

# 减税有益，电价无忧

## ——2019 政府工作报告电力及公用事业热点点评

行业动态

◆**报告导读：**2019年3月5日，李克强总理在第十三届全国人民代表大会第二次会议上作政府工作报告。我们对“十三五”期间政府工作报告公用事业热点进行了解析。

◆**经济增速放缓，供给侧改革力度有望边际减弱：**2019年预期GDP增速目标将从“6.5%左右”回落至“6-6.5%”。GDP增速目标的官方口径调整表明了经济增速下行的压力。对于供给侧改革而言，2019政府工作报告中的措辞改为“推进钢铁、煤炭行业市场化去产能”，并未直接提出钢铁、煤炭行业的去产能目标。在经济增速放缓预期、叠加供给侧改革力度边际减弱的背景下，火电行业将充分受益。

◆**增值税税率调整方案如约而至：**2019政府工作报告提到：“将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%”，我们通过模型构建及上市公司测算，分析了增值税税率调整对于公用事业（火电、水电、燃气）的影响。在当前盈利水平条件下，总体而言，降低增值税税率对火电公司业绩提升的影响相对较大。

◆**各项改革有望加速：**2019政府工作报告明确提出，“深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场”。我们认为，国家石油天然气管网公司有望年内成立；此外，电力、油气等重点行业市场化改革（如市场化交易电量规模扩张、电力现货市场建设、油气交易中心地位提升）亦将成为2019年公用事业的亮点。

◆**“一般工商业平均电价再降10%”的空间来自何处？**2019政府工作报告提出：“深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%”。我们构建了一个简单的发电-电网产业链模型。模型测算结果表明，通过电网端增值税让利和电价附加收费清理途径，可基本完成2019年“一般工商业平均电价再降低10%”的目标，考虑到电力市场化改革红利的释放，我们认为2019年通过降低发电侧标杆上网电价的方式完成目标的概率较低。

◆**投资建议：**在实体经济出现明确回暖趋势之前，逆周期性（成本敏感性和波动率明显高于电量敏感性和波动率）仍为2019年火电行业股价走势的核心驱动力。重申我们2019年行业年度策略《与其苟延残喘，不如从容燃烧》的观点，2019年电力股将呈龙头搭台，二线唱戏的格局。除行业龙头外，我们建议在电力股中积极寻找具有基本面支撑且具备改革、重组预期的二、三线标的进行配置。推荐火电龙头华能国际、华电国际，以及弹性标的长源电力、赣能股份、皖能电力、建投能源等。

◆**风险分析：**电力行业：上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。燃气行业：天然气销售量低于预期，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低的风险，购气成本超预期上涨，管输费、配气费进一步下行的风险等。

### 增持（维持）

#### 分析师

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

[wangwei2016@ebsec.com](mailto:wangwei2016@ebsec.com)

#### 联系人

于鸿光

021-52523819

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

增值税税率调整对公用事业影响几何？——公用事业增值税测算专题报告

..... 2019-03-05

与其苟延残喘，不如从容燃烧——公用事业2019年度投资策略

..... 2018-12-26

“一般工商业电价平均下降10%”已近完成——发改委供给侧结构性改革专题新闻发布会点评

..... 2018-08-16

个别省份上网电价下调，改变了什么？——关于降低一般工商业电价的讨论

..... 2018-08-13

## 目 录

1、 事件 .....	3
2、 公用事业热点解析.....	4
2.1、 经济增速放缓，供给侧改革力度有望边际减弱 .....	4
2.2、 增值税税率调整方案如约而至 .....	4
2.3、 各项改革有望加速.....	5
2.4、 “一般工商业平均电价再降 10%”的空间来自何处？ .....	6
3、 投资建议 .....	9
4、 风险分析 .....	9

## 1、事件

2019年3月5日，李克强总理在第十三届全国人民代表大会第二次会议上作政府工作报告。我们对“十三五”期间政府工作报告公用事业相关部分进行了梳理，详见表1。

表1：“十三五”期间政府工作报告公用事业相关内容梳理

项目	2016 政府工作报告	2017 政府工作报告	2018 政府工作报告	2019 政府工作报告
GDP 增速目标	6.5-7%	6.5%左右	6.5%左右	6-6.5%
供给侧改革	着力化解过剩产能和降本增效。重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能，坚持市场倒逼、企业主体、地方组织、中央支持，运用经济、法律、技术、环保、质量、安全等手段，严格控制新增产能，坚决淘汰落后产能，有序退出过剩产能。	扎实有效去产能。今年要再压减钢铁产能5000万吨左右，退出煤炭产能1.5亿吨以上。同时，要淘汰、停建、缓建煤电产能5000万千瓦以上，以防范化解煤电产能过剩风险，提高煤电行业效率，优化能源结构，为清洁能源发展腾空间。	深入推进供给侧结构性改革。继续破除无效供给。坚持用市场化法治化手段，严格执行环保、质量、安全等法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。今年再压减钢铁产能3000万吨左右，退出煤炭产能1.5亿吨左右，淘汰关停不达标的30万千瓦以下煤电机组。	深化供给侧结构性改革。推进钢铁、煤炭行业市场化去产能。
减税	全面实施营改增，从5月1日起，将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围，确保所有行业税负只减不增。	简化增值税税率结构，今年由四档税率简并至三档，营造简洁透明、更加公平的税收环境，进一步减轻企业税收负担。	进一步减轻企业税负。改革完善增值税制度，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，提高小规模纳税人年销售额标准。	深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，确保主要行业税负明显降低；保持6%一档的税率不变。继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。
行业改革	大幅放宽电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域市场准入，消除各种隐性壁垒，鼓励民营企业扩大投资、参与国有企业改革。	抓好电力和石油天然气体制改革，开放竞争性业务。	深化资源类产品和公共服务价格改革，打破行政垄断，防止市场垄断。	深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。
国企改革	大力推进国有企业改革。推动国有企业特别是中央企业结构调整，创新发展一批，重组整合一批，清理退出一批。	深入推进国企国资改革。今年要基本完成公司制改革。	推进国资国企改革。	加快国资国企改革。
混合所有制改革	推进股权多元化改革，开展落实企业董事会职权、市场化选聘经营者、职业经理人制度、混合所有制、员工持股等试点。	深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。	积极稳妥推进混合所有制改革。	积极稳妥推进混合所有制改革。
降低用能成本	采取综合措施，降低企业交易、物流、财务、用能等成本，坚决遏制涉企乱收费，对违规行为要严肃查处。	通过深化改革、完善政策，降低企业制度性交易成本，降低用能、物流等成本。	降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低10%。	深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低10%。

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

回顾近年来的政府工作报告，我们对 2019 年政府工作报告中事关公用事业行业的热点梳理如下：

- 经济增速预期放缓；
- 供给侧改革力度边际减弱；
- 增值税税率调整方案出台；
- 各项改革有望加速；
- 一般工商业平均电价再降低 10%。

## 2、公用事业热点解析

### 2.1、经济增速放缓，供给侧改革力度有望边际减弱

GDP 增速目标对于全年经济的指导作用不言而喻。从近年来政府工作报告中 GDP 增速目标的变化来看，2019 年预期 GDP 增速目标从 2018 年的“6.5% 左右”回落至“6-6.5%”。GDP 增速目标的官方口径调整表明了经济增速下行的压力。

对于供给侧改革而言，2019 政府工作报告中的措辞由 2018 年的“深入推进供给侧结构性改革”变为“深化供给侧结构性改革，推进钢铁、煤炭行业市场化去产能”，并未直接提出钢铁、煤炭行业的去产能目标；另外，煤电行业供给侧改革亦未出现在 2019 政府工作报告中。随着近年来改革加速推进、无效产能出清，以钢铁、煤炭行业为代表的供给侧改革目标渐行渐近。供给侧改革力度有望边际放松，进而推动煤价中枢下行。

在经济预期增速放缓、叠加供给侧改革力度边际减弱的背景下，火电行业将充分受益。火电的**逆周期性**（成本敏感性和波动率明显高于电量敏感性和波动率）将继续为相关上市公司股价走势提供核心驱动力。

### 2.2、增值税税率调整方案如约而至

2019 政府工作报告提到：“深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6% 一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进。”

目前公用事业主要适用税率为 16% 和 10% 两档。随着增值税税率调整方案的执行，公用事业板块主要项目的增值税税率均有所降低。

表 2：公用事业主要项目增值税税率情况

项目	增值税税率 (%)			
	2017/07/01 前	2017/07/01 ~2018/04/30	2018/05/01 至今	新方案*
电力	17%	17%	16%	13%
热力	13%	11%	10%	9%
煤炭	17%	17%	16%	13%
煤气、石油液化气、天然气	13%	11%	10%	9%
自来水	13%	11%	10%	9%
污水处理	17%	17%	16%	13%

资料来源：国家税务总局，政府工作报告，光大证券研究所整理（注：新方案的执行时间尚未公布）

我们通过模型构建（模型以行业正常盈利能力为依据）及对上市公司数据（分别计算正常业绩基数和偏低业绩基数的弹性）进行测算，分析了增值税税率调整对于公用事业（火电、水电、燃气）的影响。（详细测算过程请参考我们 2019-03-05 发布的报告《增值税税率调整对公用事业影响几何？——公用事业增值税测算专题报告》）

模型测算表明，在含税价格不做调整的情况下，增值税税率的下调将导致不含税价格实质性提升。当增值税税率下调 1 个百分点时，火电、水电、燃气模型公司的净利润分别增长 3.5%、1.9%、3.0%。

上市公司测算表明，不同上市公司的利润总额对增值税下调的敏感性不尽相同，盈利状况较差、进税项抵扣比例较低的公司，更多受益于增值税税率下调。在当前盈利水平条件下，总体而言，降低增值税税率对火电公司业绩提升的影响相对较大。

## 2.3、各项改革有望加速

2019 政府工作报告明确提出，“深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场”。

近年来电力行业、油气行业均按照“管住中间、放开两头”的思路执行，改革成效显著。

据中石油官网报道，国家石油天然气管网公司有望于 2019 年上半年成立。作为油气领域的重要环节，中国油气管网设施的建设、运营主要集中于少数大型央企。随着国家石油天然气管网公司的成立，油气产业将实现网运分开（管输和销售实现分离），油气行业改革将进一步推进。

此外，我们认为电力、油气等重点行业的市场化改革（如市场化交易电量规模扩张、电力现货市场建设、油气交易中心地位提升）亦将成为 2019 年公用事业的亮点。

## 2.4、“一般工商业平均电价再降 10%”的空间来自何处？

作为“三去一降一补”的重要环节，降低用能成本近年来持续出现在政府工作报告中。自 2018 年起，降低用能成本目标细化，“一般工商业电价平均降低 10%”的目标连续 2 年出现在政府工作报告中。

2018 政府工作报告提出“降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%”的目标。根据国家发改委价格司数据，2018 年降价一般工商业电价涉及总金额约 830 亿元。

通过对比 2018 年“一般工商业电价平均降低 10%”的安排和实际措施来看，2018 年完成“一般工商业电价平均降低 10%”的目标主要通过电网环节让利实现。

表 3：2018 年国家发改委降低一般工商业电价的安排

降价措施安排	具体内容
一个目标	一般工商业电价平均降 10%
两个方向	降低电网输配电价水平，清理和规范电网环节的收费
八项措施	清理和规范电网环节收费，释放区域电网、省级电网和跨省跨区专线输电工程输配电价改革红利，降低电价中征收的政府基金标准，释放减税红利等
分两批实施	第一批措施，涉及金额 430 亿元，从 4 月 1 日开始执行； 第二批准备下半年实施，涉及金额 400 亿元。

资料来源：国家发改委，光大证券研究所

表 4：2018 年实际执行的降低一般工商业电价的措施

批次	执行日期	相关措施	涉及金额 (亿元)
1	2018-04-01 起	<ul style="list-style-type: none"> <li>落实国家明确出台的电网清费政策</li> <li>推进区域电网和跨省跨区专项工程输电价格改革</li> <li>进一步规范和降低电网环节收费</li> <li>临时性降低输配电价</li> </ul>	432
2	2018-05-01 起	<ul style="list-style-type: none"> <li>释放电力行业的增值税税率调整和电网企业留抵退税一次性退返腾出的电价空间</li> </ul>	216
3	2018-07-01 起	<ul style="list-style-type: none"> <li>重大水利工程基金征收标准降低 25%</li> <li>扩大跨省跨区电力交易规模</li> <li>督促自备电厂承担政策性交叉补贴</li> </ul>	173
4	2018-09-01 起	<ul style="list-style-type: none"> <li>省级电网经营区内首个监管周期平均电量增速超过预测电量增速带来的降价空间</li> <li>省级电网经营区内 2017-01~2018-07 间的部分超收收入</li> <li>电网企业内部调剂</li> </ul>	暂未公布

资料来源：国家发改委，光大证券研究所整理

2019 政府工作报告提出：“深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%”。与 2018 年相比，2019 年完成“一般工商业平均电价再降低 10%”任务的途径发生改变。

我们认为，2019年“一般工商业平均电价再降低10%”的空间将主要来自以下方面：

- (1) 电网端增值税让利；
- (2) 电价附加收费清理；
- (3) 电力市场化改革红利；
- (4) 发电侧增值税让利。

我们构建了一个简单的发电-电网产业链模型。模型假设如下：

发电端：总发电量100亿千瓦时，增值税税率16%，发电端假设详见表5。

电网端：综合线损率6.7%，增值税税率16%，电网端假设详见表6。需要指出的是，电网端含税销售电价不包含政府性基金及附加。

根据国家能源局统计，我们在模型中假定政府性基金及附加3.7分/千瓦时，其中可再生能源发展基金1.9分/千瓦时。

**表5：发电-电网产业链模型发电端假设**

发电项目	发电量 (亿千瓦时)	厂用电率 (%)	含税上网电价 (元/千瓦时)
火电	73	6.0%	0.37
水电	16	0.3%	0.26
新能源等	11	1.6%	0.58

资料来源：光大证券研究所

**表6：发电-电网产业链模型电网端**

下游客户	销售电量结构 (%)	含税销售电价 (元/千瓦时)
一般工商业用户	21%	0.72
其他用户	79%	0.57

资料来源：光大证券研究所（注：含税销售电价不包含政府性基金及附加）

根据上述假设，一般工商业用户含税销售电价降低10%，对应的降价空间为1.32亿元。

#### (1) 电网端增值税让利

当增值税税率从16%降低至13%时，电网端增值税让利空间为0.47亿元，约占总降价任务的36%。（详见图1）

#### (2) 电价附加收费清理

电价附加收费包括重大水利基金、农网还贷资金、水库移民扶持基金、可再生能源发展基金等。我们认为电价附加收费中，清理可再生能源发展基金的可能性较低，预计电价附加收费清理腾出空间0.41~0.95亿元，约占总降价任务的31~72%。

表 7：电费附加收费梳理

电价附加收费项目	电价附加收费金额
重大水利基金	0.28~1.12 分/千瓦时
农网还贷基金	全国大部分地区为 2 分/千瓦时
水库移民扶持基金	全国大部分地区为 0.62 分/千瓦时
可再生能源发展基金	全国大部分地区为 1.9 分/千瓦时

资料来源：叶泽等《当前我国电价附加费政策及其存在的问题与对策研究》

(3) 电力市场化改革红利

根据中电联统计，我们假设市场化交易电量占电网销售电量的比例为 37.1%。我们测算电力市场化改革红利释放空间约占总降价任务的 3~28%。

表 8：电力市场化改革红利释放空间的敏感性测算（亿元）

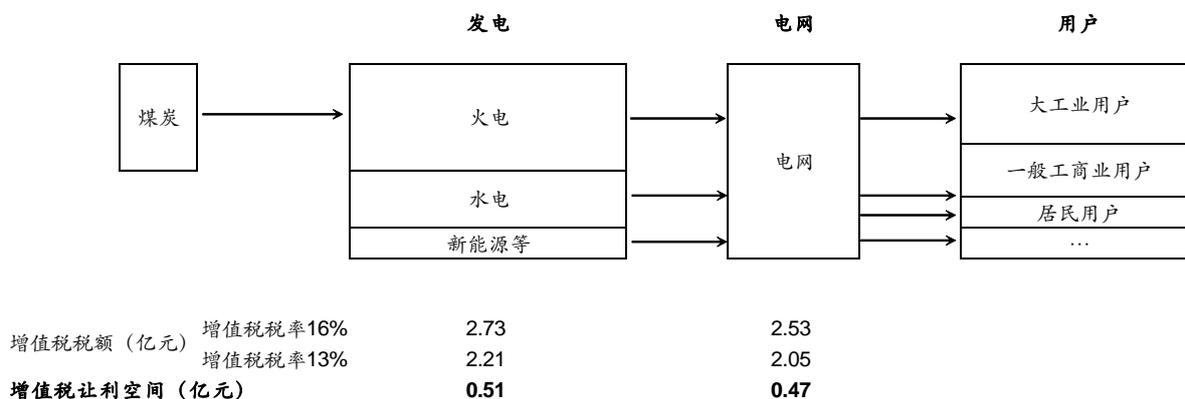
市场化电量 占比 (%) *	市场化交易电价让利幅度 (分/千瓦时)						
	4	5	6	7	8	9	10
40%	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08
42%	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11	0.13	0.14
44%	0.08	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18	0.20
46%	0.10	0.13	0.15	0.18	0.20	0.23	0.25
48%	0.12	0.16	0.19	0.22	0.25	0.28	0.31
50%	0.15	0.18	0.22	0.26	0.29	0.33	0.37

资料来源：光大证券研究所（注：市场化电量占比指市场化交易电量占电网销售电量的比例）

(4) 发电侧增值税让利

当增值税税率从 16%降低至 13%时，发电端增值税让利空间为 0.51 亿元，约占总降价任务的 39%。（详见图 1）

图 1：发电-电网产业链增值税让利空间测算



资料来源：光大证券研究所测算

我们对于四种让利途径的模型测算结果见表 9。通过电网端增值税让利和电价附加收费清理途径，可基本完成 2019 年“一般工商业平均电价再降低

10%”的目标，若再考虑电力市场化改革红利的释放，我们认为2019年降低发电侧标杆上网电价的概率较低。

表9：2019年“一般工商业平均电价再降低10%”的空间测算

让利途径	让利空间 (%)
电网端增值税让利	36%
电价附加收费清理	31~72%
电力市场化改革红利	3~28%
发电侧增值税让利	39%

资料来源：光大证券研究所测算（注：让利空间指红利释放金额/降低一般工商业电价10%所需金额）

### 3、投资建议

距离我们2018年3月旗帜鲜明看多火电行业（参见《电力行业——走出“至暗时刻”》）已经一年有余。其间，电力股股价在各类市场噪音的扰动下波动频繁，但每轮波动的低点都在抬升。

我们认为，在实体经济出现明确回暖趋势之前，逆周期性（成本敏感性和波动率明显高于电量敏感性和波动率）仍为2019年火电行业股价走势的核心驱动力。重申我们2019年行业年度策略《与其苟延残喘，不如从容燃烧》的观点，2019年电力股将呈龙头搭台，二线唱戏的格局。除行业龙头外，我们建议在电力股中积极寻找具有基本面支撑且具备改革、重组预期的二、三线标的进行配置。推荐火电龙头华能国际、华电国际，以及弹性标的长源电力、赣能股份、皖能电力、建投能源等。

表10：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600011	华能国际	7.31	0.11	0.14	0.36	64	53	20	买入
600027	华电国际	4.78	0.04	0.18	0.33	110	27	14	买入
000966	长源电力	4.21	-0.11	0.06	0.22	-	70	19	增持
000899	赣能股份	5.54	0.02	0.20	0.27	329	28	21	增持
000543	皖能电力	5.67	0.07	0.16	0.25	77	35	23	增持
000600	建投能源	6.91	0.09	0.14	0.20	74	49	35	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019-03-05

### 4、风险分析

电力行业：上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

燃气行业：天然气销售量低于预期，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低的风险，购气成本超预期上涨，管输费、配气费进一步下行的风险等。

## 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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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，光大证券股份有限公司的经营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，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。

本证券研究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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达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达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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com