



储备产品丰富，加速外延式扩张

投资要点

- **事件:** 近期我们与公司高管进行沟通，了解公司业务发展和未来战略方向。
- **全年业绩增长稳定，或高于行业平均水平。** 1) 血塞通市场仍有增长空间，未来将受益于人口老龄化、慢病年轻化等客观因素。同时在各级医院基药使用比例扩大的背景下，也将带来血塞通系列产品销售增长；2) 天眩清系列品种获批的适应症很广，对应市场容量大。该系列包括了天麻素注射液（优质优价）、乙酰天麻素片（独家品种）。天眩清系列主要是在医院市场，未来将继续增加学术推广力度，全年预计增速超过20%；3) 蒿甲醚将逐渐扩大自营规模。国际上由诺华做代理，且有印度厂商的竞争，使得该产品保持较低毛利率。公司规划后期逐渐扩大自营规模，预计毛利率或将提升；4) 昆中药多为OTC品种，2015年收入增长率或超过20%。
- **产品线逐渐丰富，待批产品较多。** 1) 战略思路清晰，聚焦慢病处方药。公司产品以植物药为主，但后续还有20多个仿制药。在对1类新药的研发规划中，预计2015-2016年都将会陆续申报临床批件；2) 在化药领域，目前3.2类新药富马酸亚铁叶酸片正在准备现场检查，预计2015年下半年将获批。该产品主要用于孕妇补血补铁，市场空间超过5亿元。后续可以往保健品方向发展；3) 生物药领域现在是处于培养期，着力于建设生物制药基础性的工艺。与国内其他企业合作的长效降糖药GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白目前在做临床前的研究，明年可能进入临床阶段，市场潜力极大。
- **积极推进外延式扩张战略。** 1) 公司战略定位为国际性的药物生产企业，外延式预期强烈；2) 公司参股医药并购基金，同时在公司2015年预算计划安排中，也明确提出将约7亿元资金用于投资并购项目。希望通过外延扩张来强化主业，同时打造新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2015-2017年EPS分别为1.23元、1.60元、2.04元，对应市盈率分别为38倍、29倍、23倍。公司核心产品增长稳定；且处于在研过程中的品种较多，如富马酸亚铁叶酸片、长效降糖药GLP-1都给公司以市值想象空间；同时考虑到公司在外延式扩张方面预期强烈，市值有明显低估现象。如按照行业水平给予其45倍估值，同时考虑到新药及并购预期给予的市值溢价，我们给予公司第一目标市值在200亿元左右，对应目标价约为60元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 药品降价风险，外延式扩张或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4120.51	5176.83	6351.61	7796.24
增长率	14.96%	25.64%	22.69%	22.74%
归属母公司净利润(百万元)	292.59	420.74	545.00	696.23
增长率	26.39%	43.80%	29.54%	27.75%
每股收益EPS(元)	0.86	1.23	1.60	2.04
净资产收益率ROE	15.01%	18.94%	21.29%	23.29%
PE	54	38	29	23
PB	7.77	6.81	5.91	5.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

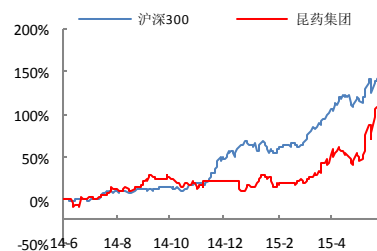
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@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)	3.41
流通A股(亿股)	3.41
52周内股价区间(元)	20.19-48.55
总市值(亿元)	159.27
总资产(亿元)	32.15
每股净资产(元)	5.69

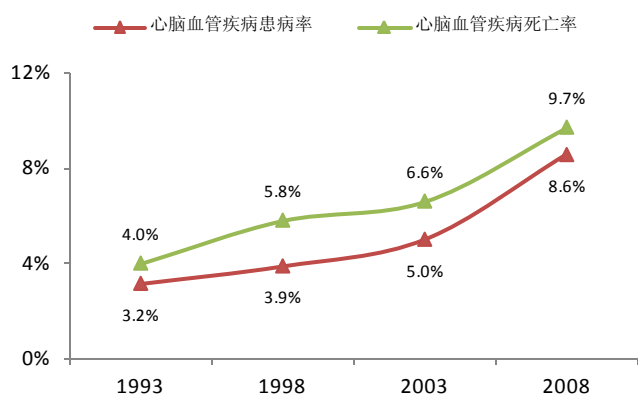
相关研究

1. 核心产品前景看好，收入及盈利增长均较稳定

1.1 血塞通市场仍有空间，盈利将受益于成本下降

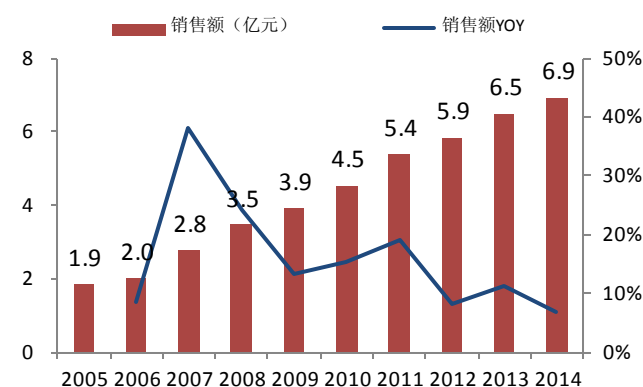
随着我国人口老龄化和饮食结构改变，心脑血管疾病患病率和发病率呈上升趋势，从而带动心脑血管药物市场规模不断扩大。心脑血管疾病属于慢性病范畴，中成药的优势突出。2005-2014年样本医院三七皂苷类药品市场的复合增速为16%。与此同时，卫计委对基药的使用要求“二级医院基本药物使用量和销售额都应达到40%至50%，三级医院基本药物销售额要达到25%至30%”，将为血塞通系列带来新的增长空间。

图 1：我国心脑血管疾病发病率和死亡率逐年攀升



数据来源：米内网，西南证券

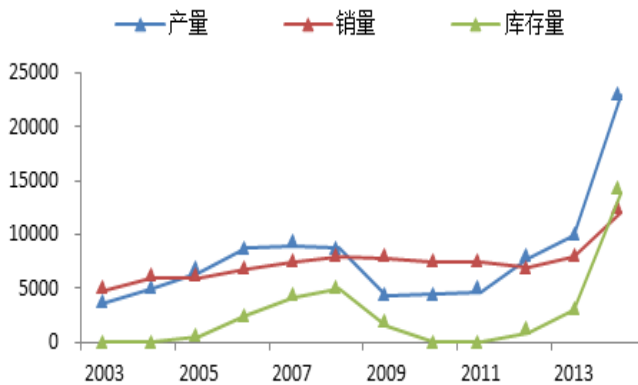
图 2：样本医院三七皂苷类药品增长情况



数据来源：PDB，西南证券

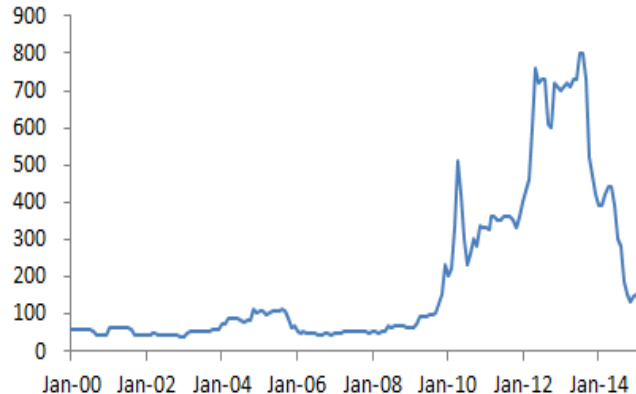
2014年三七种植面积约为30万亩，采挖面积14万亩。三七全年产量约为2.3万吨，远高于1.2万吨的市场需求量。根据现在的种植面积推算，预计2016年将达到25万亩，供大于求的状态仍将持续。以120头云南春七为例，2013年7月以来三七价格由760元/公斤下降到近期的140元/公斤，下降幅度超过80%。在供需失衡的背景下，短期内触底回升的可能性极小，我们预计未来3年内三七价格将在100元—150元/公斤附近低位徘徊。公司对三七的使用量约为400-500吨，以100元/公斤降幅计算，则生产成本节约4000万元左右。

图 3：目前三七市场供需失衡严重 (吨)



数据来源：公开资料，西南证券

图 4：三七价格下滑 (元/公斤)



数据来源：药通网，西南证券

我们认为：随着心脑血管疾病发病率的上升，血栓通系列仍有市场增长空间。与此同时，血塞通系列作为 520 版新进基药，将直接享受各级医院基药使用比例上升带来的市场增量。其核心原材料三七价格目前仍处于下降通道，市场供大于求趋势不改，预计 2015 年还将给公司带来约 4000 万左右的成本节约。在销售架构调整方面，已经建立了事业部制，且在 2014 年底已经调整完毕，对 2015 年影响较小。综合考虑，我们认为血塞通系列在 2015 年增速将逐渐恢复。

1.2 天眩清系列适应症较广，主推医院市场

公司天眩清产品线包括天麻素注射液、天麻素片、天麻素胶囊和乙酰天麻素片等，天麻素系列产品具有较好的镇静和安眠作用，对神经衰弱、失眠、头痛等症状具有缓解作用。其中天麻素注射液为优质优价产品，乙酰天麻素片为公司独家品种。

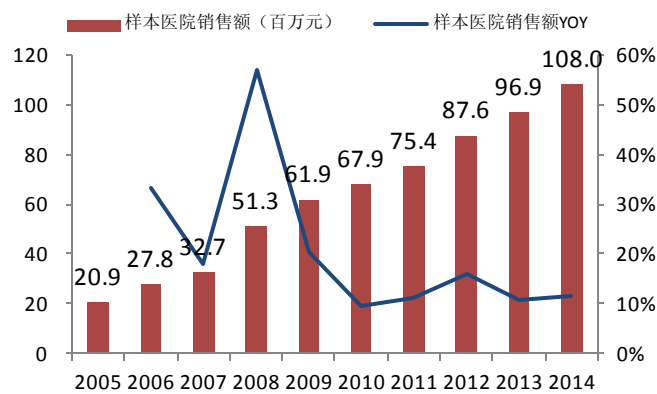
表 1：公司天麻素系列产品

产品名称	进入医保的情况
天麻素注射液(天眩清®)	国家乙类
天麻素片(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)
天麻素胶囊(天眩清®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)
乙酰天麻素片(精和®)	地方乙类(黑龙江、陕西、云南、重庆)

数据来源：公开信息、西南证券

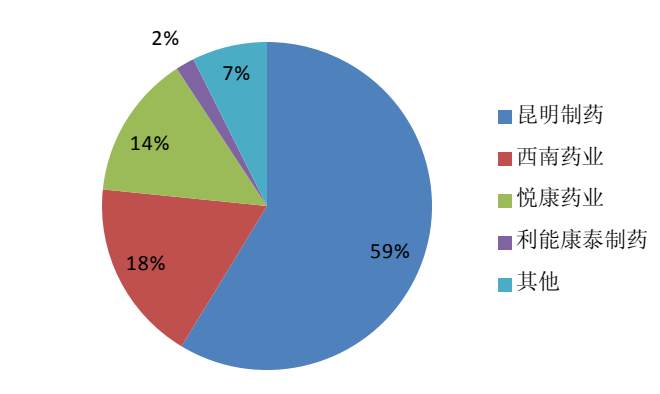
从样本医院数据来看，天麻素系列在神经性疾病的中成药销售额中位居首位。2014 年样本医院销售额约为 1.1 亿元，2009-2014 年复合增长率约为 12%。从公司的角度来看，2014 年天眩清系列产品样本医院销售额约为 0.68 亿元，2009-2014 年复合增长率约为 20%，高于行业平均水平。天眩清系列在 2014 年的市场份额占比约为 59%，天麻素注射液优质优价，以及乙酰天麻素片独家优势较为明显，后期市场份额或将持续扩大。

图 5：天麻素药品样本医院销售额及增速



数据来源：PDB、西南证券

图 6：公司天麻素占样本医院份额（2014）



数据来源：PDB、西南证券

我们认为：公司在天麻素领域具有优质优价竞争优势，且天眩清系列的适应症较广，看好其市场前景。天眩清主要是在医院市场销售，学术推广是其重点，未来天眩清系列产品增速或将超过 20%。

1.3 昆中药 OTC 资源丰富，利润增速或超 20%

子公司昆明中药厂主要为 OTC 药品，产品批件丰富。现有品种近 150 个，其中全国独家生产的品种 21 个，先后拥有国家中药保护品种 15 个。2014 年实现主营收入、净利润分别为 4.0 亿元、0.52 亿元，其中净利润同比增长 21%。国家发改委近期出台药品价格文件，从 6 月 1 日起放开药品的零售价格。对于 OTC 药物来说，由于其不需经过药品招标环节，价格上调变动对利润影响将更为快速和直接。

表 2: 公司及子公司独家中药

	药品名	适应症	进入医保情况
昆药集团 (母公司)	银芩胶囊	外感风热所致的上呼吸道感染、扁桃体感染、咽炎	地方乙类(云南、广东)
	露水草胶囊	阴虚内热所致的消渴，II 型糖尿病见上述证候者	国家乙类
	复方青蒿喷雾剂	痔疮的预防及治疗	
	灯银脑通胶囊	缺血性脑血管病预防及恢复	地方医保乙类(重庆、陕西、云南、内蒙古等)
	草乌甲素胶丸	骨关节炎及类风湿性关节炎	国家乙类
昆明中药厂 (全资子公司)	止眩安神颗粒	肝肾不足，气血亏损所致眩晕，耳鸣，失眠，心悸	地方乙类(云南)
	止泻利颗粒	胃肠道疾病用药	地方乙类(云南)
	止咳丸	风寒入肺，肺气不宣引起的咳嗽痰多，喘促胸闷， 周身酸痛或久咳不止，以及老年支气管炎咳嗽	国家乙类
	益气健肾膏	气阴两虚，脾肾不足所致的乏力气短，自汗盗汗，口干咽燥，头 晕耳鸣等症	
	天麻祛风补片	肝肾亏损所致的头昏、头晕，耳鸣，畏寒肢冷， 四肢关节疼痛，腰酸膝软，手足麻木	地方乙类(云南、宁夏)
	熟三七丸	贫血，失血虚弱	
	舒肝颗粒	抑郁焦虑、乳腺增生、月经不调、黄褐斑等	国家乙类
	生三七丸	跌扑肿痛	
	桑菊银翘散	外感风热，发热恶寒，头痛咳嗽，咽喉肿痛	
	阮氏上清丸	咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口干舌燥	地方乙类(云南)
	清肺化痰丸	肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅	地方乙类(云南)
	暖胃舒乐颗粒	脾胃虚寒及肝脾不和型胃溃疡，十二指肠溃疡，慢性胃炎	地方乙类(云南)
	和胃疔疳颗粒	脾胃失和所致不思饮食，消化不良，面黄肌瘦，虫积腹痛	
	感冒消炎片	感冒发热，咳嗽，咽喉肿痛，扁桃体炎，目赤肿痛	地方乙类(云南)
	感冒疏风丸	风寒感冒，发热咳嗽，头痛，鼻流清涕，骨节酸痛	
	板蓝清热颗粒	板蓝根颗粒的升级产品	地方乙类(云南)
	百宝丹搽剂	关节炎及软组织损伤引起的局部疼痛	
版纳药业 (全资孙公司)	珠子肝泰胶囊	清热利湿，益气健肝	地方医保乙类(云南、内蒙古)

数据来源：公开信息，西南证券

我们认为：在药品零售价格放开的背景下，公司 OTC 产品极具提价预期。昆中药精品系列市场认可度高，目前正在逐渐挖掘独家品种市场，预计收入及利润增长或超过 20%。

2. 战略聚焦处方药领域，后备产品储备丰富

2.1 战略定位明确，处方药为主要方向

公司大股东华方医药作为华立集团的医药产业平台，控股了昆药集团（600422）和健民集团（600976）两家上市公司。按照华立集团的战略规划，是将昆药集团（600422）打造成为以脑血管药为核心且具备慢病管理特色的处方药国际性生产企业。

表 3: 华立集团医药产业布局

	平台定位	主导产品
昆药集团	植物药、化学药创新平台	目前有三七系列、天麻素系列、青蒿素系列及特色中药和特色民族药等 40 多个具有国内外先进水平的天然药物新产品 未来定位为以心脑血管要为核心具备慢病管理特色的处方药企业
武汉健民	中药平台	重点开发市场急需的小儿用药，老年用药和重大疑难病症用药 OTC 市场为主
北京华方科泰	国际化学药平台	以抗疟疾药物、抗生素为主导
华立生命科技	保健品平台	主导产品有生命维他多种维生素系列、巴玛益百（火麻仁）和铁皮枫斗口服液等系列保健食品
上海华方科泰	化学原料药平台	主要研发和生产治疗心血管疾病、抗病毒（包括抗艾滋病）的原料药及医药中间体

数据来源：公开信息、西南证券

2.2 后备产品丰富，大力布局生物药及化药领域

2014 年底公司与王庆华教授共同签署了 Diabegone(长效降糖药)项目合资经营合同，将共同开发长效降糖药 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白。GLP-1 融合蛋白是国际著名糖尿病药物研究专家王庆华教授实验室研究开发的高效、长效抗糖尿病新药，该新药作用主要在于提升胰岛细胞质量和功能、逆转细胞死亡过程、增加胰岛素分泌、降低外周胰岛素抵抗及减轻肥胖。

Diabegone 项目的目标是争取 5-8 年在中国上市创新药 GLP-1 融合蛋白，填充中国糖尿病创新药的空白。目前该项目进展顺利，预计糖尿病药物将于 2016 年申报临床试验。公司在生物药领域建设方面还将着力于建设生物制药基础性的工艺，如做生物药培养基建设。

除此之外，公司后备在研产品十分丰富，后续还有 20 多个仿制药。在 1 类新药领域中，计划今年报有两个拿到临床批件，明年预计可以拿到 4 个临床批件。

表 4: 处于审评过程中药品

药品	申请类型	注册分类	办理状态	状态开始日
富马酸亚铁叶酸片	新药	3.2	待现场检查	2012/9/13
复方磷酸茶酚喹小丸	新药	5	待审评	2013/11/4
氨氯地平阿托伐他汀钙片	仿制	6	待审评	2015/2/11
阿托伐他汀钙片	仿制	6	待审评	2014/4/18
磷酸茶酚喹	仿制	4	待审评	2014/3/4

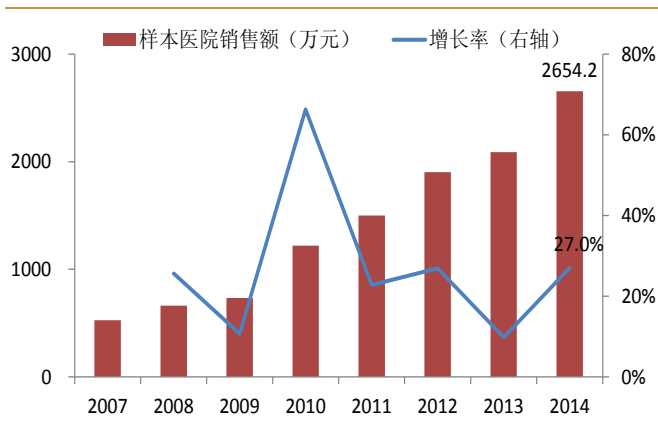
药品	申请类型	注册分类	办理状态	状态开始日
盐酸法舒地尔	仿制	6	待审评	2013/3/22
盐酸法舒地尔注射液	仿制	6	待审评	2013/3/22
缬沙坦氢氯地平片	仿制	6	待审评	2013/1/8
双氢青蒿素	仿制	6	待审评	2012/11/20
青蒿琥酯	仿制	6	待审评	2012/11/13
草乌甲素	仿制	6	待审评	2011/11/18

数据来源：药智网、西南证券

公司的富马酸亚铁叶酸片正在准备现场检查，如果生产环境及生产工艺环节顺利，该产品则有望在 2015 年下半年获批。在国内没有富马酸亚铁叶酸片的销售，公司是按照 3.2 类新药申报，市场优势明显。

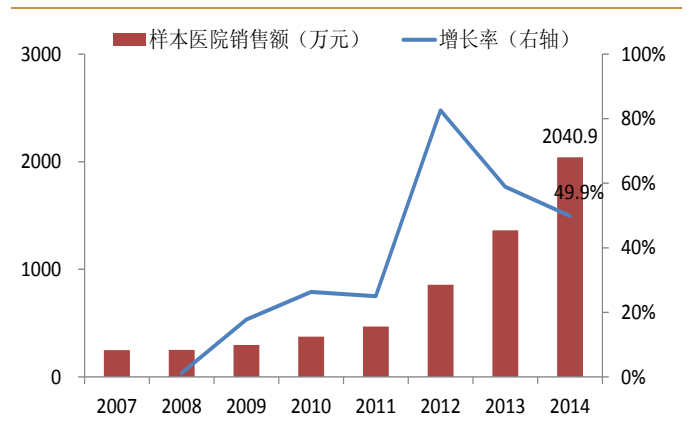
该产品为富马酸亚铁与叶酸复方制剂，其功能在于补血、补充叶酸，适用于孕妇使用。据统计国内的缺铁性贫血孕妇、铁缺乏孕妇的患病率分别为 19%、43%，孕晚期患病率仍较高。如按照 3000 万人的孕妇群体数量，属于缺铁性贫血、铁缺乏的孕妇数量分别约为 570 万人、1300 万人。

图 7：硫酸亚铁样本医院销售额及增速



数据来源：PDB, 西南证券

图 8：叶酸样本医院医院销售额及增速



数据来源：PDB, 西南证券

2014 年硫酸亚铁、叶酸样本医院销售额分别约为 0.26 亿元、0.2 亿元，2009-2014 年复合增长率分别约为 29%、47%。如果按照可比药物如硫酸亚铁、叶酸等在血液系统应用的市场空间，我们预计富马酸亚铁叶酸片的市场规模应该超过 5 亿元。

3. 并购已经提升至公司战略层面

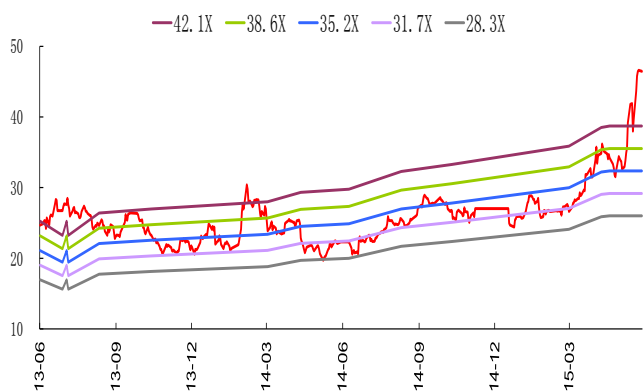
公司自 2014 年起已开始推行外延并购战略。2014 年 4 月，公司与平安证券、兴业银行以有限合伙形式成立昆明诺泰医药产业并购基金，致力于挖掘优质投资、并购标的资源。且在公司 2015 年预算计划安排中，明确提出 6.87 亿元用于投资并购项目。其对于标的选择范围为整个慢病、心脑血管医药生态圈，要求在强化主业同时打造新的增长点。

4. 盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.23 元、1.60 元、2.04 元，对应市盈率分别为 38 倍、29 倍、23 倍。

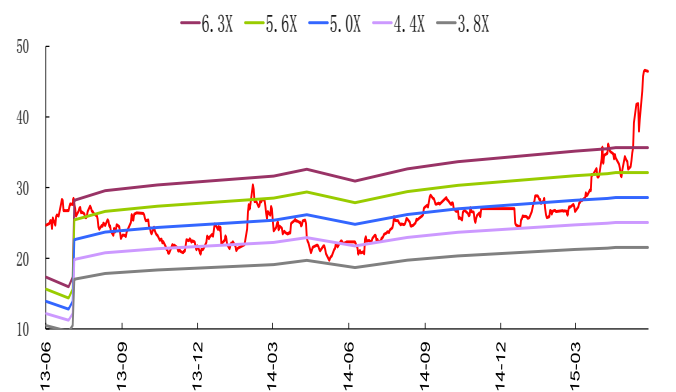
我们认为公司核心产品增长稳定；且处于在研过程中的品种较多，如富马酸亚铁叶酸片（3.2 类新药）、长效降糖药 GLP-1 都给公司以市值想象空间；同时考虑到公司在外延式扩张方面预期强烈，市值有明显低估现象。如按照行业水平给予其 45 倍估值，同时考虑到新药及并购预期给予的市值溢价，我们给予公司第一目标市值在 200 亿元左右，对应目标价约为 60 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图 9: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 10: 公司 PB-Band



数据来源: wind, 西南证券

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	4120.51	5176.83	6351.61	7796.24	净利润	308.04	442.99	573.83	733.06
营业成本	2886.79	3606.07	4417.68	5420.48	折旧与摊销	58.11	36.57	37.35	37.62
营业税金及附加	26.57	33.38	40.95	50.26	财务费用	12.35	7.52	4.86	5.68
销售费用	652.54	776.52	920.98	1091.47	资产减值损失	10.38	10.00	10.00	10.00
管理费用	214.92	258.84	317.58	389.81	经营营运资本变动	226.37	-54.71	-167.16	-179.87
财务费用	12.35	7.52	4.86	5.68	其他	-236.14	-28.27	-30.34	-30.12
资产减值损失	10.38	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	379.13	414.11	428.54	576.37
投资收益	22.58	20.00	20.00	20.00	资本支出	-9.07	-24.00	-10.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	57.13	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	48.05	-4.00	10.00	20.00
营业利润	339.54	504.50	659.56	848.53	短期借款	74.40	-104.40	0.00	0.00
其他非经营损益	26.41	22.36	22.92	23.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	365.95	526.86	682.47	871.85	股权融资	-7.27	0.00	0.00	0.00
所得税	58.26	83.87	108.64	138.79	支付股利	-119.40	-150.82	-216.88	-280.93
净利润	307.70	442.99	573.83	733.06	其他	-136.68	-33.19	-4.86	-5.68
少数股东损益	15.46	22.25	28.83	36.83	筹资活动现金流净额	-188.95	-288.41	-221.74	-286.62
归属母公司股东净利润	292.59	420.74	545.00	696.23	现金流量净额	238.22	121.70	216.80	309.75
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	564.75	686.46	903.26	1213.01	成长能力				
应收和预付款项	712.64	881.98	1086.71	1332.24	销售收入增长率	14.96%	25.64%	22.69%	22.74%
存货	488.98	609.09	746.90	916.88	营业利润增长率	27.62%	48.58%	30.74%	28.65%
其他流动资产	136.05	170.92	209.71	257.41	净利润增长率	30.58%	43.97%	29.54%	27.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.05%	33.80%	27.92%	27.08%
投资性房地产	65.66	65.66	65.66	65.66	获利能力				
固定资产和在建工程	486.70	481.85	462.22	432.33	毛利率	29.94%	30.34%	30.45%	30.47%
无形资产和开发支出	332.97	325.80	318.63	311.46	三费率	21.35%	20.15%	19.58%	19.07%
其他非流动资产	236.32	235.76	235.21	234.65	净利率	7.47%	8.56%	9.03%	9.40%
资产总计	3024.07	3457.52	4028.30	4763.64	ROE	15.01%	18.94%	21.29%	23.29%
短期借款	104.40	0.00	0.00	0.00	ROA	8.17%	10.17%	12.81%	14.24%
应付和预收款项	593.73	818.15	979.02	1196.80	ROIC	16.39%	23.91%	27.89%	31.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.95%	10.60%	11.05%	11.44%
其他负债	276.27	300.90	353.86	419.28	营运能力				
负债合计	974.40	1119.05	1332.87	1616.09	总资产周转率	1.39	1.60	1.70	1.77
股本	341.13	341.13	341.13	341.13	固定资产周转率	10.73	11.08	13.75	17.71
资本公积	846.02	846.02	846.02	846.02	应收账款周转率	10.58	11.01	10.89	10.90
留存收益	733.74	1003.66	1331.78	1747.08	存货周转率	5.46	6.56	6.50	6.51
归属母公司股东权益	1924.25	2190.81	2518.93	2934.23	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.36%	—	—	—
少数股东权益	125.41	147.67	176.50	213.32	资本结构				
股东权益合计	2049.67	2338.47	2695.43	3147.55	资产负债率	32.22%	32.37%	33.09%	33.93%
负债和股东权益合计	3024.07	3457.52	4028.30	4763.64	带息债务/总负债	10.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.09	2.23	2.33	2.40
					速动比率	1.56	1.65	1.74	1.81
					股利支付率	40.81%	35.85%	39.79%	40.35%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	410.00	548.60	701.77	891.83	每股收益	0.86	1.23	1.60	2.04
PE	54.44	37.86	29.22	22.88	每股净资产	6.01	6.86	7.90	9.23
PB	7.77	6.81	5.91	5.06	每股经营现金	1.11	1.21	1.26	1.69
PS	3.87	3.08	2.51	2.04	每股股利	0.35	0.44	0.64	0.82
EV/EBITDA	36.74	27.00	20.80	16.02					
股息率	0.75%	0.95%	1.36%	1.76%					

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