

兴发集团

600141

审慎增持 (维持)

磷化工及草甘膦产品产销增长, 成本下降增厚毛利,
2020Q3 业绩稳健增长

2020年10月22日

市场数据

| 市场数据日期 | 2020-10-22 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 11.45 |
| 总股本(百万股) | 1031.39 |
| 流通股本(百万股) | 743.19 |
| 总市值(百万元) | 11809.45 |
| 流通市值(百万元) | 8509.54 |
| 净资产(百万元) | 8419 |
| 总资产(百万元) | 29257.62 |
| 每股净资产 | 8.16 |

主要财务指标

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 18039 | 19031 | 20268 | 21910 |
| 同比增长(%) | 1.0% | 5.5% | 6.5% | 8.1% |
| 归母净利润(百万元) | 302 | 370 | 450 | 550 |
| 同比增长(%) | -24.8% | 22.3% | 21.6% | 22.2% |
| 毛利率(%) | 13.6% | 14.8% | 13.9% | 14.1% |
| 净利润率(%) | 1.7% | 1.9% | 2.2% | 2.5% |
| 净资产收益率(%) | 3.7% | 4.4% | 5.1% | 6.0% |
| 每股收益(元) | 0.29 | 0.36 | 0.44 | 0.53 |
| 每股经营现金流(元) | 1.01 | 2.00 | 2.14 | 2.27 |

相关报告

《兴证化工-兴发集团(600141) 2020 半年报点评: 磷矿石、草甘膦等主要产品销售提升, 2020Q2 归母净利环比大幅提升》2020-08-27

《兴发集团(600141) 2018 年年报点评: 有机硅及草甘膦业务稳步扩张, 看好磷化工业务后续表现》2019-03-27

《兴发集团(600141) 2018 年三季度点评: 业绩同比大幅增长, 草甘膦及磷化工有望接续贡献业绩增量》2018-10-31

投资要点

- **事件:** 兴发集团发布 2020 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 152.20 亿元, 同比增长 5.35%; 实现归母净利润 3.62 亿元, 同比增长 20.32%, 扣非归母净利润 3.55 亿元, 同比增长 21.46%。按最新总股本计, 实现摊薄每股收益 0.35 元, 每股经营性净现金流 0.99 元。

其中2020年Q3单季度实现营业收入58.79亿元, 同比增长19.02%, 环比增长8.19%; 实现归母净利润2.23亿元, 同比增长26.52%, 环比增长93.91%。折合单季度EPS为0.22。

- **维持“审慎增持”的投资评级。**兴发集团2020Q3数个主营产品销量同比提高, 叠加因技改公司磷酸产量提高及成本下降, 公司2020Q3实现营业收入及归母净利润的同比增长。

兴发集团是磷化工行业及精细化工行业领先企业。公司磷矿资源储量和开采技术水平都处于行业领先水平, 随着公司磷矿选矿加工项目及采矿项目逐步建设投产, 公司将进一步巩固磷化工产业链一体化优势。随着国内半导体行业高速发展, 将带动电子化学品市场空间增长, 以及电子级氢氟酸项目、新启动建设的芯片用超高纯电子化学品、电子级磷酸技术改造项目带来的产能增量, 公司的电子化学品业务有望成为公司新利润增长点。此外, 公司的草甘膦、有机硅、黄磷产能构成协同生产, 进一步提升公司产品的盈利能力。以最新股本 10.31 亿股计, 我们维持 2020-2022 年 EPS 分别为 0.36、0.44、0.53 元的盈利预测, 维持“审慎增持”评级。

分析师:

邓先河
dengxianhe@xyzq.com.cn
S0190520010002

张志扬
zhangzhiyang@xyzq.com.cn
S0190520010003

风险提示: 产品价格低迷的风险, 新建项目投产不及预期的风险, 环保政策收紧风险。

报告正文

事件

兴发集团发布 2020 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 152.20 亿元, 同比增长 5.35%; 实现归母净利润 3.62 亿元, 同比增长 20.32%, 扣非归母净利润 3.55 亿元, 同比增长 21.46%。按最新总股本计, 实现摊薄每股收益 0.35 元, 每股经营性净现金流 0.99 元。

其中 2020 年 Q3 单季度实现营业收入 58.79 亿元, 同比增长 19.02%, 环比增长 8.19%; 实现归母净利润 2.23 亿元, 同比增长 26.52%, 环比增长 93.91%。折合单季度 EPS 为 0.22。

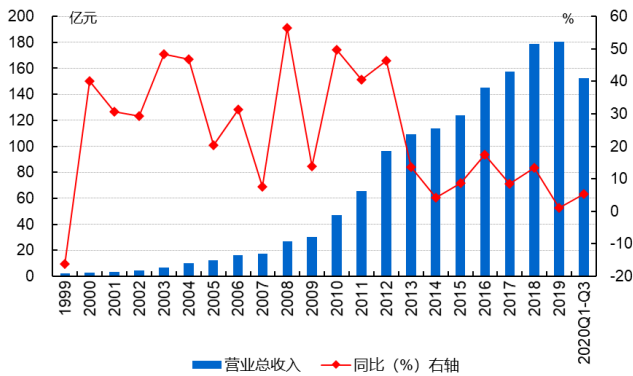
点评

兴发集团 2020Q3 数个主营产品销量同比提高, 叠加因技改公司磷酸产量提高及成本下降, 公司 2020Q3 实现营业收入及归母净利润的同比增长。

- **公司产销量提升带动 2020Q3 公司营收同比增长, 技改降本增厚毛利。**公司 2020 年 Q3 实现营业收入 152.20 亿元, 同比增长 5.35%。随着国内复工复产的推进, 产品下游需求好转, 且公司的开工率维持高位, 20Q3 公司的产品产量增长, 磷矿石、黄磷、草甘膦、有机硅的销量情况均优于去年同期。公司 2020H1 实现归母净利润 3.62 亿元, 同比增加 20.32%, 实现综合毛利率 12.77%, 环比增加 0.9pcts。其中, 2020Q3 单季度营收实现环比增长 8.19%, 达到 58.79 亿元; 归母净利润实现环比增长 379.17%, 达到 1.15 亿元, 公司盈利能力增强主要来自于: (1) 公司的湿法磷酸生产线在工艺提升后。产量提升且成本下降 (2) 公司的二甲基亚砷产品价格上涨, 毛利率上行 (3) 公司自有水电站量增长, 电力自给提高降低成本。

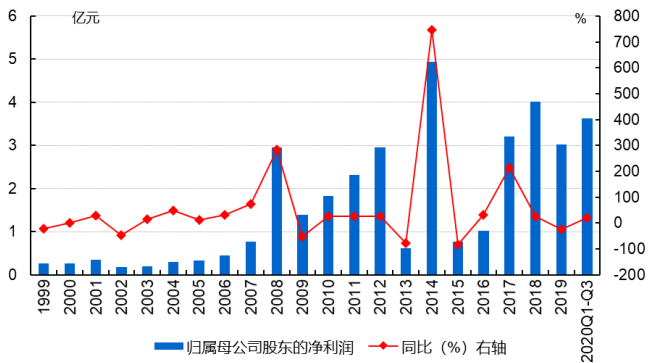
期间费用方面, 销售费用率 3.49% (同比 +0.04pct), 管理费用率 2.74% (同比 +0.29pct), 财务费用率 2.92% (同比 -0.34pct), 研发费用率 1.60% (同比 +0.28pcts)。

图1、兴发集团营业总收入



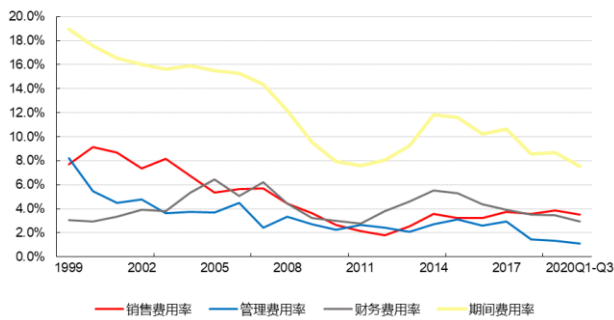
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、兴发集团归母净利润



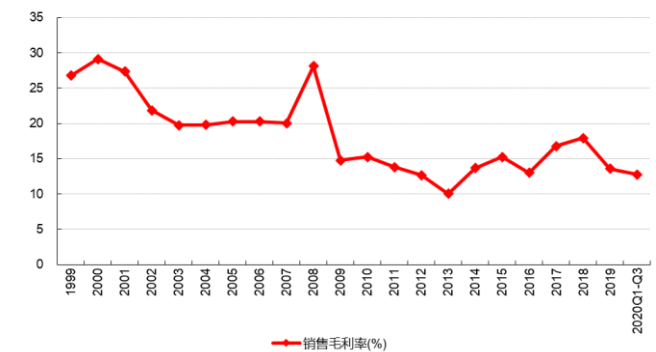
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、兴发集团费用情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、兴发集团毛利率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、兴发集团近年经营数据

| | 产量/ (万吨) | | | | | 销量/ (万吨) | | | | | 销售均价(含税) / 元/(吨) | | | | |
|----------|------------|------------|------------|---------------|-----------------|------------|------------|------------|---------------|-----------------|------------------|------------|------------|---------------|-----------------|
| | 2017 FY | 2018 FY | 2019 FY | 2020 Q1-Q3 | 2020Q1- Q3同比 | 2017 FY | 2018 FY | 2019 FY | 2020 Q1-Q3 | 2020Q1- Q3同比 | 2017 FY | 2018 FY | 2019 FY | 2020 Q1-Q3 | 2020Q1- Q3同比 |
| 磷矿石 | 607.82 | 461.96 | 360.14 | 360.00 | 24.87% | 483.23 | 282.35 | 200.06 | 201.08 | 23.67% | 188.89 | 260.39 | 254.96 | 211.03 | -21.50% |
| 黄磷 | 10.48 | 9.26 | 9.57 | 8.35 | 16.13% | 2.89 | 1.50 | 0.58 | 2.08 | 108.00% | 13265.02 | 13788.83 | 15122.70 | 14726.64 | 1.57% |
| 工业级三聚磷酸钠 | | | | | | | | | | | 5016.20 | 5260.76 | 5420.64 | 4944.09 | -11.94% |
| 食品级三聚磷酸钠 | 19.67 | 18.80 | 19.28 | 14.89 | -0.20% | 18.39 | 17.67 | 18.24 | 13.43 | -5.69% | 6220.49 | 6465.60 | 6713.70 | 6710.07 | -4.05% |
| 工业级六偏磷酸钠 | | | | | | | | | | | 6427.28 | 6823.92 | 6974.50 | 7130.10 | 1.02% |
| 食品级六偏磷酸钠 | | | | | | | | | | | 6806.19 | 7219.20 | 7502.69 | 7536.84 | -0.77% |
| 磷酸一铵 | 25.12 | 22.84 | 64.18 | 47.02 | -5.14% | 24.36 | 21.60 | 59.19 | 52.02 | 12.87% | 1852.34 | 2243.96 | 2237.30 | 1960.70 | -16.60% |
| 磷酸二铵 | 44.34 | 41.21 | | | | 45.81 | 41.24 | | | | 2141.53 | 2652.00 | | | |
| 有机硅(DMC) | 6.60 | 9.82 | 10.29 | 8.87 | 15.95% | 4.75 | 6.91 | 6.91 | 5.66 | 7.81% | 17860.20 | 23733.52 | 15559.42 | 13669.94 | -14.31% |
| 107胶 | | | | | | | | | | | 18786.76 | 23320.70 | 15966.51 | 14169.44 | -13.75% |
| 氯碱(不含液氯) | 30.07 | / | / | / | / | 13.90 | / | / | / | / | 3077.94 | / | / | / | / |
| 草甘膦 | 12.29 | 12.92 | 15.93 | 11.30 | -14.85% | 11.05 | 11.84 | 13.58 | 12.51 | 12.10% | 19564.17 | 24454.95 | 22671.23 | 20018.47 | -12.79% |
| 110胶 | / | / | / | 3.18 | / | / | / | / | 2.62 | / | / | / | / | 14501.68 | / |

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **磷矿开发及湿法磷酸工艺升级, 一体化优势降低成本。**公司 300 万吨/年低品位磷矿选矿及深加工项目已经进入试车阶段, 同时公司投资新建后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目, 计划将于 2021 投产。项目相继建成后将大幅提升公司的磷矿产能。此外, 公司的全资子公司兴发化工 10 万吨湿法磷酸生产线实现技术升级, 磷酸产量上升且成本降低。上游磷矿石及磷酸产能增加夯实了公司磷化工产业链一体化优势, 扩大了公司的降本空间。
- **深度布局电子化学品, 顺应国内半导体产业浪潮, 市场空间可观。**随着国内半导体市场的体量增加, 半导体产业的配套需求推动了国内电子化学品的需

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

求。国内厂商的替代趋势显著。公司的电子化学品业务发展迅速，新启动建设6万吨/年芯片用超高纯电子化学品、3万吨/年电子级磷酸技术改造项目，联营公司兴力电子投资的3万吨/年电子级氢氟酸项目也在建设中，预计今年下半年投产。达产后，将进一步支持公司业绩上行。

- **有机硅市场静待复苏，随海内外需求缓慢修复，有机硅价格有望恢复合理水平。**因海内外疫情所带来的不确定性，有机硅下游建筑、汽车、橡胶行业需求持续低迷，有机硅价格也处在历史较低位点。因产线开车情况良好，2020年前三季度公司有机硅的产销量均实现同比增长。公司在有机硅业务上进行持续扩张，公司正稳步推进全资子公司湖北兴瑞的有机硅技术升级改造及配套10万吨/年特种硅橡胶及硅油项目，达产后为公司提供业绩增量。

图5、磷矿石价格走势

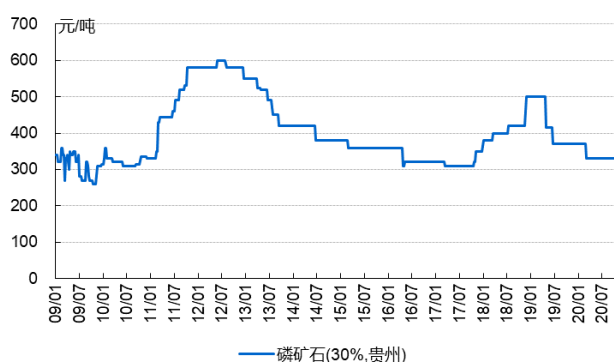


图6、磷酸一铵价格走势



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、有机硅价格走势

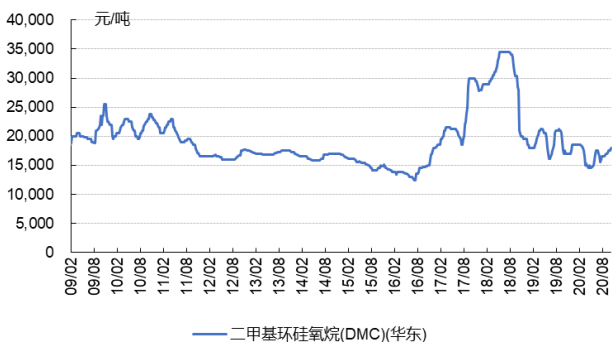


图8、草甘膦价格走势



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“审慎增持”的投资评级。**兴发集团是磷化工行业及精细化工行业领先企业。公司磷矿资源储量和开采技术水平都处于行业领先水平，随着公司磷矿选矿加工项目及采矿项目逐步建设投产，公司将进一步巩固磷化工产业链一体化优势。随着国内半导体行业高速发展，将带动电子化学品市场空间增长，以及电子级氢氟酸项目、新启动建设芯片用超高纯电子化学品、电子级磷酸技术改造项目带来的产能增量，公司的电子化学品业务有望成为公司新利润增长点。此外，公司的草甘膦、有机硅、黄磷产能构成协同生产，进一

步提升公司产品的盈利能力。以最新股本 10.31 亿股计，我们维持 2020-2022 年 EPS 分别为 0.36、0.44、0.53 元的盈利预测，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**产品价格低迷的风险，新建项目投产不及预期的风险，环保政策收紧风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 6514 | 6877 | 9241 | 10920 |
| 货币资金 | 1647 | 2565 | 4380 | 5719 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 954 | 861 | 960 | 1062 |
| 其他应收款 | 56 | 88 | 107 | 98 |
| 存货 | 2110 | 1994 | 2225 | 2421 |
| 非流动资产 | 21738 | 20709 | 20126 | 19588 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 71 | 84 | 52 |
| 长期股权投资 | 1358 | 1350 | 1400 | 1450 |
| 投资性房地产 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 13993 | 14467 | 14317 | 13898 |
| 在建工程 | 2652 | 1326 | 663 | 331 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1995 | 1925 | 2000 | 2176 |
| 资产总计 | 28253 | 27586 | 29367 | 30509 |
| 流动负债 | 13013 | 12800 | 13597 | 13651 |
| 短期借款 | 6473 | 6369 | 6554 | 6465 |
| 应付票据 | 235 | 263 | 301 | 304 |
| 应付账款 | 2647 | 2573 | 2877 | 3095 |
| 其他 | 3659 | 3595 | 3865 | 3786 |
| 非流动负债 | 5678 | 4890 | 5553 | 6249 |
| 长期借款 | 3637 | 3988 | 4239 | 4830 |
| 其他 | 2041 | 902 | 1314 | 1419 |
| 负债合计 | 18691 | 17690 | 19150 | 19900 |
| 股本 | 1028 | 1028 | 1028 | 1028 |
| 资本公积 | 5133 | 5133 | 5133 | 5133 |
| 未分配利润 | 1742 | 2009 | 2307 | 2672 |
| 少数股东权益 | 1419 | 1399 | 1400 | 1400 |
| 股东权益合计 | 9562 | 9897 | 10216 | 10609 |
| 负债及权益合计 | 28253 | 27586 | 29367 | 30509 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 393 | 370 | 450 | 550 |
| 折旧和摊销 | 871 | 944 | 1005 | 1043 |
| 资产减值准备 | 95 | 27 | 9 | 4 |
| 无形资产摊销 | 94 | 92 | 92 | 93 |
| 公允价值变动损失 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 财务费用 | 612 | 842 | 812 | 783 |
| 投资损失 | -89 | -45 | -50 | -50 |
| 少数股东损益 | 90 | -20 | 0 | 0 |
| 营运资金的变动 | -987 | -350 | 68 | 122 |
| 经营活动产生现金流量 | 1036 | 2055 | 2455 | 2148 |
| 投资活动产生现金流量 | -1230 | 3 | -301 | -436 |
| 融资活动产生现金流量 | -188 | -1140 | -339 | -372 |
| 现金净变动 | -376 | 918 | 1816 | 1339 |
| 现金的期初余额 | 1563 | 1647 | 2565 | 4380 |
| 现金的期末余额 | 1187 | 2565 | 4380 | 5719 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 18039 | 19031 | 20268 | 21910 |
| 营业成本 | 15593 | 16533 | 17489 | 18892 |
| 营业税金及附加 | 150 | 196 | 209 | 226 |
| 销售费用 | 701 | 716 | 765 | 830 |
| 管理费用 | 237 | 209 | 368 | 398 |
| 财务费用 | 625 | 842 | 812 | 783 |
| 资产减值损失 | -75 | -39 | -69 | -61 |
| 公允价值变动 | -0 | -1 | -1 | -1 |
| 投资收益 | 89 | 45 | 50 | 50 |
| 营业利润 | 483 | 530 | 645 | 793 |
| 营业外收入 | 17 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 44 | 40 | 45 | 50 |
| 利润总额 | 457 | 510 | 620 | 743 |
| 所得税 | 64 | 160 | 134 | 163 |
| 净利润 | 393 | 350 | 480 | 580 |
| 少数股东损益 | 90 | -20 | 30 | 30 |
| 归属母公司净利润 | 302 | 370 | 450 | 550 |
| EPS(元) | 0.29 | 0.36 | 0.44 | 0.53 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长性(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 1.0% | 5.5% | 6.5% | 8.1% |
| 营业利润增长率 | -58.3% | 93.3% | -15.6% | 22.0% |
| 净利润增长率 | -24.8% | 22.3% | 21.6% | 22.2% |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 13.6% | 14.8% | 13.9% | 14.1% |
| 净利率 | 1.7% | 1.9% | 2.2% | 2.5% |
| ROE | 3.7% | 4.4% | 5.1% | 6.0% |
| 偿债能力(%) | | | | |
| 资产负债率 | 66.2% | 64.1% | 65.2% | 65.2% |
| 流动比率 | 0.50 | 0.54 | 0.68 | 0.80 |
| 速动比率 | 0.34 | 0.38 | 0.51 | 0.62 |
| 营运能力(次) | | | | |
| 资产周转率 | 66.9% | 68.2% | 71.2% | 73.2% |
| 应收帐款周转率 | 1874.6% | 1901.7% | 2006.1% | 1958.6% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.29 | 0.36 | 0.44 | 0.53 |
| 每股经营现金 | 1.01 | 2.00 | 2.14 | 2.27 |
| 每股净资产 | 7.92 | 8.26 | 8.57 | 8.96 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 40.5 | 33.1 | 27.2 | 22.3 |
| PB | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。

特别声明

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。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编:200135 | 邮编:100033 | 邮编:518035 |
| 邮箱:research@xyzq.com.cn | 邮箱:research@xyzq.com.cn | 邮箱:research@xyzq.com.cn |