管理层增持机制成熟，或有因素纳入审慎考量

——陆家嘴（600663.SH）动态跟踪报告

公司动态

◆一季度公司营收+197%，净利润+27%

2019 年一季度实现营收 38.54 亿，归母净利润 8.72 亿，分别同比+197.3%和+27.2%。营收大增主要系结转了浦东金融广场 2 号办公楼 22.4 亿元，净利润增速低于营收增速原因在于 2018 年一季度确认投资收益 13.1 亿元。前滩项目 2019 年有望结转并带动毛利率提升。

◆苏州项目进度或放缓，租赁板块增速回升，未决诉讼纳入审慎考量

2019 年一季度签约面积 0.43 万平米，合同金额 2.6 亿元，低基数下同比+1047%和+897%。一季度销售主要来自于天津海上花苑二期入市（占比 27%），上海前滩东方逸品尾盘去化（占比 22%）及上海存量房去化（占比 51%）。19 年预计可售资源主要集中于天津和苏州，受苏州超预期地产调控影响，苏州项目开发进度或放缓。

一季度租赁收入 10.17 亿元同比+13.5%，季度增速明显回升。目前出租率低位企稳，平均租金稳步提升，并已成功布局前滩新兴商务区，可有效分散核心商务区分流风险。目前旗下爱建证券涉及未决诉讼，分别为富贵鸟和新光集团债务违约，涉及金额分别为 47676 万元和 22034 万元。出于谨慎性原则考虑，我们在业绩预测中将上述两起诉讼影响纳入考量。

◆发债利率进一步下行，管理层增持公司股票的机制已较成熟

公司的主体长期信用等级为 AAA，最新一期公司债票面利率进一步下降至 3.88%，融资优势持续凸显。2019 年 6 月，公司部分高管及核心团队成员使用 2018 年度超额奖励合计增持公司 A 股股票 286500 股，占公司总股本的 0.0071%，2016 年起公司已形成管理层利用年度超额奖励增持公司股票的稳定机制。

◆12 个月目标价 17.30 元，下调至“增持”评级

考虑到苏州地区调控程度超预期趋严，公司苏州项目开发进度有可能受到较大影响；以及爱建证券涉及未决诉讼，出于谨慎性原则，我们将上述影响纳入业绩考量。综上，我们下调公司 2019-2021 年预测 EPS（摊薄）为 0.91、1.02、1.16 元（原为 1.00、1.17、1.36 元（摊薄））。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 16.9、15.1、13.3 倍。维持 2019 年 19 倍 PE，对应目标价 17.30 元，下调至“增持”评级。

◆风险提示

公司推盘进度有不及预期的可能；未决诉讼存在一定的不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,325	12,639	15,192	17,928	21,183
营业收入增长率	-27.19%	35.54%	20.20%	18.01%	18.16%
净利润（百万元）	3,130	3,350	3,673	4,107	4,678
净利润增长率	18.17%	7.04%	9.65%	11.80%	13.90%
EPS（元）	0.78	0.83	0.91	1.02	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.86%	20.82%	19.58%	19.39%	19.63%
P/E	20	19	17	15	13
P/B	4.3	3.9	3.3	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 26 日

增持（下调）

当前价/目标价：15.40/17.30 元

分析师

何缅南 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebscn.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebscn.com

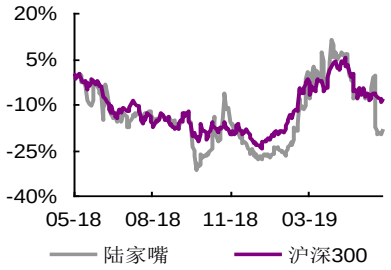
联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 40.34
总市值(亿元)：621.27
一年最低/最高(元)：9.74/16.91
近 3 月换手率：8.78%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.00	4.09	13.52
绝对	12.70	7.73	22.12

资料来源：Wind

相关研报

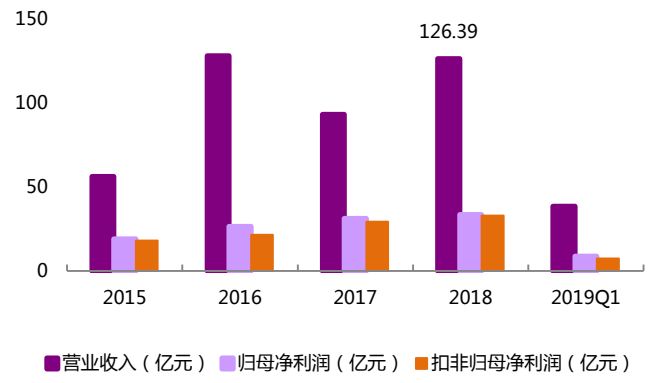
短期销售低位大幅放量，长期受益核心存量资产——陆家嘴（600663.SH）动态跟踪报告 ……2019-04-12

销售低位放量，开年积极投资 —— 陆家嘴（600663.SH）动态跟踪简报 ……2019-02-28

1、一季度公司营收+197%，净利润+27%

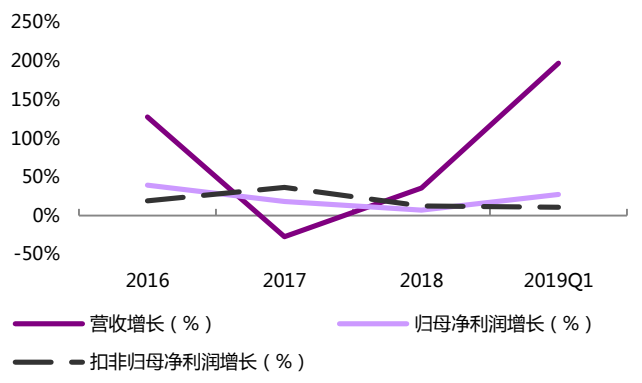
2019 年一季度公司实现营业收入 38.54 亿，同比增长 197.25%（营收大增主要原因在于结转了浦东金融广场 2 号办公楼 22.4 亿元）；归母净利润 8.72 亿，同比增长 27.16%；净利润增速低于营收增速原因在于基数较高，2018 年一季度确认投资收益 13.1 亿元（出售子公司前绣实业 50%股权及剩余股权按公允价值计量所产生）。

图 1：营收和归母净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

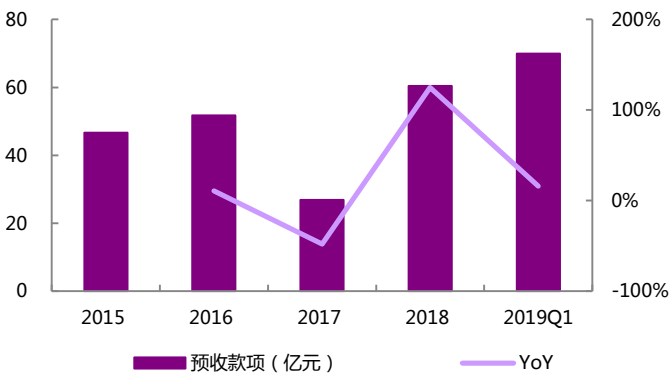
图 2：营收和归母净利润增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

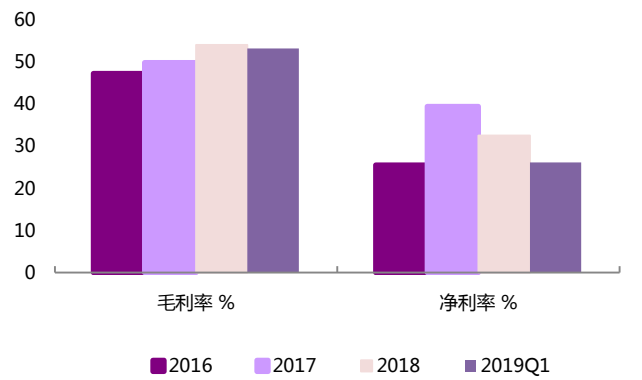
2019 年一季度末，公司预收款项 69.96 亿元，较 2018 年末增加 16%。同时，浦东金融广场 2 号楼总价 22.4 亿元已交付，预计为 2019 年确认归母净利润 5.8 亿元。前滩住宅项目 2019 年有望结转，并带动毛利率提升。

图 3：公司预收款项持续增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：公司历年毛利率和净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、地产业务：苏州项目进度或放缓，租赁板块增速回升

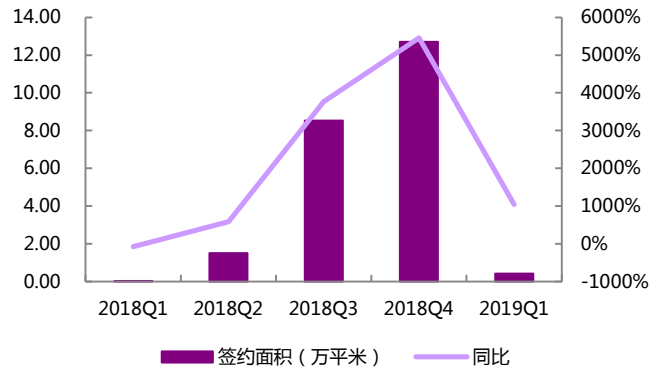
2.1、苏州项目受近期调控影响，进度或放缓

2019 年一季度，公司签约面积约 4300 平方米，合同金额 2.6 亿元，低基数情况下分别同比增加 1047%和 897%。一季度销售主要来自于天津海上

花苑二期入市（占比 27%），上海前滩东方逸品尾盘去化（占比 22%）及上海存量房去化（占比 51%）。

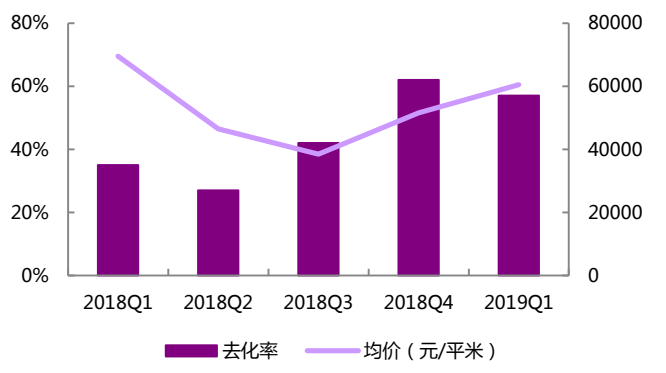
前滩东方逸品住宅项目一季度去化率达 99.8%，带动一季度整体去化率至 57%（2018 年同期为 35%），整体签约均价提升至 6 万/平，较 2018 年四季度提升 17.3%。

图 5：2019 一季度签约面积同比增加 1047 %



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 6：去化率及签约均价向好

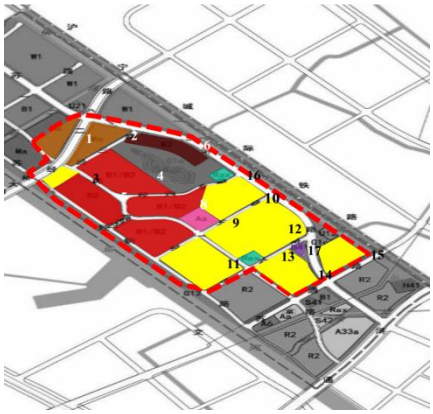


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；办公销售为 1-9 月

2019 年预计可售资源主要集中在天津及苏州。整体来看，苏州项目已步入开发销售周期，目前 9、14、15 号地块均已开工。2019 年 5-6 月，苏州地区频繁出台调控政策，公司苏州项目开发进度受影响的可能性较大。

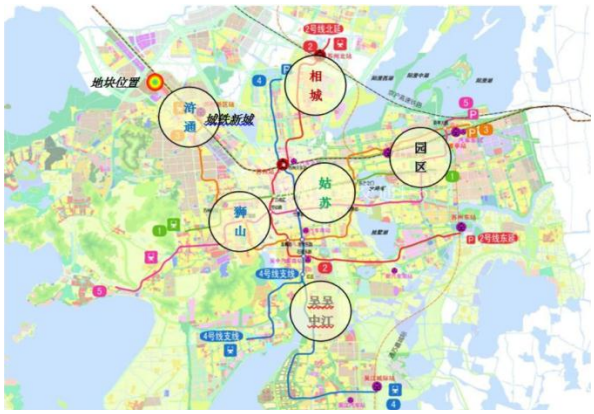
从未开发土储看，主要集中在苏州和上海地区。2019 年 1 月，公司在浦东川沙新市镇拿地三处，计容建面 12.28 万平米，带动总土地计容建面至约 180 万平米，其中上海和苏州各占比约 50%。

图 7：苏州项目地块组成



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 8：苏州项目方位



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 1：2019 年 5-6 月苏州地区调控政策

时间	内容
2019/5/11	土地出让趋严，重点区域限售，人才优先购买
2019/5/16	新购住房 9 年一学位（原为 5 年），园区 60%新房需优先定于引进人才
2019/5/21	下调土地出让价，网竞中止价降 16.1%，一次报价最高限降 18.8%

2019/5/24	调低市场指导价等指标后，苏州吴江城南宅地终止挂牌
2019/5/27	房地产长效调控机制方案已上报，今年房价涨幅目标 5%，如不满足调控指标 7 月或调控加码
2019/6/6	苏州园区优购房细则出炉：新开盘项目 60%房源优先卖给人才
2019/6/20	部分银行房贷利率上浮 20%起，有银行出现停贷情况

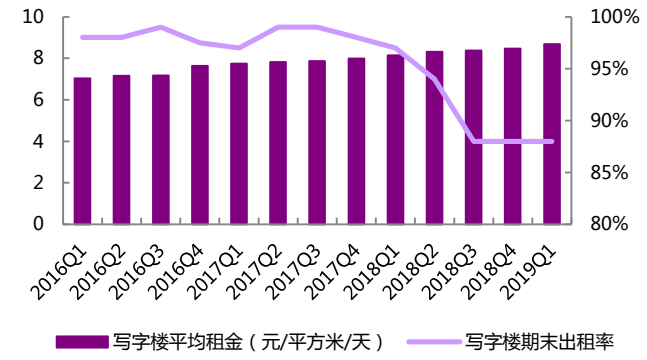
资料来源：苏州市政府官网，新浪财经，光大证券研究所整理

2.2、写字楼出租率低位企稳，租金收入增速回升

2019 年一季度，公司租赁收入 10.17 亿元，同比增长 13.5%，季度同比增速为 2018 年一季度以来最高值。

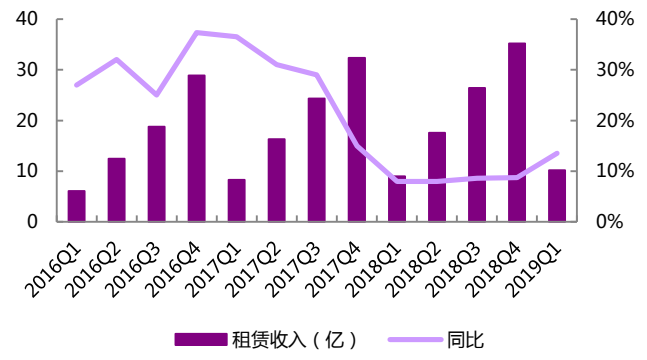
2019 年一季度写字楼出租率低位企稳为 88%（与 2018 年底持平），写字楼租金为 8.69 元/平/天（2018 年为 8.47 元/平/天）；高品质研发楼出租率仍有小幅下滑为 87%（2018 年为 91%），研发楼租金为 6.34 元/平/天（2018 年为 6.18 元/平/天）。

图 9：写字楼租金稳步上涨，出租率企稳



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 10：2019 年一季度租赁收入同比增加 13.5%



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

上海城市发展基本面长期向好，随着放宽外资准入、国内商业银行大举进入资管及上海扩大开放，我们认为后续上海写字楼租赁新增需求较大。

公司 2017-2019 年预计新增甲级写字楼面积超百万平米，其中 17 年新增 1 座（出租建面约 26.8 万平米），2018 年新增 3 座（出租建面约 29.3 万平米），2019 年预计新竣工 3 座（出租建面约 45.3 万平米），我们认为虽然出租率与前两年相比仍处低位，但由于可租面积的增加和租金的稳步提升，租赁板块收入仍能有较强支撑。

随着前滩中心 25-2 地块超高层办公楼项目和东方广场一期（前滩 34 地块办公楼及配套项目）竣工投入使用，公司可租物业范围扩大至前滩，可有效分散新兴商务区崛起对核心商务区分流的风险。

表 2：公司近三年新增甲级写字楼统计

地点	办公物业	性质	权益比	出租建面/m2	竣工/拟竣工
天津	天津陆家嘴金融广场办公楼部分	甲级写字楼	100%	268553	2017
上海	陆家嘴金融广场（原 SN1 办公部分）	甲级写字楼	100%	136848	2018
上海	陆家嘴富汇大厦（世纪大道 SB1-1）	甲级写字楼	100%	65623	2018

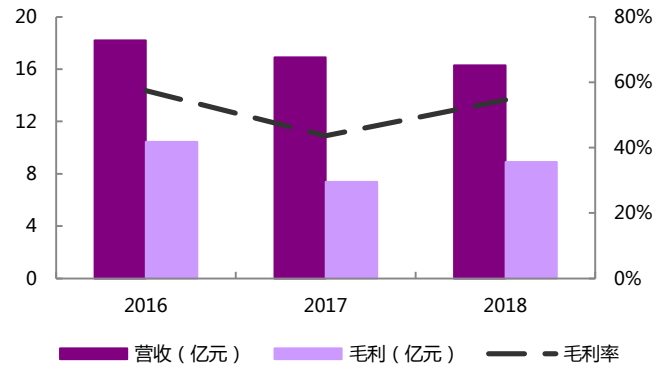
上海	陆家嘴金控广场（竹园 2-16-2）	甲级写字楼	55%	90440	2018
上海	前滩 34 地块	甲级写字楼	60%	143780	2019
上海	前滩中心 25-2 地块超高层办公楼	甲级写字楼	60%	195441	2019
上海	陆家嘴滨江中心(黄浦江 E16-2 地块)	甲级写字楼	100%	113979	2019
合计				1014664	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、金融业务：涉及未决诉讼，或影响利润

2016 年公司收购上海陆家嘴金融发展有限公司 88.20%股权；2017 年 12 月，收购陆金发剩余 11.80%的股权。以陆家嘴信托（占比 72%）、爱建证券（占比 51%）、陆家嘴国泰人寿（占比 50%）三个持牌金融机构为抓手，抓紧产融结合战略研究及投资项目的投后管理。

图 11：公司金融业务收入表现



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 12：当前涉及的未决诉讼或仲裁事项

涉及案件	债券	金额	进展	性质
富贵鸟违约	“16 富贵 01”	47676 万元	审理中	被要求承担连带赔偿责任
新光集团债务违约	“15 新光 01” “15 新光 02” “11 新光债”	22034 万元	审理中	投资债券违约

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理；截止 2019.6.26

2018 年 6 月，由于债券“16 富贵 01”存在违约情形，各申请人要求主承销商和受托管理人爱建证券承担连带赔偿责任 47676 万元。2018 年 10 月，爱建证券以新光集团为被告，向上海金融法院提起诉讼，要求新光集团兑付“15 新光 01”、“15 新光 02”和“11 新光债”的本金、利息、逾期违约金及因诉讼发生的费用 22034 万元。

出于谨慎性考虑，我们在业绩预测中将以上两起诉讼影响纳入考量。

4、发债利率进一步下行，管理层积极增持

公司的主体长期信用等级为 AAA，发债利率维持低位，最新一期公司债票面利率进一步下降至 3.88%，融资优势持续凸显。

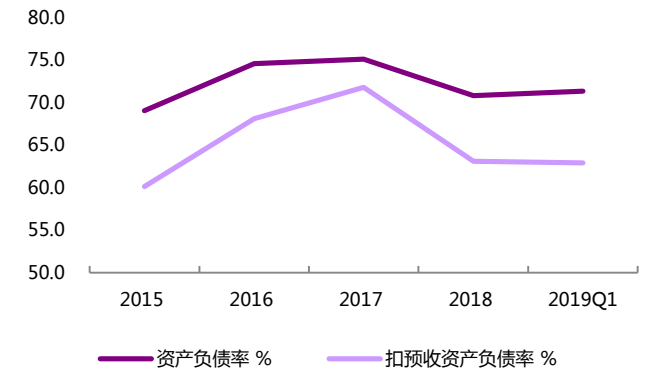
表 3：公司近期发债情况

债券简称	起息日	发行规模（亿元）	票面利率%(当期)	发行期限
18 陆债 01	2018-03-26	5	5.08	5 年
18 陆债 02	2018-10-26	10	4.15	5 年
19 陆债 01	2019-03-04	28	3.95	5 年
19 陆债 03	2019-05-13	7	3.88	5 年

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

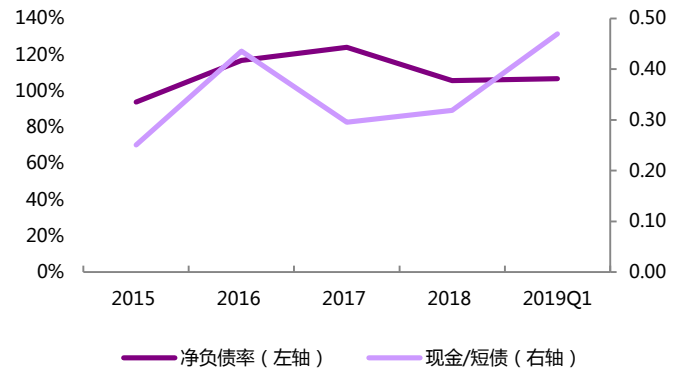
2019 年一季度，公司资产负债率和扣预收资产负债率保持平稳，其中扣预收资产负债率小幅下降 0.17pc。净负债率持平，现金短债比上行 0.15。

图 13：资产负债率保持平稳



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 14：净负债率持平



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2019 年 6 月 19 日至 6 月 20 日，公司部分高管使用 2018 年度超额奖励通过二级市场共增持了 97,100 股公司 A 股股票，占公司总股本的 0.0024%。2019 年 6 月 20 日至 6 月 21 日，部分核心团队成员使用 2018 年度超额奖励通过二级市场一共增持了 189,400 股公司 A 股股票，占公司总股本的 0.0047%。本次管理层合计增持公司 A 股股票 286500 股，占公司总股本的 0.0071%。

公司自 2016 年起，已形成管理层利用年度超额奖励增持公司股票的稳定机制。

表 4：2016 年以来历次管理层增持

时间	增持人员	合计增持（股）	占当期总股本	资金来源
2019.6	高管及核心团队成员	286500	0.0071%	年度超额奖励
2018.9	高管及核心团队成员	233300	0.0069%	年度超额奖励
2017.6	高管及核心团队成员	170690	0.0051%	年度超额奖励
2016.5	高管及核心团队成员	115600	0.0062%	年度超额奖励

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

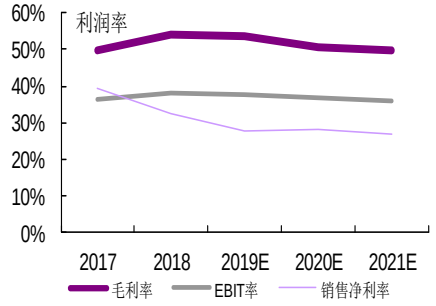
5、12 个月目标价 17.30 元，下调至“增持”评级

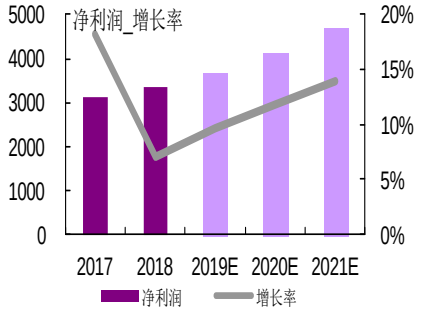
考虑到苏州地区调控程度超预期趋严，公司苏州项目开发进度有可能受到较大影响；以及爱建证券涉及未决诉讼，出于谨慎性原则，我们将上述影响纳入业绩考量。

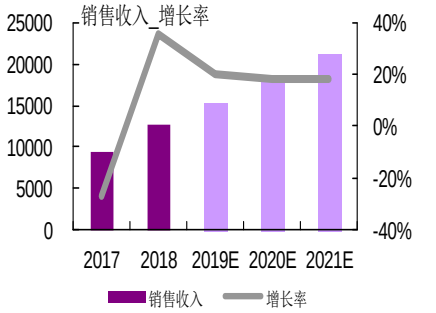
综上，我们下调公司 2019-2021 年预测 EPS（摊薄）为 0.91、1.02、1.16 元（原为 1.00、1.17、1.36 元（摊薄））。当前股价对应 2019-2021 年预测 PE 为 16.9、15.1、13.3 倍。维持 2019 年 19 倍 PE，对应目标价 17.30 元，下调至“增持”评级。

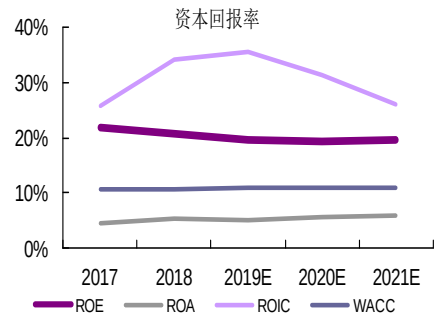
6、风险分析

公司推盘进度有不及预期的可能；土地成本提升有导致利润率不及预期的可能；项目结算进度有不及预期的可能。









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**9,325**	**12,639**	**15,192**	**17,928**	**21,183**
营业成本	4,681	5,817	7,041	8,848	10,626
折旧和摊销	116	473	112	172	254
营业税费	602	1,227	1,475	1,740	2,056
销售费用	131	181	218	257	303
管理费用	360	363	436	515	608
财务费用	1,281	988	861	942	1,070
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2,633	1,556	750	1,100	1,100
营业利润	**4,860**	**5,435**	**5,617**	**6,725**	**7,618**
利润总额	4,921	5,459	5,617	6,725	7,618
少数股东损益	546	755	550	950	1,050
归属母公司净利润	**3,130**	**3,350**	**3,673**	**4,107**	**4,678**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**81,180**	**78,113**	**83,196**	**89,919**	**99,708**
流动资产	36,432	35,862	38,298	41,643	47,935
货币资金	3,525	3,675	4,558	5,378	6,355
交易型金融资产	3,010	3,256	3,300	3,300	3,300
应收帐款	285	538	602	710	839
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	606	746	966	1,140	1,347
存货	21,491	21,108	22,525	24,767	29,748
可供出售投资	3,807	4,810	5,000	5,000	5,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6,602	7,764	8,014	8,264	8,514
固定资产	1,314	1,837	3,727	5,633	7,528
无形资产	34	34	-318	-302	-287
总负债	**60,976**	**55,322**	**57,188**	**60,542**	**66,626**
无息负债	32,373	27,556	30,599	32,642	35,088
有息负债	28,603	27,767	26,589	27,901	31,539
股东权益	**20,204**	**22,790**	**26,009**	**29,376**	**33,082**
股本	3,362	3,362	4,034	4,034	4,034
公积金	1,448	1,793	2,057	2,057	2,057
未分配利润	8,633	9,967	11,700	14,117	16,773
少数股东权益	5,885	6,695	7,245	8,195	9,245

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**-5,358**	**4,317**	**6,161**	**4,590**	**3,081**
净利润	3,130	3,350	3,673	4,107	4,678
折旧摊销	116	473	112	172	254
净营运资金增加	10,922	2,586	-797	1,302	3,847
其他	-19,526	-2,092	3,173	-991	-5,698
投资活动产生现金流	**5,425**	**985**	**-2,233**	**-2,450**	**-2,650**
净资本支出	-1,448	-2,440	-2,499	-2,500	-2,500
长期投资变化	6,602	7,764	-250	-250	-250
其他资产变化	272	-4,338	515	300	100
融资活动现金流	**-1,701**	**-5,325**	**-3,045**	**-1,319**	**546**
股本变化	0	0	672	0	0
债务净变化	-240	-836	-1,178	1,312	3,638
无息负债变化	1,677	-4,817	3,043	2,043	2,446
净现金流	**-1,642**	**-16**	**883**	**821**	**977**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-27.19%	35.54%	20.20%	18.01%	18.16%
净利润增长率	18.17%	7.04%	9.65%	11.80%	13.90%
EBITDA 增长率	-18.78%	40.79%	10.01%	15.40%	16.35%
EBIT 增长率	-20.29%	41.94%	18.45%	14.65%	15.53%
估值指标					
PE	20	19	17	15	13
PB	4	4	3	3	3
EV/EBITDA	15	10	11	10	9
EV/EBIT	16	11	11	10	9
EV/NOPLAT	21	15	15	13	12
EV/Sales	6	4	4	4	3
EV/IC	5	5	5	4	3
盈利能力（%）					
毛利率	49.80%	53.97%	53.65%	50.65%	49.83%
EBITDA 率	37.79%	39.25%	38.44%	37.59%	37.02%
EBIT 率	36.54%	38.26%	37.70%	36.63%	35.82%
税前净利润率	52.78%	43.20%	36.97%	37.51%	35.96%
税后净利润率（归属母公司）	33.57%	26.51%	24.18%	22.91%	22.08%
ROA	4.53%	5.26%	5.08%	5.62%	5.74%
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.86%	20.82%	19.58%	19.39%	19.63%
经营性 ROIC	25.72%	34.15%	35.64%	31.42%	26.16%
偿债能力					
流动比率	0.98	1.05	1.18	1.25	1.29
速动比率	0.40	0.43	0.48	0.50	0.49
归属母公司权益/有息债务	0.50	0.58	0.71	0.76	0.76
有形资产/有息债务	2.75	2.72	3.03	3.13	3.08
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.78	0.83	0.91	1.02	1.16
每股红利	0.39	0.42	0.42	0.50	0.57
每股经营现金流	-1.33	1.07	1.53	1.14	0.76
每股自由现金流(FCFF)	-2.37	-0.26	0.75	0.32	-0.10
每股净资产	3.55	3.99	4.65	5.25	5.91
每股销售收入	2.31	3.13	3.77	4.44	5.25

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 2019 版权所有。

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