



2018-01-07

公司研究报告

买入/维持

通源石油 (300164)

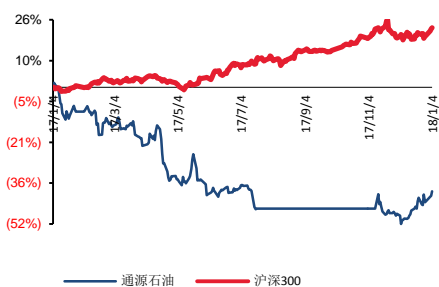
目标价: 10.5

昨收盘: 6.93

能源 能源 II

全球油服开启反弹周期，公司小而美业绩弹性大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	449/312
总市值/流通(百万元)	3,055/2,123
12个月最高/最低(元)	11.41/5.42

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

联系人: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120012

1. 射孔领军企业，国内外全面布局，油服一体化发展

公司成立于 1995 年，是我国射孔行业领军企业。2015 年以来，面临低油价造成市场萎缩，公司一方面淘汰和退出短期培育不出竞争力的公司、低毛利项目，裁员降本；一方面通过陆续收购大庆永晨、通源石油工程 100% 股权、APS、Cutters，参股一龙恒业，逐步完成射孔全球化、油服一体化战略布局。2017 年 1-9 月公司实现营业收入 4.85 亿元，同比+91.57%；归母净利润 0.11 亿元，同比+24.79%。

2. 油价上涨带动油服底部复苏，国际巨头已现业绩拐点

随着 OPEC 与非 OPEC 联合减产协议执行良好，美国页岩油边际成本支撑，地缘政治事件催化，国际原油供需再平衡持续转好，布油近期突破 68 美元/桶，创近三年新高，预计 2018 年油价中枢继续向上。油价回暖，上游公司投资意愿提升，如中石化、中石油、中海油 2017 年资本开支计划同比分别+28.83%、+10.97%、+42.86%。2017 年 12 月 29 日美国钻机数恢复至 929 台，较 2016 年初增加 265 台，提升 40%。其中公司重点区域德克萨斯州钻机数占比维持在 48%-50%。预计 2018 年全球油服继续复苏，有望量价齐升。油服公司业绩改善，如斯伦贝谢、哈利伯顿、中海油服 2017Q3 单季度分别实现净利润 5.45 亿美元、3.65 亿美元、2.23 亿元，环比提升 6.19 亿美元、3.37 亿美元、0.48 亿元。

3. 公司小而美，业绩弹性大

公司射孔业务全球化布局，通过收购 APS、RWS、Cutters 在北美服务能力大幅提升，市占率跃居北美第一。同时公司通过行业整合并购基本完成钻井、压裂、完井等区块一体化总包建设。公司 2016 年营收仅 4 亿元，目前市值规模 31 亿元，对比 2017 年全球油服规模约 2400 亿美元、三大巨头市值数千亿元，公司小而美，成长空间极大。

4. 盈利预测与评级

预计公司 2017-2019 年净利润为 0.46 亿、1.87 亿、2.71 亿元，对应 PE 为 67 倍、17 倍、12 倍。考虑到油服行业开始全面复苏，公司业绩弹性极大，给予 2018 年 25 倍 PE，目标市值为 47 亿元，50% 向上空间。

风险提示: 油气上游公司资本开支不及预期

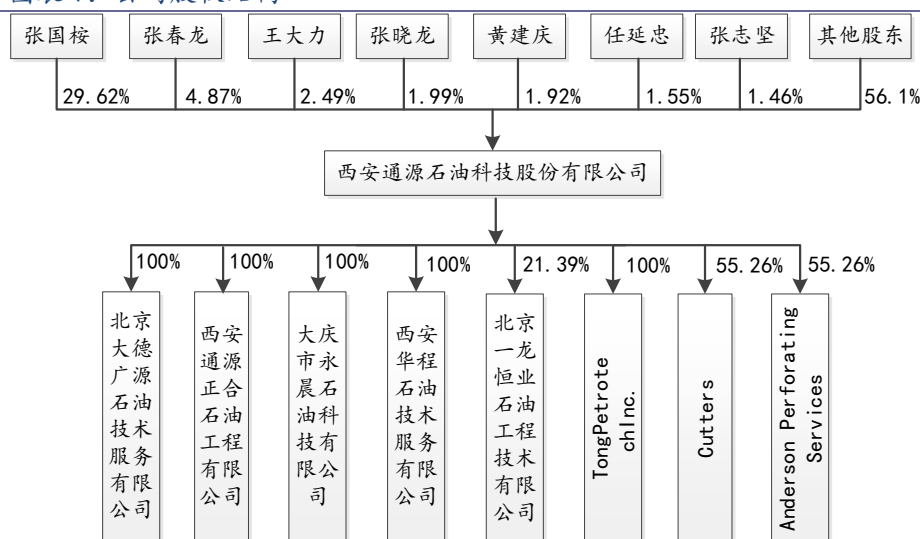
一、全球射孔领军企业，打造国际化油田服务集团

公司创立于 1995 年，依托在油田增产行业领先的复合射孔技术，成为细分行业的绝对龙头。公司与中石油大庆合作设立复合射孔国家标准，决定了公司在射孔领域的行业地位。在 2014 年开始国际油价不断低迷的大背景下，公司通过持续外延并购，已发展成为可为油田提供包括综合提高采收率、钻完井技术服务、压裂技术服务、煤层气技术服务以及区块一体化总包的综合型油服企业。公司在北美 2015 年收购 APS、2017 年下半年完成 CUTTERS 并表，射孔业务竞争优势得以进一步巩固，北美市场占有率稳居前列；在国内通过收购大庆永晨、参股一龙恒业，实现测井、钻井、射孔、压裂等钻完井一体化服务。公司目标是通过技术引进、培育优质资产、资产证券化，成为具有技术优势和影响力的国际化油田服务企业集团。

(一) 公司架构及股权结构

公司实际控制人为董事长张国桢，常务副总裁张春龙为大庆永晨总经理，核心高管皆持有上市公司股份。12 月 12 日至 26 日，张国桢与张春龙分别通过信托计划增持 3.47%、1.21%，并计划将择机继续增持，体现高管对行业发展前景与公司未来成长的信心。CUTTERS 与 APS 通过分别以其 100% 股权向设立的新平台出资，公司间接取得对 CUTTERS 的控股权，已于 11 月 15 日完成资产交割。

图表 1：公司股权结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

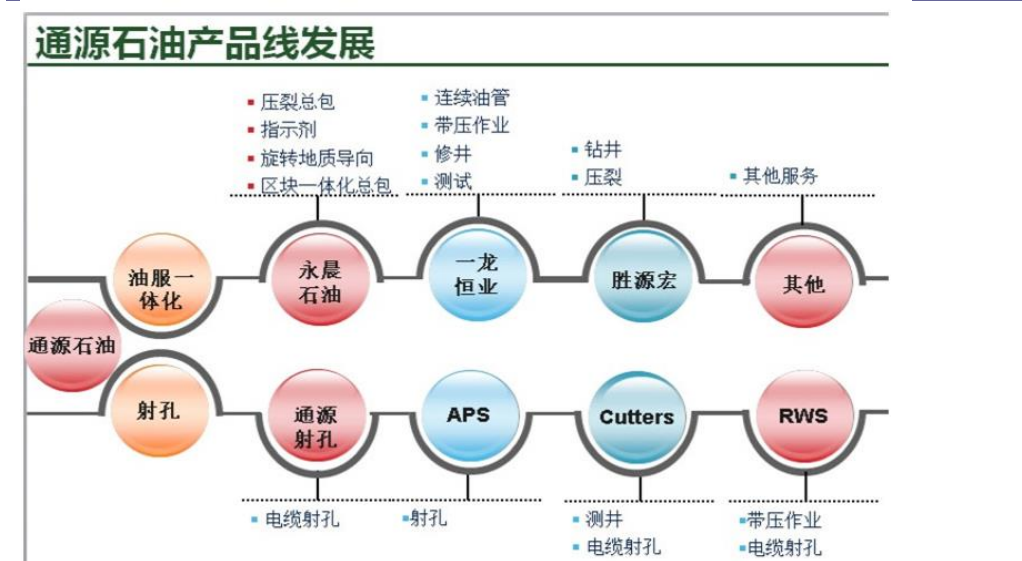
(二) 公司主要业务与财务数据

通过近三年的行业整合，公司主要产品线包括国内油服一体化业务与北美的射孔业务，其国内业务以永晨与一龙为主，北美业务在收购 CUTTERS 后，在射孔、测井等油田电缆服务领域协同效应显著，作业区域与技术上也可互为补充。2017 年 1-9 月公司营业收入 4.85 亿元，净利润 1091 万元，分别同比增长 91.57%、24.79%。尽管油价自 2016 年上半年开始触底反弹，甲方公司

资本开支增加，但大多出于节本降耗的考虑，降低油服单价，导致公司今年前三季度业绩改善尚不明显。从国际油价与油服企业收入增速的变化趋势来看，油服公司业绩一般滞后 6-12 个月，分析原因为甲方担忧油价上涨的持续性，不会马上大幅增加资本开支，此外油服公司的收入确认一般滞后 3-6 个月。结合 2016 年中期之后油价中枢不断抬升的趋势，预计 2017 年中期将成为油服公司业绩的向上拐点。

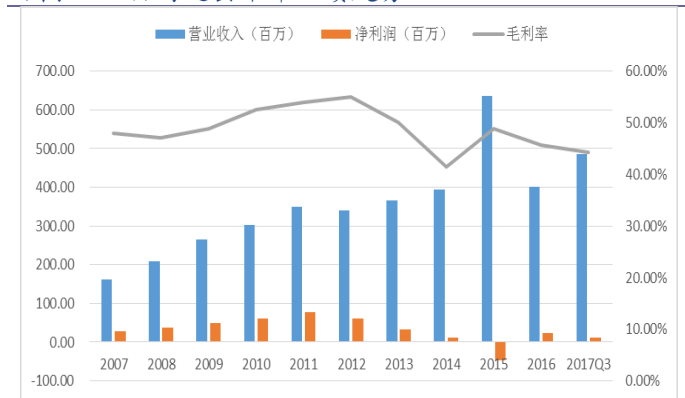
公司的应对策略为：1，做减法：将竞争力弱的公司、低毛利项目坚决淘汰与撤出，通过全员下岗再竞聘就业，裁减不能为公司创造效益的部门和员工，下属公司大德、正和、龙源合计约减亏 1900 万元。2，做加法：大庆永晨与一龙恒业提升公司盈利能力，CUTTERS 并表将极大增厚公司利润，未来有望注入到上市公司的资产包括一龙恒业剩余股权、北美市场 RWS 等。

图表 2：通源石油产品线发展图



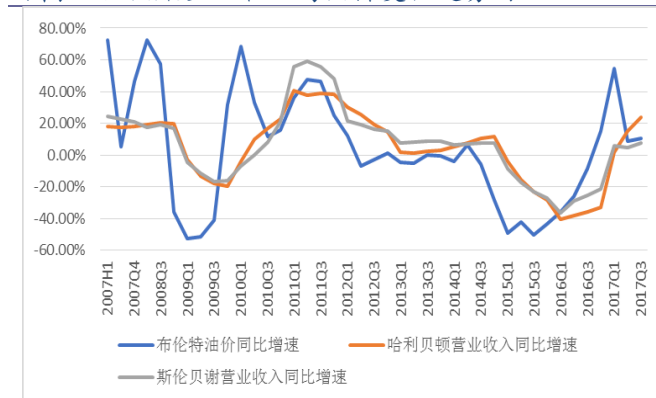
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：公司过去十年业绩走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：油服企业收入与油价变化趋势对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

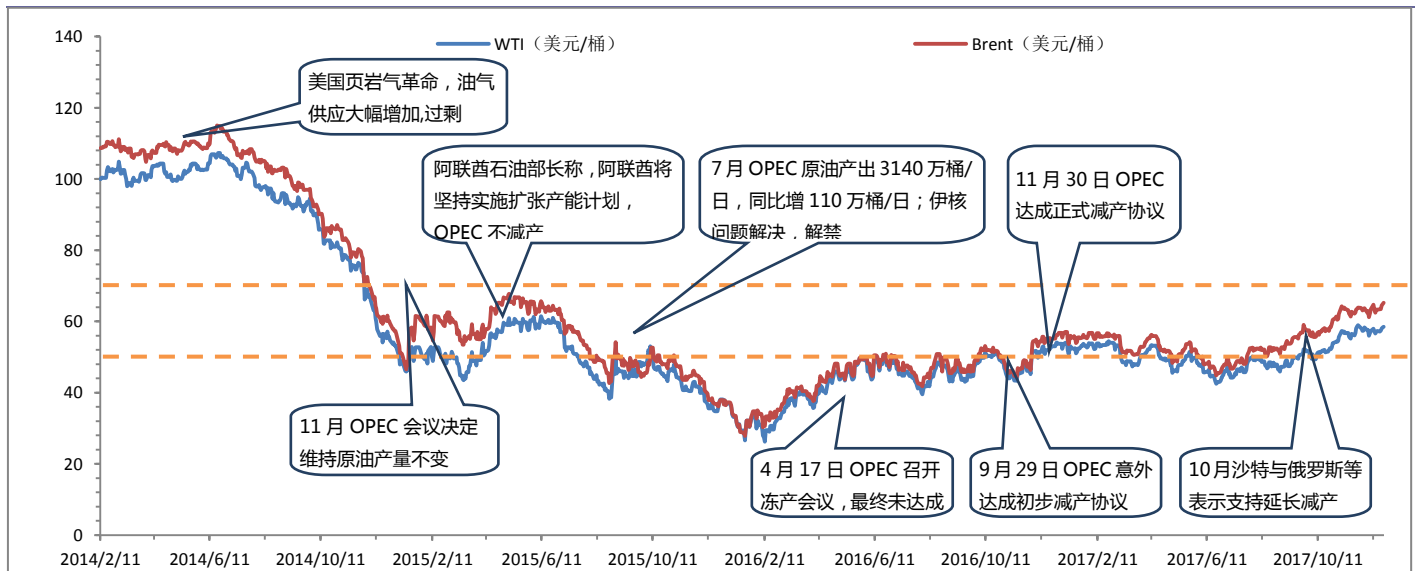
二、国际油价温和上涨，油服行业底部复苏

(一) 继续看好油价温和上涨

自 2014 年 6 月油价暴跌以来，国际油价持续低迷，2016 年 Brent 原油均价 45.1 美元/桶，同比-15.8%；WTI 均价 43.4 美元/桶，同比-11.1%，均创下 12 年来最低水平。但随着 OPEC 与非 OPEC 联合减产协议执行良好，美国页岩油边际成本支撑，地缘政治事件催化，如库尔德地区公投、沙特反腐等，国际原油供需再平衡持续转好，如 OECD 库存下降，接近 2012-2016 年平均水平，推动国际油价中枢持续向上。2017 年 1-11 月份，Brent 原油期货均价 53.95 美元/桶，同比+21.87%；WTI 期货均价 50.26 美元/桶，同比+17.77%。2017 年 12 月，Brent 原油期货价格多次达到 64 美元/桶以上，创下近 28 个月新高；WTI 原油期货价格也达到 56 美元/桶以上。

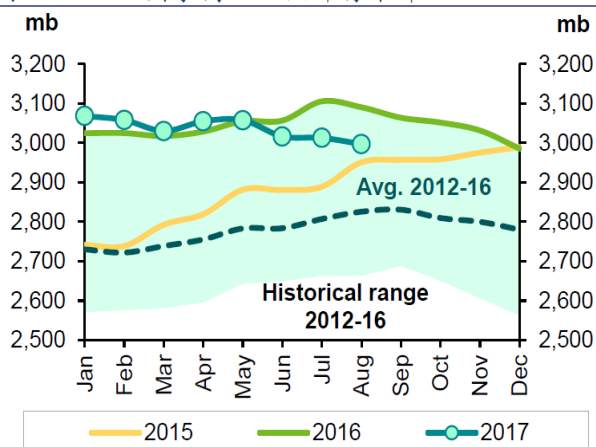
2017 年国际油价呈“V”型走势，展望未来，我们判断国际原油供需再平衡持续改善，处于销库存阶段，油价中枢震荡向上，符合各方利益，道路曲折反复，机遇大于挑战。预计 2018 年 Brent 中枢进一步提升，在 55-65 美元/桶。

图表 5：国际油价温和上涨



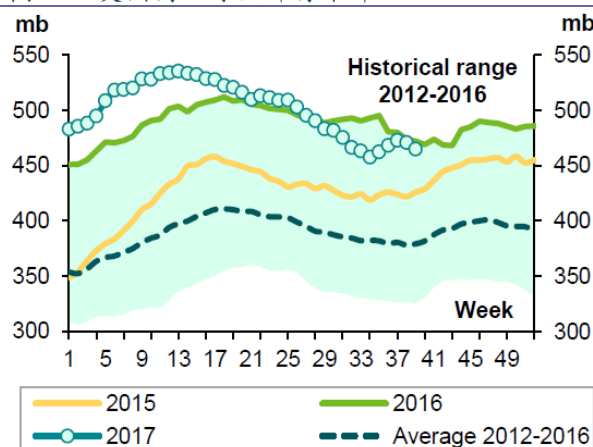
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6: OECD 国家商业石油库存下降



资料来源: OPEC, 太平洋证券整理

图表 7: 美国商业原油库存下降



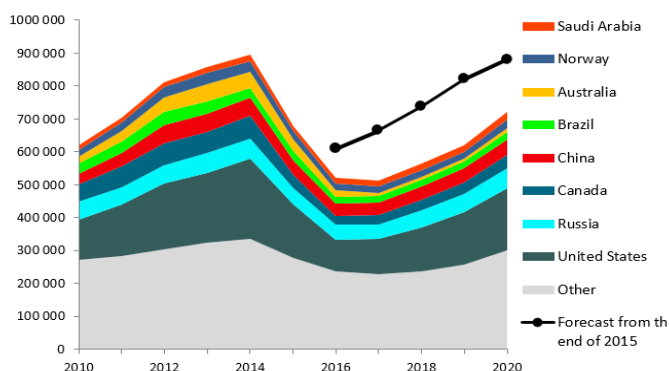
资料来源: OPEC, 太平洋证券整理

(二) 石油公司资本开支增加

据统计，由于低油价，全球油气勘探及开发支出减少，2015、2016 年分别减少 25%和 23%。但随着油价回暖，其下降幅度预计进一步缩小，预计 2017 年见底后，2018 年回升。以“三桶油”为例，2016 年中石化、中石油的资本性支出分别为 764.56 亿元、1723.86 亿元，比 2015 年的 1122.49 亿元、2022.38 亿元分别下降 31.89%、14.76%，而且，中石化、中石油在 2016 之前的四年里资本支出一直处于下降趋势，但中石化、中石油 2017 年全年计划的资本支出分别为 985 亿元、1913 亿元，比 2016 年分别增加 28.83%、10.97%，其在各个业务板块的资本支出计划均有一定幅度的上涨。其中，中石化 2017 年 Q1-Q3 勘探及开发板块资本支出分别为 14.61 亿元、54.09 亿元、40.26 亿元，同比+9.11%、+41.26%、-0.30%。中石油 2017H1 勘探及生产板块资本支出为 453.03 亿元，同比+14.55%。中海油 2016 年资本支出为 490 亿元，同比下降 26.32%，但 2017 年中海油的资本支出预算为 600-700 亿元，同比增加约 100-200 亿元。

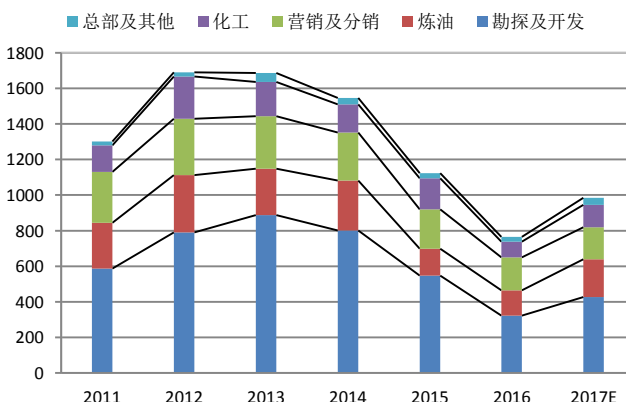
图表 8: 勘探及生产投资 2018 年复苏

Figure 3: Total E&P investments- Million USD nominal.



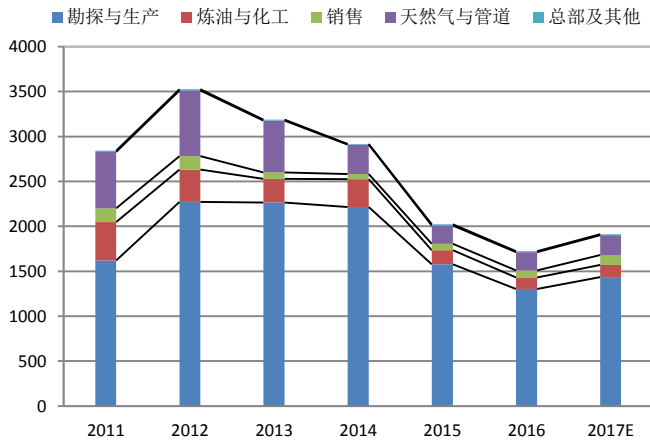
资料来源: Rystad Energy, 太平洋证券整理

图表 9: 中国石化资本开支走势图



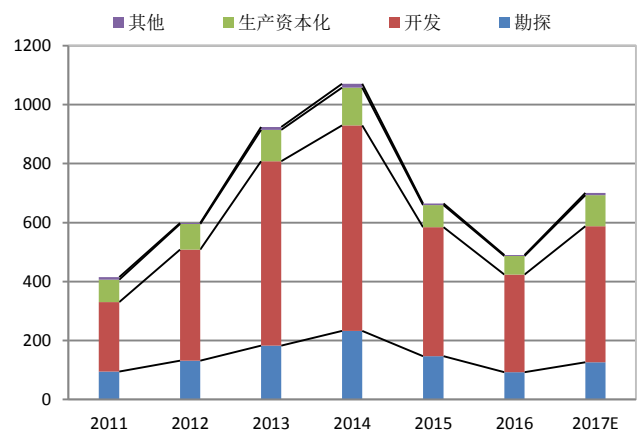
资料来源: 公司资料, 太平洋证券整理

图表 10：中国石油资本开支走势图



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 11：中国海油资本开支走势图



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

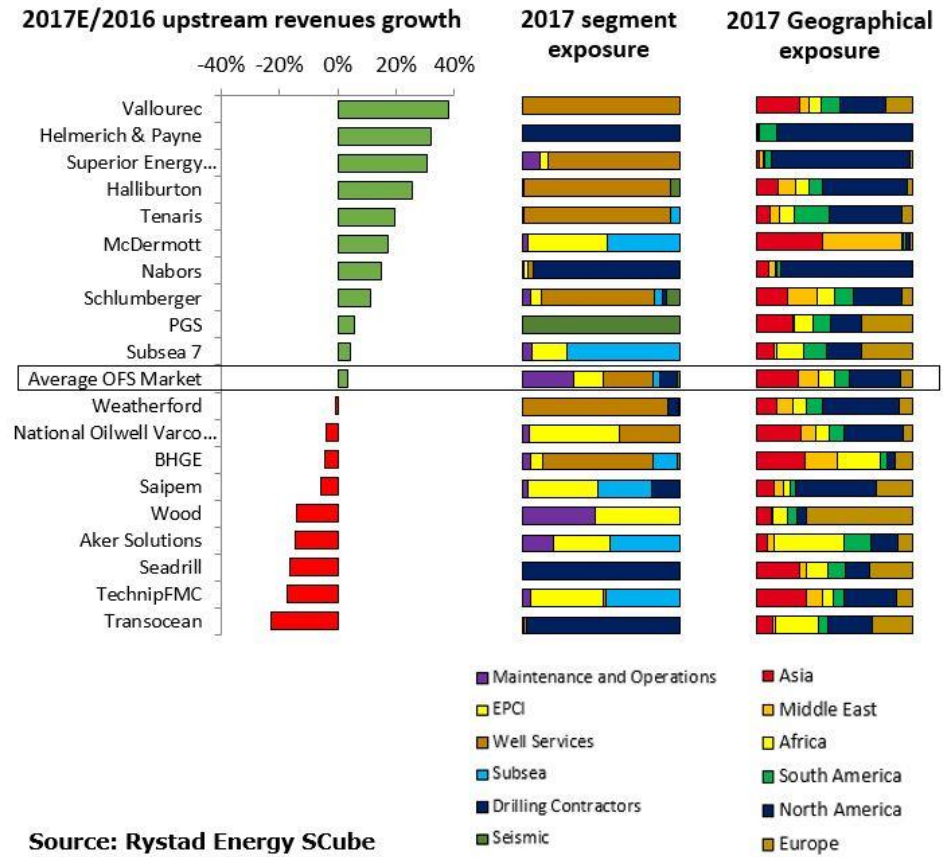
(三) 油服行业底部复苏

油服类公司业绩与原油价格之间有明显正相关关系，一般滞后 6-12 个月。2014 年 Q2 原油季度均价从最高值 102.99 美元/桶持续下跌至 2016 年 Q1 的 33.63 美元/桶，对应斯伦贝谢、哈利伯顿、贝克休斯、威德福的单季度营业收入分别从 120.54 亿美元、80.51 亿美元、59.35 亿美元、37.11 亿美元，大幅下跌至 65.20 亿美元、41.98 亿美元、26.70 亿美元、15.85 亿美元。单季度净利润分别从 15.95 亿美元、7.74 亿美元、3.53 亿美元、-1.45 亿美元，下降至 5.01 亿美元、-24.12 亿美元、-9.81 亿美元、-4.98 亿美元。随着 2017 年油价回暖，斯伦贝谢和哈利伯顿 2017Q3 单季度分别实现净利润 5.45 亿美元和 3.65 亿美元，而 2016 年分别亏损 16.87 亿美元和 57.63 亿美元。就国内来看，以中海油服为例，随着油价的下跌，公司单季度营业收入从 2014 年 Q2 的 95.29 亿元下降到 2016 年 Q1 的 33.75 亿元，对应净利润从 30.14 亿元下降至 -9.27 亿元。而随着 2017 年油价回暖，公司 2017Q3 单季度实现净利润 2.23 亿元，同比大幅扭亏，环比提升 27.33%。

据统计，2017 年，很多公司将北美页岩资本支出和海上项目数量增加了 50% 以上，对油服行业来说是一个新的开始，大部分盈利的公司都是在北美提供钻井和完井服务的公司，Vallourec 的油气部门在 2017 年前三个季度增长了 32%，McDermott 凭借其中东的优质订单也实现了增长。美国钻机数从 2014 年 10 月的 1609 台大幅下降至 2016 年 5 月的 316 台，降幅高达 80%。随着油价上涨，美国钻机数恢复至 12 月 22 日的 931 台，较 2016 年 1 月 6 日的 665 台增加 266 台，提升 40%。其中公司业务重点区域德克萨斯州钻机数所占比例较高，维持在 48%-50%。从钻井数量上看，2017 年新钻井数量也呈快速增长趋势，已由 2016 年 12 月 709 口增加到 2017 年 11 月的 1180 口，但距离 2014 年 1800-2000 口新钻井仍有很大差距。

展望未来，2018 年可能会有高达 2000 亿美元的海上和陆上新项目被批准，油服行业将触底回升，市场逐步全面复苏。

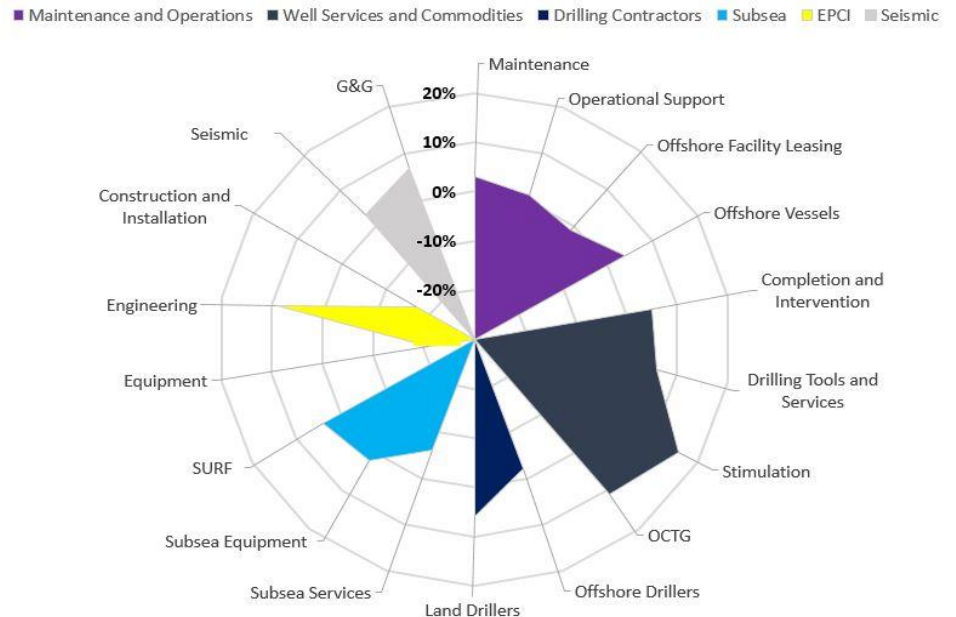
图表 12：2017 年油服行业见底



Source: Rystad Energy SCube

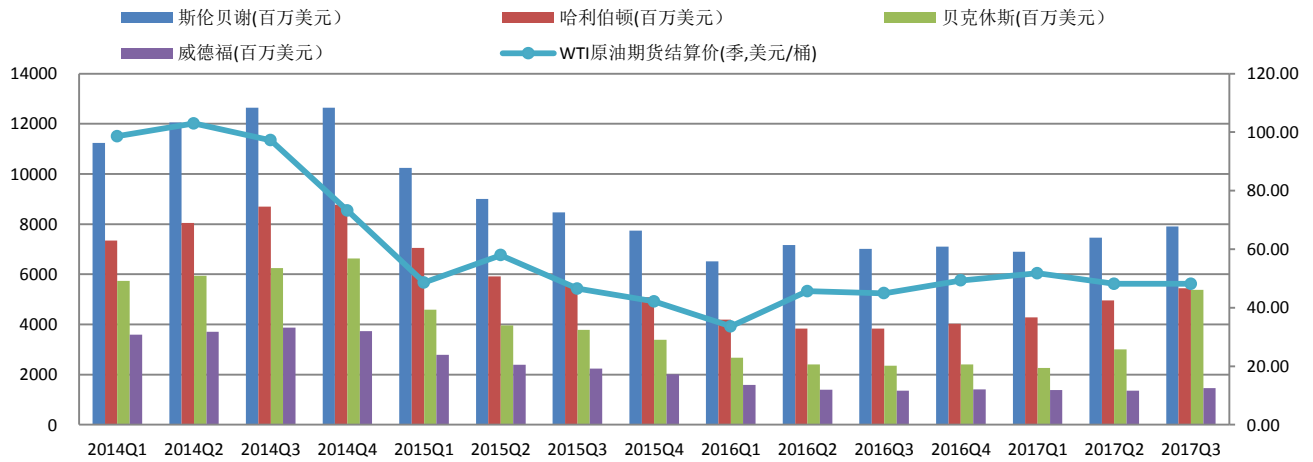
资料来源: Rystad Energy, 太平洋证券整理

图表 13：2018 年油服行业复苏



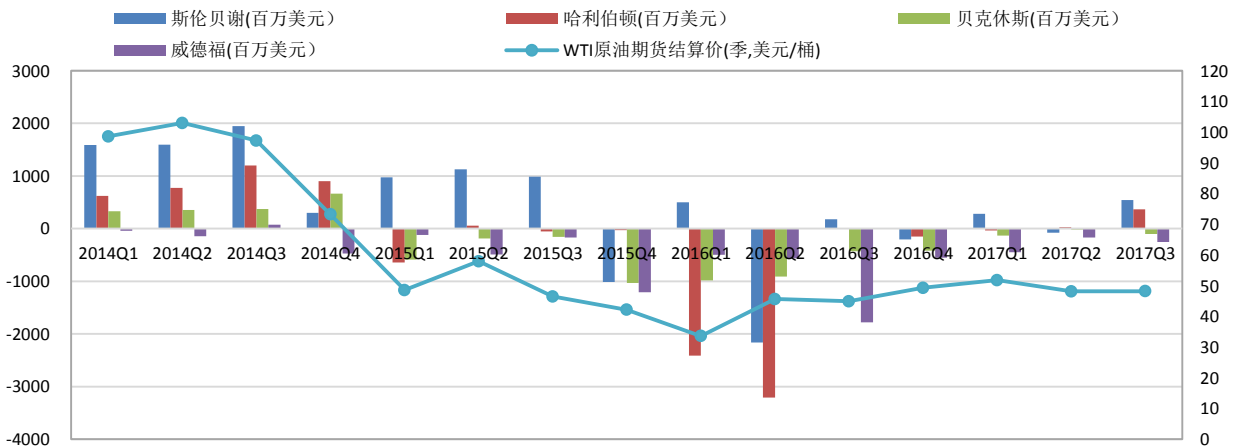
资料来源: Rystad Energy, 太平洋证券整理

图表 14：四大油服公司单季度营业收入与油价走势图



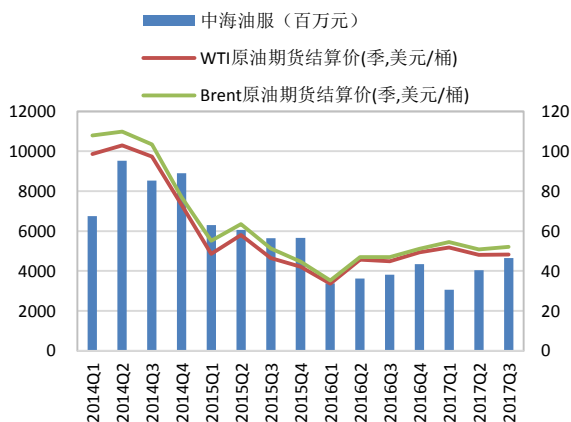
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 15：四大油服公司单季度净利润与油价走势图



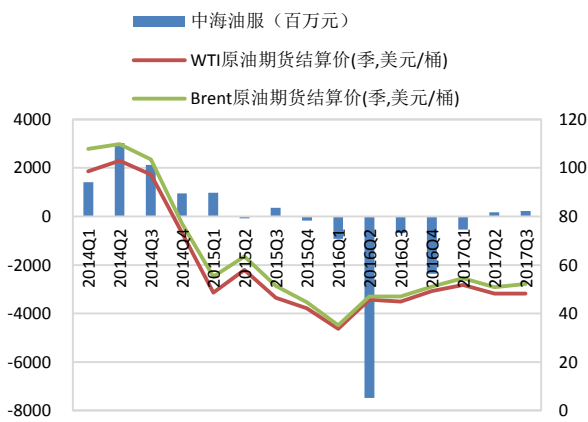
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 16: 中海油服单季度营业收入与油价走势图



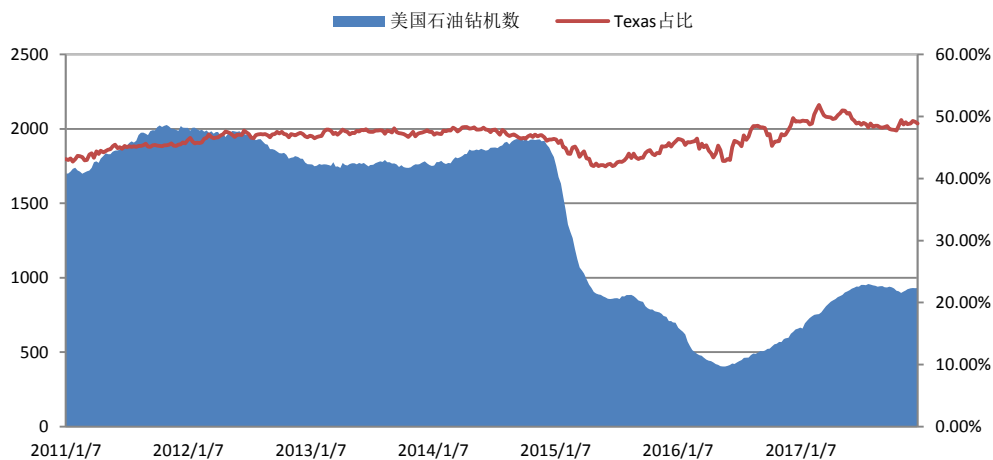
资料来源: 公司资料, 太平洋证券整理

图表 17: 中海油服单季度净利润与油价走势图



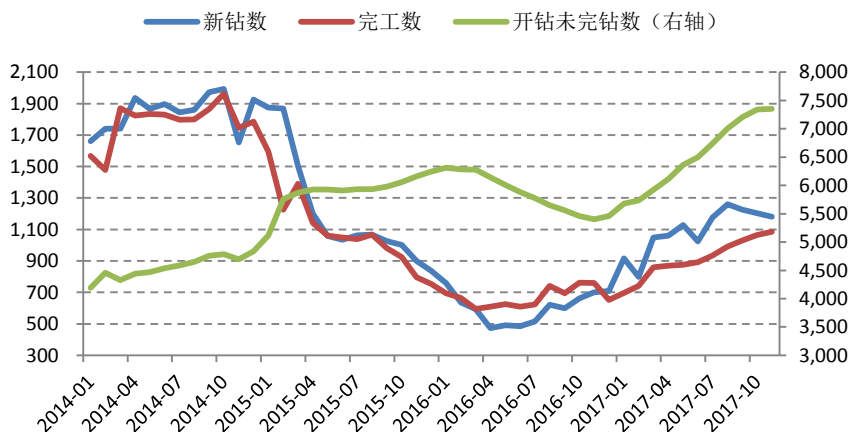
资料来源: 公司资料, 太平洋证券整理

图表 18: 美国石油钻机数提升



资料来源: 贝克休斯, 太平洋证券整理

图表 19: 美国石油新钻井数量持续提升 (口)



资料来源: 贝克休斯, 太平洋证券整理

三、公司兼具空间与弹性

2017 年全球油服市场逐步回升，Spears & Associate 预计 2017 年全球油服市场规模同比增长 8%至 2400 亿美元，我们判断 2018 年增速将继续加快，我国油服行业则保持 5%-10%的稳定增长，预计 2018 年油服市场规模为 670 亿美元。大型综合油服公司通过重组并购，市场集中度持续提升，预计斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯三大巨头将占 30%以上的市场份额。斯伦贝谢与哈里伯顿 2016 年收入分别为 1929 亿、1102 亿元，而通源石油 2016 年收入规模仅为 4 亿元，依托可为境内外油田提供完善的产业链式油服的综合能力，未来具备极大的发展空间。

公司国内业务的主体为大庆永晨与一龙恒业，永晨 2016-2018 年的业绩承诺分别为 4287 万元、4437 万元及 4579 万元，2017 年净利预计为 5000 万元左右，未来增长空间包括：1，结合中石油与中石化的区块流转，利用目前的客户资源，切入四川、新疆等作业地区；2，一体化服务模式带来产值上的跃升，公司为哈里伯顿在中国的技术代理商，在高端市场具备技术优势；2017 年已完成浙江油田与内蒙中石化 EPC 项目，预计将在大庆、辽河等传统优势地区继续开拓一体化大包服务，届时收入规模将有数量级的跃升。

一龙恒业因未完成 2016 年业绩承诺，向通源石油补偿 3.31%的股权，公司目前持股比例为 21.39%，并调整一龙 2017-2019 年业绩指标为净利润分别不低于人民币 4200 万元、4500 万元、4800 万元，海外业务收入占全年总营业收入比例分别不低于 30%、35%和 40%。调整业绩指标与海外收入比例，有利于调动一龙高管团队的积极性，为公司未来开拓南美、中亚等海外市场打下基础。预计一龙未来三年业绩持续超预期的概率很大。

2018 年海外业务将极大提升公司的业绩空间。CUTTERS2017 年 1-8 月收入 3.37 亿元，净利润 2151 万元，全年预计 4000-5000 万元。北美油服市场加速复苏，射孔与压裂业务量与单价将显著提高，预计 CUTTERS2018 年业绩将大幅增长；APS 泵送分段射孔主要作业区域在德克萨斯，随着油服行业回暖，将带来较大业绩弹性。此外，2017 年人民币升值影响公司汇兑损益 2000-3000 万元，2018 年受美元持续加息影响，预计持续升值的压力不大。

图表 20：公司并购标的的技术优势与业务分布情况

并购标的	业务/技术优势	业务分布
Anderson Perforating Service, LLC APS (完成)	水平井泵送分段射孔技术	德克萨斯州
Cutters Wireline Service, Inc Cutters (完成)	射孔收入占主导，管理团队出身国际四大油服公司，经验丰富	美国主要五大油田生产
Rush Wellsite Services, Inc. RWS (拟并购)	射孔为主，同时具有较强的带压作业经验	德克萨斯州和宾夕法尼亚州
大庆市永晨石油科技有限公司	旋转地质导向技术、快钻桥塞与射孔联作、产能评价指示剂	长期稳定占据大庆油田较高份额。
北京一龙恒业石油工程技术有限公 (21.39%)	近钻头导向、泵送桥塞、带压作业、连续油管等	遍及全国各产油区和缅甸、哈萨克斯坦等海外地区，在全国主要产油区建立了现场服务基地，海外业务形成面向中东、中亚等国际主要产油区的国际业务网络。

资料来源：太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 8.44 亿、17.56 亿、21 亿元，净利润分别为 0.46 亿、1.87 亿、2.71 亿元，EPS 分别为 0.10 元、0.42 元、0.60 元，对应 PE 分别为 67 倍、17 倍、12 倍。考虑到油服行业开始全面复苏，公司业绩弹性极大，给予 2018 年 25 倍 PE，目标市值为 47 亿元，目标价 10.5 元，50%向上空间。

五、风险提示

油气上游公司资本开支不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1093	884	1140	2233	2752	营业收入	636	400	844	1756	2100
货币资金	423	177	127	351	525	营业成本	325	217	491	1054	1255
应收账款	419	397	619	1155	1381	营业税金及附加	6	1	2	4	5
其他应收款	3	1	1	3	4	营业费用	259	155	219	299	315
预付款项	20	17	17	17	17	管理费用	67	47	67	123	126
存货	169	177	245	526	626	财务费用	-3	-15	29	30	47
其他流动资产	38	81	81	81	81	资产减值损失	31.65	8.68	1.00	0.00	0.00
非流动资产合计	931	1216	1258	1236	1211	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	128	247	247	247	投资净收益	0.00	8.06	9.00	11.00	13.00
固定资产	420.55	312.82	294.83	273.01	249.25	营业利润	-51	-6	43	257	366
无形资产	15	14	12	11	10	营业外收入	5.63	9.99	16.00	18.00	18.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	6.11	0.25	2.00	2.00	2.00
资产总计	2024	2100	2399	3468	3962	利润总额	-52	4	57	273	382
流动负债合计	383	203	351	1225	1462	所得税	-13	-5	9	41	57
短期借款	162	40	112	739	888	净利润	-39	9	49	232	325
应付账款	173	142	202	433	516	少数股东损益	8	-13	3	45	54
预收款项	1	0	0	0	0	归属母公司净利润	-46	22	46	187	271
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	29	38	121	340	467
非流动负债合计	38	256	254	264	264	EPS (元)	-0.11	0.05	0.10	0.42	0.60
长期借款	0	208	208	208	208	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	422	459	605	1489	1726	成长能力					
少数股东权益	297	148	151	196	250	营业收入增长	61.3%	-37.1%	111.0%	108.1%	19.6%
实收资本(或股本)	405	440	449	449	449	营业利润增长	-248.9%	-88.6%	-843.7%	494.4%	42.3%
资本公积	659	781	888	888	888	归属母公司净利润增长	-490.2%	-147.3%	110.0%	305.7%	44.5%
未分配利润	191	213	238	341	490	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1306	1493	1624	1764	1967	毛利率(%)	49%	46%	42%	40%	40%
负债和所有者权益	2024	2100	2379	3449	3943	净利率(%)	-6%	2%	6%	13%	15%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	-2%	1%	2%	5%	7%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	-4%	1%	3%	11%	14%
经营活动现金流	198	-15	-111	-315	156	偿债能力					
净利润	-39	9	49	232	325	资产负债率(%)	21%	22%	25%	43%	44%
折旧摊销	82.72	59.38	48.81	52.93	55.00	流动比率	2.85	4.36	3.25	1.82	1.88
财务费用	-3	-15	29	30	47	速动比率	2.41	3.48	2.56	1.39	1.45
应付账款的变化	0	0	60	232	82	营运能力					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.19	0.38	0.60	0.57
投资活动现金流	157	-275	-86	-19	-17	应收账款周转率	1	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.39	2.54	4.91	5.53	4.43
长期投资	0	128	247	247	247	每股指标(元)					
投资收益	0	8	9	11	13	每股收益(最新摊薄)	-0.11	0.05	0.10	0.42	0.60
筹资活动现金流	-231	112	147	559	35	每股净现金流(最新摊薄)	0.31	-0.40	-0.11	0.50	0.39
短期借款	162	40	112	739	888	每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.39	3.61	3.93	4.38
长期借款	0	208	208	208	208	估值比率					
普通股增加	25	35	9	0	0	P/E	-63.00	138.60	67.46	16.63	11.50
资本公积增加	116	122	107	0	0	P/B	2.15	2.04	1.92	1.76	1.58
现金净增加额	124	-178	-50	225	174	EV/EBITDA	88.40	81.91	27.31	10.90	7.88

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售	张茜萍		
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。