



豌豆蛋白是最大看点

投资要点

- **经营回顾。**2014年实现收入11亿元,同比+43%;净利润1.5亿元,同比+32%。15Q1收入同比+13%,净利润同比+61%。同时,公司预计1-6月份净利润增速60%-80%,对应15Q2增速达到59%-97%,继续保持高速增长。
- **投资看点。**一、**传统粉丝业务继续保持稳定增长:**目前粉丝行业市场集中度依然较低,双塔作为龙头市占率仅为5%左右。我们认为双塔拥有龙头优势,同时粉丝行业属于重污染行业,在环保法逐步趋严下,中小企业退出行业竞争趋势明显,未来行业集中度依然会进一步提升。目前公司粉丝渠道40%左右在商超、40%左右在流通渠道、10%左右在餐饮,部分三四线城市及乡镇尚未铺货,未来粉丝业务有望受益于渠道下沉及市占率提升呈现稳定增长。二、**豌豆蛋白是未来发展的看点:**豌豆蛋白发展空间主要体现在两个替代效应:1、植物蛋白替代动物蛋白;2、豌豆蛋白替代以大豆蛋白为主的植物蛋白。我们认为两个替代将是缓慢的过程,而更多是互相存在:1、人们的消费习惯短期内难以出现改变;2、动物蛋白及大豆蛋白均有自身的优质性。虽然豌豆蛋白作为一种新品开发不久,同时两个替代作用较为缓慢,但对于公司未来的发展将是最大看点:1、公司传统粉丝业务未来难有大幅改变,新开发的豌豆蛋白及粗纤维增长迅速;2、豌豆蛋白的市场空间广阔,下游应用范围广,随着公司逐步的宣传及培育市场,成为公司新的业绩增长点;3、公司豌豆蛋白出口顺利,同时获得美国FDA认证,显示公司产品品质优良。目前,公司豌豆蛋白在手订单充足,产能处于满产状态,同时募投项目中,纯度80%以上的豌豆蛋白0.85万吨/年项目预计在三季度可以试生产,产能瓶颈消除为豌豆蛋白增长提供空间。三、**最大优势在于循环经济:**公司综合利用多方面资源,从最初豌豆、粉丝,一直到终端植物菌类种植和污水处理沼气等,全产业链运营综合优势明显。四、**股权激励提供安全保障。**4月份公司发布首期股权激励草案,总数量不超过2100万股,占总股本的4.16%,激励对象为中高层管理人员,成本价40元左右,对于目前的价格具有一定的安全保障。
- **估值与评级:**预计公司2015-2017年EPS分别为0.44元、0.60元、0.75元,对应动态PE分别为99倍、73倍、59倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:**粉丝业务开拓或未达预期;豌豆蛋白订单大幅下滑风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1065.18	1364.02	1668.39	1959.55
增长率	43.11%	28.06%	22.31%	17.45%
归属母公司净利润(百万元)	148.79	224.58	305.55	380.23
增长率	31.62%	50.94%	36.06%	24.44%
每股收益EPS(元)	0.29	0.44	0.60	0.75
净资产收益率ROE	6.22%	8.66%	10.69%	11.93%
PE	149.85	99.28	72.97	58.64
PB	9.32	8.60	7.80	7.00

数据来源:WIND资讯,西南证券

西南证券研究发展中心

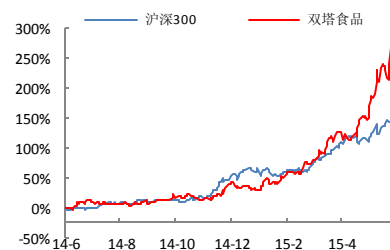
分析师:朱会振

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)	5.05
流通A股(亿股)	3.76
52周内股价区间(元)	12.49-47.88
总市值(亿元)	222.91
总资产(亿元)	38.39
每股净资产(元)	4.83

相关研究

1. 双塔食品(002481):食用蛋白保持快速增长(2014-07-25)

目 录

1. 经营回顾：豌豆蛋白逐步贡献主要业绩.....	1
2. 投资看点.....	4
2.1 传统粉丝业务继续保持稳定增长.....	4
2.2 豌豆蛋白是未来发展的看点.....	4
2.3 公司最大优势在于循环经济.....	5
2.4 股权激励提供安全保障.....	5
3. 盈利预测和投资建议.....	6
4. 风险提示.....	6

图 目 录

图 1: 2010 年以来公司收入及同比增速.....	1
图 2: 2013 年以来公司单季度收入及同比增速.....	1
图 3: 2013 年以来公司主营业务分项收入（百万元）.....	1
图 4: 2014 年公司分项收入.....	1
图 5: 2013 年以来公司主营业务分项毛利（百万元）.....	2
图 6: 2014 年公司分项毛利.....	2
图 7: 公司主要业务毛利率波动较大（%）.....	2
图 8: 2010 年以来公司毛利率、净利率状况.....	3
图 9: 2013 年以来公司单季度毛利率、净利率状况.....	3
图 10: 2010 年以来公司三费率状况.....	3
图 11: 2013 年以来公司单季度三费率状况.....	3
图 12: 2010 年以来公司净利润及同比增速.....	3
图 13: 2013 年以来公司单季度净利润及同比增速.....	3
图 14: 2010 年以来公司粉丝收入及增速.....	4
图 15: 2010 年以来公司粉丝毛利及增速.....	4

表 目 录

表 1: 分项主要业务预测表（百万元）.....	6
附表: 财务预测与估值.....	7

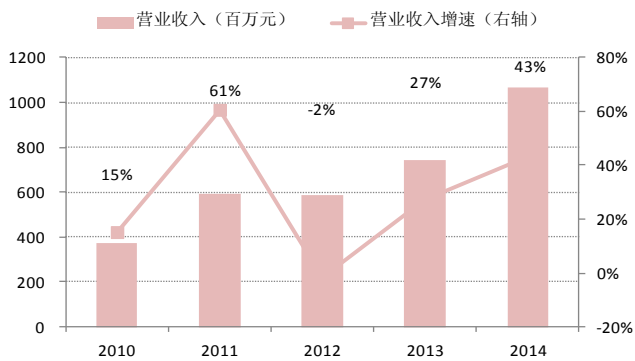
1. 经营回顾：豌豆蛋白逐步贡献主要业绩

2014 年实现收入 11 亿元，同比+43%；净利润 1.5 亿元，同比+32%。15Q1 收入同比+13%，净利润同比+61%。同时，公司预计 1-6 月份净利润增速 60%-80%，对应 15Q2 增速达到 59%-97%，继续保持高速增长。

2013 年之前，公司收入增长主要靠粉丝、销售材料。2010 年收入增长 15%（其中粉丝增长 9%；销售材料突破 2000 万元，增长了 337 倍），2011 年收入增长 61%（其中粉丝增长 25%；销售材料突破 1 亿元，增长了 4 倍），2012 年收入下降 2%（其中粉丝下滑 1%，销售材料下滑 73%；同时公司在当年开拓了食用蛋白业务，实现收入 6027 万元，食用菌蔬菜 2825 万元）。

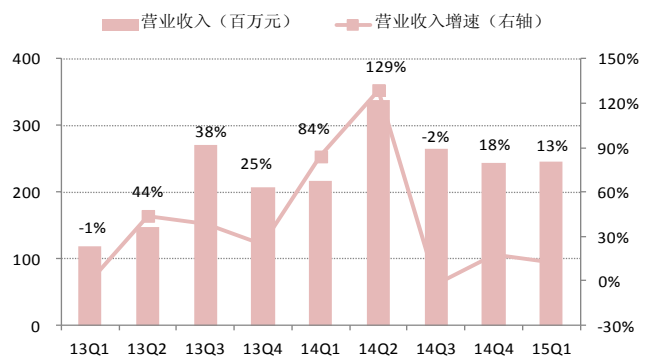
自 2013 年开始，公司食用蛋白业务发力，带动业绩高速增长。2013 年粉丝仅增长 8%，食用蛋白收入 1.3 亿元，同比+122%，食用蔬菜 5400 万元，同比+92%，同时销售材料收入 7900 万元，同比+168%。2014 年粉丝增长 11%，食用蛋白收入达到 1.5 亿元，同比+10%（增速放缓，主因是下半年烟台地区缺水，影响生产进程），销售材料 3 亿元，增长 3 倍。

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

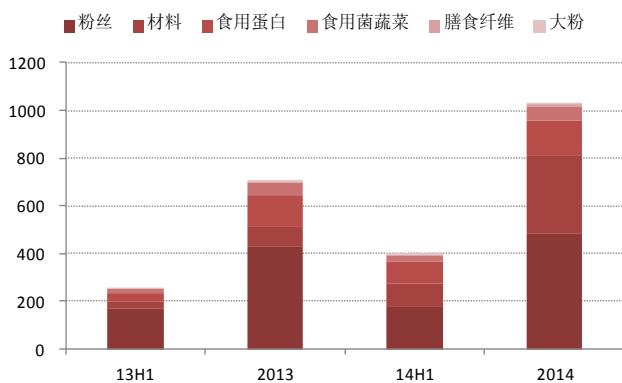
图 2：2013 年以来公司单季度收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

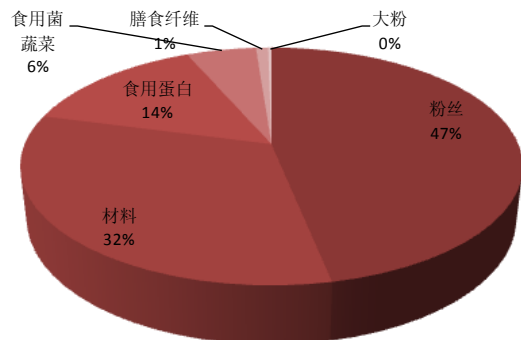
公司粉丝主营业务收入贡献率逐步下降，自 2010 年的 92% 下降至 2014 年的 47%。同时销售材料和豌豆蛋白主营业务贡献逐步上升，销售材料自 2010 年的 6% 上升至 2014 年的 32%，豌豆蛋白（2012 年新增业务）自 2012 年的 11% 上升至 2014 年的 14%。

图 3：2013 年以来公司主营业务分项收入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券

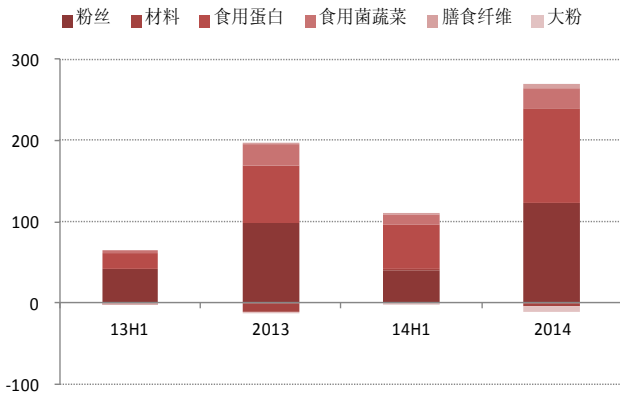
图 4：2014 年公司分项收入



数据来源：公司公告，西南证券

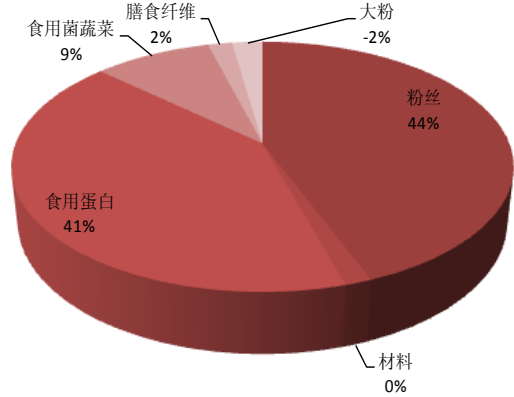
分项业务主营业务毛利:粉丝自 2010 年贡献主营业务毛利的 96% 下滑至 2014 年的 44%, 而豌豆蛋白自 2012 年的 12% 上升至 2014 年的 41%, 贡献将近一半的毛利。

图 5: 2013 年以来公司主营业务分项毛利 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

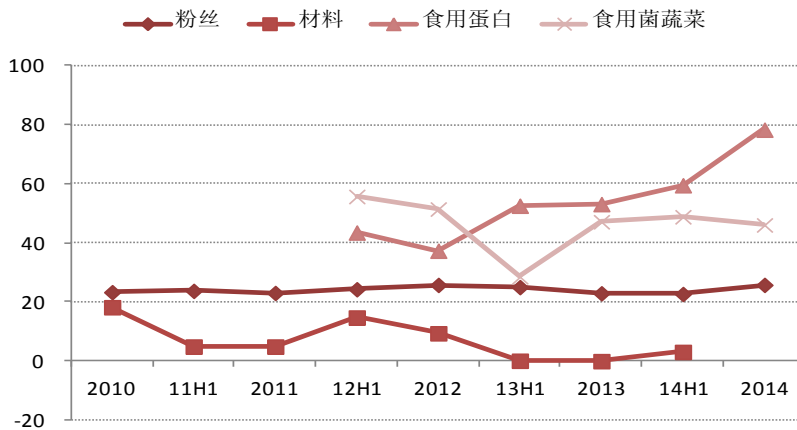
图 6: 2014 年公司分项毛利



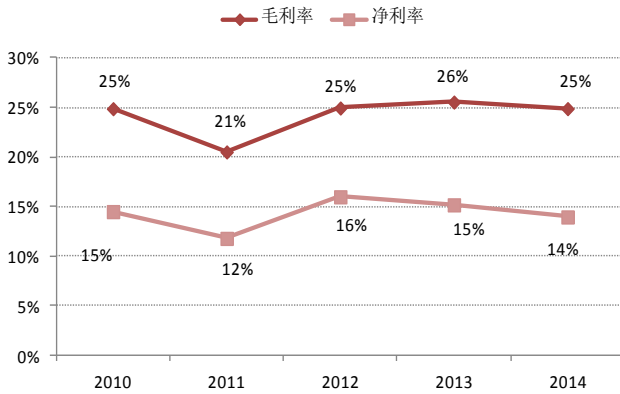
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司毛利率波动较大, 主要是公司各项业务毛利率+食用蛋白和销售材料收入波动较大, 净利率基本与毛利率的趋势一致。

图 7: 公司主要业务毛利率波动较大 (%)

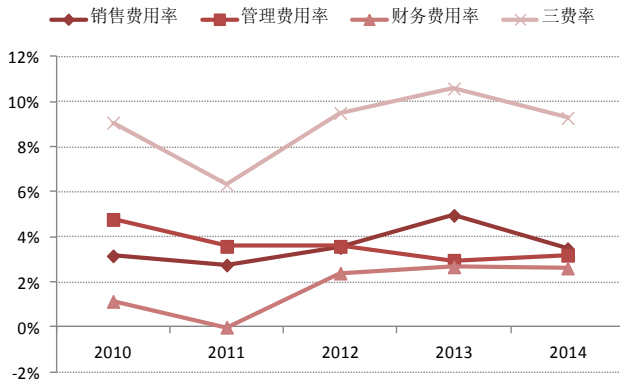


数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 8: 2010 年以来公司毛利率、净利率状况


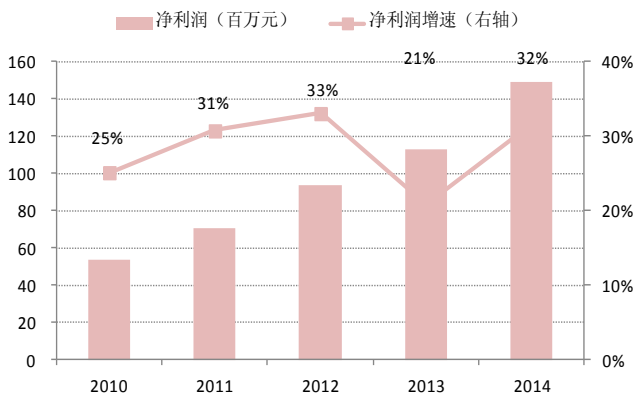
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司三费率 2011-2013 年逐步上升, 主要是新业务拓展导致费用率提升, 而 2014 年有所下降, 主要是规模效应逐步凸显。

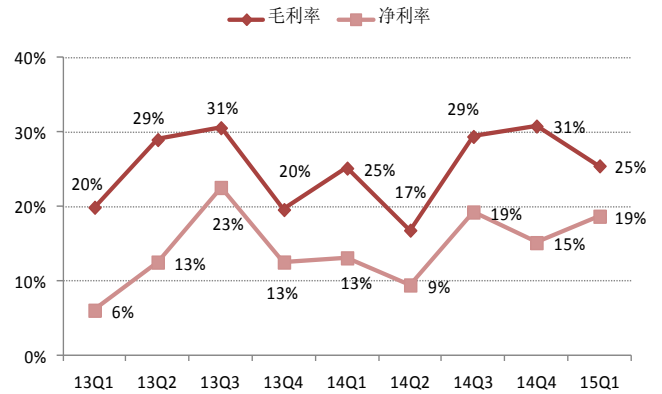
图 10: 2010 年以来公司三费率状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

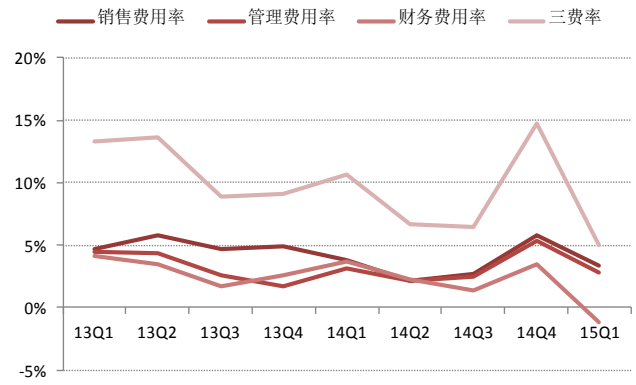
公司年净利润增速较为稳定, 在 25% 左右, 但每个季度波动较大, 主要是分项收入季度波动较大导致。粉丝下半年旺季, 同时豌豆蛋白依据订单生产, 波动也较大。

图 12: 2010 年以来公司净利润及同比增速


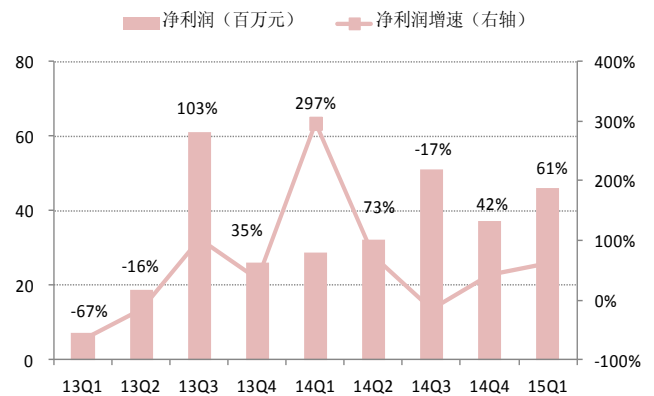
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 2013 年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

图 11: 2013 年以来公司单季度三费率状况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 13: 2013 年以来公司单季度净利润及同比增速


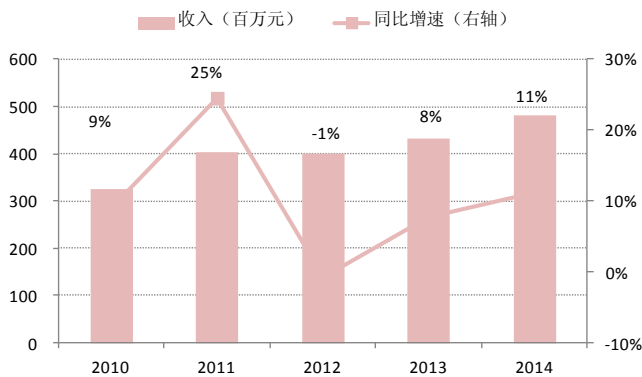
数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 投资看点

2.1 传统粉丝业务继续保持稳定增长

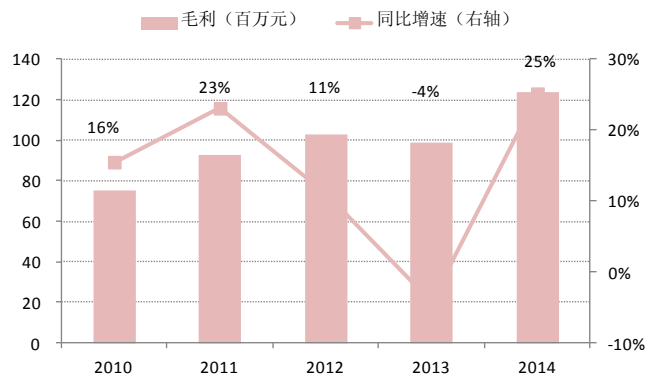
公司粉丝业务在 2010、2011 年保持快速增长（提价+促销销量增加），2012 年开始增速逐步下降，保持略有增长的态势，主因：（1）高速增长后逐步与整个行业保持一致；（2）管理层精力向豌豆蛋白业务倾斜。

图 14: 2010 年以来公司粉丝收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 15: 2010 年以来公司粉丝毛利及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

粉丝下游主要用于煲汤、地方特色菜品、火锅等。需求端来看，年需求增速 10% 以内；供给端来看，主要集中于中小企业，各地均有自身品牌，其中以龙口粉丝知名度最广，而双塔牌粉丝又是龙口粉丝的代表。目前，龙口粉丝在国内粉丝市占率超过 30%，双塔市占率在 5% 左右。我们认为双塔拥有龙头优势，同时粉丝行业属于重污染行业，在环保法逐步趋严下，中小企业退出行业竞争趋势明显，未来行业集中度依然会进一步提升。

公司粉丝业务将保持稳定增长：目前，公司粉丝渠道 40% 左右在商超、40% 左右在流通渠道、10% 左右在餐饮。部分三四线城市及乡镇尚未铺货，粉丝业务的发展在于渠道下沉及行业的稳定增长。

2.2 豌豆蛋白是未来发展的看点

我们认为公司豌豆蛋白发展空间主要体现在两个替代效应：一、植物蛋白替代动物蛋白；二、豌豆蛋白替代以大豆蛋白为主的植物蛋白。

植物蛋白由于自身的优质性，未来对于动物蛋白的替代作用将逐步凸显。植物性蛋白相对于动物性蛋白而言，具有不含胆固醇等特质，因此更有利于预防心血管疾病的发生；对肝功能具有保护作用，更适合肝脏疾病患者；营养、健康优势更加明显。

豌豆蛋白替代以大豆蛋白为主的植物蛋白。目前，植物性蛋白主要以大豆蛋白为主，但大豆蛋白也具有一定缺陷。例如，大豆中的嘌呤可以造成体内尿酸增高，促成或加重痛风。大豆蛋白质中的蛋氨酸（一种人体必需的氨基酸）含量相对较少。豌豆蛋白是一种优质的植物蛋白，与传统的大豆蛋白相比，所含氨基酸的比例较为平衡，且具有凝胶性、溶解性、乳化性、吸水保油性、起泡性等优良功能特性。豌豆蛋白中赖氨酸的含量约 7%，能满足人体每天必需的赖氨酸含量。

我们认为两个替代将是缓慢的过程，而更多是互相存在，植物蛋白替代动物蛋白及豌豆蛋白替代大豆蛋白均是部分性的：一、人们的消费习惯短期内难以出现改变；二、动物蛋白及大豆蛋白均有自身的优质性。

虽然豌豆蛋白作为一种新品开发不久，同时两个替代作用较为缓慢，但对于公司未来的发展将是最大看点：一、公司传统粉丝业务未来难有大幅增长，新开发的豌豆蛋白及粗纤维增长迅速；二、豌豆蛋白的市场空间广阔，下游应用范围广，随着公司逐步的宣传及培育市场，成为公司新的业绩增长点；三、公司豌豆蛋白出口顺利，同时获得美国 FDA 认证，显示公司产品品质优良。

公司目前是龙口粉丝最大的生产企业，采用传统酸浆法生物发酵提取技术，在该种湿法提取情况下，豌豆蛋白的颜色、口味都会有一定区别。公司该种提取的技术与国际上通用的方法并不影响最终产品实用性，公司国际上客户之前是从国际上竞争对手进货，由于公司产品质量有保障，价格较低，现在从公司进货。

目前，公司豌豆蛋白在手订单充足，产能处于满产状态，同时募投项目中，纯度 80% 的以上 0.85 万吨/年的豌豆蛋白项目预计在三季度可以试生产，产能瓶颈打开为豌豆蛋白增长提供空间。

2.3 公司最大优势在于循环经济

公司生产流程：首先把豌豆磨碎，放入发酵罐，在发酵罐内发酵沉淀（及时都可以生产），实现淀粉、蛋白、纤维的分离。豌豆蛋白被提取，提纯后做食用豌豆蛋白；淀粉沉淀下来，提取做粉丝，自己消化不完的，烘干卖干淀粉（招远有很多企业会买公司的干淀粉，做豌豆淀粉需要投资很高的污染处理设备，环保投入较大，小的粉丝厂并不愿意自己去建，而在公司购买淀粉）；剩余的废水及废渣，可再次提纯豌豆蛋白，用于动物营养、动物饲料；然后污水中提取沼气，然后再处理，提天然气，加至公交车、出租车等，剩余的废渣，做食用菌类产品的培养基，菌渣可生产有机化肥，处理完的废水达到国家排放标准，可以直接排放，还可以去灌溉，实现全产业链生产。

公司最大优势在于循环经济，综合利用多方面资源，从最初豌豆、粉丝，一直到终端植物菌类养殖和污水处理沼气等，全产业链综合优势明显。

2.4 股权激励提供安全保障

15 年 4 月份公司发布首期股权激励草案，总数量不超过 2100 万股，占总股本的 4.16%，主要来源于三部分：一、公司股东金都投资向员工持股计划定向转让的不超过 1,000 万股；二、二级市场购买不超过 500 万股；三、控股股东无偿赠与的不超过 600 万股。锁定期 12 个月，到期后依据当时情况和股东意愿决定是否卖出。从激励对象来看，主要为中高层管理人员；激励成本价格 40 元左右，目前股价 44 元，股权激励为公司股价提供了一定的安全保障。

3. 盈利预测和投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.44 元、0.60 元、0.75 元，对应动态 PE 分别为 99 倍、73 倍、59 倍，维持“增持”评级。

表 1: 分项主要业务预测表 (百万元)

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	523	744	1065	1364	1668	1960
yoy		42%	43%	28%	22%	17%
营业成本	380	554	795	969	1158	1348
毛利率	27%	26%	25%	29%	31%	31%
粉丝						
收入	401	432	480	593	664	744
yoy		8%	11%	12%	12%	12%
成本	298	333	357	439	491	550
毛利率	26%	23%	26%	26%	26%	26%
食用蛋白						
收入	60	134	147	256	398	500
yoy		122%	10%	74%	55%	26%
成本	38	63	32	51	100	125
毛利率	37%	53%	78%	80%	75%	75%
材料						
收入	29	79	332	398	477	573
yoy		168%	322%	20%	20%	20%
成本	27	90	336	402	482	579
毛利率	9%	-14%	-1%	-1%	-1%	-1%
食用菌蔬菜						
收入	28	54	55	61	67	73
yoy		92%	2%	10%	10%	10%
成本	14	29	30	33	36	40
毛利率	51%	47%	46%	46%	46%	46%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4. 风险提示

- (1) 粉丝业务开拓或未达预期;
- (2) 豌豆蛋白订单大幅下滑风险。

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	1065.18	1364.02	1668.39	1959.55	净利润	148.79	224.58	305.55	380.23
营业成本	800.15	969.45	1158.07	1347.94	折旧与摊销	44.75	49.64	55.25	57.94
营业税金及附加	7.12	9.12	11.15	13.10	财务费用	27.90	47.31	42.83	33.97
销售费用	37.04	46.38	60.06	74.46	资产减值损失	2.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	33.95	41.93	52.23	60.79	经营营运资本变动	-110.05	-165.88	-164.64	-163.90
财务费用	27.90	47.31	42.83	33.97	其他	-188.48	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-74.77	155.65	238.99	308.24
投资收益	8.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-48.33	-100.00	-70.00	-50.00
公允价值变动损益	0.43	0.00	0.00	0.00	其他	-322.89	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	-371.22	-100.00	-70.00	-50.00
营业利润	165.75	249.85	344.04	429.29	短期借款	601.63	-115.92	-189.00	-218.00
其他非经营损益	4.93	5.35	5.16	5.25	长期借款	96.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	170.68	255.20	349.20	434.55	股权融资	1265.24	0.00	0.00	0.00
所得税	21.89	30.62	43.65	54.32	支付股利	-19.44	-25.59	-38.62	-52.55
净利润	148.79	224.58	305.55	380.23	其他	-267.62	-47.31	-42.83	-33.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1676.29	-188.81	-270.45	-304.51
归属母公司股东净利润	148.79	224.58	305.55	380.23	现金流量净额	1230.30	-133.16	-101.46	-46.28
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	1783.23	1650.07	1548.62	1502.34	成长能力				
应收和预付款项	168.61	222.05	264.39	309.70	销售收入增长率	43.11%	28.06%	22.31%	17.45%
存货	327.30	396.55	473.71	551.37	营业利润增长率	36.04%	50.74%	37.70%	24.78%
其他流动资产	229.57	293.98	359.58	422.33	净利润增长率	31.62%	50.94%	36.06%	24.44%
长期股权投资	83.80	83.80	83.80	83.80	EBITDA 增长率	23.32%	45.47%	27.49%	17.89%
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	832.76	884.36	900.35	893.65	毛利率	24.88%	28.93%	30.59%	31.21%
无形资产和开发支出	48.09	46.89	45.68	44.48	三费率	9.28%	9.94%	9.30%	8.64%
其他非流动资产	305.89	305.85	305.81	305.77	净利率	13.97%	16.46%	18.31%	19.40%
资产总计	3779.25	3883.55	3981.93	4113.44	ROE	6.22%	8.66%	10.69%	11.93%
短期借款	1180.92	1065.00	876.00	658.00	ROA	6.44%	3.94%	5.78%	7.67%
应付和预收款项	78.15	98.17	117.28	137.75	ROIC	11.49%	15.69%	18.01%	19.66%
长期借款	96.47	96.47	96.47	96.47	EBITDA/销售收入	22.38%	25.42%	26.50%	26.60%
其他负债	30.71	31.91	33.25	34.60	营运能力				
负债合计	1386.25	1291.56	1123.01	926.83	总资产周转率	0.38	0.36	0.42	0.48
股本	505.36	505.36	505.36	505.36	固定资产周转率	1.41	1.66	1.87	2.20
资本公积	1375.03	1375.03	1375.03	1375.03	应收账款周转率	12.82	12.07	11.62	11.53
留存收益	512.62	711.61	978.54	1306.23	存货周转率	2.53	2.68	2.66	2.63
归属母公司股东权益	2393.01	2592.00	2858.93	3186.61	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	103.30%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2393.01	2592.00	2858.93	3186.61	资产负债率	36.68%	33.26%	28.20%	22.53%
负债和股东权益合计	3779.25	3883.55	3981.93	4113.44	带息债务/总负债	92.15%	89.93%	86.60%	81.40%
					流动比率	1.98	2.19	2.64	3.46
					速动比率	1.72	1.85	2.17	2.77
					股利支付率	13.07%	11.39%	12.64%	13.82%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	238.40	346.80	442.13	521.21	每股收益	0.29	0.44	0.60	0.75
PE	149.85	99.28	72.97	58.64	每股净资产	4.74	5.13	5.66	6.31
PB	9.32	8.60	7.80	7.00	每股经营现金	-0.15	0.31	0.47	0.61
PS	20.93	16.35	13.36	11.38	每股股利	0.04	0.05	0.08	0.10
EV/EBITDA	90.12	62.00	48.44	40.76					
股息率	0.09%	0.11%	0.17%	0.24%					

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

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