

2017年04月05日
证券研究报告·调研报告

天润曲轴 (002283) 汽车

增持 (首次)

当前价: 7.19 元

目标价: 8.50 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

重型发动机曲轴龙头，产品结构不断多样化

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 曲轴行业绝对龙头，市场占有率超过 40%。公司曲轴业务行业龙头地位明显，市场占有率高；2) 产品结构不断优化，抗风险能力大幅提升。公司不断拓展下游轻卡、乘用车客户，同时加大海外客户扩展力度，抵抗商用车周期风险能力不断提升；3) 连杆产能不断爬坡，内生性增长明显。公司连杆产能 2017~2019 年将从 200 余万只爬升至 500 万支水平，订单饱满，增长驱动明显。
- **2016 业绩持续增长，2017Q1 业绩同比翻番。**2016 年公司实现营业总收入 18.2 亿元，同比增长 7.8%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 29.3%。公司业绩及毛利率水平自 2012 年以来持续稳健增长。2017Q1，公司预计净利润约在 4700 万~5800 万之间，同比增长约 100%~150%。
- **曲轴客户走向多元化，出口占比逐步提升。**公司曲轴业务目前主要的客户包括潍柴、云内、东风康明斯、福田康明斯、福田戴姆勒等。公司后续主要将拓展轻卡和乘用车客户，轻卡和乘用车发动机曲轴客户将在未来大幅增加曲轴产销量，同时提升公司抗周期性风险的能力。同时，公司已进入康明斯全球供应商体系并是国内唯一戴姆勒重型发动机曲轴供应商，产品出口占比持续提升。
- **连杆产能、业务量大幅提升。**公司 2016 年共产销量分别达到 103 万支和 99 万支水平，同比分别增长 43.5%和 36.7%。连杆业务 2016 年销售额同比增长 45.3%，是公司各项业务中增长速度最快的业务。预计公司 2017 年连杆业务增长率将持续扩大，主要为潍柴、戴姆勒、卡特皮勒需求量大幅上升所致。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元、0.35 元，对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、20 倍。公司作为曲轴行业国内绝对龙头，订单增长明显，产品多元化发展，大力拓展海外市场，实现强有力内生性增长。我们认为公司合理估值为 2017 年对应 34 倍 PE (对应 2017 年 PEG 为 0.78)，对应目标价 8.50 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游重卡销量出现周期性下滑的风险；上游生铁及铸钢材料价格上涨的风险；连杆产能爬坡不及预期风险；汇率风险。

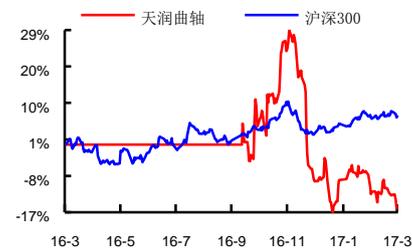
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1821.51	2468.26	3063.10	3724.29
增长率	7.79%	35.51%	24.10%	21.59%
归属母公司净利润 (百万元)	194.30	278.61	342.62	394.59
增长率	29.31%	43.39%	22.97%	15.17%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.25	0.31	0.35
净资产收益率 ROE	5.53%	7.37%	8.39%	8.89%
PE	41	29	24	20
PB	2.22	2.07	1.92	1.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.23
流通 A 股(亿股)	11.22
52 周内股价区间(元)	7.11-17.15
总市值(亿元)	80.72
总资产(亿元)	51.24
每股净资产(元)	3.17

相关研究

目 录

1 大型发动机零部件绝对龙头	1
1.1 “天”牌老字号，曲轴产品领军者	1
1.2 2016 公司业绩持续增长，毛利率稳步提升	2
2 曲轴业务稳重有升，外延预期强	3
2.1 曲轴为核心，产品结构不断拓展	3
2.2 连杆业务高增速，产能持续爬坡	4
2.3 产品结构不断优化，抗周期风险能力持续提升	5
3 盈利预测与估值	5
4 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司主要产品.....	1
图 2：公司股权架构.....	1
图 3：公司 2009 年以来营业收入情况.....	2
图 4：公司 2009 年以来归母净利润情况.....	2
图 5：公司 2009 年以来毛利率情况.....	2
图 6：公司 2009 年以来三费率的变化.....	2
图 7：2012 年以来我国钢坯价格变动情况.....	3
图 8：2012 年以来我国铸造生铁价格（上海）变动情况.....	3
图 9：2016 年公司不同产品毛利贡献占比.....	4
图 10：2016 年重卡销量及同比增速.....	4
图 11：2010 年规模化以来连杆业务收入及增速.....	4
图 12：2010 年规模化以来连杆业务毛利贡献及毛利率水平.....	4
图 13：2009 年以来出口业务营收及业务占比.....	5
图 14：2006 年以来我国重卡年销量变化情况.....	5

表 目 录

表 1：天润曲轴各项业务收入及毛利率（单位：百万元）.....	6
表 2：可比公司对比.....	6
附表：财务预测与估值.....	8

1 大型发动机零部件绝对龙头

1.1 “天”牌老字号，曲轴产品领军者

公司是以生产“天”牌内燃机曲轴为主导产品的中国规模最大的曲轴专业生产企业，是中国内燃机协会曲轴和连杆分会理事长单位。公司下设文登恒润锻造有限公司、潍坊分公司，经营业务涉及内燃机动力零部件、铁路装备和机床设备研制等领域；主营业务形成船机、中重卡、轻卡和轿车曲轴，以及连杆、铸件、锻件七大主要业务板块。公司主要产品有曲轴、连杆、毛坯、铸件、锻件，如图 1。

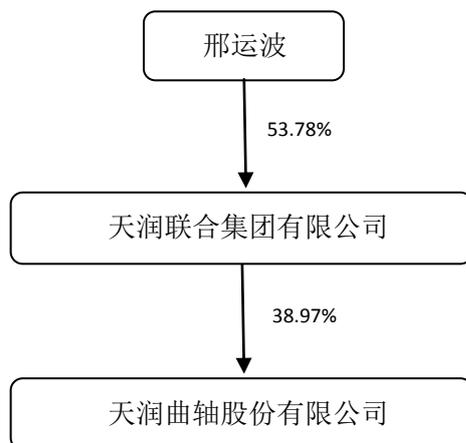
图 1：公司主要产品



数据来源：公司资料，西南证券整理

公司股权架构清晰，如图 2，实际控制人邢运波通过天润联合集团有限公司持有公司 38.97% 的股权，对公司实际控制能力强。公司上市以来于 2011 年 8 月完成一次定增，共募集资金 10.4 亿元。

图 2：公司股权架构



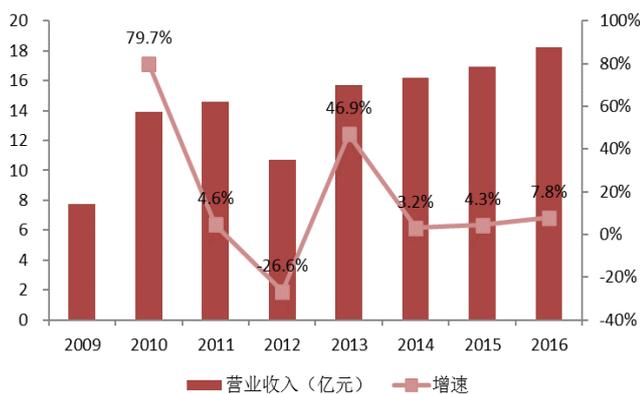
数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 2016 公司业绩持续增长，毛利率稳步提升

2016 年公司实现营业总收入 18.2 亿元，较 2015 年度增加 1.32 亿元，同比增长 7.8%；利润总额 2.3 亿元，较 2015 年度增加 5,598 万元，增幅 31.8%，归母净利润 1.94 亿元，增长 29.3%。2012 年由于重卡行业严重下滑造成公司业绩出现负增长，自此之后公司不断丰富产品类型，拓展轻卡和乘用车曲轴客户，2013 年后业绩持续保持正增长，同时在毛利率持续提升的作用下，归母净利润增速持续两位数以上增长，显著高于营业收入增长速度。

公司毛利率自 2013 年以来连年提升，2016 年毛利率达到 28.53%。一方面是因为原材料价格（主要为生铁和锻造钢材）自 2012 年以来持续下跌，同时公司生产自动化水平不断提高，叠加产量不断增加引起产能利用率自 2013 年持续上升；另一方面，公司生产管理水平不断得到提升，生产过程中的成本损耗降低，同时公司产品结构不断优化，与国内外大型客户的订单稳定，保证稳定的利润空间。2016 年公司期间费用率基本保持稳定，销售费用水平上升 2 个百分点，主要是公司 2016 年在销往市场客户方面采用了相对更为积极的销售政策，加大了销售补贴力度，后续销售政策将逐步趋于正常。公司受益于重卡行业景气度持续提升，2017Q1 公司预计归母净利润约在 4700 万~5800 万之间，同比增长约 100%~150%。

图 3：公司 2009 年以来营业收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司 2009 年以来归母净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司 2009 年以来毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司 2009 年以来三费率的变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2012 年以来我国钢坯价格变动情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 8：2012 年以来我国铸造生铁价格（上海）变动情况


数据来源: wind, 西南证券整理

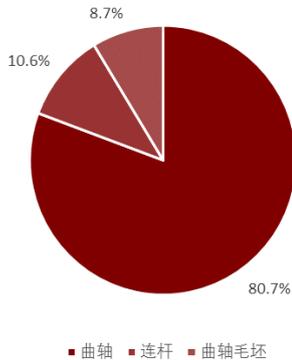
2 曲轴业务稳重有升，外延预期强

2.1 曲轴为核心，产品结构不断拓展

曲轴类产品一直是公司的核心产品，毛利贡献率超过 80%。曲轴产品分为锻件和铸件两种加工工艺，公司曲轴主要以锻造为主，供应中重型发动机。公司曲轴类型丰富，包括分别为重卡发动机、中卡发动机、轻卡发动机、乘用车发动机以及船机发动机匹配的各类曲轴。其中重卡发动机用曲轴是公司的核心产品，该产品占总营收的近一半的水平，同时重卡发动机单价水平和毛利水平均较高，单价可以达到 3000 元左右，毛利率水平接近 30%。

公司 2016 年曲轴产品产销量分别达到 1,091,479 支和 1,070,795 支，同比分别增长 31.96%和 11.85%。曲轴产品 2016 年总营收和毛利分别达到 14.33 亿和 4.24 亿，同比分别增长约 10%和 20.5%。曲轴业务的增长主要受益于 2016 年重卡业务的大幅回暖。2016 年全国重卡行业从 2 月开始复苏，连续同比正增长 11 个月，7 月之后政府出台一系列文件，规范运输行业健康发展，全年销售达到 73.3 万辆，同比增长 33%。

公司曲轴业务目前主要的客户包括潍柴，一汽锡柴、大柴、云内、海马、东风康明斯、北汽乘用车、福田康明斯、福田戴姆勒，广汽菲亚特等，公司重型发动机曲轴的市场占有率已经达到 40%，处于绝对龙头地位。公司后续一方面借力重卡市场持续景气的良好市场环境继续扩大重型发动机曲轴产销量，另一方面主要拓展轻卡和乘用车曲轴客户，丰富产品多元化程度，进而提升公司抗周期性风险的能力。在轻卡曲轴板块公司规划，提升轻卡曲轴国内市场占有率，公司目标是在未来几年内发展成为中国最大的轻卡曲轴生产厂商。在乘用车曲轴板块，公司规划重点开发国际品牌（戴姆勒、菲亚特克莱斯勒、捷豹路虎）、国内合资品牌（通用、大众、奔驰、宝马）、国内自主高端品牌（长安、广汽、上汽），未来几年内成为中国核心的专业乘用车曲轴生产厂商。

图 9：2016 年公司不同产品毛利贡献占比


数据来源：wind，西南证券整理

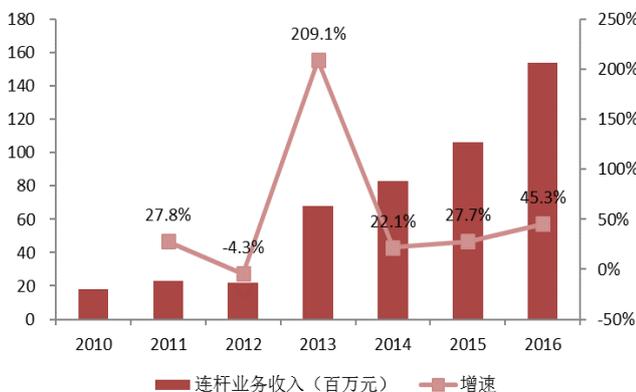
图 10：2016 年重卡销量及同比增速


数据来源：wind，西南证券整理

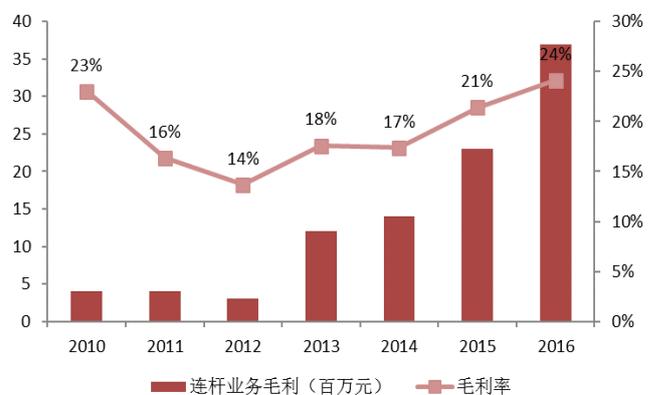
2.2 连杆业务高增速，产能持续爬坡

公司从 2009 年开始开展连杆业务，2010 年开始规模化生产，2012 年以来连杆业务营收、毛利及毛利率保持稳定高速增长。曲轴连杆机构是发动机总成重要的动力传输机构，公司在曲轴业务基础上大力拓展连杆产品具有得天独厚的基础和优势。公司目前连杆产品的主要客户包括有潍柴、东风康明斯、上柴、江淮、戴姆勒、卡特皮勒等。

公司 2016 年产销量分别达到 103 万支和 99 万支水平，同比分别增长 43.5% 和 36.7%。连杆业务 2016 年销售额同比增长 45.3%，是公司各项业务中增长速度最快的业务。预计公司 2017 年连杆业务增长率将持续扩大，主要增长点为潍柴、戴姆勒、卡特皮勒需求量大幅上升所致。公司连杆部分产能在未来三年将持续爬坡，2017 年连杆产销量将超过 200 万支水平，公司未来将通过现有生产线智能化和自动化改造不断提升产能和生产效率，预计 2019 年产能将达到近 500 万支产能水平。公司在连杆业务上的发展目标是逐步实现轻卡至重卡连杆的全系列覆盖，致力发展成中国最大的卡车涨断连杆生产厂商，并逐步开发研究乘用车连杆市场。

图 11：2010 年规模化以来连杆业务收入及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 12：2010 年规模化以来连杆业务毛利贡献及毛利率水平


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 产品结构不断优化，抗周期风险能力持续提升

为重型发动机配套的曲轴业务是公司最核心的产品业务，但重卡行业具有较强的周期性，重卡销售一般 3 年左右一个周期，2010 年、2013 年和 2016 年为周期高点。2012 年、2015 年为周期低点。公司很早就意识到业绩存在受下游重卡需求影响的周期性风险，并提出“235”战略：实现维修市场、出口、主机配套市场销售收入“2:3:5”的三大市场网络体系，提升企业综合竞争力。目前海外出口占公司总营收约 10%，公司持续推进海外客户的发展，已经成为国内唯一的戴姆勒曲轴供应商和康明斯全球供应商，这一方面为公司打开了更加广阔的海外市场，可以持续有效的对冲国内商用车周期性风险，另一方面也说明了公司产品质量已经达到了国际领先水平，国内的曲轴领域龙头地位明显。公司持续获得戴姆勒更多类型发动机曲轴供货订单，并获得新的轻卡、乘用车曲轴订单，显示公司抵抗周期性风险的能力不断增强，业绩稳定性得以提升。

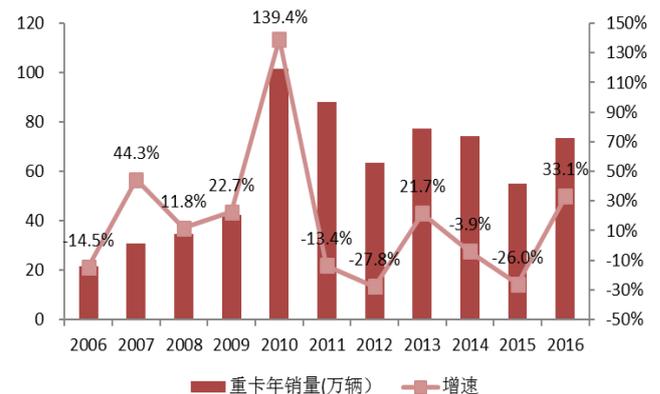
对比图 3 与图 11 中的公司营业收入与各年度我国重卡年度销量，不难发现，2012 年的重卡行业低点也造成了公司营收自上市以来唯一一次的负增长，但随着公司产品结构不断优化，产品销售渠道不断多元化的战略推进，2015 年的重卡行业周期性的低点并没有对公司业绩造成严重的影响，营收与归母净利润在 2015 年均呈现正增长。

图 13：2009 年以来出口业务营收及业务占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2006 年以来我国重卡年销量变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

曲轴：公司持续拓展下游轻卡和乘用车客户，海外业务持续扩张，预计 2017 年总产销数量会有较大增幅（约 50% 水平），但主要增长点为单件价相对低的轻卡和乘用车曲轴。

曲轴毛坯：公司曲轴毛坯业务增速基本与曲轴业务方向与增幅基本一致；

连杆：公司下游连杆订单显著增多，公司连杆处于产能爬坡期，未来 2019 年有望达到近 500 万支产能水平。预计公司 2017 年产销量增速将超过 100%，2018、2019 年也将保持较高增速。

根据以上假设, 预计曲轴业务 2017~2019 年营收增速分别为 25%、20%和 20%; 预计曲轴毛坯业务 2017~2019 年营收增速分别为 25%、20%和 20%; 预计连杆业务 2017~2019 年营收增速分别为 150%、50%和 30%。

表 1: 天润曲轴各项业务收入及毛利率 (单位: 百万元)

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	1,821.51	2,468.26	3,063.10	3,724.29
	yoy	7.79%	35.51%	24.10%	21.59%
	成本	1,301.87	1,790.09	2,223.30	2,720.31
	毛利率	28.53%	27.48%	27.42%	26.96%
曲轴	营业收入	1,433.38	1791.73	2150.07	2580.08
	增速	9.98%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本	1,008.68	1,281.08	1,548.05	1,883.46
	毛利率	29.63%	28.50%	28.00%	27.00%
曲轴毛坯	营业收入	189.29	236.61	283.94	340.72
	增速	-8.03%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本	135.43	169.30	203.16	243.79
	毛利率	28.45%	28.45%	28.45%	28.45%
连杆	营业收入	154.02	385.05	577.58	750.85
	yoy	45.59%	150.00%	50.00%	30.00%
	成本	116.87	288.79	424.52	544.36
	毛利率	24.12%	25.00%	26.50%	27.50%
其他	营业收入	44.82	54.87	51.52	52.64
	增速	-40%	22.43%	-6.11%	2.17%
	成本	40.89	50.92	47.58	48.69
	毛利率	8.77%	7.20%	7.65%	7.50%

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.25 元、0.31 元、0.35 元, 对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、20 倍。公司作为曲轴行业国内绝对龙头, 订单增长明显, 产品多元化发展, 大力拓展海外市场, 实现强有力内生性增长。我们认为公司的合理估值为 2017 年对应 34 倍 PE (对应 2017 年 PEG 为 0.78), 对应目标价 8.50 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司对比

代码	公司名称	市值 (亿)	价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
002448	中原内配	67.1	11.41	0.36	0.44	0.51	0.57	32	26	23	20
000903	云内动力	81.3	9.25	0.22	0.27	0.37	0.48	34	35	25	19
002536	西泵股份	45.5	13.64	0.54	0.30	0.41	0.56	126	45	33	24
300258	精锻科技	69.46	17.15	0.47	0.63	0.83	-	37	27	21	-
平均值								57	33	26	21
600742	天润曲轴	80.7	7.19	0.17	0.25	0.31	0.35	41	29	24	20

数据来源: wind, 西南证券 (可比公司 2017-19 年 EPS 取自 Wind 一致预期)

4 风险提示

- （1）下游重卡销量行业出现周期性下滑的风险；
- （2）上游生铁及铸钢材料价格上涨的风险；
- （3）连杆产能爬坡不及预期风险；
- （4）汇率风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1821.51	2468.26	3063.10	3724.29	净利润	200.46	286.31	352.56	405.86
营业成本	1301.87	1790.09	2223.30	2720.30	折旧与摊销	232.13	433.85	433.85	433.85
营业税金及附加	22.65	26.59	34.69	41.49	财务费用	19.83	-4.30	-5.99	-7.02
销售费用	95.57	98.73	122.52	148.97	资产减值损失	7.68	8.29	8.09	8.16
管理费用	178.43	240.08	296.29	368.39	经营营运资本变动	-70.17	-174.04	-269.47	-239.06
财务费用	19.83	-4.30	-5.99	-7.02	其他	-8.58	-8.29	-8.09	-8.16
资产减值损失	7.68	8.29	8.09	8.16	经营活动现金流净额	381.36	541.83	510.95	593.64
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-64.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-254.77	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-319.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	195.47	308.79	384.19	443.99	短期借款	-11.27	-617.86	-40.87	0.00
其他非经营损益	36.71	22.06	23.52	25.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	232.19	330.84	407.71	469.23	股权融资	25.39	0.00	0.00	0.00
所得税	31.73	44.53	55.15	63.37	支付股利	-22.40	-24.95	-36.41	-45.56
净利润	200.46	286.31	352.56	405.86	其他	-50.31	4.30	5.99	7.02
少数股东损益	6.16	7.71	9.94	11.27	筹资活动现金流净额	-58.59	-638.50	-71.29	-38.54
归属母公司股东净利润	194.30	278.61	342.62	394.59	现金流量净额	8.98	-96.67	439.66	555.10
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	294.13	197.46	637.12	1192.22	成长能力				
应收和预付款项	961.20	1200.66	1526.08	1860.67	销售收入增长率	7.79%	35.51%	24.10%	21.59%
存货	548.47	754.15	936.66	1146.04	营业利润增长率	24.31%	57.97%	24.42%	15.56%
其他流动资产	18.00	24.39	30.27	36.80	净利润增长率	30.84%	42.83%	23.14%	15.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.24%	65.01%	9.98%	7.24%
投资性房地产	32.07	32.07	32.07	32.07	获利能力				
固定资产和在建工程	3039.38	2631.55	2223.71	1815.88	毛利率	28.53%	27.48%	27.42%	26.96%
无形资产和开发支出	214.23	188.21	162.19	136.17	三费率	16.13%	13.55%	13.48%	13.70%
其他非流动资产	16.19	16.19	16.19	16.19	净利率	11.01%	11.60%	11.51%	10.90%
资产总计	5123.67	5044.67	5564.30	6236.04	ROE	5.53%	7.37%	8.39%	8.89%
短期借款	668.73	50.87	10.00	10.00	ROA	3.91%	5.68%	6.34%	6.51%
应付和预收款项	769.39	1034.03	1266.97	1565.33	ROIC	4.62%	6.60%	8.54%	10.21%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.56%	29.91%	26.51%	23.38%
其他负债	60.18	73.03	84.44	97.52	营运能力				
负债合计	1498.30	1157.94	1361.41	1672.85	总资产周转率	0.37	0.49	0.58	0.63
股本	1121.06	1121.06	1121.06	1121.06	固定资产周转率	0.72	0.97	1.44	2.16
资本公积	1318.36	1318.36	1318.36	1318.36	应收账款周转率	3.16	3.48	3.47	3.38
留存收益	1115.59	1369.25	1675.45	2024.49	存货周转率	2.49	2.75	2.63	2.61
归属母公司股东权益	3555.01	3808.67	4114.88	4463.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.83%	—	—	—
少数股东权益	70.36	78.07	88.01	99.28	资本结构				
股东权益合计	3625.37	3886.74	4202.89	4563.19	资产负债率	29.24%	22.95%	24.47%	26.83%
负债和股东权益合计	5123.67	5044.67	5564.30	6236.04	带息债务/总负债	44.63%	4.39%	0.73%	0.60%
					流动比率	1.24	1.92	2.34	2.57
					速动比率	0.86	1.26	1.64	1.88
					股利支付率	11.53%	8.95%	10.63%	11.55%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.25	0.31	0.35
					每股净资产	3.23	3.47	3.75	4.07
					每股经营现金	0.34	0.48	0.46	0.53
					每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	447.44	738.34	812.05	870.82					
PE	41.49	28.93	23.53	20.43					
PB	2.22	2.07	1.92	1.77					
PS	4.43	3.27	2.63	2.16					
EV/EBITDA	18.60	10.57	9.02	7.77					
股息率	0.28%	0.31%	0.45%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn