

外延并购加速转型升级

投资要点

- **事件:** 金叶珠宝于4月26日发布了重大资产重组预案, 拟以每股11.92元的价格向丰汇租赁原股东发行2.8亿股, 同时支付现金26.3亿元, 总对价59.5亿元, 购买中融资产、盟科投资、盛运环保、重庆拓洋合计持有的丰汇租赁90%股权。
- **丰汇租赁业务范围广, 业绩稳健。** 2014年在北京百余家租赁公司中, 丰汇租赁在民营租赁公司里排名第一。公司长期与民生金融租赁、工商银行、光大银行、建设银行等金融机构开展战略合作, 业务覆盖了医疗、供热、水务、电力、钢铁等行业的企事业单位, 核心客户包括首创集团、大连特钢、北京城建、广东电力等。
- **国内融资租赁公司成长空间巨大。** 目前全国的租赁公司有2200家以上, 其中上海就有500家, 但只有10%的公司是活跃的, 全国来看, 排名前10的租赁公司占据行业80%的规模。从租赁渗透率(年租赁交易量与年设备投资额的比率)来看, 英国、加拿大以及澳大利亚的租赁渗透率都在30%以上, 日本和韩国在8%左右, 而中国2013年的租赁渗透率仅为3.1%。我国租赁行业未来有很大成长空间。
- **金叶珠宝产融结合将对公司业绩有整体提升。** 公司目前的主要收入来源于黄金的批发业务, 与同行业其他大珠宝品牌公司相比, 金叶珠宝目前处于毛利率较低的业务范围。此次收购丰汇租赁意味着公司开始布局融资租赁行业, 公司将融资租赁、黄金租赁、委托贷款等金融服务模式与公司的黄金产业经营优势有效结合, 进一步挖掘黄金的货币价值, 为公司打造黄金业务全产业链及金融服务提供商的战略铺路。
- **估值与评级:** 假设公司2015年实现并表, 估算备考业绩。预计公司2015-2017年实现归母净利润6.3亿元、9.5亿元和11.7亿元, 对应的摊薄后EPS分别为0.66元, 0.99元和1.21元。公司此次收购将为经营带来很大协同作用, 结合当前市场和行业的情况, 给予公司2015年50倍PE的估值, 目标价33元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 利率或大幅波动; 中国经济增速大幅低于预期或导致实体企业现金流紧张, 信用风险大面积爆发; 并购事项进展或不及预期。

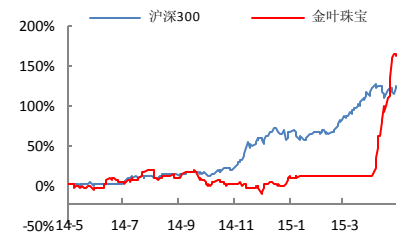
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10333	14054	16539	18666
增长率	17.00%	36.02%	17.68%	12.86%
归属母公司净利润(百万元)	142	632	948	1168
增长率	-2.91%	363.77%	50.00%	23.17%
每股收益EPS(元)	0.26	0.66	0.99	1.21
净资产收益率ROE	10.32%	18.28%	22.23%	22.37%
PE	110.47	42.96	28.64	23.26
PB	11.20	4.47	3.62	2.96

数据来源: Wind, 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: xiongli@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)	5.57
流通A股(亿股)	3.9
52周内股价区间(元)	9.26-29.78
总市值(亿元)	157.33
总资产(亿元)	35.03
每股净资产(元)	2.40

相关研究

目 录

一、公司重大资产重组进入融资租赁领域.....	1
（一）交易方案.....	1
（二）业绩承诺.....	1
二、标的公司业绩稳健.....	2
（一）优秀的民营租赁公司.....	2
（二）业务领域广泛.....	3
（三）国内融资租赁市场空间巨大.....	4
三、产融结合，提升公司整体发展空间.....	5
四、盈利预测与投资建议.....	6

图 目 录

图 1: 发行后金叶珠宝股本比例	1
图 2: 交易支付方式	1
图 3: 2014 年各公司净利率	3
图 4: 2014 年各公司 ROE, ROA	3
图 5: 2014 年远东宏信业务构成	3
图 6: 2014 年渤海租赁业务构成	3
图 7: 2013 年各地区融资租赁交易额	4
图 8: 主要国家的租赁渗透率历年情况	4
图 9: 公司营业收入情况及增速	5
图 10: 公司净利润及增速	5

表 目 录

表 1: 承诺业绩及每股收益测算	2
表 2: 丰汇租赁主要财务状况	2
附表: 财务预测与估值	7

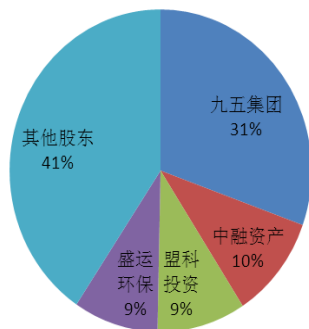
一、公司重大资产重组进入融资租赁领域

(一) 交易方案

金叶珠宝在停牌近三个月后，于 4 月 26 日发布了重大资产重组预案，拟以每股 11.92 元的价格向丰汇租赁原股东发行 2.8 亿股，合计 33.2 亿元，同时支付现金 26.3 亿元，其中 15.0 亿元来源于向大股东九五集团定向增发 1.3 亿股所募集，总对价 59.5 亿元，购买中融资产、盟科投资、盛运环保、重庆拓洋合计持有的丰汇租赁 90% 股权。

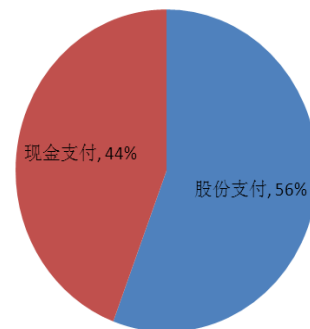
中融资产、盟科投资和重庆拓洋为一致行动人，其背后的实际控制人是业内颇受关注的中植系。交易前，中植系共持有丰汇租赁 67.5% 的股权，对应的估值约 44.6 亿元。为完成本次交易，金叶珠宝需向中植系三家公司支付现金共计 21.87 亿元。而且在本次交易后，中植系将通过中融资产、盟科投资共同间接持有金叶珠宝 1.91 亿股，占非公开发行后总股本的 19.85%。

图 1: 发行后金叶珠宝股本比例



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 交易支付方式



数据来源: 公司公告, 西南证券

公司向中融资产、盟科投资发行的股份限售期为自股份上市之日起 36 个月内不得转让，且限售解禁日不早于全部业绩补偿承诺履行完毕日。公司向盛运环保发行的股份限售期为自股份上市之日起 12 个月内不得转让。

九五集团现金认购的股份自新增股份上市之日起 36 个月内不得转让。

(二) 业绩承诺

1、交易对手方业绩承诺

中融资产、盟科投资、盛运环保及重庆拓洋等四位补偿责任人承诺丰汇租赁 2015、2016 及 2017 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为 5 亿元、8 亿元和 10 亿元。

2、九五集团业绩承诺

九五集团承诺金叶珠宝（不含丰汇租赁）2015、2016、2017 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为 1.5 亿元、2 亿元和 2.5 亿元。

表 1: 承诺业绩及每股收益测算

项目	2015	2016	2017
金叶珠宝业绩承诺 (亿元)	1.5	2	2.5
丰汇租赁业绩承诺 (亿元)	5	8	10
丰汇租赁 90%股权对应业绩承诺 (亿元)	4.5	7.2	9
合计	6	9.2	11.5
发行后总股本 (亿股)	9.6		
每股收益 (元)	0.62	0.96	1.20

数据来源: 公司公告, 西南证券

二、标的公司业绩稳健

(一) 优秀的民营租赁公司

丰汇租赁有限公司成立于 1999 年 9 月, 注册地在北京, 注册资本金人民币 20 亿元。公司通过向银行、信托公司、资产管理公司等资金提供方转移项目未来租金或者利息收益权, 以获取资金支持。

2014 年在北京百余家租赁公司中, 丰汇租赁排名第 4 (评选综合考虑资产规模、利润总额以及税收贡献三大指标)。其中第 1 名是中建投、第 2 名是中联重科、第 3 名是南车, 第 4 是丰汇租赁、第 5 是北车。我们可以看到前五名基本都是大型国企, 丰汇租赁在民营租赁公司里排名第一。

表 2: 丰汇租赁主要财务状况

项目	2015 (一季度)	2014 (年度)	2013 (年度)
总资产 (亿元)	73.8	79.9	33.6
所有者权益 (亿元)	22.3	15.0	6.6
营业收入 (亿元)	2.4	11.7	5.2
利润总额 (亿元)	0.7	4.5	2.7
净利润 (亿元)	0.4	3.4	2.0
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.6	8.1	1.1

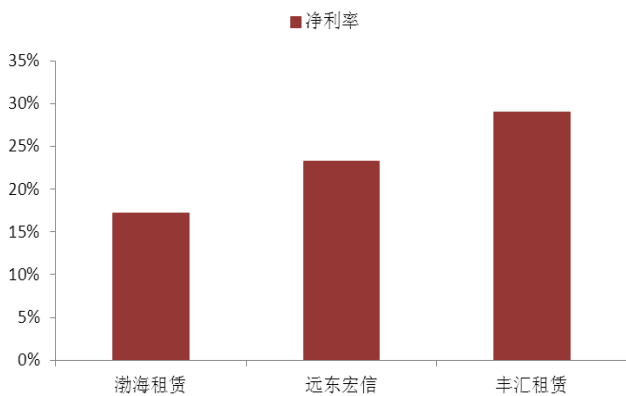
数据来源: 公司公告, 西南证券

(二) 业务领域广泛

丰汇租赁长期与民生金融租赁、工商银行、光大银行、建设银行等金融机构开展战略合作，公司目前建立了完善的前、中、后台组织架构，其中前台包括融资租赁业务、投行业务以及资本市场类业务三个部分，覆盖了医疗、供热、水务、电力、钢铁等行业的企事业单位，核心客户包括首创集团、大连特钢、北京城建、广东电力等。

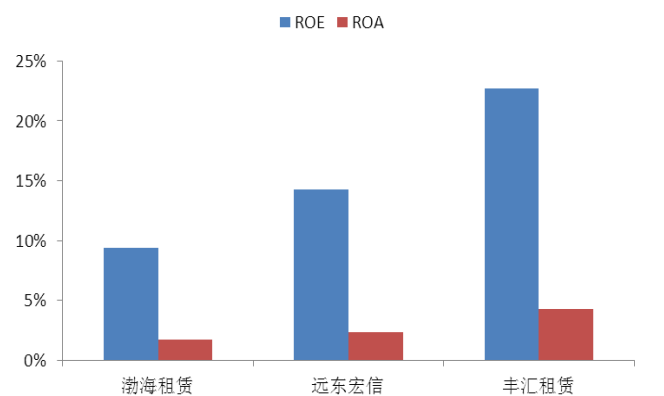
对比已上市的租赁公司渤海租赁和远东宏信，丰汇租赁的利润水平较高，这与公司的业务构成有关，2014 年公司的营业收入超过一半以上是来自于轻资产的投行业务，与传统融资租赁业务相比，这类业务利润较高。

图 3: 2014 年各公司净利率



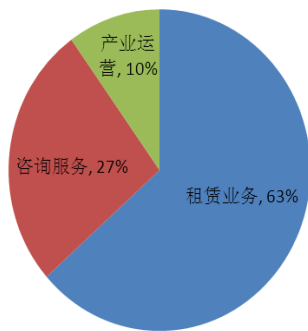
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券

图 4: 2014 年各公司 ROE, ROA



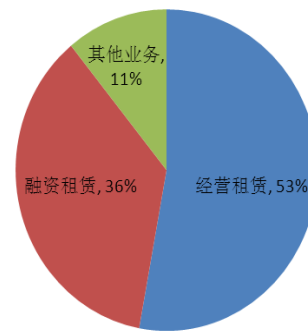
数据来源: Wind, 西南证券

图 5: 2014 年远东宏信业务构成



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券

图 6: 2014 年渤海租赁业务构成



数据来源: Wind, 西南证券

未来丰汇租赁主要考虑与地方政府、国有企业以及上市公司合作，输出管理、专业和人才。

目前公司与重庆两江新区开发投资集团等中外企业合资 (丰汇租赁占股 50%) 成立的重庆两江机器人融资租赁有限公司已正式投入运营。这是全国第一家主营机器人融资租赁业务的公司，注册于两江新区寸滩保税港区内，首期注册资本金 5 亿元人民币。公司依托重庆机器人、汽摩和电子产业优势，与国际机器人“四大家族”——瑞典 ABB、德国库卡、日本发

那科和安川电机, 沈阳新松、华中数控等国内外机器人知名制造厂商建立了工作联系, 并整合中科院重庆绿色智能研究院、两江机器人学院等单位的机器人研发、制造和培训优势。

另外, 公司针对有需求但没有相关专业背景的国有企业展开合作, 如与开滦集团签约组建开滦国际融资租赁公司 (丰汇租赁占 24%), 利用融资租赁公司的资金优势和融资优势, 将开滦集团的矿山和物流装备、汽车销售业务与金融业务绑定销售, 有效提高其市场占有率, 实现实体产业与金融产业的融合发展。

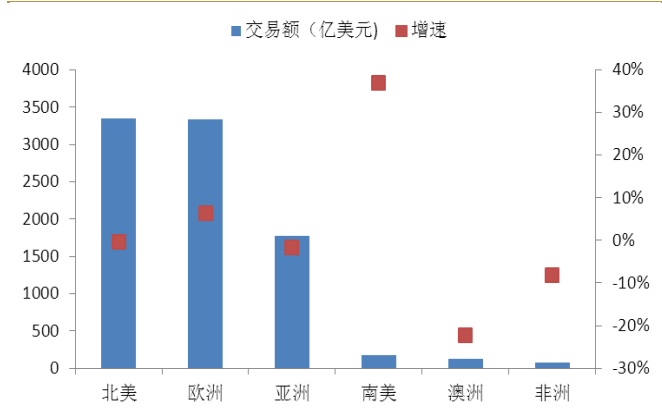
(三) 国内融资租赁市场空间巨大

目前全国的租赁公司有 2200 家以上, 其中上海就有 500 家, 但只有 10% 的公司是活跃的, 全国来看, 排名前 10 的租赁公司占据行业 80% 的规模。

从国际融资租赁行业情形来看, 规模最大的是北美和欧洲, 2013 年北美融资租赁共成交 3351 亿美元, 同比下降 0.4%, 欧洲成交 3336 亿美元, 同比增长 6.3%。规模增速最快的是南美洲, 同比增长 37%。

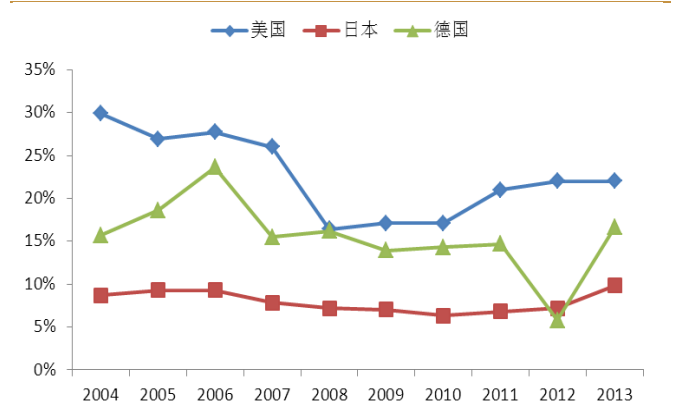
从租赁渗透率 (年租赁交易量与年设备投资额的比率) 来看, 英国、加拿大以及澳大利亚的租赁渗透率都在 30% 以上, 日本和韩国在 8% 左右, 而中国 2013 年的租赁渗透率仅为 3.1%。我们认为我国租赁行业未来有很大成长空间。

图 7: 2013 年各地区融资租赁交易额



数据来源: WCG Global Leasing Report 2015, 西南证券

图 8: 主要国家的租赁渗透率历年情况



数据来源: WCG Global Leasing Report 2015, 西南证券

亚洲地区融资租赁业务 2013 年的交易量同比下降了 1.6%, 一定程度上是由于中国国家税务局于 2013 年 5 月发布了“营改增”方案, 8 月 1 日起实施。按照该方案, 承租方在向租赁公司转让有形动产时, 不征收增值税, 企业只能给租赁公司开具普通发票, 而租赁公司在计算售后回租业务销项税额时, 没有增值税发票, 无法扣抵进项税, 导致企业重复纳税, 成本上升。2013 年 8 月之后, 中国地区售后回租业务几乎处于停滞状态。2013 年 12 月, 财政部和国家税务总局废止了该方案, 为行业带来强劲利好, 未来我国融资租赁行业将继续保持高速增长。

2014 年 7 月, 国务院印发《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》, 融资租赁第一次被定义为中国当前重点发展的生产性服务行业之一, 政府将发展融资租赁作为促进经济结构调整和转型升级的抓手之一。越来越多的地方政府也把融资租赁作为战略性新兴产业, 出台各类促进行业发展的政策和措施。

三、产融结合，提升公司整体发展空间

金叶珠宝成立于1994年，于2011年8月通过光明集团家具股份有限公司(S*ST光明)的股权分置改革后借壳上市。上市后，公司在以黄金饰品加工为主的业务基础上，积极向产业链上下游拓展，现已覆盖黄金珠宝加工批发、品牌零售、矿业投资三大主营业务板块，业务囊括了整条黄金产业链。

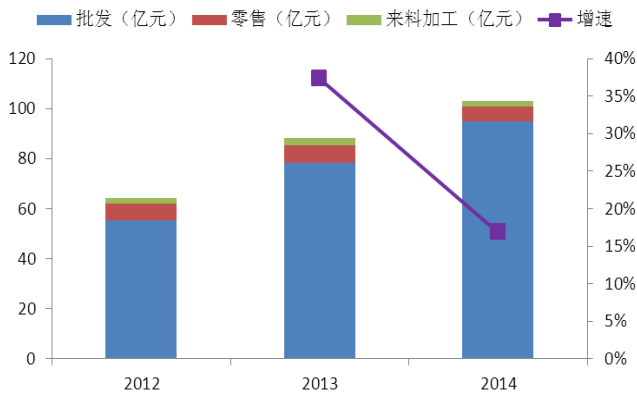
一直以来，黄金更多是被当做首饰和饰品来经营，而这个市场的上升空间非常有限。未来金叶珠宝将把黄金变成理财工具、金融产品以及投资品种。

实体产业

金叶珠宝原来从事黄金珠宝的设计和加工，主业单一，公司业绩受到黄金价格波动的影响较大。近年来，公司黄金业务发展已经步入成熟阶段，营业收入增速放缓。另外，受新市场开拓、新产品线拓展影响，公司各项期间费用同比增长较多，导致同期净利润下滑。

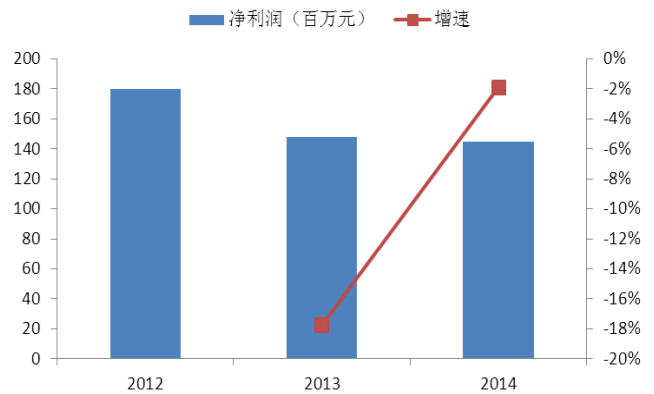
公司的主要收入来源于黄金的批发业务，2014年约占公司总收入的92%。但黄金批发却是毛利率相对最低的业务，这主要是由于公司的品牌价值有限，无法通过品牌实现溢价销售。与同行业其他大珠宝品牌公司相比，金叶珠宝目前处于毛利率较低的业务范围。

图 9: 公司营业收入情况及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 公司净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券

为完善公司业务格局，实现市场布局转型，公司做过各种尝试，此次收购丰汇租赁意味着公司开始布局融资租赁行业，公司将融资租赁、黄金租赁、委托贷款等金融服务模式与公司的黄金产业经营优势有效结合，进一步挖掘黄金的货币价值，为公司打造黄金业务全产业链及金融服务提供商的战略铺路。

黄金产业属于资金和劳动力密集型产业，充分利用黄金的货币价值可以提升公司的市场竞争力并有助于企业的可持续发展。

金融服务

一方面，丰汇租赁可以利用上市公司的平台优势，通过增发股份、公司债券等再融资渠道注入更多的经营资本金，利用上市公司的优质资产通过抵押贷款或信用担保借款等方式获得资金支持，进一步扩大丰汇租赁资本规模及业务范围，增强盈利能力。

我们看到，与国外租赁企业相比，国内租赁公司的债务成本较高，2013 年渤海租赁负债成本平均为 4.05%，远东宏信为 3.58%，而同期美国租赁企业爱卡索的负债成本仅为 0.41%。作为民营租赁公司，丰汇租赁在成本上没有优势，目前公司资金主要是从信托来的，成本 8%-10%。与上市公司合作后，公司资金成本有望降低 3%。

目前国内市场上尚无其他金融机构提供对整个黄金产业链的综合融资服务，行业尚处于培育期。未来丰汇租赁不仅仅是面向金叶珠宝，也可以和老凤祥、中国黄金合作成为为整个行业服务的金融机构。黄金周转快，流动性好，风险可控，与其他常见的标的（比如汽车、不动产等）相比，黄金的处置能力更好。

另一方面，金叶珠宝可以利用丰汇租赁强大的融资渠道、成熟的融资团队以及健全的风控体系为其提供融资服务，以拓宽融资渠道，降低融资成本，扩大现有业务规模。

四、盈利预测与投资建议

假设公司 2015 年实现并表，并据此估算备考业绩。

公司的批发业务利润水平较低，预计 2015-2017 年毛利率维持在 1.5%左右，且该项业务增速将继续放缓，未来三年增速分别为 20%、15%以及 10%。来料加工业务将保持 15%的年增速，该业务毛利率较高，将维持在 75%。零售业务未来三年将保持 5%的年增速，毛利率维持在 19%。

另外，丰汇租赁方面，由于市场成长空间很大，且与上市公司合作会带来巨大的协同作用，预计未来三年收入复合增速将为 40%，毛利率水平维持在 45%左右。

根据以上假设，预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 140.5 亿元、165.4 亿元和 186.7 亿元，实现归属母公司净利润 6.3 亿元、9.5 亿元和 11.7 亿元，对应的摊薄后 EPS 分别为 0.66 元，0.99 元和 1.21 元。公司此次收购将为经营带来很大协同作用，结合当前市场和行业的情况，给予公司 2015 年 50 倍 PE 的估值，目标价 33 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

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	10332.53	14054.14	16539.40	18666.48	净利润	144.97	671.81	925.19	1188.49
营业成本	9831.34	12825.47	14851.38	16638.09	折旧与摊销	13.63	10.23	10.37	10.37
营业税金及附加	21.62	29.41	34.61	39.07	财务费用	37.05	12.13	-2.34	-3.70
销售费用	186.41	267.03	314.25	354.66	资产减值损失	16.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.32	140.54	165.39	186.66	经营营运资本变动	640.97	-614.24	2.01	-89.16
财务费用	37.05	12.18	-2.32	-3.75	其他	-994.81	14.62	-1.11	-1.88
资产减值损失	16.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-141.26	94.55	934.11	1104.12
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	1.79	-3.17	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-36.74	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	-34.94	-3.17	0.00	0.00
营业利润	164.85	779.51	1176.09	1451.74	短期借款	-389.15	-354.10	0.00	0.00
其他非经营损益	13.91	13.75	13.79	13.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	178.75	793.26	1189.88	1465.51	股权融资	4.01	1504.10	0.00	0.00
所得税	33.78	149.93	224.89	276.98	支付股利	-33.43	-32.46	-150.41	-207.14
净利润	144.97	643.33	964.99	1188.53	其他	639.98	-12.13	2.34	3.70
少数股东损益	2.55	11.30	16.95	20.88	筹资活动现金流净额	221.41	1105.42	-148.07	-203.44
归属母公司股东净利润	142.42	632.03	948.04	1167.65	现金流量净额	45.21	1196.80	786.04	900.68
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	1392.90	2589.69	3375.74	4276.42	成长能力				
应收和预付款项	508.97	663.34	728.09	855.99	销售收入增长率	17.00%	36.02%	17.68%	12.86%
存货	814.36	1044.84	1220.74	1366.55	营业利润增长率	-7.85%	394.18%	38.35%	28.81%
其他流动资产	60.86	82.79	97.42	109.95	净利润增长率	-1.91%	363.42%	37.71%	28.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.19%	288.34%	35.61%	28.49%
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	69.62	63.18	53.65	44.12	毛利率	4.85%	8.99%	9.91%	10.87%
无形资产和开发支出	4.44	4.15	3.62	3.09	三费率	2.88%	2.99%	2.89%	2.88%
其他非流动资产	8.54	8.23	7.92	7.60	净利率	1.40%	4.78%	5.59%	6.37%
资产总计	2859.70	4456.21	5487.18	6663.74	ROE	10.32%	18.93%	21.40%	22.40%
短期借款	354.10	0.00	0.00	0.00	ROA	6.67%	5.07%	15.08%	16.86%
应付和预收款项	947.40	708.98	932.66	1101.10	ROIC	10.09%	35.73%	36.81%	42.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.09%	5.96%	6.86%	7.81%
其他负债	152.96	198.54	231.04	257.81	营运能力				
负债合计	1454.46	907.52	1163.71	1358.91	总资产周转率	4.07	3.84	3.33	3.07
股本	557.13	683.31	683.31	683.31	固定资产周转率	145.64	211.66	283.15	381.85
资本公积	397.32	1775.24	1775.24	1775.24	应收账款周转率	46.59	34.51	34.87	34.77
留存收益	350.83	978.38	1736.91	2697.39	存货周转率	10.43	13.65	12.99	12.74
归属母公司股东权益	1305.28	3436.94	4195.47	5155.95	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	110.92%	—	—	—
少数股东权益	99.95	111.75	128.00	148.88	资本结构				
股东权益合计	1405.24	3548.69	4323.47	5304.83	资产负债率	50.86%	20.37%	21.21%	20.39%
负债和股东权益合计	2859.70	4456.21	5487.18	6663.74	带息债务/总负债	24.35%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.91	4.84	4.67	4.87
					速动比率	1.35	3.68	3.61	3.86
					股利支付率	23.47%	4.92%	16.55%	17.74%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	215.53	836.98	1135.04	1458.36	每股收益	0.26	0.66	0.99	1.21
PE	110.47	42.96	28.64	23.26	每股净资产	2.52	3.69	4.50	5.52
PB	11.24	4.45	3.65	2.98	每股经营现金	-0.25	0.10	0.97	1.15
PS	1.53	1.12	0.95	0.85	每股股利	0.06	0.03	0.16	0.22
EV/EBITDA	68.41	20.04	14.08	10.34					
股息率	0.21%	0.21%	0.95%	1.31%					

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

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

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

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn