

行业景气底部，产能扩张奠定长期成长基石

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年中报，上半年公司实现营业收入11.77亿元，较上年同期下降36.34%；实现归母净利润3.75亿元，较上年同期下降35.77%；实现扣除非经常性损益后的净利润3.52亿元，较上年同期下降41.09%；实现基本EPS 1.03元。
- **行业景气度下滑，产品市场价格大幅滑落，拉低公司业绩。** 上半年公司实现营业收入11.77亿元，较上年同期下降36.34%；实现归母净利润3.75亿元，较上年同期下降35.77%。其中，功能性硅烷产量5.0万吨，销量5.0万吨，销售收入11.6亿元，均价2.3万元/吨，同比-40.5%；功能性硅烷中间体产量8.5万吨，销量690.3吨，销售收入1041.9万元，均价1.5万元/吨，同比-57.4%。收入端看，虽然产品销量有所增长，但受功能性硅烷行业不景气影响，产品市场价格大幅滑落，整体营收有较大幅度下降；成本端看，公司产品的主要原材料包括氯丙烯、无水乙醇、金属硅、三氯氢硅、烯丙基缩水甘油醚等，上半年全球经济不振，化工行业整体景气度下降，原材料价格也在下降，无水乙醇采购均价较上年同期下降6.26%，金属硅采购均价较上年同期下降13.65%，氯丙烯采购均价较上年同期下降56.78%，烯丙基缩水甘油醚采购均价较上年同期下降4.75%，三氯氢硅采购均价较上年同期下降64.88%。
- **扩产高技术水平产品，推动高端硅烷产品国产化。** 公司功能性硅烷现有产能9.2万吨/年，2023年8月21日公司公告，拟投资10亿元建设一揽子硅基新材料项目，项目全部建成后，将形成3万吨/年功能性硅烷产品（1万吨/年乙烯基硅烷、1万吨/年环氧基硅烷、1万吨/年氨基硅烷）及配套原料与中间体（6万吨/年三氯氢硅、1万吨/年烯丙基缩水甘油醚、1.5万吨/年三甲氧基硅烷及乙炔等）的新增产能。此外，公司6万吨功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目已投入运营。项目全部建成后，公司共将拥有18.2万吨功能性硅烷产能。我国高端功能性硅烷产品的生产比重仍然处于较低水平，本次一揽子项目是公司根据行业发展趋势调整发展战略，生产满足行业需求的不同类型的功能性硅烷产品，提高产品的技术水平，有助于推动高端硅烷产品国产化，满足电子、复合材料、新能源光伏、特种涂料等下游市场的发展需求，同时扩大生产规模、提升生产效率。
- **专注研发，扩充产品品类。** 公司依托现有全品类和行业内高认可度优势，加大研发投入，扩展高纯度石英砂及气凝胶等产品，实现技术升级和产业升级。高纯石英砂广泛应用于光纤通信、太阳能电池、半导体集成电路、精密光学仪器、航空航天等高科技行业，我国没有企业掌握超高纯6N级石英砂合成生产技术，且具备精细加工石英制品的企业也寥寥无几，公司年产2000吨超高纯6N级合成石英砂项目达产后，将助力我国掌握半导体等下游行业原材料供应的主动权，满足国内市场需求。气凝胶具有优异的保温隔热功能，下游应用领域广泛，市场空间大，但成本高昂，公司拟进行气凝胶产业化建设，形成全封闭的气凝胶产业链，通过原材料和产品端的综合合理布局，进一步降低气凝胶复合材料生产成本，满足应用领域需求，促进产业增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为2.49元、3.69元、4.12元，对应动态PE分别为12倍、8倍、7倍。可比公司2024年平均估值为11倍，给予公司2024年10倍估值，对应目标价36.90元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，产品价格大幅下降风险。

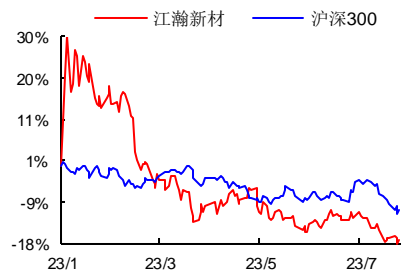
指标年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	33.12	29.64	43.69	48.24
增长率	30.62%	-10.51%	47.40%	10.43%
归属母公司净利润(亿元)	10.40	9.31	13.79	15.38
增长率	52.16%	-10.44%	48.03%	11.52%
每股收益EPS(元)	2.79	2.49	3.69	4.12
净资产收益率ROE	43.58%	29.48%	31.45%	26.96%
PE	11	12	8	7
PB	4.67	3.53	2.54	1.95

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@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)	3.73
流通A股(亿股)	0.93
52周内股价区间(元)	29.23-66.57
总市值(亿元)	110.13
总资产(亿元)	48.79
每股净资产(元)	12.07

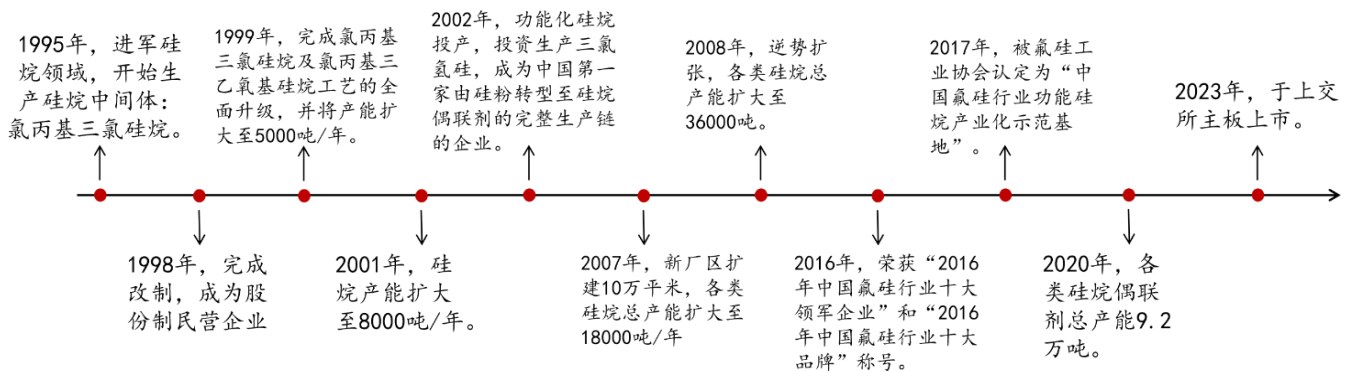
相关研究

1 公司简介：全国有机硅行业领跑者

中国氟硅行业领军企业。江瀚新材早在 1995 年就进军硅烷领域，开始生产硅烷中间体氯丙基三氯硅烷；1998 年完成改制，成立股份制民营企业；1999 年公司完成氯丙基三氯硅烷及氯丙基三乙氧基硅烷工艺的全面升级，将产能扩大至 5000 吨/年；2020 年 12 月 22 日更名为湖北江瀚新材料股份有限公司；2001 年公司硅烷产能扩大至 8000 吨/年；2002 年公司功能性硅烷投产，同年公司投资生产三氯氢硅，成为中国第一家由硅粉转型至硅烷偶联剂完整产业链的企业；2007 年，公司新厂区扩建 10 万平米，各类硅烷总产能扩大至 18000 吨/年；2008 年，公司在经济低谷逆势扩张，将各类硅烷总产能扩大至 36000 吨；2016 年，公司荣获“2016 年中国氟硅行业十大领军企业”和“2016 年中国氟硅行业十大品牌”称号；2020 年 12 月 22 日由荆州市江汉精细化工有限公司更名为湖北江瀚新材料股份有限公司；2023 年 1 月 31 日正式于上交所主板上市。

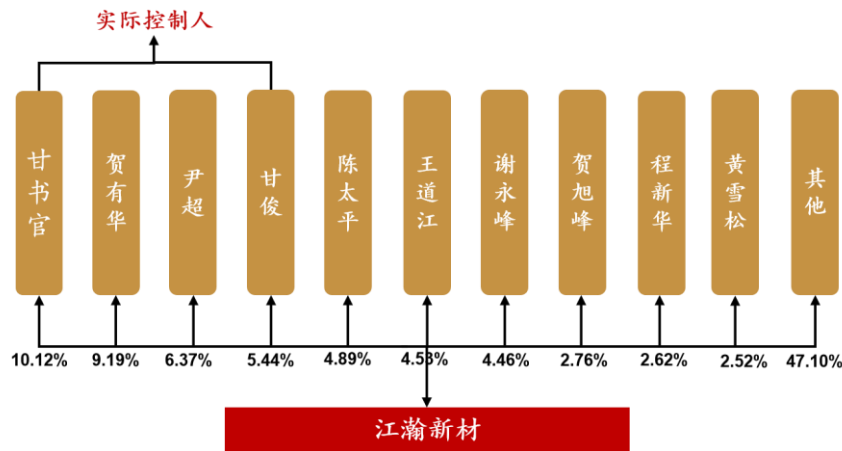
公司的主营业务为功能性有机硅烷及其他硅基新材料的研发、生产和销售，主要产品为功能性硅烷。公司现已开发出十三大系列 100 多个品种的硅烷偶联剂和硅烷交联剂产品，并建成了多条工艺先进的自动化生产线。主要产品为功能性硅烷，包括硅烷偶联剂和硅烷交联剂等，广泛应用于复合材料、橡胶加工、塑料、粘合剂、涂料及表面处理等领域。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权分散，单一股东持股比例均未超过 15%，实际控制人为甘书官和甘俊，二位为父子关系，合计持股 15.56%。2020 年 12 月 22 日，江瀚新材完成工商变更登记，由有限责任公司变更为股份有限公司，改制设立的主要发起人为甘书官、贺有华、尹超、甘俊、陈太平、王道江以及谢永峰，当时分别持有江瀚新材股权比例为 13.5%、12.25%、8.5%、7.25%、6.52%、6.04%以及 5.95%。

图 2：公司股权结构


数据来源：wind，西南证券整理。注：持股数据截止至2023年H1

公司的主要产品为功能性硅烷及其中间体，现有 9.2 万吨/年的绿色硅烷生产能力。功能性硅烷与硅橡胶、硅油及硅树脂并称为有机硅材料四大门类。功能性硅烷有不同的分类方法：按活性有机基团与 Si 的相对取代位置可分为 γ -取代和 α -取代两种类型；根据取代基种类分类，其中的含硫硅烷、氨基硅烷、乙烯基硅烷、环氧硅烷、甲基丙烯酰氧基硅烷是国内生产和消费较大的品种；按用途可分功能性硅烷，可分为硅烷偶联剂、硅烷交联剂及其他功能性硅烷。上游原材料主要包括硅块、三氯氢硅、氯丙烯、无水乙醇等；下游应用包括橡胶制品、建筑、纺织、汽车、皮革、造纸、涂料、医药医疗等行业。公司已建成功能性硅烷产能共 9.2 万吨/年，募投项目功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目，设计产能 6 万吨/年，预计 2024 年建成投产；2023 年 8 月 21 日公司公告，拟投资 10 亿元建设一揽子硅基新材料项目，项目全部建成后，将形成 3 万吨/年功能性硅烷产品（1 万吨/年乙烯基硅烷、1 万吨/年环氧基硅烷、1 万吨/年氨基硅烷）及配套原料与中间体（6 万吨/年三氯氢硅、1 万吨/年烯丙基缩水甘油醚、1.5 万吨/年三甲氧基硅烷及乙炔等）的新增产能。

公司的功能性硅烷主要包含硅烷偶联剂和硅烷交联剂。硅烷偶联剂既能与无机物作用结合，又能与有机聚合物相互作用结合，使两种不同性质的材料偶联起来，从而改善生物材料的各种性能。硅烷交联剂是指含两个或两个以上硅官能团的硅烷，能在线型分子间起架桥作用，从而使多个线型分子或轻度支链型大分子、高分子相互键合交联成三维网状结构，促进或调解聚合物分子链间共价键或离子键的形成。公司的硅烷偶联剂主要包括含硫硅烷、烷基硅烷、氨基硅烷、环氧基硅烷、酰氧基硅烷、乙烯基硅烷、苯基硅烷等不同系列。主要产品有 JH-S69、JH-O187、JH-V171、JH-T28、JH-S75、JH-N308、JH-A110、JH-O174 和 JH-A112 等。

表 1：公司主要项目及产能

项目名称	开始时间	产品	设计产能 (t/a)	当前状态
硅烷偶联剂生产基地项目	2006 年	硅烷偶联剂	2000	建设完毕，正常运行
年产 8000 吨绿色硅烷偶联剂项目	2010 年	硅烷偶联剂	8000	建设完毕，正常运行
有机硅烷偶联剂建设项目	2014 年	硅烷偶联剂	30000	建设完毕，正常运行
5000 吨/年废弃物焚烧炉项目	2018 年	——	5000	暂时未建
6 万吨/年三氯氢硅及 5.2 万吨/年绿色	2019 年	三氯氢硅、硅烷偶联剂	60000+52000	硅烷偶联剂 52000t/a 建设完毕，6 万吨/

项目名称	开始时间	产品	设计产能 (t/a)	当前状态
硅烷项目				年三氯氢硅建成达产
功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目	2021 年	硅烷偶联剂	60000	即将建设
一揽子硅基新材料项目	2023 年	硅烷偶联剂及配套原料与中间体	115000	即将建设, 3 万吨/年功能性硅烷产品 (1 万吨/年乙烯基硅烷、1 万吨/年环氧基硅烷、1 万吨/年氨基硅烷) 及配套原料与中间体 (6 万吨/年三氯氢硅、1 万吨/年烯丙基缩水甘油醚、1.5 万吨/年三甲氧基硅烷及乙炔等)

数据来源: 环评报告, 西南证券整理。注: 不含中间体

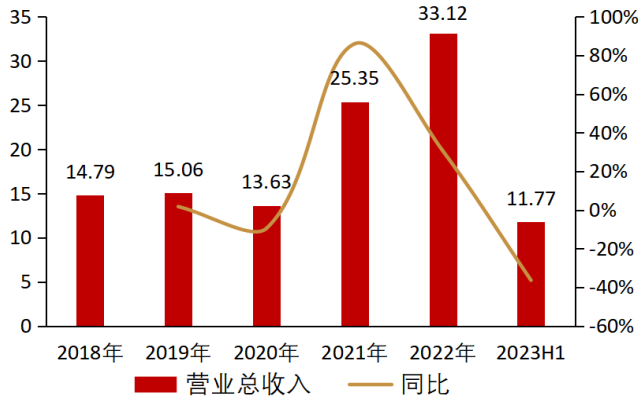
表 2: 公司分产品产销数据

类别	产品名称	应用	产能 (t/a)	产量 (t/a)	销量 (t/a)
硅烷偶联剂	JH-S69&JH-S69C	轮胎、橡胶、硅橡胶	25000 +12500	24388.63 +11310.35	19153.99 +10962.79
	JH-O187	玻纤、填料、树脂、胶粘剂、涂料	7000	5365.2	5338.09
	JH-V171	电缆、玻纤、填料、树脂、胶粘剂、涂料	7000	6520.29	6167.06
	JH-T28	玻纤、填料、铸造、橡胶、树脂、塑料、胶粘剂、涂料	11500	10113.46	8028.21
	JH-S75	轮胎、橡胶、硅橡胶	10000	7026.33	5647.84
	JH-N308	玻纤、填料、胶粘剂、涂料	6000	4917.56	4680.56
	JH-A110	玻纤、填料、铸造、橡胶、树脂、塑料、胶粘剂、涂料	5000	2857.11	2861.01
	JH-O174	玻纤、填料、树脂、胶粘剂、涂料	5000	2302.73	2725.24
	JH-A112	玻纤、填料、铸造、树脂、塑料、胶粘剂、涂料	2000	1557.1	1357.9

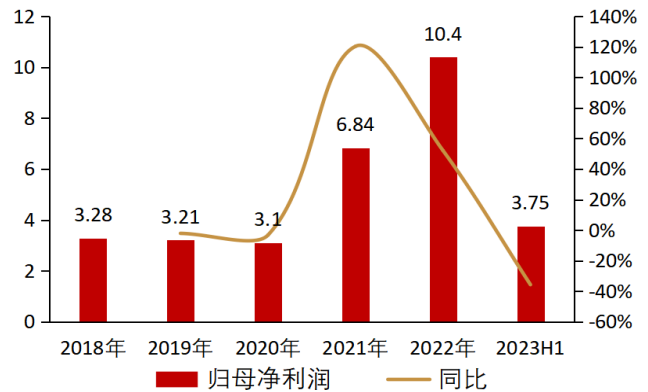
数据来源: 公司招股书, 年报, 西南证券整理。注: 产能、产量、销量数据为 2021 年

2 财务分析: 毛利率高于同行, 费用管控成效显著

2021 年开始, 公司产能提升带动营收及归母净利润大幅增长。2018-2023 年 H1 公司实现营收 14.8 亿元、15.06 亿元、13.63 亿元、25.35 亿元、33.12 亿元、11.77 亿元, 2019-2023 年 H1 同比分别+1.8%、-9.5%、+86.0%、+30.6%、-36.3%; 实现归母净利润 3.28 亿元、3.21 亿元、3.1 亿元、6.84 亿元、10.40 亿元、3.75 亿元, 2019-2023 年 H1 同比分别-2.2%、-3.3%、+120.4%、+52.2%、-35.8%。2021 年公司营收有大幅提升, 主要系: 一方面, 受益于绿色轮胎、房地产竣工周期和复合材料等拉动, 下游需求领域持续增长; 另一方面, 2021 年公司 5.2 万吨绿色硅烷项目建成投产, 随着上游原材料价格上涨, 公司相应提高产品售价, 量价齐升推动 2021 年营收同比增长 85.67%。2022 年公司产品销售延续 2021 年的良好势头, 实现同比+30.6%。2023 年上半年, 功能性硅烷行业不景气, 产品市场价格大幅下滑, 虽然销量有所增长, 营收整体同比下降 36.3%。

图 3：公司历年营业收入（亿元）


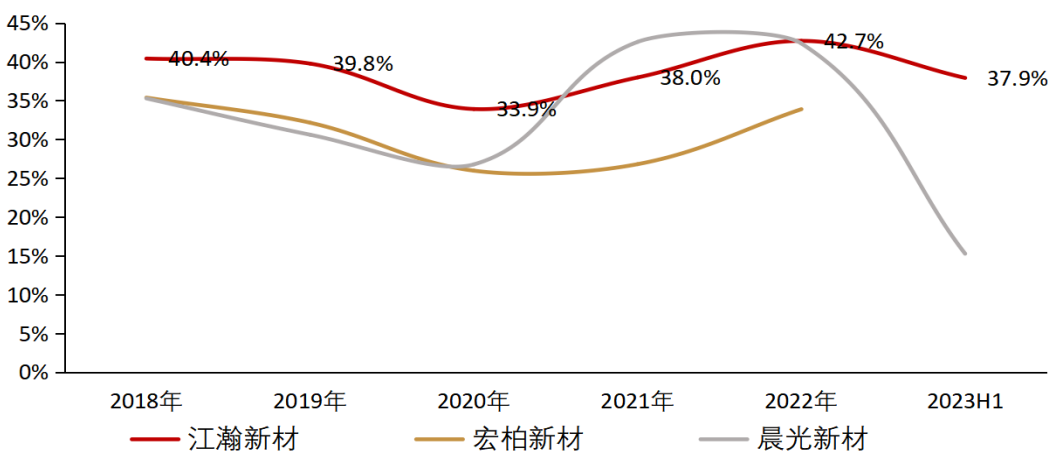
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司历年归母净利润（亿元）


数据来源：wind，西南证券整理

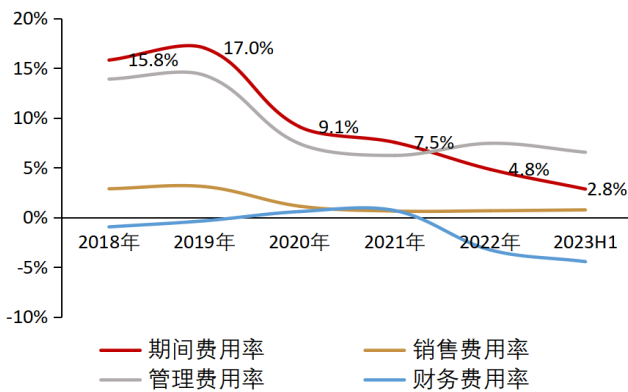
毛利率整体平稳，高于同行业可比公司。2018-2023 年 H1 公司实现毛利率 40.4%、39.8%、33.9%、38%、42.7%、37.9%，整体平稳且维持较高水平。2020 年，受疫情影响，下游市场整体需求减弱，公司为稳定产品销售，降低当年产品售价，导致当年综合毛利率较 2019 年下降；2021 年、2022 年，行业景气度提升，公司产品供不应求，同时上游原材料价格涨幅明显，公司提高产品售价，毛利率有所上升；2023 年上半年，收入降幅较大，由于公司年产 6 万吨三氯氢硅项目满负荷运行拉低了整体成本，故毛利率维持稳定。

公司毛利率高于同行业可比公司。主要原因有：①功能性硅烷产品型号众多，不同型号间产品毛利率不一，不同公司产品的差异导致整体毛利率存在差异；②公司产品质量和行业口碑良好，产品售价相对较高；③公司产品生产和销售规模大于同行业可比公司，得益于规模化效应，整体单位产品成本相对较低；④公司技术和工艺水平先进，产品转化率和原材料利用率高，产品线丰富，部分特级硅烷和超高纯级硅烷为市场独有，独特性优势带来较高的毛利率水平。

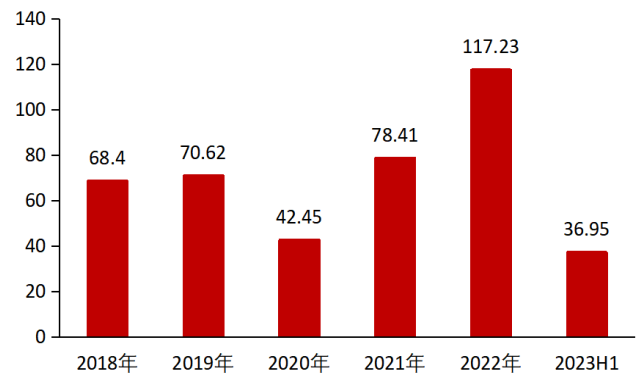
图 5：公司与可比公司毛利率对比


数据来源：wind，西南证券整理

经营效率不断提升，期间费用率稳步下降。公司销售费用一直维持较低水平，2022、2023 年 H1 小幅上升，主要系销售规模增加，销售人员及其薪酬根据绩效考核结果增加；经销模式销售额增加，市场推广费随之增加。2022 年公司管理费用有所提升，主要系公司产能释放、业绩大幅提升，管理人员人数有所增加，管理人员人均薪酬亦相应提高。公司财务费用主要为利息收入和汇兑损益，占营业收入的比重大小，2022 年及 2023 年 H1 财务费用率降低的主要原因是美元大幅升值产生较大汇兑收益；公司研发费用主要由材料领用和研发人员薪酬等构成，2022 年研发费用大幅增加原因是研发过程中耗用材料价格上涨导致研发材料费用大幅增加。

图 6：公司各项费用率


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司研发支出（百万元）


数据来源：wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司功能性硅烷现有产能 9.2 万吨，功能性硅烷偶联剂及中间体建设项目（设计产能 6 万吨）2021 年 6 月开工建设，2024 年建成投入运营，因此预计 2023、2024、2025 年产能为 12.2 万吨、15.2 万吨、15.2 万吨，产能利用率 96%、95%、98%，销量 11.7 万吨、14.4 万吨、14.9 万吨，2023 年功能性硅烷价格大幅滑落，上半年均价仅 2.3 万元/吨，预计随着下游需求回复，功能性硅烷价格逐渐修复，则假设 2023 年、2024 年、2025 年均价分别 2.5 万元/吨、3 万元/吨、3.2 万元/吨，假设成本端价格传导顺畅，功能性硅烷产品毛利率保持 40%；

假设 2：其他业务板块，公司年产 2000 吨超高纯 6N 级合成石英砂项目，年产 2000 吨气凝胶复合材料项目预计 2025 年建成，假设 2025 年开始小部分贡献营收，其他业务板块 2023-2025 年毛利率 8%、8%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
功能性硅烷	收入	32.74	29.28	43.32	47.67
	增速	30.28%	-10.57%	47.95%	10.04%
	毛利率	42.79%	40.00%	40.00%	40.00%
硅烷中间体	收入	0.26	0.26	0.27	0.28
	增速	100.00%	0.00%	3.85%	3.70%
	毛利率	46.15%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	收入	0.12	0.1	0.1	0.3
	增速	20.00%	-16.67%	0.00%	200.00%
	毛利率	8.33%	8.00%	8.00%	40.00%
合计	收入	33.12	29.64	43.69	48.25
	增速	30.65%	-10.51%	47.40%	10.43%
	毛利率	42.7%	39.9%	39.9%	40.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 29.64 亿元 (-10.51%)、43.69 亿元 (+47.40%) 和 48.24 亿元 (+10.43%)，归母净利润分别为 9.31 亿元 (-10.44%)、13.79 亿元 (+48.03%)、15.38 亿元 (+11.52%)，EPS 分别为 2.49 元、3.69 元、4.12 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、8 倍、7 倍。

综合考虑业务范围，选取了宏柏新材、晨光新材作为估值参考。从 PE 角度看，可比公司 2024 年平均估值为 11 倍，给予公司 2024 年 10 倍估值，对应目标价 36.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
605366.SH	宏柏新材	47	7.65	0.81	0.52	0.63	0.77	18.23	14.79	12.10	9.88
605399.SH	晨光新材	45	14.55	2.66	1.06	1.53	2.10	12.15	13.75	9.52	6.93
平均值								15	14	11	8
603281.SH	江瀚新材	110	29.50	2.79	2.49	3.69	4.12	11	12	8	7

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价

4 风险提示

经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，产品价格大幅下降风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33.12	29.64	43.69	48.24	净利润	10.40	9.31	13.79	15.38
营业成本	18.98	17.81	26.24	28.95	折旧与摊销	0.40	0.37	0.38	0.39
营业税金及附加	0.25	0.19	0.29	0.32	财务费用	-1.08	-0.51	-0.93	-0.96
销售费用	0.22	0.19	0.28	0.30	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.29	1.08	1.49	2.65	经营营运资本变动	1.42	-1.47	-1.32	-0.18
财务费用	-1.08	-0.51	-0.93	-0.96	其他	2.08	0.08	2.36	-0.82
研发费用	1.17	1.10	1.12	1.16	经营活动现金流净额	13.22	7.79	14.27	13.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.77	-0.07	-0.07	-0.07
投资收益	-0.80	-0.26	-0.53	-0.40	其他	-2.48	0.04	-0.32	-0.13
公允价值变动损益	0.38	0.21	0.25	0.26	投资活动现金流净额	-4.26	-0.03	-0.39	-0.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-0.58	0.00	0.00	0.00
营业利润	12.13	10.83	16.03	16.85	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.09	10.83	16.03	16.85	支付股利	0.00	-1.54	-1.54	-2.20
所得税	1.69	1.52	2.24	1.47	其他	1.65	0.58	1.05	1.09
净利润	10.40	9.31	13.79	15.38	筹资活动现金流净额	1.07	-0.97	-0.49	-1.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	10.68	6.79	13.39	12.49
归属母公司股东净利润	10.40	9.31	13.79	15.38					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17.47	24.26	37.65	50.13	成长能力				
应收和预付款项	3.47	4.06	5.52	6.27	销售收入增长率	30.62%	-10.51%	47.40%	10.43%
存货	2.29	2.16	1.18	2.51	营业利润增长率	53.14%	-10.73%	48.11%	5.06%
其他流动资产	1.29	2.50	3.35	3.13	净利润增长率	52.16%	-10.44%	48.03%	11.52%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	36.49%	-6.66%	44.96%	5.07%
投资性房地产	0.01	0.01	0.01	0.01	获利能力				
固定资产和在建工程	3.92	3.70	3.47	3.22	毛利率	42.69%	39.89%	39.93%	40.00%
无形资产和开发支出	0.67	0.59	0.52	0.44	三费率	1.28%	2.55%	1.90%	4.13%
其他非流动资产	0.36	0.36	0.36	0.36	净利率	31.40%	31.43%	31.56%	31.87%
资产总计	29.48	37.65	52.06	66.08	ROE	43.58%	29.48%	31.45%	26.96%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	35.28%	24.74%	26.48%	23.27%
应付和预收款项	4.45	5.36	7.39	8.11	ROIC	68.64%	60.60%	81.22%	79.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.55%	36.03%	35.44%	33.72%
其他负债	1.17	0.69	0.83	0.95	营运能力				
负债合计	5.62	6.05	8.22	9.05	总资产周转率	1.35	0.88	0.97	0.82
股本	2.00	3.73	3.73	3.73	固定资产周转率	12.34	8.75	13.10	15.14
资本公积	3.82	2.09	2.09	2.09	应收账款周转率	7.49	7.68	8.88	7.97
留存收益	17.76	25.53	37.78	50.95	存货周转率	7.60	7.99	9.83	8.65
归属母公司股东权益	23.87	31.59	43.84	57.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.42%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	23.87	31.59	43.84	57.03	资产负债率	19.05%	16.08%	15.78%	13.70%
负债和股东权益合计	29.48	37.65	52.06	66.08	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.83	6.10	6.40	7.59
					速动比率	4.38	5.70	6.24	7.28
					股利支付率	0.00%	16.57%	11.19%	14.33%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	11.44	10.68	15.48	16.27	每股收益	2.79	2.49	3.69	4.12
PE	10.71	11.96	8.08	7.24	每股净资产	6.39	8.46	11.74	15.27
PB	4.67	3.53	2.54	1.95	每股经营现金	3.54	2.09	3.82	3.70
PS	3.36	3.76	2.55	2.31	每股股利	0.00	0.41	0.41	0.59
EV/EBITDA	3.62	8.09	4.72	3.72					
股息率	0.00%	1.39%	1.38%	1.98%					

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。

本报告

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
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
