

## 河南省龙头燃气行业，业绩稳步上升

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报，实现营收49.96亿元，同比增长4.06%；实现归母净利润6.06亿元，同比增长2.33%；加权平均净资产收益率达到16.58%。
- **天然气业务经营稳定，燃气安装业务高增。**分业务看，报告期内公司管道天然气业务实现营收23.22亿元，同比下滑4.08%，实现毛利率12.27%，同比减少3.25pp，主要系上游天然气价格回落，公司多元化气源优势削弱，毛差缩小所致；城燃业务实现营收18.97亿元，同比上升1.62%，实现毛利率16.18%，同比减少1.68pp，主要系低毛差客户占比提升；燃气安装业务实现营收6.0亿元，同比增长71.5%，实现毛利率64.6%，收入增加主要系公司乡镇利用工程完工，乡镇市场安装业务开发大幅增加以及2023年由于疫情管控解除导致较多符合条件的安装客户集中安装所致。
- **分红扩大回报股东，凸显高股息属性。**公司始终致力于高分红回报股东，净资产收益率稳定在15%以上，2021-2023年分红比例分别为69.5%、54.97%、83.55%，2024年公司拟向全体股东每股派发现金股利0.85元（含税），分红比例高达97.13%。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年公司归母净利润分别6.6亿元/6.9亿元/7.1亿元，对应EPS分别为0.95元/0.99元/1.02元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**天然气价格波动风险，项目推进不及预期风险，政策推进不及预期风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4946.80	5225.39	5399.40	5510.14
增长率	4.06%	5.63%	3.33%	2.05%
归属母公司净利润(百万元)	606.31	659.86	688.60	706.87
增长率	2.37%	8.83%	4.35%	2.65%
每股收益EPS(元)	0.88	0.95	0.99	1.02
净资产收益率ROE	15.66%	15.59%	15.00%	14.26%
PE	15.6	14.4	13.8	13.4
PB	2.43	2.22	2.05	1.90

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：池天惠  
执业证号：S1250522100001  
电话：13003109597  
邮箱：cth@swsc.com.cn

分析师：刘洋  
执业证号：S1250523070005  
电话：18019200867  
邮箱：ly21@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)	6.93
流通A股(亿股)	2.48
52周内股价区间(元)	8.92-13.94
总市值(亿元)	92.52
总资产(亿元)	67.18
每股净资产(元)	5.44

### 相关研究

## 目 录

1 河南省天然气龙头，中下游一体化布局 .....	1
2 管道业务收入稳定，多气源优势显著 .....	3
3 顺价机制推进，城燃盈利有望修复 .....	4
4 盈利预测与估值 .....	6
4.1 盈利预测 .....	6
4.2 相对估值 .....	6
5 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权架构示意图.....	1
图 3：2023 年公司实现营收 49.5 亿元（+4.1%）.....	2
图 4：2023 年公司实现归母净利润 6.1 亿元（+2.3%）.....	2
图 5：2019-2023 年燃气业务收入占比始终超过 80%.....	2
图 6：2023 年公司燃气安装业务收入（亿元）同比+71.5%.....	2
图 7：2016-2023 年公司净利率稳定提升.....	3
图 8：自上市以来分红比例始终维持高位.....	3
图 9：公司长输管线分布图.....	3
图 10：2014-2023 年管道天然气业务营收及同比增速.....	4
图 11：2014-2023 年管道天然气业务毛利及毛利率.....	4
图 12：河南省常住人口基数处于高位.....	4
图 13：河南省城镇人口比重逐年增长.....	4
图 14：2014-2023 年城市天然气业务营收及同比增速.....	5
图 15：2014-2023 年城市天然气业务毛利及毛利率.....	5

## 表 目 录

表 1：河南省天然气改革相关政策.....	5
表 2：分业务收入及毛利率.....	6
表 3：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

## 1 河南省天然气龙头，中下游一体化布局

河南省综合性燃气龙头。公司成立于 2022 年，前身为河南省豫南燃气管道有限公司。2008 年 12 月，公司整体变更为“河南蓝天燃气股份有限公司”。2004 年，公司修建的西气东输豫南支线通气，2010 年 6 月，公司深耕河南省，开始开拓城市燃气业务。2011 年 6 月，南阳—驻马店天然气管道工程全线建成通气，2015 年 9 月，博爱—郑州—薛店天然气管道工程全线贯通，同时许昌-禹州支线开工建设，公司掌握四条西气东输支干线。在 2021 年 1 月，公司成功在上海证券交易所挂牌上市。

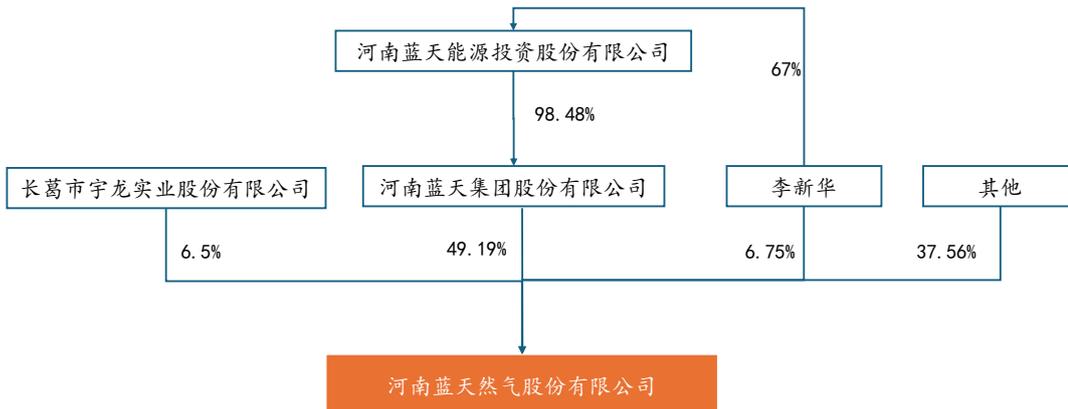
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

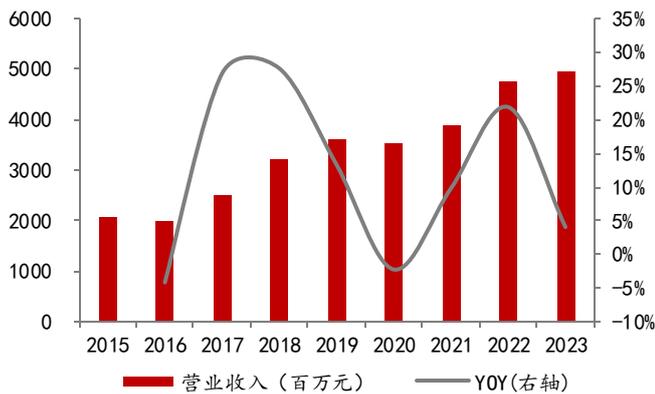
股权结构集中，实控人持股比例达 39%。截至 2023 年末，公司实控人李新华直接持有公司 6.75% 的股份，并通过蓝天集团间接持有 32.46% 的股份。公司控股股东为蓝天集团，持股比例为 49.19%。2022 年，公司通过定向发行股票的方式收购了长葛蓝天 48% 的股权，长葛市宇龙实业有限公司持有公司 6.5% 的股份。

图 2：公司股权架构示意图

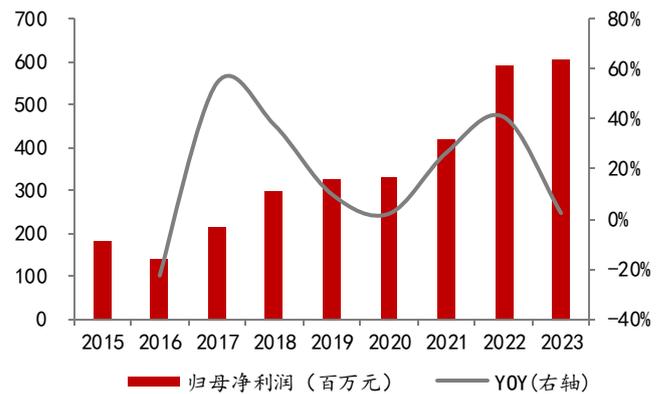


数据来源：Wind，西南证券整理（仅列示持股 10% 以上股东）

**归母净利润大幅提升，通过并购开启快速扩张。**近年来，公司营收实现稳步增长，2023 年实现营收 49.5 亿元，同比增长 4.1%，实现归母净利润 6.1 亿元，同比增加 2.3%，近 5 年归母净利润年复合增速达 15.4%。公司业绩扩张主要来自于城燃业务的大幅提升，2022 年公司完成了 3 家优质城燃公司的收购，增加了公司在河南省内天然气特许经营权范围，标的并表后城燃业务获得大幅增长。

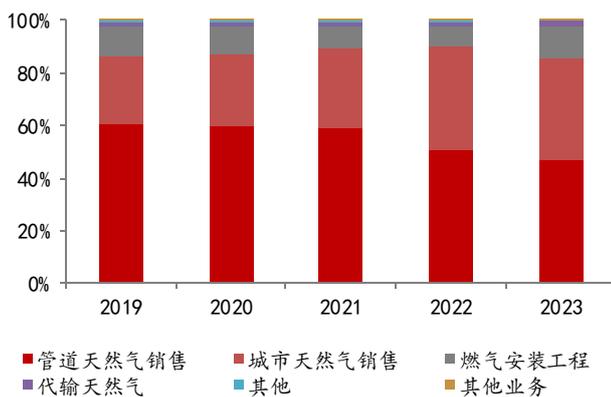
**图 3：2023 年公司实现营收 49.5 亿元 (+4.1%)**


数据来源：iFinD，西南证券整理

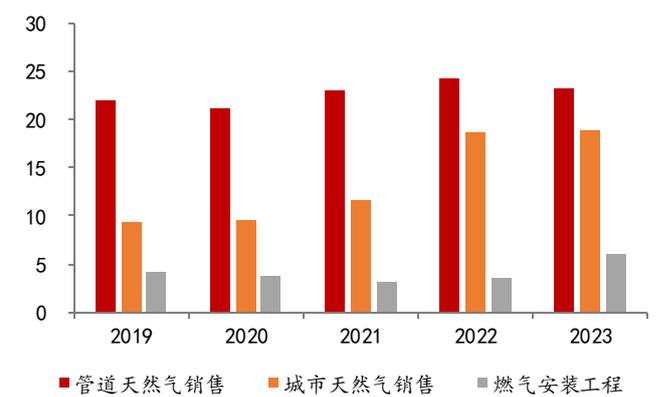
**图 4：2023 年公司实现归母净利润 6.1 亿元 (+2.3%)**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**管道+城燃业务收入支撑公司业绩，2023 年燃气安装业务占比提升。**管道天然气和城市天然气贡献主要收入，2019-2023 年燃气业务收入贡献占比始终超过 80%，2022 年占比达 90%，2023 年燃气安装业务收入提升至 6.0 亿元，同比增长 71.5%，主要系公司乡镇利用工程完工，乡镇市场安装业务开发大幅增加以及 2023 年由于疫情管控解除导致较多符合条件的安装客户集中安装所致。

**图 5：2019-2023 年燃气业务收入占比始终超过 80%**


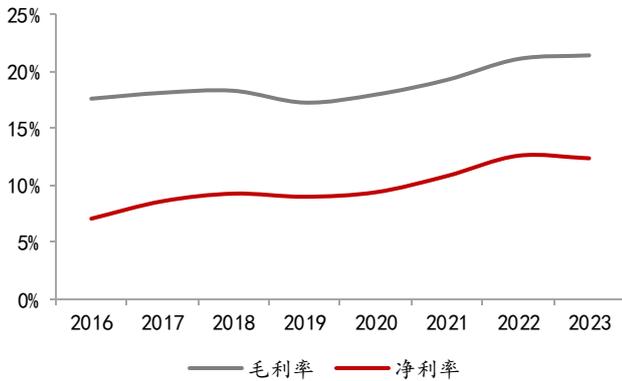
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 6：2023 年公司燃气安装业务收入（亿元）同比+71.5%**


数据来源：iFinD，西南证券整理

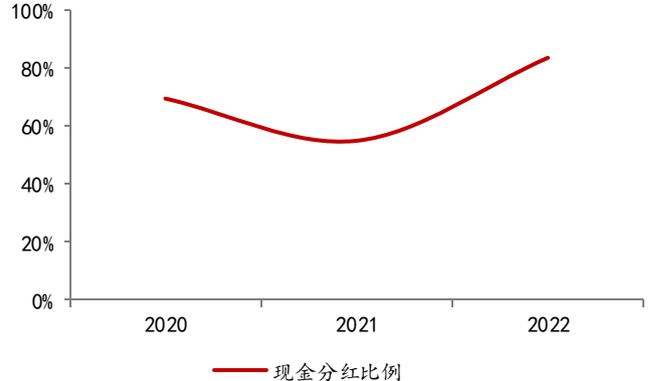
**毛/净利率稳步提升，维持较高分红比例。**2018-2023 年公司净利率由 9.2% 增至 12.4%，毛利率由 18.3% 增至 21.4%，主要系公司管道天然气销售价差增加所致，管道天然气业务盈利能力持续提升。公司城燃业务毛利率自 2020 年以来有所下滑，主要系天然气价格上涨毛利率缩小，随着顺价机制逐渐推进，城燃业务盈利有望修复。

图 7：2016-2023 年公司净利率稳定提升



数据来源：iFinD, 西南证券整理

图 8：自上市以来分红比例始终维持高位



数据来源：iFinD, 西南证券整理

## 2 管道业务收入稳定，多气源优势显著

**管网区域性优势显著。**公司拥有豫南支线、南驻支线、博薛支线三条高压天然气长输管道，全长 442.8 公里，豫南支线于 2004 年 8 月建成通气，途经郑州、许昌、漯河、驻马店并辐射平顶山、信阳等地区。由于最先在该区域建设天然气支干线，公司在河南省南部拥有一批成熟的天然气用户，在天然气长输管道业务领域具有区域先发优势。基于天然气管道运输行业的自然垄断特性和市场分割特点，其他竞争者进入相关区域天然气长输业务市场的难度较大，公司管道天然气具有先发区域性优势。

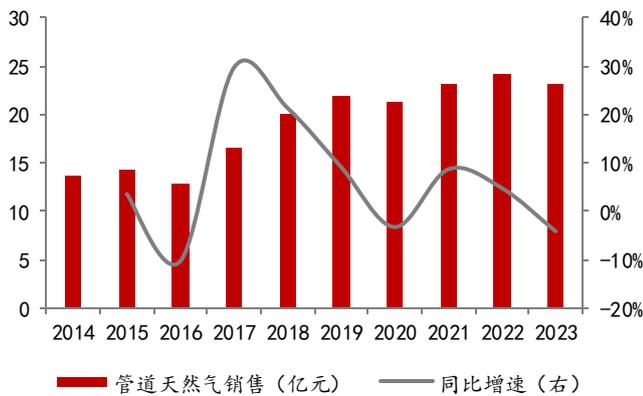
图 9：公司长输管线分布图



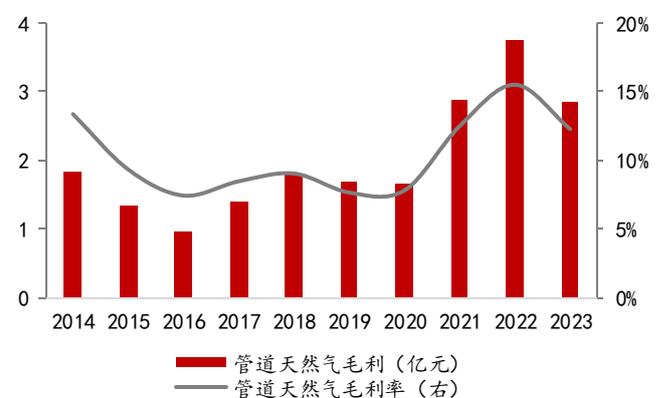
数据来源：公司公告, 西南证券整理

**长输管道连接多方上游气源。**公司拥有的天然气输送管道中，豫南支线与南驻支线已对接于驻马店分输站，使公司能将西气东输一线气源和西气东输二线气源进行互补互济，博薛支线与豫南支线在薛店分输站实现对接，从而使公司长输管道覆盖区域自豫南地区扩展至豫北、豫中地区，为公司增加了来自山西煤层气的气源；同时公司通过中原-开封输气管道、中薛线管道向中石化采购天然气。公司拥有上述多个气源，各个气源互补互济，实现了河南省南北区域天然气管道的互连互通。

**管道天然气业务毛差稳定，气源成本稳定。**2023 年，公司管道天然气业务实现营收 23.3 亿元，同比下降 4.1%，实现毛利率 12.3%，较上年下降 3.2pp，毛利率下滑主要受到上游天然气回落影响。公司目前与多家天然气供应商签订了天然气采购协议，上游气源结构稳定。

**图 10：2014-2023 年管道天然气业务营收及同比增速**


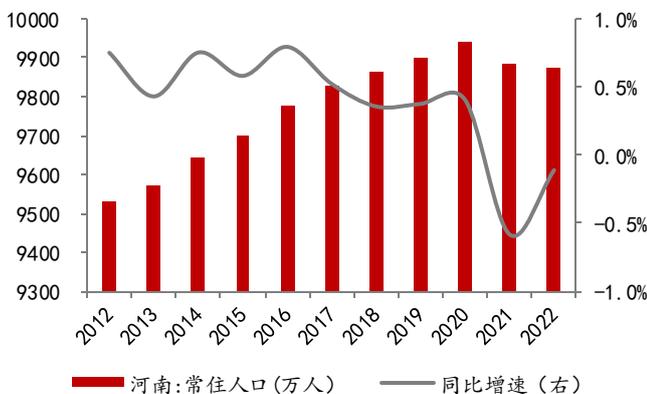
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 11：2014-2023 年管道天然气业务毛利及毛利率**


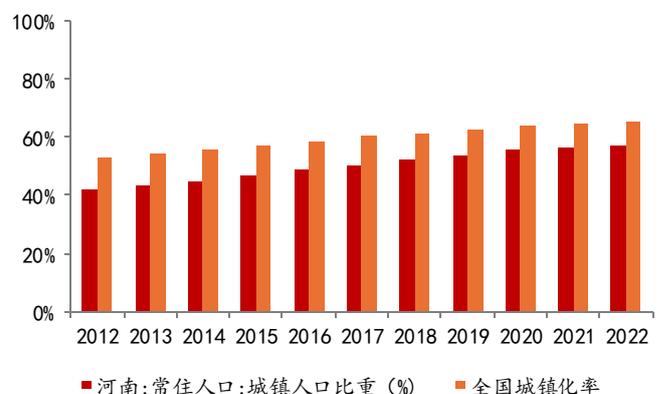
数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3 顺价机制推进，城燃盈利有望修复

**受益于省内高人口基数，天然气需求增长空间广阔。**河南省作为人口大省，人口基数始终维持高位，2012 年以来，河南省城镇化率与全国城镇化率水平差距逐渐缩小，但仍大幅低于全国水平，2022 年河南省城镇化率 57.1%，较全国城镇化水平低 8.2pp，预计随着河南省天然气改革持续推进，省内天然气用气需求增长空间广阔。

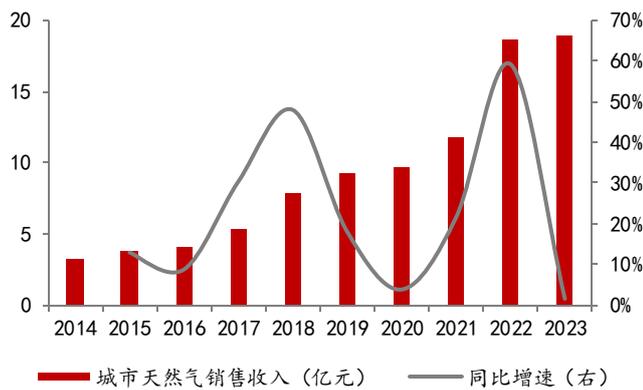
**图 12：河南省常住人口基数处于高位**


数据来源：Wind, 西南证券整理

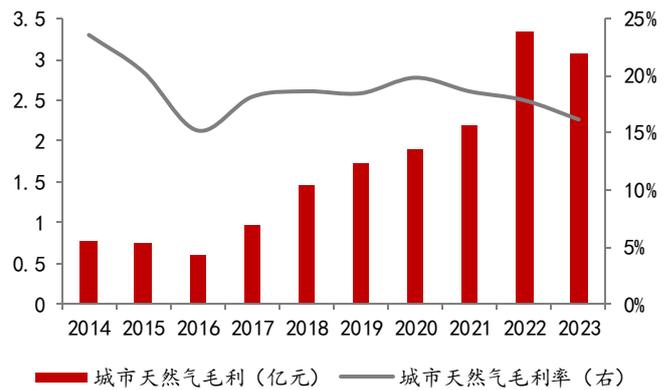
**图 13：河南省城镇人口比重逐年增长**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**积极收购城燃标的推动业务增长，毛利率中枢稳定。**《城市燃气管理办法》规定：用管道供应城市燃气的，实行区域性统一经营。2022 年公司城燃业务实现高增，主要是通过收购其他城燃企业扩大经营规模和经营区域，其中，万发能源具有尉氏县指定区域特许经营权，长葛蓝天具有长葛市指定区域的特许经营权。2023 年，公司城燃业务毛利率为 16.2%，公司通过中下游一体化的运营模式，有效疏导了上游天然气涨价压力，稳定下游城燃业务成本。

**图 14：2014-2023 年城市天然气业务营收及同比增速**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 15：2014-2023 年城市天然气业务毛利及毛利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**顺价机制有望推进落地，城燃业务受益盈利修复。**2023 年 4 月河南省发改委发布《河南省“十四五”时期深化价格机制改革实施方案》，提出适时放开非居民天然气价格，8 月许昌市发布《关于我市城区居民用管道天然气销售价格执行联动机制的通知》上调居民端气价，提出自当年 9 月 1 日起，居民用气一档和二档标准分别上调 0.19 元/立方米和 0.24 元/立方米，我们认为该文件有望带动河南省内其他城市持续跟进推动顺价机制落地。

**表 1：河南省天然气改革相关政策**

文件名称	时间	文件内容
河南省“十四五”时期深化价格机制改革实施方案	2023.4	适时放开非居民天然气价格。适应“全国一张网”改革举措，完善天然气管道运输价格形成机制，合理制定和调整省内天然气管道运输价格。健全天然气上下游价格联动机制，探索建立城燃企业购气成本约束和激励机制。
河南省发展和改革委员会关于做好天然气价格管理有关工作的通知	2022.1	及时合理调整配气价格，适当控制调价幅度，对应调未调产生的收入差额可在下一监管周期进行补偿；稳妥实施上下游价格联动，一方面要及时调整终端销售价格，疏导上游采购成本，保障燃气正常供应，另一方面要对城燃企业采购成本实施约束和激励机制，避免价格水平大幅波动。

数据来源：河南省发改委官网，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

对于天然气业务，我们结合过往运营数据，对分部收入及成本进行了以下关键假设：

**管道天然气业务：**公司在天然气长输管道业务领域具有区域先发优势。基于天然气管道运输行业的自然垄断特性和目前的市场分割特点，我们预测 2024-2026 年公司管道天然气业务收入同比增速 2%/1%/0.2%，毛利率分别为 11.5%/10.7%/9.9%。

**城市天然气业务：**公司城市燃气业务拥有特许经营权，我们预测 2024-2026 年公司城市天然气业务收入同比增速 5.5%/3.0%/1.0%，毛利率分别为 17.6%/17.2%/17.0%。

**燃气工程安装：**我们预测 2024-2026 年公司燃气安装工程业务收入同比增速 18%/11%/9.5%，毛利率分别为 61.6%/63.0%/63.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
管道天然气业务	收入	2322.3	2368.7	2392.4	2397.2
	增速	-4.1%	2.0%	1.0%	0.2%
	毛利率	12.3%	11.5%	10.7%	9.9%
城市天然气业务	收入	1896.9	2001.2	2061.3	2081.9
	增速	1.6%	5.5%	3.0%	1.0%
	毛利率	16.2%	17.6%	17.2%	17.0%
代输天然气业务	收入	25.4	25.9	26.2	26.2
	增速	-38.2%	2.0%	1.0%	0.0%
	毛利率	66.9%	68.6%	68.9%	68.1%
燃气工程安装	收入	599.6	707.5	785.4	860.0
	增速	71.5%	18.0%	11.0%	9.5%
	毛利率	64.6%	61.6%	63.0%	63.1%
其他业务	收入	102.5	122.0	134.2	144.9
	增速	36%	19%	10%	8%
	毛利率	59.8%	57.5%	58.2%	58.5%
合计	收入	4947	5225	5399	5510
	增速	4.1%	5.6%	3.3%	2.1%
	毛利率	21.4%	21.9%	22.2%	22.4%

数据来源：Wind，西南证券

### 4.2 相对估值

我们选取 2 家同行业公司作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 13 倍。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别 6.6 亿元/6.9 亿元/7.1 亿元，EPS 分别为 0.95 元/0.99 元/1.02 元，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	LF
002911.SZ	佛燃能源	13.24	0.86	0.96	1.12	1.28	13.29	13.83	11.87	10.36	3.08
601139.SH	深圳燃气	7.25	0.50	0.60	0.69	-	13.90	12.05	10.56	-	1.47
平均							13.60	12.94	11.22	5.18	2.27
605368.SH	蓝天燃气	13.35	0.88	0.95	0.99	1.02	15.89	14.02	13.43	13.09	2.45

数据来源：Wind，西南证券整理(Wind 一致预测截至 3 月 27 日)

## 5 风险提示

- (1) 天然气价格波动风险：天然气价格波动可能会引起城燃业务利润承压。
- (2) 项目推进不及预期风险：天然气安装工程项目推进不及预期可能会影响公司营收不及预期。
- (3) 政策推进不及预期风险：顺价政策推进不及预期可能会影响公司盈利能力。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4946.80	5225.39	5399.40	5510.14	净利润	610.71	664.30	693.61	711.88
营业成本	3889.22	4078.81	4198.84	4275.20	折旧与摊销	180.32	226.19	232.32	241.07
营业税金及附加	13.59	15.00	15.55	15.73	财务费用	31.11	26.23	32.16	35.29
销售费用	44.94	43.86	45.89	47.17	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	188.75	196.53	203.02	207.71	经营营运资本变动	-322.12	-560.81	-31.47	-9.83
财务费用	31.11	26.23	32.16	35.29	其他	180.40	-1.60	2.90	0.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>680.42</b>	<b>354.31</b>	<b>929.52</b>	<b>978.60</b>
投资收益	2.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-786.92	-325.00	-345.00	-355.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	485.41	-0.02	0.01	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-301.51</b>	<b>-325.02</b>	<b>-344.99</b>	<b>-355.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>804.26</b>	<b>864.96</b>	<b>903.94</b>	<b>929.04</b>	短期借款	-180.32	163.25	-151.75	-180.51
其他非经营损益	-1.01	-0.79	-0.37	-0.62	长期借款	-28.00	-10.00	-20.00	-30.00
<b>利润总额</b>	<b>803.25</b>	<b>864.17</b>	<b>903.57</b>	<b>928.42</b>	股权融资	-0.01	0.03	0.00	0.00
所得税	192.55	199.87	209.96	216.54	支付股利	-494.86	-303.16	-329.93	-344.30
净利润	610.71	664.30	693.61	711.88	其他	833.61	-28.43	-30.64	-35.57
少数股东损益	4.40	4.44	5.02	5.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>130.42</b>	<b>-178.30</b>	<b>-532.33</b>	<b>-590.38</b>
归属母公司股东净利润	606.31	659.86	688.60	706.87	<b>现金流量净额</b>	<b>509.33</b>	<b>-149.00</b>	<b>52.20</b>	<b>33.22</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1716.62	1567.62	1619.82	1653.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	326.47	330.80	344.86	351.02	销售收入增长率	4.06%	5.63%	3.33%	2.05%
存货	194.99	202.95	211.47	214.29	营业利润增长率	5.14%	7.55%	4.51%	2.78%
其他流动资产	86.64	83.34	86.18	88.17	净利润增长率	2.19%	8.78%	4.41%	2.63%
长期股权投资	91.62	91.62	91.62	91.62	EBITDA 增长率	8.11%	10.01%	4.57%	3.16%
投资性房地产	1.57	1.59	1.59	1.59	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3037.09	3164.16	3305.10	3447.29	毛利率	21.38%	21.94%	22.24%	22.41%
无形资产和开发支出	1138.89	1110.63	1082.36	1054.10	三费率	5.35%	5.10%	5.21%	5.27%
其他非流动资产	123.67	123.67	123.67	123.67	净利率	12.35%	12.71%	12.85%	12.92%
<b>资产总计</b>	<b>6717.57</b>	<b>6676.37</b>	<b>6866.67</b>	<b>7024.79</b>	ROE	15.66%	15.59%	15.00%	14.26%
短期借款	430.48	593.74	441.98	261.47	ROA	9.09%	9.95%	10.10%	10.13%
应付和预收款项	281.34	391.74	385.49	384.84	ROIC	13.74%	13.23%	12.72%	12.70%
长期借款	94.00	84.00	64.00	34.00	EBITDA/销售收入	20.53%	21.38%	21.64%	21.88%
其他负债	2011.45	1345.42	1350.04	1351.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2817.27</b>	<b>2414.89</b>	<b>2241.51</b>	<b>2032.04</b>	总资产周转率	0.76	0.78	0.80	0.79
股本	692.80	692.83	692.83	692.83	固定资产周转率	1.81	1.79	1.90	1.95
资本公积	1175.58	1175.58	1175.58	1175.58	应收账款周转率	36.38	37.32	37.23	36.74
留存收益	1857.58	2214.29	2572.95	2935.53	存货周转率	19.81	20.50	20.26	20.08
归属母公司股东权益	3837.31	4194.04	4552.71	4915.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.91%	—	—	—
少数股东权益	63.00	67.43	72.45	77.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3900.30</b>	<b>4261.48</b>	<b>4625.16</b>	<b>4992.75</b>	资产负债率	41.94%	36.17%	32.64%	28.93%
负债和股东权益合计	6717.57	6676.37	6866.67	7024.79	带息债务/总负债	47.05%	61.23%	58.31%	53.96%
					流动比率	1.54	1.95	2.34	2.93
					速动比率	1.41	1.77	2.12	2.66
					股利支付率	81.62%	45.94%	47.91%	48.71%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1015.69	1117.39	1168.42	1205.40	每股收益	0.88	0.95	0.99	1.02
PE	15.63	14.36	13.76	13.41	每股净资产	5.63	6.15	6.68	7.21
PB	2.43	2.22	2.05	1.90	每股经营现金	0.98	0.51	1.34	1.41
PS	1.92	1.81	1.76	1.72	每股股利	0.71	0.44	0.48	0.50
EV/EBITDA	8.85	8.31	7.76	7.32					
股息率	5.22%	3.20%	3.48%	3.63%					

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---