2022 年 04 月 28 日

证券研究报告•2021 年年报点评

隧道股份（600820）建筑装饰

买入（首次）

当前价：5.57 元

目标价：6.88 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

经营稳健，提升全产业链运作能力

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 622.3 亿元，同比增长 15.2%，实现归属股东净利润 23.9 亿元，同比增长 5.9%。
- **营收稳步上升，提升全产业链运作能力。**公司 2021 年实现营业收入 622.3 亿元，同比增长 15.2%，实现归属股东净利润 23.9 亿元，同比增长 5.9%。分业务来看，施工业务仍是公司收入的主要来源，2021 年实现营收 492.0 亿元，同比增长 2.3%，占比 79.4%；运营业务实现营收 42.3 亿元，同比增长 40.5%；设计服务实现营收 27.0 亿元，同比增长 30.9%；融资租赁业务实现营收 4.4 亿元，同比增长 83.3%；机械加工及制造业务实现营收 3.3 亿元，同比增长 175%；产品销售业务实现营收 2.1 亿元，同比增长 2.9%；房地产业务实现营收 0.2 亿元，同比降低 2.4%。分地域来看，公司主要业务收入来源主要集中在江浙沪等长三角区域，上海地区的营业收入占比约 42.0%。公司在保证主营业务以建筑施工为主的前提下，持续贯彻“设计引领，投资带动”的经营战略，不断完善产业链，补齐运营业务短板，稳步推进融资租赁业务。
- **房地产业务拉动公司整体毛利高增。**2021 年公司实现毛利润 81.27 亿元，同比上升 34.9%，实现毛利率 13.1%，比去年上升 1.9pp。其中，施工业务、设计服务、运营业务、机械加工及机制、房地产业务、产品销售业务实现毛利率 9.0%，30.7%，28.5%，7.3%，22.8%，10.0%，同比分别-0.23pp，+0.44pp，+3.62pp，-12.04pp，+98.08pp，+3.36pp，公司毛利率受房地产业务、运营业务及产品销售业务拉动明显。公司销售费用同比降低 59.3%，主要受新冠疫情影响，业务交流更多的采取线上的方式；财务费用同比大幅增加 136.0%，主要系 PPP 项目在建期间财务费用不再资本化所致。资产减值损失较去年增加 0.23 亿元，原因是存货跌价损失及合同履约成本减值损失的增加。公司每十股派发现金红利 2.3 元，现金分红占归母净利润的 30.2%，股息率 4.5%。
- **新签订单增速平稳，能源工程、房产工程增速较快。**2021 年公司累计新签项目数量 5697 个，金额 776.6 亿元，同比上升 12.8%，其中施工业务中的能源工程、房产工程同比增幅均超 50%，增速明显。相继中标“杭金衢高速至杭绍台高速联络线工程 PPP 项目”、“安阳至罗山高速公路豫冀省界至原阳（兰原高速）段”、“新加坡跨岛线一期 CR102 标”等一批重点项目。各类建设施工任务推进总体顺利，期内盾构法隧道掘进公里数累计完成约 110 公里。
- **上海“十四五”规划推动交通高质量发展，公司轨道交通业务或将受益。**上海市综合交通发展“十四五”规划围绕“强枢纽、织网络、提品质、优治理、促转型”总体思路，提出到 2025 年，持续完善以“枢纽型、功能性、网络化、智能化、绿色化”为特征的超大城市综合交通体系。同时，提出上海中心城 60 分钟可达毗邻城市、主要枢纽 120 分钟可达长三角主要城市、轨道交通市区线和市域（郊）铁路运营总里程达 960 公里等发展目标。此外，2022 年，上海市重大建设项目计划安排正式项目 173 项，计划完成投资 2000 亿元以上，其中城市基础设施项目中涉及市域交通 17 项，对外交通 15 项，轨道交通 11 项。公司作为区域国企龙头，承担了上海 95%以上的市管道路运维任务，其轨道交通业务有望在“十四五”期间充分受益，迎来较快发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增长率 13.9%。给予公司 2022 年业绩 PE 8 倍可比估值，对应目标价 6.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、房地产政策变化风险、基建投资不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	622.3	718.9	827.8	950.8
增长率	15.2%	15.5%	15.1%	14.9%
营归属母公司净利润（亿元）	23.9	27.1	31.1	35.3
增长率	5.9%	13.4%	14.7%	13.4%
每股收益 EPS（元）	0.76	0.86	0.99	1.12
净资产收益率 ROE	8.3%	8.9%	9.5%	9.8%
PE	7	6	5	5
PB	0.6	0.6	0.6	0.5

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

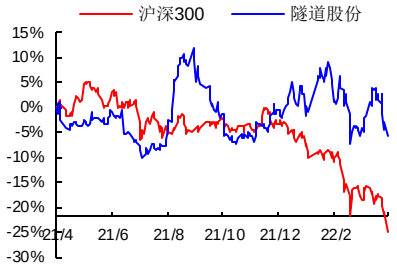
分析师：颜阳春

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：Wind

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)	4.85-6.04
总市值(亿元)	175.13
总资产(亿元)	1,173.41
每股净资产(元)	7.58

相关研究

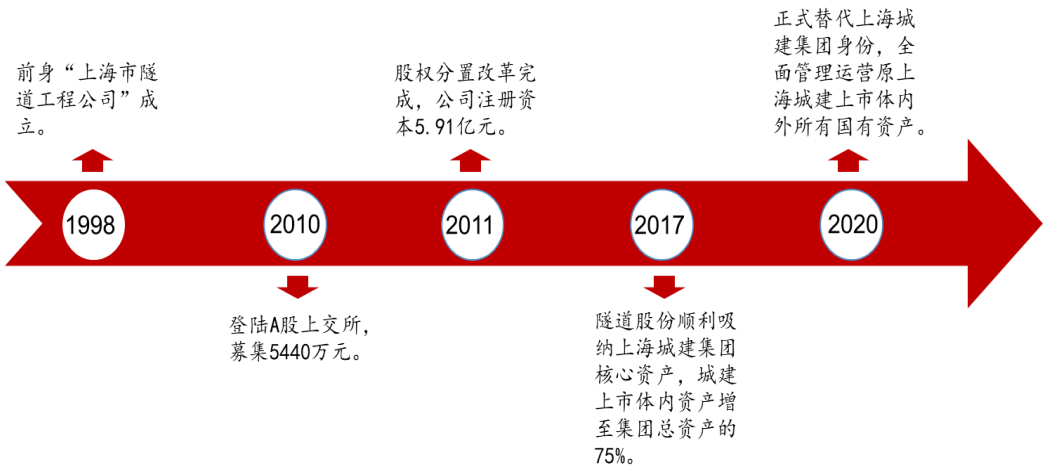
1 国际领先大型城市基建运营综合服务商

1.1 中国软土隧道发展的奠基者、基建行业首家上市公司

隧道股份创建于 1965 年，是中国软土隧道发展的奠基者、中国基建行业首家上市股份制公司，也是国际领先、国内一流的大型城市基础设施建设运营综合服务商。

全球 EPC 市场公认的城市基础设施建设运营综合服务商。公司前身是 1965 年成立的上海市隧道工程公司，是中国软土隧道发展的奠基者；1993 年，公司在剥离非经营性资产后整体改制，以募集设立方式设立上海隧道工程股份有限公司，注册资本 8,432.67 万元；1994 年 1 月 28 日，在上交所挂牌上市，发行价格 3.4 元，募资总额 5440 万元，成为中国基建行业首家上市股份制公司；2012 年 6 月 28 日，公司顺利完成重大资产重组，接收了母公司上海城建集团的核心资产注入，总资产由重组前的约 225.9 亿元增加至 441.33 亿元，净资产由 48.44 亿元增加至 103.75 亿元，总股本由 7.33 亿元增加至 12.99 亿元；2015 年 9 月，公司正式替代上海城建集团身份，全面管理运营原上海城建上市体内外所有国有资产。截至 2022 年 4 月 25 日，公司总股本 31.44 亿股，总市值 160.35 亿元。

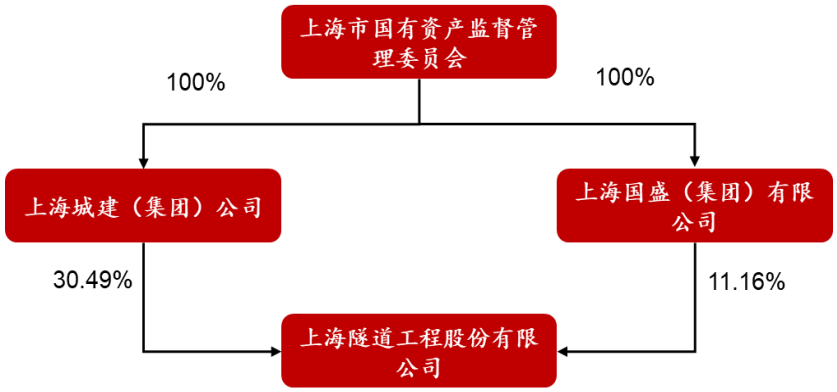
图 1：公司发展历程



数据来源：wind，西南证券整理

上海国资委控股，股权较为集中。截至 2021 年末，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 39.65%，此外，香港中央结算公司持股 2.81%，富国基金通过单一资产管理计划持股 2%，其余股东占股比例均在 1%以下，股权相对较为集中。

图 2：隧道股份股权结构

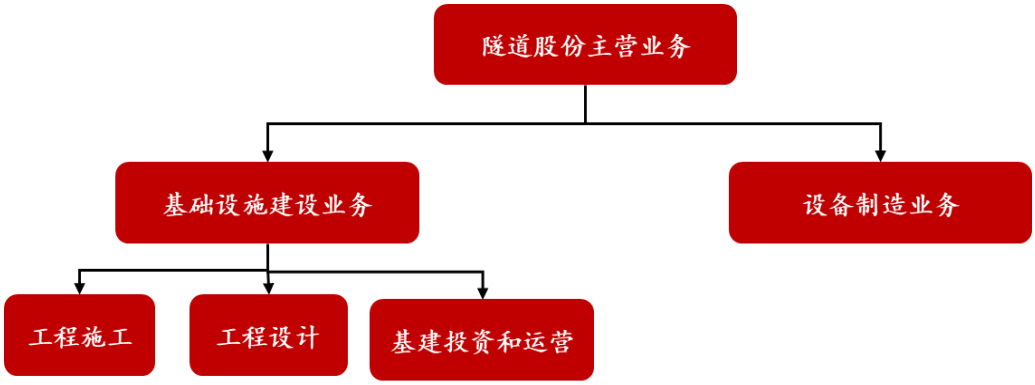


数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 施工为主业，深耕长三角

公司主要从事隧道、路桥、轨道交通、水务、能源和地下空间等城市基础设施的设计、施工、投资和运营业务，以及部分盾构设备的制造业务。公司主要业务收入来源主要集中在江浙沪等长三角区域，2021 年上海地区的营业收入占比约 42.0%。

图 3：公司业务板块



数据来源：公司年报，西南证券整理

（1）基础设施建设业务：包括工程施工、工程设计以及基建投资和运营三大子板块。

①工程施工业务

目前公司工程施工业务主要分为地下业务及地上业务。地下业务方面，公司主要从事隧道、轨道交通、水务、能源和地下空间等大型工程勘察设计及施工，目前已承建的 14 米以上超大直径隧道工程项目已达到 25 项，代表项目如上海长江隧道、上海北横通道、上海市域铁路机场联络线、武汉三阳路隧道、珠海马骝洲交通隧道等。地上业务方面，包括高速公路、铁路、道路、桥梁以及房屋建筑等。公司全面参与了上海市高架、道路、桥梁、机场、火车站交通一体化基础设施建设。在全国范围内，公司广泛参与建设了上海东海大桥、上海

昆阳路大桥、江西南昌朝阳大桥，以及上海浦东国际机场、浙江杭绍台高速公路、上海济阳路快速化改建、沪通铁路等重要工程。

②工程设计业务

目前公司工程设计业务主要通过子公司——城建设计集团和燃气设计开展，业务范围包括城市轨道交通、隧道、市政工程、燃气管网、天然气储气站、综合管廊、人防设计等地下空间的勘察、设计，以及相关高端咨询服务。

③基建投资和运营业务

公司目前主要以 PPP 方式参与国内城市基础设施建设投资和运营，主要由下属子公司——上海隧道、上海基建、城建投资、市政集团等开展，近年来公司已建、在建和运营的大中型项目（含 BT、BOT、PPP 模式）约 50 项。

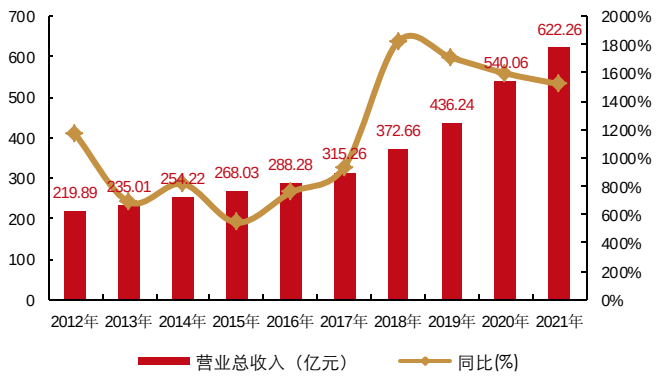
（2）设备制造业务

公司盾构设备相关业务主要由全资子公司——上海外高桥隧道机械有限公司负责。公司生产的盾构设备，按品种分类，主要包括土压平衡盾构、泥水平衡盾构、复合型盾构以及 TBM 等；按产品直径分类，包括直径 7 米左右适用于城市轨道交通隧道的盾构产品，以及直径 11 米和 14 米左右适用于大型越江隧道的盾构产品。此外，公司还提供盾构产品的验收、维修、检测等服务。

1.3 公司业绩稳定，运营、设计业务利润贡献提升

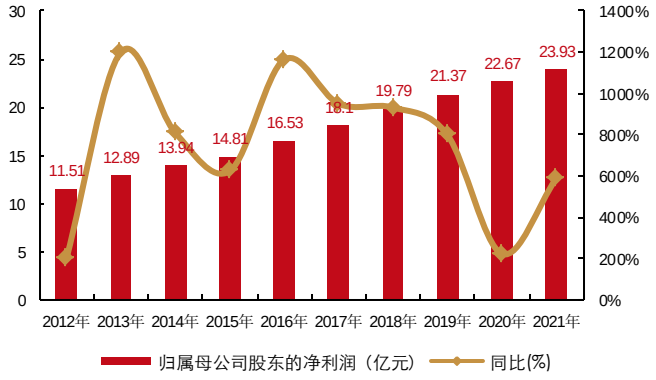
公司近年来业绩稳定，营收利润稳步增长。2012 年上海城建集团核心资产注入后，公司营收和归母净利润均有大幅提高，且实现了持续稳步增长。近五年营业收入分别为 315.3、372.7、436.2、540.1、622.3 亿元，复合增长率为 14.6%；近五年归母净利润分别为 18.1、19.8、21.4、22.7、24.0 亿元，复合增长率为 5.8%。

图 4：2012-2021 年营业收入及增速



数据来源：Wind、西南证券整理

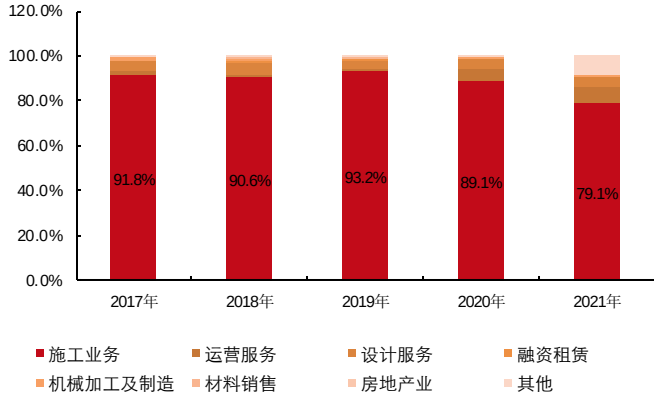
图 5：2012-2021 年归母净利润及增速



数据来源：Wind、西南证券整理

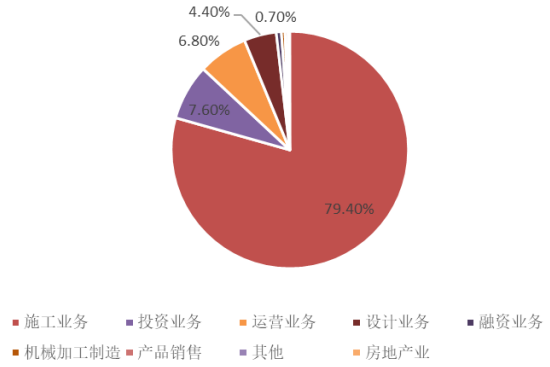
施工业务是公司主要收入来源，其他业务占比较小。公司近几年各业务板块间收入比例稳定，施工业务收入一直占比 80%左右，是公司的主要收入来源。2021 年公司施工业务营业收入为 492.0 亿元，占比 79.1%，投资业务、运营业务和设计业务次之，2021 年分别为 47.3 亿元、42.3 亿元和 27.0 亿元，占比 7.6%、6.8%、4.4%，其他业务（机械加工及制造、房地产业、产品销售、租赁等）则规模较小，占比均低于 1%。

图 6：2017-2021 年公司主营业务构成



数据来源：Wind、西南证券整理

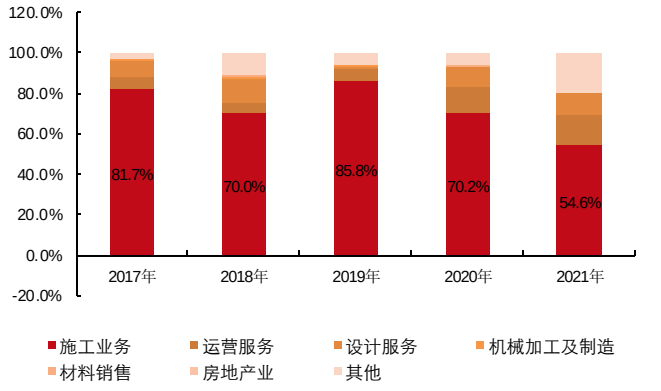
图 7：2021 年公司业务分部营收



数据来源：Wind、西南证券整理

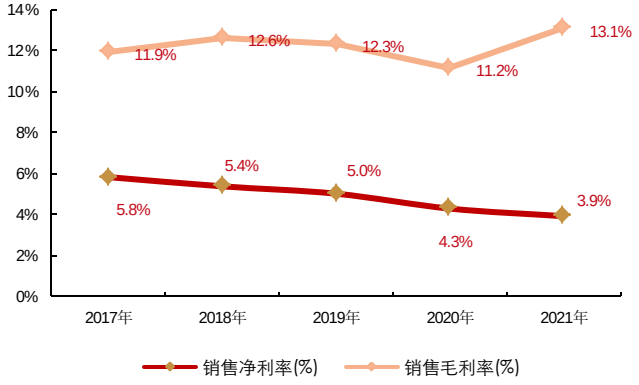
施工业务利润虽占比略有下滑，但仍为公司主要利润来源，运营、设计业务利润占比提升。施工业务利润占比下降主要原因是：公司近两年，施工业务分包成本上升、毛利未能增长（施工毛利率有所下降），反映投资业务经营成果的运营业务收入规模扩大、毛利增长（运营毛利率较高），设计业务分包成本大幅减少、毛利增长（设计外分包业务减少，毛利率提升）。另外，2017-2021 年公司毛利率虽呈下滑趋势，但净利率保持稳定，且呈上升趋势。

图 8：各部分业务毛利润占比



数据来源：wind、西南证券整理

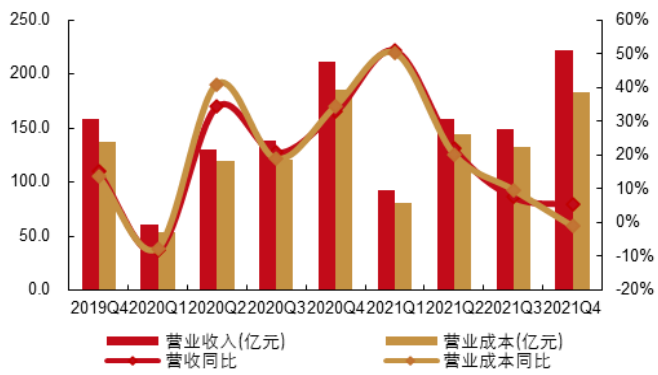
图 9：公司 2017-2021 毛利率（%）和净利率（%）



数据来源：wind、西南证券整理

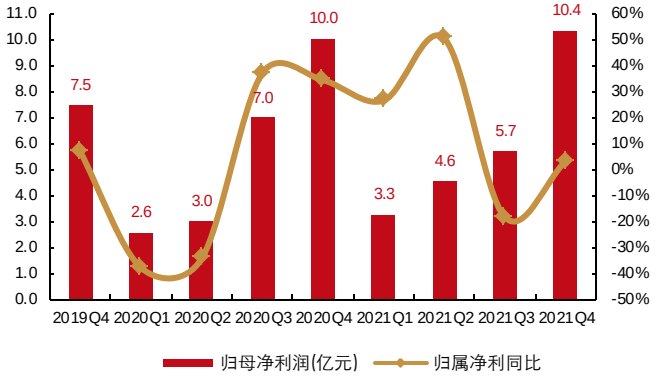
2 关键财务指标

图 10：2021 年实现营业收入 622.26 亿元，同比增长 15.2%



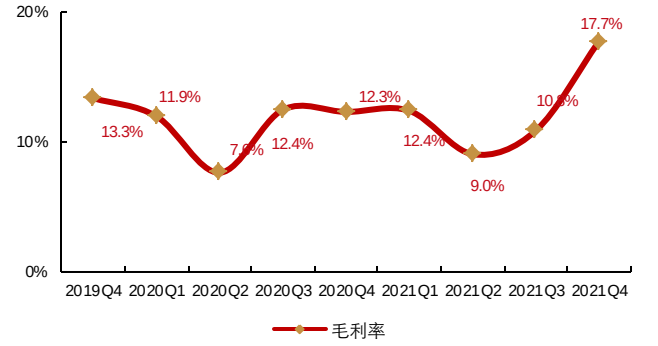
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2021 年实现归母净利润 23.93 亿元，同比增加 5.9%



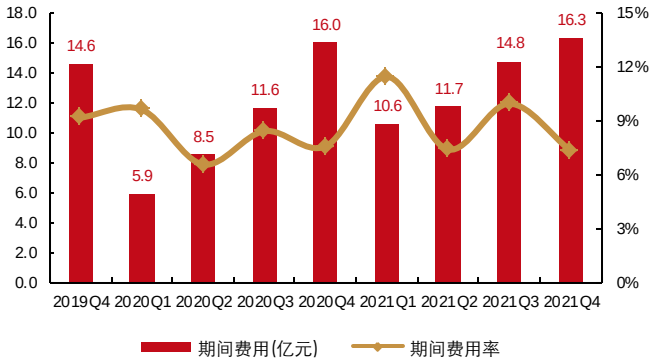
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2021 年毛利率 13.06%，较上年上升 1.91 个百分点



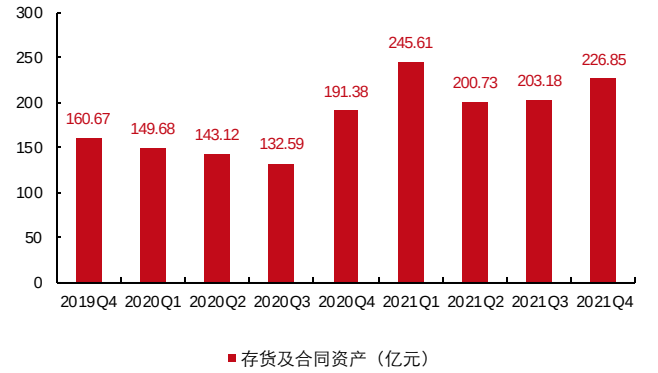
数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2021 年期间费用率 8.6%，较上年同期上升 0.8 个百分点



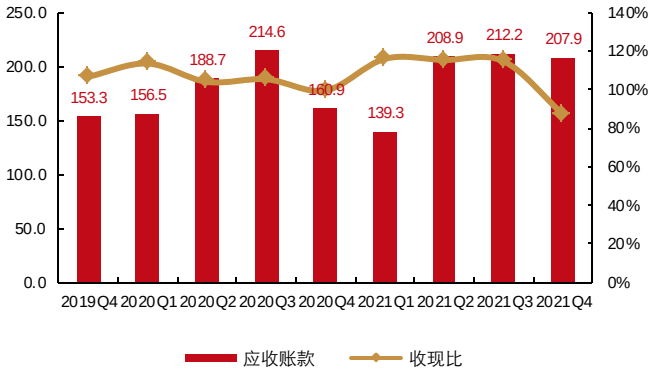
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14:2021 年存货及合同资产 226.85 亿元,较上年同期上升 18.5%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2021 年收现比 87.37%，同比下降 12.2 个百分点



数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：根据 2021 年公司施工业务订单增速较快，能源工程和房产工程增速超过 50%，我们推测该业务规模增速有望提升，预计 2022-2024 建筑施工业务规模增速 12.0%、11.0%、10.0%，毛利率维持在 9.0%、8.0%、7.0%；

假设 2：根据公司发展战略，补齐运营业务短板，2021 年营收增速超 40%，预计该业务 2022-2024 年每年业务规模增速为 40.0%、35.0%、30.0%，毛利维持 28.0%、27.0%、26.0%；

假设 3：公司坚持设计引领的发展战略，2021 年营收增速大幅增加，收入有望保持一定成长性，我们推测地产设计服务业务 2022-2024 年销售增速为 33%、33%、33%，毛利率保持在 30.0%、28.0%、26.0%；

假设 4：2021 年公司收购隧道装备公司 100%股权，其机械及加工制造业务实现营收同比大幅增加，预计 2022-2024 年业务规模增速在 2021 年基础上，保持 15%、15%、15%的增速，毛利率保持在 10.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
施工业务	收入	492.0	551.03	611.64	672.81
	增速	2.28%	12.00%	11.00%	10.00%
	成本	447.6	501.44	562.71	625.71
	毛利率	9.0%	9.0%	8.0%	7.0%
运营服务	收入	42.3	59.2	79.9	103.9
	增速	40.3%	40.0%	35.0%	30.0%
	成本	30.2	42.6	58.4	76.9
	毛利率	28.5%	28.0%	27.0%	26.0%
设计服务	收入	27.0	35.9	47.8	63.6
	增速	30.9%	33.0%	33.0%	33.0%
	成本	18.7	25.2	34.4	47.0
	毛利率	30.7%	30.0%	28.0%	26.0%
机械加工及制造	收入	3.3	3.8	4.4	5.0
	增速	178.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	3.1	3.4	3.9	4.5
	毛利率	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%
材料销售	收入	2.1	2.3	2.5	2.7
	增速	4.9%	8.0%	8.0%	8.0%
	成本	1.9	2.1	2.3	2.5
	毛利率	9.8%	7.0%	7.0%	7.0%

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产业	收入	0.2	0.2	0.2	0.2
	增速	-4.2%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	成本	0.2	0.2	0.2	0.2
	毛利率	21.7%	15.0%	15.0%	13.0%
融资租赁	收入	4.4	7.9	14.2	25.5
	增速	79.8%	80.0%	80.0%	80.0%
	成本		2.4	4.2	7.6
	毛利率	100.0%	70.0%	70.0%	70.0%
投资业务	收入	47.3	54.3	62.5	71.9
	增速		15.0%	15.0%	15.0%
	成本	36.9	46.2	53.1	62.5
	毛利率	21.9%	15.0%	15.0%	13.0%
其他	收入	3.7	4.2	4.7	5.2
	增速	54.2%	15.0%	12.0%	10.0%
	成本	2.4	2.2	2.5	2.8
	毛利率	34.9%	48.0%	48.0%	46.0%
合计	收入	622.3	718.9	827.8	950.7
	增速	15.2%	15.5%	15.1%	14.9%
	成本	541.0	625.7	721.7	829.8
	毛利率	13.1%	13.0%	12.8%	12.7%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2022 年平均估值 8 倍，给予公司 2022 年 8 倍 PE，对应目标价 6.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价（2022/4/25）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601800.SH	中国交建	9.23	1.28	1.43	1.58	8	7	6
600502.SH	安徽建工	5.29	0.79	0.94	1.14	7	6	5
平均值						8	7	6

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

宏观经济下行风险、新签订单落地不及预期、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	622.26	718.92	827.82	950.75
营业成本	540.99	625.71	721.72	829.82
营业税金及附加	1.37	1.61	1.84	2.12
销售费用	0.09	0.72	1.24	1.43
研发管理费用	36.92	47.45	53.81	63.70
财务费用	16.35	13.39	11.98	12.21
资产减值损失	-0.25	-1.00	-2.00	-1.00
投资收益	2.41	3.74	5.63	7.42
公允价值变动损益	0.06	0.04	0.04	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	29.61	32.83	40.89	47.94
其他非经营损益	0.16	1.28	-2.01	-4.62
利润总额	29.76	34.11	38.88	43.33
所得税	5.50	6.36	7.14	8.01
净利润	24.27	27.75	31.74	35.32
少数股东损益	0.34	0.60	0.60	0.00
归属母公司股东净利润	23.93	27.15	31.14	35.32

现金流量表（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	24.27	27.75	31.74	35.32
折旧与摊销	8.90	9.54	9.54	9.54
财务费用	16.35	13.39	11.98	12.21
资产减值损失	-0.25	-1.00	-2.00	-1.00
经营营运资本变动	58.40	190.34	55.49	58.94
其他	-76.33	-2.78	-3.67	-6.46
经营活动现金流净额	31.34	237.23	103.07	108.54
资本支出	-21.00	20.00	20.00	20.00
其他	-11.30	-83.84	-81.95	-80.16
投资活动现金流净额	-32.30	-63.84	-61.95	-60.16
短期借款	10.63	-86.13	0.00	0.00
长期借款	14.95	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	-6.92	-7.18	-8.14	-9.34
其他	-10.09	-64.53	-11.98	-12.21
筹资活动现金流净额	10.04	-157.84	-20.13	-21.55
现金流量净额	9.12	15.55	21.00	26.83

资产负债表（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	179.93	195.48	216.48	243.30
应收和预付款项	228.01	256.59	294.43	340.11
存货	7.04	8.14	9.39	10.80
其他流动资产	234.25	16.41	18.90	21.70
长期股权投资	40.41	40.41	40.41	40.41
投资性房地产	8.91	8.91	8.91	8.91
固定资产和在建工程	91.73	67.67	43.61	19.55
无形资产和开发支出	43.42	38.05	32.68	27.31
其他非流动资产	463.87	551.38	638.90	726.41
资产总计	1297.57	1183.05	1303.70	1438.52
短期借款	86.13	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	520.32	600.46	693.04	796.85
长期借款	213.70	213.70	213.70	213.70
其他负债	183.75	58.74	63.21	68.24
负债合计	1003.90	872.90	969.96	1078.79
股本	31.44	31.44	31.44	31.44
资本公积	66.29	66.29	66.29	66.29
留存收益	147.30	167.27	190.27	216.24
归属母公司股东权益	249.12	265.00	288.00	313.97
少数股东权益	44.55	45.15	45.75	45.75
股东权益合计	293.67	310.15	333.75	359.73
负债和股东权益合计	1297.57	1183.05	1303.70	1438.52

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	15.22%	15.53%	15.15%	14.85%
营业利润增长率	5.92%	10.87%	24.58%	17.23%
净利润增长率	5.20%	14.33%	14.39%	11.28%
EBITDA 增长率	28.69%	1.63%	11.96%	11.65%
获利能力				
毛利率	13.06%	12.97%	12.82%	12.72%
三费率	8.58%	8.56%	8.10%	8.13%
净利率	3.90%	3.86%	3.83%	3.71%
ROE	8.26%	8.95%	9.51%	9.82%
ROA	1.87%	2.35%	2.43%	2.46%
ROIC	133.00%	-39.86%	-18.26%	-15.75%
EBITDA/销售收入	8.82%	7.75%	7.54%	7.33%
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.58	0.67	0.69
固定资产周转率	17.93	30.84	-1101.25	-38.32
应收账款周转率	3.37	3.26	3.30	3.29
存货周转率	82.57	82.40	82.30	82.18
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.37%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	77.37%	73.78%	74.40%	74.99%
带息债务/总负债	29.87%	24.48%	22.03%	19.81%
流动比率	0.85	0.76	0.74	0.74
速动比率	0.84	0.74	0.73	0.72
股利支付率	28.90%	26.45%	26.15%	26.45%
每股指标				
每股收益	0.76	0.86	0.99	1.12
每股净资产	7.92	8.43	9.16	9.99
每股经营现金	1.00	7.55	3.28	3.45
每股股利	0.22	0.23	0.26	0.30

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	54.86	55.75	62.41	69.69
PE	6.70	5.91	5.15	4.54
PB	0.64	0.61	0.56	0.51
PS	0.26	0.22	0.19	0.17
EV/EBITDA	-2.96	-7.15	-8.13	-8.92
股息率	4.31%	4.48%	5.08%	5.83%

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn