

混改引入多元合作, 业绩改善空间巨大

投资要点

- **事件:** 公司公布混改方案, 发布 2017 年半年报。
- **混改方案落地, 强强联合实现共赢。** 公司混改方案包括引入战略投资者和机制体制改革。战略投资者向联通 A 股认购不超过约 90.4 亿新股, 募集资金不超过约 617.3 亿元, 并买入 19 亿联通 A 股股票, 转让价款约 129.8 亿元; 联通拟向核心员工授予约 8.5 亿限制性股票, 每股 3.79 元。混改方案落地后, 联通 A 股中联通集团公司持有联通 A 股公司 36.7% 的股权, 战略投资者占比 35.2%, 员工股权激励 2.7%, 公众股东 25.4%。本次募集资金净额, 将由联通运营公司用于 4G 能力提升, 5G 组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目, 及创新业务建设项目。
- **强强联合, 实现多维度、多层次深入合作。** 公司此次引入的战略投资者皆实力雄厚, 包括中国最强大的互联网公司、垂直行业公司、金融企业/产业集团和产业基金。公司可以和战略投资者在家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网、CDN 以及系统集成等领域协同发展, 创新合作, 实现共赢。混改后, 联通的机制会更加灵活, 在市场中竞争力也将提升。把握住机会, 通过整合各类资源, 寻求新的业绩增长点, 将会实现业绩大幅释放, 或将成为混改标杆。
- **聚焦战略初见成效, 业绩向好。** 2017 年上半年公司主营业务收入达到 1241 亿元, 比去年同期增长 3.2%, 业绩有回暖迹象, 这表明公司深化落实聚焦战略后, 经营模式转型初见成效。2017 年上半年成本费用合计为 1318 亿元人民币, 比去年同期下跌 3%, 成效显著。尤其是移动业务方面, 公司加快网络建设, 4G 竞争力提升, 移动业务收入为 768 亿元人民币, 比去年同期增长 5.2%。
- **前瞻布局物联网和 5G, 进展顺利。** 公司较早布局物联网, 欲打造一流网络连接服务, 实现全球互通平台, 多元化开放合作, 引领物联网产业, 实现向产业聚合商和应用服务商的转型。5G 方面, 公司有较为完整的规划, 将从技术方案深化到业务应用, 构建整体 5G 生态, 推动 5G 标准化和商业应用, 这对公司逐步走出低迷局势具有重要意义。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.06/0.12/0.19 元, 我们看好公司混改后的巨大活力和业绩改善预期, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 混改方案落地或不及预期的风险, 电信市场竞争加剧的风险。

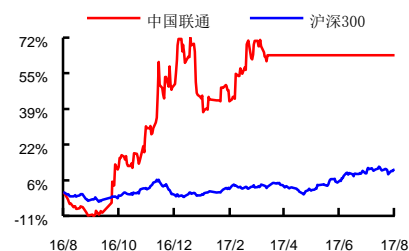
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	274196.78	284746.66	300123.98	319073.18
增长率	-1.03%	3.85%	5.40%	6.31%
归属母公司净利润 (百万元)	154.07	1369.34	2444.69	3960.66
增长率	-95.56%	788.75%	78.53%	62.01%
每股收益 EPS (元)	0.01	0.06	0.12	0.19
净资产收益率 ROE	0.21%	1.80%	3.12%	4.83%
PE	1028	116	65	40
PB	0.69	0.67	0.65	0.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 黄弘扬
电话: 021-58351773
邮箱: hhy@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)	211.97
流通 A 股(亿股)	211.97
52 周内股价区间(元)	4.08-7.84
总市值(亿元)	1,583.39
总资产(亿元)	5,981.98
每股净资产(元)	3.70

相关研究

目 录

1 混改方案落地，强强联合实现共赢.....	1
2 聚焦战略初见成效，业绩向好.....	2
3 战略规划清晰，物联网和 5G 双驱动.....	3
4 盈利预测.....	5
5 风险提示.....	6

图 目 录

图 1：中国联通混改前后股权结构变化	1
图 2：中国联通混改引入的四类战略投资者	2
图 3：中国联通 2013 年以来主营业务收入及同比增速	2
图 4：中国联通 2013 年以来归母净利润及同比增速	2
图 5：中国联通 2017 年 1 月-6 月 4G 用户数	3
图 6：中国联通 2017 年 1 月-6 月固网宽带用户数	3
图 7：中国联通物联网总体战略	4
图 8：中国联通物联网商用进程	4
图 9：中国联通 5G 总体进程	5

表 目 录

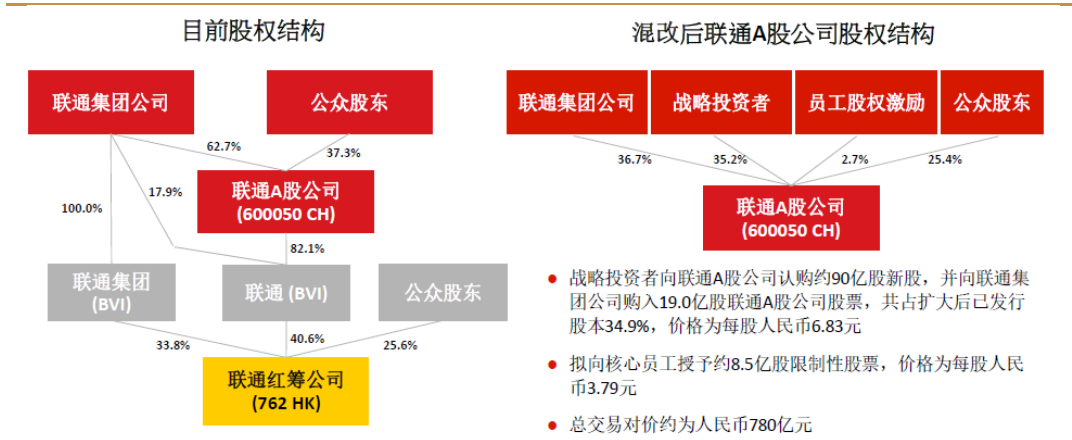
表 1：公司分业务收入预测	6
表 2：公司分项成本预测	6
附表：财务预测与估值	7

1 混改方案落地，强强联合实现共赢

2016年9月,发改委划定联通集团、东航集团、南方电网、哈电集团、中国核建、中国船舶作为首批6家混改试点企业。2016年10月,联通集团按照国家发改委关于混改试点工作会议精神和国家相关政策精神,研究和讨论混合所有制改革实施方案。中国联通积极推进混合所有制改革,是唯一一家集团整体混改试点单位,改革以实现完善治理、强化激励、突出主业和提高效率的目标。

联通混改方案包括引入战略投资者和机制体制改革两方面。战略投资者向联通A股公司认购约90.4亿股新股,并向联通集团公司购入19.0亿股联通A股公司股票,共占扩大后已发行股本34.9%,价格为每股人民币6.83元。其中,中国人寿217亿,占10.22%;国有企业结构调整基金129.75亿元,占6.11%;腾讯投资110亿元,占5.21%;百度70亿元,占3.31%;京东50亿,占2.36%;阿里巴巴43.3亿元,占2.05%;苏宁40亿,占1.88%;光启互联技术40亿,占1.88%;淮海方舟信息基金40亿元,占1.88%;鑫泉基金7亿元,占0.33%。同时,公司拟向核心员工授予约8.5亿股限制性股票,价格为每股人民币3.79元。混改后,联通A股中联通集团公司持有联通A股公司36.7%的股权,战略投资者占比35.2%,员工股权激励2.7%,公众股东25.4%。本次募集资金净额,将由联通运营公司用于4G能力提升,5G组网技术验证、相关业务使能及网络试商用建设项目,及创新业务建设项目。

图1: 中国联通混改前后股权结构变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

引入实力雄厚战略投资者,协同发展,借助外部资源,创新合作,实现共赢。此次混改引入的战略投资者分为四类:一是中国最强大的四个互联网公司,可以在零售体系、渠道触点、内容聚合、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据以及物联网等领域进行深入合作;二是垂直行业公司,在物联网、CDN以及系统集成等领域展开合作;三是金融企业/产业集团,在产业互联网、支付金融领域合作;四是与产业基金中投资的大量央企、地方国企、民营企业进行更多对接,共同发掘业务合作机会,促进合作共赢。

公司此次混改方案包括员工持股计划,引入市场化激励机制,提升公司活力和效益,将有效推动联通发展。同时,混改引入外来资本的投入,帮助联通筹集资金,占据有利市场地位。混改后联通的机制会更加灵活,在市场中竞争力也将提升。总的来看,混改是中国联通新的机遇,把握机会,中国联通或将成为混改标杆,并通过整合各类资源,寻求新的业绩增长点,实现业绩大幅释放,前景乐观。

图 2：中国联通混改引入的四类战略投资者

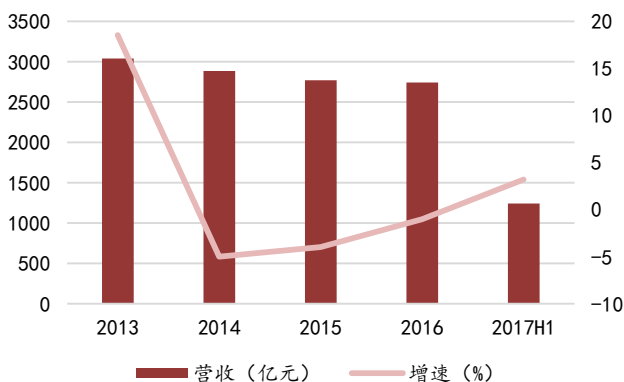


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 聚焦战略初见成效，业绩向好

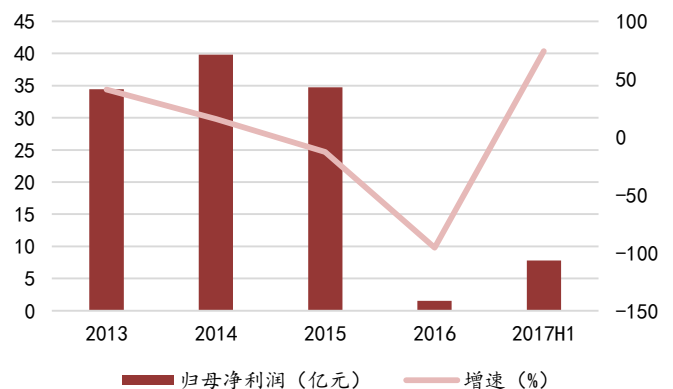
据公司半年报显示，2017 年上半年公司主营业务收入达到 1241 亿元人民币，比去年同期增长约 3.2%，业绩有回暖迹象，这表明公司全面深化落实聚焦战略后，经营模式转型初见成效。如包含销售通信产品收入，2017 年上半年公司营业收入预计约为 1382 亿元人民币，比去年同期下跌 1.5%。2017 年上半年成本费用合计约为 1318 亿元人民币，比去年同期下跌约 3%，其中销售费用和终端补贴均比去年同期有所下降。从近几年情况来看，公司盈利呈现波动性，例如 2016 年实现归属上市公司股东净利润 1.54 亿元，同比下降 95.6%，2017 年上半年归属于母公司的净利润为 7.78 亿元人民币，比去年同期上升 74.3%。与中国移动相比，2016 年中国移动的营业收入是联通的 2.6 倍，经营利润是联通的 44 倍；2017 年上半年，中国移动营业收入达到 3889 亿元，较上年同期增长 5.0%，是中国联通的 2.8 倍，利润是联通的 80 倍，中国联通业绩持续改善空间较大。

图 3：中国联通 2013 年以来主营业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

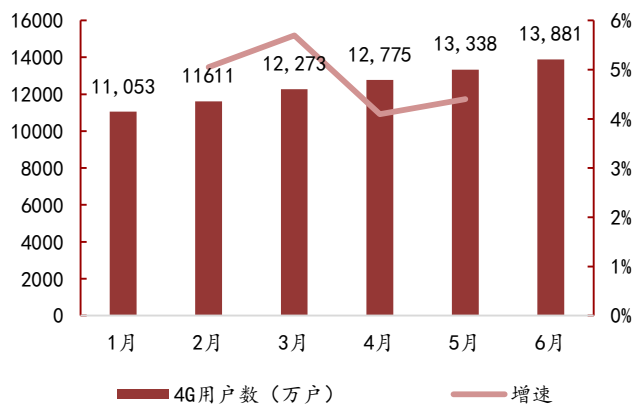
图 4：中国联通 2013 年以来归母净利润及同比增速



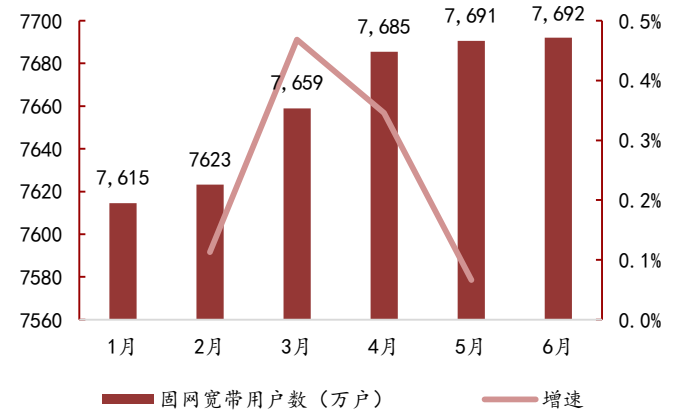
数据来源：公司公告，西南证券整理

移动业务收入增长超越行业平均。2017年，公司加快网络建设，4G竞争力提升。2017年上半年，公司净增4G基站3万个，总数达77万个，移动网人口覆盖率持续提升。2017年上半年，公司移动用户达到2.69亿户，其中4G用户达到1.39亿户，大约是中国移动4G用户规模的两成，与中国电信差距缩小，同时，公司采取全网通双卡槽手机的普及、流量精准释放、加快2G/3G向4G的升级等措施，用户价值得到提升，移动出账用户ARPU为人民币48元，比去年46.4元略有上升，4G用户ARPU为人民币66.5元。2017年上半年，移动业务收入预计为768亿元人民币，比去年同期增长约5.2%。

固网业务方面，公司充分利用光纤化改造形成的网络能力，以高带宽产品、视频应用带动用户消费升级及融合发展。由于中国移动的介入，导致国内固网宽带市场竞争较为激烈，公司营收与去年同期持平，收入规模为466亿元。目前，公司的宽带用户规模达到7692万户，占国内总宽带用户的26%，中国移动超过中国联通，是中国联通用户规模的1.2倍，中国电信是中国联通的1.6倍。随着提速降费的继续推进，固网宽带用户ARPU继续下行，固网业务仍面临一定压力。

图 5：中国联通 2017 年 1 月-6 月 4G 用户数


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：中国联通 2017 年 1 月-6 月 固网宽带用户数


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 战略规划清晰，物联网和 5G 双驱动

公司重点布局物联网，管理平台和开放平台为重点。公司较早时间就已经在集团层面成立了物联网办公室，各省成立了由省公司副总牵头、相关部门参与的物联网工作小组，欲打造一流网络连接服务，实现全球互通平台，多元化开放合作，引领物联网产业，实现传统产业聚合商和应用服务商的转型。中国联通在终端层上主要是整合资源，推进终端标准化、小型化、智能化、规模化和低成本化；在网络层面主要是建立网络与信息运营平台，实现业务认证、分级管理、QoS 和安全保障等运营支撑；在应用层的重点是合作开发，发展中间件，加快应用的推广。

图 7：中国联通物联网总体战略

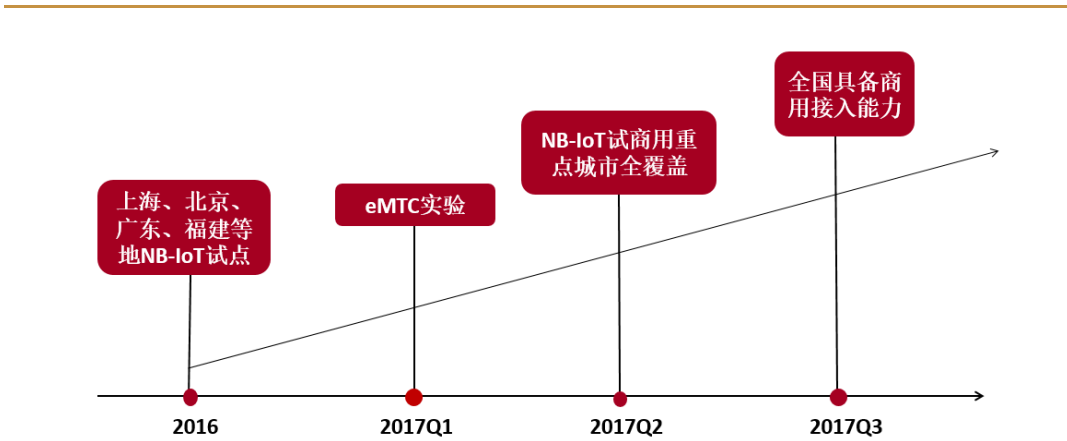


数据来源：中国联通，西南证券整理

eMTC 和 NB-IoT 同时发展。eMTC 和 NB-IoT 是运营商布局物联网的关键。eMTC 方面，2016 年底，中国联通、爱立信和 Qualcomm 在北京现网实现了基于 eMTC 数据传输；2017 年世界移动通信大会上海展期间，中国联通与爱立信、高通三方联合宣布在全球范围首次成功实现基于 eMTC VoLTE 功能的应用演示。同时，公司在 NB-IoT 领域发展提速，2015 年，公司在迪士尼区域建设了 15 个基站，为 400 个左右停车位部署了基于 NB-IoT 的地磁，提供智能停车服务；在 2016 年 5 月，上海联通便联合华为、上海物联网协会共同发起成立了中国 NB-IoT 产业联盟，推动产业链上下游企业的合作和生态圈的建设。

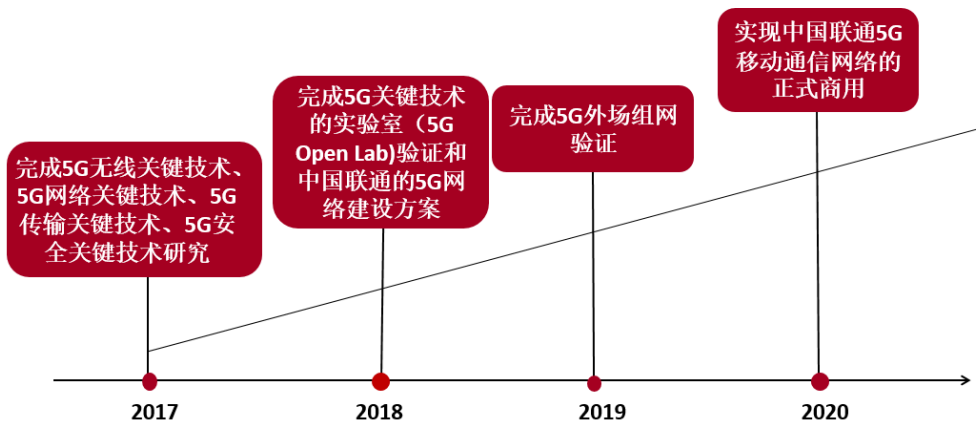
2017 年，中国联通联合思科 Jasper 与华为率先完成窄带物联网全局网络部署。2017 年 5 月，中国联通窄带物联网网络试商用发布会暨物联网生态论坛日在上海举行，发布了三项重要举措：一是中国联通窄带物联网联合开放实验室（上海）正式挂牌成立，以平台为依托，构建以联通为核心的窄带物联网生态体系；二是联合华为共同打造并发布公共事业服务平台，为表具终端厂商、水电气运营企业提供端到端整体解决方案，快速实现表具行业智能化转型；三是发起组建中国联通窄带物联网终端产业联盟并启动生态链合作伙伴招募。中国联通正在积极推进 NB-IoT 和 eMTC 技术试点，一是内场实验，依托于中国联通物联网开放实验室，主要推进各类物联网技术对接；二是外场测试，中国联通已经在全国 10 多个城市同步推进测试工作。

图 8：中国联通物联网商用进程



数据来源：中国联通，西南证券整理

5G 将帮助运营商提升物联网竞争力。5G 的优势不仅在于上网速度与流量密度上，还能渗透到物联网中，实现智慧城市、环境监测、智能农业、工业自动化、医疗仪器、无人驾驶、家用电器和手持通讯终端的深度融合，5G 为物联网蜂窝设备带来了新的可能。公司多方联合在上海构建 5G 外场实验基地，完成 5G 高、低频区域连片部署，打造了公司首个 5G 高、低频双频段试验场景。公司最先针对 5G 进行覆盖、移动性、高低频融合、上行频谱共享等一系列技术方案验证。对于未来 5G 发展，中国联通进行详细规划：2016 年底已经完成 5G 端到端网络架构关键技术布局，并完成 5G Open Lab 建设，满足 5G 业务演示和单点技术性验证；2017 年全年完成 5G 无线关键技术、5G 网络关键技术、5G 传输关键技术、5G 安全关键技术的研究；2018 年全年完成 5G 关键技术的实验室（5G Open Lab）验证和中国联通的 5G 网络建设方案；2019 年全年完成 5G 外场组网验证；从 2020 年开始，实现中国联通 5G 移动通信网络的正式商用。未来，公司将从技术方案深化到业务应用，构建整体 5G 生态，推动 5G 标准化和商业应用，抓住 5G 机遇，对公司逐步走出低迷局势具有重要意义。

图 9：中国联通 5G 总体进程


数据来源：中国联通，西南证券整理

4 盈利预测

假设 1：公司公告称将继续加大 4G 网络投入，混改后有望提高用户市占率，移动用户规模增速有望提高并保持在 5%，假设 ARPU 保持 48 元不变。

假设 2：由于整体固网市场竞争加剧，假设固网用户增长放缓，固网用户 ARPU 略有下降；

假设 3：公司将注重 IDC、视频、物联网等业务的拓展，创新业务将迎来较快发展；

假设 4：公司各项成本支出按照业务收入规模成比例计算。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入和成本如下表：

表 1：公司分业务收入预测

单位：亿元		2016A	2017E	2018E	2019E
移动业务	收入	1450	1522.5	1598.6	1678.6
	增速	1.7%	5%	5%	5%
固网业务	收入	720	720	734.4	749.1
	增速	3.7%	0%	2%	2%
其它电信业务 (包括创新业务)	收入	220	253	316.3	411.1
	增速	13.7%	15%	25%	30%
通信产品销售及其它	收入	352	352	352	352
	增速	-20.0%	0	0	0
合计	收入	2742	2847.5	3001.3	3190.8
	增速	-1.0%	3.8%	5.4%	6.3%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：公司分项成本预测

单位：亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
网络运行及支撑成本	511.7	550	620	680
网间结算成本	127.4	120	120	120
人工成本	271.2	300	360	430
折旧及摊销	730.5	710	660	620
信息与通信技术服务	49.2	50	50	50
销售通信产品支出	365.3	365	365	365
其它支出	60.6	65	65	65
总计	2115.8	2160	2240	2330

数据来源：公司公告，西南证券

我们看好公司混改后的巨大活力和业绩改善预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

混改方案落地或不及预期的风险，电信市场竞争加剧的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	274196.78	284746.66	300123.98	319073.18	净利润	479.92	4265.27	7614.81	12336.82
营业成本	211584.01	215553.22	224192.61	234518.79	折旧与摊销	78549.56	99435.81	102230.55	103627.91
营业税金及附加	1064.09	1039.79	1118.86	1181.38	财务费用	3854.99	7390.26	5688.71	5419.33
销售费用	34646.23	34937.26	37190.08	39408.45	资产减值损失	4177.14	4000.00	4000.00	4000.00
管理费用	19873.90	20556.07	21695.16	23054.67	经营营运资本变动	-25690.01	20940.49	7801.86	7141.67
财务费用	3854.99	7390.26	5688.71	5419.33	其他	18153.44	-4559.18	-4518.46	-4704.71
资产减值损失	4177.14	4000.00	4000.00	4000.00	经营活动现金流净额	79525.03	131472.66	122817.48	127821.02
投资收益	743.03	600.00	500.00	700.00	资本支出	-1787.73	-300.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-14.22	6.72	6.15	2.94	其他	-93961.62	-193.28	-293.85	-97.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-95749.34	-493.28	-293.85	-97.06
营业利润	-274.77	1876.78	6744.70	12193.50	短期借款	-8202.47	-76993.73	0.00	0.00
其他非经营损益	856.03	3289.19	2478.13	2748.49	长期借款	2747.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	581.26	5165.97	9222.83	14941.99	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	101.34	900.70	1608.02	2605.17	支付股利	-1212.45	-53.81	-478.24	-853.80
净利润	479.92	4265.27	7614.81	12336.82	其他	24571.16	-26776.11	-5598.71	-5329.33
少数股东损益	325.84	2895.93	5170.12	8376.16	筹资活动现金流净额	17903.33	-103823.65	-6076.95	-6183.13
归属母公司股东净利润	154.07	1369.34	2444.69	3960.66	现金流量净额	1836.23	27155.73	116446.67	121540.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	25394.66	52550.39	168997.06	290537.89	成长能力				
应收和预付款项	48946.23	39983.84	44336.24	47874.85	销售收入增长率	-1.03%	3.85%	5.40%	6.31%
存货	2431.26	2431.45	2547.64	2673.59	营业利润增长率	-104.81%	783.05%	259.38%	80.79%
其他流动资产	5461.73	5667.13	5966.51	6335.43	净利润增长率	-95.40%	788.75%	78.53%	62.01%
长期股权投资	33423.31	33423.31	33423.31	33423.31	EBITDA 增长率	-9.81%	32.35%	5.48%	5.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	449242.66	355943.74	259550.09	161759.07	毛利率	22.83%	24.30%	25.30%	26.50%
无形资产和开发支出	26376.75	21858.92	17341.09	12823.25	三费率	21.29%	22.08%	21.52%	21.27%
其他非流动资产	24630.75	24111.69	23592.63	23073.56	净利率	0.18%	1.50%	2.54%	3.87%
资产总计	615907.35	535970.46	555754.57	578500.96	ROE	0.21%	1.80%	3.12%	4.83%
短期借款	76993.73	0.00	0.00	0.00	ROA	0.08%	0.80%	1.37%	2.13%
应付和预收款项	193714.11	205024.07	215576.40	224353.06	ROIC	0.98%	3.02%	7.30%	45.07%
长期借款	4495.46	4495.46	4495.46	4495.46	EBITDA/销售收入	29.95%	38.18%	38.21%	38.00%
其他负债	110197.09	89455.64	91550.84	94037.56	营运能力				
负债合计	385400.38	298975.16	311622.70	322886.07	总资产周转率	0.45	0.49	0.55	0.56
股本	21196.60	21196.60	21196.60	21196.60	固定资产周转率	0.75	0.83	1.08	1.63
资本公积	27811.53	27811.53	27811.53	27811.53	应收账款周转率	16.02	16.29	16.60	16.59
留存收益	30771.34	32086.87	34053.32	37160.18	存货周转率	63.42	83.93	84.79	85.03
归属母公司股东权益	77502.61	81095.00	83061.45	86168.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.96%	—	—	—
少数股东权益	153004.36	155900.29	161070.42	169446.58	资本结构				
股东权益合计	230506.97	236995.29	244131.87	255614.89	资产负债率	62.57%	55.78%	56.07%	55.81%
负债和股东权益合计	615907.35	535970.46	555754.57	578500.96	带息债务/总负债	30.45%	13.50%	12.96%	12.50%
					流动比率	0.24	0.39	0.83	1.25
					速动比率	0.23	0.39	0.82	1.24
					股利支付率	786.92%	3.93%	19.56%	21.56%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.06	0.12	0.19
					每股净资产	10.87	11.18	11.52	12.06
					每股经营现金	3.75	6.20	5.79	6.03
					每股股利	0.06	0.00	0.02	0.04
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	82129.79	108702.85	114663.96	121240.75					
PE	1027.68	115.63	64.77	39.98					
PB	0.69	0.67	0.65	0.62					
PS	0.58	0.56	0.53	0.50					
EV/EBITDA	3.17	1.23	0.14	-0.87					
股息率	0.77%	0.03%	0.30%	0.54%					

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，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn