

葛洲坝 (600068)

业绩增长符合预期, PPP 和海外市场带动

增持 (维持)

2017 年 08 月 31 日

## 市场数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 报告日期      | 2017-08-31 |
| 收盘价(元)    | 10.76      |
| 总股本(百万股)  | 4604.78    |
| 流通股本(百万股) | 4604.78    |
| 总市值(百万元)  | 49086.93   |
| 流通市值(百万元) | 49086.93   |
| 净资产(百万元)  | 52338.64   |
| 总资产(百万元)  | 166403.02  |
| 每股净资产     | 5.07       |

## 相关报告

《葛洲坝：转型升级的典范：PPP+ 一带一路 + 环保》  
2017-07-11

《葛洲坝：新签中俄天然气大单，龙头效应凸显》2017-07-07

《葛洲坝：收入高速增长，营业外收入大幅增厚业绩》  
2017-04-29

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理：

高远

gaoyuanyjs@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 100254 | 125063 | 156556 | 193938 |
| 同比增长       | 21.9%  | 24.7%  | 25.2%  | 23.9%  |
| 净利润(百万元)   | 3395   | 4247   | 5290   | 6459   |
| 同比增长       | 26.5%  | 25.1%  | 24.6%  | 22.1%  |
| 毛利率        | 13.1%  | 12.8%  | 12.6%  | 12.3%  |
| 净利率        | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.3%   |
| 净资产收益率(%)  | 8.8%   | 10.2%  | 11.2%  | 12.1%  |
| 每股收益(元)    | 0.74   | 0.92   | 1.15   | 1.40   |
| 每股经营现金流(元) | -0.74  | -0.68  | 0.23   | 0.33   |

## 投资要点

- 公司 2017 年上半年实现营业收入 501.85 亿元，较去年同期增长 27.77%，其中，母公司收入 78.91 亿元，同比增长 63.89%。公司上半年建筑业务收入 248.95 亿元，占比 49.7%，环保业务收入 138.17 亿元，占比 27.54%，合计占比近 80%，分别同比增长 7.40%、117.17%。上半年公司环保业务爆发式增长是营收实现稳定增长的关键；Q1、Q2 分别实现营业收入 231.85 亿元、270.00 亿元，分别较去年同期增长 37.86%、20.22%，国内、国外业务收入分别为 415.44 亿元、86.41 亿元，分别同比增长 29.64%和 20.23%。
- 公司 2017 年上半年实现综合毛利率 11.56%，较去年同期下降 1.72%，主要原因在于环保业务毛利率下降所致。公司 Q1、Q2 分别实现毛利率 11.26%、11.83%，较去年同期下降 3.71%、0.18%，一季度毛利率下滑尤其明显；工程施工和环保两大业务分别实现毛利率 10.80%、0.92%，较去年同期上升 1.61%、-2.29%，公司环保业务毛利率低且下滑严重；母公司毛利率为 7.39%。
- 公司 2017 年上半年实现净利率 4.50%，较去年同期上升 0.05%，三费率 6.55%，同比 1.08%。资产减值损失占比为-0.03%，较去年同期上升 0.01%。每股经营性现金流净额为-0.5093 元，同比减少 0.7966 元，较去年同期大幅好转，主要源于收现比的提升、付现比下降两方面贡献。其中 Q1、Q2 分别实现每股经营性现金流净额-1.2895 元、0.7802 元，分别同比增加-0.5640 元和 1.3606 元，二季度现金流状况有明显好转。
- **盈利预测和评级**：以净利润计算得到的公司 2017-2019 年 EPS 为 0.92 元、1.15 元和 1.40 元，考虑公司永续债、可续期公司债等权益工具的付息影响，预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.02 元、1.27 元，对应的 PE 为 13.5 倍、10.5 倍、8.4 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示**：外延并购不达预期、PPP 订单落地不及预期、现金流情况恶化



## 报告正文

### 事件

- **葛洲坝发布 2017 年中报:** 2017 年上半年公司实现营业收入 501.85 亿元, 同比增长 27.77%; 实现营业利润 30.01 亿元, 同比增长 35.68%; 归属于上市公司普通股股东的净利润为 17.34 亿元, 同比增长 20.27%, 公司业绩增长符合我们之前的预期。

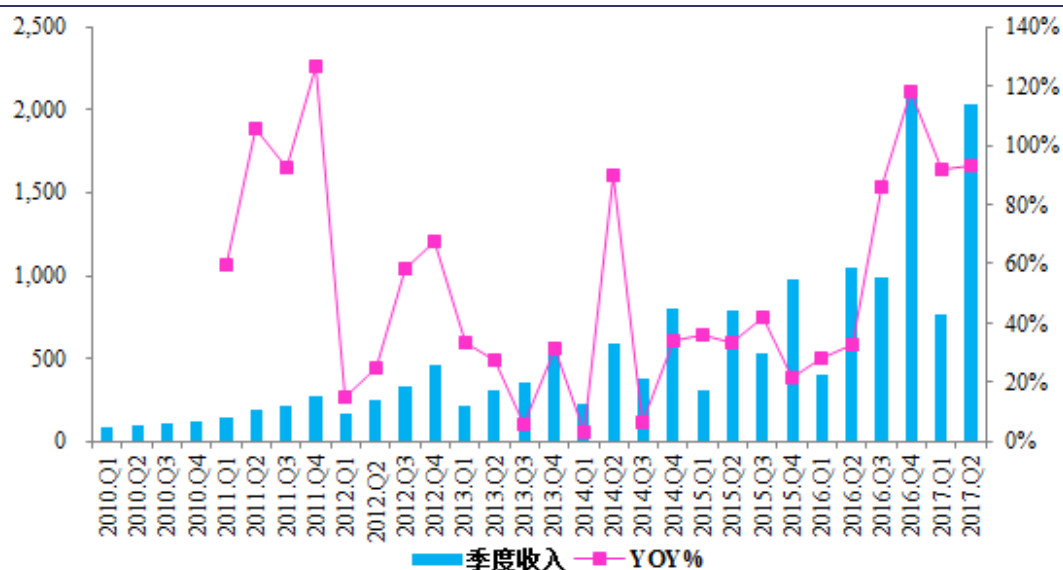
### 点评

- **公司上半年建筑业务新签订单 1259.36 亿元, 同比增长 16.12%, 完成全年签单计划的 52.47%。** 其中, 国内工程签约 684.70 亿元, 较去年 675 亿的国内签单几乎没有增长, 但其中 PPP 项目签约 504.57 亿元, 占国内工程签单的 73.68%, 同比增长 36.95%; 国际工程签约 574.6 亿元, 同比增长 40.54%, PPP 和海外签单带动公司新签订单保持增长。分季度来看, 公司 Q1、Q2 分别新签订单 690.16 亿元、569.20 亿元, 分别同比增长 42.55%、-5.25%, 二季度签单同比和环比皆出现下滑。单季 PPP 合同为 333.96 亿元、170.61 亿元, 二季度 PPP 签单大幅下滑; 海外单季合同签约额为 273.1 亿元、301.5 亿元。
- **公司 2017 年上半年实现营业收入 501.85 亿元, 较去年同期增长 27.77%, 其中, 母公司收入 78.91 亿元, 同比增长 63.89%。** 进一步拆分公司 2017 年上半年的收入情况: (1) 分业务来看, 公司上半年的建筑业务、环保业务、房地产业务、水泥业务、民用爆破业务、装备制造业务和高速公路投资运营业务分别实现收入 248.95 亿元、138.17 亿元、40.49 亿元、31.33 亿元、13.96 亿元、10.62 亿元和 7.28 亿元, 分别同比增长 7.40%、117.17%、65.43%、14.13%、8.07%、4.64% 和 20.25%。建筑业务占比 49.7%, 环保业务占比 27.54%, 合计占比近 80%。上半年公司环保业务爆发式增长是营收实现稳定增长的关键; (2) 分季度来看, 公司 Q1、Q2 分别实现营业收入 231.85 亿元、270.00 亿元, 分别较去年同期增长 37.86%、20.22%, 维持了高速增长态势; (3) 分公司来看, 2017 年上半年母公司、子公司分别实现收入 78.91 亿元、422.94 亿元, 同比增长 69.05%、22.21%; (4) 分地域看, 公司国内、国外业务收入分别为 415.44 亿元、86.41 亿元, 分别同比增长 29.64% 和 20.23%。
- **公司 2017 年上半年实现综合毛利率 11.56%, 较去年同期下降 1.72%, 主要原因在于环保业务毛利率下降所致。** (1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2 分别实现毛利率 11.26%、11.83%, 较去年同期下降 3.71%、0.18%, 一季度毛利率下滑尤其明显; (2) 分业务结构来看, 公司上半年工程施工业务、环保业务、房地产业务、水泥业务、民用爆破业务、装备制造业务分别实现毛利率 10.80%、0.92%、24.97%、30.13%、24.24%、9.00%, 较去年同期上升 1.61%、-2.29%、-6.89%、7.14%、-1.59%、-2.50%, 2017 年公司新增高速公路业务, 上半年

实现毛利率 54.54%。公司环保业务毛利率低且下滑严重，但考虑公司未将政府对环保业务的补贴计入环保业务收入内，实际环保业务利润率没有数据体现这么低；（3）分公司来看，母公司毛利率 7.39%，较去年同期下降 0.41%，子公司综合毛利率 12.34%。

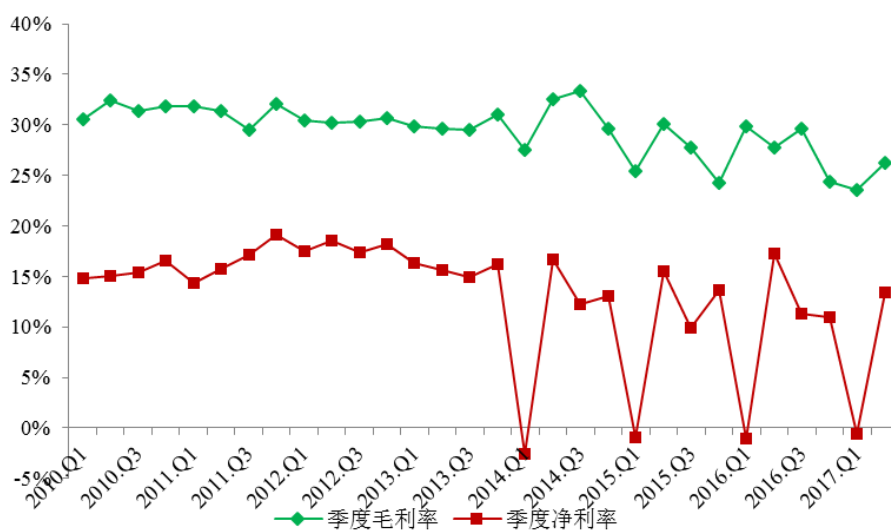
- 公司 2017 年上半年实现净利率 4.50%，较去年同期上升 0.05%，主要由于管理费用与财务费用占比的减少；三费率 6.55%，同比 1.08%。（1）分项来看，上半年销售费用占比 0.95%，较去年同期上升 0.12%，主要由于公司环保板块收入增长，相应的运输费用随之增长所致；（2）管理费用占比 3.92%，同比下降 0.42%，但绝对值增长 15.62%，主要由于公司增加了职工薪酬所致；（3）财务费用占比为 1.68%，比去年下降 0.78%，主要由于公司汇兑损失减少所致。
- 公司 2017 年上半年的资产减值损失占比为-0.03%，较去年同期好转 0.01%。分季度来看，公司 Q1、Q2 的资产减值损失占比分别为-0.02%、-0.03%，Q1 较去年维持不变，Q2 较去年同期上升 0.03%。
- 公司 2017 年上半年每股经营性现金流净额为-0.5093 元，同比增长 0.7966 元，较去年同期大幅好转，主要源于收现比的提升、付现比下降两方面贡献。分季度来看，公司 Q1、Q2 分别实现每股经营性现金流净额-1.2895 元、0.7802 元，分别同比增加-0.5640 元和 1.3606 元，二季度相较一季度现金流状况有明显好转；从收、付现比的角度来看，公司 2017 年上半年的收现比、付现比分别为 97.61%、97.58%，分别较上年同期增加 7.23%、-4.83%，收现比的提升、付现比下降是现金流状况好转的主要原因。
- 报告期内，公司有 30 亿永续债付息共 1.284 亿元，下半年还将有 130 亿元永续债或可续期公司债等权益工具付息，将会摊薄公司的 EPS。
- 报告期内，公司获证金增持 1.1935%的股权。
- **盈利预测和评级：**以净利润计算得到的公司 2017-2019 年 EPS 为 0.92 元、1.15 元和 1.40 元，若考虑公司永续债、可续期公司债等权益工具的付息影响，预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.02 元、1.27 元，对应的 PE 为 13.5 倍、10.5 倍、8.4 倍，维持公司“增持”评级。
- 风险提示：外延并购不达预期、PPP 订单落地不及预期、现金流情况恶化

图 1、公司季度收入增速情况（百万）



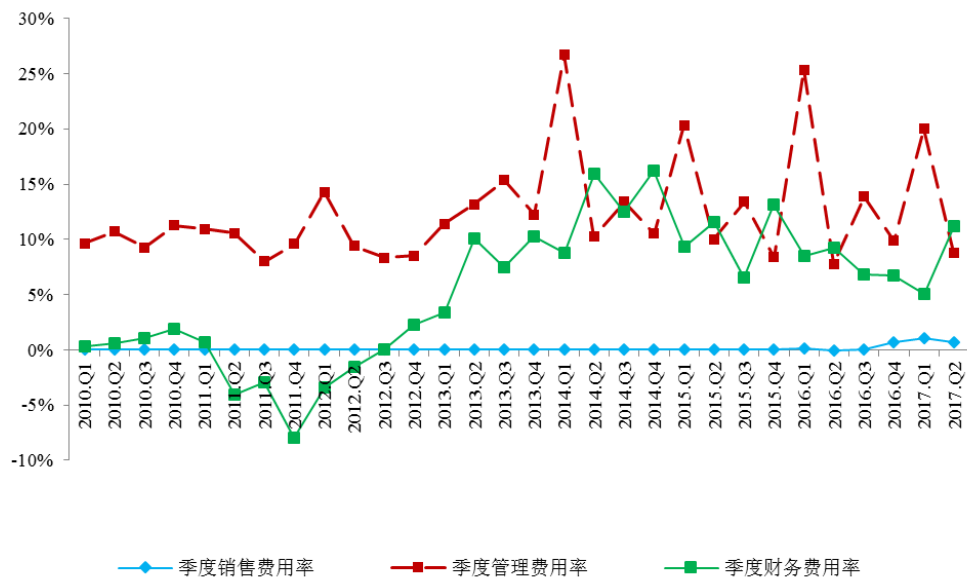
数据来源：兴业证券研究所

图 2、公司的盈利能力情况



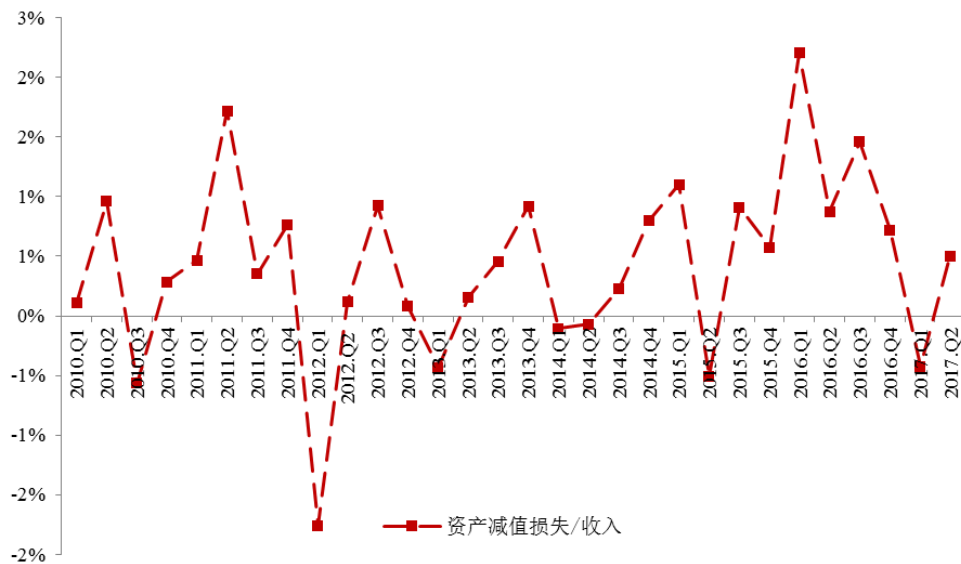
数据来源：兴业证券研究所

图 3、公司的季度期间费用情况



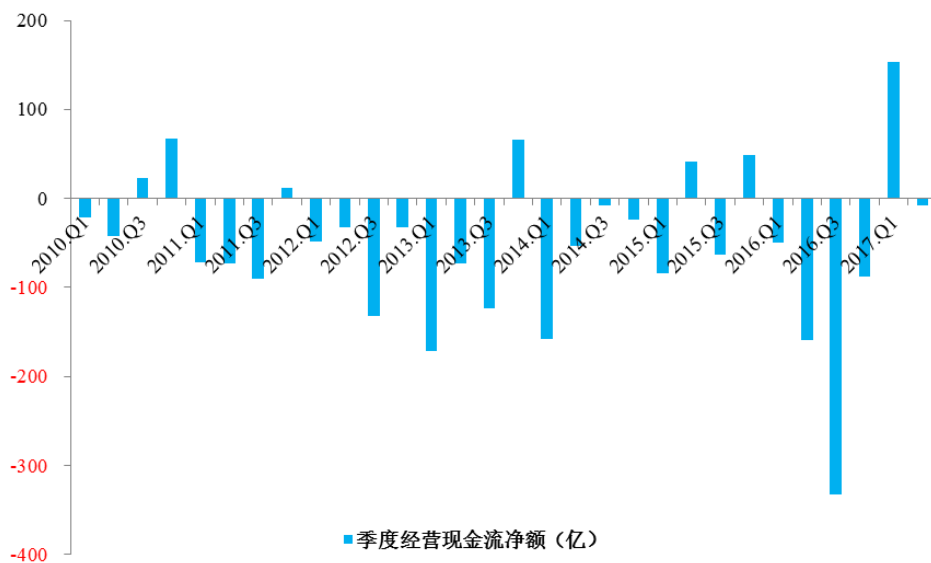
数据来源：兴业证券研究所

图 4、公司的季度资产减值损失占比情况



数据来源：兴业证券研究所

图 5、公司的经营性现金流净额（百万）



数据来源：兴业证券研究所

表 1、公司各季度收现比与付现比情况

|     | 2015Q1  | 2015Q2 | 2015Q3  | 2015.Q4 | 2016.Q1 | 2016.Q2 | 2016.Q3 | 2016.Q4 | 2017.Q1 | 2017.Q2 |
|-----|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收现比 | 157.72% | 64.00% | 124.75% | 48.51%  | 193.34% | 48.39%  | 74.45%  | 40.28%  | 261.24% | 31.15%  |
| 付现比 | 171.35% | 50.72% | 144.54% | 38.74%  | 164.54% | 54.32%  | 100.83% | 38.05%  | 190.33% | 33.23%  |

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 100536 | 127294 | 162364 | 203341 |
| 货币资金           | 21424  | 26263  | 34442  | 44606  |
| 交易性金融资产        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款           | 10599  | 14752  | 20006  | 26690  |
| 其他应收款          | 7055   | 9755   | 12211  | 15127  |
| 存货             | 38854  | 50155  | 65705  | 85073  |
| <b>非流动资产</b>   | 50693  | 48364  | 46348  | 44379  |
| 可供出售金融资产       | 5204   | 5600   | 6000   | 6300   |
| 长期股权投资         | 5428   | 5800   | 6100   | 6400   |
| 投资性房地产         | 40     | 46     | 57     | 62     |
| 固定资产           | 13909  | 13844  | 13009  | 11789  |
| 在建工程           | 2689   | 1344   | 672    | 336    |
| 油气资产           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产           | 15352  | 14972  | 14592  | 14212  |
| <b>资产总计</b>    | 151229 | 175658 | 208712 | 247720 |
| <b>流动负债</b>    | 59589  | 83605  | 109923 | 141985 |
| 短期借款           | 7127   | 21561  | 34355  | 47839  |
| 应付票据           | 795    | 1090   | 1369   | 1701   |
| 应付账款           | 22520  | 27258  | 34221  | 44238  |
| 其他             | 29146  | 33696  | 39978  | 48207  |
| <b>非流动负债</b>   | 42705  | 38473  | 38244  | 36685  |
| 长期借款           | 26153  | 28153  | 29153  | 30153  |
| 其他             | 16552  | 10320  | 9091   | 6532   |
| <b>负债合计</b>    | 102293 | 122078 | 148167 | 178671 |
| 股本             | 4605   | 4605   | 4605   | 4605   |
| 资本公积           | 7585   | 7585   | 7585   | 7585   |
| 未分配利润          | 7887   | 28005  | 32766  | 38579  |
| 少数股东权益         | 10413  | 11758  | 13433  | 15479  |
| <b>股东权益合计</b>  | 48936  | 53579  | 60545  | 69049  |
| <b>负债及权益合计</b> | 151229 | 175658 | 208712 | 247720 |

## 现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度              | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 3395   | 4247  | 5290  | 6459  |
| 折旧和摊销             | 1687   | 1910  | 2007  | 2056  |
| 资产减值准备            | -48    | 153   | 154   | 190   |
| 无形资产摊销            | 523    | 500   | 500   | 500   |
| 公允价值变动损失          | -5     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 2098   | 2197  | 2756  | 3068  |
| 投资损失              | -191   | -250  | -240  | -250  |
| 少数股东损益            | 1084   | 1345  | 1675  | 2045  |
| 营运资金的变动           | 12605  | 10617 | 11981 | 11605 |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | -3518  | -3148 | 1062  | 1533  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -6889  | -898  | -761  | -635  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -1459  | 8885  | 7878  | 9266  |
| 现金净变动             | -11867 | 4839  | 8179  | 10163 |
| 现金的期初余额           | 17361  | 21424 | 26263 | 34442 |
| 现金的期末余额           | 5494   | 26263 | 34442 | 44606 |

## 利润表

| 会计年度            | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 100254 | 125063 | 156556 | 193938 |
| 营业成本            | 87167  | 109033 | 136884 | 170147 |
| 营业税金及附加         | 1210   | 1376   | 1566   | 1939   |
| 销售费用            | 1013   | 1376   | 1722   | 2133   |
| 管理费用            | 4390   | 5628   | 6575   | 7951   |
| 财务费用            | 2098   | 2197   | 2756   | 3068   |
| 资产减值损失          | 0      | 45     | 65     | 45     |
| 公允价值变动          | -5     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益            | 191    | 250    | 240    | 250    |
| <b>营业利润</b>     | 4561   | 5659   | 7227   | 8904   |
| 营业外收入           | 1195   | 1500   | 1700   | 2000   |
| 营业外支出           | 84     | 80     | 110    | 140    |
| <b>利润总额</b>     | 5673   | 7079   | 8817   | 10764  |
| 所得税             | 1194   | 1487   | 1852   | 2260   |
| 净利润             | 4479   | 5592   | 6966   | 8504   |
| 少数股东损益          | 1084   | 1345   | 1675   | 2045   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3395   | 4247   | 5290   | 6459   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.74   | 0.92   | 1.15   | 1.40   |

## 主要财务比率

| 会计年度        | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率     | 21.9% | 24.7% | 25.2% | 23.9% |
| 营业利润增长率     | 14.1% | 24.1% | 27.7% | 23.2% |
| 净利润增长率      | 26.5% | 25.1% | 24.6% | 22.1% |
| <b>盈利能力</b> |       |       |       |       |
| 毛利率         | 13.1% | 12.8% | 12.6% | 12.3% |
| 净利率         | 3.4%  | 3.4%  | 3.4%  | 3.3%  |
| ROE         | 8.8%  | 10.2% | 11.2% | 12.1% |

## 偿债能力

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 67.6% | 69.5% | 71.0% | 72.1% |
| 流动比率  | 1.69  | 1.52  | 1.48  | 1.43  |
| 速动比率  | 1.04  | 0.92  | 0.88  | 0.83  |

## 营运能力

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| 资产周转率   | 0.72 | 0.77 | 0.81 | 0.85 |
| 应收帐款周转率 | 9.50 | 9.70 | 8.86 | 8.17 |

## 每股资料(元)

|        |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益   | 0.74  | 0.92  | 1.15  | 1.40  |
| 每股经营现金 | -0.74 | -0.68 | 0.23  | 0.33  |
| 每股净资产  | 8.37  | 9.08  | 10.23 | 11.63 |

## 估值比率(倍)

|    |       |       |      |      |
|----|-------|-------|------|------|
| PE | 14.46 | 11.56 | 9.28 | 7.60 |
| PB | 1.27  | 1.17  | 1.04 | 0.92 |

## 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评标准为:

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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        | 王溪  | 021-20370618  | wangxi@xyzq.com.cn      |
|                                                     |               |                           | 李远帆 | 021-20370716  | liyuanfan@xyzq.com.cn   |
| 王立维                                                 | 021-38565451  | wanglw@xyzq.com.cn        | 胡岩  | 021-38565982  | huyan@xyzq.com.cn       |
|                                                     |               |                           | 曹静婷 | 021-68982274  | caojt@xyzq.com.cn       |
| 姚丹丹                                                 | 021-38565778  | yaodandan@xyzq.com.cn     | 卢俊  | 021-68982297  | lujun@xyzq.com.cn       |
|                                                     |               |                           | 张馨月 | 13167227339   | zhangxinyue@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：021-68583167 |               |                           |     |               |                         |
| 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 | 苏蔚  | 010-66290190  | suwei@xyzq.com.cn       |
|                                                     |               |                           | 朱圣诞 | 010-66290197  | zhusd@xyzq.com.cn       |
| 肖霞                                                  | 010-66290195  | xiaoxia@xyzq.com.cn       | 刘晓浏 | 010-66290220  | liuxiaoliu@xyzq.com.cn  |
|                                                     |               |                           | 吴磊  | 010-66290190  | wulei@xyzq.com.cn       |
| 袁博                                                  | 15611277317   | yuanb@xyzq.com.cn         | 陈杨  | 010-66290197  | chenyang@xyzq.com.cn    |
| 陈殊宏                                                 | 15117943079   | chenshuhong@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 | 0755-23826027 | shaojingli@xyzq.com.cn  |
| 王维宇                                                 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn     | 王留阳 | 13530830620   | wangliuyang@xyzq.com.cn |
| 张晓卓                                                 | 13724383669   | zhangxiaozhuo@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                                                   | 0755-23826028  | 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 | 18817533269   | 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      | 蔡明珠 | 021-68982273  | caimzh@xyzq.com.cn       |
| 王奇                                                    | 14715018365    | kim.wang@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：021-68583167   |                |                           |     |               |                          |
| 港股机构销售服务团队                                            |                |                           |     |               |                          |
| 机构销售负责人                                               |                |                           | 丁先树 | 18688759155   | dingxs@xyzq.com.hk       |
| 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      |
| 晁启滨 Evan                                              | (852) 67350150 | evan.chao@xyzq.com.hk     | 段濛濛 | 13823242912   | duanmm@xyzq.com.hk       |
| 钟骏 Stephen                                            | (852) 53987752 | stephen.chung@xyzq.com.hk | 陈振光 | 13818288830   | chenzg@xyzq.com.hk       |
| 张蔚瑜 Nikola                                            | (852) 68712096 | nikola.cheung@xyzq.com.hk | 孙博轶 | 13902946007   | sunby@xyzq.com.hk        |
| 周围                                                    | 13537620185    | zhouwei@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 |                |                           |     |               |                          |
| 私募及企业业务负责人                                            |                |                           | 刘俊文 | 021-38565559  | liujw@xyzq.com.cn        |
| 私企销售经理                                                |                |                           |     |               |                          |
| 姓 名                                                   | 办公电话           | 邮 箱                       | 姓 名 | 办公电话          | 邮 箱                      |
| 杨雪婷                                                   | 021-20370777   | yangxueting@xyzq.com.cn   | 唐恰  | 021-38565470  | tangqia@xyzq.com.cn      |
| 管庆                                                    | 18612596212    | guanqing@xyzq.com.cn      | 黄谦  | 18511451579   | huangq@xyzq.com.cn       |
| 金宁                                                    | 18810340769    | jinning@xyzq.com.cn       | 陈欣  | 15999631857   | chenxintg@xyzq.com.cn    |
| 彭蜀海                                                   | 0755-23826013  | pengshuhai@xyzq.com.cn    | 陶醉  | 0755-23826015 | taozui@xyzq.com.cn       |
| 李桂玲                                                   | 021-20370658   | ligl@xyzq.com.cn          | 袁敏  | 021-20370677  | yuanmin@xyzq.com.cn      |
| 晏宗飞                                                   | 021-20370630   | yanzongfei@xyzq.com.cn    | 徐瑞  | 021-38565811  | xur@xyzq.com.cn          |
| 何嘉                                                    | 010-66290195   | hejia@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：021-68583167   |                |                           |     |               |                          |
| 证券与金融业务负责人                                            |                |                           | 张枫  | 021-38565711  | zhangfeng@xyzq.com.cn    |
| 证金销售经理                                                |                |                           |     |               |                          |
| 姓 名                                                   | 办公电话           | 邮 箱                       | 姓 名 | 办公电话          | 邮 箱                      |
| 周子吟                                                   | 021-38565485   | zhouziyin@xyzq.com.cn     | 吴良彬 | 021-38565799  | wulb@xyzq.com.cn         |
| 双星                                                    | 021-38565665   | shuangxing@xyzq.com.cn    | 黄梅君 | 021-38565911  | huangmj@xyzq.com.cn      |
| 张力                                                    | 021-68982272   | zhangli1@xyzq.com.cn      | 王方舟 | 021-68982302  | wangfangzhou@xyzq.com.cn |
| 罗敬云                                                   | 021-20370633   | luojy@xyzq.com.cn         | 李晓政 | 021-38565996  | lixzh@xyzq.com.cn        |
| 束海平                                                   | 021-68982266   | shuhp@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：021-68583167   |                |                           |     |               |                          |

**【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](http://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。

**【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。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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。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，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。