化工-海外巨头研究启示

行业评级：维持/买入

巴斯夫资本市场交流启示

证券分析师：柳强
电话：010-88321949
E-MAIL：liuqiang@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518060003

研究助理：贺顺利
电话：15117964218
E-MAIL：hesl@tpyzq.com

太平洋证券研究院
2020年8月9日

主要观点

- **本文通过翻译巴斯夫在2020年6月披露的BASF Capital Market Story中公司概览、战略实施与目标制定、抓住亚洲尤其是中国的区域增长机会、扩大新能源汽车正极材料的全球优势四个部分，能够给我们以全球视野去看待不同细分化工的的发展潜力与公司经营策略背后的战略思考。同时本文的视角更聚焦在资本市场的交流，让投资者能够更加通俗的理解化工企业的经营方式，把握长期价值成长。**
- 1.一体化（Verbund）作为巴斯夫最重要的理念，深入在公司生产，经营，研发的各个方面，构筑了化工行业最核心的竞争壁垒，**成本优势**；垂直整合生产、能源、运输，从而有效实现在巨大固定资产投资上获得规模效应。目前中国化工企业退城进园与集中生产，其实有望从区域发展角度实现一体化生产。
- 2.不同细分行业核心竞争力、资本支出相关性、兼并收购相关性让我们对A股化工公司在实施相关行为时有评判基准。企业的成长性来源于未分配利润的运用，资本支出建设与兼并收购孰优孰劣，归根到底来源于业务的协同性。这里巴斯夫认为的**石化项目，基础材料，表面材料**快速成长更依靠资本支出，而**工业解决方案（添加剂），营养品与农业解决方案（农药等）**方面进行兼并收购更有效。我们这里理解为大宗化工品的无差异，往往最新的设备投资的效用更高、投资成本低；而精细化工品壁垒高，下游品类细分，需求分散，公司开发新品打入市场并不高效，反而收购带来的渠道共享能够快速带来协同效应。
- 3.业务组合的调整给中国化工企业带来不同机会：功能性作物护理、个人护理和食品配料、Omega-3 脂肪酸、酵素、电池材料、特种塑料、修补漆、表面处理、种子和作物保护、聚酰胺业务仍是公司持续进行兼并的方向，这些细分领域也是需求持续在增长新兴行业（提估值）。而苯乙烯类、化肥、天然气贸易和储存、定制合成业务、纺织化学品、聚烯烃催化剂、工业涂料、皮革化工、水及造纸化学品、石油和燃气等未来巴斯夫要剥离的业务，国内企业有望承接（提业绩）。

主要观点

- 4.从地域上看，中国与印度从经济增长到化工品需求增长都吸引了全球化工企业的目光，国内企业凭借快速发展的机遇，仍然有机会成长为世界级公司。**巴斯夫预计未来10年中国化工品需求增速在4%水平显著高于全球2.8%的复合增速，印度在2019年的化学品增速为7.3%，处于快速增长阶段。**
- 5.**从细分行业看，新能源汽车正极材料成为巴斯夫的重要发力点。**对比巴斯夫让我们能够更容易理解万华化学要作为一个新进入者，参与国内已经快速形成新能源汽车产业链的原因。新能源汽车快速增长将改变能化行业需求结构，国内化工企业如果面临新的机遇和调整而熟视无睹，有可能落后。
- 6.从研发上看，巴斯夫的22亿欧元研发资本支出中，占比最高41%为农业解决方案，在2019-2029年，农化研发管线的潜在销售峰值高于75亿欧元。表明农药领域的创新活动仍然处于相对活跃状态。另外**农药面对不同植物害虫抗性的增加，生态结构的变化，需求总量相对刚性、结构变化也是显著多于传统工业品，仍然是传统化工领域最好的赛道之一。**
- 7.投资建议
- **（1）一体化、成长角度，我们持续看好，重点推荐万华化学（自我造血，综合性全球化工巨头）、新和成（精细化学品龙头）、恒力石化（炼化聚酯龙头）、荣盛石化（炼化聚酯龙头） 、龙蟒佰利（钛白粉全球巨头）的中长期表现。**
- **（2）2019年以来，农药价格指数持续下滑，但行业需求刚性，环保、技术、园区、登记壁垒高，产业升级，集中度提高，平台式龙头有望加速成长，重点推荐扬农化工、中旗股份、利民股份、利尔化学。**
- **风险提示：**宏观经济下滑、产品价格波动、新建项目投产及盈利不及预期、安全环保风险

目录

1 公司概览

2 全面开展战略实施

3 独特地位抓住亚洲增长机遇

4 电池材料推动电动汽车和未来增长

巴斯夫未来增长的驱动力

- 全球趋势为化学工业带来巨大增长空间

人口结构变化： 全球60岁及以上人口比例	+100% 2020-2050
数字化： 数据量的迅猛增长	456 zettabytes 2030年
人口增长： 新兴市场的推动	+25% 2020-2050
气候变化： 减少温室气体排放	-70% 2050
中国最大的市场： 全球化工市场份额	~50% 2030
电动汽车 电池材料的需求将持续增长至2030年	+20-25% 每年

独特地位提供长期价值

独特的一体化模式（Verbund）	行业领先的创新平台	在快速增长的亚洲市场中不断壮大的当地业务	为社会创造价值并为可持续发展做出贡献	渐进式股息政策
▪ 全球设立6个一体化基地 ▪ 全球新增361个生产基地 ▪ 2019年全球减少了640万吨二氧化碳	▪ 2019年研发支出为22亿欧元 ▪ 约1.1万名研发部门员工 ▪ 过去5年推出的产品在2019年的销售额约100亿欧元	▪ 2个一体化基地 ▪ 超过100个生产基地 ▪ 2019年销售额约142亿欧元 ▪ 巴斯夫在大中华区销量和收益强劲增长	▪ 到2030年实现零碳排放目标 ▪ 碳管理与减少温室气体排放的措施相结合 ▪ 到2025年，实现220亿欧元的催化剂销售额（2019年：150亿欧元）	▪ 目标每年增加每股股息 ▪ 2019年每股股息为3.30欧元

公司目标-财务和非财务目标

每年销量增长速度快于全球化学品生产

每年实现的使用资本回报率（ROCE）[1]大大高于成本百分比

每年不计特殊项目的EBITDA增加3%至5%

基于强大的自由现金流，每年增加每股股息

保持碳中和一直增长到2030年（以2018年为基准）

到2025年实现催化剂销售额[2]达220亿欧元

[1]使用资本回报率（ROCE）是衡量业务盈利能力的指标。该指标计算方式为各部门产生的息税前利润（EBIT）占平均资本成本的百分比。
[2]催化剂产品是在价值链中做出重大可持续发展贡献的产品。

公司目标-进一步的非财务目标

到2025年，将全球每20万工作小时的流程安全事故率降低至≤0.1



到2025年，将全球每20万工作小时的误工伤害率降低至≤0.1



到2030年，在缺水地区的所有生产基地和Verbund基地引入可持续的水管理



超过80%的员工认为，在巴斯夫，他们可以积极发展并发挥最佳水平



到2030年，将具有纪律责任的女性领导者比例提高到30%

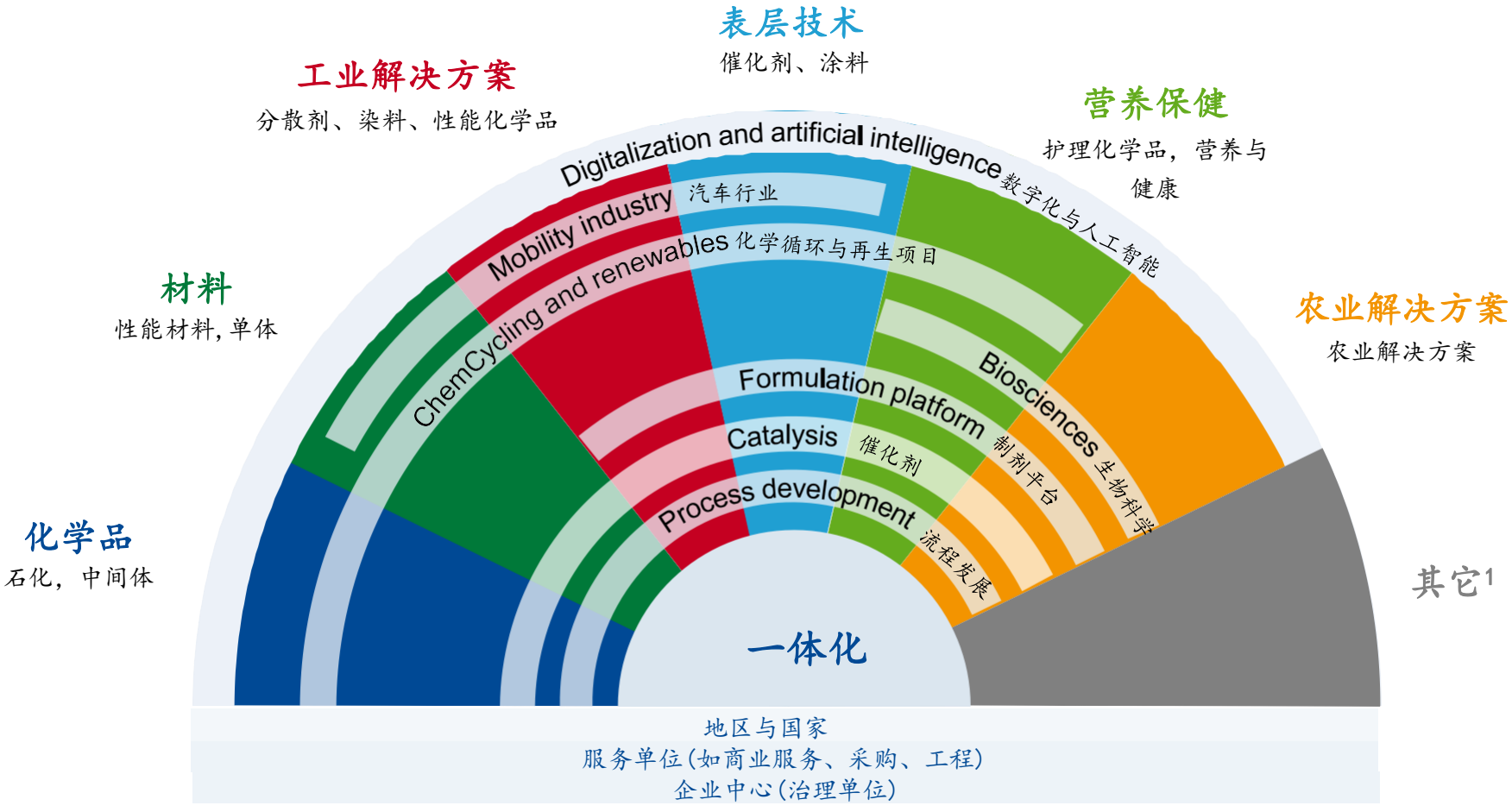


到2025年，覆盖90%的可持续发展评估相关支出[1]；重新评估后，使80%的供应商提高可持续性标准



[1]将相关支出定义为与相关供应商的采购量。

市场导向塑造多元化产品组合，提供弹性生产与客户服务



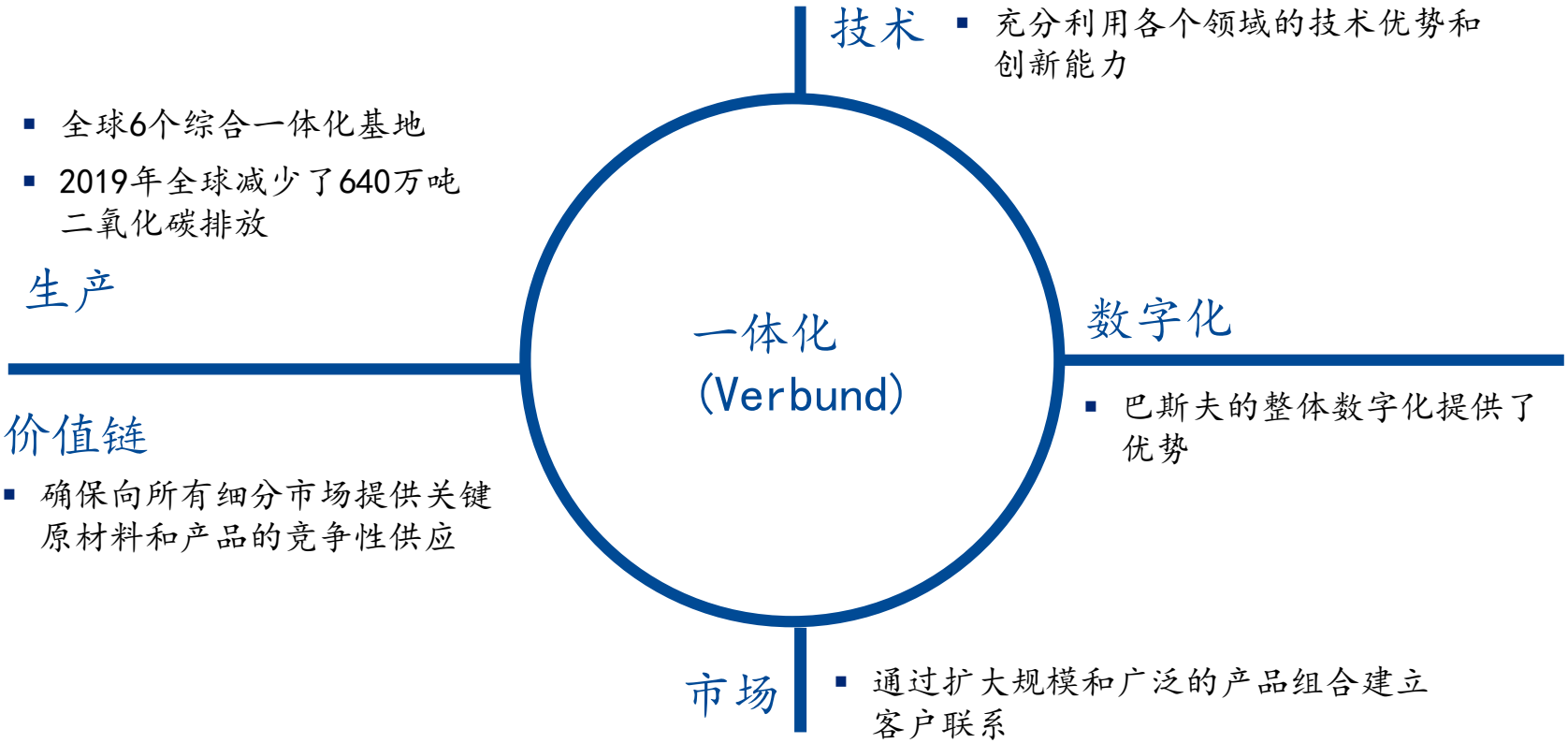
[1]自签署撤资协议以来，建筑化工被列为已终止经营业务，而相关资产则在其他项下列报。

各细分市场规划清晰

	化学品	材料	工业解决方案	表面技术	营养保健	农业解决方案
占2019销售额百分比[1]	16%	19%	14%	22%	10%	13%
2019息税前利润[1]	8亿欧元	10亿欧元	8亿欧元	7亿欧元	8亿欧元	11亿欧元
核心点	一体化	先进材料	添加剂平台	表面改性平台	消费成分	全面提供作物保护，种子性状，数字化
研发重点	制剂改进工艺或新工艺	应用及生物材料	制剂	电池材料，表面效应	生物技术，制剂	作物保护，种子性状，农业数字化
资本支出的相关性						
并购的相关性						
可持续性	化学循环项目（ChemCycling™）	生物材料	耗费更少，生产更多	低排放汽车	基于生物，纯天然可追溯	耗费更少，产品更好

[1]其他(2019年销售额:29亿欧元，2019年息税前利润:5.81亿欧元)未在此报告中列示。

特有的一体化概念：多项优势，强化组合



紧密的全球客户网络

北美洲	
销售额（百万欧元）	15,948
息税前利润（百万欧元）	692
雇员数	19,355

欧洲	
销售额（百万欧元）	23,827
息税前利润（百万欧元）	2,125
雇员数	72,153

亚太地区	
销售额（百万欧元）	14,203
息税前利润（百万欧元）	1,082
雇员数	18,634

南美、非洲、中东	
销售额（百万欧元）	5,338
息税前利润（百万欧元）	302
雇员数	7,486



区域中心
选定基地
一体化基地
规划一体化基地
选定研发基地

巴斯夫2019年销售额

直接客户	> 20%	化学品及塑料制品
	10 – 20%[1]	农业制品 | 日用消费品 | 交通用品
	< 10%[1]	建筑 | 电子产品 | 能源 | 健康与营养

[1]2019年按客户所在地划分销售额；按公司所在地划分2019年息税前利润。对2019年息税前利润数据进行了重新计算，以将使用权益法核算的非综合公司的收入重新分类为股权净收入。

现金流的主要去向

有机增长

- 2020-2024年的资本支出预算约为236亿欧元
- 每年研发支出约为21亿欧元

股利增长

- 目标每年增加每股股息
- 每年研发支出约为21亿欧元

组合升级

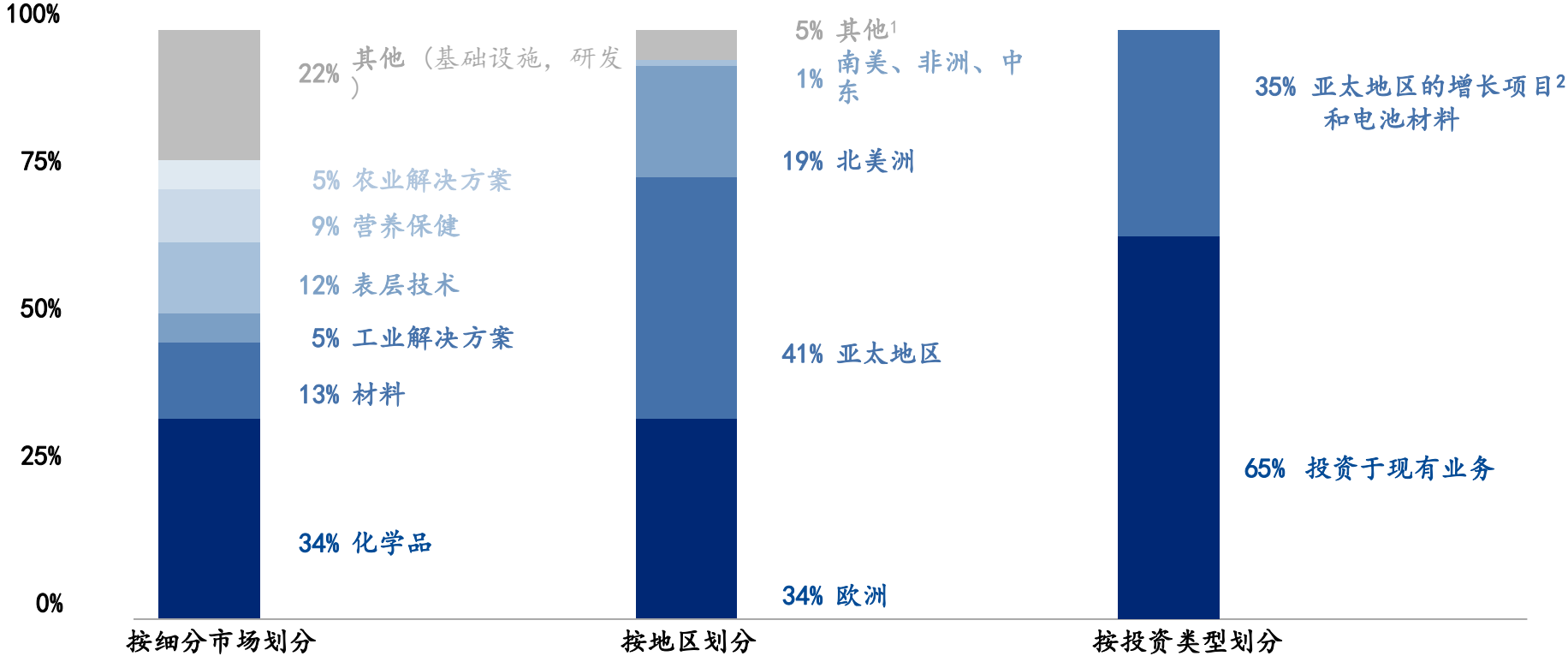
- 通过并购加强投资组合，同时维持价格约束
- 不断进行投资组合调整

股票回购

- 股票回购是工具箱的一部分，但目前不作考虑

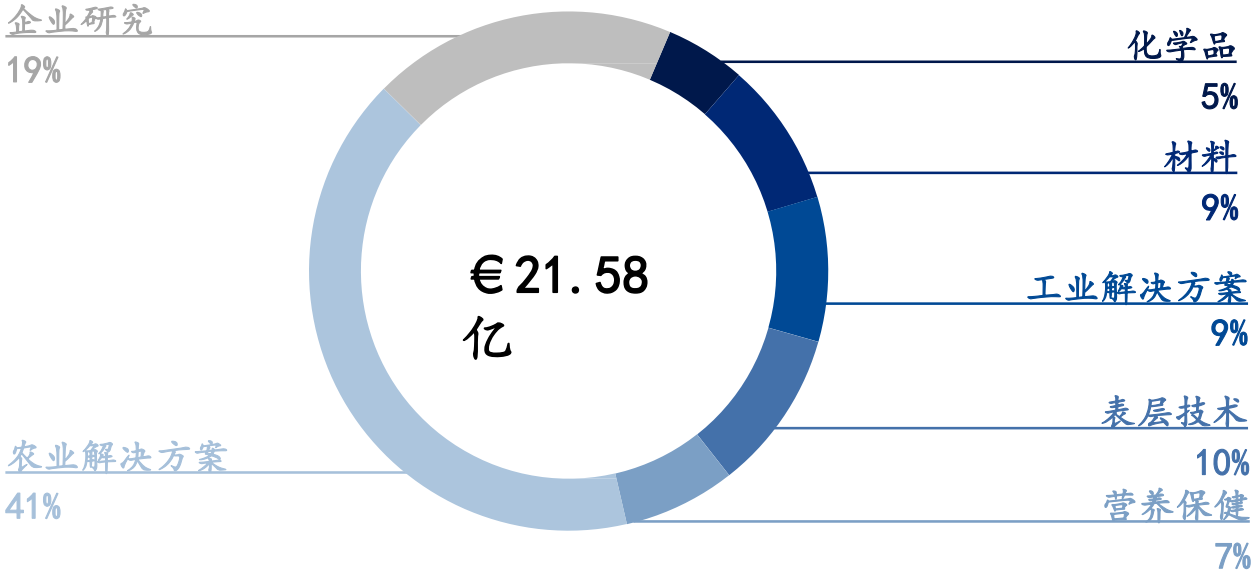
投资于有机增长-2020年的计划资本支出从34亿欧元减少至28亿欧元

2020-2024年的资本支出预算:236亿欧元



[1]目前正在调查其他可替代地点。[2]一体化基地：中国广东；化工生产基地：印度蒙德拉。

2019年的研发支出



重要事实

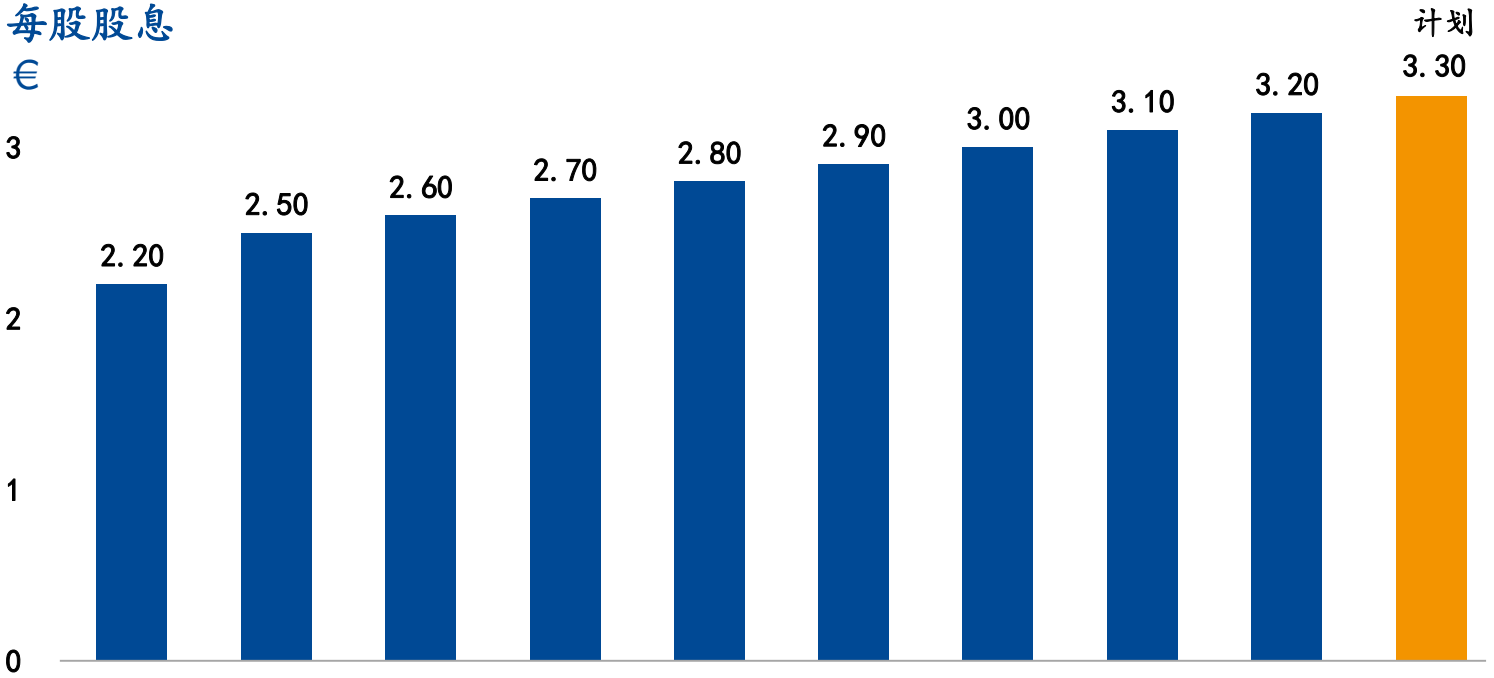
- 2019年研发支出约为22亿欧元
- 研发费用占销售收入的比例约4%
- 研发部门约有1.1万名员工
- 2019年大约申请了1000项新专利
- 一体化研究：公司与约300所大学和研究机构建立了8个学术研究联盟
- 2019年：近5年产品销售额约100亿欧元
- 到2025年催化剂销售额达到220亿欧元
- 在2019-2029年，巴斯夫农业解决方案研发管线的潜在销售峰值高于75亿欧元

[1]催化剂产品是在价值链中做出重大可持续发展贡献的产品。

渐近股息政策

每股股息

€



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
股息率[1]	3.7%	4.6%	3.7%	3.5%	4.0%	4.1%	3.4%	3.4%	5.3%	4.9%

[1]年末基于股价的股息率。

股息政策

- 目标每年增加每股股息

2019年的重要事实

- 计划股息为每股3.30欧元，增加10欧分
- 公司总共将支付30亿欧元，由2019年37亿欧元的自由现金流完全覆盖

目录

1 公司概览

2 全面开展战略实施

3 独特地位抓住亚洲增长机遇

4 电池材料推动电动汽车和未来增长

创造化学新作用，追求可持续发展的未来

- 创新-创造影响力
- 可持续发展-坚持不懈的目标
- 用心经营-成为领导者
- 数字化-在整个公司发挥杠杆作用
- 产品组合-具有客户粘性的业务
- 员工-激励更高的绩效

客户将体验到
全新的巴斯夫

向一个灵活且以客户为中心的组织转型

行动目标	进度报告
分布式嵌入客户群体，深入贴近服务	2019年10月1日，派遣约20000名员工分布式嵌入客户群体
精简总部及服务	自2020年1月1日起，拥有1000名员工的精益化企业中心开始运营。此外，公司还成立了全球业务服务部门，拥有约8800名员工
打造区域特色，以增加客户关注度	在区域内加强客户关注，支持和启用当地企业
简化工艺流程	实时跟进措施：目前140多个项目在进行中，已完成50多个
使员工在企业绩效文化的氛围中工作	授权和激励员工在自己的专业领域拥有自主权

将组合的重点持续转向创新型成长业务

兼并

- 功能性作物护理
- 个人护理和食品配料
- Omega-3 脂肪酸
- 酵素
- 电池材料
- 特种塑料
- 修补漆
- 表面处理
- 种子和作物保护
- 聚酰胺业务

新兴和创新驱动业务的销售额约为88亿欧元

巴斯夫
核心业务
选定交易
2010-至今

资产剥离

- 苯乙烯类
- 化肥
- 天然气贸易和储存
- 定制合成业务
- 纺织化学品
- 聚烯烃催化剂
- 工业涂料
- 皮革化工
- 水及造纸化学品
- 石油和燃气

差异化潜力下降的业务销售额达到260亿欧元

积极的业务组合管理



巴斯夫完成对Solvay聚酰胺业务的收购

- 2018年销售额：约10亿欧元
- 巴斯夫从Solvay收购了PA66的全球非欧洲业务，包括其在巴塔希米公司的adipodinitrile（ADN）生产中50%的股份
- 购买价13亿欧元[1]
- 到2020年1月31日完成收购



Lone Star基金将收购巴斯夫的建筑化学品业务

- 2019年销售额：约26亿欧元
- 巴斯夫与孤星基金签署了收购巴斯夫建筑化学品业务的协议
- 收购价31.7亿欧元[1]
- 预计将于2020[2]年第三季度完成



DIC将收购巴斯夫的全球颜料业务

- 2018年销售额：约10亿欧元
- 巴斯夫与DIC就收购巴斯夫的全球颜料业务达成协议
- 收购价11.5亿欧元[1]
- 预计将于2020年第四季度完成[2]

[1]以现金和无债务为基础； [2]须经有关竞争主管部门批准

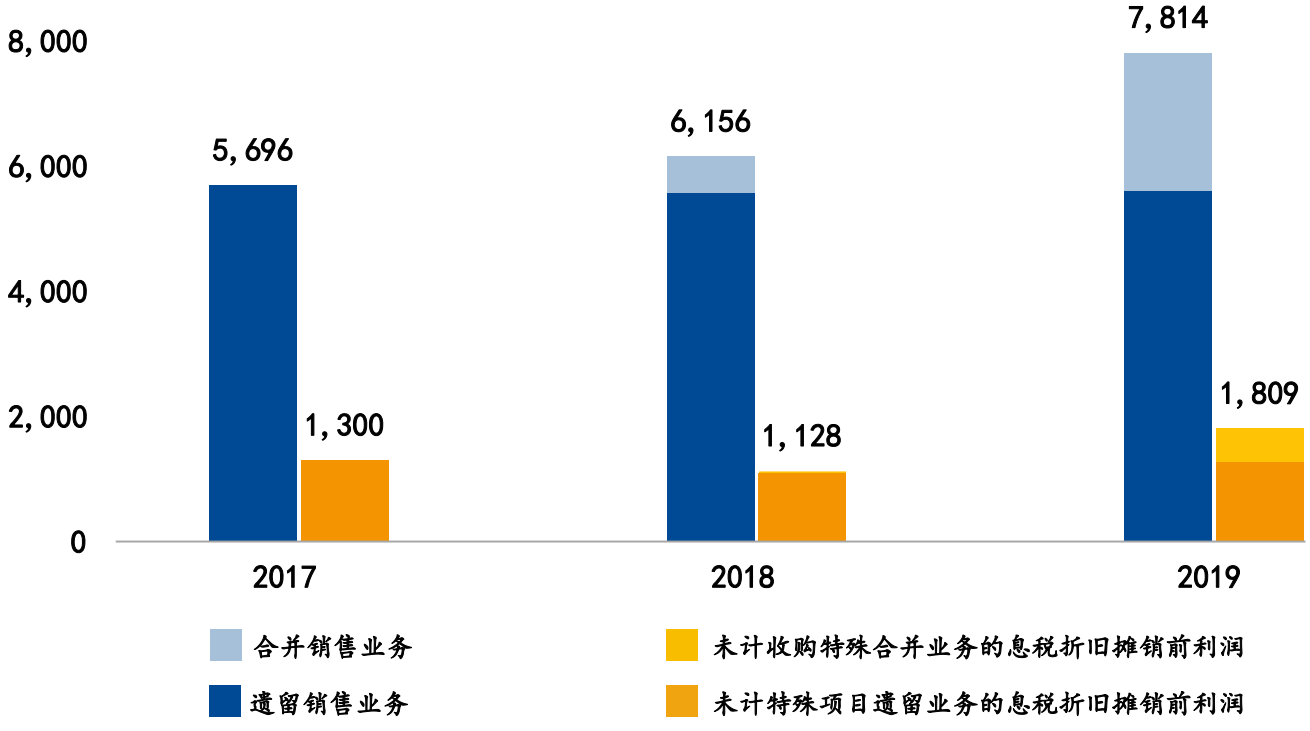
完成合并Wintershall Dea，整合步入正轨



- 2019年4月30日，巴斯夫和LetterOne完成了Wintershall和DEA的合并，合并后的公司将成为欧洲最大的独立勘探开采公司
- 巴斯夫持有Wintershall Dea 67%的普通股股份，而LetterOne持有33%。巴斯夫还持有优先股，因此，巴斯夫的总持股量为72.7%（LetterOne：27.3%）
- Wintershall Dea的区域分布均衡，拥有绝佳的增长机会
- Wintershall Dea的整合进展顺利，预计将于2020年12月完成
- 预计到2022年，协同效益将达到每年至少2亿欧元

成功收购拜耳的资产和业务

百万欧元



- 巴斯夫的农业解决方案部门从作物保护公司转型为农业解决方案供应商
- 巴斯夫提供作物保护产品，种子和数字解决方案的互联产品
- 2019年不计特殊项目的EBITDA利润率为23%（2018：18%）
- 2025年销售额目标为5亿欧元左右

明确的收购标准

战略收购标准

- 作为巴斯夫一体化网络的一部分，创造更多价值
- 帮助获得相关的市场地位
- 推动创新或技术差异化
- 建立新的可持续商业模式

财务收购标准

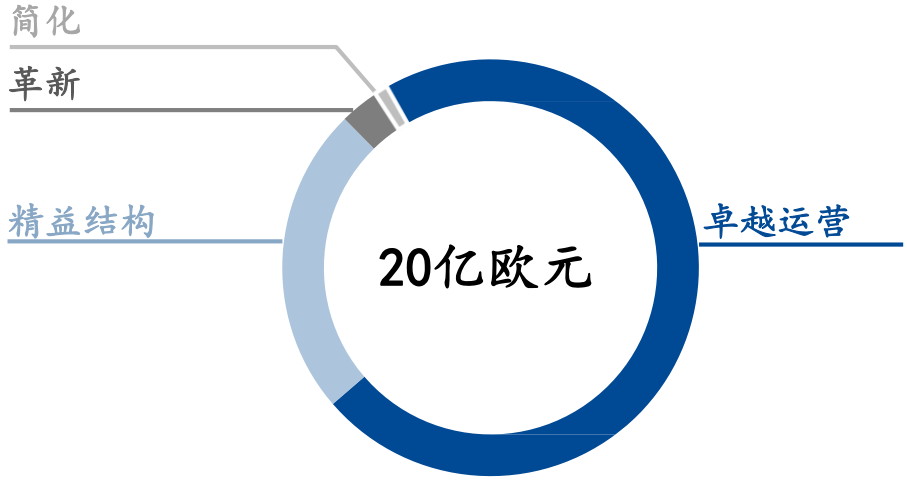
- 完全并入巴斯夫集团后，提供高于WACC的使用资本回报率
- 最迟到第三年EPS就会实现增长
- 促进不计特殊项目的EBITDA的增长

2019年至2021年卓越计划

	2019 实际	2020	2021
年度EBITDA贡献[1]	6亿欧元	1.3 - 15亿欧元	20亿欧元
一次性费用[2]	5亿欧元	0.3 - 4亿欧元	0.05 - 1.5亿欧元

类别	
卓越运营	针对生产，物流和计划的措施
精益结构	节省人员成本；计划到2020年底在全球裁减6,000个职位
革新	通过集中预算降低研发成本
简化	提高流程效率，如采购

EBITDA贡献



[1]运转率； [2]年度的一次性费用

目录

1 公司概览

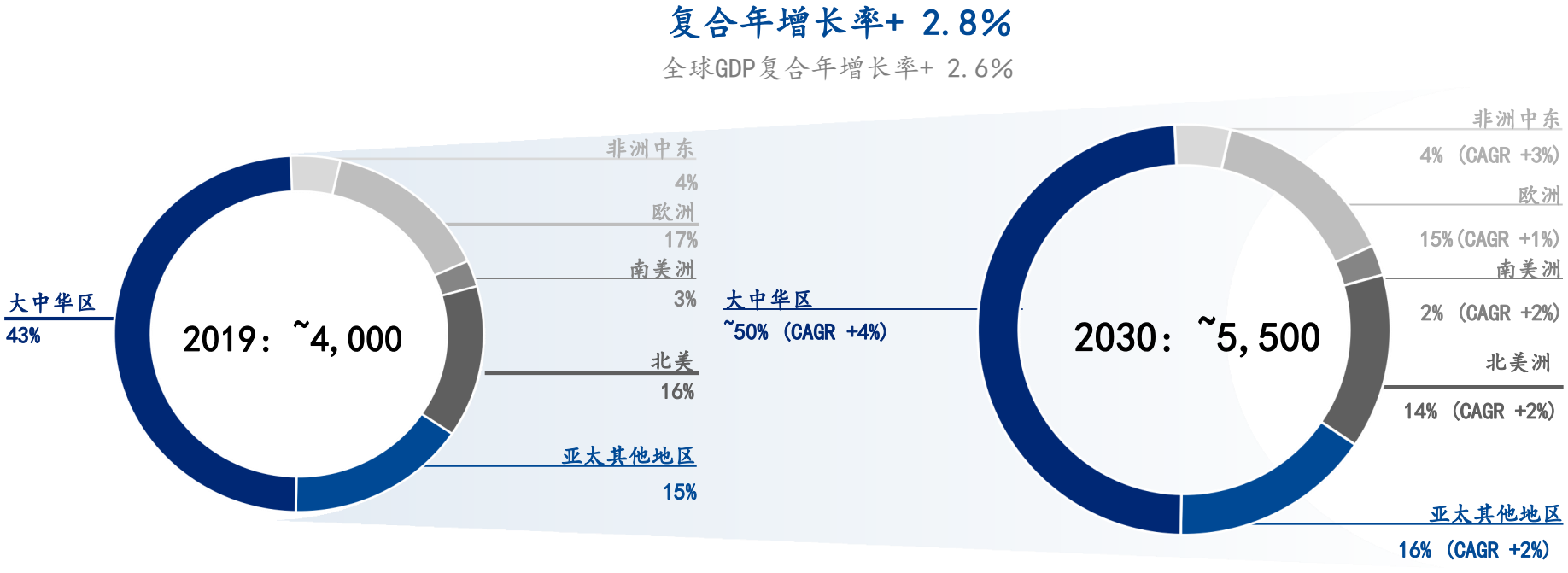
2 全面开展战略实施

3 独特地位抓住亚洲增长机遇

4 电池材料推动电动汽车和未来增长

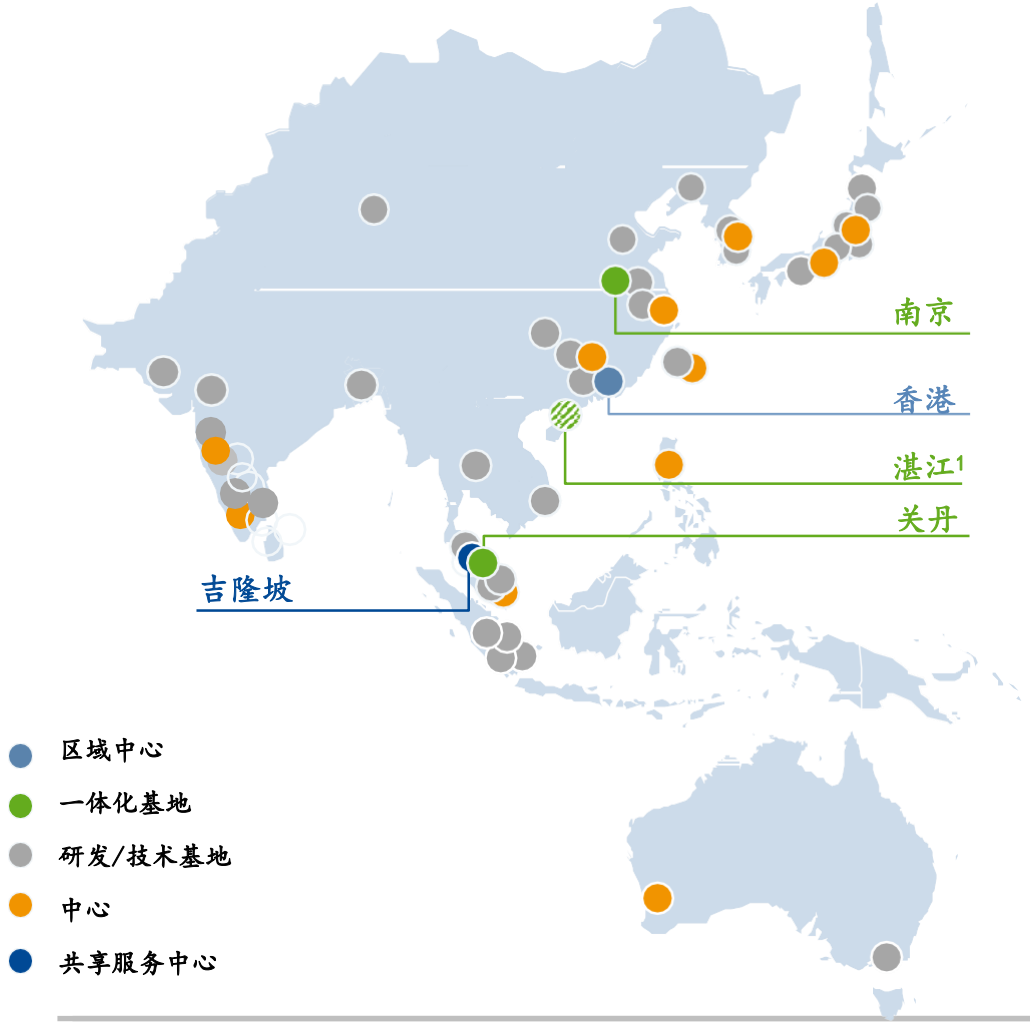
亚太地区是全球化学品生产的增长地区，中国是主要驱动力

化工产品，不包括药品
单位：十亿美元



资料来源：巴斯夫；[1]实际化工产品，不包括药品

巴斯夫自1885年以来一直活跃于亚太地区，在抓住增长机遇方面拥有独特地位



巴斯夫集团亚太区(2019)

- 巴斯夫在18个市场设有分支机构
- 多于100个生产基地[1]
- 约125个销售办事处[2]
- 18,634名员工[3]
- 约142亿欧元的销售额[4]
- 息税前利润约11亿欧元

[1]巴斯夫正在中国调研，以建立第二个一体化站点

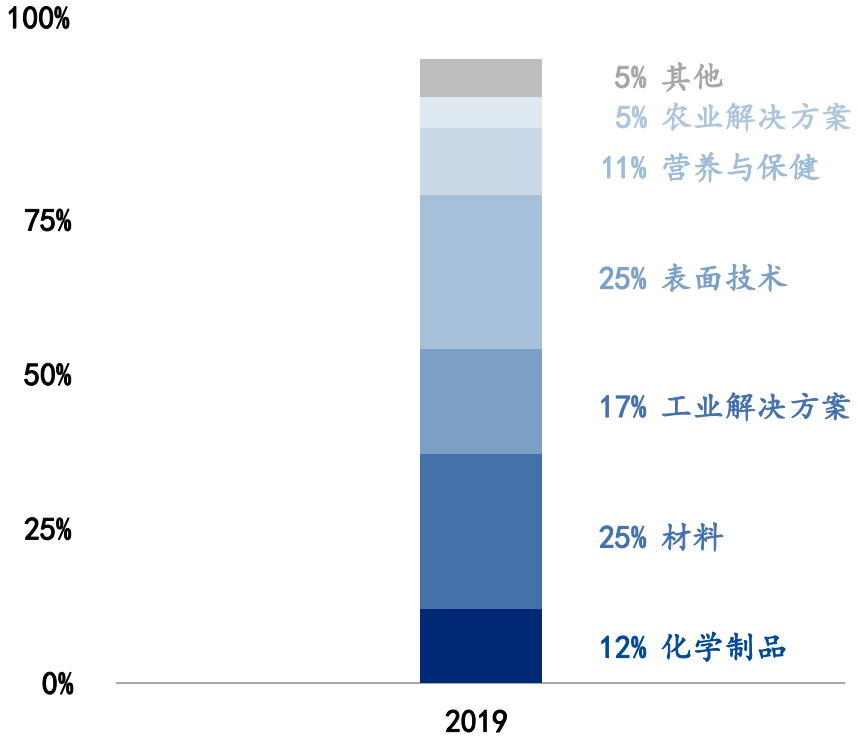
[2]此图表仅显示了选定的站点和办公室。 地点和办公室编号是指巴斯夫持股比例超过50%的大型公司

[3]截至2019年12月31日

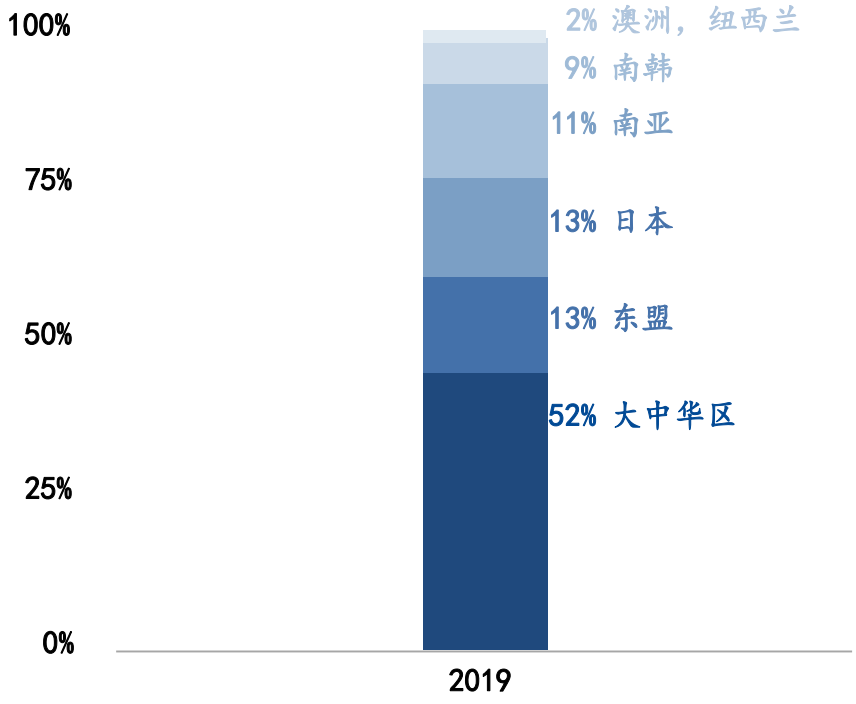
[4]按客户所在地进行销售。仅包括根据IFRS 10/11完全合并的巴斯夫实体销售额

BASF在亚洲的业务拆分

2019年各细分市场销售额[1]：142亿欧元



2019年分区域销售额[1]：142亿欧元



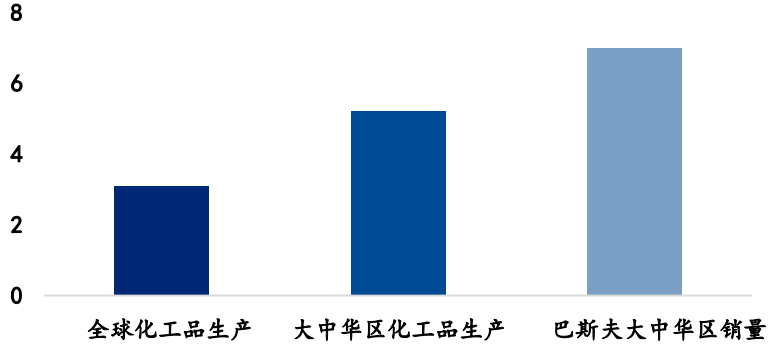
东盟： 新加坡，菲律宾，越南，泰国，印度尼西亚，马来西亚，缅甸，柬埔寨，老挝
南亚： 印度，巴基斯坦，孟加拉国，斯里兰卡，尼泊尔
韩国： 包括蒙古

[1]根据客户位置向第三方销售；数值不包括按权益合并的合资企业的销售额，例如中国南京的巴斯夫-扬子石化有限公司

过去几年，巴斯夫在大中华区的收益强劲增长

在过去的五年中，巴斯夫的销售额增速超过了大中华区的化学品产量增速

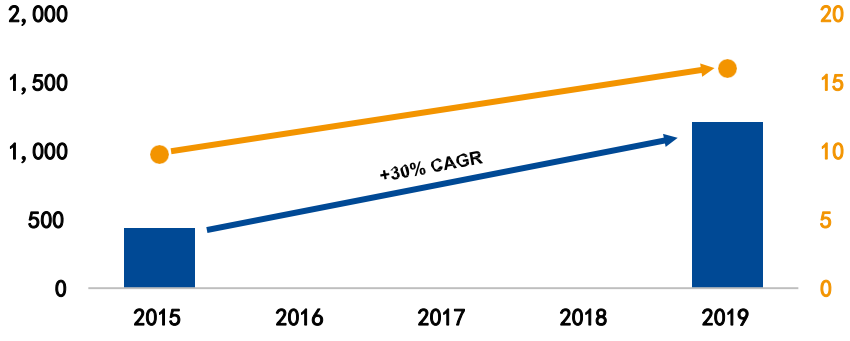
化学品实际产量增长[1]（2015-2019年的复合年增长率）%



巴斯夫大中华区业绩强劲增长

不计特殊项目的息税折旧摊销前利润
百万欧元

不计特殊项目的
EBITDA利润率%

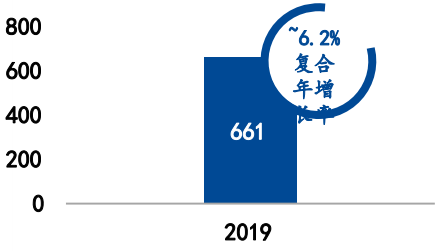


[1]资料来源：巴斯夫；实际化学品生产（不包括药品）（2015年基准年）

广东拥有来自快速增长行业的主要客户

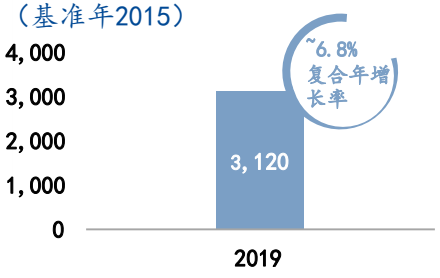
强大的工业基础[1]

十亿美元（基准年2015）



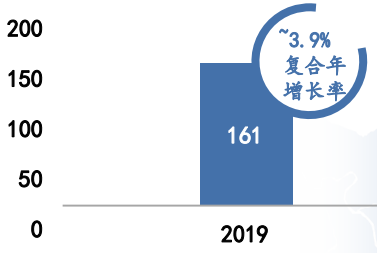
中国：最大的汽车生产国

广东省生产的机动车数量（1,000）（基准年2015）



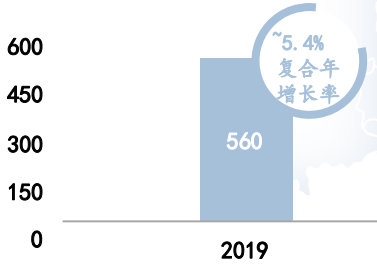
大型化工生产[2]

十亿美元（基准年2015）



私人消费稳步增长[3]

十亿美元（基准年2015）





市场特征

- 广东省约有1.15亿居民（2019年）
- 广东GDP（2019）：约15,600亿美元（即将达到韩国的GDP）
- 目前的GDP增长：每年约6%到2035年的GDP增长：每年5-6%
- 主要客户行业：运输，消费品，家庭和个人护理，电子产品
- 当地生产的化工产品普遍供应不足

[1]实际增加值，制造业广东
[2]广东省实际化工生产； 由中国的总产值/增加值比率推断
[3]广东省实际私人消费；IHS预测2018年和2019年

巴斯夫计划在华南地区建立世界一流的一体化工厂，以服务该地区快速增长的客户行业

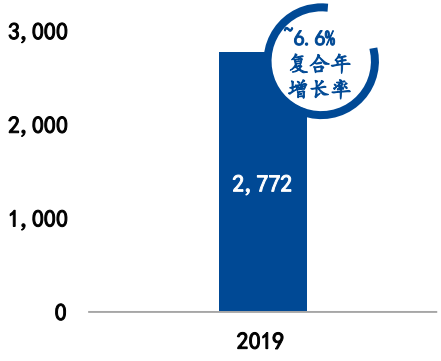


重要事实

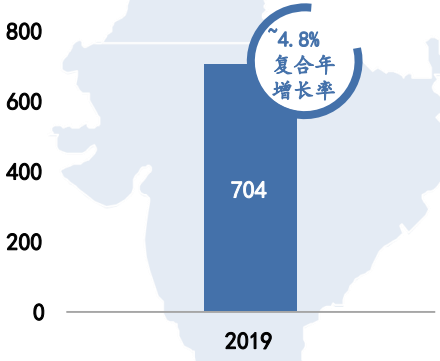
- 由巴斯夫全资拥有和运营
- 项目目前处于可行性研究阶段
- 首批工厂预计于2022年投入运营
- 100亿美元的资本支出预计到2030年分阶段实施
- 最先进的一体化基地，贯彻智能制造理念

印度作为一个快速增长的经济体，国内化工制品供应不足

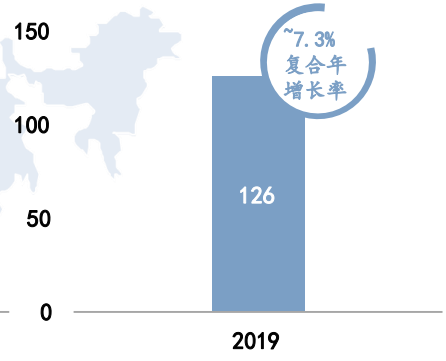
强劲的GDP增长
十亿美元（基准年2015）



不断发展的工业基础
十亿美元（基准年2015）



化学品需求强劲1
百万美元（基准年2015）



市场特征

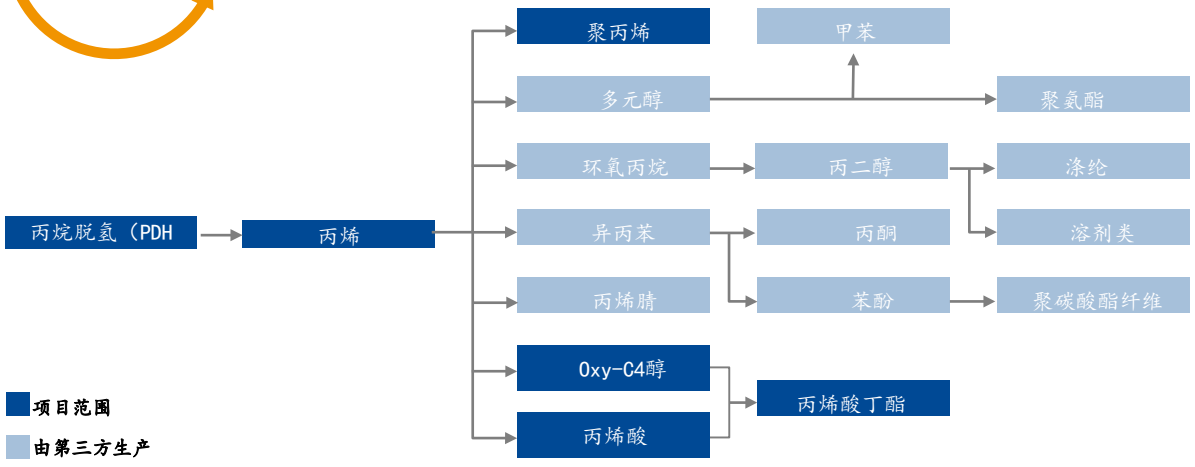
- 人口超13亿；世界第五大经济体
- 关键客户行业：运输，消费品，家庭和个人护理
- 印度化学工业将比全球化学工业增长更快
- 从中长期来看，印度仍将是化学品的净进口国

[1]实际化学品生产，不包括药品。 2015年为基准年

巴斯夫的项目范围–建立C3产业价值链

碳中和

古吉拉特邦的蒙德拉港–世界上第一个绿色化学联合体的指定地点



- 预计巴斯夫、阿达尼、ADNOC[1]和Borealis将合作投资于化工生产联合体
- 将建立PDH装置，作为丙烯酸树脂价值链和聚丙烯生产的基础
- 项目目前处于可行性研究阶段
- 计划于2024/25年开始生产
- 全球首个碳中和站点将100%由可再生能源供电

[1]阿布扎比国家石油公司

目录

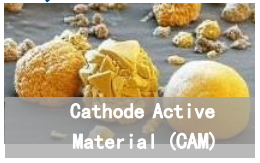
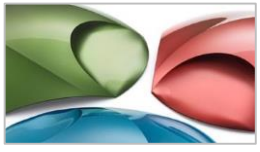
1 公司概览

2 全面开展战略实施

3 独特地位抓住亚洲增长机遇

4 电池材料推动电动汽车和未来增长

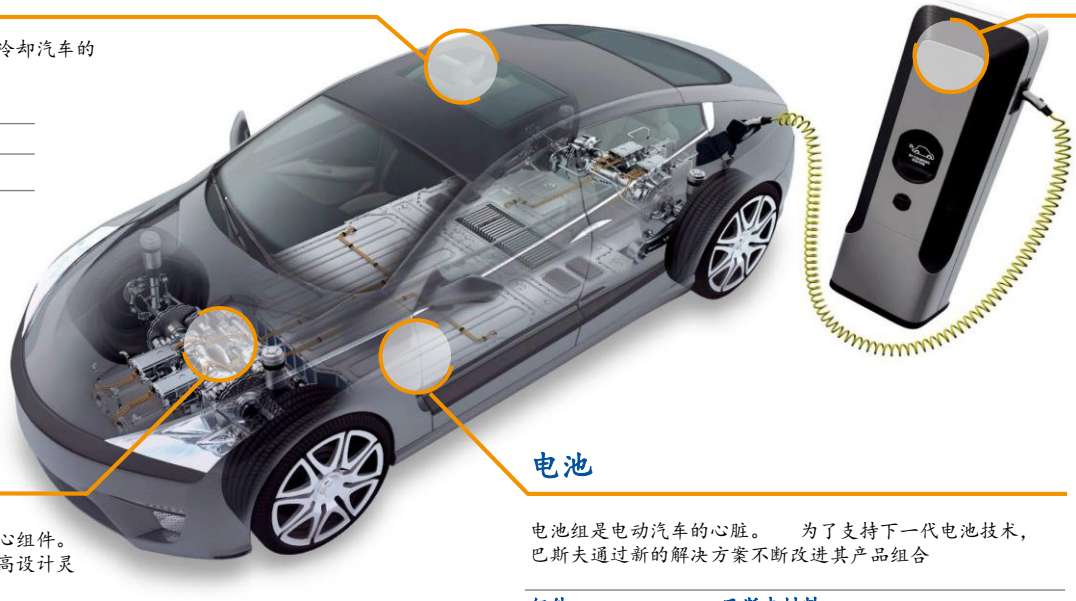
新能源汽车的增长拉动正极材料需求增长

	内燃机（ICE）		电动汽车（BEV）	
排放控制与发电		更高需求： 电池材料的增长足以弥补某些催化剂的淘汰		+
工程塑料		更高需求： 增长动力：阻燃塑料，电池外壳和电缆护套		+
冷却液		可比需求： 增长领域：电子冷却剂、用于电动汽车和自动驾驶的专用油		=
涂料层		可比需求： 增长领域：电池外壳涂料和被动式车辆温度管理		=

热管理

有效的热管理减少了电池中用于加热和冷却汽车的能量，从而增加电动汽车的续航里程。

组件	巴斯夫材料
底盘涂料	Chromacool®



充电基础设施

安全且易于使用的充电设备对电动汽车的普及至关重要。

组件	巴斯夫材料
充电站	Ultramid®, Ultradur®
充电线	弹性纤维®
充电插头	Ultramid®
充电口	Ultramid®

电动动力系统

电动机和功率电子器件是电动汽车的核心组件。巴斯夫的材料可帮助客户减轻重量，提高设计灵活性，安全集成组件和功能。

组件	巴斯夫材料
电动马达	Cellasto®
电力电子	Ultramid®, Ultradur®

电池

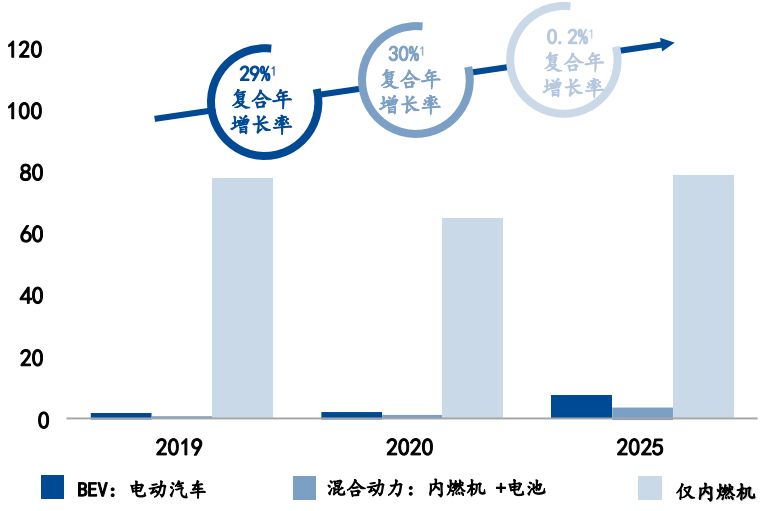
电池组是电动汽车的心脏。 为了支持下一代电池技术，巴斯夫通过新的解决方案不断改进其产品组合

组件	巴斯夫材料
电池芯	阴极活性材料[1]（HED™产品系列），N-甲基吡咯烷酮（NMP），碳酸亚乙酯
电池盒	Oxsilan®, CathoGuard®, Ultramid®
电池轴承	Cellasto®
电池散热	Glysantin®, Ultramid®
高压插头	Ultradur® HR, Ultramid®

[1]CAM =阴极活性材料

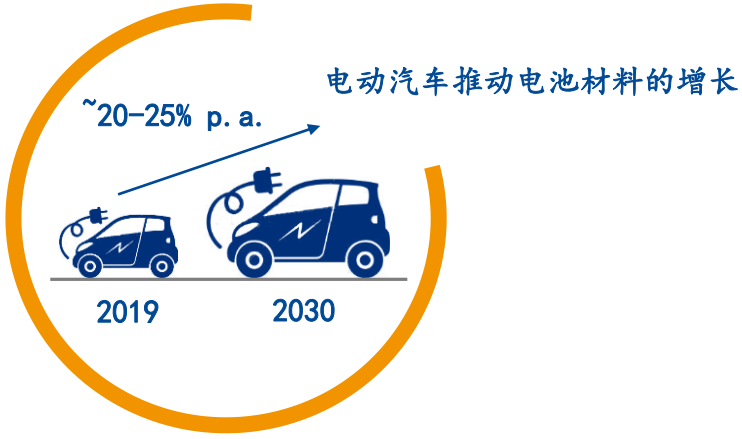
电动汽车和混合动力汽车为电池材料创造绝佳增长点

全球汽车产量（按发动机类型划分）
百万单位



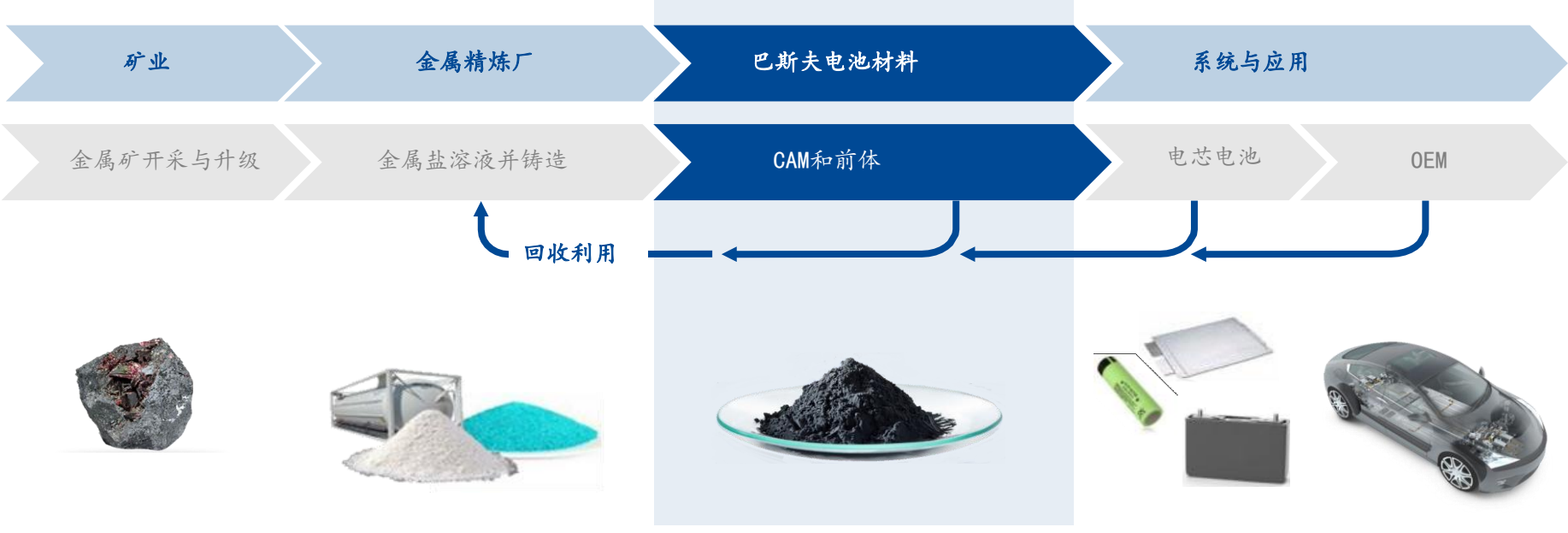
2030年的市场预测：

- 每年生产约2500万辆电动汽车
- 电动汽车中1,500-2,500kt的阴极活性材料（CAM）
- CAM有45-60亿欧元的市场规模



[1]数据来源：LMCA

巴斯夫在价值链中处于有利地位，并与战略伙伴合作，以确保高纯度的原材料

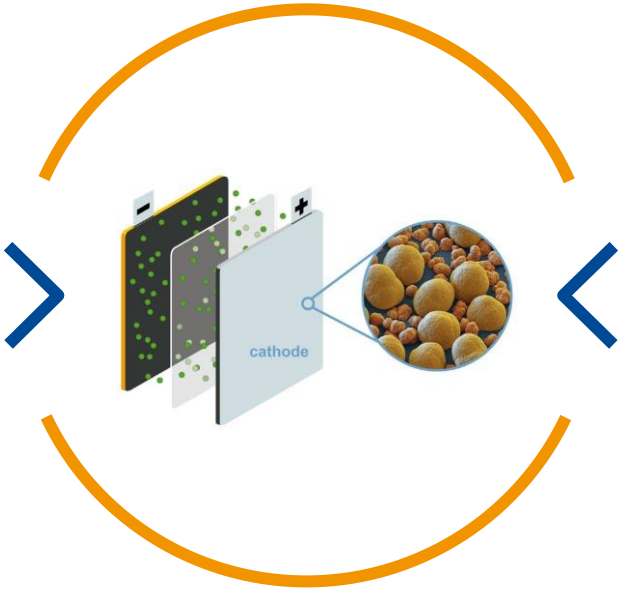


正极材料的化学性质是应对电动汽车挑战的关键

巴斯夫是汽车行业高能密度正极材料的领先供应商

正极材料决定电池性能

- HED™镍钴锰氧化物（NCM）和镍钴铝氧化物（NCA）
- 自产前驱体和阴极材料
- 遍布全球，拥有研发、技术中心和生产基地
- 全面的专利组合以及与汽车行业的紧密关系



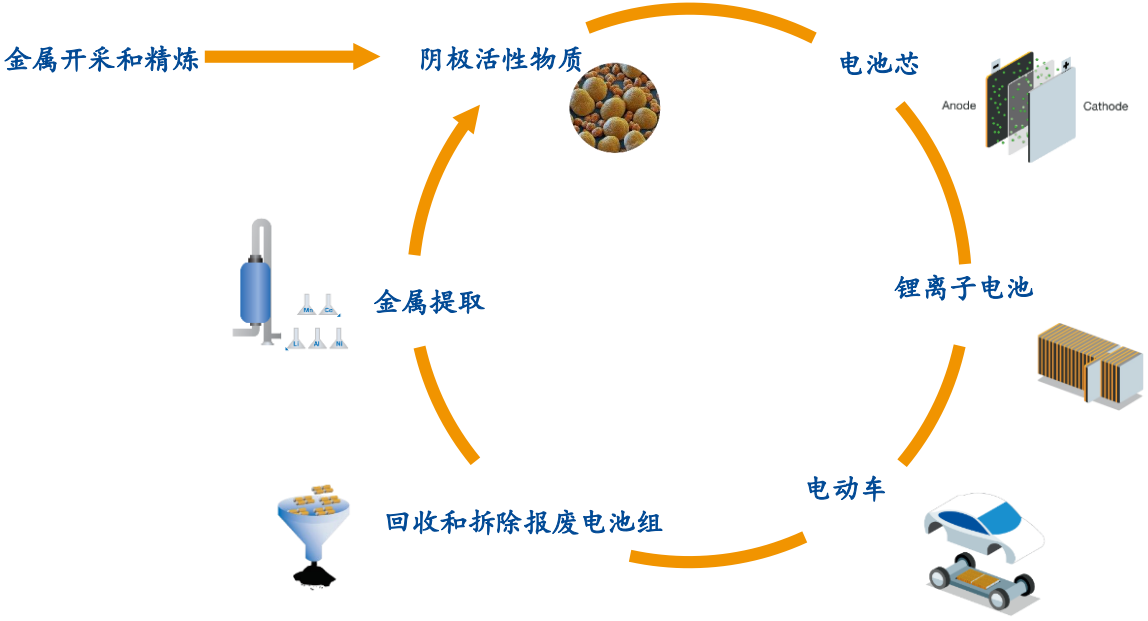
巴斯夫的目标和方针

- 将中型车的续航里程翻倍，达到600公里
- 电池寿命加倍
- 电池体积减半
- 充电时间减少到15分钟

- 平衡化学成分
- 优化生产流程

巴斯夫结合了电池材料的生产与回收，以实现循环经济

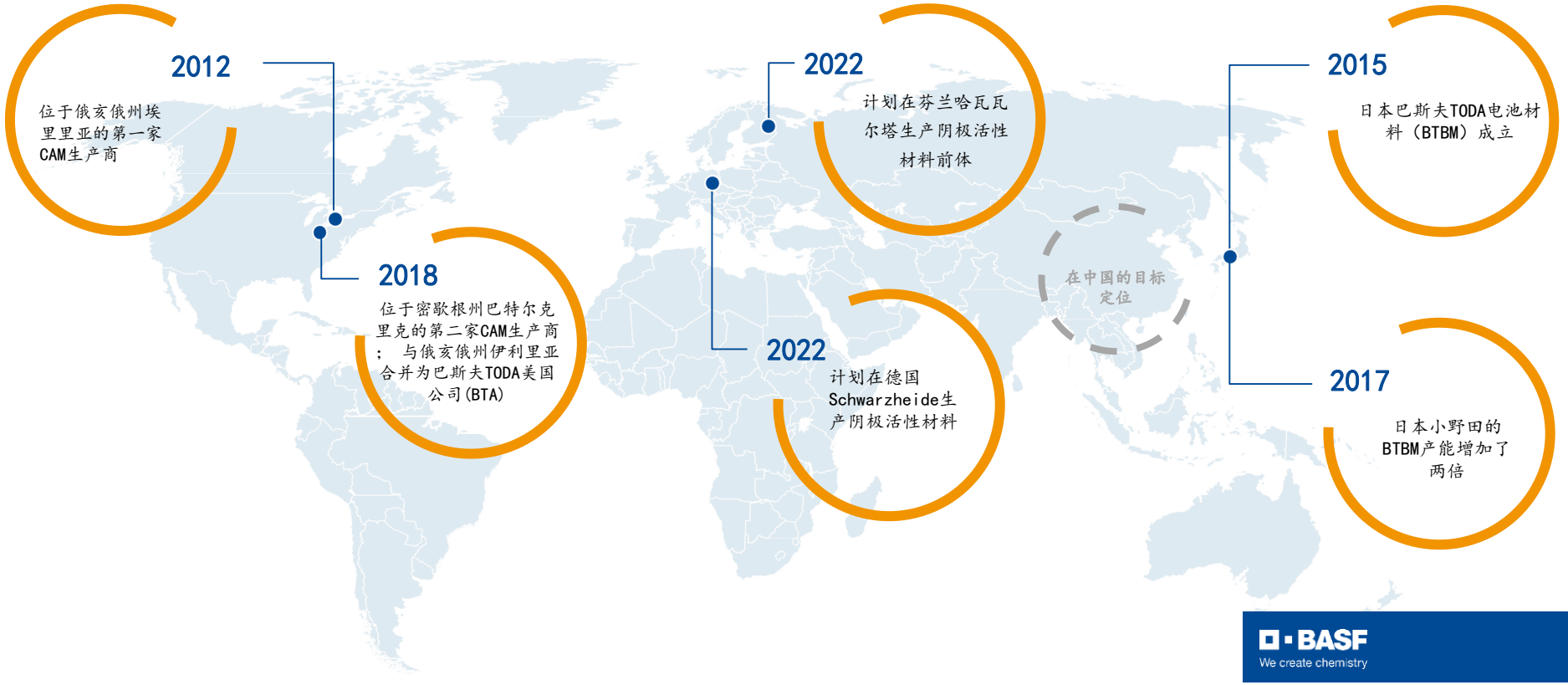
电池材料循环经济



重要事实

- 相关法规推动了回收需求的增长
- OEM需与回收商合作以建立生产回收闭环
- 回收提供了可持续且经济高效的金属获取途径
- 巴斯夫拥有专有差异化技术以及回收方面的专业知识

巴斯夫是全球领先的电池材料供应商



巴斯夫积极开展电池材料投资

2018年10月



巴斯夫与Nornickel联手为电池材料市场供货

- 巴斯夫宣布前体工厂将在芬兰的哈瓦瓦尔塔建厂，以确保当地镍和钴的安全供应
- 新工厂将由当地可再生能源供能，包括水能，风能和生物质能
- 计划于2022年启动

2020年2月



巴斯夫进一步在欧洲投资，以巩固在电动汽车电池材料方面的地位

- 德国Schwarzheide作为欧洲阴极活性材料生产基地，每年可提供约40万辆电动汽车
- 生产基地将使用行业领先的能源组合以降低二氧化碳排放量
- 巴斯夫计划在电池材料供应方面建立全球业务
- 计划于2022年启动

2020年3月



Fortum 、 巴斯夫和Nornickel签署了电池回收合作协议

- 巴斯夫计划在芬兰的哈瓦瓦尔塔工厂使用由合作公司开发的回收材料
- 双方将促进电池市场中再生原料的生产和使用

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	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	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@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	查方龙	18565481133	zhafl@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

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。

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

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