.80%	13.80%
净利润增长率	109.56%	-1.73%	14.42%	14.46%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2584.87	2540.04	2906.40	3326.76
资产负债率	44.10%	39.80%	38.88%	37.94%					
流动比率	1.50	1.80	1.89	2.02	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	1.09	1.31	1.41	1.54	货币资金	2822.27	3949.99	4924.46	6634.75
现金比率	0.25	0.37	0.42	0.52	应收款项	9211.00	9944.78	11442.39	13002.36
经营效率指标 (%)					存货	4607.85	5130.83	5630.09	6177.89
应收帐款周转天数	86	86	90	93	其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	49	50	50	50	流动资产合计	16641.19	19025.60	21996.95	25815.01
总资产周转率	154.22%	157.01%	153.82%	150.56%	长期股权投资	13.78	13.78	13.78	13.78
固定资产周转率	612.06%	592.30%	623.82%	695.72%	固定资产	6396.61	7126.05	7438.83	7334.94
					在建工程	2324.06	2500.00	2500.00	2500.00
					无形资产	25.07	17.07	19.07	31.07
					非流动资产合计	7710.80	7856.90	8171.68	8079.79
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	24351.99	26882.50	30168.62	33894.79
净利润	2584.87	2540.04	2906.40	3326.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	1594.46	1778.56	2195.23	2611.89	应付账款	8982.99	10404.19	11416.57	12527.39
营运资金变动	-2539.09	177.97	-965.90	-976.47	其它流动负债	1931.65	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1833.73	4604.21	4276.03	4079.59	流动负债合计	11088.01	10591.09	11622.06	12753.36
固定资产投资	116.11	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	107.01	107.01	107.01	107.01
资本支出	-2090.48	-2500.00	-2500.00	-2500.00	非流动负债合计	107.01	107.01	107.01	107.01
投资活动现金流	-1815.75	-2370.00	-2370.00	-2370.00	负债总计	11195.02	10698.10	11729.07	12860.37
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	4052.23	4052.23	4052.23	4052.23
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	14191.32	16184.40	18439.55	21034.42
融资活动现金流	-199.51	-540.77	-558.81	-639.41	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	-173.46	1693.44	1347.22	1070.18	负债和所有者权益合计	24351.99	26882.50	30168.62	33894.79

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 9 日
资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 海外研究团队
张向伟 海外研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 西部水泥

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勤(021)23219733 zpz12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154145 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
联系人
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹蓉(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠蓉(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 z yx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com