

建筑行业2022年投资策略

分化中寻求机遇，关注价值重估及双碳概念

西南证券研究发展中心
建筑装饰研究团队
2021年11月

核 心 观 点

建筑板块经过五年的下探，今年终于跑赢大盘，2021年初至11月底申万建筑装饰指数上涨7.0%，跑赢沪深300指数约13.9个百分点。虽然整体上涨，但是行业内部却出现分化严重的现象：年初至今专业工程行业上涨，涨幅为32.7%，其中尤其是以钢结构板块最为景气；其次基础建设、园林工程涨幅分别为9.2%、1.5%；而房建、装饰板块则继续下探，尤其是装饰板块，持续在低迷中徘徊。

从宏观来看，疫情后建筑行业的格局发生了较大的变化，首先是受全球制造业格局影响，国内制造业投资景气；而地产端受到政策影响，今年整体投资景气度冲高回落，预计在未来几年内地产投资将步入低景气；基建投资整体增速创新低，预计未来基建投资只存在结构性、区域性景气。

我国经济增长已由过去的高增长转变为新常态下的中高增长阶段，从建筑业增长周期与经济周期的关系来看，经济增速下滑将直接影响建筑业的需求。

建筑行业公司大PE为9.0倍，在申万行业中处于低水平。建筑施工业务准入门槛低，竞争激烈，毛利率普遍较低。转型高毛利率行业，提高毛利率、提高盈利能力。转型估值较高行业，提供新的业绩增长点 and 成长性，尤其布局科技能源产业，带来巨大想象空间。

双碳背景下，绿色、低碳、环保是未来主线，建筑领域符合其特征的有绿色建筑和绿色生态建设。

2022年建筑行业选股思路：

□ **业绩稳健、低估值的央企、国企。建议关注：中国建筑（601668）、中国中冶（601618）、中国交建（601800）、安徽建工（600502）、山东路桥（000498）。**

□ **生态保护和环境治理子行业景气度高且布局双碳概念。标的推荐：东珠生态（603359）。**

风险提示：宏观投资下行风险，业务拓展不及预期的风险。

目 录

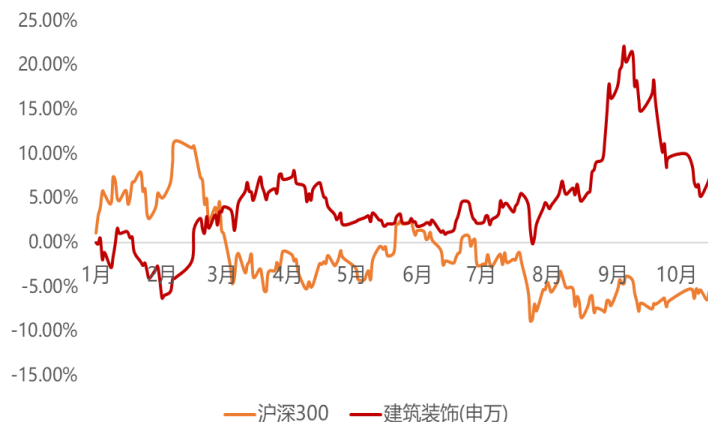
◆ 2021年行业回顾：分化中寻求机遇

◆ 2022年行业投资方向：关注价值重估及双碳概念

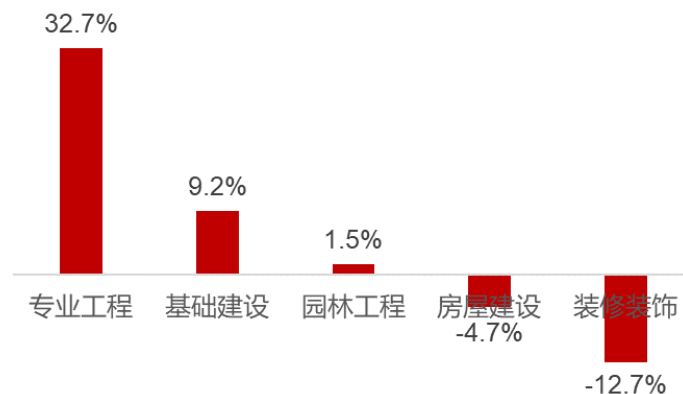
◆ 2022年重点推荐投资标的

2021年行业回顾：表现强于大盘

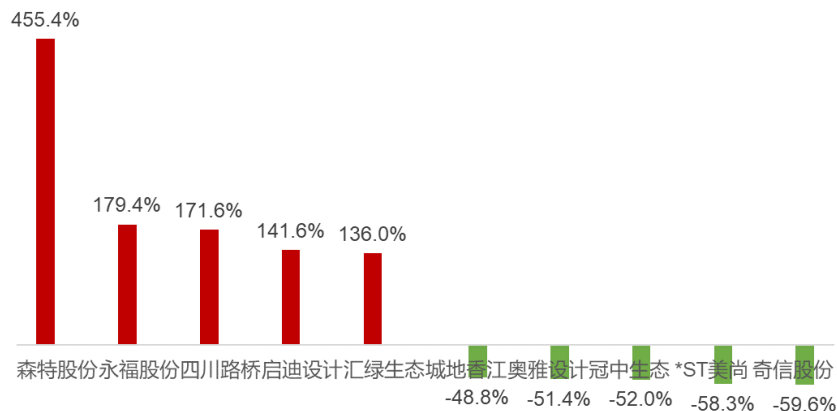
建筑装饰行业指数相对沪深300走势



建筑子行业二级市场涨跌幅



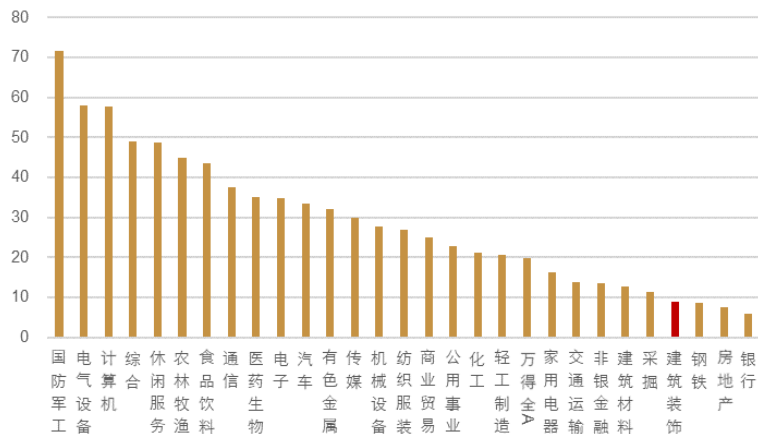
建筑行业涨跌幅前十个股



- 2021年初截至11月底申万建筑装饰指数上涨7.0%，跑赢沪深300指数约13.9个百分点。
- 2021年初截至11月底专业工程行业上涨，涨幅为32.7%，基础建设、园林工程涨幅分别为9.2%、1.5%。
- 2021年初截至11月底板块内涨幅最大的为森特股份(+455.4%)、永福股份(+179.4%)、四川路桥(+171.6%)；跌幅最大的为奇信股份(-59.6%)。

2021年行业回顾：整体估值低，子行业存在差异

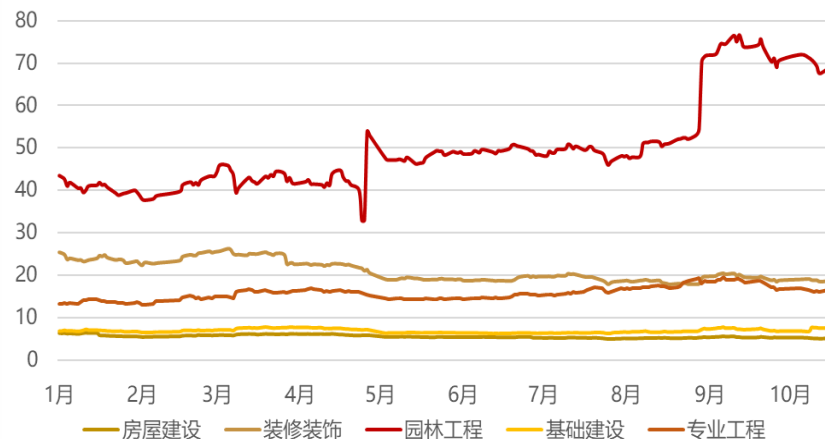
建筑行业市盈率位于低位



建筑装饰行业市盈率变动



20年子行业市盈率变动 (TTM整体法)

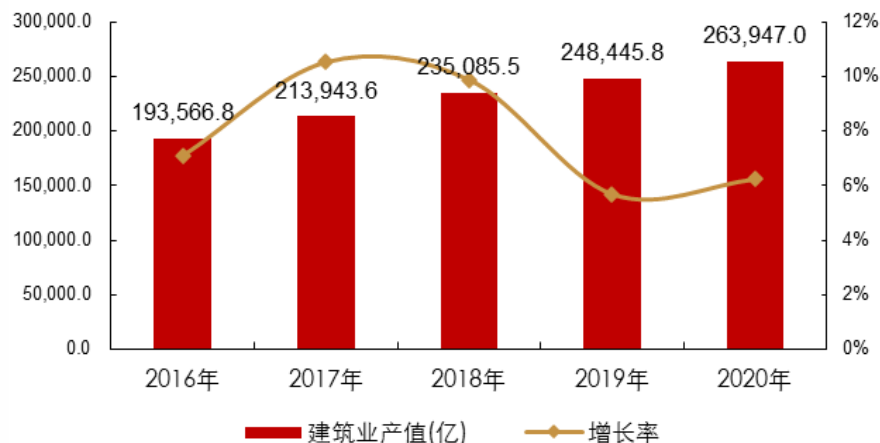


数据来源: Wind, 西南证券整理

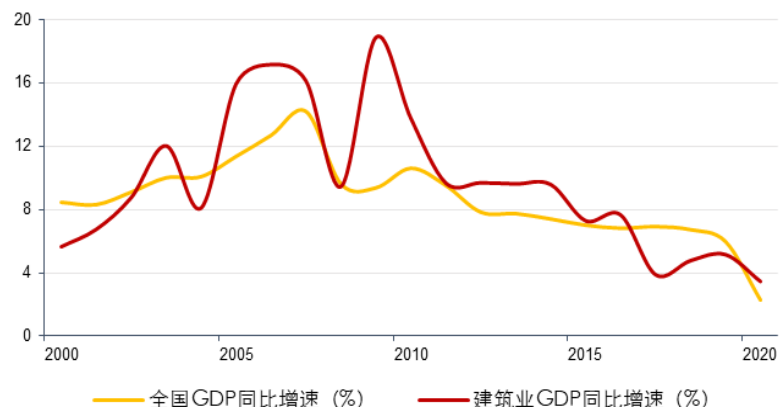
- 横向看：建筑装饰行业PE为9.0倍，在申万行业中处于低水平。
- 纵向看：长期来看行业PE波动下跌，估值处于过去3年的低点。
- 从子行业来看：成长性板块园林工程（68倍）市盈率较高，而传统的房屋建设（4.9倍）和基础建设（8.0倍）的市盈率最低。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

建筑业产值持续增长



建筑业与全国GDP增速下滑



数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

1

宏观经济由高增长转入中高增长

- 我国经济增长已由过去的高增长转变为新常态下的中高增长阶段，从建筑业增长周期与经济周期的关系来看，经济增速下滑将直接影响建筑业的需求。
- 建筑业周期很大程度上受到房地产及投资周期影响，我国建筑业近年增长受限。
- 2015年以来，建筑业产值增速在略出现回暖后又进入下行通道。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

固定资产投资完成额累计同比下行



三大下游行业固定资产投资完成额累计同比下行



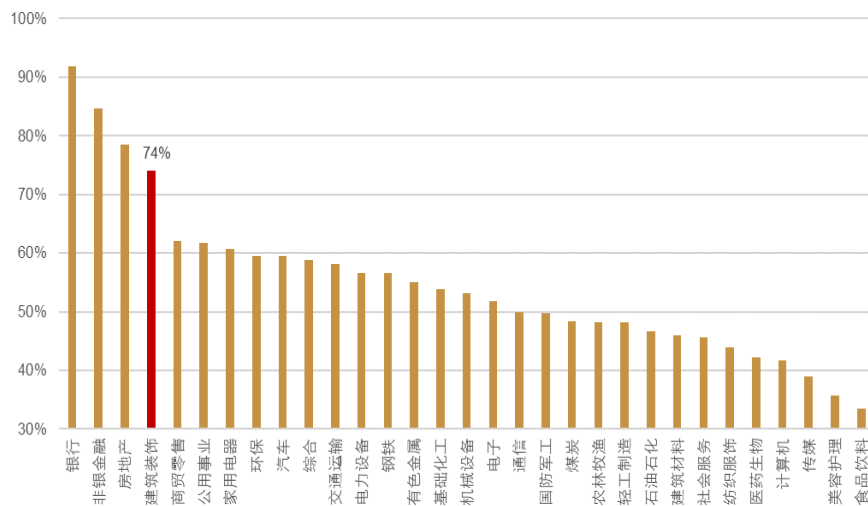
数据来源：Wind，西南证券整理

2 固定资产投资下滑，下游需求不足

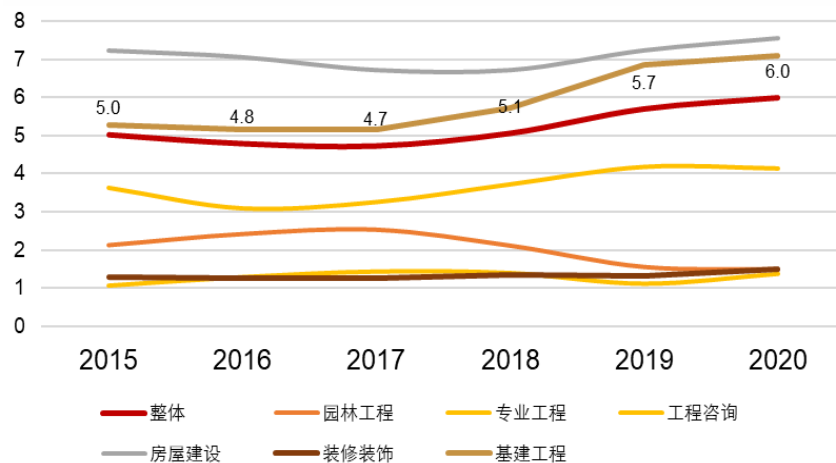
- 制造业固投、房地产业固投和基建固投增速过去10年整体处于波动下行趋势。
- 房地产、制造业持续下行，基建于2013年至2017年之间保持较高增速；基建和地产基本呈此消彼长态势。2021三大行业固定资产投资均增速冲高回落。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

建筑行业资产负债率高企



行业内公司应收账款周转率偏低



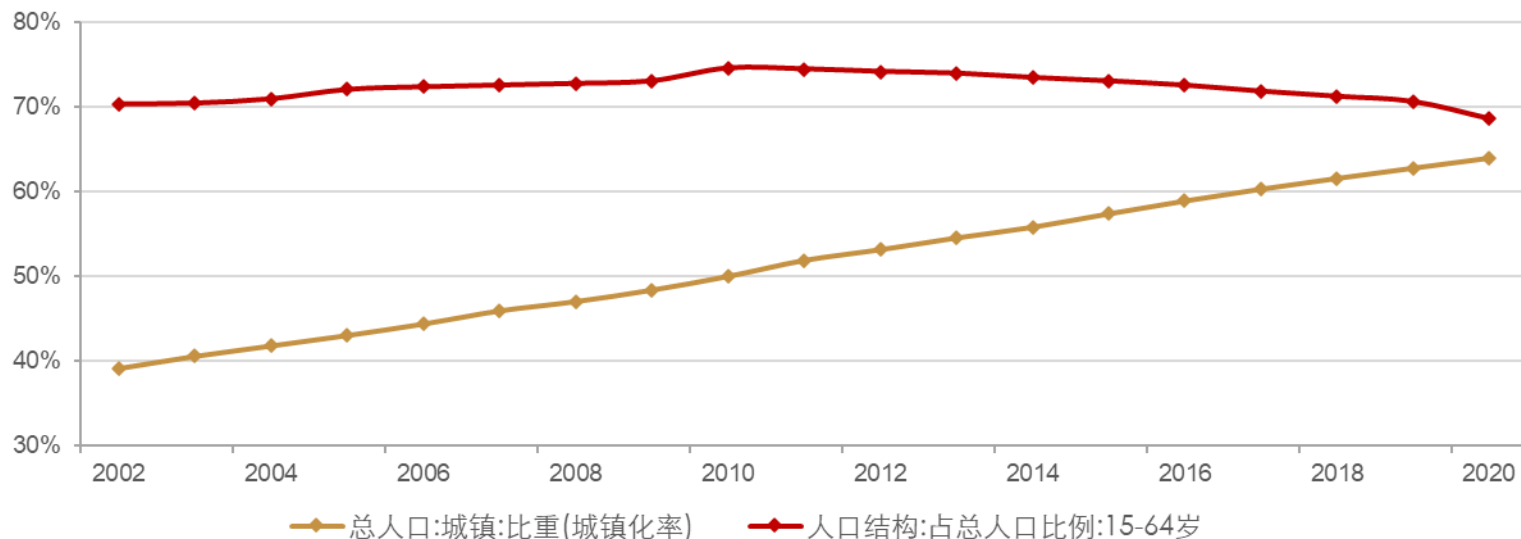
数据来源：Wind，西南证券整理

3 高资产负债率与回款压力大已成为行业性难题

- 建筑行业资产负债率偏高。尽管建筑行业资产负债率自2014年的79.9%以来持续下降，2020年年报数据显示其资产负债率仍达74%，在28个申万一级行业中高居第4位，仅次于银行、非银金融和房地产。较高的资产负债率给公司带来了沉重的财务费用。
- 回款面临较大压力，应收账款周转率偏低，尤其是装修装饰与园林工程子板块。行业整体应收账款周转率在2010年达到近20年最高值8.7，此后一路下滑，近两年稍有回升，2020年为6.0。

行业新常态：景气度下滑，变革中寻求机遇

城镇化率稳步提升，接近拐点；人口红利下滑严重



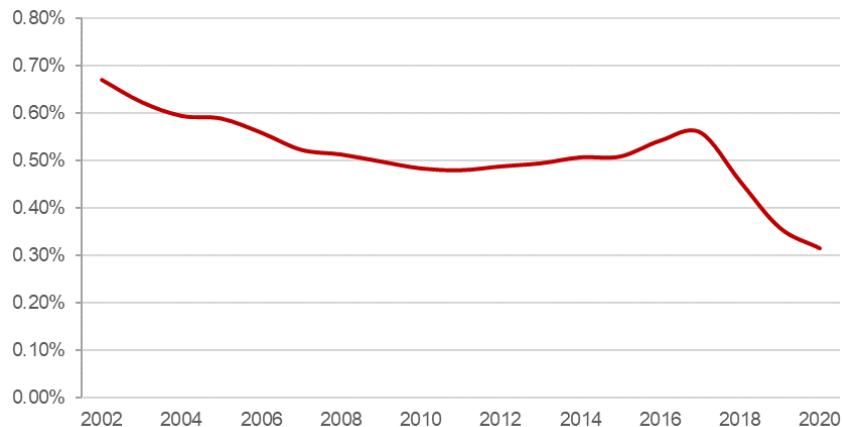
数据来源: Wind, 西南证券整理

4 城镇化率已接近拐点，人口红利逐步减弱

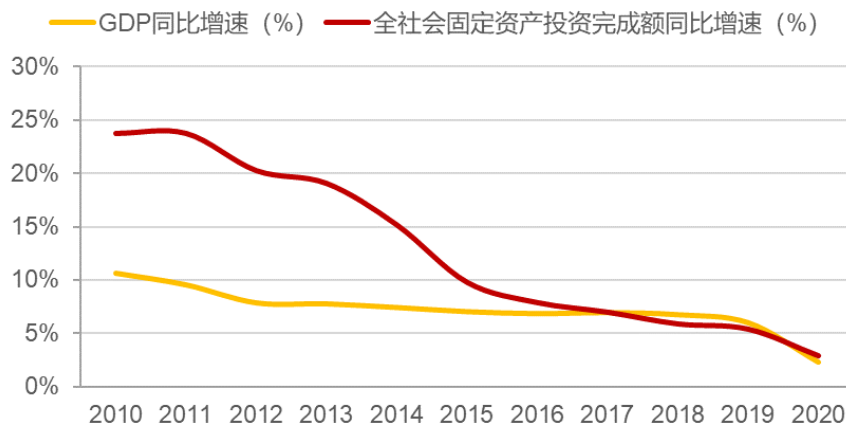
- 至2020年，我国的城市化率已达63.9%，考虑到我国的大中城市的发展已经接近与日本韩国的拐点时期，预计未来我国城市化率增速将降低，建筑业发展速度相应趋缓。
- 我国人口红利自2011年来逐步减弱，相应的人工成本逐步上升，增加企业负担，特别是人工成本占比较大的建筑业受此影响较大。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

人口增速下行，建筑大周期向下



宏观经济下行，建筑中周期向下



数据来源：Wind，西南证券整理

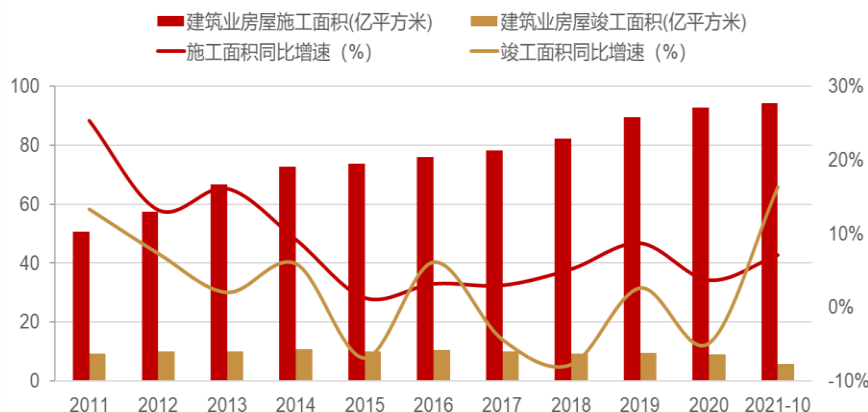
1 中长周期下滑、小周期筑底的嵌套阶段

- 库兹涅兹周期15年以上——从1987年以来，我国人口增速持续下滑，对应库兹涅兹周期来说处于持续下行趋势。
- 建筑业周期平均长度为8-11年，体现了朱格拉周期的典型特性，受宏观经济景气度下行以及下游行业设备投资下行影响。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

地产竣工增速加快

宏观经济下行，建筑小周期向上



数据来源：Wind，西南证券整理

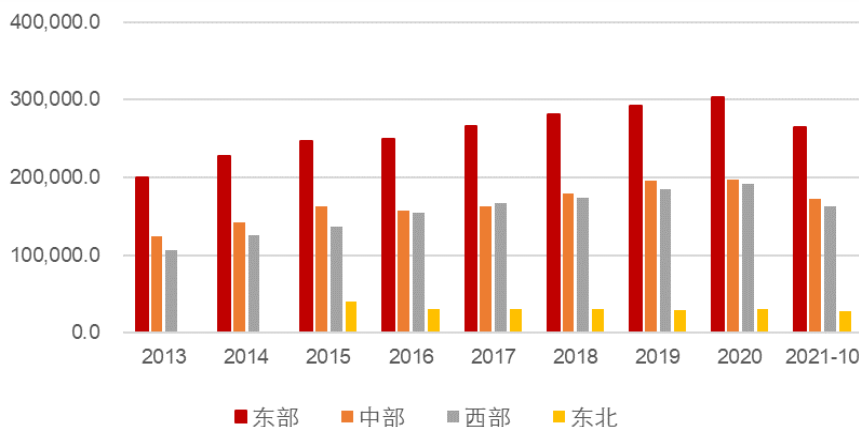
证券代码	证券简称	2021年前三季度新签合同（亿元）	YOY
601668.SH	中国建筑	24528	10.1%
601800.SH	中国交建	10067	36.6%
601390.SH	中国中铁	14664	8.3%
601186.SH	中国铁建	15663	12.6%
601618.SH	中国中冶	8771	25.1%
601669.SH	中国电建	5206	3.6%

2 中长周期下滑、小周期筑底的嵌套阶段

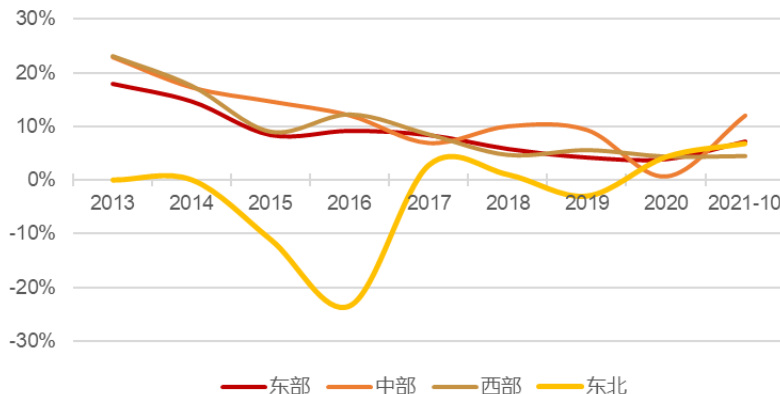
- 以房屋新开工面积增速和竣工面积增速表现的建筑业周期则较为显著，按照这一标准，建筑业小周期长度大约为2-3年，2021年竣工加速，叠加未来政策预期地产端未来增速或将下行。
- 小周期受订单驱动影响，今年上半年大型建筑央企新增订单整体仍保持较好的增长，近年来建筑央企、国企订单情况良好，预计未来几年具有较好的经营空间。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

各区域固定资产投资完成额（亿元）



各区域固定资产投资增速（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

3 地区性差异：中部投资热度反弹，东北增速提升

- ❑ 中西部固定资产投资2020年前增速一直高于东部，东部的相对投资占比长期趋势向下，东北地区2020年增速转正。
- ❑ 经济越发达地区、资本存量越大地区在遭遇经济冲击时，所受影响也较大。中部地区包含了此次疫情爆发的中心，固定资产投资显著下挫，但在2021年又剧烈反弹。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

三大下游市场投资增速比较



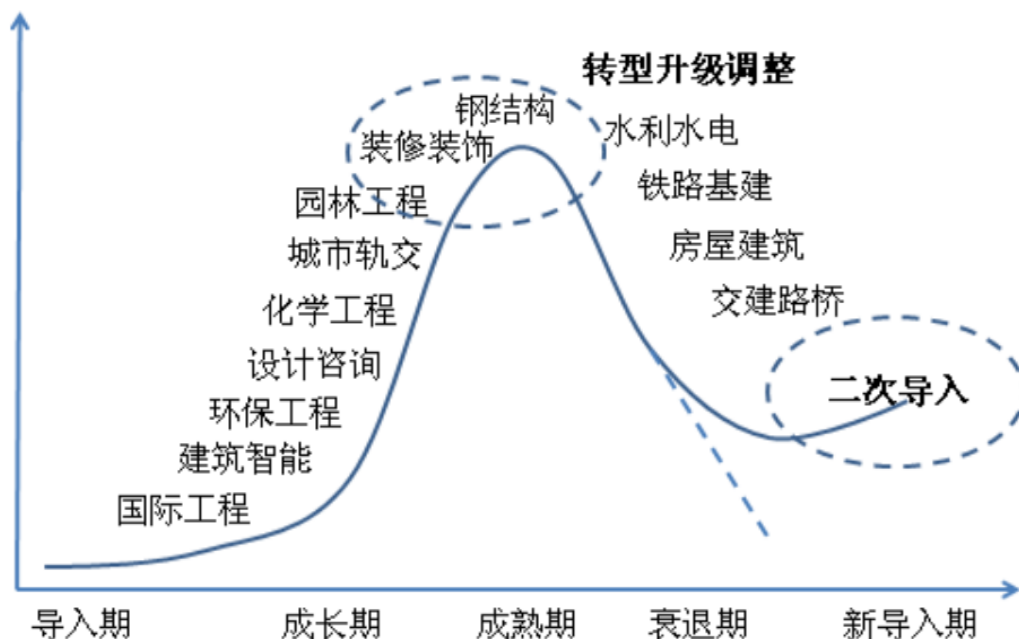
数据来源：Wind，西南证券整理

4 结构性差异：基建仍是稳增长利器

- 三大下游市场投资比重趋于均衡，基建投资对冲属性强。
- 未来基建投资仍是对冲房建投资下降的有效工具，我们判断未来几年将成建筑业小周期筑底回升的主要动力。

行业周期：长周期短周期嵌套，基建对冲属性强

子行业具有不同生命周期



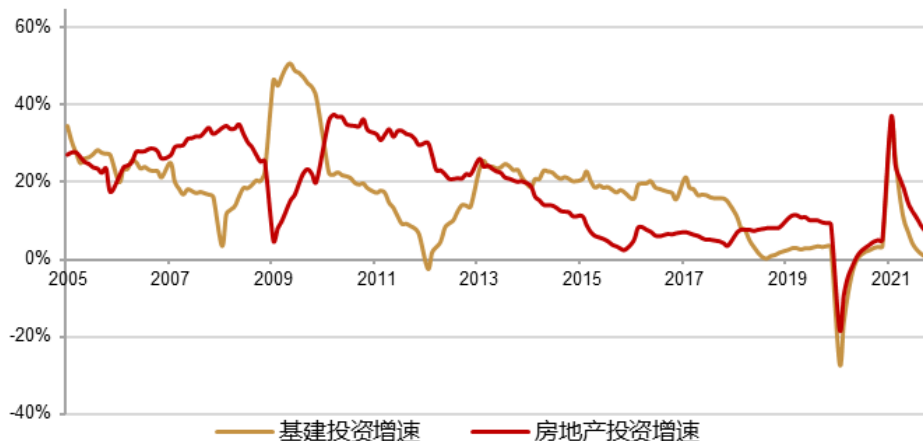
数据来源：Wind，西南证券整理

5 子行业生命周期分化较大

- 导入期、成长期、成熟期、衰退期，建筑行业整体处于成熟阶段，但结构分化较大。不同子板块处于生命周期的不同阶段，这也为市场的结构性行情提供了基础。
- 传统行业已经成为成熟行业，一些高景气的细分子行业如电力能源建设、城市轨交、核电建设、新型煤化工及受益政策推进的装配式建筑、国际工程、建筑智能、环保工程和设计咨询成为目前的朝阳产业。

行业空间：制造业较景气，地产景气度骤降，基建预期位于低位

基建投资和房地产投资有明显的对冲作用



房地产投资及基建投资对冲测算

年份	基建投资 (万亿元)	增速	地产投资 (万亿元)	增速
2012	7.72	15.27%	9.26	22.44%
2013	9.36	21.32%	11.14	20.28%
2014	11.22	19.82%	12.37	11.01%
2015	13.13	17.02%	12.67	2.41%
2016	15.2	15.80%	13.53	6.80%
2017	17.31	14.93%	13.93	2.96%
2018	17.62	1.79%	15.13	8.3%
2019	18.21	3.33%	16.51	9.10%
2020	18.83	3.33%	17.34	5.0%
2021E	19.01	1%	18.38	6%

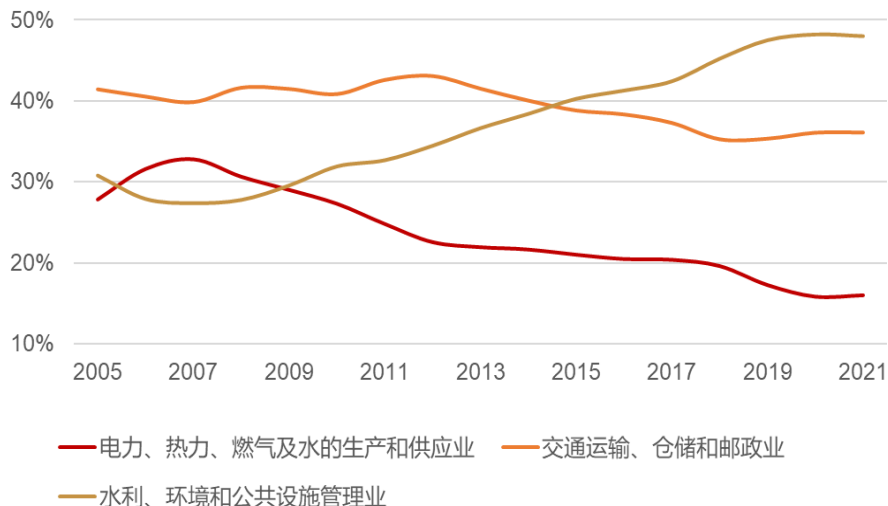
数据来源：Wind，西南证券

6 基建投资或将提速

- 从历史上来看，基建投资和房地产投资有明显的对冲作用。
- 我们测算房地产投资每下降1个点，基建投资相应的需要增长0.75个百分点才能完成对冲。如果2020年的房地产投资增速回落3.1个百分点，则基建投资增速需要增加2.33个百分点，但考虑到近年的特殊情况及GDP增速，预计2021年的基建的同比增速将达到1%。

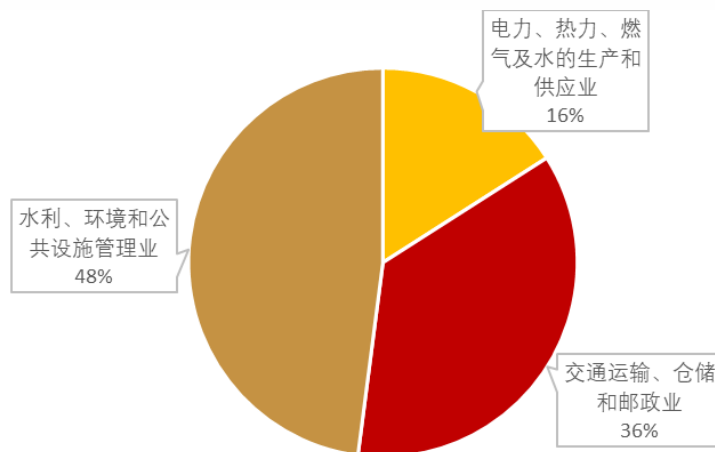
行业空间：制造业较景气，地产景气度骤降，基建预期位于低位

三大基建投资中水利环境公共设施占比上升



数据来源：Wind，西南证券整理

2021年水利环境公投资景气



7 基建投资或将提速

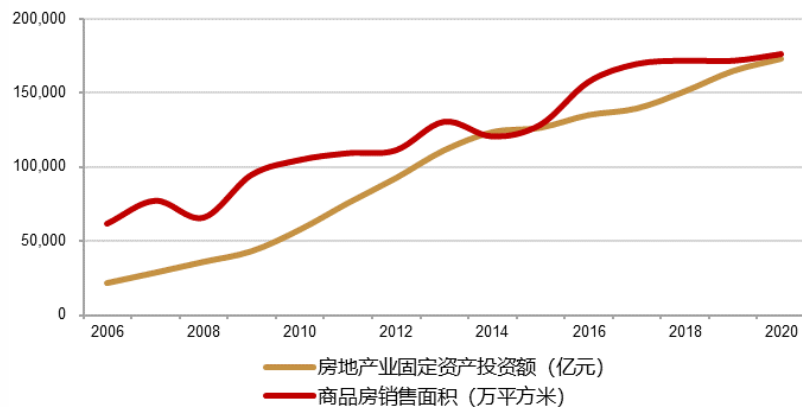
- 三大基建投资占比近年产生变化：2013年之前“交通运输、仓储及邮政业”最高，占基建投资的比重在2010年达到峰值的43.0%；2013年之后“水利、环境及公共设施管理业”成为新的主导。2021年电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资占比有提高趋势。

行业空间：制造业较景气，地产景气度骤降，基建预期位于低位

地产投资受政策影响自2021年景气度骤降



房地产投资及商品房销售面积趋势相同



数据来源：Wind，西南证券整理

8

房地产投资受政策影响较大

- ❑ 房地产市场未来发展关键看两个因素：城镇化和人口结构。国内商品房销售面积自2016年起增速放缓；2020年受疫情影响同比降幅较大但逐渐回暖，受政策影响2021年增速冲高回落。
- ❑ 一般房地产开发投资增速落后商品房销售面积增速5-6个月左右，房地产投资增速滞后7个月，预计房地产投资增速到明年第二季度呈现下行趋势。

行业空间：制造业较景气，地产景气度骤降，基建预期位于低位

制造业投资自2012年开始放缓，疫情后景气较高



数据来源：Wind，西南证券整理

9

制造业投资触底回暖，存结构性机会

- 制造业投资增速从2011年的最高点开始逐步回落，主要受去产能、去库存的影响；
- 受疫情影响，国外产能下降，2021年国内因疫情防范得当带动制造业增长，疫情后整体制造业景气度较高。

目 录

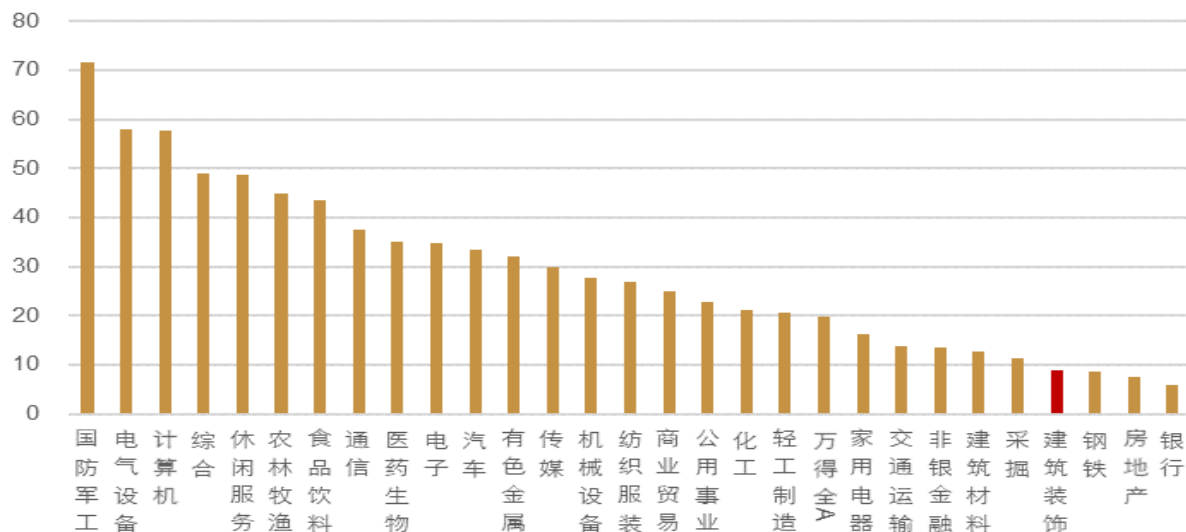
◆ 2021年行业回顾：分化中寻求机遇

◆ 2022年行业投资方向：关注价值重估及双碳概念

◆ 2022年重点推荐投资标的

未来投资方向：关注新业务价值重估

建筑行业估值水平位于行业内低位



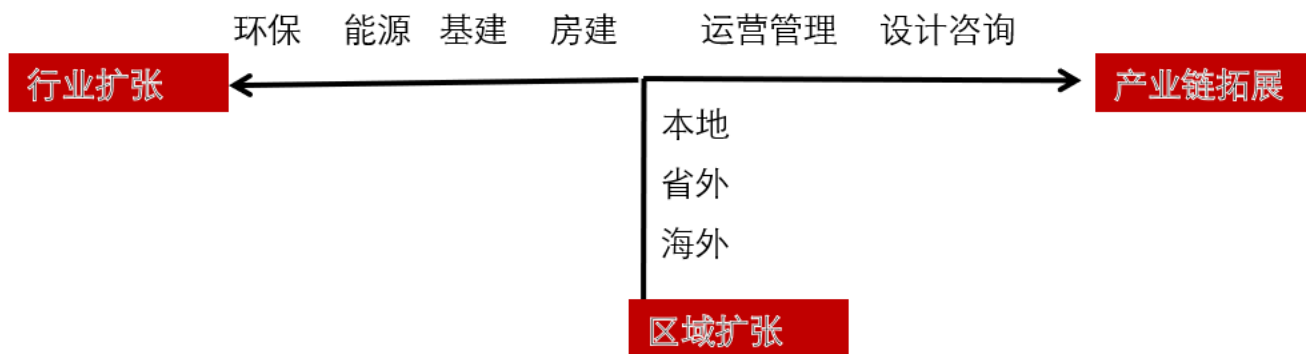
数据来源: Wind, 西南证券整理

1 非建筑业务大幅提高公司市值

- 建筑行业内公司大PE为9.0倍，在申万行业中处于低水平。建筑施工业务准入门槛低，竞争激烈，毛利率普遍较低。转型高毛利率行业，提高毛利率、提高盈利能力。
- 建筑行业价值蓝筹居多，估值普遍较低；电力设备新能源、旅游、TMT等行业的估值均高出数倍。转型估值较高行业，提供新的业绩增长点和成长性，尤其布局科技能源产业，带来巨大想象空间。

未来投资方向：关注新业务价值重估

建筑业转型三种方式的一般特点



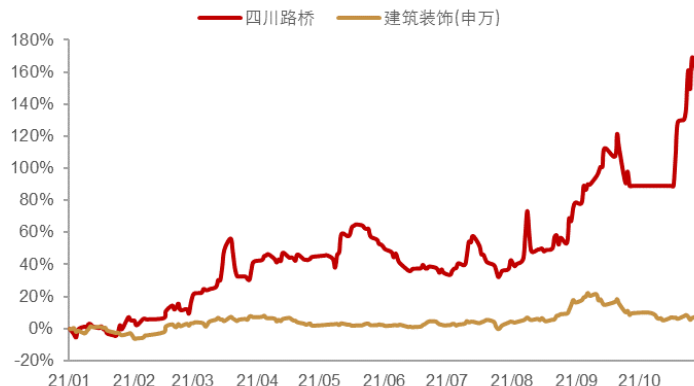
数据来源：西南证券整理

2 多元化发展，突破瓶颈增强活力

- 一般来说，当行业进入成熟期，投资增速下滑时，会出现并购浪潮，并购方向主要有三个：
 - ✓ 纵向一体化：沿着自身主营产业链上下两端拓展
 - ✓ 横向多元化：沿着主营业务相关或者非相关的业务扩张
 - ✓ 区域性并购：通过并购异地企业扩张公司在当地业务

未来投资方向：关注新业务价值重估

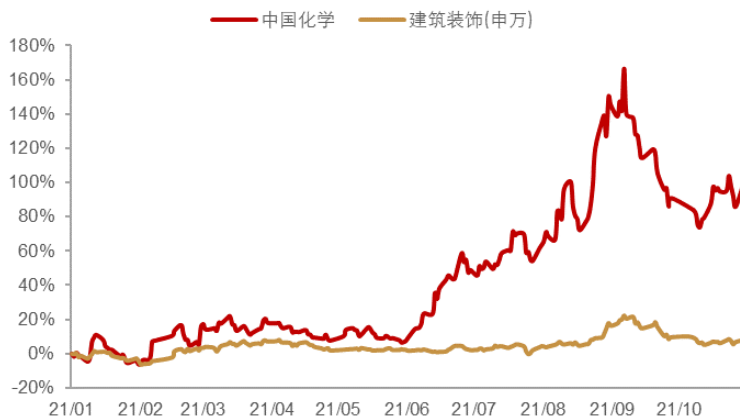
四川路桥2021年股价表现



中毅达2021年股价表现



中国化学2021年股价表现



3 矿产、化工业务提升估值

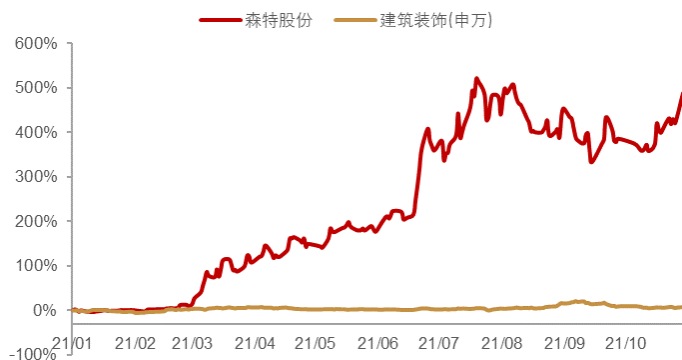
- 四川路桥受益于将与川能动力、比亚迪、禾丰公司共同成立合资公司，开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目。中毅达受益于磷化工概念。中国化学受益于己二腈等化工概念。

数据来源：Wind，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

未来投资方向：关注新业务价值重估

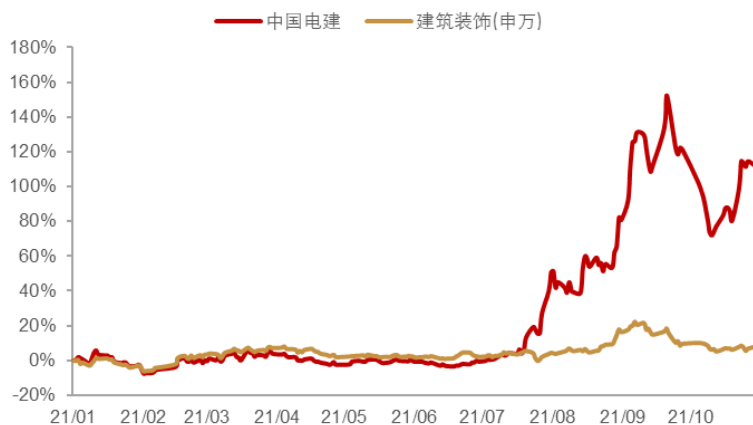
森特股份2021年股价表现



永福股份2021年股价表现



中国电建2021年股价表现



4 能源、电力业务提高估值

- 森特股份与隆基携手推动BIPV。永福股份与宁德时代合作，搭上储能概念。中国电建则因为布局电力运营而提高估值。

数据来源：Wind，西南证券整理

未来投资方向：布局双碳赛道

5 双碳赛道符合政策引导方向

- ❑ 中央、国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，对“双碳”工作推进进行系统部署。
- ❑ 到2025年，单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%、单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，非化石能源消费比重达到20%左右。
- ❑ 绿电赛道：双碳背景下，我国能源结构转型持续深化，未来国家将积极发展非化石能源，实施可再生能源替代行动，不断提高非化石能源消费比重。除了传统的水电外，风光等新能源电力将大规模接入。
- ❑ 绿色建筑赛道：大力发展节能低碳建筑，持续提高新建建筑节能标准，大力推进城镇既有建筑和市政基础设施节能改造。同时开展建筑屋顶光伏行动、推广绿色低碳建材、推动建筑材料循环利用。
- ❑ 绿水青山赛道：习近平总书记多次指出，要牢固树立绿水青山就是金山银山的理念，统筹山水林田湖草系统治理，优化国土空间开发格局，抓好生态环境保护。

未来投资方向：布局双碳赛道

6 绿色建筑是形势和政策双重推动

- 从全球视角看，产业工人短缺+环保压力是装配式建筑发展的主要推动力，国内形势严峻，产业升级转型势在必行。现阶段我国建筑产业面临的最大问题是产业工人短缺，而装配式建筑相较于传统建筑方式具有明显的环保、节能、效率优势，最关键在于能够将建筑工人产业化，极大的拓宽产业劳动力来源。从海外产业发展经验看，其普及程度非常高，有丰富的经验可以借鉴，这决定了装配式建筑有望成为我国产业转型升级的必由之路。
- 目前我国装配式建筑行业仍处于发展阶段，行业的转型升级离不开国家政策的支持。2016年国务院发布《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》明确提出：大力推广装配式建筑，建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。近年发布的政策文件同样反复强调应大力发展装配式建筑和装修。

未来投资方向：布局双碳赛道

7 绿色建筑中结构及装修将有较大发展空间

构件生产

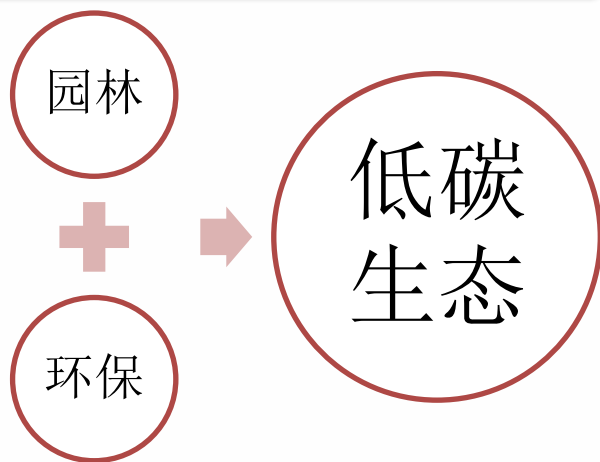
- 在产业链中，构件生产具有更高的景气度。构件生产环节是通过组模、浇筑等流程在生产线运作，制成PC（预制混凝土）、PS（预制钢结构）等构件，因成本低、居住舒适度高等特点，在民用建筑中应用最为广泛。该环节中PC领域领先企业有远大住工，PS领域主要参与企业包括鸿路钢构、杭萧钢构、精工钢构等。

装配式装修

- 装修装饰行业逐渐由传统的劳动密集型向资本密集型转变，由提供个性化装修服务向提供标准化商品制造转变，利好行业龙头。装配式装修是将工厂生产的部品部件在现场进行组合安装的装修方式。
 - ✓ 有利于促进行业规范化，改善“大行业、小公司”的鱼龙混杂的行业格局，提高消费者满意度。
 - ✓ 装修配件的标准化为龙头企业利用自身综合管控优势，通过大规模生产降低单位成本创造了条件，形成规模经济效应。
 - ✓ 能从根本上改变施工现场“脏乱差”局面，有效降低建造过程大气污染和建筑垃圾排放，助力城市环境改善和生态文明建设。

未来投资方向：布局双碳赛道

园林+环保，逐步融合成低碳生态



部分园林企业广泛涉足生态环保领域

企业	生态环保领域业务范围
东方园林	生态综合治理、水系综合治理、沙河治理、水环境治理、生态修复、黑臭水体治理、采煤塌陷地综合治理、流域处理
铁汉生态	水利综合治理、边坡生态修复、河道治理、水体环境综合治理、流域生态保护及综合治理
岭南股份	流域综合治理、综合整治、流域污染综合整治
美尚生态	河道综合治理
蒙草生态	生态治理、生态修复、露天矿地质环境治理、湿地生态水系治理
东珠生态	湿地恢复与保护、双碳

数据来源：西南证券整理

8 绿水青山赛道打造低碳生活

- 新环保法、煤炭清洁行动、水十条、环境税、十三五规划等陆续出台，使环保行业成为国家下一阶段的重点发展对象。园林绿化是生态环保产业链上的重要一环，一般园林工程公司会向环境治理延伸，结合自身和主业形成协同效应。
- 十九大提出加快生态文明体制改革，将建设美丽中国提升到历史高度，建筑行业企业转型升级、生态建设和环境保护融合发展将成为未来的新亮点。

未来投资方向：布局双碳赛道

9 绿水青山符合低碳政策引导方向

- 党的十八大以来，生态环境保护工作发生历史性、转折性、全局性变化，生态文明建设力度之大前所未有。习近平总书记多次指出，要牢固树立绿水青山就是金山银山的理念，统筹山水林田湖草系统治理，优化国土空间开发格局，抓好生态环境保护。战略部署不断加强，全社会生态环境保护意识显著提升，海绵城市、特色小镇、矿山修复和湿地保护等领域市场逐渐放量，为相关行业的发展奠定基础。

相关政策支持

发布时间	发布主体	政策规范	相关内容
2016年4月12日	国土资源部	《国土资源“十三五”规划纲要》	2016-2020 年完成 750 万亩历史遗留矿山地质环境治理恢复任务，工矿废弃地复垦力度不断加大。
2017年3月28日	国家林业局、国家发展改革委、财政部	《全国湿地保护“十三五”实施规划》	现有已批国家湿地公园建设带来的市场空间将达到2880亿元以上；长江黄河流域的水体治理工作将是重点；沙漠治理与开发亟待加强，目前我国待建沙漠公园超300个。
2017年5月26日	住房和城乡建设部、国家发展改革委	《全国城市市政基础设施规划建设“十三五”规划》	再次强调了加快海绵城市建设、推进水资源可持续管理的重要性。
2018年4月13日	国家林业和草原局	《国家储备林建设规划（2018-2035年）》	进一步明确了至2035年建成2000万公顷国储林的目标，国储林市场规模年均增加260-380亿元，有望呈爆发式增长。
2020年9月16日	国家发展改革委	《关于促进特色小镇规范健康发展的意见》	为加强对特色小镇发展的顶层设计和激励约束，提出了总体要求、主要任务、规范管理和组织实施四大方面的意见，推动经济转型升级和新型城镇化建设。

目 录

◆ 2021年行业回顾：分化中寻求机遇

◆ 2022年行业投资方向：关注价值重估及双碳概念

◆ 2022年重点推荐投资标的

东珠生态 (603359) : 业绩稳健 , 布局双碳

□ **投资逻辑** : 1) 公司业绩稳健 , 订单充足 ; 2) 在手资金充裕 , 资产负债率继续维持在行业内较低水平 ; 3) 积极地开拓碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存及森林固碳等领域 , 并与上海环境能源交易所股份有限公司、上海绿技行科技发展有限公司签订合作协议。

□ **业绩预测与投资建议** :

预计2021-2023 年EPS 为1.02、1.27元、1.48 元 , 对应 PE为 14、11、10倍 , “买入” 评级。

□ **风险提示** :

工程进度、工程回款不及预期的风险 , 业务拓展不及预期的风险。

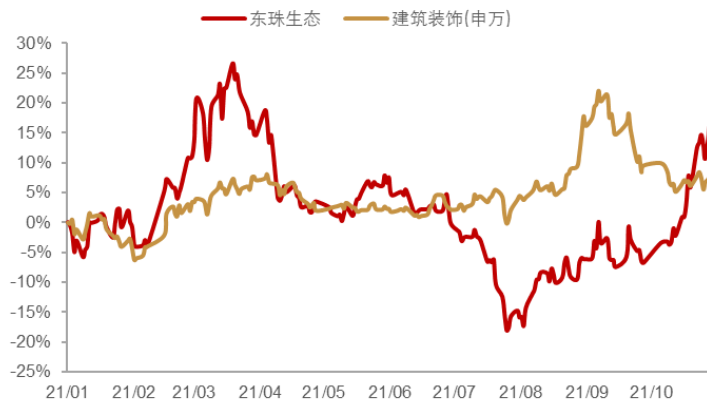
业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2337.91	2688.59	3120.08
营业收入增长率	15.93%	15.00%	16.05%
归母净利润 (百万元)	380.37	456.45	564.50
净利润增长率	5.22%	20.00%	23.67%
EPS (元)	0.85	1.02	1.27
P/E	17	14	11

数据来源 : Wind , 西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



重点公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603359	东珠生态	14.3	0.85	1.02	1.27	17	14	11	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2021/11/29）



分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

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

分析师承诺

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。

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

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn