



2019-08-29

公司点评报告

增持/维持

宁德时代(300750)

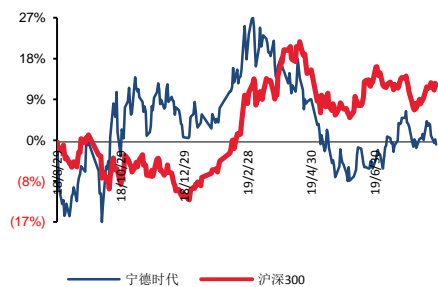
目标价: 80

昨收盘: 72.52

工业 资本货物

## 行业优势显著，多维度布局

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,194/1,197
总市值/流通(百万元)	159,141/86,811
12个月最高/最低(元)	92.60/60.45

### 相关研究报告:

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010005

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 2019 半年报, 实现营业收入 202.64 亿元, 同比增长 116.50%, 归母净利润 21.02 亿元, 同比增长 130.79%, 扣非归母净利润 18.19 亿, 同比增长 160.82%。

### 点评:

**动力电池市占率提升, 与国内外众多整车企紧密合作。** 2019 上半年, 受国家补贴退坡影响, 新能源汽车明显抢装, 根据中汽协统计, 1-6 月份我国新能源车销量 61.7 万辆, 同比增长 49.6%。根据高工锂电统计, 动力电池装机总电量约 30GWh, 同比增长 93%。公司是国内最大的动力电池系统供应商, 装机量 13.8GWh, 市占率高达 46%, 实现营业收入 168.92 亿元, 同比增长 135.01%, 龙头优势明显。通过多年打拼, 公司在动力电池产能规模、技术研发和产品质量等多方面领先, 也得到了国内外大型整车厂的一直认可, 通过供应链或者合资建厂等多个模式与整车厂合作, 国际客户包括宝马、戴姆勒、丰田、大众、沃尔沃、现代、捷豹路虎以及雪铁龙等; 国内客户包括上汽、吉利、北汽、蔚来、广汽等。根据工信部公布的新能源汽车车型目录, 共 2300 款, 公司配套动力电池的车型占比 39%。公司将充分受益全球汽车电动化、智能化的发展潮流。

**产业链深度布局, 保证资源安全。** 正极材料在电池成本中占比最高, 具有资源秉性, 尤其是三元正极材料含有价格昂贵且资源外向型的钴金属, 过去两年钴金属大起大落对行业影响较大。长期来看, 随着新能源汽车产销规模的不断扩大, 镍、钴、锂等金属的需求会不断增加, 因此上游资源对行业具有至关重要的影响。公司主要通过废旧锂离子电池的回收、加工、提纯、合成三元材料前驱体(镍钴锰氢氧化物)、三元正极材料等, 使得镍、钴、锂等金属实现循环利用。报告期内, 公司进一步加大锂电材料的回收布局, 购买广东邦普 28.57% 股权, 增资后持有广东邦普 52.88% 股权; 控股子公司宁德邦普拟投资 91.3 亿元建设 10 万吨正极材料(含 10 万吨正极材料前驱体), 分两期, 共 5 年。同时, 公司与格林美和青山集团合作在印尼设立湿法镍冶炼厂。根据天华超净 2018 年 7 月 6 日的公告, 公司也在积极布局上游锂资源。因此, 公司基本实现了锂电池正极材料产业链资源端的布局, 为公司长期盈利能力打下坚实基础。报告期内, 公司锂电材料实现营收 23.09 亿元, 同比增长 32.14%。

**技术为王，研发实力无敌。**锂电池属于技术密集型行业，涉及到电化学、材料学、热力学和机械学等多门学科。公司现有研发技术人员 4,678 名，其中，博士 110 人，硕士 1002 人，整个研发团队处于行业领先水平。公司拥有专利 1,909 项境内专利及 59 项境外专利，正在申请的境内外专利合计 2,571 项，专利基本涵盖锂电池全产业。研发费用 14.13 亿元，占营业收入的 7%。新能源汽车行业处于高速发展阶段，动力电池仍有很多课题要攻克，研发投入强度和研发人员的水平决定公司的命运。

**投资建议：**公司是世界一流动力电池企业，拥有完善的管理体系和产业链布局，强大的研发和生产实力，客户几乎涵盖全球主流新能源车企，将充分受益全球汽车电动化变革。我们预计，公司 2018-2020 年净利润分别为 44.77 亿元、57.41 亿元和 67.51 亿元，EPS 分别为 2.04 元、2.62 元和 3.08 元，对应 PE 分别为 35、27 和 23 倍，给予“增持”。

**风险提示：**新能源汽车行业不及预期，产业变革等风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	29611.27	41455.77	55965.29	72754.88
(+/-%)	48.08%	40.00%	35.00%	30.00%
净利润(百万元)	3387.04	4477.19	5741.41	6751.29
(+/-%)	-13.10%	44.21%	28.24%	17.59%
摊薄每股收益(元)	1.54	2.04	2.62	3.08
市盈率(PE)	46.05	34.84	27.17	23.10

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

## 目录

一、 财务数据 .....	6
(一) 营业收入及净利润 .....	6
(二) 三项费用 .....	6
(三) 研发能力持续增强 .....	7
二、 行业数据 .....	8
(一) 补贴大幅退坡，当年影响较大 .....	8
(二) 2019H1 新能源汽车产销量 .....	9
(三) 2019H1 动力电池装机量 .....	9
(四) 2019H1 动力电池格局清晰，龙头集中 .....	9
(五) 客户优质，全球出击 .....	10
三、 多种合作方式，产能快速增加 .....	10
四、 战略布局上游资源和正极材料 .....	11
(一) 2019H1 正极材料产销量 .....	11
(二) 正极技术储备雄厚 .....	11
(三) 强化锂电循环产业链，涉足上游资源 .....	12
五、 风险提示 .....	13

## 图表目录

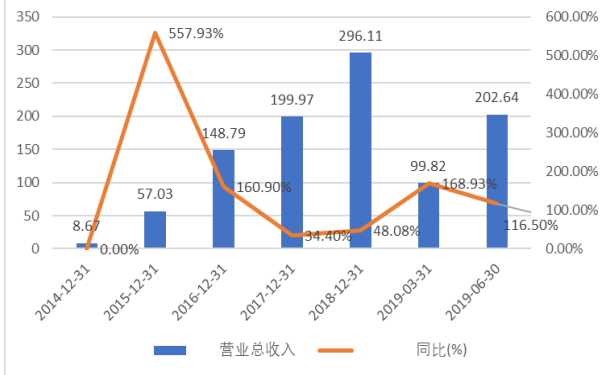
图表 1: 营业收入及同比增速 亿元/%.....	6
图表 2: 归母净利润及同比增速 亿元/%.....	6
图表 3: 综合毛利率 % .....	6
图表 4: 拆分毛利率 % .....	6
图表 5: 三项费用情况 亿元.....	7
图表 6: 研发费用及占营收比例 亿元/%.....	7
图表 7: 公司研发人数 .....	7
图表 8: 同行研发人员及比例对比 (2018 年底) .....	7
图表 9: 公司每年公开专利数量 (截止到 2018-8) .....	8
图表 10: 四大材料专利占比 (截止到 2018-8) .....	8
图表 11: 新能源乘用车补贴方案 .....	8
图表 12: 我国新能源车年销量 万辆.....	9
图表 13: 我国新能源车销量结构 .....	9
图表 14: 动力电池出货量 GWH.....	9
图表 15: 不同类型动力电池占比 .....	9
图表 16: 2018 年动力电池市场份额 .....	10
图表 17: 2019H1 动力电池市场份额 .....	10
图表 18: 公司主要客户 .....	10
图表 19: 在建产能情况 .....	11
图表 20: 三元 (NCM) 正极材料出货量 .....	11
图表 21: 磷酸铁锂正极材料出货量 .....	11
图表 22: 公司历年正极材料专利申请数量 .....	12
图表 23: 正极材料专利分布 .....	12
图表 24: 锂电材料营收及同比 亿元/%.....	12
图表 25: 锂电材料毛利率 .....	12

## 一、财务数据

### (一) 营业收入及净利润

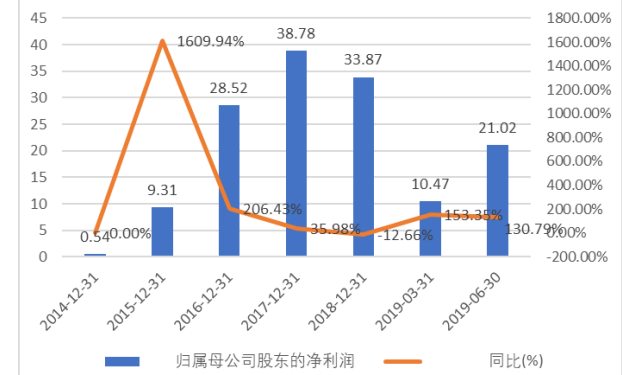
报告期内，公司实现营业收入 202.64 亿元，同比增长 116.50%，归母净利润 21.02 亿元，同比增长 130.79%，扣非归母净利润 18.19 亿，同比增长 160.82%。按季度看，2019Q1、Q2 营业收入分别为 99.82 亿元和 102.82 亿元，环比增加 4 亿元；净利润分别为 10.47 亿元和 10.55 亿元。2019H1 综合毛利率 29.79%，比上年同期下降 1.49 个百分点，仍属于行业最高水平。从拆分毛利率来看，动力电池系统的毛利率逐年下滑，这也符合行业发展规律，从下滑的速度来看，毛利率可控。

图表 1：营业收入及同比增速 亿元/%



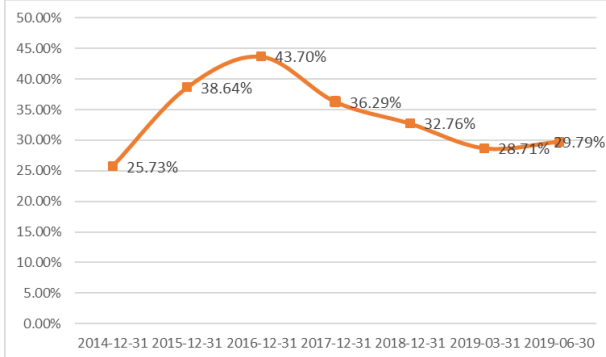
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：归母净利润及同比增速 亿元/%



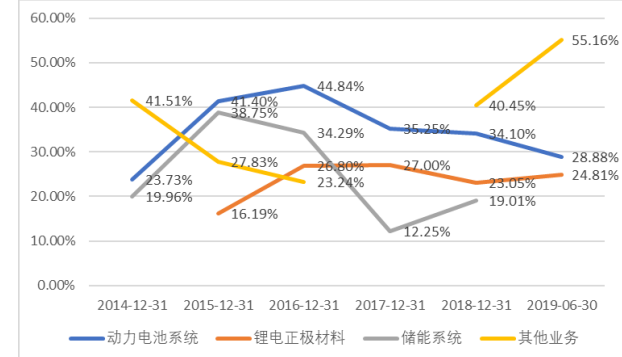
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：综合毛利率 %



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：拆分毛利率 %



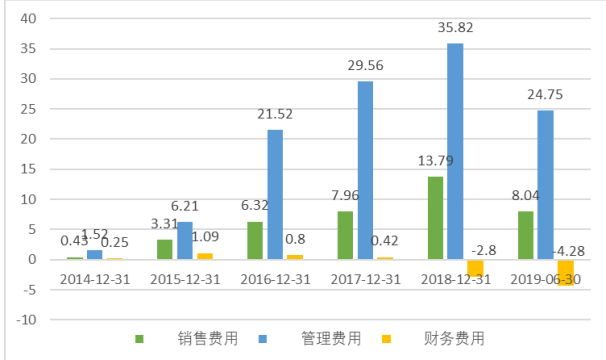
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (二) 三项费用

报告期内，公司的销售费用、管理费用（含研发费用）和财务费用分别为：22.75 亿元、8.04 亿元和 -4.28 亿元，公司货币资金和现金管理规模较大，使得财务成本为负，公司其他费用控制较好，管理费用规模较大的原因，一是公司业务规模的扩大，二是公司持续增加研发投入，报告期

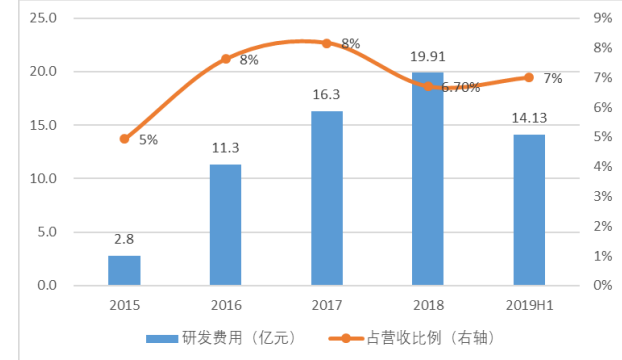
内，公司研发投入 14.13 亿元，绝对值很大，占营业收入的比例为 7%。

图表 5：三项费用情况 亿元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：研发费用及占营收比例 亿元/%

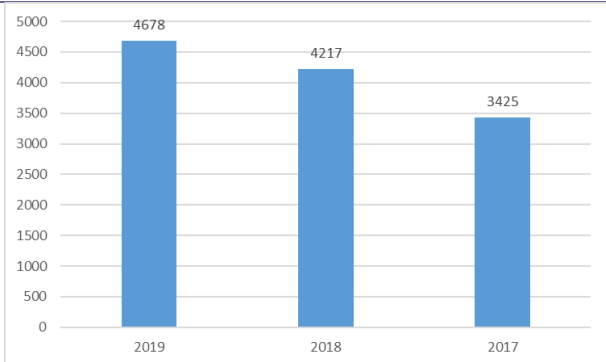


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (三) 研发能力持续增强

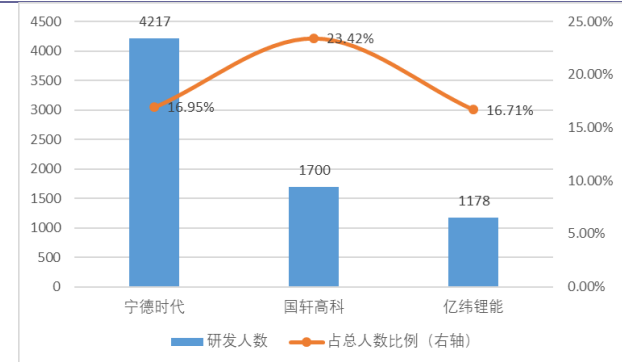
公司研发团队庞大，实力雄厚。根据 2018 年报披露，公司拥有研发技术人员 4,217 名，包括 2 名国家千人计划专家和 6 名福建省百人计划及创新人才。截止到 2019 半年报，公司研发技术人员 4,678 名，半年内净增加 461 人，拥有博士学位的 110 名、硕士学历的 1,002 名。整体研发团队规模和实力在行业内处于领先。完善的研发体系、强大的研发团队推动公司研发技术水平持续提升。

图表 7：公司研发人数



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 8：同行研发人员及比例对比 (2018 年底)

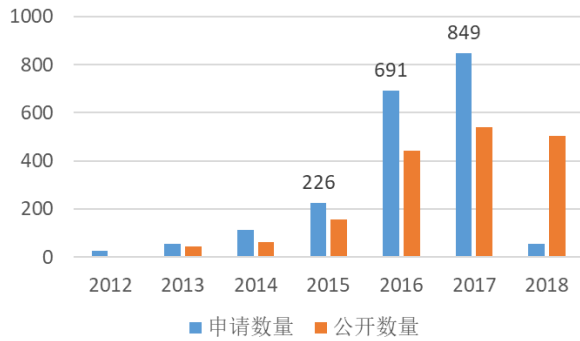


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

截止到 2019 年 6 月 30 日，公司及其子公司拥有 1909 项国内专利及 59 项境外专利，正在申请的境内和境外专利合计 2571 件。2018 年 8 月份，我们整理过公司的专利情况，当时公司共有专利 1800 件，覆盖四大材料、电芯、模组、电池包、电池回收、储能等领域，其中四大材料相关的公开专利共有 160 件。公司通过对整个电池体系的研究，从理论到生产掌握电池各个环节的核心技术，对公司生产高质量电池起到至关重要的作用。

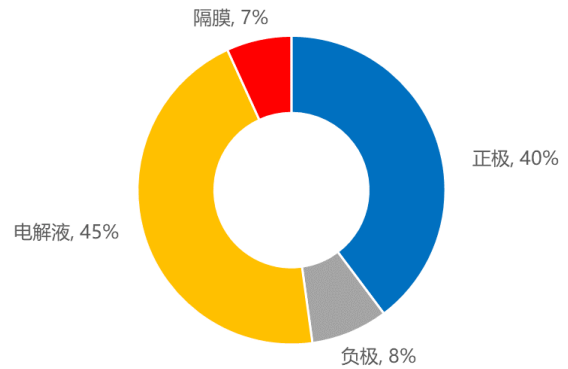


图表 9：公司每年公开专利数量（截止到 2018-8）



资料来源：专利局，太平洋研究院整理

图表 10：四大材料专利占比（截止到 2018-8）



资料来源：专利局，太平洋研究院整理

## 二、行业数据

### （一）补贴大幅退坡，当年影响较大

2019 年 3 月 26 日，财政部、工信部、科技部、发改委等四部委联合发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。明确 2019 年 3 月 26 日至 2019 年 6 月 25 日为过渡期。过渡期期间，符合 2019 年技术指标要求的销售上牌车辆按 2018 年对应标准的 0.6 倍补贴。过渡期后，执行 2019 年补贴方案。同时，取消地补。

对于纯电动乘用车，2018 年过渡期后，续航里程必须高于 150 公里才能拿到补贴，而 2019 年过渡期后，补贴门槛提高到 250 公里。过渡期后，低续航里程的补贴标准都下降明显。与 2018 年不同的是，对于续航里程超过 250 公里的纯电动车型，2018 年过渡期后的补贴标准相对过渡期有所提高，提高幅度 10~60%。而 2019 年过渡期后，国补标准环比过渡期有所下降，环比降幅 12%~33%。直接导致上半年新能源汽车抢装。

图表 11：新能源乘用车补贴方案

		2018年			2019年			2019年过渡期后 (H2) 补贴	
		过渡期前 (Q1)	过渡期 (Q2)	过渡期后 (H2)	过渡期前 (Q1)	过渡期 (Q2)	过渡期后 (H2)	环比2019 过渡期	同比
纯电动乘用车 续航里程 R (工况法, 公里)	100 ≤ R < 150	2	1.4	-	-	-	-		
	150 ≤ R < 200	3.6	2.52	1.5	1.5	0.90	-		
	200 ≤ R < 250			2.4	2.4	1.44	-		
	250 ≤ R < 300	4.4	3.08	3.4	3.4	2.04	1.8	-12%	-47%
	300 ≤ R < 400			4.5	4.5	2.70	1.8	-33%	-60%
	R ≥ 400			5	5	3	2.5	-17%	-50%
插电乘用车	R ≥ 50	2.4	1.68	2.2	2.2	1.32	1	-24%	-55%

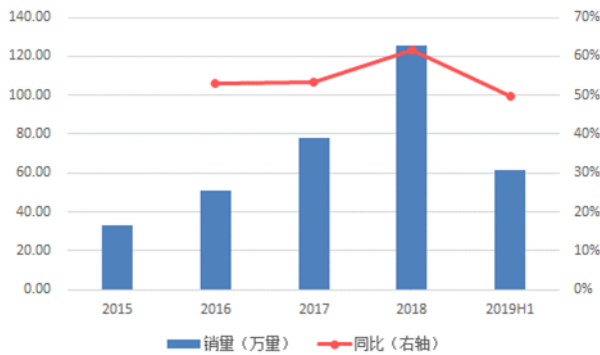
资料来源：国家部委，太平洋研究院整理



## (二) 2019H1 新能源汽车产销量

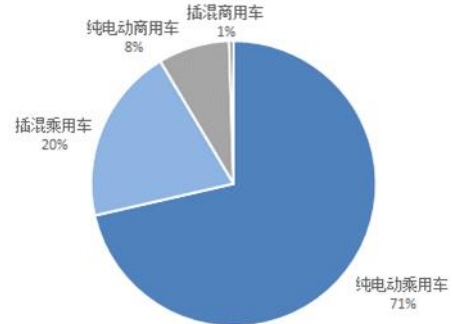
根据中汽协统计，2019年上半年我国新能源车销量61.7万辆，同比增长49.6%。其中新能源乘用车销量56.3万辆，占比91%，同比增长58.7%；新能源商用车销量5.4万辆，同比下降6.6%。

图表 12：我国新能源车年销量 万辆



资料来源：中汽协，太平洋研究院整理

图表 13：我国新能源车销量结构

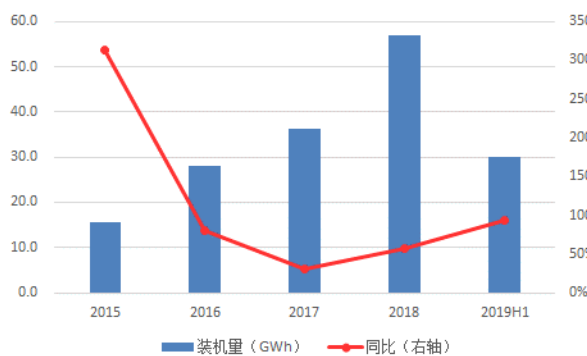


资料来源：中汽协，太平洋研究院整理

## (三) 2019H1 动力电池装机量

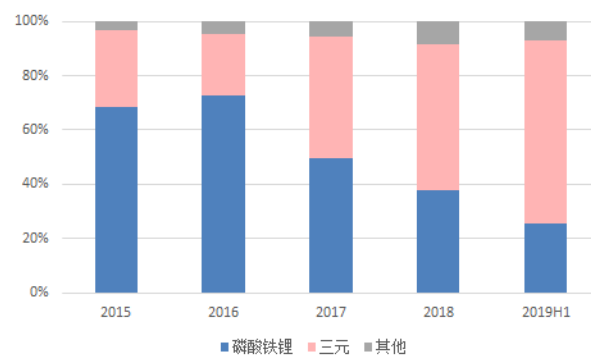
根据高工锂电统计，2019上半年新能源汽车生产约60.9万辆，同比增长60%，动力电池装机总电量约30.01GWh，同比增长93%。动力电池装机量增速更高。从电池类型来看，2019H1三元电池装机量20.2GWh，同比增长130%，市场份额占比进一步提高到67%。磷酸铁锂电池装机量7.7GWh，同比增长23%，占比26%。

图表 14：动力电池出货量 GWh



资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

图表 15：不同类型动力电池占比



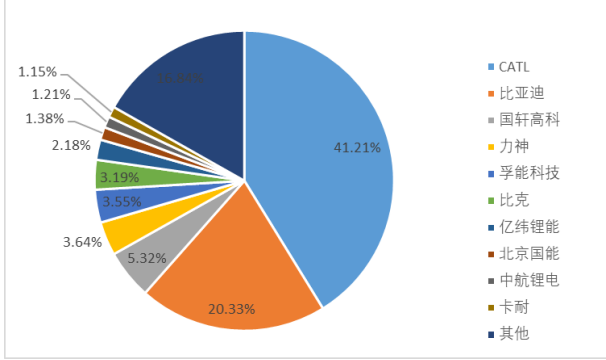
资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

## (四) 2019H1 动力电池格局清晰，龙头集中

从2019H1动力电池市场数据来看，公司动力电池装机量13.8GWh（高工锂电统计是13.6GWh），市场份额45.5%，稳居第一；比亚迪（BYD）装机量7.4GWh，市场份额24.5%，位列第二；两大龙头合计市占率高达70%。2019H1进入行业前十的动力电池企业还有国轩高科、亿纬锂能、多氟多

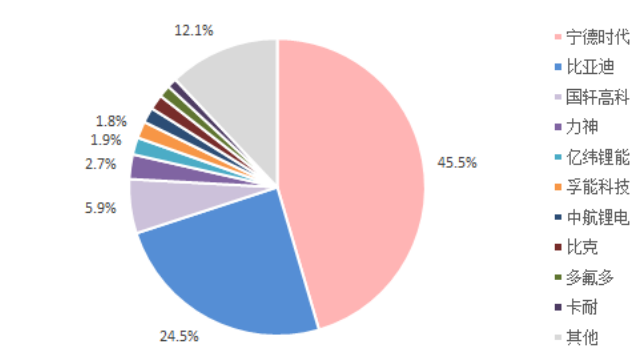
等。前十家企业总装机量 26.38GWh，市场占比 88%。

图表 16：2018 年动力电池市场份额



资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

图表 17：2019H1 动力电池市场份额



资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

### (五) 客户优质，全球出击

公司得到了国内外大型整车厂的一直认可，通过供应链或者合资建厂等多个模式与整车厂合作，国际客户包括宝马、戴姆勒、丰田、大众、沃尔沃、现代、捷豹路虎以及雪铁龙等；国内客户包括上汽、吉利、北汽、蔚来、广汽等。根据工信部公布的新能源汽车车型目录，共 2300 款，公司配套动力电池的车型占比 39%。2018 年 7 月 17 日，公司与华晨宝马达成战略合作协议，华晨宝马向公司购买电池产能建设项目，项目金额 8.15 亿元；同时，华晨宝马将向公司长期采购指定型号的动力电池，并支付 28.52 亿元预付款。公司将充分受益全球汽车电动化、智能化的发展潮流。

图表 18：公司主要客户



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

### 三、多种合作方式，产能快速增加

目前，公司在宁德、青海、溧阳建有生产基地，与上汽、广汽和吉利等车企均有合资公司。公司

在 2017 年底已有 17GWh 产能，募投项目 24GWh，与上汽合资投资 100 亿，规划产能 18GWh，总产能将达到 36GWh。与广汽合作投资 46.26 亿。同时，2019 年 6 月 26 日，公司宣布将扩大在欧洲的投资（德国图林根州埃尔福特市），投资金额不超过 18 亿欧元（含原预计投资额 2.4 亿欧元，最终项目投资总额以实际投资为准），建设锂离子动力电池生产基地及锂电池研发测试中心，前述投资总额包括土地购置及厂房购建、设备购置及安装、工程建设其他费用、预备费及运营所需流动资金等。根据公司各项目进度，我们预计公司当前的有效产能在 30GWh 以上，未来的产能仍将大幅提升。

图表 19：在建产能情况

项目名称	报告期内投入额	累计投入额	资金来源	进度	现状
宁德时代 湖东园区 项目	892,547,806.90	3,117,761,195.23	自有资金	89.84%	在建
江苏时代 溧阳园区 项目	668,871,155.01	761,307,686.41	自有资金	8.59%	在建
时代上汽 溧阳园区 项目	497,928,941.43	500,450,278.76	自有资金	9.01%	在建

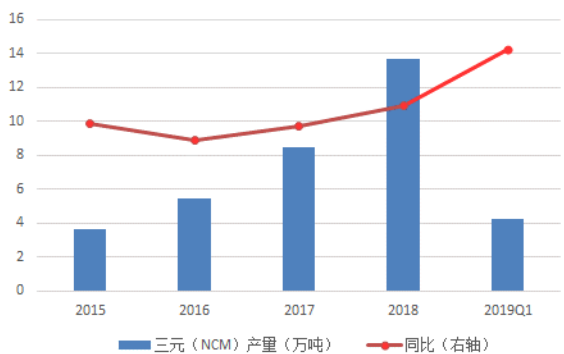
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## 四、战略布局上游资源和正极材料

### （一）2019H1 正极材料产销量

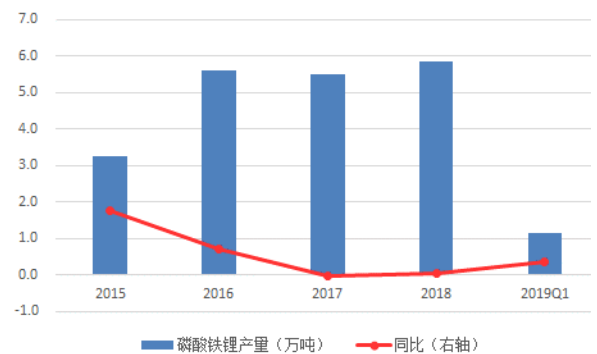
2019Q1 国内正极材料出货量 7.2 万吨，同比增长 46%。其中 NCM 正极材料出货量 4.2 万吨，同比增长 80%，市场份额由 2018 年的 50% 提高到 59%。磷酸铁锂正极材料出货量 1.1 万吨，同比增长 36%。钴酸锂、锰酸锂等其他类型正极材料总出货量 1.9 万吨。

图表 20：三元（NCM）正极材料出货量



资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

图表 21：磷酸铁锂正极材料出货量



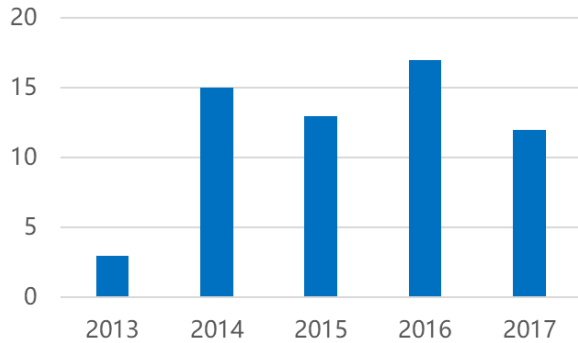
资料来源：高工锂电，太平洋研究院整理

### （二）正极技术储备雄厚

正极材料在电池成本中占比最高，具有资源秉性，尤其是三元正极材料含有价格昂贵且资源外向

型的钴金属，过去两年钴金属大起大落对行业影响较大。我们从公司申请的专利来看，公司在电池材料领域拥有大量的技术储备。

图表 22：公司历年正极材料专利申请数量



资料来源：专利局，太平洋研究院整理

图表 23：正极材料专利分布

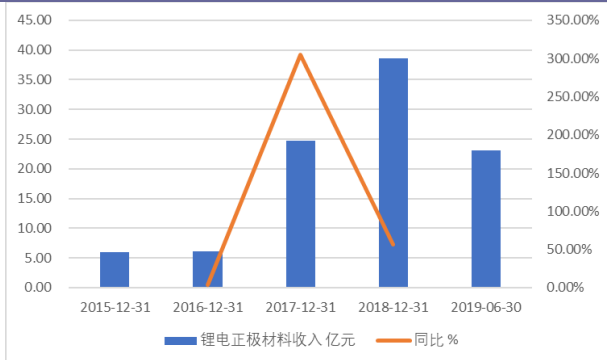


资料来源：专利局，太平洋研究院整理

### (三) 强化锂电循环产业链，涉足上游资源

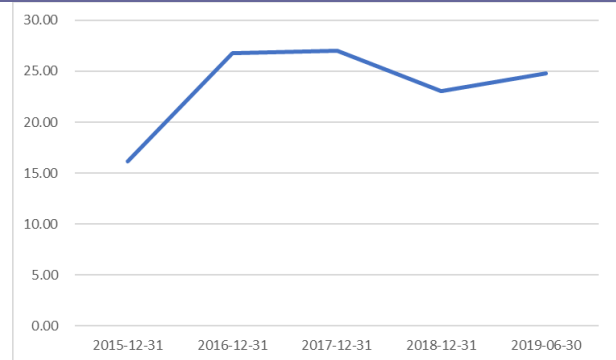
长期来看，随着新能源汽车产销规模的不断扩大，镍、钴、锂等金属的需求会不断增加，因此上游资源对行业具有至关重要的影响。公司主要通过废旧锂离子电池的回收、加工、提纯、合成三元材料前驱体（镍钴锰氢氧化物）、三元正极材料等，使得镍、钴、锂等金属实现循环利用。报告期内，公司进一步加大锂电材料的回收布局，购买广东邦普 28.57% 股权，增资后持有广东邦普 52.88% 股权；控股子公司宁德邦普拟投资 91.3 亿元建设 10 万吨正极材料（含 10 万吨正极材料前驱体），分两期，共 5 年。同时，公司与格林美和青山集团合作在印尼设立湿法镍冶炼厂。根据天华超净 2018 年 7 月 6 日的公告，公司也在积极布局上游锂资源。因此，公司基本实现了锂电池正极材料产业链资源端的布局，为公司长期盈利能力打下坚实基础。

图表 24：锂电材料营收及同比 亿元/%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 25：锂电材料毛利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 五、风险提示

全球新能源汽车行业不及预期，产能释放不及时，出现重大事故等不确定性扰动。

### 盈利预测

资产负债表					利润表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	26548.08	27833.38	37399.20	42588.66	营业收入	29611.27	41455.77	55965.29	72754.88
应收和预付款项	17421.67	20791.72	30805.00	36293.22	减：营业成本	19902.28	29640.88	40295.01	53111.06
存货	7076.10	3968.02	11045.81	8743.26	营业税金及附加	171.18	239.66	323.54	420.60
其他流动资产	1076.99	1076.99	1076.99	1076.99	营业费用	1378.87	1658.23	2238.61	2910.20
长期股权投资	965.20	965.20	965.20	965.20	管理费用	1590.66	5389.25	7275.49	9458.13
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-279.73	-379.39	-532.80	-698.80
固定资产和在建工程	13198.50	11470.03	9741.56	8013.09	资产减值损失	974.91	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	1446.59	1282.50	1118.41	954.33	加：投资收益	184.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3121.25	2968.34	2815.42	2815.42	公允价值变动损益	-314.25	0.00	0.00	0.00
资产总计	70854.38	70356.19	94967.61	101450.17	其他经营损益	-1991.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1180.09	0.00	0.00	0.00	营业利润	3752.24	4907.15	6365.44	7553.68
应付和预收款项	26796.95	23622.01	42822.80	42884.74	加：其他非经营损益	36.34	0.00	0.00	0.00
长期借款	3490.77	3490.77	3490.77	3490.77	利润总额	3788.58	4907.15	6365.44	7553.68
其他负债	4699.07	4384.82	4384.82	4384.82	减：所得税	376.08	736.07	954.82	1133.05
负债合计	36166.87	31497.60	50698.39	50760.33	净利润	3412.50	4171.08	5410.63	6420.63
股本	2195.02	2195.02	2195.02	2195.02	减：少数股东损益	307.81	443.88	569.22	669.34
资本公积	20579.22	20579.22	20579.22	20579.22	归属母公司股东净利润	3387.04	4477.19	5741.41	6751.29
留存收益	10164.05	14641.24	20382.65	27133.94	EPS	1.54	2.04	2.62	3.08
归属母公司股东权益	32938.28	37415.48	43156.88	49908.17					
少数股东权益	2261.89	2705.77	3274.99	3944.33	销售收入增长率	48.08%	40.00%	35.00%	30.00%
股东权益合计	35200.17	40121.25	46431.87	53852.50	净利润增长率	-13.10%	44.21%	28.24%	17.59%
负债和股东权益合计	71367.04	71618.85	97130.27	104612.83					
现金流量表									
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	11313.26	2400.25	9033.03	4490.66	毛利率	32.79%	28.50%	28.00%	27.00%
投资性现金净流量	-19487.67	-314.25	0.00	0.00	销售净利率	11.52%	11.87%	11.28%	10.20%
筹资性现金净流量	7042.72	-800.70	532.80	698.80	ROE	10.28%	11.97%	13.30%	13.53%
现金流量净额	-1104.26	1285.30	9565.83	5189.46	PE	46.05	34.84	27.17	23.10
					PB	4.74	4.17	3.61	3.13

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@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	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。