

矿金产量符合预期, 高弹性标的 2019年业绩可期

投资要点

- 业绩总结:** 公司2018年实现营业收入547.88亿元, 同比增长7.34%; 实现归母净利润8.76亿元, 同比减少23.01%; 实现扣非净利润8.87亿元, 同比减少22.37%。同时年报披露公司2018年度股利分配预案为: 每10股派发现金红利1元(含税), 合计2.21亿元, 占归母净利润25.23%; 以资本公积转增股本向全体股东实施10股转增4股。
- 核心优势:** 公司2018年生产矿产金39.32吨, 约占国内矿产金总产量的11.4%, 同比增长9.57%, 产量增长是来自于阿根廷贝拉德罗(持股50%)并表产量的增加, 2018年并表产量是8.66吨(+33%)。公司于2018年9月28日实现在香港联交所主板挂牌上市, 实现“A+H”两地资本市场布局。
- 业绩解读:** 公司矿产金的产量基本符合年初的经营计划(自产黄金39.86吨), 但是净利润却低于预期, 主要是受到三方面因素影响: 1) 2018年黄金均价同比下滑约1.6%; 2) 虽然国内矿山原矿品位提升0.05g/t至2.28g/t, 但是国外矿山原矿品位下降0.15g/t至0.85g/t, 拉低了整体品位。公司矿产金单位销售成本提升至153.84元/g(+0.89%); 3) 2018年公司财务费用同比增长58.32%至7.92亿元, 主要是由于在2017年收购阿根廷贝拉德罗金矿50%权益, 借款增加所致。
- 2019年主要经营计划:** 自产黄金37.87吨。根据巴理克黄金公司年报显示, 2019年贝拉德罗金矿计划生产23-25万盎司黄金(50%权益), 折算过来是7.40-8.04吨, 同比减少0.62-1.26吨, 产量减少是由于品位下滑所致。而公司国内矿产金产量将保持稳定。
- 2019年金属价格预判:** 全球流动性边际宽松有利于大宗商品价格上涨; 而美国经济在2019年见顶回落的迹象累积, 打开黄金价格上涨空间。预计在2019年黄金价格中枢将同比抬升10%。
- 盈利预测与评级:** 预计2019-2021年EPS分别为0.59元、0.73元、0.86元, 未来三年归母净利润将保持29.73%复合增长率。考虑到公司是A股纯粹的黄金龙头企业, 黄金价格上涨有着高业绩弹性, 给予公司2019年75倍估值, 对应目标价44.25元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 矿产金产量不及预期; 美国经济超预期导致黄金价格下跌。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	54787.88	59133.39	62384.02	64566.30
增长率	7.34%	7.93%	5.50%	3.50%
归属母公司净利润(百万元)	875.73	1301.59	1611.89	1912.03
增长率	-23.01%	48.63%	23.84%	18.62%
每股收益EPS(元)	0.40	0.59	0.73	0.86
净资产收益率ROE	4.01%	5.66%	6.61%	7.36%
PE	79	53	43	36
PB	3.18	3.02	2.85	2.68

数据来源: Wind, 西南证券

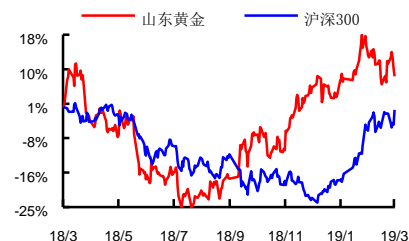
西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

联系人: 刘孟峦
电话: 15210216914
邮箱: lml@swsc.com.cn

联系人: 杨耀洪
电话: 18659008657
邮箱: yyhong@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)	22.14
流通A股(亿股)	14.52
52周内股价区间(元)	21.6-34.08
总市值(亿元)	688.11
总资产(亿元)	449.46
每股净资产(元)	9.77

相关研究

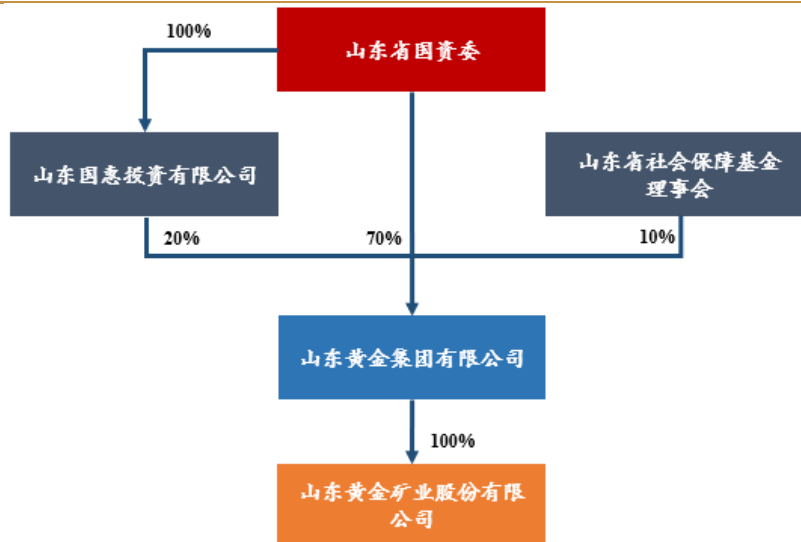
1 公司概况：“内外兼修”的黄金企业

山东黄金矿业股份有限公司是集采、选、冶于一体的大型上市公司，以黄金矿产资源的开发利用为主业，产品包括矿产金、外购金和小金条。公司作为国有大型的骨干企业，黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居于全国黄金行业前列。

公司牢固树立“资源为先”理念，按照“内探外购”的原则，对内不断加大探矿力度，对外积极开展资源并购。目前公司旗下拥有众多优质矿山，三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”；2017 年公司还收购巴理克黄金公司所属 MAG50% 权益，并与巴理克黄金公司对贝拉德罗金矿实施共同经营，公司国际化进程加快，迅速扩大矿产资源储备。

公司于 2003 年 8 月 28 日在上海证券交易所主板上市；2018 年 9 月 28 日在香港联交所主板上市，加快“走出去步伐”，完成了“A+H”两地资本布局。公司的控股股东为山东黄金集团，实际控制人为山东省国资委，股权结构稳定。

图 1：公司实际控制人是山东省国资委

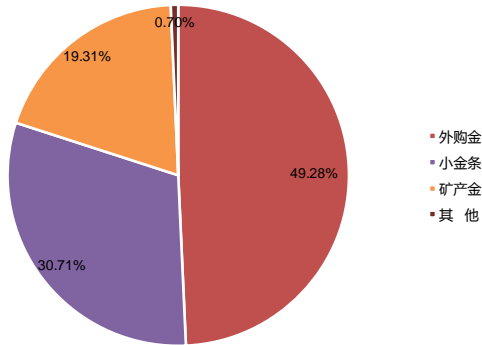


数据来源：公司公告，西南证券整理

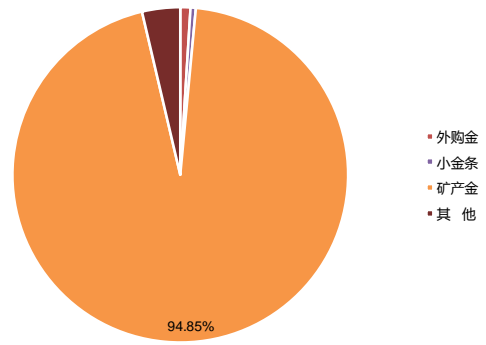
2 公司业绩：经营稳健的高弹性黄金标的

公司的主营产品包括矿产金、外购金和小金条。其中，矿产金业务系公司自产金冶炼为标准金后出售给上海黄金交易所；外购金业务系公司从黄金市场上购买非标准金，冶炼为标准金之后出售给上金所；小金条业务系公司从上金所购买标准金，加工为小金条后销售给各银行终端，小金条产品采用“泰山牌”销售。

2018 年数据显示，公司矿产金营业收入占比仅为 19.3%，但是在营业毛利的构成占比中却达到约 95%，因此矿产金产销量以及毛利率的变化成为影响公司经营利润最主要的影响因素。公司 2018 年生产矿产金 39.32 吨，同比增长 9.57%，产量增长是来自于阿根廷贝拉德罗（持股 50%）并表产量的增加。贝拉德罗 2017 年并表产量是 6.49 吨，而 2018 年并表产量是 8.66 吨，同比增长 33%。

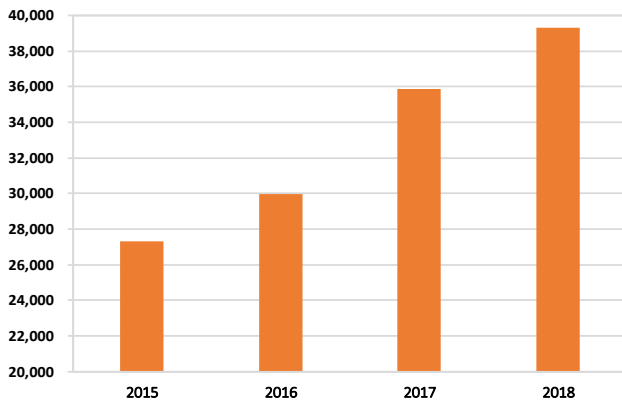
图 2：公司 2018 年营业收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

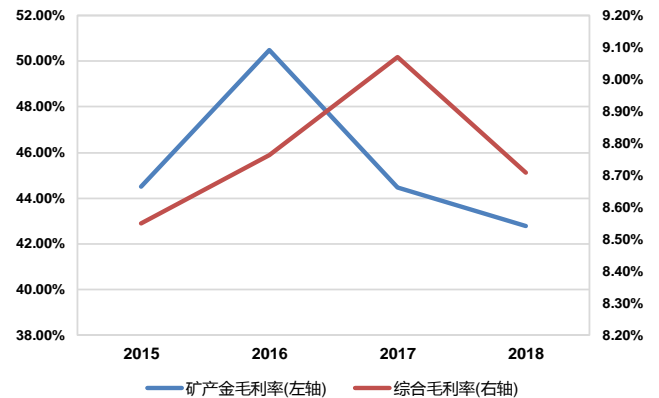
图 3：公司 2018 年营业毛利构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2018 年矿产金的毛利率仅为 42.78%，主要是受到两方面因素影响：1) 2018 年黄金均价同比下滑约 1.6%，而公司矿产金销售单价（不含税）为 268.85 元/克，同比下滑约 2%；2) 公司国内矿山原矿品位为 2.28g/t，同比提高 0.05g/t；但是国外矿山原矿品位为 0.85g/t，同比下降 0.15g/t。2018 年公司原矿品位为 1.59g/t，同比下降 0.21g/t，受到品位下降的影响，公司矿产金单位销售成本提升至 153.84 元/g (+0.89%)。

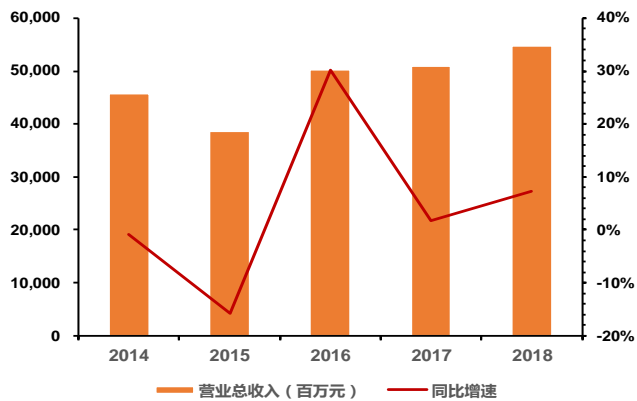
图 4：公司 2018 年矿产金产量为 39.32 吨


数据来源：公司公告，西南证券整理

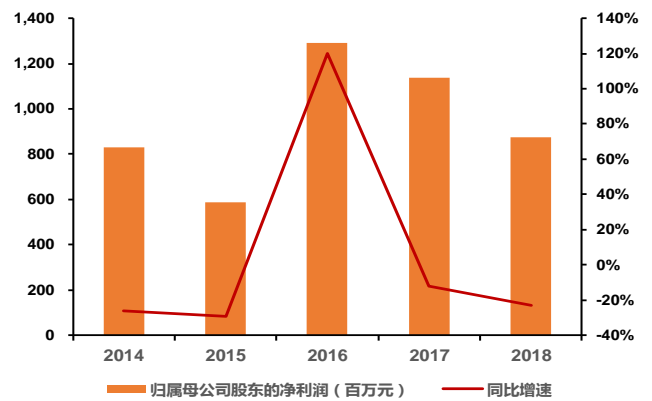
图 5：公司 2018 年矿产金毛利率为 42.78%


数据来源：公司公告，西南证券整理

总体而言，公司 2016-2018 年营业收入稳步上涨，归母净利润虽有所下降，但整体经营保持稳健。公司 2018 年报披露了 2019 年主要经营计划：自产黄金 37.87 吨。根据巴理克黄金公司的年报显示，2019 年贝拉德罗金矿计划生产 23-25 万盎司黄金（50%权益），折算过来是 7.40-8.04 吨，同比减少 0.62-1.26 吨，产量减少是由于品位下滑所致。而公司国内矿产金产量将保持稳定。2019 年公司业绩的弹性将来自于黄金价格的上涨。

图 6：公司 2018 年营业收入同比增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2018 年归母净利润同比增长


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：Barrick Gold Corporation 2019 年生产计划

Operating Unit	2018 production (000s ozs)	2018 cost of sales ¹ (\$/oz)	2018 cash costs ² (\$/oz)	2018 all-in sustaining costs ² (\$/oz)	2019 forecast production (000s ozs)	2019 forecast cost of sales ¹ (\$/oz)	2019 forecast cash costs ² (\$/oz)	2019 forecast all-in sustaining costs ² (\$/oz)
Gold								
Barrick Nevada ³	2,100	\$ 818	\$ 507	\$ 649	1,750 – 1,900	\$ 920 – \$ 970	\$ 640 – \$ 690	\$ 850 – \$ 900
Pueblo Viejo (60%)	581	750	465	623	550 – 600	780 – 830	465 – 510	610 – 650
Loulo-Gounkoto (80%) ^{4,5}					520 – 570	800 – 850	575 – 625	810 – 850
Kibali (45%) ^{4,5}					330 – 350	890 – 940	555 – 605	670 – 730
Kalgoorlie (50%)	314	899	732	857	280 – 300	920 – 970	740 – 790	920 – 960
Turquoise Ridge (75%)	268	783	678	756	270 – 310	655 – 705	550 – 600	680 – 730
Tongon (89.7%) ^{4,5}					250 – 270	945 – 995	710 – 760	780 – 820
Porgera (47.5%)	204	996	796	1,083	240 – 260	980 – 1,030	800 – 850	985 – 1,025
Veladero (50%)	278	1,112	629	1,154	230 – 250	1,250 – 1,350	770 – 820	1,150 – 1,250
Hemlo	171	1,157	1,046	1,318	200 – 220	890 – 940	765 – 815	1,100 – 1,200
Acacia (63.9%)	334	876	680	905	320 – 350	920 – 970	665 – 710	860 – 920
Other Sites ⁶	277	1,387	590	778	190 – 250	1,075 – 1,165	895 – 945	1,055 – 1,115
Total Consolidated Barrick^{5,7,8,9}	4,527	\$ 892	\$ 588	\$ 806	5,100 – 5,600	\$ 880 – \$ 940	\$ 650 – \$ 700	\$ 870 – \$ 920

数据来源：Barrick Gold Corporation 公司公告，西南证券整理

3 金价有望开启第二轮上行通道

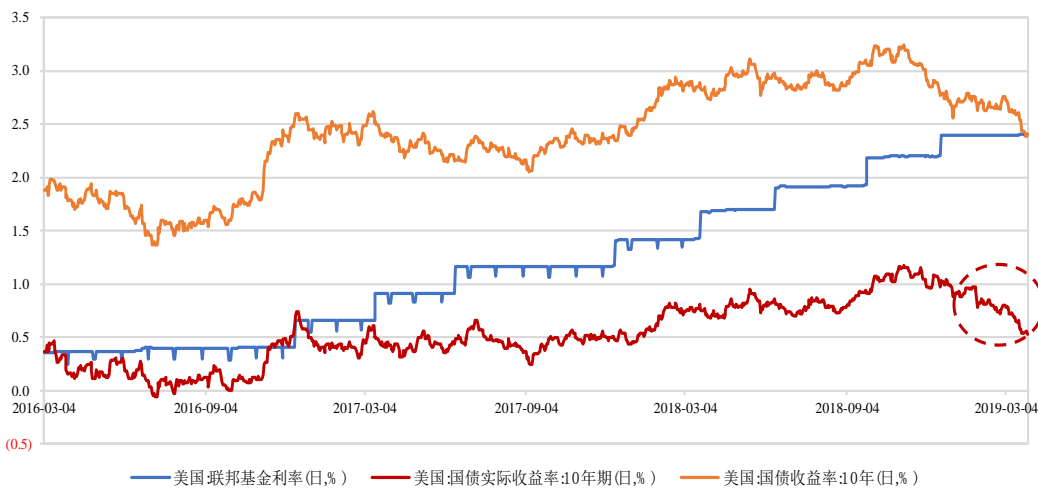
去年四季度至今，Comex 黄金价格已经上涨 8.4%，分析此轮黄金价格上涨的主要逻辑包括：

1) 全球流动性边际的释放。首先，中国市场目前是宽货币和宽信用“双宽”的格局；从海外市场看，美国在去年释放了比较明确的边际放松的信号，流动性的释放开始于去年的下半年。近期美国方面也是不断的释放鸽派言论，3 月份美联储的议息会议暗示 2019 年将停止加息，2020 年最多加息一次甚至不加息。美联储还单独发布关于缩表的声明，9 月末将停止缩表，从 10 月份开始美联储持有的证券资产总量将保持不变，约 3.5 万亿美元。另外在 3 月 7 日欧央行宣布推迟加息时间，并且在 9 月份将开启新一轮的定向长期再融资操作

(TLTRO)；欧央行还下调了对欧元区未来三年经济增速和通货膨胀的预期。全球流动性边际的释放是有利于大宗商品价格的上涨的，尤其是石油和黄金。

2) 美国经济见顶的迹象逐步累积。黄金价格走势和美国实际利率相关性是比较高的。美国商务部数据显示：美国 2018 年 12 月零售销售同比下滑 1.6%，创造了 9 年以来最大的跌幅，虽然 1 月份数据有所回升，但市场对此仍表示担忧。同时，3 月份美联储的议息会议进一步下调了 2019 年和 2020 年的经济增长预期，2019 年由去年 12 月预期的 2.3% 下调至 2.1%，2020 年由去年的 2% 下调至 1.9%。相应地，美联储上调了失业率的目标，2019 年和 2020 年的预期是 3.7% 和 3.8%，高于去年 12 月的 3.5% 和 3.6%。美国经济状况的边际走弱，使得美国 10 年期国债的实际收益率回落，有利于打开黄金价格的上涨空间。

图 9：美国实际利率走低



数据来源：Wind，西南证券整理

此新一轮黄金价格的上涨主要逻辑在于市场交易美联储在 2019 年不加息，美联储 3 月议息会议的鸽派言论基本匹配了市场的预期。接下来，市场关注的是美联储是否会释放更加鸽派的宽松政策，交易美联储降息成为焦点。综上所述，考虑到全球流动性将进一步释放的预期，叠加美国进入降息通道的预期，判断今年黄金价格将开启第二轮上行通道。

图 10：美联储今年年底降息概率提升

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES																						
	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2019/5/1								0.0%	7.5%	92.5%	0.0%	0.0%											
2019/6/19						0.0%	0.0%	1.0%	18.8%	80.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%									
2019/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	23.9%	73.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%								
2019/9/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.4%	35.4%	56.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
2019/10/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	9.8%	37.2%	51.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2019/12/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.2%	16.3%	40.6%	39.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2020/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	5.1%	19.8%	40.5%	33.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：CME Group FedWatch，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年，矿产金销量分别为 37.87 吨、38.87 吨和 39.87 吨；

假设 2：2019-2021 年，黄金均价同比分别上涨 10%、5%和 3%；

假设 3：2019-2021 年，平均单位生产成本约为 160 元/克；其中，国内矿产金单位生产成本约为 130 元/克，阿根廷贝拉德罗单位生产成本约为 280 元/克。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司主营业务销量及毛利率

		2018A	2019E	2020E	2021E
矿产金	销量 (Kg)	39,345.67	37,870.00	38,870.00	39,870.00
	销售单价 (元/克)	268.85	297.65	312.53	321.91
	毛利率	42.78%	46.39%	49.18%	50.89%
外购金	产量 (Kg)	99,356.48	99,000.00	99,000.00	99,000.00
	销售单价 (元/吨)	271.75	297.65	312.53	321.91
	毛利率	0.17%	0.15%	0.14%	0.14%
小金条	产量 (Kg)	71,692.49	70,000.00	70,000.00	70,000.00
	销售单价 (元/吨)	234.67	257.47	270.34	278.45
	毛利率	0.14%	0.12%	0.12%	0.11%
合计	收入 (万元)	5,478,787.73	5,913,339.03	6,238,401.50	6,456,629.71
	增速	7.34%	7.93%	5.50%	3.50%
	综合毛利率	8.71%	9.23%	9.94%	10.47%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 591.3 亿元、623.8 亿元和 645.7 亿元，归母净利润分别为 13.0 亿元、16.1 亿元和 19.1 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.73 元和 0.86 元，对应 PE 分别为 53 倍、43 倍和 36 倍。

山东黄金作为国内一线的黄金标的，理应给予更高的估值溢价，能够直接参考的公司为中金黄金。相比于中金黄金 2018-2020 年的估值水平，山东黄金更具有估值优势。预计中金黄金 2019 年估值为 85 倍，从相对谨慎的角度，给予山东黄金 2019 年 75 倍估值，对应目标价 44.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600489.SH	中金黄金	8.55	0.09	0.10	0.13	95.0	85.5	65.8
600547.SH	山东黄金	31.08	0.40	0.59	0.73	78.6	52.9	42.7

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)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54787.88	59133.39	62384.02	64566.30	净利润	937.08	1392.76	1724.80	2045.97
营业成本	50016.50	53676.38	56180.87	57806.81	折旧与摊销	2435.05	2365.32	2568.12	2807.28
营业税金及附加	363.62	392.46	414.04	428.52	财务费用	791.54	653.87	742.70	706.62
销售费用	37.23	40.18	42.39	43.87	资产减值损失	0.57	2.00	2.00	2.00
管理费用	1746.74	1885.28	1988.92	2058.49	经营营运资本变动	118.57	393.86	362.79	158.74
财务费用	791.54	653.87	742.70	706.62	其他	-1355.64	-21.94	-20.06	-22.98
资产减值损失	0.57	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	2927.17	4785.88	5380.35	5697.63
投资收益	-46.67	20.00	20.00	20.00	资本支出	-3523.78	-3600.00	-3600.00	-3600.00
公允价值变动损益	1.57	0.00	0.00	0.00	其他	-241.69	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	12.00	12.00	12.00	投资活动现金流净额	-3765.47	-3580.00	-3580.00	-3580.00
营业利润	1476.58	2168.71	2679.54	3173.64	短期借款	2834.05	3416.65	-472.27	-870.40
其他非经营损益	-27.61	-26.00	-26.00	-26.00	长期借款	-4766.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	1448.97	2142.71	2653.54	3147.64	股权融资	4533.65	0.00	0.00	0.00
所得税	511.89	749.95	928.74	1101.68	支付股利	0.00	-175.15	-260.32	-322.38
净利润	937.08	1392.76	1724.80	2045.97	其他	-2244.86	-673.28	-742.70	-706.62
少数股东损益	61.34	91.18	112.91	133.94	筹资活动现金流净额	356.24	2568.22	-1475.29	-1899.40
归属母公司股东净利润	875.73	1301.59	1611.89	1912.03	现金流量净额	-460.62	3774.11	325.06	218.23
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2139.23	5913.34	6238.40	6456.63	成长能力				
应收和预付款项	923.70	797.51	896.22	933.53	销售收入增长率	7.34%	7.93%	5.50%	3.50%
存货	3352.93	3262.66	3586.75	3662.41	营业利润增长率	-10.57%	46.87%	23.55%	18.44%
其他流动资产	168.44	149.03	165.24	172.83	净利润增长率	-21.48%	48.63%	23.84%	18.62%
长期股权投资	1037.14	1037.14	1037.14	1037.14	EBITDA 增长率	6.69%	10.31%	15.47%	11.64%
投资性房地产	216.57	216.57	216.57	216.57	获利能力				
固定资产和在建工程	22991.31	24712.09	26230.06	27508.88	毛利率	8.71%	9.23%	9.94%	10.47%
无形资产和开发支出	12914.56	12432.64	11950.72	11468.80	三费率	4.70%	4.36%	4.45%	4.35%
其他非流动资产	1202.09	1197.91	1193.73	1189.55	净利率	1.71%	2.36%	2.76%	3.17%
资产总计	44945.97	49718.89	51514.84	52646.35	ROE	4.01%	5.66%	6.61%	7.36%
短期借款	3623.35	7040.01	6567.74	5697.34	ROA	2.08%	2.80%	3.35%	3.89%
应付和预收款项	3044.55	3124.08	3332.99	3427.34	ROIC	4.94%	5.85%	6.84%	7.54%
长期借款	2090.96	2090.96	2090.96	2090.96	EBITDA/销售收入	8.58%	8.77%	9.60%	10.36%
其他负债	12810.08	12846.70	13441.53	13625.50	营运能力				
负债合计	21568.94	25101.74	25433.21	24841.13	总资产周转率	1.26	1.25	1.23	1.24
股本	2214.01	2214.01	2214.01	2214.01	固定资产周转率	2.86	2.97	3.09	3.12
资本公积	8393.13	8393.13	8393.13	8393.13	应收账款周转率	157.04	126.67	156.68	143.10
留存收益	11041.97	12168.42	13519.99	15109.64	存货周转率	15.50	16.23	16.40	15.94
归属母公司股东权益	21620.22	22769.17	24120.74	25710.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	1756.80	1847.98	1960.89	2094.83	资本结构				
股东权益合计	23377.03	24617.14	26081.63	27805.22	资产负债率	47.99%	50.49%	49.37%	47.18%
负债和股东权益合计	44945.97	49718.89	51514.84	52646.35	带息债务/总负债	29.68%	39.12%	36.75%	34.12%
					流动比率	0.46	0.57	0.60	0.64
					速动比率	0.23	0.39	0.40	0.43
					股利支付率	0.00%	13.46%	16.15%	16.86%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.59	0.73	0.86
					每股净资产	9.77	10.28	10.89	11.61
					每股经营现金	1.32	2.16	2.43	2.57
					每股股利	0.00	0.08	0.12	0.15
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4703.16	5187.91	5990.37	6687.55					
PE	78.58	52.87	42.69	35.99					
PB	3.18	3.02	2.85	2.68					
PS	1.26	1.16	1.10	1.07					
EV/EBITDA	15.16	13.67	11.70	10.32					
股息率	0.00%	0.25%	0.38%	0.47%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn