2015 年 07 月 13 日
证券研究报告 · 调研报告
长城影视（002071）传媒

买入（首次）
当前价：12.6 元
目标价：22.8 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

稳扎稳打，价值投资标的

投资要点

- **事件：**日前，我们与长城影视的董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **公司毛利率明显高于行业均值。**长城影视的毛利率高于行业均值和主要竞争对手，主要原因是因为公司的所有生产环节或绝大多数环节均在公司内部，减少摩擦损失和利润外流，协同性提升公司利润；未来，由于公司对外合作必不可少，毛利率水平或出现缓步的降低，但公司的整体利润规模不会受到影响，反而因为对外合作而扩张。
- **产品立体结构，塑造内容为王。**随着“一剧两星”等政策的出台，行业无序竞争的格局发生根本性转变，电视剧市场寡头趋势日益明显。在内容为王的生存环境下，公司积极延伸产品涉及面，覆盖所有电视剧类型，在大数据支持下发展“少量精品剧+大量低成本剧”的立体产品模式，以有限资源实现内容最优，进而打造长城影视的“内容为王”。
- **广告业务将是新主营业务之一。**公司从 2014 年开始，陆续收购了多家涉及广告的企业，包括传统广告渠道和新兴广告公司，未来还将继续并入数字营销企业。目前收购的广告企业将在公司的统一管理下进行整合，实现协同效应；另一方面，收购的广告公司多做出了业绩承诺，锁定了长城影视在广告业务上的最低利润。
- **估值与评级：**我们预计，长城影视 2015 年到 2017 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.78 元、0.98 元，对应的 PE 分别为 22.13 倍、16.09 倍、12.84 倍，估值明显低于行业均值 57 倍的水平，和主要竞争对手相比，估值也相对较低，考虑到公司广告+电视剧协同发展的战略规划，和集团泛娱乐平台的战略目标，给予 40 倍的估值水平，目标价 22.8 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电视剧行业或出现不可预测的政策变化、或出现系统性风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	507.76	803.46	1170.21	1501.24
增长率	21.65%	58.23%	45.65%	28.29%
归属母公司净利润（百万元）	200.51	299.12	411.48	515.64
增长率	3032.07%	49.18%	37.56%	25.31%
每股收益 EPS（元）	0.38	0.57	0.78	0.98
净资产收益率 ROE	23.20%	17.20%	17.73%	17.68%
PE	33.02	22.13	16.09	12.84
PB	7.43	3.69	2.76	2.20

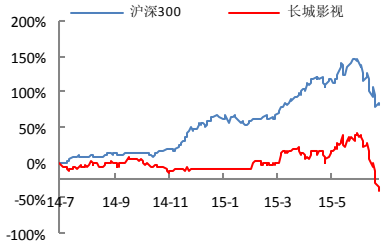
数据来源：Wind，西南证券

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：xiongl@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)	5.25
流通 A 股(亿股)	3.24
52 周内股价区间(元)	12.6-31.46
总市值(亿元)	66.20
总资产(亿元)	14.35
每股净资产(元)	1.66

相关研究

目 录

1. 集团公司的影视战略布局 1
2. 制作全产业链最大化实现利润 2
3. 立体构架，内容为王 3
4. 实景娱乐将衍生公司价值 4
5. 广告业务将成公司另一主业 5
6. 盈利预测 6

图 目 录

图 1: 公司 2012 年主营业务结构情况（百万元）.....1
图 2: 公司 2012 年主营业务毛利情况.....1
图 3: 2014 年公司各项业务的毛利率情况.....2
图 4: 公司收入在第四季度集中确认迹象明显.....2
图 5: 可比公司的毛利率对比.....2
图 6: 创意园实景一.....5
图 7: 创意园实景二.....5

表 目 录

表 1: 2015 年公司或将推出的电视剧.....4
表 2: 可比公司 PE.....6
附表: 财务预测与估值.....8

1. 集团公司的影视战略布局

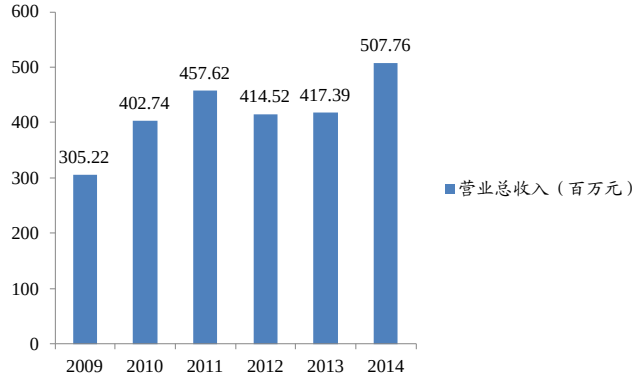
长城影视作为长城文化集团旗下两个上市公司平台之一（另一个平台是长城动漫，000835），是集团影视剧制作、实景娱乐、广告传播等领域的践行者，公司拥有打造影视剧的全产业链环节，并积极外延式发展，衍生集团资源价值，目前已经成为国内影视剧制作的领先者之一。

2014 年，长城影视完成对江苏宏宝的借壳，并于 2014 年 6 月 5 日更名为长城影视，主营业务从五金转变为影视传媒，并极大的改善了上市公司平台的经营情况：2014 年，长城影视实现营业收入 5.07 亿元，较 2013 年 4.17 亿元的水平提高了约 9000 万元，但由于 2014 年公司的收入主要源于电视剧、广告等影视传媒业务，而 2013 年的收入则是由传统业务金属五金业务组成，故并无实际对比意义；但上市公司利润则因为主营业务切换产生巨大改善，2014 年公司净利润为 2.06 亿元，扭转了上市公司平台 2013 年亏损的局面，并实现了巨大的增长。

公司的新业务分为三个主要的板块：

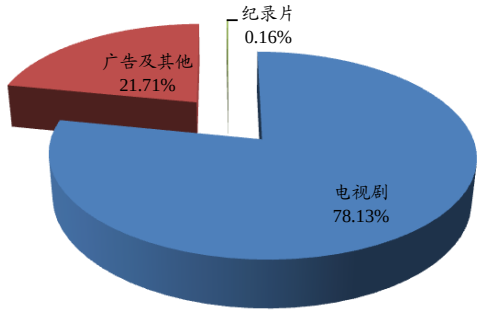
- 电视剧业务。2014 年实现收入 3.96 亿元，占主营收入的比重为 78.1%，是公司收入的主要来源，该项业务的毛利率约为 63%；
- 纪录片业务。2014 年实现收入 79 万元，但收入占比仅 0.16%，该项业务的毛利率为 92.9%；
- 广告及其他衍生业务。2014 年实现收入 1.1 亿元，收入占比约 21.7%，该项业务的毛利率为 63.51%。

图 1：公司 2012 年主营业务结构情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券

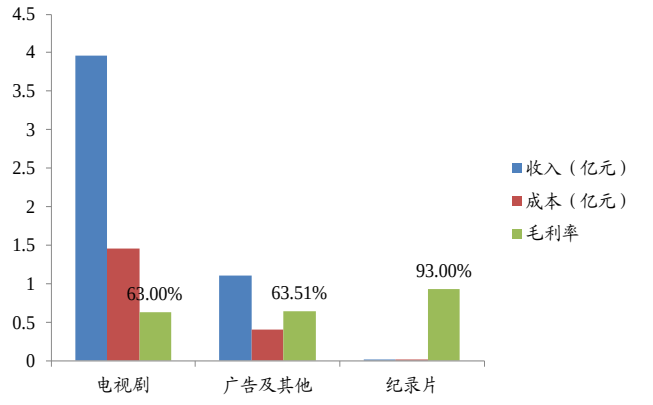
图 2：公司 2012 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券

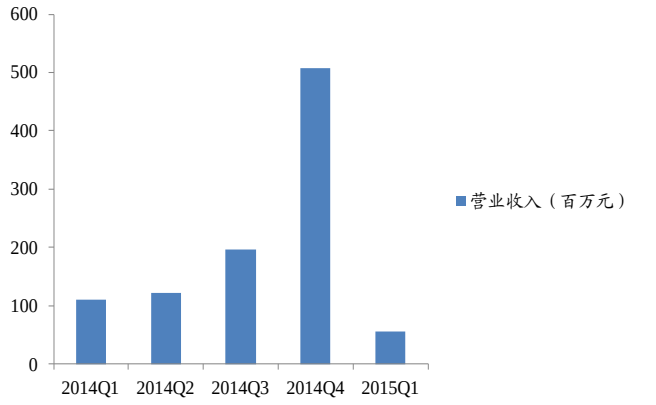
2015 年第一季度，公司实现收入 5586 万元，实现净利润 2065 万元。表面上看，第一季度公司的收入水平较去年的单季度平均收入规模下滑严重（去年单季度公司的平均收入超过 1.25 亿），但导致这样的原因不是长城影视的经营出现问题，而是公司的收入确认模式所致。从 2014 年的情况和我们的调研内容来看，长城影视的收入多在第四季度集中确认，这是因为公司的电视剧销售和广告业务的收入更多的是在年底统一核算。

图 3: 2014 年公司各项业务的毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 4: 公司收入在第四季度集中确认迹象明显

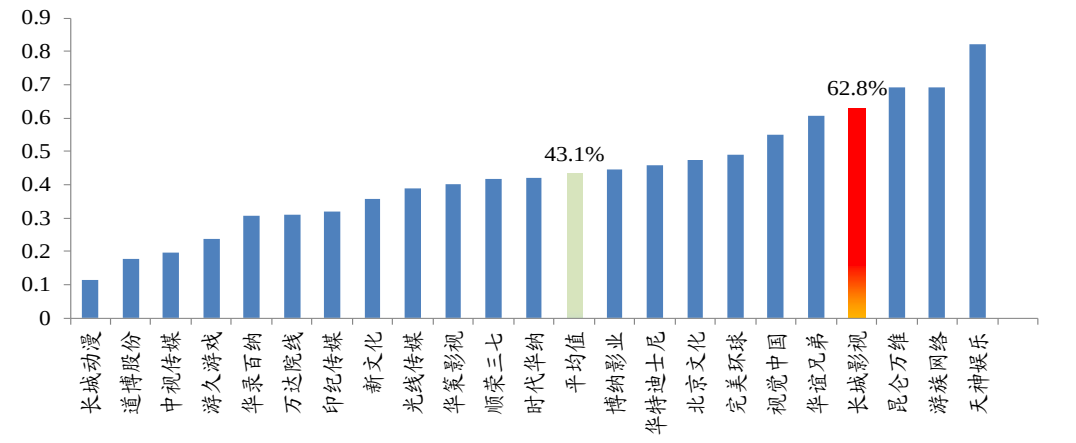


数据来源：公司公告，西南证券

2. 制作全产业链最大化实现利润

长城影视在 2014 年的综合毛利率为 62.77%、营业利润率为 50.15%，均远远超越行业的平均水平（2014 年，影视传媒行业的毛利率平均值为 46%、利润率为 25%），在影视动漫传媒领域的毛利率水平仅比几家游戏公司略低，在影视为主业的公司之中，毛利率水平排名领先。

图 5: 可比公司的毛利率对比



数据来源：公司公告，西南证券

导致长城影视的毛利率远远高于行业均值的原因是因为公司的制作全产业环节布局：

我们认为，影视类企业分为三种：第一种是纯粹投资型的企业，具体不参与或很少参与影视剧的直接拍摄，而是作为出资方投资拍摄项目；第二种是纯粹的制作型企业，一个剧目的投资、制作、发行均由自己完成、第三种类型是部分环节参与的企业，比如仅仅参与制作和发行。而长城影视则是典型的第二类企业，我们把这样的全环节参与的企业称为生产型影视传媒企业。

如果分裂开影视剧的制作过程，前期 IP 的创作、剧组的选择、拍摄、后期制作、市场发行，这些环节在目前的市场上均有成熟运营的模式，而每一个环节也都是对利润有所要求

的，所以如果从市场上将每一个环节组合在一起，将使得一个项目的利润分散在每一个环节之中。而长城影视则是配置了以上所有环节，所以企业不需要，或很少需要将部分环节拿出去外包，使得利润外流，导致企业将本来应该分配到各个环节的利润完全或大部分锁定在企业内部，这也是为什么长城影视的毛利明显高于行业均值的原因。

另一方面，所有制作环节均在企业内部，将最大化的减少环节之间的摩擦成本，也有效的提高了企业的经营水平。

但我们认为，随着长城影视未来市场份额进一步扩张，业务越铺越大，将更多的和外部环节进行合作，这是一个传媒企业做大做强的发展趋势。所以，随着外部合作的加强，比如今年的电影项目将很有可能和其他机构共同合作，在收入和利润水平增长的同时，毛利率则有可能因为有外部环节的参与而出现下滑。

3. 立体构架，内容为王

从长城影视的业务结构上来看，电视剧占营业收入的比重接近八成（2014 年占比约为 78%），同时，占比 21%的广告收入或多或少也和电视剧业务有一定关系，所以电视剧业务是决定长城影视业绩好坏的根本。

随着“一剧两星”等政策的推出，电视剧制作行业面临着新一轮的洗牌压力，过去的无序竞争将逐步向寡头市场过度：劣质的电视剧制作团队将受制于渠道播出方式的改变而生存空间进一步收缩；而优质 IP 制作方将获取更多市场份额，良币驱逐劣币的趋势符合电视剧行业的发展模式。

在向着寡头市场的发展趋势中，“内容为王”将是决定企业能否在大浪淘沙中壮大的根本，我们也看到业界的巨头们正在积极布局自己的“内容为王”战略：如唐德影视等，将明星效应在电视剧中发挥到极致，驱动粉丝经济为企业打造“内容为王”；如华谊兄弟等，将企业优质 IP 向产业链下游深度延伸，使得看、玩、互动相结合，综合娱乐体验成就其“内容为王”；如华策影视等，通过大规模兼并重组，整合产业链资源，扩张市场份额，集合竞争力，树立“内容为王”。

在“内容为王”的趋势下，长城影视则是选择通过打造立体产品组合的战略。覆盖所有的观影范围，打造“少数精品剧+多部低成本剧”的组合，通过向各个观影范围的延生，在大数据分析的支持下，挖掘市场新兴机会，同时运用精品剧树立企业形象，实现业绩增长。在过去，长城影视的作品覆盖古装武打、古装宫廷、近代抗日、家庭伦理、都市情感、青春偶像等几乎所有电视剧领域。

在 2015 年，公司立体性的产品结构战略得到了进一步的践行，推出的产品涉及多个领域：《大玉儿传奇》是古装宫廷剧；《地雷英雄传》、《独立纵队 2》等抗日剧；《婚姻攻防战》等则是都市情感剧。

表 1: 2015 年公司或将推出的电视剧

	剧目	进展状况	集数	内容
1	大玉儿传奇	后期制作	50 集	古装清宫
2	地雷英雄传	后期制作	50 集	抗日剧
3	独立纵队 2	后期制作	50 集	抗日剧
4	婚姻攻防战之爱要付出	拍摄中	50 集	都市爱情
5	母爱如山	拍摄中	50 集	家庭伦理
6	镖王传奇	拍摄中	50 集	抗日剧

数据来源：公司公告、西南证券

4. 实景娱乐将衍生公司价值

实景娱乐是未来衍生 IP 价值最有效的办法，也是实现观影和体验于一体的最好方式，即迪斯尼模式。长城影视同样在实景娱乐领域开始布局，今年公司收购诸暨长城国际影视创意园有限公司，为公司打开了未来的实景娱乐之门。

诸暨长城国际影视创意园有限公司通过诸暨长城国际影视基地为基础，建设规划为集影视剧制作、旅游、娱乐产业、教育培训等相关产业，占地规划超过 460 亩，其中景点包括：太和殿、万登台、神魔洞窟、鸳鸯楼、白塔、大雄宝殿、西华厅、毛泽东韶山故居、狮子街、土楼、长城、嘉峪关、少林寺塔林、民国街、太极殿等，极具游人观赏、观众互动、剧组拍摄价值。

目前，诸暨长城国际影视基地的经营主要通过两个模式展开：

- 游人观光。由于影视城中聚集了大量著名影视剧中耳熟能详的场景，使得游人在观影后能够深入体验到影视剧内容氛围，同时公司在努力打造游人参与影视剧的娱乐项目，拟通过专业的拍摄、道具、化妆团队，使得游人能够直接参与影视剧中经典片段，体验当时的真实氛围。目前，诸暨长城国际影视基地的票价大概在 45 元/人左右，因为目前是处于试运营阶段，后期价格有望进一步提高。
- 剧组拍摄。诸暨长城国际影视基地中具有众多民国、古代的街景、宫殿等场景，为影视剧拍摄提供了场景支持，根据粗略估计，一个影视剧，在其中拍摄所导致的租赁、饮食、居住将为公司带来约 100~200 万元的收入。

我们认为，实景娱乐将是公司未来核心看点，原因是：

- 实景娱乐将发挥出道具的最大价值。过去，影视道具拍摄以后多半就没有用了，而由于实景娱乐的产生，道具将会为游客提供反复使用的价值，使得成本既定的情况下，收入增加。
- 实景娱乐将使得公司 IP 价值得到衍生，提升观影体验。过去的电视剧只能通过在电视上观看，而随着实景娱乐的产生，尤其是长城影视未来或推出影视剧场景体验服务，使得观众能够更深入的体验剧情氛围，也为公司创造出更多价值。
- 拍摄为游玩提供基础。电视剧组的取景拍摄将为观众呈现出场景，这为观众观看后再实地游玩或参与剧情提供了前期基础，且这种先看后玩得方式，使得游客体验更为深刻和形象。

虽然，在 2014 年，诸暨长城国际影视基地仍由于财务成本等原因，处于亏损状态，亏损约 395 万元，但是随着影视城运营的逐步成熟，未来想象空间极大。

图 6: 创意园实景一

数据来源：公开资料，西南证券

图 7: 创意园实景二

数据来源：公开资料，西南证券

5. 广告业务将成公司另一主业

今年以来，长城影视先后收购了东方龙辉、微距广告、浙江中影、浙江光线、上海胜盟、上海玖明等多家广告传媒类企业，公司打算在电视剧之外再树立一个新的主营业态的战略规划已经跃然纸上，同时公司还打算收购数字营销类型的广告机构，形成综合类影视传播平台业务。

为什么选择毛利率相对较低的广告业务作为公司传媒板块的第二主营，我们认为有以下几个原因：

首先，稳扎稳打，减少不确定性，是长城影视在并购重组以来一贯坚持的风格。从公司收的这些企业来看，均是立足于传统业务，且有新兴发展空间的企业，而并不是把收购目标集中在目前行业高估值、前景和风险同样巨大的高科技、概念领域。

其次，广告业务是整合资源的一部分。长城影视、乃至兄弟企业长城动漫、或是集团公司旗下均有着丰富的 IP 资源和渠道资源。前文提到，长城影视专精于独立完成一个产业链上所有的环节，尽可能多的不让利润外流，所以整合广告业务将推动公司影视板块的价值延伸。

最后，收购以后，收购标的或已截然不同。收购以前，这些广告企业多是单独作战，当长城影视将其收购以后，不但可以凝聚形成各个广告公司的合力，另一方面长城影视多年在电视渠道上的资源将推动这些广告企业快速发展，所以不能单单以收购企业过去的成绩来衡量其收购后的价值。

业绩保障。我们认为广告业务将成为公司未来业绩增长的巨大推力之原因不仅仅依托于上述逻辑，更是基于收购企业对于 2015 年-2017 年的业绩承诺：

上海玖明（收购比重 51%）：4500 万元、5400 万元、6480 万元，折合成为上市公司贡献的利润为 2295 万元、2754 万元、3304 万元；

浙江中影（收购比重 51%）：2300 万元、2760 万元、3312 万元，折合成为上市公司贡献的利润为 1173 万元、1407 万元、1689 万元；

东方龙辉（收购比重 60%）：5200 万元、6240 万元、7488 万元，折合成为上市公司贡献的利润为 3120 万元、3744 万元、4492 万元；

微距广告（收购比重 60%）：2700 万元、3240 万元、3388 万元，折合成为上市公司贡献的利润为 1620 万元、1944 万元、2032 万元；

此外，上海胜盟还对 2015 年和 2016 年有业绩承诺，分别为 1700 万元、2100 万元，对目标公司收购比例为 100%。

以上业绩承诺均有相应的保障措施，利润下限已经锁定。

综上，广告业务即使在最保守的估计下，将在 2015 年到 2017 年为长城影视贡献利润：9908 万元、11949 万元、11517 万元。

6. 盈利预测

我们认为，公司的电视剧业务在可预见的未来 3 年（2015 年-2017 年）内，将因为小制作团队的逐步推出，而扩张市场份额，预计保持 20%以上的发展速度，即为公司贡献收入 6 亿元、7.2 亿元、8.64 亿元。

广告业务按最保守估计，将为公司贡献 0.99 亿元、1.19 亿元、1.15 亿元的利润。

同时，由于公司对外合作的加强，毛利率出现缓步回落，未来三年毛利率分别下降至 62%、61%、60%。

综上，我们认为，长城影视 2015 年到 2017 年，EPS 分别为：0.57 元、0.78 元、0.98 元，对应的 PE 分别为 22.13 倍、16.09 倍、12.84 倍，估值明显低于行业均值 57 倍的水平，和主要竞争对手相比，估值也相对较低，考虑到公司广告+电视剧协同发展的战略规划，和集团泛娱乐平台的战略目标，给予 40 倍的估值水平，目标价 22.8 元，给予“买入”评级

表 2：可比公司 PE

公司名称	PE
长城影视	27.16
平均值	57.78
长城动漫	52.42
印纪传媒	66.97
游久游戏	--
中视传媒	--
光线传媒	60.05
华谊兄弟	39.95
华录百纳	55.68
华策影视	41.29
昆仑万维	99.51
天神娱乐	50.06

公司名称	PE
北京文化	80.47
游族网络	36.41
万达院线	85.20
顺荣三七	51.88
视觉中国	72.61
完美环球	--
新文化	30.30
唐德影视	77.38
道博股份	54.87

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
营业收入	507.76	803.46	1170.21	1501.24
营业成本	187.13	305.31	456.38	600.50
营业税金及附加	5.15	8.16	11.88	15.24
销售费用	17.79	25.19	37.62	48.58
管理费用	41.31	65.36	95.20	122.13
财务费用	4.53	0.87	1.07	1.24
资产减值损失	-2.99	-6.50	7.08	7.25
投资收益	-0.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	254.64	405.07	560.98	706.31
其他非经营损益	25.43	13.20	15.28	16.28
利润总额	280.07	418.26	576.26	722.59
所得税	73.47	109.71	151.15	189.54
净利润	206.60	308.55	425.11	533.05
少数股东损益	6.09	9.43	13.63	17.41
归属母公司股东净利润	200.51	299.12	411.48	515.64

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	206.60	308.55	425.11	533.05
折旧与摊销	2.40	10.07	26.11	44.57
财务费用	4.53	0.87	1.07	1.24
资产减值损失	-2.99	-6.50	7.08	7.25
经营营运资本变动	-710.17	286.95	-289.97	-261.27
其他	454.68	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	-44.95	602.35	166.99	324.85
资本支出	322.97	-170.18	-190.00	-210.00
其他	-415.27	-3.62	0.63	0.29
投资活动现金流净额	-92.31	-173.80	-189.37	-209.71
短期借款	-170.90	-195.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-23.84	594.80	178.28	84.35
支付股利	-64.99	0.00	0.00	0.00
其他	444.93	-0.87	-1.07	-1.24
筹资活动现金流净额	185.19	398.93	177.21	83.11
现金流量净额	47.94	827.49	154.83	198.24

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	91.94	919.42	1074.25	1272.49
应收和预付款项	648.10	607.29	988.12	1333.29
存货	343.23	2.34	0.85	2.61
其他流动资产	1.32	2.08	3.03	3.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	3.62	2.99	2.70
固定资产和在建工程	5.37	166.91	332.23	499.08
无形资产和开发支出	272.72	271.31	269.89	268.48
其他非流动资产	16.54	16.52	16.51	16.49
资产总计	1379.21	1987.08	2687.87	3399.04
短期借款	195.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	103.59	137.84	209.20	278.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	190.01	55.27	81.32	105.98
负债合计	488.60	193.12	290.52	384.28
股本	525.43	525.43	525.43	525.43
资本公积	-284.33	310.47	488.75	573.10
留存收益	610.03	909.15	1320.63	1836.28
归属母公司股东权益	851.13	1745.05	2334.81	2934.81
少数股东权益	39.48	48.91	62.54	79.95
股东权益合计	890.61	1793.97	2397.36	3014.76
负债和股东权益合计	1379.21	1987.08	2687.87	3399.04

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	21.65%	58.23%	45.65%	28.29%
营业利润增长率	27614%	59.07%	38.49%	25.91%
净利润增长率	101135%	49.35%	37.78%	25.39%
EBITDA 增长率	312.45%	59.04%	41.38%	27.88%
获利能力				
毛利率	63.15%	62.00%	61.00%	60.00%
三费率	12.53%	11.38%	11.44%	11.45%
净利率	40.69%	38.40%	36.33%	35.51%
ROE	23.20%	17.20%	17.73%	17.68%
ROA	-0.02%	14.98%	20.43%	20.91%
ROIC	22.10%	30.51%	35.20%	31.69%
EBITDA/销售收入	51.51%	51.78%	50.26%	50.10%
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.48	0.50	0.49
固定资产周转率	94.55	5.29	3.78	3.18
应收账款周转率	1.38	1.29	1.49	1.31
存货周转率	0.85	1.75	97.76	138.32
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.91%	--	--	--
资本结构				
资产负债率	35.43%	9.72%	10.81%	11.31%
带息债务/总负债	39.91%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.23	7.98	7.15	6.83
速动比率	1.52	7.98	7.15	6.82
股利支付率	32.41%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.38	0.57	0.78	0.98
每股净资产	1.70	3.41	4.56	5.74
每股经营现金	-0.09	1.15	0.32	0.62
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	261.57	416.01	588.16	752.13
PE	33.02	22.13	16.09	12.84
PB	7.43	3.69	2.76	2.20
PS	13.04	8.24	5.66	4.41
EV/EBITDA	25.64	13.64	9.39	7.08
股息率	0.98%	--	--	--

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 楼

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