

混改凸显成效，夯实业绩迎接 5G 周期

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，实现营业收入 1491.1 亿元，同比增长 7.9%；实现净利润 25.83 亿元，同比增长 231.8%，略超预期。
- **互联网化创新运营收到成效，移动业务快速高效增长，固网宽带业务持续改善。**公司围绕轻触点、轻成本，创新商业模式，与多家互联网领域投资者在市场，业务与资源方面实现互补，达成深层次合作，2I2C 式互联网创新商业模式成效显著，移动业务继续高质量发展。2018 年上半年，公司移动业务收入 843 亿元，同比增长 9.7%，大幅领先行业近 8 个百分点；移动出账用户达到 3.02 亿户，其中 4G 用户总数达到 2.03 亿户，市场份额同比提高近 3 个百分点；面对提速降费政策，公司深化流量经营，优化套餐并大力推广大流量套餐，手机用户月户均数据流量同比增长 2.2 倍，手机上网收入同比增长 25%，达到人民币 534 亿元。面对国内竞争激烈的固网宽带业务市场，公司主推高带宽产品，并积极布局家庭组网、视频监控等热点家庭应用产品，提升宽带融合业务价值。2018 年上半年，公司固网宽带接入收入达到 215 亿元，同比基本保持稳定，固网宽带净增用户 238 万户，达到 7892 万户。
- **5G 打造领先优势，创新合作实现共赢。**在即将到来的 5G 时期，公司成立 5G 创新中心，聚焦 5G 行业应用创新。5G 创新中心包括两个实验室：一是“行业创新合作实验室”聚焦重点垂直行业，考虑研究基础和垂直行业的地域分布特点；二是“重点战略合作实验室”借力混改股东以及行业先进技术优势开展重点专项合作。5G 创新中心培育 5G 产业生态圈，推动 5G 标准化和商业应用，实现公司业务领先。
- **中国铁塔上市，促进企业降成本及盈利能力提升。**今年 8 月 8 日，中国铁塔正式在香港上市，公司对中国铁塔持有股份比例为 21.1%，上市后，中国铁塔作为服务商，有望提高营收，偿还高负债，改进财务结构，实现业绩高速增长，为公司带来巨大收益；同时大幅避免铁塔重复建设，降低公司建设及运营成本，并优化网络覆盖，提升用户口碑和感知，促进公司盈利能力上升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.13、0.20 和 0.23 元，我们看好公司混改落地后的巨大活力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**电信市场竞争加剧、创新业务或不及预期、移动用户增长或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	274828.95	293528.08	314632.41	338714.86
增长率	0.23%	6.80%	7.19%	7.65%
归属母公司净利润（百万元）	425.84	4019.23	6236.47	7029.59
增长率	176.39%	843.83%	55.17%	12.72%
每股收益 EPS（元）	0.01	0.13	0.20	0.23
净资产收益率 ROE	0.55%	4.89%	7.05%	7.36%
PE	388	41	27	24
PB	0.54	0.51	0.47	0.44

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

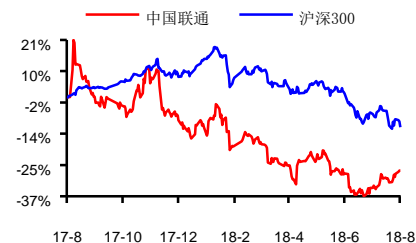
分析师：刘言
 执业证号：S1250515070002
 电话：023-67791663
 邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：王彦龙
 电话：010-57631191
 邮箱：wangyanl@swsc.com.cn

联系人：程硕
 电话：010-57631190
 邮箱：chengs@swsc.com.cn

联系人：黄弘扬
 电话：021-58351773
 邮箱：hhy@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)	310.28
流通 A 股(亿股)	211.97
52 周内股价区间(元)	4.72-9.04
总市值(亿元)	1,653.78
总资产(亿元)	5,525.45
每股净资产(元)	4.44

相关研究

目 录

1 聚焦战略初见成效，业绩向好	1
2 混改方案有序落地，战略合作协同共进	2
3 布局物联网，合作创新实现共赢	4
4 盈利预测	5
5 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司 2014 年以来营业收入及增速	1
图 2：公司 2014 年以来归母净利润及增速	1
图 3：公司 2014 年以来毛利率及净利率	1
图 4：公司 2014 年以来三费率	1
图 5：中国联通 2018 年 1-6 月 4G 用户数	2
图 6：中国联通 2018 年 1-6 月固网宽带用户数	2
图 7：中国联通“互联网+”合作示意图	3
图 8：中国联通物联网总体战略	4
图 9：中国联通物联网商用进程	5

表 目 录

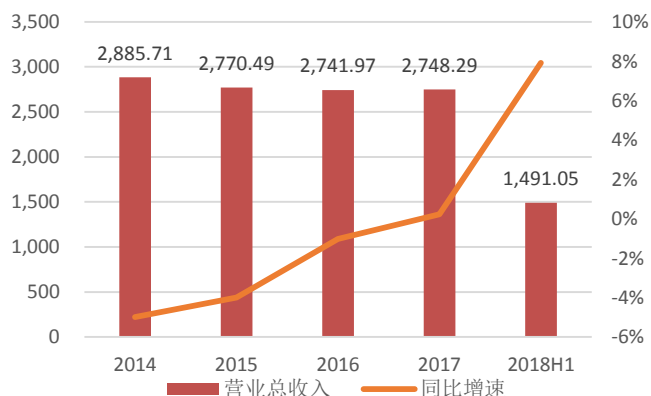
表 1：公司分业务收入预测	6
表 2：公司分项成本预测	6
附表：财务预测与估值	7

1 聚焦战略初见成效，业绩向好

国内三大运营商之一，业务覆盖全球。中国联通是中国唯一一家在纽约、香港、上海三地同时上市的电信企业，中国联通通信网络覆盖世界，在国内 31 个省（自治区、直辖市）和境外多个国家和地区设有分支机构，是中国三大电信运营商之一，主要经营移动网络业务，固定通信业务，国内、国际通信设施服务业务，卫星国际专线业务、数据通信业务、网络接入业务和各类电信增值业务等。

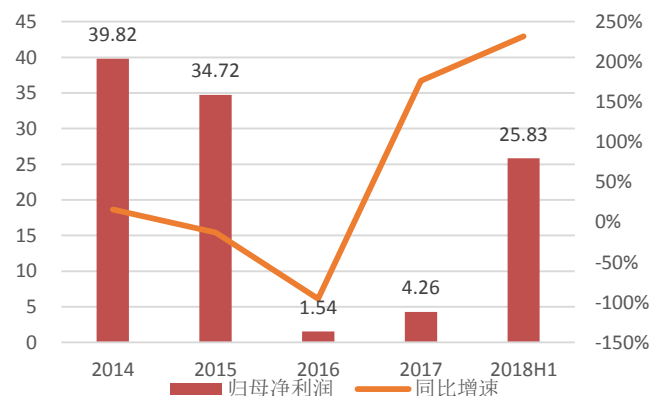
借力“互联网+”合作伙伴，业绩跳跃式增长。2018 年上半年公司实现主营业务收入人民币 1491 亿元，同比增长 7.9%，增速行业领先。这表明公司积极与互联网战略投资者合作，经营模式转型成效逐步体现。2018 年上半年，公司累计发生成本费用人民币 1375.4 亿元，同比增长 4.4% 缘于公司合理控制各项成本支出，其中财务费用为人民币 1.9 亿元，同比减少人民币 22.0 亿元，同比减少 92.1%，原因是公司通过非公开发行引入的战略投资者募集的 750 亿元资金到位显著降低了财务费用。公司毛利率和净利率水平进一步提升，2018 年上半年毛利率达到了 26.8%，同比去年提升 1.5 个百分点。实现归属母公司净利润 26 亿元，同比增长 232%，公司盈利水平恢复，业绩跳跃式增长，改善成果向好。

图 1：公司 2014 年以来营业收入及增速



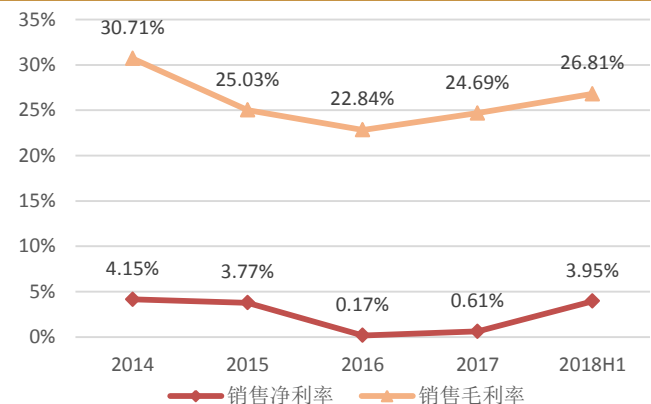
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2014 年以来归母净利润及增速



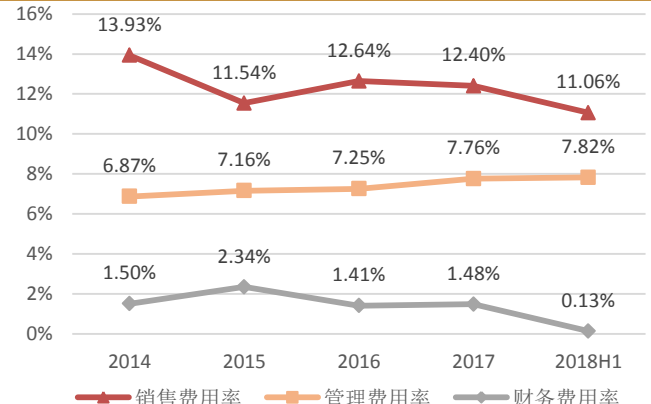
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2014 年以来毛利率及净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

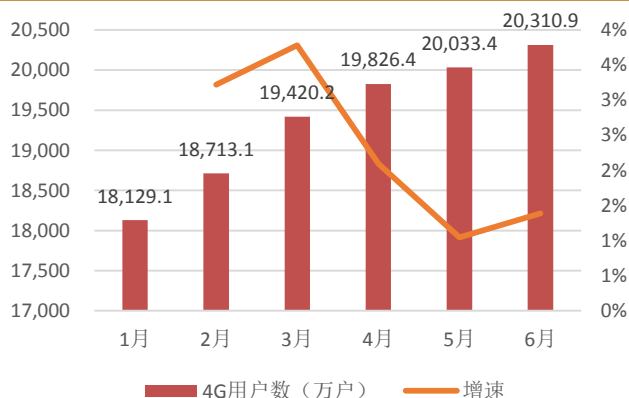
图 4：公司 2014 年以来三费率



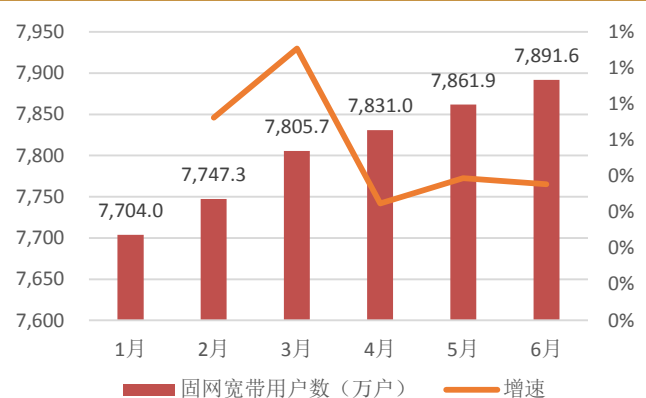
数据来源：公司公告，西南证券整理

移动业务收入实现高增长，数据流量提升系其上涨动力。移动主营业务为公司第一大主营业务，为公司第一大主营业务，2018 年上半年收入达到人民币 843 亿元，同比增长 9.7%，大幅领先行业平均近 8 个百分点，移动出账用户净增 1786 万户，总数达到 3.02 亿户；公司 4G 用户净增 2,823 万户，总数达到 2.03 亿户，4G 用户市场份额同比提高近 3 个百分点。4G 用户占移动出账用户比例超过 67%，同比提高 16 个百分点。公司 ARPU 为 47.9 元，比上年同期的 48 元基本保持平稳。公司移动业务收入的高增长得益于数据流量的大幅增加。2018 年上半年，公司手机上网流量单价同比大幅下降，但得益于用户对移动数据流量的高需求，用户手机上网流量保持强劲增长势头，低资费高销量的正确经营策略让公司用户月户均数据流量同比增长 2.2 倍，手机上网收入同比增长 25%，达到人民币 534 亿元。同时，公司提前部署实施 7 月 1 日取消手机国内流量“漫游”费政策，优化套餐促进用户平滑过渡。

细分家庭用户需求，创新业务助力固网业务止跌转增。2018 年上半年，公司固网宽带接入收入达到人民币 215 亿元，同比基本保持稳定。固网宽带净增用户 238 万户，达到 7892 万户。视频业务在固网宽带用户中的渗透率超过 43%，同比提高 10 个百分点。固网业务止跌转增，一方面缘于公司聚焦细分家庭用户需求，通过固移融合的组合套餐发展移动固网双业务用户，业务互相拉动，进一步提升网络覆盖和网络品质，强化网络能力优势，提升用户粘性，提升宽带融合业务价值。另一方面，上半年，公司创新业务保持规模快速增长。产业互联网业务收入规模达到人民币 117 亿元，同比增长 39%。受益于创新业务快速增长拉动，公司固网业务止跌转增。

图 5：中国联通 2018 年 1-6 月 4G 用户数


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：中国联通 2018 年 1-6 月固网宽带用户数


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 混改方案有序落地，战略合作协同共进

混改方案推进迅速。2018 年上半年，公司按照“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”的混改十六字方针，积极推动混合所有制改革落地实施。公司作为首批混改企业，混改决心大，节奏快，由 2017 年 8 月 21 日公布混改方案开始，整个混改方案从计划到实施进展迅速，从停牌到完成非公开发行总计时间不满一年时间。

深入推进体制机制改革，精简机构激发活力。根据公司 2017 年 12 月 27 日披露的机构精简、干部首聘工作的阶段性数据，在机构精简方面，总部部门数量由 27 个减为 18 个，减少 33.3%；人员编制由 1787 人减少为 865 人，减少 51.6%。本部管理人员职数减 342 个，减少 15.5%；地市公司机构减少 2013 个，减少 26.7%；全国省级省级公司管理人员职

数减少 415 个，减少 9.8%。2018 年上半年，公司持续推进瘦身健体，一方面减少管理部门数量和冗余人员，优化人才素质，不断降低对外包人员的需求，推动人员向划小单元及创新业务领域流动，优化组织和人员结构，强调薪酬与绩效挂钩；另一方面通过实施“418”人才工程政策，引进创新人才，为创新业务发展积蓄动能。此次对其管理机构进行瘦身，或许会扭转公司长期以来管理效率低下的问题，简政放权，激发其自身活力。

依托与战略投资者合作，“互联网+”逐步推进。公司与混改战略投资者开展业务层合作，打造外外连内通的新模式。2018 年上半年，公司创新业务保持规模快速增长。产业互联网业务收入规模达到人民币 117 亿元，同比增长 39%，其中云计算收入同比增长 39%。公司在云计算、大数据、物联网、零售渠道、基础通信，内容聚合等方面与合作伙伴强强联手，成果颇丰：在云计算发面，公司与阿里、腾讯合作推出以“沃云”为品牌的公有云产品，为用户提供差异化产品及服务；在大数据方面，公司与中国人寿，百度，京东等开展大数据合作，聚焦征信，风险控制等方面。在物联网方面，与百度，阿里，京东等聚焦物联网安全，车联网，智能家居等方面。在零售渠道方面，公司与京东，苏宁进行零售渠道合作，改变原有联通营业厅的固有模式，通过与消费巨头的门店融合，形成“消费+业务”的新模式，使业务办理与日常消费相融合，依托合作商强大的供应链和门店扩张帮助公司突破传统经营格局，丰富门店品类、强化线上线下相互引流，增加收入来源，提升形象和品质。基础通信方面，公司的基础通信业务为合作伙伴提供了广阔平台；在内容聚合方面，与优酷，腾讯，爱奇艺开展大视频产品全面合作。公司与混改合作伙伴的协同共进，探索以投资或融资方式开展资本层面的合作，实现公司股权多元化和轻资产运营，增强创新动力。

图 7：中国联通“互联网+”合作示意图



数据来源：中国联通，西南证券整理

3 布局物联网，合作创新实现共赢

随着物联网芯片模块、终端、平台、大数据等等关键技术的突破性进展，物联网所蕴含的巨大市场规模与不可估量的商业价值逐渐被传统业务遭遇天花板的运营商重视起来。从物联网终端数量来看，IDC 预测，2020 年物联网市场规模将达到 170 万亿美元。技术标准方面，随着移动通信标准化组织 3GPP 在去年 6 月宣布完成窄带物联网标准制定工作，取得了标准上的统一。政策层面，两部委发布扩大升级消费三年行动计划，物联网发展至关重要。在万物互联，市场巨大，政策明确的利好下，公司作为信息基础设施网络提供者，具有网络连接优势，同时也在产业链互连中发挥着重要作用。公司对物联网行业定位为创新业务集中发展，进行了详细完善的战略布局。

连接管理平台是公司进行业务转型，开发创新业务的基础。作为物联网布局的关键部署，公司从 2014 年开始启动对连接管理平台的部署：2014 年底，公司启动了物联网专用网络和物联网基础平台的规划与建设，支撑物联网应用创新发展；2015 年，公司首次发布物联网连接管理平台，向物联网产业规模化发展迈出了关键的一步；2016 年，公司首次提出“聚焦战略”，通过聚焦包括物联网在内的“平台类”创新业务，打造“增长新引擎”，实现“规模拓展物联网业务新空间”；2017 年公司发布了基于云技术的物联网新一代连接管理平台，推动传统及中小企业实现业绩快速增长，促进物联网行业创新产业升级。同时公司还推出了面向物联网设备的远程 E-SIM 解决方案。基于 GSMA 相关规范实现跨国际运营商物联网切换，与国际运营商实现对接，帮助企业降低通信成本，实现全球化战略。

图 8：中国联通物联网总体战略

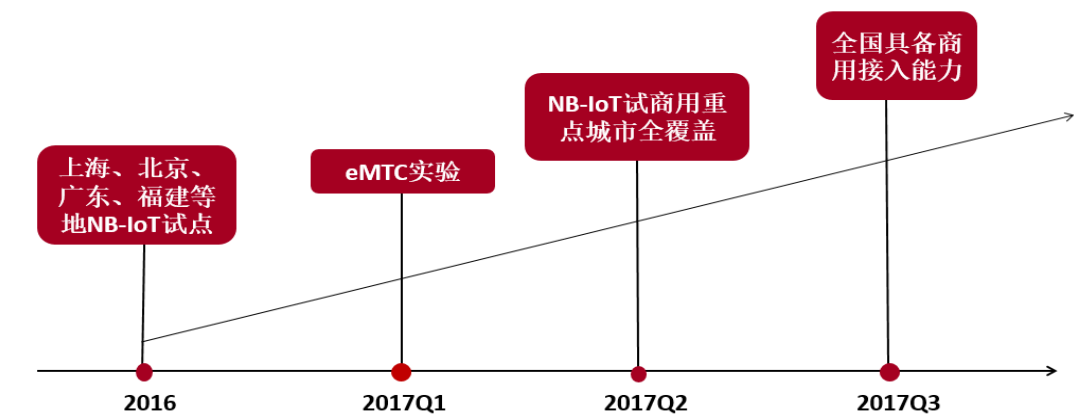


数据来源：中国联通，西南证券整理

eMTC 和 NB-IoT 同时发展。eMTC 和 NB-IoT 是运营商布局物联网的关键。公司在 eMTC 领域进展乐观。2016 年底，中国联通、爱立信和 Qualcomm 在北京现网实现了基于 eMTC 数据传输。在 2017 年世界移动通信大会上海展期间，中国联通与爱立信、高通三方联合宣布在全球范围首次成功实现基于 eMTC VoLTE 功能的应用演示。同时，公司在 NB-IoT 领域发展提速。在 2016 年 5 月，上海联通便联合华为、上海物联网协会共同发起成立了中国 NB-IoT 产业联盟，推动产业链上下游企业的合作和生态圈的建设。

业务应用多领域布局，全方位拓展市场。公司围绕政务、教育、医卫、生态环境、旅游、工业互联网等重点行业，车联网、智能家居、健康服务等消费领域布局规模化物联网应用平台，建设智慧城市。在工业方面，公司携手三一重工推出“沃·根云”工业物联网平台，构建端到端一体化整体解决方案，打造中国安全可控的工业物联网平台，建立以“连接+计算+应用+创新”为核心能力的一站式服务模式；在农业方面，公司基于先进的智慧农业理念和物联网技术打造了智慧农业；在环保方面，公司利用自身网络和 ICT 资源，为相关部门搭建智能监控网络，治理环境污染；在日常生活方面，中国联通智能家居平台，“沃家总管”可对家居产品进行智能化信息采集，方便对老人及小孩的远程看护；在出行方面，公司率先在上海国际旅游度假区内提供基于 NB-IoT 的物联网应用体验，在园区部署了智能停车项目，实现智能化停车管理。公司依靠创新技术，以“互联网+”推动行业转型，助力城市管理、公共服务和民生质量提升。

图 9：中国联通物联网商用进程



数据来源：中国联通，西南证券整理

4 盈利预测

假设 1：公司今年上半年移动用户拓展顺利，假设未来用户规模继续保持今年增速，且 ARPU 保持 48 元不变；

假设 2：基于国内整体固网市场竞争加剧及用户带宽升级双重影响，假设固网用户 ARPU 不变，而国家刚刚发布的《信息消费三年规划》，要求到 2020 年光纤覆盖率达到 98%，国内固网用户规模将会重回正增长；

假设 3：公司将注重 IDC、视频、物联网等业务的拓展，创新业务将迎来较快发展；

假设 4：假设公司各项运营成本基本按照相应业务增长情况来确定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入和成本如下表：

表 1：公司分业务收入预测

单位：亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
移动业务	收入	1564	1716	1871	2020
	增速	7.88%	9.70%	9.00%	8.00%
固网业务	收入	909	927	973	1051
	增速	-4.00%	2.00%	5.00%	8.00%
销售通信产品	收入	258	258	258	258
	增速	-22.28%	0.00%	0.00%	0.00%
其它服务	收入	17	34	44	58
	增速	30.65%	100.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	2748	2935	3146	3387
	增速	0.23%	6.80%	7.19%	7.65%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：公司分项成本预测

单位：亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
网络运行及支撑成本	支出	545.07	572.32	606.66	645.49
	增速	6.52%	5.00%	6.00%	6.40%
网间结算成本	支出	126.17	132.73	140.69	149.14
	增速	-0.97%	5.20%	6.00%	6.00%
人工成本	支出	312.07	346.40	384.50	426.80
	增速	15.07%	11%	11%	11%
折旧及摊销	支出	736.08	736.08	736.08	809.69
	增速	0.76%	0.00%	0.00%	10.00%
信息与通信技术服务	支出	23.98	35.97	46.76	60.79
	增速	11.53%	50%	30%	30%
销售通信产品支出	支出	266.47	266.47	266.47	266.47
	增速	-32.20%	0%	0%	0%
其它支出	支出	59.96	59.96	59.96	59.96
	增速	-1.06%	0%	0%	0%
总计	支出	2069.77	2149.93	2241.13	2418.33
	增速	-	3.87%	4.24%	7.91%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.13、0.20 和 0.23 元，看好公司混改后的巨大活力和业绩改善预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

电信市场竞争加剧、创新业务发展或不及预期、移动用户增长或不及预期。

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	274828.95	293528.08	314632.41	338714.86	净利润	1683.96	15893.63	24661.46	27797.77
营业成本	206976.72	214993.20	224113.00	241832.96	折旧与摊销	79844.88	98585.03	100427.34	101348.50
营业税金及附加	1282.03	1292.54	1412.88	1511.19	财务费用	4079.01	3206.31	2411.86	1944.08
销售费用	34085.46	29939.86	30204.71	31839.20	资产减值损失	3960.13	2000.00	2000.00	2000.00
管理费用	21333.65	22014.61	22024.27	22693.90	经营营运资本变动	-21959.44	13687.71	3700.29	14926.49
财务费用	4079.01	3206.31	2411.86	1944.08	其他	23726.83	-3477.75	-3502.74	-3496.34
资产减值损失	3960.13	2000.00	2000.00	2000.00	经营活动现金流净额	91335.37	129894.92	129698.21	144520.49
投资收益	1700.16	1500.00	1500.00	1500.00	资本支出	31623.69	-300.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-6.41	-0.42	-4.72	-3.57	其他	-78957.48	699.58	695.28	696.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-47333.80	399.58	695.28	696.43
营业利润	1513.21	21581.14	33960.97	38389.97	短期借款	-52675.02	-24318.71	0.00	0.00
其他非经营损益	864.66	861.78	862.74	862.42	长期借款	-1022.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	2377.87	22442.92	34823.71	39252.39	股权融资	57572.15	0.00	0.00	0.00
所得税	693.91	6549.29	10162.25	11454.63	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1683.96	15893.63	24661.46	27797.77	其他	-38540.25	-19648.06	-2321.86	-1854.08
少数股东损益	1258.11	11874.40	18424.99	20768.18	筹资活动现金流净额	-34665.45	-43966.77	-2321.86	-1854.08
归属母公司股东净利润	425.84	4019.23	6236.47	7029.59	现金流量净额	9234.72	86327.73	128071.63	143362.85
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	38402.17	124729.90	252801.53	396164.37	成长能力				
应收和预付款项	29975.39	38702.26	41340.74	43228.56	销售收入增长率	0.23%	6.80%	7.19%	7.65%
存货	2238.57	2307.01	2417.17	2616.64	营业利润增长率	650.73%	1326.19%	57.36%	13.04%
其他流动资产	6155.34	6563.30	7023.72	7549.12	净利润增长率	250.89%	843.83%	55.17%	12.72%
长期股权投资	35601.71	35601.71	35601.71	35601.71	EBITDA 增长率	4.03%	44.40%	10.88%	3.57%
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	414785.70	322198.55	227469.09	131818.47	毛利率	24.69%	26.76%	28.77%	28.60%
无形资产和开发支出	26212.23	21446.24	16680.26	11914.27	三费率	21.65%	18.79%	17.37%	16.67%
其他非流动资产	20246.23	20114.34	19982.44	19850.55	净利率	0.61%	5.41%	7.84%	8.21%
资产总计	573617.34	571663.32	603316.66	648743.69	ROE	0.55%	4.89%	7.05%	7.36%
短期借款	24318.71	0.00	0.00	0.00	ROA	0.29%	2.78%	4.09%	4.28%
应付和预收款项	175863.72	197901.16	203807.19	219411.49	ROIC	1.29%	7.16%	18.54%	92.99%
长期借款	3473.12	3473.12	3473.12	3473.12	EBITDA/销售收入	31.09%	42.03%	43.48%	41.83%
其他负债	62943.42	45078.24	46164.09	48189.05	营运能力				
负债合计	266598.97	246452.52	253444.41	271073.66	总资产周转率	0.46	0.51	0.54	0.54
股本	30233.95	31027.81	31027.81	31027.81	固定资产周转率	0.75	0.89	1.23	1.99
资本公积	76346.33	75552.47	75552.47	75552.47	应收账款周转率	15.30	15.62	15.86	15.81
留存收益	31111.85	35131.09	41367.55	48397.14	存货周转率	84.91	90.48	90.64	92.17
归属母公司股东权益	135393.33	141711.37	147947.83	154977.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.68%	—	—	—
少数股东权益	171625.03	183499.43	201924.42	222692.60	资本结构				
股东权益合计	307018.36	325210.80	349872.26	377670.02	资产负债率	46.48%	43.11%	42.01%	41.78%
负债和股东权益合计	573617.34	571663.32	603316.66	648743.69	带息债务/总负债	17.17%	8.71%	8.47%	7.91%
					流动比率	0.32	0.78	1.33	1.83
					速动比率	0.31	0.77	1.32	1.82
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股收益	0.01	0.13	0.20	0.23
EBITDA	85437.10	123372.47	136800.17	141682.55	每股净资产	9.89	10.48	11.28	12.17
PE	388.35	41.15	26.52	23.53	每股经营现金	2.94	4.19	4.18	4.66
PB	0.54	0.51	0.47	0.44	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	0.60	0.56	0.53	0.49					
EV/EBITDA	2.06	0.41	-0.57	-1.57					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn