

买入 (维持)

0288.HK 万洲国际

目标价: 7.50 港元

现价: 6.16 港元

## 子公司二季度业绩持续向好

2016年08月16日

预期升幅: 22%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2016.08.16

收盘价(港元)	6.16
总股本(百万股)	14,648
总市值(百万港元)	90,232
净资产(百万美元)	5,354
总资产(百万美元)	14,624
每股净资产(美元)	0.39

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万美元)	21,209	22,308	23,102	24,014
同比增长(%)	-4.65%	5.18%	3.56%	3.95%
净利润(百万美元)	786	889	1,037	1,155
同比增长(%)	2.61%	13.05%	16.66%	11.42%
经营利润率(%)	7.34%	7.71%	8.69%	9.13%
净利润率(%)	3.71%	3.98%	4.49%	4.81%
净资产收益率(%)	11.73%	12.93%	14.72%	15.72%
每股收益(美元)	0.058	0.061	0.071	0.079
股息率(%)	2.10%	2.21%	2.58%	2.88%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 相关报告

万洲国际(0288.HK)-2015年业绩点评-20160330

消费行业2015年业绩总结-行业深度报告-20160413

万洲国际(0288.HK)-事件点评-20160428

万洲国际(0288.HK)-深度报告-20160602

## 海外消费研究

高级分析师: 王佳卉

wangjiahui@xyzq.com.cn

SFC: BAD529

SAC: S0190516030002

## 投资要点

- **维持公司 7.50 港元目标价格不变, 重申买入评级:** 公司持有 73.26% 股权的子公司双汇发展与全资子公司史密斯菲尔德发布 1H16 业绩。1H16 双汇发展实现收入和净利润分别同比增长 25.4%/8.5%。史密斯菲尔德 1H16 收入同比下降 4%, 净利润同比增长 29%。子公司业绩符合预期, 我们判断下半年在中国猪肉价格下行预期下, 公司中国肉制品业务盈利性有望环比二季度回升, 加之美国业务盈利性的持续提升, 全年公司收入及净利润同比增长 5.2% 和 13%。当前公司股价对应 2016/17 年 PE 分别为 13x/11x, 我们维持 7.5 港元的目标价, 对应 22% 上涨空间, 重申买入评级。
- **子公司双汇发展上半年业绩符合预期:** 公司上半年实现收入 255.29 亿元, 同比增长 25.42%, 实现归属母公司股东净利润 22.3 亿元, 同比增长 8.5%。1Q/2Q16 公司收入分别同比增长 28.3%/22.7% 为 127.4 亿元/127.9 亿元; 净利润分别同比增长 16.7%/1.3% 达到 11.1 亿元/11.2 亿元。2Q16 公司肉品销量均实现同比和环比增长, 毛利率由于猪肉成本提升和对经销商和加盟商折让增加, 分别较 2Q15/1Q16 回落 4.3ppts/0.4ppts, 但受益于费用控制, 2Q16 净利润率环比一季度微幅提升一个百分点。公司下半年将把握销售旺季持续销售网点扩张, 预计肉制品销量将持续实现同比增长。同时, 下半年在猪肉价格下行的预期及产品结构改善的带动下, 双汇下游肉制品盈利性环比二季度有所提升。
- **史密斯菲上半净利润同比增长 29%:** 2Q16 史密斯菲尔德销售额同比微增 0.2% 至 34.9 亿美元, 美国以外地区屠宰生猪同比增长 13%, 肉制品销量同比持平。2Q16 史密斯菲尔德毛利率同比提升 1.1ppts 至 13.1%, 环比一季度进一步提升 0.6ppts。销售及行政费用同比下降 2%, 占收入比重同比下降 0.2ppts, 期内实现净利润 1.38 亿美元, 同比增长 32%, 净利润率同比提升 1ppt 达到 4%, 较一季度净利润率环比提升 0.4ppts。
- **风险提示:** 食品安全及瘟疫; 猪肉价格超预期波动; 汇兑风险; 贸易政策

## 报告正文

**1. 中国子公司双汇发展上半年净利润同比增长 8.4%****双汇发展销量增长带动收入增长**

子公司双汇发展上半年实现收入 255.29 亿元，同比增长 25.42%，其中屠宰业务上半年同比增长 48.59%，主要受销量增长推动，肉制品收入同比微幅下降 1.68%，主要是对批发商的折让力度提升所致。1H16 双汇屠宰生猪 621 万头，同比增长 0.09%，肉类对外销量 144.02 万吨，同比增长 11.16%，其中肉制品 78.1 万吨，其他生肉 66 万吨。双汇发展 2Q16 实现营业收入 127.9 亿元，比 2015 年同期增长 22.7%。

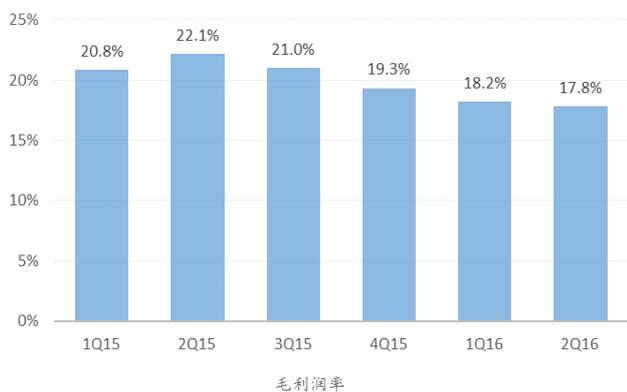
双汇把握一季度春节消费旺季进行网点扩张，生鲜肉销售网点上半年新增 2000 多个，截止六月底达到 4.5 万个，肉制品新增客户 390 家，销售网点新增 6 万个，截止六月底销售网点达到 85 万个。公司肉制品在商超渠道的市场占有率同比提升了 0.7ppts 达到 38.4%。公司新品上半年占公司总销量比重的 10.5%，同比提升了 1.9ppts。上半年推出的美式产品截止六月底已经铺设店铺 8000 多家，其中在 3000 多家店铺中设有专柜，同时开展了五万多场店内推广活动，二季度产品销量环比一季度有明显提升。

**2Q16 毛利润率环比 1Q 回落，净利润率环比略有提升**

子公司双汇发展上半年肉制品毛利润率为 32.39%，同比提升 2.95ppts，生鲜冻品毛利润率 4.8%，同比减少 3.99ppt。2Q16 毛利润率为 17.8%，环比 1Q16 下降 0.4ppts，公司终端零售价格并未下调，毛利润率回落一方面受到中国猪肉价格二季度持续上涨影响，同时公司期内加大对经销商和联盟商的支持力度，因此肉制品的平均价格有所回落。

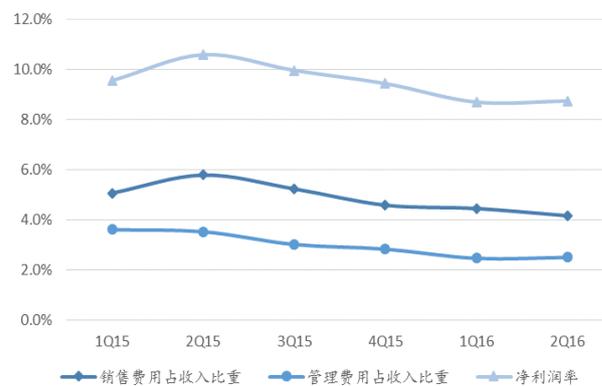
双汇在二季度持续提升生产效率，其中生鲜品提升 20% 以上，肉制品提升 30% 以上，期内销售费及管理费用占收入比重同比下降 2.7ppts，环比一季度也下降 0.2ppts。双汇 1Q/2Q16 净利润分别同比增长 16.7%/1.3% 达到 11.1 亿元/11.2 亿元，二季度净利润率环比一季度略提升 1ppts。

图 1、双汇发展 2Q16 毛利润率环比回落



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 2、双汇发展 2Q16 净利润率环比略有提升



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

## 2. 史密斯菲尔德上半年净利润同比增长 29%

**史密斯菲尔德 2Q 收入实现同比微增:** 2Q16 史密斯菲尔德销售额实现同比微增 0.2% 至 34.9 亿美元, 上半年生猪屠宰同比持平, 美国以外地区屠宰生猪同比增长 13%, 肉制品销量同比持平。

**史密斯菲尔德盈利性持续改善:** 2Q16 史密斯菲尔德毛利率同比提升 1.1ppts 至 13.1%, 环比一季度进一步提升 0.6ppts。销售及行政费用同比下降 2%, 占收入比重同比下降 0.2ppts, 期内实现净利润 1.38 亿美元, 同比增长 32%, 净利润率同比提升 1ppt 达到 4%, 较一季度净利润率环比提升 0.4ppts。

## 3. 万洲国际下半年盈利性有望环比提升, 维持全年盈利预期

### 下半年中国业务销量有望持续增长, 成本有望改善

下半年公司将持续销售网点扩张和新品的推进, 上下游业务销售量的同比增长可以期待。我们预计中国猪肉价格下半年或稳中又降, 而中美生猪差价将始终存在, 中国业务肉制品吨成本压力下半年有望减缓。上半年公司已经进口美国猪肉 15.6 万吨, 其中 30% 用于下游肉制品生产。公司全年进口 30 万吨美国猪肉的计划不变, 且预计实际进口量或更高。

美国业务上半年盈利性持续出现明显改善, 2016 年在“一个史密斯菲尔德”的策略导向下, 公司将继续进行内部整合优化管理, 完善事业部结构, 降低成本提升效率, 全年盈利性改善可期。

### 维持全年盈利预测及目标价，重申买入评级

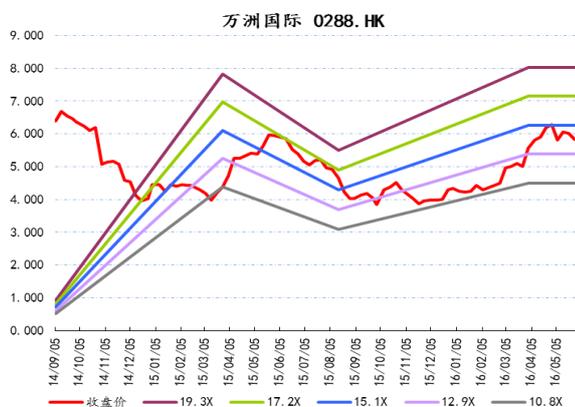
2016 年公司收入及净利润预计同比增长 5.2% 和 13%，实现每股盈利 0.06 美元，主要受益于中国生鲜肉销量增长及下游肉制品盈利性的提升。我们判断中国生猪价格年内前高后低，结合公司中美协同效应的优势，公司盈利性提升主要受到下游肉制品业务推动。预估公司 2015-2018 年净利润复合增速为 13.7%。我们给予公司目标价 7.50 港元，对应 2016/17 年 PE15.8x/13.5x，目前股价对应目标价具备 22% 上升空间，重申买入评级。

**表 1、公司盈利预测**

(美元: 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
生猪养殖	990	878	920	967
同比增长	68.7%	-11.3%	4.9%	5.1%
中国生猪养殖	9	11	10	10
美国&国际生猪养殖	981	867	911	957
生鲜猪肉	8,591	8,806	8,678	9,028
同比增长	-8.3%	2.5%	-1.4%	4.0%
中国生鲜肉	3,344	4,003	3,789	4,050
美国&国际生鲜肉	5,247	4,803	4,889	4,977
肉制品	11,240	12,225	13,091	13,595
同比增长	-5.4%	8.8%	7.1%	3.9%
中国肉制品	3,559	4,059	4,761	5,099
美国&国际肉制品	7,681	8,166	8,330	8,496
其他	388	400	412	424
中国其他业务	175	185	191	196
美国&国际其他业务	213	214	221	228
<b>收入合计</b>	<b>7,087</b>	<b>8,258</b>	<b>8,751</b>	<b>9,357</b>
<b>同比增长</b>	<b>-4.2%</b>	<b>16.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.9%</b>
<b>经营利润率</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>
生猪养殖	5.5%	4.1%	3.3%	3.7%
美国&国际	3.7%	1.9%	1.4%	1.7%
生鲜肉	2.6%	2.0%	1.0%	1.1%
中国	2.4%	2.2%	0.9%	1.0%
美国&国际	2.8%	1.8%	1.1%	1.3%
肉制品	13.3%	14.2%	16.3%	16.6%
中国	22.0%	22.9%	26.0%	26.4%
美国&国际	9.3%	10.0%	10.7%	10.7%
<b>整体经营利润率</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.9%</b>
销售及管理费用	2,523	2,713	3,003	3,074
销售管理费用占收入比	11.9%	12.2%	13.0%	12.8%
净利润	786	889	1,037	1,155
同比增长	2.6%	13.0%	16.7%	11.4%
净利润率	3.7%	4.0%	4.5%	4.8%
EPS (美元/股)	0.058	0.061	0.071	0.079

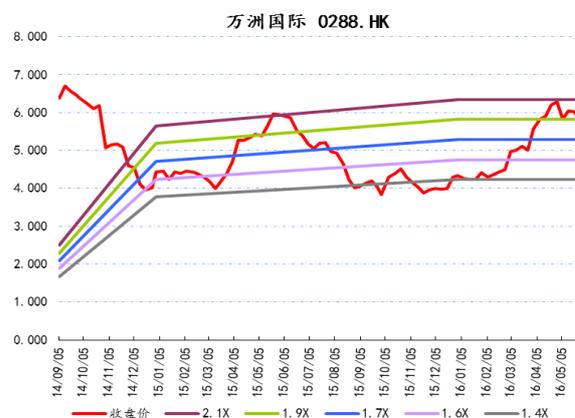
数据来源: Wind, 公司资料, 兴业证券研究所

图 3、P/E Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 4、P/B Band



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

#### 4. 双汇发展 1Q16 业绩电话会议问答

**Q: 鲜冻肉、肉制品外销量？进口猪肉量？全年进口目标？**

A: 肉类总销量超过 10% 的增长，生肉超过 20% 的增长，熟肉不足 10%。进口肉 12 万吨外销量。全年进口肉超过年初预计量。半年报中有一项增加关联交易，在年初 30 亿的基础上增加 15 亿。肉制品 78.1 万吨，其他生肉 66 万吨。

**Q: 如果销量有中高单位的成长，那么销售价格有很大下跌？原因？下半年猪价水平？利润率如何？**

A: 二季度肉制品销量同比增长 9%，与同期相比基本持平。收入下降的原因为终端没有进行降价调整，我们对批发商联盟商支持的力度有所提升。二季度利润率与一季度相比，生鲜品利润率有明显提升，相当于一季度的一倍，肉制品利润率有所下降，2 个多百分点，其他分部利润率比一季度有明显提升。肉制品下降是成本上升所致，其他分别利润率提升得益于猪价的上涨。预计下半年猪价将呈下降趋势，四季度低于三季度，三季度低于二季度，下半年会明显低于上半年。

**Q: 加大对经销商的扶持，是不是下半年会有更大的返利和零售价跌幅？公司认为下半年利润率会比二季度高，原因？上半年进口肉 12 万吨，用于肉制品深加工和直接销售冻肉的比例怎样？**

A: 我们促销政策进行了调整，我们的零售价并没有下跌，我们对市场的支持力

度是通过产品的削价来体现的。下半年利润率比以前提高，原因是三季度猪肉价格下降，成本压力会得到缓解。三四季度新品陆续投放市场，利润率会比二季度有所提高。进口肉对外销售量 12 万吨，自己使用的进口量占对外销量的 30%。

**Q: 目前为止签约的进口合同共有多少万吨？年底猪价会跌到什么水平？**

A: 年初计划 30 万吨的进口销售量，就目前的市场来看，已外销 12 万吨，自用 3.6 万吨，全年 30 万吨的任务完全可以完成。下半年猪价会明显低于上半年，初步预测年底会到 16-17 元每公斤。

**Q: 有些单品提价是否对下半年的增长产生压力？**

A: 我们提价的产品表现符合预期，应该说不会产生太大影响。肉制品销量三季度环比二季度，下半年环比上半年都会增长。

**Q: 鸡肉采购成本比去年上涨多少？怎么对冲鸡肉价格上涨？库存中鸡肉和猪肉占比，相当于几个月的量？下半年毛利率？下半年猪肉价格跌下来对肉制品影响大吗？**

A: 下半年鸡肉价格稳中有涨，对冲办法：猪价下跌；二季度鸡肉库存的增加；鸡肉与猪肉的结合，相互转换；对部分产品提价。鸡肉价格上涨会对成本有压力，但是在预计和控制之中。我们在二季度对鸡肉进行了储备，可以有效平抑下半年成本压力，我们会储备相对较长的时间。储备价比去年七八月有个位数增长。

生鲜品毛利率上半年由于猪价上涨比较低，随着猪价的回落，下半年毛利率会比上年明显提升。肉质品的毛利率预计会在一季度和二季度之间。原因：猪肉价格下降，下半年会加大进口肉的使用；其他辅助包装材料会有一定下降；下半年量会高于上半年；加工成本会降低；也会调整部分产品的价格和结构。猪肉价格跌下来对肉制品影响可以在影响因素中排到前三名。

**Q: 进口肉自用比例很小是什么原因？高低温产品的结构？三季度对下游经销商的折让力度？**

A: 进口肉二季度比一季度进口明显提升，总体销量也有明显提升，所以增长比例没发生太大变化。二季度外销量环比将近翻倍。进口大部分是副产品，没办法

直接用到肉制品。肉制品中用到的肥膘、猪皮等进口供应不了。下半年用到下游的比例比上半年会高一些，但到不了 50%。

上半年低温产品销量同比上升，占比 8.6%，同比增加 1.4 个 ppts。截至七月底全国实现定点销售，还建立专区专柜，积极开展营销活动，对市场开展多维度宣传。Smithfield 表现比较好，基本达到预期。高低温产品同比都上升。全年肉制品销量无论同环比都会稳定增长，下半年对联盟商支持力度会保持，但和去年同期相比价格下降不会那么明显。

低温高温肉制品收入今年上半年都保持一定增长，但幅度不高。Smithfield 的高端定位，市场教育需要一个过程。开工率不很高，但基本达到预期，希望年底达到 50% 以上。

**Q: 内部生产效率能够节约的成本有多少？**

A: 生产效率也提升了，肉制品 30% 以上，屠宰 20% 以上，比去年同期费用节约不低于 2 亿。

## 5. 风险提示：猪肉价格超预期变动；新品扩张进度及效果不达预期

安全问题

出现瘟疫疾病的风险

中国及美国猪肉价格及农产品价格的超预期剧烈波动

人民币超预期贬值风险

国际贸易政策风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	5,213	5,292	5,418	5,678	<b>营业收入</b>	21,209	22,308	23,102	24,014
货币资金	1,125	1,226	1,446	1,740	营业成本	17,129	17,874	18,089	18,748
交易性金融资产	-	-	-	-	毛利	4,080	4,434	5,013	5,266
应收账款	968	914	840	779	销售费用	1,783	2,140	2,354	2,471
其他应收款	243	292	306	321	管理费用	740	574	650	603
存货	1,748	1,824	1,846	1,913	其他经营费用	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	9,088	9,333	9,593	9,870	<b>营业利润</b>	1,556	1,720	2,009	2,191
可供出售金融资产	-	-	-	-	利息支出	219	186	223	212
长期股权投资	-	-	-	-	利息收入	12	13	15	16
投资性房地产	185	191	196	202	权益性投资损益	14	15	15	16
固定资产净值	4,195	4,405	4,625	4,856	非经营性损益	-89	-80	-88	-88
商誉及无形资产	3,516	3,482	3,448	3,415	非经常项目损益	-10	-10	-10	-10
土地使用权	694	708	721	734	<b>利润总额</b>	1,302	1,472	1,717	1,913
其他非流动资产	498	548	603	663	所得税	307	347	405	451
<b>资产总计</b>	14,301	14,625	15,011	15,549	净利润	786	889	1,037	1,155
<b>流动负债</b>	2,859	2,942	3,084	3,239	少数股东损益	209	236	276	307
短期借款及长期借款当期到期	607	625	644	663	<b>归属母公司净利润</b>	786	889	1,037	1,155
应付票据及账款	812	847	857	889	<b>EPS(元)</b>	0.058	0.061	0.071	0.079
应缴税金	44	347	405	451					
其他流动资产	1,370	1,096	1,151	1,208	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	4,739	4,809	4,883	4,961	<b>会计年度</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	3,331	3,331	3,331	3,331	<b>成长性(%)</b>				
其他	1,408	1,478	1,552	1,630	营业收入增长率	-4.65%	5.18%	3.56%	3.95%
负债合计	7,598	7,752	7,968	8,200	营业利润增长率	56.54%	10.56%	16.76%	9.10%
股本	14,648	14,648	14,648	14,648	净利润增长率	2.61%	13.05%	16.66%	11.42%
资本公积	2,902	1,161	464	186	盈利能力(%)				
未分配利润	2,139	2,160	2,182	2,204	毛利率	19.24%	19.88%	21.70%	21.93%
少数股东权益	940	1,176	1,452	1,759	净利率	3.71%	3.98%	4.49%	4.81%
<b>股东权益合计</b>	6,703	6,873	7,043	7,349	ROE	11.73%	12.93%	14.72%	15.72%
<b>负债及权益合计</b>	14,301	14,625	15,011	15,549					
					<b>偿债能力(%)</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	53.13%	53.00%	53.08%	52.74%
<b>会计年度</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	1.82	1.80	1.76	1.75
净利润	786	889	1,037	1,155	速动比率	1.21	1.18	1.16	1.16
折旧和摊销	391	821	862	905	<b>营运能力(次)</b>				
营运资金的变动	191	54	74	60	资产周转率	1.46	1.54	1.56	1.57
出售固定资产收到现金	9	8	7	7	存货周转率	9.39	10.01	9.86	9.97
资本性支出	737	590	619	650	<b>每股资料(元)</b>				
投资损失	-188	-150	-75	-38	每股收益	0.058	0.061	0.071	0.079
债务增加	2,347	2,112	2,218	2,329	每股经营现金	0.11	0.14	0.14	0.15
债务减少	3,091	3,400	3,060	3,213	每股净资产	0.39	0.39	0.38	0.38
支付股利合计	-	249	290	323	<b>估值比率(倍)</b>				
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,613	2,093	2,062	2,205	PE	13.80	13.08	11.21	10.06
<b>投资活动产生现金流量</b>	-514	-426	-681	-675	PB	2.02	2.04	2.08	2.08
<b>融资活动产生现金流量</b>	-901	-1,536	-1,132	-1,207					
现金净变动	167	101	220	294					
现金的期初余额	958	1,125	1,226	1,446					
现金的期末余额	1,125	1,226	1,446	1,740					

## 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
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@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
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@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
朱元斌	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@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					
海外销售经理					
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
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@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					

香港及海外市场					
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
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@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](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、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。