

# 锂电池产业链综合供应商，进军偏光片新蓝海

## 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入99.47亿元，同比增长209.82%；实现归母净利润7.60亿元，同比增长659.15%；实现扣非归母净利润7.24亿元，在2020年H1亏损0.27亿元的基础上出现巨大反转，EPS0.47元。
- **携手巴斯夫，正极业务收入有望节节攀升。** 2020年，公司正极业务营收为38.49亿元，同比增长4.7%，在全球疫情冲击下仍维持正增长。2021年5月，公司通过转让子公司部分股权，实现与全球锂电正极及汽车领域先进企业BASF的合作共赢。公司的子公司杉杉能源借由BASF所拥有的全球领先车企合作资源、全球化产业布局、国际品牌影响力等优势，有望快速融入并抢占全球市场，推进其海外市场开拓。公司客户结构不断优化，正极业务发展前景一片广阔。
- **负极石墨化产能释放，一体化布局降本增利。** 截止目前，公司内蒙古包头10万吨负极材料一体化项目一期产线已全部拉通，依托内蒙古当地电价优势和一体化产线优势实现负极材料降本增利。今年4月，包头负极材料项目二期计划开工建设，规划负极产能6万吨，配套石墨化产能5.2万吨，项目投产后公司负极材料、石墨化产能将有望分别达到18万吨、10万吨，石墨化自供率接近60%。
- **收购LG化学偏光片业务，拥抱新蓝海。** 偏光片是面板材料的重要组成部分，下游市场空间广阔。根据IHS数据，我国LCD面板需要偏光片面积为4.38亿平方米，而2020年我国偏光片产能仅为2.07亿平方米，供需缺口达2.31亿平方米。随着LCD偏光片业务的正式并表，公司业务翻开新篇章。根据公司公告披露，2021年H1，公司新增偏光片业务实现归母净利润5.1亿元，占归母净利润比重为67%，带来较大业绩贡献。未来，伴随公司偏光片生产线的投产完成，业务规模有望持续扩大。
- **盈利预测与投资建议。** 我们选取负极材料、正极材料和偏光片行业的三家主流公司，2021年三家公司平均PE为50倍，2022年平均PE为36倍。公司各项业务将继续保持高速增长，同时公司大力加码新兴产业，优化公司产品结构，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68%。考虑公司利润主要由偏光片业务贡献，及未来公司各项业务的均衡发展，我们给予公司2021年35倍PE，目标价40.95元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原材料价格上涨的风险；新产品和新技术开发进展滞后的风险；汇率波动的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8215.90	23338.23	29542.74	38931.39
增长率	-5.35%	184.06%	26.59%	31.78%
归属母公司净利润(百万元)	138.00	1912.82	2355.10	3211.48
增长率	-48.85%	1286.06%	23.12%	36.36%
每股收益EPS(元)	0.08	1.17	1.45	1.97
净资产收益率ROE	1.48%	12.96%	14.01%	16.34%
PE	337	24	20	14
PB	3.75	3.42	2.98	2.54

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)	16.28
流通A股(亿股)	16.28
52周内股价区间(元)	10.11-33.47
总市值(亿元)	481.89
总资产(亿元)	368.21
每股净资产(元)	7.90

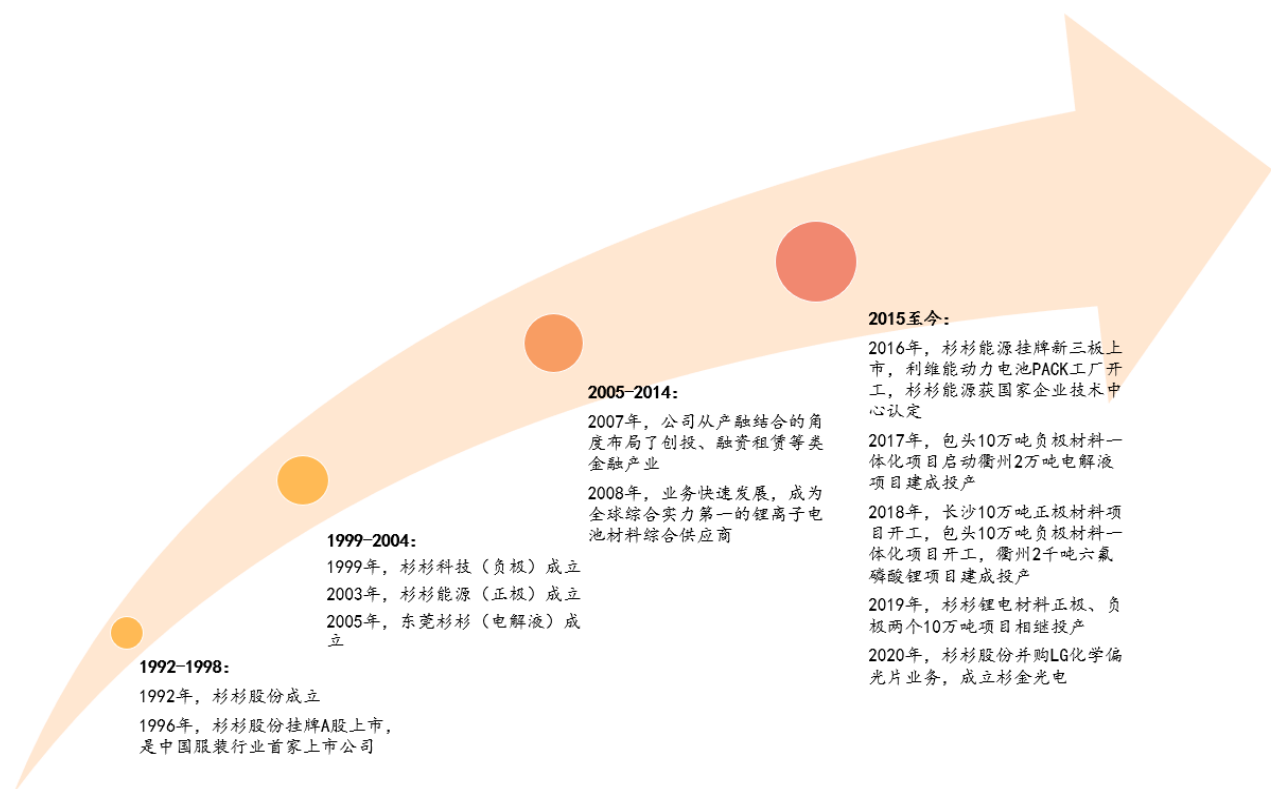
## 相关研究

## 1 锂电池产业链综合供应商，进军偏光片新蓝海

宁波杉杉股份有限公司（简称“杉杉股份”）成立于 1992 年，于 1996 年 1 月上交所上市，并实现由国内第一家上市的服装企业转型为新能源产业领军企业。公司现主要覆盖锂离子电池材料、电池系统集成(包括锂离子电容、动力电池 PACK)、能源管理服务和充电桩建设等新能源业务。经过多年发展，杉杉股份已经成为全球规模最大的锂离子电池材料综合供应商，并一直致力于将公司打造成为全球新能源产业的领导者。

公司发展历程大致可分为 4 个阶段：①1992-1998 年为公司初创期，占据国内服装行业领先地位；②1999-2004 年为公司战略转型期，相继覆盖正极、负极、电解液业务，前瞻布局新能源产业；③2005-2014 年，公司在新能源领域持续研发投入、持续并购、持续超越；④2015 年至今，公司开启“全球新能源领导者”新征程，分别布局了电池系统集成、能源管理服务、充电桩建设及新能源汽车运营等业务，并购 LG 化学偏光片业务实现高端偏光片国产化，形成“双主业、双驱动”发展新格局。截止目前，公司已积累 ATL、宁德时代、比亚迪、LG 化学、亿纬锂能、国轩高科、力神、蜂巢能源等行业优质客户。

图 1：公司历史沿革

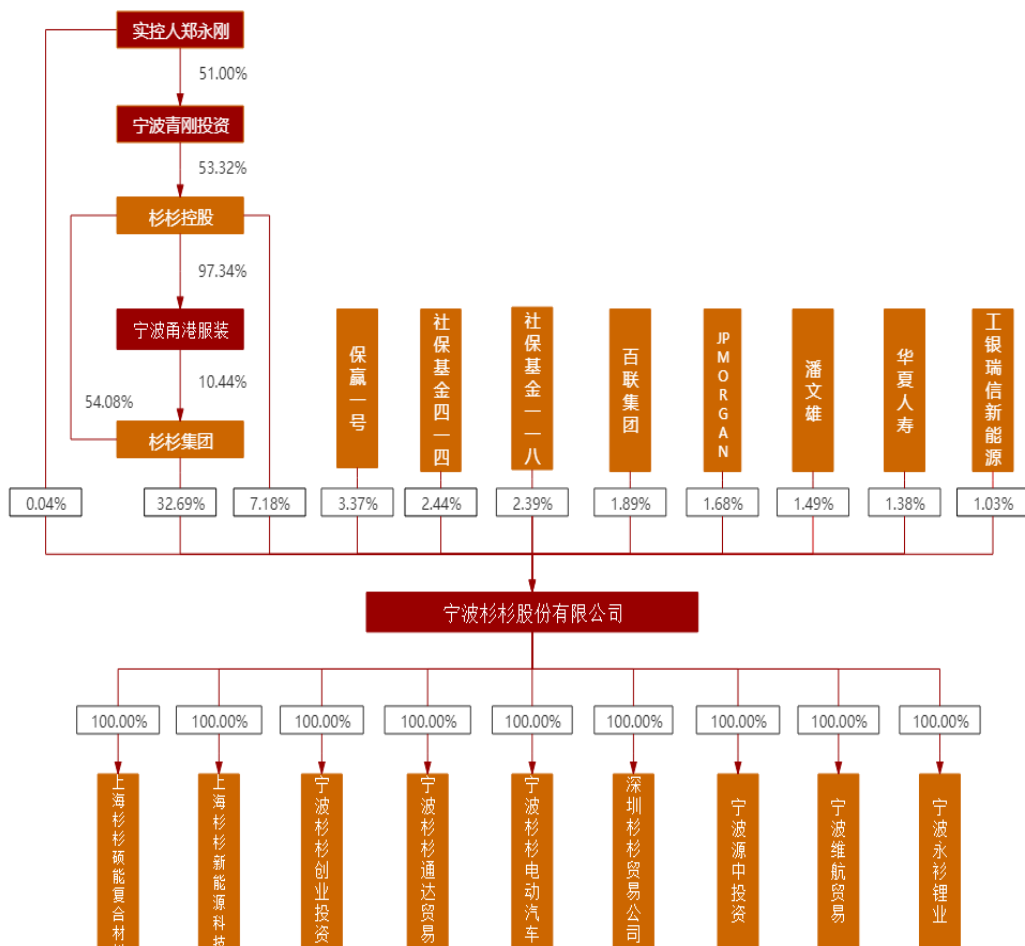


数据来源：Wind，西南证券整理

公司实际控制人为董事长郑永刚先生，亦为公司第一大股东杉杉集团、第二大股东杉杉控股实控人。截止 2020 年底，郑永刚先生通过“直接+间接”持股方式合计持股 39.91%。此外，公司参控 33 家子公司，其中 9 家为全资子公司，并参控多家孙公司，公司规模持续扩大。

员工激励充分，业绩考核指标彰显发展信心。2019 年 7 月，公司公告股票期权激励计划草案，拟对董事、高级管理人员和核心技术人员等 128 人实施激励。业绩考核层面，若达到行权条件，公司 2021 年营业收入复合增长率需达到 10%-20%，彰显公司对未来发展的信心。

**图 2：公司股权结构及子公司**

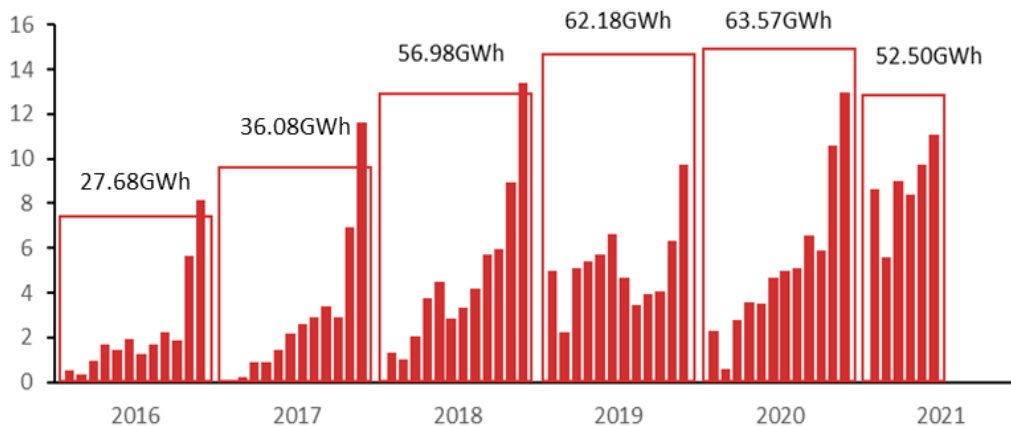


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 新能源汽车销量高增，多业务布局享受行业红利

2021 年动力电池装机量增长迅速，电池厂大幅扩产，上游材料需求激增。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。此外，叠加未来消费电子回暖、电化学储能占比持续提升，锂电池原材料需求量将大幅增加。

图 3：国内动力电池装机量

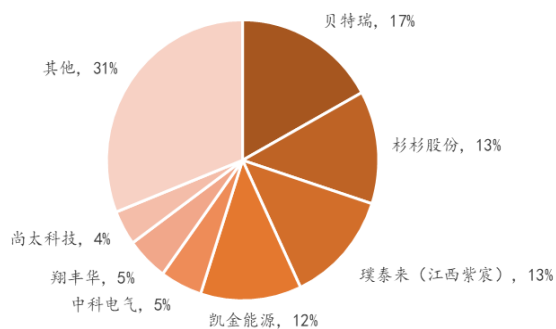


数据来源：GGII，西南证券整理

公司拥有正极、负极、电解液等多项相关业务，正随行业扩张实现利润的跨越式增长。

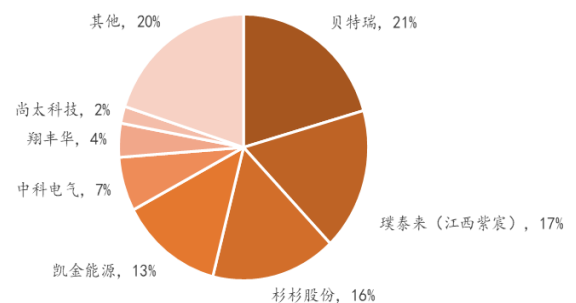
公司现为负极材料龙头，占 2020 年全国负极材料出货量比重 16%，位列第三。2021 年 H1 公司负极业务表现依旧亮眼，实现出货量 4.2 万吨，同比增长 107.79%，同时凭借高容量快充材料打入全球供应链，对海外客户出货量同比增长 131%。报告期内负极公司实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 829%。主要得益于负极一体化项目降本增效和产品销量的显著增长。

图 4：2019 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 5：2020 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

公司押注三元路线，优化原材料供应体系撑起利润空间。公司 2021 年 H1 三元正极出货 1.7 万吨，同比增长 85%，并实现归母净利润 1.8 亿元，同比增长 1039%。在报告期内，原材料钴和锂等产品价格大幅上涨，带动正极材料价格提升，公司通过提前布局，优化供应链体系和采购结构，使得公司正极材料售价增幅高于成本增幅，因此单吨毛利同比大幅提升。

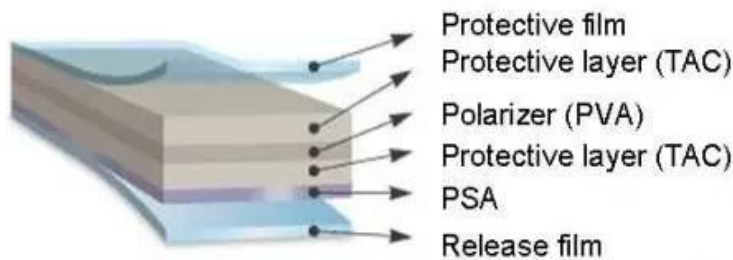
六氟磷酸锂价格翻倍助力电解液业务毛利率激增。2021 年 H1 公司电解液业务出货量达 0.5 万吨，受限于添加剂 VC 供应紧张，同比略有下降。报告期内，电解液业务实现归母净利润 0.4 亿元，实现扭亏为盈并且贡献大额利润，主要受益于六氟磷酸锂价格从年初的 10 万元/吨增长至当下的 40 万元/吨，毛利率大幅提升。

### 3 收购 LG 化学偏光片业务，积极扩张产线稳中求进

偏光片是显示面板关键材料之一。偏光片的基本结构包括:最中间的 PVA(聚乙烯醇), 两层 TAC(三醋酸纤维素), PSAfilm(压敏胶), Releasefilm(离型膜)和 Protectivefilm(保护膜)。

偏光片行业的上游为原材料供应商, 如 PVA、TAC、离型膜、压敏胶等, 中游为 TFT-LCD 偏光片, 下游主要为液晶显示面板应用的各类终端产品, 如手机、电脑、车载电、TV。

图 6: 偏光片的结构及特性说明

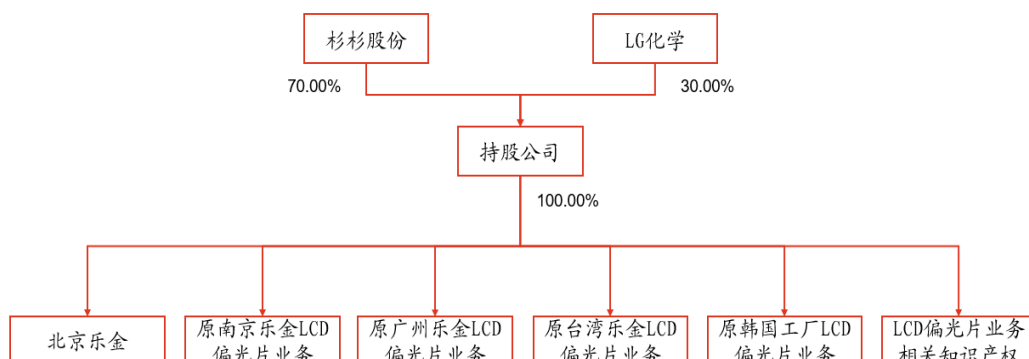


数据来源: 涂布在线资讯, 西南证券整理

**收购 LG 化学偏光片业务, 开启新篇章。**公司于 2021 年 2 月 1 日完成收购 LG 化学旗下 LCD 偏光片业务的交割, 并即日起将北京乐金 100%股权、南京乐金 LCD 偏光片业务、广州乐金 LCD 偏光片业务、原 LG 化学持有的 LCD 偏光片资产以及 LCD 偏光片业务有关知识产权纳入公司合并范围。公司通过增资方式取得 LG 化学在中国境内出资的持股公司（杉金光电）70%股权, 由 LG 化学持有剩余 30%股权。

2021 年 2 月至 6 月, 公司偏光片业务收入 45.7 亿元, 实现归母净利润 5.1 亿元, 利润贡献占比高达 67%。

图 7: 公司收购 LG 化学后产权结构关系图



数据来源: Wind, 西南证券整理

**产线布局进度加快, 产能优势持续扩大。**公司于 2021 年 3 月及 6 月, 合计规划建设四条偏光片生产线, 以及配套后加工设备、动力及环保设施。项目将沿用与原 LG 化学旗下韩国梧仓、中国南京及广州工厂相同的工艺和设备, 并利用其多年从事偏光片生产制造经验, 根据市场需求进行技术工艺改进, 以确保其先进性。截止目前, 公司偏光片业务已布局十二

条偏光片生产线，广州现存一条 2600mm 产线、一条 1500mm 在 2020 年投产，并有望在今年年底产能利用率达到 80% 以上；南京现存两条 2300mm 产线、两条 1500mm 产线，产能利用率接近拉满；韩国梧仓现存两条 2300mm 产线，后续计划转移到广州。公司偏光片生产线持续布局，产能扩张充分，达产后业绩有望持续提升。

**表 1：公司偏光片业务产线规划情况**

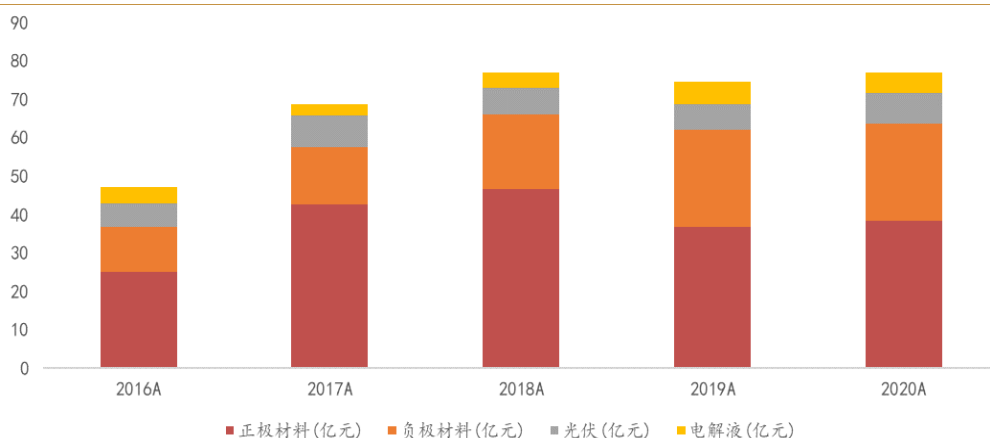
产线分布地区	产能情况	产能规模	投产时间	建设周期	计划投资额
张家港	2 条 1490mm 宽幅 LCD 用偏光片生产线	4000 万平方米/年	2021 年 9 月	27 个月	固定资产 21.87 亿元
绵阳	2 条偏光片生产线(2250mm 和 1490mm 各 1 条)	5000 万平方米/年	2021 年 12 月	21 个月	固定资产 35 亿元，流动资产 15 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 公司盈利能力恢复，经营业绩迎来强势反弹

公司 2020 年全年实现营业收入 82.16 亿元，同比下降 5.35%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比下降 48.85%；实现扣非归母净利润-1.64 亿元，上市以来首次出现亏损。其原因为公司非核心业务（充电桩、服装、储能）受疫情影响业绩有所下滑，进而导致公司整体业绩表现欠佳。

**图 8：公司各业务营收占比历年变化**

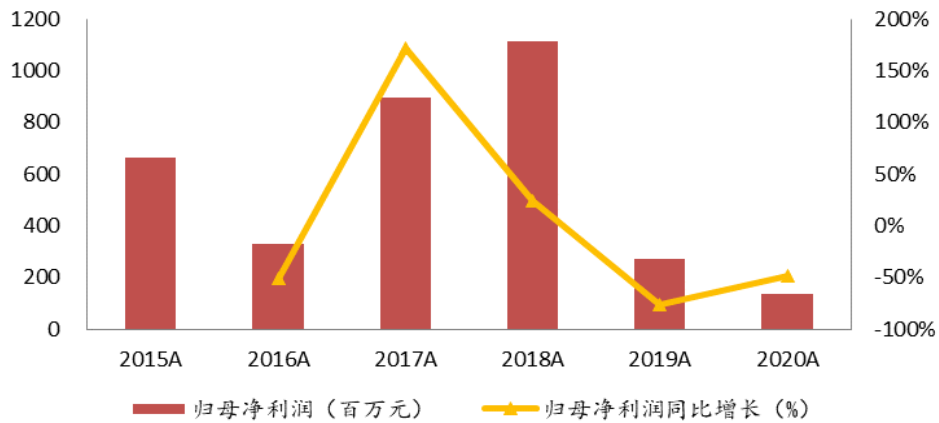


数据来源：Wind，西南证券整理

**双轮驱动，业绩反转成今年主基调。**2021 年 H1 公司实现营业收入 99.47 亿元，同比增长 209.82%；实现归母净利润 7.60 亿元，同比上升 659.15%。公司业绩的高速增长得益于锂电池材料的出货量恢复以及偏光片业务的收购合并。未来下游新能源汽车市场高景气度将延续带动公司正极材料和负极材料销售的稳步放量。



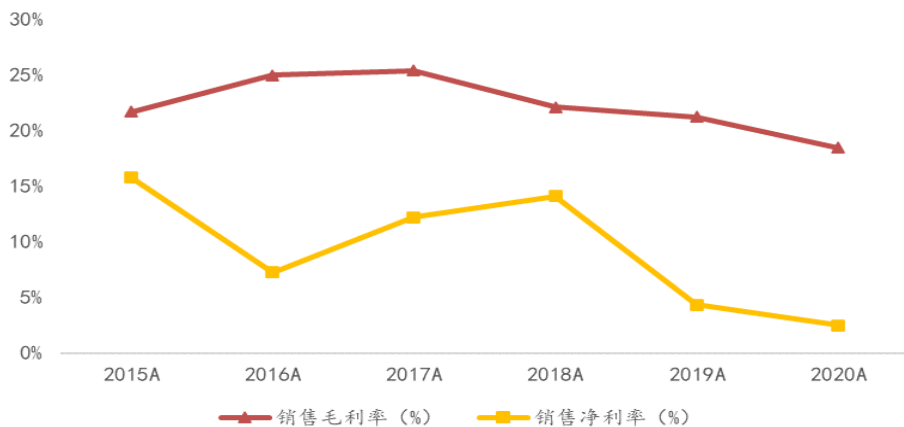
图 9：公司历年归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

**毛利率、净利率迎来上升拐点。**公司近年盈利水平成震荡下行趋势，2017 年、2018 年公司销售净利率相对较高，主要得益于投资净收益的增加。2021 年 H1 公司销售毛利率达到 24.5%，接近历史最高水平。公司销售净利率达到 8.8%，较 2020 年出现大幅回升，主要得益于规模效应带来的期间费用率的下降。

图 10：公司历年毛利率、净利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，新产能扩充带动公司营收增长，产能利用率达到 90%以上。

假设 2：未来三年，三元正极材料业务有望随着下游需求的扩张实现量价齐升。国内三元正极材料出货量有望持续增加。预计三元正极材料单价以 10%、5%、5%增长；国内三元正极材料出货量以 30%、10%、10%增长；公司正极材料市占率分别为 6.5%、7.0%、7.0%。

假设 3：未来三年，人造石墨材料单价有望恢复至 2019 年水平，国内人造石墨出货量及其占比有望持续增加，公司规模将逐步扩大。预计人造石墨单价以 2%、4%、0%增长；国内人造石墨出货量以 30%、40%、20%增长；人造石墨占比分别为 85%、87%、89%；公司负极材料市占率维持 2020 年水平。

假设 4：根据产能扩张计划，公司新增偏光片业务收入有望以 20%复合增速增长，毛利率维持在 40%水平。

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 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
正极材料	收入	3848.7	5815.0	7232.9	8354.0
	增速	4.7%	51.1%	24.4%	15.5%
	毛利率	12.4%	14.0%	13.5%	13.0%
负极材料	收入	2518.0	4090.0	5818.1	7311.3
	增速	-1.0%	62.4%	42.3%	25.7%
	毛利率	27.7%	30.0%	28.0%	28.0%
光伏	收入	791.6	1029.0	1389.2	1944.9
	增速	19.2%	30.0%	35.0%	40.0%
	毛利率	16.3%	10.0%	15.0%	15.0%
电解液	收入	548.9	768.4	1075.8	1506.1
	增速	-4.2%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	14.0%	20.0%	18.0%	18.0%
偏光片	收入		11000.0	13200.0	18700.0
	增速			20.0%	41.7%
	毛利率		22.0%	20.0%	19.0%
其他主营业务	收入	508.8	635.9	826.8	1115.1
	增速	178.5%	25.0%	30.0%	34.9%
	毛利率	26.1%	24.6%	26.2%	27.8%
合计	收入	8215.9	23338.2	29542.7	38931.4
	增速	71.2%	184.1%	26.6%	31.8%
	毛利率	18.4%	20.9%	19.9%	19.4%

数据来源：Wind，西南证券



## 5.2 相对估值

我们选取负极材料、正极材料和偏光片行业的三家主流公司，2021 年三家公司平均 PE 为 50 倍，2022 年平均 PE 为 36 倍。公司各项业务将继续保持高速增长，同时公司大力加码新兴产业，优化公司产品结构，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 68%。考虑公司利润主要由偏光片业务贡献，及未来公司各项业务的均衡发展，我们给予公司 2021 年 35 倍 PE，目标价 40.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 3：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
603659.SH	璞泰来	147.05	1.35	2.06	2.85	83.50	71.38	51.55
600487.SH	当升科技	73.46	0.85	1.43	1.93	76.43	51.32	38.07
002876.SZ	三利谱	57.28	0.94	2.07	2.94	52.33	27.64	19.47
平均值						70.75	50.11	36.36

数据来源：Wind，西南证券整理

## 6 风险提示

- 1) 上游原材料价格涨价的风险；
- 2) 新产品和新技术开发进展滞后的风险；
- 3) 汇率波动的风险。

**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	8215.90	23338.23	29542.74	38931.39	净利润	205.13	1962.82	2405.10	3261.48
营业成本	6702.63	18464.00	23678.44	31371.94	折旧与摊销	574.68	906.03	1407.42	1840.11
营业税金及附加	49.04	135.48	170.43	268.63	财务费用	278.75	67.22	85.09	112.14
销售费用	302.06	466.76	590.85	778.63	资产减值损失	-75.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	505.44	1867.06	2156.62	2530.54	经营营运资本变动	-634.93	-5215.92	-2488.09	-3639.98
财务费用	278.75	67.22	85.09	112.14	其他	-18.43	-10.91	1.01	-1.65
资产减值损失	-75.92	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>329.29</b>	<b>-2290.76</b>	<b>1410.53</b>	<b>1572.10</b>
投资收益	388.53	0.00	0.00	0.00	资本支出	-741.25	-6980.00	-6500.00	-6000.00
公允价值变动损益	3.33	1.40	1.72	1.88	其他	1403.37	87.86	1.72	1.88
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>662.12</b>	<b>-6892.14</b>	<b>-6498.28</b>	<b>-5998.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>308.76</b>	<b>2339.09</b>	<b>2863.01</b>	<b>3871.40</b>	短期借款	-950.12	9543.68	6175.86	5948.05
其他非经营损益	-45.90	-29.89	-33.48	-34.35	长期借款	1070.29	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>262.85</b>	<b>2309.20</b>	<b>2829.53</b>	<b>3837.04</b>	股权融资	14.63	-20.00	0.00	0.00
所得税	57.72	346.38	424.43	575.56	支付股利	-134.73	-27.60	-382.56	-471.02
净利润	205.13	1962.82	2405.10	3261.48	其他	-465.75	-1062.68	-85.09	-112.14
少数股东损益	67.13	50.00	50.00	50.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-465.69</b>	<b>8433.39</b>	<b>5708.21</b>	<b>5364.89</b>
归属母公司股东净利润	138.00	1912.82	2355.10	3211.48	<b>现金流量净额</b>	<b>518.55</b>	<b>-749.51</b>	<b>620.45</b>	<b>938.86</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	3083.33	2333.82	2954.27	3893.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4052.73	10480.92	13488.85	17954.56	销售收入增长率	-5.35%	184.06%	26.59%	31.78%
存货	1622.00	4634.23	5962.76	7926.71	营业利润增长率	-17.13%	657.58%	22.40%	35.22%
其他流动资产	1950.95	3935.64	4981.65	6564.45	净利润增长率	-45.32%	856.85%	22.53%	35.61%
长期股权投资	2750.60	2750.60	2750.60	2750.60	EBITDA 增长率	4.52%	185.01%	31.49%	33.71%
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	6808.05	13001.49	18193.53	22452.87	毛利率	18.42%	20.89%	19.85%	19.42%
无形资产和开发支出	968.94	856.10	763.26	670.42	三费率	18.00%	10.29%	9.59%	8.79%
其他非流动资产	3304.05	3297.43	3290.81	3284.19	净利率	2.50%	8.41%	8.14%	8.38%
<b>资产总计</b>	<b>24540.66</b>	<b>41290.23</b>	<b>52385.73</b>	<b>65496.94</b>	ROE	1.48%	12.96%	14.01%	16.34%
短期借款	2596.82	12140.49	18316.36	24264.40	ROA	0.84%	4.75%	4.59%	4.98%
应付和预收款项	3330.85	8718.48	11192.24	14940.36	ROIC	4.35%	11.64%	8.92%	9.26%
长期借款	2673.33	2673.33	2673.33	2673.33	EBITDA/销售收入	14.15%	14.19%	14.74%	14.96%
其他负债	2032.40	2609.13	3032.46	3657.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10633.40</b>	<b>26141.44</b>	<b>35214.40</b>	<b>45535.14</b>	总资产周转率	0.33	0.71	0.63	0.66
股本	1628.01	1628.01	1628.01	1628.01	固定资产周转率	1.55	2.48	1.89	1.92
资本公积	3600.46	3580.46	3580.46	3580.46	应收账款周转率	2.59	3.86	2.96	2.98
留存收益	6505.84	8391.07	10363.60	13104.07	存货周转率	4.36	5.75	4.40	4.46
归属母公司股东权益	12408.00	13599.53	15572.07	18312.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	57.49%	—	—	—
少数股东权益	1499.26	1549.26	1599.26	1649.26	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13907.26</b>	<b>15148.80</b>	<b>17171.33</b>	<b>19961.80</b>	资产负债率	43.33%	63.31%	67.22%	69.52%
负债和股东权益合计	24540.66	41290.23	52385.73	65496.94	带息债务/总负债	49.56%	56.67%	59.61%	59.16%
					流动比率	1.56	0.96	0.87	0.87
					速动比率	1.33	0.75	0.68	0.68
					股利支付率	97.63%	1.44%	16.24%	14.67%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.08	1.17	1.45	1.97
					每股净资产	7.62	8.35	9.57	11.25
					每股经营现金	0.20	-1.41	0.87	0.97
					每股股利	0.08	0.02	0.23	0.29
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1162.19	3312.34	4355.53	5823.64					
PE	336.80	24.30	19.74	14.47					
PB	3.75	3.42	2.98	2.54					
PS	5.66	1.99	1.57	1.19					
EV/EBITDA	39.36	16.82	14.07	11.38					
股息率	0.29%	0.06%	0.82%	1.01%					

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  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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

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。

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
	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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	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	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn