

松原股份首次覆盖报告

# 松原股份：优质赛道潜力之星，深度受益自主崛起

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

联系人：樊夏沛

撰写日期：2021-11-22

## 目录

1 深耕二十载，聚焦汽车被动安全业务

2 匠心雕琢，二十年磨一剑

3 突破新产品，自主品牌蓄力进击

4 盈利预测和风险提示

# 1. 深耕二十载，聚焦汽车被动安全业务

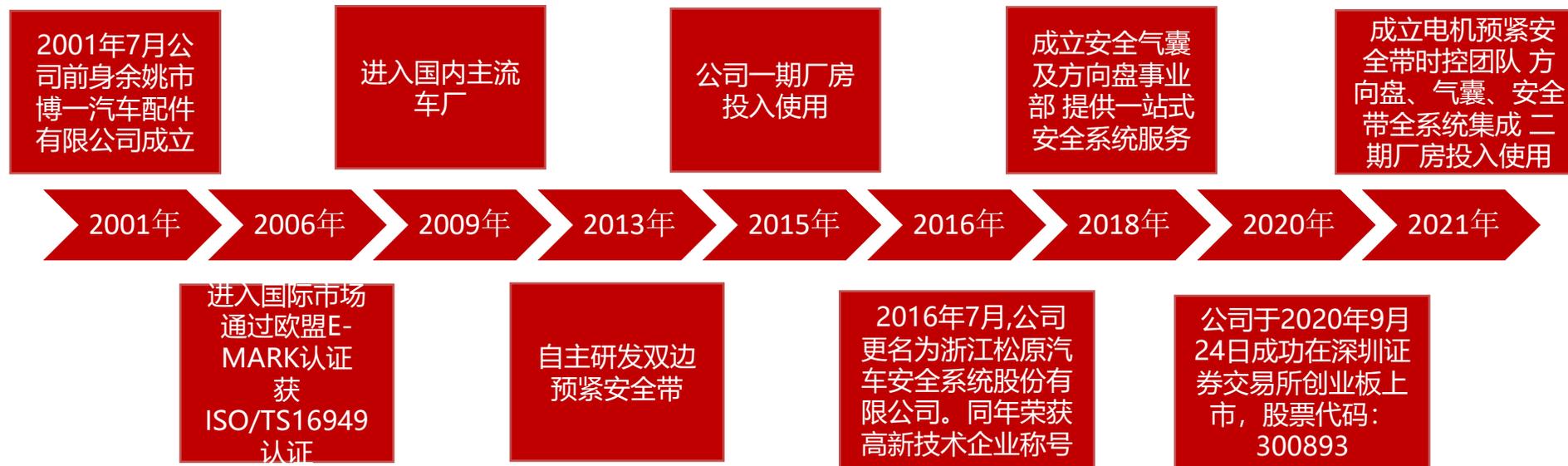
- ◆ 二十年步步为营，巩固汽车被动安全领先地位
- ◆ 股权集中，结构清晰稳定
- ◆ 聚焦安全带，拓展气囊方向盘业务
- ◆ 上市打开品牌知名度，业绩实现高速增长
- ◆ 安全行业高壁垒，毛利率远超行业平均
- ◆ 主营稳健，营收占比分布稳定
- ◆ 负债率下降，IPO后加强资本开支



# 二十年步步为营，巩固汽车被动安全领先地位

- 2001年，公司前身余姚市博一汽车配件有限公司成立。2016年7月，公司更名为浙江松原汽车安全系统股份有限公司。2020年9月，公司成功在深圳证券交易所创业板上市。
- 公司致力于汽车被动安全系统产品的研发、生产与销售，目前公司产品为汽车被动安全系统相关产品，包含安全带总成、安全气囊等及特殊座椅安全装置。截至2021年6月30日，公司拥有有效专利75项，公司试验室已通过了CNAS国家试验室认可，并获得多家汽车整车厂优秀供应商称号。

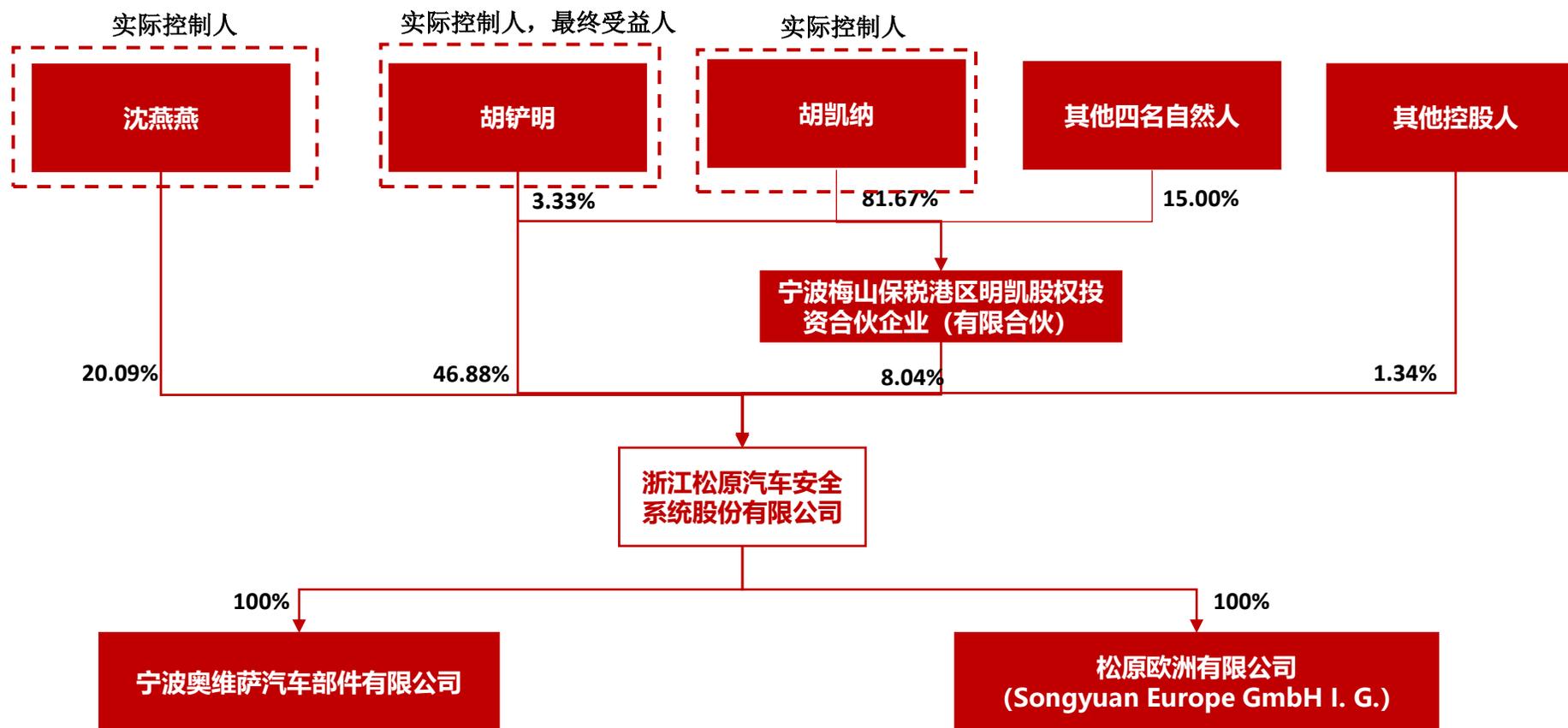
图表：松原股份发展历程



# 股权集中，结构清晰稳定

- 公司实际控制人为胡铲明、沈燕燕、胡凯纳，其中胡铲明为公司董事长，直接持股比例为46.88%，沈燕燕直接持股比例为20.09%，胡铲明和胡凯纳共同持有宁波梅山保税港区明凯股权投资合伙企业，该企业持股比例为8.04%。
- 公司100%控股宁波奥维萨汽车部件有限公司和松原欧洲有限公司，从事汽车被动安全系统相关产品，包含安全带总成、安全气囊等及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务。

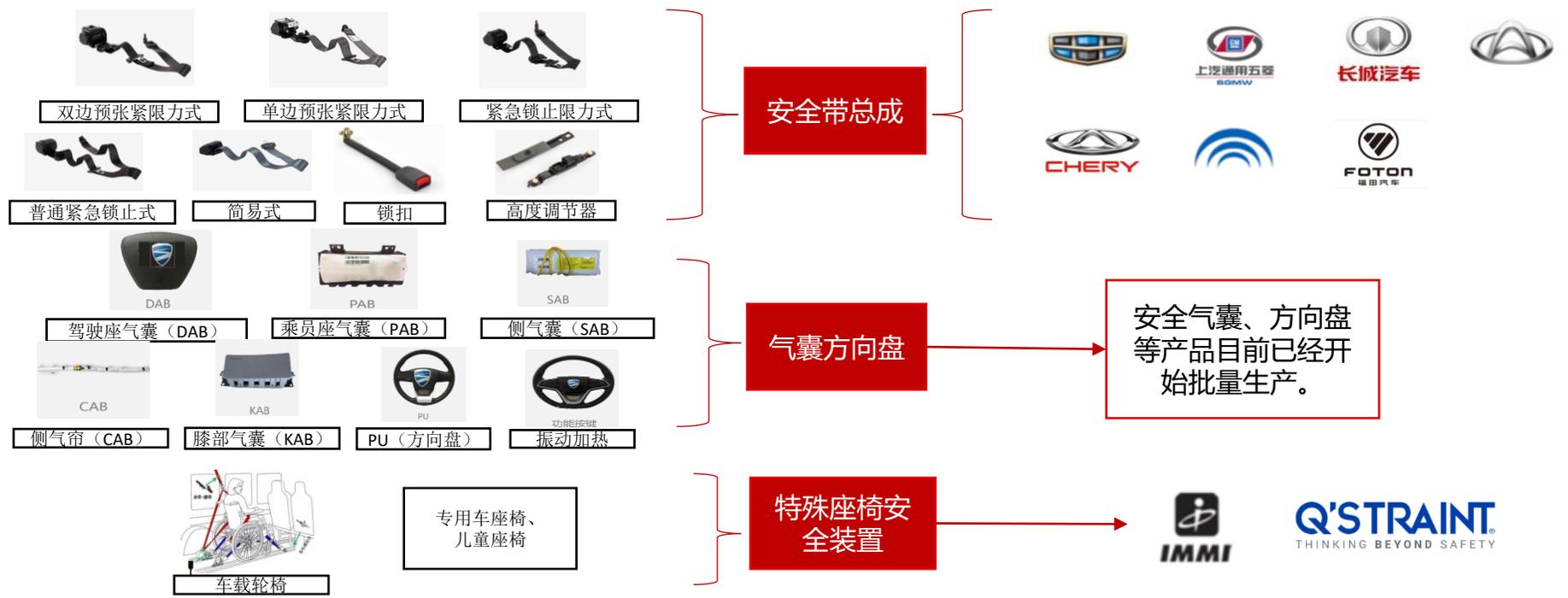
图表：松原股份股权结构



# 聚焦安全带，拓展气囊方向盘业务

- 公司主要产品为**汽车安全带总成**，主要由卷收器、带（锁）扣组件、高度调节器、织带（包括肩带及腰带）等其他部件组成。公司各款汽车安全带总成以功能进行区分，主要产品可分为简易式安全带、普通紧急锁止式安全带、紧急锁止限力式安全带、单边预张紧限力式安全带和双边预张紧限力式安全带。
- 公司在稳固国内自主品牌汽车安全带总成领先地位的同时，公司继续拓展被动安全系统业务，**安全气囊、方向盘**等产品目前已经开始批量生产。公司利用先发优势，实现点向面的突破，使安全带总成、安全气囊、方向盘三个被动安全系统模块齐头并进，提高公司行业地位。
- 公司另一业务模块为**特殊座椅安全装置**，产品主要以出口直销为主，该产品应用于特殊座椅的行驶安全，包括车载轮椅、儿童座椅、农用机械座椅等。

图表：松原股份主要产品及客户

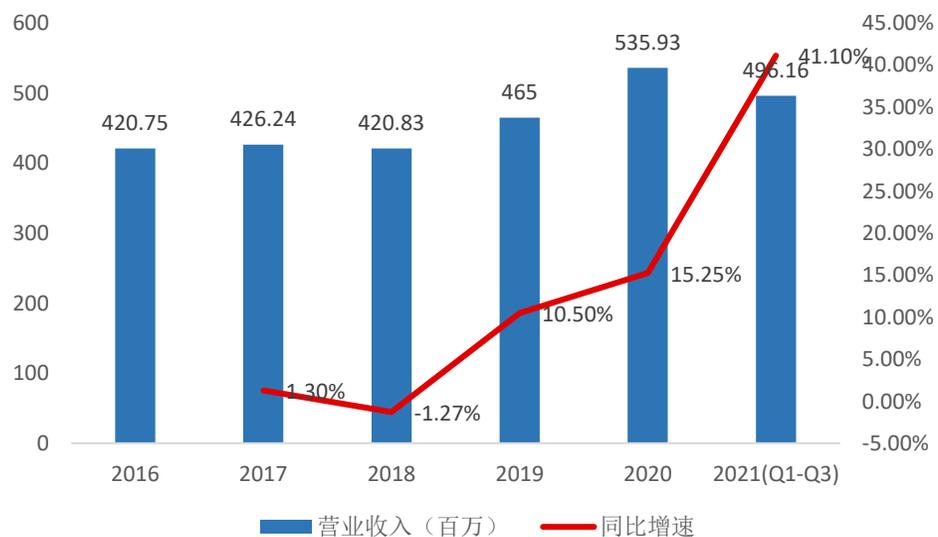


资料来源：Wind，公司官网，太平洋证券研究院整理

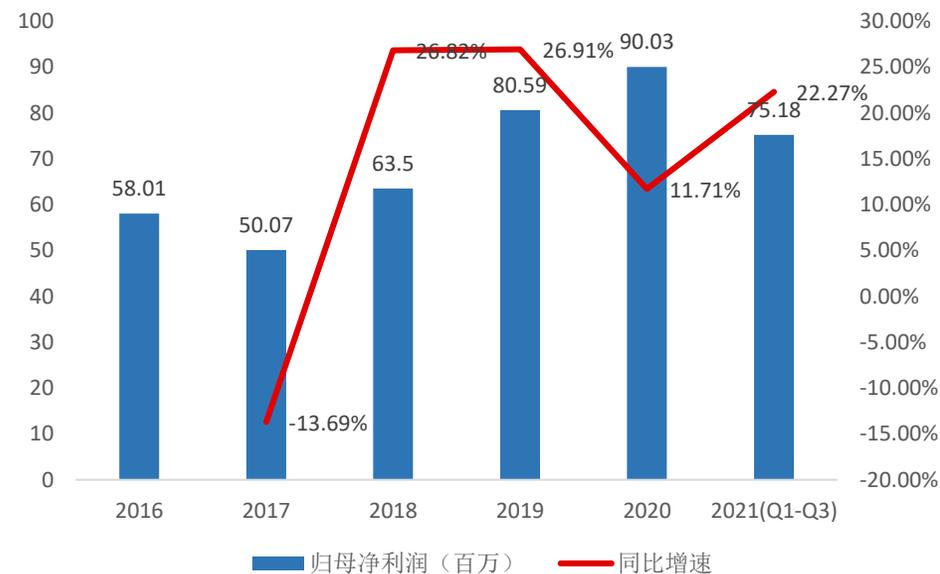
# 上市打开品牌知名度，业绩实现高速增长

- 2016-2020年，公司营业收入从4.21亿增长到4.96亿元，年复合增长率6.16%，公司归母净利润从0.5亿元增长至0.9亿元，年复合增长率为15.83%。虽然2018年公司受汽车行业低迷的影响，营收有所下滑，但经历阵痛后，公司加快汽车被动安全系统布局，新项目不断涌入，2020年在新冠疫情影响下，公司根据市场变化及时调整业务布局，营收实现逆势增长。2021年前三季度公司实现营业收入4.96亿元，同比+41.1%，归母净利润0.75亿元，同比+22.27%。
- 公司营收向好主要有以下几方面原因：1、公司积极开拓新的客户，完成国内重点整车厂的业务布局；2、积极提高供应车型数量，抓住新能源汽车契机，提升了整体的市场占有率；3、通过提升质量和服务品质，使得原有车型的供货比例进一步提高；4、公司已具备向整车厂提供汽车被动安全系统（安全带总成、安全气囊、方向盘）解决方案的能力，提升了客户服务体验，增强了品牌竞争力。

图表：松原股份营收及同比增速情况



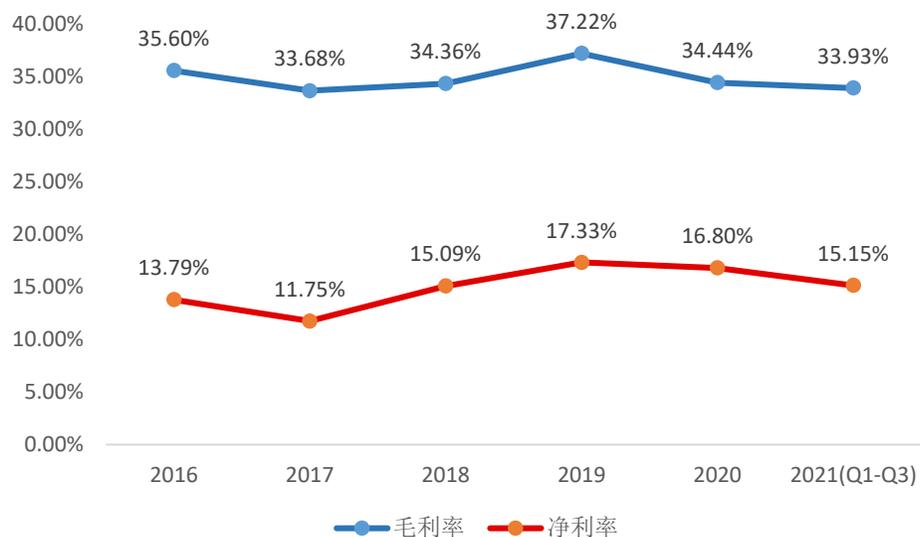
图表：松原股份归母净利润及同比增速情况



# 安全行业高壁垒，毛利率远超行业平均

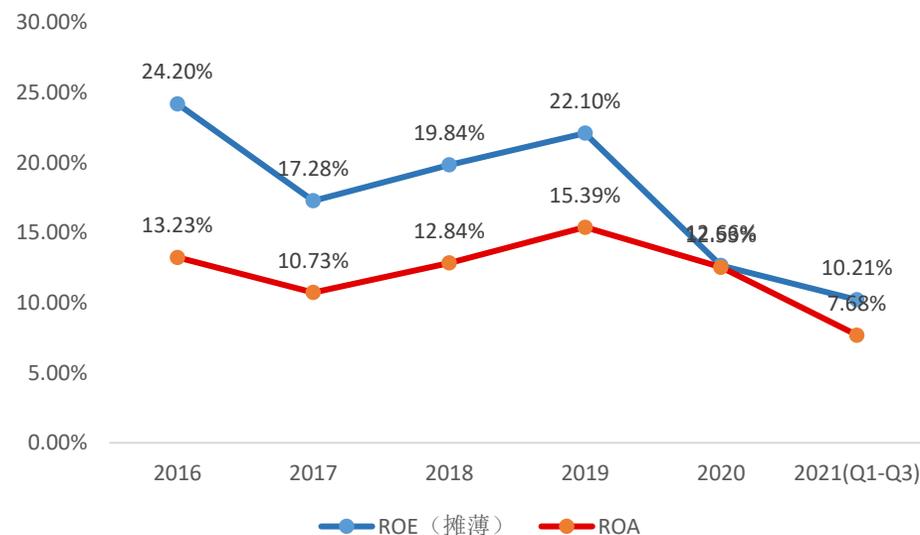
- 2016-2021(Q1-Q3)年公司毛利率维持在35%左右，净利率维持在15%左右，而汽车零部件行业平均销售毛利率为20%左右、净利率为10%以下，公司盈利能力优秀，说明竞争格局良好，所处赛道技术壁垒较高。
- 2016-2019年公司资产收益率、净资产收益率波动上升，自有资本运转良好，ROE可达22%。2020年ROA、ROE有所下降主要是因为公司上市之后净资产大幅增加，从2019年的3.65亿增加至2020年的7.11亿元，导致ROE、ROA阶段性下降。

图表：松原股份毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：松原股份ROE和ROA情况

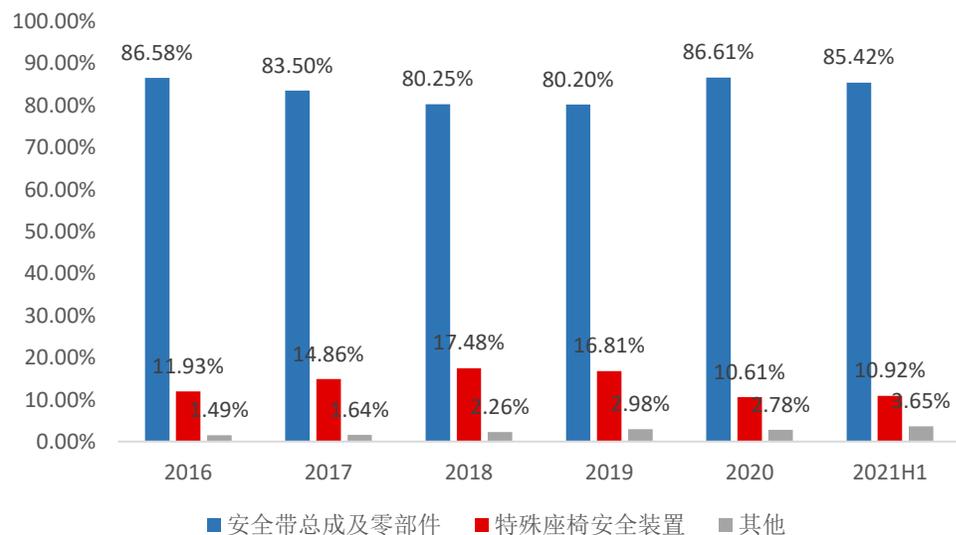


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

## 主营稳健，营收占比分布稳定

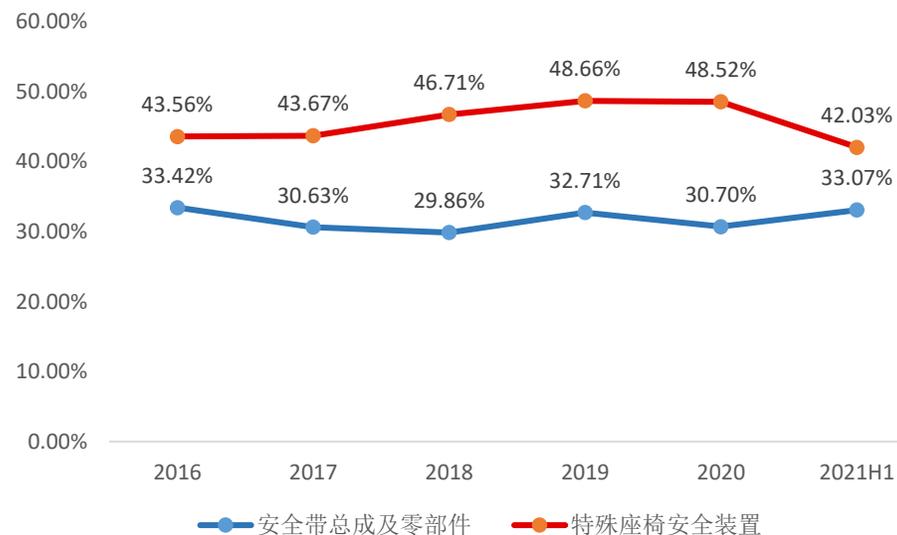
- 公司核心营收现阶段主要来自于汽车安全带总成业务，占总营收的85%左右；特殊座椅安全装置营收在公司上市之前，占总营收的15%左右，公司上市之后，营收占比下降为10%。
- 公司分产品的毛利率情况来看，安全带总成及零部件毛利率在33%左右，特殊座椅安全装置毛利率更高，在40%以上，且主要是出口直销，面向海外客户。

图表：松原股份主要产品营收占比情况



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表：松原股份主要产品毛利率情况

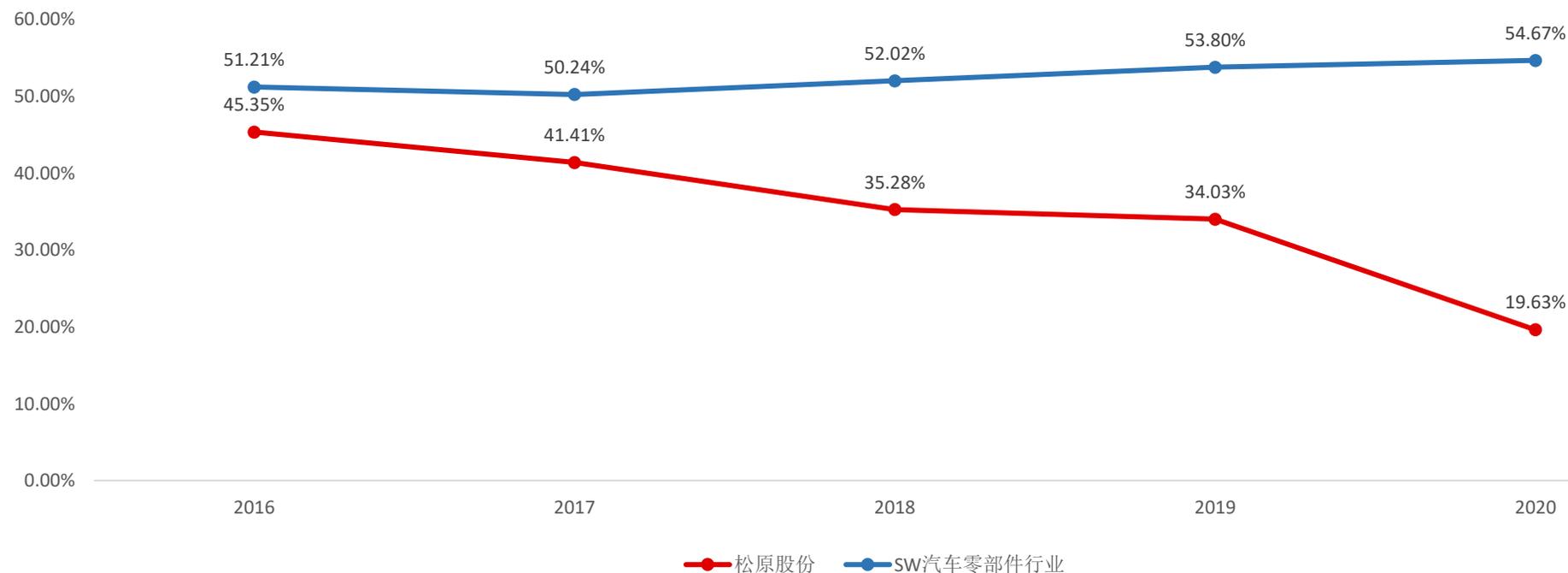


资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

## 负债率下降，IPO后加强资本开支

- 松原股份在2020年上市之后，资产负债率明显下降，由2016年的45%下降到2020年的19.63%，较大程度低于汽车零部件行业水平。公司IPO后加强资本开支，进行工厂改建，有效扩产，为未来开拓新客户打下良好基础，较低的负债率将使得企业能够更加充分地抵御行业下行及各类风险。

图表：松原股份与汽车零部件行业资产负债率对比情况



## 2.匠心雕琢，二十年磨一剑

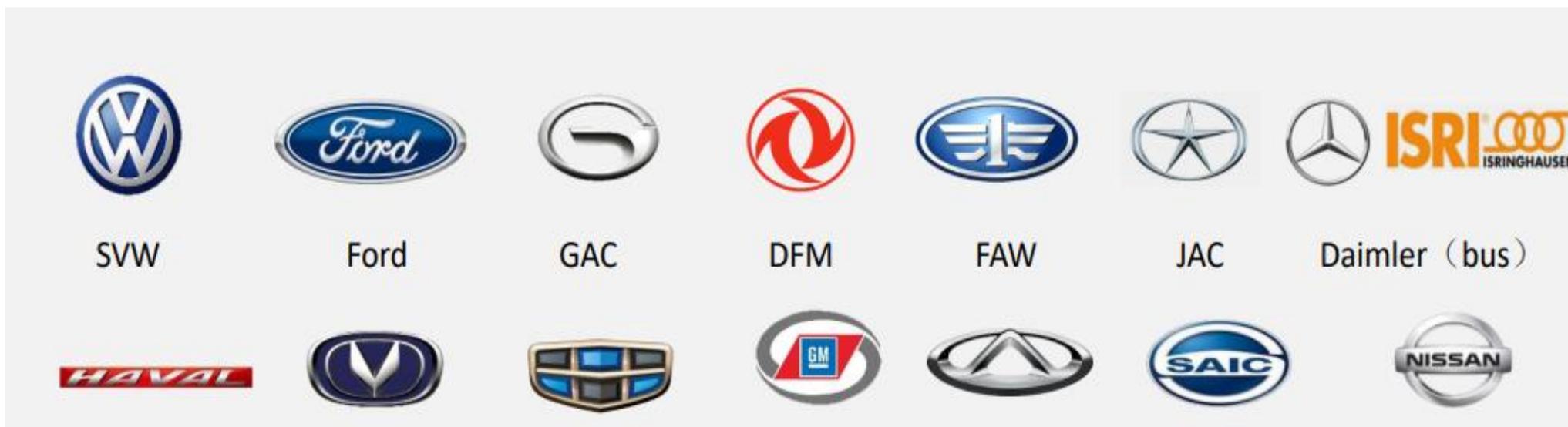
- ◆ 客户覆盖全面，助力国产自主化
- ◆ 产品品类丰富，积极研发主动式安全带
- ◆ 安全智能，主动式安全带成为趋势
- ◆ 市场空间巨大，主动式安全带价值量凸显
- ◆ 客户结构优化，产能、营收增速较快
- ◆ 竞争格局极好，3家龙头占据90%市场
- ◆ 国内起步较晚，自主强大是必然趋势



## 客户覆盖全面，助力国产自主化

- 公司经过二十载，已与包括吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、长安汽车、奇瑞汽车、宇通客车（全球最大客车生产企业之一）、北汽福田（中国最大商用车生产企业之一）等主流内资汽车品牌整车厂建立了良好的、长期的合作关系，助力国产自主化。
- 公司积极协同整车厂进行新能源汽车的被动安全系统开发，提前布局新能源汽车，并取得了一定的成果。目前，已成功为上汽通用五菱宏光MINIEV、长城欧拉、吉利新能源、奇瑞新能源、天际汽车、合众新能源汽车等新能源车型批量供货；同时，公司已进入理想汽车、比亚迪汽车等主流新能源主机厂的供应商体系。

图表：松原股份主要客户



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

## 安全带产品品类丰富，积极研发主动式产品

- 公司客户覆盖内资、合资品牌车型，包括吉利家族、领克家族、长城家族、五菱家族等多款车型，凭借本土汽车零部件生产成本低且性能良好的优势，产品性价比很高，加速汽车安全件的国产化替代进程。

图表：松原股份客户车型

覆盖品牌	拓展车型
吉利家族	icon、远景系列、几何A、帝豪系列、缤瑞、星越
领克家族	领克01、领克02、领克03、领克05
长城家族	哈弗H6、哈弗大狗、欧拉好猫、WAY坦克300
广汽	A55
福特	领界
一汽轿车	奔腾T77、奔腾T99
上汽大通	G50、D60
五菱家族	宝骏510、宝骏530、宝骏730、五菱mini
长安家族	COS1°、欧尚X7
奇瑞家族	瑞虎7、瑞虎8、小蚂蚁

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

# 产品品类丰富，积极研发主动式安全带

- 公司安全带总成产品品类丰富，主要产品可分为简易式安全带、普通紧急锁止式安全带、紧急锁止限力式安全带、单边预张紧限力式安全带和双边预张紧限力式安全带。简易式安全带单个价格为50元左右，紧急锁止限力式安全带单个价格为60元左右，单（双）边预张紧限力式安全带单个价格为100元，电动安全带单个价格为350-400元左右。随着安全性和智能化要求的提高，电动安全带有望全部替代普通紧急锁止安全带。

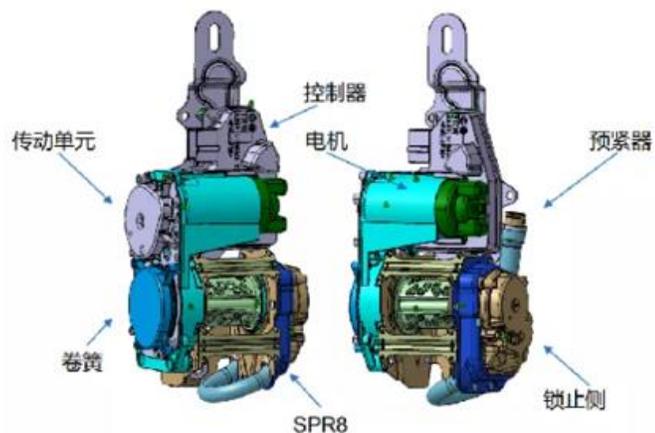
图表：安全带产品分类及价格

安全带主要分类	平台型号	图示	价格 (元)
简易式安全带	HA200 HA203 HA300		50
普通紧急锁止式安全带	HA301 HA302		50
紧急锁止限力式安全带	HA304		60
单边预张紧限力式安全带	HA305 HA308		100
双边预张紧限力式安全带	P13		100
电动安全带	研发中		350-400

## 安全智能，主动式安全带成为趋势

- 随着国家相关法律法规逐步升级完善，以及 C-NCAP（中国新车评价规程）评分体系的行业监管推动，整车厂对于被动安全系统的可靠性和舒适性要求越来越高。为了适应人们对于安全性、舒适性、智能化的需求，**电机安全带，主动锁扣**等智能化发展逐渐成为安全带未来发展的主流方向。
- 电机预紧安全带，是主被动安全技术融合的重要产物，用于实现电机的精确控制，需具备CAN通信、电机闭环控制功能。控制器通过CAN收发器接收ADAS输出的危险信号、横摆角信号、车速信号等，判断电机是否需要作动、需要输出多大的扭力，通过输出PWM控制电机驱动电路，通过霍尔传感器监测电机的转向、转速等。现在主流的电机预紧安全带包括Autoliv的PPMI，ZF的ACR系列，均胜的SPR系列卷收器。

图表：主动控制卷收器



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：主动式扣具



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

## 市场空间巨大，主动式安全带价值量凸显

- 现在多数车型前排座位使用限力和预紧式安全带，后排座位使用普通和限力安全带，安全带平均单车价值量在400元左右。未来随着智能化升级，汽车安全带有望全部升级为电动安全带，例如现在的造车新势力（蔚来、小鹏、理想）均已使用新型电动安全带，单车价值有望达到2000元。未来安全带市场价值量有望增长近5倍。

图表：安全带市场价值量预测

	单车用量	单车价格 (元)	汽车销量 (万辆)	市场价值量 (亿元)
<b>中国</b>	2个预紧式安全带+2个限力式安全带+1个普通安全带	400	1900	76
	电动安全带	2000	1900	380
<b>全球</b>	2个预紧式安全带+2个限力式安全带+1个普通安全带	400	7800	312
	电动安全带	2000	7800	1560

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

## 客户结构优化，产能、营收增速较快

- 公司原销售结构中，单车收入、毛利率较低的客户占比较高，随着公司陆续与吉利、长城等内资品牌合作并进一步布局新能源车型，后续有望沿着“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌”进行客户结构优化。公司2018年安全带总成及特殊座椅装置零部件生产935万套，2020年生产1045万套，2021年有望达到1300万套，其中200万套是预紧式安全带，预测营业收入有望达到7.3-7.5亿元。

图表：公司产能与营收情况

	安全带总成及特殊座椅装置零部产量件 (万套)	营业收入 (万元)
2018	934.86	41130
2019	1027.77	45112
2020	1044.73	53593
2021E	1300	73000-75000

资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

# 竞争格局极好，3家龙头占据90%市场

- 公司在汽车安全系统行业竞争格局极好，全球仅有3家汽车安全系统核心供应商：AUTOLIV，采埃孚和均胜电子。
- AUTOLIV是全球最大“汽车乘员保护系统”生产商，2019、2020年营收分别为296、486亿元；采埃孚收购了美国天合，提供集成安全系统，2019、2020年营收分别为2818、2575亿元；均胜电子收购了日本高田，以安全带为主，2019、2020年营收分别为617、479亿元。以上三家公司市占率达到90%左右。

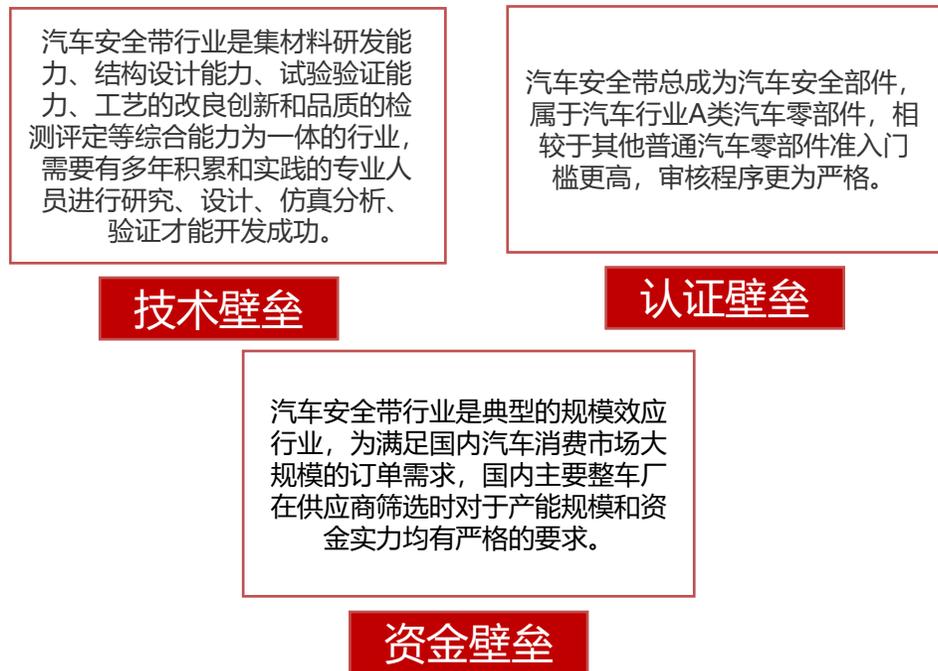
图表：3家核心供应商营业收入、EBIT情况

核心公司	公司介绍	2019年营收 (亿元)	2019年EBIT (亿元)	2020年营收 (亿元)	2020年EBIT (亿元)
AUTOLIV 	公司主要产品为汽车电子安全系统，座椅安全带系统以及电子控制单元，汽车方向盘系统等。奥托立夫是世界最大的“汽车乘员保护系统”生产商。	296	49.69	486	23.31
采埃孚 	公司主要在车辆运动控制、集成式安全系统、自动驾驶以及电驱动四大技术领域为汽车制造商提供技术支持。2015年收购美国天合汽车集团。	2818	115.8	2575	78
均胜电子 	公司主要致力于智能座舱、智能驾驶、新能源电控、汽车安全系统和车联网核心技术等的研发与制造。公司先后收购了德国PREH、德国机器人公司IMA、德国QUIN、美国KSS以及日本高田资产（PSAN业务除外）。	617	8.87	479	-12.3

# 国内起步较晚，自主强大是必然趋势

- 汽车安全带行业存在较高的行业壁垒，主要体现在技术精度要求高、行业准入门槛高、行业对资金规模要求大，所以国内汽车被动安全领域起步较晚。
- 公司在国内主要竞争对手是重庆光大产业有限公司和沈阳金杯锦恒汽车安群系统有限公司，两家公司均生产汽车安全系统产品，但由于两家公司均没有上市，未来两家公司融资、扩产都会受到一定限制。松原是国内第一家上市的被动安全供应商，成长能力较强，自主强大是必然趋势。

图表：安全带行业壁垒



图表：国内竞争公司情况

国内公司	主营业务	上市情况
重庆光大产业有限公司	成立于1998年，公司有汽车安全带总成、汽车发动机飞轮总成、驱动盘总成等十余个系列百余类产品。	未上市
沈阳金杯锦恒汽车安全系统有限公司	成立于2003年，公司研发、制造汽车安全气囊、安全带及相关零部件产品。	未上市

- **公司全面覆盖内资客户，产品性价比高。**公司与包括吉利汽车、上汽通用五菱、长城汽车、长安汽车、奇瑞汽车、宇通客车、北汽福田等主流内资汽车品牌整车厂建立了良好的、长期的合作关系，凭借本土汽车零部件生产成本低且性能良好的优势，助力国产自主化。
- **公司安全带品类丰富，正在研发主动式安全带，市场价值量巨大。**电机安全带，主动锁扣等智能安全带将成为安全带发展的主流方向，随着智能化升级，汽车安全带有望全部升级为电动安全带，安全带平均单车价值量有望从400元提升至2000元。
- **公司是国内第一家上市的被动安全供应商，自主蓄力加速开拓。**汽车安全带行业存在较高的行业壁垒，公司通过不断研发开拓，突破技术壁垒、认证壁垒、资金壁垒，IPO上市之后，资本支出进一步加强，公司沿着“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌”进行客户结构优化，加速开拓新客户，成长空间巨大。

### 3.突破新产品，自主品牌蓄力进击

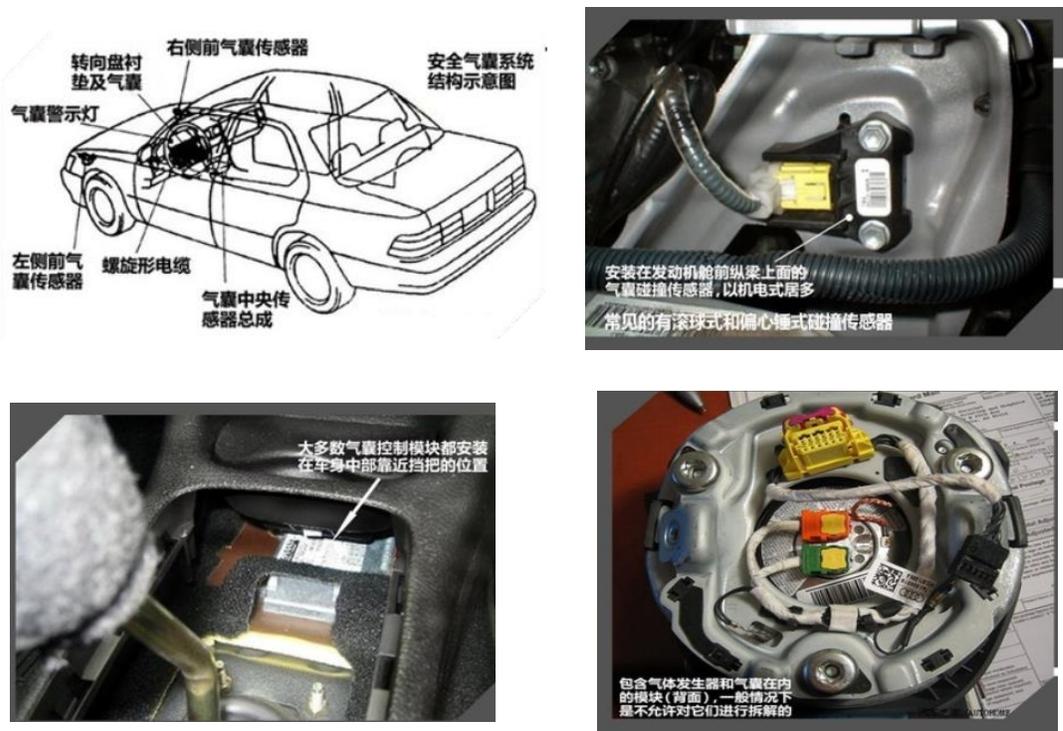
- ◆ 气囊方向盘，被动安全系统另一重要组成部分
- ◆ 需求空间大，气囊方向盘价值量巨大
- ◆ 公司拓展新产品，气囊方向盘即将进入批量生产
- ◆ 市场份额集中，行业格局呈现寡头结构
- ◆ 被动安全全产品覆盖，自主突破势在必得



# 气囊方向盘，被动安全系统另一重要组成部分

- 安全气囊是被动安全系统的重要组成部分，主要分为传感器、气囊电脑、气体发生装置和气囊四部分。当汽车在行驶过程中碰撞达到规定的强度，安全气囊里的气体发生器接到信号后引燃气体发生剂，产生大量气体，使气囊在极短的时间内形成弹性气垫，及时的保护人体头部和胸部，避免撞击带来的二次伤害。
- 方向盘是汽车操纵行驶方向的轮状装置，方向盘的主要功能是将驾驶员作用到转向盘边缘上的力转变为转矩后传递给转向轴，由骨架、发泡和主驾驶气囊DAB对应的安装卡扣获螺钉孔组成。方向盘表皮材质为PU、真皮、真木等。方向盘分为普通型方向盘和功能性方向盘。

图表：安全气囊主要部件



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：方向盘主要种类



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

# 需求空间大，气囊方向盘价值量巨大

- 安全气囊、方向盘是被动安全系统的重要组成部分，安全气囊是我国乘用车的标配，主、侧部一般都会安装。现在车内至少会安装一个安全气囊，部分车型会安装4个安全气囊，分别是驾驶席安全气囊、副驾驶安全气囊、前排侧气囊、侧气囊，还有一部分车型会使用六个安全气囊，安全气囊单车价值在150-900元。方向盘的价格在150-1000元之间。未来随着智能化要求提高，方向盘将会增加辅助加热、离手感应，马达震动等功能，从简易版到功能版的进化过程，价值量也会显著提高。

图表：常见6个安全气囊分布图



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：气囊、方向盘市场价值量预测

	单车价格 (元)	销量 (万辆)	市场价值量 (亿元)
安全气囊	150-900	1900	28.5-171
方向盘	100-1000	1900	19-190

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

# 公司拓展新产品，气囊方向盘即将进入批量生产

- 公司2016年开始内部布局新产品，现阶段实现被动安全全产品覆盖。
- 经过五年左右的投入和开发，气囊方向盘即将进入批量生产。方向盘产线自动化程度高达80%，拥有PU发泡线、牛皮缝线、方向盘组装线，单一零件条码100%追溯。安全气囊产线自动化程度高达80%，总计产能达100万，具有DAB\PAB\SAB\CAB生产线各1条。
- 公司于2016年开始研发安全气囊和方向盘业务，预计2021年四季度将会产生营收，通过之前4-5年的积累以及产线的扩张，对奇瑞、通用五菱、威马、合众新能源四家老客户进行供货，未来营收有望进一步增长。

图表：方向盘生产线



方向盘生产线



PU发泡



牛皮缝制



方向盘组装

图表：气囊生产线



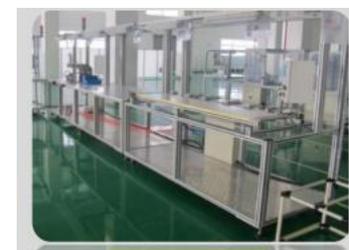
DAB线



PAB生产线



SAB生产线

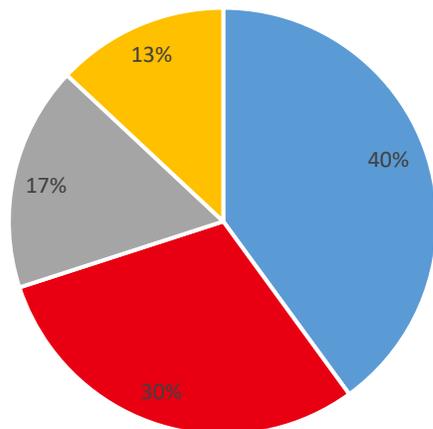


CAB生产线

# 市场份额集中，行业格局呈现寡头结构

- 汽车安全行业壁垒高，全球汽车安全气囊市场份额较为集中，主要是AUTOLIV、采埃孚和均胜电子。其中AUTOLIV、采埃孚（收购天合）、均胜电子（收购高田和KSS）市占率分别为40%、30%、17%、13%，行业呈现寡头垄断的市场结构。

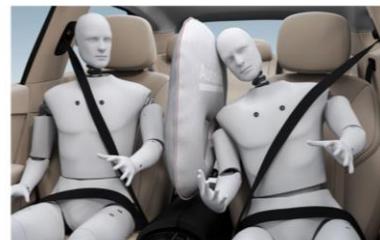
图表：安全气囊市场竞争格局



■ 奥托立夫 (AUTOLIV) 瑞典      ■ 采埃孚 (收购天合后)  
■ 均胜电子 (收购高田和延锋百利得后)      ■ 其他

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：安全气囊核心制造商



AUTOLIV



采埃孚



均胜电子

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

## 被动安全全产品覆盖，自主突破势在必得

- **安全气囊、方向盘是被动安全系统的重要组成部分，市场空间巨大。**安全气囊是我国乘用车的标配，主、侧部一般都会安装。大多数车型安装气囊在1-6个，安全气囊单车价值在150-900元。方向盘的价格在150-1000元之间。国内乘用车市场空间未来有望达到300-400亿。
- **公司安全气囊、方向盘多条业务线，营收即将进入兑现期。**公司于2016年开始研发安全气囊和方向盘业务，预计2021年四季度将会产生营收，通过4-5年的积累以及产线的扩张，已经可以对奇瑞、通用五菱、威马、合众新能源四家客户进行供货，未来业绩高速增长。
- **竞争格局极好，国产替代空间巨大。**全球汽车安全气囊市场份额较为集中，主要是AUTOLIV、采埃孚和均胜电子，公司通过调整客户结构，有望成为自主化安全气囊、方向盘供应商龙头企业。

## ■ 行业层面：

- 1、竞争格局极好：三家巨头市占率高达90%，国产替代是必然趋势。
- 2、单车ASP提升：随着智能驾驶普及，主动安全带有望成为法规标准件，单车安全带从400元或达2000元，市场空间4-5倍的高速提升。

## ■ 公司层面：明星赛道上的潜力新星，深度受益自主崛起

- 1、在手订单饱满，客户结构不断优化。
- 2、技术已经成为全球准一线梯队，未来几年将会加速替代过程。
- 3、成本显著优于外资：价格便宜15-20%的情况下，净利率有望做到20%。
- 4、由安全带成功拓展到安全气囊和方向盘业务，四季度新产品已经带来营收，实现被动安全一体化发展。

# 盈利预测

- 我们看好公司的未来发展前景，公司在现有客户量产的基础上，利用先发优势，实现点向面的突破，使安全带总成、安全气囊、方向盘三个被动安全系统模块齐头并进，提高公司行业地位。我们预计公司2021、2022、2023年营收分别为7.5、10.5、14.5亿元，归母净利润分别为1.2、2、2.8亿元，EPS分别为0.8、1.33、1.89元，当前股价对应2021/2022/2023年估值分别为47/28/19.8倍，首次覆盖，给与“买入”评级。

图表：松原股份盈利预测

财务摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	5.36	7.48	10.47	15.18
(+/-) %	15.27%	39.50%	40.00%	45.00%
净利润 (亿元)	0.9	1.2	2	2.83
(+/-) %	11.71%	33.34%	66.55%	41.57%
每股收益 (元)	0.6	0.8	1.33	1.89
市盈率 (PE)	62	47	28	19.8



## 风险提示

- 新客户批产时间滞后
- 缺芯影响汽车产量
- 行业销量下滑

## 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

## 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

**卖出** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

## 机构销售

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

# 太平洋证券研究院

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)88321761/88321717

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。