

乘风电力改革，扬帆能源互联

投资要点

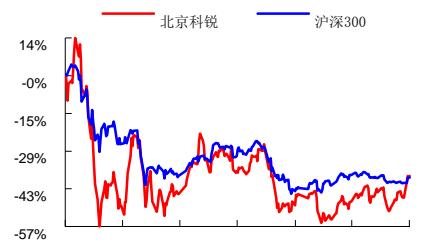
- 事件: 公司公告与丰年资本签署战略合作协议, 确定在军工电源和军工电气方面的合作方向。
- 万配网投资拉开序幕, 南网进度超预期。目前配网的投资进度, 南网、尤其是广东电网的投资力度超预期。十三五期间, 广东电网公司将投资4000亿元开展新一轮农村电网改造升级。2017年年底前, 广东电网公司将完成现存的农村电网短板问题整改; 广东农村电网配网自动化覆盖率将达到95%。在一二次设备融合的背景下, 有利于一次设备厂商保持主营高增长。
- 瞄准电改机遇, 切入用电服务蓝海。今年电改是投资的热点。江西等省区已提交试点申请; 安徽、陕西、湖南、福建、河北、四川等则拟定了本省电力综合改革方案或售电侧改革专项试点方案, 正在征求意见; 辽宁、黑龙江、浙江等也将其列入议事日程。广东、重庆首批售电侧专项改革试点, 贵州云南首批综合试点正式起步。云南、重庆、广东进展更快, 已有实质购售电交易; 而《贵州省电力体制改革综合试点方案》已于5月16日公布。公司在售电环节多点开花: 2015年已经在郑州设立多个用电服务公司, 着力用户端; 今年与贵州电网、贵安新区开发投资公司、中国电力、国投电力和贵州乌江水电开发公司共同投资设立贵安新区配售电有限公司, 打通电源、电网环节。公司在售电环节已经具备相当的先发优势。
- 携手丰年资本, 民参军新贵可期。当前我国军队机械化、信息化和现代化水平和世界军事大国相比, 还存在一定差距。要大力发展战略化部队、信息化部队和现代化部队, 必然要求现有军工产业的变革。而丰年资本专注于军工行业投资, 团队成员曾参与投资的企业超过80余家, 其中超过20家企业已经上市, 包括飞天诚信、众信旅游、朗姿股份、爱迪尔珠宝、地尔汉宇、明星电缆、中旗化工、昊志机电、辉腾科技、华日通信、天微电子、希德电子等。
- 估值与评级: 估算2016年、2017年和2018年每股收益0.29元(58倍)、0.38元(44倍)和0.5元(33倍)。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 配网投资不达预期、并购不达预期等风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
执业证号: S1250512040001
电话: 023-63725713
邮箱: hsc@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@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)	2.18
流通A股(亿股)	2.18
52周内股价区间(元)	12.24-32.34
总市值(亿元)	37.44
总资产(亿元)	18.89
每股净资产(元)	5.00

相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1462.22	1702.74	1957.89	2301.98
增长率	8.49%	16.45%	14.98%	17.57%
归属母公司净利润(百万元)	42.68	63.87	83.60	109.84
增长率	-44.56%	49.66%	30.87%	31.40%
每股收益EPS(元)	0.20	0.29	0.38	0.5
净资产收益率ROE	3.68%	5.30%	6.64%	8.25%
PE	87.46	58.44	44.65	33.98
PB	3.23	3.11	2.97	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1. 产品线横跨一次二次，配电设备细分龙头	1
2. 投资要点	2
2.1 万亿配网投资拉开序幕，南网进度超预期	2
2.2 一二次融合趋势确定，一次设备厂商更具备竞争力	4
2.3 瞄准电改机遇，切入用电服务蓝海	5
2.4 携手丰年资本，民参军新贵可期	6
3. 盈利预测与估值	6
4. 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司的配电产品线齐全	1
图 2: 公司 2015 年主营业务结构情况	1
图 3: 公司 2015 年主营业务毛利情况	1
图 4: 公司 2011 年以来营业收入 (单位: 亿元) 及增速 (%)	2
图 5: 公司 2011 年以来净利润 (单位: 百万元) 及增速 (%)	2
图 6: 十二五中配网投资增速不抵电网投资 (单位: 万亿元)	3
图 7: 国家电网的农网投资不抵南网投资	3
图 8: 配网设备的主要投资比例	5

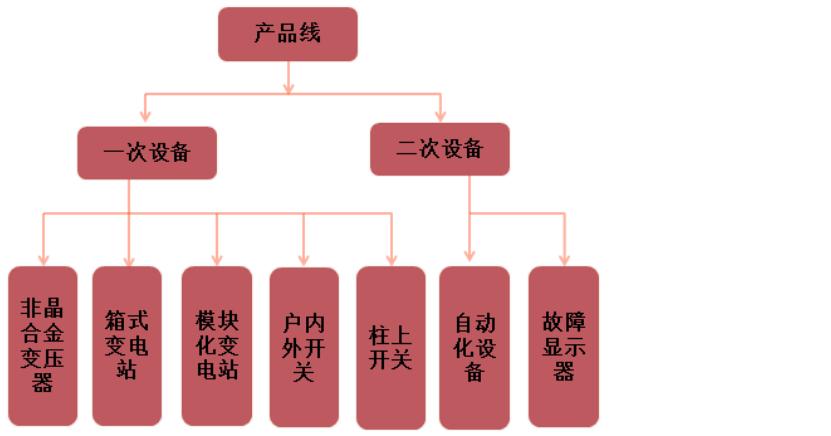
表 目 录

表 1: 电网线路及设备投资情况 (单位: 千米、万千伏安)	3
表 2: 配网投资比例将显著提升 (单位: 亿元)	3
表 3: 我国结构性需求较大	6
表 4: 盈利预测	7
附表: 财务预测与估值	8

1. 产品线横跨一次二次，配电设备细分龙头

北京科锐是 12KV 电压等级的配电设备的细分龙头企业，其主要产品有箱式变电站、环网柜、永磁开关、故障显示器等。其中故障显示器处于绝对领先的地位，环网柜、重合器、箱变也排名靠前，在业内是标杆性的企业。它的产品横跨一次和二次设备，是配电领域当之无愧的纯正标的。公司的大股东为科锐北方，二股东为中国电力科学研究院，而电科院是国网的直属科研单位。董事长张育新是电科院出身，其他董事及高管也都来自于电科院、华北电力大学等传统电力单位。电科院的背景、团队的经历使得公司打上了技术实力雄厚的烙印。

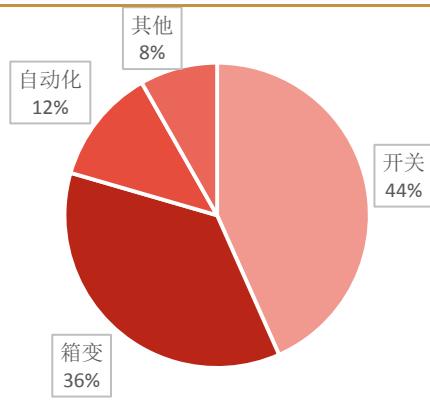
图 1：公司的配电产品线齐全



数据来源：西南证券

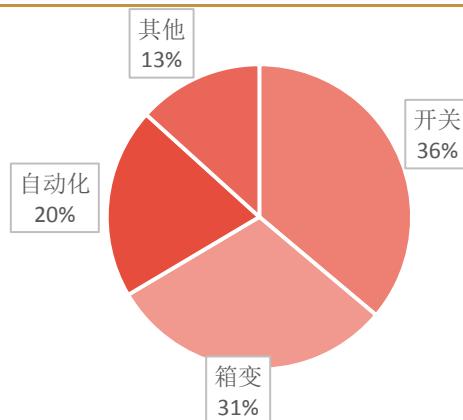
公司主营业务结构：公司收入主要来自于开关和箱变，其中开关占比 44%，箱变占比 36%，另外自动化产品和电力电子设备占比 20%。由于自动化产品毛利率为 44%，显著高于其他设备，所以它在毛利润中贡献达到 20%。从产品结构上来看，2014 年开始公司产品结构比之前调整了很多。非晶合金变压器和低压柜的销售比例进一步上升，成为业务结构的重要部分，传统欧式箱变和美式箱变的占比下降；开关业务模式由以前的差异化产品为主积极转型为适应电网的招标需求的标准化产品。

图 2：公司 2015 年主营业务结构情况



数据来源：西南证券

图 3：公司 2015 年主营业务毛利情况



数据来源：西南证券

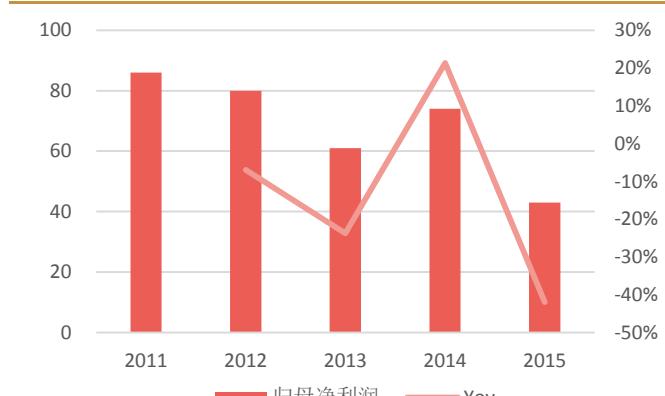
从营收和净利润来看，2014 年由于公司努力拓宽产品线，提高中标率；标准化开关产品，降低成本，所以当年营收和利润得以提升。但是 2015 整个配电设备行业都受到宏观经济的影响，很多订单延迟到今年交货，所以年报业绩都出现下滑。

图 4：公司 2011 年以来营业收入（单位：亿元）及增速（%）



数据来源：公司公告，西南证券

图 5：公司 2011 年以来净利润（单位：百万元）及增速（%）



数据来源：公司公告，西南证券

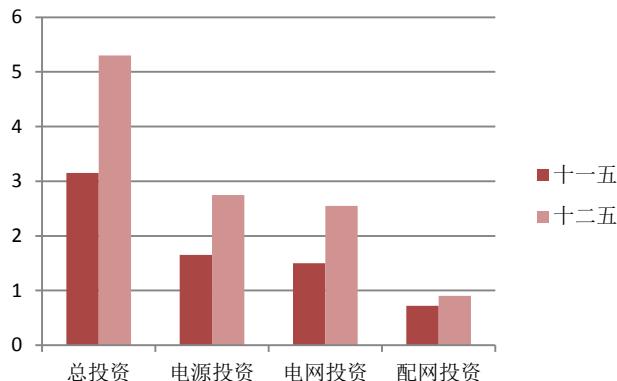
2. 投资要点

2.1 万亿配网投资拉开序幕，南网进度超预期

我国电源、电网投资结构跟随经济发展的需求和电力系统架构的调整基本上经历了三个阶段：1.电源优先阶段：为满足负荷需求大部分投资倾向电源侧发展；2.输电优先阶段：电网投资比例提高，输电线路工程快速发展；3.均衡发展、倾斜配电网阶段：电源、电网投资较为匹配，投资逐渐倾向于配电网、能源互联网、智能电网领域投资。

虽然配网投资升级是大势所趋，但是回顾十二五的投资力度，配网却不达预期，其投资额增速明显低于电网的投资增速。2010 年输配电行业投资接近 5400 亿，比“十五计划”增长了一倍，年增长率为 50%；“十二五”电网建设投资 25500 亿，比“十一五”又增长 110%。而配网投资在十二五期间增长率仅为 25%。

对比国家电网和南方电网的农网投资占比，我们发现从 2011 年开始国网在农网的投资占比就不达南网的占比，而且从 2013 年开始，国网在农网的投资是逐年下降的，所以客观上，存在着农网投资补课的需要。

图 6：十二五中配网投资增速不抵电网投资（单位：万亿元）


数据来源：公开资料，西南证券整理

2015 年农网和配网投资都得到政策的强有力的支持：7 月国电网宣布在 2015 年初已安排超过 900 亿元的农网投资规模的基础上，新增农网改造升级工程投资 673.8 亿元，全年农网改造升级投资将达到近 1600 亿元，投资规模创历史新高；国家能源局出台《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，提出 2015 年配网投资不低于 3000 亿元，预计 2015-2020 年配电网建设改造投资总额不低于 2 万亿元。

表 1：电网线路及设备投资情况（单位：千米、万千瓦安）

年份	新增 220kV 及以上变电设备容量	新增 220kV 及以上线路长度	基建新增 110kV 及以上输电线路长度	基建新增 110kV 及以上变电设备容量	35kV 及以上 110kV 以下变电设备容量	35kV 及以上 110kV 以下输电线路长度
2015 1-7 月	14854	20037	NA	NA	NA	NA
2014	22394	36085	NA	NA	NA	NA
2013	19631	39534	59604	28577	1554236	483427
2012	18208	32251	66269	28835	1479963	445899
2011	20906	35071	66903	30593	1409698	397811
2010	25816	43224	76574	35335	1336772	361742

数据来源：国家能源局，中电联，西南证券

如果此次配网规划的投资能够落地，那么意味着配网投资在电网总投资的占比会大幅度提升：2015 年国网在配网投资 3000 亿元，总投资约 4200 亿，配网占比 70%。如果按照十三五期间的 1.7 万亿规模来测算，平均每年的配网投资额为 3400 亿，占比均超过 60%。至 2020 年，配电网投资与电源投资仅相差 250 亿元左右，成为未来几年内电网投资绝对的主角。

表 2：配网投资比例将显著提升（单位：亿元）

年份	配电网投资额	电网基建投资额	配网占比
2014	1580	4116	38.4%
2015	3000	4276	70.2%
2016	3400	4441	76.6%
2017	3400	4612	73.7%

年份	配电网投资额	电网基建投资	配网占比
2018	3400	4789	71.0%
2019	3400	4973	68.4%
2020	3400	5164	65.8%

数据来源：中电联，西南证券整理

跟踪目前配网的投资进度，南网、尤其是广东电网的投资力度超预期。十三五期间，广东电网公司将投资4000亿元开展新一轮农村电网改造升级。

2017年年底前，广东电网公司将完成“中心村”农网升级改造，实现平原地区机井全部通电，并完成现存的农村电网短板问题整改；广东农村电网配网自动化覆盖率将达到95%；2020年，将全面完成新一轮农网改造升级，建成现代农村电网。

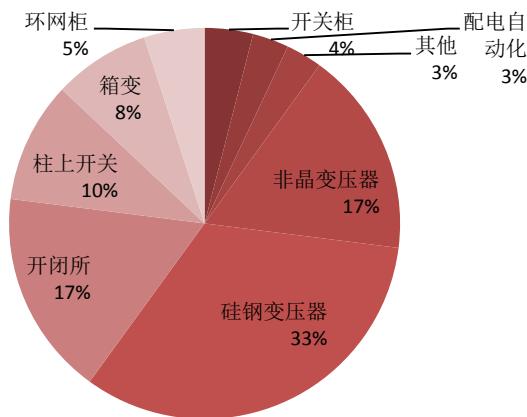
2.2 一二次融合趋势确定，一次设备厂商更具备竞争力

电力系统一二次融合趋势确定。建设坚强智能电网，整个电力系统的一次设备都面临自应、自协调、互动、控制等。早在09年，国家电网就发布了智能变电站的整体技术规划，标准也已公布。智能变电站中，开关设备不仅具备输出本身原来状态信号功能，还能接收跳闸命令等信号，即在原来基础上实现了自诊断功能。而变压器、互感器等产品也同样加入了代表智能化的自诊断功能。

如今一次电力设备的智能化改造已经突破了技术瓶颈，软件系统和硬件系统的升级都可以完全实现。一、二次设备融合已经是确定的趋势，一次与二次电力设备之间将没有明显界线。一次设备里，含有部分二次设备的智能单元。与此同时，对整个二次设备领域而言，二次设备的部分功能转移到一次设备中，融合为更为集成化的智能单元，这样将对二次设备所有的设计技术起到推动作用。二次设备在技术上也实现整体了突破，变得更加信息化和互动化。相应技术的提升会增强设备的保护功能，互动性和关联性也会更强。一、二次设备的融合能为客户提供整体的能源管理解决方案，也更有利于电力设备的节能环保。

在这过程中，一次设备无疑更有竞争力。因为二次设备更新升级较快，而一次设备成熟稳定且投资大，二次设备更多地是去适应一次设备。公司一二次设备齐全，主要设备是开关、隔离开关和自动化。那么按照“十二五”配网设备投资的情况来看，公司的设备涵盖了所有的配电设备领域，具有较强竞争力。

图 8：配网设备的主要投资比例



数据来源：中电联，西南证券整理

针对配网的竞争格局比较激烈的情况，公司立志于扩大产品门类，积极适应现有的市场招标模式。目前已经取得了明显的效果。提高毛利率高的自动化业务的占比，把现有业务做大做强：主营产品都是公司技术创新的成果，故障指示器、自动定位系统、环网柜、箱式变电站、永磁机构真空开关设备及玻璃纤维增强型水泥箱壳（GRC）等产品在行业内具有较高的声誉。

2.3 瞄准电改机遇，切入用电服务蓝海

今年电改是投资的热点。江西等省区已提交试点申请；安徽、陕西、湖南、福建、河北、四川等则拟定了本省电力综合改革方案或售电侧改革专项试点方案，正在征求意见；辽宁、黑龙江、浙江等也将其列入议事日程。广东、重庆首批售电侧专项改革试点，贵州云南首批综合试点正式起步。云南、重庆、广东进展更快，已有实质购售电交易；而《贵州省电力体制改革综合试点方案》已于5月16日公布。

公司瞄准新电改后的机遇，拟与贵州电网、贵安新区开发投资公司、中国电力、泰豪科技、国投电力和贵州乌江水电开发公司共同投资设立贵安新区配售电有限公司。贵安新区配售电有限公司注册资本15亿元人民币。其中，贵州电网认缴注册资本6亿元人民币，占标的公司注册资本的40%。贵安新区开发投资公司认缴注册资本4亿5000万元人民币，占标的公司注册资本的30%。中国电力、泰豪科技、国投电力、北京科锐和贵州乌江水电开发公司合计占标的公司注册资本的30%。

标的公司经营范围是投资、规划、建设、经营和管理贵安新区直管区470平方公里范围内110kV及以下电网的相关配售电业务。而北京科锐通过和贵州电网和当地政府部门的合作，能为公司未来参与相关配售电业务带来积极作用和相关运作经验，也为开拓相关电力服务等后市场服务提供有利条件。

2.4 携手丰年资本，民参军新贵可期

目前我国军费开支已经超 8000 亿人民币规模，并且连续 5 年保持两位数增长率（2015 年 10.1%，2014 年 12.7%，2013 年 10.7%，2012 年 11.2%，2011 年 12.7%）。军费开支占 GDP 比重约为 1.3%。相较于其他大国，美国和俄罗斯的军费开支均占 GDP 总量的 3% 以上。从该项数据可以推测，我国的军费开支在长期内仍有可能保持高于 GDP 的稳定增长。

目前我国有 1000 多家民参军企业，但是民营军工企业资本化率普遍不足 5%，国有不足 30%，发展并不充分。近日，军工科研院所改制即将进入具体实施阶段，高层也有意进一步推动军民融合深度改革。各类院所中，电力科学院资产证券化率不足 15%，存在巨大的提升空间。

当前我国军队机械化、信息化和现代化水平和世界军事大国美国于俄罗斯相比，还存在一定差距。要大力发展战略性部队、信息化部队和现代化部队，必然要求现有军工产业的变革。十八大提出的《积极推进新军事变革，要坚定不移走军民融合式创新之路》，以及国防科工局发布的《关于军工科研院所改革的若干意见》，都表明存在新的结构性需求。而军民融合采购政策、进入政策、科研信息政策也都正在紧急制定之中。

表 3：我国结构性需求较大

对比	中国	美国/俄罗斯
武器装备现代化率	—	65%/38%
国产化率	60%	99%/99%
机械化率	4%	400%
信息化投入	人均 38 美元	人均 180 美元

数据来源：公开资料，西南证券整理

这次公司携手丰年资本，转型预期颇为期待。该基金专注于军工及消费等行业投资，团队成员曾参与投资的企业超过 80 余家，其中超过 20 家企业已经上市，包括飞天诚信、众信旅游、朗姿股份、爱迪尔珠宝、地尔汉宇、明星电缆、中旗化工、昊志机电、辉腾科技、华日通信、天微电子、希德电子等。

3. 盈利预测与估值

假设 1：在不考虑扩大规模的情况下，公司的产能为 20 亿左右。随着募投项目的落地，预计 2017 年产能为 26 亿左右。

假设 2：由于 2015 年配电设备普遍存在着交货延迟的现象，一部分到去年的订单到今年确认收入，假设今年会有同样多的订单放到明年确认收入。

假设 3：子公司郑州开新实现用电服务收入；贵州配售电公司实现部分售电收入，假设购销差短期维持在 0.1 元/kWh。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年的分业务收入成本表如下：

表 4：盈利预测

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入（合计）	993.00	1348.00	1462	1702.49	1957.59	2301.64
增速				16%	15%	18%
成本	701.00	975.00	1114	1293.17	1471.86	1713.50
毛利	292.00	373.00	348.00	409.31	485.73	588.13
毛利率	29.4%	27.7%	23.8%	24.0%	24.8%	25.6%
配电设备	993.00	1348.00	1462	1608.20	1769.02	1945.92
增速				10%	10%	10%
成本	701.00	975.00	1114	1238.31	1362.15	1498.36
毛利	292.00	373.00	348.00	369.89	406.87	447.56
毛利率	29.4%	27.7%	23.8%	23.0%	23.0%	23.0%
用电服务和售电				94.3	188.6	355.7
成本				54.9	109.7	215.1
毛利				39.4	78.9	140.6
毛利率				58%	58%	60%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2016-2018 年实现的收入分别为 17 亿元、19.5 亿元和 23 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.38 元、0.5 元，对应当前股价的 PE 为 58 倍、44 倍和 33 倍。同行业平均估值为 45 倍，考虑到公司确定的军工外延预期，而军工行业具备高壁垒和高行业天花板的特征，所以给予公司 20 倍的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

配网投资不达预期、并购不达预期等风险。

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	1462.22	1702.74	1957.89	2301.98	净利润	42.68	63.87	83.60	109.84
营业成本	1114.10	1293.37	1472.08	1713.76	折旧与摊销	28.66	41.93	47.37	49.72
营业税金及附加	12.40	14.44	16.60	19.52	财务费用	-0.66	0.34	0.39	0.46
销售费用	171.38	199.56	229.47	269.80	资产减值损失	23.92	8.20	8.65	9.04
管理费用	107.99	125.75	144.59	170.00	经营营运资本变动	-105.08	-64.82	-71.89	-96.77
财务费用	-0.66	0.34	0.39	0.46	其他	45.59	-8.20	-8.65	-9.04
资产减值损失	23.92	8.20	8.65	9.04	经营活动现金流净额	35.11	41.32	59.47	63.25
投资收益	-0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-69.78	-15.00	-15.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-89.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-159.43	-15.00	-15.00	-15.00
营业利润	33.09	61.08	86.10	119.40	短期借款	70.00	-21.80	22.68	41.11
其他非经营损益	21.06	19.95	19.95	19.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	54.15	81.03	106.05	139.35	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.47	17.16	22.46	29.51	支付股利	-32.74	-19.03	-28.49	-37.28
净利润	42.68	63.87	83.60	109.84	其他	-7.14	-3.24	-0.39	-0.46
少数股东损益	-0.12	-0.19	-0.24	-0.32	筹资活动现金流净额	30.12	-44.07	-6.20	3.37
归属母公司股东净利润	42.80	64.06	83.84	110.16	现金流量净额	-94.20	-17.75	38.27	51.61
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	273.16	255.41	293.68	345.30	成长能力				
应收和预付款项	779.91	908.13	1043.94	1227.12	销售收入增长率	8.49%	16.45%	14.98%	17.57%
存货	306.38	355.68	404.83	471.29	营业利润增长率	-60.75%	84.62%	40.96%	38.68%
其他流动资产	0.23	0.27	0.31	0.36	净利润增长率	-44.56%	49.66%	30.87%	31.40%
长期股权投资	0.19	0.19	0.19	0.19	EBITDA 增长率	-43.32%	69.19%	29.52%	26.68%
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	397.35	382.88	362.97	340.72	毛利率	23.81%	24.04%	24.81%	25.55%
无形资产和开发支出	113.83	101.81	89.80	77.78	三费率	19.06%	19.13%	19.13%	19.13%
其他非流动资产	61.21	60.76	60.31	59.86	净利率	2.92%	3.75%	4.27%	4.77%
资产总计	1932.26	2065.13	2256.03	2522.62	ROE	3.68%	5.30%	6.64%	8.25%
短期借款	70.00	48.20	70.88	111.98	ROA	4.49%	2.21%	3.09%	3.71%
应付和预收款项	683.09	793.25	903.80	1053.25	ROIC	2.44%	4.18%	5.52%	7.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.18%	6.07%	6.84%	7.37%
其他负债	19.71	19.38	21.95	25.41	营运能力				
负债合计	772.80	860.83	996.62	1190.65	总资产周转率	0.80	0.85	0.91	0.96
股本	218.28	218.28	218.28	218.28	固定资产周转率	6.50	5.82	5.75	6.79
资本公积	492.38	492.38	492.38	492.38	应收账款周转率	2.40	2.25	2.24	2.26
留存收益	378.60	423.62	478.97	551.86	存货周转率	3.75	3.91	3.87	3.91
归属母公司股东权益	1089.26	1134.28	1189.64	1262.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.25%	—	—	—
少数股东权益	70.20	70.02	69.77	69.45	资本结构				
股东权益合计	1159.46	1204.30	1259.41	1331.97	资产负债率	39.99%	41.68%	44.18%	47.20%
负债和股东权益合计	1932.26	2065.13	2256.03	2522.62	带息债务/总负债	9.06%	5.60%	7.11%	9.41%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	1.76	1.77	1.75	1.72
EBITDA	61.09	103.36	133.87	169.58	速动比率	1.36	1.35	1.34	1.32
PE	87.46	58.44	44.65	33.98	股利支付率	76.49%	29.71%	33.98%	33.84%
PB	3.23	3.11	2.97	2.81	每股指标				
PS	2.56	2.20	1.91	1.63	每股收益	0.20	0.29	0.38	0.50
EV/EBITDA	57.07	33.67	25.88	20.36	每股净资产	5.31	5.52	5.77	6.10
股息率	0.87%	0.51%	0.76%	1.00%	每股经营现金	0.16	0.19	0.27	0.29
					每股股利	0.15	0.09	0.13	0.17

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

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

lhx@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

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn