

2017年08月20日

证券研究报告·公司研究报告

华泰证券 (601688) 非银金融

增持 (首次)

当前价: 19.36 元

目标价: 22.80 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

触网先驱经纪龙头，海外并购升级服务

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为互联网经纪领域龙头券商，在市场成交量回暖过程中受益明显。同时凭借着互联网平台的高效获客优势，公司在资产管理和信用业务上的规模优势也相当明显。在完成对美国 AssetMark 的并购之后，公司的投研管理平台系统得到全面升级，未来有望在转型财富管理过程中实现更多突破，进化为业内领先的专业化综合金融服务商。
- **经纪业务: 触网先驱高效获客，经纪龙头地位巩固。** 虽然近年行业平均佣金费率下滑趋势明显，但公司依靠互联网平台的高效获客优势，依然在经纪业务领域立于不败之地。公司通过对客户进行差异化分层服务转型财富管理，未来有望进一步提升业务附加值，提高盈利能力。
- **资产管理业务: 由规模扩张向提高收益提档升级。** 凭借互联网平台带来丰富客源，公司资产管理规模最近四年保持了 63.4% 的复合增长率，牢牢占据行业第二位。在近年监管政策收紧通道业务的背景下，公司正积极通过提升主动管理能力，推动资产管理业务踏上由规模至上向收益为王的转型升级之路。
- **海外业务: 并购海外投顾平台 AssetMark，升级财富管理业务。** 公司在完成对美国智能投顾平台 assetMark 的并购之后，不仅补充了公司跨境并购拼图，更重要的是获得了面向机构客户的领先投研管理平台，强化了公司投研体系建设，为升级财富管理业务提供了系统保障。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95 元、1.09 元、1.23 元，未来三年归母净利润将保持 12% 的复合增长率，给予公司 2017 年 24 倍估值，对应目标价 22.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 海外业务收益或不达预期，非公开发行进度或慢于预期，资本市场行情或不达预期。

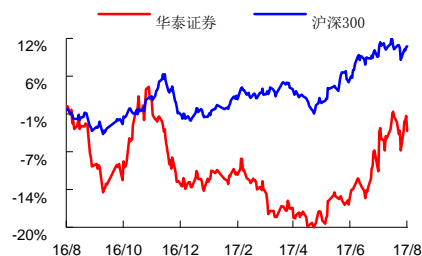
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	16917.02	18614.97	20574.99	22785.10
增长率	-35.58%	10.04%	10.53%	10.74%
归属母公司净利润 (百万元)	6270.61	6818.33	7789.90	8836.94
增长率	-41.38%	8.73%	14.25%	13.44%
每股收益 EPS (元)	0.88	0.95	1.09	1.23
净资产收益率 ROE	8.00%	8.13%	7.97%	7.80%
PE	22.1	20.3	17.8	15.7
PB	1.62	1.40	1.22	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
 执业证号: S1250517070003
 电话: 010-57758623
 邮箱: ldqun@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)	71.63
流通 A 股(亿股)	54.44
52 周内股价区间(元)	16.45-21.4
总市值(亿元)	1386.71
总资产(亿元)	3688.30
每股净资产(元)	11.73

相关研究

目 录

1 公司概况：多项业务行业领先，业绩表现优于同业.....	1
2 触网先驱高效获客，经纪龙头地位巩固.....	2
2.1 获客效率优势明显，升级服务无惧降佣.....	2
2.2 两融余额稳重有降，股票质押逆势增长.....	3
3 精品投行特色突出，顺应监管改善结构.....	4
4 资产管理提档升级，投资交易策略多元.....	5
5 海外并购加快财富管理转型.....	6
6 盈利预测与估值.....	7
7 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司战略布局结构图.....	1
图 2: 公司 2016 年主营业务收入贡献情况.....	2
图 3: 公司 2017H1 主营业务收入贡献情况.....	2
图 4: 公司 2013 年以来营业收入及增速（单位：百万元）.....	2
图 5: 公司 2013 年以来归母净利润及增速（单位：百万元）.....	2
图 6: 公司 2014 年以来涨乐财富通新增下载数（单位：万）.....	3
图 7: 公司历年股基成交量及市场份额变化（单位：万亿元）.....	3
图 8: 公司经纪业务收入及佣金率变化情况（单位：百万元）.....	3
图 9: 行业经纪业务收入及佣金率变化情况（单位：亿元）.....	3
图 10: 公司融资融券余额变化情况（单位：亿元）.....	4
图 11: 公司股票质押回购业务规模持续提升（单位：亿元）.....	4
图 12: 公司完成并购重组项目家数及交易金额（单位：亿元）.....	4
图 13: 公司股权融资金额及家数（单位：亿元）.....	4
图 14: 公司资产管理规模及增速（单位：亿元）.....	5
图 15: 公司资产管理分业务规模占比情况.....	5
图 16: AssetMark 的四大核心优势.....	6

表 目 录

表 1: 华泰证券分项业务盈利预测（单位：百万元）.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1 公司概况：多项业务行业领先，业绩表现优于同业

华泰证券原为江苏省证券公司，成立于 1991 年 4 月，总部设在江苏省南京市，下辖 29 家分公司和 242 家营业部。公司于 2010 年在上海证交所挂牌上市，2015 年在香港联交所上市，注册资本 71.62 亿元。公司是国内领先的综合性证券集团，拥有庞大的客户基础、领先的互联网平台和完备的全业务链体系，是中国证监会首批批准的综合类券商，也是全国最早获得创新试点资格券商。

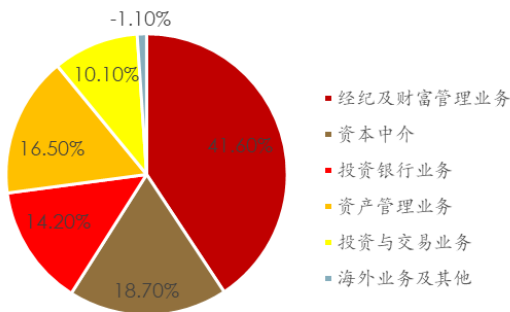
公司拥有证券经纪服务、资产管理服务、投资银行服务、固定收益服务和直接投资服务为基本架构的完善的专业证券服务体系，以及研究咨询、信息技术和风险管理等强有力的服务支持体系。公司致力于成为兼具本土优势和全球事业的一流综合金融集团，经过多年发展逐步形成了以投资银行业务为龙头，以经纪与财富管理业务为基础，以投资与交易业务和资产管理业务为两翼的全业务链业务体系，在多项核心业务方面位居市场前列。根据 2017 年中报数据显示，公司上半年股基交易市场份额 7.87%，继续保持行业第一；投行完成并购重组 15 家，排名市场第一；此外，公司资产管理规模排名市场第二；两融余额排名市场第二；股权承销金额排名第二。

图 1：公司战略布局结构图

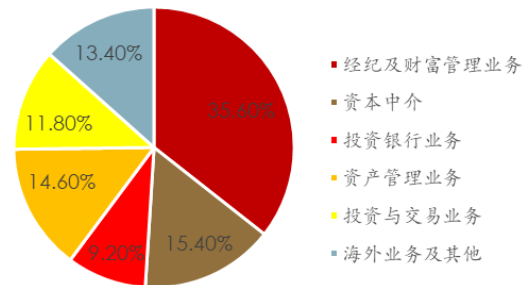


数据来源：公司公告、西南证券整理

公司主营业务结构：公司业务结构呈现多元化发展趋势，截至 2017 年 6 月底，经纪业务的收入占比 35.6%，下滑较快；资本中介业务、投行业务、资产管理业务等依靠牌照发展的传统业务占比均有小幅下滑，分别为 15.4%、9.2%、14.6%；而体现主动管理能力的投资与交易业务占比小幅攀升至 11.80%。公司 2016 年底收购美国金融科技公司 AssetMark，海外业务及其他收入有了显著提升，占比达到 13.40%。

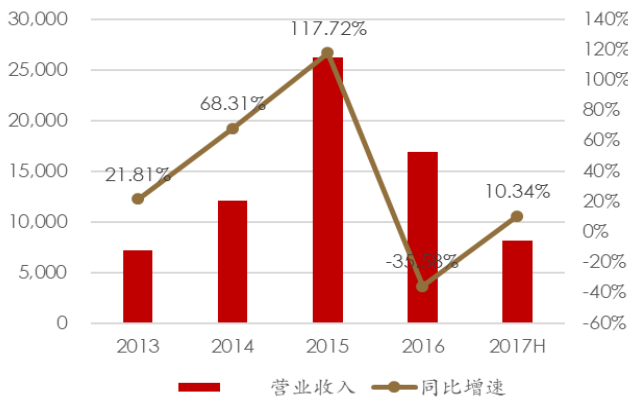
图 2：公司 2016 年主营业务收入贡献情况


数据来源：公司公告、西南证券整理

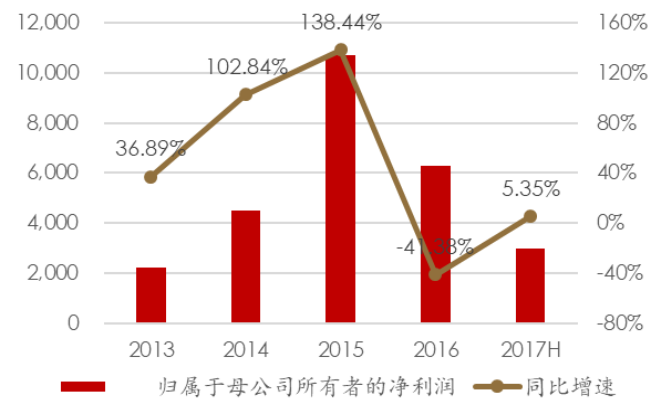
图 3：公司 2017H1 主营业务收入贡献情况


数据来源：公司公告、西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入和净利润一直保持稳健增长趋势，2016 年出现异动的原因为主要在于当期资本市场的大幅波动使行业整体业绩出现较大下滑。2017 年上半年随着资本市场行情企稳，公司营业收入及归母净利润重新步入增长轨道，并且在行业多数券商业绩下滑的背景下逆市上涨，实现归母净利润同比增长 5.35% 的优良业绩，体现了公司多元化业务结构所带来的抗市场波动能力和突出的主动管理能力。随着下半年市场成交量回暖，预计公司在经纪业务和财富管理方面的优势有望进一步放大。

图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速（单位：百万元）


数据来源：公司公告、西南证券整理

图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速（单位：百万元）


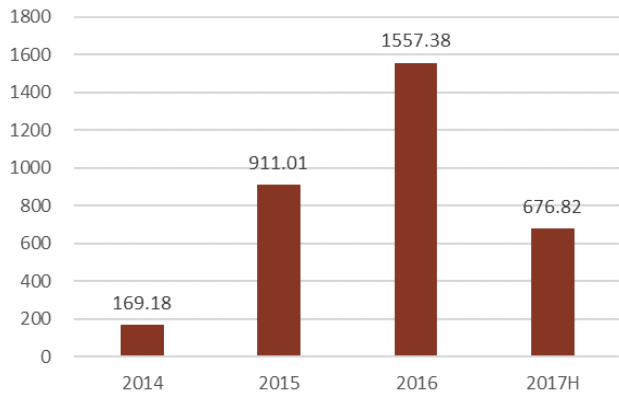
数据来源：公司公告、西南证券整理

2 触网先驱高效获客，经纪龙头地位巩固

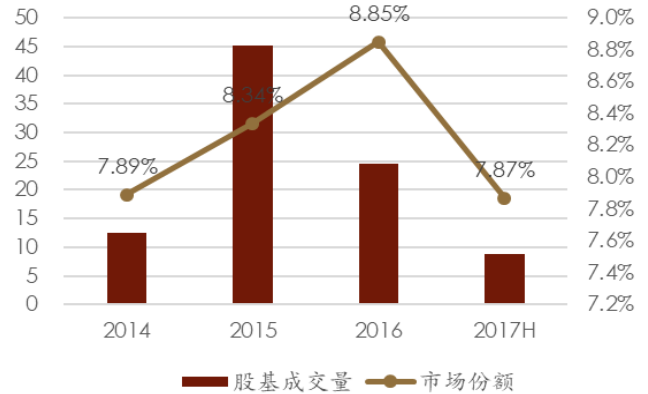
2.1 获客效率优势明显，升级服务无惧降佣

华泰证券是行业内领先布局互联网金融业务的券商，自 2014 年公司以“涨乐财富通”为代表的互联网移动端应用平台上线以来，公司短期内积累了庞大的客户群体，APP 新增下载数量呈现爆发式增长，轻松站上千万级别，月均活跃人数也长居券商 APP 榜首。凭借在互联网平台上的先发优势，公司积极整合线上和线下资源，发挥互联网在客户资源获取方面的高效率和低成本优势，很快占据了行业经纪业务龙头地位，在股基成交量的市场份额方面

遥遥领先于同业。根据公司最新的 2017 年中报显示，公司上半年实现股基成交量 8.88 万亿元，市场份额 7.87%，连续 3 年保持市场份额第一，凸显了公司在经纪业务领域的龙头地位难以撼动。

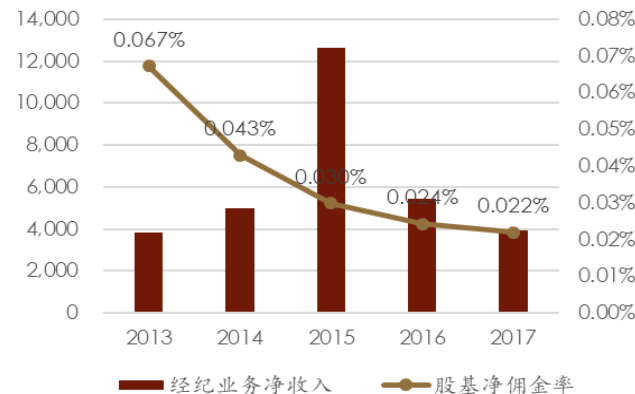
图 6：公司 2014 年以来涨乐财富通新增下载数（单位：万）


数据来源：公司公告，西南证券整理

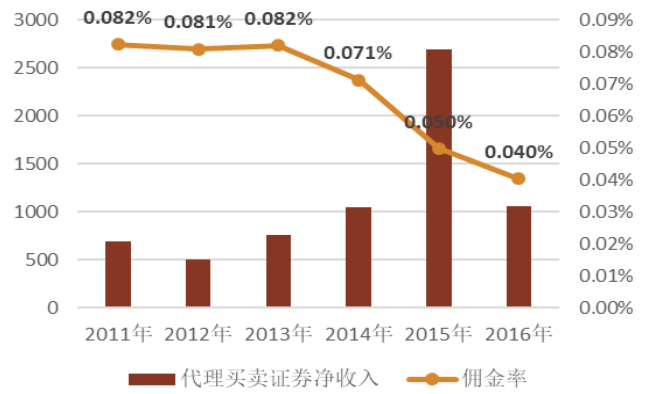
图 7：公司历年股基成交量及市场份额变化（单位：万亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

华泰证券自 2014 年率先下调佣金费率以来，自身市场份额大幅提升，占据经纪业务龙头地位。此后，随着越来越多的券商加入价格战的行列，行业整体佣金费率水平一路下滑至目前的不足万分之四，但公司的成本优势依然明显，佣金费率水平仍远低于行业平均水平。公司在保持价格优势的同时，还在向财富管理领域积极转型，并通过对客户进行深入地差异化分层，将发展根基从代理交易转向专业金融服务，提高了服务的针对性和有效性，用专业化、综合化的证券金融服务来提高经纪业务附加值，提升客户粘性。

图 8：公司经纪业务收入及佣金率变化情况（单位：百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

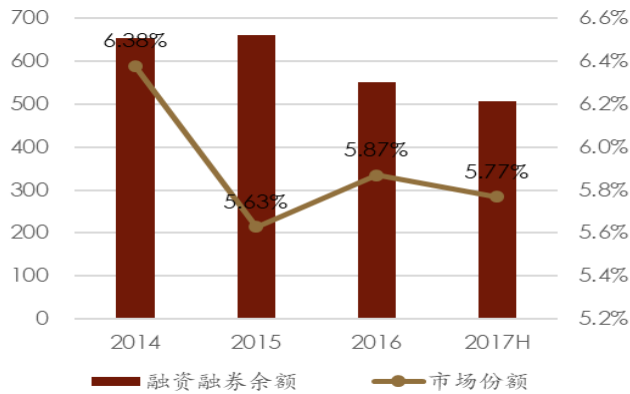
图 9：行业经纪业务收入及佣金率变化情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

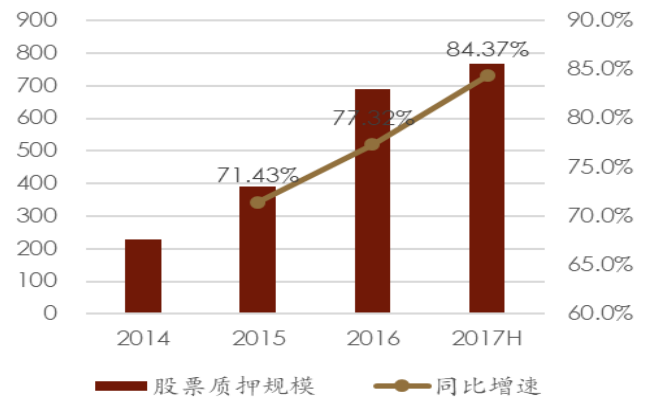
2.2 两融余额稳重有降，股票质押逆势增长

公司在经纪业务上的领先优势传导到资本中介业务方面，体现在融资融券和股票质押业务的规模相较于同业而言同样非常可观。公司两融余额和股票质押业务规模常年保持行业前三水平，而且比较注重标的物的风险管控，降低发生信用违约的概率。2017 年上半年，公司融资融券余额 508.05 亿元，市场份额 5.77%，排名位居行业第二位，整体维持担保比

例 330.32%，较去年末小幅下滑 7.44 个百分点。股票质押式回购业务延续高速增长态势，上半年末待回购余额为 768.42 亿元，同比增长 84.37%，平均履约保障比例为 236.28%，较去年末小幅下滑 9 个百分点。

图 10：公司融资融券余额变化情况（单位：亿元）


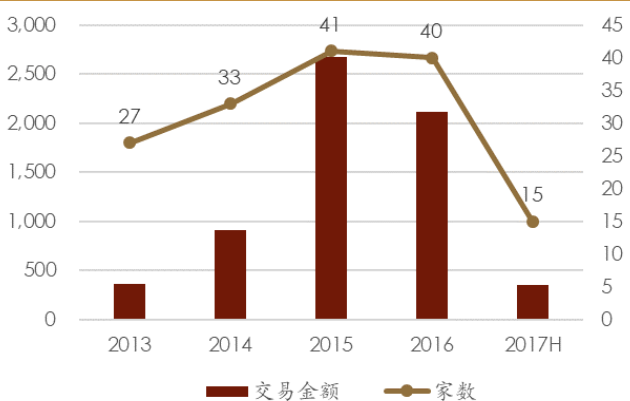
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司股票质押回购业务规模持续提升（单位：亿元）


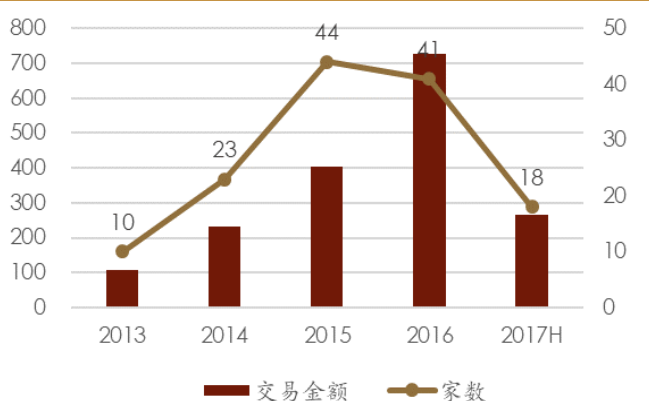
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 精品投行特色突出，顺应监管改善结构

投行业务作为公司的传统优势，在长期发展过程中逐渐形成了以并购重组为特色，股权融资和债券融资双轮驱动的发展格局。在并购重组业务上，公司前期抓住市场需求和政策红利，大力推进并购重组项目挖掘，参与的并购重组项目家数连续五年保持市场第一，树立了良好口碑。在 2017 年上半年监管政策大幅收紧上市公司并购重组政策，加大监管审核的背景下，公司准确把握住市场动向和项目资源，完成担任独立财务顾问的项目 15 单，交易量排名行业第一；交易金额达到 354.3 亿元，同样位居行业第一。

图 12：公司完成并购重组项目家数及交易金额（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：公司股权融资金额及家数（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

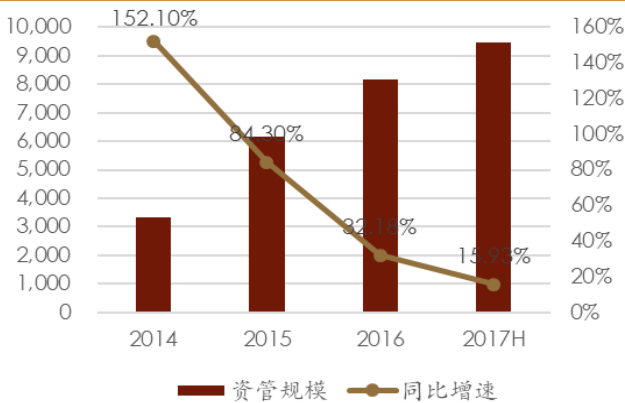
股权融资方面，公司能够及时把握住监管动向，顺应监管导向改善业务结构。在 2017 年上半年 IPO 常态化发行的政策红利下公司完成 IPO 项目 8 家，募集资金 22.3 亿元；再融资虽然受到政策收紧，但依然完成增发项目 10 家，募集资金 163 亿元。公司累计实现股权融资规模 266.9 亿元，排名行业第四。

债券融资方面，公司主要依靠自身积累和平台资源两大渠道来获取项目资源，通过协作联动，公司近年来债券承销业务金额稳步提升，市场排名也稳居行业前列。2017 年上半年主承销债券项目金额 896.04 亿元，市场排名较去年末上升一位至第六名。

4 资产管理提档升级，投资交易策略多元

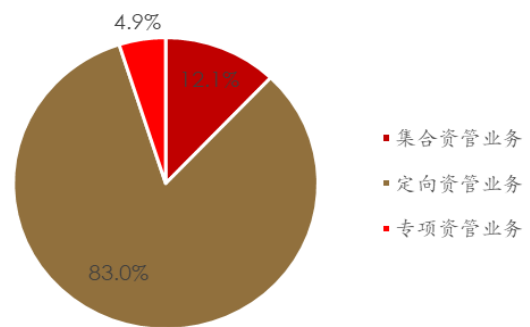
公司的投资管理业务包括资产管理和投资交易两大板块。其中，资产管理业务作为公司的主要利润来源之一，近年来依托全业务链体系实现了管理资产规模的增长迅速，年化复合增长率达到 63.4%，在 2017 年上半年达到 9450.7 亿元，排名市场第二。在今年监管层加大对跨业监管套利活动的检查力度背景下，公司积极推动自身资产管理业务由通道资管向主动管理转型升级。根据公司 2017 年的中报数据显示，目前公司的集合资管业务规模占比为 12.1%，但是贡献的业务净收入占比达到 79.2%。通过测算，公司集合资管业务的费率 0.75%，同比增长 46.3%。主动管理业务的费率提升，从侧面反映出了公司主动管理业务盈利能力的提升。

图 14：公司资产管理规模及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：公司资产管理分业务规模占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

投资交易业务方面，公司在权益投资上历来秉承价值投资的绝对收益理念，以基本面研究为基础挖掘具有安全边际的标的。坚持业务多元化和去方向化发展，构建完善以股票池为核心的科学投研体系，不断推进投研一体化管理平台建设，有效运用各类金融工具和交易技术，积极挖掘安全边际高的投资品种；场内量化对冲投资业务逐步实现由原有配置型对冲投资模式向多元化交易型模式转变，不断完善 Alpha 量化投资体系，积极拓展策略研究的深度和广度，以数据分析为基础完善市场检测体系，结合仓位管理和策略管理，开展多元化策略投资交易。同时，公司还在积极筹备港股通自营投资业务；坚持向价值型对冲模式转变，不断完善策略投资体系，开展多元化策略投资交易。而在固定收益投资交易业务上，公司近期稳步推进 FICC 业务布局，坚持去方向化理念，依靠优化和丰富投资策略来提升投资管理的精细化和专业化程度。

5 海外并购加快财富管理转型

华泰证券在 2016 年 10 月以 7.68 亿美元成功并购美国智能投顾财富管理公司 Assetark，通过战略性布局智能投顾领域，保持了公司在互联网平台业务领域的领先优势。AssetMark 是一家独立的全方位服务统包资产管理项目平台(TAMP)，主要从事 B2B 业务，为投资经理、经纪商和投资者提供资产管理软件，为美国的财务顾问企业提供投资和咨询方面的解决方案。其特点在于，将所有耗时的后台职能，如投资组合建设，产品研究，税务优化等，都交给 TAMP 平台处理，在满足顾客个性化服务需求还可以为客户提供独立运作的平台。根据 2016 年数据显示，该平台管理的资产规模达 322.5 亿美元，服务的投资顾问数量超过 7200 名。

通过此次并购，公司获得了难得的拓展投资管理服务能力的机会，与 AssetMark 提供分享最佳实践的机会，增加投资以及拓展已有能力，为公司的客户建立强化型技术解决方案平台。同时，标的公司很好的契合了华泰证券的转型和发展需求，此次收购 AssetMark 成为海外布局以及财富管理转型的重要战略举措。利用 AssetMark 的平台优势，华泰证券可综合提升自身投资管理能力实现财富管理转型，不断为客户提供更多的理财需求和技术需求的解决方案，进一步满足国内客户海外资产配置的需求。

图 16: AssetMark 的四大核心优势



数据来源：公司公告、西南证券整理

6 盈利预测与估值

公司未来营业收入增长的驱动力主要来源于以下几个方面：首先，公司作为券商行业中的互联网先驱，在市场成交量能回暖的趋势下有望凭借着庞大的客户资源和较低的佣金费率率先反弹，进一步巩固在经纪业务领域的龙头优势；其次，在并购了美国智能投顾平台 AssetMark 之后，公司在转型财富管理，丰富投资策略方面获得了更多便利条件，有望将国外先进的信息管理平台和投资策略体系共享到内部投研体系建设当中，实现经纪业务和投资交易业务的盈利提升。最后，公司 2017 年拟非公开发行股票顶格募集 260 亿元。该方案一旦获批实施，不但可以进一步增强公司的资本实力，还有望通过引入战略投资者来放大业务资源的协同效应。

表 1：华泰证券分项业务盈利预测（单位：百万元）

分项收入	2016A	2017E	2018E	2019E
经纪业务	5,429	3,943	4,185	4,606
自营业务	4,430	6,612	7,745	8,478
资产管理业务	1,040	2,080	2,004	2,203
投行业务	2,097	2,258	2,622	3,192
其他	3,921	3,722	4,020	4,306
营收合计	16,917	18,615	20,575	22,785

数据来源：wind、西南证券

关于未来公司成长，我们做出如下假设：（1）随着市场成交量能企稳回升，公司经纪业务收入有望先抑后扬，逐渐恢复至 10% 左右增速；（2）投资收益逐步回稳。随着市场行情逐步回暖，公司未来投资净收益有望保持 18.7% 的年化复合增长率；（3）公司的资产管理业务和投行业务延续目前的增长趋势，收入贡献分别保持 28.4% 和 15.0% 的年化复合增长率。

基于以上假设，我们测算 2017 年至 2019 年华泰证券的归母净利润复合增长率为 12%，基本每股收益分别为 0.95 元、1.09 元和 1.23 元。当前公司股价的 PE 倍数为 20X 倍，未来考虑市场情绪回暖，成交量能大概率持续放大，公司作为经纪业务龙头券商受益最为明显，因此我们认为公司合理的 PE 倍数有望达到行业平均值 24 倍，对应目标价格为 22.8 元，对过去一周的股票均价有 18% 的增长空间，首次覆盖给予“增持”评级。

7 风险提示

海外业务收益或不达预期，非公开发行进度或慢于预期，资本市场行情或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	16917.02	18614.97	20574.99	22785.10	货币资金	113667.32	90933.85	100027.24	108029.42
手续费及佣金净收入	8848.25	8280.55	8810.73	10000.95	其中：客户资金存款	68437.29	52326.90	66339.11	73324.65
代理买卖证券业务净收入	5428.78	3942.80	4184.94	4605.88	结算备付金	27360.45	29192.19	32942.85	35976.09
证券承销业务净收入	2097.05	2258.23	2622.28	3192.21	其中：客户备付金	26131.65	27818.65	31156.89	34272.58
受托客户资产管理业务净收入	1040.34	2079.52	2003.51	2202.85	融出资金	56605.10	54309.27	64623.46	70198.34
利息净收入	3484.46	3559.65	3848.13	4124.95	交易性金融资产	83107.23	89610.29	104628.45	113654.45
投资净收益	4769.81	6312.19	7344.66	7978.44	买入返售金融资产	46331.18	53280.86	58608.95	64469.84
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	453.99	544.78	653.74	784.49	应收款项	991.41	744.74	887.35	986.51
公允价值变动净收益	-339.70	300.00	400.00	500.00	应收利息	4154.10	4616.29	4673.62	5266.33
汇兑净收益	-14.43	-14.47	-14.45	-14.46	存出保证金	8158.63	8345.60	8646.49	8812.95
其他业务收入	168.63	177.07	185.92	195.21	可供出售金融资产	43736.56	43447.42	49236.92	53484.45
二、营业支出	8519.07	9566.86	10351.10	11260.36	长期股权投资	3377.28	2843.43	3285.07	3628.79
营业税金及附加	450.61	465.37	514.37	569.63	固定资产	3567.45	3470.09	3822.77	4216.14
管理费用	8012.56	8967.99	9702.62	10507.91	无形资产	5509.02	2908.01	3751.07	4336.21
资产减值损失	-36.75	18.25	-9.25	4.50	商誉	2091.25	1900.82	1846.38	1671.39
其他业务成本	92.65	115.25	143.36	178.32	递延所得税资产	556.09	373.73	451.12	509.98
三、营业利润	8397.95	9048.11	10223.89	11524.74	投资性房地产	1130.27	1076.90	1235.19	1339.60
加：营业外收入	213.44	159.61	185.95	216.00	资产总计	401450.40	387923.35	439615.36	477539.72
减：营业外支出	17.97	39.76	42.08	42.45	短期借款	460.26	322.18	225.52	259.35
四、利润总额	8593.43	9167.97	10367.76	11698.29	应付短期融资款	1621.00	6484.00	2593.60	4710.12
所得税率	0.24	0.24	0.24	0.24	拆入资金	6650.00	5500.00	5466.67	5675.00
减：所得税	2073.94	2200.31	2488.26	2807.59	交易性金融负债	27919.98	23731.98	25546.88	24607.70
五、净利润	6519.49	6967.65	7879.50	8890.70	衍生金融负债	864.01	1382.42	1348.67	1736.81
减：少数股东损益	248.88	149.33	89.60	53.76	卖出回购金融资产款	19463.38	23356.05	25691.66	28260.82
归属于母公司所有者的净利润	6270.61	6818.33	7789.90	8836.94	代理买卖证券款	92728.84	69546.63	89019.68	97921.65
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E	应付职工薪酬	2517.09	2729.84	2941.33	3209.08
成长能力					应付款项	6827.82	4779.47	5803.64	5291.56
营业利润增长率	-41.15%	7.74%	12.99%	12.72%	应付利息	2155.24	2138.65	2372.44	2522.88
净利润增长率	-39.62%	6.87%	13.09%	12.83%	应付债券	75847.82	83432.60	91775.86	100953.44
获利能力					其他负债	70277.03	63249.33	69800.08	67695.99
ROE	8.00%	8.13%	7.97%	7.80%	负债合计	315790.20	289117.15	325589.11	346324.10
ROA	1.62%	1.80%	1.79%	1.86%	股本	7162.77	7162.77	7162.77	7162.77
资本结构					资本公积金	45837.76	55260.43	65916.82	77875.77
资产负债率	78.66%	74.53%	74.06%	72.52%	盈余公积金	3071.19	3617.52	4261.03	5019.01
每股指标					未分配利润	16194.94	17409.56	18715.27	20118.92
每股收益	0.88	0.95	1.09	1.23	归属于母公司所有者权益合计	84357.46	98806.20	114026.25	131215.62
每股净资产	11.96	13.79	15.92	18.32	所有者权益合计	85660.20	98806.20	114026.25	131215.62

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 20 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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn