

2019H1 业绩预告超预期, 5G+汽车电子 双轮驱动业绩高增长

投资要点

- **事件:** 公司披露 2019 年半年报业绩预告, 预计上半年盈利为 4.4-5.0 亿元, 同比增长 123.9%-154.4%。
- **盈利能力持续提升, 业绩超预期。** 公司 Q2 单季实现归母净利润 2.8-3.4 亿元, 同比增长 119.6%-167.1%, 环比增长 70.9%-107.8%。公司收入的增长主要来自于一季度存货中有部分高附加值的产成品尚未确认收入, 在二季度确认收入, 且毛利率水平较高。2018 年以来公司毛利率的提升在于三大厂房的业绩向好: 沪利微电保持持续增长; 受惠于自动化和智慧生产改革成效的逐步显现, 青淞厂管理效率得到持续提升, 盈利能力大幅上升; 黄石沪士受益于黄石一厂应用于中低端企业通讯和运算领域的产能规模和效率的持续稳步提升, 在 2018 年度实现了业绩的扭亏为盈。2018 年以来公司净利率的提升在于有效的成本管控, 2018 年、2019Q1 成本增速均慢于营收带来了净利率的显著增长。
- **主营业务常年稳定, 通讯 PCB+汽车 PCB 占八成营收。** 目前公司主导产品为 14-28 层企业通讯市场板、中高阶汽车板, 可广泛应用于通讯设备、汽车、工业设备、医疗设备、微波射频等多个领域。客户涉及诺基亚、西门子、思科、华为、中兴通讯、西门子、爱立信、索尼、夏普等众多国内外知名企业, 其中华为、诺基亚一直为公司的前五大客户。**通信方面:** 公司主要集中于 5G 无线接入网、承载网、核心网的 PCB 研发以及高性能计算器、高速交换机的 PCB 研发, 前期投入研发的 5G 基站产品相应关键技术已成熟, 已可实现批量交付。**汽车电子方面:** 主要涉及汽车安全模块及自动驾驶模块的 PCB 研发, 开发了 Back drill D+6、Semi-flex DECAP 等工艺, 实现了 77Ghz 汽车测距雷达用 PCB 产品量产供货。
- **需求端: 5G+汽车电子双轮驱动, 需求端迎来高速增长。** **通信方面:** 由于 5G 具有高带宽、低时延、高频的特点, Massive MIMO 技术被相应地应用在基站的建设中, 催生了大量的高频高速 PCB 需求; 此外, 与 4G 基站不同, 在 5G 基站中, 设备内部之间的连接会更多的采用 PCB 板且对 PCB 的性能有较高的要求, 使得单站高频高速的 PCB 需求量提升; 同时, 相对于 4G 时期而言, 5G 的基站数量将会迎来大幅度提升, 催生 PCB 海量需求。**汽车电子方面:** 汽车电子化+新能源化规模不断扩大, 单车 PCB 用量提升; 先进驾驶辅助系统渗透深入+毫米波雷达广泛应用, PCB 或将迎来快速增长阶段。
- **供给端: 三大生产基地各司其职, 合理布局和转移实现产能弹性释放。** 公司主要有三个生产基地: 沪利微电、昆山沪士和黄石沪士, 定位汽车板的黄石二厂有望于 2019Q4 建设完成。三大基地各司其职: 昆山沪士主要生产高附加值的通信用产品, 其中超过半数是在 16 层以上的产品; 沪利微电产品集中在 8 层以下的车用 PCB; 黄石沪士承接昆山青淞和沪利微电的较低端的 18 层以下的产品订单, 其中主要为企业通讯板、非安全性汽车板和工业控制板。目前三个生产基地的产能利用率均维持高位, 后续市场需求提升后产能可迅速释放, 业绩弹性较大。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45 元、0.63 元、0.88 元, 未来三年归母净利润将保持 38% 的复合增长率。考虑到未来 5G+汽车电子化双轮驱动和三大生产基地的产能弹性释放, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 5G 建设或不及预期、汽车电子需求或不及预期、中美贸易摩擦进一步加剧的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5496.89	6868.48	9138.91	12044.54
增长率	18.81%	24.95%	33.06%	31.79%
归属母公司净利润(百万元)	570.45	773.05	1093.10	1518.44
增长率	180.29%	35.52%	41.40%	38.91%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.45	0.63	0.88
净资产收益率 ROE	14.23%	16.57%	19.50%	21.99%
PE	34	25	18	13
PB	4.84	4.16	3.46	2.81

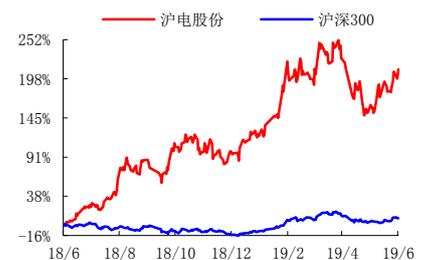
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 程硕
执业证号: S1250519060001
电话: 010-58251911
邮箱: chengs@swsc.com.cn

分析师: 王彦龙
执业证号: S1250519050001
电话: 010-58251904
邮箱: wangyanl@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)	17.25
流通 A 股(亿股)	16.88
52 周内股价区间(元)	3.6-12.84
总市值(亿元)	194.08
总资产(亿元)	70.52
每股净资产(元)	2.43

相关研究

1 深耕通信+汽车 PCB，5G 时代迎广阔前景

1.1 PCB 行业龙头企业，主营业务常年稳定

公司于 1992 年在江苏省昆山市设立，前身为昆山沪士，于 2010 年在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市。自成立以来公司一直立足于印制电路板的研发设计和生产制造，经过多年的市场拓展和品牌经营，现已发展成为印制电路板行业内的重要品牌之一。公司在行业研究机构 NTI 发布的 2017 年度全球 PCB 百强榜单中位列 19，被中国印制电路行业协会 (CPCA) 评为优秀民族品牌企业，在 CPCA 发布的第十七届(2017)中国 PCB 企业排行榜中，公司排名第 8。公司客户涉及诺基亚、西门子、思科、华为、中兴通讯、西门子、爱立信、索尼、夏普等众多国内外知名企业，其中华为、诺基亚一直为公司的前五大客户。

公司经营范围包括生产单、双面机多层电路板、高密度互连基层板 (HDI)、电路板组装产品、电子设备用的连接线和连接器等产品。目前公司主导产品为 14-28 层企业通讯市场板、中高阶汽车板，并以办公及工业设备板等为有力补充，可广泛应用于通讯设备、汽车、工业设备、医疗设备、微波射频等多个领域。其中通讯市场板和中高阶汽车板技术含量高，竞争格局好。

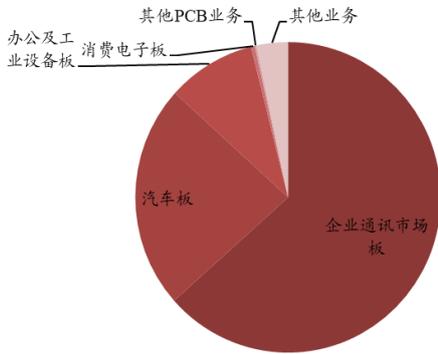
表 1: 公司 PCB 产品最终应用及相关领域 PCB 技术

应用领域	细分领域	产品最终应用	相关领域沪士 PCB 技术
汽车		刹车系统,转向系统,动力系统,自动驾驶辅助系统(雷达,摄像头)车身电子,车载娱乐设施,导航等	双面到十层线卡板,盲埋孔,HDI, HF/RF 混压板,半折弯板等
通讯	电源设备	直流-直流转换器,高端设备/计算机电力供给	厚铜(3 oz -12 oz), 层数最高达 14 层
	计算机	高端服务器和工业用计算机	最高 34 层的线卡
	电信基础设施 (无线)	基站(4G,5G,WiMax,LTE),天线,滤波器和功率放大器	层数 2-34,盲埋孔,HDI,背板,线卡/子卡,背钻,散热器,铁弗龙(聚四氟乙烯材质),陶瓷填充材质,凹槽/阶梯槽,多材质整面混压/局部混压,被动式埋入组件(埋电容)
	核心网络(有线)	高端路由器,交换机和存储(云计算)	最高 56 层的背板,HDI,最高 34 层的高技术线卡,背钻
工业		麦克风,电视接口,游戏机,机顶盒	层数 2-14 层,盲埋孔,HDI,背钻,焊盘内贯孔(VIPPO/POFV),被动式埋入组件(埋电容,埋电阻)
消费电子		动力控制,温湿度控制,工厂自动化,建筑技术,办公设备	双面到十六层线卡板,盲埋孔,HDI,半折弯板等

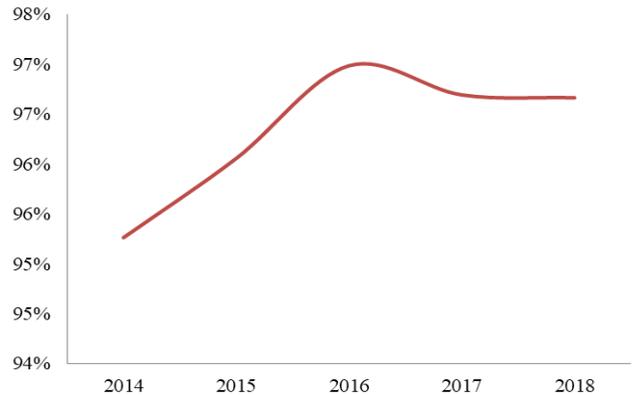
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

主营业务常年稳定，通讯 PCB+汽车 PCB 占八成营收。公司的主营业务为 PCB 占营业收入的比重常年稳定在 95%以上，2018 年达到了 98.2%。从营收结构看，

2018 年企业通讯市场版、汽车板、办公及工业设备板、消费电子板分别占营业收入的 63.4%、23.3%、9.4%、0.4%，通讯 PCB 和汽车 PCB 构成了营业收入的主要部分。

图 1：公司 2018 年主营业务结构情况


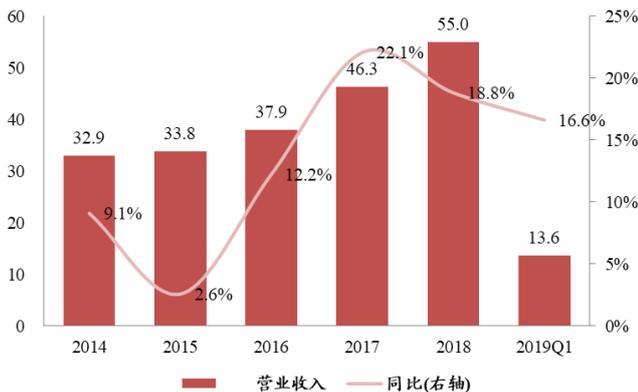
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2014-2018 年公司 PCB 业务营收占比变化


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 加大研发布局 5G，盈利能力持续提升

营收稳步增长，一季度业绩表现良好。公司近五年来营业收入稳步增长。由于公司为了配合昆山市政府市区开发，于 2013 年被迫搬迁处于昆山的老厂，受此影响，公司 2014、2015 年的业绩表现不佳。2015 年底，搬迁工作正式完成，2016 年昆山新厂建设完成，公司恢复正常的盈利水平，归母净利润显著上升，增速高达 2256.6%。根据 Prismark 的数据，2018 年全球 PCB 产值约为 635.5 亿美元，同比增长 8.0%。公司 2018 年的营收增长率为 18.8%，远超行业平均水平。2019Q1 营收 13.6 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 131.5%。虽然一季度因春节假期通常为电子行业淡季，但公司的营收和归母净利润增长率依然维持在较高水平，反映出公司较强的盈利能力。

图 3：2014-2019Q1 公司营业收入（亿元）及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2014-2019Q1 公司归母净利润（亿元）及增速


数据来源：wind，西南证券整理

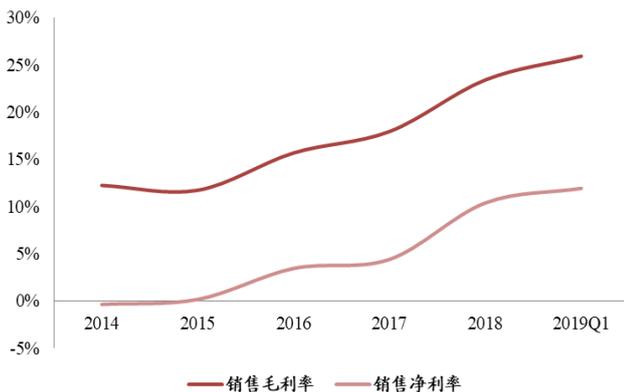
保持高研发投入，布局 5G 放眼未来。公司自 2014 年以来研发费用率保持稳步增长的趋势，2019 年第一季度公司研发费用 6856.6 万元，同比增长 26.5%，研发费用率达 5.1%。公司的研发支出主要在通信及汽车电子 PCB 方面。通信方面，主要集中于 5G 无线接入网、承载网、核心网的 PCB 研发以及高性能计算器、高速交换机的 PCB 研发。前期投入研发的 5G 基站产品相应关键技术已成熟，已可实现批量交付。汽车电子方面，主要涉及汽车安全

模块及自动驾驶模块的 PCB 研发，开发了 Back drill D+6、Semi-flex DECAP 等工艺，实现了 77Ghz 汽车测距雷达用 PCB 产品量产供货。

毛利率增长创新高，盈利能力持续提升。公司近五年来盈利情况较好，毛利率、净利率处于持续增长的趋势。自 2018 年以来，公司毛利率、净利率增长率均有较大提升。2019Q1 公司毛利率达 25.9%，净利率达 11.9%，其中，毛利率增长创季度新高。2018 年以来公司毛利率的提升在于三大厂房的业绩向好。沪利微电保持持续增长；受惠于自动化和智慧生产改革成效的逐步显现，青淞厂管理效率得到持续提升，盈利能力大幅上升；黄石沪士受益于黄石一厂应用于中低端企业通讯和运算领域的产能规模和效率的持续稳步提升，在 2018 年度实现了业绩的扭亏为盈。2018 年以来公司净利率的提升在于有效的成本管控，2018 年、2019Q1 三大成本增速均慢于营收带来了净利率的显著增长。

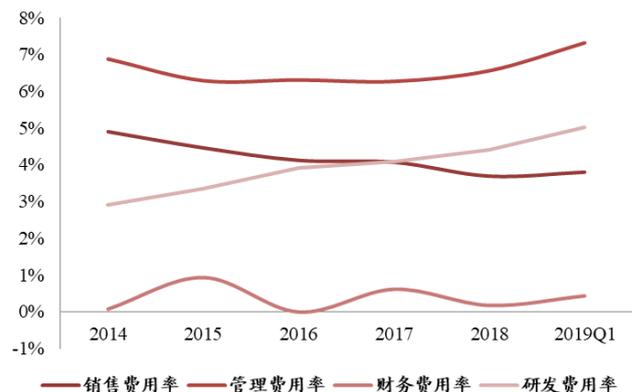
合理控制成本，经营效率较高。公司销售费率近年来呈持续下降趋势，2019Q1 低至 3.8%，说明公司与客户间存在长期战略合作关系，客户维护成本较低。财务费用率长期维持在 1% 以下的较低水平，公司经营效率较高。公司 2018 年、2019Q1 的管理费用率有所增长，分别达 6.56%、7.32%，这是公司职工薪酬和股权激励费用同比增加所致。2018 年度公司员工工人均年薪为 13.81 万元，同比增长 19.7%

图 5：2014-2019Q1 公司毛利率和净利率



数据来源：wind，西南证券整理

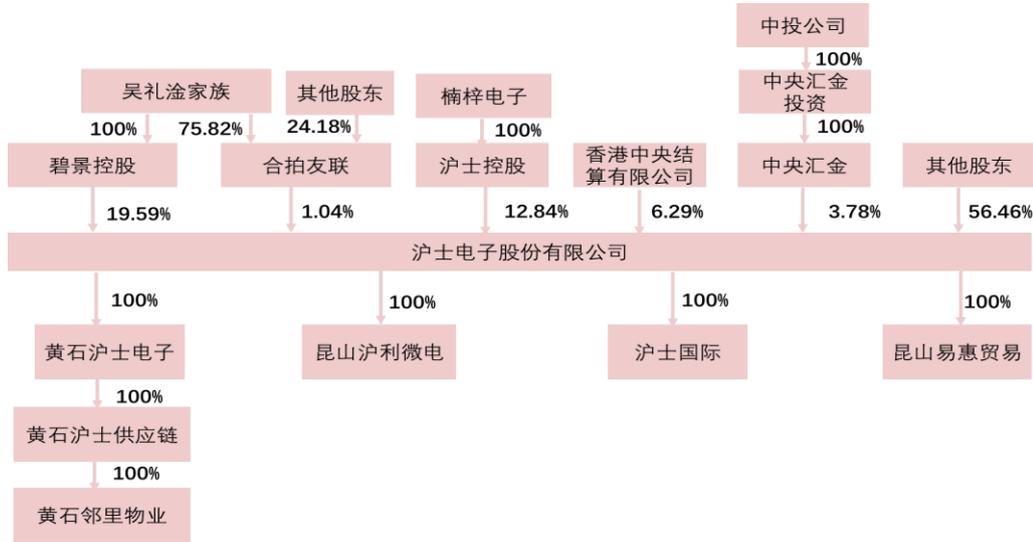
图 6：2014-2019Q1 公司研发及三费情况



数据来源：wind，西南证券整理

1.3 股权结构稳定，股权激励促进利益一致

公司属于台资企业，截至 2019 年 5 月，公司前三大股东分别为：碧景控股、沪士控股和香港中央结算公司，持股比例分别为 19.59%、12.84%、6.29%，公司的实际控制人为吴礼淦家族，其通过持有沪士电子控股股东碧景控股 100% 的股份和合拍友联 75.82% 的权益，间接持有公司 20.83% 的股份。1992 年，昆山沪士由吴礼淦家族控股的香港碧景以信托方式设立，同时吴礼淦家族还拥有另外一家于 1978 年创立的 PCB 大企业楠梓电子，主要生产高多层线路板、高附加值通讯模块载板。在设立之初，沪士电子的技术、高管、订单均来自楠梓电子，后来为了避免同业竞争，吴礼淦家族主动放弃了所持楠梓电子的股份，并辞去在楠梓电子的职务。吴礼淦家族通过持有控股股东碧景控股 100% 的股份，公司股东合拍友联 75.82% 的权益，合计持有公司 20.38% 的股份，是公司的实际控制人。公司主要子公司包括黄石沪士电子有限公司，昆山沪利微电有限公司，沪士国际有限公司等。

图 7：公司股权结构图


数据来源：wind、西南证券整理

2019年1月2日，公司向134名激励对象授予600万股预留限制性股票，占公司当前股本总额的0.35%，本次预留限制性股票的授予价格为3.61元/股。预留授予各年度业绩考核目标如下：

表 2：公司层面业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以公司2017年净利润为基数，2019年公司净利润增长20%。
第二个解除限售期	以公司2017年净利润为基数，2020年公司净利润增长30%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

若公司未满足上述业绩考核目标，所有激励对象对应考核当年可解除限售的限制性股票均不得解除限售，由公司按授予价格回购注销。

股权激励政策可以促进公司高管、股东利益一致，充分调动员工的积极性和创造性，提高公司员工的凝聚力和公司的竞争力。

2 盈利预测与投资建议

关键假设:

假设 1:运营商资本开支维持无线侧投资力度的高增长,5G 建设高峰将带动基站侧 PCB 需求进入高速增长期;

假设 2:目前的三大生产基地顺利完成产能转移,定位汽车板的黄石二厂顺利于 2019Q4 建设完成,于 2020 年开始贡献业绩;

假设 3:毛利率方面,受益于高频高速 PCB 出货量上升带来的产品结构优化,毛利率维持提升,2019-2021 未来三年毛利率分别为 25.7%、26.0%、26.3%;

假设 4:股权激励费用导致公司管理费用有所增加,2019-2021 三年的管理费用率分别为 6.8%、6.6%、6.5%。

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 3: 分业务收入及毛利率

百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
企业通讯市场板	收入	3485.2	4705.0	6398.8	8702.4
	增速	20.0%	35.0%	36.0%	36.0%
	毛利率	24.7%	26.5%	26.8%	27.0%
汽车板	收入	1281.7	1538.1	1922.6	2403.2
	增速	13.6%	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	24.0%	25.0%	25.5%	26.0%
办公及工业设备板	收入	515.1	592.3	681.2	783.4
	增速	25.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	22.0%	22.2%	22.2%	22.2%
消费电子板	收入	22.1	22.1	24.4	26.8
	增速	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	14.2%	14.5%	14.5%	14.5%
其他	收入	9.5	10.9	112.0	128.8
	增速	-2.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
合计	收入	5496.9	6868.5	9138.9	12044.5
	增速	18.8%	25.0%	33.1%	31.8%
	毛利率	23.4%	25.7%	26.0%	26.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.45 元、0.63 元、0.88 元,未来三年归母净利润将保持 38%的复合增长率。考虑到未来 5G+汽车电子化双轮驱动和三大生产基地的产能弹性释放,首次覆盖,给予“增持”评级。

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	5496.89	6868.48	9138.91	12044.54	净利润	570.45	773.05	1093.10	1518.44
营业成本	4210.23	5100.97	6764.01	8875.01	折旧与摊销	308.48	319.85	319.85	319.85
营业税金及附加	53.77	52.21	72.63	98.02	财务费用	9.55	13.31	12.53	9.34
销售费用	202.64	254.13	329.00	421.56	资产减值损失	71.27	70.00	70.00	70.00
管理费用	117.81	467.06	603.17	782.89	经营营运资本变动	-108.73	-240.64	-566.12	-677.31
财务费用	9.55	13.31	12.53	9.34	其他	-98.64	-70.14	-109.61	-39.28
资产减值损失	71.27	70.00	70.00	70.00	经营活动现金流净额	752.38	865.43	819.75	1201.05
投资收益	19.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	20.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.69	-0.28	-0.34	-0.15	其他	-523.68	-0.28	-0.34	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-502.94	-0.28	-0.34	-0.15
营业利润	670.61	910.52	1287.23	1787.57	短期借款	-388.75	-166.67	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.58	-1.05	-1.22	-1.16	长期借款	0.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	669.03	909.47	1286.00	1786.40	股权融资	136.93	0.00	0.00	0.00
所得税	98.58	136.42	192.90	267.96	支付股利	-83.71	-114.09	-154.61	-218.62
净利润	570.45	773.05	1093.10	1518.44	其他	-79.42	-14.98	-12.53	-9.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-414.39	-295.73	-167.14	-227.96
归属母公司股东净利润	570.45	773.05	1093.10	1518.44	现金流量净额	-154.62	569.42	652.27	972.94
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	279.93	849.34	1501.62	2474.56	成长能力				
应收和预付款项	1626.06	1964.03	2653.69	3490.37	销售收入增长率	18.81%	24.95%	33.06%	31.79%
存货	1038.82	1268.91	1746.25	2268.14	营业利润增长率	131.47%	35.78%	41.37%	38.87%
其他流动资产	628.58	350.74	423.48	516.57	净利润增长率	180.29%	35.52%	41.40%	38.91%
长期股权投资	135.10	135.10	135.10	135.10	EBITDA 增长率	61.49%	25.80%	30.23%	30.70%
投资性房地产	4.21	4.21	4.21	4.21	获利能力				
固定资产和在建工程	2681.30	2376.68	2072.05	1767.43	毛利率	23.41%	25.73%	25.99%	26.32%
无形资产和开发支出	112.50	97.31	82.11	66.92	三费率	6.00%	10.69%	10.34%	10.08%
其他非流动资产	91.54	91.51	91.47	91.44	净利率	10.38%	11.26%	11.96%	12.61%
资产总计	6598.05	7137.84	8709.98	10814.73	ROE	14.23%	16.57%	19.50%	21.99%
短期借款	166.67	0.00	0.00	0.00	ROA	8.65%	10.83%	12.55%	14.04%
应付和预收款项	1639.04	1877.34	2510.99	3315.92	ROIC	14.22%	18.64%	24.56%	30.16%
长期借款	98.95	98.95	98.95	98.95	EBITDA/销售收入	17.99%	18.11%	17.72%	17.57%
其他负债	684.05	494.92	494.92	494.92	营运能力				
负债合计	2588.71	2471.21	3104.86	3909.79	总资产周转率	0.87	1.00	1.15	1.23
股本	1719.12	1725.12	1725.12	1725.12	固定资产周转率	2.20	3.02	4.64	7.24
资本公积	260.05	254.05	254.05	254.05	应收账款周转率	3.90	4.00	4.18	4.13
留存收益	2131.46	2790.42	3728.92	5028.74	存货周转率	4.47	4.24	4.41	4.39
归属母公司股东权益	4009.33	4666.63	5605.12	6904.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4009.33	4666.63	5605.12	6904.95	资产负债率	39.23%	34.62%	35.65%	36.15%
负债和股东权益合计	6598.05	7137.84	8709.98	10814.73	带息债务/总负债	10.26%	4.00%	3.19%	2.53%
					流动比率	1.79	2.36	2.52	2.64
					速动比率	1.27	1.69	1.82	1.95
					股利支付率	14.67%	14.76%	14.14%	14.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	988.64	1243.68	1619.61	2116.76	每股收益	0.33	0.45	0.63	0.88
PE	34.02	25.11	17.75	12.78	每股净资产	2.32	2.71	3.25	4.00
PB	4.84	4.16	3.46	2.81	每股经营现金	0.44	0.50	0.48	0.70
PS	3.53	2.83	2.12	1.61	每股股利	0.05	0.07	0.09	0.13
EV/EBITDA	19.31	14.81	10.97	7.94					
股息率	0.43%	0.59%	0.80%	1.13%					

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