

公路业务稳步增长，地产回稳静待复苏

投资要点

- 事件：上海实业控股公布 2024 年财报。**公司全年营业收入 289.2 亿港元，毛利润 79 亿港元，归属于股东净利润 28.1 亿港元，毛利率及净利率 27.3% 及 9.7%。期间公司每股盈利 2.58 港元。
- 多元业务抗周期经营稳健。**自 2019 年以来，公司营业收入和归母净利润受房地产市场调控、宏观经济环境变化、公司战略调整等多因素影响，呈现出波动变化的态势。然而，在多元的业绩结构下，公司仍然保持了相对稳定的盈利能力。2024 年，收入下跌主要由于上实发展交房结转收入大幅减少，盈利下跌主要是由于上实发展交房结转收入大幅减少及公司直接持有 49% 权益的“上实·海上湾”项目于上年度确认物业结转入账提供大额盈利贡献。
- 收费公路业务稳步增长。**公司旗下三条收费公路，2024 年车流量及通行费收入合计均保持增长，股东净利润合计 10.81 亿港元，利润率高达 53.3%，占比业务利润比重达 41.1%。路桥基建长期贡献稳定收益，部分路段试行准自由流收费模式，大大提升了高峰时段的通行效率，利润率仍具有上升空间。
- 房地产业务在行业波动中展现韧性发展。**公司房地产业务涵盖物业开发和物业投资，兼具住宅及商用物业的特色。2024 年公司房地产业务亏损 2.36 亿港元，较上年度由盈转亏，占公司业务净利润约负 7.7%。截至 2024 年年底，公司总土地储备共 420 万平方米。凭著较低的土地成本和优秀运营团队的优势，上实控股的房地产业务显示出优厚的增值和盈利潜力。
- 分红比例维持较高水平。**自 2000 年至今公司累计分红高达 53 次，累计分红金额 213.8 亿港元，累计分红比例为 33%。近年来，在多元驱动下，凭借着业务强大的现金流能力，公司每年派息金额基本保持稳定。2024 年全年股息每股 0.94 港元，其中中期股息每股 0.42 港元，末期股息每股 0.52 港元，分红比例 36.4%，股息率达到 8%。
- 盈利预测与评级。**我们预计公司 2025-2027 年营收为 299.1、309.1、320.3 亿港元，归母净利润为 30.9、33.5、35.9 亿港元，EPS 为 2.84、3.08、3.3 港元，BPS 为 44.22、44.73、45.37 港元。参考可比企业，给予公司 2025 年 0.34 倍 PB，对应目标价 15.03 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、消费复苏放缓风险、地产改善或不及预期、公路收费政策风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	28917.70	29911.49	30912.34	32031.67
增长率	-11.56%	3.44%	3.35%	3.62%
归属母公司净利润(百万港元)	2807.65	3090.90	3345.30	3590.87
增长率	-17.99%	10.09%	8.23%	7.34%
每股收益 EPS(港元)	2.58	2.84	3.08	3.30
每股净资产 BPS(港元)	43.75	44.22	44.73	45.37
净资产收益率	5.90%	6.43%	6.88%	7.28%
PE	4.48	4.11	3.80	3.54

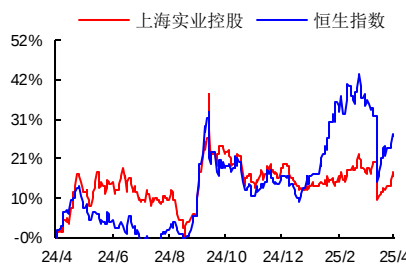
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	10.4-13.78
3 个月平均成交量(百万)	1.15
流通股数(亿)	10.87
市值(亿)	125.87

相关研究

目 录

1 上海实业控股：上实集团的旗舰企业.....	1
1.1 综合布局四大核心业务，基本盘稳固	1
1.2 抗周期经营稳健，高分红回馈股东	5
2 盈利预测及估值.....	7
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司业务结构（截至 2024 年末）	1
图 2：公司股权结构（截至 2024 年末）	2
图 3：公司营收结构.....	2
图 4：国房景气指数.....	5
图 5：2019-2024 年公司营收平均值为 322 亿港元.....	5
图 6：2019-2024 年公司归母净利润平均值为 30 亿港元	5
图 7：毛利率呈波动变化，净利率维持 10%以上	6
图 8：2019-2024 年期间费用率平均值为 16.2%.....	6
图 9：2019-2024 年公司现金比例.....	6
图 10：2019-2024 年公司净现比.....	6
图 11：公司历年分红情况.....	7

表 目 录

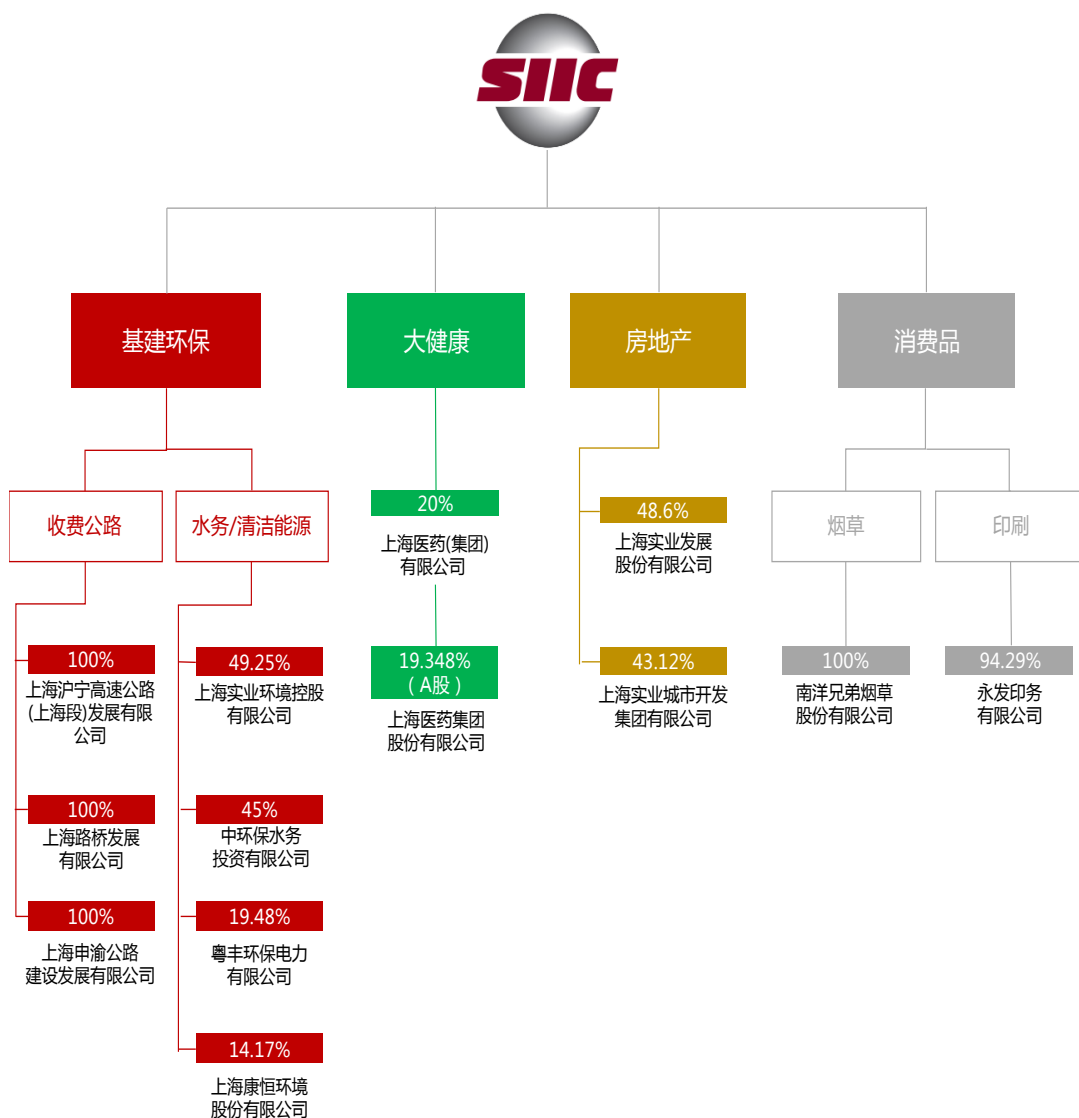
表 1：公司分业务归母净利润.....	3
表 2：公司收费公路主要经营数据	3
表 3：公司收入预测.....	7
表 4：可比公司估值.....	8
附：财务报表	9

1 上海实业控股：上实集团的旗舰企业

1.1 综合布局四大核心业务，基本盘稳固

上海实业控股有限公司成立于 1996 年 1 月，同年 5 月 30 日在香港联合交易所上市。作为上实集团在海外最大的综合性企业，经过逾二十年的发展，公司已成为一家以基建环保（包括收费公路/大桥、污水处理及固废处理等环保相关业务）、大健康、房地产和消费品（包括南洋烟草及永发印务）四大核心业务为主的综合性企业。截至 2024 年 12 月底，上实控股总资产值达 1685 亿港元。

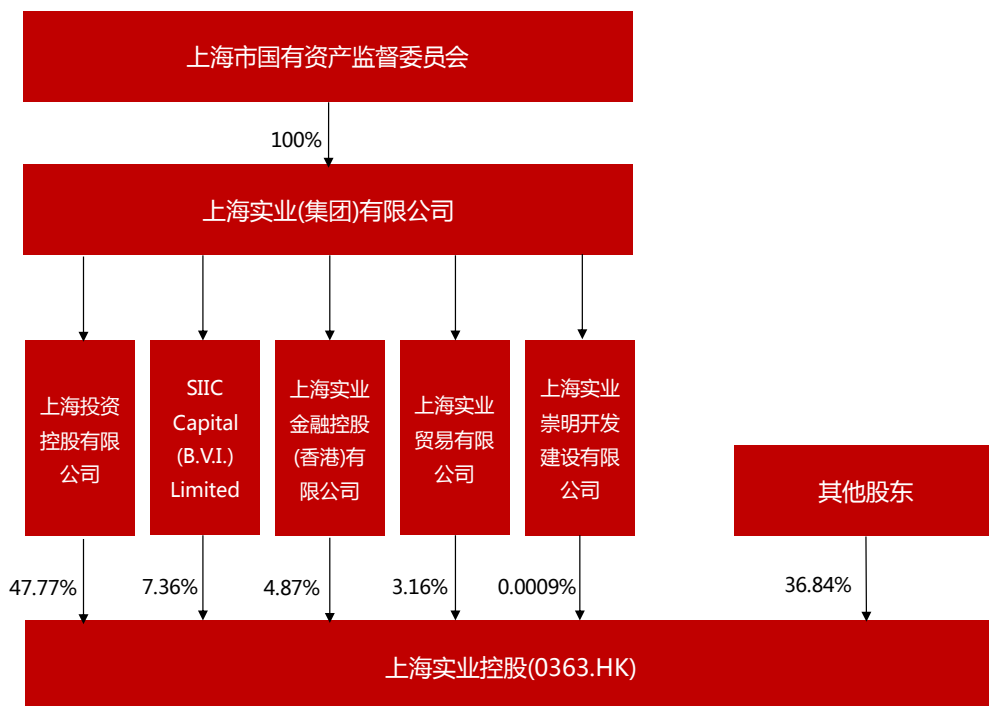
图 1：公司业务结构（截至 2024 年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

实控人为上海市国资委。根据 2024 年年报，公司控股股东上实集团间接持有 6.87 亿股股份，持股比例约为 63.16%，公众持股量约为 36.84%。公司实际控制人为上海市国资委。

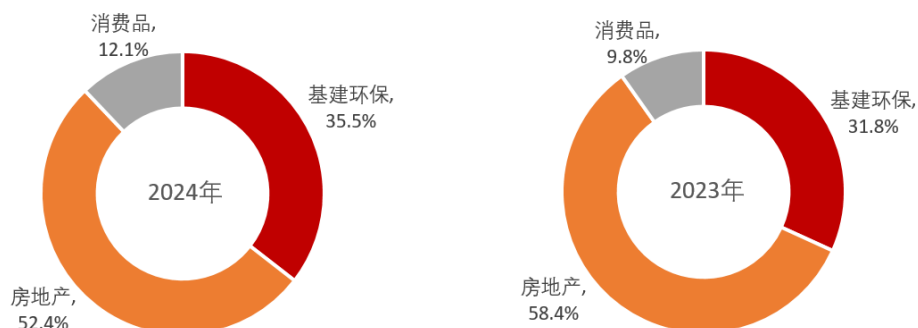
图 2：公司股权结构（截至 2024 年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

营收结构基本保持稳定。2024 年公司基建环保收入 102.63 亿港元，同比保持稳定，收入份额提升 3.7pp 至 35.5%；房地产业务收入 151.52 亿港元，受行业影响下滑，收入份额下降至 52.4%，而消费品业务收入 35.03 亿港元，逆势增长 9.4%，收入份额提升 2.3pp 至 12.1%。此外，大健康业务通过参股方式布局，只并表利润。

图 3：公司营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

利润以基建环保为基本盘。以归母净利润而言，2024 年基建环保业务为 26.3 亿港元，同比增长 13.3%，利润贡献提升至 85%；而消费品业务 6.43 亿港元，增长达 71.8%，利润贡献 20.8%；房地产弹性较大，受行业影响产生了亏损，但亏损率仅为 0.24%，对利润影响小；大健康保持盈利，参股公司上海医药保持成长能力。

表 1：公司分业务归母净利润

(亿港元)	2024 年	2023 年	同比
基建环保	26.29	23.21	13.3%
房地产	-2.36	8.39	NA
消费品	6.43	3.75	71.8%
大健康	0.54	0.80	-32.0%
合计	30.90	36.14	-14.5%

数据来源：公司公告，西南证券整理

收费公路业务稳步增长。公司旗下三条收费公路，总体车流量及通行费收入平稳增长，股东净利润合计 10.81 亿港元，利润率高达 53.3%，占比业务利润比重达 41.1%。2024 年，京沪高速公路（上海段）江桥收费站试行准自由流收费模式，大大提升了高峰时段的通行效率。沪渝高速公路（上海段）稳步有序地推进路段扩宽改建项目，增设西岑东出入口项目的整体工程建设进度已完成 85%，为华为青浦研发中心投入使用后的车流量做好准备。沪昆高速公路（上海段）积极推进智能站试点项目，完成新桥主线收费站出口预交易及入口准自由流、自助发卡机试点，进一步提升收费站通行能力。

表 2：公司收费公路主要经营数据

收费公路	公司所占权益	公司所占净利润(亿港元)	通行费收入(亿港元)	车流量(万架次)	同比
京沪高速公路(上海段)	100%	3.59	5.90	4,219	3.0%
沪昆高速公路(上海段)	100%	5.53	9.33	7,598	2.8%
沪渝高速公路(上海段)	100%	1.69	5.06	3,652	-3.6%
总计		10.81	20.29	15,469	1.3%

数据来源：公司公告，西南证券整理

杭州湾大桥向公众发行 REITs。上海跻沅（公司间接全资子公司）以最终成交价（扣除必要费用后）人民币 18.64 亿元出售其所持有的杭州湾大桥 23.06% 股权，并将收到的部分款项用于认购和缴纳获配的 1.58 亿份 REITs 份额，约占基金总份额的 15.83%；由此产生的净现金流以现金形式收回。该 REITs 已募结完成并于 2024 年 12 月 26 日成功上市，基金代码为 508036，上海跻沅不再持有杭州湾大桥的股权，转为持有 REIT 基金份额。公司已将持有份额以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。

水务业务规模逐步扩大。上实控股的水务业务目前有两个平台，分别为上实环境和中环水务。旗下上实环境 2024 年实现收入人民币 75.96 亿元，同比增加 0.3%；归母净利润为人民币 6.05 亿元，同比上升 0.2%。收入及净利润小幅增长，主要得益于营运收入（包含服务特许安排财务收入）的稳步提升以及财务费用较去年大幅减少。尽管受建设规模缩减影响，建设收入（包含建设期服务特许经营安排财务收入）有所下降，但整体经营效益仍保持良好增长态势。中环水务 2024 年实现营业收入 19.42 亿港元，同比减少 6.5%；净利润为 2.79 亿港元，同比增加 5.2%。随着化债相关政策的出台，有望显著缓解环保行业应收账款回款问题，改善企业现金流，为行业带来重要发展机遇。

粤丰环保私有化计划启动。2024 年 7 月 22 日，粤丰环保（公司持股 19.48%）与瀚蓝环境发出联合公告，公布在满足若干先决条件的前提下，瀚蓝环境向粤丰环保股东提出全面收购要约，并拟以每股注销价格 4.9 港元对公司进行私有化。私有化计划须寻求独立股东于开曼群岛法院会议及公司股东特别大会上批准后，方可落实。2024 年，粤丰环保持续经营业务的总收入较上年度下跌 15.4% 至 41.98 亿港元，下跌主要由于大部分垃圾焚烧发电项目已投产，令项目建设产生的建设收入大幅减少所致。

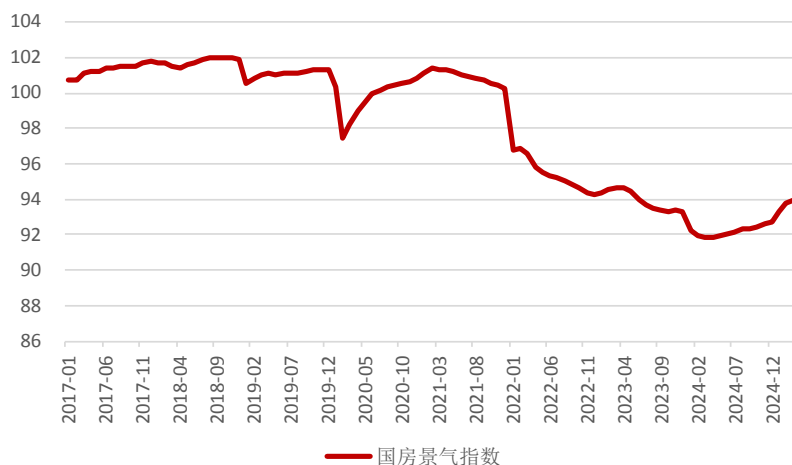
光伏业务领域积极布局。截至 2024 年底，星河数码及其控股的星河能源光伏电站资产规模达 740 兆瓦，15 个项目上网电量约 9.62 亿千瓦时，受沙尘天气、西北极端降雨、各省光伏风电装机激增致限电加剧，以及个别电站主变故障非计划停电等因素影响，电量较去年减少 11.04%。另一方面，国家大力发展非化石能源等政策出台，推动经济社会绿色转型，利好行业发展，公司光伏团队持续加强政策、行业及项目收购等研究工作。

大健康业务稳中向好，持续创造盈利贡献。上药集团 2024 年收入为人民币 2746.93 亿元，较 2023 年上升 5.5%；净利润为人民币 8.7 亿元，同比下降 11.98%，主要是非上市部分资产处置净收益（房地产政府征收）同比减少 2.54 亿元。上药集团目前持有沪港两地上市公司上药股份 19.35% 的 A 股股份，为其单一第一大 A 股股东；2024 年非上市部分业务录得收益主要来自房地产征收项目。

房地产业务在行业波动中展现韧性发展。公司房地产业务涵盖物业开发和物业投资，兼具住宅及商用物业的特色。目前旗下资产包括上实城市开发(0563.HK)及上实发展(600748)，分别在上海、东部沿海、长江沿岸、长三角、环渤海等地区，以及中西部二、三线城市拥有优质的土地资源。2024 年公司房地产业务亏损 2.36 亿港元，较上年度由盈转亏，占公司业务净利润约负 7.7%，下跌主要由于上实发展交房结转收入大幅减少及公司直接持有 49% 权益的“上实·海上湾”项目于上年度确认物业结转入账提供大额盈利贡献。截至 2024 年年底，公司总土地储备共 420 万平方米。凭著较低的土地成本和优秀运营团队的优势，上实控股的房地产业务显示出优厚的增值和盈利潜力。

2024 年，政府持续出台支持政策，旨在促进房地产市场的平稳健康发展，但受国内外多重因素的交织影响，市场复苏进程较为缓慢，信心仍需时间恢复。2025 年以来，国房景气指数处于较低景气水平但持续回升，3 月份为 93.96，自 2024 年 5 月以来已连续 11 个月回升。房地产市场整体呈现筑底企稳特征，开发投资降幅收窄，销售面积和销售额降幅也持续收窄。公司密切关注行业政策的变化，在以上海为核心的长三角经济区等重点区域战略布局，继续推动存量项目工程的开展。

图 4：国房景气指数



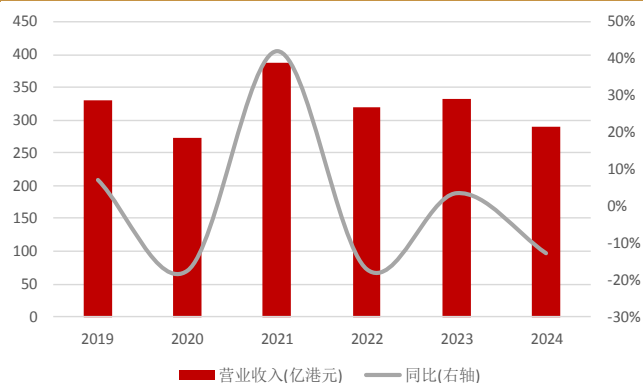
数据来源：Wind，西南证券整理

消费品市场向好，业务稳定发展。消费品业务 2024 年盈利贡献为 6.43 亿港元，较上年度上升 71.8%，占公司业务净利润约 20.8%。其中，南洋烟草坚决落实“固本强基、不断创新”的发展方针，密切关注市场变化，主动把握出货节奏，适时调节，继续拓展海内外市场，成效持续显现，销售大盘稳步向好，销售量及销售额同比稳步回升；永发印务贯彻稳健经营的理念，在资产运营效益提升、烟包业务较好回暖及内部挖潜增效等多重积极因素贡献下，实现了全年业绩稳步向好。

1.2 抗周期经营稳健，高分红回馈股东

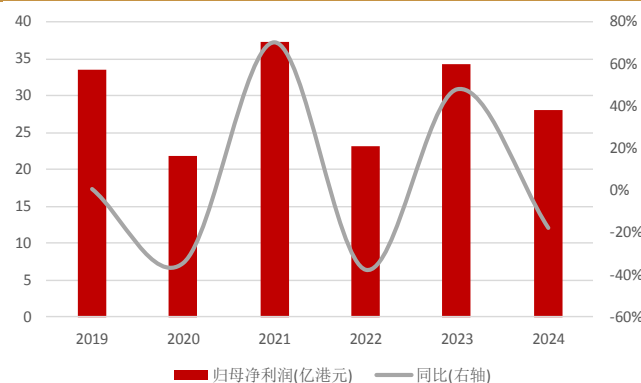
以稳应变破局周期。自 2019 年以来，公司营业收入和归母净利润受房地产市场调控、宏观经济环境变化、公司战略调整等多因素影响，呈现出波动变化的态势。然而，在多元的业绩结构下，公司仍然保持了相对稳定的盈利能力，2019-2024 年营收平均值为 322 亿港元，归母净利润平均值为 30 亿港元。2024 年，公司营收 289.2 亿港元，较上年度下跌 11.6%；归母净利润 28.1 亿港元，同比下跌 18%。收入下跌主要由于 2024 年上实发展交房结转收入大幅减少，盈利下跌主要是由于上实发展交房结转收入大幅减少及公司直接持有 49% 权益的“上实·海上湾”项目于上年度确认物业结转入账提供大额盈利贡献。

图 5：2019-2024 年公司营收平均值为 322 亿港元



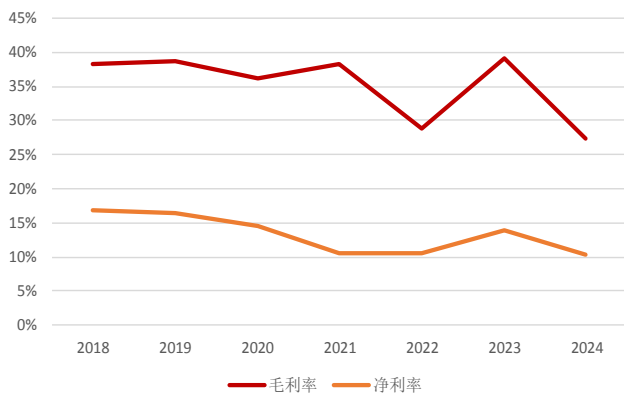
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2019-2024 年公司归母净利润平均值为 30 亿港元

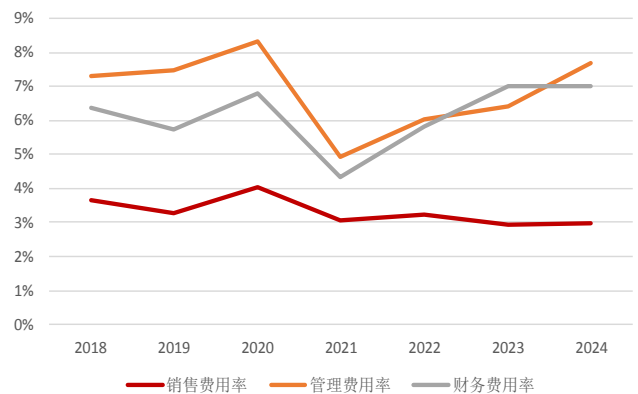


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率呈波动变化，费用管控良好。2024 年，公司毛利率为 27.3%，同比下跌 11.8pp。房地产市场受政策调控与供需关系影响显著，2024 年房地产业务交房结转销售大幅减少，拉低了整体毛利率；而基建环保业务相对稳定，2024 年其收入份额提升 3.7 个百分点至 35.5%，在一定程度上稳定了毛利率。2024 年，公司期间费用同比下降 6% 至 51.1 亿港元，受营收同比下降 11.6% 影响，期间费用率提高 1.3pp 至 17.7%。

图 7：毛利率呈波动变化，净利率维持 10% 以上


数据来源：Wind，西南证券整理

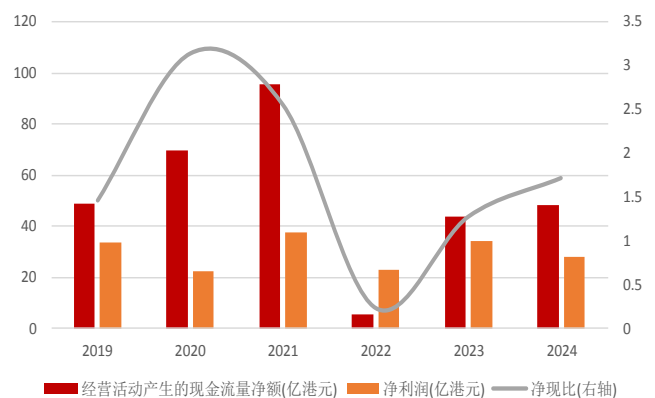
图 8：2019-2024 年期间费用率平均值为 16.2%


数据来源：Wind，西南证券整理

流动资金充裕，现金流强劲。截至 2024 年末，公司持有现金及现金等价物 208.4 亿港元，现金比例达 31.6%。2024 年，经营活动产生的现金流量净额 48.1 亿港元，净现比为 1.7，保持提升趋势。同时，公司资本支出谨慎，期间已签约的资本性承诺为 33.38 亿港元，相比于去年同期减少 48.82 亿港元。

图 9：2019-2024 年公司现金比例

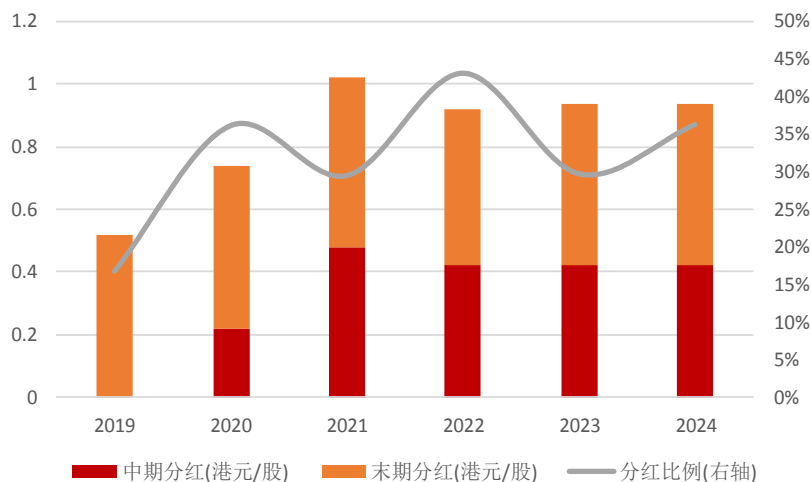

数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2019-2024 年公司净现比


数据来源：Wind，西南证券整理

分红比例维持较高水平。根据 Wind 数据，自 2000 年至今公司累计分红高达 53 次，累计分红金额 213.8 亿港元，累计分红比例为 33%。近年来，在多元驱动下，凭借着业务强大的现金流能力，公司每年派息金额基本保持稳定。2024 年全年股息每股 0.94 港元，其中中期股息每股 0.42 港元，末期股息每股 0.52 港元，分红比例 36.4%，股息率达到 8%。

图 11：公司历年分红情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

1) 我们预计随着宏观经济逐步修复，路桥基建业务将继续展现现金牛属性，同时，随着环保政策陆续推出，公司有望抓住机遇稳步拓展市场份额，我们预计 2025-2027 年公司基建环保业务量同比增长 4%、4%、4%，由于两项业务均具有公用事业属性，预计单价维持稳定，综合影响下 2025-2027 年公司基建环保业务营收同比增长 4%、4%、4%；

2) 政策加码推动房地产市场止跌回稳，新房市场景气度逐步回升，预计 2025-2027 年房地产营收同比增长 2%、2%、3%；消费品业务通过技术革新和市场拓展稳步增长，预计 2025-2027 年消费品营收同比增长 8%、7%、5%；

3) 公司成本随着业务量增长有增加，但我们预计公司整体毛利率随着产能利用率的提升，能够有进一步下降的空间，预计 2025-2027 年公司营业成本同比增加 3%、3%、3%。

表 3：公司收入预测

业务情况（百万港元）		2024A	2025E	2026E	2027E
基建环保	收入	10262.6	10673.1	11100.1	11544.1
	增速	-1.3%	4.0%	4.0%	4.0%
房地产	收入	15152.0	15455.1	15764.2	16237.1
	增速	-20.7%	2.0%	2.0%	3.0%
消费品	收入	3503.0	3783.3	4048.1	4250.5
	增速	9.4%	8.0%	7.0%	5.0%
总计	收入	28917.7	29911.5	30912.3	32031.7
	增速	-11.6%	3.4%	3.4%	3.6%
	毛利率	27.3%	27.6%	27.9%	28.3%

数据来源：ifnd，西南证券

我们预计公司 2025-2027 年营收为 299.1、309.1、320.3 亿港元，归母净利润为 30.9、33.5、35.9 亿港元，EPS 为 2.84、3.08、3.3 港元，BPS 为 44.22、44.73、45.37 港元。

表 4：可比公司估值

公司	代码	股价 (港元)	每股净资产 (港元)				市净率 (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
深圳国际	0152.HK	7.97	14.07	14.42	15.22	16.1	0.57	0.55	0.52	0.50
中国海外发展	0688.HK	14.36	35.44	35.93	36.99	38.34	0.41	0.40	0.39	0.37
可比公司估值							0.49	0.48	0.46	0.44
上海实业控股	0363.HK	11.58	43.75	44.22	44.73	45.37	0.26	0.26	0.26	0.26

数据来源: wind, 西南证券整理

考虑到公司业务呈现多元化布局，其中涵盖收费公路、房地产等主要板块，我们选取和公司业务较为相近的两家公司，深圳国际以及中国海外发展，可比公司 2025 年平均 PB 为 0.48 倍。我们认为公司业绩中长期向好，考虑到流动性折价，给予公司 2025 年 0.34 倍 PB，对应目标价 15.03 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

宏观经济波动风险、消费复苏放缓风险、地产改善或不及预期、公路收费政策风险等。

附：财务报表

资产负债表 (百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	21053.11	18844.24	19474.77	20179.95	营业额	28917.70	29911.49	30912.34	32031.67
应收账款	6762.74	5480.94	5664.34	5869.44	销售成本	21016.60	21647.90	22297.34	22966.26
预付款项、按金及其他应收款项	5241.95	6299.09	6509.86	6745.59	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	858.84	921.95	952.80	987.30
存货	25260.92	36781.60	37885.05	39021.60	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	7671.34	4787.46	4947.65	5126.81	财务费用	2025.00	2024.05	2091.79	2148.75
流动资产总计	65990.07	72193.34	74481.68	76943.39	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	16621.11	16621.11	16621.11	16621.11	投资收益	510.00	572.98	620.02	567.67
固定资产	6244.78	5951.28	5657.77	5364.27	公允价值变动损益	-779.48	-400.00	-100.00	0.00
					营业利润	4747.78	5490.57	6090.43	6497.04
无形资产	16612.11	15504.64	14397.16	13289.69	其他非经营损益	154.59	100.00	50.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	4902.37	5590.57	6140.43	6497.04
其他非流动资产	63044.63	65050.64	68339.06	69849.80	所得税	1900.05	2285.51	2371.07	2501.41
非流动资产合计	102522.63	105627.66	107681.77	108708.20	税后利润	3002.32	3305.06	3769.36	3995.62
资产总计	168512.69	177821.00	182163.45	185651.59	归属于非控股股东利润	194.67	214.17	424.05	404.76
					归属于母公司股东利润	2807.65	3090.90	3345.30	3590.87
应付账款	5742.77	6275.58	6463.85	6657.77	EBITDA	8943.49	9509.58	10178.11	10619.36
其他流动负债	15220.90	21433.12	22116.84	22855.86	NOPLAT	4867.38	4775.23	5028.69	5237.89
流动负债合计	40168.74	48752.27	52117.91	54510.10	EPS(港元)	2.58	2.84	3.08	3.30
长期借款	40274.02	40274.02	40274.02	40274.02					
其他非流动负债	9776.60	9776.60	9776.60	9776.60	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	50050.62	50050.62	50050.62	50050.62	成长能力				
负债合计	90219.36	98802.90	102168.54	104560.73	营收额增长率	-11.6%	3.4%	3.3%	3.6%
股本	13649.84	13649.84	13649.84	13649.84	EBIT 增长率	-37.4%	9.9%	8.1%	5.0%
					EBITDA 增长率	-29.9%	6.3%	7.0%	4.3%
					税后利润增长率	-33.7%	10.1%	14.0%	6.0%
归属于母公司股东权益	47570.51	48081.11	48633.86	49325.06	盈利能力				
归属于非控制股东权益	30722.83	30936.99	31361.05	31765.80	毛利率	27.3%	27.6%	27.9%	28.3%
权益合计	78293.33	79018.10	79994.91	81090.86	净利率	10.4%	11.0%	12.2%	12.5%
负债和权益合计	168512.69	177821.00	182163.45	185651.59	ROE	5.9%	6.4%	6.9%	7.3%
					ROA	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%
					ROIC	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
现金流量表 (百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	3072.69	3074.27	3220.43	3427.96	P/E	4.52	4.11	3.80	3.54
折旧与摊销	2016.12	1894.96	1945.89	1973.57	P/S	0.44	0.42	0.41	0.40
财务费用	2025.00	2024.05	2091.79	2148.75	P/B	0.27	0.26	0.26	0.26
其他经营资金	-2300.54	-1667.11	-785.82	-823.59	股息率	0.12	0.16	0.17	0.18
经营性现金净流量	4813.27	5326.17	6472.30	6726.69	EV/EBIT	35.63	33.05	30.93	29.66
投资性现金净流量	-6917.42	-5342.19	-4071.09	-3000.00	EV/EBITDA	27.60	26.47	25.01	24.15
筹资性现金净流量	-1380.40	-2192.86	-1770.66	-3021.51	EV/NOPLAT	50.70	52.71	50.63	48.96
现金流量净额	-3484.56	-2208.88	630.54	705.18					

数据来源：公司公告，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
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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn