

水电业绩增长稳健，水风光一体化发展

投资要点

- **事件：**公司发布2022年半年报，上半年实现营收111.3亿元（+12.9%），实现归母净利润58.4亿元（+20.7%）；其中2022年Q2单季度实现营收71.9亿元（+19.4%），实现归母净利润31.0亿元（+48.2%）。
- **来水偏丰叠加用电需求增大，推动公司业绩稳步增长。**2022年上半年，公司完成发电量497.5亿千瓦时，同比增加9.0%，上网电量493.9亿千瓦时，同比增加9.0%，公司发电量增加一方面澜沧江流域来水同比偏丰，其中乌弄龙断面来水同比偏丰两成、小湾及糯扎渡断面来水同比偏丰超三成，另一方面云南省内用电需求和西电东送电量双增。
- **平均上网电价提升，市场化交易电量占比较高。**2021年公司水电、风电、光伏上网电价分别为0.212、0.434、0.845元/kwh，同比分别增加0.015、0.012、0.029元/kwh。由于电力供需结构偏紧伴随电力市场化改革的推进，云南省市场化交易电价上升，公司市场化电量电价同比提升，2021年公司市场化交易电量623.9亿kwh，占比达66.6%。随着电力供需结构改善，市场化交易带来电价上浮，公司上网电价有望进一步上涨。
- **依托水电项目，开展风光水储一体化。**公司“十四五”期间，拟在澜沧江云南段和西藏段规划建设“双千万千瓦”清洁能源基地，以澜沧江水电项目为依托，积极开展“风光水储一体化”可持续发展。2021年公司完成新能源核准（备案）386.8万千瓦，开工建设99万千瓦，2022年，拟计划投资50亿元发展新能源项目，计划新开工项目15个，拟投产装机容量130万千瓦。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为69.4亿元、79.0亿元、86.5亿元，EPS分别为0.39元、0.44元、0.48元，未来三年归母净利润将保持14.0%的复合增长率。考虑到公司相较于其他水电公司有较高成长性，我们给予公司23年3.1倍PB估值，目标价格8.95元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**澜沧江来水波动，省内用电需求及西电东送电量不及预期，新能源发电业务建设不及预期，公司上网电价不确定性。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20201.63	21819.15	23555.03	25115.65
增长率	4.93%	8.01%	7.96%	6.63%
归属母公司净利润（百万元）	5837.54	6943.12	7904.92	8654.22
增长率	20.75%	18.94%	13.85%	9.48%
每股收益EPS（元）	0.32	0.39	0.44	0.48
净资产收益率ROE	9.48%	10.73%	11.61%	12.09%
PE	22.6	19.0	16.7	15.2
PB	1.99	1.89	1.80	1.71

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)	180.00
流通A股(亿股)	180.00
52周内股价区间(元)	5.63-8.54
总市值(亿元)	1,317.60
总资产(亿元)	1,606.54
每股净资产(元)	2.86

相关研究

目 录

1 水电龙头资源优势显著，布局新能源发电积蓄发展动能	1
1.1 依托澜沧江水电项目，风光水储一体化发展.....	1
1.2 来水偏丰叠加用电需求增大，公司业绩实现稳步增长.....	3
2 盈利预测与估值	5
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示	6

图 目 录

图 1: 2017-2021 年公司平均上网电价（元/kwh, 含税）	2
图 2: 2017-2021 年公司市场化交易电量	2
图 3: 2017-2022H1 公司风电及光伏发电量（亿 kwh）	2
图 4: 2017-2022H1 公司风电及光伏上网电量（亿 kwh）	2
图 5: 公司股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）	3
图 6: 2022H1 公司发电量 497.5 亿 kwh（+9.0%）	3
图 7: 2022H1 公司上网电量 493.9 亿 kwh（+9.0%）	3
图 8: 2022H1 公司实现营业收入 111.3 亿元（+12.9%）	4
图 9: 2022H1 公司归母净利润 38.4 亿元（+42.6%）	4
图 10: 2022H1 公司年化 ROE 提升至 11.9%.....	4
图 11: 公司财务费用率下降带动期间费用率降低.....	4

表 目 录

表 1: 截至 21 年底公司已建成水电站装机容量达 2295 万千瓦.....	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 26 日）	6
附表: 财务预测与估值	7

1 水电龙头资源优势显著，布局新能源发电积蓄发展动能

1.1 依托澜沧江水电项目，风光水储一体化发展

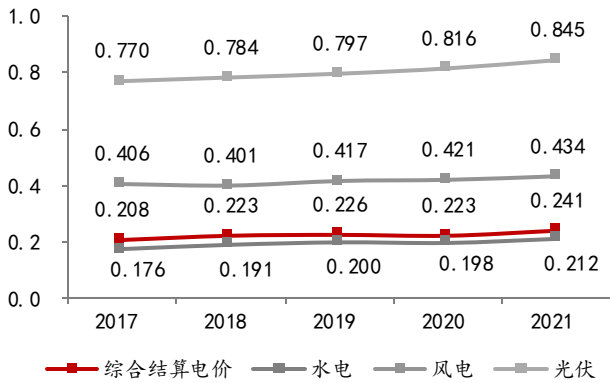
资源禀赋优异，水电龙头装机容量达 2318.4 万千瓦。华能水电成立于 2001 年，前身为云南澜沧江水电开发有限公司，2017 年于上交所上市，主营业务为水力发电项目的开发、建设、运营与管理。公司拥有澜沧江全流域干流水电资源开发权，全面负责澜沧江流域建设和运营，资源优势突出。澜沧江水能资源丰富，总可开发装机容量约 3200 万千瓦。截止 2021 年底，公司拥有发电装机容量为 2318.4 万千瓦，其中水电、风电、光伏装机容量分别为 2294.9、13.5、10.0 万千瓦，水电装机容量占比达 98.9%，风电、光伏新能源占比为 1.0%。公司已建成水电站主要分布于澜沧江上游云南段及中下游，其中澜沧江上游云南段乌弄龙、里底、黄登、大华桥、苗尾 5 座水电站，合计装机容量 563 万千瓦；澜沧江中下游功果桥、小湾、漫湾、糯扎渡、景洪 5 座水电站，合计装机容量 1437 万千瓦。公司小湾及糯扎渡电站单机规模大、水头高，有着发电效率高、度电耗水少的特点，且两电站水库均为多年调节水库，对下游梯级电站有显著调节性能和补偿效益，从而提升发电效能。

表 1：截至 21 年底公司已建成水电站装机容量达 2295 万千瓦

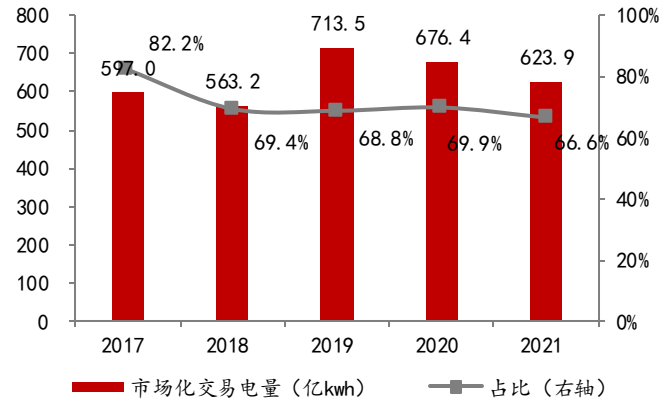
地理位置	电站名称	控股装机容量 (万千瓦)	持股比例	权益装机容量 (万千瓦)	投产时间	2021 年发电量 (亿千瓦时)
澜沧江上游 云南段	乌弄龙	99	100%	99	2019	46.9
	里底	42	100%	42	2019	19.6
	黄登	190	100%	190	2019	81.8
	大华桥	92	100%	92	2019	42.6
	苗尾	140	100%	140	2018	64.7
	小计	563		563		
澜沧江 中下游段	功果桥	90	100%	90	2012	37.9
	小湾	420	100%	420	2010	164.7
	漫湾	167	100%	167	2007	68.2
	糯扎渡	585	100%	585	2014	203.8
	景洪	175	100%	175	2009	66.4
	小计	1437		1437		
金沙江中游	龙开口	180	95%	171	2014	82.0
云南省 小水电站	徐村	8.6	100%	8.6		2.6
	南果河	1.6	90%	1.4		0.6
	丰甸河	1.3	100%	1.3		0.3
	老王庄	1	100%	1		0.2
	牛栏沟	2.5	51%	1.3		0.9
境外	瑞丽江一级	60	40%	24	2009	35.9
	桑河二级	40	100%	40	2017	19.4
合计		2294.9		2248.5		

数据来源：公司招股说明书，公司发电量公告，西南证券

公司平均上网电价逐年提升，市场化交易电量占比超 6 成。2017-2021 年公司平均上网电价由 0.208 元/kwh 增至 0.241 元/kwh，2021 年，公司水电、风电、光伏上网电价分别为 0.212、0.434、0.845 元/kwh，同比分别增加 0.015、0.012、0.029 元/kwh。由于电力供需结构偏紧伴随电力市场化改革的推进，云南省市场化交易电价上升，公司市场化电量电价同比提升，2021 年公司市场化交易电量 623.9 亿 kwh，占比达 66.6%。随着电力供需结构改善，市场化交易带来电价上浮，公司上网电价有望进一步上涨。

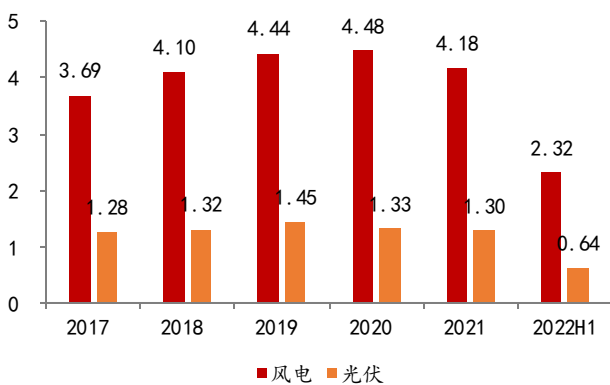
图 1：2017-2021 年公司平均上网电价 (元/kwh，含税)


数据来源：公司公告，西南证券整理

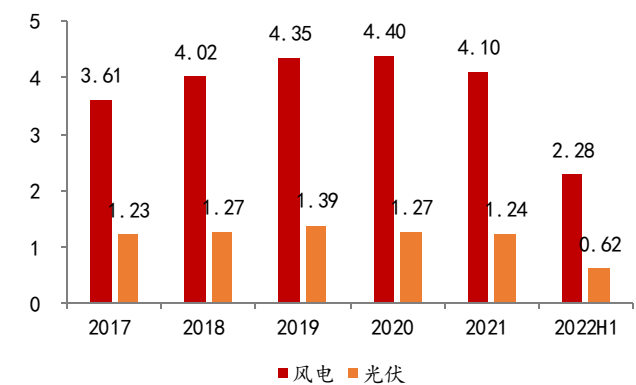
图 2：2017-2021 年公司市场化交易电量


数据来源：公司公告，西南证券整理

风光水储一体化为公司发展提供动能。2022 年上半年公司风电、光伏发电量分别为 2.32、0.64 亿 kwh，分别占公司发电量的 0.5%和 0.1%。公司“十四五”期间，拟在澜沧江云南段和西藏段规划建设“双千万千瓦”清洁能源基地，以澜沧江水电项目为依托，积极开展“风光水储一体化”可持续发展。2021 年公司完成新能源核准（备案）386.8 万千瓦，开工建设 99 万千瓦，2022 年，拟计划投资 50 亿元发展新能源项目，计划新开工项目 15 个，拟投产装机容量 130 万千瓦。

图 3：2017-2022H1 公司风电及光伏发电量 (亿 kwh)


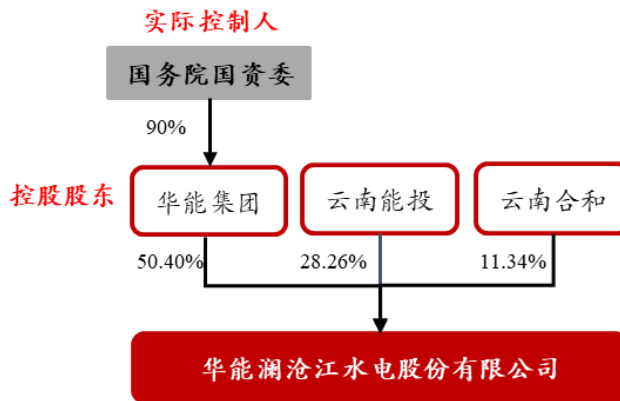
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2017-2022H1 公司风电及光伏上网电量 (亿 kwh)


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构集中，控股股东为华能集团。公司实控人为国资委，控股股东为华能集团，持有公司股份 50.4%，前三大股东持股占比达 90%，公司股权高度集中。公司作为华能集团水电业务上市平台，根据公司上市时集团承诺，将集团旗下非上市的水电资产注入上市公司体内。考虑到公司未来水电资产注入，水电装机规模及发电量有望进一步提升。

图 5：公司股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）

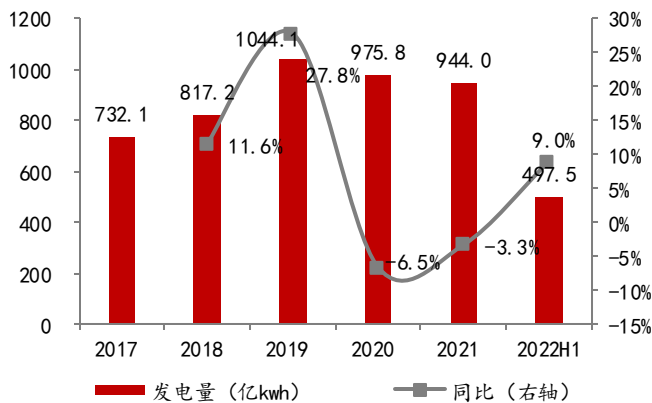


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 来水偏丰叠加用电需求增大，公司业绩实现稳步增长

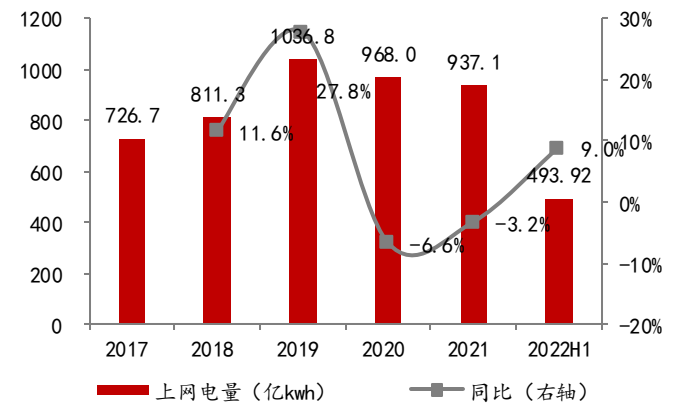
澜沧江流来水偏丰，伴随用电需求增加，公司 2022H1 发电量实现增长。公司 2021 年发电量 944.0 亿 kwh，同比下滑 3.3%，主要因为 2021 年澜沧江流域来水总体大幅偏枯，同时司严格控制年末小湾和糯扎渡电站“两库”水位。2022 年上半年，公司完成发电量 497.5 亿千瓦时，同比增加 9.0%，上网电量 493.9 亿千瓦时，同比增加 9.0%，公司发电量增加一方面澜沧江流域来水同比偏丰，其中乌弄龙断面来水同比偏丰两成、小湾及糯扎渡断面来水同比偏丰超三成，另一方面云南省内用电需求和西电东送电量双增。

图 6：2022H1 公司发电量 497.5 亿 kwh（+9.0%）



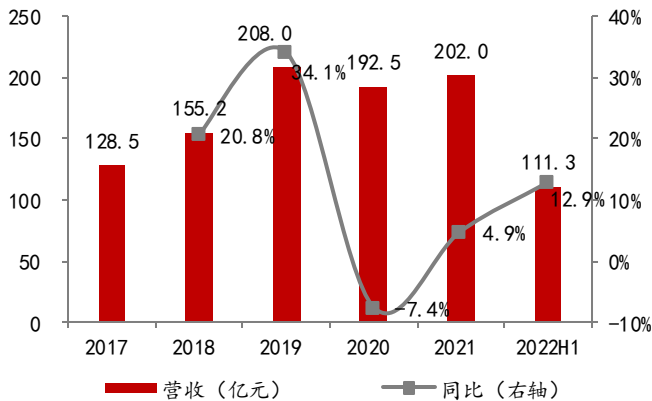
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2022H1 公司上网电量 493.9 亿 kwh（+9.0%）

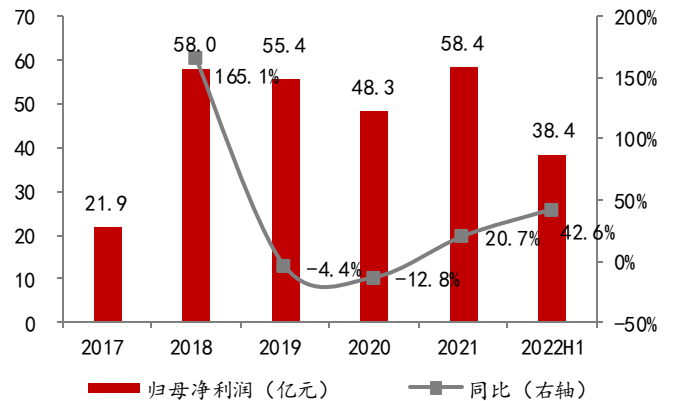


数据来源：公司公告，西南证券整理

发电量及上网价格上涨助力公司业绩增长。公司利润快于收入增长，2017-2021 年，公司营业收入及归母净利润复合增长率分别为 12.0%、27.8%。2021 年公司实现营收 202.0 亿元，同比增长 4.9%，主要系公司电价上涨抵消来水偏枯的不利影响，2022 年上半年公司发电量增加推动公司营业收入增长，实现营业收入 111.3 亿元，同比增加 12.9%。公司通过置换贷款、优化债务结构，盈利能力大幅提升，2021 年公司归母净利润为 58.4 亿元，同比增加 20.7%，2022 年上半年公司归母净利润 38.4 亿元，同比增加 42.6%。

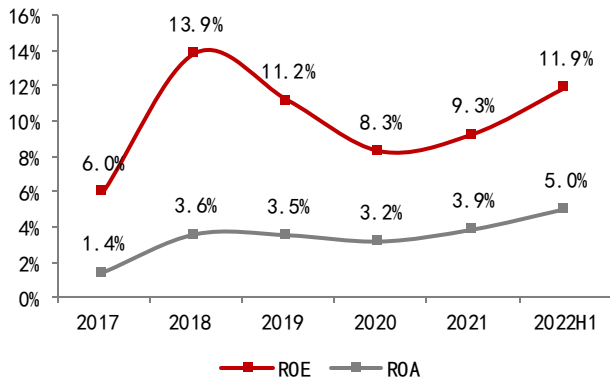
图 8: 2022H1 公司实现营业收入 111.3 亿元 (+12.9%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

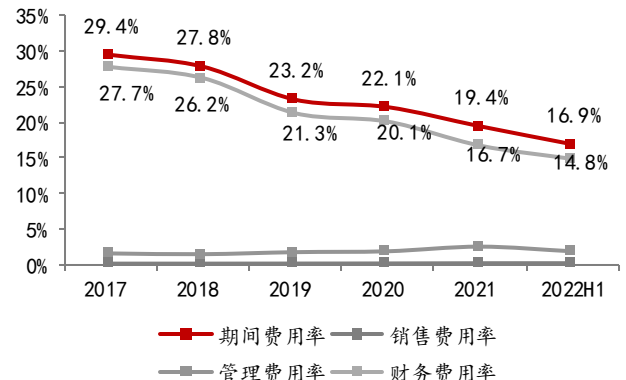
图 9: 2022H1 公司归母净利润 38.4 亿元 (+42.6%)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

财务费用持续下行, 盈利能力得到加强。2022 年上半年公司期间费用率为 16.9%, 较 21 年下降 2.5pp, 一方面因为公司水电站建成投产, 另一方面公司通过低利率资金提前置换存量债务等方式进行成本管控, 持续优化债务融资结构, 2022 年上半年财务费用率为 14.8%, 同比下降 2.2pp。2022 年上半年公司年化 ROE 为 11.9%, 较 21 年增加 2.6pp, 随着公司平均上网电价的提升, 公司盈利能力有望进一步提升。

图 10: 2022H1 公司年化 ROE 提升至 11.9%


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司财务费用率下降带动期间费用率降低


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：水电业务未来三年无新增装机投产，由于来水偏丰水电平均利用小时增加，2022-2024 年平均利用小时数为 4150、4150、4200 小时，厂内用电率为 0.7%，平均上网电价分别为 0.222/0.230/0.230 元/kwh。

假设 2：风电业务未来三年无新增装机投产，2022-2024 年平均利用小时数为 3032、3050、3050 小时，厂内用电率为 1.9%，平均上网电价分别为 0.44/0.43/0.42 元/kwh。

假设 3：根据公司公告，公司将在澜沧江上游新建 1000 万千瓦光伏项目，预计 2022 年投产 130 万千瓦，新增光伏电站综合上网电价为 0.367 元/kwh，假设 2023 年、2024 年光伏电站投产规模为 180、250 万千瓦，厂内用电率为 4.2%，2022-2024 年平均利用小时数为 648、1358、1385 小时。

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
水电	收入	19890	21275	21748	22010
	增速	5.1%	7.0%	2.2%	1.2%
	毛利率	54.7%	55%	56%	57%
风电	收入	178	180	177	173
	增速	-4.0%	1.3%	-1.7%	-2.3%
	毛利率	44.0%	42.0%	40.0%	40.0%
光伏	收入	104.9	333	1595	2897
	增速	1.5%	217.4%	378.9%	81.7%
	毛利率	58.0%	45.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	29.1	30.6	35.0	35.0
	增速	-13.9%	5%	5%	5%
	毛利率	75.4%	60%	60%	60%
合计	收入	20202	21819	23555	25116
	增速	4.9%	8.0%	8.0%	6.6%
	毛利率	54.6%	54.4%	55.1%	54.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取与华能水电业务相近的长江电力、桂冠电力、三峡水利作为可比公司，可比公司当前平均 PB 为 2.9 倍。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 69.4 亿元、79.0 亿元、86.5 亿元，EPS 分别为 0.39 元、0.44 元、0.48 元，未来三年归母净利润将保持 4.0% 的复

合增长率，公司水电电价有望逐年上升，同时依托水电优势开展风光水储一体化发展，考虑到公司相较于其他水电公司有较高成长性，我们给予公司 23 年 3.1 倍 PB 估值，目标价格 8.95 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 26 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	LF
600900.SH	长江电力	23.39	1.16	1.31	1.38	1.44	19.65	17.83	16.97	16.20	3.21
600236.SH	桂冠电力	6.35	0.17	0.39	0.36	0.38	37.43	16.10	17.62	16.62	3.49
600116.SH	三峡水利	11.5	0.45	0.55	0.71	0.85	25.78	20.95	16.22	13.57	2.01
平均							27.62	18.29	16.94	15.47	2.90
600025.SH	华能水电	7.32	0.32	0.39	0.44	0.48	20.32	18.98	16.67	15.22	2.54

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

澜沧江来水波动，省内用电需求及西电东送电量不及预期，新能源发电业务建设不及预期，公司上网电价不确定性。

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	20201.63	21819.15	23555.03	25115.65	净利润	6280.69	7470.19	8505.00	9311.18
营业成本	9165.77	9951.44	10586.68	11320.65	折旧与摊销	5733.21	8896.34	9165.73	9486.53
营业税金及附加	378.61	394.56	431.12	457.84	财务费用	3375.01	3040.28	2858.50	2759.39
销售费用	39.00	39.90	43.87	46.50	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	378.76	385.46	419.97	450.28	经营营运资本变动	-975.81	-328.41	790.19	910.70
财务费用	3375.01	3040.28	2858.50	2759.39	其他	2080.88	-340.75	-352.65	-365.15
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	16493.97	18737.64	20966.77	22102.64
投资收益	340.50	238.08	249.99	262.49	资本支出	3006.13	-5000.00	-8000.00	-12000.00
公允价值变动损益	102.67	102.67	102.67	102.67	其他	-8396.34	185.64	404.36	347.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5390.21	-4814.36	-7595.64	-11652.08
营业利润	7177.29	8348.26	9567.54	10446.15	短期借款	-598.25	-1101.75	0.00	0.00
其他非经营损益	-43.68	-33.92	-37.69	-36.34	长期借款	-6778.80	-5000.00	-3000.00	-1000.00
利润总额	7133.61	8314.35	9529.85	10409.81	股权融资	-0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	852.92	844.16	1024.86	1098.63	支付股利	-3433.23	-4086.28	-4860.18	-5533.44
净利润	6280.69	7470.19	8505.00	9311.18	其他	-373.35	-3045.43	-2858.50	-2759.39
少数股东损益	443.14	527.07	600.08	656.96	筹资活动现金流净额	-11183.65	-13233.46	-10718.68	-9292.83
归属母公司股东净利润	5837.54	6943.12	7904.92	8654.22	现金流量净额	-95.25	689.81	2652.45	1157.73
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	1509.78	2199.59	4852.03	6009.76	成长能力				
应收和预付款项	2073.10	3419.01	3490.49	3602.29	销售收入增长率	4.93%	8.01%	7.96%	6.63%
存货	44.03	43.72	48.19	51.41	营业利润增长率	26.42%	16.32%	14.61%	9.18%
其他流动资产	40.11	315.85	241.63	264.29	净利润增长率	18.88%	18.94%	13.85%	9.48%
长期股权投资	3001.75	3001.75	3001.75	3001.75	EBITDA 增长率	4.88%	24.56%	6.44%	5.10%
投资性房地产	24.33	25.00	24.78	24.85	获利能力				
固定资产和在建工程	145194.45	141491.90	140519.97	143227.23	毛利率	54.63%	54.39%	55.06%	54.93%
无形资产和开发支出	6008.92	5816.45	5623.98	5431.51	三费率	18.77%	15.88%	14.10%	12.96%
其他非流动资产	2757.82	2756.50	2755.18	2753.86	净利率	31.09%	34.24%	36.11%	37.07%
资产总计	160654.27	159069.77	160557.99	164366.94	ROE	9.48%	10.73%	11.61%	12.09%
短期借款	1101.75	0.00	0.00	0.00	ROA	3.91%	4.70%	5.30%	5.66%
应付和预收款项	541.83	649.95	650.28	707.41	ROIC	6.48%	7.28%	8.03%	8.56%
长期借款	71446.53	66446.53	63446.53	62446.53	EBITDA/销售收入	80.61%	92.97%	91.67%	90.35%
其他负债	21337.46	22362.69	23205.75	24179.84	营运能力				
负债合计	94427.57	89459.16	87302.56	87333.78	总资产周转率	0.12	0.14	0.15	0.15
股本	18000.00	18000.00	18000.00	18000.00	固定资产周转率	0.15	0.17	0.19	0.21
资本公积	18892.38	18892.38	18892.38	18892.38	应收账款周转率	12.37	11.48	11.94	11.80
留存收益	14127.75	16984.59	20029.33	23150.10	存货周转率	216.11	226.82	230.37	227.33
归属母公司股东权益	64363.54	67220.38	70265.11	73385.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	—	—	—	—
少数股东权益	1863.17	2390.23	2990.31	3647.27	资本结构				
股东权益合计	66226.71	69610.61	73255.43	77033.16	资产负债率	58.78%	56.24%	54.37%	53.13%
负债和股东权益合计	160654.27	159069.77	160557.99	164366.94	带息债务/总负债	76.83%	74.28%	72.67%	71.50%
					流动比率	0.16	0.26	0.37	0.40
					速动比率	0.16	0.26	0.37	0.40
					股利支付率	58.81%	58.85%	61.48%	63.94%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.39	0.44	0.48
					每股净资产	3.68	3.87	4.07	4.28
					每股经营现金	0.92	1.04	1.16	1.23
					每股股利	0.19	0.23	0.27	0.31
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	16285.51	20284.88	21591.77	22692.07					
PE	22.57	18.98	16.67	15.22					
PB	1.99	1.89	1.80	1.71					
PS	6.52	6.04	5.59	5.25					
EV/EBITDA	12.82	9.95	9.09	8.55					
股息率	2.61%	3.10%	3.69%	4.20%					

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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn