

恢复元气，边际改善可持续

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年 1 月快递业务经营数据, 当月实现快递收入 17.3 亿元(+39.7%), 完成快递件量 5.1 亿票(+43.0%), 快递产品的 ASP 为 3.38 元(-2.3%)
- **业务量方面, 持续高速增长显著跑赢行业。** 2019 年 1 月业务量增速 43.0%较 18 年 12 月增速 48.0%环比有所放缓, 但是月度市占率达到 11.3%、环比 12 月提升了 0.1ppt。2018 年全年累计完成业务量 51.1 亿件, (同比+31.1%), 从市占率来看, 市场份额扩张 0.4ppt 至 10.1%。2018 年下半年公司件量增速重回高速增长轨道, Q1-Q4 季度件量增速分别为 18.9%、18.4%、41.2%、40.9%。
- **价格方面, ASP 环比下降。** 申通 2019 年 1 月 ASP 为 3.38 元, 环比上涨了 4.3%, 我们认为系 1 月春节前揽件成本上升公司有所提价。全年来看, 2018 年完成收入 166.50 亿元(同比+33%), 全年 ASP 同比上涨 1.68%至 3.26 元。需要注意的是, 公司 2018 年收购的转运中心相关资产并表后相应增加了入账的成本与收入, 可比口径下 ASP 下跌幅度应与行业同步。
- **转运中心自营化进程加快。** 2018 年公司陆续公布 5 批共 22 个转运中心收购公告、累计金额约 15 亿元, 我们测算公司转运中心自营率达到约 82%。加盟制快递提升自营化率、强化总部管控已被证明是一条行之有效的管理实践。从成本端来看, 2018 年上半年单票成本下降了 0.76%。考虑公司继续加大转运中心建设力度, 预计公司 2019 年成本下降的趋势有望持续。
- **盈利预测与评级。** 在收购转运中心提升自营率及加大运输、转运设备的投资后, 公司业务量增长重回健康轨道。我们看好公司在成本端巨大的改善空间、以及精细化管理优化总部-加盟商间的利益分配。公司质地的改善及件量增速有望在 19 年得以持续, 目前是快递板块预期差最大的标的。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.34 元、1.53 元、1.76 元, 对应当前 PE 分别为 15.3X、13.4X、11.7X。考虑快递行业业务量 19 年仍能维持 20%以上的增速, 保守估计未来三年复合增速 18%, 按照 PEG=1 计算目标估值 18X、对应 2019 年目标价 27.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨。

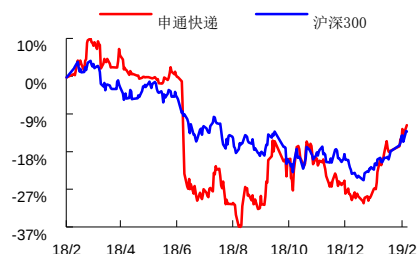
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12657.24	17761.12	21147.78	25550.06
增长率	28.10%	40.32%	19.07%	20.82%
归属母公司净利润(百万元)	1487.84	2046.63	2342.56	2691.57
增长率	17.93%	37.56%	14.46%	14.90%
每股收益 EPS(元)	0.97	1.34	1.53	1.76
净资产收益率 ROE	21.96%	24.05%	22.43%	21.25%
PE	21.10	15.34	13.40	11.66
PB	4.65	3.70	3.01	2.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
 执业证号: S1250518110001
 电话: 13916801840
 邮箱: chzhl@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)	15.31
流通 A 股(亿股)	3.32
52 周内股价区间(元)	14.7-25.67
总市值(亿元)	313.97
总资产(亿元)	100.71
每股净资产(元)	5.26

相关研究

目 录

1 加盟制快递先驱	1
2 增速恢复，重回牌局	2
2.1 低端电商需求韧性强，拼多多异军突起	2
2.2 提高自营率，加大运营设备投入	3
2.3 公司市占率止跌回升，向上弹性较大	6
3 盈利预测与估值	7
3.1 盈利预测	7
3.2 估值与评级	7
4 风险提示	8

图 目 录

图 1：申通快递股权结构图（2.5%以上持股股东，截至 18 年 3 季报）	1
图 2：申通历年归母净利润（单位：百万元）	1
图 3：公司历史主营业务收入拆分（单位：百万元）	2
图 4：公司历史主营业务成本拆分（单位：百万元）	2
图 5：近四年月度收入增速对比（单位：亿元，%）	2
图 6：近四年月度件量增速对比（单位：万件，%）	2
图 7：社会消费品零售总额月度数据（单位：亿元）	3
图 8：拼多多 GMV 爆发式增长（单位：十亿）	3
图 9：中西部地区快递件量增速提升	3
图 10：公司转运中心自营率历史数据	4
图 11：公司资本开支变化趋势（单位：亿元）	5
图 12：申通月度件量增速	6
图 13：申通/圆通/韵达季度市占率对比	6

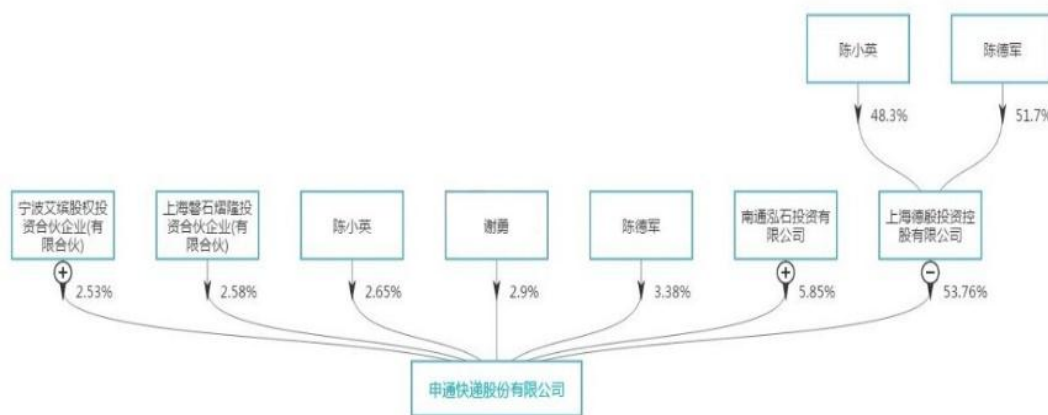
表 目 录

表 1：申通 2018 年斥资 15 亿收回 22 个转运中心	4
表 2：各大快递公司资产情况概要（单位：亿元）	5
表 3：通达系单件成本拆分（单位：元/件）	6
表 4：可比公司估值表	7
表 5：可比公司估值表	7
附表：财务预测与估值	9

1 加盟制快递先驱

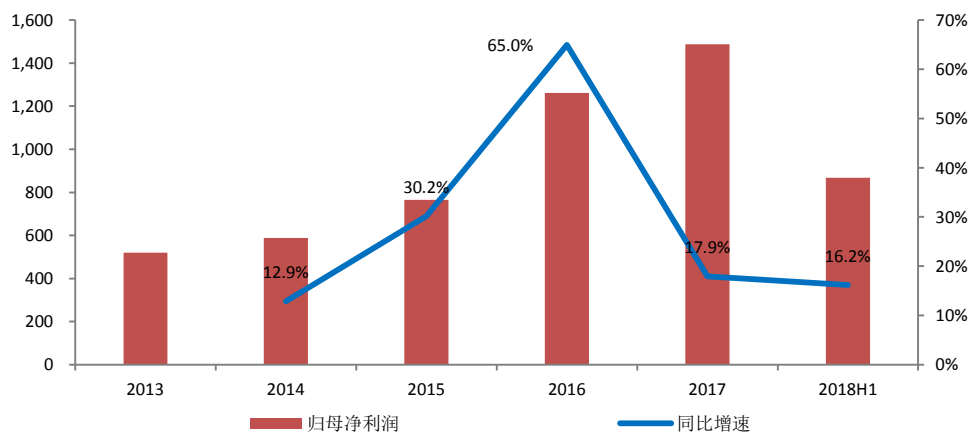
申通快递品牌创立于 1993 年，亦是中国桐庐系民营加盟制快递的开创者，申通系出来的快递管理人才遍布通达系各家公司。申通在 2016 年 12 月通过借壳艾迪西实现了登录 A 股市场。现在的实际控制人为陈德军和陈小英兄妹。2018 年三季度公司实际控制人之一的陈德军对公司进行了增持，截至三季度末公司实际控制人陈德军、陈小英通过德殷控股间接和直接持有公司股份合计 31.17% 和 28.62%，实现公司股权的高度集中。

图 1：申通快递股权结构图（2.5%以上持股股东，截至 18 年 3 季报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

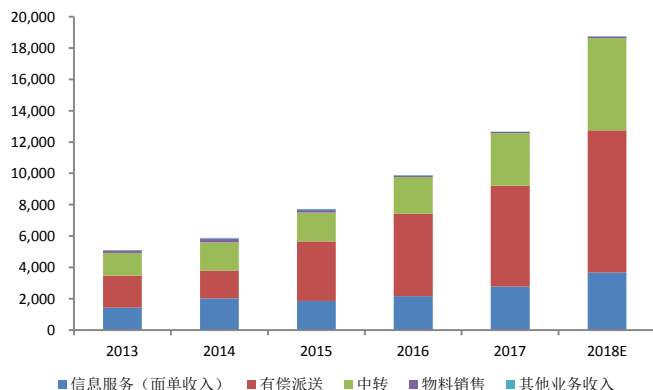
图 2：申通历年归母净利润（单位：百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

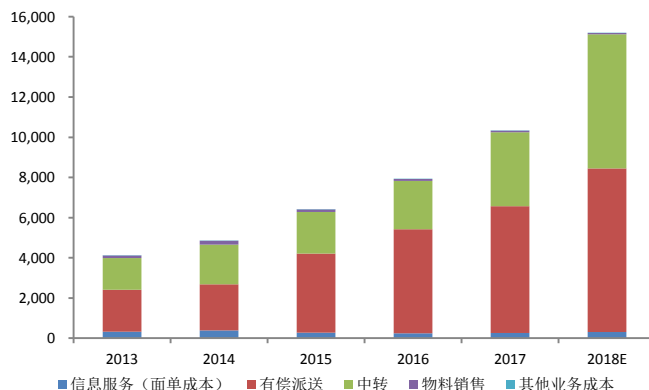
截至 2018 年上半年公司拥有 68 个转运中心，独立网点 2012 家，服务站点及门店 24,000 余家，依托“中转直营、网点加盟”模式，申通的主业系网络型快递，实现“收-转-运-派”的各个环节。公司快递业务的产品分为三类：一是标准快递业务产品，如汽运时效产品、航空时效产、重点城市间 24 小时件等；二是增值服务产品，如承诺达、代收货款等；三是快递辅料产品，提供信封、文件袋、纸箱等快递包装物。近年来公司也在积极开拓新兴业务，为国内大型 C2C、B2C 企业提供物流配送、第三方物流和仓储、代收货款、贵重物品通道等服务，但目前快递主业仍是公司最要的收入（占比 99.2%）和利润来源（占比 98.8%）。

图 3: 公司历史主营业务收入拆分 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司历史主营业务成本拆分 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

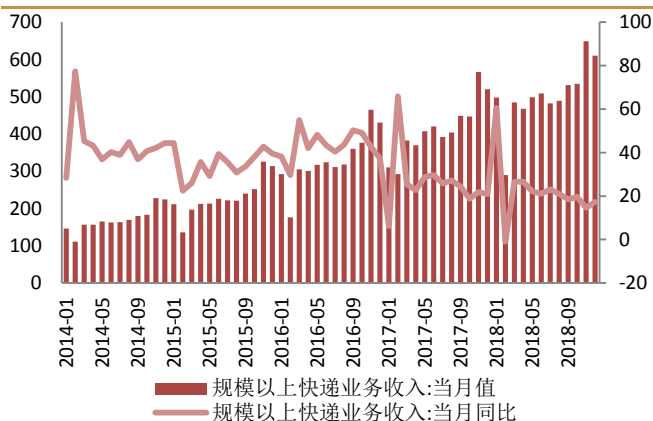
2 增速恢复, 重回牌局

2.1 低端电商需求韧性强, 拼多多异军突起

2018 年, 快递行业全年收入 6038.4 亿元, 增速 21.81%, 较 2017 年下降 2.91 个百分点; 全年规模以上快递业务量亦创历史新高, 达到 507.1 亿件, 增速 26.60%, 较 2017 年下降 1.44 个百分点。

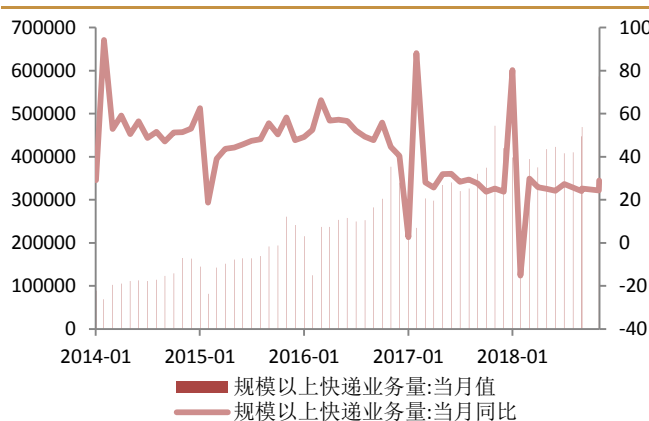
我们认为, 快递行业收入与件量增速较之社会零售总额相比, 呈现出了两个特点: 1) 较强的韧性, 增速下滑幅度明显小于社零; 2) 绝对增速显著高于社零, 即社会零售平台向电商继续靠拢。因此, 我们判断 2019 年快递行业收入与件量增速仍将保持 20% 以上的中高速增长。

图 5: 近四年月度收入增速对比 (单位: 亿元, %)



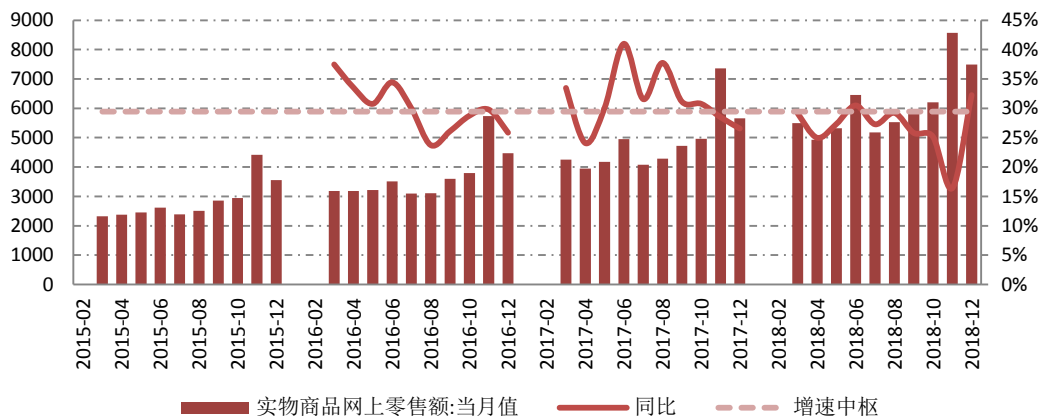
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 近四年月度件量增速对比 (单位: 万件, %)



数据来源: Wind, 西南证券整理

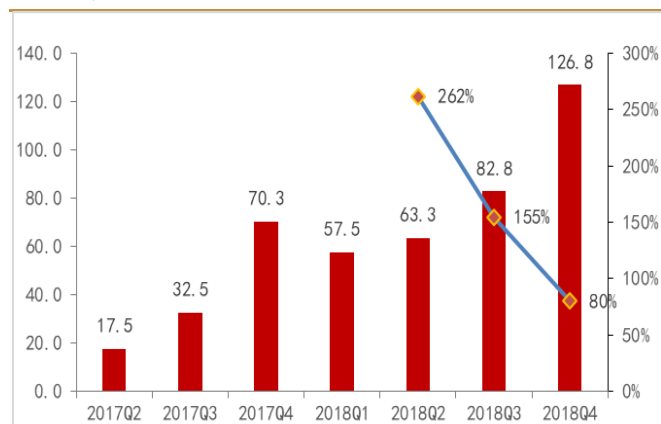
图 7：社会消费品零售总额月度数据（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

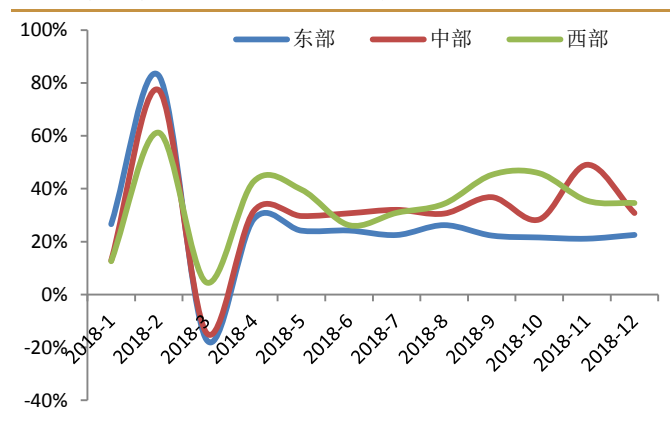
拼多多的异军突起引领了电商向低线城市渗透。2018 年 Q4 拼多多 GMV 达到 2056 亿元，同比增速 161%、环比增长 73.9%，活跃用户数增长与客单价提升共同造就当季 GMV 超预期，同时拼多多拟增发融资 11 亿美元加速供给端改造，有望为中长期增长拉开空间。我们认为拼多多爆发背后的本质是电商向低线城市和中西部地区渗透，由此为快递行业带来新的增长源。

图 8：拼多多 GMV 爆发式增长（单位：十亿）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：中西部地区快递件量增速提升



数据来源：邮政局，西南证券整理

2.2 提高自营率，加大运营设备投入

提高自营率是 2018 年申通完善业务布局的主要抓手。通达系“中转直营”的经营模式被证明是行之有效的可以降低全网成本的管理实践。但是由于管理层的思路差异，申通在自营化方面一直慢于同行，在件量增速持续被同行拉开的背景下，申通管理层的思路开始转变，17 年就公开表示“基础设施投资力度相对不足，公司核心城市的转运中心直营化比率相对较低，是制约了申通现在发展的主要原因”。管理层思路的转变也拉开了申通发力转运中心自营化的进程。

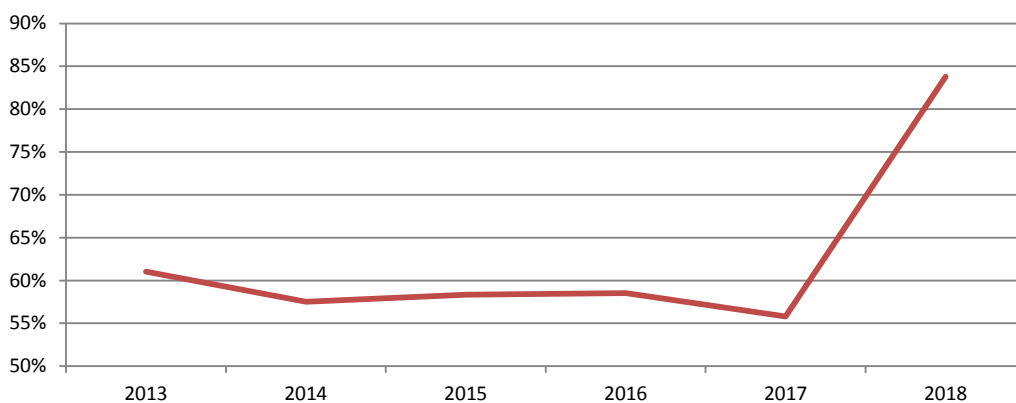
表 1: 申通 2018 年斥资 15 亿收回 22 个转运中心

收购日期 (公告日)	收购转运中心数量	地点	收购金额 (亿)
2018.4	3	北京	2.89
	2	湖北	1.24
2018.6	4	深圳	2.38
	1	广东	3.45
	1	湖南	0.62
2018.8	2	东莞	0.8
	1	南昌	0.2
	1	郑州	0.81
	1	南宁	0.26
	1	长春	0.33
2018.10	1	龙里	0.39
	1	昆明	0.35
2018.12	1	成都	0.5
	1	沈阳	0.35
	1	山西	0.38
合计	22		14.95

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

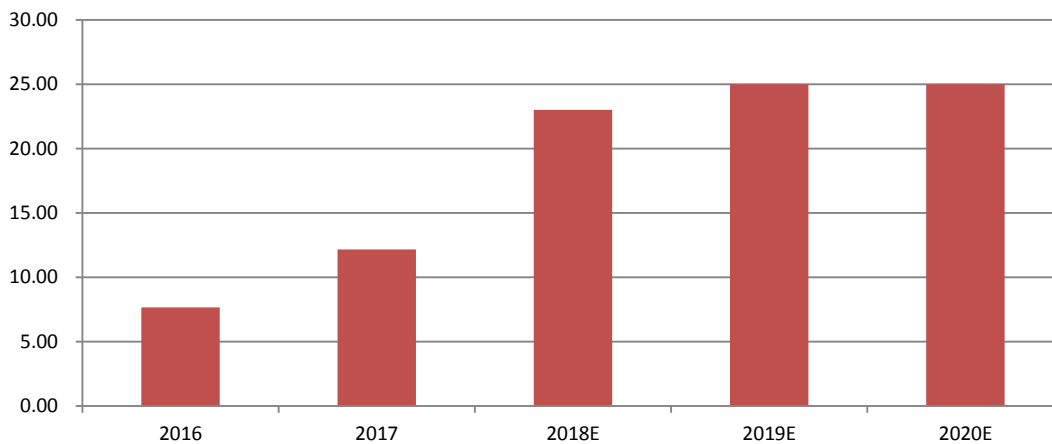
目前, 转运中心的自营率已从 2014 年的 57% 上升至 2018 年底的约 82%, 虽然较韵达、中通等接近中转全自营的行业龙头还有差距, 但是边际改善已十分明显。虽然公司在自营化方面曾走过弯路, 但是在这一行业趋势确认后公司及时调整, 以极高的执行力一年完成了 22 个转运中心的收购。

图 10: 公司转运中心自营率历史数据



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

自营率的提升有利于后续释放固定资产投资及相应的成本降低。申通 2018 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约 20 亿元左右, 预计未来两年将继续扩大到 25 亿元左右, 用于完成转运中心的完全自营化。我们认为, 公司大力收购转运中心→提高自营化率→加强固定资产建设→降成本的链条在 19 年仍可继续, 在管理上和资产端实现了后位者对头部公司的赶超。

图 11：公司资本开支变化趋势（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

后发力，补短板。2016 年借壳上市后至 2018 年三季度共产生资本开支 39.8 亿元，从每年在建工程的金额来判断，不论是“通达系”还是顺丰都保持了较快的增长。公司在之前的软硬件投资处于落后地位，2016 年的在建工程金额仅为 1.7 亿元。当前公司已经进入快速追赶阶段，2018 年 3 季度末公司在建工程达到 6.3 亿元、较半年报的 4.8 亿有明显扩展，显示出了公司对转运中心投资的扩大。

我们认为在自营化转运中心并投资固定资产方面公司确实起步较晚，由此带来的在之前的竞争中单件成本处于落后态势。但是，考虑到：1) 设备投入的后发优势；2) 成本端边际更大的优化空间；3) 资本市场信心（2018 年 12 月公布债务融资方案，拟发行短融、中票、公司债各 20 亿元）及加盟商信心的恢复，投资建设的资金充足。我们看好公司在追赶过程中向上的弹性。

表 2：各大快递公司资产情况概要（单位：亿元）

	2017				2018H1			
	圆通	韵达	申通	顺丰	圆通	韵达	申通	顺丰
固定资产新增	2.21	4.8	5.2	19.32	4.09	2.91	1.52	10.4
房屋	0.02	0.63	0.26		0.93			0.93
飞机				5.9				0.53
机器设备	1.04	0.8	0.38	0.47	0.37	0.5	0.96	0.42
运输设备	0.69	2.91	4	7.53	2.4	1.78	0.33	4.11
电子设备	0.3	1	0.47	4.4	0.22	0.63	0.21	3.85
其他								
在建工程新增	7.57	0.58	3.28	28	4.4	0.33	2.49	14.2
无形资产新增	2.61	1.32	2	5.5	2.86	1.31	0.77	1.62
开发支出				4.86				3.26
长投	2.2	2.6	2.33	11	4.89	6.89	4.3	9.54
总计	14.59	9.3	12.81	68.68	16.24	11.24	9.08	39.02

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 公司市占率止跌回升，向上弹性较大

在管理层聚焦单件成本、转运中心收回及运输自动化设备的投入后，我们看到公司件量增速在 2018 年下半年迎来高速增长。在很长一段时间内公司在“通达系”中的市占率都是处于第二梯队，保持在 10% 上下。从市占率的月度数据看出，公司追赶的脚步在加快。市占率已从今年最低的 7% 追赶至 12 月 11.2%，边际改善明显。

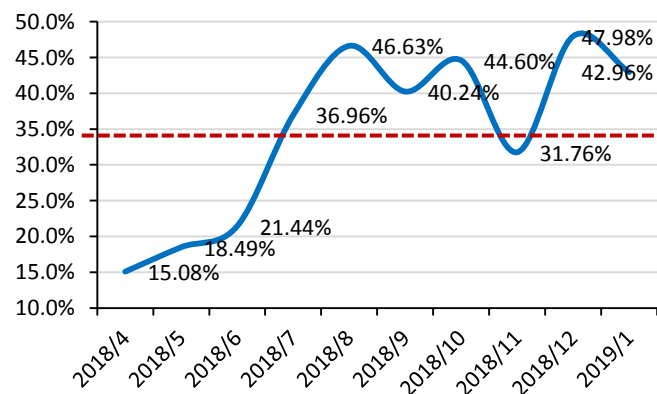
申通在 2017 年基本保持了 3.20 元/件的平均 ASP，但是在 2018 年中下降到了 3.10 附近。下半年随着电商需求韧性的验证，“通达系”各家的 ASP 又有所回升，申通从低点 3.10 附近上涨至 3.24，涨幅达 4.52%。从 ASP 涨跌的趋势上来说申通并没有掉队，基本保持了与行业 ASP 涨跌幅一致的趋势，件量增长的高速度并不是由恶性的价格竞争获得的，我们认为 19 年上半年仍将继续看到这一改善趋势。

表 3：通达系单件成本拆分（单位：元/件）

年份	韵达			中通			圆通			申通		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
单件总成本（披露口径）	1.47	1.38	1.21	1.32	1.22	1.03	3.18	3.29	3.17	2.40	2.63	2.61
其中：单件面单成本	0.04	0.02	0.01	1.32	1.22	1.03	0.03	0.01	0.00	0.07	0.07	0.07
其中：单件转运成本	1.43	1.36	1.20				1.39	1.40	1.28	0.74	0.94	0.85
其中：单件转运成本（直营反推）							1.90	1.92	1.71	1.25	1.60	1.41
①单件总部成本（面单+转运）	1.47	1.38	1.21	1.32	1.22	1.03	1.93	1.93	1.71	1.33	1.67	1.48
②单件派送成本	/	/	/	/	/	/	1.26	1.37	1.39	1.59	1.62	1.65

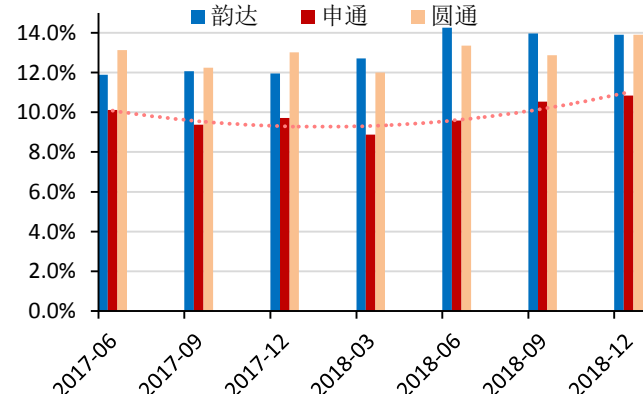
数据来源：公司公告，西南证券整理。注：申通数据考虑了自营率的差异

图 12：申通月度件量增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：申通/圆通/韵达季度市占率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1：公司 2019/2020 年快递件量增速分别为 22%和 20%；ASP 较 18 年下降-2%至 3.4 元左右。

假设 2：单票成本 18 年上涨 9%至 2.86 元，因自动化程度增加 19 年单票成本下降 3%，20 年单票成本略微上涨至 2.84 元。物料销售成本保持稳定。

假设 3：销售费用率保持稳定，管理费用 18-20 年分别为 4.4/4.9/5.4 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：可比公司估值表

单位：百万元		2017	2018E	2019E	2020E
快递业务	收入	12555.52	17749.56	21136.22	25538.50
	增速	29%	41%	19%	21%
	毛利率	18.4%	17.2%	17.4%	16.6%
其他业务	收入	11.45	11.56	11.56	11.56
	增速	9%	1%	0%	0%
	毛利率	99.2%	99.1%	98.9%	98.7%
合计	收入	12657.24	17761.12	21147.78	25550.06
	增速	28%	40%	19%	21%
	毛利率	18.5%	17.2%	17.4%	16.6%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 估值与评级

行业上，我们认为现在电商系快递处于跑马圈地末期，快递公司内在成本管控能力+外在产品服务品质口碑决定了在未来行业中的地位，现阶段能力建设处于第一位考量、利润转化能力当处于第二位考量。实际上行业远远未到达竞争格局和盈利的稳态，但是从趋势上分析：1) 头部快递公司间成本差异的缩小；2) ASP 绝对水平处于低位、客户价格敏感性降低，我们认为 19 年电商快递 ASP 降幅将收窄。头部快递公司具备成本及服务优势，通达系快递公司的市场份额将持续上升，行业的竞争格局持续优化的趋势没有改变。

表 5：可比公司估值表

代码	名称	当前价格	EPS（元）			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002120.SZ	韵达股份	34.36	0.93	1.47	1.47	36.9	23.4	23.4
600233.SH	圆通速递	12.91	0.51	0.64	0.80	25.3	20.2	16.1
002468.SZ	申通快递	20.51	0.97	1.34	1.53	21.1	15.3	13.4

数据来源：西南证券整理

申通在收购转运中心提升自营率及加大固定资产投资后，公司业务量增长重回健康轨道。我们看好公司在成本端巨大的改善空间、以及精细化管理优化总部-加盟商间的利益分配。公司的质地改善及件量增速有望在 19 年得以持续，目前是快递板块预期差最大的标的。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.34 元、1.53 元、1.76 元，对应当前 PE 分别为 15.3X、13.4X、11.7X。考虑快递行业业务量 19 年仍能维持 20%以上的增速，保守估计未来三年复合增速 18%，按照 PEG=1 计算目标估值 18X、对应 2019 年目标价 27.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

- **价格战激化。**尽管当前快递头部公司实行了比较温和的价量策略、行业竞争格局较为稳定，但因为快递行业高度同质化、市场份额竞争主要依赖降价。不排除成本领先的快递公司发动大幅降价的“降维打击”、全行业 ASP 存在继续下降的风险。
- **电商增速下滑。**电商渗透率红利逐渐消失的背景下，拼多多爆发式增长之后可能出现电商增速骤降的风险。
- **人力成本大幅上涨。**社保新政对人力密集型的快递公司成本冲击显著，尽管 2019 年初税务部门暂缓了新政的执行，但也不排除后续政策变动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12657.24	17761.12	21147.78	25550.06	净利润	1487.69	2046.63	2342.56	2691.57
营业成本	10321.74	14701.23	17459.85	21300.57	折旧与摊销	231.09	170.12	173.87	179.75
营业税金及附加	44.91	54.92	68.60	81.59	财务费用	-86.40	2.05	2.14	2.71
销售费用	76.25	115.94	134.50	163.93	资产减值损失	127.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	311.15	436.92	486.40	536.55	经营营运资本变动	-561.86	-112.60	-186.44	-152.42
财务费用	-86.40	2.05	2.14	2.71	其他	899.81	-205.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	127.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2098.04	1901.21	2282.13	2671.61
投资收益	32.00	205.00	50.00	50.00	资本支出	-1328.51	-25.00	-25.00	-23.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1043.47	205.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2371.98	180.00	25.00	27.00
营业利润	1893.89	2655.05	3046.29	3514.71	短期借款	-195.00	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	95.41	82.98	87.13	85.75	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1989.30	2738.03	3133.42	3600.46	股权融资	-24.79	0.00	0.00	0.00
所得税	501.60	691.40	790.86	908.88	支付股利	-153.08	-297.57	-409.33	-468.51
净利润	1487.69	2046.63	2342.56	2691.57	其他	28.59	-15.76	3997.86	-2.71
少数股东损益	-0.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-344.28	-318.32	3588.54	-471.22
归属母公司股东净利润	1487.84	2046.63	2342.56	2691.57	现金流量净额	-619.07	1762.88	5895.66	2227.40
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3243.53	5006.41	10902.07	13129.47	成长能力				
应收和预付款项	1182.59	1908.05	2173.75	2667.84	销售收入增长率	28.10%	40.32%	19.07%	20.82%
存货	32.20	45.87	54.47	66.46	营业利润增长率	16.02%	40.19%	14.74%	15.38%
其他流动资产	1395.33	1957.98	2331.32	2816.63	净利润增长率	17.85%	37.57%	14.46%	14.90%
长期股权投资	50.66	50.66	50.66	50.66	EBITDA 增长率	11.78%	38.69%	13.97%	14.74%
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	1577.98	1520.93	1460.12	1391.43	毛利率	18.45%	17.23%	17.44%	16.63%
无形资产和开发支出	820.69	738.62	656.55	574.49	三费率	2.38%	3.12%	2.95%	2.75%
其他非流动资产	506.03	500.04	494.04	488.04	净利率	11.75%	11.52%	11.08%	10.53%
资产总计	8809.01	11728.55	18122.99	21185.01	ROE	21.96%	24.05%	22.43%	21.25%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.89%	17.45%	12.93%	12.71%
应付和预收款项	1851.89	2977.43	3398.55	4181.69	ROIC	39.93%	43.67%	45.75%	48.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.11%	15.92%	15.24%	14.47%
其他负债	176.04	239.68	4279.77	4335.59	营运能力				
负债合计	2032.93	3217.11	7678.32	8517.28	总资产周转率	1.51	1.73	1.42	1.30
股本	422.01	422.01	422.01	422.01	固定资产周转率	12.78	14.17	16.88	19.73
资本公积	3194.10	3194.10	3194.10	3194.10	应收账款周转率	18.53	20.10	18.46	18.68
留存收益	3122.96	4872.03	6805.26	9028.32	存货周转率	331.65	376.61	348.01	352.28
归属母公司股东权益	6752.78	8488.14	10421.38	12644.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.96%	—	—	—
少数股东权益	23.30	23.30	23.30	23.30	资本结构				
股东权益合计	6776.08	8511.44	10444.67	12667.73	资产负债率	23.08%	27.43%	42.37%	40.20%
负债和股东权益合计	8809.01	11728.55	18122.99	21185.01	带息债务/总负债	0.25%	0.00%	52.09%	46.96%
					流动比率	2.92	2.79	2.74	2.88
					速动比率	2.90	2.78	2.73	2.87
					股利支付率	10.29%	14.54%	17.47%	17.41%
					每股指标				
					每股收益	0.97	1.34	1.53	1.76
					每股净资产	4.41	5.54	6.81	8.26
					每股经营现金	1.37	1.24	1.49	1.75
					每股股利	0.10	0.19	0.27	0.31
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2038.58	2827.22	3222.30	3697.17					
PE	21.10	15.34	13.40	11.66					
PB	4.65	3.70	3.01	2.48					
PS	2.48	1.77	1.48	1.23					
EV/EBITDA	2.44	1.13	0.41	-0.25					
股息率	0.49%	0.95%	1.30%	1.49%					

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
增持：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 指数涨幅在-10%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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn