

## 业绩增长符合预期，生态文旅、农业将成亮点

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中期报告, 2018 年 H1 实现营业收入 49.4 亿元, 同比增长 76.7%, 归母净利润 3.85 亿元, 同比增长 42.9%, EPS0.17 元。
- **在手订单饱满, 业绩维持高增长:** 公司上半年环保业务同比增长 147.9%, 带动上半年整体业绩同比增长 76.7%。其中 2 季度实现营业收入 36.4 亿元, 同比增长 79.3%; 2 季度实现归属母公司净利润 4.6 亿元, 同比增长 67.3%。公司目前在手工程订单 520.6 亿元, 是 2017 年营收的 6.4 倍, 2018 年下半年在政府积极财政更加积极的政策条件下, 公司项目将加速落地, 全年业绩将保持高速增长。
- **期间费用拖累净利, 现金流有待改善:** 公司 2018H1 毛利率 26.2%, 同比上升 0.7 个百分点, 主要因生态环保类项目占比提升促使园林业务毛利率提升; 净利率 7.8%, 同比减少 1.7 个百分点。期间费用率 18.0%, 同比上升 1.4 个百分点, 其中公司为完善全国市场布局成立多个区域中心, 相关人员大幅增长, 导致销售费用率同比上升 0.6 个百分点, 同时本期业务规模扩大、银行贷款大幅增加, 导致财务费率上升 1.2 个百分点, 管理费用率下降 0.4 个百分点。现金及现金等价物净增加额-9.9 亿元, 较上年同期 8.7 亿元大幅下滑, 主要因为 BT 项目回款减少且公司支付的 PPP 项目投资款大幅增加, 同时本期偿还债务大幅增加导致。
- **实施多区域战略布局, 华中、华东、西北地区业务快速增长:** 2018H1 年, 公司西南、华南、西北、华中、华东收入占比分别为 27.9%、24.0%、13.3%、12.9%、12.0%。受益于华中、华东、西北市场订单充足、项目稳步推进, 华中、华东、西北地区收入大幅增长, 增速分别为 615.9%、230.2%、92.0%。公司未来在稳步发展华南市场业务的同时, 将继续积极开拓华中、华东等地区市场。
- **受益于环境宽松预期, PPP 文旅及乡村建设将成业绩新动能:** 我们认为生态环保行业将受益于本轮基础设施领域补短板, 公司作为生态环保行业龙头公司将大幅受益。公司生态环境建设运营业务由传统的景观、环保延伸至生态旅游、农业领域, 形成由四块业务组合构成的完整生态产业链。其中公司 PPP 旅游运营项目山东滨州西纸坊黄河古村获中国最佳乡村旅游项目奖, 为行业中的标杆项目, 目前公司已开业文旅项目有 3 个, 正在筹建项目 4 个, 正在跟进项目数十个; 报告期内, 公司中标江苏省睢宁县古黄河生态修复及中低产农田改造 PPP 项目, 该项目是行业内最早的综合性的农村三产融合性项目, 标志公司已经率先进入生态农业全产业链领域。美丽中国、乡村振兴等政策将为公司业绩增长带来新动能。
- **盈利预测与评级:** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.71 元、0.96 元, 对应 PE 为 12 倍、8 倍、6 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 业务拓展不达预期风险, 应收款回收及现金流恶化等风险。

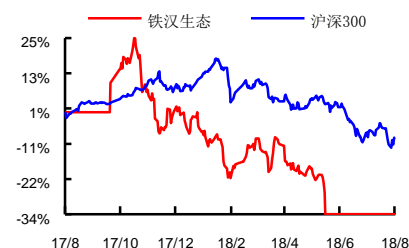
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8187.79	12292.21	17302.42	22625.86
增长率	79.04%	50.13%	40.76%	30.77%
归属母公司净利润 (百万元)	757.11	1052.85	1621.80	2184.74
增长率	45.02%	39.06%	54.04%	34.71%
每股收益 EPS (元)	0.33	0.46	0.71	0.96
净资产收益率 ROE	11.93%	13.95%	18.10%	20.19%
PE	16	12	8	6
PB	2.03	1.69	1.41	1.16

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
 执业证号: S1250517090004  
 电话: 021-58351883  
 邮箱: yyc@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)	22.79
流通 A 股(亿股)	14.47
52 周内股价区间(元)	5.37-15.4
总市值(亿元)	122.41
总资产(亿元)	235.28
每股净资产(元)	2.82

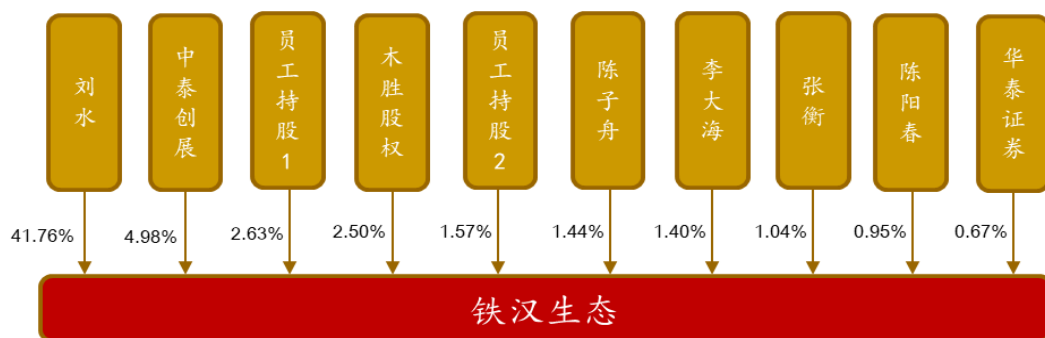
### 相关研究

## 1 公司概况：上市 7 年高速增长，领军生态环保领域

铁汉生态是国家级高新技术企业、中国环保产业骨干企业、中国生态修复和环境建设领军企业。公司主营涵盖生态环保、生态景观、生态旅游、生态农业四大方向，拥有集策划、规划、设计、研发、投融资、建设、运营等为一体的全产业链。

**公司股权集中：**公司控股股东为刘水，占股 41.76%，第二大股东持股仅占比 4.98%。前十大股东中张衡、陈阳春为公司高管，于 2001 年与刘水一起创立铁汉生态。前十大股东持股合计占比 58.94%。

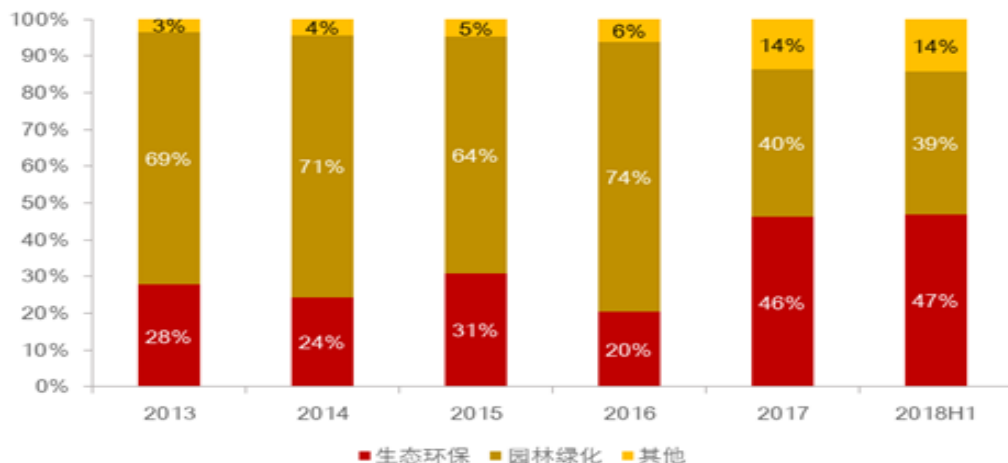
图 1：前十大股东股权占比（2018 年中报）



数据来源：Wind，西南证券整理

**公司主营结构：**园林绿化和生态修复业务一直是公司的主要业务，其中园林绿化业务占比从 2013 年的 69% 逐渐降低到 2018H1 的 39%，而生态修复业务份额一直提升，从 2013 年的 28% 增加到 2018H1 的 47%。

图 2：主营结构占比生态环保逐渐变大，已经超过园林绿化业务



数据来源：Wind，西南证券整理

**公司经营情况：**公司自 2011 年上市以来，连续 7 年保持业绩高速增长。2018 年上半年营收 49.4 亿元，同比增长 76.7%；净利润约为 3.8 亿元，同比增长 42.9%。近年公司营业收入和净利润总体保持上升趋势，但 2013、2014 年，受国家宏观经济增长放缓的影响，公

司新签订单落地速度低于预期，新开工项目总体偏少，同时叠加公司股权激励计划费用摊销增加，导致营收和净利润增长出现一定程度的放缓。

图 3：2018H1 实现营业收入 49.4 亿元，同比增长 76.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2018H1 实现归母净利润 3.85 亿元，同比增长 42.9%



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 2018 年中报费用率增加致净利润增速低于营收增速

公司 2018H1 毛利率 26.2%，同比上升 0.7 个百分点，主要因生态环保类项目占比提升促使园林业务毛利率提升；净利率 7.8%，较上年同期减少 1.8 个百分点。期间费用率 18.0%，较上年同期增加 1.4 个百分点。公司为完善全国市场布局成立多个区域中心，相关人员大幅增长，导致销售费用率较去年同期增加 0.6 个百分点，同时本期业务规模扩大、银行贷款大幅增加，导致财务费率较去年同期增加 1.2 个百分点，管理费用率较同期减少 0.4 个百分点。

表 1：2018 年上半年期间费用率增加 1.4 个百分点，拖累净利增速低于营收增速（单位：亿元）

铁汉生态利润简表	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	同比
营业收入	26.13	45.73	27.95	81.88	49.38	76.7%
营业成本	19.10	33.48	20.82	61.23	36.45	75.0%
毛利率	26.9%	26.8%	25.5%	25.2%	26.2%	增加 0.7 个百分点
销售费用	0.00	0.16	0.21	1.04	0.68	217.3%
管理费用	2.96	5.31	3.31	8.56	5.62	69.7%
财务费用	1.44	1.66	1.12	3.00	2.59	131.8%
期间费用	4.39	7.12	4.64	12.60	8.89	91.4%
期间费用率	16.8%	15.6%	16.6%	15.4%	18.0%	增加 1.4 个百分点
资产减值损失	0.10	0.48	0.07	0.32	-0.06	-191.6%
投资净收益	1.32	1.35	0.52	1.12	0.52	-0.8%
营业利润	3.29	5.67	2.91	8.80	4.57	57.1%
营业外净收入	0.08	0.38	0.04	0.05	0.01	-73.2%
利润总额	3.36	6.05	2.95	8.85	4.58	55.2%
所得税	0.32	0.76	0.29	1.27	0.75	155.7%
归属母公司净利润	3.06	5.22	2.69	7.57	3.85	42.9%
净利率	11.7%	11.6%	9.5%	9.3%	7.7%	减少 1.8 个百分点

铁汉生态利润简表	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	同比
存货	13.85	33.85	40.12	57.16	71.27	77.7%
最新股本	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79	
每股收益	0.13	0.23	0.12	0.33	0.17	42.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

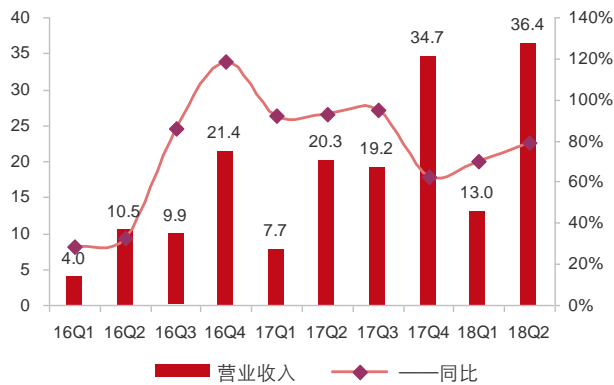
表 2：2018Q2 生态环保类项目占比提升导致二季度毛利率增加（单位：亿元）

季度利润简表	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入	4.0	10.5	9.9	21.4	7.7	20.3	19.2	34.7	13.0	36.4
同比	28.4%	32.7%	85.6%	118.2%	92.1%	93.1%	94.8%	62.4%	69.8%	79.3%
环比	-59.3%	163.8%	-6.2%	117.0%	-64.2%	165.1%	-5.4%	81.0%	-62.6%	179.9%
营业成本	2.8	7.6	6.9	16.2	5.8	15.0	14.0	26.4	9.6	26.8
同比	20.9%	37.0%	80.7%	117.9%	109.2%	97.4%	102.4%	63.1%	64.7%	79.0%
环比	-62.3%	171.4%	-8.7%	133.3%	-63.8%	156.1%	-6.3%	88.1%	-63.5%	178.3%
毛利率	29.8%	27.8%	29.7%	24.4%	23.6%	26.2%	26.9%	24.1%	25.9%	26.3%
销售费用	0.01	0.00	0.00	0.16	0.08	0.13	0.29	0.54	0.32	0.36
管理费用	1.01	0.82	1.37	2.11	1.53	1.78	2.17	3.07	2.61	3.02
财务费用	0.39	0.38	0.47	0.42	0.56	0.56	0.72	1.16	1.33	1.26
销售费率	0.2%	0.0%	0.0%	0.7%	1.1%	0.7%	1.5%	1.5%	2.5%	1.0%
管理费率	25.3%	7.8%	13.9%	9.9%	20.0%	8.8%	11.3%	8.8%	20.1%	8.3%
财务费率	9.8%	3.6%	4.8%	2.0%	7.3%	2.7%	3.8%	3.3%	10.2%	3.5%
期间费率	35.3%	11.4%	18.7%	12.6%	28.4%	12.2%	16.6%	13.7%	32.7%	12.7%
资产减值损失	0.09	0.09	0.14	0.15	-0.03	0.10	0.10	0.15	-0.04	-0.02
投资净收益	0.36	0.46	0.30	0.23	0.31	0.21	0.15	0.45	0.17	0.35
营业利润	-0.04	2.03	1.22	2.46	-0.08	2.99	2.09	3.80	-0.73	5.29
利润总额	-0.04	2.06	1.28	2.74	-0.07	3.02	2.09	3.81	-0.72	5.30
所得税	0.00	0.24	0.18	0.34	0.00	0.30	0.23	0.74	0.00	0.75
归属母公司净利润	-0.04	1.82	1.11	2.34	-0.04	2.73	1.90	2.98	-0.72	4.57
同比	-44.2%	47.5%	111.5%	75.2%	7.2%	50.4%	71.2%	27.5%	-1667%	67.3%
净利率	-1.1%	17.3%	11.3%	10.9%	-0.5%	13.5%	9.9%	8.6%	-5.6%	12.6%
存货	20.98	24.34	28.58	33.85	32.06	40.12	49.21	57.16	60.19	71.27
最新股本	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79	22.79
每股收益	0.00	0.08	0.05	0.10	0.00	0.12	0.08	0.13	-0.03	0.20

数据来源：Wind，西南证券整理

## 关键财务指标:

图 5: 2018Q2 实现营业收入 36.38 亿元, 同比增长 79.27%



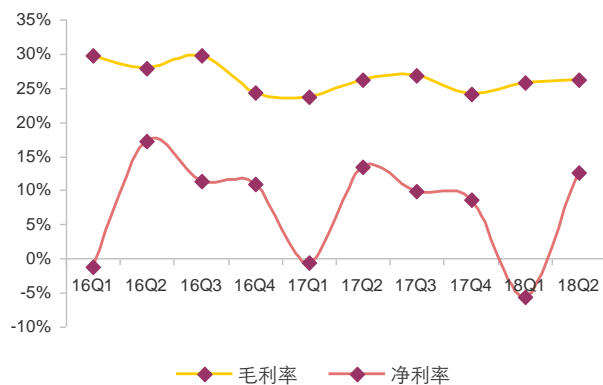
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2018Q2 实现归属净利润 4.57 亿元, 同比增长 67.3%



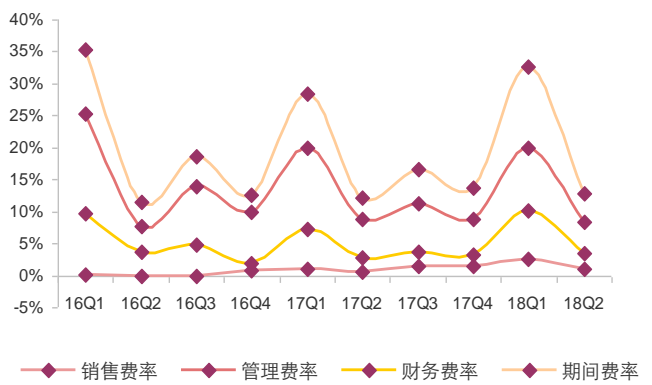
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2018Q2 毛利率 24.06%, 较去年同期提高 0.09 个百分点



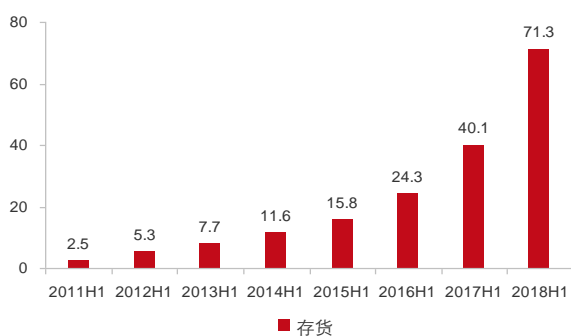
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 2018Q2 期间费用率 12.74%, 较同期提升 0.55pct



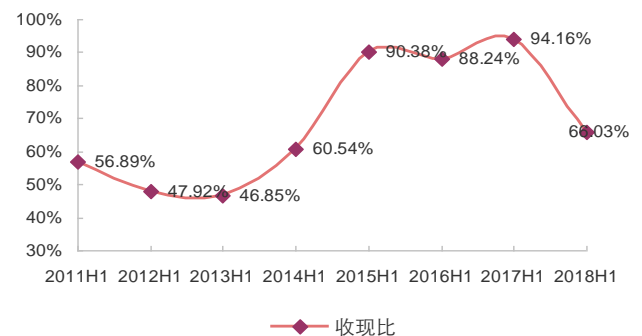
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2018H1 年存货 71.3 亿元, 较上期大幅增加



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 2018H1 收现比 66.03%



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司业务重点偏向生态环保领域，加上美丽中国和乡村振兴政策的推动，我们认为公司生态环保业务将延续高增长，2018-2020 增速分别为 80%、60%、40%，而市政园林业务将趋于平稳，2018-2020 增速分别为 15%、10%、10%。

假设 2：公司生态环保、市政园林、生态旅游、设计维护和其他业务毛利率均保持稳定，分别为 26%、23.5%、25%、20%、35%。

假设 3：公司项目持续落地、税率、期间费用维持在相对稳定水平。

基于合理假设并考虑公司实际情况，我们预计公司各业务板块的收入和毛利情况如下表所示：

**表 3：分业务板块盈利预测**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	8187.8	12292.2	17302.4	22625.9
	yoy	79.0%	50.1%	40.8%	30.8%
	毛利率	25.2%	25.0%	25.2%	25.3%
生态环保	收入	3780.0	6804.0	10886.4	15241.0
	yoy	254.0%	80.0%	60.0%	40.0%
	毛利率	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
市政园林	收入	3284.3	3776.9	4154.6	4570.1
	yoy	15.1%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	24.5%	23.5%	23.5%	23.5%
生态旅游	收入	915.4	1418.9	1844.5	2213.4
	yoy	79.5%	55.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
设计维护	收入	158.7	238.1	357.1	535.6
	yoy	57.3%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	收入	49.4	54.3	59.8	65.8
	yoy	19.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	0.6%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.71 元、0.96 元，对应 PE 为 12 倍、8 倍、6 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				市净率 PB(MRQ)
			17A	18E	19E	20E	
300197.SZ	铁汉生态	122.41	16	12	8	6	2.03
002310.SZ	东方园林	401.61	17	12	9	7	3.4
300237.SZ	美晨生态	112.76	17	13	9	7	3.4
002717.SZ	岭南股份	106.45	19	11	8	6	2.9
002431.SZ	棕榈股份	99.78	31	19	14	10	1.8
300355.SZ	蒙草生态	90.16	11	8	6	4	2.5
300495.SZ	美尚生态	79.43	26	20	15	11	2.7
603359.SH	东珠生态	66.34	24	15	10	7	2.7

数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 风险提示

政策推进或不及预期风险，项目订单落地或不及预期风险，工程项目回款或不及预期风险，并购重组整合风险，商誉减值风险，质押平仓风险（大股东刘水质押 79.66% 占公司总股本 33.27%）。



**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	8187.79	12292.21	17302.42	22625.86	净利润	758.46	1054.72	1624.68	2188.63
营业成本	6122.69	9214.24	12942.15	16905.75	折旧与摊销	85.70	102.21	102.21	102.21
营业税金及附加	32.09	61.82	80.61	108.20	财务费用	300.06	342.42	366.48	367.82
销售费用	103.55	165.94	230.12	294.14	资产减值损失	32.03	39.90	35.97	37.94
管理费用	856.07	1355.94	1858.82	2463.28	经营营运资本变动	-78.92	-1688.97	-1590.01	-1613.74
财务费用	300.06	342.42	366.48	367.82	其他	-1951.98	-164.69	-153.10	-158.64
资产减值损失	32.03	39.90	35.97	37.94	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-854.65</b>	<b>-314.41</b>	<b>386.24</b>	<b>924.21</b>
投资收益	112.13	123.43	117.78	120.61	资本支出	-794.36	-129.95	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-914.95	711.58	117.78	120.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1709.31</b>	<b>581.63</b>	<b>117.78</b>	<b>120.61</b>
<b>营业利润</b>	<b>879.96</b>	<b>1235.37</b>	<b>1906.05</b>	<b>2569.35</b>	短期借款	2219.20	-1810.06	574.06	179.71
其他非经营损益	5.08	5.47	5.34	5.50	长期借款	1423.88	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>885.04</b>	<b>1240.84</b>	<b>1911.39</b>	<b>2574.85</b>	股权融资	243.23	300.00	0.00	0.00
所得税	126.58	186.13	286.71	386.23	支付股利	-75.98	-151.42	-210.57	-324.36
净利润	758.46	1054.72	1624.68	2188.63	其他	1268.98	-1206.89	-366.48	-367.82
少数股东损益	1.35	1.87	2.88	3.88	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5079.30</b>	<b>-2868.37</b>	<b>-3.00</b>	<b>-512.47</b>
归属母公司股东净利润	757.11	1052.85	1621.80	2184.74	<b>现金流量净额</b>	<b>2515.35</b>	<b>-2601.16</b>	<b>501.02</b>	<b>532.34</b>
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	3830.38	1229.22	1730.24	2262.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1690.81	2567.05	3723.31	4785.30	销售收入增长率	79.04%	50.13%	40.76%	30.77%
存货	5716.29	8605.35	12086.81	15789.17	营业利润增长率	55.32%	40.39%	54.29%	34.80%
其他流动资产	686.40	147.50	207.62	271.50	净利润增长率	43.38%	39.06%	54.04%	34.71%
长期股权投资	326.31	326.31	326.31	326.31	EBITDA 增长率	59.94%	32.73%	41.35%	27.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	770.24	728.13	686.03	643.92	毛利率	25.22%	25.04%	25.20%	25.28%
无形资产和开发支出	1452.95	1529.41	1475.92	1422.43	三费率	15.38%	15.17%	14.19%	13.81%
其他非流动资产	5822.59	5815.98	5809.37	5802.77	净利率	9.26%	8.58%	9.39%	9.67%
<b>资产总计</b>	<b>20295.96</b>	<b>20948.95</b>	<b>26045.61</b>	<b>31303.98</b>	ROE	11.93%	13.95%	18.10%	20.19%
短期借款	3799.41	1989.35	2563.41	2743.12	ROA	3.74%	5.03%	6.24%	6.99%
应付和预收款项	4013.77	5567.82	7988.77	10472.16	ROIC	21.43%	22.73%	24.25%	25.00%
长期借款	1921.93	1921.93	1921.93	1921.93	EBITDA/销售收入	15.46%	13.67%	13.72%	13.43%
其他负债	4204.56	3910.27	4597.81	5328.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>13939.68</b>	<b>13389.37</b>	<b>17071.91</b>	<b>20466.02</b>	总资产周转率	0.52	0.60	0.74	0.79
股本	1519.65	2279.48	2279.48	2279.48	固定资产周转率	12.04	16.88	25.22	35.14
资本公积	2323.55	1639.44	1639.44	1639.44	应收账款周转率	9.30	9.32	8.74	8.51
留存收益	2198.64	3100.06	4511.29	6371.67	存货周转率	1.34	1.29	1.25	1.21
归属母公司股东权益	6041.84	7243.26	8654.49	10514.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	57.24%	—	—	—
少数股东权益	314.45	316.32	319.20	323.08	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6356.28</b>	<b>7559.58</b>	<b>8973.69</b>	<b>10837.96</b>	资产负债率	68.68%	63.91%	65.55%	65.38%
负债和股东权益合计	20295.96	20948.95	26045.61	31303.98	带息债务/总负债	52.33%	40.96%	35.49%	30.48%
					流动比率	1.22	1.36	1.37	1.41
					速动比率	0.63	0.43	0.44	0.45
					股利支付率	10.04%	14.38%	12.98%	14.85%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.33	0.46	0.71	0.96
					每股净资产	2.65	3.18	3.80	4.61
					每股经营现金	-0.37	-0.14	0.17	0.41
					每股股利	0.03	0.07	0.09	0.14
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1265.72	1680.00	2374.74	3039.38					
PE	16.17	11.63	7.55	5.60					
PB	2.03	1.69	1.41	1.16					
PS	1.50	1.00	0.71	0.54					
EV/EBITDA	5.32	4.12	2.95	2.19					
股息率	0.62%	1.24%	1.72%	2.65%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@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
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn