

2017年01月18日  
证券研究报告·调研报告

东华科技 (002140) 建筑装饰

增持 (首次)

当前价: 14.00 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 新型煤化工显回暖迹象，东华业绩有望反弹

### 投资要点

- **事件:** 近期，我们对公司进行了调研，就公司近期经营情况及未来发展规划与公司管理层进行了交流。
- **煤化工产品国内供给仍然存在缺口。**在我国，烯烃、乙二醇等化工产品主要依靠进口或国内石油化工及煤化工制备，但国内供给存在较大缺口，乙二醇的对外依存度近 70%。而在“多煤贫油少气”的资源禀赋条件下，我国石油对外依存度 2015 年达 60%，发展石油化工的原料也主要依赖进口。因此无论从供需缺口还是国家战略角度，适当发展煤化工都是必要的。
- **现行石油价格与煤炭价格下煤化工产品能够盈利。**石油价格从 30 美元/桶低位上涨到 53 美元/桶，石油化工产品成本上升，煤化工产品竞争优势增强，当前油价下煤制烯烃与煤制乙二醇等主要煤化工产品已可以实现盈利，而如果国际油价站稳 70 美元/桶，煤化工各产业将迎来全面复苏。
- **煤企盈利，政策开闸，煤化工投资有望上升。**2016 年煤炭价格上涨带动煤企盈利增长，煤企将有意愿推进新型煤化工项目。目前新型煤化工项目上马的最大阻力来自于环境影响评价、自身技术及业主融资能力。2014、2015 两年仅一个煤化工项目通过环境影响评价，而 2016 年共放行 6 个项目，预计投资达 1600 亿元，加上煤化工工程建设技术不断成熟，煤化工产业有望实现一定复苏。
- **公司在手存量订单超 130 亿，2017 业绩有望反弹。**公司 2016 年新签订单超 30 亿，另有 10 亿元以上 PPP 项目，相较 2015 年签单额实现翻番，未来还有望从 2016 年环境影响评价获批项目中获得新订单。2016 年公司业绩受行业景气度影响出现大幅下滑，我们认为公司业绩在 2017 年有望实现大幅反弹。
- **新业务有亮点。**公司积极布局新业务，保理业务已经开展。同时公司还积极承接 PPP 相关业务，并将环保领域作为公司未来发展重点。未来新业务有望为公司提供新增长点，并可以平稳煤化工行业波动对公司业绩的影响。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18 元、0.32 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 78 倍、44 倍和 40 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。仍需静待政策风口和公司新业务拓展。
- **风险提示:** 煤化工政策收紧的风险，公司参建的生产线不能达产达标运行的风险，工程推进及回款风险，国际油价跌回低位导致新型煤化工难以盈利的风险。

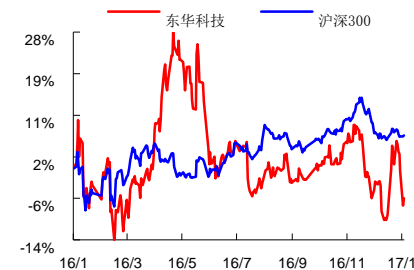
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3632.97	2094.01	2965.84	3536.86
增长率	7.47%	-42.36%	41.63%	19.25%
归属母公司净利润(百万元)	179.07	79.42	140.75	157.33
增长率	-31.95%	-55.65%	66.24%	15.80%
每股收益 EPS(元)	0.40	0.18	0.32	0.35
净资产收益率 ROE	9.07%	3.91%	6.51%	6.83%
PE	34	78	44	40
PB	3.09	3.00	2.82	2.65

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wanglz@swsc.com.cn  
联系人: 高远  
电话: 021-68415965  
邮箱: gyuan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.46
流通 A 股(亿股)	4.39
52 周内股价区间(元)	12.78-19.06
总市值(亿元)	62.44
总资产(亿元)	57.19
每股净资产(元)	4.57

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 综合建筑设计总承包集团，期待 2017 业绩反转</b> .....	<b>1</b>
<b>2 国产新型煤化工产品供给仍存市场缺口</b> .....	<b>3</b>
<b>3 煤化工产品能否盈利？煤制烯烃微利，煤制乙二醇盈利</b> .....	<b>4</b>
3.1 国际油价有长期上涨趋势，煤价虽在上涨但对煤化工产品成本影响较小.....	4
3.2 煤化工盈利能力如何？煤制烯烃微利，煤制乙二醇盈利.....	5
<b>4 政策松动、煤企盈利，煤化工复苏可期</b> .....	<b>6</b>
4.1 环评政策有所松动.....	6
4.2 技术实力提升，实现达标达产出产优质产品.....	7
4.3 煤企盈利，投资能力和意愿增强.....	8
<b>5 公司业绩触底，2017 年有望反转</b> .....	<b>9</b>
5.1 公司在手订单充裕，同时有望新接订单，2017 年主看存量订单推进+新签合同落地.....	9
5.2 空分设备企业订单回暖验证煤化工回暖行情.....	11
<b>6 布局环保，拓展 PPP，进军保理业务，新业务有亮点</b> .....	<b>11</b>
6.1 布局环境市政业务.....	11
6.2 积极承接 PPP 业务.....	11
6.3 进军保理业务.....	12
<b>7 盈利预测与估值</b> .....	<b>13</b>
<b>8 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图 目 录

图 1：公司近年主营业务收入结构变化 .....	1
图 2：公司近年工程总承包与设计咨询毛利率变化 .....	1
图 3：公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	2
图 4：公司 2012 年以来净利润及增速 .....	2
图 5：公司近年三费比率变化情况 .....	2
图 6：公司近毛利率、净利率变化情况 .....	2
图 7：历年原油价格与煤炭价格 .....	5
图 8：煤炭企业盈利与煤炭行业固定资产投资情况 .....	8

## 表 目 录

表 1：2014 年主要化工产品供需情况 .....	3
表 2：“十三五”期间煤化工示范项目规模目标 .....	3
表 3：“十三五”期间煤炭深加工重点项目布局 .....	3
表 4：烯烃各生产工艺竞争价格对比 .....	5
表 5：使用不同产地煤时煤制乙二醇成本 .....	6
表 6：2016 年煤化工环评获批项目 .....	7
表 7：公司近年订单情况汇总 .....	9
表 8：公司 2016 年新签环保订单汇总 .....	11
表 9：公司 2016 年新签 PPP 订单汇总 .....	12
表 10：分项业务收入预测表 .....	13
附表：财务预测与估值 .....	14

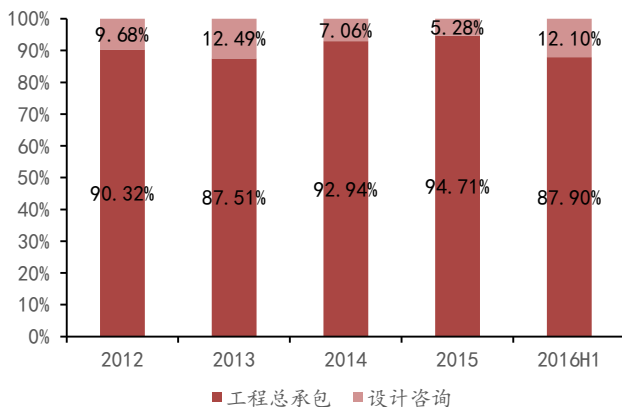
## 1 综合建筑设计总承包集团，期待 2017 业绩反转

公司是一家专业从事化工、石化、煤化工等领域的工程设计和 EPC 业务的大型工程公司，是全国 65 个拥有工程设计综合甲级及以上资质的公司之一，可以承接化工、石油化工、医药、市政、建筑等各类工程的设计以及工程总承包项目，具有对外工程总承包权和进出口经营权。公司业务主要来自于化工行业，在现代煤化工领域尤其是煤制乙二醇细分行业、传统煤化工领域、钛白领域、磷复肥和硫酸领域、甲乙酮和三聚氰胺领域等都具有一定技术优势。

**公司主营业务结构：**公司的主要业务为工程总承包与设计咨询两大板块。工程总承包是公司的核心业务，2016 年上半年营收占比为 87.90%，设计咨询占比 12.10%。公司的业务结构从 2012 年至今无大变动，业务占比保持稳定。

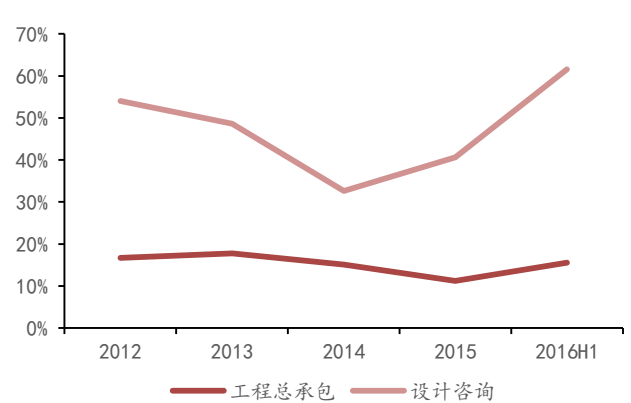
公司工程总承包业务 2016 年上半年毛利率为 15.54%，与上年同期持平，但近五年来看，受行业竞争影响毛利率呈下滑趋势。设计咨询业务技术和资质、工程经验壁垒都较高，毛利率也较高，且近三年呈回升趋势，2016 年上半年为 61.57%，与 2015 年相比上升明显。

图 1：公司近年主营业务收入结构变化



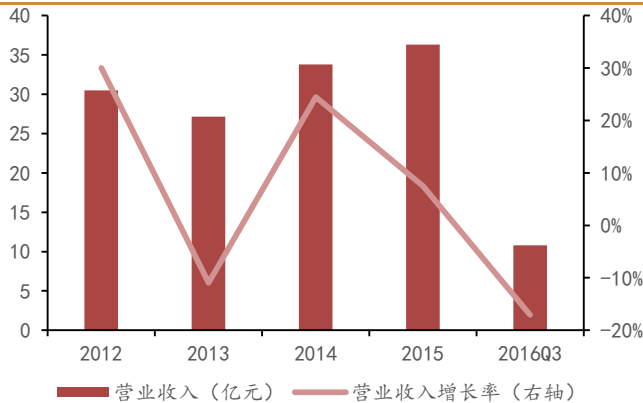
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司近年工程总承包与设计咨询毛利率变化

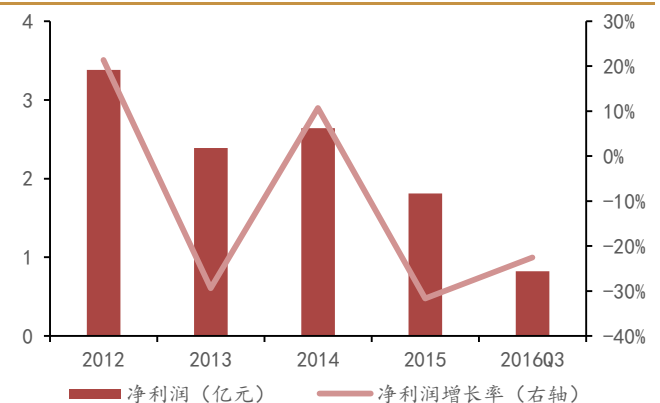


数据来源：Wind，西南证券整理

**公司经营状况：**由于 2014 年下半年以来油价大幅下跌，现代煤化工行业受到冲击，行业内竞争加剧，2015 年公司营收增速放缓，仅为 7.46%。而 2016 年前三季度公司营业总收入 10.79 亿元，同比下降 23.15%，净利润 0.82 亿元，同比下降 26%，主要由于行业下行的背景下，部分总承包项目的业主融资压力增大，资金支付不及时等原因，致使工程进度有所滞后，按完工进度确认的收入相应下降，同时，有部分总承包项目执行已进入尾期，而新开工的总承包项目工作量尚未形成规模，影响公司 2016 年营收。

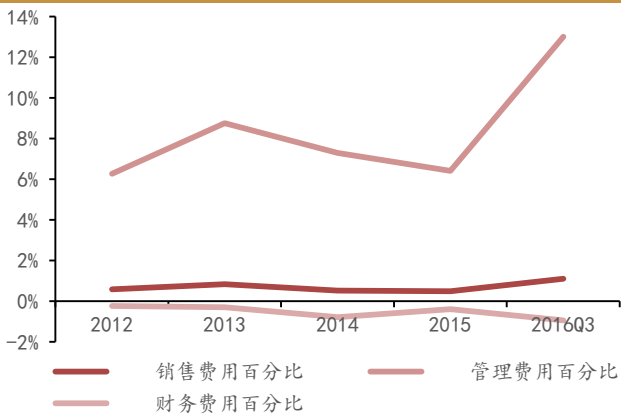
**图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

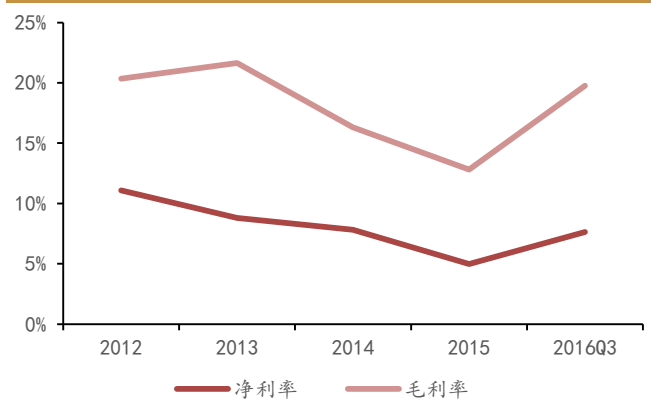
**图 4: 公司 2012 年以来净利润及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司近年总体毛利率与净利率呈下滑趋势，2016 年前三季度因利润率较高的设计项目收入占比提升，总体毛利率也有所回升，为 19.75%。公司前三季度净利率为 7.64%，均与上年同期持平。2016 年前三季度，公司三费支出绝对额变化不大，但受 2016 年前三季度营收下降的影响，三费支出占比总和为 13.19%，同比上涨 3.11%，尤其是管理费用刚性较大，在营收下降的情况下占比上涨 3.05%。

**图 5: 公司近年三费比率变化情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6: 公司近毛利率、净利率变化情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**公司股权结构:** 公司前身为化工部第三设计院，目前是中国化学子公司，公司股权结构较为稳定，截止到 2016 年第三季度，中国化学全资子公司化学工业第三设计院持有东华科技约 26 亿股，占总股本的 58.33%。

公司在现代煤化工尤其是煤制乙二醇的工程建设领域具有竞争优势，考虑到原油价格上涨导致煤化工行业相对石油化工行业的成本优势显现、国内环境影响评价政策开闸、相关技术日益成熟，以及 2016 年订单情况改善，公司 2017 业绩有望实现同比大幅增长。

## 2 国产新型煤化工产品供给仍存市场缺口

新型煤化工产业主要包括煤制乙二醇、煤制烯烃、煤制天然气、煤制油等，均是经济发展必不可少的基础化工产品，目前这些产品主要通过国内的石油化工、新型煤化工制备以及从国外进口，国内供给方面存在较大供需缺口。

表 1：2014 年主要化工产品供需情况

产品	国内产量	净进口量	表观消费量	对外依存度
乙二醇	380 万吨	845 万吨	1225 万吨	68.98%
甲醇	3741 万吨	358 万吨	4099 万吨	8.73%
乙烯	1700 万吨	280 万吨	1980 万吨	12.14%
丁二烯	250 万吨	19.1 万吨	269.1 万吨	7.10%

数据来源：行业协会，西南证券整理

由上表可见，许多主要化工品我国还是依靠进口，尤其乙二醇的对外依存度高达 69%。目前我国主要化工产品依靠进口以及石油制备，而我国 2015 年石油消费 5.43 亿吨，对外依存度首次突破 60%，本身石油自给率就较低。故从国家战略需求看，发展现代煤化工是必然选择。

发展新型煤化工，首先能够部分替代我国石油和天然气的消费量，为国家能源安全提供战略支撑，为石油安全提供应急保障；其次，能够落实国家能源消费革命战略，保护环境、促进煤炭清洁高效利用和煤炭产业转型升级；第三，能够有效拉动区域经济发展，带动煤炭、石化、装备等相关领域产业优化升级。煤化工“十三五”规划已经对此积极进行布局。因此，不论从产品供需缺口还是国家战略需求来看，我们仍认为新型煤化工在“十三五”期间会有适度推进。

表 2：“十三五”期间煤化工示范项目规模目标

产品名称	2014 年	2020 年	年复合增长率
煤制油	163 万吨/年	1000 万吨/年	35.3%
煤制天然气	31 亿方/年	300 亿方/年	46.0%
煤制烯烃（不含甲醇制烯烃）	408 万吨/年	1000 万吨/年	13.7%
煤制芳烃	0 万吨/年	100 万吨/年	93.1%

数据来源：国家能源局，西南证券整理

表 3：“十三五”期间煤炭深加工重点项目布局

地区	重点项目
鄂尔多斯盆地	在蒙西天然气管线附近建设煤制天然气共 100 亿立方米/年； 在适宜煤种区域启动建设煤制油 600 万吨/年 启动建设 100 万吨/年煤制芳烃项目
新疆	启动建设煤制天然气 110 亿立方米/年项目
西南云贵地区	启动建设煤制天然气 20 亿立方米/年、煤制油 100 万吨/年项目
东部地区	依托煤炭运输通道，试点布局煤制天然气与炼油石化联产或煤炭分质 分级利用示范项目
其他地区	国家同意开展前期工作的项目适度推进

数据来源：国家能源局，西南证券整理



我国本身就是一个“富煤缺油少气”的国家，煤炭占我国能源结构的 79%。此外，我国对煤炭行业去产能虽然取得了一定成效，但是煤炭行业仍然处于产能过剩的情况。据估计，2015 年全国煤炭产能过剩 17.48 亿吨，煤炭行业因此也成为 2016 年供给侧改革的重点领域。就原材料供给来看，现代煤化工的原材料供给充足，发展新型煤化工是配合煤炭行业供给侧改革的有力手段。

### 3 煤化工产品能否盈利？煤制烯烃微利，煤制乙二醇盈利

煤化工产品的替代产品是对应的石油制产品，煤化工产品能否盈利，一方面需要考虑煤炭价格及项目设备固定资产的投入（影响自身成本端），另一方面考虑石油价格（影响竞争产品成本端，进而影响需求端市场价格）。

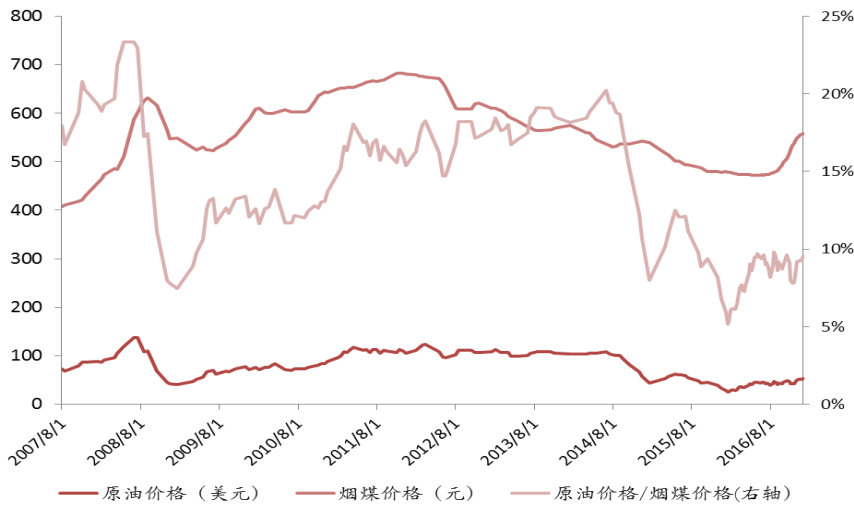
#### 3.1 国际油价有长期上涨趋势，煤价虽在上涨但对煤化工产品成本影响较小

过去两年内，原油价格自 2014 年 6 月底开始持续下跌，从 100 美元/桶价格一度跌破 30 美元/桶，石油化工行业获得了巨大的成本优势，对国内煤化工行业的发展起到了一定抑制。影响国际油价的因素比较复杂，涉及到页岩油的冲击、下游需求的萎靡、政治和地缘冲突等。尤其是美国的页岩气革命，促使沙特、俄罗斯等产油国在国际油价走低的情况下仍开足马力增加供给，这些传统的产油国试图通过压低油价打击美国页岩油产业，维持石油在国际能源结构中的地位，以期未来提升油价谋取利益。

2016 年 11 月 30 日，OPEC 达成“冻产”协议，同意将原油产量减产 120 万桶/天，减产从 2017 年 1 月份开始执行，持续 6 个月，并视当时情况决定是否采取下一阶段减产。非 OPEC 国家也对减产进行了响应，国际油价有长期上涨预期。

我们认为，本次石油减产将是国际油价上涨的开端。石油产业是 OPEC 成员国以及如俄罗斯这样的非 OPEC 能源大国的支柱产业，在沙特等国的 GDP 占比中甚至超过 50%，是它们重要的财政收入来源。而长期的低油价已给一些产油大国带来了沉重的财政赤字负担，国际油价难以长期维持低位。过去十年，世界原油均价是 90 美元/桶，而主要产油国的平均财政平衡油价是 85 美元/桶，随着这些国家经济的发展、政府支出的加大，它们的平均财政平衡油价势必也在提升，长期来看，国际油价重回高位有坚实的逻辑支撑。

由图 7 可以看到，2010-2014 上半年国际油价维持高位，而那时也正是国内煤化工发展最好的时期，当然彼时也有国家对于发展煤化工产业的政策配合。

**图 7：历年原油价格与煤炭价格**


数据来源：Wind，西南证券整理

与此同时，虽然国内煤价在 2016 年也经历了上涨，但煤炭原材料成本在煤化工产品成本中占比较小，煤制烯烃中原材料占比仅 25%，煤制乙二醇的原材料按坑口价计占比也只有 30% 左右，设备投资折旧占成本大头。而且目前煤价经历上涨后，仍在与当前油价竞争平衡价位之下。未来在国家调控下，国内煤价走势确定性较强，继续大幅上涨可能性不大，甚至有回跌预期。因而对煤化工产业来说，决定了煤炭企业投资意愿最重要的是盈利状况，煤炭价格上涨无疑是利好煤炭企业盈利，我们会在后文中予以说明。

### 3.2 煤化工盈利能力如何？煤制烯烃微利，煤制乙二醇盈利

以目前的国际油价水平看，在新型煤化工的五大产业里，煤制烯烃和煤制乙二醇是可以盈利的。

煤制烯烃要通过煤制甲醇，然后甲醇制烯烃的工艺获取。目前市场上有煤制甲醇再制烯烃、直接外购甲醇制备烯烃、石脑油制烯烃三种主要的工艺方法。我们对比了三种方法，目前国际油价已在 50 美元/桶以上，而国内内蒙古、新疆等地褐煤市场价不到 400 元/吨，坑口价更是低于 300 元/吨，煤制烯烃相比于油制烯烃、外购甲醇制烯烃具备成本优势。

**表 4：烯烃各生产工艺竞争价格对比**

烯烃各生产工艺竞争价格对比																	
原油价格 美元/桶	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80	85	90	95	100
甲醇竞争价格 元/吨	301	495	590	800	1005	1210	1420	1630	1835	2035	2240	2450	2660	2850	3075	3280	3490
煤炭竞争价格 元/吨	154	180	225	280	330	380	430	480	530	585	635	685	740	790	840	890	940
石脑油竞争价格 元/吨	1870	2050	2325	2650	2970	3290	3620	3940	4265	4590	4910	5230	5555	5875	6200	6225	6845

数据来源：中国化工信息中心，西南证券整理

我国煤制乙二醇项目的主产区主要有两处：一类是内蒙、新疆等西部地区，以褐煤、长焰煤、弱黏煤为主原料；另一类是山西、河南等中部地区，以无烟煤、贫煤等为主原料。二者成本和乙二醇单位产量煤炭消耗都不同，而乙二醇的主要消费市场在华东，我们还要考虑运输成本，测算各地区煤制乙二醇的成本如表。按当前 50 美元/桶的石油价格估计，油制乙



二醇（EG/EO）线路生产的每吨完全成本大概为 3850 元，即便考虑运输成本对煤制乙二醇仍有优势，但因乙二醇定价较高，2017 年 1 月最新市场价在 7700 元左右，则煤制乙二醇仍有 2000 元/吨以上的盈利空间。

**表 5：使用不同产地煤时煤制乙二醇成本**

	单位煤耗 吨	煤炭成本 元/吨	生产成本 元/吨	运输成本 元/吨	总成本 元/吨
内蒙古	5.7	200	4660	350	5010
新疆	5.2	250	4590	700	5290
山西、河南等地	3.3	600	5380	280	5660

数据来源：亚化咨询，西南证券整理

而只要国际油价升至 60 美元/桶价位以上，主要现代煤化工产业如煤制油、煤制天然气等就都可以实现盈利。根据西南证券化工组《石油化工行业策略报告：油价将回归 90 美元，全面看多石油化工板块和煤化工板块》测算，国际油价有重回 90 美元/桶以上的可能，而冲破 60 美元/桶更是大概率事件。

## 4 政策松动、煤企盈利，煤化工复苏可期

由上文可见，煤制烯烃和煤制乙二醇都具备一定盈利能力，而且相较而言，煤制乙二醇投资较小，一套 20 万吨/年的生产线仅需投资 30 亿元左右。东华科技占据煤制乙二醇市场的绝对份额，2015 年前国内 80% 的煤制乙二醇项目都有公司参与，2016 年公司新签的 30 亿订单中煤制乙二醇项目也占到 18 亿。因而煤制乙二醇工业未来的发展对公司业绩将有重大影响，下面也将主要关注煤制乙二醇工业的未来发展。

那么，在乙二醇产品国内供给有缺口，市场有需求，生产有盈利，并且煤炭又过剩的情况下，为何煤炭企业没有大规模上马煤制乙二醇项目？我们认为主要受制于技术原因、环境影响评价政策与煤企自身盈利情况。

### 4.1 环评政策有所松动

环境影响评价是所有煤化工项目获核准前最难通过的审核条件，在 2014 年仅 1 个新建项目获批；2015 年，煤化工新建项目的环境影响评价无一获批。国家能源局发布的《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020）》已将煤化工列为四大重污染领域之一，而且煤化工是高耗水行业，其主要产区又是新疆、宁夏、内蒙等缺水地区，所以项目环境影响评价一直非常苛刻。但 2016 年，国家环保部对煤化工的环境影响评价“开闸”，共批复 6 个新建煤化工，被视为随着技术进步、污废处理能力增强，环境影响评价政策有所松动。

客观来说，现代煤化工产业相较于石油化工，污染还是较大。但业内对未来环保问题较乐观，认为如果企业提高管理水平和增加投入，环保技术是可以达标的。而且东华科技在煤化工污废处理技术上处于全国领先水平，环保、水处理业务也将是未来公司重点发展的方向。

**表 6: 2016 年煤化工环评获批项目**

时间	项目名称
2016 年 3 月 4 日	山西潞安矿业 (集团) 有限责任公司高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目
2016 年 3 月 4 日	中国海洋石油总公司山西大同低变质烟煤清洁利用示范项目
2016 年 4 月 25 日	内蒙古北控京泰能源发展有限公司 40 亿立方米/年煤制天然气项目
2016 年 4 月 25 日	苏新能源和丰有限公司 40 亿标准立方米/年煤制天然气项目
2016 年 7 月 8 日	内蒙古伊泰煤制油有限责任公司 200 万吨/年煤炭间接液化示范项目
2016 年 7 月 8 日	中电投与道达尔合资年产 80 万吨煤制聚烯烃项目

数据来源: 环保部, 西南证券整理

2016 年通过环境影响评价的六个项目总体投资额可能超 1600 亿元, 其中设备采购等占比约 50%, 土建施工等项目占比约 30%。新项目落地后, 东华科技有望承接相关业务。根据相关经验, 大型煤化工项目都是分段招标, 根据东华科技的技术实力和现有新型煤化工市场的占有率, 我们认为公司将有很大概率拿下其中一些标段, 则这些项目在未来几年约能为公司贡献百亿以上的工程合同。

2016 年 12 月 28 日, 习近平总书记对神华宁煤煤制油示范项目建成投产作出重要指示, 指出这一重大项目建成投产, 对我国增强能源自主保障能力、推动煤炭清洁高效利用、促进民族地区发展具有重大意义, 是对能源安全高效清洁低碳发展方式的有益探索, 是实施创新驱动发展战略的重要成果。煤制油在新型煤化工细分产业中属于目前较难盈利的产业, 但国家能源战略层面的意义重大; 煤制乙二醇和煤制烯烃可以盈利, 而且产品是日常必备的化工产品, 我们认为在国际油价上涨预期下, 煤化工产业的政策或将出现松动。

## 4.2 技术实力提升, 实现达标达产出优质产品

目前煤制乙二醇主要通过三条技术路线实现: 1) 煤制乙烯, 再通过乙烯制乙二醇, 技术较成熟, 但成本较高; 2) 一步合成路线, 但催化剂技术尚未突破; 3) 草酸酯路线, 已取得技术突破, 有望实现大规模工业化生产。

自 2009 年《石化产业调整和振兴规划》印发以来, 煤制乙二醇项目进入快速上马阶段, 但其工业化、大规模达产达标的生产一直是个难题, 多家装置始终开开停停。华鲁恒升 5 万吨装置建成以来一直不能正常生产; 河南煤化(新乡)20 万吨装置建成后停产; 河南煤化(洛阳)20 万吨装置因环保问题被勒令停车; 中石化湖北化肥分公司 20 万吨装置停车; 内蒙古康乃尔化学工业有限公司 30 万吨装置因资金问题 2014 年 9 月低负荷运行后停车, 全国停车产能合计达 95 万吨。另外, 多个煤制乙二醇装置检修和停车改造频繁, 导致 2015 年我国煤制乙二醇装置平均开工率仅 48.1%。而且我国 65% 以上的乙二醇是用于涤纶成丝, 对产品品质要求非常高, 以往的煤制乙二醇产品达不到国标优质要求, 只能用于生产塑料瓶、汽车防冻液等低端领域, 供给与需求存在错配。

近年, 公司与日本宇部开展合作, 探索达标、达产、稳定生产煤制乙二醇的技术路径, 其新的技术路线已在新疆天业、天盈等多个项目中投产, 其中新疆天业二期 20 万吨乙二醇项目一次性开车成功, 已产出优等品乙二醇 (聚酯级), 且运行正常, 为以后公司推广该煤制乙二醇技术做出了良好示范, 这一次公司的技术突破具有重大的意义。

截至 2015 年底，国内已经有 12 套煤制乙二醇装置投产，合计产能 212 万吨，约占乙二醇总产能的 24.1%。预计到 2020 年，全国将建成 41 个煤制乙二醇项目，全部产能在 1024 万吨。公司作为在煤制乙二醇领域有精尖技术实力的工程企业，将从此轮煤制乙二醇工业的发展浪潮中受益。

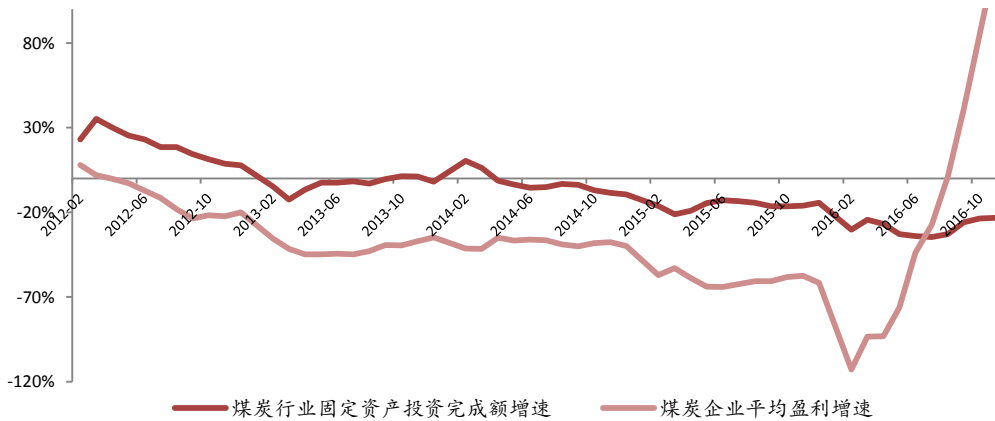
### 4.3 煤企盈利，投资能力和意愿增强

煤企是煤化工项目投资主体，且存在增加煤炭产品附加值的需求，煤企效益提升可减轻其融资压力，增强项目投资能力和意愿。2016 年煤炭价格大幅上涨，煤企盈利改善，截止 2017 年 1 月 5 日，已有 13 家上市煤企发布了 2016 年业绩预告，其中 9 家盈利，占比 69%。

未来随着煤炭行业供给侧改革的进行，煤炭价格将维持在合理区间，一批盈利能力差的小煤炭企业将被淘汰，煤企整体盈利能力有望逐步增强。如图 8 所示，煤炭企业平均盈利状况与煤炭行业固定资产投资完成额之间有较大关联。2016 年春季是个例外，那时煤炭企业业绩出现断崖式下滑，而固定资产投资因之前的订单累积仍在推进，所以下滑幅度相对较小。

2016 年煤炭行业单个企业平均盈利（行业利润总额/行业企业数量）实现较大反弹，我们预测煤炭企业的投资意愿将有所增强。

**图 8：煤炭企业盈利与煤炭行业固定资产投资情况**



数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 公司业绩触底，2017 年有望反转

### 5.1 公司在手订单充裕，同时有望新接订单，2017 年主看存量订单推进+新签合同落地

受行业因素影响，近年公司业绩不佳，预计 2016 年全年营收同比下滑 30%以上，净利润同比下滑 50%左右。2016 年以来，煤化工行业环境逐步变好，16 年全年公司已公告新签订单约 30 亿元，同比有大幅增长，综合分析公司在手订单、新增订单，公司业绩有望在 2017 年实现大幅增长。

表 7：公司近年订单情况汇总

	项目名称	合同金额 /亿元	合同签订 /生效日	计划工期	目前状态	16 年 估算收 入/亿 元	17 年 估计 收入/ 亿元	截至 2016 年三季度剩 余合同金额 /万元
1	新疆生产建设兵团天盈石油化工股份有限公司阿拉尔年产 30 万吨乙二醇（一期）建设项目	16.58	2016 年 1 月 12 日	22 个月	履行中	6	10	161906
2	四川泸天化中蓝新材料有限公司 2×10 万吨/年聚碳酸酯工业化示范项目工程建设总承包合同	9.07	2016 年 8 月 16 日	约 17 个月	在建	1.43	4.27	90686.2
3	陕西彬州化工年产 30 万吨煤制乙二醇项目乙二醇装置工程设计合同	0.2	2016 年 4 月 11 日	约 22 个月	在建	0.08	0.11	2000
4	利华益维远化工有限公司聚碳酸酯联合项目工程设计合同	0.23	2016 年 5 月 19 日	11 个月	履行中	0.12	0.11	2275
5	突尼斯化工集团年产 40 万吨 TSP(重钙)项目总承包合同	4.12	2016 年 1 月 6 日	24 个月	履行中	2.06	2.06	41200
6	伊犁新天年产 20 亿立方米煤制天然气项目	14.15	2011 年 1 月 20 日	计划竣工时间 2013 年 6 月 30 日	已完工	0.39		16039
7	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司 200 万吨/年合成氨、350 万吨/年尿素项目（一期工程）公用装置 EPC 总承包合同	10.42	2011 年 9 月 13 日	计划完工日期 2013 年 6 月 30 日	已完工	0.38		0
8	内蒙古蒙大新能源化工基地开发有限公司 120 万吨/年二甲醚项目一期工程 60 万吨/年煤制甲醇项目 EP+M 承包合同	9.06	2011 年 6 月 7 日	2013 年 7 月 1 日前合同装置 机械竣工	已完工	0		0
9	安徽省安庆市曙光化工股份有限公司煤制氢项目 EPC 工程总承包合同	15	2012 年 8 月 6 日	建设工期 2012 年 8 月至 2014 年 3 月	正在履行	0.78	2	29342

	项目名称	合同金额 /亿元	合同签订 /生效日	计划工期	目前状态	16年 估算收 入/亿 元	17年 估计 收入/ 亿元	截至2016 年三季度剩 余合同金额 /万元
10	刚果(布)蒙哥 1200kt/a 钾肥工程项目工程总承包合同	32	2013年7月9日	建设工期 2013年3月10日至2016年3月31日	因业主资金等原因, 该项目运转较为缓慢, 项目实际进度滞后计划进度	0.15	0.15	297637
11	黔西县黔希煤化工投资有限责任公司 30万吨/年乙二醇 EPC 工程	39.87	2013年7月26日	20个月, 2015年3月具备投料试车条件	正在履行之中, 由于业主原因, 项目实际进度滞后计划进度	1.2	2	194325.03
12	白俄罗斯“戈梅利化工厂”开放式股份公司 60万吨/年氮磷钾化肥装置“交钥匙”工程总承包合同	6.06	2013年7月31日	36个月	尚在融资, 无具体时点	0	0	60588
13	中国神华煤制油化工有限公司神华新疆煤基新材料项目净化装置、空分空压站装置、碳四烯烃转化装置合同	12.3	2013年8月31日	约23个月	已完结	3.4	0	28766
14	康乃尔化学工业股份有限公司 30万吨/年煤制乙二醇项目工程 EPC/交钥匙工程总承包合同	25.92	2014年6月12日	签订合同后 22个月	由于业主原因, 项目实际进度滞后计划进度。	2.2	3	53731
15	伊泰新疆能源有限公司伊泰-华电甘泉堡 200万吨/年煤制油项目净化、尾气制氢装置及部分公辅工程建设工程承包、设备供货、材料采购、钢结构采购合同	42.41	2014年11月13日	约25个月	正在开展工程设计和履行国家相关核准程序	0	0	424066.66

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

上表中对公司 2017 年合同推进情况的预测偏谨慎。通过跟踪公司财报中披露的重大项目进展情况, 我们测算出截止 2016 年三季度结束, 公司在手的重大合同订单余额有 140 亿左右 (合同金额减去季报中各项目确认收入额), 尚有一些小合同及 10 亿的 PPP 投资合同未统计。2016 年在手重大合同预计收入 17 亿。2016 年公司总签单 30 亿, 其中公告大订单 26 亿, 假设公司总订单额与公告大订单额比例基本在 30:26 水平, 我们推测公司 2016 年全年收入可能在 20 亿左右。

另外, “一带一路”政策的持续推进, 不仅对公司的估值是一种提升, 更能给公司带来实质性的业务改善。除去公司未来新签海外业务的可能, 单看公司在刚果(布)和白俄罗斯两个高达 6.2 亿美元但目前基本处于停滞状态的“一带一路”项目, 其业主方或重要融资方都是国内化工企业或金融机构, 如果在未来“一带一路”落实力度不断加强的情况下这两个项目能够加速推进, 则可给公司带来 40 亿人民币的收入。公司的收入弹性比较大。

我们认为, 公司在手订单充裕, 17 年业绩弹性较大。据表 7 中我们所做估测, 仅目前公司在手订单情况, 17 年保守情况下也可确认 23 亿左右收入。考虑 17 年公司仍会有新签



订单在当年结算收入，我们预计 17 年公司业绩将大幅回升。公司 2017 年业绩很大程度上取决于在手订单的推进程度，而后者又取决于煤化工行业整体盈利情况、业主融资能力的强弱。

## 5.2 空分设备企业订单回暖验证煤化工起暖行情

空分设备是煤化工的重要设备。2016 年，空分设备企业新签订单呈回暖迹象，陕鼓动力 2016 年前三季度实现新签订单 48.4 亿元，同比增长 32.1%，同时，占全国空分设备市场 40% 份额的杭氧股份也在投资者互动平台上表示 2016 年公司设备订单情况较 2015 年同期有明显增加。设备企业订单转好说明了下游化工行业新投资的开始或旧存量项目的重新启动。

## 6 布局环保，拓展 PPP，进军保理业务，新业务有亮点

### 6.1 布局环境市政业务

公司为做强做大环境市政业务板块，发挥在环境市政领域项目管理与技术优势，积极进行布局。2016 年 7 月 29 日公司计划出资 1200 万元参股科领环保，作为独贵塔拉危废处理中心项目的项目公司；同日，公司拟出资 2050 万元，占总股本的 41%，设立同源生态，参与淮南固废处置中心项目。2016 年 8 月 26 日，公司出资 1400 万元，占总股本的 28%，对温州天泽大有环保能源有限公司进行增资，参与温州瑞安市工业固废无害化处置及资源化利用项目。未来环境市政业务有望为公司带来新的利润增长点。

表 8：公司 2016 年新签环保订单汇总

项目名称	重要时间节点	项目金额及条款
芜湖市六郎新市镇污水处理厂 PPP 项目	2016 年 1 月 29 日中标，特许经营期 30 年，投资回收期约 15 年。	项目总投资 2507.41 万元，本项目所得税后投资内部收益率略高于 5%（未考虑标段 1、2 总承包业务利润）。
独贵塔拉危废处理中心项目	2016 年 7 月 28 日设立项目公司，一期项目建设期为 1 年，投资回收期 8.53 年。	建设总投资约 4.8 亿元，一期投资 2 亿元，公司出资 1200 万元认购 24% 股本，经测算，该项目投资利润率 9.30%，税后内部收益率为 11.15%。
淮南固废处置中心项目	2016 年 7 月 28 日设立项目公司，2016 年开工建设，预计于 2017 年内开始正式投入使用，投资回收期约 10 年。	建设总投资约 3.13 亿元，公司出资 2050 万元，占总股本的 41%，税后投资内部收益率为 7.97%（上述测算未考虑公司承担该项目工程总承包的利润率）。
温州瑞安市工业固废无害化处置及资源化利用项目	2016 年 8 月 26 日设立项目公司，投资回收期 4.36 年（含建设期 1 年）	工程建设预计总投资约 2 亿元，公司出资 1400 万元认购项目公司 28% 股本。项目税前投资内部收益率为 29.99%。
东至县经开区工业污水处理 PPP 项目	2016 年 10 月 24 日，特许经营期 30 年，投资回收期约 12 年。	资产转让价格为 5309.35 万元，该 PPP 项目所得税后投资内部收益率为 7.42%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 6.2 积极承接 PPP 业务

公司早在 2013 年 8 月 12 日就参与投资南充化学工业园区污水处理厂 3.35 亿 BOT 项目。2016 年 10 月 26 日，公司投资 850 万元占总股本 80% 设立东至县经开区工业污水处理 PPP 项目公司，为公司未来进一步承接积累了相关经验。2016 年公司承接 PPP 订单达 10 亿元，



主要集中在污水处理等领域。随着更多 PPP 项目落地，公司有望受益于此承接更多订单，获得稳定的项目投资收益，缓冲公司主业随煤化工大环境波动较大的风险。

但公司 PPP 项目一般建设期为 1-2 年，期间公司是投资净流出，因而对公司而言 PPP 项目的投资是长远收益，近两年内对公司经营业绩影响不大。

**表 9：公司 2016 年新签 PPP 订单汇总**

项目名称	主要内容
芜湖县六郎新市镇污水处理厂 PPP 项目	2016 年 1 月 29 日拟出资 600 万元占总股本 60% 设立项目公司，项目总投资 2507.41 万元，特许经营期 30 年，投资回收期约 15 年，本项目所得税后投资内部收益略高于 5%（未考虑标段 1、2 总承包业务利润）。
东至县经开区工业污水处理 PPP 项目	2016 年 10 月 24 日公司拟出资 850 万元占股 80% 与东至双兴设立项目公司接管东至县经济开发区污水处理厂，资产转让价格为 5309.35 万元，项目公司获得 30 年的特许经营权，该 PPP 项目所得税后投资内部收益为 7.42%，投资回收期约 12 年。
瓮安县草塘“十二塘”景观工程（一期）PPP 项目	2016 年 11 月 22 日公司作为联合体中标该项目，金额为 10 亿元，项目合作期限为 10 年，建设期限为 2 年，税后投资内部收益约为 7.90%，采用政府付费机制政府支付建设服务费、运营维护费购买景区建设及运维服务，运作方式采用“DBFO”（设计-建设-融资-运营维护）方式。

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 6.3 进军保理业务

公司于 2016 年 4 月 6 日以自有资金 1 亿元注册成立了商业保理公司，开展工程行业的供应链金融业务，推动公司业务延伸和多元化发展。先期主要为与公司具有业务关系的上下游单位提供保理服务，以积累业务经验，后期将拓展到整个工程建设领域。东华保理的设立，旨在适应公司规模和业务发展的需要，有利于拓展业务领域，实现公司多元化战略和开辟新的利润增长点，有利于提升主营业务供应链的质量和效率，增强客户粘性，从而促进公司可持续发展和提高整体市场竞争能力。

公司于 2015 年 7 月 29 日拟定增募集 10 亿资金，其中 6.5 亿资金用于保理业务，后鉴于我国资本市场环境发生较大变化，综合考虑外部融资环境、公司生产经营需要等诸多因素审慎做出决定终止此次非公开发行股票。未来不排除公司重启以保理业务作为募资项目进行定增的可能。

## 7 盈利预测与估值

假设 1：未来新型煤化工政策出现松动，2017 年新签订单额至少与 2016 年新签订单额 30 亿元持平；

假设 2：国际油价维持在 60 美元/桶以上，甚至回归更高价位；

假设 3：公司新型煤化工工艺技术能保证达产、达标、稳定产出符合国标优质评级的产品，维持工程建设 13%、设计 40% 以上的毛利率水平；

假设 4：随着煤炭企业盈利改善，其投资新项目或推进原有项目的意愿增强，同时“一带一路”政策深入落实，公司国内外仍未完工的 11 个大单中至少有 6-7 个能按进度推进。

**表 10：分项业务收入预测表**

单位/百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	3632.97	2094.01	2965.84	3536.42
	增速	7.47%	-42.36%	41.63%	19.25%
	成本	3167.71	1747.07	2509.10	2998.74
	毛利率	12.80%	16.56%	15.39%	15.20%
工程总承包收入	收入	3440.79	1892.70	2744.03	3292.83
	增速	9.5%	-45.00%	45.00%	20.00%
	成本	3053.84	1646.41	2387.30	2864.76
	毛利率	11.25%	13.00%	13.00%	13.00%
设计咨询收入	收入	192.18	201.31	221.81	243.58
	增速	-19.6%	5.00%	10.00%	10.00%
	成本	113.86	100.65	121.79	133.97
	毛利率	40.61%	50.00%	45.00%	45.00%

数据来源：西南证券

按上市公司当前 4.46 亿的总股本计算，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18 元、0.32 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 78 倍、44 倍和 40 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。公司后续发展与煤化工产业政策和公司新业务的拓展密切相关。我们会继续关注政策变动，静待政策风口，关注公司新业务的开拓。

## 8 风险提示

煤化工政策收紧的风险，公司参建的生产线不能达产达标运行的风险，工程推进及回款风险，国际油价跌回低位导致新型煤化工难以盈利的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3632.97	2094.01	2965.84	3536.86	净利润	180.54	80.22	142.04	158.56
营业成本	3167.79	1747.29	2509.41	2999.11	折旧与摊销	28.83	30.18	30.18	30.18
营业税金及附加	11.14	6.42	9.10	10.85	财务费用	-14.33	-5.05	-4.51	-5.41
销售费用	17.67	16.75	19.18	23.27	资产减值损失	27.35	20.00	20.00	15.00
管理费用	232.69	230.34	262.52	323.98	经营营运资本变动	-367.42	-485.71	319.77	-103.07
财务费用	-14.33	-5.05	-4.51	-5.41	其他	33.85	-2.87	-38.46	-8.36
资产减值损失	27.35	20.00	20.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-111.17</b>	<b>-363.22</b>	<b>469.02</b>	<b>86.90</b>
投资收益	8.22	10.00	10.00	10.00	资本支出	13.34	-19.35	-5.39	-6.27
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-26.14	-50.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-12.80</b>	<b>-69.35</b>	<b>-5.39</b>	<b>-6.27</b>
<b>营业利润</b>	<b>198.86</b>	<b>88.25</b>	<b>160.14</b>	<b>180.06</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.59	4.62	4.18	3.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>205.45</b>	<b>92.88</b>	<b>164.32</b>	<b>183.08</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	24.91	12.65	22.28	24.52	支付股利	-40.14	-21.31	-10.02	-18.04
净利润	180.54	80.22	142.04	158.56	其他	-0.44	15.05	14.51	15.41
少数股东损益	1.47	0.80	1.29	1.23	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-40.58</b>	<b>-6.26</b>	<b>4.49</b>	<b>-2.63</b>
归属母公司股东净利润	179.07	79.42	140.75	157.33	<b>现金流量净额</b>	<b>-163.74</b>	<b>-438.84</b>	<b>468.12</b>	<b>78.00</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1535.23	1096.39	1564.51	1642.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1661.61	1744.41	1931.37	2322.96	销售收入增长率	7.47%	-42.36%	41.63%	19.25%
存货	1988.74	1158.68	1712.21	1999.91	营业利润增长率	-34.92%	-55.62%	81.45%	12.44%
其他流动资产	0.14	3.67	5.21	5.20	净利润增长率	-31.65%	-55.56%	77.06%	11.63%
长期股权投资	75.29	75.29	75.29	75.29	EBITDA 增长率	-30.83%	-46.86%	63.88%	10.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	234.45	211.89	189.33	166.77	毛利率	12.80%	16.56%	15.39%	15.20%
无形资产和开发支出	68.16	80.31	78.51	77.58	三费率	6.50%	11.56%	9.35%	9.67%
其他非流动资产	179.74	239.32	248.89	258.47	净利率	4.97%	3.83%	4.79%	4.48%
<b>资产总计</b>	<b>5743.36</b>	<b>4609.96</b>	<b>5805.32</b>	<b>6548.68</b>	ROE	9.07%	3.91%	6.51%	6.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.14%	1.74%	2.45%	2.42%
应付和预收款项	3737.55	2537.31	3588.01	4178.00	ROIC	10.56%	4.40%	8.74%	8.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.87%	5.41%	6.27%	5.79%
其他负债	15.02	22.96	35.59	48.45	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3752.57</b>	<b>2560.27</b>	<b>3623.60</b>	<b>4226.45</b>	总资产周转率	0.56	0.40	0.57	0.57
股本	446.03	446.03	446.03	446.03	固定资产周转率	14.98	9.38	14.78	19.86
资本公积	90.63	90.63	90.63	90.63	应收账款周转率	4.80	2.48	3.01	3.41
留存收益	1441.73	1499.83	1630.57	1769.86	存货周转率	1.44	1.11	1.75	1.62
归属母公司股东权益	1978.39	2036.49	2167.23	2306.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	61.52%	—	—	—
少数股东权益	12.40	13.20	14.49	15.72	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1990.79</b>	<b>2049.70</b>	<b>2181.72</b>	<b>2322.23</b>	资产负债率	65.34%	55.54%	62.42%	64.54%
负债和股东权益合计	5743.36	4609.96	5805.32	6548.68	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.38	1.57	1.45	1.42
					速动比率	0.85	1.12	0.97	0.95
					股利支付率	22.42%	26.84%	7.12%	11.47%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.40	0.18	0.32	0.35
					每股净资产	4.46	4.60	4.89	5.21
					每股经营现金	-0.25	-0.81	1.05	0.19
					每股股利	0.09	0.05	0.02	0.04
业绩和估值指标									
EBITDA	213.37	113.38	185.82	204.83					
PE	34.32	77.78	43.75	40.00					
PB	3.09	3.00	2.82	2.65					
PS	1.69	2.94	2.07	1.74					
EV/EBITDA	20.79	42.46	23.34	20.74					
股息率	0.65%	0.35%	0.16%	0.29%					

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
	增持：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 指数涨幅在-10%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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 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 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn