

分布式与海外市场持续推进, 盈利稳中有升

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入82.10亿元, 同比增长18.27%; 实现归母净利润7.57亿元, 同比增长69.68%; 实现扣非归母净利润7.20亿元, 同比增长75.23%, EPS 0.52元。
- **2021上半年受益于国内分布式和海外光伏装机高增局面, 公司光伏逆变器业务保持高增, 同时盈利能力提高。** 上半年国内地面电站需求因产业链价格上涨暂时抑制, 然分布式和海外市场需求火热延续。公司调整出货策略, 加强分布式渠道建设和海外市场开拓, 业绩均实现大幅攀升: 国内户用逆变器出货量同比增长6倍以上, 海外市场营收41.62亿元, 同比增长109%。在分布式和海外高毛利市场驱动下, 尽管面临海运和元器件成本上涨等不利因素, 公司逆变器盈利能力不降反升。21H1公司逆变器业务毛利率提升至38.15%, 较2020年提升约3pp。报告期内公司发布分布式新品, 丰富中小功率逆变器型谱, 推出分布式全场景解决方案; 未来公司将持续加强分布式渠道和售后网络布局, 盈利能力有望进一步提高。
- **二季度研发投入力度强大, 竞争力有望长期保持。** 21H1研发投入增长显著, 研发费用5.08亿元, 同比增长68.54%, 研发费用率达6.18%; 其中Q2研发费用约3.3亿元, 环比增长约80%。报告期内共成立南京研发中心, 并计划将其打造呈全球第二大研发基地, 推动逆变器、储能系统、氢能等全方位研发。
- **积极备货应对上游原材料涨价, 合同负债高增未来业绩确定性较强。** 公司较早预判今年电子元器件供给紧张局面, 提前进行原材料备货, 公司存货持续增长。至6月末, 公司存货约57.76亿元, 较2020年末增长约50%。公司合同负债相较于2020年末增长约5.2亿元, 后期公司业绩有一定保障。
- **盈利预测与投资建议。** 2021年上半年原材料价格上涨, 公司由于自身业务结构优化, 盈利能力持续提高并优于行业。后期国内终端需求恢复, 公司电站投资开发业务回暖, 同时将受益于分布式市场的高增趋势和高盈利能力。我们预计公司未来三年归母净利润复合增长率为37.4%, 给予公司2022年65倍PE, 对应目标价182.65元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机不及预期的风险; 公司产能投放进度不及预期的风险; 原材料成本上涨, 公司盈利能力下降的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19285.64	25585.86	32986.05	42435.78
增长率	48.31%	32.67%	28.92%	28.65%
归属母公司净利润(百万元)	1954.31	2908.30	4089.56	5069.40
增长率	118.96%	48.81%	40.62%	23.96%
每股收益EPS(元)	1.34	2.00	2.81	3.48
净资产收益率ROE	18.18%	21.89%	24.35%	24.07%
PE	111	75	53	43
PB	20.78	16.73	13.17	10.47

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: 聚源数据

基础数据

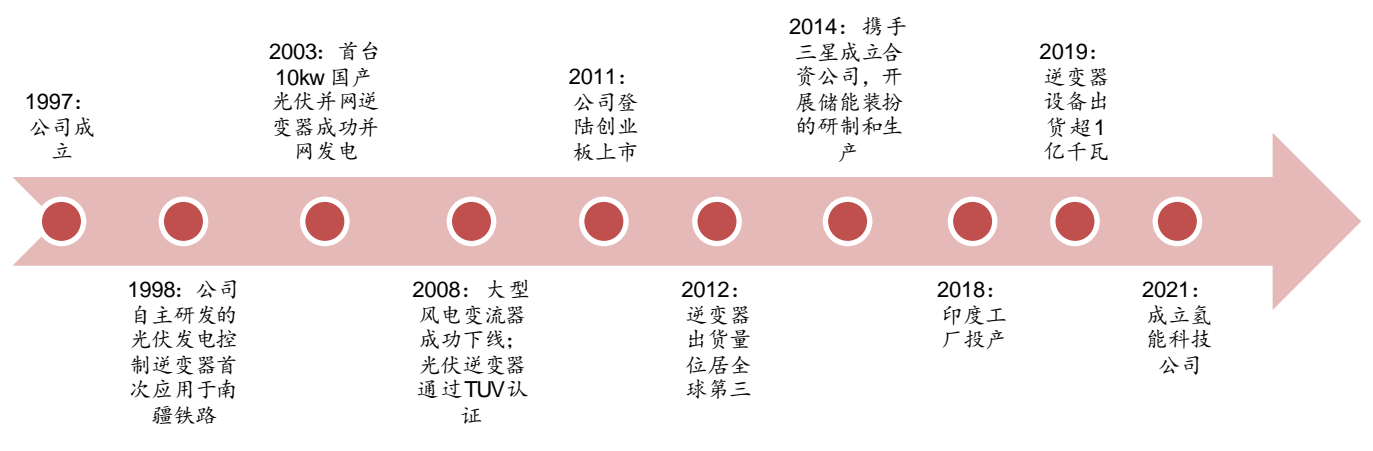
总股本(亿股)	14.57
流通A股(亿股)	10.95
52周内股价区间(元)	20.35-167.8
总市值(亿元)	2,173.25
总资产(亿元)	299.40
每股净资产(元)	7.62

相关研究

1 清洁电力转换技术全球领跑者

全球清洁电力转换技术领跑者，储能等多项业务全面发展。阳光电源成立于 1997 年，成立之初即专注于逆变器领域，目前在光伏逆变器领域拥有超过二十年的经验技术积累。2008 年，公司首台大型风电变流器成功下线，光伏逆变器产品通过德国 TUV 检测认证，迈向国际化。2012 年公司逆变器出货位居全球第三，自此跻身全球逆变器龙头企业队伍。2014 年公司与三星合作，成立合资公司共同研发储能业务，现储能业务已逐渐放量。2020 年公司逆变器出货 35GW，全球逆变器龙头地位继续巩固。未来公司将立足风光储电氢五大业务，实现协同发展。

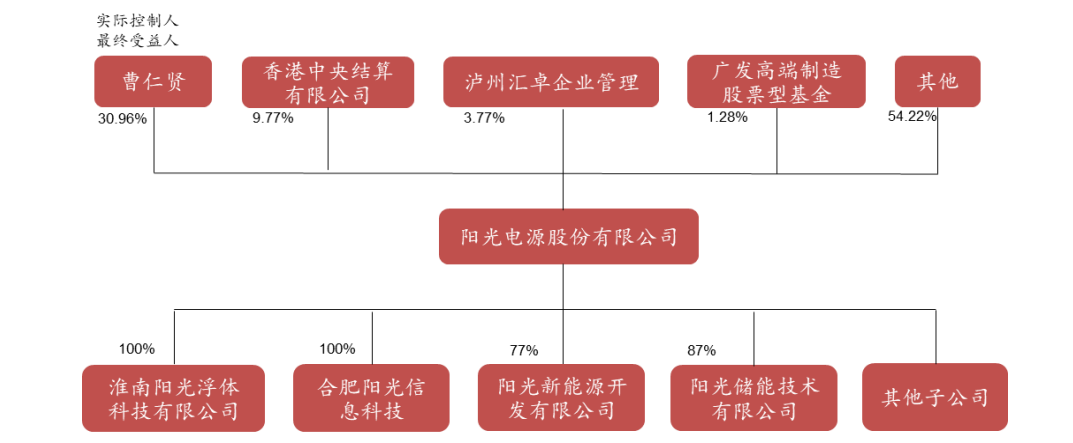
图 1：公司深耕逆变器领域超过二十年，全球逆变器龙头地位稳固



数据来源：公司官网，西南证券整理

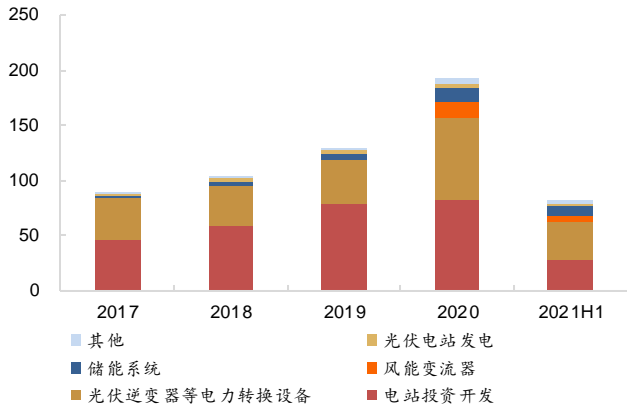
公司实际控制人为教师出身的曹仁贤先生，股权结构较为稳定。截至 2021 年 6 月末，公司董事长兼总经理曹仁贤先生为公司的实际控制人和最终受益人，直接持股比例为 30.96%，并间接持股泸州汇卓企业管理合伙企业 10.44%，合计持股比例约为 31.35%。公司股权结构相对稳定，为公司持续稳健经营提供了基础。公司创始人、董事长曹仁贤先生原为合肥工业大学电气学院教师，在公司成立初亲自带领团队进行技术研发，为公司产品技术奠基。

图 2：公司实际控制人为董事长兼总经理曹仁贤先生

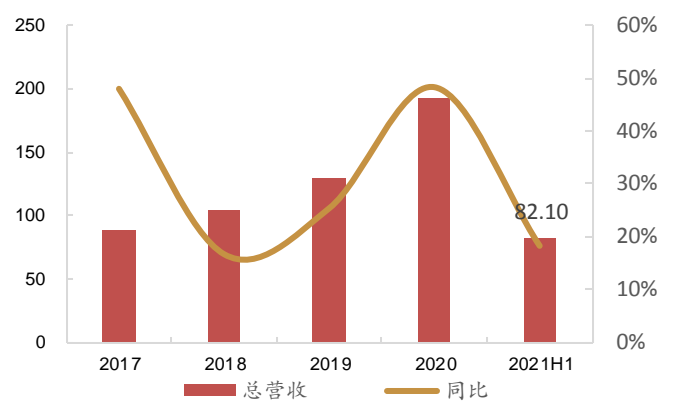


数据来源：Wind，西南证券整理

营收稳步增长，21H1 储能系统业务高增亮眼。从营收构成来看，当前公司营收主要来自光伏逆变器和电站投资开发。2021 年上半年受硅料等原材料价格上涨等因素影响，电站终端需求暂时抑制，故公司电站投资开发业务营收同比有所下降；光伏逆变器业务受益于出海加速，以及公司在户用市场上的结构性调整，营收持续高增，21H1 光伏逆变器等电力转换设备实现营收 35.91 亿元，同比增长 54.51%。储能系统业务受海外储能需求快速放量 and 前期基数较小的影响，同比高增达 267.38%，实现营收约 9.2 亿元。

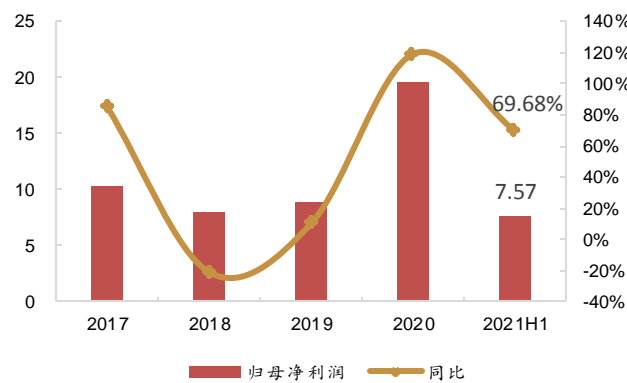
图 3：21H1 公司光伏逆变器和储能业务同比高增（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

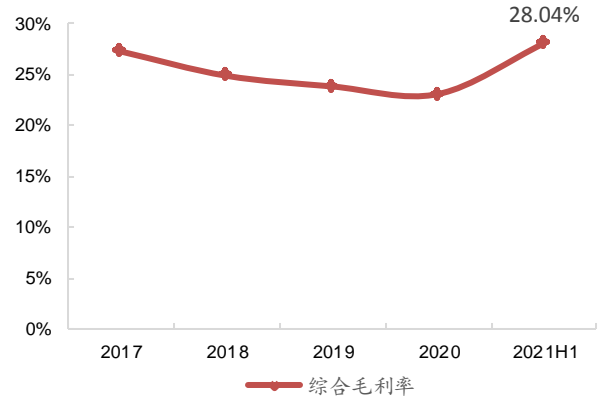
图 4：2021H1 营收 82.1 亿元，同比+18.27%（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

21H1 公司整体盈利能力有所提高。2021 年上半年公司在逆变器业务中重点加强海外市场 and 分布式市场拓展，特别是户用市场方面，取得初步成果，国内户用逆变器发货台数同比增长 6 倍以上。在海外和户用高盈利能力市场的带动下，公司整体盈利能力提升。上半年公司实现归母净利润 7.57 亿元，同比增长 69.68%，整体毛利率提升至 28% 左右。

图 5：公司主营光伏并网逆变器，储能逆变器放量显著（亿元）


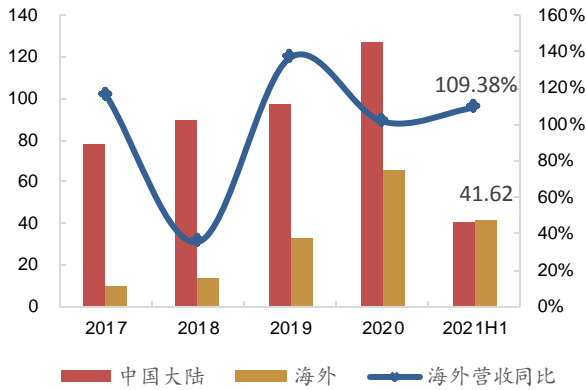
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021H1 毛利率回升至 28% 左右


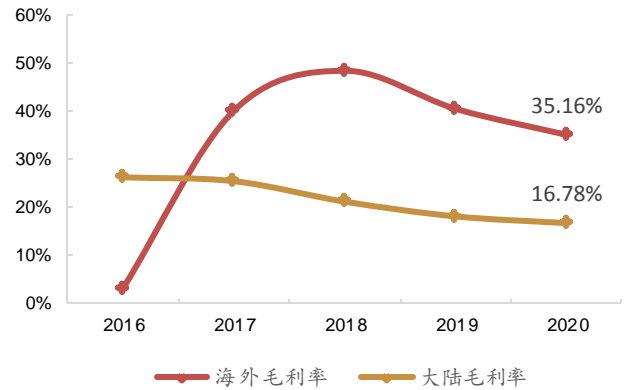
数据来源：Wind，西南证券整理

海外市场盈利能力更优，营收高成长性显著，出海加速趋势明确。从分地区营收情况来看，公司海外地区营收增速更快，占总营收比例不断提高。2021 年上半年，受国内终端电站需求暂时抑制，海外装机持续高增等因素的影响，公司海外营收持续保持高速增长：上半年公司海外营收 41.62 亿元，同比增长 109.38%，占总营收比例为 50.7%。从海内外盈利情况来看，近年来海外市场毛利率远高于国内水平，2020 年公司海外市场毛利率达 35.16%，

高于国内市场近 18pp。在海外高盈利的驱动下，公司将持续推进海外市场业务，进一步助推公司全球市占率提升。

图 7：2021H1 公司海外营收 41.62 亿元，同比+109% (亿元)


数据来源：Wind，西南证券整理

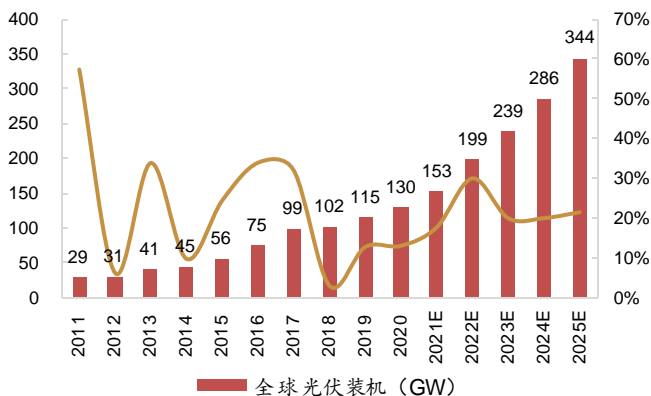
图 8：海外市场毛利率远高于国内水平


数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

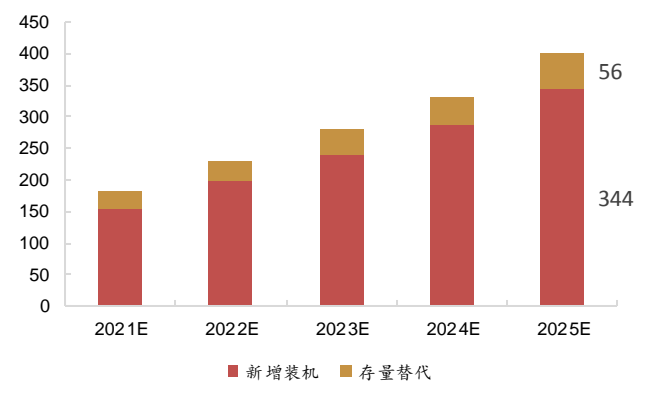
新增装机+存量替换，逆变器细分赛道增速有望超越行业。从整体空间上看，光伏逆变器增量空间主要来自新增光伏装机量和存量电站中老旧逆变器替换两部分。

在全球“平价+碳中和目标”下，光伏中长期成长空间广阔。当前光伏已成为全球最安全且便宜的新能源之一，全球主要光伏市场 LCOE 已平价。在全球主要经济体宣布节能减排与碳中和目标后，光伏装机有望长期保持高增趋势，预计至 2025 年新增装机将达约 350GW。

存量替换方面，由于逆变器为电力电子技术产品，平均寿命在 10 年左右。光伏电站寿命平均为 20-25 年，故光伏电站在生命周期中至少面临一次逆变器的替换需求。2012 年起中美日光伏市场逐渐主导全球装机，因此这部分电站中的逆变器于 2021 年起陆续进入替换周期。新增装机+存量替换，我们认为未来逆变器行业的增长速度将超越光伏装机增速。

图 9：中长期需求高增，预计 2025 年新增光伏装机约 350GW


数据来源：CPIA，西南证券整理

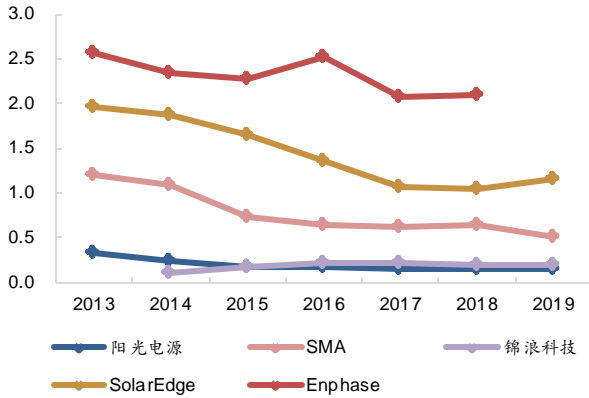
图 10：新增装机+存量替代，光伏逆变器增速超越行业 (GW)


数据来源：CPIA，西南证券

国产逆变器物美价廉，出海加速进行中，全球市占率有望进一步提高。国产逆变器产品质量不断提高，在通过海外当地安规认证后凭借低成本优势、完善的售后服务、和高性价比逐步占领市场。从行业出口数据上看，2021 年 6 月我国逆变器出口总额达 4.4 亿美元，同比增长 63%，继续保持 2020H2 以来高增趋势。根据 Wood Mackenzie 对 2020 年全球逆变

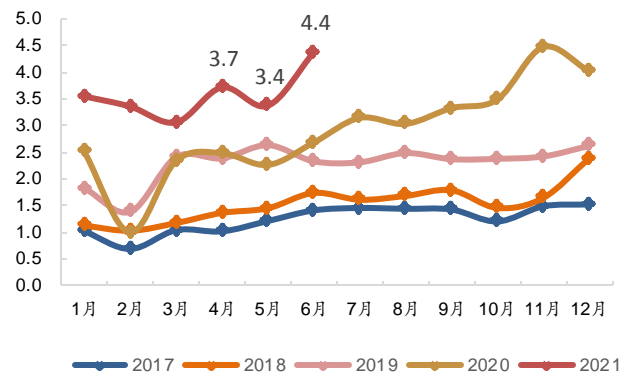
器出货统计,CR10 中国产逆变器市占率已达 60%,相比 2019 年的 47%大幅提升。随着 2021 年逆变器出口同比高增,2021 年国产逆变器市占率有望进一步提高。

图 11: 相比海外逆变器品牌,国产品牌单瓦成本更低(元/W)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

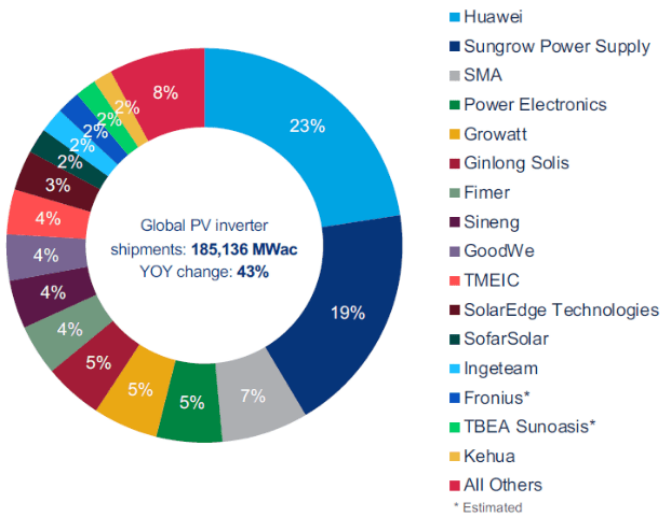
图 12: 逆变器出口金额同比不断增长,行业出海加速(亿美元)



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 13: 2020 年全球逆变器市场份额中,头部中国品牌市占率已达 60%

Global PV inverter market share rankings by shipment, 2020



数据来源: Wood Mackenzie, 西南证券整理

“整县推进”全面展开,看好分布式快速发展下逆变器行业的高成长性。当前我国分布式光伏市场火热,户用在 2021 年国补 0.03 元/kWh 的政策刺激下装机迎来爆发式增长,2021H1 装机 5.9GW, 占总装机比例达 41.8%,印证 2021 分布式高增趋势。随着目前“整县推进”试点工作在各省市全面展开,分布式光伏潜在空间将进一步开发。在分布式快速发展下,小功率、多路 MPPT 的组串式逆变器更具优势,更适配于分布式应用场景,装机量将快速提高。

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 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、广西等 18 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

全球光伏逆变器龙头企业，定增助力产能产量再进阶。截至 2020 年末，公司拥有光伏逆变器产能 26.8GW，风电变流器产能 2GW 以及储能变流器产能 0.3GW，同时公司拥有海外印度产能 10G，并积极布局海外第二工厂。2021 年公司计划定增募资 36.3 亿元，主要用于年产 100GW 的新能源发电装备制造基地，以及研发中心和营销体系建设项目。项目投产后，公司逆变器/变流器产能有望超过 140GW，为公司长期 40% 的市占率目标奠定产能和出货量基础；同时公司着力加强全球营销服务体系建设，渠道网络配套出货量进一步完善，未来逆变器龙头地位有望进一步强化。

表 2：2021 年公司定增项目计划建设年产 100GW 的逆变器/变流器项目

项目名称	投资规模（亿元）	募集资金投入（亿元）
年产 100GW 新能源发电装备制造基地项目	24.52	24.18
研发创新中心扩建项目	6.50	6.40
全球营销服务体系建设项目	4.98	4.98
补充流动资金	0.82	0.82
合计	36.82	36.82

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司光伏逆变器出货量稳步提升，2021-2023 年出货量分别为 50GW、70GW、90GW，毛利率分别为 37%、36%、35%；

假设 2：2021-2023 年公司电站投资开发收入增速分别为 -5%、10%、10%，毛利率分别为 12%、15%、15%；

假设 3：储能系统业务由于基数较小和需求高增快速发展，2021-2023 年营收增速分别为 150%、100%、100%，毛利率分别为 21%、20%、20%；

假设 4：其他业务收入规模及毛利率水平保持相对稳定水平。

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 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电站投资开发	营收	8226.95	7815.60	8597.16	9456.87
	同比	3.62%	-5.00%	10.00%	10.00%
	成本	7446.59	6877.73	7307.58	8038.34
	毛利率	9.49%	12.00%	15.00%	15.00%
光伏逆变器等电力转换设备	营收	7514.80	12000.00	15400.00	18000.00
	同比	90.64%	59.68%	28.33%	16.88%
	成本	4882.25	7560.00	9856.00	11700.00
	毛利率	35.03%	37.00%	36.00%	35.00%
风电变流器	营收	1414.61	1800.00	1980.00	2000.00
	同比		27.24%	10.00%	1.01%
	成本	1066.22	1386.00	1524.60	1540.00
	毛利率	24.63%	23.00%	23.00%	23.00%
储能系统	营收	1168.51	2921.28	5842.57	11685.13
	同比	115.17%	150.00%	100.00%	100.00%
	成本	911.85	2307.81	4674.05	9348.10
	毛利率	21.96%	21.00%	20.00%	20.00%
光伏电站发电	营收	374.15	448.98	516.32	593.77
	同比	11.00%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本	142.21	170.61	206.53	237.51
	毛利率	61.99%	62.00%	60.00%	60.00%
其他	营收	586.62	600.00	650.00	700.00
	同比	142.58%	2.28%	8.33%	7.69%
	成本	387.65	420.00	455.00	490.00

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	33.92%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营收	19285.64	25585.86	32986.05	42435.78
	同比	48.31%	32.67%	28.92%	28.65%
	成本	14836.77	18722.15	24023.77	31353.96
	毛利率	23.07%	26.83%	27.17%	26.11%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取逆变器行业的三家公司作为可比公司，2021年三家公司平均PE为92倍，2022年为60倍。2021年上半年原材料价格上涨，公司由于自身业务结构优化，盈利能力持续提高并优于行业。后期国内终端需求恢复，公司电站投资开发业务回暖，同时将受益于分布式市场的高增趋势和高盈利能力。我们预计公司未来三年归母净利润复合增长率为37.40%，考虑到公司作为全球逆变器行业的绝对龙头，以及公司优于行业的盈利能力，我们给予公司2022年65倍PE，对应目标价182.65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
300763.SZ	锦浪科技	270.56	2.18	2.33	3.54	68.23	116.08	76.47
688390.SH	固德威	411.70	2.96	4.98	7.53	80.43	82.63	54.69
605117.SZ	德业股份	232.00	2.99	3.04	4.73	—	76.36	49.02
平均值						74.33	91.69	60.06

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

- 1) 全球光伏装机不及预期的风险；
- 2) 公司产能投放进度不及预期的风险；
- 3) 原材料成本上涨，公司盈利能力下降的风险。

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	19285.64	25585.86	32986.05	42435.78	净利润	1975.52	2939.86	4133.94	5124.41
营业成本	14836.77	18722.15	24023.77	31353.96	折旧与摊销	242.93	227.63	260.58	324.17
营业税金及附加	62.91	83.46	107.60	138.42	财务费用	261.23	192.53	184.95	213.07
销售费用	973.41	1279.29	1649.30	1909.61	资产减值损失	-28.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	396.10	2046.87	2473.95	3182.68	经营营运资本变动	345.42	32.68	358.25	-270.66
财务费用	261.23	192.53	184.95	213.07	其他	292.16	16.52	10.38	12.42
资产减值损失	-28.60	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3088.66	3409.22	4948.09	5403.41
投资收益	135.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-525.86	-400.00	-1000.00	-2000.00
公允价值变动损益	1.91	-16.52	-10.38	-12.42	其他	412.04	62.31	-10.38	-12.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-113.82	-337.69	-1010.38	-2012.42
营业利润	2168.34	3245.04	4536.10	5625.62	短期借款	-198.03	-135.13	0.00	0.00
其他非经营损益	13.20	3.43	6.69	5.60	长期借款	185.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	2181.54	3248.46	4542.79	5631.22	股权融资	-24.76	0.00	0.00	0.00
所得税	206.03	308.60	408.85	506.81	支付股利	-101.98	-390.86	-581.66	-817.91
净利润	1975.52	2939.86	4133.94	5124.41	其他	-53.78	-438.85	-184.95	-213.07
少数股东损益	21.21	31.56	44.38	55.01	筹资活动现金流净额	-193.31	-964.83	-766.61	-1030.98
归属母公司股东净利润	1954.31	2908.30	4089.56	5069.40	现金流量净额	2712.19	2106.70	3171.11	2360.00
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	7417.44	9524.14	12695.25	15055.26	成长能力				
应收和预付款项	8506.90	12777.63	15821.21	20642.06	销售收入增长率	48.31%	32.67%	28.92%	28.65%
存货	3873.43	4908.34	6320.48	8272.96	营业利润增长率	106.94%	49.66%	39.79%	24.02%
其他流动资产	3455.27	1072.87	1188.51	1336.18	净利润增长率	116.73%	48.81%	40.62%	23.96%
长期股权投资	406.42	406.42	406.42	406.42	EBITDA 增长率	108.52%	37.15%	35.92%	23.71%
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	3452.70	3645.45	4405.24	6101.45	毛利率	23.07%	26.83%	27.17%	26.11%
无形资产和开发支出	128.95	111.95	94.95	77.95	三费率	8.46%	13.75%	13.06%	12.50%
其他非流动资产	761.82	758.44	755.06	751.68	净利率	10.24%	11.49%	12.53%	12.08%
资产总计	28002.93	33205.24	41687.14	52643.97	ROE	18.18%	21.89%	24.35%	24.07%
短期借款	135.13	0.00	0.00	0.00	ROA	7.05%	8.85%	9.92%	9.73%
应付和预收款项	12677.80	16977.66	21712.27	28092.98	ROIC	41.50%	51.40%	61.36%	58.96%
长期借款	1781.24	1781.24	1781.24	1781.24	EBITDA/销售收入	13.86%	14.33%	15.10%	14.52%
其他负债	2544.07	1018.26	1213.27	1482.89	营运能力				
负债合计	17138.24	19777.16	24706.78	31357.11	总资产周转率	0.76	0.84	0.88	0.90
股本	1457.24	1456.80	1456.80	1456.80	固定资产周转率	6.24	7.57	8.56	8.63
资本公积	3218.42	3218.86	3218.86	3218.86	应收账款周转率	2.91	3.05	2.90	2.94
留存收益	5870.77	8388.21	11896.11	16147.60	存货周转率	4.03	4.19	4.22	4.25
归属母公司股东权益	10455.90	12987.73	16495.63	20747.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.97%	—	—	—
少数股东权益	408.79	440.35	484.73	539.74	资本结构				
股东权益合计	10864.70	13428.08	16980.36	21286.86	资产负债率	61.20%	59.56%	59.27%	59.56%
负债和股东权益合计	28002.93	33205.24	41687.14	52643.97	带息债务/总负债	11.18%	9.01%	7.21%	5.68%
					流动比率	1.55	1.60	1.59	1.55
					速动比率	1.29	1.32	1.31	1.27
					股利支付率	5.22%	13.44%	14.22%	16.13%
					每股指标				
					每股收益	1.34	2.00	2.81	3.48
					每股净资产	7.18	8.92	11.32	14.24
					每股经营现金	2.12	2.34	3.40	3.71
					每股股利	0.07	0.27	0.40	0.56
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2672.50	3665.20	4981.63	6162.85					
PE	111.20	74.73	53.14	42.87					
PB	20.78	16.73	13.17	10.47					
PS	11.27	8.49	6.59	5.12					
EV/EBITDA	78.86	56.80	41.15	32.88					
股息率	0.05%	0.18%	0.27%	0.38%					

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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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