2020 年 09 月 22 日
证券研究报告•公司研究报告
黑猫股份（002068）化工

持有（首次）
当前价：5.28 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

国内炭黑龙头企业，涨价业绩弹性较大

投资要点

- **黑猫股份是国内炭黑龙头：**公司拥有炭黑产能 110 万吨，规模国内第一、全球前四，在青岛、乌海分别建有炭黑、煤焦油产业应用研究机构，是目前国内炭黑行业内产能规模突出、产能布局合理、综合利用水平较高的领军企业，未来公司将进一步扩大海外市场。公司参股乌海时联 30%，2020 年 8 月公司公告 1 万吨间苯二酚项目投产，间苯二酚作为中间体应用于医药、染料等行业，市场前景较好。后续二期项目投产继续为公司贡献业绩增量。

- **下游轮胎需求回暖反弹：**汽车需求持续向好，8 月国内汽车产量 212 万辆，同比增长 6.3%，销量 219 万辆，同比增长 11.6%。半钢轮胎产量 4351 万条，同比增长 7.91%，全钢轮胎产量 1250 万条，同比增长 21%，7 月新的充气橡胶轮胎出口条数为 4729 万条，同比增加 1.7%，环比增加 30.3%。半钢轮胎开工率提升至 70.53%，全钢轮胎开工率提升至 74.27%。此外，8 月多家轮胎企业涨价，行业趋势性回暖。

- **炭黑持续去库存，供需阶段性趋紧：**近期下游轮胎需求反弹，行业供需开始趋紧，6 月国内炭黑开工率最低到 45%，在下游需求向好推动下，开工率提升至 60-70%，逐步恢复至 2019 年水平，未来开工提升空间有限。当前炭黑库存已下降到 18 万吨，随着下游需求持续回暖，行业库存有望进一步下降。

- **原料煤焦油支撑成本：**煤焦油是炭黑的主要原材料，近期煤焦油趋势上涨，炭黑成本端支撑较强。目前焦企开工负荷较高，但煤焦油供需仍偏紧张，下游深加工保持可观开工率，并且国庆期间煤焦油下游企业存在备货需求，煤焦油价格继续保持强势，成本端对炭黑形成支撑。10 月份山西将进一步淘汰省内约 7% 的焦化产能，中期将进一步推升煤焦油产品价格。

- **炭黑盈利修复，龙头企业弹性大：**2020 年由于疫情原因炭黑行业供需进一步恶化，“炭黑-煤焦油”价差在 6 月份达到底部，炭黑行业供需进入新的平衡。3 季度下游需求回暖，汽车、轮胎产销数据向好，炭黑价差逐步走阔，在下游需求回暖和原料煤焦油坚挺的共同支撑下，我们预计炭黑价差有望进一步扩大。黑猫股份产能 110 万吨，炭黑每涨价 100 元/吨，增厚公司业绩 0.7 亿元。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.45 亿元、2.24 亿元、2.62 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。

- **风险提示：**产品价格大幅下滑、下游需求不及预期、行业产能快速释放等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6544.21	5279.11	6416.81	6637.42
增长率	-17.09%	-19.33%	21.55%	3.44%
归属母公司净利润（百万元）	-276.37	44.77	223.94	261.70
增长率	-168.89%	116.20%	400.18%	16.86%
每股收益 EPS（元）	-0.38	0.06	0.31	0.36
净资产收益率 ROE	-10.66%	1.46%	6.83%	7.48%
PE	-14	86	17	15
PB	1.33	1.30	1.21	1.13

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

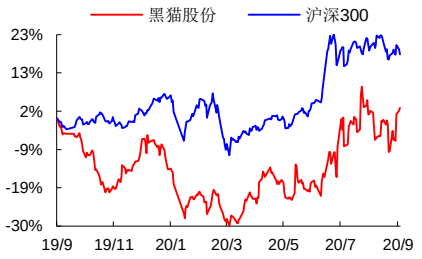
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

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

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

分析师：薛聪
执业证号：S1250520070004
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)	7.27
流通 A 股(亿股)	7.27
52 周内股价区间(元)	3.59-5.58
总市值(亿元)	38.39
总资产(亿元)	62.31
每股净资产(元)	3.87

相关研究

目 录

1 周期底部的国内炭黑龙头 1
2 下游轮胎需求回暖，炭黑有望迎来反弹 2
3 炭黑龙头最受益，涨价业绩弹性大 6
4 盈利预测与估值 6
5 风险提示 7

图 目 录

图 1：公司产品收入结构 1
图 2：公司收入及净利润表现（收入左轴，净利润右轴） 1
图 3：炭黑下游需求结构 2
图 4：国内炭黑产能及增速 2
图 5：汽车产销量及增速 2
图 6：炭黑产能利用率 3
图 7：2015~2019 炭黑价差走势 3
图 8：汽车月度产量及同比增速 3
图 9：轮胎月度产量及同比增速 3
图 10：轮胎月度出口及同比 4
图 11：轮胎行业开工率 4
图 12：炭黑行业库存变化（千吨） 4
图 13：炭黑行业月度开工水平 5
图 14：煤焦油价格走势（元/吨） 5
图 15：高温煤焦油开工率 5
图 16：炭黑-煤焦油价差走势（元/吨，价格为左轴，价差为右轴） 6

表 目 录

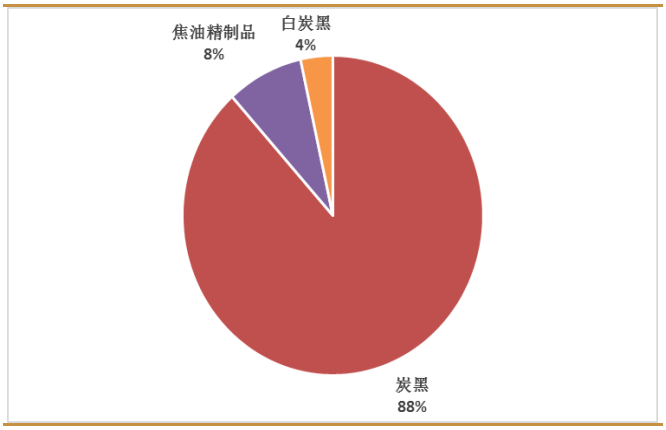
表 1：分业务收入及毛利率 7
表 2：可比公司估值 7
附表：财务预测与估值 8

1 周期底部的国内炭黑龙头

公司成立于 2001 年，主要从事炭黑、焦油精制和白炭黑等产品的生产与销售，炭黑是煤焦油深加工产业链的下游产业，系控股股东焦化产业延伸裂变的产物。公司设立以来经过十余年的高速发展，最终成为以炭黑产品为主导，焦油深加工和白炭黑为两翼，资源综合利用为补充的专业化学品制造龙头企业。目前公司已分别在景德镇、韩城、朝阳、乌海、邯郸、太原、唐山、济宁建有炭黑生产基地（部分厂区配套焦油深加工产能），总产能达 110 万吨，国内规模第一、全球第三。

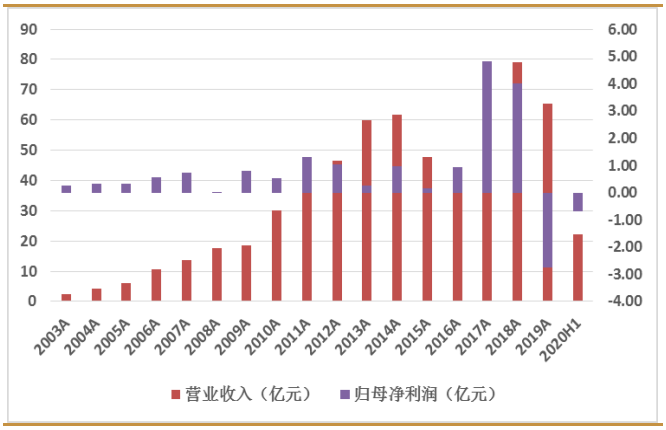
公司主要产品是炭黑，炭黑收入占比 85%，毛利占比 82%。公司近年来利润波动较大，2017、2018 年公司归母净利润分别为 4.8 亿元和 4 亿元，2016 年以前归母净利润在 0.2~1.3 亿元，主要因为环保督察炭黑企业开工率受影响，以及原料煤焦油紧张支撑。2019 年由于炭黑产能供大于求，下游汽车需求疲软，公司归母净利润-2.76 亿元，2020 上半年疫情导致炭黑需求疲弱延续，上半年归母净利润-0.69 亿元。

图 1：公司产品收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司收入及净利润表现（收入左轴，净利润右轴）



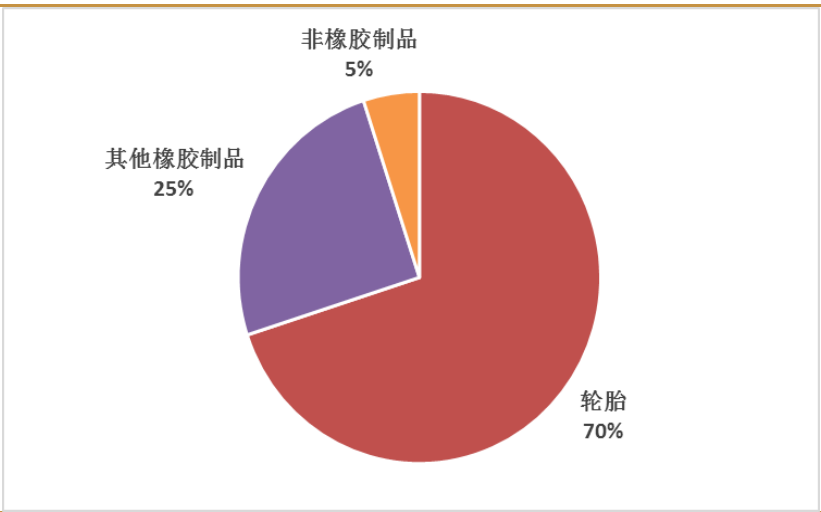
数据来源：wind，西南证券整理

2020 年 9 月公司实施限制性股票激励计划，面向公司董事、高管、核心管理人员及骨干员工首次授予 1821 万股，价格为 2.5 元/股，考核目标要求以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021-2023 年净利润增长率不低于 10%、50%和 125%。

2 下游轮胎需求回暖，炭黑有望迎来反弹

炭黑是橡胶工业不可缺少的原料，由于炭黑能改善轮胎面的耐磨性，极大提高轮胎行驶里程，还能提高胶料的拉伸强度和撕裂强度等物理性能，因此炭黑广泛应用于制造各种类型的轮胎和其他橡胶制品。炭黑工业对于促进汽车工业的发展和改善居民生活都具有非常重要的意义。炭黑下游中轮胎需求占比 70%，其他橡胶制品占比 25%，非橡胶产品占比 5%。

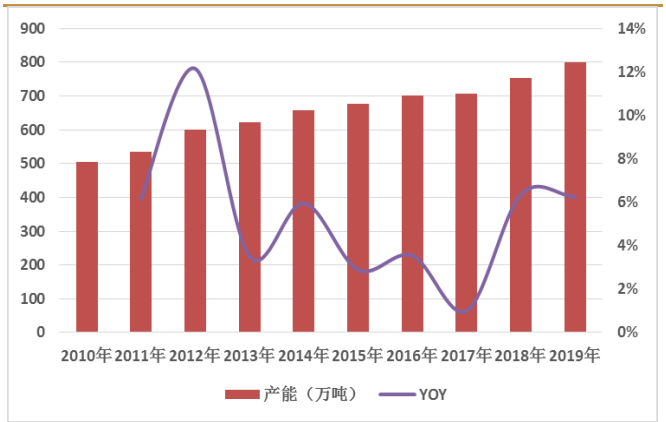
图 3：炭黑下游需求结构



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

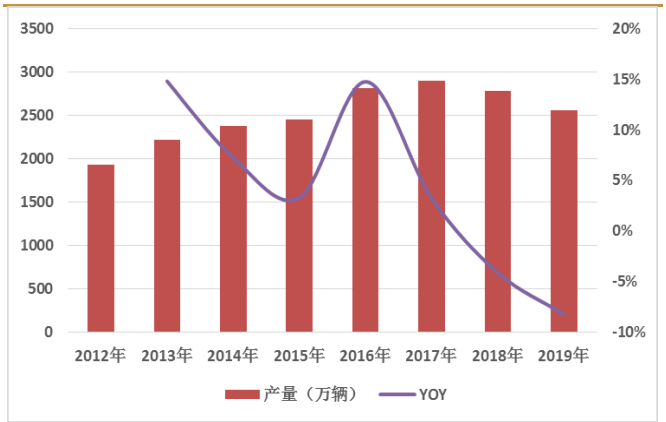
国内炭黑行业面临产能结构性过剩的问题，2019 年国内炭黑总产能 800 万吨，较 2010 年增加 300 万吨。由于产能过剩，叠加终端需求汽车增长停滞，炭黑整体开工率较低，2019 年炭黑行业开工率下降至 57%，仅龙头企业维持较高开工负荷。随着盈利下滑以及开工率降低，行业新增产能逐步放缓，未来 1-2 年有金能科技 48 万吨和苏州宝化 10 万吨新增产能。

图 4：国内炭黑产能及增速



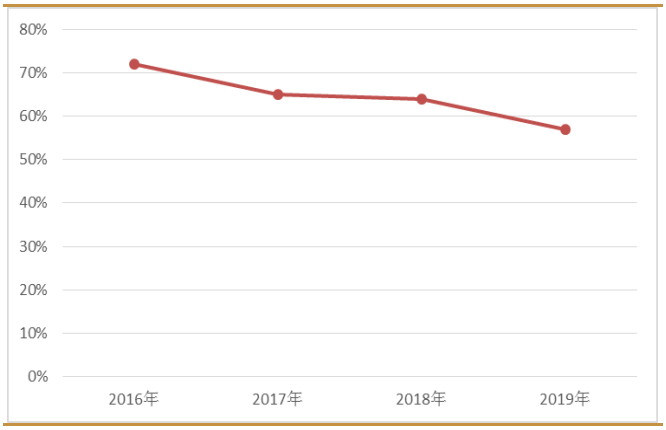
数据来源：华经情报网，西南证券整理

图 5：汽车产销量及增速



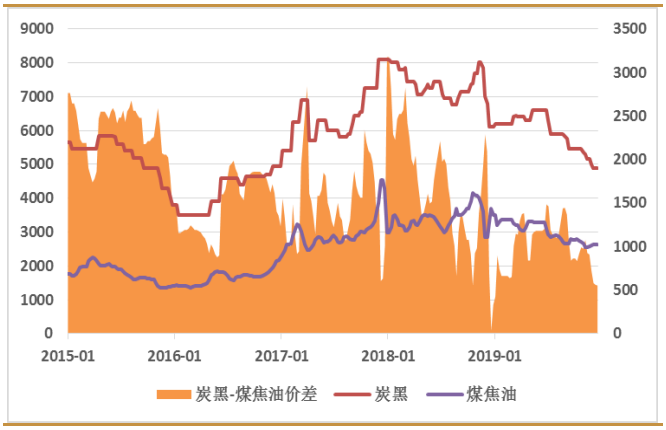
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 6：炭黑产能利用率



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 7：2015~2019 炭黑价差走势



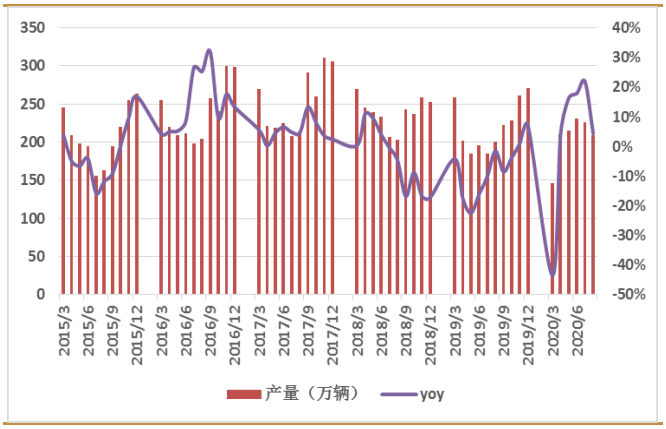
数据来源：wind，百川资讯，西南证券整理

2020 年全球疫情进一步打击炭黑下游汽车需求，上半年 1-6 月国内汽车产量 996 万辆，同比-18%，轮胎产量 2.78 亿条，同比-31%，炭黑行业跌入低谷，价差最低降至 750 元。下半年随着疫情控制，全球经济复苏，汽车需求逐步回暖，炭黑盈利进入修复期。

终端汽车回暖，轮胎需求反弹

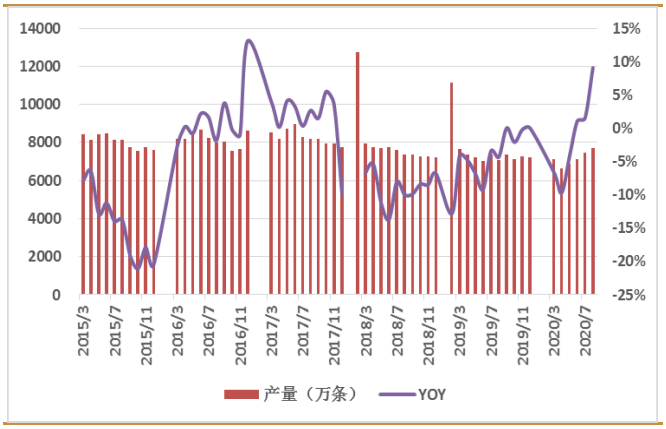
上半年受疫情影响，轮胎开工率低迷，整体平均开工率为 50-53%，下半年随着疫情得到控制，汽车消费回暖，8 月份国内汽车产量 212 万辆，同比增长 6.3%，销量 219 万辆，同比增长 11.6%。国内汽车需求转正以及海外出口向好，8 月半钢轮胎产量 4351 万条，同比增长 7.91%，全钢轮胎产量 1250 万条，同比增长 21%，7 月新的充气橡胶轮胎出口条数为 4729 万条，同比增加 1.7%，环比增加 30.3%。半钢轮胎开工率提升至 70.53%，全钢轮胎开工率提升至 74.27%。此外，8 月下游轮胎企业涨价，行业趋势性回暖。

图 8：汽车月度产量及同比增速



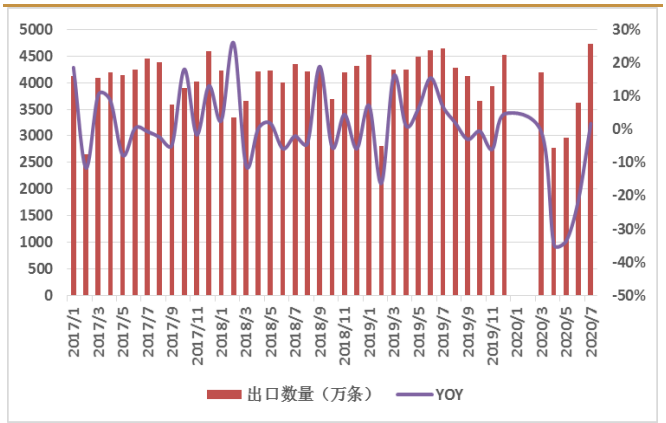
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 9：轮胎月度产量及同比增速



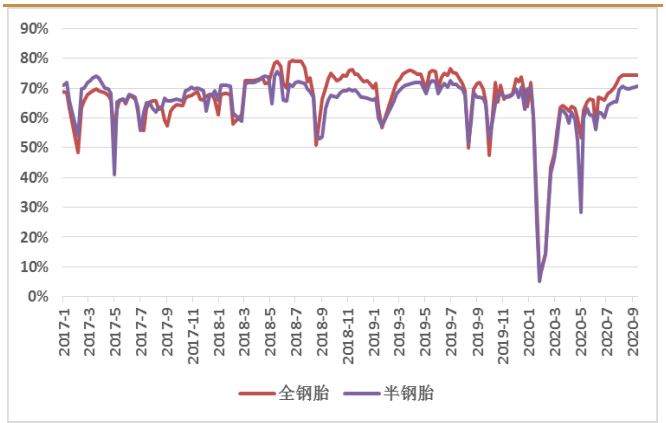
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：轮胎月度出口及同比



数据来源：海关总署，西南证券整理

图 11：轮胎行业开工率

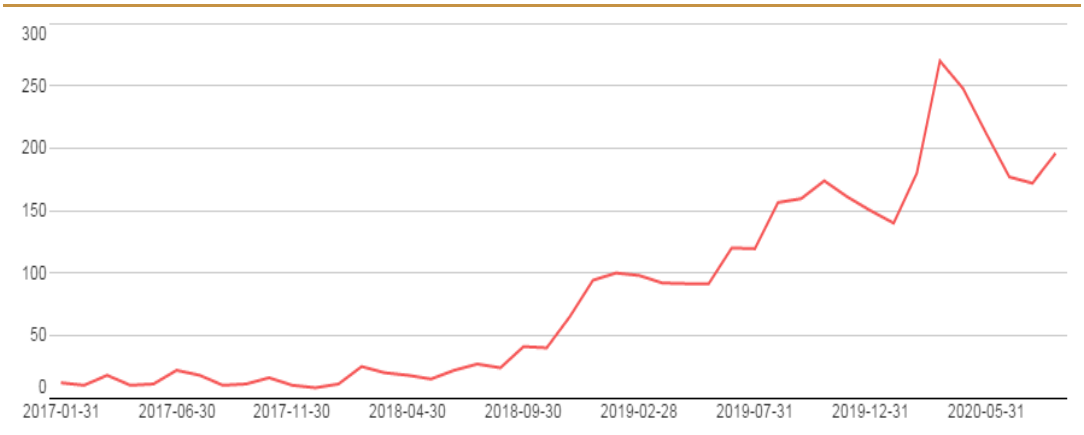


数据来源：中国橡胶信息贸易网，西南证券整理

炭黑持续去库存，供需阶段性趋紧

2017~2018 年因为环保原因，国内炭黑开工率不足，国内炭黑库存 2~2.5 万吨，随着新增产能释放以及下游需求疲软，国内库存进入累库存阶段，从 2.5 万吨提高至 2019 年底 15 万吨，2020 年因为疫情原因下游需求极端低迷，4 月份库存高达 25 万吨，高库存、低盈利倒闭炭黑企业降低开工率，行业重新进入新的供需平衡，近期随着需求好转，炭黑库存已经回落至 18 万吨，未来库存有望进一步下降。

图 12：炭黑行业库存变化（千吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

年初炭黑开工率 58%，疫情导致下游需求低迷，炭黑累库存，盈利下行倒逼炭黑行业开工率最低降至 45%，5 月随着行业供需逐步平衡，下游需求向好推动下，炭黑企业开工率逐步提升至 60%，逐步恢复至 2019 年水平，未来提升空间相对有限。

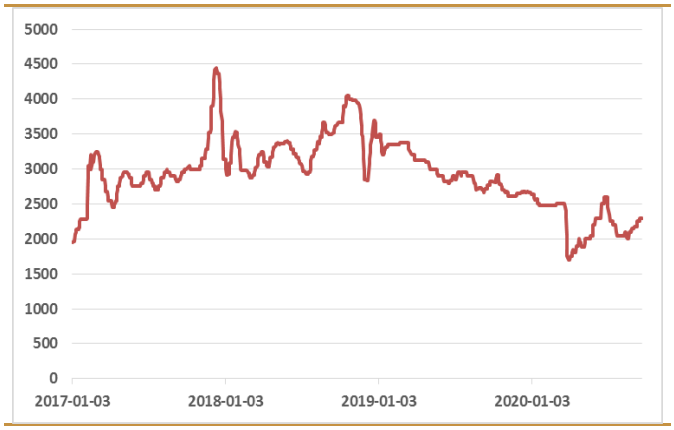
图 13：炭黑行业月度开工水平

数据来源：卓创资讯，西南证券整理

原料煤焦油支撑炭黑成本

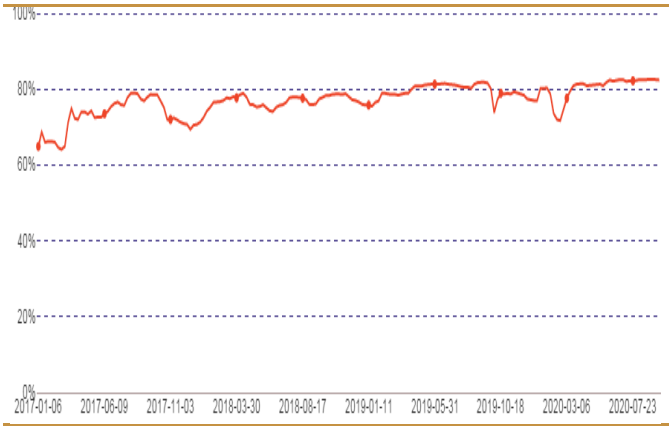
煤焦油是炭黑的主要原材料，近期煤焦油趋势上涨，炭黑成本端支撑较强。目前焦企开工负荷较高，但煤焦油供需仍偏紧张，下游深加工保持可观开工率，并且国庆期间煤焦油下游企业存在备货需求，煤焦油价格继续保持强势，成本端对炭黑形成支撑。10 月份山西将进一步淘汰省内约 7%的焦化产能，中期将进一步推升煤焦油产品价格。

图 14：煤焦油价格走势（元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

图 15：高温煤焦油开工率

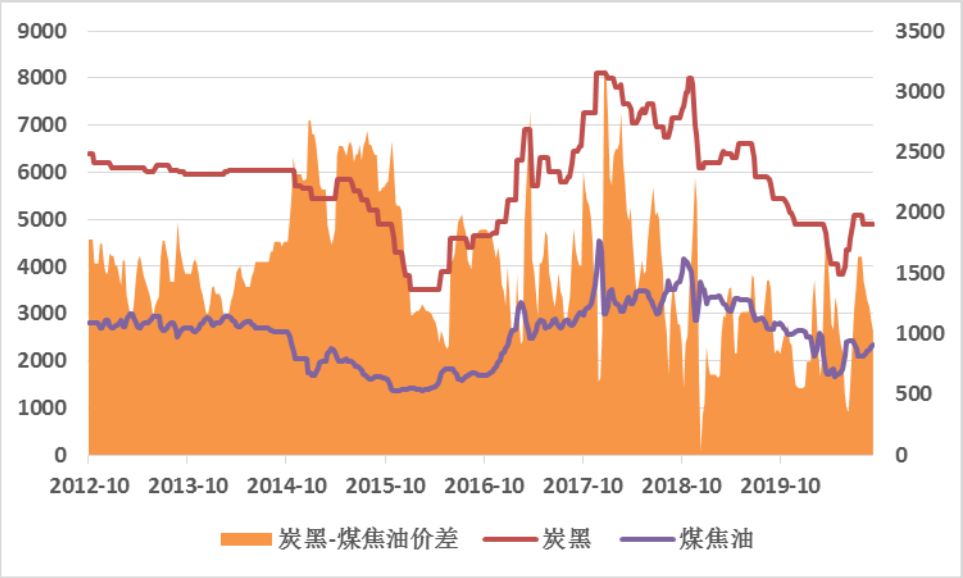


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

炭黑盈利修复，价差有望走阔

2019 年“炭黑-煤焦油”价差从年初低点反弹至年中高点，下半年则重新回落至低点，行业普遍亏损。2020 年由于疫情原因供需进一步恶化，“炭黑-煤焦油”价差在 6 月份达到底部位置，炭黑行业供需进入新的平衡。3 季度下游需求回暖，汽车、轮胎产销数据向好，炭黑价差逐步走阔，在下游轮胎需求回暖和原料煤焦油坚挺共同支撑下，我们预计炭黑价差有望进一步扩大。

图 16：炭黑-煤焦油价差走势（元/吨，价格为左轴，价差为右轴）



数据来源：wind，百川资讯，西南证券整理

3 炭黑龙头最受益，涨价业绩弹性大

黑猫股份拥有炭黑产能 110 万吨，分别在景德镇、韩城、朝阳、乌海、邯郸、太原、唐山、济宁建有炭黑生产基地，是国内炭黑企业龙头，炭黑规模全球排名前四，在青岛、乌海分别建有炭黑、煤焦油产业应用研究机构，是目前国内炭黑行业内产能规模突出、产能布局合理、综合利用水平较高的领军企业，未来公司将进一步扩大海外市场，巩固其在全球炭黑的地位。在炭黑行业低迷期，公司仍能保持较高开工率，炭黑景气提升公司受益最大，我们测算业绩弹性，炭黑价格每上涨 100 元/吨，公司业绩可增厚 0.7 亿元。

公司参股乌海时联 30%，2019 年规划 8 万吨/年酚钠盐含酚废水处理暨 6 万吨/年气化酚加工（一期项目），5 万吨/年粗酚分离精制项目（二期项目）。2020 年 8 月公司公告 1 万吨间苯二酚项目投产，间苯二酚作为中间体应用于医药、染料等行业，市场前景较好。后续二期项目投产继续为公司贡献业绩增量。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：下游需求回暖以及原料煤焦油价格支撑，假设 2020-2022 年炭黑价格分别为 5700 元/吨、6500 元/吨、6500 元/吨，2020-2022 年煤焦油价格分别为 2300 元/吨、2650 元/吨、2650 元/吨。

假设 2：2020-2022 年公司炭黑销量分别为 88 万吨、95 万吨和 100 万吨。焦油精制品和白炭黑业务保持稳定。

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：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
炭黑	收入	55.79	44.39	54.65	57.52
	增速	-18%	-20%	23%	5%
	毛利率	6%	12%	14%	14%
焦油精制品	收入	5.2	5.4	5.8	5.8
	增速	-24%	4%	7%	0%
	毛利率	0%	0%	3%	3%
白炭黑	收入	2.18	1.4	1.45	1.45
	增速	14%	-36%	4%	0%
	毛利率	9%	7%	10%	10%
其他	收入	2.27	1.6	2.27	1.6
	增速	-8%	-30%	42%	-30%
	毛利率	27%	25%	27%	25%
合计	收入	65.44	52.79	64.17	66.37
	增速	-17%	-19%	22%	3%
	毛利率	7%	11%	13%	13%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取拥有炭黑业务的金能科技作为可比公司，2020-2022 年 PE 分别为 11、7 和 5 倍。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603113	金能科技	12.13	1.13	1.08	1.68	2.25	11	11	7	5

数据来源：Wind，西南证券整理

公司是国内炭黑龙头，拥有炭黑产能 110 万吨，在青岛、乌海分别建有炭黑、煤焦油产业应用研究机构，是目前国内炭黑行业内产能规模突出、产能布局合理、综合利用水平较高的领军企业，未来公司将进一步扩大海外市场。2020 年 8 月公司公告 30%参股公司乌海时联 1 万吨间苯二酚项目投产，间苯二酚作为中间体应用于医药、染料等行业，市场前景较好。后续二期项目投产继续为公司贡献业绩增量。随着下游轮胎需求反弹，我们看好炭黑盈利回升，公司业绩弹性大。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 0.45 亿元、2.24 亿元、2.42 亿元，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

产品价格大幅下滑、下游需求不及预期、行业产能快速释放等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6544.21	5279.11	6416.81	6637.42
营业成本	6104.08	4708.83	5571.08	5774.29
营业税金及附加	37.48	33.86	40.58	41.52
销售费用	320.53	237.56	282.34	292.05
管理费用	202.01	200.61	231.01	238.95
财务费用	84.09	105.58	128.34	132.75
资产减值损失	-77.30	0.00	0.00	0.00
投资收益	-6.81	60.00	100.00	150.00
公允价值变动损益	0.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-287.47	52.67	263.46	307.88
其他非经营损益	-12.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	-299.53	52.67	263.46	307.88
所得税	18.76	7.90	39.52	46.18
净利润	-318.29	44.77	223.94	261.70
少数股东损益	-41.93	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	-276.37	44.77	223.94	261.70

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-318.29	44.77	223.94	261.70
折旧与摊销	313.47	264.75	274.24	283.48
财务费用	84.09	105.58	128.34	132.75
资产减值损失	-77.30	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	570.24	659.69	-55.42	10.84
其他	-69.73	-68.50	-136.55	-130.31
经营活动现金流净额	502.48	1006.30	434.55	558.45
资本支出	-88.31	-200.00	-200.00	-200.00
其他	-155.39	60.00	100.00	150.00
投资活动现金流净额	-243.71	-140.00	-100.00	-50.00
短期借款	407.79	-1066.37	-83.49	-308.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-218.12	55.27	-8.95	-44.79
其他	-410.61	-125.50	-128.34	-132.75
筹资活动现金流净额	-220.94	-1136.60	-220.78	-486.39
现金流量净额	53.25	-270.30	113.77	22.06

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	798.21	527.91	641.68	663.74
应收和预付款项	1274.53	993.41	1201.94	1252.85
存货	600.99	461.36	589.45	591.33
其他流动资产	943.15	86.80	105.50	109.13
长期股权投资	32.31	32.31	32.31	32.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3156.51	3117.94	3069.89	3012.60
无形资产和开发支出	235.79	209.66	183.53	157.41
其他非流动资产	144.83	144.77	144.71	144.65
资产总计	7186.31	5574.15	5969.01	5964.01
短期借款	2136.19	1069.81	986.33	677.47
应付和预收款项	1840.83	1244.40	1489.54	1572.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	224.68	195.20	213.42	217.71
负债合计	4201.70	2509.41	2689.28	2467.38
股本	727.06	727.06	727.06	727.06
资本公积	1406.14	1406.14	1406.14	1406.14
留存收益	723.10	823.14	1038.13	1255.04
归属母公司股东权益	2876.22	2956.35	3171.34	3388.25
少数股东权益	108.39	108.39	108.39	108.39
股东权益合计	2984.61	3064.74	3279.73	3496.64
负债和股东权益合计	7186.31	5574.15	5969.01	5964.01

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-17.09%	-19.33%	21.55%	3.44%
营业利润增长率	-160.40%	118.32%	400.18%	16.86%
净利润增长率	-179.24%	114.07%	400.18%	16.86%
EBITDA 增长率	-87.01%	284.21%	57.45%	8.72%
获利能力				
毛利率	6.73%	10.80%	13.18%	13.00%
三费率	9.27%	10.30%	10.00%	10.00%
净利率	-4.86%	0.85%	3.49%	3.94%
ROE	-10.66%	1.46%	6.83%	7.48%
ROA	-4.43%	0.80%	3.75%	4.39%
ROIC	-4.22%	3.07%	8.28%	9.26%
EBITDA/销售收入	1.68%	8.01%	10.38%	10.91%
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.83	1.11	1.11
固定资产周转率	2.22	1.81	2.23	2.34
应收账款周转率	5.30	4.95	6.22	5.75
存货周转率	8.75	8.20	10.21	9.59
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	51.24%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	58.47%	45.02%	45.05%	41.37%
带息债务/总负债	50.84%	42.63%	36.68%	27.46%
流动比率	0.88	0.86	0.98	1.10
速动比率	0.73	0.67	0.75	0.85
股利支付率	-78.92%	-123.45%	4.00%	17.11%
每股指标				
每股收益	-0.38	0.06	0.31	0.36
每股净资产	3.96	4.07	4.36	4.66
每股经营现金	0.69	1.38	0.60	0.77
每股股利	0.30	-0.08	0.01	0.06

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	110.10	423.01	666.04	724.10
PE	-13.89	85.74	17.14	14.67
PB	1.33	1.30	1.21	1.13
PS	0.59	0.73	0.60	0.58
EV/EBITDA	45.71	10.02	6.06	5.12
股息率	5.68%	—	0.23%	1.17%

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
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
	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
	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
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn