

## 两票制影响短期业绩，积极推进业务转型

### 投资要点

- 事件:**公司发布2018年半年报，2018年实现营业收入11.5亿元(+51.1%)、归母净利润1.5亿元(+31.6%)、扣非归母净利润3068万元(-49.1%)。其中：非经常损益主要为转让联营企业中国抗体10%股权带来的投资收益9419万元及金融资产产生的收益。
- 两票制影响短期业绩，业务转型正在推进。**1)公司收入主要由医药业务构成，受两票制低开转高开影响，2018年上半年实现营业收入11.5亿元(+51.1%)、毛利率65.7%(+20.3pp)；同时由于销售模式调整，销售费用率35.4%(+23.5pp)。预计调整期过后主营业务业绩将恢复平稳；2)业务转型正在推进。公司2011年以来陆续通过外延并购和自设平台的方式加强医疗健康产业链布局，目前已初步形成了集药品研发制造、生物医药、医疗器械、互联网医疗及医疗服务几大板块的布局。
- 传统制药业务具备产业链优势，收购奇力制药实现业务协同。**1)公司制剂产品包括头孢制剂系列、肠胃药系列、肿瘤药系列、原料药和中间体系列及其他产品。与市场上大多数制剂厂商原料药依靠外购不同，公司从核素到原料药到制剂都是自己生产制造，主要产品具有较强的产业链优势，预计未来保持稳健增长。2)公司于2018年7月发布公告，拟支付现金购买海口奇力制药100%股份，交易作价暂定为21.4亿元。奇力制药产品以抗感染类、心血管用药、消化系统用药为主，2017年实现营业收入12亿元、归母净利润1亿元、经营活动现金流2亿元，经营情况稳健，将为后续健康产业布局贡献稳定的现径流。
- 多个创新药处于临床阶段，牵手优卡迪布局CAR-T。**1)参股21.01%的中国抗体已有3个产品进入临床，主治类风湿性关节炎的1.1类新药II期临床试验结果达到预期，已进入III期临床，该项目获得国家科技重大专项“重大新药创制”。其他淋巴瘤、红斑狼疮两适应症新药已进入II期临床。此外，治疗肿瘤的1.1类新药SM09、SM06、TNF2、N009、N004等已完成临床前研究。2)与优卡迪共同出资设立海南海优，海南海优将先行落户海南博鳌乐城国际医疗旅游先行示范区，在基因-细胞免疫治疗肿瘤医学领域进行深入研发，推进上市公司的大健康发展布局。
- 盈利预测与评级。**暂不考虑奇力制药并购事项，预计2018-2020年EPS分别为0.22元、0.28元、0.36元，对应PE分别为29倍、22倍、17倍。我们认为公司在大健康领域多方向布局，长期增长可期，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**奇力制药未设置业绩承诺，业绩或不及预期风险；大健康业务布局不及预期风险；大股东股权质押风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@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)	13.36
流通A股(亿股)	11.03
52周内股价区间(元)	6.25-13.54
总市值(亿元)	83.50
总资产(亿元)	100.70
每股净资产(元)	3.49

### 相关研究

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1824.52	2702.67	3141.33	3655.77
增长率	18.17%	48.13%	16.23%	16.38%
归属母公司净利润(百万元)	86.63	291.98	374.64	478.79
增长率	-47.38%	237.06%	28.31%	27.80%
每股收益EPS(元)	0.06	0.22	0.28	0.36
净资产收益率ROE	1.60%	5.22%	6.70%	8.57%
PE	96	29	22	17
PB	1.64	1.59	1.59	1.59

数据来源: Wind, 西南证券

## 1 公司简介：打造大健康产业平台

公司传统主营业务为药品和原料药。2011年增资扩股持有上海生特力布局人工耳蜗后，陆续通过外延并购和自设平台的方式加强医疗健康产业链布局，目前已初步形成了集药品研发制造、生物医药、医疗器械、互联网医疗及医疗服务几大板块的布局。

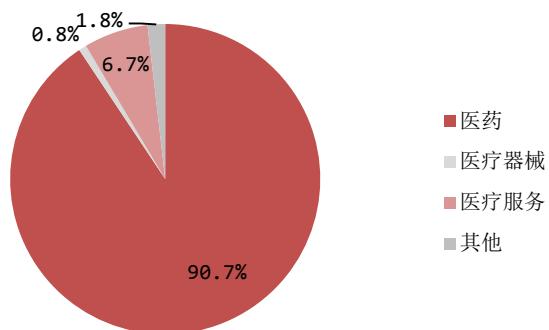
**图 1：公司发展历程**



数据来源：公司网站，西南证券整理

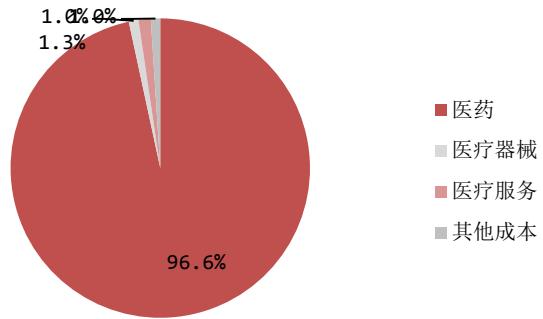
公司91%及97%的收入来自于医药业务，主要包括头孢制剂、肠胃康、紫杉醇、原料药等。医疗器械与医药业务目前对业绩的贡献较小。

**图 2：公司营业收入构成**



数据来源：公司公告，西南证券整理

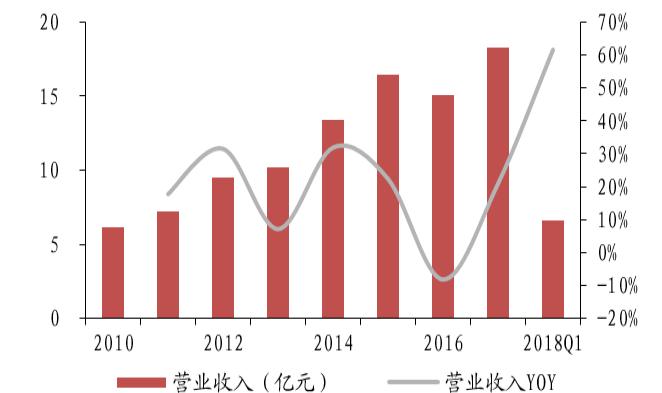
**图 3：公司毛利构成**



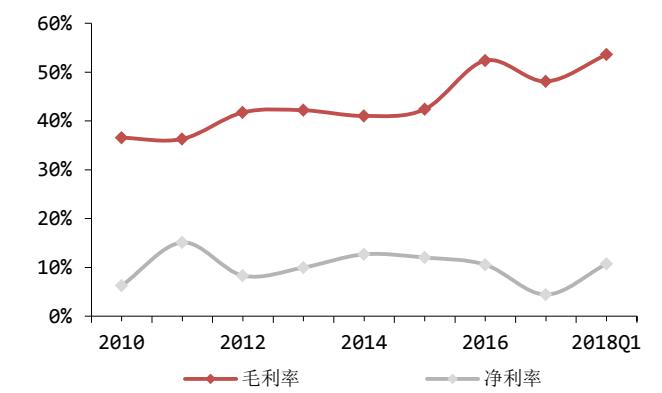
数据来源：公司公告，西南证券整理

除2016年外，公司收入均保持20%左右的稳健增长，2016年收入负增长主要是渠道管理出现问题，代表药物紫杉醇在2016年想拿独家产品称号，拿到独家之后，销售渠道与普通渠道不一样，结果没有批下来，同时也在2016年失去了原有的销售渠道，目前渠道建设已经恢复。

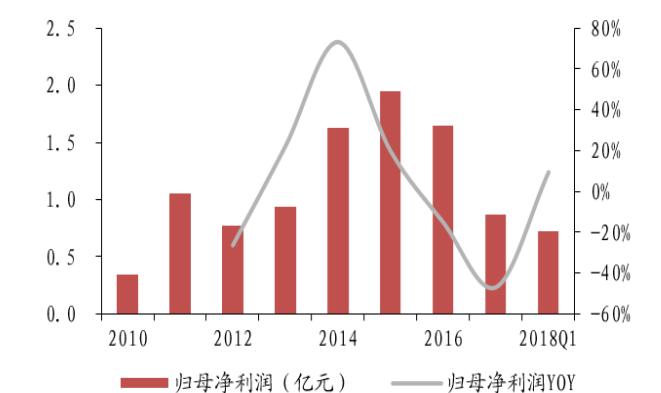
2017年受两票制低开转高开影响，公司实现营业收入18.25亿，同比增长18%，但由于渠道调整导致销售费用高企，利润呈现负增长。2018年上半年实现营业收入11亿元，同比增长51%，渠道调整结束后利润恢复增长。

**图 4: 公司营业收入及增速**


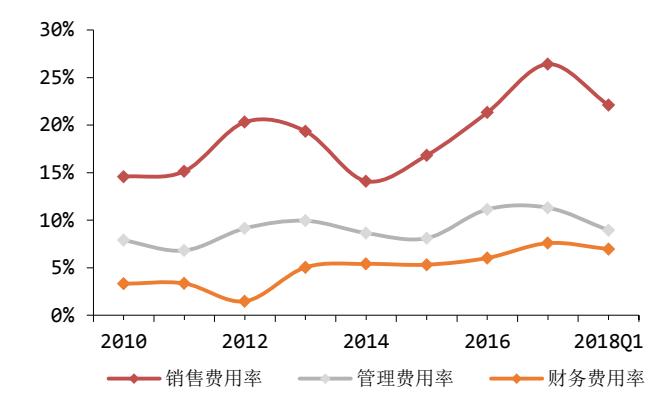
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6: 公司毛利率及净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5: 公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7: 公司期间费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 传统制药业务：具备产业链优势，收购奇力制药实现业务协同

### 2.1 传统制药业务具备产业链优势

公司制剂业务产品包括头孢制剂系列、肠胃药系列、肿瘤药系列、原料药和中间体系列及其他产品。与市场上大多数制剂厂商原料药依靠外购不同，公司从核素到原料药到制剂都是自己生产制造，主要产品具有较强的产业链优势。

**表 1: 公司主要化学制剂产品及用途**

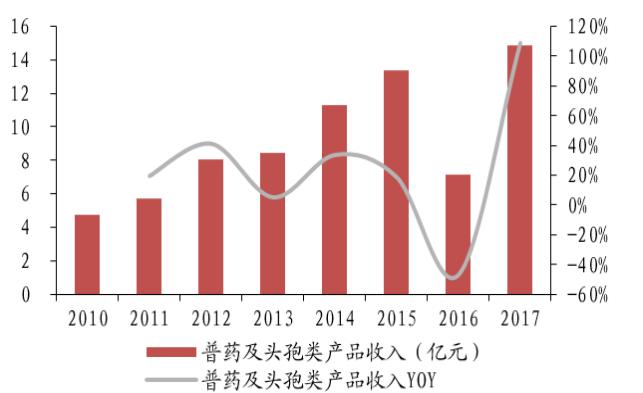
类别	产品	主治功能/产品用途
头孢制剂	注射用 头孢西丁钠	敏感的细菌引起的上下呼吸道感染、泌尿道感染、腹膜炎、及其它腹腔内、盆腔内感染、败血症、妇科感染、骨和关节软组织感染、心内膜炎等
	注射用 头孢唑肟钠	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病等

类别	产品	主治功能/产品用途
	注射用 头孢呋辛钠	敏感的细菌所致的呼吸道及耳鼻喉感染、泌尿道感染、皮肤及软组织感染、败血症、脑膜炎、淋病、骨及关节感染等
	注射用 头孢孟多酯钠	敏感细菌所致的肺部感染、尿路感染、胆道感染、皮肤软组织感染、骨和关节感染以及败血症、腹腔感染等
	注射用 头孢曲松钠	敏感致病菌所致的下呼吸道感染、尿路、胆道感染，以及腹腔感染、盆腔感染、皮肤软组织感染、骨和关节感染、败血症、脑膜炎等
	头孢克洛颗粒	敏感菌所致的呼吸系统、泌尿系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染等
肠胃康	肠胃康系列	急性胃肠炎、食滞胃痛等
紫杉醇	紫杉醇注射液	卵巢癌、乳腺癌、头颈癌、食管癌，精原细胞瘤，复发非何金氏淋巴瘤等
原料药及其中间体	7-ANCA	头孢菌素类抗生素中间体，可用于生产加工头孢唑肟等
	头孢西丁钠	用于生产头孢西丁钠制剂
	头孢西丁酸	用于生产头孢西丁原料
	头孢唑肟钠	用于生产头孢唑肟钠制剂
	氨曲南	用于生产氨曲南制剂
	美罗培南	用于生产美罗培南制剂
其它	注射用氨曲南	敏感需氧革兰阴性菌所致的各种感染，如：尿路感染、下呼吸道感染、败血症、腹腔内感染、妇科感染、术后伤口及烧伤、溃疡等皮肤软组织感染等
	注射用美罗培南	由单一或多种对美罗培南敏感的细菌引起的感染：肺炎（包括院内获得性肺炎）、尿路感染、妇科感染（如子宫内膜炎和盆腔炎）、皮肤软组织感染、脑膜炎、败血症等
	注射用维生素 C	坏血病、特发性高铁血红蛋白血症等

数据来源：西南证券整理

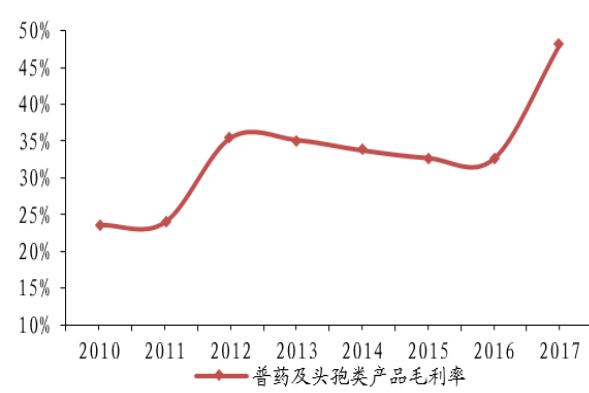
普药及头孢类产品是公司制剂业务的主要收入来源，2017年占公司收入比例约80%。除2016年渠道调整及2017年两票制低开转高开影响外，增速保持在20%左右。与市场上大多数制剂厂商原料药依靠外购不同，公司从核素到原料药到制剂都是自己生产制造，主要产品具有较强的产业链优势，除2017年两票制导致低开转高开影响外，毛利率稳定在30%以上的较高水平。

图8：公司普药及头孢类产品收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图9：公司普药及头孢类产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

肠胃康、紫杉醇等新特药 2017 年收入规模 1.7 亿元，占公司收入比例较小，未来随着各省新标执行和公司销售推广的推动，预计收入将稳步增长。

## 2.2 收购奇力制药，实现业务协同

公司于 2018 年 7 月发布公告，拟以支付现金的方式购买海口奇力制药 100% 股份，交易作价暂定为 21.4 亿元。

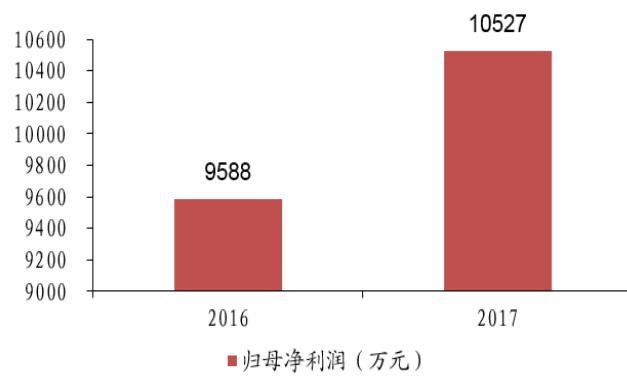
奇力制药产品以抗感染类药品、心血管系统用药、消化系统用药为主，产品销售范围已覆盖广东、海南、河北、辽宁、浙江、安徽、黑龙江、江苏等全国多个省份及城市。2017 年实现营业收入 12 亿元，其中抗感染用药 7.4 亿元、心血管系统用药 3.8 亿元、消化系统用药 6855 万元。抗感染用药的核心品种为注射用头孢曲松钠他唑巴坦钠、注射用头孢哌酮钠他唑巴坦钠，2017 年收入规模分别为 3.1 亿元、2.2 亿元；心血管用药的核心品种为注射用磷酸肌酸钠，2017 年收入规模为 3.1 亿元。奇力制药 2017 年实现归母净利润 1 亿元、经营活动现金流 2 亿元，经营情况稳健，将为后续健康产业布局贡献稳定的现金流。

图 10：奇力制药收入概况



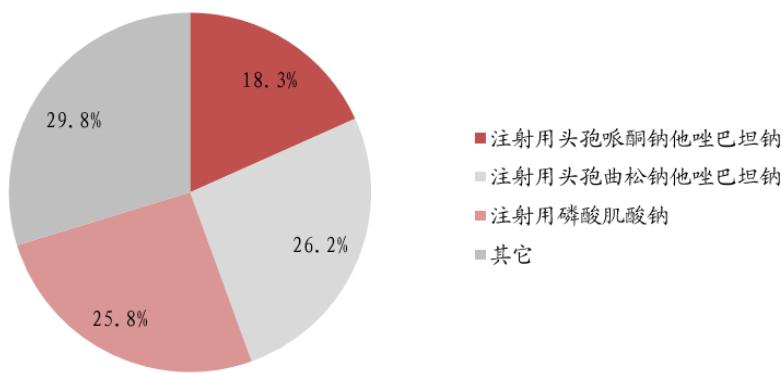
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：奇力制药归母净利润概况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：奇力制药业务结构



数据来源：公司网站，西南证券整理

### 3 多个创新药处于临床阶段，牵手优卡迪布局 CAR-T

#### 3.1 中国抗体：3 个创新药进入临床，正在推动港股上市

公司于 2013 年 1 月收购中国抗体 40%。2018 年 5 月，拟转让 10% 股权，转让后持有中国抗体 21.01% 股权。目前中国抗体正在推动港股上市。

中国抗体制药有限公司领军人物为梁瑞安博士，曾任新泽西州肿瘤中心教授、香港生物科技研究院院长、香港中文大学、第三军医大学和第四军医大学客座教授、“863 计划”重大项目专题负责人。

目前中国抗体已有 3 个产品进入临床，主治类风湿性关节炎的 1.1 类新药 II 期临床试验结果达到预期，已进入 III 期临床，该项目获得国家科技重大专项“重大新药创制”。其他淋巴瘤、红斑狼疮两适应症新药已进入 II 期临床。此外，治疗肿瘤的 1.1 类新药 SM09、SM06、TNF2、N009、N004 等已完成临床前研究。

表 2：中国抗体目前处于临床阶段的产品

序号	适应症&药品	1 期临床	2 期临床	3 期临床
1	类风湿性关节炎 1.1 类新药			✓
2	淋巴瘤		✓	
3	红斑狼疮		✓	

数据来源：公司公告，西南证券整理

#### 3.2 牵手优卡迪，布局 CAR-T

2018 年 4 月，海药投资的控股子公司博鳌国医汇与优卡迪共同出资设立的海南海优完成工商注册登记并取得营业执照，由博鳌国医汇出资 4000 万元持有海南海优 80% 的股权。海南海优将先行落户海南博鳌乐城国际医疗旅游先行示范区，在基因-细胞免疫治疗肿瘤医学领域进行深入研发，推进上市公司的大健康发展布局。

上海优卡迪生物医药科技有限公司成立于 2015 年 2 月，是国内 CAR-T 领域的领军企业。优卡迪与宾大 Carl June 团队和国内多家著名大型三甲医院血液科的临床研究中心合作，目前完成血液肿瘤 CAR-T 临床研究案例近 300 例，并且达到了和国际临床试验中所报道的疗效相一致的预期效果。

表 3：优卡迪申报的四个 CAR-T 产品受理号：

产品受理号	适应症
CXSL1800005	CD19 阳性中枢神经系统白血病 (CNSL)
CXSL1800006	CD19 阳性急性 B 淋巴细胞白血病 (ALL)
CXSL1800008	CD19 阳性复发、难治恶性淋巴瘤非霍奇金淋巴瘤
CXSL1800009	CD269 阳性多发性骨髓瘤(MM)

数据来源：公司公告，西南证券整理

其中，CXSL1800005、CXSL1800006 的适应症分别为 CD19 阳性中枢神经系统白血病 (CNSL) 和 CD19 阳性急性 B 淋巴细胞白血病 (ALL)，与博生吉安科申报的产品适应症与

靶点一致。国外，诺华（2017年8月30日获批）和Kite（2017年10月18日获批）已经上市的品种都已CD19为靶点，分别治疗急性B淋巴细胞白血病（价格47.5万美元）和大B细胞淋巴瘤（37.3万美元）。考虑到美国已有同类药物上市，从安全审慎的角度来看，优卡迪以CD19为靶点的产品最有可能的得到监管部门批准。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

假设1：医药行业增速约10%；

假设2：2018年公司开票模式改变，由低开转为高开。由于收入确认口径变化，而成本维持稳定，导致毛利率大幅提升。

表4：分业务收入及毛利率

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>				
营业收入	1825	2703	3017	3377
yoY	18.2%	48.1%	11.6%	11.9%
营业成本	947	1052	1194	1362
毛利率	48.1%	61.1%	60.4%	59.7%
<b>医药</b>				
收入	1654	2481	2729	3002
yoY	14.2%	50.0%	10.0%	10.0%
成本	806	868	955	1051
毛利率	51.3%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>其它</b>				
收入	171	222	288	375
收入YOY		30%	30%	30%
成本	141	184	239	311
毛利率	17.4%	17%	17%	17%

数据来源：Wind, 西南证券

### 4.2 估值

我们选择抗生素龙头现代制药、鲁抗医药和在创新药和CAR-T领域均有布局的安科生物作为可比公司，可比公司2018年平均PE为32倍，据我们预测，公司2018年PE为29倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 5：可比公司估值表**

代码	简称	股价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
行业均值							89	32	18	14
600420	现代制药	10.1	0.46	0.68	0.84	0.99	22	15	12	10
600789	鲁抗医药	10.3	0.05	0.2	0.48	0.6	206	52	21	17
300009	安科生物	15.65	0.39	0.53	0.73	1.04	40	30	21	15

数据来源: wind, 西南证券整理

**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	1824.52	2702.67	3141.33	3655.77	净利润	81.21	273.71	351.20	448.83
营业成本	946.76	1052.36	1223.56	1426.58	折旧与摊销	105.55	154.47	195.57	224.79
营业税金及附加	23.46	34.75	40.39	47.00	财务费用	138.44	116.44	66.10	68.45
销售费用	482.12	945.93	1036.64	1206.40	资产减值损失	5.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	206.44	316.21	361.25	420.41	经营营运资本变动	1570.68	-562.08	-224.08	-185.38
财务费用	138.44	116.44	66.10	68.45	其他	-1374.82	-121.90	-46.79	-46.76
资产减值损失	5.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	526.48	-139.37	342.00	509.92
投资收益	53.66	125.00	50.00	50.00	资本支出	-780.85	-330.00	-330.00	-330.00
公允价值变动损益	-3.21	-3.21	-3.21	-3.21	其他	140.03	121.79	46.79	46.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-640.82	-208.21	-283.21	-283.21
<b>营业利润</b>	<b>110.31</b>	<b>358.76</b>	<b>460.17</b>	<b>533.71</b>	短期借款	562.60	-1697.60	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.52	-2.17	-2.65	0.62	长期借款	101.45	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>105.79</b>	<b>356.58</b>	<b>457.53</b>	<b>534.33</b>	股权融资	53.10	0.00	0.00	0.00
所得税	24.59	82.87	106.33	85.49	支付股利	-200.40	-105.45	-355.42	-456.03
<b>净利润</b>	<b>81.21</b>	<b>273.71</b>	<b>351.20</b>	<b>448.83</b>	其他	9.87	-186.56	-66.10	-68.45
少数股东损益	-5.42	-18.27	-23.44	-29.96	筹资活动现金流净额	526.62	-1989.61	-421.52	-524.48
归属母公司股东净利润	86.63	291.98	374.64	478.79	<b>现金流量净额</b>	<b>405.93</b>	<b>-2337.19</b>	<b>-362.73</b>	<b>-297.77</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	3676.24	1339.05	976.32	678.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1062.95	1631.87	1940.35	2212.17	销售收入增长率	18.17%	48.13%	16.23%	16.38%
存货	507.35	564.79	657.73	767.90	营业利润增长率	-30.57%	225.22%	28.27%	15.98%
其他流动资产	563.12	693.05	757.95	834.07	净利润增长率	-49.03%	237.06%	28.31%	27.80%
长期股权投资	388.76	388.76	388.76	388.76	EBITDA 增长率	4.89%	77.72%	14.64%	14.56%
投资性房地产	16.76	16.76	16.76	16.76	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1758.95	1946.73	2093.40	2210.86	毛利率	48.11%	61.06%	61.05%	60.98%
无形资产和开发支出	953.40	941.97	930.54	919.11	三费率	45.33%	51.01%	46.60%	46.37%
其他非流动资产	1619.84	1619.02	1618.20	1617.39	净利润率	4.45%	10.13%	11.18%	12.28%
<b>资产总计</b>	<b>10547.36</b>	<b>9142.00</b>	<b>9380.01</b>	<b>9645.57</b>	ROE	1.60%	5.22%	6.70%	8.57%
短期借款	1697.60	0.00	0.00	0.00	ROA	0.77%	2.99%	3.74%	4.65%
应付和预收款项	508.50	619.99	728.33	842.30	ROIC	5.99%	11.53%	10.69%	12.19%
长期借款	417.45	417.45	417.45	417.45	EBITDA/销售收入	19.42%	23.30%	22.98%	22.62%
其他负债	2846.64	2856.98	2990.87	3149.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5470.19</b>	<b>3894.42</b>	<b>4136.65</b>	<b>4409.41</b>	总资产周转率	0.18	0.27	0.34	0.38
股本	1335.98	1335.98	1335.98	1335.98	固定资产周转率	1.71	1.94	1.75	1.83
资本公积	3372.33	3372.33	3372.33	3372.33	应收账款周转率	3.32	3.75	3.39	3.37
留存收益	657.60	844.14	863.35	886.11	存货周转率	2.15	1.94	1.98	1.98
归属母公司股东权益	4854.00	5042.67	5061.89	5084.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.27%	—	—	—
少数股东权益	223.17	204.91	181.47	151.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5077.17</b>	<b>5247.58</b>	<b>5243.36</b>	<b>5236.16</b>	资产负债率	51.86%	42.60%	44.10%	45.71%
负债和股东权益合计	10547.36	9142.00	9380.01	9645.57	带息债务/总负债	62.23%	43.82%	41.25%	38.70%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	1.92	2.93	2.57	2.29
EBITDA	354.30	629.66	721.85	826.94	速动比率	1.76	2.54	2.18	1.90
PE	96.39	28.60	22.29	17.44	股利支付率	231.33%	36.11%	94.87%	95.25%
PB	1.64	1.59	1.59	1.59	<b>每股指标</b>				
PS	4.58	3.09	2.66	2.28	每股收益	0.06	0.22	0.28	0.36
EV/EBITDA	17.48	10.74	9.87	8.98	每股净资产	3.80	3.93	3.92	3.92
股息率	2.40%	1.26%	4.26%	5.46%	每股经营现金	0.39	-0.10	0.26	0.38
					每股股利	0.15	0.08	0.27	0.34

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。

本报告版权归西南证券所有，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	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn