

头部规模优势凸显，综合服务转型升级

投资要点

- **事件：**厦门国贸公布2022年三季度报告。公司第三季度实现营业收入1382亿元，同比+24.8%，实现归母净利润5.2亿元，同比+3.6%；前三季度公司累计实现营收4043.1亿元，同比+12.9%，实现归母净利润23.1亿元，同比-19.2%，若剔除上年同期转让股权影响，前三季度归母净利润同比增长25.7%。当前公司A股股价对应22年的股息率高达7%。
- **公司退出地产业务，聚焦主业发展。**公司已将所持有的地产板块两家子公司股权出售至控股股东国贸控股，截至2022年3月末，公司尚有在售房地产项目4个，无已完工房地产项目，无拟建房地产项目及土地储备。出售地产相关资产使得公司现金资产相对充裕，公司将聚焦供应链管理核心主业，积极发展健康科技等新兴业务，主业增速有望超过预期。截至2022年H1，公司供应链管理业务占比为98.4%，房地产业务占比仅0.6%。
- **市场规模广阔，行业集中度有望提升。**近五年，大宗商品供应链市场规模稳定在40-50万亿元左右，市场规模巨大。中国大宗供应链CR4市场体量由2017年的8000亿元左右增长至2021年的超2万亿元，市占率由1.8%提升至4.1%，但行业的集中度同国外相比仍较低，未来成长空间大，头部供应链综合服务商有望持续扩大市场份额。
- **拓展增值服务环节，打造供应链一体化。**公司积极探索供应链一体化综合服务转型，横向丰富供应链服务内容，扩大业务品类，纵向拓展产业链上下游，推广和升级供应链一体化。通过与上下游企业建立紧密的战略合作伙伴关系，可提供全产业链增值增效服务，供应链一体化服务的业务模式为产业客户提供原料采购、价格管理、物流运输、销售渠道等多方面服务，有望持续提升净利率水平以及稳定性，创造新的业务增长点。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好大宗供应链行业未来的发展，公司的资源获取能力、网络化物流布局优势和业务战略将支持其稳定扩张。随着房地产等业务的剥离，公司盈利短期承压，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为35、30.6、37.1亿元，对应每股收益为1.59、1.39、1.69元，参考可比公司，给予2023年7倍PE的估值，对应目标价9.73元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、疫情反复风险、大宗商品价格波动风险等。

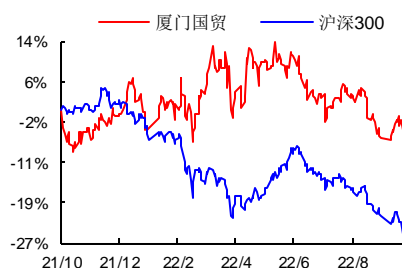
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	464755.64	536296.01	582374.18	628964.12
增长率	32.38%	15.39%	8.59%	8.00%
归属母公司净利润(百万元)	3411.62	3501.83	3061.10	3714.48
增长率	30.61%	2.64%	-12.59%	21.34%
每股收益EPS(元)	1.55	1.59	1.39	1.69
净资产收益率ROE	10.59%	13.45%	10.75%	11.74%
PE	4	4	5	4
PB	0.48	0.64	0.58	0.51

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@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)	22.01
流通A股(亿股)	20.30
52周内股价区间(元)	6.34-8.22
总市值(亿元)	140.20
总资产(亿元)	977.46
每股净资产(元)	8.99

相关研究

目 录

1 国内领先的供应链管理企业.....	1
2 供应链行业前景广阔，集中度有望持续提升	2
3 聚焦核心主业，拓展增值服务环节	5
4 盈利预测及估值.....	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司主营业务情况.....	1
图 3：公司控股股东.....	2
图 4：子公司情况.....	2
图 5：中国进出口商品总额和贸易顺差情况.....	2
图 6：中国大宗供应链市场规模及 CR4 市场占有率.....	3
图 7：中国大宗商品价格指数变动情况.....	4
图 8：公司一体化服务业务模式（铁矿-钢铁业务模式）.....	5
图 9：公司营收情况.....	6
图 10：公司毛利情况.....	6
图 11：公司三费率情况.....	6
图 12：公司净利情况.....	6

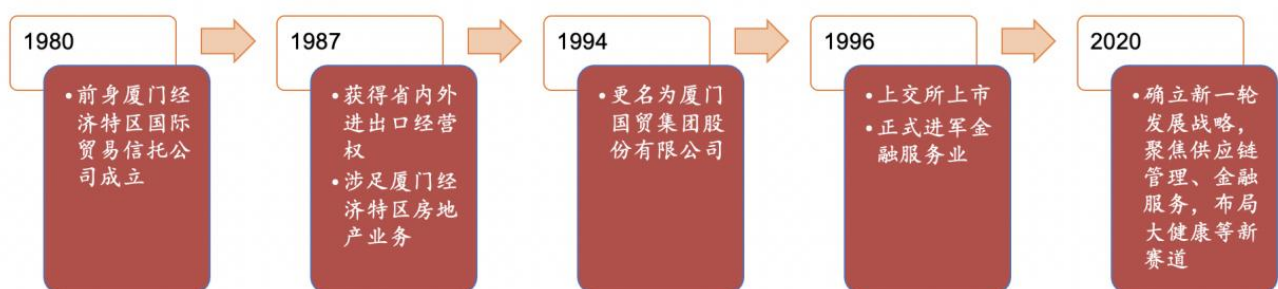
表 目 录

表 1：近年来国家相关鼓励供应链发展政策文件.....	3
表 2：2022H1 公司主要品类经营数据.....	5
表 3：盈利预测.....	7
表 4：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 国内领先的供应链管理企业

厦门国贸始创于 1980 年，于 1996 年在上海证券交易所上市。作为一家综合性供应链管理企业，厦门国贸从全产业链运营的视角提供定制化、一体化供应链服务方案，致力于为客户提供资源获取、渠道拓展、物流配送、价格管理、金融服务及其他相关服务。公司业务布局三大赛道，聚焦供应链管理核心主业，深化金融服务的协同作用，积极拓展健康科技新赛道。公司通过纵向拓展产业链上下游，横向丰富供应链服务内容，切实解决生产制造企业稳货源、降成本、控风险等核心诉求，提高公司核心竞争力，巩固并提升供应链行业的领先地位。

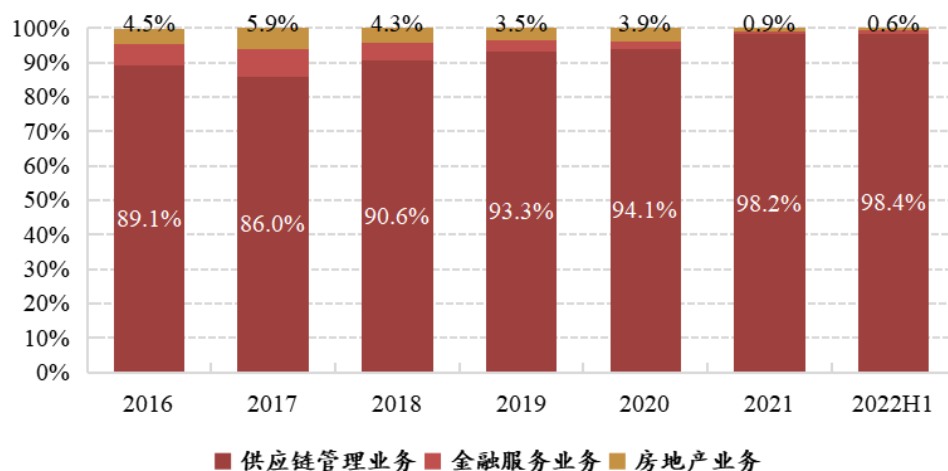
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司退出地产业务，聚焦供应链管理。公司已将所持有的地产板块两家子公司股权出售至控股股东国贸控股，公司现金资产相对充裕，财务杠杆水平得以改善，截至 2022 年 H1，公司房地产业务占比仅 0.6%，同比 21 年下降 0.3pp。同时公司加大供应链管理核心主业投入，推广和升级供应链一体化，通过参控结合拓展金融布局，提升金融服务业务对供应链业务的协同作用，加速在健康科技业务的布局，不断创新业务模式、优化业务结构，截至 2022 年 H1，公司供应链管理业务占比为 98.4%，同比 21 年提升 0.2pp。

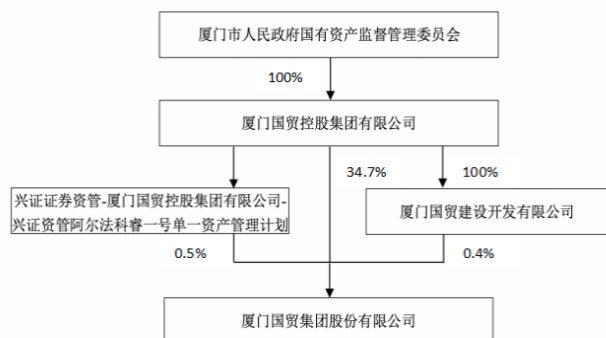
图 2：公司主营业务情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司控股股东为厦门国贸控股集团有限公司，直接持股 34.7%，实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会。旗下有香港宝达、上海启润、金海峡投资等子公司，主要从事贸易、投资和期货经纪等服务。

图 3：公司控股股东



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：子公司情况

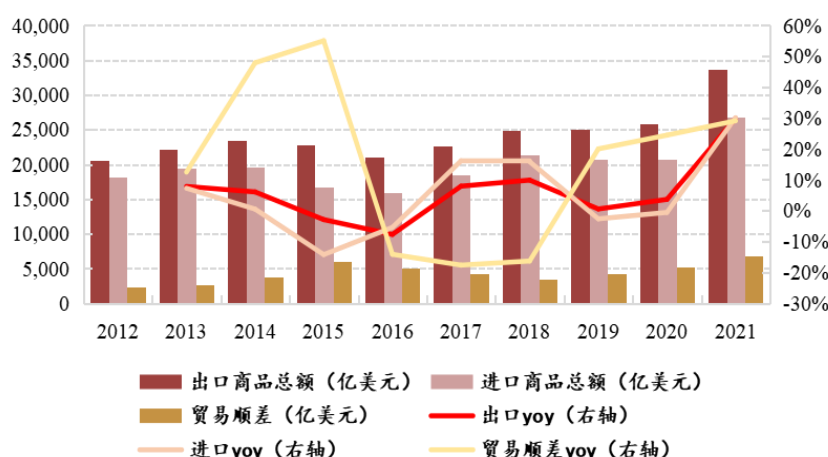


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 供应链行业前景广阔，集中度有望持续提升

中国货物进出口贸易规模延续增长态势。对外贸易行业的发展受到外部经济环境的影响。由于世界经济增速放缓，贸易保护主义盛行，加之新冠肺炎疫情冲击，我国对外贸易行业面临诸多困难。近几年，由于大多数国家难以复工复产，中国外贸占国际市场的份额有所提升。据统计局数据显示，2021 年我国进出口总额实现 6.1 万亿美元，同比增长 30%；其中，货物出口总值 3.4 万亿美元，同比增长 29.9%；货物进口总值 2.7 万亿美元，同比增长 30.1%；贸易顺差 6764.3 亿美元，同比增长 29.1%。今年前三季度，我国货物贸易累计出口 17.7 万亿元，增长 13.8%；累计进口 13.4 万亿元，增长 5.2%；贸易顺差 4.2 万亿元，增长 53.7%。

图 5：中国进出口商品总额和贸易顺差情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

国家政策支持，供应链行业前景广阔。近年来，国家高度重视供应链体系建设，2018 年商务部、财政部要求开展现代供应链体系建设，整合供应链、发展产业链、提升价值链，加快发展大市场、大物流、大流通，实现供应链提质增效降本，而后 2021 年中央经济工作会议中提出保障产业链供应链稳定。同时“一带一路”的发展为中国大宗商品供应链国际化带来全新机遇。近五年，大宗商品供应链市场规模稳定在 40-50 万亿元左右，市场规模巨大。

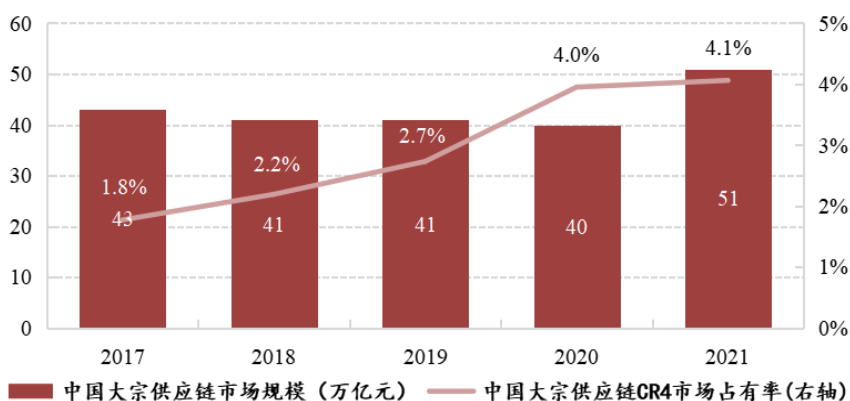
表 1：近年来国家相关鼓励供应链发展政策文件

时间	部门	文件/会议	内容
2018.05	财政部、商务部	《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》	要求开展现代供应链体系建设，整合供应链、发展产业链、提升价值链，加快发展大市场、大物流、大流通，实现供应链提质增效降本。
2019.11	国务院	《关于推进贸易高质量发展的指导意见》	鼓励行业龙头企业提高国际化经营水平，逐步融入全球供应链、产业链、价值链，形成在全球范围内配置要素资源、布局市场网络的能力。
2020.11	中共中央	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	补齐产业链供应链短板，实施产业基础再造工程，加大重要产品和关键核心技术攻关力度，发展先进适用技术，推动产业链供应链多元化。优化产业链供应链发展环境，强化要素支撑。加强国际产业安全合作，形成具有更强创新力、更高附加值、更安全可靠的产业链供应链。
2021.12	中共中央	中央经济工作会议	扩大高水平开放，多措并举稳定外贸，保障产业链供应链稳定，加大吸引外资力度。
2022.03	国务院	《关于加快建设全国统一大市场的意见》	以国内大循环和统一大市场为支撑，有效利用全球要素和市场资源，使国内市场与国际市场更好联通。推动制度型开放，增强在全球产业链供应链创新链中的影响力，提升在国际经济治理中的话语权。
2022.10	国务院	《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》	持续推进物流保通保畅，进一步畅通“主动脉”和“微循环”，稳定产业链供应链，保障全行业、全链条稳产达产，稳定市场预期。

数据来源：国家政府网站，西南证券整理

行业集中度显著提升，龙头效应日益凸显。中国大宗供应链行业格局分散，国内龙头与国外龙头的市占率差距仍较大。中国大宗供应链 CR4 市场体量由 2017 年的 8000 亿元左右增长至 2021 年的超 2 万亿元，市占率由 1.8% 提升至 4.1%，但行业的集中度仍较低，未来成长空间大。头部供应链综合服务商依托其一体化综合服务能力、风控能力和规模效应等优势，有望持续扩大市场份额。

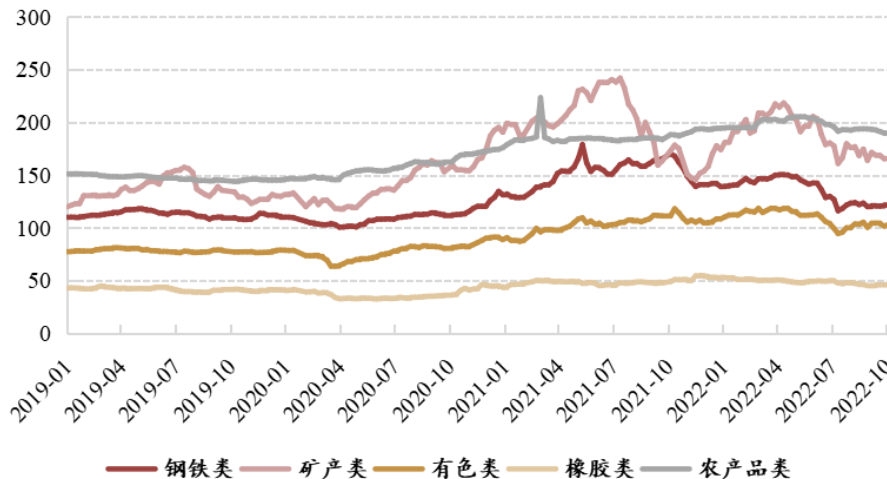
图 6：中国大宗供应链市场规模及 CR4 市场占有率



数据来源：Wind，西南证券整理

外部环境复杂，大宗商品价格剧烈波动。2020 年以来，新冠疫情得到有效控制，再加上各国实施经济刺激计划，使得对大宗商品的需求增加，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至历史高点。2021 年以来，受到北美飓风和山西暴雨等极端天气、OPEC+原油增产计划以及地缘政治问题等影响，大宗商品供需矛盾变化迅速且深远，市场价格波动幅度大。截至目前，钢铁类/矿产类/有色类/橡胶类/农产品类大宗商品价格指数较年初分别下降 15.1%/10.3%/5%/15.5%/1.9%。

图 7：中国大宗商品价格指数变动情况

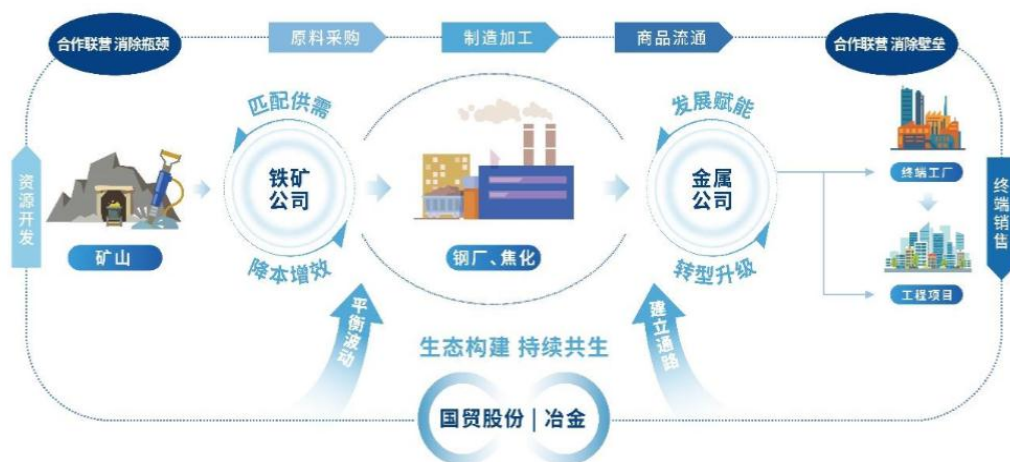


数据来源：Wind，西南证券整理

打造供应链一体化，加强业务稳定性。传统大宗供应链盈利模式为整合境内外物资采购需求，为下游提供货物稳定供给，从而赚取贸易价差，利润随着大宗商品价格的波动而波动。而供应链一体化服务的业务模式可以为产业客户提供原料采购、价格管理、物流运输、销售渠道等多方面服务，有望持续提升净利率水平以及稳定性。因此，大宗供应链头部企业积极探索供应链一体化综合服务转型已成为行业的发展趋势。

公司从全产业链运营的视角提供定制化、一体化供应链服务方案。在原料端，公司整合境内外物资采购需求，为下游锁定原料采购成本、确保货物稳定供给；在生产端，公司提供多式联运综合物流服务，通过期货等金融工具，定制化、差异化地解决工厂的原料配比需求；在销售端，公司以全球营销网络为支点，实现产品与渠道的有效对接，赋能全产业链提质增效。

图 8：公司一体化服务业务模式（铁矿-钢铁业务模式）



数据来源：公司公告，西南证券整理

拓展经营范围，优化产业链布局。在国家经济结构转型、能源结构转型、产业发展转型的嵌套叠加背景下涌现出一系列新机遇，大宗供应链行业在新能源、新材料、信息技术、生命科技等高附加值产业链上的布局逐渐增多。报告期内，公司加快布局新区域，不断提高上下游产业客户的占比，优势品类的经营货量保持稳健增长态势，市场份额继续扩大，其中 PTA、化工、粮食谷物等品种货量增速同比超过 100%。新兴品类如镍、铬、原油等品种增速明显，新拓展的业务品种如 LPG、清洁能源等已初步形成规模。公司同时积极拓展钴、锂等新能源材料业务，加快在新能源材料领域的探索和布局。

表 2：2022H1 公司主要品类经营数据

品类	营业收入		经营货量	
	金额（亿元）	同比增幅	货量（万吨）	同比增幅
金属及金属矿产	1340.8	-17.1%	6391.7	6.4%
能源化工	695.3	67.5%	2975.5	22.1%
农林牧渔	489.3	51.5%	1289.5	59.9%

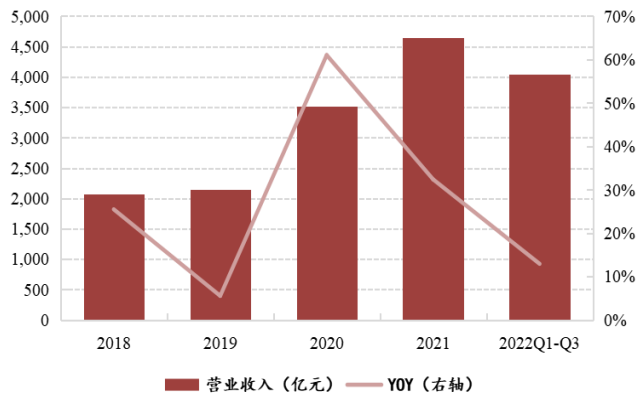
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 聚焦核心主业，拓展增值服务环节

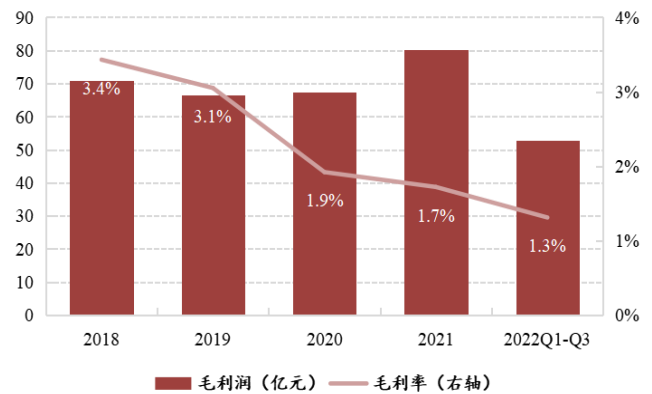
公司退出地产业务，收入短期承压。公司已将所持有的地产板块两家子公司股权出售至控股股东国贸控股。出售地产相关资产使得公司现金资产相对充裕，有利于改善其财务杠杆水平，同时公司能够集中资源投入供应链管理核心主业，积极发展健康科技等新兴业务，主业增速有望超过预期，但地产板块对公司收入贡献较高，公司未来盈利增长或面临一定压力。

受房地产业务剥离影响，公司毛利率出现小幅下滑。2018-2021 年，公司营业收入保持高速增长状态，供应链管理业务规模扩大，2022Q3 公司实现营业收入 1382 亿元，同比 +24.8%，前三季度公司累计实现营收 4043.1 亿元，同比 +12.9%。毛利率方面，尽管报告期内受到部分大宗商品价格下跌影响，营收增速放缓，但公司凭借持续提升的供应链运营能力、产业服务能力使得该板块的毛利率有明显提升；而随着国家房地产调控政策的不断贯彻落实，

房地产板块的毛利率呈下降趋势，综合来看公司整体毛利率由 2018 年的 3.4% 下降为 2022 年第三季度的 1.3%。

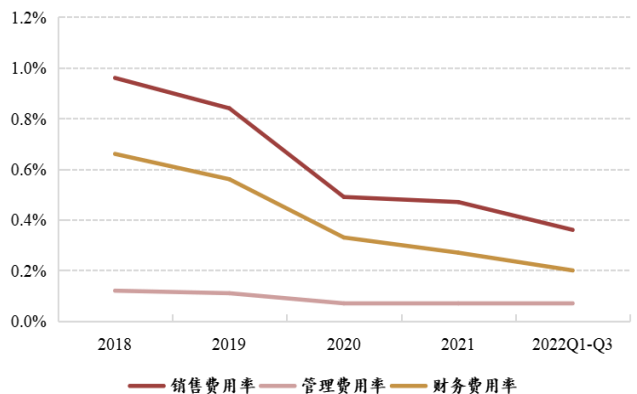
图 9：公司营收情况


数据来源：Wind，西南证券整理

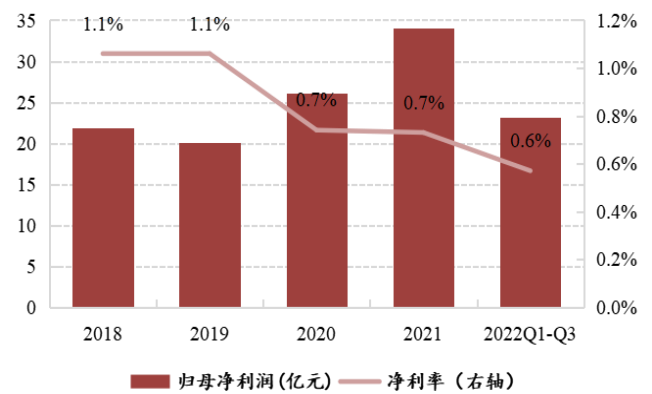
图 10：公司毛利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司各费用率得到有效控制，净利润受房地产业务剥离影响下滑。从各项费用来看，2022 前三季度公司销售费用率、财务费用率较 21 年下降 0.1pp，分别为 0.4%、0.2%，管理费用率维持 0.1%，综合来看，公司三费率下降 0.2pp，为 0.6%。公司第三季度实现归母净利润 5.2 亿元，同比+3.6%，累计实现归母净利润 23.1 亿元，同比-19.2%，若剔除上年同期股权转让影响，前三季度归母净利润同比增长 25.7%。

图 11：公司三费率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：公司净利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

为进一步聚焦主营业务，公司剥离房地产业务将造成营业收入增速的降低，但供应链管理业务毛利受公司持续提升的供应链运营能力、产业服务能力影响呈现上升趋势，供应链一体化综合服务未来也会成为新的增长点。我们认为公司供应链管理业务仍会保持稳定增长，预计 2022-2024 年供应链管理业务的营收增长率分别为+16%、+10%、+8%。

表 3：盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
供应链管理服务收入（百万元）	203472.7	330403.4	456406.1	529431.1	582374.2	628964.1
YoY		62.4%	38.1%	16%	10%	8%
金融服务收入（百万元）	7638.8	13742.2	3947.3	4223.6	0	0
YoY		79.9%	-71.3%	7%	-100%	0%
房地产收入（百万元）	6935.4	6943.3	4402.2	2641.3	0	0
YoY		0.1%	-36.6%	-40%	-100%	0%
收入合计（百万元）	218046.9	351088.9	464755.6	536296.0	582374.2	628964.1
YoY		61.0%	32.4%	15.4%	8.6%	8%
成本合计（百万元）	211396.9	344355.7	456747.7	527832.7	574395.7	619718.3
YoY		62.9%	32.6%	15.6%	8.8%	7.9%
毛利率	3.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.4%	1.5%

数据来源：西南证券

我们看好大宗供应链行业未来的发展，公司的资源获取能力、网络化物流布局优势和业务战略将支持其稳定扩张。随着房地产等业务剥离，公司收入短期承压，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 35、30.6、37.1 亿元，对应每股收益为 1.59、1.39、1.69 元。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	每股净利润（元）				市盈率			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600153.SH	建发股份	11.99	2.13	2.18	2.50	2.79	4	5	5	4
600057.SH	厦门象屿	9.88	1.00	1.19	1.43	1.70	8	8	7	6
可比公司估值							6	7	6	5
600755.SH	厦门国贸	6.37	1.55	1.59	1.39	1.69	4	4	5	4

数据来源：Wind，西南证券整理

根据公司主营业务选取建发股份、厦门象屿作为可比公司，2023 年 PE 分别为 5 倍、7 倍。考虑到公司在剥离房地产等业务后，能够进一步聚焦于供应链管理服务，我们给予公司 2023 年 7 倍 PE 的估值，对应目标价 9.73 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

宏观经济波动风险、疫情反复风险、大宗商品价格波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	464755.64	536296.01	582374.18	628964.12	净利润	3763.59	3863.12	3376.91	4097.71
营业成本	456747.75	527832.70	574395.66	619718.35	折旧与摊销	262.97	251.86	256.87	259.70
营业税金及附加	304.96	907.46	818.79	865.69	财务费用	1274.49	802.26	844.10	904.77
销售费用	2184.85	1930.67	2038.31	2201.37	资产减值损失	-390.09	-321.05	-340.42	-350.52
管理费用	304.02	375.41	465.90	503.17	经营营运资本变动	14438.57	-20705.64	-3531.43	-2958.11
财务费用	1274.49	802.26	844.10	904.77	其他	-11471.95	-111.01	-414.68	193.84
资产减值损失	-390.09	-321.05	-340.42	-350.52	经营活动现金流净额	7877.58	-16220.46	191.35	2147.39
投资收益	1052.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-431.41	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	251.66	397.26	365.66	357.19	其他	-120.58	2464.31	365.66	357.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-551.99	2454.31	355.66	347.19
营业利润	5029.80	5165.81	4517.51	5478.49	短期借款	-7243.73	45064.25	3301.36	1351.90
其他非经营损益	71.12	-14.99	-14.97	-14.87	长期借款	-8964.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	5100.92	5150.83	4502.55	5463.61	股权融资	1304.94	0.00	0.00	0.00
所得税	1337.33	1287.71	1125.64	1365.90	支付股利	-895.71	-682.32	-700.37	-612.22
净利润	3763.59	3863.12	3376.91	4097.71	其他	5799.68	-14583.26	-844.10	-904.77
少数股东损益	351.98	361.29	315.81	383.22	筹资活动现金流净额	-9999.67	29798.66	1756.89	-165.09
归属母公司股东净利润	3411.62	3501.83	3061.10	3714.48	现金流量净额	-2651.75	16032.51	2303.91	2329.50
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10782.29	26814.80	29118.71	31448.21	成长能力				
应收和预付款项	23574.96	29713.53	31336.63	33915.54	销售收入增长率	32.38%	15.39%	8.59%	8.00%
存货	31351.59	36332.07	39961.08	42913.85	营业利润增长率	34.85%	2.70%	-12.55%	21.27%
其他流动资产	14786.37	11888.37	12541.02	13200.91	净利润增长率	29.47%	2.64%	-12.59%	21.34%
长期股权投资	7751.13	7751.13	7751.13	7751.13	EBITDA 增长率	27.76%	-5.29%	-9.67%	18.23%
投资性房地产	1824.48	1824.48	1824.48	1824.48	获利能力				
固定资产和在建工程	3036.16	2805.91	2570.64	2332.55	毛利率	1.72%	1.58%	1.37%	1.47%
无形资产和开发支出	138.71	129.55	120.39	111.23	三费率	0.81%	0.58%	0.57%	0.57%
其他非流动资产	4500.06	4497.61	4495.17	4492.72	净利率	0.81%	0.72%	0.58%	0.65%
资产总计	97745.76	121757.46	129719.25	137990.63	ROE	10.59%	13.45%	10.75%	11.74%
短期借款	4079.45	49143.71	52445.06	53796.96	ROA	3.85%	3.17%	2.60%	2.97%
应付和预收款项	21828.18	29442.85	30416.12	32866.40	ROIC	11.08%	8.95%	6.18%	6.80%
长期借款	1513.15	1513.15	1513.15	1513.15	EBITDA/销售收入	1.41%	1.16%	0.96%	1.06%
其他负债	34780.61	12927.16	13937.79	14921.50	营运能力				
负债合计	62201.39	93026.86	98312.12	103098.01	总资产周转率	4.40	4.89	4.63	4.70
股本	2117.67	2200.98	2200.98	2200.98	固定资产周转率	170.75	193.43	223.21	261.31
资本公积	4624.94	4541.62	4541.62	4541.62	应收账款周转率	99.42	89.12	87.12	87.39
留存收益	12418.71	15238.22	17598.95	20701.22	存货周转率	11.12	15.41	14.98	14.92
归属母公司股东权益	29090.97	21915.91	24276.64	27378.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.79%	—	—	—
少数股东权益	6453.40	6814.69	7130.50	7513.72	资本结构				
股东权益合计	35544.37	28730.59	31407.14	34892.63	资产负债率	63.64%	76.40%	75.79%	74.71%
负债和股东权益合计	97745.76	121757.46	129719.25	137990.63	带息债务/总负债	10.60%	55.53%	55.90%	54.62%
					流动比率	1.36	1.16	1.18	1.21
					速动比率	0.83	0.76	0.77	0.78
					股利支付率	26.25%	19.48%	22.88%	16.48%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	6567.26	6219.93	5618.48	6642.95	每股收益	1.55	1.59	1.39	1.69
PE	4.11	4.00	4.58	3.77	每股净资产	13.22	9.96	11.03	12.44
PB	0.48	0.64	0.58	0.51	每股经营现金	3.58	-7.37	0.09	0.98
PS	0.03	0.03	0.02	0.02	每股股利	0.41	0.31	0.32	0.28
EV/EBITDA	-0.18	3.96	4.56	3.71					
股息率	6.39%	4.87%	5.00%	4.37%					

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悉范围内，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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn