

城燃主业基本盘稳固，综合能源转型稳步推进

投资要点

- **事件：**公司公布2026年中报，2026H1实现营收130.70亿元，同比下降14.78%；实现归母净利润3.30亿元，同比增长6.57%。2026Q1公司实现营业收入57.54亿元，同比下降12.17%；实现归母净利润0.83亿元，同比增长2.15%。2026Q2公司实现营业收入73.17亿元，同比下降16.73%；实现归母净利润2.47亿元，同比增长8.10%。
- **公司作为佛山城燃龙头，股权高度集中，国有资本与燃气行业股东深度协同。**佛山市投资控股集团、港华燃气投资两大核心股东分别持股39.90%、36.60%，合计控股比例高达76.50%，对公司战略决策形成强力把控。依托地方国有资本及业内股东资源优势，公司维稳城燃主业发展，拓展综合能源业务并致力于成为国际化综合能源服务商。
- **主业底盘稳固，高景气新兴业务贡献增量弹性。**公司搭建起五大协同业务板块，在13个区域管道燃气特许经营权的基础盘之上，横向布局新能源赛道、纵向延伸高端装备制造产业链。营收格局逐步转变为城燃、供应链业务双主导，供应链营收占比由2023年33.87%提升至2026H1的52.33%，同期城市燃气营收占比由2023年的61.52%回落至44.03%。盈利层面分化特征显著，传统城燃业务毛利率较为稳定，26H1达12.36%筑牢利润底盘，同时科技研发与装备制造板块毛利率于2025年冲高至33.21%，新兴业务高成长潜力突出。
- **盈利韧性充足，现金流储备释放扩张潜力。**2022-2025年公司营业收入复合增速达25.53%，归母净利润CAGR达14.70%。26H1在营收增速转负的情况下，净利润依旧实现正向增长，彰显较强盈利韧性。2026H1毛利率回升至7.70%，且期间费用管控成效显著，费用率自2021年6.30%下降至2026H1的3.31%，其中销售费用率为0.50%，同比增加0.13个百分点；管理费用率为1.37%，同比下降0.01个百分点；研发费用率为0.91%，同比下降0.01个百分点；财务费用率为0.53%，同比增加0.33个百分点。毛利改善覆盖费用上行压力，公司盈利韧性凸显。现金流端表现亮眼，2026H1经营现金流净额为13.48亿元，同比增幅高达96.50%，主要原因是公司优化库存及回款管控，推动经营活动现金回款规模有效提升。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2026-2028年归母净利润分别为10.75亿元、11.47亿元、12.26亿元，未来三年归母净利润复合增速为5.98%。考虑到公司作为珠三角核心区域城燃龙头，城燃主业基本盘稳固，同时布局氢能、综合能源等新兴业务，成长空间有望进一步拓展，给予公司2026年18倍PE，对应目标价14.94元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境及政策风险、区域产业结构调整效果不及预期风险、原材料价格波动风险、项目投资收益不及预期风险及汇率波动风险。

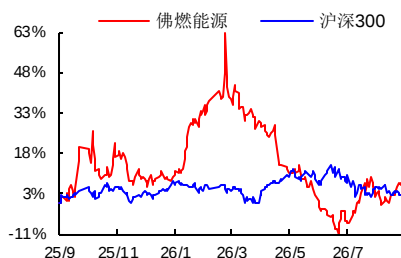
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	33,595	32,120	33,699	35,410
增长率	6.35%	-4.39%	4.92%	5.08%
归属母公司净利润（百万元）	1,030	1,075	1,147	1,226
增长率	20.74%	4.35%	6.69%	6.91%
每股收益EPS（元）	0.72	0.83	0.88	0.94
净资产收益率ROE	11.36%	12.05%	12.31%	12.59%
PE	16.83	14.08	13.20	12.34
PB	1.74	1.70	1.62	1.55

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：王偶
执业证号：S1250526050001
邮箱：wangti@swsc.com.cn
联系人：庄子豪
邮箱：zhuangzh@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)	12.98
流通A股(亿股)	12.67
52周内股价区间(元)	9.49-17.77
总市值(亿元)	147.34
总资产(亿元)	189.03
每股净资产(元)	3.41

相关研究

目 录

1 佛燃能源：佛山城燃龙头，致力于成为国际能源服务商.....	1
1.1 夯实城市燃气基本盘，拓展综合能源与全球化业务.....	1
1.2 业绩规模增长，盈利质量改善.....	3
2 盈利预测与估值.....	5
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示.....	6

图 目 录

图 1：佛燃能源发展历程.....	1
图 2：佛燃能源股权架构.....	1
图 3：佛燃能源各业务营收占比.....	3
图 4：佛燃能源各业务毛利率.....	3
图 5：佛燃能源营业收入及 YOY.....	3
图 6：佛燃能源归母净利润及 YOY.....	3
图 7：佛燃能源毛利率及净利率.....	4
图 8：佛燃能源期间费用率.....	4
图 9：佛燃能源现金流情况（单位：亿元）.....	4

表 目 录

表 1：佛燃能源业务结构.....	2
表 2：分业务收入及毛利率.....	5
表 3：可比公司估值.....	6
附表：财务预测与估值.....	7

1 佛燃能源：佛山城燃龙头，致力于成为国际能源服务商

1.1 夯实城市燃气基本盘，拓展综合能源与全球化业务

公司构建起以城市燃气运营为基本盘、同步布局综合能源与国际能源贸易的发展格局。1993-2009 年公司处于佛山市内奠基期，搭建本地管网、完成天然气工程建设，夯实本土业务根基。2010-2016 年公司于广东省内扩张业务范围，开拓肇庆、云浮等燃气市场，实现气源渠道多元化。2017-2020 年通过上市深交所主板完成资本化，并向省外拓展燃气业务。2020 年完成企业更名并完成首船国际 LNG 接卸，正式开启国际能源贸易。2021 年起公司迈入综合能源与国际化布局阶段，落地国内首个制氢加氢加气一体化站点布局氢能业务，取得国际航运资质与双投资级国际评级，持续推进多元化业务，向国际化综合能源服务商迈进。

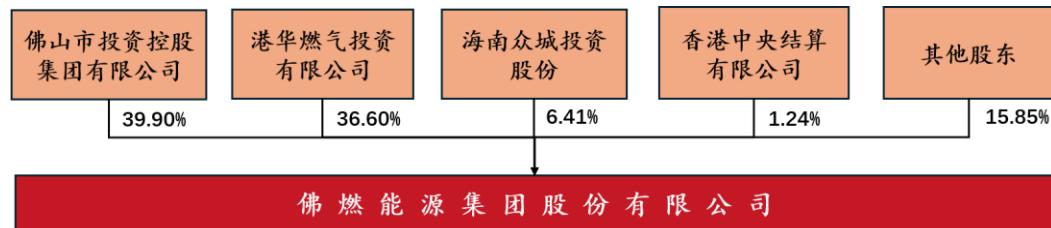
图 1：佛燃能源发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

佛燃能源形成国有控股与燃气行业股东深度协同、股权高度集中的股权。佛山市投资控股集团以 39.90%持股实现国有控股，第二大股东港华燃气投资持股 36.60%，其具备丰富城市燃气运营经验，二者构成公司两大核心股东，合计持股 76.50%，对公司战略决策形成较强控制力。该股权架构既依托地方国有股东资源保障城市燃气主业稳健运营，同时燃气行业股东的行业经验赋能公司综合能源、国际贸易等新业务拓展，实现协同发展。

图 2：佛燃能源股权架构



数据来源：公司年报，西南证券整理

佛燃能源立足城燃主业，围绕能源产业链多点布局业务，实现五大业务协同发展。佛燃能源以城市燃气特许经营业务为基本盘，依托 13 个区域管道燃气经营权构建购、储、销一体化运营体系，支撑公司向综合能源服务商转型。公司围绕能源主业推进相关多元化布局，横向拓展冷热能、光伏储能、绿色甲醇等新能源业务，纵向延伸 SOFC 燃料电池、氢能装备、窑炉节能、管道检测等科技研发与装备制造板块，并发展能源化工贸易（报告中或称供应链业务）、工程及生活配套业务，内部客户、管网、渠道资源具备较强协同效应，多点布局双碳政策下工业脱碳、氢能、绿色甲醇等高景气赛道，进一步打开成长空间。

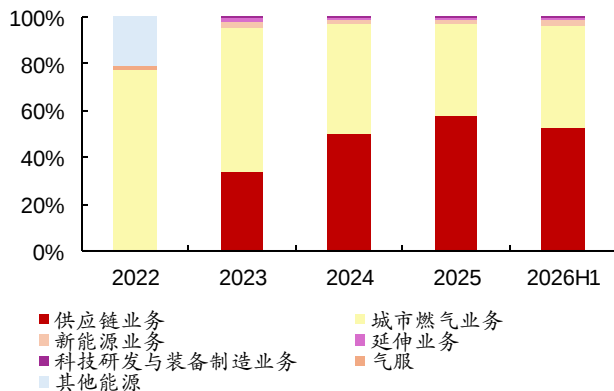
表 1：佛燃能源业务结构

主要业务	细分业务	业务内容
城市燃气业务	--	拥有 13 个区域管道燃气特许经营权，建立集资源采购、接收、储运、销售一体化的天然气业务模式，涵盖基础设施建设、多元气源保障、工商业及居民客户开发
新能源业务	冷热能业务	布局分布式供热与集中供热，通过蒸汽管网输送余热，深化天然气梯级利用，为工商业提供供热、供冷一体化服务
	光伏及储能业务	依托燃气经营区域优势，推进分布式光伏发电站建设，拓展储能节能服务，实现高效能源利用
	绿色甲醇业务	与香港中华煤气合资合作，规划总投资 100 亿元布局全国绿色甲醇生产基地，产品应用于航运、交通、航空等减碳领域
科技研发与装备制造业务	SOFC 固体氧化物燃料电池	SOFC 是一种不经过燃烧过程、将燃料化学能直接转化为电能的高效发电装置，已完成样机组装并实现连续运行，入选国家能源局“十四五”首批“赛马争先”名单
	窑炉热工装备制造与节能减排	聚焦陶瓷窑炉低碳技术与制造业数字化升级，通过智能节能系统降低陶瓷生产能耗与碳排放
	管道检测	自主研发无人机智慧巡检系统、智能检漏设备及 AI 视觉巡检，实现管道少量精修、动态监测
	氢能业务	推进加氢站及综合能源供应站建设，自主研发隔膜压缩机覆盖多压力等级，应用于商用加氢站、化工及电子行业气体压缩
	产业载体业务	投资建设佛燃装备制造产业园，定位为粤港澳大湾区先进装备制造产业集聚区，为新能源、科技研发与装备制造业务提供发展空间
能源化工服务业务	石油化工业务	在广州南沙小虎岛投资综合能源石化仓储基地和石化码头，开展成品油、燃料油、甲醇等能源化工品贸易及仓储物流服务
	天然气业务	立足国内终端天然气消费市场，设立新加坡贸易平台，扩大亚太市场国际 LNG 贸易，为佛山市乃至粤港澳大湾区制造业客户提供大宗商品资源、物流、仓储等“一揽子”能源服务
延伸业务	工程服务业务	具备燃气工程设计监理、施工、造价咨询等资质，业务从城市燃气扩展至热能、光伏、充电桩、消防维保等市政公用工程领域
	生活服务业务	推动“安全服务+”迭代升级，提供安全监控、风险预警、保险保障等服务

数据来源：公司年报，西南证券整理

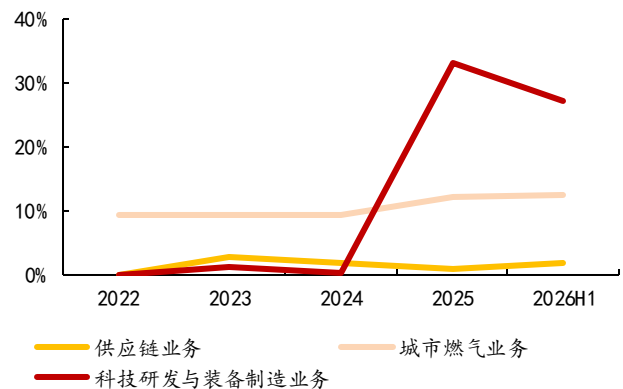
营收端逐渐形成城燃、供应链业务双主导格局，2025 年科研与装备制造业务毛利率高涨。2023-2026H1 公司营收结构有所调整，2023 年供应链业务营收占比从 33.87%逐年攀升至 2026H1 的 52.33%，城市燃气业务营收占比则由 2023 年的 61.52%收缩至 2026H1 的 44.03%，新能源、装备制造等板块稳步发展，营收端仍由城燃、供应链业务双轮主导。盈利层面，2022-2026H1 城市燃气业务毛利率整体上有所增长，26H1 为 12.36%，夯实公司核心利润基本盘，2025 年科技研发与装备制造业务毛利率显著抬升至 33.21%，26H1 其仍维持较高毛利率水平，毛利率达 26.97%，新兴业务成长潜力可期。

图 3：佛燃能源各业务营收占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：佛燃能源各业务毛利率

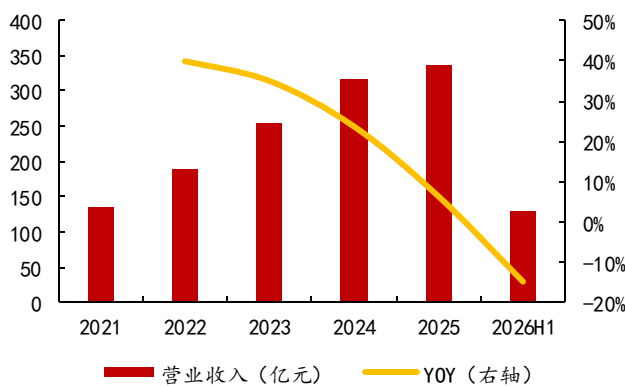


数据来源：iFinD，西南证券整理

1.2 业绩规模增长，盈利质量改善

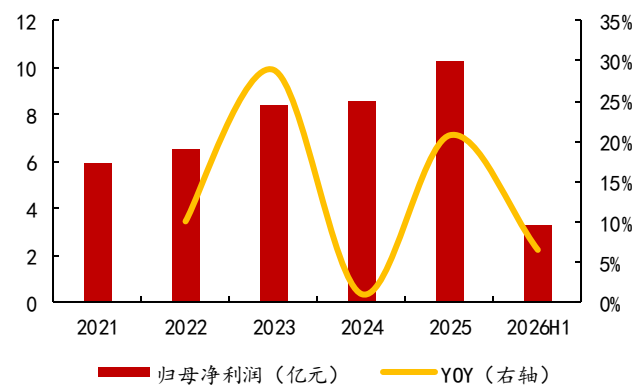
营收规模随贸易业务扩张冲高后有所回落，归母净利润仍实现正增长，盈利韧性凸显。2021-2025 年公司营业收入由 135.31 亿元增长至 335.95 亿元，2022-2025 年 CAGR 达 25.53%，但营收同比增速自 2022 年起逐步回落，至 2026H1 增速为 -14.78%，增速由正转负主要受地缘政治因素影响，国内油品及化工品价格大幅波动，公司对毛利率水平偏低的油品化工品供应链业务开展优化调整，主动压降该部分业务体量，造成营业收入相应减少。2021-2025 年归母净利润整体呈上行态势，由 5.95 亿元增长至 10.30 亿元，CAGR 达 14.70%，主要系业务规模稳步拓展，经营模式持续优化，公司着力推进提质增效。在利润增速波动幅度较大、营收增速持续回落的情况下，2026H1 归母净利润依旧维持正增长，凸显盈利韧性。

图 5：佛燃能源营业收入及 YOY



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：佛燃能源归母净利润及 YOY

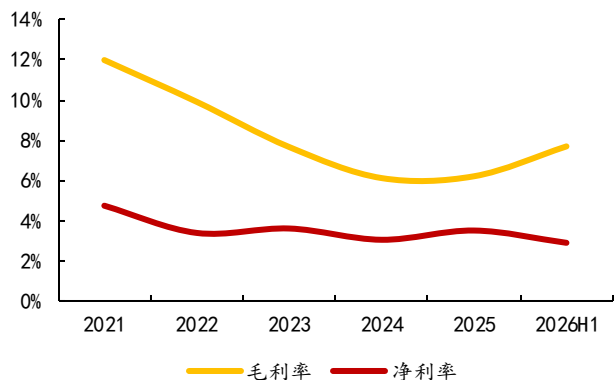


数据来源：iFinD，西南证券整理

2026H1 盈利水平有所修复，毛利改善覆盖费用上行压力。盈利水平层面，2021-2025 年公司综合毛利率持续走低，或系低毛利的供应链贸易规模持续扩大所致，2026H1 综合毛利率有所修复，回升至 7.70%，同比增长 1.59 个百分点，净利率整体水平较为稳定，2026H1 净利率为 2.92%，同比增长 0.55 个百分点。费用层面，公司整体期间费用率由 2021 年 6.30% 持续下降至 2025 年 2.70%，2026H1 小幅反弹至 3.31%，同比增长 0.44 个百分点，其中销售费用率为 0.50%，同比增加 0.13 个百分点；管理费用率为 1.37%，同比下降 0.01 个百分点；

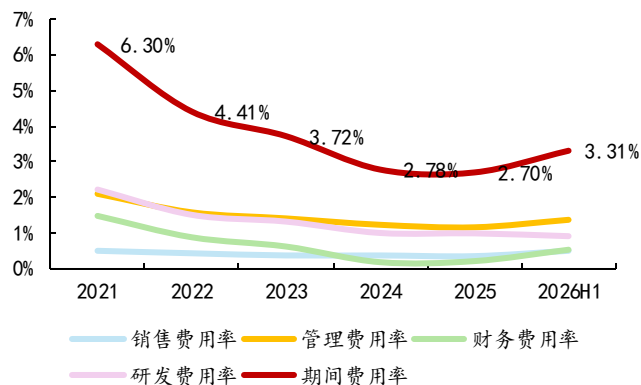
研发费用率为 0.91%，同比下降 0.01 个百分点；财务费用率为 0.53%，同比增加 0.33 个百分点。整体来看，毛利率修复带来的盈利增量覆盖费用端上涨幅度，公司盈利韧性凸显，为后续业绩持续增长奠定坚实基础。

图 7：佛燃能源毛利率及净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

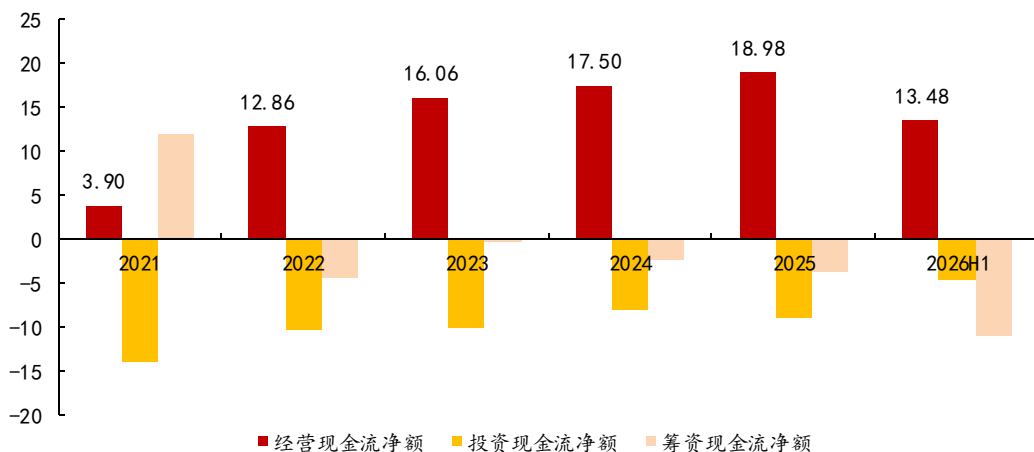
图 8：佛燃能源期间费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

经营现金流整体保持向好，持续产生可观自由现金流。2021-2025 年经营现金流净额整体上行，2025 年达 18.98 亿元，同比增长 8.46%，2026H1 经营现金流净额达 13.48 亿元，同比增长高达 96.50%，主要系公司优化库存及回款管控，推动经营活动现金回款规模有效提升。投资活动现金流持续净流出，反映公司持续进行资本开支，但资本开支规模显著低于经营现金流入规模，公司自由现金流保持充裕水平。2026H1 筹资活动现金流净额大幅增加，主要系偿还债务支付的现金较上年同期有所增加。

图 9：佛燃能源现金流情况（单位：亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 供应链业务：作为公司营收规模最大的板块，2026 年受地缘政治及公司主动优化低毛利油品化工贸易规模影响，收入短期承压回落，后续有望依托国际 LNG 贸易渠道优势，稳步扩张业务体量。预计 2026-2028 年供应链业务订单收入增速分别为 -7.0%、8.0%、8.0%，毛利率维持 1.0%的稳定水平。

2) 城市燃气业务：城燃主业作为公司盈利基本盘，业务销量短期小幅调整，后续随区域经济企稳逐步恢复，同时随着气源成本优化，盈利能力有所改善。预计 2026-2028 年城市燃气业务收入增速分别为 -1.0%、1.0%、1.0%，毛利率分别为 12.2%、13.0%、13.9%。

3) 科技研发与装备制造业务：氢能装备、燃料电池等新产品逐步完成市场导入，后续业务放量打开成长空间。预计 2026-2028 年科技研发与装备制造业务收入增速分别为 -5.0%、0.0%、10.0%，毛利率分别为 34.6%、35.3%、35.3%。

4) 新能源及延伸业务：冷热联供、光伏储能、绿色甲醇等新能源板块处于培育周期，收入短期承压后保持平稳运行。预计 2026-2028 年新能源业务、延伸业务收入增速触底回升，后期维持 1%-2%低速增长，业务收入规模保持基本稳定。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年份业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025	2026E	2027E	2028E
供应链业务	收入	19,462.80	18,100.41	19,548.44	21,112.31
	增速	22.81%	-7.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	0.71%	1.03%	1.03%	1.03%
城市燃气业务	收入	13,205.15	13,073.10	13,203.83	13,335.87
	增速	-9.97%	-1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	12.18%	12.18%	13.05%	13.91%
科技研发与装备制造业务	收入	25.14	23.88	23.88	26.27
	增速	-63.62%	-5.00%	0.00%	10.00%
	毛利率	33.21%	34.62%	35.27%	35.27%
新能源业务	收入	494.41	519.13	519.13	524.32
	增速	-9.59%	5.00%	0.00%	1.00%
延伸业务	收入	407.59	403.52	403.52	411.59
	增速	-10.97%	-1.00%	0.00%	2.00%
合计	收入	33,595.09	32,120.03	33,698.80	35,410.36
	增速	6.35%	-4.39%	4.92%	5.08%
	毛利率	6.22%	6.72%	6.72%	6.80%

数据来源：iFinD，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，我们选取拥有京津冀县域燃气运营业务的百川能源、拥有重庆地区城市燃气供应业务的重庆燃气以及深圳燃气三家城市燃气运营企业作为可比公司，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 20.79 倍、17.18 倍、14.54 倍。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 10.75 亿元、11.47 亿元、12.26 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 5.98%。考虑到公司作为珠三角核心区域城燃龙头，城燃主业基本盘稳固，同时布局氢能、综合能源等新兴业务，成长空间有望进一步拓展，给予公司 2026 年 18 倍 PE，对应目标价 14.94 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	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
600681.SH	百川能源	3.63	0.18	0.18	0.20	0.24	24.42	18.82	16.95	14.17
600917.SH	重庆燃气	5.02	0.13	0.15	0.19	0.23	40.70	32.66	25.68	21.20
601139.SH	深圳燃气	6.52	0.49	0.59	0.72	0.78	13.48	10.90	8.90	8.26
可比公司平均值							26.20	20.79	17.18	14.54
002911.SZ	佛燃能源	11.35	0.72	0.83	0.88	0.94	16.83	14.08	13.20	12.34

数据来源：iFinD，西南证券整理

3 风险提示

1) **宏观环境及政策风险**：国内外宏观形势复杂，燃气行业受政策约束强。天然气价格市场化改革下，气源成本上涨若无法顺利向下游传导，将压制公司盈利。

2) **区域产业结构调整效果不及预期风险**：佛山推进产业升级与双碳政策，高耗能工业客户面临外迁关停，存量销气量存在下滑压力，将制约业绩增长。

3) **原材料价格波动风险**：国际油气价格受地缘局势影响波动较大，气源采购成本不确定性高，若风控对冲不足，将冲击经营盈利。

4) **项目投资收益不及预期风险**：燃气及新能源相关项目前期投入大，受市场、政策、技术变化影响，存在项目收益不及预期、投资回收期拉长的风险。

5) **汇率波动风险**：公司存在海外气源采购，人民币汇率大幅波动将产生汇兑损益，扰动采购成本与利润水平。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	33,595	32,120	33,699	35,410	净利润	1,185	1,243	1,334	1,426
营业成本	31,506	29,961	31,434	33,003	折旧与摊销	527	472	492	521
营业税金及附加	69	64	71	71	财务费用	122	98	100	103
销售费用	117	116	125	138	资产减值损失	80	22	12	12
管理费用	388	369	381	425	经营营运资本变动	198	72	200	153
财务费用	69	80	77	74	其他	-213	-539	-372	-491
资产减值损失	-50	-2	-2	-2	经营活动现金流净额	1,898	1,368	1,766	1,724
投资收益	506	385	371	478	资本支出	-351	-123	-234	-322
公允价值变动损益	-165	0	0	0	其他	-529	-93	-59	48
其他经营损益	24	32	61	42	投资活动现金流净额	-881	-215	-293	-274
营业利润	1,402	1,572	1,687	1,815	短期借款	383	200	200	200
其他非经营损益	34	1	1	13	长期借款	-44	-100	-50	-50
利润总额	1,436	1,573	1,688	1,828	股权融资	1,745	0	0	0
所得税	251	330	355	402	支付股利	-941	-803	-852	-906
净利润	1,185	1,243	1,334	1,426	其他	-1,522	180	-10	-10
少数股东损益	154	168	187	200	筹资活动现金流净额	-378	-523	-712	-766
归属母公司股东净利润	1,030	1,075	1,147	1,226	现金流量净额	616	591	761	683
资产负债表（百万元）	2025	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,547	4,138	4,900	5,583	成长能力				
应收和预付款项	1,315	2,165	1,892	2,144	销售收入增长率	6.35%	-4.39%	4.92%	5.08%
存货	972	915	960	917	营业利润增长率	14.08%	12.13%	7.32%	7.58%
其他流动资产	276	276	276	276	净利润增长率	20.74%	4.35%	6.69%	6.91%
长期股权投资	876	1,326	1,726	2,126	EBITDA 增长率	2.95%	28.66%	6.20%	7.34%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	8,489	8,209	8,020	7,902	毛利率	6.22%	6.72%	6.72%	6.80%
无形资产和开发支出	2,083	2,043	2,004	1,964	三费率	1.71%	1.76%	1.73%	1.80%
其他非流动资产	21	19	19	19	净利率	3.53%	3.87%	3.96%	4.03%
资产总计	20,049	21,644	22,560	23,528	ROE	11.36%	12.05%	12.31%	12.59%
短期借款	835	1,035	1,235	1,435	ROA	6.00%	5.96%	6.03%	6.19%
应付和预收款项	1,568	2,330	2,401	2,475	ROIC	6.78%	9.49%	9.63%	9.73%
长期借款	1,377	1,277	1,227	1,177	EBITDA/销售收入	4.92%	6.62%	6.70%	6.84%
其他负债	6,113	6,825	6,936	7,055	营运能力				
负债合计	9,894	11,468	11,799	12,143	总资产周转率	1.70	1.54	1.52	1.54
股本	1,298	1,298	1,298	1,298	固定资产周转率	4.71	4.60	5.01	5.40
资本公积	333	333	333	333	应收账款周转率	38.69	43.28	42.48	55.60
留存收益	2,986	3,319	3,717	4,141	存货周转率	32.47	31.74	33.51	35.16
归属母公司股东权益	9,069	8,922	9,320	9,744	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	1,086	1,254	1,441	1,640	资本结构				
股东权益合计	10,156	10,176	10,760	11,385	资产负债率	49.35%	52.98%	52.30%	51.61%
负债和股东权益合计	20,049	21,644	22,560	23,528	带息债务/总负债	35.71%	31.23%	31.54%	31.80%
					流动比率	1.03	0.98	1.02	1.06
					速动比率	0.73	0.70	0.74	0.76
					股利支付率	65.53%	65.53%	65.53%	65.53%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.83	0.88	0.94
					每股净资产	6.99	6.87	7.18	7.51
					每股经营现金	1.46	1.05	1.36	1.33
					每股股利	0.52	0.54	0.58	0.62
业绩和估值指标	2025	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1,652	2,125	2,257	2,423					
PE	16.83	14.08	13.20	12.34					
PB	1.74	1.70	1.62	1.55					
PS	0.47	0.47	0.45	0.43					
EV/EBITDA	9.52	6.86	6.18	5.54					
股息率	4.29%	4.65%	4.97%	5.31%					

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。

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn