

交运行业2023年春季投资策略

油运景气依旧，出行复苏在即

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2023年3月

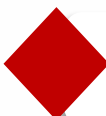
核 心 观 点

- **海运**：看好全球石油贸易格局重构下，油轮供给放缓使得油运供需增速差加大，运价中枢上移，油轮上行势头强劲。看好稳增长政策下，我国对大宗商品需求上涨，静待干散货运周期开启。**重点推荐：招商轮船、招商南油、中远海能。**
- **航空**：**疫情管控放开**，入境旅客隔离期取消，民航出行需求加速恢复。疫情期间我国机队引进收紧，飞行员结构性短缺问题凸显，供给放缓难以逆转。叠加票价改革仍在推进，我们持续看好后续票价及客座率表现。**重点推荐：中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。**
- **快递**：消费复苏叠加防控措施放松，预计2023年快递件量有望回升，同时成本端同比高基数带来优化空间。快运方面，龙头顺丰提出健康经营，京东收购德邦，网络效率有机会进一步提升。**重点推荐：顺丰控股、德邦股份、圆通速递等。**
- **春季投资策略**：强调左侧布局机会，节后干散货运输需求回暖运价可期，目前BCI指数已强势回升，建议积极关注干散货运输板块；疫情管控放开，我国航空消费需求反弹需要一段适应期，展望“清明”、“五一”假期前后，我国被压制的航空消费需求有望得到释放，建议持续关注航空板块。
- **风险提示**：疫情防控不及预期，宏观经济承压，国际油价大幅攀升，人民币快速贬值，快递价格竞争超预期，板块政策发生重大变化，地缘政治影响的不确定性等。

目 录

 **2022年度交运行业回顾**

 **海运：油运景气上行，散运静待周期开启**

 **航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即**

 **快递：竞争格局改善，期待消费复苏**

 **交运行业2023年重点推荐标的**

 **风险提示**

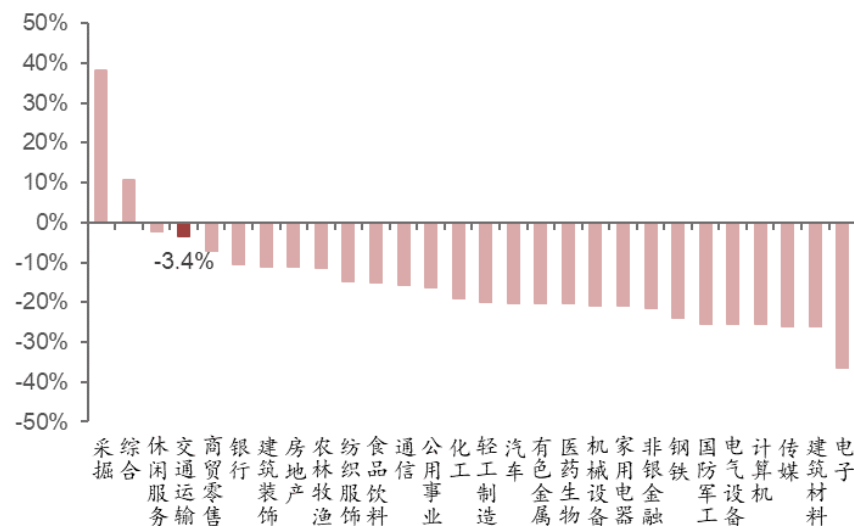
2022年交运行业回顾

- 2022年，沪深300报收3871.6，年跌21.6%。申万交运指数跑赢沪深300，报收2365，年跌3.4%，涨跌幅居于全行业4/28。

交通运输（申万）相对沪深300走势



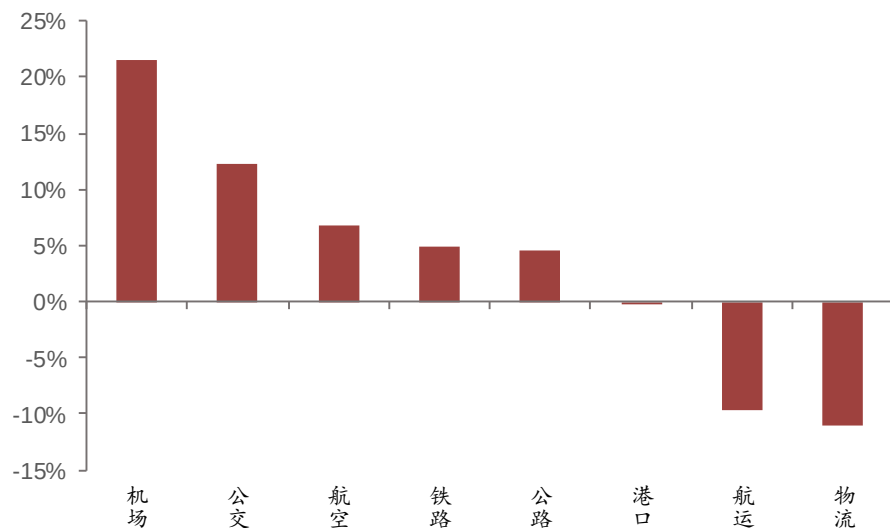
2022年申万一级指数涨跌幅



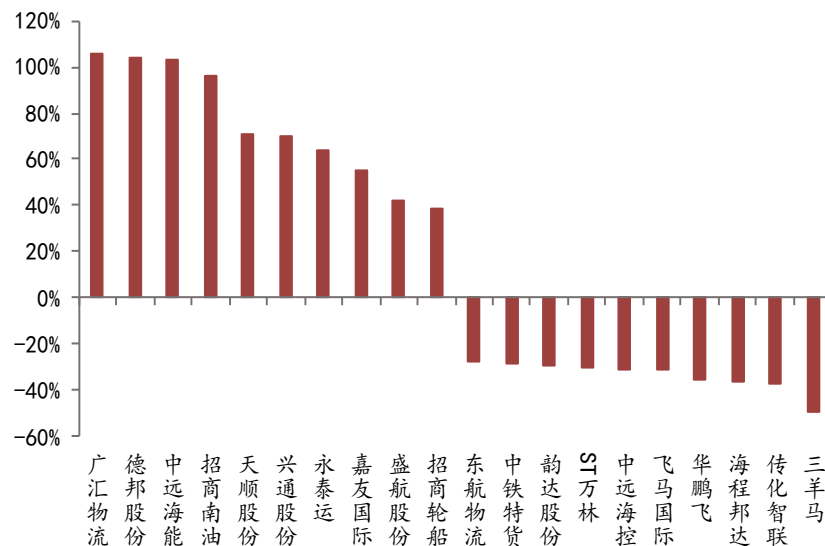
2022年交运行业回顾

- 2022年受疫情扰动影响，各交运子板块分化。其中，机场子板块领涨，年涨幅+21.6%；航空子板块年涨幅+6.7%；物流子板块跌幅最大，为-11.0%。
- 2022年交运板块涨幅最大的个股为广汇物流（+106.1%）、德邦股份（+103.6%）、中远海能（+103.6%）；跌幅最大的为三羊马（-49.7%）、传化智联（-37.6%）、海程邦达（-36.5%）。

2022各子板块涨跌幅



交通运输行业涨跌幅前十个股

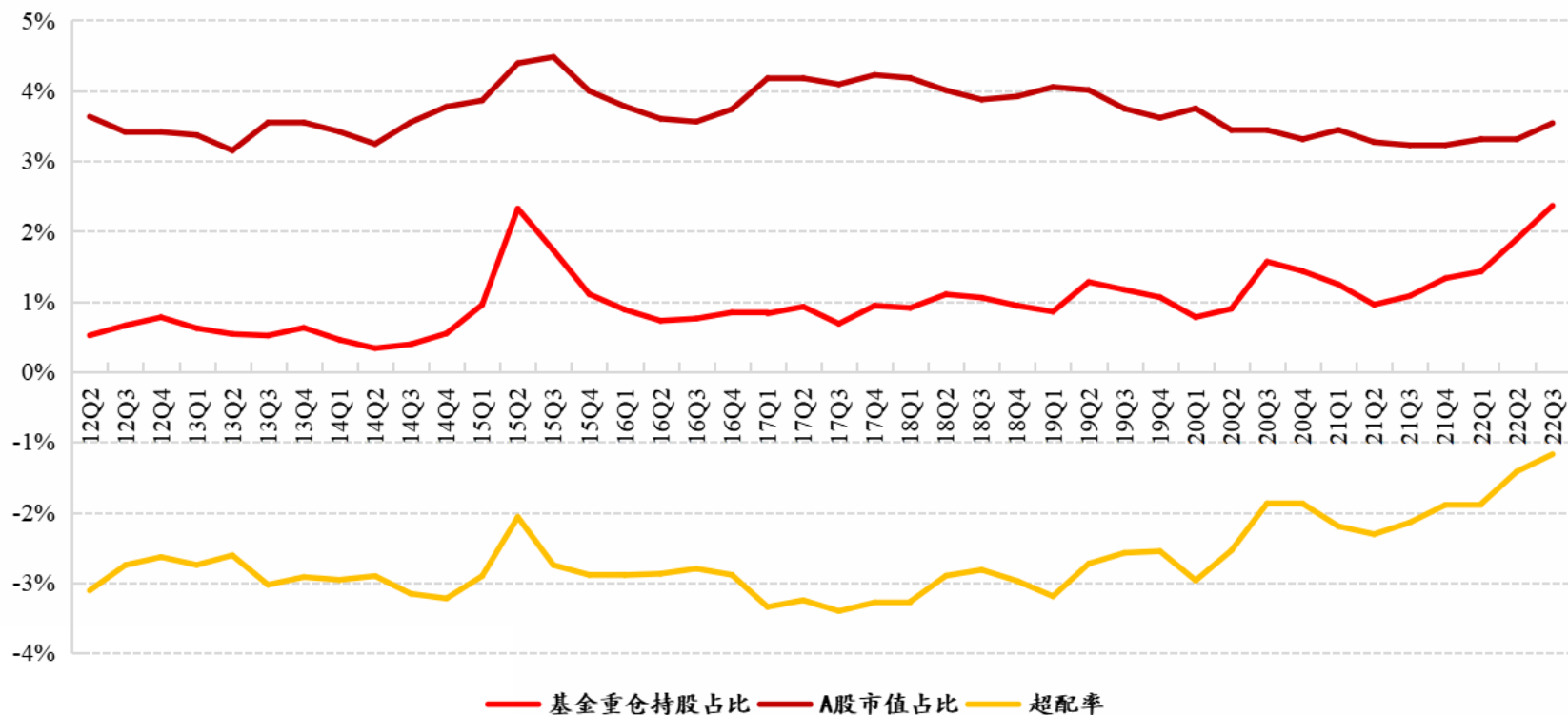


2022Q3 交运子行业主动型基金持仓占比一览

□ 2022Q3交运持仓变化情况：

主动型基金交运行业重仓市值占比2.4%，环比+0.5pp；申万交运板块市值占比为3.5%，环比+0.2pp。

22Q3交运股持仓情况一览



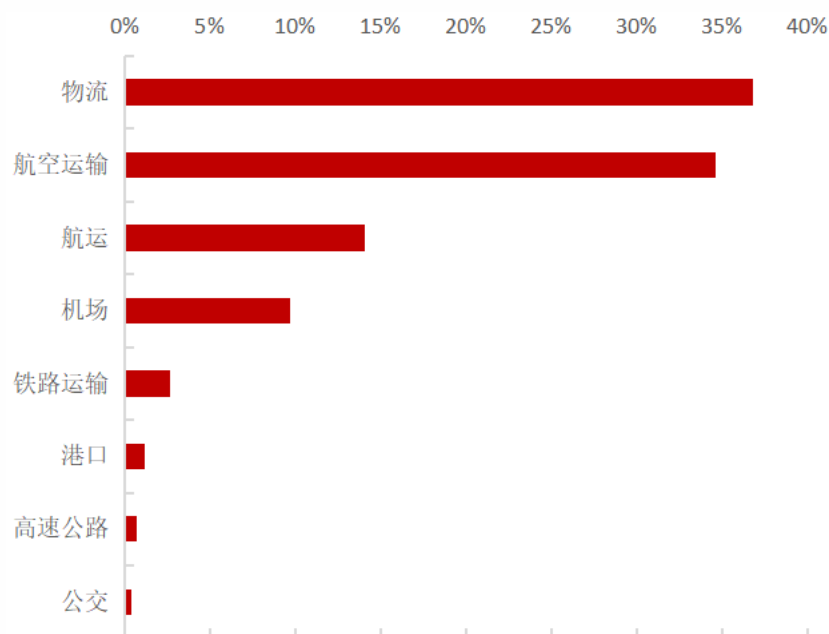
交运子行业主动型基金持仓占比一览

□ 2022Q3主动型基金交运行业重仓市值占比变化情况：

环比增幅前三：物流占比1.533%，环比+0.415pp；航运占比0.585%，环比+0.356pp；机场占比0.403%，环比+0.189pp；

环比增幅后三：公交占比0.015%，环比-0.004pp；高速公路占比0.029%，环比+0.01pp；铁路运输占比0.109%，环比+0.011pp。

22Q3主动型基金交运行业重仓市值占比概况



子板块	交运子板块持仓占比	子板块持仓环比变化 (pp)	持股总市值 (亿元)	子板块总市值 (亿元)	交运子板块市值占比
港口	0.048%	0.014%	8.1	4282.4	14.3%
高速公路	0.029%	0.010%	4.9	2450.9	8.2%
公交	0.015%	-0.004%	2.5	527.9	1.8%
航空运输	1.442%	0.024%	245.3	5105	17%
航运	0.585%	0.356%	99.4	4401	14.7%
机场	0.403%	0.189%	68.4	1956.1	6.5%
铁路运输	0.109%	0.011%	18.5	3719.9	12.4%
物流	1.533%	0.415%	260.7	7514.9	25.1%

交运公司按持股基金数量分析

22Q3全部持股基金数量TOP20

代码	名称	持股基金数量		持股总市值（万元）		流通股股本占比		总股本占比		季度 涨跌幅	最新市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
601111.SH	中国国航	175	-4	776,725	-166,516	11.0%	-0.5%	7.6%	-0.3%	8.5%	1024	1493
600009.SH	上海机场	170	88	479,093	220,306	7.6%	3.4%	3.3%	1.0%	-4.3%	634	1443
600026.SH	中远海能	151	91	487,626	335,200	16.9%	7.3%	10.1%	4.4%	-40.6%	482	801
002352.SZ	顺丰控股	148	-9	745,441	-71,458	3.3%	0.2%	3.2%	0.2%	18.0%	2396	2421
600233.SH	圆通速递	130	30	400,191	131,139	5.6%	1.8%	5.6%	1.8%	-4.6%	672	672
600004.SH	白云机场	90	22	203,430	47,574	6.0%	1.6%	6.0%	1.6%	2.7%	360	360
603885.SH	吉祥航空	88	40	421,353	-5,585	14.3%	1.1%	12.7%	0.6%	15.2%	292	329
601872.SH	招商轮船	83	43	193,203	99,844	3.5%	1.4%	3.3%	1.4%	-18.1%	534	565
600153.SH	建发股份	80	13	391,704	107,771	10.0%	2.3%	9.4%	2.2%	-4.2%	339	360
002120.SZ	韵达股份	79	21	674,427	283,618	15.4%	7.2%	14.9%	7.0%	7.2%	336	347
601975.SH	招商南油	74	37	191,134	122,026	7.9%	4.4%	7.9%	4.4%	-19.4%	224	224
601021.SH	春秋航空	73	1	461,854	-87,978	9.7%	-0.6%	9.7%	-0.6%	11.0%	489	489
601006.SH	大秦铁路	65	19	104,832	5,931	1.0%	0.0%	1.0%	0.0%	-1.3%	960	960
600029.SH	南方航空	59	1	364,130	-69,599	5.4%	-0.4%	3.2%	-0.3%	7.7%	700	1186
600115.SH	中国东航	32	5	273,323	-684	5.0%	-0.1%	3.0%	0.3%	10.7%	561	946
601816.SH	京沪高铁	31	1	80,348	-15,259	0.7%	0.0%	0.4%	0.0%	10.3%	1279	2298
603871.SH	嘉友国际	25	23	20,430	16,089	2.2%	1.6%	2.2%	1.6%	-14.0%	97	97
601919.SH	中远海控	23	2	63,512	-32,021	0.9%	0.3%	0.7%	0.2%	25.5%	1459	1843
603713.SH	密尔克卫	21	-6	53,956	-11,717	2.6%	-0.3%	2.6%	-0.3%	7.1%	197	199
002468.SZ	申通快递	20	12	36,689	30,461	1.9%	1.6%	1.9%	1.5%	-7.3%	154	158

交运公司按持股市值分析

22Q3全部公募基金持股市值TOP20

代码	名称	持股基金数量		持股总市值（万元）		流通股股本占比		总股本占比		季度 涨跌幅	最新市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
601111.SH	中国国航	175	-4	776,725	-166,516	11.0%	-0.5%	7.6%	-0.3%	8.5%	1024	1493
002352.SZ	顺丰控股	148	-9	745,441	-71,458	3.3%	0.2%	3.2%	0.2%	18.0%	2396	2421
002120.SZ	韵达股份	79	21	674,427	283,618	15.4%	7.2%	14.9%	7.0%	7.2%	336	347
600026.SH	中远海能	151	91	487,626	335,200	16.9%	7.3%	10.1%	4.4%	-40.6%	482	801
600009.SH	上海机场	170	88	479,093	220,306	7.6%	3.4%	3.3%	1.0%	-4.3%	634	1443
601021.SH	春秋航空	73	1	461,854	-87,978	9.7%	-0.6%	9.7%	-0.6%	11.0%	489	489
603885.SH	吉祥航空	88	40	421,353	-5,585	14.3%	1.1%	12.7%	0.6%	15.2%	292	329
600233.SH	圆通速递	130	30	400,191	131,139	5.6%	1.8%	5.6%	1.8%	-4.6%	672	672
600153.SH	建发股份	80	13	391,704	107,771	10.0%	2.3%	9.4%	2.2%	-4.2%	339	360
600029.SH	南方航空	59	1	364,130	-69,599	5.4%	-0.4%	3.2%	-0.3%	7.7%	700	1186
600115.SH	中国东航	32	5	273,323	-684	5.0%	-0.1%	3.0%	0.3%	10.7%	561	946
600004.SH	白云机场	90	22	203,430	47,574	6.0%	1.6%	6.0%	1.6%	2.7%	360	360
601872.SH	招商轮船	83	43	193,203	99,844	3.5%	1.4%	3.3%	1.4%	-18.1%	534	565
601975.SH	招商南油	74	37	191,134	122,026	7.9%	4.4%	7.9%	4.4%	-19.4%	224	224
002928.SZ	华夏航空	9	-2	155,432	-26,518	14.4%	-0.8%	14.4%	-0.8%	8.7%	116	116
603128.SH	华贸物流	11	4	122,877	6,487	9.8%	0.9%	9.8%	0.9%	1.3%	146	146
601006.SH	大秦铁路	65	19	104,832	5,931	1.0%	0.0%	1.0%	0.0%	-1.3%	960	960
601816.SH	京沪高铁	31	1	80,348	-15,259	0.7%	0.0%	0.4%	0.0%	10.3%	1279	2298
601919.SH	中远海控	23	2	63,512	-32,021	0.9%	0.3%	0.7%	0.2%	25.5%	1459	1843
600018.SH	上港集团	9	0	58,797	3,210	0.5%	0.0%	0.5%	0.0%	5.0%	1212	1218

目 录

◆ 2022年度交运行业回顾

◆ 海运：油运景气上行，散运静待周期开启

◆ 航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

◆ 快递：竞争格局改善，期待消费复苏

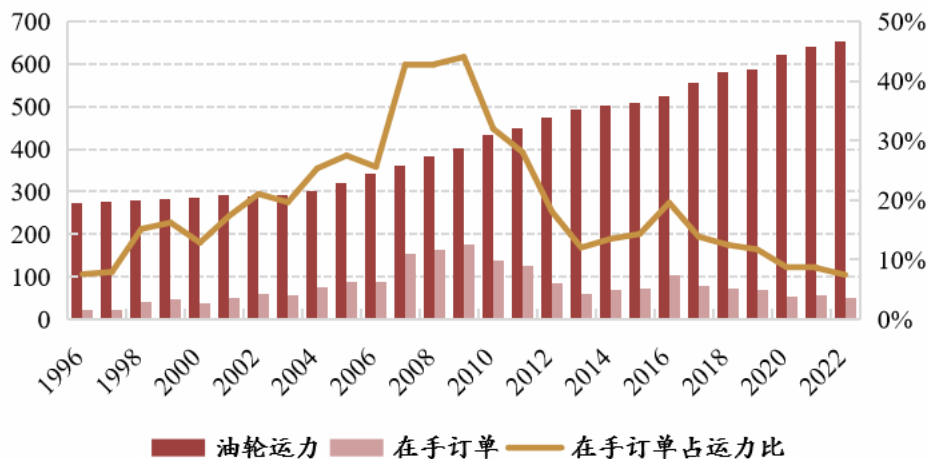
◆ 交运行业2023年重点推荐标的

◆ 风险提示

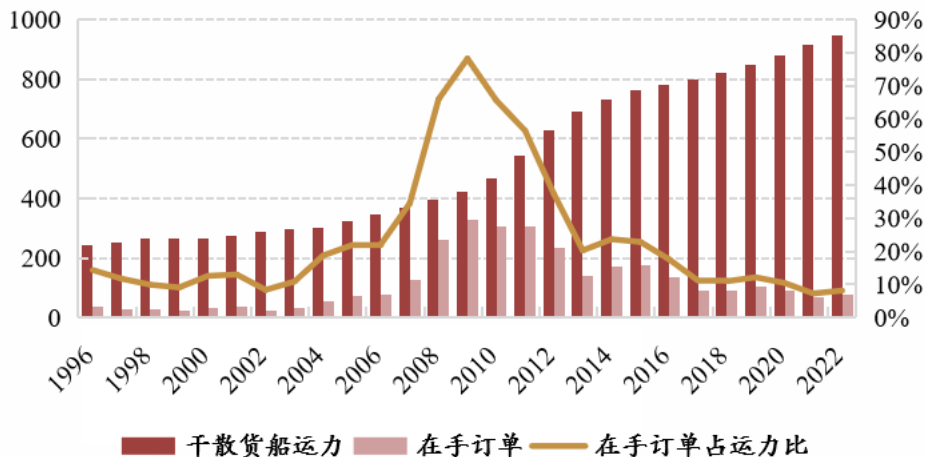
海运：油运供给探底上行势头强劲，干散货运静待周期开启

- 目前世界船队在手订单主要为集装箱。高景气下集装箱船在手订单运力占比较高，而环保政策不确定性导致油运公司投资建造油轮意愿较低，干散货船在手订单占比较低未来运力增长受限。
- 我们看好全球石油贸易格局重构下，油轮供给放缓使得油运供需增速差加大，运价中枢上移，油轮上行势头强劲。期待稳增长政策下，我国对大宗商品需求上涨，静待干散货运周期开启。

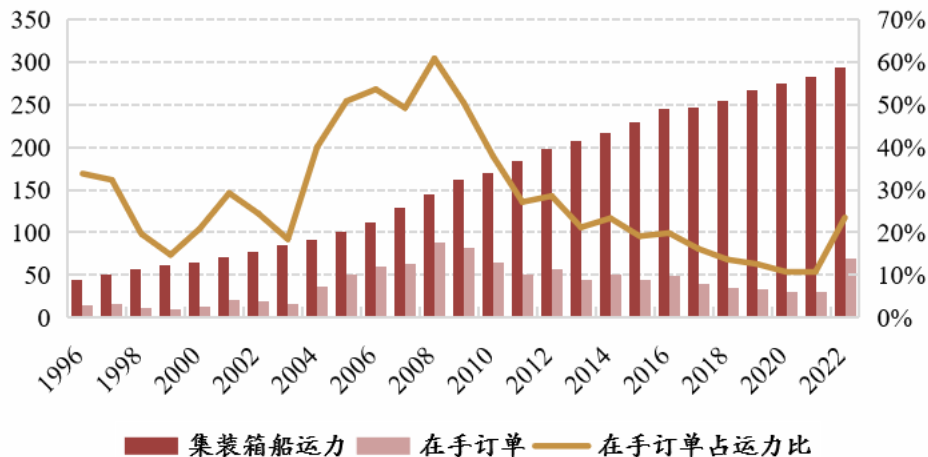
油轮运力情况（百万DWT）



干散货船运力情况（百万DWT）



集装箱船运力情况（百万DWT）

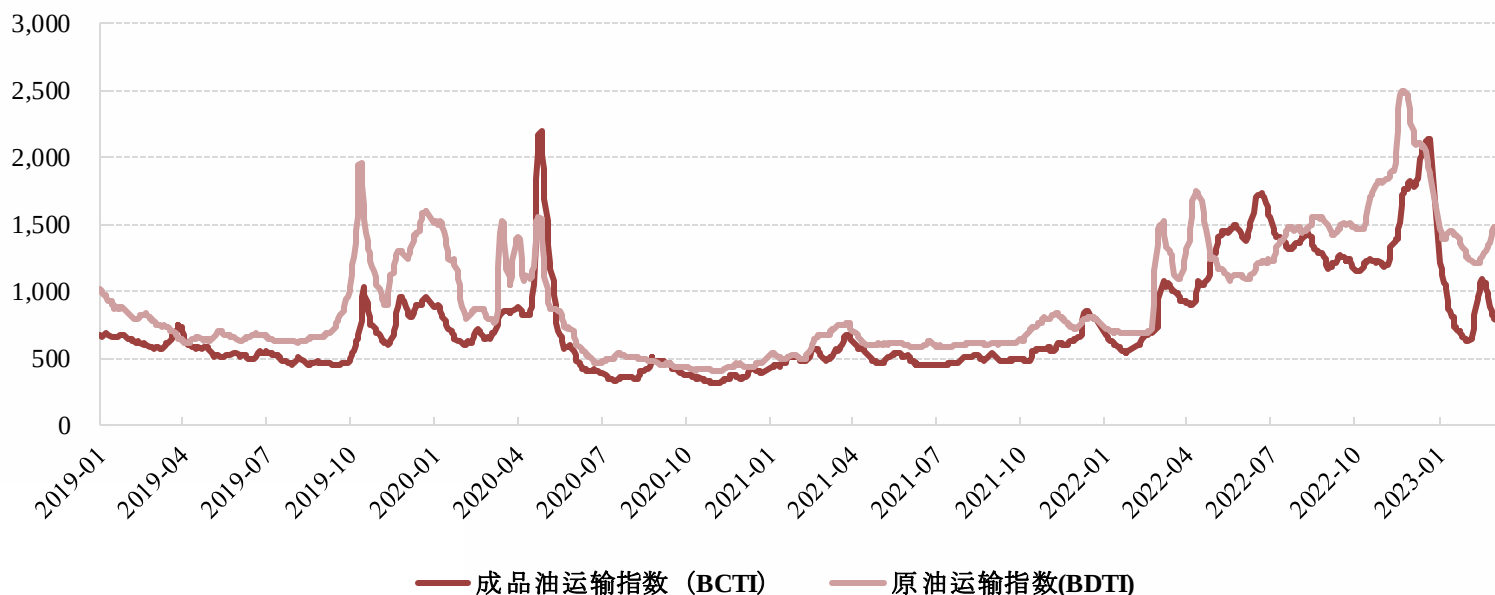


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

油运2022年复盘

- 石油贸易结构性变化中，俄乌冲突带来运距大幅提升，促进油运需求复苏。“俄乌冲突”引发欧美等国家对俄罗斯采取石油产品禁令，俄罗斯石油供应转向亚洲等地区降低制裁影响，而欧洲则转向进口美国、中东、亚洲等地区进口石油，导致石油海运贸易运输距离大幅拉长，石油运输需求在国际油轮运输市场进一步重构中得到显著的提升。12月原油禁运生效，BDTI指数走高，23年2月成品油禁运生效，成品油运格局重构，BCTI有望进一步上行。

原油和成品油运输指数情况



成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

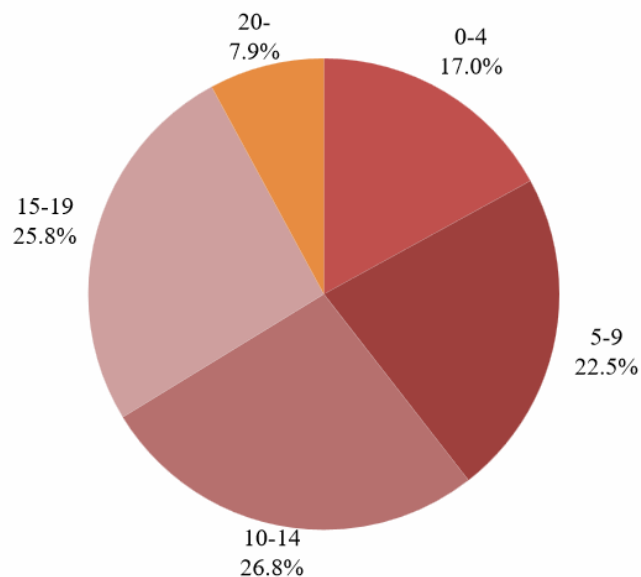
成品油轮新增订单放缓，潜在拆船比例大

- ❑ **成品油轮供给放缓更为明显，供需矛盾较大。**克拉克森最新数据显示，2023年VLCC在手订单占比为2.9%，成品油轮在手订单占全部订单仅5.5%。
- ❑ **老旧船拆解出清速率同样影响未来成品油轮供应。**目前全球油轮船龄较大，MR中船龄超20年的载重吨占比为7.9%，潜在拆船比例仍然较大，整体规模呈下降趋势不可逆转。

油轮在手订单占比



MR船龄结构

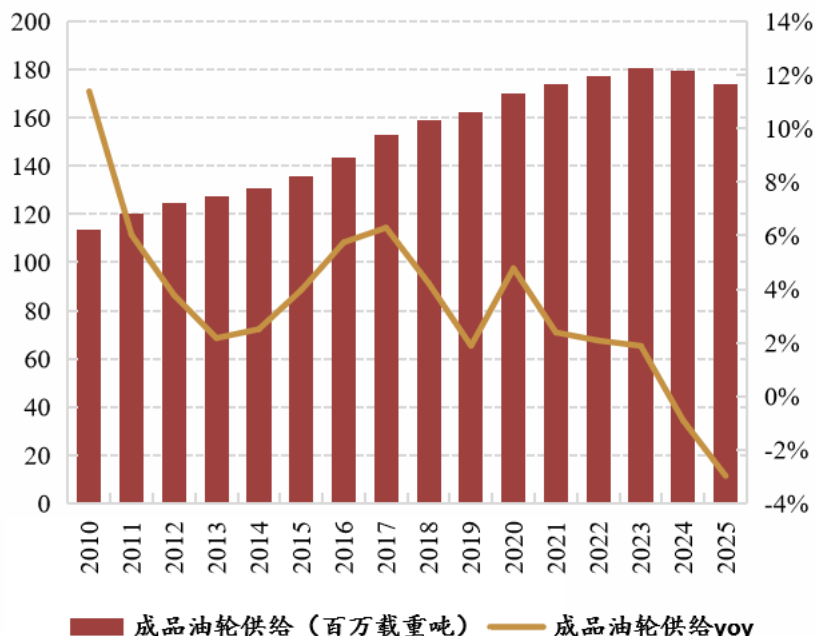


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

成品油轮供给放缓，复苏势头强劲

- ❑ 据克拉克森预计2024年成品油轮供给为182.5百万载重吨，增速放缓为1%，2025年供给下降1.4%为179.9百万载重吨。
- ❑ 多项环保政策实施下降速影响有效运力供给。降速易于实施成为目前主要应对各项环保政策的方法，未来随着碳排放控制法规正式生效，船舶的速度会进一步减慢，这将导致船舶有效供应减少。

成品油轮供给情况



成品油轮平均速度（节）

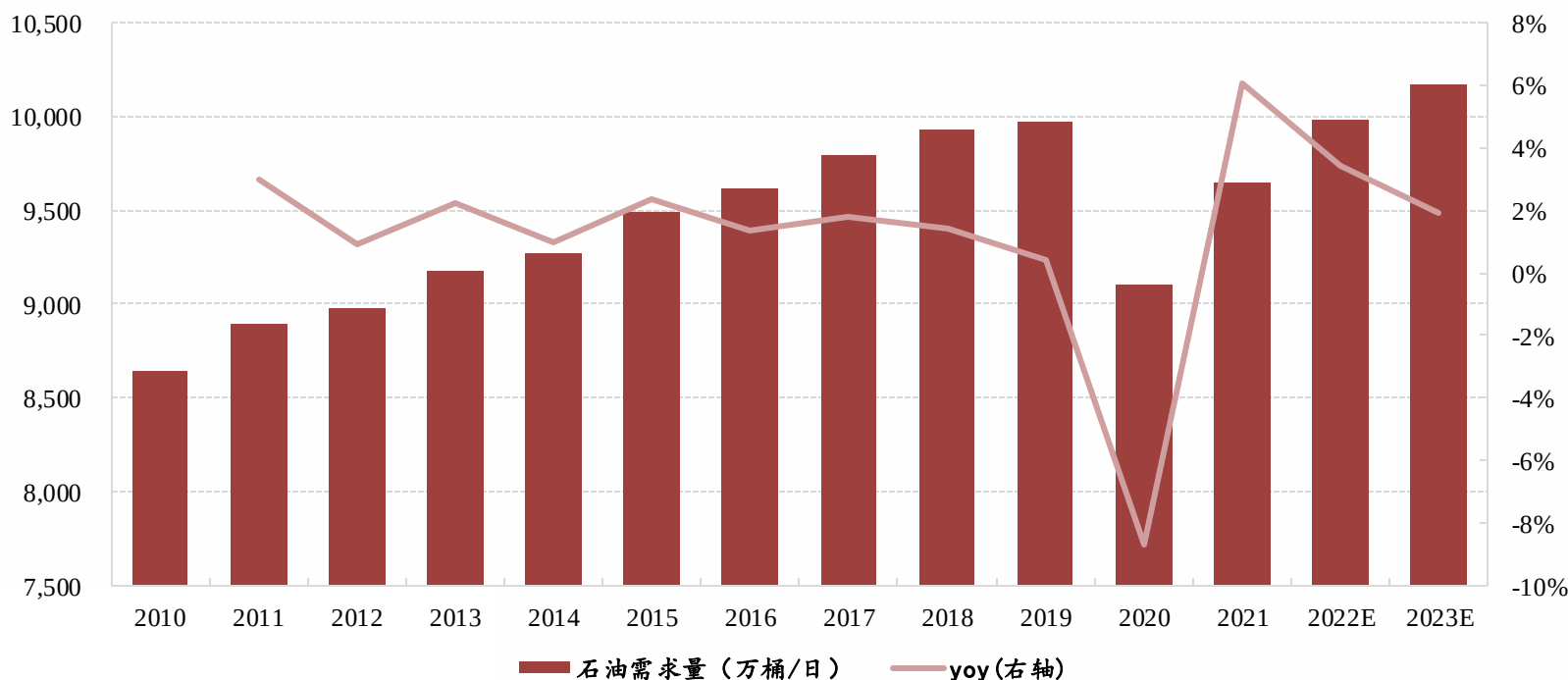


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

全球疫情管控逐步放松下，成品油运需求上升

- 海外疫情管控逐步放松，带来石油消费需求复苏。22年上半年海外多国对疫情管控逐步放松，出行需求上涨，随之而来航空、公共运输业恢复，带来燃料需求上涨。IEA1月石油市场月度报告预计2023年世界石油需求量将增加190万桶/日为10170万桶/日，而新增需求的一半来自于中国石油消费需求。

世界石油需求量



成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

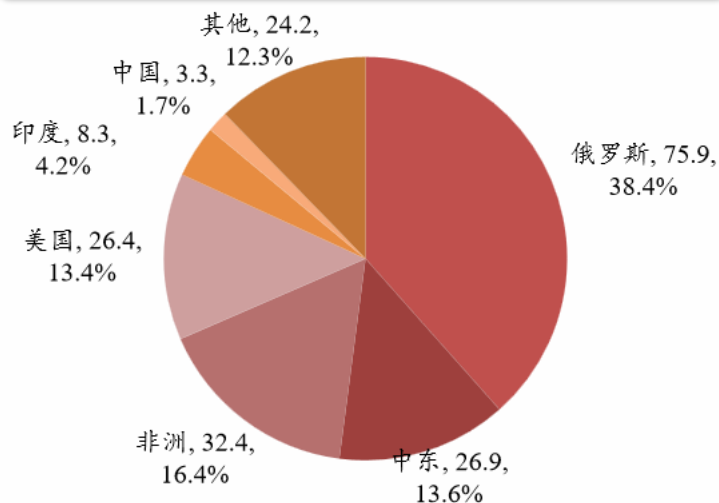
欧洲成品油缺口扩大，亟需寻找到能源替代供应商

- ❑ 欧洲、俄罗斯在能源供需上紧密依存。2021年，欧洲进口俄罗斯成品油75.9百万吨，占欧洲成品油总进口的38.4%、俄罗斯出口成品油的53.9%。
- ❑ 随着制裁正式生效，石油贸易格局将发生巨大改变。据IEA统计，2021年俄罗斯出口120万桶/天成品油到欧盟，其中柴油出口50万桶/天，我们保守预计2023年2月制裁生效将会给欧洲带来120万桶/天成品油缺口。

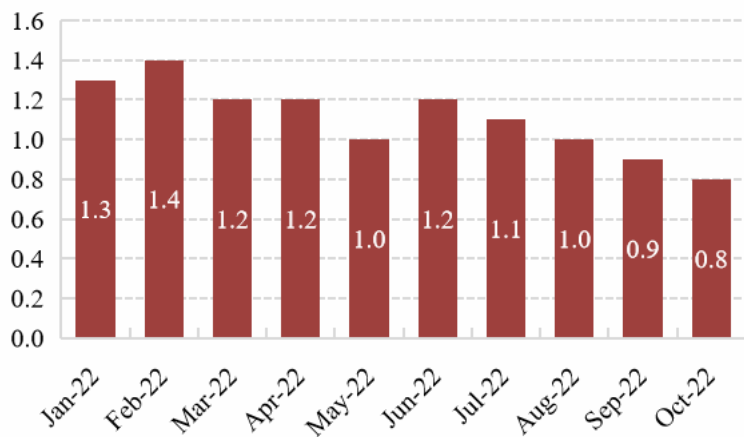
欧盟对俄制裁措施



2021年欧洲石油进口情况（百万吨）



欧洲进口俄罗斯CPP情况（百万桶/天）

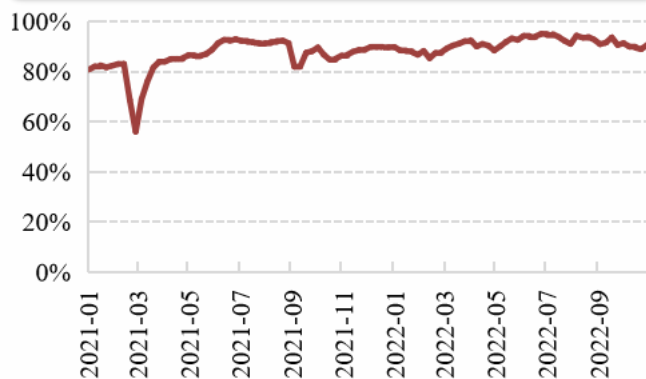


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

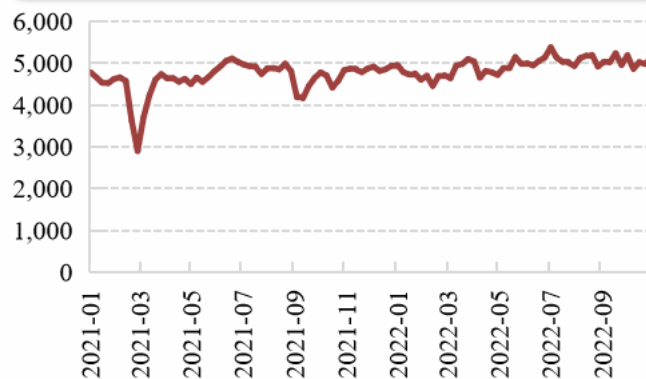
美国成品油出口受炼能、库存等影响，替代持续性受限

□ 欧洲转向美国寻求石油供应，尽管美国成品油产量有所回升，巨大石油出口导致美国石油库存处于低位。美国炼油厂未来对欧洲的出口持续性受到自身低库存限制。

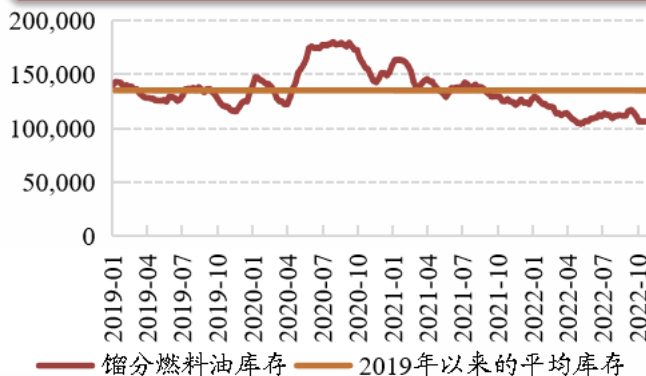
美国炼厂开工率



美国馏分燃料油产量（千桶/天）



美国馏分燃料油库存（千桶）



美国柴油裂解价差（美元/加仑）

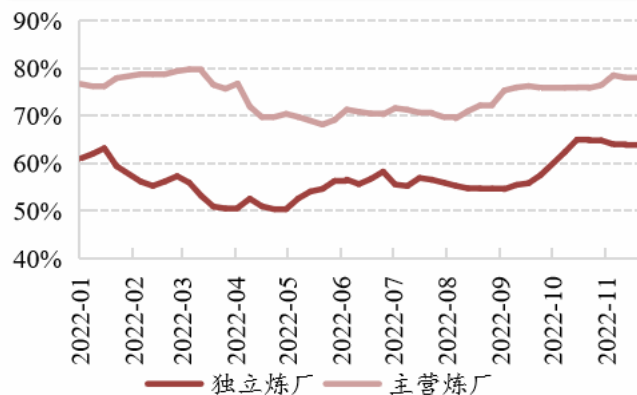


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

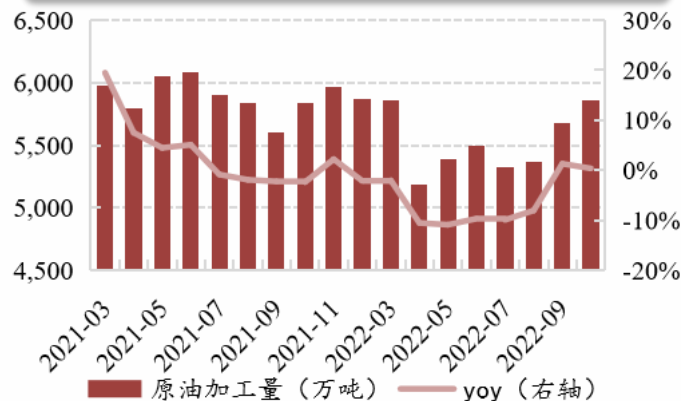
我国出口配额余量充裕，柴油出口有望显著提升，进而对欧洲缺口形成有效补充

□ 中国2023年首批成品油出口配额超预期下发，同比上涨46%，有望提振市场。对标2019年成品油出口配额，我们预计2023年我国成品油能够流入全球5600万吨/年。

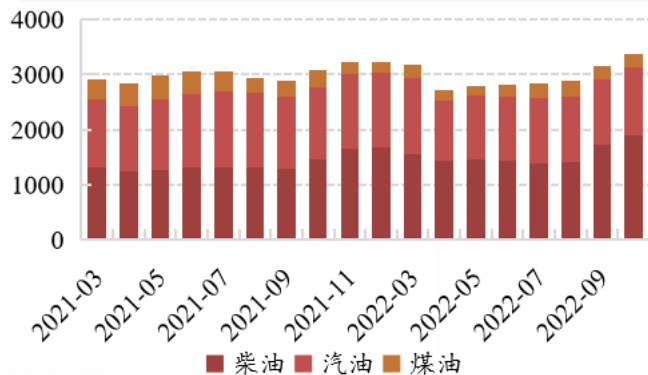
中国炼厂开工率



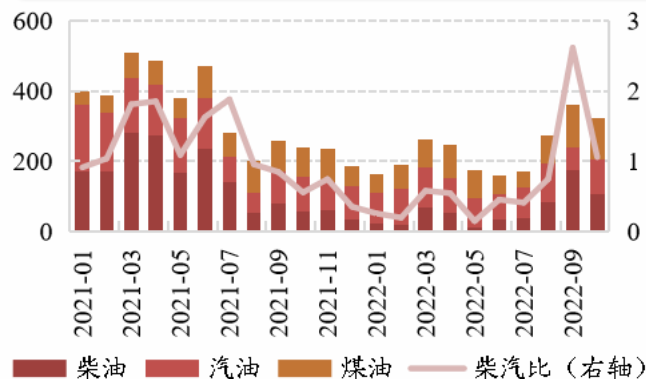
中国原油加工量



中国成品油生产情况 (万吨)



中国成品油出口情况 (万吨)



成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

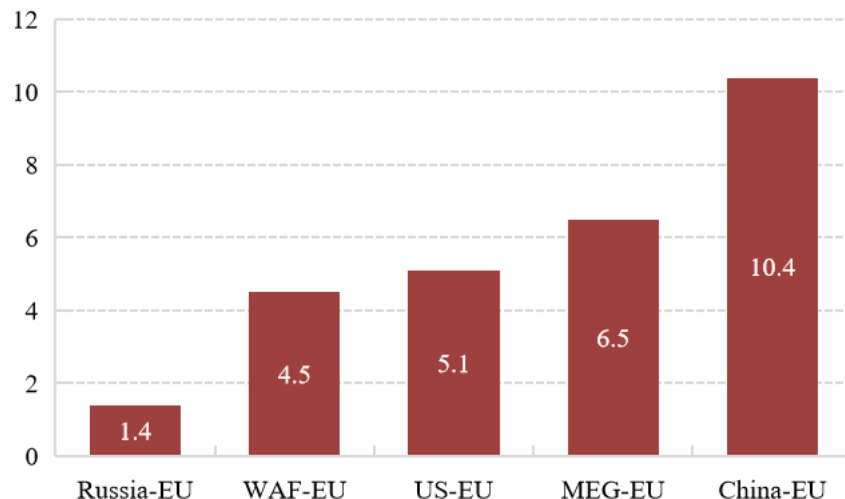
石油贸易格局改变带来运距大幅提升

- 长久以来石油贸易平衡被打破使得运输距离大幅提升。据Clarksons估算，俄罗斯到欧洲的距离为1.4千海里，而西非、美国、中东、中国到欧洲的距离分别为4.5、5.1、6.5、10.4千海里。
- 美国成品油出口存在限制，中东、亚洲有望成为俄罗斯成品油的主要替代，运距成倍增加带来成品油运输需求上涨。

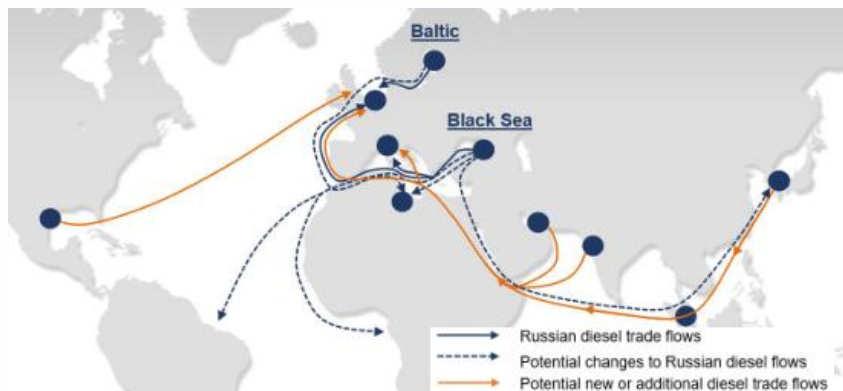
贸易格局带来的油运需求变化

	俄罗斯	西非	中东	美国	中国
距离 (千海里)	1.4	4.5	5.1	6.5	10.4
油运需求 (十亿吨海里)	35	112.5	127.5	162.5	260
需求增量 (十亿吨海里)	-	77.5	92.5	128	225

欧洲与各地之间运距



成品油贸易结构调整情况

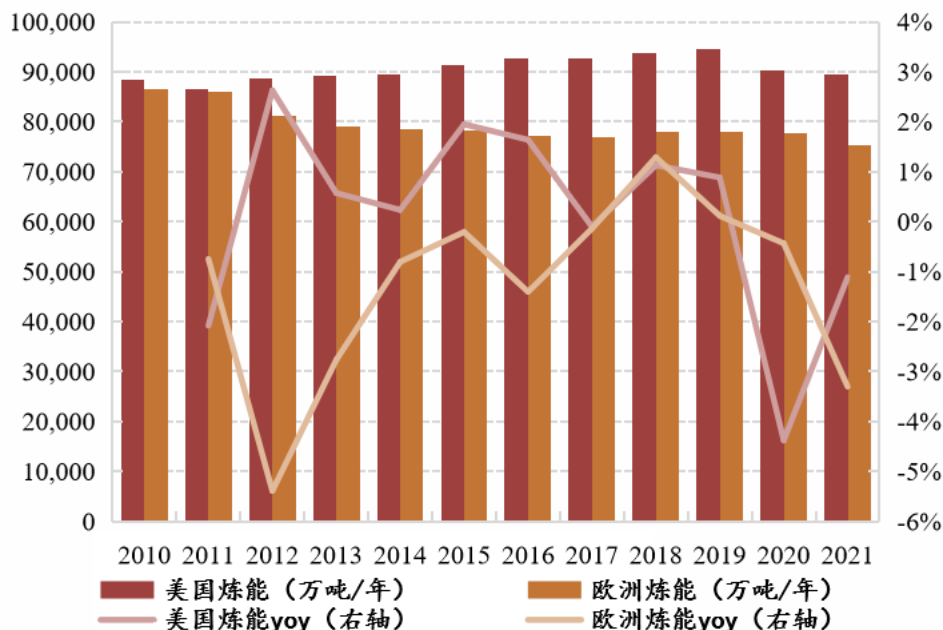


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

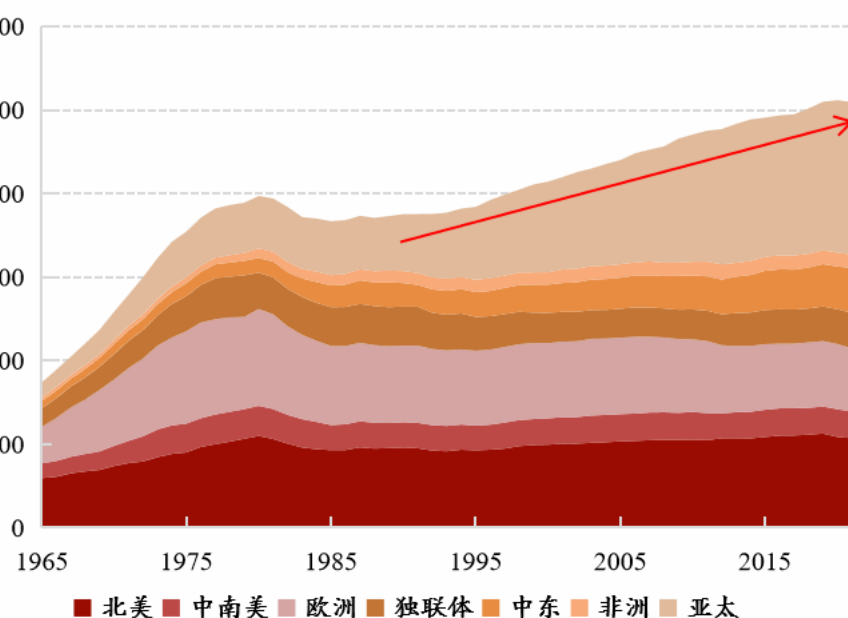
炼厂东移趋势不变

- **碳中和叠加疫情导致欧美国家炼油厂大量关闭，陷入炼厂关停潮。**2021年，全球炼能同比下降2088.9万吨/年，其中欧美炼能分别下降2568.2、1006万吨/年，同时随着成品油需求恢复，炼厂下降的产能需要通过加大对外进口成品油来弥补。
- **亚太地区炼能增势强劲。**自2011年以来中国、印度和中东炼能复合增速分别为2.7%、2.8%、2.8%，2021年在全球炼能中占比分别为16.7%、4.9%、10.6%，亚太、中东等地区逐渐成为全球炼能重心。

欧美炼能情况



全球炼能结构 (千桶/天)

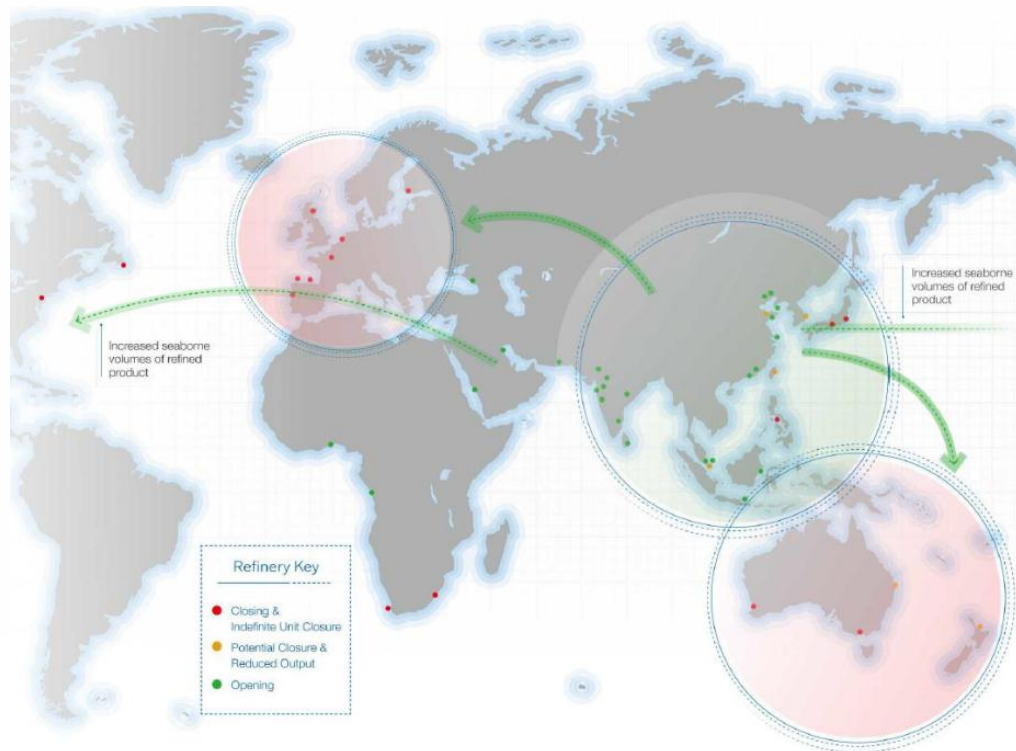


成品油运：全球石油贸易格局重构中的上行

全球成品油消费与供给地区的偏离进一步推动成品油运需求上涨

- **中长期炼厂东移增加海运需求。**据Ardmore Shipping测算每10万桶/天的炼能转移等同于20条MR船需求（即1%的MR需求），在此基础上预测未来由于炼厂东移成品油运需求将进一步上涨，增速约为3%。

炼厂东移下新增成品油运需求

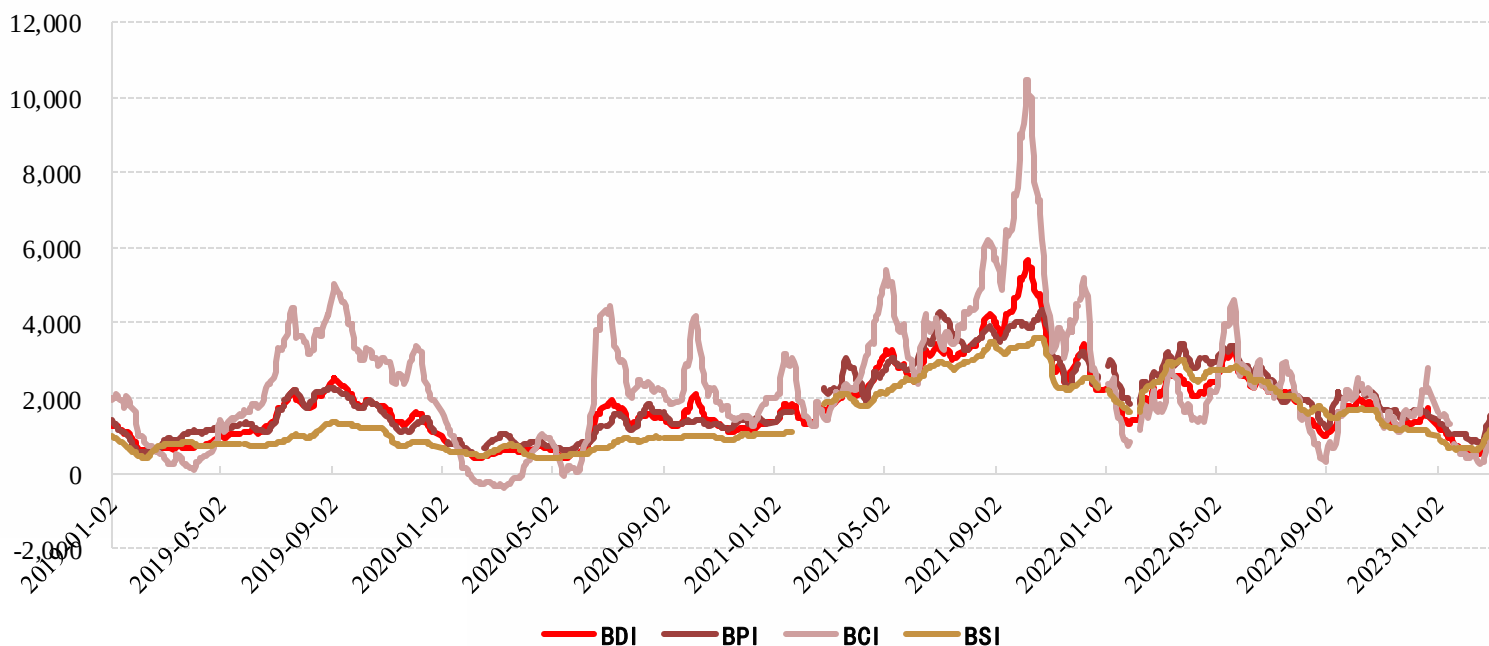


干散货运：稳增长下我国需求逐步恢复，静待周期开启

干散货运2022年复盘

□ **受大宗商品需求影响，全年震荡下行。**2022年，干散货运输市场整体表现在震荡中下行，相较于年初下跌41.1%，其中BPI领跌，较年初下降47.9%。干散货贸易与全球经济环境息息相关，21年全球经济稳步复苏，大宗商品消费需求上涨，同时全球港口压港现象严重，市场有效运力大幅降低，国际干散货航运市场大幅走高；而22年在高通胀叠加疫情、俄乌冲突等多因素的冲击下，全球贸易需求减少，干散货运市场表现欠佳。

波罗的海干散货指数情况



干散货运：需求逐步恢复，静待周期开启

基建计划有望提振大宗商品消费需求

- **我国强调基建对稳增长的重要性。**2022年以来多个会议提出适度超前展开基建投资，多个利好政策出台鼓励和支持基础设施建设。
- **随着我国稳增长政策落地，我国消费需求进一步回升将开启干散货运景气周期。**利好政策下，建筑央企新签订单快速增长。随着我国各项利好基建政策落地，截至22Q3，我国8大建筑央企新签订单合计为10.2万亿元，均增速达22.3%，未来新签订单落实需要消费大量的钢材，能够较好的修复原材料铁矿石消费需求，有望提振世界干散货运输需求。

基建投资相关会议/政策

时间	会议/政策	内容
2022. 03	政府工作报告	围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网等，中央预算内投资安排6400亿元。
2022. 04	中央财经委员会第十一次会议	全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系。
2022. 04	国家发改委就积极扩大有效投资有关工作情况召开新闻发布会	按照适度超前开展基础设施投资的要求，推进水利、交通、能源等基础设施建设。
2022. 05	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造等。
2022. 05	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	加快推动交通基础设施投资，加大金融机构对基础设施建设和重大项目的支持力度。扎实开展基础设施高质量发展试点，有力有序推进“十四五”规划102项重大工程实施，鼓励和吸引更多社会资本参与国家重大工程项目。

目 录

◆ 2022年度交运行业回顾

◆ 海运：油运景气上行，散运静待周期开启

◆ 航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

◆ 快递：竞争格局改善，期待消费复苏

◆ 交运行业2023年重点推荐标的

◆ 风险提示

航空：疫情防控放开，消费需求复苏预期升温

我国疫情防控放开，消费需求释放在即

- **我国高效统筹疫情防控和经济社会发展。**12月26日，国家卫健委发布公告，综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。

疫情防控相关政策/通知

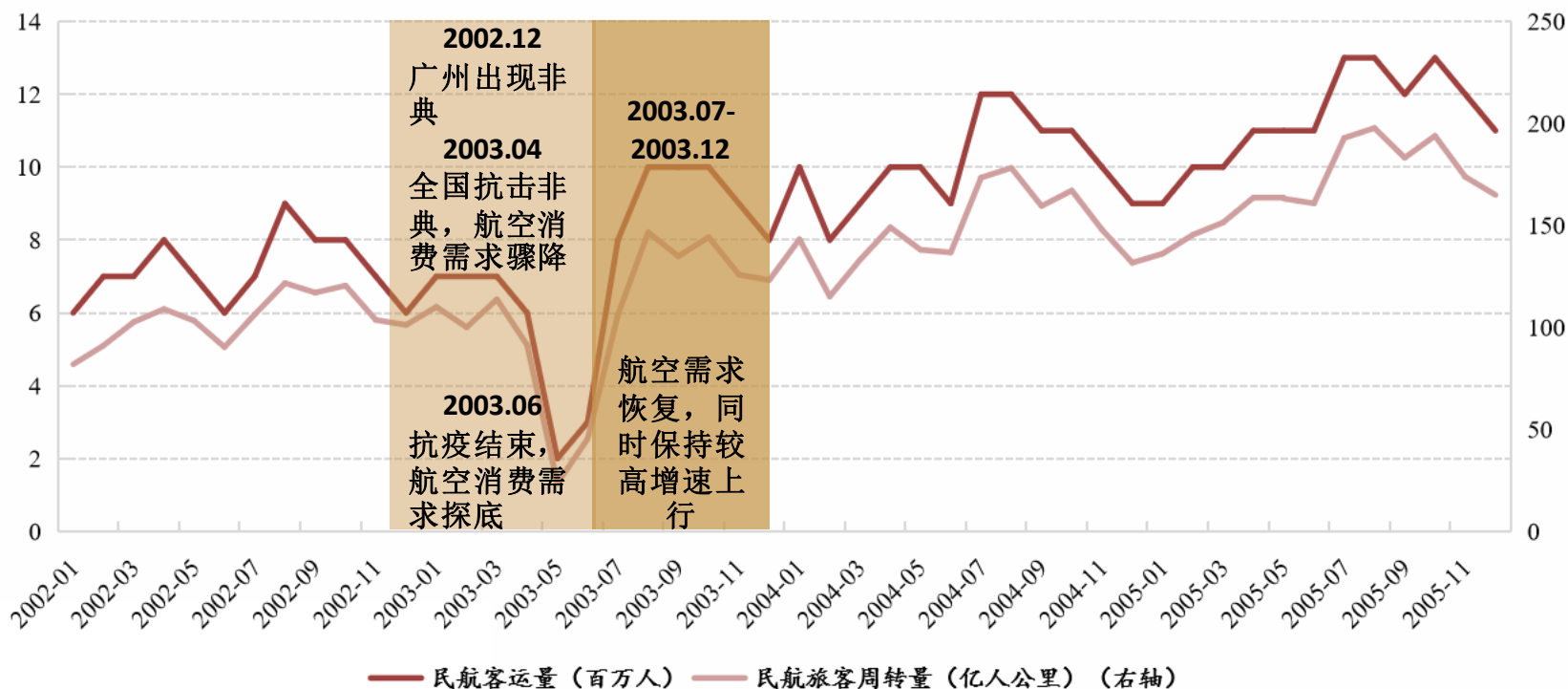
时间	政策/通知	内容
2022. 06	国务院联防联控机制新闻发布会（“九不准”要求）	不准随意将限制出行的范围由中、高风险地区扩大到其他地区；不准对来自低风险地区人员采取强制劝返、隔离等限制措施；不准随意延长中、高风险地区管控时间等九项要求。
2022. 11	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》（二十条）	对密切接触者，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”；不再判定密接的密接；将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”；取消入境航班熔断机制等。
2022. 12	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条）	优化调整隔离方式。感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治等。
2022. 12	《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》	综合评估病毒变异、疫情形势和我国防控基础等因素，我国已具备将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”的基本条件。2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。
2022. 12	《关于中外人员往来暂行措施的通知》	不再对入境人员实施全员核酸检测，对健康申报正常且海关口岸常规检疫无异常者，可放行进入社会面。取消“五个一”“一国一策”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施，分阶段增加航班数量，优化航线分布。简化机场入境航班处置流程，提高机场运行效率，加强重点城市航班接收能力建设

航空：静待疫情修复后被压制的需求的爆发

03年非典抗疫结束，航空需求恢复且存在较长的上行期

□ 2003年6月非典疫情结束，航空消费需求探底，随之而来是国内航空超强需求恢复。2003年非典在全国爆发，5月/6月客运量同比下降71.4%/50%，6月底宣布抗疫胜利，7月客运量恢复，同比略增长14.3%，8-12月客运量均增速为24.6%，航空需求保持较高增速上行。

2003年前后民航客运量情况

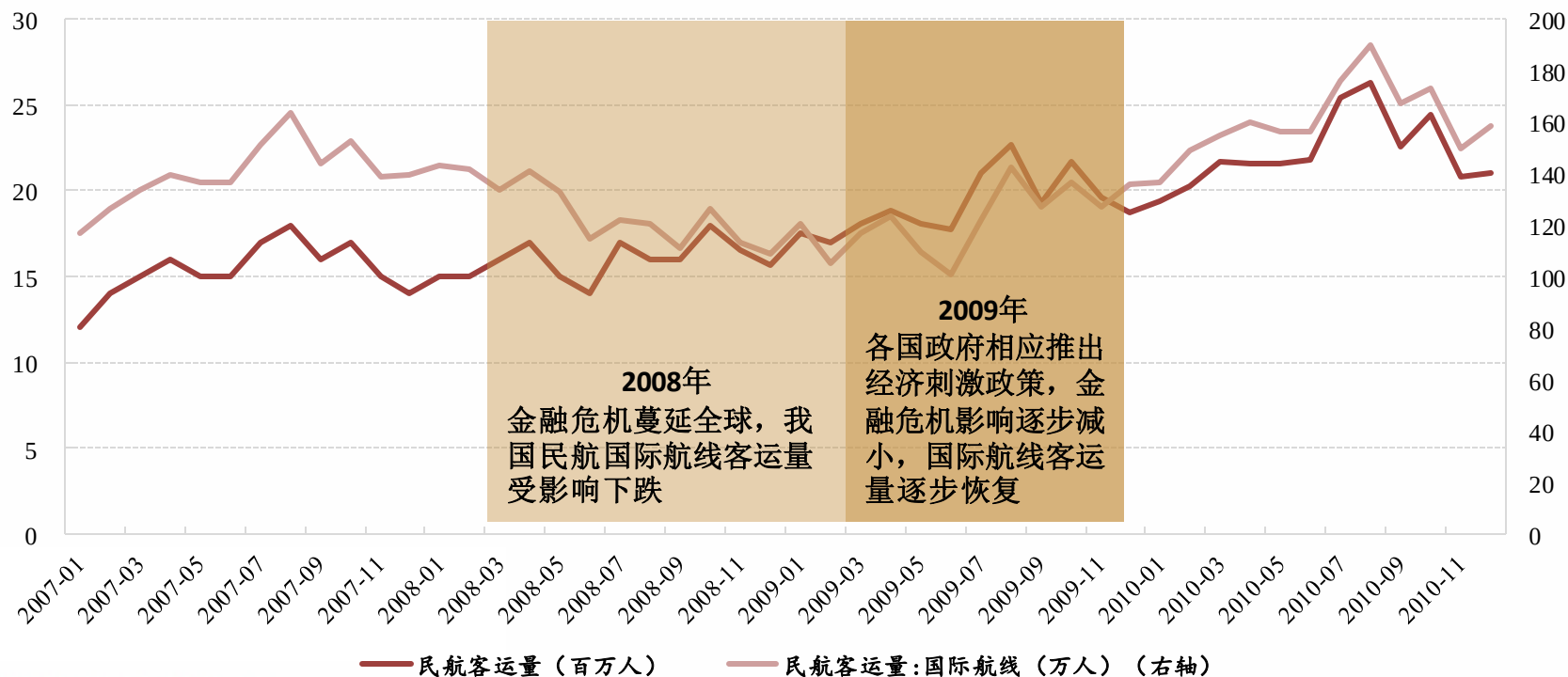


航空：静待疫情修复后被压制的需求的爆发

国际航空消费需求随金融危机结束再次爆发

- 2008年金融危机蔓延全球，我国民航国际航线客运量受影响下跌，而后金融危机影响逐步减小，国际航线客运量逐步恢复。2008年7月至2009年6月我国民航国际航线客运量均跌幅为18.5%，而后国际航线客运量逐步恢复，到2010年恢复至危机前水平。
- 对比03年、08年，我们看好在国内防疫政策放开下，国内国际航空消费需求的复苏。

2008年前后民航国际航线客运量情况

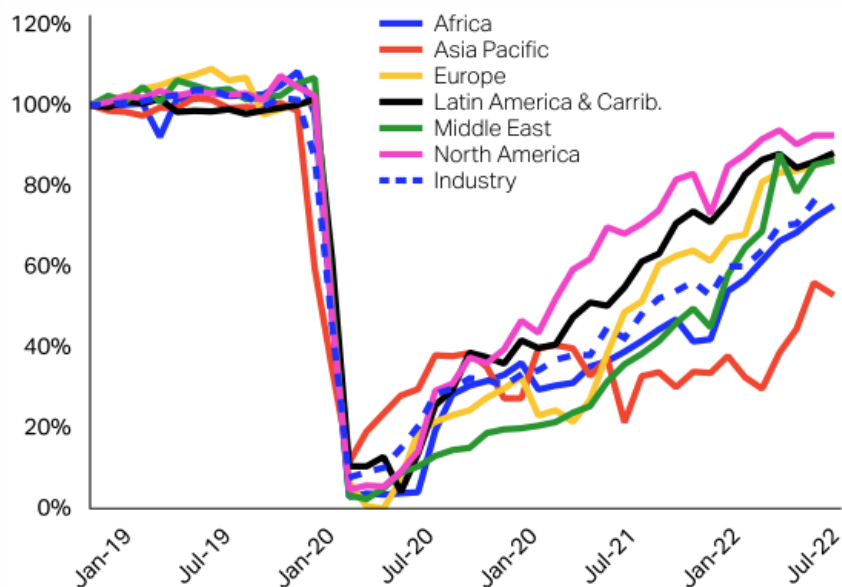


航空：静待疫情修复后被压制的需求的爆发

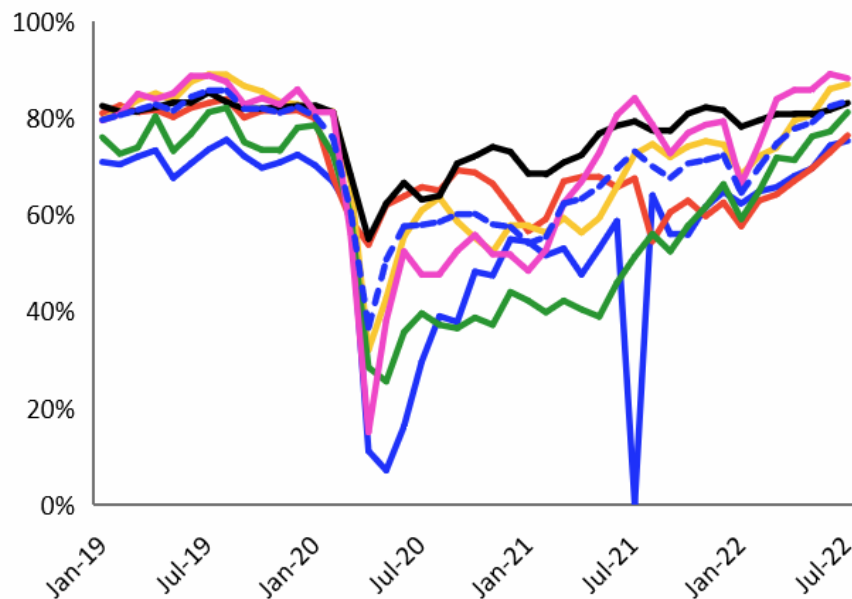
全球疫情管控逐步放松下，海外航空需求领先恢复

- 海外国际航空旅行需求随海外疫情管控逐步放松。出行需求上涨，随之而来航空等公共运输业恢复。北美、拉美航线率先恢复，其中美国政府在2021年11月解除了实施近两年的旅行禁令，并为来自33个国家的接种疫苗的外国旅行者重新开放边境。当周美国国际预订量大幅增加，达到疫情前水平的72%，随即美国国内市场已经出现强劲反弹，国内航班的净售票额为2019年水平的93%。
- 对比来看，亚太地区疫情管控放开，国际航班逐步回复，未来航空消费需求上行空间巨大。

世界各地航空公司的RPK恢复率比较



世界各地航空公司的客座率

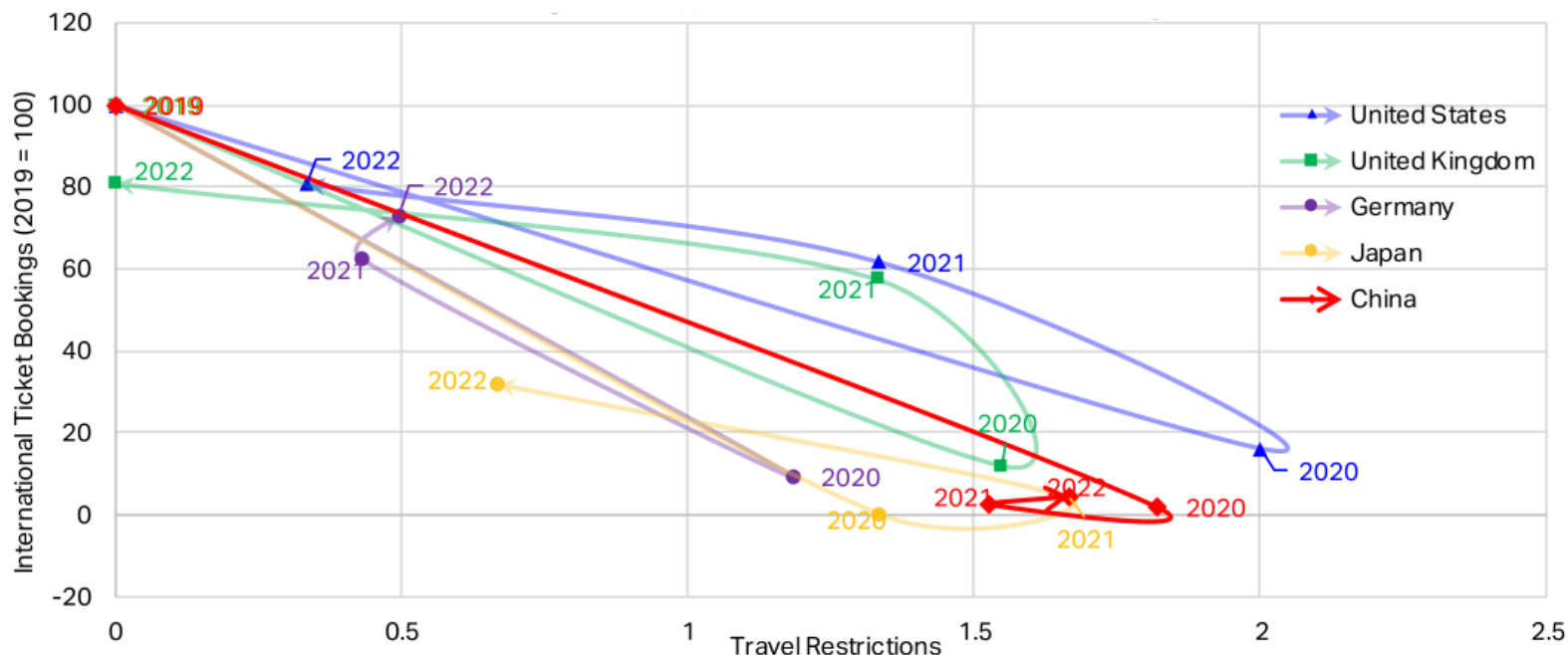


航空：静待疫情修复后被压制的需求的爆发

全球疫情管控逐步放松下，国际航空需求领先恢复

- 国际航空运输协会（IATA）数据显示，截至22年11月，北美以及欧洲三个国家的国际航空旅行预定量已经恢复到疫情前（2019年国际机票预订指数为100）水平80%左右。
- 对比来看，我国11月疫情相关政策推出后预定数据并没有发生显著改变，意味着我国航空消费需求反弹需要一段适应期。我们展望“清明”、“五一”假期前后，我国被压制的航空消费需求有望得到释放。

国际航空旅行预定的恢复情况

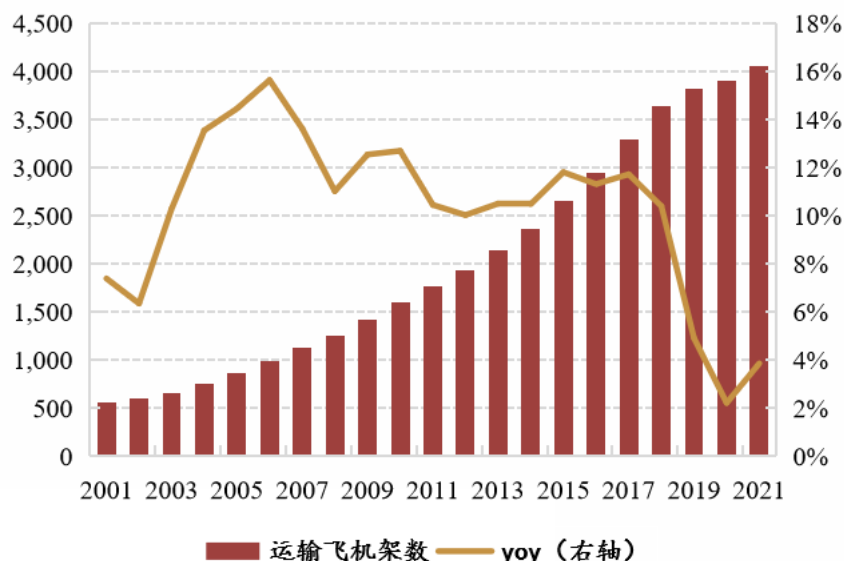


航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

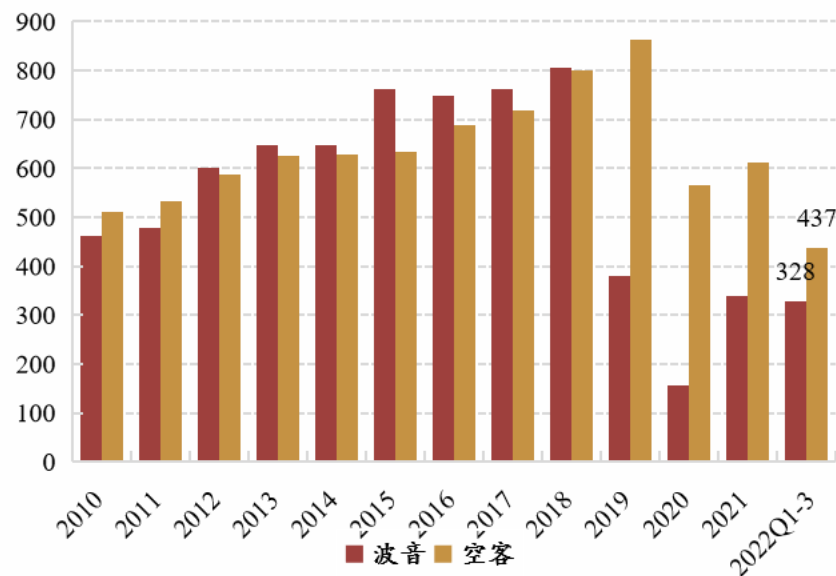
我国飞机增速放缓，未来运力引进受限

- **我国飞机增速放缓。**我国运输飞机增速自2019年以来显著下降，同时疫情影响下，国内各大航司经营不佳，运力引进放缓，截至2021年，我国共有运输飞机4054架，同比增加3.9%。（01年以来平均增速为10.3%）
- **飞机制造商产能不足，运力引进受限。**受上游供应链持续干扰，波音、空客新交付订单数量下降明显，且交付多为存量订单。

我国运输飞机数量情况



波音空客交付

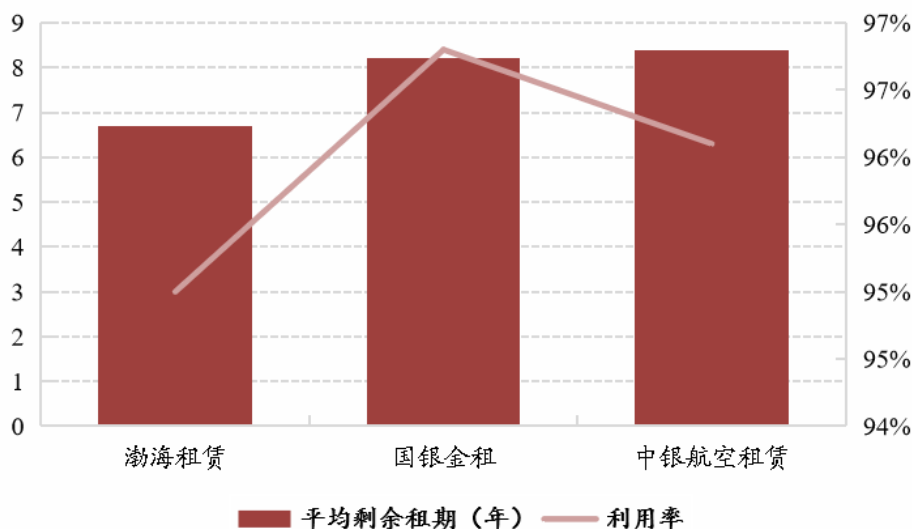


航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

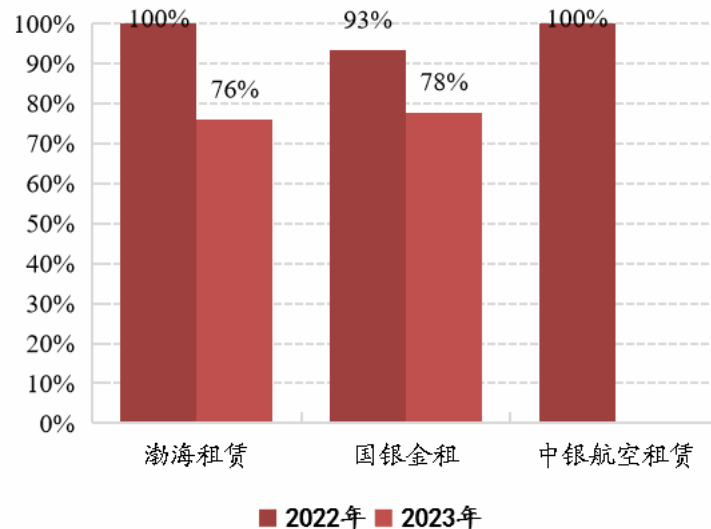
租赁商飞机出租率高，短时间爆发需求难以通过租赁弥补。

- 海外航空需求率先恢复，租赁商飞机出租率高，剩余租期长。全球主要经济体进一步放宽出入境限制措施以便利跨境旅行，国际航班有序恢复，全球航空业正在从疫情影响中快速复苏。租赁商飞机出租率较高，同时剩余租期较长，未来短时间爆发需求难以通过租赁弥补。

租赁商飞机出租情况



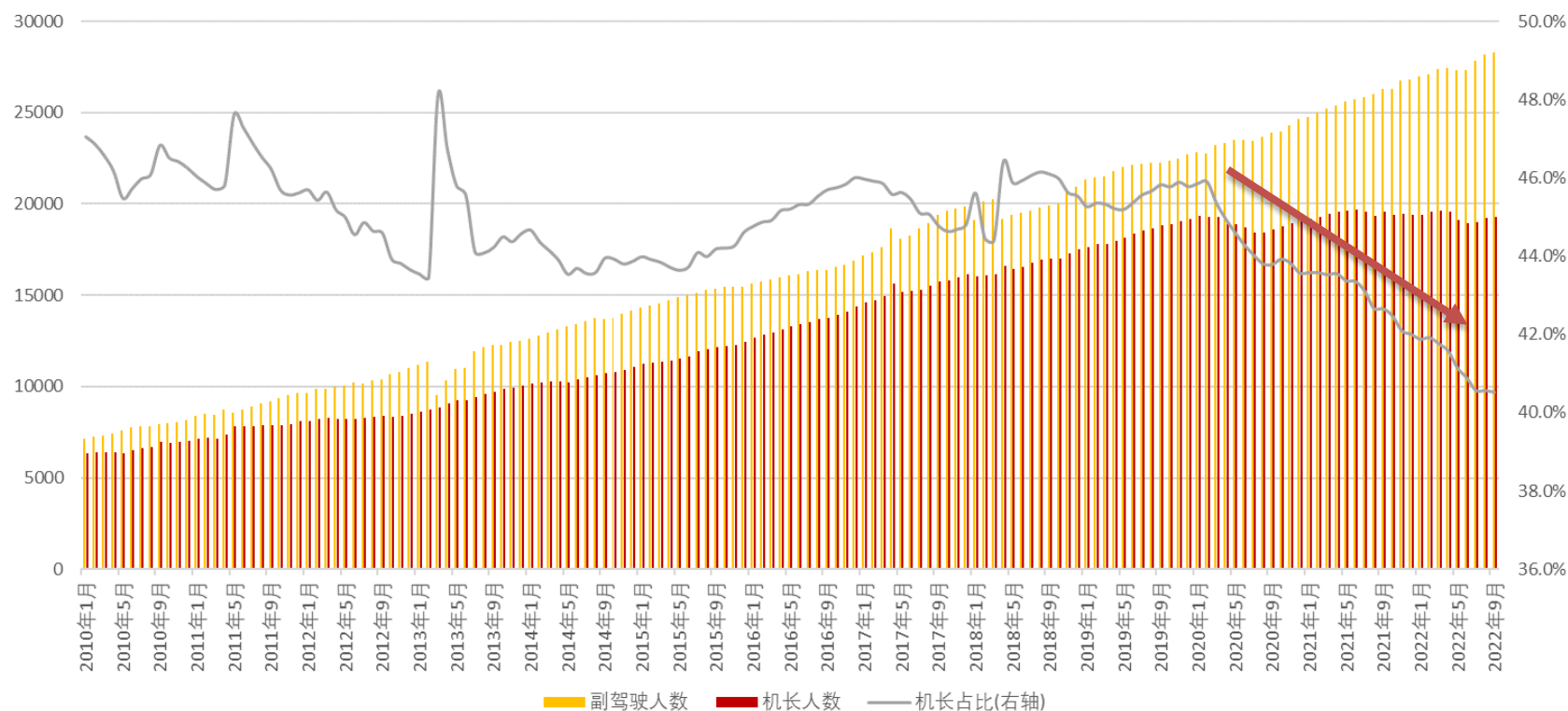
未来新交付飞机租赁情况



- 此外租赁公司未来新交付飞机出租率也处于较高水平。

航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

疫情导致我国民航飞行员结构性短缺



	2011-2015年	2016-2020年	2021-至今
副驾驶CAGR	13.6%	9.8%	8.2%
机长CAGR	12.1%	8.8%	0.8%

航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

R5修订降低总飞行时间，有效运力供给降低

- **R5版CCAR-121对机组保障提出更高要求。**2017年8月29日，《大型飞机公共航空运输承运人运行合格审定规则》（CCAR-121-R5）做了第五次修订。其中，飞行机组成员的总飞行时间由R4的不超过1000小时/年变成900小时/年；客舱乘务员累计飞行小时由不得超过1200小时/年变成1100小时/年等，**机组人员有效供给降低。**

R4和R5机组保障相关条目对比

条目	R4	R5
第121.487条 (飞行机组)	总飞行时间遵守： (a)任何7个连续日历日内不得超过40小时 (b)任一日历月飞行时间不超过100小时，任何连续三个日历月内的总飞行时间不得超过270小时 (c)任一历年内不得超过1000小时	飞行时间不得超出限制： (1)任一日历月，100小时的飞行时间 (2)任一历年，900小时的飞行时间 飞行值勤期不得超出限制： (1)任何连续7个日历日，60小时的飞行值勤期 (2)任一日历月，210小时的飞行值勤期
第121.493条 (客舱乘务员)	总飞行时间遵守： (a)任何7个连续日历日内不得超过40小时 (b)任一日历月飞行时间不超过110小时 (c)任一历年内不得超过1200小时	飞行时间不得超出限制： (1)任一日历月，100小时的飞行时间 (2)任一历年，1100小时的飞行时间 飞行值勤期不得超出限制： (1)任何连续7个日历日，70小时的飞行值勤期 (2)任一日历月，230小时的飞行值勤期

目 录

◆ 2022年度交运行业回顾

◆ 海运：油运景气上行，散运静待周期开启

◆ 航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

◆ 快递：竞争格局改善，期待消费复苏

◆ 交运行业2023年重点推荐标的

◆ 风险提示

快递：竞争格局改善，期待消费复苏

社会零售总额及同比



- 国家统计局数据显示，2022年1-11月，社会消费品零售总额39.9万亿元，同比下降0.1%，为近10年以来为数不多的负增长。
- 2022年1-11月，全国实物商品网上零售额10.8亿元，同比增长6.4%。**2022年11月累计实体网购渗透率27.1%，同比提升2.6pp。**

实物商品网上零售额及同比 (亿元)



实物商品网购月度渗透率



快递：竞争格局改善，期待消费复苏

□ 2022年1-11月，快递行业CR8为84.6%，较上年同期提高3.9pp，环比2022年1-10月减少0.2pp。

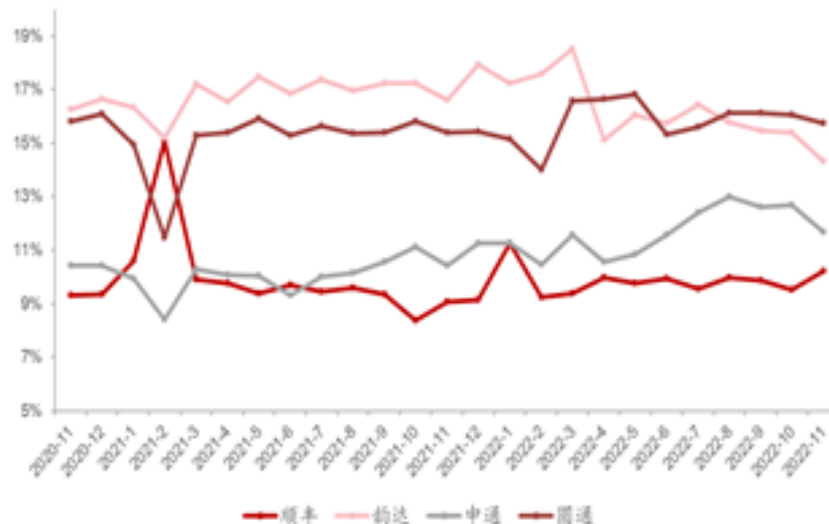
✓ 2022年1-11月，韵达股份市占率约为16.9%，圆通速递约15.3%，申通为10.1%，顺丰9.8%。

✓ 第三季度，圆通市占率约为15.9%，反超韵达股份，后者同期市占率约为15.9%，同比下滑1.3pp。

快递行业集中度CR8



国内上市快递公司市占率变化



快递：竞争格局改善，期待消费复苏

全国快递业务量及同比



- 2022年1-11月，全行业快递业务量累计完成1002.1亿件，同比增长2.2%。受疫情扰动影响，11月行业件量同比下滑幅度有所扩大，环比件量有所修复(+4.9pp)。
- 韵达实现161亿件，同比-2.7%；圆通实现159亿件，同比6.2%；申通实现118亿件，同比+18.7%；顺丰实现99亿件，同比+3.8%。

2022年1-11月上市公司业务情况

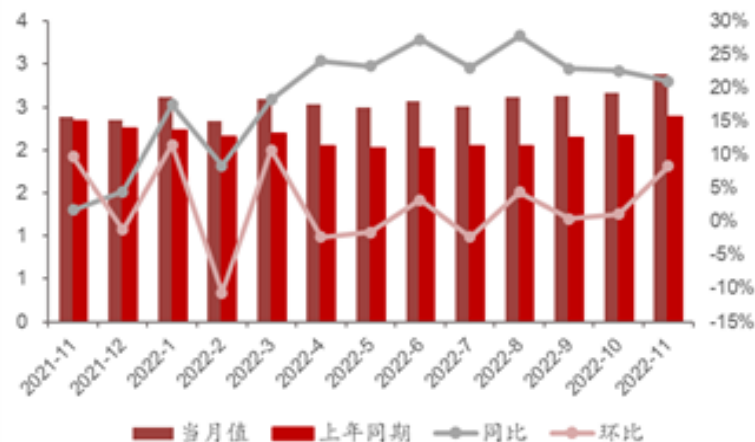
业务量（亿件）	顺丰	韵达	申通	圆通	行业
当月值	10.6	14.8	12.1	16.3	103.5
当月市占率	10.2%	14.3%	11.7%	15.7%	-
年累计市占率	9.9%	16.1%	11.8%	15.9%	-
同比	2.9%	-21.4%	2.2%	-6.7%	-8.7%

快递：竞争格局改善，期待消费复苏

顺丰ASP（元/件）



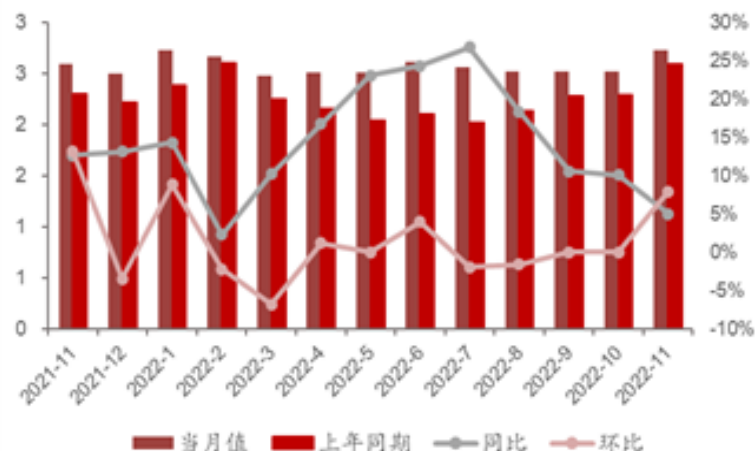
韵达ASP（元/件）



申通ASP（元/件）



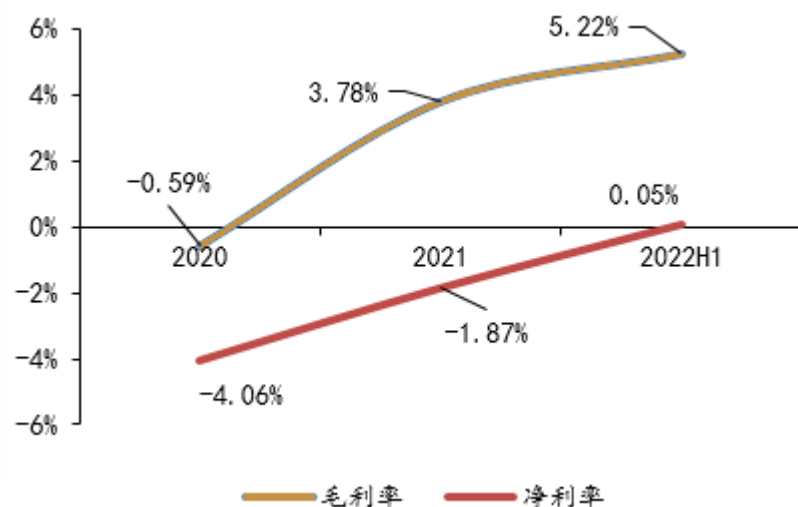
圆通ASP（元/件）



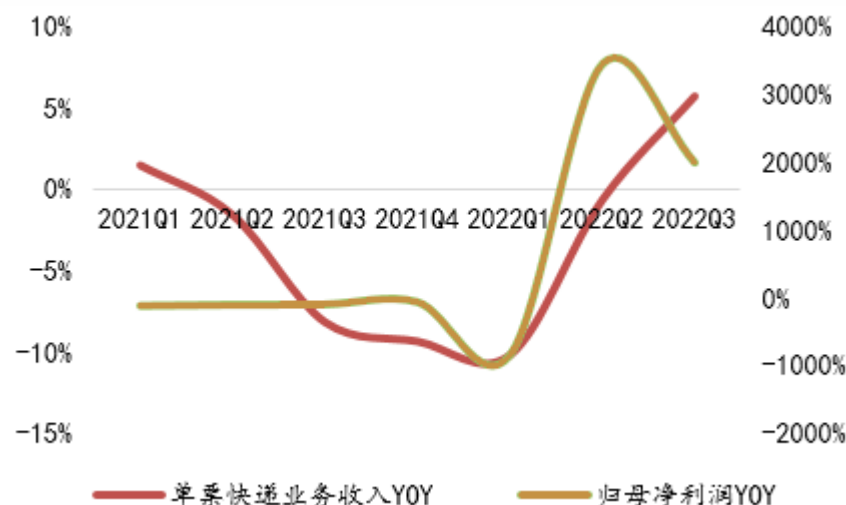
快运：格局改善，高端快运大件网络受益

- 国内公路快运以顺丰、德邦及安能等头部玩家竞争为主。2022年7月，京东收购德邦，行业竞争格局有所改善。
- 2021H2顺丰提出健康经营，引领行业价格战缓和。受益于行业龙头顺丰的降本增效经营策略，行业竞争缓和，德邦2022年单票快递业务收入和归母净利润改善显著。

顺丰-快运分部盈利改善情况



德邦-单票快递业务收入和盈利改善情况



目 录

◆ 2022年度交运行业回顾

◆ 海运：油运景气上行，散运静待周期开启

◆ 航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

◆ 快递：竞争格局改善，期待消费复苏

◆ 交运行业2023年重点推荐标的

◆ 风险提示

招商轮船(601872)：VLCC市场景气依旧，静待干散货运复苏共振

- **投资逻辑**：1) 俄乌冲突影响下全球原油运输格局重构，同时进一步放缓的运力供给以及中国消费需求复苏为原油运输市场带来积极影响，IEA预计2023年世界石油需求量将增加190万桶/日；2) 固定资产投资复苏背景下，中国钢材消费需求逐步恢复，有望带动铁矿石海上运输贸易；3) 强劲的汽车海运需求推动运价持续上涨，2023年1月6500ceu汽车船运价同比增长185.7%。公司通过对船舶升级改造加速布局汽车滚装船远洋运输业务，未来发展值得期待。
- **盈利预测**：考虑到油轮、散货船运力放缓，需求释放或推动市场景气上行，同时公司通过对现有滚装船进行升级改造布局远洋运输，将享受更高收益，预计公司2022-2024年归母净利润将保持28.6%的复合增长率，分别为277.2、296.8、330.2亿元，对应eps分别为0.63、0.77、0.94元。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、地缘政治风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	24412.23	27716.03	29679.19	33017
增长率	35.08%	13.53%	7.08%	11.25%
归母净利润（百万元）	3609.07	5139.38	6248.06	7669.25
增长率	29.94%	42.40%	21.57%	22.75%

招商南油(601975)：中国出口提振市场，“东油西运”趋势不变

- **投资逻辑**：1) 参照原油禁令执行力度，保守估计石油产品禁令将会给欧洲带来120万桶/天成品油缺口。2月5日石油产品禁令生效，成品油运价调整进入尾声，有望强势回升；2) 中国2023年首批成品油出口配额下发，共计1899万吨，同比上升46%，有望提振市场；中长期炼厂东移趋势不变，支撑成品油运景气持续向上；3) 运力供给放缓逐步偏离需求带来运价中枢上移。
- **盈利预测**：成品油运价高位回调不改投资逻辑，看好一季度石油产品禁令生效、中国成品油出口提振市场或引领成品油运景气再次上行；同时中长期炼厂东移趋势不变，而油轮运力供给放缓，供需增速差加大将带来运价中枢上移，预计招商南油2022/23/24年归母净利润分别为14.7、35.9、48.9亿元，每股收益分别为0.3、0.74、1.01元。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、地缘政治风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3862.24	5328.84	8438.03	10418.28
增长率	-4.20%	37.97%	58.35%	23.47%
归母净利润（百万元）	296.44	1474.59	3589.6	4894.12
增长率	-78.68%	397.43%	143.43%	36.34%

中远海能(600026)：油运复苏势头强劲，分红彰显发展信心

- **投资逻辑**：1) 全球石油贸易路线转变下，成品油、VLCC油轮市场复苏。俄乌冲突爆发，欧美等国对俄罗斯采取能源制裁措施，全球石油贸易格局重构催生新的运输需求；2) 油轮运力增速放缓，供需错配或推动运价上涨；3) LNG船舶陆续投入运营，运输业务已步入稳定收获期。
- **盈利预测**：看好多因素影响下外贸油运市场的运价高弹性，公司精准把握市场机遇，灵活经营有望在外贸油运市场上行周期获利，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为14.5、38.2、51.4亿元，每股收益分别为0.3、0.8、1.08元。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、地缘政治风险、燃油价格波动风险、运价上涨不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12698.67	14894.02	17328.62	19336.74
增长率	-22.50%	17.29%	16.35%	11.59%
归母净利润（百万元）	-4975.41	1454.78	3822.84	5141.70
增长率	-309.71%	129.24%	162.78%	34.50%

中国国航(601111)：三季度业绩承压，定增募资强化实力

- **投资逻辑**：1) 国际航线回暖，客运显著回升。为响应国务院和民航局逐步增加国际航班数量的要求，国航三季度起恢复多条国际航线；2) 国航定增募资强化机队实力，改善财务结构，为航空需求复苏打下坚实基础；3) 占位首都机场，区位优势明显。国航主基地位于北京首都机场，连接亚洲、欧洲、北美，统摄全国，区位优势明显。
- **盈利预测**：看好民航业发展和国际航线市场需求增长，公司的区位优势和规模优势将支持其稳定恢复发展，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为-218.5、53.9、135.7亿元，对应的每股收益为-1.5、0.37、0.93元。
- **风险提示**：全球疫情反复风险、航空需求不及预期、航空安全事故等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74531.67	65187.7	133961.08	169074.63
增长率	7.23%	-12.54%	105.50%	26.21%
归母净利润（百万元）	-16642.31	-21849.99	5391.83	13567.58
增长率	-15.50%	-31.29%	124.68%	151.63%

中国东航(600115)：三季度业绩承压，飞机引进强化实力

- **投资逻辑**：1) 国际航线回暖，客运显著回升。为响应国务院和民航局逐步增加国际航班数量的要求，公司三季度起恢复多条国际航线；2) 东航定增募资强化机队实力，改善财务结构，为航空需求复苏打下坚实基础；3) 占位上海，区位优势明显。东航主基地位于上海，与亚太和欧美地区有着十分紧密的经贸联系，是“一带一路”和“长江经济带”的重要交汇点。
- **盈利预测**：看好民航业发展和国际航线市场需求增长，国际航线班量有望进一步恢复。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为-240.2、33.3、122.4亿元，对应的每股收益为-1.27、0.18、0.65元。
- **风险提示**：全球疫情反复风险、航空需求不及预期、航空安全事故等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	67127.00	55317.03	118039.69	146151.72
增长率	14.48%	-17.59%	113.39%	23.82%
归母净利润（百万元）	-12214.00	-24018.74	3333.58	12237.62
增长率	-3.20%	-96.65%	113.88%	267.10%

南方航空(600029)：国际航线有序恢复，飞机引进数量增加

- **投资逻辑**：1) 国际航线回暖，客运显著回升。为响应国务院和民航局逐步增加国际航班数量的要求，公司三季度起恢复多条国际航线；2) 南航大幅引进飞机，强化机队实力，同时出售股权补充流动性，为航空需求复苏打下坚实基础；3) 航线网络密集，区位优势明显。南航拥有广州白云机场和北京大兴机场两大主基地，在全国有18家分公司和8家子公司，航线网络发达。
- **盈利预测**：看好民航业发展和国际航线市场需求增长，区位优势和规模优势保障南航在行业复苏后的业绩弹性，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为-152.2、40.2、93.5亿元，对应EPS为-0.88、0.23、0.54元。
- **风险提示**：全球疫情反复风险、航空需求不及预期、航空安全事故等。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	101644.00	94755.72	166927.68	202664.57
增长率	9.81%	-6.78%	76.17%	21.41%
归母净利润（百万元）	-12103.00	-15215.8	4016.54	9354.70
增长率	-11.63%	-25.72%	126.40%	132.90%

春秋航空(601021)：运力投放环比提高，经营承压依旧显著

- **投资逻辑**：1) 公司具有完善的航空网络，目前具备 195条国内航线与 6 条国际航线。2) 公司大力进行航空枢纽建设，现已建成华东、华南、华北、东北、西北、华中 6大航空枢纽。3) 航空先行者与领跑者，公司采用单一机型与高飞机日用率的经营模式，实现成本严控。
- **盈利预测**：春秋航空显著的成本优势与机票价格优势使其在大众市场仍占有相当的份额，未来业绩有较大的上升弹性。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为为-11.5、16.7、30.3亿元，对应EPS为-1.25、1.82、3.31元。
- **风险提示**：疫情反复风险、经济周期性风险、原油价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10858.1	10693.0	18020.0	22194.0
增长率	15.8%	-1.5%	68.5%	23.2%
归母净利润（百万元）	39.1	-1147.7	1668.5	3032.7
增长率	106.6%	-3034.3%	245.4%	81.8%

吉祥航空(603885)：汇率波动致财费大增，33亿元定增落地

- **投资逻辑**：1) 8月11日，公司33亿定增完成，助力公司未来发展。公司盈利水平有望提升，行业竞争力及持续发展能力有望进一步提高。2) 公司以上海虹桥、浦东两场为主基地机场，充分发挥规模化机队营运效率，并严控成本。3) 公司深度挖掘当地中高端商务及旅游客户群体，占有较高的市场份额。4) 随着疫情形势的缓和，我们认为公司业绩有望快速提升。
- **盈利预测**：看好民航业发展和国际航线市场需求增长，疫情形势不断缓和的情况下未来两年公司运力投放与客座率均会提高。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为-21、12、23.8亿元，对应EPS为-0.95、0.54、1.07元。
- **风险提示**：疫情反复的风险、原油价格波动风险、机票价格竞争风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11767.1	10185.0	18687.0	23682.0
增长率	16.5%	-13.4%	83.5%	26.7%
归母净利润（百万元）	-497.6	-2105.0	1205.0	2376.1
增长率	-5.0%	-323.0%	157.2%	97.2%

华夏航空(002928)：深耕细分市场，价值修复可期

- **投资逻辑**：1) 华夏航空布局较早、经验充足，积累了丰富的先发优势。2) 公司坚持支线市场的战略定位，其差异化航线网络，加速市场开拓。3) 随着疫情的不断缓和，我国广阔的下沉市场将为公司带来庞大的运输需求。
- **盈利预测**：看好民航业发展和国际航线市场需求增长，及公司差异化航线网络建设为公司增添的竞争助力。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为为-10.1、4.7、10.9亿元，对应EPS为-1.00、0.46、1.08元。
- **风险提示**：疫情反复风险、宏观经济波动风险、突发事件风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3967.4	3203.0	6999.0	9020.0
增长率	-16.1%	-19.3%	118.5%	28.9%
归母净利润（百万元）	-98.7	-1012.9	469.9	1093.8
增长率	-116.1%	-926.1%	146.4%	132.8%

顺丰控股(002352)：22Q3 扣非归母 17.2 亿元，盈利修复持续

- **投资逻辑**：1) 快递件量：件量增速持续修复，超行业增速。2) 收入端：快递业务产品结构优化，收入持续改善。3) 盈利能力：精细化管控下四网融通持续推进，新业务盈利显著改善。4) 鄂州花湖机场于7月17日投运，业务增量可期。
- **盈利预测**：当前公司业务量稳步修复，差异化竞争力和精益化成本管控在毛利端持续兑现,看好公司在需求修复下盈利能力的提升。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为为63.6、95.8、117.5亿元，对应EPS为1.30、1.96、2.40元。
- **风险提示**：电商消费增速下降、资本开支超预期、新业务培育不及预期。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	207186.7	250000.5	303894.2	357019.9
增长率	34.6%	20.7%	21.6%	17.5%
归母净利润（百万元）	4269.1	6355.0	9574.5	11751.2
增长率	-41.7%	48.9%	50.7%	22.7%

德邦股份(603056)：快运格局改善，高端快运大件网络受益

- **投资逻辑：**1) 行业竞争策略转向，竞争格局改善。快运行业前期受制于终端服务差异化相对低，业内企业资本开支高，经历非理性价格竞争；2021H2起，伴随龙头企业竞争策略转向优质经营，业内整合事件频发，行业资本开支降速，非理性价格竞争逐步消弭，在竞争格局改善的背景下，主要上市企业盈利修复愈加明显。2) 中短期看，德邦将受益于行业竞争格局改善，在快运单价持续提升的背景下，将迎来盈利能力的持续修复。3) 中长期看，京东物流并购公司，在末端网点整合、相关业务协同方面持续释放盈利能力可期。
- **盈利预测：**我们看好公司在行业格局改善的大环境下，凭借网络优势和精细化成本管控，进一步修复盈利水平。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为6、11.6、15.9亿元，对应EPS为0.59、1.13、1.55元。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、政策变更风险、上游生产要素价格波动风险。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31359.1	32506.0	35868.6	39306.3
增长率	14.0%	3.7%	10.3%	9.6%
归母净利润（百万元）	142.9	601.0	1156.4	1589.8
增长率	-74.7%	320.7%	92.4%	37.5%

圆通速递(600233)：22Q3 扣非归母 9.5 亿元，经营持续向好

- **投资逻辑**：1) 坚持成本管控，综合盈利持续兑现。2) 行业竞争从价格驱动转向价值驱动，盈利修复下，头部快递企业价值提升将更明显。3) 公司作为头部快递企业利润修复能力持续明显，并不断推进数字化转型。
- **盈利预测**：我们看好公司在行业价值竞争转向重的配置价值。预计公司2022/23/24年归母净利润分别为36.6、44.4、50.4亿元，对应EPS为1.06、1.29、1.46元。
- **风险提示**：网购增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨。

业绩预测和估值指标

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	45155.0	52885.5	60169.5	68029.3
增长率	29.4%	17.1%	13.8%	13.1%
归母净利润（百万元）	2103.4	3657.9	4438.3	5040.5
增长率	19.1%	73.9%	21.3%	13.6%

目 录

◆ 2022年度交运行业回顾

◆ 海运：油运景气上行，散运静待周期开启

◆ 航空：运力供给偏离需求，盈利修复在即

◆ 快递：竞争格局改善，期待消费复苏

◆ 交运行业2023年重点推荐标的

◆ 风险提示

风险提示

- 疫情防控不及预期；
- 宏观经济承压；
- 国际油价大幅攀升；
- 人民币快速贬值；
- 快递价格竞争超预期；
- 板块政策发生重大变化
- 地缘政治影响的不确定性等。



分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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。

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

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	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	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn