

传统传媒企业的多元化转型

投资要点

- **事件:** 日前, 我们和博瑞传播的董秘和分管新业务的副总进行了交流。
- **新兴业务正在成为公司利润的主要贡献力量。** 博瑞传播过去是经营传统纸媒体的企业, 随着近年来相继引进新型传媒业务, 公司的利润点呈现多元化的趋势, 游戏业务占收入的比重达到第二, 占比 25.96%, 但由于游戏业务的高毛利, 实际上游戏已经成为博瑞传播的利润最大贡献力量。
- **传统业务老树也有新芽。** 博瑞传播的纸媒体业务虽然面临行业整体不景气的压力, 但是博瑞传播创新的寻找到了传统业务的新发展点: 电商物流和配送业务的结合、平面媒体广告代理向户外广告业务的拓展、印刷业务向商印特别是包装印刷扩张, 使得业务面得到广泛延伸, 而不仅仅局限在纸媒体上, 有效的化解了传统业务下滑带来的业绩风险。
- **教育业务想象空间巨大。** 博瑞传播和成都最好中学之一的“成都九中”合作办学的项目在过去十年间取得了巨大的市场认可度, 考虑到未来优质教育资源将更加趋于稀缺, 同时已经成熟的学校教育体系存在和在线教育相结合的可能性, 如能产生协同效应, 教育业务未来前途无限。
- **小贷业务风险低, 或成协同效应。** 公司和小贷子公司防火墙制度完善, 无需担忧金融风险。未来小贷业务或更多为公司的发展服务, 形成两者的协同作用, 促进公司的业务更上一层楼。
- **估值与评级:** 我们预计 2015 年到 2017 年, 博瑞传播的收入为 18.64 亿、20.63 亿、23.27 亿, 对应的 EPS 为 0.39 元、0.42 元、0.48 元。目前, 大传媒板块整体估值在 60 倍左右, 考虑到目前公司新兴业务积极发展, 或有业务将给公司带来估值的提升空间, 给予 10% 的估值溢价, 对应的 2015 年目标价为 25.74 元, 首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏业务发展或不达预期、传统媒体下滑速度或超过预期。

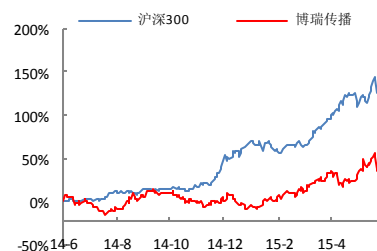
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1685.06	1864.15	2063.08	2327.35
增长率	5.55%	10.63%	10.67%	12.81%
归属母公司净利润(百万元)	280.94	424.00	458.17	522.92
增长率	-16.89%	50.92%	8.06%	14.13%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.39	0.42	0.48
净资产收益率 ROE	8.14%	9.55%	9.72%	10.35%
PE	68.69	45.51	42.12	36.90
PB	4.67	4.35	4.09	3.82

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
联系人: 刘言
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@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)	10.93
流通 A 股(亿股)	7.33
52 周内股价区间(元)	9.69-21.32
总市值(亿元)	230.91
总资产(亿元)	48.57
每股净资产(元)	3.35

相关研究

目 录

1. 传统业务和新兴产业并存	1
2. 传统业务的渠道再利用	2
3. 新兴传媒业务将成公司的主业	3
3.1 游戏业务	3
3.2 小贷业务	5
3.3 教育业务	5
4. 房地产业务不会对公司产生拖累	7
5. 盈利预测与估值	7

图 目 录

图 1: 2008 年到 2014 年, 博瑞传播营业总收入 (亿元)	1
图 2: 2008 年到 2014 年, 博瑞传播净利润 (亿元)	1
图 3: 2014 年公司收入结构	1
图 4: 公司传统业务和游戏业务的发展趋势 (万元)	1
图 5: 博瑞眼界市区户外广告	3
图 6: 博瑞眼界高速公路户外广告	3
图 7: 游戏业务的收入 (亿元) 和同比增速	4
图 8: 各个业务的毛利率对比	4
图 9: 漫游谷主要产品及其结构	5
图 10: 博瑞传播学校收入 (万元)	6
图 11: 树德中学博瑞实验学校小升初考试火爆现场	6
图 12: 学校大门	6
图 13: 公司租赁业务收入情况 (万元)	7
图 14: 博瑞创意成都	7

表 目 录

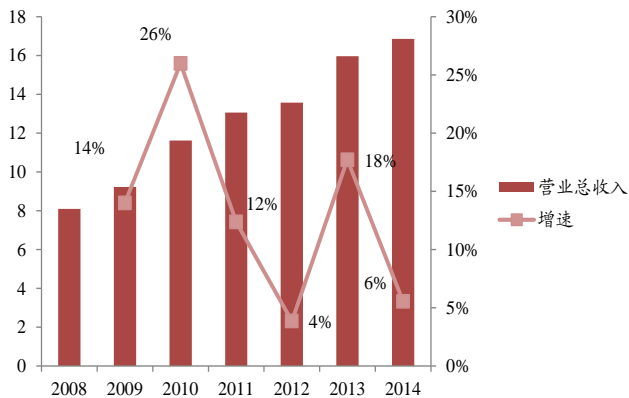
表 1: 公司传统业务的收入和毛利率情况	2
附表: 财务预测与估值	9

1. 传统业务和新兴产业并存

博瑞传播是一家由成都传媒集团控制的文化传媒类企业，控股股东是成都博瑞投资控股集团有限公司。目前公司处于传统业务：广告、印刷、发行；和新兴业务：游戏、金融、教育等并存的状态。公司在保持其官方媒体所必须的社会属性之外，积极探索传统业务的衍生价值；努力发展新兴文化产业；多领域经营化解单一产业风险，使博瑞传播未来的发展极具看点。

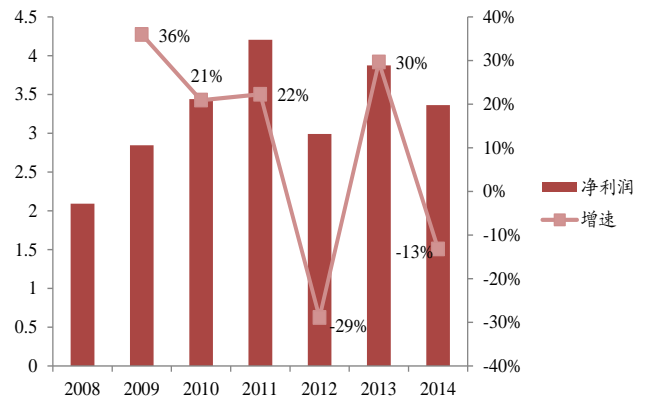
虽然，作为一家传统媒体，博瑞传播的经营业绩随着行业生态的调整，出现一定的压力：2014年，公司实现总收入和利润分别为16.8亿和3.3亿，同比增长5.6%和下降13.2%，但是公司的转型正稳步推进，新型业务也逐步成长为支撑企业未来发展的力量。

图 1: 2008 年到 2014 年，博瑞传播营业总收入 (亿元)



数据来源: wind, 西南证券

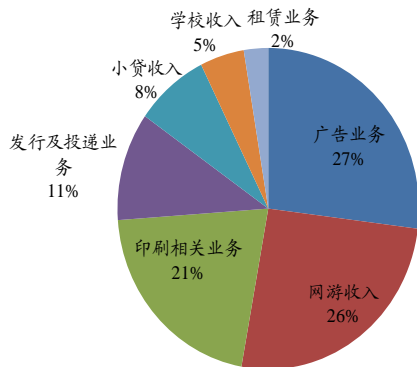
图 2: 2008 年到 2014 年，博瑞传播净利润 (亿元)



数据来源: wind, 西南证券

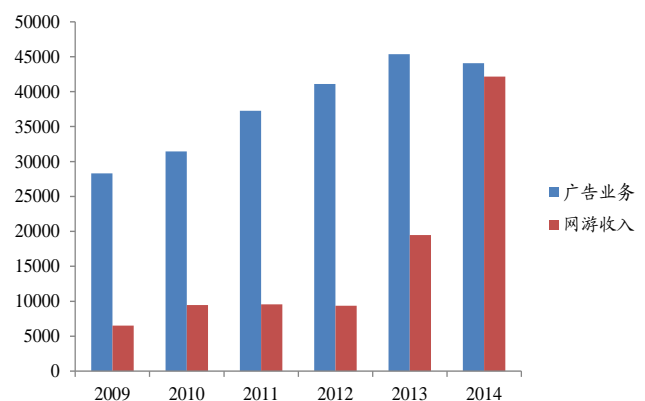
从 2014 年的经营数据来看，游戏业务已经占比接近 26%，成为公司的第二大主营业务；小额贷款也贡献了 7.9% 的营业收入；传统业务的占比则在不断缩小：印刷业务占比收入 21.1%，较 2013 年下降 11 个百分点，且连续多年呈现下降的趋势；发行及投递业务占比收入的 10.95%，较 2013 年下降 1.2 个百分点，公司传统业务开始稳步收缩，新兴业务则飞速发展，企业转型正按部就班的快速推进。

图 3: 2014 年公司收入结构



数据来源: 公 wind, 西南证券

图 4: 公司传统业务和游戏业务的发展趋势 (万元)



数据来源: wind, 西南证券

2. 传统业务的渠道再利用

过去,博瑞传播作为成都官方报社的重要宣传口,广告、发行、印刷、投递是公司的核心收入来源,虽然由于互联网的兴起,传统纸媒体面临行业性的大收缩,公司的传统业务收入和毛利率都呈现快速下降的趋势:2014年,公司的传统业务中,印刷实现收入3.4亿元,较2013年下降超过1.4亿元,毛利率更是跌落至23%的水平;广告、发行和投递业务也呈现逐步收缩的态势,收入规模和毛利率也均位于下降的通道。

虽然目前公司的传统业务表面上看是拖累公司业绩的鸡肋,且因为是政府传媒集团,传统业务作为宣传口径还不能放弃,但博瑞传播通过自身努力,在成本控制的基础上,努力寻找传统业务的潜在价值,通过电商物流和配送业务的结合、平面媒体广告代理向户外广告业务的拓展、印刷业务向商印特别是包装印刷扩张等方面使得传统业务迸发出新的活力。

表 1: 公司传统业务的收入和毛利率情况

	广告		印刷		发行投递	
	收入(万元)	毛利率%	收入(万元)	毛利率%	收入(万元)	毛利率%
2014	44,058.59	33.41	34,270.93	23.25	17,788.08	36.25
2013	45,347.00	54.04	48,726.36	28.84	18,389.73	38.12
2012	41,087.43	59.33	53,485.94	29.15	18,267.95	45.77
2011	37,264.99	68.21	58,895.30	31.19	15,253.47	43.28
2010	31,457.45	68.07	53,698.67	29.53	12,962.12	54.82
2009	28,295.52	60.97	39,197.22	33.49	11,729.63	61.82

数据来源: wind, 西南证券

平面媒体广告→户外广告

随着互联网移动技术的发展和成熟,传统纸媒体的业务空间被逐步压缩,受众人群也逐步呈现老龄化,且随着时代的发展,这样的趋势难以逆转。这就使得公司的传统纸媒体业务受到巨大的挑战,尤其是公司的主要收入来源——广告业务,由于纸媒体市场的收缩,使得广告业务也承受着巨大压力。

在这样的背景下,博瑞传播成立了博瑞眼界这样一个户外广告的平台,包括市区媒体、LED媒体和高速公路媒体。从目前的情况来看,其已经成为四川、乃至西南最为专业和规模最大的户外广告公司之一,同时通过并购的方式向全国延伸,目前以成都、海口、武汉、深圳、杭州等核心城市为支点的户外传媒网络已经具备一定规模,使得公司传统广告业务具备了新的发展空间。

户外广告和纸媒体广告在受众和发展空间上有根本的区别:纸媒体广告的受众主要是纸媒体的购买人,而目前移动技术带来阅读便利是纸媒体无法比拟的,所以纸媒体广告业务将会越来越难;户外广告则不同,其受众主要是户外人群,只要人流量存在,广告的价值就存在,而短期来看,该行业仍具有旺盛的生命力。

图 5: 博瑞眼界市区户外广告



数据来源: wind, 西南证券

图 6: 博瑞眼界高速公路户外广告



数据来源: wind, 西南证券

传统配送→电商落地配

配送业务因为纸媒体的需求量和生活方式的转变,目前更是压力重重,且随着纸媒体的收缩,未来的经营压力难免进一步加剧。但我们认为,电商落地配业务是公司利用传统资源挖掘新兴价值的集中体现。

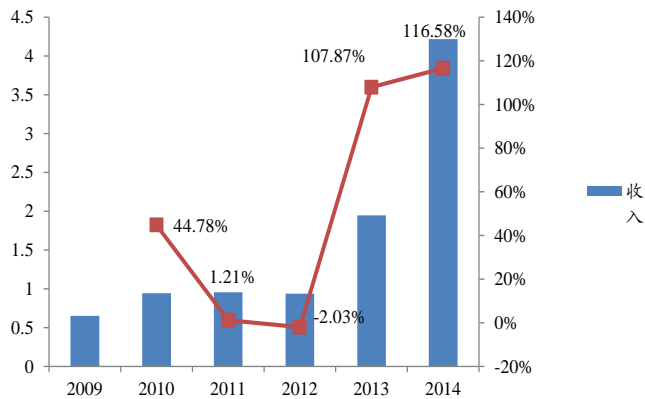
过去,博瑞传播负责相当部分的成都传统纸媒体的投送业务,拥有非常完善的配送渠道,这些渠道通过多年的建设,在配送效率上有着其他配送企业难以企及的经验和人才、信息储备,这为博瑞传播发展电商落地配奠定了坚实的基础。我们认为,随着互联网消费技术的发展,未来电子商务将会和体验式消费平分天下,商品配送将是构成电子商务的重要一环。博瑞传播背靠成都政府,政治资源丰富,加上过去累积的经验,未来电商落地配将是传统业务焕然一新的窗口。

3. 新兴传媒业务将成公司的主业

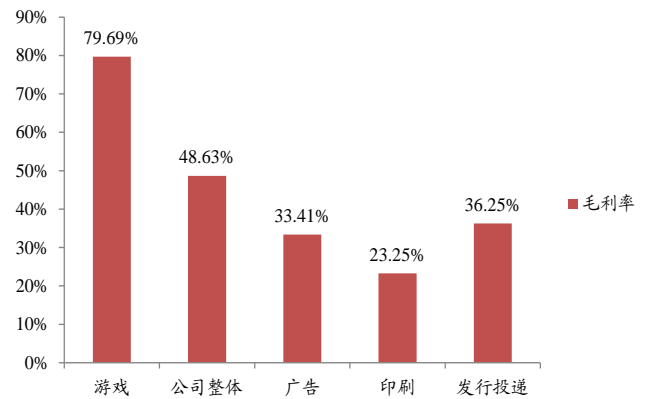
尽管博瑞传播肩负着成都区域部分的宣传任务,但这不影响新兴传媒业务成为公司未来的收入主要来源。

3.1 游戏业务

2014年,博瑞传播在游戏领域取得了巨大的突破,实现营业收入4.2亿,该业务的毛利率为79.6%,大大高于同期公司整体毛利率48%的水平,成为拉动公司利润增长的主要因素之一。

图 7: 游戏业务的收入 (亿元) 和同比增速


数据来源: wind, 西南证券

图 8: 各个业务的毛利率对比


数据来源: wind, 西南证券

我们认为，作为游戏业务，博瑞传播拥有目前国内游戏企业所具备的基本要素，值得关注的亮点有以下两个：

登陆微信平台

微信作为现在移动终端最普及的应用端口之一，对于游戏的推广有着无与伦比的作用。博瑞传播通过和腾讯的深度合作，先后将子公司“北京漫游谷信息技术有限公司”所研发的《横扫西游》和《七雄争霸》登陆微信游戏平台，其中《横扫西游》在 2014 年 9 月中旬上市，到年底产生总流水就超过 1.4 亿，而十月上市的《七雄争霸》则在年底前完成超过 1 亿的流水；2015 年，新游戏《全民主公》仅 15 天，就创造了 727 万的保守预计收入（部分收入因为需要和服务器确认，暂时无法确认）。所以，漫游谷所打造的精品手游将通过和微信游戏合作的方式成为公司未来游戏产业的重点。

2014 年，在还有少部分收入未完成确认的前提下“漫游谷”的净利润为 1.6 亿，根据此前“漫游谷 2014 年净利润若高于 1.2 亿，则博瑞传播收购其余下的 30% 股权”之规定，今年博瑞传播将完全持有漫游谷；另一方面，根据业绩承诺，2.028 亿的业绩目标并未完成，所以在没有完全确认收入的前提下，预计漫游谷的出让人将补偿受让人 9323 万元。

考虑到漫游谷 2015 年将很有可能全部并入上市公司，将极大的拉动公司在 2015 年的业绩水平。

图 9: 漫游谷主要产品及其结构



数据来源: 网络资料, 西南证券

海外业务

相对于“漫游谷”致力于深耕国内市场而言,公司另一个游戏制作子公司“成都梦工厂网络信息有限公司”则使得公司海外游戏业务成为亮点。

“梦工厂”重点打造的《龙之守护》于 2014 年 5 月登陆韩国,成为当期十大手游产品,全年实现流水超过 1.4 亿,贡献净利润 3243 万元,荣获“2014 中国游戏风云榜——年度最佳海外表现手机游戏”奖。除此之外,博瑞传播在韩国、台湾、马来西亚的游戏产业布局也初具成效,2014 年实现 IP 版权签约超千万。

3.2 小贷业务

作为公司新型业务的另一个板块,小额贷款业务在 2014 年取得了非常显著的成绩:2014 年,成都博瑞小额贷款有限公司(博瑞传播直接投资比例为 74%)实现收入 1.29 亿元,净利润 5052 万元,成为除游戏以外,公司另一个业绩新增贡献力量。

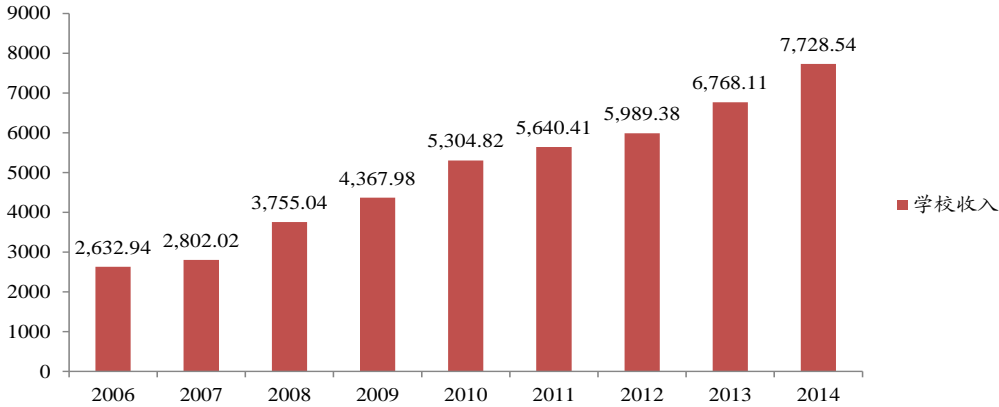
我们认为,随着公司自身多元化业务的发展,小额金融业务不仅仅在未来会对公司业绩持续保持贡献,同时将对公司自身也会产生助力。风险方面,根据我们的调研情况,这家小额贷款公司资金全部来自股东注资,和上市公司的防火墙制度完善,即使是出现所谓的因为经济下滑带来的区域金融风险,也不会对上市公司产生重大影响。

3.3 教育业务

博瑞传播的教育业务是我们关注的另一个重点。

目前博瑞传播的教育业务是和成都最好中学之一的“成都九中（成都三所最好的中学：四中、七中、九中）”联合办学设立的树德中学博瑞实验学校。2014年，博瑞传播教育学校业务收入为7728万元，较2013年6768万元的水平稳步提升，且从创立以后，该校的收入就基本处于每年都在上升的状态，资质非常优良。

图 10: 博瑞传播学校收入 (万元)



数据来源: wind, 西南证券

我们认为，未来博瑞传播的教育资源有两个非常重要的看点：

1、名校资源在未来一定是稀缺资源。未来，名校所带来的优质教育和人脉体系将对所有家长拥有极大的吸引力，但教育管理部门对公立学校的规模、生源管理必将日趋严格，如成都“四、七、九中”等一流名校，其本部能容纳的生源数量是远远无法满足广大家长的需求的。所以未来，依托名校资源而设立的“公助学校”将是解决这一尖锐矛盾的重要窗口。这种学校基本将沿袭一流名校的管理、师资力量，同时，市场化的要求使得公立学校中一些惰性不复存在，从美国等一系列教育发达国家来看，这符合教育的历史发展趋势。

2、一旦涉足在线教育，将更具竞争力。博瑞传播和成都九中合作办学已经超过 10 年，积累了丰富的教育资源和经验，未来如涉足在线教育将具备坚实的基础。

图 11: 树德中学博瑞实验学校小升初考试火爆现场



数据来源: wind, 西南证券

图 12: 学校大门

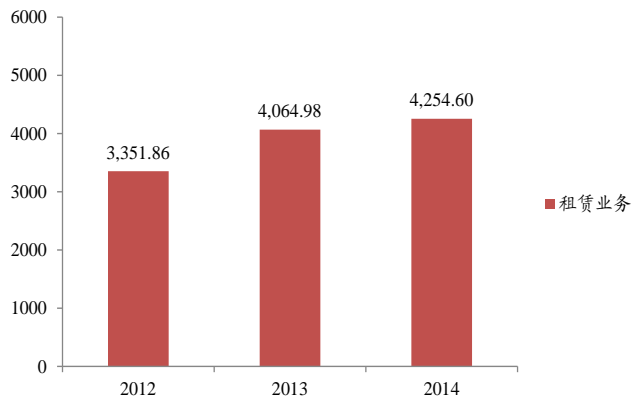


数据来源: wind, 西南证券

4. 房地产业务不会对公司产生拖累

公司在过去是具有房地产业务板块的，成都著名的“博瑞·创意成都”写字楼综合体就是典范。目前是通过收取租金的方式获取稳定收益，贡献的收入较为稳定，从 2012 年开始到 2014 年，公司租赁业务分别实现收入 3351 万元、4064 万元和 4254 万元。但是，通过我们和上市公司沟通发现，目前房地产市场仍在调整，未来出路短期内并不清晰，公司房地产继续扩张的步伐也相对谨慎，至少短期内没有大规模的投资规划。所以，房地产板块会以租赁的形式持续向公司提供稳定的回报，且因为并无重大投资，不存在行业调整所带来的业务风险。

图 13: 公司租赁业务收入情况 (万元)



数据来源: wind, 西南证券

图 14: 博瑞创意成都



数据来源: wind, 西南证券

5. 盈利预测与估值

关于盈利预测，我们将分业务对博瑞传播进行预测：

广告业务：我们认为，未来三年，博瑞传播的广告业务会保持一个较低的、稳定的增长速度，预计年收入增长 5%，对应 2015 年的收入为 4.62 亿元、4.85 亿元、5.10 亿元。

网游业务：游戏业务将是未来公司业绩增长的主要驱动力量，给予 2015 年到 2017 年分别同比增长 40%、30%、30% 的增长预测，对应的收入为 5.90 亿、7.67 亿、9.97 亿。

印刷业务：传统业务的收缩不可避免，给予 2015 年到 2017 年分别年同比收缩 10%、8%、6% 的下降预计，对应的收入为 3.08 亿、2.83 亿、2.66 亿。

发行及投递业务：考虑到电商落地配将使得投递业务焕发新的商机，我们给予 2015 年到 2017 年分别同比 0%、2%、4% 的增长预计，对应收入为 1.77 亿、1.81 亿、1.88 亿。

小贷业务：考虑到经济整体压力不减，市场资金需求极高，以及金融市场化等一系列因素，我们预计小贷业务在 2015 年到 2017 年将实现收入 1.97 亿、2.06 亿、2.14 亿。

学校业务：因为学校资源的稀缺性，我们预计其间将保持目前增速（在线教育并未正式开始，所以不作考虑），给予 10% 的增速预计，对应 2015 年到 2017 年的收入为 8501 万元、9351 万元和 10286 万元。

租赁业务：租金业务较为稳定，将保持目前的发展态势，给予年同比增长 5% 的预计，对应 2015 年到 2017 年的收入为 4467 万元、4690 万元、4925 万元。

综上，考虑到或有的补贴等，预计 2015 年到 2017 年，博瑞传播的收入为 18.64 亿、20.63 亿、23.27 亿，对应的 EPS 为 0.39 元、0.42 元、0.48 元，目前，大传媒板块整体估值在 60 倍左右，考虑到目前公司新兴业务快速发展，或有业务将给公司带来估值的提升空间，给与 10% 的估值溢价，对应的 2015 年目标价为 25.74 元，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1685.06	1864.15	2063.08	2327.35	净利润	336.32	424.00	458.17	522.92
营业成本	834.21	894.79	990.28	1117.13	折旧与摊销	222.62	127.88	144.05	162.59
营业税金及附加	35.25	39.00	43.16	48.68	财务费用	-17.67	5.47	4.95	5.44
销售费用	89.36	92.50	103.83	117.63	资产减值损失	74.34	50.67	62.50	56.59
管理费用	279.96	266.36	302.20	345.75	经营营运资本变动	-166.28	24.11	-30.98	-14.99
财务费用	-17.67	5.47	4.95	5.44	其他	81.87	-1.41	-1.41	-1.41
资产减值损失	74.34	50.67	62.50	56.59	经营活动现金流净额	531.20	630.72	637.28	731.13
投资收益	2.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	86.84	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	1.41	1.41	1.41	1.41	其他	-288.60	1.00	1.47	1.44
其他经营损益	-0.12	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-201.77	-169.18	-188.53	-208.56
营业利润	393.81	516.76	557.57	637.54	短期借款	0.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	22.96	18.09	19.33	19.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	416.77	534.85	576.90	657.06	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	80.45	110.85	118.73	134.15	支付股利	-136.67	-107.59	-182.69	-186.03
净利润	336.32	424.00	458.17	522.92	其他	-26.46	-24.63	-4.95	-5.44
少数股东损益	55.37	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-163.13	-152.22	-187.65	-191.47
归属母公司股东净利润	280.94	424.00	458.17	522.92	现金流量净额	166.24	309.32	261.11	331.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1168.53	1431.56	1632.56	1910.02	成长能力				
应收和预付款项	489.52	495.60	571.74	644.29	销售收入增长率	5.55%	10.63%	10.67%	12.81%
存货	21.70	34.52	34.69	38.87	营业利润增长率	-18.90%	31.22%	7.90%	14.34%
其他流动资产	11.45	11.74	11.98	12.29	净利润增长率	-13.22%	26.07%	8.06%	14.13%
长期股权投资	81.73	81.73	81.73	81.73	EBITDA 增长率	0.61%	8.58%	8.68%	14.01%
投资性房地产	495.96	496.37	496.31	496.27	获利能力				
固定资产和在建工程	535.19	614.52	692.15	771.25	毛利率	50.49%	52.00%	52.00%	52.00%
无形资产和开发支出	1353.54	1325.56	1297.59	1269.62	三费率	20.87%	19.54%	19.92%	20.14%
其他非流动资产	685.55	681.84	678.13	674.42	净利率	19.96%	22.75%	22.21%	22.47%
资产总计	4843.17	5173.44	5496.88	5898.76	ROE	8.14%	9.55%	9.72%	10.35%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.01%	6.94%	10.09%	10.23%
应付和预收款项	326.80	373.33	411.08	462.50	ROIC	16.16%	21.30%	22.22%	24.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.53%	34.87%	34.25%	34.61%
其他负债	365.16	361.10	371.32	384.89	营运能力				
负债合计	711.97	734.43	782.40	847.40	总资产周转率	0.35	0.37	0.39	0.41
股本	1093.33	1093.33	1093.33	1093.33	固定资产周转率	3.17	3.12	3.09	3.13
资本公积	805.42	805.42	805.42	805.42	应收账款周转率	5.39	5.42	5.56	5.48
留存收益	1717.12	2033.54	2309.01	2645.89	存货周转率	29.98	31.40	28.18	29.97
归属母公司股东权益	3624.49	3932.29	4207.76	4544.64	销售提升对净利润的贡献	95.28%	--	--	--
少数股东权益	506.72	506.72	506.72	506.72	资本结构				
股东权益合计	4131.21	4439.01	4714.48	5051.36	资产负债率	14.70%	14.20%	14.23%	14.37%
负债和股东权益合计	4843.17	5173.44	5496.88	5898.76	带息债务/总负债	2.81%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.79	4.21	4.35	4.48
					速动比率	3.74	4.13	4.29	4.41
					股利支付率	48.65%	25.37%	39.87%	35.58%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	598.76	650.11	706.57	805.56	每股收益	0.26	0.39	0.42	0.48
PE	68.69	45.51	42.12	36.90	每股净资产	3.78	4.06	4.31	4.62
PB	4.67	4.35	4.09	3.82	每股经营现金	0.49	0.58	0.58	0.67
PS	11.45	10.35	9.35	8.29	每股股利	0.12	0.10	0.17	0.17
EV/EBITDA	26.74	24.18	21.96	18.92					
股息率	0.71%	0.56%	0.95%	0.96%					

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