

紧抓光伏机遇，构建全产业链

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年半年度报告, 报告期内实现营业收入近 67.1 亿元, 同比增长约 88.0%; 归母净利润近 1.9 亿元, 同比增长近 2.8%。
- **事件点评:** 公司营业收入增长系由于公司上半年积极开拓市场, 获得订单量增加所致; 归母净利增速小于营收增速系由于公司大力开拓市场, 并加大研发力度, 造成销售费用、管理费用及财务费用分别同比增加 281.1%、362.8% 和 607.4%。
- **重新起航, 跻身全球光伏企业前列:** 公司从 2015 年完成资产重组整合标的后, 快速扩建产能, 跻身一流高效组件及系统集成包提供商行列, 进入全球光伏组件制造前十强, 今年上半年公司完成组建销售近 2.1GW, 盈利能力得到增强。目前公司已通过新能源业务扩展至智能运维、金融服务领域, 将转型成为一站式智慧综合能源系统集成商。
- **转型光伏电池、储能和充电桩, 新业务布局完善:** 1) 电池片的效率直接决定了组件的转换效率。公司定增募集资金用于 1600MW 高效差异化光伏电池项目, 将使公司的技术和产能均得到明显提升。2) 公司此次募投的 500MWh 储能电池项目主要采用三元锂电池技术, 不仅能满足国内外市场快速增长的储能需求, 也是对主营业务的进一步深化, 使其成为系统集成包的重要一环, 有利于公司在系统集成业务中为客户提供更加多样化的解决方案。3) 目前公司已完成了充电桩产品的研发和相关测试, 并具备量产能力, 并已生产了约 5000 台充电桩, 其中交流桩和直流桩的比例约为 3: 7, 未来公司将会依照整体战略规划布局充电桩市场。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.15 元、0.16 元和 0.18 元, 对应 PE 分别为 42 倍、39 倍和 35 倍。考虑到公司在光伏领域增长势头强劲, 储能技术储备完善, 充电桩领域提早布局, 公司将会随未来国家对新能源发电继续推广及储能的鼓励而受益。我们认同公司战略布局, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 组件价格大幅下滑的风险, 海外拓展业务或不畅的风险, 充电桩招标量不及预期的风险。

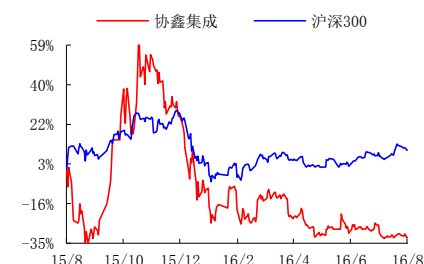
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6283.84	9512.68	11856.58	14546.28
增长率	132.80%	51.38%	24.64%	22.69%
归属母公司净利润 (百万元)	638.50	764.88	818.42	912.52
增长率	-76.30%	19.79%	7.00%	11.50%
每股收益 EPS (元)	0.13	0.15	0.16	0.18
净资产收益率 ROE	17.83%	17.60%	15.85%	15.02%
PE	50	42	39	35
PB	8.94	7.37	6.20	5.27

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄仕川
 执业证号: S1250512040001
 电话: 023-63725713
 邮箱: hsc@swsc.com.cn
 联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@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)	50.46
流通 A 股(亿股)	16.78
52 周内股价区间(元)	6.1-14.89
总市值(亿元)	320.45
总资产(亿元)	175.42
每股净资产(元)	0.75

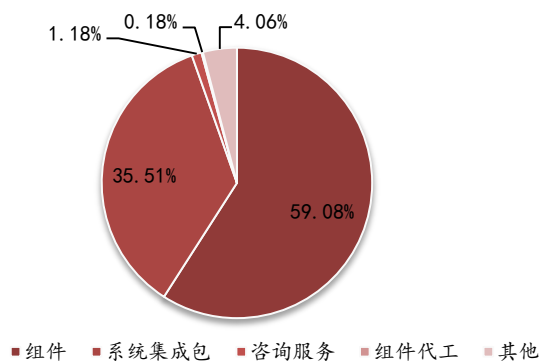
相关研究

1 重新启航的光伏强者

协鑫集成科技股份有限公司前身为超日太阳，由于连续三年亏损进入破产重组，江苏协鑫入股参与重组，公司更名为“协鑫集成”。公司是以技术研发为基础、设计优化为依托、系统集成为载体、金融服务支持为纽带，智能运维服务为支撑的一体化“设计+产品+服务”提供商，致力于成为一站式智慧综合能源系统集成商。

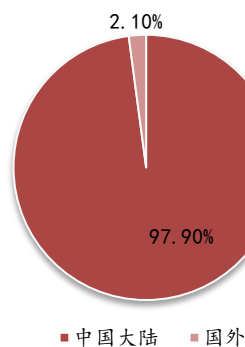
公司的主营业务主要有组件、系统集成包、咨询服务、组件代工四大板块。公司传统主业是组件业务，2015 年公司销售组件 1704MW，组件业务收入 37.1 亿，占比达 59.1%，同比增长 75%。2015 年公司系统集成包业务取得重大突破，实现收入 22.3 亿，占比达 35.5%。2015 年报告期内，公司积极拓展海外业务，在海外产品销售收入占主营业务收入的 2.1%，在公司积极探索建立海外光伏产业园以及海外销售渠道布局完善的情况下，我们预计 2016 年海外业务占比将扩大。

图 1：公司 2015 年主营业务收入结构



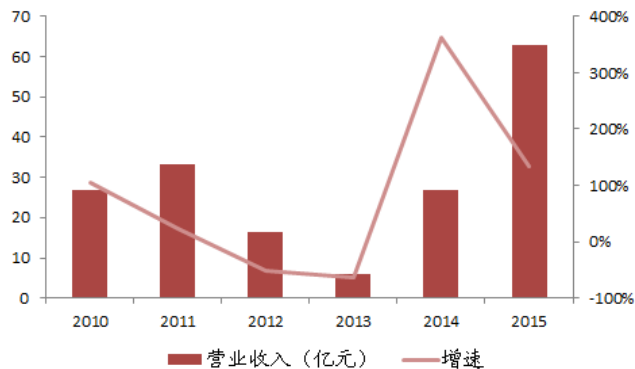
数据来源：公司公告，西南证券

图 2：公司 2015 年主营业务区域分布

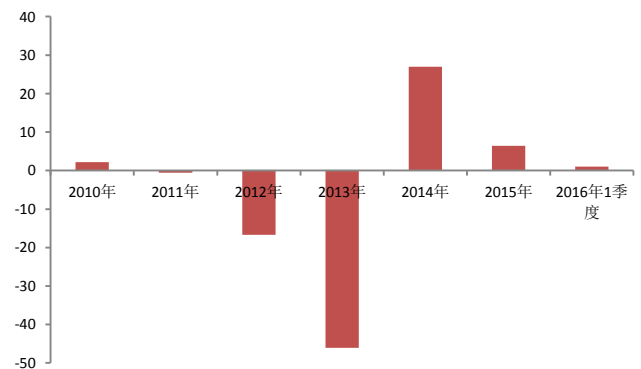


数据来源：公司公告，西南证券

公司 2015 年实现营业收入 62.8 亿，比上年同期增长 132.8%，实现归属母公司的净利润近 6.4 亿，比上年同期减少 76.3%。公司 2011-2013 连续三年亏损，且亏损逐年扩大，公司于 14 年 5 月 28 日起暂停上市，完成重组后由于优质资产注入，14、15 年业绩反转，14 年扣除债务重组利得公司净利润近 3.5 亿元，近两年业绩可表明公司在重组后主营业务盈利能力得到了全面恢复并步入了快速发展的轨道。16 年上半年营收增速持续向好，同比增加 88.0%，归母净利近 1.9 亿元，同比增长 2.8%。

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券

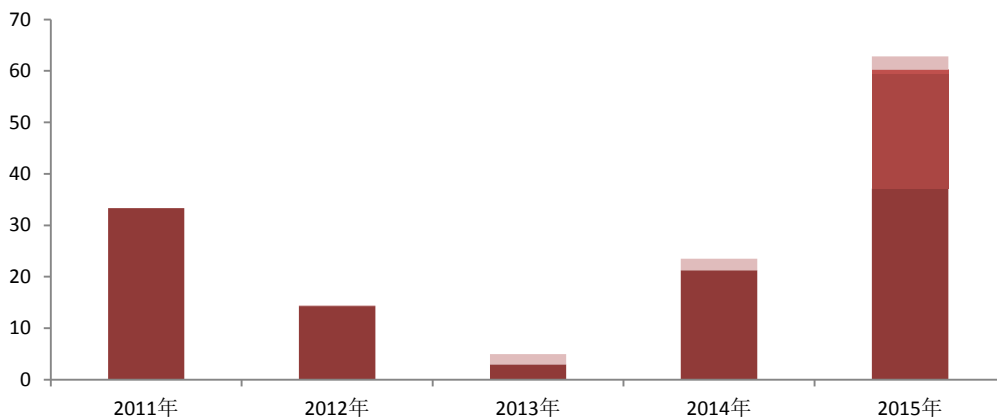
图 4：公司 2010 年以来净利润


数据来源：公司公告，西南证券

2016 年上半年，公司销售费用 2.1 亿，销售费用率 3.2%，费率同比上升 1.6 个百分点；管理费用为 2.1 亿，管理费用率 3.1%，费率同比上升 1.8 个百分点；财务费用为 2.4 亿，财务费用率 3.5%，费率同比上升 2.6 个百分点。销售费用率增加的主要原因是市场开拓、业务量增加，管理费用率增加的主要原因是公司业务量及人员增加，财务费用率大幅上升的主要原因是公司为配合业务增长增加融资较多。

2 主业稳健，产品技术升级

光伏业务是公司的传统主业，公司在原有业务优势基础上积极拓展产能、提升产品技术。2015 年公司通过重大资产重组收购了行业内先进的组件生产企业江苏东晟及张家港集成，并对上海奉贤工厂进行技术改造，实现整体产能快速提升，截至 2015 年年底，实现了自主产能 3.7GW，结合外部代工业务，2015 年实现了总体产能 5GW，在公司重组不到一年的时间内实现组件出货量中国市场第一，全球前十。2015 年公司销售组件 1704MW，实现组件收入 37 亿元，同比增长 75%；2015 年公司系统集成业务也取得重大突破，实现收入 22 亿元，占公司全年收入比例 36%。

图 5：公司光伏主业稳健增长


数据来源：Wind，西南证券整理

2015 年组件出货量国内第一:2015 年 12 月发行股份购买江苏东昇和张家港其辰 100% 股权，于 15 年介入光伏组件制造领域。截至 2015 年年底，公司拥有 3.7GW 的自有组件产能，加上组件代工，一共 5GW 产能，实现组件出货量国内第一，全球前十，实现规模效应同时又带来成本优势。

高端组件产品齐全:随着光伏产业整体转型升级，市场对高效率、高可靠、高发电量的组件需求较大。协鑫集成已相继推出高效组件、高耐压组件、双玻组件、配合平单轴系统的大组件等系列差异化组件产品。

顺应行业发展，积极升级技术:在 2015 年 6 月，工信部与国家能源局、国家认监委联合印发《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》，支持光伏产业技术升级，并淘汰落后产能。技术升级是行业发展的大趋势，协鑫集成早在 2015 年就注重技术研发投入，打造专业化的系统设计团队，针对不同区域、不同类型、不同规模光伏发电系统提供技术服务。公司将从电池技术优化、组件技术优化、系统集成技术优化等多方发力，布局 PERC 电池、N 型双面电池、异质结超高效电池技术，结合金刚组件技术平台，针对系统集成和度电成本优化，不断提高产品品质、可靠性和技术性能，为客户创造更大经济效益。

3 拓展高效电池、储能和充电桩，新业务布局完善

公司 2016 年 6 月 16 日发布非公开发行预案，拟募集不超过 33.46 亿元资金用于投资高效光伏电池项目、储能电池项目和补充流动资金。

表 1：定增募投项目统计

序号	项目名称	项目投资总额	定增募集基金（亿）	建设周期（月）
1	1600MW 高效差异化光伏电池项目	18.82	16.0	20
2	250MW 超高效异质结光伏电池项目	5.86	5.85	24
3	500MWh 储能电池项目	1.62	1.61	12
4	补充流动资金	10.00	10.00	
	合计	36.29	33.46	

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 布局高效光伏电池，抵御电池片价格波动能力增强

电池片作为光伏发电系统中核心的组成部分，其效率的高低、不同的使用特性，将直接影响到下游组件技术开发，从而带来不同特性和发电效率的系统产品，最终影响发电端的度电成本。公司此前并没有生产电池片的产能，生产光伏组件所需的电池片均采用外购形式，通过自产高效光伏电池片可以减少高效光伏电池片供不应求、价格上升对公司的影响，使成本内化，有利于提升盈利能力。

高效光伏电池是行业发展趋势:电池属于光伏产业链的中游，受益于光伏电站装机量的增加，电池片需求稳步增长。随着行业转型升级，对光伏电站效率的要求不断提升，以及相关政策引导，高效光伏电池的需求将快速提升。国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局联合发布《中国制造 2025—能源装备实施方案》中要求升级光伏高效电池片：研发可量产的晶体硅电池生产技术（多晶电池效率 21.5% 以上，单晶效率 22.5% 以上，N 型高效电

池效率 25%以上，多晶硅电池效率达到 26%以上），研发多晶 CTM 大于 103%、单晶大于 101.5%的高效率组件技术及光伏电池关键材料。

3.2 转型储能，共享分布式光伏爆发红利

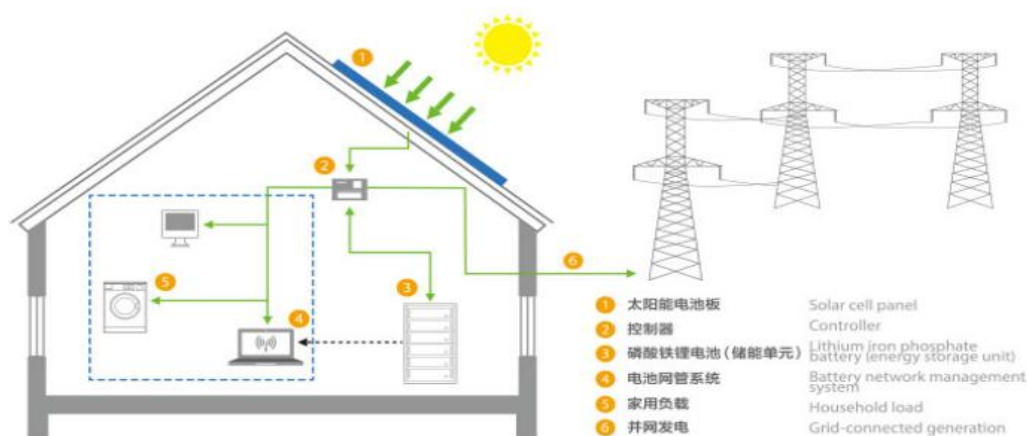
此次募投的 500MWh 储能电池项目主要采用三元锂电池技术，将极大提升公司储能产品产能，不仅能满足国内外市场快速增长的储能需求，也是对主营业务的进一步深化，使其成为系统集成包的重要一环。有利于公司在系统集成业务中为客户提供更加多样化的解决方案。

国外分布式光伏市场空间广阔：由于国外许多地区例如欧洲地区的居民电价高于工业电价加之民众的环保意识更强，更愿意为可再生能源承担相应的额外成本。家庭户用分布式光伏电站的发展环境更好。据公司统计，截至 2015 年底，澳洲已有 200 万户家庭光伏屋顶，欧洲超过 500 万户，预计国外家用储能将拥有广阔的应用市场。

储能电池是发展分布式光伏电站的核心环节：将储能技术引入集成系统包中，将有效解决光伏发电的波动性和间歇性等问题，有利于分布式光伏发电的大面积应用。此外，新能源在经历了迅猛的发展期后，部分地区出现了“弃光”现象，储能技术的引入亦有利于缓解该问题，提高用电的科学性。国内外分布式光伏电站数量的大幅提升，将衍生出更多的储能电池需求。

公司储能产品实行“从国外到国内”策略：公司 2015 年进军储能项目，E-KwBe 储能产品为公司自主研发的首款储能产品，该产品立足于适配家庭分布式光伏使用，可以提升家用分布式光伏自用比率。目前产品主要在国外销售，产品在澳洲首发当日预定量超过 1000 套，公司预计 2016 年在澳洲有望实现近 1 万套的销量。随着国内分布式光伏电站建设的加速，我们预计 E-KwBe 产品销量将逐步从国外销售拓展到国内销售，销售总量将迎来较大幅度的增长。

图 6：公司用户储能系统工作原理图



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 完成产品研发测试，进军充电桩业务

新能源汽车正全面铺开，然而，其配套设备充电桩的推广速度却远低于市场预期。国家电动汽车充电基础设施促进联盟的统计数据显示，截至 2016 年 6 月底，全国新能源汽车保有量达到 75 万辆，而充电桩的数量约有 13.7 万个，车桩比高达 5:1。这意味着，未来几年我国将加快充电桩设备建设，百亿红利即将显现。协鑫集成在 2016 年上半年已具备充电桩量产能力，该项业务有望对公司营收产生积极影响。

充电桩补贴政策不断细化：2016 年 1 月，财政部、科技部、发改委等五部委下发了《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》，中央财政将安排充电设施建设运营奖补资金，重点支持新能源汽车推广量大的省市。奖励补贴由中央财政切块下达地方，由各省市区统筹安排用于充电设施建设运营等相关领域。截至目前，全国超过 30 个省市已陆续出台针对充电设施的补贴政策，对新建充电桩购置给予 20%-40% 的政府补助。

产品研发测试完成：公司的充电桩业务集中在制造方面。截至 2016 年 5 月，公司已完成了充电桩产品的研发和相关测试，并具备量产能力。据了解，协鑫集成已经生产了约 5000 台充电桩，其中交流桩和直流桩的比例约为 3: 7。未来公司将会依照整体战略规划布局充电桩市场。我们认为，在国家加大充电桩建设力度的背景下，今年下半年民营资本入选国网充电设备招标的可能性大大增加，因此公司业绩具有非常大的想象空间。

3.4 打造供应链金融平台助力全产业链服务

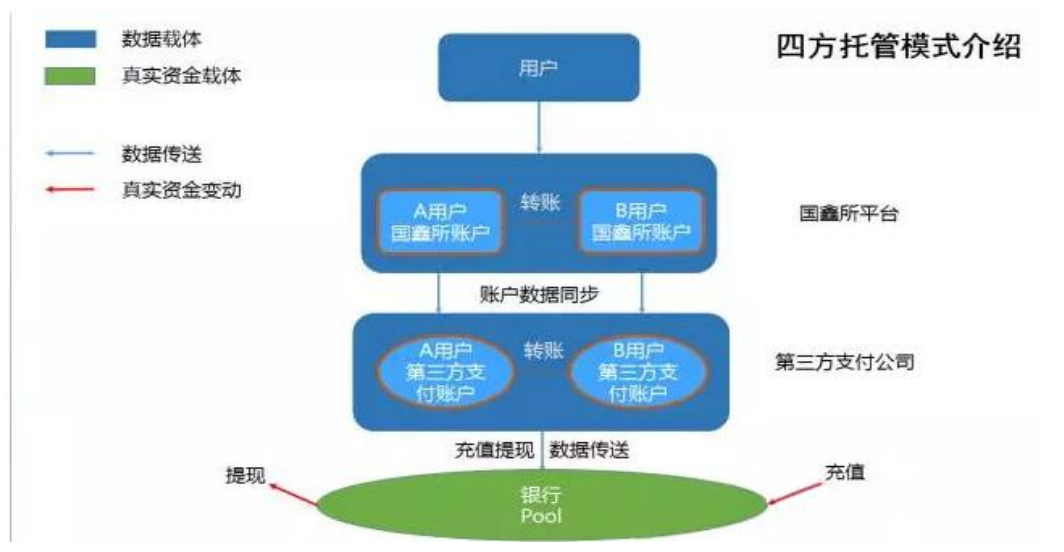
在互联网金融兴起及光伏行业融资难的背景下，公司积极推进光伏金融应用及创新，于 2015 年 8 月成立了“国鑫所”。国鑫所以供应链金融为切入点，逐步利用产业链不同环节特征进行金融产品开发，致力于为能源产业链的各个环节提供金融支持，打通了协鑫集成“设计+产品+服务”的最后一个金融服务环节，使协鑫集成业务模式更加丰富。

国鑫所推进情况：国鑫所于 2015 年 8 月成立，2016 年 3 月正式上线，2016 年 3 月 25 日发布首个理财产品“鑫安盈”，2016 年 5 月 23 日国鑫所与平安银行、民生银行和苏州金融资产交易中心签订了战略合作协议，开启国鑫所与金融机构的全面合作。平台目前只涉及自身的供应链金融，暂未涉及消费金融，预计 2 年之内都将专注于能源行业方向的供应链金融，包括了电力、光伏、油气、煤炭等等，也涵盖一些基础化工领域，2016 年全年的目标是实现 20 亿元的资产交易额

国鑫所风控模式：（1）选择标的时安全性大于收益性，遵循 3 类原则：a.央企；b.优质上市公司，百亿级市值；c.发达地区及地市级的政府平台；（2）资金四方托管，国鑫所将会严格隔离用户资金与平台之间的关联，杜绝资金池现象。

未来，公司的目标是打造综合性金融平台，通过融资租赁、保险、基金等一站式综合能源金融服务平台支持带动系统集成业务快速发展。

图 7：国鑫所四方托管模式



数据来源：国鑫所公众号，西南证券整理

3.5 大力布局海外市场，实现品牌全球化

2016 年协鑫集成将大力布局海外销售市场，布局全球，拓展渠道，实现品牌和渠道全球化。公司今年已收购澳洲 ONE STOP WAREHOUSEPTY LTD 51% 的股权，并将在印度设立合资公司，预计对公司业绩会产生一定的积极影响。此外，公司积极参加各类国际展会，将公司产品向全球推介。

表 2：2016 年来公司参加国际展会一览表（不完全统计）

地点	展会	时间	产品
泰国	泰国可再生能源展	2016-06-01	金刚系列高效组件、系统集成包
德国	慕尼黑国际太阳能技术博览会	2016-06-27	家用储能产品 E-kwbe 和金刚系列高效组件
澳大利亚	澳大利 SOLAR ENERGY 展览会	2016-05-04	E-KwBe 储能产品
德国	2016 德国莱茵 TÜV 质胜光伏盛典	2016-04-13	金刚系列高效组件
日本	第九届日本 PV-EXPO	2016-03-02	“金刚”高密度组件技术和“平单轴+96 片 1500V 高效组件”

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

假设 1：组件业务：预计今年全年产能将达到 4.15GW，相较于去年产能 3.75GW 同比提升 10.67%。但由于公司张家港其辰的 2GW 产能是于 2015 年底才建设完成，几乎未对 2015 年组件业绩造成影响，加之备受市场好评的“鑫金刚”高效组件也将于今年量产，我们预计近三年公司组件业务将维持高增速，今年下半年组件价格下滑，但每年年底组件价格仍然会回升，我们预计 16-18 年毛利率在 13%、12%和 11%；

假设 2：系统集成业务：公司的系统集成主要用于集中式电站，集中式电站 14、15 年的增速分别为 43.2%和 58.8%，随着今年出现的 6.30 抢装潮影响，公司今年此业务营收将会出现高增速，随后回落。公司深耕光伏行业多年，系统集成业务已成熟稳定，假设公司此业务毛利率稳定在 15%左右。

基于以上的假设，对公司各分项盈利预测如下：

表 3：表分业务盈利预测

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
组件业务	收入	3713.68	5570.56	7520.20	9776.25
	增速	49.8%	50.0%	35.0%	30.0%
	成本	3151.10	4846.35	6617.77	8700.87
	毛利率	15.15%	13.00%	12.00%	11.00%
系统集成业务	收入	2229.98	3567.96	3924.76	4317.23
	增速	-	60.00%	10.00%	10.00%
	成本	1863.36	3032.77	3414.54	3755.99
	毛利率	16.44%	15.00%	13.00%	13.00%
其他业务	收入	340.19	374.21	411.63	452.79
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	302.04	329.30	349.88	384.87
	毛利率	11.21%	12.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	6283.84	9512.68	11856.58	14546.28
	增速	132.80%	51.38%	24.64%	22.69%
	成本	5316.50	8208.42	10382.20	12841.73
	毛利率	15.39%	13.71%	12.44%	11.72%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.15 元、0.16 元和 0.18 元，对应 PE 分别为 42 倍、39 倍和 35 倍。考虑到公司在光伏领域增长势头强劲，储能技术储备完善，充电桩领域提早布局，公司将会随未来国家对新能源发电继续推广及储能的鼓励而受益。我们认同公司战略布局，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

光伏行业复苏不达预期的风险，海外拓展业务或不畅的风险，充电桩发展或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6283.84	9512.68	11856.58	14546.28	净利润	638.90	765.35	818.93	913.08
营业成本	5316.50	8208.42	10382.20	12841.73	折旧与摊销	21.34	122.51	143.22	164.51
营业税金及附加	15.14	28.54	35.57	29.09	财务费用	153.50	284.18	311.83	233.24
销售费用	154.00	275.87	343.84	407.30	资产减值损失	15.53	10.00	50.00	50.00
管理费用	220.62	684.91	711.39	800.05	经营营运资本变动	-3012.59	-1150.88	-887.67	-1084.68
财务费用	153.50	284.18	311.83	233.24	其他	1131.27	-6.56	-51.72	-49.71
资产减值损失	15.53	10.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	-1052.07	24.61	384.60	226.43
投资收益	-2.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1013.80	-230.00	-230.00	-230.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1122.46	-50.00	-50.00	-50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	108.66	-280.00	-280.00	-280.00
营业利润	406.53	20.76	21.75	184.87	短期借款	2705.88	-1650.84	341.63	455.78
其他非经营损益	3.25	564.17	582.65	479.92	长期借款	540.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	409.79	584.93	604.39	664.80	股权融资	2616.06	0.00	0.00	0.00
所得税	-229.11	-180.42	-214.53	-248.29	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	638.90	765.35	818.93	913.08	其他	-3391.47	-433.90	-211.83	-133.24
少数股东损益	0.40	0.47	0.51	0.57	筹资活动现金流净额	2470.47	-2084.74	129.79	322.54
归属母公司股东净利润	638.50	764.88	818.42	912.52	现金流量净额	1526.77	-2340.13	234.39	268.97
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	3291.40	951.27	1185.66	1454.63	成长能力				
应收和预付款项	6942.36	12600.88	13831.60	17571.43	销售收入增长率	132.80%	51.38%	24.64%	22.69%
存货	2265.66	3494.63	4422.72	5470.58	营业利润增长率	-39.55%	-94.89%	4.73%	750.14%
其他流动资产	171.54	259.69	323.67	397.10	净利润增长率	-76.18%	19.79%	7.00%	11.50%
长期股权投资	35.08	35.08	35.08	35.08	EBITDA 增长率	-49.16%	-26.47%	11.54%	22.19%
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	1006.31	1074.31	1127.30	1164.71	毛利率	15.39%	13.71%	12.44%	11.72%
无形资产和开发支出	588.13	628.21	662.59	691.27	三费率	8.40%	13.09%	11.53%	9.90%
其他非流动资产	485.37	534.78	584.19	633.60	净利率	10.17%	8.05%	6.91%	6.28%
资产总计	14785.86	19578.85	22172.82	27418.39	ROE	17.83%	17.60%	15.85%	15.02%
短期借款	2705.88	1055.04	1396.67	1852.45	ROA	4.32%	3.91%	3.69%	3.33%
应付和预收款项	5577.52	10926.16	11899.09	15267.94	ROIC	41.96%	8.60%	7.62%	8.03%
长期借款	540.00	540.00	540.00	540.00	EBITDA/销售收入	9.25%	4.49%	4.02%	4.01%
其他负债	2379.61	2709.46	3169.93	3677.79	营运能力				
负债合计	11203.02	15230.66	17005.69	21338.19	总资产周转率	0.70	0.55	0.57	0.59
股本	5046.40	5046.40	5046.40	5046.40	固定资产周转率	12.72	10.40	12.31	14.52
资本公积	2039.93	2039.93	2039.93	2039.93	应收账款周转率	1.71	1.20	1.10	1.14
留存收益	-3507.80	-2742.92	-1924.50	-1011.99	存货周转率	3.95	2.85	2.62	2.60
归属母公司股东权益	3578.53	4343.40	5161.83	6074.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	38.54%	—	—	—
少数股东权益	4.32	4.79	5.30	5.86	资本结构				
股东权益合计	3582.84	4348.19	5167.12	6080.21	资产负债率	75.77%	77.79%	76.70%	77.82%
负债和股东权益合计	14785.86	19578.85	22172.82	27418.39	带息债务/总负债	28.97%	10.47%	11.39%	11.21%
					流动比率	1.35	1.30	1.32	1.29
					速动比率	1.11	1.04	1.02	1.01
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.15	0.16	0.18
					每股净资产	0.71	0.86	1.02	1.20
					每股经营现金	-0.21	0.00	0.08	0.04
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	581.37	427.46	476.80	582.62					
PE	50.19	41.90	39.15	35.12					
PB	8.94	7.37	6.20	5.27					
PS	5.10	3.37	2.70	2.20					
EV/EBITDA	54.65	75.23	67.57	55.53					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%以下

行业评级

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 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 B 座 16 楼

邮编：100033

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	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn