

2022年06月03日

证券研究报告·公司研究报告

东方电热 (300217) 电力设备

买入 (首次)

当前价: 4.47 元

目标价: 5.75 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

电加热领域龙头，新能源业务多线开花

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 经营业绩向好，盈利能力显著提升。2021年公司归母净利润1.7亿元，同比增长187.5%，扣非归母净利润同比增长40.6%，系民用电加热器稳定发展，新能源汽车和光伏设备“需求拉动+技术优化”导致快速放量，子公司净利润同比大幅提升所致。(2) 多晶硅业务在手订单饱满，受益硅料扩产带来需求高增长。公司在手订单约13亿元，且大部分为2022年底前交付。(3) 募投项目进一步扩充新能源装备和锂电池预镀镍钢基带产能，有利于公司更好地发挥自身技术优势，进一步提升盈利能力。
- 多晶硅业务:** 在手订单饱满，受益硅料扩产带来需求高增长。根据我们测算，预计到2022年底国内硅料新增产能将达64万吨/年，同比增长264%，2023年多晶硅新增产能将实现翻倍增长，公司作为国内冷氢化电加热器的少数供货商之一有望充分受益下游硅料扩产，市占率实现进一步提升。截至目前，公司在手订单约13亿元，且大部分为2022年底前交付，为业绩兑现提供充足保障。
- 新能源汽车电加热器:** 产能充足，短期业绩有望高增。公司现有新能源汽车PTC电加热器产能25万套，产能规模行业前三，2021年公司实际出货约40万套。公司加快募投项目推进，定增项目350万套预计在未来十年陆续落地，2022年公司新能源汽车业务有望实现翻倍增长。此外，公司持续加深与比亚迪、一汽、上汽等优质客户合作，“扩产+客户”双重优势助推业务实现快速发展。
- 锂电池钢壳材料:** 新布局预镀镍钢带业务，国产替代空间巨大。公司目前为国内预镀镍钢带领先企业，有望受4680电池需求拉动充分放量，市场空间广阔。此外，公司第二条预镀镍生产线已开始建设，建成投产后预镀镍钢带产品性能有望赶超国外同类产品，缓解产能紧张形势，加速国产化替代。
- 盈利预测与投资建议。** 2022年5月24日，公司发布定增募投项目公告，拟募集资金不超过2.98亿元，投资于“高温高效电加热器装备制造建设项目”和“年产2万吨锂电池预镀镍钢基带项目”，进一步扩充新能源装备和锂电池预镀镍钢基带产能。预计公司2022-2024年营收分别为40亿元、47亿元、53亿元，未来三年归母净利润将保持48.8%的复合增长率。给予22年25倍PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价5.75元。
- 风险提示:** 产能投放进度或不及预期的风险；市场需求下滑的风险；原材料价格波动风险；技术未达预期的风险。

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

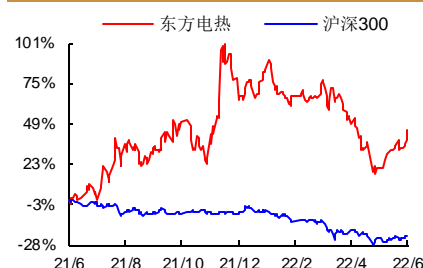
分析师: 敖颖晨

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)	14.41
流通A股(亿股)	9.98
52周内股价区间(元)	3.04-6.18
总市值(亿元)	64.42
总资产(亿元)	46.70
每股净资产(元)	1.65

相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2787.29	4014.96	4749.19	5281.12
增长率	16.28%	44.05%	18.29%	11.20%
归属母公司净利润(百万元)	173.75	326.15	463.26	572.09
增长率	187.53%	87.71%	42.04%	23.49%
每股收益EPS(元)	0.12	0.23	0.32	0.40
净资产收益率ROE	5.98%	10.21%	12.91%	14.07%
PE	34	20	14	11
PB	2.13	2.09	1.85	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 电加热器龙头，经营业绩持续向好	1
1.1 深耕电加热领域二十余载，实现民用到工业的顺利转型.....	1
1.2 公司系家族式企业，收购扩展多业务	2
1.3 公司经营状况良好，盈利能力显著提升	3
2 “民用+新能源”双轮驱动，多领域覆盖彰显龙头实力.....	5
2.1 下游硅料扩产加速，公司多晶硅业务迎来爆发增长.....	5
2.2 新能源车需求上升，PTC加热器加速放量	8
2.3 战略发展锂电池业务，充分受益国产替代	12
3 盈利预测与估值.....	15
3.1 盈利预测.....	15
3.2 相对估值.....	16
4 风险提示	16

图 目 录

图 1: 东方电热历史沿革.....	1
图 2: 公司股权结构及子公司 (截止 2022 年一季度)	3
图 3: 2021 年归母净利润同比增长 187.53%.....	4
图 4: 多晶硅业务占比逐步提升, 2021 年为 14.58%.....	4
图 5: 销售毛利率、净利率均趋稳向上.....	4
图 6: 公司费用率保持稳定	4
图 7: 公司资产负债率有所上升	5
图 8: 公司营运能力有所提升.....	5
图 9: 预计 2022 年底国内多晶硅产能达 63.7 万吨 (万吨)	5
图 10: 多晶硅料价格一路高涨 (元/kg)	5
图 11: 公司还原炉及冷氢化电加热器	6
图 12: 公司产品在四氯化硅冷氢化处理中的应用	6
图 13: 新能源汽车销量呈爆发态势, 预计 CAGR 为 23.59% (万辆)	8
图 14: 预计 2025 年我国新能源车热管理系统将达 250 亿元.....	9
图 15: 热管理系统市场份额主要被外资巨头占据	9
图 16: 2021-2025 年全球 PTC 电加热器 CAGR 为 11%.....	10
图 17: 预计 2025 年中国 PTC 电加热器规模为 57 亿元.....	10
图 18: 公司新能源汽车电加热器发展历程	10
图 19: 预计 2022-2024 年公司新能源电加热器营收 CAGR 高达 70%.....	11
图 20: 2019-2021 年全球圆柱锂电池出货量稳定较快增长	12
图 21: 2021 年我国圆柱电池装机量同比增长 46.4%.....	12
图 22: 全球圆柱电池出货量 CR3 为 80%.....	13
图 23: 电动车为圆柱电池第一大应用场景	13
图 24: 2021 年公司动力锂电池营收同比增长 50.5%.....	13
图 25: 公司动力锂电池产品图例	14

表 目 录

表 1: 公司产品线丰富, 应用下游多行业.....	1
表 2: 公司持续收购子公司拓展业务版图.....	3
表 3: 冷氢化处理方式优势较为明显.....	6
表 4: 2021 年以来公司多晶硅业务中标情况.....	7
表 5: 5 月 24 日公司定增公告募集资金总额及用途.....	8
表 6: 新能源热管理器产品价值量中 PTC 占比最高, 超过 25%.....	9
表 7: 公司新能源汽车 PTC 电加热器研发项目 (截止 2021 年年报)	11
表 8: 预镀镍优势明显	14
表 9: 公司锂电池钢壳材料业务在手订单情况.....	14
表 10: 分业务收入及毛利率.....	15
表 11: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

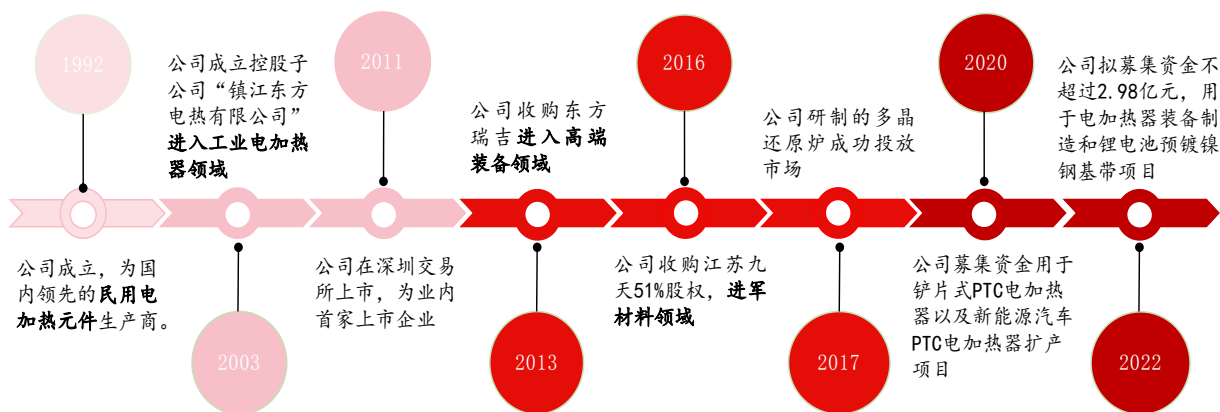
1 电加热器龙头，经营业绩持续向好

1.1 深耕电加热领域二十余载，实现民用到工业的顺利转型

镇江东方电热科技股份有限公司（简称“东方电热”）成立于1992年，于2011年5月深交所上市。公司是我国最大的空调辅助电加热器制造商之一、最大的冷藏陈列柜除霜电加热器制造商之一，同时在应用于多晶硅生产时四氯化硅冷氢化回收利用的核心设备——电加热系统上，已经实现了国内市场的规模生产。公司是电加热领域龙头公司，已经积累了中石油、中石化、中海油、宝钢股份、比亚迪等优质客户的电加热器供应商。

公司于2003年正式涉足工业电加热领域，并通过不断收购子公司相继拓展了工业装备、工业材料、新能源汽车业务。公司研制的多晶硅还原炉于2017年正式投放市场，并受到客户广泛的好评，目前市占率超40%，为当前公司业绩主要增长点。此外，公司把握行业机遇，积极研发锂电池预镀镍钢基带业务，将充分受益未来4680圆柱电池下游需求放量，业绩有望高速增长。

图1：东方电热历史沿革







数据来源：公司公告，西南证券整理

公司为电加热领域龙头，受益碳减排大趋势，新能源车PTC及预镀镍业务将加速发展。公司目前民用电加热器业务稳定发展，工业电加热业务受益碳减排政策将快速增长，新能源车PTC及预镀镍钢基带已形成较强优势。其中，公司新能源行业的主要产品包括：装备制造、汽车元器件以及锂电池材料，受益下游行业高景气，该类有望成为公司业绩主要增长点。

表1：公司产品线丰富，应用下游多行业

行业	细分行业	主要产品	产品图例	行业地位
家用电器行业	家用电器元器件	家用空调电加热器		国内规模领先的家用电器辅助电加热器系统及元器件制造商，市占率行业领先

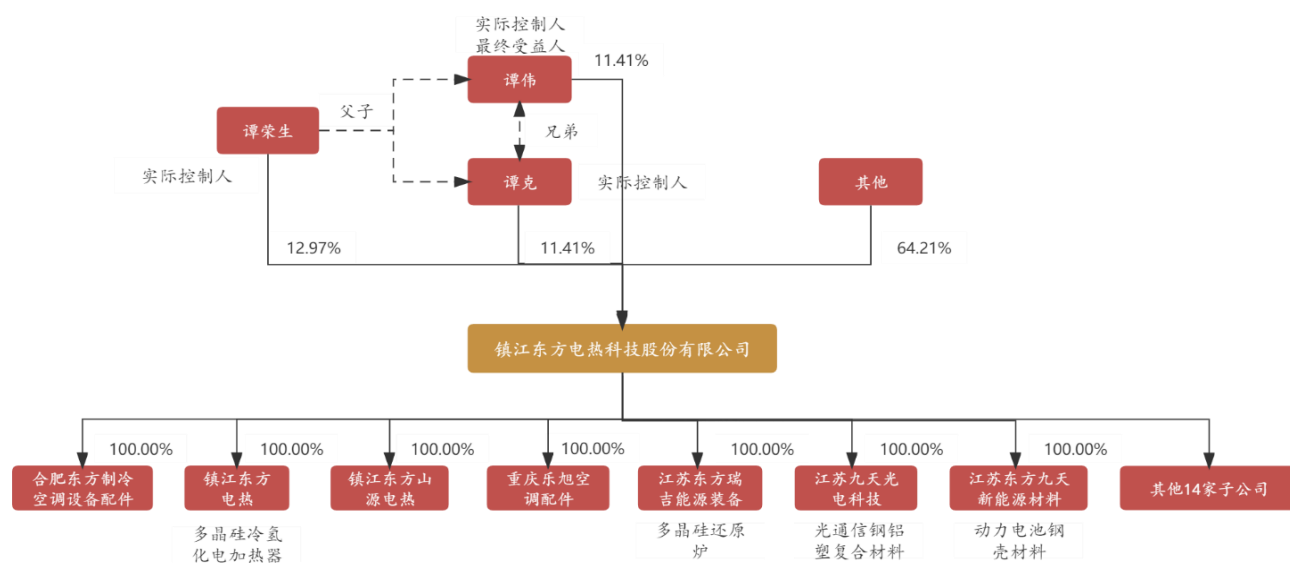
行业	细分行业	主要产品	产品图例	行业地位
新能源行业		融霜加热器		
		风道式中央空调用辅助电加热器		
	新能源装备制造	多晶硅还原炉		领域内优势企业，主导产品得到行业知名企业的高度认可，市场份额稳步提高
		冷氢化电加热器		
	新能源汽车元器件	新能源汽车 PTC 电加热器	-	批量生产纯电动汽车 PTC 电加热系统的企业之一，产能规模行业前三
	锂电池材料	锂电池钢壳材料		国内极少数拥有完整工艺流程、并采用先进的预镀镍技术自主生产制造预镀镍电池钢壳材料的企业
光通信行业	光通信材料	光通信钢（铝）塑复合材料		-

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1.2 公司系家族式企业，收购扩展多业务

公司实际控制人为前董事长谭荣生、现董事长谭克、董事谭伟，分别直接持股 12.97%、11.41%、11.41%，最终受益人为董事谭伟。公司系家族式企业，谭克、谭伟为兄弟关系，谭荣生与二人为父子关系，截止 2022 年一季报，三人共同持股公司 35.79% 股份。

图 2：公司股权结构及子公司（截止 2022 年一季报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司持续收购子公司拓展业务版图

时间	收购公司	收购股权比例	收购后对公司影响
2013 年 6 月	瑞吉格泰	100%	扩大石油、天然气、冶金、电站及各类化工设备的开发、制造和销售
2016 年 11 月	江苏九天	51%	光电产品、电池钢壳及其钢基带、电池零部件、通信光缆钢塑复合带及其钢基带的制造、加工、销售
2017 年 12 月	镇江东方	25.9%	成为公司的全资子公司
2019 年 11 月	深圳山源	21.3%	实际控制铲片式 PTC 电加热器的技术与市场，成为东方山源的间接控股股东
2020 年 9 月	江苏九天	49%	成为公司的全资子公司
2021 年 2 月	东方山源	51%	成为公司的全资子公司

数据来源：公司公告，西南证券整理

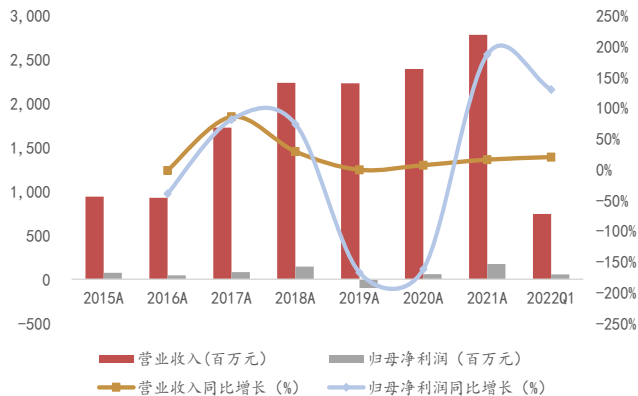
1.3 公司经营状况良好，盈利能力显著提升

公司经营业绩持续向好，净利润显著提升。2021 年公司营业收入为 27.9 亿元，同比增长 16.3%；归母净利润为 1.7 亿元，同比增长 187.5%。母公司的新能源汽车电加热器业务大幅增长，空调用电加热器业务保持稳定。子公司江苏九天利用行业产能出清机会，巩固优势地位，市场占有率进一步提升，2021 年实现净利润 4034.4 万元，同比增长 3847.3 万元；东方九天加快预镀镍技术优化改进，实现净利润-417 万元，同比减亏 2393.6 万元。2022 年一季度公司实现营收 7.5 亿元，同比增长 20.5%；归母净利润 0.6 亿元，同比增长 130.3%。

受益下游高景气，多晶硅业务显著放量。2018 年至 2021 年，公司多晶硅业务营收由 2.8 亿元增长至 4.1 亿元，复合增长率为 25.1%，营收占比由 12%提升至 14.6%。受多晶硅行业投资的高景气，子公司东方瑞吉和镇江东方订单持续增加，且陆续交付，2021 年分别实现归母净利润 1887.7 万元、858.3 万元，同比增长 71.3%、766.8%。我们认为，未来两

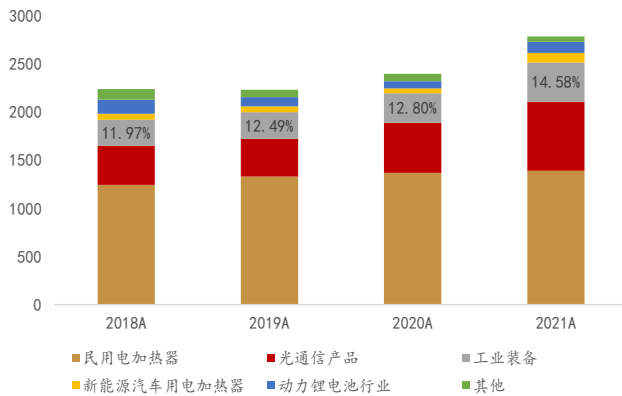
年随着硅料扩产加速,公司作为还原炉和冷氢化电加热器龙头企业,多晶硅业务有望随下游需求提振而充分放量,成为公司业绩有利增长点。

图 3: 2021 年归母净利润同比增长 187.53%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

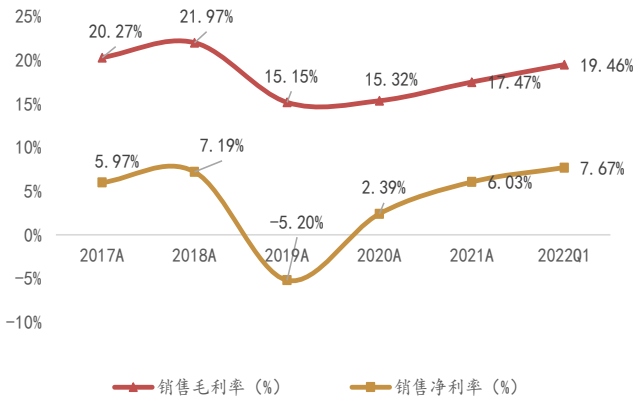
图 4: 多晶硅业务占比逐步提升, 2021 年为 14.58%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

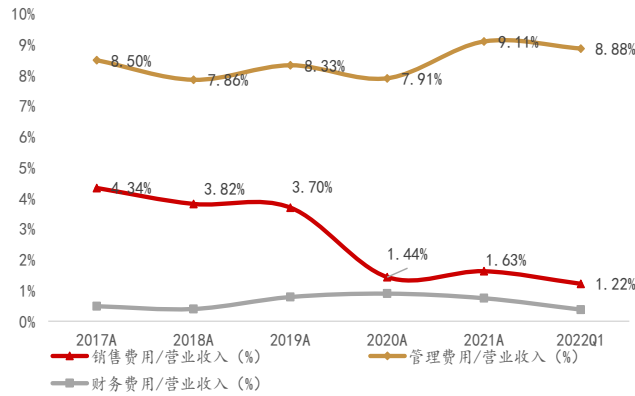
公司盈利能力趋稳向上, 费用率管控良好。2021 年, 公司销售毛利率为 17.5%, 同比上升 2.15pp; 销售净利率为 6%, 同比上升 3.64pp, 盈利能力显著提升。2021 年公司销售费用率为 1.6%, 同比上升 0.19pp; 管理费用率为 9.1%, 同比上升 1.20pp, 原因系研发费用同比增加 30.5%; 财务费用率为 0.8%, 同比下降 0.15pp。

图 5: 销售毛利率、净利率均趋稳向上



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司费用率保持稳定

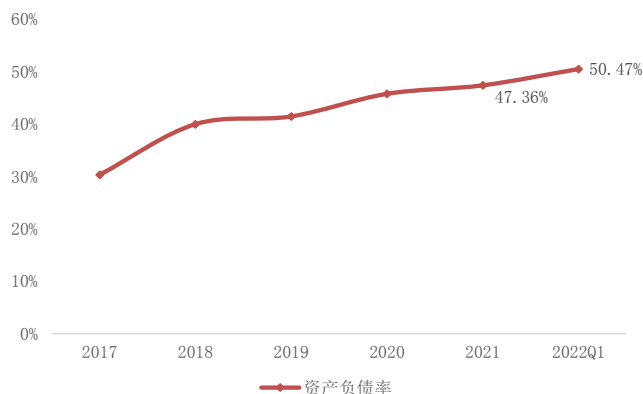


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司资产负债率有所增加。2021 年公司总资产规模为 53.3 亿元, 同比增长 40.9%。其中流动资产为 41.3 亿元, 占总资产比例为 77.5%, 非流动资产为 12 亿元, 占比为 22.5%。由于采购增加导致应付账款增加, 资产负债率有所上升。

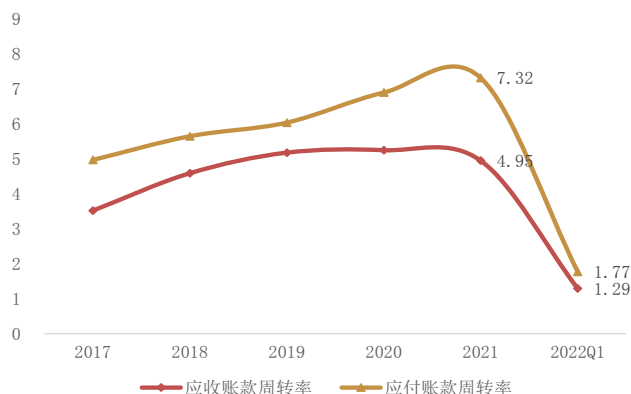
公司营运能力出色, 对上下游议价能力强。2021 年公司应收账款周转率为 4.95x, 同比保持稳定, 2022 年第一季度应收账款周转率为 1.29x, 同比增长 16.2%, 表明公司回款效率有所提升, 对下游议价能力增强。2021 年公司应付账款周转率为 7.32x, 同比增长 6.1%, 周转速度均有所加快, 表示公司营运管理能力优秀; 2022 年第一季度应收账款周转率为 1.77x, 同比保持稳定。

图 7：公司资产负债率有所上升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司营运能力有所提升



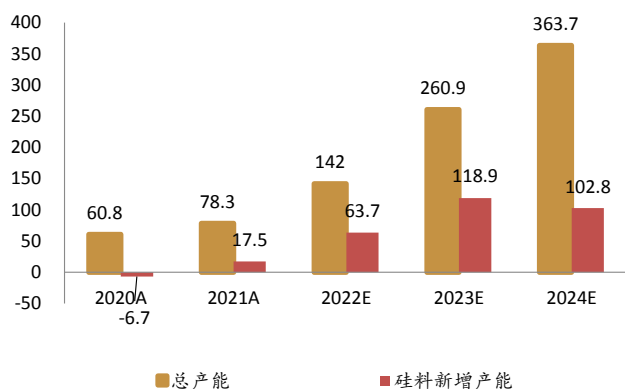
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 “民用+新能源”双轮驱动，多领域覆盖彰显龙头实力

2.1 下游硅料扩产加速，公司多晶硅业务迎来爆发增长

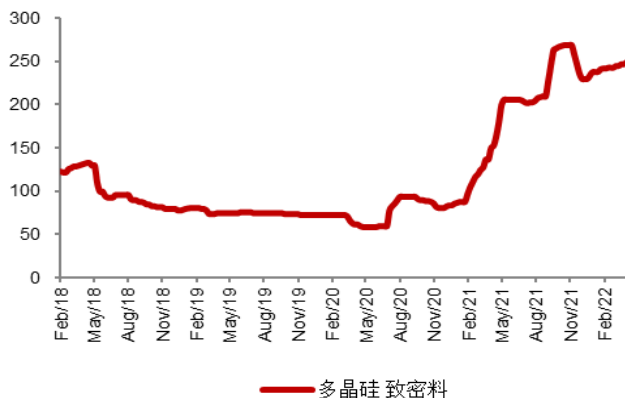
多晶硅行业扩产潮开启，还原炉设备需求将迎来爆发式增长。一方面，2022 年硅料供给“紧平衡”以及光伏装机需求持续提升的趋势延续，头部多晶硅企业纷纷实施扩产。根据各家产能规划与投放节奏我们测算，预计到 2022 年底国内硅料新增产能将达 64 万吨/年，同比增长 264%，新增实际产量 85 万吨/年，2023 年多晶硅新增产能将实现翻倍增长。另一方面，硅料价格一路高涨，从需求端看，在硅片利润水平相对较高的情况下，新老企业开工率上调的意愿均较为强烈，导致硅料需求量大幅增加；从供给端看，近期硅料企业均不同程度受到疫情运输不畅的影响，扩产增量不及预期，导致近期硅料企业在执行原有订单和满足新增产能需求方面，均略感力所不能及。综合供需角度，近期硅料价格持续上升，其高盈利模式也吸引众多新进者入局多晶硅环节。我们认为，在硅料环节大举扩产背景下，还原炉设备需求骤增，行业迎来景气度将步入上行期。

图 9：预计 2022 年底国内多晶硅产能达 63.7 万吨（万吨）



数据来源：CPIA，公司公告，西南证券整理（注：2020 年海外部分企业关停产能）

图 10：多晶硅料价格一路高涨（元/kg）



数据来源：硅业分会，西南证券整理

目前国际上和国内绝对大多数企业均通过改良西门子法生产多晶硅。改良西门子法，又称三氯氢硅（ SiHCl_3 ）还原法，是目前技术上最成熟的多晶硅生产工艺，能否实现闭路生产是决定其工艺能耗高低、原料利用率和产品成本的关键。因为在用三氯氢硅生产多晶硅的过程中，会产生大量的具有强腐蚀性的有毒有害物质（四氯化硅），因此多晶硅生产企业必须对四氯化硅进行处理。其主要工艺分为：热氢化工艺和冷氢化工艺，目前国外大型多晶硅生产企业均采用冷氢化工艺进行四氯化硅处理，热氢化工艺已被淘汰。

表 3：冷氢化处理方式优势较为明显

性能指标	热氢化	冷氢化
能耗	工作温度 1200°C ，能耗高	工作温度 550°C ，能耗低
投资额	投资额大	投资额小
处理效率	不能连续进行，处理效率低	可以连续进行，处理效率高
能否实现闭路循环	不能实现闭路循环	可以实现闭路循环

数据来源：公司公告，西南证券整理

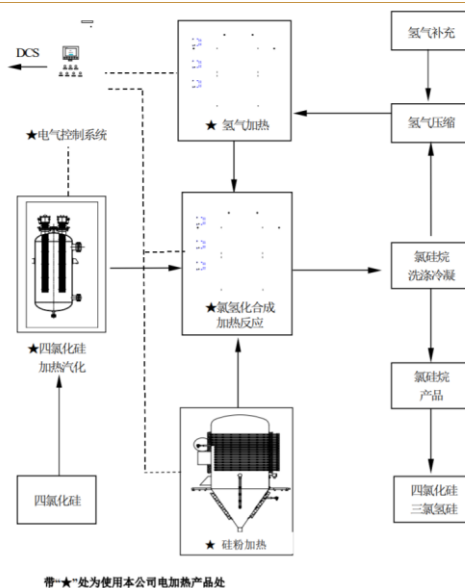
公司多晶硅还原炉与冷氢化电加热器市场份额均保持行业前列。冷氢化电加热器：2011年前该类电加热器核心技术掌握在国外厂商手中，且价格昂贵。公司通过自主研发、和江苏中能、洛阳中硅等企业的紧密合作，研制出了适合冷氢化工艺特点的电加热器系统，产品性能达到国际先进水平，成为当时该领域国内市场实现规模化生产和成功批量应用的唯一供应商。目前，公司冷氢化电加热业务市占率近 90%，考虑到大部分生产设备现依赖于进口，公司已形成价格端优势，有望充分受益国产替代。还原炉：2017 年首次投放市场，成功应用于国内多家主流多晶硅生产企业，具有较强的品牌优势。目前还原炉业务市占率接近 40%，订单持续增加。此外，公司在 2022 年初签订大量还原炉订单后，及时组织了原材料采购，并锁定价格，因此近期原材料上涨对公司成本端影响不大。我们认为，公司持续加大多晶硅业务的研发投入，凭借高技术壁垒和高行业知名度，市场份额有望持续提升，近两年将受益硅料大扩产，业绩有望实现高速增长。

图 11：公司还原炉及冷氢化电加热器



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 12：公司产品在四氯化硅冷氢化处理中的应用



数据来源：公司公告，西南证券整理

在手订单充足，深度绑定下游优质客户。2021 年受益于光伏行业的硅料扩产潮，公司在手订单量实现快速增长，已实现与通威股份、特变电工、保利协鑫、合盛硅业等行业下游优质公司的深度绑定。截止目前，公司在手订单为 11.28 亿元，同时 5 月 23 日公司公告了四川永祥能源一期高纯晶硅项目还原炉预中标订单 2.13 亿元，合计在手 13.41 亿元，大部分订单需要年内交付，为公司业绩增长提供充足的保障。

表 4：2021 年以来公司多晶硅业务中标情况

企业	项目与合同内容	金额 (亿元)	订单交付时间	公告日期
新疆大全新能源	电加热器	0.50		2021/1/7
云南通威高纯晶硅	多晶硅还原炉	0.77		2021/1/20
新疆东方希望	6 万吨/年多晶硅冷氢化车间电加热器	0.56		2021/2/10
云南通威高纯晶硅	多台套换热器	0.21	2021/8/31	2021/3/12
内蒙古通威高纯晶硅	40 对棒还原炉	0.99	2021/8/31	2021/3/12
特变电工	29 台多晶硅还原炉	0.85		2021/4/15
特变电工	7 台多晶硅辐射式电加热器	0.60		2021/4/15
内蒙古通威高纯晶硅	40 对棒还原炉	0.82	2021/10/15	2021/4/20
亚州硅业		0.78		
华陆工程科技		0.40		2021/4/29
内蒙鑫元		0.48		
保利协鑫	14 台辐射式电加热器	1.12	(1) 中能项目：2021 年 11 月 30 日交两台。(2) 乐山项目：2021 年 11 月 20 日开始交货至项目现场，2021 年 12 月 30 日交货完毕。(3) 内蒙项目：2022 年 2 月 28 日开始交货至项目现场，2022 年 3 月 20 日交货完毕。	2021/6/1
青海丽豪	还原炉、辐射式电加热器	1.74	2022/3/6	2021/7/6
浙江特骏实业	40 对棒还原炉设备	1.25	2022/6/30	2021/11/5
新疆中部合盛硅业	还原炉、电加热器	4.26	2022/8/15-2023/4/15	2022/2/8
内蒙古大全新能源	撬块	2.87	2022/8/10-2022/9/25	2022/2/28
	电加热器	1.08	2022/9/30	
新疆中部合盛硅业	还原炉	1.82	2022/11/20	2022/5/23

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年 5 月 24 日，公司发布定增募投项目公告，拟募集资金不超过 2.98 亿元，投资于“高温高效电加热器装备制造建设项目”和“年产 2 万吨锂电池预镀镍钢基带项目”。本次募投项目建成后，公司新能源装备和锂电池预镀镍钢基带产能将进一步提升，有利于公司更好发挥自身技术优势，推动盈利水平持续向上。

表 5：5 月 24 日公司定增公告募集资金总额及用途

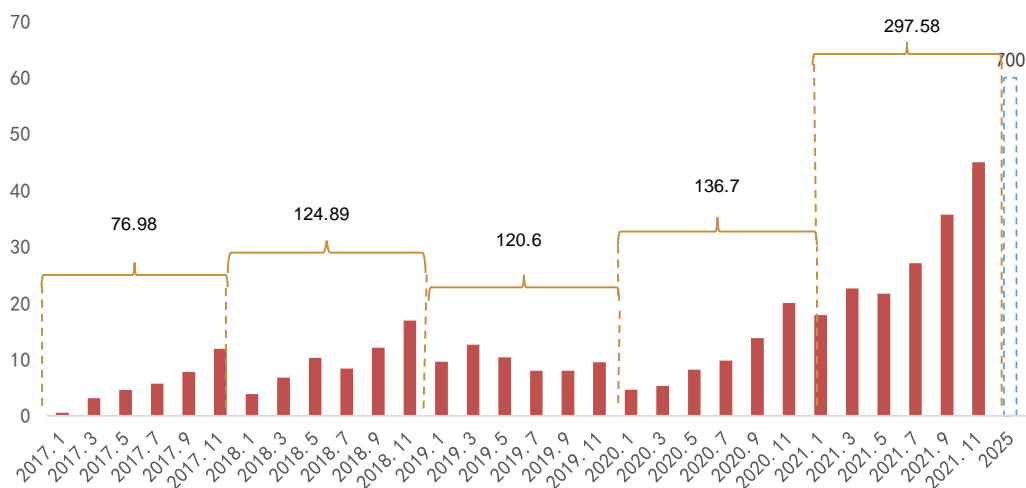
序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	高温高效电加热器装备制造建设项目	14400	10880
2	年产 2 万吨锂电池预镀镍钢基带项目	23860	18920
合计		38260	29800

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 新能源车需求上升，PTC 加热器加速放量

全球政策大力支持，新能源车行业高速发展。从下游需求端来看，2016 年至 2021 年，我国电动汽车销售量由 50.7 万台增长至 330 万台，CAGR 约为 45%，尤其在 2021 年，销量增长近 2 倍，实现了跨越式的发展。目前为了新能源汽车行业的持续性及减排任务，全球各个国家政府已加大补贴政策支持力度，行业发展将保持高增速。根据工信部预测，2025 年我国汽车销量将达 3500 万辆，其中新能源汽车占比至少为 20%，即至少为 700 万辆，CAGR 高达 23.6%。

图 13：新能源汽车销量呈爆发态势，预计 CAGR 为 23.59%（万辆）

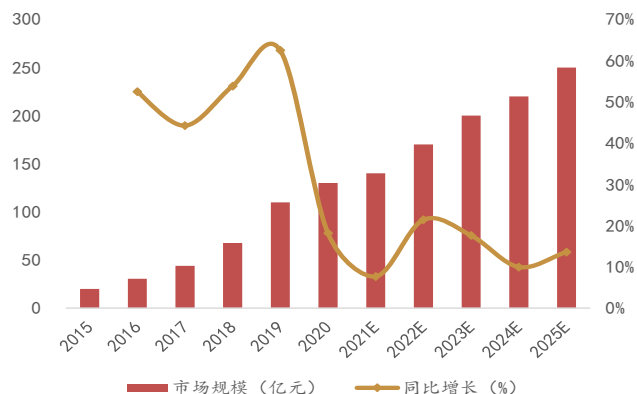


数据来源：中汽协，工信部，西南证券整理

电车热管理市场空间广阔，有望迎来稳定增长。中国新能源汽车进入高速发展期，由于新能源车缺少传统燃油车的发动机，无法利用发动机废热及电池系统运行工况的需要，所以热管理系统成为新能源汽车除三电系统外单车价值量最大的系统，是传统汽车热管理的 3-4 倍。在整车需求量快速增长、单车价值量提升的双重驱动下，未来新能源汽车热管理系统的市场规模有望迎来稳定增长，市场空间巨大，预计 2025 年将达到 250 亿元的水平，CAGR 为 15.6%。

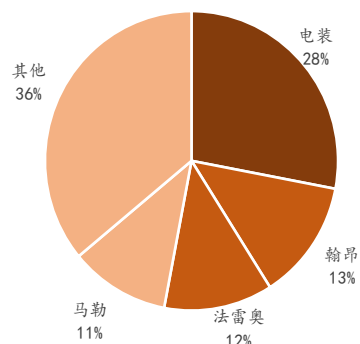
外资仍占据热管理市场主要份额，国产品牌加速发展。2020 年，电装、法雷奥、翰昂、马勒垄断四大巨头占据全球热管理市场 59% 市场份额。国内则三花智控、银轮和奥特佳拥有系统能力，其他厂商则主要处于布局或零部件供应商阶段。外资龙头在压缩机、换热器、泵等布局完善，液冷板、散热器等零部件领域拥有部分细分领军企业，而银轮、拓普已经逐步具备全产品和集成的系统供应能力。

图 14：预计 2025 年我国新能源车热管理系统将达 250 亿元



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 15：热管理系统市场份额主要被外资巨头占据



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

表 6：新能源热管理器产品价值量中 PTC 占比最高，超过 25%

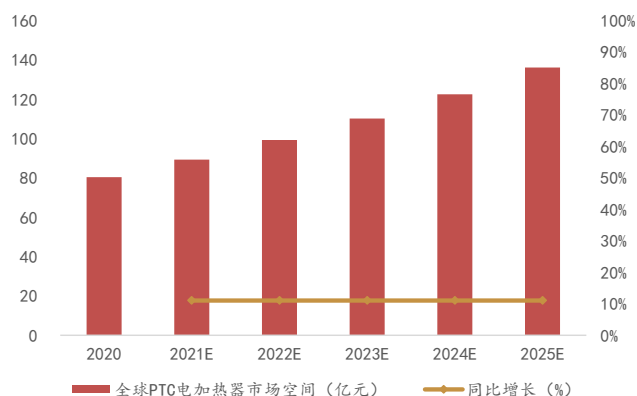
产品名	单车价值	数量 (个)	2020 年全球市场规模 (亿元)	2025 年全球市场规模 (亿元)
冷凝器	200-300	1	6	24
低温水箱	400-600	1	12	48
水冷冷凝器	200	1	5	19
蒸发器	200-300	1	6	24
暖风水箱	100-200	1	4	14
电池深冷器	200-600	1	10	38
电池冷却板	500-800	1	16	62
储液分离器	200	1	5	19
高电压 PTC	800-1500	2	55	221
电子水泵	100-200	2	7	29
鼓风机	200-300	1	6	24
空调控制器	300-500	1	10	38
空调回路	200-300	1	6	24
电子膨胀阀	150-200	3	14	58
压力传感器	40	1	1	4
温度传感器	10-30	3	1	6
电动压缩机	2000	1	48	192
冷媒阀	100-150	1	4	14
三通阀	100-150	1	4	14
合计	7220-10730	-	218	874

数据来源：《2021 年中国热管理市场分析报告-产业供需现状与未来商机预测》，西南证券整理

PTC 加热器是热管理系统重要组成部分，应用广阔。PTC 加热器又称为 PTC 发热体，是利用恒温加热 PTC 热敏电阻恒温发热特性设计的加热器件。PTC 加热器具有热阻小、换热效率高、安全性高、自动恒温、省电等优势，凭借以上优势，PTC 加热器越来越受市场青睐。PTC 加热器应用领域广泛，下游应用涉及到电动汽车、空调、干燥机、干衣机等领域。

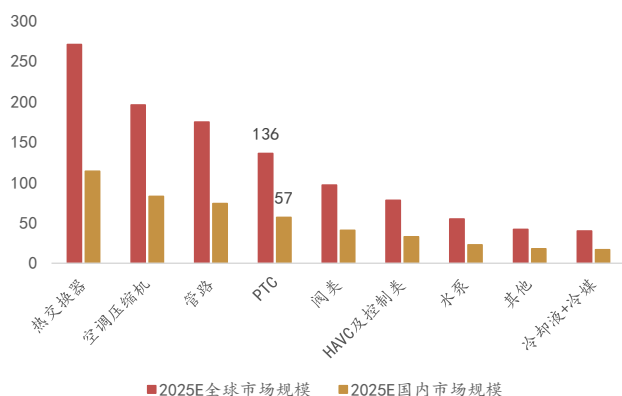
受益新能源车放量，PTC加热器需求有望持续高增。根据数据显示，近年随着加热技术不断发展，PTC加热器应用领域逐渐扩大，目前PTC加热器已在电动汽车、家用电器、工业设备等领域得到广泛应用。2020年，全球PTC加热器市场规模已达到80.5亿元，伴随新能源汽车市场普及率提升，以及工业化、城镇化进程不断加快，PTC加热器市场规模将进一步扩大，预计2025年将达到136亿元，CAGR为11.1%。此外，受良好的市场前景吸引，国内布局PTC加热器市场的企业数量越来越多，PTC加热器生产能力在不断提升，利用本土化服务以及成本价格优势，有望加速实现国产替代。

图 16：2021-2025 年全球 PTC 电加热器 CAGR 为 11%



数据来源：《2021-2025 年 PTC 加热器标杆企业及竞争对手专项调研报告》，西南证券整理

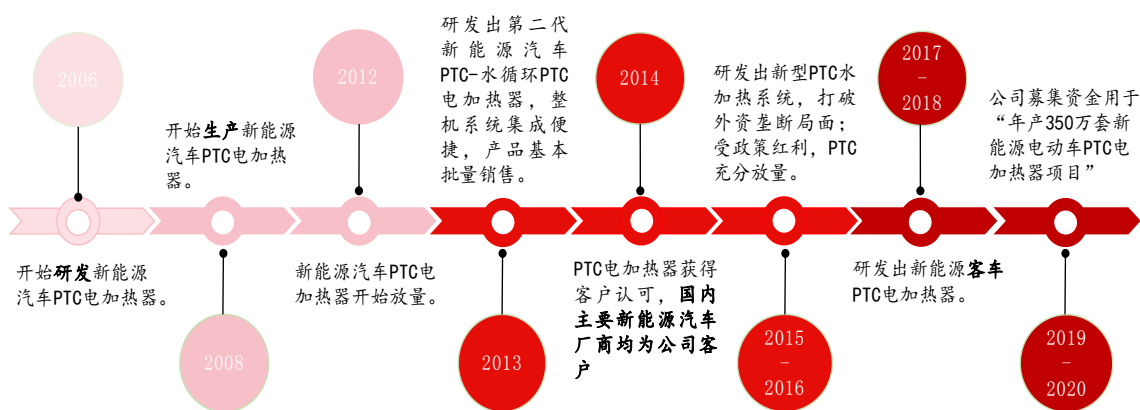
图 17：预计 2025 年中国 PTC 电加热器规模为 57 亿元



数据来源：《汽车热管理系统项目商业计划书》，西南证券整理

历经十余载，公司新能源 PTC 电加热器迅速发展。公司于 2006 年首次涉足新能源汽车 PTC 业务，并于 2012 年开始销售放量。随后公司相继研发出第二代水循环 PTC 以及新兴 PTC 加热系统，产品一经推出受到客户的广泛认可，并拓展新能源客车业务。2020 年公司定增“年产 350 万套 PTC 电加热器项目”，做好充足产能准备，为业绩兑现提供充足保障。

图 18：公司新能源汽车电加热器发展历程

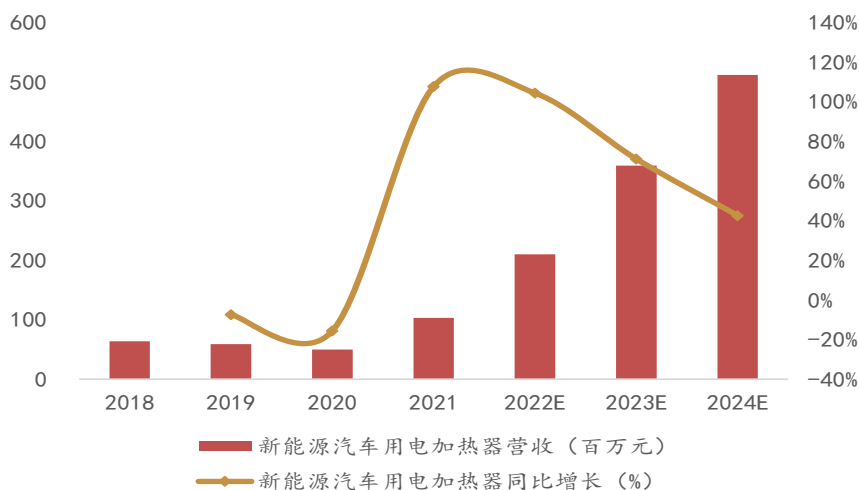


数据来源：公司公告，西南证券测算

2021 年公司新能源汽车业务翻倍增长，短期增速有望延续。2021 年，公司新能源汽车用电加热器业务实现营收 1 亿元，同比增长 107.7%，实现爆发增长。从量价角度，2021 年新能源汽车用电加热器实现销量 35.6 万台，同比增长 76.4%，系国内新能源汽车市场继续保持高速增长，公司充分受益；平均单价为 293.2 元/件，同比增长 17.8%，实现量价齐升。从盈利能力角度，2021 年该业务毛利率为 23.9%，在营收翻倍增长背景下，毛利率与前两年相比基本持平，表明新能源汽车业务成本端管控良好，未来随着技术优势有望持续降本。

产能充足，短期业绩有望高增。公司现有新能源汽车 PTC 电加热器产能 25 万套，产能规模行业前三，2021 年公司实际出货约 40 万套。公司加快募投项目推进，定增项目 350 万套预计在未来 5 年陆续落地，**2022 年公司新能源汽车业务有望实现翻倍增长。**此外，公司持续加深与比亚迪、一汽、上汽等优质客户合作，“扩产+客户”双重优势助推业务实现快速发展。预计 2022-2024 年公司新能源汽车业务营收为 2.1 亿元/3.6 亿元/5.1 亿元，CAGR 高达 70%。

图 19：预计 2022-2024 年公司新能源电加热器营收 CAGR 高达 70%



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司加大研发力度，PTC 业务有望充分实现技术降本。2021 年公司研发费用为 1.1 亿元，同比增长 29.4%。其中，为应对下游新能源车需求高增，公司加大 PTC 电加热器项目的研发力度。我们认为，公司是电加热器领域龙头企业，凭借技术平台的协同优势有望加速新能源车业务的研发进度，进而满足下游高需求，经营规模持续扩大。

表 7：公司新能源汽车 PTC 电加热器研发项目（截止 2021 年年报）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标
大巴防水型电加热器	大巴防水加热器是今后新能源汽车的主流方向，然而目前市场上大巴顶置空调加热器和大巴暖风机加热器和司机位加热器都存在些待解决的防水型技术问题，因此开发一项全新的新能源汽车大巴防水型加热技术已经成为一个必然的趋势。	项目专利申报；项目市场推广。	增加产品种类
电热管式水暖加热器	水暖加热器是今后新能源汽车的主流方向，然而目前市场上 PTC 水暖加热器和厚膜加热器或多或少都存在些待解决的技术问题，因此开发一项全新的新能源汽车水加热技术已经成为一个必然的趋势。	项目专利申报；项目市场试推广。	增加产品种类

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标
浸入式 PTC 水暖加热器	浸入式 PTC 水暖加热器比传统电热管加热器成本低，加热效率高，而且已经在家电行业广泛运用，更容易被市场认同，也符合国内车厂现有的降本方案，研发在经济实用性上具有重大意义	设计方案改进；样机试制与试验。	增加产品种类
PTC 发热陶瓷基座防水结构	在一些北方或高寒地区，由于冬天室外温度过低，使得汽车空调制热功率要求较高，而在一定的空间结构限制下，提高单片 PTC 陶瓷片发挥的功率且要达到防水防尘的一直是难点，因此为保持竞争力进行研发投入。	样品试制；相关工艺参数调整。与现有客户沟通联系送样检测	提高产品性能
一种注胶式 PTC 电加热模块	注胶式 PTC 加热模块，能够为新能源汽车驾驶室提供热量并达到安全除霜除雾的标准，同时给车辆其他需要温度调节的机构提供热量，我们公司自从 2015 年起就开始研究并生产新能源汽车 PTC 加热器，目前已经供货给国内大部分主机厂，从客户的反馈来看，高 PTC 加热模块的加热效率是今后新能源汽车的主流方向。	项目开发人员到位，数据与资料收集，设计初稿；设备与检测装到位，合适的供应商。	提升产品性能

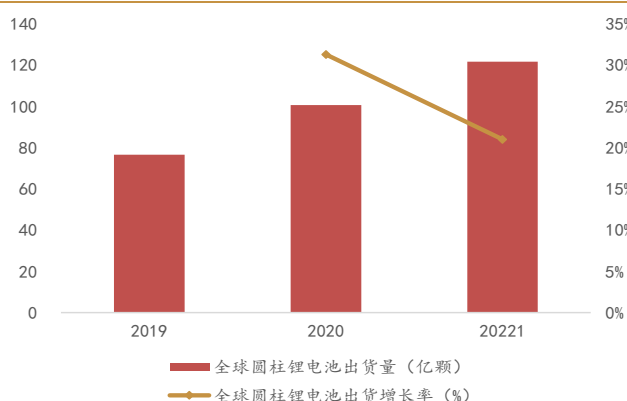
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 战略发展锂电池业务，充分受益国产替代

电动工具需求增长，带动全球圆柱锂电池出货量加大。圆柱虽然具备成本低和发展工艺成熟等优势，但是在动力领域整体性能和容量有所不足，目前主要用于电动工具等。根据数据显示，得益于全球电动工具需求持续增长，全球圆柱锂电池出货量从 2019 年的 76.6 亿颗增长至 2021 年的 121.7 亿颗，CAGR 为 26%。此外，4680 电池推出并应用与特斯拉 Model 系列，有望成为圆柱电池大规模应用动力电池的关键转折点。

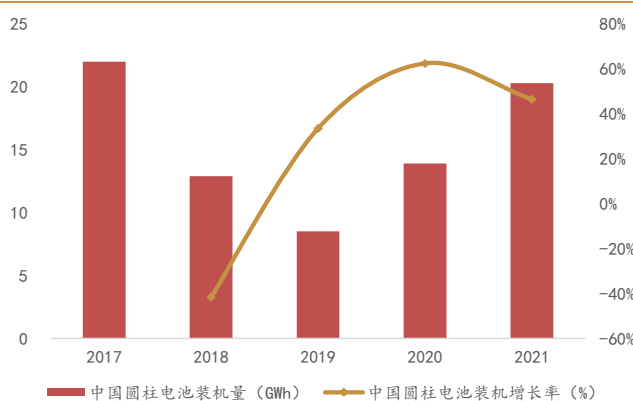
2021 年我国圆柱电池装机量大幅增长。相比于方型硬壳电池，圆柱型电池目前制备工艺已相对成熟，具备成本低、一致性程度高、放热性能优秀等优点，但也具备 PACK 后能量密度偏低、车用 BMS 要求较高等不足。随着特斯拉推出 4680 大圆柱电池并开始交付，带动圆柱电池市场回暖，2021 年我国圆柱电池装机量约为 20.3GWh，同比增长 46.4%，预计随着大圆柱电池发展，动力电池市场结构或发生较大改变。

图 20：2019-2021 年全球圆柱锂电池出货量稳定较快增长



数据来源：EV TANK，西南证券整理

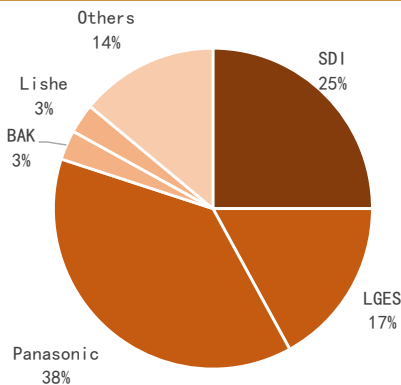
图 21：2021 年我国圆柱电池装机量同比增长 46.4%



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

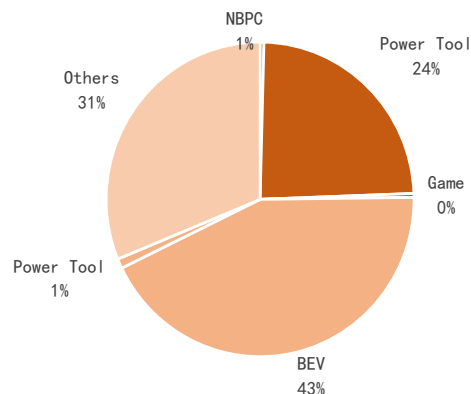
从出货结构上看,日韩企业主导全球圆柱电池市场,电动车是第一大应用场景。分企业来看,松下、LG 和三星 SDI 三家日韩电池厂圆柱电池出货量占据全球 80%份额,格局高度集中;分应用场景来看,电动车为第一大应用场景,占比 43%,其次为电动工具(包含园艺工具)占比 24%。

图 22: 全球圆柱电池出货量 CR3 为 80%



数据来源: B3, 西南证券整理

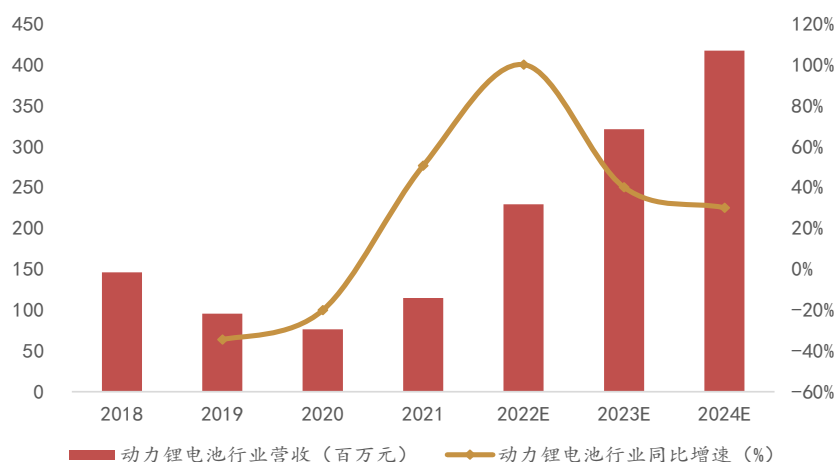
图 23: 电动车为圆柱电池第一大应用场景



数据来源: B3, 西南证券整理

“下游放量+进口替代”是预镀镍业务投资主旋律。2021 年,公司动力锂电池业务营业收入为 1.1 亿元,同比增长 50.5%,业绩实现触底反弹;毛利率为 33.4%,同比增长 14.6pp,盈利能力大幅提升。从下游需求角度,预镀镍钢壳材料有望受 4680 电池需求拉动充分放量,市场空间广阔。从产品技术角度,尽管目前国内厂商预镀镍水平与外资仍存在一定差距,但作为国内极少数采用预镀镍自主生产制造预镀镍电池钢壳材料的企业,公司拥有成熟的预镀镍线,在技术和规模方面已经超越国内同行,并且与外资相比,公司产品具备一定的价格优势。从产能角度,公司第二条预镀镍生产线已开始建设,建成投产后预镀镍钢带产品性能有望赶超国外同类产品,缓解产能紧张形势,加速国产化替代。预计 2022-2024 年,公司动力锂电池业务营业收入分别为 2.3 亿元/3.2 亿元/4.2 亿元, CAGR 为 15.4%,有望实现稳定增长。

图 24: 2021 年公司动力锂电池营收同比增长 50.5%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司是目前国内少数采用预镀镍技术生产锂电池钢壳材料的企业，此前大部分预镀镍钢壳材料主要由海外新日铁等厂商提供。采用这种技术生产的锂电池钢壳材料，壳体基材与镀层完全融合为一体，抗压强度高且耐腐蚀性能好，可以替代进口。此外，**预镀镍与后电镀钢壳的比较，预镀镍壳体内面镀层更均匀**，因通过扩散处理，拥有卓越的电镀粘合性，加工冲压性能良好。后电镀壳体，特别是内面底部周围，出现几乎无电镀的状况。特斯拉的 4680 电池会用到预镀镍的钢壳材料，未来有望随着下游 4680 电池的放量带动预镀镍的需求高增，公司作为国内少数预镀镍企业将充分受益。

表 8：预镀镍优势明显

	预镀镍	拟达到目标
工艺顺序	先电镀后冲孔	先冲孔再进行滚镀
特点	镀层与镍层之间相互渗透西南工程镍铁合金层，大幅提升镀镍钢带整体性能；重量比较轻	镀层不够均匀，容易部分或整体脱裂
使用公司	新日铁，国内只有包括公司在内的少数企业掌握该技术	大部分生产厂家

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：公司动力电池产品图例



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司在手订单饱满，产品覆盖多层次。截止目前，公司在手订单为 4319 吨，意向订单达 17435 吨/年。根据在研项目，“高端锂离子电池用精密深冲电池钢”和“预镀镍钢带添加剂的工艺的研发”项目已经完成，步入批量生产阶段。随着公司第二条预镀镍生产线达产，制造技术进步的同时产能也将得到充分保障，有利于为更多客户持续提供优质产品。

表 9：公司锂电池钢壳材料业务在手订单情况

客户	产品等级	在手订单（吨）	意向订单（吨）
松下采购（中国）有限公司	高端、中低端	-	1000
泰兴市莹旺钢材物资有限公司	高端、中低端	-	600
长虹三杰新能源有限公司	高端	-	2400
东莞市嘉颐达精密五金科技有限公司	高端	300	1350
深圳增金金属材料有限公司	高端	720	2160
无锡市力达金属制品有限公司	高端	-	600

客户	产品等级	在手订单 (吨)	意向订单 (吨)
临沂华太电池有限公司	中低端	720	720
山东华太新能源电池有限公司	中低端	466	1400
上海克林莱塑料有限公司	中低端	133	335
四川泰虹科技有限公司	中低端	1800	4000
江苏华通电池配件有限公司	中低端	180	470
宁波佳禾五金配件有限公司	中低端	-	2400
合计	中低端	4319	17435

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，工业电加热新产能带动公司营收增长，产销率达到 90% 以上。

假设 2：多晶硅还原炉业务随下游多晶硅扩产速度而增长，根据公司在手订单和多晶硅未来扩产计划，预计 2022-2024 年多晶硅业务产量增速分别为 230%、15%、10%。

假设 3：受益下游新能源汽车高景气并结合公司产能扩张计划，预计 2022-2024 年公司新能源汽车电加热器产量增速分别为 100%、80%、50%；公司于 2021 年 11 月启动了第二条高速高精度预镀镍生产线的建设计划，该条生产线有望 2022 年底前投产，预计 2022-2024 年动力锂电池钢壳材料销量增速分别为 100%、40%、30%，单价保持稳定。

假设 4：公司民用电加热器龙头份额持续提升，业务有望实现稳定放量，预计 2022-2024 年产量每年增长 15%。

假设 5：公司各项业务毛利率保持稳定，平均单价年降。

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 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
民用电加热器	收入	1392.0	1521.7	1662.5	1816.2
	增速	1.6%	9.3%	9.2%	9.2%
	毛利率	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
光通信产品	收入	716.7	799.2	911.0	1038.6
	增速	37.8%	11.5%	14.0%	14.0%
	毛利率	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
工业装备	收入	406.5	975.5	1297.4	1725.6
	增速	32.4%	140.0%	33.0%	33.0%
	毛利率	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
新能源汽车用电加热器	收入	102.8	210.0	359.2	511.8
	增速	107.7%	104.3%	71.0%	42.5%
	毛利率	23.9%	24%	24%	24%
动力锂电池行业	收入	114.60	229.20	320.88	417.14
	增速	50.5%	100.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	33.4%	30%	30%	30%
合计	收入	2787.3	4014.96	4749.19	5281.12
	增速	16.3%	44.1%	18.3%	11.2%
	毛利率	17.5%	23.8%	24.7%	25.6%

数据来源：Wind, 西南证券整理

3.2 相对估值

我们选取行业内四家可比公司，2021年-2023年平均PE分别为50、26、18倍。受益于下游硅料扩产加速，公司多晶硅业务有望充分放量，市场份额实现进一步提升。此外公司新能源车PTC，预镀镍产品正进入业绩快速增长期。公司受益碳减排大背景，保持“民用+新能源”电加热器双轮驱动，未来三年公司归母净利润复合增长率有望达到48.8%，给予22年25倍PE，首次覆盖给予“买入”评级，目标价5.75元。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600481.SH	双良节能	12.12	0.19	0.56	0.90	63.79	21.45	13.47
002050.SZ	三花智控	18.32	0.47	0.62	0.80	38.98	29.52	22.99
002850.SZ	科达利	144.22	2.33	4.82	7.44	61.90	29.92	19.37
002245.SZ	蔚蓝锂芯	21.76	0.65	0.97	1.51	33.44	22.34	14.43
平均值						49.53	25.81	17.56

数据来源：Wind, 西南证券整理；注：2022-2024年各公司EPS为Wind一致预期

4 风险提示

- 1) 产能投放进度或不及预期的风险
- 2) 宏观经济波动导致市场需求下滑的风险；
- 3) 原材料价格波动的风险；
- 4) 新产品和新技术开发未达预期的风险。

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	2787.29	4014.96	4749.19	5281.12	净利润	168.02	315.39	447.97	553.21
营业成本	2300.31	3060.74	3576.83	3931.11	折旧与摊销	98.69	151.69	156.61	158.83
营业税金及附加	19.43	28.48	33.47	36.44	财务费用	20.95	44.36	56.48	47.60
销售费用	45.45	65.47	77.44	86.12	资产减值损失	-25.57	30.00	30.00	30.00
管理费用	143.26	441.65	474.92	528.11	经营营运资本变动	-1.22	-1162.96	-383.53	-255.23
财务费用	20.95	44.36	56.48	47.60	其他	-326.33	-63.23	-120.06	-29.85
资产减值损失	-25.57	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-65.46	-684.75	187.48	504.56
投资收益	34.29	30.00	30.00	30.00	资本支出	-99.82	-49.39	-49.39	0.00
公允价值变动损益	0.99	0.10	0.20	0.30	其他	-192.11	30.10	30.20	30.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-291.93	-19.29	-19.19	30.30
营业利润	149.62	374.37	530.25	652.04	短期借款	15.34	729.46	26.85	-341.41
其他非经营损益	38.51	-3.33	-3.23	-1.21	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	188.13	371.04	527.02	650.83	股权融资	604.24	0.00	0.00	0.00
所得税	20.11	55.66	79.05	97.62	支付股利	-19.10	-34.75	-65.23	-92.65
净利润	168.02	315.39	447.97	553.21	其他	-89.14	-47.01	-56.48	-47.60
少数股东损益	-5.73	-10.76	-15.29	-18.88	筹资活动现金流净额	491.33	647.70	-94.87	-481.66
归属母公司股东净利润	173.75	326.15	463.26	572.09	现金流量净额	133.23	-56.35	73.42	53.19
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	457.85	401.50	474.92	528.11	成长能力				
应收和预付款项	1721.07	2417.48	2883.09	3195.91	销售收入增长率	16.28%	44.05%	18.29%	11.20%
存货	1139.00	1540.14	1870.11	2025.09	营业利润增长率	48.13%	150.21%	41.64%	22.97%
其他流动资产	816.30	756.53	766.56	773.82	净利润增长率	193.22%	87.71%	42.04%	23.49%
长期股权投资	35.70	35.70	35.70	35.70	EBITDA 增长率	28.62%	111.84%	30.32%	15.49%
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	840.49	765.56	685.72	554.26	毛利率	17.47%	23.77%	24.69%	25.56%
无形资产和开发支出	260.91	234.07	207.22	180.37	三费率	7.52%	13.74%	12.82%	12.53%
其他非流动资产	63.10	62.57	62.05	61.52	净利率	6.03%	7.86%	9.43%	10.48%
资产总计	5334.42	6213.55	6985.36	7354.79	ROE	5.98%	10.21%	12.91%	14.07%
短期借款	220.27	949.72	976.57	635.16	ROA	3.15%	5.08%	6.41%	7.52%
应付和预收款项	882.12	1067.90	1267.59	1406.29	ROIC	7.51%	13.04%	14.14%	15.68%
长期借款	80.00	80.00	80.00	80.00	EBITDA/销售收入	9.66%	14.21%	15.65%	16.26%
其他负债	1343.87	1028.07	1190.61	1302.19	营运能力				
负债合计	2526.26	3125.70	3514.77	3423.65	总资产周转率	0.61	0.70	0.72	0.74
股本	1441.22	1441.22	1441.22	1441.22	固定资产周转率	3.46	5.03	6.54	8.52
资本公积	574.94	574.94	574.94	574.94	应收账款周转率	4.95	5.58	5.13	4.96
留存收益	781.98	1073.38	1471.41	1950.84	存货周转率	2.44	2.18	2.06	2.00
归属母公司股东权益	2799.09	3089.54	3487.57	3967.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.11%	—	—	—
少数股东权益	9.07	-1.69	-16.98	-35.86	资本结构				
股东权益合计	2808.16	3087.85	3470.59	3931.15	资产负债率	47.36%	50.30%	50.32%	46.55%
负债和股东权益合计	5334.42	6213.55	6985.36	7354.79	带息债务/总负债	11.89%	32.94%	30.06%	20.89%
					流动比率	1.74	1.72	1.78	1.99
					速动比率	1.26	1.20	1.22	1.37
					股利支付率	10.99%	10.65%	14.08%	16.20%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	269.26	570.42	743.34	858.48	每股收益	0.12	0.23	0.32	0.40
PE	34.26	19.75	13.91	11.26	每股净资产	1.94	2.14	2.42	2.75
PB	2.13	2.09	1.85	1.62	每股经营现金	-0.05	-0.48	0.13	0.35
PS	2.14	1.60	1.36	1.22	每股股利	0.01	0.02	0.05	0.06
EV/EBITDA	18.71	11.06	8.43	6.84					
股息率	0.32%	0.54%	1.01%	1.44%					

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	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
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
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	yxy@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