

旧改与深圳基本面加持, 业绩加速释放

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年全年实现营业收入146.7亿元, 同比增长43.6%; 实现归母净利润12.4亿元, 同比增长58.2%; 拟每10股派息3.8元(含税), 按最新收盘价股息率为7.5%。另外, 公司发布业绩预告, 2020Q1预计实现归母净利润9.0-10.8亿, 按中位数同比增长1452%。
- **业绩连续四年高增长, 盈利能力再上台阶。** 公司作为深圳国资旗下基本面最优异的企业之一, 在战略布局、经营管理和土储资源方面大幅领先可比房企, 反映到经营业绩方面, 过去四年连续高增长, 年均复合增速高达33.2%。公司在旧改棚改、建筑施工、市政管养、商管物管等领域具有领先优势, 在深圳国资体系内表现突出。2019年公司收入实现均衡增长, 城市建设板块收入97.2亿, 同比增长44.3%, 综合开发板块收入65.6亿(毛利率提升3.9pp至41.9%), 同比增长49.9%, 总体毛利率提升1.7pp至23.4%, 特别是随着深圳天健天骄南苑、长沙天健城三期等大体量高毛利率项目的结算, 公司业绩加速释放。
- **土储分布及质量优异, 深圳占比近三成。** 公司的土储主要位于深圳、广州、东莞、惠州、苏州、上海、南宁和长沙, 其中深圳、惠州、广州、长沙、上海等城市地产结算的毛利率相对较高。2019年公司新增三幅地块, 分别位于深圳前海、东莞万江和苏州吴江, 计容建面18.4万方, 土地总价款58.5亿。截止2019年末, 公司未竣工的土储(含未开工)合计161.3万方, 其中深圳就有45.1万方(2019年深圳项目结算毛利率高达64.6%, 平均结算单价10.5万), 占比28.0%, 考虑到深圳楼市确定性高, 公司业绩弹性很大。
- **城市服务优势凸显, 旧改获取有一定持续性。** 公司的城市服务业务涉及基础设施管养、棚户区改造、商业运营和物业管理四项业务。报告期内, 公司积极拓展并跟踪了29个棚改、旧改及前期谈签服务项目; 在建及运营的项目达75万方(其中, 实际可租赁的面积24.2万方, 平均出租率84.7%, 租金收缴率99.8%), 物业服务管理面积2300万方, 覆盖23个城市, 管理费收缴率96.1%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.04元、1.31元、1.58元, 考虑到公司持续受益城市更新政策、深圳楼市向好基本面及地方国资改革, 我们给予目标价7.28元, 对应20年业绩7倍估值, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工交付不及预期、费率控制不及预期等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14665.29	21189.84	29312.81	39002.32
增长率	43.64%	44.49%	38.33%	33.06%
归属母公司净利润(百万元)	1236.19	1947.27	2449.18	2960.84
增长率	58.17%	57.52%	25.78%	20.89%
每股收益EPS(元)	0.66	1.04	1.31	1.58
净资产收益率ROE	12.77%	21.29%	21.85%	21.65%
PE	8	5	4	3
PB	1.05	1.11	0.90	0.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@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)	18.69
流通A股(亿股)	18.68
52周内股价区间(元)	4.5-7.87
总市值(亿元)	101.09
总资产(亿元)	403.13
每股净资产(元)	4.17

相关研究

目 录

1 深圳国资委直接持股，基本面表现优异.....	1
2 土储集中在一二线，深圳占比高	4
3 盈利预测与估值.....	6
3.1 盈利预测.....	6
3.2 绝对估值.....	7
3.3 相对估值.....	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 天健集团股权控制图.....	1
图 2: 深圳国资委旗下相关地产上市公司.....	1
图 3: 公司 2015-2019 年营业收入表现及同比增速 (亿元/%).....	2
图 4: 公司 2015-2019 年归母净利润表现及同比增速 (亿元/%).....	2
图 5: 公司近几年 ROE 及 ROIC 表现 (%).....	2
图 6: 公司近几年综合毛利率及净利率表现 (%).....	2
图 7: 天健集团三大业务板块.....	3
图 8: 公司 2019 年收入构成 (亿元).....	3
图 9: 公司 2019 年分业务毛利率表现.....	3
图 10: 公司 2019 年地产开发业务分城市毛利率拆分.....	4
图 11: 公司 2019 年地产开发业务分城市收入拆分 (亿元).....	4
图 12: 深圳二手房交易量已经反弹至近 4 年高位.....	5
图 13: 北京二手房交易量依然位于过去三年偏低位置.....	5
图 14: 2020 年以来一线城市中原二手房报价指数表现 (%).....	5

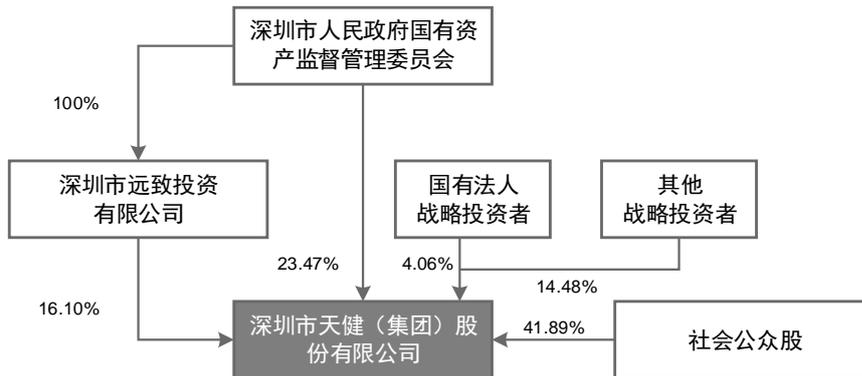
表 目 录

表 1: 公司土储表.....	4
表 2: 分业务收入及毛利率.....	6
表 3: 公司每股净资产价值估算.....	7
表 4: 可比公司估值.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1 深圳国资委直接持股，基本面表现优异

深圳市天健（集团）股份有限公司（以下简称公司）系深圳市国资委控股上市公司、深圳市市长质量奖获奖单位。1983 年，由中国人民解放军基建工程兵 302 团在深圳集体转业，1997 年发起设立天健集团，1999 年在深圳证券交易所上市，证券代码 000090。截至 2019 年末，公司注册资本 18.69 亿元，总资产 403 亿元、净资产 96 亿元。2019 年度实现营业收入 147 亿元、利润总额 18.01 亿元。

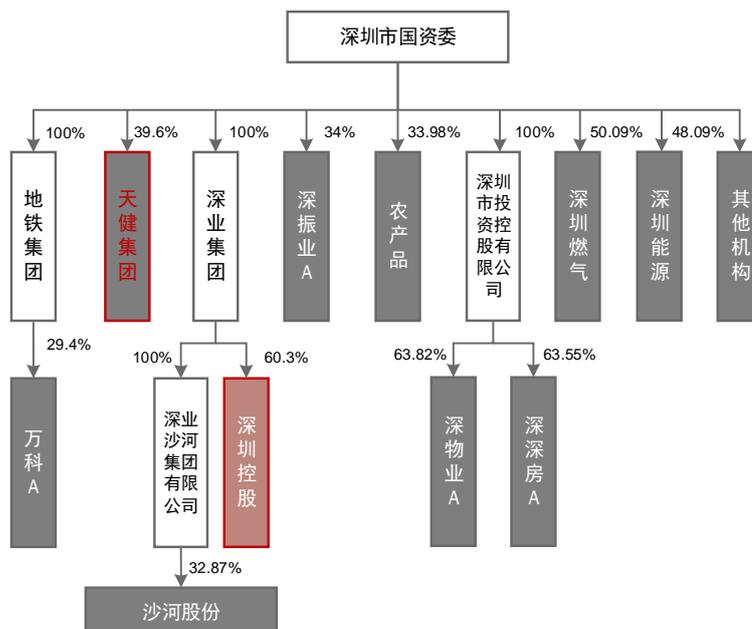
图 1：天健集团股权控制图



数据来源：公司资料，西南证券整理

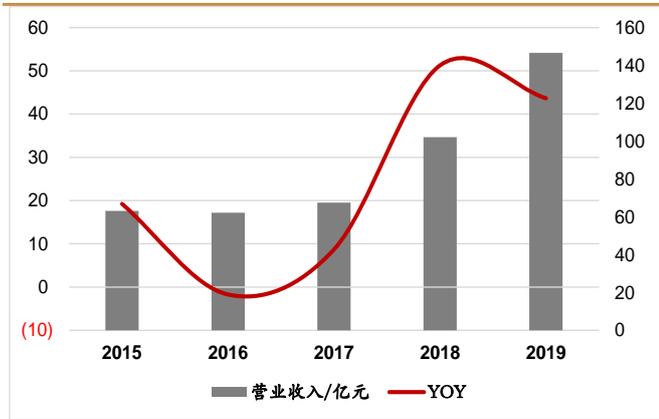
天健集团受深圳市国资委直管，与深振业 A 的地位相当，相比其他的本地上市房企如深物业 A、深深房 A、沙河股份、深圳控股等，在国资委体系内地位明显更高些。而且在深圳国资体系内，天健集团在城市建设和综合开发领域表现相对最为突出。

图 2：深圳国资委旗下相关地产上市公司

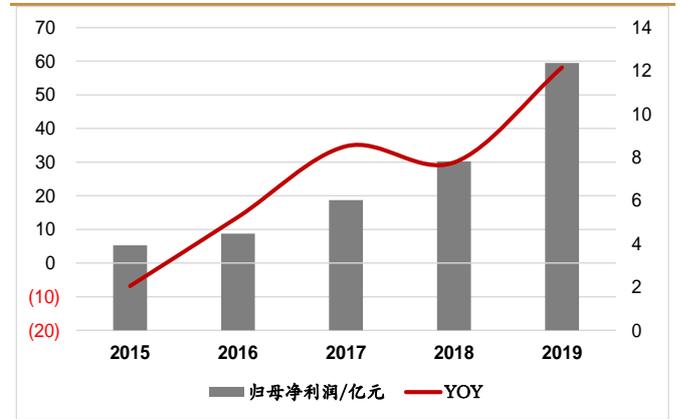


数据来源：各上市公司公告，西南证券整理（为便于理解，这里将深圳国资委及其一致行动人合并处理）

过去四年，公司业绩实现稳健增长，特别是 2018 年随着公司战略效果的落地显现，收入和业绩均开始大幅度增长。

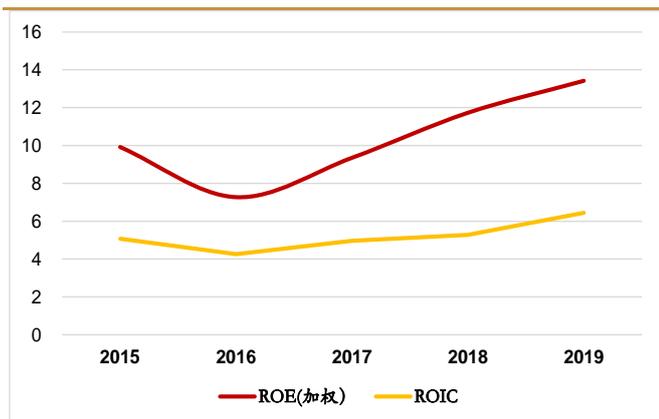
图 3: 公司 2015-2019 年营业收入表现及同比增速 (亿元/%)


数据来源：公司资料，西南证券整理

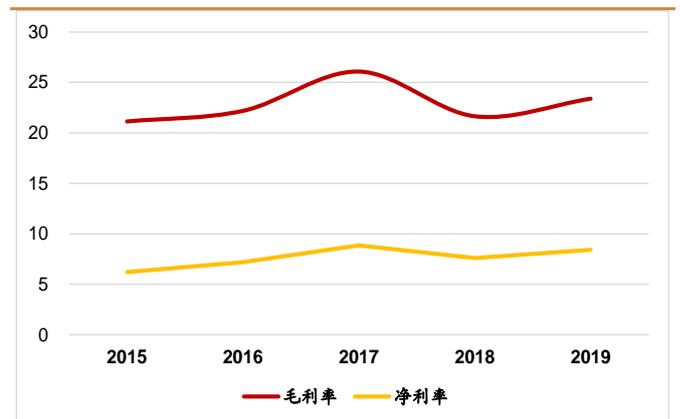
图 4: 公司 2015-2019 年归母净利润表现及同比增速 (亿元/%)


数据来源：公司资料，西南证券整理

从 ROE 和 ROIC 表现来看，2016 年以来公司稳步提升，2019 年加权 ROE 首次提升至 13.4%。毛利率和净利率方面整体表现出稳中有升的变化趋势。

图 5: 公司近几年 ROE 及 ROIC 表现 (%)


数据来源：公司资料，西南证券整理

图 6: 公司近几年综合毛利率及净利率表现 (%)


数据来源：公司资料，西南证券整理

天健集团的主业较为多元化，主要分为建筑施工、地产开发和城市服务三大业务板块。建筑施工板块：从施工承包商向工程总包商转型升级，业务结构上从传统施工业务向 EPC、PPP 模式转型。EPC (Engineering Procurement Construction) 是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包，超出了单一阶段分项承包的范畴，更有利于提高议价能力、控制进度费用、提升利润空间。PPP (Public Private Partnership) 是指企业资本与政府机构进行合作，参与公共基础设施的建设，相比 EPC，PPP 更多赋予投资商、运营商的概念，PPP 中企业资本话语权更重，涉及到的阶段更多，参与后期运营程度更深，模式的弹性和空间也更大。我们认为，按照市场导向发展、在基础设施领域有技术和资源优势的国企参与 PPP 项目成功的可能性更大，持续性也更强。此外，公司还会朝新型建筑业务（建筑产业化、海绵城市、综合管廊、围填海、环保工程等）、高端管理（工程咨询、工程代建）等方向升级。

地产开发板块：从住宅开发商向“城市更新+产业园区+特色地产”开发运营服务转型升级。由于核心城市新房供地持续减少，城市更新改造是企业参与房地产市场最重要的渠道，而发展产业园区、特色地产也是房地产从开发出售朝存量经营转变的必然结果。

城市服务板块：从物业资产管理向社区服务（物业服务、健康养老、文化教育等相关增值服务）+公共服务（棚户区改造服务、智慧城市服务、道桥隧等市政管养服务）转型升级。

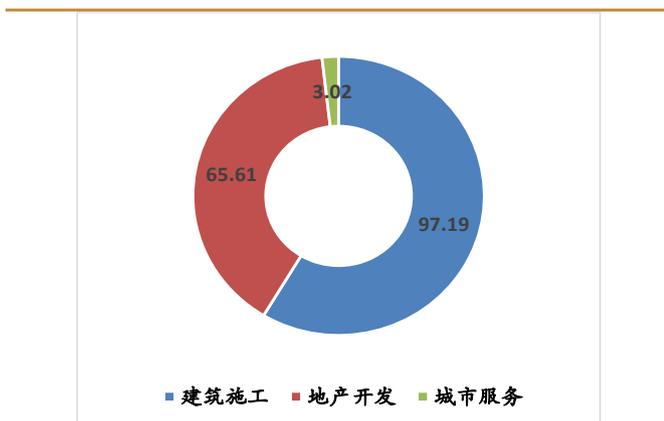
图 7：天健集团三大业务板块



数据来源：公司公告、西南证券整理

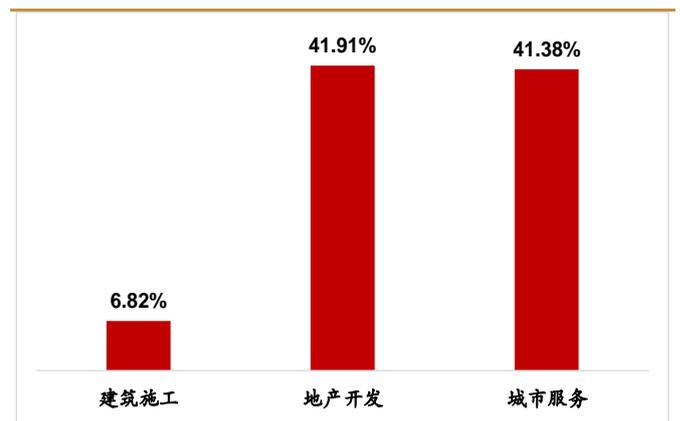
2019 年，各业务板块收入及毛利率表现如下所示，相比一般房企公司地产开发的毛利率维持在较高水平。

图 8：公司 2019 年收入构成（亿元）



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 9：公司 2019 年分业务毛利率表现

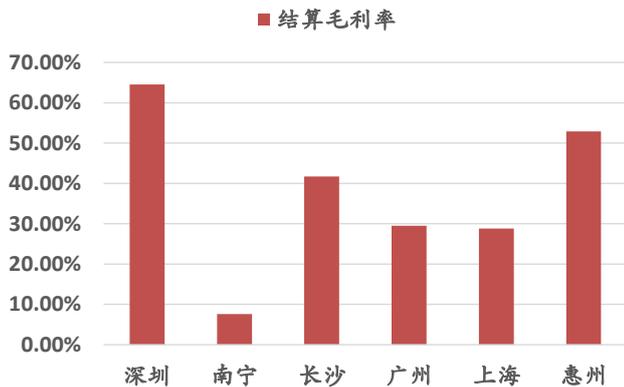


数据来源：公司资料，西南证券整理

2 土储集中在一二线，深圳占比高

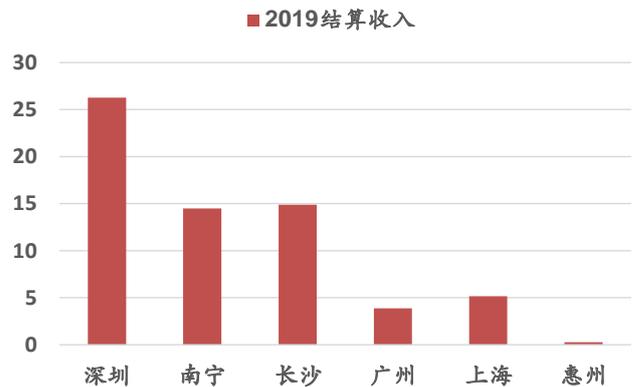
公司的地产开发项目主要位于深圳、广州、东莞、惠州、长沙、南宁、上海和苏州八个城市，这些城市除了南宁毛利率偏低一些，其他城市的毛利率均处于较好水平，特别是深圳、惠州和长沙。

图 10：公司 2019 年地产开发业务分城市毛利率拆分



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 11：公司 2019 年地产开发业务分城市收入拆分 (亿元)



数据来源：公司资料，西南证券整理

按未结算建面口径（计容建面减去累计竣工），截止 2019 年末公司权益土储为 161.26 万方，其中深圳为 45.07 万方，占比 27.95%。按货值口径（对非商住用地进行合理折算），截止 2019 年末公司权益土储货值 407.95 亿，其中深圳占比 56.19%。公司未来可供结算的高毛利资源相比目前的业绩基数而言十分丰厚。

表 1：公司土储表

项目名称	权益	类型	预计总投资	开工日期	开发进度	计容建面	累计竣工
深圳天健天骄	100%	商住项目	683,700	2017.10.1	北芦主体施工中	20.65	12.11
深圳天健创智新天地	100%	产业项目	104320	2017.2.1	主体施工	9.89	0
深圳前海项目 (南山)	100%	商住项目	505,400	未开工	前期报建	6.72	0
深圳西丽曙光汽车城项目	98%	物流用地	未定	未开工	前期协调	19.92	0
东莞天健万江花园	100%	住宅公寓	172,034	2020.3.1	前期三通一平	6.05	0
惠州天健阳光花园二期	100%	商住项目	160666	2019.5.1	主体施工	23.40	0
广州云山府	100%	商住项目	297049	2017.11.1	装修施工	5.67	0
广州天健天玺	100%	商住项目	201,122	2019.3.1	基础施工	6.73	0
广州天健东玥台	100%	商住项目	106,617	2019.10.1	地下室结构施工	4.21	0
南宁天健城	100%	商住项目	498,639	2017.5.1	9-21#楼结构施工	53.66	23.78
南宁天健和府	100%	商住项目	242556	2018.1.1	主体结构	23.97	0
长沙天健城三期	100%	商住项目	260651	2019.5.1	13-14#装修阶段	36.40	28.90
苏州虎丘项目	100%	别墅	178534	2018.8.1	主体施工	3.18	0
苏州吴江项目	100%	住宅	151504	未开工	前期报建	5.62	0
合计						226.05	64.79

数据来源：公司资料，西南证券整理

相比其他城市，新型冠状病毒 COVID-19 疫情后，深圳市场更快恢复，且深圳的价格弹性也更大一些。

图 12: 深圳二手房交易量已经反弹至近 4 年高位



数据来源：公司资料，西南证券整理

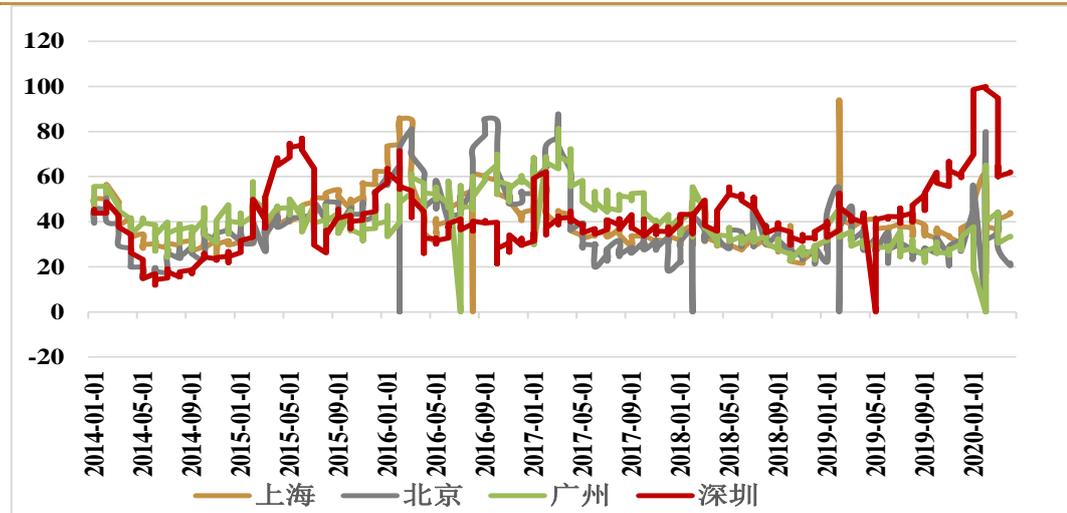
图 13: 北京二手房交易量依然位于过去三年偏低位置



数据来源：公司资料，西南证券整理

从价格指数来看，二手房报价指数更能真实反映市场动向。根据中原地产二手房报价指数，深圳 2020 年 4 月 13 日为 62.11%，远高于上海的 44.14%、广州的 33.23% 和北京的 21.70%，也明显高于 30% 的荣枯线水平，部分区域二手房成交价有明显上扬。

图 14: 2020 年以来一线城市中原二手房报价指数表现 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

天健集团相比其他房企，具备一定独到优势，使得其持续地在深圳及周边城市获取资源成为可能。1) 公司在建筑施工领域具有完备资质，而且涉及面广，不仅包括市政道路、给排水、污水处理、市政管网等市政工程，也涉及桥梁隧道、建筑轨道过程等领域；2) 公司是深圳市属国企唯一具有自主施工、开发、运营、服务全产业链的房企，产品覆盖中高端住宅、保障性住房、写字楼、酒店、城市综合体、产业园区等；3) 公司在城市服务领域积累了丰富的经验，承接过重要的棚改、旧改项目，在城市更新和存量住房改造领域具有先发优势。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1: 公司工程施工收入 20-22 年增速分别为 43%、35%和 30%，毛利率维持在 6%；

假设 2: 公司房地产相关收入 20-22 年增速分别为 48%、45%和 40%，毛利率维持在 43%；

假设 3: 公司物业租赁收入 20-22 年增速分别为 23%、22%和 15%；毛利率维持在 40%；

假设 4: 公司棚改项目管理服务及其他业务收入 20-22 年增速分别为 -30%、-25%和 -20%，毛利率分别为 10%、11%和 11%；

假设 5: 公司内部抵消收入 20-22 年增速维持在 40%，毛利率维持在 2.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
工程施工	收入	9718.9	13898.1	18762.4	24391.1
	增速	44%	43%	35%	30%
	毛利率	6.8%	6%	6%	6%
房地产	收入	6561.4	9710.8	14080.7	19712.9
	增速	50%	48%	45%	40%
	毛利率	42%	43%	43%	43%
物业租赁	收入	301.7	371.1	445.3	512.1
	增速	20%	23%	20%	15%
	毛利率	41%	40%	40%	40%
棚改项目管理服务及其他	收入	152.5	106.8	80.1	64.1
	增速	-69%	-30%	-25%	-20%
	毛利率	34%	10%	11%	11%
内部抵消	收入	-2069.2	-2896.9	-4055.6	-5677.9
	增速	26%	40%	40%	40%
	毛利率	8%	3%	3%	3%
合计	收入	14665.3	21189.8	29312.8	39002.3
	增速	43.6%	44.5%	38.3%	33.1%
	毛利率	23.4%	24.1%	24.8%	25.7%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 绝对估值

从净资产增加值的角度，仅考虑开发类存货资产的增值，我们估算公司的每股 NAV 为 8.47 元，当前股价折让 36.9%。

表 3：公司每股净资产价值估算

时间	项目名称	单位
DATE	2020/4/15	
YEAR（最近年报）	2019/12/31	
WACC	7.51%	
开发类物业增值	6,229.79	百万元
总股本	1,868.55	百万股
开发类物业每股增值	3.33	元
账面每股净资产	5.13	元
RNAV	8.47	元
股价	5.34	元
折价率	36.9%	

数据来源：西南证券

3.3 相对估值

我们选取三具有地方国资背景的典型复合类地产公司，2019 年三家公司平均 PE 为 11.3 倍，2020 年平均 PE 为 9.1 倍，公司当前股价估值明显偏低。我们预计公司 2020-2022 年实现的 EPS 分别为 1.04 元、1.31 元、1.58 元，考虑到公司持续受益城市更新政策、深圳楼市向好基本面及地方国资国企改革，我们给予目标价 7.28 元，对应 2020 年业绩 7 倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	21E	19A	20E	21E	22E
000006	深振业 A	4.68	0.59	0.65	0.73	0.83	7.93	7.20	6.41	5.64
002314	南山控股	2.68	0.16	0.23	0.25	0.28	16.75	11.65	10.72	9.57
600675	中华企业	4.34	0.47	0.52	0.63	0.71	9.23	8.35	6.89	6.11
平均值							11.30	9.07	8.01	7.11

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

竣工交付不及预期、费率控制不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14665.29	21189.84	29312.81	39002.32	净利润	1233.64	1943.24	2444.12	2954.72
营业成本	11235.36	16093.62	22046.84	28992.36	折旧与摊销	189.04	64.13	69.85	76.50
营业税金及附加	916.98	1059.49	1465.64	1950.12	财务费用	148.24	821.62	1196.46	1347.96
销售费用	114.62	211.90	439.69	780.05	资产减值损失	-8.95	40.00	20.00	20.00
管理费用	356.24	211.90	732.82	1950.12	经营营运资本变动	-222.57	-9138.62	-5046.77	-1423.98
财务费用	148.24	821.62	1196.46	1347.96	其他	-1046.98	-25.65	-3.26	-162.05
资产减值损失	-8.95	40.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	292.42	-6295.29	-1319.59	2813.15
投资收益	81.56	0.00	0.00	160.00	资本支出	-7.11	-100.00	-110.00	-125.00
公允价值变动损益	-28.77	-14.35	-16.74	-17.95	其他	-59.74	0.78	-1037.74	-72.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-66.85	-99.22	-1147.74	-197.95
营业利润	1800.58	2736.96	3394.61	4103.78	短期借款	522.14	11832.35	5027.84	1110.50
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	935.05	-600.00	600.00	0.00
利润总额	1800.58	2736.96	3394.61	4103.78	股权融资	-47.87	0.00	0.00	0.00
所得税	566.94	793.72	950.49	1149.06	支付股利	-359.34	-247.24	-389.45	-489.84
净利润	1233.64	1943.24	2444.12	2954.72	其他	-1337.47	-5304.56	-1146.46	-1297.96
少数股东损益	-2.55	-4.02	-5.06	-6.12	筹资活动现金流净额	-287.49	5680.55	4091.93	-677.30
归属母公司股东净利润	1236.19	1947.27	2449.18	2960.84	现金流量净额	-61.92	-713.96	1624.59	1937.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4951.93	4237.97	5862.56	7800.46	成长能力				
应收和预付款项	2298.13	4411.20	6099.87	8112.54	销售收入增长率	43.64%	44.49%	38.33%	33.06%
存货	27247.92	39429.38	52912.42	68132.05	营业利润增长率	64.25%	52.00%	24.03%	20.89%
其他流动资产	851.34	773.15	974.76	1215.24	净利润增长率	59.10%	57.52%	25.78%	20.89%
长期股权投资	51.58	51.58	51.58	51.58	EBITDA 增长率	42.47%	69.45%	28.66%	18.61%
投资性房地产	2474.12	2309.00	3180.00	3245.00	获利能力				
固定资产和在建工程	422.51	459.70	503.07	552.16	毛利率	23.39%	24.05%	24.79%	25.67%
无形资产和开发支出	165.38	167.10	166.93	169.38	三费率	4.22%	5.88%	8.08%	10.46%
其他非流动资产	1850.45	1997.41	2144.36	2291.31	净利率	8.41%	9.17%	8.34%	7.58%
资产总计	40313.37	53836.49	71895.55	91569.74	ROE	12.77%	21.29%	21.85%	21.65%
短期借款	2052.14	13884.49	18912.33	20022.83	ROA	3.06%	3.61%	3.40%	3.23%
应付和预收款项	17535.35	22173.67	31961.81	47382.46	ROIC	9.37%	12.62%	11.57%	11.69%
长期借款	7403.63	6803.63	7403.63	7403.63	EBITDA/销售收入	14.58%	17.10%	15.90%	14.17%
其他负债	3661.72	1845.61	2434.02	3112.17	营运能力				
负债合计	30652.84	44707.39	60711.79	77921.09	总资产周转率	0.41	0.45	0.47	0.48
股本	1868.55	1868.55	1868.55	1868.55	固定资产周转率	40.77	49.76	62.88	76.12
资本公积	1562.22	1562.22	1562.22	1562.22	应收账款周转率	7.03	6.61	5.80	5.71
留存收益	3932.72	5632.75	7692.47	10163.47	存货周转率	0.47	0.48	0.48	0.48
归属母公司股东权益	9590.92	9063.51	11123.24	13594.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	127.62%	—	—	—
少数股东权益	69.61	65.59	60.53	54.41	资本结构				
股东权益合计	9660.53	9129.10	11183.77	13648.65	资产负债率	76.04%	83.04%	84.44%	85.09%
负债和股东权益合计	40313.37	53836.49	71895.55	91569.74	带息债务/总负债	30.85%	46.27%	43.35%	35.20%
					流动比率	1.54	1.30	1.25	1.22
					速动比率	0.35	0.25	0.24	0.24
					股利支付率	29.07%	12.70%	15.90%	16.54%
					每股指标				
					每股收益	0.66	1.04	1.31	1.58
					每股净资产	5.17	4.89	5.99	7.30
					每股经营现金	0.16	-3.37	-0.71	1.51
					每股股利	0.19	0.13	0.21	0.26
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2137.87	3622.71	4660.92	5528.24					
PE	8.18	5.19	4.13	3.41					
PB	1.05	1.11	0.90	0.74					
PS	0.69	0.48	0.34	0.26					
EV/EBITDA	3.47	4.81	4.00	3.16					
股息率	3.55%	2.45%	3.85%	4.85%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn