

## 核心利润正增长，收益质量上台阶

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报，全年实现营业收入 1149.3 亿元 (+13.0%)、实现归母净利润 27.1 亿元 (-57.4%)，扣非归母净利润 19.3 亿元 (-57.0%)，符合此前的业绩预告。
- **全年含油客收提升 4.1%，扣汇扣非核心净利润约 35 亿元。** 1) 运投方面，2018 年东航经营质量显著提升，实现 ASK 增速 8.3%、RPK 增速 10.0%，完成旅客运输量 1.12 亿人次 (+9.3%)，客座率 82.3%、同比上涨 1.2pp、在三大航中客座率提升最高。2) 客公里收益方面，在供需向好、票价市场化及自身 17 年低基数共同作用下，东航全年含油客收为 0.538 元 (+4.1%)，分结构来看，国内线客收增长 4.1%、国际线客收增长 4.3%。3) 成本及盈利方面，公司 2018 年营业成本总计 1024 亿 (+13.4%)，主要系燃油成本上涨 34%至 337 亿元，公司扣油成本 687 亿元 (+5.5%)，单位 ASK 扣油成本 0.28 元 (-2.7%)。公司销售/管理/扣汇财务费用率分别为 5.3%/2.8%/3.4%，扣汇三费合计费用率 11.4%，同比下降 0.5pp。2018 年人民币对美元贬值 4.8%，东航录得汇兑损失 20.4 亿元，我们测算公司 2018 年扣汇扣非净利润约 34.6 亿元 (同比+15.8%)。
- **18Q4 单位 ASK 扣油成本下降约 5%，淡季实现减亏。** 单看 2018Q4 东航实现营收 271 亿元 (+11.7%)、营业成本 280 亿元 (+13.6%)。我们测算 18Q4 公司单位 ASK 营业成本同比增长 4.4%，其中扣油单位成本下降约 5.4%、缓和了燃油成本上涨的利润侵蚀。18Q4 单季度实现归母净利润-17.8 亿元，我们测算单季度扣汇利润总额实现减亏约 5 亿元。
- **波音 737MAX 停飞或约束民航运力供给。** 民航局停飞及暂停引进波音 737MAX，目前停飞的 MAX 机型约 96 架，占 2018 年底中国民航机队数量约 2.6%，而 2019 年预计交付我国航司/飞机租赁公司的 B737MAX 数量约 104/299 架。波音事件演进仍需看美国 FAA 的调查结果及民航局的监管政策。短期看，订单重签及机队管理均有一定刚性特征，今年旺季行业票价弹性有望提高。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 72.7、74.4、88.8 亿元，对应当前 PE 分别为 13.8X、13.5X、11.3X，考虑油汇环境趋稳、旺季票价弹性可期，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 航空需求波动，人民币大幅贬值的风险，油价大幅上涨风险。

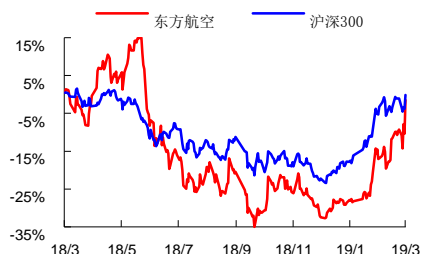
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	114930.00	127944.51	138084.94	150201.16
增长率	12.99%	11.32%	7.93%	8.77%
归属母公司净利润 (百万元)	2709.00	7272.25	7439.77	8878.80
增长率	-57.35%	168.45%	2.30%	19.34%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.50	0.51	0.61
净资产收益率 ROE	4.96%	11.46%	10.69%	11.52%
PE	37.1	13.8	13.5	11.3
PB	1.80	1.55	1.42	1.29

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)	144.68
流通 A 股(亿股)	98.08
52 周内股价区间(元)	4.57-8.18
总市值(亿元)	1,004.05
总资产(亿元)	2,367.65
每股净资产(元)	3.85

### 相关研究

## 目 录

1 东方航空：万里之行，始于东方 .....	1
2 核心资源：以高效精简的机队，布局全面通达的航线 .....	2
2.1 上海北京双枢纽，航线品质高 .....	2
2.2 三大航中最年轻的机队 .....	3
2.3 成本管控优秀 .....	4
2.4 关注波音 737MAX 停飞对民航供给被动收缩的影响 .....	4
3 盈利预测与估值 .....	6
3.1 盈利预测 .....	6
3.2 估值与评级 .....	6
4 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1：东航股权结构.....	1
图 2：东航 ASK 增速.....	2
图 3：东航 RPK 增速.....	2
图 4：东航营业收入历年变化.....	2
图 5：东航归母净利润历年变化.....	2
图 6：国内航点覆盖国内各省市和计划单列市.....	3
图 7：国际航线网络通达日韩、东南亚及欧美澳主要城市.....	3
图 8：东航机队规模稳定扩张.....	3
图 9：三大航中东航机龄最年轻.....	3
图 10：2018 年东航成本结构.....	4
图 11：东航燃油成本与扣油成本.....	4
图 12：东航燃油成本和扣油成本单位 ASK.....	4

## 表 目 录

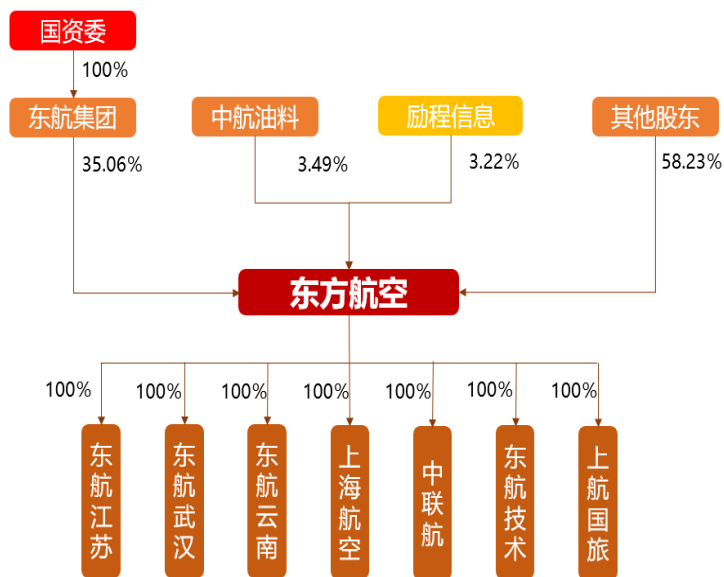
表 1：中国民航存量 737MAX 构成.....	5
表 2：中国民航待交付 737MAX 构成.....	5
表 3：东方航空主营收入成本预测表（单位：百万元）.....	6
表 4：可比公司估值表（截至 2019.3.29）.....	6
附表：财务预测与估值.....	8

## 1 东方航空：万里之行，始于东方

**年逾花甲，初心不老。**中国东方航空集团股份有限公司是我国三大国有骨干航空运输集团之一，前身可追溯到 1957 年 1 月原民航上海管理处成立的第一支飞行中队。1993 年，在原中国东方航空集团公司的基础上，兼并中国西北航空公司、联合中国云南航空公司，东航在上海正式成立。1997 年东航在纽交所、联交所、上交所上市，成为首家同时在三地上市的中国航企。借助天合联盟，东航构建起以上海为核心枢纽、通达全球 175 个国家 1150 个目的地的航线网络，2018 年旅客运输量约 1.2 亿人，位列全球第七。

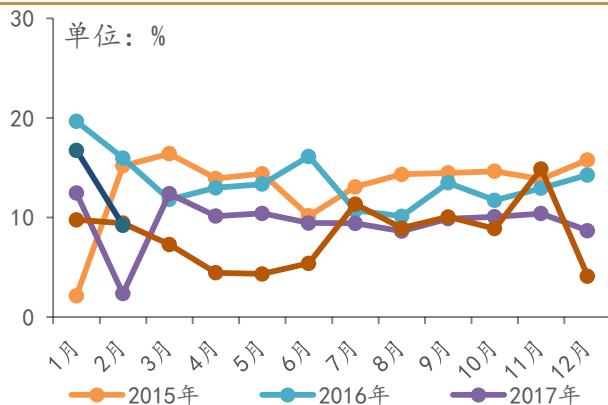
**东航一直走在混改的领先地位。**东航拥有 10 家分公司，21 家子公司及包括北美、欧洲、澳洲、日本、韩国、新加坡、曼谷等 59 家海外营业部。2005 年，东航宣布向集团收购其全资下属子公司（中国东方航空西北公司和中国东方航空云南公司），拥有了全部航空主业及关联资产。2016 年 4 月，东航引入携程作为战略投资者，携程通过上海励程信息参与东航的定增，以 30 亿元取得东航 4.7 亿股股份，占总股本 3.22%。2017 年，东航集团与联想控股、普洛斯、德邦、绿地四家投资者，签署增资协议，标志着央企混改在民航领域率先实现“落地”。

图 1：东航股权结构



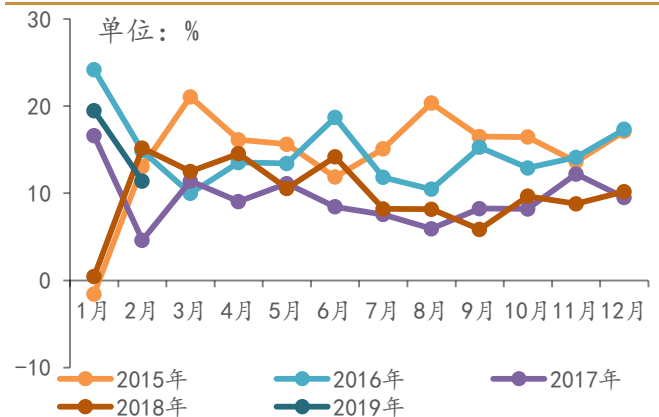
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：东航 ASK 增速



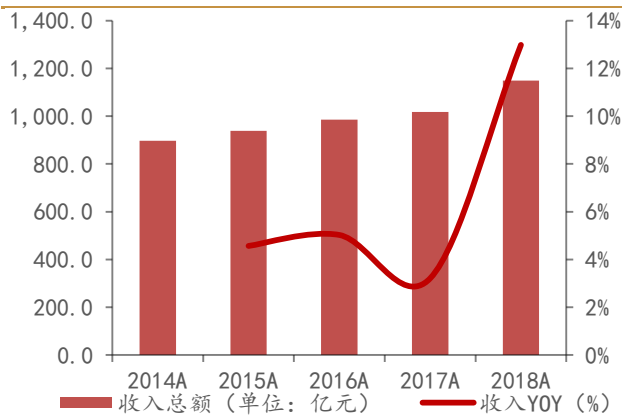
数据来源：wind，西南证券整理

图 3：东航 RPK 增速



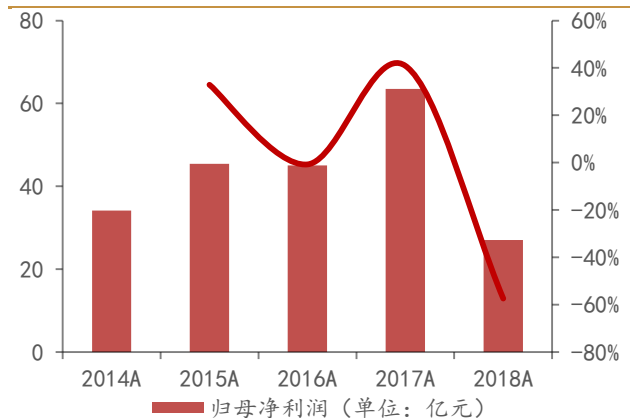
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：东航营业收入历年变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：东航归母净利润历年变化



数据来源：wind，西南证券整理

## 2 核心资源：以高效精简的机队，布局全面通达的航线

### 2.1 上海北京双枢纽，航线品质高

**“双龙出海”，打造上海、北京两大核心枢纽。**东航一直以来以打造以上海为核心枢纽，以昆明、西安为区域枢纽的基地网络。2018 年，公司在上海、北京、昆明枢纽的市场份额（以旅客吞吐量为统计口径）分别提升 0.6、0.4 和 0.8 个百分点，西安同比持平。通过优化航班衔接，枢纽网络效应不断显现，上海浦东、昆明、西安等三大枢纽的 OD 数分别增 9.2%、11.5%和 12.7%。北京新机场大兴国际机场正式开航后，东航和南航都将从首都机场搬迁到大兴新机场运营，按照 2025 年北京大兴新机场旅客吞吐量 7200 万、40%的份额计算，届时东航承运旅客将超过 2880 万人次。东航投资 132 亿建设北京新基地，欲将北京打造为“第二总部”，与上海形成“双龙出海”的空间格局。

**辐射全国、通达全球的航线网络布局。**国内航线方面，东航充分利用上海、西安、昆明等基地的区位优势，以及全国 15 个省市分子公司的资源，航线网络已可通达中国全部省会城市和计划单列市。国际航线方面，积极开拓欧洲和北美航线市场，航线网络可直接通达港

港台、日韩、东南亚的主要知名城市和旅游目的地以及知名国际都市，构建并完善了覆盖全国、通达全球的航空运输网络。通过与天合联盟伙伴航线网络对接，增加联程中转机会，航线网络通达 175 个国家的 1150 个目的地。此外，还通过与天合联盟内外成员的合作，拓展国际航线布局，在北美、欧洲、澳洲分别与全球知名航空公司加强了以航线联营、代号共享和中转联程等为核心的业务合作。

图 6：国内航点覆盖国内各省市和计划单列市



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：国际航线网络通达日韩、东南亚及欧美澳主要城市

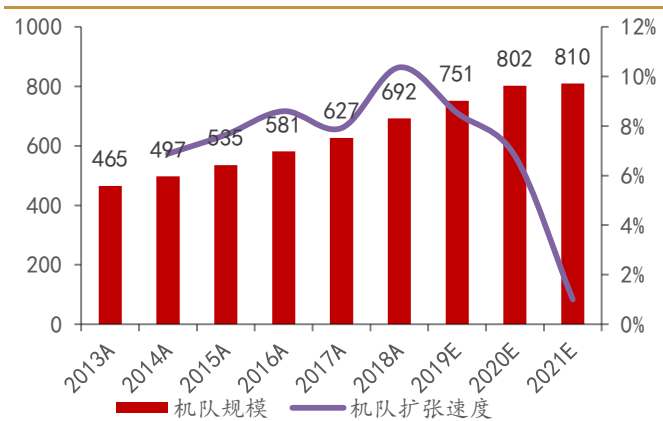


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 三大航中最年轻的机队

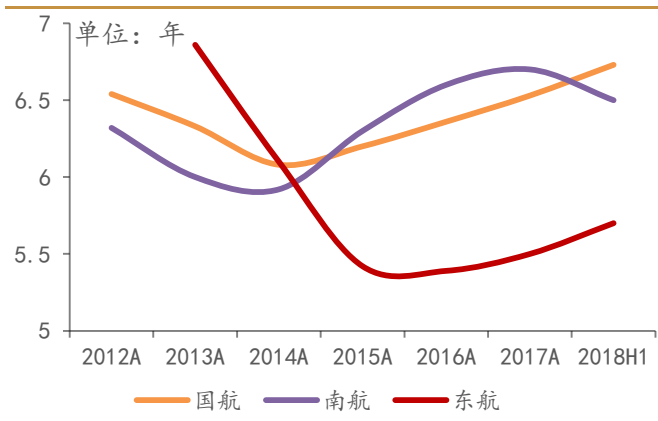
高效精简，机队结构最年轻。截至 2018 年 12 月 31 日，东航共运营 692 架飞机，其中客机 680 架，托管公务机 12 架，平均机龄 5.7 年，机龄优势明显。为保持机队的精简高效，东航持续引进新飞机，淘汰老旧机型，形成了以 B737 系列、A320 系列、A330 系列、B777 系列为四大主力机型的宽体机队。2018 年全年，围绕主力机型共引进飞机合计 67 架，退出飞机合计 14 架。

图 8：东航机队规模稳定扩张



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：三大航中东航机龄最年轻



数据来源：公司公告，西南证券整理

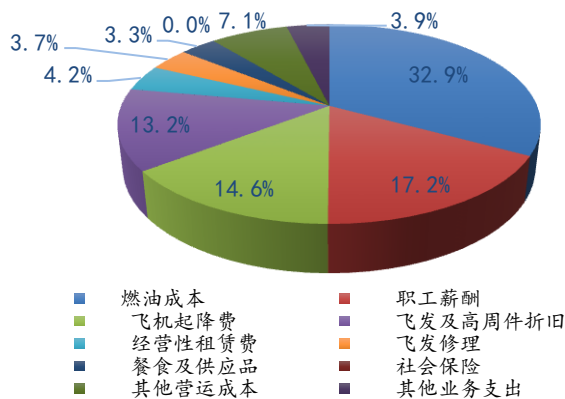


## 2.3 成本管控优秀

公司 2018 年营业成本总计 1024 亿(+13.4%)，主要系燃油成本上涨 34%至 337 亿元，公司扣油成本 687 亿元(+5.5%)，单位 ASK 扣油成本 0.28 元(-2.7%)。公司销售/管理/扣汇财务费用率分别为 5.3%/2.8%/3.4%，扣汇三费合计费用率 11.4%，同比下降 0.5pp。

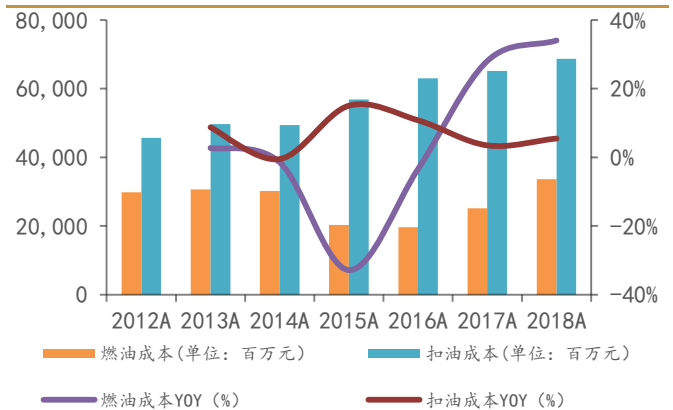
单看 2018Q4 东航实现营收 271 亿元(+11.7%)、营业成本 280 亿元(+13.6%)。我们测算 18Q4 公司单位 ASK 营业成本同比增长 4.4%，其中扣油单位成本下降约 5.4%、缓和了燃油成本上涨的利润侵蚀。

图 10：2018 年东航成本结构



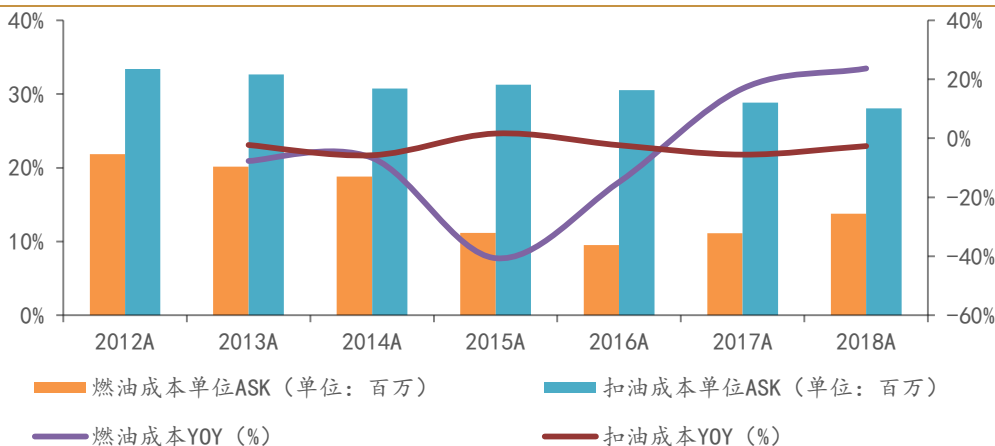
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：东航燃油成本与扣油成本



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：东航燃油成本和扣油成本单位 ASK



数据来源：wind，西南证券整理

## 2.4 关注波音 737MAX 停飞对民航供给被动收缩的影响

民航局停飞及暂停引进波音 737MAX，或将约束民航供给。目前停飞的 MAX 机型约 96 架，占 2018 年底中国民航机队数量约 2.6%，而 2019 年预计交付我国航司/飞机租赁公司的 B737MAX 数量约 104/299 架。此事件演进仍需美国 FAA 的调查结果及民航局的监管政策。短期看，订单重签及机队管理均有一定刚性特征，今年旺季票价弹性有望提高。

**表 1：中国民航存量 737MAX 构成**

国航系	架数	机队规模	占比	上市航司	上市航司 737MAX 数量	占比
中国国航	15	403	3.7%	国航	22	3.6%
深圳航空	5	188	2.7%			
昆明航空	2	26	7.7%			
南方航空	24	600	4.0%	南航	34	4.4%
厦门航空	10	167	6.0%			
东方航空	3	534	0.6%	东航	14	2.2%
上海航空	11	103	10.7%			
海南航空	11	245	4.5%	海航	11	4.5%
九元航空	1	18	5.6%	吉祥	1	5.6%
山东航空	7	124	5.6%			
祥鹏航空	3	53	5.7%			
福州航空	2	18	11.1%			
奥凯航空	2	31	6.5%			
<b>全行业</b>	<b>96</b>	<b>3665</b>	<b>2.6%</b>			

数据来源：波音官网，公司公告，西南证券整理

**表 2：中国民航待交付 737MAX 构成**

	公司	架数	占比（2018 年末行业机队数）
航司待交付订单	南航	34	0.9%
	东航	25	0.7%
	奥凯	9	0.2%
	瑞丽	36	1.0%
	航司合计	104	2.8%
租赁公司待交付订单	国银租赁	77	2.1%
	中银航空租赁	80	2.2%
	AVOLON	92	2.5%
	中国飞机租赁集团	50	1.4%
	租赁公司合计	299	8.2%
	<b>总计</b>	<b>403</b>	<b>11.0%</b>

数据来源：波音官网，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 1：2019 年汇率中枢美元兑人民币 6.72，布油中枢 68 美金、国内航空燃油出厂价中枢 4800 元，2020/2021 油汇均维持中性。

假设 2：2019/2020/2021 公司 ASK 增速分别为 8.7%/8.9%/8.9%，客座率维持稳定。

假设 3：北京新机场运投初期客收压力较大，2019/2020/2021 公司客公里收益变动分别为 -0.4%/0.1%/0.7%。

**表 3：东方航空主营收入成本预测表（单位：百万元）**

	2018A	2019E	2020E	2021E
航空运输收入	109,787	122,802	132,942	145,058
客运收入	103,961	117,051	127,369	139,633
货运收入	3,627	3,551	3,374	3,226
其他运输收入	2,199	2,199	2,199	2,199
其他业务收入	5,143	5,143	5,143	5,143
<b>收入合计</b>	<b>114,930</b>	<b>127,945</b>	<b>138,085</b>	<b>150,201</b>
燃油成本	33,680	30,954	33,740	36,777
扣油成本	68,727	74,074	78,980	84,310
<b>成本合计</b>	<b>102,407</b>	<b>105,029</b>	<b>112,721</b>	<b>121,087</b>

数据来源：公司公告，西南证券整理

#### 3.2 估值与评级

长期看，我们对消费升级背景下人均乘机数的提高、航空业整体渗透率的提升仍然保持乐观。中期看，在 2017 年局方总量调控政策背景下，核心航点产能供给仍是民航业中期的主要矛盾。在之前两个航季准点率提升的前提下 19 年夏秋航季行业时刻总量增速 8.9% 系较之前的恢复性增长，行业整体仍维持供需弱平衡。

预计东方航空 2019-2021 年归母净利润分别为 72.7、74.4、88.8 亿元，对应当前 PE 分别为 13.8X、13.5X、11.3X。建议关注民航局调整民航发展基金征收标准给行业成本端带来的利好，以及波音 737Max 机型停飞对行业供给的被动收缩影响，旺季票价弹性有望提高，考虑油汇环境趋稳，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 4：可比公司估值表（截至 2019.3.29）**

代码	名称	当前	EPS（元）			PE		
		价格	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601111.SH	中国国航	10.84	0.51	0.74	0.77	21.3	14.6	14.1
600115.SH	东方航空	6.94	0.5	0.51	0.61	13.9	13.6	11.4
600029.SH	南方航空	8.55	0.61	0.68	0.71	14	12.6	12.1
601021.SH	春秋航空*	40.6	1.6	2.03	2.53	25.4	20	16.1

代码	名称	当前	EPS（元）			PE		
		价格	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603885.SH	吉祥航空*	14.77	0.81	1.01	1.31	18.2	14.7	11.3

数据来源：Wind，西南证券整理。注：加\*的航司 18-20 年 EPS 数据来自 Wind 一致预期

## 4 风险提示

**航空需求波动。**2018 年中以来的中国宏观经济处于下行探底过程之中，航空出行需求与宏观经济高度相关，可能导致航空票价出行同比下滑的风险。

**人民币大幅贬值的风险。**航司持有较大外币负债，2019 年新会计准则将经营租赁进表增加了航司的外币负债头寸，人民币大幅贬值会带来较大汇兑损失以及增加外币计价的成本。

**油价大幅上涨风险。**航司未做燃油套保，油价上涨直接侵蚀主营利润。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	114930.00	127944.51	138084.94	150201.16	净利润	2941.00	7895.05	8076.92	9639.19
营业成本	102407.00	105028.91	112720.78	121087.22	折旧与摊销	15276.00	11804.86	13492.45	14623.45
营业税金及附加	347.00	354.69	389.87	426.42	财务费用	5908.00	3019.49	4418.72	4806.44
销售费用	6058.00	6744.00	7180.42	7960.66	资产减值损失	318.00	312.00	360.00	364.00
管理费用	3220.00	3584.63	3868.73	4355.83	经营营运资本变动	6181.00	-8091.40	1372.79	1670.43
财务费用	5908.00	3019.49	4418.72	4806.44	其他	-8286.00	-705.30	-1366.54	-279.55
资产减值损失	318.00	312.00	360.00	364.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>22338.00</b>	<b>14234.70</b>	<b>26354.33</b>	<b>30823.96</b>
投资收益	238.00	292.00	357.00	303.00	资本支出	-9813.00	-29553.00	-26700.00	-11000.00
公允价值变动损益	284.00	-13.50	10.00	10.00	其他	-2967.00	296.50	367.00	313.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-12780.00</b>	<b>-29256.50</b>	<b>-26333.00</b>	<b>-10687.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>2958.00</b>	<b>9179.29</b>	<b>9513.42</b>	<b>11513.58</b>	短期借款	-16839.00	38656.31	6358.86	-13236.75
其他非经营损益	909.00	1064.00	1012.33	1029.56	长期借款	3566.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3867.00</b>	<b>10243.29</b>	<b>10525.75</b>	<b>12543.14</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	926.00	2348.24	2448.84	2903.95	支付股利	0.00	-541.80	-1454.45	-1487.95
净利润	2941.00	7895.05	8076.92	9639.19	其他	-285.00	-17357.49	-4418.72	-4806.44
少数股东损益	232.00	622.80	637.15	760.38	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-13558.00</b>	<b>20757.02</b>	<b>485.69</b>	<b>-19531.15</b>
归属母公司股东净利润	2709.00	7272.25	7439.77	8878.80	<b>现金流量净额</b>	<b>-3970.00</b>	<b>5735.23</b>	<b>507.02</b>	<b>605.81</b>
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	662.00	6397.23	6904.25	7510.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7310.00	8717.01	9273.08	10014.46	销售收入增长率	12.99%	11.32%	7.93%	8.77%
存货	1950.00	2180.62	3055.78	2922.91	营业利润增长率	-59.18%	210.32%	3.64%	21.02%
其他流动资产	6010.00	6647.41	7166.65	7787.06	净利润增长率	-56.88%	168.45%	2.30%	19.34%
长期股权投资	2273.00	2273.00	2273.00	2273.00	EBITDA 增长率	7.46%	-0.57%	14.25%	12.83%
投资性房地产	724.00	724.00	724.00	724.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	202229.00	220324.31	233879.03	230602.75	毛利率	10.90%	17.91%	18.37%	19.38%
无形资产和开发支出	10754.00	10590.03	10426.06	10262.09	三费率	13.21%	10.43%	11.20%	11.40%
其他非流动资产	4853.00	4669.80	4486.60	4303.40	净利率	2.56%	6.17%	5.85%	6.42%
<b>资产总计</b>	<b>236765.00</b>	<b>262523.41</b>	<b>278188.45</b>	<b>276399.72</b>	ROE	4.96%	11.46%	10.69%	11.52%
短期借款	8120.00	46776.31	53135.17	39898.41	ROA	1.24%	3.01%	2.90%	3.49%
应付和预收款项	17091.00	19413.10	20407.72	21867.29	ROIC	5.96%	7.69%	7.52%	8.57%
长期借款	8490.00	8490.00	8490.00	8490.00	EBITDA/销售收入	21.01%	18.76%	19.86%	20.60%
其他负债	143712.00	118925.76	120614.85	122452.07	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>177413.00</b>	<b>193605.17</b>	<b>202647.73</b>	<b>192707.78</b>	总资产周转率	0.50	0.51	0.51	0.54
股本	14467.00	14467.00	14467.00	14467.00	固定资产周转率	0.68	0.69	0.69	0.73
资本公积	26760.00	26760.00	26760.00	26760.00	应收账款周转率	61.51	65.69	58.01	60.69
留存收益	16751.00	23481.45	29466.77	36857.62	存货周转率	37.28	37.33	38.17	38.18
归属母公司股东权益	55765.00	64708.45	70693.77	78084.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.30%	—	—	—
少数股东权益	3587.00	4209.80	4846.94	5607.33	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>59352.00</b>	<b>68918.25</b>	<b>75540.71</b>	<b>83691.95</b>	资产负债率	74.93%	73.75%	72.85%	69.72%
负债和股东权益合计	236765.00	262523.41	278188.45	276399.72	带息债务/总负债	19.16%	37.52%	38.98%	34.13%
					流动比率	0.22	0.27	0.27	0.32
					速动比率	0.19	0.24	0.24	0.29
					股利支付率	0.00%	7.45%	19.55%	16.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.50	0.51	0.61
					每股净资产	3.85	4.47	4.89	5.40
					每股经营现金	1.54	0.98	1.82	2.13
					每股股利	0.00	0.04	0.10	0.10
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	24142.00	24003.64	27424.59	30943.47					
PE	37.06	13.81	13.50	11.31					
PB	1.80	1.55	1.42	1.29					
PS	0.87	0.78	0.73	0.67					
EV/EBITDA	6.01	6.72	6.10	4.96					
股息率	0.00%	0.54%	1.45%	1.48%					

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	021-68415861	13166156063	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