

剥离英迈国际资产，借干散货运再次起航

投资要点

- **事件:** 海航科技公布 2022 年度报告和 2023 年一季度报告。2022 年，公司船舶运输业务实现营收 1.5 亿元，同比上涨 0.2%，总营收为 1.5 亿元，其中一季度到四季度分别实现营收 3440.8、2750.2、3404.5、5097.6 万元。受全球石油价格上涨，公司船舶运输业务对应的燃油成本上升，全年公司运输业务成本为 1.5 亿元，实现毛利为 -407.6 万元。公司整体实现毛利 -377.9 万元，分季度来看，一到四季度毛利分别为 657.3、297.5、-552.8、-779.9 万元。2023Q1 公司船队规模扩大，营收环比增长 39.6%，为 7117.4 万元，实现毛利 -1583.7 万元。
- **剥离英迈国际资产，公司现金流情况较好。** 2021 年公司出售英迈国际资产，现金大量回流，通过及时偿还银行贷款，公司利息费用大幅下降，同时资产结构回归良性水平，截至 2022 年末资产负债率为 33.1%，同比下降 5.4pp，较 2020 年下降 61.4pp；持有货币资金 63.3 亿元。公司财务费用率大幅下降，综合影响下，公司 2022 年实现归母净利润 1.9 亿元，23Q1 实现归母净利润 1981.8 万元。
- **干散货运力增速放缓，为强周期开启奠定基础。** 据公司年报数据显示，截至 2022 年 12 月，全球共有干散货船 13113 艘，运力合计为 9.7 亿载重吨，运力同比增长 2.9%，增速低于近 3 年平均水平(3.7%)。目前船台订单主要为集装箱船以及 LNG 船，同时较高的造船成本、燃料技术的不确定性以及宏观经济下行风险较大使得船东造船意愿较低。此外，受《国际压载水公约》生效的豁免期到期影响，大量 10 年船龄左右船舶需要进坞，会进一步弱化干散货船的运力供给。
- **公司船队规模不断扩大，干散货运输为公司贡献利润。** 2021 年 4 月，公司以现金形式收购“丰收轮”、“喜悦轮”两艘 17.6 万吨级干散货船，重新组建航运业务部，2022 年下半年公司在 BDI 指数进入阶段性底部区域时择机购入 7 艘干散货船。目前公司船队包括大灵便型干散货船六艘，好望角型干散货船两艘，巴拿马型干散货船一艘，多样化的船型将有助于公司更好地开展揽货业务。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司的主营业务发生转变，我们选取招商轮船、太平洋航运、中远海特与海航科技进行对比，可比公司 23 年平均 PB 为 1.2 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

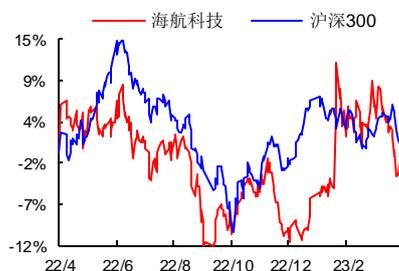
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	146.93	337.66	481.80	537.60
增长率	-99.91%	129.81%	42.69%	11.58%
归属母公司净利润(百万元)	194.72	122.24	231.23	304.64
增长率	-93.68%	-37.22%	89.16%	31.75%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.04	0.08	0.11
净资产收益率 ROE	2.72%	1.67%	3.07%	3.91%
PE	38	61	32	25
PB	1.05	1.02	1.00	0.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@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)	28.99
流通 A 股(亿股)	25.73
52 周内股价区间(元)	2.27-2.91
总市值(亿元)	74.80
总资产(亿元)	112.96
每股净资产(元)	2.42

相关研究

目 录

1 剥离英迈国际资产，借干散货运再次起航.....	1
2 中国经济复苏，带动干散货需求回升.....	2
3 干散货运输为公司贡献利润，偿还借款财务费用降低.....	5
4 盈利预测及估值.....	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司控股股东.....	2
图 3: 全球海运结构（货运量占比）.....	3
图 4: 全球干散货物贸易量结构（亿吨）.....	3
图 5: 2016-2016 全球散货船总交易量.....	3
图 6: 中国散货船总交易量占比.....	4
图 7: 中国散货船总交易量.....	4
图 8: 全球干散货船舶运力变化.....	4
图 9: 波罗的海干散货指数（BDI）变化情况.....	5
图 10: 公司主营业务占比情况.....	5
图 11: 公司营收情况（分季度）.....	5
图 12: WTI 和布伦特原油现货价（美元/桶）.....	6
图 13: 公司毛利润情况（分季度）.....	6
图 14: 公司资产结构情况.....	6
图 15: 公司利息费用情况.....	6

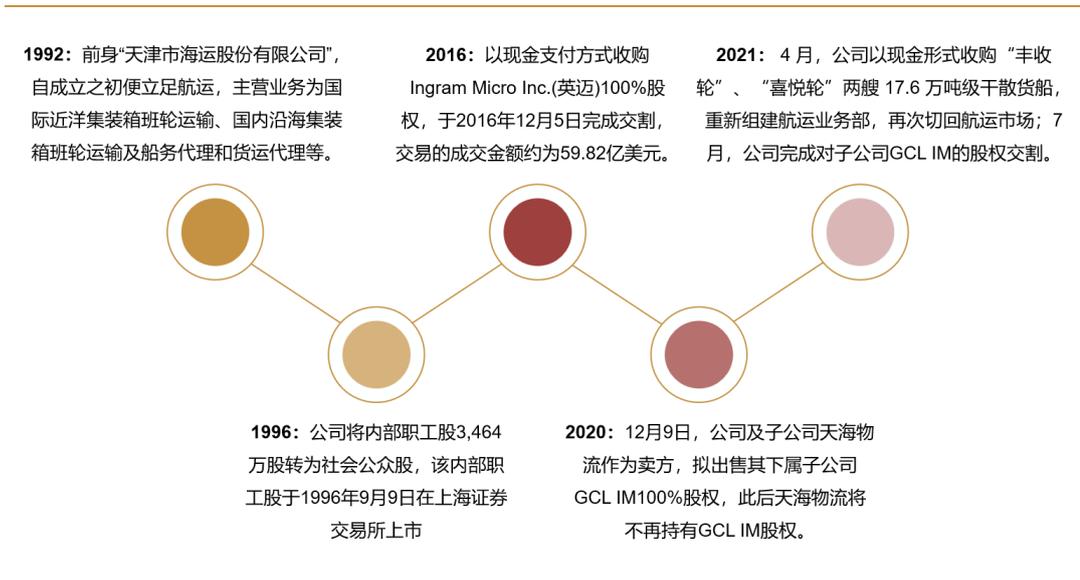
表 目 录

表 1: 公司船舶运营情况.....	1
表 2: 盈利预测.....	7
表 3: 可比公司估值.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1 剥离英迈国际资产，借干散货运再次起航

海航科技经过多年的发展，再次切回航运市场。公司前身“天津市海运股份有限公司”自 1992 年成立起便立足航运，主营业务为国际近洋集装箱班轮运输、国内沿海集装箱班轮运输及船务代理和货运代理等，至今已有近 30 年的航运业务经营历史，1996 年公司于上海证券交易所上市。2016 年以现金支付方式收购 Ingram Micro Inc.（英迈）100% 股权，电子产品分销业务开始成为公司的主要业务。2020 年公司及子公司天海物流作为卖方拟出售 GCL IM100% 股权，并于 2021 年 7 月完成交易，同年公司完成两艘干散货船舶资产注入，并成立专业船舶运营团队，再次切回航运市场。

图 1：公司发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司船队规模不断扩大，干散货运输为公司贡献利润。2021 年 4 月，公司以现金形式收购“丰收轮”、“喜悦轮”两艘 17.6 万吨级干散货船，重新组建航运业务部，运营船舶航线十余条，主要有澳洲-中国/东南亚、南美-中国/东南亚航线的铁矿运输；南美-中国、美湾/美西-中国航线的粮食运输；澳洲-中国/东南亚、澳洲-印度、印尼-中国航线的铝土矿运输，均为公司业务团队在过去数十年中了解和熟悉的细分货品市场，并在一年多的运营中取得了优异的经营效益。2022 年下半年公司在 BDI 指数进入阶段性底部区域时择机购入 7 艘干散货船。目前公司船队包括大灵便型干散货船六艘，好望角型干散货船两艘，巴拿马型干散货船一艘，多样化的船型将有助于公司更好地开展揽货业务。

表 1：公司船舶运营情况

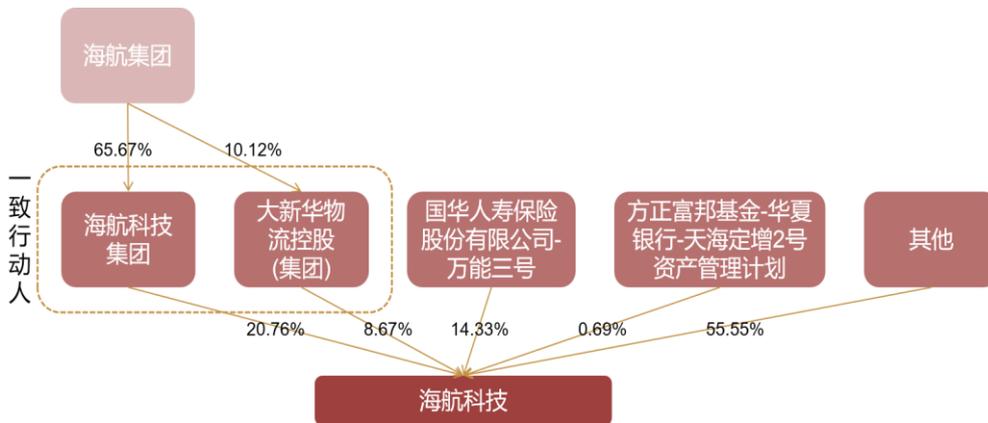
名称	船型	载重吨（吨）	建造年份
亚鹰火星轮	大灵便型	53630	2006
亚鹰天王星轮	大灵便型	53383	2008
亚鹰土星轮	大灵便型	52385	2006
亚鹰海王星轮	大灵便型	53411	2007
亚鹰水星轮	大灵便型	57346	2011

名称	船型	载重吨（吨）	建造年份
亚鹰金星轮	大灵便型	56847	2009
亚鹰木星轮	巴拿马型	74476	2007
丰收轮	好望角型	176024.7	2012
喜悦轮	好望角型	176024.7	2012
合计		75 万载重吨	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为海航科技集团，持有公司 20.8% 的股份。2021 年海航集团收到裁定批准《重整计划》，公司实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人，公司控股股东未发生变化仍为海航科技集团有限公司。同时大新华物流控股持有本公司 8.7% 的股份，大新华物流控股与海航科技集团签有一致行动人协议，海航科技集团和大新华物流控股合计持有本公司 29.4% 的股份。

图 2：公司控股股东

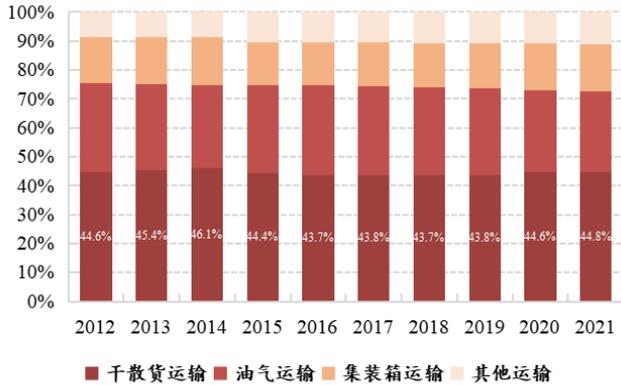


数据来源：Wind，西南证券整理

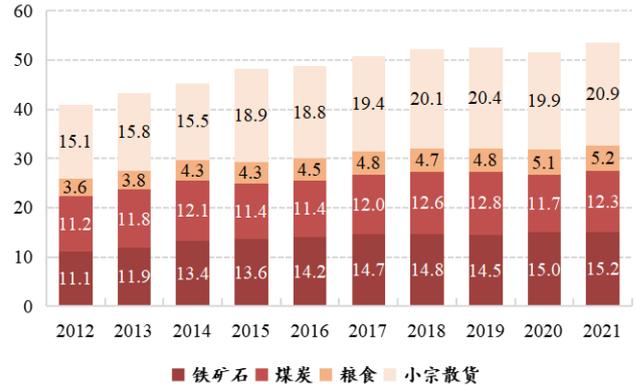
公司历史遗留风险已充分释放并逐步化解。在公司管理团队、董事会的艰难谈判和不懈努力下，因海航集团破产重整导致公司产生的关联担保债务风险化解取得突破性进展，达成了有利于公司长远发展的和解协议，阻碍公司发展的历史遗留问题得以解决，公司关键财务指标回归历史较好水平，截至 2022 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 33.1%，持有货币资金 63.3 亿元，良好的现金流水平为后续进一步强化主营业务发展奠定了坚实基础，也为公司提升持续经营能力、抵御经营风险提供了厚实的安全垫。

2 中国经济复苏，带动干散货需求回升

干散货运输是水上运输的主要方式，占全球总货运量的比例超过 40%。由于全球资源分布不均衡，且不同地区的经济发展水平不平衡，国际间存在着大量的贸易需求。水上货物运输具有成本低、运量大和运距长的特性，相较其他运输方式具有明显优势，全球 90% 以上的贸易量是通过水上运输完成的。干散货运输是水上运输的主要方式，占总的海运需求比例超过 40%，主要用于运送铁矿石、煤炭、粮食、小宗散货等与经济、民生休戚相关的重要物资，干散货运输业的景气度与全球经济发展高度相关。

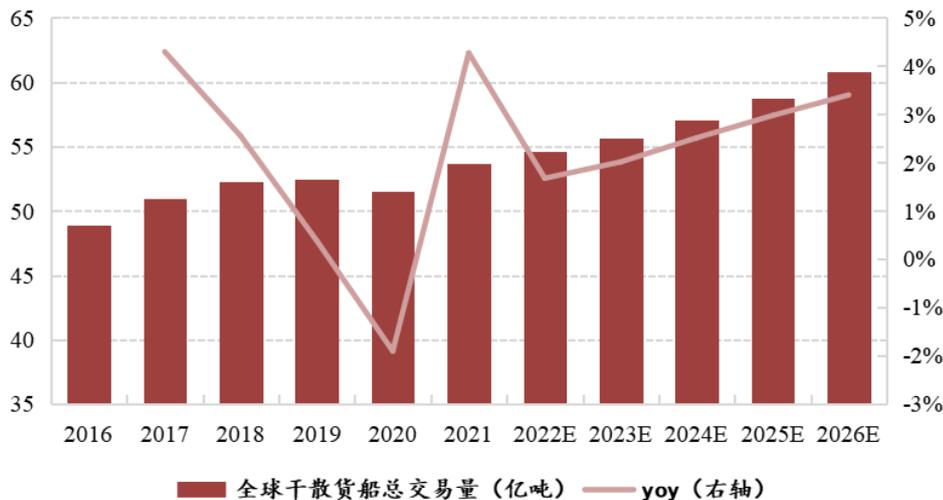
图 3：全球海运结构（货运量占比）


数据来源：海通发展招股说明书，西南证券整理

图 4：全球干散货物贸易量结构（亿吨）


数据来源：海通发展招股说明书，西南证券整理

全球不断推出基础设施及工业发展计划，干散货运输需求预期增长。2016 年至 2021 年间，全球散货船总交易量由 48.9 亿吨上升至 53.7 亿吨，复合年增长率达到 1.9%。展望未来，全球不断推出基础设施及工业发展计划，谷物及农产品等消耗品有望保持增长势头。与制造业及建筑业相关的大宗商品如铁矿石、水泥等，其货运量也将上升。弗若斯特沙利文预期到 2026 年，全球干散货船总交易量可达 60.8 亿吨。

图 5：2016-2026 全球散货船总交易量


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

中国是干散货贸易市场的主要力量。在 2016 年至 2021 年间，中国推出一系列大型建筑项目，对相关建筑材料需求增加，推动了对于铁矿石、水泥的需求，中国散货船总交易量复合年增长率达 5.2%，远大于全球散货船总交易量增速，在 2021 年，中国占全球干散货总交易量的 43.3%。未来经济活动的正常化以及稳增长政策下我国基建需求上升，弗若斯特沙利文预计 2022 年至 2026 年间，中国散货船总交易量复合年增长率为 3.6%。

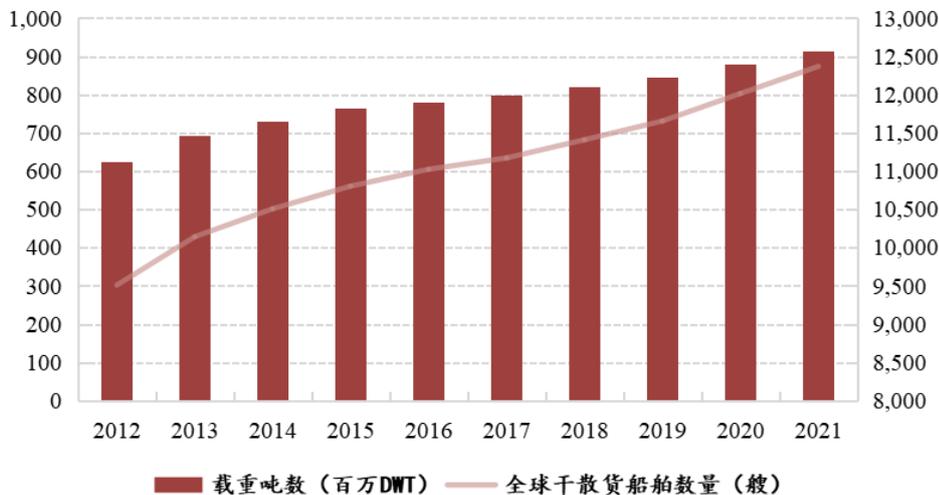
图 6：中国散货船总交易量占比


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 7：中国散货船总交易量


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

干散货运力增速放缓，为强周期开启奠定基础。2012 年至 2021 年，全球干散货运力稳步增长，运力规模从 6.8 亿载重吨增长至 9.4 亿载重吨，复合增长率 3.7%。据公司年报数据显示，截至 2022 年 12 月，全球共有干散货船 13113 艘，运力合计为 9.7 亿载重吨，运力同比增长 2.9%，增速低于近 3 年平均水平(3.7%)。目前船台订单主要为集装箱船以及 LNG 船，钢价仍处于高位，较高的造船成本、燃料技术的不确定性以及宏观经济下行风险较大使得船东造船意愿较低。此外，受《国际压载水公约》生效的豁免期到期影响，大量 10 年船龄左右船舶需要进坞，会进一步弱化干散货船的运力供给。

图 8：全球干散货船舶运力变化


数据来源：海通发展招股说明书，西南证券整理

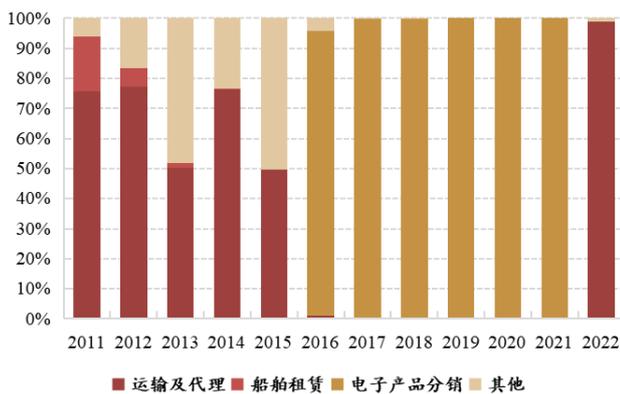
BDI 衡量对运力需求与干散货船供给之间的关系。2020 年，受疫情管控政策的影响，BDI 指数在 5 月份降至最低点 393，全年均在低位震荡。2021 年全球经济逐步复苏，需求强劲，同时全球港口压港严重，综合影响下各类型船舶的运价均大幅上升，BDI 指数自年初 1374 点持续增长，10 月份达到近十年最高点 5650 点，全年平均值达到 2943 点。2022 年，干散货市场整体表现较去年有所下滑，各船型市场均录得不同程度的跌幅。2022 年，BDI 均值为 1934 点，同比下降 34%。2023 年在春节淡季之后，市场需求缓慢恢复，BDI 指数略有回升，但仍有小幅波动。

图 9：波罗的海干散货指数（BDI）变化情况

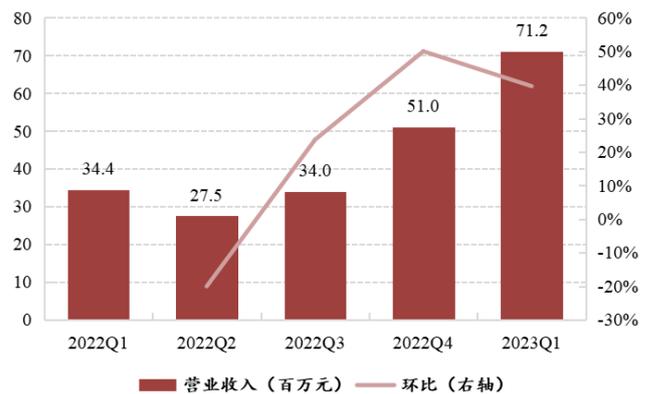

数据来源：Wind，西南证券整理

3 干散货运输为公司贡献利润，偿还借款财务费用降低

目前，干散货运输为公司贡献利润。30 多年的发展中，公司主营业务发生重大的变化，由成立之初的集运业务到收购英迈国际之后的电子产品分销业务，目前公司的主营业务为干散货运输，公司通过为客户提供铁矿石、煤炭、粮食等货物运输服务实现盈利。截至到 2022 年，公司船舶运输业务实现营收 1.5 亿元，同比上涨 0.2%，总营收为 1.5 亿元，其中一季度到四季度分别实现营收 3440.8、2750.2、3404.5、5097.6 万元。2023Q1 公司船队规模扩大，营收环比增长 39.6%，为 7117.4 万元。

图 10：公司主营业务占比情况


数据来源：Wind，西南证券整理

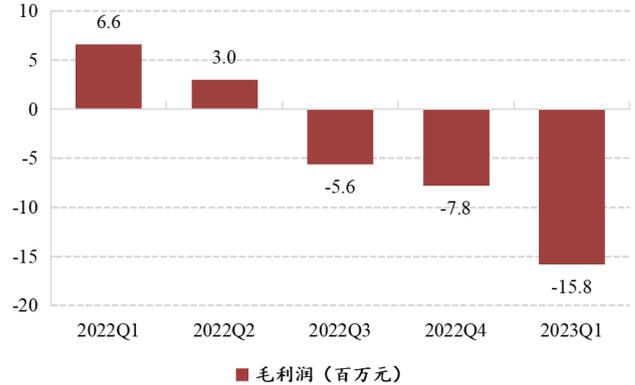
图 11：公司营收情况（分季度）


数据来源：Wind，西南证券整理

2022 年全球高通胀环境下，航运成本持续上涨，公司经营压力较大。2022 年，俄乌冲突爆发，全球石油价格上涨，公司船舶运输业务对应的燃油成本上升，全年公司运输业务成本为 1.5 亿元，而 2022 年干散货运输需求走弱，公司经营压力较大，实现毛利为 -407.6 万元，合计实现毛利为 -377.9 万元。分季度来看，受到干散货运输市场景气度下降，同时燃油成本一路攀升影响，一到四季度毛利分别为 657.3、297.5、-552.8、-779.9 万元。

图 12: WTI 和布伦特原油现货价 (美元/桶)


数据来源: Wind, 西南证券整理

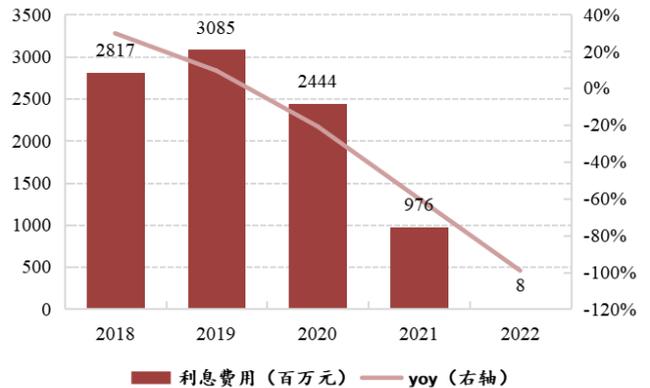
图 13: 公司毛利润情况 (分季度)


数据来源: Wind, 西南证券整理

剥离英迈国际资产, 公司现金流情况较好。2021 年公司出售英迈国际资产, 现金大量回流, 公司现金流水平较好, 通过及时偿还银行贷款, 公司利息费用大幅下降, 同时资产结构回归良性水平, 截至 2022 年末资产负债率为 33.1%, 同比下降 5.4pp, 较 2020 年下降 61.4pp; 持有货币资金 63.3 亿元。公司财务费用率大幅下降, 综合影响下, 公司 2022 年实现归母净利润 1.9 亿元, 23Q1 实现归母净利润 1981.8 万元。

图 14: 公司资产结构情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 公司利息费用情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设:

- 1) 公司的运力结构不发生重大的变化, 2023-2025 年公司船舶有大灵便型船舶 6 艘、好望角型 2 艘、巴拿马型 1 艘;
- 2) 2023-2025 年公司每一艘船舶的运营天数为 350 天;
- 3) 2023-2025 年汇率为 6.8。

表 2：盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
运力结构：				
大灵便型	6	6	6	6
好望角型	2	2	2	2
巴拿马型	1	1	1	1
运营天数	350	350	350	350
汇率	6.7	6.8	6.8	6.8
营业收入（百万元）	146.9	337.7	481.8	537.6
YoY	-99.9%	129.8%	42.7%	11.6%
营业成本（百万元）	150.7	316.5	332.3	348.9
毛利率	-2.6%	6.3%	31.0%	35.1%

数据来源：西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.4、4.8、5.4 亿元，归母净利润分别为 1.2、2.3 和 3 亿元，EPS 分别为 0.04、0.08 和 0.11 元，对应 PE 分别为 61、32、25 倍。

表 3：可比公司估值

公司	代码	股价 (元/港元)	每股净资产 (元/港元)				市净率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
招商轮船	601872.SH	6.63	4.1	4.8	5.6	6.5	1.6	1.4	1.2	1.0
太平洋航运	601919.SH	2.72	3.1	3.2	3.7	4.2	0.9	0.9	0.7	0.6
中远海特	600428.SH	6.91	5.0	5.6	6.4	7.1	1.4	1.2	1.1	1.0
可比公司估值							1.3	1.2	1.0	0.9
海航科技	600751.SH	2.58	2.5	2.5	2.6	2.7	1.0	1.0	1.0	1.0

数据来源：西南证券整理

考虑到公司主营业务发生转变，我们选取以上公司进行对比，可比公司 23 年 PB 为 1.2 倍。首次覆盖，给予“持有”评级。

5 风险提示

宏观经济波动风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	146.93	337.66	481.80	537.60	净利润	194.06	121.83	230.45	303.61
营业成本	150.71	316.49	332.32	348.93	折旧与摊销	20.90	25.08	25.08	25.08
营业税金及附加	2.88	3.40	5.61	3.71	财务费用	-149.06	-157.96	-158.20	-175.07
销售费用	0.36	0.68	0.96	1.08	资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.41	84.42	96.36	80.64	经营营运资本变动	-641.03	-996.00	361.48	375.79
财务费用	-149.06	-157.96	-158.20	-175.07	其他	490.98	35.89	-85.97	8.73
资产减值损失	-0.14	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-84.29	-971.17	372.83	538.14
投资收益	147.06	30.00	30.00	30.00	资本支出	9325.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.13	0.00	0.00	0.00	其他	-8865.43	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	460.41	30.00	30.00	30.00
营业利润	196.81	120.64	234.76	308.31	短期借款	-367.23	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.11	5.91	7.09	6.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	194.69	126.55	241.84	315.12	股权融资	1.84	0.00	0.00	0.00
所得税	0.63	4.72	11.40	11.52	支付股利	0.00	-38.94	-24.45	-46.25
净利润	194.06	121.83	230.45	303.61	其他	-1356.95	87.09	158.20	175.07
少数股东损益	-0.66	-0.41	-0.78	-1.03	筹资活动现金流净额	-1722.34	48.14	133.75	128.82
归属母公司股东净利润	194.72	122.24	231.23	304.64	现金流量净额	-1384.68	-893.02	536.59	696.96
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6325.71	5432.69	5969.28	6666.24	成长能力				
应收和预付款项	49.31	84.70	128.76	150.07	销售收入增长率	-99.91%	129.81%	42.69%	11.58%
存货	39.44	4.36	84.95	64.15	营业利润增长率	-95.55%	-38.70%	94.59%	31.33%
其他流动资产	23.73	13.60	13.60	13.60	净利润增长率	-94.75%	-37.22%	89.16%	31.75%
长期股权投资	2116.24	2116.24	2116.24	2116.24	EBITDA 增长率	-98.93%	-117.83%	930.15%	55.78%
投资性房地产	22.91	22.91	22.91	22.91	获利能力				
固定资产和在建工程	1174.83	1151.33	1127.83	1104.33	毛利率	-2.57%	6.27%	31.03%	35.09%
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	三费率	-43.07%	-21.58%	-12.64%	-17.36%
其他非流动资产	890.37	888.79	887.21	885.63	净利率	132.08%	36.08%	47.83%	56.47%
资产总计	10642.52	9714.62	10350.78	11023.17	ROE	2.72%	1.67%	3.07%	3.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.82%	1.25%	2.23%	2.75%
应付和预收款项	41.82	55.81	61.48	69.99	ROIC	0.81%	2.28%	-5.73%	-7.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.72%	-3.63%	21.09%	29.45%
其他负债	3476.49	2349.93	2774.43	3180.95	营运能力				
负债合计	3518.31	2405.74	2835.91	3250.94	总资产周转率	0.01	0.03	0.05	0.05
股本	2899.34	2899.34	2899.34	2899.34	固定资产周转率	0.19	0.29	0.42	0.48
资本公积	10207.96	10207.96	10207.96	10207.96	应收账款周转率	4.19	6.47	6.37	5.35
留存收益	-5881.17	-5797.87	-5591.09	-5332.69	存货周转率	5.48	5.18	3.91	3.91
归属母公司股东权益	7124.35	7309.43	7516.21	7774.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.80%	—	—	—
少数股东权益	-0.14	-0.55	-1.34	-2.37	资本结构				
股东权益合计	7124.21	7308.87	7514.87	7772.23	资产负债率	33.06%	24.76%	27.40%	29.49%
负债和股东权益合计	10642.52	9714.62	10350.78	11023.17	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.89	2.41	2.27	2.20
					速动比率	1.88	2.41	2.24	2.18
					股利支付率	0.00%	31.86%	10.57%	15.18%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	68.65	-12.24	101.63	158.32	每股收益	0.07	0.04	0.08	0.11
PE	38.42	61.19	32.35	24.55	每股净资产	2.46	2.52	2.59	2.68
PB	1.05	1.02	1.00	0.96	每股经营现金	-0.03	-0.33	0.13	0.19
PS	50.91	22.15	15.53	13.91	每股股利	0.00	0.01	0.01	0.02
EV/EBITDA	5.39	-89.09	5.45	-0.90					
股息率	0.00%	0.52%	0.33%	0.62%					

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。

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	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	cyrif@swsc.com.cn
	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