

2018年07月17日

证券研究报告·公司研究报告

佛燃股份(002911) 公用事业

增持(首次)

当前价: 21.66元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

所在区域工业基础良好, 售气量持续增长

投资要点

- **佛山市燃气供应商, 基础扎实。**公司为佛山市城燃公司, 实际控制人为佛山市国资委, 年售气收入占总营收比例90%以上, 拥有统一接收所有进入佛山市地域范围内管道天然气的独家特许经营权。在佛山市内拥有5个城区中4个城区的燃气供应特许经营权; 在佛山市以外拥有恩平市、南雄市、肇庆市高要区、佛山(云浮)产业转移工业园内规划区域内的管道燃气独家特许经营权, 2017年营收42.9亿元(+13.9%), 实现归母净利润3.5亿元(+3%), 2018年Q1营收11.2亿元, 同比增长19.25%, 归母净利润8255万元, 同比增长47.1%, 基础扎实, 增长势头良好。
- **佛山市经济基础好, 工业发达, 燃气消费存在较大空间。**2017年, 佛山市地区生产总值达到9549.6亿元, 同比增长8.5%, 人均地区生产总值达11.56万元, 工业生产总值约2.24万亿元, 继续位居全国大中城市前列。较高的经济发展水平与居民收入水平带动佛山市能源需求较为旺盛。同时, 佛山市第二产业在国民经济中的比重均在60%左右, 形成了家电、陶瓷、铝型材、家具等区域性优势产业集群, 且为国内最大的综合性陶瓷生产基地和建陶产品出口基地, 工业发达。陶瓷、铝型材、五金等均属高耗能行业, 目前正逐步使用和推广天然气, 以替代煤、重油、水煤气等非清洁能源, 有望进一步带动燃气消费需求提升。根据《佛山市能源中长期规划(2010-2020)》, 2020年全市天然气消费总量目标为30亿立方米, 相较于2017年约14亿方的天然气消费量存在较大空间。
- **能源结构调整政策推动下公司售气有持续增量, 盈利能力稳定。**受益于所处经营区域较为发达的工业基础, 公司的工业客户天然气消费量保持在较高比例。若剔除公司客户中的天然气分销客户, 公司工业客户天然气消费量占比稳定在86%左右, 工业及商业客户合计天然气消费量占比稳定在90%以上。同时, 佛山市燃气供应充足, 运营稳定, 共同带动公司2015-2017年燃气销售量分别为10.8、11.6和13.9亿方, 同比增长14.07%、7.88%和19.69%, 呈现加速增长态势。此外, 公司顺应政策和成本变化, 售气价格持续下调, 但价差比稳定, 带动盈利能力稳定。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.76、0.92、1.09元, 对应PE 28、24、20倍, 公司业绩稳健并持续增长。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 客户拓展不及预期风险, 价差大幅缩小带来利润率下滑风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4292.23	5022.61	5883.26	6897.59
增长率	13.89%	17.02%	17.14%	17.24%
归属母公司净利润(百万元)	347.41	423.03	508.75	606.28
增长率	3.04%	21.77%	20.26%	19.17%
每股收益EPS(元)	0.62	0.76	0.92	1.09
净资产收益率ROE	15.93%	16.54%	16.91%	17.00%
PE	35	28	24	20
PB	5.04	4.41	3.82	3.29

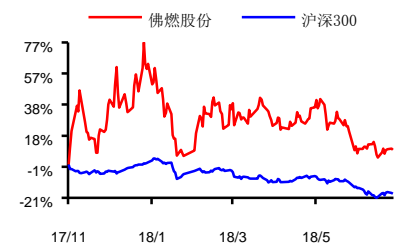
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
 执业证号: S1250515090004
 电话: 023-67610701
 邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 沈猛
 电话: 021-58351679
 邮箱: smg@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)	5.56
流通A股(亿股)	0.56
52周内股价区间(元)	20.07-35.45
总市值(亿元)	120.43
总资产(亿元)	52.23
每股净资产(元)	4.45

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：佛山市燃气供应商	1
2 佛山市工业发达，燃气消费存在较大空间	3
3 公司气源充足、用户结构优，售气量持续增长，盈利能力稳定	5
4 盈利预测与估值	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司业务上下游及子公司示意图	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速	2
图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速	2
图 5：公司分类业务收入（百万元）	3
图 6：公司 2017 年主营业务占比	3
图 7：公司分类业务毛利率情况	3
图 8：公司期间费用率	3
图 9：国内天然气消费量	4
图 10：佛山市天然气消费目标	4
图 11：佛山市工业生产总值	4
图 12：2017 年佛山市三次产业占比	4

表 目 录

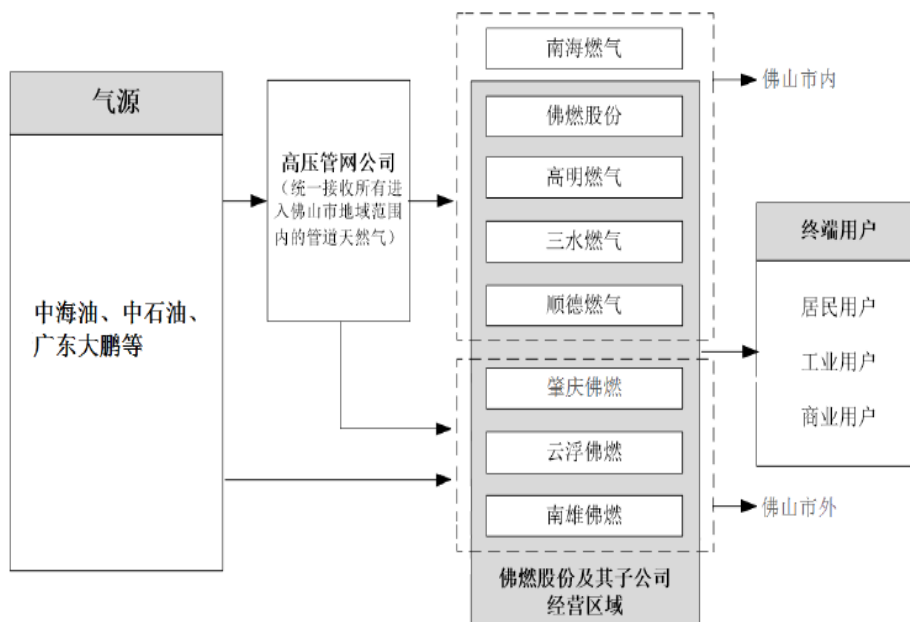
表 1：公司气源情况	5
表 2：公司上市募集资金用途	5
表 3：公司售气业务细节	6
表 4：分业务收入及毛利率（单位：百万元）	6
表 5：同行业公司估值对比	7
附表：财务预测与估值	8

1 公司概况：佛山市燃气供应商

公司为佛山市城市燃气公司，主营业务为天然气的销售及输配、燃气工程设计、施工以及为公交车、出租车、货车等客户开展车用天然气充装业务。2017年11月公司成功发行上市，发行数量5600万股，发行价格13.94元/股，募集资金总额为7.8亿元。

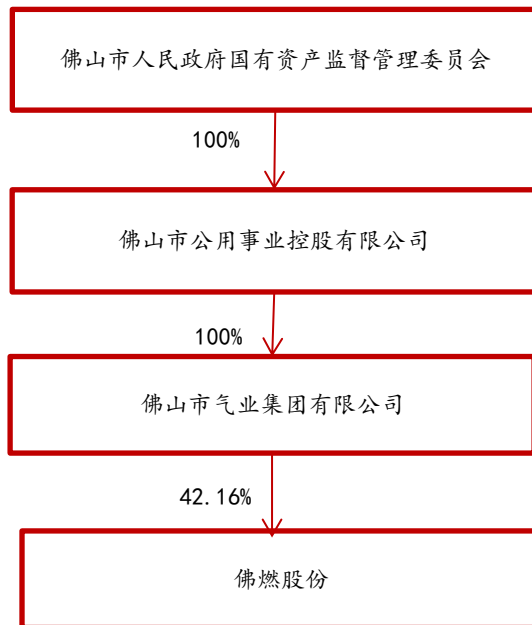
业务范围：佛山市拥有5个城区，分别为禅城区、三水区、高明区、顺德区和南海区。公司控股子公司高压管网公司拥有统一接收所有进入佛山市地域范围内管道天然气的独家特许经营权。同时，母公司和下属城市燃气运营子公司三水燃气、高明燃气、顺德燃气分别独家经营禅城区、三水区、高明区和顺德区4个区域，南海区由南海燃气负责（非公司下属企业），但其采购管道天然气仍需向高压管网公司采购。在佛山市以外，子公司南雄佛燃、肇庆佛燃及云浮佛燃分别拥有恩平市、南雄市、肇庆市高要区、佛山（云浮）产业转移工业园内规划区域内的管道燃气独家特许经营权。

图1：公司业务上下游及子公司示意图



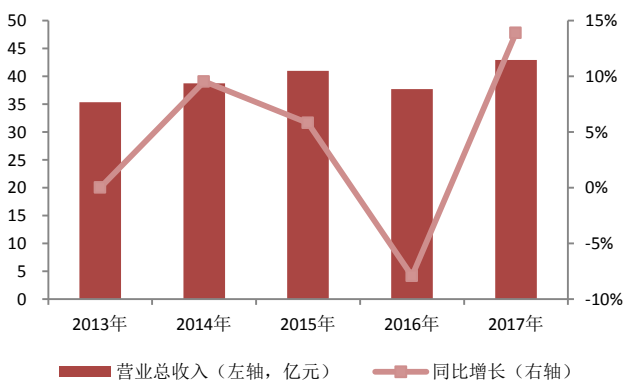
数据来源：招股说明书，西南证券整理

股权结构：公司控股股东为佛山市气业集团有限公司，持股比例42.16%，实际控制人为佛山市国资委。

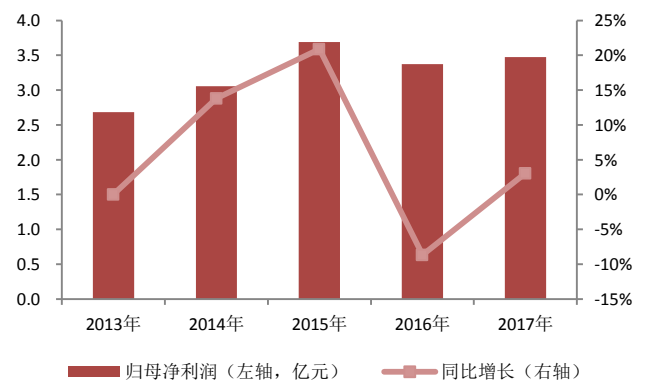
图 2：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩整体稳中有增：公司 2015-2017 年营收分别为 40.9 亿元、37.7 亿元和 42.9 亿元，分别同比增长 5.8%、-7.9%和 13.9%；实现归母净利润 3.7 亿元、3.4 亿元和 3.5 亿元，同比增长 20.9%、-8.7%和 3.0%。公司近 3 年利润波动主要系公司 2015 年出售子公司华信能 100% 股权（主营瓶装液化石油气销售），计入当期投资收益 4175 万元所致，营收波动主要系公司天然气销量增长以及根据天然气价格政策的变化、公司气源采购成本变动、可替代能源的价格变动等情况持续下调了天然气销售单价所致。2018 年 Q1 营收 11.2 亿元，同比增长 19.25%，归母净利润 8255 万元，同比增长 47.1%，势头良好。

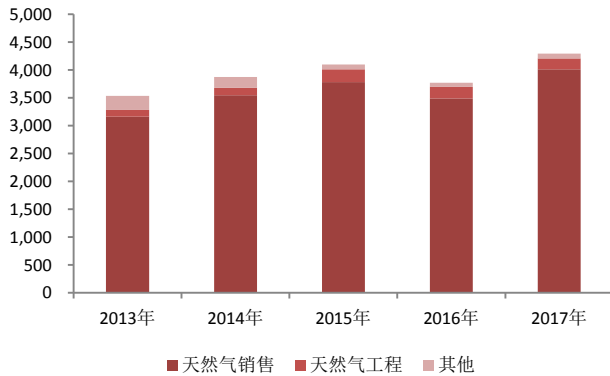
图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

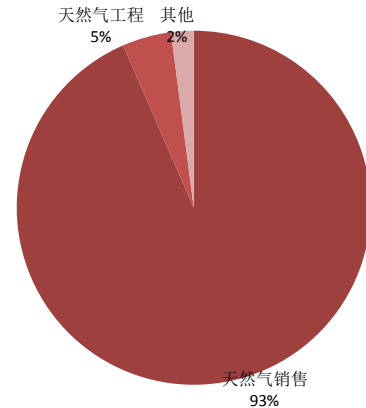
图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

主业发展良好：公司业务分类主要为天然气销售和天然气工程，2017年分别营收40.1亿元和1.9亿元，占总营收的比例分别为93.5%和4.5%，为主要业绩来源。从售气量来看，2015-2017年公司管道天然气销售量分别为10.8、11.6和13.9亿方，同比持续增长，主营业务发展良好。

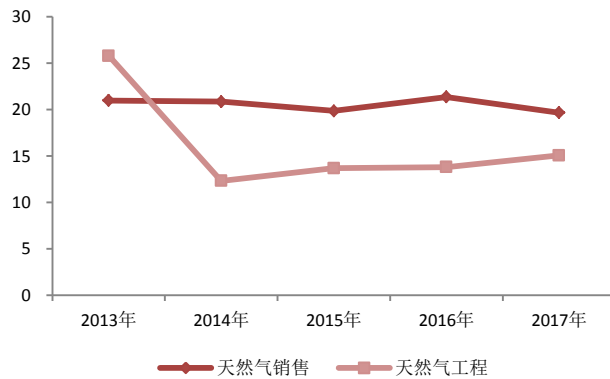
图5：公司分类业务收入（百万元）


数据来源：WIND，西南证券整理

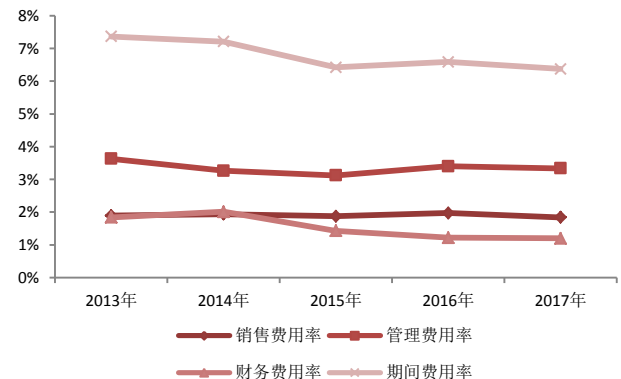
图6：公司2017年主营业务占比


数据来源：WIND，西南证券整理

盈利能力良好：2015-2017年公司毛利率分别为20.0%、21.6%和20.2%，保持稳定。从期间费用来看，2015-2017年期间费用率分别为6.42%、6.59%和6.37%，管控良好。

图7：公司分类业务毛利率情况


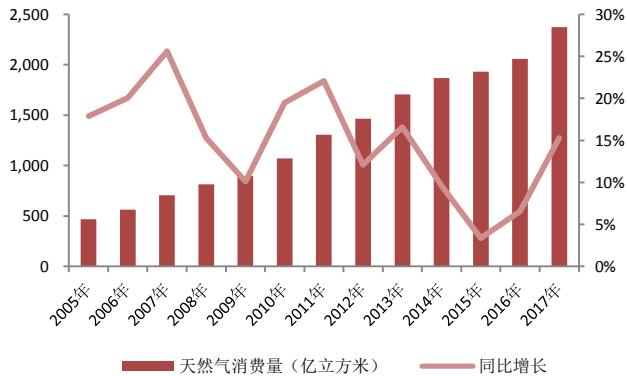
数据来源：WIND，西南证券整理

图8：公司期间费用率


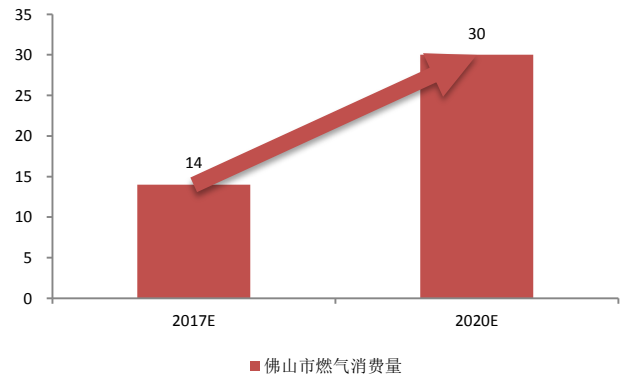
数据来源：WIND，西南证券整理

2 佛山市工业发达，燃气消费存在较大空间

国内天然气迎来“黄金十年”。2017年天然气消费量2373亿立方米，同比增长15.3%增速重回两位数高速增长，在一次能源消费结构中的占比为6.4%，根据国家发改委印发的《加快推进天然气利用的意见》，到2020年和2030年，分别实现天然气在一次能源消费结构中的占比达到10%和15%左右。改革的重点包括工业和民用“煤改气”、天然气车船、加快燃气老旧管网改造等，我国天然气产业链迎来新的“黄金十年”。

图 9：国内天然气消费量


数据来源：发改委，西南证券整理

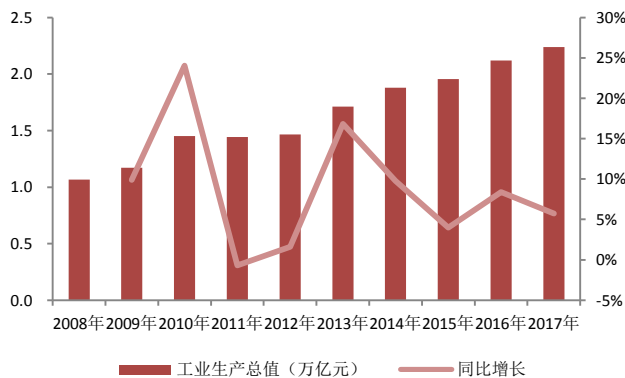
图 10：佛山市天然气消费目标


数据来源：《佛山市能源中长期规划 (2010-2020)》，西南证券整理

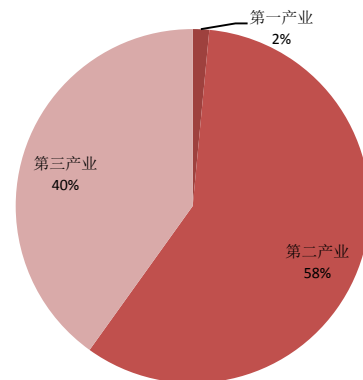
佛山市经济基础良好，工业发达，能源消费需求较大。2017 年，佛山市地区生产总值达到 9549.6 亿元，同比增长 8.5%，人均地区生产总值达 11.56 万元，工业生产总产值约 2.24 万亿元，继续位居全国大中城市前列。十三五时期，佛山市地区生产总值预计将年均增长 7.5% 以上，2020 年达到 1.15 万亿元；人均地区生产总值将年均增长 7%。较高的经济发展水平与居民收入水平带动佛山市能源需求较为旺盛。

近年来佛山市第二产业在国民经济中的比重均在 60% 左右，呈现出以第二产业为主的结构。形成了家电、陶瓷、铝型材、家具等区域性优势产业集群，并成为国内最大的综合性陶瓷生产基地和建陶产品出口基地。陶瓷、铝型材、五金等均属高耗能行业，目前正逐步使用和推广天然气，以替代煤、重油、水煤气等非清洁能源，有望进一步带动燃气消费需求提升。

根据《佛山市能源中长期规划 (2010-2020)》，2020 年全市天然气消费总量目标为 30 亿立方米，相较于 2017 年约 14 亿方的天然气消费量存在较大空间。

图 11：佛山市工业生产总产值


数据来源：WIND、公司公告，西南证券整理

图 12：2017 年佛山市三次产业占比


数据来源：佛山市统计局，西南证券整理

3 公司气源充足、用户结构优，售气量持续增长，盈利能力稳定

公司气源充足，营运有保障

公司在佛山市规划了“4+2”气源供应格局。“4”是指四大管道气源，即通过高压管网公司建设的佛山市天然气高压管网工程，东接广东大鹏 LNG 干线、南接中山海气、西接珠海 LNG 干线和北接西气东输二线；“2”是指沙口 LNG 储配站和明城 LNG 储配站。4 大管道气源中，已有东、西、北三条干线接入高压管网公司的三大门站，沙口 LNG 储配站和明城 LNG 储配站均已投入使用。“4+2”气源供应格局为公司在佛山市持续推广天然气供应提供了强大的气源保障能力，也为公司对外拓展打下了坚实的基础。

表 1: 公司气源情况

序号	采购方	天然气供应方	合同期限
1	高压管网公司	广东大鹏	合同期为 25 年至 2031 年止
2	高压管网公司	中石油	自 2012 年起至 2039 年 12 月 31 日
3	高压管网公司	中海油气电	自 2014 年起至 2019 年 12 月 31 日
4	肇庆佛燃	中石油	自 2012 年起至 2039 年 12 月 31 日

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司用户结构良好

受益于所处经营区域较为发达的工业基础，公司的工业客户天然气消费量保持在较高比例。若剔除公司客户中的天然气中间客户，仅统计管道天然气居民、商业、工业三大类客户消费情况，公司工业客户天然气消费量占比稳定在 86% 左右，工业及商业客户合计天然气消费量占比稳定在 90% 以上。鉴于工业用户具有单点用气量大以及投入和维护成本低等特点，同样的销售气量可以为公司提供更高的经济回报，公司用户结构良好。

公司持续拓展管道燃气业务，售气量加速增长

截至 2017 年底，公司累计用户 69 万户，2017 年新拓展居民用户约 6.9 万户，新拓展工业用户 187 户，商业用户 261 户。2015-2017 年公司管道天然气销售量分别为 10.8、11.6 和 13.9 亿方，同比分别增长 14.07%、7.88% 和 19.69%，呈现加速增长态势。同时 2017 年公司上市募资扣除发行费用后净额为 7.1 亿元，全部用于燃气管网建设项目。后续公司的高压管网可以更好地覆盖佛山市全境，同时也易于利用公司充足的气源优势，向佛山周边城市输送天然气，促进售气量持续增长。

表 2: 公司上市募集资金用途

序号	项目名称	建设单位	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
1	佛山市天然气高压管网三期工程	高压管网公司	65,054	35,400
2	佛山市三水区天然气利用二期工程	三水燃气	29,365	20,000
3	高要市管道天然气项目二期工程	肇庆佛燃	78,565	16,088
合计			172,984	71,488

数据来源：公司公告，西南证券整理

顺应政策变化，降价打开更大市场空间，但价差比稳定有效保证盈利能力稳定

近年来随着政策变化、气源价格变动，公司天然气销售价格稳步下调，2014年-2017年上半年公司平均售气价格为 3.55、3.33、2.87 和 2.85 元/方，价差逐步收窄为 1.00、0.93、0.88 和 0.84 元/方。但价差比（售气价差/售气价格）2014年-2017年上半年分别为 28.2%、27.9%、30.7%和 29.5%，较为稳定，有效保证了公司整体盈利能力保持稳定。

表 3：公司售气业务细节

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
天然气采购数量（万方）	66,385.53	121,100.55	113,217.74	98,824.56
天然气采购平均单价（元/方）	2.01	1.99	2.40	2.55
管道天然气销量（万方）	64,417.63	116,327.42	107,815.82	94,471.73
管道天然气平均销售价格（元/方）	2.85	2.87	3.33	3.55
天然气销售业务毛利率	21.41%	21.34%	19.84%	20.84%
价差（元/方）	0.84	0.88	0.93	1
价差比（售气价差/售气价格）	29.47%	30.66%	27.93%	28.17%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着近两年国家大力推进能源结构调整，佛山市工业煤改气、油改气等比例持续提升，燃气消费占能源消费比例持续提升，公司售气量保持较快增长速度，假设售气量增速保持在 18%水平。

假设 2：公司销售价差比保持稳定在 30%附近，毛利率水平稳定；

假设 3：天然气管网建设保持在历史平均水平，工程业务业绩和毛利率稳定；

假设 4：假设公司三费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计					
营业收入	3768.9	4292.2	5022.6	5883.3	6897.6
yoy	-7.9%	13.9%	17.0%	17.1%	17.2%
营业成本	2953.6	3425.1	4013.4	4709.4	5524.4
毛利率	21.6%	20.2%	20.1%	20.0%	19.9%
天然气销售					
收入	3487.42	4011.7	4733.8	5585.9	6591.4
yoy	-7.7%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
成本	2743.27	3223.0	3806.0	4496.6	5306.0

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	21.3%	19.7%	19.6%	19.5%	19.5%
天然气工程					
收入	203.49	192.1	195.9	199.8	203.8
yoy	-11.1%	-5.6%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	175.42	163.2	166.5	169.9	173.3
毛利率	13.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
其他					
收入	77.96	88.5	92.9	97.5	102.4
yoy	-9.2%	13.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	34.88	38.94	40.9	42.9	45.1
毛利率	55.3%	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%

数据来源：西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.76、0.92、1.09 元，对应 PE 28、24、20 倍，公司业绩稳健并持续增长。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：同行业公司估值对比

代码	证券简称	总市值(万元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	18E	19E	
002911.SZ	佛燃股份	1212080	30.96	28.68	23.70	4.90
	最高值	1709717	114.91	42.77	41.03	7.03
	中位值	1054701	17.10	16.73	14.91	1.84
600903.SH	贵州燃气	1709717	114.91	--	--	7.03
601139.SH	深圳燃气	1663669	17.45	15.89	13.47	1.92
600681.SH	百川能源	1361598	12.76	13.34	11.47	3.24
600917.SH	重庆燃气	1072084	28.55	28.59	28.17	2.75
600635.SH	大众公用	1037318	29.48	--	--	1.52
600856.SH	中天能源	871925	16.75	8.57	5.39	1.76
002267.SZ	陕天然气	809591	16.55	16.73	14.91	1.36
600617.SH	国新能源	587478	-139.23	42.77	41.03	1.61

数据来源：WIND，西南证券整理

5 风险提示

客户拓展不及预期风险，价差大幅缩小带来利润率下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4292.23	5022.61	5883.26	6897.59	净利润	455.16	549.39	659.00	777.28
营业成本	3425.09	4013.38	4709.42	5524.36	折旧与摊销	179.02	185.08	185.08	185.08
营业税金及附加	19.56	22.60	25.30	27.59	财务费用	51.41	38.75	24.60	22.27
销售费用	79.02	90.41	104.72	121.40	资产减值损失	-1.06	4.00	5.00	6.00
管理费用	143.11	160.72	176.50	203.48	经营营运资本变动	-209.98	-18.45	26.31	17.09
财务费用	51.41	38.75	24.60	22.27	其他	114.24	-29.91	-35.44	-35.80
资产减值损失	-1.06	4.00	5.00	6.00	经营活动现金流净额	588.79	728.87	864.55	971.92
投资收益	27.84	30.00	30.00	30.00	资本支出	-437.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-144.10	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-581.16	30.00	30.00	30.00
营业利润	604.20	722.74	867.72	1022.49	短期借款	264.02	-795.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.62	1.15	1.59	3.07	长期借款	-130.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	602.58	723.90	869.31	1025.56	股权融资	695.11	0.00	0.00	0.00
所得税	147.42	174.51	210.31	248.29	支付股利	-300.00	-69.48	-84.61	-101.75
净利润	455.16	549.39	659.00	777.28	其他	-63.70	-206.83	-24.60	-22.27
少数股东损益	107.75	126.36	150.25	171.00	筹资活动现金流净额	465.39	-1071.34	-109.21	-124.02
归属母公司股东净利润	347.41	423.03	508.75	606.28	现金流量净额	473.02	-312.47	785.34	877.90
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	965.01	652.54	1437.89	2315.79	成长能力				
应收和预付款项	320.60	382.01	444.79	523.74	销售收入增长率	13.89%	17.02%	17.14%	17.24%
存货	79.53	93.19	107.35	127.27	营业利润增长率	4.42%	19.62%	20.06%	17.84%
其他流动资产	244.53	286.14	335.17	392.96	净利润增长率	4.03%	20.70%	19.95%	17.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.39%	13.41%	13.82%	14.15%
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	2858.85	2694.74	2530.64	2366.53	毛利率	20.20%	20.09%	19.95%	19.91%
无形资产和开发支出	315.95	298.20	280.46	262.71	三费率	6.37%	5.77%	5.20%	5.03%
其他非流动资产	415.99	412.76	409.53	406.29	净利率	10.60%	10.94%	11.20%	11.27%
资产总计	5200.46	4819.59	5545.82	6395.29	ROE	15.93%	16.54%	16.91%	17.00%
短期借款	795.02	0.00	0.00	0.00	ROA	8.75%	11.40%	11.88%	12.15%
应付和预收款项	701.92	797.52	941.41	1106.05	ROIC	16.82%	18.84%	22.86%	27.79%
长期借款	228.33	228.33	228.33	228.33	EBITDA/销售收入	19.45%	18.85%	18.31%	17.83%
其他负债	617.57	471.42	479.38	488.69	营运能力				
负债合计	2342.84	1497.28	1649.12	1823.07	总资产周转率	0.90	1.00	1.14	1.16
股本	556.00	556.00	556.00	556.00	固定资产周转率	1.69	1.94	2.43	3.06
资本公积	658.88	658.88	658.88	658.88	应收账款周转率	17.68	17.70	17.81	17.80
留存收益	1161.24	1514.79	1938.93	2443.45	存货周转率	52.15	46.47	46.50	46.50
归属母公司股东权益	2391.34	2729.67	3153.81	3658.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.41%	—	—	—
少数股东权益	466.28	592.64	742.89	913.89	资本结构				
股东权益合计	2857.62	3322.31	3896.70	4572.23	资产负债率	45.05%	31.07%	29.74%	28.51%
负债和股东权益合计	5200.46	4819.59	5545.82	6395.29	带息债务/总负债	43.68%	15.25%	13.85%	12.52%
					流动比率	0.95	1.68	2.34	2.87
					速动比率	0.91	1.57	2.23	2.76
					股利支付率	86.35%	16.42%	16.63%	16.78%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	834.63	946.58	1077.41	1229.85	每股收益	0.62	0.76	0.92	1.09
PE	34.67	28.47	23.67	19.86	每股净资产	4.30	4.91	5.67	6.58
PB	5.04	4.41	3.82	3.29	每股经营现金	1.06	1.31	1.55	1.75
PS	2.81	2.40	2.05	1.75	每股股利	0.54	0.12	0.15	0.18
EV/EBITDA	14.22	11.87	9.70	7.78					
股息率	2.49%	0.58%	0.70%	0.84%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn