

2020年03月30日

证券研究报告·公司研究报告

苏垦农发(601952) 农林牧渔

买入(首次)

当前价: 10.21元

目标价: 15.30元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

种植景气度提升，粮食产业龙头受益

投资要点

- **水稻种植景气度迎来拐点向上。**从目前来看，蝗灾对国内农产品影响可能性较小。由于非洲蝗虫对低温耐受程度低，而传入我国云南的途径中需要穿过低温山脉，因此进入我国的可能性较低。但对已经受到蝗虫影响的印度、巴基斯坦等国家来看，对全球农产品价格或将有催化。印度和巴基斯坦占全球水稻出口量33%和9%。另外，目前蝗虫处于繁殖阶段，下一波预计在5-6月份开始迁徙，或有可能产生进一步灾害影响。2020年2月28日，国家有关部门发布通知2020年稻谷收购政策，早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每50公斤121元、127元、130元。除粳稻保持价格平稳外，其实籼稻均比去年价格上涨0.01元/斤，为2014年以来首次上涨。我们认为国内水稻已到了拐点向上位置。受蝗灾影响，国际农产品价格上涨以及国内水稻最低收购价的近年来首次上涨将成为国内水稻价格上涨的强有力支撑。农产品价格的提升将有效带动土地价值的抬升。
- **双模式经营，未来有望提升净利率水平。**苏垦农发是江苏农垦集团下唯一的农业板块上市公司。目前公司拥有120万亩规模化种植基地，其中承包农垦集团97万亩，流转农村土地约22万亩，已签订合作土地面积达到140万亩。目前公司经营模式主要为两种，其中约100万亩由公司根据市场行情统一规划，农工进行统一种植；剩余约20万亩公司以发包模式承包给农民，由农民自行规划种植。未来公司将陆续收回土地进行统一模式规划，有望提升公司净利率水平。
- **政策利好，未来流转土地面积有望快速提升。**我们认为未来土地流转改革有望继续深化。苏垦农发是国内土地流转领军企业，且公司拥有的100万亩土地为统一模式下经营，是各大农垦系上市企业中与国家推行的规模化机械化种植指导方针最为贴近的企业。随着土地流转推进，公司的规模可以得到进一步扩张，增加生产的规模效益。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.43元、0.51元、0.59元，对应PE分别为24倍、20倍和17倍。同行业2020年平均PE为24倍，考虑目前全球农产品价格上涨明显，给予公司2020年30倍PE，目标价15.3元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

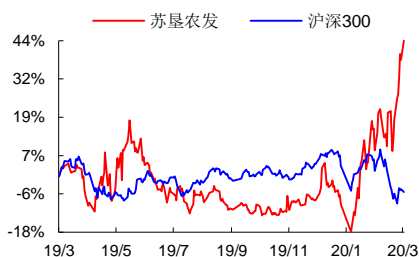
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4883.60	7984.73	9187.64	10604.77
增长率	13.16%	63.50%	15.07%	15.42%
归属母公司净利润(百万元)	605.44	589.34	699.40	818.48
增长率	8.66%	-2.66%	18.68%	17.03%
每股收益EPS(元)	0.44	0.43	0.51	0.59
净资产收益率ROE	10.79%	10.00%	11.26%	12.43%
PE	23	24	20	17
PB	2.48	2.39	2.27	2.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
 执业证号: S1250518120001
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@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)	13.78
流通A股(亿股)	4.09
52周内股价区间(元)	6.07-10.35
总市值(亿元)	140.69
总资产(亿元)	80.96
每股净资产(元)	4.29

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：国内种植龙头企业	1
2 行业分析：蝗灾催化，水稻景气度有望拐点提前	2
3 公司分析：土地板块龙头企业，资源丰富	4
4 盈利预测与估值	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1: 公司 2018 年各主营业务收入情况 (亿元)	1
图 2: 公司 2018 年各主营业务毛利情况 (亿元)	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速 (亿元)	1
图 4: 公司 2013 年以来归母净利润及增速 (亿元)	1
图 5: 蝗灾迁徙路径	2
图 6: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例	3
图 7: 水稻库消比	3
图 8: 苏垦农发全产业链一体化结构图	4
图 9: 苏垦农发大小麦单产量与江苏省对比	5
图 10: 全国小麦优势区域布局示意图	6
图 11: 公司耕地及分公司分布图	6

表 目 录

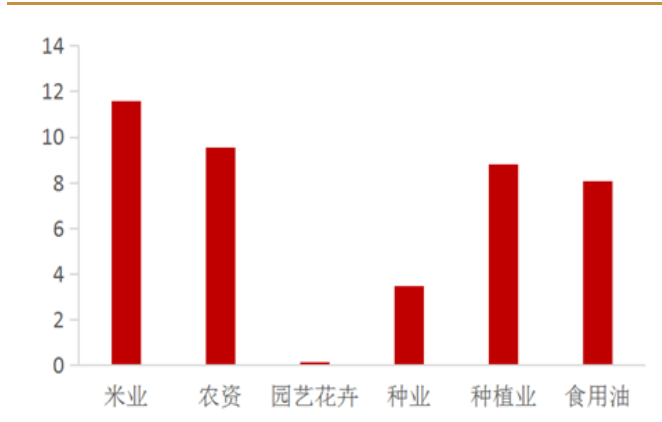
表 1: 分业务收入及毛利率	7
表 2: 可比公司相对估值表	8
附表: 财务预测与估值	9

1 公司概况：国内种植龙头企业

苏垦农发是一家以自主经营种植基地为核心资源优势的农作物种植、良种育繁、农产品加工及销售全产业链规模化的国有大型农业企业。截止 2018 年末，公司资产总额 69.9 亿元。公司以统一经营为主、发包经营为辅，从事水稻、小麦以及大麦等主要粮食作物的种植和销售；水稻种、小麦种以及大麦种的选育、制种、加工和销售；大米加工及销售等。

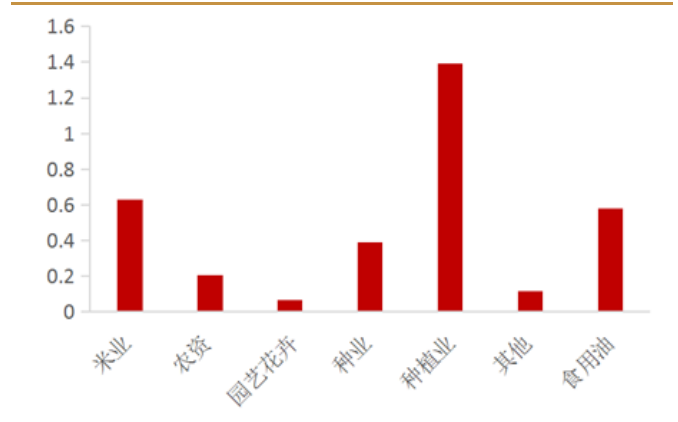
公司主营业务结构：截至 2019 年半年度，公司米业营收 11.6 亿元，占比 37.9%；农资营收 9.5 亿元，占比 31.2%；种植业营收 8.8 亿元，占比 28.8%；食用油营收 8.1 亿元，占比 26.5%；种业营收 3.5 亿元，占比 11.4%；园艺花卉营收 0.2 亿元，占比 0.6%；（其中分部间抵消记为-11.1 亿元）。

图 1：公司 2018 年各主营业务收入情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

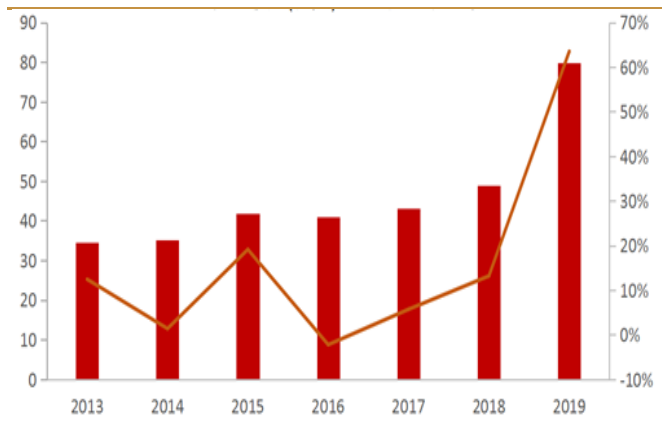
图 2：公司 2018 年各主营业务毛利情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

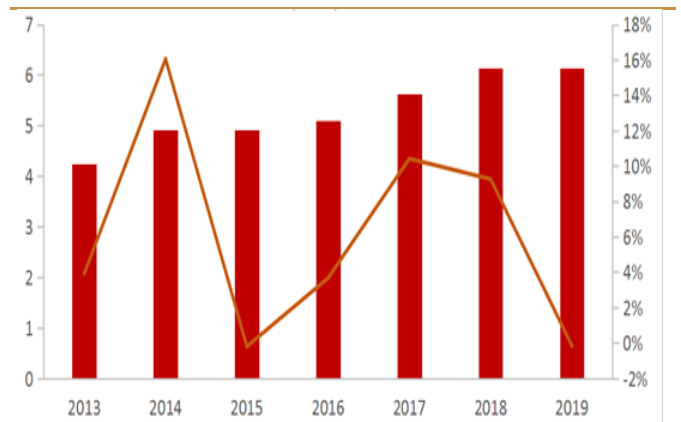
公司业绩状况：根据公司 2019 年业绩快报，报告期内实现营业收入 79.8 亿元，同比增长 63.5%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比下滑 2.6%。报告期内小麦及水稻产销量较上年显著增加，加之报告期内完成对金太阳粮油股份有限公司的并购整合，使公司营业收入较上年大幅度增长。但同时受粮食市场交易低迷、稻麦等主要农产品价格较去年明显下降等市场不利因素影响，公司全年利润较去年基本持平。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速（亿元）



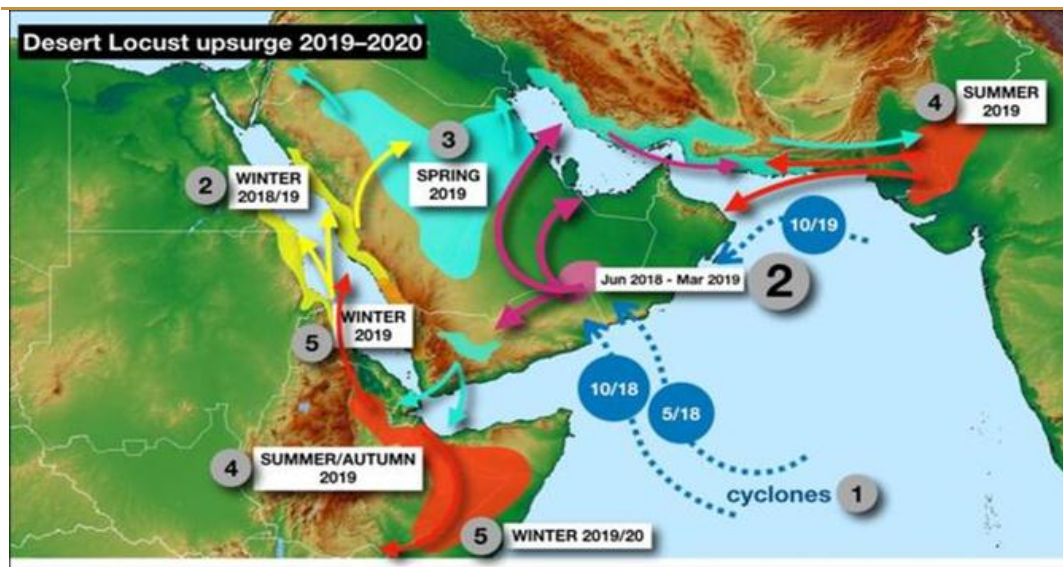
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：蝗灾催化，水稻景气度有望拐点提前

我国飞蝗有东亚飞蝗、亚洲飞蝗和西藏飞蝗 3 种，其中东亚飞蝗在我国分布范围最广，危害最严重，是造成我国蝗灾的最主要飞蝗种类，主要危害禾本科植物（玉米、水稻、小麦、高粱、甘蔗），是农业害虫。独居蝗虫性格温和、危害性不大，但聚集蝗虫攻击性强、食欲大增。聚集的原因一方面为气候干燥所致，另一方面为食物匮乏。世界上几种重要的蝗虫种类包括：非洲沙漠蝗（非洲沙漠地区）；非洲飞蝗（非洲）；东亚飞蝗（东南亚）；条纹飞蝗（东非）；褐色拟飞蝗（南非）等等。沙漠蝗被认为是世界上最具破坏性的迁徙性害虫。在外界环境刺激下，此类蝗虫形成的蝗群密度大，流动性强。此外，每天要消耗相当于自身体重的食物，它们的目标食物是粮食作物及植被。

此次蝗灾从去年 12 月起，蝗虫在东非地区就开始不断蔓延。当前蝗虫影响区域主要集中在环阿拉伯海沿线，除毛里塔尼亚和摩洛哥等地区有蝗虫情况报道外，西非整体影响较小，虫灾影响主要分布在东非和中西亚地区。从蝗虫的飞行路径来看，印度-东南亚-巴基斯坦-新疆-我国南方（云南、贵州、广西）。

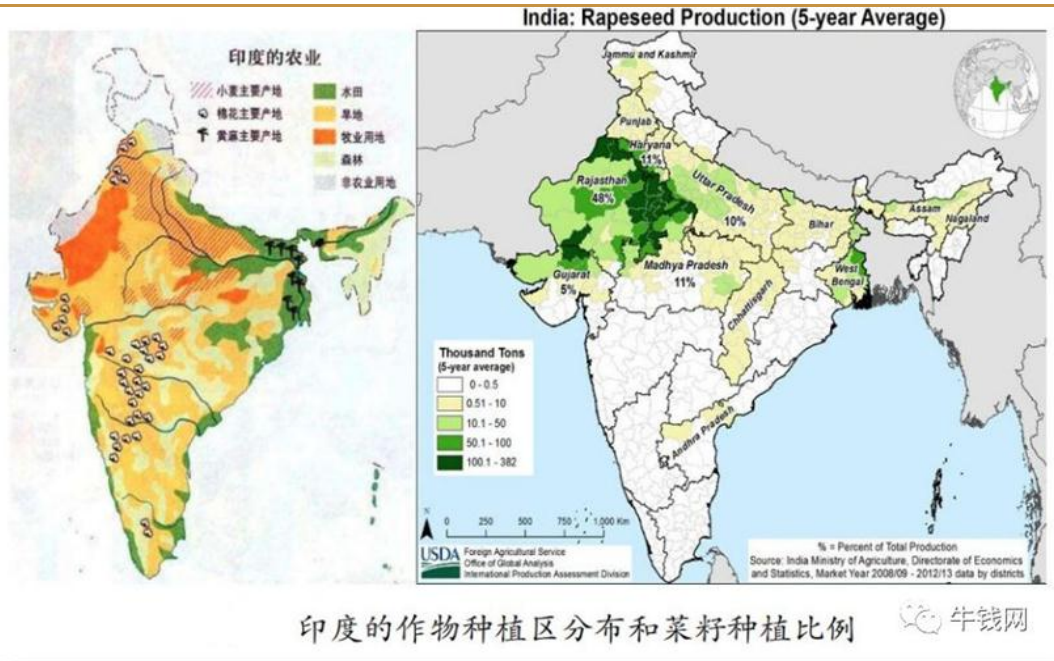
图 5：蝗灾迁徙路径



数据来源：联合国粮农组织，西南证券整理

蝗虫飞入中国所经过这些地区是水稻、白糖、棉花、橡胶的主产区。玉米、小麦、水稻等都是蝗虫喜爱等食物。农产品的大行情往往是由供给端驱动的，受灾主要地区印度等地，从进口角度看，棉花、糖和小麦、大麦、稻米、玉米和花生占比较高，这些品种都是受影响较大的品种。综上，我们判断沙漠蝗虫灾害可能导致印度等地水稻、棉花、糖和小麦等农产品造成很大等影响。

图 6: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例

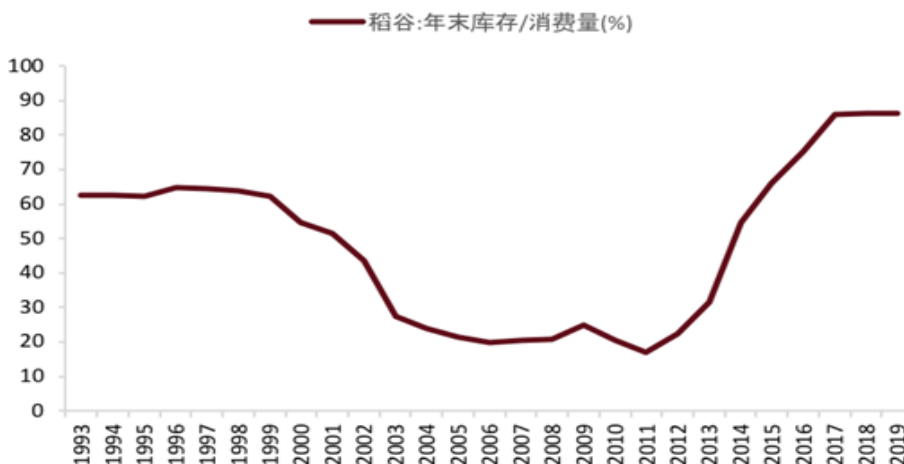


数据来源: 新浪财经, 西南证券整理

从目前来看, 此次蝗灾对国内农产品影响可能性较小。由于非洲蝗虫对低温耐受程度低, 而传入我国云南的途径中需要穿过低温山脉, 因此进入我国的可能性较低。但对已经受到蝗虫影响的印度、巴基斯坦等国家来看, 对全球农产品价格或将有催化。印度和巴基斯坦占全球水稻出口量 33% 和 9%。另外, 目前蝗虫处于繁殖阶段, 下一波预计在 5-6 月份开始迁徙, 或有可能产生进一步灾害影响。

2020 年 2 月 28 日, 国家有关部门发布通知 2020 年稻谷收购政策, 早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 121 元、127 元、130 元。除粳稻保持价格平稳外, 其实籼稻均比去年价格上涨 0.01 元/斤, 为 2014 年以来首次上涨。

图 7: 水稻库存比



数据来源: wind, 西南证券整理

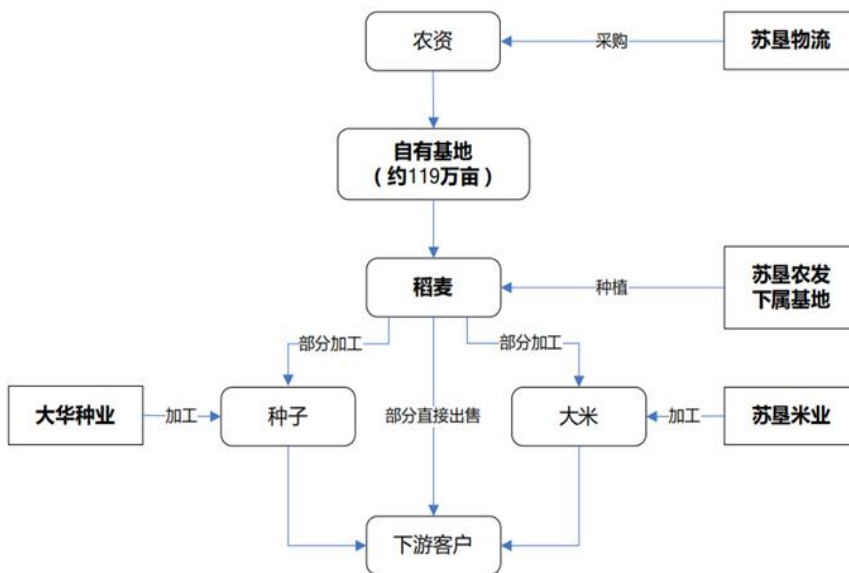
综上所述，我们认为国内水稻已到了拐点向上位置。受蝗灾影响，国际农产品价格上涨以及国内水稻最低收购价的近年来首次上涨将成为国内水稻价格上涨的强有力支撑。农产品价格的提升将有效带动土地价值的抬升。

3 公司分析：土地板块龙头企业，资源丰富

公司系江苏省农垦集团下属上市公司，也是江苏规模最大的农业上市公司。江苏省农垦集团有限公司总部位于长三角地区中心城市南京，公司现有 18 个农场，分布在苏北 13 个县（市、区），下属农场具备独特的农业生产条件，生产基地主要集中在江苏省内、跨越江苏省南北区域、以沿海区域为主。地处亚热带和暖温带的过渡区，区域内四季分明、雨量较充沛、日照较充足、无霜期较长。垦区拥有土地 12.8 万公顷，其中耕地 7.4 万公顷，水面面积 1.3 万公顷。

全产业链一体化优势，盈利能力持续提升。苏垦农发实现了资源、资产、资金和人员的统一管控；突出种业、米业两大核心产业，产业发展实现整体布局，下属龙头子公司进行专业化分工经营，构建“龙头企业+基地+市场”的全产业链农业产业化经营模式，实行“五统一管理”，即统一作物和品种布局、统一种子和农资供应、统一农业生产措施、统一农机作业标准以及统一农产品销售。苏垦农发 19 家分公司主要进行农作物种植，统一经营模式为主，发包经营模式为辅；全资子公司大华种业主要进行稻麦种的繁育、加工和销售；全资子公司苏垦米业主要进行粮食作物收储、加工和销售；全资子公司苏垦物流主要进行农资供应和贸易业务。随着公司全产业链一体化经营优势的逐步体现，截止 2018 年末，公司盈利能力已呈现持续提升趋势。

图 8：苏垦农发全产业链一体化结构图

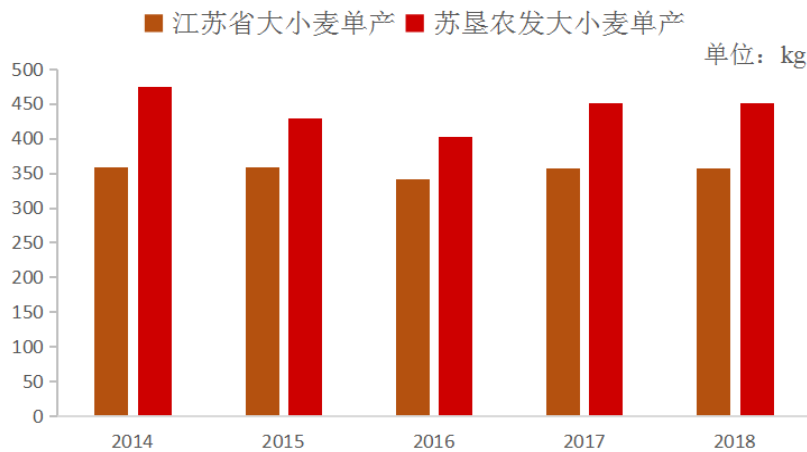


数据来源：招股说明书，西南证券整理

优质耕地资源优势。2011年12月公司与农垦集团签订《土地承包协议》，约定未来40年公司每年向农垦集团缴付土地承包费（单价五年一调）即可自主种植经营近100万亩优质生产基地。同时，报告期内，随着国家农村土地承包经营权流转政策的逐步落实，公司也积极流转原农户家庭承包经营耕地，公司耕地资源持续增加。截至2016年秋播，流转土地播种面积已达约22万亩。

公司因此形成了得天独厚的优质耕地资源优势：一是土地规模连片，农作物品种和布局统一，土地集约化经营程度高，为苏垦农发种业、米业的发展和农资供应提供了坚实的基地支撑；二是农业基础设施及配套设施齐全，农技推广体系健全，技术能力较强，农业产出率较高，报告期内大宗农作物大麦、小麦亩产量均高于江苏省平均亩产量（如下图）；三是农业标准化水平高，基地生产实行投入品的统一供应和规范化使用，构筑了农产品的质量安全保障屏障；四是农业机械化程度高，稻麦生产从播种到收获基本实现机械化，生产成本低、生产效率高，至2019年6月末，垦区农机总动力达65万千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到98%。

图9：苏垦农发大小麦单产量与江苏省对比

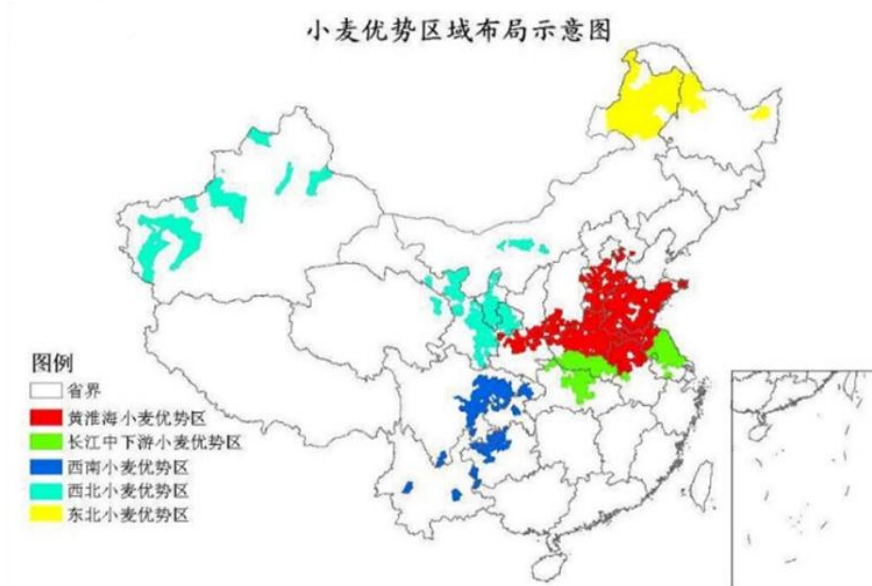


数据来源：wind, 西南证券整理

此外，公司耕地亦拥有天然的种植环境优势。公司耕地分布在江苏省连云港、淮安、盐城、南通、宿迁、徐州、泰州等市县，由19家种植分公司管理，各分公司均地处江、海、湖畔，土地肥沃，供水充足。根据耕层土壤养分国家分级标准，耕地平均有机质含量属于良好水平，平均速效钾含量属于优良水平，平均速效磷含量属于良好水平，同时各片区耕地均处于亚热带和暖温带的过渡地区，季风气候明显，具有四季分明、气候较好、雨量较充沛、日照较充足、无霜期较长的气候特征。且长江中下游主要包括江苏、安徽两省淮河以南等地区属于我国优质弱筋小麦生产的重点区域之一，公司耕地区域呈天然优势。

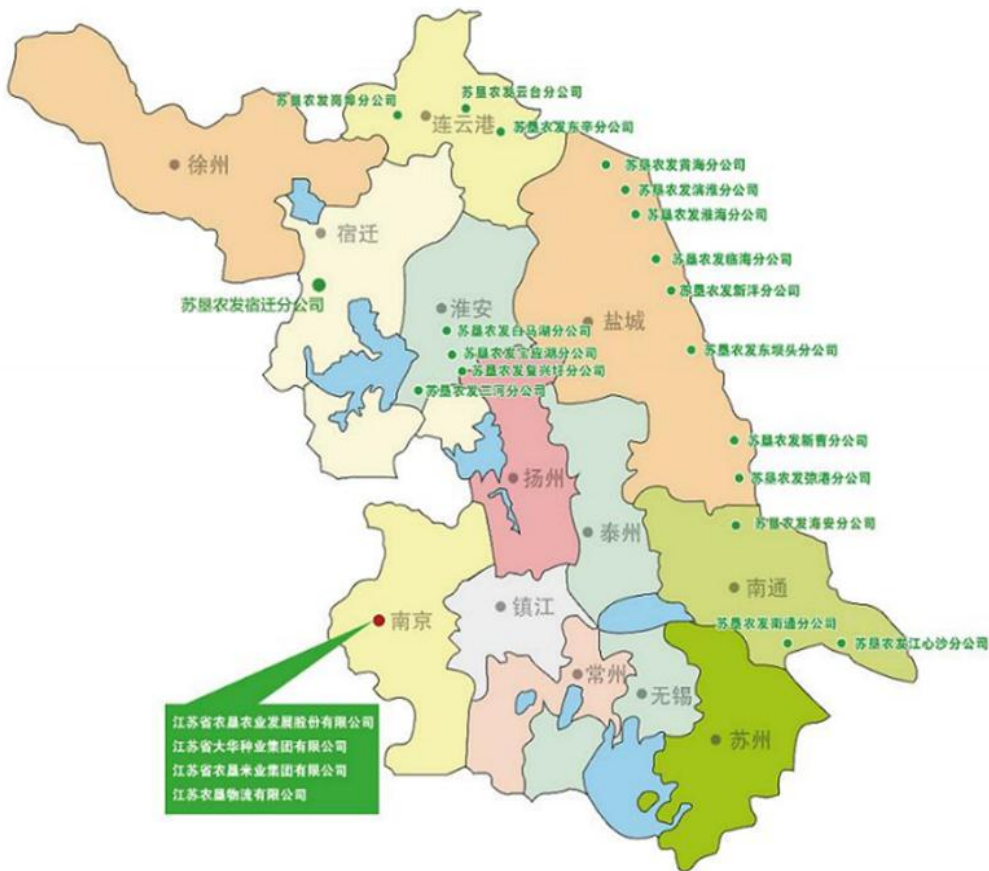
品质管理与食品安全优势。苏垦农发积极建设标准化体系化产品生产体系，高度重视产品质量控制和食品安全。一方面，大华种业实施的“六统一”管理原则和“种子全程不落地工程”，以及亦制定的一系列内部质量控制制度，有效保证了其生产种子的品质；另一方面，苏垦米业依托苏垦农发百万亩种植基地的集团化经营，保障了原粮数量和品质，并且建立了ISO质量管理体系、环境管理体系、食品安全管理体系及农产品质量追溯体系，可以实现从消费者至稻谷原粮种植田间全过程的信息追溯，截止报告期末苏垦米业大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积为72.6万亩。且旗下23个品牌产品取得了绿色食品认证，按照绿色食品生产要求组织生产。

图 10: 全国小麦优势区域布局示意图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 11: 公司耕地及分公司分布图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

品牌认可度高，优势显著。公司经过多年的市场积累，在品牌建设上取得显著成效，主要产品小麦、水稻、大米、良种在江苏地区乃至华东地区已具有较高知名度。报告期内，苏垦农发子公司大华种业及苏垦米业均连续被国家农业部、发改委以及财政部等八部委认定为“农业产业化国家重点龙头企业”。苏垦农发大米产品中“苏垦”牌大米被评为“中国名牌农产品”、“中国名牌”产品、“江苏重点名牌产品”，“渠星”牌大米、“苏垦宝金玉”大米被评为“江苏名牌产品”，“苏垦 SUKEN 及图”商标获评中国驰名商标。此外，大华牌水稻种子、小麦种子、大麦种子均被评为江苏名牌产品，上述产品均在 2013 年继续评为江苏名牌产品，而“大华”商标 2012 年被认定为“中国驰名商标”。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司主营业务为水稻、大小麦的种植业业务，随着未来签约流转土地面积不断上升，且农产品涨价或带动土地面积租金提升，因此我们预计公司种植业业务在 2020-2021 年的销量增速为 10%、15%。

假设 2：由于农产品价格上升拉动农民种植热情，因此我们预计公司种子业务在 2020-2021 年的销量增速为 10%、10%，毛利率为 13%、14%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
种植业	收入	2994.10	2413.24	2654.57	3052.75
	增速	-2.71%	-19.40%	10.00%	15.00%
	毛利率	15.19%	17.00%	18.00%	19.00%
米业	收入	1126.15	1168.94	1285.84	1414.42
	增速	-1.77%	3.80%	10.00%	10.00%
	毛利率	7.62%	7.00%	7.50%	8.00%
种子	收入	1123.04	1235.34	1358.88	1494.77
	增速	-4.94%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.21%	12.00%	13.00%	14.00%
农资	收入	1021.88	1686.10	2360.54	3068.71
	增速	44.39%	65.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	3.64%	4.00%	4.00%	4.00%
其他业务	收入	1775.72	2042.08	2246.29	2470.91
	增速	23.20%	15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	5.57%	7.00%	7.00%	7.00%
内部抵消	收入	-3157.3	-2589	-2847.9	-3132.7
合计	收入	4883.61	7,984.74	9,187.65	10,604.78
	增速	-2.25%	63.50%	15.07%	15.42%
	毛利率	19.98%	13.26%	13.30%	13.48%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2: 可比公司相对估值表

股票代码	标的名称	当前股价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600598	北大荒	15.8	0.48	0.66	0.75	33	24	21

数据来源: wind, 西南证券整理

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.43 元、0.51 元、0.59 元, 对应 PE 分别为 24 倍、20 倍和 17 倍。同行业 2020 年平均 PE 为 24 倍, 考虑目前全球农产品价格上涨明显, 给予公司 2020 年 30 倍 PE, 目标价 15.3 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5 风险提示

农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4883.60	7984.73	9187.64	10604.77	净利润	613.61	588.62	698.67	817.77
营业成本	4039.00	6926.30	7965.69	9174.88	折旧与摊销	185.35	257.36	257.36	257.36
营业税金及附加	6.15	9.81	11.38	13.10	财务费用	-1.03	-21.25	-24.19	-30.29
销售费用	166.88	191.63	220.50	254.51	资产减值损失	3.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	325.17	387.26	413.44	477.21	经营营运资本变动	1397.79	-2491.29	-268.02	-924.27
财务费用	-1.03	-21.25	-24.19	-30.29	其他	-1847.55	-115.31	-120.29	-129.24
资产减值损失	3.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	351.63	-1781.86	543.53	-8.66
投资收益	101.56	115.20	120.40	129.20	资本支出	-7.64	0.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	82.65	638.53	-67.38	178.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	75.01	638.53	-77.38	168.46
营业利润	651.01	606.18	721.22	844.55	短期借款	26.70	1105.58	-53.02	328.39
其他非经营损益	-0.71	-0.42	-0.52	-0.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	650.30	605.75	720.70	844.06	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	36.69	17.13	22.03	26.29	支付股利	-212.00	-387.48	-377.18	-447.62
净利润	613.61	588.62	698.67	817.77	其他	-12.24	21.25	24.19	30.29
少数股东损益	8.17	-0.72	-0.73	-0.70	筹资活动现金流净额	-197.54	739.34	-406.00	-88.94
归属母公司股东净利润	605.44	589.34	699.40	818.48	现金流量净额	229.10	-403.98	60.15	70.86
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	803.22	399.24	459.38	530.24	成长能力				
应收和预付款项	489.81	850.17	973.99	1119.55	销售收入增长率	13.16%	63.50%	15.07%	15.42%
存货	2031.08	3508.79	4025.91	4640.92	营业利润增长率	12.80%	-6.89%	18.98%	17.10%
其他流动资产	2136.95	3067.37	3115.91	3511.00	净利润增长率	9.22%	-4.07%	18.70%	17.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.37%	0.83%	13.31%	12.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1357.29	1116.57	885.84	655.12	毛利率	17.29%	13.26%	13.30%	13.48%
无形资产和开发支出	137.98	122.67	107.35	92.04	三费率	10.05%	6.98%	6.64%	6.61%
其他非流动资产	29.08	37.76	46.43	55.11	净利率	12.56%	7.37%	7.60%	7.71%
资产总计	6985.42	9102.55	9614.83	10603.98	ROE	10.79%	10.00%	11.26%	12.43%
短期借款	122.59	1228.16	1175.14	1503.53	ROA	8.78%	6.47%	7.27%	7.71%
应付和预收款项	711.78	1222.36	1396.59	1614.57	ROIC	14.21%	11.77%	11.14%	12.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.10%	10.55%	10.39%	10.11%
其他负债	466.56	766.40	835.97	908.60	营运能力				
负债合计	1300.93	3216.92	3407.70	4026.70	总资产周转率	0.72	0.99	0.98	1.05
股本	1378.00	1378.00	1378.00	1378.00	固定资产周转率	3.68	6.64	9.55	14.71
资本公积	1996.12	1996.12	1996.12	1996.12	应收账款周转率	31.31	37.52	32.05	32.14
留存收益	2219.98	2421.84	2744.06	3114.92	存货周转率	2.12	2.50	2.11	2.12
归属母公司股东权益	5594.10	5795.96	6118.18	6489.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.19%	—	—	—
少数股东权益	90.39	89.67	88.94	88.24	资本结构				
股东权益合计	5684.49	5885.63	6207.12	6577.28	资产负债率	18.62%	35.34%	35.44%	37.97%
负债和股东权益合计	6985.42	9102.55	9614.83	10603.98	带息债务/总负债	9.42%	38.18%	34.48%	37.34%
					流动比率	5.06	2.61	2.69	2.58
					速动比率	3.18	1.44	1.43	1.36
					股利支付率	35.02%	65.75%	53.93%	54.69%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.43	0.51	0.59
					每股净资产	4.13	4.27	4.50	4.77
					每股经营现金	0.26	-1.29	0.39	-0.01
					每股股利	0.15	0.28	0.27	0.32
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	835.32	842.29	954.38	1071.61					
PE	23.24	23.87	20.12	17.19					
PB	2.48	2.39	2.27	2.14					
PS	2.88	1.76	1.53	1.33					
EV/EBITDA	14.09	16.39	14.15	12.89					
股息率	1.51%	2.75%	2.68%	3.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn