

经营稳健技术领先, 有望受益基建补短板

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中期报告。2018 年 H1 实现营业收入 140.8 亿元, 同比增长 17.34%, 归母净利润 8.38 亿元, 同比增长 9.79%, EPS 为 0.27 元。
- **业绩稳健增长, 新增订单充沛:** 公司 Q1、Q2 营业收入分别为 58.7 亿元、82.1 亿元, 同比增长 11.0%和 22.4%, 归母公司净利润 3.88 亿元、4.50 亿元, 同比增长 9.8%和 9.8%。上半年主要由施工主业、设计业务和机械制造业提供主要业绩增量, 其中施工业务收入 126.1 亿元, 同比增长 18.15%; 设计业务收入 7.2 亿元, 同比增长 23.54%; 机械制造业收入 3.2 亿元, 同比增长 68.91%。公司上半年订单保持平稳增长, 新签订单金额 244.9 亿元, 同比增长 4.84%, 其中道路工程订单同比增长 27.95%, 房产工程订单同比增长 86.52%。
- **精细化管理降费率, 毛利率持续改善:** 公司在 18 年上半年坚持精细化管理, 降低期间费用率成效显著。2018H1 期间费用率为 9.0%, 同比降低 1.3 个百分点, 其中销售费用率 0.1%; 管理费用率 7.5%, 虽然工薪及研发加大投入但费用率同比减少 0.7 个百分点; 财务费用率 1.4%, 同比减少 0.6 个百分点, 主要是因为利息支出减少。公司 2018H1 毛利率 12.7%, 同比增加 0.5 个百分点, 主要是因为设计业务毛利率大增 16.78 个百分点, 达到 30.46%, 施工业务毛利率增加 0.15 个百分点, 提升整体毛利率水平。净利率 6.0%, 同比降低 0.4 个百分点。2018H1 公司经营现金流净流出 27.9 亿元, 同比大幅增加 14 倍, 主要是因为支付工程款大增。投资现金流净流出 27.9 亿, 同比增加 102.3%, 主要是因为①上期大量 PPP、BOT 项目结束回购, 导致收到的投资现金流减少; ②本期内 PPP 项目投资增加。
- **技术领先, 基建补短板有望受益:** 报告期内公司承接的武汉三阳路隧道工程双线贯通 (是目前国内最大直径盾构法隧道), 上海诸光路通道工程贯通 (国内首次使用盾构法双层隧道内部结构施工全预制拼装工艺), 公司作为隧道工程的领军企业, 在地下工程领域持续保持较强竞争优势。此外, 中西部地区是本轮基建补短板重点, 其山地多、地形较为复杂, 对施工技术要求较高, 公司具有明显的技术优势、在全国大直径隧道市场的占有率达 60%, 有望受益此轮基建补短板。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2018-2020 年营业收入和归母净利润复合增长率为 10.54%和 8.72%, 参考可比公司估值, 给予公司 18 年 10 倍 PE, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 业务拓展不达预期风险, 应收款及现金流风险。

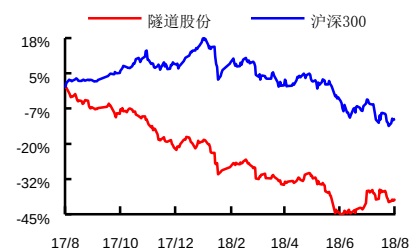
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	31526.44	35180.74	38716.82	42577.09
增长率	9.36%	11.59%	10.05%	9.97%
归属母公司净利润 (百万元)	1810.03	1999.16	2143.09	2325.91
增长率	9.50%	10.45%	7.20%	8.53%
每股收益 EPS (元)	0.58	0.64	0.68	0.74
净资产收益率 ROE	9.12%	9.47%	9.38%	9.40%
PE	11	10	9	8
PB	1.00	0.94	0.87	0.80

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春
 执业证号: S1250517090004
 电话: 021-58351883
 邮箱: yyc@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)	31.44
流通 A 股(亿股)	31.44
52 周内股价区间(元)	5.78-10.44
总市值(亿元)	191.48
总资产(亿元)	699.16
每股净资产(元)	6.18

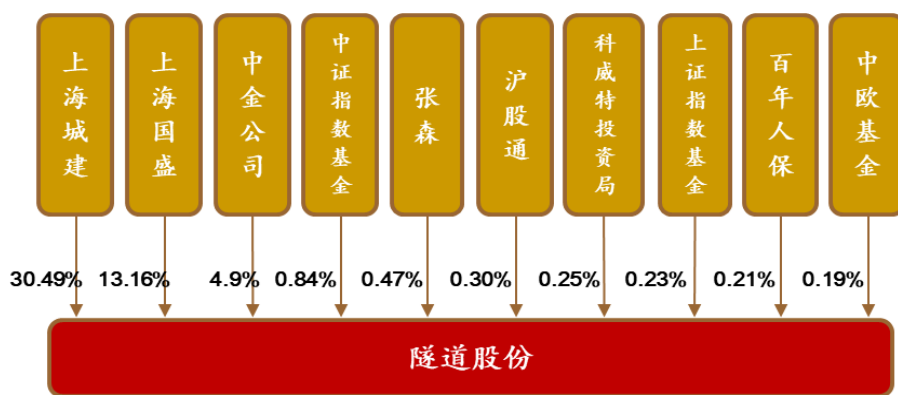
相关研究

1 公司概况：领先的基建运营综合服务商

隧道股份前身成立于 1965 年，于 1994 年登陆上交所，是中国基建行业首家上市公司，上海老牌建筑国企。公司是中国软土隧道发展的奠基者，主要从事城市基础设施建设的设计与施工，并提供基础设施规划咨询、设计、投资、建造、运营的“全生命周期”服务。

公司股权结构：上海国资委控股，股权较为集中。上海国资委是公司实际控制人，其通过上海城建集团和上海国盛集团间接持股 43.65%，控制了隧道股份。除上海城建集团、上海国盛集团和中国证券金融股份有限公司（4.9%）外，其余股东占股比例均在 1%以下，股权相对较为集中。

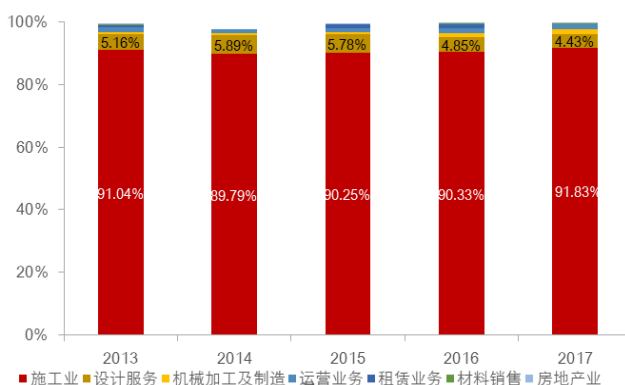
图 1：前十大股东股权占比（2018 年中报）



数据来源：Wind，西南证券整理

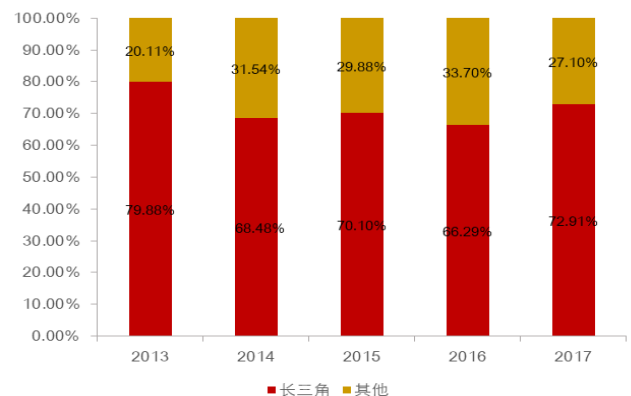
公司主营结构：以施工业务为核心，深耕长三角。公司主要从事城市基础设施建设的设计与施工，产业覆盖隧道、轨道交通、道路桥梁、建筑与房地产、水务、能源、地下空间、重大装备及绿色材料 9 大板块。施工业务收入一直占比 90%左右，是公司的主要收入来源。从地区收入看，公司深耕长三角区域，近年来营业收入的 70%都来自于长三角。

图 2：施工业务占公司营收的主要部分



数据来源：Wind，西南证券整理

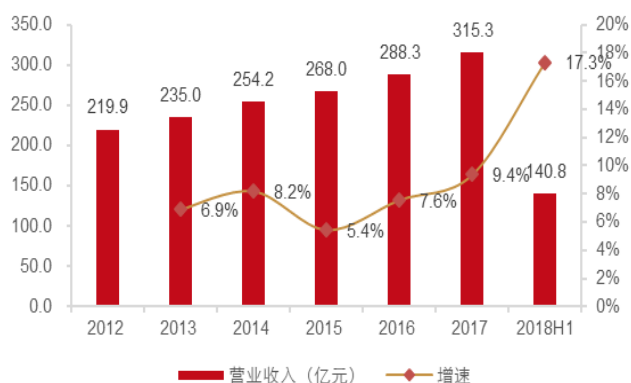
图 3：公司营业收入各地区占比，长三角是主要收入来源



数据来源：Wind，西南证券整理

公司经营情况：公司自 2012 年以来，每年业绩保持稳健增长，2018 年上半年营收 140.8 亿元，同比增长 17.3%；归母净利润约为 8.4 亿元，同比增长 9.8%。近年公司营业收入和净利润总体保持稳健增长态势。

图 4：2018H1 实现营业收入 140.8 亿元，同比增长 17.3%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2018H1 实现归母净利润 8.4 亿元，同比增长 9.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

2 2018 年中报 精细化管理降费率，毛利率持续改善

公司在 18 年上半年坚持精细化管理，降低期间费用率成效显著。2018H1 期间费用率为 9.0%，同比降低 1.3 个百分点，其中销售费用率 0.1%，因固定资产维修费减少，同比微降；管理费用率 7.5%，同比减少 0.7 个百分点；财务费用率 1.4%，同比减少 0.6 个百分点，主要是因为利息支出减少。公司 2018H1 毛利率 12.7%，同比增加 0.5 个百分点，主要因为设计业务毛利率大增 16.78 个百分点，提升整体毛利率水平。净利率 6.0%，同比降低 0.4 个百分点。2018H1 公司经营现金流净流出 27.9 亿元，同比大幅增加 14 倍，主要是因为支付工程款大增。投资现金流净流出 27.9 亿，同比增加 102.3%，主要是因为①上期内大量 PPP、BOT 项目结束回购，导致收到的投资现金流减少；②本期内 PPP 项目投资增加。

表 1：2018 年上半年精细化管理见成效，期间费用率降低 1.3 个百分点（单位：亿元）

利润简表	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	较 2017H1 同比
营业收入	268.03	288.28	119.99	315.26	140.80	17.3%
营业成本	233.68	254.12	105.31	277.64	122.90	16.7%
毛利率	12.8%	11.9%	12.2%	11.9%	12.7%	减少 0.5 个百分点
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.06%	0.07%	减少 0.02 个百分点
管理费用率	7.4%	7.0%	8.2%	7.4%	7.5%	减少 0.7 个百分点
财务费用率	3.6%	2.0%	1.98%	1.48%	1.37%	减少 0.6 个百分点
期间费用率	11.1%	9.1%	10.3%	8.9%	9.0%	减少 1.3 个百分点
资产减值损失	0.31	0.95	-0.39	0.46	0.00	-99.7%
投资净收益	20.45	13.51	6.59	13.59	5.46	-17.3%
营业利润	18.23	19.78	9.76	23.27	10.96	12.3%
营业外净收入	1.29	1.68	-0.01	0.08	0.00	-62.6%
利润总额	19.52	21.46	9.75	23.34	10.95	12.3%

利润简表	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	较 2017H1 同比
所得税	4.47	4.70	2.00	5.01	2.48	23.9%
归属母公司净利润	14.81	16.53	7.64	18.10	8.38	9.8%
净利率	5.5%	5.8%	6.5%	5.8%	6.0%	减少 0.4 个百分点
存货	58.39	64.63	72.14	83.48	87.39	21.1%
最新股本	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	
每股收益	0.47	0.53	0.24	0.58	0.27	9.8%

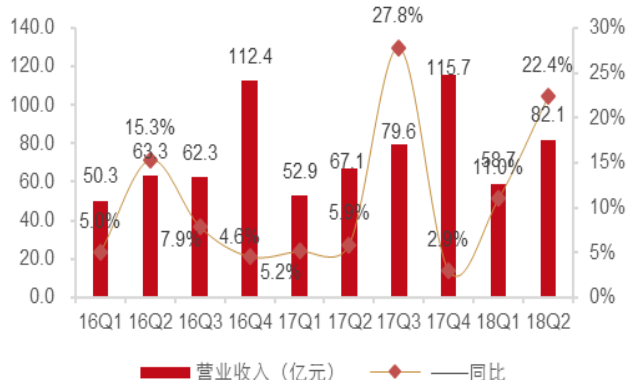
数据来源: Wind, 西南证券整理

表 2: 2018Q2 收入增长加速, 毛利率提升 (单位: 亿元)

季度利润简表	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
营业收入	50.3	63.3	62.3	112.4	52.9	67.1	79.6	115.7	58.7	82.1
同比	5.0%	15.3%	7.9%	4.6%	5.2%	5.9%	27.8%	2.9%	11.0%	22.4%
环比	-53.2%	25.8%	-1.6%	80.4%	-52.9%	26.7%	18.7%	45.3%	-49.2%	39.7%
营业成本	43.9	55.4	56.1	98.7	47.3	58.0	71.0	101.3	51.4	71.5
同比	6.8%	15.0%	9.6%	5.9%	7.8%	4.6%	26.6%	2.6%	8.6%	23.3%
环比	-52.9%	26.2%	1.2%	76.0%	-52.1%	22.5%	22.5%	42.7%	-49.3%	39.1%
毛利率	12.7%	12.5%	10.0%	12.1%	10.6%	13.5%	10.8%	12.4%	12.5%	12.9%
销售费用	0.04	0.05	0.04	0.07	0.05	0.06	0.01	0.06	0.05	0.05
管理费用	3.06	3.96	4.50	8.73	3.64	6.22	4.67	8.85	3.01	7.60
财务费用	1.44	1.14	1.50	1.76	1.24	1.14	1.17	1.10	1.35	0.58
销售费率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
管理费率	6.1%	6.3%	7.2%	7.8%	6.9%	9.3%	5.9%	7.7%	5.1%	9.3%
财务费率	2.9%	1.8%	2.4%	1.6%	2.3%	1.7%	1.5%	1.0%	2.3%	0.7%
期间费率	9.0%	8.1%	9.7%	9.4%	9.3%	11.1%	7.3%	8.7%	7.5%	10.0%
资产减值损失	-0.36	0.83	-0.28	0.76	-0.96	0.57	0.25	0.59	0.21	-0.21
投资净收益	3.48	3.15	3.08	3.81	2.78	3.81	2.50	4.50	1.93	3.52
营业利润	4.08	4.91	4.41	6.39	4.05	5.71	4.95	8.56	4.83	6.13
利润总额	4.23	5.44	4.65	7.14	4.66	5.08	4.99	8.60	4.83	6.13
所得税	0.98	1.57	1.13	1.00	1.07	0.93	0.95	2.06	0.93	1.55
归属母公司净利润	3.20	3.82	3.47	6.04	3.54	4.10	3.96	6.51	3.88	4.50
同比	8.5%	11.0%	17.4%	10.6%	10.4%	7.3%	14.2%	7.7%	9.8%	9.8%
净利率	6.4%	6.0%	5.6%	5.4%	6.7%	6.1%	5.0%	5.6%	6.6%	5.5%
存货	67.36	63.81	65.25	64.63	74.26	72.14	75.90	83.48	89.55	87.39
最新股本	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44	31.44
每股收益	0.10	0.12	0.11	0.19	0.11	0.13	0.13	0.21	0.12	0.14

数据来源: Wind, 西南证券整理

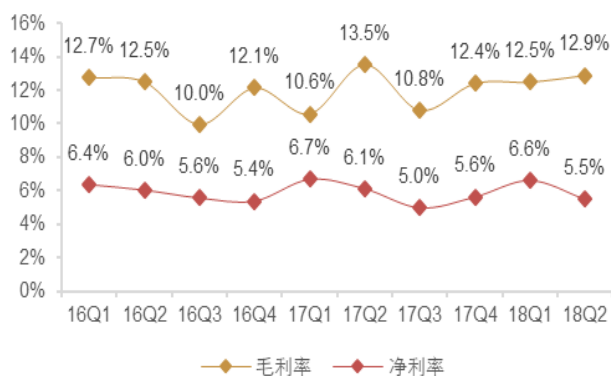
关键财务指标:

图 6: 2018Q2 实现营业收入 82.07 亿元, 同比增长 22.38%


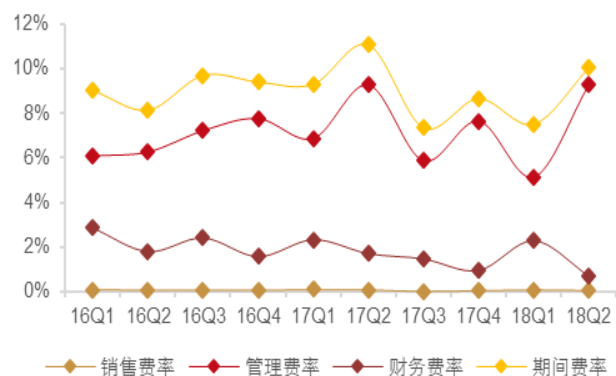
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2018Q2 实现归母净利润 4.50 亿元, 同比增长 9.79%

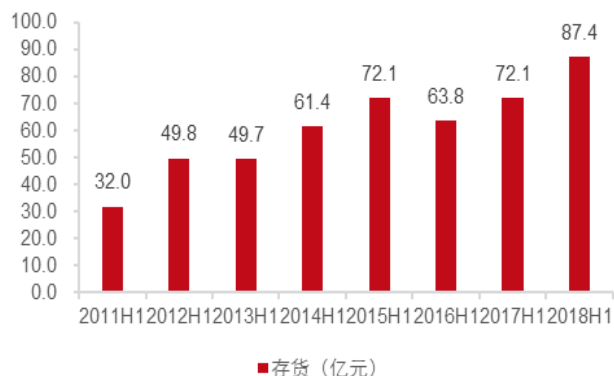

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 2018Q2 毛利率 12.88%, 较去年同期下降 0.65 个百分点


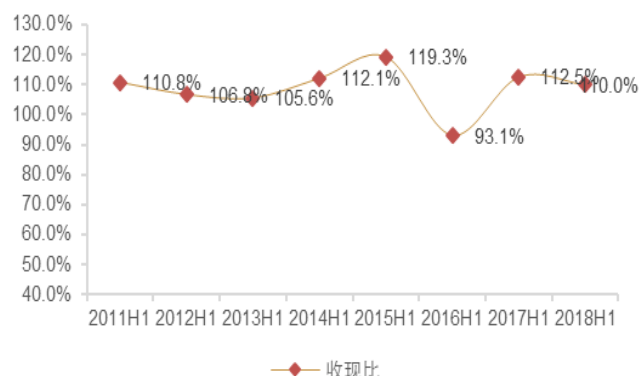
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2018Q2 期间费用率 10.03%, 较去年同期下降 1.04 个百分点


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10: 2018H1 存货 87.4 亿元, 较去年同期增加 21.1%


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 2018H1 收现比 110.0%, 同比下降 2.6 个百分点


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司紧抓市场机会，订单稳健增长，预计施工业务订单 2018-2020 年增速分别为 20%、15%、15%。

假设 2：公司项目持续落地、施工业务毛利率维持 10.5%。

基于合理假设并考虑公司实际情况，我们预计公司 2018-2020 年各业务板块的收入和毛利情况如下表所示：

表 3：分业务板块盈利预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	31526.4	35180.7	38716.8	42577.1
	yoy	9.4%	11.6%	10.1%	10.0%
	毛利率	11.9%	12.0%	11.9%	11.9%
施工业务	收入	28949.9	32423.8	35666.2	39232.8
	yoy	11.2%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%
设计服务	收入	1397.2	1676.6	1844.3	1991.8
	yoy	-0.1%	20.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	21.7%	30.0%	30.0%	30.0%
机械加工及制造	收入	404.2	485.0	582.0	698.4
	yoy	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
运营服务	收入	497.7	522.6	548.7	576.2
	yoy	-2.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%
租赁业务	收入	69.2	72.7	75.6	77.9
	yoy	-75.5%	5.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	37.1%	37.0%	37.0%	37.0%
材料销售	收入	68.9	72.3	76.0	79.8
	yoy	-43.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.2%	20.0%	20.0%	20.0%
房地产业	收入	14.7	15.4	16.0	16.5
	yoy	-3.4%	5.0%	4.0%	3.0%
	毛利率	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	124.7	131.0	137.5	144.4
	yoy	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.4%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年营业收入和归母净利润复合增长率为 10.54%和 8.72%，参考可比公司估值，给予公司 18 年 10 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值情况

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				市净率 PB(MRQ)
			17A	18E	19E	20E	
600068	葛洲坝	332.9	7	6	5	5	0.84
600170	上海建工	273.4	10	9	8	7	1.04
000498	山东路桥	46.5	10	6	5	4	1.18
600039	四川路桥	131.8	12	10	8	7	1.03
600820	隧道股份	191.5	10	10	9	8	1.01

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

业务拓展不达预期风险，应收款回收及现金流风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	31526.44	35180.74	38716.82	42577.09	净利润	1833.05	2024.59	2170.35	2355.49
营业成本	27764.27	30970.51	34098.79	37522.25	折旧与摊销	769.56	830.79	830.79	830.79
营业税金及附加	91.84	95.65	107.77	117.60	财务费用	465.31	520.27	440.25	389.23
销售费用	17.50	21.96	22.83	25.84	资产减值损失	45.61	70.13	57.87	64.00
管理费用	2337.27	2539.61	2832.61	3094.28	经营营运资本变动	-1388.72	56.45	901.47	760.90
财务费用	465.31	520.27	440.25	389.23	其他	-190.81	-1429.37	-1416.31	-1424.78
资产减值损失	45.61	70.13	57.87	64.00	经营活动现金流净额	1534.00	2072.86	2984.42	2975.62
投资收益	1359.42	1358.90	1360.11	1359.51	资本支出	-283.03	-149.95	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.34	0.33	0.28	其他	-1523.16	1444.24	1360.44	1359.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1806.19	1294.29	1360.44	1359.78
营业利润	2326.69	2321.85	2517.16	2723.68	短期借款	-438.28	-3510.93	0.00	0.00
其他非经营损益	7.53	60.02	36.19	47.49	长期借款	-1564.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	2334.22	2381.87	2553.35	2771.17	股权融资	0.00	2.75	0.00	0.00
所得税	501.16	357.28	383.00	415.68	支付股利	-503.06	-362.01	-399.83	-428.62
净利润	1833.05	2024.59	2170.35	2355.49	其他	2402.53	-1445.49	-440.25	-389.23
少数股东损益	23.03	25.43	27.26	29.59	筹资活动现金流净额	-103.60	-5315.67	-840.08	-817.85
归属母公司股东净利润	1810.03	1999.16	2143.09	2325.91	现金流量净额	-350.00	-1948.52	3504.78	3517.56
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	12477.43	10528.91	14033.69	17551.25	成长能力				
应收和预付款项	17306.46	20013.21	21910.72	24018.66	销售收入增长率	9.36%	11.59%	10.05%	9.97%
存货	8347.61	9311.60	10250.15	11280.45	营业利润增长率	17.63%	-0.21%	8.41%	8.20%
其他流动资产	376.15	324.90	357.55	393.20	净利润增长率	9.33%	10.45%	7.20%	8.53%
长期股权投资	161.74	161.74	161.74	161.74	EBITDA 增长率	16.39%	3.13%	3.14%	4.11%
投资性房地产	7.42	7.42	7.42	7.42	获利能力				
固定资产和在建工程	12469.57	12124.34	11779.12	11433.89	毛利率	11.93%	11.97%	11.93%	11.87%
无形资产和开发支出	4205.66	3875.18	3394.76	2914.33	三费率	8.95%	8.76%	8.51%	8.24%
其他非流动资产	12567.61	12562.48	12557.34	12552.21	净利率	5.81%	5.75%	5.61%	5.53%
资产总计	67919.65	68909.78	74452.48	80313.15	ROE	9.12%	9.47%	9.38%	9.40%
短期借款	3510.93	0.00	0.00	0.00	ROA	2.70%	2.94%	2.92%	2.93%
应付和预收款项	30272.03	33785.14	37315.52	40984.70	ROIC	20.94%	21.60%	24.37%	29.31%
长期借款	9325.38	9325.38	9325.38	9325.38	EBITDA/销售收入	11.30%	10.44%	9.78%	9.26%
其他负债	4715.87	4430.31	4672.10	4936.72	营运能力				
负债合计	47824.21	47540.83	51313.01	55246.80	总资产周转率	0.47	0.51	0.54	0.55
股本	3144.10	3144.10	3144.10	3144.10	固定资产周转率	9.34	10.57	12.98	16.15
资本公积	6832.86	6835.61	6835.61	6835.61	应收账款周转率	2.24	2.30	2.25	2.26
留存收益	8686.95	10324.11	12067.36	13964.65	存货周转率	3.75	3.51	3.49	3.48
归属母公司股东权益	19055.73	20303.81	22047.06	23944.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.40%	—	—	—
少数股东权益	1039.71	1065.15	1092.41	1122.00	资本结构				
股东权益合计	20095.44	21368.95	23139.47	25066.35	资产负债率	70.41%	68.99%	68.92%	68.79%
负债和股东权益合计	67919.65	68909.78	74452.48	80313.15	带息债务/总负债	26.84%	19.62%	18.17%	16.88%
					流动比率	1.06	1.11	1.17	1.21
					速动比率	0.83	0.85	0.91	0.96
					股利支付率	27.79%	18.11%	18.66%	18.43%
					每股指标				
					每股收益	0.58	0.64	0.68	0.74
					每股净资产	6.06	6.46	7.01	7.62
					每股经营现金	0.49	0.66	0.95	0.95
					每股股利	0.16	0.12	0.13	0.14
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3561.56	3672.92	3788.19	3943.70					
PE	10.58	9.58	8.93	8.23					
PB	1.00	0.94	0.87	0.80					
PS	0.61	0.54	0.49	0.45					
EV/EBITDA	2.11	1.47	0.50	-0.41					
股息率	2.63%	1.89%	2.09%	2.24%					

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悉范围内，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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn