

干散货运输

预期谨慎现实乐观，干散或在沉默中爆发

西南证券研究发展中心
交通运输研究团队
2024年3月

核心观点

- **散货运输发展成熟，澳大利亚铁矿石为重中之重。** 全球干散货运输有相对成熟的路线和对应船型，铁矿石是干散货海运最主要的运输货种之一，澳大利亚和巴西未来二十年内为全球铁矿石主要供应国，近几年澳大利亚铁矿产量整体呈上涨态势。
- **铁矿石需求长期持续，中澳贸易互为倚重。** 我国经济的快速发展，对铁矿石的需求也不断提高，虽然我国铁矿石原矿产量逐步恢复，但是铁矿石对外依存度长期仍处于高位，澳大利亚是中国最大的铁矿石进口来源国，同时中国大陆几乎占据了澳洲铁矿出口的全部市场。
- **矿业巨头扩大产量，进口需求可更为乐观。** 四家矿业巨头中三家均属于澳大利亚，淡水河谷公司是世界上最大的铁矿石生产商，力拓是澳大利亚第一大矿业巨头，2024年铁矿石产量预计将保持在3.23-3.38亿吨高位，同时仍在积极拓展产能计划。必和必拓和FMG旗下铁矿在2024年也有望扩产，2024年澳大利亚铁矿石对华发货量有望提升。目前澳大利亚进口铁矿石价格远低于废钢，废钢替代进口铁矿石进程加速下，钢企或加大铁矿石进口。非住房活动对钢铁的需求越发重要，诸多政策影响下，2024年铁矿石进口需求可更为乐观。
- **相关标的：**招商轮船（601872.SH）是世界最大VLOC船东，香港明华是招商局航运板块从事干散货运输的专业经营管理公司，截至2023年三季度，公司旗下VLOC船舶数量为34艘。公司经营状况整体稳健，2023年前三季度业务有所承压。主营业务方面，公司“2+3”五大板块多元互补，新老动能交替费用，盈利能力方面，公司费用管控基本稳定，盈利能力稳中有进。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，政策变化风险，地缘政治风险等。

目 录

散货运输发展成熟，澳大利亚铁矿石为重中之重

铁矿石需求长期持续，中澳贸易互为倚重

矿业巨头扩大产量，国内进口需求可更为乐观

相关标的

全球干散货运输有相对成熟的路线和对应船型

- 干散货船通常以大约14节的速度航行（每小时14海里）。船舶过去以超过20节的速度行驶，但由于水阻力增加，以这种速度行驶降低了燃油效率。以较低的速度航行可以节省高达40%的燃料。主要航线包括南美东海岸至东亚，东海岸美洲至西欧和地中海，**澳大利亚至东亚**，西海岸北美至东亚。对干散货船进行分类的最常见方法之一是按尺寸。这可以通过载重吨位（DWT）来衡量，这是衡量船舶可以安全运载多少的量子度。

干散货船



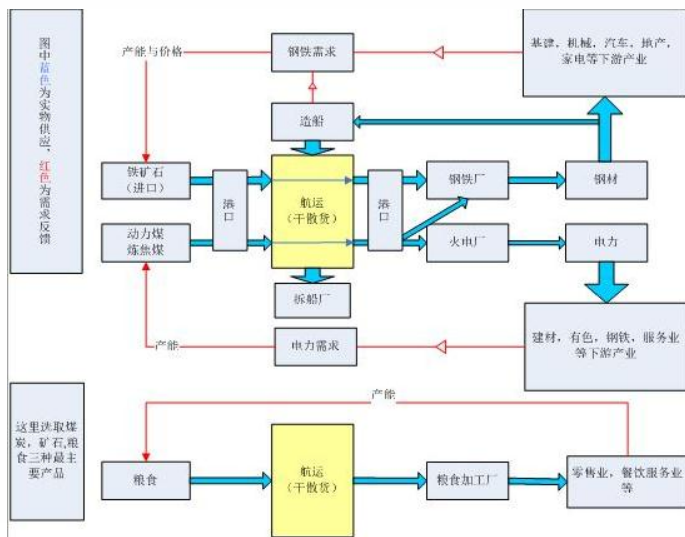
干散货海运主要路线



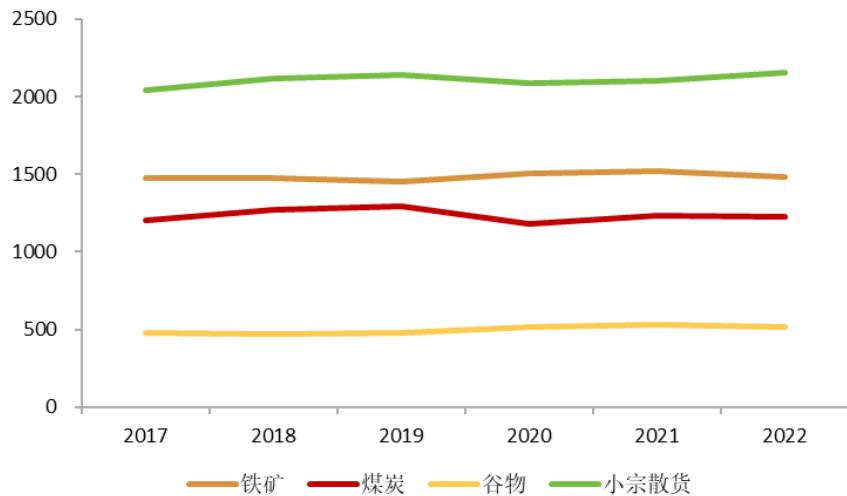
铁矿石是干散货海运最主要的运输货种之一

- 根据《2023年中国航海日公告》，作为全球贸易量最大的国家和第二大经济体，我国约95%的进出口贸易货物量通过海运完成。据克拉克森统计，2022年全球海运贸易总量为119.48亿吨。**干散货海运是整个行业的重要组成部分之一**，2022年大宗干散货运输量为62.19亿吨，占全球海运贸易总量的比例为52.1%。其中，**铁矿石、煤炭、谷物是最主要的运输货种**，合计占比超过60%。

干散货贸易产业链



干散货海运主要运输货种（百万吨）



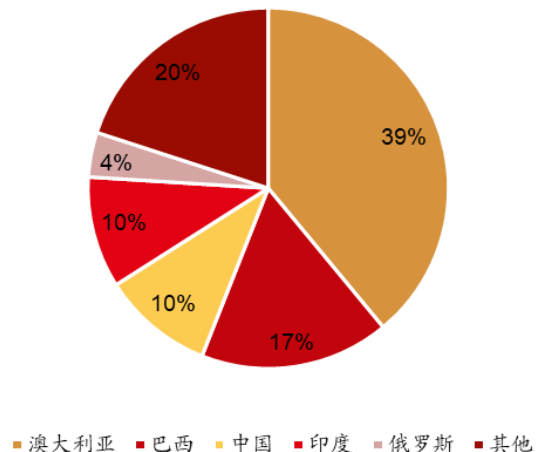
澳大利亚和巴西未来二十年内为全球铁矿石主要供应国

- 根据USGS在《MINERALCOMMODITYSUMMARIES (2024) 》报告，当前全球铁矿石原矿储量约1900亿吨，主要分布在澳大利亚、巴西、俄罗斯、中国四国，较2023年报告数据增加100亿吨，**源于澳大利亚的原矿储量较上年增加了70亿吨**。澳大利亚和巴西合计拥有全球48%原矿储量，储量寿命均在60年以上；两国合计供应全球约56%的铁矿石，其储量足以支撑两国未来二十年仍是全球铁矿石主要供应国。

全球主要国家铁矿石储量及产量 (百万吨)

国家	原矿储量	含铁储量	2022年产量
澳大利亚	58000	27000	944
巴西	34000	15000	420
俄罗斯	29000	14000	103
中国	20000	6900	253

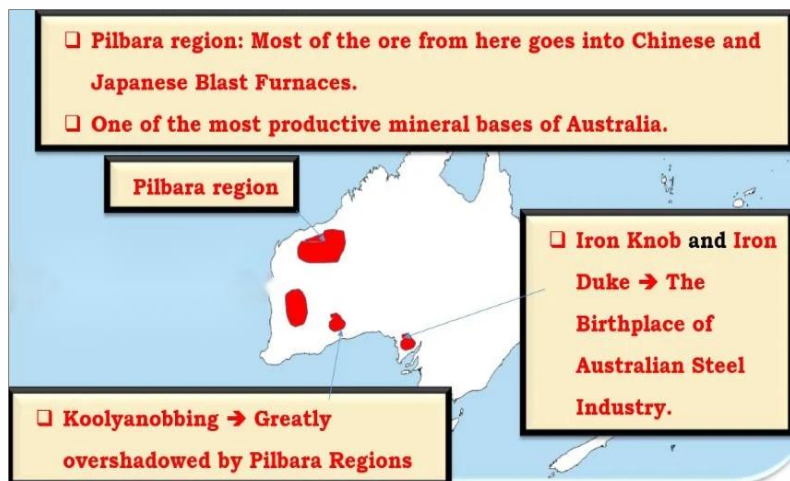
2022年全球铁矿石供应量比例



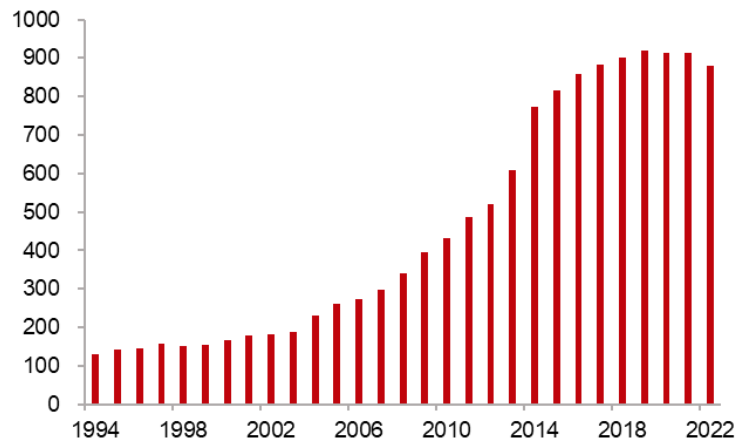
近几年澳大利亚铁矿产量整体呈上涨态势

- 澳大利亚铁矿资源储量大，是全球铁矿资源大国，分布集中，**90%以上出自西澳皮尔巴拉地区**。皮尔巴拉是西澳大利亚州第二北部地区，西面是印度洋，东面是北领地边界。金伯利地区位于其北部，横跨大沙沙漠，皮尔巴拉的南部与加斯科因、中西部和GoldfieldsEsperance地区接壤。该地区总面积507896平方公里。由于澳大利亚政府在矿石开采和销售方面给予了很大的政策支持，近几年澳大利亚的铁矿产量整体呈上涨态势。

澳大利亚铁矿资源分布



澳大利亚矿石开采量（百万吨）



目 录

◆ **散货运输发展成熟，澳大利亚铁矿石为重中之重**

◆ **铁矿石需求长期持续，中澳贸易互为倚重**

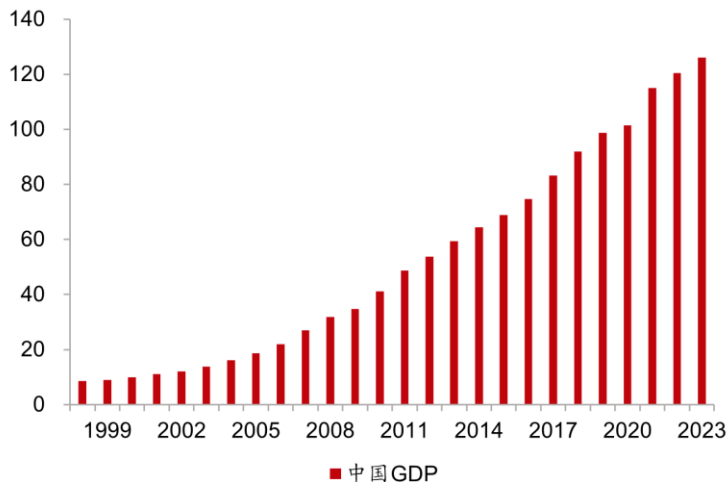
◆ **矿业巨头扩大产量，国内进口需求可更为乐观**

◆ **相关标的**

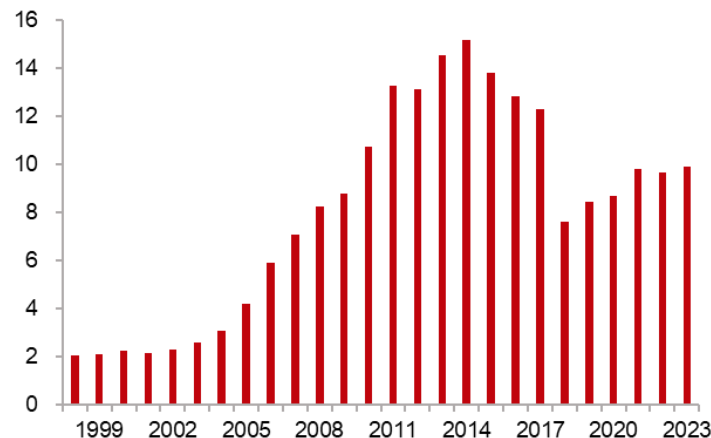
我国铁矿石原矿产量逐步恢复

- 无论是传统的钢铁制品，还是对性能有着特殊要求的特种钢材，都已成为人们生活当中必不可少的一部分，铁矿石因而也是满足经济社会需求的重要来源。随着我国经济的快速发展，**目前中国成长为世界第二大经济体**，国内市场对钢铁的需求旺盛和钢铁产量不断提高，对钢铁生产最主要的原料铁矿石的需求也不断提高。
- 我国在铁矿石生产方面，自2015年以来原矿产量持续下降，到2018年降至近年来低点7.63亿吨，仅为2014年产量15.14亿吨的一半左右，自2019年以来，我国铁矿石原矿产量 **整体逐步恢复**，2023年实现9.9亿吨产量。

中国经济不断增长（万亿元）



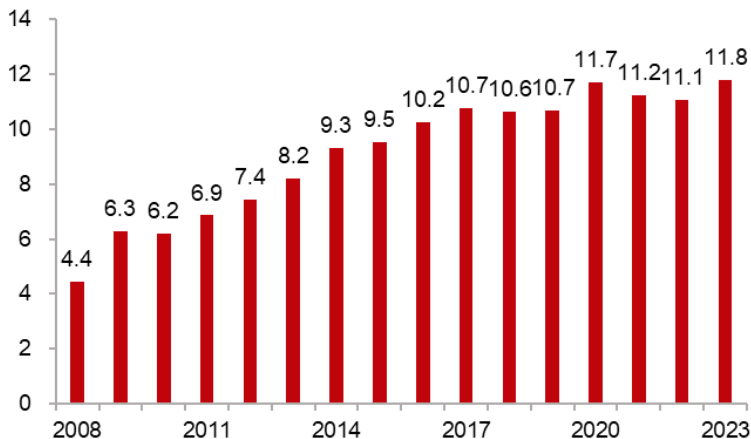
中国铁矿石原矿产量有所回升（亿吨）



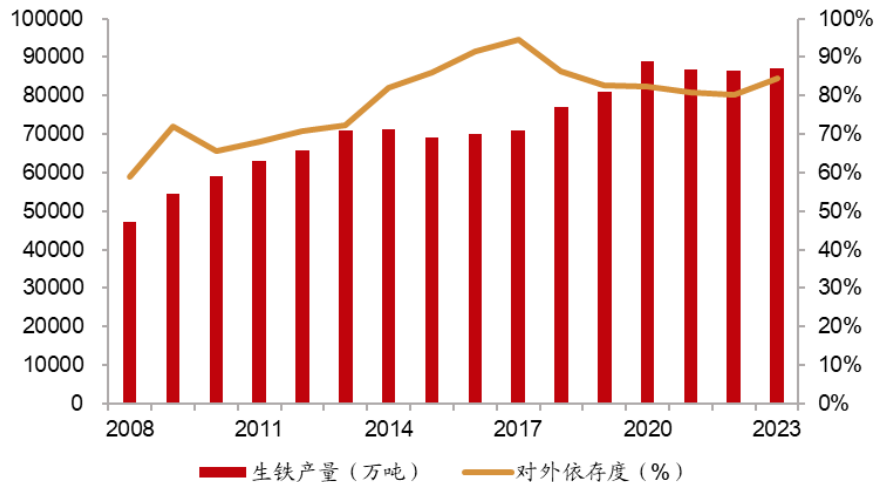
我国铁矿石对外依存度长期仍处于高位

- 进入新千年以后，中国钢铁产能加速扩张，近十几年，我国钢铁工业对进口铁矿石的依存度经历了不断上升到有所下降的过程。按照“生产1吨生铁需要消耗1.6吨铁矿石”来计算，2014年到2017年我国铁矿石对外依存度连续四年增长，2017年达到历史高点，**2023年我国铁矿石对外依存度在85%左右**，仍处于高位。
- 2022年全年，中国占全球海运铁矿石进口量的71.3%，日本占6.0%，位居第二，欧盟以5.4%的份额位居第三。2023年中国铁矿石进口量再创历史新高，中国经济在全球铁矿石贸易中起到至关重要的“风向标”作用。

中国铁矿石进口量（亿吨）



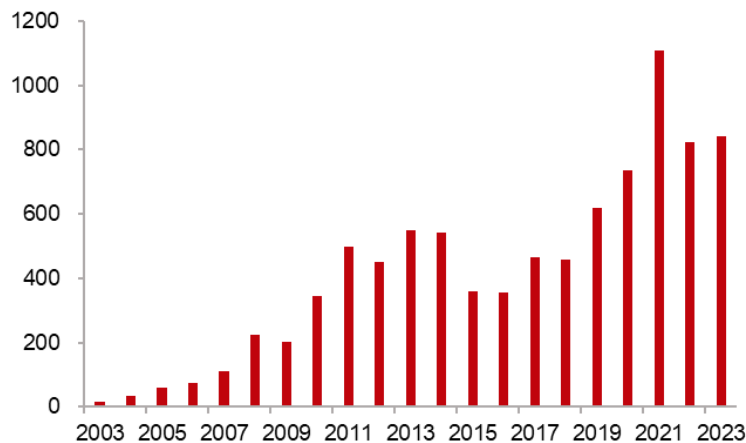
我国铁矿石对外依存度



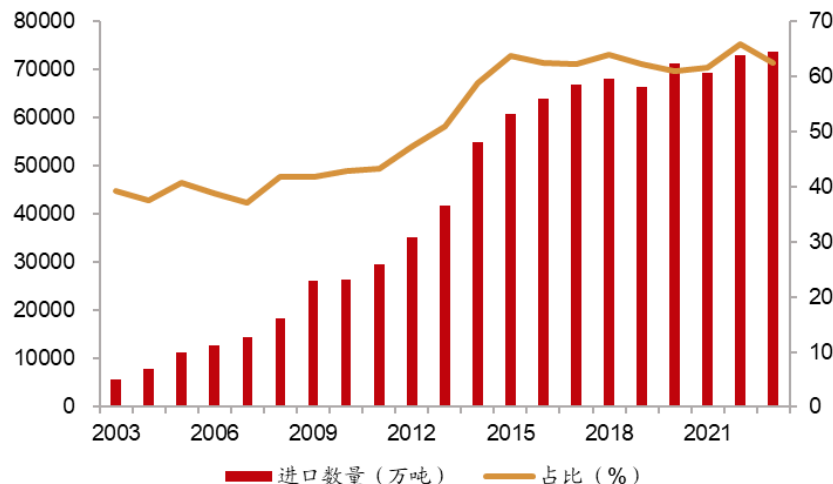
澳大利亚是中国最大的铁矿石进口来源国

- 中国自身铁矿石产量稳居世界第三，仅次于澳大利亚和巴西。但因中国巨大的钢产量需求，大量铁矿石依赖进口。整体来看，2024年乃至未来5-10年，中国仍需进口大量铁矿石。从进口国家结构来看，我国铁矿石进口来源国有多个国家，自2014年以来中国来自澳大利亚与巴西的铁矿进口量占据全部进口量的将近80%，其中从澳大利亚进口量超过了60%，2023年中国进口铁矿石中澳大利亚占进口总量的62.51%。

我国从澳大利亚进口铁矿石金额（亿美元）



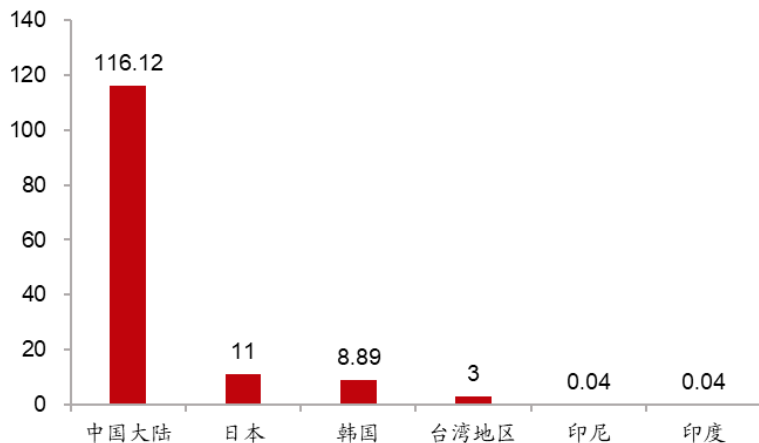
我国从澳大利亚进口铁矿石数量和占比



中国大陆几乎占据了澳洲铁矿出口的全部市场

- 好望角型(Capesize)船舶通常在10万至20万载重吨之间，货物通常仅限于铁矿石或煤炭。中国大陆几乎占据了澳洲铁矿出口的全部市场。**C5是波罗的海交易所对好望角型船舶从澳大利亚到中国的航程的代号。**它在波罗的海好望角型船指数中的权重最高，因此是BDI指数的一个关键组成部分，是铁矿石的重要贸易路线。

2022年澳大利亚铁矿石出口（百万澳元）



主要好望角型船舶航程代号

代码	航程
C2	巴西图巴朗—鹿特丹
C3	巴西图巴朗—青岛
C5	西澳大利亚—青岛
C7	玻利瓦尔—鹿特丹

目 录

◆ **散货运输发展成熟，澳大利亚铁矿石为重中之重**

◆ **铁矿石需求长期持续，中澳贸易互为倚重**

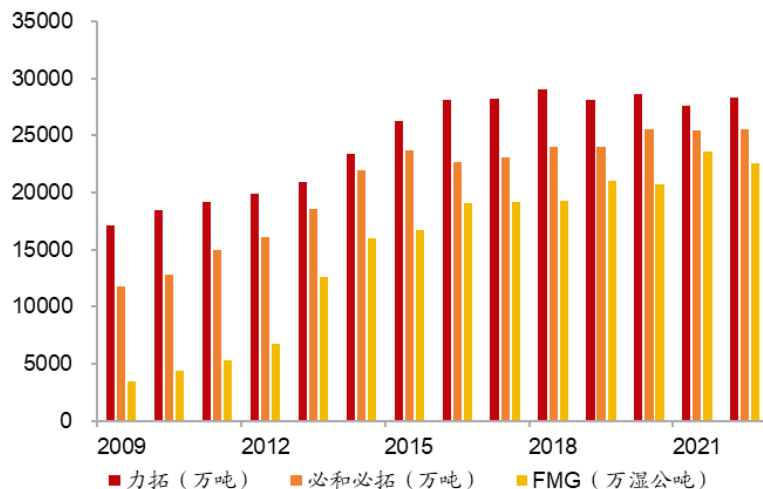
◆ **矿业巨头扩大产量，国内进口需求可更为乐观**

◆ **相关标的**

四家矿业巨头中三家均属于澳大利亚

- 多年以来，全球铁矿石资源的掌控已经形成比较稳定的市场格局，少数几家跨国公司凭借其资本和资源优势，控制了主要的供应网络。在目前全球最大的四家矿业巨头中，除巴西的淡水河谷（VALE）外，力拓（RIO）、必和必拓（BHP）、FMG三家均属于澳大利亚。

力拓、必和必拓、FMG产量



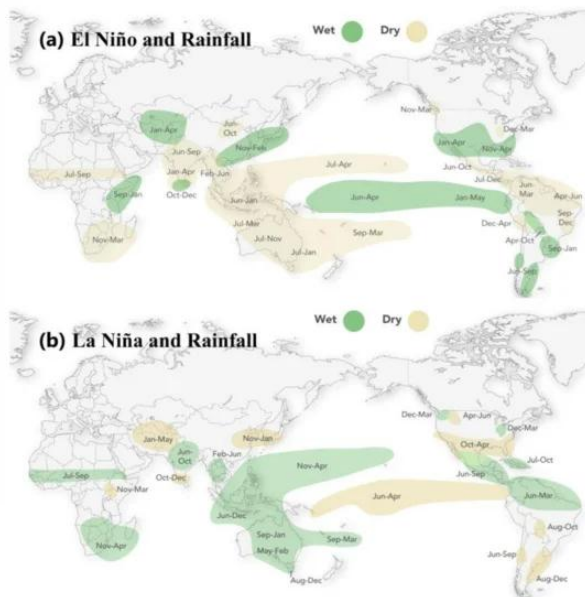
淡水河谷为巴西矿业巨头 (万吨)



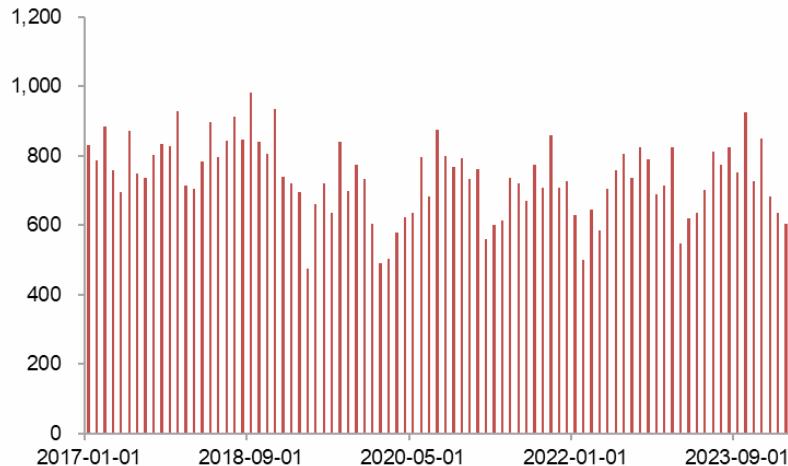
淡水河谷公司是世界上最大的铁矿石生产商

- 巴西淡水河谷公司是世界上最大的铁矿石生产商，巴西淡水河谷铁矿石产量占巴西全国总产量的80%。2019年1月25日公司南部系统发生溃坝事故，自此之后公司一直处于产量恢复期。公司北部系统位于巴西Pará州的Carajás地区，**是公司最大的铁矿石产区**，其产出的铁矿石（铁品味达到67%）被认为是世界上质量最高的。
- 巴西北部在过去三年中也遭受了大量的降雨影响，导致铁矿石发运量低于预期。淡水河谷的S11D矿近年来生产表现不佳，在一定程度上也归咎于降雨影响。**随着厄尔尼诺的到来，形势可能发生反转，因为强降雨的可能性将从该国北部转向南部，2024年年初至今巴西铁矿石发货量显著高于2020年至今的历史同期。**

厄尔尼诺和拉尼娜对全球的影响



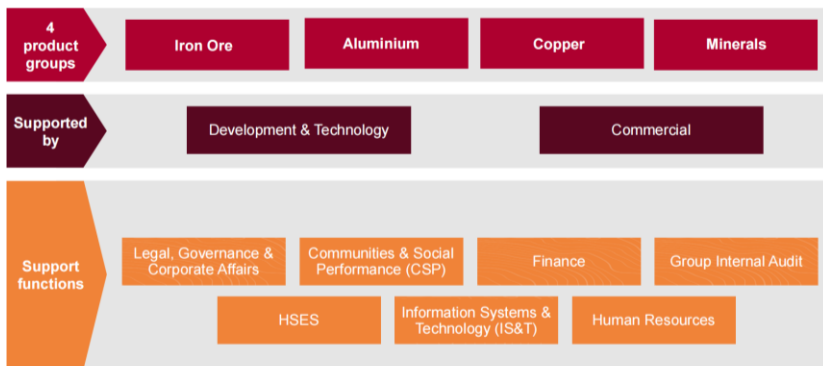
巴西14个港口铁矿石总发货量（万吨）



力拓是澳大利亚第一大矿业巨头

- 力拓成立于1873年，集团总部在英国，澳洲总部在墨尔本。力拓起初是以铜矿起家，为西班牙早期的铜矿厂商。早期，力拓开启了海外多元化发展战略，进行了一系列在西班牙以外地区的极具影响力的矿业公司收购兼并行为，成为在勘探、开采和加工矿产资源方面的跨国集团。截至2023年底在全球35个国家共有约57000名员工。公司包括四大产品集团，分别是铝业集团、铜业集团、工业矿物集团、铁矿集团。安全、技术与项目部门、战略与发展部门、商务部门以及其他职能部门则为整个集团的运营提供支持。

力拓旗下四大产品集团



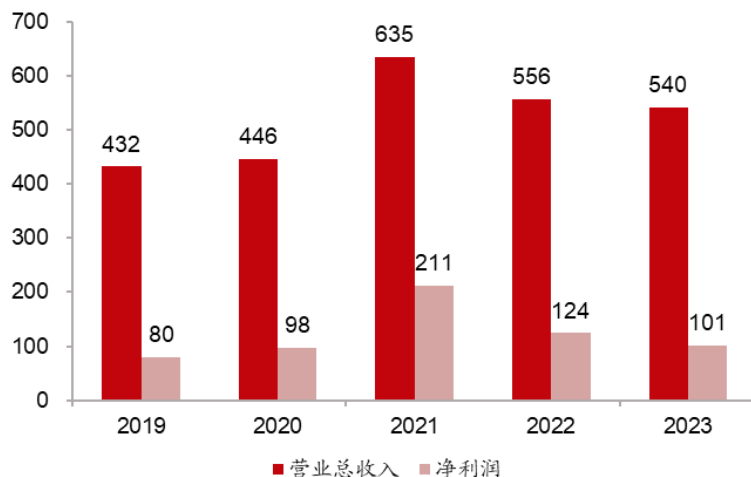
力拓资产遍布全球



力拓2024年铁矿石产量预计将保持高位

- 2024年2月21日，力拓公布了2023年财务数据，其净利润为101亿美元，约合727亿元人民币，这一数据超过了中国钢铁行业2023年得利润总额的564.8亿元。2024年力拓将继续在整个业务中部署力拓安全生产系统（SPS），SPS为皮尔巴拉铁矿业务带来500万吨的产量增长，预计将在2024年再度助力皮尔巴拉铁矿业务实现500万吨的产量提升。产量指导计划方面，**其中力拓的铁矿石年产量预计将保持在3.23-3.38亿吨高位。**

力拓营收和净利润（亿美元）



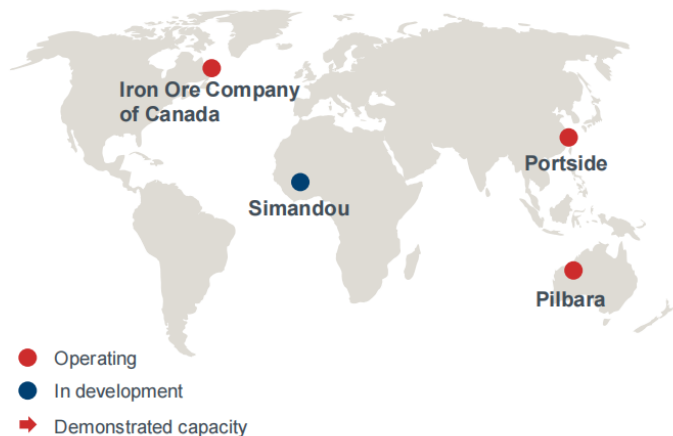
力拓部分产品2024年产量指导目标

产品	指导目标 (百万吨)
皮尔巴拉铁矿 (发运量, 100%权益基础)	323—338
铝土矿	53—56
氧化铝	7.6—7.9
原铝	3.2—3.4

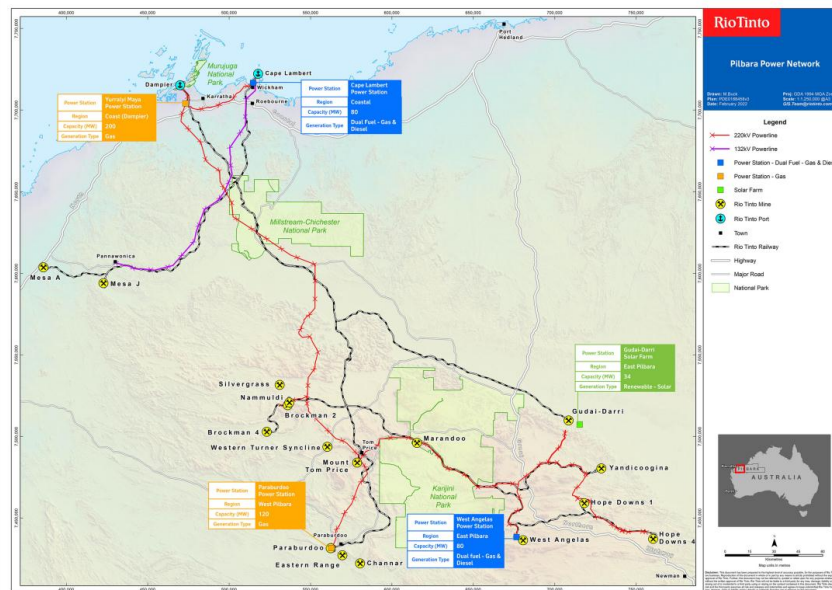
力拓仍在积极拓展产能计划

- 力拓经营着世界级的一体化铁矿生产运营网络，截至2023年底，西澳大利亚皮尔巴拉（Pilbara）矿区一共包含17座矿山，年产能超3亿吨，同时还有4个专用装船码头、2000公里长的铁路网络和配套基础设施。目前正在积极开发库戴德利（Gudai-Darri）矿区等多个项目。Gudai Darri矿价值31亿美元，于2022年开始生产，并在不到12个月的时间内达到了4300万吨的计划年产能，**2024年计划将产能提高到每年5000万吨。**

力拓全球铁矿石网络



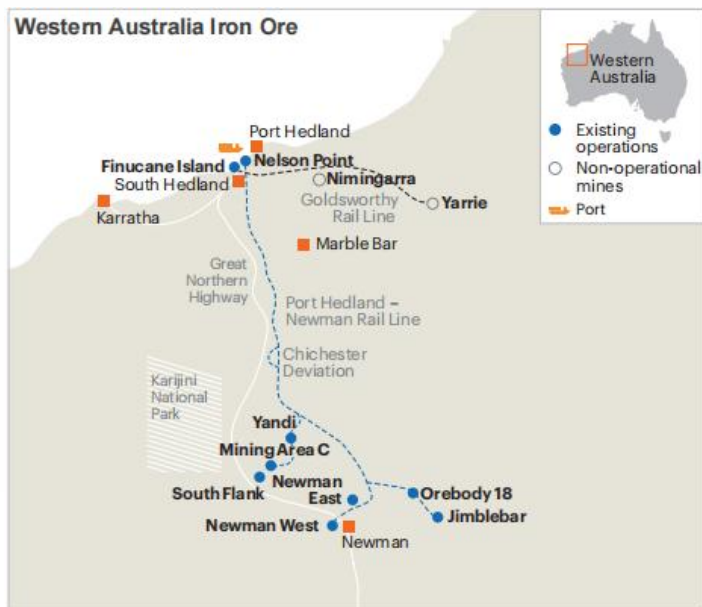
力拓西澳矿山布局



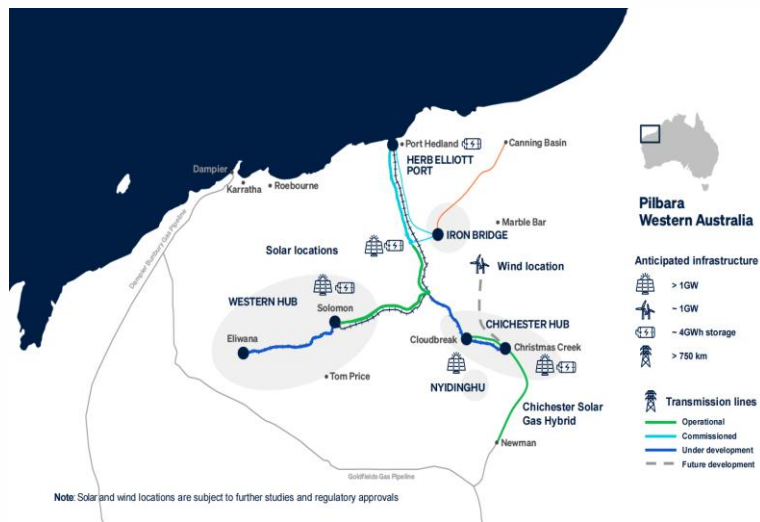
必和必拓 (BHP) 和FMG旗下铁矿在2024年也有望扩产

- 必和必拓西澳大利亚铁矿石 (WAIO) 有四个加工中心和五个采矿中心，由西澳大利亚州北部皮尔巴拉地区1000多公里的铁路基础设施和港口设施连接起来。必和必拓近年产能扩张项目主要为南坡矿 (South Flank) ，预计到2024财年末提升至的全部产能，到8000万吨/年，必和必拓2024年产量目标为2.54-2.645亿吨。
- FMG的铁矿石业务包括奇切斯特和西部枢纽以及位于西澳大利亚皮尔巴拉的铁桥磁铁矿。近年增产计划为铁桥项目，铁桥于2023年8月转入运营生产，按照产能爬坡时间表到2025年左右铁桥项目满负荷运行时，每年将输送2200万吨高品位、低杂质精矿。FMG在2024财年发货量目标为1.92-1.97亿吨，其中200-400万吨来源于铁桥项目。

必和必拓 (BHP) 西澳铁矿布局



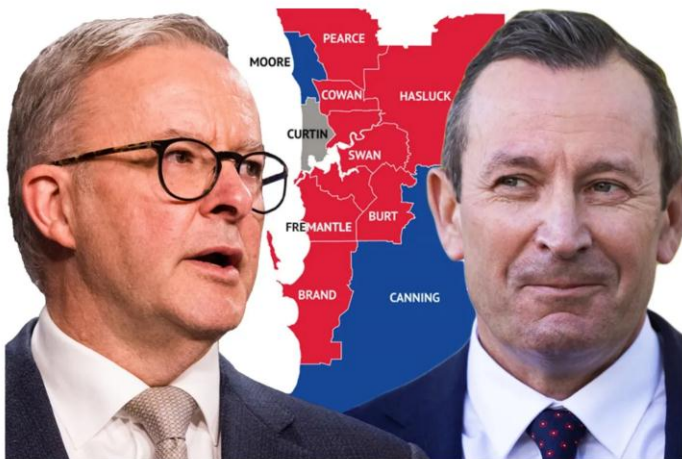
FMG西澳铁矿布局



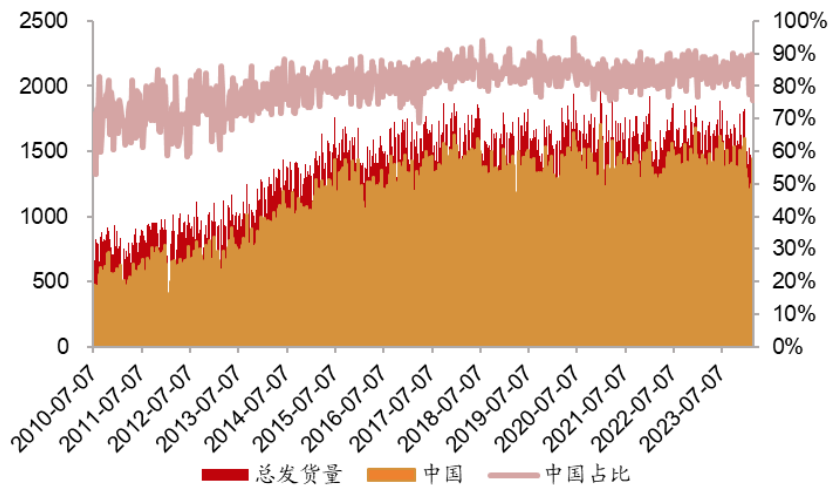
2024年澳大利亚铁矿石对华发货量有望提升

- 2023年，澳大利亚政推出《2023-2030年关键矿产战略》，该战略将是指导未来政府政策决策的长期框架，澳大利亚政府多次提到“志同道合”“盟友”“伙伴”等词，表示将与志同道合的伙伴和外国投资一起将供应链多元化，以确保其不违背澳大利亚的国家利益。
- 相较于自由党，工党更为熟悉中国。工党和西澳大利亚州长期支持与中国维持友好关系，自西澳亲华州长麦高文辞职之后，罗杰库克（RogerCook）将接棒，担任西澳州长，罗杰库克同样对促进澳中关系发展颇有期待，因此在主要矿山扩产的前提下，预计2024年铁矿石对华发货量仍会有所增长。

工党（红色）是西澳主流政党



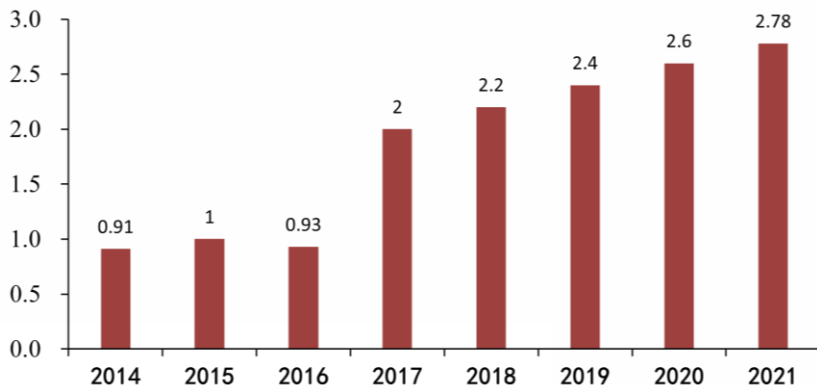
澳大利亚铁矿石港口发货量（万吨）



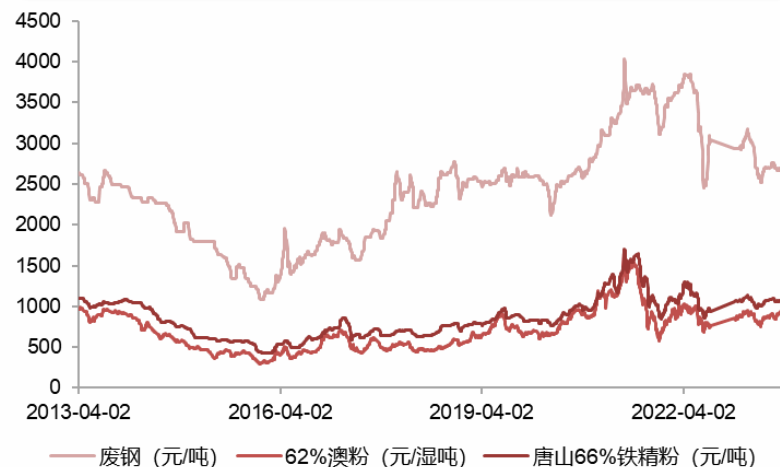
目前澳大利亚进口铁矿石价格远低于废钢

- 废钢铁广义上讲是指失去原有使用价值的各种报废的钢铁制品，狭义的废钢铁是指符合冶炼标准的原材料。由于使用废钢铁炼钢可以降低能耗以及减碳，因此废钢铁又被称为绿色载能资源。近年来，随着国家“双碳”任务目标的设立，废钢铁作为唯一可替代铁矿石的炼钢原材料，对我国钢铁工业实现高质量发展有着十分重要的作用。
- 中国的铁矿石主要都是含铁量在30%左右的贫铁矿，需要经过选矿才能进入高炉冶炼。而且我国的铁矿主要深藏于地下，开采成本很高。澳大利亚开采铁矿成本极低，主要成本就是运输，开采和运输每吨铁矿石的所有成本加上只有19美元每吨，而卖给中国却要120美元每吨，但是即使是这样仍然低于国内铁矿石价格，更是远低于废钢价格。

2014年-2021年我国废钢供应量（亿吨）



澳大利亚进口铁矿石价格仍低于国内



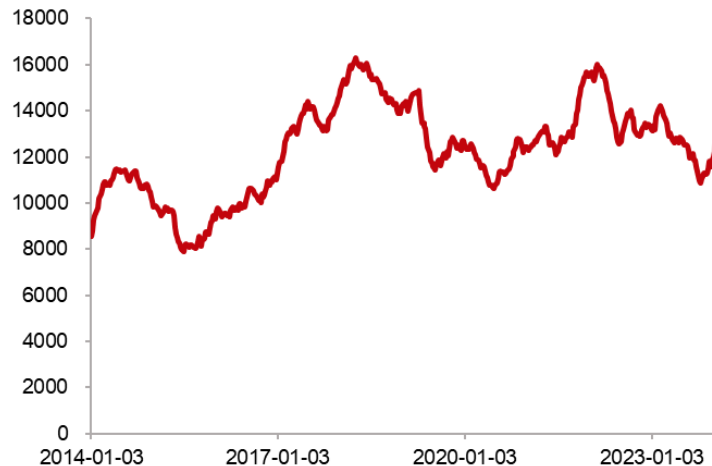
废钢替代进口铁矿石进程加速下，钢企或加大铁矿石进口

- 2022年国家推进“基石计划”，旨在加快推行废钢铁资源的合理开发和利用，**减少对进口铁矿石的高度依赖**。2024年2月6日国务院办公厅印发《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》，指出到2025年废钢铁等主要再生资源年利用量达到4.5亿吨，资源循环利用产业年产值达到5万亿元。
- 2023年我国钢铁行业运行呈现高产出、高出口、高成本，低需求、低价格、低效益等特点。2023年中国钢材价格指数平均值为111.60点，同比下降9.02%。废钢和铁矿石是钢铁生产中的主要成本，在碳中和等政策引导下，**废钢替代进口铁矿石进程或有所加速**。在行业景气度持续低迷、经营压力不断加大的背景下，**成本控制能力成为影响钢企分化重要因素，因此部分钢企或在传统淡季加大相对廉价的铁矿石进口以控制未来经营成本，造成港口累库**。

中国钢材价格指数



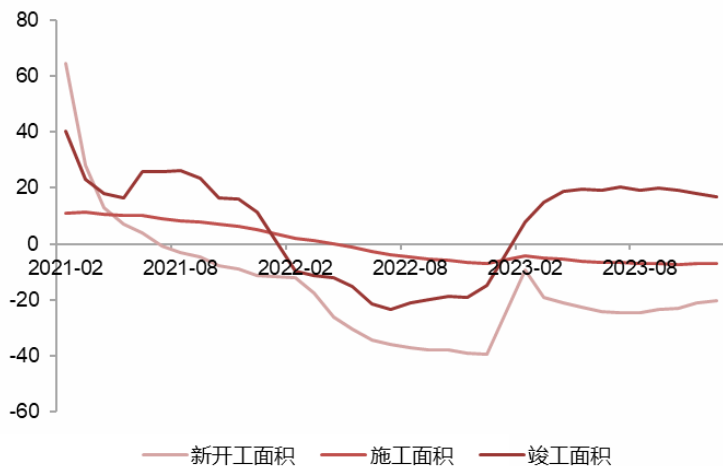
近期港口铁矿石库存上升（万吨）



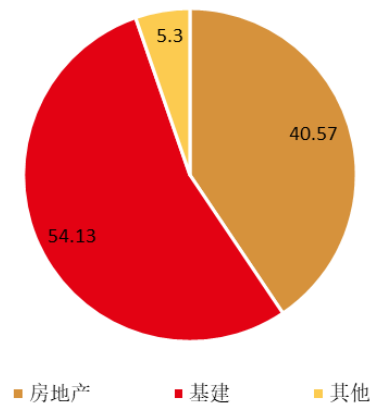
非住房活动对钢铁的需求越发重要

- 房地产市场自2015年开启一波牛市后，2018年下半年结束，由于惯性的因素，房地产投资增速仍保持较快增长，需求的增加主要得益于大规模棚户区改造，房地产新建项目增多等。2019-2020年由于房地产限制政策逐步增加，房市进入萎缩阶段，出现了**工地集中赶工的情况**，2019-2022年房地产在国内建筑钢材的下游消费中占比最大，**但基建占比逐年增加**，2023年基建在下游需求中的占比超过房地产。**经济增长动力逐步改变**，受经济发展方向引导，国家及地方政府大力支持新型基础设施建设，专项债发行速度和财政支出速度加快，重大项目建设持续发力。

中国房屋开发建设指标累计同比 (%)



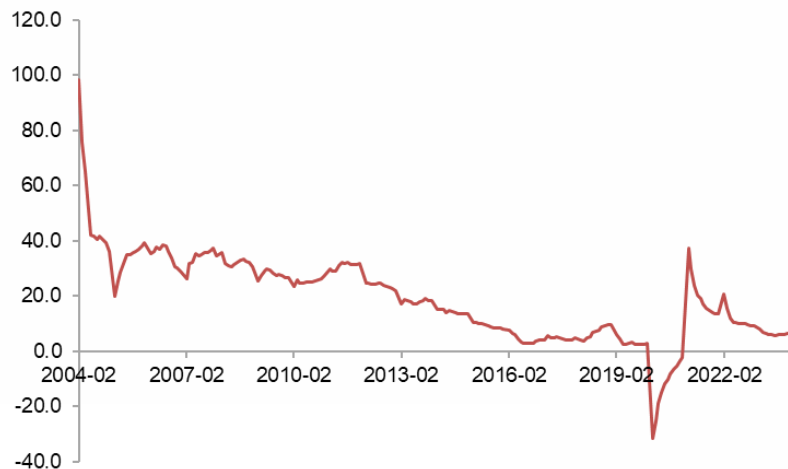
2023年建筑钢材下游行业需求占比 (%)



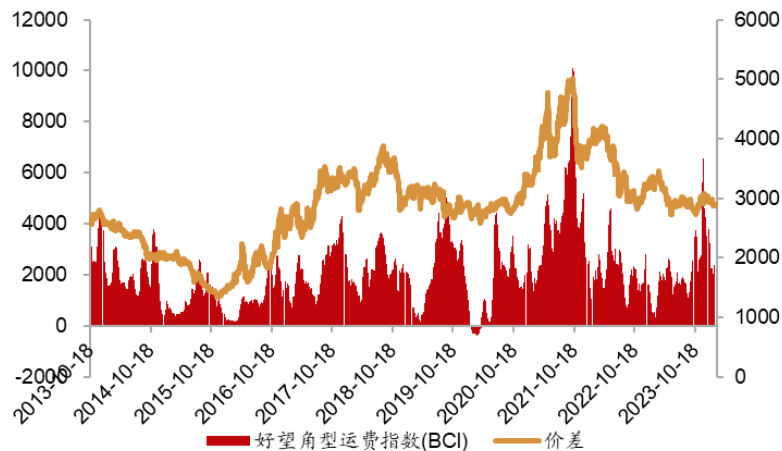
2024年国内铁矿石进口需求可更为乐观

- 2024年3月1日国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，会议指出，**推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新**，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造。**当前我国制造业企业经历了主动去库存周期，制造业固定资产投资完成额累计同比仍处于低位**，此次政策有助于我国制造业形成更新换代规模效应，提升制造业用钢需求。
- 通过对比螺纹钢和铁矿石的期货结算价价差，我们发现其与BCI有较强正相关关系。目前两者价差整体处于低位盘整，**铁矿石需求增加叠加矿业巨头扩产将有望推动2024年BCI上升**。截至2024年3月第一周，运价指数已有所反应走高，整体指数收报2203点，创2023年12月19日以来最高水准。

制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)



螺纹钢和铁矿石价差与BCI正相关



目 录

◆ 散货运输发展成熟，澳大利亚铁矿石为重中之重

◆ 铁矿石需求长期持续，中澳贸易互为倚重

◆ 矿业巨头扩大产量，国内进口需求可更为乐观

◆ 相关标的

招商轮船（601872.SH）：世界最大VLOC船东

- 作为招商局集团交通板块的核心业务之一，招商轮船致力于建设世界一流航运企业，形成“油散气车集管网”全业态的航运业务新格局，主营业务涵盖油品运输、干散货运输、气体运输、滚装运输和集装箱运输等。香港明华是招商局航运板块从事干散货运输的专业经营管理公司，1980年1月在香港注册成立。VLOC指载重超过20万吨以上的散货船，截至2023年三季度，公司旗下VLOC船舶数量为34艘，**船队规模仍保持世界第一。**

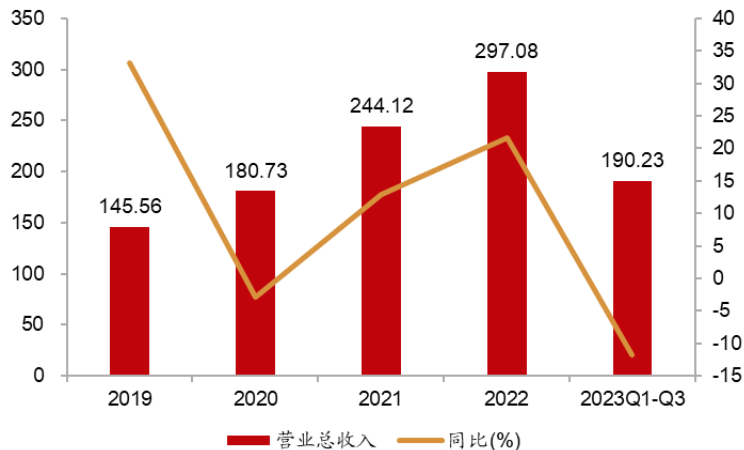
香港明华旗下VLOC



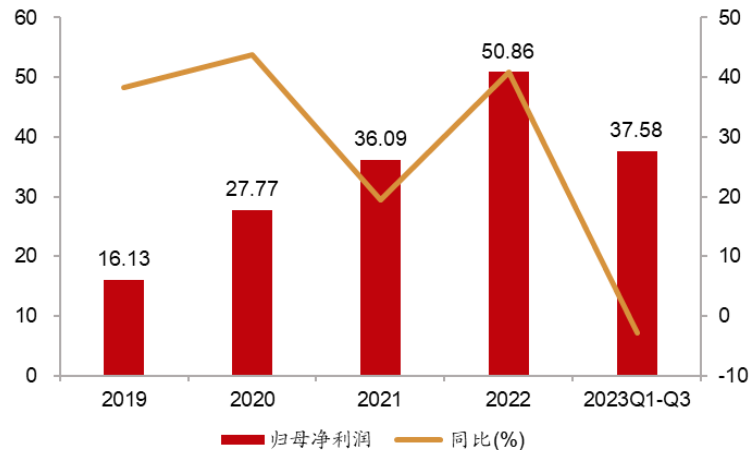
经营状况整体稳健，2023年前三季度业务有所承压

- 公司坚决执行既定战略，统筹发展与安全，油轮、干散货、集装箱等各专业船队，准确把握市场波动，成功抢抓高点，经营状况整体稳健。2023年前三季度公司受集装箱船需求减弱和干散货市场持续低迷影响，主营收入190.23亿元，同比下降11.85%，归母净利润37.58亿元，同比下降2.81%。其中，2023年第三季度单季度公司主营收入60.32亿元，同比下降23.17%，单季度归母净利润9.88亿元，同比上升1.13%。

公司营业收入及增速（亿元）



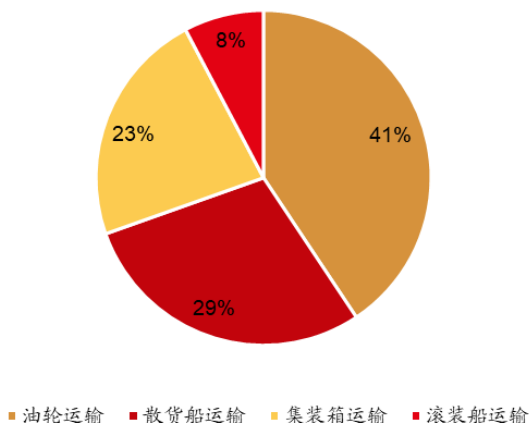
公司归母净利润及增速（亿元）



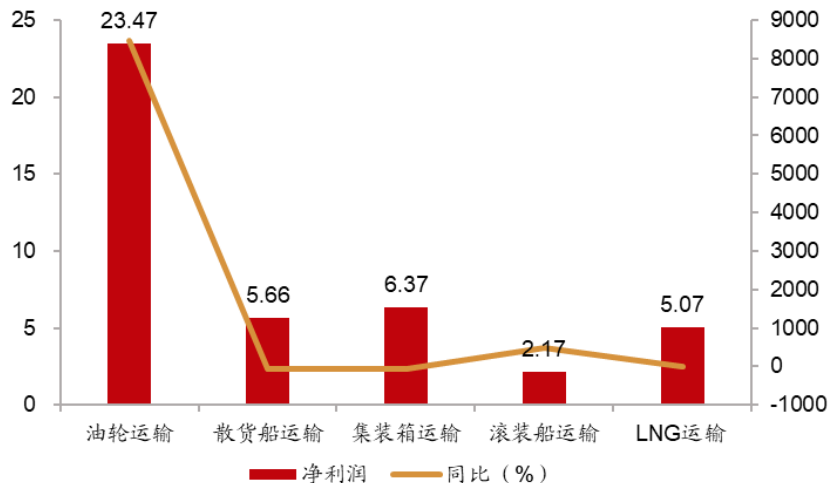
“2+3”多元互补，新老动能交替

- 公司以油品运输、干散货运输为核心，涵盖气体运输、滚装运输和集装箱运输。公司前三季度 LNG 业务成为利润贡献的压舱石。由于2023年前三季度干散货市场总体低位运行，BDI 均值仅 1169 点，同比跌43%。集装箱市场受需求减弱影响，CCFI 均值同比下降 69.48%，公司干散货和集装箱运输利润同比下滑。
- 同时，公司油轮船队适当调整运力部署，增加现货及半年以内短期租，2023年前三季度净利润同比大增超过 8000%。公司抢抓机遇，滚装业务实现爆发式增长，前三季度净利润达到 2.17 亿元，同比增长 471%。

公司2023年前三季度收入结构



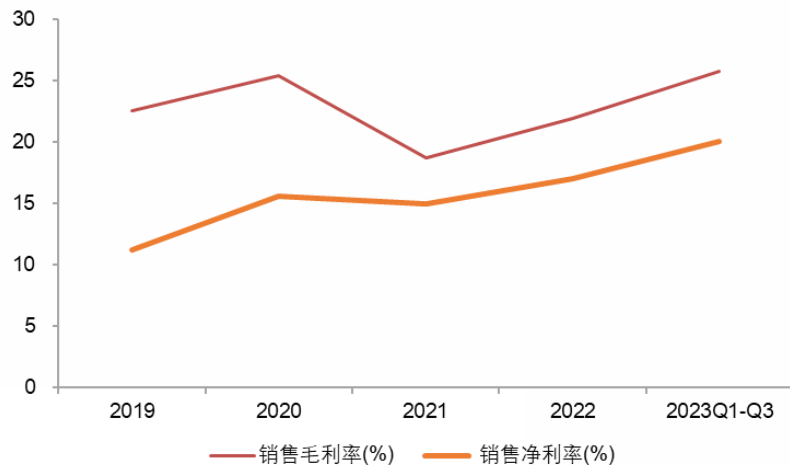
公司2023年前三季度净利润（亿元）



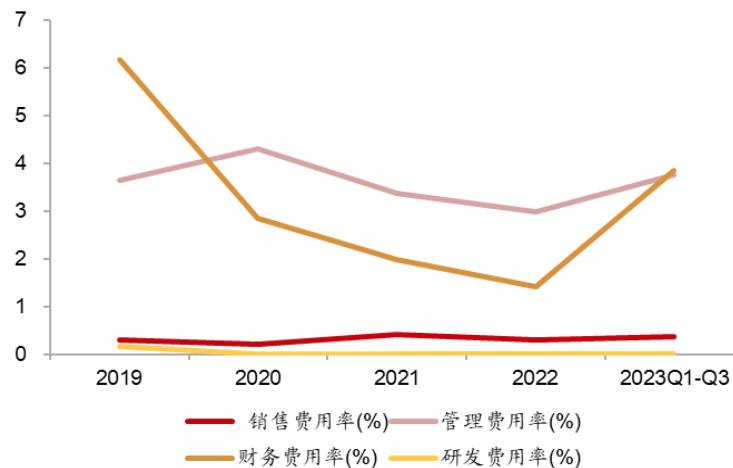
费用管控基本稳定，盈利能力稳中有进

- 公司经营和管理着中国历史最悠久、最具经验的船队，虽然受宏观环境影响2023年前三季度营业收入同比减少，但公司干散货业务及时调整运力结构，使得租入船规模减少，船舶租金及港口使费同比减少，推动毛利率提升。
- 2019年以来，公司销售费用率和管理费用率整体稳健。2023年前三季度，公司研发费用率大幅提升，主要系研发项目增加，研发投入增加所致。公司加速推进企业数字化转型，打造技术与数据驱动的“数字轮船”，构建具有世界领先水平的“智能航运”。而财务费用同比增加则主要系美元借款利率同比大幅上升，利息支出增加所致。整体而言，公司费用管控基本稳定，也推动了公司销售净利润进一步提升。

公司销售毛利率和销售净利率



公司期间费用率



风险提示

- **宏观经济波动风险**：在各国经济都被全球通胀所扰动、美元加息的背景下，世界经济陷入更深的增速下降过程甚至衰退之中，金融市场和外汇市场也出现进一步的动荡；与此同时，中国未来的经济增速不及预期，经济复苏仍然乏力等可能对公司整体战略、发展计划或经营目标的实现造成一定影响。
- **政策变化风险**：2023年5月16日，EU-ETS修正案正式完成立法生效程序，航运业将于2024年正式纳入欧盟碳排放权交易体系（EU-ETS）控排。航运业碳减排势不可挡，而对经济、可行的船用绿色燃料的探索仍未有定论，这给公司的战略执行、船队更新改造和船舶营运都带来了风险和挑战。
- **地缘政治风险**：俄乌冲突仍处于胶着状态，持续影响区域和全球经济。中美关系分歧与竞争长期存在，并在一些关键领域呈现扩大趋势。上述地缘政治风险导致公司及其合作伙伴、产业链上下游企业对全球化合作和布局持续保持高度警惕和审慎的态度，并导致公司在部分地区和部分业务上的经营利润不确定性增加。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hggyf@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	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				