

优质路产改扩建完成，企业迎来二次发展机遇

投资要点

- 事件：**山东高速公布2023上半年度报告。2023年上半年，公司实现营业收入97.1亿元，较2022年上半年增长20.9%，实现归属于母公司的净利润17.7亿元，较2022年上半年增长14.8%，实现投资收益6.5亿元，较2022年上半年增长7%。
- 公司通过投资建设及收购等方式获取经营性高速公路资产，路产质量良好。**截至目前，公司运营管理的路桥资产总里程2932公里，其中公司所辖自有路桥资产里程1555公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程1337公里。公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分，路产质量良好，路网完善，协同效益逐渐显现，为公司提供了充足的现金流，为公司持续健康发展提供了可靠保障。截至2023年8月底，公司旗下高速资产剩余收费平均为12.6年。
- 高速公路逐渐进入收费末期，改扩建政策下高速公路迎来二次发展机遇。**截至2000年底，全国高速公路里程达到16285公里，为世界第三。随着进入21世纪，我国进一步加快了高速公路建设的步伐，越来越多的高速公路建成投入使用。按照《收费公路管理条例》中对经营性公路收费年限的规定，经过20多年的运营，我国逐步进入了高速公路收费期限届满的时期。改扩建路段占据优势区位，经过多年积累，围绕其建设的产业布局已经形成并稳固，无需经历新建路产车流量从无到有的培育期，可以实现开通即高负荷运营，为改扩建项目投资收益率提供最大保障，高速公路企业迎来二次发展机遇。
- 优质路产改扩建完成、疫情放开，公司经营的路产车流量逐步恢复。**收费公路业务业绩增长的驱动主要来自于车流量的增长，其中客车增长驱动来自车辆保有量及出行频次，对经济周期敏感度较低，经济波动对客车出行频次基本上不存在影响；货车增长驱动来自社会物流总额及单车装载率，会受到一定程度经济周期影响。随着我国疫情放开，全国各地车流量有明显恢复，相应的公路通行费收入增加，2023年上半年公司实现通行费收入51.9亿元，较22年同期增长8.7%。
- 盈利预测与投资建议：**根据公司主营业务，选取招商公路、皖通高速作为可比公司，可比公司2024年PB平均为1.1倍。我们认为公司作为国内高速龙头，路产资源不断优化，能够享受一定的溢价，给予公司2024年1.2倍PB，对应目标价8.76元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济与政策风险、路网效应及分流风险、建设管理风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18486.36	23821.59	24696.76	26377.59
增长率	14.09%	28.86%	3.67%	6.81%
归属母公司净利润（百万元）	2855.26	3562.02	3724.89	4055.70
增长率	-6.45%	24.75%	4.57%	8.88%
每股收益EPS（元）	0.59	0.74	0.77	0.84
每股净资产BPS（元）	8.2	6.7	7.3	8.0
净资产收益率ROE	7.16%	10.13%	9.71%	9.69%
PE	11	9	9	8
PB	0.83	1.01	0.93	0.85

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：021-58351859
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)	48.40
流通A股(亿股)	48.40
52周内股价区间(元)	5.21-7.88
总市值(亿元)	327.69
总资产(亿元)	1,403.87
每股净资产(元)	6.04

相关研究

目 录

1 山东高速公路龙头，路产资源不断优化	1
2 核心路产改扩建，企业有望迎来二次发展机遇	3
3 公路运输逐步恢复，催化行业公司路产主业回暖	5
4 盈利预测及估值	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司营业收入构成（2022 年）	1
图 3：公司毛利构成（2022 年）	1
图 4：公司控股股东.....	3
图 5：2022 年各种运输方式完成货物运输量	3
图 6：2022 年各种运输方式完成旅客运输量	3
图 7：2018-2022 年快递业务量及增速	4
图 8：中国高速公路里程	4
图 9：2018 年以来公司经营路段通行量及通行费收入	5
图 10：2018 年以来公司收入情况	6
图 11：2018 年以来公司毛利情况	6
图 12：2018 年以来公司四费率以及净利率情况	6
图 13：2002-2022 年公司股利支付率以及股息率	7

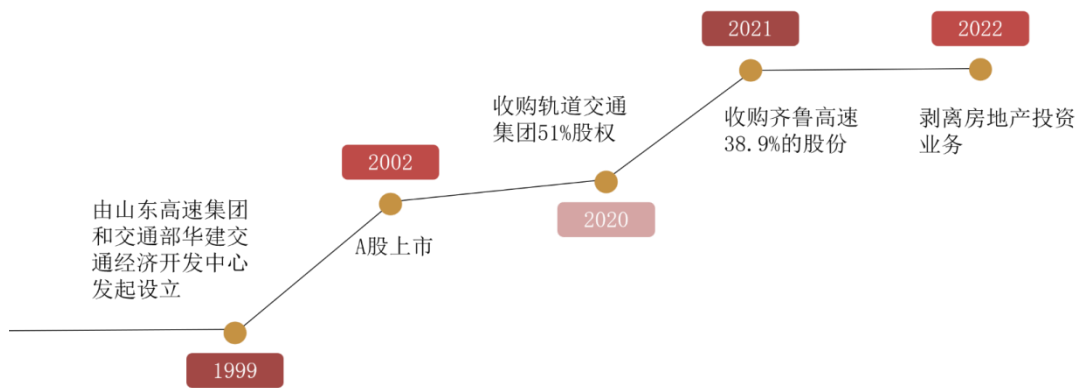
表 目 录

表 1：公司旗下高速概况	2
表 2：公司具体经营路段通行量及通行费收入	5
表 3：盈利预测	7
表 4：可比公司估值	8

1 山东高速公路龙头，路产资源不断优化

山东高速作为国内高速龙头，通过股权投资奠定行业地位。山东省高速前身山东基建股份有限公司，于 1999 年由山东高速集团和交通部华建交通经济开发中心发起设立，并于 2002 年上市，公司主要从事交通基础设施的投资运营。自成立以来，公司通过股权投资等多种方式公司路产资源不断扩大；2020 年上半年收购轨道交通集团 51% 股权，实现向货运铁路业扩展，高速公路和铁路优势互补；2021 年收购齐鲁高速 38.9% 的股份；2022 年房地产投资成功剥离。

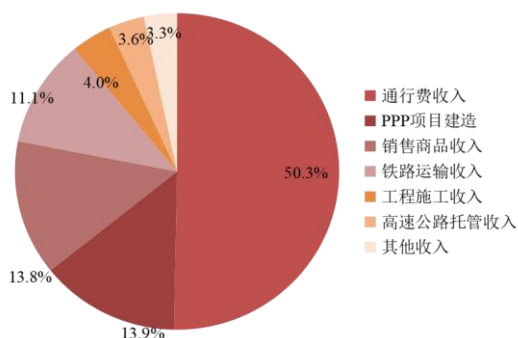
图 1：公司发展历程



数据来源：wind，西南证券整理

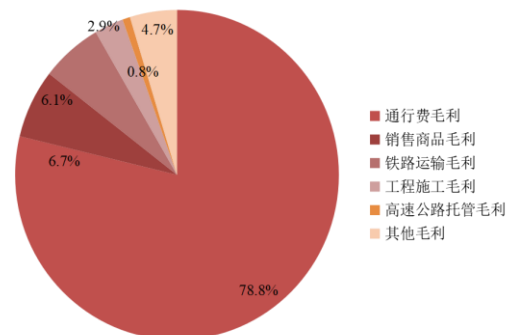
收费路桥为公司核心主业，是公司主要收入来源。公司主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上、价值链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。目前，公司利润主要来源于收费路桥运营、投资运营两大业务板块。2022 年公司实现营收 184.9 亿元，其中高速公路通行费收入为 93 亿元，占比达到 50.3%，实现毛利润 64.1 亿元，其中高速公路通行费贡献占比 78.8%。

图 2：公司营业收入构成（2022 年）



数据来源：ifind，西南证券整理

图 3：公司毛利构成（2022 年）



数据来源：ifind，西南证券整理

公司通过投资建设及收购等方式获取经营性高速公路资产，路产质量良好。截至目前，公司运营管理的路桥资产总里程 2932 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程 1555 公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程 1337 公里。公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分，路产质量良好，路网完善，协同效益逐渐显现，为公司提供了充足的现金流，为公司持续健康发展提供了可靠保障。截至 2023 年 8 月底，公司旗下高速资产剩余收费平均为 12.6 年。

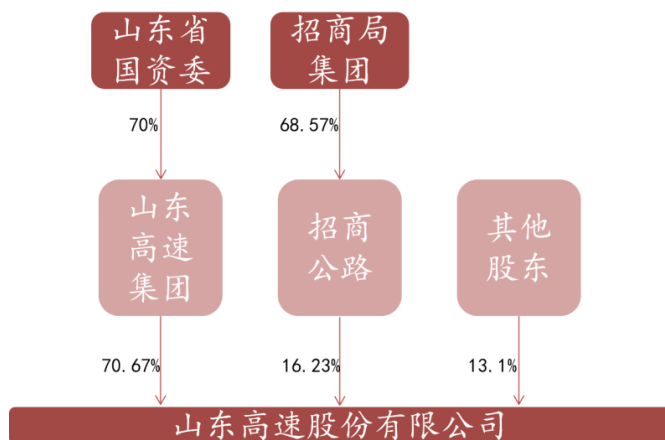
表 1：公司旗下高速概况

细分路段	本公司权益	批准收费 结束时间	剩余收费 年限	收费里程 (公里)	车道数
济南-青岛高速公路（青银高速公路山东段）	100.0%	2044.12	21.3	318.5	8
北京-福州高速公路德州至齐河段	100.0%	2046.7.15	22.9	91.3	8
济南第二黄河公路大桥	100.0%	2032.4.16	8.7	5.8	6
北京-福州高速公路齐河至济南段	100.0%	2024.10.31	1.2	22.0	6
北京-福州高速公路济青连接线	100.0%	2024.10.31	1.2	16.4	4
北京-福州高速公路济南至泰安段	100.0%	2047.12.29	24.3	59.5	8
北京至上海公路（辅线）济南至莱芜高速公路	100.0%	2034.10.21	11.2	76.0	6
潍坊-莱阳高速公路	100.0%	2024.7.31	0.9	140.6	4
威海-乳山高速公路	100.0%	2032.12.19	9.3	70.6	4
G104 国道泰安-曲阜一级公路	100.0%	2025.11.15	2.3	64.2	4
利津黄河公路大桥	65.0%	2029.9.25	6.1	1.4	4
河南许昌至禹州高速公路	60.0%	2036.8.28	13.0	39.1	4
二广高速济源至晋城（省界）段	54.0%	2038.9.9	15.1	20.6	4
湖南衡阳至邵阳高速公路	70.0%	2040.12.29	17.3	132.1	4
湖北武汉至荆门高速公路	60.0%	2040.5	16.8	183.2	4
四川成渝环线合江（渝川界）至纳溪段高速公路	80.0%	2043.6.27	19.8	73.2	4
济南-广州高速公路殷家林至王官屯段	38.9%	2034.09.22	11.1	153.6	4
德州-上饶高速公路聊城至范县（鲁豫界）段	38.9%	2040.11.15	17.3	68.9	4
莘县至南乐（鲁豫界）高速公路林屯村至省界段	38.9%	2043.09.27	20.1	18.3	4

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为山东高速集团，实际控制人为山东省国资委。截至 2022 年 8 月底，山东高速集团持有公司 70.7% 的股份，是公司的控股股东，目前，集团运营管理高速公路 8311 公里，其中省内 6702 公里，占全省 83%，未来集团优秀的资产有望择机装入，公司主业资产规模和盈利能力持续扩大。

图 4：公司控股股东

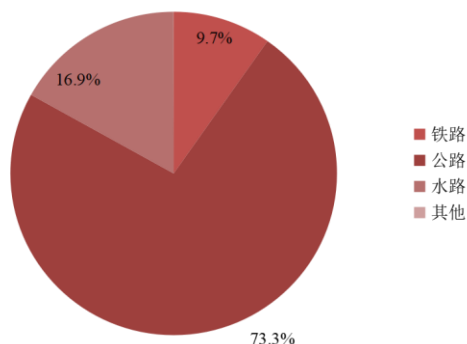


数据来源：wind，西南证券整理

2 核心路产改扩建，企业有望迎来二次发展机遇

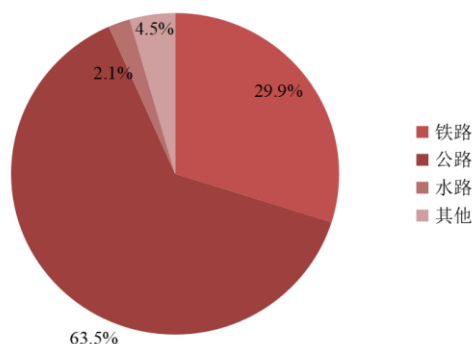
公路在短途运输中发挥重要作用，高速公路行业稳步发展。公路作为中国交通基础设施重要的组成部分，在满足物资和旅客的中短途运输需求中发挥着不可替代的作用，在中国的综合交通运输体系中占据主导地位，而现代物流及快递业的快速发展也将对后续公路货运量带来支撑。据国家统计局出具的《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》显示，公路运输承担了中国 63.5% 的旅客运输量和 73.3% 的货物运输量。

图 5：2022 年各种运输方式完成货物运输量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

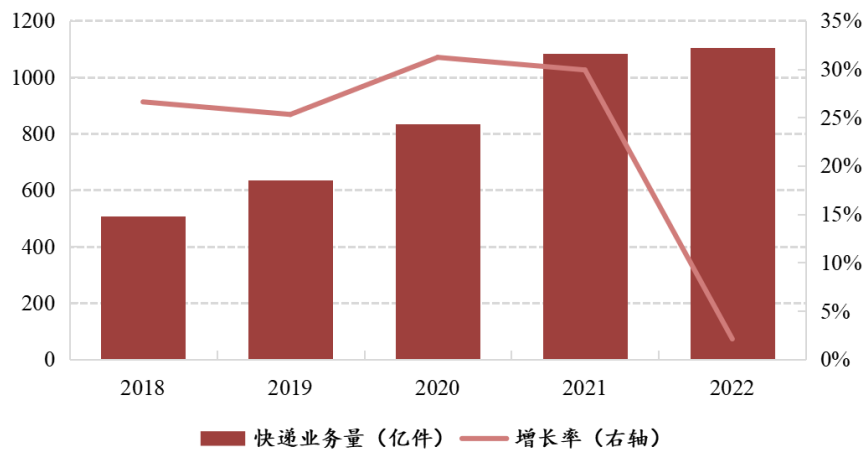
图 6：2022 年各种运输方式完成旅客运输量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

全国汽车保有量持续增加，运输需求旺盛。据国家统计局数据显示，2022 年末全国民用汽车保有量 31903 万辆（包括三轮汽车和低速货车 719 万辆），比上年末增加 1752 万辆，其中私人汽车保有量 27873 万辆，增加 1627 万辆。民用轿车保有量 17740 万辆，增加 1003 万辆，其中私人轿车保有量 16685 万辆，增加 954 万辆。2022 全年完成邮政行业业务总量 14317 亿元，比上年增长 4.5%。邮政业全年完成邮政函件业务 9.4 亿件，包裹业务 0.2 亿件，快递业务量 1105.8 亿件，随着国民经济发展，车流量增长的趋势还将延续。

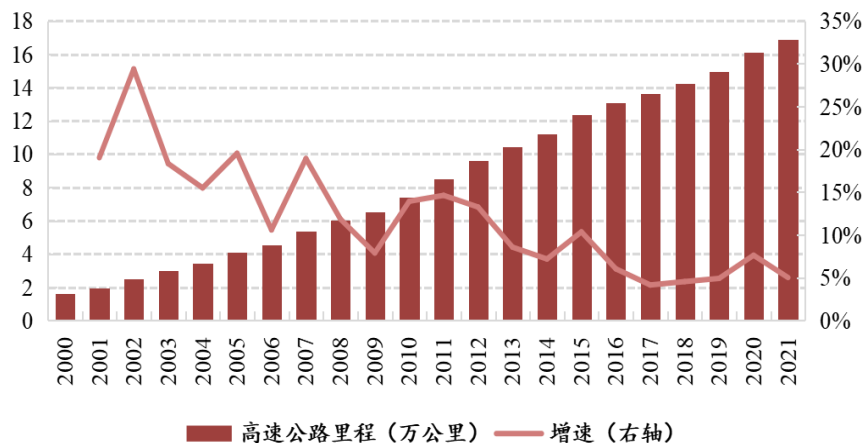
图 7：2018-2022 年快递业务量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

高速公路逐渐进入收费末期，改扩建政策下高速公路迎来二次发展机遇。截至 2000 年底，全国高速公路里程达到 16285 公里，为世界第三。随着进入 21 世纪，我国进一步加快了高速公路建设的步伐，越来越多的高速公路建成投入使用。按照《收费公路管理条例》中对经营性公路收费年限的规定，经过 20 多年的运营，我国逐步进入了高速公路收费期限届满的时期。改扩建路段占据优势区位，经过多年积累，围绕其建设的产业布局已经形成并稳固，无需经历新建路产车流量从无到有的培育期，可以实现开通即高负荷运营，为改扩建项目投资收益率提供最大保障，高速公路企业迎来二次发展机遇。

图 8：中国高速公路里程

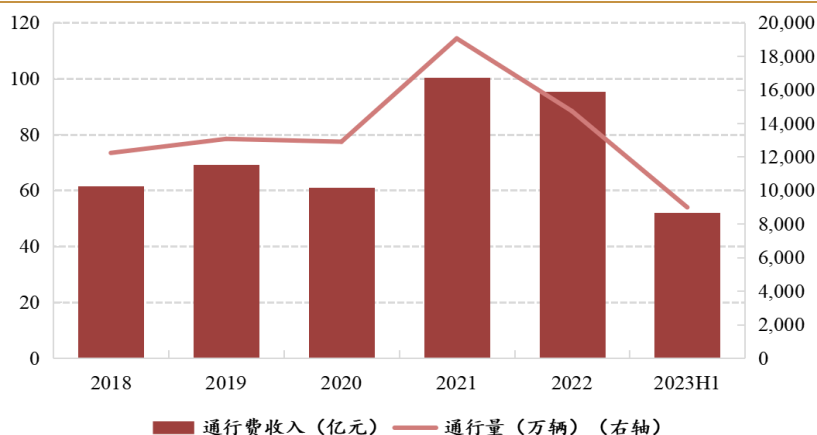


数据来源：wind，西南证券整理

3 公路运输逐步恢复，催化行业公司路产主业回暖

优质路产改扩建完成、疫情放开，公司经营的路产车流量逐步恢复。收费公路业务业绩增长的驱动主要来自于车流量的增长，其中客车增长驱动来自车辆保有量及出行频次，对经济周期敏感度较低，经济波动对客车出行频次基本上不存在影响；货车增长驱动来自社会物流总额及单车装载率，会受到一定程度经济周期影响。随着我国疫情放开，全国各地车流量有明显恢复，相应的公路通行费收入增加，2023 年上半年公司实现通行费收入 51.9 亿元，较 22 年同期增长 8.7%。

图 9：2018 年以来公司经营路段通行量及通行费收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

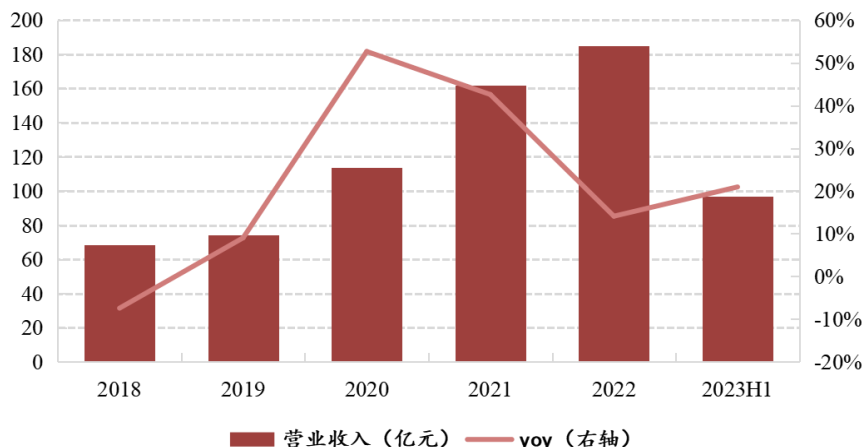
表 2：公司具体经营路段通行量及通行费收入

路段名称	2020 年		2021 年		2022 年		2023 上半年	
	通行费	通行量	通行费	通行量	通行费	通行量	通行费	通行量
单位：亿元或万辆								
济青高速	29.68	4613	36.7	5067	33.6	3430	17.4	2049
京台高速相关路段	8.53	3052	12.0	3192	15.1	2218	10.6	1734
济莱高速	3.8	1400	4.6	1370	4.0	1119	2.3	872
G104 国道泰曲段	0.25	585	0.2	583	0.2	421	0.1	242
许昌-禹州高速公路	1.37	366	1.4	340	1.1	154	0.7	153
威海-乳山高速公路	1.1	671	1.3	600	1.1	434	0.7	289
济南黄河二桥	2.83	-	3.6	-	3.7	-	2.3	-
潍莱高速	2.7	644	3.6	524	3.1	362	1.6	216
衡邵高速	1.81	253	2.5	314	2.5	264	1.5	182
利津黄河公路大桥	0.43	471	0.8	609	0.5	410	0.3	252
河南济晋高速	1.3	92	2.0	88	1.8	69	0.8	38
湖北武荆高速	7.12	752	10.2	890	9.7	715	5.5	441
四川泸渝高速	-	-	3.3	257	3.2	590	1.7	371
济荷高速	-	-	12.9	2844	11.2	2533	3.6	874
德上高速	-	-	4.9	2018	4.3	1678	2.6	1063
莘南高速	-	-	0.5	363	0.5	325	0.3	210
合计	60.92	12899	100.3	19059	95.5	14722	51.9	8985

数据来源：公司公告，西南证券整理

各板块协同发力，公司经营业绩稳中有升。2023 年上半年，路桥运营质效双升，公司实现通行费收入增长，投资经营稳中有进，同时铁路运量再创新高，山东高速轨道交通集团有限公司实现营业收入同比增长 11.5%，综合来看公司 2023 年上半年实现营收 97.1 亿元，同比增长 20.9%。

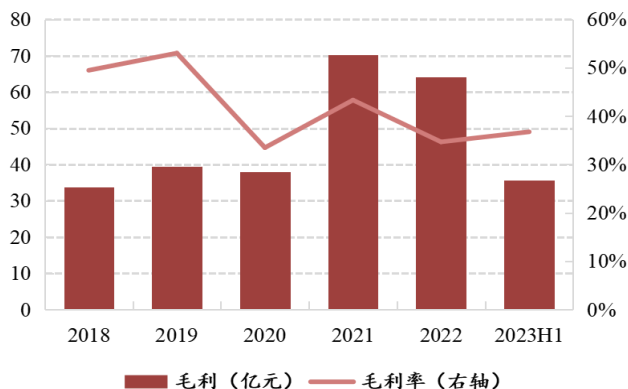
图 10：2018 年以来公司收入情况



数据来源：ifind，西南证券整理

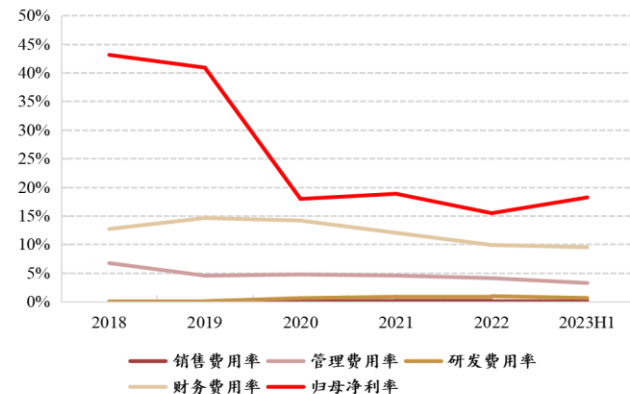
公司费用率得到控制，归母净利润增长。2023 年上半年公司实现毛利 35.7 亿元，毛利率为 36.8%，从各项费用来看，公司管理费用率、研发费用率、财务费用率不同程度下降，同比 22 年分别下降 0.8pp、0.3pp、0.4pp 分别为 3.2%、0.6%、9.5%，综合来看，公司四费率为 13.5%，同比 22 年下降 1.5pp。公司归母净利润提升，23 年上半年实现归母净利润 17.7 亿元，同比增长 14.8%，净利率为 18.2%。

图 11：2018 年以来公司毛利情况



数据来源：ifind，西南证券整理

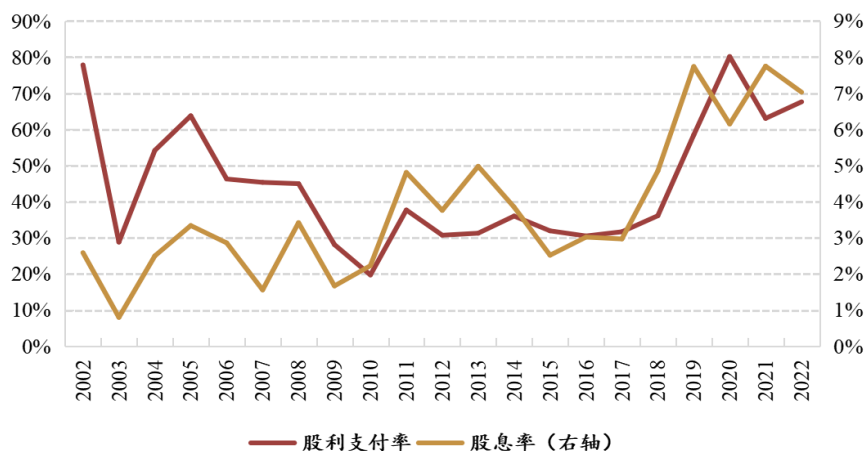
图 12：2018 年以来公司四费率以及净利率情况



数据来源：ifind，西南证券整理

长期坚持的高比例现金分红政策，回报广大投资者。2020 年 7 月 30 日，公司披露《山东高速股份有限公司未来五年（2020-2024 年）股东回报规划》，在符合现金分红条件的情况下，未来五年（2020-2024 年），公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之六十。2022 年公司分红 19.3 亿元，股利支付率为 67.6%，股息率为 7%。

图 13：2002-2022 年公司股利支付率以及股息率



数据来源：ifind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 宏观经济恢复，车流量上升，预计公司 2023/24/25 年的车流量分别增长 +25%/+8%/+10%；

2) 由于高速公路资产未发生重大变化，相应的养护成本等变动较小，我们预计公司高速公路收费业务毛利随收入增加而增加，2023/24/25 年毛利率分别为 56%/58%/60%；

3) 按照公司的投资批复概算以及改扩建进度，预计公司的 ppp 业务 2023/24/25 年分别 +105.3%/+22.9%/+6.7%。

表 3：盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
车辆通行费收入（百万元）	9,303.0	11,070.6	11,734.8	12,673.6
YOY	-4.8%	19.0%	6.0%	8.0%
ppp 业务收入（百万元）	2,575.0	5,287.0	6,500.0	6,936.9
YOY		105.3%	22.9%	6.7%
铁路运输业务收入（百万元）	2,042.0	2,409.5	2,554.1	2,707.3
YOY	-3.2%	18.0%	6.0%	6.0%
收入合计	18486.4	23821.6	24696.8	26377.6
YOY	14.1%	28.9%	3.7%	6.8%
成本合计	12077.9	16056.4	16600.9	17438.4
YoY	31.5%	32.9%	3.4%	5.0%
毛利率	34.7%	32.6%	32.8%	33.9%

数据来源：wind，西南证券整理

基于上述假设和测算，2023-2025 年，公司分别实现营业收入 238.2 亿元、247 亿元、263.8 亿元，实现归母净利润分别为 35.6、37.2、40.6 亿元，每股净资产 BPS 分别为 6.7、7.3、8.0 元。

表 4：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股净资产（元）				市净率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
招商公路	001965.SZ	9.71	8.8	10.1	10.6	11.0	1.1	1.0	0.9	0.9
皖通高速	600012.SH	10.74	7.2	7.7	8.2	8.7	1.5	1.4	1.3	1.2
可比公司均值							1.3	1.2	1.1	1.1
山东高速	600350.SH	6.77	8.2	6.7	7.3	8.0	0.8	1.0	0.9	0.8

数据来源：wind，西南证券整理

根据公司主营业务，选取招商公路、皖通高速作为可比公司，可比公司 2024 年 PB 平均为 1.1 倍。我们认为公司作为国内高速龙头，路产资源不断优化，能够享受一定的溢价，给予公司 2024 年 1.2 倍 PB，对应目标价 8.76 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

宏观经济与政策风险、路网效应及分流风险、建设管理风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18486.36	23821.59	24696.76	26377.59	净利润	3740.36	4666.20	4879.56	5312.93
营业成本	12077.90	16056.43	16600.87	17438.42	折旧与摊销	3144.84	2966.24	3026.24	3086.24
营业税金及附加	97.20	143.44	145.20	182.01	财务费用	1828.99	1858.08	1852.26	2057.45
销售费用	10.61	13.67	14.17	15.14	资产减值损失	-209.64	-62.68	-60.34	-110.89
管理费用	756.26	905.22	938.48	1002.35	经营营运资本变动	1952.03	5528.61	847.04	198.92
财务费用	1828.99	1858.08	1852.26	2057.45	其他	-5343.53	-1381.06	-1469.64	-1337.94
资产减值损失	-209.64	-62.68	-60.34	-110.89	经营活动现金流净额	5113.06	13575.39	9075.12	9206.71
投资收益	1740.37	1440.00	1440.00	1440.00	资本支出	-13756.24	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	78.17	39.09	45.60	48.86	其他	4906.23	2402.09	1485.60	1488.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8850.01	1402.09	485.60	488.86
营业利润	5244.56	6386.51	6691.72	7281.96	短期借款	-2695.57	34.58	-27.61	-5.00
其他非经营损益	-398.64	-298.32	-340.14	-360.85	长期借款	1338.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	4845.92	6088.19	6351.59	6921.11	股权融资	84.74	-100.00	0.00	0.00
所得税	1105.56	1421.98	1472.03	1608.19	支付股利	-1924.47	-571.05	-712.40	-744.98
净利润	3740.36	4666.20	4879.56	5312.93	其他	7279.18	-15683.08	-1852.26	-2057.45
少数股东损益	885.10	1104.18	1154.67	1257.22	筹资活动现金流净额	4082.26	-16319.55	-2592.27	-2807.43
归属母公司股东净利润	2855.26	3562.02	3724.89	4055.70	现金流量净额	341.44	-1342.07	6968.45	6888.14
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4915.31	3573.24	10541.68	17429.82	成长能力				
应收和预付款项	7007.22	9626.62	9799.63	10439.40	销售收入增长率	14.09%	28.86%	3.67%	6.81%
存货	324.12	460.47	551.41	542.32	营业利润增长率	1.80%	21.77%	4.78%	8.82%
其他流动资产	6932.94	5044.43	5184.26	5452.83	净利润增长率	-4.54%	24.75%	4.57%	8.88%
长期股权投资	14840.45	14840.45	14840.45	14840.45	EBITDA 增长率	0.56%	9.71%	3.21%	7.39%
投资性房地产	722.43	722.43	722.43	722.43	获利能力				
固定资产和在建工程	12521.22	12289.09	11996.96	11644.82	毛利率	34.67%	32.60%	32.78%	33.89%
无形资产和开发支出	70658.47	68928.49	67198.51	65468.54	三费率	14.04%	11.66%	11.36%	11.66%
其他非流动资产	19124.16	19120.03	19115.89	19111.76	净利率	20.23%	19.59%	19.76%	20.14%
资产总计	137046.33	134605.25	139951.24	145652.38	ROE	7.16%	10.13%	9.71%	9.69%
短期借款	753.03	787.61	760.00	755.00	ROA	2.73%	3.47%	3.49%	3.65%
应付和预收款项	11368.49	16158.41	16974.53	17512.27	ROIC	7.28%	9.47%	10.59%	12.03%
长期借款	51349.37	51349.37	51349.37	51349.37	EBITDA/销售收入	55.28%	47.06%	46.85%	47.11%
其他负债	21321.29	20228.43	20618.75	21219.20	营运能力				
负债合计	84792.19	88523.82	89702.65	90835.84	总资产周转率	0.14	0.18	0.18	0.18
股本	4827.21	4840.40	4840.40	4840.40	固定资产周转率	1.80	2.26	2.40	2.65
资本公积	1277.35	1164.16	1164.16	1164.16	应收账款周转率	10.52	11.93	10.84	10.82
留存收益	23385.02	26375.99	29388.47	32699.20	存货周转率	12.46	34.24	30.50	30.74
归属母公司股东权益	39657.45	32380.55	35393.04	38703.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.01%	—	—	—
少数股东权益	12596.70	13700.88	14855.55	16112.77	资本结构				
股东权益合计	52254.15	46081.43	50248.59	54816.54	资产负债率	61.87%	65.77%	64.10%	62.36%
负债和股东权益合计	137046.33	134605.25	139951.24	145652.38	带息债务/总负债	62.63%	60.03%	59.21%	58.46%
					流动比率	0.78	0.66	0.88	1.10
					速动比率	0.76	0.64	0.86	1.08
					股利支付率	67.40%	16.03%	19.13%	18.37%
					每股指标				
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股收益	0.59	0.74	0.77	0.84
EBITDA	10218.39	11210.84	11570.22	12425.66	每股净资产	8.19	6.69	7.31	8.00
PE	11.48	9.20	8.80	8.08	每股经营现金	1.06	2.80	1.87	1.90
PB	0.83	1.01	0.93	0.85	每股股利	0.40	0.12	0.15	0.15
PS	1.77	1.38	1.33	1.24					
EV/EBITDA	6.07	5.34	4.57	3.70					
股息率	5.87%	1.74%	2.17%	2.27%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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	xyx@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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn