

# 龙头效应持续，产业链地位增强

## ——宁德时代(300750.SZ) 2018 年年报及 2019 年一季报点评

公司简报

### 买入(维持)

当前价: 79.35 元

### 分析师

殷磊(执业证书编号: S0930515070001)

021-52523802

[yinl@ebsec.com](mailto:yinl@ebsec.com)

马瑞山(执业证书编号: S0930518080001)

021-52523850

[mars@ebsec.com](mailto:mars@ebsec.com)

唐雪雯(执业证书编号: S0930518070001)

021-52523825

[tangxw@ebsec.com](mailto:tangxw@ebsec.com)

### 市场数据

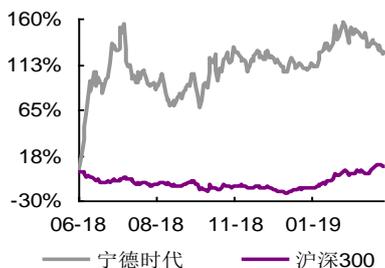
总股本(亿股): 21.95

总市值(亿元): 1741.75

一年最低/最高(元): 30.17/95.16

近3月换手率: 23.44%

### 股价表现(一年)



注:公司于2018年6月11日上市交易

### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.76	-19.67	0.00
绝对	-4.87	2.47	0.00

资料来源: Wind

### 相关研报

龙头增长强劲，业绩符合预期——宁德时代(300750.SZ) 2018 年业绩快报点评

..... 2019-02-28

大国重器，动电王者——宁德时代(300750.SZ) 投资价值分析报告

..... 2018-06-29

### 事件:

2019年4月25日,宁德时代发布2018年年度报告;2019年4月27日,宁德时代发布2019年一季度报告。

### 点评:

#### ◆业绩增长强劲，总体符合预期

2018年公司实现营业收入296.1亿元,同比+48.1%;实现归母净利润33.9亿元,同比-12.7%;扣非净利润31.3亿元,同比+31.7%。2018Q4,公司营业收入104.8亿元,同比/环比+30.5%/+7.1%;归母净利润10.1亿元,同比/环比-22.9%/-31.3%;扣非归母净利润11.4亿元,同比/环比-13.6%/-11.2%。2019Q1,公司营业收入99.8亿元,同比+168.9%;归母净利润10.5亿元,同比+153.4%;扣非后归母净利润9.2亿元,同比+240.3%。2019Q1公司业绩同比大幅增长,可能与补贴退坡前行业抢装冲量有关。

#### ◆动力电池市占率持续提升，储能业务高增长

公司2018年年报分业务来看, (1) 动力电池系统: 收入245.2亿元,同比+47.2%,收入占比82.8%,同比-0.5pcts;销量21.31Gwh,同比+79.8%,GGII数据显示公司2018年/2019Q1装机量23.5/5.5Gwh,市占率41.3%/44.6%,市占率持续提升。(2) 锂电池材料: 收入38.6亿元,同比+56.3%,收入占比13.0%,同比+0.7pcts;销量5.12万吨,同比+68.9%。(3) 储能系统: 收入1.9亿元,同比+1051.9%,收入占比0.6%,同比+0.6pcts。

#### ◆补贴退坡下，毛利率持续下降

毛利率方面,公司2018年整体毛利率32.8%,同比-3.5pcts,其中动力电池系统/锂电池材料/储能系统毛利率分别为34%/23%/19%,分别-1.2/-3.9/+6.7pcts;2018Q4毛利率为35.5%,明显好于全年整体水平,主要是因为Q4电池价格相对稳定且材料成本下降较多导致;2019Q1公司整体毛利率为28.7%,同比-4.1pcts。总体来看,随着补贴退坡,近年来公司毛利率不断下降,2018年动力电池系统平均价格为1.16元/wh,同比-17.7%,成本为0.76元/wh,同比-16.5%。

#### ◆售后服务费及销售佣金增长较快，销售费用率有所增加

费用方面,2018年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为4.7%/5.4%/6.7%,同比+0.7pcts/-0.8pcts/-1.4pcts,管理费用及研发费用率随着收入规模增长继续合理下降,但销售费用率增加较多,主要是售后综合服务费用(合计7.3亿元,在销售费用占比53%,同比增加53.7%)及销售佣金(合计2.6亿元,在销售费用占比19%,同比增加17.6倍)增长较多。此外,2018年公司资产减值损失合计9.7亿元(坏账损失2.6亿元,存货跌价损失7.1亿元),同比增加298%;由于东方精工业绩对赌补偿的影响,公允价值变动净收益-3.1亿元。

表 1: 宁德时代分季度营收及净利润

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017 全年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年	2019Q1
营业收入 (亿元)	14.54	48.40	56.76	80.26	199.97	37.12	56.48	97.76	104.75	296.11	99.82
同比增速	N/A	N/A	N/A	N/A	34.4%	155.2%	16.7%	72.2%	30.5%	48.1%	168.9%
环比增速	N/A	232.8%	17.3%	41.4%	N/A	-53.8%	52.2%	73.1%	7.1%	N/A	-4.7%
归母净利润 (亿元)	-0.12	18.69	7.14	13.07	38.78	4.13	4.98	14.68	10.09	33.87	10.47
同比增速	N/A	N/A	N/A	N/A	36.0%	3636.5%	-73.4%	105.7%	-22.9%	-12.7%	153.4%
环比增速	N/A	N/A	-61.8%	83.2%	N/A	-68.4%	20.4%	194.9%	-31.3%	N/A	3.8%
扣非净利润 (亿元)	-1.29	6.86	4.95	13.24	23.76	2.69	4.28	12.88	11.43	31.28	9.16
同比增速	N/A	N/A	N/A	N/A	31.7%	308.1%	-37.6%	159.9%	-13.6%	31.7%	240.3%
环比增速	N/A	N/A	-27.7%	167.2%	N/A	-79.7%	59.1%	200.8%	-11.2%	N/A	-19.9%

资料来源: 公司公告, Wind, 光大证券研究所整理

表 2: 2015-2018 年宁德时代收入及成本拆分

业务名称	指标	2015	2016	2017	2018
动力电池系统	销量 (Gwh)	2.19	6.8	11.85	21.31
	YoY			210.5%	74.3%
	价格 (元/wh)	2.27	2.06	1.41	1.16
	YoY			-9.6%	-31.5%
	收入 (百万元)	4980.6	13975.6	16656.8	24515.4
	单位成本 (元/wh)	1.33	1.13	0.91	0.76
	YoY			-15.0%	-19.5%
	毛利率	41.4%	44.8%	35.3%	34.1%
储能系统	销量 (Mwh)	23.81	14.6	8.71	143.3
	YoY			-38.7%	-40.3%
	价格 (元/wh)	3.74	2.69	1.89	1.32
	YoY			-28.0%	-29.8%
	收入 (百万元)	89	39.3	16.5	189.5
	毛利率	38.8%	34.3%	12.3%	19.0%
锂电池材料	销量 (万吨)	0.93	1.17	3.03	5.12
	YoY			25.3%	159.9%
	价格 (万元/吨)	6.35	5.24	8.15	7.54
	YoY			-17.5%	55.5%
	收入 (百万元)	591.1	611.2	2470.7	3860.8
	单位成本 (万元/吨)	5.32	3.84	5.59	5.8
	YoY			-27.8%	45.6%
	毛利率	16.2%	26.8%	27.0%	23.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理 注: 2018 年储能系统销量、价格为光大证券研究所估算数据

表 3: 国内动力电池及宁德时代装机量

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年	2019Q1
国内总装机量 (Gwh)	4.4	11.1	13.2	28.2	57	12.3
CATL 装机量 (Gwh)	2.2	4.3	5.3	11.7	23.5	5.5
CATL 装机量市场份额	50.0%	38.7%	40.2%	41.4%	41.3%	44.6%

资料来源: GGII, 光大证券研究所整理

表 4: 宁德时代动力电池系统/锂电池材料销量、产量、库存情况

业务分类	项目	2017	2018	同比变动
动力电池系统	销售量 (Gwh)	11.85	21.31	79.8%
	生产量 (Gwh)	12.91	26.02	101.6%
	库存量 (Gwh)	1.36	5.55	308.1%
锂电池材料	销售量 (万吨)	3.03	5.12	68.9%
	生产量 (万吨)	2.37	3.04	28.2%
	库存量 (万吨)	0.82	0.83	2.1%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 5: 2017-2019Q1 国内动力电池装机量 TOP7

企业	2017 年		2018 年		2019 年 Q1	
	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)	企业
宁德时代	10.58	宁德时代	23.52	宁德时代	5.49	宁德时代
比亚迪	5.66	比亚迪	11.44	比亚迪	3.53	比亚迪
沃特玛	2.41	国轩高科	3.09	国轩高科	0.49	国轩高科
国轩高科	2.1	力神	2.07	孚能科技	0.39	孚能科技
比克电池	1.64	孚能科技	1.90	比克电池	0.26	比克电池
力神	1.07	比克	1.74	力神	0.25	力神
孚能科技	0.99	亿纬锂能	1.27	亿纬锂能	0.23	亿纬锂能

资料来源: GGII, 光大证券研究所整理

表 6: 宁德时代毛利率及费用率

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2017 全年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年	2019Q1
毛利率	37.8%	37.4%	33.7%	37.2%	36.3%	32.8%	30.3%	31.3%	35.5%	32.8%	28.7%
销售费用 (亿元)	0.7	1.9	2.3	2.9	8.0	1.5	3.0	4.0	5.3	13.8	4.0
销售费用率	5.1%	4.0%	4.1%	3.6%	4.0%	4.0%	5.3%	4.1%	5.1%	4.7%	4.0%
管理费用 (亿元)	2.3	2.6	3.8	3.6	12.3	2.9	3.1	3.8	6.1	15.9	5.3
管理费用率	15.5%	5.4%	6.8%	4.5%	6.2%	7.9%	5.5%	3.9%	5.8%	5.4%	5.3%
研发费用 (亿元)	3.1	3.6	3.9	5.7	16.3	2.7	4.4	4.3	8.4	19.9	7.5
研发费用率	21.5%	7.4%	7.0%	7.1%	8.2%	7.4%	7.9%	4.4%	8.0%	6.7%	7.5%

资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理

## ◆ 预收款项大幅增长, 现金流好转

截至 2018 年末, 公司存货 70.8 亿元, 比 2017 年末增长 107%, 其中发出商品大幅增长, 由 2017 年末的 5.7 亿元大幅增长至 2018 年末的 33.8 亿元; 2019Q1 末, 公司存货 76.9 亿元。2018 年末预收款项 49.9 亿元, 比 2017 年末大幅增长近 24 倍; 2019Q1 末, 公司预收款项 54.0 亿元。2018 年经营活动现金流净额为 113.2 亿元, 同比增长 362.0%。此外, 公司拟对早期设备的折旧年限由 5 年变更为 4 年, 预计 2019 年度计提折旧增加额约 7.54 亿元, 在扣除企业所得税的影响后, 预计影响公司 2019 年归母净利润约 6.4 亿元。

表 7: 宁德时代 2018 年年报存货构成 (单位: 亿元)

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	11.4	2.9	8.5	9.5	0.7	8.8

在产品	3			3	0.2	0.2
库存商品	15.2	3.2	12	13.1	0.8	12.2
周转材料	0.12	0.01	0.11	0.07	0.01	0.06
发出商品	33.8	0.9	32.9	6.1	0.3	5.7
开发成本	6.9		6.9	3.6		3.6
自制半成品	6.1	0.6	5.5	2.8	0.4	2.4
委托加工物资	1.8	0.1	1.7	1.2		1.2
合计	78.4	7.7	70.8	36.5	2.3	34.2

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

#### ◆动力电池产能持续扩建，新建 NCM 正极材料产能

动力电池产能扩建：公司拟投资建设湖西锂离子电池扩建项目，投资金额 46.24 亿元，建设周期为 3 年，预计产能约 15Gwh；时代一汽动力电池项目拟投资 44 亿元，建设周期为 3 年，预计产能约 15Gwh。正极材料产能扩建：控股子公司宁德邦普投资 NCM 三元材料（含前驱体）产能，投资金额 91.3 亿元，分两期建设，投资周期为 5 年。

#### ◆盈利预测、估值与评级

公司是动力电池全球龙头，业绩增长强劲，国内市占率持续提升，海外客户拓展加速；锂电正极材料及储能系统业务快速增长。考虑补贴退坡、竞争加剧的影响及折旧年限变更，我们下调 2019/2020 年 EPS 预测至 1.97/2.50 元/股（原预测为 2.07/2.65 元/股），新增 2021 年 EPS 预测为 3.17 元/股，当前股价对应 PE 为 40/32/25 倍，维持“买入”评级。

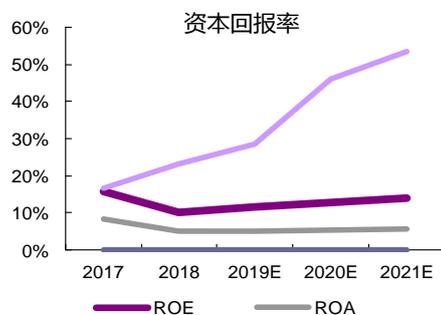
#### ◆风险提示：

政策变化风险；技术路线变更风险；竞争加剧风险等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19,997	29,611	41,258	52,065	64,773
营业收入增长率	34.40%	48.08%	39.33%	26.19%	24.41%
净利润（百万元）	3,878	3,387	4,332	5,487	6,956
净利润增长率	35.98%	-12.66%	27.90%	26.67%	26.77%
EPS（元）	1.77	1.54	1.97	2.50	3.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.70%	10.28%	11.47%	12.81%	14.11%
P/E	45	51	40	32	25
P/B	7.1	5.3	4.6	4.1	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 04 月 26 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>19,997</b>	<b>29,611</b>	<b>41,258</b>	<b>52,065</b>	<b>64,773</b>
营业成本	12,740	19,902	29,487	37,599	47,029
折旧和摊销	1,381	2,304	1,876	2,200	2,555
营业税费	96	171	234	301	381
销售费用	796	1,379	1,671	2,031	2,494
管理费用	2,956	3,582	4,538	5,623	6,995
财务费用	42	-280	-282	-400	-803
公允价值变动损益	0	-314	0	0	0
投资收益	1,344	184	200	220	240
<b>营业利润</b>	<b>4,832</b>	<b>4,168</b>	<b>5,237</b>	<b>6,570</b>	<b>8,216</b>
<b>利润总额</b>	<b>4,848</b>	<b>4,205</b>	<b>5,317</b>	<b>6,615</b>	<b>8,270</b>
少数股东损益	316	349	400	400	400
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,878</b>	<b>3,387</b>	<b>4,332</b>	<b>5,487</b>	<b>6,956</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>49,663</b>	<b>73,884</b>	<b>93,036</b>	<b>112,247</b>	<b>132,798</b>
流动资产	33,033	53,911	67,450	82,085	98,251
货币资金	14,081	27,731	33,371	44,265	53,113
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6,919	6,225	7,807	9,324	11,611
应收票据	5,458	9,743	13,615	17,702	22,347
其他应收款	91	589	506	637	959
存货	3,418	7,076	11,450	14,989	18,101
可供出售投资	1,961	1,517	1,600	1,693	1,603
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	791	965	965	965	965
固定资产	8,219	11,575	12,073	13,200	13,781
无形资产	1,409	1,346	1,905	2,450	2,981
<b>总负债</b>	<b>23,192</b>	<b>38,684</b>	<b>52,622</b>	<b>66,341</b>	<b>80,027</b>
无息负债	18,453	33,084	46,881	59,479	72,144
有息负债	4,739	5,600	5,741	6,862	7,883
<b>股东权益</b>	<b>26,471</b>	<b>35,200</b>	<b>40,414</b>	<b>45,906</b>	<b>52,771</b>
股本	1,955	2,195	2,195	2,195	2,195
公积金	15,993	22,359	22,470	22,470	22,470
未分配利润	6,505	9,515	13,424	18,516	24,980
少数股东权益	1,770	2,262	2,662	3,062	3,462

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,341</b>	<b>11,316</b>	<b>11,333</b>	<b>15,381</b>	<b>13,398</b>
净利润	3,878	3,387	4,332	5,487	6,956
折旧摊销	1,381	2,304	1,876	2,200	2,555
净营运资金增加	-6,405	-5,192	-3,414	-6,411	-2,695
其他	3,487	10,817	8,540	14,105	6,582
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-7,636</b>	<b>-19,488</b>	<b>-7,808</b>	<b>-6,953</b>	<b>-7,251</b>
净资本支出	-7,180	-6,629	-7,600	-7,100	-7,600
长期投资变化	791	965	0	0	0
其他资产变化	-1,247	-13,824	-208	147	350
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,933</b>	<b>7,043</b>	<b>2,114</b>	<b>2,466</b>	<b>2,701</b>
股本变化	1,342	240	0	0	0
债务净变化	2,970	861	141	1,121	1,021
无息负债变化	7,424	14,631	13,798	12,598	12,665
<b>净现金流</b>	<b>3,624</b>	<b>-1,101</b>	<b>5,639</b>	<b>10,894</b>	<b>8,849</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	34.40%	48.08%	39.33%	26.19%	24.41%
净利润增长率	35.98%	-12.66%	27.90%	26.67%	26.77%
EBITDA 增长率	9.28%	29.96%	12.25%	22.93%	19.36%
EBIT 增长率	-6.25%	13.86%	31.99%	25.15%	20.55%
<b>估值指标</b>					
PE	45	51	40	32	25
PB	7	5	5	4	4
EV/EBITDA	33	27	24	18	15
EV/EBIT	48	44	33	25	20
EV/NOPLAT	55	50	37	28	22
EV/Sales	8	5	4	3	2
EV/IC	9	11	11	13	12
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	36.29%	32.79%	28.53%	27.79%	27.39%
EBITDA 率	22.73%	19.95%	16.07%	15.65%	15.02%
EBIT 率	15.82%	12.17%	11.52%	11.43%	11.07%
税前净利润率	24.24%	14.20%	12.89%	12.70%	12.77%
税后净利润率 (归属母公司)	19.39%	11.44%	10.50%	10.54%	10.74%
ROA	8.45%	5.06%	5.09%	5.24%	5.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.70%	10.28%	11.47%	12.81%	14.11%
经营性 ROIC	16.71%	23.09%	28.66%	46.08%	53.58%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.85	1.73	1.58	1.51	1.49
速动比率	1.66	1.51	1.31	1.23	1.21
归属母公司权益/有息债务	5.21	5.88	6.58	6.24	6.26
有形资产/有息债务	10.02	12.66	15.56	15.72	16.21
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.77	1.54	1.97	2.50	3.17
每股红利	0.00	0.14	0.18	0.22	0.28
每股经营现金流	1.07	5.16	5.16	7.01	6.10
每股自由现金流(FCFF)	1.63	2.30	1.14	3.36	2.16
每股净资产	11.25	15.01	17.20	19.52	22.46
每股销售收入	9.11	13.49	18.80	23.72	29.51

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
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見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