

## 产品线更加完善，增长趋势已现

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司 2019 年实现营业收入 10.1 亿元，同比增长 17.2%，归母净利润 2.0 亿元，同比下降 14.3%，扣非后归母净利润 2.0 亿元，同比增长 22.5%，EPS 0.55 元。
- 肥料业务收入增长明显。**公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和高端水溶性肥料的研发、生产和销售，是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业。2019 年 4 季度，公司全资收购重庆依尔双丰科技有限公司后，增加了公司产能和产品品种，丰富了公司的产品结构，进一步提升了公司在植物生长调节剂领域的地位，有利于增强公司行业竞争力。2019 年，公司农药业务收入 7.6 亿元，同比增长 15.0%，肥料业务收入 2.6 亿元，同比增长 23.8%，收入增长明显。
- 产品线更加完善，品种进一步丰富，增长趋势已现。**公司把丰富“作物套餐”和完善“作物整体解决方案”作为产品研发的重点。2019 年，公司植物生长调节剂、除草剂产品品种增加明显。截至 2019 年底，公司植物生长调节剂原药登记证 17 个、制剂登记证 54 个，同比增加 4 个、18 个，除草剂原药登记证 5 个、制剂登记证 29 个，同比增加 5 个、23 个。而杀菌剂、杀虫剂方面，公司 2019 年分别同比增加 6 个、1 个。因此，公司 2019 年的农药原药登记证同比增加 57 个。而另一方面，公司肥料登记证 2019 年增加 18 个，同比也大幅增长，达到了 56 个。公司 2019 年还拥有授权专利 112 项，同比增加 30 项，其中发明专利 53 项，同比增加 12 项。公司 2019 年新获得注册商标 258 件，目前拥有注册商标 1041 件。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.66 元、0.78 元、0.91 元，选取农药行业龙头扬农化工和盈利能力与公司相似的光威复材作为公司的可比公司，给予公司 2020 年 22 的估值水平，目标价 14.52 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格或大幅波动、下游需求不达预期，商誉减值风险，募投项目达产时间低于预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1014.28	1221.88	1465.85	1751.09
增长率	17.20%	20.47%	19.97%	19.46%
归属母公司净利润 (百万元)	201.13	245.08	289.74	339.36
增长率	-14.26%	21.85%	18.22%	17.13%
每股收益 EPS (元)	0.54	0.66	0.78	0.91
净资产收益率 ROE	18.04%	18.57%	18.57%	18.42%
PE	23	18	16	13
PB	4.06	3.43	2.90	2.46

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

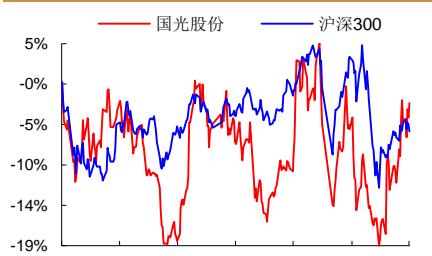
分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hgw@swsc.com.cn

分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
执业证号: S1250519080005  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuec@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)	3.72
流通 A 股(亿股)	2.38
52 周内股价区间(元)	10.08-21.45
总市值(亿元)	45.32
总资产(亿元)	12.35
每股净资产(元)	2.93

### 相关研究

## 1 公司是国内植物生长调节剂行业龙头

公司主营植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研发、生产和销售，是我国植物生长调节剂细分行业内的龙头企业之一。

2019年，公司植物生长调节剂、除草剂产品品种增加明显。截至2019年底，公司植物生长调节剂原药登记证17个、制剂登记证54个，同比增加4个、18个，除草剂原药登记证5个、制剂登记证29个，同比增加5个、23个。而杀菌剂、杀虫剂方面，公司2019年分别同比增加6个、1个。因此，公司2019年的农药原药登记证同比增加57个。而另一方面，公司肥料登记证2019年增加18个，同比也大幅增长，达到了56个。公司2019年还拥有授权专利112项，同比增加30项，其中发明专利53项，同比增加12项。公司2019年新获得注册商标258件，目前拥有注册商标1041件。

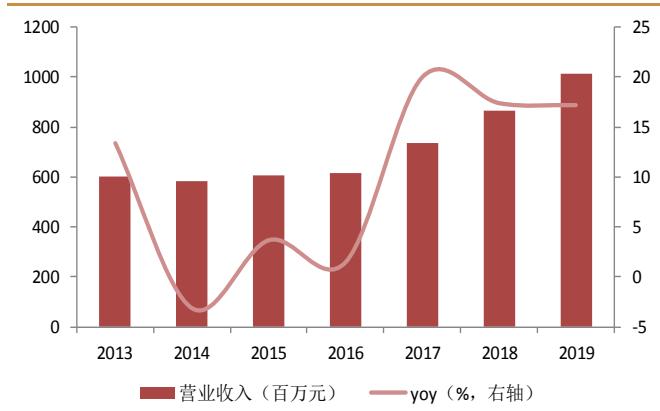
表 1：公司主要产品

产品大类	产品细分类别	主要产品
农药	植物生长调节剂	多效唑、萘乙酸、甲哌鎓、乙烯利、三十烷醇、胺鲜·乙烯利、多唑·甲哌鎓、氯吡脲、2,4-滴钠盐、矮壮素、赤霉酸、吲丁·萘乙酸
	杀菌剂	三唑酮、多菌灵、甲霜·锰锌、代森锰锌、代森锌、咪鲜胺、三环唑、锰锌·多菌灵、五氯硝基苯、甲基硫菌灵、噁霉灵、腐霉利
化肥	水溶性肥料	含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司收入及净利润增长较稳定，波动幅度不大，最主要还是受到产能限制，随着公司产能的逐步释放，公司收入从2017年出现较大幅度增长。

图 1：公司收入及增速



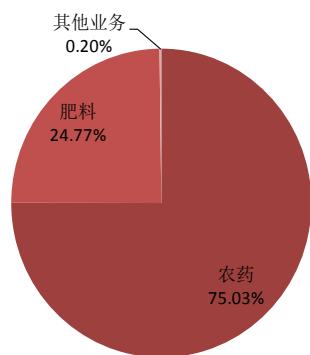
数据来源：Wind，西南证券整理

目前农药产品占公司收入和利润的比例相比2014年有提升，目前为75%左右，肥料占公司收入和利润的比例为25%左右。

图 2：公司归母净利润及增速

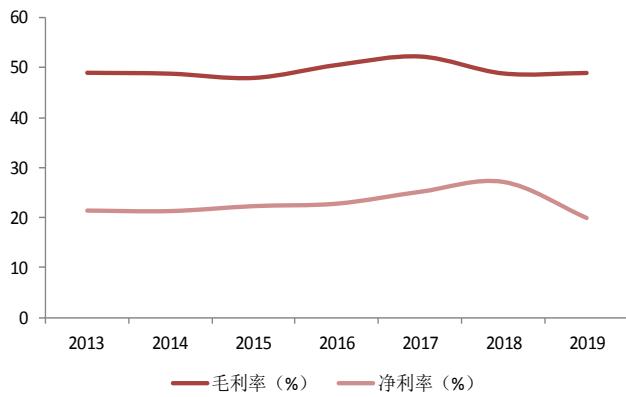


数据来源：Wind，西南证券整理

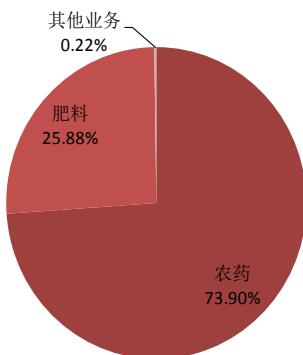
**图 3：公司收入构成（2019 年）**


数据来源：Wind，西南证券整理

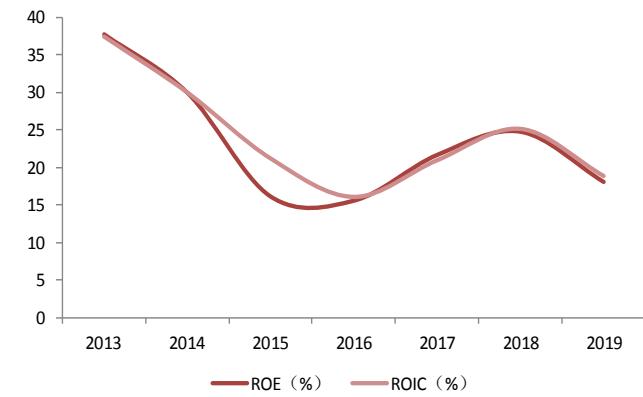
公司的毛利率和净利率总体稳定，还略有提升，近几年毛利率均保持在 48%-52%之间，净利率则在 20%-25%之间小幅波动。ROE 和 ROIC 是随着公司上市和产能的建设而有一定波动。

**图 5：公司毛利率和净利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：公司毛利构成（2019 年）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：公司 ROE 和 ROIC**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 行业发展趋势分析

### 2.1 我国植物生长调节剂行业增长迅速

植物生长调节剂是人工合成或从微生物中提取的，具有与植物内源激素相同或相似功能的一类物质，对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用。植物生长调节剂具有使用成本低、见效快、用量微、效果显著、投入产出比较高的特性，是生产优质农产品、无公害有机绿色食品必不可少的生产资料。

目前全球用于商品生产的植物生长调节剂已在百种以上。进入二十一世纪以来，随着种植作物的不断调整和全球经济环境的变化，全球植物生长调节剂的销售额呈波浪式增长的态势。

目前，国内拥有“三证”齐全的植物生长调节剂原药和制剂生产企业约有 150 余家，但其中多数企业经营单一原药或制剂产品。与其他农药细分行业相比，植物生长调节剂行业的生产企业相对较少。

## 2.2 杀菌剂行业需求增速尚可

通常称凡是能够杀死或抑制植物病原微生物（真菌、细菌、病毒）而又不至于造成植物严重损伤的化学物质为杀菌剂。植物病害品种繁多且容易被忽视，有数据显示全球仅由病原真菌引起的病害就多达一万多种，由此造成的经济损失占作物年度总损失的 10%-30%。

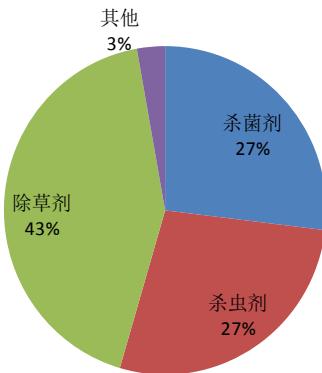
从作用方式来看，杀菌剂通常分为保护性与内吸性杀菌剂。保护性杀菌剂在植物体外或体表直接与病原体接触，杀死或抑制病原菌，使之无法进入植物，从而达到保护植物免受细菌危害的目的；内吸性杀菌剂施用于作物的某一部位后被作物吸收，并在体内运输到作物体的其他部位发生作用。

表 2：常见杀菌剂原药分类

项目	分类	具体产品
保护性杀菌剂	硫及无机硫化合物	硫黄悬浮剂、固体石硫合剂等
	铜制剂	波尔多液、铜氨合剂等
	有机硫化合物	福美双、代森锌、代森铵、代森锰锌等
	酞酰亚胺	克菌丹、敌菌丹、灭菌丹等
	抗生素类	井冈霉素、灭瘟素、多氧霉素等
	其他保护性杀菌剂	叶枯灵、叶枯净、百菌清、叶穗宁等
内吸性杀菌剂	甲氨基丙烯酸酯类	嘧菌酯、吡唑醚菌酯、啶氧菌酯、肟菌酯等
	三唑类	苯醚甲环唑、戊唑醇、氟环唑、腈菌唑、腈苯唑等
	苯并咪唑类	苯菌灵、多菌灵、噻菌灵、硫菌灵、甲基硫菌灵等
	二甲酰亚胺	异菌脲、乙烯菌核利等
	有机磷类	稻瘟净、异稻瘟净、三乙膦酸铝等
	苯基酰胺	甲霜灵等
	甾醇生成抑制剂	甲菌唑、十三吗啉、嗪胺灵、丁硫啶等
	其他内吸性类	噁唑菌酮等

数据来源：西南证券整理

2016 年全球农药销售量下降 2.4%，剔除汇率影响，实际增长 0.52%，杀菌剂和杀虫剂销售额依然难分伯仲，除草剂仍然领先。受到耐除草剂和抗虫转基因作物推广的影响，全球除草剂和杀虫剂市场发生剧烈变化，而转基因抗病作物的研究进展缓慢，而且农作物疾病种类繁多且容易突变，利用基因技术的难度很高。同时，复合型转基因作物的普及，使得多数作物在耐除草剂的同时具有抗虫功能，因此杀虫剂市场规模增速放缓，被杀菌剂追赶上。后续杀菌剂预计仍然将保持稳健需求增长，主要原因来自于经济类作物的种植面积提升和转基因作物种植面积的提升。

**图 7：2016 年其全球农药销售格局**


数据来源：农药协会，西南证券整理

## 2.3 水溶性肥料发展空间巨大

水溶性肥料是指经水溶解或稀释，用于灌溉施肥、叶面施肥、无土栽培、浸种蘸根等用途的液体或固体多元复合肥。水溶性肥料是高效、节水、环保的肥料产品，在我国各地区均有广阔的市场空间，在国家倡导节水农业、配方施肥的大背景之下，水溶性肥料将得到快速发展。

根据其组成成分不同，水溶性肥料可以分为水溶性氮磷钾肥料（大量元素水溶肥料）、中量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料、含氨基酸水溶肥料、含腐植酸水溶肥料。

**表 3：水溶性肥料的特点**

特点	具体内容
水溶性	原材料均是水溶性的，储存、运输和施用需要专门的设备和装置，成本较高，但容易被吸收，其吸收利用率相对较高
营养全	一般含有作物生长所需要的全部营养元素，如 N、P、K、Ca、Mg、S 以及微量元素等
见效快	可采取叶面喷施，不需要经过根系吸收、茎秆运输等漫长的运输过程，快速吸收，能较快看到肥料的效果和表现
节约资源	随着灌溉水包括喷灌、滴灌等方式进行灌溉时施肥，既节约用水，又节约肥料和劳动力
安全性高	因随水灌溉，施肥较均匀，且杂质较少，电导率低，使用浓度方便调节，不用担心引起烧苗等不良后果

数据来源：招股说明书，西南证券整理

由于水溶性肥料所固有的特点和优点，农业发达国家应用十分普遍。在设施灌溉农业，发达国家完全应用了水溶性肥料。在以色列等比较缺水的国家更是将滴灌等节水施肥系统发挥到了极致，设施灌溉高达 95%，欧洲国家设施灌溉比率有 58%，美国为 38%。

与发达国家相比，我国水溶性肥料起步较晚，近几年，随着水肥一体化进程的加快，我国水溶性肥料获得了快速的增长。2010 年-2013 年间，我国水溶性肥料的产量从 60 万吨增加至 260 万吨，年均复合增长率为 63.0%。从施用量看，2010 年我国农作物复混肥的施用量为 5308 万吨，其中水溶性肥料的施用量为 16 万吨，占复混肥施用量的 0.30%，2013 年我国水溶肥的施用量为 246 万吨，约占复混肥使用量的 4.6%。在我国目前水资源短缺情况下，水溶性肥料是保证农业持续、高效发展的有效途径之一。水溶性肥料成为我国肥料发展的趋势，市场前景广阔。

### 3 募投项目等待投产

由于相关法律法规、规范修改或实施，导致原施工图设计调整，致使时间延长，出图时间滞后，影响工程工期。同时公司募集资金投资项目建设所在的园区是地方政府新建的工业园区，公司是首家入驻园区的企业，园区的污水处理厂尚未开工建设。

截止 2019 年 12 月 31 日，“年产 6000 吨植物营养产品生产线项目”、“年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目”已经按计划建设完成；“年产 2,100 吨植物生长调节剂原药生产线项目”已经完成设备安装，进行调试。但由于园区双回路电源建设尚未开展，公司环保 VOC 治理方案尚未实施，该项目调试完成后，仍然存在不能进行试生产的风险。

表 4：募投项目概况

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	募集资金投资额（万元）	2019 年底投资进度
1	年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	6368	5325	100%
2	年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目	1255	1255	100%
3	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	5989	5989	100%
4	年产 6000 吨植物营养产品生产线项目	2095	2095	100%
5	营销服务体系建设项目	7828	7828	100%
6	补充营运资金	12000	12000	100%
合计		35535	34492	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：2020-2022 年公司农药中间体业务收入增速为 20%、20%、20%，毛利率为 45%、45%、45%；

假设 2：2020-2022 年，公司肥料业务收入增速为 22%、20%、18%，毛利率为 47%、47%、47%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	1014.3	1221.9	1465.8	1751.1
	增速	17.2%	20.5%	20.0%	19.5%
	成本	549.0	665.4	798.3	953.9
	毛利率	45.9%	45.5%	45.5%	45.5%
农药中间体	收入	755.53	906.63	1087.96	1305.55
	增速	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	415.21	498.65	598.38	718.05
	毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
医药中间体	收入	256.19	312.56	375.07	442.58

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他	增速	23.8%	22.0%	20.0%	18.0%
	成本	132.96	165.66	198.79	234.57
	毛利率	48.1%	47.0%	47.0%	47.0%
	收入	2.56	2.69	2.82	2.96
	增速	72.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.86	1.13	1.18	1.24
毛利率		66.2%	58.0%	58.0%	58.0%

数据来源：公司公告，西南证券

选取农药行业龙头扬农化工和盈利能力与公司相似的光威复材作为公司的可比公司，给予公司2020年22的估值水平，目标价14.52元，首次覆盖给予“买入”评级。

表2：可比公司估值表

代码	简称	股价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
300699.SZ	光威复材	51.35	0.73	1.00	1.27	1.58	70	51	40	33
600486.SH	扬农化工	75.25	2.89	3.84	4.32	5.19	26	20	17	15
可比公司均值							48	36	29	24

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1014.28	1221.88	1465.85	1751.09	净利润	201.13	245.08	289.74	339.36
营业成本	549.04	665.43	798.35	953.87	折旧与摊销	8.81	2.01	3.99	6.56
营业税金及附加	2.15	2.77	3.26	12.08	财务费用	-7.41	-3.27	-4.50	-5.57
销售费用	145.85	174.73	209.62	250.41	资产减值损失	0.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	54.73	97.75	117.27	140.09	经营营运资本变动	-24.71	87.26	-2.57	-2.86
财务费用	-7.41	-3.27	-4.50	-5.57	其他	37.08	-3.58	0.58	-0.53
资产减值损失	0.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	215.74	327.51	287.24	336.97
投资收益	1.03	5.00	0.00	0.00	资本支出	185.10	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	2.50	0.00	0.00	0.00	其他	-329.57	5.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-144.47	-45.00	-50.00	-50.00
<b>营业利润</b>	<b>232.90</b>	<b>289.46</b>	<b>341.85</b>	<b>400.22</b>	短期借款	0.59	-1.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.36	-1.12	-0.98	-0.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>232.54</b>	<b>288.34</b>	<b>340.87</b>	<b>399.25</b>	股权融资	7.25	0.00	0.00	0.00
所得税	31.41	43.25	51.13	59.89	支付股利	0.00	-40.23	-49.02	-57.95
<b>净利润</b>	<b>201.13</b>	<b>245.08</b>	<b>289.74</b>	<b>339.36</b>	其他	-61.20	53.27	4.50	5.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-53.36	11.94	-44.52	-52.38
归属母公司股东净利润	201.13	245.08	289.74	339.36	<b>现金流量净额</b>	<b>17.90</b>	<b>294.45</b>	<b>192.72</b>	<b>234.59</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	509.24	803.69	996.41	1231.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	65.54	105.97	125.81	150.45	销售收入增长率	17.20%	20.47%	19.97%	19.46%
存货	191.22	65.12	77.83	93.91	营业利润增长率	-13.29%	24.29%	18.10%	17.07%
其他流动资产	31.38	19.87	23.84	28.47	净利润增长率	-14.26%	21.85%	18.22%	17.13%
长期股权投资	25.36	25.36	25.36	25.36	EBITDA 增长率	-11.79%	23.01%	18.44%	17.54%
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	0.00	49.21	96.44	141.09	毛利率	45.87%	45.54%	45.54%	45.53%
无形资产和开发支出	51.39	50.17	48.95	47.73	三费率	19.05%	22.03%	21.99%	21.98%
其他非流动资产	467.92	467.92	467.92	467.92	净利润率	19.83%	20.06%	19.77%	19.38%
<b>资产总计</b>	<b>1342.05</b>	<b>1587.31</b>	<b>1862.56</b>	<b>2185.94</b>	ROE	18.04%	18.57%	18.57%	18.42%
短期借款	1.10	0.00	0.00	0.00	ROA	14.99%	15.44%	15.56%	15.52%
应付和预收款项	148.66	172.29	206.82	248.78	ROIC	67.13%	118.63%	123.98%	109.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.10%	23.59%	23.29%	22.91%
其他负债	77.27	95.15	95.15	95.15	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>227.03</b>	<b>267.44</b>	<b>301.97</b>	<b>343.93</b>	总资产周转率	0.82	0.83	0.85	0.87
股本	372.41	372.41	372.41	372.41	固定资产周转率	96.81	100.95	35.26	22.41
资本公积	76.74	76.74	76.74	76.74	应收账款周转率	53.46	49.92	50.54	50.74
留存收益	684.29	889.15	1129.88	1411.29	存货周转率	3.24	5.16	10.91	10.89
归属母公司股东权益	1115.01	1319.87	1560.60	1842.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.66%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1115.01</b>	<b>1319.87</b>	<b>1560.60</b>	<b>1842.01</b>	资产负债率	16.92%	16.85%	16.21%	15.73%
负债和股东权益合计	1342.05	1587.31	1862.56	2185.94	带息债务/总负债	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	流动比率	4.38	4.47	4.77	5.03
EBITDA	234.30	288.21	341.35	401.22	速动比率	3.33	4.18	4.46	4.72
PE	22.53	18.49	15.64	13.36	股利支付率	0.00%	16.41%	16.92%	17.08%
PB	4.06	3.43	2.90	2.46	<b>每股指标</b>				
PS	4.47	3.71	3.09	2.59	每股收益	0.54	0.66	0.78	0.91
EV/EBITDA	15.18	11.49	9.13	7.19	每股净资产	2.99	3.54	4.19	4.95
股息率	0.00%	0.89%	1.08%	1.28%	每股经营现金	0.58	0.88	0.77	0.90
					每股股利	0.00	0.11	0.13	0.16

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

持有：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指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

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

### 行业评级

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn