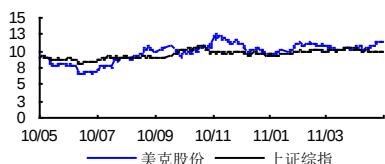


证券研究报告—动态报告
商业贸易
贸易
美克股份(600337)
推荐

从标杆企业的发展看美克股份

(维持评级)

2011年5月21日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	632.7/510.6
总市值(百万元)	7,282.2/5,877.1
沪深300/深圳成指	2,858.46/12,161.03
12个月最高/最低(元)	12.86/6.64

相关研究报告:

《美克股份-600337-品牌价值突出,长期看好国内市场》——2011-4-9

《美克股份-600337-十年磨一剑,品牌创价值》——2011-3-3

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

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。

更新报告

美克系列报告之成长之“美”

●公司已经进入了内生与外延式增发的同步爆发期

我们认为美克是 EA (依森艾伦) 与瑞典 IKEA (宜家) 的结合体; EA 自 1933 年创立开始, 已发展成为全美甚至全球知名的家具家居品牌, 从产品设计与品牌理念上, 美克美家与 EA 类似; 从发展速度与扩张上, 我们认为公司可能与宜家更为类似。我们认为, 公司未来可能会在加快发展速度上做两件事: 一是加盟、二是同行业的并购, 两者均能够为公司带来更快的业务增长速度。

●由品牌铸造进入了品牌收获期, 3~5 年尽现成长之美

公司最吸引人的是未来 3~5 年的成长性, 一是公司的内生与外延式增长同步爆发期, 二是品牌进入收获期, 甚至出现了越涨价销售越旺的局面, 三是公司外延式扩张可能于今年底至 2012 年爆发, 四是公司内部管理提升与大打新疆牌。

●国内零售业务受益消费升级, 利润增长将快于收入增长

国内零售业务贡献了 41% 的收入 2010 年的综合毛利率与净利率分别提升了 1.0 和 1.4 个百分点。伴随美克美家的品牌收获拐点来临, 其国内零售网点在 2010 年底到 45 家门店、国内零售突破 10 亿到达 11.9 亿, 国内业务进入盈利的快速提升期, 其主要是原因一是开店提速与坪效同步增长, 二是规模经济将促使公司的利润增长快于收入增长, 最后是提价将直接提升业务, 我们预测 2011 年公司的国内零售业务收入将达到 18 亿元以上, 收入增速约为 51%。

●公司是 A 股零售业“成长冠军”, 维持推荐评级

随着美克美家的零售业务进入密集布点阶段, 50% 以上的门店进入高增长期, 业绩将逐步释放; 零售品牌也由单一品牌转向多品牌; 品类由家具向家居延伸。零售业务受益于住宅的刚性需求, 受房地产调控影响有限; 我们预测 2011/12/13 年摊薄后每股收益分别为 0.35/0.65/0.84 元, 业绩增速 162%、86% 及 30%, 我们认为公司将成为近两年 A 股零售行业的成长冠军, 尽显成长之美, 我们维持“推荐”评级, 并预测中报业绩能够 120% 以上的高增速。(不考虑前文所述的加盟及收购可能)

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,869.48	2,415.19	3,534	4,818	5,955
(+/-%)	-4.48%	29.19%	46.3%	36.3%	23.6%
净利润(百万元)	45.24	91.58	224	409	530
(+/-%)	-27.78%	102.46%	144.1%	83.1%	29.4%
每股收益(元)	0.09	0.14	0.35	0.65	0.84
EBIT Margin	7.73%		11.3%	14.6%	15.1%
净资产收益率(ROE)	3.25%	3.94%	9.0%	14.8%	16.9%
市盈率(PE)	129.92	79.51	30.4	16.6	12.8
EV/EBITDA	26.06		18.3	11.4	9.3
市净率(PB)	4.23	3.13	2.74	2.45	2.16

从 ETHAN ALLEN 的成长看美克美家的发展

美克美家以 EA 为标杆，我们更倾向认为美克是 EA 与 IKEA 的结合体

美克美家一直以依森艾伦为发展的标杆企业，“在产品设计、服务理念与经营模式及企业发展上，遵循和学习伊森艾伦的发展轨迹”。其对于 EA 的学习，我们认为主要体现在以下三个方面：

- 1) EA 倡导设计与生活方式的导入，美克美家所倡导“是经典也是生活”的品牌理念与其类似；
- 2) 在设计上，依森艾伦在美国也是免费为客户进行房屋的整合设计及搭配的，虽然投入不小，美克美家在中国也坚持做到了这一点；而且其坚持只在自身的专卖店而不进入例如“居然之家”、“红星美凯龙”为代表的大卖场，一方面与其提供的专业设计服务有关，另一方面也与 EA 在美国的发展方式一致；
- 3) 从下面 EA 的发展历程我们可以发现，“特许专营店”与“所有者管理店”两种类似加盟方式的引入，极大地提升了 EA 的发展速度，我们认为，未来美克美家也可以可能依靠加盟、并购等方式，在快速内生增长的基础上，进一步加快发展速度。

事实上，我们更倾向认为美克的商业模式是“伊森艾伦”与“宜家 IKEA”的结合体。从产品设计、品牌定位与品牌传统上的塑造上，与 EA 更加类似；但是从企业的发展速度、扩张战略上，未来可能与 IKEA 更加类似。

也就是说，我们认为中国现阶段的环境有利于促使美克成为一个完全的伊森艾伦的“升级版”，其成长空间和机遇是震撼的，现在已经具备了典型的“长大”企业特征。

EA 是美国甚至全球的国际知名家具品牌

美克美家一直以 ETHAN ALLEN（伊莎艾伦，简称 EA）为标杆企业，伊森艾伦是美国著名的家具零售品牌，从一个家用器皿批发商开始，逐渐发展为全球高品质家具产品的制造商和零售商。例如著名美剧《欲望都市》的灵魂人物-凯莉，现实生活中一直是伊莎艾伦的爱用者，以及电视中饰演律师的梅兰达，甚至要求伊莎艾伦的室内设计师为她量身定制一个具有强烈个人风格的家。

伊森艾伦始建于 1932 年，在 60 年代末，伊莎艾伦公司年销售额突破 2 亿美元，1993 年伊森艾伦在纽交所挂牌上市，2002 年销售额 8.9 亿美元。

经过了 77 年的风风雨雨，公司品牌的知名度在美国几乎接近 100%。他们坚持不懈地开发创造性的零售战略，已在南北美洲、中东地区和亚洲拥有近 300 家设计中心的全球服务网络、30 多家国家、3 家锯木厂、20 家生产厂和 11 家配送中心的国际家具公司。

依森艾伦依靠加盟店加快了发展

我们通过下面的研究可以发现，依森艾伦在 1932 年初期以自营店及“特许加盟店”为主，主要致力于打造独特的、拥有一定设计和相当定位的家具品牌。至公司的销

售收入接近 10 亿人民币时（当时汇率计算），开始大力发展所谓的无需负责库存的“所有者管理店”，（所谓 **owner-managers** 所有者管理店，是指与一般的特许加盟商不同，投资者投资 USD65000-125000 元，投资者自建店铺，无需与依森艾伦签订合同或支付特许经营费用，也无需负责库存）我们认为，这种经营模式的引入，在公司的发展是里程碑式的，这种模式一经成立，很快就占据了公司销售收入的大部分。

透过数据与历史看 EA

依森艾伦的公司发展简史：

- 1- 1932 年，公司前身 Baumritter Corp 成立；
- 2- 1972 年，公司的前身 Baumritter Corp.，正式改名为 Ethan Allen Industries；
- 3- 1972 年，公司在特许经销商（regular franchised dealers）的之外，引入了 200 家由所有者经理人（owner-managers）管理的“画廊展示”（showcase galleries），地点集中于中心城区。后者随后贡献了超过 72% 的销售收入（which rose to \$70 million in 1971 from \$43 million in 1965.）；
- 4- 1982 年，owner-managers 门店发展到 320 家，其中仅有 20 家为 Ethan Allen 所有；何为 owner-managers showcase galleries？——The owner-managers invested \$65,000 to \$125,000 to build the stores but were not required to sign contracts with Ethan Allen or pay franchise fees and owned their inventory, unlike regular franchised dealers；
- 5- 1972 年，公司开始生产地毯、窗帘、墙纸；
- 6- 1979 年，公司被 Interco Inc.收购，当时交易金额为美元\$150million，此时公司的收入为\$230million，此后经过 8 年时间增长到\$600million（1987）；
- 7- 1989 年，Ethan Allen 重新独立，代价是\$385million 的杠杆收购要约，可转换债券导致公司上市后四年的亏损；
- 8- 90 年代，Ethan Allen 更名为 Ethan Allen Interiors, Inc.
- 9- 1993 年，Ethan Allen Interiors, Inc.上市，募得\$156.9 million。
- 10- 1993 年 11 月，公司二次上市，增募\$40 million；公司开始了一系列改革，最大的转变是家具风格设计的转变，公司也真正从传统的家具供应商正式转变为家居用品提供商。
- 11- 1994 年，公司销售收入增长 13.8 %达到 \$437 million。
- 12- 2000 年，公司的市值达到\$12.98 亿美元的历史高值，实现收入 8.56 亿美元，实现净利 9057 万美元，净利率达到 19.9%。

13- 2010 年，公司销售收入 5.9 亿美元，市值\$7.02 亿美元。

表 1: EHTAN ALLEN 信息整理

千美元	1971	1980	1993	1994	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
销售收入	97,200	230,000	384,255	437,290	856,171	949,012	1,066,390	1,005,312	980,045	674,277	590,054
YOY（平均 1 年）		15.2%	9.4%	13.8%	12.3%	-0.6%	12.4%	-5.7%	-2.5%	-31.2%	-12.5%

销售成本	--	--	232,359	256,820	455,561	487958	525,408	478,729	453,980	326,935	309,777
期间费用	--	--	116,468	131,624	254511	332076	389310	415,464	430,065	420,113	292,012
费用率	--	--	30.3%	30.1%	29.55%	35.0%	36.5%	41.3%	43.9%	62.3%	49.5%
毛利	--	--	151,896	180,470	400,610	461054	540,982	526,583	526,065	347,342	280,277
毛利率	--	--	39.53%	41.27%	46.79%	48.6%	50.7%	52.4%	53.7%	51.5%	47.5%
存货	--	--	82.51	103.33	159,006	186,479	189650	181,884	186,265	156,519	134,040
存货周转率	--	--	2,816.1	2,763.9	5.7	2.8	2.8	2.6	2.5	1.9	2.1
净利润	--	--	17310	22570	90,570	79338	85,682	69,227	58072	-52678	-44,316
净利率	--	--	7.4%	8.8%	19.9%	16.3%	16.3%	14.5%	12.8%	-16.1%	-14.3%
每股收益	--	--	N/A	0.51	2.25	2.24	2.58	2.19	1.98	-1.83	-1.53
YOY	--	--			68.2%	-0.1%	15.2%	-15.1%	-9.6%	-192.4%	-16.4%
当年是否再融资		--	Y	Y	-	-	-	-	-	Y	N
PE	--	--	N/A	12.03	11.54	14.32	12.53	12.06	7.13	N/A	N/A
总市值(百万)		150	306.58	263.49	1298.98	1233.44	1185.16	926.76	649.18	542.21	702.06

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

透过数据看 IKEA

宜家始于 1943 年的瑞典, 晚于 EA, 1958 年开设第一家商场, 1968 年开设第一家北欧以外的商场, 1985 年在美国开设第一家商场, 1998 年在中国开始业务。

2010 年宜家的毛利率由上年度的 44.6% 提高到 46.1%。全球销售额为 231 亿欧元, 增长 7.7%, 其中欧洲市场占 79%、北美 15%、亚太 6%。全球市场中, 中国、俄罗斯、葡萄牙等增长最强劲。 宜家公司在全球 41 个国家的分店共 280 家, 员工人数 12.7 万人。

美国一家具大卖场少, 行业集中度高

美国行业集中度高

从美国家具零售行业发展看, 美国类似红星美凯龙这样的家具卖场并不多。09 年美国家具零售商销售收入前五名占前 100 名销售收入的比例接近 30%; 第一名的 ASHLEY 家具公司 2009 年销售额 21.3 亿美元, 在前 100 名销售收入中占比 8.3%。

表 2: 美国 2009 年家居零售商 top 5

零售商	09 年收入 (亿美元)	门店数 (家)
1 Ashley Furniture HomeStores	21.30	401
2 IKEA	19.75	37
3 Rooms To Go	13.50	120
4 Berkshire Hathaway	10.97	32
5 Williams-Sonoma	10.65	593

资料来源: 今日家具, 国信证券整理

美克美家的发展带动公司盈利能力提升

公司最吸引人的是未来 3~5 年的成长性, 内生与外延增长同步爆发

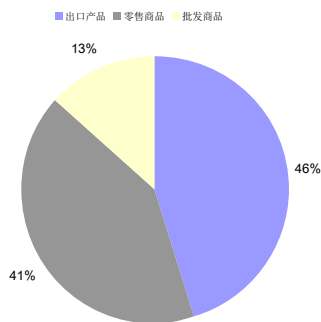
我们认为，公司最吸引人的是她未来 3~5 年的成长性，这种持续成长的保证主要来自：

- 1) 成长性-----公司业务已经到了业务爆发的拐点：公司的销售收入、利润率将从 2011 起的 3~5 年同步爆发，这种爆发不仅包括内生增长；
- 2) “美克美家”已经由品牌铸造到了品牌收获的拐点，且保证了持续的提价能力：利润率持续攀升，甚至出现了越提价、销售越旺盛的良性局面；
- 3) 外延扩张可能于 2011 年底至 2012 年爆发：其中包括一是加盟商业模式启动，将进一步提升美克系列品牌效应；二是行业整合起步，并购是成长的捷径，未来可能产生显著的利润贡献；
- 4) 内部管理与大打新疆牌：从内部管理内，公司的国内业务、工厂制造、外销的三套班子的整合将保证费用率显著下降；援疆、减税、资源获取等一系列区域政策扶持确保不断有惊喜和超预期。

2010 年，公司的国内零售业务收入及营业利润占比分别达到 41%及时 60%。

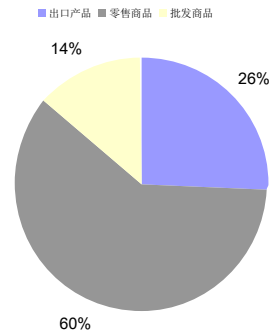
公司的外销毛利仅为 31%，而内销的毛利率高达 69%，在国内业务占比逐步提升、盈利进入拐点后，公司的综合毛利率、净利率将逐年提高。2010 年体现出的毛利率及净利率分别提升了 1.0 和 1.4 个百分点。我们认为伴随国内业务占比提升，这个趋势将得以持续。而负责国际业务的施纳迪克公司 09 年及 2010 年的净利润分别为-1929 万元和 1109 万元。

图 1：公司分板块业务收入占比



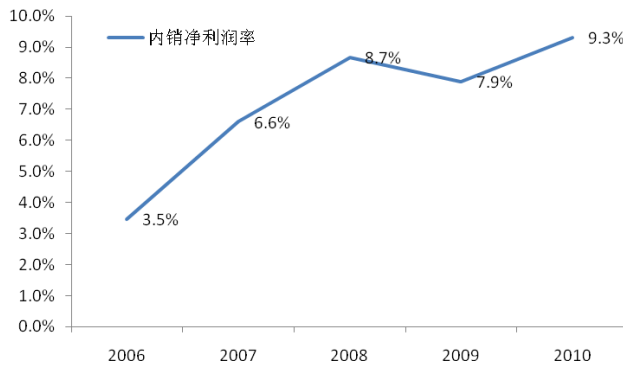
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 2：分板块营业利润占比



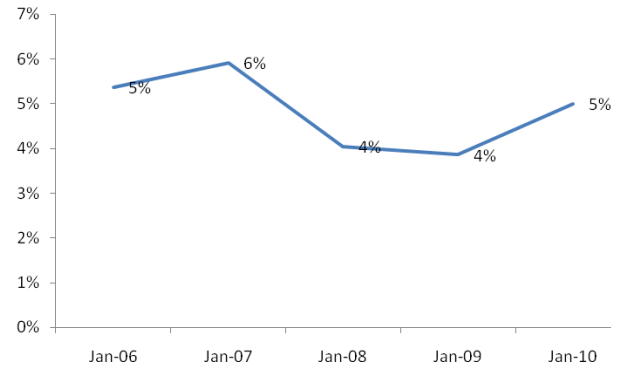
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 3: 公司的内销净利率率变化



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: 公司的综合净利率率变化



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

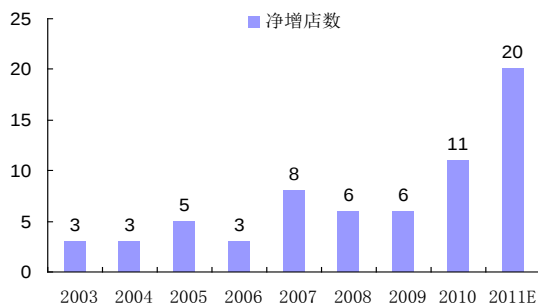
美克美家的国内销售已经进入高速增长期

前文已述, 我们认为, 伴随美克美家的品牌收获拐点来临, 其国内零售网点在 2010 年底到 45 家门店、国内零售业务突破 10 亿元到达 11.9 亿元, 公司的国内零售业务已经进入了成长的爆发期及盈利的快速提升期。原因主要在于:

1) 美克美家近两年开店提速, 坪效有提升空间, 且小店居多有利于减少培育期:

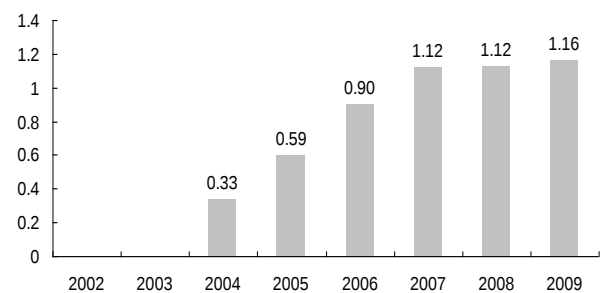
公司 2010 起开店 10 家, 开店速度提速, 且美克美家 100% 股权已经于去年底归于公司。公司自 2007 年起坪效维持在 1.1 万元/平方以上, 据我们了解, 公司坪效较高的北京地区, 4 个店的坪效应该都在 3 万元/平方以上, 伴随家具价格的上升及公司的营销加强, 公司的坪效仍有提升空间;

图 5: 公司近年来新增净增门店数量



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: 美克美家坪效 单位: 万元/平方



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

2) 收入的规模经济效应, 利润增长快于收入增长: 公司 2010 年国内业务收入由 8.3 亿元增至 11.9 亿元, 同比增长 43%, 净利润由 7290 万元增至 11120 万元, 同比增长 52%; 其中美克美家 09 年及 2010 年的净利润分别为 5551 万元和 9325 万元, 增长 68%;

3)

表 3: 美克美家连锁与北京美克美家净利润与净利润率

单位: 万元	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
美克美家家具连锁有限公司净利润	NA	28.5	1541	2303	3912	5551	9325
美克美家家具连锁有限公司收入	NA	--	31258	52700	66531	78963	102346
销售净利率			4.93%	4.37%	5.88%	7.03%	9.11%
美克美家家具装饰(北京)有限公司净利润	-477	-248	-391	1799	3313	1742	1795
美克美家家具装饰(北京)有限公司收入	NA	--	6226	9666	16826	13403	16972
销售净利率	NA	--	--	--	19.69%	13.00%	10.58%
零售业务净利润加总	NA		1150	4102	7225	7293	11120
零售业务收入加总	NA	22741	37484	62366	83357	83134	119318
零售业务销售净利率	NA	--	3.07%	6.58%	8.67%	8.77%	9.32%

资料来源: 公司公告, 国信证券整理

4) 提价将直接提升业绩: 前期报告我们已经分析过, 假设 2011 年提价自 7 月开始, 考虑税收、折扣等影响(公司美克美家税率 15%), 我们预计约有 60% 的提价收入转化成净利润, 如果 2011 年国内销售分别提价 5%/10%/15%, 那么 2011 可直接增加 EPS0.05 元/0.10 元/0.15 元/股:

表 4: 公司提价对净利润的影响简单测算

	2010	2011E	2012E
内销收入(亿元)	12.8	18	24.3
提价幅度	10%	15%	15%
提价净增净利润	0.45	0.95	1.28
EPS(元/股)	0.07	0.15	0.20
内销收入(亿元)	12.8	18	24.3
提价幅度	10%	10%	10%
提价净增净利润	0.45	0.63	0.85
EPS(元/股)	0.07	0.10	0.13
内销收入(亿元)	12.8	18	24.3
提价幅度	10%	5%	5%
提价净增净利润	0.45	0.32	0.43
EPS(元/股)	0.07	0.05	0.07

资料来源: 国信证券经济研究所

结论: 这两年 A 股零售业增长冠军企业

我们基于以下假设, 预测公司 2011~13 年的收入分别为 23.9、29.8 及 36.4 亿元, 三年增速分别为 33%、25%和 22%。预测公司的净利润分别为 2.2、4.1 及 5.3 亿元, 对应业绩增速分别为 162%、86%及 30%, 对应 EPS 为 0.35 元/0.65 元/0.84 元/股。

我们在前期报告中指出, 美克美家是中国最知名的家具品牌之一, 其估值应该比照国内的品牌消费上市公司。[目前发现品牌类消费公司 2011/2012 年的行业平均预测 PE 已达到 36 倍及 26 倍, 特别是其中高增长的个股 2011 年的 PE 已达 40 倍以上。](#)我们认为品牌消费作为中长期的投资重点, 市场对其估值明显提升, 公司目前的 2011 年 2012 预测 PE 分别为 33 倍及 18 倍, 结合相对估值, 我们认为公司的合理价格为 16~18 元/股, 分别对应 2012 年 19X 和 21X。

表 5: 国内消费类上市公司盈利预测与估值水平比较

证券代码	证券简称	收盘价	2011PE	2012PE
600337.SH	美克股份	11.5	32.9	17.7
000026.SZ	飞亚达 A	14.0	36.5	26.7
002508.SZ	老板电器	17.2	25.2	19.9
002403.SZ	爱仕达	15.0	40.3	30.6
002292.SZ	奥飞动漫	19.3	43.3	32.4
300005.SZ	探路者	13.9	38.9	25.5
300043.SZ	星辉车模	15.7	29.6	18.0
002029.SZ	七匹狼	34.2	26.3	20.5
002154.SZ	报喜鸟	27.5	23.4	17.7
002173.SZ	山下湖	16.0	69.2	54.7
002269.SZ	美邦服饰	33.5	28.9	20.8
002345.SZ	潮宏基	26.3	33.4	23.6
002425.SZ	凯撒股份	21.3	56.7	42.4
002503.SZ	搜于特	32.9	33.9	21.1
002291.SZ	星期六	10.9	26.7	19.7
002293.SZ	罗莱家纺	75.9	33.0	23.6
002327.SZ	富安娜	40.7	29.9	22.0
002397.SZ	梦洁家纺	43.3	29.4	21.4
除美克外均值			35.6	25.9

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1026	1026	1026	1026	营业收入	2415	3534	4818	5955
应收款项	401	587	800	989	营业成本	1429	2108	2785	3431
存货净额	765	1151	1529	1890	营业税金及附加	10	14	19	24
其他流动资产	114	167	228	282	销售费用	562	707	911	1120
流动资产合计	2309	2934	3586	4190	管理费用	227	308	397	484
固定资产	1027	1167	1165	1195	财务费用	46	45	54	51
无形资产及其他	217	209	202	195	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
长期股权投资	24	45	65	85	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3708	4486	5149	5795	营业利润	131	353	652	846
短期借款及交易性金融负债	394	688	702	605	营业外净收支	8	8	8	8
应付款项	327	492	654	808	利润总额	139	360	659	853
其他流动负债	287	410	539	665	所得税费用	18	61	112	145
流动负债合计	1008	1590	1894	2078	少数股东损益	29	75	138	178
长期借款及应付债券	371	371	371	371	归属于母公司净利润	92	224	409	530
其他长期负债	2	4	6	8					
长期负债合计	373	375	377	379					
负债合计	1381	1965	2271	2457					
少数股东权益	2	40	110	200					
股东权益	2325	2481	2768	3138					
负债和股东权益总计	3708	4486	5149	5795					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	92	224	409	530
资产减值准备	4	(12)	0	0
折旧摊销	86	79	90	97
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	46	45	54	51
营运资本变动	(90)	(348)	(359)	(322)
其它	11	50	69	90
经营活动现金流	113	(7)	210	395
资本开支	(137)	(200)	(80)	(120)
其它投资现金流	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(160)	(220)	(100)	(140)
权益性融资	704	0	0	0
负债净变化	15	0	0	0
支付股利、利息	(45)	(67)	(123)	(159)
其它融资现金流	181	294	13	(96)
融资活动现金流	824	227	(109)	(255)
现金净变动	777	0	0	0
货币资金的期初余额	249	1026	1026	1026
货币资金的期末余额	1026	1026	1026	1026
企业自由现金流	45	(138)	236	400
权益自由现金流	241	118	205	261

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.14	0.35	0.65	0.84
每股红利	0.07	0.11	0.19	0.25
每股净资产	3.67	3.92	4.37	4.96
ROIC	7%	10%	16%	19%
ROE	4%	9%	15%	17%
毛利率	41%	40%	42%	42%
EBIT Margin	8%	11%	15%	15%
EBITDA Margin	11%	14%	17%	17%
收入增长	29%	46%	36%	24%
净利润增长率	102%	144%	83%	29%
资产负债率	37%	45%	46%	46%
息率	0.7%	1.0%	1.8%	2.3%
P/E	74.1	30.4	16.6	12.8
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	29.9	18.3	11.4	9.3

资料来源：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	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

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

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

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）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	