

轮胎需求底部反转，塞尔维亚放量在即

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，公司 2022 年实现营收 170.1 亿元，同比-8.5%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比-63.0%，实现扣非净利润 1.8 亿元，同比+72.1%。其中 Q4 实现营业收入 42.3 亿元，同比-0.8%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比+153.9%。EPS 0.05 元。
2023 年 Q1 单季度，公司实现营业收入 43.9 亿元，同比+0.8%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+332.66%，实现扣非净利润 1.8 亿元，同比+210.5%。
- 22 年海运费高企，原料价格上涨叠加需求不佳，拖累公司业绩。** 2022 年上半年海运费价格达到历史高位，根据测算，海运费成本最高时占轮胎货值的六成以上，严重影响海外市场需求。原料方面 2022 年轮胎主要原材料之一的炭黑价格上涨大，2022 年均价 10440 元/吨，同比上涨 23%，对轮胎成本造成压力。需求方面，由于国内疫情，商用车产销受到较大影响，2022 年商用车产量/销量为 319 万辆/330 万辆，同比下滑 31.9%/31.2%，使公司全钢胎配套业务较大减少。塞尔维亚基地建设不及预期，净利润-6756.5 万元。
- 23 年 Q1 海外需求好转，国内经济复苏，替换需求恢复，原料价格回落，带来盈利水平恢复。** 2023 年一季度海运费回落至疫情前水平，预计海外经销商库存有望回归常态，海外出口恢复，公司泰国基地订单数好转，海外工厂开工率处于较高水平；商用车产销好转明显，全钢需求恢复。2023 年 Q1 我国商用车产量和销量分别为 94.80 万辆和 93.80 万辆，环比 22 年 Q4 增长 24.95%和 14.72%，有大幅好转。其中 3 月销量为 43.41 万辆，同比增长 17.46%环比 2 月增长 34.18%。天然橡胶价格较 22 年高位回落约 15%，炭黑价格受到原料端动力煤价格回落影响，较 22 年底回落约 10%。国内行业开工率维持较高水平，一季度末全钢开工率 65.43%，半钢开工率 73.08%，较去年同期大幅好转。
- 公司积极布局产能，塞尔维亚放量在即。** 公司 2022 年半钢胎产能达到 6900 万条/年，全钢胎产能达到 1505 万条/年。23-25 年轮胎总产能预计将达到 10058/11268/12668 万条。塞尔维亚基地布局 1200 万条半钢产能，160 万条全钢产能，23 年起逐步投产，预计一期 50 万条全钢二季度量产，年内半钢一期 400 万条投产。塞尔维亚基地完全投产后，受到关税优势和靠近欧洲市场的优势影响，盈利能力有望超过泰国基地。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润 13.6、19.2、23.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.92 元、1.30 元、1.59 元；公司配套拉动替换前景广，长期看好，给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标价 27.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 汽车销量大幅下跌风险、原材料价格大幅上涨风险、项目建设或不及预期、海外经营风险、汇率风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	170.06	239.17	290.56	332.83
增长率	-8.47%	40.64%	21.49%	14.54%
归属母公司净利润(亿元)	2.92	13.55	19.21	23.45
增长率	-63.03%	364.76%	41.72%	22.10%
每股收益EPS(元)	0.20	0.92	1.30	1.59
净资产收益率 ROE	1.52%	6.67%	8.75%	9.77%
PE	112	24	17	14
PB	1.69	1.60	1.48	1.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@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)	14.77
流通 A 股(亿股)	14.74
52 周内股价区间(元)	16.37-30.14
总市值(亿元)	325.03
总资产(亿元)	370.62
每股净资产(元)	12.55

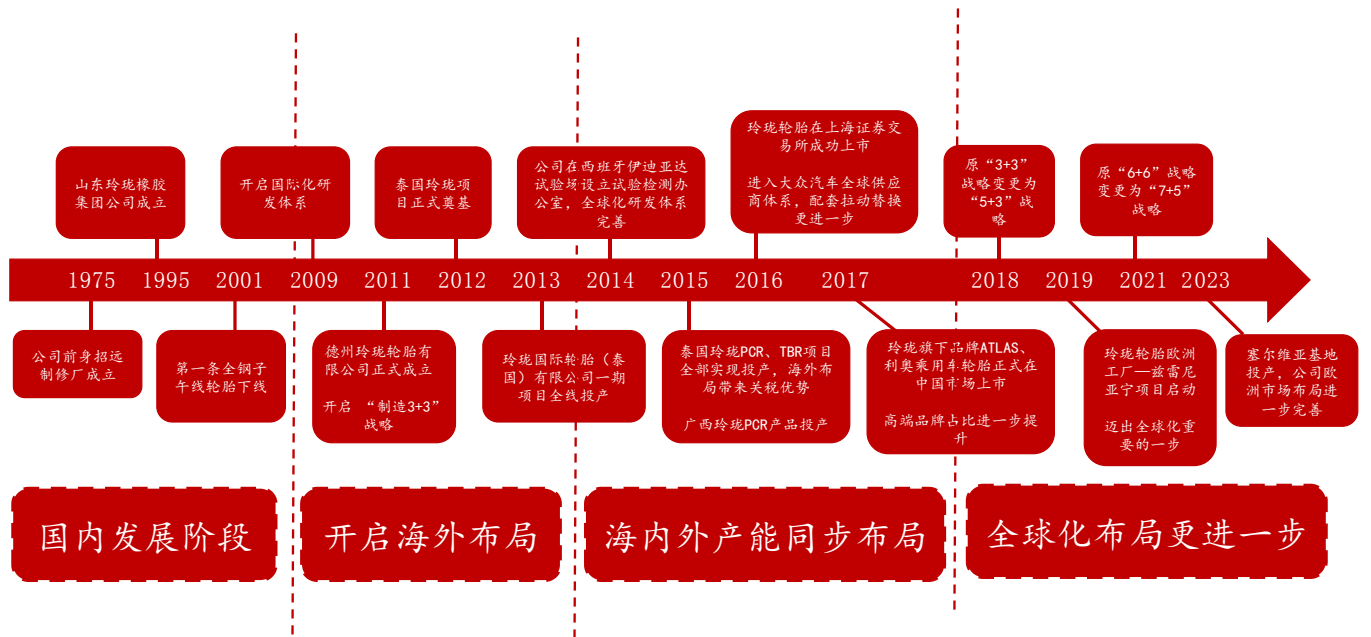
相关研究

1 产能持续扩张，稳固行业龙头地位

1.1 国内轮胎龙头，立足国内走向世界

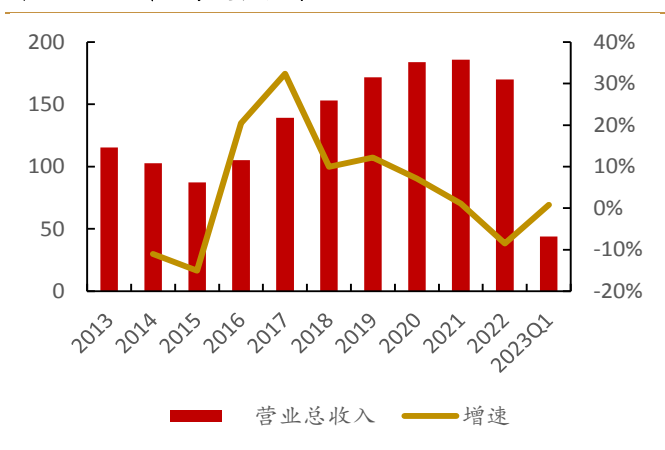
公司是我国轮胎行业龙头，注重布局国内市场，全球化布局开拓海外市场。公司发展主要可以分为四个阶段：

图 1：公司积极开展产能布局，海内外同步发展



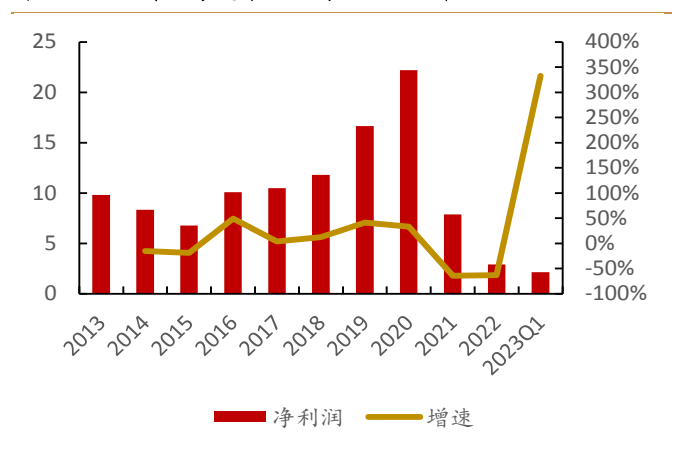
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：2023 年一季度营收同比稳定



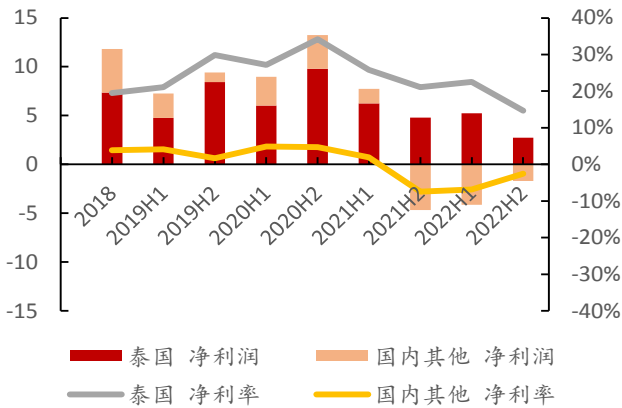
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2023 年一季度净利润同比快速回升



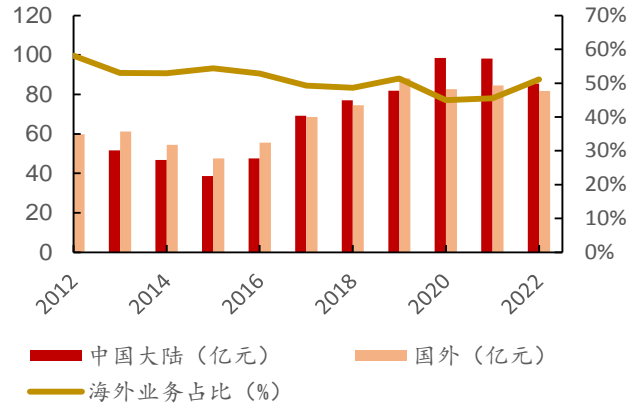
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：泰国玲珑为公司净利润主要来源



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司海内外业务同步发展



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：轮胎的分类、结构、特点及主要应用

轮胎种类	斜交胎	半钢胎	全钢胎
结构示意图			
强度增强方式	胎体帘线呈交叉排列，无带束层。其提高载重性能主要靠增加胎体帘线层数来实现。	胎体骨架材料为纤维材料，其余骨架材料为钢丝材料	胎体骨架材料均为钢丝材料
特点	结构简单，制造相对简单。耐磨性较差，发热与滚动阻力大，缓冲性能差，原材料消耗较多。	滚动阻力小，附着性能好，弹性大，缓冲力强，承载能力大，使用寿命提升。结构复杂，制造难度相对较大，原材料和生产成本相对较高。	
主要应用	农用车，叉车，航空领域	乘用车及轻卡	重卡和大客车

数据来源：森麒麟招股说明书，《新型纤维帘线在半钢子午线轮胎中的应用》，汽车之家，西南证券整理

表 2：公司 2022 年末达产产能 8436 万条，其中乘用车及轻卡 6900 万条，产能位居全国上市公司第一

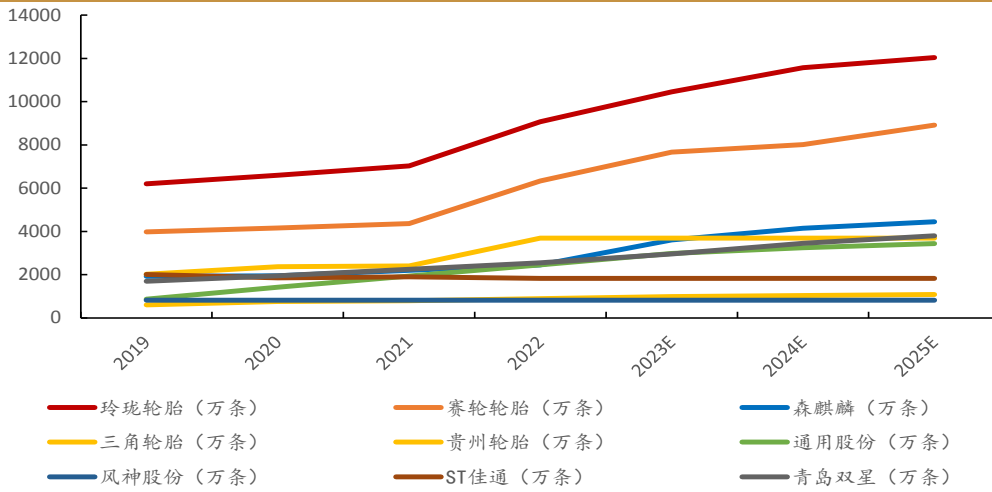
公司产能及预期（万条/年）						
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
招远	半钢	3000	3000	3000	3000	3000
	全钢	585	585	585	585	585
	斜交	25	25	25	25	25
德州	半钢	700	700	1000	1000	1000
	全钢	220	220	320	320	320
广西	半钢	1000	1000	1000	1000	1000
	全钢	200	200	200	200	200

公司产能及预期 (万条/年)						
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
	特胎	5	6	6	6	6
湖北	半钢	600	700	1200	1200	1200
	全钢	150	180	240	240	240
	工程胎			6	6	6
吉林	半钢			200	400	800
	全钢		100	100	200	200
铜川	半钢					400
	全钢				200	200
六安	半钢				400	400
	全钢					
泰国	半钢	1500	1500	1500	1500	1500
	全钢	220	220	220	220	220
塞尔维亚	半钢			400	600	1200
	全钢			50	160	160
合计	半钢	6800	6900	8300	9100	10500
	全钢	1375	1505	1715	2125	2125
	斜交	25	25	25	25	25
	工程胎			6	6	6
	特胎	5	6	12	12	12
总计		8205	8436	10058	11268	12668
增速			2.82%	19.23%	12.03%	12.42%

数据来源：公司公告，西南证券整理

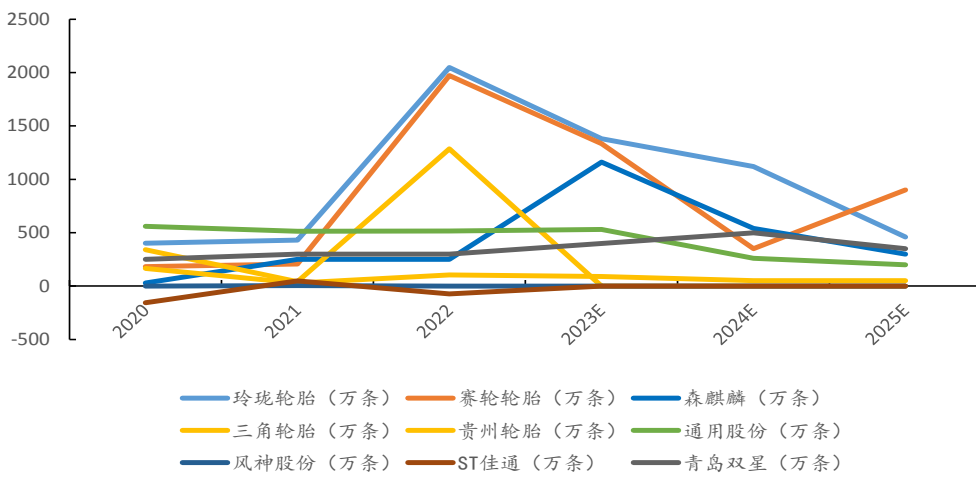
塞尔维亚政策、区位优势，产能逐步投放生产步入正轨。塞尔维亚是中东欧地区第一个同中国建立战略伙伴关系的国家，长期经济走势良好，有望于 2025 年左右加入欧盟，塞尔维亚与欧盟、中东欧自由贸易区成员国、俄白哈关税同盟及土耳其等签订了自由贸易协议，并享受美国给予的最惠国待遇，塞尔维亚有关商品出口上述地区和国家享受免关税和免配额优惠待遇。地理位置优越、劳动力成本低于西欧和周边多数国家、税率在中东欧相对较低。公司在 2018 年开始布局塞尔维亚基地项目。塞尔维亚工厂一期工程年产 350 万套半钢子午胎和 80 万套全钢子午胎，已经进行设备调试及投产前各项验收手续办理，22 年 6 月完成了硫化机安装调试且首模轮胎下线。2023 年开始试生产，预计 23 年二季度全钢胎全面投产，三季度末半钢胎投产。公司全球化布局取得突破性进展，更进一步贴近欧洲市场。在产能完全投放之后，塞尔维亚基地能够实现 1200 万条半钢年产能，160 万条全钢年产能，每年贡献净利约 11 亿元。

图 6：公司产能在轮胎上市公司中处于首位



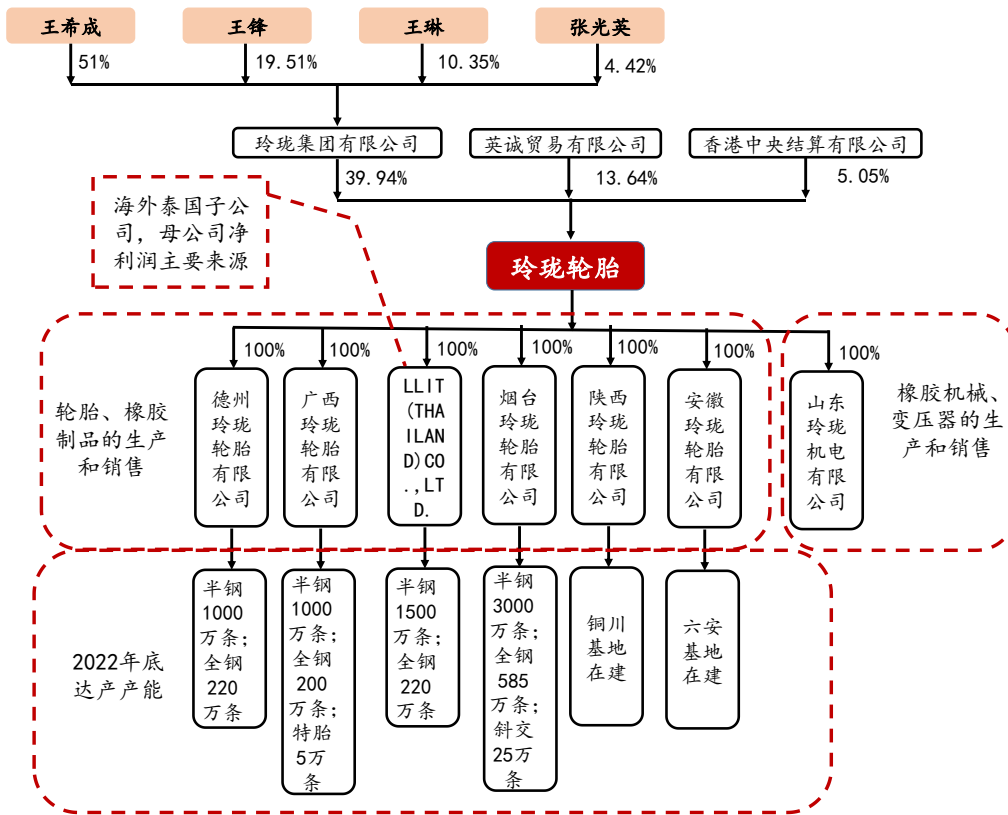
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 7：公司产能增量在轮胎上市公司中位于前列



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 8：公司股权集中

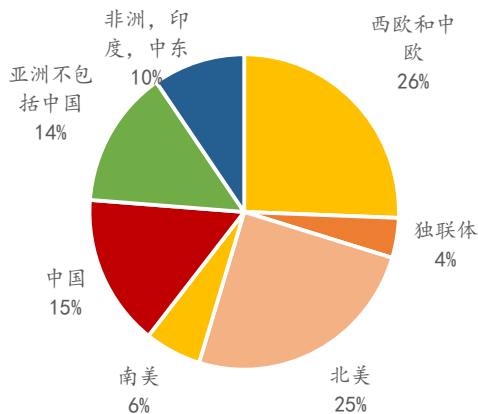


数据来源：Wind，西南证券整理

2 中国市场需求复苏，轮胎生产成本下降

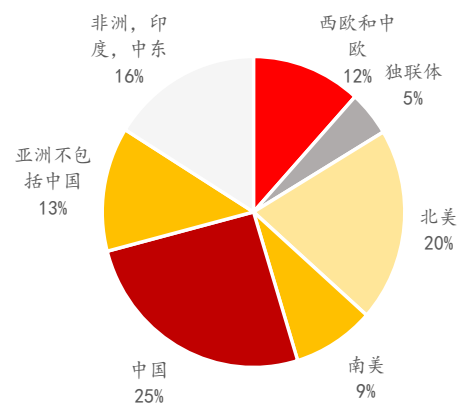
2.1 我国轮胎市场空间大，23 年需求好转

图 9：2022 年我国半钢胎需求占比高

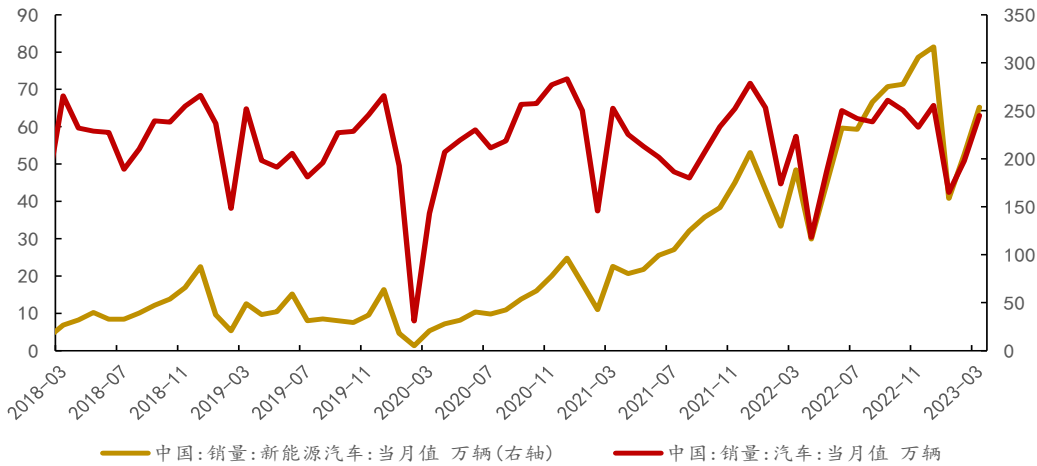


数据来源：米其林，西南证券整理

图 10：2022 年我国卡客车胎需求占比最高

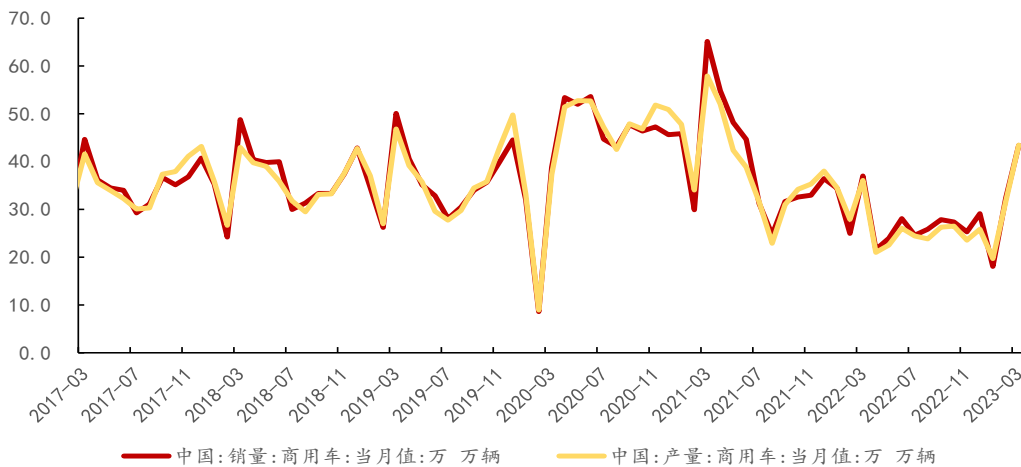


数据来源：米其林，西南证券整理

图 11：我国汽车销量稳定，新能源汽车销量增速快


数据来源：Wind，中国汽车工业协会，西南证券整理

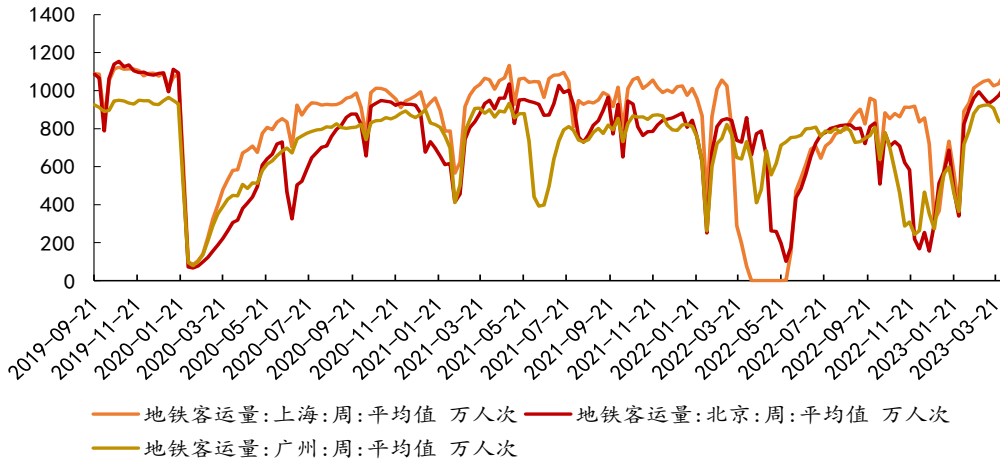
商用车需求好转明显，全钢需求有望恢复。2023 年 Q1 我国商用车产量和销量分别为 94.80 万辆和 93.80 万辆，环比 22 年 Q4 增长 24.95% 和 14.72%，有大幅好转。其中 3 月销量为 43.41 万辆，同比增长 17.46% 环比 2 月增长 34.18%。随着国内恢复趋势明显，预计商用车产销情况将持续好转。

图 12：我国商用车产销好转


数据来源：Wind，西南证券整理

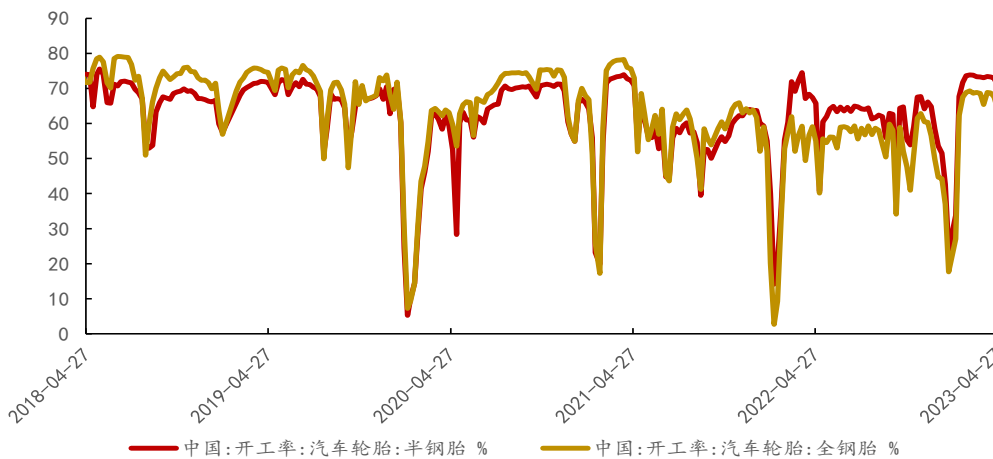
出行意愿增强，半钢需求有望转好。随着疫情管控政策逐步解除，2023 年初，随着疫情影响进一步减弱，人们出行意愿快速恢复。从各大城市的地铁出行人数来看，2023 年春节后出行人数快速恢复，一线城市北上广的周平均出行人数为近三年新高。在出行意愿较高的情况下，车辆使用会随之增加，半钢胎市场有望迎来复苏。

图 13: 出行意愿提高, 半钢需求有望复苏



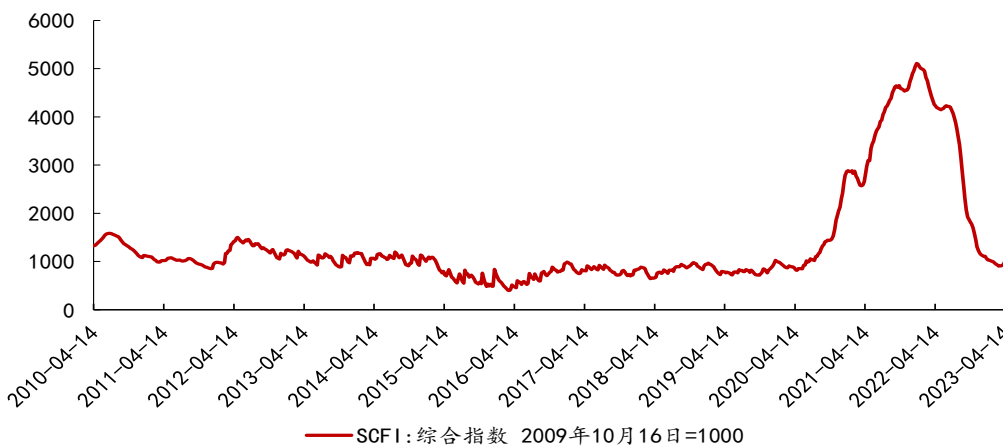
数据来源: 交通部, 西南证券整理

图 14: 一季度国内全钢半钢开工率高位



数据来源: 交通部, 西南证券整理

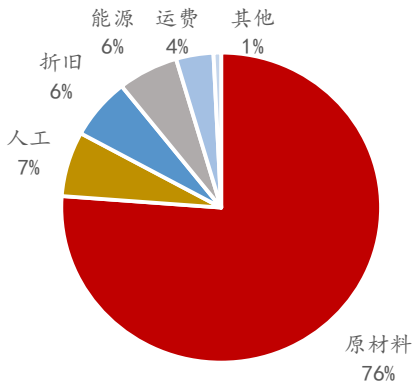
图 15: 海运费价格指数回落至疫情前水平



数据来源: Wind, 西南证券整理

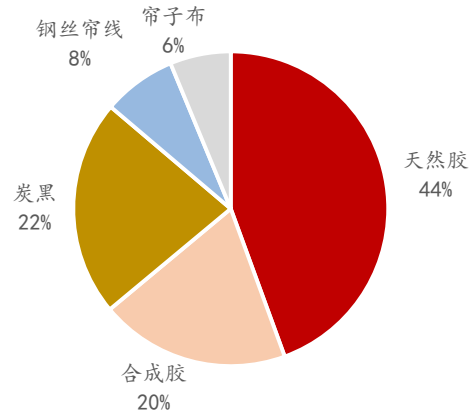
2.2 原料成本回落

图 16：公司成本中原材料占比最高



数据来源：公司公告，西南证券整理

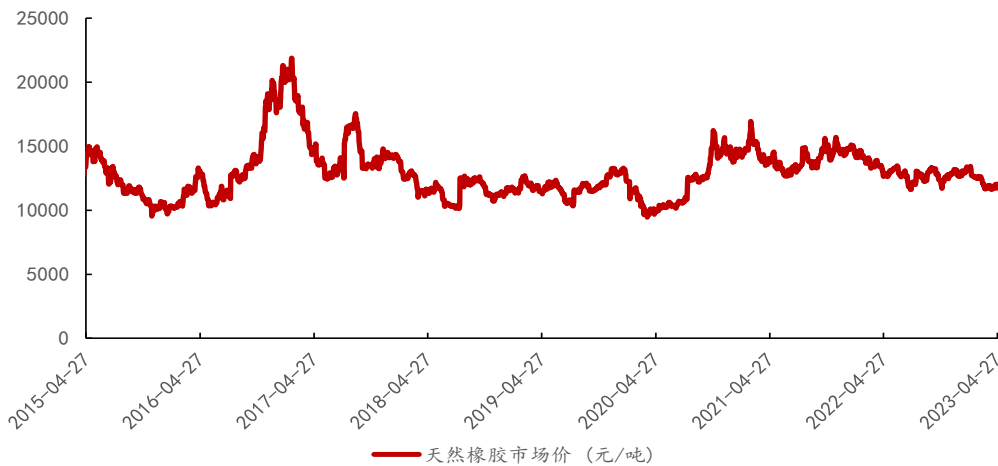
图 17：原材料成本橡胶占比最高



数据来源：公司公告，西南证券整理

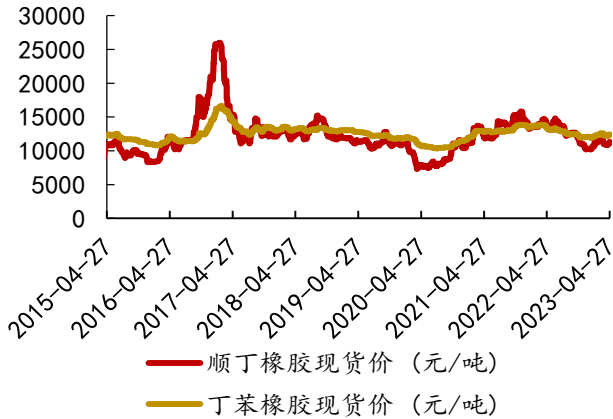
橡胶价格高位回落，有利于轮胎行业。轮胎中使用的橡胶包括天然橡胶和合成橡胶。目前天然橡胶价格处于历史较低位置，较一年前价格同比回落 15%。

图 18：天然橡胶市场价处于历史较低位置



数据来源：Wind，西南证券整理

2022 年原油价格维持高位震荡态势，近期出现回落。2021 年原油价格持续上涨，价格接近 2018 最高价格，2022 年初由于俄乌战争影响，俄罗斯原油出口受到巨大影响，加之美联储加息影响，2022 年 5 月末原油价格相较年初增长约 50%，对下游合成橡胶成本带来压力，并逐步传导至轮胎行业。随着俄乌战争态势稳定，国际原油市场趋于稳定，原油价格逐步出现回落，预计未来会保持稳定，合成橡胶价格会有所回落。

图 19: 合成橡胶价格出现回落


数据来源: Wind, 西南证券整理

炭黑价格位于高位, 存在回落空间。炭黑是轮胎生产中的重要原材料, 在成本中占比约 20%, 2021 年下半年, 动力煤及主焦煤价格大幅上涨, 受此影响, 炭黑原料煤焦油及蒽油价格随之大幅上涨, 带动炭黑价格达到高位。

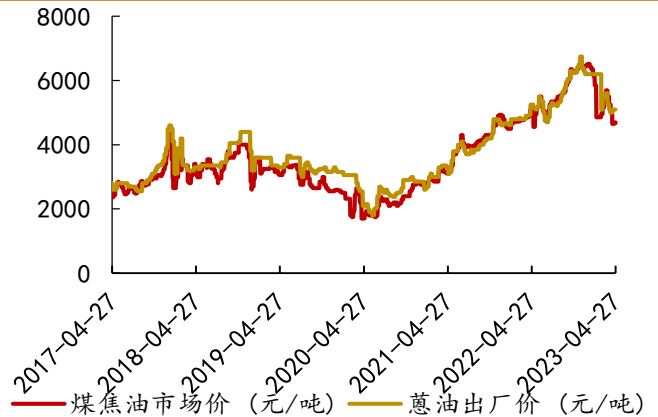
图 21: 炭黑市场价回落


数据来源: Wind, 西南证券整理

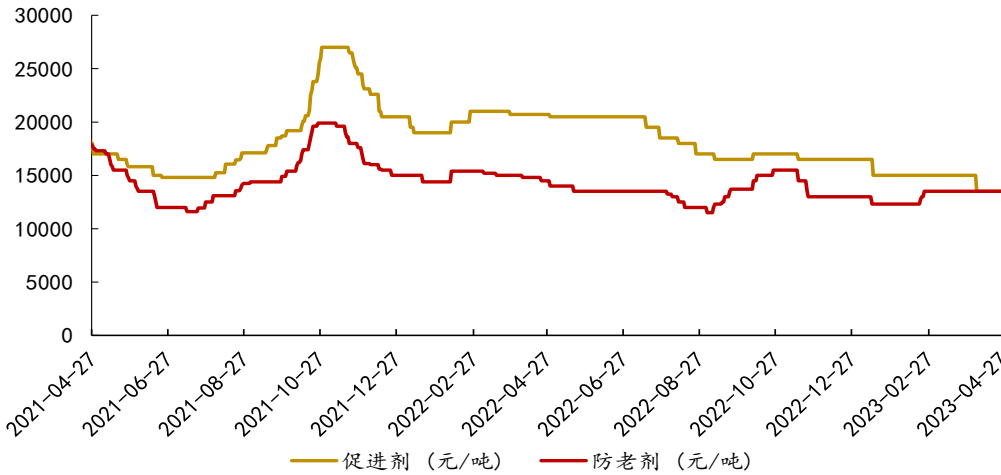
橡胶助剂价格低位, 未来价格预计维持稳定。2022 年下半年, 促进剂、防老剂价格回落, 目前处于历史低位, 考虑到橡胶行业需求无明显减弱, 预计橡胶助剂价格会维持较稳。

图 20: 原油价格回归理性

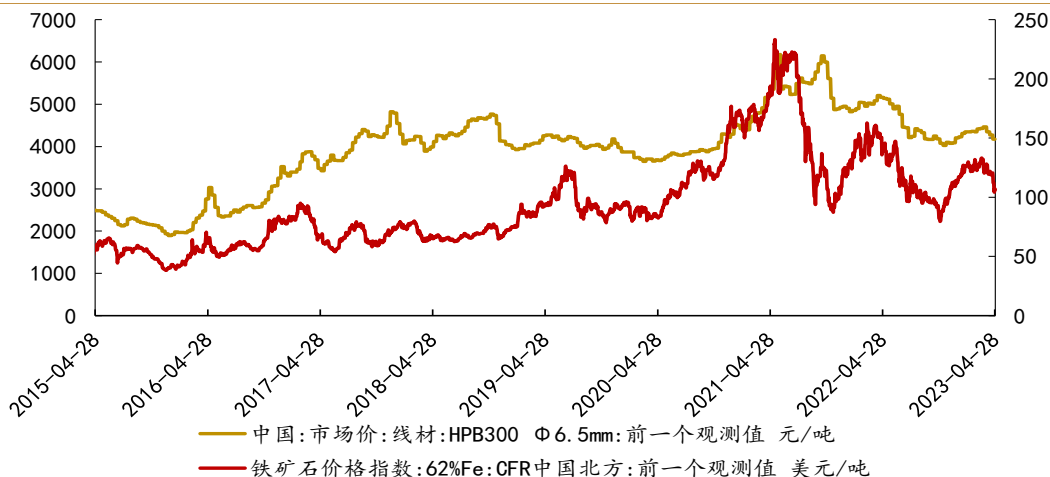

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22: 煤焦油、蒽油市场价持续高位


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 23：促进剂、防老剂价格维持稳定


数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 24：线材、铁矿石价格较 21 年底明显回落


数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司半钢胎 2023-2025 年销量 6755 万条/年、7655 万条/年、8325 万条/年，价格综合历史数据、调研资料及行业整体供需判断 2023-2025 年均价分别为 179.7 元/条、187.5 元/条、193.4 元/条，毛利率分别为 21.3%、21.2%、21.2%。

假设 2：公司全钢胎 2023-2025 年销量 1475.2 万条/年、1681.9 万条/年、1894.9 万条/年，价格综合历史数据、调研资料及行业整体供需判断，考虑到公司 2024 年开始塞尔维亚基地全钢产品全部销往欧洲地区，产品售价较高，拉动产品均价，预计 2023-2025 年均价分别为 798.6 元/条、874.1 元/条、906.7 元/条，毛利率分别为 8.6%、13.0%、14.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

		2022A	2023E	2024E	2025E
半钢胎	半钢胎产量 (万条)	5473.5	6755.0	7655.0	8325.0
	产量 YOY		23.4%	13.3%	8.8%
	半钢胎营收 (亿元)	100.0	121.4	143.6	161.0
	YOY		21.4%	18.3%	12.2%
	半钢胎成本 (亿元)	97.6	95.5	113.1	127.0
	毛利率	2.4%	21.3%	21.2%	21.2%
全钢胎	全钢胎产量 (万条)	978.6	1475.2	1681.9	1894.9
	产量 YOY		50.8%	14.0%	12.7%
	全钢胎营收 (亿元)	70.1	117.8	147.0	171.8
	YOY		68.1%	24.8%	16.9%
	全钢胎成本 (亿元)	69.2	107.6	127.8	147.2
毛利率	1.3%	8.6%	13.0%	14.3%	
合计	合计产量 (万条)	6452.1	8230.2	9336.9	10219.9
	产量 YOY		27.6%	13.4%	9.5%
	合计营收 (亿元)	170.1	239.2	290.6	332.8
	YOY		40.6%	21.5%	14.5%
	合计成本 (亿元)	166.8	203.1	240.9	274.2
	毛利率	1.9%	15.1%	17.1%	17.6%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 239.2 亿元 (+40.6%)、290.6 亿元 (+21.5%) 和 332.8 亿元 (+14.5%)，归母净利润分别为 13.6 亿元 (+364.8%)、19.2 亿元 (+41.7%)、23.5 亿元 (+22.1%)，EPS 分别为 0.92 元、1.30 元、1.59 元，对应动态 PE 分别为 24 倍、17 倍、14 倍。

综合考虑业务范围，选取了轮胎行业 3 家上市公司作为估值参考，其中赛轮轮胎和森麒麟为行业龙头，体量较大，全球化布局较为领先；通用股份正在扩展海外基地。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601058.SH	赛轮轮胎	314.5	10.3	0.43	0.48	0.73	0.97	34.5	21.2	14.1	10.6
002984.SZ	森麒麟	188.8	29.1	1.29	2.09	2.69	3.28	30.7	13.9	10.8	8.9
601500.SH	通用股份	60.9	3.9	0.03	0.15	0.30	0.39	494.3	25.2	13.0	9.8
平均值								186.5	20.1	12.6	9.7
601966.SH	玲珑轮胎	325.2	22.0	1.13	0.92	1.30	1.59	63.6	24.0	16.9	13.9

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，轮胎行业市场空间大，看好公司配套拉动替换长远发展潜力，受到国内恢复节奏影响，公司 23 年业绩处于恢复期，塞尔维亚基地放量有望进一步推动公司全球化布局，利润端进一步的弹性释放。考虑到国内市场需求好转明显，公司 23 年业绩复苏动力强劲，率先布局欧洲基地行业内领先，给予 2023 年高于行业平均的 30 倍估值，对应目标价 27.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	170.06	239.17	290.56	332.83	净利润	2.92	13.56	19.22	23.46
营业成本	146.91	203.12	240.92	274.21	折旧与摊销	12.51	13.73	15.35	16.29
营业税金及附加	0.82	1.22	1.48	1.66	财务费用	0.56	2.15	1.92	1.95
销售费用	5.05	5.62	6.54	6.99	资产减值损失	-2.89	-2.75	0.00	0.00
管理费用	5.94	16.02	19.90	23.30	经营营运资本变动	-7.76	2.00	-3.67	-2.20
研发费用	7.48	10.04	14.24	17.64	其他	-3.88	4.54	1.61	-0.41
财务费用	0.56	2.15	1.92	1.95	经营活动现金流净额	1.46	33.22	34.43	39.10
资产减值损失	-2.89	-2.75	0.00	0.00	资本支出	-34.99	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	-0.07	-0.18	-0.12	-0.15	其他	-2.94	1.12	1.28	1.25
公允价值变动损益	0.18	0.00	0.19	0.18	投资活动现金流净额	-37.92	-3.88	-4.72	-3.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	8.06	-31.53	-18.39	-16.45
营业利润	1.57	13.61	19.86	24.75	长期借款	12.79	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	0.00	-0.05	-0.05	-0.05	股权融资	22.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.57	13.56	19.81	24.70	支付股利	-2.30	-0.58	-2.71	-3.84
所得税	-1.35	0.00	0.59	1.23	其他	-0.05	-2.27	-2.97	-0.47
净利润	2.92	13.56	19.22	23.46	筹资活动现金流净额	40.65	-34.88	-24.58	-21.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.01	0.01	现金流量净额	5.11	-5.53	5.14	14.09
归属母公司股东净利润	2.92	13.55	19.21	23.45					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	29.45	23.92	29.06	43.14	成长能力				
应收和预付款项	37.67	52.05	63.32	72.37	销售收入增长率	-8.47%	40.64%	21.49%	14.54%
存货	44.72	61.04	71.35	82.21	营业利润增长率	-78.51%	767.30%	45.94%	24.59%
其他流动资产	3.65	2.53	3.02	3.42	净利润增长率	-63.00%	364.64%	41.73%	22.10%
长期股权投资	0.75	0.75	0.75	0.75	EBITDA 增长率	-28.71%	101.46%	25.92%	15.77%
投资性房地产	0.88	0.88	0.88	0.88	获利能力				
固定资产和在建工程	209.02	201.44	193.24	183.11	毛利率	13.61%	15.07%	17.09%	17.61%
无形资产和开发支出	9.32	8.17	7.02	5.87	三费率	6.79%	9.95%	9.76%	9.69%
其他非流动资产	38.35	37.14	35.92	34.70	净利率	1.72%	5.67%	6.61%	7.05%
资产总计	373.82	387.91	404.55	426.45	ROE	1.52%	6.67%	8.75%	9.77%
短期借款	66.37	34.84	16.45	0.00	ROA	0.78%	3.50%	4.75%	5.50%
应付和预收款项	57.74	86.13	101.05	114.25	ROIC	1.90%	6.98%	9.52%	11.61%
长期借款	19.98	19.48	18.98	18.48	EBITDA/销售收入	8.61%	12.33%	12.78%	12.92%
其他负债	37.25	44.14	48.50	53.65	营运能力				
负债合计	181.34	184.60	184.98	186.38	总资产周转率	0.48	0.63	0.73	0.80
股本	14.77	14.77	14.77	14.77	固定资产周转率	1.33	1.64	1.76	1.97
资本公积	89.47	89.47	89.47	89.47	应收账款周转率	5.62	6.98	6.53	6.36
留存收益	89.02	101.99	118.49	138.10	存货周转率	3.20	3.81	3.56	3.50
归属母公司股东权益	192.42	203.25	219.50	239.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.60%	—	—	—
少数股东权益	0.06	0.06	0.07	0.08	资本结构				
股东权益合计	192.48	203.31	219.57	240.07	资产负债率	48.51%	47.59%	45.72%	43.71%
负债和股东权益合计	373.82	387.91	404.55	426.45	带息债务/总负债	47.62%	29.43%	19.15%	9.92%
					流动比率	0.77	0.91	1.08	1.29
					速动比率	0.47	0.51	0.62	0.76
					股利支付率	79.02%	4.30%	14.11%	16.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	14.64	29.49	37.13	42.99	每股收益	0.20	0.92	1.30	1.59
PE	111.51	23.99	16.93	13.87	每股净资产	13.03	13.76	14.86	16.25
PB	1.69	1.60	1.48	1.35	每股经营现金	0.10	2.25	2.33	2.65
PS	1.91	1.36	1.12	0.98	每股股利	0.16	0.04	0.18	0.26
EV/EBITDA	23.46	10.85	7.98	6.21					
股息率	0.71%	0.18%	0.83%	1.18%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn