2017 年 01 月 13 日
证券研究报告•调研报告
五 粮 液（000858）食品饮料

买入（上调）
当前价：35.60 元
目标价：42.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

深度调整已显成效，混改落地助添动力

投资要点

- **事件：**近期，我们对五粮液进行调研，与公司管理层进行了交流。
- **高端酒率先复苏，茅台价格持续走高，五粮液控量挺价。**1）本轮白酒行业回暖，高端酒率先实现复苏，经过调整期间洗牌，确立茅台五粮液国窖在高端白酒市场绝对优势，演绎强者恒强格局。五粮液短期超越茅台难度较大，但第二地位稳定，期待逐步缩小差距。2）茅台量价策略对五粮液有较强的压制效应，2016 年在终端消费和渠道补库存的双重需求驱动下，茅台一批价快速上升，从年初 840 元上涨至 1100 元，未来供需巨大缺口将推动价格持续上行。受益茅台涨价，五粮液 2016 年多措施并举推动核心品牌顺利提价，出厂价从 659 元提升至 739 元，同时实现终端顺价销售。2017 年公司继续控量挺价，普五计划内供应量减少 25%，价格有望持续上升。
- **深度调整已显成效，公司经营状况大为改观。**2014 年开始公司进行深度调整，主要是在产品结构和营销模式两方面：1）**产品结构优化：**坚持推进“1+5+N”品牌策略，即在保持高端产品五粮液核心品牌市场地位的同时，打造五粮春、五粮醇、五粮头曲、五粮特曲、绵柔尖庄五个核心系列产品，构建全价位产品线，满足消费者多层次产品需求。目前普五价格恢复情况良好，系列酒增长势头迅猛，有望成为新的增长极。**2）营销模式变革：**为改变“坐商”模式带来渠道掌控力弱的弊端，公司积极调整经销商结构，采取“扶强弃弱”策略，扶植有能力的核心大商，淘汰缺乏市场竞争力的部分小经销商，渠道转变为“公司对接大商，大商对接小商”的直分销体系，管理效率大幅提升。同时公司在全国成立七大营销中心，三大系列酒营销公司，实现权限下放、管理下移、渠道下沉、服务前置，强化对市场的掌控。目前公司正在筹建互联网营销体系，通过大数据提升五粮液销售渠道的精细化管理水平和能力。
- **混改落地助添动力，五粮液业绩有望延续较快增长趋势。**本次混改将对公司未来发展起到积极影响：1）通过员工和管理层持股，将员工利益与公司绑定，提升积极性和凝聚力；2）通过经销商持股，优秀经销商同公司团结程度有效提升，既杜绝窜货等有损公司利益行径，又进一步增强合作巩固和开拓全国市场；3）定增募投项目将有效提升公司对市场精细化管理能力，补齐公司经营短板，营销模式变革有望持续推动业绩较快增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年收入分别为 251 亿、284 亿、316 亿，增速分别为 16%、13%、12%，对应 EPS 分别为 1.89 元、2.14 元、2.42 元。公司未来三年有望延续较快增长趋势，目前估值较低不足 20 倍，具有较高的安全边际，故上调至“买入”评级。
- **风险提示：**高端白酒价格下行风险；公司系列酒销售或不达预期。

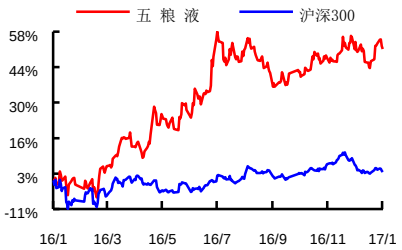
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	21659.29	25102.89	28354.38	31633.25
增长率	3.08%	15.90%	12.95%	11.56%
归属母公司净利润（百万元）	6176.12	7159.31	8114.43	9185.83
增长率	5.85%	15.92%	13.34%	13.20%
每股收益 EPS（元）	1.63	1.89	2.14	2.42
净资产收益率 ROE	14.46%	15.09%	15.34%	15.57%
PE	21	19	17	15
PB	2.95	2.74	2.46	2.21

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@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)	37.96
流通 A 股(亿股)	37.96
52 周内股价区间(元)	22.46-38.07
总市值(亿元)	1,351.36
总资产(亿元)	603.45
每股净资产(元)	11.96

相关研究

目 录

1 公司概况：中国酒业大王，浓香白酒杰出代表 1

2 高端酒率先复苏，茅台价格持续走高，五粮液控量挺价 2

2.1 行业回暖，高端酒率先复苏，演绎强者恒强格局 2

2.2 茅台价格持续走高，利好五粮液控量挺价 3

3 调整已显成效，混改助添动力，五粮液持续增长可期 3

3.1 深度调整已显成效，经营状况大为改观 3

3.2 混改落地助添动力，五粮液业绩有望延续较快增长趋势 4

4 盈利预测与估值 5

5 风险提示 6

图 目 录

图 1：公司 2016 年中期主营业务结构情况 1
图 2：公司 2016 年中期主营业务毛利情况 1
图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速 2
图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速 2
图 5：2012 年和 2015 年高端白酒市场份额构成 2
图 6：茅台五粮液终端售价走势图（元） 3
图 7：茅台五粮液出厂价走势图（元） 3

表 目 录

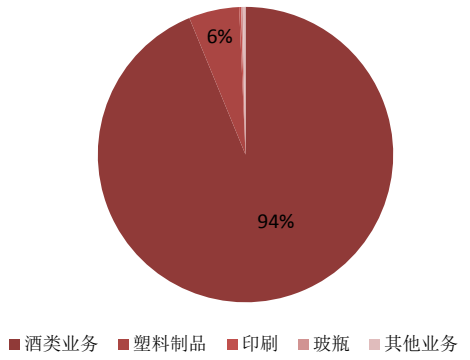
表 1：五粮液各类产品收入整体预测表（百万元） 5
附表：财务预测与估值 7

1 公司概况：中国酒业大王，浓香白酒杰出代表

五粮液股份有限公司位于享有“名酒之乡”之称的四川宜宾，成名产品“五粮液酒”是浓香型白酒的杰出代表，曾四次荣获国家名酒称号。公司在坚持做好核心产品普五基础上，系统研制开发了五粮醇、五粮醇、特曲头曲、绵柔尖庄等不同档次、不同口味，满足不同区域、不同层次消费者需求的系列产品。目前公司拥有年酿造五粮液及其系列酒 40 多万吨的生产能力，是世界最大的酿酒生产基地，被誉为“中国酒业大王”。五粮液作为高端白酒代表，产品远销全球数十个国家和地区，在海内外斩获多项殊荣。“五粮液”品牌价值持续提升至 761 亿元，在白酒行业的龙头地位得到进一步的巩固。

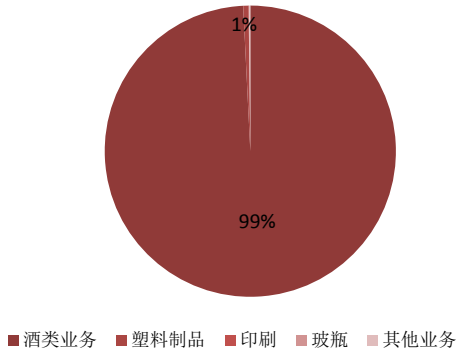
公司主营业务结构：16 年中期，公司酒类业务收入占比达 94%，另外 6%来自于塑料制品业务，印刷、玻瓶等业务收入占比较低。在毛利构成方面，酒类业务贡献了 99%的毛利来源，其他业务贡献毛利仅占 1%。

图 1：公司 2016 年中期主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

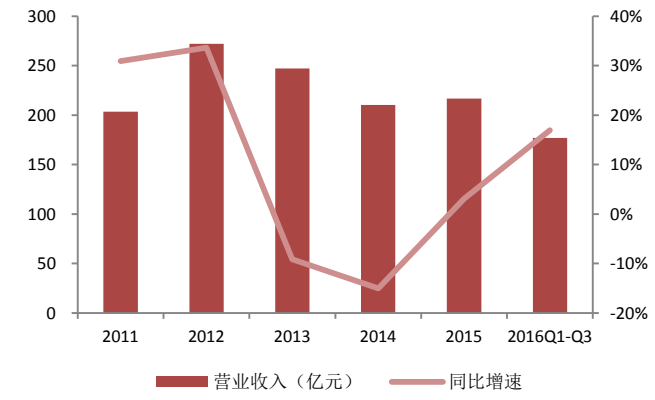
图 2：公司 2016 年中期主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

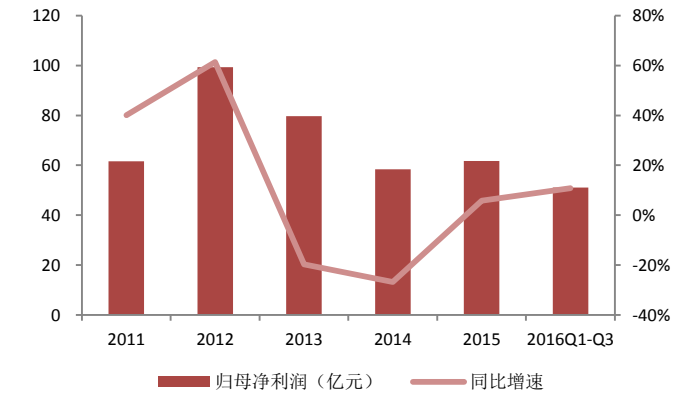
公司业绩状况：2009 年至 2012 年期间，公司营业收入和净利润一直保持每年 30%以上的快速增长，收入规模保持行业领先地位。2012 年底，受三公消费限制和反腐影响，政务消费大幅缩水，高端酒需求骤减，茅台、五粮液等高端酒价格纷纷腰斩。茅台通过缩窄与五粮液价差大幅抢占高端酒市场份额。2013 年营业收入和归母净利润同比-9.1%、-19.8%，营收规模首次被茅台超越，2014 年业绩再度下滑。行业调整期间，五粮液核心产品普五一直存在着价格倒挂问题，公司陷入增长困境。经过两年多的深度调整和渠道整顿后，公司逐步走出困境，多次调升出厂价至 739 元，同时终端实现顺价销售。随着混改方案落地，公司有望启动新一轮的快速成长。

图 3：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速



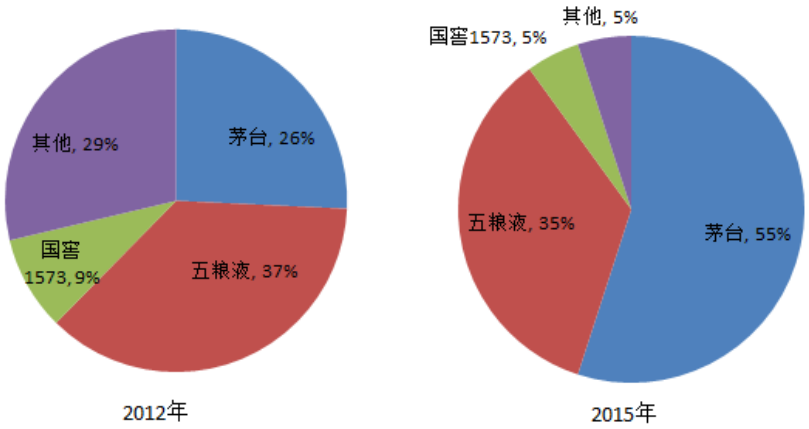
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 高端酒率先复苏，茅台价格持续走高，五粮液控量挺价

2.1 行业回暖，高端酒率先复苏，演绎强者恒强格局

本轮白酒行业复苏呈现明显的“弱复苏，强分化”的特点，高端酒率先复苏。不同于以往的“一荣俱荣”，本次不同层次的白酒企业业绩出现明显的分化。高端白酒率先实现复苏，同时经过洗牌后，高端白酒市场集中度得到进一步提升。茅台、五粮液、国窖 1573 凭借强大的品牌力和过硬的品质进一步巩固高端白酒市场地位，且优势愈发明显，销量和价格也有明显回升。2012 年其他品牌合计在高端白酒市场份额占比为 29%，到 2015 年降至 5%，绝大多数的二线白酒品牌都退出高端市场的竞争。未来高端酒市场将演绎强者恒强格局，五粮液短期超越茅台可能性较小，但第二地位稳定，期待逐步缩小差距。

图 5：2012 年和 2015 年高端白酒市场份额构成

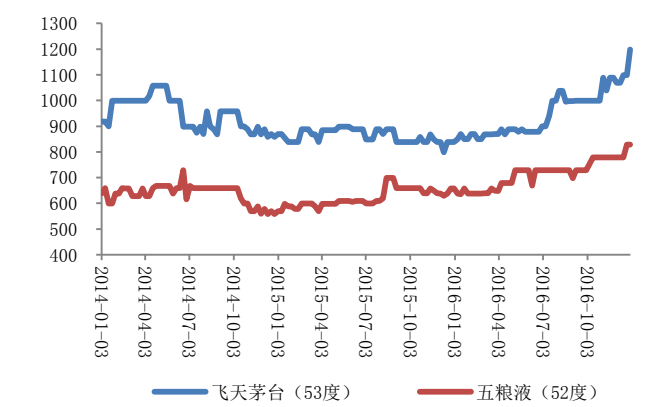


数据来源：产业信息网，西南证券整理

2.2 茅台价格持续走高，利好五粮液控量挺价

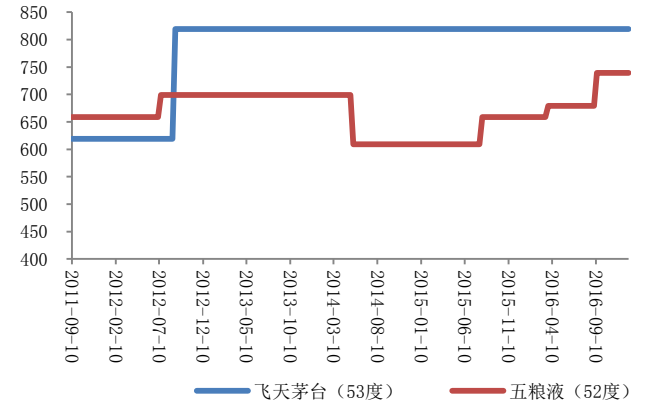
此轮白酒调整，茅台在高端酒中占比从 2012 年 26%提升至 2015 年的 55%，大幅抢占了五粮液的市场份额，核心原因：飞天茅台从 2012 年最高点的单瓶超过 2000 元降至 2014 年最低点的不足 800 元一瓶，对比五粮液普五从每瓶 1300 元降至不足 600 元，价格差异大幅缩小，对于高端酒的消费者，茅台更具吸引力。茅台量价策略对五粮液起到严重的压制作用，调整期间茅台采取稳价抢占市场份额的策略，留给五粮液狭小的提价空间。在较长的一段时间内，普五价格倒挂，经销商利益受损积极性较低，严重影响公司发展。2016 年在终端消费和渠道补库存的双重需求驱动下，茅台市场供求关系十分紧张，一批价和终端价不断抬升，一批价从年初的 840 元上涨至 1100 元左右，部分地区终端售价超 1200 元。茅台未来供需的巨大缺口将推动价格持续上升，这也为五粮液的发展创造了契机。2016 年公司通过严格的渠道清理和计划配量管控逐步梳理价格体系，稳步提升出厂价，从年初的 659 元提升至 739 元，同时终端实现顺价销售。2017 年普五计划内供应量减少 25%，继续执行控量挺价策略，预计明年普五价格仍将继续维持上升趋势。

图 6：茅台五粮液终端售价走势图（元）



数据来源：wind 资讯，西南证券整理

图 7：茅台五粮液出厂价走势图（元）



数据来源：wind 资讯，西南证券整理

3 调整已显成效，混改助添动力，五粮液持续增长可期

3.1 深度调整已显成效，经营状况大为改观

产品结构优化：坚持推进“1+5+N”品牌策略

在白酒行业持续调整期，公司优化产品结构，将发展战略调整为“1+5+N”品牌战略。在保持高端产品五粮液核心品牌市场地位的同时，打造五粮春、五粮醇、五粮头曲、五粮特曲、绵柔尖庄五个核心系列产品，构建全价位产品线，满足消费者多层次产品需求。

五粮液系列包括普五、五粮液低度以及五粮液 1618，普五占比达 90%以上，是公司最核心产品。调整期间由于普五价格未能坚挺，导致五粮液整体价格有所滑坡，系列酒发展出现阻碍。公司 2016 年多措施并举推动核心品牌顺利提价，普五出厂价和终端价提升明显，较年初有将近 100 元的上涨，并继续维持上升趋势。2017 年公司对普五减少 25%的计划内供应量，继续执行控量挺价策略，促进价格恢复和提升。

高端酒受产能和竞争格局固化限制，短期内很难有爆发式增长。在此背景下，做大做强中端系列酒产品有望为公司贡献新的收入利润持续增长点。五粮液发力腰部战略，先后推出了绵柔尖庄、五粮液特曲和五粮液头曲等一系列价格亲民的中端产品，市场反响较好。为配合系列酒发展战略，公司成立了系列酒营销公司、五粮特（头）曲营销公司、五粮醇营销公司三大系列酒公司，积极推进公司五大主要系列酒品牌独立市场化运作。2016 年系列酒公司已提前完成销售目标，未来剑指百亿目标，将成为五粮液公司重要的增长极。

营销模式变革：调整经销商结构，夯实营销网络，实施精细化市场管理模式

长久以来的“坐商”制度使得五粮液的经销商数量多而乱，公司市场终端掌控能力弱，导致调整期间频繁出现“窜货”、“价格倒挂”等问题。2014 年公司开始着手对经销商结构进行调整，整体实行“扶强弃弱”的策略，扶植有能力的核心大商，淘汰缺乏市场竞争力的部分小经销商，精简团队数量，优化团队综合实力。同时，渠道转变为“由公司直接管理核心经销商，其余经销商变为分销商向核心经销商拿货”的直分销体系，公司对经销商管理效率大幅提升。

为配合直分销模式的有效运行，公司设立华北、华东、华南、华中、西南、西北以及东北七大营销中心，依托营销服务平台，开展深度分销。除此之外，公司在 2015 年初重设“五品部”，成立三大系列酒营销公司，实现权限下放、管理下移、渠道下沉、服务前置，强化对市场的掌控。同时，公司积极拥抱互联网电商，与京东、苏宁、酒仙网等电商达成合作关系，突破传统渠道的束缚。目前公司正在筹建互联网营销体系，通过大数据及时掌握终端销售、渠道库存等情况，进一步提升五粮液对客户需求的响应速度，提升五粮液销售渠道的精细化管理水平和能力。

3.2 混改落地助添动力，五粮液业绩有望延续较快增长趋势

12 月 14 日公司定增方案顺利过会标志着五粮液混改将进入实质性阶段。公司非公开发行股票为 8225 万股，募集资金 18.54 亿元，用于信息化建设、营销中心和服务型电子商务平台的建设。此次发行对象为五粮液第 1 期员工持股计划定向资管计划、君享 1 号集合资管计划、泰康资管、华安基金和凯联艾瑞投资。继老白干之后，五粮液成为白酒行业中第二家实施国企改革的企业，本次混改将对公司未来发展起到积极影响。

员工利益与公司绑定，提升积极性和凝聚力。公司实施员工和管理层持股计划，通过员工持股实现员工与公司利益捆绑，分项公司发展成果，提升员工归属感和凝聚力。员工积极性的提高将大大提升公司运营效率，利于公司长期稳定发展。

引进优秀经销商，巩固销售渠道。通过非公开发行引入优秀经销商，使优秀经销商同时具备五粮液股东的双重身份，经销商与五粮液的团结程度可得到有效提高。一方面通过利益绑定杜绝经销商窜货行径损害公司利益，另一方面通过经销商合作进一步巩固和开拓全国市场，提升公司市场竞争力。

定增募投项目补齐公司经营短板，营销模式变革有望持续推动业绩较快增长。长期以来公司对市场营销的管理都是采取较为粗放的模式，但是随着白酒行业增长放缓竞争加剧，对于市场的精细化管理是行业发展大势所趋。公司通过信息化建设、营销中心和服务型电子商务平台三个项目的建设将有效补齐经营短板，提升综合实力。积极探索新型渠道的运营模式，提升产品在不同渠道的覆盖范围与深度，进一步满足消费者的个性化和多样化的需求，将是公司未来发展核心的驱动力。

4 盈利预测与估值

关键假设：

1）假设白酒行业持续复苏，高端白酒景气度高，茅台终端价能稳定在 1100 元/瓶以上，并有稳步上行趋势。

2）假设公司核心产品普五在 2017 年能再次顺利实现提价，出厂价提至 759 元/瓶，终端价稳定在 800 元/瓶以上。

3）假设公司未来三年系列酒业务能保证 10%以上的年增长率。

表 1：五粮液各类产品收入整体预测表（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	21659	25103	28354	31633
yoy	3.1%	15.9%	13.0%	11.6%
营业成本	6672	7352	8357	9251
毛利率	69.2%	70.7%	70.5%	70.8%
酒类业务合计				
营业收入	20346	23601	26788	30002
yoy	1.6%	16.0%	13.5%	12.0%
营业成本	5450	6018	6965	7801
毛利率	73.2%	74.5%	74.0%	74.0%
塑料制品				
营业收入	1021	1225	1286	1351
yoy	27.9%	20.0%	5.0%	5.0%
营业成本	967	1103	1158	1216
毛利率	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%
印刷				
营业收入	53	56	60	60
yoy	10.4%	5.7%	7.1%	0.0%
营业成本	45	48	51	51
毛利率	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
玻瓶				
收入	34	40	40	40
yoy	161.5%	17.6%	0.0%	0.0%
成本	30	36	36	36
毛利率	11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他				
收入	205	180	180	180
yoy	62.7%	-12.2%	0.0%	0.0%
成本	180	148	148	148
毛利率	12.2%	18.0%	18.0%	18.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2016-2018 年收入分别为 251 亿、284 亿、316 亿，增速分别为 16%、13%、12%，对应 EPS 分别为 1.89 元、2.14 元、2.42 元。公司未来三年有望延续较快增长趋势，目前估值较低不足 20 倍，具有较高的安全边际，故上调至“买入”评级。

5 风险提示

高端白酒价格下行风险；公司系列酒销售或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	21659.29	25102.89	28354.38	31633.25
营业成本	6671.96	7352.32	8357.29	9250.96
营业税金及附加	1784.68	2058.44	2325.06	2593.93
销售费用	3568.06	4192.18	4565.06	4934.79
管理费用	2128.81	2460.08	2778.73	3100.06
财务费用	-732.11	-677.39	-712.35	-736.47
资产减值损失	25.80	5.00	5.00	5.00
投资收益	34.14	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8246.24	9722.25	11045.60	12494.99
其他非经营损益	41.26	70.00	30.00	30.00
利润总额	8287.49	9792.25	11075.60	12524.99
所得税	1877.01	2350.14	2658.14	3006.00
净利润	6410.48	7442.11	8417.46	9518.99
少数股东损益	234.37	282.80	303.03	333.16
归属母公司股东净利润	6176.12	7159.31	8114.43	9185.83

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	6410.48	7442.11	8417.46	9518.99
折旧与摊销	618.62	615.72	629.33	640.08
财务费用	-732.11	-677.39	-712.35	-736.47
资产减值损失	25.80	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-161.63	-917.05	-831.08	-557.19
其他	529.90	-77.85	-15.00	-15.00
经营活动现金流净额	6691.07	6390.54	7493.36	8855.41
资本支出	21.01	-200.00	-100.00	-1000.00
其他	-415.18	-20.00	-20.00	-20.00
投资活动现金流净额	-394.17	-220.00	-120.00	-1020.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2277.58	-2470.45	-2863.73	-3245.77
其他	-77.33	707.39	732.35	756.47
筹资活动现金流净额	-2354.91	-1763.06	-2131.37	-2489.30
现金流量净额	3942.08	4407.48	5241.98	5346.11

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	26374.19	30781.67	36023.65	41369.76
应收和预付款项	9123.86	10035.02	11070.28	12024.86
存货	8700.85	9558.02	10446.61	11101.15
其他流动资产	398.51	461.87	521.69	582.02
长期股权投资	902.01	902.01	902.01	902.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5902.32	5508.06	5000.19	5381.57
无形资产和开发支出	413.31	400.72	388.13	375.54
其他非流动资产	731.58	752.72	773.85	794.98
资产总计	52546.63	58400.08	65126.40	72531.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	6687.69	7408.96	8368.76	9309.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1513.78	1674.30	1887.09	2078.53
负债合计	8201.47	9083.26	10255.85	11388.11
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97
资本公积	953.20	953.20	953.20	953.20
留存收益	38579.75	43268.61	48519.32	54459.37
归属母公司股东权益	43328.92	48017.78	53268.49	59208.54
少数股东权益	1016.24	1299.04	1602.07	1935.24
股东权益合计	44345.16	49316.83	54870.56	61143.78
负债和股东权益合计	52546.63	58400.08	65126.40	72531.89

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	3.08%	15.90%	12.95%	11.56%
营业利润增长率	2.66%	17.90%	13.61%	13.12%
净利润增长率	5.81%	16.09%	13.11%	13.09%
EBITDA 增长率	1.31%	18.79%	13.48%	13.10%
获利能力				
毛利率	69.20%	70.71%	70.53%	70.76%
三费率	22.92%	23.80%	23.39%	23.07%
净利率	29.60%	29.65%	29.69%	30.09%
ROE	14.46%	15.09%	15.34%	15.57%
ROA	12.20%	12.74%	12.92%	13.12%
ROIC	35.22%	41.17%	45.89%	50.45%
EBITDA/销售收入	37.55%	38.48%	38.66%	39.19%
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.45	0.46	0.46
固定资产周转率	3.93	4.79	5.73	6.91
应收账款周转率	188.42	217.65	211.67	209.06
存货周转率	0.79	0.80	0.84	0.86
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.43%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	15.61%	15.55%	15.75%	15.70%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.60	5.76	5.82	5.87
速动比率	4.51	4.68	4.77	4.87
股利支付率	36.88%	34.51%	35.29%	35.33%
每股指标				
每股收益	1.63	1.89	2.14	2.42
每股净资产	11.68	12.99	14.45	16.11
每股经营现金	1.76	1.68	1.97	2.33
每股股利	0.60	0.65	0.75	0.86

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	8132.75	9660.58	10962.58	12398.60
PE	21.19	18.28	16.13	14.25
PB	2.95	2.65	2.39	2.14
PS	6.04	5.21	4.62	4.14
EV/EBITDA	12.77	10.29	8.59	7.16
股息率	1.74%	1.89%	2.19%	2.48%

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn