

一季度业绩超预期，看好化肥景气度持续

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022Q1 业绩预增公告，一季度实现归母净利润 16.4 亿元，同比增长 185.2%，环比+104.5%。
- **化肥供需趋紧，磷肥、尿素贡献业绩增量:** 在全球疫情背景下，各国对粮食安全更为重视，带动化肥需求增长，叠加大宗原料价格走高，化肥价格大涨。2022Q1 公司主营产品一铵、二铵、尿素均价分别达到 3131、3826、2661 元/吨，同比分别+34.7%、+25.4%、+33.1%，环比均高位维持。俄乌冲突下，全球磷肥供应紧张，带动国际磷肥价格走高，Q1 磷酸二铵摩洛哥 FOB 均价 966.5 美元/吨，同比+93.8%，Q1 海内平均外价差超 2000 元/吨，公司有效统筹国内、国际两个市场，打开磷肥盈利空间。成本端，公司自有磷矿以及配套合成氨，自给率较高，同时采取高效的大宗原材料采购策略，控制原材料成本，化肥竞争优势凸显，带动公司业绩持续增长。
- **需求向好，看好化肥景气度持续:** 玉米、大豆等农产品价格高位维持，带动农户耕种意愿，据 USDA 数据，预计 2022 年全球玉米、大豆种植面积将分别达到 2.0 亿、1.3 亿公顷，同比分别+5.0%、+5.2%，将对化肥产生更大需求。同时海外化肥由于地缘政治冲突、供应链受阻等原因，供应减量，预计化肥行业高景气将持续。进入 4 月，春耕备肥即将进入尾声，国内磷肥出口有望迎来边际放松，目前磷酸二铵摩洛哥离岸价报 1255 美元/吨，较年初+37.6%，海内外价差已超过 4000 元/吨，公司作为国内领先的磷肥出口企业，二季度将持续受益，预计公司磷肥盈利能力将迈上新台阶。
- **业务边界持续拓宽，期待在新能源大展拳脚:** 依托精细磷化工技术优势及磷矿资源，公司积极推进新能源项目，氟硅综合利用项目中 6000 吨六氟磷酸锂预计 2022 年 6 月投产；50 万吨/年磷酸铁电池新材料前驱体及配套项目一期 10 万吨磷酸铁预计 2022 年 6 月建成，8 月产出产品。在新能源需求旺盛的背景下，公司有望在新能源领域大展拳脚。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 为 3.03、3.16、3.37 元。公司作为磷肥行业龙头，产业链自给度高，享受化肥行业高景气，同时加速布局新能源领域，看好公司未来持续成长，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 33 元。
- **风险提示:** 原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、需求或不及预期。

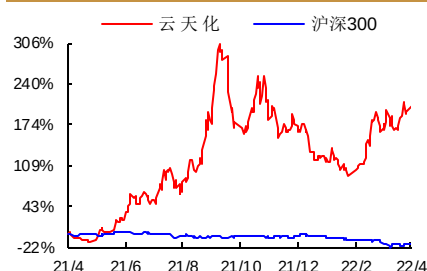
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	63249.23	73123.51	75324.12	77183.82
增长率	21.37%	15.61%	3.01%	2.47%
归属母公司净利润(百万元)	3641.94	5567.75	5806.14	6189.57
增长率	1238.77%	52.88%	4.28%	6.60%
每股收益 EPS(元)	1.98	3.03	3.16	3.37
净资产收益率 ROE	33.39%	36.87%	28.53%	24.34%
PE	13	9	8	8
PB	4.79	3.26	2.48	1.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 程磊
执业证号: S1250521090001
电话: 021-58351912
邮箱: chlei@swsc.com.cn
联系人: 黄志凌
电话: 15807734106
邮箱: hzhl@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)	18.36
流通 A 股(亿股)	17.15
52 周内股价区间(元)	7.6-35.38
总市值(亿元)	488.90
总资产(亿元)	531.42
每股净资产(元)	5.56

相关研究

目 录

1 公司介绍	1
1.1 磷肥龙头，依托优势磷源进军新能源	1
1.2 公司实控人为云南国资委.....	2
1.3 化肥产品需求旺盛，公司盈利创历史新高	3
2 盈利预测与估值.....	5
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历史.....	1
图 2：公司股权结构.....	3
图 3：公司 2014-2021 营业收入增长情况	3
图 4：公司 2014-2022Q1 归母净利润变化情况.....	3
图 5：公司 2016-2021 年分产品营业收入（单位：百万元）	4
图 6：公司 2021 年毛利构成情况.....	4
图 7：2016-2021 主要产品毛利率变化（单位：%）	4
图 8：磷肥价格高位.....	4
图 9：公司 2016-2021 期间费用情况（单位：%）	5
图 10：公司 2018-2021 研发支出情况	5

表 目 录

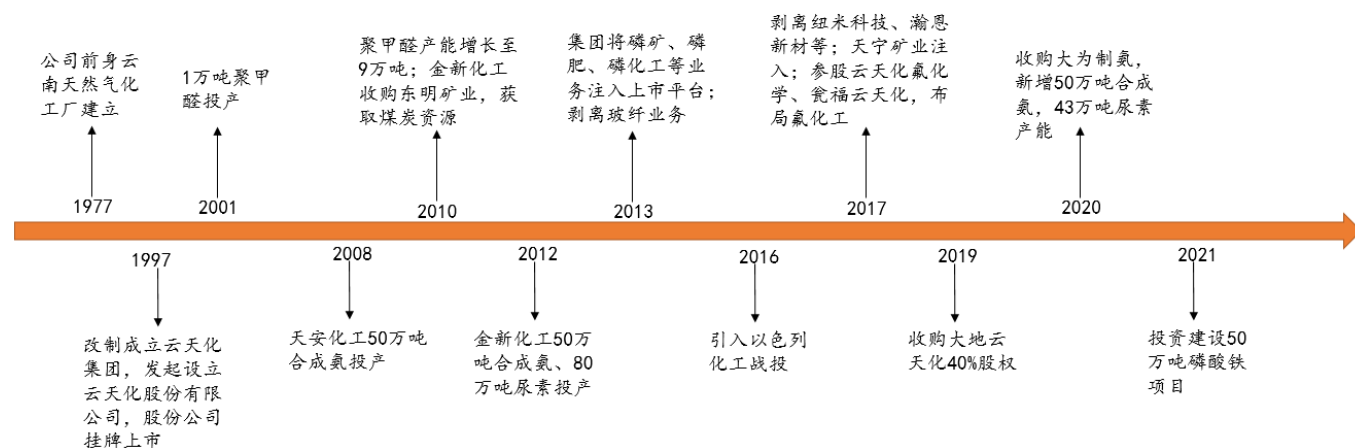
表 1：公司主要厂区产品产能.....	2
表 2：分业务收入及毛利率	5
表 3：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值	8

1 公司介绍

1.1 磷肥龙头，依托优势磷源进军新能源

云天化前身云南天然气化工厂于 1977 年建立，于 1997 年改制成为云天化集团，随后由云天化集团发起设立云天化股份有限公司，同年股份公司挂牌上市。早期公司以聚甲醛、玻璃纤维等业务为主，随着公司不断并购化肥资产以及集团公司磷矿、磷化工资产注入，同时剥离低效的玻纤业务，公司目前已形成肥料及现代农业、精细化工、磷矿采选、商贸物流等四大业务板块。主要销售磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、复合肥等肥料产品，聚甲醛、黄磷、饲料级磷酸氢钙等精细化工产品，未来将逐步进入新能源领域。

图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

资源方面，公司在天宁矿业及磷化集团主体下共拥有 1450 万吨磷矿原矿产能，擦洗选矿能力 618 万吨，浮选能力 750 万吨，资源储量合计约 8 亿吨，能够满足自身磷化工需求；金新化工旗下配套有 300 万吨煤矿产能。公司掌握源头资源，有效控制尿素、磷肥成本。

磷肥方面，公司依托天安化工、三环新盛等公司共拥有并表磷肥产能 555 万吨，此外参股的大地云天化拥有 50 万吨磷酸、25 万吨复合肥产能，并对外销售磷酸二铵、一铵。尿素方面，依托水富云天化、金新化工、大为制氮三个主体，共拥有 200 万吨尿素，其中水富云天化配套 50 万吨气头合成氨，金新化工配套自有煤矿，依托西南地区廉价天然气资源以及自产煤，公司尿素成本优势凸显。

新能源方面，公司依托自身优势磷矿资源，以及磷化工技术，积极拓展新能源业务。与多氟多合作的氟硅综合利用项目，其中 6000 吨六氟磷酸锂预计将于 2022 年 6 月投产，50 万吨磷酸铁项目一期 10 万吨磷酸铁预计将于 2022 年中投产。

表 1：公司主要厂区产品产能

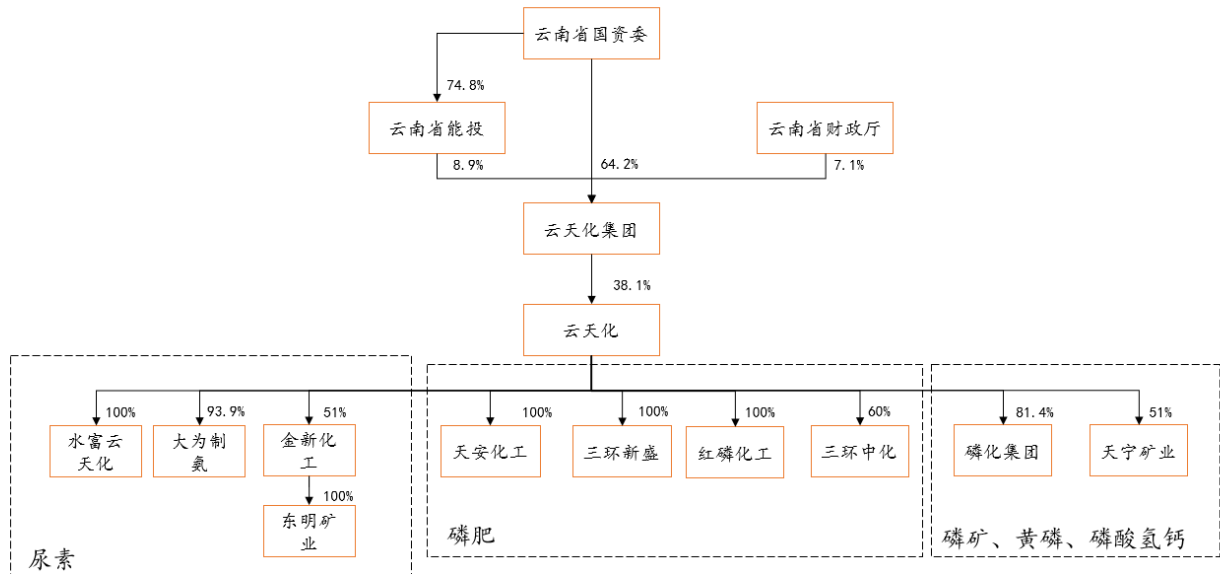
板块	产品	主体	产能	权益占比	备注
化肥	磷酸二铵	云峰化工	30	75%	
		红磷化工	75	100%	
		天安化工	160	100%	配套 58 万吨煤头合成氨
		三环中化	120	60%	
		三环新盛	60	100%	
		小计	445		
	磷酸一铵	云峰化工	28	75%	
		红磷化工	20	100%	
		天安化工	32	100%	
		小计	80		
	尿素	水富云天化	76	100%	配套 50 万吨气头合成氨
		金新化工	80	51%	配套 50 万吨煤头合成氨，并有 300 万吨/年煤矿
		大为制氮	44	94%	配套 50 万吨煤头合成氨
		小计	200		
	复合肥	云峰化工	36	75%	
		天腾化工	45	100%	
	复混肥	大为制氮	25	94%	
精细化工	聚甲醛	天聚新材	9	100%	
	黄磷	磷化集团	3	81%	
	饲料级磷酸氢钙		50		
磷矿采选	磷矿		1150		储量超过 8 亿吨
		天宁矿业	300	51%	

数据来源：公司年报，各项目环评，西南证券整理

1.2 公司实控人为云南国资委

公司实控人是云南省国资委，其通过云南能投、云天化集团等主体间接持有上市公司 27% 股权。公司 2016 年引入以色列化工作为战投，目前战投已逐步退出，根据 2021 年报数据，以化投资持股占比下降至 1.5%。

图 2：公司股权结构

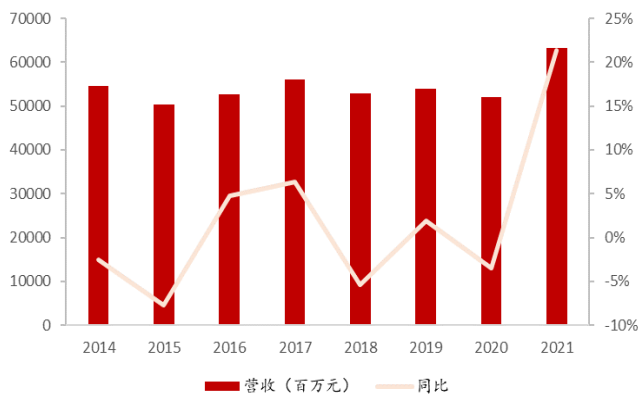


数据来源: wind, 西南证券整理

1.3 化肥产品需求旺盛，公司盈利创历史新高

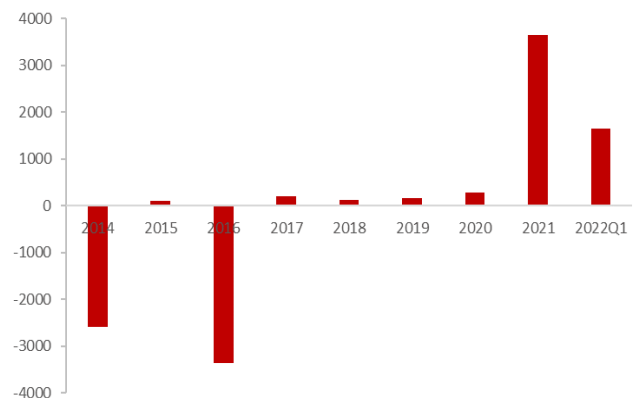
2013 年起集团公司逐步注入优质磷化工资产，剥离玻璃纤维等低效资产，目前公司已成为国内化肥龙头，盈利情况自 2017 年起逐步转正并稳定上涨。受益于化肥下游需求旺盛，2021 年公司营收、归母均实现较大幅度增长，2021 年营收达 632.5 亿元，同比+21.4%。得益于公司矿化一体化布局，磷矿、合成氨等原材料自给率较高，在原材料普遍上涨的情况下，公司成本控制能力优势凸显，2021 年归母净利润 36.4 亿元，同比增长 1238.8%，盈利空间大幅扩大，创造公司上市以来最好业绩。进入 2022 年，随着化肥价格高位维持，磷肥海内外价差持续扩大，公司作为国内领先的磷肥出口企业，充分受益，一季度实现归母净利润 16.4 亿元，同比增长 185.2%，环比+104.5%。

图 3：公司 2014-2021 营业收入增长情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2014-2022Q1 归母净利润变化情况



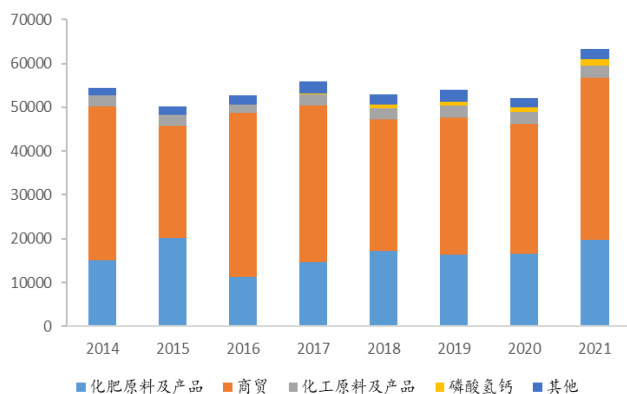
数据来源: Wind, 西南证券整理

公司目前主要收入来自贸易、化肥、化工原料三大板块，2021 年三者营收占比分别为 58.3%、31.3%、4.5%。但公司利润主要来自于化肥及化工原料板块，2021 年化肥贡献 66.4% 的毛利，其次为化工原料，贡献 14.8% 的毛利。

在全球疫情背景下，各国对粮食安全更为重视，带动化肥需求增长，叠加大宗原材料价格走高，带动化肥价格大涨。2021 年公司磷肥不含税均价达 2958 元/吨，同比+39.3%；尿素不含税均价 2233 元/吨，同比+34.5%。公司自有磷矿以及配套合成氨，各环节自给率较高，化肥盈利能力大幅提升，磷酸一铵、磷酸二铵、尿素毛利率分别达 36.5%、27.7%、39.2%，同比分别增加 2.7、2.9、3.9 个百分点（公司 2021 年费用口径调整，部分费用调整至营业成本，导致 2021 年磷酸二铵毛利率数值低于 2020 年）。精细化工业务方面，饲料级磷酸氢钙、黄磷、聚甲醛等产品受益于需求增长、海外供给减量等因素影响，盈利能力持续增强，2021 年毛利率分别达到 25.2%、44.7%、45%，同比增加 4.2、13.1、8.1 个百分点。

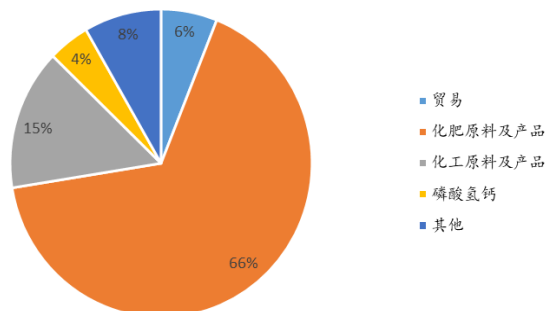
受俄乌冲突影响，俄罗斯已中止对部分国家化肥出口，其他磷肥出口国如摩洛哥受供应链问题影响，磷肥供应减量。俄罗斯、摩洛哥合计占世界磷肥贸易量的 32%，供应减少带动国际磷肥价格上涨，目前摩洛哥磷酸二铵离岸价报 1255 美元/吨，同比+118%，较年初+37.6%，国内外价差超过 4000 元/吨。据公司 2021 年报，公司磷肥出口量占全国的出口量 20% 左右，公司作为国内磷肥龙头，环保、技术领先，拥有配套磷矿，开工率远超行业，在满足国内保供任务后，能够出口海外，赚取高额海内外价差。

图 5：公司 2016-2021 年分产品营业收入（单位：百万元）



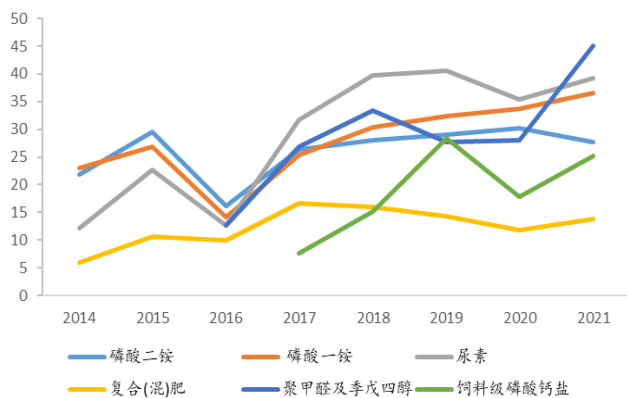
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2021 年毛利构成情况



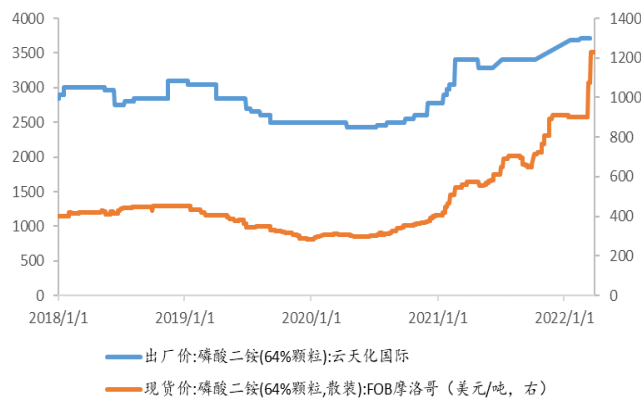
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 7：2016-2021 主要产品毛利率变化（单位：%）



数据来源：Wind，西南证券整理

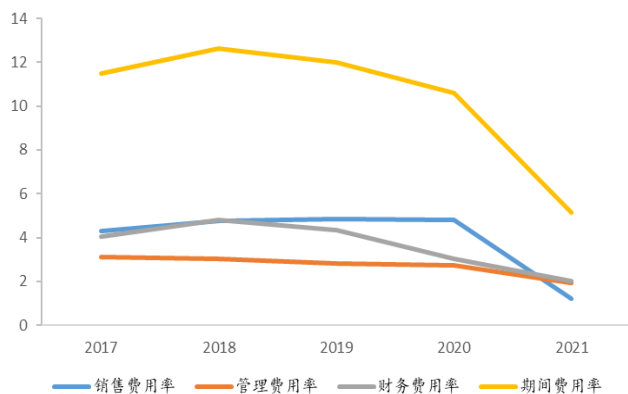
图 8：磷肥价格高位



数据来源：wind，西南证券整理

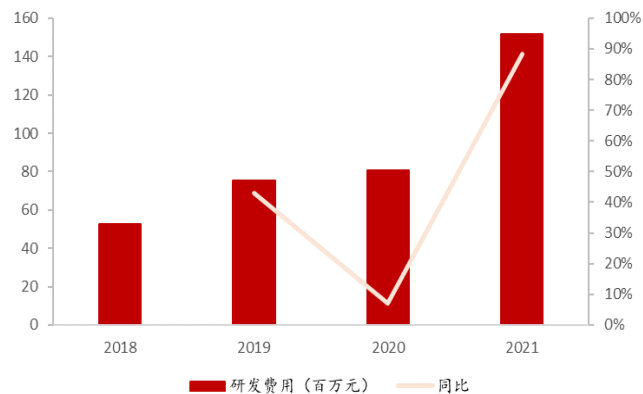
研发支出整体呈现增长趋势：公司参照财政部和中国证监会的问答及指引调整费用统计口径，部分费用调整至营业成本，2021 年期间费用率 5.2%，较上年减少 5.4 个百分点，其中主要受益于销售费用率由 4.8% 下降至 1.2%。研发方面，公司注重自主科技创新能力，不断加大研发投入，2021 年研发支出 1.5 亿元，同比大幅增长 88.3%。公司 2021 年完成 10 吨 EPPE 阻燃剂中试技术储备，完成年产 5,000 吨 PMPP 产业化技术开发，开展年产 5,000 吨 PMPP 产业化示范装置建设，不断拓宽精细磷化工业务边界，开发长期增长潜力。

图 9：公司 2016-2021 期间费用情况（单位：%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司 2018-2021 研发支出情况



数据来源：Wind，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：全球化肥供应紧张，海内外价差高企，考虑到公司作为磷肥龙头企业，在产品出口上具有一定优势，预计公司将能够赚取部分高额海内外价差。2022-2024 年公司一铵不含税均价按 3250、3300、3350 元/吨估计，二铵按照 3970、4000、4050 元/吨估计。

假设 2：公司收购大为制氨后，合成氨自给率提升，同时拥有配套煤矿，可以利用西南地区廉价天然气资源，预计尿素业务毛利率增长。2022-2024 年尿素不含税价格按照 2750、2800、2850 元/吨估计。

假设 3：随着 2023-2024 年海外化肥供应逐步回归正常，公司化肥毛利率将有所下滑。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
磷酸一铵	收入	3623.4	5006.1	5245.7	5606.7
	增速	44.1%	38.2%	4.8%	6.9%
	成本	2300.5	3142.0	3407.0	3694.7
	毛利率	36.5%	37.2%	35.1%	34.1%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
磷酸二铵	收入	9666.3	14922.2	15841.5	15699.3
	增速	19.7%	54.4%	6.2%	-0.9%
	成本	6992.3	10092.7	11159.9	11250.8
	毛利率	27.7%	32.4%	29.6%	28.3%
尿素	收入	3381.8	4623.9	4940.0	5400.0
	增速	25.7%	36.7%	6.8%	9.3%
	成本	2057.7	2781.2	3040.0	3300.0
	毛利率	39.2%	39.9%	38.5%	38.9%
复合肥	收入	2758.8	3543.4	3673.4	3770.0
	增速	-9.4%	28.4%	3.7%	2.6%
	成本	2376.3	3189.6	3285.3	3383.9
	毛利率	13.9%	10.0%	10.6%	10.2%
磷酸氢钙	收入	1525.2	2002.0	2102.1	2207.2
	增速	40.5%	31.3%	5.0%	5.0%
	成本	1140.6	1183.9	1222.0	1274.0
	毛利率	25.2%	40.9%	41.9%	42.3%
商贸	收入	36859.7	37252.3	37664.5	38097.3
	增速	23.9%	1.1%	1.1%	1.1%
	成本	36338.9	36688.1	37104.9	37508.8
	毛利率	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
其他	收入	5434.1	5773.7	5856.9	6403.4
	增速	7.0%	6.2%	1.4%	9.3%
	成本	3392.3	3574.6	3606.6	4011.2
	毛利率	37.6%	38.1%	38.4%	37.4%
合计	收入	63249.3	73123.5	75324.2	77183.9
	增速	21.4%	15.6%	3.0%	2.5%
	成本	54598.6	60652.2	62825.7	64423.5
	毛利率	13.7%	17.1%	16.6%	16.5%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取化肥行业主流企业作为可比公司，2021 年四家公司平均 PE 为 12.7 倍，2022 年平均 PE 为 10.7 倍。公司作为磷肥行业龙头，矿化产业链布局完整，原材料自给度高，充分受益化肥高景气，同时加速布局新能源业务，更具成长性。我们给予公司 2022 年 11 倍 PE，目标价 33 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）			
			21A/E	22E	23E	24E	21A/E	22E	23E	24E
600141	兴发集团	33.26	3.82	4.95	5.95	6.72	9.92	6.72	5.59	4.95
000422	湖北宜化	21.73	2.56	2.91	3.29	3.55	7.93	7.47	6.61	6.12
002538	司尔特	8.85	0.60	0.63	0.70	0.80	14.67	14.07	12.68	11.06
000902	新洋丰	17.67	0.97	1.21	1.60	1.95	18.26	14.55	11.04	9.06
平均值							12.69	10.70	8.98	7.80

数据来源：Wind，西南证券整理。注：除兴发集团外，其余可比公司数据取自wind 一致预期

3 风险提示

原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、下游需求不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63249.23	73123.51	75324.12	77183.82	净利润	4206.84	6900.51	7025.15	7548.82
营业成本	54598.67	60652.14	62825.72	64423.44	折旧与摊销	2166.63	3392.61	3444.23	3491.93
营业税金及附加	569.20	650.39	671.17	849.02	财务费用	1286.87	1502.49	1264.04	1002.61
销售费用	754.84	950.61	979.21	1003.39	资产减值损失	-223.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	1225.53	1418.60	1461.29	1157.76	经营营运资本变动	-812.98	-2156.75	-911.95	-220.09
财务费用	1286.87	1502.49	1264.04	1002.61	其他	1124.55	-789.32	-228.70	-150.99
资产减值损失	-223.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	7748.77	8849.54	10592.76	11672.28
投资收益	557.70	300.00	300.00	300.00	资本支出	208.51	-389.00	-502.00	0.00
公允价值变动损益	-1.38	1.98	2.24	1.55	其他	-2031.61	369.22	302.24	301.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1823.10	-19.78	-199.76	301.55
营业利润	5132.76	8251.27	8424.93	9049.14	短期借款	-6000.23	-6710.14	-7795.35	-7413.02
其他非经营损益	-262.90	-133.03	-160.05	-168.18	长期借款	2094.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	4869.86	8118.25	8264.88	8880.96	股权融资	103.88	0.00	0.00	0.00
所得税	663.02	1217.74	1239.73	1332.14	支付股利	0.00	-728.39	-1113.55	-1161.23
净利润	4206.84	6900.51	7025.15	7548.82	其他	-1272.97	-4123.00	-1264.04	-1002.61
少数股东损益	564.91	1332.76	1219.01	1359.24	筹资活动现金流净额	-5074.49	-11561.53	-10172.94	-9576.86
归属母公司股东净利润	3641.94	5567.75	5806.14	6189.57	现金流量净额	840.23	-2731.77	220.06	2396.97
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10044.12	7312.35	7532.41	9929.39	成长能力				
应收和预付款项	4631.05	6634.88	6466.35	6592.16	销售收入增长率	21.37%	15.61%	3.01%	2.47%
存货	7595.52	8441.10	8809.28	9002.26	营业利润增长率	662.00%	60.76%	2.10%	7.41%
其他流动资产	1224.84	1027.88	1058.50	1084.38	净利润增长率	965.71%	64.03%	1.81%	7.45%
长期股权投资	2784.78	2784.78	2784.78	2784.78	EBITDA 增长率	93.23%	53.11%	-0.10%	3.13%
投资性房地产	217.62	217.62	217.62	217.62	获利能力				
固定资产和在建工程	20255.55	17890.48	15586.80	12733.41	毛利率	13.68%	17.06%	16.59%	16.53%
无形资产和开发支出	3959.90	3402.48	2845.06	2287.65	三费率	5.17%	5.29%	4.92%	4.10%
其他非流动资产	2428.83	2347.71	2266.58	2185.45	净利率	6.65%	9.44%	9.33%	9.78%
资产总计	53142.21	50059.27	47567.38	46817.10	ROE	33.39%	36.87%	28.53%	24.34%
短期借款	21918.50	15208.37	7413.02	0.00	ROA	7.92%	13.78%	14.77%	16.12%
应付和预收款项	4601.54	7375.68	6723.32	6965.97	ROIC	16.30%	24.09%	24.32%	27.22%
长期借款	5395.83	5395.83	5395.83	5395.83	EBITDA/销售收入	13.58%	17.98%	17.44%	17.55%
其他负债	8628.58	3363.94	3408.15	3440.65	营运能力				
负债合计	40544.46	31343.82	22940.33	15802.46	总资产周转率	1.19	1.42	1.54	1.64
股本	1837.40	1835.90	1835.90	1835.90	固定资产周转率	3.30	4.14	4.82	5.73
资本公积	7271.30	7272.80	7272.80	7272.80	应收账款周转率	26.73	25.16	22.86	23.43
留存收益	1054.77	5894.13	10586.72	15615.07	存货周转率	7.95	7.50	7.26	7.22
归属母公司股东权益	10213.82	14998.76	19691.35	24719.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.16%	—	—	—
少数股东权益	2383.93	3716.70	4935.71	6294.95	资本结构				
股东权益合计	12597.75	18715.45	24627.05	31014.64	资产负债率	76.29%	62.61%	48.23%	33.75%
负债和股东权益合计	53142.21	50059.27	47567.38	46817.10	带息债务/总负债	67.37%	65.74%	55.84%	34.15%
					流动比率	0.71	0.98	1.55	3.21
					速动比率	0.48	0.63	0.98	2.13
					股利支付率	0.00%	13.08%	19.18%	18.76%
					每股指标				
					每股收益	1.98	3.03	3.16	3.37
					每股净资产	5.56	8.17	10.73	13.46
					每股经营现金	4.22	4.82	5.77	6.36
					每股股利	0.00	0.40	0.61	0.63
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	8586.26	13146.37	13133.20	13543.69					
PE	13.42	8.78	8.42	7.90					
PB	4.79	3.26	2.48	1.98					
PS	0.77	0.67	0.65	0.63					
EV/EBITDA	7.74	4.56	3.95	3.11					
股息率	0.00%	1.49%	2.28%	2.38%					

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
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 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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn