



受益于行业规范的新能源客车龙头

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与公司领导就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **客车龙头地位巩固, 新能源客车市占率有望提升。** 作为客车行业的龙头企业, 公司营业收入多年来保持了 15% 以上的增速, 毛利率维持 20% 以上。公司乘风“十三五”期间新能源汽车的发展, 2014-2015 年公司单车净利润增速远超过单车收入增速, 未来新能源客车销售占比有望维持在 30% 以上, 市场占有率有望从目前的 15% 提升到 30%。
- **新能源补贴调整对公司影响较小, 行业洗牌利好龙头企业。** 2015 年底三元锂电事件和“骗补”调查对新能源客车行业有一定降温作用。新能源补贴新政即将落地, 新补贴标准可能对 6-8 米客车产品有较大影响。公司产品结构完备, 2015Q4 公司客车生产主要集中在 8-10 米与 10-12 米客车车型, 受影响有限, 2016 年公司产品结构将进一步优化, 预计 2016 年公司新能源客车销售达 2.4 万辆, 增速超过 20%。
- **现金为王, 公司未来有望保持高分红比例。** 2015 年公司分红数额达 33.21 亿元, 分红比例高达 93.34%, 公司已经度过 2010-2014 的新建新能源工厂、研发中心等高资本投入期, 胜利果实亟待摘取, 未来几年大概率会维持高分红比率。
- **精益达并表, 业绩超预期, 后续有望持续盈利。** 公司早于 2014 年 5 月收购精益达, 产品为车桥、悬架、线束、舱门等汽车零部件以及新能源客车核心零部件。2015 年精益达实现净利润 6.1 亿元, 超出业绩承诺 8.9%, 预计精益达与公司协同作用将逐步提升, 利润增长点进一步延伸。
- **估值与评级:** 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 预测分别为 1.79 元、1.99 元和 2.17 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 10 倍。公司作为客车龙头企业, 将最大受益于新能源客车行业的发展, 增速有望保持 20% 以上, 未来几年公司现金流将持续走强, 维持高分红概率较大。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源客车推广或不及预期; 新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响; 并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	31210.87	34390.31	37656.75	40276.20
增长率	21.31%	10.19%	9.50%	6.96%
归属母公司净利润(百万元)	3535.22	3955.03	4408.26	4794.01
增长率	35.31%	11.88%	11.46%	8.75%
每股收益 EPS(元)	1.60	1.79	1.99	2.17
净资产收益率 ROE	27.73%	29.40%	30.34%	30.67%
PE	13	12	10	10
PB	3.57	3.39	3.14	2.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔

执业证号: S1250515030001

电话: 023-67898841

邮箱: gaoyx@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

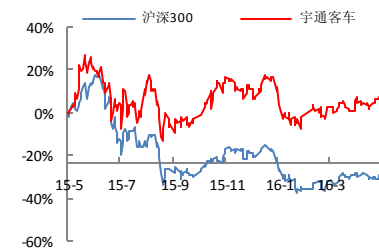
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川

电话: 023-67898871

邮箱: sc@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)	22.14
流通 A 股(亿股)	19.03
52 周内股价区间(元)	15.15-24.77
总市值(亿元)	456.96
总资产(亿元)	274.22
每股净资产(元)	5.98

相关研究

目 录

1 公司概况：国内客车生产制造龙头企业	1
1.1 公司主营业务结构	1
1.2 新能源客车占比超 30%、产品结构逐步升级	2
2 新能源客车行业大浪淘沙去伪存真	3
2.1 新旧补贴政策，中小型客车或受影响	3
2.2 公司销量结构和生产计划以大中型为主	4
3 分红占比高，现金为王	6
4 精益达并表，业绩超预期，后续有望持续盈利	6
5 盈利预测与投资建议	7

图 目 录

图 1: 公司 2011 年-2016 年 Q1 收入情况.....	1
图 2: 公司 2011 年-2016Q1 利润率情况.....	1
图 3: 公司 2011-2015 年客车销售情况.....	2
图 4: 公司 2011-2015 年单车均价.....	2
图 5: 公司 2011-2015 年单车净利润.....	2
图 6: 公司 2015 年新能源客车规模与行业规模.....	4
图 7: 公司 2015 年新能源客车销量占比.....	5
图 8: 公司 2015 年新能源客车收入占比.....	5
图 9: 公司 2015Q4 新能源客车产量结构.....	5
图 10: 公司 2016Q1 新能源客车产量结构.....	5
图 11: 公司 2008-2015 分红比率.....	6
图 12: 2014-2016 精益达承诺净利润与公司客车业务净利润.....	7
图 13: 2016-2020 新能源汽车行业预测.....	7

表 目 录

表 1: 公司 2015 年客车销量情况细分.....	1
表 2: 新能源客车旧补贴政策.....	3
表 3: 3 月 22 日新能源客车补贴建议.....	3
表 4: 4 月 24 日新能源客车补贴建议.....	4
表 5: 新能源客车补贴新政策预测.....	4
表 6: 公司 2013-2015 利润分配方案.....	6
表 7: 公司 2016-2018 传统客车销量假设.....	8
表 8: 公司 2016-2018 新能源客车销量假设.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1 公司概况：国内客车生产制造龙头企业

宇通客车是国内集客车产品研发、制造与销售为一体的大型制造业企业，行业龙头地位无可撼动。主要产品可满足5米至25米不同长度的需求，拥有203个产品系列的完整产品链，主要用于公路客运、旅游客运、公交客运、团体运输、校车、专用客车等各个细分市场。

1.1 公司主营业务结构

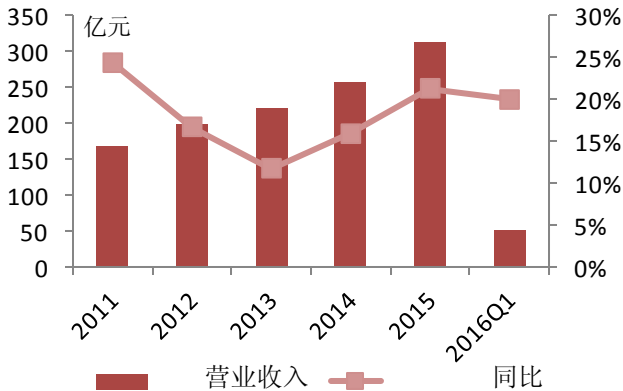
表 1: 公司 2015 年客车销量情况细分

分类	2015 公司销量	2014 公司销量	累计同比	2015 行业销量	2014 行业销量	累计同比	2015 公司市占率	2014 公司市占率
大型	26,973	27,398	-1.6%	90,807	89,926	1.0%	29.7%	30.5%
中型	27,757	25,880	7.3%	71,296	76,107	-6.3%	38.9%	34.0%
轻型	12,288	8,120	51.3%	94,399	61,878	52.6%	13.0%	13.1%
合计	67,018	61,398	9.2%	256,502	227,911	12.5%	26.1%	26.9%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

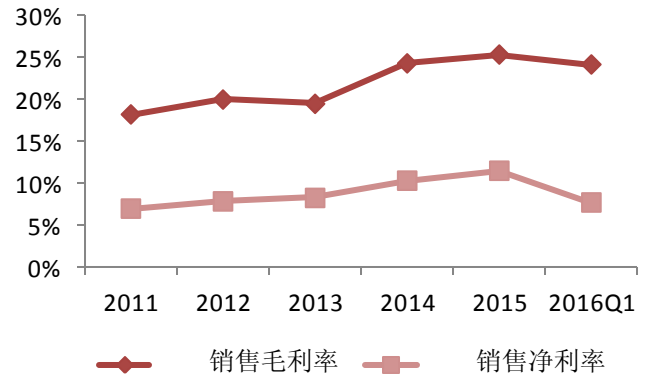
公司主营业务为客车销售，收入占比超过 99%。产品为传统车客车和新能源客车。客车产品覆盖座位客车、公交客车、校车和其他车型。2015 年公司实现营业收入 312.1 亿元，同比增长 21.3%，实现归母净利润 35.4 亿元，同比增长 35.3%。

图 1: 公司 2011 年-2016 年 Q1 收入情况



数据来源: wind, 西南证券整理

图 2: 公司 2011 年-2016Q1 利润率情况

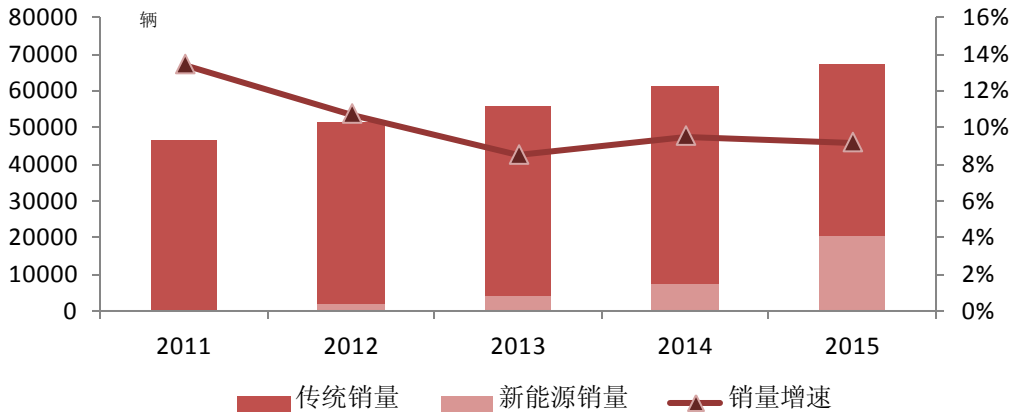


数据来源: wind, 西南证券整理

公司业绩状况: 自 2011 年以来, 公司业务规模不断扩大, 公司营业收入增速保持在 15% 以上, 毛利率逐年提升, 毛利率率维持在 20% 左右。通过加强公司管控, 净利润率也保持逐年增长的态势。虽然 2015 底-2016 年初, 客车行业受到客车三元锂电事件和新能源汽车骗补影响, 公司 2016Q1 收入增速仍然保持 20% 的高位。

1.2 新能源客车占比超 30%、产品结构逐步升级

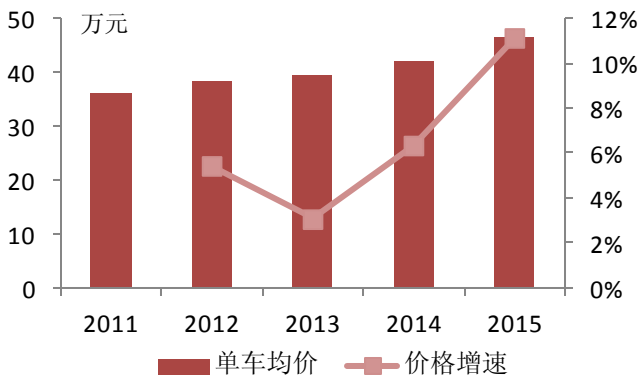
图 3: 公司 2011-2015 年客车销售情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

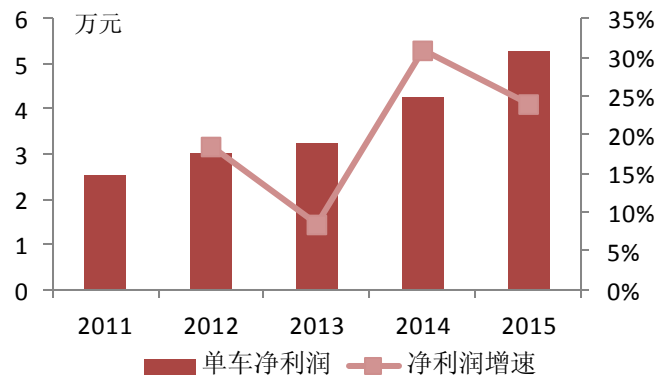
公司客车总体销售增速稳定在 10% 左右, 自 2011 年四季度公司完成新能源客车生产线的建设起, 公司新能源客车年复合增速超过 125%。2015 年公司销售传统客车 46572 辆, 新能源客车销售 20446 辆, 新能源销售量占比超过 30%。公司作为客车龙头企业, 有望在“十三五”期间乘风国家新能源汽车发展战略, 最大程度上享受新能源客车行业的高增速。

图 4: 公司 2011-2015 年单车均价



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司 2011-2015 年单车净利润



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司的客车产品均价与单车净利润逐年提升, 受益于新能源客车补贴政策, 公司近两年单车净利润增速远超过单车收入增速。产品结构方面, 新能源客车销量比例有望维持在 30% 以上, 其中新能源客车主要集中在大型客车 (10 米以上), 2015 年公司新能源大型客车销售 10054 辆, 在公司新能源销量中占比为 58%。

2 新能源客车行业大浪淘沙去伪存真

受新能源客车补贴技术要求提升和四部委调查“骗补”事件的影响，今年一季度新能源客车行业有所“降温”，但是严查“骗补”与规范行业标准实为利好龙头企业，经过 2016 年一系列的洗牌，公司的行业竞争力将进一步凸显。我们预计宇通 2016 年新能源客车销售超过 2.4 万辆，公司新能源客车市占率有望快速增长，我们预计由当前的 15% 提升至接近 30%。

2.1 新旧补贴政策，中小型客车或受影响

按照 2015 年公布的新能源补贴政策，6 米 < 车长 < 8 米客车按照标准车 0.5 倍给予补助，8 米 < 车长 < 10 米客车按照标准车 0.8 倍给予补助，12 米以上、双层客车按照标准车 1.2 倍给予补助。

表 2：新能源客车旧补贴政策

客车推广应用补助标准							
车辆类型	单位载质量能耗	标准车（10 米 < 车长 ≤ 12 米）					
	(Ekg, Wh/km·kg)	纯电动续驶里程 R（等速法、公里）					
		6 ≤ R < 20	20 ≤ R < 50	50 ≤ R < 100	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 250	R ≥ 250
纯电动客车	Ekg < 0.25	22	26	30	35	42	50
	0.25 ≤ Ekg < 0.35	20	24	28	32	38	46
	0.35 ≤ Ekg < 0.5	18	22	24	28	34	42
	0.5 ≤ Ekg < 0.6	16	18	20	25	30	36
	0.6 ≤ Ekg < 0.7	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车（含增程式）	/	/	20	23	25	/	

数据来源：西南证券整理

针对新能源补贴政策调整目前行业存在一定风险，3 月下旬和 4 月下旬流出的新能源补贴新政方案对客车行业有一定影响，其中纯电动轻型客车（6-8 米）补贴降幅或达 40%，此外国家四部委针对“骗补”展开调查，或导致短期性补贴兑付滞后。

表 3：3 月 22 日新能源客车补贴建议

变动	主要内容
设定补贴上限	纯电动客车按照 1800 元/kWh，设定补贴上限=1800 元/kWh*装载电量。插电式客车按照 4000 元/kWh 设定上限。快充类纯电动客车暂不设置电池上限
提高能耗水平要求	插电式混合动力商用车（含货车、客车）B 状态燃料消耗量（不含电能转化的燃料消耗量）与现行的常规燃料消耗量国家标准中对应限值相比不高于 65%

数据来源：西南证券整理

表 4：4 月 24 日新能源客车补贴建议

分类	最新建议倍数	原值
12米以上	1.2	1.2
10米<车长≤12米（标准车）	1	1
8米<车长<10米	0.6	0.8
6米<车长<8米	0.3	0.5

数据来源：西南证券整理

业内普遍对新能源客车补贴偏高存在质疑，降低客车补贴是必然趋势，4月22日的新能源客车补贴建议下调6-8米轻客和8-10米中客的补贴系数，最新补贴建议相对于3月22日的修改建议降低幅度有所缓和。

表 5：新能源客车补贴新政策预测

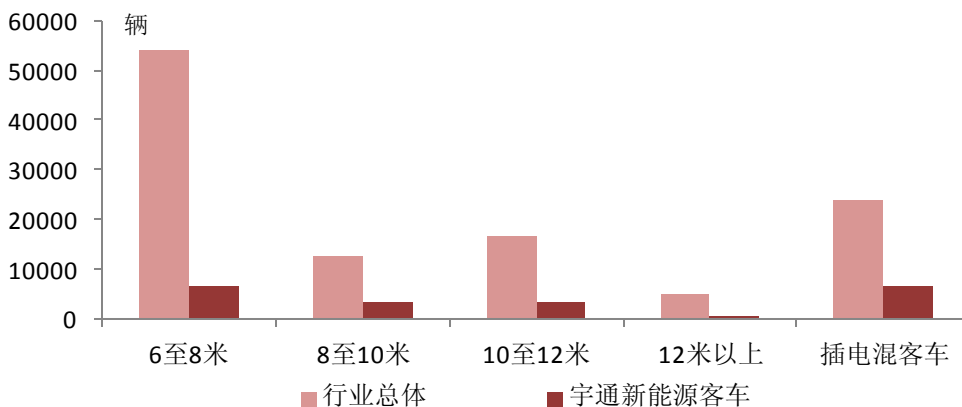
车长	4月24日新政较现有2016最高两档EKG下降幅度	3月22日新政较现有2016年最高两档EKG下降
12米及双层	0%	-30%
10-12米	0%	-26%
8-10米	-25%	-46%
6-8米	-40%	-50%
6米以下	-	-

数据来源：西南证券整理

我们预计2016年补贴新政会对产品结构以中小型新能源客车为主的企业带来较大影响，但新政策反而有提高行业集中度的效果，对产品结构多样，大型客车生产占比高，轻量化技术优势明显的企业实为利好。

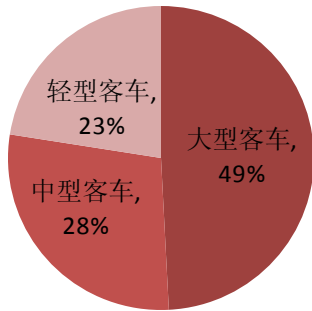
2.2 公司销量结构和生产计划以大中型为主

公司新能源客车市占率约为15%，其中纯电动客车6-8米轻客占比为12%，8-10米中客占比26%，10-12米大客占比20%，12米以上客车占比3.7%，插电式混动客车市占率约为26%。

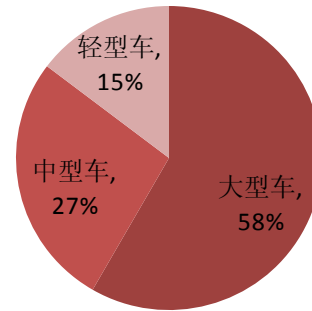
图 6：公司 2015 年新能源客车规模与行业规模


数据来源：Wind, 西南证券整理

2015 年公司新能源客车销售主要集中在大中型客车，大型客车销售量为 10054 辆，销量占比 49%，实现销售收入 81.6 亿元，收入占比 58%。

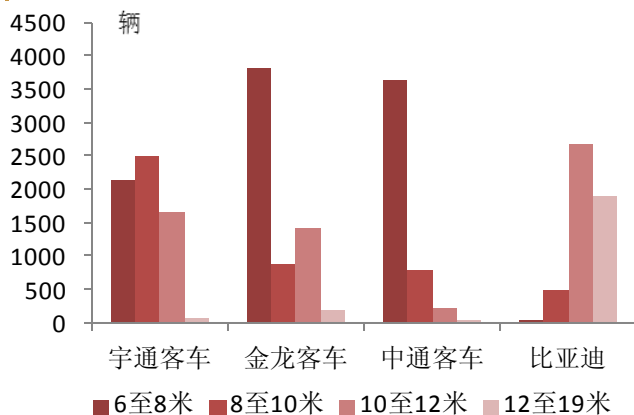
图 7: 公司 2015 年新能源客车销量占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

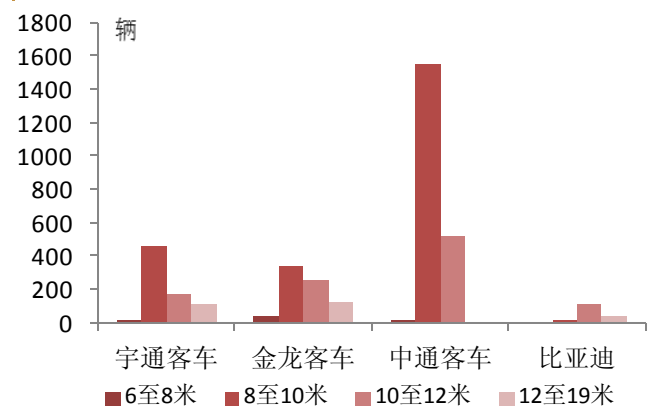
图 8: 公司 2015 年新能源客车收入占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

新能源客车补贴新政对 6-8 米客车影响较大，轻型客车 2016 年可能风光不再。公司产品结构完备，2016 年将发力于 8 米以上的大中型客车，产品结构进一步优化。

图 9: 公司 2015Q4 新能源客车产量结构


数据来源: autoinfo, 西南证券整理

图 10: 公司 2016Q1 新能源客车产量结构


数据来源: autoinfo, 西南证券整理

由于 2015 年第四季度火爆行情，各客车厂对 6-8 米轻客进行扩产，因此受补贴新政影响较大。相比于其他主要的客车生产企业，宇通客车 2015Q4 生产结构良好，8-10 米、10-12 米以及 12 米以上的新能源客车占比较高，因此公司业绩受政策波动影响有限，2016Q1 公司 8-10 米中客继续发力，2016 年公司新能源客车增速有望超过 20%。

3 分红占比高，现金为王

公司 2015 年分红比例高达 93.9%，现金流充沛。从公司的项目投资情况来看，新能源技术改造项目完成度 100%，新能源基地销售中心与研发中心项目完成度 50%，零部件新厂区项目完成度为 95%，各个重点研发项目完成度高，虽然研发投入依然有所增长，但资本开支已逐渐平稳，因此能够有充沛的留存收益用于派发股利，从项目的完成度来看，可以预测公司未来几年将依旧保持高股利政策。

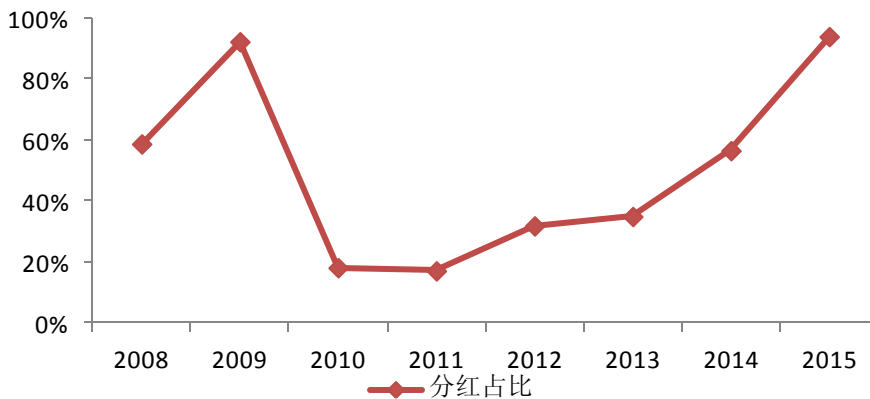
表 6: 公司 2013-2015 利润分配方案

年度	每 10 股派息数(元) (含税)	每 10 股转增数 (股)	现金分红的数额 (亿元)(含税)	归属于上市公司股东的 净利润 (亿元)	分红占净利润的比例	股息率
2015 年	15		33.2	35.4	93.9%	7.4%
2014 年	10	5	14.8	26.1	56.6%	4.9%
2013 年	5		6.4	18.2	34.9%	2.4%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2009 年及之前, 公司分红比率一直加高, 之后由于新能源工厂、研发中心以及营销中心的建设导致资本开支力度加大, 分红比率逐渐走低, 目前资本开支高峰期已过, 后续仅需再建第三工厂(预计产能 4 万辆), 预计维持高比率分红的概率较大。

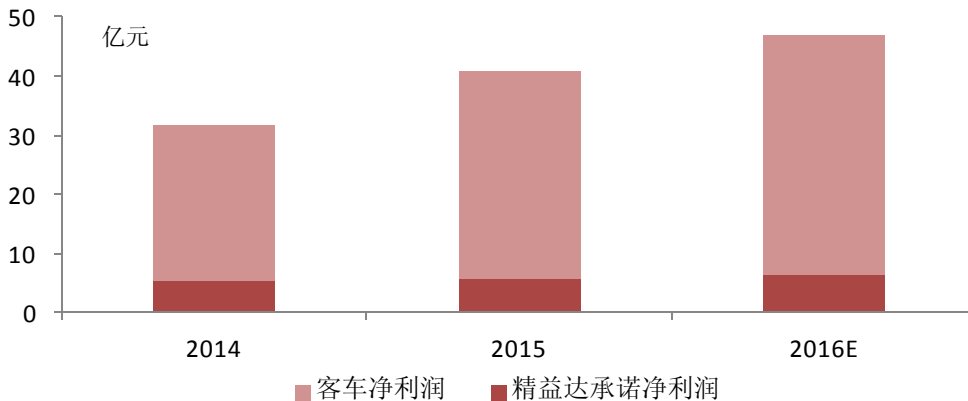
图 11: 公司 2008-2015 分红比率



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 精益达并表, 业绩超预期, 后续有望持续盈利

2014 年 5 月, 公司收购了郑州精益达汽车零部件有限公司 100% 的股权。精益达主要产品为车桥、悬架、线束、舱门等传统汽车零部件以及超级电容管理系统、电机控制系统等新能源客车核心零部件。收购时精益达承诺 2014-2016 年净利润不低于 5.4 亿元、5.6 亿元和 6.2 亿元, 实际超过部分可以延后抵补。2015 年, 精益达实现净利润 6.1 亿元, 超出业绩承诺 9%。我们预计精益达与母公司协同效应将会逐步提升。

图 12：2014-2016 精益达承诺净利润与公司客车业务净利润


数据来源：公司公告，西南证券

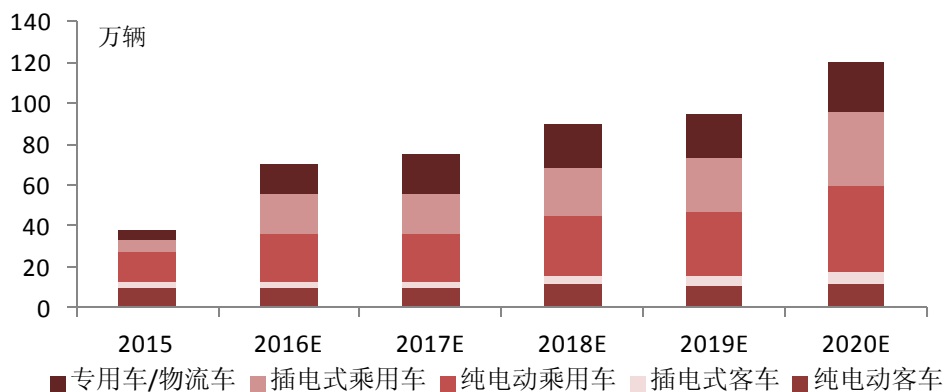
5 盈利预测与投资建议

逻辑 1：作为传统客车的龙头企业，公司在整车制造和轻量化上都有稳固的技术优势，多年来维持 15% 以上的收入增速和 20% 的高毛利率。“十三五”期间，新能源补贴提升了公司客车整体利润率，未来新能源客车销售占比有望维持在 30% 以上，公司市场占有率有望从目前的 15% 提升到 30%。随着新能源业务的占比不断上升，公司净利润有望持续攀升。

逻辑 2：新能源补贴新政即将落地，新标准可能对 6-8 米客车产品有较大影响，公司客车产品主要集中在大中型客车，受影响幅度有限。2016 年公司产品结构将进一步优化，2016 年新能源客车销售预计实现 2.4 万辆，增速超过 20%。

逻辑 3：2015 年公司分红数额达 33.21 亿元，分红比例高达 93.3%，公司已经度过 2010-2014 的新建新能源工厂、研发中心等高资本投入期，胜利果实亟待摘取，未来几年大概率会维持高分红比率。

逻辑 4：全资子公司精益达 2015 年实现净利润 6.1 亿元，超出业绩承诺 8.9%，预计精益达与公司协同作用将逐步提升，利润增长点进一步延伸。

图 13：2016-2020 新能源汽车行业预测


数据来源：西南证券

表 7: 公司 2016-2018 传统客车销量假设

传统客车		2015A	2016E	2017E	2018E
销量	大型客车	16,919	16,073	16,073	16,073
	中型客车	21,972	20,873	20,873	20,873
	轻型客车	7,681	8,449	8,872	8,872
收入（百万元）		18,553	17,948	18,066	18,066
yoy		-11.6%	-3.3%	0.7%	0.0%
毛利率		23.6%	23.6%	23.6%	23.6%

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 8: 公司 2016-2018 新能源客车销量假设

新能源客车		2015A	2016E	2017E	2018E
销量	大型客车	3,468	5,549	6,381	7,019
	中型客车	5,785	9,545	10,977	12,075
	轻型客车	4,607	921	921	921
	插电式客车（大型）	6,348	8,252	9,078	9,985
收入（百万元）		13,077	16,904	20,096	22,751
yoy		161.4%	29.3%	18.9%	13.2%
毛利率		27.7%	27.7%	27.3%	26.3%

数据来源: 公司公告, 西南证券

估值与评级: 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 预测分别为 1.79 元、1.99 元和 2.17 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍和 10 倍。公司作为客车龙头企业，将最大受益于新能源客车行业的发展，增速有望保持 20% 以上，未来几年公司现金流将持续走强，维持高分红概率较大。首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	31210.87	34390.31	37656.75	40276.20	净利润	3587.69	4004.20	4468.72	4858.60
营业成本	23305.90	25592.26	28036.34	30165.19	折旧与摊销	738.22	809.32	858.01	900.69
营业税金及附加	151.76	184.54	199.78	211.52	财务费用	-142.40	-25.44	-30.46	-36.66
销售费用	2034.37	2119.23	2259.41	2416.57	资产减值损失	240.74	240.74	240.74	240.74
管理费用	1812.93	1978.86	2127.61	2013.81	经营营运资本变动	190.37	5.68	171.19	189.99
财务费用	-142.40	-25.44	-30.46	-36.66	其他	1395.12	-309.41	-311.97	-309.54
资产减值损失	240.74	240.74	240.74	240.74	经营活动现金流净额	6009.74	4725.09	5396.23	5843.83
投资收益	61.74	68.67	71.23	68.79	资本支出	-447.10	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	-41.04	0.00	0.00	0.00	其他	-3315.35	108.45	71.23	68.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3762.45	-291.55	-328.77	-331.21
营业利润	3828.28	4368.78	4894.58	5333.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	276.06	221.29	227.36	233.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4104.34	4590.07	5121.94	5567.28	股权融资	-5.16	0.00	0.00	0.00
所得税	516.66	585.87	653.22	708.68	支付股利	-1477.33	-3320.91	-3361.78	-3747.02
净利润	3587.69	4004.20	4468.72	4858.60	其他	-7.89	24.34	30.46	36.66
少数股东损益	52.47	49.17	60.46	64.60	筹资活动现金流净额	-1490.38	-3296.57	-3331.31	-3710.37
归属母公司股东净利润	3535.22	3955.03	4408.26	4794.01	现金流量净额	809.96	1136.97	1736.14	1802.26
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	6699.16	7836.13	9572.28	11374.53	成长能力				
应收和预付款项	12051.03	13386.16	14618.00	15652.09	销售收入增长率	21.31%	10.19%	9.50%	6.96%
存货	1547.38	1699.18	1861.45	2002.80	营业利润增长率	31.89%	14.12%	12.04%	8.97%
其他流动资产	2685.53	2782.04	2922.06	3034.34	净利润增长率	35.25%	11.61%	11.60%	8.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.73%	16.47%	11.05%	8.31%
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	4656.67	4230.21	3775.04	3297.20	毛利率	25.33%	25.58%	25.55%	25.10%
无形资产和开发支出	1464.00	1482.18	1480.36	1458.54	三费率	11.87%	11.84%	11.57%	10.91%
其他非流动资产	1035.35	1034.32	1033.29	1032.26	净利率	11.49%	11.64%	11.87%	12.06%
资产总计	30139.13	32450.22	35262.49	37851.77	ROE	27.73%	29.40%	30.34%	30.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.90%	12.34%	12.67%	12.84%
应付和预收款项	15099.41	16608.86	18186.50	19552.98	ROIC	42.93%	47.81%	54.25%	61.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.17%	14.98%	15.20%	15.39%
其他负债	2100.33	2219.78	2347.47	2458.68	营运能力				
负债合计	17199.75	18828.64	20533.97	22011.66	总资产周转率	1.16	1.10	1.11	1.10
股本	2213.94	2213.94	2213.94	2213.94	固定资产周转率	8.10	8.70	10.29	12.34
资本公积	1278.77	1278.77	1278.77	1278.77	应收账款周转率	3.37	3.26	3.24	3.21
留存收益	9366.77	10000.90	11047.38	12094.36	存货周转率	17.22	15.77	15.75	15.61
归属母公司股东权益	12860.58	13493.60	14540.09	15587.07	销售商品提供劳务收到现金营业收入	102.04%	—	—	—
少数股东权益	78.81	127.98	188.44	253.03	资本结构				
股东权益合计	12939.39	13621.58	14728.52	15840.10	资产负债率	57.07%	58.02%	58.23%	58.15%
负债和股东权益合计	30139.13	32450.22	35262.49	37851.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.41	1.43	1.47	1.52
					速动比率	1.31	1.34	1.38	1.42
					股利支付率	41.79%	83.97%	76.26%	78.16%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	4424.11	5152.66	5722.13	6197.86	每股收益	1.60	1.79	1.99	2.17
PE	13.08	11.69	10.49	9.64	每股净资产	5.84	6.15	6.65	7.15
PB	3.57	3.39	3.14	2.92	每股经营现金	2.71	2.13	2.44	2.64
PS	1.48	1.34	1.23	1.15	每股股利	0.67	1.50	1.52	1.69
EV/EBITDA	8.41	7.00	6.00	5.25					
股息率	3.20%	7.18%	7.27%	8.11%					

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
	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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn