



酵母保持稳健增长, YE 空间巨大

- **经营回顾。**2014年公司实现收入37亿元,同比+17%;净利润1.5亿元,同比+0.5%;实现每股收益0.45元。15Q1单季实现收入9.8亿元,同比+23%;净利润0.5亿元,同比+36%。经销商不压货+15年春节推后,15Q1收入快速增长;同时,财务费用率下降约2pct+糖业亏损减少,促使净利润同比大幅提升。
- **投资要点。**1、酵母和YE稳定快速增长,其他业务逐步好转: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;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;糖类业务止跌回升,增加业绩弹性。2、人员数量得到有效控制,同时考核侧重于利润,降低费用积极性较大。3、新增固定资产减少,折旧费用增速降低,主业毛利率提升。目前公司的固定资产增速变缓,在建工程项目较少,2014年末在建工程仅为0.67亿元,占固定资产比重为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的影响逐步减弱,主业毛利率提升。4、糖蜜价格上涨不影响复苏进程。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,2015年白酒行业长期拐点来临,但产量不会出现大幅增长,同时考虑到环保对酒精行业的影响,预计白酒行业不会对糖蜜需求产生较大影响。15年糖蜜价格上涨15%左右,短期内对公司毛利率会有所影响,但并不影响公司酵母主业的复苏和YE市场的快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2015~2017年EPS分别为0.67元、0.93元、1.12元,对应PE分别为39倍、28倍、21倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**三费控制或不达预期;糖蜜价格大幅波动。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3654.11	4311.20	5064.10	5938.19
增长率	17.14%	17.98%	17.46%	17.26%
归属母公司净利润(百万元)	147.19	222.37	307.09	367.95
增长率	0.51%	51.08%	38.10%	19.82%
每股收益EPS(元)	0.45	0.67	0.93	1.12
净资产收益率ROE	5.83%	7.38%	9.38%	10.38%
PE	59.28	39.24	28.41	23.71
PB	2.88	2.66	2.46	2.28

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

西南证券研究发展中心

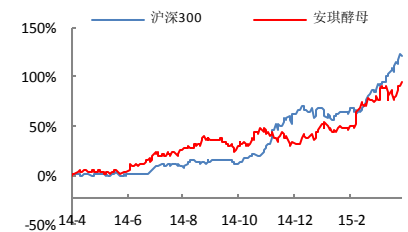
分析师: 朱会振

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: 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)	13.86-28.02
总市值(亿元)	89.43
总资产(亿元)	61.76
每股净资产(元)	8.65

相关研究

1. 安琪酵母(600298): 收入稳健增长+净利率提升, 上调至买入 (2014-11-18)
2. 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）酵母和 YE 稳定快速增长，其他业务逐步好转.....	3
（二）人员数量得到有效控制.....	4
（三）新增固定资产减少，折旧费用增速降低.....	5
（四）糖蜜价格上涨不影响复苏进程.....	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: 13Q1 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: 13Q1 以来公司单季度净利润及同比增速.....	1
图 5: 2014 年公司分项收入状况.....	2
图 6: 2014 年公司酵母及深加工行业分项收入状况.....	2
图 8: 2010 年以来公司毛利率、净利率状况.....	3
图 9: 13Q1 以来公司单季度毛利率、净利率状况.....	3
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: 公司分业务收入及成本预测.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

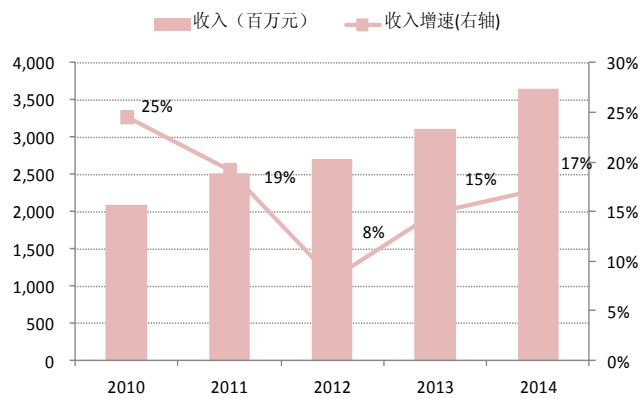
一、经营状况回顾

2014 年公司实现收入 37 亿元, 同比+17%; 净利润 1.5 亿元, 同比+0.5%; 实现每股收益 0.45 元。15Q1 单季实现收入 9.8 亿元, 同比+23%; 净利润 0.5 亿元, 同比+36%。经销商不压货+15 年春节推后, 15Q1 收入快速增长; 同时, 财务费用率下降约 2pct+糖业亏损减少, 促使净利润同比大幅提升。

2013 年公司重回酵母主业后, 收入端出现好转。14 年公司收入增长驱动因素主要有: 1、传统酵母继续稳健增长, 烘焙和发酵面食业务出现较高增长; 2、酵母提取物 YE 继续保持高速增长; 3) 出口收入增幅高于国内, 14 年国内收入 24 亿元, 同比+16%; 海外市场收入 12 亿元, 同比+21%。

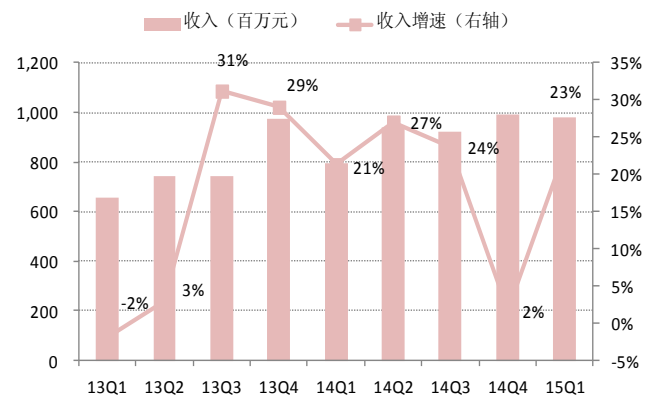
14 年公司净利润受糖业影响较大, 赤峰制糖业务亏损 4817 万元, 伊力特糖业亏损 1512 万元。如果剔除糖业亏损及四季度计提的 2058 万元的存货跌价准备, 公司 14 年营业利润达到 2.76 亿元, 同比+30%, 显示主业快速恢复及盈利能力提升。

图 1: 2010 年以来公司收入及同比增速



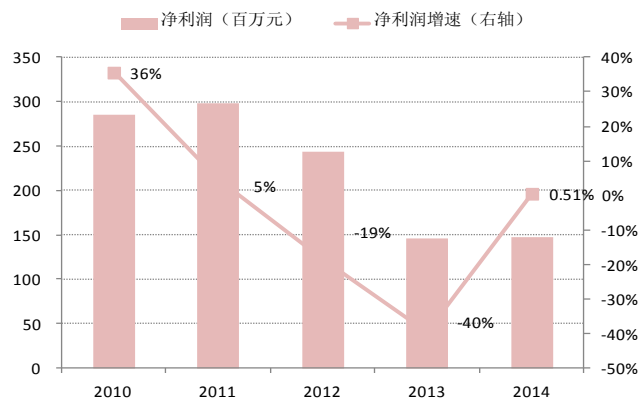
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 13Q1 以来公司单季度收入及同比增速



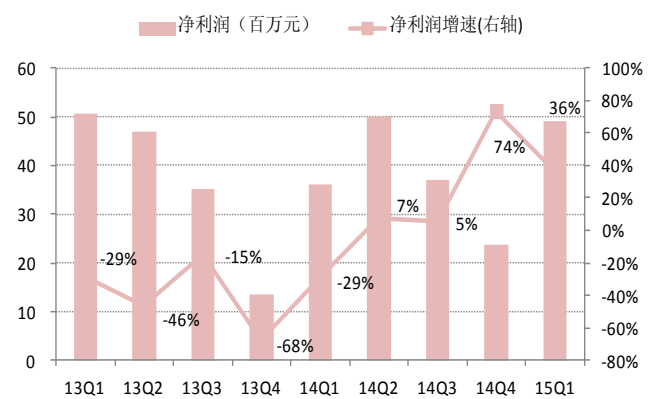
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2010 年以来公司净利润及同比增速



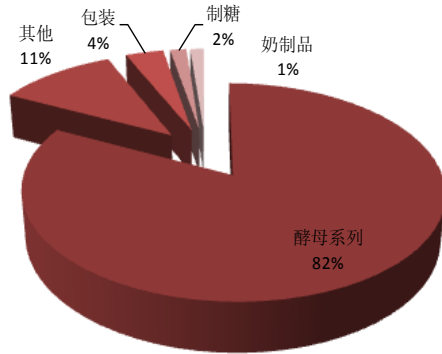
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 13Q1 以来公司单季度净利润及同比增速

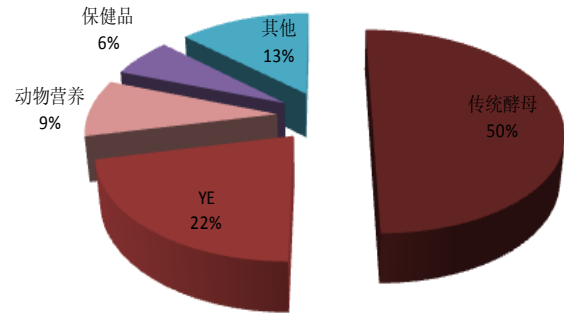


数据来源: 公司公告, 西南证券

14 年全年酵母及深加工行业实现收入 30 亿元，同比+16% (14H2 同比+18%)，占公司整体收入的 83%，毛利同比+34%，毛利率 30.80%，同比-0.67pct (其中 14H2 毛利率为 28.03%，同比-2.54pct)。

图 5: 2014 年公司分项收入状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 2014 年公司酵母及深加工行业分项收入状况


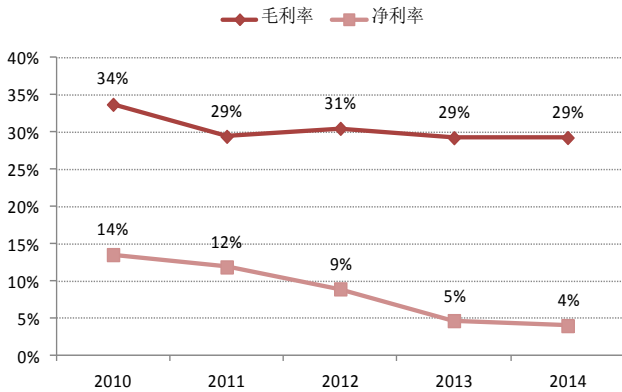
数据来源: 公司公告, 西南证券估算

白砂糖的价格已到达低谷, 开始出现回升的趋势, 15 年公司亏损进一步扩大的可能性较小。

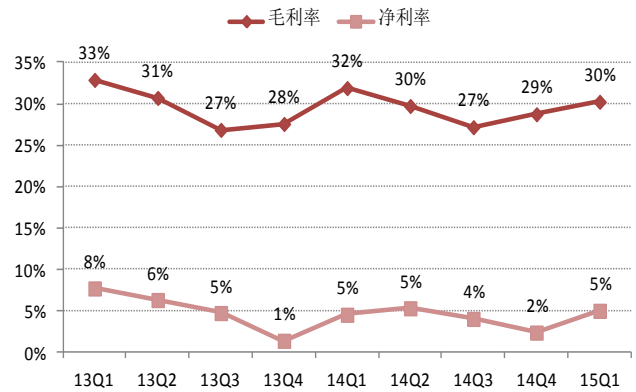
图 7: 白砂糖价格已开始从低谷回升 (元/吨)


数据来源: WIND 资讯, 西南证券

公司毛利率稳定在 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 2012 年大量在建工程转固后, 固定资产折旧费用大幅增加, 同时公司人员快速增加, 导致三费高企, 侵蚀净利润。14 年净利率下降主要是糖类亏损影响较大, 15Q1 净利率已提升至 5%, 预计 15 年盈利能力将持续提升。

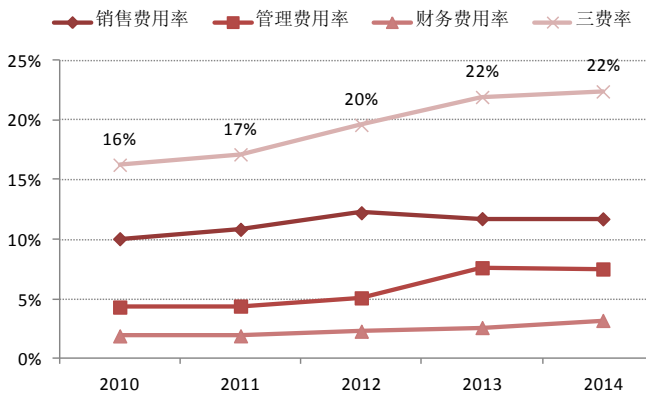
图 8: 2010 年以来公司毛利率、净利率状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

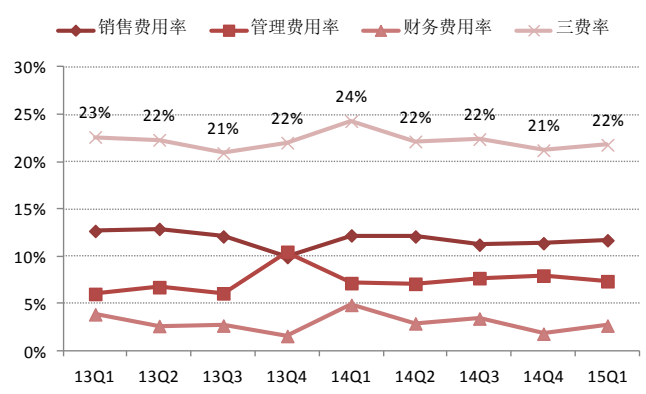
图 9: 13Q1 以来公司单季度毛利率、净利率状况


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。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。14 年公司对员工数量和费用加强控制, 单季度三费率呈下降趋势。预计随着收入规模的增加及管理能力提升, 费用率呈现逐步下降趋势。

图 10: 2010 年以来公司三费率状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 11: 13Q1 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

(一) 酵母和 YE 稳定快速增长, 其他业务逐步好转

酵母主业将保持稳定增长

14 年传统酵母保持 20% 以上增速, 传统酵母稳定快速增长增速较快的主因: 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、人民币双向波动, 出口好于往年; 四、埃及工厂运行顺畅。15Q1 继续保持稳定增长, 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, 酵母主业保持增长态势不变。

酵母抽提物 YE 快速增长，空间广阔

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,且空间巨大:

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,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。

其他业务逐步好转

动物营养用于养殖行业替代抗生素的使用,增长乐观;; 保健品与经销商价格调整后,竞争优势增加; 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; 糖的价格企稳回升,逐步减少亏损,增加业绩弹性。

(二) 人员数量得到有效控制

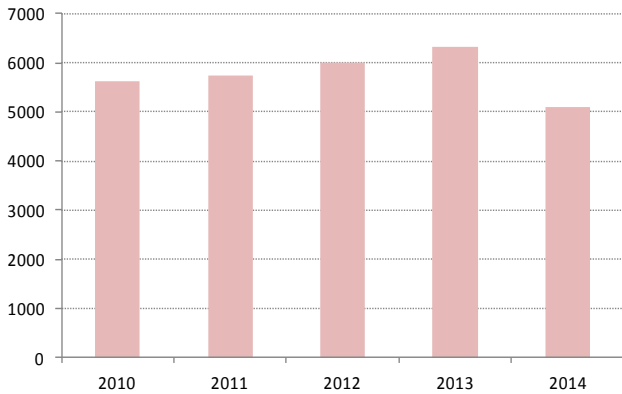
公司人员数量在 2013 年急剧增长,我们认为与母子公司统计口径相关,并不能完全反映实际情况。按照公司一个工厂 200 多人的规模,预计年新增员工数量在 300 人左右。14 年公司员工人数减少 1200 多人,其中子公司减少近 1500 人,主要在管理人员和生产人员方面,人员数量得到有效控制。

表 1: 公司报表披露员工人数

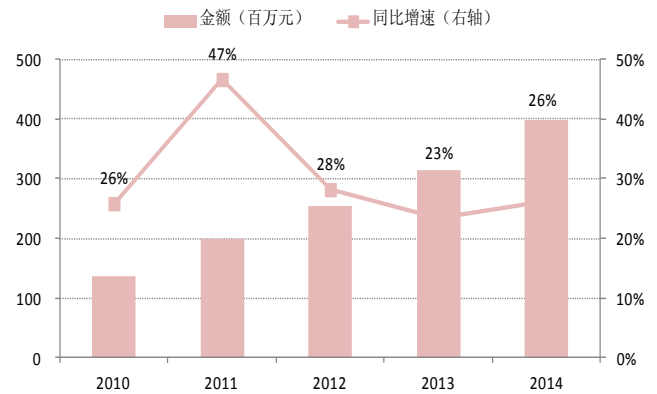
(单位: 人)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
生产人员	383	379	414	427	422	4248	3773
销售人员	331	390	432	595	787	827	712
管理人员	96	103	160	187	198	935	250
财务人员	31	30	30	32	35	104	92
专职研发人员	59	65	72	90	102	202	268
合计	900	967	1108	1331	1544	6316	5095

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。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、考核要求更加重视利润端,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)


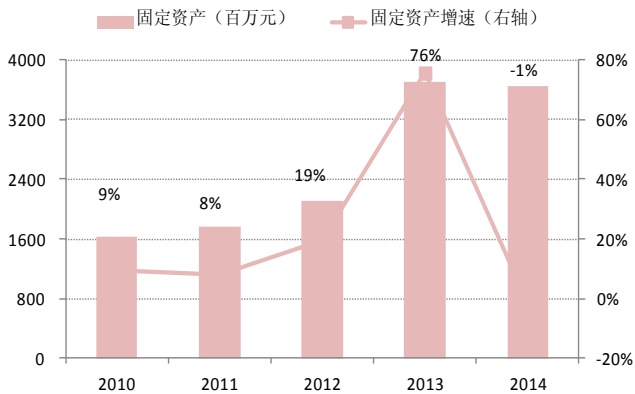
数据来源: 公司公告, 西南证券估算

图 13: 2010 年以来公司支付给职工以及为职工支付的现金


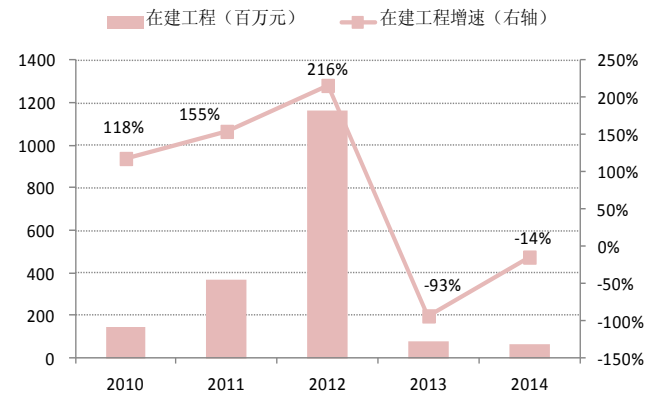
数据来源: 公司公告, 西南证券

(三) 新增固定资产减少, 折旧费用增速降低

公司大量的在建工程在 2013 年转固后, 折旧费用大幅增加, 导致毛利率下滑, 管理费用和财务费用大幅上升。目前公司的固定资产增速变缓, 在建工程项目较少, 2014 年末在建工程仅为 0.67 亿元, 占固定资产比重为 1.85%, 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。

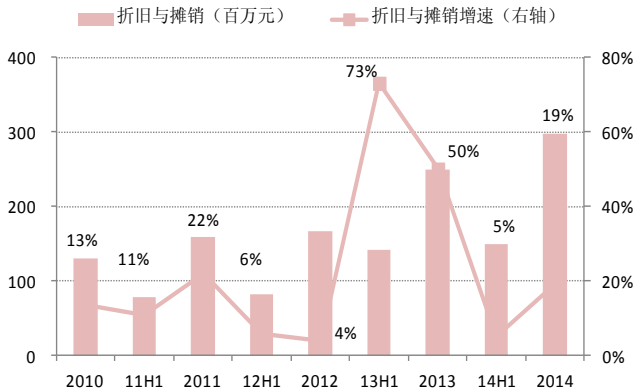
图 14: 2010 年以来公司固定资产状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

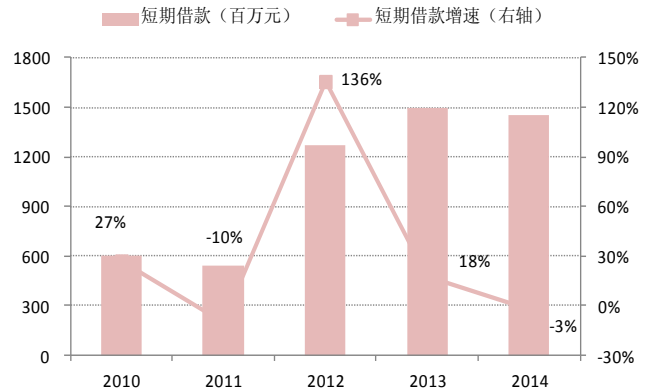
图 15: 2010 年以来公司在建工程状况


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 年仅增长 19%, 同时短期借款金额减少了 3%。公司的管理有所提升, 管理费用和财务费用都得到了一定的控制。

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

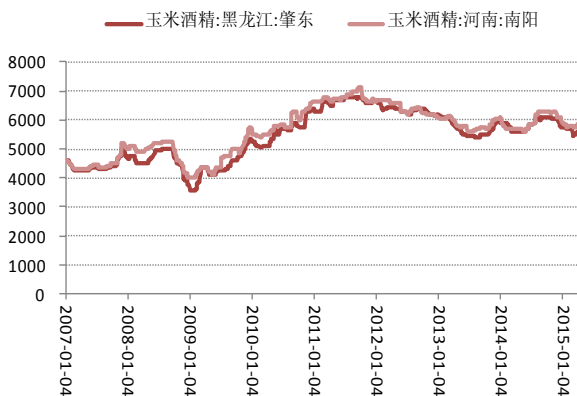
图 17: 2010 年以来公司短期借款状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

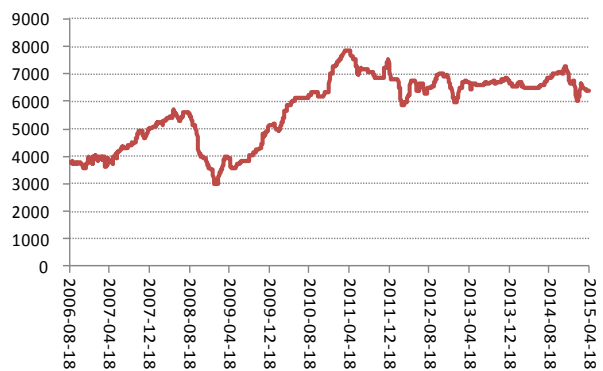
(四) 糖蜜价格上涨不影响复苏进程

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。2015 年白酒行业长期拐点来临, 但产量不会出现大幅增长, 同时考虑到环保对酒精行业的影响, 预计白酒行业不会对糖蜜需求产生较大影响。15 年糖蜜价格的上涨, 主要是原材料供应减少导致。截止 4 月 22 日糖蜜的价格涨至 935 元/吨, 相较于 13、14 年 800 元/吨的均价, 涨幅超过 15%。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, 糖蜜价格也唯有大幅上升。

即使糖蜜价格出现上涨, 我们认为也只是在公司主业复苏中的小插曲, 并不影响公司酵母主业的复苏和 YE 市场的快速增长。

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

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.67 元、0.93 元、1.12 元，对应 PE 分别为 39 倍、28 倍、21 倍，维持“买入”评级。

表 2: 公司分业务收入及成本预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	2,714	3,119	3,654	4,311	5,064	5,938
yoy		15%	17%	18%	17%	17%
营业成本	1,885	2,206	2,584	3,041	3,573	4,199
毛利率	31%	29%	29%	29%	29%	29%
酵母系列						
收入	2388	2583	2993	3487	4045	4672
yoy		8%	16%	17%	16%	16%
成本	1640	1770	2071	2406	2791	3223
毛利率	31%	31%	31%	31%	31%	31%
包装						
收入	45	73	130	208	311	452
yoy		60%	79%	60%	50%	45%
成本	36	60	109	170	255	370
毛利率	21%	17%	16%	18%	18%	18%
奶制品						
收入	37	41	46	48	49	51
yoy		9%	14%	3%	3%	3%
成本	28	29	32	33	34	36
毛利率	25%	29%	32%	30%	30%	30%
制糖						
收入	0	58	56	59	62	65
yoy		#DIV/0!	-3%	5%	5%	5%
成本	0	55	66	64	62	65
毛利率	0%	4%	-18%	-8%	0%	0%
其他						
收入	234	328	402	482	569	672
yoy		41%	22%	20%	18%	18%
成本	172	257	285	347	410	484
毛利率	27%	22%	29%	28%	28%	28%
其他业务收入						
收入	9	37	27	28	28	28
yoy		304%	-27%	3%	0%	0%
成本	9	35	21	21	21	21
毛利率	0%	6%	24%	25%	25%	25%

数据来源: 公司公告, 西南证券

四、风险提示

三费控制或不达预期; 糖蜜价格大幅波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3654.11	4311.20	5064.10	5938.19	净利润	176.82	242.37	332.09	397.95
营业成本	2583.74	3041.31	3573.12	4198.50	折旧与摊销	312.71	321.18	339.36	362.88
营业税金及附加	23.99	28.30	33.24	38.98	财务费用	116.62	118.63	98.37	101.68
销售费用	428.25	504.41	587.44	682.89	资产减值损失	18.86	1.73	0.00	0.00
管理费用	274.47	319.03	367.15	430.52	经营营运资本变动	-84.03	-99.81	-144.61	-176.40
财务费用	116.62	118.63	98.37	101.68	其他	158.31	10.00	0.00	0.00
资产减值损失	18.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	699.29	594.11	625.21	686.10
投资收益	-15.12	-10.00	0.00	0.00	资本支出	-25.99	-210.00	-510.00	-310.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-374.37	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	-400.35	-210.00	-510.00	-310.00
营业利润	193.07	289.53	404.78	485.61	短期借款	-39.06	-842.21	-66.46	-83.33
其他非经营损益	44.82	38.00	38.00	38.00	长期借款	0.00	400.00	200.00	0.00
利润总额	237.89	327.53	442.78	523.61	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	61.07	85.16	110.70	125.67	支付股利	-49.44	-49.70	-75.08	-103.69
净利润	176.82	242.37	332.09	397.95	其他	-122.83	-60.03	-98.37	-101.68
少数股东损益	29.63	20.00	25.00	30.00	筹资活动现金流净额	-211.33	-551.94	-39.92	-288.70
归属母公司股东净利润	147.19	222.37	307.09	367.95	现金流量净额	71.65	-167.83	75.29	87.41
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	598.95	431.12	506.41	593.82	成长能力		-		
应收和预付款项	524.84	576.41	661.91	764.64	销售收入增长率	17.14%	17.98%	17.46%	17.26%
存货	932.11	1195.94	1408.67	1658.82	营业利润增长率	-8.70%	49.96%	39.81%	19.97%
其他流动资产	125.51	148.07	173.93	203.96	净利润增长率	-2.86%	37.07%	37.02%	19.83%
长期股权投资	23.13	13.13	13.13	13.13	EBITDA 增长率	12.59%	17.18%	15.52%	12.78%
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	3725.93	3613.46	3783.06	3729.39	毛利率	29.29%	29.46%	29.44%	29.30%
无形资产和开发支出	311.35	313.02	314.44	315.61	三费率	22.42%	21.85%	20.79%	20.46%
其他非流动资产	40.39	40.01	39.63	39.25	净利率	4.84%	5.62%	6.56%	6.70%
资产总计	6282.21	6331.16	6901.17	7318.62	ROE	5.83%	7.38%	9.38%	10.38%
短期借款	1455.80	613.59	547.13	463.80	ROA	2.87%	2.81%	6.45%	7.29%
应付和预收款项	673.65	903.80	1071.94	1265.14	ROIC	4.46%	5.79%	6.93%	7.77%
长期借款	0.00	400.00	600.00	600.00	EBITDA/销售收入	17.03%	16.92%	16.64%	16.00%
其他负债	1121.28	1131.02	1142.35	1155.67	营运能力				
负债合计	3250.73	3048.42	3361.42	3484.61	总资产周转率	0.58	0.68	0.77	0.84
股本	329.63	329.63	329.63	329.63	固定资产周转率	1.00	1.20	1.40	1.61
资本公积	1145.27	1145.27	1145.27	1145.27	应收账款周转率	9.42	11.48	12.22	12.56
留存收益	1406.06	1578.73	1810.73	2074.99	存货周转率	2.75	2.80	2.70	2.70
归属母公司股东权益	2822.36	3053.63	3285.63	3549.89	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	115.06%	--	--	--
少数股东权益	209.12	229.12	254.12	284.12	资本结构				
股东权益合计	3031.47	3282.74	3539.75	3834.01	资产负债率	51.75%	48.15%	48.71%	47.61%
负债和股东权益合计	6282.21	6331.16	6901.17	7318.62	带息债务/总负债	60.16%	33.25%	34.13%	30.53%
					流动比率	0.81	0.91	1.02	1.14
					速动比率	0.47	0.45	0.50	0.55
					股利支付率	33.59%	22.35%	24.45%	28.18%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.67	0.93	1.12
					每股净资产	9.20	9.96	10.74	11.63
					每股经营现金	2.12	1.80	1.90	2.08
					每股股利	0.15	0.15	0.23	0.31
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	622.40	729.34	842.52	950.17					
PE	60.76	40.22	29.12	24.31					
PB	2.95	2.72	2.53	2.33					
PS	2.45	2.07	1.77	1.51					
EV/EBITDA	17.29	14.38	12.52	10.92					
股息率	0.55%	0.56%	0.84%	1.16%					

数据来源: WIND 资讯, 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 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

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 层

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

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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

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