



通威股份(600438)

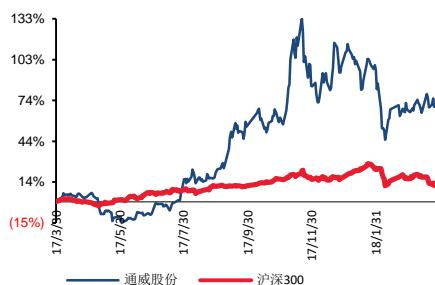
目标价：13.80

昨收盘：10.42

日常消费 食品、饮料与烟草

通威股份(600438)——双主业齐头并进 “渔光一体”协同发展迎平价

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/2,782
总市值/流通(百万元)	40,454/28,993
12个月最高/最低(元)	14.21/5.25

相关研究报告：

证券分析师：邵晶鑫

电话：010-88695226

E-MAIL: shaojx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020001

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

事件：公司发布 2017 年年度报告。2017 年实现营业收入 260.89 亿元，同比增长 24.92%；归属于上市公司股东的净利润 20.12 亿元，同比增长 96.35%。

“农业+光伏”模式发展良好，光伏业务发展迅速。报告期内，公司主要业务发展良好，就光伏板块而言，太阳能电池及组件业务全年营业收入 64.33 亿元，占比 24%，同比增长 70.85%；多晶硅业务全年实现营业收入 32.28 亿元，同比增长 56.45%，占比 12%；光伏发电业务增长速度最快，同比增长 783.27%，全年实现营业收入 7.93 亿元。就农业板块而言，饲料业务占比最大，全年实现营业收入 149.72 亿元，占比 55%，同比增长 8.45%；食品加工、畜牧养殖业务实现营业收入 11.36 亿元，同比增长 19.25%；动物药品业务全年营业收入 0.88 亿元，同比增长 116.62%。

盈利能力不断提高。公司销售毛利率和销售净利率五年来持续增长，2017 年销售毛利率达到 19.42%，较去年同期提高 3.69 个百分点；销售净利率自 2015 年增长速度明显提高，2017 年达到 7.82%，同比增加 2.92 个百分点，随着“农业+光伏”双板块业务发展，公司盈利能力保持增长态势。

科研技术推动核心竞争力，研发投入逐年增加。报告期内公司研发投入 5.1 亿元，同比增加 1.48 亿元，增幅 40.99%。其中农牧板块研发投入 1.74 亿元，增幅 26.47%，主要系公司为提升盈利能力，顺应终端消费升级，调整产品结构，加大了对核心产品以及高端产品的研发力度。光伏板块研发投入 3.36 亿万元，增幅 49.95%，涉及多晶硅、硅片、电池片、组件及光伏发电各细分领域，进一步提高了产品质量，降低生产成本。

公司盈利能力持续提高，偿债能力状况良好。2015-2017 年净资产收益率呈持续增长态势，2017 年实现扣非后的加权平均净资产收益率为 15.67%，同比增加 5.34 个百分点。综合分析，净资产收益率的提高主要来自于销售净利率提高。自 2015 年后销售净利率增速明显，2017 年销售净利率为 7.82%，同比增长 2.92 个百分点；2017 年公司资产负债率为 46.36%，权益乘数达到 1.88，同比降低 3.09%，债务结构合理。公司近年来不断扩大产能及进行相关投资建设影响，2013-2017 年资产周转率持续下降，2017 年总资产周转率为 1.11，同比下降 26.97%。

产能、效率共同发展，力争成为全球高纯精硅龙头。永祥股份多晶

硅销量 1.6 万吨，同比增长 32.25%，实现了产销平衡；毛利率 46.83%，同比提高 5.8 个百分点；全年平均综合电耗已降至 62KWh/kg 以下，远低于工业和信息化部《光伏制造行业规范条件（2018 年本）》公布的小于 100KWh/kg 的能耗标准；乐山、包头一期各 2.5 万吨/年高纯晶硅项目将于 2018 年内建成投产，届时公司多晶硅产能将达到 7 万吨/年，产品质量进一步提升的同时，生产成本将进一步降至 4 万元/吨以下。

太阳能领域产能不断提升，成为全球最大专业太阳能电池生产企业。合肥太阳能已分别在合肥、成都形成 2.4GW 多晶电池及 3GW 单晶电池的产能规模，为全球最大的专业太阳能电池生产企业，并且依托规模、技术及质量优势拥有了稳定的战略合作客户，已与全球前十大下游太阳能组件商中的九家建立长效合作关系。多晶电池生产成本已降至 1.1 元/W 以下，单晶电池生产成本亦降至接近 1.1 元/W，其中单多晶电池加工成本均已降至 0.3 元/W 以下。2017 年，公司太阳能电池产能利用率超过 115%，远高于全球行业平均 82% 的产能利用率水平。

光伏发电发挥复合增效优势，推进平价上网步伐。公司仍然以“渔光一体”项目为重点，特别聚焦大型“渔光一体”地的开发。截止报告期末，公司已建成以“渔光一体”为主的发电项目 33 个，装机并网规模 487MW。公司 2018 年将积极探索形成高效 EPC 集成方案，成为行业知名 EPC 集成方案提供商，完成电站开发并网量 600MW。

盈利预测：公司近年来在深耕农业的基础之上，大举进军光伏行业，紧抓行业机遇，在多晶硅料和电池片环节都取得了傲人的成绩，随着公司扩产产能的释放和光伏平价上网的临近，业绩有望进一步提升，成为光伏巨头。预计公司 2018–2020 年净利润分别为 26.66、39.70 和 46.88 亿元，对应 EPS0.69、1.02 和 1.21 元/股，对应 PE15.17、10.19 和 8.63，给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26089	29460	44991	52959
(+/-%)	24.92%	12.92%	52.72%	17.71%
净利润(百万元)	2012	2666	3970	4688
(+/-%)	96.35%	32.52%	48.89%	18.10%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.69	1.02	1.21
市盈率(PE)	23.36	15.17	10.19	8.63

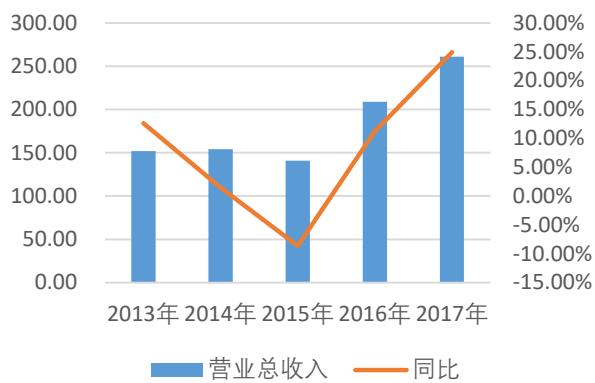
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一、公司财务情况分析

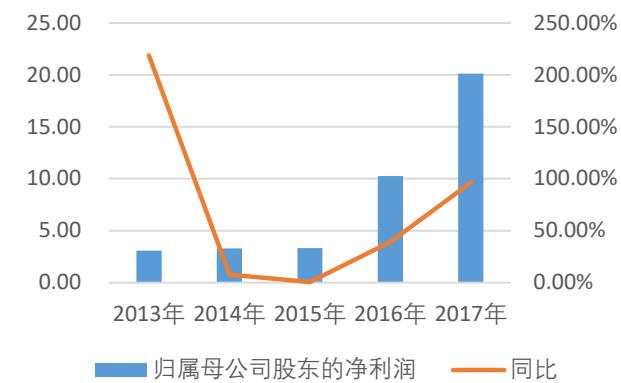
(一) 经营业绩增速明显

根据公司年报显示，公司全年实现营业收入 260.89 亿元，同比增长 24.92%；归属于上市公司股东的净利润 20.12 亿元，同比增长 96.35%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 19.62 亿元，同比增长 219.96%。基本每股收益 0.5183 元/股，同比增长 61.06%；加权平均净资产收益率 16.07%，同比增加 1.69 个百分点。公司同时披露利润分配预案：拟以每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税），派发现金红利总额为 6.21 亿元。

图表 1：2013-2017 主营业务收入变化（亿元）



图表 2：2013-2017 归母净利变化（亿元）



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

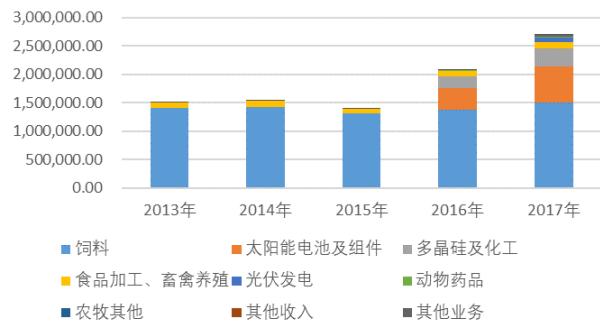
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

(二) “农业+光伏”模式发展良好，光伏业务发展迅速

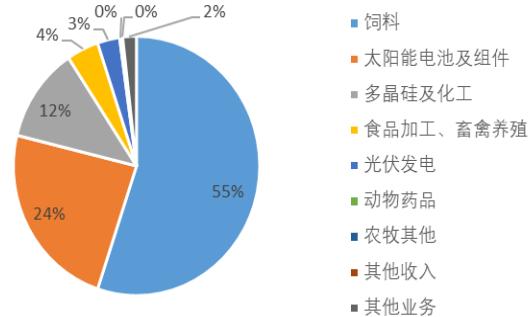
报告期内，公司主要业务发展良好，就光伏板块而言，太阳能电池及组件业务全年营业收入 64.33 亿元，占比 24%，同比增长 70.85%；多晶硅业务全年实现营业收入 32.28 亿元，同比增长 56.45%，占比 12%；光伏发电业务增长速度最快，同比增长 783.27%，全年实现营业收入 7.93 亿元。就农业板块而言，饲料业务占比最大，全年实现营业收入 149.72 亿元，占比 55%，同比增长 8.45%；食品加工、畜牧养殖业务实现营业收入 11.36 亿元，同比增长 19.25%；动物药品业务全年营业收入 0.88 亿元，同比增长 116.62%。

图表 3：主营收入构成（万元）

图表 4：2017 年主营收入构成



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

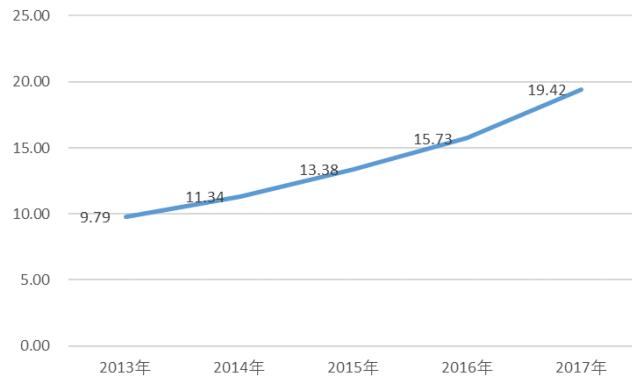


资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

(三) 盈利能力不断提高

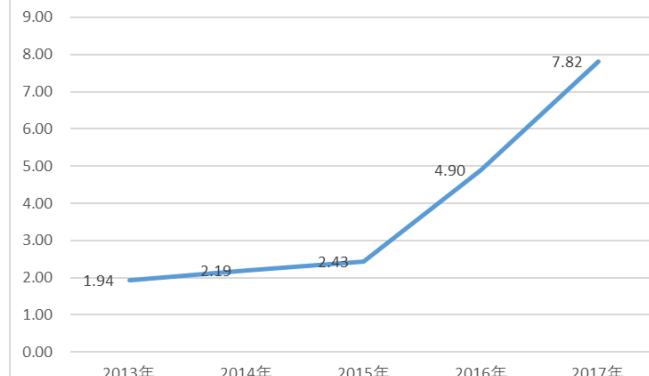
公司销售毛利率和销售净利率五年来持续增长，2017 年销售毛利率达到 19.42%，较去年同期提高 3.69 个百分点；销售净利率自 2015 年增长速度明显提高，2017 年达到 7.82%，同比增加 2.92 个百分点，随着“农业+光伏”双板块业务发展，公司盈利能力保持增长态势。

图表 5：销售毛利率变化 (%)



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 6：销售净利率变化 (%)

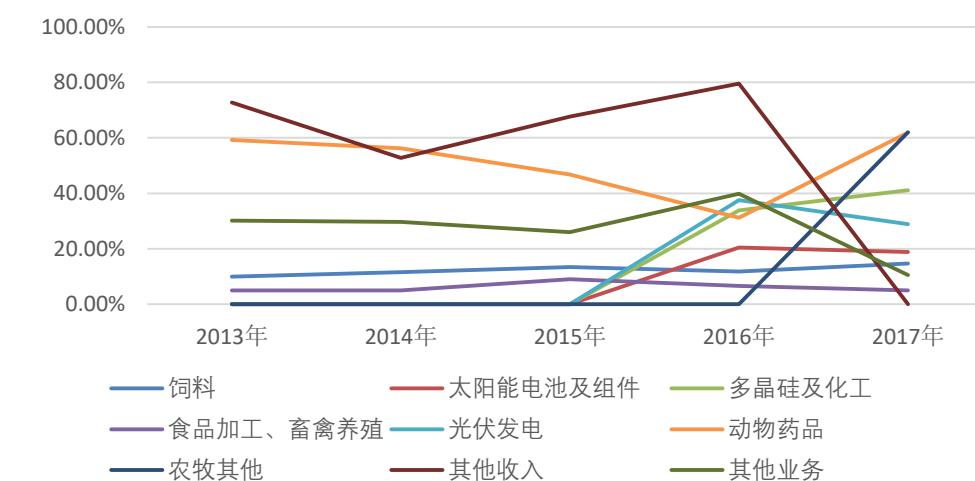


资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

(四) 光伏板块与传统农业板块各占毛利的半壁江山。

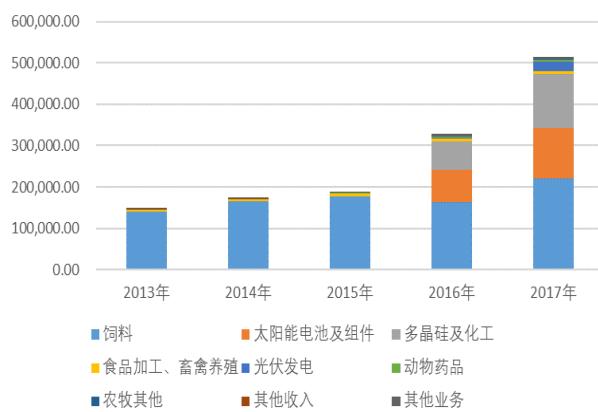
分产品看，多晶硅及化工业务全年贡献毛利 13.28 亿，占比 26%，毛利率 41.15%，较去年增长 7.29 个百分点；饲料业务全年毛利达到 21.97 亿，占比 43%，毛利率 14.67%，同比增长 2.84 个百分点；太阳能电池及组件业务全年贡献毛利 12.15 亿元，占比 24%，毛利率 18.89%，较去年下降 1.6 个百分点；光伏发电业务贡献毛利 2.29 亿，占比 4%，毛利率 28.86%，较去年同期下降 8.65 个百分点。综合而言光伏业务自 2016 年以来发展势头较好，与传统农业各占半壁江山。

图表 7：2013-2016 各业务毛利率变化



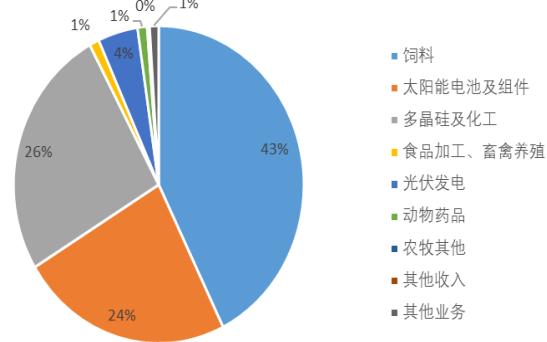
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：2013-2017 毛利构成（万元）



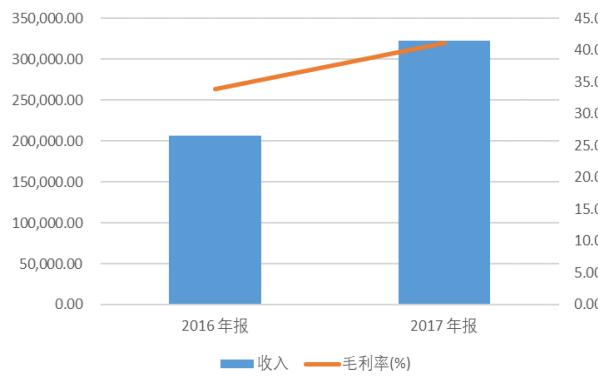
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：2017 年毛利构成 (%)



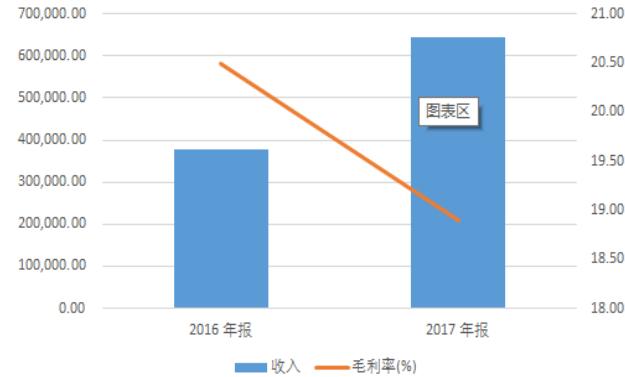
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：2016-2017 多晶硅业务收入变动 (万元)



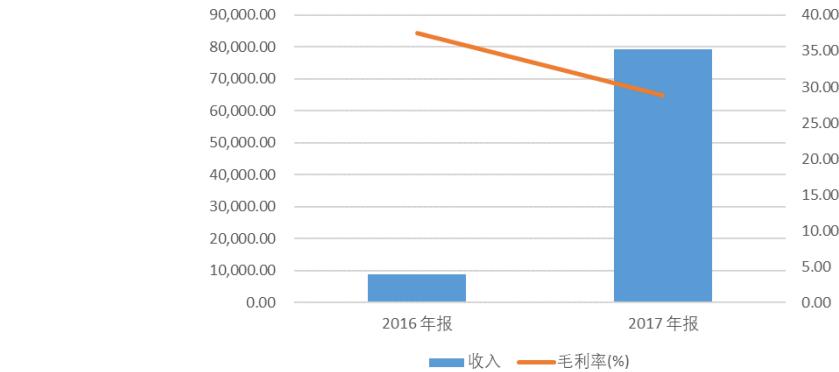
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：2016-2017 电池片业务收入变动 (万元)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12: 2016-2017 光伏发电业务收入变动 (万元)

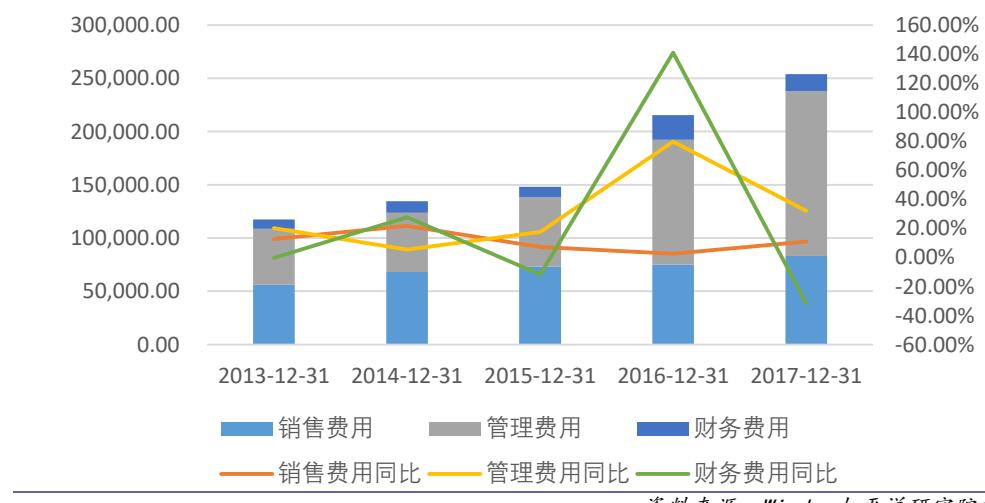


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(五) 财务费用有所降低，研发投入不断加大

2017 年财务费用为 1.57 亿，较去年降低 31.75%，主要系公司将 0.64 亿政府贴息补助冲减利息支出导致；管理费用本年达到 15.51 亿，较去年增加 3.76 亿元，增加 32.02%，主要原因在于增加 1.48 亿研发费用及 2.54 亿管理人员薪酬；销售费用全年 8.3 亿，同比增加 10.82%。

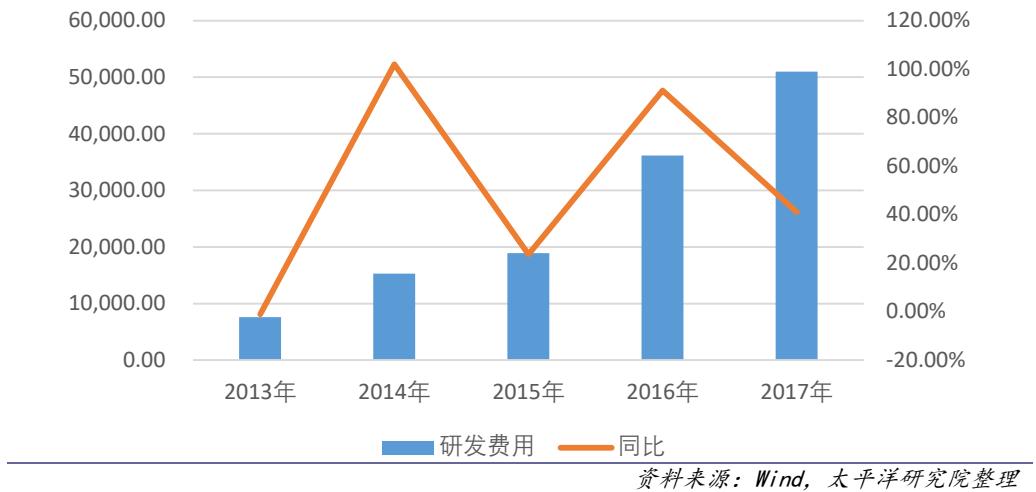
图表 13: 2013-2017 三费变化



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2013 年-2017 年，公司对于研发的投入逐年增加，报告期内公司研发投入 5.1 亿元，同比增加 1.48 亿元，增幅 40.99%。其中农牧板块研发投入 1.74 亿元，增幅 26.47%，主要系公司为提升盈利能力，顺应终端消费升级，调整产品结构，加大了对核心产品以及高端产品的研发力度。光伏板块研发投入 3.36 亿万元，增幅 49.95%，涉及多晶硅、硅片、电池片、组件及光伏发电各细分领域，进一步提高了产品质量，降低生产成本。

图表 14: 2013-2017 年研发投入情况

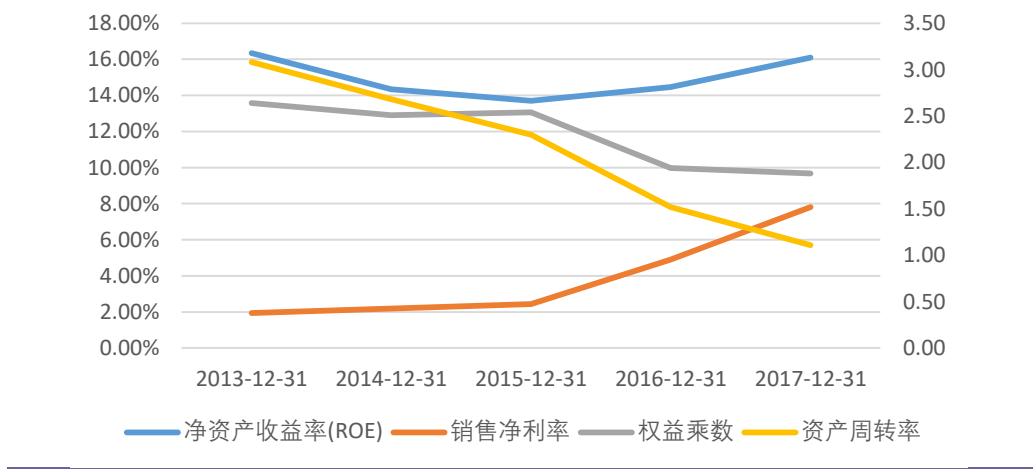


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(六) 公司盈利能力持续提高、偿债能力状况良好。

2015-2017 年净资产收益率呈持续增长态势，2017 年实现扣非后的加权平均净资产收益率为 15.67%，同比增加 5.34 个百分点。综合分析，净资产收益率的提高主要来自于销售净利率提高。自 2015 年后销售净利率增速明显，2017 年销售净利率为 7.82%，同比增长 2.92 个百分点；2017 年公司资产负债率为 46.36%，权益乘数达到 1.88，同比降低 3.09%，债务结构合理。公司近年来不断扩大产能及进行相关投资建设影响，2013-2017 年资产周转率持续下降，2017 年总资产周转率为 1.11，同比下降 26.97%。

图表 15: 2013-2017 主要财务比率变动



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、“农业+光伏”协同发展，致力于打造细分领域龙头地位

(一) 产能、效率共发展，力争成为全球高纯精硅龙头

据工信部电子信息司资料显示，2017年我国多晶硅产量24.2万吨，同比增长24.7%；硅片产量87GW，同比增长34.3%；电池片产量68GW，同比增长33.3%；组件产量76GW，同比增长31.7%。产业链各环节生产规模全球占比均超过50%，继续保持全球首位。技术水平不断提升。P型单晶及多晶电池技术持续改进，常规产线平均转换效率分别达到20.5%和18.8%，采用钝化发射极背面接触技术（PERC）和黑硅技术的先进生产线则分别达到21.3%和19.2%。多晶硅生产工艺进一步优化，行业平均综合电耗已降至70KWh/kg以下。企业效益持续向好。受惠于市场规模扩大，企业出货量大幅提高，同时由于技术工艺进步带动生产成本下降，我国光伏企业盈利水平明显提升，上游硅料、硅片以及下游逆变器、电站等环节毛利率最高分别达到45.8%、37.34%、33.54%和50%。国内对多晶硅特别是高品质多晶硅的需求缺口仍然较大。产业集中度进一步提高，国内多晶硅巨头企业在规模、技术、成本和质量等各方面均已接近或代表了国际先进水平。

公司旗下永祥股份作为国内先进的太阳能级多晶硅生产企业，在报告期内深入推进管理提升、实施阿米巴模式，持续促进降本增效，优化和提升还原沉积速率和冷氢化技术，降低还原电耗、蒸汽消耗，提高冷氢化转化率等技术指标。顺利完成了“生产系统填平补齐节能升级技改项目”，多晶硅产能由1.5万吨/年提升到2万吨/年，居全国前列。报告期内，永祥股份多晶硅销量1.6万吨，同比增长32.25%，实现了产销平衡；毛利率6.83%，同比提5.8个百分点；全年平均综合电耗已降至62KWh/kg以下，远低于工业和信息化部《光伏制造行业规范条件（2018年本）》公布的小于100KWh/kg的能耗标准；在下半年用于生产多晶硅的原料硅粉大幅上涨的情况下，全年平均生产成本降至5.88万元/吨。

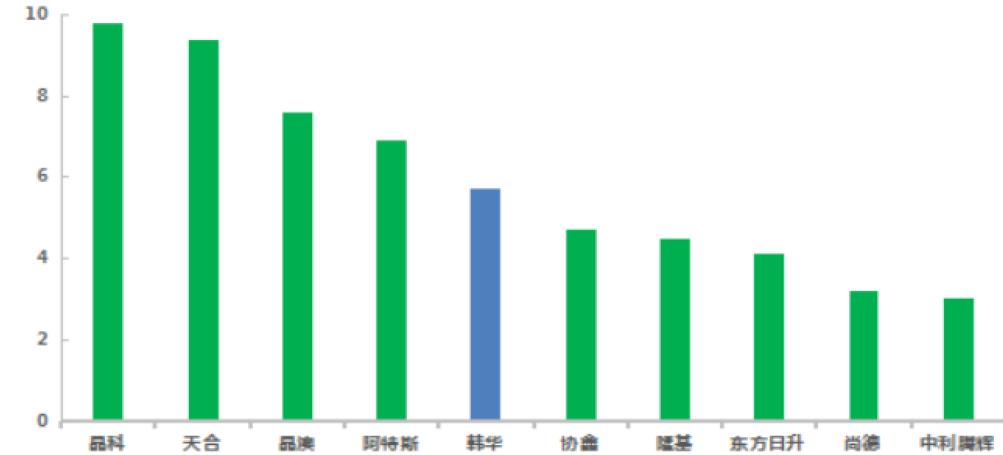
报告期内，公司基于在多晶硅研发、生产领域已经取得的行业领先地位，面对当前国产高纯晶硅供不应求的局面，先后启动建设乐山、包头两个“5万吨高纯晶硅及配套新能源项目”。新项目充分应用十多年的技术积累和科研成果，坚持高标准、高质量对两个项目的建设和打造，在工艺设计先进性、系统运行可靠性等方面进行了数十项优化和提升。乐山、包头一期各2.5万吨/年高纯晶硅项目将于2018年内建成投产，届时公司多晶硅产能将达到7万吨/年，产品质量进一步提升的同时，生产成本将进一步降至4万元/吨以下。

(二) 太阳能领域产能不断提升，成为全球最大专业太阳能电池生产企业

在太阳能电池领域，合肥太阳能已分别在合肥、成都形成2.4GW多晶电池及3GW单晶电池的产能规模，为全球最大的专业太阳能电池生产企业，并且依托规模、技术及质量优势拥有了稳

定的战略合作客户，已与全球前十大下游太阳能组件商中的九家建立长效合作关系，如下图所示：

图表 16：全球组件厂商出货量排名



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

报告期内，合肥太阳能持续进行产能提升，其中成都二期 2GW 高效单晶电池项目在产能规模较一期 1GW 项目翻倍的情况下，仅用时 7 个月建成投产，成为光伏行业建设速度标杆。同时，成都二期项目引领行业先河，率先成功投产工业 4.0 智能车间，打造了全球光伏电池制造的样板工程。2017 年 11 月，公司先后在合肥、成都启动各 10GW 高效晶硅电池项目，结合产能的进一步扩张及工业 4.0 车间后续新增产能的有效复制，将进一步巩固并扩大公司在太阳能电池环节领先的竞争优势。2017 年，公司太阳能电池产能利用率超过 115%，远高于全球行业平均 82% 的产能利用率水平。全年实现销售 4GW，同比增长 65%；毛利率 18.85%，保持了稳定的盈利水平。通过工业 4.0 项目的成功实施，跨越式的提升工业制造水平，持续强化管理效率及人员结构，更加有效地促进与供应商的双赢合作，取得了较好的降本提质效果，多晶电池生产成本已降至 1.1 元/W 以下，单晶电池生产成本亦降至接近 1.1 元/W，其中单多晶电池加工成本均已降至 0.3 元/W 以下，根据《光伏产业 2017 年回顾与 2018 年展望》相关信息显示，合肥太阳能对比行业内优秀企业的成本优势明显。同时，对比工业和信息化部《光伏制造行业规范条件（2018 年本）》发布的规范标准，公司主要指标均有较大优势，

图表 17：行业规范与公司指标对比

项目		单位	规范指标	公司指标
现有项目产品效率	多晶	%	18.00	18.60
	单晶	%	19.50	20.21 21.30 (PERC)
新建项目产品效率	多晶	%	19.00	/
	单晶	%	21.00	≥21.50 (PERC)
电耗	合肥	万 kWh/MWp	9.00	5.60
	成都	万 kWh/MWp	9.00	4.93
水耗	合肥	吨/MWp	1500	814
	成都	吨/MWp	1500	837

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(三) 光伏发电发挥复合增效优势，推进平价上网步伐

2017年12月，国家发展改革委公布了《关于2018年光伏发电项目价格政策的通知》，根据当前光伏产业技术进步和成本降低情况，通知规定降低2018年1月1日之后投运的光伏电站标杆上网电价，I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.55元、0.65元、0.75元（含税）；2018年1月1日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.37元（含税），标杆电价的下降有利于促进光伏产业技术进步和成本持续降低。公司经过多年产业的深耕，跟地方政府建立了良好的关系，在光伏扶贫项目上具有资源优势，再加上公司产品的知名度和高品质，未来有望在光伏扶贫领域的EPC上发力，根据规划，公司2018年积极探索形成高效EPC集成方案，成为行业知名EPC集成方案提供商，完成电站开发并网量600MW。

同时国家领跑者计划实施电价竞标制度，有利于光伏行业的快速进度和装机成本不断下降，根据PV InfoLink分析，2018年领跑者项目中标电价有望突破0.4元/kwh以下，这与国内很多省份的脱硫电价相差无几，会加快平价上网时代的到来。

在光伏发电业务方面，公司仍然以“渔光一体”项目为重点，特别聚焦大型“渔光一体”地的开发。截止报告期末，公司已建成以“渔光一体”为主的发电项目33个，装机并网规模487MW，已成功并网发电的包括辽宁东港20MW“渔光一体”光伏电站、吉林通榆20MW牧光一体光伏电站、巴彦淖尔睿斌30MW农光互补光伏电站、江苏如东20MW“渔光一体”光伏电站、江西南昌20MW“渔光一体”光伏电站、安徽怀宁20MW“渔光一体”光伏电站、广东台山25MW“渔光一体”光伏电站、广西钦州20MW“渔光一体”光伏电站、四川攀枝花20MW农光一体光伏电站等，2017年实现发电29,611.21万度。在发电业务开展过程中，公司主要强调差异化竞争力的打造和提升，突显“水上持续产出清洁能源，水下产出优质水产品”复合增效优势。同时紧紧围绕“543”的成本

目标，推进光伏平价上网步伐。

三、 盈利预测

公司近年来在深耕农业的基础之上，大举进军光伏行业，紧抓行业机遇，在多晶硅料和电池片环节都取得了傲人的成绩，随着公司扩产产能的释放和光伏平价上网的临近，业绩有望进一步提升，成为光伏巨头。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 26.66、39.70 和 46.88 亿元，对应 EPS0.69、1.02 和 1.21 元/股，对应 PE15.17、10.19 和 8.63，给予“买入”评级。

四、 风险提示

国际贸易保护风险，产能过剩导致价格下降风险，规模扩张带来的管理风险，光伏行业政策风险。

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3653	2923	-13399	-7374	-14396	营业收入	20884	26089	29460	44991	52959

应收和预付款项	778	1008	16972	13735	23339	营业成本	17598	21024	23568	35993	42367
存货	1380	1768	1626	2589	2985	营业税金及附加	52	104	96	163	182
其他流动资产	2013	1685	1898	2441	2739	销售费用	749	830	997	1477	1766
流动资产合计	7824	7384	7097	11391	14667	管理费用	1175	1551	1704	2638	3084
长期股权投资	111	149	149	149	149	财务费用	230	157	0	0	0
投资性房地产	105	99	99	99	99	资产减值损失	34	103	0	0	0
固定资产	8682	12192	15477	17745	19770	投资收益	65	53	59	56	57
在建工程	1596	1420	2010	2217	2615	公允价值变动	2	2	0	0	0
无形资产开发支出	1199	1234	1471	1587	1758	营业利润	1113	2437	3154	4775	5617
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	108	6	57	31	44
其他非流动资产	13575	18165	21142	23733	26328	利润总额	1221	2442	3211	4807	5661
资产总计	21399	25548	28239	35124	40995	所得税	198	401	524	786	925
短期借款	2668	4013	4013	4013	4013	净利润	1023	2041	2687	4020	4737
应付和预收款项	2566	2833	2867	4514	5233	少数股东损益	-1	29	21	50	48
长期借款	385	1008	1008	1008	1008	归母股东净利润	1025	2012	2666	3970	4688
其他负债	3978	3989	4114	5409	5941						
负债合计	9597	11843	12002	14944	16195						
股本	3882	3882	3882	3882	3882						
资本公积	5728	5700	5700	5700	5700						
留存收益	2082	3784	6295	10187	14759						
归母公司股东权益	11678	13339	15850	19743	24315						
少数股东权益	123	366	387	437	485						
股东权益合计	11801	13705	16237	20180	24800						
负债和股东权益	21399	25548	28239	35124	40995						
现金流量表(百万)											
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营性现金流	2432	2916	-11724	10703	-1817						
投资性现金流	-4393	-3988	-4598	-4522	-5127						
融资性现金流	4193	248	0	-155	-78						
现金增加额	9	-17	0	0	0	EPS(X)	0.32	0.52	0.69	1.02	1.21
						PE(X)	19.79	23.36	15.17	10.19	8.63
						PB(X)	2.12	3.52	2.55	2.05	1.66
						PS(X)	1.18	1.80	1.37	0.90	0.76
						EV/EBITDA(X)	11.08	13.83	11.94	7.78	7.24

资料来源: WIND, 太平洋证券

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
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。