

火电龙头盈利改善优化, 分红水平高

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2019年H1实现营收834亿元, 同比增长0.9%, 归母净利润38.2亿元, 同比增长79%, 扣非后归母净利润为34.7亿, 同比增长79.8%。每股收益为0.23元, 同比增加0.10元。
- **发电量下降拖累境内电力收入, 海外业务贡献收入显著。** 2019H1完成发电量1954亿千瓦时, 同比下降6.2%, 售电量1850亿千瓦时, 同比下降5.8%, 供热1.3亿吉焦, 同比增加14.2%。受到境内发电量下降的影响, 公司境内电力热力业务收入734.9亿, 同比下降2.6%; 境外收入为57.9亿, 同比增长9.2%; 港口收入为0.9亿(分部间抵消后), 同比增长42.6%; 运输收入为0.7亿(分部间抵消后), 同比增长196.6%。发售电量均回明显主要系2019H1水电等清洁能源发电挤出效益明显, 火电行业累计发电量同比增速仅0.2%, 增速明显回落; 叠加公司主要火电厂位于沿海, 政策及需求影响发电量数据, 境内营收同比减少25.9亿元, 总体营收略有持平主要系海外业务贡献: 1) 新加坡业务营业收入同比增加8亿元; 2) 巴基斯坦项目并表上半年实现营业收入25.2亿元。
- **煤炭成本下行叠加电价上涨, 推动盈利改善反转。** 上半年受煤价下行影响火电单位燃料成本223.8元/兆瓦时, 同比下降5.6%, 共计发生燃料成本473.2亿元, 较上年同期下降9.2%, 燃料成本同比减少39.8亿元, 公司营业成本同比减少18.3亿元。电价方面, 平均上网结算电价为419.5元/兆瓦时, 同比增长0.2%; 市场化交易电量875.5亿千瓦时, 交易比例同比增长10.2pp达47%。电价上升叠加成本下降使得上半年毛利率提升3.3个百分点达16.4%, 成本下降及电价略有提升是利润增长的主要原因。公司期间费用率为8.9%(+0.5%), 总体费用控制能力较好。上半年净利率提升了2.4pp至5.8%, ROE提升了1.7pp达4.5%, 盈利能力有所改善反转。
- **分红稳定, 维持较高水平。** 公司2015-2017年现金分红金额占当年归母净利润比例为52%、50%和88%, 2018年现金分红金额同比增长3.3%。根据公司承诺, 2018-2020年原则上分红不少于可分配利润的70%且每股派息不低于0.1元, 对应19年股息率约4%, 分红比例高。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2019-2021年EPS分别为0.38元、0.45元、0.51元, 对应PE 18倍、15倍、13倍。公司是A股火电龙头, 煤价若回调业绩弹性显著, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 煤价或持续上升、下游需求影响、电价波动、费用增长或超预期等。

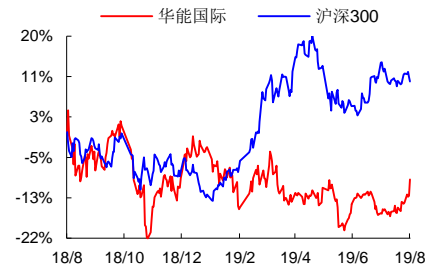
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	169861.16	170059.31	178582.57	185751.56
增长率	11.41%	0.12%	5.01%	4.01%
归属母公司净利润(百万元)	1438.88	6022.38	7008.37	7953.19
增长率	-19.76%	318.55%	16.37%	13.48%
每股收益EPS(元)	0.09	0.38	0.45	0.51
净资产收益率ROE	2.37%	7.93%	8.87%	9.64%
PE	74	18	15	13
PB	1.04	1.12	1.08	1.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@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)	156.98
流通A股(亿股)	105.00
52周内股价区间(元)	5.97-7.95
总市值(亿元)	1,062.76
总资产(亿元)	4,012.93
每股净资产(元)	4.85

相关研究

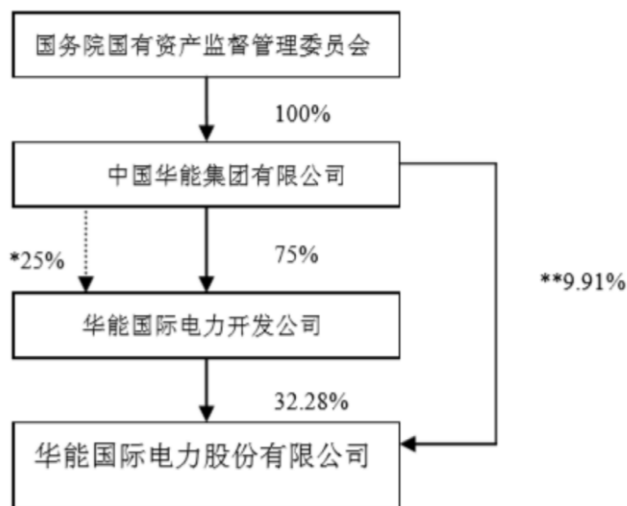
1 公司简介：国内最大的火电上市公司

公司主要是在中国全国范围内开发、建设和经营管理大型发电厂，公司中国境内电厂广泛分布于全国二十六个省、自治区和直辖市；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司，公司于 2001 年在上交所上市，是中国最大的上市发电公司之一。

截至 2018 年底，公司总股本 156.98 亿股，华能国际电力开发公司持有公司 32.28% 股权，中国华能集团间接持有公司 34.12% 股权，公司实际控制人为国务院国资委。

公司的主要业务是利用现代化的技术和设备，利用国内外资金，在全国范围内开发、建设和运营大型发电厂。公司在中国首次引进了 60 万千瓦超临界燃煤发电机组；投运了国内首台单机容量 100 万千瓦及首台数字化百万千瓦超超临界燃煤发电机组，建成了世界上首台使用海水脱硫的百万千瓦燃煤发电机组以及国内最高参数的 66 万千瓦高效超超临界燃煤发电机组，建成了我国首座超超临界二次再热燃煤发电机组，研发了火电厂烟气协同治理技术并在多项环保改造和新建工程中成功应用。

图 1：公司股权结构（截至 2019 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

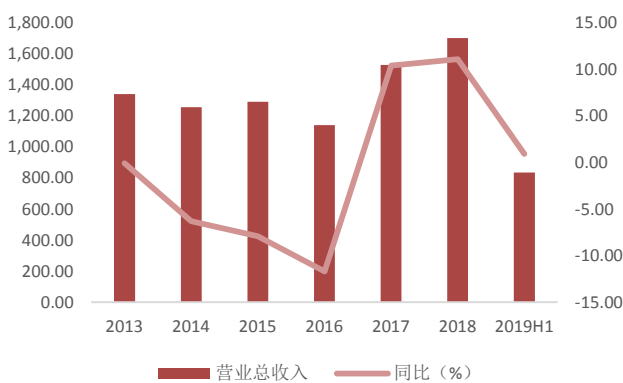
公司资产优良，装机规模全国第一。截至 2018 年底，公司可控发电装机容量为 10599 亿千瓦，权益装机容量 9375.5 亿千瓦，其中天然气发电机组装机容量为 1041.9 万千瓦，占比 9.8%，风电发电机组装机容量为 513.8 万千瓦，占比 4.9%，光伏发电发电机组装机容量为 95.9 万千瓦，占比 0.9%，燃油发电机组装机容量为 60 万千瓦，占比 0.6%，水力发电装机容量 35.2 万千瓦，占比 0.3%，生物质发电机组装机容量为 2.5 万千瓦，占比 0.02%。其余的 83.5% 为燃煤发电机组，装机容量为 8849.8 万千瓦；公司火电资产优良，机组中超过 50% 是 60 万千瓦以上的大型机组，包括 14 台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组、国内最高参数的 66 万千瓦高效超超临界燃煤机组和国内首座超超临界二次再热燃煤发电机组。

2 成本下行电价上升，盈利能力大幅改善

经营业绩：公司 2015-2018 年公司分别实现营业收入 1289 亿元、1138 亿元、1525 亿元和 1699 亿元，同比变化分别为-7.9%、-11.7%、+10.4%和+11.0%；2015-2018 年分别实现归母净利润 137.9 亿元、88.1 亿元、17.9 亿元和 14.4 亿元，同比变化为+13.2%、-36.1%、-82.7%和-17.4%。2019 年上半年公司实现营业收入 834 亿元，同比增长 0.9%，实现归母净利润 38.2 亿元，同比增长 79%。

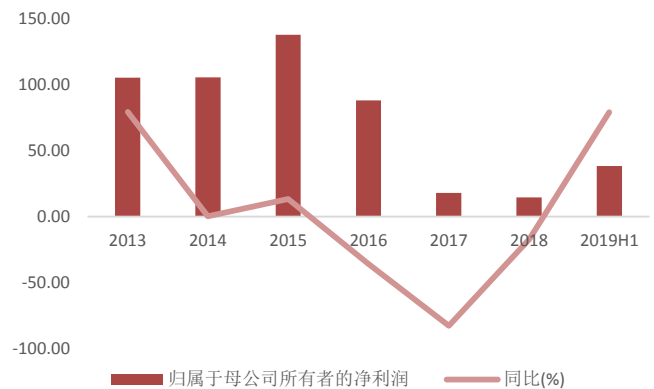
2019 年上半年受益于煤价下跌及电价上涨，公司境内业务盈利改善；新加坡子公司营业收入同比增加 8 亿元，巴基斯坦项目并表增加收入 25.2 亿元，两项海外业务为公司贡献主要收入增长。

图 2：公司 2013 年以来营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2013 年以来归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2015-2018 年综合毛利率分别为 29.0%(+4.0%)、21.5%(-7.5%)、11.3%(-10.2%) 和 11.3% (-0.0%)，2019H1 公司综合毛利率为 16.4%，同比上升 3.3 个百分点。公司业务构成中，99.5%以上的业务收入均来自电力及热力服务。2018 年，公司火电、风电、水电、光伏发电的毛利率分别为 9.8%、52.2%、41.1%和 69.4%。新能源发电机组享受较高的政府补贴，毛利率维持较高水平；火电业务自 2016 年开始，煤价高企公司燃料成本大幅上升，毛利率从高点回落，公司盈利能力逐步下滑。2015-2019H1，公司期间费用率分别为 9.2%、9.0%、8.8%、8.7%和 8.9%，期间费用率较稳定，公司成本管控合理。

表 1：公司 2015-2019H1 电力行业经营数据

	2015	2016	2017	2018	2019H1
发电量 (亿千瓦时)	3205.3	3136.9	3944.8	4304.6	1953.8
上网电量 (亿千瓦时)	3019.8	2958.0	3714.0	4059.4	1850.3
平均含税上网电价 (元/兆瓦时)	443.3	396.6	414.0	418.5	419.5
市场化交易电量	-	-	1248.3	1752.3	875.5
市场化交易占比	-	-	33.6%	43.2%	47.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2015-2018 年公司发电量和上网电量保持同步变化趋势，发电量除 2016 年发电量小幅下降以外，持续呈增长态势。2015-2018 年，公司发电量分别为 3205 亿千瓦时 (+8.9%)、3137 亿千瓦时 (-2.1%)、3945 亿千瓦时 (+25.8%) 和 4305 亿千瓦时 (+9.1%)，上网电

量分别为 3020 亿千瓦时 (+8.8%)、2958 亿千瓦时 (-2.1%)、3714 亿千瓦时 (+25.6%) 和 4059 亿千瓦时 (+9.3%)。

2019 年第二季度、上半年，公司发电量分别下降 11.9%、6.2%。2019 年第二季度，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成发电量 915.4 亿千瓦时，同比下降 11.9%；完成售电量 867.8 亿千瓦时，同比下降 11.5%。2019 年上半年，公司中国境内各运行电厂按合并报表口径完成发电量 1953.8 亿千瓦时，同比下降 6.2%；完成售电量 1850.3 亿千瓦时，同比下降 5.9%。公司近年来每年都有新的机组投产，随着公司未来新增机组投产，发电量和上网电量均有增长潜力。

2016-2018 年公司上网电价分别为 396.6、414.0 和 418.5 元/兆瓦时，2019 年上半年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 419.5 元/兆瓦时，同比增长 0.2%。

市场化交易电量比重持续上升。2017-2018 年，公司市场化交易电量分别为 1248.3 亿千瓦时和 1752.3 亿千瓦时，市场化交易比重分别为 33.6%和 43.2%，2019 年上半年，公司结算市场化交易电量 875.5 亿千瓦时，交易电量比例为 47.1%，比去年同期增长 10.2pp。公司市场化交易较高比重已接近 50%，有利于公司稳定未来综合电价。

表 2：公司历年煤炭采购情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
长协煤+市场煤采购金额 (亿元)	798.5	709.3	597.3	533.6	556.8	920.1	1082.1
长协煤采购金额 (亿元)	218.0	314.3	308.4	253.7	213.9	596.3	586.2
长协煤采购数量 (万吨)	3,747	5,977	6,254	6,312	5,140	10,697	10,804
长协煤采购价格 (元/吨)	581.8	525.9	493.2	401.9	416.2	557.4	542.6
长协煤采购占比	28.1%	44.8%	51.8%	48.3%	39.1%	63.7%	55.1%
市场煤采购金额 (亿元)	580.5	395.0	288.9	279.9	342.9	323.8	495.9
市场煤采购数量 (万吨)	9,600	7,373	5,816	6,744	8,020	6,099	8,823
市场煤采购价格 (元/吨)	604.7	535.8	496.7	415.1	427.6	530.9	562.1
海运费 (元/吨)	51.8	44.0	46.8	40.6	41.2	71.2	53.0
铁路运费 (元/吨)	72.8	97.3	104.9	112.7	105.2	99.9	98.0

数据来源：评级报告，西南证券整理

目前公司长协煤采购数量占比近六成，有效对冲煤价波动风险。从近年来公司煤炭采购量来看，2015~2018 年，公司分别实现原煤采购量 13056 万吨、13160 万吨、16796 万吨和 19627 万吨，其随公司装机规模的提升呈现上升态势。公司煤炭采购主要分为长协煤和市场煤，2015~2018 年，公司长协煤采购量分别为 6312 万吨、5140 万吨、10697 万吨和 10804 万吨。公司为保障其燃料采购稳定性，2017-2018 年长协煤采购比重大幅提升。同期市场煤采购量分别为 6744 万吨、8020 万吨、6099 万吨和 8823 万吨。煤炭采购价格方面，2016 年下半年以来煤炭价格快速提升，受此影响，近年来公司长协煤和市场煤采购单价均呈现逐年增长态势；2015~2018 年，前者分别为 401.9 元/吨、416.2 元/吨、557.4 元/吨和 542.6 元/吨，后者分别为 415.1 元/吨、427.6 元/吨、530.9 元/吨和 562.1 元/吨。

发电煤耗逐年降低，稳定低于行业一般水平。2015-2018 年公司标准煤耗分别为 308.6 克/千瓦时、307.7 克/千瓦时、306.5 克/千瓦时和 307.0 克/千瓦时，公司近年来供电标准煤耗整体持续下降，业务经济性水平较高，有利于发电成本的控制。发电效率方面，公司近三年境内各电厂燃煤机组加权厂用电率分别为 4.6%、4.7%和 4.3%，低于行业一般水平。

3 现金流充足，分红政策稳健

根据公司《华能国际电力股份有限公司未来三年（2018-2020）股东回报规划》，2018-2021 年公司现金分红的具体条件和比例为：在当年盈利及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，采取现金方式分配股利，公司每年以现金方式分配的利润原则上不少于当年实现的合并报表可分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元人民币。

2015-2017 年，公司现金分红占当期归母净利润比例分别为 52%、50%和 88%，2018 年受煤价高企影响，公司归母净利润较去年同期下降，但现金分红数额较上年同期增长 3.3%，在公司利润基数较小年份仍然保持稳定分红。2019 年公司盈利能力明显改善，预计 19 年利润增速有望超过上年同期，高分红可期。若按照可分配利润的 70%且每股派息不低于 0.1 元人民币测算，我们预计对应公司 2019 年分红股息率约 4%，股息率高。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：根据公司在建产能投产规划以及下游用电需求增长情况，预计 2019-2021 年公司发电量增速为 1.5%、5%、4%。

假设 2：根据目前煤价走势，参考上半年毛利率水平，假设后续煤炭供应将逐步宽松，预计 2019-2021 年公司电力及热力毛利率将达到 17%、17%、17%。

其他业务占比有限，影响较小，基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
电力及热力	收入	167,241.0	169,750.0	178,237.1	185,366.6
	增速	12.3%	1.5%	5.0%	4.0%
	毛利率	10.5%	17.0%	17.0%	17.0%
港口	收入	145.0	203.0	233.5	268.5
	增速	-37.6%	40.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	24.4%	24.0%	24.0%	24.0%
运输	收入	53.4	106.7	112.1	116.5
	增速	-27.7%	100.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	收入	2,421.8	2,664.0	2,797.2	2,937.1
	增速	-24.9%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.2%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	169,861.2	170,059.3	178,582.6	185,751.6
	增速	11.4%	0.1%	5.0%	4.0%
	毛利率	11.3%	16.4%	16.4%	16.4%

数据来源：公司公告，西南证券

表 4: 可比公司估值表

公司简称	股价	股本 (亿股)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		PB
				2018	2019E	2020E	2019E	2020E	
华能国际	6.52	157	906	14.4	60.7	70.0	17.0	15.0	1.29
浙能电力	4.32	136	588	40.4	55.2	65.5	10.6	9.0	0.95
大唐发电	3.00	185	467	12.3	33.6	40.0	16.5	13.9	1.26
国电电力	2.55	197	501	13.7	38.1	45.3	13.1	11.1	0.97
华电国际	3.93	99	370	17.0	31.9	41.4	12.2	9.4	0.85

注: 除华能国际外, 采用 Wind 一致预期。数据来源: 公司公告, 西南证券整理

盈利预测与投资建议: 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.38 元、0.45 元、0.51 元, 对应 PE 18 倍、15 倍、13 倍。公司是 A 股火电上市公司龙头, 若煤价回调业绩弹性显著, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 煤价或持续上升、下游需求影响、电价波动、费用增长或超预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	169861.16	170059.31	178582.57	185751.56	净利润	2407.41	7527.98	8760.46	9941.48
营业成本	150659.44	142192.08	149317.12	155320.51	折旧与摊销	19852.41	24941.69	25362.38	25576.89
营业税金及附加	1807.21	1700.59	1785.83	1857.52	财务费用	10470.29	11802.39	11288.54	10544.11
销售费用	42.18	51.02	35.72	37.15	资产减值损失	1146.15	1200.00	1100.00	1100.00
管理费用	4233.22	4115.44	4321.70	4495.19	经营营运资本变动	-7455.06	4884.22	-2996.40	604.56
财务费用	10470.29	11802.39	11288.54	10544.11	其他	2470.69	-3211.48	-2889.07	-2886.68
资产减值损失	1146.15	1200.00	1100.00	1100.00	经营活动现金流净额	28891.89	47144.80	40625.91	44880.36
投资收益	1572.85	1800.00	1800.00	1800.00	资本支出	-799.17	-220.00	-200.00	-150.00
公允价值变动损益	-20.01	0.00	0.00	0.00	其他	-19728.55	3225.12	1800.00	1800.00
其他经营损益	0.00	5.00	5.00	5.00	投资活动现金流净额	-20527.72	3005.12	1600.00	1650.00
营业利润	3648.44	10802.79	12538.68	14202.09	短期借款	-19212.58	2342.87	-25179.18	-29702.12
其他非经营损益	-212.09	-200.00	-200.00	-200.00	长期借款	22517.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	3436.35	10602.79	12338.68	14002.09	股权融资	3921.45	0.00	0.00	0.00
所得税	1028.95	3074.81	3578.22	4060.61	支付股利	-1520.04	-4215.67	-4905.86	-5567.23
净利润	2407.41	7527.98	8760.46	9941.48	其他	-8074.53	-47103.98	-11288.54	-10544.11
少数股东损益	968.53	1505.60	1752.09	1988.30	筹资活动现金流净额	-2368.49	-48976.78	-41373.58	-45813.46
归属母公司股东净利润	1438.88	6022.38	7008.37	7953.19	现金流量净额	6021.95	1173.14	852.33	716.90
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	15832.79	17005.93	17858.26	18575.16	成长能力				
应收和预付款项	32022.12	32199.65	33735.94	35091.98	销售收入增长率	11.41%	0.12%	5.01%	4.01%
存货	9543.69	9194.48	9655.36	10039.57	营业利润增长率	-10.91%	196.09%	16.07%	13.27%
其他流动资产	4400.47	3123.29	3072.30	3151.92	净利润增长率	12.15%	212.70%	16.37%	13.48%
长期股权投资	19370.30	19370.30	19370.30	19370.30	EBITDA 增长率	3.99%	39.96%	3.45%	2.30%
投资性房地产	232.55	232.55	232.55	232.55	获利能力				
固定资产和在建工程	269568.96	246597.43	223185.21	199508.49	毛利率	11.30%	16.39%	16.39%	16.38%
无形资产和开发支出	26228.38	24511.63	22794.89	21078.14	三费率	8.68%	9.39%	8.76%	8.12%
其他非流动资产	26242.20	26208.79	26175.37	26141.95	净利率	1.42%	4.43%	4.91%	5.35%
资产总计	403441.46	378444.05	356080.18	333190.06	ROE	2.37%	7.93%	8.87%	9.64%
短期借款	61038.77	63381.64	38202.46	8500.34	ROA	0.60%	1.99%	2.46%	2.98%
应付和预收款项	16817.26	17505.44	18042.26	18662.63	ROIC	3.36%	5.67%	6.57%	7.50%
长期借款	129548.16	129548.16	129548.16	129548.16	EBITDA/销售收入	20.00%	27.96%	27.54%	27.09%
其他负债	94251.07	73121.91	71545.80	73363.18	营运能力				
负债合计	301655.26	283557.16	257338.68	230074.31	总资产周转率	0.43	0.43	0.49	0.54
股本	15698.09	15698.09	15698.09	15698.09	固定资产周转率	0.69	0.71	0.79	0.90
资本公积	18336.97	18336.97	18336.97	18336.97	应收账款周转率	7.31	6.89	7.06	7.02
留存收益	38987.95	40794.66	42897.17	45283.13	存货周转率	17.19	14.66	15.47	15.40
归属母公司股东权益	83234.63	74829.73	76932.24	79318.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.73%	—	—	—
少数股东权益	18551.57	20057.17	21809.26	23797.56	资本结构				
股东权益合计	101786.20	94886.89	98741.50	103115.75	资产负债率	74.77%	74.93%	72.27%	69.05%
负债和股东权益合计	403441.46	378444.05	356080.18	333190.06	带息债务/总负债	71.79%	77.20%	75.28%	71.30%
					流动比率	0.45	0.51	0.69	1.00
					速动比率	0.38	0.44	0.58	0.85
					股利支付率	105.64%	70.00%	70.00%	70.00%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.38	0.45	0.51
					每股净资产	6.48	6.04	6.29	6.57
					每股经营现金	1.84	3.00	2.59	2.86
					每股股利	0.10	0.27	0.31	0.35
业绩和估值指标									
EBITDA	33971.15	47546.87	49189.60	50323.08					
PE	73.86	17.65	15.16	13.36					
PB	1.04	1.12	1.08	1.03					
PS	0.63	0.62	0.60	0.57					
EV/EBITDA	8.99	5.92	5.20	4.47					
股息率	1.43%	3.97%	4.62%	5.24%					

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。

《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
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@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
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn