

业绩短期承压，新项目投产激发新动力

投资要点

- **事件：**公司发布2023年三季度报，前三季度实现收入193.5亿元，同比-15.9%，实现归母净利润29.3亿元，同比-47.1%；其中单Q3实现收入69.9亿元，同比+7.9%，实现归母净利润12.2亿元，同比+18.8%。
- **原材料价格回落，Q3业绩微增。**公司前三季度业绩同比回落，Q3业绩环比企稳回升，营收环比增长10.8%，归母净利润环比增长31.3%。分产品来看，新能源新材料相关产品Q3均价6810元/吨，环比-5.8%，化肥产品Q3均价1664元/吨，环比+8.7%，有机胺系列产品Q3均价4925元/吨，环比-2.7%；醋酸及衍生品Q3均价3161元/吨，环比+15.9%。主营产品的均价回落使得公司业绩短期承压。随着醋酸价格及化肥价格小幅有所回升，需求拉动下有望带来业绩复苏。
- **产能持续扩张，业绩增长空间大。**公司布局荆州基地，一期项目即将完成投产。一期规划4台煤气化炉及配套装置（3开1备），配套建设2套空分装置、3台高温高压煤粉锅炉，并以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设100万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设100万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产DMF技术，建设15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置。荆州二期布局年产20万吨BDO、16万吨NMP及3万吨PBAT生物可降解材料一体化项目，10万吨/年醋酐项目，蜜胺树脂单体材料项目，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目。德州建设两套生产规模4万吨/年的尼龙66装置；一套生产规模20万吨/年的己二酸装置；一套生产规模4.2万吨/年的己二胺装置公司新布局产能逐步放量，产能的扩张将为公司业绩增长打开新空间。
- **国内煤化工龙头，“一头多线”高质量发展。**公司成立于1968年，产品涉及化学肥料、基础化学品、化工新材料、新能源材料等4大板块40多个产品依托洁净煤气化技术，构建了可持续发展的产业技术平台，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式；公司是高新技术企业，设有技术开发中心和规划研究机构，现拥有190多项国家专利和一批核心技术，20多项成果获得全国、行业和山东省科技进步奖持续进行技术研发和系统优化，不断推进现有产业链延伸拓展和产品迭代升级，为企业高质量发展奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为1.87元、2.79元、3.55元，对应动态PE分别为17倍、11倍、9倍。公司一体化产业链具备成本优势，新产能布局增强公司竞争力。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

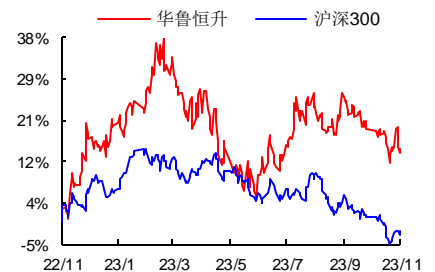
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	302.45	278.60	365.55	406.39
增长率	13.55%	-7.89%	31.21%	11.17%
归属母公司净利润(亿元)	62.89	39.66	59.29	75.47
增长率	-13.30%	-36.94%	49.50%	27.28%
每股收益EPS(元)	2.96	1.87	2.79	3.55
净资产收益率ROE	22.52%	12.95%	16.58%	17.91%
PE	10	17	11	9
PB	2.44	2.22	1.89	1.60

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄寅斌
执业证号：S1250523030001
电话：13316443450
邮箱：hyb@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)	21.23
流通A股(亿股)	21.12
52周内股价区间(元)	27.66-38.16
总市值(亿元)	657.59
总资产(亿元)	410.83
每股净资产(元)	13.30

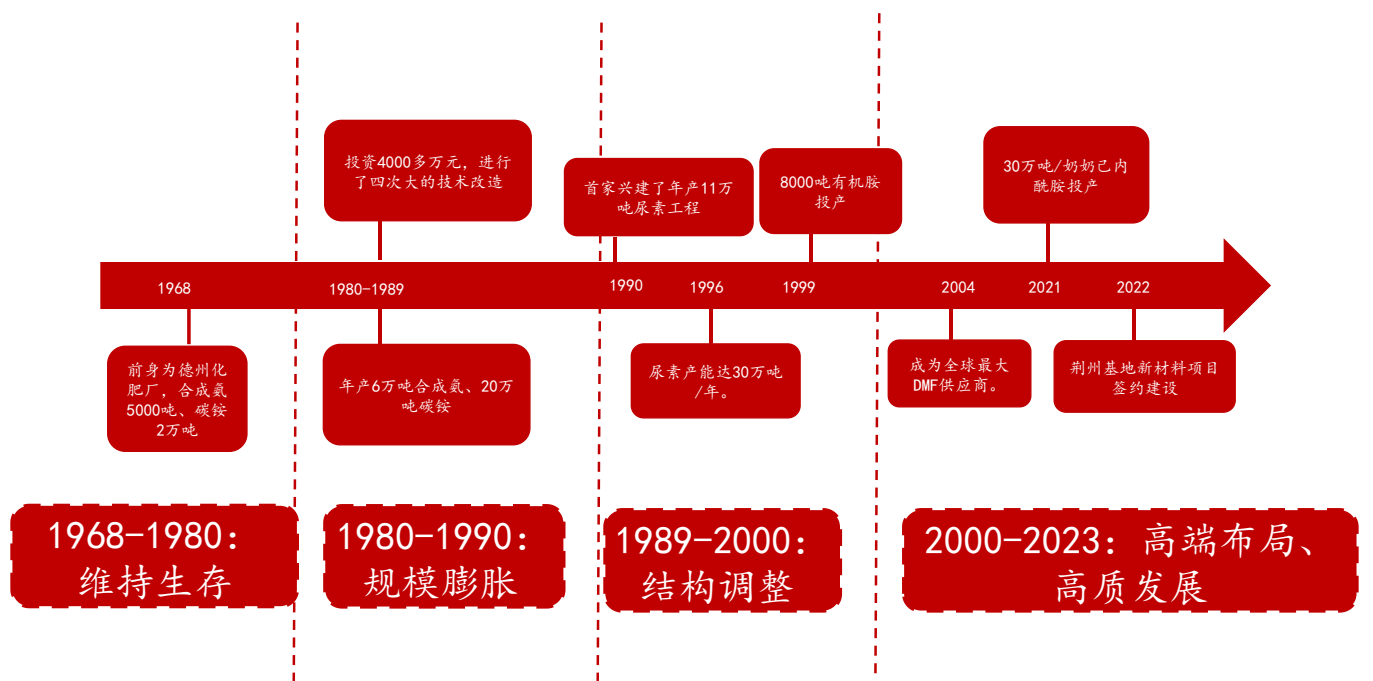
相关研究

1 国内煤化工龙头

公司前身是来德川化肥厂，成立于1968年。山东华鲁恒升集团有限公司是华鲁集团化工板块的主业公司，下辖5家控股子公司，现有总资产400亿元、员工6000人。产品涉及化学肥料、基础化学品、化工新材料、新能源材料等4大板块40多个产品，同时提供发展规划、工程设计、项目管理、装备制造等产业化服务。2002年6月在上海证券交易所挂牌上市。公司是高新技术企业，设有技术开发中心和规划研究机构，建有国家级技能大师工作室、博士后科研工作站、院士工作站、技师工作站等创新平台，具备较强的技术研发、工程设计和生产管理能力。现拥有190多项国家专利和一批核心技术，20多项成果获得全国、行业 and 山东省科技进步奖，其中“30万吨合成氨成套技术与关键设备开发研制及应用”获得2008年度国家科技进步二等奖。公司还是三甲胺、DMF等多个国家标准、行业标准起草或修订单位，主持起草了山东省化工装置开车安全规范，DMF入选全国制造业单项冠军产品。先后通过ISO9001质量体系、ISO14001环境体系、OHSAS18001职业健康与安全管理体系统、ISO5001能源管理体系认证，本质安全、生态环保、碳利用居行业先进水平，先后8年获评煤制合成氨、甲醇、醋酸等行业能效领跑者。资产质量、投资效率、运营效益、人工效能等各项经济指标长期位居同类型企业前列，多次入选《财富》中国企业500强、上市公司价值百强。被国务院国资委确定为国有重点企业管理标杆创建行动标杆企业、争创世界一流专精特新示范企业，被山东省确定为“十强”产业领军企业、煤基精细化工链主企业。

华鲁恒升自1968年创业至今，经历了几个大的发展阶段，从步履蹒跚、维持生存到技改提升、规模膨胀，从固本强基、提质增效到精强主业、相关多元，从储能蓄势、转型升级到高端布局、高质发展，华鲁恒升一步一个脚印，逐步成长为行业领跑者。

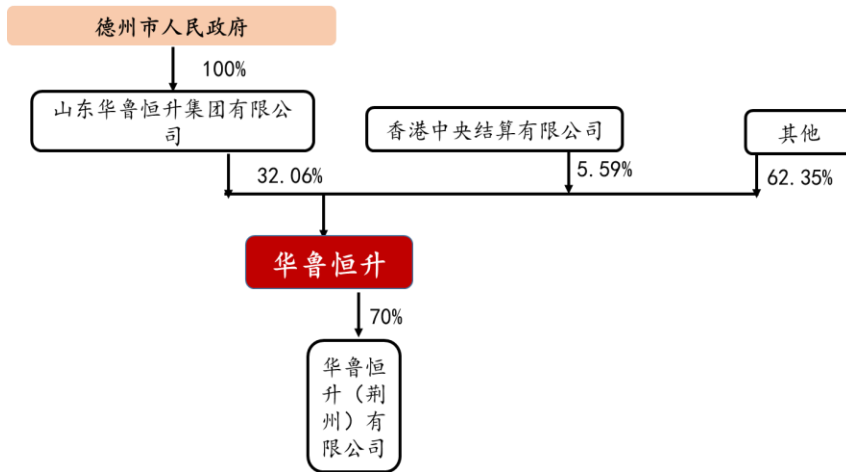
图1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权控制集中，公司治理结构清晰。公司实控人为山东省国资委。集团公司直接持有上市公司 32.06% 股权，为上市公司的直接控股股东，母公司的实控人为德州市人民政府。从企业管理架构来看，山东省国资委通过华鲁控股集团对上市公司业务进行管理。公司的主要子公司为华鲁恒升（荆州）有限公司。

图 2：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

母公司山东华鲁恒升集团有限公司另有四家控股子公司。同时提供发展规划、工程设计、项目管理、装备制造等产业化服务。

表 1：母公司其他子公司业务

公司名称	主营业务
山东华鲁恒升集团德州热电有限责任公司	公司是德州市工业供汽及居民供暖一体化重点企业，以稳定的热源和优质的供热服务赢得了良好的经济效益和社会效益。
山东华鲁恒升集团德化设计研究院有限公司	公司专业从事化工设计与研究，承担大中型化工装置及配套工程的工艺包编制、基础设计和工程设计、工艺技术转让，承揽设计、咨询及总成套等相关业务。
德州德化装备工程有限公司	公司主营一二三类钢制压力容器、波纹管高效换热器设计与制造，化工石油设备工程安装、GB2 级热力管道及 GC2 级工业压力管道安装，承揽土建防腐保温工程、机械加工、化工设备配件和大型煤化工特种维修，特种换热器在处于行业先进水平。
德州民馨服务有限公司	公司主要为主业公司提供住宿、就餐等辅业服务。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品丰富，下游应用广。公司产品涉及化学肥料、基础化学品、化工新材料、新能源材料等 4 大板块 40 多个产品。

表 2：公司主要产品及用途

板块	产品	用途
新能源相关	己内酰胺	主要用于生产尼龙 6 高速纺、常规纺切片，也可以用于生产 MC 尼龙等。
	PA6	高分子化合物，主要用于锦纶长丝、工程塑料、工业丝、BOPA 薄膜、短纤等行业。
	己二酸	主要用作尼龙 66 和聚氨酯的原料，亦可作为生产 1,6-己二醇、TPU、粉末涂料等产品的原料。
	异辛醇	主要用作增塑剂的原料和溶剂。

板块	产品	用途
	碳酸二甲酯	新能源锂电池电解液的重要溶剂，同时也是聚碳酸酯、显影液、医药以及碳酸甲乙酯和碳酸二乙酯两种电解液溶剂的主要原料。
有机胺系列	DMF	作为化工原料是一种用途很广的溶剂。目前公司是全球最大的DMF制造企业
肥料	尿素	化肥是重要的农业生产资料，是农业生产发展和国家粮食安全的重要保障。从产品结构来看，公司化肥业务属于氮肥行业，主导产品为尿素，主要用于农业生产和工业加工。
醋酸及衍生品	醋酸	一种基础化工原料，主要用于醋酸酯类、PTA、醋酸乙烯、氯乙酸和甘氨酸等行业。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产能布局丰富，在建项目促进产能扩张。公司为多业联产的新型化工企业，主要业务包括：基础化学原料制造；化工产品生产和销售；专用化学产品制造和销售；肥料生产；热力生产和供应等。主要产品板块包括新能源新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品等。

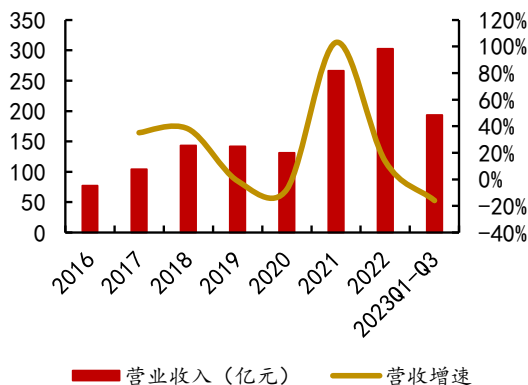
表 3：公司功能性中间体产品

板块	产品	现有产能（万吨）	在建产能（万吨）
新能源相关	己内酰胺	30	/
	PA6	20	/
	己二酸	32.66	20
	异辛醇	20	/
	碳酸二甲酯	30	30
有机胺系列	DMF	33	15
肥料	尿素	155	152
醋酸及衍生品	醋酸	50	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

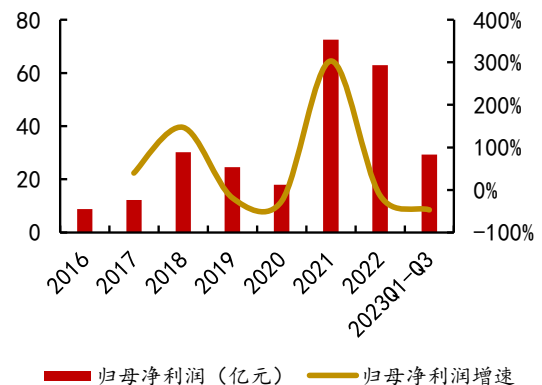
公司主营产品营收波动，业绩有望复苏。受国际环境复杂严峻、经济恢复不及预期等因素影响，化工行业景气下行，市场呈现下游消费需求不足、产能过剩严重、同质竞争加剧、上游原料高位盘整、产品价格倒挂等状况，严重压缩企业效益空间，行业经营进入低谷。

图 3：公司营收



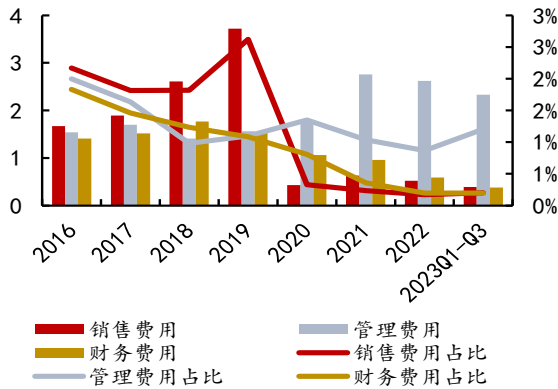
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司归母净利润

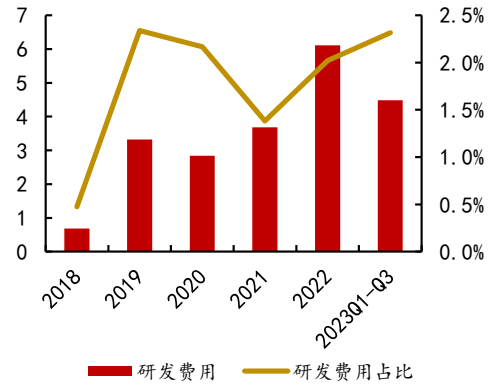


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司财务、销售费率呈下降趋势，管理费用占比稳定。公司管理费用同比回落，主要是本期折旧费减少所致。财务费用同比回落，主要系本期费用化利息支出减少所致。

图 5：公司三费及三费率（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司研发投入及占比（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

产销同比增长，售价有所回落。公司主营业务产品中，新能源材料相关产品产销同比环比均有较大幅度提升，主要是产能逐步释放导致。产品售价方面，醋酸及衍生品同比小幅回升；受到成本影响和下游需求影响，有机胺系列产品售价降幅较大。

表 4：公司功能性中间体产品

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	Q3 同比	Q3 环比
产量 (万吨)									
新能源新材料相关产品	75.68	75.85	75.52	77.26	83.83	97.23	107.41	42.23%	10.47%
化学肥料	70.92	78.35	80.91	79.7	79.54	84.67	85.19	5.29%	0.61%
有机胺系列产品	13.42	11.64	9.46	10.19	12.34	12.39	12.17	28.65%	-1.78%
醋酸及衍生品	13.64	15.5	15.15	14.35	15.73	15.4	14.95	-1.32%	-2.92%
销售量 (万吨)									
新能源新材料相关产品	41.49	48.18	43.19	48.43	43.59	52.58	63.79	47.70%	21.32%
化学肥料	62.68	71.14	72.62	77.29	74.33	76.54	76.44	5.26%	-0.13%
有机胺系列产品	12.95	12.81	10.6	11.58	12.08	12.56	13.38	26.23%	6.53%
醋酸及衍生品	13.25	15.44	15.11	13.8	15.02	15.4	14.87	-1.59%	-3.44%
收入 (亿元)									
新能源新材料相关产品	37.72	41.64	32.25	34.92	32.09	38.01	43.44	34.70%	14.29%
化学肥料	11.89	15.87	12.78	14.64	14.33	11.72	12.72	-0.47%	8.53%
有机胺系列产品	20.57	16.68	12.01	10.69	6.93	6.36	6.59	-45.13%	3.62%
醋酸及衍生品	6.05	6.43	4.53	4.05	4.1	4.2	4.7	3.75%	11.90%
平均售价 (元/吨)									
新能源新材料相关产品	9091	8643	7467	7210	7362	7229	6810	-8.80%	-5.80%
化学肥料	1897	2231	1760	1894	1928	1531	1664	-5.44%	8.67%
有机胺系列产品	15884	13021	11330	9231	5737	5064	4925	-56.53%	-2.73%
醋酸及衍生品	4566	4165	2998	2935	2730	2727	3161	5.43%	15.89%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司新能源新材料相关产品 2023-2025 年销量 220 万吨、270 万吨、270 万吨；价格综合历史数据，23 年价格受到需求影响降低，考虑到下游景气度逐步回升，价格缓慢回升，判断 2023-2025 年均价为 7350 元/吨、7500 元/吨、7600 元/吨，由于需求复苏拉动的价格回升，预计 23-25 年毛利率为 16%、18%、21%。

假设 2：公司化肥产品 2023-2025 年销量 300 万吨、350 万吨、350 万吨；价格综合历史数据，考虑到下游经济复苏拉动的产品需求增加，判断 2023-2025 年均价分别为 1720 元/吨、1750 元/吨、1770 元/吨，毛利率为 27%。

假设 3：公司有机胺产品 2023-2025 年销量 50 万吨、70 万吨、88 万吨；价格综合历史数据，考虑到下游经济复苏拉动的产品需求增加，判断 2023-2025 年均价分别为 5600 元/吨、6500 元/吨、7300 元/吨，毛利率为 25%。

假设 4：公司醋酸及衍生品 2023-2025 年销量 60 万吨、110 万吨、150 万吨；价格综合历史数据，考虑到下游经济复苏拉动的产品需求增加，判断 2023-2025 年均价分别为 3050 元/吨、3300 元/吨、3600 元/吨，由于需求复苏拉动的价格回升，预计 23-25 年毛利率为 19%、25%、31%。

假设 5：公司其他业务、其他收入的营收及毛利基本维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
新能源新材料相关产品	收入	146.5	161.7	202.5	205.2
	增速		10.4%	25.2%	1.3%
	毛利率	15.3%	16.0%	18.0%	21.0%
化学肥料	收入	55.18	51.60	61.25	61.95
	增速		-6.5%	18.7%	1.1%
	毛利率	39.4%	27.0%	27.0%	27.0%
有机胺系列产品	收入	59.95	28.00	45.50	64.24
	增速		-53.3%	62.5%	41.2%
	毛利率	57.0%	25.0%	25.0%	25.0%
醋酸及衍生品	收入	21.06	18.30	36.30	54.00
	增速		-13.1%	98.4%	48.8%
	毛利率	31.0%	19.0%	25.0%	31.0%
其他收入	收入	10.74	10.00	11.00	12.00
	增速		-6.9%	10.0%	9.1%
	毛利率	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
其他业务	收入	8.98	9.00	9.00	9.00
	增速		0.2%	0.0%	0.0%

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
	毛利率	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	302.4	278.6	365.6	406.4
	增速		-7.9%	31.2%	11.2%
	毛利率	28.9%	19.0%	20.8%	23.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 279 亿元（-7.9%）、366 亿元（+31.2%）和 406 亿元（+11.2%），归母净利润分别为 39.7 亿元（-36.9%）、59.3 亿元（+49.5%）、75.5 亿元（+27.3%），EPS 分别为 1.87 元、2.79 元、3.55 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、11 倍、9 倍。

综合考虑业务范围，选取了 3 家上市公司作为估值参考，鲁西化工、万华化学、华峰化学均为行业龙头。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000830.SZ	鲁西化工	210.6	11.0	2.15	0.67	1.41	1.94	7.5	16.3	7.8	5.7
600309.SH	万华化学	2,734.4	87.1	5.96	5.73	7.34	8.66	17.9	15.2	11.9	10.1
002064.SZ	华峰化学	357.3	7.2	0.85	0.56	0.69	0.78	11.9	12.8	10.5	9.2
平均值								12.4	14.8	10.1	8.3
600426.SH	华鲁恒升	657.6	31.0	3.0	1.87	2.79	3.55	10.5	16.6	11.1	8.7

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 11.1 倍，行业平均值为 10.1 倍。公司一体化产业链具备成本优势，新产能布局增强公司竞争力。首次覆盖，给予“持有”评级。

3 风险提示

下游需求不及预期、原材料价格大幅上涨、产能投放不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	302.45	278.60	365.55	406.39	净利润	62.88	39.65	59.28	75.45
营业成本	214.91	225.77	289.35	310.80	折旧与摊销	17.74	15.25	16.23	16.84
营业税金及附加	2.17	1.82	2.38	2.70	财务费用	0.59	1.58	1.36	1.37
销售费用	0.52	0.42	0.44	0.49	资产减值损失	-0.27	-0.19	0.22	0.50
管理费用	2.62	2.79	2.56	2.44	经营营运资本变动	-2.34	30.88	-0.17	0.00
研发费用	6.11	6.41	7.68	8.13	其他	-8.60	-0.04	1.22	-1.76
财务费用	0.59	1.58	1.36	1.37	经营活动现金流净额	69.99	87.13	78.14	92.39
资产减值损失	-0.27	-0.19	0.22	0.50	资本支出	-34.94	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	0.38	0.34	0.36	0.35	其他	-37.98	-24.80	-27.12	-26.96
公允价值变动损益	0.01	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-72.92	-29.80	-33.12	-31.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-0.10	2.00	0.00	0.00
营业利润	76.04	40.35	61.92	80.32	长期借款	15.51	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-1.93	-0.70	-0.81	-0.90	股权融资	2.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.11	39.65	61.11	79.42	支付股利	-16.98	-12.58	-7.93	-11.86
所得税	11.23	0.00	1.83	3.97	其他	1.70	-0.71	-1.90	-1.20
净利润	62.88	39.65	59.28	75.45	筹资活动现金流净额	2.76	-11.78	-10.33	-13.56
少数股东损益	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02	现金流量净额	-0.13	45.54	34.70	46.87
归属母公司股东净利润	62.89	39.66	59.29	75.47					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18.49	64.03	98.73	145.61	成长能力				
应收和预付款项	8.44	8.75	11.26	12.11	销售收入增长率	13.55%	-7.89%	31.21%	11.17%
存货	11.73	11.77	14.00	15.86	营业利润增长率	-10.64%	-46.93%	53.47%	29.71%
其他流动资产	47.15	14.77	15.75	16.61	净利润增长率	-13.32%	-36.94%	49.50%	27.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.85%	-39.41%	39.07%	23.91%
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	204.75	196.37	188.01	178.04	毛利率	28.94%	18.96%	20.84%	23.52%
无形资产和开发支出	17.37	15.53	13.68	11.84	三费率	1.23%	4.02%	3.29%	3.06%
其他非流动资产	42.12	69.24	96.36	123.48	净利率	20.79%	14.23%	16.22%	18.57%
资产总计	350.05	380.47	437.80	503.55	ROE	22.52%	12.95%	16.58%	17.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.96%	10.42%	13.54%	14.98%
应付和预收款项	20.46	28.66	34.97	36.97	ROIC	25.68%	16.73%	27.02%	34.91%
长期借款	32.57	32.07	31.57	31.07	EBITDA/销售收入	31.20%	20.52%	21.75%	24.24%
其他负债	17.82	11.46	11.64	12.30	营运能力				
负债合计	70.85	74.19	80.17	82.33	总资产周转率	0.95	0.76	0.89	0.86
股本	21.23	21.23	21.23	21.23	固定资产周转率	1.91	1.71	2.14	2.40
资本公积	23.18	23.18	23.18	23.18	应收账款周转率	494.39	588.13	624.68	595.30
留存收益	227.04	254.12	305.48	369.09	存货周转率	19.01	18.97	20.69	18.87
归属母公司股东权益	269.23	296.31	347.67	411.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.30%	—	—	—
少数股东权益	9.98	9.97	9.95	9.94	资本结构				
股东权益合计	279.21	306.28	357.62	421.22	资产负债率	20.24%	19.50%	18.31%	16.35%
负债和股东权益合计	350.05	380.47	437.80	503.55	带息债务/总负债	45.97%	45.92%	41.87%	40.16%
					流动比率	2.40	2.51	3.03	3.89
					速动比率	2.07	2.21	2.72	3.57
					股利支付率	27.00%	31.72%	13.38%	15.71%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	94.36	57.18	79.51	98.53	每股收益	2.96	1.87	2.79	3.55
PE	10.46	16.58	11.09	8.71	每股净资产	12.68	13.96	16.37	19.37
PB	2.44	2.22	1.89	1.60	每股经营现金	3.30	4.10	3.68	4.35
PS	2.17	2.36	1.80	1.62	每股股利	0.80	0.59	0.37	0.56
EV/EBITDA	6.58	9.66	6.15	4.21					
股息率	2.58%	1.91%	1.21%	1.80%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
