

风光电量持续高增，新能源转型优势明显

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 2022 年实现收入 1927 亿元, 同比增加 14.4%, 实现归母净利润 27.5 亿元, 同比增加 248%。
- **营收增长符合预期, 业绩实现扭亏为盈。** 2022 年公司营收 1927 亿元(+14.4%), 归母净利润 27.5 亿元(+248%)。Q4 营收 464 亿元(-15.8%), 环比-4.7%, Q4 归母净利润-22 亿元。2022 年公司累计完成发电量 4634 亿千瓦时, 上网电量 4405 亿千瓦时, 在火电机组减少 556 万千瓦的情况下, 发电量/上网电量较上年下降 0.3%/0.1%。其中归母净利润变动主要系售电均价上升, Q4 归母净利润变动主要系公司部分控股子公司计提减值准备与煤炭专项减值费用所致。
- **发电量持续增长, 风电光伏增速较快。** 2022 年公司平均上网电价 438.9 元/兆瓦时(+21.5%), 上网电量 4405 亿千瓦时, 其中火电/水电/风电/光伏上网电量为 3665/557/162/21.8 亿千瓦时, 同比-0.1%/-4.7%/+9.7%/+423%; 火电/水电/风电/光伏发电量分别为 3883/561/167/22.5 亿千瓦时, 与去年相比分别同比-0.08%/-4.7%/+9.7%/+423%。2022 年公司风电/光伏新增装机 0.4/2.8GW, 截至报告期末公司风电/光伏控股装机量为 7.5/3.1GW。预计未来公司发电量价提升带动营收增长。此外, 公司参与市场化交易电量 4104 亿千瓦时, 占上网电量的比重达 93.2%, 同比增加 30.1%。
- **新能源转型加快推进, 合理建设项目布局。** 截至 2022 年底, 公司非化石能源权益装机规模达到 2099 万千瓦, 占权益装机总容量的比重为 39.5%。公司新能源项目储备深度进一步增强, 2022 年获取资源 1947 万千瓦, 其中风电 331 万千瓦, 光伏 1616 万千瓦; 核准备案 1620 万千瓦, 其中风电 136 万千瓦, 光伏 1484 万千瓦; 开工 793 万千瓦, 其中风电 137 万千瓦, 光伏 657 万千瓦; 新增装机 315 万千瓦, 其中风电 38.9 万千瓦, 光伏 276 万千瓦, 为后续项目开发及高质量开工投产提供坚实保障。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 75.9/92.6/108.6 亿元, 23-25 年 CAGR 达 19.6%。考虑到公司具有火电成本优势, 各业务协同效应显著, 给予公司 23 年火电/水电/风光/煤炭 1.0PB/13.0PE/17.0PE/1.0PB, 预计总市值为 844 亿元, 目标价为 4.73 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 煤价上行风险, 新能源发展或不及预期, 水电投产或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	192680.64	202536.02	214099.56	227596.23
增长率	14.56%	5.11%	5.71%	6.30%
归属母公司净利润(百万元)	2824.66	7592.87	9258.26	10857.28
增长率	253.07%	168.81%	21.93%	17.27%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.43	0.52	0.61
净资产收益率 ROE	6.23%	10.00%	0.71%	11.01%
PE	24.8	9.2	7.6	6.5
PB	0.64	0.58	0.53	0.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠
执业证号: S1250522100001
电话: 13003109597
邮箱: cth@swsc.com.cn
联系人: 刘洋
电话: 18019200867
邮箱: ly21@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)	178.36
流通 A 股(亿股)	178.36
52 周内股价区间(元)	2.59-4.94
总市值(亿元)	700.94
总资产(亿元)	3,980.62
每股净资产(元)	2.46

相关研究

1. 国电电力(600795): 经营风险缓释, 转型加速在即 (2023-02-01)
2. 国电电力(600795): 资产结构有所优化, 量价齐升推动业绩高增 (2022-10-28)
3. 国电电力(600795): 优质资产持续注入, 风光转型效果初显 (2022-08-23)
4. 国电电力(600795): 新能源转型提速, 火电成本有望持续下降 (2022-07-20)
5. 国电电力(600795): 火电成本占优, 水风光高速发展 (2022-05-13)

盈利预测

关键假设：

公司主营业务可主要分为火电、水电、新能源、煤炭四大板块，我们结合过往经营数据，按业务类型对分部收入及成本进行了以下关键假设：

假设 1：随着燃煤发电上网电价市场化改革的不断推进，2022 年公司火电板块平均上网电价显著提升，预计 2023-2025 年煤机平均上网电价为 0.470/0.475/0.475 元/千瓦时；4 月 12 日出炉的《2023 年能源工作指导意见》，再次将保供稳价放在首位，考虑到国家控煤价决心强，火电原材料成本有望下降，预计 2023-2035 年发电量为 3950/4100/4150 亿千瓦时；

假设 2：考虑到公司水电重点布局地区四川省水电消纳条件逐年改善，水电电价有望上行，预计公司水电权益资产占比保持在 70%，平均上网电价为 0.239/0.241/0.245 元/千瓦时，发电量为 580/600/620 亿千瓦时；

假设 3：公司“十四五”期间公司计划新增新能源装机 35GW，截至 2022 年底，十四五期间公司新增新能源装机 4.05GW，距离规划仍有较大空间，预计 2023-2025 年新能源建设加速，2022 年公司控股风电/光伏新增装机分别为 0.39/2.76GW，考虑到公司在光伏发电领域的加速布局，预计 2023-2025 年光伏发电量分别为 40/80/100 亿千瓦时，同时考虑到由于公司平价光伏项目的陆续投产，2022 年光伏板块平均上网电价大幅下降，预计 2023-2025 年光伏发电平均上网电价维稳，为 0.524 元/千瓦时。预计 2023-2025 年风电发电量为 180/200/240 亿千瓦时，平均上网电价为 0.545/0.549/0.550 元/千瓦时；

假设 4：考虑到 22 年整体煤价仍维持较高区间，预计公司享有的煤炭权益占比保持稳定，23-25 年毛利率为 55.0%/50.0%/50.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
火电	收入	116975	139738	145328	152594	160224
	增速	-	19.5%	4.0%	5.0%	5.0%
	成本	101483	142188	139515	144964	152213
	毛利率	13.2%	-1.8%	4.0%	5.0%	5.0%
水电	收入	12202	11999	12599	13606	14967
	增速	-	-1.7%	5.0%	8.0%	10.0%
	成本	5743	5840	8189	8164	8232
	毛利率	52.9%	51.3%	35.0%	40.0%	45.0%
风光	收入	6486	7172	7889	9073	11341
	增速	-	10.6%	10.0%	15.0%	25.0%
	成本	3543	3879	4576	5444	6918
	毛利率	45.4%	45.9%	42.0%	40.0%	39.0%
煤炭	收入	2885	4498	5397	5937	6531
	增速	-	55.9%	20.0%	10.0%	10.0%

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
	成本	1188	1439	2429	2968	3265
	毛利率	58.8%	68.0%	55.0%	50.0%	50.0%
其他	收入	5753	29274	31323	32889	34534
	增速	-	408.8%	7.0%	5.0%	5.0%
	成本	3504	25653	18794	19734	20720
	毛利率	39.1%	12.4%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	144302	192681	202536	214100	227596
	增速	-	33.5%	5.1%	5.7%	6.3%
	成本	115461	179000	173502	181274	191348
	毛利率	20.0%	7.1%	14.3%	15.3%	15.9%

数据来源：Wind, 西南证券

分部估值

根据公司于 22 年年报披露的分部业务板块财务信息，我们可以对公司各业务净利润和净资产进行拆分。对于分部净利润，在扣除分部间抵销前，公司 22 年火电、水电、风光、煤炭四大业务板块净利润分别为 37.5/18.8/28.5/-3.8 亿元，而考虑其他业务及分部间抵销影响后，公司 22 年合计净利润为 68.7 亿元。对于分部净资产，在扣除分部间抵消前，公司 22 年火电、水电、风光、煤炭四大业务板块净资产分别为 1113/316/318/54 亿元，而考虑其他业务及分部间抵销影响后，公司 22 年合计净资产为 1103 亿元。

表 2：2021 年及 2022 年公司分部业务财务信息

单位：百万元		火电业务	水电业务	风光业务	煤炭业务	其他	减：分部间抵销	合计
2022	营业收入	167297	11756	8951	4730	4	58	192681
	投资收益	-373	3	11	0	435	0	76
	信用减值损失	-220	11	78	0	34	0	-96
	资产减值损失	-3269	-293	-38	-46	0	0	-3646
	净利润	3753	1876	2847	-379	-1227	3	6866
	净资产	111295	31638	31808	5355	35234	105058	110271
2021	营业收入	142385	12291	7450	4500	1869	62	168434
	投资收益	628	3	0	0	660	0	1291
	信用减值损失	-15	-27	-400	1	-85	2765	-3291
	资产减值损失	-898	-28	-326	0	-589	0	-1842
	净利润	869	402	245	312	67	0	1895
	净资产	51594	29505	22201	7663	33400	33037	111325

数据来源：公司公告，西南证券整理

我们结合历史数据对 23-25 年公司各业务板块利润进行预测，并做出以下核心假设：

假设 1：公司火电盈利能力将逐年回升，23-25 年火电业务净利率分别为 6.5%/7.0%/8.0%；

假设 2：公司水电利用小时数及电价稳定上涨，23-25 年水电业务净利率分别为 21.0%/21.0%/21.0%；

假设 3：公司新能源信用及资产减值计提降低，23-25 年风光业务净利率分别为 23.0%/25.0%/27.0%；

假设 4：公司煤炭利润逐年回归合理区间，23-25 年煤炭业务净利率分别为 35.0%/30.0%/30.0%；

假设 5：参考历史数据，公司火电板块少数股东损益占比按 50.0%计算，煤炭板块少数股东损益占比按 70.0%计算，水电少数股东损益占比按 30%计算；

假设 6：公司分部间抵销由火电承担 60%，分部间抵销净利润占营收比例按 2.0%计算。

根据以上假设可测算得出，在扣除分部间抵销后公司 23 年预计合计归母净利润为 75.9 亿元，其中火电、水电、风光、煤炭分别为 33.6/18.5/18.2/5.7 亿元。

表 3：2023-2025 年公司各业务板块利润预测

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
火电	收入	116975	139738	145328	152594	160224
	净利润	11613	-5900	9446	10682	12818
	净利率	9.9%	-4.2%	6.5%	7.0%	8.0%
	归母净利润（分部间抵消后）	817	-5882	3360	4456	5007
水电	收入	12202	11999	12599	13606	14967
	净利润	2357	2500	2646	2857	3143
	净利率	19.3%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
	归母净利润	1650	1750	1852	2000	2200
风光	收入	6486	7172	7889	9073	11341
	净利润	1575	1304	1815	2268	3062
	净利率	24.3%	18.2%	23.0%	25.0%	27.0%
	归母净利润	1575	1304	1815	2268	3062
煤炭	收入	2885	4498	5397	5937	6531
	净利润	727	1820	1889	1781	1959
	净利率	25.2%	40.5%	35.0%	30.0%	30.0%
	归母净利润	312	983	567	534	588
合计	收入	144302	192681	202536	214100	227596
	净利润（分部间抵消后）	10155	-3418	15818	18517	21715
	归母净利润（分部间抵消后）	4354	-1845	7593	9258	10857

数据来源：Wind、公司公告，西南证券

对于公司火电和煤炭业务，由于净资产无法直接拆分，我们整体给予 23 年 1.0 倍 PB，得到火电和煤炭板块目标市值 295 亿元。根据公司 2022 年年报披露的数据，截至 2022 年 12 月 31 日，公司火电和煤炭板块合计净资产为 1166 亿元，考虑分部间抵销和权益占比，可测算出公司火电和煤炭板块归母净资产合计约为 295 亿元，三家火电可比公司平均 PB 为 1.44，三家煤炭可比公司平均 PB 为 1.76，考虑到公司火电业务拥有集团“煤电路港航”一

体化产业协同优势，出于保守，我们整体给予公司火电和煤炭板块 2023 年 1.0 倍 PB，得到板块目标市值 295 亿元。

对于公司水电业务，我们给予 23 年 13.0 倍 PE，得到水电板块目标市值 241 亿元。根据我们对未来公司各业务板块分部利润的预测拆分，预计 2023 年公司水电业务归母净利润约为 18.5 亿元。三家水电可比公司 2023 年平均 PE 为 12.97，考虑到公司水电未来有望受益于川渝特高压建成带来的弃水情况改善和水电价格上涨，我们给予公司水电板块 2023 年 13.0 倍 PE，得到板块目标市值 241 亿元。

对于公司风光业务，我们给予 23 年 17.0 倍 PE，得到风光板块目标市值 308 亿元。根据我们对未来公司各业务板块分部利润的预测拆分，预计 2023 年公司风光业务归母净利润约为 18.1 亿元，三家风光可比公司 2023 年平均 PE 为 15.85，考虑到公司十四五规划目标大幅上调，并给出较明确的新能源发展计划，我们给予公司风光板块 17.0 倍 PE，得到板块目标市值 308 亿元。

综合公司四大业务板块，我们预计公司 2023 年总市值为 844 亿元，对应目标价 4.73 元，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB
			22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E	LF
600027.SH	华电国际	6.16	0.01	0.51	0.65	0.76	581.45	12.01	9.54	8.09	1.69
600023.SH	浙能电力	4.26	-0.14	0.43	0.48	-	-25.21	9.80	8.83	-	0.93
000539.SZ	粤电力 A	6.49	-0.57	0.31	0.51	0.67	-9.70	21.09	12.74	9.68	1.68
平均							182.18	14.30	10.37	8.88	1.44
600886.SH	国投电力	11.35	0.67	0.86	0.96	-	17.06	13.17	11.80	-	1.74
600674.SH	川投能源	14.23	0.79	0.96	1.02	-	15.51	14.76	13.93	-	1.98
002039.SZ	黔源电力	14.55	0.97	1.32	1.49	1.69	15.71	10.98	9.74	8.63	1.69
平均							16.09	12.97	11.82	8.63	1.81
600905.SH	三峡能源	5.59	0.83	0.34	0.41	-	22.78	16.27	13.70	-	2.11
000537.SZ	广宇发展	12.05	0.34	0.67	1.14	1.66	38.95	18.02	10.54	7.28	1.37
601016.SH	节能风电	3.94	0.25	0.30	0.35	0.38	15.13	13.27	11.41	10.46	1.65
平均							25.62	15.85	11.88	8.87	1.71
600546.SH	山煤国际	16.15	3.52	3.66	3.82	3.93	4.11	4.42	4.23	4.11	2.13
601001.SH	晋控煤业	11.17	2.87	3.07	3.23	-	3.89	3.64	3.46	-	1.24
601225.SH	陕西煤业	20.05	3.63	3.27	3.37	-	5.12	6.13	5.96	-	1.89
平均							4.38	4.73	4.55	4.11	1.76
600795.SH	国电电力	3.93	0.16	0.43	0.52	0.61	26.96	9.23	7.57	6.46	1.56

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 4 月 17 日收盘数据）

风险提示

煤价持续上行风险，新能源发展或不及预期，水电投产或不及预期。

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	192680.64	202536.02	214099.56	227596.23	净利润	6866.44	12092.87	14058.26	15657.28
营业成本	166699.42	173502.17	181274.00	191348.09	折旧与摊销	18125.01	24651.90	26091.40	27853.84
营业税金及附加	2363.36	2709.84	2798.34	2967.69	财务费用	7551.39	7952.76	8640.29	9392.33
销售费用	30.60	138.50	78.68	91.81	资产减值损失	-3646.33	-1000.00	-1000.00	-1000.00
管理费用	1753.09	1941.79	2045.72	2159.82	经营营运资本变动	-4584.12	-3702.09	444.38	834.24
财务费用	7551.39	7952.76	8640.29	9392.33	其他	15135.37	-1850.83	-1946.88	-1951.53
资产减值损失	-3646.33	-1000.00	-1000.00	-1000.00	经营活动现金流净额	39447.75	38144.61	46287.45	50786.16
投资收益	1400.46	3000.00	3000.00	3000.00	资本支出	-7568.00	-50000.00	-55000.00	-60000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-31797.03	3006.54	3002.15	2999.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-39365.03	-46993.46	-51997.85	-57000.72
营业利润	12295.78	18290.97	21262.53	23636.50	短期借款	5246.88	-2771.13	2289.66	3018.55
其他非经营损益	-2044.93	-1015.44	-1179.30	-1268.95	长期借款	17621.03	17000.00	18000.00	19000.00
利润总额	10250.84	17275.53	20083.23	22367.55	股权融资	-849.41	0.00	0.00	0.00
所得税	3384.41	5182.66	6024.97	6710.26	支付股利	0.00	-1412.33	-3796.44	-4629.13
净利润	6866.44	12092.87	14058.26	15657.28	其他	-17865.49	-4681.79	-9626.47	-9825.20
少数股东损益	4041.77	4500.00	4800.00	4800.00	筹资活动现金流净额	4153.01	8134.74	6866.75	7564.23
归属母公司股东净利润	2824.66	7592.87	9258.26	10857.28	现金流量净额	4246.06	-714.11	1156.35	1349.67
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	20967.71	20253.60	21409.96	22759.62	成长能力				
应收和预付款项	27281.53	31202.98	32227.26	34101.34	销售收入增长率	14.56%	5.11%	5.71%	6.30%
存货	6095.81	6860.97	7204.65	7495.47	营业利润增长率	876.70%	48.76%	16.25%	11.17%
其他流动资产	4272.13	5147.55	5484.29	5638.38	净利润增长率	300.90%	76.12%	16.25%	11.37%
长期股权投资	12920.56	12920.56	12920.56	12920.56	EBITDA 增长率	58.16%	34.03%	10.02%	8.73%
投资性房地产	101.57	108.03	105.87	106.59	获利能力				
固定资产和在建工程	316862.18	342610.35	371919.03	404465.27	毛利率	13.48%	14.34%	15.33%	15.93%
无形资产和开发支出	11233.12	10898.33	10563.53	10228.73	三费率	4.84%	4.95%	5.03%	5.12%
其他非流动资产	13117.27	13051.99	12986.71	12921.43	净利率	3.56%	5.97%	6.57%	6.88%
资产总计	412851.89	443054.36	474821.87	510637.40	ROE	6.23%	10.00%	10.71%	11.01%
短期借款	43045.37	40274.24	42563.90	45582.45	ROA	1.66%	2.73%	2.96%	3.07%
应付和预收款项	35666.87	37740.41	39198.30	41435.18	ROIC	4.38%	5.68%	5.92%	6.01%
长期借款	149640.26	166640.26	184640.26	203640.26	EBITDA/销售收入	19.71%	25.13%	26.15%	26.75%
其他负债	74227.93	77447.46	77205.59	77737.54	营运能力				
负债合计	302580.43	322102.37	343608.05	368395.43	总资产周转率	0.48	0.47	0.47	0.46
股本	17835.62	17835.62	17835.62	17835.62	固定资产周转率	0.73	0.78	0.80	0.82
资本公积	543.19	543.19	543.19	543.19	应收账款周转率	8.92	8.80	8.64	8.71
留存收益	25285.64	31466.18	36928.00	43156.15	存货周转率	24.69	26.62	25.51	25.82
归属母公司股东权益	45060.73	51241.27	56703.10	62931.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.58%	—	—	—
少数股东权益	65210.72	69710.72	74510.72	79310.72	资本结构				
股东权益合计	110271.45	120952.00	131213.82	142241.97	资产负债率	73.29%	72.70%	72.37%	72.14%
负债和股东权益合计	412851.89	443054.36	474821.87	510637.40	带息债务/总负债	66.20%	66.61%	68.34%	69.72%
					流动比率	0.49	0.52	0.53	0.53
					速动比率	0.44	0.46	0.47	0.47
					股利支付率	0.00%	18.60%	41.01%	42.64%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.43	0.52	0.61
					每股净资产	6.18	6.78	7.36	7.98
					每股经营现金	2.21	2.14	2.60	2.85
					每股股利	0.00	0.08	0.21	0.26
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	37972.17	50895.63	55994.21	60882.66					
PE	24.82	9.23	7.57	6.46					
PB	0.64	0.58	0.53	0.49					
PS	0.36	0.35	0.33	0.31					
EV/EBITDA	6.89	5.50	5.32	5.23					
股息率	0.00%	2.01%	5.42%	6.60%					

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	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	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.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	cyryf@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