

## 主业与新业并举，盈利与成长齐飞

### 投资要点

- 事件:** 浙商中拓公布 2022 半年度报告。公司上半年实现营收 907.2 亿元，同比 +5.3%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比 +30%。分产品来看，黑色供应链、有色供应链、再生资源供应链、能源化工供应链、新能源供应链收入分别为 729.8、17.3、45.2、33.2、66.7 亿元，占比 80.4%、1.9%、5%、3.7%、7.4%，同比 +14.4%、-21.2%、-61.4%、-34.6%、+245.2%。公司在巩固核心产品（黑色供应链）的同时，积极扩展毛利润更高的新能源产业链。
- 国资赋能，股权激励。** 地方国资背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司拥有更强的融资能力，支撑业务快速发展。2022H1，交投集团下属的浙江省交通投资集团财务有限责任公司对公司提供 26.5 亿元授信。公司在浙江省属国有上市公司中率先实施管理团队参与定向增发、限制性股票激励计划和股票期权激励计划，持续推动子公司实施管理团队持股，不断完善管理团队中长期激励约束机制，形成了长期稳定的优秀核心团队。2015 年至今，公司共进行 5 轮股权激励，累计奖励相关业务人员股份超过 12%。
- 市场规模巨大，头部企业市场占有率有望持续提升。** 受益于中国制造业的飞速发展，大宗供应链市场规模巨大。近五年，大宗商品供应链市场规模稳定在 40-50 万亿元左右。相较于美日市场，国内头部企业市场占有率低。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，对应市场占有率由 1.8% 快速提升至 4.1%，但距美日大宗供应链 CR4 市场占有率还有较大差距。
- 供应链服务、风控、金融组成核心竞争力。** **供应链集成服务方面:** 截至 2022H1，公司自管仓库已达 136 个，其中百万吨级吞吐量仓库 8 个，基本覆盖公司业务主要集散区域，网络货运平台整合的车辆约 1.6 万辆。“数字中拓”主干道建设，已完成总体设计交付，全面进入项目开发和测试阶段；**风险控制方面:** 公司为应对价格波动风险，建立了期货对冲机制，减少现货价格波动对利润的冲击；**供应链金融方面:** 截至 2022H1，累计用信近 70 亿元，时点用信超 20 亿元，服务中小企业近 200 家。
- 营运能力带动盈利能力提升。** 2022H1，应收账款周转天数为 10.1 天，同比 -19.1%，存货周转天数为 14.1 天，同比 -6.3%。公司期间费用管控能力持续增强，期间费用率持续下降，在高速扩张的同时兼顾成本管控。2022H1，销售费用率、管理费用率、财务费用率继续保持在较低水平，分别为 0.3%、0.3%、0.4%。2017H1-2021H1 年，受益于公司营运能力的提升，ROE 快速提升，CAGR 为 23.7%。2022H1，ROE（加权）为 11.9%，同比 +0.3pp。
- 盈利预测与投资建议:** 我们看好公司供应链集成服务，认为公司市场份额将会持续提升，利润率也会因为新能源业务的高速扩张得以提升。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.9、16.8、20.3 亿元，EPS 分别为 1.74、2.44、2.95 元，对应的 PE 为 6、5、4 倍。我们看好公司的长期增长能力，给予 6 倍 PE，对应目标价 14.64 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 大宗商品价格波动风险、期货市场操作风险、内部管理风险等。

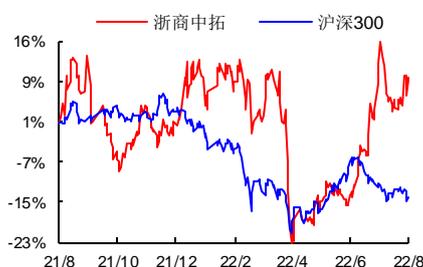
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	178270.16	226403.34	281665.22	337998.27
增长率	63.59%	27.00%	24.41%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	819.14	1194.24	1676.06	2031.49
增长率	47.56%	45.79%	40.35%	21.21%
每股收益 EPS(元)	1.19	1.74	2.44	2.95
净资产收益率 ROE	15.75%	19.97%	22.33%	21.96%
PE	9	6	5	4
PB	1.71	1.71	1.30	1.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒  
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)	6.88
流通 A 股(亿股)	6.83
52 周内股价区间(元)	8.3-12.25
总市值(亿元)	77.43
总资产(亿元)	358.04
每股净资产(元)	4.87

### 相关研究

## 目 录

1 国内大宗商品供应链领域的奋进者 .....	1
2 市场规模巨大，头部企业市场占有率有望持续提升 .....	2
3 供应链服务、风控、金融组成核心竞争力 .....	3
4 营运能力带动盈利能力提升 .....	5
5 盈利预测及估值 .....	6
6 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1: 浙商中拓发展历程.....	1
图 2: 浙商中拓主要股权结构.....	2
图 3: 浙商中拓营业收入.....	2
图 4: 浙商中拓 2022H1 主营业务构成.....	2
图 5: 国内大宗供应链市场规模.....	3
图 6: 国内大宗供应链 CR4 和浙商中拓市场占有率.....	3
图 7: 浙商中拓一体化供应链服务模式.....	4
图 8: 浙商中拓数字化供应链服务.....	4
图 9: 浙商中拓物流金融模式.....	5
图 10: 浙商中拓应收账款周转天数和存货周转天数.....	5
图 11: 浙商中拓期间费用率.....	5
图 12: 浙商中拓 ROE (加权).....	6

## 表 目 录

表 1: 盈利预测.....	6
表 2: 可比公司估值.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

## 1 国内大宗商品供应链领域的奋进者

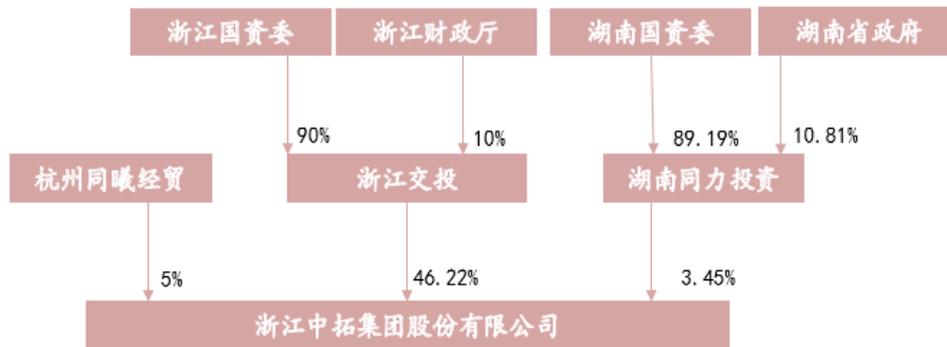
**成于潇湘，长于之江。**浙商中拓（下称“公司”）成立于 1999 年 4 月，同年，公司在深交所上市，原名南方建材。公司主营建材、化工产品贸易、租赁车、出租车服务，业务区域主要集中在长沙及其周边地区。2008 年，物产国际收购公司 50.5% 股份，成为公司控股股东，改组公司管理层，并将业务扩展至六省一市。公司实际控制人也由湖南省国资委转为浙江省国资委。后因物产集团整体上市，公司与其子公司物产中大构成同业竞争，股权先被划转至浙江省国有资产运营有限公司，后被划至浙江省交通投资集团有限公司。此后，公司业务开始向全国扩展，经营的大宗商品种类也快速增加，开始涉足新能源和再生能源领域。公司已连续 13 年入围《财富》中国 500 强榜单，2022 年排名第 69 位，连续三年获深交所信息披露最高评级“A”级，主体长期信用评级为 AA+；入选“第一批全国供应链创新与应用示范企业”、“全国物流行业先进集体”、“国家 5A 级物流企业”、“浙江省物流创新发展试点名单”、“浙江省重点进口平台”。

图 1：浙商中拓发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

**国资赋能，股权激励。**公司的实际控制人为浙江省国资委，通过控股浙江省交通投资集团有限公司的方式，控制 46.2% 的股份。此外，湖南国资合计持有公司 3.5% 的股份。地方国资背景为公司提供了强大的信用背书，使得公司拥有更强的融资能力、更低的融资成本和更多客户信任，支撑业务快速发展。2022H1，交投集团下属的浙江省交通投资集团财务有限责任公司对公司提供 26.5 亿元授信。公司在浙江省属国有上市公司中率先实施管理团队参与定向增发、限制性股票激励计划和股票期权激励计划，持续推动子公司实施管理团队持股，不断完善管理团队中长期激励约束机制，形成了长期稳定的优秀核心团队。2015 年至今，公司共进行 5 轮股权激励，累计奖励相关业务人员股份超过 12%。

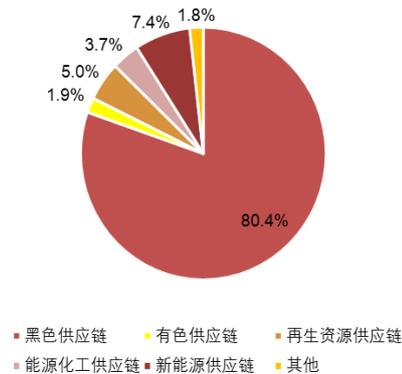
**图 2：浙商中拓主要股权结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**营收持续增长，业务结构持续优化。**公司业绩持续高速增长，2016-2021 年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别为 40.1%、45.6%。2022H1，公司实现营收 907.2 亿元，同比 +5.3%，归母净利润 4.7 亿元，同比 +30.1%。主营业务分产品来看，黑色供应链、有色供应链、再生资源供应链、能源化工供应链、新能源供应链收入分别为 729.8、17.3、45.2、33.2、66.7 亿元，占比 80.4%、1.9%、5%、3.7%、7.4%，同比 +14.4%、-21.2%、-61.4%、-34.6%、+245.2%。可以看出，公司在巩固核心产品（黑色供应链）的同时，积极扩展毛利润更高的新能源产业链。

**图 3：浙商中拓营业收入**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：浙商中拓 2022H1 主营业务构成**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 市场规模巨大，头部企业市场占有率有望持续提升

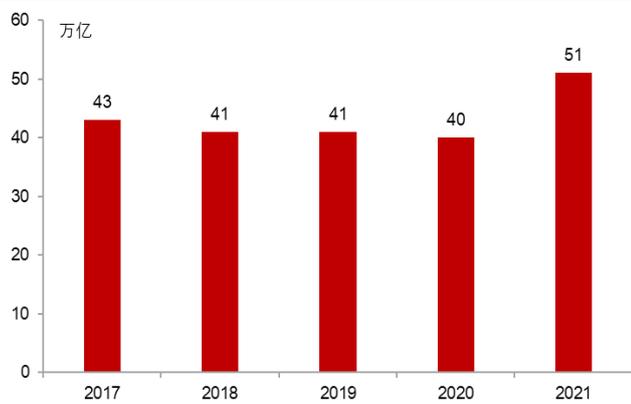
**政策红利释放，进一步助推行业发展。**近年来，支持生产性服务业发展的相关支撑政策陆续出台。2021 年 3 月，国家发展改革委等 13 部门印发《关于加快推动制造业高质量发展的意见》（发改产业〔2021〕372 号），提出要聚焦重点环节和领域，从推动制造业供应链创新应用等 6 方面加快推动制造业发展。2022 年中央经济工作会议和两会报告中强调要促进产业链供应链循环畅通，打通生产、分配、流通、消费各环节，增强产业链供应链稳定。2022 年 4 月《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》出台，提出优化商贸流通基础设施布局，培养一批有全球影响力的供应链企业。政策红利不断释放助推

行业进一步发展。

**大宗供应链市场规模巨大。**大宗供应链主要包括农产品、能源化工、金属矿产等板块。我国制造业产值占全球的比重连续多年稳居世界第一，制造业的飞速发展催生了对大宗供应链服务的庞大需求。同时，随着“一带一路”发展格局的不断深化，中国制造业加速出海，中国大宗商品供应链国际化迎来全新机遇。近五年，大宗商品供应链市场规模稳定在 40-50 万亿元左右。

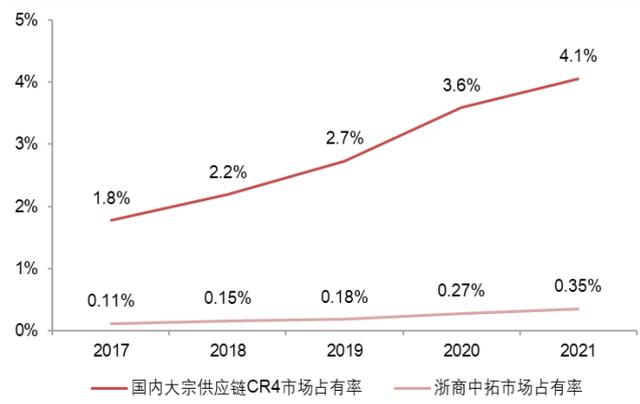
**相较于美日市场，国内头部企业市场占有率低。**中国大宗供应链 CR4 市场体量由 2017 年的 8000 亿元左右增长至 2021 年的超 2 万亿元，对应市场占有率由 1.8% 快速提升至 4.1%，但距美日大宗供应链 CR4 市场占有率还有较大差距。中国大宗供应链 CR4 销售净利率平均 0.6% 左右，距离嘉能可、三井物产、三菱商事等海外头部大宗供应链企业 2.0% 以上的销售净利率水平还有很大提升空间。

**图 5：国内大宗供应链市场规模**



数据来源：厦门象屿公告，西南证券整理

**图 6：国内大宗供应链 CR4 和浙商中拓市场占有率**



数据来源：厦门象屿公告，西南证券整理

**客户需求由“低价”向“安全、高效”转变，行业竞争转向“以质取胜”。**制造业企业日益专业化、规模化，对原辅材料采购供应、产成品分销需求由单纯追求“价格低廉”转为更加注重整体供应链“安全、高效”，进而对原辅材料组合供应、产成品快速分销、物流配送高效、环节成本优化、资金融通便捷、库存安全和周转效率提出更高要求。

### 3 供应链服务、风控、金融组成核心竞争力

**优秀的供应链集成服务能力。**公司从全产业链各主体、各环节、各要素入手搭建集成服务平台，为客户提供端到端的产销衔接、库存管理、物流配送、生产加工、产业金融、套期保值、管理咨询等全链条集成化管理和一站式服务。同时，根据行业发展变化并结合自身资源能力，持续优化创新商业模式，深入推进产融一体、贸工一体、内外一体，为客户提供多层次、全方位、个性化的解决方案，客户黏性不断增强，服务网点实现区域全覆盖，协同效应明显，具有强大的供应链集成服务能力。2022H1，公司自管仓库已达 136 个，其中百万吨级吞吐量仓库 8 个，基本覆盖公司业务主要集散区域，网络货运平台整合的车辆约 1.6 万辆。

图 7：浙商中拓一体化供应链服务模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

**数字化赋能供应链服务。**公司高度重视以数字科技促进管理提升和业务创新，积极推动全方位的上下贯通的数字化转型。以信息化手段为支撑，通过区块链、物联网、大数据等技术，助力公司完成从信息化支撑业务到数字化赋能业务的转变；以数字化赋能供应链集成服务、风险管控，为产业链合作伙伴带来全新的价值提升。2022H1，公司积极推动“数字中拓”主干道建设，已完成总体设计交付，全面进入项目开发和测试阶段。

图 8：浙商中拓数字化供应链服务

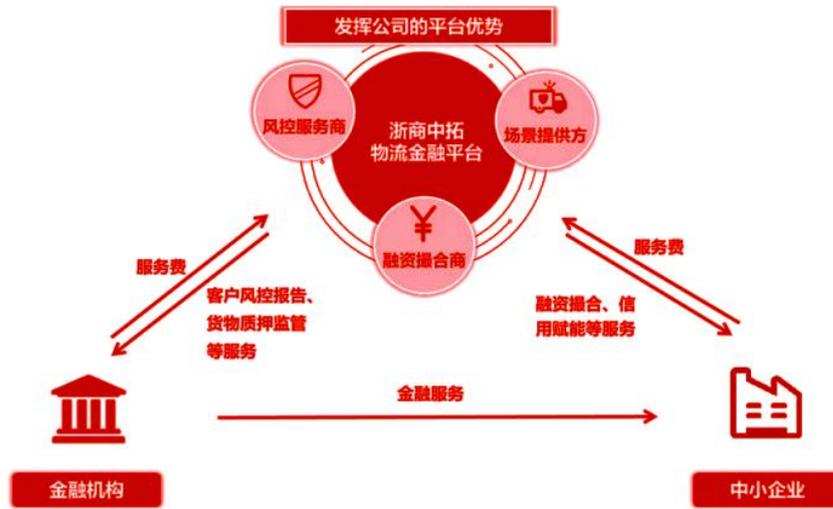


数据来源：公司公告，西南证券整理

**健全的风控体系。**公司对业务全过程进行 360 度审视，事前严格执行客户资信准入及评级制度，把关合作客户质量；事中强化货权管控、加强单据管理，注重检查核实客户实际生产情况，并开展持续的动态跟踪；事后及时处置以及进行内部培训教育，将防范风险嵌入业务发展和管理全过程。同时，公司积极探索智能风控，通过嵌入物联网、区块链等新技术提升风控水平。公司为应对价格波动风险，建立了期货对冲机制，减少现货价格波动对利润的冲击。

**成熟的供应链金融体系。**公司基于供应链集成服务和风险管控能力，发挥公司数字天网和物流地网优势，通过提供货物质押监管、价格盯市、市场渠道等服务，充当银行等金融机构与制造类企业间的风控中介，为制造类企业盘活原材料、半成品、产成品等存货价值，助力金融机构服务实体经济，普惠中小微企业，解决融资难、融资贵、融资烦问题。截至 2022H1，累计用信近 70 亿元，时点用信超 20 亿元，服务中小企业近 200 家。

图 9：浙商中拓物流金融模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 营运能力带动盈利能力提升

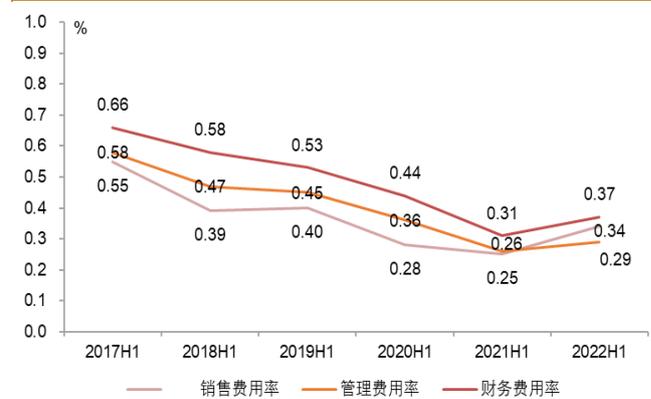
公司主要经营是钢铁等低利润率的商品，营运能力对于盈利能力的提升就显得尤为重要。2022H1，应收账款周转天数为 10.1 天，同比-19.1%，存货周转天数为 14.1 天，同比-6.3%。2017-2021 年公司应收账款周转天数从 14.1 天降到 8 天，减少 43.3%，存货周转天数从 14.5 天降到 9.9 天，减少 31.7%，公司营运能力持续提升。2017-2021 年，期间费用管控能力持续增强，期间费用率持续下降，在高速扩张的同时兼顾成本管控。2022H1，销售费用率、管理费用率、财务费用率继续保持在较低水平，分别为 0.3%、0.3%、0.4%。

图 10：浙商中拓应收账款周转天数和存货周转天数



数据来源：Wind，西南证券整理

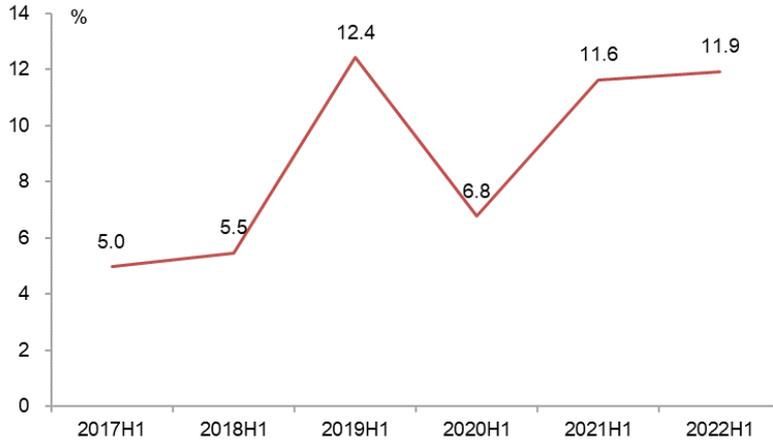
图 11：浙商中拓期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

公司销售毛利润近几年表现较为平稳，维持在 2% 左右。2017H1-2021H1 年，受益于公司营运能力的提升，ROE 快速提升，CAGR 为 23.7%。2022H1，ROE（加权）为 11.9%，同比+0.3pp。

图 12：浙商中拓 ROE（加权）



数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 盈利预测及估值

### 关键假设：

公司主要经营的钢材贸易高速增长，新培育的新能源业务未来也会成为新的增长点。我们认为公司供应链集成服务仍会保存高速增长，预计 2022-2024 年供应链集成服务的营收增长率分别为 27%、26%、20%。

表 1：盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
供应链集成服务（百万元）	107244.8	175948.8	223454.9	281553.2	337863.9
YoY	50.4%	64.1%	27.0%	26.0%	20.0%
其他业务（百万元）	1872.6	2457.0	2948.4	112.0	134.4
YoY	-17.8%	31.2%	20.0%	20.0%	20.0%
收入合计（百万元）	108976.5	178270.2	226403.3	281665.2	337998.3
YoY	48.3%	63.6%	27.0%	24.4%	20.0%
成本合计（百万元）	106780.3	175458.9	222621.7	276673.9	332076.2
YoY	48.7%	64.3%	26.9%	24.3%	20.0%
毛利率	2.0%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%

数据来源：西南证券

我们看好公司供应链集成服务，认为公司市场份额将会持续提升，利润率也会因为新能源业务的高速扩张得以提升。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.9、16.8、20.3 亿元，EPS 分别为 1.74、2.44、2.95 元，对应的 PE 为 6 倍。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
建发股份	600153.SH	10.99	2.1	2.2	2.5	2.8	4.3	5.2	4.5	4.0
厦门象屿	600057.SH	9.43	1.0	1.2	1.4	1.6	8.5	8.1	6.8	5.8
物产中大	600704.SH	4.65	0.8	NA	NA	NA	7.8	NA	NA	NA
可比公司均值							6.9	6.7	5.7	4.9

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、厦门象屿和物产中大作为可比公司。可比公司 2023 年 PE 均值为 6 倍。我们看好公司的长期增长能力, 给予 6 倍 PE, 对应目标价 14.64 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6 风险提示

大宗商品价格波动风险、期货市场操作风险、内部管理风险等。

**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	178270.16	226403.34	281665.22	337998.27	净利润	1004.79	1293.23	1793.71	2165.59
营业成本	175458.92	222621.67	276673.89	332076.24	折旧与摊销	65.22	72.67	72.67	72.67
营业税金及附加	122.41	160.98	203.89	239.03	财务费用	560.17	488.79	813.16	934.17
销售费用	444.75	705.87	790.94	948.72	资产减值损失	-48.46	-35.80	-39.47	-41.24
管理费用	460.14	805.25	914.32	1057.26	经营营运资本变动	834.73	-3337.97	-2303.26	-813.86
财务费用	560.17	488.79	813.16	934.17	其他	21.83	-15.42	28.87	35.88
资产减值损失	-48.46	-35.80	-39.47	-41.24	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2438.27</b>	<b>-1534.51</b>	<b>365.68</b>	<b>2353.20</b>
投资收益	199.30	30.00	30.00	30.00	资本支出	-248.98	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-40.03	-5.52	-13.47	-19.67	其他	62.68	24.48	16.53	10.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-186.30</b>	<b>44.48</b>	<b>16.53</b>	<b>10.33</b>
<b>营业利润</b>	<b>1268.12</b>	<b>1681.06</b>	<b>2325.02</b>	<b>2794.42</b>	短期借款	-53.47	19637.53	6195.99	4539.16
其他非经营损益	18.32	8.13	9.75	12.07	长期借款	13.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1286.44</b>	<b>1689.18</b>	<b>2334.77</b>	<b>2806.48</b>	股权融资	58.60	-35.03	0.00	0.00
所得税	281.66	395.96	541.06	640.90	支付股利	-202.26	-163.83	-238.85	-335.21
净利润	1004.79	1293.23	1793.71	2165.59	其他	-218.56	-1534.24	-813.16	-934.17
少数股东损益	185.64	98.99	117.65	134.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-401.79</b>	<b>17904.43</b>	<b>5143.98</b>	<b>3269.77</b>
归属母公司股东净利润	819.14	1194.24	1676.06	2031.49	<b>现金流量净额</b>	<b>1926.03</b>	<b>16414.40</b>	<b>5526.19</b>	<b>5633.30</b>
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	6225.93	22640.33	28166.52	33799.83	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	8960.94	15509.93	17746.32	20472.86	销售收入增长率	63.59%	27.00%	24.41%	20.00%
存货	5097.01	6512.78	8098.79	9725.53	营业利润增长率	54.73%	32.56%	38.31%	20.19%
其他流动资产	564.25	202.88	225.61	248.78	净利润增长率	61.16%	28.71%	38.70%	20.73%
长期股权投资	816.41	816.41	816.41	816.41	EBITDA 增长率	39.85%	18.43%	43.18%	18.39%
投资性房地产	43.56	43.56	43.56	43.56	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	544.34	515.53	486.73	457.92	毛利率	1.58%	1.67%	1.77%	1.75%
无形资产和开发支出	376.50	313.68	270.85	228.03	三费率	0.82%	0.88%	0.89%	0.87%
其他非流动资产	465.18	464.14	463.10	462.06	净利率	0.56%	0.57%	0.64%	0.64%
<b>资产总计</b>	<b>23094.12</b>	<b>47019.24</b>	<b>56317.88</b>	<b>66254.96</b>	ROE	15.75%	19.97%	22.33%	21.96%
短期借款	3226.11	22863.64	29059.62	33598.78	ROA	4.35%	2.75%	3.18%	3.27%
应付和预收款项	9271.44	15493.16	16409.41	20119.44	ROIC	8.45%	6.93%	7.56%	7.39%
长期借款	85.86	85.86	85.86	85.86	EBITDA/销售收入	1.06%	0.99%	1.14%	1.12%
其他负债	4131.28	2099.42	2730.96	2588.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16714.69</b>	<b>40542.07</b>	<b>48285.86</b>	<b>56392.56</b>	总资产周转率	8.63	6.46	5.45	5.52
股本	674.20	688.26	688.26	688.26	固定资产周转率	414.98	548.67	733.82	952.04
资本公积	725.21	676.12	676.12	676.12	应收账款周转率	44.90	39.12	34.94	36.84
留存收益	2136.23	3166.64	4603.85	6300.13	存货周转率	35.85	37.98	37.63	37.04
归属母公司股东权益	4519.26	4518.01	5955.22	7651.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.92%	—	—	—
少数股东权益	1860.17	1959.16	2076.81	2210.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6379.42</b>	<b>6477.16</b>	<b>8032.02</b>	<b>9862.40</b>	资产负债率	72.38%	86.22%	85.74%	85.11%
负债和股东权益合计	23094.12	47019.24	56317.88	66254.96	带息债务/总负债	19.81%	56.61%	60.36%	59.73%
					流动比率	1.27	1.11	1.13	1.14
					速动比率	0.96	0.95	0.96	0.97
					股利支付率	24.69%	13.72%	14.25%	16.50%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.19	1.74	2.44	2.95
					每股净资产	6.57	6.56	8.65	11.12
					每股经营现金	3.54	-2.23	0.53	3.42
					每股股利	0.29	0.24	0.35	0.49
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1893.51	2242.52	3210.85	3801.26					
PE	9.44	6.47	4.61	3.80					
PB	1.71	1.71	1.30	1.01					
PS	0.04	0.03	0.03	0.02					
EV/EBITDA	2.12	3.27	2.50	1.82					
股息率	2.62%	2.12%	3.09%	4.34%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -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，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@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	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn