

上半年业绩亮眼，业务多点开花

投资要点

- **业绩总结：**公司 2022 年上半年实现营业收入 387.2 亿元，同比增长 72.2%；实现归母净利润 69.1 亿元，同比增长 122.3%；实现扣非归母净利润 70.7 亿元，同比增长 262.8%；EPS 为 1.82 元。2022 年二季度实现营收 216.6 亿元，同比增长 65.6%；归母净利润为 37.8 亿元，同比增长 283.3%。
- **2022H1 盈利能力大幅提升，费用率管控优秀。**公司上半年销售毛利率为 38.3%，同比增长 13.5pp；销售净利率为 24.7%，同比增长 7.7pp，主要系公司加大市场开拓力度，多晶硅、煤炭量价齐升以及新能源自营电站发电量增加所致。费用端：销售费用率为 2.5%，同比下降 0.7pp；管理费用率为 4.3%，同比下降 1pp；财务费用率为 0.9%，同比下降 0.8pp，期间费用率有所下降。
- **新能源业务贡献主要利润增量，实现快速发展。**2022H1，公司新能源业务毛利率为 56.3%，同比增长 27.1%，毛利润为 73 亿元，占比提升至 49.2%，主要系报告期内多晶硅业务量价齐升所致。预计公司全年多晶硅销量有望超 11 万吨，同比增长约 45%，且受益短期多晶硅单价增速迅猛，有望驱动新能源业务盈利能力进一步提升。
- **煤价上涨+产能释放，全年煤炭利润有望高增。**2022H1，煤价经历爆发式增长，动力末煤（Q5500）价格一路上涨至 3 月最高 1664 元/吨，相比于 2021 年末增幅超 100%。与此同时，公司煤炭产能进一步扩张，目前公司煤炭核定产能共计 6000 万吨/年（南露天 3500 万吨/年+将二矿 2500 万吨/年），仍有 1000 万吨/年的新增产能待核定，规模效应进一步增强。公司上半年煤炭业务实现毛利润 38.9 亿元，同比增长 328.4%，受益量价齐升带来利润高增。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年营收分别为 800.5 亿元、905.6 亿元、974.3 亿元，归母净利润增速分别为 81.3%、9.5%、1.2%，受未来硅料预期价格下降趋稳及 2022 年利润高基数等影响，2023-2024 年利润增速放缓。考虑到短期公司利润的大幅提升主要来源于多晶硅的价格高增，价格波动区间较大且具有不确定性，因此我们给予公司 2023 年 9 倍 PE，对应目标价 34.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**电网投资不及预期的风险；中长期多晶硅价格下降超出预期的风险；光伏、风电新增装机不及预期的风险；汇率波动影响公司海外业务营收的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	61370.60	80049.73	90556.37	97434.42
增长率	38.95%	30.44%	13.13%	7.60%
归属母公司净利润（百万元）	7254.80	13151.41	14400.74	14572.76
增长率	191.72%	81.28%	9.50%	1.19%
每股收益 EPS（元）	1.91	3.47	3.80	3.84
净资产收益率 ROE	17.23%	25.72%	22.87%	19.36%
PE	13.69	7.55	6.90	6.82
PB	2.25	2.00	1.61	1.36

数据来源：Wind，西南证券

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
联系人：李昂
电话：021-58351923
邮箱：liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

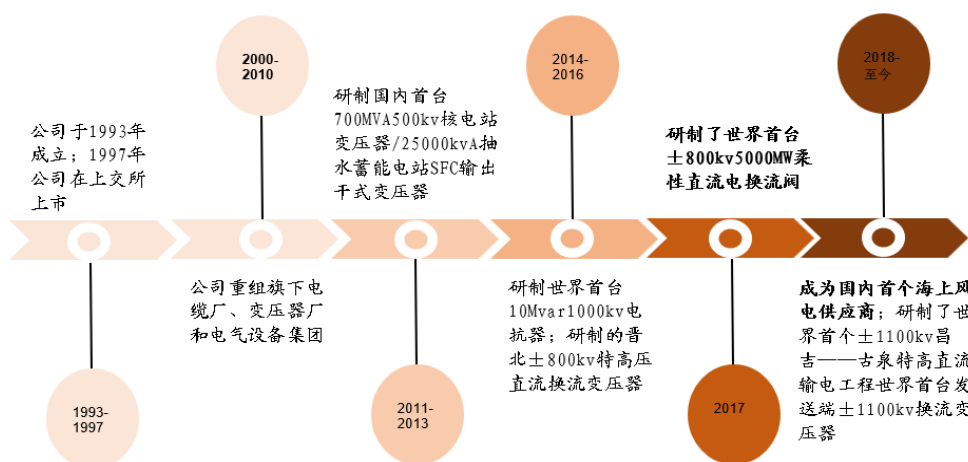
总股本(亿股)	37.91
流通 A 股(亿股)	37.91
52 周内股价区间(元)	18.04-30.72
总市值(亿元)	993.19
总资产(亿元)	1,263.58
每股净资产(元)	10.56

相关研究

1 国内老牌能源服务商，业务转型收效颇丰

特变电工（特变电工股份有限公司）起源于 1993 年，是我国领先的绿色清洁能源解决方案的服务商，于 1997 年在上交所上市，成为我国第一家变压器行业上市公司。公司主营业务为输变电、新能源和能源，其中，输变电业务包含提供变压器及其他输变电设备；新能源业务包含多晶硅、逆变器、SVG 等产品的生产与销售；传统能源业务主要包括煤炭的开采与销售、电力及热力的生产和销售。

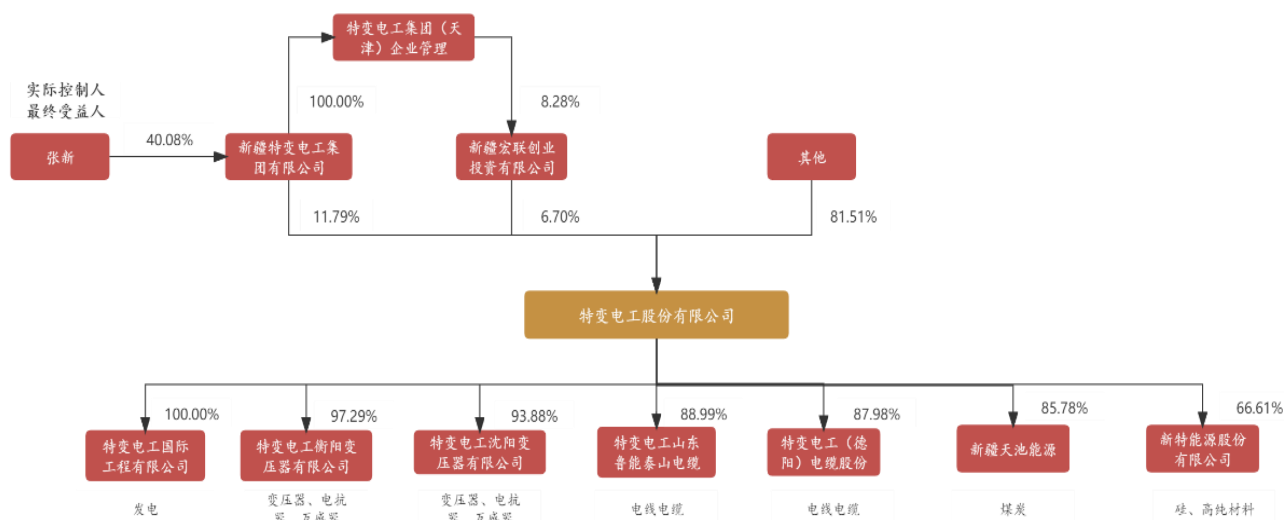
图 1：特变电工历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人及最终受益人为董事长张新先生，通过第一大股东新疆特变电工和第二大股东新疆宏联创业投资，间接持有公司 18.49% 的股权。公司共有 22 家全资子公司，12 家控股子公司，子公司分工职能明确。

图 2：公司股权结构及子公司（截止 2022 年半年报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在传统能源和新能源领域多方位布局。公司输变电业务主要通过 EPC 总承包方式承担输变电国际成套系统集成，同时也带动了输变电产品出口。新能源电站业务通过 EPC、BT、BOO 等方式进行风光资源开发及建设，为新能源电站提供全面的能源解决方案，并开展光伏、风能电站运营业务，新能源产业与能源产业形成了“煤电硅”循环经济绿色环保产业链。

表 1：公司主要产品及用途

产品及业务类别	主要产品	主要应用领域	用途及范围
输变电产业	直流换流变压器		用途：用于长距离直流输电或电网之间联网的电能转换； 范围：容量 610MVA 以下；电压：阀侧±1100kV 以下；网侧 750kV 以下
	交流电力变压器		用途：用于电网、工矿企业等电力系统各环节的电压变换和电能传输； 范围：电压 1000kV 及以下，容量 150 万 kVA 及以下
	电抗器		用途：为系统提供电感，起无功补偿、限制短路电流、抑制谐波等作用 范围：1000kV 及以下电压等级各类型号全系列产品
	电力电缆		用途：传输电（磁）能，信息和实现电磁能转换。直接与变压器连接，敷设在桥梁上、坡道、隧道和竖井中等对护套绝缘要求较高、运行环境温度较低的场所 范围：66kV~500kV 各类型号全系列产品
新能源产业	柔性直流换流阀		用途：柔性直流换流阀是柔性直流输电系统的核心设备，实现交流与直流的灵活转换，应用于直流输电领域。 范围：电压等级±200KV—±800KV，容量：500MVA-3000MVA
	氮化硅		用途：氮化硅粉末作为工程陶瓷材料，在工业上有广泛用途。主要用于超高温燃气透平，飞机引擎，透平叶片，热交换器，电炉等。可作耐热涂层，用于火箭和原子能反应堆。 范围：常见的氮化硅有以下三种主要类型是：反应键合氮化硅（RBSN）、热压氮化硅（HPSN）、烧结氮化硅（SSN）
	多晶硅		用途：是极为重要的优良半导体材料，是制备单晶硅和太阳能电池的原材料，是全球电子工业及光伏产业的基石 范围：硅块线性尺寸 3-350mm 之间的各类型全系列产品
新材料产业	蓝宝石用高纯氧化铝粉体		用途：①作为蓝宝石单晶制备原料，广泛应用于 LED 衬底、军工、手机、智能可穿戴设备等领域；②作为高档陶瓷原料，应用于手机盖板、透明陶瓷制品等领域；③制备催化剂载体，应用于石油化工等领域；④制备锂电隔膜涂层材料，广泛应用于新能源汽车等领域。 纯度最高可达 99.9995%

产品及业务类别	主要产品	主要应用领域	用途及范围
能源产业	煤炭		-

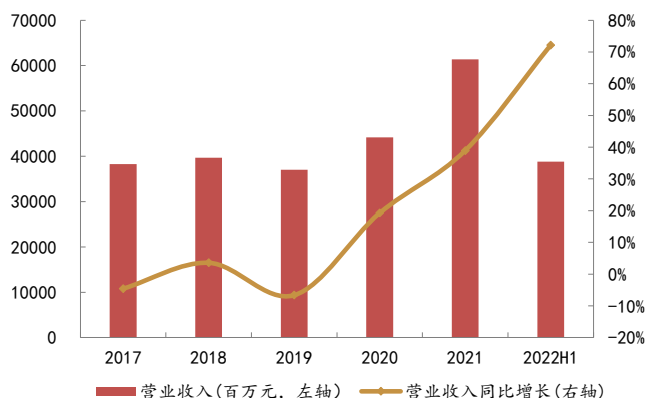
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 经营业绩持续增长，业务多点开花

2022H1 营收增速亮眼，新能源业务带动明显。2017 至 2021 年，公司营收从 382.8 亿元增长至 613.1 亿元，CAGR 达 12.5%。2021 年，受多晶硅价格上涨及销量增加影响，新能源产业及配套工程营收增长 63.9%，带动公司整体营收规模大幅增长。2022 年上半年，公司实现营收 388 亿元，同比增长 72.2%，主要系公司加大市场开拓力度，多晶硅产品、煤炭产品量价齐升，以及新能源自发电站发电量增加所致。

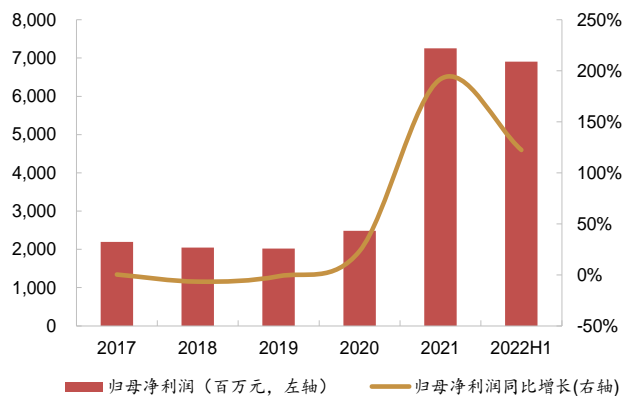
归母净利润维持大幅增长态势，煤炭、多晶硅贡献主要增量。2021 年公司归母净利润为 72.6 亿元，同比增长 196.3%。主要系公允价值变动收益增加和新能源业务放量所致。2022H1，公司实现归母净利润 69.1 亿元，同比增长 122.3%。其中主营业务为多晶硅的子公司新特能源，上半年实现净利润 60.3 亿元，同比增长 346.7%；主营业务为煤炭的子公司新疆天池能源，上半年实现净利润 28.8 亿元，同比增长 266%。

图 3：2022H1 公司营收同比增长 72.2%



数据来源：公司公告，西南证券整理

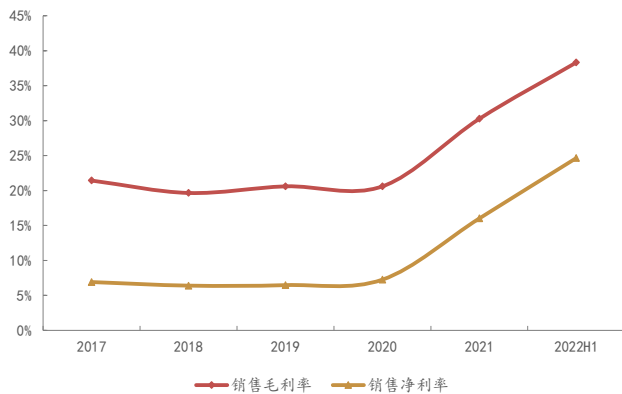
图 4：2022H1 公司归母净利润同比增长 122.3%



数据来源：公司公告，西南证券整理

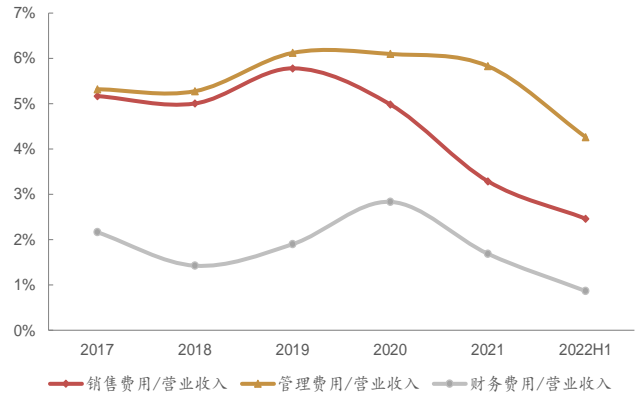
公司盈利能力大幅提升，费用率管控优秀。2022H1 公司销售毛利率为 38.3%，同比增长 13.5pp；销售净利率为 24.7%，同比增长 7.7pp，盈利能力大幅提升。费用率方面，2022H1 公司销售费用率为 2.5%，同比下降 0.7pp；管理费用率为 4.3%，同比下降 1pp；财务费用率为 0.9%，同比下降 0.8pp，三费率均有所下降。

图 5：公司毛利率和净利率大幅提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司费用率管控优秀



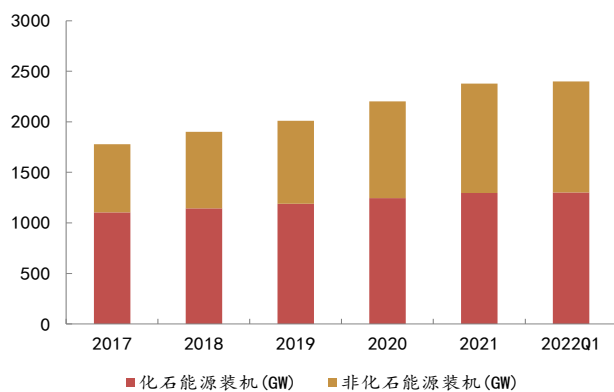
数据来源：公司公告，西南证券整理

供给侧：“双碳”背景下，非化石能源装机占比逐步提升，预计 2022 年首次达 50%。

截至 2022H1，全国非化石能源发电装机容量为 11.8 亿千瓦，占总装机容量比重已达 48.2%，同比提升 2.8pp。据中电联预测，在新能源快速发展的情况下，2022 年基建新增装机规模将达历史新高，全国发电装机容量达 26 亿千瓦，同比增长 9% 左右；非化石能源发电装机达 13 亿千瓦左右，占总装机容量比重将首次上升至 50%。

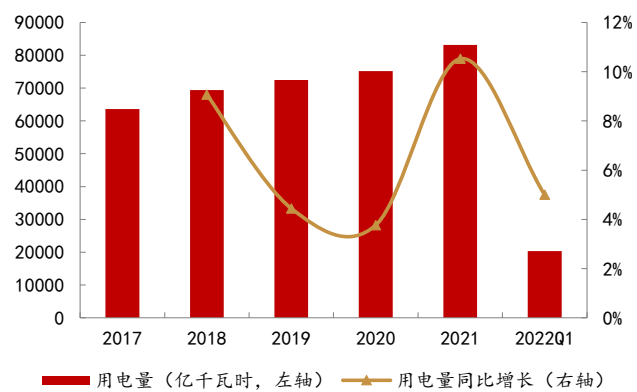
需求侧：我国用电呈刚性、持续增长，且计划于 2025 年电气化率达 30%。 2017-2021 年，总用电量从 6.4 万亿千瓦时增长至 8.3 万亿千瓦时，CAGR 为 6.9%。2022H1 用电量为 4.1 万亿千瓦时，同比增长 2.9%。此外，电气化发展也是实现碳达峰、碳中和的有效途径，在电气化加速情景下，2020 年电能占终端能源消费比重为 26.5%。2022 年 3 月，《关于进一步推进电能替代的指导意见》指出 2025 年电能占终端能源消费比重将达 30% 左右。

图 7：供给侧：非化石能源装机占比逐年提升



数据来源：中电联，西南证券整理

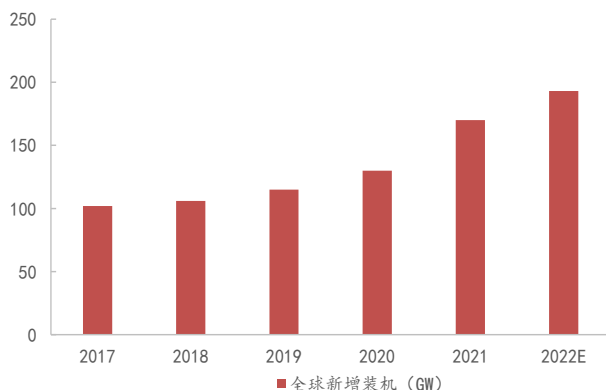
图 8：需求侧：2022Q1 年用电量同比增长 5%



数据来源：中电联，西南证券整理

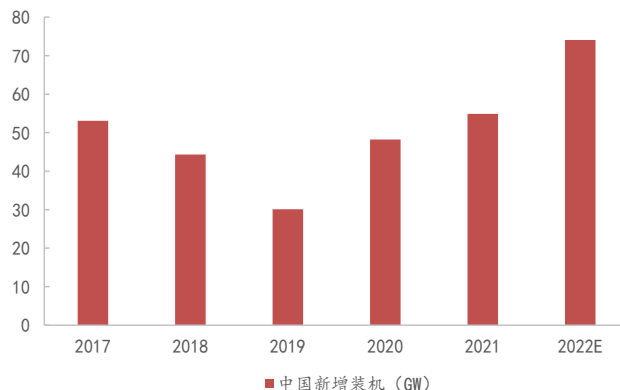
光伏新增装机稳定增长，需求保持高景气度。 当前全球光伏产业加速发展，已成为增长最快的可再生能源。根据 CPIA 数据，2017-2021 年全球光伏新增装机从 102GW 增长至 170GW，CAGR 为 13.6%。尽管受到 2018 年的“531”新政影响，我国光伏装机规模在 2018-2019 年呈现一定程度的下滑，但随后快速反弹。根据中商产业研究院预计，2022 年我国光伏新增装机规模将超 74GW，同比增长约 35%。

图 9：预计 2022 年全球光伏新增装机量为 193GW



数据来源：CPIA，中商产业研究院，西南证券整理

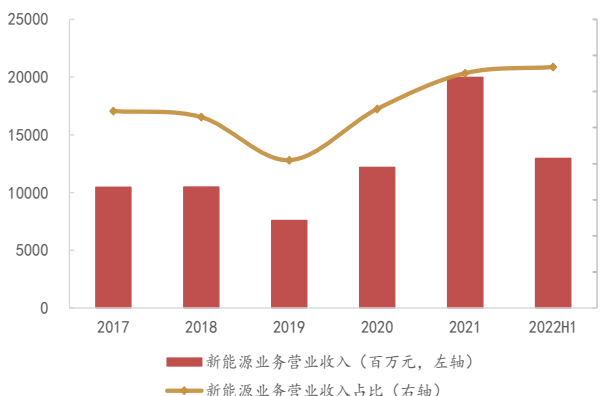
图 10：预计 2022 年我国光伏新增装机量为 74GW



数据来源：CPIA，中商产业研究院，西南证券整理

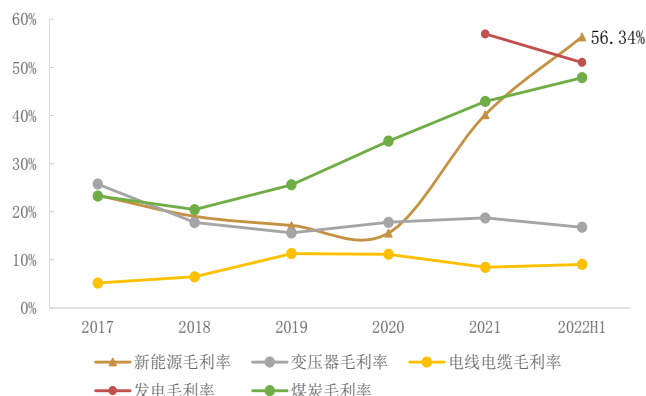
公司新能源业务快速发展，打造第二增长曲线。公司新能源业务主要包括多晶硅、逆变器、SVG 等产品的生产销售，为光伏、风能电站提供设计、建设、调试、运维等全面的能源解决方案及运营。2022H1 新能源业务实现营收 129.6 亿元，同比增长 97.5%，业务占比提升至 33.4%，毛利率提升至 56.3%。公司新能源业务实现量利齐升，受益行业高景气打开成长空间，有望驱动整体盈利水平进一步提升。

图 11：2022H1 公司新能源业务占比提升至 33.4%



数据来源：公司公告，西南证券整理

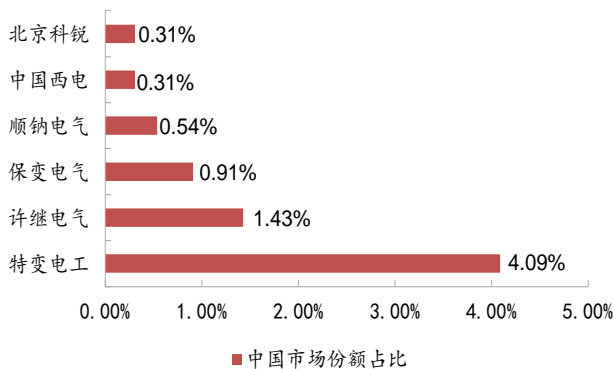
图 12：2022H1 公司新能源业务毛利率为最高



数据来源：公司公告，西南证券整理

变压器产品系列完善，公司位居国内龙头。目前公司变压器产品主要包括直流换流变压器、交流电力变压器、配电变压器、牵引变压器、特种变压器等，已实现输变配一体化布局。2022 年上半年，公司依托白鹤滩-江苏、白鹤滩-浙江特高压直流工程，完成了系列直流换流变压器产品研制，并实现了批量供货；±500kV 直流电缆和附件成套系统研发及产业化顺利通过山东省科技厅验收，产品进一步丰富，有力地推动了公司的持续稳定发展和核心竞争力的提高。

图 13：公司变压器市场份额位居第一



数据来源：中商情报网，西南证券整理

图 14：公司不同类别变压器示意图



数据来源：公司官网，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：公司新能源业务增速迅猛，伴随多晶硅项目产能陆续释放（内蒙古包头、淮东），预计 2022-2024 年公司多晶硅产量分别为 11.5/22.3/32.3 万吨。2022 年多晶硅单价较高带动毛利率提升，伴随后续多晶硅价格回落趋稳，对应毛利率有所回调；光伏、风电装机量持续提升，预计 2022-2024 年公司风电及光伏项目装机增速分别为 5%/12%/3.6%。

假设 2：公司为国内变压器龙头，业务有望实现平稳增长，预计 2022-2024 年产量分别为 2.5/2.7/2.8 亿 kVA。

假设 3：公司 2021 年煤炭业务核定产能为 5000 万吨/年，截止 2022 年上半年，公司煤炭核定产能共计 6000 万吨/年（南露天 3500 万吨/年+将二矿 2500 万吨/年），公司目前正进行两矿各 500 万吨/年的新增产能，预计 2022-2024 年煤炭产能分别为 6000/6500/7000 万吨/年。

假设 4：公司发电业务收入增速较快，系能源 BOO 电站规模增加相应的发电量增加及火电发电量增加所致，预计 2022-2024 年总上网电量增速分别为 30%/25%/25%。

假设 5：产品采取“以销定产”，产销率达 95% 以上。

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
新能源产业及配套工程	收入	19969.0	32904.4	39384.3	40737.6
	增速	63.9%	64.8%	19.7%	3.4%
	毛利率	40.1%	45.0%	42.0%	38.0%
变压器	收入	2.3	2.5	2.7	2.8
	增速	47.5	45.0	42.0	42.0
	毛利率	18.7%	17.5%	18.0%	18.0%
电线电缆	收入	8984.7	9979.3	11016.6	12138.4
	增速	22.1%	11.1%	10.4%	10.2%
	毛利率	8.5%	8.5%	10.0%	10.0%
煤炭	收入	9421.7	10740.7	11054.0	11309.1
	增速	73.6%	20.0%	8.3%	7.7%
	毛利率	42.9%	45.0%	45.0%	45.0%
发电	收入	3983.4	4901.8	5891.6	7069.9
	增速	28.8%	23.1%	20.2%	20.0%
	毛利率	57.0%	50.0%	50.0%	50.0%
输变电成套工程	收入	3335.7	5003.5	6504.5	8455.9
	增速	53.5%	50.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
贸易收入	收入	2681.1	2949.2	3244.2	3568.6
	增速	132.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%
黄金	收入	371.0	389.5	409.0	429.4
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	67.4%	60.0%	60.0%	60.0%
其他	收入	1697.9	1782.8	1871.9	1965.5
	增速	-8.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	61370.6	80049.7	90556.4	97434.4
	增速	39.0%	30.4%	13.1%	7.6%
	毛利率	30.4%	33.5%	32.9%	30.8%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取新能源及电网行业内三家可比公司，2022 年-2024 年平均 PE 分别为 16、14、13 倍。公司为国内变压器龙头，积极布局新能源业务取得显著突破，业务规模有望进一步扩大。考虑到短期公司利润的大幅提升主要来源于多晶硅的价格高增，价格波动区间较大且具有不确定性，因此我们给予公司 2023 年 9 倍 PE，对应目标价 34.2 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）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600438.SH	通威股份	55.56	1.82	5.44	4.30	3.98	30.53	10.21	12.92	13.96
601877.SH	正泰电器	33.96	1.58	2.44	2.95	3.37	21.49	13.92	11.51	10.08
002028.SZ	思源电气	42.52	1.56	1.80	2.28	2.69	27.26	23.62	18.65	15.81
平均值							26.43	15.92	14.36	13.28

数据来源：Wind，西南证券整理；注：通威股份、思源电气 EPS 为西南证券预测，其余为 Wind 一致预期

4 风险提示

- 1) 电网投资不及预期的风险；
- 2) 中长期多晶硅价格下降超出预期的风险；
- 3) 光伏、风电新增装机不及预期的风险；
- 4) 汇率波动影响公司海外业务营收的风险。

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	61370.60	80049.73	90556.37	97434.42	净利润	9813.62	17086.40	18924.98	19168.49
营业成本	42728.85	53230.32	60779.76	67402.24	折旧与摊销	3315.10	5936.76	5936.76	5936.76
营业税金及附加	816.92	1073.22	1207.03	672.30	财务费用	1036.06	1200.75	1358.35	1461.52
销售费用	2016.55	2401.49	2716.69	2923.03	资产减值损失	-813.05	-464.38	-525.44	-553.02
管理费用	2471.97	3602.24	3984.48	4189.68	经营营运资本变动	-1214.02	-843.76	600.61	1133.76
财务费用	1036.06	1200.75	1358.35	1461.52	其他	-481.14	-546.69	-812.05	-371.51
资产减值损失	-813.05	-464.38	-525.44	-553.02	经营活动现金流净额	11656.57	22369.08	25483.21	26776.00
投资收益	569.24	388.86	414.35	385.73	资本支出	-5130.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1041.84	563.88	648.49	685.85	其他	-6313.83	952.75	1062.84	1071.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11444.35	952.75	1062.84	1071.58
营业利润	11546.52	19958.84	22098.34	22410.25	短期借款	-2240.57	-2058.49	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.31	-44.39	-41.28	-36.82	长期借款	2969.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	11538.21	19914.46	22057.06	22373.43	股权融资	506.46	0.00	0.00	0.00
所得税	1724.59	2828.06	3132.08	3204.94	支付股利	-780.00	-1450.96	-2630.28	-2880.15
净利润	9813.62	17086.40	18924.98	19168.49	其他	-1590.23	-10849.84	-1358.35	-1461.52
少数股东损益	2558.82	3934.99	4524.24	4595.73	筹资活动现金流净额	-1134.49	-14359.29	-3988.63	-4341.66
归属母公司股东净利润	7254.80	13151.41	14400.74	14572.76	现金流量净额	-950.92	8962.53	22557.41	23505.91
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	19560.95	28523.49	51080.90	74586.81	成长能力				
应收和预付款项	20781.55	30827.12	34034.41	36478.71	销售收入增长率	38.95%	30.44%	13.13%	7.60%
存货	8269.53	10442.57	12237.49	13424.04	营业利润增长率	207.13%	72.86%	10.72%	1.41%
其他流动资产	10532.16	3266.60	3524.33	3693.05	净利润增长率	207.02%	74.11%	10.76%	1.29%
长期股权投资	2753.20	2753.20	2753.20	2753.20	EBITDA 增长率	108.25%	70.44%	8.48%	1.41%
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	47959.42	42901.63	37843.85	32786.06	毛利率	30.38%	33.50%	32.88%	30.82%
无形资产和开发支出	5850.51	5076.62	4302.74	3528.85	三费率	9.00%	9.00%	8.90%	8.80%
其他非流动资产	10650.76	10545.67	10440.59	10335.50	净利率	15.99%	21.34%	20.90%	19.67%
资产总计	126358.08	134336.90	156217.50	177586.22	ROE	17.23%	25.72%	22.87%	19.36%
短期借款	2058.49	0.00	0.00	0.00	ROA	7.77%	12.72%	12.11%	10.79%
应付和预收款项	28912.61	36755.05	41665.99	46154.28	ROIC	19.34%	31.51%	37.59%	42.81%
长期借款	23724.27	23724.27	23724.27	23724.27	EBITDA/销售收入	25.90%	33.85%	32.46%	30.59%
其他负债	14698.30	7419.20	8094.17	8686.26	营运能力				
负债合计	69393.68	67898.53	73484.43	78564.81	总资产周转率	0.52	0.61	0.62	0.58
股本	3788.55	3790.79	3790.79	3790.79	固定资产周转率	1.61	2.01	2.61	3.29
资本公积	11559.38	11557.13	11557.13	11557.13	应收账款周转率	4.86	4.86	4.28	4.29
留存收益	22679.56	34380.01	46150.47	57843.08	存货周转率	5.75	5.51	5.29	5.22
归属母公司股东权益	44188.96	49727.94	61498.40	73191.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.24%	—	—	—
少数股东权益	12775.45	16710.44	21234.67	25830.40	资本结构				
股东权益合计	56964.40	66438.37	82733.07	99021.41	资产负债率	54.92%	50.54%	47.04%	44.24%
负债和股东权益合计	126358.08	134336.90	156217.50	177586.22	带息债务/总负债	37.15%	34.94%	32.28%	30.20%
					流动比率	1.38	1.76	2.14	2.46
					速动比率	1.18	1.51	1.88	2.20
					股利支付率	10.75%	11.03%	18.26%	19.76%
					每股指标				
					每股收益	1.91	3.47	3.80	3.84
					每股净资产	11.66	13.12	16.22	19.31
					每股经营现金	3.07	5.90	6.72	7.06
					每股股利	0.21	0.38	0.69	0.76
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	15897.68	27096.35	29393.44	29808.53					
PE	13.69	7.55	6.90	6.82					
PB	2.25	2.00	1.61	1.36					
PS	1.62	1.24	1.10	1.02					
EV/EBITDA	6.17	3.09	2.08	1.26					
股息率	0.79%	1.46%	2.65%	2.90%					

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	cyrlyf@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	xyx@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	cyrlyf@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