



继续推进国际馆，打造多品类鞋服运营商

投资要点

- **经营状况回顾:** 公司2015年上半年实现营业收入16.27亿元,同比增长12.12%,归属母公司净利润2.18亿元,同比增长37.95%,营收回暖,利润表现超出预期。
- **投资看点:** 1、**线上线下并重,优化渠道建设。** 线下方面,公司进行店铺整合,增开直营店,改善直营比例。线上方面,除现有官网、天猫旗舰店、京东等平台外,公司将继续加大投入,借势电商扩大销量。2、**大力推进国际馆,造就鞋业“屈臣氏”。** 国际馆以品牌全客层覆盖、销售服务升级为特色,定位“快时尚”及私人定制“体验店”,打造“屈臣氏式”联营模式。相较于普通店,国际馆的客流量增加30%以上,毛利率高出2%-5%,目前国际馆已扩张至260家。3、**签约SKECHERS,打造新的利润增长点。** 斯凯奇为美国的第二大鞋类品牌,具备成熟的群众基础与较短的培育期(3个月),能够在短期内实现盈利。预计在“全民健身”的利好刺激下,未来五年公司将开斯凯奇专卖店1000余家,为公司带来较大的业绩提升。4、**参股兰亭集势,共创“鞋业+互联网”。** 公司参股兰亭集势,不仅可借其海外销售渠道打通出口业务、实现品牌“全球化”;还能利用其对线上线下的资源进行整合,借助互联网焕发传统鞋业新活力,实现“鞋业+互联网”。5、**推进信息智能化,实现闭环营销。** 利用信息技术平台,公司以新型营销模式吸纳新客户、以良好的会员管理留住已有客户、以大数据管理提升营销效率,实现从吸纳客户、提升营销服务到留住客户的营销闭环。6、**创新品牌宣传,提升品牌形象。** 牵手人气新星增强公司国际化影响力,辅以客户互动活动,扩大品牌影响力。
- **估值与评级:** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.88元、1.03元、1.20元,对应PE分别为33.9倍、29.1倍和25倍。基于公司营收回暖,男鞋和女鞋类重回正增长,皮具市场空间广阔,费用控制成效初现,国际馆战略业绩贡献明显,与斯凯奇的合作为公司未来提供较大业绩弹性,公司在男鞋领域龙头地位将继续维持。目前鞋帽行业可参考公司的平均市盈率45倍,考虑到目前大盘行情不稳定,给予10%的折价空间,目标价35.6元,首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 鞋业市场低迷,女鞋业务继续疲软的风险;国际馆战略推进速度不及预期的风险;与斯凯奇合作的磨合期较长的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2965.30	3331.15	3820.64	4459.98
增长率	6.05%	12.34%	14.69%	16.73%
归属母公司净利润(百万元)	258.26	354.67	413.53	480.63
增长率	-5.83%	37.33%	16.60%	16.22%
每股收益EPS(元)	0.64	0.88	1.03	1.20
净资产收益率ROE	6.64%	8.52%	9.27%	10.00%
PE	46.56	33.91	29.08	25.02
PB	3.09	2.89	2.70	2.50

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

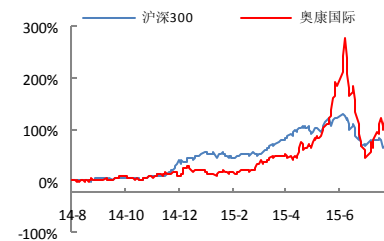
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@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)	4.01
流通A股(亿股)	4.01
52周内股价区间(元)	14.55-55.58
总市值(亿元)	115.44
总资产(亿元)	49.33
每股净资产(元)	9.75

相关研究

目 录

1. 营收回暖，净利增速大幅超预期.....	1
2. 投资看点.....	3
2.1 线上线下并重，优化渠道建设.....	3
2.2 大力推进国际馆，造就鞋业“屈臣氏”.....	3
2.3 签约 SKECHERS，打造新的利润增长点.....	4
2.4 参股兰亭集势，共创“鞋业+互联网”.....	5
2.5 推进信息智能化，实现闭环营销.....	5
2.6 创新品牌宣传，提升品牌形象.....	6
3. 盈利预测与投资建议.....	6
4. 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司 2010 年以来营业收入（百万元）及增速.....	1
图 2: 公司 2010 年以来净利润（百万元）及增速.....	1
图 3: 同行业上市公司毛利率对比.....	1
图 4: 公司各项业务毛利率.....	1
图 5: 2010 年以来公司三费率情况.....	2
图 6: 2014 年行业内三费率及销售净利率对比.....	2
图 7: 2010 年以来分项业务占比状况.....	2
图 8: 公司分项业务增长情况.....	2
图 9: 2014 年公司业务地区分布情况.....	3
图 10: 2014 天猫双十一鞋类销售榜（百万元）.....	3
图 11: 奥康国际馆.....	4
图 12: 奥康渠道品牌.....	4
图 13: 斯凯奇 LOGO.....	4
图 14: 金·卡戴珊代言斯凯奇.....	4
图 15: 兰亭集势官网.....	5
图 16: 奥康电商.....	5

表 目 录

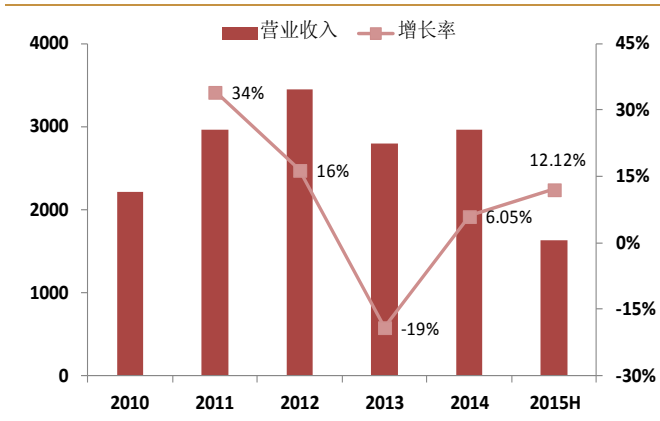
表 1: 分项业务预测.....	6
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 营收回暖，净利增速大幅超预期

宏观经济放缓的环境下，受购物中心扩张及电子商务发展对传统街边店冲击影响，公司收入增速于 2013 年触底 (-19.07%)。近两年公司通过加大线上促销力度、提升终端盈利水平，收入自 2014 年回暖。

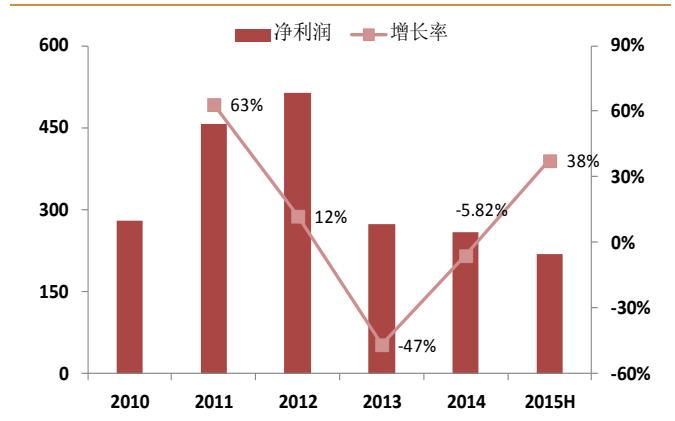
2013 年公司进行了“改、扩、增”的终端升级，资本支出较大，净利润大幅下滑 (-47%)。今年以来，公司通过降低销售费用 (-0.42%) 和资产减值损失 (-141%) 实现内生增长，净利增速 (38%) 超出预期。

图 1: 公司 2010 年以来营业收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 公司 2010 年以来净利润 (百万元) 及增速

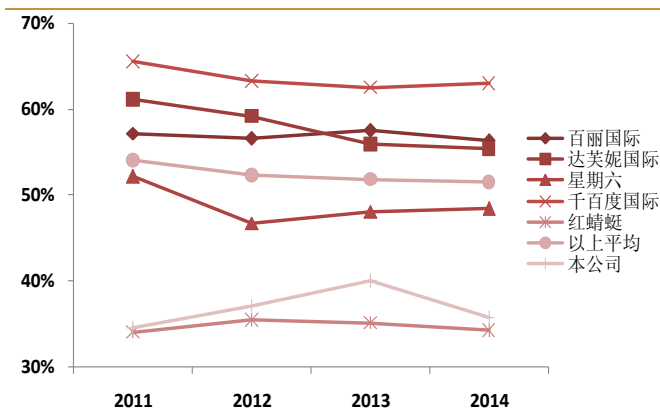


数据来源: 公司公告, 西南证券

受加盟模式限制，公司毛利率远低于直营模式下的百丽国际 (百货直营)、达芙妮国际 (街边直营) 等同行。公司在 2013 年通过回购亏损店、小店换大店、增开新馆/国际馆等方式提高直营比例，毛利率略有上升 (+2.9%)，渠道结构调整初见成效。但在 2014 年由于电商平台促销业务扩大，毛利率又出现下滑。公司整体毛利率处于行业较低水平。

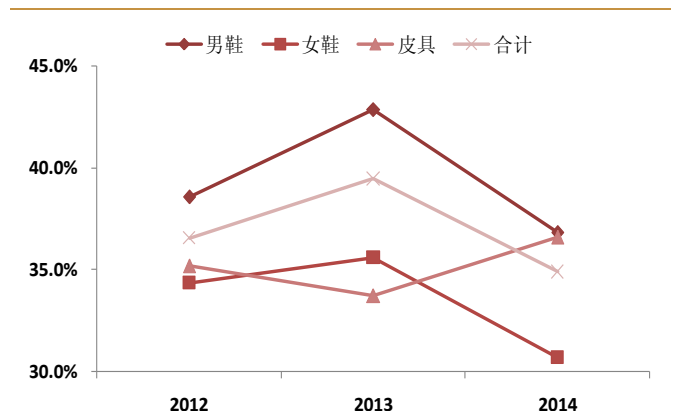
近两年公司增开国际馆、升级终端店面形象致销售费用大幅上涨 (+28.57%)。但总体而言，加盟为主的模式使三费率及毛利率均低于同行直营为主的企业。

图 3: 同行业上市公司毛利率对比

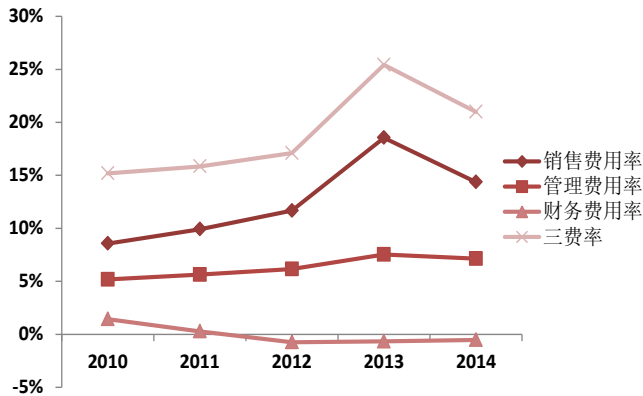


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司各项业务毛利率

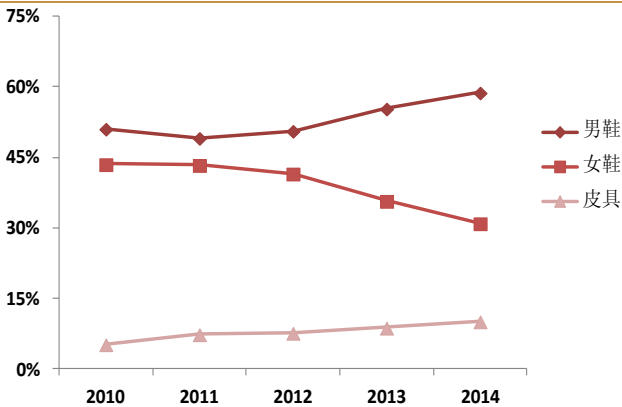


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 2010 年以来公司三费率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

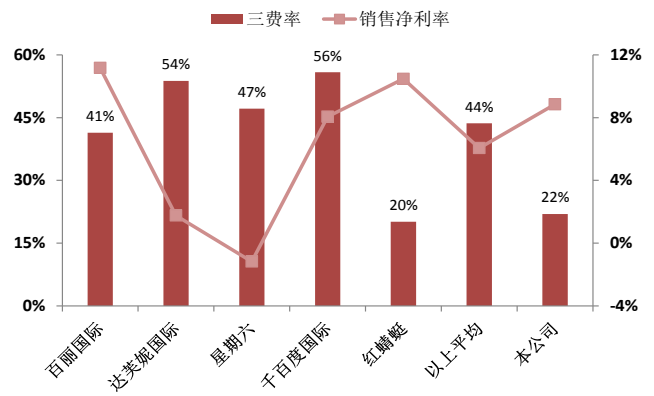
分项业务看, 男鞋、女鞋、皮具占营收的比重分别为 59%、31%、10%, 男鞋和皮具的业务增速较快, 占比逐年提高。皮具的收入基数小, 市场分散, 增长强劲; 男鞋凭借资金、品牌及管理等的优势巩固领先地位, 获平稳增速。女鞋市场竞争激烈, 品牌影响力不足, 内地市场基本被百丽等品牌垄断, 产品差异化优势不明显, 2014 年收入增幅为负。

图 7: 2010 年以来分项业务占比状况


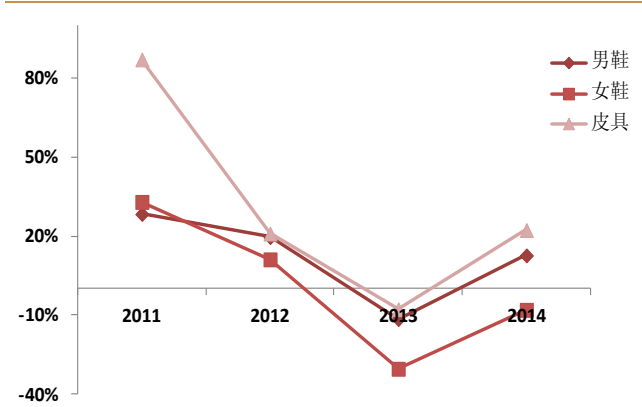
数据来源: 公司公告, 西南证券

2014 年, 公司在华南、华东两个区域的营收之和达 58%, 占据公司总收入的一大半, 公司收入存在南北、东西分布不均的情况, 未来新区域扩张空间较大。公司的出口业务较上年同期降低了 45.5%, 在外贸环境不佳的情况下公司的出口业务严重受阻。

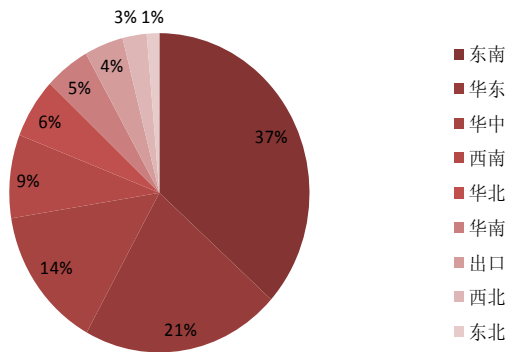
公司采用多品牌发展模式, 旗下除主力品牌奥康外, 还有定位不同客户群体的康龙、红火鸟、美丽佳人、万利威德等品牌。奥康 2013 年男鞋市场占有率第一 (6.79%), 是男鞋市场龙头品牌; 康龙等品牌抗风险能力低, 2013 年受市场疲软影响下滑明显。公司的国际馆销售多品牌产品, 有利于通过奥康带动其他品牌的人气, 发挥集合优势, 形成业绩增长点。

图 6: 2014 年行业内三费率及销售净利率对比


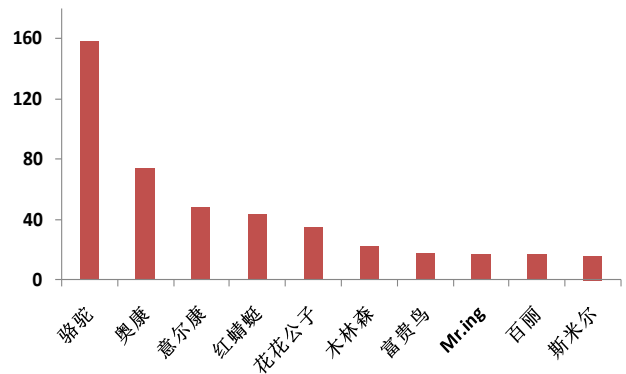
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 公司分项业务增长情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 2014 年公司业务地区分布情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 2014 天猫双十一鞋类销售榜 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 投资看点

2.1 线上线下并重, 优化渠道建设

2014 年的销售收入为 29.65 亿元, 同比增长 6.05%。2015H1 收入状况继续好转, 在鞋业较为低迷的大环境下, 公司业绩增速超过行业平均。公司目前仍在优化渠道建设、提升供应链, 线上线下多层次助力销售增长。

线下方面, 公司秉承“一线城市多开店、二线城市开大店”的思想增开直营店、改善亏损店。通过整合店铺资源、改善直营比例, 提升终端盈利水平。近几年公司回购并直营化 500 家亏损加盟店、大力开展国际馆, 将直营比例提高至约 30%, 渠道结构得以较好调整。

线上方面, 除自营官网、天猫旗舰店等电商平台外, 公司还参股兰亭集势, 借助电商去库存、提销量。公司 2015 年上半年电商渠道净利润取得 1733 万元, 赶超 2014 年全年电商渠道表现 (1345 万元), 未来增长动力十足。

2.2 大力推进国际馆, 造就鞋业“屈臣氏”

国际馆的品牌覆盖由自营品牌与以 LOADMAX、SCHECHERS 为代表的国际渠道品牌两部分组成, 是国内首家以联营形式经营鞋品的一站式购物平台。兼营自营品牌与渠道品牌的“屈臣氏式”联营颠覆了鞋业传统营销模式, 奠定公司由鞋业制造品牌向零售服务运营商的转型。

国际馆根据消费者生活方式进行分区, 实现全客层品牌覆盖。同时, 国际馆定位于“24 小时研发、3 小时生产、24 小时物流、30 天下架”的快时尚以及私人定制鞋品的“体验店”, 以“快时尚”快速反应流行趋势, 在同质化鞋业市场获取竞争优势、提升市场占有率; 以定制体验避开电商价格冲击, 维持终端稳定客流, 成为终端的业绩增长点。

目前公司国际馆已扩张至 260 家。相较于普通专卖店, 国际馆的客流量增加 30% 以上, 毛利率高出 2%-5%, 盈利能力强。2015 年上半年, 公司直营店收入 7.49 亿元, 同比增长

17.08%，在基数较大的情况下仍然优于直营商场增速（13.69%），国际馆对于直营店的拉动作用初显。

图 11: 奥康国际馆



数据来源：公司公告，西南证券

图 12: 奥康渠道品牌



数据来源：公司公告，西南证券

2.3 签约 SKECHERS，打造新的利润增长点

SKECHERS（斯凯奇）为美国的第二大鞋类品牌，其 Shape-ups 塑身鞋占据 80% 的美国塑身鞋市场份额，出现在《来自星星的你》的熊猫鞋则火遍亚洲，是全球最受欢迎鞋类品牌之一。斯凯奇 2007 年进入中国市场，截至目前在中国的开店数已达 750 家，开店数高速增长、处于品牌上升期。

公司将在二、三线城市以直营、加盟两种形式大力布局斯凯奇，预计 2016 年起将大幅开店，实现五年内开店 1000 家。斯凯奇产品定价 400-800 元，具备成熟的群众基础与较短的培育期（约 3 个月），能够在短期内实现盈利。预计在“体育”“全民健身”等利好刺激下，公司预计斯凯奇专卖店将实现加盟店 30%、直营店 50% 的毛利率，为其带来较大的业绩弹性。

图 13: 斯凯奇 LOGO



数据来源：公司公告，西南证券

图 14: 金·卡戴珊代言斯凯奇



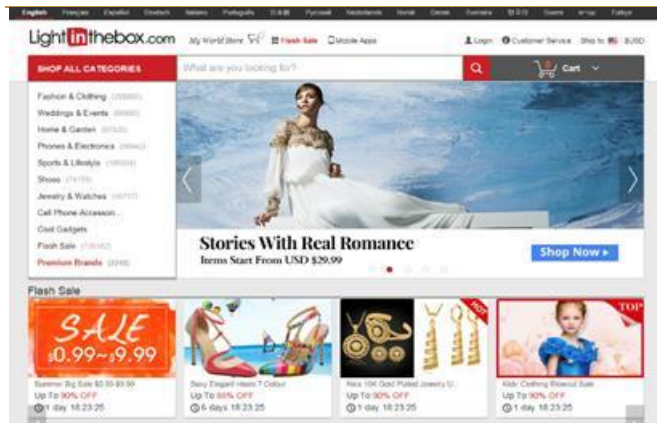
数据来源：公司公告，西南证券

2.4 参股兰亭集势，共创“鞋业+互联网”

自国务院办公厅印发《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》以来，在国家政策和消费者需求的双重刺激下，跨境电商成为新的投资“风口”。目前，进口电商为解决配送难问题，纷纷面临着由轻资产转向重资产的困境。兰亭集势既有的海外仓库助其具备相较其他进口电商的资产优势。

公司参股兰亭集势，不仅可借其海外销售渠道打通出口业务、实现品牌“全球化”战略；还能利用其在移动互联网方面的优势，对线上线下的产品、供应链、销售终端进行调整和完善。未来兰亭集势业务向国内市场的外延，又将助力公司向电商行业全面涉足。对公司而言，兰亭集势不仅是销售渠道和资源整合平台，更是公司借助互联网实现“鞋业+互联网”，焕发传统鞋业新活力的重要基石。

图 15: 兰亭集势官网



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 16: 奥康电商



数据来源: 公司公告, 西南证券

2.5 推进信息智能化，实现闭环营销

为了配合公司由鞋业制造品牌向基于互联网思维的零售服务运营商转型，公司除组织架构积极调整外，更积极推进信息化下的流程管控。公司研发出 PLM“基础平台建设”，实现了产品“从研发、生产到销售的无缝连接”。公司就销售的信息化管控做出以下措施：

(1) 利用移动微会员提升会员管理：上线“移动微会员”，清晰记录企业用户的消费行为。根据销售数据进行用户特征分析，精准营销，留住老顾客；

(2) 采纳新模式，不断拓展新会员：尝试 O2O 云店新模式，积极推动营销变革，不断开辟入口吸引新会员；

(3) APP 助力数据分析质量：完成移动智能分析平台，发布了“必看 APP”，实时掌握销售数据、销售动态，及时调整销售策略；

利用信息技术平台，公司以新型营销模式吸纳新客户、以良好的会员管理留住已有客户、以实时数据提升营销管理效率，实现从吸纳客户、提升销售质量、留住客户的营销闭环。

2.6 创新品牌宣传，提升品牌形象

从最开始通过赞助奥运会赛事为人所熟悉的“奥运营销”到后期与中央体育频道合作制作“康龙·武林大会”的“体育营销”、赞助央视经济频道《第一时间》的“商务营销”、与《非诚勿扰》深度合作展开的“娱乐营销”，公司总是能够结合时下热点创新地进行品牌推广，并取得了“2014中国100品牌价值榜”鞋制品品牌价值第一名的社会认可。

近期，公司邀请韩流明星金秀贤为其国际馆代言引起话题热议与粉丝关注，借助金在亚洲的人气，公司有望通过“韩流营销”进一步打响品牌国际知名度，推进国际化进程。同时，公司展开“520盛典”、康龙休闲馆、楠溪江徒步、微信给奥康点赞等一系列与客户互动的线下活动，通过大量营销活动提升品牌互动性与客户粘性。

3. 盈利预测与投资建议

对于奥康的盈利预测主要在于五点：(1)男鞋能稳定保持增长；(2)女鞋收入增速较缓，但在13年触底后开始回升，公司的国际馆战略能够带动女鞋销售；(3)斯凯奇明、后年开始贡献收入，体现在男、女鞋收入分类中；(4)皮具在收入低基数，市场分散的情况下能够快速抢占市场份额，实现较快增长；(5)三费率保持稳定。

假设(1)：公司男鞋继续保持龙头地位，同店增速重回正增长周期，在市场分散的情况下，公司通过门店升级改造等形式提升客户粘性，通过增加直营比例提高毛利率，预计2015-2017年收入增速分别为14%，16%和18%，毛利率分别为37%，37.5%和37.5%。

假设(2)：女鞋收入增速较缓，但在13年触底后开始回升，今年上半年实现同比+10%的高速增长，国际馆战略带动女鞋销售，预计2015-2017年收入增速分别为9%，12%和14%，毛利率分别为32%，33%和35%。

假设(3)：皮具市场目前非常分散，暂无龙头企业，因此在皮具收入低基数，市场分散的情况下有望快速抢占市场份额，实现较快增长。预计2015-2017年收入增速分别为14%，16%和18%，毛利率分别为37%，38%和39%。

假设(4)：三费率保持稳定，2015-2017年分别为22.7%，23%，23.5%。

表 1: 分项业务预测

单位: 百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	2,965.30	3,331.15	3,820.64	4,459.98
yoy	6.05%	12.34%	14.69%	16.73%
营业成本	1,912.82	2,131.41	2,418.75	2,794.11
毛利率	35.49%	36.02%	36.69%	37.35%
男鞋				
收入	1,727.12	1,968.92	2,283.94	2,695.05
yoy	12.65%	14.00%	16.00%	18.00%
成本	1,091.59	1,240.42	1,427.46	1,684.41
毛利率	36.80%	37.00%	37.50%	37.50%

单位: 百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
女鞋				
收入	910.95	992.94	1,112.09	1,267.78
yoy	-8.00%	9.00%	12.00%	14.00%
成本	631.49	675.20	745.10	824.06
毛利率	30.68%	32.00%	33.00%	35.00%
皮具				
收入	298.44	340.22	394.66	465.70
yoy	22.29%	14.00%	16.00%	18.00%
成本	189.28	214.34	244.69	284.07
毛利率	36.58%	37.00%	38.00%	39.00%
其他				
收入	28.79	29.08	29.95	31.45
yoy	-0.14%	1.00%	3.00%	5.00%
成本	0.46	1.45	1.50	1.57
毛利率	98.40%	95.00%	95.00%	95.00%

数据来源: 西南证券

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.88 元、1.03 元、1.20 元, 对应 PE 分别为 33.9、29.1 和 25 倍。基于公司营收回暖, 男鞋和女鞋类重回正增长, 皮具市场空间广阔, 费用控制成效初现, 国际馆战略业绩贡献明显, 与斯凯奇的合作为公司未来提供较大业绩弹性, 公司在男鞋领域龙头地位将继续维持。目前鞋帽行业可参考公司的平均市盈率 45 倍, 考虑到目前大盘行情不稳定, 给予 10% 的折价空间, 目标价 35.6 元, 首次给予“增持”评级。

4. 风险提示

女鞋业务继续疲软的风险; 国际馆战略推进速度不及预期的风险; 与斯凯奇合作的磨合期较长的风险。

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	2965.30	3331.15	3820.64	4459.98	净利润	258.26	354.67	413.53	480.63
营业成本	1912.82	2131.41	2418.75	2794.11	折旧与摊销	194.56	121.47	173.29	233.85
营业税金及附加	19.26	21.63	24.81	28.96	财务费用	-15.59	-11.76	-9.53	-4.98
销售费用	425.94	526.32	603.66	713.60	资产减值损失	110.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	211.90	243.17	282.73	338.96	经营营运资本变动	-359.42	-120.91	-408.07	-477.89
财务费用	-15.59	-11.76	-9.53	-4.98	其他	-43.17	-20.66	-41.63	-46.58
资产减值损失	110.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	145.59	322.81	127.60	185.03
投资收益	27.80	35.00	40.00	45.00	资本支出	-40.51	-215.00	-265.00	-315.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-205.73	40.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-246.24	-175.00	-225.00	-275.00
营业利润	327.82	455.38	540.22	634.33	短期借款	-13.15	-0.17	0.00	0.00
其他非经营损益	22.56	23.00	20.00	16.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	350.38	478.38	560.22	650.33	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	92.13	123.71	146.69	169.70	支付股利	-88.22	-83.08	-114.09	-133.03
净利润	258.26	354.67	413.53	480.63	其他	-0.11	11.76	9.53	4.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-101.48	-71.48	-104.56	-128.05
归属母公司股东净利润	258.26	354.67	413.53	480.63	现金流量净额	-201.45	76.33	-201.96	-218.02
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	1021.12	1097.45	895.49	677.47	成长能力				
应收和预付款项	1398.84	1568.01	1797.38	2092.23	销售收入增长率	6.05%	12.34%	14.69%	16.73%
存货	877.32	963.24	1096.65	1270.39	营业利润增长率	-9.46%	38.91%	18.63%	17.42%
其他流动资产	563.54	633.07	726.09	847.60	净利润增长率	-5.83%	37.33%	16.60%	16.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.55%	11.50%	24.58%	22.62%
投资性房地产	7.29	7.29	7.29	7.29	获利能力				
固定资产和在建工程	430.32	575.61	744.09	932.00	毛利率	35.49%	36.02%	36.69%	37.35%
无形资产和开发支出	239.29	237.90	236.50	235.11	三费率	20.98%	22.75%	22.95%	23.49%
其他非流动资产	201.25	195.89	180.52	150.16	净利率	8.71%	10.65%	10.82%	10.78%
资产总计	4738.97	5278.45	5684.01	6212.24	ROE	6.64%	8.52%	9.27%	10.00%
短期借款	0.17	0.00	0.00	0.00	ROA	5.74%	5.45%	6.72%	7.28%
应付和预收款项	754.71	1011.98	1103.92	1266.04	ROIC	8.18%	10.27%	10.71%	10.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.09%	16.96%	18.43%	19.35%
其他负债	94.34	105.12	119.29	137.80	营运能力				
负债合计	849.21	1117.09	1223.21	1403.83	总资产周转率	0.62	0.67	0.70	0.75
股本	400.98	400.98	400.98	400.98	固定资产周转率	11.47	9.66	7.20	6.16
资本公积	1929.74	1929.74	1929.74	1929.74	应收账款周转率	2.77	2.84	2.87	2.90
留存收益	1559.04	1830.63	2130.08	2477.68	存货周转率	2.19	2.30	2.32	2.34
归属母公司股东权益	3889.76	4161.36	4460.80	4808.41	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	121.07%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3889.76	4161.36	4460.80	4808.41	资产负债率	17.92%	21.16%	21.52%	22.60%
负债和股东权益合计	4738.97	5278.45	5684.01	6212.24	带息债务/总负债	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.55	3.82	3.69	3.48
					速动比率	3.51	2.95	2.80	2.58
					股利支付率	34.16%	23.42%	27.59%	27.68%
					每股指标				
					每股收益	0.64	0.88	1.03	1.20
					每股净资产	9.70	10.38	11.12	11.99
					每股经营现金	0.36	0.81	0.32	0.46
					每股股利	0.22	0.21	0.28	0.33
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	506.79	565.08	703.98	863.19					
PE	46.56	33.91	29.08	25.02					
PB	3.09	2.89	2.70	2.50					
PS	4.06	3.61	3.15	2.70					
EV/EBITDA	21.47	19.13	15.64	13.00					
股息率	0.73%	0.69%	0.95%	1.11%					

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 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

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

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

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

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

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn