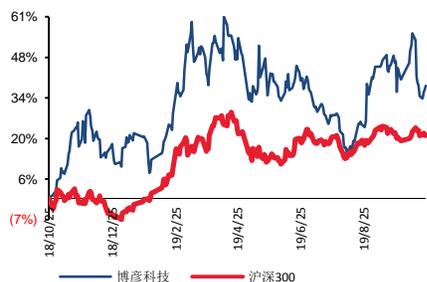


信息技术 软件与服务

迈入新一轮的成长放大期、估值修复和切换带来叠加向上空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	525/424
总市值/流通(百万元)	4,712/3,805
12个月最高/最低(元)	10.59/6.57

相关研究报告:

博彦科技(002649)《互联网IT外包需求上升带动公司业绩增长,未来有望持续》—2019/08/28

证券分析师: 王文龙

电话: 021-61376587

E-MAIL: wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080001

报告摘要

复盘全球IT外包龙头在经济触底和复苏初期的领涨表现:经济下坡期,企业大量裁员,技术部门做为成本项会规模缩减,而复苏初期大量企业采用保守的人员招聘规则,业务扩张时产生了对IT支撑系统的供求差,从控制成本的考虑大量增加外包需求。投资收益主要由估值修复和估值切换的双重空间叠加,具备与科技行业其他公司相当的涨幅空间。做为案例:Infosys和Wipro做为全球领先IT解决方案公司,均在09-10年的时间维度里获得较大的投资回报率,与科技行业中各类公司相比存在较大优势。

公司国内高增长依旧,海外市场增速提振。公司经历多轮战略升级,保持了长期稳定的成长性。公司18年储备了大量工程师团队,19年产能释放,获得收入和利润的同向高速增长,前三季度实现收入增速34%,净利润同比增长21%,扣非净利润同比增长60%,估值得到快速消化。19年人均创收、人均创利指标有望实现拐点向上。国内的互联网业务和海外的一带一路新市场推进拉动,贡献了公司的主要增长。

行业的成长潜力点:互联网业务中网络内容审核、识别类业务特征点标注是主要市场需求缺口;海外市场“一带一路”国家将为中国企业贡献稳健的外包业务需求;我国经济周期下行压力下,国内客户自发性的控成本而产生的外包需求放大等三大因素构成国内软件外包服务公司主要的成长点。预计公司2019-2021年的EPS分别为0.55元、0.71元和0.90元,维持“买入”评级。

风险因素:经济复苏节奏存在不确定性;公司员工薪酬存在上行压力;新产品研发需要持续性投入,获得规模经济效益的时间存在不确定性。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2883	3818	4964	6374
(+/-%)	28.13	32.43	30.02	28.40
净利润(百万元)	222	287	375	475
(+/-%)	1.87	29.53	30.51	26.62
摊薄每股收益(元)	0.42	0.55	0.71	0.90
市盈率(PE)	17.37	15.00	11.50	9.08

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

复盘全球 IT 外包龙头在经济触底和复苏初期的领涨表现.....	4
(一) INFOSYS 的历史发展态势展现.....	4
(二) WIPRO 的历史发展态势展现.....	6
(三) 由全球龙头的阶段表现判断最佳投资周期.....	7
公司增长逐级放大, 国内海外市场同向提振.....	9
(一) 公司经历多轮发展升级, 成长和业务构成表现稳健.....	9
(二) 19 年人均指标将有望拐点向上.....	10
(三) 国内外包业务和海外新市场推进成为主要增长.....	11
(四) 公司在重要领域的客户质量长期保持行业一流.....	14
主要行业的需求点来源.....	16
(一) 互联网行业: 网络内容审查和特征点标注存在较大缺口.....	16
(二) 海外市场: 国家“一带一路”配套拉动海外.....	16
(三) 外包行业: 经济下行期客户控成本压力较大产生外包需求.....	17
盈利预测与估值.....	19
(一) 盈利预测.....	19
(二) 估值.....	19
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: INFOSYS 营收情况.....	4
图表 2: INFOSYS 净利润情况.....	4
图表 3: INFOSYS 毛利率与净利率.....	4
图表 4: INFOSYS PE 倍数.....	4
图表 5: INFOSYS 员工数量情况.....	5
图表 6: WIPRO 营收增速不断放缓.....	6
图表 7: WIPRO 净利润情况.....	6
图表 8: WIPRO 毛利率与净利率.....	7
图表 9: WIPRO PE 倍数.....	7
图表 10: 2008 年底-2011 年初各公司股价增长倍数对比.....	8
图表 11: INFOSYS 经济危机后初期显著跑赢大盘.....	8
图表 12: WIPRO 经济危机后初期显著跑赢大盘.....	8
图表 13: 公司 2018 年收入按产品拆分.....	9
图表 14: 公司 IPO 时控股股权结构.....	10
图表 15: 公司员工规模不断增长.....	11
图表 16: 技术人员占比超 95%.....	11
图表 17: 公司人均创收情况.....	11
图表 18: 公司人均创利情况.....	11
图表 19: 公司国内/海外年度收入拆分及增速.....	12
图表 20: 公司各年 H1 国内/海外收入拆分及增速.....	12
图表 21: 公司海内外毛利率情况.....	13
图表 22: 公司净利率、毛利率及期间费用率情况.....	13
图表 23: 公司营业收入按行业拆分 (万元).....	14
图表 24: 公司分行业毛利率情况.....	14
图表 25: 2018 年公司收入构成.....	15
图表 26: 2013-2018 年中国承接“一带一路”沿线国家服务外包业务执行金额.....	17
图表 27: 就业人员平均工资情况.....	18
图表 28: 博彦科技 PE BAND.....	20

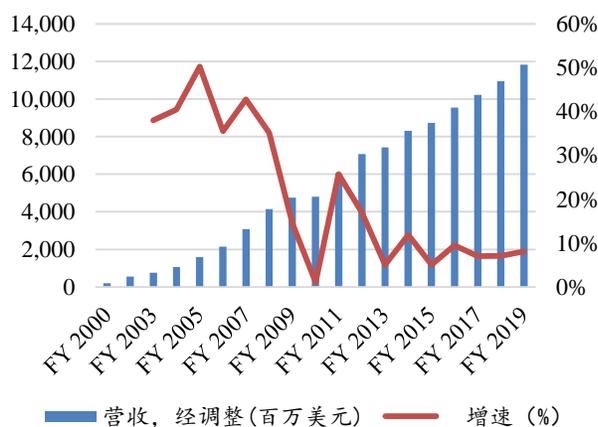
复盘全球 IT 外包龙头在经济触底和复苏初期的领涨表现

(一) Infosys 的历史发展态势展现

Infosys: 终端到终端的业务解决方案, 包括咨询和系统集成, 包括咨询, 企业解决方案, 系统集成和先进技术; 商业信息技术 (IT) 服务, 包括应用开发和维护, 独立的验证服务, 基础设施管理, 工程服务, 包括产品设计和生命周期的解决方案和业务流程管理; 产品、业务平台和解决方案。

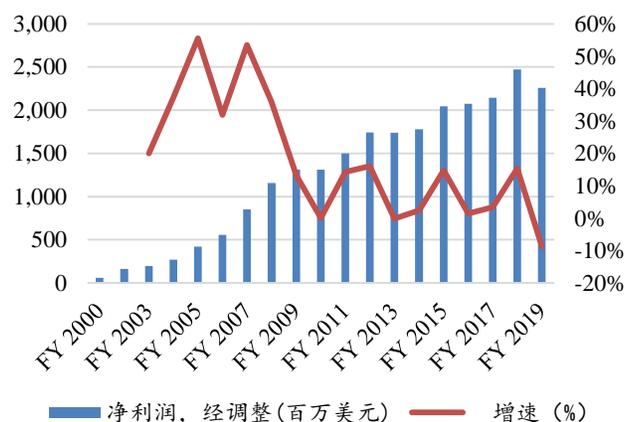
Infosys 上市至今营收保持快速增长, FY2019 收入规模达到了 120 亿美元左右; 净利润也呈现增长趋势, 于 FY2019 达到了大约 23 亿元。同时, Infosys 毛利率与净利率也保持在稳定水平, 毛利率大约在 40% 左右, 而净利率在 25% 上下。

图表 1: infosys 营收情况



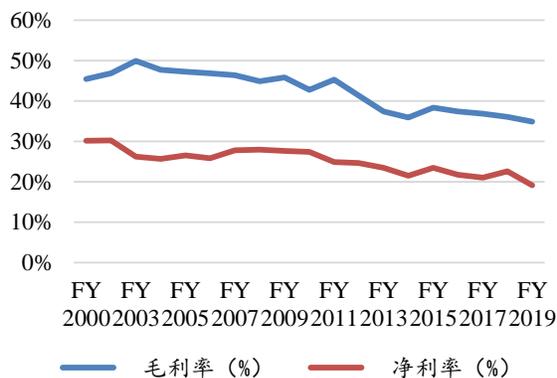
资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

图表 2: infosys 净利润情况



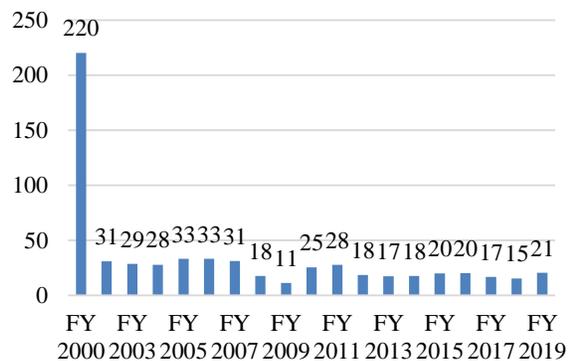
资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

图表 3: infosys 毛利率与净利率



资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

图表 4: infosys PE 倍数

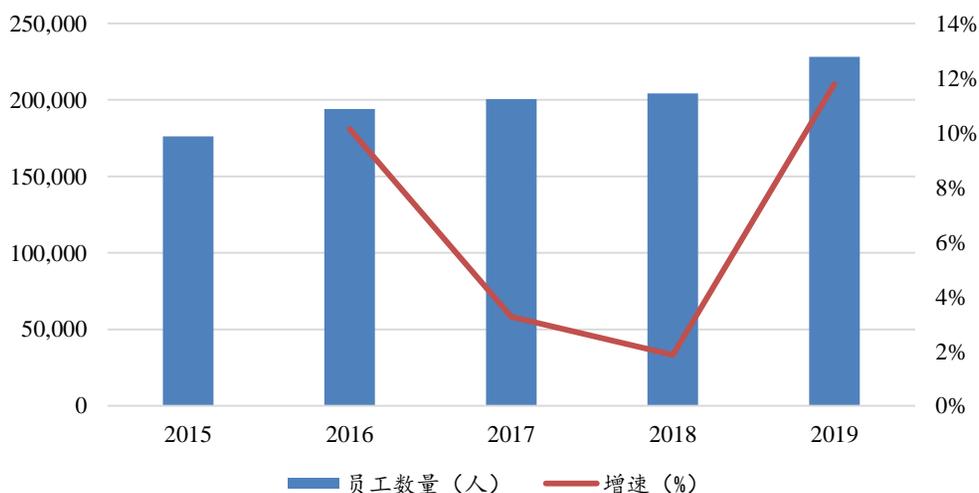


资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

Infosys毛利率与净利率显著高于同行（两项指标均高出Wipro10个百分点），这主要是因为：

- 1) Infosys不仅业务覆盖领域广泛（覆盖金融服务、生命科学健康、制造业、零售、高科技等中国领域），在各细分领域垂直深耕，并且积极布局海外市场，业务覆盖全球。较全的业务领域覆盖以及市场拓展使得公司几乎处于外包整个产业链的顶端，行业内的领先地位使得其对上下游的议价能力更强；
- 2) Infosys规模不断扩大，员工数量近23万人，规模化也使得公司盈利能力进一步提升；
- 3) Infosys除了传统的外包服务，还提供咨询、BPO等更加高端的服务，通过不断创新提升公司附加值。高端服务不断成熟发展，在丰富公司商业模式的同时，也为公司的盈利增加了动力。

图表 5: Infosys 员工数量情况



资料来源: wind, 太平洋证券整理

同时，Infosys也备受资本市场青睐，上市初期PE倍数保持在30倍左右。在2008-2011这一轮经济复苏期中，PE倍数最低为11，后逐渐恢复至28倍，目前由于收入降速，估值稳定在20倍附近。

Infosys可以说是全球软件外包行业标杆，其稳健的盈利能力也为博彦科技等中国公司提供的很好的参考。

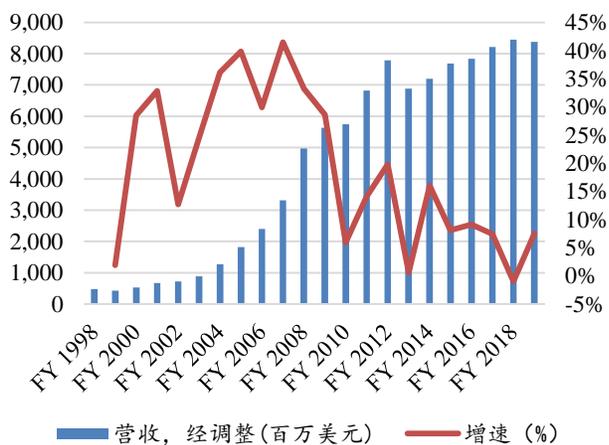
(二) Wipro 的历史发展态势展现

Wipro: Wipro Limited是一家全球性的信息技术(IT)服务公司。Wipro公司提供的硬件和软件设计全球企业方面的一系列IT服务, 软件解决方案和研发服务。它还提供业务流程外包(BPO)服务。

Wipro上市初期营收增长较快, 尤其在2005-2009年之间, 营收增速保持在30%以上, 估值随增速波动, 基本处于PEG为1的附近。11年后, 随着经济复苏, 营收增速放缓,, 净利润方面也呈现相同特征。Wipro毛利率与净利率保持在稳定水平, 毛利率大约在30%左右, 而净利率在15%上下, 低Infosys近10个百分点。

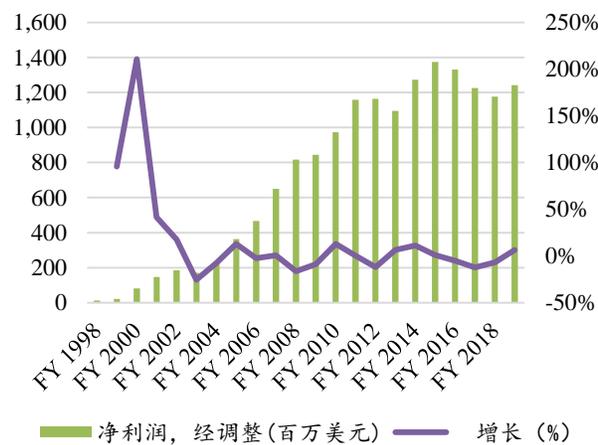
Wipro上市初期市场反映及其热烈, 后逐渐趋于正常, 因公司近年盈利成长性表现欠佳, 几乎没有增速, 公司PE倍数近年来也呈下降趋势, 稳定在18倍左右。在2008-2011这一轮经济复苏期中, PE倍数最低为8。

图表 6: wipro 营收增速不断放缓



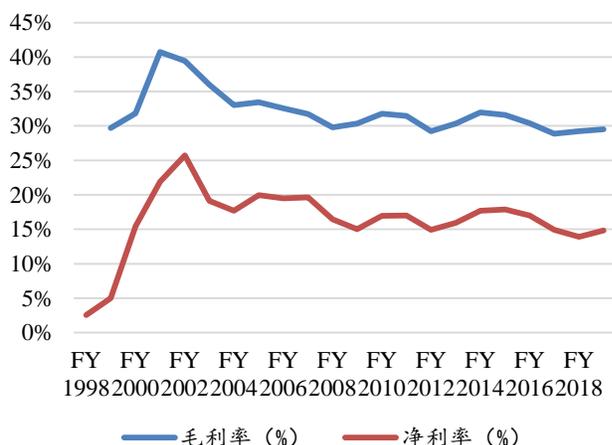
资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

图表 7: wipro 净利润情况



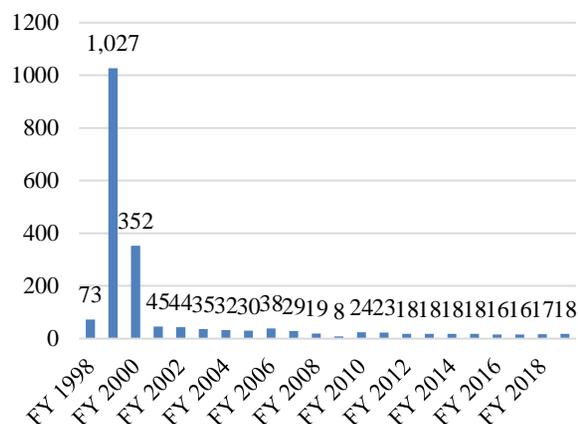
资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

图表 8: wipro 毛利率与净利率



资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

图表 9: wipro PE 倍数



资料来源: bloomberg、太平洋证券整理

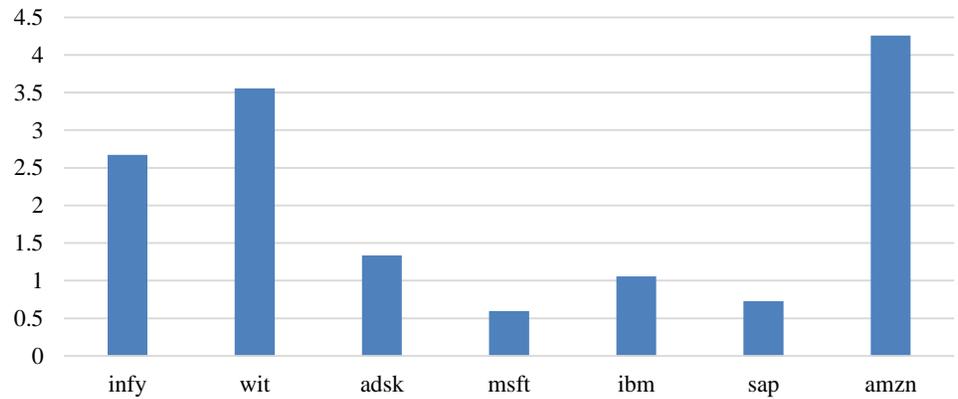
(三) 由全球龙头的阶段表现判断最佳投资周期

从BPO业务的角度, Wipro和Infosys与博彦科技有一定的可对标性。

在经济危机期间, 两家公司的走势与sp500趋同, 而经济触底尾声和复苏的前两年, 收益率明显, 均在09年3月SP500见底大幅反弹后开始跑出明显超额收益, 叠加指数反弹, 其绝对收益非常明显(3~4倍)。背后的逻辑是: 经济下坡期, 企业大量裁员, 技术部门做为成本项会规模缩减, 而复苏初期大量企业采用保守的人员招聘规则, 业务扩张时产生了对IT支撑系统的供求差, 从控制成本的考虑大量增加外包需求。外包行业是相对逆周期行业, 成本端和收入都可以在经济下行期受益。

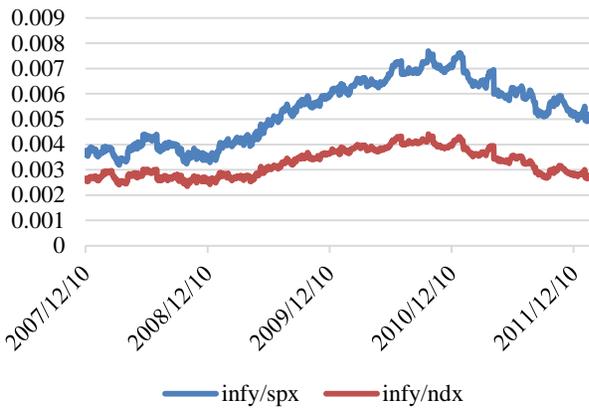
下图为08年经济危机接近触底至复苏初期的科技股股价翻倍幅度。我们对比了Infosys、Wipro和Autodesk、微软、ibm、sap、亚马逊等多类科技龙头公司的弹性, 除亚马逊外, 外包公司遥遥领先于其他科技类企业的涨幅。

图表 10: 2008 年底-2011 年初各公司股价增长倍数对比



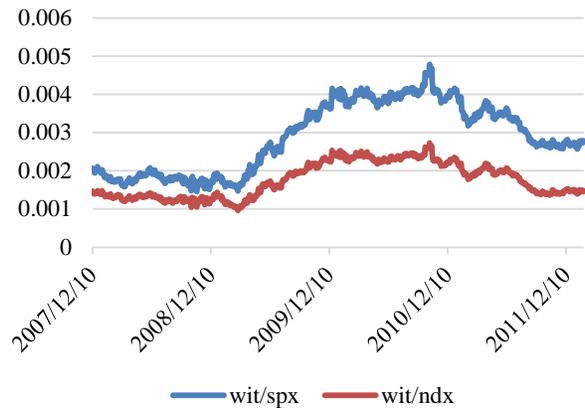
资料来源: bloomberg, 太平洋证券整理

图表 11: infosys 经济危机后初期显著跑赢大盘



资料来源: Bloomberg、太平洋证券整理

图表 12: wipro 经济危机后初期显著跑赢大盘



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

根据全球对标的分析, 总结如下:

- 1、具备外包属性的公司的黄金投资期在经济下行尾期和经济复苏初期, 周期为 1.5 年-2 年;
- 2、市场需求端会在经济下行周期开始放大, 公司收入端会随着人员招聘规模放大而增长, 市场需求充足, 产能匹配比较重要;
- 3、股价涨幅与起步估值相关, 估值修复的目标位置以 PE/收入增长接近 1 为修复终点, 同时受利润增速有小幅扰动;
- 4、估值修复和估值切换的双重空间叠加, 具备与科技行业其他公司相当的涨幅空间。

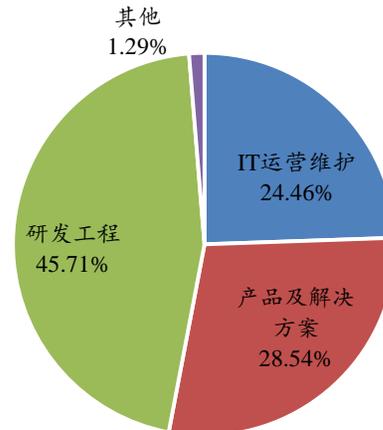
公司增长逐级放大，国内海外市场同向提振

（一）公司经历多轮发展升级，成长和业务构成表现稳健

公司成立于1995年，总部位于中国北京，并在中国、美国、加拿大、西班牙、日本、印度、新加坡、马来西亚等8个国家设有40余家分支机构、研发基地或交付中心。博彦科技依托自身强大的研发与创新能力，广泛采用基于大数据、人工智能和移动互联等新兴技术，为地产、高科技、金融、互联网、交通、汽车、零售、能源、制造、航空、电信、媒体、旅游等行业客户提供丰富的解决方案及产品（数据来源：公司官网）。

公司长期坚持在软件服务行业，积累了超过15000名工程师，拥有15个垂直行业的定制化解决方案能力。目前公司主要业务拆分为“研发工程服务”、“产品和解决方案”、“IT运营维护”，2018年三项业务的毛利率分别为23.47%，22.44%，24.15%，毛利率相差不多，业务属性接近。

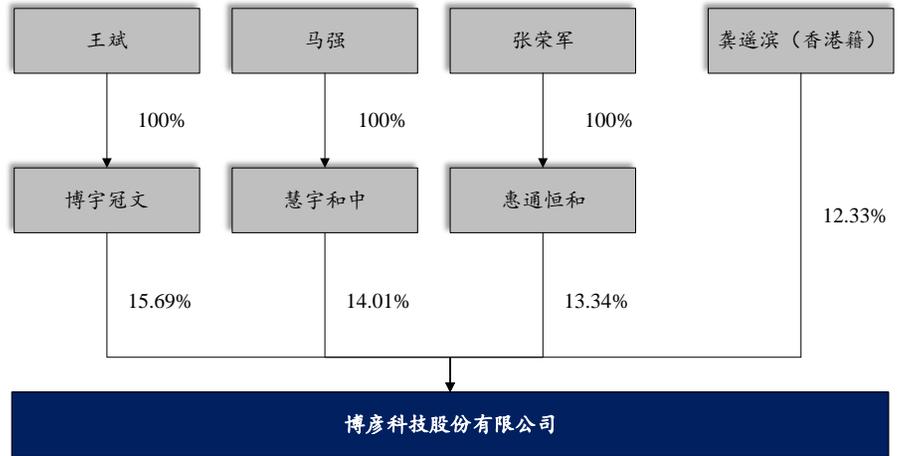
图表 13：公司 2018 年收入按产品拆分



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司创始团队背景为北京航空航天大学计算机学院教师，创业之初股权分配较为均匀，在经历融资后造成单人持股比例较低的情况，一致行动协议到期未续签后公司处于无实际控制人的现状。公司股权激励充分，总体上利益得到妥善分配。

图表 14：公司 IPO 时控股股权结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

（二）19 年人均指标将有望拐点向上

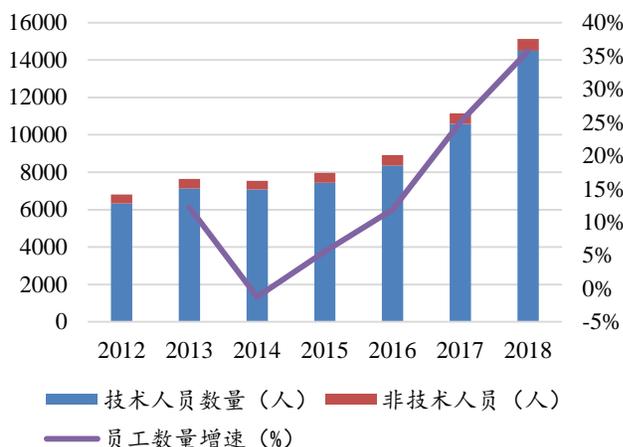
自2018年以来，公司开始新一轮转型，基于物联网、5G的创新业务开始全面布局，在东南亚地区加深耕耘，新加坡、马来西亚构建区域数字中心。

公司历史上人均创收和人均创利的波动与人员招聘相关度较高，在当年度发生大规模的人员扩张时，人均创利和人均创收均为阶段性低点（如：12年人员招聘高峰期，人均收入和利润均为连续几年内的低点），而13-15年技术人员数量没有明显扩张的情况下，公司的人均创收和创利相继达到峰值。

而公司在人均薪酬方面控制水平优异，14年以后基本维持在14万上下波动，每年的招新和向二线三线城市转移避免了创收-薪资快速下降。

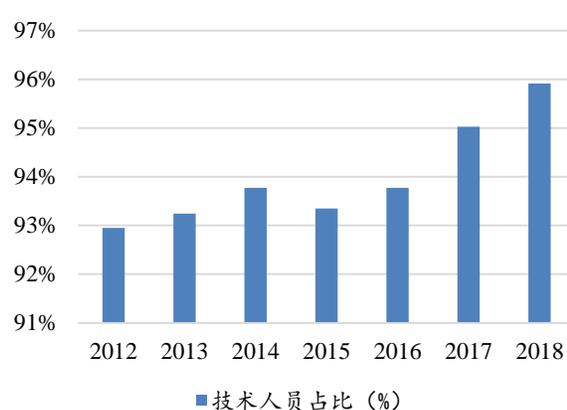
公司17年开始人员招聘提速，而2018年进行了大规模人员扩张，导致当年度人均创收和创利均有不同程度下滑，但实际上反映出公司对储备订单的信心较强，而同期就业形势变坏，市场招聘的薪资上涨压力下降，人均薪酬稳定。因此，在公司19年公司通过整体提高人员效能，和18年新招的储备力量快速形成产能释放的背景下，公司人均创收和创利大概率触底回升。

图表 15: 公司员工规模不断增长



资料来源: wind、太平洋证券整理

图表 16: 技术人员占比超 95%



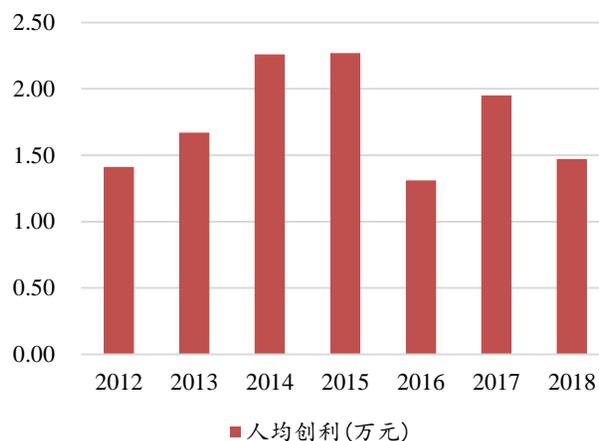
资料来源: wind、太平洋证券整理

图表 17: 公司人均创收情况



资料来源: wind、太平洋证券整理

图表 18: 公司人均创利情况



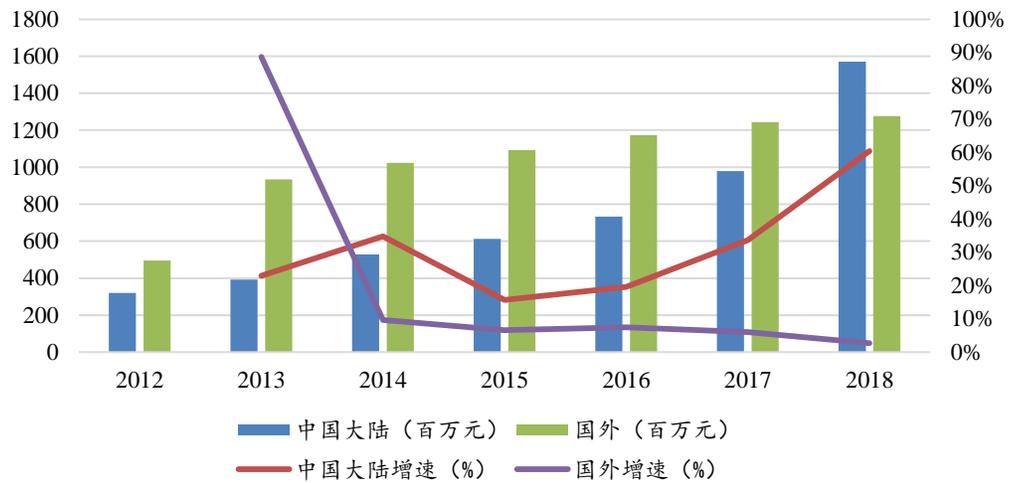
资料来源: wind、太平洋证券整理

(三) 国内外包业务和海外新市场推进成为主要增长

1) 国内业务增速持续放大、海外业务增速迎来拐点

公司收入规模的扩张分两个阶段，第一阶段为12-13年，海外业务扩张；第二阶段为16年至今国内收入快速增长，其中互联网等新兴业务起到至关重要的推动效果，目前该积极影响仍然在持续放大。

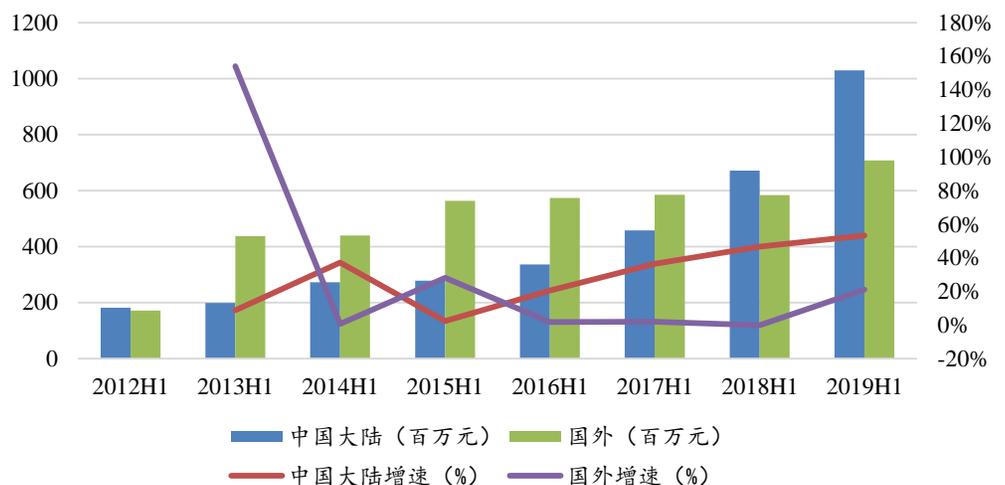
图表 19: 公司国内/海外年度收入拆分及增速



资料来源: wind, 太平洋证券整理

19年上半年得益于一带一路和公司在东南亚地区的推进, 海外市值的增长出现了较为明显的增速提振, 达到21%的增速水平。这也直接拉动了公司在19年上半年的收入增速整体放大, 达到38%, 而利润表现更为优异, 扣非净利润上半年同比增长52%。

图表 20: 公司各年 H1 国内/海外收入拆分及增速



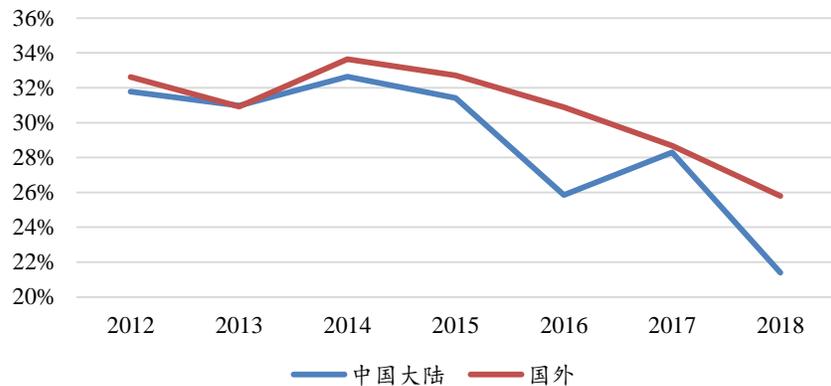
资料来源: wind, 太平洋证券整理

在盈利能力上, 公司通过费用率优秀的把控, 即将触底回升。从毛利率上看, 第一波外资收入高速成长时期公司毛利率保持了相对稳定, 甚至还有小幅上升, 但第二波国内收入高速成长时期公司毛利率有了较大幅度的下滑, 因此在第二波成长中, 公

公司的利润增长没有匹配上公司收入增长的速度。造成一个外包公司毛利率下滑的原因有两种可能：a) 人力薪资上升压力大；b) 业务结构导致公司低毛利业务增多，c) 竞争导致价格下降。而目前，国内收入高速增长阶段杀价现象不应该很明显，因此，毛利下滑的最重要原因还是公司收入结构有变化。

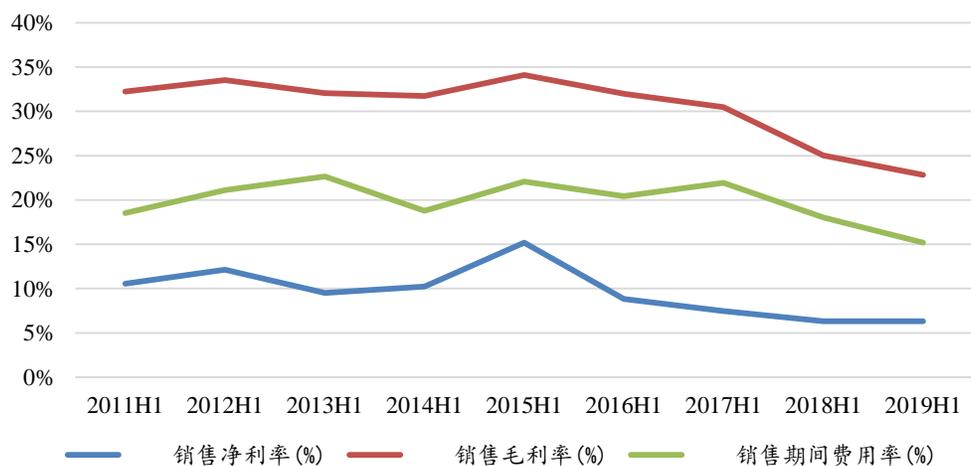
公司的最终盈利能力由人力成本差价决定，因此公司在人员上主动适配业务结构变化，实现17/18年人力薪资有小幅下降。公司在毛利率下行期做了积极调整，每年都在优化业务的综合成本，按照最新数据，公司的销售净利率率先出现企稳迹象，得益于公司对期间费用率的把控。

图表 21：公司海内外毛利率情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

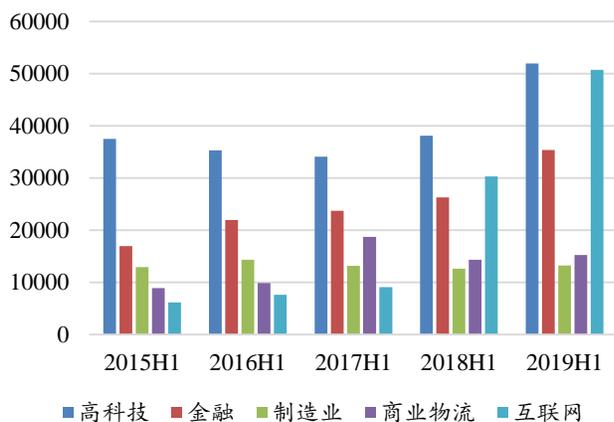
图表 22：公司净利率、毛利率及期间费用率情况



资料来源：wind，太平洋证券整理

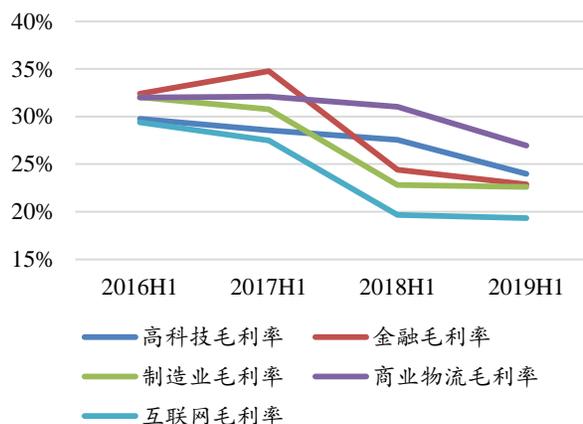
公司近年拓展到内容审核团队人力外包，招聘广告也表明公司在大量招收内容审核员。而从公司报表中可以看到，公司互联网业务收入从17H2开始展现了极为迅猛的增长；考虑到“互联网”公司的性质，相对后台边缘的业务会考虑外包，因此这部分主要增量为人工审核。

图表 23：公司营业收入按行业拆分（万元）



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

图表 24：公司分行业毛利率情况



资料来源：公司年报、太平洋证券整理

2) 海外新市场展开新一轮扩张

公司基于“一带一路”的时代机遇，先后启动了新加坡、马来西亚的基地建设。18年5月，公司位于新加坡的新址启用，19年6月，马来西亚子公司正式成立。目标都是把一带一路沿线国家，做为公司信息出海的重要市场，同时也将进一步扩大公司在创新业务（物联网、新零售、大数据治理）产品的输出。

受益于上述两重因素，公司2019年前三季度业绩表现优异，收入同比增长34%，净利润同比增长21%，扣非净利润同比增长60%，其中第三季度单季扣非净利润同比增长达到72%。从目前看，增速的放大已经超过人员扩张速度，人均创收和创利均有拐头向上迹象。

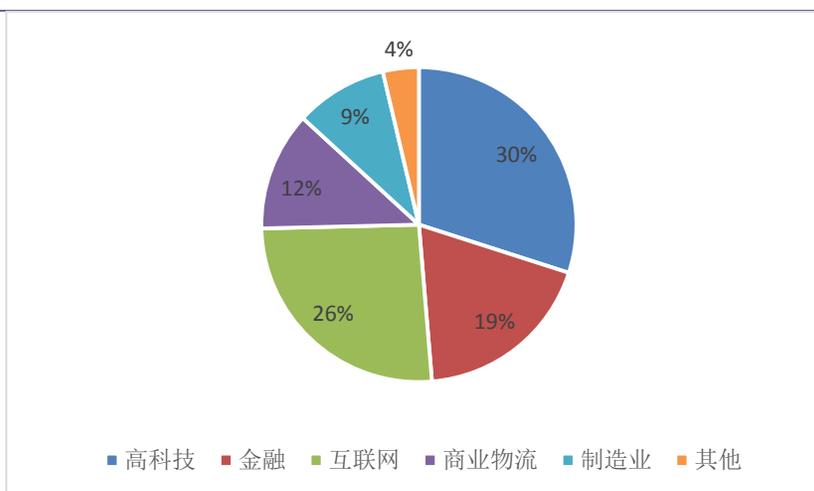
(四) 公司在重要领域的客户质量长期保持行业一流

从收入构成看，公司前五大分别为高科技、互联网、金融、商业物流和制造业，相对均衡，另外零售、消费电子、地产、汽车、电信等也有不同程度的布局。行业覆盖较为全面，整体对经济周期的敏感性较高。

长期以来，公司积累的客户均为客户所在行业的头部企业：

- 高科技：微软、惠普、IBM、EMC等；
- 互联网：阿里、腾讯、百度、网易等；
- 金融：建行、国泰君安证券、野村证券等；
- 商业物流：顺丰、中国外运股份等；
- 能源：中广核、中石化等。

图表 25：2018 年公司收入构成



资料来源：wind，太平洋证券整理

公司从创业初期服务客户即为微软和惠普，一直服务至今，获得国际一线客户的长期技术和能力认可，同时不断与客户打磨产品和技术成熟度，从而保持长久的竞争力，在各行各业均能实现一线客户的业务渗透。

主要行业的需求点来源

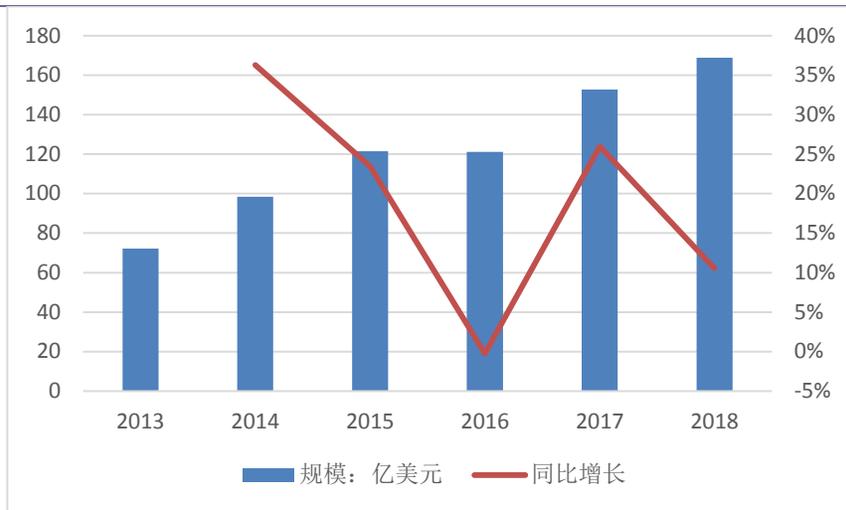
(一) 互联网行业：网络内容审查和特征点标注存在较大缺口

- 1) **网络内容审核**：网络内容审核市场目前有大量的自动化审核平台，互联网公司均为主要服务方和被服务方。但使用简单暗喻文字测试主流人工智能服务审查性能，大部分免费测试API均不能很好完成相对简单的识别。目前仅数美科技可以识别政治隐喻，但是又将可能存在误杀的可能性。人工的审核需求相对刚性，博彦科技的互联网客户均存在大量这方面的审核需求。从最近“上海橘猫”被勒令破产案例看（未能审核出游戏内“鬼画符”上的“篡体”宣传标语），探探APP4月下架原因是涉嫌传播淫秽等违法违规信息。人工审核未来会成为很多行业的刚需，且目前无法被算法替代。
- 2) **人工智能识别类特征点标注**：随着人工智能应用的盛行，视频、图像、语音、文字等多领域的识别类需求大幅增长。机器学习的前提是具备大量的基础数据库，和完备的特征点标注，目前这类标注服务主要依赖于人工来完成，这类业务价值量较低，对人工的地域性要求较低，存在大量的重复性劳动，因此外包较多。同时部分公司开发自动化的标注能力，做为较为高级的辅助工具，从事这类业务。

(二) 海外市场：国家“一带一路”配套拉动海外

在“一带一路”国家战略推动下，中国在技术和解决方案上与“一带一路”国家存在较强的互补，中国整体水平具备领先性，相较欧美企业具备更好的性价比优势。“一带一路”客户对服务、技术、产品的要求也更加接近中国企业的产品特征。另外，中国在“一带一路”国家的投资增加，更多中国企业出海，产生的额外项目配套及外包需求量也逐渐增加。从13年至今，中国承接的“一带一路”沿线国家服务外包业务在不断增长。

图表 26: 2013-2018 年中国承接“一带一路”沿线国家服务外包业务执行金额

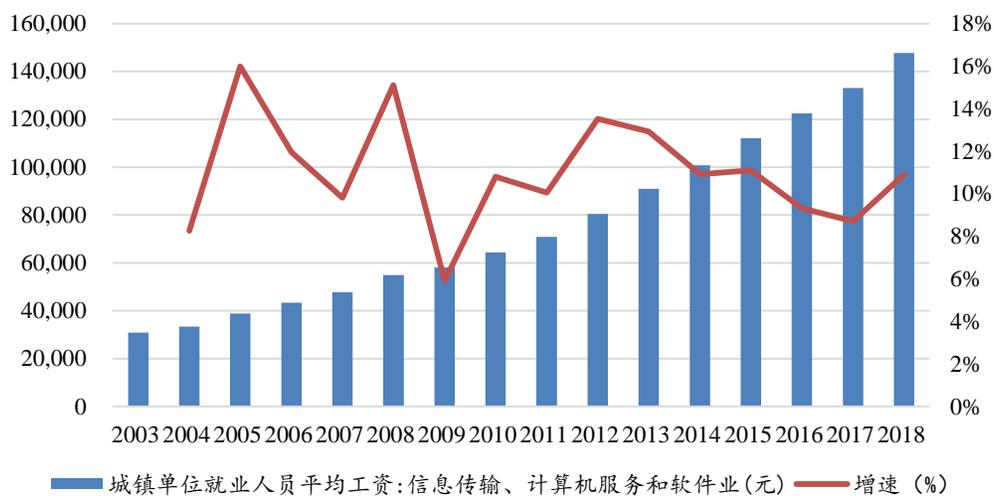


资料来源: 华经情报网, 搜狐新闻, 第三媒体, 太平洋证券整理

(三) 外包行业: 经济下行期客户控成本压力较大产生外包需求

从整体上看, 上一轮国家统计局数据, 国内IT行业工资增速最低点在09年, 增速从16%直接跌到6%。本轮贸易战以及去杠杆, 对博彦科技这类大量招收应届生的预期工资将会降低公司成本上行压力, 上文已经提到, 博彦近几年人均薪酬并未有明显提升, BAT三家招人大厂17/18/19年应届工资在21-22万之间, 19年涨幅明显放缓, 部分外资企业比BAT华为稍高。而金融机构在招聘IT人员时, 考核学历的较多, 研究生学历较为普遍, 因此人工成本在25w附近。外包企业的人工成本优势明显, 能够很好地缓解客户企业控成本的压力。

图表 27：就业人员平均工资情况



资料来源: wind, 太平洋证券整理

盈利预测与估值

（一）盈利预测

1、收入预测：

公司目前主营业务包括软件开发、服务外包、系统集成业务等，由于人员规模扩张，营业收入增速稳健放大，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 38.18 亿元、49.64 亿元和 63.74 亿元，分别同比增长 32.44%、30.01%和 28.41%，毛利率分别为 24.20%、24.23%和 24.26%。

2、费用预测：

公司信息化和自动化技术和商业模式较为成熟，业务模式稳定，因此预计公司 2019-2021 年销售费用占营业收入的比重为 3.08%，管理费用占营业收入的比重为 13.27%。

根据上述假设，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.71 元和 0.90 元。

（二）估值

行业 ROE 保持在 10% 左右，考虑 18 年 4000 万股权处置收益，19 年美国博彦转让 1Strategy 公司，转让价款 366 万美元，整体净利润可实现稳健增长，而扣非净利润保持高速增长，对应 19 年 17 倍，处在从 2012 年上市以来低位；

极低值 13.5 倍发生在总经理减持时间端，估值最低点在 17 倍左右，当时处在贸易战时期，市场非理性向下波动，公司对美国有一定客户依赖，当前位置估值下行空间不到 15%。

图表 28: 博彦科技 PE band



资料来源: wind, 太平洋证券整理

风险提示

经济复苏节奏存在不确定性；公司员工薪酬存在上行压力；新产品研发需要持续性投入，获得规模经济效益的时间存在不确定性。

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
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@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。