

污水处理业务增长驱动公司业绩增长

- 业绩总结:** 2014年公司实现营业收入11.78亿元,同比增加13.8%;实现营业利润2.17亿元,同比增长49.7%。实现净利润3.25亿元,同比增加19.5%,每股收益0.46元。公司拟每10股派送现金股利人民币1.38元(含税)。
- 业绩快速增长来自于污水处理业务收入的增长。**公司主营业务由污水处理、供水和隧道运营三大板块构成,其中污水处理业务是公司最主要收入和利润增长来源。2014年公司龙王嘴污水处理厂15万吨/日的扩建工程投运,带来污水处理能力的提升。同时沙湖污水处理厂纳入主城区特许经营范围后,污水处理价格从0.65元/吨上调至1.99元/吨,促使公司2014年污水处理业务实现营业收入9.87亿元,同比实现较大幅度的增长(+24.5%,占营业收入比重约84%),成为公司营收较快增长的主要驱动因素。供水业务实现营业收入1.67亿元,小幅增长0.8%。隧道运营业务常年盈亏平衡,公司按股东投入计入补贴收入。
- 盈利水平有一定提升,期间费用控制良好。**公司2014年综合毛利率水平同比上升2.4%至34.4%,盈利水平取得一定提升。自2013年公司置出房地产和物业业务,注入武汉水务集团旗下的排水公司资产后盈利能力显著提升,近两年综合毛利率水平均保持在30%以上。费用方面,2014年期间费用率同比下降1.9%至14.5%,其中销售费用率同比下降0.2%至0.67%,管理费用率下降1.4%至9.5%,财务费用率同比下降0.3%至9.5%,期间费用率控制较好。
- 我们认为公司主要看点有以下几个方面:**1、供排水规模较大,是武汉地区区域水务龙头企业。目前公司拥有污水处理能力为156万吨/日(占武汉市日污水处理量约70%),自来水产能130万吨/日(约占汉口地区供水总量的90%),区域垄断优势显著。2、募投的污水处理项目稳步推进,投产后将逐步释放污水处理能力。我们预计2015-2016年有望分别投产25万吨/日,10万吨/日的污水处理能力,贡献净利润约5000万元。3、与碧水源合作实现优势互补,后续环保业务值得期待。公司与碧水源合作成立工程合资公司,2014年首次实现环保工程业务收入1448万元(毛利率水平为23.9%),未来工程公司将围绕水务和环保业务进行展开,后续开拓值得期待。4、水价上调有望将加速大股东自来水资产的注入。由于历史原因,武水集团的自来水盈利能力较低,尚有227万吨的供水资产还未置入上市公司。随着阶梯水价的推进,水价具有进一步提升空间,供水业务盈利的改善将会加速推动集团后续资产注入,带来巨大业务增量。
- 盈利预测及评级:**预计公司2015-2017年EPS分别为0.53元、0.60元、0.67元,对应的动态PE为22倍、20倍和18倍,给予“增持”评级。
- 风险提示:**在建项目推进低于预期风险;政策变动风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1178.20	1370.38	1625.61	1895.01
增长率	13.82%	16.31%	18.62%	16.57%
归属母公司净利润(百万元)	324.87	378.04	428.69	477.41
增长率	19.54%	16.37%	13.40%	11.36%
每股收益EPS(元)	0.46	0.53	0.60	0.67
净资产收益率ROE	7.85%	8.46%	8.84%	9.06%
PE	25.84	22.20	19.58	17.58
PB	2.03	1.88	1.73	1.59

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: 王恭哲

执业证号: S1250513060003

电话: 010-57631225

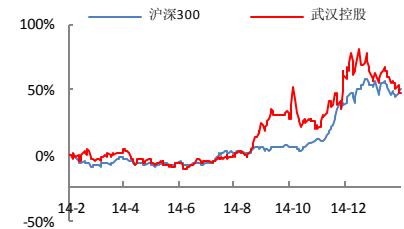
邮箱: wgz@swsc.com.cn

联系人: 王颖婷

电话: 023-67610701

邮箱: wyting@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)	7.1
流通A股(亿股)	5.69
52周内股价区间(元)	7.14-14.87
总市值(亿元)	83.94
总资产(亿元)	75.01
每股净资产(元)	5.83

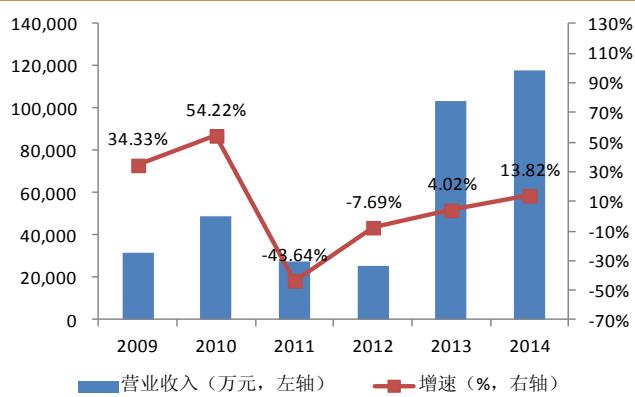
相关研究

一、财报分析

(一) 收入：污水处理能力提升，结算价格上调推助业绩增长

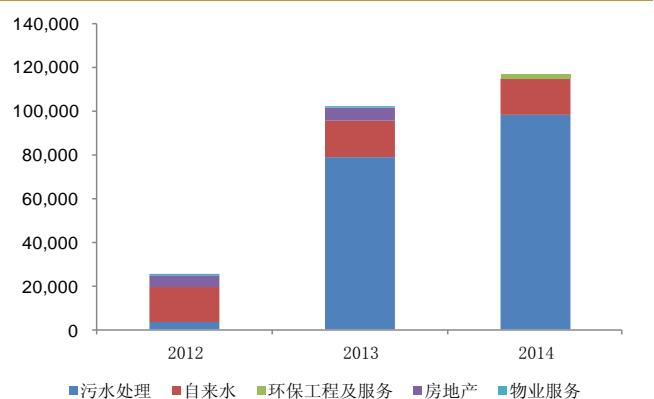
2014年公司实现营业收入11.78亿元，同比增加13.8%；实现营业利润2.17亿元，同比增长49.7%。实现净利润3.25亿元，同比增加19.5%。公司主营业务由污水处理、供水和隧道运营业务三大板块构成，其中污水处理业务是公司最主要收入和利润增长来源。具体来看，2014年污水处理结算水量4.83亿吨，实现营业收入9.87亿元，占公司总营业收入约84%。自来水生产累计供水量3.17亿吨，结算价格0.55元/吨，实现营业收入1.67亿元，占营业收入约14%。环保工程和业务实现营业收入1448万元，占营业收入约1%。其他业务收入981万元，占比约1%。2014年公司实现的营业外收入1.80亿元中，来自隧道运营业务的收入为1.51亿元，占84%，其他营业外收入2817万元，占比16%。

图1：2009-2014年营业收入及增速（单位：万元，%）



数据来源：公司公告、西南证券，注：2013年公司重大资产重组，调整后营业收入同比增长4.02%

图3：公司各项业务占比情况（单位：万元）



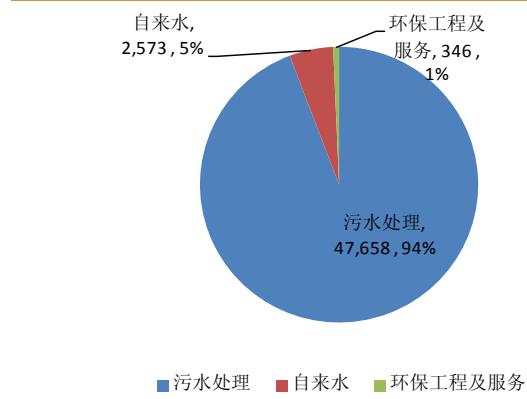
数据来源：公司公告、西南证券

图2：2009-2014年净利润及增速（单位：万元，%）



数据来源：公司公告、西南证券，注：2013年公司重大资产重组，调整后净利润同比减少9.17%

图4：2014年各项业务贡献毛利情况（单位：万元，%）



数据来源：公司公告、西南证券

污水处理业务增长是推动业绩增长的最主要因素。1) 2014 年公司龙王嘴污水处理厂 15 万吨/日的扩建工程投运，带来污水处理能力和量的提升。2) 沙湖污水处理厂 2013 年 9 月纳入主城区特许经营范围后，污水处理价格从 0.65 元/吨上调至 1.99 元/吨，合计促使公司 2014 年污水处理业务实现营业收入 9.87 亿元，同比实现较大幅的增长 (+24.5%，占营业收入比重约 84%)，成为公司营收较快增长的主要驱动因素。**供水业务实现营业收入 1.67 亿元，小幅增长 0.8%。**隧道运营业务常年处于盈亏平衡，公司按股东投入计入补贴收入。

表 1：分板块业务构成 (单位：亿元)

时间	营业收入	污水处理	自来水	环保工程及服务	房地产	物业服务	隧道运营
2013	10.35	7.93	1.66	-	0.59	0.03	1.55
2014	11.78	9.87	1.67	0.14	-	-	1.51
同比增长率 (%)	13.8%	24.5%	0.8%	首次	剥离	剥离	-2.6%

数据来源：wind，西南证券；注：隧道运营业务计入营业外收入

(二) 盈利：毛利率水平同比略有提升，污泥处置等成本的提升增加成本投入

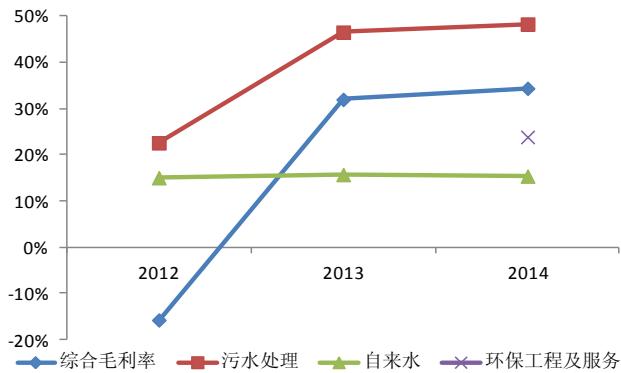
2014 年公司综合毛利率为 34.4%，同比增长 2.4%，综合盈利水平有一定增加。其中，污水处理毛利率为 48.3%，同比增长 1.8%；自来水毛利率为 15.4%，同比减少 0.3%；环保工程及服务业务 2014 年首次实现收入，综合毛利率为 23.9%。

表 2：综合毛利率情况

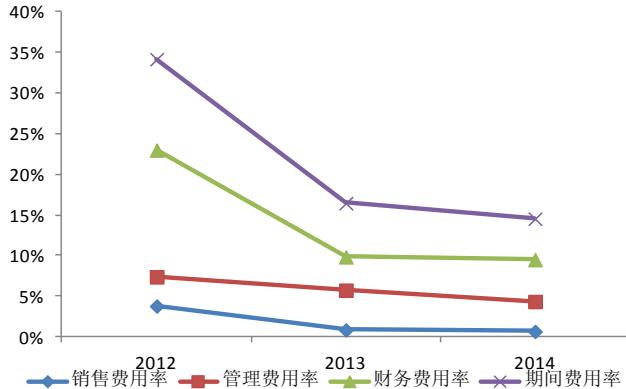
时间	综合毛利率	分项业务				
		污水处理	自来水	环保工程及服务	房地产	物业服务
2013	31.99%	46.54%	15.73%	-	62.51%	10.70%
2014	34.39%	48.30%	15.40%	23.87%	-	-
同比增长率	2.40%	1.76%	-0.33%	-	-	-

数据来源：wind，西南证券

公司 2014 年上半年综合毛利率 41.1%，2014 年全年综合毛利率低于中期。我们认为公司污泥成本大幅提升有关。湖北省住建厅颁布的《关于加强湖北省城镇污水处理厂污泥处理处置工作的意见》中，要求 2014 年全省各城镇污水处理厂污泥基本实现规范化处理处置，2015 年武汉市污水处理厂污泥无害化处理率将达到 95%。2014 年公司污泥处置费用为 5896 万元，同比增长 84.6%，污泥无害化处置成本的增加对公司污水处理主营业务的盈利能力造成一定影响。

图 5: 公司毛利率变动水平 (单位: %)


数据来源：公司公告、西南证券，注：2013 年公司重大资产重组，毛利率水平变动较大

图 6: 公司期间费用率变动水平 (单位: %)


数据来源：公司公告、西南证券，注：2013 年公司重大资产重组，期间费用率水平变动较大

表 3: 同类上市公司毛利率水平 (单位: %)

证券代码	公司名称	2012H1	2012	2013H1	2013	2014H1	2014
000598	兴蓉投资	54.48	51.72	51.16	47.97	50.63	-
600008	首创股份	48.65	43.61	43.63	39.71	39.45	-
600323	瀚蓝环境	41.70	40.65	39.96	38.50	39.46	-
600461	洪城水业	38.22	36.56	36.42	32.30	32.70	-
601158	重庆水务	46.92	47.53	49.61	50.27	49.78	-
600874	创业环保	43.22	41.91	40.16	39.56	43.46	-
300070	碧水源	35.26	42.84	29.38	37.20	34.22	-
000544	中原环保	33.62	31.63	36.52	29.41	30.99	-
601199	江南水务	56.35	57.43	56.53	55.04	54.42	-
平均		44.27	43.76	42.60	41.11	41.68	-
600168	武汉控股	-14.08	-15.74	-2.13	31.99	41.13	34.39

数据来源：wind, 西南证券

(三) 费用：期间费用管控较好

2014年公司销售费用 793 万元，同比下降 10.8%，销售费用率同比下降 0.2%至 0.67%；管理费用 5135 万元，同比下降 13.8%，管理费用率下降 1.4%至 9.5%；财务费用为 1.12 亿元，同比上升 9.9%，财务费用率同比下降 0.3%至 9.5%。综合来看，公司 2014 年期间费用率同比下降 1.9%至 14.5%，期间费用率控制较好。

表 4: 费用率变动情况 (单位: 万元)

时间	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	期间费用率
2013	889	0.86%	5,954	5.75%	10,202	9.86%	16.47%
2014	793	0.67%	5,135	4.36%	11,216	9.52%	14.55%
同比	-10.78%	-0.19%	-13.75%	-1.39%	9.93%	-0.34%	-1.92%

数据来源：wind, 西南证券

(四) 其他收入

2014年公司实现投资收益455万元，同比大幅增加1931%，这主要系公司按权益法确认的联营企业收益增加所致。投资收益合计占公司利润总额比重约1.2%，对公司盈利影响不大。

营业外收入主要来源于隧道运营业务，为公司贡献稳定的利润。2014年公司实现营业外收入1.80亿元(其中隧道运营业务实现收入为1.51亿元，占比约84%)。公司控股的长江隧道公司是武汉长江隧道的投资、建设和运营的主体方，长江隧道公司隧道运营业务长期盈亏平衡，收入规模稳定，武汉控股按股东投入获得补贴收入，每年均能贡献稳定的利润。

表5：公司其他收入情况(万元)

时间	投资收益	利润总额	投资收益占利润总额比重	营业外收入	营业外支出	营业外收支	营业外收支占利润总额比例	所得税	所得税率
2013	-25	32,626	-0.08%	18,353	231	18,122	55.55%	5,413	16.59%
2014	455	39,523	1.15%	17,966	161	17,805	45.05%	6,980	17.66%

数据来源：wind，西南证券

二、公司看点

(一) 武汉地区水务龙头企业，区域垄断优势明显

武汉控股供排水规模较大，在武汉市水务市场上占据重要地位。目前公司拥有宗关水厂、白鹤嘴水厂两水厂，自来水生产能力为130万吨/日；拥有黄浦路、二郎庙、龙王嘴、汤逊湖、南太子湖、黄家湖、三金潭、落步嘴、沙湖九座污水处理厂，污水处理能力为156万吨/日。公司污水处理量占武汉市日污水处理量约70%，自来水供应约占汉口地区供水总量约90%，区域垄断优势显著。

(二) 污水处理业务持续增长，后续进入产能持续释放期

2015-2016年有望分别投产25万吨/日，10万吨/日的污水处理能力，贡献净利润约5000万元。2014年5月龙王嘴(15万吨扩建至30万吨)的水处理项目投产，为14年增厚15万吨的日污水处理量，达到156万吨/日的污水处理能力。几个在建项目中汤逊湖(5万吨/日改扩建至10万吨/日)、三金潭项目(30万吨/日改扩建至50万吨/日)有望2015年投产。届时或将新增25万吨/日的污水处理量。黄家湖(10万吨/日扩建至20万吨/日)项目预计2016年投产。按照公司项目与政府签订80%水量保底协议，近三年公司净利润率约25%测算，则我们预计35万吨的污水处理项目有望贡献收入约2亿元，净利润约5000万元。

远期方面，公司的沙湖(15万吨/日)、二郎庙(24万吨/日)、落步嘴(12万吨/日)三座污水处理，将外迁至化工区，与该区原北湖污水厂实现四厂集中合一，建成新北湖集中污水厂。短期规划80万吨/日的处理量，长期100万吨/日的污水处理量，则我们测算公司的污水处理能力少则增厚29万吨，多则增厚49万吨。未来污水处理能力将持续的放量，成为公司最主要的收入和利润增长点之一。

表 6: 公司污水处理项目 (单位: 万吨/日)

序号	污水处理厂	已有污水处理能力	改扩建后	在建工程进度	备注
1	黄浦路	10	10		
2	二郎庙	24	24		搬迁后集中新建
3	龙王嘴	30	30	2014年4月完工并投入运行	
4	汤逊湖	5	10	土建工程于2014年3月开工，主体工程年内完工	
5	南太子湖	20	20		
6	黄家湖	10	20	完成前期工作，具备开工条件。	
7	三金潭	30	50	桩基工程于2014年4月开工，完成主体工程，部分设备已安装，正在进行全面的机电、工艺设备安装调试。	
8	落步嘴	12	12		搬迁后集中新建
9	沙湖	15	15		搬迁后集中新建
合计		156	191		

数据来源: 公司公告, 西南证券

(三) 武水集团尚有巨大供水资产

公司目前拥有宗关和白鹤嘴两个自来水项目合计 130 万吨/日的供水能力, 随着经济发展和城镇化水平的不断提升, 公司的供水处理业务有望持续增长。

公司控股股东武汉水务集团拥有 10 座自来水厂, 供水产能总计 327 万吨, 其中包括了公司 130 万吨/日的规模。目前水务集团的供水资产由于管网漏损率较高, 历史悠久等原因供水资产的盈利能力尚未达到注入公司的条件, 同时武汉市在 2013 年实行新的阶梯供水价格, 整个湖北省也提出了 2015 年底前原则上全面实行居民阶梯水价的制度。我们认为水价具有进一步的提升空间, 利于供水业务盈利水平的提高, 供水业务盈利的改善将会加速推动集团后续资产的注入, 带来巨大的业务增量。

表 7: 公司供水业务规模

项目	单位	2011	2012	2013	2014
供水能力	万吨/日	130	130	130	130
供水总量	万吨/日	30409	31054	31962	31739
售水单价	元/吨	0.55	0.55	0.55	0.55

数据来源: 公司公告, 西南证券

(四) 联手碧水源开拓环保业务

公司与北京碧水源公司联手组建合资公司, 同民营企业的碧水源合作可以实现各方技术、渠道、区域、品牌、运营机制、管理等方面的优势互补, 形成“1+1”>2 的协同效应; 同时延伸了公司主营业务的产业链, 为公司带来新的发展空间和利润增长点。2014 年首次实现了环保工程业务收入 1448 万元(毛利率水平为 23.9%), 未来合资公司围绕水务和环保业务进行展开, 后续开拓值得期待。

三、盈利预测与评级

看点和业绩总结：公司主要看点是 1、供排水规模较大，是武汉地区区域水务龙头企业。目前公司拥有污水处理能力为 156 万吨/日（占武汉市日污水处理量约 70%），自来水产能 130 万吨/日（约占汉口地区供水总量的 90%），区域垄断优势显著。2、募投的污水处理项目稳步推进，投产后将逐步释放污水处理能力。我们预计 2015-2016 年有望分别投产 25 万吨/日，10 万吨/日的污水处理能力，贡献净利润约 5000 万元。3、与碧水源合作实现优势互补，后续环保业务值得期待。公司与碧水源合作成立工程合资公司，2014 年首次实现环保工程业务收入 1448 万元（毛利率水平为 23.9%），未来工程公司将围绕水务和环保业务进行展开，后续开拓值得期待。4、水价上调有望将加速大股东自来水资产注入。由于历史原因，武水集团的自来水盈利能力较低，尚有 227 万吨的供水资产还未置入上市公司。随着阶梯水价的推进，水价具有进一步提升空间，供水业务盈利的改善将会加速推动集团后续资产注入，带来巨大业务增量。

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.53 元、0.60 元、0.67 元，对应的动态 PE 为 22 倍、20 倍和 18 倍，给予“增持”评级。

四、风险提示

在建项目推进低于预期风险；政策变动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1178.20	1370.38	1625.61	1895.01	净利润	325.44	378.70	429.44	478.24
营业成本	773.01	899.01	1079.55	1281.15	折旧与摊销	280.38	395.25	395.25	425.25
营业税金及附加	2.01	2.34	2.77	3.23	财务费用	117.29	89.75	84.16	72.52
销售费用	7.93	9.59	10.89	12.70	资产减值损失	20.64	6.49	6.49	6.49
管理费用	51.35	79.96	94.86	110.58	经营营运资本变动	14.58	-124.33	-57.51	-141.08
财务费用	112.16	103.29	100.22	91.24	其他	-704.48	-671.46	-822.97	-750.71
资产减值损失	20.64	6.49	6.49	6.49	经营活动现金流净额	53.85	74.40	34.87	90.71
投资收益	4.55	0.00	0.00	0.00	资本支出	-493.62	-600.00	-500.00	-300.00
公允价值变动损益	1.52	1.50	1.50	1.50	其他	-10.98	154.85	154.85	154.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-504.60	-445.15	-345.15	-145.15
营业利润	217.18	271.20	332.33	391.13	短期借款	-240.00	-75.00	0.00	0.00
其他非经营损益	178.05	184.76	184.76	184.76	长期借款	-521.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	395.23	455.96	517.09	575.89	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	69.80	77.26	87.65	97.65	支付股利	-37.61	-43.76	-49.63	-55.27
净利润	325.44	378.70	429.44	478.24	其他	652.47	-89.75	-84.16	-72.52
少数股东损益	0.57	0.66	0.75	0.83	筹资活动现金流净额	-146.92	-208.51	-133.79	-127.79
归属母公司股东净利润	324.87	378.04	428.69	477.41	现金流量净额	-597.66	-579.26	-444.07	-182.22
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	819.40	785.57	1047.90	1501.95	成长能力				
应收和预付款项	409.91	526.74	585.05	712.18	销售收入增长率	13.82%	16.31%	18.62%	16.57%
存货	2.60	117.45	133.99	162.46	营业利润增长率	49.74%	24.87%	22.54%	17.69%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	19.59%	16.37%	13.40%	11.36%
长期股权投资	32.65	32.65	32.65	32.65	EBITDA 增长率	9.37%	21.24%	5.90%	7.74%
投资性房地产	3022.94	3022.94	3022.94	3022.94	获利能力				
固定资产和在建工程	5663.79	5879.10	5994.41	5879.72	毛利率	34.39%	34.40%	33.59%	32.39%
无形资产和开发支出	403.58	386.59	369.61	352.63	三费率	14.55%	14.07%	12.67%	11.32%
其他非流动资产	0.99	0.99	0.99	0.99	净利率	27.62%	27.63%	26.42%	25.24%
资产总计	7369.12	7650.79	8069.68	8519.12	ROE	7.85%	8.46%	8.84%	9.06%
短期借款	75.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.73%	7.13%	7.45%	7.61%
应付和预收款项	803.93	825.65	864.74	891.20	ROIC	4.98%	5.30%	5.79%	6.28%
长期借款	1899.28	1899.28	1899.28	1899.28	EBITDA/销售收入	65.87%	68.66%	61.30%	56.66%
其他负债	286.40	286.40	286.40	286.40	营运能力				
负债合计	3064.60	3011.32	3050.41	3076.87	总资产周转率	0.16	0.18	0.20	0.22
股本	709.57	709.57	709.57	709.57	固定资产周转率	0.24	0.26	0.33	0.37
资本公积	1512.64	1512.64	1512.64	1512.64	应收账款周转率	2.90	2.87	2.85	2.91
留存收益	1914.33	2248.61	2627.68	3049.82	存货周转率	296.82	299.67	359.85	427.05
归属母公司股东权益	4136.54	4470.82	4849.89	5272.03	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	0.91	—	—	—
少数股东权益	167.98	168.64	169.39	170.22	资本结构				
股东权益合计	4304.52	4639.46	5019.28	5442.25	资产负债率	41.59%	39.36%	37.80%	36.12%
负债和股东权益合计	7369.12	7650.79	8069.68	8519.12	带息债务/总负债	64.42%	63.07%	62.26%	61.73%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	1.06	1.18	1.42	1.88
EBITDA	776.13	940.96	996.50	1073.65	速动比率	1.05	1.18	1.42	1.88
PE	25.84	22.20	19.58	17.58	股利支付率	11.58%	11.58%	11.58%	11.58%
PB	2.03	1.88	1.73	1.59	每股指标				
PS	7.12	6.13	5.16	4.43	每股收益	0.46	0.53	0.60	0.67
EV/EBITDA	12.74	10.50	9.69	8.61	每股净资产	5.83	6.30	6.83	7.43
股息率	0.00	0.01	0.01	0.01	每股经营现金	0.85	0.87	1.04	1.02
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08

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