

驰宏锌锗深度报告——

锌光熠熠驰宏志，铅程似锦锗业兴

太平洋证券研究院

首席 刘强 执业资格证书登记编号：S1190522080001

分析师 梁必果 执业资格证书登记编号：S1190524010001

分析师 谭甘露 执业资格证书登记编号：S1190524110001

分析师 钟欣材 执业资格证书登记编号：S1190524110004

报告摘要

- 1、专注铅锌锗产业七十余载。**公司前身会泽铅锌矿成立于1951年1月5日，其中锗为两弹一星的成功研制做出突出贡献，公司改制成立于2000年7月，于2004年4月在上海证券交易所上市挂牌交易，于2019年正式进入中铝集团管理序列。公司是一家以铅锌锗产业为主，集地质勘探、采矿、选矿、冶炼、化工、深加工、贸易和科研为一体的综合性矿业公司。
 - 2、公司资源禀赋优势显著，优质资产注入确定性高。**公司资源禀赋优势显著，截至2024年H1，公司具有铅锌精矿金属产能42万吨/年、铅锌精炼产能63万吨/年、锗产品含锗产能60吨/年、金银镉铋锑等稀贵金属1000余吨/年的综合生产能力。中国铜业旗下的青海鸿鑫、金鼎锌业、云铜锌业与驰宏锌锗存在同业竞争，中国铜业承诺将以资产注入的方式解决同业竞争问题。2024年1月，驰宏锌锗已完成收购青海鸿鑫100%股权，集团将继续推动金鼎锌业、云铜锌业的注入事宜。
 - 3、锌：产量连续两年小幅下降，政策发力之下需求有望触底回升。**根据USGS统计，2023年全球锌产量为1200万吨，同比-4.0%，自2021年后产量达1270万吨后，连续两年小幅下降。从下游需求结构来看，终端锌消费结构主要包括基础设施、建筑、交通工具、耐用消费品、机械、其他。近年来全球精炼锌需求在1400万吨左右，2024年1-9月全球精炼锌需求为1023万吨，同比+1.4%，随着宏观经济政策逐步发力，需求端有望触底回升。
 - 4、铅：产量较为稳定，下游主要为铅酸蓄电池，应用范围较广。**全球精炼铅近年来产量维持在1200至1300万吨左右，2023年中国再生铅产量为463万吨，占据国内铅精矿总供应的56%，再生铅产业链较为成熟。从下游需求结构来看，2022年中国原生铅/再生铅主要下游为铅酸蓄电池，需求占比约80%，铅酸蓄电池主要应用于动力电池、储能电池、备用电源电池、启动电池，下游应用范围较广。
 - 5、锗：全球多国将锗列入关键原材料清单，主要应用于红外成像仪等领域。**根据USGS统计，全球已探明的锗资源储量为8600吨，主要分布在美国、中国、俄罗斯等国，由于锗资源较为稀缺，全球多个国家已经把锗列为战略资源进行保护。锗具有优异的半导体特性和高红外折射率，主要应用于红外成像仪、光纤通讯材料、太阳能电池等。
 - 6、盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为224.5/238.6/251.5亿元，归母净利润分别为18.6/21.2/23.6亿元，对应EPS分别为0.36/0.42/0.46元/股。公司作为锌铅锗国内全产业链龙头企业，我们看好公司长期发展趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**价格大幅波动风险，供应端超预期释放，下游需求不及预期。

目录

- 1、**专注铅锌锗产业七十余载，经营质量持续提升**
- 2、铅锌供应维稳需求有望回暖，锗战略地位显著
- 3、盈利预测与估值
- 4、风险提示

1.1 发展历程：专注铅锌锗产业七十余载

➤ **专注铅锌锗产业七十余载，综合竞争力名列国内铅锌行业前茅。**云南驰宏锌锗股份有限公司前身会泽铅锌矿成立于1951年1月5日，其中锗为两弹一星的成功研制做出突出贡献，公司改制成立于2000年7月，于2004年4月在上海证券交易所上市挂牌交易，于2019年正式进入中铝集团管理序列。公司是一家以铅锌锗产业为主，集地质勘探、采矿、选矿、冶炼、化工、深加工、贸易和科研为一体的综合性矿业公司，综合竞争力名列国内铅锌行业前茅。

图表1：公司专注铅锌锗行业，综合竞争力名列前茅



1.2 股权结构：公司实控人为国务院国资委

► **公司实控人为国务院国有资产监督管理委员会。**公司控股股东为云南冶金集团股份有限公司，直接持有公司38.19%股份，云南冶金集团为中国铝业集团子公司，公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图表2：公司实控人为国务院国资委（截至2024年Q3末）



1.3 产品类型：以锌、铅、锗业务为核心，产业链布局完善

➤公司围绕锌、铅、锗业务为核心，产业链布局完善。公司拥有“7座矿山+4座冶炼厂”的矿冶一体化产业布局，主要分布在两国（加拿大、卢森堡）、四省（云南省、贵州省、青海省、黑龙江省）、三区（内蒙古自治区、西藏自治区和香港特别行政区）、一市（上海市）。公司主要从事锌、铅、锗系列产品的采选、冶炼、深加工、销售与贸易业务，是国内资源自给率较高、冶炼规模最大和产业链最完整的大型铅锌企业之一。

图表3：公司业务布局



1.4 产能分析：锌铅资源禀赋优势显著

► **公司主力矿山品位较高，资源禀赋优势显著。**公司主力矿山品位较高，资源禀赋优势显著，截至2024年H1，公司具有铅锌精矿金属产能42万吨/年、铅锌精炼产能63万吨/年、锗产品含锗产能60吨/年、金银镉铋锑等稀贵金属1000余吨/年的综合生产能力。其中西藏鑫湖为在建矿山，建成后预计形成2万吨/年的矿山铅锌金属产能，截止2024H1末一期项目已建设完成，正在筹备投产的前期工作；青海鸿鑫2024年1月完成关联方股权收购，正式成为公司全资子公司。

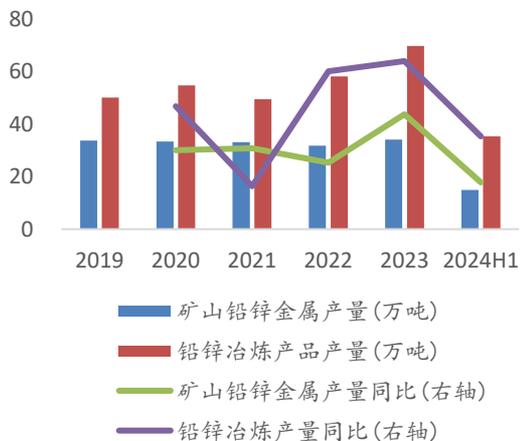
图表4：公司矿山统计（截至2024年H1）

矿山	地区	产能(万吨/年)	锌铅品位	状态
会泽铅锌矿区	云南	17.5	25%-27%	在产
彝良铅锌矿区	云南	13.0	19%-20%	在产
荣达甲乌拉铅锌银矿	内蒙古	5.0	6%-7%	在产
永昌铅锌	云南	3.0	7.5%-8.5%	在产
西藏鑫湖	西藏		13%-14%	在建
青海鸿鑫牛苦头矿	青海	3.5	4%-6%	在产
塞尔温铅锌矿区	加拿大			开发论证阶段
合计		42.0		

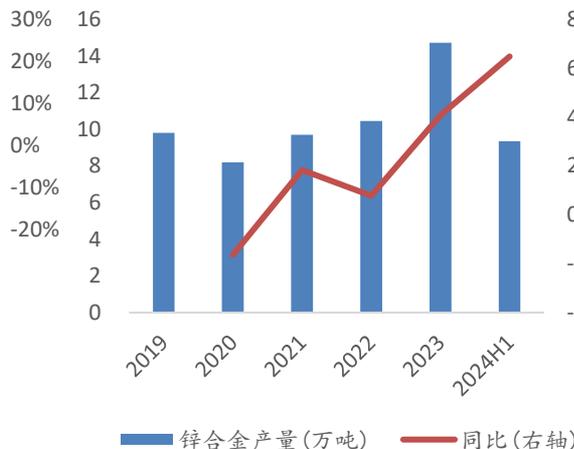
1.5 产量分析：矿山铅锌产量稳定，锌合金、锕产品增长显著

► **矿山铅锌产量稳定，锌合金、锕产品含锕产量增长显著。**公司矿山锌铅金属产量较为稳定，2019-2023年维持在32至34万吨之间，2024H1实现产量14.9万吨，同比-8.9%，主要系会泽矿业选矿厂提质增效项目建设致其选矿系统停产，以及荣达矿业因安全生产许可证办理问题部分生产系统停产影响所致。公司铅锌冶炼产品产量稳步提升，从2019年的50.2万吨增长至2023年的69.8万吨，复合增速为+8.6%。公司加速布局锌合金产业，2023年锌合金产量为14.7万吨，同比+40.8%；2024H1产量为9.3万吨，同比+64.7%。公司蓄势赋能锕产业链，2023年锕产品含锕产量为65.9吨，同比+18.0%；2024H1产量为34.3吨，同比+6.8%。

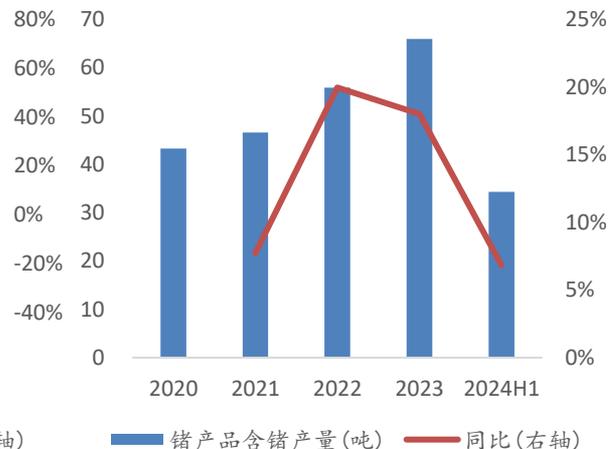
图表5：公司矿山、冶炼产量



图表6：公司锌合金产量



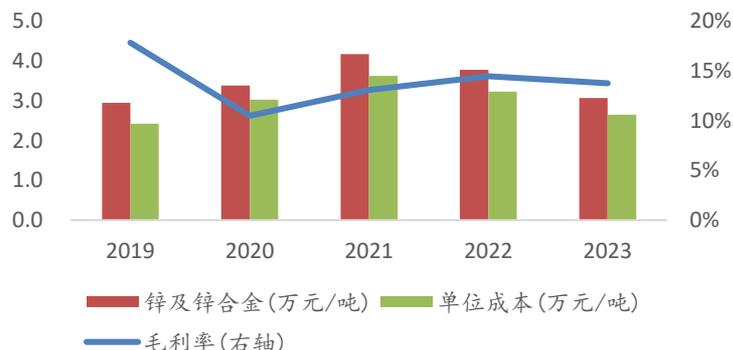
图表7：公司锕产品产量



1.6 成本分析：成本挖潜效果显著

►精益管理带来成本下降，锌、铅毛利率维持稳定。公司成本挖潜效果明显，2023年公司矿山C3成本稳定保持行业前1/4分位，冶炼C3成本首次“破五”进入行业前1/2水平。

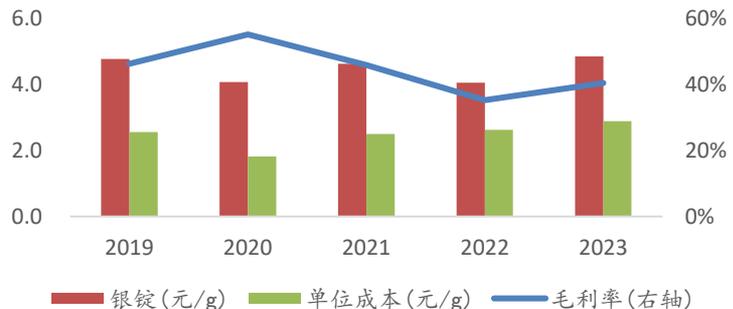
图表8：锌及锌合金售价与毛利率



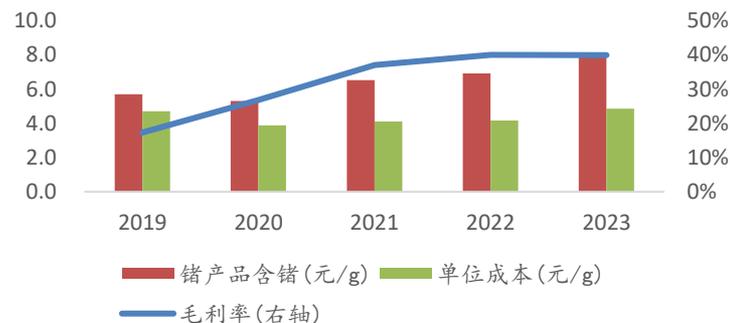
图表9：铅锭售价与毛利率



图表10：银锭售价与毛利率



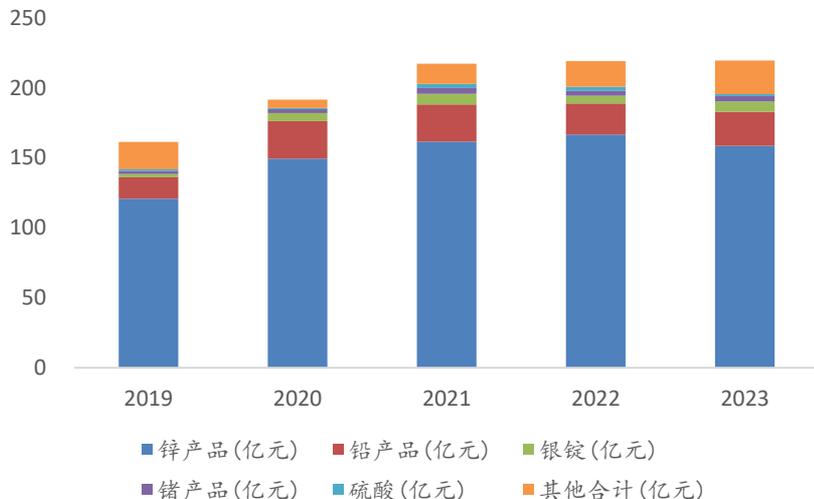
图表11：锗产品含锗售价毛利率



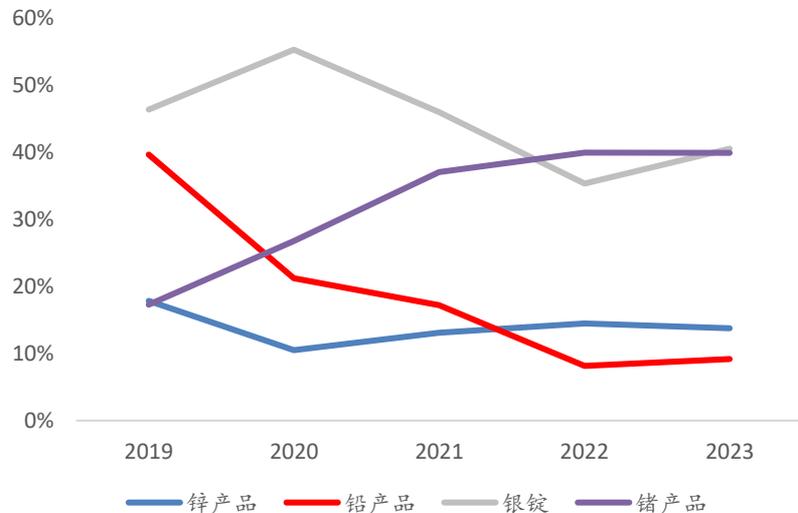
1.7 业务分析：锡锭、锌产品为高毛利率业务

➤ **锌产品、铅产品为主要收入来源，银锭、锗产品毛利率较高。**2023年公司锌产品、铅产品、银锭、锗产品、硫酸、其他产品收入分别为158.6/24.2/7.4/3.9/1.4/24.1亿元，占比分别为72.2%/11.0%/3.3%/1.8%/0.6%/11.0%。毛利率端，2023年公司锌产品、铅产品、银锭、锗产品毛利率分别为13.8%/9.2%/40.5%/39.9%，银锭、锗产品毛利率较高。

图表12：锌、铅产品等为主要收入来源



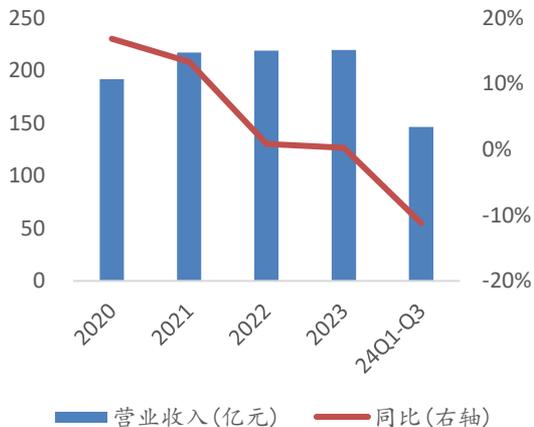
图表13：银锭、锗产品毛利率较高



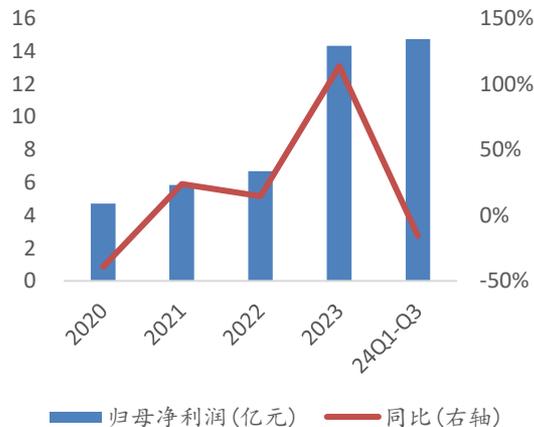
1.8 收入分析：盈利能力显著提升

➤ **营收稳定增长，毛利率/净利率持续提升带动净利润明显增长。** 近年来公司收入保持稳定增长，2020年至2023年，营收自191.6亿元增长至219.5亿元，复合增速为+4.6%；同期，公司归母净利润自4.7亿元增长至14.3亿元，复合增速为+44.8%。通过持续精益管理，公司毛利率、净利率均有明显提升，2020年至2023年，毛利率自13.3%提升至16.1%，净利率自2.5%提升至6.5%。

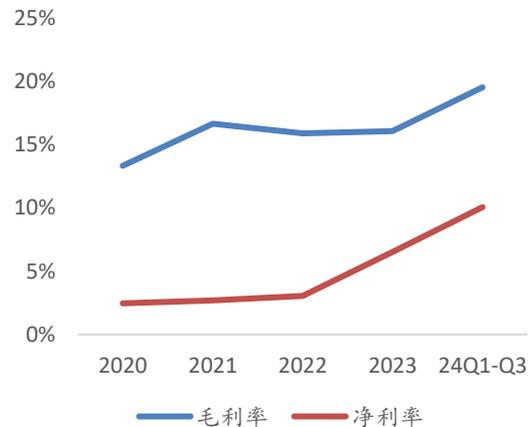
图表14：公司营业收入及增速



图表15：公司归母净利润及增速



图表16：公司毛利率/净利率



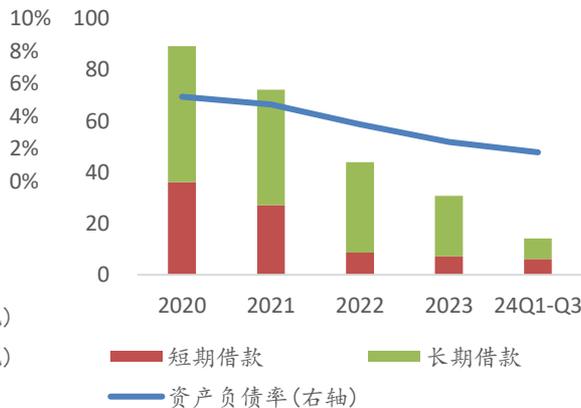
1.9 财务分析：费用、负债率下降，ROE及分红持续提升

▶ **期间费用率、负债率持续下降，ROE、现金分红不断提升。** 2021年至2023年，公司销售、管理、研发、财务费用率合计从8.31%下降至5.53%，费用端优化较为明显；2020年至2023年，公司资产负债率从41.7%下降至31.1%，2024年Q3进一步下降至28.7%，财务杠杆下降显著；短期/长期借款从53.1/36.2亿元下降至23.7/7.1亿元，2024年Q3进一步下降至8.0/6.1亿元；ROE从3.2%上升至9.1%，经营质量不断提升。近年来公司持续加大分红回报，2020年至2023年，公司现金分红分别为2.6/6.1/6.1/7.1亿元，股利支付率分别为54.0%/104.5%/91.2%/49.7%。

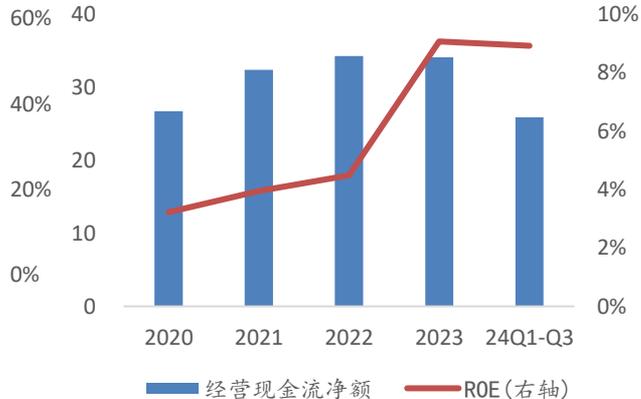
图表17：公司期间费用率



图表18：公司负债率不断降低



图表19：公司ROE持续提升



1.10 优质资产注入确定性强

- **优质资产注入确定性高，青海鸿鑫已并表。** 2018年12月，云南省国资委完成向中铝集团子公司中国铜业无偿化转云南冶金51%股权，中国铜业旗下的青海鸿鑫、金鼎锌业、云铜锌业与驰宏锌锗存在同业竞争，中国铜业承诺将以资产注入的方式解决同业竞争问题。2024年1月，驰宏锌锗已完成收购青海鸿鑫100%股权，集团将继续推动金鼎锌业、云铜锌业的注入事宜。
- **金鼎锌业拥有国内第二大铅锌矿。** 金鼎锌业旗下兰坪铅锌矿是中国第二大铅锌矿，根据中国铜业有限公司2023年度跟踪评级报告，该矿山保有铅锌金属量963万吨，属特大型矿山，2022年金鼎锌业生产矿产锌9.68万吨，冶炼锌产量9.3万。云铜锌业主业为电锌冶炼，截至2022年生产规模为电镀锌锭10万吨/年、工业硫酸12万吨/年、次氧化锌粉2.8万吨/年。

图表20：中国铜业旗下锌铅企业



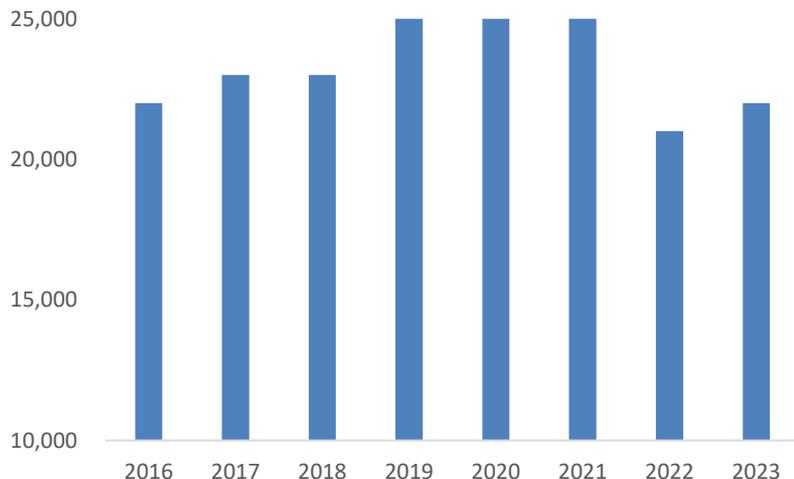
目录

- 1、专注铅锌锗产业七十余载，经营质量持续提升
- 2、铅锌供应维稳需求有望回暖，锗战略地位显著**
- 3、盈利预测与估值
- 4、风险提示

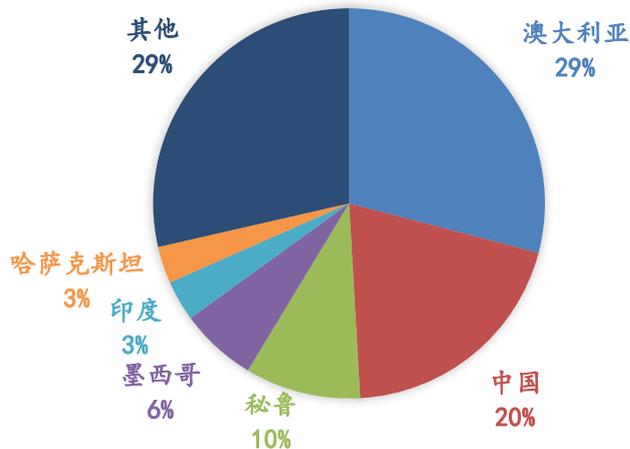
2.1 锌资源：储量自2021年后有所减少

➤ 锌储量主要集中在澳大利亚、中国、秘鲁等国，自2021年以来储量有所减少。根据USGS统计，2023年全球锌储量为22000万吨，自2021年储量达25000万吨后有所减少。从国家来看，锌储量主要集中在澳大利亚、中国、秘鲁、墨西哥、印度等国，2023年锡储量前五国家合计占比为68%，中国锌储量占比20%，为全球第二大锌资源国。

图表21：全球锌资源储量(万吨)



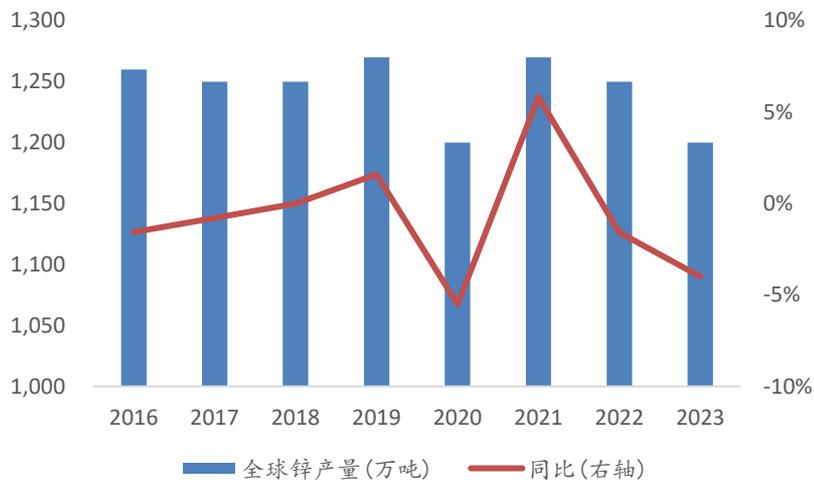
图表22：2023年主要国家锌资源储量占比



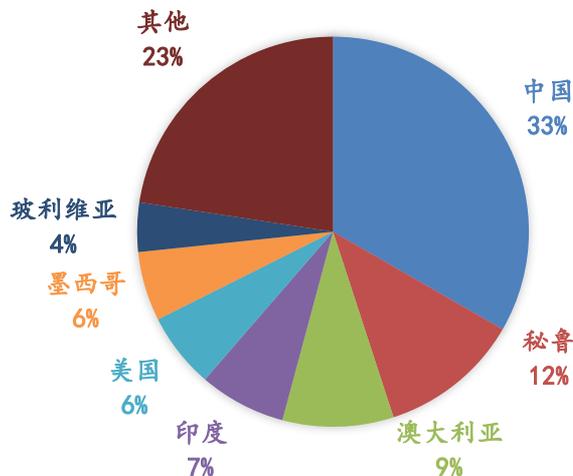
2.1 锌产量：连续两年小幅下降

➤全球锌产量连续两年小幅下降，中国为最大锌产量国。根据USGS统计，2023年全球锌产量为1200万吨，同比-4.0%，自2021年后产量达1270万吨后，连续两年小幅下降。从国家来看，锌产量主要集中在中国、秘鲁、澳大利亚、印度、美国等国，2023年锌产量前五国家合计占比为68%，中国锌产量占比为33%，为全球最大锌产量国。

图表23：全球锌产量(万吨)及增速



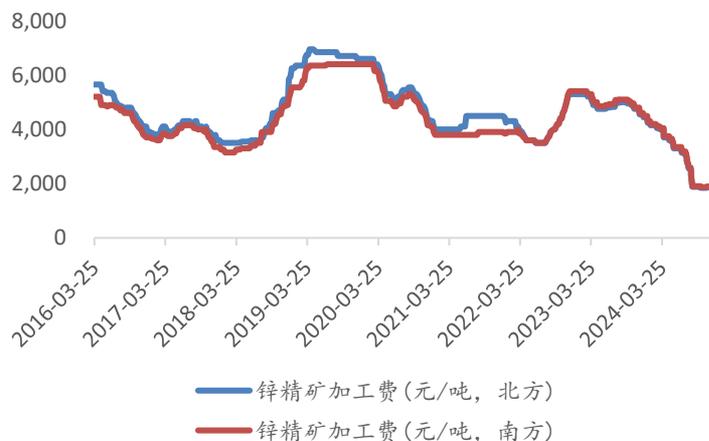
图表24：2023年主要国家锌产量占比



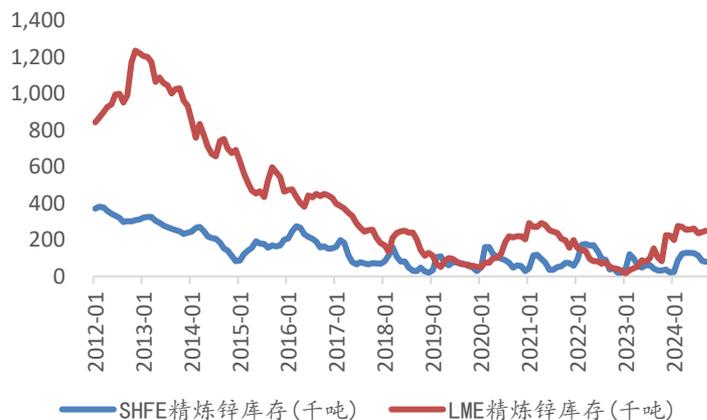
2.1 锌库存：锌精矿加工费明显下降

➤ 矿端紧缺致锌精矿加工费明显下降，SHFE、LME精炼锌库存维持较低水平。受全球矿山产量下降影响，2023年以来，锌精矿加工费呈现持续走低的趋势，从4500元/吨左右下跌至1900元/吨左右，体现出矿端的紧缺现状。库存端，SHFE、LME精炼锌库存自2013年后明显减少，SHFE精炼锌库存自37万吨左右下降至8万吨左右，LME精炼锌库存自最高120万吨左右下降至25万吨左右，自2018年后维持较低水平。

图表25：国内锌精矿加工费（元/吨）



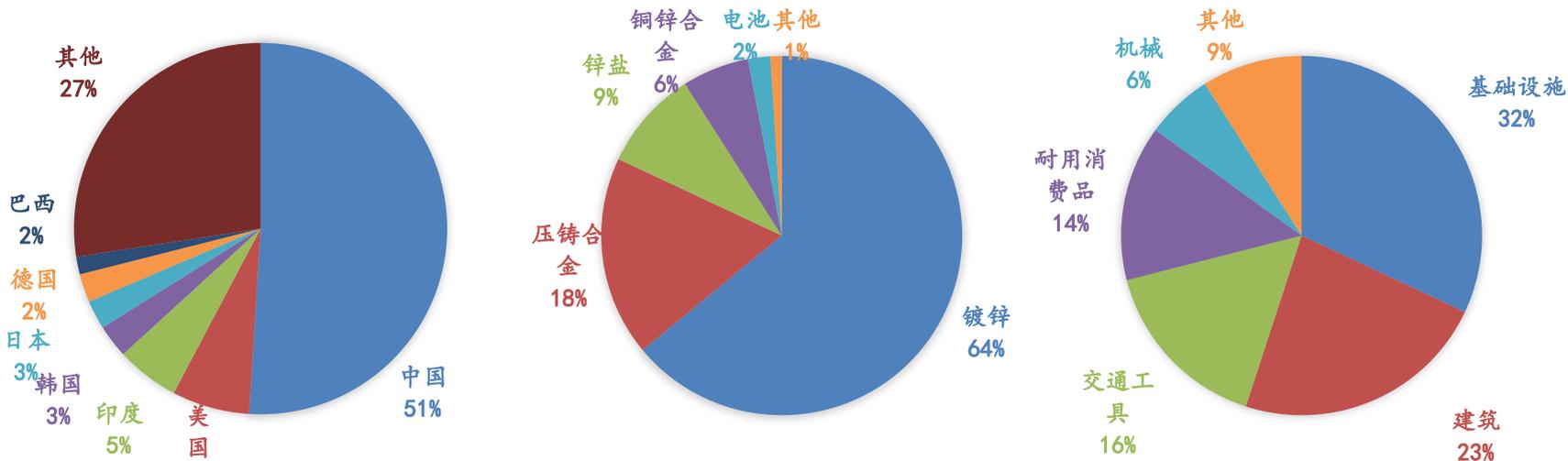
图表26：SHFE、LME锌精矿库存（千吨）



2.1 锌需求：基建、交运等对锌需求影响较大

➤中国占据全球锌需求的50%左右，基建、交运等对锌需求影响较大。分国家看，2023年中国锌需求占据全球总需求的51%，近年来中国持续占据全球锌需求的50%左右。从下游需求结构来看，2022年中国锌消费结构主要包括锡镀锌、压铸合金、锌盐、铜锌合金、电池、其他，占比分别为64%/18%/9%/6%/2%/1%，终端锌消费结构主要包括基础设施、建筑、交通工具、耐用消费品、机械、其他，占比分别为32%/23%/16%/14%/6%/9%，基建、交运等对锌需求影响最大。

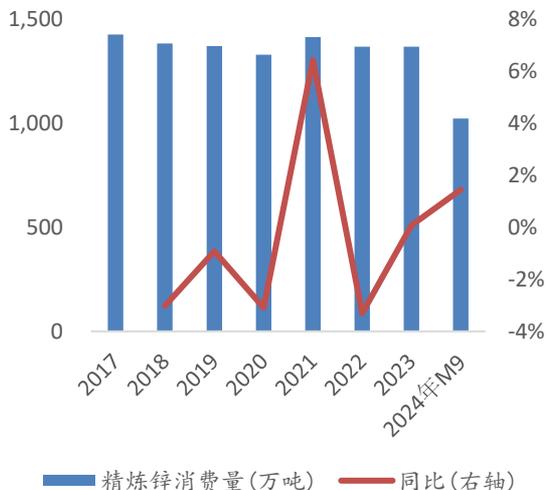
图表27：2023年全球锌需求(按国家) 图表28：2022年中国锌消费结构 图表29：2022年中国锌消费终端结构



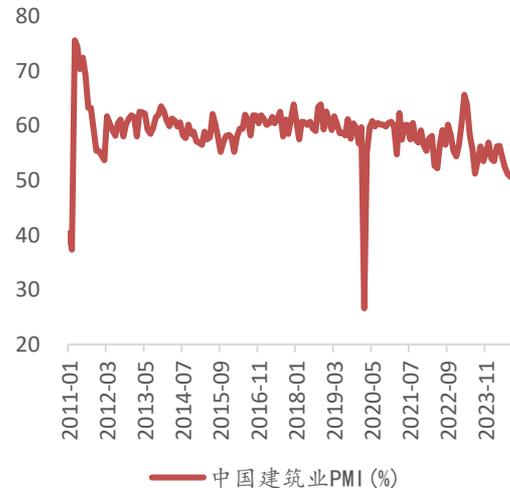
2.1 锌需求：全球需求维稳，静待国内政策发力

▶ **全球锌需求维稳，国内宏观政策逐步发力有望带动建筑业触底回升。**根据国际铅锌研究小组数据显示，近年来全球精炼锌需求在1400万吨左右，2024年1-9月全球精炼锌需求为1023万吨，同比+1.4%。根据国家统计局等数据，2024年中国建筑业PMI同比有所下降，但始终维持在50%荣枯线之上；中国基础设施投资保持一定增长，2024年10月同比+9.35%，需求端有一定支撑，随着宏观经济政策逐步发力，需求端有望触底回升。

图表30：2023年全球精炼锌消费量



图表31：中国建筑业PMI(%)



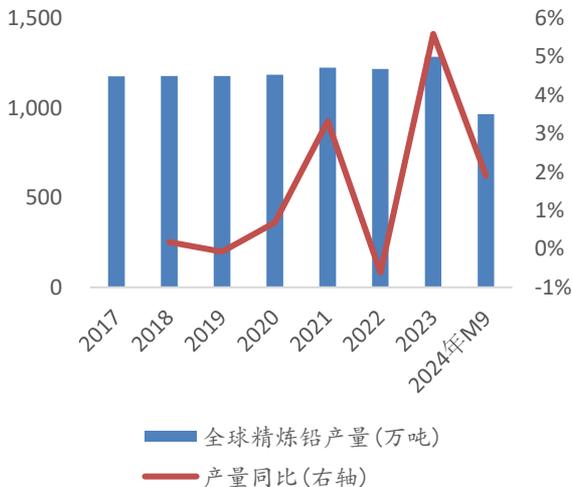
图表32：中国基础设施投资累计同比(%)



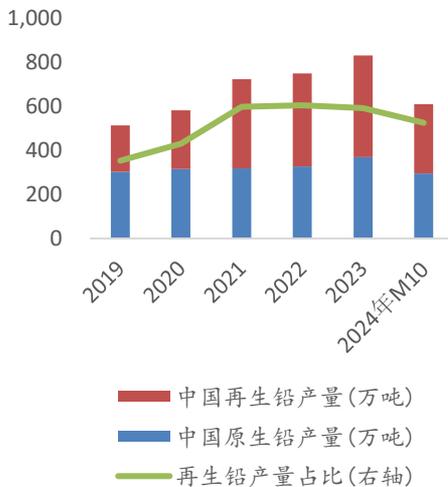
2.2 铅供应：产量维稳，加工费持续走低

➤产量较为稳定，加工费持续走低。根据国际铅锌研究小组数据显示，2023年全球精炼铅产量为1285万吨，同比+5.6%；2024年1-9月全球精炼铅产量为965万吨，同比+1.9%，近年来产量维持在1200至1300万吨左右。2023年中国再生铅产量为463万吨，占据国内铅精矿总供应的56%，再生铅产业链较为成熟。中国铅精矿加工费自2023年以来下跌明显，从1200元/吨下跌至600元/吨，主要系在国内环保、绿色矿山改造等一些列政策下，新投建铅锌矿项目的资金和技术门槛提高，矿端供应较为紧缺，以及铅矿伴生的其他金属的计价也逐步纳入铅精矿加工费报价考虑范围所致。

图表33：全球精炼铅产量及增速



图表34：中国再生铅产量比例



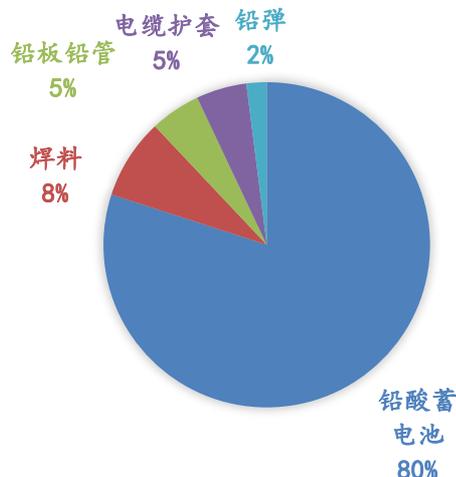
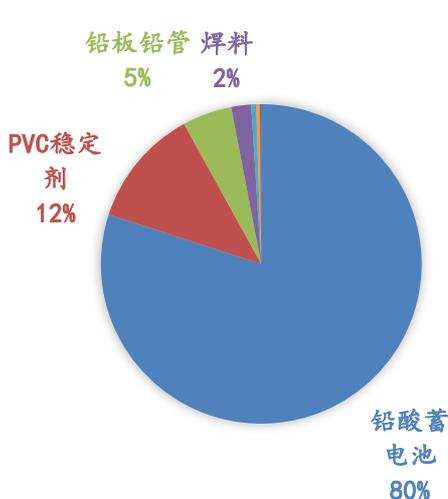
图表35：中国铅精矿加工费



2.2 铅需求：下游主要为铅酸蓄电池，应用范围较广

➤ **下游主要为铅酸蓄电池，应用范围较广。**根据国际铅锌研究小组数据显示，2023年全球精炼铅需求为1266万吨，同比+4.6%；2024年1-9月全球精炼铅产量为970万吨，同比+3.3%，需求较为稳定。从下游需求结构来看，2022年中国原生铅/再生铅主要下游为铅酸蓄电池，需求占比约80%。铅酸蓄电池主要应用于动力电池（叉车、电动车、电动自行车等）、储能电池、备用电源电池（通讯、计算机系统等）、启动电池（汽车、摩托车等），下游应用范围较广。

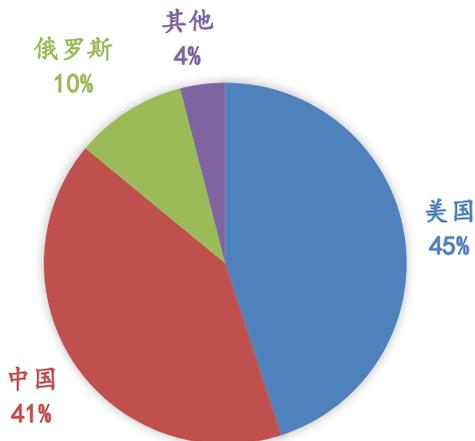
图表36：全球精炼铅需求及增速 图表37：2022年中国原生铅消费结构 图表38：2022年中国再生铅消费结构



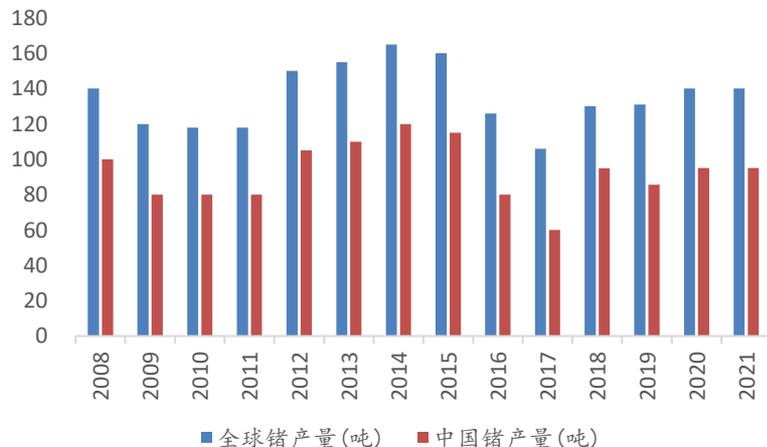
2.3 锆供应：多国列为战略资源，供应较为刚性

➤全球多国将锆列入关键原材料清单，供应端较为刚性。根据USGS统计，全球已探明的锆资源储量为8600吨，主要分布在美国、中国、俄罗斯等国，占比分别为45%/41%/10%。产量方面，2021年全球锆金属产量为140吨，其中中国锆金属产量为95吨，占比为68%。由于锆资源较为稀缺，全球多个国家已经把锆列为战略资源进行保护，英国于2017年将锆列入61种关键原材料目录，美国于2018年将锆列为关键矿产目录，2023年7月中国海关总署和商务部宣布对金属镓和锆进行出口管制，由于全球多国对于锆资源的保护，锆产量较为刚性。

图表39：2022年全球锆储量



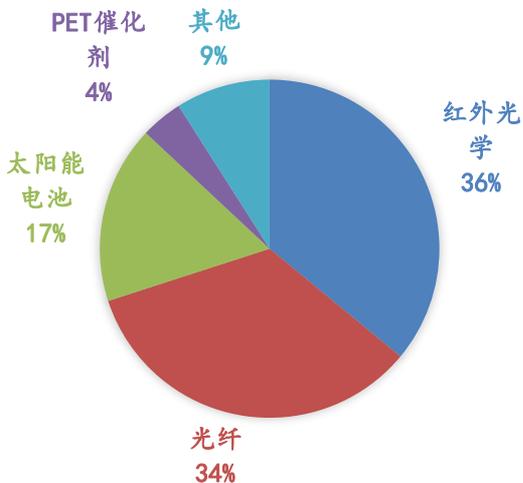
图表40：全球及中国锆产量



2.3 锗需求：主要用于红外光学、光纤等

➤主要应用于红外成像仪、光纤通讯材料、太阳能电池等。锗具有优异的半导体特性和高红外折射率，主要应用于红外成像仪、光纤通讯材料、太阳能电池等，根据CNKI统计，锗下游消费结构主要为红外光学、光纤、太阳能电池、PET催化剂及其他，占比分别为36%/34%/17%/4%/9%。由于锗金属较为稀缺，供应端相对刚性，需求变化对其价格造成较大影响，锗价格波动幅度较大，2024年5月以来，锗价格从10元/g上涨至19元/g。

图表41：全球锗消费结构



图表42：锗价格波动较大



目录

- 1、专注铅锌锆产业七十余载，经营质量持续提升
- 2、铅锌供应维稳需求有望回暖，锆战略地位显著
- 3、盈利预测与估值**
- 4、风险提示

3 盈利预测与投资建议

- **关键假设：**（1）随着公司矿山技改工程逐步完成，预计2024-2026年公司锌及锌合金销量分别为50.5/52.5/54.0万吨，铅锭销量分别为18.5/19.5/21.0万吨，银锭销量分别为165/175/180吨，锗产品含锗销量分别为50.0/50.0/50.0吨；（2）公司期间费用率保持稳定，2024-2026年销售费用率分别为0.2%/0.2%/0.2%，管理费用率分别为4.9%/4.9%/4.9%，财务费用率分别为0.5%/0.5%/0.5%，研发费用率分别为0.6%/0.6%/0.6%。
- **收入预测：**（1）锌产品收入：预计2024-2026年收入分别为158.6/168.5/176.0亿元；（2）铅产品收入：预计2024-2026年收入分别为25.9/27.7/30.5亿元；（3）银锭收入：预计2024-2026年收入分别为8.8/9.8/10.7亿元；（4）锗产品收入：预计2024-2026年收入分别为4.8/5.0/5.8亿元。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为224.5/238.6/251.5亿元，归母净利润分别为18.6/21.2/23.6亿元，对应EPS分别为0.36/0.42/0.46元/股。公司作为锌铅锗国内全产业链龙头企业，我们看好公司长期发展趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 盈利预测与投资建议

图表43：公司业务收入预测

		单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锌产品	营业收入	亿元	166.52	158.59	158.57	168.53	176.04
	营业成本	亿元	140.40	136.75	134.33	141.75	147.42
	毛利率		14.46%	13.77%	15.29%	15.89%	16.26%
铅产品	营业收入	亿元	22.35	24.21	25.90	27.69	30.45
	营业成本	亿元	20.53	21.99	23.50	24.96	27.30
	毛利率		8.15%	9.19%	9.29%	9.86%	10.34%
银锭	营业收入	亿元	5.36	7.35	8.75	9.84	10.71
	营业成本	亿元	3.47	4.37	4.87	5.34	5.65
	毛利率		35.32%	40.50%	44.34%	45.73%	47.23%
锗产品	营业收入	亿元	3.53	3.93	4.75	5.00	5.75
	营业成本	亿元	2.12	2.36	2.65	2.75	2.90
	毛利率		39.93%	39.90%	44.21%	45.00%	49.57%
硫酸	营业收入	亿元	2.86	1.39	1.50	1.50	1.50
	营业成本	亿元	2.27	2.05	1.50	1.50	1.50
	毛利率		20.42%	-47.48%	0.00%	0.00%	0.00%
其他合计	营业收入	亿元	18.38	24.07	25.00	26.00	27.00
	营业成本	亿元	13.38	16.75	17.50	18.24	19.05
	毛利率		27.20%	30.40%	30.00%	29.85%	29.44%

3 盈利预测与投资建议

图表44：盈利预测与财务指标

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	百万元	21,900	21,954	22,447	23,855	25,145
YoY		0.85%	0.24%	2.25%	6.27%	5.41%
归母净利润	百万元	670	1,433	1,857	2,115	2,357
YoY		14.58%	113.53%	29.58%	13.93%	11.41%
EPS	元/股	0.13	0.28	0.36	0.42	0.46
PE		44.26	20.71	15.96	14.01	12.57

图表45：可比公司PE估值（根据iFind一致预期，2024年12月16日收盘价）

证券代码	公司名称	股价 (元)	净利润 (百万元)			EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000426.SZ	兴业银锡	13.02	1,753	2,125	2,457	0.99	1.20	1.38	13.19	10.88	9.41
000060.SZ	中金岭南	4.94	968	1,138	1,323	0.26	0.30	0.35	19.16	16.30	13.98
000603.SZ	盛达资源	12.87	331	538	699	0.48	0.78	1.01	26.83	16.52	12.71
	均值								19.73	14.57	12.03
600497.SH	驰宏锌锗	5.92	1,857	2,115	2,357	0.36	0.42	0.46	15.96	14.01	12.57

目录

- 1、专注铅锌锗产业七十余载，经营质量持续提升
- 2、铅锌供应维稳需求有望回暖，锗战略地位显著
- 3、盈利预测与估值
- 4、风险提示**

风险提示

- 价格大幅波动风险；
- 供应端超预期释放；
- 下游需求不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



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证券投资咨询业务资格，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。