

2017年02月16日
证券研究报告·专题报告

江铃汽车(000550) 汽车

买入(首次)

当前价: 28.11元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

由商转乘：“全顺”为底，乘“胜”追击

投资要点

- **推荐逻辑：**公司是转型中的商用车劲旅，持续推行由商转乘战略。公司主要有福特、驭胜、JMC三大品牌，轻卡、皮卡、轻客、SUV四大车型。2016年业绩大幅低于市场预期，受产品降价与销售费用增加拖累严重。预计2017年JMC皮卡受政策利好有望重拾增速，JMC轻卡遇国五升级竞争优势凸显，二者销量企稳可期；新全顺继往开来，有望提升轻客销量，为业绩筑底；作为新晋力量，驭胜S330加持福特基因，面向年轻消费群体，市场空间巨大，有望增厚业绩。我们认为，2017年公司业绩反转是大概率事件。
- **2016年业绩低于市场预期。**据公司业绩快报显示，公司2016年营业收入266.3亿元，同比增长8.6%。与此同时，受制于产品降价与销售费用增加，公司2016年归属于上市公司股东的净利润同比减少40.7%，仅为13.2亿元，低于市场预期。
- **JMC轻卡国五全系升级凸显优势，皮卡受行业回暖销量企稳。**自2013年下半年轻卡步入“国四”时代，行业销量一度走低。公司轻卡升级微加价，2014、2015年公司销量逆势上扬。“国五”时代来临使得轻卡行业面临更大的挑战，预计公司仍可凭借较强的升级换代能力来维持市占率第五的相对领先优势。2016年皮卡行业迎来解禁试点的政策东风，随着试点进一步放开，皮卡行业复苏在即。公司作为皮卡行业市占率第二的整车厂，有望分享行业复苏红利。
- **新全顺继往开来，驭胜S330冲锋上阵。**2016年公司轻客销量在行业销量下滑17%的背景下表现坚挺，市场占有率跃升至20.7%。2016年9月上市的全顺，有较为明显的竞争优势，预计2017年销量将有所提升，为公司提供业绩保障。在SUV市场火爆的背景下，2016年公司驭胜品牌销量同比增长90.1%，2016年9月新上市驭胜S330是销量大幅上涨的主要动力。我们预计驭胜S330或将成为爆款，促使公司乘用车销量大幅提升，由商转乘战略将取得突破性进展。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2016-2018年EPS分别为1.53、2.74、3.66元，对应的PE为18、10、8倍。我们认为公司由商转乘，2017业绩高增长，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**轻卡系列、皮卡系列、新全顺、驭胜SUV等销量或不达预期。

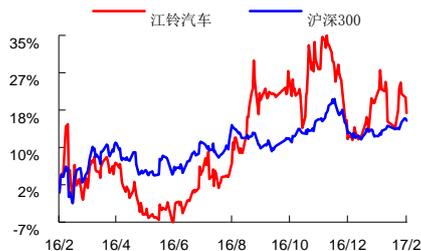
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	24527.89	26634.84	37889.61	46481.38
增长率	-3.95%	8.59%	42.26%	22.68%
归属母公司净利润(百万元)	2222.06	1317.88	2365.04	3155.27
增长率	5.42%	-40.69%	79.46%	33.41%
每股收益EPS(元)	2.57	1.53	2.74	3.66
净资产收益率ROE	18.55%	10.65%	16.62%	19.18%
PE	11	18	10	8
PB	2.03	1.95	1.70	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 陈怀逸
电话: 021-68415819
邮箱: chy@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)	8.63
流通A股(亿股)	5.17
52周内股价区间(元)	23.16-32.26
总市值(亿元)	242.65
总资产(亿元)	217.11
每股净资产(元)	14.12

相关研究

目 录

1 高端轻型商用车领军者，转战乘用车领域	1
1.1 转型中的高端轻型商用车领军者	1
1.2 主业经营稳健	1
1.3 二股东福特举足轻重	2
1.4 领导班子换血，强化商乘并举	3
1.5 产品线覆盖三大品牌、四大车型	4
2 行业疲软，JMC 轻卡逆境前行	5
2.1 轻卡市场销量持续走低，国五升级推动轻卡高端化	5
2.2 高端轻卡先锋--JMC 轻卡系列	5
2.3 全系国五达标，竞争优势凸显	6
3 借政策东风，JMC 皮卡风云再起	7
3.1 皮卡政策松绑，销量重拾增速	7
3.2 柴油皮卡领头羊—JMC 皮卡系列	8
3.3 全新升级，JMC 皮卡风云再起	9
4 继往开来，新全顺成坚实后盾	10
4.1 轻客市场爬坡乏力，出现短期销量下滑	10
4.2 轻客界翘楚--全顺系列	10
4.3 继往开来，新全顺将成坚实后盾	11
5 福特基因加持，驭胜 S330 冲锋上阵	13
5.1 消费升级，SUV 市场热度不减	13
5.2 SUV 后起之秀--驭胜系列	13
5.3 福特基因加持，驭胜 S330 冲锋上阵	14
6 发展趋势：商用车销量企稳，乘用车强劲发力	16
6.1 商用车销量走低，乘用车开始发力	16
6.2 征战 38 万辆，乘用车剑指 10 万	17
7 盈利预测与投资建议	17
8 风险提示	18

图 目 录

图 1: 由商转乘发展史	1
图 2: 2008 年以来营业收入及其增速 (单位:亿元)	2
图 3: 2008 年以来净利润及其增速 (单位: 亿元)	2
图 4: 2008 年以来毛利率与净利率 (单位: %)	2
图 5: 2008 年以来 ROE 摊薄 (单位: %)	2
图 6: 股权结构	3
图 7: 公司新董事及总裁简介	3
图 8: 公司产品线	4
图 9: 2016 年公司产品结构	4
图 10: 2008 年以来我国轻卡销量及其增速	5
图 11: 2016 年轻卡市场竞争格局	5
图 12: 2008 年以来江铃轻卡销量及其增速	6
图 13: 2008 年以来江铃轻卡市场占有率	6
图 14: 轻卡主打新产品	7
图 15: 2008 年以来全国主流品牌皮卡销量及其增长率	8
图 16: 2016 年皮卡市场竞争格局	8
图 17: 2008 年以来江铃皮卡市场占有率销量及其增速	9
图 18: 2016 年江铃 JMC 皮卡市场占有率 (单位: %)	9
图 19: 2016 年款江铃宝典	9
图 20: 2016 年款江铃域虎	9
图 21: 2008 年以来我国轻客销量及其增速	10
图 22: 2016 年轻客市场结构	10
图 23: 经典全顺、新世代全顺与新全顺	11
图 24: 2008 年以来江铃轻客销量及其增速 (2016 年含途睿欧)	11
图 25: 2008 年以来江铃轻客市场占有率 (单位: %)	11
图 26: 2016 年 9 正式上市的新全顺	12
图 27: 上汽 2011 年推出的大通 V80	12
图 28: 2015-2016 年乘用车分车型销量 (单位: 万辆)	13
图 29: 2016 年 SUV 占总销量比重	13
图 30: 新驭胜 S350 与 S330	14
图 31: 驭胜 SUV 2015-2016 年销量对比 (单位: 辆)	16
图 32: 驭胜 S330 上市后驭胜 SUV 月度销量对比 (单位: 辆)	16
图 33: 2016 年各类产品销量 (单位: 辆)	16
图 34: 2013 年以来商用车与乘用车销量占比	16

表 目 录

表 1：轻卡发展大事记.....	6
表 2：皮卡发展大事记.....	8
表 3：新全顺与大通 V80 傲云通动力对比.....	12
表 4：新全顺与大通 V80 具体车型参数对比.....	12
表 5：驭胜 S330 与哈弗 H6、传祺 GS4 的车身对比	14
表 6：驭胜 S330 与哈弗 H6、传祺 GS4 的具体车型动力、配置对比.....	15
表 7：销量预测.....	17

1 高端轻型商用车领军者，转战乘用车领域

1.1 转型中的高端轻型商用车领军者

公司是高端轻型商用车的领军者。公司前身为 1968 年成立的江西汽车制造厂，1993 年在深交所挂牌上市。公司集汽车研发、制造与销售为一体，技术研发实力雄厚，生产基地智能化水平高，营销网络遍布全国。公司传统产品“全顺”商用车、“凯运”轻卡、“宝典”皮卡被视作为节能、实用、环保汽车的典范，其中引进五十铃技术研制的“凯运”及 JMC 轻卡系列占据中高档轻卡市场的主导地位，“全顺”作为公司与福特合资后首款导入的全球明星产品，进入国内 20 年以来，连续蝉联欧系轻客销量冠军。

大势所趋，转战乘用车领域。随着 SUV 市场的日益火爆，公司于 2010 年凭借自主品牌驭胜 SUV 切入乘用车市场，开启市场战略转型之路。2015 年以来，公司进军乘用车市场的步伐加快，进入乘用车产品的密集投放期，2015 年 10 月推出首款合资 SUV 撼路者，2016 年 5 月、9 月高端商务 MPV 途睿欧与紧凑型驭胜 S330 分别上市。

图 1：由商转乘发展史



数据来源：汽车之家，西南证券整理

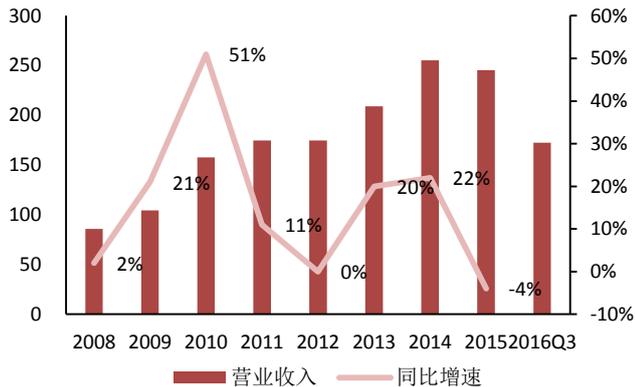
1.2 主业经营稳健

主业经营稳健，商用车销售贡献主要收入。公司是中国汽车行业成长最快的制造商和商用车行业最大的企业之一，长期以来，商用车不论在销量还是营业收入上都占据主导地位。2008-2015 年营收从 85.87 亿元增长至 245.28 亿元，年均复合增长率约为 16%，2008-2015 年归属于上市公司股东净利润从 7.84 亿元增长至 22.22 亿元，年均复合增长率约为 16%。产品毛利率长期维持在 25%左右，研发费用与销售费用的投入增多使得净利润从 2010 年起略有下滑，由于公司正值产品结构转型期，产品结构变化导致 2016 年毛利率下滑 2.8 个百分点。

2016 年, 公司销售费用增加导致增收减利。据公司 2016 年 3 季报显示, 公司销售 184521 辆车, 同比下降 2.14%, 其中 JMC 品牌皮卡、卡车与福特商用车占比高达 88%。公司前三

季度销售收入 172.29 亿元，同比上涨 1.55%，但受撼路者购置税优惠与全顺、经典全顺产品降价促销的影响，销售费用同比大幅提升，同比增长 25.83%，促使归属于上市公司股东净利润同比下降 29.01%，仅为 10.94 亿元。

公司 2017 年 1 月 26 日发布的业绩快报显示，2016 年营业收入 266.34 亿元，同比增长 8.59%。与此同时，受制于产品降价与销售费用增加，公司 2016 年归属于上市公司股东净利润同比减少 40.69%，仅为 13.18 亿元，远低于市场预期。

图 2：2008 年以来营业收入及其增速 (单位:亿元)


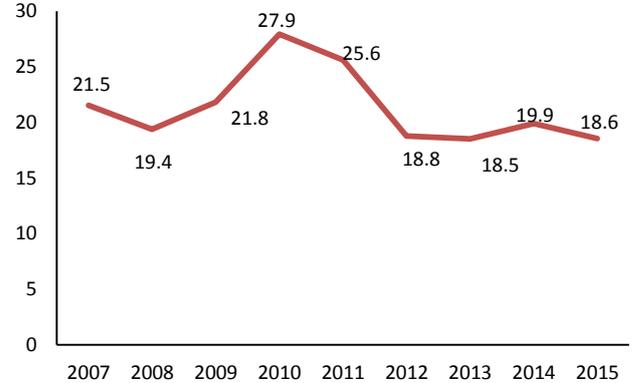
数据来源: wind,西南证券整理

图 3：2008 年以来净利润及其增速 (单位: 亿元)


数据来源: wind,西南证券整理

图 4：2008 年以来毛利率与净利率 (单位: %)


数据来源: wind,西南证券整理

图 5：2008 年以来 ROE 摊薄 (单位: %)


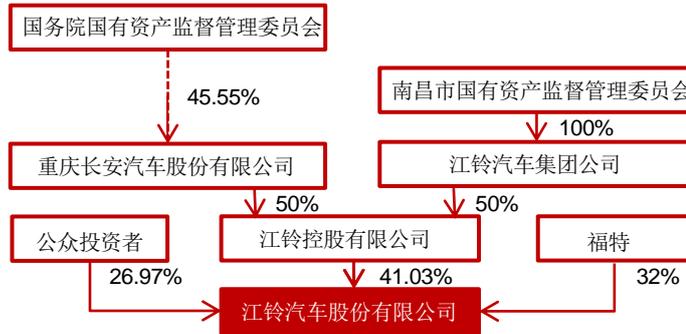
数据来源: wind,西南证券整理

1.3 二股东福特举足轻重

福特虽为二股东，但对公司的发展举足轻重。从持股比例上来看，表面上公司由江铃控股公司控股，持股比例 41.03%，由于江铃控股分别由江铃集团和长安汽车各持一半股权，持股 32%的二股东福特对公司的实际控股权大于江铃集团与长安汽车。从董事会席位来看，福特 4 个席位、江铃汽车 3 个席位、长安汽车 1 个席位、独立董事 3 个席位，扣除独立董事外，二股东福特占据董事会半壁江山，在经营决策上较江铃集团、长安汽车具备更多的话语权。

自 1995 年入股公司以来，福特对公司的经营发展影响深远，不仅推动公司改革营销体系、收紧应收账款管理政策，还向公司源源不断地引入人才与导入新产品，使公司的发展迸发活力，彰显国际化色彩。目前，公司管理层中的 CEO、CFO 均由福特委任，产品中的全顺、撼路者、途睿欧均为福特品牌。

图 6：股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 领导班子换血，强化商乘并举

领导班子换血，意在深化合作、商乘并举。公司于 2016 年 4 月完成新一轮高管人事变动，邱天高接棒王锡高任董事长，范忻接棒陈远清任总裁。邱天高作为江铃汽车元老，深谙汽车企业运营，范忻曾在福特任职长达 22 年，从事过财务、采购、工程、管理等各职能工作，新一任领导班子将持续深化江铃与福特的合作，加快由商转乘的战略转型。

“新帅”邱天高在任职后明确表示公司的三个发展预期，即要继续深化与福特的战略合作以提升公司的应用能力，巩固江铃在商用车领域的竞争优势并在乘用车领域取得突破，未来公司要实现百万辆级产销规模。目前，公司正专注于产品结构的变化，致力于管理能力的提升，已初步形成商乘并举的产品布局，正向主流综合型汽车企业阵营挺进。

图 7：公司新董事及总裁简介



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.5 产品线覆盖三大品牌、四大车型

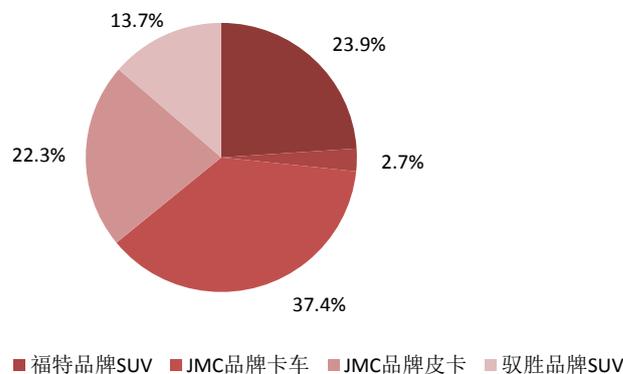
产品线覆盖三大品牌，主要包括四大车型。公司现有 JMC 品牌三大品牌、福特品牌、驭胜品牌，其中域虎、宝典等皮卡、凯悦、凯运、顺达等轻卡属于 JMC 品牌，全顺、撼路者、途睿欧属于福特品牌，驭胜 S350、2016 年驭胜 S330 属于驭胜品牌。从销量上看，四大车型主要是轻卡、皮卡、轻客、SUV，其他还有少量的 MPV 与微量的重卡。根据 2016 年数据，四大车型中，JMC 卡车占比最高，占 37.4%，其次是轻客与 JMC 品牌皮卡，占比均为 23%左右，驭胜 SUV 占约 13%。公司在全国拥有 1169 家经销商，其中一级经销商有 300 多家，公司于 2016 年设立了首届经销商委员会，打通销售总公司与经销商的沟通渠道。

图 8：公司产品线



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：2016 年公司产品结构



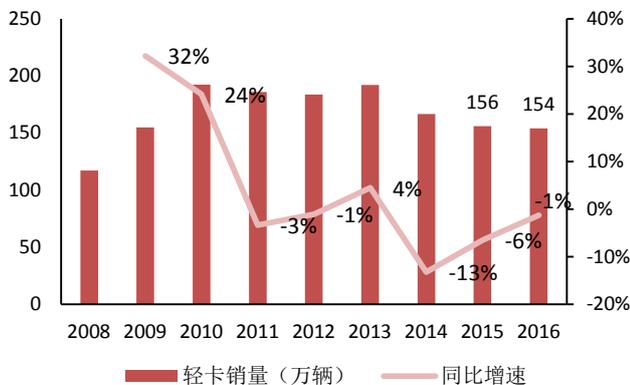
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 行业疲软，JMC 轻卡逆风前行

2.1 轻卡市场销量持续走低，国五升级推动轻卡高端化

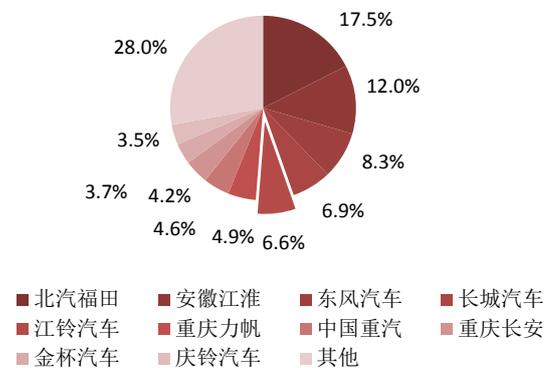
行业趋势：轻卡市场销量走低。2010 年以前，我国轻卡销量呈上升趋势，从 2008 年 117.1 万辆增长至 2010 年的 195.3 万辆，复合年均增速 29%。自 2010 年起，我国轻卡行业销量逐年震荡下行，2016 年的轻卡销量仅为 154 万辆左右，行业发展前景不容乐观。究其原因，一方面，限排引起的产品升级导致售价上涨，挤出部分需求，治超新政削弱轻卡的运载能力，弱化了产品吸引力，另一方面，“轻卡进城难”使得其他微型卡车、厢式客车等竞品蚕食了轻客市场规模。排放新标准“国五”和“国六”分别将于 2017 年和 2020 年正式开始实施，预计轻卡行业的发展将面临更大的挑战。

图 10：2008 年以来我国轻卡销量及其增速



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 11：2016 年轻卡市场竞争格局



数据来源：中汽协，西南证券整理

竞争格局：公司市占率 6.6%，在轻卡市场中位列第五。2016 年，北汽福田以 17.5% 的市占率，成为轻卡销量市场中的佼佼者，安徽江淮、东风汽车、长城汽车紧随其后，公司以 6.6% 的市占率排名第五。在市占率前十榜单中，江铃汽车、重庆力帆、庆铃汽车与金杯汽车四家企业出现销量同比下滑，其中金杯汽车尤为严重，同比下降 59%。

2.2 高端轻卡先锋--JMC 轻卡系列

在中国改革开放高速发展的时代，江西井冈山牌拖拉机厂于 1984 年大胆引进五十铃先进技术生产线，开始在国内生产五十铃“NKR/NHR”系列轻型载货车，开创了国内高端轻卡的先河。

随着高端轻卡的消费者逐渐转移到城市物流用车上，江铃贴牌生产的五十铃车型昂贵的价格让众多消费者望而怯步。公司大胆进行自主品牌研发与推广，于 1997 年推出江铃“JMC”牌轻卡。由于取消了商标费，产品价格下调，奠定了国内高端轻卡霸主的地位。

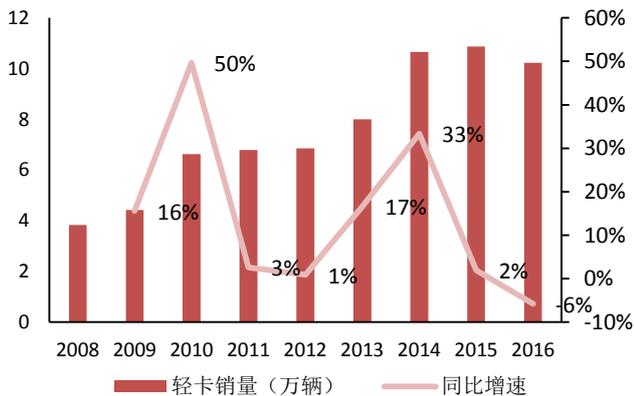
公司轻卡产品规模效应逐渐显现，轻卡产品存在价格进一步下调的空间。为提倡“好车共享，实惠百姓”的主张，08、09、10 年，三次大幅下调产品价格，其超值版顺达的推出，最低价格压至 6.18 万元，价格已接近众多国内原中低端产品的价格。2012 年，中国轻卡市场成为国内汽车行业高速发展的重要推动力，江铃高端轻卡——凯锐 800 应运而生，成为国内城市物流市场又一高效物流利器。

2013年下半年开始，轻卡排放标准升级国四，轻卡行业自此进入洗牌模式。国四时代的江铃轻卡，升级微加价，性价比优势突出，销量一路攀升。在整个轻卡行业总容量持续低迷的情况下，江铃轻卡销量逆势上扬，2014年销量同比增幅高达33%，销量多达10.9万辆，市占率提升至7%。

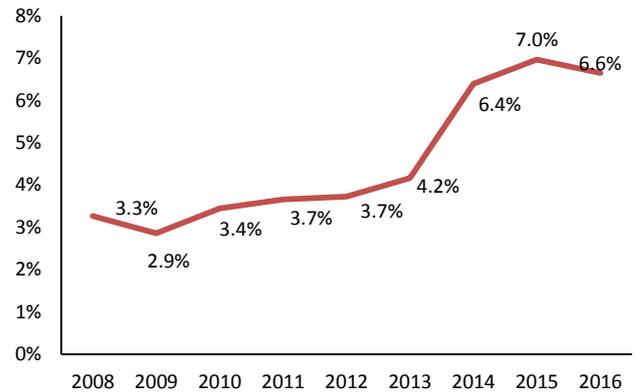
表 1：轻卡发展大事记

时间	事件
1984	国内首家引进日本五十铃，成为中国高端轻卡鼻祖
1993	日本五十铃入股，成立江铃五十铃汽车有限公司
1997	传承五十铃品质的江铃 JMC 轻卡推出，开始了资助品牌之路
2004	新一代轻卡——“江铃凯运”上市，带领江铃轻卡占据国内高端轻卡半壁江山
2008	大轻卡“江铃凯悦”上市，巅峰杰作，赢领高端
2010	江铃凯威，高校物流宽卡上市
2013	江铃高端轻卡——“凯悦 800”上市，为城市高效再添一名猛将
2014	凯悦 800H 重载气刹车车型升级上市，配备腾豹 3.0 发动机，填补了江铃气刹产品的市场空白
2015	推出凯运及新顺达 2800 轴距底货台轻卡，车身灵巧，成为主流车型

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 12：2008 年以来江铃轻卡销量及其增速


数据来源：中汽协，西南证券整理

图 13：2008 年以来江铃轻卡市场占有率


数据来源：中汽协，西南证券整理

2.3 全系国五达标，竞争优势凸显

为积极应对市场低迷与响应政策号召，公司于 2016 年实现轻卡全系“国五”达标，新顺达、凯悦 800，凯运升级版等轻卡主打新品均采取了相应的措施来迎合市场需求。其中江铃新顺达升级国五版本却不提价，在性价比方面领先其他品牌的同级车型。凯悦 800 则提供 2750、3360、3815 等多种轴距的车型以满足不同消费者对载重能力的要求。江铃凯运升级版以 2.05 米内宽的货厢亦保证了其装载能力。此外，顺达宽体（原凯运宽体）产品降价活动也正在开展中。

图 14：轻卡主打新产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

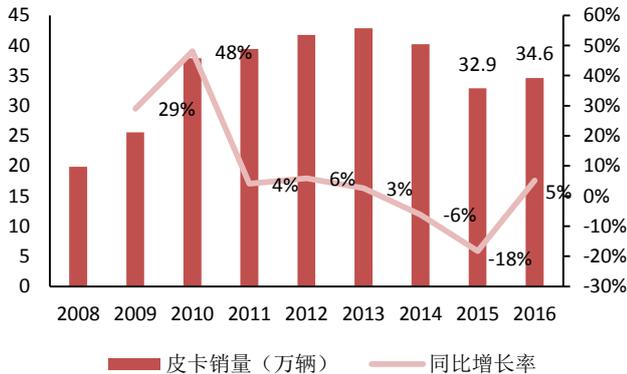
我们认为，轻卡市场疲弱的行情短期内不会发生较大的改变，难以应战“国五”“国六”新标准的小公司可能面临市场出清的风险，与这些小公司相比，公司作为行业领先者，轻卡业务受市场波动影响相对较小。在排放标准趋严的背景下，轻卡产品成本抬高促使高端轻卡的性价比增强，公司可凭借较强的升级换代能力，实现产品升级与成本管控，在高端轻卡领域的竞争优势有望进一步凸显，预计公司高端轻卡销量有望维持“国四”时代的相对领先优势。

3 借政策东风，JMC 皮卡风云再起

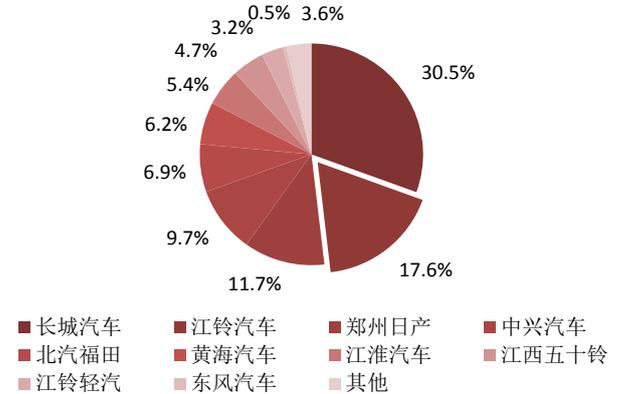
3.1 皮卡政策松绑，销量重拾增速

行业趋势：借助政策松绑复苏，皮卡销量重拾增速。在历经 2009-2010 年销量大增之后，我国皮卡市场销量在 2011-2013 年增长缓慢，2014-2015 年市场销量呈现出下跌之势，2015 年出现销量大幅下滑，同比下降 18%，2016 年受益于进城解禁政策的初步开展，一改近年来下滑的态势，销量重拾增速，同比增长 5%。2016 年皮卡行业迎来政策东风，从年初三部委发布河北、河南、云南、辽宁四省皮卡解禁试点通知，再到下半年直辖市重庆也发出皮卡解禁试点的相关文件，2017 年伊始，国家三部委又将湖北和新疆两地加入皮卡进城试点解禁行列，皮卡全国解禁值得期待。随着我国城镇化水平的不断提高，皮卡即可载物又可载人的特性，将使其在“进城”的利好政策背景下有望大展拳脚，不排除部分取代 SUV、MPV 的可能。

竞争格局：仅次长城汽车，市占率位居第二。2016 年，皮卡市场由十家主流企业占据 96% 的市场份额，其中长城汽车凭借风骏皮卡销量多达 105621 辆，占据 30% 的市场份额。公司皮卡销量 60892 辆，市占率 17.6%。公司虽市占率位居第二，但从销量上来看，与长城汽车仍有不小的差距。

图 15：2008 年以来全国主流品牌皮卡销量及其增长率


数据来源：中国皮卡网，西南证券整理

图 16：2016 年皮卡市场竞争格局


数据来源：中国皮卡网，西南证券整理

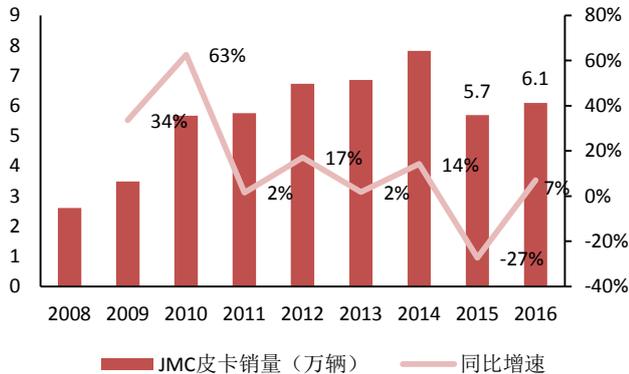
3.2 柴油皮卡领头羊—JMC 皮卡系列

江铃是中国最早生产柴油皮卡的企业。从引进全套五十铃先进技术及生产工艺起，江铃宝典就为中国柴油皮卡制定了“省油、耐用、舒适”的行业标准，连续多年全国柴油皮卡销量领先。2009 年底，江铃宝典超值版上市。与江铃宝典相比，超值版产品性能、配置、外观和内饰等均得到大幅提升，而且升级不加价的举措更是巩固了行业领先地位，2009-2010 实现了皮卡销量的大幅增长，2010 年同比增速更是高达 63%。2012 年江铃域虎的上市推动销量增速再度上扬，同比增长 17%。在 2015 年皮卡销量大幅下滑之后，2016 年受益于政策松绑，销量有所提升，达 60892 辆。

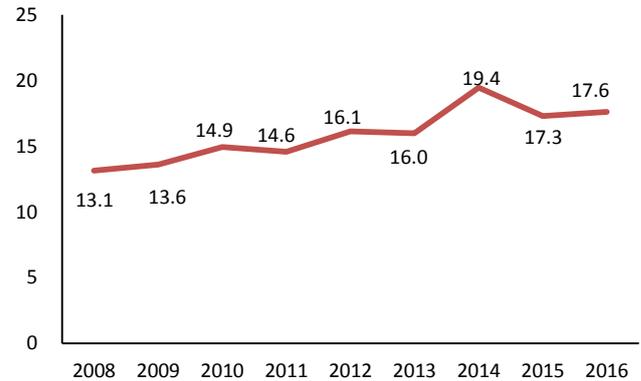
表 2：皮卡发展大事记

时间	事件
1984 年	江铃率先在国内引进五十铃汽车及生产工艺、生产线
1993 年	3 年江铃汽车制造出国内第一辆五十铃皮卡
2001 年	传承经典品质的“江铃宝典”上市
2005 年	荣获中国皮卡最具影响力品牌
2006 年	成立江铃汽车 JFX 跨界体验营
2008 年	中国汽车年度最环保节能车型
2009 年	江铃宝典超值版全国上市，增值不增价
2010 年	江铃宝典连续十二年柴油皮卡销量第一
2012 年	行业首款超大尺寸高端皮卡“江铃域虎”隆重上市，荣获“年度二三级市场最受欢迎皮卡车型”
2013 年	江铃宝典新超值版全国上市，搭载经典三菱汽油动力，开辟 7 万以下皮卡市场；域虎掀背版车型全国上市
2014 年	江铃宝典长货箱全国上市，宝典加长，装载能力提升 25%
2015 年	宝典 PLUS 全国上市

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 17：2008 年以来江铃皮卡市场占有率销量及其增速


数据来源：中国皮卡网，西南证券整理

图 18：2016 年江铃 JMC 皮卡市场占有率（单位：%）


数据来源：中国皮卡网，西南证券整理

3.3 全新升级，JMC 皮卡风云再起

据中国皮卡网数据显示，2016 年江铃皮卡前 7 个月呈负增长，至 8 月份开始扭转下滑趋势，出现连续正增长。其中域虎车型全年销量 19811 量，同比增长 94.3%。宝典销量则同比下滑 12%。公司趁皮卡解禁之势推出了全新升级车型，2016 款江铃宝典与江铃域虎，细分车型之多足以满足各种人群的需求。其中，江铃宝典 1.8T 汽油皮卡搭载了与福特 Ecoboost2.0 发动机共线生产的 1.8GTDi 汽油发动机，能够凭借小排量达到大排量发动机的功率以及提供柴油发动机的低速高扭矩的性能。2016 款域虎，除了有乘用车级别的内饰配置，更凭借着福特的 PUMA 2.4L TDCI 柴油发动机与英国莲花公司精心调校的底盘系统在性能上有不俗的表现。预计在皮卡解禁有望全国放开的背景下，2017 年我国皮卡销量有望保持增长态势，公司有望借助新车型进一步提升销量。

图 19：2016 年款江铃宝典


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 20：2016 年款江铃域虎


数据来源：公司官网，西南证券整理

4 继往开来，新全顺成坚实后盾

4.1 轻客市场爬坡乏力，出现短期销量下滑

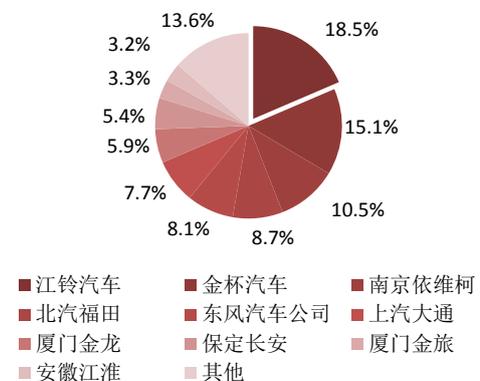
行业趋势：轻客市场一改销量稳健增长趋势，出现短期下滑。2008-2014 年年间持续增长，年均复合增长率超过 14%。2015 年轻客销量一改增长趋势，同比小幅下降 1%，2016 年轻客市场销量出现大幅下降，同比下滑 25%。日系轻客前景不容乐观，欧系轻客成市场主力。受 453 号文件的影响，金杯海狮、福田风景等平头车型需求日渐减少，加之国内不少城市对于发动机中置且长度小于 4.5 米的车型已不再上牌，日系轻客企业遭受重创，销量下滑明显。与此同时，拥有大容量存储空间的欧系轻客因消费升级与物流行业火爆而日益受到市场的追捧。日系需求转向欧系，加速欧系轻客销量提升，使得欧系轻客成为轻客市场主力。

图 21：2008 年以来我国轻客销量及其增速



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 22：2016 年轻客市场结构



数据来源：中汽协，西南证券整理

竞争格局：战胜金杯汽车，市占率排名第一。2016 年在轻客市场出现大幅下滑的情况下，公司欧系轻客全顺系列凭借下调经典全顺、新全顺的价格以及推出新全顺的方式吸引用户，销量表现较为坚挺，仅出现小幅下滑，市占率提升至 18.5%，近 3 年来首次战胜强劲对手金杯汽车（主打日系轻客），夺得轻客市场第一把交椅。

4.2 轻客界翘楚--全顺系列

1997 年，江铃福特引进第五代全顺，成为国内欧系轻客领域的先驱，市场占比一度超过 50%，近 20 年间在国内销售超 50 万台。

2008 年，集当代国际轻客最先进技术于一体、性能卓越的福特新世代全顺，在全国上市。新世代全顺在继承了全顺品牌高端、高性价比、高效低耗等产品特质的基础上，充分考虑了客户在商务接待中的用车需要，对窗框内饰板进行了改进，副驾驶座也从双座改为了单座，更加符合国内市场的实际需要。

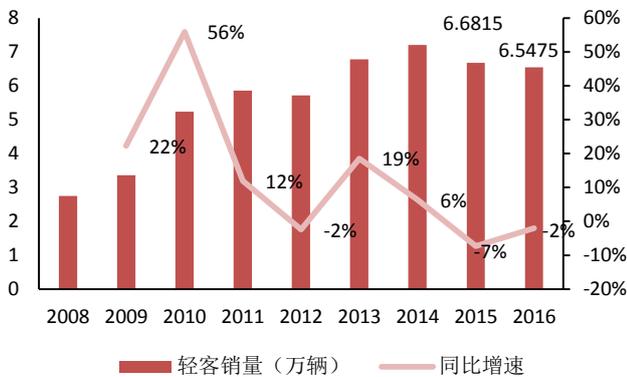
在用户消费升级的背景下，上汽大通等新晋竞争对手的出现动摇了经典全顺与新世代全顺在轻客市场的主导地位，市场占有率在 2010-2013 年出现一定程度的下滑。2016 年公司轻客销量在行业销量下滑 17% 的背景下力挽狂澜，仅下滑 2%，市场占有率出现从 2015 年的 17.7% 跃升到 20.7%，提升了 3 个百分点。2016 年 9 月，福特新全顺正式上市，其喊出的口号“超越从未被超越”颇有王者气概。

图 23：经典全顺、新世代全顺与新全顺



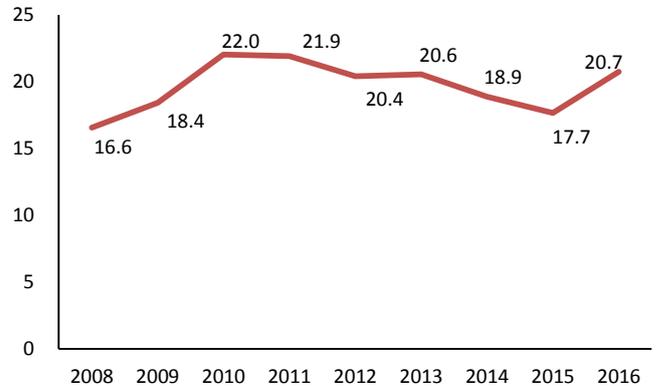
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：2008 年以来江铃轻客销量及其增速（2016 年含途睿欧）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 25：2008 年以来江铃轻客市场占有率（单位：%）



数据来源：中汽协，西南证券整理

4.3 继往开来，新全顺将成坚实后盾

经典全顺在商用车欧系轻客市场长期占据着主导地位，但由于全顺产品更新速度不及轻客消费升级需求，上汽大通 V80 抢占先机逐渐崛起，势如破竹，市占率从 2010 年的 1.07% 上升到 2016 年上半年的 7.35%，成为了经典全顺的有力竞争者。

新全顺的出现，有望稳固全顺轻客的主导地位。于 2016 年 9 月上市的福特新全顺 11.93 万元起售，新车采用了 12 款发动机共 12 款车型，在沿袭经典全顺大空间的基础上，新全顺不仅在外观及内饰方面带来的全新的设计，还提供短轴低顶、中轴中顶两种尺寸，按用途可分为 Van（货运）和 Kombi（客货两用）。值得一提的是，福特新全顺是同级中唯一搭载了两款发动机——福特 2.0T PUMA 柴油发动机和福特 2.0T EcoBoost 汽油发动机的轻客，动力强劲，环保节能。福特新全顺车身结构富含 40% 的高刚性硼钢，配合国内最高版本博世 9.1 版 ABS+EBD 系统，安全性能卓越。

图 26：2016 年 9 正式上市的新全顺


数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 27：上汽 2011 年推出的大通 V80


数据来源：西南证券整理

表 3：新全顺与大通 V80 傲云通动力对比

车型	新全顺		大通 V80 傲云通
发动机	2.0T 柴油	2.0T 汽油	2.5T 柴油
最大功率	89KW (121Ps)	149KW(202Ps)	100KW(136Ps)
升功率	44.5KW/L	74.5KW/L	40KW/L
最大扭矩	300Nm	300Nm	330Nm
发动机	2.0T 柴油	2.0T 汽油	2.5T 柴油

数据来源：西南证券整理

表 4：新全顺与大通 V80 具体车型参数对比

参数	新全顺 2.0T 厢式运输车 中轴中顶	大通 V80 傲云通 短轴中顶
售价	14.13 万元	14.18 万元
车长	5341mm	5700mm
轴距	3300mm	3850mm
驾驶座安全气囊	有	-
遥控钥匙	有	-
行车电脑显示屏	有	-
前雾灯	有	-
后视镜调节	有	-

数据来源：西南证券整理

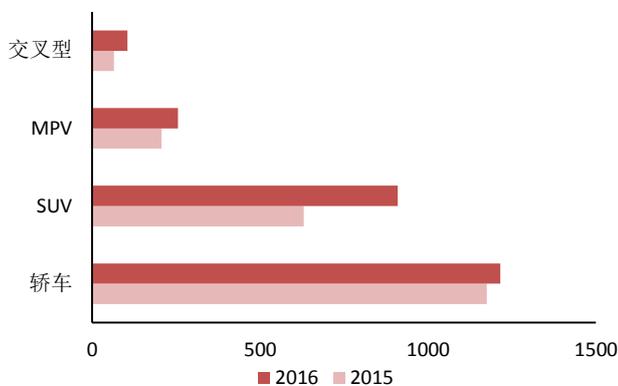
从动力上看，新全顺的发动机排量虽然只有 2.0L，但在动力参数上可与 V80 2.5 匹敌，尤其在最大马力和功率上远胜大通 V80。性价比方面，新全顺中轴与大通 V80 短轴中顶等价位，意味着新全顺对大通 V80 的打击将是跨界的。此外，新全顺还具备更多的配置，如安全气囊、遥控钥匙、行车电脑显示屏、前雾灯等。新全顺的优势凸显，预计短期内会成为公司冲击 2017 年业绩目标的中坚力量，长期来看可为商转乘提供业绩保障。

5 福特基因加持，驭胜 S330 冲锋上阵

5.1 消费升级，SUV 市场热度不减

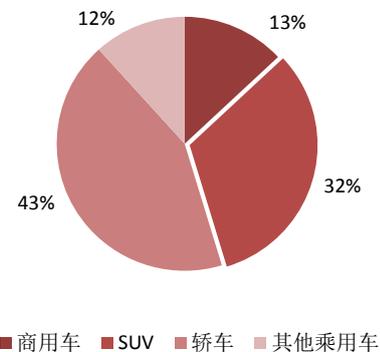
近年来由于汽车消费升级、二胎政策催化等因素的影响，SUV 市场异军突起。乘用车市场销量由轿车挑大梁的格局正在悄然转变，轿车市场占比不断下降，SUV 市场占比一路高歌猛进，由 2008 年的 6.6% 上升至 2016 年的 32%，年均复合增长率高达 22%。2016 年，乘用车销量达到 2437.69 万辆，同比增长 14.93%。其中，轿车销量为 1214.99 万辆，同比增长 3.44%。SUV 销售 904.70 万辆，同比增长 44.59%，由此可见，2016 年我国乘用车销量增长主要依赖于 SUV 市场的火爆。

图 28：2015-2016 年乘用车分车型销量（单位：万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 29：2016 年 SUV 占总销量比重



数据来源：中汽协，西南证券整理

5.2 SUV 后起之秀--驭胜系列

在国内 SUV 市场方兴未艾之际，作为一家商用车劲旅，公司成功地捕捉到跨界转型的机遇，于 2010 年推出了首款 SUV 车型驭胜 S350。驭胜 S350 的卖点主要在于其硬朗的外形和非承载式车身的越野基础。2016 年 7 月，全新驭胜 S350 “焕芯”上市，在对外观进行革新革新的基础上全新驭胜还搭载了国际一流的 GTDi 汽油发动机，将打开更广阔的市场空间。

凭借一款驭胜 S350 在 SUV 市场上单打独斗 6 年后，公司在 2016 年 9 月推出紧凑型城市驭胜 S330（承载式结构）。作为江铃品牌布局都市 SUV 市场的全新力作，驭胜 S330 以其高颜值、大空间和强劲动力将满足年轻消费者的核心需求。S350 与 S330 分工明确，S350 占据中型 SUV 市场，而驭胜 S330 则负责进行产品下探。

图 30：新驭胜 S350 与 S330


数据来源：公司官网，西南证券整理

5.3 福特基因加持，驭胜 S330 冲锋上阵

福特基因加持，产品性能优越。驭胜 S330 是公司于 2016 年 9 月推出的一款紧凑型城市 SUV，产品定位面向年轻人，售价区间 8.88-14.08 万元。驭胜 S330 的设计、研发、采购、制造和品控，遵循了福特全球标准。驭胜 S330 搭载的 1.5T 发动机，与福特翼虎血脉相连，并且与奥地利 AVL 共同开发，零部件来自知名供应商体系，具有涡轮增压、缸内直喷和双连续可变气门正时三大先进技术，最大功率 120kW，最大扭矩 250N·m，峰值扭矩平台非常宽广，从 1500-3500 转都有源源不断的强大动力。传动系统和底盘与翼虎联系更为紧密，所装配型号为 6F35 的 6AT 变速箱和智能适时四驱系统与福特翼虎完全相同。

除了具备其他自主品牌不具有的合资优势，驭胜 S330 拥有同级别中突出的车身空间国际化配套厂商及国际化的制造品质。

表 5：驭胜 S330 与哈弗 H6、传祺 GS4 的车身对比

车型	车身对比		
	驭胜 S330	哈弗 H6	传祺 GS4
长度 (mm)	4588	4649	4510
宽度 (mm)	1932	1852	1852
高度 (mm)	1676	1710	1708
轴距 (mm)	2712	2680	2605

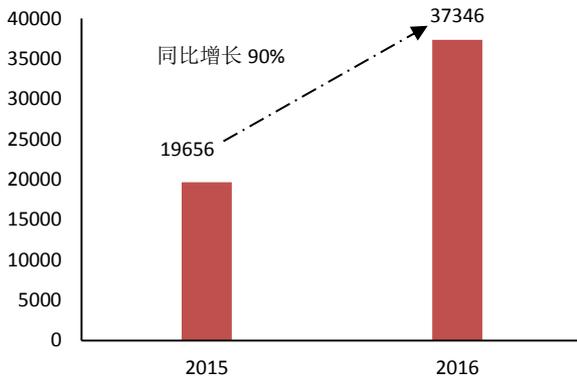
数据来源：中华汽车网，西南证券整理

表 6: 驭胜 S330 与哈弗 H6、传祺 GS4 的具体车型动力、配置对比

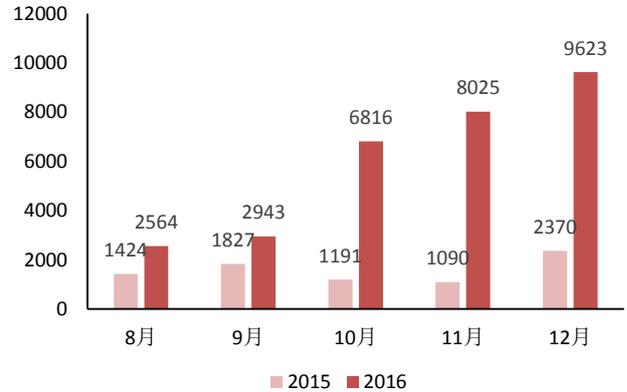
动力对比			
车型	驭胜 S330 (1.5T 自动四驱旗舰版)	哈弗 H6 (运动版 1.5T 自动两驱尊享型)	传祺 GS4(235TG-DCT 豪华版)
发动机型号	JX4G15B5L	GW4G15B	
排量 (L)	1.5	1.5	1.5
进气形式	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压
最大功率 (KW)	120	110	112
最大马力 (Ps)	163	150	152
最大功率转速 (rpm)	5400-5700	5600	5000
最大扭矩 (N·m)	250	210	235
最大扭矩转速 (rpm)	1500-3500	2200-4500	1450-4250
发动机技术	DVVT	可变气门正时	DCWT
供油方式	直喷	多点电喷	多点电喷
变速箱	6 档手自一体	6 档手自一体	7 档双离合
驱动方式	四驱	两驱	两驱
配置对比			
车型	驭胜 S330 (1.5T 自动四驱旗舰版)	哈弗 H6 (运动版 1.5T 自动两驱尊享型)	传祺 GS4(235TG-DCT 豪华版)
厂商指导价	14.28 万元	14.58 万元	14.28 万元
驻车制动类型	电子驻车	手刹	-
轮胎规格	235/50R18	225/65R7	-
全景天窗	有	-	-
车窗防夹手功能	有	-	有
后视镜自动防炫目	有	有	-
感应雨刷	有	有	-
空调控制方式	自动	自动	手动
发动机技术	DVVT	可变气门正时	DCWT
供油方式	直喷	多点电喷	多点电喷
变速箱	6 档手自一体	6 档手自一体	7 档双离合
驱动方式	四驱	两驱	两驱

数据来源: 中华网汽车, 西南证券整理

驭胜 S330 冲锋上阵, 表现抢眼。在 SUV 市场火爆的背景下, 2016 年, 公司驭胜品牌累计销售了 37,346 辆整车, 同比增长 90.05%, 新上市驭胜 S330 是销量大幅上涨的主要动力来源。对比驭胜 S330 上市前后, 上市前的 8、9 月份驭胜 SUV 同比涨幅分别为 61%、80%, 上市后的 10 月份销量暴涨, 同比增幅 472%, 11 月份、12 月份涨幅维持高位。按照目前驭胜 S330 的增长态势, 预计驭胜 S330 或将成为爆款, 促使公司乘用车销量大幅提升, 公司由商转乘战略将很可能借此取得突破性进展。

图 31: 驭胜 SUV 2015-2016 年销量对比 (单位: 辆)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

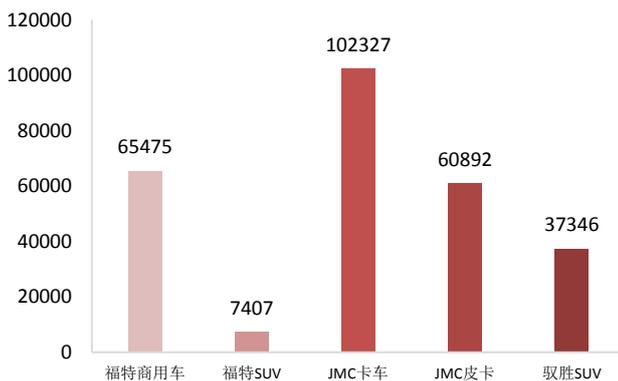
图 32: 驭胜 S330 上市后驭胜 SUV 月度销量对比 (单位: 辆)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

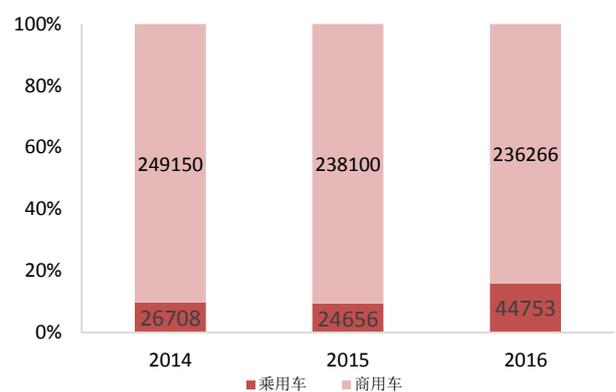
6 发展趋势: 商用车销量企稳, 乘用车强劲发力

6.1 商用车销量走低, 乘用车开始发力

2016 年, 公司累计销售各类车辆 281019 辆, 同比增长 6.95%。其中, 福特品牌商用车 (含途睿欧)、JMC 品牌皮卡同比分别下降 2.01%、5.82%。JMC 皮卡同比增长 7.10%, 福特 SUV 即福特撼路者同比增长约 47.99%, 增幅最大的是驭胜 SUV, 同比增长 90.05%。受宏观经济与政策影响, 公司商用车销量走低, 乘用车开始发力, 2016 年乘用车在公司整车销量中占比由 2014、2015 年的 10% 左右提升至 16% 左右, 随着乘用车销量逐步爬坡, 乘用车占比有望扩大。

图 33: 2016 年各类产品销量 (单位: 辆)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 34: 2013 年以来商用车与乘用车销量占比


数据来源: wind, 西南证券整理

6.2 征战 38 万辆，乘用车剑指 10 万

面临激烈的市场竞争，公司董事长邱天高提出了 2017 年年销售总量 38 万辆、同比增长 35% 的挑战目标，并表示乘用车要向 10 万辆的销量目标挺进，进一步表明了公司商乘并举的决心。2017 年公司将如下新动作：

推陈出新，紧跟市场风向。公司计划于 2017 年推出 10 款新整车产品，涵盖商用车和乘用车、传统车和新能源车、汽油车和柴油车、手动档和自动档等各个类别产品以充分迎合市场需求。

拓宽渠道，为撼路者开路。16 年撼路者销量爬坡，同比增长 48%，达 7407 辆。公司将于 2017 年新增约 100 家遴选自福特中国现有的进口车授权经销商，拓宽营销渠道，打开市场空间，2017 年撼路者有望借此推动销量更上一层楼。

挂牌 JMC，全顺兼顾全线。江铃经典全顺于 2016 年 12 月停产，2017 年后全顺系列仅有新世代全顺与新全顺在产。2017 年经典全顺将挂 JMC 牌销售，抢占低端日系轻客市场，加之新全顺占据终端市场与新世代全冲击高端市场，全顺系列将形成全线铺设格局。

7 盈利预测与投资建议

公司目前主要销售四大车型：皮卡、轻卡、轻客、SUV，此外，还有少量的 MPV 与微量的重卡。虽然福特撼路者在 2017 年新增 100 家授权经销商以及 MPV 途睿欧自动版的上市有可能分别给撼路者、途睿欧提供一定的销量成长空间，但以二者的销量基数与销量占比来看，二者对公司业绩的贡献仍旧较小。JMC 皮卡受政策利好有望重拾增速、JMC 轻卡遇国五升级竞争优势凸显，预计二者销量企稳。我们认为未来公司业绩主要增长点在于新全顺的推广与驭胜 S330 的畅销。

关键假设：

- 1) 公司 JMC 轻卡在国五实施的过程中竞争力凸显，销量增速超过 15%；
- 2) 驭胜 S330 渠道扩张进度符合预期，平均月销量达到 8000/月；
- 3) 非承载式 SUV 撼路者市场接受度逐步提高，销量破 1000/月。

表 7：销量预测

(单位：辆)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
全顺商用车（含途睿欧）	72076	66815	65475	70000	72100
JMC 轻卡	106582	108656	102327	118000	123500
JMC 皮卡	70406	56856	60892	66000	68000
驭胜 SUV	26756	19651	37346	100000	150000
撼路者		5005	7407	15000	25000
重卡	38	31	52	200	500
合计	275858	257014	273499	369200	439100
YOY		-7%	6%	35%	19%

数据来源：wind，西南证券

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.53、2.74、3.66 元，对应 PE 分别为 18、10、8 倍。鉴于公司由商转乘，2017 年多款新车上市，首次覆盖给予“买入”评级。

8 风险提示

轻卡系列、皮卡系列、新全顺、驭胜 SUV 等销量或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	24527.89	26634.84	37889.61	46481.38	净利润	2222.06	1322.81	2371.23	3162.12
营业成本	18131.13	20808.48	28366.47	34080.49	折旧与摊销	616.19	1023.53	1130.48	1202.65
营业税金及附加	788.24	866.98	1228.10	1508.72	财务费用	-247.32	-27.99	-34.48	-39.89
销售费用	1591.24	2371.30	3410.07	4183.32	资产减值损失	29.09	5.00	5.00	5.00
管理费用	2444.41	2263.96	3410.07	4415.73	经营营运资本变动	-779.47	1029.04	1716.75	1287.45
财务费用	-247.32	-27.99	-34.48	-39.89	其他	84.81	-522.99	-556.45	-609.29
资产减值损失	29.09	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	1925.36	2829.40	4632.53	5008.05
投资收益	8.72	503.00	553.00	603.00	资本支出	-604.35	-1017.74	-520.37	-266.69
公允价值变动损益	2.09	6.00	4.00	5.00	其他	-592.80	499.03	546.99	598.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1197.15	-518.72	26.62	331.31
营业利润	1801.91	856.11	2061.40	2936.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	707.70	664.24	678.72	673.89	长期借款	-0.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	2509.60	1520.34	2740.12	3609.90	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	287.54	197.53	368.89	447.78	支付股利	-837.32	-886.30	-525.53	-942.57
净利润	2222.06	1322.81	2371.23	3162.12	其他	-6.19	27.28	34.48	39.89
少数股东损益	0.00	4.93	6.20	6.84	筹资活动现金流净额	-843.64	-859.02	-491.05	-902.69
归属母公司股东净利润	2222.06	1317.88	2365.04	3155.27	现金流量净额	-115.43	1451.66	4168.10	4436.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	8848.04	10299.70	14467.81	18904.48	成长能力				
应收和预付款项	2447.20	2357.33	3382.07	4201.67	销售收入增长率	-3.95%	8.59%	42.26%	22.68%
存货	1730.93	1937.14	2682.20	3218.23	营业利润增长率	-2.70%	-52.49%	140.79%	42.43%
其他流动资产	434.28	312.26	474.61	569.78	净利润增长率	5.42%	-40.47%	79.26%	33.35%
长期股权投资	40.99	40.99	40.99	40.99	EBITDA 增长率	-0.19%	-14.70%	70.52%	29.81%
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	6323.55	6405.11	5882.35	5033.73	毛利率	26.08%	21.87%	25.13%	26.68%
无形资产和开发支出	687.31	599.96	512.62	425.27	三费率	15.45%	17.30%	17.91%	18.41%
其他非流动资产	538.42	548.42	558.42	568.42	净利率	9.06%	4.97%	6.26%	6.80%
资产总计	21050.73	22500.92	28001.05	32962.57	ROE	18.55%	10.65%	16.62%	19.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.56%	5.88%	8.47%	9.59%
应付和预收款项	6146.21	7105.51	9697.84	11651.94	ROIC	31.62%	15.63%	48.75%	109.80%
长期借款	4.68	4.68	4.68	4.68	EBITDA/销售收入	8.85%	6.95%	8.33%	8.82%
其他负债	2918.70	2968.36	4030.46	4818.34	营运能力				
负债合计	9069.58	10078.55	13732.98	16474.95	总资产周转率	1.21	1.22	1.50	1.52
股本	863.21	863.21	863.21	863.21	固定资产周转率	5.37	5.46	7.55	9.89
资本公积	839.44	839.44	839.44	839.44	应收账款周转率	22.71	20.48	26.39	23.70
留存收益	10283.20	10714.78	12554.28	14766.98	存货周转率	10.45	11.09	12.08	11.39
归属母公司股东权益	11981.14	12417.43	14256.94	16469.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.97%	—	—	—
少数股东权益	0.00	4.93	11.13	17.98	资本结构				
股东权益合计	11981.14	12422.37	14268.07	16487.62	资产负债率	43.08%	44.79%	49.04%	49.98%
负债和股东权益合计	21050.73	22500.92	28001.05	32962.57	带息债务/总负债	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%
					流动比率	1.53	1.52	1.56	1.66
					速动比率	1.34	1.33	1.36	1.46
					股利支付率	37.68%	67.25%	22.22%	29.87%
					每股指标				
					每股收益	2.57	1.53	2.74	3.66
					每股净资产	13.88	14.39	16.53	19.10
					每股经营现金	2.23	3.28	5.37	5.80
					每股股利	0.97	1.03	0.61	1.09
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	2170.78	1851.65	3157.40	4098.77					
PE	10.94	18.37	10.26	7.68					
PB	2.12	2.04	1.78	1.54					
PS	1.03	0.95	0.67	0.55					
EV/EBITDA	7.37	7.85	3.28	1.44					
股息率	3.30%	3.49%	2.07%	3.71%					

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
	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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	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