



板块业绩承压，看好工程业务爆发

投资要点

- 家居：板块或处拐点期，工程业务标的保持高景气度。**定制家具受地产景气度影响明显，加之行业竞争加剧，18 年营收增速下滑至 19.5%，19Q1 进一步下滑至 9.5%；归母净利润增速 18 年下滑至 16.9%，19Q1 增速为 18.6%，增速处于近几年低位。板块毛利率保持稳定，行业竞争主要体现在费用端，但主流公司通过加强成本管控，保持净利率同比维持在较高水平。虽然竞争加剧，但主流公司仍然保持着快速的门店扩张速度，表明不景气周期中主流公司对市场份额的抢占更加积极。值得注意的是，板块的先行指标预收账款在经历了数个季度增速下行后，19Q1 增速回升，且近年来资金面宽松，二手房成交有所回暖，竣工数据下半年或好转，二季度开始定制板块景气度或将得以回升。软体家具受益于二次翻新需求相对较大，受地产影响较定制小。在主要原材料 TDI 和 MDI 的价格同比明显回落的情况下，19Q1 软体家具归母净利润增速回升，预计全年有较高的利润弹性。但软体家具公司出口占比相对较高，受贸易战的不确定影响较大。工程业务有望是未来几年增长最快、确定性最强的细分领域。随着精装房渗透率提升，企业的规模效应逐渐显现，收入和利润增速有望持续爆发。一季度看企业的账期和经营性现金流较为良性。
- 造纸板块：周期切换，板块业绩承压。**18 年因宏观经济偏弱，下游需求疲软，纸价从 18 年下半年开始下跌，板块业绩承压，18 年营收增速降至 11.3%，净利润同比下降 4.9%。在去年上半年高基数的情况下 19Q1 业绩进一步下滑，营收同比下降 2.3%，净利润同比下降 48.1%。行业库存有所上升，目前暂未看到周期明显修复的趋势，预计公司盈利能力将趋于平稳，从基数角度下半年将有所好转。
- 包装：集中度提升+原材料价格下行，板块表现稳定。**过去两年纸价上涨迅猛，供给收缩，小包装厂原材料压力加大，订单流失严重，客户明显向大厂集中，行业集中度显著提升，因此 18 年龙头企业的营收保持着稳定快速的增长趋势。进入到 18 年后半段，纸价下行，包装价格随之回落，导致板块呈现量增价减的状态，19 年 Q1 板块营收增速为 12.7%，由于原材料纸价传导到包装价格有 1-2 个季度滞后期，19 年 Q1 受益于 18 年底纸价回落带来的盈利弹性，净利润增速提升至 16.5%。全年来看，预计 19 年板块营收增速有所回落，利润在原材料下行趋势下小幅修复。
- 推荐标的：**重点推荐工程业务两大标的帝欧家居（002798）和江山欧派（603208），定制家具龙头欧派家居（603833），及具有较深护城河优势的晨光文具（603899）。
- 风险提示：**家具企业受地产限购影响营收下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|----------------|----------|
| 股票家数 | 125 |
| 行业总市值(亿元) | 7,547.33 |
| 流通市值(亿元) | 7,384.60 |
| 行业市盈率 TTM | 22.79 |
| 沪深 300 市盈率 TTM | 11.8 |

相关研究

- 轻工行业 2019 年投资策略: 聚焦分化、拥抱变化 (2018-11-18)
- 轻工行业三季报总结: 软体、包装盈利能力逐步修复, 关注业绩反弹标的 (2018-11-05)

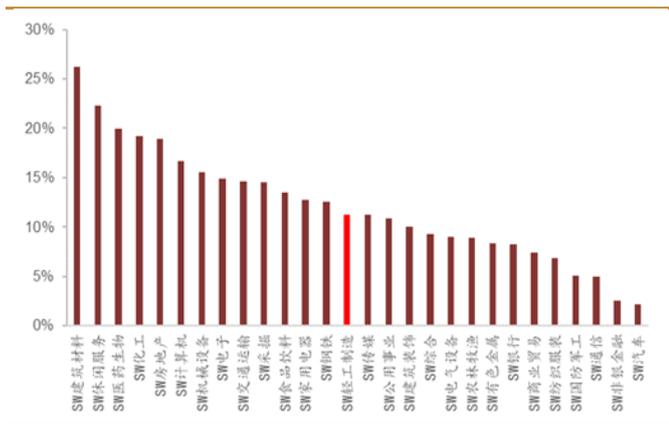
目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 家居：板块或处拐点期，工程业务标的保持高景气度..... | 2 |
| 造纸板块：周期切换，板块业绩承压..... | 7 |
| 包装：集中度提升+原材料价格下行，板块表现稳定..... | 9 |
| 推荐标的..... | 10 |
| 风险提示..... | 10 |

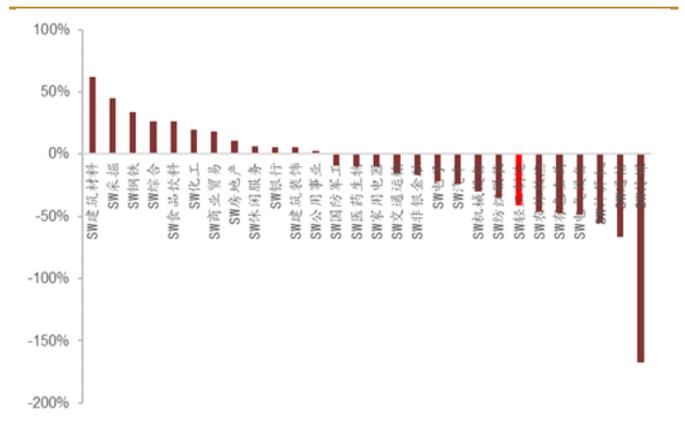
图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1: 2018 申万二级行业营收增速 | 1 |
| 图 2: 2018 申万二级归母净利润增速 | 1 |
| 图 3: 2019Q1 申万二级行业营收增速 | 1 |
| 图 4: 2019Q1 申万二级归母净利润增速 | 1 |
| 图 5: 2014-2019Q1 家具板块营收及增速变化 | 2 |
| 图 6: 2014-2019Q1 家具板块归母净利润及增速变化 | 2 |
| 图 7: 2017Q1-2019Q1 家具板块单季度营收变化 (亿元) | 2 |
| 图 8: 2017Q1-2019Q1 家具板块单季度归母净利润变化 (亿元) | 2 |
| 图 9: 2014-2019Q1 定制家具板块营收及增速变化 | 3 |
| 图 10: 2014-2019Q1 定制家具板块营收及增速变化 | 3 |
| 图 11: 2014-2019Q1 定制家具板块毛利率和净利率变化 | 3 |
| 图 12: 2017Q1-2019Q1 定制家具费用率变化 | 3 |
| 图 13: 2018 年定制家具公司新开门店数 | 4 |
| 图 14: 2017Q1-2019Q1 定制家具板块预收账款 | 4 |
| 图 15: 2014-2019 房屋竣工面积累计增速 | 4 |
| 图 16: 2014-2019 房屋新开工面积累计增速 | 4 |
| 图 17: 2014-2019Q1 软体家具营业收入及增速 | 5 |
| 图 18: 2014-2019Q1 成品家具营业收入及增速 | 5 |
| 图 19: 2014-2019Q1 软体家具归母净利润及增速 | 5 |
| 图 20: 2014-2019Q1 成品家具归母净利润及增速 | 5 |
| 图 21: 2015 至今 TDI 价格走势 (元/吨) | 5 |
| 图 22: 2015 至今 MDI 价格走势 (元/吨) | 5 |
| 图 23: 2013-2018 TOP5 房企销售面积集中度 | 6 |
| 图 24: 2013-2018 TOP10 房企销售面积集中度 | 6 |
| 图 25: 2014-2019Q1 工程标的营收及增速 | 7 |
| 图 26: 2014-2019Q1 工程标的归母净利润及增速 | 7 |
| 图 27: 2014-2019Q1 工程标的毛利率和净利率情况 | 7 |
| 图 28: 2014-2019Q1 工程标的现金流对比 (百万元) | 7 |
| 图 29: 木浆系纸价走势 (元/吨) | 8 |
| 图 30: 废纸系纸价走势 (元/吨) | 8 |
| 图 31: 造纸板块营业收入及增速 | 8 |
| 图 32: 造纸板块净利润及增速 | 8 |
| 图 33: 2014-2019Q1 造纸板块毛利率和净利率情况 | 8 |
| 图 34: 造纸板块 2015-2019Q1 存货及存货周转率变化 | 8 |
| 图 35: 包装板块 2014-19Q1 营业收入及增速 | 9 |
| 图 36: 包装板块 2014-19Q1 归母净利润及增速 | 9 |
| 图 37: 包装板块 2014-19Q1 毛利率及净利率变动情况 | 9 |
| 图 38: 包装板块 2015-19Q1 存货及周转率 | 9 |

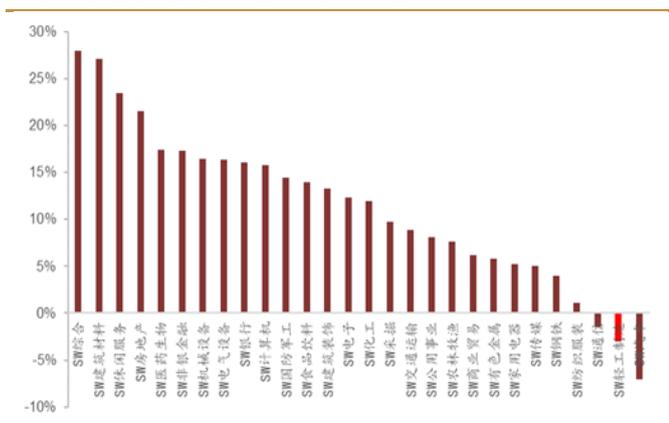
轻工板块业绩承压:申万轻工板块 2018 年全年实现营收 4744.9 亿元,同比增长 11.2%, 营收增速在申万 28 个行业中排名第 14 位;实现归母净利润 196.4 亿元,同比下降 41%, 归母净利润增速排名第 22 位。2019 年一季度共实现营收 1112.9 亿元,同比下降 3%, 营收增速在申万 28 个行业中排名第 27;实现归母净利润共计 54.6 亿元,同比下降 27.9%, 利润增速排名第 25。行业处于周期交替的临界点,板块业绩有所承压。

图 1: 2018 申万二级行业营收增速


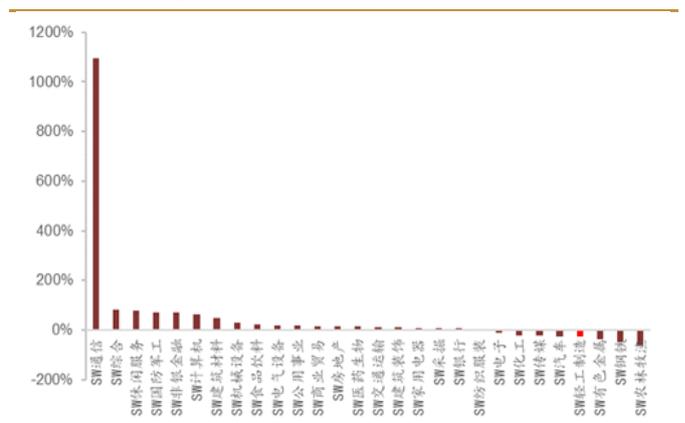
数据来源: WIND、西南证券整理

图 2: 2018 申万二级归母净利润增速


数据来源: WIND、西南证券整理

图 3: 2019Q1 申万二级行业营收增速


数据来源: WIND、西南证券整理

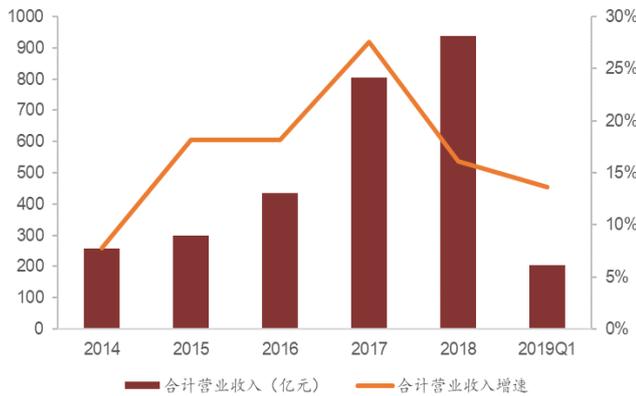
图 4: 2019Q1 申万二级归母净利润增速


数据来源: WIND、西南证券整理

家居：板块或处拐点期，工程业务标的保持高景气度

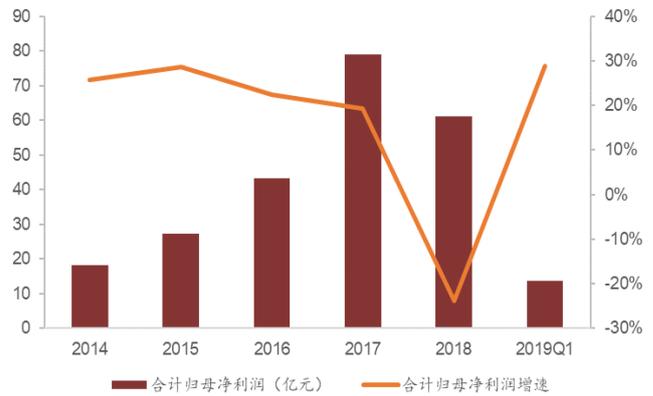
家具板块收入增速降幅收窄，利润反弹：受房地产后周期影响，行业竞争加剧，板块增速继续回落，2018 年板块营收增速降至 16.1%，2019 年 Q1 进一步下降到 13.6%，降幅有所收窄。另受 Q4 集中计提商誉减值影响（如永安林业计提商誉减值 9.2 亿元），18 年板块净利润大幅下降，降幅达到 23.8%。2019 年 Q1 归母增速为 28.9%，增速较快主要受浙江永强非经常性损益影响，若剔除浙江永强，板块增速为 7.3%，营收降幅收窄，利润增速反弹。

图 5：2014-2019Q1 家具板块营收及增速变化



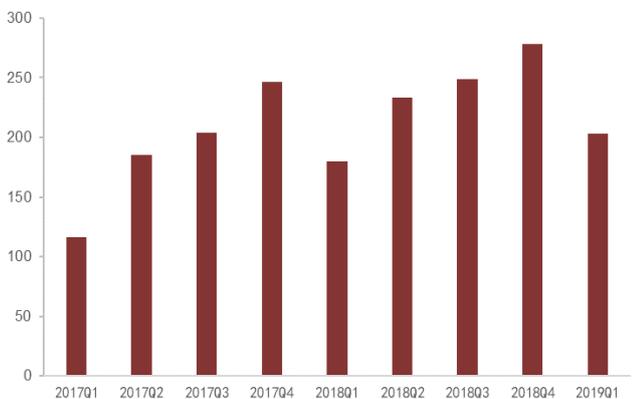
数据来源：WIND、西南证券整理

图 6：2014-2019Q1 家具板块归母净利润及增速变化



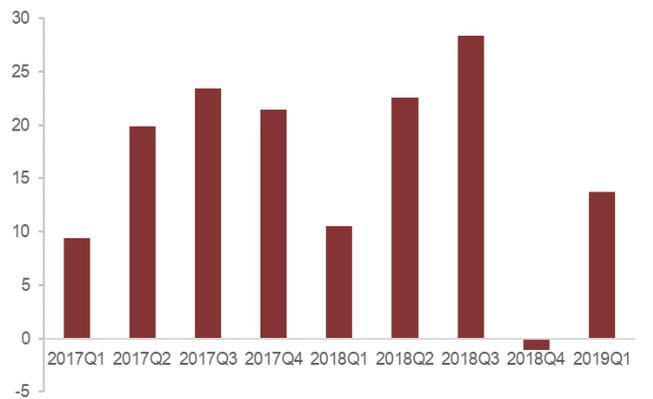
数据来源：WIND、西南证券整理

图 7：2017Q1-2019Q1 家具板块单季度营收变化（亿元）



数据来源：WIND、西南证券整理

图 8：2017Q1-2019Q1 家具板块单季度归母净利润变化（亿元）



数据来源：WIND、西南证券整理

定制家具

从细分板块看，定制家具板块受地产景气度影响明显。地产竣工增速从 16 年开始进入下行趋势中，18 年同比负增长，交房回落对下游家具消费影响较大。定制家具在经过数年的高速增长后，18 年营收增速下滑至 19.5%，19Q1 进一步下滑至 9.5%；归母净利润增速 18 年下滑至 16.9%，19Q1 增速为 18.6%，增速处于近几年低位。

定制板块的毛利率总体保持稳定，19Q1 合计毛利率为 36.5%，同比上升 0.1pct，说明终端价格趋于稳定，竞争激烈对价格影响较小，主要在费用端体现，且定制龙头企业的成

本管控能力稳步提升。行业竞争加剧，整体费用率呈上升趋势，但上升幅度有所趋缓。19Q1 销售、管理、财务、研发费用率为 30.7%，18Q1 为 31.9%，其中受促销影响，销售费用率保持高位；管理精细化和信息化提升，管理费用率降低，综合费用率趋于稳健。

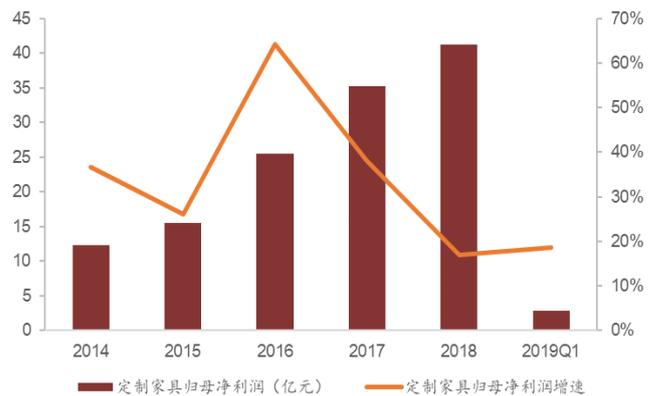
虽然竞争加剧，但主要公司仍然保持着快速的门店扩张速度，定制龙头欧派家居、索菲亚、尚品宅配的橱、衣柜合计净开店 460、500、540 家，志邦、金牌橱衣柜净开店合计 480、500 家，好莱客、我乐全年净开店 200 余家，表明行业下行期，主流公司对市场份额的抢占更加积极。

值得注意的是，板块的先行指标预收账款在经历了数个季度增速下行后，19Q1 增速回升，一季度预收账款为 33.3 亿元，同比增加 11%，增速环比上升了近 8pct，这主要是因为 3 月大促接单大幅增长所带动，以此来看二季度开始定制板块景气度有望回暖。

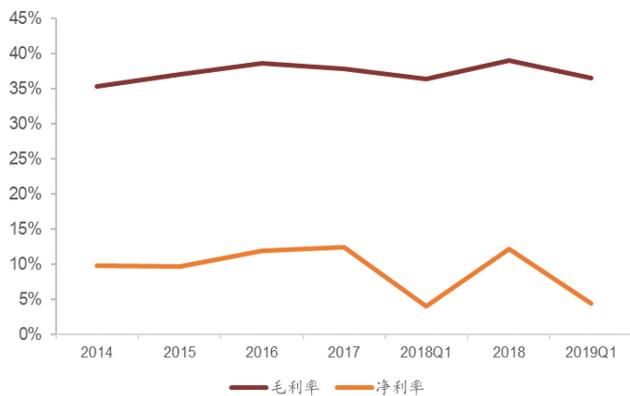
从 16 年开始地产竣工增速下行，18 年开始负增长，竣工量萎缩是影响近两年定制板块业绩的最主要因素。今年来资金面宽松，二手房成交有所回暖，且 16 年开始房屋新开工增速回升，如按三年建设周期算，19 年开始房屋竣工增速或明显恢复，定制板块景气度或将得以回升。

图 9：2014-2019Q1 定制家具板块营收及增速变化

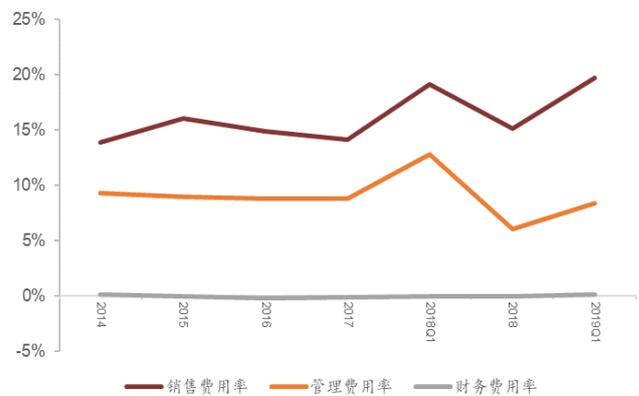

数据来源：WIND、西南证券整理

图 10：2014-2019Q1 定制家具板块营收及增速变化


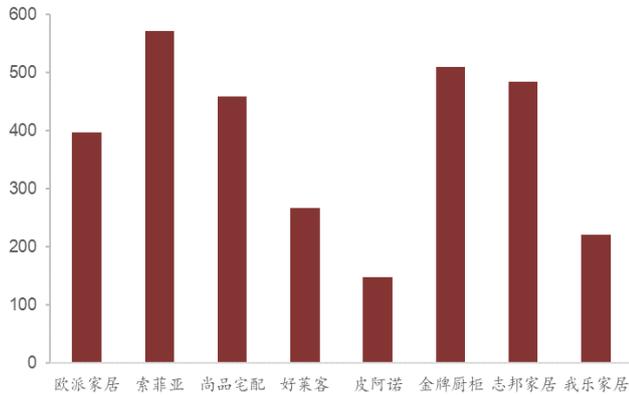
数据来源：WIND、西南证券整理

图 11：2014-2019Q1 定制家具板块毛利率和净利率变化


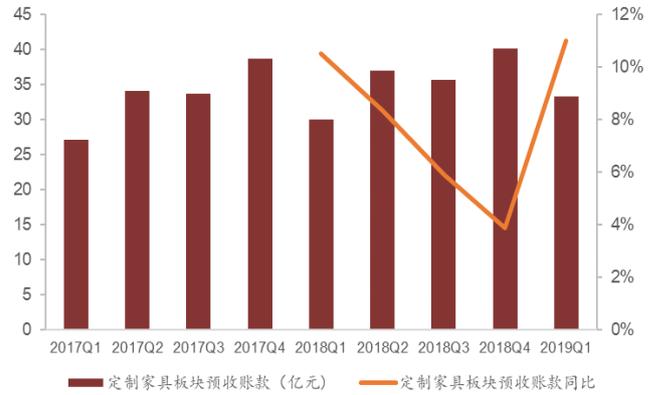
数据来源：WIND、西南证券整理

图 12：2017Q1-2019Q1 定制家具费用率变化


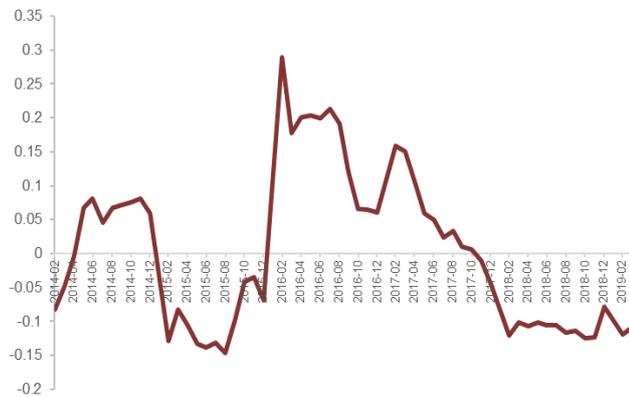
数据来源：WIND、西南证券整理

图 13: 2018 年定制家具公司新开门店数


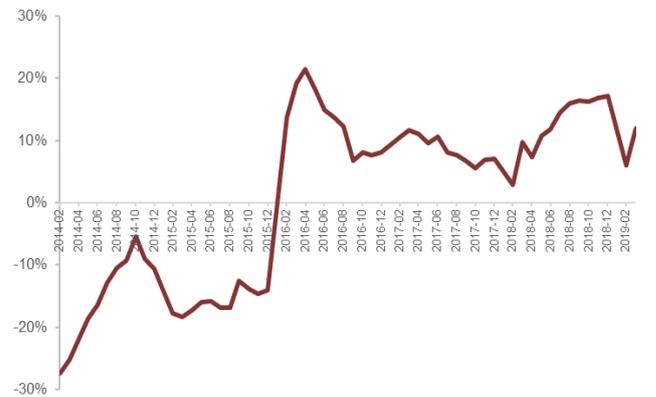
数据来源: WIND、西南证券整理

图 14: 2017Q1-2019Q1 定制家具板块预收账款


数据来源: WIND、西南证券整理

图 15: 2014-2019 房屋竣工面积累计增速


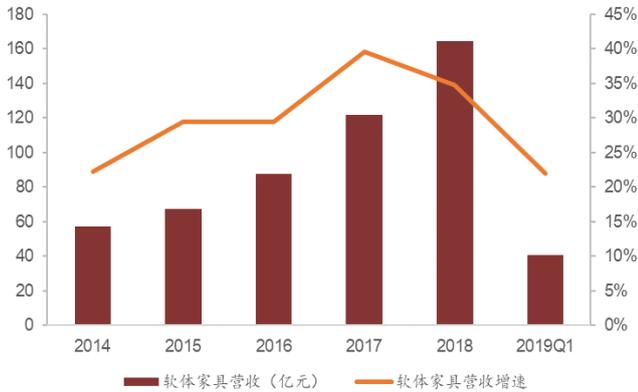
数据来源: WIND、西南证券整理

图 16: 2014-2019 房屋新开工面积累计增速


数据来源: WIND、西南证券整理

软体家具和成品家具

软体家具的更新频率相对较高,二次翻新需求更大,受地产的影响相对较小。软体的营收增速高于定制,但增速仍然相对回落。19Q1 软体板块营收增速为 21.9%,成品家具增速为 17.7%。归母净利润方面,18 年软体家具归母净利润大幅下降,成品家具整体出现亏损,主要是喜临门等企业计提商誉减值损失及曲美的并购费用较高所致。19Q1 软体家具归母净利润增速回升,且软体主要原材料 TDI 和 MDI 的价格同比明显回落,预计 19 年软体的业绩弹性明显。但软体家具公司出口占比相对较高,受贸易战的不确定影响较大。

图 17: 2014-2019Q1 软体家具营业收入及增速


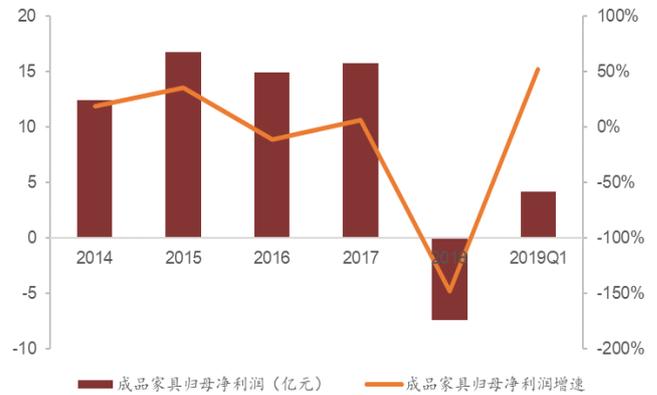
数据来源: WIND、西南证券整理

图 18: 2014-2019Q1 成品家具营业收入及增速


数据来源: WIND、西南证券整理

图 19: 2014-2019Q1 软体家具归母净利润及增速

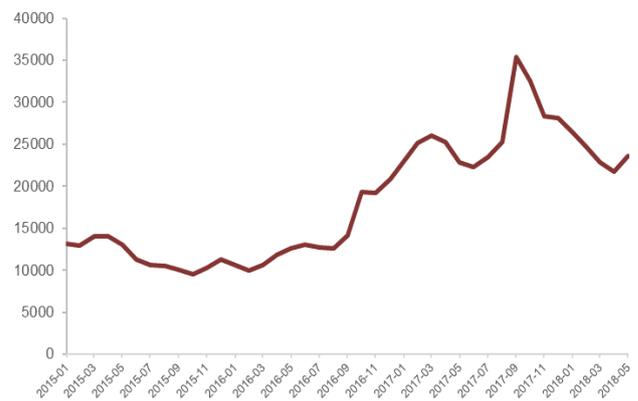

数据来源: WIND、西南证券整理

图 20: 2014-2019Q1 成品家具归母净利润及增速


数据来源: WIND、西南证券整理

图 21: 2015 至今 TDI 价格走势 (元/吨)


数据来源: WIND、西南证券整理

图 22: 2015 至今 MDI 价格走势 (元/吨)


数据来源: WIND、西南证券整理

工程业务

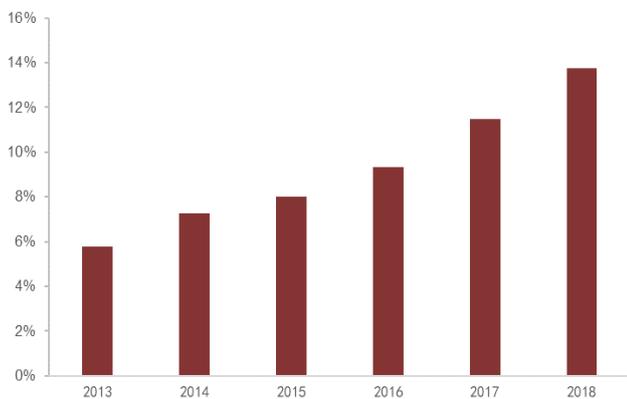
受益于过去几年房地产龙头销售放量，精装房占比快速提升，我们认为工程业务将是未来几年增长最快、确定性最强的细分领域。龙头房企从 16 年至今销售面积的增速攀升迅猛，TOP10 房企的市场占有率从 12.5% 提升到了 19.1%，TOP5 房企的市场占有率从 9.3% 提升到了 13.7%。龙头房企的精装房占比较高（前五大房企精装房占比在 80%+），随着龙头房企集中度进一步提升，叠加政策端的大力推动，精装房渗透率快速提升。

从 18 年年报和 19 年一季报表现来看，工程板块保持着高景气度，18 年主要工程企业的工程业务增速均在 50% 以上，19Q1 仍保持较快趋势。以工程业务代表企业帝欧家居为例，19Q1 公司实现营收 12.8 亿元，同比增长 34.3%，实现归母净利润 7614 万元，同比增长 41.9%，显著高于其他家具板块，其中工程业务收入增速达到 50% 以上，成为增长的主要推动力。

工程标的（帝欧家居、江山欧派）盈利能力也稳步提升，从 19Q1 的情况看，工程板块毛利率为 32.4%，同比提升 0.5pp，板块净利率为 5.7%，同比提升 0.2pp。这主要是因为工程规模逐渐扩大，制造端的规模优势逐渐显现。我们认为在规模优势的提升上，细分领域里瓷砖>卫浴>木门>柜体，利润率还有进一步提升空间。另外，板块的现金流状况也呈好转趋势，19 年一季度实现经营性现金流 9250 万，18 年同期为 -9230 万元。

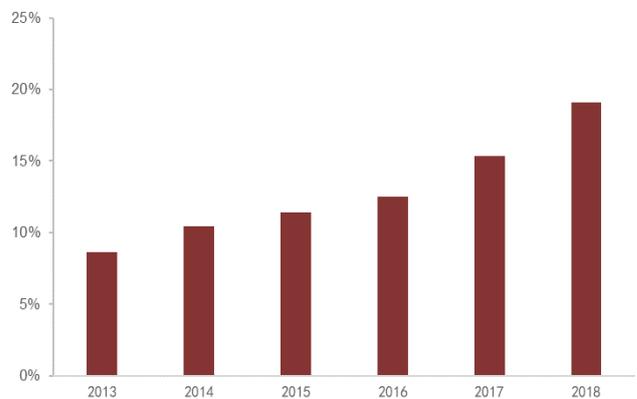
定制中的欧派家居、志邦家居及皮阿诺较早拥抱工程，工程快速增长，占比相对较高，带动收入的向上弹性增大。

图 23：2013-2018 TOP5 房企销售面积集中度

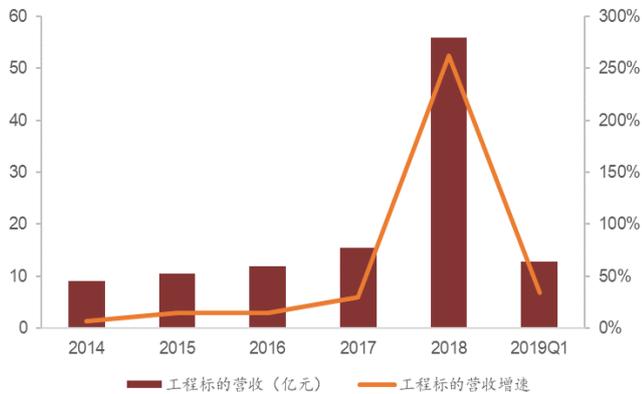


数据来源：WIND、西南证券整理

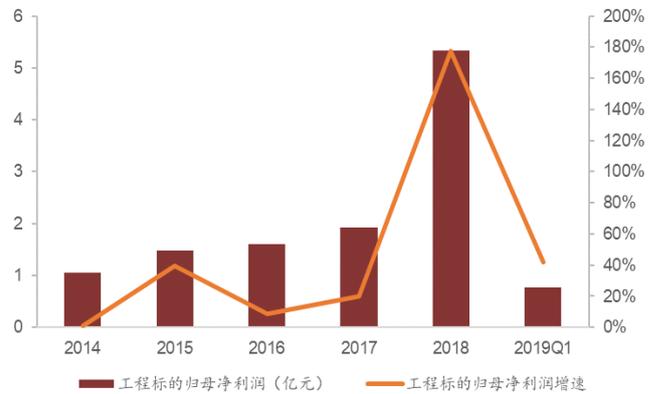
图 24：2013-2018 TOP10 房企销售面积集中度



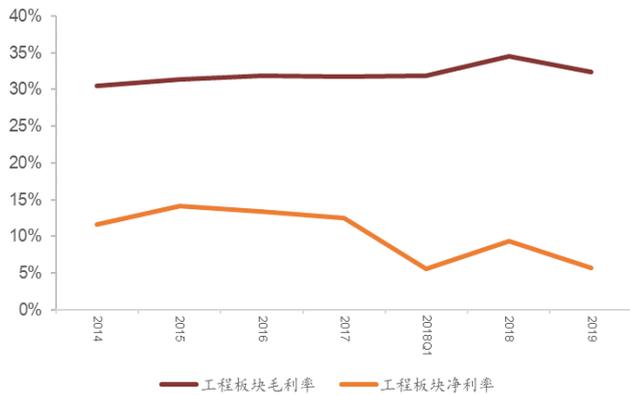
数据来源：WIND、西南证券整理

图 25：2014-2019Q1 工程标的营收及增速


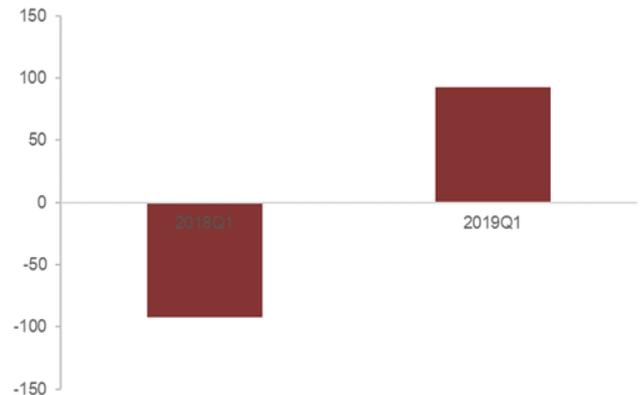
数据来源：WIND、西南证券整理

图 26：2014-2019Q1 工程标的归母净利润及增速


数据来源：WIND、西南证券整理

图 27：2014-2019Q1 工程标的毛利率和净利率情况


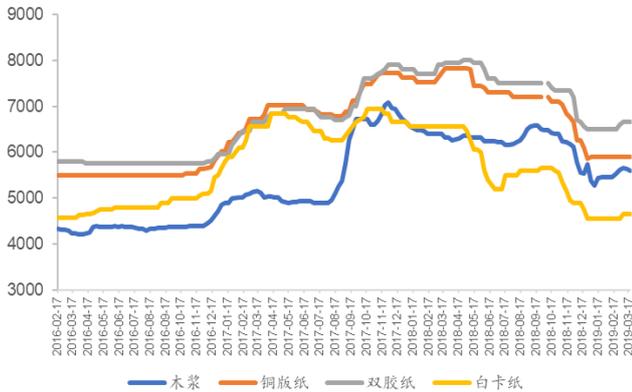
数据来源：WIND、西南证券整理

图 28：2014-2019Q1 工程标的现金流对比（百万元）


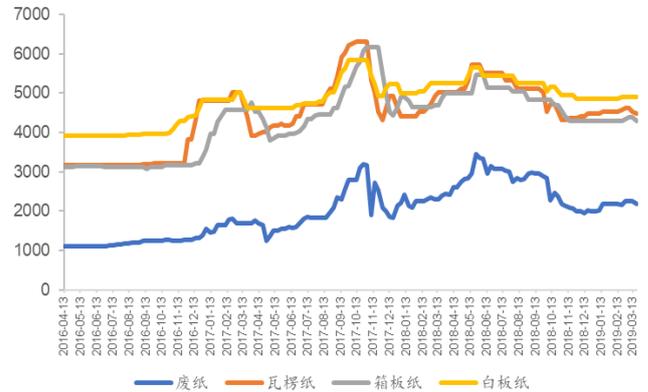
数据来源：WIND、西南证券整理

造纸板块：周期切换，板块业绩承压

受益于供给侧改革，过剩产能出清，纸价从 16 年开始一轮上涨周期，16/17 年纸企营收和利润都取得高增长。进入到 18 年，因宏观经济偏弱，下游需求疲软，纸价从 18 年下半年开始下跌，板块业绩承压，18 年营收增速降至 11.3%，净利润同比下降 4.9%。在去年上半年高基数的情况下 19Q1 业绩进一步下滑，营收同比下降 2.3%，净利润同比下降 48.1%。

图 29: 木浆系纸价走势 (元/吨)


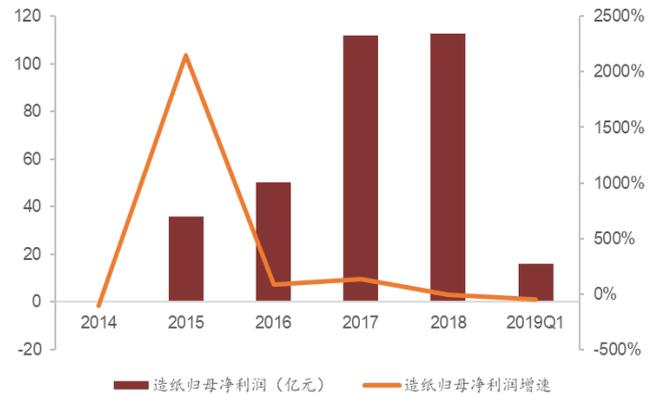
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 30: 废纸系纸价走势 (元/吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

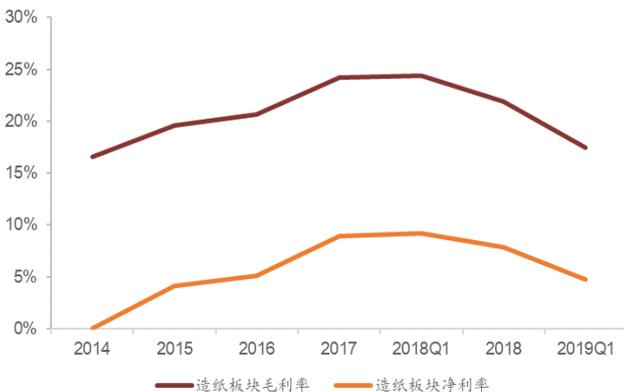
图 31: 造纸板块营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

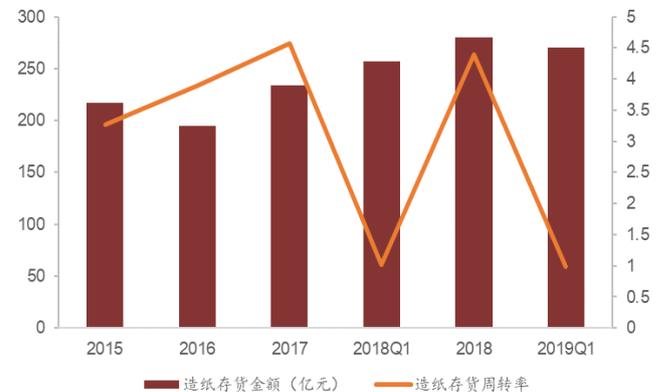
图 32: 造纸板块净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

纸价下行, 纸企盈利能力承压, 毛利率净利率均处下行通道, 行业库存上升, 18 年存货金额上升 19.5%, 19Q1 存货金额上升 5.4%, 存货周转率 18 年为 4.4, 同比下降 0.17, 19Q1 存货周转率 0.99, 同比下降 0.03。目前暂未看到周期明显修复的趋势, 预计公司盈利能力将趋于平稳, 从基数角度下半年将有所好转。

图 33: 2014-2019Q1 造纸板块毛利率和净利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 34: 造纸板块 2015-2019Q1 存货及存货周转率变化


数据来源: Wind, 西南证券整理

包装：集中度提升+原材料价格下行，板块表现稳定

过去两年纸价上涨迅猛，供给收缩，小包装厂原材料压力加大，订单流失严重，客户明显向大厂集中，行业集中度显著提升，因此龙头企业的营收保持着稳定快速的增长趋势，18 年营收增速为 19.8%。进入到 18 年后半段，纸价下行，包装价格随之回落，导致板块呈现量增价减的状态，19 年 Q1 板块营收增速为 12.7%，由于原材料纸价传导到包装价格有 1-2 个季度滞后期，19 年 Q1 受益于 18 年底纸价回落带来的盈利弹性，净利润增速提升至 16.5%。全年来看，预计 19 年板块营收增速有所回落，利润在原材料下行趋势下小幅修复。

图 35：包装板块 2014-19Q1 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

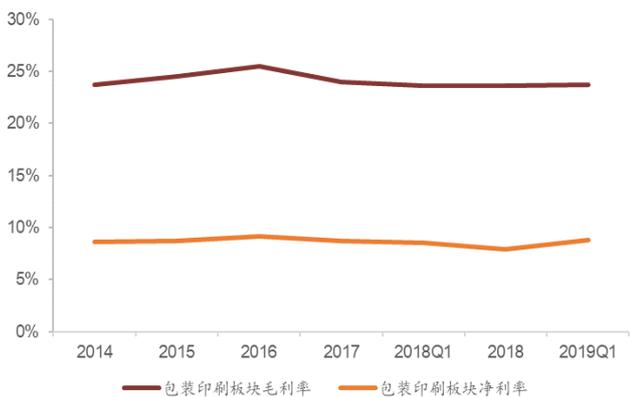
图 36：包装板块 2014-19Q1 归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

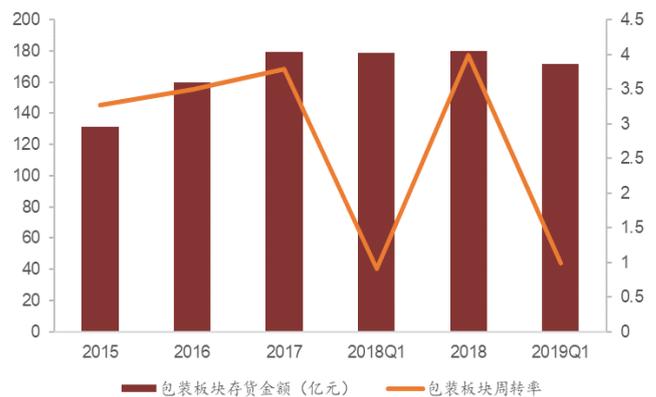
板块毛利率净利率整体保持稳定，18 年毛利率为 23.6%，净利率为 7.9%，同比分别下降 0.4pp 和 0.8pp。19Q1，前期纸价下降释放的盈利弹性开始显现，一季度板块毛利率为 23.8%，净利率为 8.8%，同比分别上升 0.2pp，当前纸价仍处低位，预计 19 年包装板块的盈利能力恢复将持续。从板块库存看，存货金额稳步下行，周转率提升，表明在集中度提升的逻辑下，上市包装企业的业绩增长仍然良性。

图 37：包装板块 2014-19Q1 毛利率及净利率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：包装板块 2015-19Q1 存货及周转率



数据来源：Wind，西南证券整理

推荐标的

帝欧家居（002798）：1) 产能扩张+营销网络优化，上市后开店速度明显加快，洁具业务保持稳健增长；2) 收购瓷砖巨头欧神诺，丰富公司在高端建材领域布局，渠道上充分协同，发挥欧神诺工程销售渠道拓展精装房市场的优势；3) 欧神诺工程业务占比 50%以上，与碧桂园、万科、恒大等有深入合作基础，将充分受益房企龙头集中度提升趋势，工程业务未来三年都有望保持高速增长。同时公司在广西、江西新建产能，预计 2020 年完全投产，年产量将达到 5000 万方，产能大幅扩容，产能瓶颈消除。

欧派家居（603833）：1) 橱柜、衣柜、木门、卫浴等多品类产品线已逐渐成熟，开始全面发力，推动客单价持续提升，且橱柜在购买顺序中靠前，能帮助其他品类引流，拥有流量入口优势；2) 渠道布局完善，公司目前各品牌门店数 6300 多家，渠道布局的广泛性和下沉力度均为定制家具之最，在三、四、五线市场的先发优势帮助企业平滑一二线房地产市场波动的风险；3) 工程业务和电商表现非常亮眼，工程业务成为业绩增长重要驱动之一。

江山欧派（603208）：1) 《建筑业发展十三五规划》提出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，受益于精装房渗透率快速提升，主流房企的精装修比例保持高位，工程业务近几年有望呈现爆发式增长；2) 木门是天然适合做工程业务的品类，房企现金流好转，市场对工程业务标的账期的担忧大幅减弱，估值压制明显缓解，如果流动性宽松政策持续，工程业务是最有望实现双击的弹性标的；3) 18 年江山欧派的工程业务占比达到 60%，预计工程业务收入增速将达到 50%，与恒大、万科、保利等地产商的合作加深；4) 公司衢州莲花山基地新产能已经投产，产能充足、瓶颈消除。

晨光文具（603899）：1) 传统业务稳健增长，办公、儿美等四条赛道齐头并进；2) 科力普快速放量，利润率持续提升；3) 九木新业态加快招商加盟步伐，零售新路径有所突破；4) 经营性现金流向好，周转加快，ROE 持续提升，经营优质。

风险提示

家具企业受地产限购影响终端销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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 |
| | 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 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@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 |