

2015 年 07 月 02 日

证券研究报告·新股分析报告

安记食品 (603696) 食品饮料

合理价格区间

17.25~20.70 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

复合调味粉龙头，产品体系完善

投资要点

- **调味品行业领先企业。**公司自成立以来专注于调味品的研发、生产和销售。产品结构丰富，拥有复合调味粉、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤等五大类 500 多个品种，其中复合调味粉贡献了公司 80% 左右的收入和毛利。14 年公司实现收入 2.8 亿元，同比+4%；净利润 5657 万元，同比+7%。
- **调味品行业增长快，成长空间大。**调味品行业是典型的“小产品，大市场”，近 10 年来，取得了快速发展，总产值超过 1400 亿元，总产量超过 1000 万吨，行业平均增长率达到 15%，新兴产品增长率更是超过 30%。1、复合调味料市场潜力巨大：我国调味品的消费结构中，复合调味料占比 20%，增长较快，主要得益于餐饮业在全球的迅猛发展和家庭厨房革命。2、行业品牌集中度逐步提升：我国调味品企业多地域化特征，规模较小，知名度不高，难以实现跨区域发展。随着食品安全和食品标准的逐步完善，调味品行业格局不断变化，收购兼并愈发频繁，国内企业的品牌和影响力也不断得到强化。3、创新产品不断涌现。我国调味品行业每年新开发产品数量较多，复合调味料、天然提取物调味料、风味清汤等新产品不断涌现。
- **公司优势。**1、复合调味粉龙头。公司在复合调味粉领域有较高的知名度和品牌影响力，其中排骨味王系列产品市场占有率位居同类产品前列。2013 年中国调味品著名品牌企业 100 强中的可比 22 家企业的复合调味料年产量 22 万吨，公司 13 年产量 1.7 万吨，在华东和中南地区具有较强市场竞争力，市场占有率较高。2、产品品类丰富。公司拥有较为丰富、完整的产品类别，目前销售有 500 多个品种。经过多年的发展，公司已构建了以复合调味粉为主导，天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤互为补充、协调发展的产品体系。
- **募投项目：**公司此次拟发行股数不超过 3000 万股，拟使用募集资金 4.8 亿元投资于 4 个项目。募投项目围绕主营业务进行，着重于扩大公司生产规模、提升技术研发水平和完善市场网络建设，进一步强化公司的核心竞争力。
- **盈利预测与估值分析：**按发行后不超过 1.2 亿股的总股本测算，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.69 元、0.73 元和 0.78 元。综合考虑，给予公司 2015 年 25-30 倍的市盈率，对应二级市场的合理的股价区间为 17.25-20.70 元。
- **风险提示：**食品安全风险；原材料价格波动风险；募集资金投资项目的实施风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	278.89	288.37	306.63	331.89
增长率	4.05%	3.40%	6.33%	8.24%
归属母公司净利润（百万元）	56.42	61.65	65.58	70.11
增长率	7.20%	9.27%	6.37%	6.91%
每股收益 EPS（元）	0.63	0.69	0.73	0.78
净资产收益率 ROE	16.11%	6.87%	6.81%	6.78%
PE	--	--	--	--
PB	--	--	--	--

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

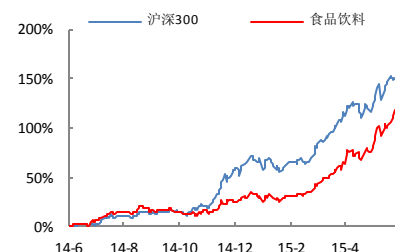
分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	9000
本次发行(万股)	3000
发行后总股本(万股)	-
2014 年每股收益(摊薄后)(元)	0.63
2014 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.59

主要指标 (2014 年)

每股净资产(元)	3.9
毛利率(%)	36.79
流动比率(倍)	7.53
速动比率(倍)	6.06
应收账款周转率(次)	43.81
资产负债率(合并报表)(%)	6.84
净资产收益率(加权平均)(%)	17.52

相关研究

目 录

1. 调味品行业领先企业.....	1
1.1 公司基本情况.....	1
1.2 公司股权结构.....	2
2. 调味品行业增长快，成长空间大.....	3
2.1 复合调味料市场潜力巨大.....	3
2.2 行业品牌集中度逐步提升.....	4
2.3 创新产品不断涌现.....	4
3. 公司优势.....	4
3.1 复合调味粉龙头.....	4
3.2 产品品类丰富.....	5
4. 募集资金用途.....	6
5. 盈利预测与估值分析.....	7
6. 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司 2014 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2014 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2011 年以来收入及同比增速	1
图 4: 公司 2011 年以来净利润及同比增速	1
图 5: 公司 2011 年以来毛利率、净利率	2
图 6: 公司 2011 年以来三费率	2
图 7: 公司发行前股权结构	2
图 8: 我国调味品消费结构	3
图 9: 公司复合调味粉收入及同比增速、毛利率	5
图 10: 公司分区域收入构成	5

表 目 录

表 1: 公司主要产品	5
表 2: 募投项目概况	6
附表: 财务预测与估值	8

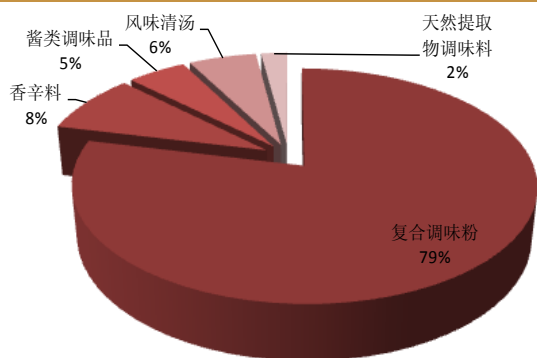
1. 调味品行业领先企业

1.1 公司基本情况

公司自成立以来专注于调味品的研发、生产和销售，生产基地位于福建省泉州市，销售市场逐步向全国拓展。作为调味品行业的领先企业，公司拥有自主研发设计的两条全自动生产线，25000吨复合调味粉产能。

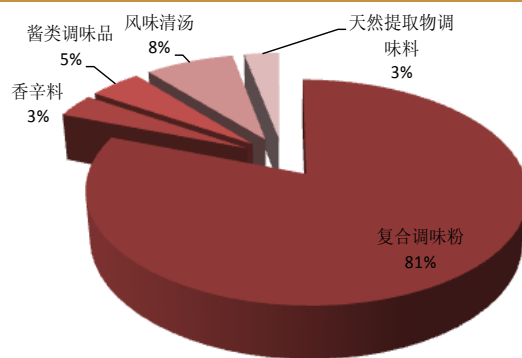
公司主营业务结构：公司产品结构丰富，拥有复合调味粉、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤等五大类 500 多个品种。其中复合调味粉贡献了公司 80%左右的收入和毛利；其他业务的收入和毛利占比都较小。复合调味粉是公司主打品种，明星产品主要包括排骨味王调味料、大骨浓汤味料、牛肉味调味料、鸡粉。

图 1：公司 2014 年主营业务结构情况



数据来源：招股意向书，西南证券

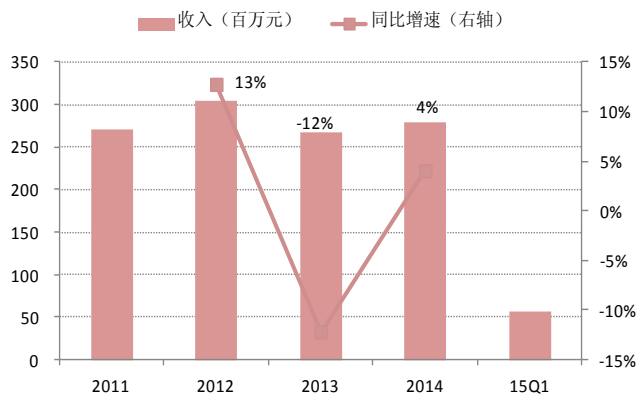
图 2：公司 2014 年主营业务毛利情况



数据来源：招股意向书，西南证券

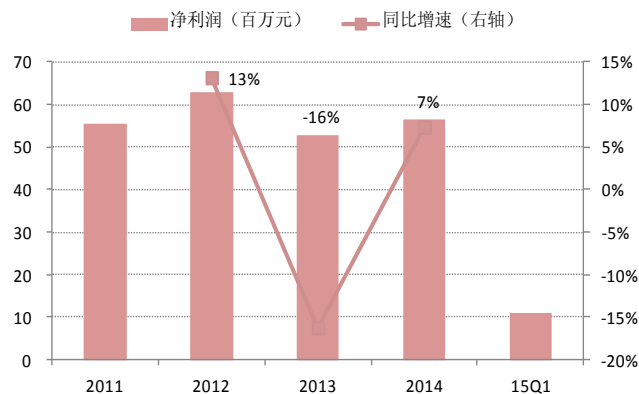
公司业绩状况：公司 14 年实现收入 2.8 亿元，同比+4%；净利润 5657 万元，同比+7%。15Q1 收入 5647 万元，净利润 1111 万。收入和净利润的增长得益于：1）调味品行业近年来增长迅猛，尤其是新兴产品快速增长；2）天然提取物调味料的价格持续上涨；3）公司复合调味粉迎合了调味品行业的发展趋势，毛利率有所提高，利润增长快于收入增长。

图 3：公司 2011 年以来收入及同比增速



数据来源：招股意向书，西南证券

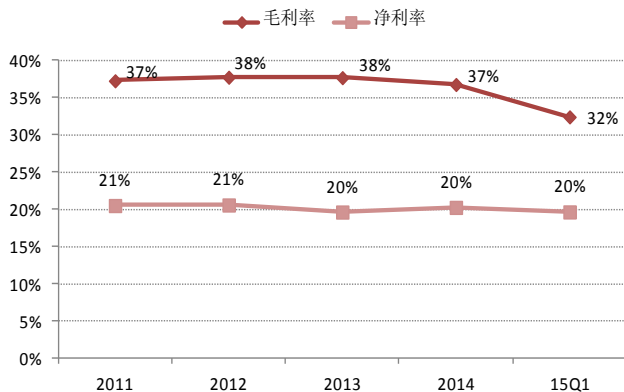
图 4：公司 2011 年以来净利润及同比增速



数据来源：招股意向书，西南证券

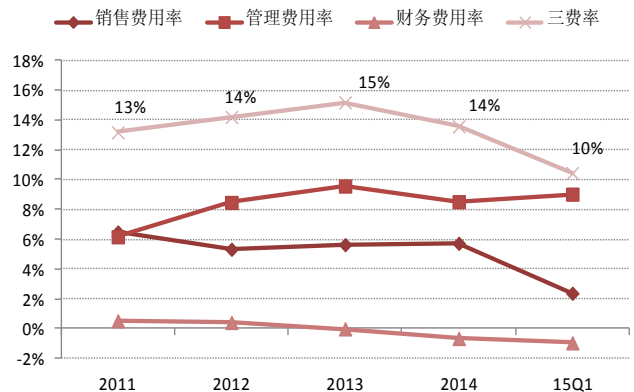
公司盈利能力：公司净利率稳定在 20%，毛利率 15Q1 有所下降，主要是公司在 1 季度兑现上年经销商返利，进行折价销售，毛利率降低。三费率出现了较大幅度的下降，主要是销售费用率下降较多，管理费用率略有增加。公司盈利能力较为稳定，毛利率、净利率较高，费用控制有所改善。

图 5：公司 2011 年以来毛利率、净利率



数据来源：招股意向书，西南证券

图 6：公司 2011 年以来三费率



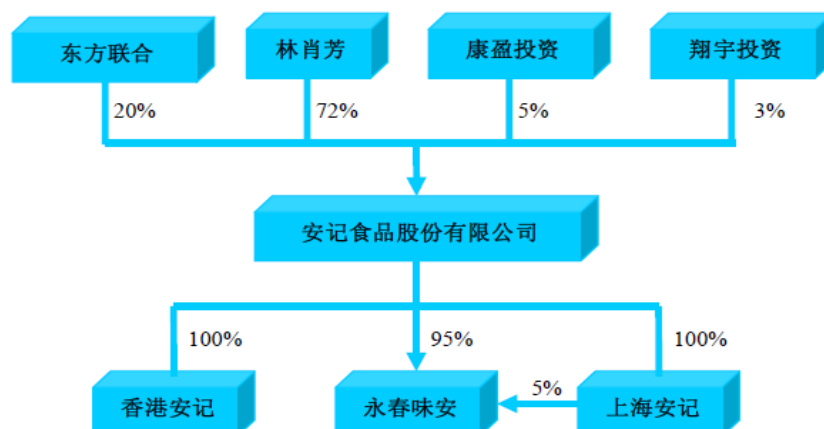
数据来源：招股意向书，西南证券

1.2 公司股权结构

公司的控股股东和实际控制人为林肖芳先生，持有公司发行前股本的 72%。其配偶王秀惠女士，儿子林润泽，女儿林榕阳通过东方联合分别间接持有公司 8%、6%、6%的股份；其女儿林春瑜则通过独资公司东翔宇投资间接持有公司 3%的股份。林肖芳先生及其家人合计持有公司发行前股份的 95%。

公司此次发行股数不超过 3000 万股，全部为公开发行新股。本次发行完成后，实际控制人仍为林肖芳先生，直接持有公司 54%的股份，与关联方合计持有 71.25%的股份。

图 7：公司发行前股权结构



数据来源：招股意向书，西南证券

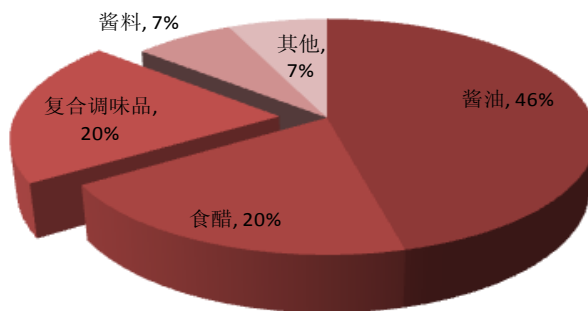
2. 调味品行业增长快，成长空间大

我国调味品每年营业额约占食品工业额的 10% 左右，是典型的“小产品，大市场”。近 10 年来，调味品行业取得了快速发展，总产值超过 1400 亿元，总产量超过 1000 万吨，行业平均增长率达到 15%，新兴产品增长率更是超过 30%。中国调味品著名品牌企业 100 强中的可比 72 家企业 2013 年实现产量 699 万吨，同比增长 13%；2013 年实现收入 466 亿元，同比增加 19%。

2.1 复合调味料市场潜力巨大

复合调味料指由两种及两种以上的调味品经特殊加工的调味料。常见的复合调味料既包括了鸡精、鸡粉、排骨粉等固态复合调味料，也包括了鸡汁、糟卤等液态复合调味料，同时也包括了风格各异的各种风味酱、方便调味酱类。目前我国调味品的消费结构中，复合调味料占比只有 20%，但增长较快，主要得益于餐饮业在全球的迅猛发展和家庭厨房革命。

图 8：我国调味品消费结构



数据来源：招股意向书，西南证券

我国 70% 的调味品销往餐饮行业，随着餐饮业的发展，单一的酱、油、醋、味精等调味品已经很难满足需求；自制的复合调味料效率低，无法做到标准化，也难以满足餐饮业的发展趋势。复合调味料以其使用简单方便、口味稳定等特点深受餐饮业的青睐，取代单一调味品将是大势所趋。2013 年中国调味品著名品牌企业 100 强中的可比 22 家企业的复合调味料（不含鸡精、鸡粉和鸡汁）产量同比增 12%。

随着生活节奏的加快和中青年消费观念的改变以及对生活品质的追求，家庭厨房革命也在悄然进行。传统繁杂的调味工序往往令许多在家做饭的青年人望而生畏，逐渐远离厨房。而复合调味料以其营养、健康、便捷、综合、快速等特点，迎合了消费者的需求，成为他们回归厨房的重要选择。随着在家做饭的人群比例逐步增大，复合调味料家庭消费的市场空间正在逐步扩大。

2.2 行业品牌集中度逐步提升

我国调味品企业多是从传统调味品企业发展而来，具有较强的地域化特征。大多数企业规模较小，知名度不高，品牌较弱，难以实现跨区域发展。

随着食品安全和食品标准的逐步完善，调味品行业格局不断变化，行业的重组并购也一直在进行，尤其以外资收购居多。联合利华收购老蔡酱油、家乐；雀巢收购美极、太太乐、豪吉；日本味之素株式会社收购淘大食品；美国亨氏收购福达食品公司等典型案例。同时国内的调味品企业品牌和影响力也不断得到强化，出现了海天味业、恒顺醋业等调味品的品牌企业。

2.3 创新产品不断涌现

我国调味品行业每年新开发产品数量较多，尤其是上世纪九十年代后期开始，复合调味料、天然提取物调味料、风味清汤等产品的不断涌现。

以鸡精调味料、排骨粉调味料、鸡粉调味料、肉味粉调味料、海鲜调味料、复合汤料等产品为代表的复合调味料已广泛应用于餐饮业、食品工业生产和家庭厨房中。天然提取物调味料在国外非常流行。在欧美、日本，天然菌类提取物作为新型保健食品调味料，具有调味增鲜的作用，适于做日式、西式和中式烹调，具有广阔前景。风味清汤主要是指鸡骨架、猪排骨架等经过一定的加工程序，再添加一定调味料制成的清汤类产品。目前我国调味品市场清汤类产品较少，随着生活水平的提高以及生活节奏的加快，风味清汤具有营养安全和方便快捷的特点，与当前的社会发展特点相适应，市场前景广阔。

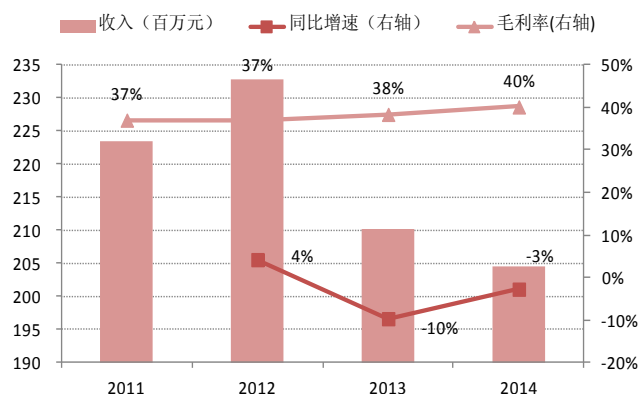
3. 公司优势

3.1 复合调味粉龙头

国内复合调味粉市场，北方被以王守义十三香为代表的植物性调味粉占领，南方则以公司所生产的动物性调味粉为代表。调味粉作为复合调味品的典型代表，销售量一直在快速增长。调味粉的最大特点是，几乎所有的人都能很方便地使用，具有较高的普及性。

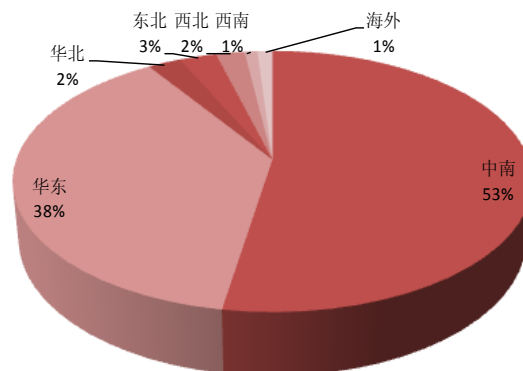
公司在复合调味粉领域有较高的知名度和品牌影响力，其中排骨味王系列产品市场占有率位居同类产品前列。2013年中国调味品著名品牌企业100强中的可比22家企业的复合调味料（不含鸡精、鸡粉和鸡汁）年产量22万吨，公司13年产量1.7万吨，在华东和中南地区具有较强市场竞争力，市场占有率较高。

图 9：公司复合调味粉收入及同比增速、毛利率



数据来源：招股意向书，西南证券

图 10：公司分区域收入构成


















数据来源：招股意向书，西南证券

3.2 产品品类丰富

公司拥有较为丰富、完整的产品类别，目前销售有 500 多个品种。经过多年的发展，公司已构建了以复合调味粉为主导，天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤互为补充、协调发展的产品体系。公司产品体系在兼顾市场传统需求的同时，努力创新求变，开发了以排骨味王调味料、益鲜素调味料、主味素调味料、鲍鱼素调味料等产品为代表的市场独创、概念领先、品质优异的特色产品，力求打造产品差异化，增强公司核心竞争力。公司产品能充分满足各种类型消费者多层次、多用途、多价位的个性化使用需求。

表 1：公司主要产品

系列	产品
复合调味粉	         
天然提取物调味料	   

系列	产品
传统香辛料	    
酱类调味品	    
风味清汤	    

数据来源：公司网站，西南证券

4. 募集资金用途

公司本次拟公开发行不超过 3000 万股，拟募集资金 4.8 亿元投资于 4 个项目，主要围绕主营业务进行，着重用于扩大公司生产规模、提升技术研发水平和完善市场网络建设，进一步加强公司的核心竞争力。

表 2：募投项目概况

编号	项目名称	总投资（万元）	募集资金投资（万元）	建设期
1	年产 10000 吨 1:1 利乐装调味骨汤产品生产项目	12,000.00	12,000.00	2 年
2	年产 700 吨食用菌提取物及 1625 吨副产品生产项目	18,055.00	18,055.00	1.5 年
3	研发中心建设项目	4,000.00	4,000.00	2 年
4	营销网络建设项目	4,413.30	4,413.30	2 年
5	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	-
合计		48,463.30	48,463.30	-

数据来源：招股意向书，西南证券

（1）年产 10000 吨 1:1 利乐装调味骨汤产品生产项目：本项目计划生产年产 10,000 吨 1:1 利乐装调味骨汤产品，主要包括鸡骨清汤、猪骨清汤、牛骨清汤和其他风味骨汤，满足市场对 1:1 利乐装调味骨汤产品需求。公司目前调味骨汤（主要为浓缩鸡汤）产品市场需求较大，但主要是针对餐饮等客户，家庭用户使用较少，1:1 调味骨汤市场需求更大，更加易

用，符合市场需求。随着即食汤产品的市场快速发展，公司募投项目达产后，将丰富公司产品线，提高公司核心竞争力，增强公司盈利能力。

（2）年产 700 吨食用菌提取物及 1625 吨副产品生产项目：本项目以永春县特色产品——食用菌为原材料，采用真空浓缩技术手段，提取食用菌中的氨基酸和蛋白质等有益物质。建成后将有效地增加公司原有的产品体系，包括用于西餐的蘑菇浓汤和酱汁，营养健康调味品鲜菇素，也可作为食品加工企业（如鱼类加工制品、肉类加工制品、休闲食品、素食加工制品）的调味料。

（3）研发中心和营销网络的建设一方面可以提升公司产品品质和核心竞争力，缩短产品的开发周期，提高产品生产效率；另一方面可以构建强大、稳定、可控的营销网络，建立完善的营销及售后服务系统，快速应对市场变化，增强产品的市场竞争力，为公司的可持续发展奠定基础。

目前，年产 700 吨食用菌提取物及 1625 吨副产品生产项目已完成部分厂房的基础建设，截止 15Q1 已投入 3274.02 万元；年产 10000 吨 1:1 利乐装调味骨汤产品生产项目及研发中心建设项目已经开始前期基建工作，截止 15Q1 已经投入 4712.35 万元。

5. 盈利预测与估值分析

按发行后不超过 1.2 亿股的总股本测算，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.69 元、0.73 元和 0.78 元。根据可比公司和行业估值水平，我们给予公司 2015 年 25-30 倍的市盈率，对应二级市场的合理的股价区间为 17.25-20.70 元。

6. 风险提示

- （1）食品安全卫生风险；
- （2）原材料价格波动风险；
- （3）募集资金投资项目的实施风险。

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	278.89	288.37	306.63	331.89	净利润	56.42	61.65	65.58	70.11
营业成本	176.28	174.25	184.08	198.08	折旧与摊销	8.64	14.17	30.05	41.72
营业税金及附加	2.36	2.37	2.53	2.75	财务费用	-1.85	-0.89	-1.14	-1.06
销售费用	15.97	17.30	19.01	21.90	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	23.77	26.96	29.13	31.86	经营营运资本变动	8.50	-3.43	-0.73	-2.81
财务费用	-1.85	-0.89	-1.14	-1.06	其他	2.20	0.08	0.01	0.05
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	73.91	71.58	93.78	108.01
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-6.80	-300.00	-200.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-27.03	-5.00	-10.00	-15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-33.84	-305.00	-210.00	-35.00
营业利润	62.36	68.38	73.02	78.36	短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.80	4.17	4.38	4.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.16	72.55	77.40	82.67	股权融资	0.00	484.68	0.00	0.00
所得税	10.59	10.90	11.82	12.56	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	56.57	61.65	65.58	70.11	其他	-0.40	1.09	1.14	1.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-10.40	485.77	1.14	1.06
归属母公司股东净利润	56.42	61.65	65.58	70.11	现金流量净额	29.52	252.35	-115.09	74.07
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	139.18	391.53	276.44	350.51	成长能力				
应收和预付款项	17.01	19.31	19.78	21.61	销售收入增长率	4.05%	3.40%	6.33%	8.24%
存货	37.96	37.52	39.64	42.65	营业利润增长率	7.49%	9.65%	6.79%	7.31%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	7.36%	8.98%	6.37%	6.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.60%	18.09%	24.83%	16.77%
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	96.68	383.56	554.56	533.89	毛利率	36.79%	39.57%	39.97%	40.32%
无形资产和开发支出	43.61	42.56	41.51	40.47	三费率	13.58%	15.04%	15.33%	15.88%
其他非流动资产	42.49	47.49	57.49	72.49	净利率	20.28%	21.38%	21.39%	21.13%
资产总计	376.93	921.98	989.42	1061.62	ROE	16.11%	6.87%	6.81%	6.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.81%	15.01%	6.69%	6.63%
应付和预收款项	20.24	18.82	20.37	22.02	ROIC	25.73%	16.75%	10.62%	10.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.79%	28.32%	33.24%	35.86%
其他负债	5.55	5.48	5.79	6.23	营运能力				
负债合计	25.78	24.30	26.17	28.25	总资产周转率	0.79	0.44	0.32	0.32
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	4.81	2.16	0.89	0.69
资本公积	86.20	540.88	540.88	540.88	应收账款周转率	41.57	43.00	43.59	43.96
留存收益	175.15	236.80	302.38	372.49	存货周转率	4.32	4.62	4.77	4.81
归属母公司股东权益	351.15	897.68	963.26	1033.37	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	113.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	351.15	897.68	963.26	1033.37	资产负债率	6.84%	2.64%	2.64%	2.66%
负债和股东权益合计	376.93	921.98	989.42	1061.62	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.53	18.45	12.84	14.68
					速动比率	6.06	16.91	11.32	13.17
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	69.15	81.65	101.93	119.02	每股收益	0.63	0.69	0.73	0.78
PE	—	—	—	—	每股净资产	3.90	9.97	10.70	11.48
PB	—	—	—	—	每股经营现金	0.82	0.80	1.04	1.20
PS	—	—	—	—	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	—	—	—	—					
股息率	—	—	—	—					

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 15 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@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）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn