

聚焦跨境综合物流，三季度营收亮眼

投资要点

- **事件：**嘉友国际公布 2022 三季度报告。公司三季度实现营业收入 20.1 亿元，同比+91.6%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比+90.5%；实现扣非归母净利润 1.7 亿元，同比+93.2%。公司前三季度累计实现营业收入 38.1 亿元，同比+49.6%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比+88.1%；实现扣非归母净利润 4.6 亿元，同比+91.3%。
- **大力投资跨境物流业务，推进基础设施改造。**作为跨境多式联运领域的领头羊，公司大量投资中蒙跨境综合物流基础设施改造，不断提升服务质量，以巩固公司的核心竞争力。截至 2022 年 9 月，公司约计划投入 7.9 亿元用于中蒙跨境物流基础设施建设，在这一背景下，公司跨境多式联运综合物流业务收入占比不断提高，2022 年上半年已接近 60%，将成为公司利润增长的重要引擎。
- **三大国际市场合力驱动，公司发展空间广阔。**嘉友国际业务主要涉及蒙古、中亚及非洲三大国际市场，其中蒙古市场是公司业务发展最早的国际市场。尽管 2020 年疫情的爆发使公司跨境物流业务受到影响，但随着中蒙、中哈等陆运口岸防疫经验的不断积累，贸易量逐渐增加。2022Q1-3，中哈霍尔果斯口岸进出口货运量同比增加约 3.4%，良好的外部环境或将使公司业绩进一步提升。此外，公司非洲卡萨项目将于明年 9 月正式运营。项目完全建成后，预计将成为公司新的收入增长点。
- **费用控制良好，财务状况稳定。**2022Q1-3，公司销售费用率与管理费用率与 2021 年基本持平，财务费用率显著降低，为-0.53%。公司财务状况较为稳定，资金较为安全，预计未来公司净利润将进一步提高。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好物流行业的长期发展，公司的口岸节点先发布局优势、规模优势和业务战略将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 5.6、7.4、8.9 亿元，对应的每股净利润为 1.12、1.48、1.78 元。我们给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价为 26.64 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复风险、宏观经济波动风险、市场竞争风险、地缘政治风险、投资管理风险等。

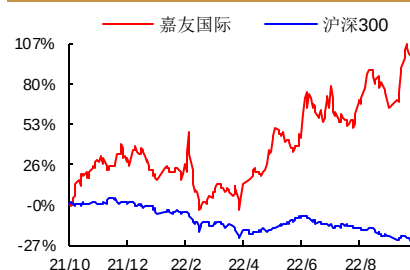
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3888.02	4704.40	5835.30	7149.30
增长率	18.50%	21.00%	24.04%	22.52%
归属母公司净利润（百万元）	342.81	559.67	740.19	890.03
增长率	-4.83%	63.26%	32.25%	20.24%
每股收益 EPS（元）	0.69	1.12	1.48	1.78
净资产收益率 ROE	11.70%	16.78%	18.68%	18.92%
PE	30.3	18.5	14.0	11.7
PB	3.6	3.2	2.7	2.2

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)	5.00
流通 A 股(亿股)	5.00
52 周内股价区间(元)	15.6-25.05
总市值(亿元)	103.76
总资产(亿元)	37.84
每股净资产(元)	7.32

相关研究

目 录

1 跨境多式联运领域的领头羊.....	1
2 三大国际市场合力驱动，公司业务发展空间广阔.....	3
3 跨境物流服务升级，疫后盈利弹性逐步释放.....	5
4 盈利预测及估值.....	6
5 风险提示.....	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司跨境多式联运物流服务.....	1
图 3：公司供应链贸易业务模式.....	1
图 4：截至 2022 年公司项目投资情况（亿元）.....	2
图 5：公司主营业务收入构成.....	2
图 6：嘉友国际控股股东.....	2
图 7：嘉友国际蒙古市场物流服务概念图.....	3
图 8：蒙古国进出口贸易情况.....	3
图 9：蒙古国煤炭出口量.....	3
图 10：哈萨克斯坦进出口金额.....	4
图 11：霍尔果斯市通关贸易量.....	4
图 12：嘉友国际泛非公路网络建设规划.....	5
图 13：卡萨项目地理位置.....	5
图 14：公司营收情况.....	5
图 15：公司毛利情况.....	5
图 16：公司三费率情况.....	6
图 17：公司净利情况.....	6

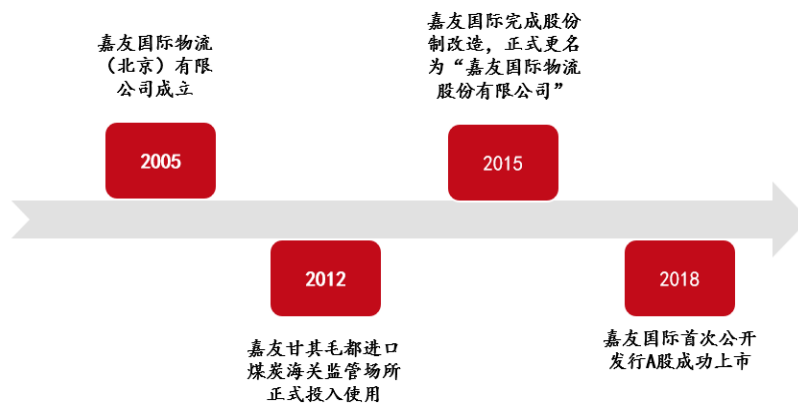
表 目 录

表 1：中哈关系发展重要事件.....	4
表 2：盈利预测.....	6
表 3：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 跨境多式联运领域的领头羊

嘉友国际物流股份有限公司成立于 2005 年 6 月,是国内率先开展跨境多式联运的物流企业。公司于 2018 年 A 股上市,是国际化的、可持续发展的、稳定盈利的中国物流领先企业。公司坚持“科技助力物流标准化”的先进理念,将传统物流服务向数字化、智能化、信息化发展,以蒙古、非洲、中亚等陆运跨境需求旺盛的地区为重点发展区域,投资道路、保税仓库及海关监管场所等物流基础设施并运营,业务范围遍布亚洲、非洲、欧洲、北美等 60 多个国家和地区。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司作为跨境多式联运综合物流服务提供商,通过整合境内外物流运输服务、口岸服务、代理服务跨境综合物流资源,为客户提供运输管理、仓储、海关代理、口岸中转、信息管理在内的一揽子物流组织实施管理服务。业务类型可细分为跨境多式联运、大宗矿产品物流和智能仓储业务。

在跨境多式联运业务的基础上,公司进一步扩展,提供供应链贸易服务。区别于传统贸易经营模式,供应链贸易服务是根据供应商的要求,向其提供公开市场交易信息、价格反馈、物流方案、仓储、配送、结算等全供应链服务的过程。该服务的盈利主要来源于公司提供的一整套跨境综合物流解决方案的实施。

图 2：公司跨境多式联运物流服务



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司供应链贸易业务模式

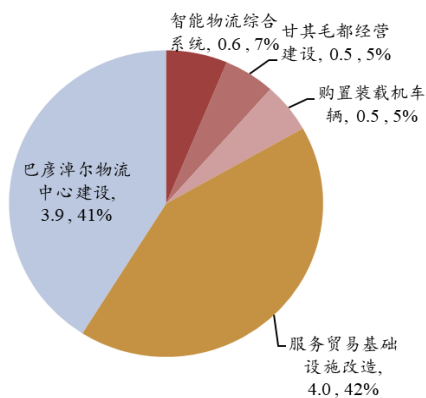


数据来源：公司公告，西南证券整理

2020 年，公司在刚果金投资 PPP 项目，为其供应链贸易在非扩展奠定基础。非洲巨大的矿产资源储备为公司在非业务提供了得天独厚的条件，公司在非业务也将极大地提高当地交通水平，对当地矿产开采与运输业的发展及民生的提高有裨益。目前已有十余家中资矿产企业在刚果金从事矿产资源业务，这些企业均为公司的现有或潜在客户。

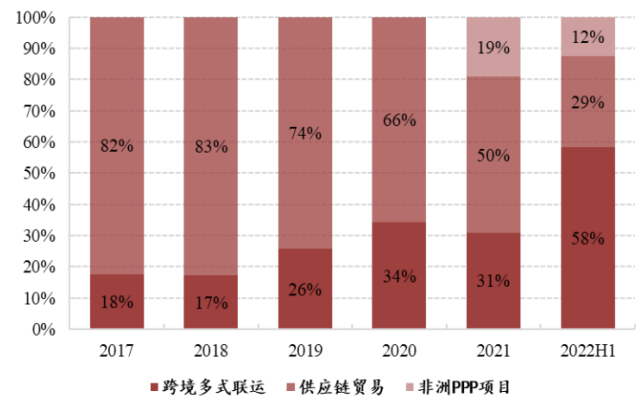
近两年，公司大力投资中蒙跨境物流业务升级改造建设。截至 2022 年 9 月，公司约计划投入 7.9 亿元用于中蒙跨境物流基础设施改造及中蒙巴彦淖尔物流口岸建设。在这一背景下，公司跨境多式联运业务收入占比不断提高，2022 年上半年已接近 60%。此外，公司在非投资的 PPP 项目已于 2021 年开始盈利，预计将成为公司营业收入新的增长点。

图 4：截至 2022 年公司项目投资情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

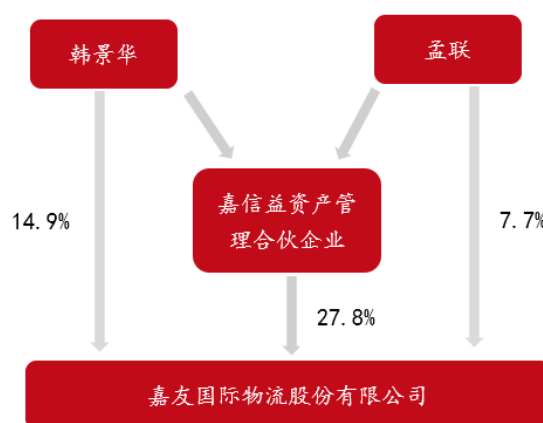
图 5：公司主营业务收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为嘉信益资产管理合伙企业，持股比例占 27.8%。实际控制人为韩景华和孟联，二人分别直接持有 14.9%和 7.7%的股份，并通过嘉信益资产管理合伙企业间接持股。二人合计持有 50.4%的股份，公司股权集中度较高。

图 6：嘉友国际控股股东



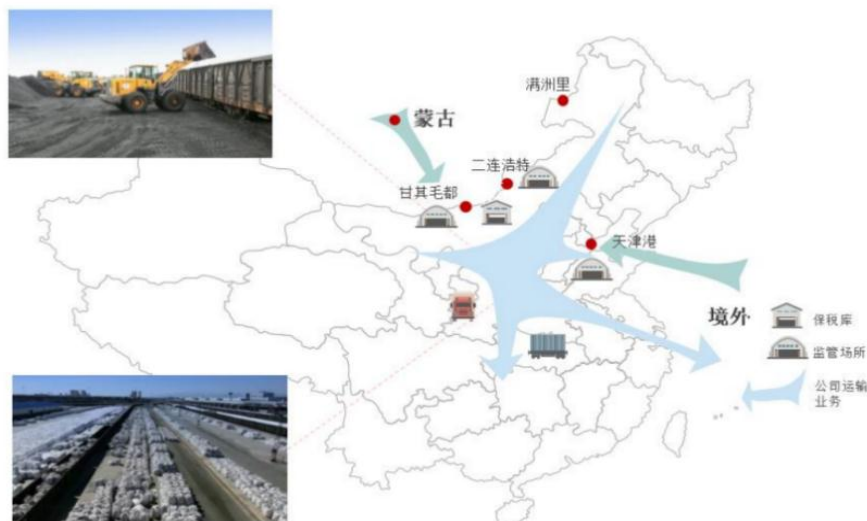
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 三大国际市场合力驱动，公司业务发展空间广阔

嘉友国际业务主要涉及蒙古、中亚及非洲三大国际市场。其中，蒙古市场是公司业务发展最早的国际市场，中亚与非洲市场业务是公司蒙古业务的复制、扩展与创新。在三大国际市场的合力驱动下，公司业务发展前景广阔，发展潜力巨大。

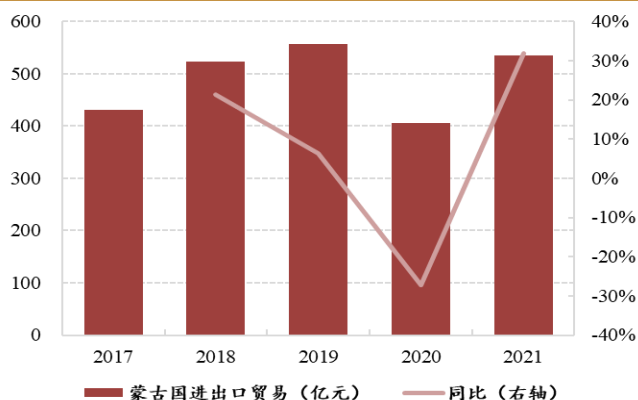
后疫情时代陆运口岸已积累充足的防疫经验，公司蒙煤贸易有望进一步提高。蒙古国是我国煤炭等矿产资源最主要的进口国，每年出口的煤炭资源约有 90% 销往我国。嘉友以自身名义从蒙古国进口煤炭等商品，之后将商品销售给境内用户，并满足客户多样化的需求。2020 年，由于新冠疫情的冲击，蒙古国进出口贸易总额同比减少 27.1%。随着中蒙陆运口岸防疫措施的不断摸索，目前已建立了一套完善、立体的防疫体系。2021 年，蒙古外贸逐渐回暖，其进出口贸易总额同比 2020 年增加 31.8%，这一数值有望在 2022 年继续提高。不过，疫情对蒙煤出口的影响仍在持续，2021 年蒙煤出口量为 1634.4 万吨，同比减少 47.6%。但随着蒙古外贸的逐渐回暖，公司蒙煤业务有望持续增加。

图 7：嘉友国际蒙古市场物流服务概念图



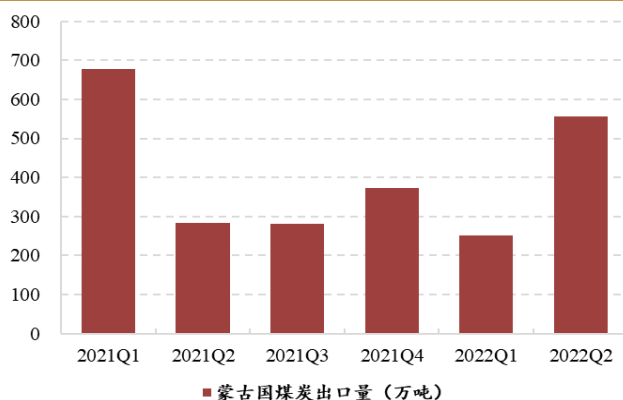
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：蒙古国进出口贸易情况



数据来源：Choice，西南证券整理

图 9：蒙古国煤炭出口量



数据来源：Choice，西南证券整理

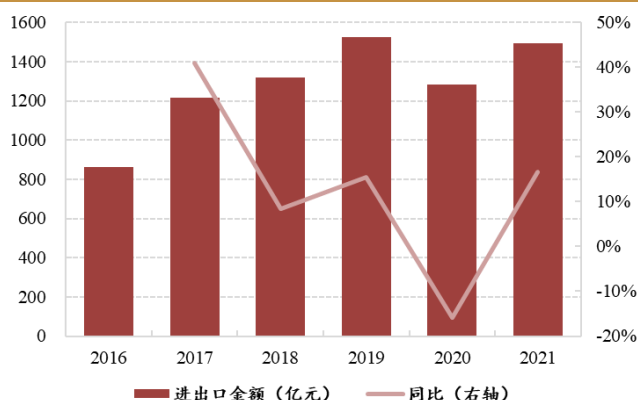
中哈关系持续加强，公司中亚市场迎重大利好。哈萨克斯坦是嘉友国际在中亚市场的代表性国家，2019 年，公司在中哈霍尔果斯口岸设立控股子公司，并建设中哈物流作业场所。该场所已于今年正式投入使用。2022 年上半年，霍尔果斯口岸进出口货运量达 1940 万吨，总贸易额达 1287 亿元，同比增长 78%与 52%。近年来，中哈两国交流密切，中哈关系持续加强，嘉友国际将进一步整合以中哈为核心的中亚各国之间的跨境综合物流业务，借助持续向好的外部环境，深度挖掘中亚市场。

表 1：中哈关系发展重要事件

时间	事件	成果
2022 年 9 月	外交部发布中哈建交 20 周年声明	双方就扩大口岸贸易等达成共识
2022 年 1 月	中国同中亚五国建交 30 周年视频峰会	习近平强调要加强合作，互利互惠，实现共赢
2021 年 11 月	哈萨克斯坦总统应邀出席中国国际进口博览会	哈方指出要进一步加强贸易往来，扩大对华出口
2019 年 9 月	习近平会见哈萨克斯坦总统托卡耶夫	中哈宣布发展永久全面战略伙伴关系

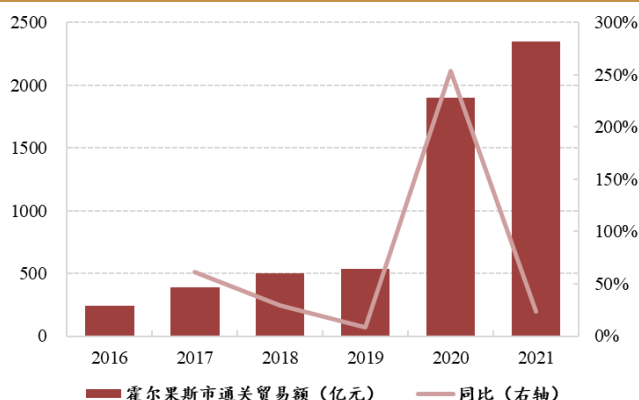
数据来源：人民日报，西南证券整理

图 10：哈萨克斯坦进出口金额



数据来源：Choice，西南证券整理

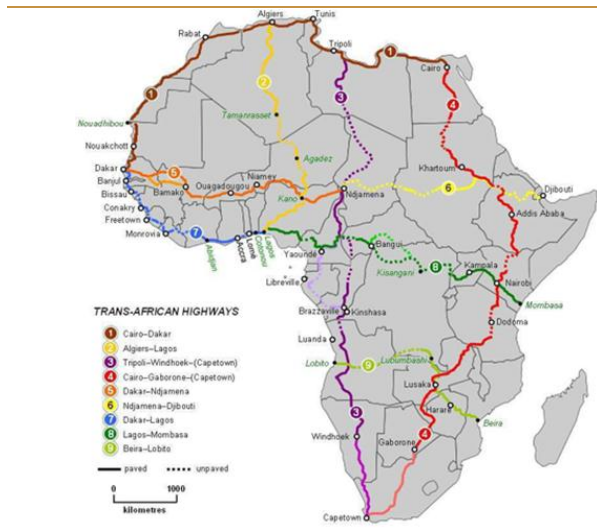
图 11：霍尔果斯市通关贸易量



数据来源：霍尔果斯市人民政府网，西南证券整理

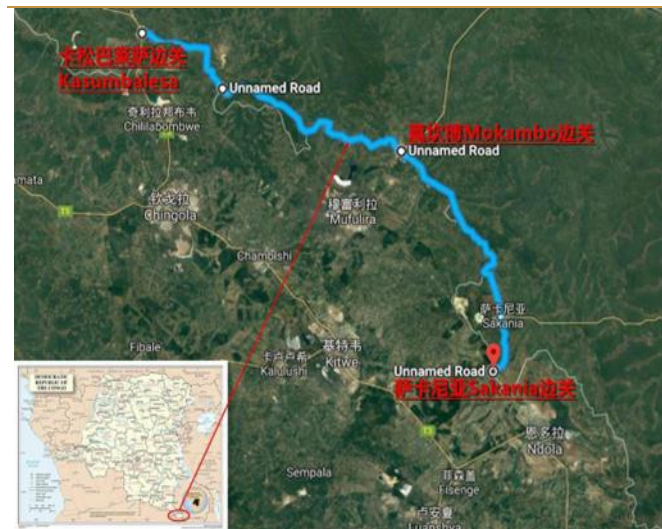
卡萨项目取得阶段性进展，公司非洲业务日趋成熟。为了扩展公司在非业务，公司投资卡萨项目，以完善以刚果金为主的中非地区公路网络，加强公司与当地矿产企业的物流合作。该项目特许权期限为 25 年，投资总额约为 2.3 亿美元。2022 年 1 月，公司已对该项目路段车辆实施收费；6 月，公司为该项目投保中国信保保险；7 月，该项目所投陆港已全面进入试运营阶段。据公司可行性研究报告，该项目投资回收期约为 5.4 年，项目完全建成后，预计将成为公司新的收入增长点。

图 12：嘉友国际泛非公路网络建设规划



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：卡萨项目地理位置



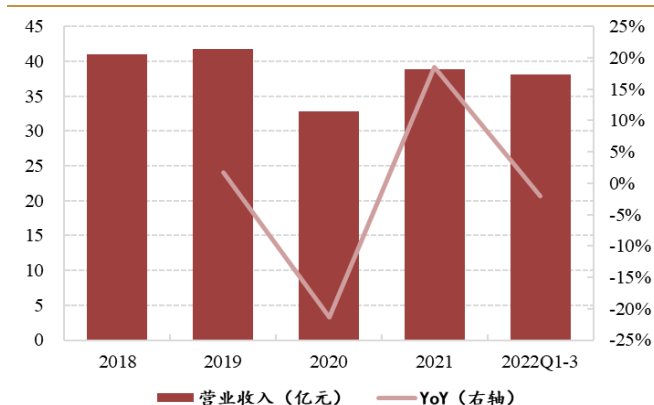
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 跨境物流服务升级，疫后盈利弹性逐步释放

定增募资 5.8 亿元，跨境物流基础设施改造逐步推进。2021 年末，嘉友国际发布公告，公司定增募资约 5.8 亿元，资金主要用于公司中蒙跨境物流基础设施技术改造。2022Q1-3，公司不断推进跨境物流服务升级，跨境多式联运综合业务收入占比不断提升，成为带动公司营收增长的重要引擎。

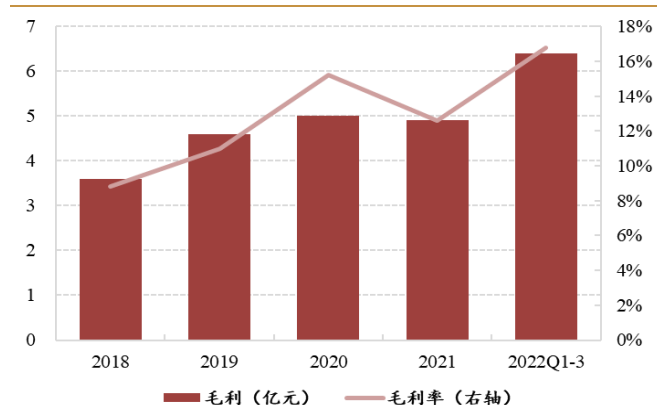
公司 2022Q3 营收表现持续亮眼。2022Q3 公司实现营收 20.1 亿元，同比+91.6%，业绩表现持续强势。2022Q1-3，公司实现营收 38.1 亿元，同比+49.6%；实现毛利 6.4 亿元，同比+30.6%。随着疫情形势的不断缓和，中蒙跨境运输业务与中亚国际跨境物流业务开始复苏，公司盈利弹性得到持续释放。预计公司未来能继续保持较高营收，并通过对跨境物流服务的不断优化巩固自身的核心竞争力与持续发展能力。

图 14：公司营收情况



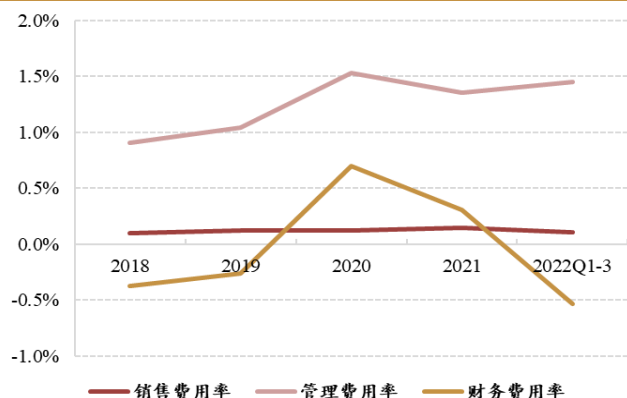
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：公司毛利情况

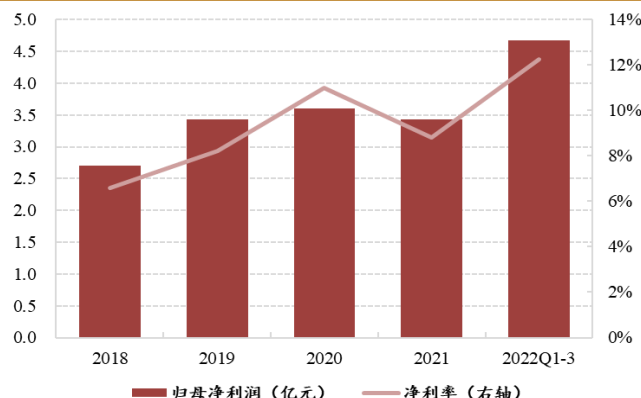


数据来源：Wind，西南证券整理

财务状况表现良好，净利润保持高水准。2022Q1-3 公司销售费用率与管理费用率分别为 0.12%与 1.45%，财务费用率相较 2021 年显著下降，为-0.53%，公司财务状况良好，其资金能产生较高的财务收益。净利润方面，公司 Q1-3 归母净利润为 4.7 亿元，同比+88.1%，净利率较 21 年上升 3.6pp。

图 16：公司三费率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：公司净利情况


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 考虑到公司定增募资将主要用于跨境物流服务基础设施改造，以巩固公司的核心竞争力，我们认为后续公司跨境多式联运综合物流业务收入将大幅提高，预计该业务 2022/23/24 营收增长率分别为 80%/45%/20%。

2) 根据公司最新公告，受疫情影响公司非洲卡萨项目延期，预计 2023 年 9 月正式投入运营。该项目于 2021 年确认了 7.4 亿元的建造服务收入，并于 2022 年 1 月开始投入收费试运营，预计 2022/23/24 年该项目营收分别为 5/3.5/4.5 亿元。

表 2：盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
跨境多式联运综合物流业务收入 (百万元)	1071.1	1123.3	1204	2167.2	3142.4	3770.9
YoY		4.9%	7.2%	80%	45%	20%
供应链贸易业务收入 (百万元)	3099.1	2156	1937.8	2034.7	2339.9	2924.9
YoY		-30.4%	-10.1%	5%	15%	25%
非洲 PPP 项目建设期收入 (百万元)			744.2	500	250	
非洲 PPP 项目运营期收入 (百万元)					100	450
其他收入 (百万元)	0.4	1.8	2	2.5	3	3.5
YoY		350%	11.1%	25%	20%	16.7%
收入合计 (百万元)	4170.6	3281.1	3888	4704.4	5835.3	7149.3
YoY		-21.3%	18.5%	21%	24%	22.5%
成本合计 (百万元)	3714.9	2776.1	3397.9	4310.2	5026.6	6295.8

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
YoY		-25.3%	22.4%	26.8%	16.6%	25.2%
毛利率	10.9%	15.4%	12.6%	8.4%	13.9%	11.9%

数据来源：西南证券

我们看好物流行业的长期发展，公司的口岸节点先发布局优势、规模优势和业务战略将支持其稳定扩张，预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 5.6、7.4、8.9 亿元，对应的每股净利润为 1.12、1.48、1.78 元。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	每股净利润（元）				市盈率（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603713.SH	密尔克卫	122.04	2.63	3.97	5.39	7.09	51	30	22	17
002352.SZ	顺丰控股	49.88	0.87	1.34	1.87	2.40	79	37	26	21
601156.SH	东航物流	15.83	2.28	2.46	2.35	2.43	10	6	7	6
可比公司估值							47	24	18	15
603871.SH	嘉友国际	20.75	0.69	1.12	1.48	1.78	30	19	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

根据公司主营业务选取密尔克卫、顺丰控股、东航物流作为可比公司，可比公司 2023 年 PE 为 18 倍。我们看好公司的长期增长能力，给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价 26.64 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

疫情反复风险、宏观经济波动风险、市场竞争风险、地缘政治风险、投资管理风险等。

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	3888.02	4704.40	5835.30	7149.30	净利润	342.33	558.87	739.14	888.77
营业成本	3397.88	4310.20	5026.60	6295.80	折旧与摊销	39.98	159.21	225.71	282.71
营业税金及附加	12.75	20.86	25.25	29.94	财务费用	12.01	-12.98	14.27	17.33
销售费用	5.97	7.06	8.17	9.29	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	52.46	63.47	78.73	96.46	经营营运资本变动	-408.46	-228.53	-181.09	-98.11
财务费用	12.01	-12.98	14.27	17.33	其他	-310.68	1.14	3.35	0.38
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-324.81	477.72	801.39	1091.07
投资收益	5.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	-182.40	-1200.00	-900.00	-900.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-304.93	11.60	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	280.00	150.00	300.00	投资活动现金流净额	-487.33	-1188.40	-900.00	-900.00
营业利润	408.29	595.79	832.28	1000.47	短期借款	0.00	251.79	360.53	131.97
其他非经营损益	0.15	60.94	40.68	47.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	408.44	656.73	872.96	1047.91	股权融资	577.28	0.00	0.00	0.00
所得税	66.11	97.86	133.82	159.14	支付股利	-219.53	-68.56	-111.93	-148.04
净利润	342.33	558.87	739.14	888.77	其他	-2.18	-76.68	-14.27	-17.33
少数股东损益	-0.49	-0.80	-1.05	-1.27	筹资活动现金流净额	355.57	106.55	234.32	-33.39
归属母公司股东净利润	342.81	559.67	740.19	890.03	现金流量净额	-460.37	-604.13	135.71	157.68
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	1168.66	564.53	700.24	857.92	成长能力				
应收和预付款项	928.76	920.52	1186.44	1437.93	销售收入增长率	18.50%	21.00%	24.04%	22.52%
存货	191.11	242.42	280.71	353.10	营业利润增长率	-2.31%	45.92%	39.69%	20.21%
其他流动资产	133.33	32.52	40.33	49.41	净利润增长率	-5.36%	63.26%	32.25%	20.24%
长期股权投资	15.91	15.91	15.91	15.91	EBITDA 增长率	-1.84%	61.21%	44.51%	21.29%
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	725.80	1837.18	2582.06	3269.94	毛利率	12.61%	8.38%	13.86%	11.94%
无形资产和开发支出	1287.17	1217.17	1147.17	1077.17	三费率	1.81%	1.22%	1.73%	1.72%
其他非流动资产	105.41	104.82	104.23	103.63	净利率	8.80%	11.88%	12.67%	12.43%
资产总计	4556.15	4935.06	6057.08	7165.01	ROE	11.70%	16.78%	18.68%	18.92%
短期借款	0.00	251.79	612.32	744.30	ROA	7.51%	11.32%	12.20%	12.40%
应付和预收款项	586.92	538.13	681.02	869.71	ROIC	17.53%	14.37%	15.48%	15.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.84%	15.77%	18.38%	18.19%
其他负债	1042.25	814.49	805.89	852.44	营运能力				
负债合计	1629.17	1604.42	2099.24	2466.44	总资产周转率	0.98	0.99	1.06	1.08
股本	316.96	500.05	500.05	500.05	固定资产周转率	8.37	4.09	2.81	2.56
资本公积	1231.83	1048.74	1048.74	1048.74	应收账款周转率	25.92	25.68	25.92	25.88
留存收益	1221.36	1712.47	2340.72	3082.72	存货周转率	27.18	19.88	19.14	19.77
归属母公司股东权益	2856.79	3261.25	3889.51	4631.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.24%	—	—	—
少数股东权益	70.19	69.39	68.34	67.07	资本结构				
股东权益合计	2926.98	3330.64	3957.84	4698.57	资产负债率	35.76%	32.51%	34.66%	34.42%
负债和股东权益合计	4556.15	4935.06	6057.08	7165.01	带息债务/总负债	40.97%	57.30%	60.97%	57.24%
					流动比率	2.59	1.93	1.57	1.52
					速动比率	2.38	1.67	1.37	1.32
					股利支付率	64.04%	12.25%	15.12%	16.63%
					每股指标				
					每股收益	0.69	1.12	1.48	1.78
					每股净资产	5.71	6.52	7.78	9.26
					每股经营现金	-0.65	0.96	1.60	2.18
					每股股利	0.44	0.14	0.22	0.30
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	460.29	742.02	1072.26	1300.52					
PE	30.27	18.54	14.02	11.66					
PB	3.63	3.18	2.67	2.24					
PS	2.67	2.21	1.78	1.45					
EV/EBITDA	12.99	14.33	10.12	8.33					
股息率	2.12%	0.66%	1.08%	1.43%					

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
	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.cn
	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