

纱线产业链布局完善, 纺织一体化优势突出

投资要点

- **事件:** 日前, 公司全资子公司金富纱业规划的年产 150 万纱锭纺纱项目已全部建成, 生产出合格纱线产品。截至目前, 公司已具备年产 236 万纱锭的生产能力(包含控股子公司富丽震纶具备年产 86 万纱锭生产能力), 进一步完善了公司烧碱—粘胶纤维—纱线产业链。
- **粘胶三季度行情看涨, 产业链一体化优势突出。** 三季度看涨粘胶短纤价格的依据主要在于行业新增产能真空期和需求稳步增长期的叠加。2017 年粘胶短纤无规模新增产能, 周度开工率超过 9 成, 且库存处于低位, 卓创资讯库存周度天数自 6 月 16 日起一直为 0 天。加之下游纺织品服装行业弱复苏, 替代品棉花价格自 16 年起上涨, 17 年以来高位站稳, 需求处于稳步增加态势。综合来看, 粘短三季度价格仍将保持强势, 有望使公司三季度业绩持续向好。从目前公司的产能和产业链布局来看, 公司在新疆地区规划粘胶产能已达到其 90 万吨的目标, 位居国内首位, 且配套的上游浆粕产能规划也超过 50 万吨, 加上全资子公司金富纱业年产 150 万纱锭纺纱项目建成, 以及随着控股子公司富丽震纶具备年产 200 万纱锭项目的逐步落地, 公司的纺织产业链一体化格局基本完成, 有望借助新疆地区产业政策与资源优势, 复制如 PVC 一体化产业链的强劲竞争优势, 后续发展值得期待。
- **坚定看好 PVC 行情, 氯碱盈利能力强劲。** PVC 行业产能自然出清, 行业处于弱平衡状态, 供需格局实质性好转。随着近期环保因素逐渐发酵压制供给端, 若房地产等需求端数据不断崖式下跌, 我们认为下半年 PVC 价格有望空中加油。且公司近年来致力于向上游完善 PVC 产业链, 逐步掌控氯碱产业所需的煤炭、原盐、石灰石等资源, 夯实了原料供应基础, 具备了氯碱行业的低成本资源条件, 也使得公司能够获取原材料上涨带来的额外收益, 一体化布局步入丰收期。由于下游氧化铝等行业产量大幅增加, 烧碱价格一直保持强势, 目前毛利率已接近 70%, 盈利能力强劲。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.40 元、1.45 元和 1.57 元, 参考可比公司, 给予 17 年 15 倍 PE, 对应目标价 21 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 氯碱产品价格或不及预期的风险、粘短价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23362.32	36259.86	39059.89	41800.54
增长率	53.06%	55.21%	7.72%	7.02%
归属母公司净利润(百万元)	1843.47	2996.23	3119.54	3371.52
增长率	23914.89%	62.53%	4.12%	8.08%
每股收益 EPS(元)	0.86	1.40	1.45	1.57
净资产收益率 ROE	11.61%	17.13%	15.37%	14.44%
PE	18	11	10	10
PB	1.95	1.80	1.55	1.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

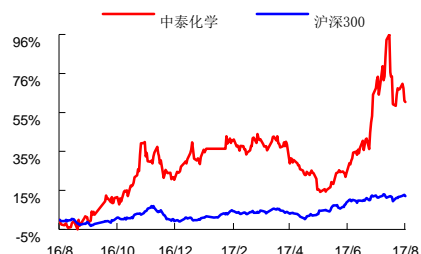
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@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)	21.46
流通 A 股(亿股)	20.34
52 周内股价区间(元)	9.02-18.47
总市值(亿元)	325.83
总资产(亿元)	524.32
每股净资产(元)	8.08

相关研究

1. 中泰化学(002092): 业绩符合预期, 下半年仍具爆发力 (2017-08-10)
2. 中泰化学(002092): PVC 期现货大涨, 盈利空间进一步打开 (2017-08-03)
3. 中泰化学(002092): 上修 H1 业绩, Q3 产品价格重回上涨态势 (2017-07-14)

1 纺织业务概况：打造全国最大粘胶-纺纱一体化企业

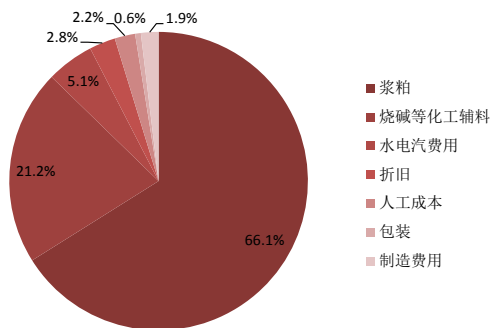
2015年，国务院2号文件出台了《支持新疆发展纺织服装促进就业的指导意见》，国家及新疆自治区出台投资优惠政策，刺激各地大企业到新疆投资纱锭项目。根据《新疆关于发展纺织服装产业带动就业的意见》(新政发〔2014〕50号)，2018年新疆棉纺产能将达到1300万锭，2023年将达到2000万锭。由于新疆投资政策的大力扶持，纺纱产能向新疆地区逐步转移，新疆地区出现了纱线产能快速投资的情况。

公司也在此背景下，凭借其区域优势和氯碱业务的配套优势，大力发展粘胶纱的产业链布局。

氯碱业务配套显著降低成本。中泰化学原氯碱主业的主营产品之一烧碱是粘胶短纤产品及其主要原材料棉浆粕的生产所需的主要化工辅料之一。按相关资料显示，平均每生产1吨棉浆粕，消耗烧碱约0.5吨，每生产一吨粘胶短纤，消耗烧碱约0.6吨，也即是每吨粘胶短纤的全生产过程中，需要消耗烧碱1.1吨。目前烧碱价格约为3750元/吨，则单吨粘胶短纤中烧碱的成本在3500元左右，占成本比有望超过30%。

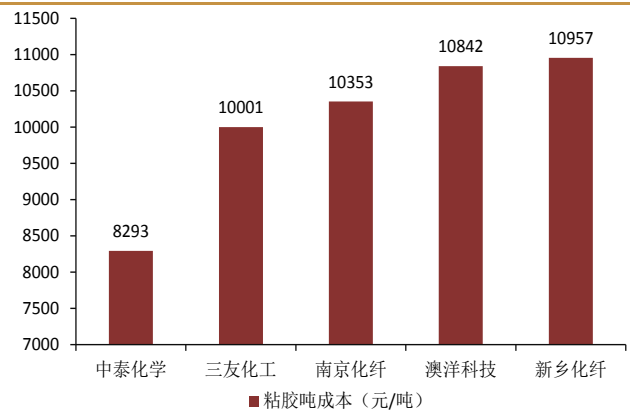
烧碱的配套使公司的粘胶短纤成本大幅降低，也增加了烧碱在上市公司体系内的内部的消化。内部消化一方面可以节约烧碱出疆销售约800元/吨的运费成本，另一方面可以节约由液态烧碱再加工成固态烧碱约800元/吨的加工、包装成本，也将显著提高上市公司烧碱的盈利水平。

图 1：2015 年新疆富丽达粘胶短纤的成本构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：中泰化学粘胶短纤吨成本较低



数据来源：Wind，西南证券整理

除了烧碱的配套使用，新疆富丽达使用的蒸汽、电力主要也由配套热电联产项目供应，新疆地区煤炭资源丰富，价格低廉，也会部分降低粘胶的生产成本。

区域优势主要在于新疆产业政策的扶持，且当新疆纺织产业集群形成之后，纺织行业有望复制 PVC 行业的区域格局，新疆等地成为优势集中之地。为推动新疆纺织业发展，中央和新疆维吾尔自治区政府在新疆纺织服装产业方面制定了涉及运费、原料、电费、贷款贴息和税收等方面的多项优惠政策，2016年公司获得的各类政府补助总额达3.27亿元，较2015年增长11.9%，主要是子公司新疆富丽达、金富纱业、富丽震纶得到的贷款贴息和运费补贴。

表 1：16 年部分政府补贴列示

补助项目	发放主体	发放原因	本期发生金额	上期发生金额
流动资金贷款贴息	库尔勒经济技术开发区 财政局	因符合地方政府招商引资等地方性扶持政策而获得的补助	124,768,542.91	52,194,975.31
运费补贴	库尔勒经济技术开发区 财政局	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助（按国家级政策规定依法取得）	123,413,878.92	54,901,345.79
固定资产贷款贴息	库尔勒经济技术开发区 财政局	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助（按国家级政策规定依法取得）	5,726,567.98	
开发区财政局进口 贴息资金	自治区商务厅/库尔勒 经济技术开发区财政局	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助（按国家级政策规定依法取得）	7,000,000.00	
增值税即征即退税款	霍尔果斯经济开发区国 家税务局	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助（按国家级政策规定依法取得）	6,352,793.81	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年度金富纱业及富丽震纶按运费补贴政策计算应收补贴金额共计 1.23 亿元，2015 年按相关补贴政策计算应收补贴金额共计 5489 万元，后续随着纱线销量的继续提高，相关补助有望维持。

表 2：涉及政府补助的相关文件及其规定

补贴相关文件	主要内容
新财建【2016】346 号文件规定，对于符合条件的企业给予贷款贴息。	按照企业从金融机构实际贷款的 2%-4% 给予贴息，其中：固定资产贷款、南疆四地州设备融资租赁贷款给予 2% 贴息，流动资金贷款给予 4% 贴息。
财建【2016】444 号文件规定，对以新疆地产棉花(含粘胶纤维)为原料生产并运往内地销区的棉纱类产品，给予出疆运输费用补贴。	32 支以下棉纱类产品中央和自治区每吨共补贴 720 元（巴州金富主要生产 30 支棉纱产品），32 支以上每吨补贴 800 元

数据来源：公司公告，西南证券整理

从目前公司的产能和产业链布局来看，公司在新疆地区规划粘胶产能已达到其 90 万吨，位居国内首位，且配套的上游浆粕产能规划也超过 50 万吨，加上全资子公司金富纱业年产 150 万锭纺纱项目建成，以及随着控股子公司富丽震纶具备年产 200 万锭项目的逐步落地，公司的纺织产业链一体化格局基本完成，有望借助新疆地区产业政策与资源优势，复制如 PVC 一体化产业链的强劲竞争优势，后续发展值得期待。

表 3：公司粘胶-纱线产业关键布局事件

时间轴	主要事件
2014.4	增资获得新疆富丽达 30% 股权，当时新疆富丽达拥有年产 30 万吨粘胶纤维（包括差别化粘胶纤维）、10 万吨棉浆粕生产能力，年烧碱消耗量约 25 万吨。
2014.8	新疆富丽达投资 8870.4 万元收购巴州金富特种纱业有限公司 51% 股权。
2014.10	子公司新疆富丽达和苏州震纶棉纺有限公司共同投资组建新疆富丽震纶棉纺有限公司；新疆富丽达持股 51%，苏州震纶 49%
2014.12	中泰化学（5.94 亿元）和中泰贯喜继续增资新疆富丽达的净资产公允价值为 16.63 亿元，完成后中泰持股比例 46%，一致行动人中泰贯喜持股 5%。
2014 年末	新疆富丽达具备年产 10 万吨棉浆粕、32 万吨差别化粘胶纤维生产能力
2015.4	金富纱业拟启动二期 65 万锭纺纱项目建设

时间轴	主要事件
2015.5	富丽震纶建设 200 万吨纺纱项目，项目投产后富丽震纶将形成包括粘胶差别化纱、粘棉混纺纱、纯棉高支纱等在内的多品种高品质纱线 30 万吨/年的生产能力
2015.7	新疆富丽达已于 2015 年 7 月完成 4 万吨技改项目，产能从 2014 年末的 32 万吨提升至 36 万吨
2016.4	现金增资控股阿拉尔市富丽达纤维有限公司，并以阿拉尔富丽达为平台，整合阿拉尔新农化纤有限责任公司现有的 8 万吨粘胶纤维和 10 万吨棉浆粕生产线，并通技改、新建达到 30 万吨粘胶纤维的生产能力。
2016.4	收购新疆富丽达剩余 54% 的股份
2016.4	收购金富纱业剩余股权，中泰持股 49%，新疆富丽达持股 51%
2016.9	新疆富丽达收购泰昌浆粕 51% 的股权，经过技术改造后，两条浆粕生产线实际产能可达 11 万吨
2017.1	新疆天泰纤维有限公司 35.07% 的股权，天泰目前具备 5 万吨粘胶纤维产能，正在建设 10 万吨粘胶纤维项目。内部产业链已基本搭建，其全资子公司新疆银鹰工贸有限公司具备 15 万吨棉浆粕的生产规模。
2017.8	金富纱业年产 150 万锭纺纱项目建成，富丽震纶具备年产 86 万锭生产能力，还有 114 万锭产能在建

数据来源：公司公告，西南证券整理

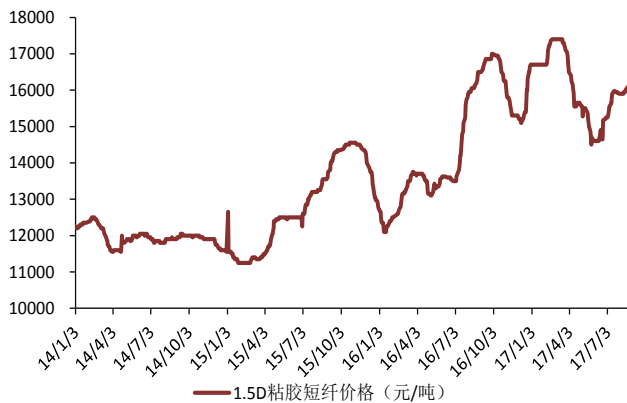
从目前公司的产能和产业链布局来看，公司在新疆地区规划粘胶产能已达到其 90 万吨的目标，位居国内首位，且配套的上游浆粕产能规划也超过 50 万吨，加上全资子公司金富纱业年产 150 万锭纺纱项目建成，以及随着控股子公司富丽震纶具备年产 200 万锭项目的逐步落地，公司的纺织产业链一体化格局基本完成，有望借助新疆地区产业政策与资源优势，复制如 PVC 一体化产业链的强劲竞争优势，后续发展值得期待。

表 4：公司粘胶-纱线目前产能布局

纱线产能				
目前	上市公司持股比例	目前产能（万锭）	在建	对应粘胶需求
富丽震纶	51%	86	114	10.1
金富纱业	100%	150	0	15
粘胶短纤产能				
	上市公司持股比例	目前产能	在建产能	烧碱需求量
新疆富丽达	100%	39	3	23.4
阿拉尔富丽达	40%	10	24	6
新疆天泰化纤	35.07%	5	10	3
浆粕产能				
	上市公司持股比例	目前产能	在建产能	烧碱需求量
新疆富丽达	100%	10	9	5
阿拉尔富丽达	40%	10	0	5
巴州泰昌	51%	11	0	5.5
新疆天泰化纤	35.07%	15	0	7.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司公告的在建项目中，含有“富丽达一期 3 万吨粘胶纤维扩能改造项目”、“阿拉尔年产 8 万吨纤维素生产线扩改 14 万吨技改项目”、“富丽达 9 万吨色制浆项目”等相关项目逐步落地，新疆富丽达预计含有粘胶短纤 42 万吨/年，阿拉尔富丽达权益粘胶产能为 13.6 万吨，新疆天泰权益粘胶产能为 5.26 万吨，共计含有权益产能 60.86 万吨，成为国内龙头企业之一。

图 3: 粘胶短纤价格维持高位


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 粘胶纱价格也在高位维持


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测

关键假设:

假设 1: 预计公司 PVC 产品 17 年含税均价 6700 元/吨, 销量 170 万吨, 毛利率提升至 38%。18、19 年价格略有提升, 毛利率保持稳定;

假设 2: 预计公司烧碱产品 17 年含税平均价格 3700 元/吨, 销量 85 万吨, 毛利率提升至 67%;

假设 3: 预计公司粘胶短纤 17 年含税平均价格 16500 元/吨, 扣除内部纱线使用部分, 预计 17 年外销 23 万吨粘胶短纤。后续粘胶短纤和纱线皆有产能释放, 预计 18-19 年分别外销粘胶短纤产品 22 万吨和 27 万吨;

假设 4: 预计公司纱线 17 年含税均价 18500 元/吨, 销量 23.2 万吨, 毛利率在 20%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
PVC	收入	8,432.98	9,735.04	9,880.34	10,025.64
	增速	13.4%	15.44%	1.49%	1.47%
	毛利率	34.94%	38.00%	38.00%	38.00%
氯碱类产品	收入	2,014.78	2,671.59	2,548.92	2,416.00
	增速	23.1%	32.60%	-4.59%	-5.21%
	毛利率	54.15%	67.00%	67.00%	67.00%
粘胶类产品	收入	2,511.73	3,256.13	3,188.51	4,071.70
	增速	-7.8%	29.64%	-2.08%	27.70%
	毛利率	29.18%	30.00%	30.00%	30.00%
纱线	收入	2,418.03	3,668.38	5,683.76	6,666.67
	增速	199.9%	51.71%	54.94%	17.29%

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	毛利率	25.52%	20.00%	20.00%	20.00%
贸易	收入	7,326.38	16,118.04	16,923.94	17,770.13
	增速	198.4%	120.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	6.41%	5.60%	5.60%	5.60%
电	收入	27.54	173.50	190.85	200.39
	增速	57.8%	530.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	7.15%	0.56%	0.60%	0.60%
其他	收入	630.88	637.19	643.56	650.00
	增速	240.2%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	47.36%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	23,362.32	36,259.86	39,059.89	41,800.54
	增速	53.06%	55.21%	7.72%	7.02%
	毛利率	26.36%	23.23%	22.60%	22.26%

数据来源：公司公告，西南证券

3 风险提示

氯碱产品价格或不及预期的风险、粘短价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23362.32	36259.86	39059.89	41800.54	净利润	1936.21	3096.23	3229.54	3491.52
营业成本	17204.31	27837.89	30233.61	32495.90	折旧与摊销	1501.50	1650.74	1786.24	1823.71
营业税金及附加	208.43	323.49	348.47	372.92	财务费用	1091.57	1322.80	1341.78	1212.68
销售费用	2045.08	2538.19	2538.89	2717.03	资产减值损失	125.96	100.00	100.00	100.00
管理费用	626.16	725.20	781.20	883.40	经营营运资本变动	-2849.85	600.42	-1051.86	-386.95
财务费用	1091.57	1322.80	1341.78	1212.68	其他	117.50	-108.09	-110.17	-113.06
资产减值损失	125.96	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1922.88	6662.10	5295.52	6127.91
投资收益	-137.91	8.21	10.05	13.10	资本支出	-1028.25	-3000.00	-800.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5448.68	8.21	10.05	13.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6476.93	-2991.79	-789.95	-486.90
营业利润	1922.92	3420.50	3725.99	4031.70	短期借款	3996.93	4295.46	-2444.17	-1842.99
其他非经营损益	335.91	191.62	41.66	41.58	长期借款	1223.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	2258.82	3612.12	3767.65	4073.28	股权融资	4344.65	0.00	0.00	0.00
所得税	322.61	515.89	538.10	581.75	支付股利	-27.80	-184.35	-299.62	-311.95
净利润	1936.21	3096.23	3229.54	3491.52	其他	-4223.37	-4958.02	-1341.78	-1212.68
少数股东损益	92.74	100.00	110.00	120.00	筹资活动现金流净额	5313.89	-846.90	-4085.57	-3367.63
归属母公司股东净利润	1843.47	2996.23	3119.54	3371.52	现金流量净额	760.17	2823.40	420.00	2273.38
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2615.58	5438.98	5858.98	8132.36	成长能力				
应收和预付款项	8850.07	11558.72	13031.98	14111.20	销售收入增长率	53.06%	55.21%	7.72%	7.02%
存货	1669.60	2702.44	2935.29	3155.01	营业利润增长率	3680.38%	77.88%	8.93%	8.20%
其他流动资产	886.97	1376.63	1482.94	1586.99	净利润增长率	932.72%	59.91%	4.31%	8.11%
长期股权投资	983.58	983.58	983.58	983.58	EBITDA 增长率	106.70%	41.59%	7.19%	3.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	27198.79	28577.41	27620.52	26326.17	毛利率	26.36%	23.23%	22.60%	22.26%
无形资产和开发支出	642.04	618.29	594.55	570.80	三费率	16.11%	12.65%	11.94%	11.51%
其他非流动资产	3821.64	3816.03	3810.42	3804.81	净利率	8.29%	8.54%	8.27%	8.35%
资产总计	46668.26	55072.08	56318.26	58670.92	ROE	11.61%	17.13%	15.37%	14.44%
短期借款	7491.70	11787.16	9342.99	7500.00	ROA	4.15%	5.62%	5.73%	5.95%
应付和预收款项	6871.45	11414.70	12110.13	13064.85	ROIC	8.59%	11.88%	12.13%	12.55%
长期借款	5366.02	5366.02	5366.02	5366.02	EBITDA/销售收入	19.33%	17.63%	17.55%	16.91%
其他负债	10257.16	8426.61	8491.60	8552.97	营运能力				
负债合计	29986.32	36994.49	35310.74	34483.84	总资产周转率	0.56	0.71	0.70	0.73
股本	2146.45	2146.45	2146.45	2146.45	固定资产周转率	0.96	1.38	1.43	1.58
资本公积	9279.94	9279.94	9279.94	9279.94	应收账款周转率	30.17	28.91	25.76	25.34
留存收益	3339.91	6151.79	8971.71	12031.29	存货周转率	11.58	12.72	10.72	10.67
归属母公司股东权益	16282.52	17578.18	20398.10	23457.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.64%	—	—	—
少数股东权益	399.41	499.41	609.41	729.41	资本结构				
股东权益合计	16681.93	18077.59	21007.51	24187.08	资产负债率	64.25%	67.17%	62.70%	58.78%
负债和股东权益合计	46668.26	55072.08	56318.26	58670.92	带息债务/总负债	59.85%	60.12%	56.07%	52.07%
					流动比率	0.83	0.88	1.05	1.26
					速动比率	0.73	0.77	0.91	1.11
					股利支付率	1.51%	6.15%	9.60%	9.25%
					每股指标				
					每股收益	0.86	1.40	1.45	1.57
					每股净资产	7.77	8.42	9.79	11.27
					每股经营现金	0.90	3.10	2.47	2.85
					每股股利	0.01	0.09	0.14	0.15
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4515.99	6394.04	6854.01	7068.09					
PE	17.67	10.87	10.44	9.66					
PB	1.95	1.80	1.55	1.35					
PS	1.39	0.90	0.83	0.78					
EV/EBITDA	10.25	7.13	6.24	5.47					
股息率	0.09%	0.57%	0.92%	0.96%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn