

砥砺前行，逆势增长，迎接变革

——德联集团 (002666.SZ) 2019 年报及 2020 年一季报点评

公司动态

◆公司 2019 年年报 2020 年一季报逆势增长非偶然现象。公司 2019 扣非归母净利润 2.1 亿 (同增 38.29%)，2020Q1 扣非归母净利润 0.18 亿 (同增 13.48%)。自 2017 年下半年汽车行业进入光大汽车时钟衰退时区以来，公司收入增速持续好于行业收入增速。2019 年年报和 2020 年一季报收入增速好于行业销量下滑幅度并非偶然。

◆公司是否仅仅是一家代工企业缺乏竞争壁垒？公司经过多年的“自主研发+对外合作”模式持续保证产品的先进性，目前已经和德国巴斯夫等化工行业巨头保持深度合作，公司自主品牌机油产品已经获得全球整车厂的认证。“贴厂基地”卡位核心地块，覆盖国内主流合资及自主品牌主机厂，JIT (just in time) 供应能力具备强客户粘性，仓储能力确保成本控制能力。

◆投资收益占比大幅提升是否意味着公司对主业缺乏聚焦？公司作为汽车行业领先的平台型公司，依托多年深耕的汽车产业资源，携手上汽、广汽产业资本布局汽车产业新业态和新技术，积极应对行业的新机遇和变化，有效对冲了 2017 年以来的行业衰退，并强化公司现有产品的市占率及业务壁垒，投资业绩具备持续性及和主业的协同性。

◆作为行业龙头目前市值较小是否意味着公司所处行业空间有限？汽车行业目前正处于新一轮朱格拉周期启动初期，以新能源为载体的智能网联或成为带动企业投资增速的重要抓手，新能源汽车替换性普及的过程中汽车产品形态和供应链的重构有望大幅提高汽车单车精细化学品采购金额，进而打开公司所处行业的市场空间，预计公司粘胶类产品会成为未来业务开拓重点，新产品或将再造一个“德联”。

◆估值与评级：光大汽车时钟已于 2019 年四季度运行至复苏时区，疫情下行业复苏受阻，预计随着疫情得到控制及行业刺激政策的出台，后续行业增速边际改善。展望 2020 年预计公司销售与利润将持续逆势增长。维持公司 20E~21E 归母净利润 2.4/3.1 亿元的盈利预测，预计 22E 归母净利润为 3.6 亿元，对应 EPS 0.32 / 0.41 / 0.49 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：汽车市场复苏不及预期；材料成本上升导致毛利率不及预期；粘胶产品放量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,729	3,851	4,003	4,682	5,491
营业收入增长率	18.57%	3.26%	3.95%	16.96%	17.27%
净利润 (百万元)	145	218	244	312	373
净利润增长率	-5.80%	50.84%	11.59%	27.83%	19.71%
EPS (元)	0.19	0.29	0.32	0.41	0.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.87%	7.31%	7.61%	9.02%	9.95%
P/E	28	19	17	13	11
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 30 日

买入 (维持)

当前价/目标价：5.41/7.50 元

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

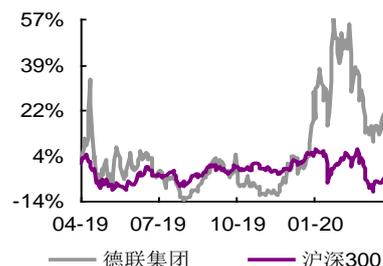
总股本(亿股)：7.54

总市值(亿元)：40.81

一年最低/最高(元)：3.95/7.65

近 3 月换手率：188.54%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.02	-7.88	12.28
绝对	-0.56	-10.16	12.60

资料来源：Wind

相关研报

汽车精细化学品龙头，新能源业务有望再造一个“德联”——德联集团 (002666.SZ) 首次覆盖报告

..... 2020-01-13

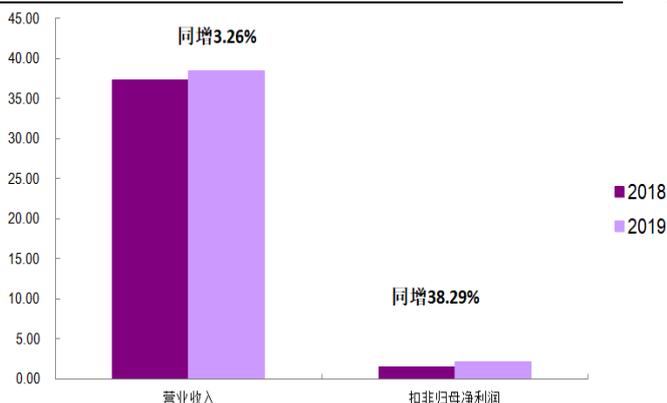
如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列

..... 2019-11-07

1、龙头公司业绩持续逆势增长绝非偶然

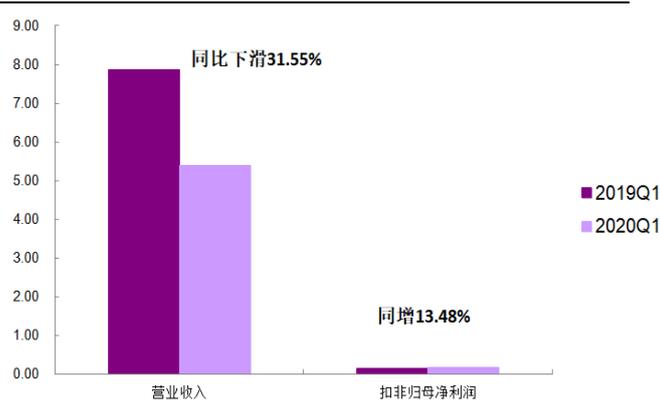
公司 2019 年营业收入 38.51 亿（同增 3.26%），归母净利润 2.18 亿（同增 50.84%），扣非归母净利润 2.1 亿（同增 38.29%），毛利率 16.2%，较 2018 年提升 1.2 个百分点；2020Q1 公司营业收入 5.39 亿（同比下滑 31.55%），归母净利润 0.19 亿（同比下滑 11.79%），扣非归母净利润 0.18 亿（同增 13.48%），毛利率 15.37%，较 2019Q1 提升 0.58 个百分点。

图 1：公司 2019 年扣非归母净利润逆势增长（单位：亿）



资料来源：Wind，光大证券研究所

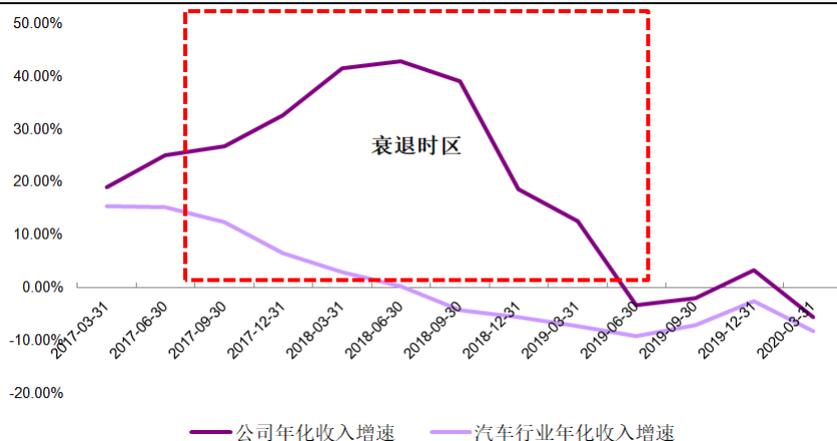
图 2：公司 2020Q1 扣非归母净利润逆势增长（单位：亿）



资料来源：Wind，光大证券研究所

乘用车行业 2019 年和 2020Q1 销量下滑 9.5%和 45.4%，公司 2019 年年报和 2020 年一季度收入增速好于行业销量下滑幅度并非偶然。自 2017 年下半年汽车行业进入光大汽车时钟衰退时区以来，公司收入增速持续好于行业销量增速。作为汽车精细化学品行业的龙头企业，公司有能力在一定程度熨平景气周期的波动，持续稳健经营。

图 3：公司作为汽车精细化学品行业龙头企业，收入增速持续好于行业增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

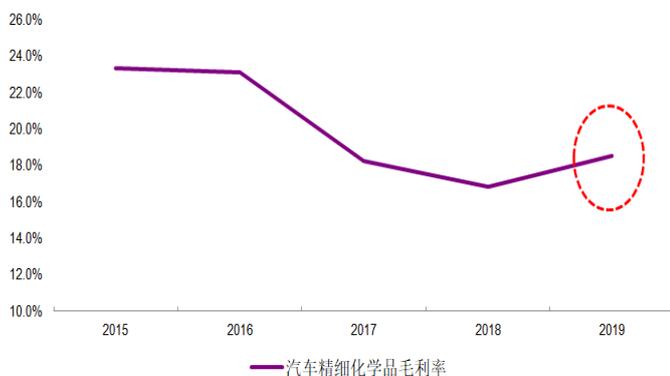
2、如何理解德联的核心竞争力

2.1、公司是否仅仅是一家代工型企业竞争壁垒弱？

“对外合作+自主研发”，研发能力已经获得全球整车厂认可。市场有部分投资者认为公司主要凭借和国际化工巨头的深入合作，实现本地化的代工配套，缺乏核心竞争力。我们认为公司在发展之初通过和国际化工巨头巴斯夫开展合作，从最初的冷却液采购合作已经发展为多个产品的生产加工等深度合作。公司经过多年的“自主研发+对外合作”模式持续保证产品的先进性，目前已经和德国巴斯夫、美国陶氏杜邦、美国雅富顿、英国 BP 等化工行业巨头保持深度合作，2019 年公司研发投入 1.04 亿，同比增加 21.86%，其中公司与杜邦陶氏合作开发的玻璃胶国产化项目在 2019 年取得较大进展。公司自主品牌机油产品已经获得全球整车厂的认证，在该领域的技术积累获得汽车行业充分的认可。

“贴厂基地”卡位核心地块，覆盖国内主流合资及自主品牌主机厂，JIT (just in time) 供应能力具备强客户粘性，仓储能力确保成本控制能力。公司作为汽车精细化学领域的龙头，对国内主流的合资、自主品牌均实现 OEM 配套。OEM 配套前期投入大、审核周期长，具备很高的客户壁垒，公司凭借“贴厂基地”卡位了核心地块，对一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、特斯拉等 30 余家整车厂供货，贴厂配套可以满足整车厂的 JIT 供应模式，减少整车厂的库存压力，显著增加产品的配套服务粘性。2019 年公司子公司青岛德联正式落成投产，作为德联集团旗下智能化程度最高的生产基地，青岛德联在 2019 年四季度已向一汽大众青岛工厂及中国重汽批量供应防冻液产品。同时，青岛德联优秀的生产能力和仓储能力，除了为公司发展整车厂业务和汽车后市场业务提供必要的生产保证外，还将更好的解决公司的库存压力，有利于公司根据市场波动，调整大宗原材料的整体采购策略，降低原材料成本。2019 年乘用车行业增速为-9.5%，但公司的精细化学品毛利率 18.6%，较 2018 年提升 1.8 个百分点逆势上行，一个主要的原因就是公司有效的利用了自身的仓储优势对主要化工原材料做了集采，优质的客户结构和良好的产品控制能力是公司多年构建的业务壁垒。

图 4：公司仓储能力令 2019 公司毛利率逆势上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：公司“贴厂基地”卡位核心地块覆盖主流车企

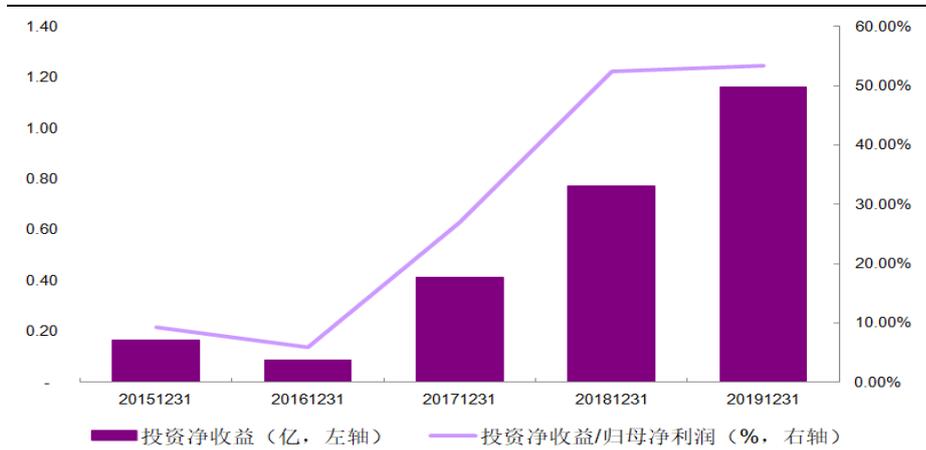
贴厂基地	主要客户
长春基地	一汽大众、北京奔驰、华晨宝马、一汽轿车、华晨汽车、北京汽车等
上海基地	特斯拉、上海大众、上海通用、上汽乘用车等
成都基地	长安福特、长安汽车等
佛山基地	比亚迪、广汽、上海通用五菱等
青岛德联	一汽大众青岛工厂、中国重汽
武汉德联（在建）	上海通用武汉工厂

资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、投资收益占比提升是否意味着缺乏对主业聚焦？

市场有部分投资者认为公司这两年投资收益在归母净利润的占比显著增加，不利于公司聚焦主业，同时投资业绩的大幅增加会对公司未来利润产生一定波动。

图 6：公司 2017 年开始投资收益占比大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

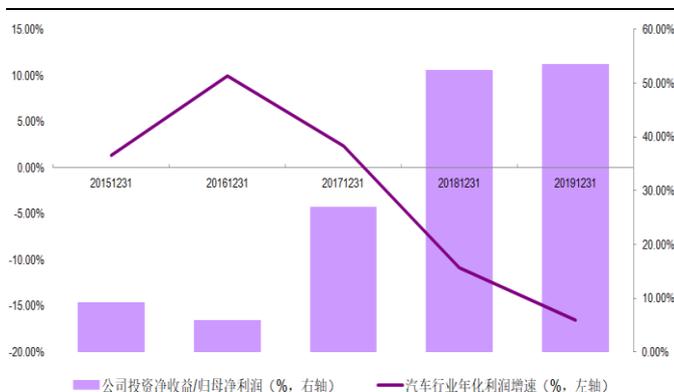
公司作为行业龙头企业，在正确的时间布局正确的事，对行业的景气周期及产业的变化趋势具备前瞻性。我们发现公司投资收益大幅提升的时间，正值光大汽车时钟衰退时区，而 2015-2019 年这轮汽车周期中衰退时区持续期显著长于历史均值，过热时区显著短于历史均值，是一轮“牛短熊长”的汽车周期。2017-2019 年行业衰退期间利润增速大幅下行，下行幅度和时间超市场预期。公司作为行业龙头，业绩很难脱离行业自身的景气周期，自 2017 年以来投资收益大幅增加有效的对冲了超预期的行业景气下行，体现了公司对汽车周期变化判断的前瞻性。

图 7：2015-2019 的汽车周期“牛短熊长”

序号	周期起始时间	复苏期 (月)	过热期 (月)	滞涨期 (月)	衰退期 (月)	完整周期
1	2009.04-2012.01	5	8	10	11	34
2	2012.02-2015.09	11	12	10	11	44
3	2015.10-2019.08	9	4	8	26	47
	均值	8.3	8.0	9.3	16.0	41.7

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司凭借投资收益对冲行业不可逆的景气下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

携手产业资本迎接行业变革，投资收益具持续性及和主业的协同性。我们在2018年12月21日发布的报告《站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录》中，提出乘用车作为居民非金融资产构成项，存在朱格拉周期。而2020-2023或是下一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点。目前时点汽车行业正处于新一轮朱格拉周期开启前夜，公司通过股权投资积极应对行业变革，有利于公司在新的产业趋势确立前占据先机，发挥目前的客户优势，开拓增量业务。

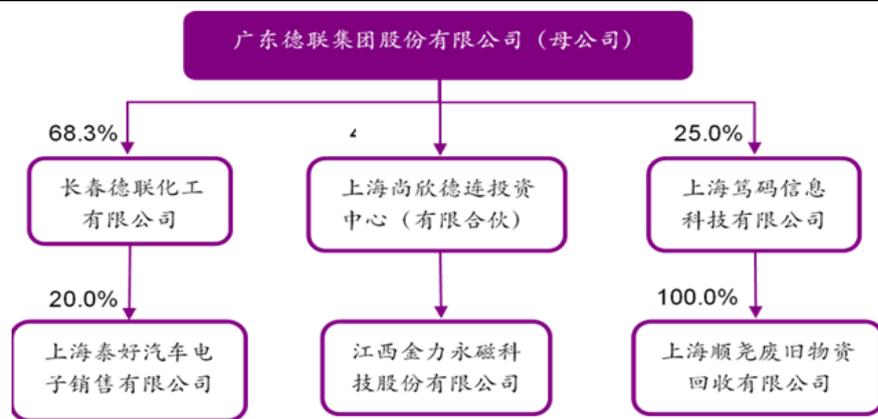
公司投资收益的贡献主体为上海尚欣德连投资中心（有限合伙）（简称“德连基金”）以及广州制造创业投资企业（有限合伙）（简称“制造基金”），分别为公司和上汽集团及广汽集团共同设立。两支产业基金目前已经进行19个项目投资，其中6个项目已经退出，3个项目已上市。

公司于2015年通过再融资布局汽车后市场业务，鉴于汽车后市场行业当时存在盲目投入和资源补贴式经营的情况，公司及时调整了该业务的募投资金。2017-2019年后市场业务实现效益分别为-2467.58万、-1986.85万和-441.39万，目前基本实现减亏。同时，公司于2019年参股笃码信息布局固废资源回收业务，通过借助对汽车固废回收的供应链渠道，实现技术和资源互补，发挥汽车后市场协同效应，践行后市场业务新模式。

此外，公司于2019年6月参股上海泰好电子科技有限公司布局汽车电子业务，泰好电子作为上汽大众及江淮汽车的一级供应商，且是大众国内唯一的自主TPMS（胎压监测系统）一级供应商。公司利用自整车厂客户渠道的优势，帮助泰好电子拓展客户渠道，实现业务协同。

公司作为汽车行业领先的平台型公司，依托多年深耕的汽车产业资源，有望继续挖掘更多优秀的汽车产业链企业，随着在投项目的有序退出预计公司投资收益有望持续。同时公司携手产业资本在产业链中对新业态、新技术、新机遇的布局可以进一步强化公司现有产品的市占率及业务壁垒。

图9：公司积极在汽车产业链中布局新业态、新技术、新机遇



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：时间截止于2020年4月30日

2.3、细分行业龙头市值较小是否意味着行业空间有限？

新能源汽车对燃油车实现替换性普及的过程中，预计公司粘胶类产品会成为未来业务开拓重点，新产品或将再造一个“德联”。目前公司主要的产品中防冻液、制动液占比较高，机油产品较低，由于新能源汽车内部导入了大量电气元件，对热管理系统提出更高的要求，因此特别是对防冻液等产品在需求量上会比传统燃油车更大。公司与德国巴斯夫合作开发的防冻液产品，目前来看，在新能源汽车上的需求量可以达到传统汽车的数倍。机油产品需求上在新能源汽车会少于传统汽车，但该业务收入占比相对较小。二者综合的结果上看对公司单车配套价值量的影响较为积极。

而新能源汽车普及过程中会伴随着车身轻量化及电动化，特斯拉国产的model3就是采用了钢铝混合车身，轻量化需要以胶粘合的方式代替焊接。同时考虑到弹性、散热性、疏水性、表面张力等因素新能源汽车电池中有硅胶的使用是一个重要趋势。预计未来新能源汽车全面普及后，单车粘胶类产品价值量约为1500元到2000元以上，目前的燃油用车单部车的胶粘剂用量是400-500元，单车价值量增量大约1000-1500元。

图 10：公司产品单车配套价值及变化趋势

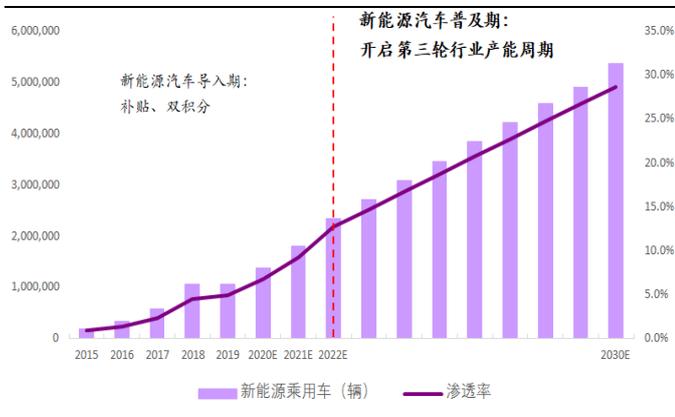
公司产品	目前单车配套价值量	目前收入占比	未来单车价值量趋势
防冻液	大约65元	占比高	数倍提升
制动液	大约25元	占比高	变化不大
胶粘剂	大约500元	占比低	大幅提升至1500-2000元
发动机油	大约25元	占比低	下降
自动变速箱油	大约300元	占比低	下降

资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

2019年公司营收38.5亿，归母净利润2.2亿，作为细分行业龙头企业，公司目前市值仅为40亿左右。市场有部分投资者认为公司目前单车价值量较低，市占率较高，未来市场难有较大提升空间。我们认为静态看公司现有产品单车价值量仅为500元左右，行业市场空间较为有限，但汽车行业目前正处于新一轮朱格拉周期启动初期，以新能源为载体的智能网联或成为带动企业投资增速的重要抓手，新能源汽车替换性普及的过程中汽车产品形态和供应链的重构有望大幅提高汽车单车精细化学品采购金额，进而打开公司所处行业的市场空间，公司是凭借多年在该领域的深耕细作，竞争格局有望持续优化，预计2022年新能源汽车销量占比达到10%并开始加速普及，2025年新能源汽车销售占比接近25%，新能源单车粘胶类产品单车配套量增量1000-1500元，预计2025年新能源汽车带动的粘胶类产品增量收入规模接近74亿。公司2019年精细化学品收入规模约为28.9亿，鉴于公司在汽车精细化学的龙头地位，以及粘胶业务具有较高毛利率，若公司能实现30%的市占率（参考公司在防冻液行业地位），该业务有望再造一个“德联”。2019

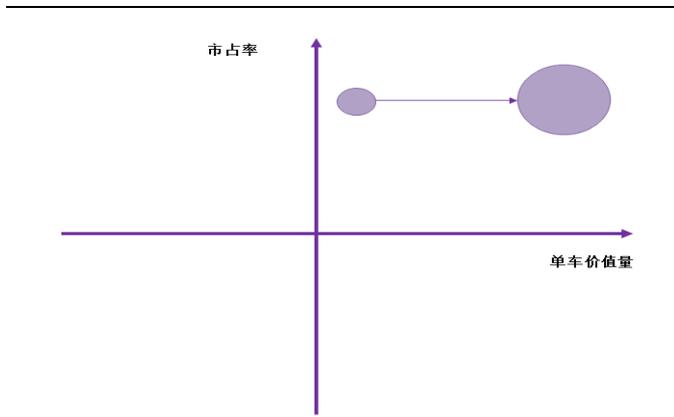
年公司资产负债率仅为 26%，显著低于行业均值，有利于公司升级现有产能迎接行业新产品需求放量。

图 11：预计 2022 年开始新能源汽车加速普及



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 12：新能源汽车有望再造一个德联



资料来源：光大证券研究所

3、盈利预测与投资评级

光大汽车时钟已于 2019 年四季度运行至复苏时区，疫情下行业复苏受阻，预计随着疫情的控制及行业刺激政策的出台，后续行业增速边际改善。展望 2020 年公司围绕三方面争取销售与利润持续逆势增长：1) 深化上游技术合作，加强自主产品研发；2) 提高市占率，打造汽车行业领先的平台型公司；3) 寻求产业链相关新业态、新技术、新机遇的布局。维持公司 20E~21E 归母净利润 2.4/3.1 亿元的盈利预测，预计 22E 归母净利润为 3.6 亿元，对应 EPS 0.32 / 0.41 / 0.49 元，维持“买入”评级。

4、风险分析

汽车市场复苏不及预期：汽车销量增速放缓，宏观经济下行压力及疫情影响或使汽车行业回暖不达预期。

原材料成本上升导致毛利率不及预期：原材料价格超预期上行，导致公司毛利率恢复幅度不达预期。

粘胶产品放量不及预期：新能源汽车销量不及预期，粘胶产品配套车型低于预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,729	3,851	4,003	4,682	5,491
营业成本	3,170	3,227	3,350	3,897	4,547
折旧和摊销	60	62	93	101	110
税金及附加	24	27	28	33	38
销售费用	158	160	167	195	228
管理费用	153	146	140	140	165
研发费用	85	104	108	112	126
财务费用	25	24	21	24	31
投资收益	77	116	75	100	100
营业利润	184	258	290	371	444
利润总额	185	259	290	371	444
所得税	39	41	46	59	71
净利润	146	218	244	312	373
少数股东损益	1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	145	218	244	312	373
EPS(按最新股本计)	0.19	0.29	0.32	0.41	0.49

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-96	98	176	97	128
净利润	145	218	244	312	373
折旧摊销	60	62	93	101	110
净营运资金增加	522	-59	105	342	407
其他	-822	-124	-266	-658	-762
投资活动产生现金流	-241	169	-50	-75	-50
净资本支出	-79	-98	-100	-100	-100
长期投资变化	248	271	-38	-50	-50
其他资产变化	-409	-3	87	75	100
融资活动现金流	108	-75	-101	80	44
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	170	143	-50	165	152
无息负债变化	-39	113	-108	60	72
净现金流	-226	194	24	102	121

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.0%	16.2%	16.3%	16.8%	17.2%
EBITDA 率	5.2%	6.7%	7.3%	8.7%	9.0%
EBIT 率	3.5%	5.0%	5.0%	6.5%	7.0%
税前净利润率	5.0%	6.7%	7.3%	7.9%	8.1%
归母净利润率	3.9%	5.7%	6.1%	6.7%	6.8%
ROA	3.9%	5.4%	5.9%	6.8%	7.3%
ROE (摊薄)	4.9%	7.3%	7.6%	9.0%	10.0%
经营性 ROIC	3.2%	5.0%	5.0%	6.9%	7.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21%	26%	22%	24%	26%
流动比率	3.31	2.72	3.14	2.86	2.74
速动比率	2.41	2.04	2.39	2.17	2.07
归母权益/有息债务	7.16	5.35	6.30	5.13	4.54
有形资产/有息债务	8.45	6.77	7.55	6.42	5.87

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	3,774	4,046	4,102	4,578	5,096
货币资金	384	576	600	702	824
交易性金融资产	0	3	0	0	0
应收账款	782	942	745	871	1,021
应收票据	162	7	200	234	275
其他应收款(合计)	19	27	21	25	29
存货	696	695	670	779	909
其他流动资产	343	403	403	403	403
流动资产合计	2,556	2,783	2,807	3,209	3,687
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	248	271	308	358	408
固定资产	574	580	579	570	553
在建工程	67	37	39	41	42
无形资产	205	199	195	191	187
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	15	56	56	56	56
非流动资产合计	1,218	1,263	1,295	1,369	1,409
总负债	798	1,054	896	1,121	1,345
短期借款	415	558	509	674	826
应付账款	224	364	235	273	318
应付票据	38	13	34	39	45
预收账款	26	12	28	33	38
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	772	1,025	895	1,120	1,344
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债合计	26	28	1	1	1
股东权益	2,976	2,992	3,206	3,457	3,752
股本	754	754	754	754	754
公积金	1,059	1,066	1,090	1,122	1,159
未分配利润	1,154	1,165	1,354	1,573	1,831
归属母公司权益	2,973	2,990	3,203	3,454	3,749
少数股东权益	4	3	3	3	3

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.23%	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%
管理费用率	4.10%	3.79%	3.50%	3.00%	3.00%
财务费用率	0.68%	0.61%	0.53%	0.51%	0.56%
研发费用率	2.29%	2.70%	2.70%	2.40%	2.30%
所得税率	21%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.27	0.04	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	-0.13	0.13	0.23	0.13	0.17
每股净资产	3.94	3.96	4.25	4.58	4.97
每股销售收入	4.94	5.11	5.31	6.21	7.28

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	28	19	17	13	11
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.9	16.9	14.5	10.7	8.9
股息率	4.9%	0.7%	1.5%	1.9%	2.3%

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会与，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