

2021年08月09日

证券研究报告·2021年半年报点评

仙鹤股份 (603733) 轻工制造

持有 (首次)

当前价: 38.32元

目标价: 43.25元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 产能释放, 量价齐升

### 投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 公司实现营收 28.9 亿元, 同比增长 42%; 归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 115.6%; 扣非净利润 5.9 亿元, 同比增长 144.4%。单季度来看, 2021Q2 公司实现营收 13.6 亿元, 同比增长 20.5%; 归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 85.1%; 扣非后归母净利润 3.1 亿, 同比增长 111%。
- **产能逐步释放, 助推产品结构优化。** 上半年公司完成机制纸产量 38.8 万吨, 同比增长 39.6%; 销售量 33.6 万吨, 同比增长 38.5%。公司抓住疫情后医用包材市场扩容的机遇, 加大对食品与医疗包装材料系列产品的产能投入, 21 年 H1 公司食品医疗消费类产品实现销售 4.9 亿元 (+34.7%); 其他产品如电解电容器纸/标签离型系列材料/转印系列材料收入增长也表现亮眼, 分别同比增加 86.8%/107.2%/68.8%, 高毛利的食品医疗包装用纸及电解电容器用纸等产品占比快速提升。伴随公司可转债年产 22 万吨项目中的所有生产线哲丰 PM5、PM6、PM7 和 PM8 全部投产, 高毛利纸基功能类材料产能爬坡顺利; 河南基地 PM7 和 PM8 项目也分别于 2021 年 1 月和 3 月顺利投产, 产能充分释放, 产品结构优化, 规模效益凸显。
- **下游需求景气延续, 盈利能力环比改善。** 21 年上半年浆价上行带动纸价上涨, 叠加公司新产能投放带来高毛利产品产销量占比提升, 2021 年 H1 毛利率提升 1.1pp 达到 25%, 其中 Q2 毛利率达到 27.8%。2021H1 公司费用率为 5.6%, 销售/管理/财务费用率分别为 0.3%/1.9%/0.5%, 同比-2.8pp/-0.3pp/-2.1pp。销售费用率大幅下降主要系执行新收入准则, 运费计入营业成本所致; 财务费用率大幅下降主要系去年上半年计提可转债利息基数较高; 研发费用率 2.8%, 研发费用同比增长 33.7%, 保持较高投入。21H1 净利率 21.1% (+7.2pp), 其中 Q2 净利率环比增长 5.9pp 达到 24.2%, 盈利能力明显改善。总体来说, 公司严控费用端支出, 扩产有序推进, 业绩有望继续稳步上升。
- **产品多元布局, 消费属性增强, 细分纸种市占率高。** 公司生产的纸基功能材料产品种类繁多, 主要划分为六大系列 60 多个品种, 细分纸种龙头市场地位逐渐凸显。其中公司在国内烟草行业用纸市场占有率近 45%, 热敏纸市场的占有率近 25%, 热转印市场占有率超过 30%, 低定量出版印刷材料市场占有率达到 90%, 公司合营企业夏王纸业的装饰原纸市场占有率超 20%, 公司还是国内为数不多的同时具备食品与医疗包装材料产品的上市公司, 具有较大的发展空间和潜力。近年伴随环保政策趋严, 叠加本轮浆价上涨, 小厂出清, 行业有望进一步向头部集中, 公司龙头地位得到夯实。
- **产业链议价优势较强, 龙头优势逐渐凸显。** 产品多元化以及产能的灵活转换能力使公司能深入挖掘细分市场, 对单一客户依赖程度低。2015-2020 年公司前五大客户销售额占比整体呈下降趋势, 20 年 TOP5 占比达到 11%, 销售额达到 5.4 亿元, 测算前五大客户销售额平均 1 亿元左右, 订单规模较小, 对单一客户依赖程度低。此外, 公司对下游议价能力较强, 在浆价上行周期提价顺利。2021H1 在浆价快速上行背景下公司净利率达到 21.1%的高点, 盈利能力随纸浆

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

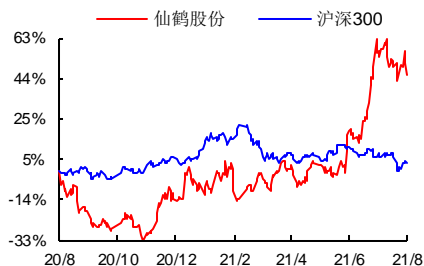
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zht@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)	7.06
流通 A 股(亿股)	7.06
52 周内股价区间(元)	17.79-43.0
总市值(亿元)	270.53
总资产(亿元)	83.24
每股净资产(元)	8.14

### 相关研究

价格的周期性波动减弱。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2023 年 EPS 分别为 1.73 元、2.02 元和 2.38 元，对应 PE 分别为 22 倍、19 倍和 16 倍。考虑到公司产品矩阵丰富，产业链议价能力提升，行业格局持续优化，给予 21 年 25 倍估值，对应目标价 43.25 元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**纸浆价格大幅波动的风险；需求增长不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4843.10	6913.36	8578.89	10011.74
增长率	6.04%	42.75%	24.09%	16.70%
归属母公司净利润（百万元）	717.16	1221.61	1429.18	1677.45
增长率	63.02%	70.34%	16.99%	17.37%
每股收益 EPS（元）	1.02	1.73	2.02	2.38
净资产收益率 ROE	13.37%	19.70%	20.57%	21.42%
PE	38	22	19	16
PB	5.05	4.38	3.90	3.46

数据来源：Wind，西南证券



## 1 纸基功能材料龙头，产能稳步扩张

**纸基功能材料龙头，全产业链布局完善。**公司成立于 1997 年，是国内大型高性能纸基功能材料研发和生产龙头企业，多项产品市占率名列行业前茅，公司生产的纸基功能材料产品种类繁多，主要划分为六大系列 60 多个品种，是我国产品种类最多，布局最广的特种纸生产企业之一。包括：1) 食品与医疗包装材料系列；2) 烟草行业配套系列；3) 家居装饰材料系列（合营公司夏王纸业产品）；4) 商务交流及出版印刷材料系列；5) 电气及工业用纸系列；6) 日用消费系列等。同时，公司也以纸基功能材料研发制造为核心，积极推动相关能源制造、化工材料、工业水处理及固废处理、分布式光伏发电、物流及 C 端产品等新材料、新能源以及上下游一体化等多元化产业的发展。

图 1：仙鹤股份产品矩阵



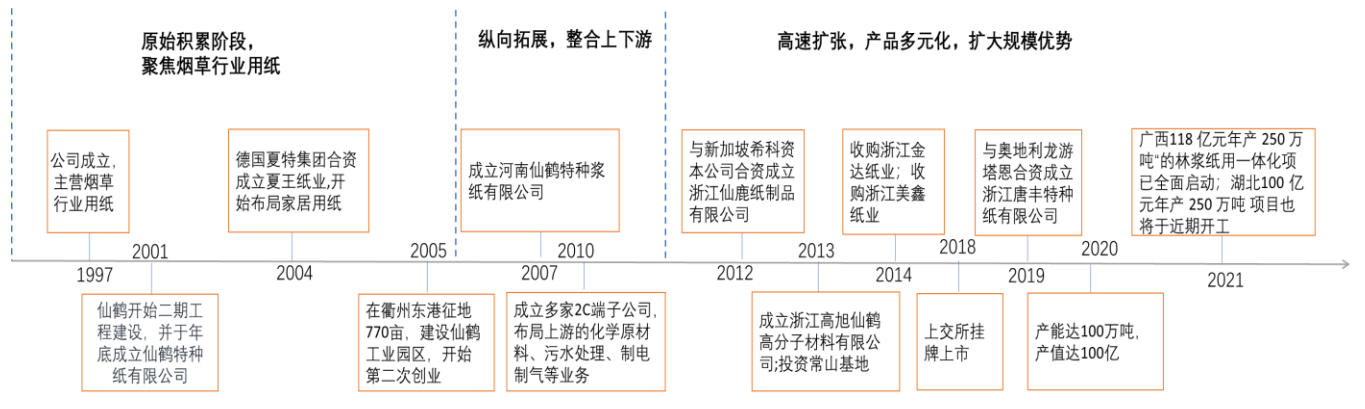
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要发展历程可分为三个阶段：

**第一阶段（1997-2005）原始积累阶段，主营烟包及家居装饰用纸：**1997 年 6 月公司成立，主营烟草行业用纸；2001 年 12 月王氏家族成立仙鹤特种纸有限公司（公司前身）；2004 年公司首次延伸产品矩阵，与德国夏特集团合资成立浙江夏王纸业有限公司，主要从事装饰原纸的经营，双方各持有 50% 股权；2005 年在衢州东港征地 770 亩，建设仙鹤工业园区，开始第二次创业。

**第二阶段（2006-2011）稳步发展阶段，上下游整合顺利：**2007 年成立河南仙鹤特种浆纸有限公司，现已形成 5 万吨浆 10 万吨纸的生产规模；2010 年公司成立多家子公司，涵盖化学原材料、污水处理及制电制气等上游产业，公司向上游拓展稳步推进。

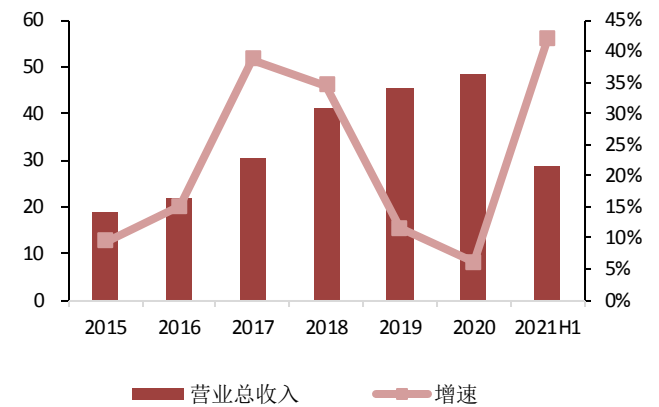
**第三阶段（2012 至今）：高速发展阶段，产品多元化拓展，产能持续扩张：**通过设立合资公司、收购等方式不断拓宽产品矩阵；2018 年在上交所主板成功挂牌上市；公司产能规模不断扩张，2020 年年产能达 100 万吨，2021 年广西 118 亿元年产 250 万吨“的林浆纸用一体化项已全面启动，湖北 100 亿元年产 250 万吨项目也将于近期开工。

**图 2：仙鹤股份发展历程**


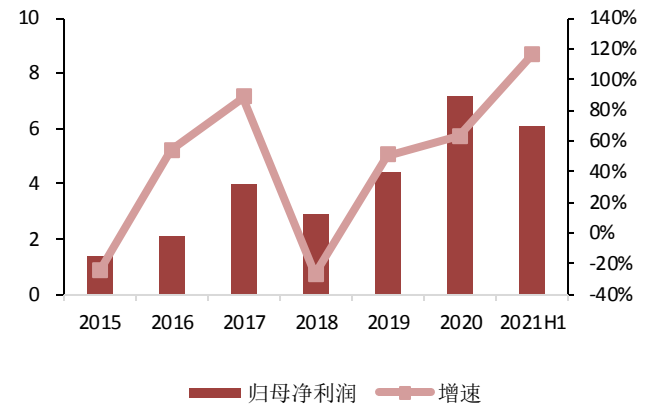
数据来源：公司公告，西南证券整理

**规模效应显著，多项产品具备龙头地位。**公司烟草行业用纸市场占有率近 45%，公司在国内热敏纸市场的占有率近 25%，热转印市场占有率超过 30%，低定量出版印刷材料市场占有率达到 90%，公司合营企业夏王纸业的装饰原纸市场占有率超 20%，公司还是国内为数不多的同时具备食品与医疗包装材料产品的上市公司，具有较大的发展空间和潜力。规模效应奠定了公司的龙头市场地位。

**公司业绩状况：**收入端来看，2015-2020 年公司营业收入从 19.1 亿元增长到 2020 年的 48.4 亿元，复合年均增长率达到 20.5%，2021 年 H1 公司营收为 28.9 亿元，同比增长 42%。公司盈利水平稳步上升，归母净利润从 2015 年的 1.4 亿元增长到 2020 年的 7.2 亿元，复合年均增长率达 39%。2021H1 实现归母净利润 6.1 亿元，同比增长 115.6%。

**图 3：2015-2021H1 公司营收（亿元）及增速**


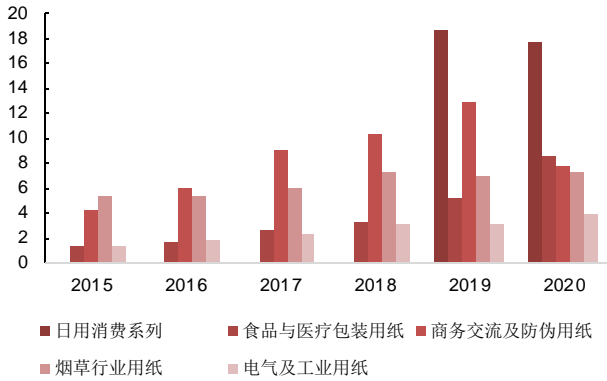
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：2015-2021H1 公司归母净利润（亿元）及增速**


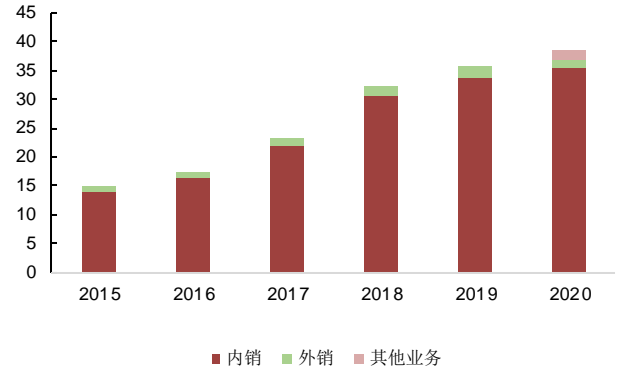
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司产品聚焦于消费领域，赛道成长性显著。**分产品来看，20 年食品与医疗用纸、电气及工业用纸收入占比提高。15-19 年，公司食品与包装用纸/商务交流及防伪用纸/电气及工业用纸/烟草行业用纸年均复合增速分别为 38.4%/32.6%/21.7%/6.8%。2020 年，公司对产品进行了重新划分，将产品重新划分为 7 大系列。从几种主营产品销售收入来看，与 2019 年相比，2020 年公司食品与医疗用纸收入（8.5 亿元）、电气及工业用纸收入（3.9 亿元）快速上升，同比增长 39%/23.4%。食品与医疗用纸收入增加的原因系限塑令带来的增量需求；电气及工业用纸收入增加原因系 5G 应用的迅猛发展，公司作为国内重要的电子元件材料生

产配套企业，产品被更广泛地应用于 5G 配套设施中；商务交流及防伪用纸收入 7.8 亿元，同比减少 39.5%；烟草行业用纸收入（7.3 亿元）和日用消费用纸收入（17.6 亿元）增速变化幅度不大，同比 3.1%/-5.1%。

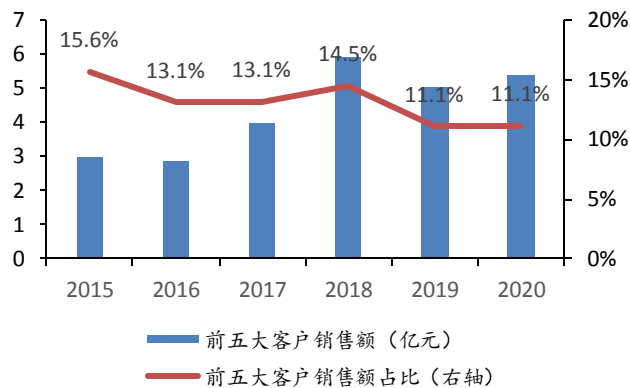
**图 5：15-20 年公司主要纸种收入（亿元）**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 6：15-20 年公司内外销收入（亿元）**


数据来源：公司年报，西南证券整理

**产品多元，单一客户依赖程度低，产业链议价力较强。**由于特种纸具有用途针对性较强，单个纸种市场容量偏小的问题，公司产品矩阵丰富，能及时根据市场情况调整产品结构，可以帮助公司在市场上寻找更多发展机遇并分散单个纸种市场变动带来的风险。2015-2020 年公司前五大客户销售额占比整体呈下降趋势，20 年占比达到 11%，销售额达到 5.4 亿元，测算前五大客户销售额平均 1 亿元左右，订单规模较小，对单一客户依赖程度低。此外，公司在热敏纸、热转印、烟草用纸等各细分纸种市占率高，龙头地位凸显，在浆价上行周期提价顺利。2018 年浆价高位时公司产品吨均价也快速提升，对浆价上涨反应灵敏；而 19 年浆价回落后吨均价不减反增，表现出一定的价格粘性，部分利润留存在上市公司体内，利润空间打开。

**图 7：公司前 5 大客户销售额及占比**


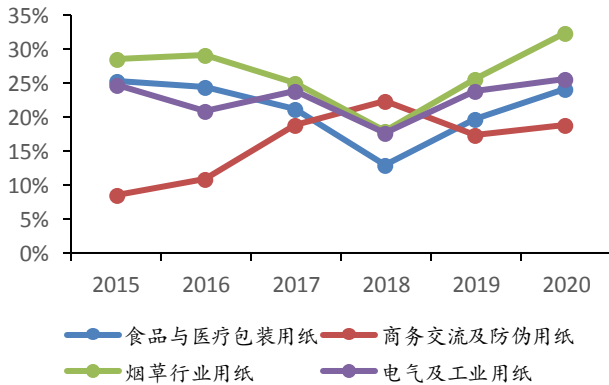
数据来源：公司年报，西南证券整理

**表 1：2015-2020 年公司吨均价和吨盈利（元/吨）**

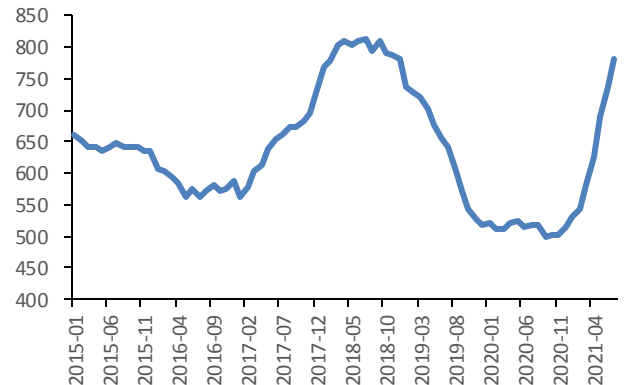
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
吨均价	7749.0	7643.6	8439.0	8878.8	8943.5	8023.1
吨毛利	1546.6	1472.3	1620.2	1529.6	1672.4	1643.4
吨净利	560.2	737.9	1105.1	632.7	861.6	1187.8

数据来源：公司年报，西南证券整理

**毛利率稳步上行，盈利能力周期性波动减弱。**18 年浆价大幅上涨过后，2018-2020 公司毛利率稳步提升。公司产品原材料中外购纸浆占原材料比例在 40% 以上，毛利率受纸浆价格影响较大。但随着公司产业链议价力的提升、产能的有序扩张及产品结构优化，公司规模优势逐渐凸显，吨毛利、吨净利中枢上行。2021H1 在浆价快速上行背景下公司净利率达到 21.1% 的高点，盈利能力随纸浆价格的周期性波动减弱。

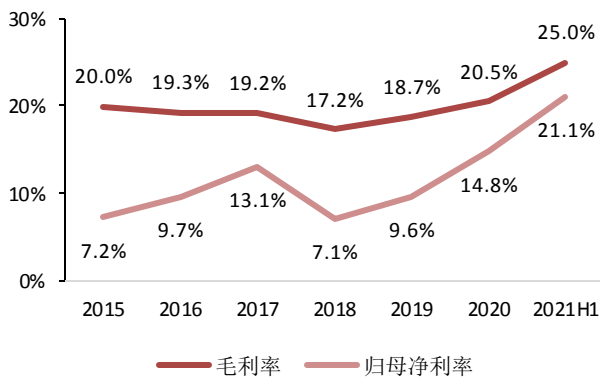
**图 8：15-20 年公司主要产品毛利率**


数据来源：公司年报，西南证券整理

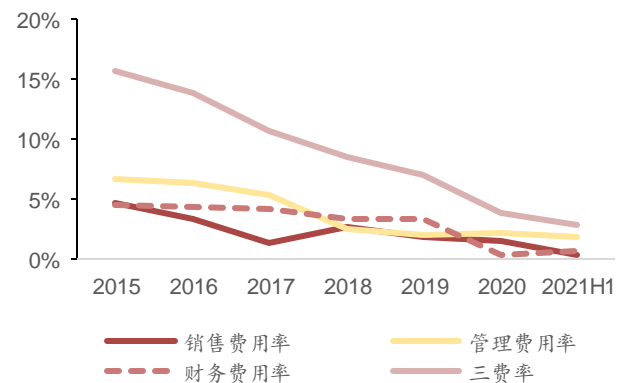
**图 9：15-20 年纸浆进口平均单价 (美元/吨)**


数据来源：Wind，西南证券整理

**推进数字化管理，持续加强费用管控。**公司三费率从 2015 年的 15.7% 下降到 2020 的 3.8%，其中销售/管理/财务费率分别下降 3.2pp/4.6pp/4.2pp。销售费用方面，公司销售费用中运输费占比 90% 以上，18 年开始公司逐步实现铁路专线运输，运输规模优势逐渐发挥。20 年起公司运输费用计入营业成本，20 年销售费用率为 0.3%。管理费用方面，公司重视数字化管理，整体已全面实现了 ERP 大数据应用的信息化管理，生产现场智能管控系统 MES 已初步成形进入试运行阶段，管理效率逐步提升；财务费用主要受到汇兑损益的影响，伴随公司外销收入占比下降，汇率波动对公司财务费用率影响下降。整体来看公司费用率低于同业，21H1 销售、管理、财务费率合计仅为 2.7%。公司严控费用端支出，扩产有序推进，业绩有望继续稳步上升。

**图 10：2015-2021H1 公司毛利率及归母净利率**


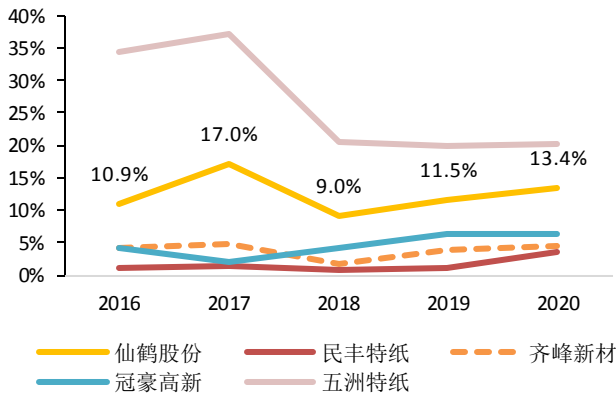
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：2015-2021H1 公司费用率变化**


数据来源：公司年报，西南证券整理

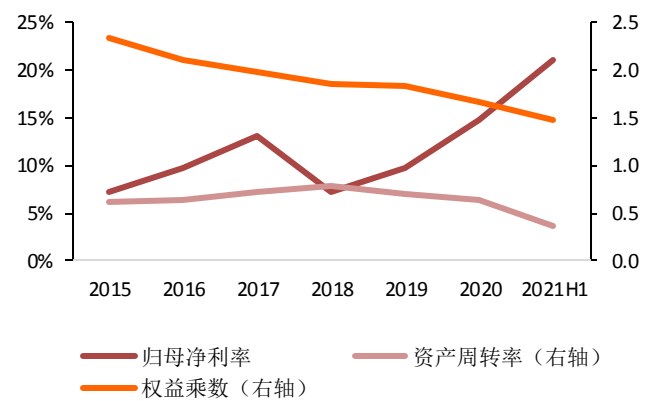
**盈利能力在同业中表现突出，ROE 稳步提升。**2016-2020 年，公司 ROE 整体高于 10%，在可比公司中位于平均之上。公司 2020 年摊薄 ROE 为 13.4% (+2.9pp)，公司 ROE 变化主要受净利率变化影响；权益乘数从 2015 年的 2.3 下降到了 2020 的 1.7，主要由于公司 2019 年底发行可转债后负债总额提升，资产负债结构处于合理水平；资产周转率有所下降，主要由于公司近几年新增广西、湖北等地产能，预计新增产能逐渐投产形成销售后资产周转率有望提升。

图 12: 仙鹤股份与可比公司摊薄 ROE 对比



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 13: 仙鹤股份摊薄 ROE 拆分



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 河南基地已于 21 年初投产, 预计产能较快爬坡, 21-23 年产能利用率分别达到 80%, 100%, 100%;

假设 2: 21 年开始浆价逐渐从低迷中上行, 21-23 年日用消费用纸毛利率分别为 26%/25%/25%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 2: 公司分业务收入与成本预测

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	4843.1	6913.4	8578.9	10011.7
yoy	6.0%	42.7%	24.1%	16.7%
营业成本	3851.6	5004.3	6315.0	7375.4
毛利率	20.5%	27.6%	26.4%	26.3%
<b>日用消费系列</b>				
收入	1764.3	2911.0	3784.3	4541.2
yoy	-5.1%	65.0%	30.0%	20.0%
成本	1483.4	2154.1	2838.2	3405.9
毛利率	15.9%	26.0%	25.0%	25.0%
<b>食品与医疗包装用纸</b>				
收入	850.3	1148.0	1377.6	1584.2
yoy	39.0%	35.0%	20.0%	15.0%
成本	645.4	803.6	991.8	1140.6
毛利率	24.1%	30.0%	28.0%	28.0%
<b>商务交流及出版印刷材料</b>				

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	779.6	935.5	1029.0	1080.5
yoy	9.9%	20.0%	10.0%	5.0%
成本	632.8	729.7	823.2	875.2
毛利率	18.8%	22.0%	20.0%	19.0%
<b>烟草行业用纸</b>				
收入	726.2	871.5	1045.8	1202.7
yoy	3.1%	20.0%	20.0%	15.0%
成本	491.1	540.3	669.3	781.7
毛利率	32.4%	38.0%	36.0%	35.0%
<b>电气及工业用纸</b>				
收入	384.8	692.6	969.6	1212.1
yoy	25.6%	80.0%	40.0%	25.0%
成本	286.3	450.2	649.7	812.1
毛利率	25.6%	35.0%	33.0%	33.0%
<b>其他</b>				
收入	337.9	354.8	372.6	391.2
yoy	102.2%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	312.5	326.4	342.8	359.9
毛利率	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面, 我们以国内特种纸生产商五洲特纸、冠豪高新为可比公司, 考虑到公司产品矩阵丰富, 产业链议价能力提升, 行业格局持续优化, 给予 21 年 25 倍估值, 对应目标价 43.25 元, 首次覆盖给予“持有”评级。

表 3: 可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
605007.SH	五洲特纸	16.62	1.88	2.79	3.85	8.85	5.95	4.32
600433.SH	冠豪高新	4.9	0.17	0.23	0.26	29.03	21.53	18.57
平均值						18.94	13.74	11.44

数据来源: Wind, 西南证券整理



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4843.10	6913.36	8578.89	10011.74	净利润	719.01	1223.28	1431.71	1680.20
营业成本	3851.58	5004.34	6315.02	7375.38	折旧与摊销	276.12	314.50	343.65	382.45
营业税金及附加	46.95	67.08	83.25	97.13	财务费用	67.88	40.82	43.08	54.90
销售费用	15.46	34.57	42.89	50.06	资产减值损失	-21.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	99.11	345.67	428.94	480.56	经营营运资本变动	-508.41	83.63	-377.15	-368.29
财务费用	67.88	40.82	43.08	54.90	其他	-231.54	3.11	9.29	9.77
资产减值损失	-21.13	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>301.93</b>	<b>1665.34</b>	<b>1450.58</b>	<b>1759.03</b>
投资收益	202.42	0.00	0.00	0.00	资本支出	-580.47	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-14.93	-7.47	-8.71	-9.33	其他	-24.23	-7.47	-8.71	-9.33
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>-604.70</b>	<b>-1007.47</b>	<b>-1008.71</b>	<b>-1009.33</b>
<b>营业利润</b>	<b>833.84</b>	<b>1413.41</b>	<b>1657.00</b>	<b>1944.37</b>	短期借款	-207.16	-52.41	447.54	243.77
其他非经营损益	0.85	3.31	2.43	2.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>834.69</b>	<b>1416.72</b>	<b>1659.43</b>	<b>1946.92</b>	股权融资	1273.02	0.00	0.00	0.00
所得税	115.68	193.44	227.71	266.72	支付股利	-244.80	-399.07	-679.78	-795.28
净利润	719.01	1223.28	1431.71	1680.20	其他	-1297.46	-35.76	-43.08	-54.90
少数股东损益	1.85	1.67	2.53	2.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-476.40</b>	<b>-487.24</b>	<b>-275.32</b>	<b>-606.41</b>
归属母公司股东净利润	717.16	1221.61	1429.18	1677.45	<b>现金流量净额</b>	<b>-781.19</b>	<b>170.63</b>	<b>166.55</b>	<b>143.29</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	520.71	691.34	857.89	1001.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1113.29	1499.48	1878.93	2201.27	销售收入增长率	6.04%	42.75%	24.09%	16.70%
存货	1337.21	1750.92	2215.77	2591.87	营业利润增长率	65.28%	69.51%	17.23%	17.34%
其他流动资产	999.86	320.24	358.83	392.03	净利润增长率	63.61%	70.13%	17.04%	17.36%
长期股权投资	663.73	663.73	663.73	663.73	EBITDA 增长率	42.39%	50.17%	15.55%	16.54%
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	2609.67	3350.72	4062.62	4735.71	毛利率	20.47%	27.61%	26.39%	26.33%
无形资产和开发支出	508.87	453.72	398.57	343.41	三费率	3.77%	6.09%	6.00%	5.85%
其他非流动资产	210.26	209.87	209.47	209.08	净利率	14.85%	17.69%	16.69%	16.78%
<b>资产总计</b>	<b>7963.60</b>	<b>8940.01</b>	<b>10645.80</b>	<b>12138.29</b>	ROE	13.37%	19.70%	20.57%	21.42%
短期借款	797.19	744.78	1192.32	1436.09	ROA	9.03%	13.68%	13.45%	13.84%
应付和预收款项	1389.52	1633.36	2134.62	2494.32	ROIC	16.72%	22.76%	22.49%	22.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.32%	25.58%	23.82%	23.79%
其他负债	397.91	353.61	358.67	362.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2584.62</b>	<b>2731.75</b>	<b>3685.62</b>	<b>4293.18</b>	总资产周转率	0.63	0.82	0.88	0.88
股本	705.97	705.97	705.97	705.97	固定资产周转率	2.34	2.89	3.30	3.43
资本公积	3064.39	3064.39	3064.39	3064.39	应收账款周转率	5.27	5.89	5.64	5.45
留存收益	1588.26	2410.80	3160.21	4042.38	存货周转率	3.21	3.18	3.14	3.03
归属母公司股东权益	5353.56	6181.17	6930.57	7812.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.28%	—	—	—
少数股东权益	25.42	27.09	29.62	32.36	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5378.98</b>	<b>6208.25</b>	<b>6960.19</b>	<b>7845.10</b>	资产负债率	32.46%	30.56%	34.62%	35.37%
负债和股东权益合计	7963.60	8940.01	10645.80	12138.29	带息债务/总负债	30.84%	27.26%	32.35%	33.45%
					流动比率	1.76	1.78	1.58	1.56
					速动比率	1.17	1.05	0.92	0.91
					股利支付率	34.13%	32.67%	47.56%	47.41%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1177.83	1768.73	2043.72	2381.72	每股收益	1.02	1.73	2.02	2.38
PE	37.72	22.15	18.93	16.13	每股净资产	7.58	8.76	9.82	11.07
PB	5.05	4.38	3.90	3.46	每股经营现金	0.43	2.36	2.05	2.49
PS	5.59	3.91	3.15	2.70	每股股利	0.35	0.57	0.96	1.13
EV/EBITDA	22.89	15.12	13.22	11.39					
股息率	0.90%	1.48%	2.51%	2.94%					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn