

换热系统开拓风电新能源，技术积累优势逐步释放

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年中报, 实现收入1.8亿元, 同比+14.8%; 归母净利润3645.4万元, 同比+66.2%, 扣非归母净利润3332.0万元, 同比+63.1%。报告期内, 由于公司销售收入同比增长、美元和欧元汇率变动带来毛利率上升以及汇兑收益增加、原材料价格趋稳使得产品毛利率恢复上升等原因, 公司净利润大幅增长。
- **加力换热系统设计方案, 盈利能力大幅提升。** 2023年上半年公司毛利率为33.2%, 同比提升8.1pp。公司调整产品结构, 加力为客户提供毛利率更高的整体换热系统设计方案, 以应对全球工程机械排放标准升级所带来换热系统需求增加, 同时铝价趋稳使公司材料与产品的价格传导更顺畅, 公司盈利能力大幅提升。
- **销售规模扩大, 归母净利润高增。** 2023年上半年, 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为2.4%/6.1%/-0.9%/3.6%。管理费用率同比-0.1pp; 销售费用率同比+1.1pp, 主要因销售规模扩大、销售人员增加、组织销售活动增加等; 研发费用率同比-0.2pp; 销售费用率同比+0.7pp, 主要因汇率变动带来的汇兑收益同比减少。总体来看, 期间整体费用率同比-2023年H1公司净利率为19.8%, 归母净利润同比+66.2%。
- **募投项目快速建设, 产能扩充支撑未来增长。** 公司募投项目达产后, 可实现8000套电力电子换热系统、5000套液压润滑换热系统、48000套液冷板、140000台换热器的生产能力, 进一步完善公司产品结构, 为下游客户提供更优质的提供更优质的产品和更完善的服务, 不断向清洁能源、节能减排等新兴领域扩展, 整体向系统集成转化方向升级。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营业收入分别为4.1/5.0/6.1亿元, yoy分别为17.0%/21.2%/22.4%; 预计公司2023-2025年归母净利润分别为65.1/85.9/112.1百万元, 对应PE分别为12/9/7倍。公司募投项目大幅扩产有望推动公司业绩稳步上升。综合考虑上述原因, 我们给予公司2024年12倍PE估值, 对应股价11.76元, 首次覆盖给予“买入”投资评级, 建议关注。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、原材料价格波动风险、汇率变动风险、贸易摩擦影响。

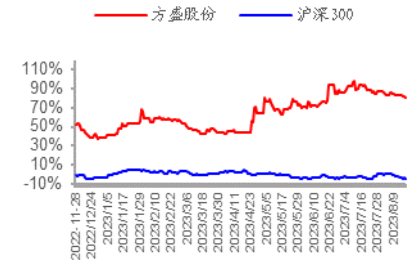
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	352.96	413.04	500.55	612.59
增长率	19.31%	17.02%	21.19%	22.38%
归属母公司净利润(百万元)	53.97	65.07	85.93	112.05
增长率	47.84%	20.56%	32.05%	30.40%
每股收益EPS(元)	0.62	0.74	0.98	1.28
净资产收益率ROE	13.47%	14.87%	17.60%	20.19%
PE	15	12	9	7
PB	2.01	1.84	1.65	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: ifind

基础数据

总股本(万股)	8755.00
流通A股(万股)	2418.07
52周内股价区间(元)	11.26-6.67
总市值(亿元)	8.05
总资产(亿元)	5.56
每股净资产(元)	4.76

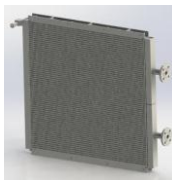

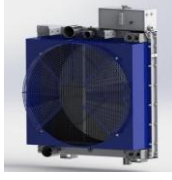
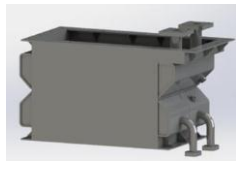
相关研究

1 换热器高新技术企业，多元化产品开拓优质客户资源

换热器行业高新技术企业，产品应用领域宽广。公司系专业从事板翅式换热器和换热系统的研发、设计、生产和销售的高新技术企业，面向全球提供解决方案、专业服务与优质产品。公司始终坚持创新的、多元化的发展战略，以高品质的差异化产品开拓不同应用领域的优质客户。公司产品涉及下游应用领域广泛，涉及风力发电、余热回收、轨道交通、空压机、工程机械、汽车等应用领域，公司凭借强大的研发能力，布局不同细分领域市场，提高了综合实力及核心竞争力。2010年，被江苏省科学技术厅认定为“江苏省高新技术企业”；2014年，被江苏省经济和信息化委员会评为“江苏省两化融合试点企业”；2020年，获得江苏省企业信息化协会的“两化融合贯标联盟证书”。

技术积累优势明显，多领域掌握优质客户资源。公司自2007年成立以来，一直重视对技术研发的投入和自主创新能力的提高，在产品研发设计方面形成了较为明显的技术积累优势。截至2023年8月18日，公司已拥有发明专利18项，实用新型专利86项，德国实用新型专利4项。公司凭借先进的技术、优质的产品、高效的服务，积累了大批稳定、优质的客户资源。在风力发电领域，主要客户为高澜股份、川润股份、维谛技术、金风科技；在空压机领域，主要客户为阿特拉斯·科普柯、日立、伯格等；在工程机械领域，主要客户为H-E Parts、龙工、威克诺森；在轨道交通领域，主要客户为庞巴迪、Apollo。

表 1：公司主要产品及用途

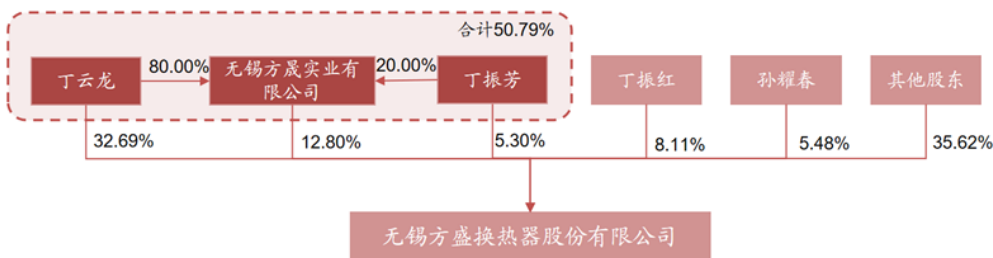
产品类别	产品名称	产品图示	产品功能及应用场景
板翅式 换热器	风力发电用 换热器		风力发电用换热器主要用于冷却风力发电设备的发电机、齿轮箱、液压单元、变压器、变流器等。冷却介质在流体泵的驱动下带走热量，通过强制风冷或自然风冷等方式来冷却系统中的热介质，冷却后的介质再次流入上述设备单元，形成密闭式的循环，把系统温度控制在合理的范围，使风电系统平稳可靠运行。
	余热回收用 换热器		余热回收用换热器主要用于回收废弃能源余热。废弃能源通过换热器与冷介质进行热交换，冷介质加热后进行回收利用，可应用于工业设备节能、取暖、食品干燥、暖房保温等场合。
	工程机械用 换热器		工程机械用换热器主要用于工程机械设备系统。工程机械设备系统包含动力系统、增压系统和润滑系统等，系统的介质温度会随着设备的运行不断升高，因此需针对各系统配置相应的换热器。介质在外部动力的驱动下流经换热器，带走热量，通过不断的循环把各系统温度控制在允许的范围，使工程机械设备的各个环节正常工作。
	轨道交通用 换热器		轨道交通用换热器主要用于冷却牵引变压器和变流器。冷却介质在流体泵的驱动下带走变压器、变流器产生的热量。换热器通过风冷的方式对热介质进行散热，冷却后的介质再次进入变压器和变流器，形成密闭式的循环冷却系统，把系统的温度控制在合理的范围，保证轨道交通机车牵引系统的稳定运行。

产品类别	产品名称	产品图示	产品功能及应用场景
	空压机用换热器		空压机用换热器主要用于冷却压缩机机头及被压缩后的空气。空气压缩机是通过电机或发动机驱动，将空气压缩为高压空气的一种装置。在整个空气压缩过程中，被压缩气体及机头温度不断升高，用润滑油来冷却和润滑机头，油温升高，再通过空压机用换热器来冷却被压缩气体和润滑油，使压缩机系统平衡在一个允许的温度区间内可靠运行。
	汽车用中冷器		汽车用中冷器是增压系统的一部分。当空气被高比例压缩后会产生很高的热量，从而使空气膨胀密度降低，同时也会使发动机因温度过高造成损坏。为了得到更高的容积效率，需要在注入气缸之前使用换热器对高温空气进行冷却。
换热系统	风力发电用换热系统		风力发电用换热系统包括换热器单元、风机单元、钣金框架单元等。冷却介质在流体体系的作用下进入发电机、齿轮箱、液压单元、变压器、变流器等，吸收并带走上述设备单元工作过程中产生的热量。冷却介质经换热系统冷却后再次进入设备单元，形成循环回路，从而使风电系统温度保持在最佳工作范围。
	工程机械用换热系统		工程机械用换热系统主要包含换热器单元、风机单元、钣金框架单元、油泵单元等部件。该换热系统主要用于工程机械内的液压系统，其通过风冷的形式对液压油进行循环封闭式冷却，从而保证液压系统的稳定运行。
	轨道交通用换热系统		轨道交通用换热系统主要包含换热器单元、过滤器单元、风机单元、钣金框架单元等部件。换热系统通过自身风机单元对热介质进行强制循环散热，保证轨道交通机车牵引变压器及变流器系统的稳定运行。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

股权结构集中，丁云龙及其家人为实际控制人。截至 2023 年 8 月 18 日，丁云龙直接持有公司 32.7% 的股份，并通过持有无锡方晨实业有限公司 80% 的股份，间接持有公司 10.2% 的股份；丁振芳直接持有公司 5.3% 的股份，并通过持有无锡方盛实业有限公司 20% 的股份，间接持有公司 2.6% 的股份。丁振芳与丁云龙系父子关系，二人合计持有公司 50.8% 的股份，为公司控股股东和实际控制人。

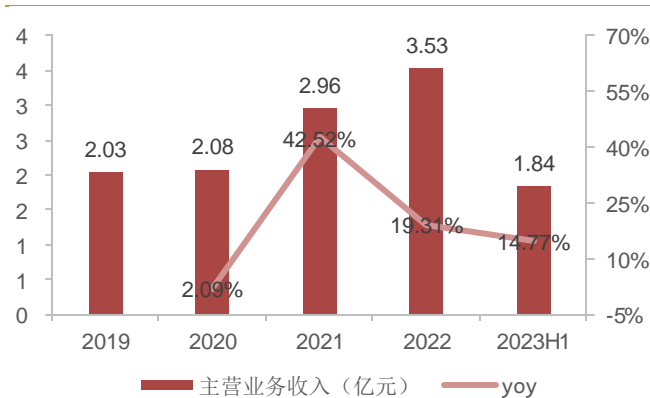
图 1：公司股权结构图（截至 2023 年 8 月 18 日）



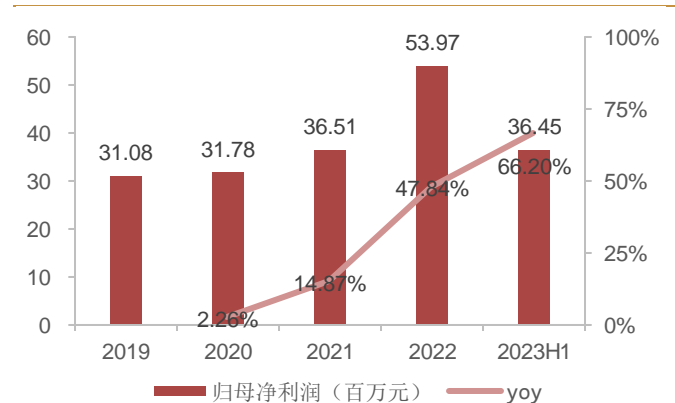
数据来源：公司公告，西南证券整理

营收增长迅速，净利润加速上升。1) **营收端：**2019-2022 年，公司营业收入由 2.0 亿元增长至 3.5 亿元，年化复合增长率为 20.2%，2021 年营业收入增长较快，因公司加强市场开拓以及清洁能源、节能减排相关市场需求增加使得产品销量增加。2023 年上半年，因工程机械排放标准升级导致部分海外客户需求增加，以及公司在风电领域、新能源领域积极开拓等原因，实现营收 1.8 亿元，同比增长 14.8%。

2) **利润端：**2019-2022 年，公司归母净利润由 31.1 百万元增长至 54.0 百万元，年化复合增长率为 20.2%。2023 年上半年，由于公司销售收入同比增长、美元和欧元汇率变动带来毛利率上升以及汇兑收益增加、原材料价格趋稳使得产品毛利率恢复上升等原因，公司实现归母净利润 36.5 百万元，同比增长 66.2%。

图 2：2019-2023H1 公司主营业务收入


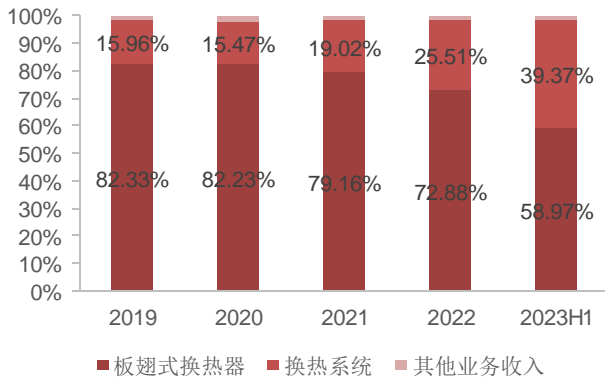
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 3：2019-2023H1 公司归母净利润


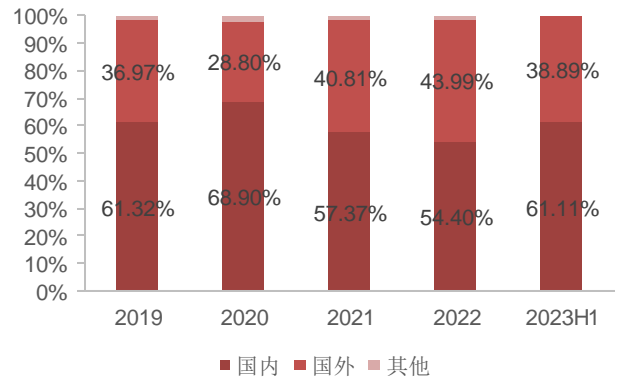
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

板翅式换热器系列产品仍是主要收入来源，换热系统产品增长迅速。2019-2022 年，公司的板翅式换热器系列产品收入均在 70% 以上，是公司营业收入的主要来源。2019-2022H1，板翅式换热器产量分别是 4029.2/4419.8/5764.9/2936.4 吨，其中分别有 417.9/423.6/812.6/618.0 吨用于生产换热系统。2021 年以来，公司换热系统营业收入占比迅速提高，主要原因系受清洁能源相关政策影响，风力发电领域的客户如深圳市禾望电气股份有限公司等客户需求增加而加大了订单量，同时公司销售部门发力，风电、轨交等领域集成化产品销售额增加。2023 年上半年，随着全球工程机械排放标准升级，该领域客户升级换热系统的需求增加，同时公司风电领域集成化产品销售额增加，使得换热系统销售收入同比增长 117.6%。

近三年境外收入快速增长，国内仍为主要销售地区。2019-2022 年，公司 50% 以上的主营业务收入均来自国内，呈稳步增长趋势。境外收入主要来自印度、德国、巴西等区域，2020 年，主要海外客户如 Apollo 受疫情影响需求减少，外销收入同比下降 20.5%，2021 年开始，境外客户需求回暖，公司进一步优化销售结构，积极开拓海外市场，境外收入快速提升。2023 年上半年，因公司在与国内客户保持紧密合作和持续新产品开发，内销收入同比增加 19.8%。

图 4：2019-2023H1 年公司各产品收入占比


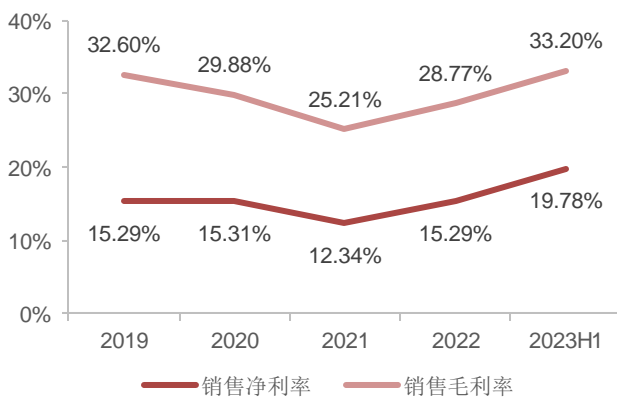
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

图 5：2019-2023H1 公司境内外收入占比


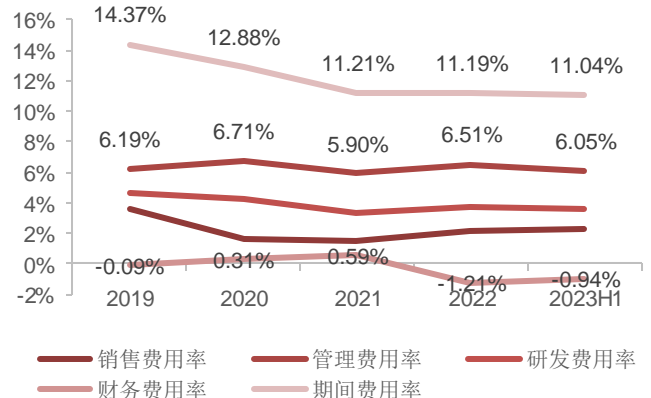
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

盈利能力回升，降本增效成果显著。1) 利润率方面：公司毛利率和净利率于 2021 年触底，主要原因系铝锭市场价格上涨带动公司铝制材料价格的上涨、产品结构变动、政策变动、汇率变动以及新冠疫情影响；2022 年，受益于清洁能源、节能减排相关政策以及公司积极开拓市场，同时铝价逐步趋稳，毛利率和净利率开始回升。2023 年上半年，毛利率提升至 33.2%，净利率提升至 19.8%，盈利能力持续回升。

2) 费用率方面：2019-2023H1 年，公司整体期间费用率呈逐年降低趋势。2023 年上半年，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.4%/6.1%/-0.9%/3.6%。管理费用率同比-0.1pp；销售费用率同比+1.1pp，主要因销售规模扩大、销售人员增加、组织销售活动增加等；研发费用率同比-0.2pp；财务费用率同比+0.7pp，主要因汇率变动带来的汇兑收益同比减少。总体来看，2023 年上半年期间费用率延续缓慢下降趋势。

图 6：2019-2023H1 公司毛利率和净利率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

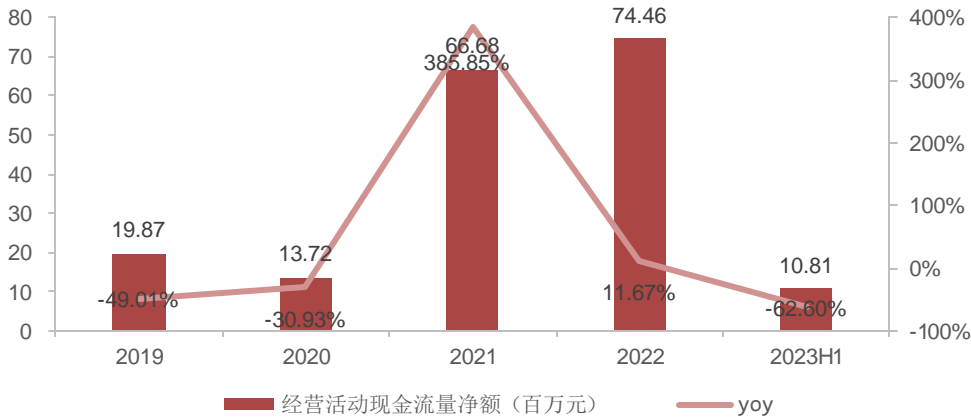
图 7：2019-2023H1 公司费用率情况


数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

经营活动现金流稳定健康。公司经营活动现金流入主要来源为销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金，与公司实际业务情况相符。2019-2020 年，因应收账款增加、疫情导致外销收入减少等原因，经营活动现金流量减少；2021 年，销售收入大幅增长，原材料采购增加，部分已背书转让的票据因未到期而尚未终止确认，期末经营性应付项目增加 41.2 百万元，导致经营性现金流量净额增加 22.7 百万；2022 年，因销售收入同比增长，经营活动产生的

现金流量净额同比增长 11.7%。2023H1，公司经营活动现金流净额为 10.8 百万元，同比下降 62.6%，主要因应收票据增加、应付票据减少导致购买商品支付、劳务支付现金增加，同时上年缓缴税费于本期支付，使得各项税费同比增加。

图 8：2019-2023H1 公司经营活动现金流情况



数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司逐渐优化产品销售结构，扩大具有高毛利率的换热系统产品销售量，以此提升总营收与盈利能力，高集成换热系统销量有望快速增长。根据公司募投项目计划，项目达产后将形成 8000 套电力电子热管理系统、5000 套液压润滑换热系统的年产能，募投项目于 2023 年底开始陆续投产，我们预计 2023-2025 年，公司换热系统销量分别为 4.2/4.7/5.2 万套，因募投项目产品主要应用在轨交、风电领域，相较于以往换热系统体积更大、集成度更复杂，定价与成本相对较高，因此换热系统销售单价呈现逐年上涨趋势分别为 3500/4450/5400 元每套，由于未来铝价稳定，且高集成度带来的生产成本上升抵消了销售单价上升，因此预计毛利率稳定在 40%。

假设 2：公司优化产品销售结构，2021-2022 年板翅式换热器产量增速放缓。根据公司募投项目计划与现有厂区最大产能，项目达产后公司将拥有 9824 吨板翅式换热器及液冷板年产量，配合现有厂区产能我们预计 2023-2025 年，公司板翅式换热器及液冷板产品销量分别为 5200/5700/6500 吨，项目换热器及液冷板产品规划定价与以往定价基本一致，且未来原材料铝材价格稳定，因此板翅式换热器及液冷板销售单价分别为 5/5/5 万元每吨，预计毛利率稳定在 25%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
板翅式换热器 及液冷板	收入	257.2	260.0	285.0	325.0
	增速	9.8%	1.1%	9.6%	14.0%
	成本	192.0	195.0	213.8	243.8
	毛利率	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
换热系统	收入	90.0	147.0	209.2	280.8
	增速	60.0%	63.3%	42.3%	34.3%
	成本	54.6	88.2	125.5	168.5
	毛利率	39.3%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	5.7	6.0	6.4	6.8
	增速	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	成本	4.8	5.1	5.4	5.7
	毛利率	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	353.0	413.0	500.5	612.6
	增速	19.3%	17.0%	21.2%	22.4%
	成本	251.4	288.3	344.6	417.9
	毛利率	28.8%	30.2%	31.2%	31.8%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了同样具备换热器概念的银轮股份、盾安环境、中泰股份、申菱环境作为可比公司。从 PE 角度看，2023-2025 年，四家公司平均估值为 20/16/12 倍。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 4.1/5.0/6.1 亿元，yoy 分别为 17.0%/21.2%/22.4%；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 65.1/85.9/112.1 百万元，对应 PE 分别为 12/9/7 倍。公司募投项目大幅扩产有望推动公司业绩稳步上升。综合考虑上述原因，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE 估值，对应股价 11.76 元，首次覆盖给予“买入”投资评级，建议关注。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值	股价	EPS				PE			
		亿元	元	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002126.SZ	银轮股份	147.94	18.46	0.48	0.73	0.99	1.28	25.65	25.41	18.79	14.36
002011.SZ	盾安环境	130.18	12.32	0.79	0.72	0.84	1.03	14.35	17.47	14.76	12.05
300435.SZ	中泰股份	54.92	14.40	0.73	0.97	1.25	1.51	18.27	14.79	11.52	9.59
301018.SZ	申菱环境	72.74	27.35	0.69	1.13	1.62	2.06	49.44	24.24	16.97	13.35
平均值								26.93	20.48	15.51	12.34
832662.BJ	方盛股份	8.05	9.20	0.62	0.74	0.98	1.28	15	12	9	7

数据来源：iFinD, 西南证券整理（截至 2023 年 8 月 18 日）

3 风险提示

宏观经济波动风险、原材料价格波动风险、汇率变动风险、贸易摩擦影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	352.96	413.04	500.55	612.59	净利润	53.97	65.07	85.93	112.05
营业成本	251.41	288.27	344.62	417.93	折旧与摊销	9.18	7.36	10.65	12.79
营业税金及附加	2.78	2.74	3.39	4.23	财务费用	-4.28	-6.20	-6.26	-6.13
销售费用	7.57	12.39	12.51	12.25	资产减值损失	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40
管理费用	22.99	45.43	52.56	61.26	经营营运资本变动	14.74	-5.74	-7.63	-6.51
财务费用	-4.28	-6.20	-6.26	-6.13	其他	1.25	-0.24	1.94	-0.57
资产减值损失	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	经营活动现金流净额	74.46	59.85	84.23	111.22
投资收益	0.42	1.50	1.50	1.50	资本支出	-21.64	-115.00	-57.00	-8.00
公允价值变动损益	-1.75	-1.15	-1.33	-1.34	其他	-75.88	-9.32	-7.83	-7.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-97.52	-124.32	-64.83	-15.84
营业利润	56.97	71.15	94.30	123.60	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.93	2.32	2.52	2.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.89	73.47	96.83	126.06	股权融资	143.49	0.00	0.00	0.00
所得税	5.92	8.40	10.90	14.01	支付股利	-20.00	-28.22	-35.37	-45.19
净利润	53.97	65.07	85.93	112.05	其他	10.12	6.58	6.66	6.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	133.61	-21.64	-28.71	-38.67
归属母公司股东净利润	53.97	65.07	85.93	112.05	现金流量净额	113.69	-86.12	-9.31	56.72
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	210.59	124.47	115.17	171.88	成长能力				
应收和预付款项	115.91	127.88	157.95	192.25	销售收入增长率	19.31%	17.02%	21.19%	22.38%
存货	31.42	36.40	41.86	51.99	营业利润增长率	40.88%	24.90%	32.54%	31.07%
其他流动资产	79.66	80.00	85.00	90.00	净利润增长率	47.84%	20.56%	32.05%	30.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.42%	16.90%	36.49%	31.98%
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	69.45	177.76	224.77	220.65	毛利率	28.77%	30.21%	31.15%	31.78%
无形资产和开发支出	24.58	24.05	23.51	22.98	三费率	7.45%	12.50%	11.75%	11.00%
其他非流动资产	26.16	29.03	31.89	34.76	净利率	15.29%	15.75%	17.17%	18.29%
资产总计	557.77	599.58	680.15	784.52	ROE	13.47%	14.87%	17.60%	20.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.68%	10.85%	12.63%	14.28%
应付和预收款项	123.98	145.00	173.68	209.85	ROIC	36.76%	30.69%	28.15%	33.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.53%	17.51%	19.72%	21.26%
其他负债	33.06	17.00	18.34	19.68	营运能力				
负债合计	157.04	162.00	192.02	229.53	总资产周转率	0.77	0.71	0.78	0.84
股本	87.55	87.55	87.55	87.55	固定资产周转率	5.22	4.02	3.05	3.10
资本公积	173.68	173.68	173.68	173.68	应收账款周转率	3.92	3.70	3.82	3.82
留存收益	139.50	176.35	226.90	293.75	存货周转率	8.29	8.39	8.56	8.61
归属母公司股东权益	400.73	437.58	488.13	554.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	400.73	437.58	488.13	554.98	资产负债率	28.16%	27.02%	28.23%	29.26%
负债和股东权益合计	557.77	599.58	680.15	784.52	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.04	2.48	2.25	2.35
					速动比率	2.82	2.24	2.01	2.11
					股利支付率	37.06%	43.37%	41.16%	40.34%
					每股指标				
					每股收益	0.62	0.74	0.98	1.28
					每股净资产	4.58	5.00	5.58	6.34
					每股经营现金	0.85	0.68	0.96	1.27
					每股股利	0.23	0.32	0.40	0.52
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	61.86	72.31	98.70	130.26					
PE	14.92	12.38	9.37	7.19					
PB	2.01	1.84	1.65	1.45					
PS	2.28	1.95	1.61	1.31					
EV/EBITDA	8.04	7.93	5.82	3.92					
股息率	2.48%	3.50%	4.39%	5.61%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@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	cyyif@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
