

## 下游需求飞速增长，一体化布局筑高护城河

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入3.82亿元，同比增长81.18%；实现归母净利润0.43亿元，同比增长53.91%；实现扣非归母净利润0.38亿元，同比增长48.30%，EPS0.43元，业绩较上年出现较大反转。
- 负极材料一体化趋势确定，头部企业进一步筑高“护城河”。** 根据公司年报披露，石墨化占人造石墨成本50%左右，委外加工单吨成本在2~2.5万元/吨左右。根据GGII测算，若公司在政策支持、电力成本较低的地区实现石墨化自贡，则可降低约0.5万元/吨的成本。目前，公司拥有3000吨石墨化加工项目，已经投产。此外，公司还有12000吨石墨化二期项目正在建设中。今年6月，公司发布公告称公司与遂宁市蓬溪县人民政府签署《关于建设年产能6万吨高端人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目的投资协议书》，计划投资约12亿元。该项目建成投产后，公司石墨化自供比例将超过60%。行业头部公司通过较强的融资能力，积极布局负极材料一体化生产，预计未来能够通过成本优势抢占更大的市场空间，强者恒强。
- 负极材料下游需求爆发式增长，各类产品有的放矢。** 2021年H1，全国动力电池装机量为52.5GWh，同比增长200%。预计2021年、2025年负极材料需求量达到70万吨、200万吨。2020年至2021年复合年均增长率超40%。目前公司处于负极材料供应商的第二梯队，客户质量良好，且储能、电动工具市场迅速增长，该类客户对于负极材料品质要求较低，因此公司原有的中端产能市场同样景气。
- 盈利预测与投资建议。** 公司负极材料业绩将在2020年低基数的基础上高速增长，同时正积极推进新增产能的建设与布局，优化公司产品结构、客户层次，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为80%。考虑公司产能扩张速度领先同业，及未来公司石墨化产线的布局，我们给予公司2022年35倍PE，目标价77元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 在建工程建成及达产进度或不及预期的风险；外协加工风险；原材料价格波动的风险；应收账款风险。

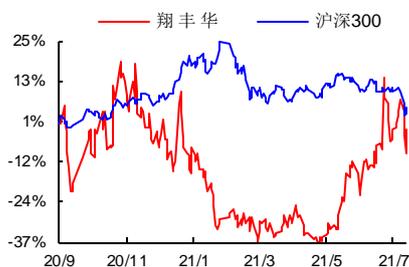
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	416.04	951.84	1772.39	2560.00
增长率	-35.55%	128.79%	86.21%	44.44%
归属母公司净利润(百万元)	45.45	118.44	220.03	287.50
增长率	-26.32%	160.57%	85.78%	30.67%
每股收益EPS(元)	0.45	1.18	2.20	2.88
净资产收益率ROE	4.44%	10.45%	16.55%	18.28%
PE	129	50	27	20
PB	5.73	5.17	4.41	3.73

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通A股(亿股)	0.25
52周内股价区间(元)	38.01-71.5
总市值(亿元)	58.63
总资产(亿元)	17.35
每股净资产(元)	10.56

### 相关研究

## 1 深度绑定优质客户，打造全系列负极产品

公司（300890）成立于2009年，于2017年10月首次在创业板申请上市，2020年7月30日注册。公司主要从事锂电池负极材料的研发、生产和销售，是先进的锂电池负极材料供应商。

近年，公司积极扩充下游客户，现已进入宁德时代（300750）、比亚迪（002594）、LG化学、三星SDI、国轩高科（002074）、孚能科技（688567）、鹏辉能源（300438）、南都电源（300068）、赣锋锂业（002460）、多氟多（002407）等30多家知名公司的供应链。

图1：公司历史沿革

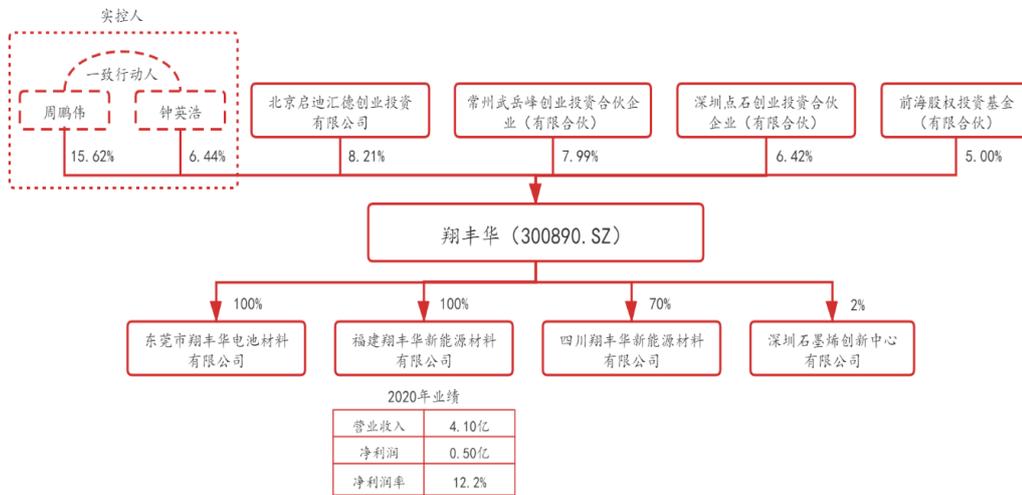


数据来源：公司官网，西南证券整理

**公司控制权较为集中，治理通道顺畅。**公司控股股东、实际控制人为周鹏伟、钟英浩，二人合计持有公司22.06%的股份，其中周鹏伟为公司董事长。此外，公司拥有4个股权超过5%的股东，分别为北京启迪汇德创投、常州武岳峰创投、深圳点石创投、前海股权投资基金，合计持有公司27.62%的股份。

营业收入主要由全资控股子公司福建翔丰华贡献，2020年营业收入达到4.1亿元，占公司总营收的99%。

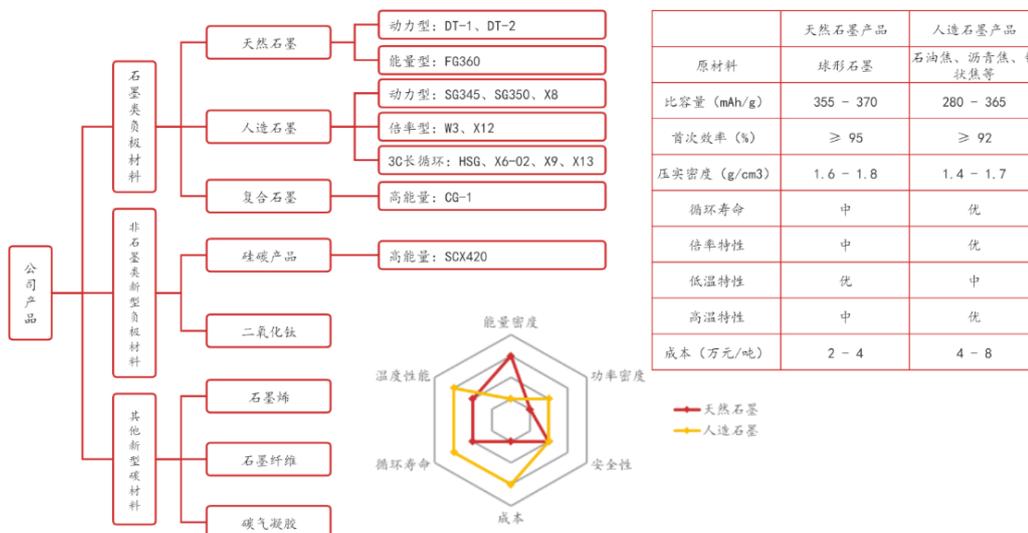
**公司激励体系全面，管理团队目标宏伟。**2021年6月，公司发布了“2021年限制性股票激励计划”，拟向激励对象授予不超过500万股的限制性股票，约占公司股本总额的5%，并将2021年/2022年/2023年公司净利润目标增长率设为60%/70%/80%。

**图 2：公司股权结构及子公司**


数据来源：公司公告、Wind，西南证券整理

公司主要产品分为天然石墨和人造石墨两大类负极材料。产品应用于包括动力（电动交通工具，如新能源汽车、电动自行车等）、3C 消费电子和工业储能等锂电池领域。除石墨类负极材料外，公司开发的非石墨类新型负极材料——硅碳负极处于中试阶段，B 型-二氧化钛、石墨烯等其他新型碳材料产品处于小试阶段。

天然石墨和人造石墨在指标性能和成本上各有优劣。天然石墨加工性能好、比容量和压实密度高，而人造石墨在长循环、高低温、高倍率上各有优势。各电池厂商根据不同时期、不同客户对电池性能的不同要求，结合自身电池技术体系，综合能量密度、功率密度、温度性能、循环寿命、安全性和成本等因素选择制造锂电池的正极材料（钴酸锂、磷酸铁锂、三元）和负极材料（天然石墨、人造石墨或者复合石墨）。

**图 3：公司主要业务**


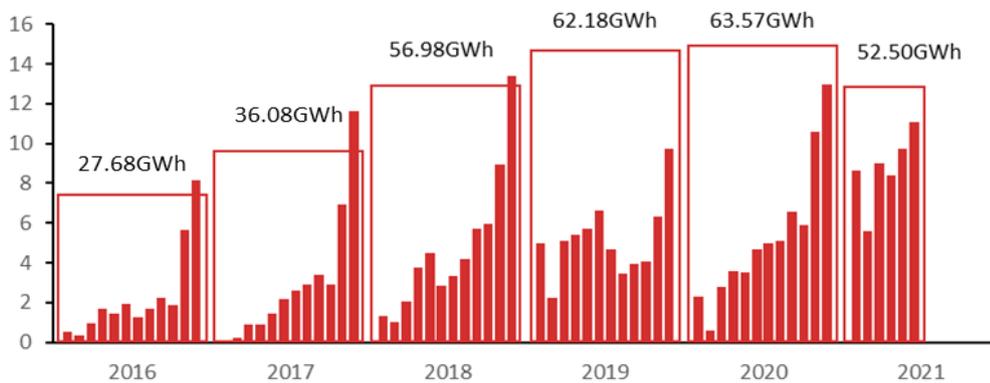
数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 2 下游动力电池需求高增，高端产能迎接量价齐升

2021年动力电池装机量增长迅速，电池厂大幅扩产，负极材料需求激增。2016年至2020年，全国动力电池装机量从27.68GWh增长至63.57GWh，复合年均增长率超过23%。随着爆款车型迭出，电动车销量增长，2021年H1动力电池装机量达到52.50GWh，同比增长134%。预计今年动力电池装机量将在2020年的基础上翻倍，达到100GWh水平。

新能源车市场持续高景气，负极材料需求长期旺盛。据中汽协数据，2021年H1新能源汽车销售120.6万辆，市占率达到9%，较2020年H1上涨超4pct。按照较为保守的预期，2025年新能源车的市占率达到25%，年销量约为250万辆，平均每辆新能源车带电量50kWh，那么动力电池装机量将超过300GWh，复合年均增长率高达38%。

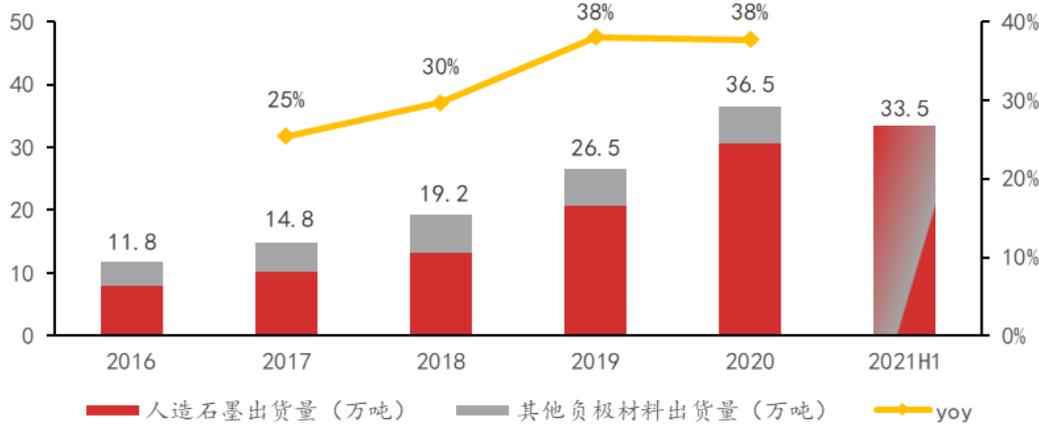
图4：国内动力电池装机量



数据来源：GGII，西南证券整理

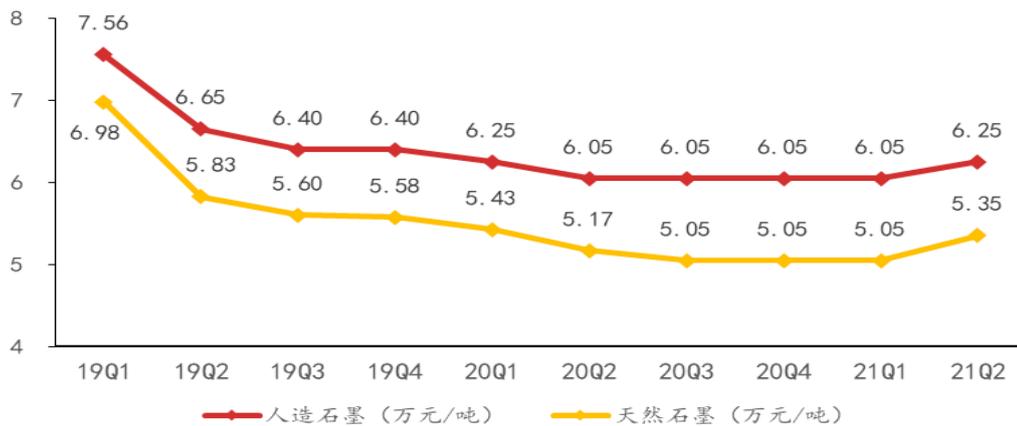
负极材料出货量逐年稳步增长，行业今年将迎来爆发。2016年至2020年，负极材料年出货量从11.8万吨提升至36.5万吨，复合年均增长率33%。2021年H1，国内负极材料出货量为33.5万吨，较2020年H1出货量12.3万吨（GGII数据）同比增长172%。

人造石墨占比持续提升，硅基负极道阻且长。从产品结构来看，2020年人造石墨产品占比进一步提升，市场占比达到84%，以硅基负极为代表的其他负极材料，受到国内圆柱电池产品主要出货型号切换，以及方型动力电池高镍体系升级暂缓的影响，未能实现预期增长，市场占比有所下滑。天然石墨占比出现下降，主要是因为2020年主流电池企业集中采购天然与人造石墨混合料，侧面降低了纯天然石墨的采购。

**图 5：国内负极材料出货量情况**


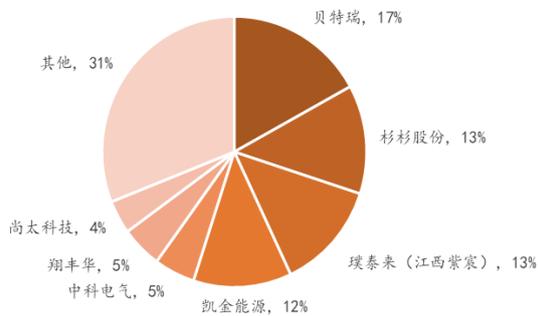
数据来源：GGII，西南证券整理

高质量产品供不应求，Q2 价格呈上升趋势，行业迎来量价齐升。2021 年 Q2 负极材料价格在 Q1 的基础上均有一定程度的上涨，人造石墨价格提升 0.2 万元/吨至 6.25 万元/吨，天然石墨价格提升 0.3 万元/吨至 5.35 万元/吨。

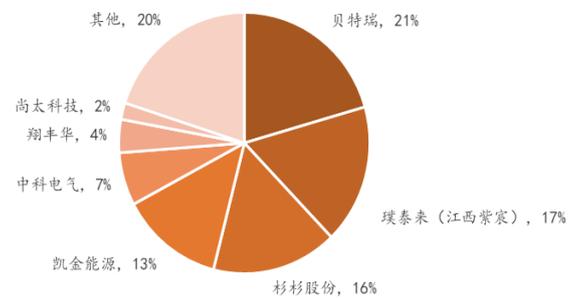
**图 6：国内负极材料价格情况**


数据来源：百川盈孚，西南证券整理

市场集中度进一步提升，石墨化业务布局助推强者恒强。作为锂电池四大主材里行业集中度最高的行业，2020 年，国内负极材料头部供应商市占率进一步提升，CR3 从 43% 升至 54%，CR6 从 65% 升至 78%。贝特瑞为天然石墨行业绝对龙头，人造石墨市场则呈现出杉杉股份和璞泰来双寡头的格局。另外公司与凯金能源、中科星城在 2020 年的出货量也达到了 1 万吨以上。

**图 7：2019 年国内负极材料出货量排名**


数据来源：各公司公告、招股书，西南证券整理

**图 8：2020 年国内负极材料出货量排名**


数据来源：各公司公告、招股书，西南证券整理

**降本**是负极材料行业的主旋律，头部厂商加码石墨化生产。根据公司公告披露，石墨化在负极成本中占比在 50%左右，而绝大多数生产厂家现阶段都选择外协加工。围绕与此，头部的负极企业为了进一步实现降本，开始大力投资石墨化加工项目。2021 年，公司将在现有 3000 吨石墨化产能的基础上，结合自身优势开发新一代箱式炉石墨化加工工艺，推动 12000 吨石墨化建设。

**表 1：2020 年底各负极企业石墨化产能**

企业名称	石墨化产能
杉杉股份	4.7 万吨。原有 0.7 万吨，内蒙古包头年产 10 万吨负极材料一体化项目一期 4 万吨 2019 年 8 月建成投产，2020 年底全部达产。
璞泰来	6 万吨。山东兴丰 1 万吨，内蒙古兴丰 1 万吨。
贝特瑞	3 万吨（宜宾金石 1.5 万吨）。
翔丰华	0.3 万吨已投产，1.2 万吨建设中。
中科电气	2 万吨，另有参股公司 1.5 万吨。
凯金能源	2 万吨。

数据来源：各公司公告，华经情报网，西南证券整理

**龙头公司积极扩产，石墨化配套同步推进，2022 年将普遍实现一体化生产。**2020 年底，头部负极材料厂商产能约为 56.8 万吨，根据现有扩产计划推测，2022 年底头部厂商产能将达到 112.3 万吨，在今年的基础上增加 98%。预计 3 年内头部企业将实现石墨化完全自供，通过成本优势进一步扩大市占率，使得行业马太效应加剧。

**表 2：2020 年底各企业负极材料产能**

企业名称	现有产能 (万吨)	未来扩建产能	扩建后产能 (万吨)
杉杉股份	12	包头拟扩建 6 万吨	18
璞泰来	15	四川拟建设 10 万吨	25
贝特瑞	15	拟扩建 21 万吨。	36
翔丰华	3	福建三明扩建 3 万吨，四川遂宁扩建 6 万吨	12
中科电气	5	拟扩建 4.5 万吨	9.5
凯金能源	6.8	拟扩建 5 万吨	11.8

数据来源：各公司公告，华经情报网，西南证券整理

### 3 业绩高增成今年主旋律，盈利能力进一步凸显

受疫情冲击业绩滑坡，今年营收将现强烈反转。2015年至2019年，随着下游新能源汽车销量增长，公司营业收入从1.30亿元增长至6.46亿元，复合年均增长率超过49%。2020年受疫情影响，公司下游需求下降明显，2020年营收4.16亿元，较2019年下降36%。2021年H1公司营业收入约3.82亿元，同比增长约81%，环比增长85%。受新能源汽车行业周期性影响，预计下半年营业收入将在H1的基础上有进一步增长。

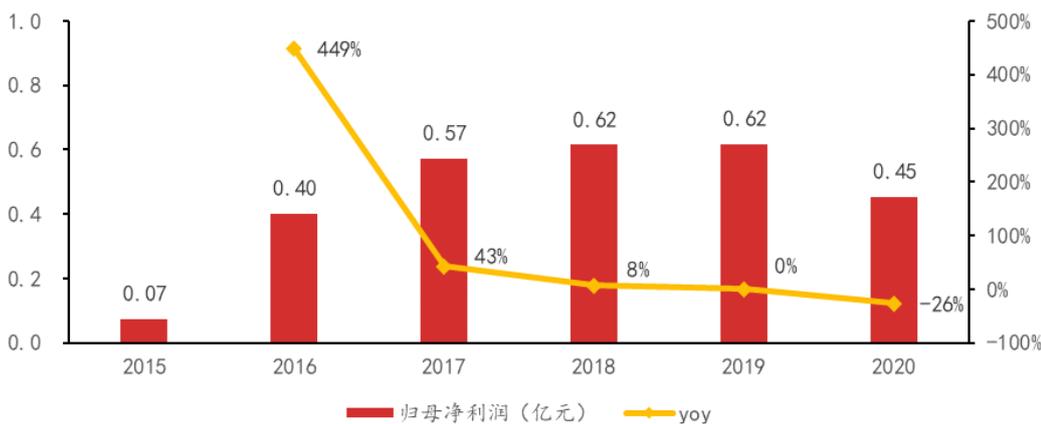
图9：公司营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

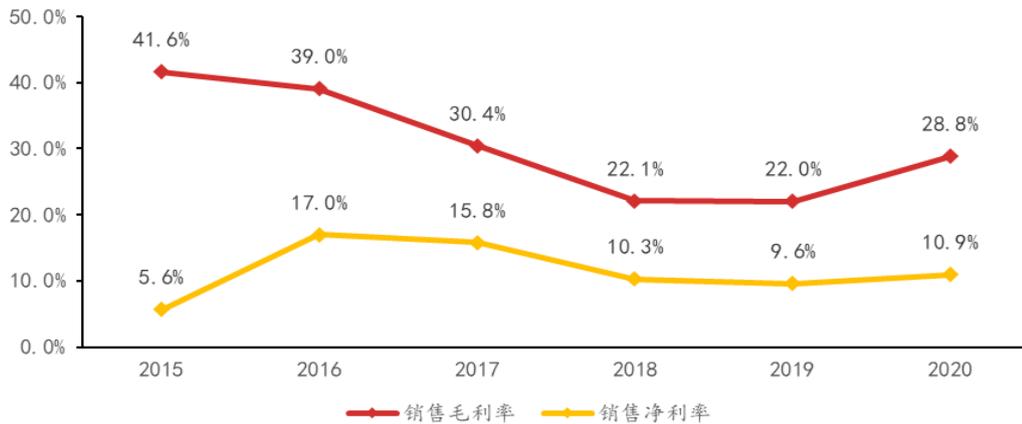
公司归母净利润增长率回正，业绩转好。2015年至2017年，公司归母净利润快速增长，从700万增长至5700万，2017年至2019年受毛利润大幅下降影响，在营收增长的基础上公司归母净利润无明显增长。2020年公司归母净利润4500万，较2019年下降26%。2021年H1公司归母净利润4300万，绝对值略低于2020年全年水平，同比增长53.91%。

图10：公司归母净利润情况



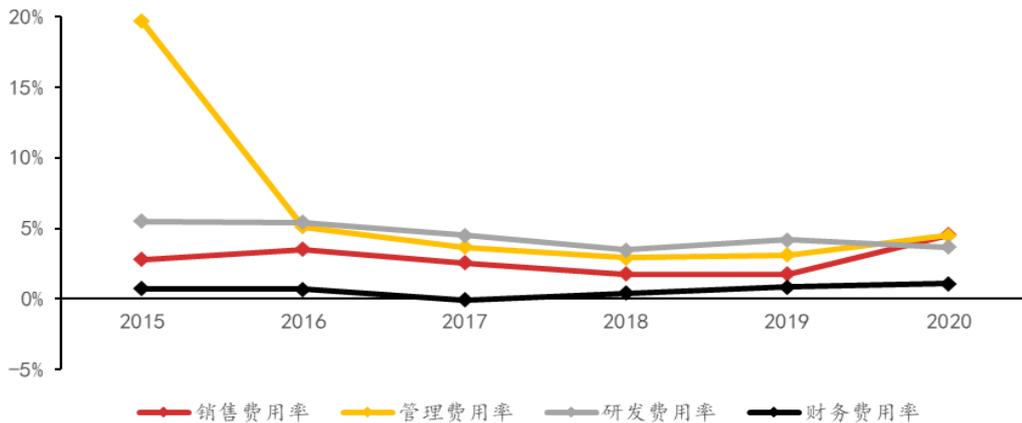
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力向好，需求增长导致毛利率出现转机。2016年起，公司毛利率与净利率走势开始趋于一致。2017年及2018年，主要产品人造石墨受钢铁行业石墨电极需求大幅上升刺激，单位直接材料成本分别同比上涨65%和74%。2020年，公司销售毛利率、销售净利率较2019年均有一定改善，其中毛利率上升明显。2021年H1，受主要原材料焦类大幅涨价影响，毛利率轻微下滑至27%。预计2021年公司通过积极扩充优质客户、开发高附加值产品，从而在市场竞争中维持住较高的毛利率。

**图 11：公司毛利率、净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率稳定，未来随营收增长实现规模经济。公司近年期间费用率维持在10%水平，2020年较2019年上升3.9pct至13.8%，主要由营收下降导致。预计未来公司随着营业收入的升高，期间费用率将呈逐年下降趋势，实现规模经济。

**图 12：公司期间费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司产能利用率提高，下游需求增长导致产销比升高，带动公司营收增长。

假设 2：公司主要焦类原材料价格上行，小幅度侵蚀毛利率。

假设 3：公司新增 3 万吨负极材料产能 2022 年底投产，且新增 1.2 万吨石墨化配套产能于 2022 年投产。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 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		2020A	2021E	2022E	2023E
负极材料	收入	406.7	937.8	1752.7	2534.4
	增速	-36.4%	130.6%	86.9%	44.6%
	毛利率	28.8%	26.0%	25.5%	24.0%
其他	收入	9.4	14.1	19.7	25.6
	增速	51.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	29.7%	22.3%	22.3%	22.3%
合计	收入	416.0	951.8	1772.4	2560.0
	增速	-35.6%	128.8%	86.2%	44.4%
	毛利率	28.8%	25.9%	25.5%	24.0%

数据来源：Wind，西南证券

### 4.2 相对估值

我们选取负极行业的三家头部公司，2021 年三家公司平均 PE 为 51 倍，2022 年平均 PE 为 37 倍。公司积极扩大产能，优化产品结构，同时增加石墨化配套进行降本增效，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 80%。考虑公司扩产节奏领先同行，及未来公司石墨化配套的布局，我们给予公司 2022 年 35 倍 PE，目标价 77 元，首次覆盖给予“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）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300035.SZ	中科电气	23.75	0.25	0.49	0.73	48.06	48.64	32.43
600884.SH	杉杉股份	27.90	0.08	0.98	1.29	212.70	27.61	20.81
603659.SH	璞泰来	140.00	1.35	1.83	2.47	83.50	76.40	56.74
平均值						114.75	50.88	36.66

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

- 1) 在建工程建成及达产进度或不及预期的风险；
- 2) 外协加工风险；
- 3) 原材料价格波动的风险；
- 4) 应收账款风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	416.04	951.84	1772.39	2560.00	净利润	45.45	118.44	220.03	287.50
营业成本	296.24	704.88	1321.06	1946.04	折旧与摊销	21.03	35.22	52.74	61.62
营业税金及附加	2.07	4.16	7.98	17.66	财务费用	4.44	2.54	4.73	6.83
销售费用	18.86	38.07	67.35	89.60	资产减值损失	-1.96	0.98	-1.02	0.35
管理费用	18.68	61.87	113.43	161.28	经营营运资本变动	-17.68	-343.07	-407.57	-139.78
财务费用	4.44	2.54	4.73	6.83	其他	-30.36	-1.96	1.18	-0.27
资产减值损失	-1.96	0.98	-1.02	0.35	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>20.93</b>	<b>-187.86</b>	<b>-129.91</b>	<b>216.26</b>
投资收益	0.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-174.04	-200.00	-300.00	0.00
公允价值变动损益	0.30	0.00	0.00	0.00	其他	-46.20	0.00	0.00	0.00
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>-220.24</b>	<b>-200.00</b>	<b>-300.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>49.81</b>	<b>139.34</b>	<b>258.86</b>	<b>338.24</b>	短期借款	32.30	-28.32	240.38	-86.66
其他非经营损益	2.90	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	300.00	300.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>52.71</b>	<b>139.34</b>	<b>258.86</b>	<b>338.24</b>	股权融资	323.50	0.00	0.00	0.00
所得税	7.26	20.90	38.83	50.74	支付股利	0.00	-9.09	-23.69	-44.01
净利润	45.45	118.44	220.03	287.50	其他	-9.29	-2.54	-4.73	-6.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>346.51</b>	<b>260.04</b>	<b>511.96</b>	<b>-137.50</b>
归属母公司股东净利润	45.45	118.44	220.03	287.50	<b>现金流量净额</b>	<b>146.77</b>	<b>-127.81</b>	<b>82.06</b>	<b>78.76</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	222.99	95.18	177.24	256.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	521.28	1042.84	1767.29	2297.40	销售收入增长率	-35.55%	128.79%	86.21%	44.44%
存货	173.88	347.75	695.95	1004.28	营业利润增长率	-28.20%	179.75%	85.78%	30.67%
其他流动资产	140.20	152.95	172.48	191.22	净利润增长率	-26.32%	160.57%	85.78%	30.67%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.70%	135.26%	78.62%	28.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	403.66	574.58	827.98	772.49	毛利率	28.79%	25.95%	25.46%	23.98%
无形资产和开发支出	59.07	52.94	46.81	40.68	三费率	13.75%	10.77%	10.47%	10.07%
其他非流动资产	35.26	35.25	35.24	35.23	净利率	10.93%	12.44%	12.41%	11.23%
<b>资产总计</b>	<b>1556.35</b>	<b>2301.50</b>	<b>3722.99</b>	<b>4597.32</b>	ROE	4.44%	10.45%	16.55%	18.28%
短期借款	112.30	83.98	324.36	237.70	ROA	2.92%	5.15%	5.91%	6.25%
应付和预收款项	375.09	736.61	1417.33	2130.70	ROIC	6.35%	11.27%	13.03%	13.54%
长期借款	0.00	300.00	600.00	600.00	EBITDA/销售收入	18.09%	18.61%	17.85%	15.89%
其他负债	45.24	47.85	51.90	56.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>532.63</b>	<b>1168.43</b>	<b>2393.59</b>	<b>3024.41</b>	总资产周转率	0.31	0.49	0.59	0.62
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	1.56	2.31	2.65	3.34
资本公积	672.40	672.40	672.40	672.40	应收账款周转率	1.10	1.86	2.05	2.18
留存收益	251.32	360.67	557.01	800.51	存货周转率	1.82	2.69	2.53	2.29
归属母公司股东权益	1023.72	1133.06	1329.41	1572.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.85%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1023.72</b>	<b>1133.06</b>	<b>1329.41</b>	<b>1572.90</b>	资产负债率	34.22%	50.77%	64.29%	65.79%
负债和股东权益合计	1556.35	2301.50	3722.99	4597.32	带息债务/总负债	21.08%	32.86%	38.62%	27.70%
					流动比率	2.16	1.99	1.61	1.57
					速动比率	1.81	1.56	1.21	1.15
					股利支付率	0.00%	7.68%	10.77%	15.31%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.45	1.18	2.20	2.88
					每股净资产	10.24	11.33	13.29	15.73
					每股经营现金	0.21	-1.88	-1.30	2.16
					每股股利	0.00	0.09	0.24	0.44
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	75.28	177.09	316.33	406.69					
PE	128.99	49.50	26.65	20.39					
PB	5.73	5.17	4.41	3.73					
PS	14.09	6.16	3.31	2.29					
EV/EBITDA	74.22	33.80	20.37	15.44					
股息率	0.00%	0.16%	0.40%	0.75%					

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	zfy@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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn