

2017年01月22日

证券研究报告·动态跟踪报告

沱牌舍得 (600702) 食品饮料

买入 (上调)

当前价: 23.25 元

目标价: 29.50 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

定增方案落地，业绩有望迎来高速增长

投资要点

- **事件：**公司公告定增方案并于1月23日复牌：拟发行不超过1.32亿股，发行对象共四家，包括控股股东沱牌集团及实际控制人天洋控股、道明灵活、宏弈尊享；发行价20.7元/股，募集资金总额不超过27.3亿元，用于投资“酿酒配套工程技术改造项目”、“营销体系建设项目”和“沱牌舍得酒文化体验中心项目”。同时公布分红政策，在没有重大资产开支的情况下，提高现金分红比率。
- **定增巩固天洋控股地位，混改进一步深化，彰显未来发展信心。**本次非公开发行，沱牌集团和天洋控股分别认购其中51%和34%的股份，定增完成后，天洋控股直接和间接持有上市公司的比例从29.85%上升至45.46%，控制权得到进一步巩固；同时引入两家战投，股东结构更加合理，混改进一步深化，治理水平得以优化，有助于释放活力和提升竞争力；大股东大比例参与定增，显示对公司未来发展的信心。另外，未来公司并不排除实施管理层和经销商的持股，股东和管理层协同性将进一步提升。
- **募投项目聚焦生产、研发、营销和品牌，全面提升核心竞争力。**1、酿酒配套工程技术改造项目：主要包括灌装包装、供水、储酒库、厂区及实验室等的技改，增加综合生产协同能力、基酒产能和配套储藏，促进产业结构调整和升级，带来生产效率、成本、品质、研发能力的综合改善。2、营销体系建设项目：主要由营销信息化建设、100家舍得品牌体验店、10000家联盟体店中店等三部分组成：1)大幅扩充重点门店数量，有效提升营销网络精细化程度和终端掌控能力，对市场变化和消费者需求做出精准快速反应，使整体营销能力得到全面强化。2)聚焦川渝、河南、山东、京津冀地区，深耕渠道，强化核心市场，推向全国。3、酒文化体验中心：强化公司产品和文化的历史传承，也促进沟通和交流，提升软实力。
- **核心产品位于高速增长价格带，天洋入主改革效果明显。**1、公司核心产品品味舍得贡献收入超过50%，终端价350-400元，位于次高端，将是未来几年白酒中增速最快的价格带：1)消费升级带动主流价格带提升至300-500元；2)替代杂牌高端市场份额；3)茅台等高端酒持续提价给予300-500元价格带更多运作空间。2、天洋入主以来，从聚焦市场、人力、费用、产品等方面进行改革，集中优势资源做强优势区域，聚焦产品和大单品；做强核心城市，打造样板市场、渠道下沉、开拓市场；加强渠道和经销商管理；改革员工激励与考核方式，激发员工的积极性。在营销改革的拉动下，公司前三季度业绩大幅回升，效果明显。
- **盈利预测与投资建议。**基于未来300-500元价格带白酒高速增长、聚焦重点市场和渠道下沉，上调公司2016-2018年收入分别至15.3亿元、20.0亿元、26.8亿元，归母净利润分别至1.0亿元、2.1亿元、3.7亿元，不考虑摊薄情况下，对应动态PE分别为79倍、37倍和21倍，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，白酒行业政策风险，定增推进或不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1156.14	1526.13	2003.70	2676.88
增长率	-19.99%	32.00%	31.29%	33.60%
归属母公司净利润(百万元)	7.13	99.65	211.10	371.22
增长率	-46.76%	1298.00%	111.84%	75.85%
每股收益EPS(元)	0.02	0.30	0.63	1.10
净资产收益率ROE	0.32%	4.26%	8.43%	13.41%
PE	1100	79	37	21
PB	3.49	3.35	3.13	2.83

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

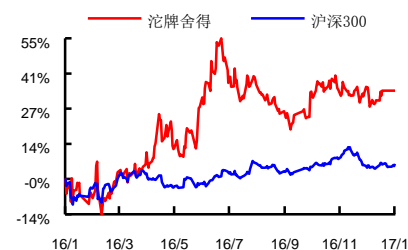
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@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)	3.37
流通A股(亿股)	3.37
52周内股价区间(元)	14.91-26.79
总市值(亿元)	78.42
总资产(亿元)	37.39
每股净资产(元)	6.82

相关研究

1. 沱牌舍得(600702): 天洋入主推动改革, 业绩稳健增长可期 (2016-05-10)

事件

公司公告定增方案并于1月23日复牌：拟发行不超过1.32亿股，发行对象共四家，包括控股股东沱牌集团及实际控制人天洋控股、道明灵活、宏弈尊享；发行价20.7元/股，募集资金总额不超过27.3亿元，用于投资“酿酒配套工程技术改造项目”、“营销体系建设项目”和“沱牌舍得酒文化体验中心项目”。同时，公布分红政策，在没有重大资产开支的情况下，提高现金分红比率。

1 定增巩固天洋控股地位，混改进一步深化，彰显未来发展信心

本次非公开发行不超过1.32亿股，其中向沱牌集团发行不超过6726万股，向天洋控股发行不超过4539万股、向道明灵活发行不超过1449万股、向宏弈尊享发行不超过483万股。沱牌集团和天洋控股将分别认购本次非公开发行股票数量的51%和34%，之前天洋已通过转让和增资取得沱牌集团70%的股权；定增完成后，天洋控股直接和间接持有上市公司的比例从29.85%上升至45.46%，控制权将得到进一步提升。

表 1：股东和实际控制人认购比例达到 85%

发行对象	认购数量（万股）	认购金额（百万元）	占比
沱牌集团	6726	1392	51%
天洋控股	4539	940	34%
道明灵活	1449	300	11%
宏弈尊享	483	100	4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

控股股东大比例参与增发，一方面进一步巩固控股权；另一方面也彰显对于公司未来发展的信心。同时，道明灵活和宏弈尊享作为战略投资者参与此次定增，使得公司股东结构得到进一步优化，是沱牌集团从“国企——民营——股权结构合理化”重要的一环，天洋将有效改善公司的治理水平和营销能力，民企体制释放活力，公司整体竞争力有望显著提升。另外，未来公司并不排除实施管理层和经销商的持股，股东和管理层协同性将进一步提升。

表 2：增发后天洋控股权大幅提升

股东名称	发行前		本次发行	发行后	
	股份数（万股）	比例	股份数（万股）	股份数（万股）	比例
沱牌集团	10070	29.85%	6726	16795	35.79%
天洋控股	-	-	4539	4539	9.67%
道明灵活	-	-	1449	1449	3.09%
宏弈尊享	-	-	483	483	1.03%
其他 A 股股东	23660	70.15%	-	23660	50.42%
股份总数	33730	100.00%	13197	46927	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 募资项目聚焦生产、研发、营销和品牌，全面提升核心竞争力

公司募集资金总额不超过 27.3 亿元，主要用于三个项目：酿酒配套工程技术改造、营销体系建设、沱牌舍得酒文化体验中心，以提升公司生产运营效率、研发实力、营销能力、品牌形象，全面提高公司核心竞争力。

表 3：募集资金用途

序号	募集资金投资项目	投资总额（百万元）	拟投入募集资金金额（百万元）
1	酿酒配套工程技改项目	1994	1628
2	营销体系建设项目	1002	1002
3	沱牌舍得酒文化体验中心	102	102
	合计	3098	2732

数据来源：公司公告，西南证券整理

酿酒配套工程技改项目：该项目拟投入将近 20 亿元，其中增发资金拟投入超过 16 亿元，项目位于公司原有生产基地遂宁射洪沱牌舍得生态酿酒工业园内，主要包括：自动化灌装包装技改工程、供水技改工程、原粮粉碎工程、储酒库技改工程、节能改造工程、厂区环境技改工程、实验室技改工程。

项目核心在于增加综合生产协同能力，增加基酒产能和配套储藏，促进产业结构调整 and 升级：1) 完善生产和运营设施，大幅提高劳动生产率，进一步保障食品安全，提高产品品质，提升公司生产和运营效率；2) 节能改造工程将有效降低公司产品生产能耗和污染物排放，同时降低生产成本；3) 加大研发投入，提高研发能力。4) 修缮、完善厂区基础设施。项目建设期四年，建成之后，储酒能力将达到 12.6 万千升，生产能力将达到高档酒 1.7 万千升/年，中档酒 3.12 万千升/年，低档酒 0.85 万千升/年。

我们认为酿酒配套技改项目能够带来生产效率、成本、品质、研发能力的综合改善，更好地发挥上市公司在基酒方面的储备优势，加速基酒优势变现。

营销体系建设项目：该项目拟投入 10 亿元，主要由营销信息化建设项目、100 家舍得品牌体验店项目、10000 家联盟体店中店项目等三部分组成。

营销信息化建设项目主要包括搭建营销一体化信息化平台和全渠道营销平台，实现业务互联网化和移动化；100 家舍得品牌体验店项目主要在川、渝、津、冀、鲁、豫等核心市场采用经销商加盟合作模式建设 100 家面积在 300 平方米左右的品牌体验店；万家联盟体店中店项目是指聚焦核心市场和优质烟酒店，公司购买万家核心烟酒店门头与专柜，并统一风格，形成公司产品体验店。

我们认为：1) 公司实施营销体系建设，大幅扩充重点门店数量，将有效提升营销网络的精细化程度和终端的掌控能力，对市场变化和消费者需求做出更快更精准的反应，使整体营销能力得到全面强化。2) 公司聚焦战略再次得以体现：2016 年初以来，公司实施了聚焦战略，包括产品、市场、人员、费用等，此次建设体验店和重点门店再次显现聚焦战略，未来将进一步聚焦川渝、河南、山东、京津冀地区；在有限资源的情况下，先聚焦几个核心市场，深耕渠道、提高资源配置密度，强化核心市场，在核心市场渗透率大幅提升下，未来再向全国市场大面积铺开。

表 4：百家舍得体验店实施进度及建设目标

重点市场	建设目标			
	第一年	第二年	第三年	三年合计
川渝	12	8	10	30
河南	8	8	9	25
山东	4	7	10	21
京津冀	6	7	11	24
合计	30	30	40	100

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5：万家联盟体店中店项目实施进度及建设目标

重点市场	建设目标			
	第一年	第二年	第三年	三年合计
川渝	780	810	1060	2650
河南	860	750	1000	2610
山东	580	700	950	2230
京津冀	780	740	990	2510
合计	3000	3000	4000	10000

数据来源：公司公告，西南证券整理

沱牌舍得酒文化体验中心：该项目拟投资 1 亿元，建设内容包括中国传统酿造工艺的传承和展示、白酒评鉴、酒文化体验、办公、培训、接待等。我们认为酒文化体验中心的建设将强化公司产品和文化的历史传承，让消费者等进一步了解公司和产品的发展历史和文化，也促进沟通和交流，提升软实力。

3 核心产品位于高速增长价格带，天洋入主改革效果明显

目前，公司主要有沱牌和舍得两个系列，舍得系列贡献收入比重在 65% 以上，其中品味舍得占比超过 80%，品味舍得贡献公司收入比重估计在 50% 左右；品味舍得终端价 350-400 元，处于 300-500 元次高端价格带。

我们认为此价格带将是未来几年白酒中增速最快的价格带：1) 消费升级，目前白酒消费主要是大众消费、商务消费为主，在居民收入水平逐步提升的趋势下，白酒从之前的 100-300 元上升至 300-500 元将是中产消费和商务消费的主流；2) 消费者更加青睐于品牌化，在白酒黄金时间期间，很多不知名的杂牌小酒厂高端酒价格带基本在 300-500 元之间，在此次白酒调整中，品牌企业产品取代了不知名企业的高端市场，替代效果明显；3) 2015 年以来，以茅台为首的高端酒主提价，一批价和零售价均逐步抬升，给予次高端 300-500 元价格带较高的运作空间，此价格带拥有品牌知名度的企业将会明显受益。

另外，2016 年一季度以来，天洋正式入主沱牌管理层，进行了一系列改革，效果明显：

1) 产品聚焦：在产品方面的变革主要围绕沱牌和舍得两条主线：a、舍得酒价格回归，重塑高端形象。公司一方面战略性地逐步砍掉舍得酒坊来提升整个舍得酒系列价格中枢（舍得酒坊是舍得酒中的低端系列，300 元以下的定位在一定程度上影响了舍得酒高端定位）。

公司另一方面对核心产品品位舍得提价支持。据公司最新发布的调价通知，自1月21日起52度舍得酒执行新的价格体系，供经销商价、供分销商及终端渠道价为418元/盒，供团购价为468元/盒，商超餐饮店零售指导价为568元/盒。今年下半年高端白酒涨声一片，舍得通过此次提价宣告自己重回中高端阵营。b、沱牌系列大幅缩减产品线，集中推天曲、特曲、优曲三款系列产品，主攻大众白酒消费市场，同时制定全方位的运作方案，从品牌建设、渠道建设、消费者促销各个方位给予全面的支持。瘦身后的沱牌产品形象更加清晰，更有利于战略大单品的成长。

2) 聚焦核心市场：重点突破河南、京津冀、山东和川渝地区。进一步对各市场区域进行重新划分，重点突破华中和华北地区，开拓川渝地区市场，并优先打造样板市场，估计2016年河南地区翻倍增长、山东增速在60%以上、京津冀增速50%以上；川渝地区增速不大，重点在于理顺渠道，梳理历史遗留问题，看好未来三年川渝地区增长。

3) 加强市场和渠道管理。对市场进行各方面的梳理和改革，大部分地区保留一级经销商，渠道更加扁平化；加强经销商管理，严控价格战及窜货；加强终端渠道管控能力，销售人员实施考察市场动销情况，把动销作为销售人员考核重要指标；费用投放更加合理化。

天洋在入主沱牌之前已经开始协助公司运营，围绕销售进行大刀阔斧的改革，包括聚焦优势市场、打造核心单品，扩大销售队伍，加强渠道管控稳定价格体系，完善激励机制等一系列举措。在本次定增方案中，有将近10亿元将用于营销体系的建设，将进一步补齐公司经营短板。随着产品和营销模式的逐步完善，公司业绩有望步入加速释放期。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 受益300-500元次高端白酒价格带的高速成长，公司核心产品舍得系列有望实现量价齐升，预计2016-2018年收入端复合增速超40%；

2) 沱牌系列缩减产品线，聚焦天曲特曲优曲三款大单品，给予营销费用支持，预计2016-2018年收入端复合增速超25%；

3) 定增募集16亿资金投入酿酒配套工程技术改造，可有效提升生产效率降低生产成本，10亿资金支持渠道终端建设和市场推广，补齐公司营销短板，促进销量快速增长。

表6：沱牌舍得各类产品收入整体预测表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	1156	1526	2004	2677
yoy	-20%	32%	31%	34%
营业成本	573	732	907	1140
毛利率	50%	52%	55%	57%
中高档酒				
营业收入	724	1028	1429	2000
yoy	-10%	42%	39%	40%
营业成本	289	380	500	660

	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率	60%	63%	65%	67%
低档酒				
营业收入	237	297	365	456
yoy	-47%	25%	23%	25%
营业成本	181	226	277	347
毛利率	24%	24%	24%	24%
药业				
营业收入	154	159	165	174
yoy	2%	3%	4%	5%
营业成本	74	76	79	83
毛利率	52%	52%	52%	52%
其他业务收入				
收入	41	43	45	47
yoy	13%	5%	5%	5%
成本	29	50	50	50
毛利率	29%	29%	29%	29%

数据来源：公司公告，西南证券

公司 2016 年聚焦核心产品、聚焦重点市场和渠道下沉的一系列举措效果显著，前三季度已实现营收 11 亿，同比+34.7%，归母净利润 5481 万，同比+1287%，主要是销售费用和财务费用的大幅减少。考虑到公司基本面改善状况好于预期，定增落地后业绩有望加速，故上调公司 2016-2018 年收入分别至 15.3 亿元、20.0 亿元、26.8 亿元，归母净利润分别至 1.0 亿元、2.1 亿元、3.7 亿元，不考虑定增对每股收益摊薄情况下，对应动态 PE 分别为 79 倍、37 倍和 21 倍，上调至“买入”评级。

5 风险提示

食品安全风险，白酒行业政策风险，定增推进或不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1156.14	1526.13	2003.70	2676.88	净利润	7.13	99.65	211.10	371.22
营业成本	573.02	732.09	906.75	1140.07	折旧与摊销	56.65	58.70	61.70	64.03
营业税金及附加	129.85	171.41	225.05	300.66	财务费用	35.31	33.28	24.92	18.83
销售费用	238.46	221.29	260.48	321.23	资产减值损失	0.15	0.00	0.00	0.00
管理费用	167.16	221.29	280.52	361.38	经营营运资本变动	-165.09	394.94	-164.38	-84.55
财务费用	35.31	33.28	24.92	18.83	其他	186.67	10.00	10.00	10.00
资产减值损失	0.15	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	120.81	596.58	143.34	379.52
投资收益	14.93	-10.00	-10.00	-10.00	资本支出	11.12	-50.00	-60.00	-70.00
公允价值变动损益	0.04	0.00	0.00	0.00	其他	-41.32	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-30.20	-60.00	-70.00	-80.00
营业利润	27.16	136.77	295.99	524.72	短期借款	182.20	-103.00	-150.00	-150.00
其他非经营损益	5.59	5.59	5.59	5.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.75	142.36	301.58	530.31	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	25.62	42.71	90.47	159.09	支付股利	-6.75	-3.59	-50.21	-106.36
净利润	7.13	99.65	211.10	371.22	其他	-243.88	-33.28	-24.92	-18.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-68.43	-139.88	-225.12	-275.19
归属母公司股东净利润	7.13	99.65	211.10	371.22	现金流量净额	22.19	396.70	-151.79	24.33
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	307.95	704.65	552.86	577.20	成长能力				
应收和预付款项	168.47	137.43	180.34	240.79	销售收入增长率	-19.99%	32.00%	31.29%	33.60%
存货	2117.86	1975.56	2356.46	2735.09	营业利润增长率	-15.59%	403.52%	116.41%	77.28%
其他流动资产	0.67	0.89	1.17	1.56	净利润增长率	-46.76%	1298.00%	111.84%	75.85%
长期股权投资	228.91	228.91	228.91	228.91	EBITDA 增长率	-1.50%	92.04%	67.25%	58.80%
投资性房地产	76.19	76.19	76.19	76.19	获利能力				
固定资产和在建工程	676.03	675.42	681.81	695.87	毛利率	50.44%	52.03%	54.75%	57.41%
无形资产和开发支出	168.45	160.36	152.27	144.18	三费率	38.14%	31.18%	28.24%	26.20%
其他非流动资产	16.80	16.80	16.80	16.80	净利率	0.62%	6.53%	10.54%	13.87%
资产总计	3761.32	3976.20	4246.80	4716.58	ROE	0.32%	4.26%	8.43%	13.41%
短期借款	753.00	650.00	500.00	350.00	ROA	0.19%	2.51%	4.97%	7.87%
应付和预收款项	666.66	862.84	1094.41	1411.73	ROIC	0.56%	5.17%	10.10%	15.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.30%	14.99%	19.09%	22.70%
其他负债	95.83	121.46	149.61	187.20	营运能力				
负债合计	1515.49	1634.30	1744.01	1948.93	总资产周转率	0.31	0.39	0.49	0.60
股本	337.30	337.30	337.30	337.30	固定资产周转率	1.96	2.47	3.05	3.99
资本公积	799.31	799.31	799.31	799.31	应收账款周转率	31.22	41.08	40.98	41.29
留存收益	1109.22	1205.28	1366.18	1631.04	存货周转率	0.27	0.36	0.42	0.45
归属母公司股东权益	2245.83	2341.89	2502.79	2767.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2245.83	2341.89	2502.79	2767.65	资产负债率	40.29%	41.10%	41.07%	41.32%
负债和股东权益合计	3761.32	3976.20	4246.80	4716.58	带息债务/总负债	49.69%	39.77%	28.67%	17.96%
					流动比率	1.72	1.73	1.78	1.83
					速动比率	0.32	0.52	0.42	0.42
					股利支付率	94.64%	3.60%	23.78%	28.65%
					每股指标				
					每股收益	0.02	0.30	0.63	1.10
					每股净资产	6.66	6.94	7.42	8.21
					每股经营现金	0.36	1.77	0.42	1.13
					每股股利	0.02	0.01	0.15	0.32
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	119.12	228.76	382.60	607.58					
PE	1100.18	78.70	37.15	21.13					
PB	3.49	3.35	3.13	2.83					
PS	6.78	5.14	3.91	2.93					
EV/EBITDA	67.51	32.97	19.72	12.13					
股息率	0.09%	0.05%	0.64%	1.36%					

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 15 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
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn