

耐材龙头优势突出，氧化镁放量在即

投资要点

- **事件：**公司发布2024年度报告，2024年公司实现营业总收入51.9亿元，同比-5.1%，实现归母净利润1.4亿元，同比-45.5%；2024年单四季度实现营业总收入11.9亿元，同比-16.4%，实现归母净利润0.12亿元，同比-69.7%。
- **产品结构优化，整包优势突出。**1) **分产品看：**功能性、定型、不定形耐火材料分别实现营收13.6亿元(+8.5%)、18.7亿元(-10.4%)和10.7亿元(-3.4%)，功能性耐材技术壁垒高、毛利率高，市场竞争优势突出，是公司业绩增长的核心驱动力；定型耐材技术壁垒低，行业同质化严重，市场竞争激烈，产品价格走低，对公司营收有所拖累。2) **分销售模式看：**整体承包、单独销售分别实现营收25.4亿元(+2.0%)、26.6亿元(-11.0%)，公司作为行业龙头，产品体系完善，研发实力强，可以为客户提供一揽子耐火材料系统解决方案，在整包模式市场占比持续提高背景下，显著强化公司综合竞争力。3) **分区域看：**国内、海外分别实现营收37.4亿元(-6.6%)、14.5亿元(-1.2%)，其中海外毛利率为28.7%，远高于国内15.2%的毛利率，公司海外产能布局将有助于开拓国际市场，不断拓宽成长空间。
- **毛利率有所下降，研发投入显著增加。**1) **毛利率：**受钢铁等下游行业需求疲弱、耐材产品价格走低影响，毛利率同比下滑0.9个百分点至19.0%。2) **费用率：**销售费用率、研发费用率分别同比增加0.4、0.3个百分点，主因为营收规模下降；研发费用率同比增加1.3个百分点，预计是活性氧化镁应用研发领用原材料较多导致。3) **净利率：**综上影响，公司综合费用率同比增加2.5个百分点，销售净利率同比下降2.1个百分点至2.5%，盈利能力阶段承压。
- **传统业务相对稳健，新业务大有可为。**公司深耕耐材行业多年，综合竞争优势突出；优质矿产储备丰富，活性氧化镁新业务打开成长空间：1) 公司作为耐火材料行业龙头，产品体系完善，技术优势突出，综合竞争力强劲，在整包模式占比持续提高、行业环保政策趋紧等背景下，市场份额将持续向行业头部集中，公司市占率有望持续提升。2) 新材料事业部重点拓展湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场，研发团队依托资源优势重点攻关，解决了一系列技术难题，通过了客户端严格的中试应用检验。2024年下半年相关产品已成功入围多家客户的合格供应商，获得了包括格林美在内的多家湿法冶金客户的认可，目前已实现批量供货。综合来看，公司传统业务耐火材料较为稳健，新业务高效沉淀剂市场开拓顺利空间广阔，兼具安全边际与业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年EPS分别为0.23元、0.36元、0.52元，对应PE分别为22倍、14倍、10倍。公司综合竞争力突出，新业务开拓顺利放量在即，看好公司业绩弹性，给予公司2025年30倍估值，对应目标价6.90元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；业务拓展进度不及预期风险；关税政策变动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	51.92	58.09	63.59	70.41
增长率	-5.13%	11.89%	9.47%	10.73%
归属母公司净利润(亿元)	1.35	2.29	3.63	5.23
增长率	-45.48%	69.81%	58.06%	44.19%
每股收益EPS(元)	0.13	0.23	0.36	0.52
净资产收益率ROE	3.67%	5.93%	8.73%	11.53%
PE	37	22	14	10
PB	1.48	1.40	1.30	1.18

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：笱文钊
执业证号：S1250524060002
电话：023-63786049
邮箱：dwzyf@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)	10.10
流通A股(亿股)	8.26
52周内股价区间(元)	3.08-6.33
总市值(亿元)	50.42
总资产(亿元)	82.65
每股净资产(元)	3.32

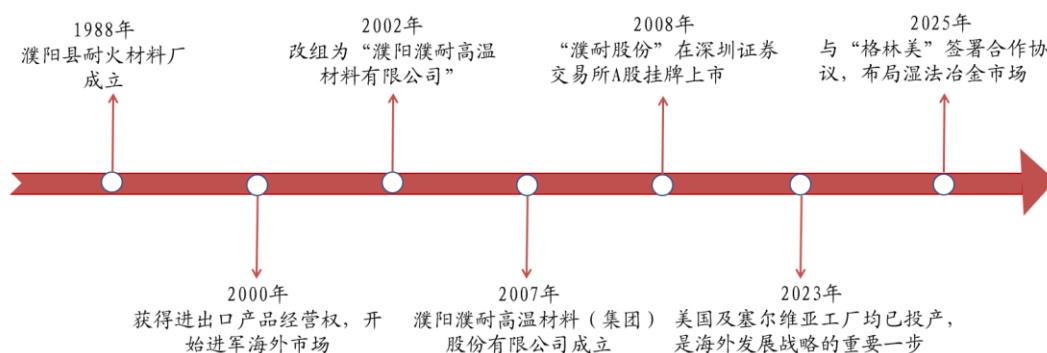
相关研究

1 公司概况

1.1 耐材行业龙头，布局湿法冶金

深耕耐火材料多年，国际竞争优势明显。濮耐股份前身濮阳县耐火材料厂成立于 1988 年，并于 2008 年在深交所上市。公司深耕耐火材料领域 30 余年，是国内主要的功能耐火材料、定型/不定形耐火材料生产企业之一，是国内主要的钢铁行业耐火材料制品供应商和服务商。目前公司已为世界钢铁百强企业中的 70 余家提供优质产品和服务，已从区域性企业成长为全球领先的耐火系统服务商。

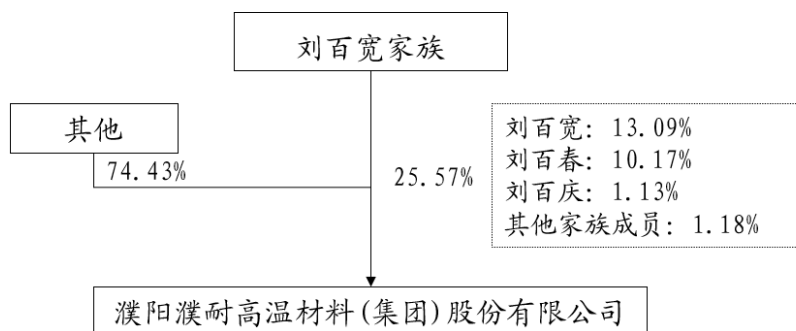
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，激励较为充分。刘百宽为公司实际控制人，刘百春、刘百庆为刘百宽的兄长，以刘百宽、刘百春、刘百庆为核心成员的家族合计持有公司 25.57%的股份，公司股权结构稳定。公司分别于 2013 和 2017 年实施了两次股权激励，分别通过授予期权和定向发行股票的形式让员工分享公司成长。2024 年 9 月，公司公告了 2024 年员工持股计划，对员工激励较为充分，整体经营势能强劲。

图 2：公司股权结构



数据来源：数据截至 2024/12/31，公司公告，西南证券整理

1.2 卡玛多菱镁矿品质优异，氧化镁贡献新的增长点

卡玛多储量丰富，菱镁矿品质优异。公司自 2015 年就开始对卡玛多高纯微晶菱镁矿进行了大量的研究，并于 2019 年以自有资金 6.0 亿元获得翔晨镁业 68% 的股权。西藏卡玛多菱镁矿采矿权为翔晨镁业的核心资产，卡玛多高纯微晶菱镁矿储量丰富，采矿权证对应备案矿石储量为 4818.5 万吨。卡玛多菱镁矿所产轻烧 MgO 具有纯度高、白度高、化学活性好、晶粒尺寸小、比表面积高等典型优势，是目前世界上已发现的纯度最高的微晶菱镁矿。

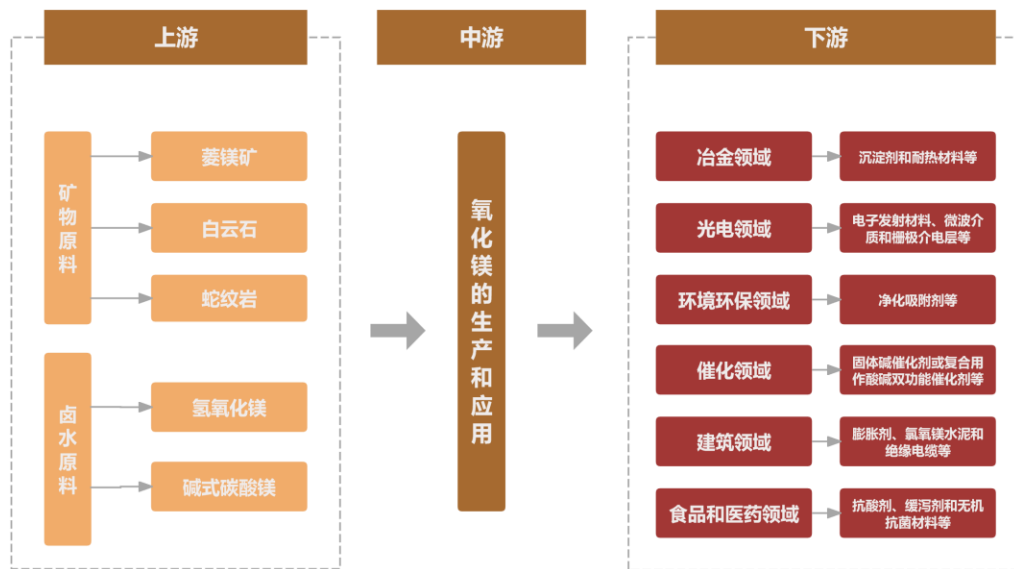
表 1：卡玛多高纯微晶菱镁矿化学成分（wt%）

牌号	MgO ≥	CaO ≤	SiO ₂ ≤	Fe ₂ O ₃ ≤	L.O.I ≤
特级品	47.5	0.4	0.1	0.1	51.7
一级品	47.2	0.7	0.1	0.1	51.7

数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

高纯镁矿筑双业，湿法冶金启新程。卡玛多高纯微晶菱镁矿主要下游应用有两大板块，一是高端耐火材料原料，二是非耐材领域氧化镁类产品。公司矿山资源除可用于自身耐材产品生产外，部分优质镁矿可用于高毛利非耐行业用氧化镁产品生产，其中湿法冶金沉淀剂是公司重要的发展方向。卡玛多菱镁矿证载年开采量 100 万吨，对应的氧化镁理论产量 45 万吨，目前公司湿法冶金沉淀剂的产能约有 5 万吨，在此基础上正在建设年产 6 万吨的生产线，预计近期即将投产。

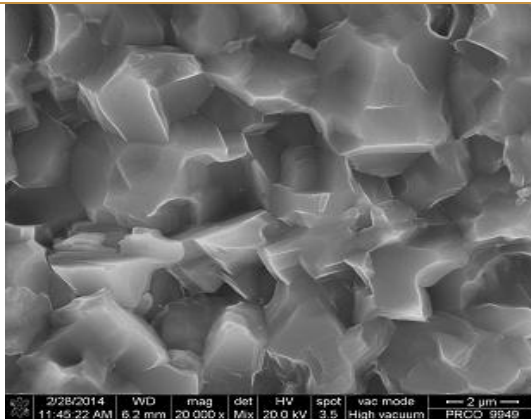
图 3：氧化镁的生产和应用领域



数据来源：《氧化镁的应用领域及市场前景初探》《我国活性氧化镁生产工艺研究进展》柳春等，西南证券整理

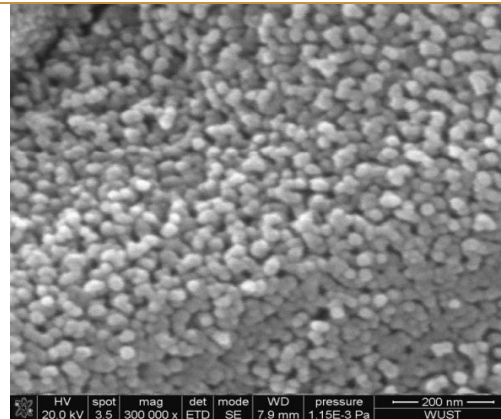
微晶菱镁矿比表面积高，具备优异化学反应活性。卡玛多高纯微晶菱镁矿的晶体尺寸分布范围主要在 2~4 μm，粒径小且分布均匀。在 20000x 下观察其晶体形状，可见沿晶断裂面呈光滑的平面，其大于 1 μm 晶体的三维形貌（3D）呈粒状和柱状，这种微小的晶粒尺寸和形状特征提供了更高的比表面积，可显著增加化学反应的活性，其优质品质在湿法冶金沉淀剂应用领域极具竞争优势。

图 4：卡玛多高纯微晶菱镁矿的 SEM 照片



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

图 5：卡玛多轻烧氧化镁的 SEM 照片



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

格林美订单落地，阔步进军新业务。2025 年 1 月，濮耐股份有限公司与格林美股份有限公司签署了《战略合作框架协议》，公司将为格林美开发一种适用于红土镍矿高压浸出 HPAL 工艺的高效沉淀剂产品并保障供应，以实现双方战略利益最大化。此次与印尼中资头部企业的深度合作，标志着活性氧化镁业务正式进入东南亚湿法冶金市场。

图 6：《战略合作框架协议》签约仪式



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 7：濮耐股份的矿区产线

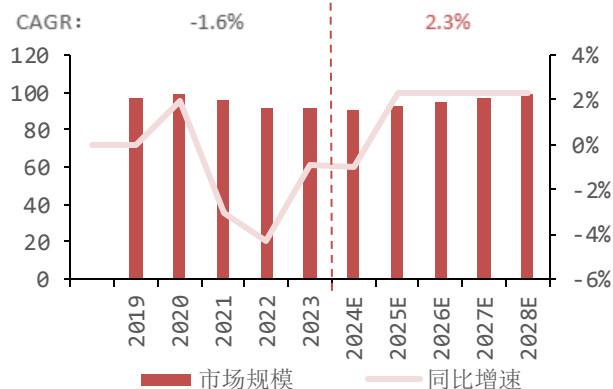


数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

1.3 耐材行业规模缩减，产业升级静待拐点

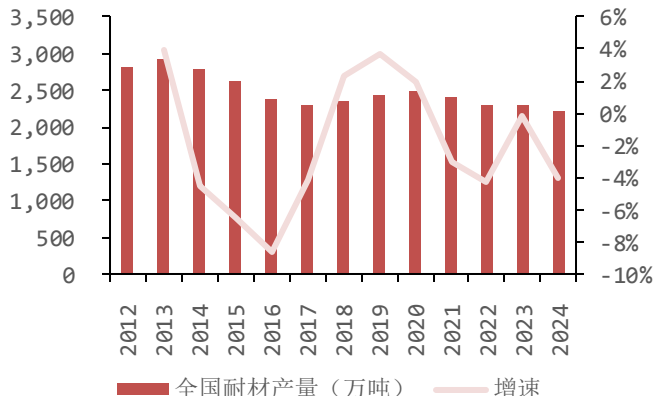
市场规模收缩，行业进入新时期。受国内粗钢产能调控和产业结构优化等因素影响，耐材下游需求低迷，行业竞争加剧，价格走低。2019-2023 年，耐材行业规模从 972 亿元降至 912 亿元，累计下降 6.2%。2024 年全国耐火材料产量 2207 万吨，同比下降 3.7%，行业产能仍过剩。随着耐材行业朝着高性能、长寿命、绿色化方向发展，未来高性能的耐火材料需求将逐步上升，耐材行业规模仍有望持续扩容。

图 8：2019 年以来中国耐火材料市场规模（十亿元）



数据来源：金岩高新招股说明书，西南证券整理

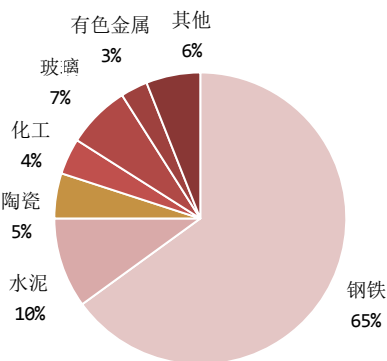
图 9：2012 年以来中国耐火材料产量



数据来源：Wind，国亮新材，西南证券整理

下游需求疲弱，后市有望稳定。耐火材料主要应用于钢铁、水泥、陶瓷、玻璃、化工、有色等相关领域，其中钢铁行业占耐火材料使用总量的 65%。中国作为主要的粗钢生产国家，是全球耐材市场的主要消费区域和生产区域。2024 年，全国粗钢产量 10.1 亿吨，同比下降 2%，呈平缓调整态势。随着钢铁行业结构持续优化，粗钢产能去化趋势趋稳，精钢产能逐渐提升，耐材市场秩序有望逐渐好转。

图 10：2023 年耐火材料下游各行业占比情况



数据来源：国亮新材招股说明书，西南证券整理

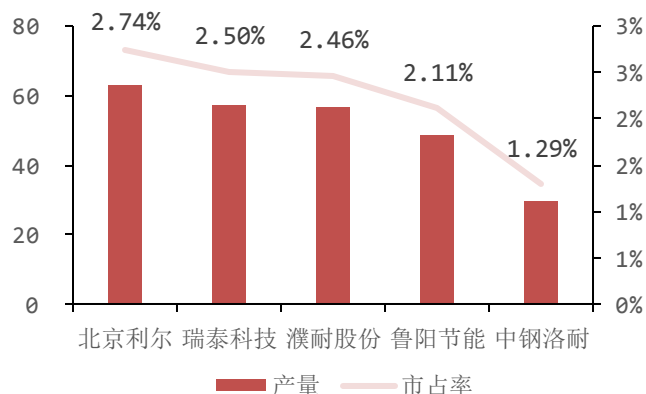
图 11：2013-2024 年粗钢产量增速变化情况



数据来源：Wind，中耐协，西南证券整理

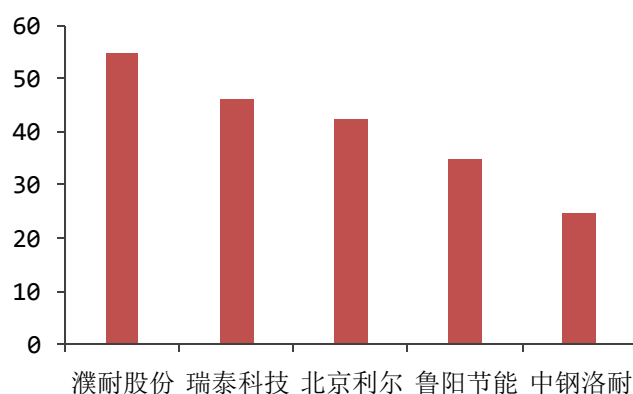
头部企业营收加速增长，行业集中度有望提升。截至 2024 年，中国耐火原料及制品规模以上企业近 2000 多家，生产企业多、小、散是造成行业长期无序竞争的主要因素，当前已进入减量发展和存量优化新阶段。随着《关于建立碳足迹管理体系的实施方案》《关于开展产品碳足迹标识认证试点工作的通知》等日益严格的环保治理要求出台，和行业竞争的筛选，中小型耐材企业生存空间越来越小。此外，随着市场竞争的不断加剧，耐火材料行业兼并重组的发展进程也将不断加快。

图 12：2023 年中国头部企业耐火材料产量（万吨）及占比



数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 13：2023 年头部企业耐火材料业务营收（亿元）

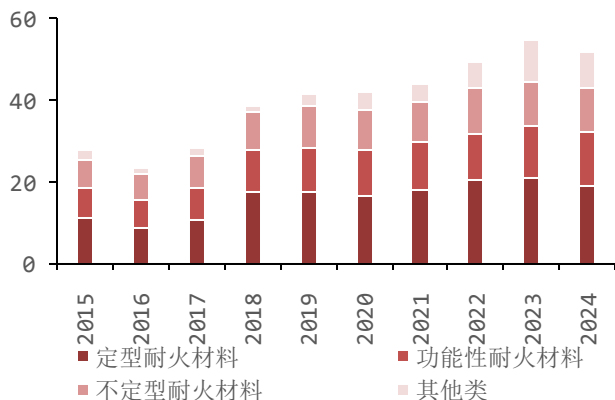


数据来源：各公司公告，西南证券整理(注：鲁阳节能为公司总营收)

1.4 基本盘经营稳健，有力支撑新业务

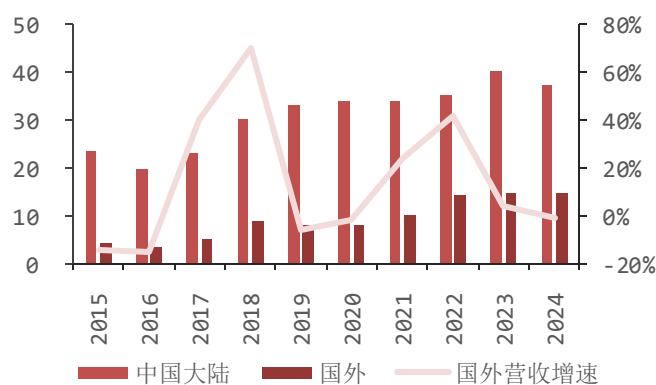
深耕耐材业务，经营势能稳健。公司持续深耕耐火材料主业，在产品结构优化、拓展市场空间方面成效显著。2024 年，功能性耐火材料营收规模达 13.6 亿元，同比增长 8.5%，营收占比提升至 26.2%，毛利占比达 30.5%，是公司稳健增长的核心驱动力。公司海外营收 14.6 亿元，同比下降 1.24%，但营收占比提升至 28%，海外销售毛利率 28.7%，毛利占比达 42.3%，是公司重要的盈利来源。

图 14：2015 年来公司各产品营业收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2015 年以来公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

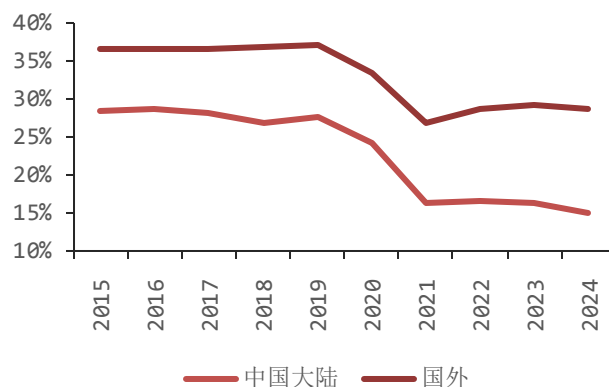
海外客户基础坚实，产能布局较具优势。公司位于美国工厂镁碳砖的设计产能是 2 万吨/年，已实现投产，后续将依托客户需求动态实施产能扩容。公司产品在美国钢铁行业声誉持续提升，客户基础较好；此外，公司在美国的产能布局，可以有效规避美国对部分来自中国耐材制品征收高额关税的影响，有利于推进国际化布局，持续开拓国际市场。

图 16：公司国际化布局示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

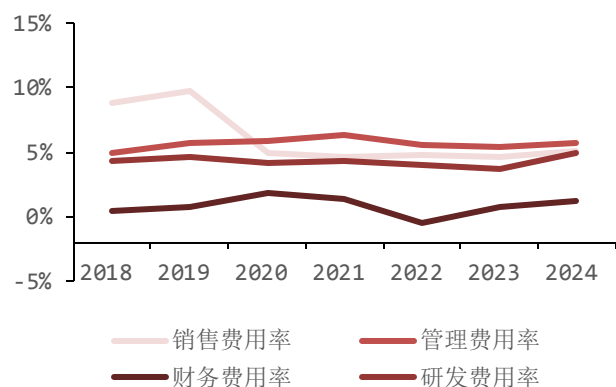
图 17：2015 年以来公司国内外的毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

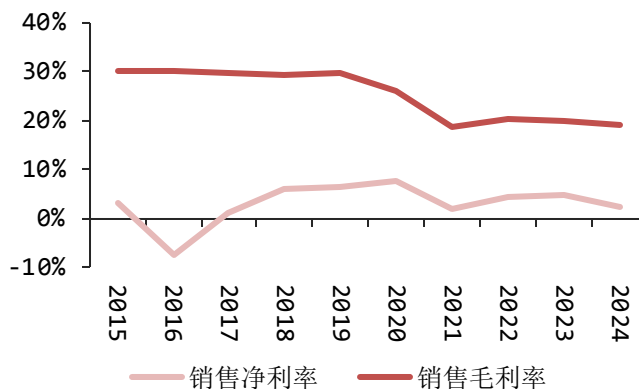
研发投入显著增加，盈利能力阶段承压。公司作为行业龙头，通过降本增效和优化产品结构，有效对冲下游需求疲弱影响，2021 年以来，毛利率基本保持平稳。2024 年，公司加大了活性氧化镁在湿法提钴提镍等领域的应用研发投入，研发费用率显著提高，使得销售净利率下降明显。随着公司在耐火材料的市占率持续提升，以及湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场不断开拓，公司营收规模有望显著拐点向上，规模效应下，费用率将有所下降，净利率有望持续回升。

图 18：2018 年以来公司费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2015 年以来公司毛利率和净利率情况



数据来源：公司公告，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：随着公司加大研发投入，不断丰富功能性耐火材料产品矩阵，持续优化产品结构，预计功能性耐火材料 2025-2027 年营收同比增速为 10%、8%、6%。

假设 2：随着行业环保标准持续提高、整包模式占比不断提升，对行业内耐火材料服务商整体实力要求越来越高，行业市场份额将持续向头部集中，公司作为行业龙头，预计定型耐火材料 2025-2027 年营收同比增速为 3%、2%、1%，不定形耐火材料 2025-2027 年营收同比增速为 5%、3%、3%。

假设 3：随着湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场持续突破，下游客户不断开拓，预计湿法冶金及其他业务 2025-2027 年营收同比增速为 41.6%、28.3%、32.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	51.9	58.1	63.6	70.4
	yoy	-5.1%	11.9%	9.5%	10.7%
	营业成本	42.1	46.1	49.7	54.2
	毛利率	19.0%	20.7%	21.8%	23.1%
功能性耐火材料	收入	13.6	15.0	16.2	17.1
	yoy	8.5%	10.0%	8.0%	6.0%
	成本	9.5	10.5	11.2	11.8
	yoy	10.2%	10.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	30.1%	30.1%	30.8%	31.4%
定型耐火材料	收入	18.7	19.3	19.6	19.8
	yoy	-10.4%	3.0%	2.0%	1.0%
	成本	15.7	16.2	16.5	16.6
	yoy	-8.0%	3.0%	2.0%	1.0%
	毛利率	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
不定形耐火材料	收入	10.7	11.2	11.6	11.9
	yoy	-3.4%	5.0%	3.0%	3.0%
	成本	8.7	9.2	9.4	9.7
	yoy	-0.2%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
湿法冶金及其他	收入	8.9	12.7	16.2	21.5
	yoy	-13.0%	41.6%	28.3%	32.7%
	成本	8.15	8.80	9.33	9.80
	yoy	-13.3%	8.0%	6.0%	5.0%

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率	8.8%	30.4%	42.5%	54.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 58.09 亿元(+11.89%)、63.59 亿元(+9.47%)和 70.41 亿元(+10.73%)，归母净利润分别为 2.29 亿元(+69.81%)、3.63 亿元(+58.06%)和 5.23 亿元(+44.19%)，EPS 分别为 0.23、0.36 和 0.52 元，对应 PE 分别为 22、14 和 10 倍。

2.2 估值

濮耐股份深耕耐火材料多年，虽然湿法冶金高效沉淀剂市场有所突破，但当前营收占比仍较少，故此处选取以耐火材料业务为主的瑞泰科技、鲁阳节能为可比公司，该两家公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 19 倍、11 倍。

公司作为耐火材料行业龙头，综合竞争优势突出，营收基本盘稳健；湿法冶金高效沉淀剂业务不断取得突破，放量在即。1) 公司作为耐火材料行业龙头，产品体系完善，技术优势突出，综合竞争力强劲，在整包模式占比持续提高、行业环保政策趋紧等背景下，市场份额将持续向行业头部集中，公司市占率有望持续提升。2) 新材料事业部重点拓展湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场，研发团队依托资源优势重点攻关，取得了一系列技术突破，2024 年下半年相关产品已成功入围多家客户的合格供应商，获得了包括格林美在内的多家湿法冶金客户的认可，目前已实现批量供货。综合来看，公司传统业务耐火材料较为稳健，新业务高效沉淀剂市场开拓顺利空间广阔，兼具安全边际与业绩弹性。

濮耐股份 2025-2027 年归母净利润复合增速为 57%，业绩增速远高于可比公司；此外，2025 年瑞泰科技、鲁阳节能 PEG 分别为 0.42、0.47，当前估值对应濮耐股份 PEG 为 0.32，低于可比公司，故给予濮耐股份 2025 年 30 倍 PE，对应 PEG 为 0.43，对应目标价 6.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：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)			
				24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E
002066.SZ	瑞泰科技	24.21	10.48	0.25	0.40	0.45	0.49	42	26	23	21
002088.SZ	鲁阳节能	64.50	12.57	0.97	1.19	1.54	-	13	11	8	-
平均值								28	19	11	-
002225.SZ	濮耐股份	50.42	5.02	0.13	0.23	0.36	0.52	38	22	14	10

数据来源：wind，西南证券整理(注：鲁阳节能 2024 年年报未披露，2024 年数据为预测数据)

3 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险: 经济发展是企业生存的环境, 宏观经济运行受到多种因素影响, 具有较高的不确定性, 一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏;
- 2) 新业务拓展进度不及预期风险: 湿法冶金高效沉淀剂业务作为第二增长曲线, 市场开拓具有较大不确定性, 若开业务开拓进度不及预期将影响公司业绩增长情况。
- 3) 关税政策变动风险: 当前国际局势不确定性较大, 公司海外营收占比较多, 关税变动对海外业绩带来较大不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	51.92	58.09	63.59	70.41	净利润	1.29	2.20	3.47	5.01
营业成本	42.06	46.07	49.73	54.17	折旧与摊销	1.65	1.63	1.67	1.70
营业税金及附加	0.35	0.29	0.32	0.35	财务费用	0.64	0.85	0.89	0.93
销售费用	2.64	2.90	3.18	3.52	资产减值损失	-0.17	-0.10	-0.50	-0.80
管理费用	5.49	5.81	6.36	7.04	经营营运资本变动	-1.58	2.16	-2.98	-2.78
财务费用	0.64	0.85	0.89	0.93	其他	2.47	0.33	0.71	0.92
资产减值损失	-0.17	-0.10	-0.50	-0.80	经营活动现金流净额	4.31	7.06	3.28	4.97
投资收益	0.13	0.10	0.20	0.30	资本支出	-0.52	-0.10	-0.10	-0.10
公允价值变动损益	-0.01	0.10	0.05	0.07	其他	-1.77	-1.32	-1.63	-0.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.29	-1.42	-1.73	-1.08
营业利润	1.18	2.46	3.86	5.57	短期借款	3.24	-0.29	1.00	1.00
其他非经营损益	0.05	-0.02	0.00	0.00	长期借款	-5.47	0.00	1.00	2.00
利润总额	1.22	2.44	3.86	5.56	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.07	0.24	0.39	0.56	支付股利	-0.70	-0.44	-0.77	-1.31
净利润	1.29	2.20	3.47	5.01	其他	-1.85	-1.54	-0.32	-1.04
少数股东损益	-0.06	-0.10	-0.15	-0.22	筹资活动现金流净额	-4.77	-2.27	0.91	0.64
归属母公司股东净利润	1.35	2.29	3.63	5.23	现金流量净额	-2.69	3.37	2.45	4.53
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3.35	6.73	9.18	13.71	成长能力				
应收和预付款项	24.45	26.06	29.09	31.90	销售收入增长率	-5.13%	11.89%	9.47%	10.73%
存货	19.16	20.75	22.48	24.46	营业利润增长率	-56.08%	109.18%	56.75%	44.37%
其他流动资产	5.88	2.01	2.19	2.42	净利润增长率	-48.84%	69.81%	58.06%	44.19%
长期股权投资	0.06	0.56	1.06	1.56	EBITDA 增长率	-22.83%	42.22%	29.98%	27.66%
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	18.20	17.00	15.75	14.47	毛利率	18.99%	20.69%	21.79%	23.06%
无形资产和开发支出	4.83	4.51	4.19	3.87	三费率	16.90%	16.47%	16.40%	16.32%
其他非流动资产	6.71	7.73	9.10	9.95	净利率	2.49%	3.78%	5.46%	7.11%
资产总计	82.65	85.33	93.04	102.34	ROE	3.67%	5.93%	8.73%	11.53%
短期借款	6.29	6.00	7.00	8.00	ROA	1.57%	2.57%	3.73%	4.89%
应付和预收款项	24.39	26.39	28.67	31.14	ROIC	3.90%	6.18%	9.07%	12.07%
长期借款	3.87	3.87	4.87	6.87	EBITDA/销售收入	6.69%	8.50%	10.10%	11.64%
其他负债	12.87	12.04	12.76	12.92	营运能力				
负债合计	47.42	48.30	53.29	58.93	总资产周转率	0.63	0.69	0.71	0.72
股本	10.10	10.10	10.10	10.10	固定资产周转率	3.52	3.73	4.15	4.84
资本公积	8.26	8.26	8.26	8.26	应收账款周转率	2.27	2.42	2.41	2.41
留存收益	15.94	17.80	20.65	24.57	存货周转率	2.19	2.31	2.30	2.31
归属母公司股东权益	34.03	35.94	38.80	42.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.75%	—	—	—
少数股东权益	1.19	1.10	0.94	0.72	资本结构				
股东权益合计	35.23	37.03	39.75	43.42	资产负债率	57.38%	56.60%	57.28%	57.58%
负债和股东权益合计	82.65	85.33	93.04	102.34	带息债务/总负债	35.04%	33.80%	34.39%	36.19%
					流动比率	1.45	1.50	1.53	1.63
					速动比率	0.93	0.94	0.99	1.08
					股利支付率	51.51%	19.24%	21.22%	25.11%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	3.47	4.94	6.42	8.20	每股收益	0.13	0.23	0.36	0.52
PE	37.33	21.98	13.91	9.65	每股净资产	3.37	3.56	3.84	4.23
PB	1.48	1.40	1.30	1.18	每股经营现金	0.43	0.70	0.32	0.49
PS	0.97	0.87	0.79	0.72	每股股利	0.07	0.04	0.08	0.13
EV/EBITDA	17.31	11.05	8.28	6.17					
股息率	1.38%	0.88%	1.53%	2.60%					

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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn