

下游需求高景气, “海上+出海”双轮驱动

投资要点

- 事件:** 公司2023年实现营业收入49.5亿元, 同比增长52.9%; 实现归母净利润5元, 同比增长87.7%; 扣非归母净利润4.9亿元, 同比增长90.8%。2024年第一季度公司实现营收10.3亿元, 同比增长46.4%; 实现归母净利润0.9亿元, 同比增长104.3%; 扣非归母净利润0.9亿元, 同比增长104.6%。
- 盈利能力持续提升, 费用率管控较好。** 盈利端: 2023年公司销售毛利率/净利率分别为22.7%/10.1%, 同比增长1.5pp/1.9pp; 24Q1毛利率/净利率分别为23.1%/8.7%, 分别同比增长3pp/2.4pp。费用端: 公司2023年销售/管理(不含研发)/财务费用率分别为3.7%/2.6%/-0.1%, 分别同比+0.1pp/+0.03pp/-0.7pp, 费用率管控较好。
- 新能源业务迎高增, 成本优势显著。** 2023年, 公司光伏行业线实现收入20.7亿元, 同比增长83%; 风电行业线实现收入13.8亿元, 同比增长22%; 储能行业线实现收入6.7亿元, 同比增长237%。受益于公司加强对供应链的管控, 叠加自身技术进步带来的成本优势, 报告期内公司新能源领域毛利率为22.7%, 同比上升1.5pp。
- 筑牢海上新能源核心竞争力, 推进国产化步伐。** 公司基于技术平台以及海风领域经验优势, 持续推进海上光伏产品研发, 推出适用于海上光伏发电应用场景的升压系统解决方案。2023年10月, 公司成功中标国华HG14海上光伏1000MW项目, 是目前全球首个进入实施阶段的GW级大容量海上光伏项目, 有望贡献新业绩增量。
- 海外变压器需求高景气, 公司出海进度有望加快。** 受新能源装机需求提升及欧美电网老旧设备升级改造, 海外变压器供需失衡, 2023年, 公司积极参与国际市场, 通过与国内知名新能源头部企业合作, 快速扩大公司在国际市场知名度。公司建立“间接出海+全球化布局”双轮驱动战略模式, 已获得多系列国内外认证, 为公司全球化布局奠定了坚实基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年营收分别为64.6亿元、82.1亿元、97.9亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为29.1%/32.7%/19.3%。公司背靠明阳集团技术平台优势显著, 受益海风装机回暖以及海外变压器需求高景气, 公司业绩有望持续向上, 首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 海外业务拓展不及预期的风险; 海风装机不及预期的风险; 汇率波动影响公司海外业务收入的风险; 新产品研发不及预期的风险; 竞争激烈影响公司盈利水平的风险。

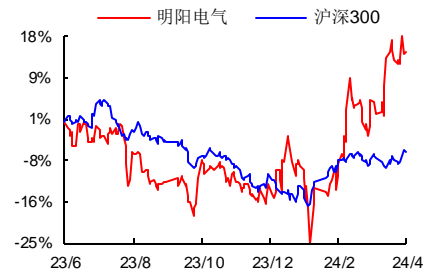
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4948.04	6464.54	8213.01	9786.50
增长率	52.91%	30.65%	27.05%	19.16%
归属母公司净利润(百万元)	497.87	642.53	852.82	1017.68
增长率	87.67%	29.06%	32.73%	19.33%
每股收益EPS(元)	1.59	2.06	2.73	3.26
净资产收益率ROE	11.82%	13.53%	15.58%	16.10%
PE	23	18	14	11
PB	2.76	2.45	2.12	1.84

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)	3.12
流通A股(亿股)	0.72
52周内股价区间(元)	24.36-38.26
总市值(亿元)	116.33
总资产(亿元)	78.28
每股净资产(元)	13.77

相关研究

目 录

1 新能源变压器龙头企业，受益行业高景气	1
1.1 深耕输配电多年，产品矩阵丰富	1
1.2 业绩快速增长，“海上+海外”双轮驱动.....	4
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示	7

图 目 录

图 1: 明阳电气历史沿革.....	1
图 2: 明阳电气股权架构 (截至 2023 年年报)	4
图 3: 2019-2023 年公司营业收入情况.....	4
图 4: 2019-2023 年公司归母净利润情况.....	4
图 5: 公司毛利率与净利率趋稳向上.....	5
图 6: 公司费用率控制优秀.....	5
图 7: 2023 年公司主营业务收入占比拆分.....	5
图 8: 公司各主营业务毛利率情况.....	5

表 目 录

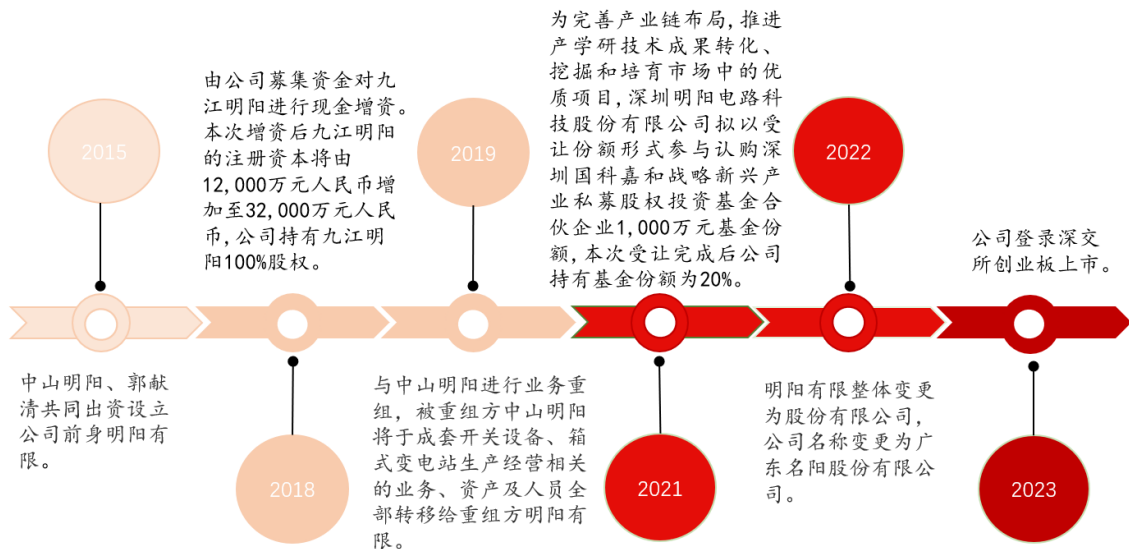
表 1: 公司主要产品情况.....	1
表 2: 分业务收入及毛利率.....	6
表 3: 可比公司估值 (日期 2024/04/30)	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1 新能源变压器龙头企业，受益行业高景气

1.1 深耕输配电多年，产品矩阵丰富

公司平台优势显著，业务逐步实现国际化。公司成立于 1993 年，为明阳集团旗下控股公司，借助平台优势发力新能源电气装备。公司作为明阳集团的创始公司和产业孵化器，从配电箱制造起步，现已发展成为以智能变压器、箱变，智能成套开关设备三大业务为主体的，集研发、生产、销售、服务于一体化的智能化输配电装备企业。历经多年发展，公司已拥有国内领先、具有国际竞争力的智能电气装备制造基地，可实现多款海上风电大基地、陆上可再生新能源大基地以及风光一体化设备的国产化生产。公司产品服务范围涵盖发电、电网、数据中心、石油化工及新基建领域，市场业绩遍布全国，产品出口至德国、俄罗斯、菲律宾、马来西亚、越南、保加利亚、乌克兰全球 40 多个国家和地区，受到海内外客户的认可。

图 1：明阳电气历史沿革



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品丰富且层次清晰，聚焦新能源和新基建，主要分为箱式变电站、成套开关设备和变压器三大板块。公司产品广泛应用于新能源(光伏、风能、储能)和新基建(数据中心、智能电网)领域。

表 1：公司主要产品情况

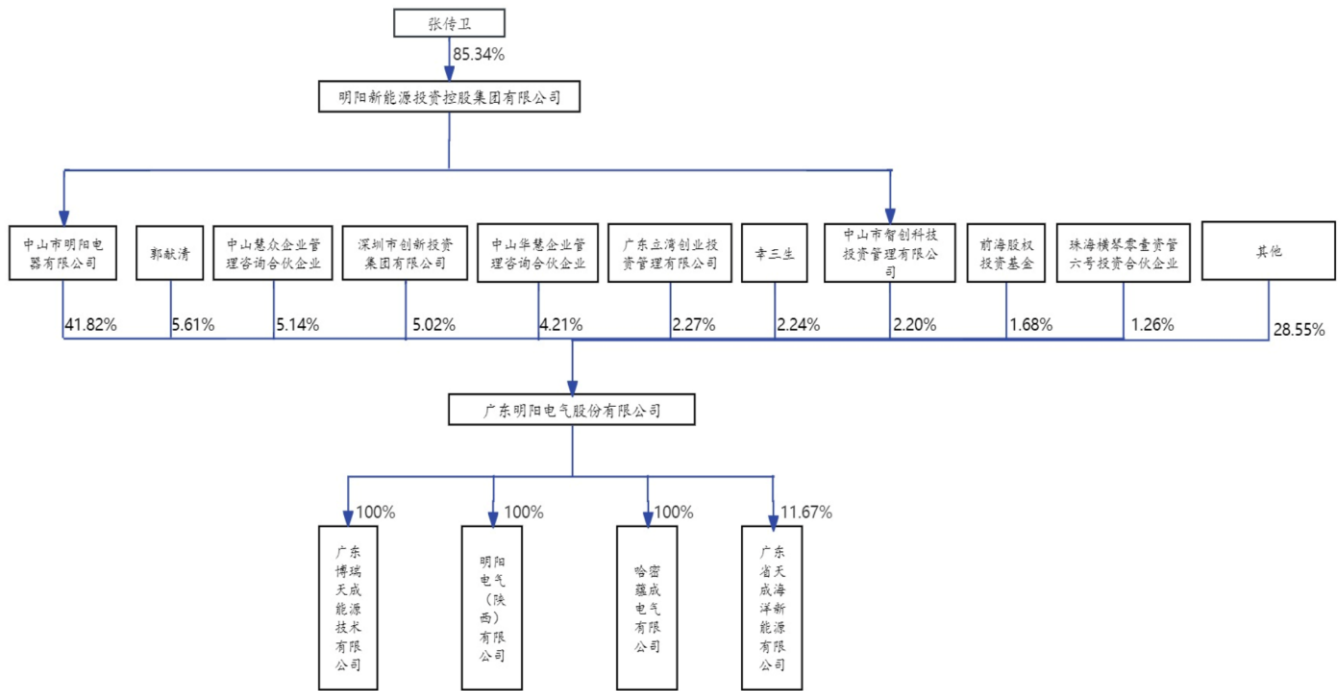
产品系列	产品大类	产品子类	图示	产品描述	主要应用领域
箱式变电站	预装式变电站	华式箱变		YB 系列华式箱变是一种集油浸式变压器、高压单元、低压开关柜及相关辅助设备于一体的高压/低压预装式变电站，电压等级 3.6-40.5kV，容量范围为 1000-7700kVA，产品特点包括高智能化、环保性、电气性能优、结构设计创新，适应高温、高湿、风沙、盐雾等各种恶劣环境。	新能源行业（太阳能、风能、储能等）

产品系列	产品大类	产品子类	图示	产品描述	主要应用领域
		欧式箱变		YB 系列高/低压预装式变电站是一种将高压开关设备、变压器、低压开关设备以及辅助设备组合成一体的成套电力设备, 电压等级 3.6~40.5kV, 容量范围为 100~4000kVA, 产品特点包括低损耗、现场安装维护方便、施工周期短等。	新能源行业 (太阳能、风能、生物质能等)、电网 (变电站、变电所)、工矿企业、民用建筑、市政工程、临时施工用电、充电桩等
	组合式变电站	美式箱变		ZGS 系列组合式变压器是由油浸式变压器、高压室、低压室呈“目”字型或者“品”字型布局的整体变配电系统, 容量范围为 30~3300kVA, 电压等级为 40.5kV 及以下, 具有占地面积小、散热性能好、模块化设计、电气性能好、性价比高等特点。	新能源行业 (太阳能、风能、储能等)、电网、工矿企业、民用建筑、市政工程、充电桩等
	光伏逆变升压一体化装置			在预装式变电站或组合式变电站基础上, 增加光伏逆变器、直流配电柜等设备, 组合成为“直流输入、35kV/10kV 交流输出”的逆变升压一体化装置。具有高度集成、性能稳定、适应性强、光储一体化等特点。	新能源行业 (太阳能)
	储能升压一体化装置			储能升压一体化装置是一种集储能变流器、升压装置、智能测控于一体的一体化方案, 产品特点包括体积小、功率密度大、高度集成、一致性好, 可快速并网、缩短电站建设周期、有效降低施工难度。	储能
成套开关设备	低压开关柜			低压开关柜包括 Blokset、海上风电专用低压柜、GCK、GCS、GGD、MNSG、OKKEN、MNS2.0、SIVAICON-8PT 等低压柜, 上述产品特点为产品系列完善, 分断能力高, 动热稳定性好, 结构先进合理, 电气方案灵活, 通用性强, 节省占地面积, 外形美观, 防护等级高, 安全可靠, 维护方便等优点。	能源行业 (传统发电、海上风电)、电网、工矿企业、民用建筑等
	空气绝缘中压开关柜			空气绝缘中压开关柜包括 KYN28A、KYN61、MYS550、MVnex、MVnex550 等中压开关柜, 上述产品特点种类规格齐全, 完善的机械与电气安全闭锁功能, 模块化设计, 灵活扩展, 最大限度的满足各类型供电方案的要求。具有设计合理、结构紧凑、安装方便、操作灵活、体积小、性价比高等卓越性能。	能源行业 (传统发电、太阳能、风能)、电网、工矿企业、民用建筑等

产品系列	产品大类	产品子类	图示	产品描述	主要应用领域
		矿物油 变压器		矿物油变压器包括 S11、S13、S18、S20、S22 等 S 系列型号，产品特点为铁芯采用优质冷轧晶粒取向硅钢片，多级型 45° 全斜接缝叠积，损耗低；采用圆筒式结构，安匝平衡好，抗短路能力强；真空注油，全密封结构，提升内部绝缘性能，减缓绝缘油老化，延长使用寿命，减少局部放电；免维护，无需更换变压器油。	新能源行业、城乡电网改造、变电站等场所，也可满足冶金、石化系统等特殊户外使用要求
	干式 变压器	标准干式 变压器		标准干式变压器包括 SCB11、SCB12、SCB13、SCB14、SCB18 等 SCB 系列型号，产品特点为高压线圈为梯形分段式结构，层间电压低，具有较强的过电压承受能力；线圈整体树脂浇注，机械强度高，抗短路能力强，局部放电低于国标规定值；低损耗，低噪音，节能效果明显；防潮性能好，适应高湿度及其它恶劣的运行环境。	新能源行业（太阳能、风能）、电网、工矿企业、高层建筑、小区用户配电等
		特种海上 干式变压器		特种海上干式变压器包括 SCB11、SCB12、SCB13、SCB14 等型号，产品特点为强迫外循环水冷散热装置，散热效果好；机械强度高，满足近海起吊、船舶运输等特殊起吊需求、外壳防护等级高，防腐、耐潮、耐盐雾，适应海洋大气环境；热稳定性好，抗谐波能力强，使用寿命长；安全性能高，阻燃，自熄，防爆；结构设计合理，抗短路能力强；免维护，有效降低运营维护成本。	新能源行业（海上风电）

数据来源：公司公告，西南证券整理

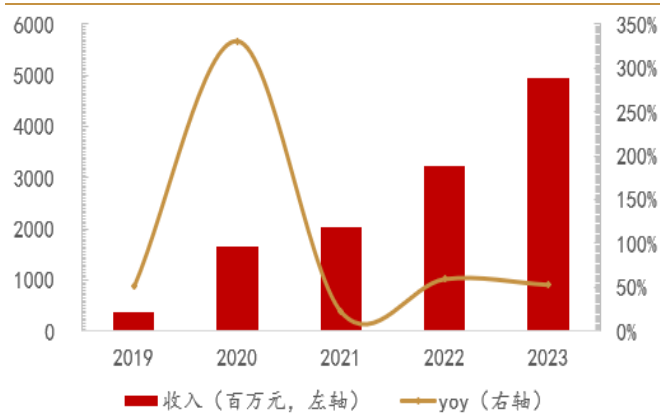
公司股权结构集中，**第一大股东持股比例 44.02%**。公司实际控制人为董事长张传卫、吴玲、明阳智能董事张瑞、明阳智能副总裁张超。董事长张传卫通过控股明阳新能源投资控股集团有限公司，间接持有明阳电气股份有限公司 44.02% 的股份，为公司第一大股东。公司第二大股东为董事郭献清，其直接持有公司股份 5.61%。

图 2：明阳电气股权结构（截至 2023 年年报）


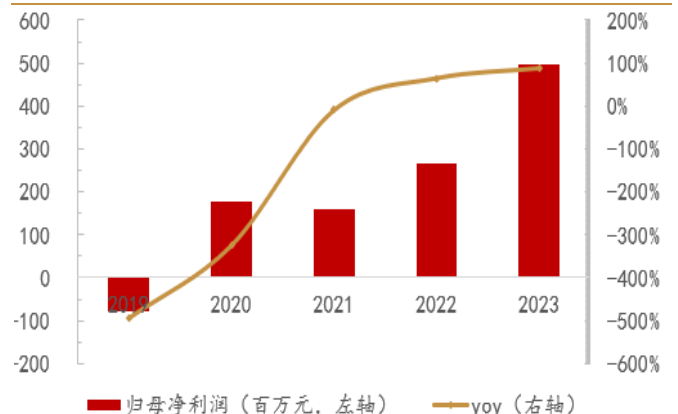
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩快速增长，“海上+海外”双轮驱动

经营状况良好，收入利润步入快速增长期。公司营业收入从 2019 年的 3.9 亿元提升至 2023 年的 49.5 亿元，2020-2023 年的 CAGR 达 88.7%；归母净利润从 2019 年 -0.8 亿元提升至 2023 年的 5 亿元，实现利润扭亏的同时，2023 年归母净利润同比增长 87.9%。

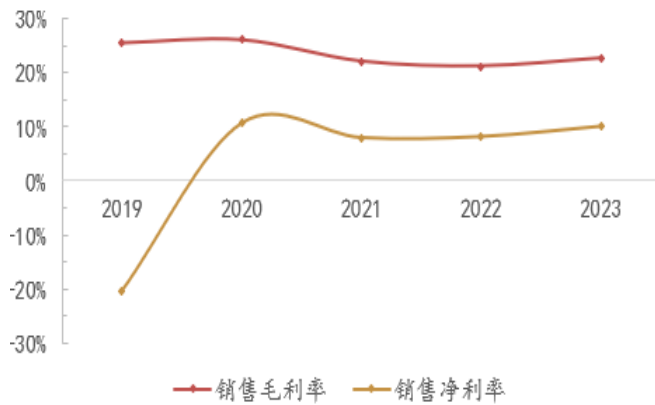
图 3：2019-2023 年公司营业收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

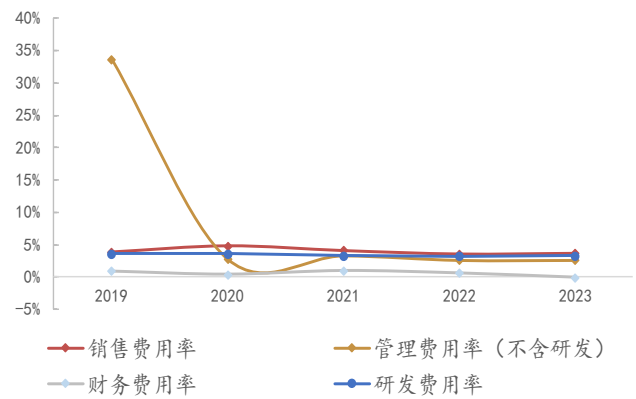
图 4：2019-2023 年公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率、净利率趋稳向上，费用率稳中有降。盈利端：2023 年公司实现销售毛利率 22.7%，同比增长 1.5pp；实现销售净利率 10.1%，同比增长 1.9pp，公司毛利率水平较好，主要系产品应用于风电等新能源领域，技术水平高，享有一定优势。费用端：公司 2023 年销售费用率为 3.7%，同比上升 0.1pp；管理费用率（不含研发）为 2.6%，同比近似持平；财务费用率为 -0.1%，同比下降 0.7pp，主要系利息收入增加所致，费用率管控较好。另外研发费用率为 3.3%，同比上升 0.1pp，主要是去年同期多款海风机型同时发生研发投入，导致去年同期研发费用较高。

图 5：公司毛利率与净利率趋稳向上


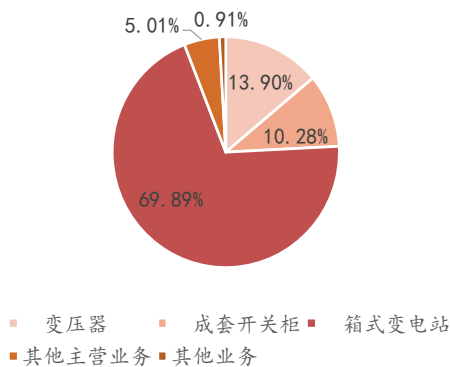
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司费用率控制优秀


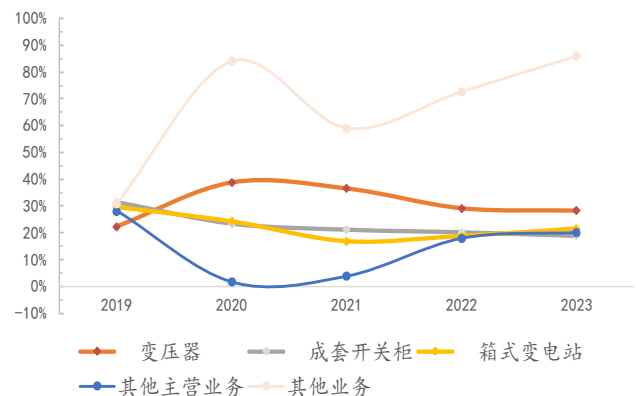
数据来源：公司公告，西南证券整理

目前公司收入结构以箱式变电站为主，变压器受益海外需求高景气。1) 箱式变电站：2023 年收入 34.6 亿元，同比增长 75.3%，占比 69.9%，毛利率 21.5%，受益于风光装机高景气，公司箱式变电站收入高增。2) 成套开关柜：2023 年收入 5.1 亿元，同比下降 24.1%，占比 10.3%，毛利率 18.9%。3) 变压器：2023 年收入 6.9 亿元，同比增长 54.6%，占比 13.9%，毛利率 28.2%，毛利略有下降主要系新能源领域的干式变压器销售规模提升，实现进口替代的特种海上干式变压器占比降低。

我们认为，公司具备明阳集团技术平台优势，伴随海风装机回暖，海上升压产品有望快速放量，竞争优势显著。此外，海外“一带一路”国家、欧美地区电网设备需求旺盛，公司具备国际化发展经验，积极拓展海外市场，变压器出海进度有望逐步加快，打开长期增长空间。

图 7：2023 年公司主营业务收入占比拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司各主营业务毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司深耕输配电行业多年，箱式变电站业务产品矩阵丰富，充分受益风光装机需求提升，预计 2024-2026 年公司箱式变电站产品交付订单增速分别约为 32%/26%/20%。

假设 2：海外变压器需求高景气，国内头部企业出海进度有望加快，海风装机需求回暖，有望驱动公司产品销量增长，预计 2024-2026 年公司变压器产品交付订单增速分别约为 45%/46%/20%。

假设 3：受益规模效应及产品结构改善，毛利率趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
箱式变电站	收入	3458.2	4557.0	5723.1	6867.7
	增速	75.3%	31.8%	25.6%	20.0%
	毛利率	21.51%	21.69%	21.79%	21.92%
成套开关柜	收入	508.8	585.0	672.8	773.7
	增速	-24.1%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	18.9%	18.8%	18.8%	18.8%
变压器	收入	687.93	1000.05	1462.41	1754.89
	增速	54.6%	45.4%	46.2%	20.0%
	毛利率	28.2%	28.5%	28.8%	28.8%
其他主营业务	收入	248.14	272.95	300.25	330.27
	增速	134.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%
其他业务	收入	45.0	49.5	54.4	59.9
	增速	6.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	86.1%	86.1%	86.1%	86.1%
合计	收入	4948.0	6464.5	8213.0	9786.5
	增速	52.9%	30.6%	27.0%	19.2%
	毛利率	22.7%	22.9%	23.1%	23.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合公司业务范围，我们选取变压器产业链头部公司金盘科技、伊戈尔、华明装备进行估值比较，较为合理。从 PE 角度看，2024 年行业可比公司估值为 25 倍。公司背靠明阳集团技术平台优势显著，受益海风装机回暖以及海外变压器需求高景气，公司业绩有望持续向上，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（日期 2024/04/30）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
688676	金盘科技	49.30	1.18	1.79	2.50	3.22	41.78	27.54	19.72	15.31
002922	伊戈尔	17.75	0.53	0.86	1.10	1.31	33.49	20.64	16.14	13.55
002270	华明装备	20.34	0.61	0.75	0.91	1.09	33.34	27.12	22.35	18.66
平均值							36.20	25.10	19.40	15.84

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

- 1) 海外业务拓展不及预期的风险；
- 2) 海风装机不及预期的风险；
- 3) 汇率波动影响公司海外业务收入的风险；
- 4) 新产品研发不及预期的风险；
- 5) 竞争激烈影响公司盈利水平的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4948.04	6464.54	8213.01	9786.50	净利润	497.87	642.53	852.82	1017.68
营业成本	3825.52	4986.57	6314.81	7516.43	折旧与摊销	35.29	65.32	65.32	65.32
营业税金及附加	17.26	25.92	32.52	67.53	财务费用	-6.18	24.53	31.37	36.86
销售费用	181.43	290.90	353.16	391.46	资产减值损失	-52.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	128.17	420.19	517.42	616.55	经营营运资本变动	-133.47	-64.02	-92.03	-149.43
财务费用	-6.18	24.53	31.37	36.86	其他	-11.43	-7.57	10.79	27.32
资产减值损失	-52.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	329.36	660.79	868.27	997.76
投资收益	-1.06	30.00	30.00	30.00	资本支出	-17.97	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-59.17	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-77.14	-70.00	-70.00	-70.00
营业利润	559.92	746.41	993.73	1187.68	短期借款	-48.97	0.30	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	9.50	9.59	9.60	长期借款	-278.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	560.07	755.92	1003.31	1197.27	股权融资	2766.76	0.00	0.00	0.00
所得税	62.20	113.39	150.50	179.59	支付股利	-24.98	-99.57	-128.51	-170.56
净利润	497.87	642.53	852.82	1017.68	其他	51.06	-38.91	-31.37	-36.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2465.68	-138.19	-159.87	-207.42
归属母公司股东净利润	497.87	642.53	852.82	1017.68	现金流量净额	2717.90	452.60	638.39	720.33
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2981.21	3433.81	4072.20	4792.53	成长能力				
应收和预付款项	2388.35	3112.06	3951.32	4716.59	销售收入增长率	52.91%	30.65%	27.05%	19.16%
存货	994.81	1322.31	1692.67	2005.54	营业利润增长率	90.90%	33.31%	33.13%	19.52%
其他流动资产	427.30	21.93	27.86	33.20	净利润增长率	87.67%	29.06%	32.73%	19.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	72.70%	41.97%	30.39%	18.29%
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	492.30	541.34	590.38	639.42	毛利率	22.69%	22.86%	23.11%	23.20%
无形资产和开发支出	129.60	116.41	103.23	90.05	三费率	6.13%	11.38%	10.98%	10.68%
其他非流动资产	422.01	420.83	419.64	418.46	净利率	10.06%	9.94%	10.38%	10.40%
资产总计	7835.58	8968.68	10857.31	12695.79	ROE	11.82%	13.53%	15.58%	16.10%
短期借款	9.70	10.00	10.00	10.00	ROA	6.35%	7.16%	7.85%	8.02%
应付和预收款项	3041.56	3898.08	4996.71	5928.65	ROIC	39.52%	44.09%	50.31%	51.90%
长期借款	37.14	37.14	37.14	37.14	EBITDA/销售收入	11.90%	12.94%	13.28%	13.18%
其他负债	535.98	273.30	338.98	398.40	营运能力				
负债合计	3624.38	4218.52	5382.84	6374.19	总资产周转率	0.85	0.77	0.83	0.83
股本	312.20	312.20	312.20	312.20	固定资产周转率	10.27	13.91	19.85	26.97
资本公积	2894.42	2894.42	2894.42	2894.42	应收账款周转率	2.62	2.46	2.44	2.36
留存收益	1000.59	1543.54	2267.85	3114.97	存货周转率	4.76	4.22	4.16	4.05
归属母公司股东权益	4211.20	4750.16	5474.47	6321.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.47%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4211.20	4750.16	5474.47	6321.59	资产负债率	46.26%	47.04%	49.58%	50.21%
负债和股东权益合计	7835.58	8968.68	10857.31	12695.79	带息债务/总负债	1.29%	1.12%	0.88%	0.74%
					流动比率	1.91	1.90	1.83	1.83
					速动比率	1.63	1.58	1.51	1.51
					股利支付率	5.02%	15.50%	15.07%	16.76%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	589.03	836.27	1090.42	1289.86	每股收益	1.59	2.06	2.73	3.26
PE	23.36	18.10	13.64	11.43	每股净资产	13.49	15.22	17.54	20.25
PB	2.76	2.45	2.12	1.84	每股经营现金	1.05	2.12	2.78	3.20
PS	2.35	1.80	1.42	1.19	每股股利	0.08	0.32	0.41	0.55
EV/EBITDA	14.09	9.37	6.60	5.02					
股息率	0.21%	0.86%	1.10%	1.47%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
