

业绩稳健增长，受益于城轨“新基建”投资

——中国通号 (688009.SH) 2019 年度业绩点评

跨市场公司动态

◆年度业绩稳健增长，派息进一步提升

中国通号公布 2019 年业绩，全年实现营业收入 416.5 亿人民币，同比增长 4.1%；实现归母净利润 41.8 亿人民币，同比增长 12.4%；每股收益 0.36 元人民币。公司每股派息 0.20 元人民币，派息率达 55.5%。

◆业务结构持续优化，利润率及现金流改善

公司 2019 年毛利率上升至 22.9%，同比提升 0.2 个百分点；净利率 10.0%，同比提升 0.7 个百分点；经营性现金流实现净流入 33.7 亿元，2018 年同期为净流出 15.9 亿元。公司利润率及现金流改善，主要由于公司严控费用，持续优化业务结构。公司未来将继续大力发展铁路、城轨等优势项目，承接高质量的总包项目，将利润率和现金流维持在高水平。

◆订单持续增长，持续受益“新基建”投资

公司 2019 年累计新签外部合同总额 706.1 亿人民币，同比增长 3.4%。截至 2019 年底的在手订单达 1049.4 亿，同比增长 30.4%，充足的在手订单将有力保障未来业绩。城际高速铁路与城市轨道交通已列入“新型基础设施建设”框架，有望继续得到政策支持及投资加码。轨道交通控制系统作为轨交建设的组成部分，将直接受益于“新基建”带来的新造需求增量。

◆坚持技术驱动，占领新增市场

公司 2019 年研发费用达 16.0 亿元，同比增长 16.2%。公司在 CTCS，自主化 ATP，区域轨交综合运输系统，下一代轨道交通控制系统及轨道交通专用芯片领域获得重大突破，有望在轨交新增市场竞争中占据有利地位。

◆首次给予公司 A 股“买入”评级，维持 H 股“买入”评级

我们小幅下调盈利预测，以反映 19 年中标率下降的影响；但我们强调公司的竞争优势仍然明显，中标率波动在正常范围内；随着轨交“新基建”的增量拉动，未来成长空间仍然巨大。我们下调公司 20-21 年 EPS 预测至 0.40/0.45 元人民币（原预测 0.45/0.52 元人民币），并引入 22 年 EPS 预测 0.50 元人民币。首次给予公司 A 股目标价 8.00 元，给予 A 股“买入”评级；下调公司 H 股目标价至 5.30 港币，维持 H 股“买入”评级。

◆风险提示：政策变化风险、产品降价风险、海外市场拓展不顺风险

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	40,013	41,646	46,040	50,011	53,486
营业收入增长率	15.69%	4.08%	10.55%	8.63%	6.95%
净利润 (百万元)	3,409	3,816	4,215	4,761	5,284
净利润增长率	5.77%	11.95%	10.46%	12.94%	11.00%
EPS (元)	0.39	0.36	0.40	0.45	0.50
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.79%	9.28%	9.75%	10.42%	10.92%
P/E (A 股)	16.7	17.9	16.2	14.4	12.9
P/E (H 股)	8.8	9.4	8.5	7.6	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 3 月 27 日，人民币对港币汇率为 0.91:1

A 股：买入（首次）

当前价/目标价：6.46/8.00 元

H 股：买入（维持）

当前价/目标价：3.73/5.30 港元

分析师

陈佳宁 (执业证书编号：S0930512120001)
021-52523851
chenjianing@ebsec.com

王锐 (执业证书编号：S0930517050004)
wangrui3@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：105.90

总市值(亿元)：684.10

一年最低/最高(元)：5.41/15.21

近 3 月换手率：37.66%

股价表现(一年) (H 股)



收益表现 (H 股)

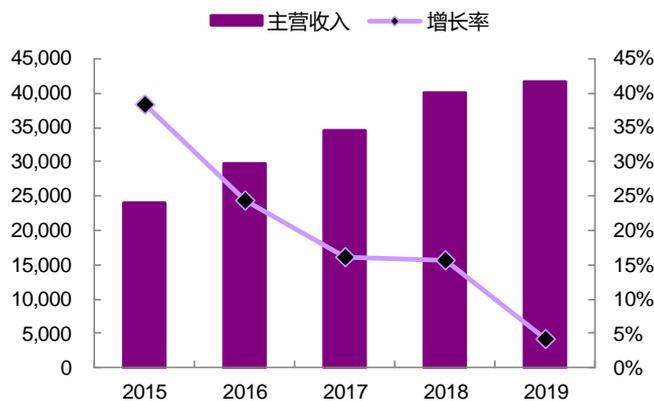
%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.4	2.4	-18.4
绝对	-6.7	-14.3	-37.6

资料来源：Wind

1、年度业绩稳健增长，派息进一步提升

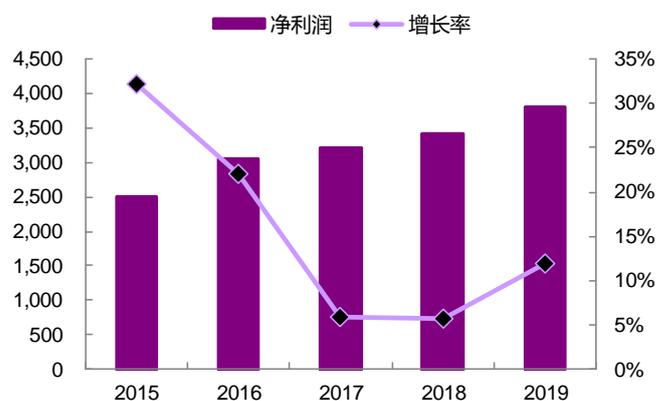
中国通号公布 2019 年业绩，全年实现营业收入 416.5 亿人民币，同比增长 4.1%；实现归母净利润 41.8 亿人民币，同比增长 12.4%；每股收益 0.36 元人民币。公司每股派息 0.20 元人民币，派息率达 55.5%。

图表 1：公司收入变化（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 2：公司净利润变化（单位：百万元人民币）

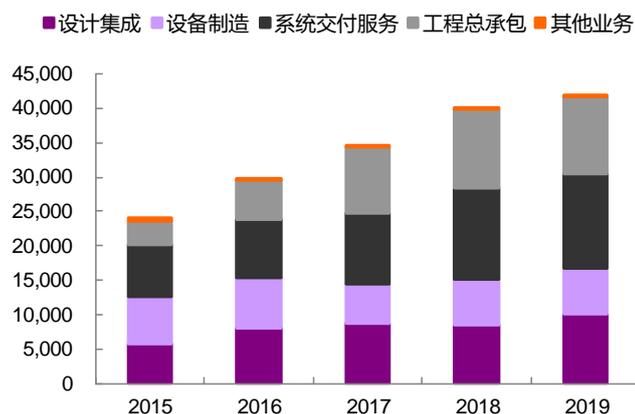


资料来源：公司公告

分业务来看，2019 年公司设计集成收入 101.9 亿元，同比增长 19.0%；设备制造收入 64.2 亿元，同比下降 3.1%；系统交付收入 137.7 亿元，同比增长 4.0%；工程总承包及其他项目收入 112.1 亿元，同比下降 2.8%。

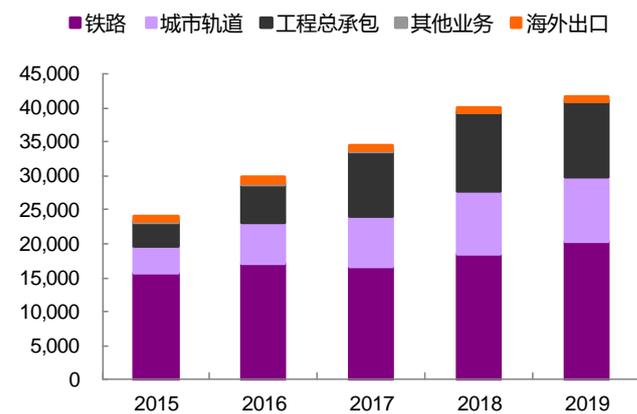
分市场来看，2019 年公司铁路市场收入 203.9 亿元，同比增长 10.4%；城轨市场收入 94.4 亿元，同比增长 0.3%；海外市场收入 5.5 亿元，同比增长 1.9%；工程总承包及其他项目营收 112.1 亿元，同比下降 2.8%。

图表 3：公司分业务收入结构（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

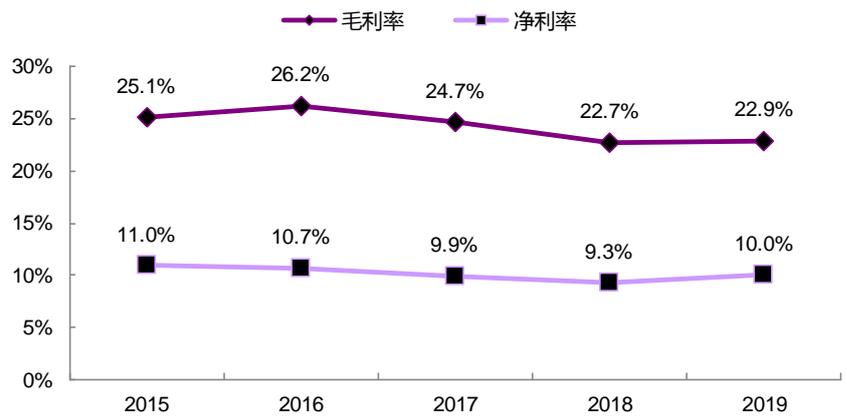
图表 4：公司分市场收入结构（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

公司 2019 年毛利率上升至 22.9%，同比提升 0.2 个百分点；净利率 10.0%，同比提升 0.7 个百分点；经营性现金流实现净流入 33.7 亿元，2018 年同期为净流出 15.9 亿元。公司利润率及现金流改善，主要由于公司严控费用，控制工程总承包业务量，持续优化业务结构。公司未来将继续大力发展铁路、城轨等优势项目，承接高质量的总包项目，将利润率和现金流维持在高水平。

图表 5：公司盈利能力变化



资料来源：公司公告

2、“新基建”铁路+城轨双轮驱动，轨交控制行业持续增长

2.1、轨道交通控制系统需求将受益于“新基建”投资

轨道交通控制系统可以保证列车在高速运行情况下的行车安全并提高运输效率，是轨道交通运输的三大核心技术之一。轨道交通控制系统主要分为铁路列控系统（以CTCS为代表）、城轨列控系统（以CBTC为代表）、货运自动化系统、调度指挥自动化及检测系统和通信信息系统。中国轨道交通系统具有路网密集、枢纽多、列车速度快、距离跨度大等特点，因此对轨道交通控制系统的互联互通、稳定性、环境适应性、系统安全性、计算精确性均提出了更高要求。

图表 6：轨道交通控制领域主要系统分类



资料来源：公司招股说明书

城际高速铁路与城市轨道交通已列入“新型基础设施建设”框架，有望继续得到政策支持及投资加码。随着城际高速铁路与城市轨道交通的建设，轨道交通控制系统作为其必须配备的组成部分，将直接受益于“新基建”带来的新造需求增量。

提高国产化水平是中国轨道交通控制行业的大势所趋。轨道交通运输不仅与人民的生命财产安全密切相关，而且关乎国家安全战略，因此提高铁路

和城市轨道交通装备的国产化水平是国内轨道交通的重要发展趋势。随着中国标准动车组的投入运行，轨道交通设备及技术的国产化及自主化水平将会得到进一步提升。在此背景下，技术领先的国内龙头企业有望持续受益。

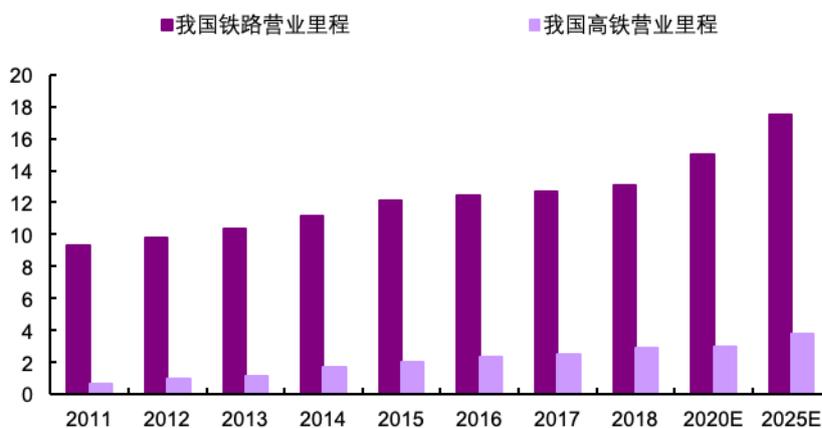
2.2、铁路：投资维持高位，控制系统迎来升级换代高峰

国内铁路固定资产投资规模维持高位。2014年至2019年铁路固定资产投资均突破8000亿大关，2019年铁路固定资产投资金额达到8029亿元。2020年铁路投资目标为8000亿元，维持稳定。

“补短板”支撑铁路投资继续保持高景气度。国内人口密集、资源紧张，且城市化发展非常迅速，导致中国铁路始终存在着运量与运能之间的突出矛盾，成为制约国内国民经济发展的短板。2018年10月31日，国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。凭借铁路在“补短板”中的重要位置，铁路基建领域投资将有望继续保持高景气度。

铁路控制系统市场发展空间仍然较大。《中长期铁路网规划(2016年)》明确指出，规划总体目标为到2020年铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里；到2025年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里。

图表7：中国铁路和高铁营业里程及规划（万公里）



资料来源：Wind，《中长期铁路网规划（2016年）》

CTCS（中国列车运行控制系统）是为国内铁路量身定制的信号系统体系。21世纪初，中国铁路存在多种信号系统，严重影响运输效率，迫切需要建立适应国内国情的统一技术标准，CTCS应运而生。按照不同线路的运营要求，CTCS根据功能和设备配置可划分为0级至4级。级别越高，适用的列车速度越快，且技术难度越高。其中，CTCS-1和CTCS-4尚处于规划阶段，还未实现应用。

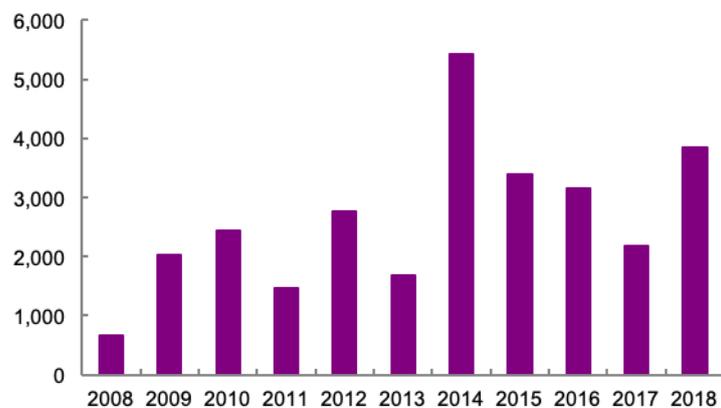
图表 8：已实现应用的 CTCS 技术标准对比

列车运行控制系统制式	CTCS-0	CTCS-2	CTCS-3
地面设备	TDCS 或 CTC、车站集中联锁、电码化设备、区间闭塞、轨道电路等	CTC、车站计算机联锁、列控中心、应答器/LEU、临时限速服务器、区间闭塞、ZPW-2000 系列轨道电路等	RBC、CTC、车站计算机联锁、列控中心、应答器/LEU、临时限速服务器、区间闭塞、ZPW-2000 系列轨道电路、GSM-R 系统等
车载设备	LKJ 车载设备	ATP 车载设备	ATP 车载设备
车地通信方式	ZPW-2000 系列移频轨道电路	ZPW-2000 系列移频轨道电路、应答器	GSM-R
闭塞方式	固定闭塞	固定闭塞	准移动闭塞
控制模式	分级速度控制模式	目标距离连续速度控制模式	目标距离连续速度控制模式
最小追踪间隔时间	6 分钟	3 分钟	3 分钟
适用速度	160km/h	250km/h	350km/h
适用区段	普速铁路	高速铁路	高速铁路

资料来源：公司招股说明书

高速铁路控制系统历经十年生命周期，未来改造升级市场空间广阔。我们预计未来高铁控制系统升级市场将成为重要的业绩贡献点：一是自 2008 年高铁开通以来，每年新开通高铁里程快速增长并维持在较高水平，高铁控制系统生命周期约为十年，因此未来每年进入更新升级期的高铁路里程将会快速增长；二是近年来国家大力倡导提高高铁智能化管理水平，未来高铁在智能化领域的投资强度有望逐步提高，既有线路更新升级的周期有望加快。

图表 9：国内新增高速铁路营业里程（公里）



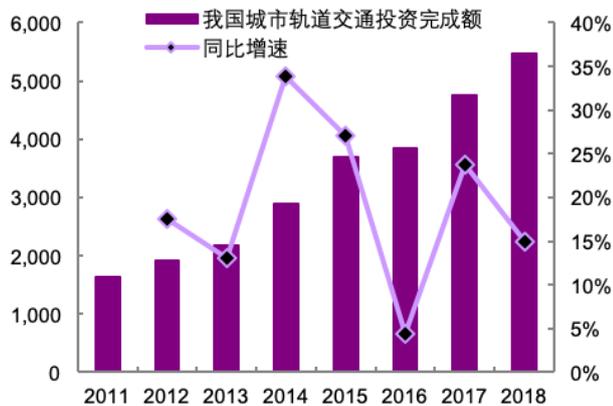
资料来源：公司招股说明书，中国城市轨道交通协会

龙头企业有望充分受益轨交控制系统的更新升级市场。2019 年是高铁控制系统转入升级高峰的拐点，龙头企业有望凭借技术和经验优势，充分受益于更新升级市场增量。中国通号抢占先机，成功实施目前国内高铁更新市场唯一项目——京津城际铁路列控系统技术改造工程项目，已取得领先的市场份额和独有的项目经验优势，在高铁更新升级市场形成了较强的市场影响力。

2.3、城市轨道交通：进入通车高峰期，增长趋势确定

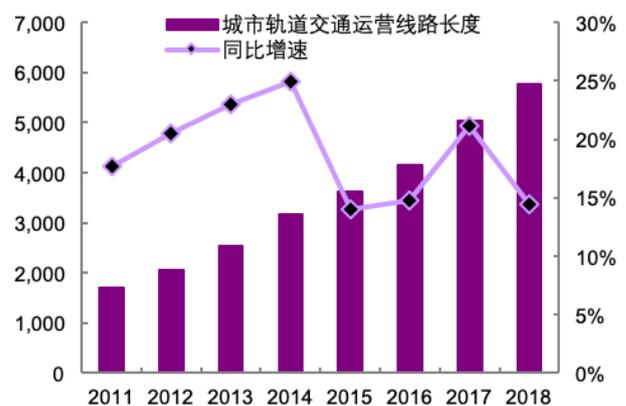
在“十三五”期间，接棒国家铁路，城市轨道交通市场已进入高速增长期。2018年，国内城市轨道交通行业完成投资5470.2亿人民币，同比增长14.9%，2016-2018年均复合增长率达19.2%。

图表 10：国内城市轨道交通投资完成额（亿元）



资料来源：Wind

图表 11：国内城市轨道交通运营线路长度（公里）



资料来源：Wind

2018年，国内城市轨道交通营业里程达5761公里，同比增长14.5%，其中地铁4511公里，占比78.2%；在建线路总长6374公里，在实施的建设规划线路总长7611公里。进入“十三五”以来，累计新增运营线路长度2143公里，年均新增运营线路长度715公里。

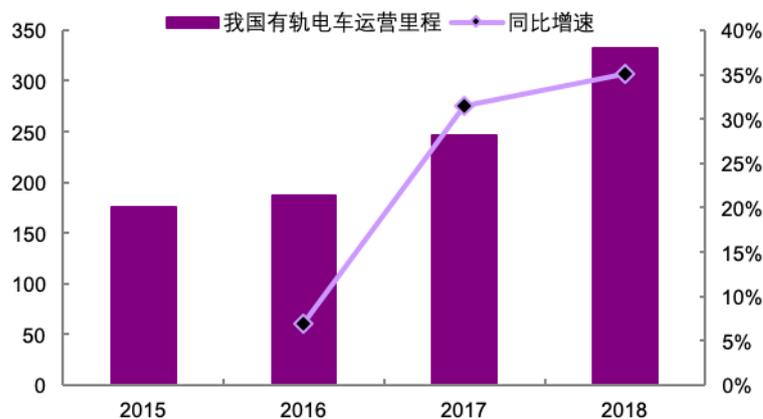
2018年7月，国务院办公厅印发《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（52号文），提高了建设城轨地铁相关标准。意见要求，申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入应在300亿元以上，地区生产总值在3000亿元以上，市区常住人口在300万人以上；申报建设轻轨的城市一般公共财政预算收入应在150亿元以上，地区生产总值在1500亿元以上，市区常住人口在150万人以上。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里0.7万人次、0.4万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时3万人次以上、1万人次以上。

我们认为，“52号文”根据十多年来的物价和建设费用增长，适度提升申报地铁门槛，有利于控制各地建设节奏，避免一拥而上的超前发展。目前已开工建设的线路，不会受到审批收紧的影响；各地规划中未开工的线路，我们预计只有本身建设规模就较小的少数城市会受到审批收紧的影响。

在“52号文”发布后，暂停长达约一年的地铁审批重启。截至2019年6月，累计批复新增地铁线路总长1118公里，累计总投资约为8658亿元。我们仍然维持城轨地铁板块“十三五”期间需求快速增长的判断不变。2019-2020年的城轨地铁通车里程有望达到年均1000公里以上，城轨地铁信号系统需求处在快速增长期。

截至2018年底，国内15座城市累计开通运营29条（段）现代有轨电车线路。总里程达332.6公里。相比于2015年的175.0公里，有轨电车运营里程实现23.9%的年均复合增长率。“十三五”以来，有轨电车的规划与在建项目规模持续增加，有轨电车有望成为城市轨道交通行业的新增长点。

图表 12: 国内有轨电车运营里程 (公里)



资料来源: 公司招股说明书, 中国城市轨道交通协会

3、盈利预测与估值

我们小幅下调公司盈利预测, 以反映 19 年中标率下降对在手订单和预期收入的影响; 但我们强调公司在行业中的竞争优势仍然明显, 中标率波动在正常范围内; 随着轨交“新基建”的增量拉动, 未来公司的成长空间仍然巨大。我们下调公司 20-21 年 EPS 预测至 0.40/0.45 元人民币 (原预测 0.45/0.52 元人民币), 并引入 22 年 EPS 预测 0.50 元人民币。

A 股方面, 我们从 SW 三级行业-铁路设备中, 选择可比公司进行估值比较。公司作为行业龙头, 兼具价值与成长属性, 目前 PE 估值水平显著低于行业均值。参照行业 20 年平均 PE 估值 21.7 倍, 我们给予公司 A 股 20 年 20 倍 PE, 对应 A 股目标价为 8.00 元, 给予公司 A 股“买入”评级。

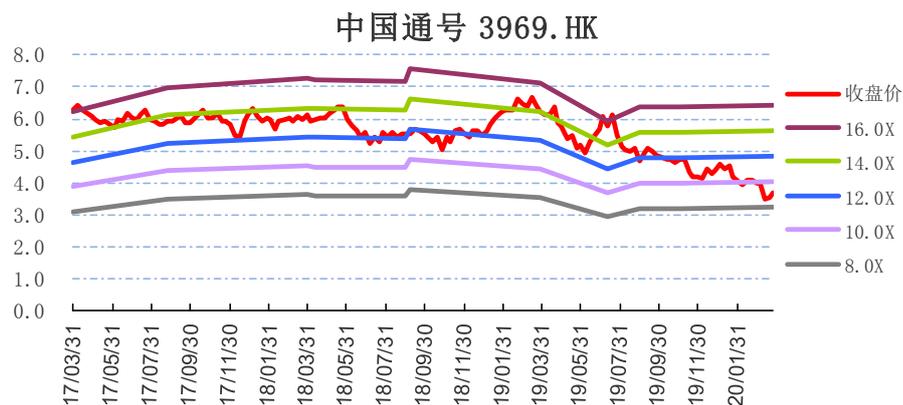
图表 13: 板块相对估值比较

代码	证券简称	PE			PB (MRQ)	EV/EBITDA
		2019	2020E	2021E		
000008.SZ	神州高铁	19.8	15.1	11.9	1.3	17.5
000925.SZ	众合科技	28.9	23.3	17.0	1.8	18.6
000976.SZ	华铁股份	24.2	15.2	12.7	1.8	35.4
600528.SH	中铁工业	12.0	10.1	8.6	1.3	8.5
601766.SH	中国中车	14.8	13.2	12.0	1.4	7.2
603111.SH	康尼机电	22.0	18.0	NA	3.5	-2.1
688015.SH	交控科技	NA	46.5	33.0	7.5	68.0
688033.SH	天宜上佳	NA	32.1	26.6	5.1	33.8
平均值		20.3	21.7	17.4	3.0	23.4
688009.SH	中国通号	17.9	16.3	14.6	5.1	33.8

资料来源: 中国通号数据为光大预测, 其他来自 Wind 一致预期, 对应股价时间为 2020 年 3 月 27 日

H 股方面, 由于港股铁路设备类主要可比公司仅有中国中车和时代电气两家, 不适用板块相对估值, 因此我们参考公司历史 PE 进行估值。公司过去三年的 H 股 PE (TTM) 均值为 13.0 倍。我们给予公司 H 股 2020 年 12 倍 PE, 下调 H 股目标价至 5.30 港币, 维持公司 H 股“买入”评级。

图表 14: 公司港股 PE Band 变化



资料来源: Wind, 截止日期为 2020 年 3 月 27 日

4、风险分析

- 1、铁路行业政策执行方向或力度如果发生变化, 可能影响行业投资和公司产品需求的风险;
- 2、城市轨道交通市场有多个竞争厂商, 可能存在产品降价的风险;
- 3、海外业务受政治、经济、疫情等多方面因素影响, 可能有拓展不顺的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,013	41,646	46,040	50,011	53,486
营业成本	30,932	32,112	35,228	37,986	40,421
折旧和摊销	513	519	505	538	578
税金及附加	256	260	276	300	321
销售费用	702	878	921	1,000	1,070
管理费用	2,463	2,530	2,762	3,001	3,209
研发费用	1,324	1,583	1,750	1,900	2,032
财务费用	-86	-144	-148	-164	-228
投资收益	55	373	80	80	80
营业利润	4,533	4,979	5,517	6,243	6,943
利润总额	4,520	5,027	5,567	6,293	6,993
所得税	803	850	1,002	1,133	1,259
净利润	3,717	4,177	4,565	5,161	5,734
少数股东损益	308	361	350	400	450
归属母公司净利润	3,409	3,816	4,215	4,761	5,284
EPS(按最新股本计)	0.39	0.36	0.40	0.45	0.50

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,587	3,371	2,991	6,842	7,242
净利润	3,409	3,816	4,215	4,761	5,284
折旧摊销	513	519	505	538	578
净营运资金增加	-24,322	-3,691	3,538	611	643
其他	18,813	2,728	-5,267	932	737
投资活动产生现金流	-642	-4,597	-1,157	-1,160	-1,160
净资本支出	-1,027	-810	-1,200	-1,200	-1,200
长期投资变化	1,006	982	-40	-40	-40
其他资产变化	-620	-4,769	83	80	80
融资活动现金流	1,622	8,247	-2,165	-2,118	-2,353
股本变化	0	1,800	0	0	0
债务净变化	423	93	-196	0	0
无息负债变化	12,963	5,289	2,464	3,548	3,133
净现金流	-557	7,047	-331	3,564	3,730

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	22.7%	22.9%	23.5%	24.0%	24.4%
EBITDA 率	12.6%	12.1%	12.7%	13.2%	13.6%
EBIT 率	11.3%	10.8%	11.6%	12.1%	12.5%
税前净利润率	11.3%	12.1%	12.1%	12.6%	13.1%
归母净利润率	8.5%	9.2%	9.2%	9.5%	9.9%
ROA	4.7%	4.3%	4.5%	4.7%	5.0%
ROE (摊薄)	11.8%	9.3%	9.8%	10.4%	10.9%
经营性 ROIC	113.1%	223.1%	73.9%	69.1%	64.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	62%	56%	56%	56%	55%
流动比率	1.37	1.56	1.56	1.57	1.58
速动比率	1.29	1.51	1.50	1.50	1.51
归母权益/有息债务	12.33	16.87	19.28	20.39	21.60
有形资产/有息债务	32.62	38.72	44.13	46.93	49.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	79,679	97,513	102,228	108,654	114,941
货币资金	11,712	24,000	23,669	27,233	30,962
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	13,599	16,758	17,734	19,264	20,603
应收票据	1,845	0	1,842	2,000	2,139
其他应收款(合计)	1,341	1,148	1,215	1,320	1,412
存货	4,087	2,201	3,513	3,788	4,030
其他流动资产	780	2,419	2,419	2,419	2,419
流动资产合计	65,315	80,504	84,469	90,183	95,798
其他权益工具	654	806	806	806	806
长期股权投资	1,006	982	1,022	1,062	1,102
固定资产	3,936	4,329	4,290	4,342	4,447
在建工程	638	161	646	1,009	1,282
无形资产	2,507	2,417	2,566	2,713	2,857
商誉	305	305	305	305	305
其他非流动资产	63	661	661	661	661
非流动资产合计	14,363	17,008	17,759	18,471	19,143
总负债	49,406	54,788	57,056	60,605	63,738
短期借款	1,118	238	0	0	0
应付账款	35,119	39,943	42,274	45,583	48,505
应付票据	849	1,278	1,409	1,519	1,617
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	72	167	167	167	167
流动负债合计	47,632	51,759	54,025	57,574	60,707
长期借款	856	1,941	1,941	1,941	1,941
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	870	965	965	965	965
非流动负债合计	1,775	3,029	3,031	3,031	3,031
股东权益	30,272	42,725	45,172	48,050	51,204
股本	8,790	10,590	10,590	10,590	10,590
公积金	8,514	17,307	17,728	18,204	18,733
未分配利润	8,680	10,284	11,959	13,961	16,137
归属母公司权益	28,908	41,120	43,217	45,695	48,399
少数股东权益	1,364	1,605	1,955	2,355	2,805

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	6%	6%	6%	6%	6%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	3%	4%	4%	4%	4%
所得税率	18%	17%	18%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.20	0.22	0.24	0.27
每股经营现金流	-0.18	0.32	0.28	0.65	0.68
每股净资产	3.29	3.88	4.08	4.31	4.57
每股销售收入	4.55	3.93	4.35	4.72	5.05

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	17	18	16	14	13
PB	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.8	12.9	11.5	10.0	9.0
股息率	0.0%	3.1%	3.3%	3.8%	4.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼