

# 与吉利深化合作, DSI 与新大洋电动将大有可为

## 投资要点

- DSI 有望实现持续盈利。**2014年国内制造自动挡乘用车产量占比已达到40%，份额增长快，但仍远远低于发达国家水平。DSI实力雄厚，双林集团收购DSI61%的股权后，将拓宽DSI产品的销售渠道。且双林集团将在降低成本、设立国内的技术应用中心上对DSI进行整合，我们预计公司15年将扭亏为盈，由此推断集团有望在2-3年内将实现稳定盈利的DSI注入上市公司。
- 吉利新大洋合资，将推出新产品新模式。**吉利与新大洋的合资公司搭建了新的电动车平台，吉利的加入，可以提升新大洋供应链管理水平以及补给其产能。除“知豆”外，合资公司15-16年会相继推出新款微型电动车与商用车。我们判断新合资公司产品未来有可能借鉴康迪微型电动车分时租赁模式，“微公交”运营模式有望大幅提升电动车的销量。
- 双林原业务与新火炬业绩增长确定性高。**我们预计双林2014年归母净利润增长30%左右，15年子公司产能投产将带来业绩释放。新火炬受益于汽车零部件行业的进口替代有望提高市场份额，且随着我们汽车后市场售后逐步规范，新火炬的产品切入后市场可期，新火炬15-17年业绩高增长确定性高。对标精锻科技，新火炬的价值还未被市场充分认识。
- 估值与评级：**我们估算2014年-2016年双林股份(300100)每股收益分别为0.34元(42倍)、0.77元(19倍)和0.91元(16倍)。我们认为，公司兼具业绩高增长与外延式发展的双重看点，目前股价具有安全边际，未来外延式战略的持续推进有望提升公司估值水平。给予2015年25倍PE，对应目标价20元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新火炬客户开拓进度或低于预期，DSI业绩或低于预期。

指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1205.67	1469.10	2713.52	3272.40
增长率	12.25%	21.85%	84.71%	20.60%
归属母公司净利润(百万元)	102.64	130.33	298.28	352.55
增长率	-6.58%	26.98%	128.86%	18.19%
每股收益EPS(元)	0.26	0.34	0.77	0.91
净资产收益率ROE	10.4%	7.0%	14.6%	15.7%
PE	55	42	19	16
PB	5.7	3.0	3.9	3.5

数据来源：公司公告，西南证券

## 西南证券研究发展中心

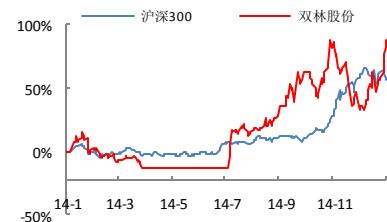
分析师：徐永超  
执业证号：S1250512110002  
电话：010-57631186  
邮箱：xychao@swsc.com.cn

研究助理：简洁  
电话：023-67610282  
邮箱：jjie@swsc.com.cn

研究助理：高翔  
电话：023-67898841  
邮箱：gaox@swsc.com.cn

研究助理：梁超  
电话：023-67791327  
邮箱：lchao@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源：西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	3.94
流通A股(亿股)	2.67
52周内股价区间(元)	6.48-15.1
总市值(亿元)	54.45
总资产(亿元)	20.10
每股净资产(元)	3.76

## 相关研究

- 双林股份(300100): 业绩预告高增，对外投资有新进展 (2015-01-12)
- 双林股份(300100): 外延式扩张战略坚定，小公司也有大格局 (2015-01-06)
- 双林股份(300100): 集团拟收61%DSI股权，外延式扩张再下一城 (2014-12-01)

## 目 录

一、 市场空间广阔，未来大有可为.....	1
(一) 国内自动变速箱市场空间广阔 .....	1
(二) 收购有利于业务开拓，DSI 未来将大有可为 .....	1
二、 吉利新大洋合资，有望推出新产品新模式 .....	3
三、 双林原业务与新火炬业绩增长确定性高.....	4
(一) 双林原业务：预计 14 年归母净利润增长 30%左右 .....	4
(二) 新火炬：进口替代+后市场潜力大，高增长可期 .....	4

## 图 目 录

图 1: 自动挡乘用车与手动挡乘用车销量 (万辆) .....	1
图 2: 自动变速器渗透率 .....	1
图 3: DSI 6AT 产品 .....	2
图 4: 搭载 DSI 自动变速箱的吉利动力总成 .....	2
图 5: DSI 股权收购后的股权结构图 .....	2
图 6: 杭州“微公交”站点 .....	3
图 7: 微公交租车流程 .....	3

## 表 目 录

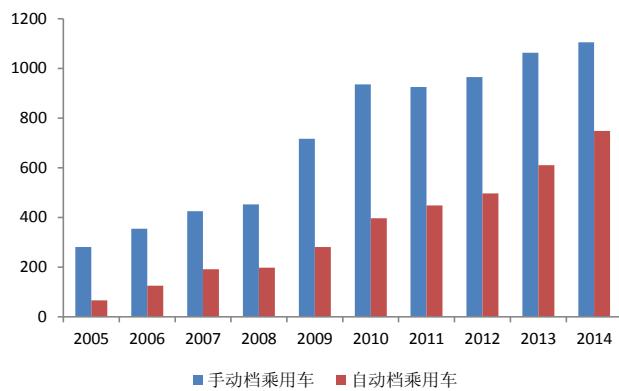
表 1: 国内乘用车自动变速箱市场预计 .....	1
表 2: DSI 盈利能力预测 .....	3
表 3: 预计新建子公司投产后正常年份收入规模 (亿元) .....	4
表 4: 前三大客户收入占比 .....	5
表 5: 新火炬与精锻科技业绩比较 .....	6
附表: 财务预测与估值 .....	7

## 一、市场空间广阔，未来大有可为

### (一) 国内自动变速箱市场空间广阔

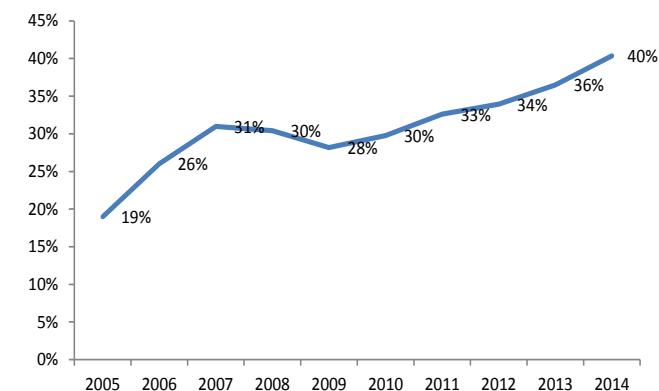
汽车变速箱是汽车的三大件之一，是非常核心的汽车零部件，汽车变速箱技术集成度强、需求稳定、单价高、市场大。随着国内汽车市场的迅速发展，自动变速箱车辆的需求越来越大，其在整体销量中的占比也越来越高，从而使得国内自动变速箱市场增长迅猛，2014年我国自动挡乘用车产量占比已达到40%，而2005年这一数字仅有19%。但对比国外，该比例仍然远低于发达国家水平，美国汽车市场上自动档的市场占有率达到90%，日本汽车市场占有率在80%以上，在欧洲市场上占有率在50%以上。我们预计到2020年，国产汽车中自动挡车占比将达到50%以上的水平。按照目前市场上单台自动变速器1.2万元的均价计算，2014年我国乘用车自动变速器市场超过800亿。目前，国内汽车市场上的自动变速箱国产率很低，产品主要由国际龙头垄断（爱信精机、采埃孚、捷特科、格特拉克），供应量和价格受其控制，高端自动变速箱的配套问题已成为制约国内自主品牌轿车进一步发展的瓶颈。

图1：自动挡乘用车与手动挡乘用车销量（万辆）



数据来源：WIND, 西南证券

图2：自动变速器渗透率



数据来源：WIND, 西南证券

表1：国内乘用车自动变速箱市场预计

项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
乘用车产量（万辆）	1808.52	1991.98	2191.18	2399.34	2615.28	2837.58	3064.59	3294.43
渗透率 (%)	36%	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%
均价（万元）	1.2	1.2	1.1	1.1	1	1	0.9	0.9
市场规模（亿元）	781.28	956.15	1012.32	1161.28	1203.03	1362.04	1379.06	1541.79

数据来源：wind, 西南证券

### (二) 收购有利于业务开拓，DSI未来将大有可为

澳大利亚DSI公司成立于1928年，是一家集研发、制造，销售为一体的自动变速器专业公司，是全球仅有的两家独立于汽车整车企业之外的自动变速器公司之一。产品覆盖了4速和6速前后驱动及全驱动大扭矩自动变速箱，8速自动变速箱的研发也已结束，并将实现投产。

DSI在2009年被吉利收购，成为其旗下全资子公司，由于自动变速箱是整车核心零部件，将涉及到整车的全部开发过程，这样的主机厂控股结构，使得国内其他OEM在采购DSI产品时由于技术保密性以及后续供货持续性的担忧，反而会相对谨慎，导致DSI在业务拓展上存在制约。2014年DSI全年销售自动变速器近5万台，仍然亏损，客户单一是原因之一。此次交易完成后DSI将作为一家相对独立的核心零部件供应商，将有助于其市场渠道的拓宽，且双林集团后续将在降低成本、设立国内的技术应用中心上对DSI进行整合，我们预计公司15年将扭亏为盈，由此推断集团有望在2-3年内将实现稳定盈利的DSI注入上市公司。

从双林股份自身情况而言，外延式的发展策略是公司近年来及未来重点采用的发展方式，是实现公司战略发展的重要途径，汽车及汽车零部件行业也非常适合采用兼并整合的方式壮大企业规模，提升业绩及行业竞争力。公司已确立外延式发展的战略目标，本次交易符合上市公司发展战略。

图3：DSI 6AT产品



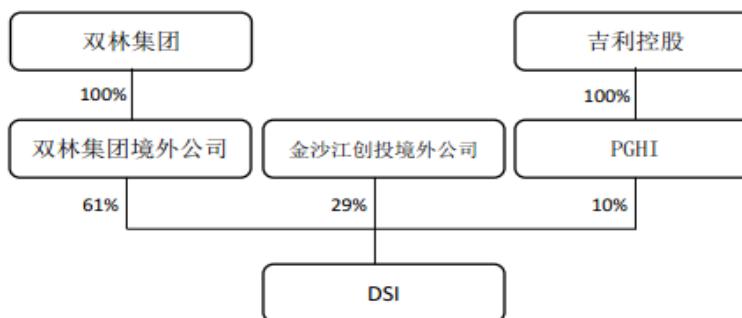
数据来源：百度图片，西南证券

图4：搭载DSI自动变速箱的吉利动力总成



数据来源：百度图片，西南证券

图5：DSI股权收购后的股权结构图



数据来源：公开资料，西南证券

**表 2: DSI 盈利能力预测**

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
吉利汽车产量 (万辆)	54.9	42.9	47.2	51.9	57.1
增速	10.96%	-21.81%	10%	10%	10%
DSI 对吉利的渗透率	9%	11%	15%	20%	30%
DSI 配套吉利销售量 (万台)	4.7	4.7	7.1	10.4	17.1
DSI 配套其他主机厂车型销量 (万台)	0.4	0.2	0.3	1	2
DSI 产品平均单价 (万元)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
DSI 配套吉利销售收入 (亿元)	5.6	5.7	7.8	11.4	18.8
DSI 配套其他主机厂车型收入 (亿元)	0.48	0.24	0.33	1.1	2.2
合计销量 (万台)	5.1	4.9	7.4	11.4	19.1
合计收入 (亿元)	6.1	5.9	8.1	12.5	21.0
销量盈亏平衡点 (万辆)	6	6	6	6	6
预计 DSI 利润 (亿元)	亏损	亏损	0.89	1.63	2.95

数据来源: wind, 西南证券

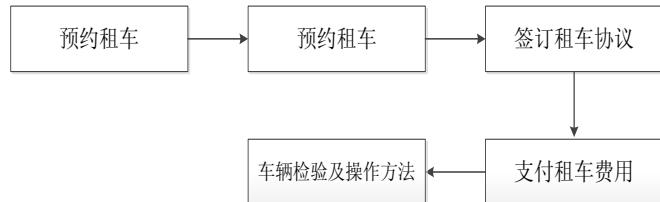
## 二、吉利新大洋合资，有望推出新产品新模式

吉利汽车与新大洋机电集团有限公司、鲍文光、金沙江联合创业投资企业、宁波双林汽车部件股份有限公司、江西文信实业有限公司、原动力（北京）投资有限公司拟签署合资协议，以股权出资的方式开展电动车合作项目并新设合资公司。合资公司注册资本为 10 亿元人民币，其中吉利汽车占 50%，双林股份占 5%。

吉利与新大洋的合资公司搭建了新的电动车平台，吉利的加入，可以提升新大洋供应链管理水平以及补给其产能除“知豆”外，合资公司 15-16 年会相继推出新款微型电动车与商用车。我们判断新合资公司未来有可能对部分车型采取具有随用、随还、共享特性的“微公交”运营模式。所谓“微公交”是指由吉利控股集团与康迪科技集团联合在国内首创的“纯电动汽车分时租赁”业务，即以小时为单位出租汽车的使用权，人们可在一个租赁点租车，开到城市的任何一个网点归还，再供其他用户使用。

**图 6: 杭州“微公交”站点**


数据来源: 百度图片, 西南证券

**图 7: 微公交租车流程**


数据来源: 公开资料, 西南证券

目前，吉利汽车与康迪合作的康迪微型电动车主要运营模式便是“微公交”模式。截至2014年年底康迪在国内共销售14398辆纯电动汽车，全国销量位居榜首，这是康迪微公交模式的成功。我们认为“微公”交打造了电动汽车城市公共交通模式，破解纯电动汽车产业化难题的全新商业模式，为私人领域新能源汽车的推广使用开辟了新途径，吉利新大洋合资公司产品若未来能采取这一方式，有望大幅提升电动车的销量。

### 三、双林原业务与新火炬业绩增长确定性高

#### (一) 双林原业务：预计14年归母净利润增长30%左右

双林主业涉及座椅、精密注塑件、内外饰件、空调零部件四大领域。14年业绩预告归母净利润增长20%-35%，我们预计在30%左右的水平，顺利完成股权激励考核目标。业绩高增主要得益于销量提升、费用控制得当。15年中期随着杭州湾双林等新建子公司及重庆旺林新生产线的投产，业绩将持续实现高速的增长。

表3：预计新建子公司投产后正常年份收入规模（亿元）

子公司	预计投产时间	主要产品	主要客户	预计产能爬坡完成后收入规模
杭州湾双林	2015年5月	内外饰，座椅	华泰，吉利，福特	2.5
柳州双林科技	2014年底	内外饰件	上海通用五菱	2.5
柳州双林制造	2014年底	内外饰件	上海通用五菱	2.0
天津双林科技	2015-2016年	内外饰件	天津英泰，丰田纺织	1.5
双林电器	2014年底	传感器、摇窗控制器，点火线圈	联合电子	2.0
合计				10.5

数据来源：公司资料，西南证券

#### (二) 新火炬：进口替代+后市场潜力大，高增长可期

新火炬受益于进口替代和后市场推进。新火炬是国内轮毂轴承龙头企业，未来将显著受益于进口替代的快速推进，市场份额提升可期。目前国内OEM市场仅20%左右的份额掌控着国产品牌手中，进口替代空间大，既有质量保障又有价格优势的龙头企业必然受益，新火炬15-17年业绩高增长确定性高。

国内售后市场的有序发展也将为新火炬打开成长空间。目前新火炬海外销售市场主要面向美国、加拿大等北美汽车售后市场，新火炬在美国的客户主要是美国最大的汽配零售连锁企业NAPA和第三大汽配零售连锁企业AAP、大型零售连锁企业O'Reilly。国内汽车市场随着平均车龄增加对售后服务的需求快速增长，且售后市场逐步规范，新火炬的产品有望快速切入后市场。

表 4: 前三大客户收入占比

	2013年	2014年 1-5月
NAPA	19.6%	17.5%
AAP	17.5%	17.2%
O'Reilly	14.8%	17.0%
占国外收入比重	81.1%	73.7%
占新火炬母公司收入比重	51.9%	51.7%

数据来源: 公司资料, 西南证券

新火炬与精锻科技(300258)的成长逻辑类似, 均主要受益于进口替代带来的份额提升。  
 两公司的相似点在于:

1. 行业属性类似。精锻科技以乘用车用变速器和差速器精锻齿轮生产为主, 新火炬以乘用车轮毂轴承及轮毂轴承单元生产为主。两公司的产品均为汽车安全件, 具有极高的进入壁垒。
2. 行业空间类似。精锻科技的变速器和差速器精锻齿轮的国内市场空间约 70 亿、全球 240 亿元。新火炬的轮毂轴承及轮毂轴承产品国内 OEM 市场空间 80 亿元, 国外 600 亿元。均具有很大的市场空间。
3. 市场地位相似。精锻科技与新火炬在各自的细分市场里均为龙头企业, 精锻科技在国内企业中市占率第一, 新火炬市占率第二。
4. 成长逻辑相同。新火炬与精锻科技均是力求在细分行业做精做专, 逐步成为龙头。  
 两公司的成长逻辑类似, 均是进口替代带来的份额提升。
5. 营收规模可比。新火炬目前较精锻科技的营收略高, 但基本处于同一水平。但新火炬净利率低于精锻科技的水平, 主要原因是新火炬目前还未完全完成第一代产品到第三代产品的替换, 而这一替换随着合资品牌客户的开拓在逐步加快。未来新火炬的净利润率水平会逐步提升。

两公司最显著的一点不同是, 精锻科技目前市场开拓范围更广, 已经进入全球车型的全球采购体系。而新火炬在这个方向是正在大踏步的前进, 有望在明年实现突破。对比精锻科技现在的竞争力与市值(目前 32 亿元), 我们认为新火炬的价值目前还未被市场充分认识。

**表 5: 新火炬与精锻科技业绩比较**

	精锻科技	新火炬
主要产品	乘用车用变速器和差速器精锻齿轮	乘用车轮毂轴承及轮毂轴承单元
行业属性	汽车安全件、进入壁垒高	汽车安全件、进入壁垒高
行业空间	国内市场空间 70 亿、全球 240 亿元	国内 OEM 市场空间 80 亿元，售后 40 亿元， 国外 600 亿元
行业地位	国内第一，国际知名。国内差速器锥形齿市占率 30%以上， 在国内变速器结合齿领域市占率 3%；全球市占率 2.5%	国内第二，国际知名。国内轮毂轴承及其单元 OEM 市场 市占率 9%，全球市占率 1.3%左右。
竞争对手	国内基本无竞争对手，国际上有德国 SONA-BLW、日本 O-OKA、德国麦迪达因等企业，但无在中国建厂	国内最大的竞争对手——万向钱潮，国际上竞争对手 SKF、 FAG、NTN 等轴承龙头企业，大部分已在中国建厂
产能与订单的关系	先建产能再有订单	先接订单再建产能
未来业绩增长动力	订单增长	订单增长，产品结构改善（一代到三代）
营业收入	2012 年 4.4 亿元（同比增 14.6%），2013 年 4.5 亿元（同 比 +21.2%）	13 年 6.4 亿元（同比增 7.9%），12 年 6.2 亿元
净利润（2013 年）	1.2 亿元	0.66 亿元
PE	25 倍（汽车零部件平均动态市盈率 23 倍）	8 倍（根据 14 年净利润与收购价格计算）
市值	32 亿元	8.2 亿元（收购价格）

数据来源：公司资料，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1205.67	1469.10	2713.52	3272.40	净利润	102.58	132.95	304.27	359.63
营业成本	882.28	1087.13	1989.64	2400.42	折旧与摊销	66.83	57.31	93.46	110.51
营业税金及附加	5.97	7.05	9.23	11.13	财务费用	14.50	18.97	29.81	42.37
销售费用	36.26	45.54	135.68	163.62	资产减值损失	12.30	10.00	15.00	20.00
管理费用	133.20	146.91	225.22	274.88	经营营运资本变动	-35.93	-49.79	-57.00	-59.98
财务费用	14.50	18.97	29.81	42.37	其他	-45.65	-5.32	-97.34	-133.80
资产减值损失	12.30	10.00	15.00	20.00	经营活动现金流净额	114.63	164.12	288.19	338.73
投资收益	0.00	0.00	39.80	52.80	资本支出	-255.58	-1137.40	-158.00	-105.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-7.77	8.29	-1.96	8.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-263.35	-1129.12	-159.96	-96.96
<b>营业利润</b>	<b>121.16</b>	<b>153.49</b>	<b>348.75</b>	<b>412.78</b>	短期借款	173.00	130.00	260.00	260.00
其他非经营损益	3.34	6.69	9.69	9.69	长期借款	0.00	0.00	20.00	22.00
<b>利润总额</b>	<b>124.49</b>	<b>160.18</b>	<b>358.44</b>	<b>422.47</b>	股权融资	0.00	806.00	0.00	0.00
所得税	21.91	27.23	54.17	62.84	支付股利	-70.13	-61.24	-119.31	-141.02
<b>净利润</b>	<b>102.58</b>	<b>132.95</b>	<b>304.27</b>	<b>359.63</b>	其他	-22.30	-30.44	-25.37	-37.03
少数股东损益	-0.06	2.62	5.99	7.08	筹资活动现金流净额	80.57	844.32	135.31	103.95
归属母公司股东净利润	102.64	130.33	298.28	352.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-68.14</b>	<b>-120.68</b>	<b>263.55</b>	<b>345.73</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
货币资金	290.22	169.54	433.09	778.82	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	509.52	540.93	991.42	1068.22	销售收入增长率	12.25%	21.85%	84.71%	20.60%
存货	271.63	316.01	370.07	457.66	营业利润增长率	-4.45%	26.69%	127.21%	18.36%
其他流动资产	0.00	20.00	20.00	20.00	净利润增长率	-8.14%	29.61%	128.86%	18.19%
长期股权投资	0.00	0.00	39.80	92.60	EBITDA 增长率	3.39%	15.04%	103.91%	19.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	475.37	725.64	836.43	826.84	毛利率	26.82%	26.00%	26.68%	26.65%
无形资产和开发支出	221.51	1033.47	700.54	692.50	三费率	15.26%	14.39%	14.40%	14.69%
其他非流动资产	52.48	59.08	62.87	55.00	净利率	8.51%	9.05%	11.21%	10.99%
<b>资产总计</b>	<b>1820.74</b>	<b>2864.68</b>	<b>3454.23</b>	<b>3991.64</b>	ROE	10.40%	7.00%	14.62%	15.65%
短期借款	332.80	462.80	722.80	982.80	ROA	7.50%	6.17%	11.11%	11.51%
应付和预收款项	440.89	505.00	683.00	793.00	ROIC	13.84%	13.34%	14.50%	15.91%
长期借款	0.00	0.00	20.00	42.00	EBITDA/销售收入	16.87%	15.93%	17.59%	17.42%
其他负债	43.87	16.00	85.00	85.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>817.56</b>	<b>983.80</b>	<b>1510.80</b>	<b>1902.80</b>	总资产周转率	0.66	0.51	0.79	0.82
股本	280.50	393.70	393.70	393.70	固定资产周转率	3.69	5.30	4.26	4.50
资本公积	293.85	986.65	986.65	986.65	应收账款周转率	2.52	2.94	3.02	3.27
留存收益	412.22	481.31	660.28	871.81	存货周转率	3.25	3.44	5.38	5.25
归属母公司股东权益	986.57	1861.66	2040.63	2252.16	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	0.89	—	—	—
少数股东权益	16.61	19.22	25.21	32.28	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1003.18</b>	<b>1880.88</b>	<b>2065.84</b>	<b>2284.44</b>	资产负债率	44.90%	34.34%	43.74%	47.67%
负债和股东权益合计	1820.74	2864.68	3576.64	4187.24	带息债务/总负债	40.71%	47.04%	49.17%	53.86%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	流动比率	1.34	1.07	1.26	1.29
EBITDA	203.46	234.26	440.03	520.86	速动比率	1.00	0.73	0.99	1.02
PE	55.11	42.52	18.58	15.72	股利支付率	68.32%	46.99%	40.00%	40.00%
PB	5.73	3.04	3.88	3.52	<b>每股指标</b>				
PS	2.73	2.24	1.21	1.01	每股收益	0.26	0.33	0.76	0.90
EV/EBITDA	16.55	15.41	11.3	9.41	每股净资产	2.51	4.73	5.18	5.72
股息率	2.13%	1.86%	3.18%	3.69%	每股经营现金	0.29	0.42	0.73	0.86
					每股股利	0.18	0.16	0.30	0.36

数据来源：公司公告，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

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

## 西南证券机构销售团队

北京地区	上海地区	深圳地区	
王亚楠	罗月江	刘娟 (地区销售总监)	易芳
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	0755-88285458
13716334008	13632421656	18665815531	18610942879
wangyanan@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
陆铂锡		张婷	罗聪
010-57631175		0755-88286971	0755-88286972
13520109430		13530267171	15219509150
lbx@swsc.com.cn		zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn