

2016年06月27日
证券研究报告·调研报告

纳川股份 (300198) 建筑材料

增持 (首次)
当前价: 16.42 元
目标价: ——元



新能源动力总成新贵，积极布局全产业链

投资要点

- **事件:** 近期，我们与上市公司进行了交流。
- **收购福建万润进军新能源汽车核心零部件业务:** 2014-2015 年通过两次增资扩股，公司目前持有福建万润 66% 股权，福建万润具有电机电控核心技术，能量回收系统和双电源方案技术行业领先，下游客户覆盖了厦门金龙、苏州金龙、东南汽车、亚星客车等主流客户，我们预计 16 年万润有望为公司贡献净利润超过 6000 万元。我们预计未来公司将进行一系列的并购整合从而完善新能源汽车动力总成技术，提升核心竞争力。
- **参股嗒嗒科技、牵头设立川流运营，新能源业务协同深化:** 公司拟向嗒嗒科技增资 1.28 亿元获得其 18.69% 的股权，旗下嗒嗒巴士为国内定制巴士龙头，已开通 2000 条线路，通过入股嗒嗒科技公司正式进军 B2C 运营领域。2015 年公司牵头设立川流运营公司，拓展 B2B 运营业务，涉及商用车和客车运营。嗒嗒巴士和川流运营有望为福建万润新能源核心零部件配套进行导流，形成完美的协同效应。
- **管材业务 16 年订单落地，有望实现业绩反转，助力海绵城市建设:** 公司 15 年响应国家号召，积极参与海绵城市建设与市政排水有关 PPP 项目，积累的优质客户为公司锁定了超过 16 亿的订单，16 年公司管材业务有望实现业绩的反转，我们预计 16 年该业务将为公司贡献约超过 6000 万的净利润。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计纳川股份 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元、0.38 元、0.54 元，对应 PE 分别为 69 倍、44 倍、30 倍，公司主业有望反转，新能源业务业绩有望放量，首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车核心零部件配套销售或不及预期、运营市场推广或不及预期、管材销售或不及预期等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1307.95	1809.19	2408.50	3040.96
增长率	30.98%	38.32%	33.13%	26.26%
归属母公司净利润 (百万元)	26.76	111.81	176.78	254.34
增长率	-45.83%	317.81%	58.11%	43.87%
每股收益 EPS (元)	0.06	0.24	0.38	0.54
净资产收益率 ROE	4.31%	15.31%	19.72%	22.42%
PE	288	69	44	30
PB	6.24	5.31	4.32	3.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

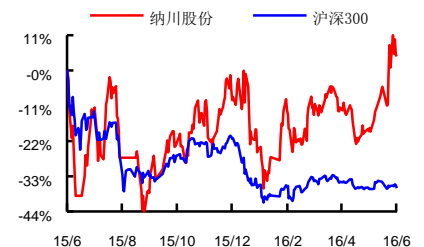
分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

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

联系人: 陈怀逸
电话: 021-61318310
邮箱: chy@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)	4.69
流通 A 股(亿股)	4.69
52 周内股价区间(元)	9.0-17.47
总市值(亿元)	76.99
总资产(亿元)	21.12
每股净资产(元)	2.78

相关研究

目 录

1 新能源核心零部件发力，业绩拐点已现	1
2 新能源汽车产业链布局完成，静待业绩释放	2
2.1 新能源核心零部件拉动业绩，运营导流需求.....	2
2.2 收购福建万润进军动力总成.....	2
2.3 参股塔塔科技，布局汽车共享，拉动机电控配套.....	4
2.4 设立川流运营，拓展 B2B 运营业务.....	6
3 管材业务订单确定，主业有望反转	6
4 盈利预测与投资建议	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司 2011-2015 各产品收入 (亿元)	1
图 2: 公司 2011-2015 年主营业务毛利润占比	1
图 3: 2011-2016Q1 公司销售毛利率和销售净利率	1
图 4: 纳川股份新能源产业链框架	2
图 5: 福建万润增资收入方案	3
图 6: 万润插电式混合动力连接图	3
图 7: 万润纯电动动力连接图	3
图 8: 公司电机电控效率 MAP 图	4
图 9: 能量回收系统工作原理	4
图 10: 万润新能源合作客户	4
图 11: 嗒嗒科技增资参股方案	5
图 12: 汽车分享发展时间轴	5
图 13: 川流运营公司结构	6
图 14: 川流运营公司发展目标	6

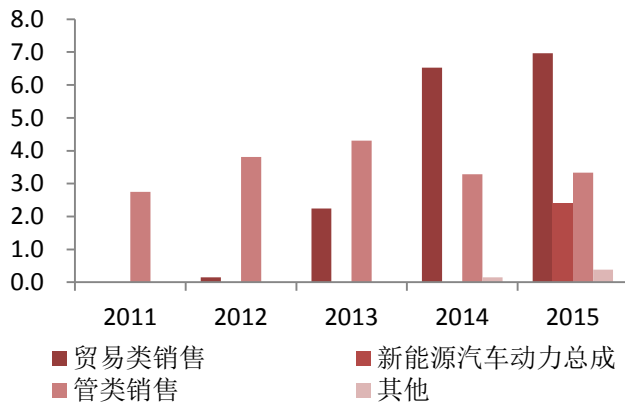
表 目 录

表 1: 2016-2018 嗒嗒巴士运营目标	5
表 2: 2015 年公司管材业务合作协议	6
表 3: 公司主要业务收入 (万元) 及增速预测	7
附表: 财务预测与估值	9

1 新能源核心零部件发力，业绩拐点已现

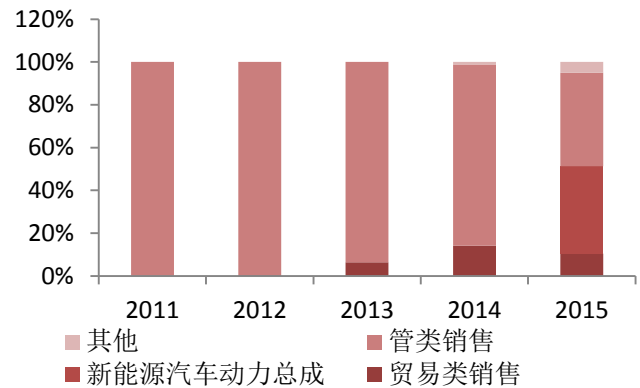
公司是一家专注于安全环保、新型高端埋地管材及配套产品研发、生产、销售的企业，主营业务是研发、生产和销售高密度聚乙烯(HDPE)缠绕增强管及配套管件，以及为高密度聚乙烯(HDPE)缠绕增强管的设计和施工提供技术支持服务。2013年以来受制于宏观经济持续下滑，市政工程建设进度放缓，公司业绩受到明显冲击。

图 1：公司 2011-2015 各产品收入 (亿元)



数据来源：wind，西南证券整理

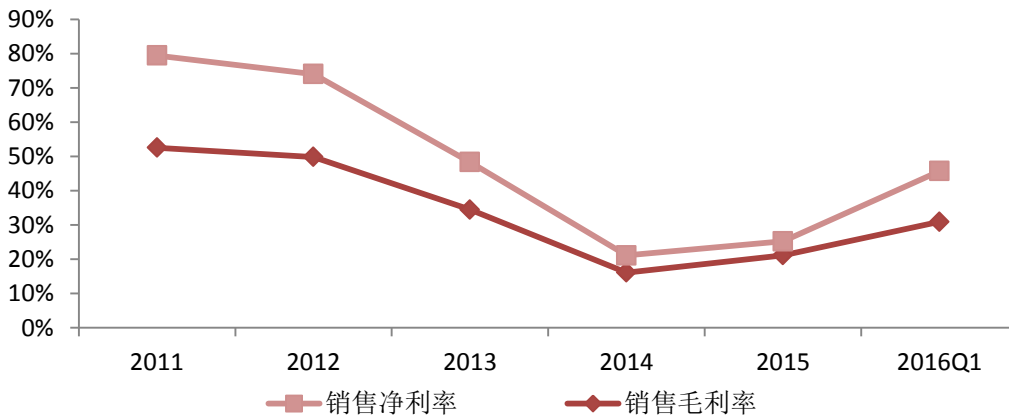
图 2：公司 2011-2015 年主营业务毛利润占比



数据来源：wind，西南证券整理

2014年之前，公司管类销售贡献毛利润占比超过85%，2014年底公司转型布局新能源汽车核心部件领域，有效对冲了业绩的下滑，2015年新能源动力总成贡献毛利润超过40%，未来几年新能源汽车行业处于高景气状态，公司新能源业务有望保持高增长。

图 3：2011-2016Q1 公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：wind，西南证券整理

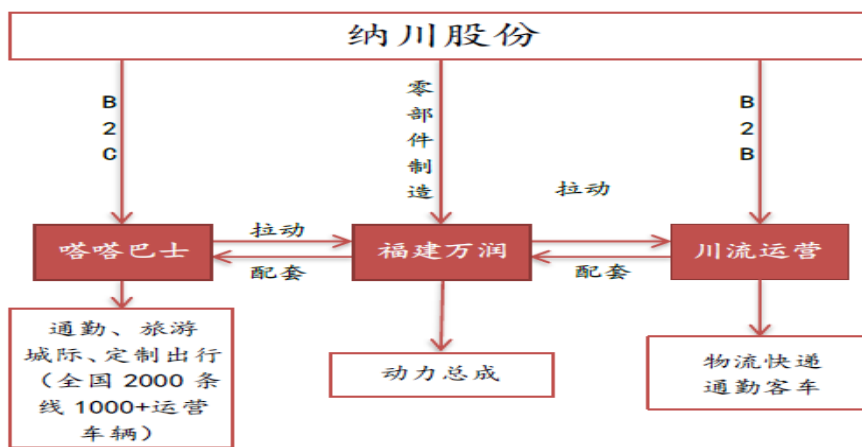
受到宏观因素影响，市场竞争加剧，公司通过争取高端优质用户维持市占率和销售收入但传统产品利润率有所下滑，2014年12月公司通过增资扩股方式收购福建万润51%的股权进军新能源汽车动力总成领域，2015年公司业绩已经出现拐点。2016年一季度公司实现营业收入2.42亿元，同比增长23.3%，实现归母净利润2580.2万元，同比增长750.7%，福建万润同期贡献营业收入1亿元，业绩华丽。随着新能源汽车行业不确定性逐步消除，福建万润今年下半年订单有望超预期，成为拉动公司业绩增长的主力军。

2 新能源汽车产业链布局完成，静待业绩释放

2.1 新能源核心零部件拉动业绩，运营导流需求

纳川股份新能源产业链框架搭建完毕。生产制造端，目前公司合计持有福建万润新能源 66% 股权，万润具有新能源汽车机电控的核心技术，订单饱满，业绩爆发在即。整车运营 B2C 端，公司参股嗒嗒科技，通过旗下互联网出行定制平台“嗒嗒巴士”进军巴士运营。运营 B2B 端，公司牵头设立川流新能源运营服务有限公司，川流涉及了企业长租、旅游专线、城市接送等汽车运营服务。

图 4：纳川股份新能源产业链框架



数据来源：公司公告，西南证券整理

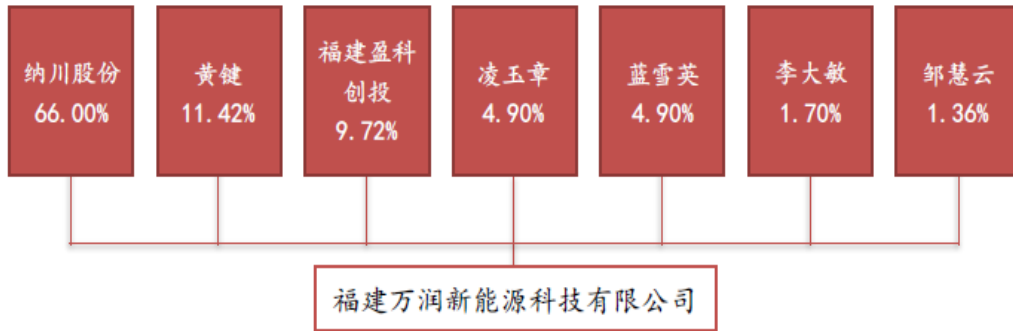
公司运营端的布局有望拉动福建万润机电电控配套销售，短期内新能源汽车行业景气度高，新能源核心零部件订单放量将为公司业绩锦上添花，预计 2016 年为公司贡献超过 6000 万净利润。

长期来看，随着新能源汽车补贴的退坡和电池价格的回归，新能源汽车的利润率将会回归传统制造业水平，利润来源将会向运营服务端转移，公司提前布局运营端一箭双雕。

2.2 收购福建万润进军动力总成

2014 年 12 月，公司通过增资的 1.6 亿元获得福建万润 51% 股权，2015 年 6 月，公司又对万润增资 4725 万元，目前公司累计持有万润 66% 股权。

图 5：福建万润增资收入方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

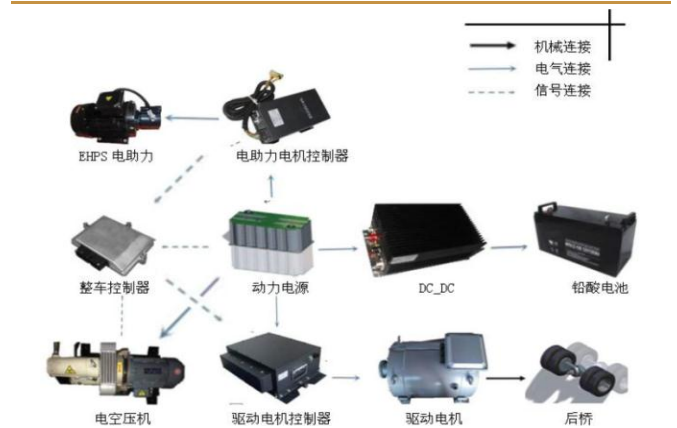
福建万润现有的核心团队由福建省新能源汽车产业联盟理事长、新能源汽车领域资深专家黄键教授作为技术带头人,与同济大学、北京理工大学、中科院的高水平专家开展了技术合作,已陆续研发出制动能高回收技术、底盘驱动辅件技术、双稳态离合器、电机直驱助力转向器、变频驱动技术、整车能源综合管理技术等。

图 6：万润插电式混合动力连接图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：万润纯电动动力连接图



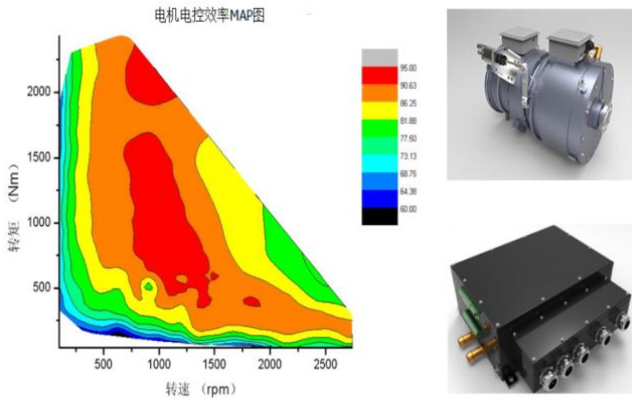
数据来源：公司公告，西南证券整理

“制动能高回收技术”（注册名 HIRB）和电池+超级电容双电源方案为公司核心技术，在节能和安全性上行业领先。

双电源方案：在车辆起步、加速或大功率能量优先以超级电容为主动源；车辆匀速行驶过程中，电池单独输出能量；在急加速时，以超级电容+电池的混合；混动系统中，当超级电容、电池能量均不足时，发动机动力输出，同时进行电能的转换。

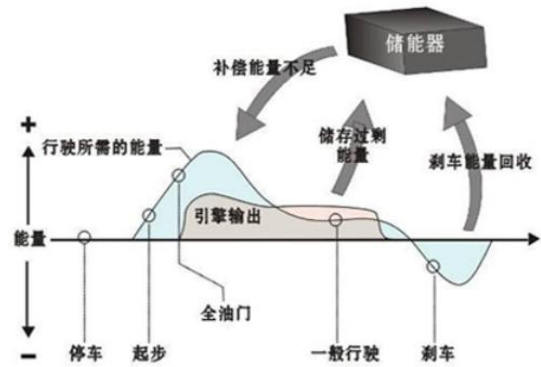
能量回收系统：刹车时最大限度回收动能损失，启动和加速时释放额外功率，弥补电容能量密度小的问题。

图 8：公司电机电控效率 MAP 图



数据来源：万润新能源官网，西南证券整理

图 9：能量回收系统工作原理



数据来源：万润新能源官网，西南证券整理

公司新能源电机电控解决方案完整，公司产品能供货 10-12 米混动客车、4-6 米纯电动物流车、6-12 米纯电动客车、纯电动乘用车等。客户涵盖了厦门金龙、苏州金龙、西虎客车、东南汽车、福汽新龙马、亚星客车等国内一流客车与乘用车厂，其总成产品已在品牌客车（如 6 米大海狮、7 米公交/客运版考斯特、8 米纯电公交等）以及部分乘用车、物流专用车上（如东南、新龙马等）使用。

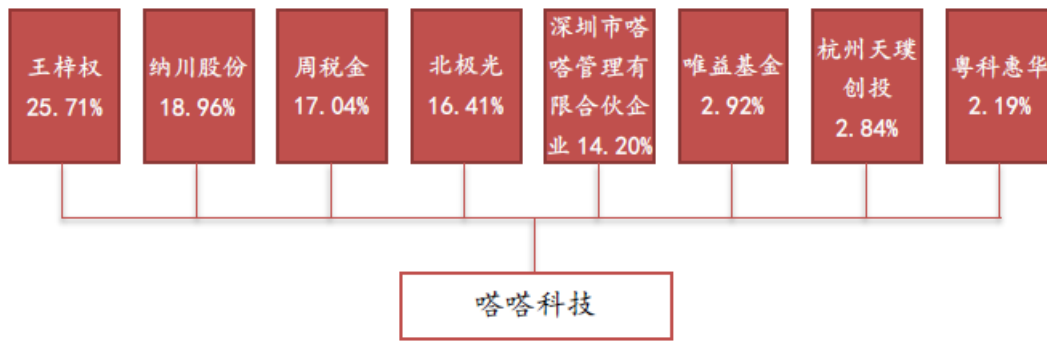
图 10：万润新能源合作客户



数据来源：万润新能源官网，西南证券整理

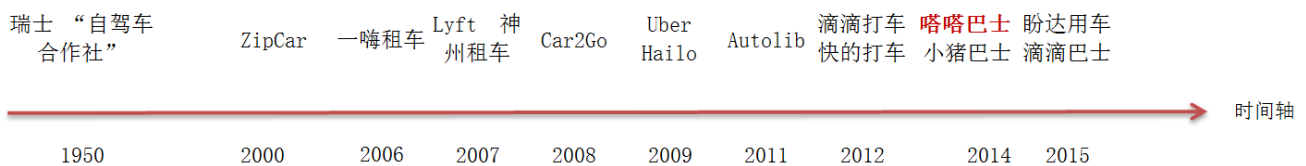
2.3 参股嗒嗒科技，布局汽车共享，拉动电机电控配套

公司 2016 年 2 月公告，拟向嗒嗒科技增资 1.28 亿元，享有嗒嗒科技增资后的 18.69% 股权。公司通过旗下“嗒嗒巴士”的定制用车服务进军汽车分享 B2C 领域，后续增长空间巨大。

图 11：嗒嗒科技增资参股方案


数据来源：公司公告，西南证券整理

汽车共享：即开车人对车辆只有使用权，而没有所有权的出行模式。汽车共享一般是通过某个公司来协调车辆，并负责车辆的保险和停放等问题。用户通过电话或者网络预定车辆。这种方式不仅可以省钱，而且有助于缓解交通堵塞，降低对能量的依赖性，发展前景极为广阔。

图 12：汽车分享发展时间轴


数据来源：公开资料，西南证券整理

根据滴滴出行的统计数据，中国居民日出行用车 8 亿次，其中打车 0.4 亿次，自驾 3 亿次，公交 4 亿次。然而中国城市集中化程度明显，车辆密度大，汽车共享让汽车实现了高频化利用，有效地做到节能减排。在发达城市限购限号的背景下，汽车共享解决了用户出行困难的痛点，目前用车市场需求旺盛，未来服务增量空间巨大。

目前，汽车共享项目主要集中在乘用车运营，客车运营相对较新。“嗒嗒巴士”目前是定制巴士市场的龙头企业，已开通近 2,000 条线路，为超过 200 万用户提供一人一座、舒适直达的上下班出行服务，覆盖北京、上海、广州、深圳、南京、武汉、西安、成都、杭州、长沙、淄博、石家庄、湛江、清远、厦门、珠海、汕头等 30 多个城市。

表 1：2016-2018 嗒嗒巴士运营目标

时间	激活用户数	注册用户数	定制路线数	计划签约新能源汽车
2016/12/31	700 万	210 万	3000 条	3000 台
2017/12/31	1200 万	400 万	4500 条	6000 台
2018/12/31	2000 万	600 万	6000 条	12000 台

数据来源：公司公告，西南证券整理

协同优势：纳川股份与嗒嗒科技合作条款具有业绩补偿和优先合作权，若嗒嗒科技未实现上述经营目标的 80%，公司能够得到相应股权补偿。在不影响嗒嗒科技实际业务经营的情况下，嗒嗒科技应优先使用并推动其合作伙伴使用由纳川股份及其控制企业所提供

的新能源汽车相关产品。通过参股嗒嗒科技，嗒嗒巴士的推广短期内有望拉动公司电机电控配套销售，公司长期有望享受汽车共享带来的运营收益。

2.4 设立川流运营，拓展 B2B 运营业务

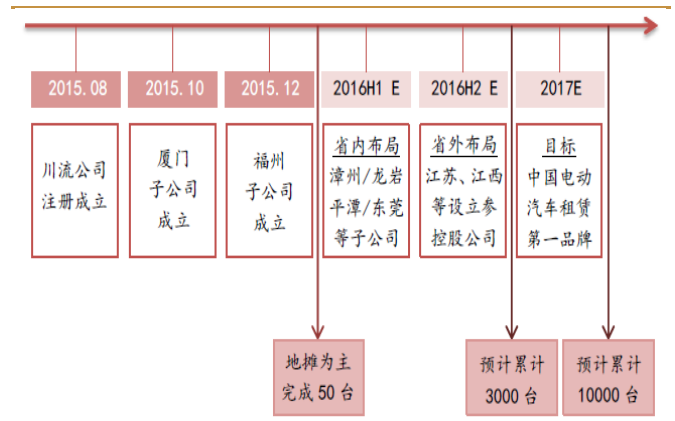
2015 年 7 月，公司牵头与金客兴客车、伯坦科技，合资设立新能源汽车运营公司，其中公司股权占比 70%，通过搭建新能源汽车 B2B 运营平台，公司运营涉足了企业长租、旅游专线、城市接送等相关运营服务。

图 13：川流运营公司结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：川流运营公司发展目标



数据来源：公司公告，西南证券整理

原天下行租车两位创始人加盟川流运营团队，我们预计成熟运营团队有望快速铺开全国市场，积累 B2B 汽车运营经验。后续，通过不断完善公司新能源业务构架，在新能源车替代过程中拉动新能源汽车核心零部件业绩的同时带来可观的运营收益。

3 管材业务订单确定，主业有望反转

公司管材产品已覆盖城市基础设施建设雨水收集、引水、给水、排水、中水回用、工业及燃气等领域，主要供货市政基础建设项目。2013 年以来受制于宏观经济持续下滑，市政工程建设进度放缓，公司业绩受到明显冲击。

表 2：2015 年公司管材业务合作协议

签订时间	合作方	项目内容	合作期限	项目金额
2015 年 5 月 11 日	万邦达	万邦达推动公司产品在项目中的使用，优化万邦达成本并提升工程质量，提升工程收益；公司向万邦达转介客户资源，并协助万邦达进行相关的业务攻关活动。	5 年	-
2015 年 8 月 11 日	中广核	核电 HDPE 材料产品研发；联合建设核电 HDPE 材料实验室。	-	-
2015 年 8 月 16 日	平潭综合实验区管委会	积极参与平潭综合实验区的市政管廊工程；在新能源汽车推广和应用方面进行战略性合作	-	-
2015 年 9 月 8 日	四川省安县人民政府	安县政府或其授权主体与纳川基础设施合资组建项目公司，合作内容包括安县政府管辖范围内的水务工程，地下管廊和管网工程，海绵城市雨水工程，目前有 6 个项目。	10-30 年	10.2 亿

签订时间	合作方	项目内容	合作期限	项目金额
2015年9月14日	城发水环境	龙岩市乡镇污水处理设施建设 PPP 项目, 包括永定区、新罗区、连城县、武平县污水处理设施及配套管网。	污水处理厂区 30 年、配套管网 10 年	6 亿
2015年9月16日	上海中广核	确定 HDPE 材料产业化供货模式和收益分配方式	-	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2015年10月16日, 国务院办公厅印发《关于推进海绵城市建设的指导意见》, 指出要通过海绵城市建设, 最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响, 将 70% 的降雨就地消纳和利用。到 2020 年, 城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求; 到 2030 年, 城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。

2015 年公司通过争取高端优质客户, 积极参与海绵城市建设以及市政排水有关 PPP 项目, 16 亿订单已经落地, 我们预计 2016 年公司管材业务收入增速将维持 20% 左右, 贡献净利润约 6000-7000 万。

4 盈利预测与投资建议

关键假设:

贸易与销售: 公司贸易主要商品为塑料米管、化工材料和木薯淀粉等。我们预计该业务将稳中有增, 毛利率相对稳定。预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 4.2%、4.2%、4.2%;

新能源汽车核心零部件: 福建万润下游客户较优质, 塔塔巴士和川流运营公司有望为万润导流电机电控订单, 下半年有望实现高速增长。预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 45%、45%、45%;

管类销售: 15 年公司争取到的优质订单有望为 16 年贡献稳定的业绩, 我们预计该业务 2016-2018 年毛利率分别为 35%、34%、33%。

表 3: 公司主要业务收入 (万元) 及增速预测

项目		2015A	2016E	2017E	2018E
贸易类销售	收入	69,651.98	76,617.18	84,278.90	92,706.79
	yoy	6.73%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	66,761.91	73,399.26	80,739.18	88,813.10
	毛利率	4.15%	4.20%	4.20%	4.20%
新能源汽车核心零部件	收入	23,897.48	60,000.00	105,840.00	155,584.80
	yoy	0.00%	151.07%	76.40%	47.00%
	成本	12,600.10	33,000.00	58,212.00	85,571.64
	毛利率	47.27%	45.00%	45.00%	45.00%
管类销售	收入	33,317.82	39,981.38	45,978.59	50,576.45
	yoy	1.52%	20.00%	15.00%	10.00%
	成本	21,200.77	25,987.90	30,345.87	33,886.22
	毛利率	36.37%	35.00%	34.00%	33.00%

项目		2015A	2016E	2017E	2018E
其他	收入	3,849.92	4,234.91	4,658.40	5,124.24
	yoy	154.95%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	2,464.22	3,176.18	3,493.80	3,843.18
	毛利率	35.99%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：西南证券

5 风险提示

新能源汽车核心零部件配套销售或不及预期、运营市场推广或不及预期、管材销售或不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1307.95	1809.19	2408.50	3040.96	净利润	53.15	222.07	351.12	505.15
营业成本	1031.05	1356.48	1728.84	2122.16	折旧与摊销	34.42	44.68	45.18	45.67
营业税金及附加	5.38	7.72	10.15	12.87	财务费用	34.50	30.99	36.54	36.31
销售费用	78.68	98.68	135.87	169.66	资产减值损失	46.43	0.58	0.00	0.00
管理费用	87.87	121.51	161.77	204.25	经营营运资本变动	-117.40	-390.18	-261.27	-258.82
财务费用	34.50	30.99	36.54	36.31	其他	-88.92	-41.26	-31.74	-30.47
资产减值损失	46.43	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-37.81	-133.13	139.84	297.84
投资收益	20.27	41.14	31.56	30.60	资本支出	-91.08	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-67.32	41.14	31.56	30.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-158.40	36.14	26.56	25.60
营业利润	44.30	234.38	366.88	526.31	短期借款	220.98	8.67	-48.80	-191.07
其他非经营损益	7.71	6.02	6.61	6.40	长期借款	80.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.01	240.40	373.50	532.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.14	18.33	22.38	27.55	支付股利	-8.32	-4.78	-21.13	-32.81
净利润	53.15	222.07	351.12	505.15	其他	5.15	-50.91	-36.54	-36.31
少数股东损益	26.39	110.26	174.34	250.82	筹资活动现金流净额	297.81	-47.02	-106.47	-260.19
归属母公司股东净利润	26.76	111.81	176.78	254.34	现金流量净额	92.36	-144.01	59.93	63.25
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	324.93	180.92	240.85	304.10	成长能力				
应收和预付款项	684.92	1195.99	1511.02	1856.93	销售收入增长率	30.98%	38.32%	33.13%	26.26%
存货	202.85	242.73	319.62	388.14	营业利润增长率	-23.12%	429.05%	56.53%	43.45%
其他流动资产	14.21	13.38	20.60	24.84	净利润增长率	6.91%	317.81%	58.11%	43.87%
长期股权投资	14.68	14.68	14.68	14.68	EBITDA 增长率	24.67%	173.83%	44.69%	35.59%
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	296.35	261.33	225.81	189.80	毛利率	21.17%	25.02%	28.22%	30.21%
无形资产和开发支出	124.74	120.76	116.78	112.80	三费率	15.37%	13.88%	13.88%	13.49%
其他非流动资产	414.32	413.64	412.96	412.28	净利率	4.06%	12.27%	14.58%	16.61%
资产总计	2077.00	2443.44	2862.32	3303.57	ROE	4.31%	15.31%	19.72%	22.42%
短期借款	350.53	359.20	310.40	119.33	ROA	2.56%	9.09%	12.27%	15.29%
应付和预收款项	362.96	509.11	633.87	782.89	ROIC	8.58%	19.33%	23.56%	28.21%
长期借款	80.00	80.00	80.00	80.00	EBITDA/销售收入	8.66%	17.14%	18.63%	20.00%
其他负债	50.02	44.27	57.22	68.18	营运能力				
负债合计	843.52	992.59	1081.48	1050.39	总资产周转率	0.72	0.80	0.91	0.99
股本	415.88	468.89	468.89	468.89	固定资产周转率	4.52	6.62	10.11	15.01
资本公积	360.81	307.80	307.80	307.80	应收账款周转率	2.35	2.17	1.99	2.02
留存收益	355.70	462.73	618.38	839.91	存货周转率	6.39	6.09	6.15	6.00
归属母公司股东权益	1132.31	1239.42	1395.07	1616.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.50%	—	—	—
少数股东权益	101.17	211.43	385.76	636.58	资本结构				
股东权益合计	1233.48	1450.85	1780.84	2253.18	资产负债率	40.61%	40.62%	37.78%	31.80%
负债和股东权益合计	2077.00	2443.44	2862.32	3303.57	带息债务/总负债	51.04%	44.25%	36.10%	18.98%
					流动比率	1.61	1.79	2.09	2.65
					速动比率	1.34	1.52	1.77	2.25
					股利支付率	31.08%	4.28%	11.95%	12.90%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.24	0.38	0.54
					每股净资产	2.63	3.09	3.80	4.81
					每股经营现金	-0.08	-0.28	0.30	0.64
					每股股利	0.02	0.01	0.05	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	113.23	310.05	448.61	608.29					
PE	287.71	68.86	43.55	30.27					
PB	6.24	5.31	4.32	3.42					
PS	5.89	4.26	3.20	2.53					
EV/EBITDA	57.82	24.35	16.59	11.81					
股息率	0.11%	0.06%	0.27%	0.43%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn