



## 业绩为王, 游戏+影视开启强劲增长

- 业绩总结:** 2015年上半年, 公司实现营业收入7.2亿元, 同比减少38.6%, 实现归属于母公司所有者的净利润1.8亿元, 比上年同期增长141.5%。受到毛利率较低的原材料业务剥离的影响, 公司营业收入在上半年大幅下滑, 同时, 并购的影视公司“春天融合”20%股权按照在购买日的公允价值重新计量导致投资收益相应增加, 对净利润的影响也较大。
- 玩具业务增速放缓, 婴童产品成为未来新亮点。** (1) 2015年上半年, 公司车模玩具业务实现的营业收入达到2.7亿元, 同比增长仅为2.4%; (2) 在婴童用品业务方面, 公司上半年实现收入0.7亿元, 同比增长49.1%, 其中来自儿童自行车、儿童旅行箱等新业务的营收达到0.12亿元, 同比增速达164.6%。
- 游戏: 现金牛作用明显, 广泛投资布局未来。** (1) 上半年, 公司的游戏业务实现营业收入达到1.9亿元, 同比增长113.6%, 自有IP页游产品《书剑恩仇录》已实现正式接入QQ大厅正式区与腾讯进行独代合作, 根据《盗墓笔记》改编的移动游戏也取得良好的成绩; (2) 腾讯独代FPS页游《枪林弹雨》7月份流水超过1300万元, 同时下半年《刀锋无双》、《罗小黑战记》、《屠神》、《天天爱仙侠》、《冰火幻想》、《小小勇士》将会陆续推出, 预计将会对利润产生极大贡献; (3) 在外延方面, 公司围绕游戏产业链不断投资, 上半年共投资项目16个, 金额合计1.4亿元, 主要以研发团队和渠道平台类为主。
- 影视: 初次贡献收入, 补齐泛娱乐版图重要一环。** (1) 报告期内, 春天融合正式成为控股子公司, 贡献收入1.3亿元, 《北平无战事》播出后获得良好反响, 进入各大卫视收视率排行榜前列, 同时获得白玉兰奖的最佳中国电视剧奖和最佳编剧奖, 反映了春天融合的实力; (2) 下半年, 将有《缘来幸福》、《将婚姻进行到底》、《东方战场》、《最后的国门》四部电视剧播出, 同时将进入电影制作领域。我们认为, 影视剧业务在为公司贡献利润的同时, 未来也将成为公司基于IP战略构建“泛娱乐”版图的重要一环。
- 业绩预测与估值:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.42元、0.59元、0.87元, 对应PE分别为38.6倍、27.5倍和18.6倍。作为传统玩具厂商的转型, 公司中报业绩为投资者带来极大信心, 我们看好公司在泛娱乐领域“内生+外延”的不断布局, 目前估值处于明显低位, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 玩具业务增速或继续放缓; 影视剧市场销售或不达预期。

指标库度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2517.68	1767.76	2588.44	3829.27
增长率	13.45%	-29.79%	46.42%	47.94%
归属母公司净利润(百万元)	257.38	522.07	732.93	1084.76
增长率	92.94%	102.84%	40.39%	48.00%
每股收益EPS(元)	0.21	0.42	0.59	0.87
净资产收益率ROE	14.01%	17.69%	20.47%	24.01%
PE	78.31	38.61	27.50	18.58
PB	10.42	6.48	5.34	4.23

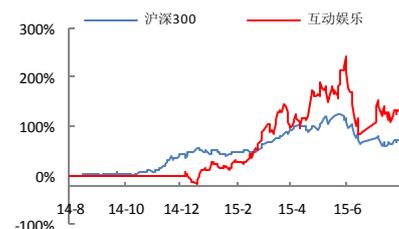
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 田明华  
执业证号: S1250515060001  
电话: 021-68415819  
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

联系人: 贾明乐  
电话: 021-68415526  
邮箱: jml@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)	12.44
流通A股(亿股)	7.98
52周内股价区间(元)	5.69-23.85
总市值(亿元)	179.41
总资产(亿元)	36.20
每股净资产(元)	3.53

### 相关研究

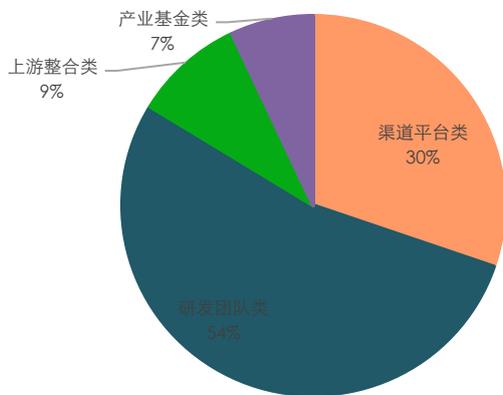
## 1. 游戏业务：现金牛作用明显，广泛投资布局未来

截止目前，互动娱乐投资的标的企业涵盖手游研发、手游发行、移动互联网渠道、IP相关企业和周边相关企业等，实际投资布局已经贯穿整个手游产业链，为公司的游戏产业逐步构建了产业和人才的护城河。

**投资思路：**看好移动时代用户习惯、内容制作、传播途径变革产生的巨大产业投资机会。

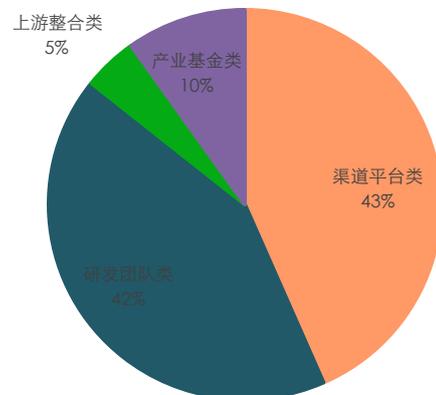
2015年上半年，公司投资各类游戏研发、发行项目达16项，投资项目合计约1.36亿元。截至2015年6月30日，公司累计投资各类游戏研发、发行项目43项，投资金额合计约3.25亿元。其中，以游戏研发团队和游戏渠道平台类为主。

图 1：互动娱乐游戏业务投资结构(按数量)



数据来源：西南证券

图 2：互动娱乐游戏业务投资结构(按金额)



数据来源：西南证券

表 1：游戏渠道平台类投资业务

序号	标的公司	业务类型	业务内容	投资主体	持股比例	投资金额
1	上海元届信息科技有限公司	发行运营	东欧区域的游戏发行业务	星辉天拓	51%	500
2	杭州菁彩网络技术有限公司	平台	应用分发信息传播平台	珠海星辉	19.90%	1000
3	北京爱酷游广告传媒有限责任公司	渠道	手机应用的分发	珠海星辉	10%	1000
4	广州小鸡快跑网络科技有限公司	渠道	手机游戏大厅及手机游戏外设	珠海星辉	10%	1000
5	深圳市雷天互动科技有限公司	发行运营	游戏 IP 运营及手机游戏发行业务	珠海星辉	10%	400
6	广州快一点信息科技有限公司	渠道	应用分发	珠海星辉	24%	1050
7	NETHERFIRE ENTERTAINMENT, INC.	发行运营	美洲区域的游戏发行业务	雷星香港	34.09%	150 万美元
8	IGPlay CO., LTD	发行运营	东南亚区域的游戏发行业务	雷星香港	35%	600
9	广州谊游网络科技有限公司	发行运营平台	手机游戏的发行业务	珠海星辉	25%	4,000
10	广州爱点信息科技有限公司	应用分发/手游发行	手机应用的线下分发及手机游戏的发行运营	珠海星辉	20%	300
11	北京九梦科技有限公司	发行运营	手机游戏的发行业务	珠海星辉	30%	1000
12	广州普石信息科技有限公司	发行运营	手机游戏的发行业务	珠海星辉	20%	300

序号	标的公司	业务类型	业务内容	投资主体	持股比例	投资金额
13	广州趣九网络科技有限公司	发行运营平台	手机游戏的发行业务	珠海星辉	26.57%	2000

数据来源：公司公告，西南证券

**表 2：游戏研发团队类投资业务**

序号	标的公司	业务类型	业务内容	投资主体	持股比例	投资金额
14	成都任客科技有限公司	手游/研发	策略动作游戏的研发	珠海星辉	10%	60
15	成都星罗互动科技有限公司	手游/研发	角色扮演游戏的研发	珠海星辉	30%	800
16	成都雨神网络科技有限责任公司	页游/研发	射击游戏的研发	珠海星辉	27.86%	2730
17	梦启（北京）科技有限公司	HTML5 游戏/研发	HTML5 游戏的研发	珠海星辉	20%	500
18	北京零刻网络科技有限公司	手游/研发	策略游戏的研发	珠海星辉	25%	500
19	深圳市展宸互动网络科技有限公司	手游/研发	动作卡牌游戏的研发	珠海星辉	30%	500
20	上海顽趣信息科技有限公司	手游/研发	二次元游戏的研发	珠海星辉	19.90%	298.5
21	广州伊云网络科技有限公司	手游/研发	动漫 IP 女性休闲游戏的研发	星辉天拓	51%	330
22	广州创趣网络科技有限公司	手游/研发	游戏研发团队运营平台	珠海星辉	49%	1000
23	西安火神网络科技有限公司	页游、端游/研发	在线射击类角色扮演游戏的研发	珠海星辉	20%	800
24	武汉东方幻想网络科技有限公司	手游/研发	武侠类 3DARPG 游戏的研发	珠海星辉	35%	350
25	上海众灵文化传播有限公司	手游/研发	动作卡牌类游戏的研发	珠海星辉	25%	500
26	北京亥伯龙神科技发展有限公司	手游/研发	策略性游戏的研发	珠海星辉	30%	300
27	上海冰雨网络科技有限公司	手游/研发	休闲小游戏的研发	珠海星辉	20%	60
28	北京米花互动科技有限公司	手游/研发	塔防、卡牌类游戏的研发	珠海星辉	30%	700
29	广州尚游网络科技有限公司	手游/研发	回合制 RPG 类型游戏的研发	珠海星辉	15%	300
30	上海峰豹网络科技有限公司	手游/研发	欧美魔幻 Q 版风格 SRPG 游戏的研发	珠海星辉	30%	400
31	北京双子互娱网络科技有限公司	手游/研发	卡牌类游戏的研发	珠海星辉	30%	300
32	北京悦腾互动信息技术有限公司	页游、手游/研发	休闲类、博彩类游戏的研发	珠海星辉	30%	300
33	上海游宗网络科技有限公司	端游、手游/研发	射击、卡牌类游戏的研发	珠海星辉	25%	1,250
34	苏州仙峰网络科技有限公司	手游/研发	RPG 类型游戏的研发	珠海星辉	30%	1,000
35	北京游艺先生科技有限公司	手游/研发	轻动作 RPG 类游戏的研发	珠海星辉	25%	400
36	北京星空佳游科技有限公司	手游/研发	动作 MOBA 卡牌类游戏的研发	珠海星辉	25%	400

数据来源：公司公告，西南证券

**表 3：游戏上游整合类投资业务**

序号	标的公司	业务类型	业务内容	投资主体	持股比例	投资金额
37	北京万视气象网络技术有限公司	动漫制作	动漫制作 IP 孵化	珠海星辉	19%	608
38	广州市云图动漫设计有限公司	美术外包	美术外包定制服务	星辉天拓	25%	500
39	深圳艾瑞泽网络有限公司	外包服务	相关游戏外包服务	珠海星辉	35%	200
40	上海升色网络科技有限公司	美术外包	美术外包定制服务	珠海星辉	30%	150

数据来源：公司公告，西南证券

**表 4: 移动互联网产业基金类投资业务**

序号	标的公司	业务类型	业务内容	投资主体	持股比例	投资金额
41	北京点晴致远投资中心(有限合伙)	基金	移动互联网产业投资	珠海星辉	25.13%	2500
42	苏州优格互联创业投资中心(有限合伙)	基金	移动互联网产业投资	珠海星辉	2.89%	500
43	湖杉投资(上海)合伙企业(有限合伙)	基金	移动互联网产业投资	珠海星辉	4%	200

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2. 影视业务: 初次贡献收入, 补齐泛娱乐版图重要一环

在报告期内, 春天融和及其子公司制作完成和目前仍在制作的影视作品情况如下:

**表 5: 影视剧作品:**

序号	剧名	集数	投资比例	目前进度	备注
1	《将婚姻进行到底》	40	60%	申领发行许可证	发行中
2	《海边女人》	40	33.33%	拍摄中	拍摄中
3	《陆军一号》	40	20%	申领发行许可证(合拍)	发行中
4	《花火》	40	60%	申领发行许可证(合拍)	拍摄中
5	《最后的国门》	40	20%	拍摄中	拍摄中
6	《东方战场》	80	12%	申领发行许可证(合拍)	发行中

数据来源: 公司公告, 西南证券

春天融和下半年经营计划情况如下:

**表 6: 春天融和 2015 年下半年制作或者预计开机的电影**

序号	电影名称(暂定)	预计开机或制作时间	主创人员
1	《过河入林》	2015.10 开机	待定
2	《爱上女神》	2015.11 开机	待定

数据来源: 公司公告, 西南证券

春天融和 2015 年下半年预计上映的电视剧如下:

**表 7: 春天融和 2015 年下半年预计上映的电视剧**

序号	电视剧名称(暂定)	播出时间(预计)	合作方式	制作进度	主要演职人员
1	《缘来幸福》	2015 年 10 月	投资	已完成	陈伟霆、马天宇
2	《将婚姻进行到底》	2015 年 10 月	投资+发行	制作中	任重、万茜
3	《东方战场》	2015 年 9 月	参投	已完成	黄海冰、侯祥玲、袁咏仪
4	《最后的国门》	2015 年年底	参投	拍摄中	徐佳、童蕾

数据来源: 公司公告, 西南证券

春天融和 2015 年下半年正在制作或者预计将要制作的电视剧如下:

**表 8: 春天融和 2015 年下半年正在制作或者预计将要制作的电视剧**

序号	名称	合作方	主要演职人员	预计集数
1	《生个孩子吧》	光线传媒、千易志诚	蒋雯丽、李小冉	50
2	《我的魔幻女友》	待定	待定	40
3	《咆哮》	待定	待定	待定
4	《最好的安排》	待定	待定	40

数据来源: 公司公告, 西南证券

报告期内收入占公司主营业务收入前五名的影视作品、合计收入金额及占公司同期主营业务收入的比例:

**表 9: 收入占公司主营业务收入前五名的影视作品**

剧目	金额 (元)	占比 (春天融和)	占比 (公司)
《我们最美好的十年》	69,811,320.75	54.75%	9.88%
《熟男养成记》	38,060,377.36	29.85%	5.38%
《北平无战事》	17,510,000.00	13.73%	2.48%
《清网行动》	2,030,735.18	1.60%	0.29%
其他	94,339.62	0.07%	0.01%
合计	127,506,772.91	100.00%	18.04%

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 3. 盈利预测核心假设

1. 公司传统车模玩具业务增速放缓, 假设未来三年每年增速为 5%;

2. 婴童业务: 未来整个玩具衍生品行业的消费将向趣味性消费发展, 代表趣味性消费的创新型产品, 如“会走路的行李箱”(儿童遥控行李箱)等创新型产品将得到长足发展。因此, 未来三年, 我们假设公司婴童业务每年 100%的增速;

3. 游戏业务今年获得快速发展, 假设未来三年增速分别为 120%、80%、60%, 影视业务未来三年复合增速假设为 50%。

**表 10: 互动娱乐 2015-2017 年盈利预测**

百万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>								
营业收入	324.50	444.32	1,118.43	2,219.18	2,517.68	1,767.76	2,588.43	3,829.26
yoy	39.10%	36.92%	151.72%	98.42%	13.45%	-29.79%	46.42%	47.94%
营业成本	217.54	293.93	882.96	1,936.52	2,019.77	962.1	1,371.7	2,010.7
毛利率	32.96%	33.85%	21.05%	12.74%	19.78%	45.57%	47.01%	47.49%
<b>车模</b>								
收入	275.16	398.73	490.25	531.00	596.20	626.01	657.31	690.18
yoy	55.46%	44.91%	22.95%	8.31%	12.28%	5.00%	5.00%	5.00%

百万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成本	176.84	260.36	316.47	341.27	382.59	400.65	420.68	441.71
毛利率	35.73%	34.70%	35.45%	35.73%	35.83%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>玩具车</b>								
收入	19.17	26.12	6.52	14.41	11.20	11.76	12.35	12.97
yoy	8.92%	36.25%	-75.04%	121.01%	-22.28%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	14.88	19.08	4.66	10.49	7.94	8.23	8.64	9.08
毛利率	22.38%	26.95%	28.53%	27.20%	29.11%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他玩具</b>								
收入	30.11	19.40	24.41	18.62	8.87	8.87	8.87	8.87
yoy	-21.28%	-35.57%	25.82%	-23.72%	-52.36%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	25.82	14.47	17.64	13.35	6.31	6.21	6.21	6.21
毛利率	14.25%	25.41%	27.73%	28.30%	28.86%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>婴童用品</b>								
收入			29.91	60.91	97.16	194.32	388.64	777.28
yoy				103.64%	59.51%	100.00%	100.00%	100.00%
成本			20.40	41.55	64.52	126.31	252.62	505.23
毛利率			31.80%	31.78%	33.59%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>游戏</b>								
收入				2.59	260.90	573.98	1,033.16	1,653.06
yoy					9973.36%	120.00%	80.00%	60.00%
成本				0.65	110.73	229.59	413.27	661.22
毛利率				74.90%	57.56%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>影视</b>								
收入						250.00	375.00	562.50
yoy							50.00%	50.00%
成本						150.00	225.00	337.50
毛利率						40.00%	40.00%	40.00%
<b>广告</b>								
收入				6.74	93.47	102.82	113.10	124.41
yoy					1286.80%	10.00%	10.00%	10.00%
成本				3.84	38.09	41.13	45.24	49.76
毛利率				43.03%	59.25%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源: 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	2517.68	1767.76	2588.44	3829.27	净利润	271.21	550.16	772.38	1143.15
营业成本	2019.77	962.12	1371.65	2010.72	折旧与摊销	96.91	69.21	71.84	73.65
营业税金及附加	11.40	6.55	9.61	14.73	财务费用	32.79	4.65	7.87	12.27
销售费用	119.40	141.42	181.19	268.05	资产减值损失	5.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	115.36	123.74	155.31	229.76	经营营运资本变动	-272.07	173.55	-93.71	-117.73
财务费用	32.79	4.65	7.87	12.27	其他	194.70	-78.25	1.80	2.35
资产减值损失	5.02	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>328.81</b>	<b>719.32</b>	<b>760.18</b>	<b>1113.69</b>
投资收益	91.52	80.00	0.00	0.00	资本支出	-579.32	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-5.70	-1.48	-1.84	-2.37	其他	-121.08	78.52	-1.84	-2.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-700.40</b>	<b>68.52</b>	<b>-11.84</b>	<b>-12.37</b>
<b>营业利润</b>	<b>299.76</b>	<b>607.80</b>	<b>860.96</b>	<b>1291.38</b>	短期借款	122.39	-439.38	0.00	0.00
其他非经营损益	8.89	19.00	19.00	11.00	长期借款	-0.48	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>308.65</b>	<b>626.80</b>	<b>879.96</b>	<b>1302.38</b>	股权融资	655.90	678.65	0.00	0.00
所得税	37.74	76.63	107.58	159.23	支付股利	-28.28	-54.21	-109.96	-154.37
净利润	270.92	550.16	772.38	1143.15	其他	-248.57	-2.84	-7.87	-12.27
少数股东损益	13.84	28.10	39.45	58.38	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>500.96</b>	<b>182.23</b>	<b>-117.83</b>	<b>-166.65</b>
归属母公司股东净利润	257.38	522.07	732.93	1084.76	<b>现金流量净额</b>	<b>131.92</b>	<b>970.07</b>	<b>630.51</b>	<b>934.67</b>
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	228.95	1199.02	1829.53	2764.20	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	546.37	269.94	398.52	614.01	销售收入增长率	13.45%	-29.79%	46.42%	47.94%
存货	178.13	114.92	156.11	224.18	营业利润增长率	82.32%	102.76%	41.65%	49.99%
其他流动资产	1.26	1.79	2.20	3.24	净利润增长率	87.17%	103.08%	40.39%	48.00%
长期股权投资	396.43	396.43	396.43	396.43	EBITDA 增长率	90.02%	58.72%	38.00%	46.42%
投资性房地产	23.17	23.17	23.17	23.17	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	498.18	446.67	393.54	339.59	毛利率	19.78%	45.57%	47.01%	47.49%
无形资产和开发支出	924.49	918.96	912.42	904.89	三费率	10.63%	15.26%	13.30%	13.32%
其他非流动资产	45.70	43.54	41.37	39.20	净利率	10.76%	31.12%	29.84%	29.85%
<b>资产总计</b>	<b>2842.69</b>	<b>3414.44</b>	<b>4153.29</b>	<b>5308.92</b>	ROE	14.01%	17.69%	20.47%	24.01%
短期借款	439.38	0.00	0.00	0.00	ROA	7.93%	9.53%	16.11%	18.60%
应付和预收款项	207.51	195.69	237.91	353.10	ROIC	18.18%	29.80%	44.62%	61.60%
长期借款	4.55	4.55	4.55	4.55	EBITDA/销售收入	17.06%	38.56%	36.34%	35.97%
其他负债	257.81	103.83	138.04	189.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>909.24</b>	<b>304.08</b>	<b>380.50</b>	<b>547.36</b>	总资产周转率	1.08	0.57	0.68	0.81
股本	565.54	1244.20	1244.20	1244.20	固定资产周转率	4.95	4.03	6.42	10.70
资本公积	740.39	740.39	740.39	740.39	应收账款周转率	25.20	14.74	21.23	21.32
留存收益	600.24	1068.10	1691.07	2621.47	存货周转率	8.68	6.56	10.10	10.56
归属母公司股东权益	1903.87	3052.69	3675.67	4606.06	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	105.49%	—	—	—
少数股东权益	29.58	57.67	97.12	155.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1933.45</b>	<b>3110.36</b>	<b>3772.79</b>	<b>4761.56</b>	资产负债率	31.99%	8.91%	9.16%	10.31%
负债和股东权益合计	2842.69	3414.44	4153.29	5308.92	带息债务/总负债	48.82%	1.50%	1.20%	0.83%
					流动比率	1.11	6.22	7.20	7.24
					速动比率	0.90	5.77	6.73	6.79
					股利支付率	10.99%	10.38%	15.00%	14.23%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	429.46	681.66	940.67	1377.30	每股收益	0.21	0.42	0.59	0.87
PE	78.31	38.61	27.50	18.58	每股净资产	1.55	2.50	3.03	3.83
PB	10.42	6.48	5.34	4.23	每股经营现金	0.26	0.58	0.61	0.90
PS	8.01	11.40	7.79	5.26	每股股利	0.02	0.04	0.09	0.12
EV/EBITDA	21.62	27.68	19.39	12.56					
股息率	0.14%	0.27%	0.55%	0.77%					

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