

组件出货量大增，大尺寸产品占比提升

投资要点

- **业绩总结:** 2021上半年公司实现营收 201.88 亿元，同比增长 60.91%；实现归母净利润 7.06 亿元，同比增长 43.17%；实现扣非归母净利润 5.84 亿元，同比增长 31.34%，EPS 0.34 元。其中 Q2 实现营收 116.65 亿元，同比增长 65.63%；实现归母净利润 4.76 亿元，同比增长 39.88%。
- **组件出货同比大幅增长 79.80%，业绩超市场预期。** 上半年公司组件出货超 10.50GW，较去年同期大幅增长 79.80%。公司组件业务实现对外销售收入 158.53 亿元，同比增长 80.23%。受硅料价格大幅上涨及人民币升值影响，组件业务毛利率 10.75%，同比下降 3.45pp。21Q2 组件业务毛利率 12.00%，环比 Q1 提升 3.06pp，主要得益于电池自供比例提升、210 产品成本的下降及公司良好的成本管控能力。考虑到出货量大幅增长对费用的摊薄、外汇套保实现投资收益的加回，公司上半年单瓦净利约 0.05 元，较去年同期提升约 39.68%。此外，公司分布式光伏业务原装系统出货超 500MW，光伏系统产品实现营业收入 17.32 亿元，毛利率为 19.83%。
- **210 组件出货占比近 50%，进一步完善大尺寸产能布局。** 上半年公司 210 组件出货超 5GW，占总出货比例近 50%，在大尺寸组件产品市场中出货量第一。同时，越南基地电池与组件项目、盐城电池与组件项目、宿迁高效电池项目等多个产能项目快速建设落成，保障公司领先产品产能适配。预计到今年年底电池片、组件产能达 35GW、50GW，其中 210 大尺寸产能占比超过 70%。
- **持续研发投入，布局下一代电池技术。** 公司 166 电池和 210 电池量产效率已达 23.40%，并积极开发下一代电池技术。TOPCON 电池方面，实验室量产电池效率可达 24.5%，新建了 500MW 的 210 大尺寸 TOPCON 电池中试线。公司可转债募投项目中，盐城 16GW 高效太阳能电池项目、宿迁二期 5GW 项目均预留了 TOPCON 接口，宿迁三期 8GW 项目采用 TOPCON 工艺。HJT 电池和组件技术方面，公司正在进行 210 尺寸 HJT 组件认证。
- **盈利预测与投资建议。** 上半年公司组件出货量同比大幅增长并跃居行业第二位，210 产品出货接近 50%。预计年底 210 大尺寸产能占比超过 70%，并积极布局 TOPCON、HJT 下一代电池技术。我们预计未来三年公司归母净利润复合增速为 50.08%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期投放；原材料价格上涨超预期；美国贸易政策风险；汇率波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	29417.97	57625.58	75292.64	88930.40
增长率	26.14%	95.89%	30.66%	18.11%
归属母公司净利润 (百万元)	1229.28	2103.62	3294.79	4155.05
增长率	91.90%	71.13%	56.62%	26.11%
每股收益 EPS (元)	0.59	1.02	1.59	2.01
净资产收益率 ROE	7.85%	11.84%	5.97%	17.22%
PE	80	47	30	24
PB	6.56	5.75	4.93	4.20

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

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

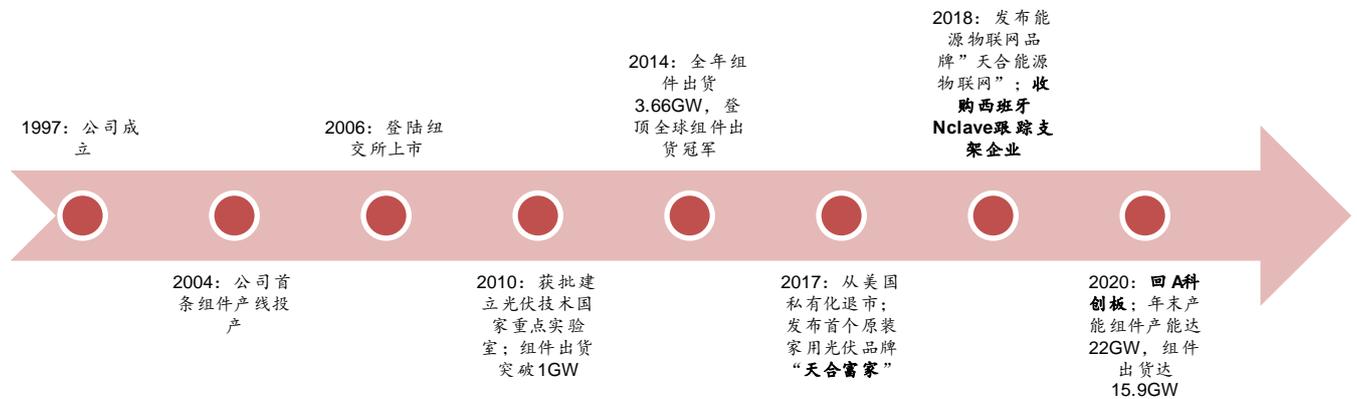
总股本(亿股)	20.68
流通 A 股(亿股)	12.14
52 周内股价区间(元)	14.51-52.38
总市值(亿元)	988.92
总资产(亿元)	531.46
每股净资产(元)	7.47

相关研究

1 全球光伏组件龙头，智慧能源引领者

深耕光伏领域二十余载，历经成长回 A 再创伟业。1997 年，在《联合国气候变化公约京都协定书》和美国光伏“百万屋顶计划”的启发下，公司董事长高纪凡先生创立公司天合光能。公司成立后至 2003 年，先后建成国内首个光伏建筑，参与“西部光明工程”并在西藏安装建设 39 座光伏电站。2004 年公司首条组件产线建设并投产后，开拓欧洲市场开启全球化进程，2006 年登陆纽交所上市。公司始终坚持深耕光伏组件领域，2014-2015 年成为全球组件出货冠军。在 2017 年从美国退市后，着力布局分布式业务，“天合富家”与“天合蓝天”成为独树一帜的原装光伏品牌。2020 年公司回 A 科创板，年末组件产能达 22GW。在有效解决融资问题后，2021 年公司将再次迎来成长机会：根据公司产能规划，至 2021 年末电池产能将达 35GW，组件产能超过 50GW，产能结构进一步优化。

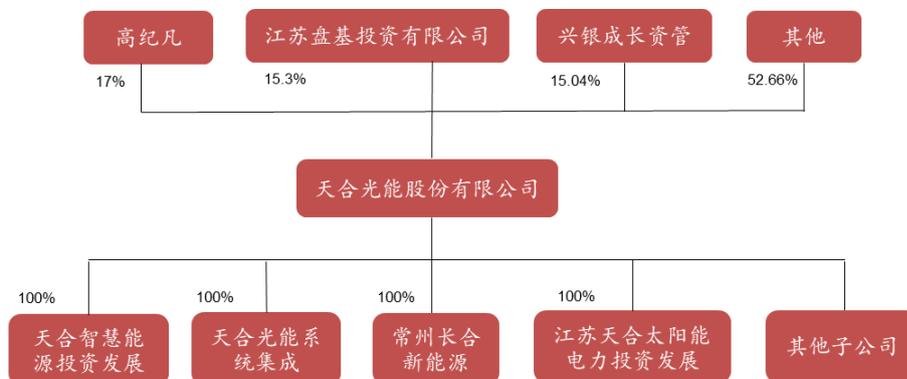
图 1：公司深耕光伏领域二十余载，2020 年回 A 科创板并实现产能和出货突破



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构稳定，为公司稳定经营提供保障。从持股比例上看，公司董事长高纪凡先生直接持股公司 17% 的股权。江苏盘基投资有限公司持股公司 15.3%，然高纪凡先生为盘基投资股东且 100% 控股，因此董事长高纪凡先生通过直接和间接持股，持有公司 32.3% 的股权，为公司实际控制人和最终受益人。稳定的股权结构为公司持续稳健经营的必要保证。

图 2：公司股权结构稳定，实际控制人和最终受益人为董事长高纪凡先生

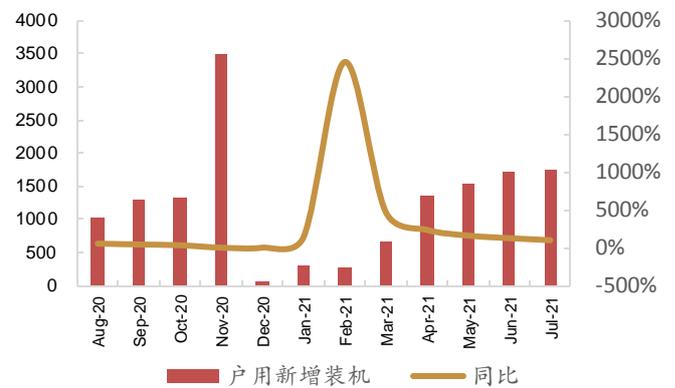


数据来源：Wind，西南证券整理

我国分布式光伏装机快速增长，户用在国补政策下表现亮眼。2020 年疫情影响结束后，我国分布式装机快速发展，全年装机 15.52GW，同比增长 27.2%。其中户用装机在中央财政补贴下局面持续火热：2020 年纳入财政补贴的户用项目享受 0.08 元/kWh 的补贴，全年户用新增装机超 10GW，增幅超 100%；2021 年户用国补依然为 0.03 元/kWh，户用财政预算 5 亿元超预期，将有效支撑户用新增装机 15GW 以上。从 2021 上半年国家能源局公布的装机数据来看，户用市场依旧表现火热，在组件价格不断上涨下展现出强劲韧性。除 2 月因去年疫情原因造成同比数据失衡外，其余月度装机增速同比均超 100%，1-7 月新增装机 7.6GW，同比增长 163%。我们认为，短期内户用装机在国补刺激下持续保持高增趋势，有效支撑年内装机需求。

图 3：2020H2 以来我国分布式装机快速增长（万千瓦）


数据来源：国家能源局，西南证券整理

图 4：2021 年以来户用装机表现强势，同比增长约 100%（MW）


数据来源：国家能源局，西南证券整理（注：2020.12 数据为全年户用补贴规模减前 11 月累计所得）

“整县推进”试点力度空前，未来分布式空间潜力更广。2021 年 6 月 20 日，国家能源局正式下发在全国组织整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点工作（以下简称“整县推进”）工作，要求申报县市中党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏比例不低于 50%；公共建筑屋顶总面积可安装比例不低于 40%等。在国家能源局的推进下，截至目前，全国已有 24 个省市出台相应的“整县推进”试点方案。我们认为，各地“整县推进”试点将以党政机关和公共建筑开发为主导，形成示范效应，积累大范围、高比例的分布式屋顶光伏开发经验，为后续各地全面推进屋顶分布式奠基，后期屋顶分布式潜在空间更加广阔。

表 1：“整县推进”试点工作全面展开，屋顶分布式需求开发在即

省市/单位	重点政策内容
国家能源局	拟在全国组织开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏开发试点工作。申报试点内党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、意愿、村委会等公共建筑屋顶可安装比例不低于 40%；工商业厂房可安装比例不低于 30%；农村居民屋顶可安装比例不低于 20%。
河南	引导建立省属投融资平台或具备实力的大型能源企业+政策性银行+试点县投融资平台或战略合作企业的“1+1+X”整县推进服务机制。
湖北	每个县投资开发企业数量不宜过多，可“一企包一县”，确保投资企业持有一定的开发规模。
青海海西州	将屋顶分布式光伏与分户分布式清洁取暖有机融合，稳步推进乡村清洁取暖建设。
浙江	山区 26 县全覆盖参与试点，鼓励各设区市在山区 26 县以外推荐参与试点，不得暂停备案与电网接入
福建	根据地方意愿推动“一企包一县”等建设模式，协调具备实力的大型企业参与建设；原则上试点地区年总辐射量应达到

省市/单位	重点政策内容
	1250kWh/m ² 。
陕西	各市选择2-3个县（区），提出市级分布式光伏整县推进试点方案。
北京、上海、安徽、山东、陕西、江西、湖南、广东、广西、吉林等19个省市均下发“整县推进”开发试点通知。	

数据来源：国家能源局，各省市发改委，西南证券整理

图5：全国已有25个省市启动“整县推进”方案试点，其他省市试点规划进行中



数据来源：各省市发改委，西南证券整理

长期战略明确，分布式品牌与产品初具效应。公司于2016年即确立发展分布式的集团战略，2017年启动“百万光伏屋顶”计划。在经多年分布式品牌建设，公司现拥有针对户用光伏的“天合富家”以及针对工商业分布式的“天合蓝天”两大品牌。在分布式两大品牌基础上，公司全力打造原装光伏系统的品牌理念，确保系统具有最佳匹配性，对从生产、安装到运维均有可视化监控。对于“天合蓝天”品牌，公司以定制化原装工商业系统为导向，提供包括全覆盖的原装e金融方案和全生命周期智能运维服务在内的多位一体服务。**在分布式产品方面，公司推出针对分布式的400W“至尊小金刚”210高功率组件，兼具时尚美学、小巧外形、功率提升30-60W和多主栅MBB技术等优势，并推出多款不同功率和转换效率产品供用户选择。根据公司产能规划，2021-2023年分布式组件产能将达5GW/10GW/15GW。**

图6：公司推出“天合富家”与“天合蓝天”两大分布式品牌



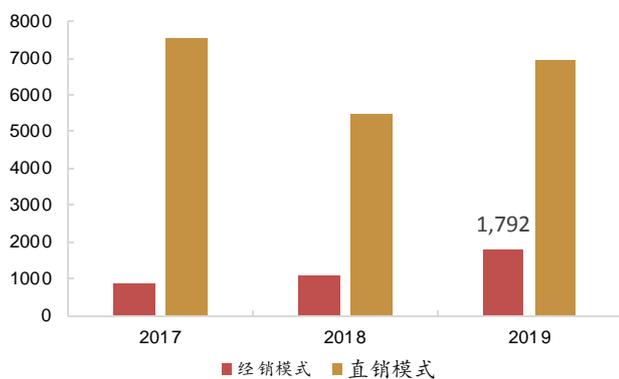
数据来源：公司官网，西南证券整理

图7：分布式“至尊小金刚”，高功率和质量上兼具时尚美学

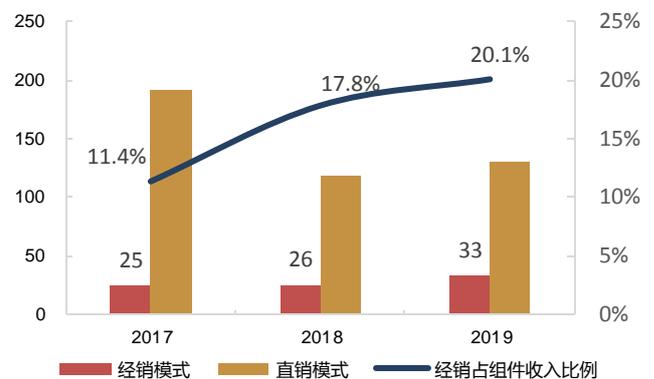


数据来源：公司官网，西南证券整理

渠道建设持续完善，“整县推进”趋势下出货放量在即。不同于地面电站业务，分布式组件产品更具 To C 属性，需要长期经销渠道建设和优质的售后服务建立客户的品牌粘性。自 2016 年确立分布式发展战略以来，公司在全国各地已拥有超过 450 家经销商和超过 1700 个县级经销商，和 15000 个乡镇服务网点，在渠道覆盖率和终端覆盖率方面领先行业。2017-2019 年公司组件经销销量和收入占比不断提升，即可印证公司经销渠道建设持续完善。我们认为，在 2021 发改委确保户用新增 15GW 装机、各省市分布式光伏“整县推进”和海外分布式持续发展的背景下，公司将凭借在分布式领域常年的品牌、渠道和产品优势积累，分布式组件出货将迎来快速增长。2021 年预计公司分布式出货 7-8GW，占总出货目标约 25%。

图 8: 公司组件经销销量不断提高, 2019 年约 1800MW (MW)


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 9: 组件经销收入占比不断提高, 渠道网络逐渐完善 (亿元)


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

组件出货排名稳步前进, 产能扩张有望保障未来出货能力, 维持并提升市占率。根据 PVInfoLink 对全球组件出货统计, 2018 年以来公司组件全球出货量不断提升, 2021H1 出货量位居第二。2021 年公司组件新增约 30GW 产能, 全部为 210 大尺寸; 同时盐城老产能将逐步关停, 新老产能结构得到优化, 至年底组件总产能约 53GW, 电池产能 GW, 一体化程度由 2020 年的 38% 左右提升至 2021 年的 70%。从大尺寸组件规模上看, 至 21 年年底公司将拥有 210 大尺寸产能约 40GW, 210 大尺寸产能为全行业之最, 一举成为业内 210 组件绝对龙头。

表 2: 近年来公司组件全球出货量稳居前三

排名	2017	2018	2019	2020	2021H1
1	晶科	晶科	晶科	隆基	隆基
2	天合	晶澳	晶澳	晶科	天合
3	阿特斯	韩华 Q cells	天合	晶澳	晶澳
4	晶澳	天合	隆基	天合	晶科
5	韩华 Q cells	隆基 (乐叶)	阿特斯	阿特斯	阿特斯
6	协鑫集成	阿特斯	韩华 Q cells	韩华 Q cells	韩华 Q cells
7	隆基 (乐叶)	东方日升	东方日升	东方日升	东方日升
8	东方日升	协鑫集成	尚德	正泰	First Solar
9	尚德	尚德	正泰	First Solar	尚德
10	英利	正泰	州腾晖	尚德	正泰

数据来源: PVInfoLink, 西南证券整理

借助 Nclave 经验优势，公司立足研发，统一组件支架渠道，跟踪支架业务实现跨越式发展。收购 Nclave 后，公司加大研发投入，在跟踪支架领域始终保持技术领先优势。在产品结构上，当前公司产品采用多点回转驱动系统和独家专利的第三代球形轴承设计，有效提升传输效率和地形适应性，也让支架结构更牢固，避免结构变形失效。在 2021 年 6 月 SNEC 展会期间，公司发布《天合跟踪基于超高功率组件应用的风工程研究白皮书》，基于权威的风洞测试数据，持续优化升级产品设计，力争推动国内跟踪支架行业标准化建设。同时，公司综合自身在全球一百多个国家和地区渠道资源优势，全面推广跟踪支架在电站终端的应用，实现高质量的跨越式发展。从出货量和全球市占率情况来看，2019 年公司跟踪支架出货 1.2GW，2020 年达 2GW，全球出货量占比由 2017 年的 4% 提升至 2020 年的 8%。2021 年公司的出货目标向 4GW 迈进。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司产能如期投放，预计未来三年组件出货量分别为 28GW、40GW、50GW，2022、2023 年随着原材料价格回落毛利率有所回升，并假设 2021~2023 年毛利率分别为 12.00%、12.35%、13.07%；

假设 2：光伏系统产品受益跟踪支架渗透率提升、国内整县推进分布式光伏政策，未来三年增速分别为 5.31%、33.89%、25.78%。

假设 3：电站、智慧能源业务稳定增长，其他业务规模保持稳定。

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
光伏组件	收入	22052.95	49000.00	64800.00	76500.00
	增速	34.51%	122.19%	32.24%	18.06%
	成本	18767.54	43120.00	56800.00	66500.00
	毛利率	14.90%	12.00%	12.35%	13.07%
系统产品	收入	3993.05	4205.00	5630.00	7081.50
	增速	241.27%	5.31%	33.89%	25.78%
	成本	3410.91	3364.00	4504.00	5665.20
	毛利率	14.58%	20.00%	20.00%	20.00%
电站业务	收入	2103.39	3365.42	3701.97	4072.16
	增速	-52.06%	60.00%	10.00%	10.00%
	成本	1865.55	2978.40	3276.24	3603.86
	毛利率	11.31%	11.50%	11.50%	11.50%
智慧能源	收入	917.53	1055.16	1160.67	1276.74
	增速	39.39%	5.00%	10.00%	10.00%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	成本	360.08	422.06	464.27	510.70
	毛利率	60.76%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	29417.97	57625.58	75292.64	88930.40
	增速	26.14%	95.89%	30.66%	18.11%
	成本	24629.44	50334.46	65494.51	76729.76
	毛利率	16.28%	12.65%	13.01%	13.72%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取光伏行业的四家公司作为可比公司，2021年四家公司平均PE为52.30倍。上半年公司组件出货量同比大幅增长并跃居行业第二位，210产品出货接近50%。预计年底210大尺寸产能占比超过70%，并积极布局TOPCON、HJT下一代电池技术。我们预计未来三年公司归母净利润复合增速为50.08%，首次覆盖给予“持有”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
601012.SH	隆基股份	84.14	2.27	2.14	2.76	37.07	39.32	30.49
002459.SZ	晶澳科技	62.00	0.94	1.24	2.01	65.96	50.00	30.85
300118.SZ	东方日升	21.55	0.18	0.32	0.53	119.72	67.34	40.66
002129.SZ	中环股份	49.4	0.36	0.94	1.24	137.22	52.55	39.84
平均值						89.99	52.30	35.46

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

- 1) 公司产能未能如期投放的风险；
- 2) 原材料价格上涨超预期的风险；
- 3) 美国贸易政策风险；
- 4) 汇率波动风险。

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	29417.97	57625.58	75292.64	88930.40	净利润	1233.14	2110.23	3305.14	4168.11
营业成本	24718.99	49884.46	65044.51	76279.76	折旧与摊销	1165.90	923.72	1052.85	1107.18
营业税金及附加	96.56	256.55	320.81	370.08	财务费用	538.34	657.43	780.23	793.44
销售费用	1015.21	1728.77	1995.25	2756.84	资产减值损失	-328.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	1109.04	2708.40	3388.17	4001.87	经营营运资本变动	2498.90	-3549.62	1145.12	-55.72
财务费用	538.34	657.43	780.23	793.44	其他	-2109.85	-104.86	-104.17	42.72
资产减值损失	-328.89	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2997.55	36.90	6179.18	6055.74
投资收益	385.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1540.07	-2500.00	-1000.00	-500.00
公允价值变动损益	15.00	15.35	16.66	15.95	其他	-2447.86	16.02	16.66	15.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3987.93	-2483.98	-983.34	-484.05
营业利润	1433.44	2405.32	3780.33	4744.36	短期借款	-973.09	-1957.83	-3109.85	0.00
其他非经营损益	-26.55	20.23	18.68	19.20	长期借款	1504.05	2000.00	1000.00	0.00
利润总额	1406.89	2425.55	3799.01	4763.55	股权融资	2239.32	0.00	0.00	0.00
所得税	173.75	315.32	493.87	595.44	支付股利	-206.80	-245.86	-420.72	-658.96
净利润	1233.14	2110.23	3305.14	4168.11	其他	-901.27	-1016.03	-780.23	-793.44
少数股东损益	3.86	6.61	10.35	13.06	筹资活动现金流净额	1662.21	-1219.72	-3310.80	-1452.40
归属母公司股东净利润	1229.28	2103.62	3294.79	4155.05	现金流量净额	337.36	-3666.80	1885.04	4119.28
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	9429.36	5762.56	7647.59	11766.88	成长能力				
应收和预付款项	6918.44	15088.51	19527.16	22755.55	销售收入增长率	26.14%	95.89%	30.66%	18.11%
存货	7120.40	14641.16	19205.36	22464.42	营业利润增长率	71.20%	67.80%	57.17%	25.50%
其他流动资产	4848.52	4240.93	5260.69	6047.88	净利润增长率	75.60%	71.13%	56.62%	26.11%
长期股权投资	444.29	444.29	444.29	444.29	EBITDA 增长率	51.13%	27.05%	40.81%	18.38%
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	12342.19	14011.52	14051.72	13537.60	毛利率	15.97%	13.43%	13.61%	14.23%
无形资产和开发支出	809.60	723.19	636.79	550.38	三费率	9.05%	8.84%	8.19%	8.49%
其他非流动资产	3679.67	3673.02	3666.37	3659.72	净利率	4.19%	3.66%	4.39%	4.69%
资产总计	45592.46	58585.17	70439.97	81226.71	ROE	7.85%	11.84%	15.97%	17.22%
短期借款	5067.68	3109.85	0.00	0.00	ROA	2.70%	3.60%	4.69%	5.13%
应付和预收款项	15944.84	26981.03	37140.19	43735.15	ROIC	12.11%	14.76%	17.71%	20.97%
长期借款	4108.25	6108.25	7108.25	7108.25	EBITDA/销售收入	10.67%	6.92%	7.46%	7.47%
其他负债	4770.91	4569.04	5490.11	6172.73	营运能力				
负债合计	29891.68	40768.18	49738.56	57016.14	总资产周转率	0.72	1.11	1.17	1.17
股本	2068.03	2068.03	2068.03	2068.03	固定资产周转率	2.92	5.00	5.64	6.58
资本公积	11161.26	11161.26	11161.26	11161.26	应收账款周转率	6.62	8.19	6.73	6.55
留存收益	2103.74	3961.50	6835.57	10331.66	存货周转率	3.83	4.53	3.83	3.66
归属母公司股东权益	15081.18	17190.79	20064.86	23560.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.19%	—	—	—
少数股东权益	619.60	626.21	636.56	649.62	资本结构				
股东权益合计	15700.78	17817.00	20701.42	24210.57	资产负债率	65.56%	69.59%	70.61%	70.19%
负债和股东权益合计	45592.46	58585.17	70439.97	81226.71	带息债务/总负债	30.70%	22.61%	14.29%	12.47%
					流动比率	1.17	1.20	1.26	1.30
					速动比率	0.87	0.76	0.79	0.84
					股利支付率	16.82%	11.69%	12.77%	15.86%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	3137.67	3986.48	5613.42	6644.98	每股收益	0.59	1.02	1.59	2.01
PE	80.45	47.01	30.01	23.80	每股净资产	7.29	8.31	9.70	11.39
PB	6.56	5.75	4.93	4.20	每股经营现金	1.45	0.02	2.99	2.93
PS	3.36	1.72	1.31	1.11	每股股利	0.10	0.12	0.20	0.32
EV/EBITDA	30.19	24.54	16.71	13.50					
股息率	0.21%	0.25%	0.43%	0.67%					

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	zfyi@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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	yyx@swsc.com.cn