2016 年 06 月 14 日
证券研究报告•调研报告
邦宝益智（603398）轻工制造

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

玩具王国后起之秀，卡位教育市场

投资要点

- **事件：**日前，我们与邦宝益智董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **A 股益智积木玩具第一股。**公司于 2015 年 12 月上市，主要从事研发、生产和销售益智积木玩具和精密非金属模具，旗下有“邦宝”、“叻之宝”系列自主品牌。公司 12-15 年营收增速逐年放缓，主因是产能不足。IPO 就是为了解决产能不足。2013-2015 年度公司益智玩具产量分别为 2586 万套、2597 万套、2598 万套。项目建设期一年半，17 年开始投产，投产期前 3 年的达产率分别为 60%、80%和 100%；达产后，新增益智玩具产能可达 3200 万套/年，预计年新增销售收入 3.2 亿元、利润总额 7400 万元、净利润 5500 万元。
- **玩具市场广阔，品牌效应凸显。**据 2010 年人口普查，我国 0-14 岁人口约为 2.22 亿，但人均玩具消费仅为 23 美元，只有美国的十分之一、日本的十二分之一，远远低于美国、日本等发达国家，我国玩具消费有望升级。另外，全面二胎放开，未来 3-5 年国内将形成“婴儿潮”，对于婴儿用品和儿童玩具来说，将受到直接的提振效果。目前国外玩具市场格局已经基本稳定，全球前五大玩具品牌均来自发达国家，分别是美国的美泰和孩之宝、日本的多美和万代以及丹麦的乐高，而我国主要以中低端玩具制造为主，以贴牌生产、代工的方式进行运营，市场竞争激烈。由于缺乏自主品牌，行业的利润率较低。公司是国内具有自主品牌优势的专业制造塑胶积木的企业之一，具有辨识度高、趣味性和教育性强、性价比高等优势。
- **打通校企关卡，切入教育领域。**目前公司已根据不同课题联合相应的教育机构编写以“邦宝积木教育包”为教具的专业教材及培训课程，逐步形成“教具—教材—师资培训”的营销模式。公司研发的“学前儿童积木建构游戏教育包”成为国内首批入选《教育指导方案》的建构类产品，自此公司的产品可以进入教育机构和幼儿园。目前公司的益智积木培训皆为免费提供，以后不排除收费的可能性，未来还有并购幼儿园的预期。
- **估值与评级：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33、0.53、0.61 元，对应 PE 分别为 111、68 和 60 倍。由于公司 2015 年 12 月刚上市，已经享有较高的次新股估值溢价，目前暂不给予估值和评级。
- **风险提示：**募投项目不达预期的风险；出口汇率风险；终端销售下滑的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	309.46	318.99	541.20	622.61
增长率	3.58%	3.08%	69.66%	15.04%
归属母公司净利润（百万元）	66.17	69.22	112.55	128.32
增长率	12.55%	4.60%	62.60%	14.01%
每股收益 EPS（元）	0.31	0.33	0.53	0.61
净资产收益率 ROE	12.26%	9.89%	14.30%	14.68%
PE	116	111	68	60
PB	14.18	10.94	9.73	8.76

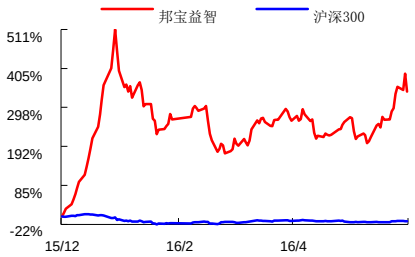
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉
执业证号：S1250514080002
电话：023-63786278
邮箱：xiongl@swsc.com.cn

联系人：蔡欣
电话：023-67511807
邮箱：cxin@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)	2.11
流通 A 股(亿股)	2.11
52 周内股价区间(元)	20.12-123.01
总市值(亿元)	76.56
总资产(亿元)	5.94
每股净资产(元)	5.78

相关研究

目 录

1. 公司概况：A 股益智积木玩具第一股 1
2. 自主品牌助力，教育蓝图可期 3
2.1 玩具市场广阔，品牌效应凸显 3
2.2 打通校企关卡，切入教育领域 5
3. 对标乐高：玩具界的后起之秀 5
4. 盈利预测与估值 6

图 目 录

图 1：公司的股权结构 1
图 2：公司 2012-2016Q1 年营收（百万元）以及增速 2
图 3：公司 2012-2016Q1 年净利润（百万元）以及增速 2
图 4：公司分产品 2011-2016 毛利率情况 2
图 5：公司 2011-2016Q1 三费率情况 2
图 6：公司 2011-2015 年分业务收入（百万元）以及增速 3
图 7：公司 2011-2015 年分地区收入（百万元）以及增速 3
图 8：2014 年全球前五大玩具品牌营业收入（亿美元） 4
图 9：公司自主研发设计产品 4
图 10：公司和其他产品对比 4
图 11：邦宝积木屋 5
图 12：乐高明星产品 6

表 目 录

表 1：公司 IPO 募集资金情况 1
表 2：公司和乐高对比 5
表 3：分业务收入及毛利率 7
附表：财务预测与估值 8

1. 公司概况：A 股益智积木玩具第一股

公司于 2015 年 12 月上市，主要从事研发、生产和销售益智积木玩具和精密非金属模具，旗下有“邦宝”、“叻之宝”系列自主品牌。公司主要产品为益智玩具，其中包括积木玩具（适合 3 岁以上消费群）和婴幼儿玩具（适合 0-3 岁消费群）。目前公司益智玩具产品包括教育系列、机器系列、城市系列、军事系列总共 20 多个系列 550 多款产品，此外，公司研发的“学前儿童积木建构游戏教育包”成为国内首批入选《教育指导方案》的建构类产品。截止到 2014 年，公司已取得 170 项专利证书，其中发明专利 2 项、实用新型专利 31 项、外观设计专利 137 项。

公司 2013-2015 年益智玩具产量分别为 2586 万套、2597 万套和 2598 万套，而益智玩具的产能主要取决于注塑机的注塑能力，公司 2013-2015 年注塑机产能利用率分别为 97%、100.6%和 100.8%，益智玩具产销率分别为 99.5%、99.5%和 98.8%。目前产能已饱和，生产能力仍无法满足市场需求，2016 年 61 儿童节现断货。

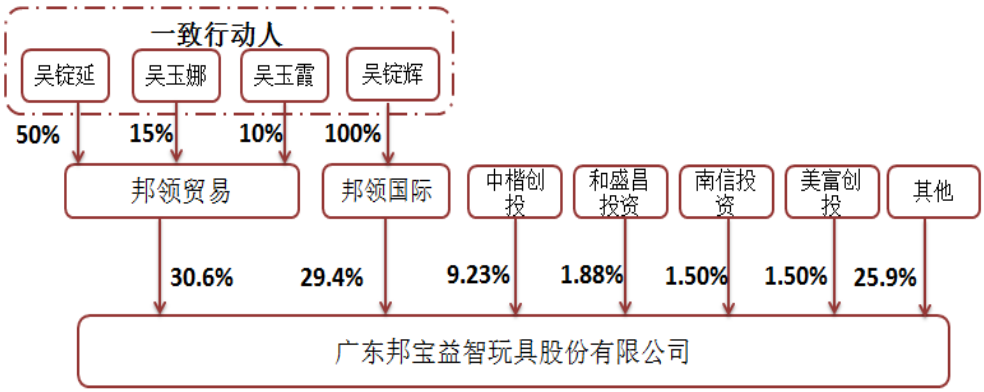
表 1：公司 IPO 募集资金情况

项目	建设期	计划投资额（万元）	募集资金投入额（万元）
益智玩具生产基地建设项目	1.5	26230	24983.92
研发中心建设项目	1.5	1800	1744.20
补充流动资金	-	12800	3537.40
合计		40830	30265.52

数据来源：招股说明书，西南证券整理

产能制约规模扩张，上市融资助企业腾飞。公司 12-15 年营收增速逐年放缓，都是因为产能不足所致。IPO 就是为了解决产能不足。2013-2015 年度公司益智玩具产量分别为 2586 万套、2597 万套、2598 万套。项目建设期一年半，17 年开始投产，投产期前 3 年的达产率分别为 60%、80%和 100%；达产后，新增益智玩具产能 3200 万套/年，预计年新增销售收入 3.2 亿元、利润总额 7400 万元、净利润 5500 万元。研发中心建设项目拟以自有用地进行建设，预计投资总额 1800 万元，全部为建设投资，建设期一年半。该项目主要为公司自主研发与生产提供技术支持。

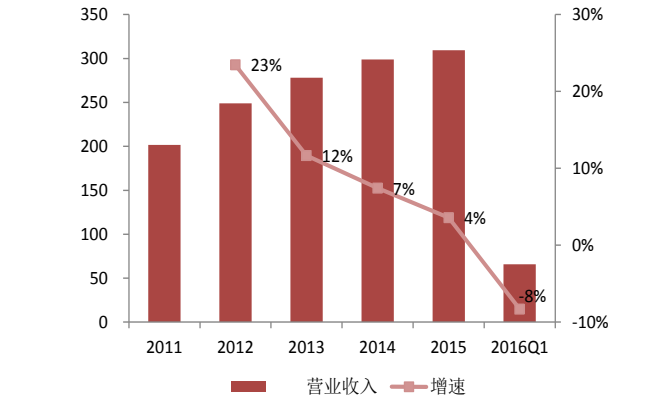
图 1：公司的股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

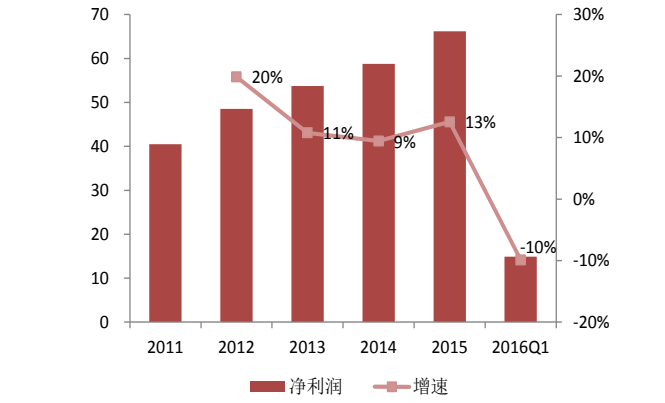
公司股权结构：吴锭辉、吴锭延、吴玉娜和吴玉霞为公司的共同实际控制人，也为一致行动人，合计持有公司股权 60%，股权较为集中，保证了政策的执行效率。公司此次 IPO 大小非同锁三年，彰显了公司股东对企业未来发展的信心。

图 2：公司 2012-2016Q1 年营收（百万元）以及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2012-2016Q1 年净利润（百万元）以及增速

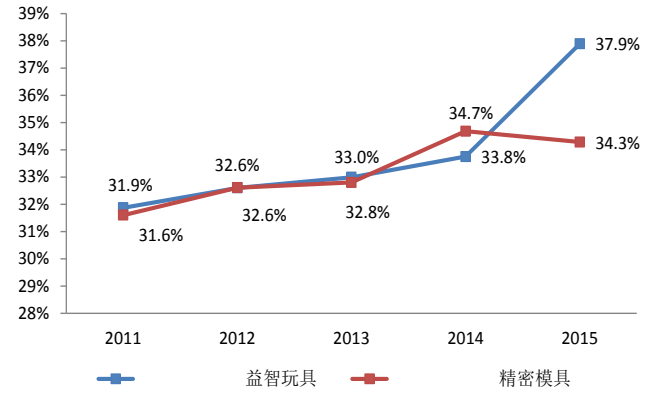


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司营收增速放缓，2015 年实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 3.6%；2015 年实现净利润 6617 万元，同比增长 13%。2016Q1 实现营业收入 6571 万元，同比增长-8.3%；2016Q1 年实现净利润 1492 万元，同比增长-9.9%，主要原因在于公司的产能不足，机器设备利用率过高，在保证质量的前提下产量稍有放缓。

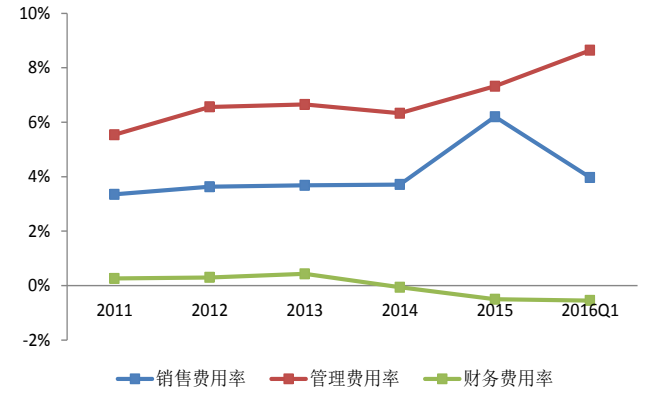
2011-2015 年公司的综合毛利率呈上升趋势，其中益智玩具毛利率从 2014 年的 33.8%大幅提升至 37.9%，主要原因是国际原油价格持续下跌，玩具主要材料价格也随着下降，致使生产成本下降。2015 年公司销售费用波动较大，原因系 2015 年下半年增加广告宣传投入所致。

图 4：公司分产品 2011-2016 毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2011-2016Q1 三费率情况



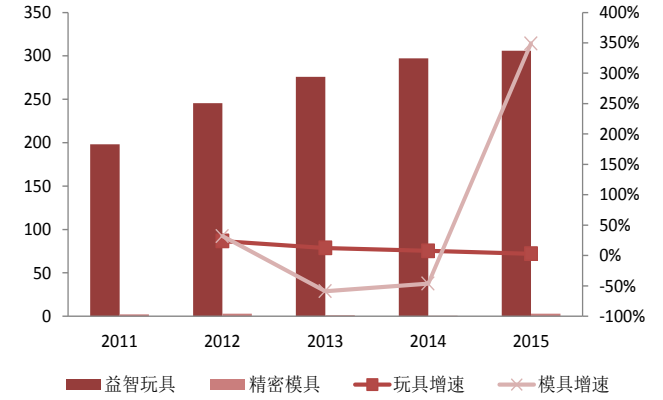
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务情况：益智玩具销售占比 98%以上，现在收入增速逐年小幅下滑。2015 年益智玩具收入 3.1 亿元，同比增长 3%；2015 年精密模具收入 292 万元，同比增长 3.5 倍。公司的模具主要用于生产益智玩具，在满足自身供应的前提下外销。

公司在国内的销售一直超过在国外的销售收入规模，2015 年国内的销售收入约 1.94 亿元，同比增长 10.7%，占总营收 63%；2015 年海外的销售收入约 1.15 亿元，同比增长-6.3%，占总营收 37%。公司在国外的销售主要集中分布在俄罗斯，受俄罗斯卢布大幅贬值的影响，公司的国际销售业务受到巨大冲击。在国内的销售主要集中在华南、华东两个地区，2015 年度华南地区的营业收入为 1.4 亿元，同比增长 25.3%，华东地区的营业收入为 4056 万元，较上年减少 28.7%，主要是由于华南区出口增加，而产能有限无法满足华东区客户。

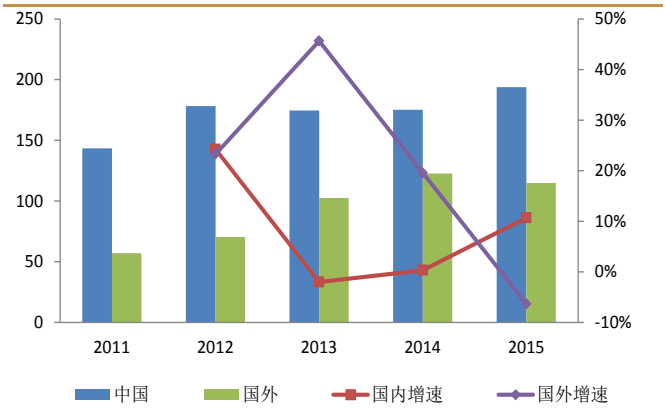
就渠道而言，公司产品主要通过国内外经销商、大型商超、玩具零售商玩具反斗城、电商等线上和线下平台联动最终到达终端消费者。同时公司通过幼儿园、儿童教育培训机构等渠道引流，增强用户粘性。

图 6：公司 2011-2015 年分业务收入（百万元）以及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2011-2015 年分地区收入（百万元）以及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2. 自主品牌助力，教育蓝图可期

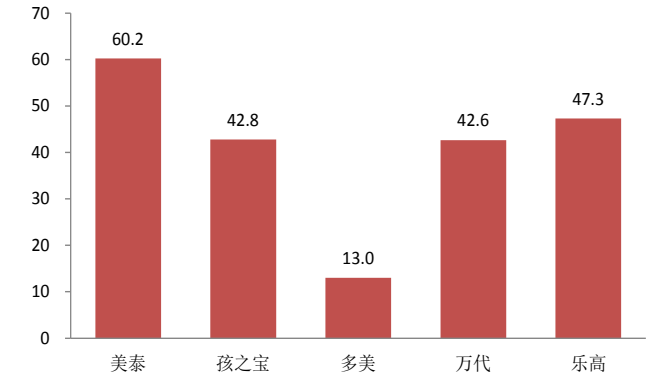
2.1 玩具市场广阔，品牌效应凸显

受益于玩具消费升级和全面二胎政策放开，玩具市场发展潜力巨大。2015 年全球玩具市场规模达到 871.2 亿美元，较 2014 年增长 2.3%。从国内玩具市场看，根据 2010 年第六次全国人口普查显示，我国 0-14 岁人口约为 2.22 亿，拥有庞大的玩具消费群体。2010 年我国 14 岁及以下儿童的人均玩具消费仅为 23 美元，只有美国的十分之一、日本的十二分之一，远远低于美国、日本等发达国家。随着人均消费水平提高和消费意识增强，我国玩具消费有望升级。另外，国内二胎政策已于 2016 年 1 月 1 日正式实施，未来 3-5 年国内将形成“婴儿潮”，对于婴儿用品和儿童玩具来说，将受到直接的提振效果。

目前国外玩具市场格局已经基本稳定，全球前五大玩具品牌均来自发达国家，分别是美国的美泰和孩之宝、日本的多美和万代以及丹麦的乐高，而中国等发展中国家主要以中低端玩具制造为主，以贴牌生产、代工的方式进行运营，市场竞争激烈。由于缺乏自主品牌，行业的利润率较低。

2014 年，美泰、孩之宝、多美、万代、乐高的销售收入分别约为 60.2 亿美元、42.8 亿美元、13 亿美元（1,548.0 亿日元）、42.6 亿美元（5,076.8 亿日元）、47.3 亿美元（285.8 亿丹麦克朗），五个玩具巨头销售总收入约为 205.9 亿美元，依然占有较大市场规模。

图 8：2014 年全球前五大玩具品牌营业收入（亿美元）



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

图 9：公司自主研发设计产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是国内具有自主品牌优势的专业制造塑胶积木的企业之一，具有辨识度高、趣味性和教育性强、性价比高等优势。与国内以代工为主的玩具企业相比，自主研发的国内品牌企业具有一定的品牌溢价，盈利能力凸显。中国现有 5 家玩具上市公司，因品牌拥有较强议价能力，其盈利水平较高，销售毛利率远高于行业平均水平。公司拥有的“BanBao”、“邦宝”等商标不仅在国内注册，还在主要玩具进口市场如欧盟、美国、日本、俄罗斯等地进行注册。公司设计制定一套属于特有的塑料积木标准体系，其尺寸参数、拼插协配性、LOGO 标识等均具有独特性，不可与其他公司的产品兼容。

图 10：公司和其他产品对比

数据来源：西南证券整理

目前公司的产品品类丰富，年龄跨度大，具有持续性和成长性。除此之外，公司目前已在周边省市多家幼儿园搭建基于“教育包”产品的“邦宝积木屋”，还先后与汕头大学、江南大学、韩山师范学院、浙江师范大学杭州幼儿师范学院和《父母必读》杂志社等多家国内知名院校、教育研究机构开展幼儿心理研究等合作，结合院校的研究成果以及幼儿园反馈的有效信息，有针对性的开展儿童教育类益智玩具的研发和创新。

2.2 打通校企关卡，切入教育领域

公司已单独成立教育中心，下设教研部和综合部，重点针对积木培训，公司的教育培训已覆盖部分广东幼儿教育机构和幼儿园，未来还将向全国扩展。公司在幼儿园搭建邦宝积木屋、开设积木课堂、举办亲子活动，增加品牌的曝光度和辐射范围。孩子通过不断接触公司产品加强品牌粘性，提高产品的留存率和转化率。

图 11：邦宝积木屋

数据来源：西南证券整理

卸下玩具标签，积木教育培训或将打开教育新空间。目前公司已根据不同课题联合相应的教育机构编写以“邦宝积木教育包”为教具的专业教材及培训课程，逐步形成“教具—教材—师资培训”的营销模式。公司研发的“学前儿童积木建构游戏教育包”成为国内首批入选《教育指导方案》的建构类产品，自此公司的“教育包”可以进入教育机构和幼儿园。目前公司的益智积木培训皆为免费提供，以后不排除收费的可能性，未来还有并购幼儿园的预期。

3. 对标乐高：玩具界的后起之秀

表 2：公司和乐高对比

项目	乐高	邦宝益智
主要产品	积木玩具、游戏	积木玩具
成立时间	1932 年	2003 年
2015 年收入	358 亿丹麦克朗	3.09 亿人民币
2015 年利润	92 亿丹麦克朗	0.66 亿人民币
颗粒价格带	1-2 元/颗	0.16-0.3 元/颗
布局	乐高大电影、乐高游戏；乐高活动中心、乐高乐园、乐高 HOUSE	电商销售，教育包；邦宝积木屋、体验店
产品数量	3600 套	1700 套
销售范围	全球	中国、俄罗斯居多

数据来源：Bloomberg，西南证券整理

打造中国版“乐高”，性价比是核心优势。公司的发展策略是打造中国版的“乐高”，乐高在益智积木玩具市场已有 80 余年历史，除了在本身产品有所建树之外，还利用 IP 开发大电影和游戏等，在线下设立乐高乐园和乐高 HOUSE 进行门店引流。在教育方面，成立乐高活动中心，开发 3 岁到高中生以上年龄的积木和机器人课程，再利用 FLL 大赛和国际奥林匹克机器人大赛激发家长孩子参与积极性。

图 12：乐高明星产品

数据来源：西南证券整理

产品结构：公司的产品结构和乐高较为同质化，乐高除了有经典创意、主题和高级系列外，还通过星球大战、迪斯尼等 IP 授权进行合作开发新主题。而公司的产品除了警察、消防局等主题系列外，还结合中国传统文化推出唐诗三百首等中华文化主题。

价格定位：产品的价格受颗粒数量的影响较大。较之乐高每颗粒约 1-2 元的价格，公司的价格仅占乐高的十分之一。因此，公司的产品更贴近中国最广阔的中等家庭的消费水平。

发展布局：乐高除本身主业之外，还参与大电影和游戏等泛娱乐布局。在线下，开设乐高乐园、乐高 HOUSE 等，还通过乐高积木培训切入教育领域。2006 年在中国开设第一家乐高活动中心，目前由西觅亚公司代理。而公司目前在教育领域的布局才开始，即通过在幼儿园设立邦宝积木屋，在园内进行积木培训，以点带面进行辐射。

4. 盈利预测与估值

根据公司调研和基本面分析，我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

（1）公司 IPO 项目建设期一年半，17 年开始投产，投产期前 3 年的达产率分别为 60%、80%和 100%，满产后新增产能 3200 万套。考虑到 16 年产能无法释放，公司为保证质量的前提下不会过高耗损设备，16 年增速预计仅为 3%。随着产能释放，预计 17-18 年增速分别为 70%和 15%。由于益智玩具原材料主要是石油，而石油价格目前处于低位，未来向上空间较大，预计公司益智玩具毛利率稍有下降，16-18 年分别为 38%、37.7%和 37.5%。

（2）模具的体量较小，预计 16 年增速有所放缓，16-18 年增速分别为 10%、50%和 20%。16-18 年毛利率分别为 34.5%、34%和 34%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
益智玩具	收入	305.84	315.02	535.53	615.85
	增速	2.92%	3.00%	70.00%	15.00%
	成本	189.97	195.31	333.63	384.91
	毛利率	37.89%	38.00%	37.70%	37.50%
模具	收入	2.92	3.21	4.82	5.78
	增速	349.23%	10.00%	50.00%	20.00%
	成本	1.92	2.10	3.18	3.82
	毛利率	34.25%	34.50%	34.00%	34.00%
其他	收入	0.70	0.77	0.86	0.98
	增速	-27.84%	10.00%	12.00%	14.00%
	成本	0.07	0.08	0.09	0.10
	毛利率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	309.46	319.00	541.21	622.62
	增速	3.57%	3.08%	69.66%	15.04%
	成本	191.96	197.49	336.90	388.82
	毛利率	37.97%	38.09%	37.75%	37.55%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33、0.53、0.61，对应 PE 分别为 111、68 和 60 倍。由于公司 2015 年 12 月刚上市，已经享有较高的次新股估值溢价，目前暂不给予估值和评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	309.46	318.99	541.20	622.61
营业成本	191.96	197.49	336.90	388.82
营业税金及附加	2.71	2.81	4.76	5.48
销售费用	19.18	19.78	35.18	40.47
管理费用	22.66	22.33	38.43	44.21
财务费用	-1.54	-2.86	-4.18	-4.78
资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.34	79.45	130.12	148.42
其他非经营损益	1.94	1.37	1.42	1.49
利润总额	77.28	80.82	131.54	149.91
所得税	11.11	11.60	18.99	21.59
净利润	66.17	69.22	112.55	128.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	66.17	69.22	112.55	128.32

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	66.17	69.22	112.55	128.32
折旧与摊销	12.49	13.96	21.76	30.98
财务费用	-1.54	-2.86	-4.18	-4.78
资产减值损失	-0.85	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-5.94	-1.29	-13.63	-5.37
其他	-6.80	0.31	0.13	-0.03
经营活动现金流净额	63.54	79.34	116.62	149.12
资本支出	-38.46	-35.00	-35.00	-35.00
其他	-2.66	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-41.11	-35.00	-35.00	-35.00
短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	302.31	115.20	0.00	0.00
支付股利	-21.60	-24.31	-25.43	-41.35
其他	4.14	2.86	4.18	4.78
筹资活动现金流净额	264.85	93.75	-21.25	-36.57
现金流量净额	288.28	138.09	60.38	77.55

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	346.76	484.85	545.23	622.78
应收和预付款项	5.07	7.24	11.33	13.28
存货	42.64	43.33	74.22	85.55
其他流动资产	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	172.75	194.53	208.50	213.26
无形资产和开发支出	4.34	3.77	3.19	2.62
其他非流动资产	3.40	3.24	3.08	2.92
资产总计	574.97	736.96	845.57	940.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	28.93	30.81	52.19	60.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.15	6.15	6.26	6.30
负债合计	35.08	36.96	58.45	66.33
股本	96.00	211.20	211.20	211.20
资本公积	318.18	318.18	318.18	318.18
留存收益	125.71	170.61	257.74	344.71
归属母公司股东权益	539.89	700.00	787.12	874.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	539.89	700.00	787.12	874.09
负债和股东权益合计	574.97	736.96	845.57	940.42

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	3.58%	3.08%	69.66%	15.04%
营业利润增长率	10.01%	5.45%	63.78%	14.06%
净利润增长率	12.55%	4.60%	62.60%	14.01%
EBITDA 增长率	8.75%	4.94%	63.10%	18.23%
获利能力				
毛利率	37.97%	38.09%	37.75%	37.55%
三费率	13.02%	12.30%	12.83%	12.83%
净利率	21.38%	21.70%	20.80%	20.61%
ROE	12.26%	9.89%	14.30%	14.68%
ROA	11.51%	9.39%	13.31%	13.65%
ROIC	31.26%	28.05%	39.92%	40.53%
EBITDA/销售收入	27.88%	28.39%	27.29%	28.05%
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.49	0.68	0.70
固定资产周转率	3.91	4.28	3.88	2.95
应收账款周转率	106.23	94.43	131.92	107.96
存货周转率	4.52	4.59	5.73	4.87
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.40%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	6.10%	5.02%	6.91%	7.05%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	13.57	17.30	12.03	11.96
速动比率	12.10	15.90	10.61	10.54
股利支付率	32.64%	35.12%	22.59%	32.22%
每股指标				
每股收益	0.31	0.33	0.53	0.61
每股净资产	2.56	3.31	3.73	4.14
每股经营现金	0.30	0.38	0.55	0.71
每股股利	0.10	0.12	0.12	0.20

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	86.29	90.55	147.70	174.62
PE	115.70	110.61	68.02	59.66
PB	14.18	10.94	9.73	8.76
PS	24.74	24.00	14.15	12.30
EV/EBITDA	36.29	79.17	48.13	40.27
股息率	0.28%	0.32%	0.33%	0.54%

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
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

赵晨阳（上海办公）
021-68416926
15821921712
zcy@swsc.com.cn