

利润率高基数回归，长期成长逻辑不变

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年度报告，上半年实现营收 72.5 亿元，同比增长 36.8%，实现归母净利润 24.1 亿元，同比增长 9.0%；二季度实现营收 35.1 亿元，同比增长 31.1%，环比下滑 6.3%，实现归母净利润 12.7 亿元，同比下滑 2.9%，环比增长 11.9%。
- **维生素价格高位回落，蛋氨酸、发酵项目释放业绩。**2020 年受疫情影响，国内外维生素供给受限，价格飙涨。上半年随着供给趋于宽松，除 VC、VE 外，维生素各品种价格均有回落，VA 均价 349.0 元/kg，同比下降 18.6%，VD3 均价 127.8 元/kg，同比下降 36.8%，生物素均价 67.4 元/kg，同比下降 74.1%。产品价格承压下，公司上半年毛利率同比下滑 11.5 个百分点至 48.2%，但仍处在历史上一个比较好的水平。同时，去年投产的一期 10 万吨蛋氨酸项目和黑龙江生物发酵项目（一期）也在期内贡献业绩，使得公司净利润维持上行。
- **公司项目储备丰富，长期成长路径清晰。**公司在营养品、香料香精与新材料板块多点布局。蛋氨酸二期 15 万吨产能建设中，随着规模效应的显现，生产成本有望下降；黑龙江生物发酵项目（二期）在扩大一期产品规模基础上，还将新增核黄素与钴胺素产品；山东 4 万吨香精香料环评完成；上虞工业园 PPS 三期 1.5 万吨纤维级 PPS、山东工业园 TMB 项目已经动工。未来随着在建项目的逐步投产，公司利润中枢有望向上。
- **高溢价回购彰显公司发展信心。**公司发布回购方案，拟以 3-6 亿元进行股份回购，回购价格不超过 41 元/股，比公司昨日收盘价高出 42.4%，以 41 元/股价格计算，可回购股份数量在 731.1-1463.4 万股，占公司总股本比例在 0.28%-0.57%，回购股份将在 36 个月内用于实施股权激励计划或员工持股计划。此前公司也曾成功实施过三期员工持股计划，此次股权激励或员工持股将有助于调动整体员工积极性，为公司未来发展和经营目标的实现注入新动力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.73 元、1.99 元、2.46 元，2021 年可比公司平均 PE 为 18 倍。考虑到公司是维生素行业龙头，储备项目丰富，成长路径清晰，我们给予公司 2021 年 22 倍估值，对应目标价为 38.06 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨、产品价格下跌、在建项目进度不及预期等风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10314.08	13456.40	15239.13	18524.63
增长率	35.34%	30.47%	13.25%	21.56%
归属母公司净利润(百万元)	3563.76	4448.76	5131.78	6332.95
增长率	64.33%	24.83%	15.35%	23.41%
每股收益 EPS(元)	1.38	1.73	1.99	2.46
净资产收益率 ROE	18.44%	19.26%	8.77%	19.40%
PE	21	16	14	12
PB	3.79	3.18	2.69	2.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
 执业证号: S1250519080004
 电话: 021-58351679
 邮箱: smg@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)	25.78
流通 A 股(亿股)	25.48
52 周内股价区间(元)	25.78-45.04
总市值(亿元)	733.55
总资产(亿元)	336.48
每股净资产(元)	7.85

相关研究

1. 新和成 (002001): 中报业绩符合预期，期待下半年项目投产 (2020-08-28)

目 录

1 多元化发展的维生素龙头，未来成长路径清晰	1
1.1 维生素起家，香料香精、新材料多点开花	1
1.2 营业收入增长强劲，利润率高基数回归	4
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司主要股东和主要子公司	1
图 2: 公司发展历程	2
图 3: 公司 2015-2021H1 营业总收入	4
图 4: 公司 2015-2021 H1 归母净利润	4
图 5: 公司 2015-2021H1 分产品营收结构	4
图 6: 公司 2015-2021 H1 分产品毛利结构	4
图 7: 公司 2015-2021H1 分产品毛率	5
图 8: 公司 2015-2021 H1 毛利率与净利率	5
图 9: 公司 2015-2021H1 期间费用率	5
图 10: 公司 2015-2021 H1 固定资产与在建工程	5
图 11: 公司 2015-2021H1 应收账款与周转天数	6
图 12: 公司 2015-2020 经营性净现金流与净现比	6

表 目 录

表 1: 公司产能情况	2
表 2: 公司在建/拟建项目	3
表 3: 分业务收入及毛利率	6
表 4: 可比公司估值 (2021 年 8 月 20 日)	7
附表: 财务预测与估值	8

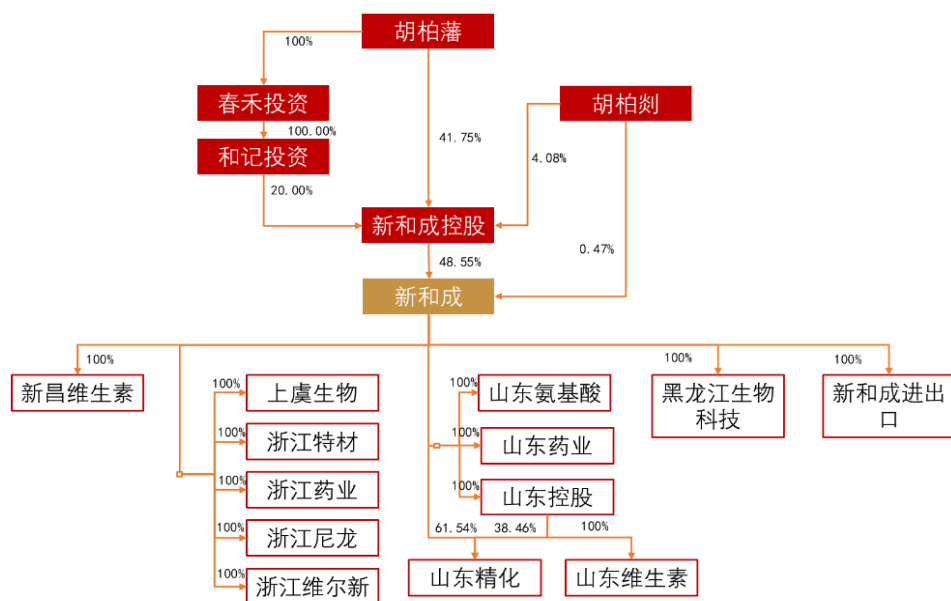
1 多元化发展的维生素龙头，未来成长路径清晰

1.1 维生素起家，香料香精、新材料多点开花

浙江新和成股份有限公司是国内精细化工龙头企业，获评 2020 年中国精细化工百强第二名，主要从事营养品、香精香料、高分子新材料的生产和销售。公司坚持“化工+”“生物+”的发展战略，打造全产业链发展模式，产品涵盖维生素 A、维生素 E、蛋氨酸、柠檬醛、芳樟醇、PPS 等产品，现已成为世界四大维生素生产企业之一、全国大型的香精香料生产企业和知名的特种工程塑料生产企业。

公司股权结构较为集中，控股股东是新和成控股集团有限公司，截止 2021H1，持有公司 48.55% 的股份，公司实际控制人是创始人胡柏藩，直接持有新和成控股 41.75% 股份，通过和记投资间接持有新和成控股 20% 股份。胡柏藩之弟胡柏剡作为一致行动人，在公司及新和成控股中也持有一定比例股份。公司名下有多家子公司，分别负责四大生产基地的生产与贸易业务等。2021H1 对公司净利润影响在 10% 以上的子公司有上虞生物、山东药业、山东氨基酸、山东维生素。

图 1：公司主要股东和主要子公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司前身是 1988 年成立的新昌有机化工厂，是由化学教师胡柏藩创立的校办企业，最初业务是废酒精回收。1991-1996 年，公司先后攻克了维生素 E 关键原料和中间体的生产工艺，实现了维生素 E 的一体化生产。1999 年，公司正式成立，同年实现了维生素 A 的规模化生产。2004 年，公司作为中小板第一股成功在深交所上市，从此驶入了发展的快车道。之后公司相继进行了上虞和潍坊生产基地的建设，成功研制了虾青素、柠檬醛、PPS 等一系列产品。公司 2017 年以定增募资 49 亿启动 25 万吨蛋氨酸项目的建设。2018 年，公司推动“生物+”战略，在黑龙江启动生物发酵项目建设，两大项目一期均在 2020 年 10 月成功投产。

图 2：公司发展历程

- 1998 新昌有机化工厂成立
- 1991 三甲基氢醌试产，打破VE原料垄断
- 1996 异植物醇投产，实现VE一体化试产
- 1997 VA研制成功，产品成功进入国际试产
- 1999 公司设立，VA实现规模化生产
- 2002 生物素研发成功，拓展维生素品种
- 2004 作为中小板第一股在深交所上市，建立上虞生产基地
- 2005 虾青素研制成功
- 2006 柠檬醛研制成功
- 2008 在潍坊布局香料香精生产基地
- 2012 PPS研发成功
- 2017 5万吨蛋氨酸项目成功运行
- 2018 在黑龙江建立生物发酵基地
- 2020 25万吨蛋氨酸项目与生物发酵项目投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品可分为营养品、香精香料、新材料三大板块，产能分布在新昌、上虞、潍坊、绥化四大生产基地。营养品板块主要包括维生素、蛋氨酸、葡萄糖和麦芽糖浆等。公司是国内维生素产品种类最全、规模最大的生产企业，具有 8000 吨/年 VA（50 万 IU）、40000 吨/年 VE（50%粉）、30000 吨/年 VC、2000 吨/年 VD3、120 吨/年生物素的生产能力。香料香精板块，拥有 10000 吨/年芳樟醇和 8000 吨/年柠檬醛系列产品产能。新材料板块，公司主要有 PPS（聚苯硫醚）与 PPA（耐高温尼龙）两大产品，并计划进一步扩大生产规模。

表 1：公司产能情况

产品大类	产品名称	现有产能（吨）	备注
营养品	维生素 A	8000	50 万 IU
	维生素 E	40000	50%粉
	维生素 D3	2000	
	维生素 C	30000	维生素 C 中间体
	虾青素	500	微囊
	生物素（维生素 H）	120	
	叶红素	500	
	辅酶 Q10	300	
	蛋氨酸	150000	
	葡萄糖	155000	约 9 万吨自用
	麦芽糖浆	5167	
香料香精	芳樟醇系列	10000	
	柠檬醛系列	8000	约 2000 吨自用
	叶醇	900	
	二氢茉莉酮酸甲酯	3000	
	覆盆子酮	600	

产品大类	产品名称	现有产能（吨）	备注
新材料	PPS 树脂	15000	
	PPS 复合材料	5000	
	PPA	1000	
其他	胸苷	120	
	植酸酶	1000	

数据来源：公司公告，公司环评，西南证券整理

公司当前有着大量在建或拟建项目，未来成长道路清晰。目前重点在建项目主要为 25 万吨蛋氨酸项目（二期）、生物发酵项目（二期）以及上虞工业园 PPS 项目。1.1 万吨营养品及 9000 吨精细化学品项目与 4 万吨香料香精项目正进行前期环评工作，建设时间尚存不确定性。

表 2：公司在建/拟建项目

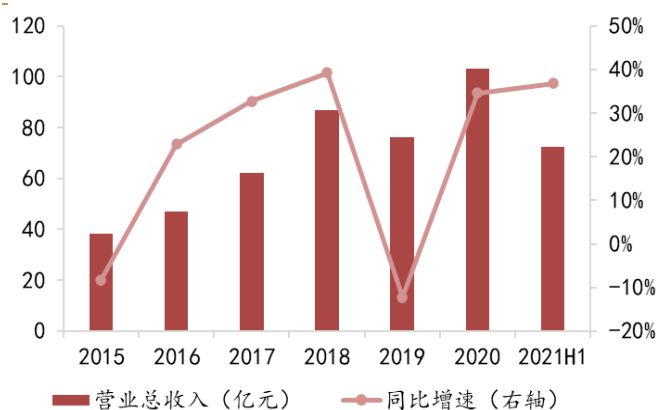
项目名称	项目投资（亿元）	产品名称	产能（吨）	备注
25 万吨蛋氨酸项目（二期）	34	固体蛋氨酸	150000	
生物发酵项目（二期）	10	葡萄糖	155100	47333 吨外售
		麦芽糖浆	4333	
		山梨醇	60000	
		维生素 C	30000	
		核黄素	300	
		钴胺素（1%含量）	300	
上虞工业园 PPS 项目	7.1	PPS	15000	
1.1 万吨营养品及 9000 吨精细化学品项目	47	三氯蔗糖	6000	一期 2000 吨，二期 4000 吨
		维生素 B6	5000	
		环丙乙炔	1000	
		环丙基甲基酮	2000	
		乙酰丁内酯	3000	
		三苯基膦	3000	
4 万吨香料香精项目	7	香茅醇	2000	
		β-苯乙醇	10000	
		桃醛	2000	
		柠檬醛	1000	
		L-薄荷醇	10000	
		乙酸异戊酯	5000	
		羟基香茅醛	2000	
		吐纳麝香	5000	
		3-氨基甲基四氢呋喃	3000	

数据来源：公司公告，公司环评，西南证券整理

1.2 营业收入增长强劲，利润率高基数回归

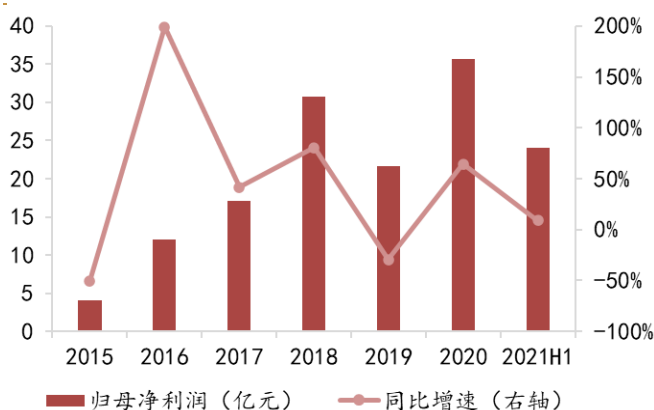
历史上，公司业绩受制于维生素景气周期，通过多元化发展抗风险能力逐渐增强。2015 年，维生素价格处于历史低点，该年公司营收 38.2 亿元，归母净利润 4.0 亿，2016-2018 年，国内环保督察力度加大，国内大批落后企业退出，国外部分企业或检修或关停，行业供给受限，维生素进入景气周期，公司营收保持 20% 以上增速，归母净利润也增长至 2018 年的 30.8 亿元。2020 年，受疫情影响，国内外维生素供给受限，价格飙涨，公司实现营收 103.1 亿元，同比+34.6%，实现归母净利润 35.6 亿元，同比+64.6%。今年上半年，随着供给趋于宽松，VA、VD、VH 等品种价格均有回落，但公司去年四季度投产的新项目，10 万吨蛋氨酸与生物发酵项目一期在期内贡献业绩，最终实现营收 72.5 亿元，同比+36.8%，实现归母净利润 24.1 亿元，同比+9.0%。

图 3：公司 2015-2021H1 营业总收入



数据来源：Wind，西南证券整理

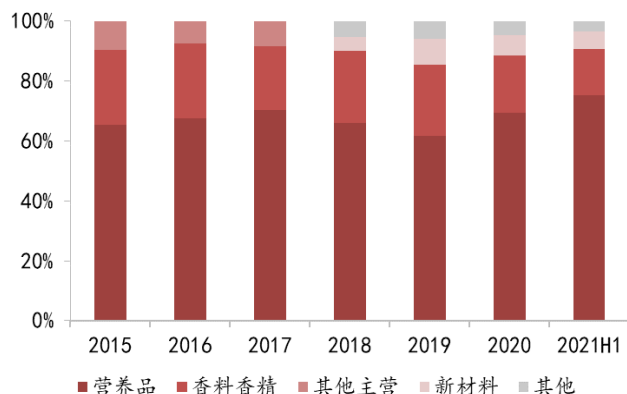
图 4：公司 2015-2021 H1 归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

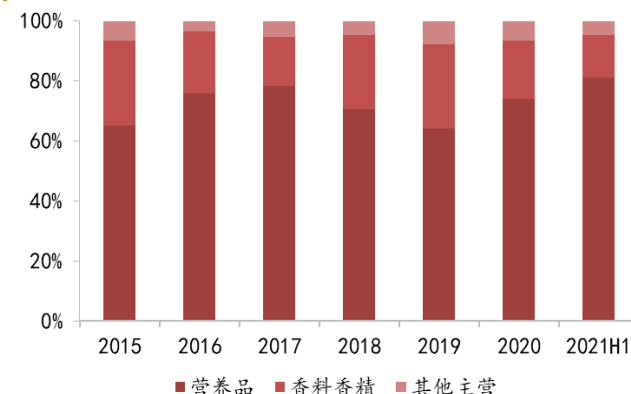
公司持续推进产品多元化布局，香料香精、新材料、医药等产品占比 2015-2019 年呈上升趋势，2020 和 2021H1 占比有所缩小，主要原因是 2020 年投产的蛋氨酸与生物发酵项目产品属于营养品板块。今年上半年，公司营养品、香料香精和其他主营（含新材料、医药等）收入占比分别为 75.2%、15.5%、9.3%，毛利占比分别为 81.1%、14.3%、4.5%。从产品销售地区来看，公司产品以出口为主，2018 年以来出口与内销比例稳定 6:4 左右。

图 5：公司 2015-2021H1 分产品营收结构



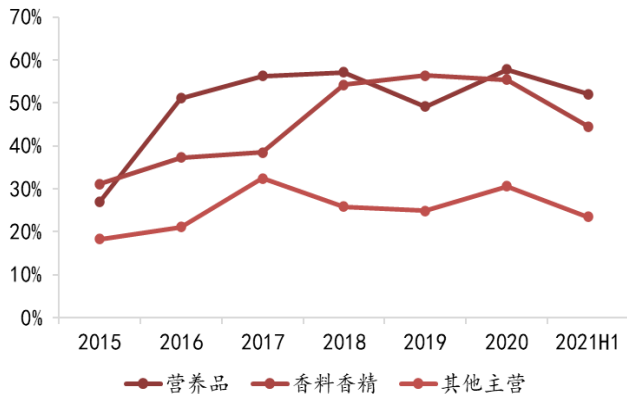
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2015-2021 H1 分产品毛利结构

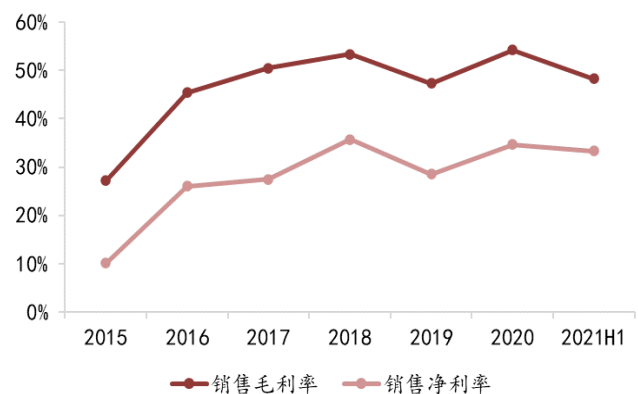


数据来源：Wind，西南证券整理

从各产品毛利率情况来看，公司最主要的营养品板块有着最高的毛利率水平，在这之后是香料香精与其他主营业务，2020 年各产品毛利率分别为 57.8%、55.5%、30.6%，整体毛利率为 54.2%，今年上半年虽然各板块毛利率有所下滑，分别为 52.1%、44.5%、23.5%，整体毛利率较 2020 年下降 6 个百分点至 48.2%，但仍处于历史上一个较高的水平。

图 7：公司 2015-2021H1 分产品毛利率


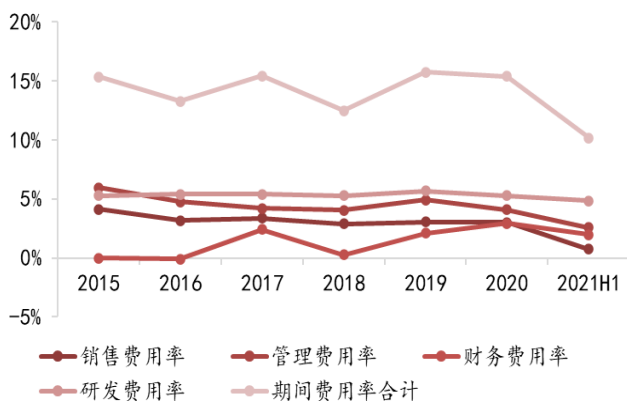
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2015-2021 H1 毛利率与净利率


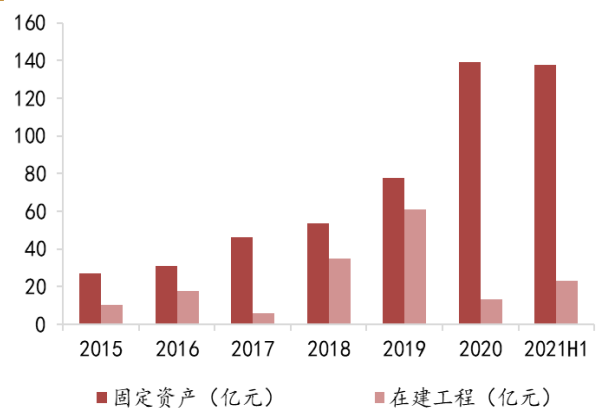
数据来源：Wind，西南证券整理

近年公司期间费用率在 15% 附近波动，除财务费用率外其他费用率较为稳定，近年上半年因为营收规模大幅增长致使费用率有所下降，2021H1 为 10.2%。公司注重研发投入，2015 年以来研发费用率始终保持在 5% 以上。

公司在 2018 年开启新一轮资本支出，2018、2019 年在建工程金额达到了 35.2、61 亿元，随着在建工程在 2020 年集中转固，公司固定资产达到了 139.1 亿元。根据公司半年报披露的在建工程情况，预计今明两年公司资本支出仍将维持高位，新项目投产的业绩贡献值得期待。

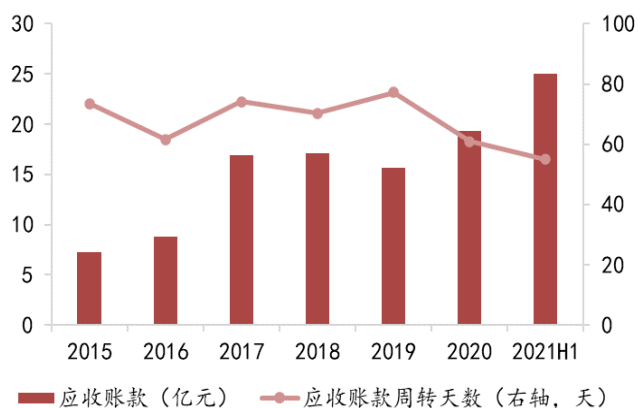
图 9：公司 2015-2021H1 期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

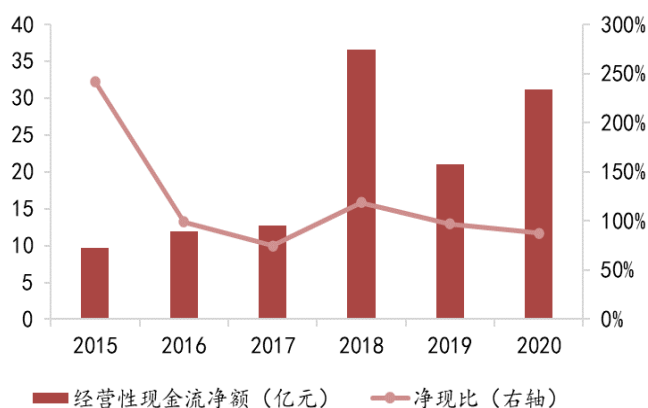
图 10：公司 2015-2021 H1 固定资产与在建工程


数据来源：Wind，西南证券整理

公司回款能力 2019 年以来持续改善，今年上半年，应收账款为 25.0 亿元，周转天数为 55 天。公司现金流情况良好，伴随销售收入的增加，经营性净现金流稳步提升，2020 年为 31.2 亿元，净现比维持在 85% 以上。

图 11：公司 2015-2021H1 应收账款与周转天数


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：公司 2015-2020 经营性净现金流与净现比


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：25 万吨蛋氨酸项目二期 15 万吨产能在 2023 年释放，当年产能利用率 80%。

假设 2：黑龙江生物发酵项目二期产能在 2023 年释放，当年产能利用率 80%。

假设 3：PPS 项目三期 1.5 万吨纤维级 PPS 2023 年投产，当年产能利用率 50%。

假设 4：公司主要产品未来三年销售均价维持今年 1-8 月平均水平。

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 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
营养品	收入	7152.1	11207.3	12765.1	15803.2
	增速	51.9%	56.7%	13.9%	23.8%
	毛利率	57.8%	52.0%	52.0%	52.0%
香精香料	收入	1955.7	2249.1	2474.0	2721.4
	增速	9.1%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	55.5%	46.0%	47.0%	48.0%
新材料	收入	722.6	846.9	968.9	1156.4
	增速	8.0%	17.2%	14.4%	19.4%
	毛利率	-	22.0%	24.0%	26.0%
其他收入	收入	483.6	512.6	543.4	576.0
	增速	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	-	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	10314.1	13456.4	15239.1	18524.6

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	35.3%	30.5%	13.2%	21.6%
	毛利率	54.2%	51.0%	51.2%	51.4%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营收分别为 134.6、152.4、185.2 亿元，归母净利润分别为 44.5、51.3、63.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.73、1.99、2.46 元，对应 PE 为 16、14、12 倍。

2.2 相对估值

我们选取有维生素和医药业务的浙江医药、维生素和蛋氨酸业务的安迪苏、香料香精业务的华宝股份以及甜味剂业务的金禾实业作为可比估值对象，2021-2023 年平均 PE 分别为 18 倍、15 倍、14 倍。考虑到公司是维生素行业龙头，储备项目丰富，成长路径清晰，我们按照公司 2021 年业绩给予 22 倍 PE 估值，对应目标价位为 38.06 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（2021 年 8 月 20 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
600216	浙江医药	16.99	0.74	1.28	1.65	1.78	18	13	10	10
600299	安迪苏	11.00	0.50	0.62	0.72	0.84	23	18	15	13
300741	华宝股份	42.43	1.92	2.01	2.12	2.23	29	21	20	19
002597	金禾实业	32.65	1.28	1.75	2.15	2.52	25	19	15	13
平均值							24	18	15	14
002001	新和成	28.45	1.38	1.73	1.99	2.46	21	16	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比企业估值采用万得一致预测数据

3 风险提示

原材料价格大幅上涨、产品价格下跌、在建项目进度不及预期。

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	10314.08	13456.40	15239.13	18524.63	净利润	3577.23	4448.76	5131.78	6332.95
营业成本	4727.26	6594.02	7438.48	9000.68	折旧与摊销	865.61	1313.67	1375.58	1488.28
营业税金及附加	114.79	168.21	190.49	231.56	财务费用	304.54	362.72	316.49	293.17
销售费用	312.96	121.11	137.15	166.72	资产减值损失	-12.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	422.85	1076.51	1219.13	1481.97	经营营运资本变动	-141.27	-1023.95	-757.78	-1540.34
财务费用	304.54	362.72	316.49	293.17	其他	-1470.93	-96.24	-100.61	-100.32
资产减值损失	-12.37	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3122.81	5004.97	5965.46	6473.74
投资收益	160.15	100.00	100.00	100.00	资本支出	-1460.75	-2000.00	-2000.00	-1500.00
公允价值变动损益	9.37	0.00	0.00	0.00	其他	1267.12	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-193.63	-1900.00	-1900.00	-1400.00
营业利润	4164.23	5233.84	6037.39	7450.53	短期借款	-871.22	-2363.53	0.00	0.00
其他非经营损益	-54.34	0.00	0.00	0.00	长期借款	239.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	4109.89	5233.84	6037.39	7450.53	股权融资	32.70	0.00	0.00	0.00
所得税	532.66	785.08	905.61	1117.58	支付股利	-1074.33	-712.75	-889.75	-1026.36
净利润	3577.23	4448.76	5131.78	6332.95	其他	297.29	-1675.97	-316.49	-293.17
少数股东损益	13.47	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1376.22	-4752.24	-1206.24	-1319.53
归属母公司股东净利润	3563.76	4448.76	5131.78	6332.95	现金流量净额	1455.75	-1647.28	2859.22	3754.21
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	4927.66	3280.38	6139.60	9893.81	成长能力				
应收和预付款项	2557.67	3363.62	3815.90	4625.74	销售收入增长率	35.34%	30.47%	13.25%	21.56%
存货	3117.04	4348.74	4908.24	5942.45	营业利润增长率	62.24%	25.69%	15.35%	23.41%
其他流动资产	2925.19	3171.36	3478.60	4044.84	净利润增长率	64.35%	24.36%	15.35%	23.41%
长期股权投资	343.38	343.38	343.38	343.38	EBITDA 增长率	62.36%	29.54%	11.86%	19.44%
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	15239.70	16077.27	16852.94	17015.91	毛利率	54.17%	51.00%	51.19%	51.41%
无形资产和开发支出	1407.07	1257.16	1107.25	957.34	三费率	10.09%	11.60%	10.98%	10.48%
其他非流动资产	379.30	377.97	376.63	375.29	净利率	34.68%	33.06%	33.68%	34.19%
资产总计	30897.01	32219.87	37022.53	43198.76	ROE	18.44%	19.26%	18.77%	19.40%
短期借款	2363.53	0.00	0.00	0.00	ROA	11.58%	13.81%	13.86%	14.66%
应付和预收款项	2552.88	3819.58	4356.13	5181.22	ROIC	18.70%	20.93%	22.02%	25.08%
长期借款	4136.88	4136.88	4136.88	4136.88	EBITDA/销售收入	51.72%	51.35%	50.72%	49.84%
其他负债	2439.89	1160.93	1185.01	1229.56	营运能力				
负债合计	11493.18	9117.39	9678.02	10547.65	总资产周转率	0.35	0.43	0.44	0.46
股本	2148.66	2578.39	2578.39	2578.39	固定资产周转率	0.95	0.98	1.13	1.32
资本公积	4560.52	4130.79	4130.79	4130.79	应收账款周转率	5.91	6.05	5.67	5.86
留存收益	12589.72	16325.73	20567.75	25874.35	存货周转率	1.83	1.76	1.60	1.65
归属母公司股东权益	19336.25	23034.91	27276.94	32583.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.60%	—	—	—
少数股东权益	67.58	67.58	67.58	67.58	资本结构				
股东权益合计	19403.83	23102.49	27344.51	32651.11	资产负债率	37.20%	28.30%	26.14%	24.42%
负债和股东权益合计	30897.01	32219.87	37022.53	43198.76	带息债务/总负债	56.56%	45.37%	42.75%	39.22%
					流动比率	2.12	3.53	4.02	4.51
					速动比率	1.63	2.45	2.94	3.41
					股利支付率	30.15%	16.02%	17.34%	16.21%
					每股指标				
					每股收益	1.38	1.73	1.99	2.46
					每股净资产	7.50	8.93	10.58	12.64
					每股经营现金	1.21	1.94	2.31	2.51
					每股股利	0.42	0.28	0.35	0.40
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	5334.39	6910.23	7729.45	9231.98					
PE	20.58	16.49	14.29	11.58					
PB	3.79	3.18	2.69	2.25					
PS	7.11	5.45	4.81	3.96					
EV/EBITDA	11.77	10.56	9.07	7.19					
股息率	1.46%	0.97%	1.21%	1.40%					

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
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悉范围内，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	zfyi@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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷琬	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	yxy@swsc.com.cn