

固废处理稳中有升，电池回收再启成长

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年报, 上半年实现营收14.6亿元(+31.5%), 实现归母净利润3.3亿元(+0.8%); 其中2022年二季度实现营收8.0亿元(+42.8%), 实现归母净利润1.7亿元(-10.6%)。
- **主营业务稳中有升, 业务扩张收益颇丰。** 近年来公司主营业务生活垃圾焚烧发电业务趋稳并逐步提升, 公司已在浙江、湖北、四川、河南、安徽、广东等十省份布局投建垃圾焚烧发电项目。截至2022年上半年, 公司建设垃圾焚烧发电项目合计2.3万吨, 其中已建成正在运营的有18座电厂30期项目共2万吨; 在建项目3个共2050吨; 筹建项目1个1000吨。
- **扩张餐厨垃圾回收业务, 与焚烧业务协同处理。** 公司积极发展餐厨垃圾废料提取业务, 积极开拓废料回收新市场。我国每年产生大量的餐厨垃圾, 相较传统的填埋、焚烧处理, 公司的泔水油提炼及餐厨垃圾堆肥生产沼气处理工艺可实现与垃圾焚烧发电业务协同, 实现降本增效。截至2022上半年, 公司在浙江、安徽、河南、山东、江苏等5个省份投资、建设餐厨垃圾项目合计2820吨。其中已建成投运12期餐厨项目共1860吨; 试运营餐厨项目共500吨; 在建餐厨项目共360吨, 筹建项目共100吨。
- **布局动力电池回收业务, 开拓新增长点。** 由于近年新能源电动车的普及和电子产品的规模化, 废旧电池回收市场逐渐扩大。公司于2022年1月4日收购的立鑫新材料公司, 已于3月底完成了一期动力电池提钴镍锂项目的试运营工作, 并于4月份开始正式运营, 目前月产能负荷已达80%以上, 预计全年可完成70%以上的产能, 2023年可全部达产, 全部达产后对应镍钴锰提纯量3000金吨/年, 碳酸锂提纯量1000吨/年。同时公司与旗下子公司美欣达集团汽车拆解业务协同促进电池回收业务发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为8.8亿元、10.9亿元、13.7亿元, 3年复合增速为28.3%, 对应EPS分别为2.05、2.55、3.18元。公司动力电池回收技术可能成为未来新业绩增长点, 给予公司2023年12倍PE, 目标价30.60元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策变动风险; 运营资金短缺风险; 新项目获得与审批风险; 项目运营中的环境保护风险; 业务扩张带来的管理风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2967.93	3945.70	5112.88	6331.05
增长率	74.75%	32.94%	29.58%	23.83%
归属母公司净利润(百万元)	648.01	878.68	1094.88	1367.23
增长率	24.10%	35.60%	24.61%	24.87%
每股收益EPS(元)	1.51	2.05	2.55	3.18
净资产收益率ROE	11.97%	15.00%	16.56%	18.13%
PE	15.8	11.6	9.3	7.5
PB	1.89	1.74	1.55	1.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn
联系人: 池天惠
电话: 13003109597
邮箱: cth@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)	4.29
流通A股(亿股)	4.26
52周内股价区间(元)	15.6-25.51
总市值(亿元)	95.35
总资产(亿元)	124.78
每股净资产(元)	11.71

相关研究

目 录

1 固废综合处理龙头，进军动力电池回收市场	1
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

图 目 录

图 1: 公司 2017-2022 上半年营收持续稳定增长	2
图 2: 公司 2017-2022 上半年归母净利润维持稳定	2
图 3: 公司 2017-2021 年垃圾焚烧业务收入 CAGR=26.5%	2
图 4: 公司 2017-2021 年垃圾焚烧业务毛利率保持稳定	2
图 5: 公司股权结构集中	3
图 6: 静脉科技园模式实现餐厨垃圾与焚烧垃圾协同处理	3
图 7: 母公司美欣达集团规划建设动力电池拆解产业园	4

表 目 录

表 1: 公司以固废处理业务为主, 可生产热电、沼气、泔水油等副产品	1
表 2: 分业务收入及毛利率	5
表 3: 可比公司估值 (截止 2022 年 8 月 17 日)	6
附表: 财务预测与估值	7

1 固废综合处理龙头，进军动力电池回收市场

旺能环境股份有限公司是专业从事生活垃圾、餐厨垃圾、市政污泥等固体废弃物综合处置的环保产业公司，连续七年居全国固废行业十强。公司由美欣达集团于 2007 年组建，通过重大资产重组成功上市，并于 2017 年 9 月剥离美欣达集团的印染业务，致力于生活垃圾无害化处置。公司拥有较为完善的固废处理体系，其中主要包括：

1) **生活垃圾焚烧**：公司在浙江、福建、河南、四川、安徽、湖北、广西、贵州、甘肃等 10 个省投资、建设和运营 33 个项目，总设计处理规模近 3.1 万吨/日，总投资达 100 亿元。主要采取 BOT、BOO 和 PPP 特许经营模式。生活垃圾焚烧处理产生的热量可用于锅炉发电，截止 2022 上半年，公司在浙江、安徽、河南、山东、江苏等 5 个省份投资、建设餐厨垃圾项目合计 2820 吨。其中已建成投运 12 期餐厨项目共 1860 吨；试运营餐厨项目共 500 吨；在建餐厨项目共 360 吨，筹建项目共 100 吨。

2) **餐厨垃圾处理**：公司在浙江、江苏、安徽、山东、河南 5 个省投资、建设和运营 14 个餐厨项目，总设计处理规模近 2555 吨/日，总投资 10 多亿元。项目主要采用国内流行、国际先进的“预处理+厌氧消化+资源化利用”的工艺主体路线。

3) **市政工程污泥处理**：公司在安徽、河南 2 个省投资、建设和运营 2 个污泥处置项目，总设计处理规模近 500 吨/日，总投资近 1.5 亿元。项目主要采用直接焚烧、干化+垃圾发电厂协同处置的两种工艺主体路线。该业务主要对生活污泥进行减量化处理，是重点环保项目。污泥处理产生的废渣可用于发电、制砖、制肥等。

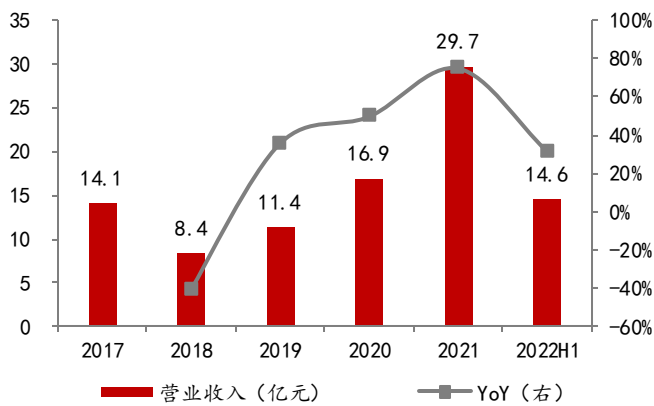
4) **动力电池回收**：公司通过收购、子公司业务开展等方式向动力电池回收市场进军。已于 3 月底完成了一期动力电池提钴镍锂项目的试运营工作，并于 4 月份开始正式运营，目前月产能负荷已达 80% 以上，预计全年可完成 70% 以上的产能，2023 年可全部达产，全部达产后对应镍钴锰提纯量 3000 金吨/年，碳酸锂提纯量 1000 吨/年。

表 1：公司以固废处理业务为主，可生产热电、沼气、泔水油等副产品

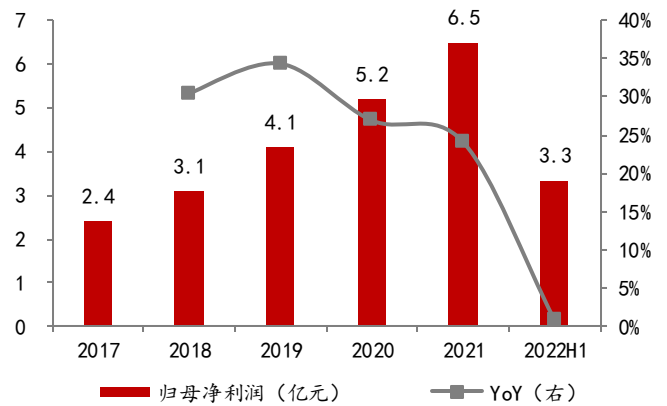
业务	处理工艺	副产品	用途
生活垃圾处理	渗沥、焚烧、过滤	锅炉余热	蒸汽发电、焚烧发电
餐厨垃圾处理	油水分离、调配、厌氧消化、固液分离	沼气、固体废渣、泔水油	沼气和固体废渣可用于燃烧发热，泔水油用于制作生物柴油
市政工程污泥处理	污泥改性、机械脱水	污泥废渣	焚烧发电、制砖、发酵制肥
动力电池回收	动力电池内稀有金属提纯	镍钴锰、碳酸锂等稀有金属	稀有金属再利用

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经营保持良性增长发展势头。2022 年上半年实现营业收入 14.6 亿元，较上年同期 11.1 亿元增长 31.5%，实现归属于上市公司股东的净利润为 3.3 亿元。公司收入增长主要来源于《企业会计准则解释第 14 号》确认的 BOT 建造项目收入 1.1 亿元，以及新投产的锂电池循环再利用业务带来的 0.8 亿元营收。2017-2021 年公司营收 CAGR 达 20.5%，归母净利润 CAGR 为 28.3%，保持高增长趋势。

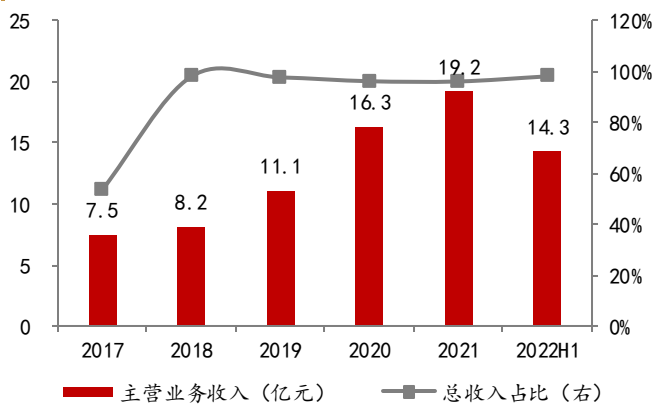
图 1：公司 2017-2022 上半年营收持续稳定增长


数据来源：Wind，西南证券整理

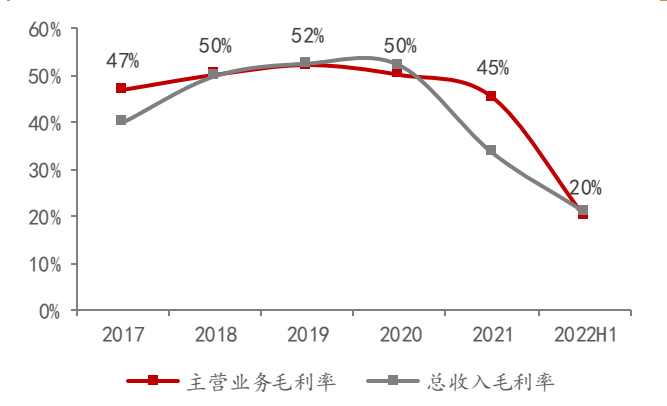
图 2：公司 2017-2022 上半年归母净利维持稳定


数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营垃圾焚烧发电业务发展迅速，毛利润率保持稳定。2017 年公司剥离美欣达集团子公司印染业务，垃圾焚烧业务成为主营业务。2017-2021 年间垃圾焚烧业务收入 CAGR 达 26.5%，增长迅速，2020 年以前稳定占总业务收入 97% 左右。同时，公司主营业务毛利润率稳定维持在 45%-50% 左右。由于半年报将 BOT 项目归入公司主营业务范围，根据《企业会计准则解释第 14 号》确认 BOT 项目收入计入总收入，属于无利润项目收入，导致 2022 年半年度报告内主营业务毛利润率有所下降。

图 3：公司 2017-2021 年垃圾焚烧业务收入 CAGR=26.5%


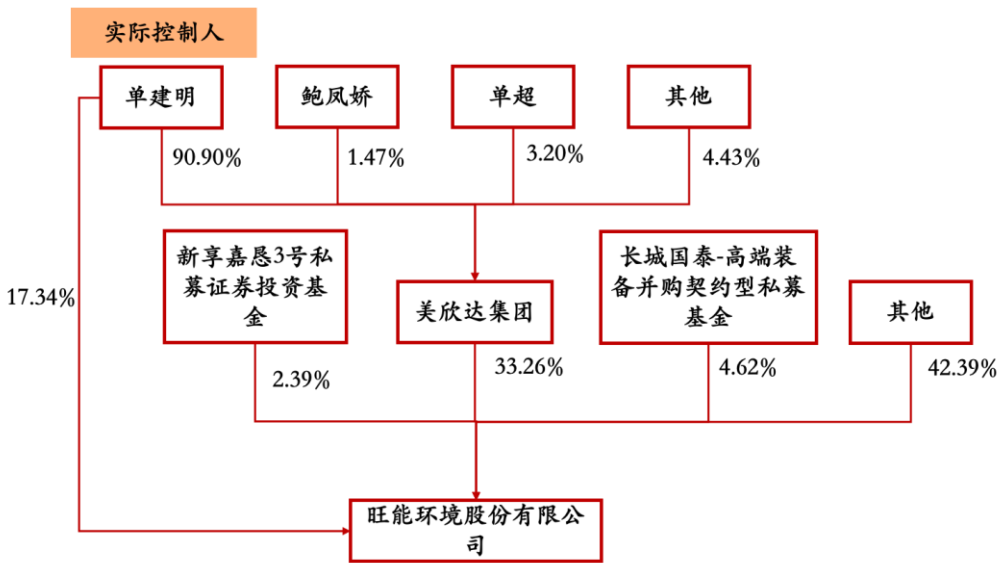
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2017-2021 年垃圾焚烧业务毛利润率保持稳定


数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构集中，管理体系完善。公司实际控制人为单建明及其一致行动人单超和鲍凤娇。结合 2022 年半年度报告，单建明通过绝对控股公司美欣达集团间接持股旺能环境 33.3% 的股份，且直接持股 17.3% 的股份，合计持股 47.6%，为公司第一大股东，公司股权结构相对集中。

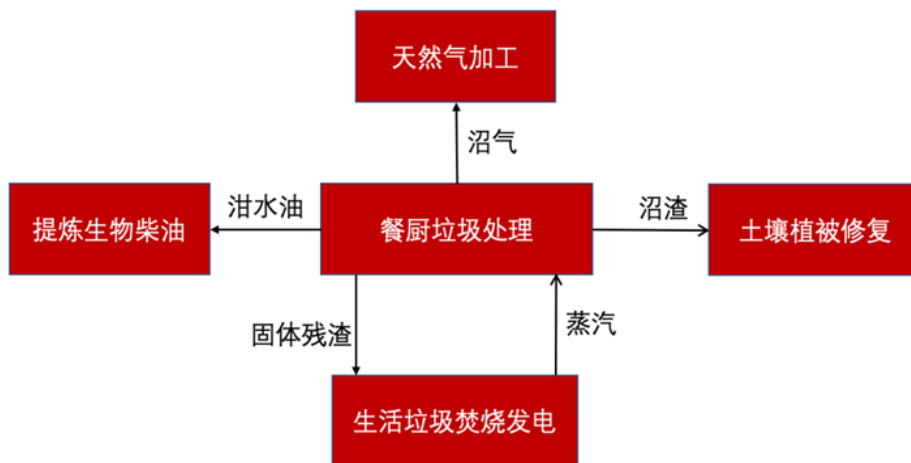
图 5：公司股权结构集中



数据来源：Wind, 西南证券整理

发展餐厨垃圾回收处理业务，实现固废协同处理。餐厨垃圾无害化处理与资源化利用业务所处的行业备受国家政策鼓励和支持。餐厨垃圾是生活垃圾中占比最大、资源化价值最高的部分，目前市场上餐厨垃圾处理项目数量和处理能力还远远满足不了实际需求，未来市场广阔。公司围绕静脉产业园模式，使餐厨垃圾处理与其余生活垃圾处理循环相扣，消除了餐厨垃圾处理的孤岛，通过物质和能量协同，可实现餐厨垃圾处理的降本增效。

图 6：静脉科技园模式实现餐厨垃圾与焚烧垃圾协同处理



数据来源：公司公告, 西南证券整理

公司进军动力电池回收行业，开启第二增长曲线。2022 年 1 月，公司通过子公司浙江旺能再生资源利用有限公司以 9450 万元收购浙江立鑫新材料科技有限公司 60% 股权，正式进军动力电池回收领域。

产能方面，公司利用立鑫材料包含的一条以三元锂电池废料为原料生产镍、钴、锂盐类新材料产品的生产线，实现向废旧动力电池回收业务的进发。项目已经于 22 年 4 月开始运营，目前已实现月产能 80% 以上负荷，预计全年可实现 70% 以上产能。2023 年预计全部达产，对应镍钴锰提纯量 3000 金吨/年，碳酸锂提纯量 1000 吨/年。公司规划在下半年启动立鑫二期 3.5 万吨三元锂电池回收处理项目的建设，同时积极布局磷酸铁锂电池回收产能。

原料方面，公司依托母公司美欣达集团循环产业平台，利用集团报废车回收、电子废弃物回收加工业务回收废旧 3C 电池和汽车动力电池，目前集团旗下东临循环产业园汽车拆解项目年拆解能力将达到 10 万辆。同时，公司积极与电动汽车厂商、动力电池厂商及电池利用企业进行洽谈，电池回收渠道丰富。

图 7：母公司美欣达集团规划建设动力电池拆解产业园



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：对于垃圾焚烧业务，公司 2022-2024 年将陆续建成存量的 2050 吨/日项目；每年通过中标新项目等新增产能 1000 吨/日；厂用电量维持在 19%；年焚烧发电量与垃圾回收量成正比；上网电价维持 0.55-0.60 元/度。

假设 2：对于餐厨垃圾回收业务，2022-2024 年存量的 860 吨在建工程陆续投产；每年新增 700 吨/日的产能；泔水油价格稳定在 8000-9000 元/吨；2022-2024 年餐厨垃圾回收服务费价格持平；2022-2024 年公司回收技术进步带来毛利率每年 1%-2% 增长。

假设 3: 对于 BOT 建设业务、污泥处理业务, BOT 业务每年保持 20%-30% 增长, 按照《企业会计准则解释第 14 号》, BOT 业务带来的收入不贡献毛利, 计入营业成本; 污泥处理业务年新增 200 吨/日左右产能。

假设 4: 对于动力电池回收业务, 2023 年实现 100% 投产, 镍钴锰提纯量达到 3000 金吨/年, 碳酸锂提纯量 1000 吨/年; 2022 年下半年启动二期项目对应镍钴锰提纯量 7500 金吨/年, 碳酸锂提纯量 2800 吨/年; 假设 2022/2023/2024 年产能利用率分别达到 50%/70%/90%; 镍钴锰价格维持 20 万元/吨, 碳酸锂价格维持 45 万元/吨; 随着提纯技术的发展, 未来三年提纯毛利率分别为 20%/25%/30%。

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
生活垃圾项目运营	收入	2013	2199	2399	2551
	增速	23.4%	9.2%	9.1%	6.3%
	毛利率	46.58%	45.0%	45.0%	45.0%
餐厨垃圾处理	收入	256	466	583	703
	增速	-	82.4%	25.1%	20.6%
	毛利率	35.2%	36.0%	37.0%	38.0%
动力电池回收	收入	-	400	1050	1800
	增速	-	-	162.5%	71.4%
	毛利率	-	20.0%	25.0%	30.0%
BOT 项目建设	收入	579	753	941	1129
	增速	-	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
污泥回收业务	收入	77	83	95	103
	增速	50.8%	7.5%	14.5%	8.4%
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	收入	43	45	45	45
	增速	172.5%	3.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	78.3%	80.0%	81.5%	80.7%
合计	收入	2968	3946	5113	6331
	增速	74.8%	32.9%	29.6%	23.8%
	毛利率	36.9%	38.3%	36.2%	35.8%

数据来源: Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取三家传统固体废料处理公司及三家动力电池回收公司, 2023 年三家传统固废公司平均 PE 为 10 倍, 2023 年三家动力电池回收公司平均 PE 为 17 倍。考虑到公司开始进军目前较为火热的动力电池回收市场, 未来三年业绩复合增长率有望达到 28%, 我们给予公司 2023 年 12 倍 PE, 对应目标价 30.60 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截止 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
600323.SH	瀚蓝环境	19.88	1.43	1.72	2.05	2.37	14.70	11.53	9.70	8.38
601200.SH	上海环境	9.87	0.61	0.70	0.80	0.93	20.57	14.13	12.29	10.57
601330.SH	绿色动力	7.70	0.50	0.72	0.83	0.93	20.85	10.76	9.29	8.26
平均值							18.71	12.14	10.42	9.07
002709.SZ	天赐材料	55.60	2.30	2.76	3.26	3.95	49.83	20.15	17.08	14.07
002340.SZ	格林美	9.15	0.19	0.33	0.47	0.61	53.62	28.02	19.36	14.95
002009.SZ	天奇股份	21.27	0.40	0.89	1.40	1.78	60.83	23.99	15.18	11.97
平均值							54.76	24.05	17.21	13.66
002034.SZ	旺能环境	23.83	1.51	2.05	2.55	3.18	11.45	11.65	9.35	7.49

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

行业政策变动风险。考虑到环保产业的公用事业属性，公司客户包括政府机构、公共事业单位、国有企业等，业务的发展扩张与国家环境保护投入力度以及相关企业经营状况密切相关，受政策变动影响比较明显。

运营资金短缺风险。公司主要采用 BOT、BOO 等特许经营方式投资、建设、运营城市生活垃圾焚烧发电项目，该类项目建设前期投资规模较大，在转入运营后再通过服务的方式逐期收回，这对公司现金流提出了较高的要求。

新项目的获得、审批及实施风险。垃圾焚烧发电项目属于地方政府的特许经营项目，公司能否顺利获得并实施项目存在不确定性。此外，项目实施还需获得多个部门的审批。

项目运营过程中的环境保护风险。公司建设和运营的项目在建设和运营过程中存在产生空气污染，噪音污染，有害物质、污水及固体废物排放等环境污染风险。

经营规模扩大后的管理风险。随着公司的发展，公司资产规模和业务规模都将进一步扩大，这将对公司管理层经营管理能力提出更高的要求。

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	2967.93	3945.70	5112.88	6331.05	净利润	647.06	880.85	1096.01	1367.97
营业成本	1872.25	2435.90	3259.52	4063.94	折旧与摊销	517.43	453.14	453.14	453.14
营业税金及附加	42.81	71.44	88.29	108.09	财务费用	254.04	260.24	296.36	329.55
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	161.20	232.88	296.77	365.60	经营营运资本变动	-46.35	328.64	403.20	264.89
财务费用	254.04	260.24	296.36	329.55	其他	-74.57	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	6.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1304.51	1922.87	2248.71	2415.56
投资收益	3.90	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1324.15	-1493.79	-1485.65	-1458.54
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-173.67	-0.65	0.22	-0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1497.82	-1494.44	-1485.43	-1458.61
营业利润	688.54	945.24	1171.94	1463.87	短期借款	-50.04	-30.04	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.21	-1.81	-1.86	-1.87	长期借款	-82.08	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	686.34	943.43	1170.08	1461.99	股权融资	184.70	0.01	0.00	0.00
所得税	39.28	62.58	74.07	94.02	支付股利	-210.68	-259.20	-351.47	-437.95
净利润	647.06	880.85	1096.01	1367.97	其他	-406.23	-366.91	-131.18	-196.16
少数股东损益	-0.95	2.17	1.13	0.74	筹资活动现金流净额	-564.33	343.86	517.35	365.89
归属母公司净利润	648.01	878.68	1094.88	1367.23	现金流量净额	-757.63	772.29	1280.63	1322.84
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	1018.73	1791.02	3071.65	4394.48	成长能力				
应收和预付款项	848.50	1187.60	1477.27	1852.08	销售收入增长率	74.75%	32.94%	29.58%	23.83%
存货	19.52	26.78	35.21	44.16	营业利润增长率	20.99%	37.28%	23.98%	24.91%
其他流动资产	212.70	116.54	135.68	151.62	净利润增长率	24.30%	36.13%	24.43%	24.81%
长期股权投资	28.99	28.99	28.99	28.99	EBITDA 增长率	25.54%	13.60%	15.85%	16.92%
投资性房地产	39.56	40.20	39.99	40.06	获利能力				
固定资产和在建工程	4500.10	5749.43	6990.62	8204.70	毛利率	36.92%	38.26%	36.25%	35.81%
无形资产和开发支出	5733.82	5525.29	5316.76	5108.23	三费率	13.99%	12.50%	11.60%	10.98%
其他非流动资产	271.62	271.46	271.31	271.16	净利率	21.80%	22.32%	21.44%	21.61%
资产总计	12673.53	14737.31	17367.48	20095.47	ROE	11.97%	15.00%	16.56%	18.13%
短期借款	30.04	0.00	0.00	0.00	ROA	5.11%	5.98%	6.31%	6.81%
应付和预收款项	1418.58	1854.94	2473.47	3083.55	ROIC	10.22%	11.86%	13.70%	15.82%
长期借款	3519.47	4519.47	5519.47	6519.47	EBITDA/销售收入	49.19%	42.04%	37.58%	35.48%
其他负债	2298.99	2490.92	2758.02	2945.92	营运能力				
负债合计	7267.08	8865.34	10750.96	12548.94	总资产周转率	0.24	0.29	0.32	0.34
股本	429.49	429.49	429.49	429.49	固定资产周转率	0.80	1.03	1.43	1.89
资本公积	2710.14	2710.14	2710.14	2710.14	应收账款周转率	5.29	4.44	4.45	4.39
留存收益	2095.56	2715.03	3458.44	4387.72	存货周转率	125.44	105.23	105.16	102.40
归属母公司股东权益	5378.66	5842.01	6585.42	7514.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.38%	—	—	—
少数股东权益	27.79	29.96	31.09	31.84	资本结构				
股东权益合计	5406.45	5871.97	6616.52	7546.53	资产负债率	57.34%	60.16%	61.90%	62.45%
负债和股东权益合计	12673.53	14737.31	17367.48	20095.47	带息债务/总负债	64.68%	63.96%	62.04%	61.12%
					流动比率	1.06	1.27	1.47	1.66
					速动比率	1.05	1.26	1.46	1.65
					股利支付率	32.51%	29.50%	32.10%	32.03%
					每股指标				
					每股收益	1.51	2.05	2.55	3.18
					每股净资产	12.59	13.67	15.41	17.57
					每股经营现金	3.04	4.48	5.24	5.62
					每股股利	0.49	0.60	0.82	1.02
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1460.01	1658.63	1921.44	2246.56					
PE	15.79	11.65	9.35	7.49					
PB	1.89	1.74	1.55	1.36					
PS	3.45	2.59	2.00	1.62					
EV/EBITDA	9.55	8.48	7.19	6.01					
股息率	2.06%	2.53%	3.43%	4.28%					

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