

复合肥回暖, 产业链布局逐步完善

投资要点

- 公司是优质的一体化复合肥企业, 根据自身特色进行多元化布局。公司自成立以来一直专注于复合肥的生产和销售, 并沿着复合肥产业链进行拓展, 掌控盐、磷、硫等上游资源, 构建了矿业、化工、化肥上下游完整的产业链体系, 现已形成复合肥、调味品(食用盐及川菜调味品)协同发展的产业格局。
- 需求回升, 供给收缩, 成本下降, 复合肥业务回暖。公司主营业务和利润一半以上来自复合肥。通用型复合肥需求以大田作物为主, 与小麦、玉米等主粮种植面积密切相关。自2015年以来, 随着油价从100美元/桶以上的水平大幅降低至60美元/桶以下, 粮食价格随之大幅下降, 对复合肥需求量最大的玉米价格下降明显, 国内玉米在2016年出现了天量库存, 迫使玉米进入了长达数年的降价去库存。随着油价见底回升, 玉米制取燃料乙醇的需求复苏, 玉米库存近几年也消耗迅速, 国家提高对玉米的收购价格, 目前玉米的价格出现止跌回升的趋势。2015年以来, 随着行业经营形势向下, 复合肥行业供大于求矛盾集中凸显, 行业开工率也在2017年下滑至10年底部。盈利能力的恶化叠加优惠政策取消、环保趋严等因素, 促使行业内老旧产能不断退出, 2017年以来, 行业共退出产能1775万吨, 行业开工率恢复至合理水平, CR4也提升至21.6%, 多家企业利润在2020年一季度出现了回升。目前钾肥价格处于历史底部, 尿素价格预计随着未来产能的投放, 也将逐步下行, 复合肥成本端压力将会减轻。
- 磷化工产业链不断完善。磷化工业务是公司复合肥上游磷矿的延伸和拓展。公司自收购雷波凯瑞磷化工有限责任公司后, 依托其拥有的磷矿资源、金沙江良好的水运及当地丰富的水电资源, 着力建设矿山采选、化工生产、码头储运三大项目, 打造磷化工一体化、绿色发展产业链。公司磷化工业务以黄磷、磷酸及磷酸盐产品生产、销售为主, 配套有磷矿山、硅矿山、水运码头和专用铁路站场。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2020-2022年营业收入分别为92、98和105亿元, 归母净利润分别为3.3、3.7和4.1亿元。我们选取了行业中与云图控股业务最为相近的3家公司, 2019年3家公司平均PE为31倍, 2020年平均PE为22倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示: 公司产品价格下跌风险, 安全环保风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8626.47	9179.99	9802.39	10482.87
增长率	9.64%	6.42%	6.78%	6.94%
归属母公司净利润(百万元)	213.24	327.32	374.30	412.15
增长率	21.35%	53.50%	14.35%	10.11%
每股收益EPS(元)	0.21	0.32	0.37	0.41
净资产收益率ROE	6.63%	9.17%	9.65%	9.77%
PE	35	23	20	18
PB	2.34	2.16	1.98	1.82

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

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@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)	10.10
流通A股(亿股)	6.05
52周内股价区间(元)	4.11-7.6
总市值(亿元)	73.74
总资产(亿元)	100.91
每股净资产(元)	3.24

相关研究

目 录

1 公司沿着复合肥产业链深度开发，形成多元布局.....	1
2 粮食价格回升，供给侧收缩，复合肥行业回暖.....	3
3 磷化工产业链不断完善.....	5
4 盈利预测与估值.....	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1: 云图控股与实际控制人的产控关系	1
图 2: 公司 2013 年以来营业收入及增速	2
图 3: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	2
图 4: 公司 2019 年主营业务结构情况	2
图 5: 公司 2019 年主营业务毛利情况	2
图 6: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)	3
图 7: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)	3
图 8: 玉米收购价格止跌回升	4
图 9: 史丹利归母净利润的情况	4
图 10: 尿素价格走势	5
图 11: 钾肥价格走势	5

表 目 录

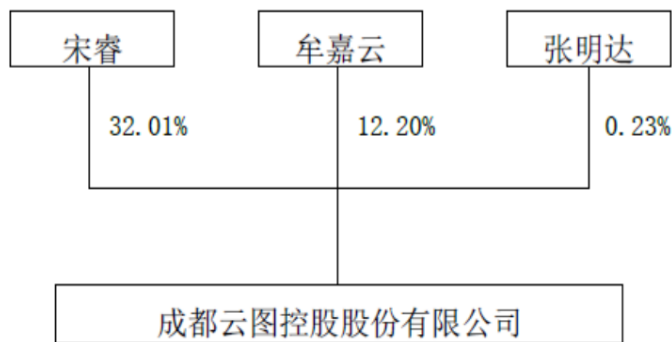
表 1: 分业务收入及毛利率	6
表 2: 可比公司估值	7
附表: 财务预测与估值	8

1 公司沿着复合肥产业链深度开发，形成多元布局

云图控股（原名新都化工）成立于 1995 年，2011 年上市，2016 年公司更名，证券简称变更为“云图控股”。公司前身为新都化肥厂，一直专注以复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场开拓，形成多元布局。

公司目前股权比例较为集中，控股股东、实际控制人、一致行动人为宋睿、牟嘉云和张明达，其中宋睿和牟嘉云为母子关系，三人持股比例合计达到 44.4%。

图 1：云图控股与实际控制人的产控关系

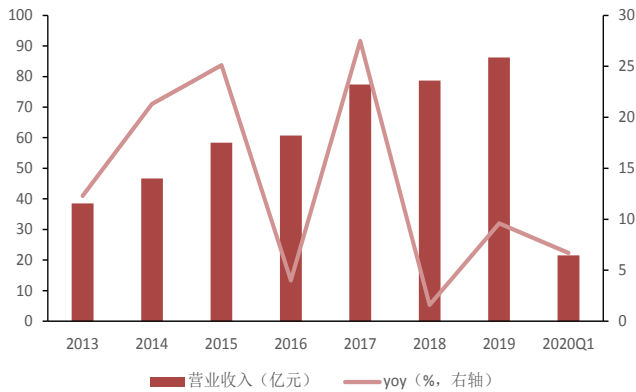


数据来源：公司资料，西南证券整理

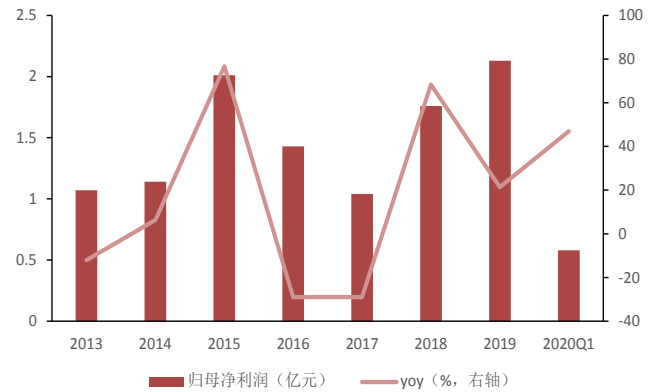
公司自成立以来一直专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，积极探索稳定发展的新思路，通过多年来的资源整合、品牌塑造、市场网络、研发及生产能力建设等举措，现已形成复合肥、联碱、磷化工及调味品（食用盐及川菜调味品）等协同发展的产业格局，主要产品包括复合肥、食用盐、工业盐、川菜调味品、纯碱、氯化铵、磷酸一铵、黄磷等。

公司目前拥有复合肥年产能 510 万吨，纯碱、氯化铵 60 万吨，硝酸钠及亚硝酸钠 10 万吨，盐硝 80 万吨、品种盐 40 万吨、食用氯化钾 6 万吨、磷酸一铵 43 万吨、黄磷 6 万吨，1.5 万吨磷酸二氢钾、3.5 万吨三聚磷酸钠及配套马涛。公司产能主要布局在湖北、四川两地。公司外延布局较为谨慎，截至 2019 年末，公司商誉 3442 万元。

公司业绩状况：公司营业收入保持稳健的增长，增长来自于内生和外延并举。由于公司所处的行业为周期性行业，所以公司的归母净利润有一定程度的波动，呈现明显的周期性，从近几年的趋势来看，公司归母净利润有所增长。2020 年第一季度，公司实现营业收入 21.5 亿元，同比增长 6.7%，归母净利润 0.6 亿元，同比增长 47%。

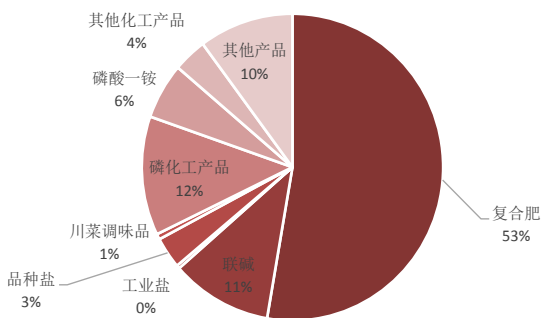
图 2：公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

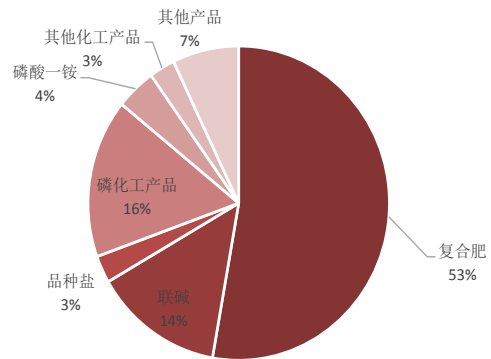
图 3：公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司产品的一半以上收入来自于复合肥，磷化工产品（包括磷酸一铵）占公司收入的比重约两成。从毛利结构来看，大体和营业收入占比结构类似，复合肥占据一半以上的毛利，磷化工产品占据约两成的毛利。

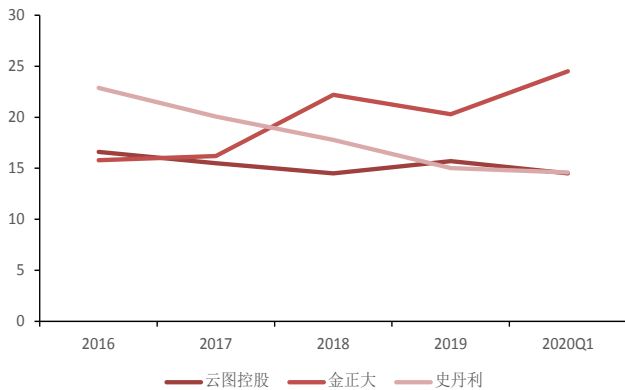
图 4：公司 2019 年主营业务结构情况


数据来源：公司资料，西南证券整理

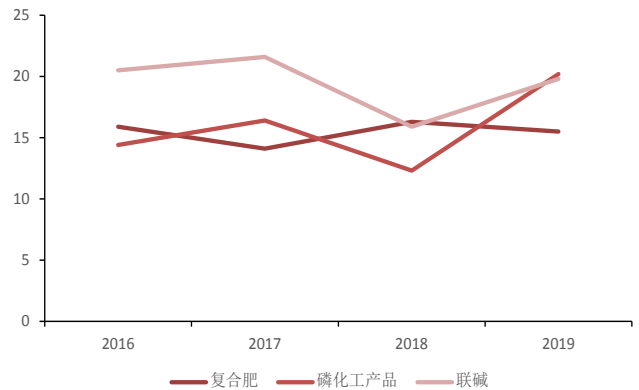
图 5：公司 2019 年主营业务毛利情况


数据来源：公司资料，西南证券整理

公司盈利能力分析：我们选取业务模式和公司相近的公司作为对标企业，公司的综合毛利率和同行无明显差异。从主要品种的毛利率来看，磷化工产品毛利率对公司有一定的拖累，不过从 2019 年开始有一定好转。公司复合肥产品的毛利率相对稳定。

图 6: 公司和同行的毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司不同业务毛利率对比 (单位: %)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 粮食价格回升, 供给侧收缩, 复合肥行业回暖

公司主营业务和利润一半以上来自复合肥。

复合肥是农业生产领域中常用的肥料, 由氮、磷、钾三种营养元素由物理或化学方法制成。复合肥具有养分含量高、副成分少、结构均匀、节省储运费用和包装材料等特点, 对减少肥料浪费、提高农业效益有重要作用。在农业种植领域, 复合肥行业作为产业链后端, 直接对接农资贸易商和终端农户, 具有极大的商业价值。行业佼佼者, 如史丹利、金正大等企业通过多年经营和积累, 形成了遍布全国的农化商业网络, 云图控股一直尝试挖掘这一商业网络的潜在价值。7月11日, 公司公告, 拟出资 5000 万元投资设立成都云图农服科技有限公司, 云图农服将依托于上述资源, 通过区块链技术, 构建一个基于区块链技术的农业服务平台, 即“云图农服区块链农业服务平台”, 让区块链技术找到在农业方面的应用场景。

按照用途, 复合肥分为通用型和专用型, 前者以大田作物为主, 与小麦、玉米等主粮种植面积密切相关。自 2015 年以来, 随着油价从 100 美元/桶以上的水平大幅降低至 60 美元/桶以下, 粮食价格随之大幅下降, 对复合肥需求量最大的玉米价格下降明显, 国内玉米在 2016 年出现了天量库存, 迫使玉米进入了长达数年的降价去库存。随着油价见底回升, 玉米制取燃料乙醇的需求复苏, 玉米库存近几年也消耗迅速, 国家提高对玉米的收购价格, 目前玉米的价格出现止跌回升的趋势。

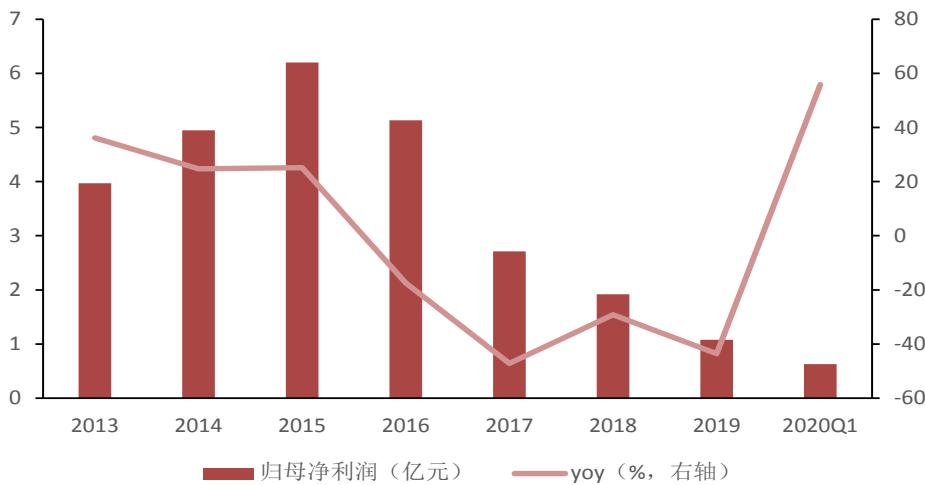
图 8: 玉米收购价格止跌回升



数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

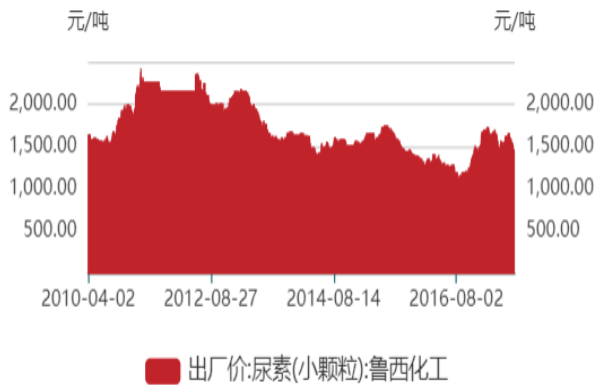
2015 年以来, 随着行业经营形势向下, 复合肥行业供大于求矛盾集中凸显, 行业开工率也在 2017 年下滑至 10 年底部。盈利能力的恶化叠加优惠政策取消、环保趋严等因素, 促使行业内老旧产能不断退出, 2017 年以来, 行业共退出产能 1775 万吨, 行业开工率恢复至合理水平, CR4 也提升至 21.6%, 多家企业利润在 2020 年一季度出现了回升。

图 9: 史丹利归母净利润的情况



数据来源: Wind 资讯, 西南证券整理

成本端, 尿素、磷铵等单质肥在过去 2-3 年伴随着供给侧改革迎来大幅上涨, 加速复合肥行业盈利能力下滑。2020 年, 尿素等单质肥均存新增产能投放, 价格有望下行, 减轻复合肥压力。另外, 目前钾肥价格处于历史底部。

图 10: 尿素价格走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 钾肥价格走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 磷化工产业链不断完善

公司 2013 年以 1.3 亿元收购雷波凯瑞 100% 股权。雷波凯瑞拥有四川省雷波县牛牛寨磷矿北矿区普查探矿权, 该探矿权于 2016 年分割为雷波县牛牛寨北矿区东段磷矿勘探和牛牛寨北矿区西段磷矿勘探两宗探矿权。西段磷矿尚处于勘探阶段。东段磷矿正在办理“探矿权转采矿权”的相关手续, 2019 年 9 月已完成四川省国土资源厅矿产资源储量备案登记, 查明东段磷矿合计矿石量 1.81 亿吨。牛牛寨磷矿作为公司构建矿业、化工、化肥上下游完整产业链体系的重要战略布局, 其丰富的资源储量和优质的矿石品味, 可持续支持公司磷化工、磷复肥未来发展需求和市场竞争。

自收购以来, 雷波凯瑞公司一直在开展探矿工作, 并加快集磷矿采选、磷化工、码头储运一体化产业链的打造, 现已建成年产 6 万吨黄磷、1.5 万吨磷酸二氢钾、3.5 万吨三聚磷酸钠及配套码头工程。磷矿采矿权取得后, 有利于公司彻底打通磷化工上游产业链, 确保公司黄磷、磷酸一铵等主要产品所需磷矿石原料的稳定供应, 进一步提高公司的生产优势和抗风险能力。

雷波县地处溪洛渡水电站库区岸边, 金沙江下游北岸, 水运交通便捷。雷波凯瑞公司自产的磷矿资源, 除供应当地黄磷项目自用外, 还可通过水路运输供公司湖北宜城、荆州生产基地用于生产磷酸一铵, 进一步降低生产成本, 增加公司利润。

黄磷是磷酸(盐)、草甘膦等行业的重要基础原料, 主产区位于云南、四川、贵州和湖北四省, 近年来受三磷整治、安全生产及供给侧改革等政策因素影响, 黄磷生产企业生产、经营状况不断变化。2019 年上半年, 受宏观经济形势影响黄磷价格下滑。2019 年下半年, 云南、四川、贵州产区受黄磷行业环保整治影响, 开工率急速下滑导致供应不足, 黄磷价格急剧拉升, 在开工率有所恢复后价格回落但依然处于高位运行。公司黄磷产能达 6 万吨/年, 是全国商品黄磷实际产量最大的单体企业。通过近年来持续升级改造, 公司黄磷的工艺技术、生产装置、安全环保水平处于国内领先水平, 2019 年全年连续稳定开工生产, 进一步强化了公司黄磷行业主流供应商的地位, 在全国黄磷行业中具有较强影响力。公司黄磷装置的开工率和价格走向, 对黄磷销售市场具有引领作用, 公司市场竞争力处于全国前列。

公司 2015 年收购湖北诚丰科技有限公司年产 30 万吨硫铁矿制酸、20 万吨磷酸一铵的磷化工项目建设资产, 成立荆州嘉施利公司开展生产工作。同时新建一期 60 万吨缓控释肥、

30万吨选矿生产线和5万吨氯化钙生产线，新建磷石膏渣场；二期建年产20万吨高塔水溶性肥生产线；新建年产1万吨五钠、磷酸二氢钾生产线。公司荆州拥有合计近2000万方的磷石膏库容，若不考虑磷石膏的处路问题，可满足公司较长时间生产的堆存，较大的库容存量能一定程度保障公司磷化工品的正常生产。

荆州嘉施利位于松滋临港工业园，紧邻长江边，具有先天的水运物流优势，以长江水运为纽带，将公司雷波基地的磷矿资源水运到松滋，提供低成本、稳定的原材料保障，同时可弥补公司复合肥产品水运物流短板，有利于提升公司复合肥产品在长江流域的辐射能力和竞争力，进一步完善公司复合肥产业链布局。公司宜城30万吨硫精砂制酸项目、10万吨水溶性磷酸一铵项目和荆州30万吨硫酸项目均已转固，硫酸产能的配套，进一步增强优化公司磷化工产业链，综合成本优势进一步凸显，在环保监管趋严、磷矿开采加工要求规划化的前提下，拥有齐全的磷产业链一体化配套，就将成为在行业领跑的重要优势。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设1：2020-2022年复合肥销量250万吨、260万吨、270万吨；

假设2：2020-2022年联碱销量均为80万吨；

假设3：2020-2022年品种盐和调味品业务随着价格战的持续，收入有所下滑。

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	8626.5	9180.0	9802.4	10482.9
	增速	9.6%	18.6%	6.8%	6.9%
	成本	7275.0	7777.4	8276.4	8849.2
	毛利率	15.7%	15.3%	15.6%	15.6%
化肥	收入	5055.13	5560.64	6116.71	6728.38
	增速	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	4293.71	4698.74	5168.62	5685.48
	毛利率	15.1%	15.5%	15.5%	15.5%
化工	收入	2359.59	2477.57	2551.90	2628.45
	增速	20.7%	5.0%	3.0%	3.0%
	成本	1912.85	2056.38	2092.56	2155.33
	毛利率	18.9%	17.0%	18.0%	18.0%
品种盐	收入	286.25	266.21	258.23	250.48
	增速	-19.2%	-7.0%	-3.0%	-3.0%
	成本	248.73	234.27	227.24	220.42
	毛利率	13.1%	12.0%	12.0%	12.0%
其他	收入	875.56	875.56	875.56	875.56
	增速	-7.7%	0.0%	0.0%	0.0%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	成本	780.57	788.00	788.00	788.00
	毛利率	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 92、98 和 105 亿元，归母净利润分别为 3.3、3.7 和 4.1 亿元。

我们选取了行业中与云图控股业务最为相近的 3 家公司，2019 年 3 家公司平均 PE 为 31 倍，2020 年平均 PE 为 22 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
002588.SZ	史丹利	5.05	0.09	0.19	0.43	0.37	42	27	12	14
000902.SZ	新洋丰	11.35	0.50	0.61	0.76	0.92	16	18	15	12
600141.SH	兴发集团	10.41	0.29	0.47	0.52	0.56	35	22	20	19
平均值							31	22	16	15

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

公司产品价格下跌风险，安全环保风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8626.47	9179.99	9802.39	10482.87	净利润	218.68	327.32	374.30	412.15
营业成本	7275.03	7777.40	8276.42	8849.24	折旧与摊销	645.78	285.23	297.75	305.59
营业税金及附加	57.67	66.77	69.98	72.33	财务费用	166.74	106.80	108.24	105.37
销售费用	279.46	275.40	294.07	314.49	资产减值损失	-15.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	478.40	504.90	539.13	576.56	经营营运资本变动	-429.91	504.33	6.38	-3.47
财务费用	166.74	106.80	108.24	105.37	其他	353.46	-7.03	-3.40	2.04
资产减值损失	-15.92	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	938.83	1216.64	783.28	821.68
投资收益	-0.30	5.00	0.00	0.00	资本支出	-124.31	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	2.86	0.00	0.00	0.00	其他	-140.65	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	-264.96	-45.00	-50.00	-50.00
营业利润	299.35	453.72	514.54	564.89	短期借款	-487.67	368.78	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.90	-17.29	-15.47	-15.36	长期借款	129.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	289.45	436.43	499.07	549.53	股权融资	0.18	0.00	0.00	0.00
所得税	70.77	109.11	124.77	137.38	支付股利	0.00	-42.65	-65.46	-74.86
净利润	218.68	327.32	374.30	412.15	其他	-322.69	-423.02	-108.24	-105.37
少数股东损益	5.44	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-680.94	-96.89	-173.71	-180.23
归属母公司股东净利润	213.24	327.32	374.30	412.15	现金流量净额	-6.92	1074.76	559.57	591.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1592.06	2666.82	3226.39	3817.84	成长能力				
应收和预付款项	635.62	1246.02	1320.69	1414.28	销售收入增长率	9.64%	6.42%	6.78%	6.94%
存货	1617.78	772.34	825.64	880.89	营业利润增长率	28.88%	51.57%	13.40%	9.78%
其他流动资产	275.76	255.88	273.22	292.19	净利润增长率	30.00%	49.68%	14.35%	10.11%
长期股权投资	1.98	1.98	1.98	1.98	EBITDA 增长率	2.24%	-23.93%	8.84%	6.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4279.81	4079.04	3865.76	3644.63	毛利率	15.67%	15.28%	15.57%	15.58%
无形资产和开发支出	819.36	800.75	782.14	763.53	三费率	10.72%	9.66%	9.60%	9.51%
其他非流动资产	495.45	479.60	463.75	447.90	净利率	2.54%	3.57%	3.82%	3.93%
资产总计	9717.82	10302.43	10759.57	11263.23	ROE	6.63%	9.17%	9.65%	9.77%
短期借款	2931.22	3300.00	3300.00	3300.00	ROA	2.25%	3.18%	3.48%	3.66%
应付和预收款项	2121.07	2363.50	2506.88	2667.60	ROIC	6.00%	7.47%	8.97%	9.98%
长期借款	445.04	445.04	445.04	445.04	EBITDA/销售收入	12.89%	9.21%	9.39%	9.31%
其他负债	922.12	622.89	627.81	633.46	营运能力				
负债合计	6419.45	6731.43	6879.73	7046.10	总资产周转率	0.86	0.92	0.93	0.95
股本	1010.10	1010.10	1010.10	1010.10	固定资产周转率	2.26	2.39	2.60	2.89
资本公积	1126.58	1126.58	1126.58	1126.58	应收账款周转率	23.30	22.82	22.67	22.81
留存收益	1066.81	1351.49	1660.32	1997.61	存货周转率	4.67	6.47	10.31	10.33
归属母公司股东权益	3215.53	3488.17	3797.00	4134.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.78%	—	—	—
少数股东权益	82.84	82.84	82.84	82.84	资本结构				
股东权益合计	3298.36	3571.00	3879.84	4217.13	资产负债率	66.06%	65.34%	63.94%	62.56%
负债和股东权益合计	9717.82	10302.43	10759.57	11263.23	带息债务/总负债	52.59%	55.64%	54.44%	53.15%
					流动比率	0.75	0.85	0.95	1.05
					速动比率	0.46	0.72	0.81	0.90
					股利支付率	0.00%	13.03%	17.49%	18.16%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1111.86	845.75	920.53	975.85	每股收益	0.21	0.32	0.37	0.41
PE	35.29	22.99	20.10	18.26	每股净资产	3.18	3.45	3.76	4.09
PB	2.34	2.16	1.98	1.82	每股经营现金	0.93	1.20	0.78	0.81
PS	0.87	0.82	0.77	0.72	每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
EV/EBITDA	8.39	9.83	8.43	7.34					
股息率	0.00%	0.57%	0.87%	0.99%					

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
行业评级	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
	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
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
	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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn