

Q3 业绩恢复向上，看好高附加值产业长期发展

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2022 年前三季度实现营业收入 21.2 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比下降 21.4%；实现扣非归母净利润 1.6 亿元，同比下降 18.1%；EPS 为 0.38 元。2022 年第三季度实现营收 8.6 亿元，同比增长 20.3%；归母净利润 8955.9 万元，同比增长 19.9%；扣非归母净利润 8882.1 万元，同比增长 26.5%。
- **公司为 HB 步进电机国内龙头，毛利率维持高位。** 目前，全球 70% 以上的 HB 步进电机以及 65% 以上的 PM 电机均来自日本，公司以 HB 步进电机起家，利用价格和品牌优势积累了华为、爱立信等头部客户。从下游客户的角度，步进电机的成本占比不高，因此客户对提价的敏感度不高，公司有较强的议价能力维持自身毛利率水平，控制电机及驱动系统毛利率常年维持 40% 左右。此外，公司持续丰富产品品类，一体化配套驱动器以及运动控制器，增强客户粘性。随着下游新兴领域的需求放量，预计公司的驱动、控制及解决方案业务将成为业绩的有力增长点。
- **布局下游高附加值产业，盈利水平有望高增。** 2022H1，受益公司产品技术优势以及下游需求提振，公司在移动机器人和光伏半导体领域实现快速放量，营收分别同比增长 50%/85%。随着工业自动化渗透率提升，2022H2 工控行业增速有望恢复，公司电机及驱动控制系统在加工制造设备、特种机床、激光设备、数字化制造等工业自动化领域应用广泛，全年工业自动化业务增速有望超 20%。预计 2022 年公司在新兴领域的合计营收同比增长超 4 亿元，高附加值业务占比提升有利于盈利水平恢复向上。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022 年-2024 年公司营业收入分别为 34 亿元、44.2 亿元、64 亿元，公司厂房向太仓迁移，产能为目前的 3 倍，为业绩增长提供充足保障。此外，公司经营情况好转，费用率有望趋稳下降，并积极布局下游高附加值行业，盈利能力有望实现高增，预计未来三年公司归母净利润增速分别为 4.4%/85.5%/59.4%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 人民币汇率上升导致海外采购成本及汇兑损失增加的风险；下游需求不及预期的风险；原材料价格上涨的风险；疫情反复导致投产进度不及预期的风险。

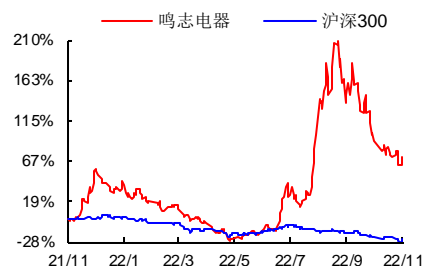
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2714.22	3395.35	4424.99	6404.54
增长率	22.66%	25.09%	30.32%	44.74%
归属母公司净利润 (百万元)	279.64	291.79	541.22	862.91
增长率	39.27%	4.35%	85.48%	59.44%
每股收益 EPS (元)	0.67	0.69	1.29	2.05
净资产收益率 ROE	11.51%	10.90%	17.12%	22.03%
PE	43	42	22	14
PB	4.98	4.53	3.84	3.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

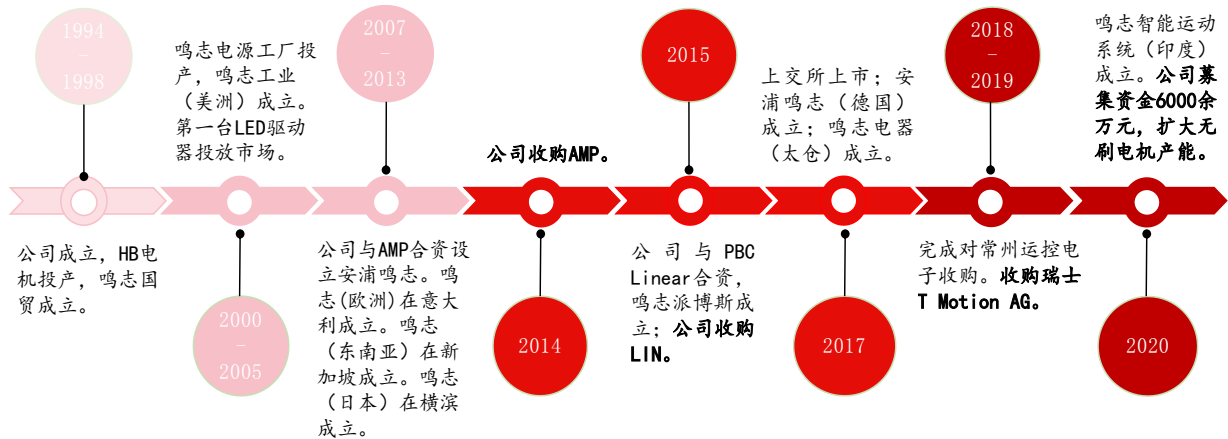
总股本(亿股)	4.20
流通 A 股(亿股)	4.18
52 周内股价区间(元)	12.23-52.5
总市值(亿元)	121.61
总资产(亿元)	32.58
每股净资产(元)	5.81

相关研究

1 HB 步进电机内资龙头，海外业务快速发展

上海鸣志电器股份有限公司（简称“鸣志电器”）成立于 1998 年，于 2017 年 5 月上交所上市。公司以电力电子及控制技术为核心，主营业务包括控制电机、驱动控制一体化解决方案、智能 LED 照明驱动器、设备状态管理系统等。截止目前，公司已在工业自动化、医疗生化、移动机器人、光伏半导体、安防监控等领域实现快速发展。

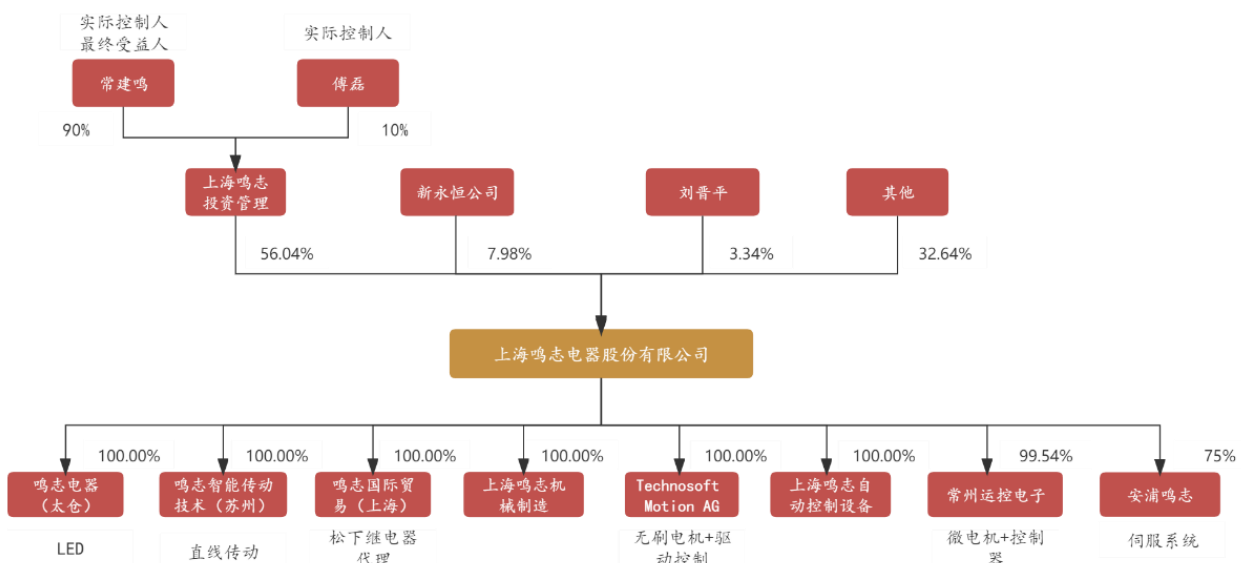
图 1：鸣志电器历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，实际控制人为董事长常建鸣先生。截止 2022 年三季度报，常建鸣先生通过上海鸣志投资管理有限公司间接持股 56.04%，为公司第一大股东。公司第二、第三大股东为新永恒公司和董事刘晋平先生，分别持股 7.98%、3.34%。

图 2：公司股权结构及子公司（截止 2022 年三季度报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司通过持续收购加速海外业务布局。**收购 AMP**：获得电机驱动控制技术，完善工业自动化布局，打开北美市场；**收购 LIN**：完善高端医疗、安防监控，打入北美市场；**收购 T Motion**：布局空心杯、无齿槽电机，打开欧洲市场。2021 年公司海外业务合计收入 11.5 亿元，占比 42.4%。

表 1：公司主要收购情况

时间	收购公司	子公司主营业务	2021 年营收及占比 (亿元)	2021 年净利润及占比 (亿元)
2007	与 AMP 合资成立安浦鸣志	多轴联动的数控系统及伺服装置	4.4 (16.1%)	0.1 (5.0%)
2014	收购 AMP	电机和电机驱动器	1.0 (3.8%)	0.2 (8.6%)
2015	与 PBC Linear 合资成立鸣志派博斯	单轴、多轴工业机器人	-	-
2015	收购 Lin Engineering	运动控制产品+控制电机	2.9 (10.8%)	0.4 (14.3%)
2018	收购常州运控电子	控制器、微电机	2.7 (10.1%)	0.2 (6.1%)
2019	收购瑞士 Technosoft Motion AG	无刷电机+驱动控制	0.8 (2.8%)	0.2 (6.1%)

数据来源：公司公告，西南证券整理

控制电机品类丰富，广泛应用下游新兴领域。公司以步进电机起家，逐步发展直流无刷电机、空心杯电机、伺服电机、直线电机模组等控制电机，并实现一体化布局，加强驱动控制解决方案的配发展。公司产品下游应用广泛，**新型领域**：工业自动化、医疗生物、移动机器人、光伏半导体、汽车电子等；**传统领域**：舞台灯光、纺织、安防监控、多媒体金融设备。

表 2：公司产品品类丰富，应用下游多行业

业务板块	产品类别	主要产品系列	下游行业	业务占比
运动控制领域	控制电机类	步进电机	医疗器械和生化分析仪器、安防、移动服务机器人 (AMR+AGV)、通信设备、太阳能光伏设备、智能水阀控制、舞台灯光、纺织机械、3D 打印、航空航天电子、汽车电子等	77.29%
		直流无刷电机		
		无齿槽电机		
		空心杯电机		
		伺服电机		
	驱动控制类	直线电机模组		
		步进电机驱动系统	3C 非标自动化、电池装备、移动服务机器人 (AMR+AGV)、太阳能光伏设备、电子半导体生产设备、激光加工设备、医疗器械和生化分析仪器等	
		步进伺服系统		
		伺服系统		
		通用无刷驱动系统		
运动控制器				
智能电源领域	LED 驱动类	基本型 LED 驱动	户外照明 (如路灯照明、隧道灯照明)、高端商业照明、智能楼宇照明、医疗照明、防爆照明、工业照明等	3.67%
		智能型 LED 驱动		
	灯光控制类	智能控制台		
		单灯控制器		
工业互联网	设备状态管理系统类	设备资产管理系统 状态检测及故障诊断系统	电力、冶金、石化、煤炭、汽车、烟草、市政	2.38%
贸易代理	国际贸易	主要代理松下继电器	电力系统继电保护装置、特高压、充电桩、铁路电力电气牵引设备、AFC 售检票系统等	13.80%

业务板块	产品类别	主要产品系列	下游行业	业务占比
其他业务	电源电控类	标准电源	金融打印设备、电力保护设备	2.86%
		电控装置	家用锅炉	

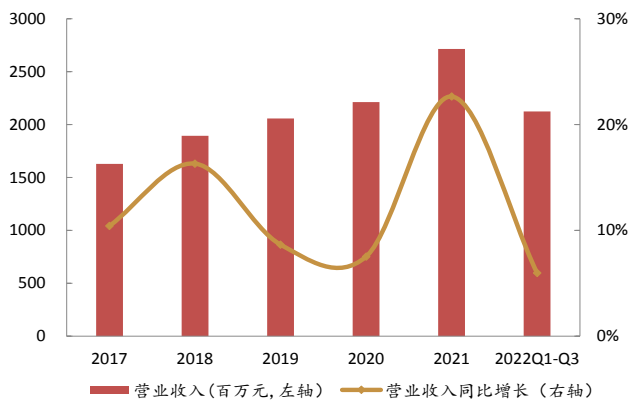
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 新兴领域加速布局，业绩有望充分兑现

深耕运动控制领域，营收规模持续扩大。公司主要产品为控制电机和驱动控制系统。2017年至2021年，公司营收从16.3亿元增长至27.1亿元，2017-2021年复合增长率为12.9%。公司围绕核心技术持续推出新产品，拓展工业自动化及下游新兴领域，2022年前三季度实现营收21.2亿元，同比增长6%，主要原因系Q2公司受疫情因素，遭遇工厂停工、物流受限、仓库封闭等多重不利影响，Q3实现营收8.6亿元，同比增长20.3%。

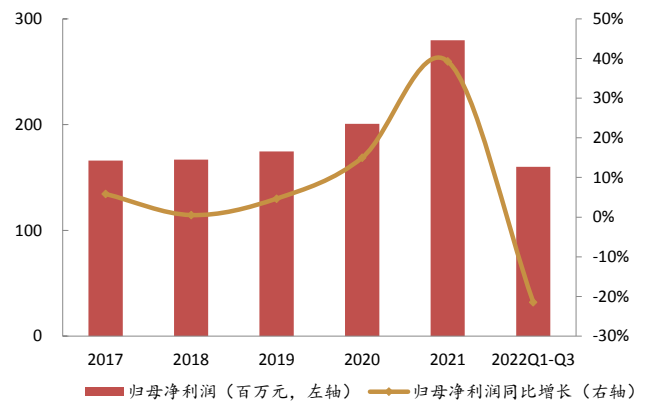
利润端逐步企稳恢复。2017年至2021年，公司归母净利润从1.7亿元增长至2.8亿元，2017-2021年复合增长率为12.3%。受疫情反复、大宗原材料涨价等因素，公司2022年H1归母净利润同比下降45.4%；随着经营状况及宏观形式趋稳，公司Q3利润端有所改善，实现归母净利润8955.9万元，同比增长19.9%。

图 3：2022 年 Q3 营业收入同比增长 20.3%



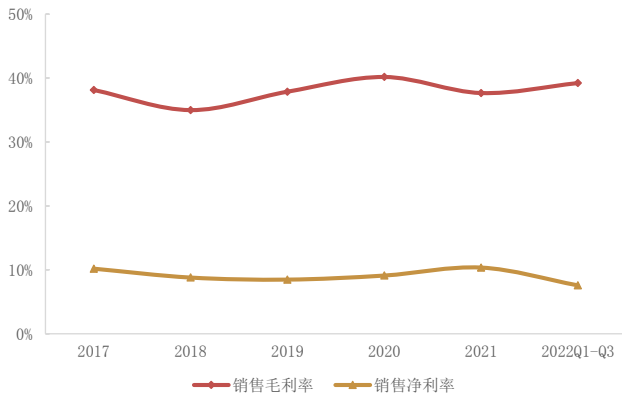
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2022 年 Q3 归母净利润同比增长 19.9%

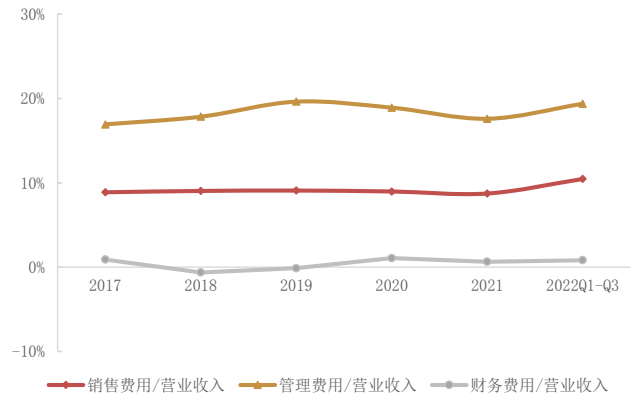


数据来源：公司公告，西南证券整理

2022Q3 毛利率企稳回升，看好公司稳定布局带来的长期盈利恢复。2021年，公司销售毛利率为37.7%，同比下降2.5pp；销售净利率为10.4%，同比增长1.3pp，受原材料价格影响毛利率短期承压，但得益于公司费用率管控良好（2021年同比下降2pp），净利率有所提升。2022年前三季度公司毛利率为39.2%，同比提升2.2pp；净利率为7.6%，同比下降2.7pp，费用端略有上涨。具体来看，2022年前三季度，公司销售费用率为9.4%，同比增加1.7pp，系运费、销售服务费增加，及为实现年度销售增长目标而增加人员导致的人员成本的增加；管理费用率为21.1%，同比增加3.4pp，系公司上海及太仓工厂因疫情影响，四月、五月全面停工停产，但公司全额支付了期间的全员员工工资，期间直接人工成本转入管理费用；财务费用率为-1.1%，同比下降1.7pp，系美元汇率升值带来的汇兑收益。

图 5：公司盈利能力保持稳定


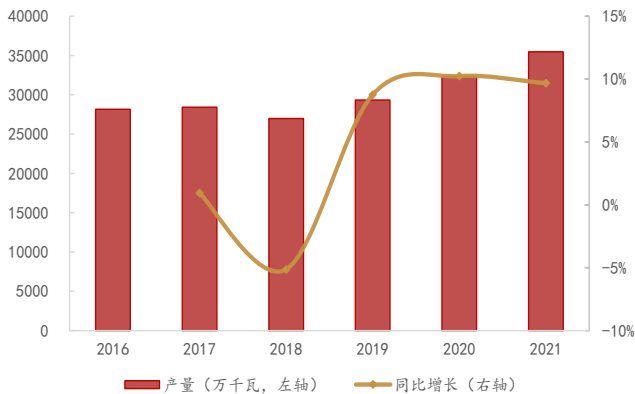
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司费用率略有上涨


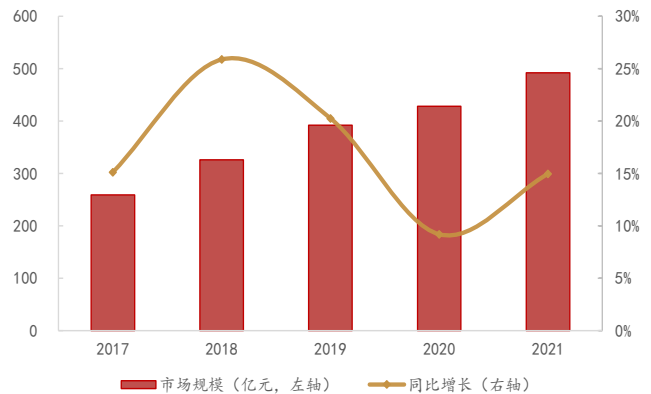
数据来源：公司公告，西南证券整理

我国工业电机行业正向**高效绿色方向转变，行业替代需求增长**。受益相关“双碳”战略及电机能效提升计划等政策的出台，我国工业电机在下游新兴领域积极布局，目前已在光伏、锂电、3C、机器人等行业实现快速发展。2021 年我国工业电机产量达 354 万千瓦，同比增长 9.7%，预计随着制造业的复苏和全球经济回暖，工业电机规模有望进一步扩大。

无刷电机凭借精度高、速度快、效率高等优势近年发展迅速。在节能环保的行业趋势下，高效节能电机成为全球电机产业发展的共识。直流无刷电机可以实现无级调频、调速，能效转化率高，综合节电率可达 20%-60%。得益于近年来我国对智能化产业的大力发展，2021 年我国无刷电机市场规模达 492 亿元，同比增长 15%，目前已在工业自动化、汽车、航空、医疗设备等领域实现了广泛应用，未来发展前景广阔。

图 7：2021 年我国工业电机产量同比增长 10%


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

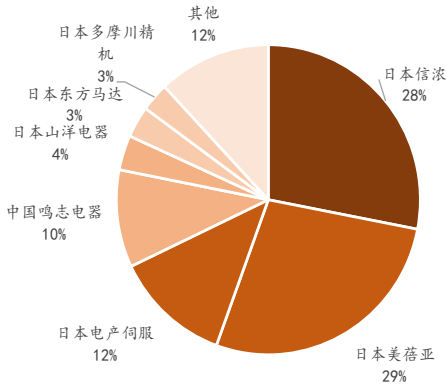
图 8：2021 年我国无刷电机市场规模同比增长 15%


数据来源：中研普华产业研究院，西南证券整理

公司为**HB 步进电机国内龙头，打破长期日企垄断局面**。目前，全球 70% 以上的 HB 步进电机以及 65% 以上的 PM 电机均来自日本，日本信浓、美蓓亚主要面向办公设备，山洋电气及东方马达则主要应用在工厂自动化、医疗设备等领域，但规模较小。公司以 HB 步进电机起家，专注于信息化技术应用领域以及工厂自动化领域中应用，技术资源丰富，并利用价格和品牌优势积累了华为、爱立信等头部客户。公司的步进电机业务下游品类多、产品间差异大，从下游客户的角度，步进电机的成本占比不高，因此客户对提价的敏感度不高，公司有较强的议价能力维持自身毛利率水平。

深耕控制电机，一体化布局驱动控制领域。公司从早期单一的 HB 步进电机，逐步发展了无齿无槽电机、空心杯电机、无刷电机、伺服电机等，产品种类丰富，并一体化配套了对应电机的驱动器以及运动控制器，实现一体化布局增强客户粘性。随着下游新兴领域的需求放量，预计公司的驱动、控制及解决方案业务将成为业绩的有力增长点。

图 9：全球 HB 步进电机竞争格局



数据来源：EMJ，西南证券整理

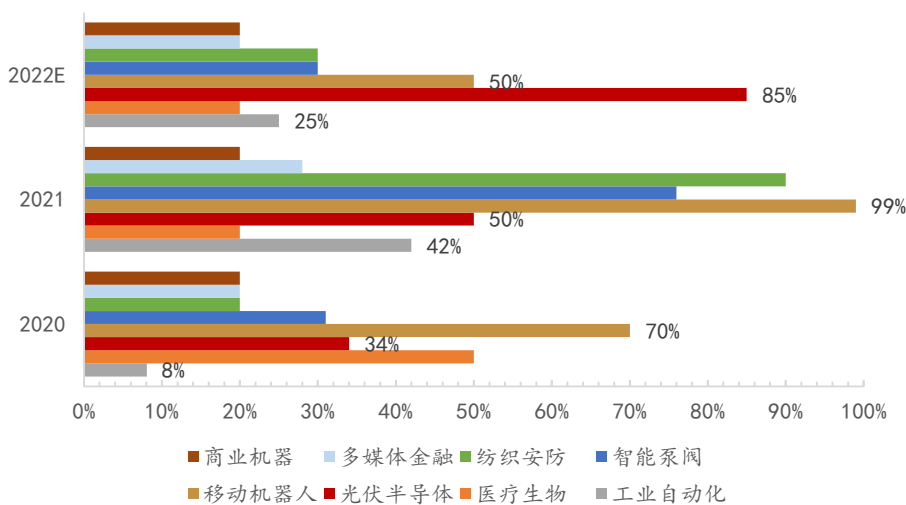
图 10：公司电机产品品类丰富



数据来源：公司官网，西南证券整理

新兴领域加速布局，下游高景气提振需求。2022 年上半年，**工业自动化**：营收同比增长 20%，受益高端智能制造发展，未来有望实现快速增长；**医疗生化**：营收同比增长 21%，产品主要应用于呼吸机、自动生化分析仪等，公司凭借子公司 LIN、AMP 在北美的品牌渠道优势，已积累 GE、通用、西门子、谷歌等头部客户；**移动机器人**：营收同比增长 50%，公司子公司 T Motion 凭借无刷驱动领域技术优势已在欧洲市场的 AGV 领域深度布局，且无刷、伺服电机价值量更高，有望贡献更高营收；**光伏半导体**：营收同比增长 85%，公司产品主要应用于生产太阳能面板的自动化设备以及太阳能自动跟踪装置，受益下游光伏装机量的持续提升，公司产品需求有望提振。预计 2022 年公司在新兴领域的合计营收同比增长约 4.2 亿元，高附加值业务占比提升有利于盈利水平恢复向上。

图 11：公司各业务同比增长率



数据来源：公司公告，西南证券预测

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司深耕运动控制领域，控制电机及驱动业务积极布局下游高附加值行业，有望为业绩提供稳定增量，预计 2022-2024 年公司控制电机及其驱动系统产品产量增速为 25%/35%/50%，平均单价维持 2021 年的 68.6 元/台。

假设 2：公司 LED 控制与驱动业务具备较高的技术、认证、准入要求门槛，产品价值量较高，有望维持稳定发展，预计 2022-2024 年产量年均增速为 5%，平均单价维持 2021 年的 133 元/台。

假设 3：公司代理松下继电器业务平稳发展，预计 2022-2024 年销量增速年均 10%，平均单价维持 2021 年的 6 元/台。

假设 4：公司各项业务毛利率趋稳向上，产销率维持 98% 以上。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
控制电机 及其驱动系统产品	收入	2097.9	2700.8	3646.1	5525.0
	增速	27.7%	28.7%	35.0%	51.5%
	毛利率	39.5%	40.5%	41.0%	41.5%
贸易代理业务	收入	374.7	408.0	448.8	493.7
	增速	9.1%	8.9%	10.0%	10.0%
	毛利率	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
LED 控制与驱动产品	收入	99.7	103.3	108.5	113.9
	增速	-19.0%	3.7%	5.0%	5.0%
	毛利率	38.5%	34.0%	35.0%	35.0%
设备状态管理系统产品	收入	64.5	86.3	100.4	120.5
	增速	49.8%	33.8%	16.4%	20.0%
	毛利率	71.9%	70.0%	70.0%	70.0%
其他主营业务	收入	77.5	96.9	121.1	151.4
	增速	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	45.5%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	2714.2	3395.4	4425.0	6404.5
	增速	22.7%	25.1%	30.3%	44.7%
	毛利率	37.7%	38.7%	39.5%	40.3%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取工业自动化行业内五家可比公司，2022年-2024年平均PE分别为27、20、19倍。公司厂房向太仓迁移，产能为目前的3倍，为业绩增长提供充足保障。此外，公司经营情况好转费用率有望趋稳下降，并积极布局下游高附加值行业，盈利能力有望实现高增，预计未来三年公司归母净利润增速分别为4.4%/85.5%/59.4%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300660.SZ	江苏雷利	25.33	0.94	1.35	1.88	-	26.95	18.76	13.47	-
603583.SH	捷昌驱动	26.75	0.71	1.08	1.58	2.28	37.68	24.77	16.93	11.73
300124.SZ	汇川技术	67.53	1.36	1.53	2.04	2.66	49.65	44.14	33.10	25.39
002979.SZ	雷赛智能	19.31	0.72	0.84	1.07	1.39	26.82	22.99	18.05	13.89
603416.SH	信捷电气	43.36	2.16	1.78	2.46	3.28	20.07	24.36	17.63	13.22
平均值							32.23	27.00	19.84	18.56

数据来源：Wind，西南证券整理；注：汇川、雷赛、信捷EPS为西南证券预测，其余为Wind一致预期

4 风险提示

- 1) 人民币汇率上升导致海外采购成本及汇兑损失增加的风险；
- 2) 下游需求不及预期的风险；
- 3) 原材料价格上涨的风险；
- 4) 疫情反复导致投产进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2714.22	3395.35	4424.99	6404.54	净利润	281.52	293.26	543.94	867.24
营业成本	1692.10	2080.78	2677.54	3820.56	折旧与摊销	62.17	77.82	77.82	77.82
营业税金及附加	8.13	10.40	13.51	44.19	财务费用	17.44	-33.95	0.00	0.00
销售费用	236.84	319.16	376.12	512.36	资产减值损失	-7.50	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	291.19	713.02	774.37	1088.77	经营营运资本变动	-148.66	-287.78	-277.54	-563.20
财务费用	17.44	-33.95	0.00	0.00	其他	18.06	5.75	-28.89	30.16
资产减值损失	-7.50	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	223.02	40.09	300.32	397.02
投资收益	0.01	5.00	5.00	5.00	资本支出	-146.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-81.88	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-228.17	5.00	5.00	5.00
营业利润	305.60	325.93	603.44	958.65	短期借款	-29.92	-19.50	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.76	-0.25	-0.31	-0.36	长期借款	-4.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	304.84	325.68	603.14	958.29	股权融资	47.92	0.00	0.00	0.00
所得税	23.32	32.42	59.20	91.04	支付股利	-20.38	-55.93	-58.36	-108.24
净利润	281.52	293.26	543.94	867.24	其他	-45.50	33.50	0.00	0.00
少数股东损益	1.88	1.47	2.72	4.34	筹资活动现金流净额	-51.91	-41.94	-58.36	-108.24
归属母公司股东净利润	279.64	291.79	541.22	862.91	现金流量净额	-80.79	3.15	246.96	293.77
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	616.94	620.09	867.05	1160.82	成长能力				
应收和预付款项	717.59	910.95	1184.23	1709.87	销售收入增长率	22.66%	25.09%	30.32%	44.74%
存货	577.83	725.18	983.78	1384.45	营业利润增长率	30.88%	6.65%	85.14%	58.86%
其他流动资产	45.81	54.21	70.65	102.26	净利润增长率	39.48%	4.17%	85.48%	59.44%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.55%	-4.00%	84.23%	52.14%
投资性房地产	1.41	1.41	1.41	1.41	获利能力				
固定资产和在建工程	531.05	469.29	407.52	345.76	毛利率	37.66%	38.72%	39.49%	40.35%
无形资产和开发支出	641.77	627.04	612.31	597.58	三费率	20.10%	29.40%	26.00%	25.00%
其他非流动资产	125.25	123.93	122.61	121.29	净利率	10.37%	8.64%	12.29%	13.54%
资产总计	3257.66	3532.11	4249.58	5423.44	ROE	11.51%	10.90%	17.12%	22.03%
短期借款	19.50	0.00	0.00	0.00	ROA	8.64%	8.30%	12.80%	15.99%
应付和预收款项	603.28	686.85	905.54	1295.14	ROIC	15.84%	12.19%	22.02%	29.17%
长期借款	0.68	0.68	0.68	0.68	EBITDA/销售收入	14.19%	10.89%	15.40%	16.18%
其他负债	189.04	153.08	166.28	191.55	营运能力				
负债合计	812.51	840.62	1072.50	1487.37	总资产周转率	0.90	1.00	1.14	1.32
股本	420.17	420.06	420.06	420.06	固定资产周转率	9.76	11.92	19.83	39.67
资本公积	779.04	779.15	779.15	779.15	应收账款周转率	5.23	5.32	5.38	5.63
留存收益	1287.51	1523.38	2006.24	2760.90	存货周转率	3.38	3.00	3.06	3.19
归属母公司股东权益	2441.39	2686.27	3169.13	3923.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.32%	—	—	—
少数股东权益	3.75	5.22	7.94	12.28	资本结构				
股东权益合计	2445.15	2691.49	3177.08	3936.08	资产负债率	24.94%	23.80%	25.24%	27.42%
负债和股东权益合计	3257.66	3532.11	4249.58	5423.44	带息债务/总负债	2.48%	0.08%	0.06%	0.05%
					流动比率	2.78	3.15	3.22	3.16
					速动比率	1.96	2.16	2.20	2.15
					股利支付率	7.29%	19.17%	10.78%	12.54%
					每股指标				
					每股收益	0.67	0.69	1.29	2.05
					每股净资产	5.81	6.39	7.54	9.34
					每股经营现金	0.53	0.10	0.71	0.95
					每股股利	0.05	0.13	0.14	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	385.21	369.80	681.26	1036.47					
PE	43.49	41.68	22.47	14.09					
PB	4.98	4.53	3.84	3.10					
PS	4.48	3.58	2.75	1.90					
EV/EBITDA	29.75	30.90	16.41	10.50					
股息率	0.17%	0.46%	0.48%	0.89%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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A座8楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn