

Q2 复苏明显, 估值中枢上移具备支撑

投资要点

- **Q2 复苏明显, 市占率持续提升。**公司 2020H1 共计实现营收 87.83 亿元, 同比增长 11.07%; 归母净利润 10.97 亿元, 同比增长 31.20%; 单二季度营收 63.18 亿元, 增速 20.98%, 归母净利润 9.66 亿元, 增速 36.30%。疫情影响逐步减弱, Q2 业绩发力明显。对比行业来看, 2020 年 1-6 月, 721 家规模以上防水企业的主营业务收入累计为 456.17 亿元, 同比降低 0.2%, 增速比上年同期下降 18.3 个百分点, 利润总额 33.12 亿元, 比去年同期增长 19.06%, 增速比上年同期增长 4.65 个百分点。公司营收利润增速均远超行业平均水平, 市占率持续提升。
- **受益原料端成本下降, 盈利能力提升明显。**受益沥青、乳液等原材料价格下行, 2020H1 公司防水卷材毛利率同比上升 5.04pp 至 42.39%, 防水涂料毛利率上升 2.26pp 至 44.12%。公司工程施工毛利率也同比微增 0.76pp 至 28.45%。费用方面, 2020H1 期间费用率 21.08%, 同比下降 2.72 个百分点, 其中管理费用率(包含研发费用) 8.7%, 同比增加 0.6pp, 主要系公司股权激励费用增加所致; 销售费用率 10.55%, 同比下滑 2.73pp, 主要系运输装卸费、差旅费用等减少所致; 财务费用率 1.8%, 同比下滑 0.52pp, 主要系可转债转股利息减少所致。盈利能力整体提升明显。
- **现金流、资产质量持续改善。**2020H1 公司应收项总计 97.26 亿元, 同比增长 23.16%; 应付款项合计 57.27 亿元, 同比增长 35.90%, 应付款项增速快于应收项增速; 预收账款(合同负债) 13.46 亿元, 同比大幅提升 91.19%。2020H1 经营性现金流由去年同期的-11.57 亿元提升至-3.59 亿元, 疫情影响应收账款回款, 但经营性现金流向好趋势不变。2020H1 公司资本开支 6.63 亿元, 同比下滑 22.63%。公司生产基地的全国化布局基本完成, 后续产能扩张主要通过原有基地中增设生产设备, 同等扩产幅度下资本开支将大幅减少, 预计整体现金流将有趋势性改善。此外, 公司 2020H1 资产负债率为 49.83%, 同比下降 5.3pp, 可转债成功转股显著降低负债水平, 经营性现金流和资本开支的趋势性向好, 也使得短期借款金额明显下降, 资产质量提升。
- **雨虹估值中枢上移具备核心支撑。**1) 雨虹的业绩增长具备持续性和长期性。目前雨虹的市占率约在 12% 左右, 在当前房地产集中度持续提升以及行业标准不断严格的背景下, 叠加雨虹突出的产品力、市场力和管理能力, 雨虹市占率持续提升将是长期趋势。同时, 雨虹在防水之外, 拓展了建筑修缮、涂料、保温、砂浆等多项协同性业务, 增速较高, 未来充满想象空间。2) 雨虹处在现金流改善的拐点。市场地位的增强、加强应收账款管控以及防水市场竞争格局的优化, 公司回款向好。同时, 资本支出的趋势性下滑, 总体现金流将持续优化, 增长质量持续提升。突出的成长性叠加拐点向好的现金流支撑了雨虹估值上移。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增长率 30.14%, 公司市占率持续提升, 现金流持续改善, 长期看好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨、地产新开工大幅下滑、应收账款坏账等风险。

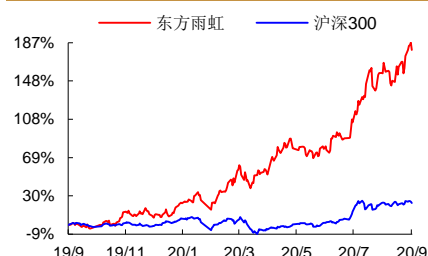
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18154.34	22878.30	28085.41	34350.06
增长率	29.25%	26.02%	22.76%	22.31%
归属母公司净利润(百万元)	2065.94	2827.73	3591.49	4553.24
增长率	36.98%	36.87%	27.01%	26.78%
每股收益 EPS(元)	1.32	1.80	2.29	2.90
净资产收益率 ROE	20.84%	23.79%	24.08%	24.28%
PE	46	36	29	22
PB	9.65	8.20	6.61	5.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@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)	15.70
流通 A 股(亿股)	11.02
52 周内股价区间(元)	20.86-61.5
总市值(亿元)	940.30
总资产(亿元)	243.75
每股净资产(元)	7.65

相关研究

1. 东方雨虹(002271): 业绩全面解读: 高质量的增长带动估值上移 (2020-04-25)
2. 东方雨虹(002271): 持续高增长, 估值有望提升 (2020-02-13)
3. 东方雨虹(002271): 高增长持续领跑行业, 现金流存压但整体可控 (2019-10-29)

目 录

1 Q2 复苏明显，市占率持续提升.....	1
2 受益原料端成本下降，盈利能力提升明显.....	2
3 现金流、资产质量持续改善.....	4
4 雨虹的估值提升具备核心支撑.....	5
5 盈利预测和估值.....	6
6 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司 2020H1 营收增速情况	1
图 2: 公司归母净利增速情况	1
图 3: 公司业务结构变化情况 (万元)	1
图 4: 公司 2020H1 业务结构	1
图 5: 规模以上防水企业营收情况 (亿元)	2
图 6: 规模以上防水企业利润情况 (亿元)	2
图 7: 公司毛利率提升显著	2
图 8: 公司期间费用率情况	2
图 9: 公司各项业务毛利率情况	3
图 10: 华北地区重交沥青主流市场价 2020H1 同比下降 28.89%	3
图 11: 上市公司防水卷材毛利率对比	3
图 12: 上市公司防水涂料毛利率对比	3
图 13: 经营性现金流和净利润比较 (亿元)	4
图 14: 应收账款情况 (百万元)	4
图 15: 公司主要资产结构持续优化	5
图 16: 公司负债率趋势向下	5

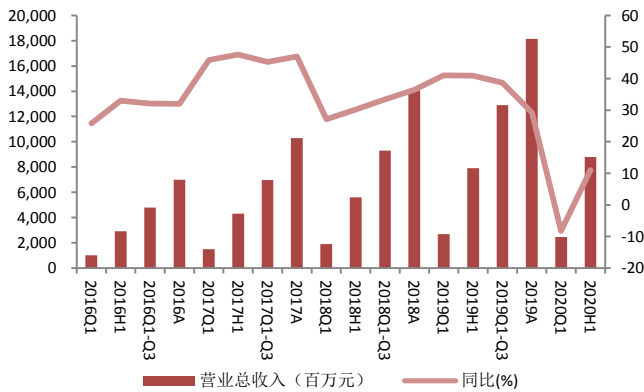
表 目 录

表 1: 杭州基地投资额细分情况	4
表 2: 分业务收入及毛利率	6
表 3: 可比公司估值	7
附表: 财务预测与估值	8

1 Q2 复苏明显，市占率持续提升

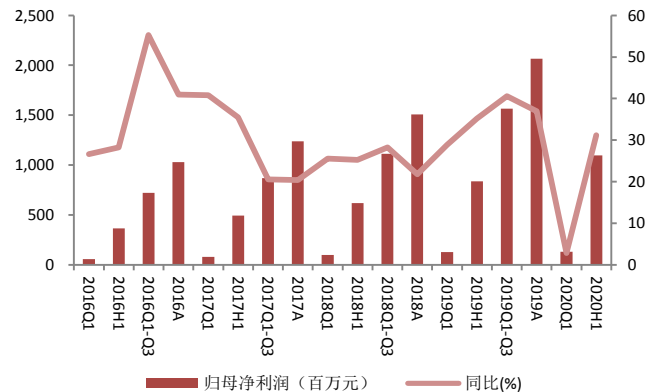
业绩逆市增长，Q2 复苏明显。公司 2020H1 共计实现营收 87.83 亿元，同比增长 11.07%；归母净利润 10.97 亿元，同比增长 31.20%；扣非归母净利润 10.38 亿元，同比增长 50.62%。单二季度，营收 63.18 亿元，增速 20.98%，归母净利润 9.66 亿元，增速 36.30%。疫情影响逐步减弱，Q2 业绩发力明显。

图 1：公司 2020H1 营收增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

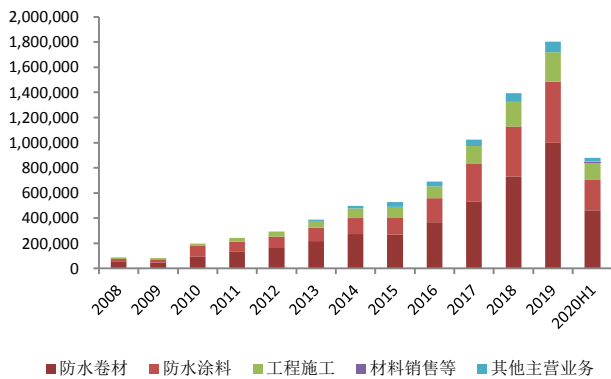
图 2：公司归母净利润增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

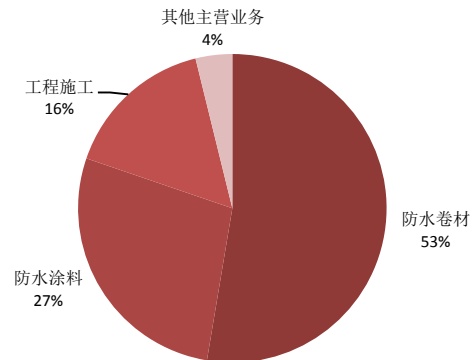
各项主业发展良好。公司三大主业防水卷材、防水涂料和防水施工 2020H1 营收分别为 46.23 亿元/+3.64%、24.24 亿/+13.62% 和 13.98 亿/+35.79%。公司持续推进直销、工程渠道的深度融合，合伙人机制成效显著。

图 3：公司业务结构变化情况 (万元)



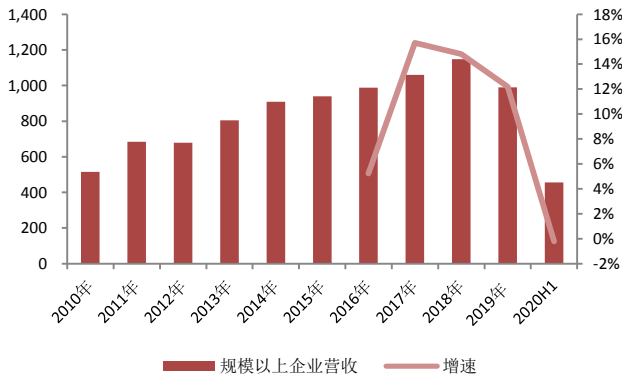
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2020H1 业务结构

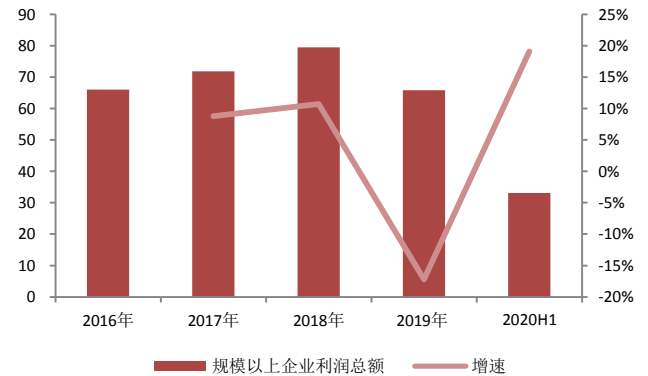


数据来源：Wind，西南证券整理

市占率持续提升。2020 年 1-6 月，721 家规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入累计为 456.17 亿元，比上年同期降低 0.2%，增速比上年同期下降 18.3 个百分点。规模以上企业的利润总额 33.12 亿元，比去年同期增长 19.06%，增速比上年同期增长 4.65 个百分点。公司营收利润增速均远超行业平均水平，市占率持续提升。

图 5：规模以上防水企业营收情况（亿元）


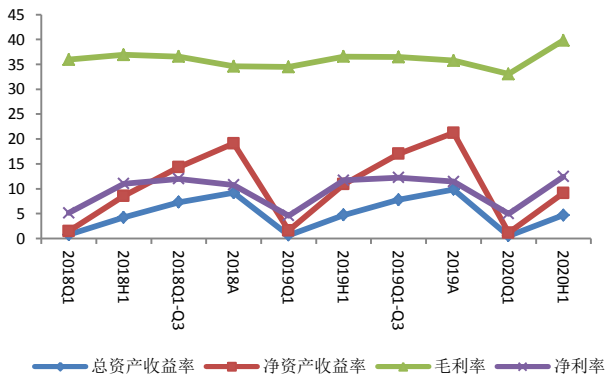
数据来源：防水协会，西南证券整理

图 6：规模以上防水企业利润情况（亿元）


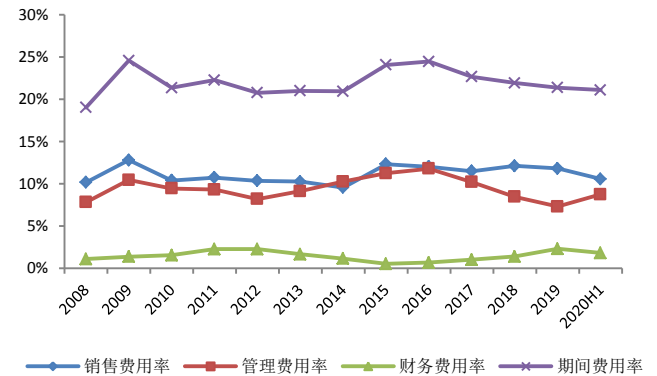
数据来源：防水协会，西南证券整理

2 受益原料端成本下降，盈利能力提升明显

2020H1 公司毛利率 39.82%，同比提升 3.24 个百分点；期间费用率 21.08%，同比下滑 2.72 个百分点；净利率 12.43%，同比提升 0.74 个百分点，盈利能力全面提升。

图 7：公司毛利率提升显著


数据来源：公司公告，西南证券整理

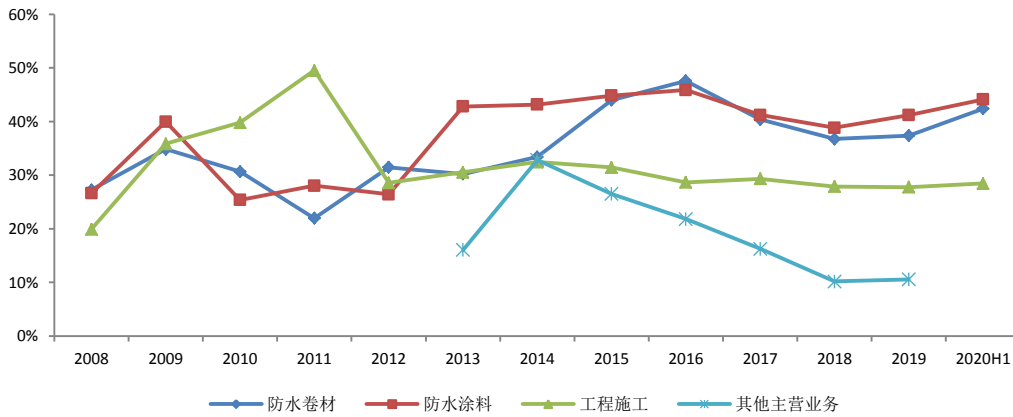
图 8：公司期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

具体细拆来看：

(1) 受益原材料成本下降，毛利率明显提升。2020H1 华北地区重交沥青主流价格平均为 2550 元/吨，2019H1 平均为 3287.09 元/吨，同比下降 28.89%，同属石油化工产品的乳液价格亦有所下降。受益原材料价格下行，2020H1 公司防水卷材毛利率同比上升 5.04pp 至 42.39%，防水涂料毛利率 44.12%，同比上升了 2.26pp，共同促进了综合毛利率的大幅提升。此外，公司工程施工毛利率 28.45%，同比微增 0.76pp，表现良好。

图 9：公司各项业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

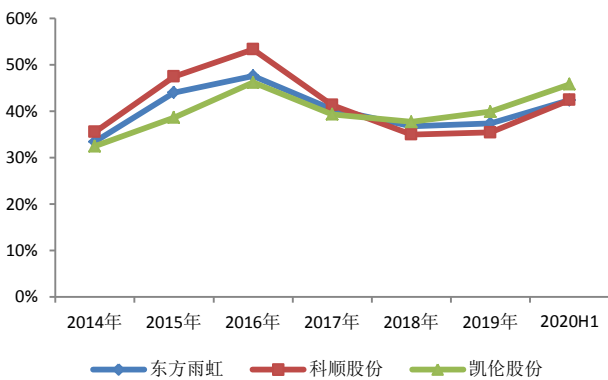
图 10：华北地区重交沥青主流市场价 2020H1 同比下降 28.89%



数据来源：Wind，西南证券整理

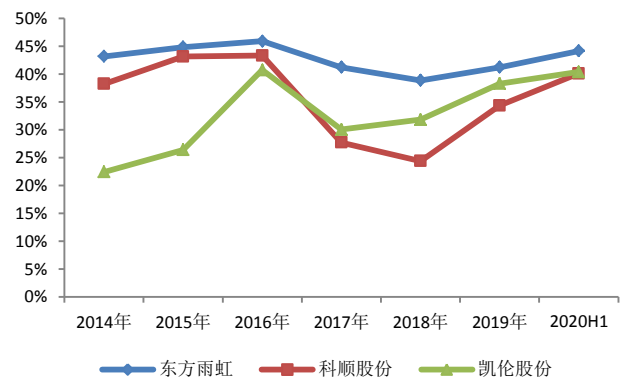
横向对比来看，雨虹卷材和涂料毛利率在同行业中也属于较高水平，龙头规模优势凸显。

图 11：上市公司防水卷材毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：上市公司防水涂料毛利率对比



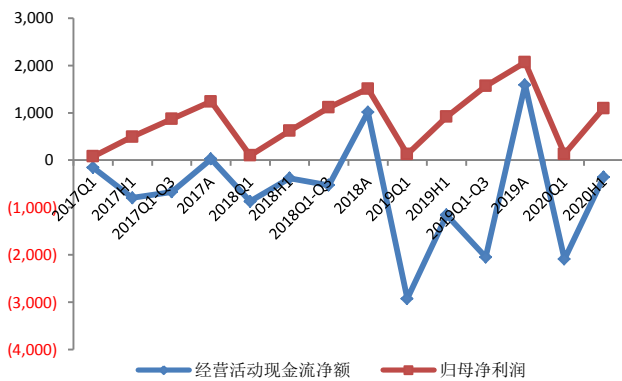
数据来源：Wind，西南证券整理

(2) 费用端进一步压缩。2016-2020H1 期间费用率分别为 24.4%、22.7%、21.9%、21.4%和 21.2%，呈下行趋势。其中 2020H1 管理费用率（包含研发费用）8.7%，同比增加 0.6pp，主要系公司股权激励费用增加所致。销售费用率 10.55%，同比下滑 2.73pp，主要系运输装卸费、差旅费用等减少所致。财务费用率 1.8%，同比下滑 0.52pp，主要系可转债转股利息减少所致。

3 现金流、资产质量持续改善

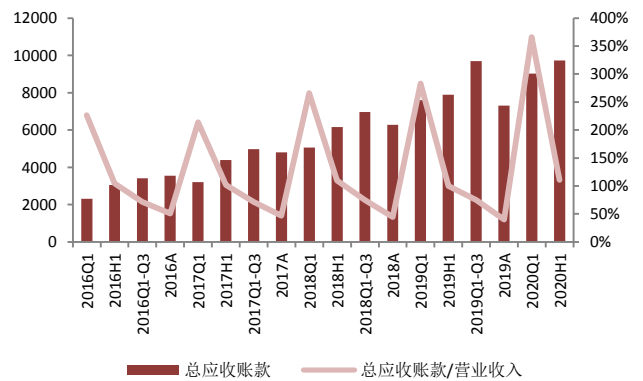
经营性现金流持续改善。2020 上半年公司应收账款、票据和其他应收款总计 97.26 亿元，同比增长 23.16%；应付账款、应付票据和其他应付款合计 57.27 亿元，同比增长 35.90%，应付项增速快于应收项增速；预收账款（合同负债）13.46 亿元，同比大幅提升 91.19%。2020H1 经营性现金流由去年同期的-11.57 亿元提升至-3.59 亿元，疫情影响应收账款回款，但经营性现金流向好趋势不变。

图 13: 经营性现金流和净利润比较 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14: 应收账款情况 (百万元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

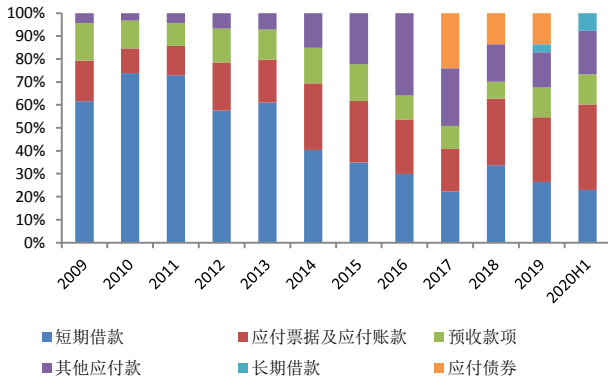
全国化布局基本完成，资本开支下滑将带动整体现金流趋势性好转。2020H1 公司资本开支 6.63 亿元，同比下滑 22.63%。公司生产基地的全国化布局基本完成，后续产能扩张主要通过原有基地中加设生产设备，在加设备的扩产方式下资本开支将远小于新建生产基地。以杭州生产基地为例，基地年产 2400 万平方米防水卷材及 2 万吨沥青涂料，总投资 4.2 亿元，其中生产设备及配套投资 1.1 亿元，占比 26.7%。

表 1: 杭州基地投资额细分情况

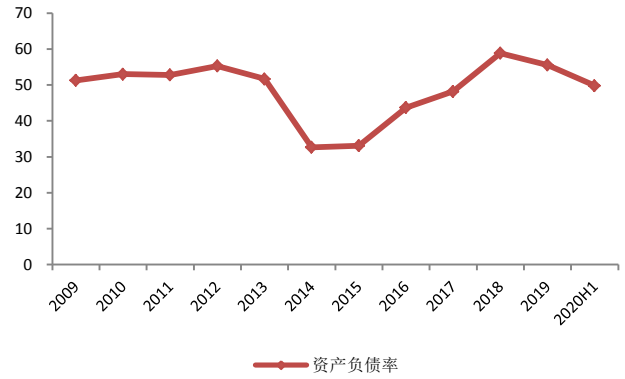
项目	投资金额 (万元)	投资比例
土建工程	14544.2	35.03%
土地费及前期费用	4100	9.87%
生产设备及配套	11076	26.67%
土建配套设施	5853	14.10%
工程其他费用	996	2.40%
预备费	748	1.80%
铺底流动资金	4207	10.13%
总投资	41524.3	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

负债率下降,资产质量提升。公司 2020H1 资产负债率为 49.83%,较去年同期下降 5.3pp,可转债成功转股显著降低负债水平,同时经营性现金流和资本开支的趋势性向好,也使得短期借款金额明显下降(2020H1 短期借款同比-20.08%),资产质量提升。

图 15: 公司主要资产结构持续优化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 公司负债率趋势向下


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 雨虹的估值提升具备核心支撑

我们认为当前阶段雨虹估值水平的变化主要受 2 个方面的影响: (1) 增长的长期性和持续性; (2) 现金流。

(1) 雨虹的业绩增长具备持续性和长期性

第一,防水产品目前集中度还不高,龙头雨虹的市占率约在 12%左右,二梯队企业科顺、凯伦等市占率更是不足 5%,且行业中充斥着大量非标品,预计非标品占比不低于 50%。在当前房地产集中度持续提升以及行业标准不断严格的背景下,国标品在逐步取代非标品,叠加雨虹突出的产品力、市场力和管理能力,雨虹市占率持续提升将是长期趋势。第二,目前雨虹在防水之外,拓展了建筑修缮、涂料、保温、砂浆等多项协同性业务,虽然当前业务规模还不小,但市场反馈较好,增速较高,未来充满想象空间。上述两点保证了雨虹业绩增长的持续性和长期性。未来竞争格局的进一步改善、培育业务的崭露头角都会在增长的持续性和长期性上加码,从而推动估值中枢上移。

(2) 雨虹处在现金流改善的拐点

防水行业应收账款重,由于沥青等原材料的特殊性,也很难实现应收账款向应付账款的全额转化,导致经营性现金流不好,叠加产能扩张带来的大额资本开支,行业整体现金流压力较大。我们认为,当前应收账款问题是大部分防水企业最为关注的痛点,行业诉求一致,应收账款问题不会继续恶化。相反,由于龙头企业加强应收账款管理、北新建材等大型企业并购整合小企业,行业生态在向好的方向发展,雨虹的回款会得到一定改善。此外,目前雨虹全国生产基地布局基本完善,未来的产能扩张由新建基地向加装设备转变,同样的产能扩张,资本开始将大幅度减小,带来整体现金流的优化和经营风险的降低,推动估值中枢上移。

5 盈利预测和估值

关键假设:

假设 1: 预计防水卷材 2020-2022 年销量增速 30%、25%、25%，防水涂料 2019-2021 年销量增速 20%、20%、20%。

假设 2: 防水行业竞争格局持续改善，沥青等原材料价格受油价影响，价格低迷，假设防水卷材毛利率 2020-2022 年为 38.5%、38%、38%，防水涂料毛利率为 41.5%、41%、41%。

假设 3: 保温、砂浆、涂料、修缮等培育业务逐步走向成熟，假设业务体量借助现有营销网络优势加速扩张，销售规模 2020-2022 年增速预计为 30%、30%、30%，保守估计毛利率稳定在 11%。

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

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营业收入	14045.7	18154.3	22878.3	28085.4	34350.1
yoy	36.5%	29.3%	26.0%	22.8%	22.3%
营业成本	9187.1	11665.0	14530.5	17960.3	21964.9
毛利率	34.6%	35.7%	36.5%	36.1%	36.1%
防水卷材					
收入	7318.58	9979.88	12973.8	16217.3	20271.6
yoy	37.2%	36.4%	30.0%	25.0%	25.0%
成本	4629.85	6250.91	7978.9	10054.7	12568.4
毛利率	36.7%	37.4%	38.5%	38.0%	38.0%
防水涂料					
收入	3976.33	4875.45	5850.5	7020.6	8424.8
yoy	33.8%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	2431.44	2867.47	3422.6	4142.2	4970.6
毛利率	38.9%	41.2%	41.5%	41.0%	41.0%
防水工程					
收入	1951	2347.99	2817.6	3240.2	3564.2
yoy	37.7%	20.3%	20.0%	15.0%	10.0%
成本	1406.8	1696.24	2028.7	2333.0	2566.3
毛利率	27.9%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
其他					
收入	799.8	951.0	1236.3	1607.2	2089.4
yoy	40.4%	18.9%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	719.0	850.4	1100.3	1430.4	1859.6
毛利率	10.1%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增长率 30.14%，公司市占率持续提升，现金流逐步改善，长期看好，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300737	科顺股份	27.14	0.60	0.92	1.14	1.53	45.23	29.50	23.81	17.74
300715	凯伦股份	64.99	0.79	1.29	2.01	2.91	82.27	50.38	32.33	22.33
603737	三棵树	151.50	2.18	2.97	4.10	5.24	69.50	51.01	36.95	28.91
002372	伟星新材	13.78	0.63	0.70	0.78	0.84	21.87	19.69	17.67	16.40

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

上游原材料价格大幅上涨风险，房地产新开工大幅下滑风险，应收账款坏账风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154.34	22878.30	28085.41	34350.06	净利润	2075.26	2840.48	3607.69	4573.77
营业成本	11665.03	14530.48	17960.31	21964.86	折旧与摊销	368.69	327.93	399.03	473.58
营业税金及附加	139.43	196.75	238.73	288.54	财务费用	413.39	457.57	421.28	343.50
销售费用	2141.65	2653.88	3145.57	3847.21	资产减值损失	-8.35	80.00	90.00	100.00
管理费用	965.31	1601.48	1965.98	2404.50	经营营运资本变动	-1065.46	-523.14	-944.09	-433.33
财务费用	413.39	457.57	421.28	343.50	其他	-194.57	-76.50	-93.36	-100.10
资产减值损失	-8.35	80.00	90.00	100.00	经营活动现金流净额	1588.96	3106.34	3480.54	4957.43
投资收益	3.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1782.11	-1600.00	-1400.00	-1200.00
公允价值变动损益	1.94	0.97	1.13	1.21	其他	407.75	0.97	1.13	1.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1374.36	-1599.03	-1398.87	-1198.79
营业利润	2621.64	3359.11	4264.68	5402.66	短期借款	-620.73	1907.36	3000.00	2000.00
其他非经营损益	-29.68	-17.37	-20.34	-21.75	长期借款	408.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2591.96	3341.74	4244.34	5380.91	股权融资	-31.34	0.00	0.00	0.00
所得税	516.70	501.26	636.65	807.14	支付股利	0.00	-413.19	-565.55	-718.30
净利润	2075.26	2840.48	3607.69	4573.77	其他	-419.45	-906.94	-421.28	-343.50
少数股东损益	9.32	12.75	16.20	20.53	筹资活动现金流净额	-663.51	587.23	2013.17	938.20
归属母公司股东净利润	2065.94	2827.73	3591.49	4553.24	现金流量净额	-419.38	2094.53	4094.85	4696.84
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	4428.41	6522.95	10617.80	15314.64	成长能力				
应收和预付款项	7848.76	10851.03	13056.47	15277.20	销售收入增长率	29.25%	26.02%	22.76%	22.31%
存货	2016.45	2507.32	3102.44	3793.56	营业利润增长率	44.24%	28.13%	26.96%	26.68%
其他流动资产	1153.25	447.77	539.91	650.77	净利润增长率	37.35%	36.87%	27.01%	26.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.90%	21.77%	22.69%	22.32%
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	4975.53	6281.19	7315.76	8075.78	毛利率	35.75%	36.49%	36.05%	36.06%
无形资产和开发支出	1063.50	1032.13	1000.76	969.39	三费率	19.39%	20.60%	19.70%	19.20%
其他非流动资产	929.75	927.53	925.30	923.08	净利率	11.43%	12.42%	12.85%	13.32%
资产总计	22415.66	28569.91	36558.44	45004.41	ROE	20.84%	23.79%	24.08%	24.28%
短期借款	3092.64	5000.00	8000.00	10000.00	ROA	9.26%	9.94%	9.87%	10.16%
应付和预收款项	5196.48	7024.16	8442.33	10416.11	ROIC	24.00%	25.72%	26.59%	28.54%
长期借款	408.00	408.00	408.00	408.00	EBITDA/销售收入	18.75%	18.12%	18.11%	18.11%
其他负债	3758.67	4199.97	4728.18	5344.90	营运能力				
负债合计	12455.79	16632.13	21578.51	26169.01	总资产周转率	0.86	0.90	0.86	0.84
股本	1487.74	1569.78	1569.78	1569.78	固定资产周转率	4.92	4.81	5.00	5.32
资本公积	1350.94	1268.89	1268.89	1268.89	应收账款周转率	3.58	3.53	3.44	3.44
留存收益	6964.99	9379.53	12405.48	16240.42	存货周转率	5.56	6.42	6.40	6.37
归属母公司股东权益	9740.00	11705.17	14731.12	18566.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.25%	—	—	—
少数股东权益	219.87	232.62	248.81	269.35	资本结构				
股东权益合计	9959.87	11937.79	14979.93	18835.41	资产负债率	55.57%	58.22%	59.02%	58.15%
负债和股东权益合计	22415.66	28569.91	36558.44	45004.41	带息债务/总负债	40.83%	42.04%	46.31%	45.83%
					流动比率	1.53	1.43	1.42	1.47
					速动比率	1.33	1.25	1.26	1.31
					股利支付率	0.00%	14.61%	15.75%	15.78%
					每股指标				
					每股收益	1.32	1.80	2.29	2.90
					每股净资产	6.20	7.46	9.38	11.83
					每股经营现金	1.01	1.98	2.22	3.16
					每股股利	0.00	0.26	0.36	0.46
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	3403.71	4211.93	5152.31	6287.06					
PE	45.51	36.34	28.61	22.46					
PB	9.65	8.20	6.61	5.29					
PS	5.18	4.11	3.35	2.74					
EV/EBITDA	26.10	22.25	18.02	14.38					
股息率	0.47%	0.44%	0.55%	0.70%					

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。

《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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn