

国际客流逐步恢复，产能优势日益凸显

投资要点

- **事件：**白云机场公布 2022 三季度报告。公司三季度实现营收 12.8 亿元，同比 3.4%；实现归母净利润-1.1 亿元，实现扣非归母净利润-1.2 亿元。公司前三季度累计实现营收 33.1 亿元，同比-8.9%；实现归母净利润-6.3 亿元，实现扣非归母净利润-6.5 亿元。
- **国际航线回暖，复苏趋势明显。**2022 年我国出入境政策持续放松，6 月以来多家航司陆续恢复并新增多条国际航线，7-9 月国际旅客运输量分别为 14.6、17.8、21.2 万人，旅客周转量分别为 8.7、10.2、12.6 亿人公里，国际航线复苏明显。
- **区位优势突出，成长空间巨大。**白云机场地处珠三角，腹地市场覆盖湖南江西广西贵州福建等周边广阔省域及粤港澳大湾区，是珠三角地区客货源市场的中心。机场所在区域经济发达、贸易繁荣、人流旺盛，支撑构建国际航线网络，建设枢纽的区位优势突出。2022 年三季度，白云机场完成航班起降 8.9 万架次，运输旅客 960.2 万人次，在国内机场保持领先地位。
- **产能优势明显，客流量将进一步提升。**白云机场跑道、航站楼利用率低于珠三角兄弟机场，三期扩建工程有望进一步扩大规模优势，长期产能将远高于珠三角其他机场。在产能优势的带动下，白云机场有望进一步提升旅客吞吐量及货邮吞吐量。
- **国际客流逐步恢复，非航业务有望带动增量。**公司与中免签订免税补充协议，免税业务商业模式的不确定性得以解除，白云机场人均免税消费额提升空间广阔。此外，奢侈品牌 LV 已确定进驻白云机场，公司有税商业发展取得突破，未来商业增量空间巨大。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好航空服务行业发展和国际航线市场需求增长，公司的区位优势、规模优势和非航业务拓展将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为-8、5.6、15.4 亿元，对应的每股净资产为 7.4、7.7、8.3 元，给予 2.3 倍 PB，对应目标价 17.71 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球疫情反复风险、航空需求不及预期、重大安全生产事故等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5180.24	5128.44	7436.23	9295.29
增长率	-0.85%	-1.00%	45.00%	25.00%
归属母公司净利润（百万元）	-405.85	-799.00	562.00	1535.80
增长率	-62.17%	-96.87%	170.34%	173.28%
每股收益 EPS（元）	-0.17	-0.34	0.24	0.65
净资产收益率 ROE	-2.07%	-4.36%	2.88%	7.38%
每股净资产 BPS（元）	7.7	7.4	7.7	8.3
PE	—	—	58	21
PB	1.77	1.84	1.77	1.64

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@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)	23.67
流通 A 股(亿股)	23.67
52 周内股价区间(元)	10.7-14.99
总市值(亿元)	338.20
总资产(亿元)	275.45
每股净资产(元)	7.74

相关研究

目 录

1 国内三大门户复合型枢纽机场之一	1
2 民航需求缓慢恢复，公司规模优势有望扩大	2
3 营收有所回暖，非航业务有望创造新增长点	4
4 盈利预测及估值	5
5 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司控股股东.....	1
图 3：子公司情况	1
图 4：白云机场 2019-2022Q3 营业收入及增速.....	2
图 5：白云机场 2019-2022Q3 旅客吞吐量及增速	2
图 6：白云机场 2019-2022Q3 货邮吞吐量及增速	3
图 7：2017-2021 中国 GDP 及增速.....	4
图 8：2017-2021 中国航空运输业营业收入及增速.....	4
图 9：2022 年 1-9 月我国民航客运量（国际航线）	4
图 10：2022 年 1-9 月我国民航客运周转量（国际航线）	4
图 11：2018-2022Q3 公司归母净利润	5
图 12：2018-2022Q3 公司扣非归母净利润	5

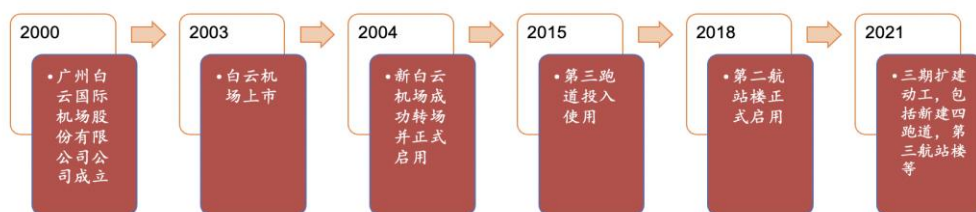
表 目 录

表 1：粤港澳大湾区主要机场产能情况.....	3
表 2：盈利预测.....	5
表 3：可比公司估值.....	6
附表：财务预测与估值	7

1 国内三大门户复合型枢纽机场之一

广州白云国际机场股份有限公司成立于 2000 年，于 2003 年在上交所主板上市。作为白云机场的管理和运营机构，公司以白云机场为经营载体，提供航空服务和航空延伸服务，具体包括飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障等航空服务，以及白云机场商业场地租赁服务、特许经营服务、地面运输服务、广告服务、酒店服务等航空性延伸服务。白云机场是国内三大门户复合型枢纽机场之一，是国家着力打造的珠三角世界级机场群及粤港澳大湾区的核心机场。2021 年，白云机场全年共完成航班起降 36.2 万架次，运输旅客 4025.7 万人次，年旅客吞吐量蝉联国内机场第一；2022 年三季度，白云机场完成航班起降 8.9 万架次，运输旅客 960.2 万人次，在国内机场保持领先地位。

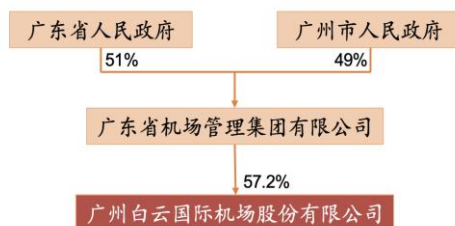
图 1：公司发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司控股股东为广东省机场管理集团有限公司，持股比例达 57.2%，实际控制人为广东省人民政府。旗下有地勤服务、商旅服务、空港快线运输等子公司，主要从事机场配套服务和其他相关服务。

图 2：公司控股股东



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：子公司情况



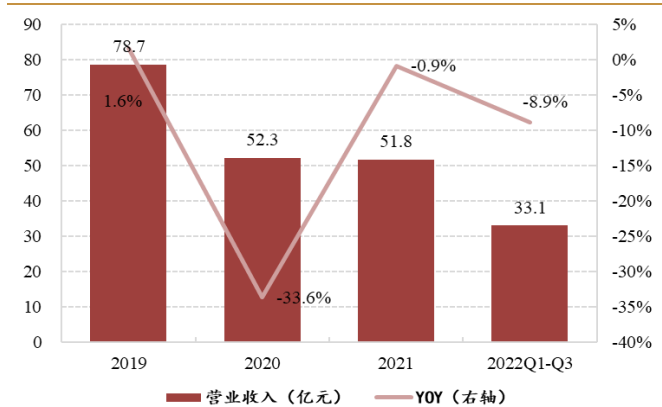
数据来源：Wind，西南证券整理

白云机场是大型国际航空枢纽。2019 年，白云机场年旅客吞吐量 7300 万人次，位居全国第 3，全球第 11。2020-2021 年白云机场旅客吞吐量上升至全国第 1，成为全球复苏最快、客流量最大的机场。公司拥有两座航站楼，三条跑道，以及完善的旅客服务、飞机起降服务设施。从白云机场出发，空中航线网络覆盖全球 230 多个通航点，近 80 家航空公司在此运营。

区位优势突出。白云机场地处珠三角，腹地市场覆盖湖南江西广西贵州福建等周边广阔省域及粤港澳大湾区，是珠三角地区客货源市场的中心。白云机场所在区域经济发达、贸易繁荣、人流旺盛，支撑构建国际航线网络，建设枢纽的区位优势突出。

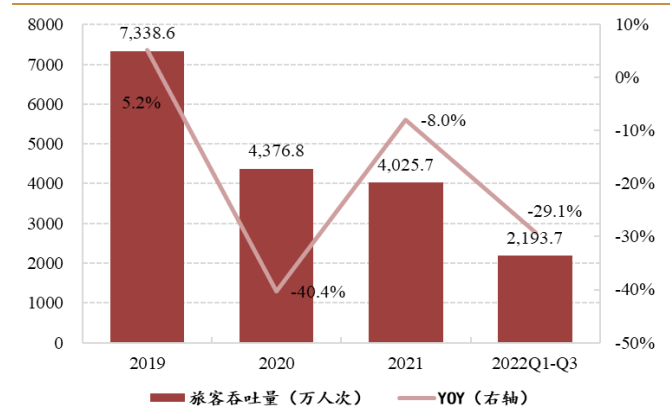
新冠疫情反复，营收短期承压。2019-2021 年公司营业收入有所降低，2022 年前三季度，公司累计实现营收 33.1 亿元，同比-8.9%。在疫情反复的影响下，白云机场旅客吞吐量持续降低，公司营业收入下滑，但随着疫情逐步得到控制，未来营收有望逐步恢复。

图 4：白云机场 2019-2022Q3 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：白云机场 2019-2022Q3 旅客吞吐量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 民航需求缓慢恢复，公司规模优势有望扩大

在需求方面，航空服务行业需求受制于客流量及货物流量；供给方面，航站楼及跑道产能是决定航空公司发展的重要因素。

定位优势突出，政策支持力度大。国家、民航局诸多重要文件，明确提出要强化广州国际航空枢纽地位，提升白云机场国际枢纽竞争力。国家赋予的定位为白云机场打造世界一流国际航空枢纽提供了强大保障，长期需求增长确定性强。

白云机场产能优势明显，客流量有望进一步提升。珠三角内深圳机场、香港机场和澳门国际机场跑道和航站楼产能利用率长期处于饱和状态，客流量受制于跑道、航站楼等地面保障的产能限制。而白云机场产能相对充足，2019 年，白云机场跑道利用率为 79%，航站楼利用率为 92%。并且 2019 年白云机场旅客吞吐量超越香港机场。在产能优势的带动下，白云机场有望进一步提升旅客吞吐量及货邮吞吐量。

开展三期扩展工程，扩大规模优势。白云机场三期扩建工程按期推进，将新建第四、第五跑道以及 T3 航站楼，预计 2025 年建成投入使用。三期扩建投产后，预计 2030 年旅客吞吐量可达 1.2 亿人次，终端容量规模将达到旅客吞吐量 1.4 亿人次、货邮吞吐量 600 万吨。白云机场长期产能远高于珠三角其他机场。

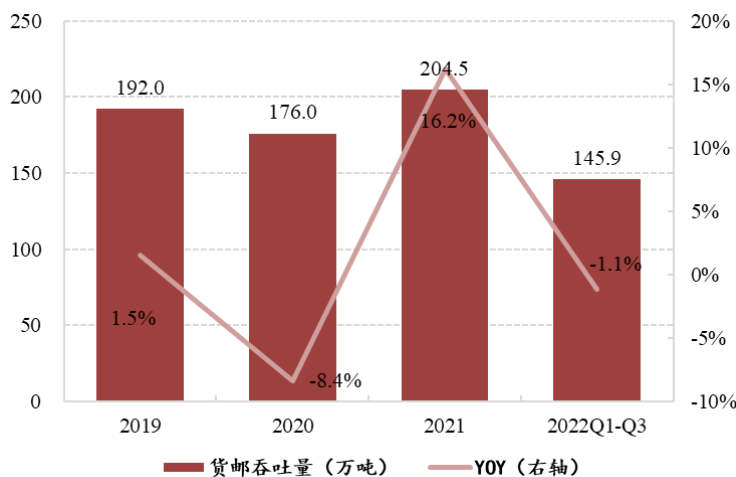
表 1：粤港澳大湾区主要机场产能情况

机场	跑道	航站楼	设计容量	机场
白云机场	5 条	3 座	预计 2045 年旅客吞吐量 1.4 亿人次	白云机场
深圳宝安	3 条	2 座+1 卫星厅	预计 2030 年旅客吞吐量 8000 万人次	深圳宝安
香港	3 条	2 座	预计 2035 年旅客吞吐量 1.2 亿人次	香港
澳门	1 条	1 座	600 万人次	澳门

数据来源：公司公告，西南证券整理

调整业务结构，货邮业务创新高。新冠疫情爆发以来，白云机场积极应对航空市场变化，深挖国内市场潜力，大力拓展客改货业务，2020-2022Q3 旅客吞吐量蝉联国内机场第一，成为全球复苏最快、客流量最大的机场，货邮吞吐量创历史新高。

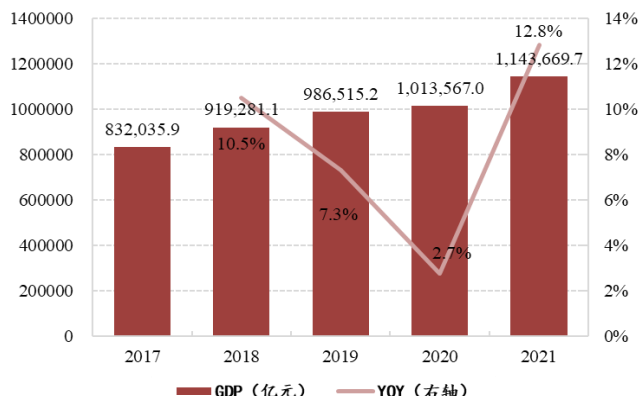
图 6：白云机场 2019-2022Q3 货邮吞吐量及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

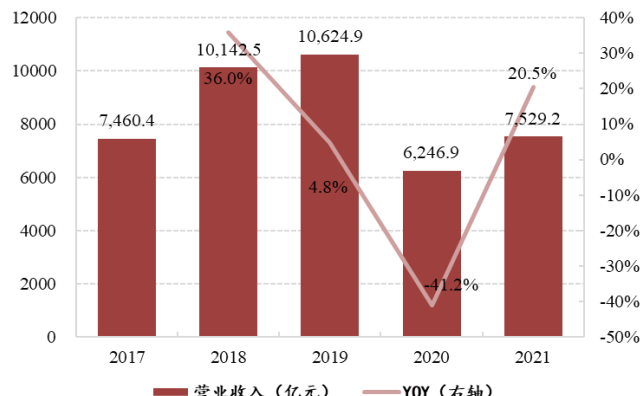
经济复苏加快，航空市场前景广阔。居民航空出行需求与经济发展水平存在正相关性。一方面，宏观经济周期的波动对商务旅客航空出行需求具有影响；另一方面，随着中国 GDP 的增长，居民消费水平提升，因私出行旅客数增加。疫情前中国航空运输业营业收入保持高速增长。中国民航局数据显示，2019 年我国人均乘机次数为 0.47，低于全球平均 0.87，更低于美国的 2.48。随着疫情逐步得到控制，中国航空出行需求有望稳步增长，市场规模将进一步扩大。

图 7：2017-2021 中国 GDP 及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

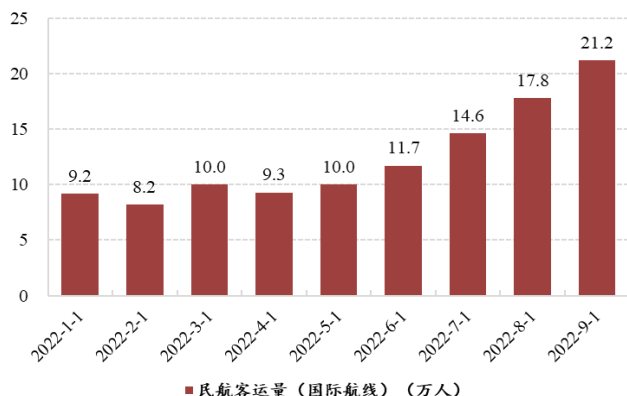
图 8：2017-2021 中国航空运输业营业收入及增速



数据来源：中国民用航空局，西南证券整理

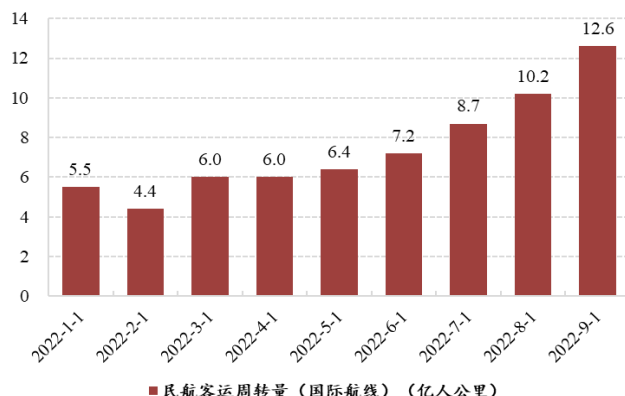
国际航线回暖，复苏趋势明显。2022 年我国出入境政策持续放松，6 月以来多家航司陆续恢复并新增多条国际航线，7-9 月国际旅客运输量分别为 14.6、17.8、21.2 万人，旅客周转量分别为 8.7、10.2、12.6 亿人公里，国际航线复苏趋势明显。

图 9：2022 年 1-9 月我国民航客运量（国际航线）



数据来源：中国民用航空局，西南证券整理

图 10：2022 年 1-9 月我国民航客运周转量（国际航线）



数据来源：中国民用航空局，西南证券整理

区位优势突出，成长空间巨大。白云机场地处珠三角，所在区域经济发达、贸易繁荣、人流旺盛，支撑构建国际航线网络，建设枢纽的区位优势突出。2021 年珠三角地区 GDP 合计 9.8 万亿元，占全国 GDP 的 8.8%，其中，2021 年广东省 GDP 达到 12.4 万亿元，疫情前维持较高的增长速度。珠三角稳定的经济能够孕育充足的航空需求，白云机场未来成长空间广阔。

3 营收有所回暖，非航业务有望创造新增长点

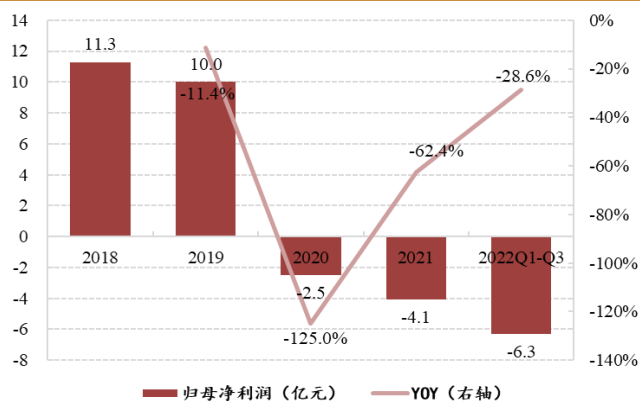
公司与中免签订免税补充协议。受新冠疫情影响，白云机场国际出入境旅客吞吐量大幅减少，由 2019 年的 1794 万人次减少至 2021 年的 67 万人次。经双方协议一致，公司与中免签订补充协议，原协议经营权转让费收取模式不变，对原协议的月保底销售额进行调整，很大程度取决于疫情的进展及白云机场国际航线客流的恢复情况。进境店协议期延长 2 年，协议截止日期为 2029 年 4 月 25 日。

免税消费落后，提升空间广阔。2019 年，白云机场人均免税消费额仅 103 元，远低于京沪机场以及珠三角的其他机场。亚洲机场人均免税销售额普遍较高，处于 200 元-300 元之间，并且白云机场周边拥有大量高消费能力的中国游客。因此，在疫情新常态下，国际客流逐步恢复，白云机场人均免税消费额预计恢复高速增长态势，有望达到亚洲平均水平。

奢侈品消费回暖，重奢业务有望带来收入增量。贝恩公司称，预计 2025 年中国将赶超美国、欧洲，成为全球最大的奢侈品消费市场，占比提升至 25%-27%。目前，白云机场积极与多家品牌方洽谈，重奢品牌 LV 已确定进驻白云机场，高端奢侈品业态有望丰富，商业增量空间巨大。

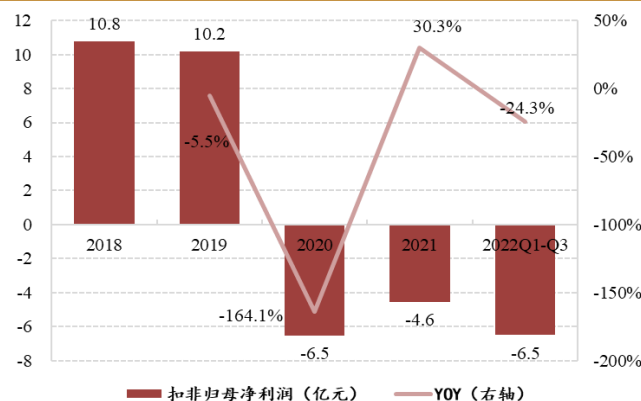
公司 2022Q3 营收有所回暖。2022Q3 公司实现营收 12.8 亿元，同比 3.4%，业绩有所回暖。在航空业务方面，为应对疫情持续冲击带来的巨大经营压力，公司执行降本创效政策缩减开支，实现了成本费用增幅低于收入增幅，利润增幅高于旅客量增幅。在非航业务方面，免税及有税零售有望创造新的利润增长点，预计公司 2022 年利润出现一定改善。

图 11：2018-2022Q3 公司归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2018-2022Q3 公司扣非归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 考虑 2022 年疫情影响仍然持续，预计 2023 年国际航线和国内航线逐步恢复，预计 2022-2024 年白云机场旅客吞吐量增长率为-20%、138.6%、14%。

2) 公司降本创新效果显著，非航业务未来也会成为新的增长点。考虑 2022 年疫情影响仍然持续，预计 2023 年国际航线逐步恢复，预测 2022-2024 年公司毛利率分别为-7%、+22.1%、+33.3%。

表 2：盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
航空服务收入（百万元）	7869.9	5224.6	5180.2	5128.4	7436.2	9295.3
YoY		-33.6%	-0.8%	-1.0%	45.0%	25.0%
成本合计（百万元）	5972.4	5285	5227.7	5489.1	5791	6196.3
YoY		-11.5%	-1.1%	5.0%	5.5%	7.0%

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.1%	-1.2%	-0.9%	-7.0%	22.1%	33.3%

数据来源：西南证券

我们看好航空服务行业发展和国际航线市场需求增长，公司的区位优势、规模优势和非航业务拓展将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 -8、5.6、15.4 亿元，对应的每股净资产为 7.4、7.7、8.3 元。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	每股净资产（元）				市净率（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600009.SH	上海机场	56.24	14.3	13.2	14.1	15.8	4.0	4.3	4.0	3.6
000089.SZ	深圳机场	6.44	5.8	5.5	5.5	5.7	1.1	1.2	1.2	1.1
可比公司估值							2.6	2.7	2.6	2.4
600004.SH	白云机场	14.29	7.7	7.4	7.7	8.3	1.8	1.8	1.8	1.6

数据来源：Wind，西南证券整理

根据公司主营业务选取上海机场、深圳机场作为可比公司，可比公司 2023 年 PB 为 2.6 倍。我们看好公司的长期增长能力，给予 2.3 倍 PB，对应目标价 17.71 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

全球疫情反复风险、航空需求不及预期、重大安全生产事故等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5180.24	5128.44	7436.23	9295.29	净利润	-385.41	-778.67	533.85	1471.14
营业成本	5227.68	5489.06	5790.96	6196.33	折旧与摊销	1656.17	1964.14	1964.14	1964.14
营业税金及附加	88.86	93.39	129.11	163.37	财务费用	91.56	245.74	263.98	293.21
销售费用	75.74	50.10	92.96	114.31	资产减值损失	0.00	3.43	0.13	1.19
管理费用	340.52	331.70	496.03	610.76	经营营运资本变动	-628.80	504.80	-461.91	-105.92
财务费用	91.56	245.74	263.98	293.21	其他	111.32	-34.99	-23.37	-27.27
资产减值损失	0.00	3.43	0.13	1.19	经营活动现金流净额	844.85	1904.46	2276.81	3596.48
投资收益	116.68	30.00	30.00	30.00	资本支出	760.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1987.67	-182.58	-197.71	-274.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1227.59	-182.58	-197.71	-274.72
营业利润	-541.49	-1055.00	693.06	1946.14	短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.50	16.78	18.74	15.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-529.99	-1038.22	711.81	1961.52	股权融资	11.75	0.00	0.00	0.00
所得税	-144.59	-259.56	177.95	490.38	支付股利	-100.11	81.17	159.80	-112.40
净利润	-385.41	-778.67	533.85	1471.14	其他	-260.89	-522.33	-305.06	-303.83
少数股东损益	20.44	20.33	-28.14	-64.66	筹资活动现金流净额	-369.25	-441.16	-145.26	-416.23
归属母公司股东净利润	-405.85	-799.00	562.00	1535.80	现金流量净额	-752.03	1280.73	1933.84	2905.54
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1573.26	2853.99	4787.82	7693.36	成长能力				
应收和预付款项	1328.18	1045.51	1696.56	2124.03	销售收入增长率	-0.85%	-1.00%	45.00%	25.00%
存货	68.04	65.77	71.34	77.41	营业利润增长率	-209.74%	-94.83%	165.69%	180.80%
其他流动资产	393.20	389.27	564.44	705.55	净利润增长率	-66.17%	-102.04%	168.56%	175.57%
长期股权投资	544.84	544.84	544.84	544.84	EBITDA 增长率	-11.21%	-4.26%	152.94%	43.90%
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	20087.16	18183.48	16279.80	14376.12	毛利率	-0.92%	-7.03%	22.13%	33.34%
无形资产和开发支出	382.54	322.29	262.03	201.78	三费率	9.80%	12.24%	11.47%	10.95%
其他非流动资产	3167.80	3380.18	3607.69	3912.21	净利率	-7.44%	-15.18%	7.18%	15.83%
资产总计	27545.03	26785.32	27814.52	29635.30	ROE	-2.07%	-4.36%	2.88%	7.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-1.40%	-2.91%	1.92%	4.96%
应付和预收款项	1028.78	1070.65	1176.96	1286.63	ROIC	-2.13%	-4.70%	6.46%	17.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.29%	22.52%	39.28%	45.22%
其他负债	7915.27	7840.99	8070.23	8422.59	营运能力				
负债合计	8944.06	8911.64	9247.19	9709.22	总资产周转率	0.19	0.19	0.27	0.32
股本	2366.72	2366.72	2366.72	2366.72	固定资产周转率	0.26	0.28	0.45	0.63
资本公积	9944.54	9944.54	9944.54	9944.54	应收账款周转率	4.35	4.54	5.73	5.11
留存收益	5972.23	5254.40	5976.19	7399.59	存货周转率	76.51	79.05	81.65	80.45
归属母公司股东权益	18313.27	17565.65	18287.45	19710.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.27%	—	—	—
少数股东权益	287.70	308.03	279.89	215.23	资本结构				
股东权益合计	18600.97	17873.68	18567.33	19926.07	资产负债率	32.47%	33.27%	33.25%	32.76%
负债和股东权益合计	27545.03	26785.32	27814.52	29635.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.55	0.72	1.10	1.51
					速动比率	0.54	0.70	1.09	1.50
					股利支付率	-24.67%	10.16%	-28.43%	7.32%
					每股指标				
					每股收益	-0.17	-0.34	0.24	0.65
					每股净资产	7.74	7.42	7.73	8.33
					每股经营现金	0.36	0.80	0.96	1.52
					每股股利	0.04	-0.03	-0.07	0.05
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1206.24	1154.88	2921.18	4203.48					
PE	—	—	57.61	21.08					
PB	1.77	1.84	1.77	1.64					
PS	6.25	6.31	4.35	3.48					
EV/EBITDA	23.16	22.72	8.25	4.98					
股息率	0.31%	—	—	0.35%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn