

2015年12月08日

证券研究报告·调研报告

今世缘 (603369) 食品饮料

增持 (首次)

当前价: 34.9元

目标价: 43.5元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

静待转型缘文化

投资要点:

- **经营回顾。**公司 2015 年前三季度实现收入 19 亿元, 同比-0.5%; 归母净利润 5.8 亿元, 同比+2%。其中 15Q3 实现收入 4.7 亿元, 同比-8%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比+1%。产品结构来看, 国缘系列产品实现增长, 中低端产品有所下滑, 产品结构升级趋势明显。
- **投资看点。**1. **高管持股:** 除独立董事外, 公司大部分董监高均持有公司股份, 合计持股 16.14%, 实现中高层管理人持股, 管理层与股东利益高度一致, 未来无论在传统主业白酒的发展方面, 还是转型战略, 公司管理层主观能动性较强。2. **白酒行业继续弱复苏:** 2015 年前三季度, 白酒累计销量 914 万千升 (折合 65 度), 同比+7%, 位于历史低位且略有回升, 显示弱复苏迹象。2012 年以来白酒行业持续低迷, 2014 年四季度开始略有复苏, 该复苏是基于以下三个方面: 1) 政府消费肃清, 进一步挤压市政消费的空间基本停滞; 2) 白酒行业主动去库存、去渠道, 控量带来复苏; 3) 2013、2014 年白酒的低基数效应带来复苏。目前的复苏并非行业整体的复苏, 龙头企业、上市公司复苏较为明显, 龙头可以有两位数增速, 中等规模公司呈现个位数的增长或下滑停止, 但大部分的小酒厂依然较为低迷, 继续下滑。预计公司在未来 2-3 年白酒收入及利润贡献将是稳中略有提升的态势。3. **转型缘文化产业:** 在今年南京秋季糖酒会上, 公司董事长兼总经理周素平先生高调提出“创新驱动、转型发展”的战略, 从卖产品向卖文化转型, 将整合婚庆产业, 打造今世缘喜铺, 做中国婚庆产业的整合者、领导者。未来将推出相关平台, 采用线上线下结合, 提供产品和方案, 不排除与世纪佳缘、百合网、乐视网等进行合作, 通过股权、外包等方式建立合作关系, 做大缘文化产业链。我们认为公司从传统白酒行业向缘文化产业链的转型符合未来的发展趋势, 同时与传统主业形成密切的互动合作: 传统白酒业务提供源源的现金流, 而互联网+需要不断的投入资金, 两者相结合后将有效利用资金, 实现缘文化、喜文化大的战略发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.35 元、1.45 元、1.59 元, 对应 PE 分别为 26 倍、24 倍和 22 倍, 我们认为公司转型战略明显, 未来打造缘文化产业链, 冲破白酒行业目前阶段的估值瓶颈, 给予 2016 年 30 倍估值, 对应目标价 43.5 元, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 白酒行业或持续低迷; 转型低于预期风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2399.74	2454.00	2702.42	3105.00
增长率	-4.60%	2.26%	10.12%	14.90%
归属母公司净利润 (百万元)	645.62	675.19	729.45	796.46
增长率	-5.24%	4.58%	8.04%	9.19%
每股收益 EPS (元)	1.29	1.35	1.45	1.59
净资产收益率 ROE	18.05%	16.68%	15.95%	15.47%
PE	27	26	24	22
PB	4.92	4.34	3.84	3.42

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

西南证券研究发展中心

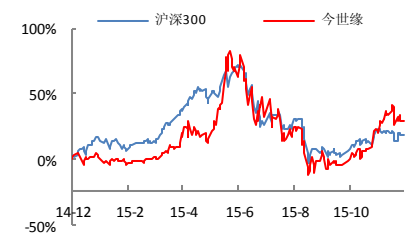
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@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)	5.02
流通 A 股(亿股)	2.72
52 周内股价区间(元)	23.76-52.97
总市值(亿元)	175.13
总资产(亿元)	52.36
每股净资产(元)	7.82

相关研究

1. 今世缘 (603369): 江苏优质白酒企业, 省外市场开拓是最大看点 (2014-06-19)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1. 经营状况回顾.....	1
2. 投资看点.....	3
2.1 高管持股.....	3
2.2 白酒行业继续弱复苏.....	4
2.3 转型缘文化产业.....	5
3. 盈利预测与投资建议.....	6

图 目 录

图 1: 2012 年以来收入及同比增速.....	1
图 2: 14 年 Q3 以来单季度收入及同比增速.....	1
图 3: 2012 年以来归母净利润及同比增速.....	1
图 4: 14 年 Q3 以来单季度归母净利润及同比增速.....	1
图 5: 2014 年分项收入概况.....	2
图 6: 2014 年分项毛利概况.....	2
图 7: 2012 年以来盈利能力较为稳定.....	2
图 8: 单季度盈利能力受季节性影响波动较大.....	2
图 9: 2012 年以来三费率有所下降.....	2
图 10: 单季度三费率波动较大.....	2
图 11: 2015 年中期分区域销售收入构成.....	3
图 12: 2014 年分区域毛利构成.....	3
图 13: 白酒产量增速位于历史低位.....	4
图 14: 白酒销量增速处于历史低位（折合 65 度）.....	4

表 目 录

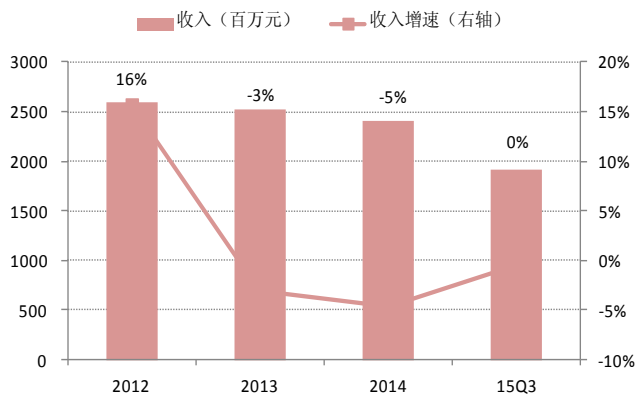
表 1: 今世缘大部分董监高均持有公司股份.....	3
表 2: 白酒行业主要上市公司 14Q3 以来业绩出现不同程度的复苏.....	4
表 3: 分项业务预测表.....	6
附表: 财务预测与估值.....	7

1. 经营状况回顾

公司 2015 年前三季度实现收入 19 亿元, 同比-0.5%; 归母净利润 5.8 亿元, 同比+2%。其中 15Q3 实现收入 4.7 亿元, 同比-8%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比+1%。

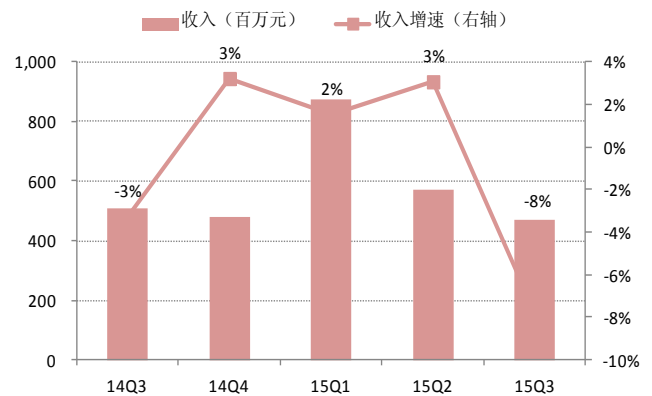
2012 年以来, 受制于“限制三公消费”及“反腐”的影响, 白酒行业收入及利润增速大幅下滑, 特别是高端白酒呈现断崖式下跌。公司受行业的调整, 收入及利润有所下滑, 但影响并不是很大, 主要是公司产品定位于大众消费、喜宴消费, 受政府消费影响较小。

图 1: 2012 年以来收入及同比增速



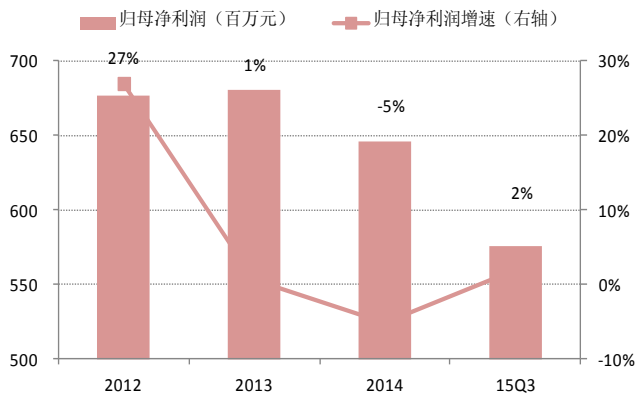
数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 14 年 Q3 以来单季度收入及同比增速



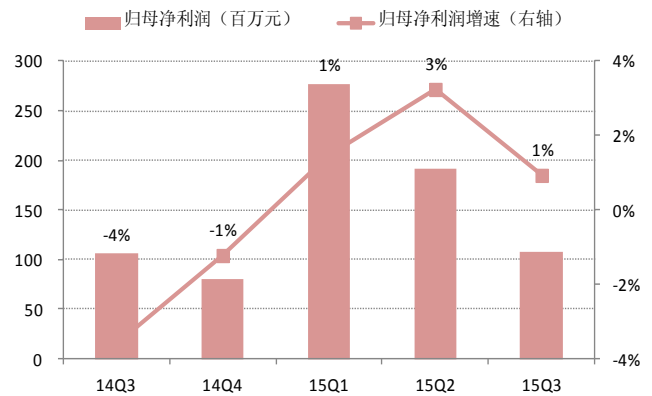
数据来源: 公司公告、西南证券

图 3: 2012 年以来归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 14 年 Q3 以来单季度归母净利润及同比增速



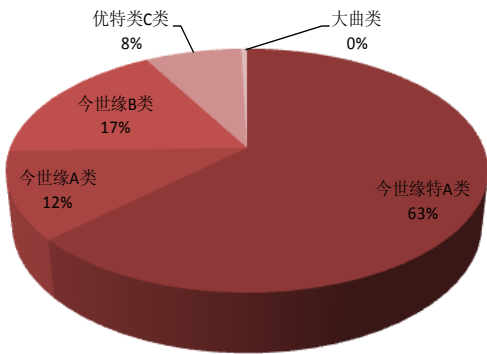
数据来源: 公司公告、西南证券

分项业务来看, 2014 年特 A 类收入 15 亿元、同比+5%, 贡献收入的 63%、毛利的 72%, 毛利率 81%; A 类收入 2.8 亿元, 同比-30%, 贡献收入的 12%、毛利的 11%, 毛利率 66%; B 类收入 4 亿元, 同比-3%, 贡献收入的 17%、毛利的 13%, 毛利率 55%; 优特 C 类收入 1.9 亿元, 同比-22%, 贡献收入的 8%、毛利的 4%。

定位高端的特 A 类产品 (100-2000 元) 仍是公司收入及利润的主要来源, 且保持较好的增速, 主因是 100 多元类的产品是目前白酒大众消费增长最快的一个价格段, 符合大众消费的价格区间, 且消费升级的趋势明显 (较高价段的特 A 类增长比较好)。

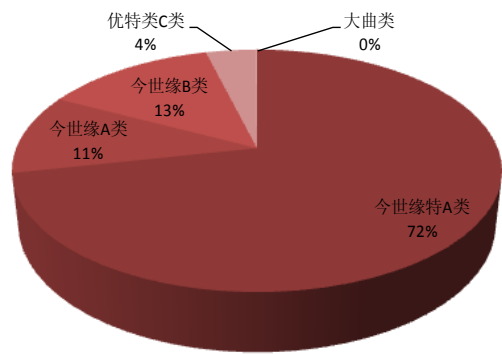
同时, 国缘类产品贡献收入 50%左右, K 系列贡献国缘超过 60%,

图 5: 2014 年分项收入概况



数据来源: 公司公告、西南证券

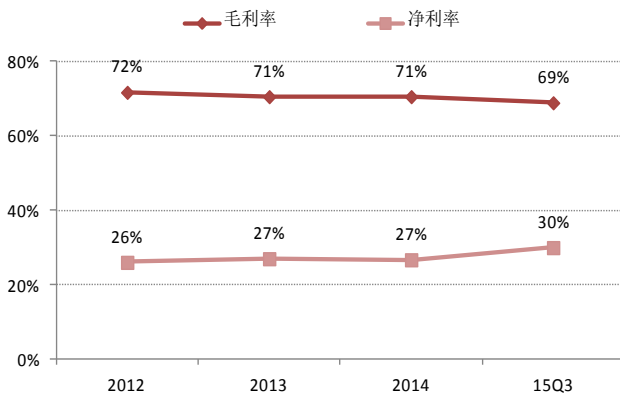
图 6: 2014 年分项毛利概况



数据来源: 公司公告、西南证券

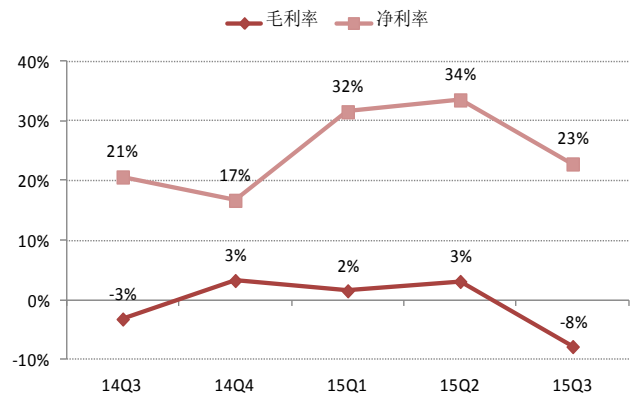
公司毛利率较为稳定, 净利率受三费率的下降而显著提升, 主因为公司收缩市场投放, 尤其是省外市场的广投入到目前的聚焦资源, 2+4+N 的模式, 同时积极布局与经销商之间的股权合作, 费用率有所下降。

图 7: 2012 年以来盈利能力较为稳定



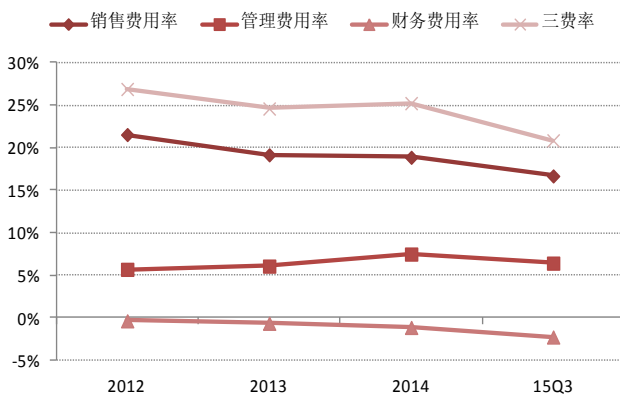
数据来源: 公司公告、西南证券

图 8: 单季度盈利能力受季节性影响波动较大



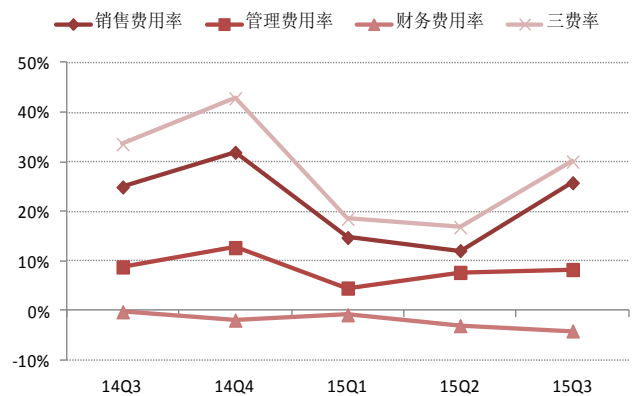
数据来源: 公司公告、西南证券

图 9: 2012 年以来三费率有所下降



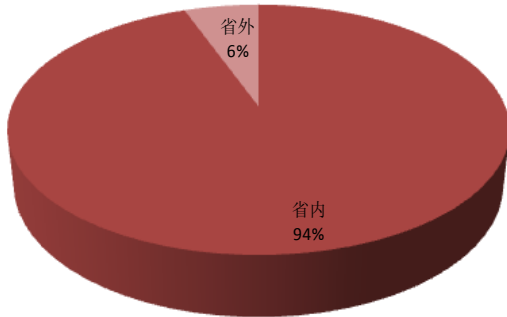
数据来源: 公司公告、西南证券

图 10: 单季度三费率波动较大

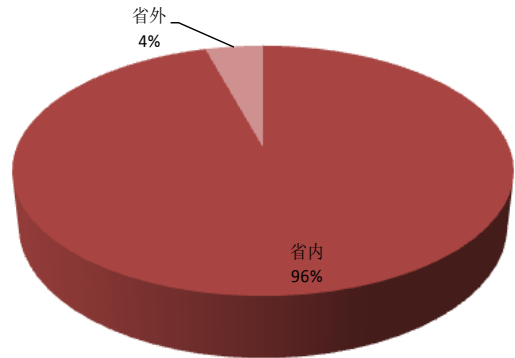


数据来源: 公司公告、西南证券

分区域来看，省内贡献收入的 94%、毛利的 96%，依然是公司的主要市场，其中淮安地区市占率 40%左右，贡献收入的 20%左右。公司未来仍将继续深耕省内市场——“县县是重点”、全面深化“3571”工程。

图 11: 2015 年中期分区域销售收入构成


数据来源: 公司公告、西南证券

图 12: 2014 年分区域毛利构成


数据来源: 公司公告、西南证券

2. 投资看点

2.1 高管持股

除独立董事外，公司大部分董监高均持有公司股份，合计持股 16.14%，实现中高层管理人持股，管理层与股东利益高度一致，未来无论在传统主业白酒的发展方面，还是转型战略，公司管理层主观能动性较强。

表 1: 今世缘大部分董监高均持有公司股份

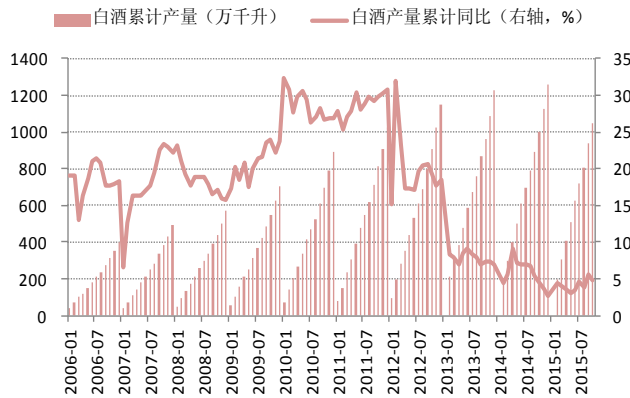
高管姓名	职务	持股数（股）	持股比例
周素明	董事长、总经理	18,000,000	3.59%
吴建峰	副董事长、副总经理	9,000,000	1.79%
倪从春	董事、副总经理	9,000,000	1.79%
王卫东	董事、副总经理、财务总监、董秘	9,000,000	1.79%
朱锦本	董事	0	0.00%
朱怀宝	监事会主席	9,000,000	1.79%
严汉忠	副总经理	9,000,000	1.79%
羊栋	副总经理	9,000,000	1.79%
陆克家	副总经理	9,000,000	1.79%
方志华	副总经理	0	0.00%
胡跃吾	副总经理	0	0.00%

数据来源: 公司公告、西南证券

2.2 白酒行业继续弱复苏

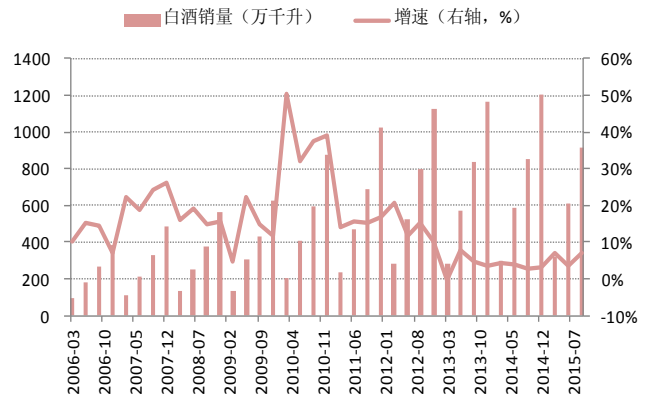
此轮白酒行业的调整始于限制三公消费、反腐等政府行为，而政府行为引导消费的倾向与需求，最终带来白酒行业断崖式下跌，同时各项监管趋于严格化（比如新交法的实施，严控酒后驾驶），促使白酒行业的大众需求进一步下降。2015年前三季度，白酒累计销量914万千升（折合65度），同比+7%，位于历史低位且略有回升，显示弱复苏迹象。

图 13: 白酒产量增速位于历史低位



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 14: 白酒销量增速处于历史低位（折合 65 度）



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

2012年以来白酒行业持续低迷，2014年四季度开始略有复苏，该复苏是基于以下三个方面：1、政府消费肃清，进一步挤压市政消费的空间基本停滞；2、白酒行业主动去库存、去渠道，控量带来复苏；3、2013、2014年白酒的低基数效应带来复苏。目前的复苏并非行业整体的复苏，龙头企业、上市公司复苏较为明显，龙头可以有两位数增速，中等规模公司呈现个位数的增长或下滑停止，但大部分的小酒厂依然较为低迷，继续呈现下滑。预计公司在未来2-3年白酒收入及利润贡献将是稳中略有提升的态势。

表 2: 白酒行业主要上市公司 14Q3 以来业绩出现不同程度的复苏

公司 名称	14Q3		14Q4		15Q1		15Q2		15Q3	
	收入 增速	净利润 增速	收入 增速	净利润 增速	收入 增速	净利润 增速	收入 增速	净利润 增速	收入 增速	净利润 增速
贵州茅台	-5%	-9%	21%	-6%	16%	18%	6%	0%	0%	2%
洋河股份	0%	-7%	19%	7%	10%	11%	11%	12%	12%	13%
五粮液	-7%	-46%	-24%	1%	0%	-16%	-9%	-21%	15%	85%
泸州老窖	-61%	-68%	-75%	-150%	22%	10%	-14%	3%	16%	5%
山西汾酒	-43%	-81%	16%	81%	-8%	-37%	9%	262%	17%	123%
古井贡酒	9%	-1%	7%	-9%	12%	6%	16%	10%	14%	17%
老白干酒	41%	7%	47%	66%	38%	24%	38%	—	6%	27%

数据来源: 公司公告, 西南证券

2.3 转型缘文化产业

在今年南京秋季糖酒会上，公司董事长兼总经理周素平先生高调提出“创新驱动、转型发展”的战略，从卖产品向卖文化转型，将整合婚庆产业，打造今世缘喜铺，做中国婚庆产业的整合者、领导者，主要做到四个创新：

（1）品牌创新：升级品牌定位诉求，从“中国人的喜酒”到“中国人的喜铺”，深挖中国传统缘文化，突出聚焦姻缘文化，创新缘文化传播手段。

（2）产品创新：持续围绕缘文化，采取多种合资、合作方式，策划、创意、生产和销售独居今世缘特色的文创产品，为新人提供一站式服务。

（3）渠道创新：从传统白酒销售渠道，向整合婚庆产业链、线上与线下相结合转变，为消费者提供一站式、一条龙的体验服务。

（4）推广创新：坚持文化营销，特别是姻缘文化，并以现代的传播推广手段，实现与目标消费者的现代生活结合。

在传统白酒业务持续调整的大背景下，公司积极转型缘文化产业链，定位于喜庆市场一站式服务：

（1）缘文化的定义：不仅仅是婚庆市场，还包括其他的缘文化、喜庆市场，打造从出生、百天、生日、升学、恋爱、结婚、生子等所有的喜庆文化和场合提供一站式服务；可持续性服务的主题。

（2）怎么做：推出相关平台，采用线上线下结合，提供产品和方案，产品包括公司自己品牌的 OEM 类产品（以酒为主）和其他品牌类产品。线上吸引人流量、线下体验店相结合，在提供一次性服务的基础上引入后续的持续服务。

（3）合作：此次公司转型缘文化，与公司原有主业有一定的结合度，同时又与原有主业有很大的差异，如果公司原有管理团队直接来做互联网+，效率与深耕互联网的企业有一定的差距，未来更多寻求合作的模式实施转型升级，不排除与世纪佳缘、乐视网等进行合作，同时积极布局线上线下产品生产企业，通过股权、外包等方式建立合作关系，把整个产业链做大。同时，客户基础是互联网企业争夺的焦点，增加人流量也不能仅靠单一功能的平台，与其他互联网企业的合作本身就是充分利用原有客户流量，比如世纪佳缘、百合网，有大量的客户基础，又与公司定位于喜酒、缘文化的战略及主业相一致，在已有客户的基础上寻求协同发展，将会更有竞争优势。

我们认为公司从传统白酒行业向缘文化产业链的转型符合未来的发展趋势，同时与传统主业形成密切的互动合作：传统白酒业务提供源源的现金流，而互联网+需要不断的投入资金，两者相结合后将有效利用资金，实现缘文化、喜文化大的战略发展。

3. 盈利预测与投资建议

基于对白酒行业弱复苏的判断，同时消费升级持续，公司中高端白酒未来三年保持 5% 以上的增速，中低端酒略有增长；新增缘文化产业，2016、2017 年分别贡献 1 亿元、3 亿元收入。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.35 元、1.45 元、1.59 元，对应 PE 分别为 26 倍、24 倍和 22 倍，我们认为公司转型战略明显，未来打造缘文化产业链，冲破白酒行业目前阶段的估值瓶颈，给予 2016 年 30 倍估值，对应目标价 43.5 元，首次给予“增持”评级。

表 3: 分项业务预测表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	2574	2515	2400	2454	2702	3105
yoy		-2%	-5%	2%	10%	15%
营业成本	732	740	705	715	840	1049
毛利率	72%	71%	71%	71%	69%	66%
今世缘特A类						
收入	1538	1434	1501	1591	1702	1856
yoy		-7%	5%	6%	7%	9%
成本	287	268	294	318	340	371
毛利率	81%	81%	80%	80%	80%	80%
今世缘A类						
收入	362	393	275	261	269	283
yoy		9%	-30%	-5%	3%	5%
成本	118	130	94	89	91	96
毛利率	67%	67%	66%	66%	66%	66%
今世缘B类						
收入	432	424	410	406	426	448
yoy		-2%	-3%	-1%	5%	5%
成本	181	185	183	183	192	201
毛利率	58%	56%	55%	55%	55%	55%
优特类C类						
收入	239	237	185	167	175	189
yoy		-1%	-22%	-10%	5%	8%
成本	142	147	118	108	114	123
毛利率	41%	38%	36%	35%	35%	35%
大曲类						
收入	3	2	11	12	12	13
yoy		-33%	450%	5%	5%	5%
成本	2	1	10	11	11	12
毛利率	33%	50%	9%	9%	9%	9%
其他						
收入	0	0	0	0	100	300
yoy		0%	0%	0%	0%	200%
成本	0	0	0	0	85	240
毛利率	0%	0%	0%	0%	15%	20%

数据来源: 公司公告、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	2399.74	2454.00	2702.42	3105.00	净利润	642.07	672.88	726.65	793.29
营业成本	705.66	714.63	839.64	1049.10	折旧与摊销	72.53	63.16	72.51	80.12
营业税金及附加	240.51	245.95	270.85	311.19	财务费用	-27.41	-54.85	-66.75	-75.37
销售费用	453.10	466.26	486.43	527.85	资产减值损失	0.74	0.00	0.00	0.00
管理费用	179.75	188.96	208.09	239.09	经营营运资本变动	-1004.95	-16.66	-189.14	-314.13
财务费用	-27.41	-54.85	-66.75	-75.37	其他	790.29	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.74	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	473.26	664.53	543.27	483.91
投资收益	0.73	0.00	0.00	0.00	资本支出	-296.03	-100.00	-120.00	-130.00
公允价值变动损益	0.20	0.00	0.00	0.00	其他	-669.92	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	-965.94	-100.00	-120.00	-130.00
营业利润	848.31	893.05	964.15	1053.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.11	4.13	4.72	4.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	853.42	897.17	968.87	1057.72	股权融资	817.74	0.00	0.00	0.00
所得税	211.36	224.29	242.22	264.43	支付股利	-207.00	-196.16	-205.14	-221.63
净利润	642.07	672.88	726.65	793.29	其他	26.07	26.76	66.75	75.37
少数股东损益	-3.56	-2.31	-2.80	-3.17	筹资活动现金流净额	636.81	-169.41	-138.40	-146.26
归属母公司股东净利润	645.62	675.19	729.45	796.46	现金流量净额	142.86	395.12	284.87	207.65
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	1369.48	1764.60	2049.48	2257.12	成长能力				
应收和预付款项	106.41	117.13	131.62	155.45	销售收入增长率	-4.60%	2.26%	10.12%	14.90%
存货	1255.59	1271.55	1493.99	1866.67	营业利润增长率	-6.67%	5.27%	7.96%	9.23%
其他流动资产	801.64	819.76	902.73	1037.18	净利润增长率	-5.59%	4.80%	7.99%	9.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.10%	0.89%	7.61%	9.07%
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	703.92	749.77	806.28	865.17	毛利率	70.59%	70.88%	68.93%	66.21%
无形资产和开发支出	164.03	155.03	146.03	137.03	三费率	25.23%	24.47%	23.23%	22.27%
其他非流动资产	99.66	99.65	99.64	99.63	净利率	26.76%	27.42%	26.89%	25.55%
资产总计	4500.74	4977.51	5629.76	6418.26	ROE	18.05%	16.68%	15.95%	15.47%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.27%	13.52%	12.91%	12.36%
应付和预收款项	560.99	584.64	652.72	764.54	ROIC	35.75%	27.76%	27.84%	26.82%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.23%	36.73%	35.89%	34.07%
其他负债	381.87	358.27	420.95	525.95	营运能力				
负债合计	942.86	942.91	1073.66	1290.50	总资产周转率	0.61	0.52	0.51	0.52
股本	501.80	501.80	501.80	501.80	固定资产周转率	4.03	3.78	3.65	3.91
资本公积	993.82	993.82	993.82	993.82	应收账款周转率	69.79	67.66	70.13	71.55
留存收益	2048.72	2527.75	3052.05	3626.88	存货周转率	0.59	0.57	0.61	0.62
归属母公司股东权益	3544.34	4023.36	4547.67	5122.50	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	112.49%	—	—	—
少数股东权益	13.54	11.23	8.43	5.27	资本结构				
股东权益合计	3557.88	4034.59	4556.10	5127.76	资产负债率	20.95%	18.94%	19.07%	20.11%
负债和股东权益合计	4500.74	4977.51	5629.76	6418.26	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.75	4.21	4.26	4.12
					速动比率	2.42	2.87	2.87	2.67
					股利支付率	32.06%	29.05%	28.12%	27.83%
					每股指标				
					每股收益	1.29	1.35	1.45	1.59
					每股净资产	7.09	8.04	9.08	10.22
					每股经营现金	0.94	1.32	1.08	0.96
					每股股利	0.41	0.39	0.41	0.44
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	893.43	901.36	969.91	1057.89					
PE	27.13	25.94	24.01	21.99					
PB	4.92	4.34	3.84	3.42					
PS	7.30	7.14	6.48	5.64					
EV/EBITDA	17.99	17.36	15.84	14.33					
股息率	1.18%	1.12%	1.17%	1.27%					

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 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