

技术迭代中实现转型，TOPCon新产能凸显阿尔法

钧达股份首次覆盖
证券研究报告

太平洋证券研究院

新能源团队 刘强

执业资格证书登记编号：S1190522080001

2022年12月03日

报告摘要

1、技术团队研发功底深厚，转型以来营收与盈利齐升

钧达股份于2021年收购捷泰科技51%股权，于2022年7月28日完成对捷泰科技的收购，被收购的捷泰科技深耕电池片多年，持续保持行业领先，在TOPCon量产中位居行业前列。捷泰科技管理层实力雄厚，研发能力强。从2021年转型以来，公司营业收入以及盈利能力持续提升。

2、电池片环节盈利持续提升，公司TOPCon新产能阿尔法凸显

公司TOPCon新产能阿尔法凸显，TOPCon技术与投产节奏位居行业前列。短期看，产业链利润加速往中下游转移，电池片环节盈利持续提升，结合公司TOPCon电池片出货占比持续提升，公司盈利能力提升位于行业前列。中长期看，公司对新技术的理解位于行业前列，依托捷泰科技的技术实力，公司有望穿越周期，高速增长。

3、投资建议及盈利预测

我们预计2022/2023/2024年公司营业收入分别为122.41/289.13/393.57亿元,同比增长327.51%/136.20%/36.12%；归母净利润分别为7.78亿元、20.68亿元、27.77亿元，同比增长-535.28%/165.96%/34.29%，对应EPS分别为5.49/14.61/19.62元，当前股价对应PE为38.16/14.34/10.68。首次评级，给予“买入”评级。

4、风险提升

全球光伏新增装机需求不及预期、行业新技术迭代超预期、公司产能投放进度不及预期

目录 Contents

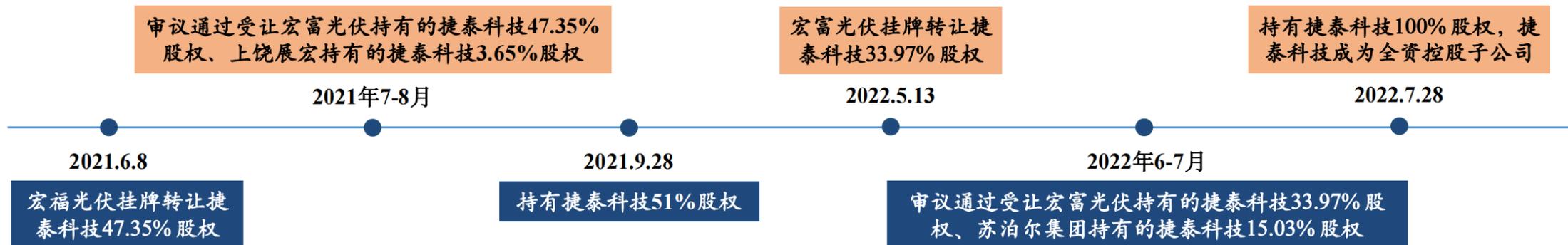
- 1 技术团队研发功底深厚，转型以来营收与盈利齐升
- 2 电池片环节盈利持续提升，公司TOPCon新产能阿尔法凸显
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

1.1 公司收购优质电池片企业捷泰科技，技术迭代中快速转型

2021年公司收购捷泰科技51%股权。2021年，公司以支付现金的方式受让宏富光伏持有的捷泰科技47.35%股权，以协议转让方式受让上饶展宏持有的捷泰科技3.65%股权。2021年9月28日，公司实施完毕购买事项，持有捷泰科技51%股权。

2022年公司完成对捷泰科技的全部收购。2022，公司以支付现金的方式受让宏富光伏持有的捷泰科技33.97%股权，以协议转让方式受让苏泊尔集团持有的捷泰科技15.03%股权。2022年7月28日，公司实施完毕购买事项，完成对捷泰科技的全部收购。

图1：经两次收购，捷泰科技成为钧达股份全资子公司

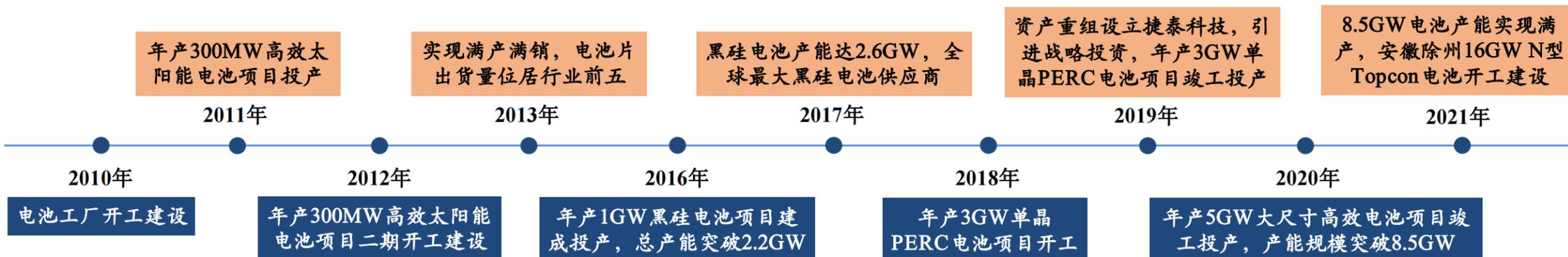


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.1 公司收购优质电池片企业捷泰科技，技术迭代中快速转型

深耕电池片多年，捷泰科技保持行业领先。2010年，捷泰科技建设电池工厂，是国内较早的一批光伏电池片企业。2015年，公司电池片出货量进入行业前五。2019年，年产3GW单晶PERC电池项目竣工投产，2020年，公司年产5GW大尺寸高效电池项目投产，两个项目形成8.5GW的优质Perc产能。2021年，公司8.5GW的Perc电池产能实现满产，同时滁州16GW N型TOPCon电池开工建设。2022年年底，公司8GW的TOPCon产能实现满产，产线数据、投产时间点领先行业。

图2：深耕电池片多年，捷泰科技保持行业领先



资料来源：捷泰科技官网，太平洋研究院整理

1.2 捷泰科技管理层实力雄厚，研发能力强

捷泰科技管理层实力雄厚，研发能力强。公司生产研发技术团队以博士、硕士为主，具有高、中级技术职称的员工达800多人。

公司总经理张满良具有15年光伏行业从业经历，曾任职于晶澳、协鑫集成、东方日升等公司，资历深厚。副总经理付少剑曾在晶科能源、中利腾晖、晋能科技等多家光伏企业任职，管理层其他成员也具备多年光伏行业从业经验。

表2：捷泰科技管理层实力雄厚，研发能力强（截至2022年7月）

姓名	担任职位	出生年份	入职年份	个人履历	
				时间	担任职务
张满良	总经理	1980	2020	曾任	晶澳太阳能有限公司工艺部经理
				曾任	海润光伏科技股份有限公司基地副总经理
				曾任	协鑫集成科技有限公司工艺研发总监
				曾任	东方日升新能源股份有限公司基地总经理
				至今	任捷泰科技董事长兼总经理
白玉磐	副总经理	1971	2019	曾任	台积电（中国）有限公司资深工程师
				曾任	茂迪股份有限公司电池技术开发经理
				曾任	江西展宇新能源股份有限公司副总经理
				至今	捷泰科技副总经理
付少剑	研发部副总监	1988	2019	曾任	浙江晶科能源有限公司工艺领班
				曾任	中利腾晖光伏科技有限公司高级工程师
				曾任	晋能清洁能源科技股份有限公司技术研发主管
				曾任	江西展宇新能源股份有限公司研发高级经理
				至今	历任捷泰科技研发部高级经理、副总监
王立富	研发部副经理	1976	2019	曾任	江西旭阳雷迪有限公司研发工程师
				曾任	菏泽舜亦新能源有限公司研发工程师
				曾任	中利腾晖光伏科技有限公司主管
				曾任	北京捷宸阳光有限公司经理
				至今	江西展宇新能源股份有限公司主管 历任捷泰科技研发部高级主管、副经理
陈园	高级工程师	1986	2019	曾任	任江西展宇新能源股份有限公司工程师
				至今	捷泰科技高级工程师

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.2 公司实施两次股权激励，催动捷泰科技研发生产势能

上市公司于2021年和2022年共实施两次股权激励，激励对象均为对捷泰科技的发展担负重大责任并具有重要作用的相关人员，包括捷泰科技总经理张满良、捷泰科技副总经理郑洪伟、白玉磬，及捷泰科技核心管理、技术、业务人员等百余人。

公司实施两次股权激励，催动捷泰科技研发生产势能。公司激发员工动力，积极推进捷泰科技产研能力。

表3：实施两次股权激励，催动捷泰科技研发生产势能

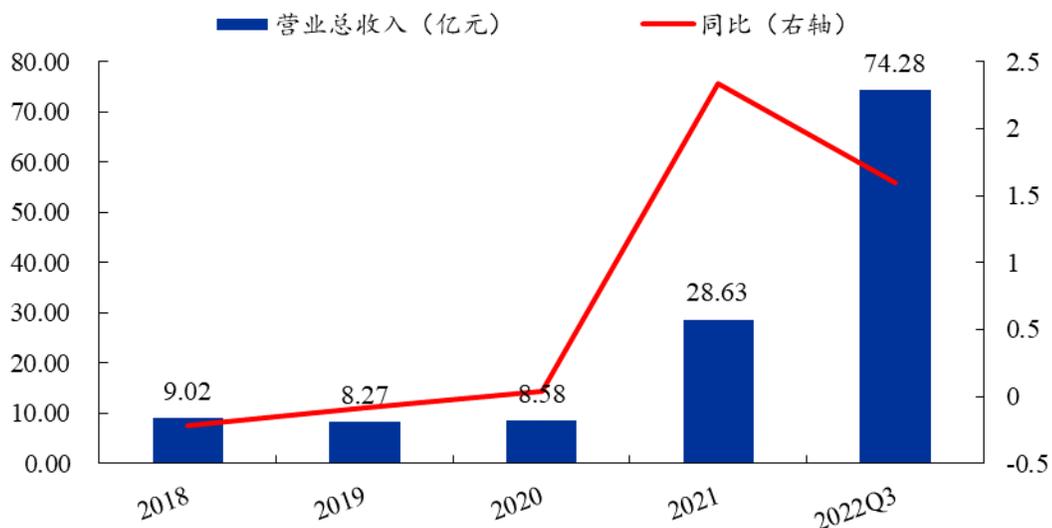
姓名	担任职位	第一次股权激励		第二次股权激励	
		获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总量的比例	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总量的比例
张满良	总经理、捷泰科技总经理	22	6.66%	20	7.01%
郑洪伟	副总经理、捷泰科技副总经理	20	6.05%		
白玉磬	捷泰科技副总经理	12	3.63%		
郑彤	董秘、公司董事			6	2.10%
捷泰科技核心管理、技术、业务人员 (109 人)		233.50	70.65%		
捷泰科技核心管理、技术、业务人员 (139 人)				202.30	70.91%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 转型中营业收入持续高增，实现扭亏为盈

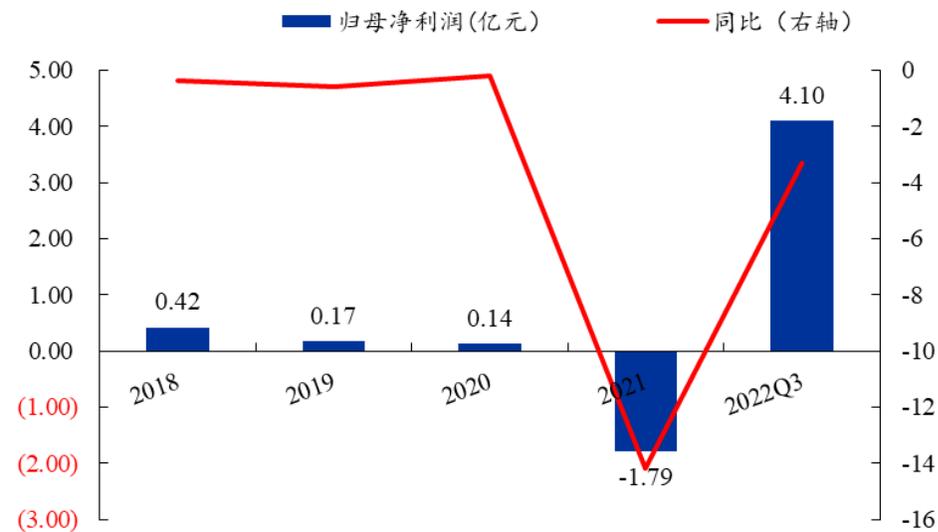
公司实现扭亏为盈，营业收入保持高增。2021年营业收入28.63亿元，同比增长233.54%。由于硅料供应紧缺，电池片盈利承压，公司2021年实现归母净利润-1.79亿。随着电池片环节盈利能力提升，公司凭借优质产能扭亏为盈，前三季度归母净利润逐季提升，营业收入实现高增。

图4：公司完成向光伏电池片企业转型，营收实现高增



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图5：受益于电池片盈利能力提升，公司实现扭亏为盈

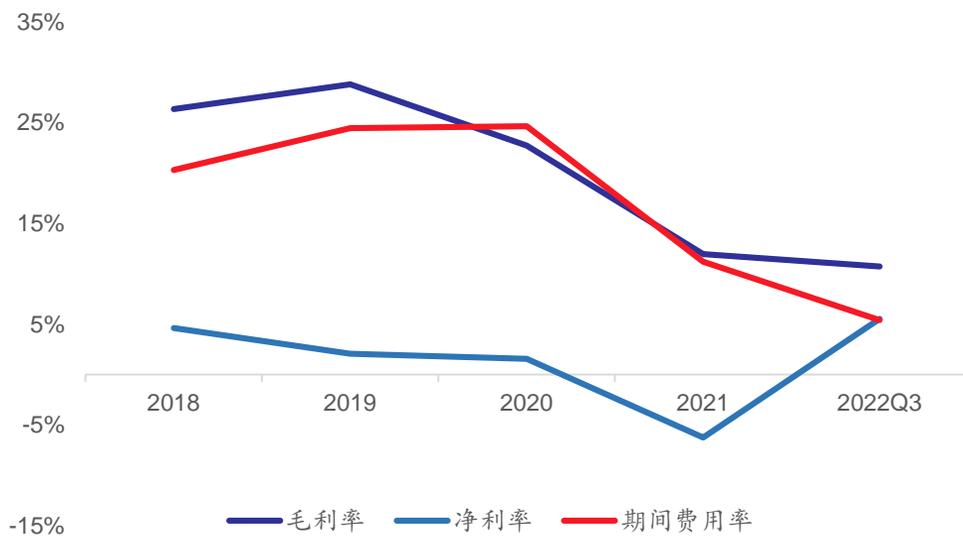


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 公司期间费用逐季改善，规模效应凸显

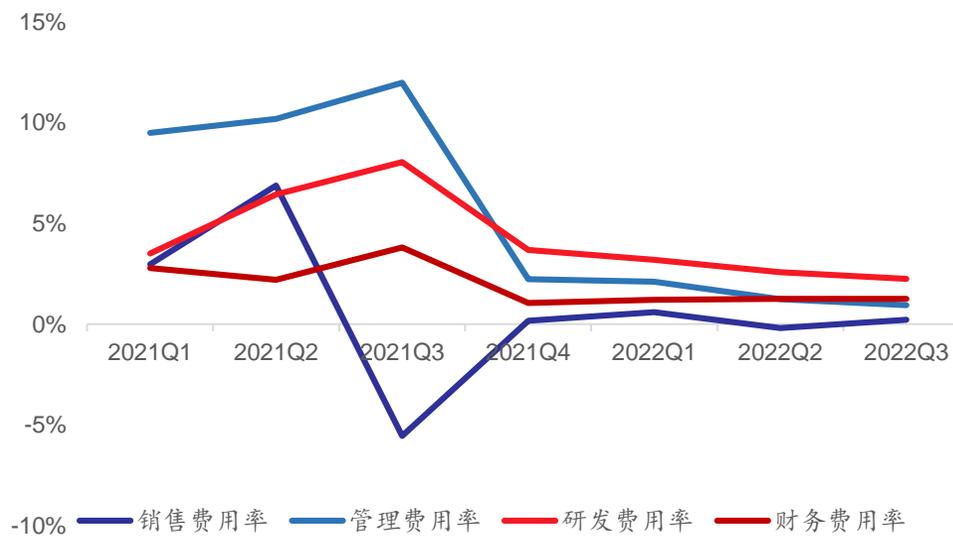
公司期间费用逐季改善，规模效应凸显。2019年开始，受汽车行业复苏乏力影响，公司盈利能力长期处于疲弱状态。2021年后，公司剥离汽车饰件业务、转型光伏业务。在较强的精细化管理能力及规模效应下，公司费用率逐季下降，盈利能力持续提升。

图6：过去三年盈利持续下滑，2022年业务转型初见成效



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图7：较强的精细化管理能力及规模效应下，费用率逐季下降



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录 Contents

- 1 技术团队研发功底深厚，转型以来营收与盈利齐升
- 2 电池片环节盈利持续提升，公司TOPCon新产能阿尔法凸显
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

2.1 多重周期共振，光伏行业景气度长期向上

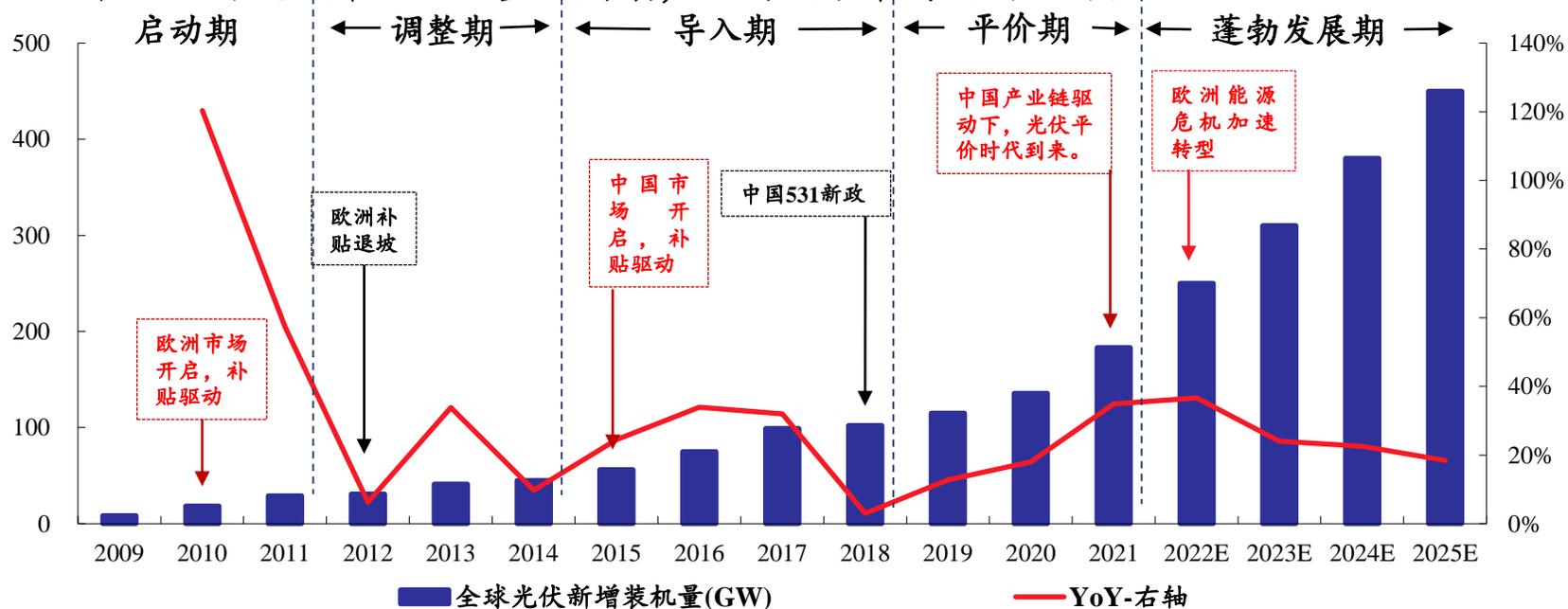
全球光伏市场发展受供需两端影响历经多个周期，目前处于蓬勃发展期。

2012年前，欧洲政策驱动下，行业开始启动；随着2012年补贴退坡，全球光伏装机量增速快速下降，产业进入调整期。

2015年-2018年，中国光伏补贴驱动本土产业链发展，产业步入导入期，2018年531新政导致需求受到抑制。

2019年后，光伏发电LCOE逐步下降，2021年开启平价元年。受益于技术进步与中国产业链优势，供给端能力不断提高，光伏装机增速重回高增长。2022年，俄乌战争加剧欧洲能源危机，全球多国电价高涨，光伏装机需要加速释放，行业迎来进一步发展。

图8：全球光伏市场历经多轮周期，目前处于中高速增长阶段



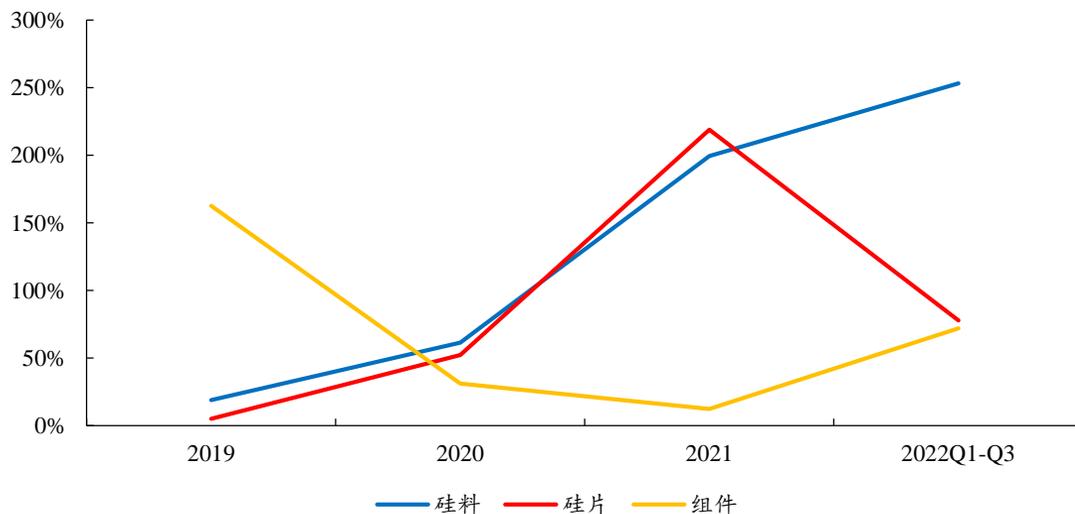
2.1 硅料供给加速释放，电池盈利逐季上行

进入2022年四季度后，硅料产能逐月加速释放，产业链利润加速往中下游转移。

2022年11月以来硅料一二线厂商报价分化，硅料价格松动迹象明显。硅片库存提升情况下，硅片稼动率降低，不同品质的硅片报价出现分化。大尺寸电池片供给维持紧张，报价大概率保持，盈利有望提升。组件交货价格维持1.95元/W以上，厂商开工率出现分化，在央企订单支撑下，主流厂商保持高开工率。

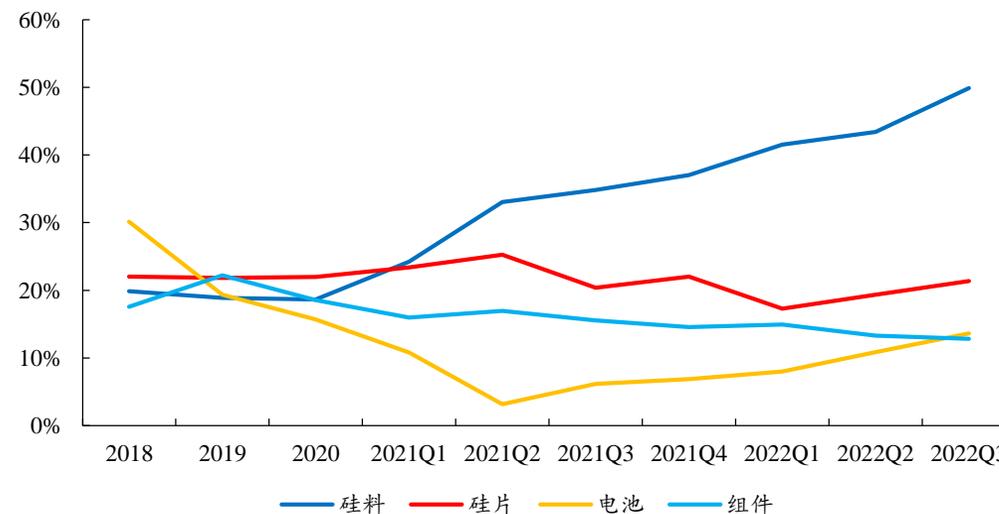
我们判断，电池片盈利向上势头较为强劲，电池片盈利仍有较大提升空间。

图9：主产业链各环节归母净利润增速



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图10：主产业链各环节毛利率



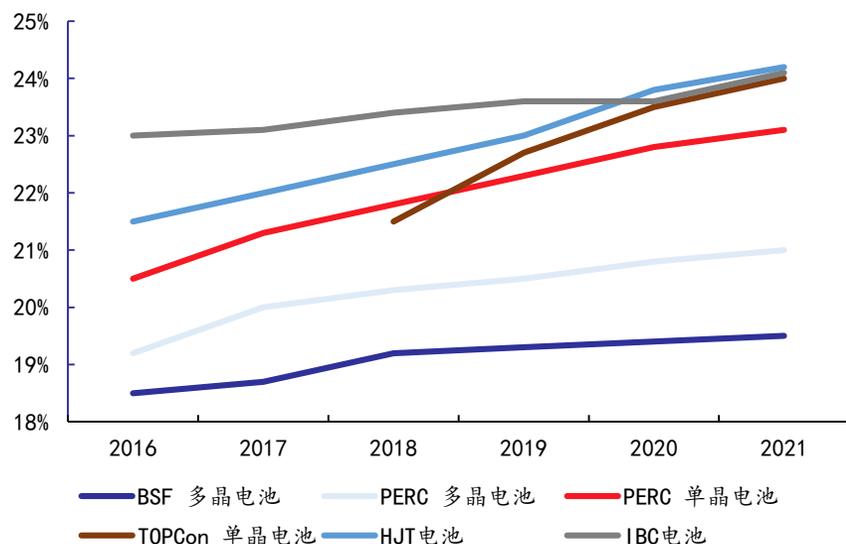
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2.2 新技术效率优势明显，渗透率处于快速提升阶段

新技术效率优势明显。2021年HJT/IBC/TOPCon N型电池平均转换效率为24.00%/24.20%/24.10%，相较于Perc有较为明显优势，2022年随着TOPCon、HJT、XBC效率快速提升，量产化进程加快。

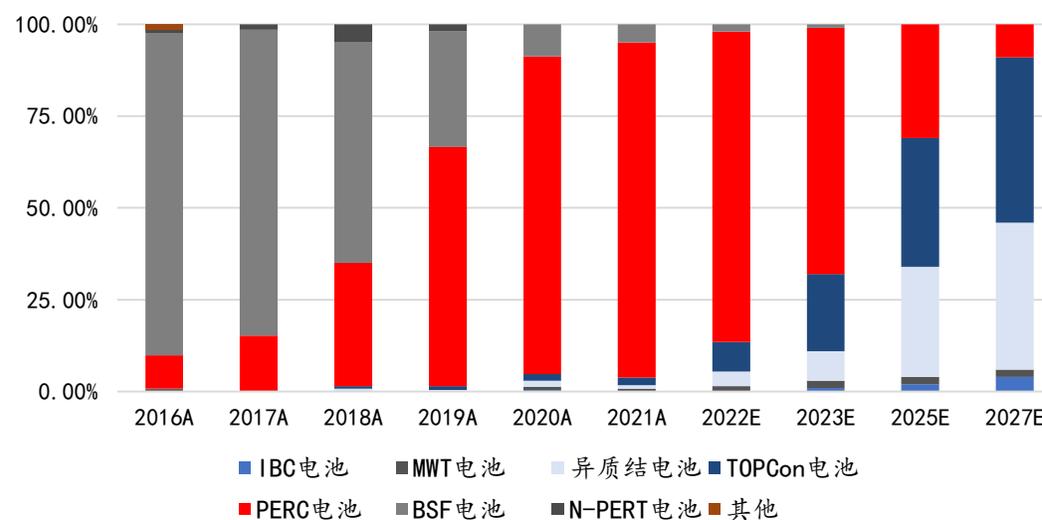
TOPCon将在2023年大规模投产；随着HJT效率提升以及成本下降，HJT有望较快实现更大规模量产；XBC有望凭借较高的起步效率以及无栅线外表获取较为明显的优势，工艺的复杂性成为优质企业的壁垒。

图11: N型新技术效率优势明显，上升潜力较大



资料来源: CPIA, 太平洋研究院整理

图12: 过去一轮技术迭代, 新技术渗透率三年内快速提升



资料来源: CPIA, 太平洋研究院整理

2.3 公司产线数据位居行业前列，TOPCon新产能凸显阿尔法

公司产线数据位居行业前列，截至2022年三季度，转换效率24.9%+，良率与Perc齐平，位居行业前列。

在优质产业数据外，公司持续推进降本增效，持续推进薄片化、细栅线、SE激光等强有力的降本增效手段的产业化。

在后续TOPCon提效上，公司思路清晰，有望持续引领TOPCon提效。

表4：公司产线数据位居行业前列，TOPCon新产能凸显阿尔法（相关数据仅供参考）

182尺寸TOPCon电池片	单位	2022	2023	2024	2025
单瓦售价（不含税）	元/W	1.11	1.03	0.88	0.77
单位成本	元/W	0.95	0.83	0.72	0.63
硅片成本	元/W	0.75	0.65	0.54	0.46
硅片价格	元/片	6.13	5.39	4.64	4.17
转换效率	%	24.80%	25.40%	26.00%	26.50%
面积（At）	mm ²	33080.00	33080.00	33080.00	33080.00
单片瓦数	W/片	8.20	8.40	8.60	8.77
良率	%	96.50%	97.20%	97.50%	98.00%
非硅成本	元/W	0.20	0.18	0.18	0.17
银浆	元/W	0.06	0.05	0.04	0.03
折旧	元/W	0.04	0.04	0.04	0.04
能耗	元/W	0.05	0.05	0.05	0.05
其他	元/W	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利	元/W	0.16	0.20	0.16	0.14
费用率	%	8%	8%	8%	8%
费用	元/W	0.09	0.08	0.07	0.06
单位盈利	元/W	0.08	0.11	0.09	0.08

资料来源：公司公告，PV InfoLink，太平洋研究院整理（行业变化较快，仅供参考）

2.4 TOPCon率先开启大规模量产，钧达股份投产节奏位居前列

晶科能源、中来股份、天合光能、晶澳科技、通威股份等老牌有实力的企业正在加速TOPCon产能的建设，钧达股份、沐邦高科、聆达股份等新玩家大步迈入TOPCon这一技术领域，其中晶科能源、钧达股份投产节奏引领TOPCon量产。

根据亚化咨询预计，2023年中国TOPCon电池产能将接近200GW。我们预计TOPCon出货在100-150GW之间。

表5：TOPCon率先开启大规模量产，钧达股份投产节奏位居前列

	单位	中试线	2022E	2023E	公司情况
晶科能源	GW	0.8	16	35	晶科能源实验室TOPCon电池全面积转化效率达26.10%，刷新世界纪录。滁州一期、合肥一期总计16GW产能已实现满产，良率、效率、落地节奏等引领市场。预计晶科能源TOPCon产能良率、效率、成本控制等方面的优势领先行业半年以上。
天合光能	GW	0.5	8	20	天合光能中试线最高单片效率能达到25.5%，中试线效率能够稳定在24.7%。宿迁8GW产能有望在2022年四季度落地。
晶澳科技	GW	0.1	1.5	27	晶澳科技N型产品倍秀（Bycium）电池，采用的是TOPCon路线，实验室转换效率达到25%。义乌年产5GW的TOPCon电池项目有望2023年一季度前落地。
通威股份	GW	1.3	8.5	10-30	通威股份采用了自主研发、行业领先的210 PECVD多晶硅沉积技术路线，平均转换效率超过24.7%，8.5GW产能有望在2022年底建成投产。
中来股份	GW	0	7.6	20	中来股份通过TOPCon3.0实现实验室效率26.10%，TOPCon1.0采用LPCVD技术路线，TOPCon2.0采用独创POPAID路线，公司对TOPCon有独到的见解，TOPCon3.0有望在2023年落地，快速实现NP同本。
钧达股份	GW	0	8	31	钧达股份收购捷泰科技完成向光伏业转型。滁州一期8GW的TOPCon项目将在2022年四季度实现满产，目前产线数据处于行业前列。规划的滁州二期项目由8GW提升至10GW，有望在2023年二季度投产。涟水县一期13GW预计在2023年年中投产。
聆达股份	GW	0	5	5	根据捷佳伟创公开消息，2022年11月，聆达股份通过捷佳伟创定制的5GW TOPCon PEpoly高效光伏电池整线装备工程进入生产阶段。
亿晶光电	GW	0	0	10	亿晶光电10GW的TOPCon产能有望在2023年二季度投产，作为行业老兵，有望依托海外扎实的品牌、渠道，充分享受TOPCon电池、组件的溢价。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

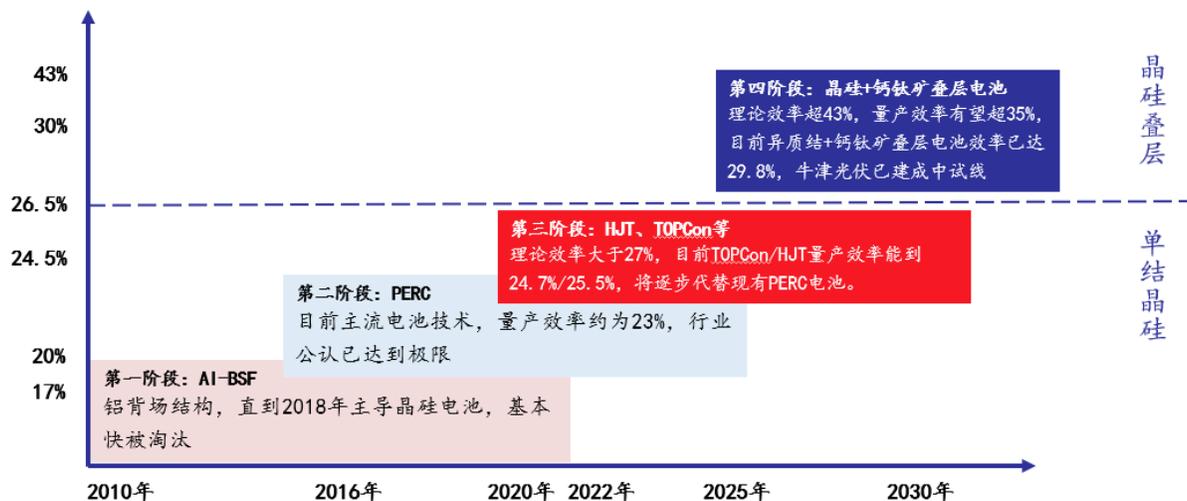
守正 出奇 宁静 致远

2.5 公司有望基于自身TOPCon优势，推进TBC技术的产业化

过去每个技术迭代周期差不多是10年，HJT、TOPCon等新型高效电池也即将步入产能加速建设周期。TOPCon因切入成本低，在技术迭代前期能取得优势，而后向TBC转型加快效率提升，最终朝着叠层技术发展。

公司有望借助TOPCon技术优势，为后续TBC量产做好充分准备。TOPCon中的独特结构隧穿氧化层也应用在TBC中，公司有望凭借将TOPCon效率提升的经验应用在TBC当中，较为领先地完成TBC的实验、中试以及量产。

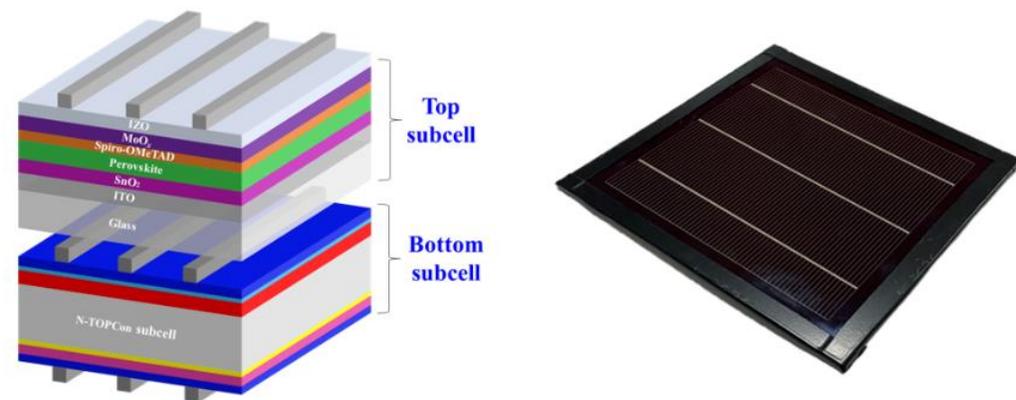
图13：未来技术路径



资料来源：中来股份，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图14：钙钛矿叠层TOPCon示意图



资料来源：CPIA，SPIC，太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

目录 Contents

- 1 技术团队研发功底深厚，转型以来营收与盈利齐升
- 2 电池片环节盈利持续提升，公司TOPCon新产能阿尔法凸显
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

3 投资建议及盈利预测

我们预计2022/2023/2024年钧达股份全年出货量有望超过11.3/30.5/53.5GW，未来市占率有望持续提升。产能方面，安徽滁州二期10GW N型TOPCon电池和江苏涟水26GW N型TOPCon电池项目正在逐步落地中，2023/2024年产能有望提升至40.5/53.5GW。技术方面，公司PERC产品量产转换效率达23.5%，N型TOPCon产品量产效率达24.9%以上。扩产周期方面，电池产能建设需要5-6月，公司滁州8GW TOPcon产能已于三季度末达产，领先行业，有望率先抢先占市场。

我们预计2022/2023/2024年公司营业收入分别为122.41/289.13/393.57亿元,同比增长327.51%/136.20%/36.12%；归母净利润分别为7.78亿元、20.68亿元、27.77亿元，同比增长-535.28%/165.96%/34.29%，对应EPS分别为5.49/14.61/19.62元，当前股价对应PE为38.16/14.34/10.68。首次评级，给予“买入”评级。

表6：公司2023/2024年TOPCon产能有望达到31/44GW

	单位	2022E	2023E	2024E
Perc产能	GW	9.5	9.5	9.5
TOPCon产能	GW	8	31	44

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

表7：公司2022-2024盈利能力预测指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	28.63	122.41	289.13	393.57
YOY (%)	233.54%	327.51%	136.20%	36.12%
归母净利润 (亿元)	-1.79	7.78	20.68	27.77
YOY (%)	-1418.69%	-535.28%	165.96%	34.29%
EPS (元/股)	-1.35	5.49	14.61	19.62
P/E	-155.19	38.16	14.34	10.68

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

3 投资建议及盈利预测

表8：可比公司PE估值(除隆基绿能、爱旭股份、钧达股份外，其余公司系根据Wind一致预期，2022年12月2日收盘价)

公司代码	公司简称	评级	收盘价	归母净利润（百万元）			PE			EPS		
			2022/12/02	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601012.SH	隆基绿能	买入	47.98	14,335.00	18,941.00	24,021.00	25.39	19.19	15.14	1.89	2.50	3.17
688223.SH	晶科能源	未评级	15.89	2,714.33	5,411.01	7,131.90	62.56	31.38	23.81	0.27	0.54	0.71
002459.SZ	晶澳科技	未评级	58.79	4,644.09	7,053.02	9,157.35	29.41	19.37	14.92	1.97	2.99	3.89
688599.SH	天合光能	未评级	67.31	3,679.85	6,592.22	8,704.64	37.91	21.16	16.02	1.70	3.04	4.01
600732.SH	爱旭股份	买入	41.52	2,226.00	3,525.00	4,449.00	21.29	13.39	10.62	1.95	3.10	3.91
	平均						35.31	20.90	16.10			
002865.SZ	钧达股份	买入	209.50	777.57	2,068.00	2,777.17	38.16	14.34	10.68	5.49	14.61	19.62

资料来源：Wind，公司公告，太平洋研究院整理

资产负债表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	333	491	3464	11551	18442
应收和预付款项	227	260	2418	4992	6563
存货	189	438	2582	5550	7411
其他流动资产	108	493	332	637	836
流动资产合计	858	1682	8796	22729	33252
长期股权投资	56	44	44	44	44
投资性房地产	12	11	11	11	11
固定资产	375	2416	2416	2416	2416
在建工程	96	237	343	461	575
无形资产开发支出	141	300	300	300	300
长期待摊费用	266	283	283	283	283
其他非流动资产	54	1042	1042	1042	1042
资产总计	1858	6015	13236	27286	37923
短期借款	50	177	177	177	177
应付和预收款项	238	968	4232	9466	12947
长期借款	35	130	130	130	130
其他负债	487	3136	6310	13059	17438
负债合计	810	4411	10849	22832	30692
股本	129	137	142	142	142
资本公积	513	661	661	661	661
留存收益	378	193	970	3038	5816
归母公司股东权益	1048	1002	1784	3852	6629
少数股东权益	0	602	602	602	602
股东权益合计	1048	1604	2386	4454	7231
负债和股东权益	1858	6015	13236	27286	37923

利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	858	2863	12241	28913	39357
营业成本	663	2521	10650	24491	33223
营业税金及附加	9	15	37	145	197
销售费用	19	20	135	405	630
管理费用	86	132	269	723	1023
财务费用	38	45	15	12	(13)
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	21	(8)	6	14	20
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	6	(101)	891	2445	3274
其他非经营损益	9	0	(27)	(68)	(82)
利润总额	15	(101)	864	2377	3192
所得税	2	33	86	309	415
净利润	14	(134)	778	2068	2777
少数股东损益	0	44	0	0	0
归母股东净利润	14	(179)	778	2068	2777

现金流量表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	50	581	3117	8280	7089
投资性现金流	20	(562)	(127)	(172)	(176)
融资性现金流	21	(112)	(18)	(22)	(22)
现金增加额	91	(93)	2973	8087	6891

目录 Contents

- 1 技术团队研发功底深厚，转型以来营收与盈利齐升
- 2 电池片环节盈利持续提升，公司TOPCon新产能阿尔法凸显
- 3 投资建议及盈利预测
- 4 风险提示

4.风险提示

- 1) 全球光伏新增装机需求不及预期。
- 2) 行业新技术迭代超预期。
- 3) 公司产能投放进度不及预期。

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

销售人员

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	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@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	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@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
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。



期待与您合作！

THANKSFORWATCHING