

Q1 净利同比增长 58%，新高管加盟助力长期发展

——上海钢联 (300226.SZ) 2018 年报及 2019 年一季报点评

公司动态

◆**2018 年归母净利同比增长 151%，拟分红率 6.58%**。公司 2018 年归母净利润 1.21 亿元，同比增长 151%，创历史最佳盈利水平；经营净现金流 -3.35 亿元，去年同期为 -12.58 亿元；ROIC 为 6.74%，同比增长 2.8pct；公司 2018 年拟分红 795.65 万元，占归母净利润的 6.58%。

◆**2019Q1 归母净利接近业绩预告上限值，资产负债率降至 59%**。公司 2019Q1 归母净利润 0.32 亿元，接近业绩预告区间上限值，同比增长 58%，创同期历史最佳；毛利率为 0.86%，创单季度历史最佳；经营净现金流 3.08 亿元，同比增长 334%；资产负债率 58.63%，降至近四年新低。

◆**资讯业务 2018 年净利同比增长 121%，2019Q1 同比增长 16.5%**。2019Q1 公司电商业务归母净利占 62%，资讯业务占 38%。公司资讯业务 2018 年净利增长 121%、2019Q1 同比增长 16.5%，2018 年资讯业务增值服务付费用户数 12.62 万，平均付费金额 2253.42 元，续费率 90.28%。

◆**上海钢银 2019Q1 平台交易量同比增长 31%，吨钢净利润高达 8 元**。上海钢银 2018 年净利润 1.55 亿元，同比增长 273%；供应链服务营收同比增长 114%。2019Q1 平台结算量 640 万吨，同比增长 31%；净利润 0.51 亿元，同比增长 106.7%；平台吨钢净利润 8.03 元，同比增长 57.7%；客单价 24.68 万元（约为两辆车的载货量），表明公司主要承接小微订单。

◆**原五矿、宝武、保利高管加盟，有助于巩固钢铁电商龙头地位**。公司补选原五矿集团副总姚子平为董事候选人，聘任原宝钢金属高级总监张少华、原保利能源电商董事长王深力为公司副总经理，有助于巩固公司在钢铁电商行业的龙头地位，做大做强大宗商品产业链相关业务。

◆**看好中长期投资机会，维持“增持”评级**。钢铁行业中长期将重归供过于求的局面，销售渠道价值势必显现。我们维持公司 2019-2020 年、新增 2021 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.50 元/股、2.43 元/股、3.17 元/股，看好公司中长期投资机会，维持“增持”评级。

◆**风险提示**：市场竞争风险；公司经营不善的风险；信用风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	73,697	96,055	120,054	150,052	180,082
营业收入增长率	78.53%	30.34%	24.98%	24.99%	20.01%
净利润 (百万元)	48	121	240	387	505
净利润增长率	117.95%	151.00%	98.05%	61.57%	30.47%
EPS (元)	0.30	0.76	1.50	2.43	3.17
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.85%	12.63%	20.15%	24.78%	24.68%
P/E	251	100	50	31	24
P/B	14.7	12.6	10.2	7.7	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 29 日

增持 (维持)

分析师

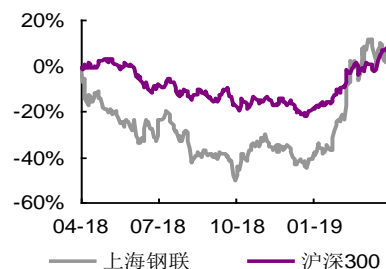
王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.59
总市值(亿元)：120.95
一年最低/最高(元)：37.92/91.87
近 3 月换手率：165.81%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.79	28.75	11.61
绝对	-2.48	50.91	15.13

资料来源：Wind

相关研报

Q1 预告净利同比增长 34%~65%，创同期历史最佳——上海钢联 (300226.SZ) 2019Q1 业绩预告点评
.....2019-04-10

1、2018 年归母净利润同比增长 151%，拟分红率 6.58%

上海钢联发布 2018 年年报以及 2019 年一季报。公司 2018 年实现营业收入 961 亿元，同比增长 30.3%；实现归母净利润 1.21 亿元，同比增长 151%，创历史最佳盈利水平。

公司 2018 年营业收入及净利润同比大幅增加，主要是因为电商平台+数据资讯双主业均快速发展：一是控股子公司钢银电商平台钢材成交量及钢材单价大幅上升，供应链服务业务市场渗透率稳步提升，业务规模快速扩大；二是公司资讯端积极拓展大宗商品业务领域，扩大和夯实用户及会员基础，资讯服务、数据服务业务、移动端服务业务得到长足发展，活跃用户数量和访问量迅猛增长，促使信息服务业务收入稳步增长。

公司多项财务指标有所改善，盈利能力与资产质量均向好：公司 2018 年期间费用率 0.4%，同比下降 0.07 个百分点；经营净现金流 3.35 亿元，同比增长 9.22 亿元；ROE 为 15.58%，同比增长 6.3pct；ROIC 为 6.74%，同比增长 2.8pct；资产负债率 74.41%，同比下降 4.3pct。

表 1：上海钢联年度财务数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入 (亿元)	76	214	413	737	961
同比增长	387%	183%	93%	79%	30%
营业成本 (亿元)	74	215	410	733	954
毛利 (亿元)	2.02	-1.43	3.06	4.45	7.01
毛利率	2.67%	-0.67%	0.74%	0.60%	0.73%
销售费用 (亿元)	1.11	1.76	1.40	1.61	2.12
财务费用 (亿元)	0.12	0.20	0.00	0.21	0.23
管理费用 (亿元)	0.72	0.87	1.26	1.62	1.52
期间费用率	2.58%	1.33%	0.64%	0.47%	0.40%
利润总额 (亿元)	0.12	-4.42	0.32	0.71	2.15
所得税率	-14.94%	0.00%	8.36%	6.11%	5.83%
归母净利润 (亿元)	0.19	-2.50	0.22	0.48	1.21
同比增长	-13.04%	-1434%	-109%	118%	151%
净利润率	0.25%	-1.17%	0.05%	0.07%	0.13%
扣非归母净利 (亿元)	0.11	-2.55	0.18	0.54	1.15
经营净现金流 (亿元)	-4.30	-1.58	-7.71	-12.58	-3.35
ROE	4.56%	-96.19%	7.67%	7.28%	13.58%
ROIC	2.80%	-57.42%	3.49%	3.93%	6.74%
折旧 (亿元)	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14
存货 (亿元)	2.80	2.48	7.04	8.89	8.37
存货周转次数	41.01	81.44	86.06	91.93	110.43
员工总数 (人)	1490	1486	1697	1644	2398
资产负债率	46.21%	84.25%	81.17%	78.71%	74.41%

资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

公司年报披露了 2018 年度利润分配预案，拟每 10 股派送现金股利 0.50 元（含税）、不送红股、不以公积金转增股本，合计分红 795.65 万元，占公司 2018 年归母净利润的 6.58%

表 2：上海钢联近年来分红情况（万元）

	现金分红金额（含税）	当期归母净利润	分红/归母净利润
2018 年	795.69	12092.79	6.58%
2017 年	0.00	4817.80	0.00%
2016 年	0.00	2210.49	0.00%

资料来源：公司年报

2、2019Q1 净利同比增长 68%，再创同期最佳

公司 2019Q1 单季度实现营业收入 217.99 亿元，同比增长 21.65%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比增长 58%，创同期历史最佳盈利水平。

表 3：上海钢联季度财务数据

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入（亿元）	179.20	266.52	275.41	239.43	217.99
同比增长	-75.24%	-63.49%	-64.53%	-63.77%	21.65%
营业成本（亿元）	177.81	264.66	273.46	237.61	216.10
毛利（亿元）	1.38	1.86	1.95	1.82	1.88
毛利率	0.77%	0.70%	0.71%	0.76%	0.86%
销售费用（亿元）	0.49	0.55	0.49	0.60	0.53
管理费用（亿元）	0.48	0.43	0.34	0.51	0.43
财务费用（亿元）	0.07	0.08	0.06	0.03	0.10
期间费用率	0.58%	0.40%	0.32%	0.47%	0.48%
利润总额（亿元）	0.37	0.64	0.63	0.50	0.61
所得税率	7.13%	6.65%	6.80%	2.60%	4.02%
归母净利润（亿元）	0.20	0.40	0.36	0.24	0.32
净利率	0.11%	0.15%	0.13%	0.10%	0.15%
环比增长	42.76%	97.12%	-9.66%	-33.31%	33.11%
扣非归母净利（亿元）	0.17	0.41	0.40	0.18	0.33
经营净现金流（亿元）	0.71	-6.61	6.15	-3.61	3.08
存货（亿元）	45.92	31.01	39.17	8.37	4.78
期末净资产（亿元）	22.12	23.07	24.02	24.74	25.38
单季度 ROE	0.92%	1.74%	1.51%	0.98%	1.27%
资产负债率	79.33%	75.52%	78.73%	74.41%	58.63%

资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

资讯业务板块方面，公司 2019Q1 加大了对有色、农产品、能源化工等领域的投入力度，品类拓展取得积极成效。公司已经与中国资源卫星应用中心战略合作，有望显著提升公司资讯端数据的实时性和真实性，进一步增强资讯业务的用户黏性。

交易服务业务板块方面，公司 2019Q1 平台交易量持续增长，运营成本相对稳定，盈利能力不断提升，营业利润较同期有显著增长；钢银电商积极提升资信评级及融资能力、提升风控水平、推动业务规模扩大。

公司 2019Q1 毛利率为 0.86%，创单季度历史最佳；单季度 ROE 为 1.27%，同比增长 0.29pct。

公司 2019Q1 经营净现金流 3.08 亿元，同比增长 334%，主要原因是子公司钢银电商 3 月中下旬控制交易规模，回笼资金增加。

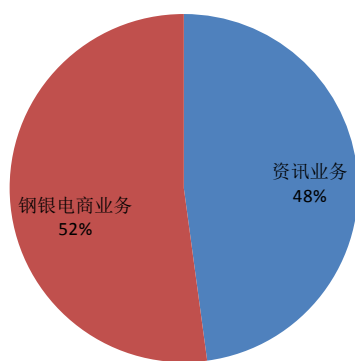
公司 2019Q1 期末资产负债率 58.63%，降至近四年新低，较年初大幅下降 16 个百分点，主要原因是子公司钢银电商 3 月中下旬控制交易规模，使公司预收款项减少 36.3 亿元，负债显著降低。

3、2018 年资讯业务净利增长 121%，2019Q1 再增长 16.5%

上海钢联的业务主要分两大部分，即：（1）资讯业务，主要在上海钢联母公司报表中体现；（2）电商平台交易业务，主要在子公司上海钢银（新三板上市代码：835092）的报表中体现，上海钢联持有上海钢银 42.66% 的股份。

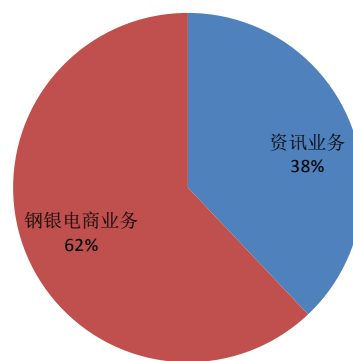
2018 年公司电商平台业务贡献归母净利润占比为 52%，资讯业务占比为 48%；2019Q1 公司电商平台业务贡献归母净利润占比提升至 62%，资讯业务占比降低至 38%。公司两部分业务的业绩盈利都保持快速发展趋势，其中电商平台业务的发展速度相对资讯业务更快。

图 1：上海钢联 2018 年归母净利润分布



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：上海钢联 2019Q1 归母净利润分布



资料来源：公司财报、光大证券研究所

2018 年及 2019Q1，公司资讯业务继续保持快速发展。

2018 年，公司资讯业务实现营业收入 3.15 亿元，同比增长 31.2%；实现毛利润 2.34 亿元，同比增长 33.9%；实现净利润 0.61 亿元，同比增长 121%。

2019Q1，公司资讯业务实现营业收入 0.76 亿元，同比增长 18.7%；实现毛利润 0.59 亿元，同比增长 8.6%；实现净利润 0.13 亿元，同比增长 16.5%。

表 4：上海钢联资讯业务主要财务指标

上海钢联资讯业务指标	2018 年	同比	2019Q1	同比
营业收入 (亿元)	3.15	31.2%	0.76	18.7%
毛利润 (亿元)	2.34	33.9%	0.59	8.6%
净利润 (亿元)	0.61	121.0%	0.13	16.5%
毛利率	74.5%	+1.5pct	78.5%	-7.3pct
净利率	19.3%	+7.8pct	17.7%	-0.3pct

资料来源：上海钢联财报、光大证券研究所

2018 年，公司资讯业务增值服务付费用户数 12.62 万，平均付费金额 2253.42 元（含税），续费率 90.28%。其中，广告客户数量 7049 个，总金额为 12255.41 万元（含税）。

2018 年，公司旗下“我的钢铁网”、“钢银钢铁现货交易平台”、“隆众石化网”等 PC 端页面浏览量为 2.80 亿次，独立访问数 3177.76 万。截至 2018 年末，“我的钢铁”、“钢银助手”、“石化通”、“短讯通”等移动端总装机量为 65.55 万部（安装过移动 APP 的用户），用户覆盖人数 106.78 万个（注册用户数）。

2018 年，公司资讯数据业务 PC 端的注册用户数 278.72 万，活跃用户数 19.36 万，用户平均停留时长为 519 秒，付费用户数 5.25 万，ARPU 值为 4947.17 元（含税）；移动端的付费用户数 7.37 万，用户平均停留时长 438 秒，ARPU 值为 332.75 元（含税）。

4、上海钢银 2019Q1 平台交易量同比增长 31%，吨钢净利润高达 8 元

2018 年及 2019Q1，公司电商平台业务继续保持快速发展。

公司的电商平台及相关业务，主要在子公司上海钢银。2018 年，上海钢银实现平台结算量 2760 万吨，同比增长 24.38%；营业收入 957 亿元，同比增长 30.31%；净利润 1.55 亿元，同比增长 273%；平台吨钢净利润 5.62 元，同比增长 200%；供应链服务营收 292 亿元，同比增长 114%；供应链服务营收占比 30.5%，同比增长 12pct。

2019Q1，上海钢银实现平台结算量 640 万吨，同比增长 31%；营业收入 217 元，同比增长 21.6%；净利润 0.51 亿元，同比增长 106.7%；平台吨钢净利润 8.03 元，同比增长 57.7%。

2018 年，公司电商平台的库存量单位 SKU 为 5.84 万，活跃客户数为 2.30 万，总订单数 47.59 万，总交易金额为 1,174.26 亿元（含税），平均订单金额为 24.68 万元（含税），约为两辆车的载货量，表明公司主要承接小微订单。

2018年，公司交易业务PC端注册用户数9.97万，活跃用户数2.30万（过去12个月有交易的用户，仅含寄售和供应链业务用户，相较2017年剔除撮合用户），用户平均停留时长476秒；移动端用户平均停留时长49秒。

表5：上海钢银电商平台2018年及2019Q1重要指标

上海钢银经营与财务指标	2018年	同比	2019Q1	同比
平台结算量(万吨)	2760.2	24.38%	640.29	31.03%
营业收入(亿元)	957.15	30.31%	217.09	21.60%
净利润(亿元)	1.55	273.73%	0.514	106.66%
平台吨钢净利润(元/吨)	5.62	200.47%	8.03	57.72%
净利率	0.16%	+0.1pct	0.24%	+0.1pct
供应链服务营收(亿元)	291.86	114.48%		
供应链服务营收占比	30.49%	+12pct		

资料来源：上海钢银2018年报及2019年一季报、光大证券研究所

5、五矿、宝武、保利前高管加盟，有助于巩固龙头地位

上海钢联2019年4月26日召开董事会会议，同意补选姚子平为公司第四届董事会董事候选人，聘任张少华、王深力为公司副总经理。

姚子平，曾任五矿集团副总经理、首席信息官，欧浦智网总裁，现任上海钢联董事候选人。

王深力，曾任保利能源电商董事长、保利矿业投资副总，现任上海钢联副总兼任中联钢总经理。

张少华，曾任宝钢金属高级总监，四源合股权投资副总，现任上海钢联副总。

这体现了上海钢联作为民营企业，具备更灵活的激励机制，可以吸引更多专业化人才加盟。

以上三位高管曾在五矿集团、宝武集团、保利集团等大型央企任职，具备丰富的大宗商品产业链工作经验与相关社会资源，加盟上海钢联后，有助于公司钢铁电商等业务快速发展，巩固行业龙头地位。

6、看好中长期投资机会，维持“增持”评级

上海钢联2018年及2019Q1营业收入、净利润、平台交易量等数据均同比显著增长，公司资讯业务和电商平台业务双主业实现齐头并进，双双提振公司盈利向好。

从中长期的角度来看，钢铁行业将重归供过于求的局面，钢价或将呈现震荡下行的长期趋势，在这个过程中，钢铁行业销售渠道的价值势必显现，钢铁电商企业在产业链的话语权将有所增长，上海钢联作为国内钢铁电商龙头，有望显著收益。

我们维持公司 2019-2020 年盈利预测、新增 2021 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.40 亿元、3.87 亿元、5.05 亿元，对应 EPS 分别为 1.50 元/股、2.43 元/股、3.17 元/股。

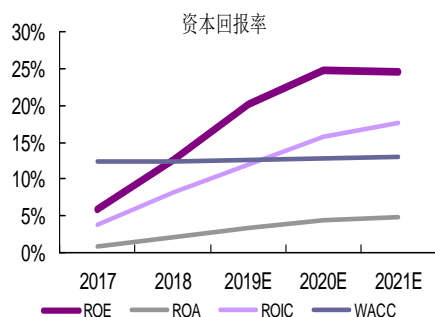
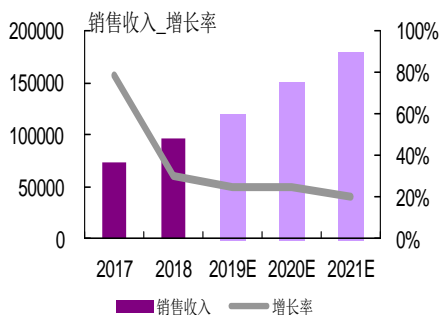
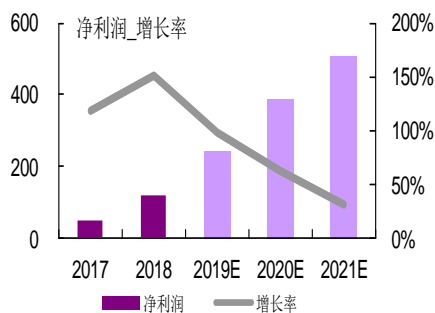
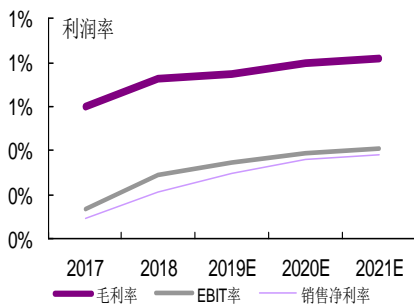
我们看好公司的中长期投资机会，维持“增持”评级。

7、风险提示

(1) 市场竞争风险。公司所在的钢铁电商行业、大宗商品资讯行业目前均处于快速发展阶段，市场竞争激烈，或影响公司市场份额；

(2) 公司经营不善的风险。公司在多元化业务开展和拓展过程中，可能存在经营风险，例如对外收购不及预期等；

(3) 信用风险。基于钢铁电商平台的供应链金融是公司重要业务，公司可能会面临一定的客户信用违约风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	73,697	96,055	120,054	150,052	180,082
营业成本	73,252	95,354	119,152	148,854	178,609
折旧和摊销	16	16	16	16	16
营业税费	18	24	31	38	46
销售费用	161	212	265	332	398
管理费用	162	152	190	238	285
财务费用	21	23	34	20	8
公允价值变动损益	-13	-2	0	0	0
投资收益	-2	-4	3	3	3
营业利润	68	213	382	571	736
利润总额	71	215	382	571	736
少数股东损益	18	81	120	150	180
归属母公司净利润	48	121	240	387	505

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	10,214	9,666	10,786	12,637	14,611
流动资产	9,860	9,236	10,386	12,244	14,224
货币资金	811	529	480	600	720
交易型金融资产	12	9	9	9	9
应收帐款	877	2,051	2,563	3,203	3,844
应收票据	235	592	740	925	1,110
其他应收款	35	48	60	75	90
存货	889	837	1,047	1,308	1,569
可供出售投资	75	72	72	72	72
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	55	54	54	54	54
固定资产	196	192	186	180	174
无形资产	23	31	30	28	27
总负债	8,040	7,192	7,960	9,289	10,599
无息负债	7,108	6,125	7,391	8,974	10,558
有息负债	931	1,067	569	315	41
股东权益	2,174	2,474	2,826	3,348	4,012
股本	159	159	159	159	159
公积金	744	762	786	814	814
未分配利润	-79	36	244	588	1,072
少数股东权益	1,350	1,517	1,637	1,787	1,967

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,258	-335	476	418	434
净利润	48	121	240	387	505
折旧摊销	16	16	16	16	16
净营运资金增加	1,522	737	26	271	393
其他	-2,843	-1,209	195	-256	-480
投资活动产生现金流	-7	-67	18	-7	-7
净资本支出	-7	-10	-10	-10	-10
长期投资变化	55	54	0	0	0
其他资产变化	-56	-111	28	3	3
融资活动现金流	1,622	301	-544	-291	-307
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	766	136	-499	-254	-274
无息负债变化	2,595	-984	1,266	1,582	1,584
净现金流	356	-101	-49	120	120

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	78.53%	30.34%	24.98%	24.99%	20.01%
净利润增长率	117.95%	151.00%	98.05%	61.57%	30.47%
EBITDA 增长率	137.11%	157.47%	45.59%	40.71%	25.45%
EBIT 增长率	209.10%	181.90%	48.50%	42.14%	26.07%
估值指标					
PE	251	100	50	31	24
PB	15	13	10	8	6
EV/EBITDA	120	49	33	23	18
EV/EBIT	139	52	34	24	19
EV/NOPLAT	148	55	36	25	20
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	6	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	0.60%	0.73%	0.75%	0.80%	0.82%
EBITDA 率	0.16%	0.31%	0.36%	0.40%	0.42%
EBIT 率	0.13%	0.29%	0.34%	0.39%	0.41%
税前净利润率	0.10%	0.22%	0.32%	0.38%	0.41%
税后净利润率 (归属母公司)	0.07%	0.13%	0.20%	0.26%	0.28%
ROA	0.65%	2.09%	3.33%	4.25%	4.69%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.85%	12.63%	20.15%	24.78%	24.68%
经营性 ROIC	3.79%	8.11%	11.93%	15.67%	17.60%
偿债能力					
流动比率	1.23	1.29	1.31	1.32	1.35
速动比率	1.12	1.17	1.18	1.18	1.20
归属母公司权益/有息债务	0.88	0.90	2.09	4.96	49.73
有形资产/有息债务	10.94	8.97	18.81	39.85	353.22
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.30	0.76	1.50	2.43	3.17
每股红利	0.00	0.05	0.09	0.13	0.17
每股经营现金流	-7.90	-2.11	2.99	2.63	2.73
每股自由现金流(FCFF)	-8.90	-2.73	2.33	1.82	1.92
每股净资产	5.18	6.02	7.47	9.81	12.85
每股销售收入	463.10	603.59	754.40	942.90	1131.60

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