

安琪酵母(600298)调研报告

收入稳健增长+净利率提升, 上调至买入

投资要点

- **经营回顾。**2014年1-9月份实现收入26.6亿元, 同比+24%; 净利润1.2亿元, 同比-7%。其中Q3实现收入9.2亿元, 同比+24%; 净利润0.37亿元, 同比+5%。收入已连续五个季度保持20%以上增速, 净利润连续两个季度正增长, 同时净利率在2014年逐步回升。
- **投资要点。**1、**收入稳定增长:** 1) 重回酵母主业, 重拾丢失的市场份额, 酵母行业自然增长, 估计在10%以内。2) 调味品行业需求旺盛, YE作为具有食品属性的高端调味品, 在消费升级和结构调整下, 具有巨大的需求; 单个YE下游客户使用量大于原有酵母客户酵母使用量, 未来YE终端销量可能大于酵母; 公司自身有望谨慎重启调味品B2C业务(初步筹划中), 消化部分YE产能; 出口市场空间巨大。3) 动物营养行业前景看好; 保健品经营策略调整, 逐步好转; 环保肥料供不应求; 糖类业务有望止跌。2、**人员短期内不再增加, 管理费用和销售费用得到控制。**同时明年考核侧重于利润(占7成), 降低费用积极性较大。3、**在建工程转固减少, 折旧费用增速放缓, 主业毛利率提升。**2012年、2013年大量在建工程转固导致折旧费用大幅增加, 毛利率有所下滑。2014年三季度末在建工程为1.2亿元, 占固定资产比重仅为3.2%, 未来即使增加产能也会逐步建设(预计未来2年内将新增酵母产能2万吨, YE1.5-2.0万吨), 在建工程及固定资产不会大幅波动。随着收入的逐步增加及产能利用率的提升, 折旧对于公司毛利率的影响逐步减弱, 主业毛利率提升。4、**原材料价格预计下滑10%以上, 毛利率提升。**糖蜜下游60%用于酒精, 20%用于酵母, 其他占比20%, 而酒精中70%用于白酒, 因此白酒行业是影响糖蜜需求端的主要因素, 白酒行业需求不景气(供给大于需求+白酒价格面临下调+经销商盈利状况不佳), 糖蜜需求端难以好转。而从供给端来看, 2014年是甘蔗的丰收年, 供给端增加。同时玉米酒精价格较为稳定, 预计未来也不会出现大幅上涨。作为糖蜜的替代品木薯价格维持在较低位置, 糖蜜价格难有上升。预计明年糖蜜价格将下降10%左右, 带动公司毛利率提升。5、**国企改革+沪港通概念。**
- **盈利预测与投资建议。**我们上调公司2014~2016年EPS分别为0.51元、0.70元、0.93元, 对应PE分别为39.40倍、28.51倍、21.43倍, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 三费控制未达预期; 糖蜜价格大幅波动。

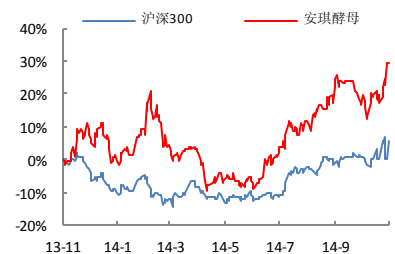
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3119.38	3840.23	4730.46	5691.99
增长率	14.95%	23.11%	23.18%	20.33%
归属母公司净利润(百万元)	146.44	166.50	230.09	306.09
增长率	-39.78%	13.70%	38.19%	33.03%
每股收益EPS(元)	0.44	0.51	0.70	0.93
净资产收益率ROE	5.35%	5.81%	7.57%	9.34%
PE	44.79	39.40	28.51	21.43
PB	2.40	2.29	2.16	2.00

数据来源: 公司公告, 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: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.3
流通A股(亿股)	3.2
52周内股价区间(元)	13.86-20.83
总市值(亿元)	65.60
总资产(亿元)	61.31
每股净资产(元)	8.51

相关研究

1. 安琪酵母(600298): 业绩筑底, 企稳趋势明显 (2014-08-01)

目 录

一、经营状况回顾.....	1
二、投资要点.....	3
（一）经营重心转变，业务全面开花.....	3
（二）人员增加放缓，三费率逐步得到控制.....	4
（三）新增固定资产减少，折旧费用降低.....	5
（四）原材料价格有望下降.....	6
（五）国企改革+沪港通推动估值提升.....	6
三、盈利预测与投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 2010 年以来公司收入及同比增速.....	1
图 2: 2013 年以来公司单季度收入及同比增速.....	1
图 3: 2010 年以来公司净利润及同比增速.....	1
图 4: 2013 年以来公司单季度净利润及同比增速.....	1
图 5: 2014 年中期公司分项收入状况.....	2
图 6: 2014 年中期公司酵母及深加工行业分项收入状况.....	2
图 7: 2010 年以来公司毛利率、净利率状况.....	2
图 8: 2013 年以来公司单季度毛利率、净利率状况.....	2
图 9: 2010 年以来公司三费率状况.....	3
图 10: 2013 年以来公司单季度三费率状况.....	3
图 11: 白砂糖价格已处于历史较低水平（元/吨）.....	4
图 12: 公司员工人数（估算）.....	5
图 13: 2010 年以来公司支付给职工以及为职工支付的现金.....	5
图 14: 2010 年以来公司固定资产状况.....	5
图 15: 2010 年以来公司在建工程状况.....	5
图 16: 2010 年以来公司折旧与摊销状况.....	6
图 17: 2010 年以来公司短期借款状况.....	6
图 18: 玉米酒精价格波动不大（元/吨）.....	6
图 19: 泰国 AFET 木薯片期货结算价（元/吨）.....	6

表 目 录

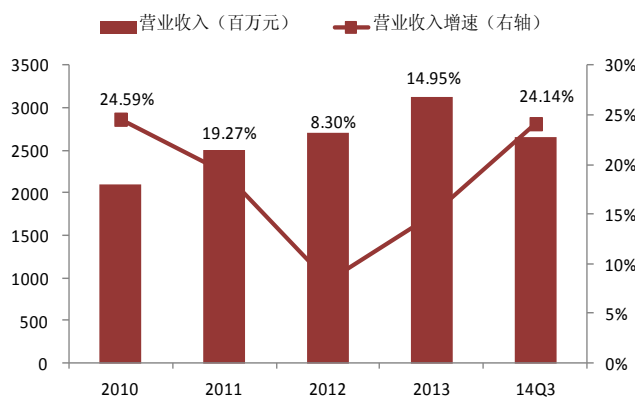
表 1: 公司报表披露员工人数.....	4
表 2: 公司主要业务收入及预测.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

一、经营状况回顾

2014年1-9月份实现收入26.6亿元，同比+24%；净利润1.2亿元，同比-7%。其中Q3实现收入9.2亿元，同比+24%；净利润0.37亿元，同比+5%。

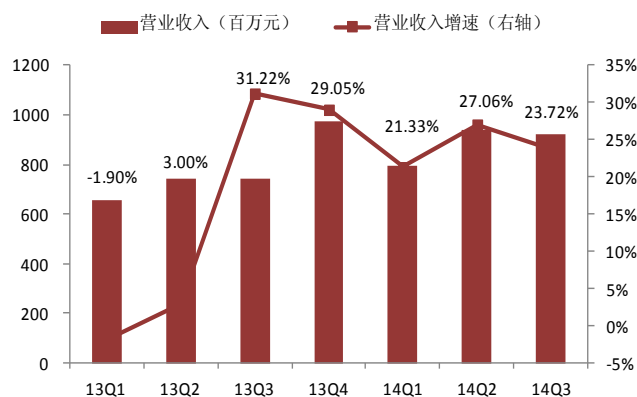
2010-2012年间，公司收入增速逐步放缓，主要是公司经营重心从传统酵母B2B业务转移到酵母深加工产品（调味品）B2C业务，同时把收入作为重要考核指标，导致费用率大幅上升，净利率逐步下滑。2013年原总经理离职后，公司重心重回酵母主业，收入端开始出现好转，自2013Q3以来连续五个季度保持20%以上增速，同时净利润增速也在2014Q1逐步好转，2014Q2、2014Q3已连续两个季度正增长。

图 1: 2010 年以来公司收入及同比增速



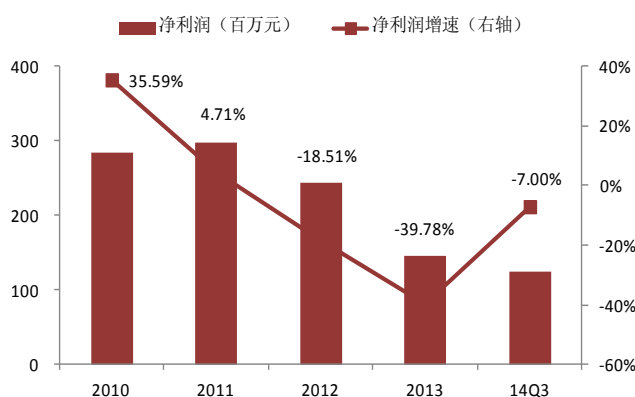
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 2013 年以来公司单季度收入及同比增速



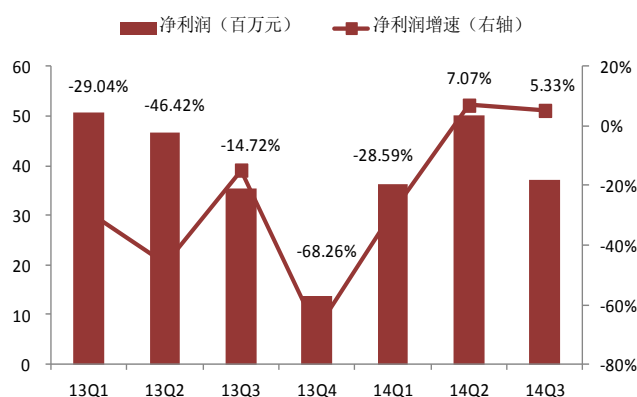
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2010 年以来公司净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

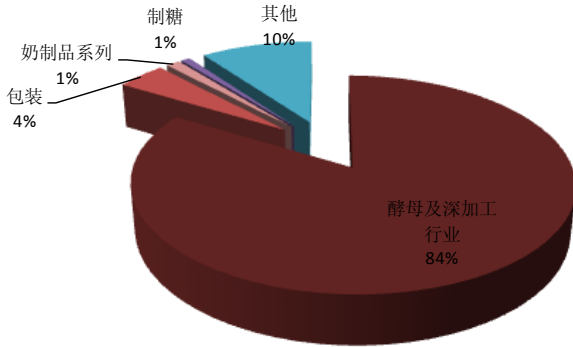
图 4: 2013 年以来公司单季度净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

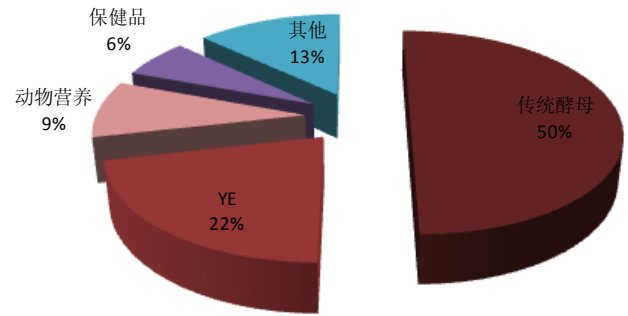
2014年中期，酵母及深加工行业实现收入14.5亿元，占公司整体收入的84%，而传统酵母贡献整个酵母行业收入的50%（20%以上增速，小包装毛利率40%以上，工业酵母毛利率20%左右），YE贡献22%（30%以上增速，毛利率30%左右），动物营养贡献9%（2014H1增速13%左右，Q3增速加快，预计全年20%以上增速，毛利率20%），保健品贡献6%（全年实现毛利800多万元）。

图 5：2014 年中期公司分项收入状况



数据来源：公司公告，西南证券

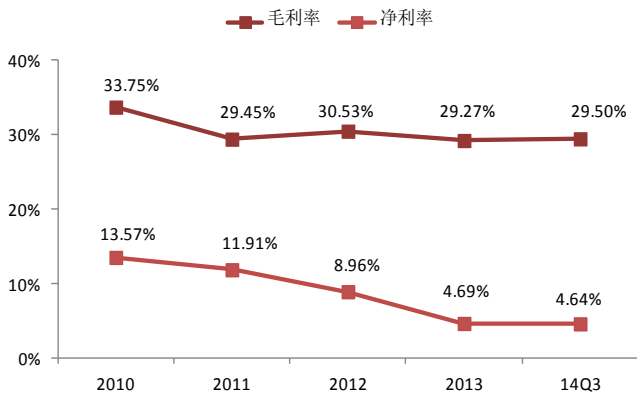
图 6：2014 年中期公司酵母及深加工行业分项收入状况



数据来源：公司公告，西南证券估算

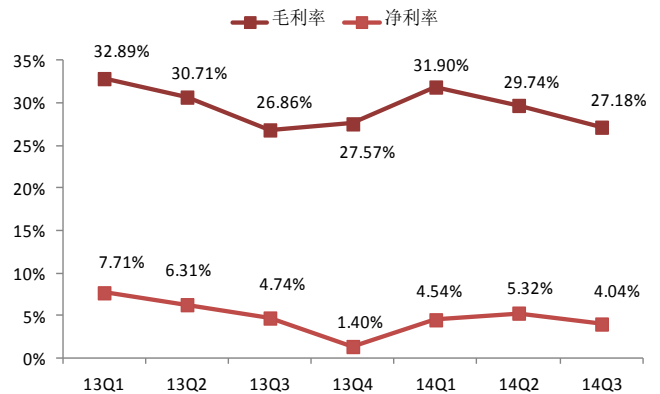
公司毛利率较为稳定，基本维持在 30% 左右，主要受糖蜜价格影响较大（糖蜜占成本的 40% 以上）。公司净利率逐步下移，主要是在经营重点转移到 B2C 之后，大额固定资产折旧费用，同时公司人员快速增加，导致三费高企，侵蚀净利润。2014 年连续三季度公司净利率已有企稳回升迹象，主要是收入端继续快速增长，控制三费率，盈利能力提升。

图 7：2010 年以来公司毛利率、净利率状况



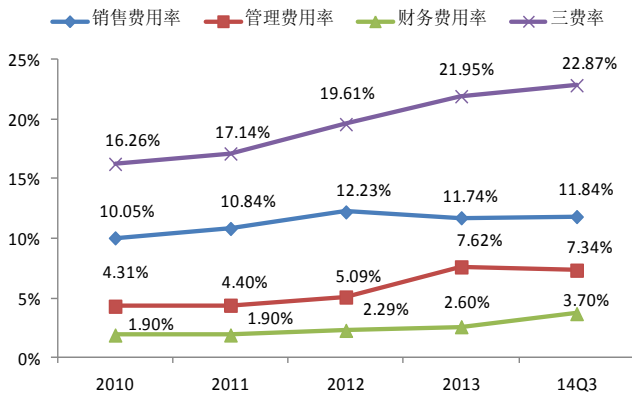
数据来源：公司公告，西南证券

图 8：2013 年以来公司单季度毛利率、净利率状况

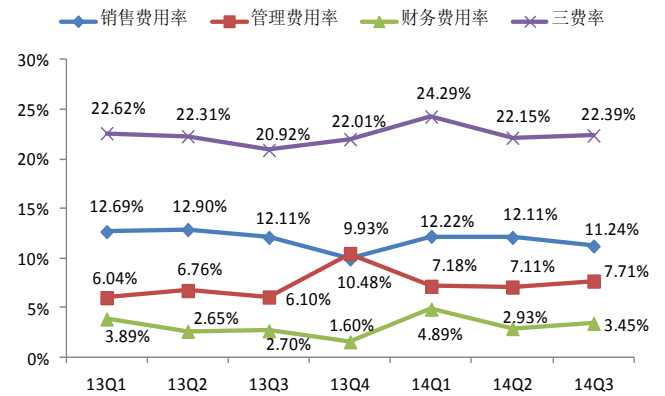


数据来源：公司公告，西南证券

公司三费率自 2011 年以来逐步上升，2014 年前三季有放缓趋势，三费率的提升主要是人员大幅增加，折旧费用高企，B2C 业务增加销售费用等原因所致，在 2013 年公司重回主业后，三费率有稳定迹象。

图 9：2010 年以来公司三费率状况


数据来源：公司公告，西南证券

图 10：2013 年以来公司单季度三费率状况


数据来源：公司公告，西南证券

二、投资要点

我们认为公司将受益于以下五个方面，促使收入保持稳健增长，同时盈利能力提升：1、重回酵母主业+YE 快速增长+各项业务全面开花，收入增长；2、人员短期内不再增加，管理费用和销售费用得到控制；3、在建工程转固减少，折旧费用增速放缓，毛利率提升；4、原材料价格下降，提升毛利率；5、国企改革+沪港通概念。

（一）经营重心转变，业务全面开花

我们看好公司重回酵母主业、YE 快速增长，同时其他各项业务逐步好转（糖类业务依然不乐观），业务全面开花。

酵母主业将保持稳定增长

前三季度酵母主业继续保持快速增长，估计国内增长 25%，出口增长 23%，传统酵母保持 20%以上增速，酵母今年增速较快的主因：一、公司重回酵母主业后，重拾丢失的市场份额；二、酵母行业自然增长，估计在 10%以内；三、今年人民币双向波动，出口好于往年。我们认为公司未来 2-3 年将持续受益于市场份额回升和行业的稳定增长，主业保持增长态势不变。

酵母抽提物 YE 快速增长

酵母抽提物 YE 目前产能 4.1 万吨(可产 4.7 万吨),销售对象为食品类企业(占比七成)、药厂、学校和科研机构，最近几年增速在 30%左右，未来有望继续保持快速增长：

1、调味品行业需求旺盛，YE 作为高端调味品的添加剂，在消费升级和结构调整下，具有巨大的需求。最近两年，以海天、中炬和加加为代表的调味品公司均有推出高端调味品，而产能也在逐步增加，将带动下游 YE 的快速增长。

2、YE 下游客户使用量大于原有酵母客户酵母使用量，未来 YE 终端销量可能会大于酵母。比如，一个小的调味品公司月使用 YE 量能达到 100 吨，年使用量超过 1000 吨，YE 市场空间更大。

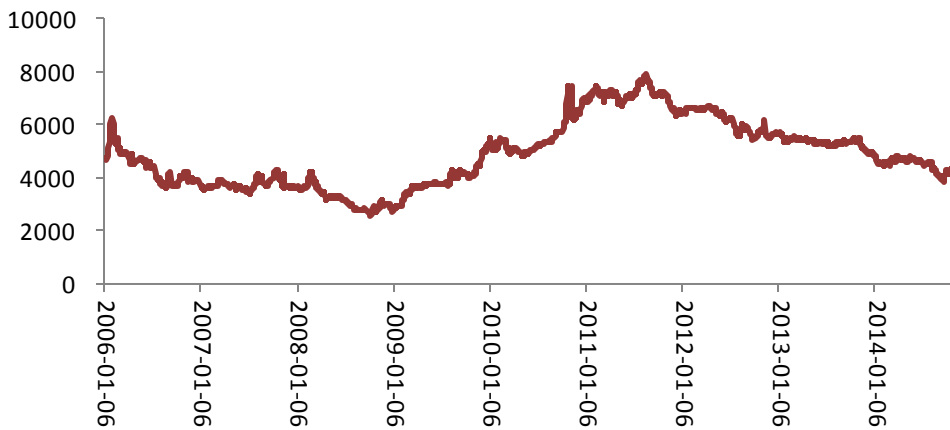
3、公司自身有望谨慎重启调味品 B2C 业务（初步筹划中），自身消化将带动 YE 增长。

4、出口市场空间巨大。YE 在欧美国家不垄断，市场开拓较酵母容易，同时需求量较大，市场空间广阔。而 YE 价格国内 2.3-2.5 万/吨，出口最低 3 万/吨，出口毛利率较高。

各项业务全面开花

动物营养用于养殖行业替代抗生素的使用，增长乐观，上半年增速 13%，下半年旺季来临，增速加快，预计全年 20% 以上增速；保健品与经销商价格调整后，竞争优势增加，2014H1 实现收入 0.9 亿元，增速超过 10%，预计毛利在 1000 万左右，预计全年收入 1.5 亿元左右，实现盈利；包装业务 2013 年新投入生产线，毛利率有所下滑，预计逐步回升态势；糖的价格下跌，对公司造成负面影响，预计全年亏损超过 4000 万元，但我们认为糖的价格已处于低谷，未来进一步大幅下跌的可能性不大。

图 11：白砂糖价格已处于历史较低水平（元/吨）



数据来源：WIND 资讯，西南证券

（二）人员增加放缓，三费率逐步得到控制

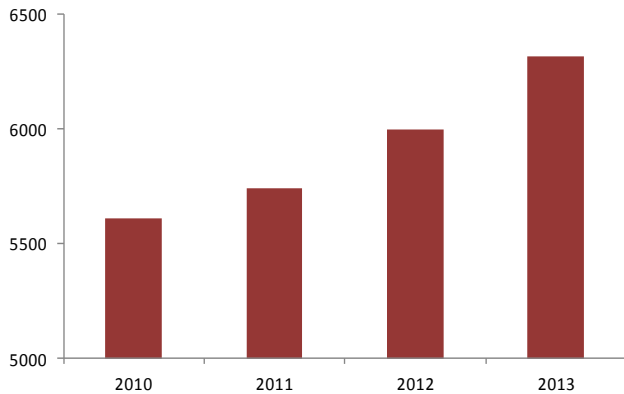
公司报表显示，员工数量在 2013 年急剧增长，我们认为与母子公司统计口径相关，并不能完全反映公司人数实际情况。按照公司一个工厂 200 多人的规模，预计年新增员工数量在 300 人左右。

表 1：公司报表披露员工人数

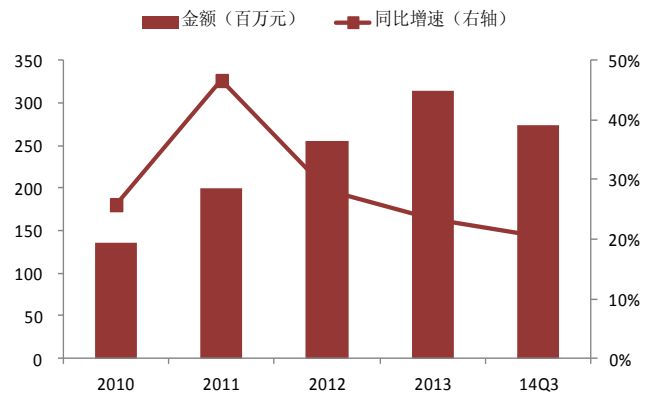
（单位：人）	2008	2009	2010	2011	2012	2013
生产人员	383	379	414	427	422	4248
销售人员	331	390	432	595	787	827
管理人员	96	103	160	187	198	935
财务人员	31	30	30	32	35	104
专职研发人员	59	65	72	90	102	202
合计	900	967	1108	1331	1544	6316

数据来源：公司公告，西南证券

2010年以来，公司支付给职工以及为职工支付的现金保持年均20%以上增速，自2011年以来有逐步下降的趋势。未来2-3年公司对于人力的战略：1、尽量控制新招员工数量，同时人工成本支出从之前的年均增长15%左右下调至10%以内，管理费用率和销售费用率有望下降；2、考核要求重新从收入端转移到利润端，管理层和销售考核，毛利占70%，收入30%，净利率有望提升。

图 12: 公司员工人数 (估算)


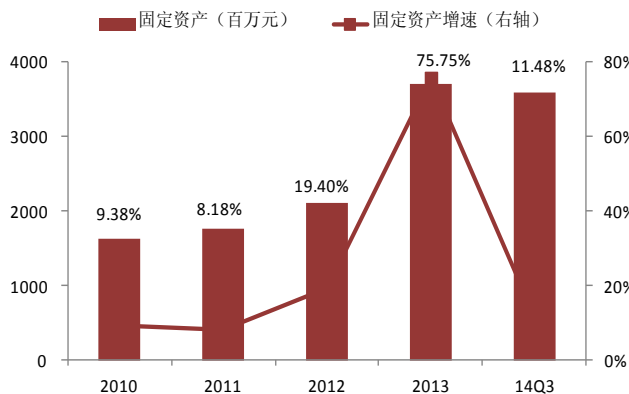
数据来源: 公司公告, 西南证券估算

图 13: 2010年以来公司支付给职工以及为职工支付的现金


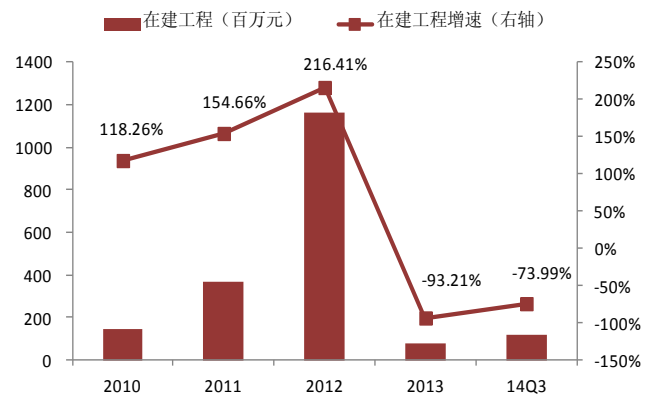
数据来源: 公司公告, 西南证券

(三) 新增固定资产减少, 折旧费用降低

公司在建工程2012年达到11.6亿元, 同比增长216%, 在2013年转固后大幅增加折旧, 导致2013年毛利率下滑, 同时管理费用和财务费用均大幅增加。目前公司在建项目较少, 2014年三季度末在建工程仅为1.2亿元, 占固定资产比重为3.2%, 未来即使增加产能也会逐步建设 (目前公司产能趋紧, 预计未来2年内将新增酵母产能2万吨, YE1.5-2.0万吨), 在建工程及固定资产不会大幅波动。随着收入的逐步增加及产能利用率的提升, 折旧对于公司毛利率及三费率的影响逐步减弱, 净利率提升。

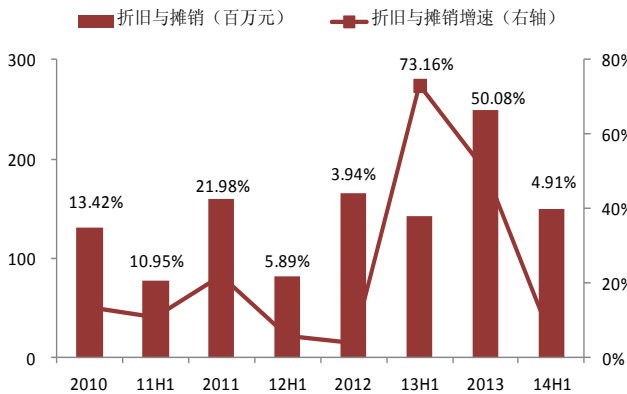
图 14: 2010年以来公司固定资产状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

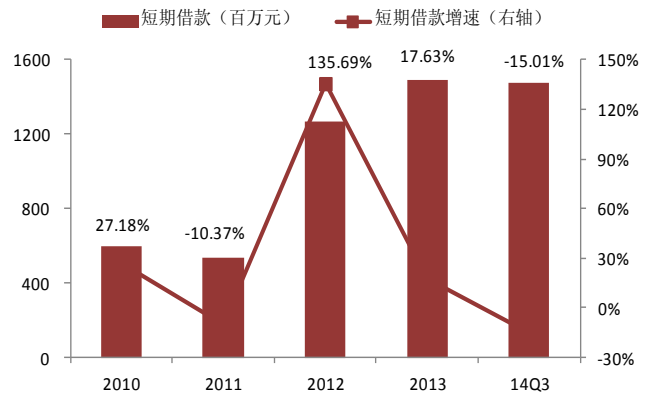
图 15: 2010年以来公司在建工程状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

公司折旧与摊销增速逐步放缓, 2014年上半年仅增长5%, 同时短期借款金额有所下降。

图 16: 2010 年以来公司折旧与摊销状况


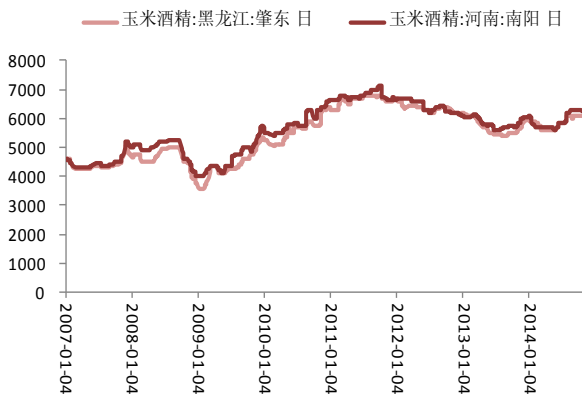
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 17: 2010 年以来公司短期借款状况


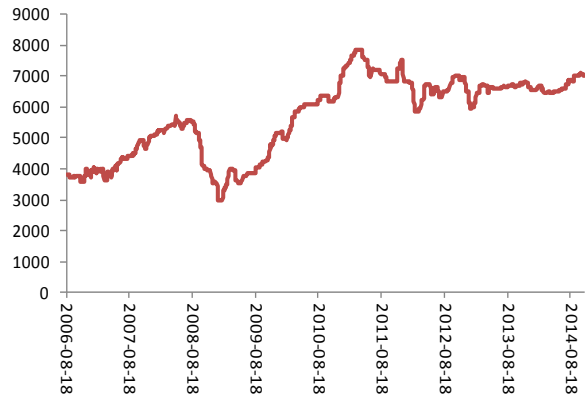
数据来源: 公司公告, 西南证券

(四) 原材料价格有望下降

糖蜜下游 60% 用于酒精, 20% 用于酵母, 其他占比 20%, 而酒精中 70% 用于白酒, 因此白酒行业是影响糖蜜需求端的主要因素, 白酒行业需求不景气 (供给大于需求+白酒价格面临下调+经销商盈利状况不佳), 糖蜜需求端难以好转。玉米酒精价格较为稳定, 预计未来也不会出现大幅上涨。同时, 作为糖蜜的替代品木薯价格维持在较低位置, 糖蜜价格也难有大幅上升。而从供给端来看, 2014 年是甘蔗的丰收年, 供给端增加。预计明年糖蜜价格将下降 10% 左右, 带动公司毛利率提升。

图 18: 玉米酒精价格波动不大 (元/吨)


数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 19: 泰国 AFET 木薯片期货结算价 (元/吨)


数据来源: WIND 资讯, 西南证券

(五) 国企改革+沪港通推动估值提升

2014 年 9 月 18 日, 宜昌市国资委: “安琪集团通过重组整合和增资扩股, 吸纳社会民间资本, 培育主营业务, 做强产业基础, 解决集团产业空心化问题, 实现集团层面的混合所有制改革。”

沪港通于 11 月 17 日正式开通, 对于主业稀有的公司, 估值有提升空间。

三、盈利预测与投资建议

我们上调公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.51 元、0.70 元、0.93 元，对应 PE 分别为 39.40 倍、28.51 倍、21.43 倍，上调至“买入”评级。

表 2: 公司主要业务收入及预测

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
面用酵母	1905.72	2286.87	2721.37	3211.22
增速	18%	20%	19%	18%
酿酒酵母	126.08	129.87	133.76	140.45
增速	5%	3%	3%	5%
YE	488.03	634.43	824.76	1072.19
增速	28%	30%	30%	30%
动物饲料	247.46	296.95	356.34	427.60
增速	10%	20%	20%	20%
保健品	142.32	156.55	172.20	189.42
增速	3%	10%	10%	10%

数据来源: 公司公告, 西南证券

四、风险提示

三费控制未达预期; 糖蜜价格大幅波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	908.04	986.53	1189.77	1418.84	净利润	102.03	61.14	84.57	123.94
营业成本	561.24	562.32	672.22	794.55	折旧与摊销	43.05	41.33	49.78	58.69
营业税金及附加	4.33	4.70	5.67	6.76	财务费用	12.79	11.20	23.93	23.33
销售费用	171.03	266.36	309.34	354.71	资产减值损失	2.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	92.64	83.85	95.18	113.51	经营营运资本变动	69.06	9.14	1.97	-20.29
财务费用	7.64	11.20	23.93	23.33	其他	-48.51	41.03	41.00	17.84
资产减值损失	2.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	180.93	163.84	201.25	203.50
投资收益	42.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-190.77	-360.00	-105.00	-105.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	42.35	7.40	7.40	7.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-148.42	-352.60	-97.60	-97.60
营业利润	111.31	58.10	83.43	125.99	短期借款	-110.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.51	8.00	8.00	8.00	长期借款	-69.29	500.00	0.00	0.00
利润总额	118.83	66.10	91.43	133.99	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	16.80	4.96	6.86	10.05	支付股利	-14.76	-9.34	-12.92	-18.94
净利润	102.03	61.14	84.57	123.94	其他	-12.79	-11.20	-23.93	-23.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-206.84	479.46	-36.85	-42.26
归属母公司股东净利润	102.03	61.14	84.57	123.94	现金流量净额	-174.33	290.71	66.80	63.64
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	212.47	503.18	569.97	633.61	成长能力				
应收和预付款项	207.26	214.00	233.00	279.00	销售收入增长率	1.28%	8.64%	20.60%	19.25%
存货	360.82	345.00	326.00	305.00	营业利润增长率	17.82%	-47.81%	43.61%	51.01%
其他流动资产	6.86	6.86	6.86	6.86	净利润增长率	1.59%	-40.08%	38.33%	46.55%
长期股权投资	29.62	29.62	29.62	29.62	EBITDA 增长率	27.34%	-1.61%	27.21%	12.97%
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	470.67	759.41	791.49	816.91	毛利率	38.19%	43.00%	43.50%	44.00%
无形资产和开发支出	44.12	48.07	46.52	44.47	三费率	29.88%	36.63%	36.01%	34.64%
其他非流动资产	177.86	156.18	134.50	134.50	净利率	11.24%	6.20%	7.11%	8.74%
资产总计	1509.68	2062.32	2137.97	2249.97	ROE	7.49%	4.33%	5.70%	7.80%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.34%	3.75%	5.40%	6.99%
应付和预收款项	93.38	94.23	98.23	105.23	ROIC	9.55%	5.53%	6.98%	9.67%
长期借款	2.13	502.13	502.13	502.13	EBITDA/销售收入	18.61%	16.85%	17.78%	16.84%
其他负债	52.84	52.84	52.84	52.84	营运能力				
负债合计	148.36	649.20	653.20	660.20	总资产周转率	0.60	0.48	0.56	0.63
股本	147.60	147.60	147.60	147.60	固定资产周转率	2.39	1.30	1.50	1.74
资本公积	835.49	835.49	835.49	835.49	应收账款周转率	6.93	7.31	8.21	8.40
留存收益	378.24	430.03	501.68	606.69	存货周转率	1.56	1.63	2.06	2.61
归属母公司股东权益	1361.32	1413.12	1484.77	1589.77	销售商品提供劳务收到的现金	1.13	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1361.32	1413.12	1484.77	1589.77	资产负债率	9.83%	31.48%	30.55%	29.34%
负债和股东权益合计	1509.68	2062.32	2137.97	2249.97	带息债务/总负债	1.44%	77.35%	76.87%	76.06%
					流动比率	8.43	11.35	11.56	11.64
					速动比率	4.49	7.61	8.17	8.67
					股利支付率	14.47%	15.28%	15.28%	15.28%
					每股指标				
					每股收益	0.69	0.41	0.57	0.84
					每股净资产	9.22	9.57	10.06	10.77
					每股经营现金	1.23	1.11	1.36	1.38
					每股股利	0.10	0.06	0.09	0.13
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	169.00	166.27	211.51	238.95					
PE	29.66	49.49	35.78	24.41					
PB	2.22	2.14	2.04	1.90					
PS	3.33	3.07	2.54	2.13					
EV/EBITDA	16.71	18.25	14.04	12.17					
股息率	0.49%	0.31%	0.43%	0.63%					

数据来源：公司公告，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

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn