

## 竞争加剧叠加疫情影响, 公司业绩承压触底

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2020年半年报。公司2020H1实现营收16.61亿元, 同比下降11.69%, 实现归母净利润0.25亿元, 同比下降74.95%, 其中Q2实现营收9.13亿元, 同比下降4.8%, 实现归母净利润0.13亿元, 同比下降76.98%。
- **疫情影响拖累业绩, 业务转型及新产品导入期毛利率下降。** 1) 收入方面, 公司Q1营收同比下降18.78%, Q2明显收窄, 同比下降4.80%。主要原因是受国内外新冠肺炎疫情影响, 公司及下属子公司复工时间均有延迟, 公司的订单同比有所下降, 从而导致公司上半年度整体经营业绩下滑明显, 但从Q2开始逐渐恢复。 2) 公司2020H1毛利率下降4.34pp至14.09%, 公司营收下降11.69%, 而同期营业成本仅下降8.48%。主要原因在于: 由于下游订单需求较去年同期大幅延迟, 而市场竞争又较为激烈, 同时在产品结构优化过渡期及新能源汽车等新产品前期批量导入过程中, 成本端的规模效应尚未开始显现。 3) 从盈利能力看, 公司2020H1期间费用率下降1.11pp至10.96%, 其中财务费用率下降1.22pp至-0.9%, 系本期汇兑收益增加所致。
- **配股募资7.2亿, 产能扩增蓄力新能源汽车产品。** 7月7日, 公司发布公告拟配股募资不超过7.2亿投入“宁波科宁达基地新建及技改项目”与“中科三环赣州基地新建项目”建设。1) 宁波科宁达基地拟投入3.9亿元, 投产后可进一步提升该基地的烧结钕铁硼磁体生产能力及电镀表面处理能力。2) 中科三环赣州基地新建项目总投资规模为5亿元, 其中中科三环投资3.3亿元, 南方稀土投资1.7亿元。中科三环(赣州)新材料有限公司的股权结构为: 中科三环持有66%股权, 南方稀土持有34%股权。项目建成后可年产各类规格的烧结钕铁硼毛坯5000吨, 并最终形成年产烧结钕铁硼磁体成品3200吨的生产能力。稀土永磁是新能源汽车驱动电机核心材料, 伴随全球新能源汽车放量, 磁材行业需求爆发拐点临近, 行业竞争将持续缓解。伴随特斯拉上海建厂产能释放, 公司作为特斯拉驱动电机永磁材料核心主力供应商将充分受益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.22、2.25、3.12亿元; EPS分别为0.11、0.21、0.29元, 以2020年8月19日股价对应P/E为89X、48X、35X, 看好公司新能源车永磁的布局, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观总需求疲弱、稀土价格剧烈波动, 新能源车放量不及预期, 产能建设进度或不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4034.51	3498.11	4107.28	4996.63
增长率	-3.12%	-13.30%	17.41%	21.65%
归属母公司净利润(百万元)	201.01	122.45	224.59	311.83
增长率	-19.04%	-39.08%	83.42%	38.85%
每股收益EPS(元)	0.19	0.11	0.21	0.29
净资产收益率ROE	4.55%	2.07%	4.32%	6.05%
PE	54	89	48	35
PB	2.37	2.34	2.24	2.12

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇  
执业证号: S1250520070001  
电话: 021-58351893  
邮箱: qiupy@swsc.com.cn

分析师: 刘岗  
执业证号: S1250517100001  
电话: 010-58251918  
邮箱: lg@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)	10.65
流通A股(亿股)	10.65
52周内股价区间(元)	8.77-11.93
总市值(亿元)	108.44
总资产(亿元)	64.66
每股净资产(元)	4.32

### 相关研究

1. 有色行业专题报告: 未来五年钴下游需求测算 (2020-07-27)
2. 有色行业: 白银价格有望趋势上行, 建议关注相关受益标的 (2020-07-24)
3. 有色行业专题报告: 未来五年全球氢氧化锂需求测算 (2020-07-17)
4. 有色行业专题报告: 未来五年全球碳酸锂行业需求测算 (2020-06-24)
5. 有色行业专题报告: 海外三家锂盐企业2020年一季度经营分析及未来扩产计划 (2020-06-01)

## 1 竞争加剧短期业绩承压，新能源带动永磁未来需求

公司为全球最大的钕铁硼永磁体制造商之一，成立至今始终专注于从事钕铁硼行业研发，生产及销售工作。回溯过去 30 多年的发展历程，公司经营风格稳健、持续，战略布局清晰而坚定，是全球范围内的稀土永磁材料龙头公司。公司旗下共有 7 家钕铁硼子公司/联营企业（5 家高端烧结、1 家中端烧结、1 家粘结），烧结毛坯总产能预计超过 1.6 万吨，粘结钕铁硼产能约为 1500 吨，预计未来烧结钕铁硼总产能可达 2.8 万吨（不包括日立南通）。

**产品结构优化过渡期，烧结永磁材料产能进入扩增周期。**2015 年，公司与日立金属合资成立日立金属三环磁材（南通）有限公司，扩增 2000 万吨高端粘结钕铁硼产能；2016 年 10 月 27 日，公司和 Tesla 签署《特斯拉零部件采购通用条款》，采购电机用钕铁硼磁体，于 2016Q4 开始供货，切入新能源汽车永磁材料顶级赛道。2019 年 4 月 21 日，公司拟以增资扩股的方式持有南方稀土 5% 股权并在赣州共同投资设立产能 5000 吨/年高性能烧结钕铁硼生产企业，并于 2020 年 7 月 6 日正式签署协议书。中科三环赣州基地新建项目总投资规模为 5 亿元，其中中科三环投资 3.3 亿元，南方稀土投资 1.7 亿元。中科三环（赣州）新材料有限公司的股权结构为：中科三环持有 66% 股权，南方稀土持有 34% 股权。项目建成后可年产各类规格的烧结钕铁硼毛坯 5000 吨，并最终形成年产烧结钕铁硼磁体成品 3200 吨的生产能力。

**竞争加剧，公司处于业绩底部承压。**回溯过去 30 多年的发展历程，公司经营风格稳健、持续，战略布局清晰而坚定，是全球范围内的稀土永磁材料龙头公司。稀土永磁材料作为国家重点支持和布局的“新材料”，行业自身营收利润的变化和下游应用领域的变迁联系密切，每一次行业的焕然一新，其实是伴随下游 1-2 个新兴应用的放量，比如 2008 年的风电、2009 年节能电机、2012 年汽车 EPS。但是从 2009 年之后的十年里，永磁行业总需求变化较小，行业每年的需求增长维持 5% 左右。整体而言，需求增速远远没有公司扩产和技术进步快，行业进入恶性竞争阶段。从行业周期规律看，永磁行业的反转一定是伴随着下游新的应用领域爆发。我们看好全球新能源汽车持续放量及占比提升对稀土永磁材料的巨大拉动效应，我们认为永磁行业经过持续出清，行业正处于十年大周期反转的底部位置，龙头公司订单将率先突破，享受行业反转的超额红利，而市场份额将持续向龙头公司倾斜，竞争优势进一步拉开，公司作为行业龙头将充分受益。

图 1：公司历史变革：专注钕铁硼主营业务



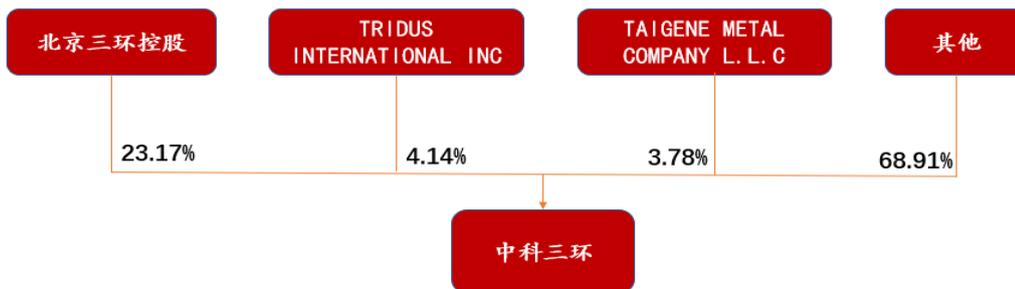
数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

**表 1: 公司钕铁硼业务产能分布: 5 家高端烧结、1 家中端烧结、1 家粘结**

产品工艺	公司名称	参控关系	直接持股比例	产品	2018 年产能 (吨)	预计未来新增产能 (吨)
烧结钕铁硼	天津三环乐喜	子公司	66%	汽车电机、消费电子、VCM、节能电机钕铁硼磁材, 供货特斯拉	6500	5000
	宁波科宁达	子公司	100%	汽车电机、消费电子、VCM、节能电机钕铁硼磁材	6500	-
	北京三环瓦克华	子公司	51%	汽车电机、消费电子、VCM、节能电机钕铁硼磁材	2000	2000
	广东肇庆三环京粤	子公司	64.8%	中端磁材需求	1000	-
	日立金属 (南通)	联营企业	49%		4000	-
	赣州高端稀土磁性材料项目	联营企业	27%	预计: 汽车电机、轨交电机	-	5000
<b>烧结磁材总计 (全部)</b>					<b>20000</b>	<b>12000</b>
粘结钕铁硼	上海三环 (爱普生)	子公司	70%	HDD 消费电子磁材	1500	

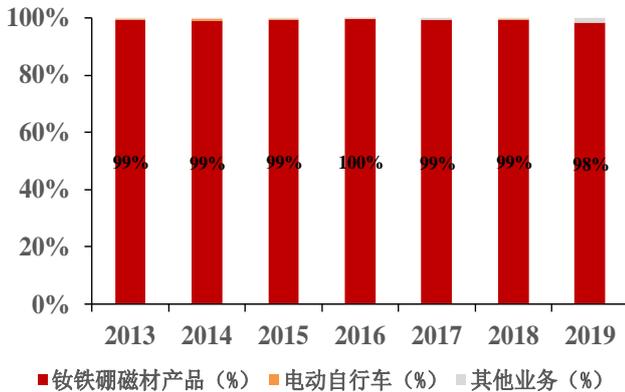
数据来源: 公司公告及官网, 西南证券整理

中科院旗下上市公司, 技术底蕴深厚。公司大股东是北京三环控股有限公司, 持股比例为 23.17%, 其次为 TRIDUS INTERNATIONAL INC (4.14%)、TAIGENE METAL COMPANY L.L.C (3.78%)。公司实际控制人为中国科学院, 为公司的稳定经营与技术支持提供了保障。

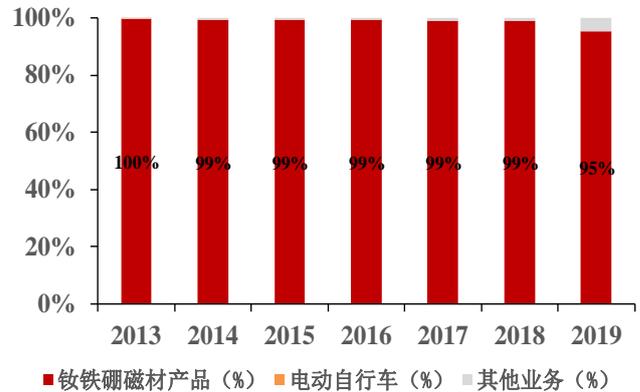
**图 2: 股权结构: 中科院旗下上市公司-北京三环持股比例达 23.17%**


数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

公司主营产品为钕铁硼磁材产品。公司专注钕铁硼磁材主营业务, 2013-2019 年, 公司钕铁硼磁材产品营收占比超 98%, 毛利占比超 95%。公司钕铁硼产品主要运用于传统汽车电机, 新能源汽车驱动电机, 机器人, VCM 硬盘, 工业电机, 节能电机, 电子等。2018 年新能源汽车驱动电机收入占比约 5.5%, 2019 年提升至 10-15%。

**图 3: 2019 年营收占比: 钕铁硼磁材产品 98%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 4: 2019 年毛利占比: 钕铁硼磁材产品 95%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**营收与归母净利润总体均保持平稳。**2019 年公司实现营业收入 40.35 亿元, 同比下降 3.12%, 2015-2019 年 CAGR 为 3.61%; 实现归母净利润 2.01 亿元, 同比下降 19.04%, 2015-2019 年 CAGR 为 -7.54%, 总体保持平稳。公司收入增长较慢, 归母净利润略有下降, 主要为行业内竞争在不断加剧, 产能过剩。预计随着下游新能源汽车的需求增加, 公司在新能源汽车驱动电机领域的规模优势将会显现, 有利于公司业绩的提升。2020H1 公司实现营收 16.61 亿元, 同比下降 11.69%, 实现归母净利润 0.25 亿元, 同比下降 74.95%, 主要受到疫情影响, 公司及下属子公司复工时间均有延迟, 公司的订单同比有所下降。

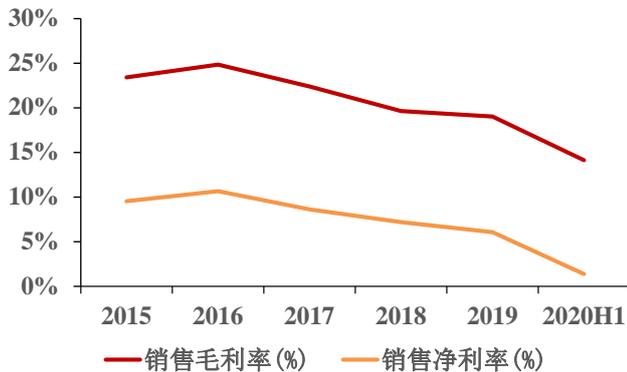
**图 5: 公司 2020H1 营收达 26.61 亿元, 同比下降 11.69%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

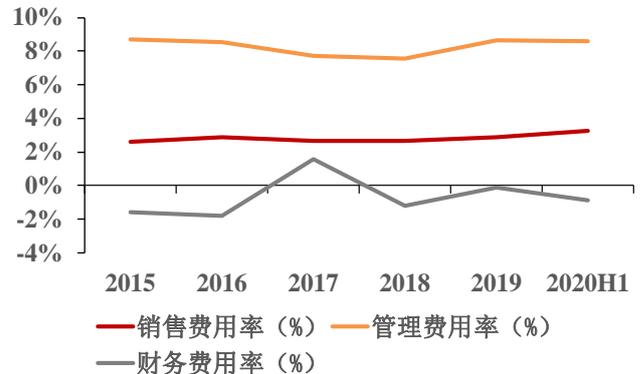
**图 6: 公司 2020H1 归母净利润达 1.34 亿元, 同比下降 74.95%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**竞争加剧促使毛利率下降, 管理费用率出现上升。**2015-2019 年, 公司销售毛利率自 23.42% 下降 4.39pp 至 19.03%, 主要受到行业内竞争加剧的影响。2019 年公司期间费用率上升 2.45pp 至 11.43%, 其中研发费用率上升 0.54pp 至 1.88% 系公司研发投入增加研发投入, 财务费用率上升 1.1pp 至 -0.10%, 系汇兑收益减少所致。公司 H1 毛利率下降 4.34pp 至 14.09%, 系成本端规模效应下降。同时, 公司新能源汽车产品前期投入较大, 处于业务转型期, 对毛利率产生一定程度的影响。公司 H1 期间费用率下降 1.11pp 至 10.96%, 其中财务费用率下降 1.22pp 至 -0.9%, 系本期汇兑收益增加所致。

**图 7：公司 2015-2020H1 毛利率与净利率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 8：公司 2015-2020H1 期间费用率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理（注：管理费用涵盖研发费用）

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

**新能源汽车驱动电机订单测算假设：**2019 年该业务占公司总营业收入 12% 左右，2020 上半年由于疫情影响，销量增速阶段性放缓，毛利率下降。受益于新能源汽车行业景气度提升、高端产品市场份额扩大（特斯拉、宝马、奔驰等）。我们预计 2020-2022 年毛坯产品单价约 38 万元/吨，销量增速在 15%、108%、82%，毛利率分别为 25%、28%、28%。

**传统汽车电机假设：**竞争格局相对稳固，未来总需求空间相对有限。毛坯平均售价相对平稳略有降低，预计 2020-2022 年毛坯产品单价约 34.5 万元/吨、33.8 万元/吨、33.8 万元/吨，销量增速为 -10%、8%、4%，毛利率分别为 14%、15%、15%。

**其他电机假设：**市场竞争激烈，毛坯平均售价相对降低，需求端空间及增量有限。预计 2020-2022 年毛坯产品均价约 27.3 万元/吨、26.5 万元/吨、26.5 万元/吨，销量增速为 -15%、-3%、-8%，毛利率分别为 10%、14%、14%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入、毛利率如下表：

**表 2：中科三环主要产品业务拆分**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
新能源汽车驱动电机	收入	480.0	524.4	1090.8	1985.2
	增速	60%	9%	108%	82%
	毛利率	30%	25%	28%	28%
传统汽车电机	收入	2175.6	1860.1	1968.8	2047.5
	增速	7%	-15%	6%	4%
	毛利率	20%	14%	15%	15%
其他 (VCM 硬盘、节能电机、	收入	1379.0	1113.6	1047.8	963.9

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
消费电子、工业电机等)	增速	-25.0%	-19.3%	-5.9%	-8.0%
	毛利率	15.0%	10.0%	14.0%	14.0%
合计	收入	4034.5	3498.1	4107.3	4996.6
	增速	-3.1%	-13.3%	17.4%	21.7%
	毛利率	19.0%	14.4%	18.0%	20.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.22、2.25、3.12 亿元；EPS 分别为 0.11、0.21、0.29 元，以 2020 年 8 月 19 日股价对应 P/E 为 89X、48X、35X，看好公司在新能源汽车永磁材料产品的积极布局，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值比较

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000970.SZ	中科三环	10.33	0.19	0.11	0.21	0.29	55	89	48	35
600366.SH	宁波韵升	6.19	0.05	0.04	0.05	/	133	155	124	/
300224.SZ	正海磁材	10.18	0.11	0.16	0.20	0.29	84	65	50	35
002056.SZ	横店东磁	11.47	0.09	0.07	0.32	0.42	53	82	19	14

数据来源：wind，西南证券整理（注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.19 日收盘价）

## 3 风险提示

宏观总需求疲弱，稀土价格剧烈波动，新能源车放量不及预期，产能建设进度或不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4034.51	3498.11	4107.28	4996.63	净利润	245.15	112.45	244.59	361.83
营业成本	3266.83	2995.24	3369.72	3998.70	折旧与摊销	117.41	118.53	121.76	127.02
营业税金及附加	21.94	20.77	24.44	29.28	财务费用	-3.93	-3.78	-4.42	-5.69
销售费用	116.24	96.58	114.15	139.41	资产减值损失	4.59	7.00	7.00	10.00
管理费用	272.80	235.39	273.09	334.49	经营营运资本变动	755.08	305.35	-291.25	-431.95
财务费用	-3.93	-3.78	-4.42	-5.69	其他	-589.15	-9.35	-44.50	10.25
资产减值损失	4.59	7.00	7.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>529.15</b>	<b>530.20</b>	<b>33.17</b>	<b>71.46</b>
投资收益	9.35	15.00	10.00	0.00	资本支出	-113.97	-96.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	-4.86	-4.04	-4.45	-4.38	其他	512.36	10.96	5.55	-4.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>398.38</b>	<b>-85.04</b>	<b>-114.45</b>	<b>-124.38</b>
<b>营业利润</b>	<b>332.29</b>	<b>157.88</b>	<b>328.86</b>	<b>486.05</b>	短期借款	20.11	-11.86	0.00	0.00
其他非经营损益	0.20	-8.87	-1.06	-1.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>332.50</b>	<b>149.01</b>	<b>327.80</b>	<b>485.02</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	87.35	36.56	83.22	123.18	支付股利	-95.87	-40.20	-24.49	-44.92
净利润	245.15	112.45	244.59	361.83	其他	-40.41	-11.89	4.42	5.69
少数股东损益	44.14	-10.00	20.00	50.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-116.17</b>	<b>-63.95</b>	<b>-20.07</b>	<b>-39.22</b>
归属母公司股东净利润	201.01	122.45	224.59	311.83	<b>现金流量净额</b>	<b>802.61</b>	<b>381.20</b>	<b>-101.34</b>	<b>-92.15</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1824.75	2205.96	2104.61	2012.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1290.24	1131.15	1314.54	1604.95	销售收入增长率	-3.12%	-13.30%	17.41%	21.65%
存货	1422.73	1289.28	1488.12	1751.87	营业利润增长率	-17.01%	-52.49%	108.30%	47.80%
其他流动资产	91.93	55.65	64.90	78.41	净利润增长率	-17.69%	-54.13%	117.52%	47.94%
长期股权投资	329.88	329.88	329.88	329.88	EBITDA 增长率	-2.49%	-38.84%	63.66%	36.12%
投资性房地产	12.31	12.31	12.31	12.31	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1200.88	1201.64	1219.17	1231.43	毛利率	19.03%	14.38%	17.96%	19.97%
无形资产和开发支出	166.07	142.95	123.83	104.71	三费率	9.55%	9.38%	9.32%	9.37%
其他非流动资产	128.47	128.30	128.14	127.97	净利率	6.08%	3.21%	5.95%	7.24%
<b>资产总计</b>	<b>6467.25</b>	<b>6497.11</b>	<b>6785.49</b>	<b>7253.99</b>	ROE	4.55%	2.07%	4.32%	6.05%
短期借款	311.86	300.00	300.00	300.00	ROA	3.79%	1.73%	3.60%	4.99%
应付和预收款项	675.64	663.62	728.00	873.02	ROIC	5.31%	2.92%	6.07%	7.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.05%	7.79%	10.86%	12.16%
其他负债	95.35	92.51	96.42	102.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1082.85</b>	<b>1056.13</b>	<b>1124.42</b>	<b>1276.00</b>	总资产周转率	0.63	0.54	0.62	0.71
股本	1065.20	1065.20	1065.20	1065.20	固定资产周转率	3.69	3.26	3.94	4.74
资本公积	431.91	431.91	431.91	431.91	应收账款周转率	3.45	3.19	3.75	3.80
留存收益	3061.79	3144.03	3344.13	3611.05	存货周转率	2.22	2.16	2.39	2.45
归属母公司股东权益	4574.56	4641.14	4841.24	5108.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.80%	—	—	—
少数股东权益	809.83	799.83	819.83	869.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5384.39</b>	<b>5440.97</b>	<b>5661.07</b>	<b>5977.99</b>	资产负债率	16.74%	16.26%	16.57%	17.59%
负债和股东权益合计	6467.25	6497.11	6785.49	7253.99	带息债务/总负债	28.80%	28.41%	26.68%	23.51%
					流动比率	4.53	4.71	4.68	4.48
					速动比率	3.14	3.41	3.28	3.04
					股利支付率	47.69%	32.83%	10.90%	14.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.11	0.21	0.29
					每股净资产	4.29	4.36	4.54	4.80
					每股经营现金	0.50	0.50	0.03	0.07
					每股股利	0.09	0.04	0.02	0.04
业绩和估值指标									
EBITDA	445.78	272.63	446.20	607.38					
PE	53.95	88.56	48.28	34.77					
PB	2.37	2.34	2.24	2.12					
PS	2.69	3.10	2.64	2.17					
EV/EBITDA	20.56	32.17	19.89	14.76					
股息率	0.88%	0.37%	0.23%	0.41%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn