



2019-03-30

公司点评报告

买入/维持

景旺电子(603228)

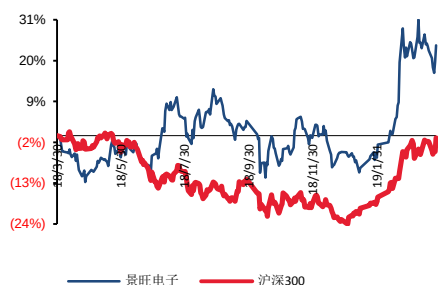
目标价: 85.1

昨收盘: 65.1

信息技术 技术硬件与设备

利润弹性来自格局和效率的良性变化, 多元化技术变现路径清晰

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	411/81
总市值/流通(百万元)	26,756/5,279
12 个月最高/最低(元)	68.72/46.19

相关研究报告:

景旺电子(603228)《太平洋证券-电子行业-景旺电子(603228)三季报点评:业绩符合预期&三表数据稳健,看新项目、新结构、新增长》--2018/10/31

证券分析师: 刘翔

电话: 021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

事件: 2018 年收入 258.5 亿元, 同比+8%, 归母净利 27.7 亿元, 同比+51%。Q4 单季度收入 85.8 亿元, 环比+10%, 同比-18%, 净利润 12.1 亿元, 同比+22%, 环比+6.9%。拟每 10 股派 5 元。

营收中速增长符合需求和产能释放现状, 利润高增长源自供应格局和自身效率的良性变化: 公司全年营收中速增长, 原因是客户手机产品销量增速放缓, 且公司暂时没有大规模新产能释放。Q4 营收同比下降-18%, 原因是基数高, 去年同期客户手机产品滞后发售导致, 环比提升+10%系正产淡旺季现象。公司最大的变化来自利润端。

季度	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q3	2018Q4
毛利率	19.5	17.8	17.7	26.2	26.6
净利率	9.9	9.4	3.7	14.5	14.1
年度	2014	2015	2016	2017	2018
毛利率	20.1	19.5	16.6	17.8	23.2
净利率	9.1	8.9	5.8	7.6	10.7

年度来看, 公司全年的利润率跟料号种类、份额、稼动率、成本控制(良率、交期、三大成本控制等)、费用等方面整体相关。

2014 年客户推出大屏手机, 料号升级+销量好导致毛利率高。2015-2017 年公司的毛利率主要是受到终端销量增速放缓而发生波动, 2017 年实际上客户手机升级较大(全面屏+人脸识别), 公司软板业务线毛利率相应提升, 但是由于 SLP 业务线前期良率和稼动率不足而固定成本需要投入, 导致亏钱, 拉低了整体毛利率。

2018 年公司毛利率整体同比提升约 5.4 个 pct, 主要原因是大客户对软板供应链开始逐步压缩供应商数量, 公司拿到的料号等级和份额有所提升(这一趋势还将延续), 此外, SLP 业务度过适应期开始稳定盈利, 产线自动化效率通过技改也有所提升(成本项)。

费用端, 2018 年公司员工总数由 2017 年 40539 人下降至 35479 人, 降幅 12%, 假设人均薪酬 3 万元(并不是在年初一次性缩减), 则节省 1.5 亿元薪酬(部分在营业成本中体现), 占净利润的约 5%。整体上, 公司净利率的提升主要来自毛利率提升(料号、份额稼动率、SLP、自动化减人增效), 费用管控(如人员缩编)也有贡献。

业务拆分:

通讯用板主要用于手机、交换机、服务器等设备, 客户包括苹果、谷歌、索尼、H0V 等, 2018 年收入 204 亿元, 占总收入 78%, 同比+8.4%;

毛利率 22.4%，同比提升 4.8 个 pct。系手机 FPC 料号升级、SLP 开始盈利、自动化效率提升。

消费电子及计算机用板主要用于平板电脑、可穿戴设备、游戏机和智能家居设备等，客户包括苹果、谷歌、脸书、亚马逊、微软、华为等。营收 54.4 亿元，占比 20.8%，同比+7.1%，毛利率 26.1%，同比提升 7 个 pct，系产品结构升级（下游可穿戴设备等逐年技术升级、销量提升）、生产效率提升。

主营业务成本端，直接材料费用 142.8 亿元，占营业成本比重 71.9%，比重下降 2 个 pct，绝对值同比-1.29%，慢于营收增速，系良率提升、报告期生产料号所需贴装的元器件价格同比有所下降、材料总体利用率提升所致；

直接人工费用 16.9 亿元，占营业成本比重 8.5%，比重同比下降 0.1 个 pct，绝对值同比持平，慢于营收增速，系减人增效，自动化升级所致；

制造费用 38.7 亿元，占营业成本比重 19.5%，比重上升 1.9 个 pct，绝对值同比+11.6%快于营收增速。

制造费用主要是设备折旧和能源，报告期由于公司自动化设备投入力度加大导致折旧提升，同时由于报告期内 PCB 产品升级、工艺要求提升，导致设备投入也相应增加（如 SLP 的进一步投入）。

其实从三大主要成本的变化可以看出**鹏鼎现阶段的主要竞争力实际上是效率的提升和技术的变现**。因为在营收增长的情况下，人工成本同比持平，说明公司投产的边际效用是提升的，产出的增加伴随着人员的缩编（减少 5000 人，如 FPC 业务后段 SMT 工序的“神龙”产线是业界第一条高度自动化贴装的产线）。此外，同样在营收增加的情况下，公司的材料成本同比下降，说明虽然产出增加，但是良率、材料利用率（FPC 需要排板生产）提升，用料更节省，价格的提升主要是技术溢价而不是单纯的用更贵、更多的原料。

所以 PCB 企业的制造费用提升，有可能是乐观信号，代表自动化的提升、优质产能的释放，对后续利润提升有一定先导意义。**鹏鼎报告期的利润增长主要来自成本端。**

费用端，销售费用 3.0 亿，同比+15%增速快于营收，系薪酬福利、运输费、代理费、保险费等费用增加；

管理费用 9.1 亿，同比+28%增速快于营收，管理人员奖金计提、新增总部大楼土地摊销增加所致；

研发费用 12.2 亿，同比+19%，增速快于营收，研发持续投入是公司核心竞争力来源、技术变现的基石；

财务费用 7990 万元，同比-40%，利息收入增加所致。

人均指标

2018 年人均营收 72 万元，同比+15%，人均净利 7.8 万元，同比+62%。公司的人均营收水平约可以排进 PCB 板块前 3 的位置，2018 年相比 2017 年增幅下降，主要原因是营收增幅的放缓速度大于公司减人增效的幅度，且 2016 年是公司业绩的低点导致基数低，2018 年公司增加的主要是利润，下游主要客户手机销量也呈现一定压力。

	2016	2017	2018
人均营收	52.0	63.5	72.7
同比		22%	15%
人均利润	3.0	4.8	7.8
同比		59%	62%

各厂区盈利状况，庆鼎精密（淮安）营收 75.54 亿元，净利润 6.3 亿，同比+200%+，主要原因是客户产品升级、供应商压缩带来的料号升和份额升级

宏启胜（秦皇岛）营收 71.45 亿元，净利润 9.7 亿，同比+100%+，系 SLP 量产后报告期内扭亏为盈，贡献较好收益所致，根据测算 SLP 占公司 2018 年营收的不足 5%，即小于 12 亿元，后续营收年复合增速有机会超过 30%-50%。

根据测算，深圳&营口厂区营收约 110 亿元，净利润约 11.7 亿元，同比增速在 5-10%之间。

可以看出，公司深圳厂区（最早规模最大的厂区）生产比较饱和，在第二厂区（仍在规划建设中）投放之前，主要依靠产品结构替换、效率提升去挖掘业绩的潜能，但效果弹性要小于秦皇岛和淮安厂区。秦皇岛和淮安厂区的产能投放、产品结构优化、效率提升对业绩贡献的弹性要大于深圳，公司 IPO 项目资金也投放在秦皇岛和淮安为主。

实际上，PCB 公司的老厂区（一般都是沿海发达地区）一般都是承担高端产品的生产，随着生产的熟练，将高价值订单投放到新厂区（一般都是经济相对不发达的地区），而新厂区的设备成新率、人工成本往往更具优势，利润弹性有可能更大，深南、景旺、沪电、崇达等皆是如此。

因此我们认为鹏鼎的秦皇岛、淮安、营口（做多层板）后续会是公司业绩增长的主力厂区。

需关注的财务指标：

2018 年前五大客户占比收入 83%，其中第一大占比 70%。2017 年前五大占比 81%，第一大占比 63%。可见 2018 年公司第一大客户收入 181 亿元（2017 年为约 150 亿元），同比提升 20%。实际上，公司在解释利润增长时总说是产品结构升级，由于大客户订单的赚钱效应确实要强于其他客户，大客户收入增速快于整体收入增速，也侧面验证了订单结构的优化。

前五大供应商合计占比 27%，其中第一大供应商占比 15%，其余均

低于 5%。

非经常性损益合计 1.6 亿元，其中政府补助 1.1 亿元，委托理财收益 0.9 亿元，非流动资产处置损益-0.3 亿；

固定资产 78 亿元，期末较期初+13%，正常技改、扩产变动，2018 年新增产能不多；

在建工程 7.0 亿元，同比+219%，募投项目陆续建设；其中，淮安 FPC 项目拟投入 24 亿元，本报告期投入 2.8 亿元，项目进度 11%；秦皇岛 HDI（包括 SLP）项目本报告期投入 1.2 亿元，拟投入 12 亿元，项目进度约 10%。

2019 年计划资本支出额为 33.73 亿，主要投资项目为：总部大楼、深圳二厂、淮安 FPC 扩产项目、秦皇岛 HDI 扩产项目。

短期借款 20.5 亿，同比-40%，现金充足归还银行借款；

经营性现金流净额 62.1 亿，同比+271%，约是利润的 2.5 倍，上年 Q4 销售收入占比较大且延后到本年收到现金，以及本年销售增长；

投资活动现金流净额-32 亿元，同比-31%，去年同期支付子公司股权转让款；

货币资金 73 亿，较期初+230%，收到募集资金所致；

应收账款 53.8 亿，同比-19%，上年 12 月销售占全年比重较大，致上年末应收账款余额较大；

研发投入是先行指标，也是公司业务的护城河，报告期内这一优势继续扩大：从鹏鼎历年的研发投入增长和其营收全球排名的变化可以看出，随着研发投入的逐步增长，公司在过去十年中一步步成长为全球营收（和利润）排名第一的企业。2008-2017 年的 9 年间，鹏鼎有 5 年研发费用同比增速都超过营收，也正是在这五年准备期之后，鹏鼎的一跃成为了全球第一的 PCB 企业。

对比之下，台湾的另一传统全球 PCB 领军企业欣兴电子在 2008 年-2017 年之间研发投入略有不足，9 年间研发费用同比增速大于 15% 的仅有两年，而鹏鼎有 8 年。公司也在这个过程中失去了全球第一的宝座。

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
欣兴	全球排名	1	1	1	1	2	4	3	4	4	4
	营收	95.0	93.0	146.7	137.1	144.5	121.1	120.6	127.7	134.0	142.8
	同比		-2.1%	57.7%	-6.6%	5.4%	-16.2%	-0.4%	5.9%	5.0%	6.5%
	研发费用	1.7	1.7	2.6	3.0	3.3	3.4	3.5	3.8	4.3	4.9
	同比		3.3%	53.0%	13.1%	12.2%	2.2%	2.6%	9.4%	10.7%	15.7%
	研发费用率	1.8%	1.9%	1.8%	2.2%	2.3%	2.8%	2.9%	3.0%	3.2%	3.4%
鹏鼎	全球排名	18	12	8	4	3	3	2	2	2	1
	营收	35.0	48.9	78.2	91.7	118.5	130.3	148.3	169.3	176.3	240.0
	同比		39.8%	59.9%	17.3%	29.2%	9.9%	13.8%	14.2%	4.1%	36.1%
	研发费用	1.0	1.4	1.9	2.2	3.8	4.4	5.4	7.0	8.1	10.4
	同比		34.3%	40.1%	14.8%	71.1%	15.9%	22.1%	30.4%	15.3%	28.8%
	研发费用率	2.9%	2.8%	2.5%	2.4%	3.2%	3.4%	3.6%	4.1%	4.6%	4.3%

PCB 是研发属性相对平常的行业研发投入的持续性和力度大小是判断 PCB 企业能否升级迭代、成长为全球龙头的标准之一。

从过去十年的历年全球营收排名前十、在鹏鼎成长史中可以比拟的台资企业的营收和研发投入变化中可以看出，华通健鼎瀚宇博德欣兴的历年研发投入绝对数值都明显小于鹏鼎，有年份甚至不足鹏鼎的十分之一，从复合增速上看，这四家企业研发费用增速大部分都约等于或者小于营收增速，试想假如研发投入大小是公司未来成长快慢的先行指标，那这种弱于现有业绩增速的投入甚至是失速的投入，必定会导致业绩增速的放缓。

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	复合增长
欣兴电子	收入	95.0	93.0	146.7	137.1	144.5	121.1	120.6	127.7	134.0	142.8	4.5%
	研发费用	1.7	1.7	2.6	3.0	3.3	3.4	3.5	3.8	4.3	4.9	12.4%
华通	收入	48.6	40.0	52.1	49.5	57.4	62.4	66.1	87.7	97.4	118.6	10.4%
	研发费用	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.8	8.0%
健鼎科技	收入	63.1	71.2	97.0	84.7	83.8	82.4	82.9	85.7	93.1	100.7	5.3%
	研发费用	0.35	0.30	0.46	0.40	0.28	0.23	0.29	0.30	0.35	0.37	0.6%
瀚宇博德	收入	43.1	41.3	49.6	84.4	119.8	103.1	95.0	79.8	84.3	87.1	8.1%
	研发费用	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	18%
鹏鼎控股	收入	35.0	48.9	78.2	91.7	118.5	130.3	148.3	169.3	176.3	240.0	23%
	研发费用	1.0	1.4	1.9	2.2	3.8	4.4	5.4	7.0	8.1	10.4	29%

报告期内，鹏鼎研发投入金额 12.2 亿元，同比+19%，占营收比例 4.7%。主要研发方向包含 5G 低损耗高频传输技术、5G 基站、天线板技术、低损耗多层堆栈软板技术、车载高频雷达板技术、内埋组件类载板技术、Coreless 类载板技术。

鹏鼎最新研发成果	
类载板	5G
SiP 系统级类载板技术量产	多信道信号传输 LCP 技术量产
10 层 0.37mm 超薄类载板技术量产	5G 低损耗硬板材料认证成功
高散热型 Coreless 技术开发成功	低损耗 5G 天线通讯板技术开发成功
内嵌元器件高阶类载板技术开发成功	高速讯号叠孔技术开发成功
ABF 材料类载板技术开发成功	高频高速模拟技术平台建置完成
物联网	未来 PCB 技术
智能可穿戴无线充电技术量产	低交流阻抗内埋电容、电感、电阻技术量产
超声波指纹辨识电路板技术开发成功	Small cell 10 层板 SBU 混压板开发成功
	精细线路单双面薄膜覆晶产品开发成功
	超大尺寸软硬结合板技术开发成功
	内埋铜块散热叠板技术开发成功
	Mini LED 背光印制电路板技术开发成功

报告期内研发成果包括，五项类载板技术（两项量产、三项开发成功），五项 5G 技术（一项量产，四项开发成功），两项物联网相关技术，六项未来 PCB 技术（其中包括 miniLED PCB 技术）。公司的板产品最小孔径/线宽可达 0.025mm，目前已形成下一代 SLP 的量产能力，SLP 预计会成为下一代 HDI 主流形式。

报告期内，公司获得专利 65 项，截止 2018 年累计获得专利 609 项，专利积累数量和新增数量和板块同行相比有较大优势。与清华北大、台湾工研院合作研发，计划与北大&西工大合力设立深圳柔性电子研究院，合作规格在板块同行遥遥领先。

我们认为鹏鼎并未随着业绩的增长而放松研发的投入，公司能直接参与苹果、谷歌、亚马逊、微软等科技巨头未来硬体产品的前期研发，科技巨头创造消费需求之后，鹏鼎是最受益的 PCB 企业。实际上鹏鼎在研发上的优势在不断扩大，研发将会持续成为公司业务的护城河。

ROE 创新高，将逐步进入内部效率优化+多业务技术变现的时代：

全年 ROE=18.3%，同比提升约 2 个 pct，从过去历年的变化中可以看出，公司的周转率和权益乘数比较平稳，ROE 变动的核心因素是净利率，公司高管团队很多都是投行出生，对财务指标的把控是非常学院派的，鹏鼎的现金流和杠杆率一直非常健康。

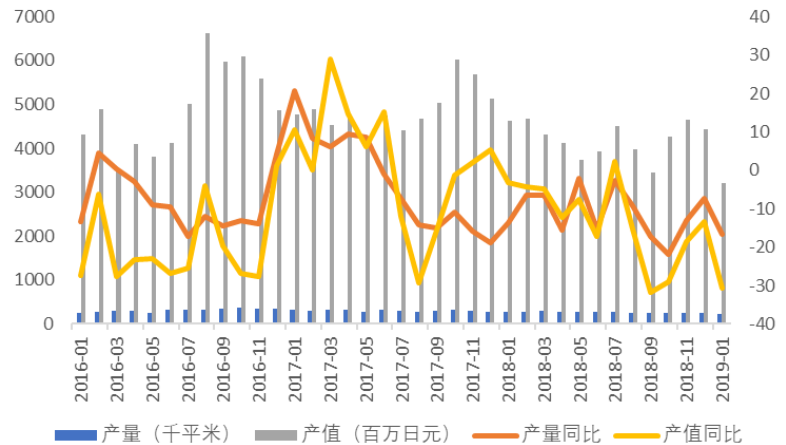
	2015	2016	2017	2018
ROE	16.2	9.7	16.2	18.3
净利率	8.9	5.8	7.6	10.7
权益乘数	1.7	1.7	1.8	1.6
周转率	1.0	0.9	1.1	1.0

ROE 的提升主要来自净利率的提升，实际上，2018 年是公司自动化产线体现明显效益的元年，人工减少了约 5000 人，安装的“神龙”SMT 产线也成为政府部门的参观景点。

实际上，由于工艺要求更高，人工依赖度更高，软板产线的大规模自动化改造始于最近几年，虽然卷对卷产线已经推出十几年，但是设备连线和信息流建设基础非常薄弱，后段的组装也长期依赖大量人工，鹏鼎对产线的自动化改造（设备连线、信息流建设）只是初现效果，后续还有较大潜力可以挖掘。

我们认为鹏鼎未来的增长遵循两点，第一点就是内部效率的持续优化，以自动化改造为主要措施；第二点就是多业务的技术变现，公司长期高研发投入、聚拢行业最优秀的团队、实行最好的保密策略，与全球科技巨头客户共同研发下一代硬体产品，除了大客户手机业务还将继续增长（18 年收入增长 20%，大部分来自手机，后续份额提升（日本企业加速退出）、料号升级）之外，还将收益于大客户非手机业务（AirPods、iWatch、iPad 等），非 A 客户手机业务（SLP 渗透率提升、FPC 增量订单等）、非手机业务（物联网、可穿戴设备，如谷歌亚马逊等客户硬体产品）。

实际上，占据全球 FPC 市场 30%-40%份额的日本 FPC 公司的下滑比较明显。单月产量从 2017 年下半年开始均处于同比下滑状态，单月产值在过去 6 个月同比下滑速度均大于-15%



历史上看，公司遵循戴尔电脑、摩托罗拉手机、A 客户手机的轨迹，在电子终端产品和主要玩家更迭的周期中，完成了自我迭代，每一次都做到了技术变现，我们认为公司后续将延续这一趋势，通过内部效率优化+多元化技术变现，成为全球第一个市占率突破 10%+的企业。

投资建议：预计 19-21 年净利润分别为 32.3/40.7/53.2 亿，当前股价对应 PE 分别为 20.5/16.2/12.4X，给与 2019 年 30X 估值，目标价 41.8 元，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新产能拓展不及预期；新产品进展低于预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,855	28,655	35,631	42,604
(+/-%)	8.1%	10.8%	24.3%	19.6%
净利润(百万元)	2771	3237.55	4072.08	5319.40
(+/-%)	51.7%	16.8%	25.8%	30.6%
摊薄每股收益(元)	1.20	1.40	1.76	2.30
市盈率(PE)	23.9	20.4	16.2	12.4

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

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	7303	8755	11667	14321	营业收入	25855	28655	35631	42604
应收款项	5616	6202	7712	9221	营业成本	19859	21887	27137	32027
存货净额	2230	2549	3161	3730	营业税金及附加	157	172	214	256
其他流动资产	1296	1433	356	426	销售费用	306	315	392	426
流动资产合计	16446	18939	22896	27699	管理费用	910	2420	2992	3479
固定资产	8530	10820	13031	15027	财务费用	80	(69)	(44)	(33)
无形资产及其他	1756	1685	1615	1545	投资收益	101	100	100	100
投资性房地产	622	622	622	622	资产减值及公允价值变动	(131)	(130)	(130)	(130)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(1110)	0	0	0
资产总计	27353	32066	38164	44893	营业利润	3404	3900	4910	6420
短期借款及交易性金融负债	2053	2000	2000	2000	营业外净收支	(47)	20	20	20
应付款项	4876	5562	6896	8138	利润总额	3357	3920	4930	6440
其他流动负债	2492	3024	3751	4416	所得税费用	586	682	858	1121
流动负债合计	9420	10586	12647	14554	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	1468	2936	4404	归属于母公司净利润	2771	3238	4072	5319
其他长期负债	45	85	88	91	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	45	1553	3024	4495	净利润	2771	3238	4072	5319
负债合计	9466	12139	15671	19049	资产减值准备	77	40	28	31
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	1554	984	1201	1413
股东权益	17888	19927	22493	25844	公允价值变动损失	131	130	130	130
负债和股东权益总计	27353	32066	38164	44893	财务费用	80	(69)	(44)	(33)
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	营运资本变动	3893	256	1047	(207)
每股收益	1.20	1.40	1.76	2.30	其它	(77)	(40)	(28)	(31)
每股红利	0.45	0.52	0.65	0.85	经营活动现金流	8349	4607	6450	6655
每股净资产	7.74	8.62	9.73	11.18	资本开支	(2868)	(3373)	(3500)	(3500)
ROIC	22%	16%	19%	23%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	15%	16%	18%	21%	投资活动现金流	(2867)	(3373)	(3500)	(3500)
毛利率	23%	24%	24%	25%	权益性融资	3623	0	0	0
EBIT Margin	18%	13%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	17%	17%	18%	支付股利、利息	(1031)	(1198)	(1507)	(1968)
收入增长	8%	11%	24%	20%	其它融资现金流	(1954)	(53)	0	0
净利润增长率	52%	17%	26%	31%	融资活动现金流	(392)	217	(39)	(500)
资产负债率	35%	38%	41%	42%	现金净变动	5089	1451	2912	2655
息率	1.6%	1.8%	2.3%	3.0%	货币资金的期初余额	2214	7303	8755	11667
P/E	23.9	20.4	16.2	12.4	货币资金的期末余额	7303	8755	11667	14321
P/B	3.7	3.3	2.9	2.6	企业自由现金流	6395	1055	2792	3006
EV/EBITDA	12.2	16.2	13.4	10.9	权益自由现金流	4441	1060	2829	3033

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。