

2019年5月8日

江西铜业 (600362.SH/0358.HK)



主营业务经营稳健，静待收购落地

——江西铜业 (600362.SH) 2018 年报点评

公司动态

◆事件:

2018年，公司实现营收 2152.9 亿元，同比增加 4.9%，实现归母净利 24.5 亿元，同比上升 52.4%，扣非后归母净利 13.6 亿元，同比下滑 42.9%。单四季度，公司实现营收 526.9 亿元，同比上涨 6%，实现归母净利 4.0 亿元，同比增加 1511.9%，扣非后归母净利亏损 1.29 亿元，上年同期为 4.7 亿元。

◆点评:

2018 年公司阴极铜板块业务经营较为稳健，板块实现营收 1227 亿元，同比增长 1.05%，毛利率为 4.7%，较上年同期下滑 0.2 个百分点，阴极铜产量为 146.4 万吨，较上年同期上涨 6.51%。上期所 2018 年铜均价为 50683 元/吨，较 2017 年上涨 2.7%。

2018 年公司扣非净利下滑主要原因为贵金属板块净利大幅下滑。2018 年贵金属板块毛利为 2.1 亿元，同比下滑 77.1%。财务费用 8.1 亿元，同比增长 76%。2018 年公司净利大幅上涨的主要原因是公司获得投资净收益 5.9 亿元以及公允价值变动净收益 6.6 亿元。

◆收购恒邦股份 29.99% 股权，完善产业布局

3 月 4 日公司公告，江西铜业拟通过协议转让方式收购烟台恒邦股份 2.73 亿股，约占标的公司总股份的 29.99%；标的股份的转让价格为人民币 29.76 亿元，单价为 10.9 元/股。交易完成后江西铜业将成为恒邦股份控股股东，并将恒邦股份纳入合并财务报表范围。本次交易有助于提升江西铜业的业务拓展能力和资金实力。同时，本次交易是江西铜业完善产业布局的重要举措。江西铜业取得恒邦股份控制权后，将以恒邦股份作为集团未来黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金板块资产注入恒邦股份。

◆盈利预测

基于铜价走势低于我们先前预测，我们下调公司盈利预测，2019 年~2020 年 EPS 分别为 0.82 元、0.98 元，新增 2021 年 EPS 预测 1.16 元。我们选取 H 股有色资源型公司紫金矿业、五矿资源、招金矿业、洛阳钼业作为江西铜业股份 (H) 的可比公司，可比公司 2019 年的 PE 估值为 17 倍。我们给予江西铜业 (H) 2019 年 17 倍 PE 估值，目标价 16.15 港元。我们选取 A 股有色资源型公司作为江西铜业 (A) 的可比公司，可比公司 2019 年的 PE 估值为 24 倍。我们给予江西铜业 (A) 2019 年 24 倍 PE 估值，目标价 19.68 元。随着全球铜精矿供应增速下滑，供需格局有望继续优化，我们依然看好未来铜价上涨，以及公司后续发展 (收购恒邦股份 30% 股权等)，首次覆盖给予江西铜业 (H) “买入” 评级，目标价 16.15 港元；维持江西铜业 (A) “买入” 评级，目标价 19.68 元。

◆风险提示：铜价格波动风险，收购进度低于预期。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	205,047	215,290	224,534	231,454	238,587
营业收入增长率	1.35%	5.00%	4.29%	3.08%	3.08%
净利润 (百万元)	1,604	2,447	2,830	3,397	4,006
净利润增长率	103.69%	52.58%	15.63%	20.04%	17.92%
EPS (元)	0.46	0.71	0.82	0.98	1.16
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.37%	4.92%	5.45%	6.28%	7.06%
P/E	31	20	17	14	12
P/E (H 股)	21	13	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 6 日

A 股：买入 (维持)

当前价/目标价：14.08/19.68 元

H 股：买入 (首次)

当前价/目标价：10.08/16.15 港元

分析师

李伟峰 (执业证书编号：S0930514050002)
021-52523820
liweifeng@ebsec.com

刘慨昂 (执业证书编号：S0930518050001)
021-52523821
liuka@ebsec.com

市场数据

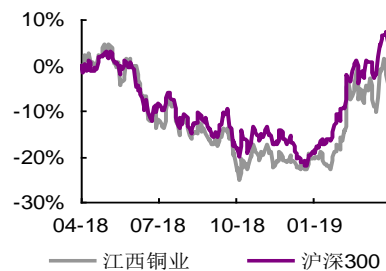
总股本(亿股)：34.63

总市值(亿元)：581.39

一年最低/最高(元)：12.42/17.98

近 3 月换手率：52.95%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.08	-2.47	-8.45
绝对	2.83	23.90	-1.41

资料来源：Wind

相关研报

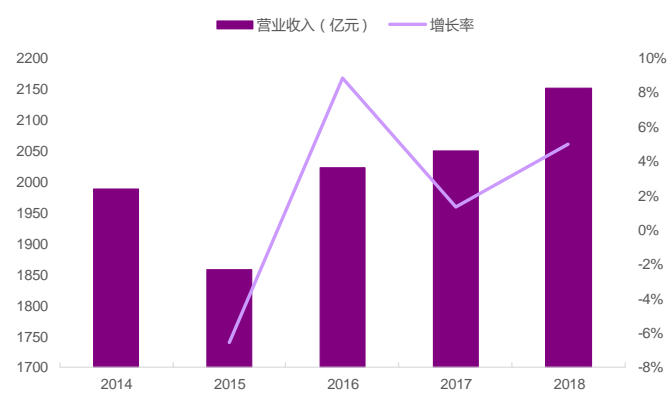
收购恒邦股份 29.99% 股权，完善产业布局
——江西铜业 (600362.SH) 公告点评
20190305

.....2019-03-06

1、主营业务经营稳定

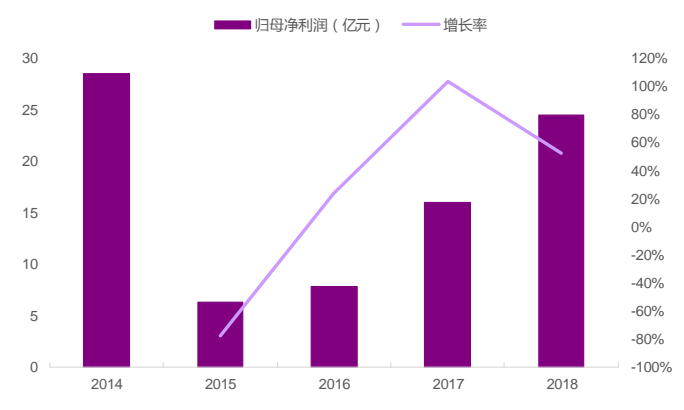
2018年，公司实现营收2152.9亿元，同比增加4.9%，实现归母净利24.5亿元，同比上升52.4%，扣非后归母净利13.6亿元，同比下滑42.9%。

图1：营业收入&增长率（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

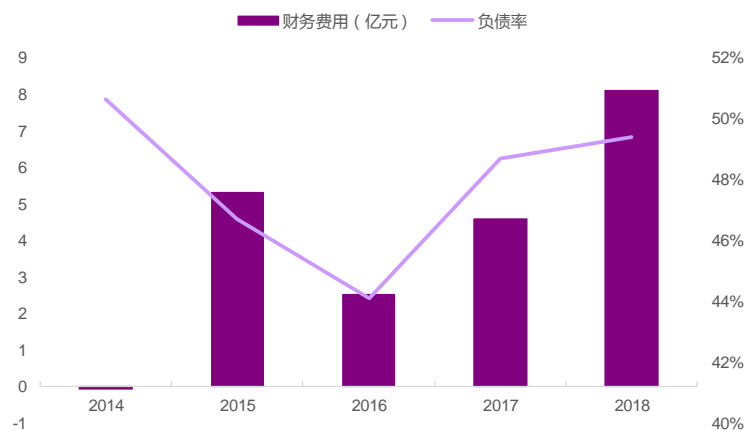
图2：归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司营业收入增长稳定，扣非净利下滑明显主要原因在于贵金属板块毛利的下降和财务费用的增加，贵金属板块毛利2.1亿元，同比下滑77.1%。融资结构调整导致财务费用达8.1亿元，同比增长76%，主要为公司信用借款同比增加。

图3：财务费用&资产负债率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2018年，公司总体顺利完成各类产品产量计划，产量增长达预期。受成本端价格上升的影响，除硫酸外，主营产品毛利率皆有一定程度的下降，其中贵金属板块的毛利率下滑较为严重。

表1：2018年，主营产品产销情况

产品名称	产量	产量增速	营业收入 (亿元)	营业收入增速	毛利率	毛利率变化 (百分点)
阴极铜	146万吨	7%	1227	1%	4.7%	-0.2%
铜杆线	97万吨	-2%	473	4%	2.5%	-0.2%
除铜杆外其他加工产品	15万吨	持平	51	-3%	5.7%	-2.4%
黄金	26吨	持平	73	持平	2.5%	-7.5%
白银	395吨	-18%	21	-30%	1.5%	-5.1%

硫酸	402 万吨	13%	12	-1%	-10.51%	1.4%
----	--------	-----	----	-----	---------	------

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2018 年公司各个矿产储量除正常的生产消耗外未发生大的变化，未来收购恒邦股份完成后，将新增黄金权益储量 34 吨（ $112 \times 0.3 = 34$ 吨）。

表 2：2018 年，公司主营产品储量

产品名称	储量	储量变化	备注
铜	1380 万吨	-6.2%	
黄金	342 吨	-2.3%	收购恒邦股份完成后，将新增储量 34 吨
白银	8716 吨	-10.8%	
钼	20.5 万吨	-1.9%	

资料来源：公司公告，储量按权益折算，光大证券研究所整理

公司通过新建、扩建和收购的方式，继续扩大铜冶炼和贵金属矿产能。

表 3：2018 年，公司主营产品产能

产品名称	产能	备注
阴极铜	140 万吨	在建 18 万吨/年的铜生产基地
铜杆线	114 万吨	收购了一条产能 15 万吨/年的铜杆生产线
黄金	25 吨	收购恒邦股份完成后，将新增 50 吨产能
白银	510 吨	收购恒邦股份完成后，将新增 700 吨产能
硫酸	293 万吨	

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2019 年，公司贵金属尤其是白银产量将进一步缩减，硫酸产量也将缩减 40 万吨（10%），铜加工板块将有较大产量提升，预计将增加 14 万吨（12.5%）。

表 4：公司 2019 年产量计划

产品名称	2017 年产量	2018 年产量	2019 年产量计划	产量增减	产量增减率
阴极铜	137 万吨	146 万吨	144 万吨	-2 万吨	-1.4%
铜杆线及其他加工产品	114 万吨	112 万吨	126 万吨	14 万吨	12.5%
自产铜	21 万吨	20.8 万吨	20.6 万吨	-0.2 万吨	-1.0%
黄金	25.6 吨	25.6 吨	25 吨	-0.6 吨	-2.3%
白银	484 吨	395 吨	313 吨	-82 吨	-20.8%
硫酸	357 万吨	402 万吨	362 万吨	-40 万吨	-10.0%

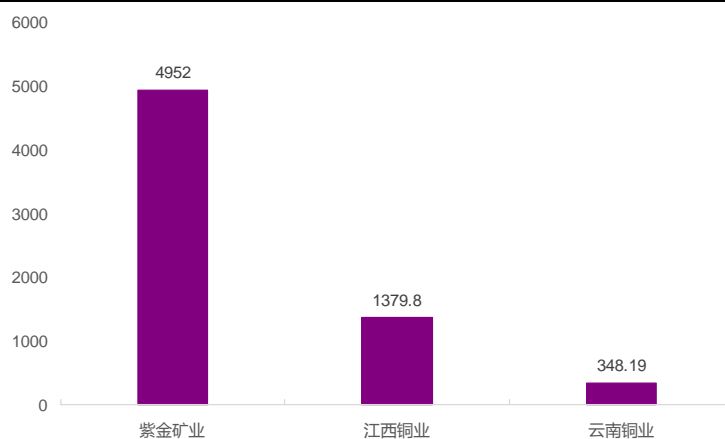
资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

2、铜冶炼继续扩大产能

2.1、铜矿储量

截至 2018 年年末公司铜矿储量 1380 万吨，拥有全国最大的露天铜矿德兴铜矿，储量方面仅次于紫金矿业，处于国内龙头地位。

图 4：2018 年，国内铜矿储量前三公司（万吨）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

2.2、铜矿产量

公司 2018 年铜矿产量 20.83 万吨，与 2017 年持平。公司铜矿产量保持稳定，一直维持在 21 万吨左右，公司预计 2019 年铜产量 20.58 万吨。

表 5：铜矿产能&产量（万吨）

	产能	产量					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019E
德兴铜矿	16.53	15.85	15.83	15.73	15.82		
永平铜矿	2.31	1.48	1.44	1.46			
武山铜矿	1.4	1.1	1.17	1.27			
城门山铜矿	1.64	1.7	1.61	1.61			
东乡铜矿	0.25	0.17	0.17	0.18			
银山矿业	0.79	0.73	0.71	0.74			
合计	22.92	21.03	20.93	20.99	20.96	20.83	20.58

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.3、铜冶炼产量

公司拥有世界最大的铜冶炼厂贵溪冶炼厂，产能 120 万吨。2018 年，公司阴极铜产量 146 万吨，同比增长 6.6%。

表 6：铜冶炼产能&产量（万吨）

	产能	产量	
		2017	2018
贵溪冶炼厂产量	120	120	120
其他	20	17	26
合计	140	137	146

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.4、铜加工材产量

公司为国内最大的铜加工生产商，2018年产量117万吨，同比增长2.6%。2018年公司收购了一条产能15万吨/年的铜杆生产线，进一步扩大铜材产能。公司计划2019年铜材产量126万吨，主要增量在于新收购生产线。

表7：铜材产能&产量（万吨）

	产能	产量					
		2014	2015	2016	2017	2018	2019E
铜杆线	114	75	84	82	96	97	106
其他铜材	20	11	13	13	18	20	20
合计	134	86	97	95	114	117	126

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2.5、收购恒邦股份29.99%股权，完善产业布局

3月4日公司公告，江西铜业拟通过协议转让方式收购烟台恒邦股份2.73亿股，约占标的公司总股份的29.99%；标的股份的转让价格为人民币29.76亿元，单价为10.9元/股。交易完成后江西铜业将成为恒邦股份控股股东，并将恒邦股份纳入合并财务报表范围。

（一）收购资产估值水平低于黄金行业平均水平

根据2018年度报告，恒邦股份归母净利为4.06亿元。按江西铜业收购价每股10.9元以及恒邦股份总股本9.1亿股测算，恒邦股份资产评估为99亿元，对应市盈率为24倍；而黄金板块（申银万国行业类）市盈率为32倍。收购资产估值水平低于黄金行业平均水平。

（二）收购资产较为优质

恒邦股份经过多年发展业已构筑较为完整的产业链，涵盖从地质勘探、采矿、选矿、冶炼、精炼和深加工等一体化生产经营模式。公司拥有7条冶炼生产线，具备年产黄金50吨、白银700吨的能力，在冶炼过程中副产硫酸的能力达到100万吨。2018年，公司主要产品产量分别为黄金产量37.9吨，白银539.8吨，电解铜13.0万吨，硫酸110.2万吨。此外，公司拥有金矿采矿权16个，总面积为15.3平方公里，拥有探矿权21个，总面积为62.4平方公里；探明黄金储量约112吨。

（三）江铜控股后，将以恒邦股份作为集团未来黄金板块的发展平台

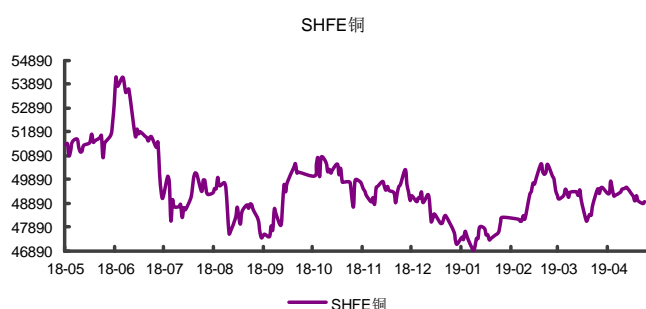
本次交易有助于提升江西铜业的业务拓展能力和资金实力，增强江西铜业竞争实力，提升江西铜业价值。同时，本次交易是江西铜业完善产业布局的重要举措，有利于加快江西铜业成为以铜产业为龙头、多金属矿业并举、产融贸深度融合、全球竞争力凸显的世界一流矿业公司。江西铜业取得恒邦股份控制权后，将以恒邦股份作为集团未来黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金板块资产注入上市公司。

2.6、铜价走势图

长期：铜投产高峰已过，供给增速下滑，产能高峰预计于 2020 年前后见顶。铜供需格局有望继续优化，我们依旧看好未来铜价上涨。

短期：4 月初，原料 TC 报价已下滑至 66-72 美元，预示国内铜精矿供应趋紧。后续，伴随着冶炼厂检修范围的扩大，铜面临“铜矿供应趋紧+冶炼产能瓶颈受制”的双重干扰因素，有助铜价上涨。

图 5：铜价走势图（元/吨）



资料来源：wind

图 6：铜精矿价格（元/吨）



资料来源：wind

3、盈利预测与投资评级

3.1、盈利预测

基于铜价走势低于我们先前预测，我们下调公司盈利预测，2019 年~2020 年 EPS 分别为 0.82 元、0.98 元，新增 2021 年 EPS 预测 1.16 元。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	205,047	215,290	224,534	231,454	238,587
营业收入增长率	1.35%	5.00%	4.29%	3.08%	3.08%
净利润（百万元）	1,604	2,447	2,830	3,397	4,006
净利润增长率	103.69%	52.58%	15.63%	20.04%	17.92%
EPS（元）	0.46	0.71	0.82	0.98	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.37%	4.92%	5.45%	6.28%	7.06%
P/E（A 股）	31	20	17	14	12
P/E（H 股）	21	13	12	10	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 6 日

3.2、估值及评级

我们选取 A 股有色资源型公司作为江西铜业(A)的可比公司，可比公司 2019 年的 PE 估值为 24 倍。我们给予江西铜业 (A) 2019 年 24 倍 PE 估值，目标价 19.68 元。

表 8: 江西铜业 (A) 可比公司估值表 (元)

	股价 (元)	EPS(元)			PE(x)		
		2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
紫金矿业	3.18	0.15	0.18	0.22	21	18	14
洛阳钼业	3.91	0.13	0.21	0.17	30	19	23
铜陵有色	2.32	0.05	0.07	0.09	46	33	26
云南铜业	10.05	0.16	0.09	0.31	63	112	32
平均值					40	45	24
江西铜业	14.08	0.46	0.71	0.82	31	20	17

资料来源: Wind 一致预期, 江西铜业为光大预测, 股价时间为 2019 年 5 月 6 日

我们选取 H 股有色资源型公司紫金矿业、五矿资源、招金矿业、洛阳钼业作为江西铜业股份 (H) 的可比公司, 可比公司 2019 年的 PE 估值为 17 倍。我们给予江西铜业 (H) 2019 年 17 倍 PE 估值, 目标价 16.15 港元。

表 9: 江西铜业 (H) 可比公司估值表

	股价 (HKD)	EPS(HKD)			PE(x)		
		2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
紫金矿业	2.94	0.17	0.21	0.26	17	14	11
五矿资源	3.08	0.12	0.06	0.20	23	51	14
招金矿业	7.06	0.20	0.15	0.21	37	39	30
洛阳钼业	2.78	0.15	0.24	0.20	19	12	15
平均值					24	29	17
江西铜业	10.08	0.53	0.83	0.95	19	12	10

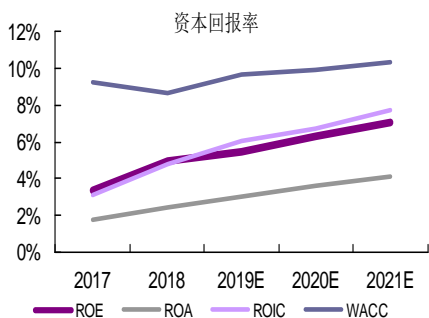
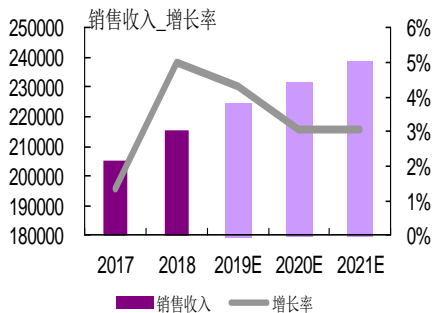
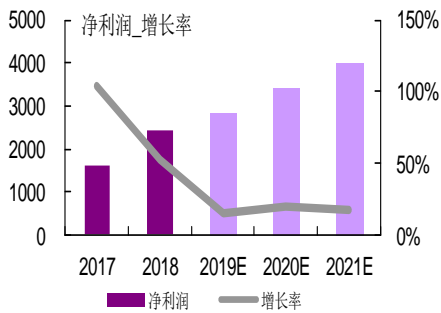
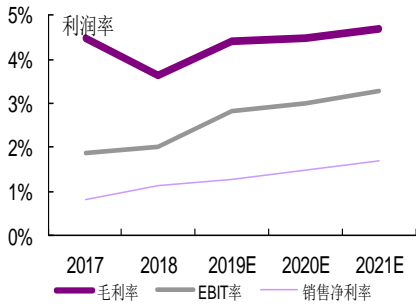
资料来源: Wind 一致预期, 股价时间为 2019 年 05 月 6 日, 折算汇率:1 港元=0.86 元

3.3、投资评级

随着全球铜精矿供应增速下滑, 供需格局有望继续优化。我们依然看好未来铜价上涨, 以及公司后续发展 (2019 年 3 月, 公司收购恒邦股份 30% 股权), 维持江西铜业 (A) “买入” 评级, 目标价 19.68 元; 首次覆盖给予江西铜业 (H) “买入” 评级, 目标价 16.15 港元。

4、风险提示

- 1) 美元指数高位, 或引起铜金属价格、黄金价格下跌;
- 2) 宏观经济下行, 下游需求不及预期;
- 3) 收购恒邦股份进展情况不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	205,047	215,290	224,534	231,454	238,587
营业成本	195,837	207,472	214,642	221,111	227,374
折旧和摊销	1,805	1,669	1,925	1,960	1,986
营业税费	813	895	822	909	934
销售费用	533	569	603	612	634
管理费用	1,674	1,559	1,768	1,796	1,819
财务费用	461	813	1,460	887	677
公允价值变动损益	-47	663	0	0	0
投资收益	-490	591	1	1	1
营业利润	2,887	3,266	4,925	6,090	7,170
利润总额	2,857	3,294	4,735	5,674	6,680
少数股东损益	108	7	22	20	17
归属母公司净利润	1,604	2,447	2,830	3,397	4,006

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	97,469	102,866	94,181	95,889	97,694
流动资产	63,171	69,532	64,185	67,803	71,565
货币资金	19,003	22,773	23,751	24,483	25,238
交易型金融资产	402	9,741	0	0	0
应收帐款	11,832	5,728	5,843	6,009	6,250
应收票据	3,200	3,230	3,369	3,472	3,579
其他应收款	4,882	3,711	3,871	3,990	4,113
存货	19,997	17,259	17,724	18,272	18,802
可供出售投资	4,337	4,337	4,337	4,337	4,337
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,178	3,676	3,676	3,676	3,676
固定资产	18,715	17,942	17,081	15,954	14,612
无形资产	2,416	2,386	2,267	2,154	2,046
总负债	47,485	50,839	39,995	39,463	38,657
无息负债	23,122	17,049	22,336	25,473	28,658
有息负债	24,364	33,790	17,659	13,990	9,999
股东权益	49,983	52,027	54,186	56,426	59,038
股本	3,463	3,463	3,463	3,463	3,463
公积金	26,404	26,726	26,726	26,726	26,726
未分配利润	17,359	19,073	21,210	23,429	26,024
少数股东权益	2,451	2,260	2,282	2,303	2,320

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,259	8,182	8,788	6,519	6,867
净利润	1,604	2,447	2,830	3,397	4,006
折旧摊销	1,805	1,669	1,925	1,960	1,986
净营运资金增加	6,259	-5,204	-1,006	477	574
其他	-6,409	9,269	5,040	684	301
投资活动产生现金流	-2,141	-9,178	10,478	-49	-29
净资本支出	-3,249	-2,400	-50	-50	-30
长期投资变化	3,178	3,676	0	0	0
其他资产变化	-2,070	-10,455	10,528	1	1
融资活动现金流	1,559	1,109	-18,288	-5,738	-6,083
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	9,130	9,427	-16,131	-3,670	-3,991
无息负债变化	-205	-6,073	5,287	3,138	3,184
净现金流	2,088	284	978	732	755

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	1.35%	5.00%	4.29%	3.08%	3.08%
净利润增长率	103.69%	52.58%	15.63%	20.04%	17.92%
EBITDA 增长率	15.64%	5.75%	38.86%	7.55%	10.02%
EBIT 增长率	27.11%	11.96%	47.98%	9.27%	12.47%
估值指标					
PE	33	22	19	16	13
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	12	8	7	6
EV/EBIT	20	17	11	9	8
EV/NOPLAT	33	23	18	15	13
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	4.49%	3.63%	4.41%	4.47%	4.70%
EBITDA 率	2.76%	2.78%	3.70%	3.86%	4.12%
EBIT 率	1.88%	2.00%	2.84%	3.01%	3.29%
税前净利润率	1.39%	1.53%	2.11%	2.45%	2.80%
税后净利润率 (归属母公司)	0.78%	1.14%	1.26%	1.47%	1.68%
ROA	1.76%	2.39%	3.03%	3.56%	4.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.37%	4.92%	5.45%	6.28%	7.06%
经营性 ROIC	3.11%	4.76%	6.02%	6.73%	7.74%
偿债能力					
流动比率	1.38	1.51	1.79	1.92	2.07
速动比率	0.94	1.13	1.29	1.40	1.53
归属母公司权益/有息债务	1.95	1.47	2.94	3.87	5.67
有形资产/有息债务	3.87	2.95	5.20	6.70	9.57
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.46	0.71	0.82	0.98	1.16
每股红利	0.20	0.20	0.34	0.41	0.48
每股经营现金流	0.94	2.36	2.54	1.88	1.98
每股自由现金流(FCFF)	-0.88	2.36	2.03	1.64	1.76
每股净资产	13.73	14.37	14.99	15.63	16.38
每股销售收入	59.22	62.17	64.84	66.84	68.90

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，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