

双核驱动增长：电镀龙头与新一代 OGS 买入 首次评级

投资要点：

- 我们 6 月 30 日前往方兴科技调研，与公司管理层以及主要业务子公司中恒和华益的总经理深入交流。我们认为公司资产置换后盈利能力 and 业绩稳定性得到大幅提升，电镀氧化锆和 ITO 玻璃均处于国内领先地位；大股东蚌埠院技术实力雄厚，且有将旗下新产品和新技术注入上市公司的预期。
- 公司拟非公开增发 4,500 万股，增发价 19.89，融资 10 亿元，预计年底完成。募集资金将用于发展高纯和微纳米锆以及触摸屏业务，募投项目技术先进，具有较强盈利能力。

报告摘要：

- 背靠蚌埠院，专注触摸屏产业链和新材料业务。**公司 2011 年 6 月与大股东蚌埠玻璃设计院完成资产置换，将原有浮法玻璃业务置换为中恒、中凯、华洋公司旗下的氧化锆等新材料业务，并于今年 3 月进一步对中恒实现 100% 控股，同时将旗下酒店、模组等业务公司出售，专注于主营业务。公司背靠国内领先的蚌埠玻璃设计院，具有雄厚技术实力，将分享蚌埠院研究成果，占据行业技术前沿，目前主要贡献业绩的是中恒公司的电镀氧化锆业务和华益公司的导电膜玻璃业务。
- 电镀氧化锆国内龙头，进军高纯和微纳米锆领域。**子公司中恒拥有电镀氧化锆产能 2.1 万吨，居于国内首位，且公司原材料、物流、电耗和管理等成本均低于国内竞争对手，具有行业龙头地位。公司本次定增募投项目包括 5000 吨高纯锆、3000 吨微纳米锆。高纯锆纯度接近目前主流的化学锆，并具有成本和环保优势，存在替代机会；微纳米锆属于高端产品，售价达到 30 万元/吨，盈利能力强。
- 由 ITO 玻璃向触摸屏领域产业延伸。**子公司华益主要从事导电膜玻璃业务，目前拥有 12*14 英寸电阻式 ITO 玻璃产能 4000 万片，去年毛利率达到 33%。新建 400*500 英寸电容式 ITO 玻璃产能 130 万片已于 5 月投产。公司计划通过定增募集资金将产业延伸至产业链下游触摸屏领域，募投项目采用创新型 cover lens 集成 sensor 的 OGS 方案，计划生产 400*500 和 550*650 英寸触摸屏各 85 万片，有望配套中兴、华为等国内知名企业。
- 预计 2012、2013 年公司 EPS 分别为 1.03 和 1.49 元，对应回当前股价 PE 为 19.77 和 13.69，考虑到公司的高成长性以及国内龙头地位，给予公司“买入”评级。

建材行业研究组

联系人：

邓海清

电话：010-88085151

Email: denghaiqingi@hysec.com

沈荣

电话：010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120331	10,954	10,681 股
20111231	10,349	11,305 股
20110930	10,676	10,959 股

数据来源：港澳资讯

时间：2012年6月5日

参会人员：董事会秘书黄晓婷；证券事务代表林珊；蚌埠玻璃设计院副院长，公司副董事长夏宁；总经理，财务总监陈阿琴；中恒公司总经理王永和；华益公司总经理张少波

一、定向增发情况

公司3月份发布公告，拟非公开增发4,500万股，增发价19.89，融资不超过10亿元。目前增发预案已上报国资委审批，预计近期可以通过；国资委批准后，召开股东大会通过增发方案，材料齐备后将报证监会审核，预计在年底前完成发行。蚌埠玻璃设计院将参与增发，确保在本次认购股份后，直接及间接控制的股份比例不低于本次非公开发行股票后上市公司总股本的30%。

二、资产置换及后续收购情况

公司02年上市，08年中建材收购华光，截止目前，蚌埠院和华光共同持有公司34.6%

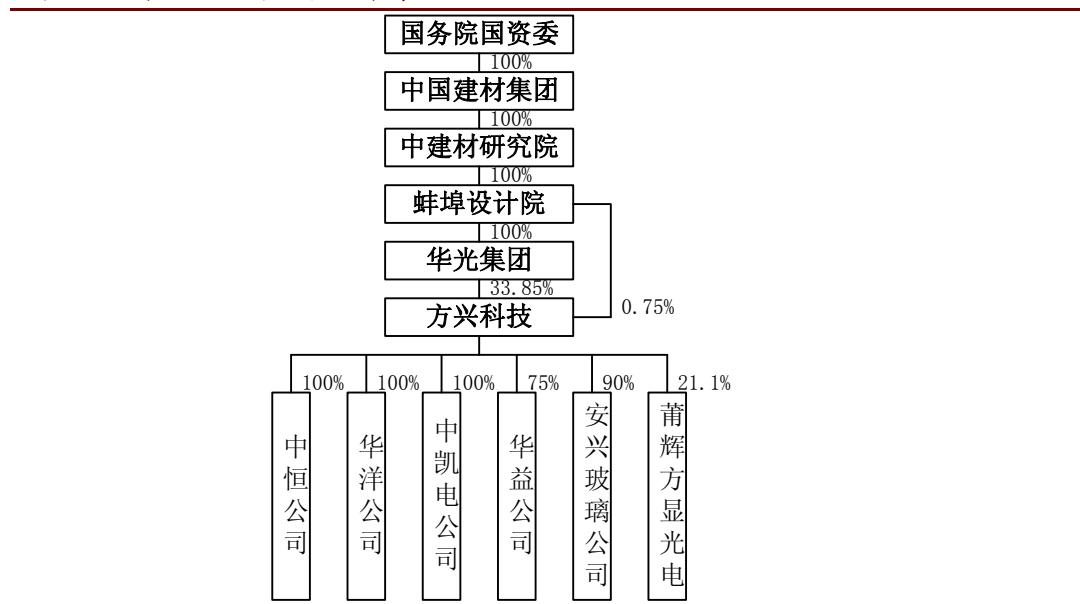
2011年6月，蚌埠院以其持有的中恒公司60%的股权、华洋公司100%的股权、中凯公司100%的股权以及部分土地使用权、房屋与方兴科技浮法玻璃业务相关资产和负债进行置换。

2012年3月，公司受让中贝公司持有的中恒公司40%股权，转让价款总计1468万元。中贝40%的股权账面价值已7000万，并且公司盈利情况也很好。

2012年4月，公司将持有的方圆光电70%的股权以人民币0元转让给兴科公司，方圆光电负债大于资产，净资产为负，公司专注于主业发展。

公司还将所持有的方兴假日酒店65.8%的股权以约900万元转让给母公司华光集团，专注于ITO导电膜玻璃和新材料业务。截止目前公司股权结构及子公司情况如下：

图1：公司股权结构及子公司情况



三、中恒公司情况

(一) 目前产销情况

2007年设立，2008年投产，目前电熔氧化锆三条生产线，产能14000吨。今年又新建了一条7000吨的电熔氧化锆线，预计近期能投产。

由于生产线每20多天要维护一次，实际产量约为产能的7折，去年中恒公司生产销售电熔锆1万吨多一点，

实现销售收入 5 个亿，净利润 1.1 亿，净利率达 22%。今年销量预计在 1.4 万吨。

目前电熔锆每吨售价虽然没有去年同期高，但我公司仍保持较好的盈利水平。去年国内比国外价格高，所以外销少。今年外销可能比较高，占 30%。外销需要商务部颁发许可证，公司取得了商务部支持，审批速度较快。

公司的电熔锆主要用于玻璃熔窑用耐火材料、陶瓷、刹车片等领域，用于陶瓷釉料颜色主要为黄色和蓝色，纯度能做到 99.3%。瑞泰科技也是中恒的下游客户，有关联交易。刹车片一开始用化学锆成本太高，使用率很小，现在用公司电熔锆，成本得到有效改善。公司刚推出个新产品，色彩效果很好。

世界前 5 大陶瓷色料厂都与公司有合作，认为公司产品与法国顶尖产品质量差不多，但价格方面更有竞争优势。

氧化锆在陶瓷应用方面，跟房地产关联较大。氧化锆价格 3 月后开始反弹，但今年需求相比去年有所下降，目前大部分电熔锆企业亏损，但公司仍能保持不错的盈利，而且完全没有库存。这个月 7000 吨投产后，将进一步压缩竞争对手的生存空间。公司今年的主要思路就是进一步扩大市场占有率，抢占竞争对手的市场份额。

图 2：国内主要电熔锆生产厂家

公司	电熔锆产能
营口阿斯创	12000 吨
河南振中	10000 吨
中恒新材料	21000 吨
其余厂家	7000 吨

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

（二）定增募投项目

定增募投项目产品为 8000 吨氧化锆，其中 5000 吨为高纯锆，3000 吨为微纳米锆。高纯锆结合电熔工艺和碱熔工艺的优点，最终产品纯度达到 99.9% 以上，接近目前的化学锆，在产品应用上，很多方面可替代化学锆，而与化学锆相比每吨有 1 万元成本优势。国内纯化学法，采用一酸一碱工艺，成本高、污染非常大，已经有企业因为环境污染问题被关闭。

高纯锆售价在 6-7 万元/吨，纳微米锆售价更是达到 30 万元/吨。新产品在人造宝石、固体燃料电池、结构陶瓷材料、电子材料、生物陶瓷、耐磨材料、生物医药、润滑油、传感器、催化领域等具有广泛的应用。

公司氧化锆产品对日本销售一年达 2000 吨，募投项目的实验室产品给已经客户试过，效果很好，因此对新产品很有信心。同时中恒公司现金流充裕，有可能先上募投项目，不等定增。

（三）成本

电熔锆原材料主要是锆英砂，产地包括海南和澳洲、南非。海南每年产量只有 3-4 万吨，而全国需求在 50-60 万吨，无法满足，主要靠进口。澳洲最大的锆矿企业为 ILUKA，公司作为亚洲最大的锆英砂需求企业，与 ILUKA 关系良好，签订的长协价，能保障绝对的采购优势。去年公司锆英砂存货多，由于矿涨价增值很多。显而易见，公司在采购成本方面有很大的优势。

同时公司物流、管理、电耗、财务成本都控制的很好。公司具有优越的地理位置，水运便利；人员非常精简，生产人员只有 170 多人，管理费用少。而且公司产品用于色料，发色更鲜艳，卖的价格更高。佛山是全国最大的陶瓷基地，中恒氧化锆目前占了六成左右的市场份额。

（四）发展思路

公司未来一要继续跟供应商发展良好关系，二来公司也会考虑向下游延伸。

将来锆行业还是着眼于电子级。

四、华益公司情况

(一) 产能情况

电阻式触摸屏用导电膜玻璃 (ITO 玻璃) 产能：公司上市前有两条线，上市募投项目做第三条线，现在有 12 条，按照 14*16 英寸计算产能约 4000 万片，综合良品率能达到 95% 以上。

投资 1.8 个亿的年产 130 万片电容式 ITO 玻璃生产线的四条生产线已于今年 5 月份全部投产，这个是 400*500 英寸。

定增募投项目是电容式触摸屏，建设 170 万片的生产线，是中小尺寸，分别为 400*500 和 550*650，目前能覆盖到市场应用的尺寸。

(二) 市场及公司经营情况

公司去年销售 14*16 英寸 ITO 玻璃 3000 多万片。

ITO 玻璃受欧洲经济低迷和春节假期较长影响，今年 1 季度延续去年 4 季度低迷行情，4 月中旬开始复苏，目前已经接近去年水平。4 月初所有生产线都开起来了，5 月份实现满产负荷。ITO 玻璃停复产速度非常快。

行业跟欧美经济关系密切，全球触摸屏 90% 在中国生产，销售到世界各地。

5 月份到 6 月初，行业非常乐观了。国家政策也有支持。现在订单也是满的。从获得订单到实现销售，大约需要 1 周时间。

(三) 产业链及行业发展情况

ITO 玻璃的上游是超薄玻璃，下游应用方面较广，终端客户包括手机、平板电脑、家用电器、车载仪表、电子玩具、电子词典等。

05-06 年电阻式触摸屏比较流行，08 年以后由苹果 IPHONE 带来电容式触摸屏流行起来，目前主流向电容屏转。手机和平板电脑处于更新换代期，2、3 线品牌用安卓系统后也往电容转。目前电容式触摸屏需求七成是手机，电容屏可以实现多点触控。预测全球手机触摸屏 2011-2014 年出货金额 43.1 亿、53 亿、63.7 亿、71.9 亿美元，复合增长率 18.7%。

最早进入电容屏市场莱宝和南玻，给苹果配套；长信上市后也做电容屏。现在做的企业很多，但做得好的还是莱宝和南玻。一线品牌苹果，必须认证，很难。过去上市公司都做苹果配套，但苹果方案变化很快，例如 iPhone5 要求显示屏兼容 sensor，现在大多公司在做二线品牌中兴、华为、联想等的配套。

莱宝、长信、南玻、方兴这 4 家上市公司，是行业内最大的 4 家。

sensor 工艺比较复杂，需要反复蚀刻和镀膜，需要电容屏和导电膜企业密切配合，目前导电膜厂家都在往下游拓展，公司也准备往下游拓展，定增募投项目就是触摸屏。

公司在触摸屏领域介入较晚，但时机也很好，因为下游的技术和方案变化很快。例如 iPhone5 要取消 sensor 了，只要 COVER LENS 和显示屏（显示屏兼容 sensor），算是技术革命性的变化，一般厂商很难跟进。苹果是电容屏引导者，把工艺实用化，现在又把 sensor 功能集成在显示屏上，使产品更轻薄，sensor 已经降到 0.33 毫米了，iPhone5 则是完全取消 sensor。但这种方案要和显示屏厂商密切合作，局限性很大，sensor 工厂目前都做不到，只有大的显示屏厂如夏普能做。原 sensor 有自己 IC，现在 IC 也整合了，好处是集成化更高，省掉一些芯片，坏处就是坏一点就得全换，为后续产品维护增加了难度和成本。

还有一种方案是把 sensor 集成到盖板上，同样取消 sensor，使产品更轻薄变薄，这种方案叫 OGS，公司定增募投是这种方向。生产设备要全日本进口，公司已初步选定设备供应商。OGS 方案，仍保留显示屏和盖板，通用性高。目前公司盖板玻璃做的很好，为本方案实施创造了条件。

(四) 发展规划

定增募投把 sensor 集成到盖板上的 OGS 型触摸屏。

华益公司技术储备完善，ITO 玻璃国内规模最大，与下游合作超过 3 年，有自己的盖板产品，技术积累已有 3 年时间，因此有足够的实力做触摸屏。

行业里，有些较早涉足触摸屏的厂家也想做 OGS 产品，但设备比较老，很多东西也要改造，还得重头再来。电子行业不怕晚，一个技术应用不会超过 5 年，但更新换代很快，重要的是要有技术实力，跟的上技术转换。

与下游联系：跟下游客户合作很多年，但现在做 sensor 跟下游就有竞争了，不过我们如果做 sensor 和盖板在一起，竞争关系不大，可以让下游做模组（贴合）。公司最终还是要做模组，接触终端厂家，这样的话还需要市场开发。整个产业链中模组不难，最难的还是做 sensor。

定增项目建设期 8 个月，定增快的话明年 6 月可以试生产了。设备选型、厂房规划、人才储备都已经做好了，万事具备。

五、蚌埠玻璃设计院介绍

蚌埠玻璃工业设计院有研发、工程服务和产业几大块，既是研发创新的平台和孵化器，也有产业。玻璃院 1953 年建院，起初在北京，是属于国家建材局的事业单位。1970 年迁到蚌埠。2000 年第一轮中央直属科研院所改制，院所改制后进入中国建材集团（原来也是属于建材局的企业）。玻璃院起初做设计，后由设计进入工程总包，进而进入相关产业、玻璃水泥的机械装备等。在十多年中发展较快，从起初四五千万的年设计费收入，到去年连工程板块加到一起超过 100 亿的收入。工程服务板块从院里拿出去，放到建材股份下的中国建材国际工程集团公司，主要做玻璃、水泥方面的总包。玻璃院方面主要是负责研发和产业。

蚌埠院设有联合国工发组织和中国政府合建的中国玻璃发展中心等 7 个行业性机构，组建了浮法玻璃新技术国家重点实验室，博士后科研工作站，国家玻璃新材料高新技术产业化基地，三个行业检测中心，五个研究中心（即玻璃工业节能技术国家地方联合工程研究中心、国家玻璃深加工工程技术研究中心、安徽省薄膜太阳能电池工程技术研究中心、安徽省玻璃新材料工程技术研究中心、安徽省玻璃节能工程研究中心）等多个省部级以上创新平台。

蚌埠院的研发方面十分注重人才的培养和引进，在中国的玻璃行业是领头羊，在国际上也排在顶级。院所的研究人员以材料学背景为主。最近几年在引进人才方面，本硕博每年招聘一百七八十人。在高端人才引进方面，蚌埠院引进了原来在美国的国家第六批千人计划专家徐根保，以及原来在日本的靶材专家等，进行集成创新。

徐根保是膜材料专家，目前担任我院浮法玻璃新技术国家重点实验室首席科学家，并负责改进提升我们 TCO 线。我们 TCO 玻璃是 AZO 技术，生产装备全部自主研发设计，包括 TCO 和 LOW-E 玻璃装备，以后可以发售。蚌埠有装备生产基地，还在淮南收了个以前做煤矿机械的装备企业。

蚌埠院每年获得国家专项资金支持的量也很大，在研课题承担的国家级项目有 5 个，其中 973 有 2 项，863 有 1 项，国家科技支撑计划有 1 项，国家国际科技合作项目有 1 项。蚌埠院的研发能力很强，每年获得很多国家级奖项，去年获得了国家的科学技术进步二等奖。此外，由于蚌埠院很多项目是替代进口、打破国外垄断的新兴产业项目，还获得地方政府和国家财政的专项支持，如去年全氧燃烧和 TCO 项目获得 2 亿元国有资本金补助，超薄项目拿到专项补贴资金 6000 万元，TFT 项目也拿了专项资金，其他准备投的也有一些拿到地方专项资金。蚌埠院最近拿了两个金太阳工程示范项目，都在安徽，有一个多亿补贴。

蚌埠院在石英砂选矿、采矿和矿产资源产业规划方面是业内的佼佼者，我们看到好的矿自己也会介入，目前已拥有两处矿产资源，一个是通辽矽沙矿，还有一个是湖南衡阳的低铁石英砂矿（低铁石英砂主要做超白、高端玻璃），此外还有凤阳等地的资源还在谈。

蚌埠院从过去单纯的浮法玻璃，到中国建材给蚌埠院定位的新玻璃、新材料、新能源（玻璃院自己又加上新装备），近年来，致力于推进新型玻璃在国家战略性新兴产业中的应用与发展，以研究开发为核心，大力发展战略性玻璃、新材料、新能源，整合优质资源，实现科研开发、成果孵化与产业升级的协同互动发展，将科研院所打造成为集科研开发、产业孵化、产品生产、应用推广于一体的具有产业链发展完整功能的科技型企业集团。目前所涉足的领域有：晶硅电池的盖板玻璃，即超白压延玻璃的技术为玻璃院独有，去年还获得了国家的科学技术进步二等奖。此外，蚌埠院还做了薄膜太阳能电池的基板玻璃（即 TCO 玻璃）、TFT 玻璃（在成都投了一条 4.5 代线玻璃，做得很成功）、LOW-E 玻璃（现在在上一个线，在蚌埠马上开工）、超薄玻璃（蚌埠在建上一个 150 吨的 0.33 薄度的线，预计今年年底点火）。超白浮法，全氧燃烧技术，国内第一家。提高燃烧效率，减排 80% 以上氮氧化物，随着国家节能减排规范的进一步趋严，将会有广泛的推广价值。

超薄玻璃在当前是供不应求的，尤其是 0.55 以下的，国内没有，一旦国外提价，国内毫无办法。而 0.55 以上的，国内基本上是洛玻在生产。

新材料这一块，除了上市公司，还有空心玻璃微珠，属于在研 863 项目，虽然很多厂家做，但性能差别很大。这种材料用途很广，从海洋石油到航空航天，以前高性能空心玻璃微珠都从俄罗斯等国进口，后来进口受限国家列入 863 课题公开征集科研单位，我们和几家国内知名科研院所、大学 PK 胜出，目前已着手产业化。另一块靶材，中试已经完成，下一步将产业化。

薄膜电池：做碲化镉(CdTe)和 CIGS，收购了拥有碲化镉太阳能电池核心技术和相关专利，并具备碲化镉电池交钥匙工程服务的人力资源、技术资源和能力的德国 CTF SOLAR 太阳能公司。

院长彭寿是国际玻璃协会执委会主席（玻璃行业的国际性学术组织，有 40 多个成员国参加）。同时还是光华工程科技奖获得者、全国工程勘察设计大师、全国优秀科技工作者。

六、公司发展规划

公司首先从地方企业变成了央企，未来将以蚌埠院作为后台支撑，作为蚌埠院有价值的新项目的发展平台。

公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1074	1396	1815	2359	流动资产	695	866	1195	1630
营业成本	811	1005	1270	1651	现金	114	144	265	422
营业税金及附加					交易性投资	0	0	0	0
加	5	6	8	10	应收票据	137	178	231	300
营业费用	23	28	36	47	应收款项	203	261	339	441
管理费用	59	63	82	106	其它应收款	3	4	5	6
财务费用	26	21	20	20	存货	189	234	295	384
资产减值损失	8	0	0	0	其他	50	47	59	77
公允价值变动					非流动资产	335	401	416	434
收益	0	0	0	0	长期股权投资				
投资收益	0	0	0	0	资产总计	1030	1267	1610	2064
营业利润	141	273	398	525	负债	2	2	2	2
营业外收入	9	9	9	9	固定资产	290	383	399	418
营业外支出	2	2	2	2	无形资产	15	14	13	11
利润总额	149	281	406	533	其他	27	2	2	2
所得税	26	49	71	94	资产总计	1030	1267	1610	2064
净利润	123	232	335	439	流动负债	555	582	607	645
少数股东损益	59	111	161	211	短期借款	430	430	430	430
归属于母公司					应付账款	30	37	47	60
净利润	64	120	174	228	预收账款	22	30	38	50
EPS (元)	0.55	1.03	1.49	1.95	其他	73	84	93	104
年成长率					长期负债	15	6	6	6
营业收入	76%	30%	30%	30%	长期借款	6	6	6	6
营业利润	443%	93%	46%	32%	其他	9	0	0	0
净利润	76%	88%	44%	31%	负债合计	570	588	613	651
盈利能力					股本	117	117	117	117
毛利率	24.5%	28.0%	30.0%	30.0%	资本公积金	208	208	208	208
净利率	5.9%	8.6%	9.6%	9.7%	留存收益	54	162	319	524
ROE	16.9%	24.7%	27.0%	26.8%	少数股东权益	131	242	403	614
偿债能力					归属于母公司所有者权益	379	487	644	849
资产负债率	55.4%	46.4%	38.1%	31.5%	负债及权益				
净负债比率	42.4%	34.4%	27.1%	21.1%	合计	1080	1317	1660	2114
流动比率	1.3	1.5	2.0	2.5					
速动比率	0.9	1.1	1.5	1.9	现金流量表				
营运能力					项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E

资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	经营活动现 金流	46	128	216	256
存货周转率	6.3	4.8	4.8	4.9	投资活动现 金流	(35)	(57)	(57)	(57)
应收帐款周转 率	7.3	6.0	6.0	6.0	筹资活动现 金流	(73)	(42)	(38)	(42)
应付帐款周转 率	21.0	30.2	30.5	30.9	现金净增加 额	(62)	29	122	157
每股资料(元)									
每股收益	0.55	1.03	1.49	1.95					
每股经营现金	0.39	1.09	1.85	2.19					
每股净资产	3.24	4.17	5.50	7.26					
每股股利	0.00	0.10	0.15	0.19					

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com
华东 区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com
				李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com
				孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。