

营收增长亮眼，加强浆纸一体化布局

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布2022年中报，2022H1公司实现营收29.7亿元，同比增长81.9%；单Q2实现营收16.4亿元（+88%），同比增长88%。从利润端来看，2022H1公司实现归母净利润2.1亿元，同比下降18.2%；单Q2实现归母净利润为1.1亿元（-25.4%），环比+7.8%；实现扣非归母净利润0.9亿元，同比下降28.5%。在纸浆等原材料及能源价格上涨的影响下，公司收入业绩亮眼，盈利小幅承压。
- **原材料价格上涨致盈利能力阶段性承压。**2022H1公司毛利率为15.2%（-9.9pp）；单Q2毛利率为14.1%（-7.5pp），环比下降2.3pp，主要系报告期内木浆价格持续在高位盘整。2022H1，公司总费用率为6.3%（+2.1pp），销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.2%/1.4%/2.2%/2.5%，同比分别-0.02pp/-0.08pp/+1.1pp/+1.1pp。其中，财务费用率的增长主要系融资规模扩大、计提可转债利息和汇兑损失所致。综合来看，2022H1公司净利率为7.2%（-8.8pp）。
- **积极增加产能储备，产能爬坡顺利。**公司已投产8条产线中，PM7、PM8、PM9和PM10位于江西基地，其中的PM9和PM10为2021年新建成的文化纸和食品包装纸产线。上半年，公司强抓生产管理，在保质的前提下，集中技术力量主攻新产能爬坡，取得了预期的效果。1-6月销量49.5万吨，同比增长96.6%，产销大增推动营收高增长。在上半年的良好基础上，产能爬坡仍是公司下半年生产方向的工作重点，力争尽早实现所有产线高水平达产的经营目标。
- **积极应对原材料需求，投资建设化机浆产线及配套设施。**上半年公司审议通过《关于江西五星纸业有限公司投资建设30万吨化机浆生产线的议案》，该投资可以解决公司日益增长的对木浆原材料，特别是化机浆的需求，加强在浆纸一体化上的产业链布局。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为1.17元、1.66元、2.13元，对应PE分别为13倍、9倍、7倍，考虑到未来公司业绩增长较快，预计2022-2024年三年净利润复合增速达29.7%，给予公司2022年17倍PE，对应目标价19.89元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，终端销售疲软的风险，行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3689.52	6305.19	7710.22	8865.10
增长率	40.04%	70.89%	22.28%	14.98%
归属母公司净利润（百万元）	390.16	467.82	665.39	850.53
增长率	15.24%	19.90%	42.23%	27.82%
每股收益EPS（元）	0.98	1.17	1.66	2.13
净资产收益率ROE	18.44%	19.61%	22.20%	22.59%
PE	16	13	9	7
PB	2.96	2.63	2.09	1.67

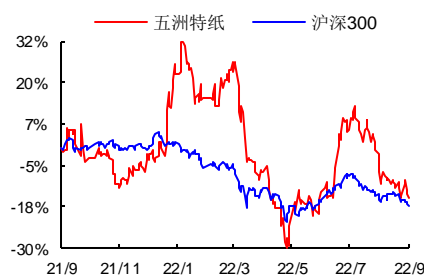
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭
执业证号：S1250522080002
电话：023-67511807
邮箱：zhl@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)	4.00
流通A股(亿股)	0.82
52周内股价区间(元)	13.12-24.84
总市值(亿元)	62.72
总资产(亿元)	37.61
每股净资产(元)	4.70

相关研究

1 深耕特种纸领域，国内食品包装纸领军企业

五洲特种纸业集团股份有限公司成立于 2008 年，主要从事特种纸的研发、生产和销售业务。经过十余年的产业深耕，已发展成为国内领军型的食品包装纸生产企业、国内最大的格拉辛纸和描图纸生产企业之一。目前公司拥有食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花及文化纸五大系列的多个产品，并取得了一系列的科研专利。其中部分新产品和新技术达到了国内领先水平，成为公司核心竞争力的重要组成部分。截至 2022 年 8 月，公司旗下共有浙江五星纸业、衢州森远贸易、浙江诚宇进出口、江西五星纸业、湖北社星纸业 5 家全资子公司，及湖北社星热力能源和衢州五星进出口贸易 2 家全资孙公司；在浙江衢州和江西户口建有四处生产基地。

图 1：五洲特纸产品矩阵

产品分类	产品图片	产品特点
食品包装纸		公司生产的食品包装纸可分为纸杯纸、面碗纸、餐盒纸等不同种类，具有防水防油、高强度、高松厚度的特点。
格拉辛纸		格拉辛纸经过超压后，纸张质地致密、均匀，有很好的内结合强度和透明度，是制作包括条形码在内的各类标签、各类不干胶制品和胶带或有黏性工业用品等的常用离型材料。
描图纸		描图纸具有纸面平滑、强韧、透明度高、耐磨耐水、纸质均匀等特性，广泛应用于印刷、出版期刊杂志的扉页、服装的广告吊牌、艺术用纸和高档日用品的外包装等领域。
转移印花纸		热转印纸是一种载体，用特殊的热转印油墨把各种图案印刷在上面，然后通过温度和压力将图案再转移到产品上。
文化纸		文化纸主要应用于教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等领域，下游需求刚性较强，对外部经济环境变化敏感度较低。

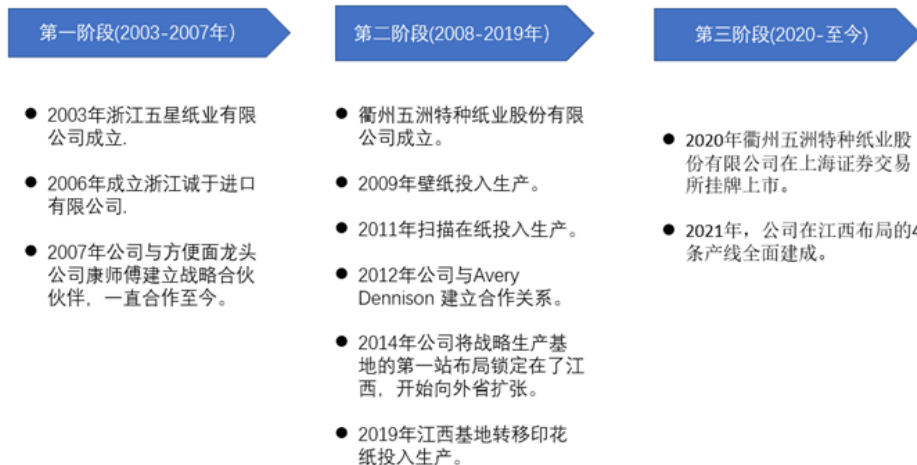
数据来源：公司公告，西南证券整理

纵观公司发展历程，可大致分为三个阶段：

第一阶段（2003-2007 年）：2003 年浙江五星纸业有限公司成立，公司雏形显现，初步涉入特种纸领域。2006 年成立浙江诚于进口有限公司；2007 年公司与方便面龙头公司康师傅建立战略合作伙伴，一直合作至今。公司通过对纸机设备的改良专研，最终在产品品质和产能上实现了标准化、精细化、规模化的生产，为公司未来的发展奠定了基础。

第二阶段（2008-2019 年）：2008 年，创始人赵磊基于对行业前景的战略规划，决定拓展规模，创办衢州五洲特种纸业股份有限公司。2009 年壁纸投入生产；2011 年描图纸投入生产。2012 年公司与 Avery Dennison 建立合作关系。2014 年公司将战略生产基地的第一站布局锁定在了江西，开始向外省扩张。2019 年江西基地转移印花纸投入生产。至此，公司只用了十年时间，就成长为一家国内领先的集特种纸的研发、生产、销售于一体的大型民营企业。

第三阶段（2020-至今）：2020 年衢州五洲特种纸业股份有限公司在上海证券交易所挂牌上市。同年，公司为实现多点布局和向上游延伸的战略目标，与武穴市政府签订了战略投资协议。2021 年，公司在江西布局的 4 条产线全面建成，共 8 条原纸生产线，产能近 135 万吨，成为特种纸行业的“产能冠军”。

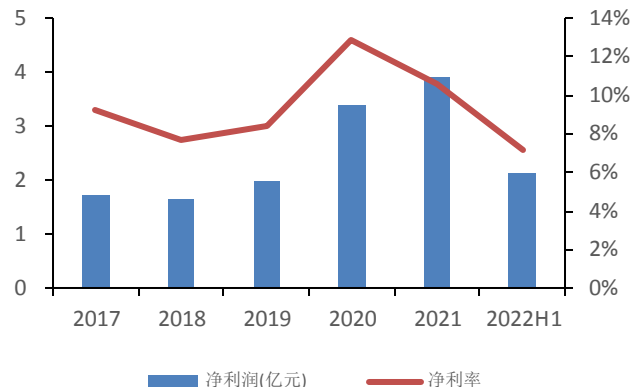
图 2：五洲特纸发展历程


数据来源：公司公告，西南证券整理

环保成为全球趋势，助推收入放量增长。从收入端来看，2017-2021 年公司营业收入实现稳步增长，从 18.6 亿元提升至 36.9 亿元，复合增速为 18.7%。2022H1，公司实现营收 29.7 亿元，同比增长 81.9%；单 Q2 营收实现 16.4 亿元（+88%），在新产能爬坡后公司营收快速放量。从利润端来看，2017-2021 年公司归母净利润从 1.7 亿元增长至 3.9 亿元，复合增速为 23%，快于营收增速，表明公司盈利能力逐步提升。2022H1 公司实现归母净利润 2.1 亿元，同比下降 18.2%，单 Q2 实现归母净利润为 1.1 亿元（-25.4%），随着产能利用率持续提升及原材料成本逐步下行，盈利能力有较大恢复空间。

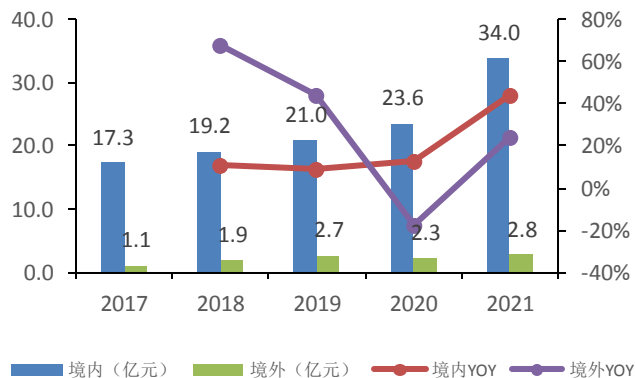
图 3：2017-2022H1 年公司营业收入及增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

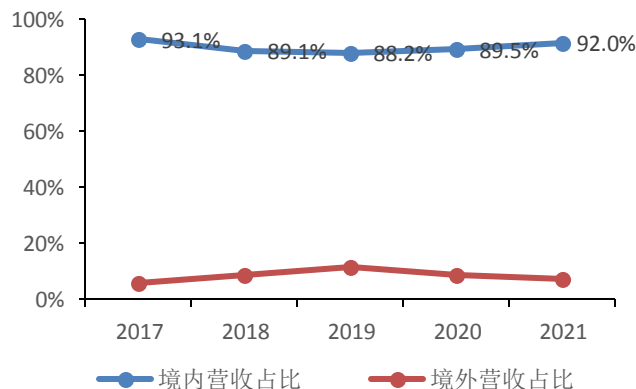
图 4：2017-2022H1 年公司归母净利润及净利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

内销贡献主要收入，外销实现快速增长。分地区来看，公司业务以内销为主，2021 年境内实现营收 34 亿元，同比增长 44.1%，占比 92%（+2.6pp）。2017-2021 年，公司境内营收从 17.3 亿元增长至 34 亿元，复合增速为 18.4%，占比一直维持在 90%以上。同时公司积极拓展境外市场，2021 年公司境外地区实现营收 2.8 亿元，同比增长 23.9%，占比 7.6%（-1pp）。2017-2021 年，境外地区营收复合增速为 26.3%，维持较快的增长趋势。经过多年的积累，公司与康师傅、统一、Anery Dennison（艾利丹尼森）、冠豪高新等国内外知名企业有深度合作，起到示范效应带动公司拓展新客户。

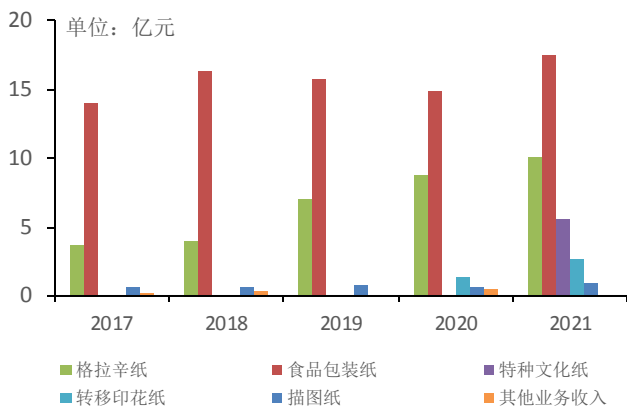
图 5：2017-2021 年公司境外/境内营收及增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

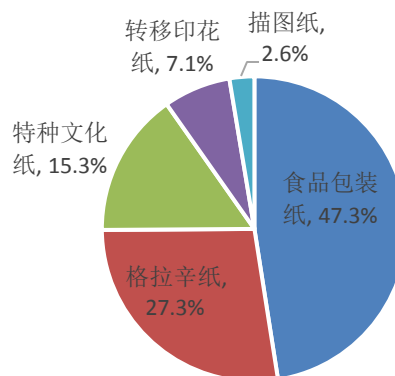
图 6：2017-2021 年公司境内/境外营收占比


数据来源：公司财报，西南证券整理

产品以食品包装纸为主，品类扩张跟随市场趋势。分产品来看，公司营收主要由食品包装纸贡献，2021 年食品包装纸/格拉辛纸/特种文化纸/转移印花纸/描图纸/其他业务收入占比分别为 47.3%/27.3%/15.3%/7.1%/2.6%/0.4%，2021 年食品包装纸实现营收 17.5 亿元，同比增长 18%。公司食品包装纸可分为纸杯纸、面碗纸、餐盒纸等种类，作为绿色包装材料，未来有望充分受益于环保替塑趋势而实现销售快速放量。2021 年格拉辛纸实现营收 10.1 亿元（+13.7%）；描图纸实现营收 0.97 亿元（+38.6%），其他品类也在稳步提升。展望后续，公司将紧跟最强限塑令、电商消费等大趋势，加强食品包装纸和格拉辛纸市场拓展，同时继续挖掘潜力特种纸品种，丰富公司产品矩阵。

图 7：2017-2021 年公司各产品营收情况


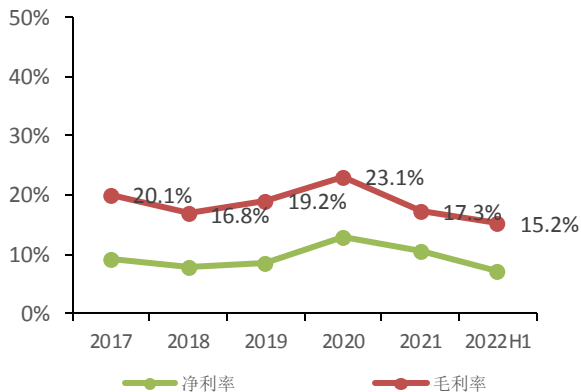
数据来源：公司财报，西南证券整理

图 8：2017-2021 年公司各产品营收占比


数据来源：公司财报，西南证券整理

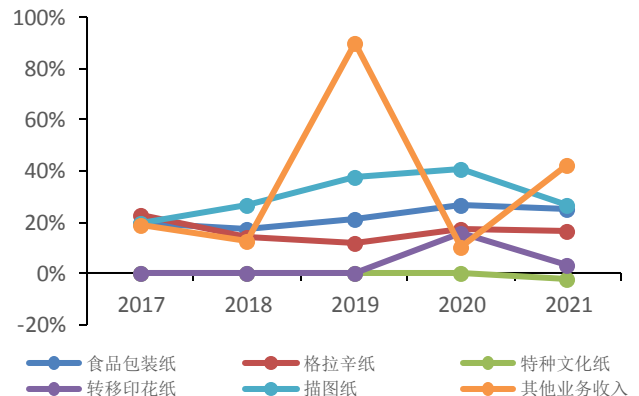
原材料价格维持高位，盈利能力有所承压。2022H1 公司毛利率为 15.2%（-9.8pp）；单 Q2 毛利率为 14.1%（-7.5pp），环比下降 2.3pp，主要系报告期内木浆价格维持在历史高位。整体来看，2017-2021 年，公司毛利率总体稳步提升，阶段性受原材料价格波动影响。2021 年公司食品包装纸/格拉辛纸/描图纸毛利率分别为 25.5%（+2.7pp）/16.5%（+3.3pp）/26.5%（-11.3pp）。在上游木浆价格波动及下游市场供求变动影响下，食品包装纸和描图纸的毛利率保持稳定。未来公司将多方位开发木浆采购渠道，充分利用江西基地的能源和大机台优势，加强内部生产管理，平滑原材料价格波动。

图 9：2017-2022H1 公司毛利率/净利率走势



数据来源：公司财报，西南证券整理

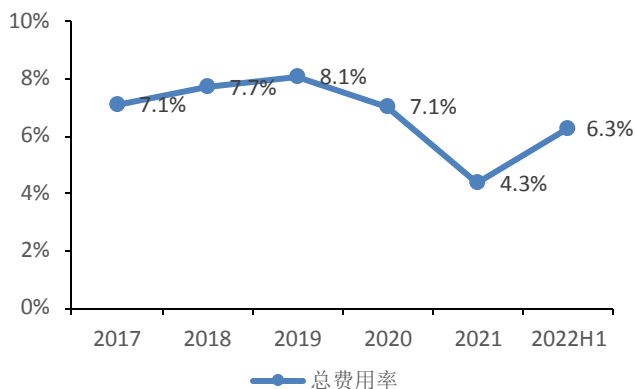
图 10：2017-2021 年公司各产品毛利率



数据来源：公司财报，西南证券整理

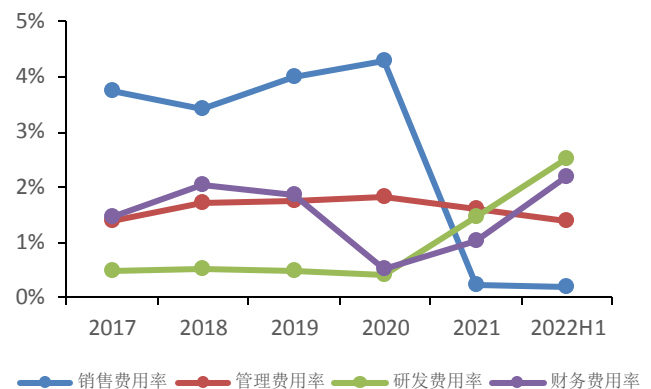
总费用率持续下行，费控能力优异。2016-2021 年，公司总费用率整体呈下滑趋势，从 7.1% 降至 4.3%。2022H1，公司总费用率为 6.3% (+2.1pp)，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.2%/1.4%/2.2%/2.5%，同比分别 -0.02pp/-0.08pp/+1.1pp/+1.1pp。其中，财务费用率的增长主要系融资规模扩大、计提可转债利息和汇兑损失所致。展望后续，随营收增长刚性费用占比下降，费用率仍有下行空间。

图 11：2016-2022H1 年公司总费用率走势



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 12：2016-2022H1 年公司各项费用率



数据来源：公司财报，西南证券整理

产能加速释放，应对日益增长的市场需求。2020 年，公司通过 IPO 募集资金 4.7 亿元，全部用于公司主营业务，提高公司食品包装纸的产能规模和市场占有率。具体来看，公司投资食品包装纸生产基地建设项目，通过建设生产厂房、辅助用房、软硬件设备等，来强化公司在食品包装纸市场的竞争力及解决公司产能瓶颈问题。研发中心建设项目旨在引进新产品开发人才以加强研发投入，有助于公司扩张产品种类、从容应对快速变化的市场需求。2022 年 4 月 27 日，公司通过“年产 30 万吨化机浆产线及配套设施”议案，此项目为解决公司日益增长的木浆原材料和化机浆的需求，从而实现稳定供应、平滑原材料价格波动。

表 1：公司投资项目（单位：万元）

序号	项目名称	预计投资金额	募集资金投资额	建设期（月）	建设内容
1	年产 20 万吨食品包装纸生产基地建设项目	44,527.01	34,035.12	24	项目产能规划为年生产食品包装纸 20 万吨，建设内容包括生产厂房、辅助用房、软硬件设备等，有利于强化公司在食品包装纸市场的竞争力，是公司发展战略规划的重要内容。
2	研发中心建设项目	3,250.64	-	36	通过购置研发所需的软硬件设施并引进相关人才，提升公司研发实力，巩固和强化公司在食品包装纸、格拉辛纸等公司优势产品方面的核心竞争力。
3	年产 30 万吨化机浆产线及配套设施	143,507			为解决公司日益增长的木浆原材料和化浆的需求，从而达到稳定供应及节约成本的目的。
	合计	191,284.65	34,035.12	—	—

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1：随着大宗品涨价周期结束，未来半年到一年内浆价有望回落，假定降价回落至 5000-6000 元/吨区间。

假设 2：随着浆价回落，各品类盈利能力逐渐回升，预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 15.3%、18.5%、20.1%。

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：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	3689.52	6305.2	7710.2	8865.1
yoy		70.9%	22.3%	15.0%
营业成本	3052.10	5339.2	6284.4	7082.1
毛利率	17.3%	15.3%	18.5%	20.1%
食品包装纸				
收入	1746.66	4192.0	5240.0	6026.0
yoy	17.76%	140.0%	25.0%	15.0%
成本	1301.89	3437.4	4087.2	4579.7
毛利率	25.5%	18.0%	22.0%	24.0%
格拉辛纸				
收入	1006.29	1308.2	1543.6	1728.9
yoy	13.77%	30.0%	18.0%	12.0%
成本	840.72	1125.0	1312.1	1452.3
毛利率	16.5%	14.0%	15.0%	16.0%
特种文化纸				
收入	564.11	789.8	909.8	1091.8

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
yoy		40.0%	15.2%	20.0%
成本	576.29	766.1	873.4	1037.2
毛利率	-2.2%	3.0%	4.0%	5.0%
转移印花纸				
收入	262.03	359.0	438.0	525.5
yoy	80.59%	37.0%	22.0%	20.0%
成本	254.24	351.8	416.1	473.0
毛利率	3.0%	2.0%	5.0%	10.0%
描图纸				
收入	96.55	104.3	110.5	121.6
yoy	37.97%	8.0%	6.0%	10.0%
成本	71.01	83.4	85.1	91.2
毛利率	26.5%	20.0%	23.0%	25.0%
其他				
收入	13.9	15.3	16.8	18.5
yoy	-73.23%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	7.9	10.7	11.8	12.9
毛利率	42.7%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取处于同一业态的仙鹤股份、华旺科技作为可比公司。可比公司 2022 年平均 PE 为 16 倍，考虑到五洲特纸业绩增长较快，预计 2022-2024 年三年净利润复合增速达 29.7%，给予五洲特纸 2022 年 17 倍 PE，对应目标价 19.89 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价 (当地货币)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603733.SH	仙鹤股份	25.78	1.31	1.86	2.28	19.62	13.87	11.3
605377.SH	华旺科技	18.46	1.49	1.77	2.02	12.43	10.41	9.13
平均值						16	12	10.2
605007.SH	五洲特纸	15.68	1.17	1.66	2.13	13	9	7

数据来源：Wind，西南证券整理

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	3689.52	6305.19	7710.22	8865.10	净利润	390.16	467.82	665.39	850.53
营业成本	3052.10	5339.21	6284.45	7082.11	折旧与摊销	127.03	201.46	211.54	222.10
营业税金及附加	17.08	29.18	35.69	41.03	财务费用	38.43	52.90	73.38	63.72
销售费用	8.16	31.53	77.10	132.98	资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.92	283.73	424.06	496.45	经营营运资本变动	-162.30	-375.84	-295.57	-211.65
财务费用	38.43	52.90	73.38	63.72	其他	-118.60	-0.71	0.88	-0.04
资产减值损失	-2.50	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	272.21	345.62	655.62	924.65
投资收益	-12.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-621.23	-120.00	-120.00	-125.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.02	0.02	其他	159.95	0.01	0.02	0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-461.27	-119.99	-119.98	-124.98
营业利润	455.46	568.65	815.56	1048.84	短期借款	285.96	-87.23	-264.25	-534.52
其他非经营损益	28.47	29.69	29.69	29.69	长期借款	-39.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	483.93	598.34	845.26	1078.53	股权融资	0.00	-0.32	0.00	0.00
所得税	93.77	130.52	179.86	228.01	支付股利	-120.00	-39.02	-54.58	-83.17
净利润	390.16	467.82	665.39	850.53	其他	615.17	-225.54	-76.31	-66.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	741.16	-352.11	-395.13	-684.19
归属母公司股东净利润	390.16	467.82	665.39	850.53	现金流量净额	558.18	-126.47	140.50	115.49
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	756.99	630.52	771.02	886.51	成长能力				
应收和预付款项	698.42	1314.96	1534.06	1803.97	销售收入增长率	40.04%	70.89%	22.28%	14.98%
存货	571.93	1003.68	1180.99	1331.45	营业利润增长率	8.96%	24.85%	43.42%	28.60%
其他流动资产	170.77	222.71	244.82	297.31	净利润增长率	15.24%	19.90%	42.23%	27.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.61%	32.55%	33.71%	21.28%
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	2188.40	2097.91	1999.23	1892.37	毛利率	17.28%	15.32%	18.49%	20.11%
无形资产和开发支出	81.88	91.24	98.70	108.78	三费率	2.89%	5.84%	7.45%	7.82%
其他非流动资产	77.17	76.85	76.53	76.21	净利率	10.57%	7.42%	8.63%	9.59%
资产总计	4545.57	5437.87	5905.35	6396.61	ROE	18.44%	19.61%	22.20%	22.59%
短期借款	1047.01	959.78	695.53	161.01	ROA	8.58%	8.60%	11.27%	13.30%
应付和预收款项	629.09	1355.80	1472.21	1727.14	ROIC	13.68%	13.37%	17.13%	20.07%
长期借款	80.04	80.04	80.04	80.04	EBITDA/销售收入	16.83%	13.05%	14.27%	15.06%
其他负债	673.72	656.07	660.58	664.07	营运能力				
负债合计	2429.85	3051.68	2908.35	2632.25	总资产周转率	0.93	1.26	1.36	1.44
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	2.54	3.86	5.01	6.17
资本公积	461.30	460.98	460.98	460.98	应收账款周转率	6.94	7.55	6.57	6.39
留存收益	1096.40	1525.20	2136.01	2903.36	存货周转率	6.08	6.76	5.74	5.63
归属母公司股东权益	2115.72	2386.19	2997.00	3764.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.35%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2115.72	2386.19	2997.00	3764.35	资产负债率	53.46%	56.12%	49.25%	41.15%
负债和股东权益合计	4545.57	5437.87	5905.35	6396.61	带息债务/总负债	67.05%	50.53%	43.93%	28.23%
					流动比率	1.23	1.31	1.64	2.16
					速动比率	0.91	0.90	1.12	1.50
					股利支付率	30.76%	8.34%	8.20%	9.78%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.17	1.66	2.13
					每股净资产	5.29	5.97	7.49	9.41
					每股经营现金	0.68	0.86	1.64	2.31
					每股股利	0.30	0.10	0.14	0.21
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	620.91	823.01	1100.48	1334.65					
PE	16.08	13.41	9.43	7.37					
PB	2.96	2.63	2.09	1.67					
PS	1.70	0.99	0.81	0.71					
EV/EBITDA	11.51	8.71	6.14	4.58					
股息率	1.91%	0.62%	0.87%	1.33%					

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，，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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@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