

闸片需求触底, 打造碳基复材第二成长曲线

投资要点

- **事件:** 公司公布2022半年报, 2022H1实现营收4.0亿元, 同比增长80.6%; 归母净利润0.7亿元, 同比增长28.1%。Q2单季度看, 实现营收2.3亿元, 同比增长55.3%, 环比增长32.4%; 归母净利润0.4亿元, 同比减少17.6%, 环比增长10.9%。上半年收入与利润保持高增长, Q2单季度业绩环比改善。
- **受疫情影响, 粉末冶金闸片业务大幅下滑; 碳基复材需求旺盛, 带动营收高速增长。** 上半年国内重点城市疫情接连出现大规模疫情, 列车开行量受到严重影响, 铁路旅客运输量大幅下降, 公司粉末冶金闸片产品作为高铁车辆运营耗材, 需求大幅下滑, 2022H1营收仅0.8亿元, 同比下降61.3%。受益于光伏行业需求增长, 碳基复材需求旺盛, 公司产能持续释放, 碳基复材业务营收快速增长, 2022H1营收2.6亿元, 是去年同期的126.5倍, 营收贡献超过65.6%, 已超过粉末冶金闸片, 成为公司第一大业务板块。
- **产品结构调整略降低公司综合毛利率, 盈利水平仍保持高位。** 2022H1, 公司综合毛利率为55.2%, 同比减少13.2个百分点, 主要系毛利率相对较高的粉末冶金闸片业务(2022H1毛利率为65.6%)营收占比下降, 碳基复材(2022H1毛利率为56.7%)营收占比上升; 2022H1, 公司期间费用率为29.4%, 同比下降8.2个百分点; 净利率为19.0%, 同比下降5.8个百分点。总体来说, 尽管受粉末冶金闸片业务下滑影响, 公司盈利能力略有下降, 但仍保持高位; 随着粉末冶金闸片业务摆脱疫情干扰, 碳基复材产能规模持续扩大, 预计公司盈利水平将逐步回升。
- **深度拓展碳基复材、树脂基碳纤维复材业务, 打造绿能新材料平台型公司。** 1) 在碳基复材方面, 公司已向高景太阳能、晶科能源、晶澳能源、包头美科等11家光伏硅片制造商正式供货, 另有5家光伏硅片企业正在试验中, 产品认证工作进展顺利; 随着新建2000吨热场项目产能逐步释放, 碳基复材板块将带动公司业绩持续增长。2) 在碳陶复材领域, 公司碳陶制动盘实现重大技术突破, 2022H1, 已与2家汽车厂商签署战略合作协议, 与5家汽车厂商签订保密/合作协议, 完成4家汽车厂商样件交付, 预计2023年碳陶刹车盘有望开启量产供应。3) 在树脂基碳纤维复材方面, 科研创新与市场开发并进, 正处于业务开拓阶段, 未来发展空间较广阔。
- **航空大型结构件产能落地, 为公司业绩增长提供新动能。** 公司子公司瑞合科技是一家高精度飞机零部件研发制造企业, 为主机厂提供机身框类、大梁、翼梁、翼肋、桁条等主要零部件。目前, 公司已成为中电科下属两大研究所和中航工业旗下两大主机厂合格供应商, 并和兵器集团签订喉衬协议, 随着公司在成都航空产业园新设的航空结构件柔性生产线在今年底实现全部产能落地, 将为公司贡献新的增长动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.24、4.95、6.48亿元, 未来三年归母净利润复合增长率55%, 给予公司2023年35倍PE, 对应目标价38.50元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 碳基复材投产不及预期、新市场开拓不及预期、并购企业业绩实现不及承诺的风险、疫情反复风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	671.26	1130.75	1693.45	2216.77
增长率	61.68%	68.45%	49.76%	30.90%
归属母公司净利润(百万元)	174.97	323.74	495.38	647.83
增长率	53.05%	85.03%	53.02%	30.78%
每股收益EPS(元)	0.39	0.72	1.10	1.44
净资产收益率ROE	6.81%	11.04%	4.73%	16.56%
PE	77	42	27	21
PB	5.21	4.69	4.08	3.50

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn
联系人: 王宁
电话: 021-58351893
邮箱: wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.50
流通A股(亿股)	4.50
52周内股价区间(元)	13.10-34.96
总市值(亿元)	134.75
总资产(亿元)	40.59
每股净资产(元)	5.93

相关研究

目 录

1 轨交闸片领军企业，新材料多业务协调发展	1
1.1 轨交闸片领军企业，碳基复材打造第二成长极.....	1
1.2 碳基复材贡献业绩增量，利润重回增长趋势.....	2
1.3 股权结构清晰稳定，管理层行业经验丰富.....	3
2 盈利预测与估值	4
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示	6

1 轨交闸片领军企业，新材料多业务协调发展

1.1 轨交闸片领军企业，碳基复材打造第二成长极

公司是轨交闸片领军企业，致力于打造碳基复材等绿能新材料平台型公司。公司于2009年在北京成立，成立之初主要从事粉末冶金闸片及合成闸片/闸瓦业务；2013年，公司获颁动车组9个车型5种型号闸片CRCC铁路产品认证证书，打破进口垄断；2017年，公司成为“复兴号”中国标准动车组制动闸片的核心供货商；2019年，公司在A股科创板上市；2021年，公司收购瑞和科技、天启光峰和天力新陶，成功进入军用航空及碳基复合材料业务领域，意欲打造绿能新材料平台型公司。

图 1：轨交闸片领军企业，碳基复材打造第二成长极



数据来源：公司官网，年报，西南证券整理

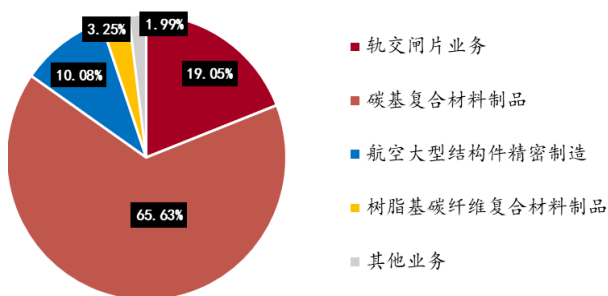
公司主营业务可分为轨交闸片、碳基复材、航空大型结构件、树脂基碳纤维复合材料制品四大板块。1) 轨交闸片包括各类粉末冶金闸片，主要应用于铁路和城市轨道交通领域；2) 碳基复合材料制品包括碳碳热场、碳陶制动盘等产品，应用于光伏、制动材料、航天领域；3) 航空大型结构件精密制造包括机身框类、大梁、翼梁、翼肋、桁条等飞机主要零部件，主要应用于航空领域；4) 树脂基碳纤维复合材料制品应用于航空航天、海洋船舶等领域。

图 2：公司主营业务图谱

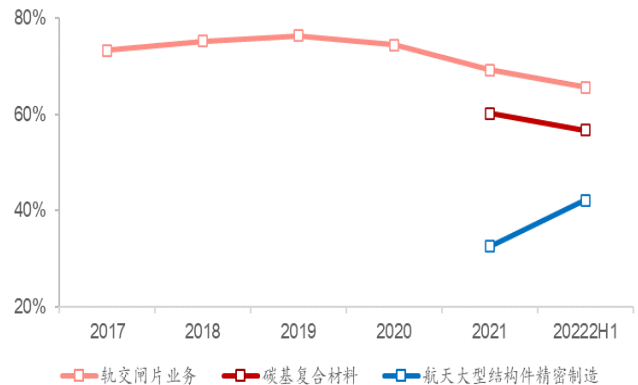


数据来源：公司官网，年报，西南证券整理

- 1) **碳基复材营收高速增长，毛利率高，2022H1 营收占比 65.6%**。2021 年，公司碳基复合材料制品营收为 1.4 亿元，收入占比 21.2%，毛利率为 60.2%；2022H1 营收为 2.6 亿元，收入占比提升至 65.6%，带动公司总体收入规模同比大幅提升，毛利率为 56.7%。
- 2) **轨交闸片业务为公司传统业务，毛利率水平较高**。粉末冶金闸片是应用在轨交尤其是高铁动车组运用的耗材，2021 年该业务营收 4.2 亿元，营收占比 62.9%。2022 年上半年，受疫情影响，我国铁路列车开行量受到严重影响，该板块受冲击较大，2022H1 营收仅为 0.8 亿元，同比下滑 61.3%，营收占比下降至 19.1%，毛利率为 65.6%。公司为行业内持有 CRCC 证书最多、覆盖车型最广的厂商，具有较强的先发优势。
- 3) **航空大型结构件产能持续提升，贡献增量业绩**。2021 年该业务营收为 0.7 亿元，收入占比 11.0%，毛利率为 32.7%；2022H1 营收为 0.4 亿元，毛利率为 42.2%。公司目前正加大对于航空大型结构件精密制造业务的产能扩充，预计 2022 年年底实现全部产能落地，为公司贡献新的增长动能。
- 4) **树脂基碳纤维复合材料制品收入占比较小，尚处于业务开拓阶段**。2021 年营收 0.2 亿元；2022H1 营收为 0.1 亿元，营收占比为 3.3%。

图 3：2022H1，碳基复材收入占比为 65.6%


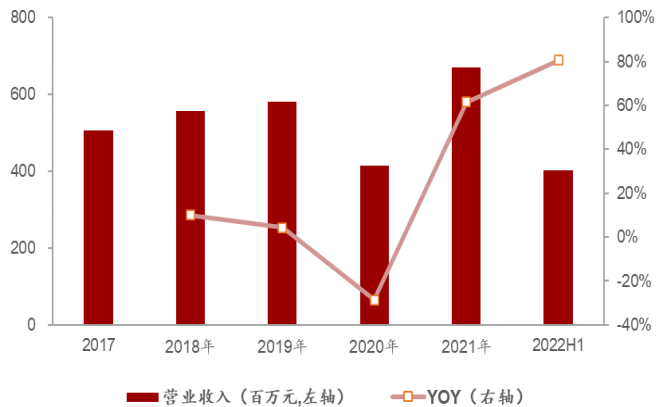
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：粉末冶金闸片及碳基复材毛利率较高


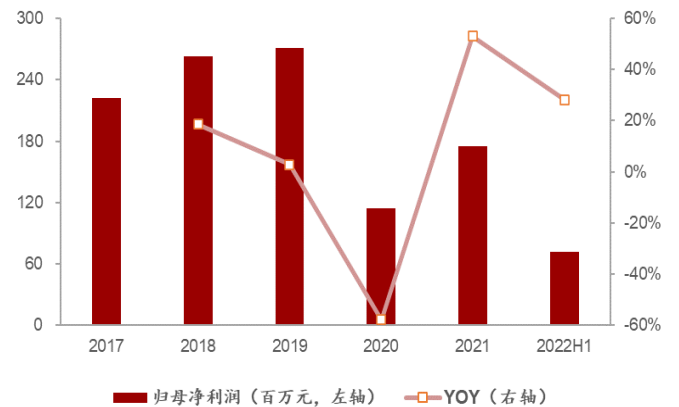
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 碳基复材贡献业绩增量，利润重回增长趋势

2021 年以来，受碳基复材业务提振，公司营收、归母净利润恢复增长。受疫情及下游需求影响，公司核心业务轨交闸片自 2020 年开始下滑，拖累公司业绩。2021 年公司积极拓展碳基复合材料和航空大型结构件业务，受益于光伏行业高景气，2021 年公司实现营收 6.7 亿元，同比增长 61.7%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 53.1%，收入及利润重回增长趋势。2022H1 实现营收 4.0 亿元，同比增长 80.6%；归母净利润 0.7 亿元，同比增长 28.1%，仍旧主要受益于碳基复材的高速增长。

图 5：2022H1 实现营收 4.0 亿元


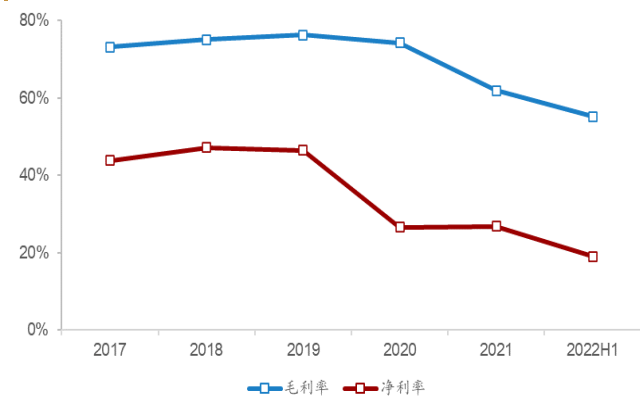
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：2022H1 实现归母净利润 0.72 亿元


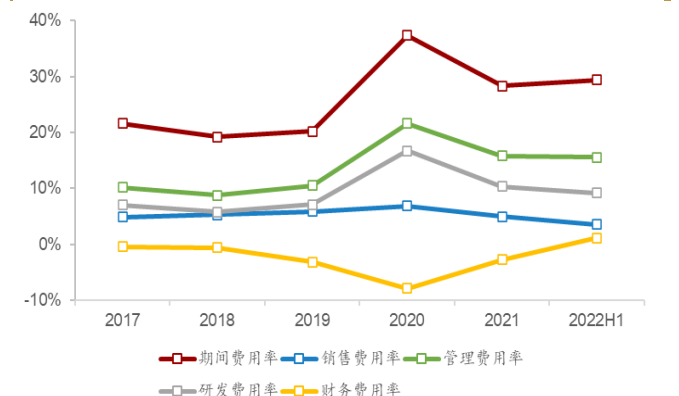
数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率及净利率较高，2022H1 略有下滑，预计未来将逐步回升。2017-2020 年，公司专注于轨交闸片业务，综合毛利率基本保持在 70% 以上，2021 年，公司综合毛利率为 61.9%，同比下降 12.4 个百分点，主要系疫情影响轨交闸片降价及新拓展业务毛利率相对降低；净利率为 26.8%，同比微增 0.3 个百分点。2022H1 公司综合毛利率为 55.22%，同比下降 13.2 个百分点，主要系毛利率相对较高的粉末冶金闸片业务（2022H1 毛利率为 65.6%）营收占比下降，碳基复材（2022H1 毛利率为 56.7%）营收占比上升；净利率为 19.0%，同比下降 5.8 个百分点。

期间费用率先升后降，未来有望稳中有降。2020 年，公司期间费用率为 37.4%，同比增加 17.1 个百分点，主要系公司计提子公司房屋折旧导致管理费用增长及研发投入增加；2021 年公司期间费用率回落至 28.3%，同比下降 9.1 个百分点。2022H1 期间费用率为 29.4%，同比下降 8.2 个百分点；细分来看，销售、管理、研发费用率分别为 3.5%、15.6% 和 9.2%，分别同比下降 3.0、5.8 和 6.2 个百分点，财务费用率为 1.1%，同比增加 6.8 个百分点。随着公司规模持续扩大、管理能力逐步提升，期间费用率仍有下降空间。

图 7：公司毛利率及净利率较高


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：公司期间费用率先升后降


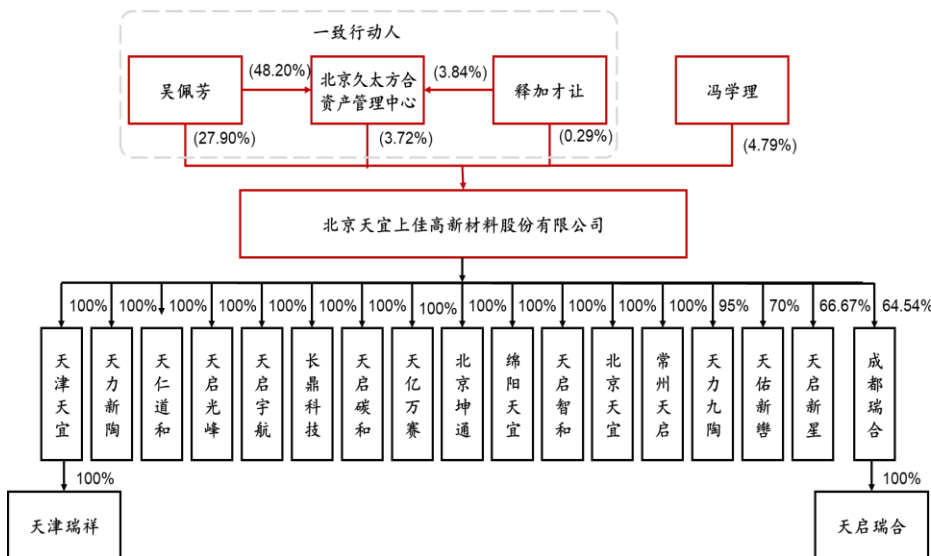
数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，管理层行业经验丰富

公司股权结构清晰稳定，管理层行业经验丰富。公司控股股东、实际控制人为吴佩芳，直接持有公司 27.86% 股权，通过久太方合间接持有公司 1.79% 股权，合计持有公司 29.65% 股权；另外，吴佩芳女士与久太方合、释加才让具有一致行动关系，合计持有公司 31.91% 股份。吴佩芳女士现任公司董事长兼总经理，兼任中国轨道交通网络安全理事会副理事长、北京新能源汽车产业协会副会长、轨道交通运维技术与装备四川省重点实验室客座研究员、北京科技大学兼职教授，从事交通材料领域 40 余年，对行业的发展局有深刻的理解。

首次股权激励落地，有利于提高核心员工创造性、积极性。2020 年 11 月，公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予 500 万股限制性股票，约占公司公告时股本总额 1.11%。目前，公司股权激励计划已进入第一个归属期，且第一个归属期条件已经达成，2022 年 7 月，公司完成股权激励首次授予，共授予 58 名股权激励对象限制性股票 119.25 万股，占归属前公司总股本的比例约为 0.27%；股权激励计划有利于深度绑定核心员工，推动公司长期健康发展。

图 9：公司实际控制人王为吴佩芳女士，合计持有公司 29.7% 股权



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：碳基复合材料下游延展性强，光伏热场需求旺盛，考虑到公司“2000 吨级碳碳复合材料”二期项目已启动，预计 2022-2024 年碳基复合材料产能分别能达到 1100、1700、2000 吨，毛利率保持相对稳定。

假设 2：随着下半年国内疫情形势逐渐好转，高铁刹车闸片等耗材的消耗量将有所回升，考虑到公司粉末冶金闸片及合成闸片新增产能的逐步释放，预计公司 2022-2024 年轨交闸片市占率稳中有升，分别为 23%、24%、24%，单价保持相对稳定。

假设 3: 公司 2021 年收购成飞金牌供应商瑞合科技, 成功切入军民用航空领域, 考虑到 2022 年底航空大型结构件精密制造业务的产能扩充落地, 结合其业绩承诺, 预计公司航天大型结构件精密制造业务 2022-2024 年营收增速为 35%、40%、40%。

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 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
碳基复合材料制品	收入	142.18	644.50	1021.00	1398.00
	增速	——	353.30%	58.42%	36.92%
	毛利率	60.18%	59.00%	59.00%	59.00%
轨交闸片业务	收入	422.03	330.00	448.00	496.00
	增速	1.90%	-21.81%	35.76%	10.71%
	毛利率	69.18%	68.00%	67.00%	66.00%
航空大型结构件精密制造	收入	73.53	99.27	138.97	194.56
	增速	——	35.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	32.65%	38.00%	39.00%	39.00%
其他业务	收入	33.52	56.98	85.48	128.21
	增速	103.91%	70.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	41.89%	42.00%	42.00%	42.00%
合计	收入	671.26	1130.75	1693.45	2216.77
	增速	61.68%	68.45%	49.76%	30.90%
	毛利率	61.91%	58.93%	58.62%	57.83%

数据来源: Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取金博股份、永贵电器和爱乐达 3 家公司作为可比公司: 金博股份是碳碳热场龙头, 永贵电器是轨交连接器龙头, 爱乐达是航空零部件龙头; 3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 40、30、22 倍。公司立足于轨交闸片业务, 大力拓展碳基复材及航空精密结构件业务, 成功打造第二增长曲线, 未来增长动能充沛。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.24、4.95、6.48 亿元, 未来三年归母净利润复合增长率 55%, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 38.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值 (截至 2022 年 8 月 17 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688598.SH	金博股份	351.98	6.25	7.31	9.55	12.47	56.33	48.13	36.87	28.23
300351.SZ	永贵电器	19.59	0.32	0.43	0.56	0.78	61.49	45.95	34.92	25.11
300696.SZ	爱乐达	32.00	1.04	1.26	1.76	2.32	30.65	25.35	18.23	13.78
可比公司平均值							49.49	39.81	30.01	22.37

数据来源: Wind, 西南证券整理

3 风险提示

1) 碳基复材投产不及预期。得益于新扩产线的顺利推进，公司碳碳热场业务发展迅速，若公司 2000 吨级碳基复合材料后续产能释放节奏不达预期，将对公司业务发展造成不利影响。

2) 新市场开拓不及预期。公司目前热场材料主流产品在头部客户仍处在验证阶段，存在验证不通过风险，可能会对公司经营产生不利影响。

3) 并购企业业绩实现不及承诺的风险。公司的航空大型结构件业务主要由 2021 年收购的子公司瑞合科技承担，由于公司实际介入时间较短，若后续瑞合科技业绩承诺无法实现，将影响公司整体业绩表现。

4) 疫情反复风险。近年来，受疫情影响，我国铁路旅客运输量大幅下滑，公司粉末冶金闸片业务业绩下滑，如果未来新冠肺炎疫情无法得到有效控制，将对公司经营产生不利影响。

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	671.26	1130.75	1693.45	2216.77	净利润	180.07	323.71	495.33	647.77
营业成本	255.67	464.44	700.80	934.86	折旧与摊销	60.78	64.28	64.28	64.28
营业税金及附加	7.37	15.49	22.97	29.21	财务费用	-18.58	18.36	20.41	22.88
销售费用	32.99	39.58	59.27	77.59	资产减值损失	-2.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	106.20	209.19	304.82	387.94	经营营运资本变动	-241.05	-323.86	-553.54	-469.44
财务费用	-18.58	18.36	20.41	22.88	其他	36.23	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-2.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	15.02	82.48	28.49	264.49
投资收益	-1.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-722.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-26.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-749.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	218.01	383.70	585.18	764.29	短期借款	23.87	-53.87	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.17	-2.86	-2.44	-2.21	长期借款	190.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.85	380.83	582.74	762.08	股权融资	12.03	0.00	0.00	0.00
所得税	37.78	57.12	87.41	114.31	支付股利	-17.95	-34.99	-64.75	-99.08
净利润	180.07	323.71	495.33	647.77	其他	-24.25	-42.77	-20.41	-22.88
少数股东损益	5.10	-0.03	-0.05	-0.06	筹资活动现金流净额	183.70	-131.64	-85.16	-121.95
归属母公司股东净利润	174.97	323.74	495.38	647.83	现金流量净额	-550.46	-49.15	-56.67	142.54
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	627.97	578.82	522.15	664.69	成长能力				
应收和预付款项	682.42	1094.45	1678.43	2193.00	销售收入增长率	61.68%	68.45%	49.76%	30.90%
存货	174.79	317.51	477.09	638.11	营业利润增长率	52.53%	76.00%	52.51%	30.61%
其他流动资产	91.86	49.79	74.57	97.61	净利润增长率	63.34%	79.77%	53.02%	30.78%
长期股权投资	17.22	17.22	17.22	17.22	EBITDA 增长率	79.24%	79.21%	43.65%	27.11%
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	1223.97	1177.58	1131.19	1084.80	毛利率	61.91%	58.93%	58.62%	57.83%
无形资产和开发支出	287.15	269.62	252.09	234.56	三费率	17.97%	23.62%	22.71%	22.03%
其他非流动资产	231.47	231.11	230.74	230.38	净利率	26.83%	28.63%	29.25%	29.22%
资产总计	3336.86	3736.10	4383.48	5160.36	ROE	6.81%	11.04%	14.73%	16.56%
短期借款	53.87	0.00	0.00	0.00	ROA	5.40%	8.66%	11.30%	12.55%
应付和预收款项	250.57	439.92	654.73	880.94	ROIC	9.86%	15.13%	19.18%	21.01%
长期借款	190.00	190.00	190.00	190.00	EBITDA/销售收入	38.77%	41.24%	39.56%	38.41%
其他负债	198.25	174.32	176.31	178.29	营运能力				
负债合计	692.69	804.24	1021.04	1249.23	总资产周转率	0.23	0.32	0.42	0.46
股本	448.74	449.93	449.93	449.93	固定资产周转率	0.94	1.28	2.02	2.79
资本公积	1272.48	1272.48	1272.48	1272.48	应收账款周转率	1.43	1.47	1.42	1.33
留存收益	864.51	1153.25	1583.88	2132.64	存货周转率	2.25	1.89	1.76	1.67
归属母公司股东权益	2586.74	2874.47	3305.09	3853.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.72%	—	—	—
少数股东权益	57.43	57.39	57.34	57.28	资本结构				
股东权益合计	2644.17	2931.86	3362.44	3911.13	资产负债率	20.76%	21.53%	23.29%	24.21%
负债和股东权益合计	3336.86	3736.10	4383.48	5160.36	带息债务/总负债	35.21%	23.62%	18.61%	15.21%
					流动比率	4.75	4.60	4.17	4.04
					速动比率	4.22	3.88	3.44	3.32
					股利支付率	10.26%	10.81%	13.07%	15.29%
					每股指标				
					每股收益	0.39	0.72	1.10	1.44
					每股净资产	5.75	6.39	7.35	8.57
					每股经营现金	0.03	0.18	0.06	0.59
					每股股利	0.04	0.08	0.14	0.22
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	260.22	466.34	669.88	851.46					
PE	77.02	41.62	27.20	20.80					
PB	5.21	4.69	4.08	3.50					
PS	20.07	11.92	7.96	6.08					
EV/EBITDA	49.39	27.50	19.23	14.96					
股息率	0.13%	0.26%	0.48%	0.74%					

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn