

三祥新材 (603663)

深耕电熔锆市场，水电优势明显

增持 (首次)

2017年2月6日

市场数据

报告日期	2017-2-6
收盘价(元)	32.08
总股本(百万股)	134
流通股本(百万股)	34
总市值(百万元)	3849
流通市值(百万元)	963
净资产(百万元)	134
总资产(百万元)	472
每股净资产	1.78

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	277	289	372	448
同比增长	-10.0%	4.1%	29.0%	20.4%
净利润(百万元)	33	38	51	62
同比增长	9.1%	13.6%	34.3%	22.3%
毛利率	28.3%	28.2%	28.5%	29.1%
净利润率	11.9%	13.0%	13.6%	13.8%
净资产收益率(%)	13.9%	8.5%	10.2%	11.1%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.38	0.46
每股经营现金流(元)	0.39	0.40	0.01	0.22

相关报告

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn

S0190514030002

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

严鹏

yanpeng@xyzq.com.cn

投资要点

- **公司主营电熔锆以及铸造改性材料。**目前公司已经形成了普通电熔锆、高纯电熔锆、稳定电熔锆、特种电熔锆等四个系列产品，生产能力为1万吨/年。公司积极开拓高端电熔锆市场，产品在核级锆材、先进陶瓷方面已有应用。公司铸造改性材料产能1.06万吨，主要有球形剂、孕育剂和包芯线。包芯线市场渗透率低，未来将有较大的市场空间。
- **公司采用电熔方法生产氧化锆。**电熔法生产氧化锆，将成为未来的发展方向，提升空间大。一是化学氧化锆生产过程伴随大量的污染，治理成本高。二是经过技术不断改进，电熔氧化锆的纯度等已经达到或接近化学氧化锆水平，正在对化学氧化锆的市场产生冲击。化学氧化锆现在的产量是电熔氧化锆的4-5倍，电熔氧化锆的提升空间很大。
- **公司拥有杨梅州水电站，电力自给，成本优势显著。**电熔锆的生产需要耗费大量的电能。普通氧化锆1吨需要耗费电力6000千瓦时，最高的特种氧化锆1吨需要耗费15000千瓦时。公司全资子公司杨梅州电力从事水力发电业务，为公司主要能源供应商，基本上达到电力自给且略有富余。采用自发电，2015年公司每千瓦时电力成本比网购电低0.41元，对应普通氧化锆节约成本低2460元，优势十分明显。
- **募集资金项目将提升公司的盈利能力。**此次上市，三祥新材拟投入募集资金2.68亿元用于“年产1万吨电熔氧化锆系列产品项目”，预计每年将新增5000吨的高纯电熔氧化锆产能、2500吨的稳定电熔氧化锆产能和2500吨特种电熔氧化锆产能。在建设资金落实的前提下，项目建设期为一年，投产期为二年，第四年达产，预计正常年份可新增销售收入4.06亿元。
- **盈利预测：**预计2016-2018年公司实现净利润0.38、0.51、0.62亿元，对应EPS分别为0.28、0.38、0.46元，对应PE分别为104X、77X、63X。给予“增持”评级。
- **风险提示：**锆英砂价格波动风险；下游需求不如预期；新项目不达预期



目录

1、专注电熔氧化锆及铸造改性材料业务.....	- 3 -
1.1、公司主要产品	- 3 -
1.2、公司实际控制人情况.....	- 4 -
2、创新发展，传统行业出新意.....	- 4 -
2.1、开拓氧化锆高端市场.....	- 4 -
2.2、包芯线市场前景大	- 6 -
3、公司竞争优势：电熔法生产，水电成本优势显著	- 8 -
4、募投项目：扩大产能，提升公司盈利能力.....	- 9 -
5、盈利预测与估值	- 10 -

图目录

图 1、2015 年电熔氧化锆营收占近 7 成.....	- 3 -
图 2、公司电熔氧化锆产量情况（吨）	- 3 -
图 3、公司股权结构关系图.....	- 4 -
图 4、电熔锆生产流程.....	- 5 -
图 5、化学锆生产流程（氯化法）	- 5 -
图 6、耐火材料产量（万吨）	- 5 -
图 7、全国水泥产量（亿吨）	- 5 -
图 8、瓷质砖产量（亿平米）	- 6 -
图 9、平板玻璃产量（亿重量箱）	- 6 -
图 10、公司氧化锆产品销售量（吨）	- 6 -
图 11、公司氧化锆产品销售收入(万元).....	- 6 -
图 16、公司铸造改性材料产量（吨）	- 8 -
图 17、公司铸造改性材料销售收入(万元).....	- 8 -

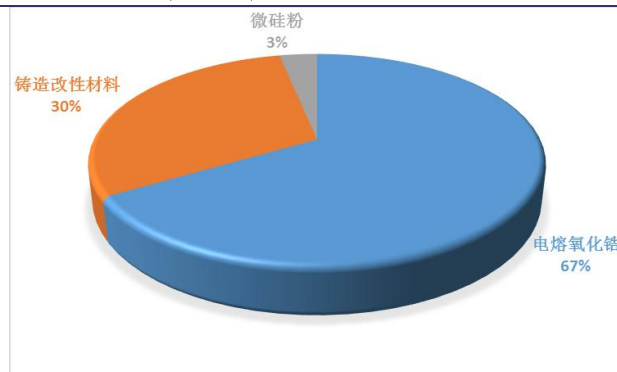
报告正文

1、专注电熔氧化锆及铸造改性材料业务

1.1、公司主要产品

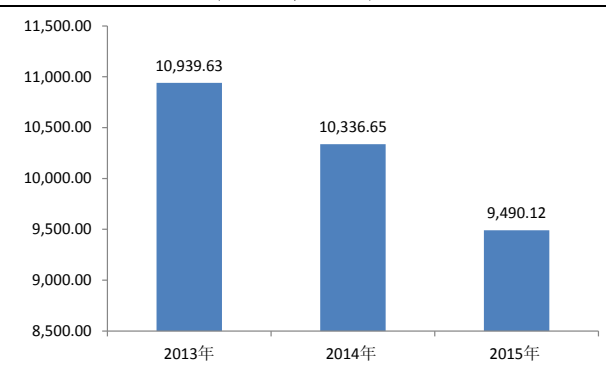
- **电熔氧化锆是公司最主要的产品。**电熔锆属于无机非金属材料，具有高熔点、高硬度、高耐磨性等特点，主要应用于耐火材料、耐磨材料、陶瓷色釉料、核级锆材及先进陶瓷等领域。公司电熔锆业务位居国内同行前列，较早进入核级锆材、先进陶瓷等新兴应用领域。目前公司已经形成了普通电熔锆、高纯电熔锆、稳定电熔锆、特种电熔锆等四个系列产品，满足不同领域的需求。2015年公司电熔氧化锆营收占比67%，电熔氧化锆销量占全球市场需求总量约5%。

图 1、2015 年电熔氧化锆营收占比近 7 成



资料来源：兴业证券研究所，公司招股说明书

图 2、公司电熔氧化锆产量情况（吨）



资料来源：兴业证券研究所，公司招股说明书

表 1、电熔氧化锆产品特点及用途

产品名称	产品特点	应用领域
普通电熔氧化锆	产品纯度一般在 98%-99%，杂质含量相对较少，色泽均匀，粒度分布窄	耐火材料、陶瓷色釉料、耐磨材料等领域
高纯电熔氧化锆	产品经过多次深度除杂提纯，纯度一般在 99%以上，最高可达 99.8%	高端耐火材料、高端色料、核级锆材、高端陶瓷基刹车片等领域
稳定电熔氧化锆	生产过程中添加了稳定剂，氧化锆的晶型结构稳定，强度和韧性高，化学稳定性好，具有良好抗腐蚀性和抗热震性	高端耐火耐磨材料、先进陶瓷等领域
特种电熔氧化锆	采用特殊熔炼和除杂工艺生产，产品活性高，制备出的高级耐高温色釉料具有发色效果好、耐高温等特点	替代化学氧化锆用于制造高温锆黄、锆铁红等陶瓷釉用色料

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

- **铸造改性材料是公司另一重要产品。**公司长期从事铸造改性材料在球磨铸铁领域的应用，主要产品分为球化剂、孕育剂、包芯线。在球磨铸铁加入改性材料，能够实现铁水脱氧脱硫、净化铁水夹杂钨、球化片状石墨等目标，改善铸铁性能，特别是增强铸铁的塑性和韧性等。公司铸铁改性材料市场份额稳固，2015年销量占全国球墨铸铁行业需求总量约1%。

表 2、铸造改性材料产品用途

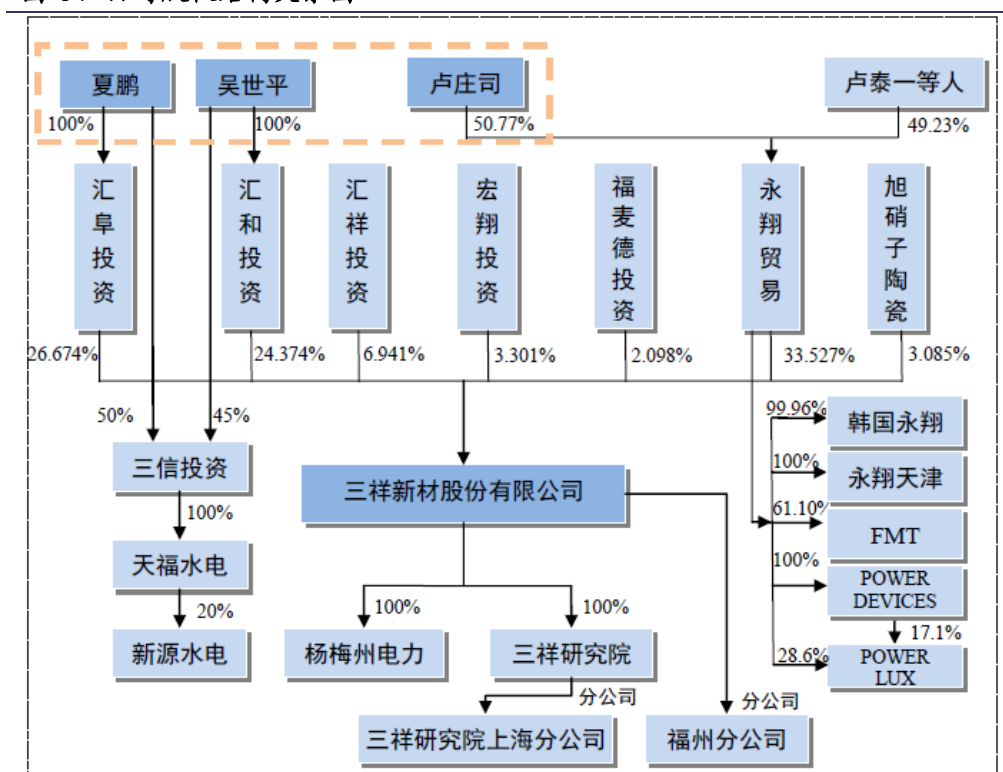
产品名称	产品特点
球化剂	产品稳定优质，具有成分控制区间窄、氧化镁含量低，球化等级高等特点。
孕育剂	品种多，针对性强，孕育效果好，能完成高等级铸件的孕育
包芯线	采用非熔配直混技术，具有能耗低、超低氧化镁、球化出渣量少，可实现自动化控制等特点，是新一代绿色节能环保产品

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

1.2、公司实际控制人情况

- 公司实际控制人为夏鹏、吴世平和卢庄司。公司控股股东包括永翔贸易、汇阜投资和汇和投资，分别持有公司 33.53%、26.67%、24.37% 的股份，合计持股 84.58%。其中，卢庄司持有永翔贸易 50.77% 股权，夏鹏持有汇阜投资 100% 股权，吴世平持有汇和投资 100% 股权。新股发行过后，夏鹏、吴世平和卢庄司简介控股 63.42%。公司除了本部以外，还有一个福州分公司，另外有两个全资子公司，即杨梅州电力及三祥研究院。

图 3、公司股权结构关系图



资料来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

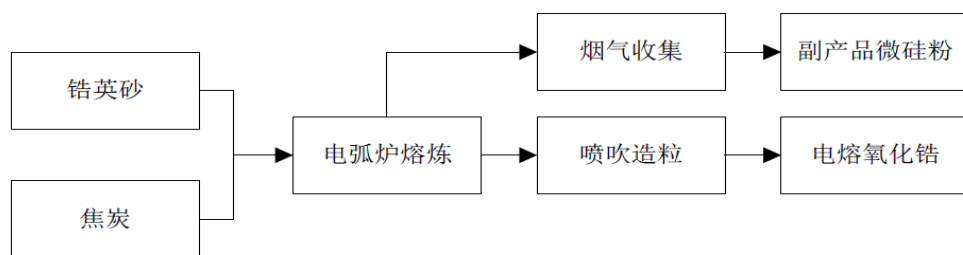
2、创新发展，传统行业出新意

2.1、开拓氧化锆高端市场

- 公司采用电熔方法生产氧化锆，并对化学氧化锆逐步替代趋势。氧化锆的生产主要有化学方法、电熔方法。化学氧化锆产量占据主导，根据 2012 年有色

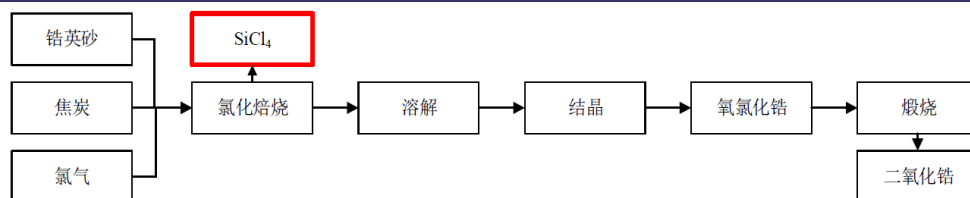
金属工业协会对 13 家主要企业的统计，化学氧化锆产量为 19.7 万吨。而 9 家主要电熔氧化锆企业的产量则为 4.4 万吨。化学氧化锆通常具有较高纯度，在结构陶瓷和功能陶瓷等高端市场具有一定优势。但是化学氧化锆未来的空间预计不如电熔氧化锆。一是化学氧化锆的生产会产生很大的污染，在环保高压、趋严的情况下将会受到影响。二是高纯电熔氧化锆产品现在的纯度指标已经接近或达到化学氧化锆的水平，在一些高端陶瓷色釉料、工业级和核级海绵锆领域正对化学氧化锆进行替代。

图 4、电熔锆生产流程



资料来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

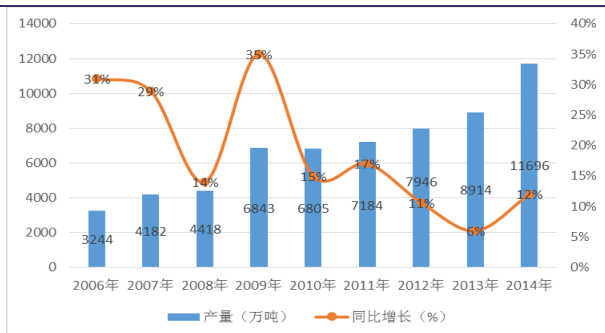
图 5、化学锆生产流程（氯化法）



资料来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

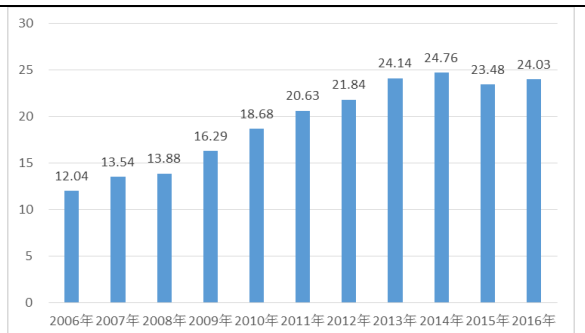
- **电熔氧化锆的主要用在耐火材料、陶瓷、锆材领域。** 锆质耐火材料的下游主要是玻璃、钢铁以及水泥领域。下游增速近年来放缓，耐火材料产量或将有所下降。近几年，水泥和平板玻璃的产量均有些下滑。而未来房地产等下游也难言会有快速增长。但从绝对量上来说，耐火材料的需求量仍旧很大。并且会有部分技术替代产生的需求，例如玻璃生产方法采用全氧化燃烧将会增加锆质耐火材料的需求。另外，传统陶瓷色釉料方面受到房地产影响，预计不会有快速增长，但是在高端陶瓷色釉料、功能陶瓷方面的用量仍会增加。在锆材领域，随着国内核电站、核动能的增加需求量也会有所上升。

图 6、耐火材料产量（万吨）



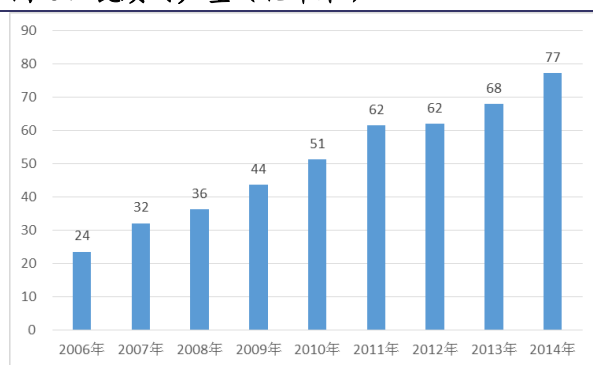
资料来源：兴业证券研究所，国家统计局

图 7、全国水泥产量（亿吨）



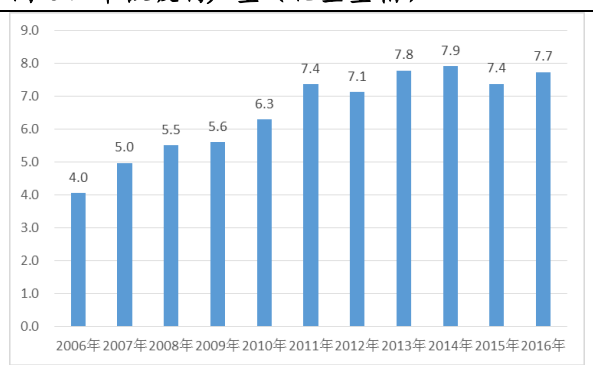
资料来源：兴业证券研究所，国家统计局

图 8、瓷质砖产量（亿平米）



资料来源：兴业证券研究所，国家统计局

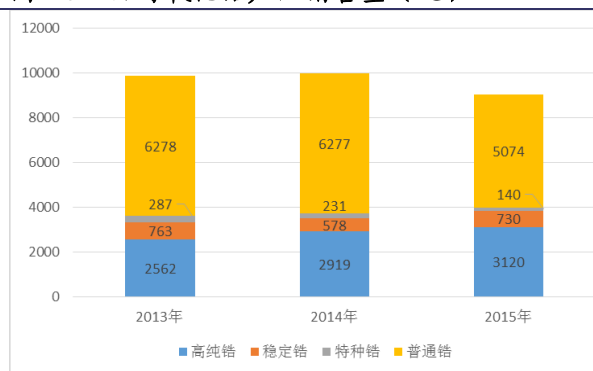
图 9、平板玻璃产量（亿重量箱）



资料来源：兴业证券研究所，国家统计局

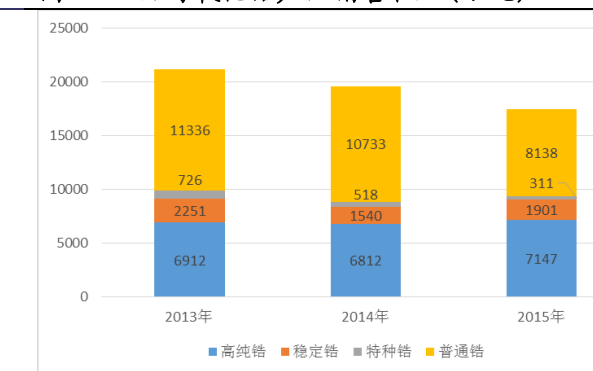
- **积极开拓高纯氧化锆、稳定氧化锆、特种氧化锆等高端产品。**低端的普通氧化锆受挤压严重，公司逐渐往高端产品发展。2015 年公司销售普通氧化锆 5074 吨，高纯氧化锆 3120 吨，稳定氧化锆 730 吨，特种氧化锆 140 吨，但公司的高端氧化锆产品销售收入已经超过普通氧化锆。高端氧化锆一般用于高端耐火材料、先进陶瓷、高端陶瓷基刹车片、核级锆材等。目前，公司高端氧化锆产品下游拓展到先进陶瓷行业和核级锆材行业，2015 年的销售占比分别达到 4% 和 13%。

图 10、公司氧化锆产品销售量（吨）



资料来源：兴业证券研究所，公司招股说明书

图 11、公司氧化锆产品销售收入(万元)

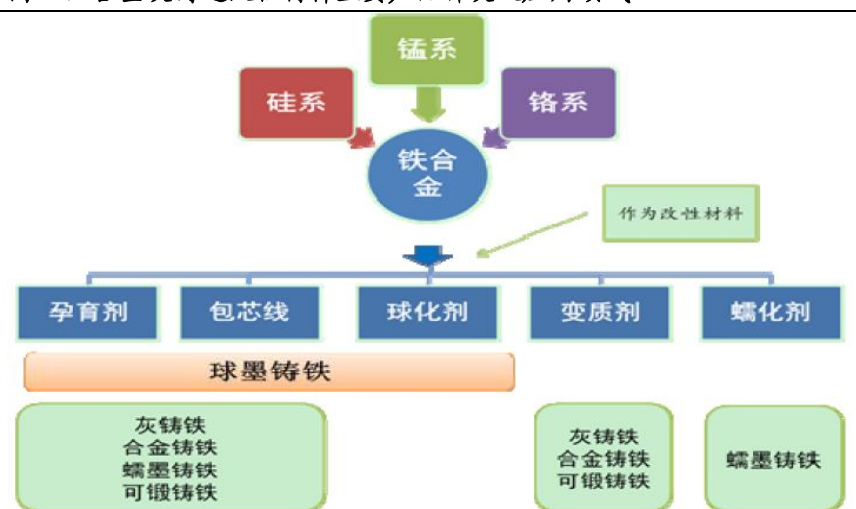


资料来源：兴业证券研究所，公司招股说明书

2.2、包芯线市场前景大

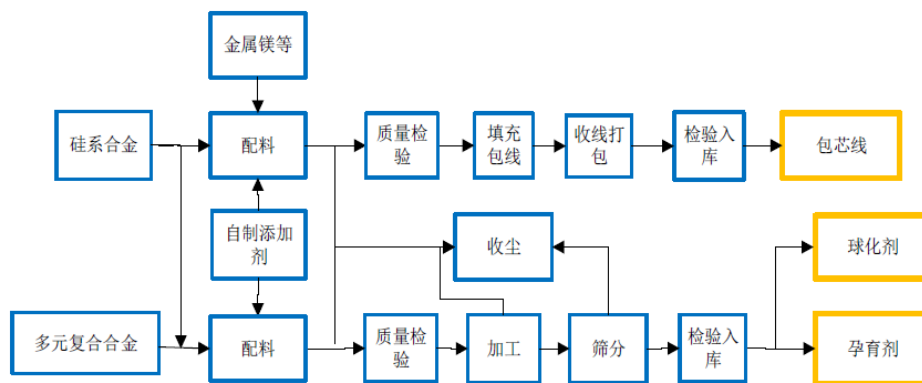
- **公司的铸造改性材料主要是孕育剂、球化剂、包芯线。**包芯线一般指以带钢包裹经粉碎的孕育剂、球化剂、变质剂、蠕化剂等加工成线状材料，铸造过程中通过喂丝技术将包裹的材料添加到铁水中；根据包括的材料不同，可分别或综合实现孕育、球化、变质、蠕化等作用。

图 1、合金类铸造改性材料主要产品种类及应用领域



数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

图 2、公司铸造改性材料生产流程

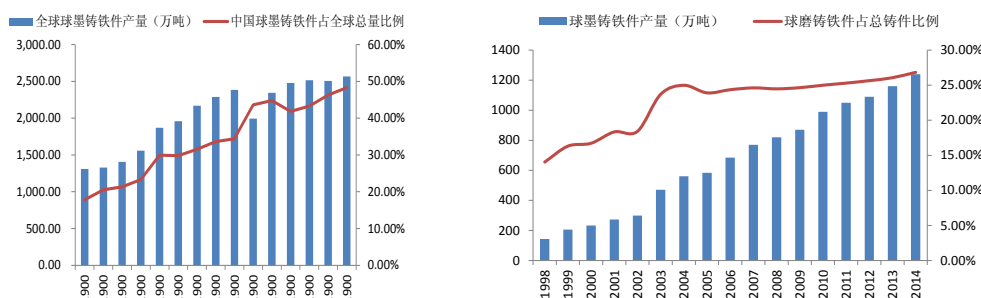


数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

- 中国目前球墨铸铁产量已是全球第一，受益球墨铸铁行快速增长，公司铸造改性材料业务有望进一步提高市场份额。2015 年我国球墨铸铁铸件产量占全球铸件总数达 48%，产量从 2003 年 470.87 万吨快速增长至 2015 年 1258.56 万吨。但国内球墨铸铁占铸件的比例大致为 25%，一般发达国家的比例在 30%，可见国内球墨铸铁仍有一定的上升空间。据公司估计，目前我国球墨铸铁行业对铸造改性材料的年需求约为 25 万吨，未来随着包芯线技术的普及，需求存在较大提升空间。

图 14、中国球墨铸铁占全球产量比例

图 15、球墨铸铁件的产量及占铸件产量比例

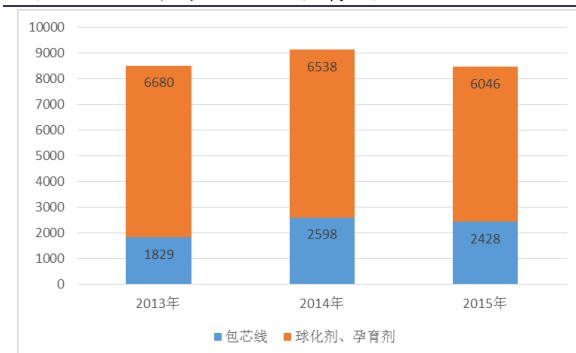


数据来源：Modern Casting，兴业证券研究所

数据来源：中国铸造业年鉴，Modern Casting，兴业证券研究所

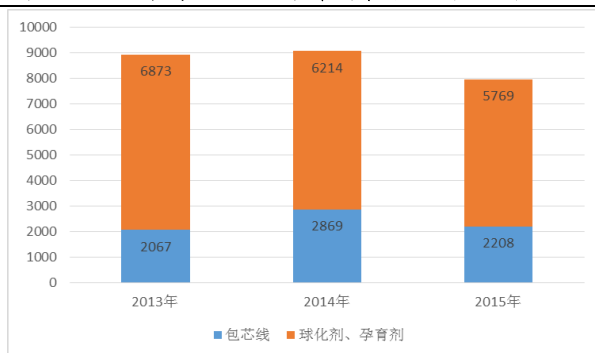
- **包芯线的发展潜力大。**包芯线及喂丝技术是现代铸造业的新技术，具有节能、环保、自动控制、工艺稳定、合金吸收率高等优势。包芯线在我国海处在起步阶段，铸造企业应用包芯线工艺的比例不足 10%，而德国等在 30% 以上。包芯线未来的发展空间巨大，是公司的重要发展方向之一。

图 16、公司铸造改性材料产量（吨）



资料来源：兴业证券研究所，公司招股说明书

图 17、公司铸造改性材料销售收入（万元）

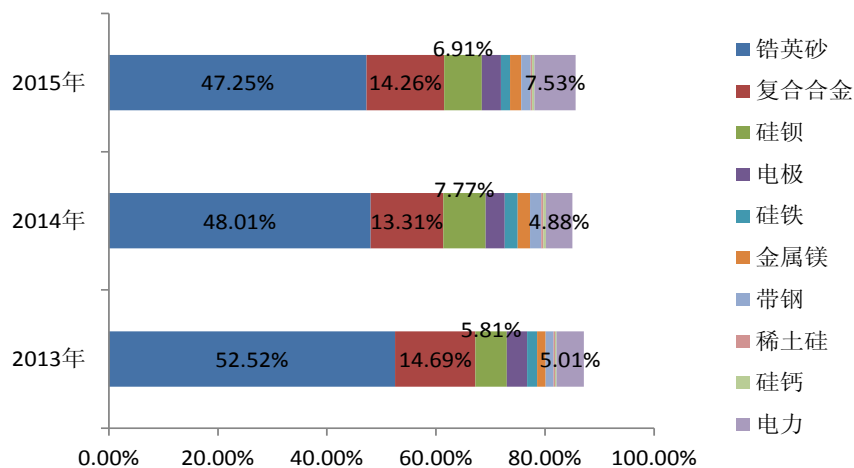


资料来源：兴业证券研究所，公司招股说明书

3、公司竞争优势：电熔法生产，水电成本优势显著

- **公司采用电熔法生产氧化锆，将成为未来的发展方向。**一是化学氧化锆生产过程伴随大量的污染，治理成本高。二是经过技术不断改进，电熔氧化锆的纯度等已经达到或接近化学氧化锆水平，正在对化学氧化锆的市场产生冲击。化学氧化锆现在的产量是电熔氧化锆的 4~5 倍，电熔氧化锆的提升空间很大。
- **公司拥有杨梅州水电站，电力自给，成本优势显著。**电熔锆的生产需要耗费大量的电能。普通氧化锆 1 吨需要耗费电力 6000 千瓦时，最高的特种氧化锆 1 吨需要耗费 15000 千瓦时。公司位于福建省小水电十强县之一的寿宁县，水电资源丰富，成本较低并供应电量能够充分保障公司电力供应，具有发展电炉熔炼产业的区域成本优势。公司全资子公司杨梅州电力从事水力发电业务，为公司主要能源供应商。采用自发电电，2015 年公司每千瓦时电力成本比网购电低 0.41 元，对应普通氧化锆节约成本低 2460 元。在全国电力成本普遍上升，压缩行业盈利空间的低谷期，公司成本优势尤为明显。

图 18、公司主要原材料和能源占生产成本的比重



数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

表 3、采购杨梅州电力所供电力相对于外购电力所节约的成本

	2015 年	2014 年	2013 年
杨梅州电力电价（合并报表）（元/千瓦时）	0.06	0.07	0.07
对外采购均价（元 / 千瓦时）	0.47	0.36	0.36
杨梅州电力供电量（万千瓦时）	4,527.69	5,304.00	5,044.39
节约的成本金额（万元）	1,823.74	1,575.87	1,496.25
其中：合并抵消金额（万元）	857.88	988.23	908.34

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

4、募投项目：扩大产能，提升公司盈利能力

- 本次募集资金投资项目“年产 10,000 吨电熔氧化锆系列产品项目”主要增加公司高新产品高纯电熔氧化锆、稳定电熔氧化锆、特种电熔氧化锆的产能，是公司在现有业务模式的基础上，扩充现有优势产品的产能，以满足市场对公司产品的强劲需求，进一步巩固和增强公司的市场领先地位，同时优化产品结构，增加公司高技术、高附加值产品的比例，提升公司盈利能力。
- 目前，公司电熔氧化锆产品在全球电熔氧化锆市场的市场占有率约为 5%，募投项目达产后，相应市场占有率达到 10% 左右即可消化全部产能。公司经过对未来市场发展情况的认真分析，并结合公司产品结构和优势产品情况，初步规划未来募投项目达产后，新增的 10,000 吨产能分配如下：高纯电熔氧化锆 5,000 吨，稳定电熔氧化锆 2,500 吨，特种电熔氧化锆 2,500 吨。
- 本项目达产后，预计正常年份可实现新增销售收入 40,584.85 万元。财务内部收益率（税后）为 23.58%，投资回收期（税后）为 5.62 年（含建设期 1 年）。

表 4、项目内容

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	核准情况
年产 10,000 吨电熔氧化锆系列产品项目	26,750 万元	14,627.08 万元	宁德市发展与改革委员会

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

表 5、募集资金时间安排

项目名称	总投资额	第一年	第二年	第三年	第四年
年产 10,000 吨电熔氧化锆系列产品项目	26,750 万元	20,650 万元	2440 万元	1,830 万元	1,830 万元

数据来源：公司招股说明书，兴业证券研究所

5、盈利预测与估值

- 预计 2016~2018 年公司将实现净利润 0.38、0.51、0.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.38、0.46 元，对应 PE 分别为 104X、77X、63X。给予“增持”评级。

表 6、公司盈利预测结果

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	277	289	372	448
同比增长	-10.0%	4.1%	29.0%	20.4%
净利润(百万元)	33	38	51	62
同比增长	9.1%	13.6%	34.3%	22.3%
毛利率	28.3%	28.2%	28.5%	29.1%
净利率	11.9%	13.0%	13.6%	13.8%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.38	0.46
每股经营现金流(元)	0.39	0.40	0.01	0.22
市盈率	117	104	77	63
市净率	19.2	10.3	9.3	8.3

数据来源：兴业证券研究所

- **风险提示：** 锆英砂价格波动风险；下游需求不如预期；公司新项目建设投产不如预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	185	412	463	541
货币资金	29	261	266	303
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	51	52	68	82
其他应收款	2	3	4	5
存货	57	60	77	92
非流动资产	114	123	110	107
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	88	85	80	76
在建工程	1	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	21	21	21	21
资产总计	299	536	572	648
流动负债	54	91	73	87
短期借款	0	7	5	5
应付票据	25	13	20	25
应付账款	11	16	19	23
其他	17	55	29	34
非流动负债	6	0	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	6	0	4	4
负债合计	60	91	77	91
股本	101	134	134	134
资本公积	43	177	177	177
未分配利润	79	117	163	218
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	239	445	495	557
负债及权益合计	299	536	572	648

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	33	38	51	62
折旧和摊销	0	4	4	4
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-3	-6	-7
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	0	35	-61	-27
经营活动产生现金流量	53	53	1	30
投资活动产生现金流量	-10	0	0	0
融资活动产生现金流量	-37	179	4	8
现金净变动	6	232	5	37
现金的期初余额	20	29	261	266
现金的期末余额	26	261	266	303

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	277	289	372	448
营业成本	199	207	266	318
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	13	14	18	21
管理费用	25	26	34	40
财务费用	-1	-3	-6	-7
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	37	43	58	72
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	40	45	61	74
所得税	7	8	10	12
净利润	33	38	51	62
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	33	38	51	62
EPS (元)	0.25	0.28	0.38	0.46

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	-10.0%	4.1%	29.0%	20.4%
营业利润增长率	5.0%	16.9%	34.7%	23.5%
净利润增长率	9.1%	13.6%	34.3%	22.3%
盈利能力				
毛利率	28.3%	28.2%	28.5%	29.1%
净利率	11.9%	13.0%	13.6%	13.8%
ROE	13.9%	8.5%	10.2%	11.1%

偿债能力

资产负债率	20.1%	17.0%	13.5%	14.0%
流动比率	3.45	4.53	6.35	6.21
速动比率	2.38	3.87	5.29	5.15

营运能力

资产周转率	0.96	0.69	0.67	0.73
应收帐款周转率	5.27	5.56	6.21	6.01

每股资料(元)

每股收益	0.25	0.28	0.38	0.46
每股经营现金	0.39	0.40	0.01	0.22
每股净资产	1.78	3.32	3.69	4.15

估值比率(倍)

PE	138.91	122.27	91.02	74.40
PB	19.24	10.34	9.28	8.25

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjq@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戡	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。