

打造以“细胞+基因”为双核的全产业链龙头

投资要点

- 事件:** 目前, 我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- 确立以“细胞”单核向“细胞+基因”双核的战略转变。**公司是目前国内最大的干细胞存储平台, 其细胞存储业务覆盖全国2/3版图区域、3/4人口集中区域, 细胞存储量已超过30万份, 是国内名副其实的“细胞之王”。公司顺应“基因、蛋白、细胞”这一生命科技快速发展的主线, 在“细胞”业务的基础上增加“基因”这一未来潜力核心业务, “细胞+基因”双核心战略将打开公司在精准医疗领域成长新空间。
- 通过生命科技“6+1”模式拓展全产业链。**公司以“6+1”模式进行产业布局, 即以细胞为基础通过细胞存储、基因临床检测试剂、抗衰老化妆品、肿瘤免疫治疗、药业、信息化(互联网+)及产业并购基金来打通生命健康全产业链。1)公司干细胞存储种类全球最多, 最新加入免疫细胞存储, 是国内技术最好、规模最大的细胞存储平台;2)公司立志于建立基因测序设备、检测、试剂、基因解读和大数据库的五项综合体, 建立以“基因、蛋白、细胞”为核心的大健康主轴;3)干细胞技术能使美容抗衰老效果获得质的提升, 公司将利用干细胞技术推出若干个用于美容抗衰老产品;4)在细胞治疗领域, 公司拟收购全国最大的免疫细胞治疗企业上海柯莱逊, 柯莱逊在全国拥有超过30家合作医院, 细胞制备覆盖区域最广, 2015年前三季实现营收2.21亿元, 净利润3839万元;5)公司在药物领域定位高端, 只做创新药物研发, 此外, 公司成立中源药业, 加强加快新药研发;6)面对精准化医疗的大健康数据, 公司将通过合作实现网络化, 同时推出“生命银行卡”服务, 实现个人全年龄段的高端服务。此外, 公司设立了三个基金, 即50亿并购基金+1亿生物治疗公益基金+5亿创投基金, 通过该方式对产业链进行投资与整合。
- 定位大格局, 外延扩张预期强烈。**公司未来格局不再仅定位于干细胞存储, 将积极通过产业合作与并购打通围绕干细胞存储的整个产业链, 即将在基因检测与治疗、创新药物、免疫细胞治疗、美容抗衰老等一系列子产业链大有作为, 使得公司不仅专于细胞, 更能精于细胞。公司围绕双核心展开的全产业链外延收购预期强烈, 公司将努力成为全球“细胞之王”。
- 估值与评级:**由于公司外延收购及新药研发存在不确定因素, 我们暂不考虑未来产品与收购标的业绩。由于二胎政策的全面放开以及细胞库的不断获批建设, 我们认为公司主营细胞存储业务未来三年将快速放量, 收购执诚生物增厚公司业绩, 预计15-17年EPS分别为0.30元、0.61元、0.98元, 对应PE分别为215、106、66倍, 首次给予“买入”评级。
- 风险提示:**并购企业业绩或不及承诺;干细胞、二胎政策实际效果或不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	476.86	756.54	1090.69	1567.98
增长率	31.98%	58.65%	44.17%	43.76%
归属母公司净利润(百万元)	35.46	116.49	236.47	377.81
增长率	391.50%	228.45%	103.01%	59.77%
每股收益EPS(元)	0.09	0.30	0.61	0.98
净资产收益率ROE	4.05%	9.15%	15.67%	20.02%
PE	708	216	106	66
PB	21.72	19.73	16.64	13.31

数据来源: Wind, 西南证券

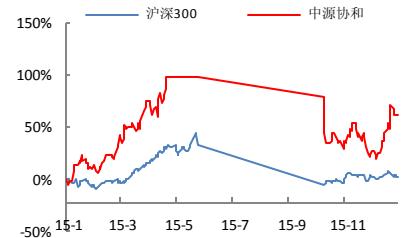
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@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)	3.86
流通A股(亿股)	3.25
52周内股价区间(元)	37.1-79.58
总市值(亿元)	251.10
总资产(亿元)	25.67
每股净资产(元)	3.62

相关研究

目 录

1. 公司概况：国内名副其实的“细胞之王”	1
2. 围绕“细胞+基因”双核打通全产业链	2
2.1 干细胞行业正蓄势待发	2
2.2 “细胞+基因”，掌握生命健康科技的两大核心	4
2.3 双核驱动，“6+1”模式实现全产业链快速发展	4
2.4 收购上海执诚，加快临床检测服务布局	5
3. 定位大格局，外延收购预期强烈	5
4. 盈利预测与投资建议	6

图 目 录

图 1: 公司细胞存储业务全国分布图	1
图 2: 公司近年营收与净利润情况	1
图 3: 2014 年公司营业收入构成	1
图 4: 干细胞行业产业链	3
图 5: 全球干细胞行业市场规模 (亿美元)	3
图 6: 全球基因测序市场规模	4
图 7: 全球基因测序市场 CAGR 预测 (2012-2017)	4
图 8: 公司围绕“细胞+基因”双核展开的全产业链	5
图 9: 公司本次重组失败标的	6

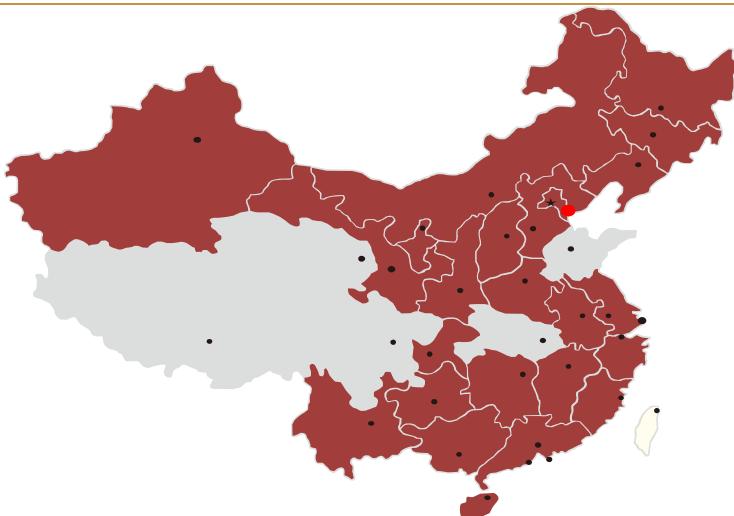
表 目 录

表 1: 近年 Science 杂志评选的十大科技突破中所涉及热门生物技术	2
附表: 财务预测与估值	7

1. 公司概况：国内名副其实的“细胞之王”

公司是中国最早投资生物资源储存项目的企业，是目前国内最大的细胞存储企业，业务包括干细胞存储、干细胞治疗、肿瘤免疫细胞治疗、基因检测与临床应用、美容抗衰老（化妆品）、养老（集团内）等。公司目前拥有 20 家细胞资源库，细胞存储业务覆盖全国 2/3 版图区域、3/4 人口集中区域，拥有天津、浙江（部分区域）、甘肃三省的国家脐带血库公共库拍照，细胞存储量已超过 30 万份，是国内名副其实的“细胞之王”。

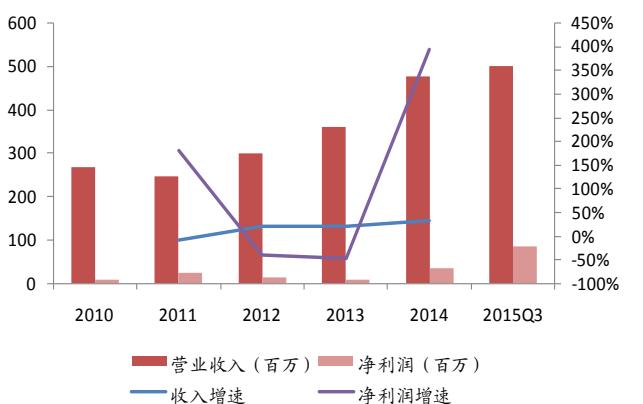
图 1：公司细胞存储业务全国分布图



数据来源：公司资料，西南证券

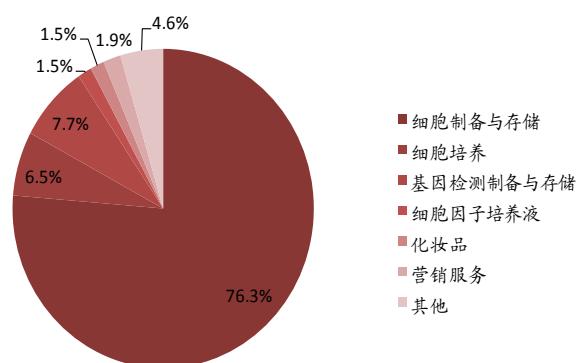
公司主营业务结构：公司收入主要还是来自细胞检测制备与存储业务，2014 年公司营业收入为 4.77 亿元，其中制备与存储收入为 3.64 亿元，占整个营收 76.3%；细胞培养与基因检测制备与存储业务体量虽然相对较小，但增速在所有业务中名列前茅，未来放量空间较大，其他业务占比相对仍然较小，尤其是刚起步的美容抗衰老化妆品业务，产品市场仍然有待有效开发。

图 2：公司近年营收与净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：2014 年公司营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券

公司业绩状况：自 2012 年起，公司营业收入每年保持 20%以上的增速稳健增长；2015 年前三季度公司实现收入 5.01 亿元，同比增长 66.1%，实现归母公司净利润 8396 万元，同比增长 65.4%，扣非归母公司净利润 4579 万元，同比增长 133.79%，呈现高速增长态势，主要系上海执诚合并报表所致。2012-2013 年，由于公司较高的科研投入，净利润出现大幅下滑，同比增速分别为 -40.6%、-48.2%；2014 年恢复正常，实现归母净利润 3550 万元；2015 年前三季度实现归母净利润 8400 万，同比增长 65.4%，主要原因也是上海执诚并表所致。

2. 围绕“细胞+基因”双核打通全产业链

公司由传统“细胞”单核心积极向“细胞+基因”双核心转变，围绕该双核公司将积极布局多个相关子产业链，包括干细胞治疗药物、基因测序与临床应用、肿瘤免疫细胞治疗、美容抗衰老产品的开发等，这些子产业链将紧紧围绕干细胞和基因为核心，充分发挥整个产业链的协同效应，创造出干细胞行业应有的大格局。

2.1 干细胞行业正蓄势待发

进入 21 世纪后，生命科学飞速发展，以干细胞、基因治疗、免疫细胞治疗为代表的最新治疗技术变革突飞猛进，纵然重磅化学药和生物药频出，也无法遮掩这些生物技术的耀眼光芒，它们代表了未来药物与治疗的发展方向，未来能对人类健康质量产生质的提升。正因如此，这些技术在近 10 年多次被《Science》杂志评为突破技术，热门程度是其他药物与技术无法望其项背的。

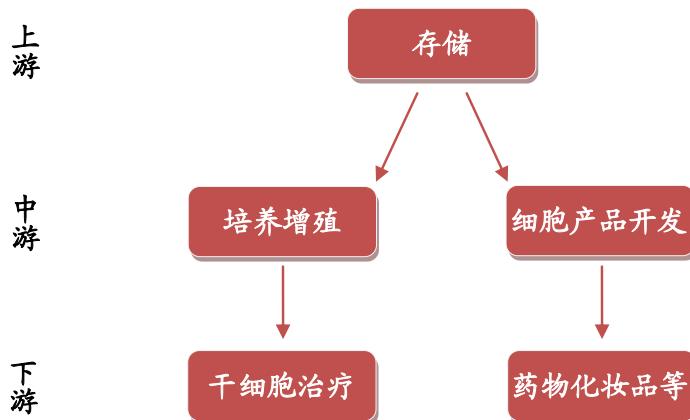
表 1：近年 Science 杂志评选的十大科技突破中所涉及热门生物技术

时间	事项	未来应用
2015	CRISPR 基因编辑技术荣登科学杂志十大科技突破之首	基因编辑技术与免疫细胞及干细胞治疗结合将颠覆整个疾病治疗体系
2014	干细胞被诱导产生 β 细胞治愈糖尿病	干细胞治疗慢性代谢类疾病拥有无可比拟的优势
2013	肿瘤免疫治疗荣登十大科技突破之首	在抗肿瘤领域将发挥及其重要作用
2012	干细胞被诱导成为卵子	多能干细胞能被诱导为各种细胞
2009	基因治疗用于基因缺陷疾病的治疗	对多种因基因缺陷造成的疾病有良好治疗效果
2008	皮肤细胞被编程诱导为干细胞	高度分化的细胞也有被诱导为干细胞的潜能

数据来源：公开资料，西南证券

由于行业规范及伦理等问题，目前全球干细胞行业均受严格的政策限制，因此干细胞行业呈现出上游发展充分，中游与下游产业发展较为落后，已经不能满足当今社会对干细胞技术的需求，政策放开是势在必行的，只是时间问题。干细胞行业上游即存储行业，该行业是目前发展最成熟的环节，大部分干细胞企业当前将存储当做主业经营；中游是干细胞增殖及药物的研发技术，该环节技术和政策壁垒较高，市场成熟产品少；下游是干细胞治疗，是医院终端环节，同样受到行业政策的严格限制而不能得到充分开发。我们认为：干细胞技术发展至今已经展现出其强大而又实用的一面，尤其在血液疾病治疗过程中的效果是其他方法无可比拟的，若不是行业政策所限，干细胞技术定能在更多的领域发挥其特长，为保护人类健康带来更多可靠的选择；未来干细胞行业政策放开是势在必行的事件，一旦摆脱政策的束缚，在合理的监管下，干细胞治疗必将成为生物技术皇冠上一颗璀璨的明珠。

图 4：干细胞行业产业链

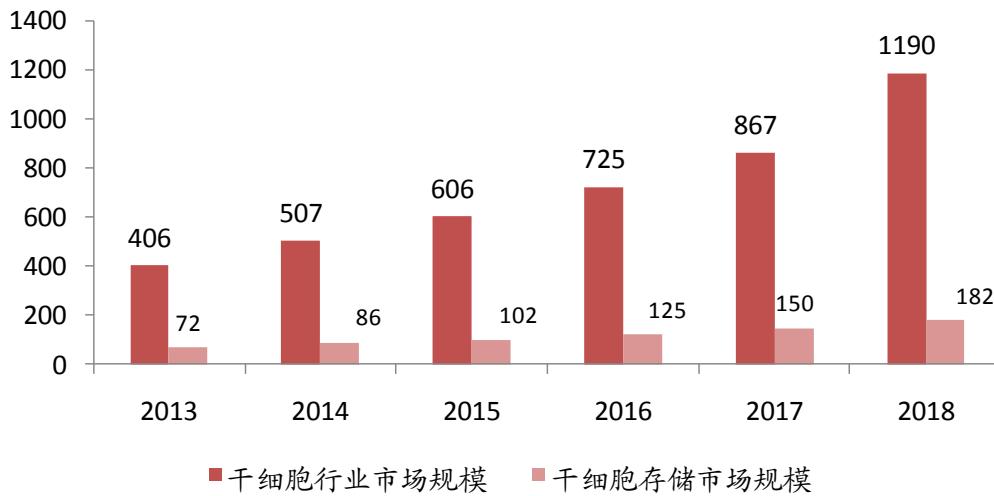


数据来源: Wind, 西南证券

根据 GBIResearch 数据显示，2001 年全球干细胞市场规模约 3.3 亿美元，2004 年约 10 亿美元，2007 年约 20 亿美元；而根据中国产业信息网数据，2013 年全球干细胞行业市场规模为 406 亿美元，2018 年将增长至 1190 亿美元，复合增速为 19.6%，远高于医药行业增速，中国的干细胞产业规模约占全球的 20%。

目前发展最成熟的存储行业市场规模占整个干细胞市场比例不足 20%。据统计，2013 年全球干细胞储存市场规模达到 71.5 亿美元，占同期全球干细胞产业总量的 17.6%，2014 年全球干细胞储存市场规模增长至 85.7 亿美元，占比为 16.9%。2015 年全球干细胞储存市场规模预测将达到 102.2 亿美元。

图 5：全球干细胞行业市场规模（亿美元）



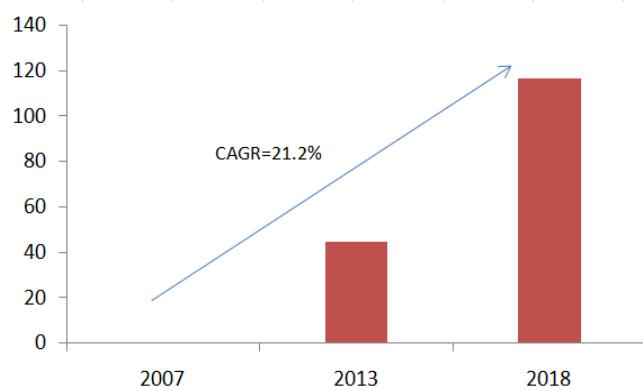
数据来源: Wind, 中国产业信息网, 西南证券

2.2 “细胞+基因”，掌握生命健康科技的两大核心

随着生命科学技术发展不断更新，干细胞存储业务已经不能满足公司未来发展需求，公司于2014年实现在基因测序领域完成布局，确立“细胞+基因”作为公司未来发展的双核心。

基因测序作为精准医疗重要的一部分，是近年来市场发展最快的子行业之一。据BCC Research数据，2007年全球基因测序市场规模为794.1万美元，而2013年即大幅增长至45亿美元，预计2018年市场规模将达到117亿美元，2013-2018年的年均复合增长率为21.2%，未来几年全球市场仍将继续保持快速增长。Markets and markets预测显示，亚太地区的基因测序市场增长最快，中国和印度2012-2017年期间的年均复合增长率为20-25%。

图6：全球基因测序市场规模



数据来源: BCC research, 西南证券

图7：全球基因测序市场CAGR预测 (2012-2017)



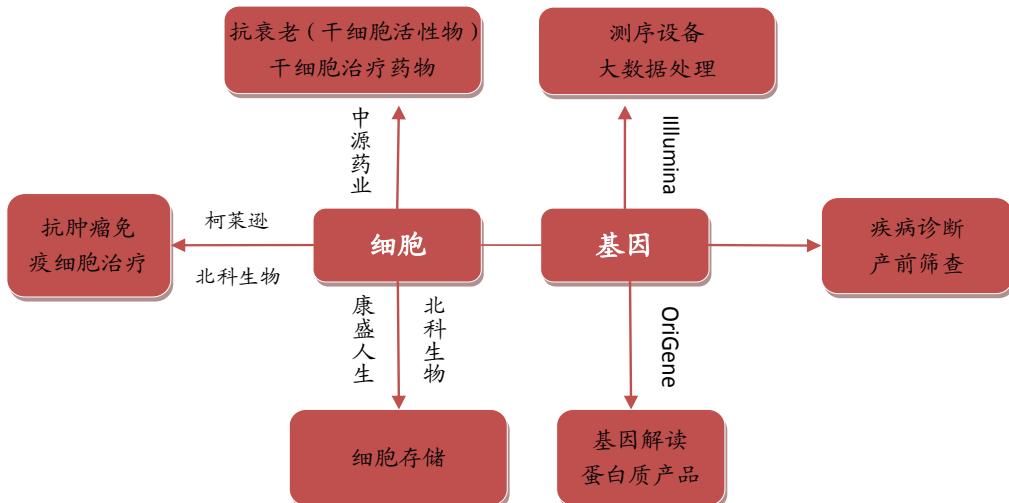
数据来源: Markets and markets, 西南证券

2.3 双核驱动，“6+1”模式实现全产业链快速发展

公司将以“细胞+基因”为双核，通过生命科技“6+1”模式进行产业布局，打通围绕细胞和基因的整个产业链。“6”包括细胞存储、基因临床检测试剂、抗衰老化妆品保健品、肿瘤免疫治疗、药业、信息化(互联网+)；“1”是指基金，包括50亿并购基金、1亿生物治疗公益基金和5亿创投基金。

细胞存储：公司干细胞存储种类全球最多，最新加入免疫细胞存储，是国内技术最好、规模最大的细胞存储平台，在国内处于绝对龙头地位。**基因临床检测试剂：**公司立志于建立基因测序设备、检测、试剂、基因解读和大数据库的五项综合体，建立以“基因、蛋白、细胞”为核心的大健康主轴，为生命大健康保驾护航。**抗衰老化妆品保健品：**干细胞技术能使美容抗衰老效果获得质的提升，公司将利用干细胞技术推出若干个用于美容抗衰老产品，深度挖掘高科技美容行业。**肿瘤免疫治疗：**在细胞治疗领域，公司拟收购全国最大的免疫细胞治疗企业上海柯莱逊100%股权，柯莱逊在全国拥有超过30家合作医院，细胞制备覆盖区域最广，2015年前三季度实现营收2.21亿元，净利润3839万元。**药业：**公司在药物领域定位高端，只做创新药物研发；此外，公司成立中源药业，为加强加快新药研发提供服务。**信息化：**面对精准化医疗的大健康数据，公司将通过合作实现网络化，同时推出“生命银行卡”服务，实现个人全年龄段的高端服务。此外，公司设立了三个基金，即50亿并购基金+1亿生物治疗公益基金+5亿创投基金，通过该方式对产业链进行投资与整合。

图 8：公司围绕“细胞+基因”双核展开的全产业链



数据来源：公司公告，西南证券

2.4 收购上海执诚，加快临床检测服务布局

上海执诚生物科技有限公司是集临床诊断生物试剂和医疗仪器研发、生产、经营于一体
的IVD行业公司，是国内生化诊断试剂品种最齐全的生产厂商之一。经过多年经营，公司已
获得近百种诊断试剂产品注册证书，涵盖肝功能、血脂、肾功能、糖代谢、心肌酶谱、电解
质及微量元素、特定蛋白、胰腺及前列腺、血凝等九大系列。产品涵盖的范围也从单一的生
化诊断试剂领域拓宽至免疫诊断试剂、诊断仪器等方面。公司旗下拥有 DENUO®、纽克快
诊等自有品牌，拥有上海纽克生物、上海执诚医疗器械两家全资子公司，由于纽克生物研发
投入较高，未来产生效益不确定性较大，因此被剥离出执诚生物。

收购执诚生物不仅能完成临床检测领域的布局，在短时间里还能增厚公司业绩。上海执诚承诺2014年、2015年、2016年的净利润分别为5223.51万元、6483.56万元和8325.19万元，其2014年已经超额完成承诺业绩值。

3. 定位大格局，外延收购预期强烈

公司未来格局不再仅定位于干细胞存储，将积极通过产业合作与并购打通围绕干细胞存储的整个产业链，即将在基因检测与治疗、创新药物、免疫细胞治疗、美容抗衰老等一系列子产业链大有作为，使得公司不仅专于细胞，更能精于细胞。公司围绕双核心展开的全产业链外延收购预期强烈，公司将努力成为全球“细胞之王”并在基因检测领域拥有属于举足轻重的地位。

公司9月30日公告称,对四个项目重组终止,重组的四大标的康盛人生、美国OriGene公司、北科生物、上海柯莱逊。本次重组虽然暂时搁浅,但我们认为公司外延扩张的战略不会发生改变,未来仍存在较强的外延收购预期。

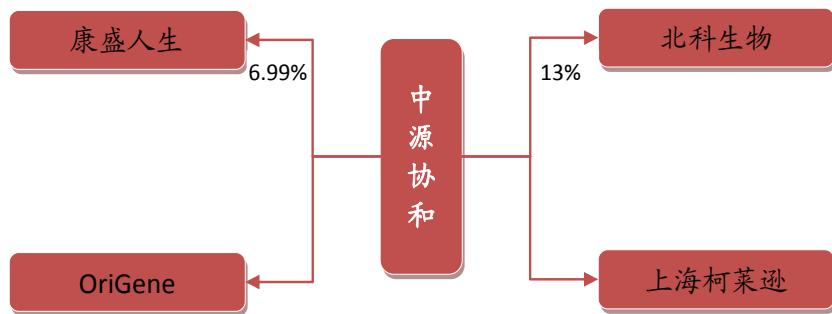
1) 康盛人生是新加坡上市公司，该公司与中源协和业务高度重合，团队完整，技术储备丰富，在亚洲 8 个国家和地区开展业务。公司已经联合中民投收购了康盛人生 6.99%的股份。

2) OriGene 公司是美国一家老牌基因组解读公司，OriGene 公司拥有目前全世界收集最全的人的全长基因库，也是拥有世界上重组蛋白产品最多的公司，在基因行业知名度较高。

3) 北科生物是国内细胞治疗行业的龙头企业，拥有从体外实验、动物模型、临床前研究、转化性研究的一体化产学研体系，在业内具有竞争优势，与公司的业务存在互补性，其科研投入及科技成果输出在同行业中均名列前茅。2014 年公司已经完成对北科生物 13% 股权的收购。

4) 柯莱逊是国内最大的传统免疫细胞治疗公司，在全国的 30 余家生物治疗中心遍及全国 20 余个省市自治区，2015 年前三季实现营收 2.21 亿元，净利润 3839 万元。

图 9: 公司本次重组失败标的



数据来源：公司公告，西南证券

4. 盈利预测与投资建议

假设 1：二胎政策的全面放开，未来新生儿平均每年将增加 1000 万，结合公司未来将新增多家细胞库，覆盖地域更广，预计 2015-2017 年的存储业务收入增速分别为 20%、40%、50%。

假设 2：同样因为二胎政策的放开，公司的基因检测业务将快速增长，由于公司基因检测业务基数还较小，我们预计 2015-2017 年的基因检测业务收入增速分别为 30%、70%、80%。

假设 3：根据上海执诚的业绩承诺，我们预计 2015-2017 年执诚营收分别为 2.2 亿、3.3 亿、4 亿元。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.30 元、0.61 元、0.98 元，对应 PE 分别为 215、106、66 倍，我们认为公司主营将快速增长，且持续深耕精准医疗领域，确立“细胞+基因”为公司战略重心，引领产业发展新趋势，未来成长空间不可限量。首次覆盖，给予“买入”评级。

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	476.86	756.54	1090.69	1567.98	净利润	46.87	116.49	236.47	377.81
营业成本	126.14	266.20	336.33	465.32	折旧与摊销	47.55	61.08	61.08	61.08
营业税金及附加	9.93	23.56	30.41	43.58	财务费用	-16.20	-1.72	-3.74	-7.29
销售费用	98.24	143.74	163.60	203.84	资产减值损失	-0.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	190.25	272.35	272.67	391.99	经营营运资本变动	287.20	254.06	543.25	783.27
财务费用	-16.20	-1.72	-3.74	-7.29	其他	-143.84	-99.20	-20.13	-30.07
资产减值损失	-0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	221.45	330.70	816.94	1184.80
投资收益	17.39	100.00	20.00	30.00	资本支出	-643.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-29.17	0.00	0.00	0.00	其他	-111.08	5.45	20.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-754.35	5.45	20.00	30.00
营业利润	56.84	152.40	311.41	500.54	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.29	5.19	7.16	9.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.13	157.59	318.57	509.67	股权融资	495.49	0.00	0.00	0.00
所得税	16.25	41.11	82.10	131.86	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	46.87	116.49	236.47	377.81	其他	-459.31	1.72	3.74	7.29
少数股东损益	11.41	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	36.19	1.72	3.74	7.29
归属母公司股东净利润	35.46	116.49	236.47	377.81	现金流量净额	-496.71	337.86	840.68	1222.09
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	352.08	689.95	1530.62	2752.71	成长能力				
应收和预付款项	146.32	202.48	293.80	427.53	销售收入增长率	31.98%	58.65%	44.17%	43.76%
存货	57.25	120.01	151.98	210.58	营业利润增长率	1505.90%	168.12%	104.34%	60.73%
其他流动资产	396.93	367.39	367.39	367.39	净利润增长率	177.32%	148.51%	103.01%	59.77%
长期股权投资	10.69	129.69	129.69	129.69	EBITDA 增长率	105.13%	140.13%	74.14%	50.33%
投资性房地产	21.79	21.79	21.79	21.79	获利能力				
固定资产和在建工程	332.18	295.70	259.21	222.73	毛利率	73.55%	64.81%	69.16%	70.32%
无形资产和开发支出	643.23	630.95	618.67	606.39	三费率	57.10%	54.77%	39.66%	37.54%
其他非流动资产	456.41	444.10	431.79	419.47	净利率	9.83%	15.40%	21.68%	24.10%
资产总计	2416.88	2902.05	3804.93	5158.27	ROE	4.05%	9.15%	15.67%	20.02%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.94%	4.01%	6.21%	7.32%
应付和预收款项	951.13	1519.47	2171.85	3121.58	ROIC	-44.91%	-255.93%	-49.59%	-32.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.49%	27.99%	33.81%	35.35%
其他负债	309.46	109.80	123.83	149.62	营运能力				
负债合计	1260.59	1629.27	2295.68	3271.21	总资产周转率	0.24	0.28	0.33	0.35
股本	375.40	386.25	386.25	386.25	固定资产周转率	2.13	3.25	5.55	9.80
资本公积	792.89	782.04	782.04	782.04	应收账款周转率	5.61	5.68	5.90	5.71
留存收益	-135.82	-19.34	217.13	594.94	存货周转率	2.89	2.99	2.46	2.56
归属母公司股东权益	1032.46	1148.95	1385.42	1763.23	销售商品提供劳务现金营业收入	122.46%	—	—	—
少数股东权益	123.84	123.84	123.84	123.84	资本结构				
股东权益合计	1156.30	1272.78	1509.26	1887.07	资产负债率	52.16%	56.14%	60.33%	63.42%
负债和股东权益合计	2416.88	2902.05	3804.93	5158.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	流动比率	0.79	0.88	1.05	1.17
EBITDA	88.19	211.76	368.75	554.33	速动比率	0.74	0.80	0.98	1.10
PE	708.02	215.56	106.19	66.46	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	21.72	19.73	16.64	13.31	每股指标				
PS	52.66	33.19	23.02	16.01	每股收益	0.09	0.30	0.61	0.98
EV/EBITDA	264.06	111.70	61.87	38.95	每股净资产	2.99	3.30	3.91	4.89
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.57	0.86	2.12	3.07
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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

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

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn