

磁性元器件龙头兼备 $\alpha + \beta$ ，业绩拐点初现

投资要点

- 业绩总结:** 2022年前三季度公司实现营业收入17.9亿元，同比增长33.6%；实现归母净利润1.2亿元，同比增长470.2%；实现扣非归母净利润0.96亿元，同比增长1761.6%；EPS为0.64元。2022年第三季度实现营收6.8亿元，同比增长24.5%；归母净利润0.6亿元，同比增长279%。
- 盈利能力大幅提升，费用率管控良好。** 2022年前三季度，公司毛利率/净利率分别为13.8%/6.5%，同比增长2.4pp/5.1pp，公司经营势头向好，盈利水平趋稳回升。费用方面，2022年前三季度销售费用率为2.2%，同比增长0.95pp，主要系销售规模扩大及电商业务营销费用增加所致；管理费用率为6.2%，同比下降2.1pp；财务费用率为-1.1%，同比下降1.96pp，主要系汇兑受益增加所致。整体来看，公司费用端管控能力较好。
- 新能源行业维持高景气，磁性元器件空间广阔。** 受益“双碳”等节能政策的出台，新能源发电占比逐渐提升，进而配套储能的需求大幅增加，预计2022-2025年光储新增装机CAGR分别为28%/33%。此外，随着新能源汽车渗透率的提升，充电桩需求持续跟进，预计2022-2025年新能源车和充电桩销量CAGR分别为28%/35%。根据我们测算，预计2022年磁性元器件在光伏逆变器/储能逆变器/新能源汽车OBC/充电桩变压器的市场空间分别约为52/11/37/2亿元，2022-2024年CAGR有望分别达43%/35%/33%/35%，增长势头强劲。
- 积极布局新能源业务，畅享高附加值产业带动盈利提升。** 2021年12月以来，公司相继公告投资建设盐城新能源光伏中高端磁性元器件智能制造基地、河源市京泉华科技有限公司项目，预计总投资分别为10亿元。其中公司通过非公开发行方式为河源系能源磁集成器件项目募资4.4亿元，税后IRR为17.1%，伴随募投光伏项目产能的逐步释放，高毛利产品占比提升有望推动公司量利齐升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年营收分别为25/33.4/44.4亿元，盈利有望受下游高附加值产业放量带动公司恢复向上，预计2022-2024年归母净利润同比增速分别为771.9%/53.3%/61.5%。公司为国内磁性元器件头部企业，随着新增项目产能逐步释放，未来成长可期，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期的风险；海外市场开拓不及预期的风险；上游原材料价格波动的风险；汇率波动影响公司海外业务营业收入的风险。

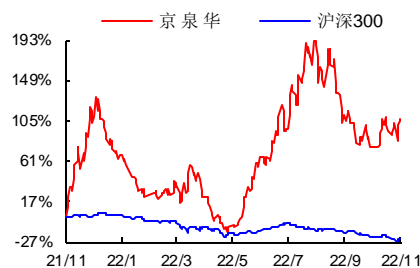
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1909.57	2496.73	3344.49	4443.25
增长率	45.35%	30.75%	33.95%	32.85%
归属母公司净利润(百万元)	19.93	173.75	266.29	430.16
增长率	-39.24%	771.89%	53.26%	61.54%
每股收益EPS(元)	0.11	0.97	1.48	2.39
净资产收益率ROE	2.19%	18.52%	22.60%	27.48%
PE	292	33	22	14
PB	7.15	5.91	4.78	3.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@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)	1.80
流通A股(亿股)	1.11
52周内股价区间(元)	12.97-45.54
总市值(亿元)	58.14
总资产(亿元)	18.17
每股净资产(元)	4.52

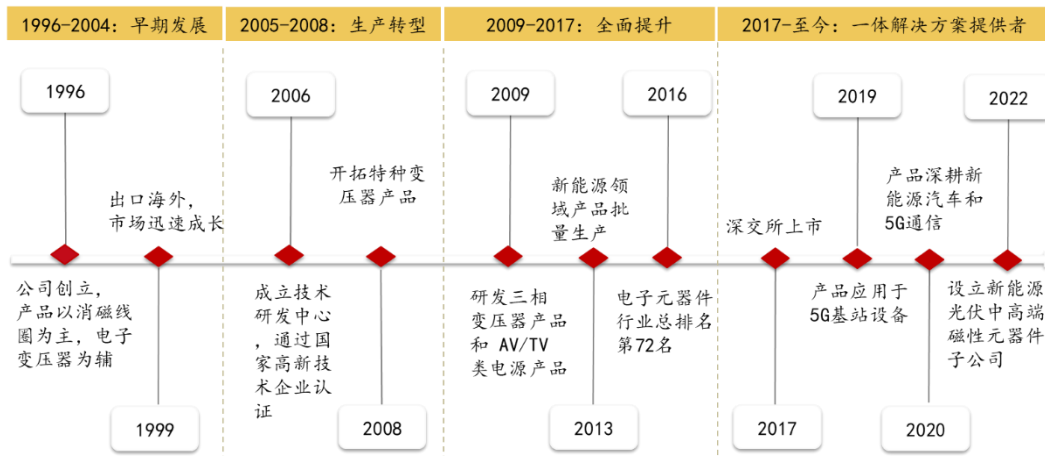
相关研究

1 以磁性元器件为核心，拓展下游多领域

深圳市京泉华科技股份有限公司（简称“京泉华”）成立于1996年，于2017年6月深交所上市。公司专注于电子制造行业，是一家集磁性元器件、电源类产品的生产及组件灌封、组装技术于一体的解决方案提供者。

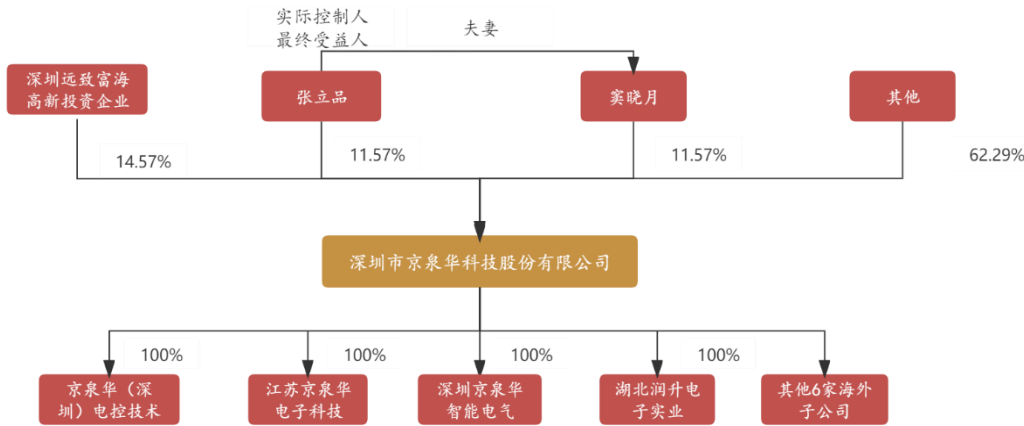
从电源及磁性元器件制造商到一体解决方案提供者。公司系由深圳市京泉华电子有限公司整体变更设立，2012年9月变更为深圳市京泉华科技股份有限公司，期间主营业务无变化。公司以磁性元器件生产为基础，以电源产品和车载磁性器件同步开发为特色，随着技术水平和综合实力的不断提高，形成了性能更可靠、质量更稳定、技术更先进的产品线。目前已发展成为国内磁性元器件和电源行业具有领先竞争优势和品牌影响力的专业供应商。

图 1：京泉华历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，引入国资背景战略投资者。张立品先生为公司实际控制人，与窦晓月为夫妇关系，分别直接持股 11.57%，张立品先生与其子张礼扬先生为一致行动人。公司为优化资源配置，拓展长三角地区客户，提升资产运营效益，与盐城高新技术产业开发区管理委员会签署附有生效条件的《投资协议》，盐城高新区创业投资与深圳国资远致富海合作，通过专项基金参股公司 14.57%的股权，实现产业落地和资本增值。截至 2022Q3，公司下设 4 家境内子公司与 6 家境外子公司，在深圳、湖北、江苏和印度设有生产基地。

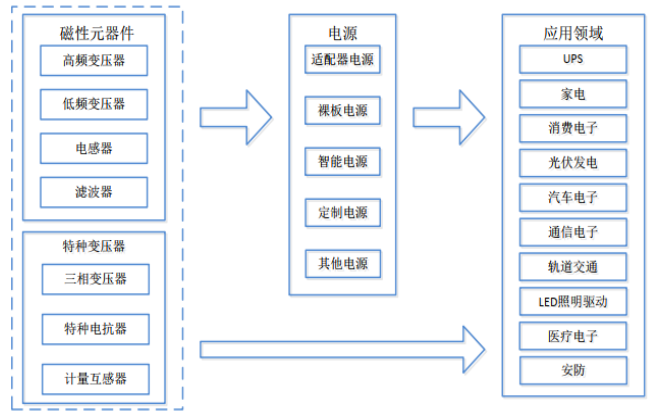
图 2：公司股权结构及子公司


数据来源：公司公告，西南证券整理

员工激励充分，业绩考核指标彰显发展信心：

- **2022年9月，公司公告股票期权激励计划草案：**拟对中层管理人员、核心技术（业务）骨干等 97 人实施激励。授予的股票期权数量为 180 万份，约占公告时股本总额的 1%，限制性股票的授予价格为 15.04 元/股。业绩考核层面，若要达到 100% 行权条件，以 2021 年营业收入为基数，公司 2022-2024 年营业收入增长率需分别达到 30%/69%/110%，彰显公司对未来发展的信心。
- **2022年9月，公司公告第一期员工持股计划草案：**本次员工持股计划覆盖范围不超过 101 人，其中监事、高级管理人员合计 4 人，认购总份额不超过 170.56 万股，占本计划总份额的比例为 13.5%，本员工持股计划（含预留部分）受让公司回购股票的价格为 8.2 元/股，为公司回购股票均价（16.18 元/股）的 50.7%。本员工持股计划首次受让标的股票分三期解锁，比例分别为 30%/30%/40%，业绩考核目标与股权激励考核目标相同。通过本次员工持股计划，有利于公司充分有效调动管理者和员工的主动性、积极性，推动公司稳定长远发展

以磁性元器件为核心，深度绑定下游头部客户。公司是一家集磁性元器件、电源类产品的生产及组件灌封、组装技术于一体的解决方案提供者。主要产品分为磁性元器件、电源、特种变压器三大类别，基本涵盖了光伏及储能、新能源汽车电子和消费类电子领域的全系列磁性器件产品。公司所有产品均以磁性元器件产品基础，电源属于磁性元器件的下游产业，而特种变压器是磁性元器件的延伸，其基本原理和组成材料与前者基本相同。公司三项业务之间产品之间在生产及销售方面具有相似性。目前公司就磁性元器件已与华为、阳光电源、FIMER(ABB)、施耐德集团、ABB 集团等多家世界 500 强企业建立了长期稳定的合作关系，产品销路稳定。

图 3：公司主要产品关系


数据来源：公司公告，西南证券整理

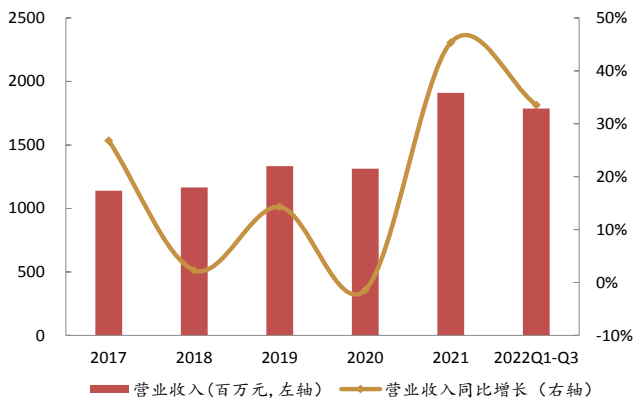
图 4：公司产品应用领域


数据来源：公司公告，西南证券整理

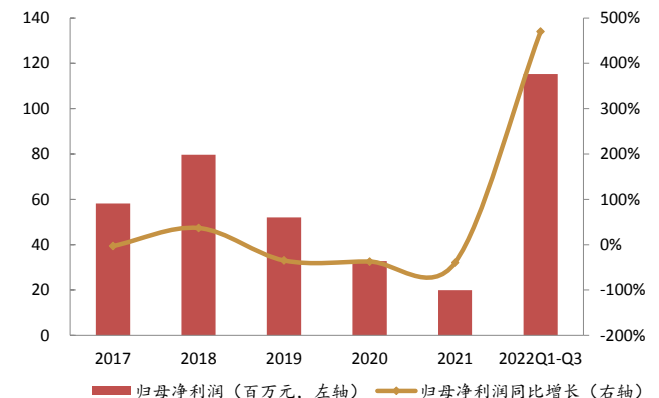
2 经营业绩强势反弹，受益新能源发展向好

国际订单+新能源产业需求，公司营收规模迎来爆发。2017 年至 2021 年，公司营收从 11.4 亿元增长至 19.1 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 16.3%。公司近 5 年的营收状况可以分为两个阶段：①2017 年至 2020 年，由于多边贸易摩擦和全球疫情爆发，公司订单需求增长缓慢；②2021 年至今，国内疫情控制趋于稳定使大量国际订单涌入，叠加下游新能源产业需求爆发，公司订单需求开始迅速增长，2021 年营收增速达 45.4%，2022 年前三季度营收增速达 33.6%。

归母净利润止跌反弹，2022 年大幅增长。2017 年至 2021 年公司归母净利润从 0.6 亿元下降至 0.2 亿元，除 2018 年同比增长 36.9% 外，总体呈现下滑趋势，主要原因系大宗材料价格上涨、人民币汇率波动和全球疫情爆发所致。2022 年公司经营企稳，成本管控优秀叠加费用率稳中有降，带动利润端大幅提升，前三季度公司归母净利润为 1.2 亿元，同比增长 470.2%。

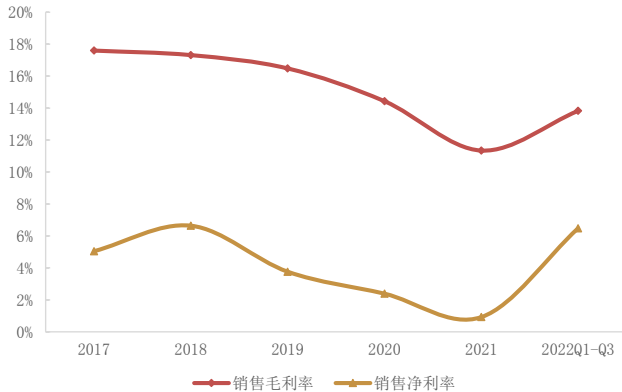
图 5：2022 前三季度公司营收同比增长 33.6%


数据来源：公司公告，西南证券整理

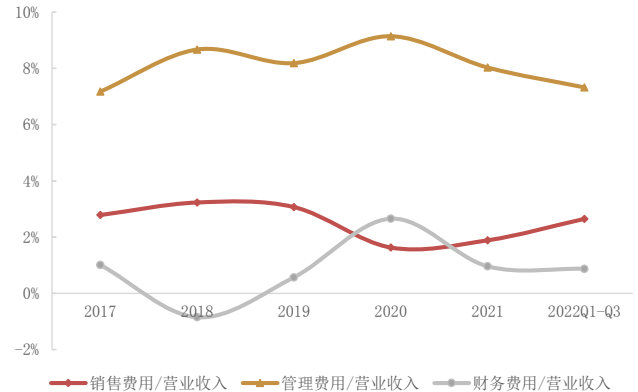
图 6：2022 前三季度公司归母净利润同比增长 470.2%


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力恢复向上，费用率管控良好。2022年前三季度，公司毛利率为13.8%，同比增长2.4pp；净利率为6.5%，同比增长5.1pp，盈利能力大幅提升。费用方面，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为2.2%/6.2%/-1.1%，同比+0.95pp/-2.1pp/-1.96pp，其中销售费用率略增，原因系销售规模扩大及电商业务营销费用增加所致，整体来看费用率稳中有降。

图7：公司盈利能力大幅提升


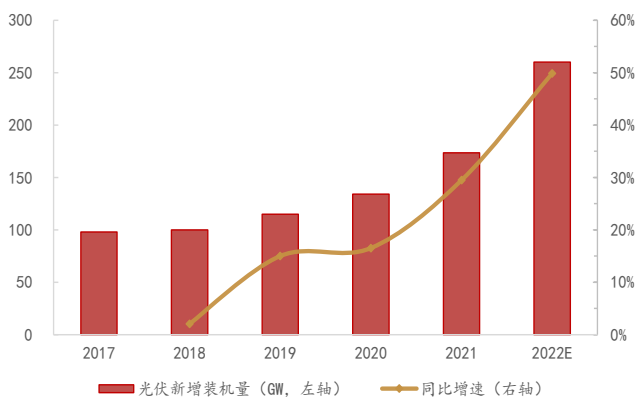
数据来源：公司公告，西南证券整理

图8：公司费用率管控较好


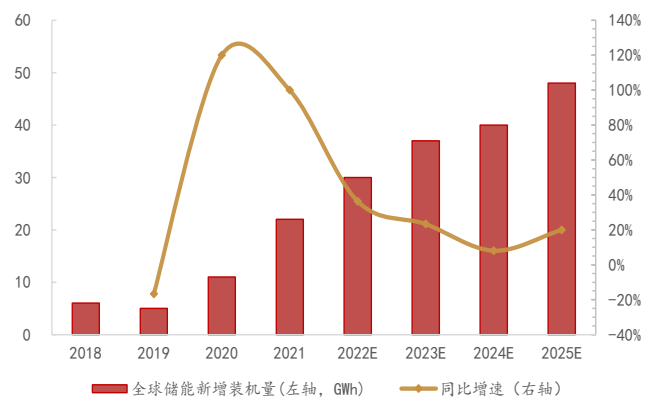
数据来源：公司公告，西南证券整理

下游新能源产业需求旺盛，打开业绩增长空间：

光伏：根据 IEA 发布的 2021 年全球光伏报告显示，2021 年全球光伏新增装机 175GW，同比增速约为 30%，累计装机达 942GW。2022 年光伏行业依旧保持高景气成长，上半年全球硅片产量新增 153GW，IEA 预计全年全球光伏新增装机量有望达 260GW 以上，同比增速约 50%。**储能：**近年来随着新能源发电占比提升，储能系统的配套需求大幅提升，全球储能装机量整体维持上涨趋势，2021 年全球储能新增装机量为 10GW/22GWh，同比接近翻倍增长。根据 Stem 预测，2022-2025 年全球储能新增装机 CAGR 有望超 30%，中国在发电侧市场实现快速增长，有望即将赶超欧美。

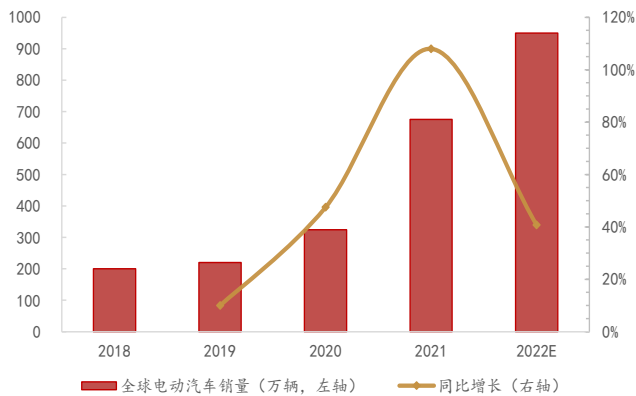
图9：预计2022年全球新增光伏装机260GW


数据来源：IEAPVPS，北极星光伏网，西南证券整理

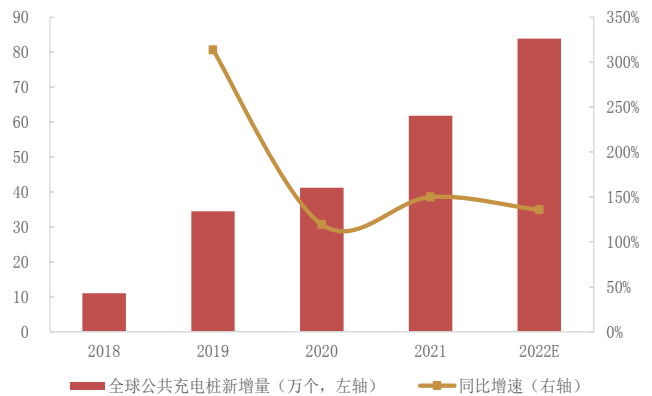
图10：预计2022年全球新增储能装机30GWh


数据来源：stem，西南证券整理

新能源汽车：在“双碳”背景下，新能源汽车的渗透率持续提升，根据 EV-volume 数据，2021 年全球新能源汽车销量约为 675 万辆，同比增长 108%。2022 年上半年销量超 422 万辆，预计全年有望超过 900 万辆，同比增速超 30%。**充电桩：**在全球碳中和背景下，充电基础设施建设尤其是发展公共充电桩，成为发展新能源汽车的重要细分赛道，IEA 预计 2022 年全球公共充电桩保有量约为 276 万个，新增数量超 80 万个。

图 11：预计 2022 年全球新能源汽车销量超 900 万辆


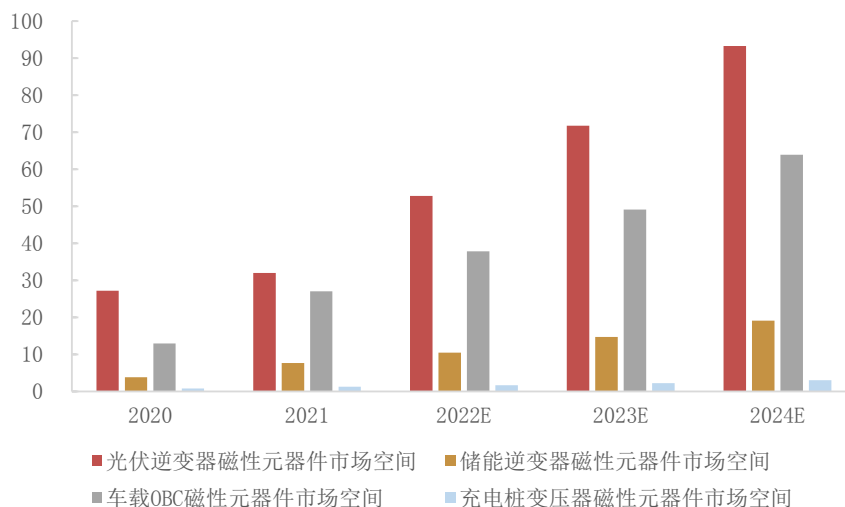
数据来源：EVsales, EV-volume, 西南证券整理

图 12：预计 2022 年全球充电桩新增量超 80 万个


数据来源：IEA, 中商产业研究院, 西南证券整理

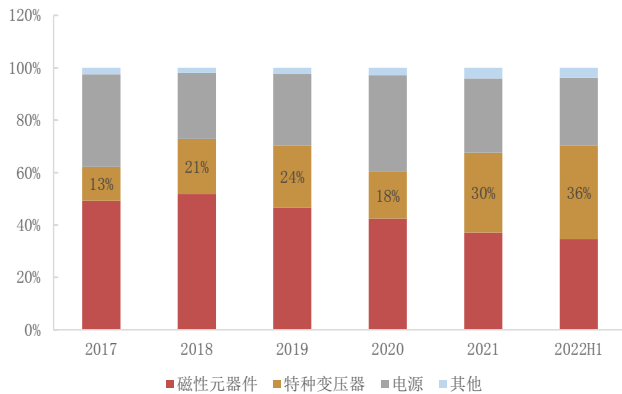
磁性元器件市场空间测算：

公司主营产品为磁性元器件、特种变压器和电源，下游应用广泛，我们认为未来给公司业绩提供较大增量的下游应用领域主要有光伏逆变器、储能逆变器、新能源汽车车载 OBC、DC/DC 以及充电桩变压器。根据产业调研，磁性元器件在逆变器中的占比约为 10%，并通过磁性元器件在不同应用场景的单位价值量测算出磁性元器件的市场空间。预计 2022 年磁性元器件在光伏逆变器/储能逆变器/新能源汽车 OBC/充电桩变压器的市场空间分别约为 52/11/37/2 亿元，2022-2024 年 CAGR 有望分别达 42.9%/35.4%/33.2%/35%，市场空间广阔。

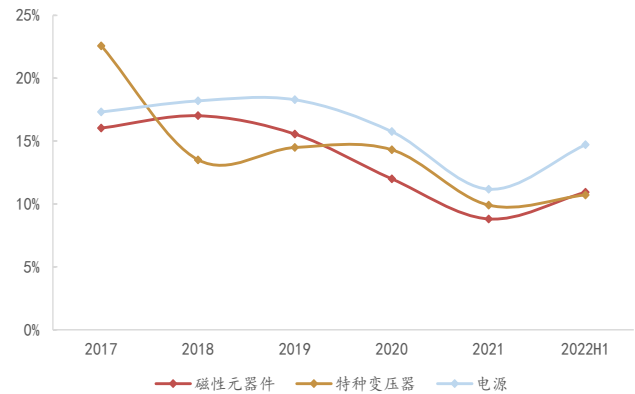
图 13：新能源行业磁性元器件市场空间（亿元）


数据来源：IEAPVPS, 北极星光伏网, IEA, 中商产业研究院, EV-volume, stem, 西南证券预测

特种变压器业务占比快速提升，布局高附加值产业打开盈利空间。公司特种变压器产品包括逆变器、高频电感、特种电抗器等，2022H1 实现营收 3.9 亿元，同比增长 93.8%，营收占比从 2017 年的 13% 提升至 2022H1 的 35.5%，受益光伏、储能行业的高景气，带动公司营收规模快速扩大。磁性元器件下游应用分散，公司实现从传统领域到高毛利的新能源领域转型，积极布局光储、新能源汽车行业，有望随着高附加值产品的放量带动公司整体盈利水平实现高增。

图 14：2022H1 公司特种变压器营收占比提升至 35.5%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2022H1 各业务毛利率恢复向上


数据来源：公司公告，西南证券整理

重视技术创新，加大产品研发力度。公司已形成“磁性元器件和特种变压器推动电源进步，电源带动磁性元器件和特种变压器发展”的技术发展路线，并将先后构建起新能源汽车车规级的电磁元件设计平台、5G 通信网能机械+智能管理、低成本导热绝缘材料等产品模块。2021 年公司研发费用为 9072.7 万元，同比增长 39.5%，研发投入加大。截至 2022H1，公司及其子公司拥有发明专利 33 项，实用新型专利 188 项，外观专利 43 项，软件著作权 7 项，较强的研发能力为公司持续向市场提供高质量、低成本的产品提供充足保障。

表 1：公司主要在研项目情况

主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司发展的影响
车规级磁性元件陶瓷材料和应用的开发	本项目在应用中主力向网络信号元件和大功率元件散热陶瓷进行研究。并将对目前的电磁元件和电源上进行应用拓展	产品设计阶段	获得 1-3 项实用新型专利，并实现批量产业化	提升车载产品核心竞争力
一种新型高压高频器件的技术开发	本项目融合多重新技术，将电网电压 10KV/35KV 直接变换到系统工作电压，去箱变，将传统变压器变成 SST 架构，实现数字化运营。由于电气架构的演进，储能电站、光伏电站、电动汽车充电站等高压平台将能够通过本项目产品直接接入电网。	产品设计阶段	获得 1-3 项自主知识产权。快速获得客户认可，实现产业化	开发新产品，开拓新市场
高效高功率密度 4G/5G 通信电源关键技术研发	本项目采用全数字电源技术实现控制，极大程度的增加了电源的集成度，简化了控制电路，提升了控制电路的精确性。同时，在系统架构上上级 PFC 采用交错无桥图腾柱，后级采用 LLC 软开关技术，提高整机效率；在工艺上采用全新的热处理技术，提高整机模块散热和可靠性。	产品设计阶段	获得 3-5 项自主知识产权，属于一种新型启动电源系统与产品。	开发新产品，开拓新市场

数据来源：公司公告，西南证券整理

加码新能源光伏制造，产能进一步扩充。2022年2月江苏京泉华电子科技有限公司成立并开工，项目计划在盐城建设新能源光伏中高端磁性元器件智能制造基地，预计总投资10亿元；2022年8月，公司拟投资河源市京泉华科技有限公司建设项目，快速建设相关产线，扩充光伏业务产能从而满足下游需求的持续高景气，预计总投资10亿元。此外，公司通过非公开发行方式，募集资金4.4亿元，募投河源新能源磁集成器件智能制造项目，建设期24个月，预计税后IRR为17.1%，投资回收期6.8年。**我们认为，公司通过上述项目的建设，实现对下游高附加值应用领域的产能扩充，为公司稳定长久的发展提供充足供给保障，项目的顺利达产及产能释放有望带动公司量利齐升。**

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设1：磁性元器件业务受益新能源汽车的放量实现快速增长，预计2022-2024年全球电动车销量增速分别为40%/30%/30%，对应充电桩销量亦有提升，年均增速为35%。公司为磁性元器件老牌企业，市场份额有望逐步提升。

假设2：特种变压器实质为大功率磁性元器件，有望受益下游光储的高景气带动业绩持续高增，预计2022-2024年全球光伏新增装机量增速分别为50%/30%/30%；储能新增装机增速分别为30%/40%/30%，公司市场份额逐步提升。

假设3：公司传统业务稳定发展，新能源业务毛利率趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司2022-2024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		2021A	2022E	2023E	2024E
磁性元器件	收入	707.1	930.8	1209.7	1593.3
	增速	26.9%	31.6%	30.0%	31.7%
	毛利率	8.8%	12.6%	15.4%	19.0%
特种变压器	收入	582.3	883.6	1384.3	2024.4
	增速	149.1%	51.8%	56.7%	46.2%
	毛利率	9.9%	12.9%	14.8%	16.8%
电源	收入	542.7	596.9	656.6	722.3
	增速	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.2%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	77.6	85.4	93.9	103.3
	增速	107.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	46.3%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	1909.6	2496.7	3344.5	4443.3
	增速	37.0%	30.7%	34.0%	32.9%
	毛利率	11.3%	13.8%	15.5%	17.6%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取行业内三家可比公司，2022年-2024年平均PE分别为25.6、17.1、13.8倍。预计公司2022-2024年营收分别为25亿元、33.4亿元、44.4亿元，归母净利润有望受益下游高附加值产业放量带动公司恢复向上，预计2022-2024年归母净利润同比增速分别为771.9%、53.3%、61.5%。公司为国内磁性元器件头部企业，具备深厚的产品技术优势，随着新增项目产能逐步释放，未来成长可期，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）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002922.SZ	伊戈尔	18.78	0.66	0.68	1.16	1.69	28.45	27.62	16.19	11.11
000636.SZ	风华高科	14.61	1.05	0.60	0.86	1.10	13.91	24.35	16.99	13.28
002138.SZ	顺络电子	22.76	0.97	0.92	1.26	1.59	23.46	24.74	18.06	14.31
平均值							21.94	25.57	17.08	13.80

数据来源：Wind，西南证券整理；注：2022-2024年各公司EPS为Wind一致预期

4 风险提示

- 1) 下游需求不及预期的风险；
- 2) 海外市场开拓不及预期的风险；
- 3) 上游原材料价格波动的风险；
- 4) 汇率波动影响公司海外业务营业收入的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1909.57	2496.73	3344.49	4443.25	净利润	17.71	183.34	278.97	447.42
营业成本	1693.00	2151.04	2825.51	3660.07	折旧与摊销	41.98	49.02	49.02	49.02
营业税金及附加	3.98	6.83	8.89	30.66	财务费用	18.27	-24.97	-16.72	-22.22
销售费用	35.96	49.93	66.89	88.86	资产减值损失	-14.07	-30.00	-20.00	-10.00
管理费用	62.61	149.80	183.95	222.16	经营营运资本变动	-121.24	44.57	-74.34	-151.30
财务费用	18.27	-24.97	-16.72	-22.22	其他	-73.92	26.64	14.54	18.69
资产减值损失	-14.07	-30.00	-20.00	-10.00	经营活动现金流净额	-131.26	248.60	231.46	331.62
投资收益	13.32	1.00	1.00	1.00	资本支出	-3.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-8.69	-2.76	-3.55	-3.81	其他	28.99	61.43	-2.55	-2.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	25.76	61.43	-2.55	-2.81
营业利润	12.35	192.33	293.42	470.90	短期借款	66.24	-156.15	0.00	0.00
其他非经营损益	0.13	0.78	0.41	0.36	长期借款	-29.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.47	193.10	293.83	471.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-5.24	9.77	14.86	23.83	支付股利	-6.30	-3.99	-34.75	-53.26
净利润	17.71	183.34	278.97	447.42	其他	0.27	-30.13	16.72	22.22
少数股东损益	-2.21	9.59	12.68	17.26	筹资活动现金流净额	30.48	-190.27	-18.03	-31.04
归属母公司股东净利润	19.93	173.75	266.29	430.16	现金流量净额	-77.44	119.76	210.89	297.76
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	198.39	318.15	529.04	826.80	成长能力				
应收和预付款项	683.99	983.37	1313.30	1738.27	销售收入增长率	45.35%	30.75%	33.95%	32.85%
存货	407.91	183.93	254.10	325.09	营业利润增长率	-59.11%	1457.60%	52.56%	60.48%
其他流动资产	54.01	27.94	36.22	46.94	净利润增长率	-43.66%	934.94%	52.16%	60.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-28.78%	198.06%	50.53%	52.80%
投资性房地产	78.37	12.29	12.29	12.29	获利能力				
固定资产和在建工程	372.58	328.60	284.62	240.63	毛利率	11.34%	13.85%	15.52%	17.63%
无形资产和开发支出	23.13	19.38	15.63	11.88	三费率	6.12%	7.00%	7.00%	6.50%
其他非流动资产	51.48	50.20	48.91	47.62	净利率	0.93%	7.34%	8.34%	10.07%
资产总计	1869.86	1923.86	2494.11	3249.54	ROE	2.19%	18.52%	22.60%	27.48%
短期借款	156.15	0.00	0.00	0.00	ROA	0.95%	9.53%	11.19%	13.77%
应付和预收款项	757.59	774.66	1071.24	1396.05	ROIC	3.39%	17.18%	27.08%	37.58%
长期借款	42.13	42.13	42.13	42.13	EBITDA/销售收入	3.80%	8.67%	9.74%	11.20%
其他负债	104.57	117.04	146.49	182.94	营运能力				
负债合计	1060.44	933.83	1259.86	1621.12	总资产周转率	1.09	1.32	1.51	1.55
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	固定资产周转率	5.13	7.12	10.91	16.92
资本公积	240.57	240.57	240.57	240.57	应收账款周转率	3.58	3.72	4.11	4.11
留存收益	395.05	564.81	796.36	1173.26	存货周转率	4.52	6.93	12.53	12.45
归属母公司股东权益	813.10	984.11	1215.66	1592.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.93%	—	—	—
少数股东权益	-3.67	5.91	18.59	35.85	资本结构				
股东权益合计	809.42	990.03	1234.25	1628.42	资产负债率	56.71%	48.54%	50.51%	49.89%
负债和股东权益合计	1869.86	1923.86	2494.11	3249.54	带息债务/总负债	18.70%	4.51%	3.34%	2.60%
					流动比率	1.35	1.74	1.79	1.89
					速动比率	0.94	1.53	1.57	1.68
					股利支付率	31.59%	2.29%	13.05%	12.38%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.97	1.48	2.39
					每股净资产	4.52	5.47	6.75	8.85
					每股经营现金	-0.73	1.38	1.29	1.84
					每股股利	0.03	0.02	0.19	0.30
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	72.60	216.38	325.72	497.70					
PE	291.75	33.46	21.83	13.52					
PB	7.15	5.91	4.78	3.65					
PS	3.04	2.33	1.74	1.31					
EV/EBITDA	77.08	25.23	16.11	9.95					
股息率	0.11%	0.07%	0.60%	0.92%					

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，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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	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.cn
	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	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn