

2020年08月30日

证券研究报告·公司研究报告

招商积余 (001914) 房地产

持有 (首次)

当前价: 32.34 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩大幅提升, A股稀缺物管龙头

投资要点

- **中报业绩总结:** 2020H1 公司实现营业收入 38.7 亿元, 同比增长 49.9%, 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 110.7%。
- **强强联手, 跻身第一梯队物管公司。** 原上市公司 (中航善达) 于 2019 年 12 月完成了和招商物业的合并, 截止 2020 年 6 月, 公司在管面积达 1.72 亿平方米, 接近 2019 年 TOP10 物业平均管理规模, 公司跃升为稀缺的一线物业企业 A 股标的。公司业务覆盖面广, 包含高端住宅、别墅、健康养老等住宅业态, 也包括政府、企业总部、城市公共建筑、园区、商写物业等非住宅业态。此前的合并整合了招商物业在住宅板块的优势和中航在机构物业的资源优势, 未来或在住宅、非住宅双赛道同时参与竞争, 打造物业央企旗舰。
- **专业化服务增长亮眼, 凸显公司服务品质。** 新合并进来的招商物业在住宅、商办板块的增值服务已搭建了房地产全价值链综合服务体系, 带动公司专业化服务板块收入高速增长。2020H1 公司专业化物业实现收入 6.47 亿元, 同比增加 317.48%。
- **依托母公司资源和央企背景, 物业增量空间大、确定性强。** 资产重组后, 招商蛇口直接及间接合计持有公司 51.16% 的股权, 成为公司的控股股东, 招商局集团成为公司的实际控制人。截止 2020 年 6 月 30 日, 公司来自控股股东的在管项目共计 447 个, 占总项目数的 34.0%, 来自控股股东的管理面积共计 6947 万平方米, 占总管理面积的 40.4%。此外, 公司的央企背景为公司带来了更多与地方国资平台间的合作机会, 2020 年 7 月, 招商物业与厦门邮轮母港集团合资公司、以承接后续的港口物业项目。基于母公司带来的直接物业管理面积增量和潜在的国资平台合作机会, 我们认为公司未来管理规模增长的确信性较强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元、0.91 元, 考虑到公司物业管理规模未来增长具有较强确定性, 加上较低的业绩基数, 公司作为 A 股稀缺的第一梯队物业股也应享受一定溢价, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 市场化拓展或不及预期、销售净利率提升或不及预期等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6077.90	9608.66	11672.28	14230.71
增长率	-8.68%	58.09%	21.48%	21.92%
归属母公司净利润 (百万元)	286.23	602.72	796.77	963.97
增长率	-66.59%	110.57%	32.20%	20.98%
每股收益 EPS (元)	0.27	0.57	0.75	0.91
净资产收益率 ROE	3.37%	6.67%	8.21%	9.18%
PE	120	57	43	36
PB	4.30	4.02	3.73	3.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

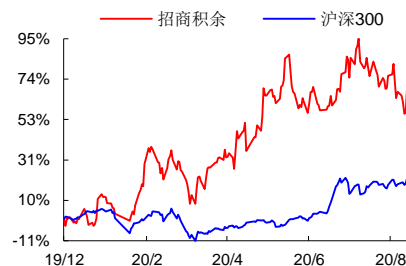
分析师: 胡华如

执业证号: S1250517060001

电话: 0755-23900571

邮箱: hhr@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)	10.60
流通 A 股(亿股)	6.67
52 周内股价区间(元)	18.57-37.6
总市值(亿元)	342.92
总资产(亿元)	159.32
每股净资产(元)	7.70

相关研究

目 录

1 中航+招商强强联合，跻身第一梯队物管	1
2 业绩高速提升，符合市场预期	2
3 专业化服务增长亮眼，持续拉动业绩	3
4 在管面积内生外延，双轮驱动规模提升	4
5 盈利表现持续改善，未来空间广阔	5
6 盈利预测与估值	5
6.1 盈利预测	5
6.2 相对估值	6
7 风险提示	6

图 目 录

图 1: 公司股权结构图 (截止 2020 年 6 月 30 日)	1
图 2: 2019 百强物业企业的各梯队合同储备项目情况	2
图 3: 合并完成后公司的业态分布情况	2
图 4: 公司近年来的营业收入及同比增速	2
图 5: 公司近年来的归母净利润及同比增速	2
图 6: 在管规模对比	3
图 7: 新增项目的业态分布 (按项目个数)	3
图 8: 公司的营业收入构成 (亿元)	3
图 9: 截止 2020 年中公司在管项目分布情况 (按项目数量)	4
图 10: 2018 年以来来自控股股东的管理面积占比不断下降	4
图 11: 公司总体费用率优于行业平均水平	5
图 12: 近年来公司的毛利率和净利率	5

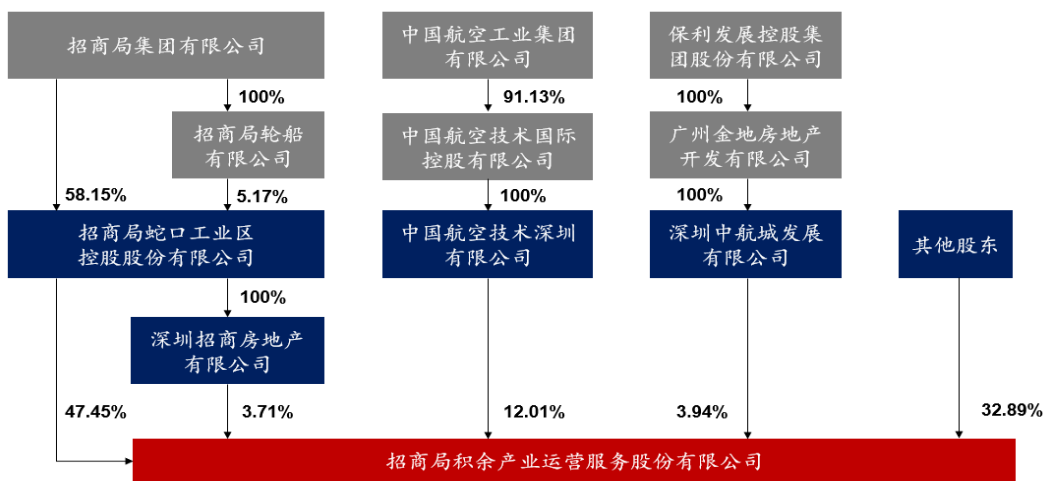
表 目 录

表 1: 公司剩余的其他业务 (截止 2020 年 6 月 30 日)	4
表 2: 分业务收入及毛利率	6
表 3: 可比公司估值	6
附表: 财务预测与估值	7

1 中航+招商强强联合，跻身第一梯队物管

招商物业借壳中航善达，2019年完成资产重组。2019年4月，公司启动资产重组，中航国际控股公告将其所持22.35%公司股份通过协议转让方式转让给招商蛇口（2019年4月15日《中航善达：重大资产重组停牌公告》）。2019年9月4日，股份转让完成。2019年12月5日，公司通过发行股份向招商蛇口、深圳招商地产购买招商物业100%股权。（2019年12月5日《中航善达：关于控制权发生变更的提示性公告》）。前述两项交易完成后，招商蛇口直接及间接合计持有公司51.16%的股权，成为公司的控股股东，招商局集团成为公司的实际控制人。2019年12月16日，公司证券简称由“中航善达”更名为“招商积余”（2019年12月16日《中航善达：关于变更公司证券简称及证券代码的实施公告》）。

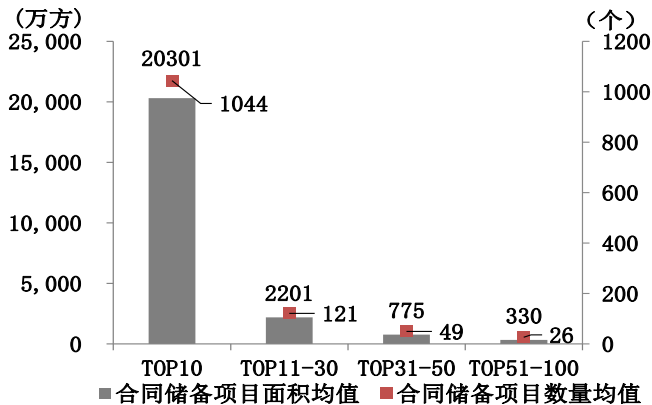
图1：公司股权结构图（截止2020年6月30日）



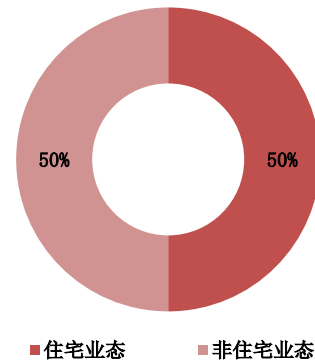
数据来源：公司公告，西南证券整理

强强联手，跻身第一梯队物管公司。2019年12月合并完成后，公司下属两个物业管理平台（中航物业和招商物业）合计管理项目1198个，累计管理面积达1.53亿平方米，物业管理规模逼近第一梯队平均水平（2019年TOP10物业平均管理面积约2.03亿平方米）。2020年5月，公司入选中国指数研究院颁布的2020百强物业企业Top10。截止2020年6月底，公司在管面积达1.72亿平方米。

优势互补，业态布局均衡。合并前，中航物业在管项目591个，管理面积6729万平方米，其中住宅业态管理面积占比31%，非住宅业态管理面积占比69%，招商物业在管项目607个，管理面积8537万平方米，其中住宅业态管理面积占比65%，非住宅业态管理面积占比35%。合并后，住宅和非住宅业态均占总管理面积约50%，业态布局较为均衡。此次合并有效整合了招商系在住宅物业的优势和中航系在机构物业的资源优势，未来可能打造物业管理央企旗舰。

图 2: 2019 百强物业企业的各梯队合同储备项目情况


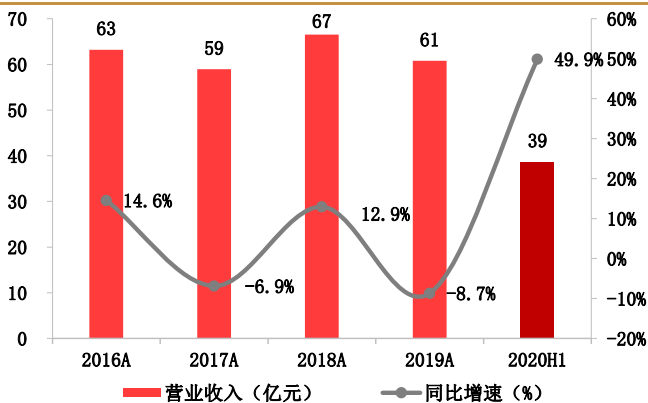
数据来源: 中国指数研究院, 西南证券整理

图 3: 合并完成后公司的业态分布情况


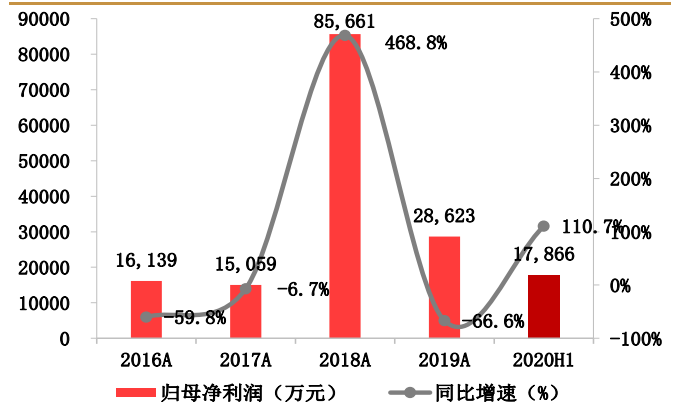
数据来源: 公司资料, 西南证券整理

2 业绩高速提升, 符合市场预期

2020H1 公司的营收与归母净利润均大幅增长, 表现亮眼。招商物业在 2020H1 完全并表, 2020H1 实现营业收入 38.7 亿元, 较 2019 年同期+49.9%。2020H1 实现归母净利润 1.8 亿元, 较 2019 年同期+110.7%, 公司业绩表现亮眼。

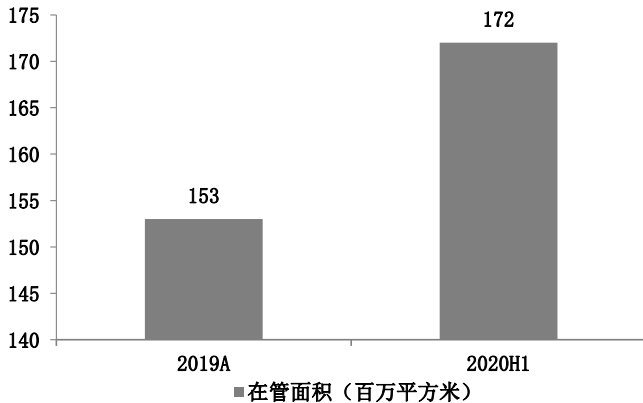
图 4: 公司近年来的营业收入及同比增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

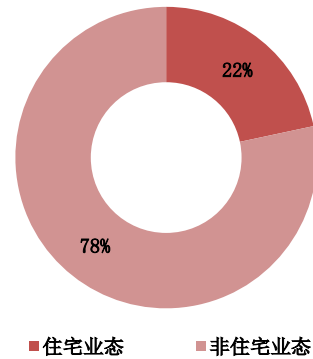
图 5: 公司近年来的归母净利润及同比增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司管理规模稳步提升, 彰显韧性。截止 2020 年 6 月 30 日, 公司已进驻 70 个主要城市, 管理项目共计 1315 个, 较 2019 年年末新增 194 个, 累计管理面积 1.72 亿平方米, 较 2019 年年末水平增长 12.4%。新增项目中, 非住宅项目达 152 个, 合计管理面积 977 万平方米, 占总新增面积的 5.7%。

图 6：在管规模对比


数据来源：公司资料，西南证券整理

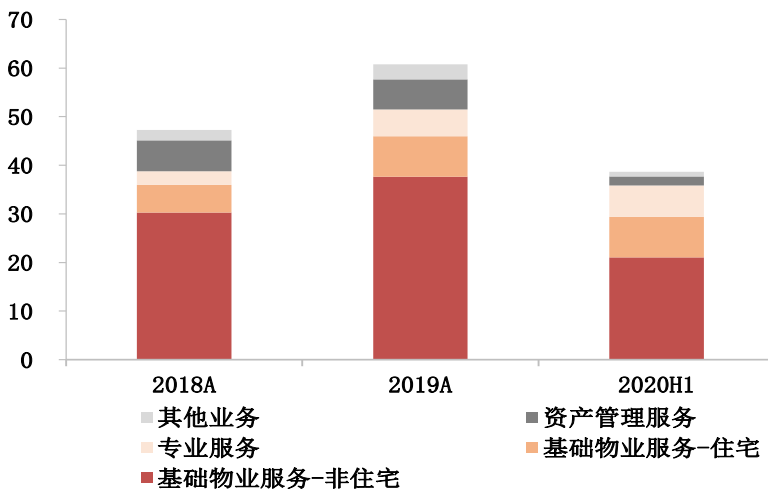
图 7：新增项目的业态分布（按项目个数）


数据来源：公司资料，西南证券整理

3 专业化服务增长亮眼，持续拉动业绩

公司业务以物业管理业务为主，其中住宅、非住和专业化服务三轮驱动。公司业务主要分为三个板块：物业管理、资产管理（商业运营、持有物业出租及经营）和其他业务（遗留房地产开发项目业务）。目前，公司的业务收入以物业管理业务为主，2020H1 物业管理收入达 35.87 亿元，占营业收入的 92.7%。物业管理收入中，基础物业服务（住宅业态）、基础物业服务（非住宅）和专业化服务分别实现营收 21.03 亿元、8.37 亿元和 6.47 亿元，分别占物业管理收入的 58.6%、23.3%和 18.0%。

专业化服务业绩亮眼，未来增长空间可期。新合并进来的招商物业在住宅、商办板块的增值服务已搭建成房地产全价值链综合服务体系，带动公司专业化服务板块收入高速增长。公司 2020H1 专业化物业实现收入 6.47 亿元，同比增加 317.48%。结合中航物业在机构物业管理领域的管理经验积累，我们认为公司的增值服务未来能够保持快速增长，带动整体营收和盈利水平提升。

图 8：公司的营业收入构成（亿元）


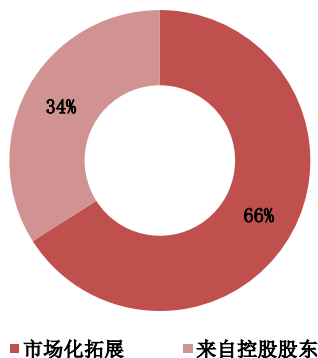
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 在管面积内生外延，双轮驱动规模提升

母公司强力支持，未来增量空间可观。截止 2020 年 6 月 30 日，公司来自控股股东的在管项目共计 447 个，占总项目数的 34.0%，来自控股股东的管理面积共计 6947 万平方米，占总管理面积的 40.4%。此外，公司的央企背景为公司带来了更多与地方国资平台间的合作机会，2020 年 7 月，招商物业与厦门邮轮母港集团合资公司、以承接后续的港口物业项目。基于母公司能带来的直接物业管理面积增量和潜在的国资平台合作机会，我们认为公司未来管理规模增长的确切性较强。

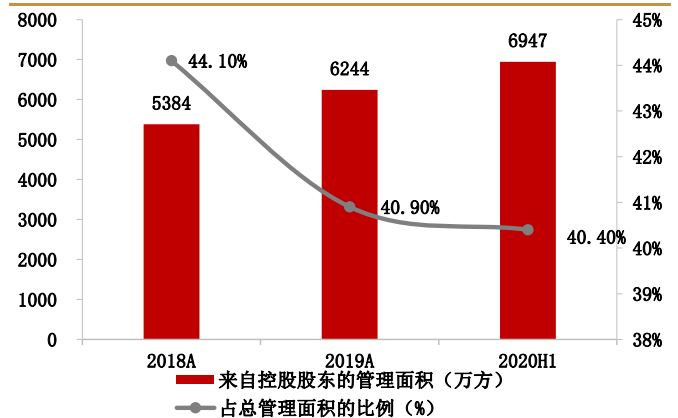
市场化拓展持续，市场化在管面积占比过半。公司在从控股股东物业资源中不断获益的同时，也积极开展市场化外拓工作。公司市场拓展能力稳步提升，公司 2018 年至 2020H1 的来自控股股东的管理面积占比不断下降。

图 9：截止 2020 年中公司在管项目分布情况（按项目数量）



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 10：2018 年以来来自控股股东的管理面积占比不断下降



数据来源：公司资料，西南证券整理

疫情期间，公司资产管理业务有一定承压。2020H1 公司资产管理业务收入共 1.85 亿元，较上年同期下降 41.56%，占总体营收的比重相较 2019 年同期水平下降 7.4 个百分点，主要是由于商业运营模块收入下滑。商业运营收入下滑主要分两方面原因：1) 受疫情影响，购物中心客流量锐减，购物中心运营收入受挫；2) 部分轻资产管理输出项目流失（包含合约到期退出的深圳华强北九方和龙华九方，共计约 30 万平方米）。随着疫情平复和新的签约项目进场，我们乐观预计 2020H2 公司商业运营收入将恢复 2019 年同期水平。持有物业出租方面，2020H1 期末公司拥有可出租总面积 59.3 万平方米，总体平均出租率为 95%，与 2019 年水平持平。

2020H1 公司其他业务实现营业收入 0.96 亿元，较上年下降 44.76%，主要系房地产尾盘销售减少。其他业务为遗留房地产开发项目业务，由于公司战略调整后、不再从事新的房地产开发项目，我们预计剩余业务将在 3 年内全部结项。

表 1：公司剩余的其他业务（截止 2020 年 6 月 30 日）

项目进度	项目名称
尾盘销售阶段	昆山九方城 (A6 地块)、龙岩中航紫金云熙、衡阳中航城市花园一期
待开发 (股权已交控股股东招商蛇口托管)	衡阳中航城市花园项目 (剩余土地储备约 50 平米)、天津九方城市广场 (地下部分施工完成)

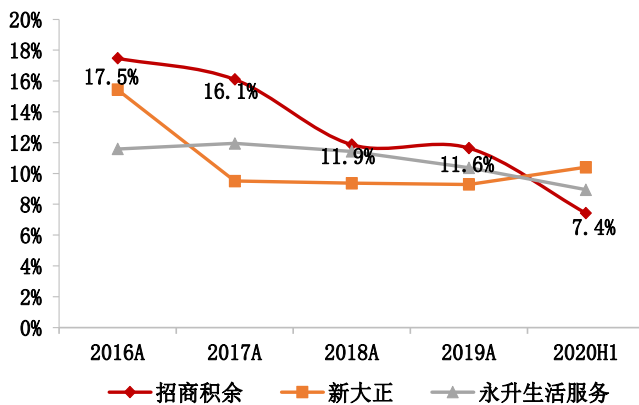
数据来源：西南证券整理

5 盈利表现持续改善，未来空间广阔

公司在疫情期间严格控制费用，加之 2020 年上半年融资规模减少、利息支出减少，**2020H1 公司总体费用率优于行业平均水平**。2020H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 0.8%、4.1%、0.2%和 2.4%，同比分别降低 0.6pp、降低 3.0pp、降低 0.1pp 和降低 2.2pp。

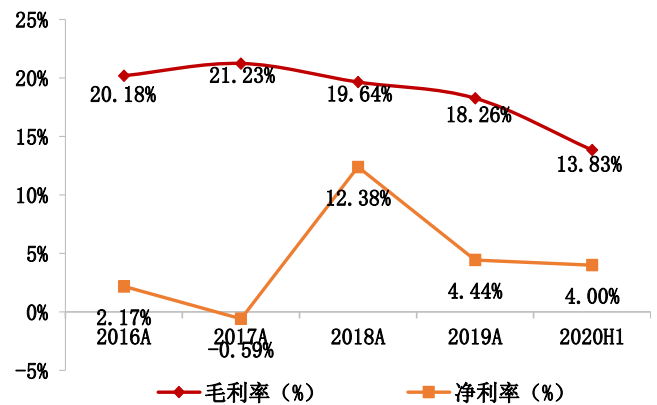
公司净利率水平有所回升，盈利能力持续改善。2020H1 公司毛利率为 13.83%，同比减少 6.64pp，其中物业管理毛利率提升 0.41pp，专业化服务下降 4.26pp；由于费用率减少的调节作用，2020H1 公司净利率为 4.0%，同比增加 0.87pp。公司毛利下降主要是由于业务调整，毛利更高的房地产开发业务收缩、毛利较低的物业服务占比提升造成的。公司目前物业板块业务的毛利率在行业中偏低，随着公司外拓脚步加快、市场项目增加，预计公司未来盈利能力将持续改善。

图 11：公司总体费用率优于行业平均水平



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 12：近年来公司的毛利率和净利率



数据来源：公司资料，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

假设 1：物业管理方面，除 2020 年收入快速增长外，2021-2022 年年均在管面积增速约 10%，年均单位面积物业服务费涨幅为 2%；

假设 2：资产管理类收入 2020H2 恢复疫情前水平，2020 全年收入下滑 20%；2021 年恢复 2019 年水平后保持稳定；

假设 3：其他收入将在 3 年内全部结项，或至少进入尾盘销售阶段。

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 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
物业管理 -基础物业 -住宅	收入	835.2	2494.4	2798.7	3140.1
	增速	47.1%	198.7%	12.2%	12.2%
	毛利率	4.9%	6.0%	6.0%	6.0%
物业管理 -基础物业 -非住宅	收入	3764.4	4815.4	5894.1	7214.3
	增速	24.3%	27.9%	22.4%	22.4%
	毛利率	9.3%	13.5%	14.0%	14.5%
物业管理 -专业化服务	收入	549.9	1649.7	2309.6	3233.4
	增速	95.9%	200.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	21.2%	22.0%	23.0%	23.5%
资产管理	收入	616.7	493.4	592.0	603.9
	增速	-2.4%	-20.0%	20.0%	2.0%
	毛利率	73.1%	74.0%	75.0%	75.0%
其他业务	收入	311.6	155.8	77.9	39.0
	增速	-85.5%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
	毛利率	49.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	6077.9	9608.7	11672.3	14230.7
	增速	-8.7%	58.1%	21.5%	21.9%
	毛利率	18.3%	16.7%	17.2%	17.3%

数据来源: Wind, 西南证券

6.2 相对估值

我们选取四家代表性的物业公司, 2019 年四家公司平均 PE 为 41 倍, 2020 年平均 PE 为 55 倍, 公司当前股价估值属正常范畴内。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.57 元、0.75 元、0.91 元, 考虑到公司物业管理规模未来增长具有确定性, 加上是 A 股稀缺第一梯队物业股、可享受一定估值溢价, 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)			
			19A	20E	21E	21E	19A	20E	21E	22E
002968.SZ	新大正	60.30	1.46	1.24	1.59	2.02	47.30	48.72	37.81	29.83
6049.HK	保利物业	66.75	1.21	1.32	1.82	2.5	45.53	44.99	32.64	23.72
6098.HK	碧桂园服务	54.60	0.62	0.82	1.13	1.51	38.16	59.26	43.04	32.14
1995.HK	永升生活服务	16.30	0.15	0.22	0.34	0.51	32.46	65.76	42.29	28.61
平均值							40.86	54.68	38.95	28.58

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截止 2020 年 8 月 27 日)

7 风险提示

市场化拓展或不及预期、盈利能力或不及预期等。

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	6077.90	9608.66	11672.28	14230.71	净利润	269.72	567.97	750.83	908.38
营业成本	4968.17	8002.99	9665.01	11763.99	折旧与摊销	57.23	54.04	54.04	54.04
营业税金及附加	16.07	132.43	117.54	160.91	财务费用	235.79	451.91	490.17	601.59
销售费用	75.02	96.09	116.72	142.31	资产减值损失	8.41	0.00	0.00	0.00
管理费用	379.11	384.35	466.89	569.23	经营营运资本变动	412.55	195.88	-147.64	-132.14
财务费用	235.79	451.91	490.17	601.59	其他	-624.80	-115.88	-662.75	189.30
资产减值损失	8.41	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	358.91	1153.92	484.65	1621.18
投资收益	-3.38	30.00	30.00	30.00	资本支出	-2565.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-12.85	115.84	55.61	64.27	其他	3780.27	98.11	103.92	93.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1214.67	98.11	103.92	93.07
营业利润	401.51	686.73	901.55	1086.95	短期借款	-195.00	-350.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.80	-18.53	-18.23	-18.27	长期借款	-602.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	408.31	668.20	883.33	1068.69	股权融资	3057.41	0.00	0.00	0.00
所得税	138.58	100.23	132.50	160.30	支付股利	-200.09	-57.25	-120.54	-159.35
净利润	269.72	567.97	750.83	908.38	其他	-3447.28	-616.69	-490.17	-601.59
少数股东损益	-16.50	-34.75	-45.94	-55.58	筹资活动现金流净额	-1387.89	-1023.93	-610.72	-760.95
归属母公司股东净利润	286.23	602.72	796.77	963.97	现金流量净额	185.69	228.10	-22.14	953.30
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	2405.49	2633.58	2611.44	3564.74	成长能力				
应收和预付款项	1696.35	2217.69	2762.16	3434.68	销售收入增长率	-8.68%	58.09%	21.48%	21.92%
存货	1658.27	2976.74	4292.35	4941.39	营业利润增长率	-67.09%	71.04%	31.28%	20.56%
其他流动资产	155.21	245.38	298.08	363.42	净利润增长率	-67.27%	110.57%	32.20%	20.98%
长期股权投资	138.66	138.66	138.66	138.66	EBITDA 增长率	-55.10%	71.72%	21.22%	20.53%
投资性房地产	6885.36	6933.09	6914.77	6915.97	获利能力				
固定资产和在建工程	601.40	564.77	528.14	491.51	毛利率	18.26%	16.71%	17.20%	17.33%
无形资产和开发支出	2589.85	2586.85	2583.85	2580.85	三费率	11.35%	9.70%	9.20%	9.23%
其他非流动资产	371.10	356.70	342.29	327.88	净利率	4.44%	5.91%	6.43%	6.38%
资产总计	16501.69	18653.45	20471.73	22759.09	ROE	3.37%	6.67%	8.21%	9.18%
短期借款	350.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.63%	3.04%	3.67%	3.99%
应付和预收款项	2025.61	3204.94	3858.16	4721.13	ROIC	22.33%	32.82%	34.41%	36.65%
长期借款	1970.92	1970.92	1970.92	1970.92	EBITDA/销售收入	11.43%	12.41%	12.39%	12.25%
其他负债	4153.02	4964.66	5499.43	6174.80	营运能力				
负债合计	8499.54	10140.51	11328.51	12866.84	总资产周转率	0.41	0.55	0.60	0.66
股本	1060.35	1060.35	1060.35	1060.35	固定资产周转率	10.11	16.48	21.36	27.91
资本公积	3085.34	3085.34	3085.34	3085.34	应收账款周转率	7.15	8.04	7.89	7.60
留存收益	3838.02	4383.50	5059.73	5864.34	存货周转率	2.16	2.78	2.46	2.47
归属母公司股东权益	7983.64	8529.18	9205.41	10010.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.19%	—	—	—
少数股东权益	18.51	-16.24	-62.19	-117.77	资本结构				
股东权益合计	8002.15	8512.94	9143.22	9892.25	资产负债率	51.51%	54.36%	55.34%	56.53%
负债和股东权益合计	16501.69	18653.45	20471.73	22759.09	带息债务/总负债	44.55%	33.89%	30.33%	26.71%
					流动比率	1.43	1.40	1.43	1.45
					速动比率	1.03	0.88	0.81	0.87
					股利支付率	69.91%	9.50%	15.13%	16.53%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.57	0.75	0.91
					每股净资产	7.53	8.04	8.68	9.44
					每股经营现金	0.34	1.09	0.46	1.53
					每股股利	0.19	0.05	0.11	0.15
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	694.53	1192.68	1445.77	1742.59					
PE	119.81	56.89	43.04	35.57					
PB	4.30	4.02	3.73	3.43					
PS	5.64	3.57	2.94	2.41					
EV/EBITDA	21.53	11.80	9.78	7.57					
股息率	0.58%	0.17%	0.35%	0.46%					

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
	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
上海	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
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
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn