

收购德祥资产将为公司带来跨越式发展

投资要点

- 2014年公司业绩增长较快。**公司1-9月份归属母公司净利润7995万元，同比增长35.4%。公司今年业绩出现上涨的原因是核心的海运以及空运业务运输总量有所增加，由于量升带来的毛利增加约为1000多万；此外新的海外、国内网点亏损进一步减少，这块减少亏损约为1000万；公司通过香港公司支付部分包机运输费用，“降本增效”增厚净利润近600多万元。
- 收购资产将为公司带来跨越式增长。**1)公司业已完成对德祥物流65%的股权收购。2)德祥物流公司净利率为9.5%，远高于华贸物流当前1.3%的净利率，德祥资产注入将拉升华贸物流净利率。3)上市公司通过收购德祥物流得以快速切入跨境通业务：目前国内由电商主导、国家发改委和海关政策支持的跨境通业务将会成为下一场消费盛宴，而在跨境通业务中关键的一个环节就是“保税进，行邮出”的“自贸”运营，在这个环节的前端所有的货物均需分拆报关，而德祥物流在进口分拨业内占有较大市场份额，将直接受益。跨境消费具有巨大的市场空间，相信随着国检最后政策措施的落地，民营电商们将快速扩大与海外供应商的合作，跨境消费额将飞速增长。作为上海进口分拆业务服务商龙头，德祥物流资产将直接受益，进而增厚上市公司的净利。
- 估值与评级：**我们看好公司轻资产运营发展模式，我们认为有三方面因素推动公司的盈利提升：首先是收购的德祥物流将直接增厚公司净利润，拉升公司净利率，长期看德祥物流资产将为公司切入跨境通业务，享受跨境消费物流盛宴带来巨大的业绩增长空间；其次公司的传统跨境运输物流业务平稳增长，营收将继续加，新增网点亏损下降将利好公司净利润；最后公司财务层面，免征增值税将直接减少公司税费负担，预计2014年将减少税费2000余万。从估值看，作为沪港通标的股，公司主营稳定，分红率高，未来随着净利提升有望获得资金青睐。我们预计2014年，2015年，2016年公司净利润分别为1.2亿元，1.5亿元，1.7亿元，EPS分别为0.30元，0.40元，0.44元，对应PE49倍，36倍，32倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**跨境业务单价持续下跌，跨境通消费额增长不及预期。

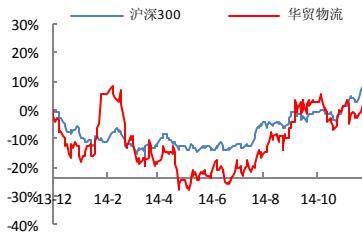
指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8533.35	8515.43	8736.84	9138.85
增长率	13.99%	-0.21%	2.60%	4.60%
归属母公司净利润(百万元)	81.32	119.92	158.15	176.22
增长率	6.73%	47.48%	31.88%	11.42%
每股收益EPS(元)	0.20	0.30	0.40	0.44
净资产收益率ROE	6.30%	8.81%	10.87%	11.32%
PE	62.23	49.22	36.36	32.12
PB	3.92	4.19	3.92	3.66

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：熊莉
执业证号：S1250514080002
电话：023-63786278
邮箱：xiongl@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)	4
流通A股(亿股)	1.6
52周内股价区间(元)	8.92-15.63
总市值(亿元)	57.36
总资产(亿元)	29.85
每股净资产(元)	3.35

相关研究

- 华贸物流(603128): 股权收购将拉升公司资产盈利能力 (2014-09-18)

目 录

一、2014年公司业绩增长较快	1
二、收购资产将为公司带来跨越式增长	2
(一) 德祥资产将拉升华贸物流净利率	2
(二) 收购德祥为上市公司开启新的利润增长点	3
三、良好的经营管理支撑公司业务稳健发展	4
(一) 跨境和供应链业务平稳增长	4
(二) 良好的公司治理	5
四、沪港通标的股	5
五、盈利预测与风险提示	6
六、风险提示	6

图 目 录

图 1: 华贸物流 2014 年季度收入变化	1
图 2: 华贸物流 2014 年季度净利润变化	1
图 3: 华贸物流跨境综合物流收入组成	2
图 4: 华贸物流供应链贸易收入组成	2
图 5: 华贸物流各项业务收入增长情况	4
图 6: 华贸物流各项业务毛利增长情况	4

表 目 录

表 1: 德祥物流子公司情况一览	2
表 2: 华贸物流所在子行业企业中分红情况	5
附表: 财务预测与估值	7

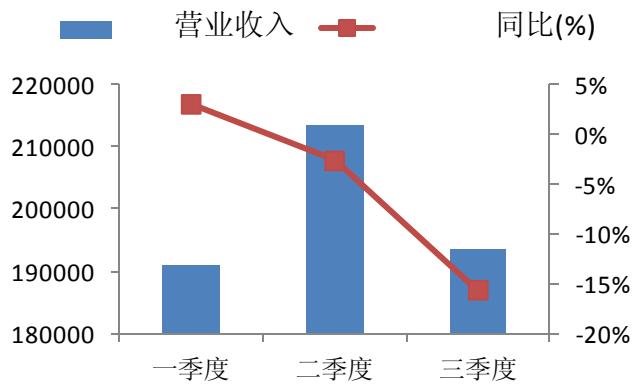
一、2014年公司业绩增长较快

2014年公司继续强化“做强核心产品，拓展战略业务，完善网络布局，提升协同能力”经营方针，在过去两年发展新网点，扩大网络覆盖的基础上，不断强化平台中心建设，进一步增强了跨境物流业务的服务能力、议价能力和协同能力。

2014年公司净利润出现了大幅上扬：其中1-9月份实现收入59亿元，同比下降5.7%，归属母公司净利润7995万元，同比增长35.4%；季度分析，三季度公司实现营收19.3亿元，归属母公司净利润3107万元，同比增长60.1%；二季度实现收入40亿元，归属母公司净利润3046亿元，同比增长21.2%，一季度实现营收19亿元，归属母公司净利润为1841万元，同比增长27.3%。

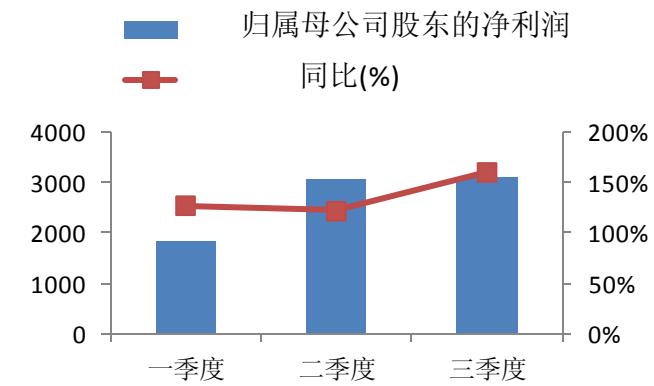
公司今年业绩上涨的原因是公司继续做强核心产品，核心的海运以及空运业务运输总量有所增加，由于量升带来的毛利增加约为1000多万；此外新的海外、国内网点亏损进一步减少，这块减少亏损约为1000万；1-9月营业外收入增加708万元，公司通过香港公司支付部分包机运输费用，“降本增效”增厚净利润近600多万元。

图1：华贸物流2014年季度收入变化



数据来源：wind, 西南证券

图2：华贸物流2014年季度净利润变化



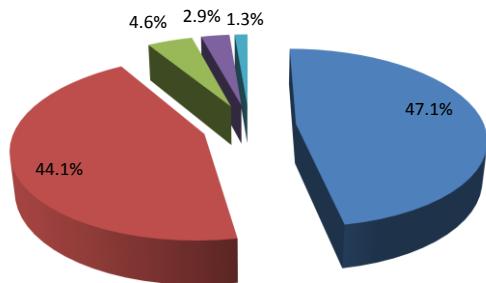
数据来源：wind, 西南证券

环比分析，公司三季度的收入较二季度有所下降，环比下降9%，但三季度公司归属母公司净利润却环比增长6%，2014年，上市公司的净利率在环比提升。

从业务结构看，公司目前的主营分为跨境综合物流和供应链贸易两部分：半年报显示两者收入分别为21亿元和19亿元，两者比例较去年同期基本持平。更深层次的分解可以知道：跨境综合物流又包含海运、空运、仓储、工程物流等业务类别；供应链贸易包含电子产品、钢材产品和砂矿等业务种类。

图 3：华贸物流跨境综合物流收入组成

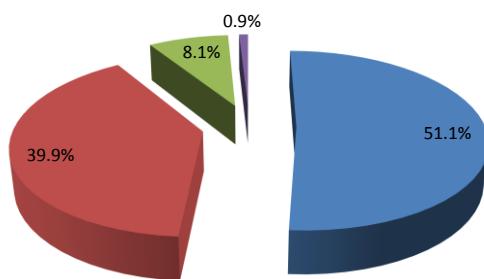
■ 海运 ■ 空运 ■ 仓储 ■ 工程物流 ■ 其他



数据来源：2014 年中报，西南证券

图 4：华贸物流供应链贸易收入组成

■ 电子产品 ■ 钢材产品 ■ 矿砂 ■ 其它



数据来源 2014 年中报，西南证券

二、收购资产将为公司带来跨越式增长

公司于 2014 年 11 月正式收购上海德祥物流有限公司等四家公司 65% 股权。华贸物流收购上海德祥国际货运代理有限公司、上海德祥物流有限公司、上海德祥船务有限公司、上海德祥集装箱运输有限公司各 65% 股权，并间接控股上述公司的子公司上海德祥物流营销有限公司和上海德祥国际航空货运代理有限公司（以上六家公司合称“目标公司”、“德祥集团”），股权转让款总计人民币 20,509 万元。

（一）德祥资产将拉升华贸物流净利率

德祥物流的实际控制人为陈幼龙。德祥物流为上海地区经海关批准具有专营进口分拨业务特殊监管区资质的仅有六家专业公司之一，主营海运进口分拨业务，连续多年保持了上海口岸进口分拨排名领先的行业地位。

德祥物流公司净利率为 9.5%，远高于华贸物流当前 1.3% 的净利率。德祥目前拥有 6 家公司，各家盈利能力均非常稳定。华贸通过收购德祥物流将拉升公司净利率。

表 1：德祥物流子公司情况一览

公司名称	公司性质	注册资本	经营内容	总资产	净资产	收入	净利润	净资产收益率
德祥国际货运代理有限公司	全资子公司	1000	承办海运、空运进出口货物的国际运输代理业务，报关。	3082.1	1902.9	14000	252	13.2%
德祥物流有限公司	全资子公司	580	仓储（；商务咨询服务；五金交电、百货、建筑装潢材料、金属材料（除贵金属）、化工原料（有毒及危险品除外）、机械设备、办公用品的批售；海上、公路、水路、航空国际货运代理业务；从事货物及技术的进出口业务。	15000	12000	5759.5	2201.1	18.3%
德祥船务有限公司	全资子公司	50	集装箱装箱、拆箱；仓储（除易燃易爆危险品）；无船承运业务。	3180.7	1428.7	6009.4	177.2	12.4%

公司名称	公司性质	注册资本	经营内容	总资产	净资产	收入	净利润	净资产收益率
德祥集装箱运输有限公司	全资子公司	720	普通货运，货物专用运输（集装箱 A），从事国际海上货物运输代理，从事国际公路货物运输代理，从事国际航空货物运输代理。	1510.3	1394.6	1365.4	45.2	3.2%
德祥国际航空货运代理有限公司	全资孙公司	300	货运代理，快递服务，国际航线或香港、澳门、台湾航线的航空货运销售代理业务（危险品除外），国际公路货物运输代理业务（涉及行政许可的，凭许可证经营）	--	--	--	--	--
上海德祥物流营销有限公司	全资孙公司	500	物流营销策划，物流咨询，从事国际航空货物运输代理，从事国际海上货物运输代理，从事国际公路货物运输代理	--	--	--	--	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

德祥物流公司现金流充裕，资产负债率低，将进一步优化上市公司财务结构。2013 年度德祥物流汇总营业收入 2.5 亿元、净利润 2416.9 万元；期末汇总总资产 2.0 亿元、净资产 1.6 亿元。德祥物流拥有充足的现金流，主要源于德祥主营分拨报关业务，不存在垫资环节，相反由于客户往往要先行支付部分服务费用，公司付款承运，所以公司的现金流非常充裕。截至 2013 年底，公司的资产负债率为 25%，通过此次收购，上市公司资产负债率粗略预估将下降 2 个百分点。

(二) 收购德祥为上市公司开启新的利润增长点

德祥物流在进口分拨业内占有较大市场份额。德祥物流拥有海关批准的专营进口分拨业务特殊监管区资质，在上海市进口货物分拨领域，德祥分拨量位居第一。就全国来看，具有海关监管场所经营证书的城市有 8 个，专营进口分拨商有 17 家；上海目前占据全国进口分拨量的一半，德祥占据上海进口分拨 38% 左右的市场份额。

上市公司通过收购德祥物流得以快速切入跨境通业务。目前物流与电商在消费领域的一个新的业绩增长概念就是“跨境通”。2012 年 8 月，国家发改委、海关总署等八部委从 23 个国家电子商务示范城市中，选定并正式批准上海、杭州、宁波、郑州和重庆 5 个城市成为跨境贸易电子商务服务试点城市。目前 5 个试点城市的《跨境贸易电子商务服务试点实施方案》均已获得商务部、海关总署批复；其中上海、宁波的跨境电子商务平台(进口业务)作为试点项目的一部分。

“跨境通”业务的发展将促使消费领域进口量高速增长，公司收购的德祥物流占据国内进口货物分拨报关业务较大的市场份额，将从中直接受益。

目前跨境贸易电子商务可以采用自贸、直邮、中免三种销售方式。其中尤以自贸形式运费最低，报关时间最短，成为各家电商主力发展方向。自贸形式是指自贸区/保税区电商企业进口特定商品，以货物方式申报进口，进入自贸区/保税区进行保税仓储，待网络订单生成后，以个人物品方式申报出区，由电子商务企业代办申报通关手续并缴纳行邮税。目前国内阿里正在快速进军“自贸”这一模式，2014 年天猫国际开始逐步与杭州、宁波、广州等多个试点海关合作，建立“保税进，行邮出”的新模式，海运和空运成本预计降低 90%。

上海市跨境通业务开展走在全国前列，但是当前跨境通海尚未真正成为能与“代购”“海淘”，免税店正面交锋的一种新型运营模式。主要的原因有三：与国内电商企业合作的供应商数目太少，线上销售商品品类少；目前上海定位高端消费品，价格太高，与海淘、代购相比，并未形成价格竞争优势；目前跨境通的运输、通关时间依旧太长，自贸形式的优并未显现。

国内跨境消费市场空间巨大，且渗透率越来越高，我们认为未来国内的跨境通业务将会成为一场真正的消费盛宴。因为随着民营国内电商加速“走出去”，将会有越来越多的海外供应商加入合作；随着国内试点城市的开放，越来越多的电商将加入其中，产品定位也将更加丰富全面，各类消费人群均将找到适合自己的商品品类；最后也是最重要的一点，国检检疫环节的最后放开将大大缩短跨境通商品的运输时间，届时跨境通将真正成为显著优于“代购”，“海淘”的新的跨境消费模式。

未来跨境消费规模还将继续提升，公司将从中受益。2013年中国消费者跨境在线采购351.9亿美元。根据业内人士的预测，未来跨境通将新增900亿元采购销售额，这将直接带来约90万个标箱的承运与进口分拆业务量，上海占据进口分拆业务量的一半，德祥作为最大的进口分拨服务商将直接受益。

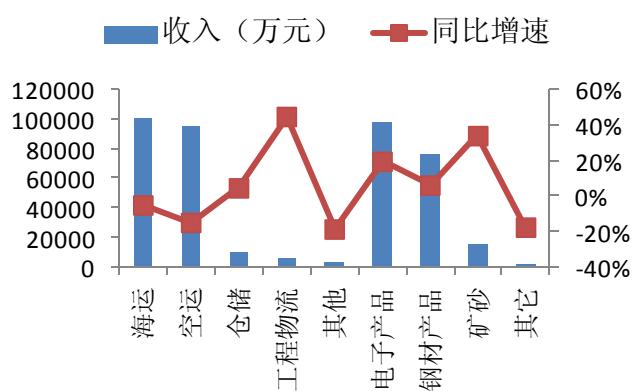
三、良好的经营管理支撑公司业务稳健发展

(一) 跨境和供应链业务平稳增长

中报显示公司跨境物流核心业务继续增长，其中航空货运增长明显，海运收入略有下降，但毛利率的提升带动海运跨境物流毛利的增加。仓储毛利增速较快，工程物流收入保持小幅增长。

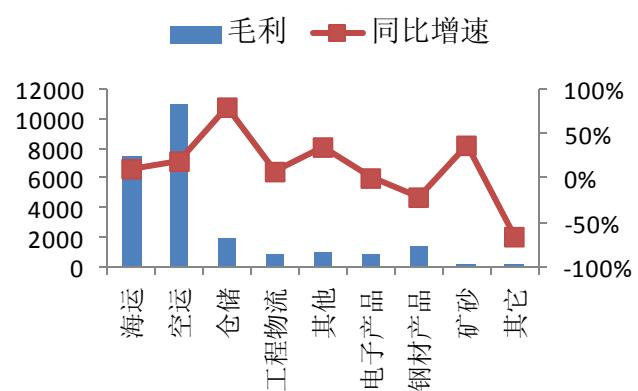
中报显示公司供应链业务毛利略有下降：其中收入增长6%，毛利下降13%，主要是电子产品供应链收入增加拉动整个供应链业务营收增长，另一占比相对高的钢材供应链业务毛利持续下滑。

图 5：华贸物流各项业务收入增长情况



数据来源：wind, 西南证券

图 6：华贸物流各项业务毛利增长情况



数据来源：wind, 西南证券

公司正在积极推进跨境业务，设立了 70 多个分支公司从事货代贸易，合成有 500 多个城市物流网，预计未来公司的营收还将进一步增加。

工程物流平稳发展，公司积极进行拓展战略，目前已经进入中国路桥等 9 家大型国有企业的核心供应商目录。

(二) 良好的公司治理

华贸物流拥有良好的现金流管控能力，应收帐款与应付帐款差额长期处于可控范围。公司秉承轻资产经营的理念，尽力提升资产周转率，以便更好地应付行业周期性变动。

良好的人事激励机制。公司在 2013 年 6 月率先实施股权激励，实现以“待遇留人”的市场化的经营方式进行人事管理。2013 年的股权激励主要针对公司的业务骨干，这一举措的实施有利于增加公司对人才的吸引力。此外，公司内部实行极具竞争力的收益分配制度，对分支机构及集团公司的高管有极强的业绩激励作用。

四、沪港通标的股

华贸物流此次在沪港通名录内。公司市值处于中等水平，在国内跨境物流，海运、空运方面处于领先地位，公司的股息率高于 A 股上市公司平均水平。

公司具有良好的收入来源，盈利稳定增长，最主要的是公司具有高比例现金分红。公司目前的现金分红占可分配净利润值的 40%以上。

从沪港通开局情况看，A 股中市值大，估值低，股息率高的行业龙头受到资金的追捧。我们预计伴随公司的盈利增加，资金将会更加关注华贸物流。

表 2：华贸物流所在子行业企业中分红情况

上市公司	年度现金分红比例 (2013)
长江投资	59.6%
华贸物流	41.8%
外运发展	39.9%
新宁物流	36.6%
飞马国际	35.9%
欧浦钢网	35.9%
怡亚通	34.5%
澳洋顺昌	32.2%
交运股份	31.6%
飞力达	31.4%

数据来源：wind

五、盈利预测与风险提示

我们看好公司轻资产运营发展模式，我们认为有三方面因素推动公司的盈利提升：首先是收购的德祥物流将直接增厚公司净利润，拉升公司净利率，长期看德祥物流资产将为公司切入跨境通业务，享受跨境消费物流盛宴带来巨大的业绩增长空间；其次公司的传统跨境运输物流业务平稳增长，营收将继续加，新增网点亏损下降将利好公司净利润；最后公司财务层面，政府以补助形式退回部分“营改增”增加的税款将增加公司营业外收入，2014年9月起免征增值税将直接减少公司税费负担，提升公司净利。

我们预计2014年，2015年，2016年公司的营收分别为85亿元，87亿元，81亿元，净利润分别为1.2亿元，1.5亿元，1.7亿元，EPS分别为0.30元，0.40元，0.44元，对应PE49倍，36倍，32倍，维持“增持”评级。

六、风险提示

跨境业务单价持续下跌，跨境通消费额增长不及预期。

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	8533.35	8515.43	8736.84	9138.85	净利润	81.32	119.92	158.15	176.22
营业成本	8065.94	8098.18	8256.31	8613.37	折旧与摊销	20.65	56.28	71.13	81.89
营业税金及附加	7.20	7.19	7.37	7.71	财务费用	17.46	16.18	19.49	25.84
销售费用	222.55	222.08	227.86	238.34	资产减值损失	1.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	113.44	113.20	116.15	121.49	经营营运资本变动	-392.09	392.50	-442.99	352.83
财务费用	17.46	16.18	19.49	25.84	其他	53.94	-76.15	-73.70	-73.12
资产减值损失	1.17	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-217.55	508.74	-267.91	563.65
投资收益	0.00	85.00	88.00	90.00	资本支出	-48.97	-115.00	-142.00	-148.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	5.53	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43.45	-115.00	-142.00	-148.00
营业利润	105.60	143.60	197.66	222.10	短期借款	229.65	0.00	100.00	200.00
其他非经营损益	6.19	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	111.79	143.60	197.66	222.10	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	30.48	14.65	27.41	33.03	支付股利	-32.00	-49.17	-64.84	-74.01
净利润	81.32	128.95	170.24	189.08	其他	2.46	-16.18	-19.49	-25.84
少数股东损益	0.00	9.03	12.09	12.86	筹资活动现金流净额	200.11	-65.35	15.66	100.15
归属母公司股东净利润	81.32	119.92	158.15	176.22	现金流量净额	-60.89	328.39	-394.25	515.81
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	525.90	854.29	460.04	975.84	成长能力				
应收和预付款项	1888.76	1677.41	1974.41	1842.37	销售收入增长率	13.99%	-0.21%	2.60%	4.60%
存货	59.37	67.38	61.85	72.97	营业利润增长率	11.75%	35.99%	37.64%	12.37%
其他流动资产	19.51	19.51	19.51	19.51	净利润增长率	6.73%	58.58%	32.02%	11.06%
长期股权投资	0.00	85.00	173.00	263.00	EBITDA 增长率	1.88%	51.28%	33.42%	14.41%
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	201.15	254.76	323.93	383.09	毛利率	5.48%	4.90%	5.50%	5.75%
无形资产和开发支出	118.99	128.77	135.15	142.10	三费率	4.14%	4.13%	4.16%	4.22%
其他非流动资产	9.35	4.68	0.00	0.00	净利率	0.95%	1.51%	1.95%	2.07%
资产总计	2823.03	3091.80	3147.89	3698.88	ROE	6.30%	8.81%	10.87%	11.32%
短期借款	616.92	616.92	716.92	916.92	ROA	4.33%	5.17%	6.90%	6.70%
应付和预收款项	915.54	1104.52	955.22	1191.14	ROIC	8.04%	9.62%	15.18%	11.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	1.67%	2.54%	3.30%	3.61%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	1532.46	1721.45	1672.14	2108.07	总资产周转率	3.02	2.75	2.78	2.47
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	固定资产周转率	79.19	33.42	26.97	23.86
资本公积	638.22	638.22	638.22	638.22	应收账款周转率	7.29	7.74	7.10	7.57
留存收益	252.34	323.10	416.41	518.62	存货周转率	135.85	120.18	133.49	118.04
归属母公司股东权益	1290.57	1361.32	1454.63	1556.84	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	0.99	—	—	—
少数股东权益	0.00	9.03	21.12	33.97	资本结构				
股东权益合计	1290.57	1370.35	1475.75	1590.82	资产负债率	54.28%	55.68%	53.12%	56.99%
负债和股东权益合计	2823.03	3091.80	3147.89	3698.88	带息债务/总负债	40.26%	35.84%	42.87%	43.50%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	流动比率	1.63	1.52	1.50	1.38
EBITDA	142.83	216.07	288.28	329.83	速动比率	1.58	1.47	1.46	1.34
PE	62.23	42.19	31.99	28.71	股利支付率	39.35%	41.00%	41.00%	42.00%
PB	3.92	3.72	3.48	3.25	每股指标				
PS	0.59	0.59	0.58	0.55	每股收益	0.20	0.30	0.40	0.44
EV/EBITDA	36.66	22.76	18.82	15.54	每股净资产	3.23	3.40	3.64	3.89
股息率	0.63%	0.97%	1.28%	1.46%	每股经营现金	-0.54	1.27	-0.67	1.41
					每股股利	0.08	0.12	0.16	0.19

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

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	上海地区	深圳地区	
王亚楠	罗月江	刘娟 (地区销售总监)	易芳
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	0755-88285458
13716334008	13632421656	18665815531	18610942879
wangyanan@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
陆铂锡		张婷	罗聪
010-57631175		0755-88286971	0755-88286972
13520109430		13530267171	15219509150
lbx@swsc.com.cn		zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn