

散货运输营收亮眼，油轮市场复苏在即

投资要点

- **事件：**招商轮船公布2022半年度报告。截至6月30日，公司拥有营运中的VLCC油轮51艘、拥有和控制VLOC 37艘，旗下船队上半年共完成货运量9804.9万吨，同比-4.4%；实现营收137.3亿元，同比+32.3%；实现归母净利润28.9亿元，同比+106%。
- **公司多元业务组合稳健而不失弹性，有效保证公司经营效益。**分业务来看，2022H1公司油轮运输实现营收24.4亿元，同比增长25.8%；散货运输业务实现营收59.9亿元，同比增长18.1%；公司业务新增长点，滚装船运输业务实现营收8.1亿元，同比增长24.2%。尽管近年来公司部分业务营收增速放缓或下跌，但在多元业务经营策略下，公司营收仍稳步提升。
- **干散货市场高位震荡，国内一揽子稳增长政策有望带来积极影响。**上半年，干散货市场整体处于近年较高水平，中小型散货船表现优于大型散货船市场。2022H1，BDI同比上升1%，得益于南美粮运和矿石、煤炭发货恢复正常。受我国疫情管控影响，我国主要散货进口同比下跌7%，其中煤炭、谷物、铁矿石分别减少28%、11%和5%。国务院召开稳住经济大盘会议，督促各地落实一系列稳经济政策，随着下半年稳增长政策落地，基建投资加快推动，我国散货进口情况将有所改善。
- **石油消费需求有望复苏，VLCC运力过剩现象改善，油运市场景气上升。**随着疫情在全球的影响逐步减弱，出行需求大幅上升，随之而来交通运输业恢复，带来石油燃料需求上涨。俄乌冲突引发欧美等国家俄罗斯采取石油产品禁令，俄罗斯石油供应转向亚洲等地区降低制裁影响，而欧洲则转向进口中东、印度等地区进口石油，导致石油海运贸易运输距离大幅拉长。另一方面，2022年上半年VLCC交付23艘，拆解2艘，同时自去年七月以来，无新签订单，运力过剩现象进一步改善，综合影响下油运市场景气度上升。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好公司在多元经营业务格局下，能够及时抓住航运不同细分市场景气上行机遇实现营收进一步提升，预计公司2022/23/24年归母净利润分别为50.6/57.5/63.2亿元，EPS分别为0.62元、0.71元、0.78元，对应PE分别为12x、11x、10x，我们看好中期油运市场较大的业绩弹性，给予2023年14倍PE，对应目标价9.94元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、疫情反复风险、地缘政治风险等。

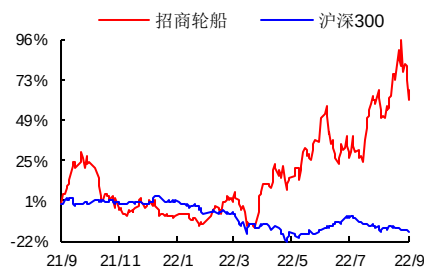
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	24412.23	28276.87	30289.88	31999.27
增长率	35.08%	15.83%	7.12%	5.64%
归属母公司净利润（百万元）	3609.07	5057.07	5754.64	6318.24
增长率	29.94%	40.12%	13.79%	9.79%
每股收益EPS（元）	0.45	0.62	0.71	0.78
净资产收益率ROE	13.61%	15.36%	15.28%	14.74%
PE	17	12	11	10
PB	2.30	1.85	1.62	1.42

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光悒
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)	81.08
流通A股(亿股)	76.60
52周内股价区间(元)	3.81-8.56
总市值(亿元)	587.82
总资产(亿元)	601.36
每股净资产(元)	3.26

相关研究

目 录

1 全业态的“2+N”业务格局，打造全球卓越航运践行者.....	1
2 散货市场支撑业绩，油运复苏促 VLCC 市场向上	2
3 多元业务结构保证经营效益，成本管控提升盈利能力.....	4
4 盈利预测及估值.....	5
5 风险提示	6

图 目 录

图 1：公司船队货运量情况（万吨）	1
图 2：公司股东情况	2
图 3：波罗的海干散货指数情况	2
图 4：世界石油需求量	3
图 5：原油运输指数情况	3
图 6：中国汽车月度销量（万辆）	4
图 7：中国汽车月度出口量（万辆）	4
图 8：公司营业收入情况	4
图 9：公司主营业务情况	4
图 10：公司盈利情况	5
图 11：公司三费率情况	5

表 目 录

表 1：公司自有船力结构表	1
表 2：2022 年稳增长相关政策	3
表 3：盈利预测	5
表 4：可比公司估值	6
附表：财务预测与估值	7

1 全业态的“2+N”业务格局，打造全球卓越航运践行者

公司是全球卓越航运践行者。招商轮船于 2004 年由招商局轮船发起，联合中国石油化工集团、中国中化集团、中国远洋运输（集团）、中国海洋石油渤海共同成立，并于 2006 年在 A 股上市，截至 2022 年 5 月底，招商轮船船舶总运力 315 艘（含订单），共计 4463 万载重吨，在全球非金融船东中排名第二。

以油、散为核心的全船队布局已经初步完成。油散船队规模、结构优于市场和大部分同行，截至 2022H1 公司拥有世界最大的自有 VLCC 船队，VLOC 船队规模稳居世界第一，截至 6 月 30 日，公司拥有 100% 权益的 VLCC 油轮 50 艘、拥有和控制 VLOC37 艘（含参股及代管）；此外 LNG 船队稳定拓展，目前公司拥有 21 艘船舶，滚装船队发展稳健，由 23 艘船舶构成，集装箱船队在外城收购中外运集运有限公司后，得到进一步拓展目前公司运营船舶达 27 艘，其中 16 艘为自有。

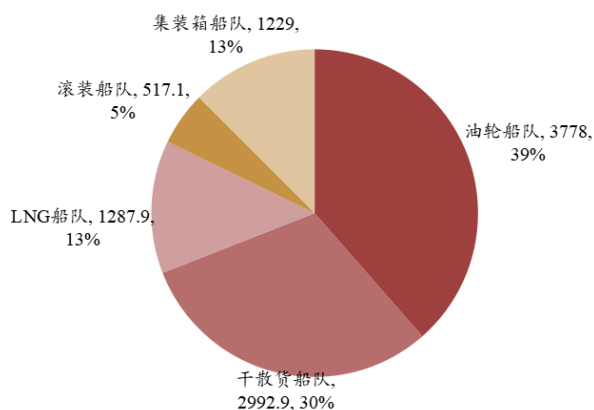
表 1：公司自有船力结构表

类型	数量（艘）	载重吨（万吨）	船龄（年）
VLCC	50	1549.7	7.4
VLOC-40 万 DWT	28	1118.2	5.3
VLOC-32.5 万 DWT	6	195	1.8
LNG 船	21	165.6	6.3
滚装船	23	8.7	10.2
集装箱船	16	33.3	11.5

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司形成了全业态的“2+N”业务格局，发展稳健而不失弹性。经过多年发展，油轮、干散货成为公司双核心主业，2022H1 油轮船队货运量为 3778 万吨，同比增加 4.8%，干散货船队货运量为 2992.9 万吨，同比下降 21%；此外公司通过开展气体运输、滚装运输、集装箱运输等进一步拓展业务，2022H1 公司 LNG 船队货运量 1287.9 万吨，同比增加 9.7%，滚装船队货运量 517.1 万吨，同比增加 5.3%，集装箱船队货运量 1229 万吨，同比增加 2.8%。

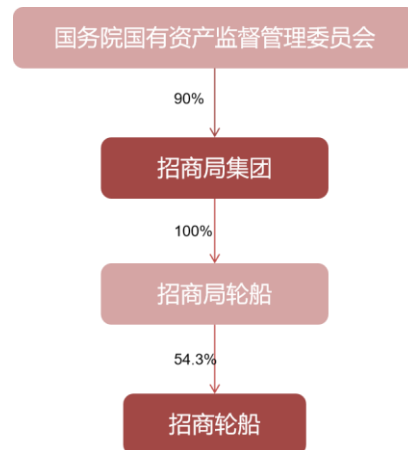
图 1：公司船队货运量情况（万吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东为招商局轮船，实际控制人为国资委。截至目前，招商局轮船持有公司 54.3% 股份，隶属于招商局集团。国资委通过持有招商局集团 90% 股份进而控制公司。招商局轮船创立于 1872 年，奠定了中国近代民族航运事业，公司隶属招商局轮船，经营和管理着中国历史最悠久、最具经验的远洋油轮船队。

图 2：公司股东情况



数据来源：Choice，西南证券整理

2 散货市场支撑业绩，油运复苏促 VLCC 市场向上

干散货市场高位震荡，国内一揽子稳增长政策有望带来积极影响。上半年，干散货市场整体处于近年较高水平，中小型散货船表现优于大型散货船市场。2022H1，BDI 同比上升 1%，得益于南美粮运和矿石、煤炭发货恢复正常。受我国疫情管控影响，我国主要散货进口同比下跌 7%，其中煤炭、谷物、铁矿石分别减少 28%、11% 和 5%。国务院召开稳住经济大盘会议，督促各地落实一系列稳经济政策，随着下半年稳增长政策落地，基建投资加快推动，我国散货进口情况将有所改善。

图 3：波罗的海干散货指数情况



数据来源：Choice，西南证券整理

表 2：2022 年稳增长相关政策

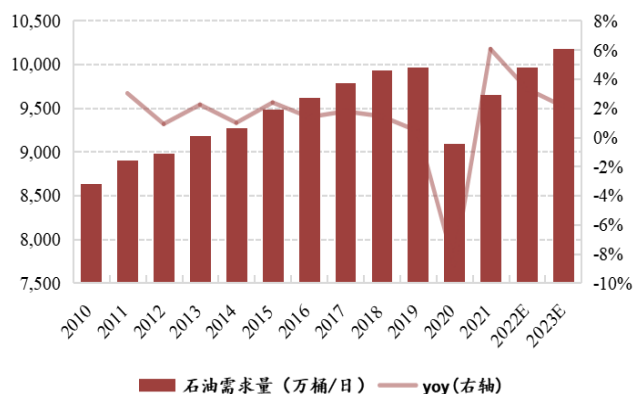
时间	部门	内容
2022.01	国务院	发布关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见，挖掘进出口潜力，保障外贸产业链、供应链稳定畅通。
2022.03	2022 年政府工作报告	积极扩大有效投资。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资，建设重点水利工程等。
2022.04	央行	要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资。
2022.05	国务院	发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，明确 6 方面 33 项具体政策措施及分工安排。
2022.06	财政部	加快财政支出进度。加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，将新基建、新能源项目纳入专项债券重点支持范围。

数据来源：政府网站，西南证券整理

公司结合市场情况动态调整滚动锁定比例和节奏，抢抓时机创造良好业绩。公司把握高景气散货市场机遇，上半年船队运营安全、高效、稳定，同时继续利用集中经营规模优势，强化全球化运营和航线布局，努力开拓新货源，不断提升经营能力。此外公司深化大客户战略合作，通过打造精品航线，争取高于同期市场的超额收益，上半年散货船队在货运量同比减少 21% 的情况下，仍然实现营收 60.6 亿元，同比增长 18.1%。

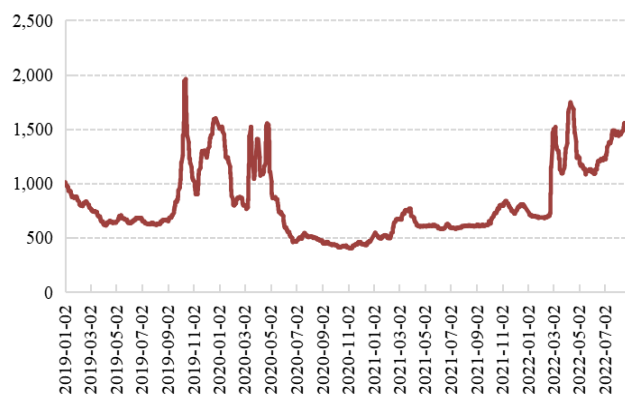
石油消费需求有望复苏，VLCC 运力过剩现象改善，油运市场景气度上升。随着疫情在全球的影响逐步减弱，出行需求大幅上升，随之而来交通运输业恢复，带来石油燃料需求上涨。据 IEA 最新月度报告预测 2022 年世界石油需求量为 9970 万桶/日，同比增长 3.3%，2023 年为 1 亿桶/日。俄乌冲突引发欧美等国家对俄罗斯采取石油产品禁令，俄罗斯石油供应转向亚洲等地区降低制裁影响，而欧洲则转向进口中东、印度等地区进口石油，导致石油海运贸易运输距离大幅拉长。另一方面，2022 年上半年 VLCC 交付 23 艘，拆解 2 艘，同时自去年七月以来，无新签订单，运力过剩现象进一步改善，综合影响下油轮市场景气度上升，目前 BDTI 收于 1526，同比 2022 年初增长 111.4%。

图 4：世界石油需求量



数据来源：IEA，西南证券整理

图 5：原油运输指数情况

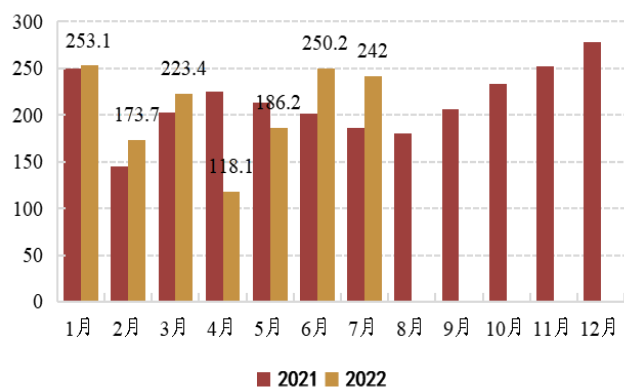


数据来源：Choice，西南证券整理

公司积极开发新客户、拓展新货源，抗风险能力和持续盈利能力稳步提升。公司在稳固与国际、国内大石油公司战略合作的基础上，利用 VLCC 船队规模优势，积极拓展与央企、民营炼厂客户的合作，进一步构建和巩固国际多元客户群，同时积极探索和国内大石油公司的新合作模式，在适当平衡和分散经营风险的同时，为公司长远发展寻求相对稳定的业务增长点。随着油轮市场复苏，公司业绩将有所提升。

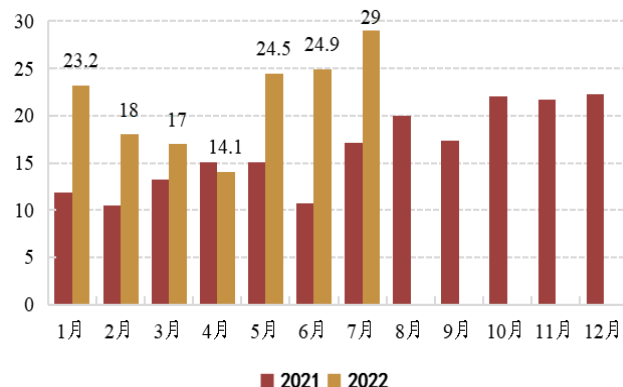
中国汽车出口需求大幅上升，促进滚装船队复苏。我国汽车市场保持快速增长势头，据中汽协数据显示，2022 年 7 月，我国汽车销量达 242 万辆，同比增长 29.7%。汽车出口再创新高，今年 7 月，我国汽车出口 29 万辆，同比增长 67%，累计出口已达 150.9 万辆，同比增长 50.6%，预计全年出口量有望超过 240 万辆；2020 年下半年以来，随着我国汽车出口需求大幅上升，滚装船运价持续上涨，到 2022 年 3 月，运价突破 2008 年的高点，4000-5000 车位滚装船 5 年期租金突破 3.5 万美元/天，6000 车位以上滚装船 5 年期租金超过 5.5 万美元/天，国际滚装船市场进入快速复苏、繁荣周期。

图 6：中国汽车月度销量（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 7：中国汽车月度出口量（万辆）

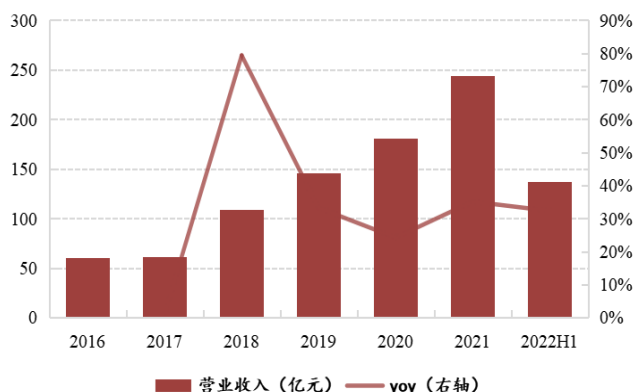


数据来源：中汽协，西南证券整理

3 多元业务结构保证经营效益，成本管控提升盈利能力

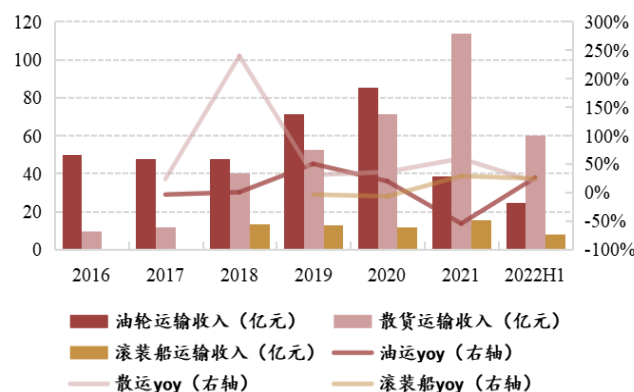
多元业务结构保证公司经营效益。自 2016 年以来公司营收持续增长，2022H1 公司实现营收 137.3 亿元，同比增长 32.3%。分业务来看，油轮运输实现营收 24.4 亿元，同比增长 25.8%；散货运输业务实现营收 59.9 亿元，同比增长 18.1%；公司业务新增长点，滚装船运输业务实现营收 8.1 亿元，同比增长 24.2%。尽管近年以来公司部分业务营收增速放缓或下跌，但在多元业务经营策略下，公司营收稳步提升。

图 8：公司营业收入情况



数据来源：Choice，西南证券整理

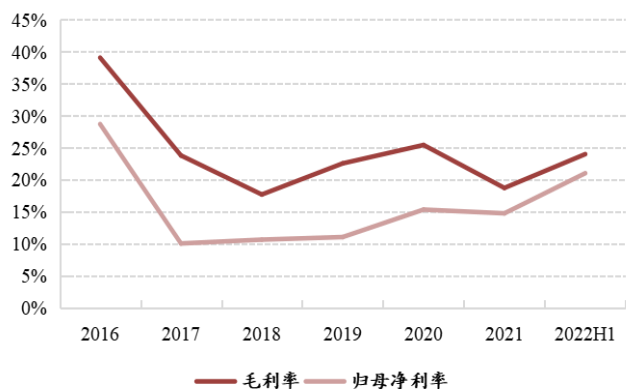
图 9：公司主营业务情况



数据来源：Choice，西南证券整理

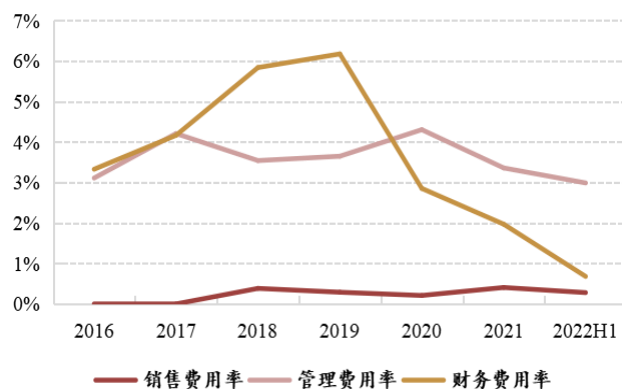
业务规模扩大，运营成本同步增加。从毛利情况来看，公司 2022H1 年尽管受到高燃油成本影响，但在大幅增长的营收下仍实现毛利润 33 亿元，同比增长 164.5%，毛利率达 24%。从各费用率来看，2022H1 公司销售费用率小幅下降为 0.3%，管理费用率同比下降 1.4pp 为 3%，此外财务费用率在利息收入影响下同比下降 1.8pp 为 0.7%；综合来看，公司三费率到 22 年上半年为 4%。公司归母净利润逐步提升，22H1 实现归母净利润 28.9 亿元，同比增长 106%，归母净利率为 21.1%。

图 10：公司盈利情况



数据来源：Choice，西南证券整理

图 11：公司三费率情况



数据来源：Choice，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 全球疫情逐步影响减弱，石油消费需求有望复苏，VLCC 供给放缓，石油运输市场前景气度向上，预计 2022/23/24 年油轮运输收入同比+18%、+20%、+21%；

2) 全球经济复苏面临多项挑战，海运需求减弱，此外随着防疫措施逐步放宽也将导致压港缓解，运价将逐步进入下行，公司能够及时调整船队结构，综合影响下预计 2022/23/24 年散货运输收入同比+12%、+3%、+0%；

3) 考虑到公司采取低成本等策略能够有效保障公司盈利水平，预计 2022/23/24 年公司毛利率水平为 25.6%、27%、28.4%。

表 3：盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
油轮运输收入（百万元）	7161.3	8552.1	3845.3	4537.5	5445	6588.4
YoY		19.4%	-55%	18%	20%	21%
散货运输收入（百万元）	5260.9	7138.6	11371.2	12735.8	13118	13117.9
YoY		35.7%	59.3%	12%	3%	0%
滚装船运输收入（百万元）	1288.5	1196.8	1539.1	1693	1879.3	2104.8
YoY		-7.1%	28.6%	10%	11%	12%
集装箱船运输收入（百万元）			5513.4	7167.4	7597.5	7825.4
YoY				30%	6%	3%

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入合计（百万元）	14556.4	18072.9	24412.2	28277	30290	31999.3
YoY		24.2%	35.1%	15.8%	7.1%	6%
成本合计（百万元）	11269.6	13472.9	19835.8	21031.9	22109.9	22909.9
YoY		19.6%	47.2%	6%	5.1%	3.6%
毛利率	22.6%	25.5%	18.7%	25.6%	27%	28.4%

数据来源：西南证券

我们看好公司多元经营业务格局下，凭借良好的船队管理能力，能够及时抓住航运不同细分市场景气上行机遇实现营收进一步提升，同时在成本管控等措施下盈利水平能够得到保障。预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 50.6/57.5/63.2 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.71 元、0.78 元。

表 4：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
招商南油	601975.SH	3.63	0.06	0.31	0.37	0.38	33	11	9	9
中远海能	600026.SH	15.2	-1.04	0.31	0.66	0.9	-6	46	21	16
中远海特	600428.SH	7.77	0.14	0.5	0.92	1.15	36	15	8	7
可比公司估值							21	25	14	11
招商轮船	601872.SH	7.25	0.45	0.62	0.71	0.78	17	12	10	9

数据来源：西南证券整理

考虑公司聚焦油、散运输业务，此外还运营集装箱船、滚装船等，因此选取以上可比公司进行对标，兼顾多种运输属性。可比公司 23 年 PE 为 14 倍，我们看好中期油运市场较大的业绩弹性，给予 2023 年 14 倍 PE，对应目标价 9.94 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

宏观经济波动风险、疫情反复风险、地缘政治风险等。

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	24412.23	28276.87	30289.88	31999.27	净利润	3658.57	5126.43	5833.57	6404.90
营业成本	19835.84	21031.93	22109.87	22909.89	折旧与摊销	2462.46	1921.03	1957.03	1993.03
营业税金及附加	33.29	33.01	35.84	220.79	财务费用	481.06	557.50	549.02	533.82
销售费用	99.32	84.83	96.93	105.60	资产减值损失	0.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	820.37	876.58	938.99	991.98	经营营运资本变动	2399.12	-1907.37	239.10	-99.10
财务费用	481.06	557.50	549.02	533.82	其他	-2492.84	-21.62	-32.59	-29.99
资产减值损失	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6508.51	5675.97	8546.12	8802.66
投资收益	705.00	30.00	30.00	30.00	资本支出	1129.21	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-743.92	30.98	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	385.29	-969.02	-970.00	-970.00
营业利润	4389.66	5723.03	6589.23	7267.19	短期借款	46.70	-3518.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-46.77	-30.65	-33.82	-34.43	长期借款	-4364.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	4342.89	5692.37	6555.41	7232.76	股权融资	-1582.73	0.00	0.00	0.00
所得税	684.32	565.94	721.84	827.85	支付股利	-835.77	-721.81	-1011.41	-1150.93
净利润	3658.57	5126.43	5833.57	6404.90	其他	-52.07	-4347.63	-549.02	-533.82
少数股东损益	49.50	69.36	78.93	86.66	筹资活动现金流净额	-6788.26	-8587.54	-1560.44	-1684.75
归属母公司股东净利润	3609.07	5057.07	5754.64	6318.24	现金流量净额	-80.67	-3880.59	6015.69	6147.91
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	10669.09	6788.50	12804.19	18952.10	成长能力				
应收和预付款项	3598.66	5719.85	5648.35	5905.91	销售收入增长率	35.08%	15.83%	7.12%	5.64%
存货	1344.15	1424.87	1496.27	1551.36	营业利润增长率	47.16%	30.38%	15.14%	10.29%
其他流动资产	1117.78	153.19	164.09	173.35	净利润增长率	30.11%	40.12%	13.79%	9.79%
长期股权投资	3074.63	3074.63	3074.63	3074.63	EBITDA 增长率	22.63%	11.84%	10.90%	7.68%
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	38348.58	37485.56	36586.54	35651.52	毛利率	18.75%	25.62%	27.01%	28.40%
无形资产和开发支出	478.44	467.10	455.75	444.41	三费率	5.74%	5.37%	5.23%	5.10%
其他非流动资产	1504.21	1457.55	1410.89	1364.23	净利率	14.99%	18.13%	19.26%	20.02%
资产总计	60135.54	56571.25	61640.71	67117.50	ROE	13.61%	15.36%	15.28%	14.74%
短期借款	3518.10	0.00	0.00	0.00	ROA	6.08%	9.06%	9.46%	9.54%
应付和预收款项	3596.28	3608.89	3812.88	4003.55	ROIC	9.44%	13.24%	14.79%	16.39%
长期借款	18094.44	18094.44	18094.44	18094.44	EBITDA/销售收入	30.04%	29.00%	30.03%	30.61%
其他负债	8043.37	1503.00	1546.31	1578.46	营运能力				
负债合计	33252.18	23206.33	23453.63	23676.45	总资产周转率	0.41	0.48	0.51	0.50
股本	8107.84	8107.84	8107.84	8107.84	固定资产周转率	0.64	0.76	0.84	0.91
资本公积	12209.31	12209.31	12209.31	12209.31	应收账款周转率	20.51	16.86	14.50	15.52
留存收益	8162.87	12498.12	17241.35	22408.66	存货周转率	16.26	15.19	15.13	15.02
归属母公司股东权益	26403.07	32815.27	37558.50	42725.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.32%	—	—	—
少数股东权益	480.29	549.65	628.58	715.24	资本结构				
股东权益合计	26883.35	33364.92	38187.07	43441.05	资产负债率	55.30%	41.02%	38.05%	35.28%
负债和股东权益合计	60135.54	56571.25	61640.71	67117.50	带息债务/总负债	65.00%	77.97%	77.15%	76.42%
					流动比率	1.15	3.16	4.28	5.40
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	速动比率	1.06	2.84	3.96	5.08
EBITDA	7333.19	8201.55	9095.27	9794.03	股利支付率	23.16%	14.27%	17.58%	18.22%
PE	16.83	12.01	10.55	9.61	每股指标				
PB	2.30	1.85	1.62	1.42	每股收益	0.45	0.62	0.71	0.78
PS	2.49	2.15	2.00	1.90	每股净资产	3.26	4.05	4.63	5.27
EV/EBITDA	10.43	8.66	7.14	6.01	每股经营现金	0.80	0.70	1.05	1.09
股息率	1.38%	1.19%	1.67%	1.90%	每股股利	0.10	0.09	0.12	0.14

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，，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
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@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	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn