

2017年10月09日

证券研究报告·公司研究报告

龙净环保(600388) 机械设备

买入(首次)

当前价: 16.92元

目标价: 23.10元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 大气治理龙头，阳光集团入主打开成长空间

## 投资要点

- **深挖电力、拓展非电，充裕订单保证持续增长。**公司为大气治理龙头企业，近6年归母净利润复合增速21.38%，业绩优良。2017年上半年实现归母净利润2.26亿元，同比增长14.66%，持续保持良好增长。目前1)电力领域超净排在政策要求下提速扩围，带动治理加速，现招标高峰已过，火电烟气治理进入存量订单执行高峰和增量订单深挖阶段，预计17-20年存在370-660亿市场空间。2)全国二氧化硫、氮氧化物、烟粉尘排放主要来自非电领域，雾霾频发压力和空气质量提升需求下，非电排放标准提高为大势所趋，提标改造市场空间有望逐步打开。当前公司深挖电力行业，以2016年新签合同测算，电力脱硝和除尘市场占有率位居行业第一，脱硫业务市场占有率行业前二，龙头地位显著。同时公司大力拓展建材、冶金、化工和轻工等非电领域，合力为17年上半年带来新增订单52亿元，累计在手订单178亿元，后续业绩持续增长有保证。
- **事业部+长效激励效果显著，长期增长基础扎实。**公司以“群雄并起”为经营发展战略，干法脱硫事业部、电除尘与脱硝事业部、电袋事业部、工业炉窑事业部、电控事业部、冶金事业部和气流输送事业部7个事业部“大雄领军壮大，小雄异军突起”。同时公司高度重视员工激励，2014年启动了10年期滚动10期的员工持股计划，以每年净利润的10%作为奖励基金，激励体系到位充分绑定人才和激发干劲，有效保证公司业务拓展。此外，公司2016年末在手货币资金25.5亿元，现金流丰厚，为公司长期发展和未来业务转型打下坚实基础。
- **阳光集团高溢价入主，打开未来发展空间。**2017年6月，福建阳光集团及其一致行动人西藏新阳光环保与公司实际控制人签署股权转让协议，以36.7亿元收购公司控股股东东正投资100%股权(折合公司股价20元/股，相对于停牌前价格溢价56.62%)，并公告未来12个月内拟继续增持5-10亿元公司股份。目前阳光集团增持金额4.6亿元，累计持股比例提升至20%，仍有持续增持空间，高溢价入主和持续增持彰显对公司未来发展信心。阳光集团业务涉及金融、教育、贸易和房地产等多个领域，2016年末资产总额达1332亿元，全年营收284亿元，净利润15亿元，实力雄厚，强大股东背景后续有望为公司提供外部标的并购支持，打开未来发展空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.69元、0.77元、0.80元，对应PE分别为25X、22X、21X，公司为大气治理龙头企业，业绩稳健，现金流良好营收质量较高，当前估值水平为行业最低值。阳光集团高溢价入主打开未来成长空间，给予公司2018年30倍估值，对应目标价23.1元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**非电领域提标改造进度不及预期风险，公司市场拓展不及预期风险。

| 指标/年度         | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 8023.54 | 8751.83 | 9505.10 | 9893.83 |
| 增长率           | 8.56%   | 9.08%   | 8.61%   | 4.09%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 663.91  | 737.17  | 821.87  | 856.78  |
| 增长率           | 18.52%  | 11.03%  | 11.49%  | 4.25%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.62    | 0.69    | 0.77    | 0.80    |
| 净资产收益率ROE     | 16.52%  | 15.93%  | 15.49%  | 14.28%  |
| PE            | 27      | 25      | 22      | 21      |
| PB            | 4.52    | 3.92    | 3.42    | 3.03    |

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
 执业证号: S1250515090004  
 电话: 023-67610701  
 邮箱: wyting@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)     | 10.69       |
| 流通A股(亿股)    | 10.69       |
| 52周内股价区间(元) | 12.28-17.36 |
| 总市值(亿元)     | 180.88      |
| 总资产(亿元)     | 141.65      |
| 每股净资产(元)    | 3.77        |

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1 公司概况：业绩持续增长的大气治理龙头企业.....  | 1  |
| 2 深挖电力，拓展非电，充裕订单保证持续增长.....  | 3  |
| 3 事业部+长效激励效果显著，长期增长基础扎实..... | 8  |
| 4 阳光集团高溢价入主，打开未来发展空间 .....   | 10 |
| 5 盈利预测与估值.....               | 12 |
| 6 风险提示 .....                 | 13 |

## 图 目 录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 .....                                 | 1  |
| 图 2: 公司 2010 年以来营业收入及增速 .....                                  | 2  |
| 图 3: 公司 2010 年以来归母净利润及增速 .....                                 | 2  |
| 图 4: 公司主营业务结构情况 (单位: 百万元) .....                                | 2  |
| 图 5: 公司 2016 年主营业务结构 .....                                     | 2  |
| 图 6: 公司主要业务毛利率情况 (单位: %) .....                                 | 3  |
| 图 7: 公司期间费用率情况 .....   | 3  |
| 图 8: 火电利用小时数 (单位: 小时) .....                                    | 4  |
| 图 9: 煤电新增装机容量 (单位: 万千瓦) .....                                  | 4  |
| 图 10: 大气污染物 (SO <sub>2</sub> 、NO <sub>x</sub> 、烟粉尘) 排放情况 ..... | 5  |
| 图 11: 2013-2015 年 SO <sub>2</sub> 排放情况 (单位: 万吨) .....          | 5  |
| 图 12: 2013-2015 年 NO <sub>x</sub> 排放情况 (单位: 万吨) .....          | 5  |
| 图 13: 2013-2015 年烟粉尘排放情况 (单位: 万吨) .....                        | 5  |
| 图 14: 2016 年签订合同的火电烟气脱硫机组容量 (单位: MW) .....                     | 7  |
| 图 15: 2016 年签订合同的火电烟气脱硝机组容量 (单位: MW) .....                     | 7  |
| 图 16: 截至 2016 年累计投运的火电除尘机组容量 (单位: MW) .....                    | 7  |
| 图 17: 截至 2016 年除尘市场份额占比 .....                                  | 7  |
| 图 28: 公司管理结构 .....   | 9  |
| 图 19: 公司现金流情况 .....  | 10 |
| 图 20: 公司货币资金情况 .....   | 10 |
| 图 21: 阳光集团股权结构 .....   | 11 |
| 图 22: 西藏新阳光环保股权结构 .....  | 11 |
| 图 23: 阳光集团资产情况 (单位: 亿元) .....                                  | 11 |
| 图 24: 阳光集团营收利润情况 (单位: 亿元) .....                                | 11 |

## 表 目 录

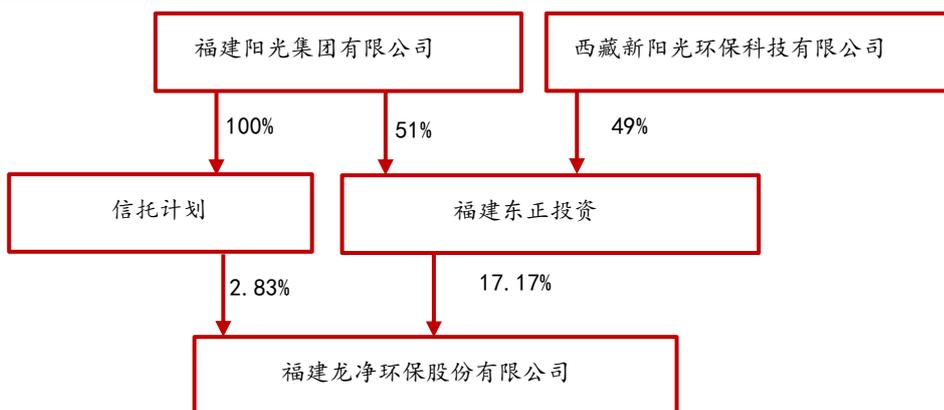
|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 煤电超低排放最新要求 .....         | 3  |
| 表 2: 煤电超低排放市场空间测算 .....       | 4  |
| 表 3: 非电特别排放限值修改 .....         | 6  |
| 表 4: 钢铁烧结机提标改造市场空间测算 .....    | 6  |
| 表 5: 公司主要产品技术 .....           | 7  |
| 表 6: 2016 年末公司订单情况 .....      | 8  |
| 表 7: 公司员工持股计划详情 .....         | 9  |
| 表 8: 已实施的员工持股计划详情 .....       | 10 |
| 表 9: 2017 年 6-7 月增持情况 .....   | 10 |
| 表 10: 阳光集团资产情况 .....          | 11 |
| 表 11: 分业务收入及毛利率（单位：百万元） ..... | 12 |
| 表 12: 大气治理主要公司估值对比 .....      | 13 |
| 附表: 财务预测与估值 .....             | 14 |

## 1 公司概况：业绩持续增长的大气治理龙头企业

公司成立于 1998 年，2000 年末主板上市，专注于大气污染控制领域环保产品的研究、开发、设计、制造、安装、调试、运营，主营除尘、脱硫、脱硝、电控装置、物料输送等五大系列产品，为国内乃至国际少数可以提供工业烟气多污染物治理全方位解决方案的企业之一，产品技术达到国际先进水平，部分达到国际领先水平，广泛应用于电力、建材、冶金、化工和轻工等行业。

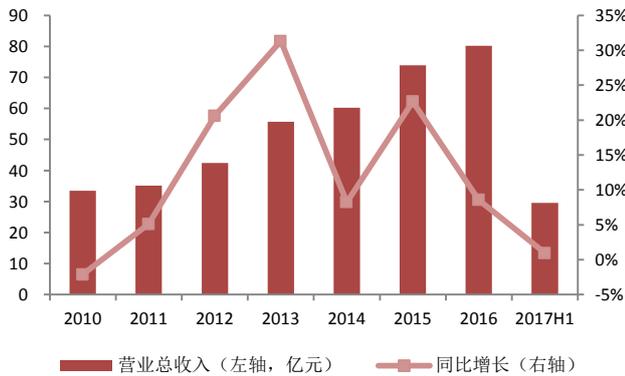
**股权结构：**公司控股股东为福建东正投资，目前持有公司 17.17% 股权。2017 年 6 月 1 日，东正投资原股东方周苏华等 5 名股东签署了《股权转让协议》，拟将其持有的东正投资 100% 股权以 36.7 亿元转让给福建阳光集团及其一致行动人西藏新阳光环保科技有限公司，同时阳光集团公告未来 12 个月内拟继续增持 5-10 亿元公司股份。2017 年 6-7 月阳光集团通过信托计划增持公司 2.83% 股权（4.6 亿元），阳光集团累计持股比例提升至 20%。公司实际控制人由周苏华先生变更为阳光集团控制人吴洁女士。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图

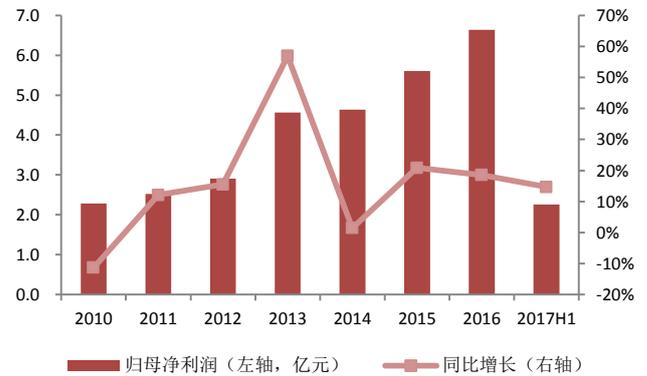


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司 2014-2016 年分别营收 60.3 亿元、73.9 亿元和 80.2 亿元，同比增长 8.23%、22.64% 和 8.56%，实现归母净利润 4.6 亿元、5.6 亿元和 6.6 亿元，同比增长 1.47%、20.87% 和 18.52%，现已连续 6 年实现营收、净利润正增长，6 年归母净利润复合增速 21.38%，业绩优良。2017 年上半年公司营收 29.6 亿元，同比增长 0.95%，实现归母净利润 2.26 亿元，同比增长 14.66%，持续保持良好增长。

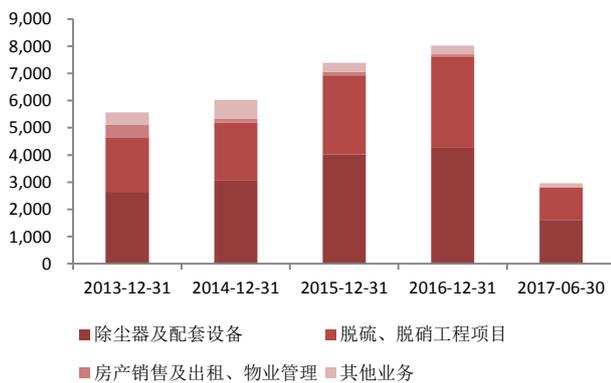
**图 2: 公司 2010 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

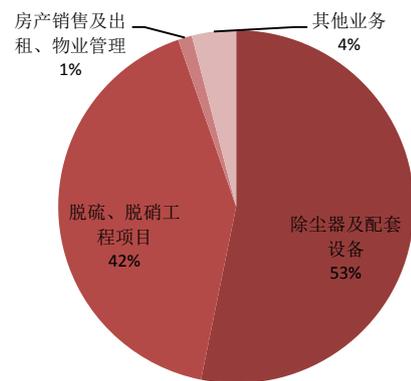
**图 3: 公司 2010 年以来归母净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司主营业务结构:** 公司为大气治理龙头企业, 主营业务为大气除尘、脱硫脱硝, 同时包含少量的房产销售及出租、物业管理、水力发电等业务。2016 年除尘器、配套设备及安装收入 42.7 亿元; 脱硫、脱硝工程项目收入 33.3 亿元, 分别占总营收的比例为 53.2% 和 41.5%, 为公司最主要收入来源。

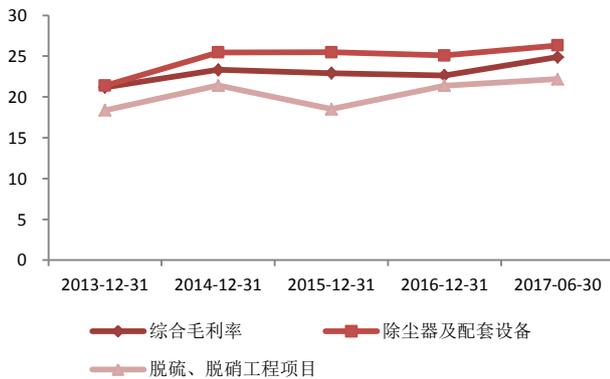
**图 4: 公司主营业务结构情况 (单位: 百万元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 5: 公司 2016 年主营业务结构**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司盈利能力:** 公司 2014-2016 年综合毛利率分别为 23.32%、22.91%、22.64%，2017 年上半年综合毛利率为 24.89%，同比提高 1.49 个百分点，盈利能力保持良好。费用率方面，公司 2014-2016 年期间费用率分别为 13.66%、12.47%、12.85%，2017 年上半年期间费用率 15.15%，同比微增 0.71 个百分点，费用水平稳定，管控良好。

**图 6: 公司主要业务毛利率情况 (单位: %)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 7: 公司期间费用率情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 深挖电力, 拓展非电, 充裕订单保证持续增长

大气污染治理需求集中在火电、冶金、建材、石化等行业。经过多年治理, 我国大气污染仍较为严重, 部分地区雾霾频发, 大气治理将成为公众持续关注点。一方面, 电力行业供给相对过剩, 新建火电机组增速放缓。同时, 传统脱硫脱硝除尘已基本实现全覆盖, 超净排放在政策要求下提速扩围, 带动治理加速, 目前招标高峰已过, 火电烟气治理进入存量订单执行高峰和增量订单深挖阶段。另一方面, 考虑到全国二氧化硫、氮氧化物、烟粉尘排放主要来自非电领域, 雾霾频发压力和空气质量提升需求下, 非电排放标准提高为大势所趋, 提标改造市场空间有望逐步打开。

**火电超低排放进入存量订单执行高峰和增量订单深挖阶段, 预计 17-20 年市场空间 370-660 亿元。**

根据中电联数据, 截至 2016 年煤电领域常规脱硫、脱硝、除尘覆盖率分别为 93.6%、96.8%和 49.6%, 脱硫脱硝已基本实现在运机组全覆盖, 目前火电烟气治理主要市场空间集中在超低排放改造领域。2014 年 9 月 12 日, 发改委、环保部、能源局联合下发《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014—2020 年)》, 明确要求到 2020 年, 东部地区现役机组基本达到、中部地区新建机组原则上接近或达到、鼓励西部地区新建机组接近或达到燃气轮机组排放限值。2015 年 12 月 11 日, 环保部、发改委、能源局印发《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》, 现役机组的超低排放改造由原来的东部地区扩围至中部地区, 同时东部和中部地区的机组改造完成时间由原来的 2020 年分别提前至 2017 年和 2018 年底, 力争 2020 年前完成改造 5.8 亿千瓦, 超净排放改造提速扩围。

**表 1: 煤电超低排放最新要求**

| 地区   | 6000 千瓦以上火电机组装机容量 (万千瓦) / 占比  | 要求           |
|------|---|--------------|
| 东部地区 | 47674.3/45.3%   | 2017 年底总体完成, |
| 中部地区 | 28489.8/27.0%   | 2018 年底基本完成  |
| 西部地区 | 29223.8/27.7%   | 2020 年前完成    |
| 总体要求 | 到 2020 年, 全国所有具备改造条件的燃煤电厂力争实现超低排放 (即在基准氧含量 6%条件下, 烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10、35、50 毫克/立方米), 力争 2020 年前完成改造 5.8 亿千瓦。 |              |

数据来源: 政府官网, 西南证券整理

根据政策安排和超低排放最新进展判断，当前存量煤电项目超低排放改造招标高峰已过，处在订单执行高峰，余下未招标项目释放速度预计趋缓。同时，受煤电产能过剩影响，新增煤电产能受到抑制，预计新建煤电项目带来的超低排放建设订单有所减少，火电超低排放进入增量订单深挖阶段，预计 17-20 年整体市场空间 370-660 亿元。具体来看：

- 原环保部长陈吉宁在 2016 年 1 月能源局召开的“加快推进煤电超低排放和节能改造动员大会”上表示 2016 年 1 月已完成超低排放改造的煤电机组近 1 亿千瓦；环保部和能源局联合印发的《2016 年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务》要求 16 年超低排放改造目标为 2.54 亿千瓦；2015 年 12 月发布的《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》提出到 2020 年力争完成改造 5.8 亿千瓦；综合上述政策预计 17-20 年剩余煤电改造空间约为 2.26 亿千瓦，以超低排放改造单位投资 90-150 元/KW 测算，对应约 200-340 亿市场空间。

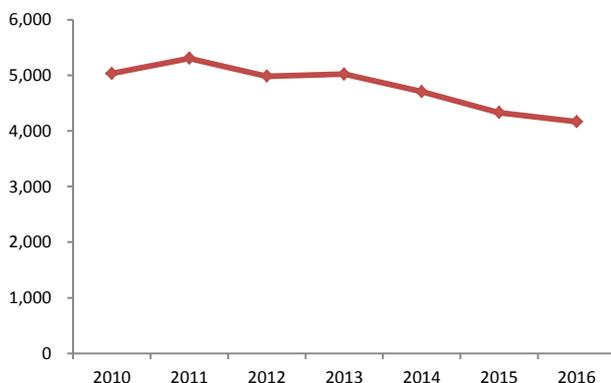
**表 2：煤电超低排放市场空间测算**

| 项目   | 17-20 年改造空间 (亿千瓦) | 单位投资    | 17-20 年市场空间 (亿元) |
|------|-------------------|---------|------------------|
| 存量煤电 | 2.26              | 90-150  | 200-340          |
| 新建煤电 | 1.4               | 120-230 | 170-320          |
| 总体   | -                 | -       | 370-660          |

数据来源：西南证券测算整理

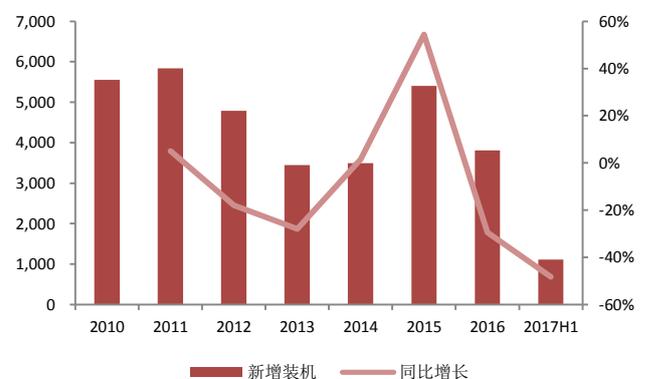
- 根据中电联数据，截至 2016 年我国煤电装机 9.53 亿千瓦，火电利用小时数 4165 小时，下滑至 1964 年以来最低值，火电产能过剩明显，带动新增投资大幅下降，其中 2016 年我国煤电装机 3812 万千瓦，同比减少 1590 万千瓦，煤电投资同比下降 4.7%。2017 年上半年煤电投产 1112 万千瓦、同比减少 1037 万千瓦，煤电投资同比下降 29.0%。同时 2017 年 8 月，发改委、工信部、财政部等十六部委联合印发《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》，明确“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，到 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。根据政策预计 17-20 年新建煤电产能约 1.4 亿千瓦，以超低排放新建单位投资 120-230 元/KW 测算。对应超低排放市场空间约 170-320 亿元。

**图 8：火电利用小时数（单位：小时）**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：煤电新增装机容量（单位：万千瓦）**

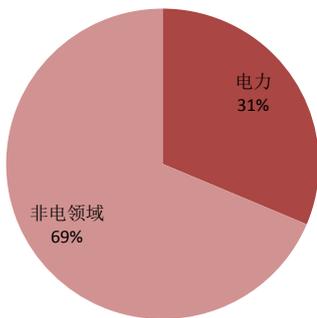


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 非电提标，市场空间逐步打开

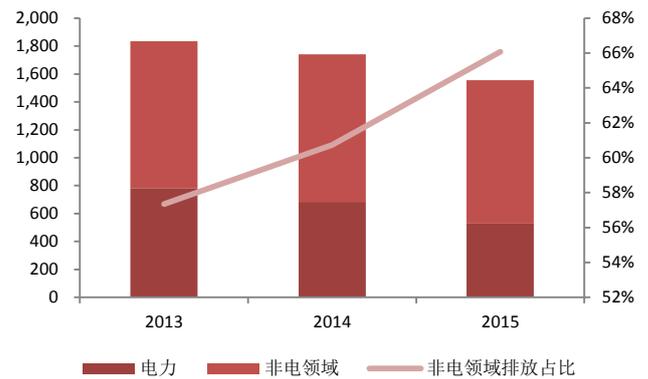
非电领域包含钢铁、建材、有色、化工等多个行业。根据最新全国环境统计公报，2015年全国工业二氧化硫排放量1556.7万吨、氮氧化物排放量1180.9万吨、工业烟(粉)尘排放量为1232.6万吨。其中非电行业共排放二氧化硫1028.6万吨，氮氧化物629.0万吨，烟粉尘1067.4万吨，大量工业废气排放来自非电企业。同时，从2013-2015年数据来看，非电领域大气污染物排放并无下降趋势，污染物排放占比逐年提高，综合现阶段非电领域排放标准偏低、雾霾频发压力和空气质量提升需求，非电排放标准提高为大势所趋。

图 10: 大气污染物 (SO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub>、烟粉尘) 排放情况



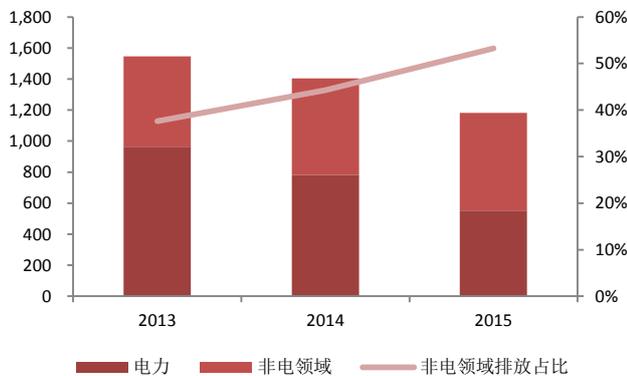
数据来源: 全国环境统计公报, 西南证券整理

图 11: 2013-2015 年 SO<sub>2</sub> 排放情况 (单位: 万吨)



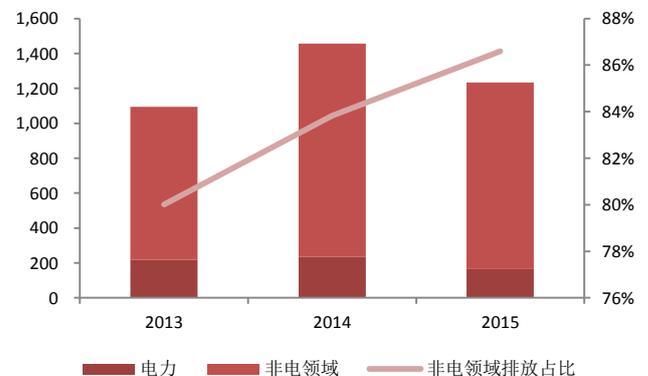
数据来源: 全国环境统计公报, 西南证券整理

图 12: 2013-2015 年 NO<sub>x</sub> 排放情况 (单位: 万吨)



数据来源: 全国环境统计公报, 西南证券整理

图 13: 2013-2015 年烟粉尘排放情况 (单位: 万吨)



数据来源: 全国环境统计公报, 西南证券整理

2017年6月13日, 环保部发布《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等20项国家污染物排放标准修改单(征求意见稿)。提高了钢铁烧结、球团工业大气污染物特别排放限值, 新增平板玻璃、陶瓷、砖瓦等行业大气污染物特别排放限值。非电领域提标拉开序幕。

**表 3: 非电特别排放限值修改**

| 项目        | 修改内容     | 生产环节        | 二氧化硫 (mg/m <sup>3</sup> ) | 氮氧化物 (mg/m <sup>3</sup> ) | 烟粉尘 (mg/m <sup>3</sup> ) |
|-----------|----------|-------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|
| 钢铁烧结、球团工业 | 提高特别排放限制 | 烧结、球团       | 200→50                    | 300→100                   | 50→20                    |
| 平板玻璃工业    | 新增特别排放限制 | 玻璃熔窑        | 100                       | 400                       | 20                       |
| 陶瓷工业      | 新增特别排放限制 | 喷雾干燥塔       | 30                        | 100                       | 20                       |
|           |          | 陶瓷窑颗粒物      | 30                        | 150                       | 20                       |
| 砖瓦工业      | 新增特别排放限制 | 原料燃料破碎及制备成型 | -                         | -                         | 20                       |
|           |          | 人工干燥及焙烧窑    | 100                       | 150                       | 20                       |
|           | 提高一般排放限制 | 人工干燥及焙烧窑    | 300→150                   | -                         | -                        |

数据来源: 政府官网, 西南证券整理

仅测算此次提标改造的钢铁行业, 根据 2015 年环境统计年报, 二氧化硫、氮氧化物、烟粉尘排放量分别为 173.6 万吨、104.3 万吨、357.2 万吨, 占重点调查工业企业排放量的比例分别为 12.4%、9.6%、32.2%。目前全国现有烧结机约 900 台, 烧结机面积约 11.6 万平米, 其中 90-180 平米烧结机约 500 台, 烧结机面积约 5.2 万平米; 180 平米以上烧结机约 400 台, 烧结机面积约 6.4 万平米。根据征求意见稿编制说明, 180 平米烧结机污染治理设施投资约为 8200 万元-1 亿元, 年维护费用 2600-2800 万元。假设钢铁行业 50% 产能(特别排放区钢铁产能约占 50%) 进行提标改造, 预计设施建设投资达 260-320 亿元, 年运营费用 84-90 亿元。

**表 4: 钢铁烧结机提标改造市场空间测算**

| 项目                        | 假设  | 设施投资    | 年运营费用   | 对应市场空间                       |
|---------------------------|---|---------|---------|------------------------------|
| 电除尘+半干法脱硫除尘+中温 SCR 协同净化工艺 | 按 180m <sup>2</sup> 折合烧结机台数 644 台, 50% 需要进行提标改造 | 8200 万元 | 2600 万元 | 设施投资: 264 亿元<br>年运营费用: 84 亿元 |
| 电除尘+活性炭协同治理工艺             |   | 1 亿元    | 2800 万元 | 设施投资: 320 亿元<br>年运营费用: 90 亿元 |

数据来源: 西南证券测算整理

### 龙头地位影响+技术优势下深挖电力, 拓展非电, 充裕订单保证持续增长

公司为烟气治理龙头企业, 在国内率先提出并承揽首个“烟气治理岛”, 具备提供工业烟气多污染物治理全方位解决方案能力, 在电力、建材、钢铁、化工、轻工等领域应用广泛, 龙头地位和产品技术优势显著。

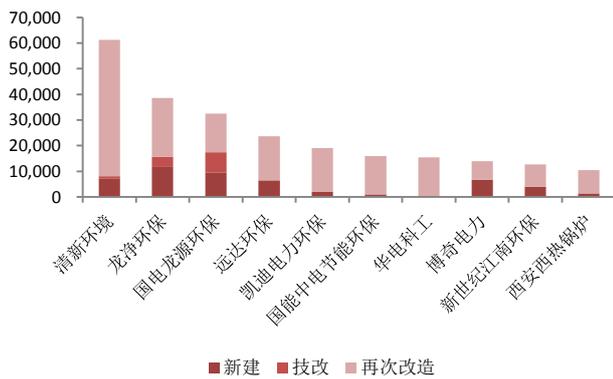
- 公司拥有一支包括享受国务院特殊津贴专家、教授级高级工程师和外籍博士在内的各类专业队伍。在除尘、脱硫、脱硝、电控装置、物料输送等环保主导产品上积累丰富的专业开发经验。建立了全国环保行业首家“国家级企业技术中心”, 设立了“企业博士后科研工作站”、“工业烟尘净化国家地方联合工程研究中心”等科研机构。人才+持续研发支持下公司在大气污染治理领域始终保持技术领先优势。

**表 5: 公司主要产品技术**

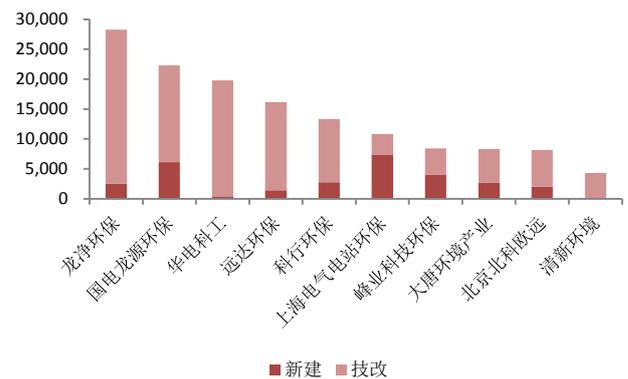
| 领域     | 拥有的技术和产品                           |
|--------|------------------------------------|
| 除尘     | 余热利用低低温电除尘器、湿式电除尘器、电袋复合除尘器、袋式除尘器   |
| 脱硫     | 烟气干法脱硫及多组分污染物协同净化系统和石灰石-石膏湿法烟气脱硫系统 |
| 脱硝     | SCR 脱硝系统、SNCR 脱硝系统, 同时提供脱硝催化剂再生服务  |
| 电控     | 高频电源、脉冲电压、IPEC 电除尘节能优化控制系统         |
| 物料输送系统 | 气力输送系统、炉前环保岛                       |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

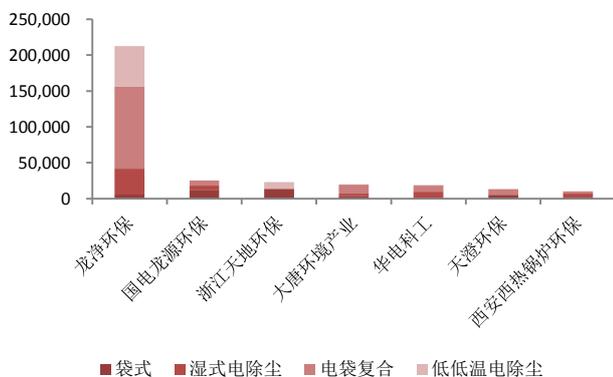
- 近年来公司深挖电力领域, 根据中电联数据, 2016 年公司签订合同的火电烟气脱硫机组容量 38591MW, 行业排名第二, 其中新建机组 11726MW (行业第一), 技改 3978MW, 再次改造 22887MW (行业第二); 签订合同的火电脱硝机组 28283MW, 行业排名第一, 其中新建 2498MW, 技改 25785MW (行业第一)。火电除尘方面, 公司累计投运的袋式除尘、湿式电除尘、电袋复合除尘、低低温电除尘机组容量 212597MW, 稳居行业第一, 市占率达到 62%, 龙头地位突出。

**图 14: 2016 年签订合同的火电烟气脱硫机组容量 (单位: MW)**


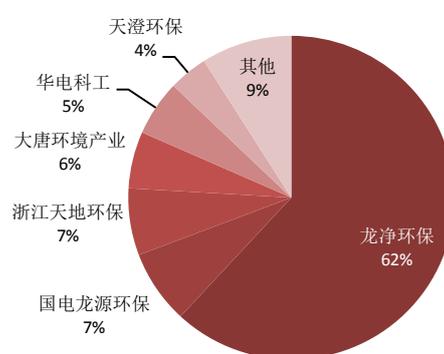
数据来源: 中电联, 西南证券整理

**图 15: 2016 年签订合同的火电烟气脱硝机组容量 (单位: MW)**


数据来源: 中电联, 西南证券整理

**图 16: 截至 2016 年累计投运的火电除尘机组容量 (单位: MW)**


数据来源: 中电联, 西南证券整理

**图 17: 截至 2016 年除尘市场份额占比**


数据来源: 中电联, 西南证券整理

- 公司在深挖电力的同时，积极拓展非电领域。其中 2017 年上半年新签干法脱硫合同涵盖了钢铁以及新兴的焦化、碳素、催化裂化、工业尾气治理等领域；上海脱硫团队取得了两个大型电解铝脱硫项目；西矿环保团队对建材、冶金及中小锅炉项目进行了攻坚，市场拓展取得一定成效。

综合来看，在电力行业市场空间收窄，非电领域市场逐步打开的背景下，公司深挖电力行业，大力拓展建材、冶金、化工和轻工等非电领域，2017 年上半年新增订单 52 亿元，截至 2017 年二季度末公司在手订单 178 亿元，业绩持续增长有保证。

**表 6：2016 年末公司订单情况**

| 类别   | 年度新增订单<br>(亿元) | 年末在手订单<br>(亿元) | 中标情况  |        |
|------|----------------|----------------|-------|--------|
|      |                |                | 数量(个) | 中标率(%) |
| 除尘   | 55             | 89             | 96    | 36.92  |
| 脱硫脱硝 | 32             | 55             | 77    | 29.50  |
| 其他   | 15             | 17             | 312   | 55.81  |
| 合计   | 102            | 161            | 485   | 44.90  |

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 事业部+长效激励效果显著，长期增长基础扎实

公司以“群雄并起”为经营发展战略，推行事业部制的经营管理模式，以事业部为主体、公共平台为支撑，进行内部市场化。同时公司高度重视员工激励，2014 年启动了 10 年期滚动 10 期的员工持股计划，以每年净利润的 10% 作为奖励基金，激励体系到位充分绑定人才和激发干劲，实现了近 6 年复合增速超 20% 的优良增长。此外，公司现金流丰厚，在手货币资金充足，为公司长期发展和未来业务转型拓展打下坚实基础。具体来看：

- 目前公司拥有干法脱硫事业部、电除尘与脱硝事业部、电袋事业部、工业炉窑事业部、电控事业部、冶金事业部和气流输送事业部 7 个事业部。公司在年初与各事业部（子公司）签订经济责任制，年终对照经济责任制进行考核与激励，促进各事业部（子公司）之间比、学、赶、超，实现了“大雄领军壮大，小雄异军突起”的局面。

**图 28：公司管理结构**


数据来源：公司官网，西南证券整理

- 公司 2014 年启动员工持股计划，实施对象包括公司高级管理人员、公司及子公司骨干员工，计划在 2014 年至 2023 年的十年内，滚动设立十期各自独立存续的员工持股计划，每期员工持股计划存续期 48 个月，资金来源均以公司上一会计年度净利润为基数提取 10% 的奖励基金进入员工持股计划资金账户，激励力度强劲。目前公司已完成实施 4 期员工持股计划，效果显著。

**表 7：公司员工持股计划详情**

| 项目   | 详情   |
|------|--|
| 实施对象 | 公司高级管理人员、公司及子公司骨干员工，首期共计 325 人。  |
| 资金来源 | 首期员工持股计划资金以 2013 年度的净利润为基数，提取 10% 奖励基金。之后每一会计年度均以公司上一会计年度净利润为基数提取 10% 的奖励基金进入员工持股计划资金账户。 |
| 股票来源 | 通过二级市场购买、参与认购公司非公开发行的股份、参与认购公司配股。  |
| 存续期  | 员工持股计划分十期实施，在 2014 年至 2023 年的十年内，滚动设立十期各自独立存续的员工持股计划。每期员工持股计划存续期为 48 个月。                 |

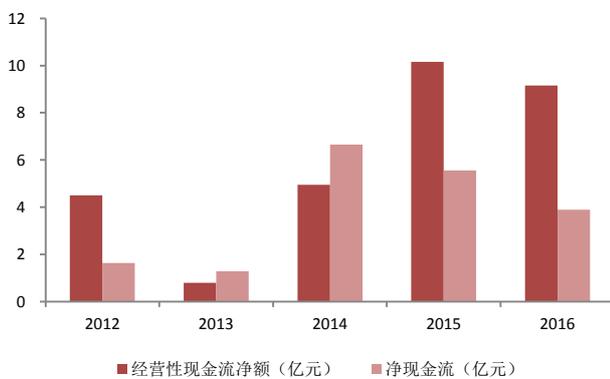
数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 8: 已实施的员工持股计划详情**

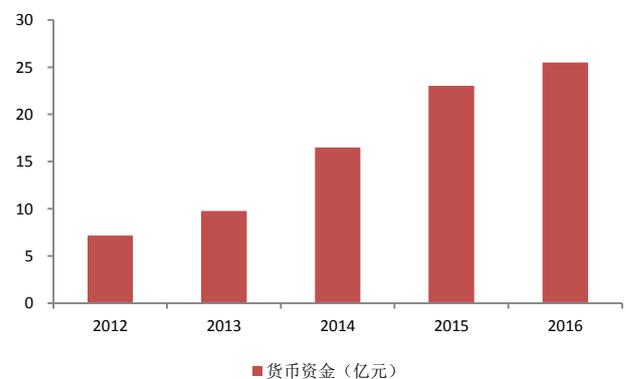
| 项目  | 参与员工人数 | 资金总额 (万元) |
|-----|--------|-----------|
| 第一期 | 325    | 3429      |
| 第二期 | 352    | 3778      |
| 第三期 | 385    | 4503      |
| 第四期 | 435    | 6639      |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

- 公司 2016 年经营性现金流 9.2 亿元, 净现金流 3.9 亿元, 在手货币资金 25.49 亿元, 丰厚现金流和货币资金为公司长期发展和未来业务转型拓展打下坚实基础。

**图 19: 公司现金流情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 20: 公司货币资金情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 阳光集团高溢价入主, 打开未来发展空间

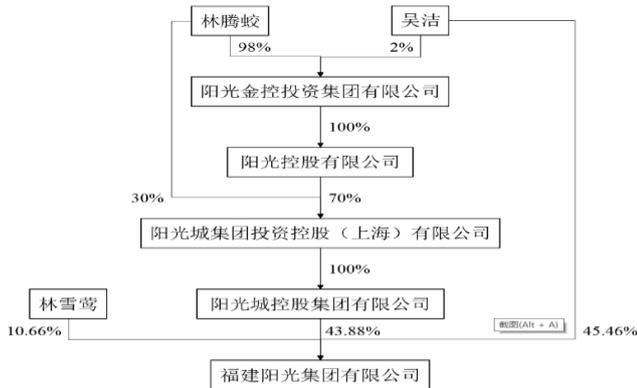
2017 年 6 月 1 日, 福建阳光集团及其一致行动人西藏新阳光环保科技有限公司与东正投资原股东方周苏华等 5 名股东签署了《股权转让协议》, 拟以 36.7 亿元收购东正投资 100% 股权, 并公告未来 12 个月内拟继续增持 5-10 亿元公司股份。东正投资为上市公司控股股东, 持有公司 17.17% 的股权, 结合收购价款测算本次上市公司股权转让价格约为 20 元/股, 相比于公司股票停牌前价格 12.77 元/股溢价 56.62%。此外, 2017 年 6-7 月阳光集团通过信托计划增持公司 2.83% 股权, 增持金额 4.6 亿元, 阳光集团累计持股比例提升至 20%。高溢价入主和持续增持彰显对公司未来发展信心。同时, 增持金额尚未达到计划增持下限(5 亿元), 未来仍有持续增持空间。

**表 9: 2017 年 6-7 月增持情况**

| 月份         | 增持数量 (股)   | 平均价格 (元/股) | 总金额 (亿元) |
|------------|------------|------------|----------|
| 2017 年 6 月 | 9,900,523  | 15.10      | 1.49     |
| 2017 年 7 月 | 20,384,334 | 15.22      | 3.10     |
| 总计         | 30,284,857 | 15.18      | 4.59     |

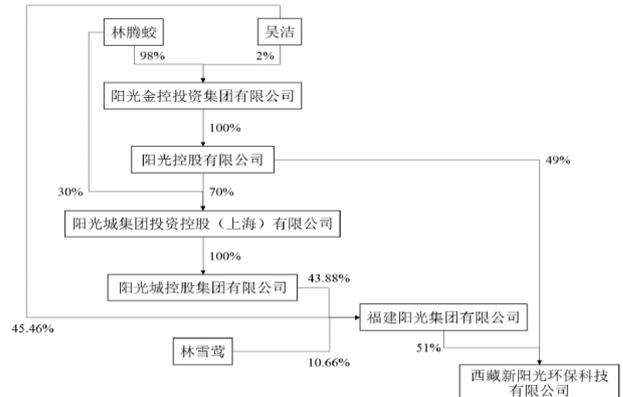
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 21: 阳光集团股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 西藏新阳光环保股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

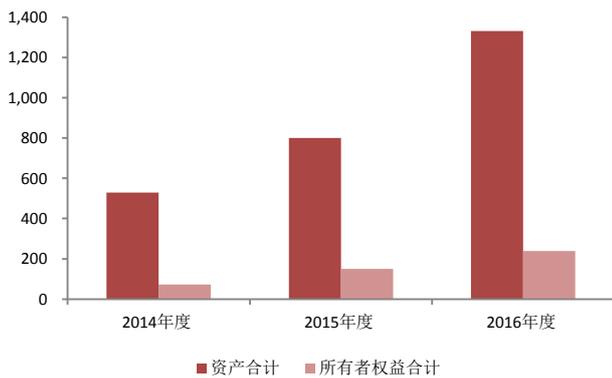
阳光集团长期坚持聚焦于房地产、教育、物产等多核心产业的发展战略, 业务涉及金融、教育、贸易和房地产等多个领域, 多元化产业布局优势凸显。同时, 阳光集团资产雄厚, 2016 年末资产总额达 1332 亿元, 净资产达 238 亿元, 全年实现营收 284 亿元, 净利润 15 亿元。强大股东背景后续有望为公司提供外部标的并购支持, 打开未来发展空间。

表 10: 阳光集团资产情况

| 项目    | 详细情况  |
|-------|---|
| 房地产业务 | 主要由上市公司阳光城运营, 阳光城房地产开发业务以住宅地产为主。                |
| 贸易业务  | 主要由福建阳光集团有限公司和其下属国贸板块子公司运营, 贸易品种涉及电解铜、镍、铝等大宗商品。 |
| 教育服务业 | 主要致力于发展幼教集团、K12 教育集团以及阳光学院。                     |

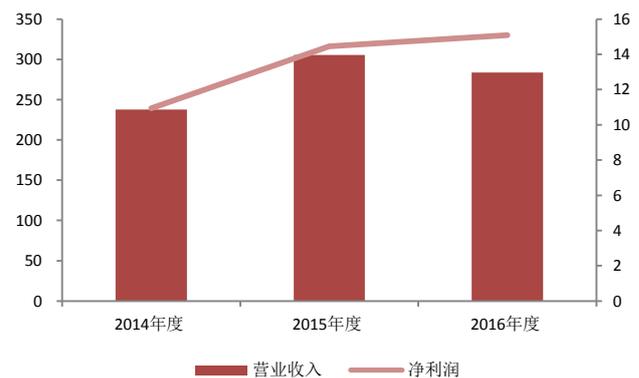
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 阳光集团资产情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 24: 阳光集团营收利润情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：电力领域订单招标高峰已过，但仍为订单执行高峰；非电领域提标市场空间逐步打开。公司上半年新增订单 52 亿元，截至二季度末公司在手订单 178 亿元，相对于 2016 年末的 161 亿元增长 10.6%，公司历史在手订单落地良好，假设 17-19 年订单落地势头持续良好。但受制于电力领域空间收窄，预计脱硫、脱硝、除尘新增订单放缓。

假设 2：公司积极推进“两印”工程总包项目收官，同时土耳其、塞尔维亚项目等国外订单取得突破，根据目前项目情况，预计未来三年海外订单增长良好，18 年海外订单迎来落地小高峰。

假设 3：新疆 BOT 项目预算 3.55 亿元，2016 年末工程投入占总预算比例 17.88%，预计 18、19 年为项目建设高峰。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

|                      | 2016A   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>合计</b>            |         |        |        |        |
| 营业收入                 | 8023.5  | 8751.8 | 9505.1 | 9893.8 |
| yoy                  | 8.6%    | 9.1%   | 8.6%   | 4.1%   |
| 营业成本                 | 6206.9  | 6686.0 | 7257.8 | 7557.7 |
| 毛利率                  | 22.6%   | 23.6%  | 23.6%  | 23.6%  |
| <b>除尘器及配套设备</b>      |         |        |        |        |
| 收入                   | 4266.3  | 4522.3 | 4793.6 | 4889.5 |
| yoy                  | 6.2%    | 6.0%   | 6.0%   | 2.0%   |
| 成本                   | 3196.5  | 3391.7 | 3595.2 | 3667.1 |
| 毛利率                  | 25.1%   | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| <b>脱硫、脱硝工程项目</b>     |         |        |        |        |
| 收入                   | 3332.6  | 3732.5 | 4105.8 | 4352.1 |
| yoy                  | 14.6%   | 12.0%  | 10.0%  | 6.0%   |
| 成本                   | 2620.0  | 2948.7 | 3243.6 | 3438.2 |
| 毛利率                  | 21.4%   | 21.0%  | 21.0%  | 21.0%  |
| <b>印尼国家电力项目等海外项目</b> |         |        |        |        |
| 收入                   | 77.0    | 88.6   | 115.1  | 132.4  |
| yoy                  | -45.9%  | 15.0%  | 30.0%  | 15.0%  |
| 成本                   | 164.1   | 79.7   | 103.6  | 119.2  |
| 毛利率                  | -113.0% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| <b>新疆 BOT 项目</b>     |         |        |        |        |
| 收入                   | 68.6    | 81.7   | 130.8  | 143.9  |

|                     | 2016A  | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|
| yoy                 | -14.4% | 2.0%  | 60.0% | 10.0% |
| 成本                  | 35.5   | 42.5  | 68.0  | 74.8  |
| 毛利率                 | 48.2%  | 48.0% | 48.0% | 48.0% |
| <b>脱硝催化剂</b>        |        |       |       |       |
| 收入                  | 72.8   | 87.3  | 112.0 | 123.2 |
| yoy                 | 54.9%  | 20.0% | 10.0% | 10.0% |
| 成本                  | 48.1   | 57.6  | 75.0  | 82.5  |
| 毛利率                 | 33.9%  | 34.0% | 33.0% | 33.0% |
| <b>房产销售及出租、物业管理</b> |        |       |       |       |
| 收入                  | 102.1  | 133.1 | 135.8 | 138.5 |
| yoy                 | -21.8% | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  |
| 成本                  | 77.4   | 99.8  | 101.8 | 103.9 |
| 毛利率                 | 24.1%  | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| <b>其他</b>           |        |       |       |       |
| 收入                  | 104.2  | 106.3 | 112.0 | 114.2 |
| yoy                 | 64.8%  | 2.0%  | 2.0%  | 2.0%  |
| 成本                  | 65.3   | 65.9  | 70.6  | 72.0  |
| 毛利率                 | 37.3%  | 38.0% | 37.0% | 37.0% |

数据来源：公司公告，西南证券

**表 12：大气治理主要公司估值对比**

| 序号        | 代码     | 证券简称 | 总市值<br>(亿元)  | 流通市值<br>(亿元) | 市盈率 PE       |              |              | 市净率         |
|-----------|--------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|           |        |      |              |              | TTM          | 17E          | 18E          | PB          |
| 1         | 600388 | 龙净环保 | 186.44       | 186.44       | 26.91        | 25.00        | 22.00        | 4.63        |
| 2         | 002573 | 清新环境 | 240.07       | 239.77       | 30.35        | 23.69        | 18.70        | 6.24        |
| 3         | 600292 | 远达环保 | 82.14        | 82.14        | 66.59        | -            | -            | 1.70        |
| 4         | 600526 | 菲达环保 | 60.21        | 44.76        | 107.04       | -            | -            | 2.37        |
| 5         | 002499 | 科林环保 | 45.02        | 38.88        | 96.80        | 45.48        | 36.90        | 6.04        |
| 6         | 300385 | 雪浪环境 | 36.44        | 19.34        | 39.52        | 37.87        | 26.91        | 4.58        |
| 7         | 300187 | 永清环保 | 72.64        | 66.62        | 51.09        | 36.35        | 27.92        | 4.77        |
| <b>均值</b> |        |      | <b>89.42</b> | <b>81.92</b> | <b>65.23</b> | <b>35.85</b> | <b>27.61</b> | <b>4.28</b> |

数据来源：公司公告，西南证券整理

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.69 元、0.77 元、0.80 元，对应 PE 分别为 25X、22X、21X，公司为大气治理龙头企业，业绩稳健，现金流良好营收质量较高，当前估值水平为行业最低值。阳光集团高溢价入主打开未来成长空间，给予公司 2018 年 30 倍估值，对应目标价 23.1 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

非电领域提标改造进度不及预期风险，公司市场拓展不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 营业收入          | 8023.54         | 8751.83         | 9505.10         | 9893.83         | 净利润               | 671.44         | 745.53         | 831.20         | 866.50         |
| 营业成本          | 6206.88         | 6685.98         | 7257.85         | 7557.66         | 折旧与摊销             | 123.11         | 131.40         | 131.40         | 131.40         |
| 营业税金及附加       | 74.80           | 96.17           | 101.85          | 104.62          | 财务费用              | 15.62          | 51.89          | 48.80          | 45.80          |
| 销售费用          | 180.62          | 200.70          | 216.91          | 225.64          | 资产减值损失            | 64.68          | 60.00          | 60.00          | 60.00          |
| 管理费用          | 834.88          | 879.45          | 950.69          | 1004.42         | 经营营运资本变动          | -26.07         | -169.51        | -28.12         | -40.70         |
| 财务费用          | 15.62           | 51.89           | 48.80           | 45.80           | 其他                | 65.88          | -96.99         | -108.69        | -78.20         |
| 资产减值损失        | 64.68           | 60.00           | 60.00           | 60.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>914.66</b>  | <b>722.31</b>  | <b>934.59</b>  | <b>984.80</b>  |
| 投资收益          | 1.12            | 30.00           | 30.00           | 30.00           | 资本支出              | -89.75         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | -1.07           | -0.75           | -0.73           | 其他                | -51.61         | 28.93          | 29.25          | 29.27          |
| 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>-141.36</b> | <b>28.93</b>   | <b>29.25</b>   | <b>29.27</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>647.17</b>   | <b>806.57</b>   | <b>898.26</b>   | <b>924.95</b>   | 短期借款              | -69.19         | -21.38         | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 169.54          | 82.46           | 97.67           | 116.80          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>816.71</b>   | <b>889.03</b>   | <b>995.92</b>   | <b>1041.75</b>  | 股权融资              | -53.44         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 145.27          | 143.50          | 164.72          | 175.25          | 支付股利              | -171.05        | -132.78        | -147.43        | -164.37        |
| 净利润           | 671.44          | 745.53          | 831.20          | 866.50          | 其他                | -89.18         | -546.74        | -48.80         | -45.80         |
| 少数股东损益        | 7.53            | 8.36            | 9.32            | 9.72            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-382.86</b> | <b>-700.90</b> | <b>-196.23</b> | <b>-210.17</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 663.91          | 737.17          | 821.87          | 856.78          | <b>现金流量净额</b>     | <b>393.96</b>  | <b>50.34</b>   | <b>767.60</b>  | <b>803.89</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 货币资金          | 2548.75         | 2599.09         | 3366.69         | 4170.59         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 4124.38         | 4523.30         | 4903.37         | 5104.28         | 销售收入增长率           | 8.56%          | 9.08%          | 8.61%          | 4.09%          |
| 存货            | 6184.18         | 6671.87         | 7263.81         | 7552.88         | 营业利润增长率           | 3.68%          | 24.63%         | 11.37%         | 2.97%          |
| 其他流动资产        | 22.40           | 24.43           | 26.53           | 27.62           | 净利润增长率            | 19.68%         | 11.03%         | 11.49%         | 4.25%          |
| 长期股权投资        | 5.00            | 5.00            | 5.00            | 5.00            | EBITDA 增长率        | 2.20%          | 25.95%         | 8.95%          | 2.20%          |
| 投资性房地产        | 59.51           | 59.51           | 59.51           | 59.51           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1214.30         | 1106.41         | 998.53          | 890.65          | 毛利率               | 22.64%         | 23.60%         | 23.64%         | 23.61%         |
| 无形资产和开发支出     | 376.93          | 357.81          | 338.69          | 319.57          | 三费率               | 12.85%         | 12.93%         | 12.80%         | 12.90%         |
| 其他非流动资产       | 98.01           | 93.61           | 89.21           | 84.82           | 净利率               | 8.37%          | 8.52%          | 8.74%          | 8.76%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>14633.45</b> | <b>15441.04</b> | <b>17051.35</b> | <b>18214.92</b> | ROE               | 16.52%         | 15.93%         | 15.49%         | 14.28%         |
| 短期借款          | 21.38           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 4.59%          | 4.83%          | 4.87%          | 4.76%          |
| 应付和预收款项       | 9506.78         | 10210.60        | 11128.51        | 11585.42        | ROIC              | 18.54%         | 23.37%         | 25.17%         | 25.97%         |
| 长期借款          | 1.05            | 1.05            | 1.05            | 1.05            | EBITDA/销售收入       | 9.80%          | 11.31%         | 11.35%         | 11.14%         |
| 其他负债          | 1040.05         | 548.01          | 556.65          | 561.18          | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>10569.26</b> | <b>10759.67</b> | <b>11686.22</b> | <b>12147.65</b> | 总资产周转率            | 0.57           | 0.58           | 0.59           | 0.56           |
| 股本            | 1069.05         | 1069.05         | 1069.05         | 1069.05         | 固定资产周转率           | 8.51           | 9.12           | 11.16          | 13.30          |
| 资本公积          | 469.02          | 469.02          | 469.02          | 469.02          | 应收账款周转率           | 3.91           | 3.91           | 3.91           | 3.83           |
| 留存收益          | 2469.86         | 3074.25         | 3748.69         | 4441.10         | 存货周转率             | 1.03           | 1.04           | 1.04           | 1.02           |
| 归属母公司股东权益     | 4003.51         | 4612.32         | 5286.76         | 5979.17         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 78.13%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 60.69           | 69.05           | 78.38           | 88.10           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>4064.20</b>  | <b>4681.38</b>  | <b>5365.14</b>  | <b>6067.27</b>  | 资产负债率             | 72.23%         | 69.68%         | 68.54%         | 66.69%         |
| •             | 14633.45        | 15441.04        | 17051.35        | 18214.92        | 带息债务/总负债          | 3.03%          | 2.78%          | 2.56%          | 2.46%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.27           | 1.34           | 1.38           | 1.44           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.66           | 0.69           | 0.74           | 0.80           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 25.76%         | 18.01%         | 17.94%         | 19.19%         |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.62           | 0.69           | 0.77           | 0.80           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 3.74           | 4.31           | 4.95           | 5.59           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.86           | 0.68           | 0.87           | 0.92           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.16           | 0.12           | 0.14           | 0.15           |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 785.91          | 989.86          | 1078.45         | 1102.15         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 27.25           | 24.54           | 22.01           | 21.11           |                   |                |                |                |                |
| PB            | 4.52            | 3.92            | 3.42            | 3.03            |                   |                |                |                |                |
| PS            | 2.25            | 2.07            | 1.90            | 1.83            |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 20.52           | 15.71           | 13.71           | 12.69           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.95%           | 0.73%           | 0.82%           | 0.91%           |                   |                |                |                |                |

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 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 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       |
|    | 黄丽娟     | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 邵亚杰     | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 郎珈艺     | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
|    | 程建雄     | 机构销售   | 021-68415020  | 13638326111 | cjx@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |