

管理再聚焦，件量增速恢复

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年 1 月快递业务经营数据, 当月实现快递收入 22.6 亿元 (+23.9%), 完成快递件量 6.6 亿票 (+36.1%), 快递产品的 ASP 为 3.44 元 (-9.0%)。
- **件量增速保持高位, 市占率继续提升。** 2019 年 1 月业务量增速 36.1% 较去年 12 月增速 42.9% 环比有所放缓, 但是月度市占率已经达到 14.5%、环比 12 月提升了 0.2ppt。2018 年全年累计完成业务量 66.65 亿件 (同比+31.6%), 全行业 2018 年总件量 507 亿件 (同比+26.6%)。从市占率来看, 18 年市场份额扩张 0.5 个百分点至 13.2%, 在“通达系”中排名第三, 与第一的中通市占率相差 3.6 个百分点。
- **价格方面, ASP 环比持平。** 圆通 2019 年 1 月 ASP 为 3.44 元, 环比基本持平, 同比跌幅较 12 月的 -10.8% 有所收窄。全年来看, 2018 年完成收入 230.4 亿元 (同比+22.7%), 全年单价同比下跌 6.1% 至 3.44 元。我们认为 ASP 的下降部分归结于行业价格竞争, 同时下半年起调整加盟商间结算政策, 单票收入/成本均降低 0.2 元, 可比口径下 2018H2 的 ASP 降幅约为 4%。
- **积极的资本运作带来充裕的产能。** 截至 2018 年底, 在 A 股的快递公司中, 圆通上市后的融资金额仅次于顺丰, 达到 58.9 亿元, 资金用途主要是转运中心的建设和运输设备的购买。2018 年上半年, 公司新增固定资产 4.09 亿元, 新增在建工程 4.4 亿元, 加大了运输及自动化设备的投资。我们认为大规模的资本开支为圆通 2019 年储备了良好的产能, 干线自有车辆及装运中心自动化设备的投入有望提升成本管控的能力。
- **盈利预测与评级。** 头部快递公司间成本差异的缩小及当前 ASP 绝对水平处于低位、客户价格敏感性降低, 我们认为 19 年电商快递 ASP 降幅将收窄。头部快递公司具备成本及服务优势, 集中度将进一步上升。圆通运营效率的改善有望在 2019 年持续, 成本管控带来盈利能力提升、系通达系中边际弹性最大的公司。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.80 元、0.89 元, 对应 PE 分别为 20.1X、16.2X、14.5X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 价格战激化、电商增速下滑、人力成本大幅上涨、收购标的业绩波动风险。

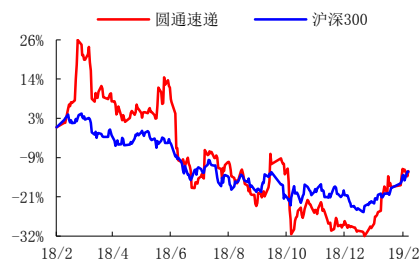
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	19982.20	28110.36	33872.44	40086.18
增长率	18.82%	40.68%	20.50%	18.34%
归属母公司净利润 (百万元)	1442.69	1821.42	2259.12	2515.25
增长率	5.16%	26.25%	24.03%	11.34%
每股收益 EPS (元)	0.51	0.64	0.80	0.89
净资产收益率 ROE	15.45%	16.70%	17.65%	16.92%
PE	25.31	20.05	16.16	14.52
PB	3.96	3.39	2.89	2.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@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)	28.28
流通 A 股(亿股)	7.83
52 周内股价区间(元)	9.81-18.41
总市值(亿元)	365.15
总资产(亿元)	152.60
每股净资产(元)	3.64

相关研究

目 录

1 曾经的领头羊，阵痛调整期后增速恢复	1
2 聚焦主业，成本处于快速下降期	3
2.1 快递行业增速仍将保持 20%以上	3
2.2 18 年加大了运输与自动化设备的投入	4
2.3 成本快速下降期，市占率回升明显	5
3 盈利预测与估值	6
3.1 盈利预测	6
3.2 估值与评级	6
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司历史主营业务收入拆分 (单位: 百万元)	1
图 2: 公司历史主营业务成本拆分 (单位: 百万元)	1
图 3: 公司归母净利润 (单位: 百万元)	1
图 4: 公司股权结构图 (2018 年三季度)	1
图 5: 圆通历年市占率情况	2
图 6: 近四年月度收入增速对比 (单位: 亿元)	3
图 7: 近四年月度件量增速对比 (单位: 万件)	3
图 8: 社会消费品零售总额月度数据 (单位: 亿元)	3
图 9: 圆通资本开支变化趋势 (单位: 亿元)	4
图 10: 圆通月度件量增速	5
图 11: 圆通/韵达季度市占率对比	5

表 目 录

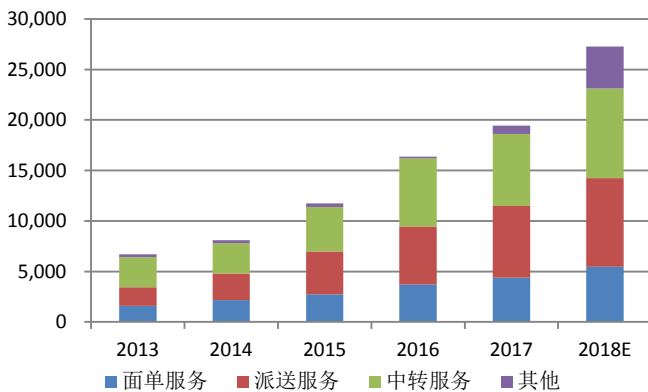
表 1: 通达系单件成本拆分 (单位: 元/件)	2
表 2: 各大快递公司资产情况概要 (单位: 亿元)	4
表 3: 业绩拆分预测	6
表 4: 可比公司估值表	6
附表: 财务预测与估值	8

1 曾经的领头羊，阵痛调整期后增速恢复

圆通是国内领先的综合性加盟制快递公司，以自营的枢纽转运中心和扁平的终端加盟网络为基础完成快递的“收-转-运-派”各个环节。截止 2018 年上半年，圆通在全国范围拥有自营枢纽转运中心 64 个，加盟商 3281 家，快递服务网络覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，地级以上城市已基本实现全覆盖，县级以上城市覆盖率达到 96.73%，自有航空机队 12 架。公司在 2017 年收购先达（现更名圆通国际）迅速拓展公司全球网络覆盖，现已基本形成了覆盖欧洲、北美、东南亚等国家和地区的全球物流骨干网络。

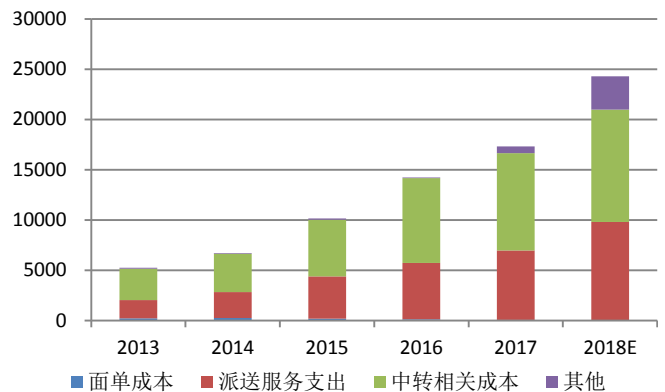
在高速增长的电件快递市场中，圆通曾经是行业王者（2015 年件量 30.3 亿件，市占率 14.7%，全行业第一），从引领行业发展的角度圆通一直不负行业领头羊的盛名：1) 2005 年在电商发展初期最早和淘宝合作；2) 2009 年与 IBM 咨询合作，建立快递全生命周期管控的信息技术平台“金刚系统”；3) 2012 年全货机的圆通航空投入运营。

图 1：公司历史主营业务收入拆分（单位：百万元）



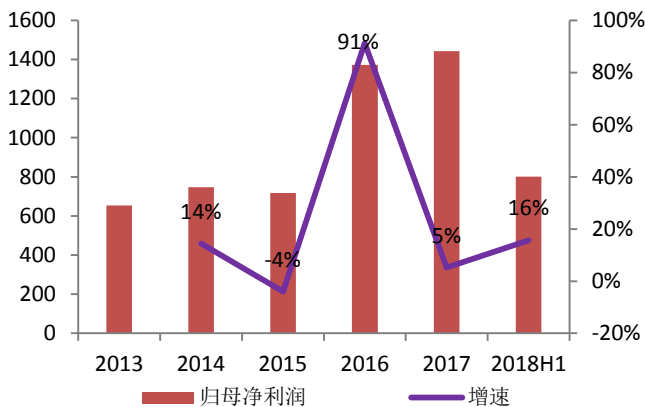
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司历史主营业务成本拆分（单位：百万元）



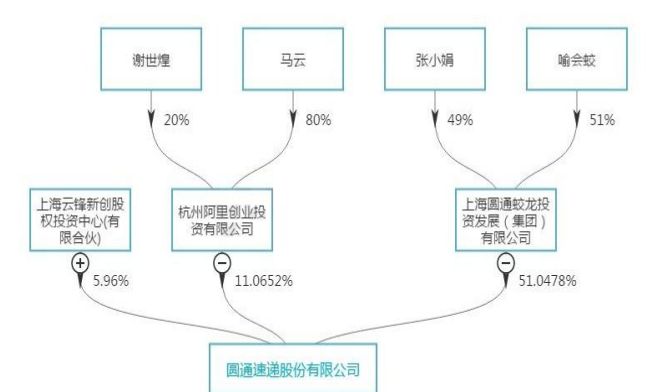
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司归母净利润（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司股权结构图（2018 年三季报）



数据来源：Wind，西南证券整理

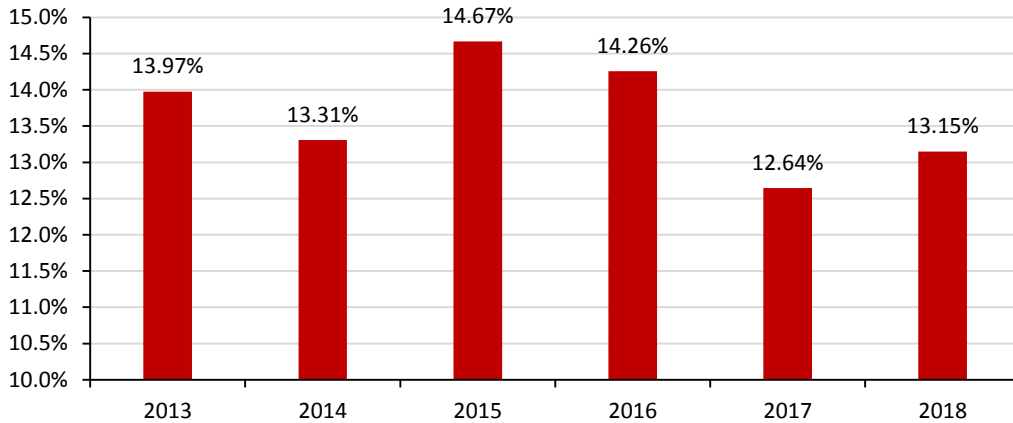
但是在圆通公司业务量规模快速发展的过程中，由于加盟商网点管控及成本端的劣势，公司在 17 年遭受了市场份额下降的挫折，17-18 年公司进入一个明显的调整期。

表 1：通达系单件成本拆分（单位：元/件）

年份	韵达			中通			圆通			申通		
	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1	2016	2017	2018H1
单件总成本（披露口径）	1.47	1.38	1.21	1.32	1.22	1.03	3.18	3.29	3.17	2.40	2.63	2.61
其中：单件面单成本	0.04	0.02	0.01	1.32	1.22	1.03	0.03	0.01	0.00	0.07	0.07	0.07
其中：单件转运成本	1.43	1.36	1.20				1.39	1.40	1.28	0.74	0.94	0.85
其中：单件转运成本（直营反推）							1.90	1.92	1.71	1.25	1.60	1.41
①单件总部成本（面单+转运）	1.47	1.38	1.21	1.32	1.22	1.03	1.93	1.93	1.71	1.33	1.67	1.48
②单件派送成本	/	/	/	/	/	/	1.26	1.37	1.39	1.59	1.62	1.65

数据来源：公司公告，西南证券整理、注：申通数据考虑了自营率的差异

图 5：圆通历年市占率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

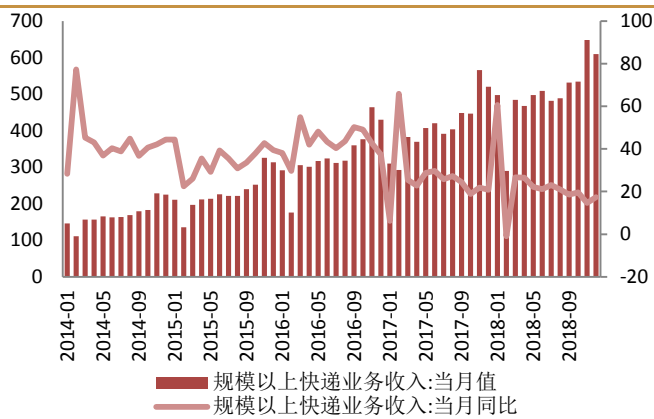
2 聚焦主业，成本处于快速下降期

2.1 快递行业增速仍将保持 20% 以上

2018 年，快递行业全年收入 6038.4 亿元，增速 21.81%，较 2017 年下降 2.91 个百分点；全年规模以上快递业务量亦创历史新高，达到 507.1 亿件，增速 26.60%，较 2017 年下降 1.44 个百分点。

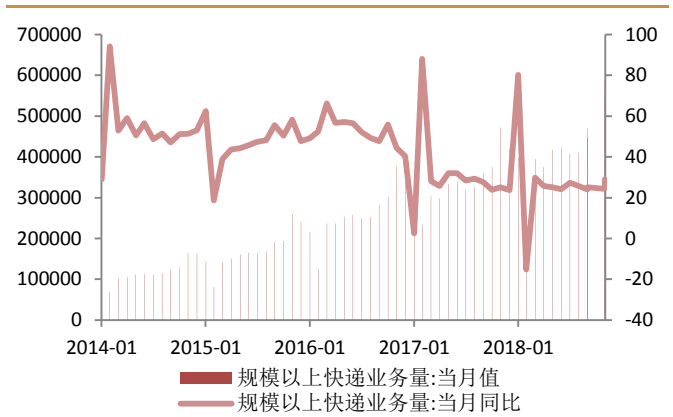
我们认为，快递行业收入与件量增速较之社会零售总额相比，呈现出了两个特点：1) 较强的韧性，增速下滑幅度明显小于社零；2) 绝对增速显著高于社零，即社会零售平台向电商继续靠拢。因此，我们判断 2019 年快递行业收入与件量增速仍将保持 20% 以上的中高速增长。

图 6：近四年月度收入增速对比（单位：亿元）



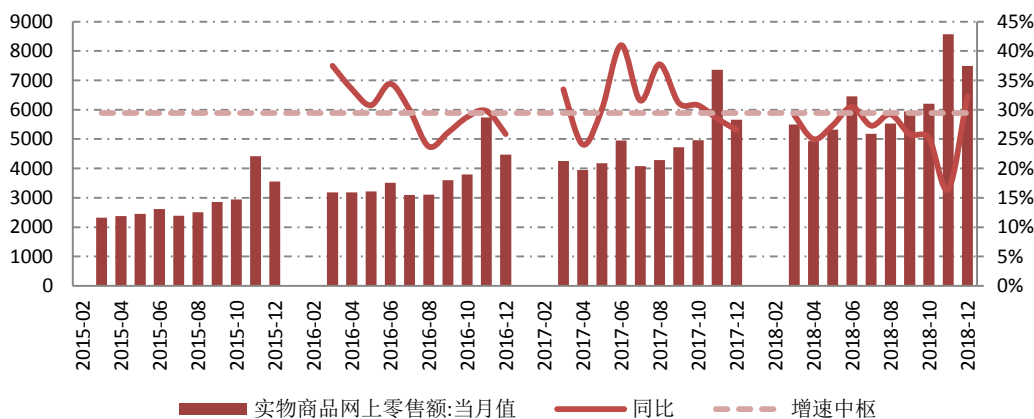
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：近四年月度件量增速对比（单位：万件）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：社会消费品零售总额月度数据（单位：亿元）

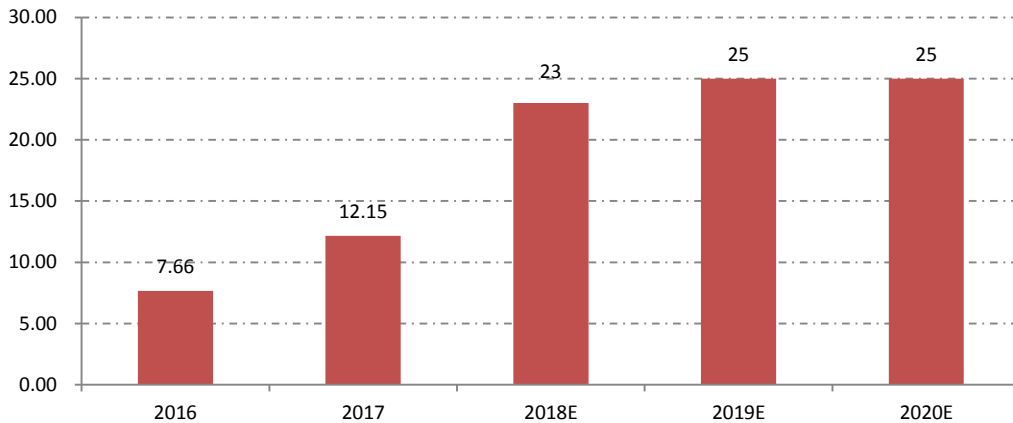


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 18 年加大了运输与自动化设备的投入

公司 2018 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约 28 亿元左右，预计未来两年将继续扩大到 30 亿左右，用于转运中心软硬件升级。我们认为大规模的资本开支为圆通 2019 年储备了良好的产能，干线自有车辆及装运中心自动化设备的投入有望提升成本管控的能力。

图 9：圆通资本开支变化趋势（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：各大快递公司资产情况概要（单位：亿元）

	2017				2018H1			
	圆通	韵达	申通	顺丰	圆通	韵达	申通	顺丰
固定资产新增	2.21	4.8	5.2	19.32	4.09	2.91	1.52	10.4
房屋	0.02	0.63	0.26		0.93			0.93
飞机				5.9				0.53
机器设备	1.04	0.8	0.38	0.47	0.37	0.5	0.96	0.42
运输设备	0.69	2.91	4	7.53	2.4	1.78	0.33	4.11
电子设备	0.3	1	0.47	4.4	0.22	0.63	0.21	3.85
其他								
在建工程新增	7.57	0.58	3.28	28	4.4	0.33	2.49	14.2
无形资产新增	2.61	1.32	2	5.5	2.86	1.31	0.77	1.62
开发支出				4.86				3.26
长投	2.2	2.6	2.33	11	4.89	6.89	4.3	9.54
总计	14.59	9.3	12.81	68.68	16.24	11.24	9.08	39.02

数据来源：公司公告，西南证券整理

资本开支重回聚焦快递主业。公司作为“通达系”中资本运作与开支较为激进的一家公司在 2017 年中并未收到良好回报，如 A、B 网策略就未能对公司盈利水平带来明显改观。目前公司将资金投入干线成本管控、加盟商调整和信息化系统上，干线成本持续下降。从 2018H1 的数据可以看出，公司新购入的固定资产远超过其他几家“通达系”公司，达到了 4.09 亿元，仅次于直营系的顺丰，其中运输设备占了很大比重。

截至 2018 年底，在 A 股的快递公司中，公司上市后的融资金额仅次于顺丰，达到 58.9 亿元，资金用途主要是转运中心的建设和运输设备（包括物流车和飞机）的购买。2018 年上半年，公司新增固定资产 4.09 亿元，新增在建工程 4.4 亿元，同样仅次于顺丰。

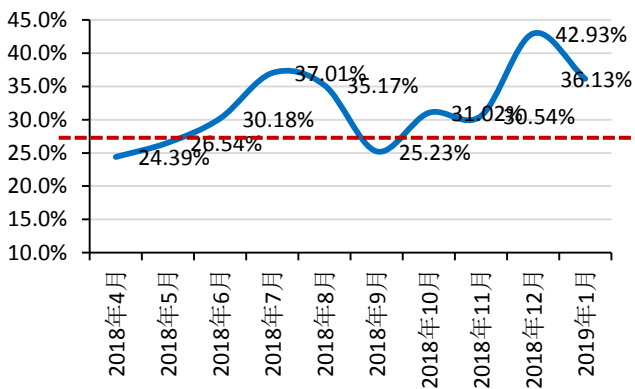
截至 2018Q3 资本开支 27 亿元，我们认为大规模的资本开支为圆通 2019 年储备了良好的产能，同时，转运中心的硬件投资具有一定的后发优势，新的信息技术系统、干线自有车辆及装运中心自动化设备的投用有望提升成本管控的能力。我们认为，从资本开支周期来看，圆通处于新一轮资本开支的中后期，并即将迎来收获期，我们看好圆通新购入产能和系统的后发优势，并认为圆通将拥有更优秀的成本管控能力。

2.3 成本快速下降期，市占率回升明显

2018 年下半年，在公司经营战略调整及运输自动化设备的投入期后，公司快递业务成本进入快速下降轨道，为公司的件量竞争赋予边际较大的降价空间。

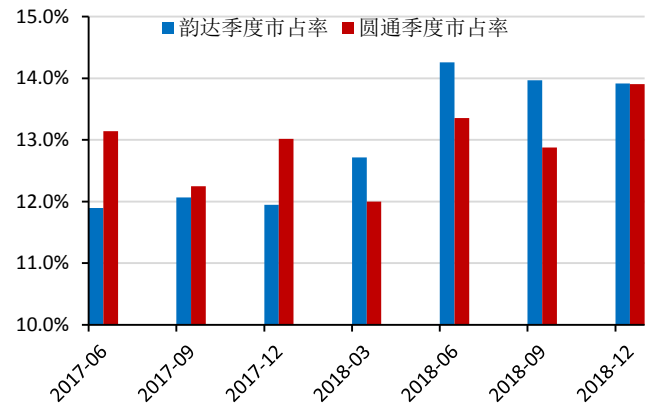
从件量增速上看，圆通月度业务量增速从 2018 年 6 月份起迅速回升，单月看 18 年 12 月实现了对韵达件量的反超，重新回到“通达系”第二。从市占率看，四季度已经与韵达基本持平。我们认为，公司在经历了过去两年 A、B 网策略试探和大规模的资本开支后，19 年或迎来收获一年，市占率有望继续提升。

图 10: 圆通月度件量增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 圆通/韵达季度市占率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1: 公司 2019/2020 年快递业务件量增速分别为 22%和 20%;

假设 2: 物料价格未来两年无巨大波动, 单票中转中心成本因自动化程度增加未来三年分别下降 12%、8%和 7%;

假设 3: 17 年四季度收购的先达国际 18/19/20 年营收分别为 39/49/58 亿, 毛利率保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下:

表 3: 业绩拆分预测

单位: 百万元		2017	2018E	2019E	2020E
快递业务	收入	18621.24	23245.30	27816.02	32790.77
	增速	15%	25%	20%	18%
	毛利率	10.5%	10.5%	10.6%	9.9%
其他业务	收入	825.6	4169.1	5186.5	6251.5
	增速	487%	405%	24%	21%
	毛利率	20.2%	20.3%	20.4%	20.5%
合计	收入	19982.20	28110.36	33872.44	40086.18
	增速	19%	41%	20%	18%
	毛利率	11.7%	12.8%	12.8%	12.4%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 估值与评级

我们认为现在电商系快递处于跑马圈地末期, 快递公司内在成本管控能力+外在产品服务品质口碑决定了在未来行业中的地位, 现阶段能力建设处于第一位考量、利润转化能力当处于第二位考量。

头部快递公司间成本差异的缩小及当前 ASP 绝对水平处于低位、客户价格敏感性降低, 我们认为 19 年电商快递 ASP 降幅将收窄。头部快递公司具备成本及服务优势, 通达系快递公司的市场份额将持续上升, 行业的竞争格局亦将持续优化。

表 4: 可比公司估值表

代码	名称	当前价格	EPS (元)			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002120.SZ	韵达股份	34.36	0.93	1.47	1.47	36.9	23.4	23.4
600233.SH	圆通速递	12.91	0.51	0.64	0.80	25.3	20.2	16.1
002468.SZ	申通快递	20.51	0.97	1.39	1.43	21.1	14.8	14.3

数据来源: 西南证券整理

圆通运营效率的改善有望在 19 年持续，成本管控带来盈利能力提升、是通达系电商公司中边际弹性最大的标的。预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.80 元、0.89 元，对应 PE 分别为 20.1X、16.2X、14.5X。目前公司经营上处于跟跑追赶行业龙头的发展阶段，与韵达的估值差已经反映了公司基本面的差异，首次覆盖，给予“增持”评级。

4 风险提示

- **价格战激化。**尽管当前快递头部公司实行了比较温和的价量策略、行业竞争格局较为稳定，但因为快递行业高度同质化、市场份额竞争主要依赖降价。不排除成本领先的快递公司发动大幅降价的“降维打击”、全行业 ASP 存在继续下降的风险。
- **电商增速下滑。**电商渗透率红利逐渐消失的背景下，拼多多爆发式增长之后可能出现电商增速骤降的风险。
- **人力成本大幅上涨。**社保新政对人力密集型的快递公司成本冲击显著，尽管 2019 年初税务部门暂缓了新政的执行，但也不排除后续政策变动的风险。
- **收购标的业绩波动风险。**虽然在收购先达国际时将交易对价与国际货代业务净利润进行了绑定，但全球贸易逆全球化背景下，国际货代业务可能出现业绩波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	19982.20	28110.36	33872.44	40086.18	净利润	1446.85	1821.42	2259.12	2515.25
营业成本	17637.37	24525.78	29522.10	35116.10	折旧与摊销	323.46	389.50	398.00	410.94
营业税金及附加	50.43	89.09	97.13	116.69	财务费用	-23.06	8.43	67.74	80.17
销售费用	52.81	91.71	103.51	125.27	资产减值损失	20.62	10.00	10.00	10.00
管理费用	615.56	981.49	1093.84	1319.61	经营营运资本变动	3032.16	795.04	392.68	350.08
财务费用	-23.06	8.43	67.74	80.17	其他	-3243.65	-28.43	-30.79	-29.87
资产减值损失	20.62	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	1556.38	2995.97	3096.76	3336.58
投资收益	197.14	20.00	20.00	20.00	资本支出	-3285.39	-1020.00	-1520.00	-2018.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	4119.66	55.81	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	834.27	-964.19	-1500.00	-1998.00
营业利润	1837.80	2423.85	2998.12	3338.35	短期借款	656.89	-458.89	5.00	29.00
其他非经营损益	68.40	2.34	0.29	-0.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1906.20	2426.19	2998.42	3338.24	股权融资	42.32	0.00	0.00	0.00
所得税	459.35	604.77	739.29	822.98	支付股利	-423.18	-288.54	-364.28	-451.82
净利润	1446.85	1821.42	2259.12	2515.25	其他	-883.25	36.06	-31.24	-80.17
少数股东损益	4.16	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-607.23	-711.37	-390.53	-503.00
归属母公司股东净利润	1442.69	1821.42	2259.12	2515.25	现金流量净额	1781.76	1320.41	1206.23	835.58
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4173.56	5493.97	6700.20	7535.78	成长能力				
应收和预付款项	1584.51	2037.43	2296.17	2857.80	销售收入增长率	18.82%	40.68%	20.50%	18.34%
存货	45.28	61.40	75.01	89.24	营业利润增长率	5.65%	31.89%	23.69%	11.35%
其他流动资产	1108.92	1509.27	1818.47	2151.90	净利润增长率	5.46%	25.89%	24.03%	11.34%
长期股权投资	219.64	219.64	219.64	219.64	EBITDA 增长率	7.82%	31.97%	22.75%	10.55%
投资性房地产	6.58	6.58	6.58	6.58	获利能力				
固定资产和在建工程	3655.11	3508.10	3352.59	3182.14	毛利率	11.73%	12.75%	12.84%	12.40%
无形资产和开发支出	2546.37	3355.55	4664.74	6473.92	三费率	3.23%	3.85%	3.73%	3.80%
其他非流动资产	803.19	771.52	739.85	708.17	净利率	7.24%	6.48%	6.67%	6.27%
资产总计	14143.16	16963.46	19873.25	23225.18	ROE	15.45%	16.70%	17.65%	16.92%
短期借款	656.89	198.00	203.00	232.00	ROA	10.23%	10.74%	11.37%	10.83%
应付和预收款项	3294.39	4796.31	5624.77	6721.94	ROIC	18.03%	24.56%	27.36%	25.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.70%	10.04%	10.23%	9.55%
其他负债	829.15	1064.50	1245.99	1408.32	营运能力				
负债合计	4780.43	6058.81	7073.76	8362.26	总资产周转率	1.58	1.81	1.84	1.86
股本	376.92	376.92	376.92	376.92	固定资产周转率	7.96	9.84	11.79	13.45
资本公积	5942.20	5942.20	5942.20	5942.20	应收账款周转率	30.74	22.35	23.02	23.00
留存收益	2949.22	4482.11	6376.95	8440.38	存货周转率	454.40	453.14	425.51	423.21
归属母公司股东权益	9219.16	10761.08	12655.92	14719.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.69%	—	—	—
少数股东权益	143.57	143.57	143.57	143.57	资本结构				
股东权益合计	9362.74	10904.65	12799.49	14862.92	资产负债率	33.80%	35.72%	35.59%	36.01%
负债和股东权益合计	14143.16	16963.46	19873.25	23225.18	带息债务/总负债	13.74%	3.87%	3.90%	3.65%
					流动比率	1.55	1.60	1.63	1.58
					速动比率	1.54	1.58	1.62	1.57
					股利支付率	29.33%	15.84%	16.13%	17.96%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2138.20	2821.78	3463.86	3829.46	每股收益	0.51	0.64	0.80	0.89
PE	25.31	20.05	16.16	14.52	每股净资产	3.26	3.80	4.47	5.20
PB	3.96	3.39	2.89	2.48	每股经营现金	0.55	1.06	1.09	1.18
PS	1.83	1.30	1.08	0.91	每股股利	0.15	0.10	0.13	0.16
EV/EBITDA	0.39	-0.32	-0.60	-0.75					
股息率	1.16%	0.79%	1.00%	1.24%					

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，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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn