

厂商主动去库，新能源增速回落

——2019年5月汽车销量跟踪报告

行业动态

◆汽车市场：5月销量191.3万辆，同比-16.4%，19年累计同比-16.4%

汽车销售191.3万辆，同比-16.4%，环比-3.4%。其中，乘用车销售156.1万辆，同比-17.4%，环比-0.9%；商用车销售35.1万辆，同比-11.8%，环比-13.4%。1-5月汽车累计销量1026.6万辆，同比-16.4%；乘用车累计销量839.9万辆，同比-17.4%；商用车累计销量186.7万辆，同比-11.8%。

5月末乘用车厂商库存较月初-7.2%。汽车经销商综合库存系数为1.65，环比-18%。19年7月1日部分地区提前实施国六排放政策，厂商减产降库，终端零售降价促销，使国五车型渠道库存去化。

增持（维持）

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)
021-52523869
shaoj@ebsecn.com

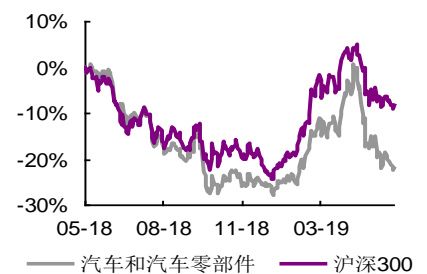
殷磊 (执业证书编号：S0930515070001)
021-52523802
yinl@ebsecn.com

马瑞山 (执业证书编号：S0930518080001)
021-52523850
mars@ebsecn.com

联系人

杨耀先
021-52523656
yangyx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

汽车行业走向复苏，聚焦乘用车——汽车行业2019年下半年投资策略

.....2019-06-10

发改委出台限购放宽政策，新能源汽车行业提振可期——汽车和汽车零部件行业政策点评报告

.....2019-06-09

◆动力电池：5月装机总量5.68GWh，同比+26%/环比+5%

5月，国内动力电池装机量为5.68Gwh，同比+26%，环比+5%。总体来看，2019年5月，新能源乘用车和客车装机量分别同比+119.5%和-60.7%，专用车同比大幅增长142%；三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别同比+81.7%、-26.4%和-16.7%。

◆投资建议：

我们预计下半年在基数效应下，行业销量增速降幅收窄并有望转正。同时，由于去年下半年以来需求增速持续下行，汽车经销商库存一直处于高位，渠道库存未得到有效去化。重点城市“国六”提前实施令经销商库存加速去化，预计今年5月至7月份本轮主动去库过程有望结束，而销量增速和库存增速的趋势组合会驱动光大汽车时钟切换至复苏时区，并带动汽车板块配置比例在该阶段持续提升。我们预计汽车行业大概率于三季度开启被动去库过程。

A股汽车方面，从行业比较来看，建议标配乘用车板块，维持“增持”评级，个股建议关注上汽集团、星宇股份、长城汽车(A)和长安汽车。

港股汽车方面：基于港股更看重业绩兑现，且易受外围市场、汇率波动影响，预计港股在业绩兑现与基本面最快下半年改善的预期中反复，维持港股汽车板块震荡走势的判断，个股建议关注长城汽车(H)。

动力电池方面：2019年补贴退坡幅度较大，建议关注龙头企业宁德时代。

◆风险分析：

行业增长不及预期，宏观经济因素扰动，新能源汽车技术更新风险等。

目 录

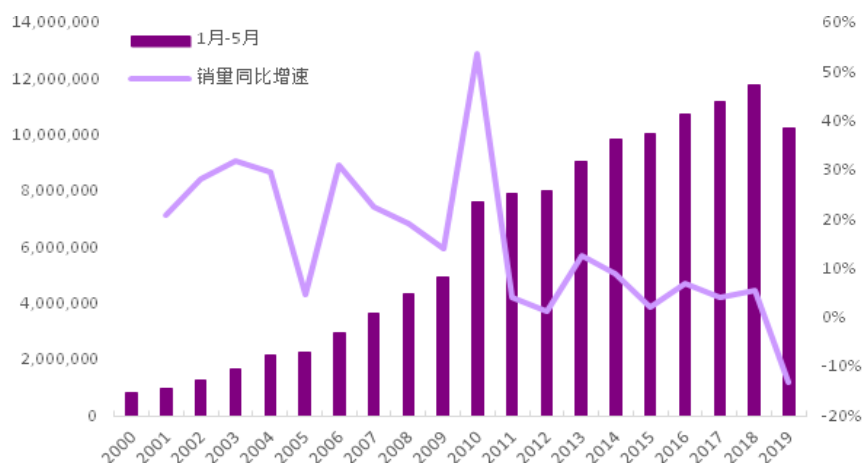
1、 5月汽车市场持续低迷，乘商销量均同比下滑	3
1.1、 总体数据：5月销量 191.3 万辆，同比-16.4%，19 年累计同比-16.4%.....	3
1.2、 乘用车： 批发销量负增速与 4 月持平，零售销量同比降幅环比收窄	4
1.3、 商用车： 同比增速由正转负	5
2、 5月厂商和渠道库存双降.....	7
3、 新能源汽车：产销增速放缓明显	8
3.1、 总体数据：5月销量 10.4 万辆，同比+1.8%/环比+7.9%	8
3.2、 乘用车：5月 EV/PHEV 乘用车销量同比+15.0%/+12.3%.....	9
3.3、 商用车：5月销量 0.9 万辆，同比-53.7%/环比 23.0%	10
4、 动力电池：装机量 TOP10 占比下滑 8%，欣旺达挺进前十.....	10
5、 汽车板块估值小幅反弹	14
6、 投资建议	14
7、 风险分析.....	15

1、5月汽车市场持续低迷，乘商销量均同比下滑

1.1、总体数据：5月销量191.3万辆，同比-16.4%，19年累计同比-16.4%

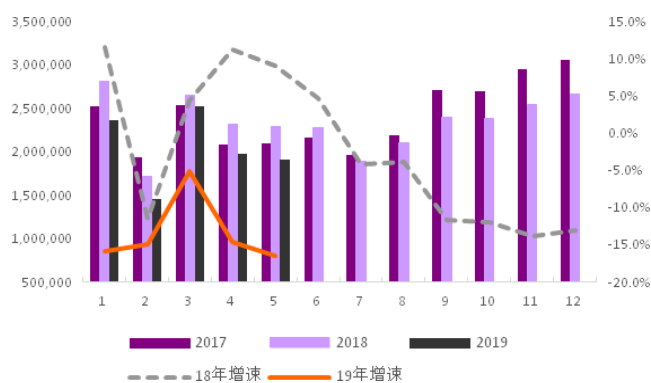
2019年5月汽车销售191.3万辆，同比-16.4%，环比-3.4%。其中，乘用车销售156.1万辆，同比-17.4%，环比-0.9%；商用车销售35.1万辆，同比-11.8%，环比-13.4%。1-5月汽车累计销量1026.6万辆，同比-16.4%；乘用车累计销量839.9万辆，同比-17.4%；商用车累计销量186.7万辆，同比-11.8%。

图1：历年1-5月累计汽车销量（左：辆）与同比增速（右）



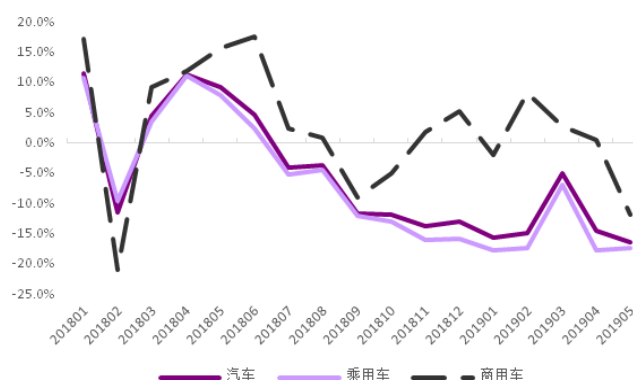
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图2：汽车月度销量（辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图3：汽车月度销量同比增速



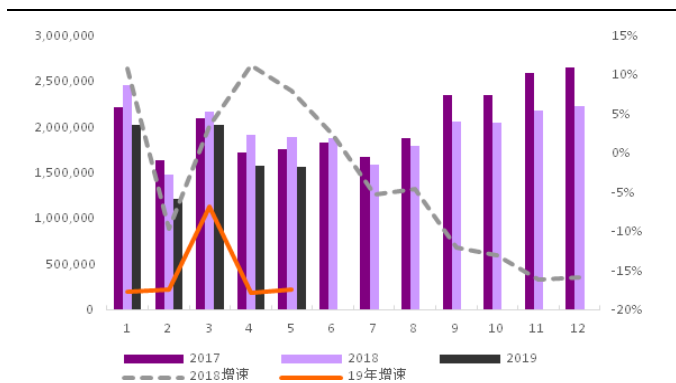
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.2、乘用车：批发销量负增速与4月持平，零售销量同比降幅环比收窄

5月乘用车销量156.1万辆，同比-17.4%，较4月的增速-17.7%基本持平。2019年1-5月累计销量同比-15.2%。5月乘用车产量149.1万辆，同比-23.7%，环比-10.2%。另据乘联会乘用车零售数据，5月零售销量同比-12.3%，较4月增速-16.4%收窄。19年7月1日部分地区提前实施国六排放标准，厂商减产降库，终端零售降价促销，使国五车型渠道库存去化。

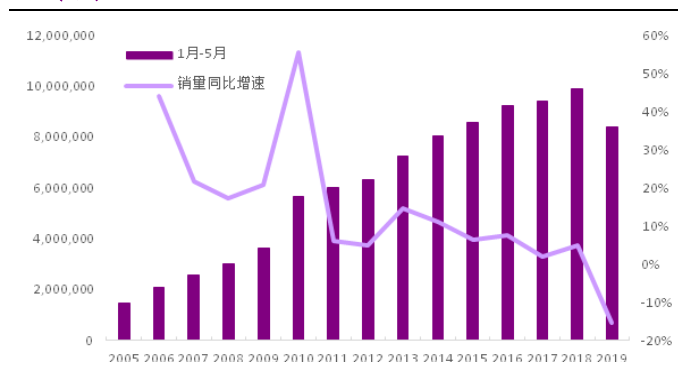
5月轿车销量78.4万辆，同比-16.6%，环比-0.9%。1-5月累计销量409.9万辆，同比-13.4%；5月SUV销量64.3万辆，同比-15.6%，环比-0.8%。1-5月累计销量356.1万辆，同比-15.7%；5月MPV销量10.8万辆，同比-22.4%，环比+13.5%。1-5月累计销量57.3万辆，同比-23.9%。5月微客销量2.6万辆，同比-46.0%，环比-35.3%。1-5月累计销量16.6万辆，同比-13.1%。

图4：乘用车月度销量（左：辆）及同比增速（右）



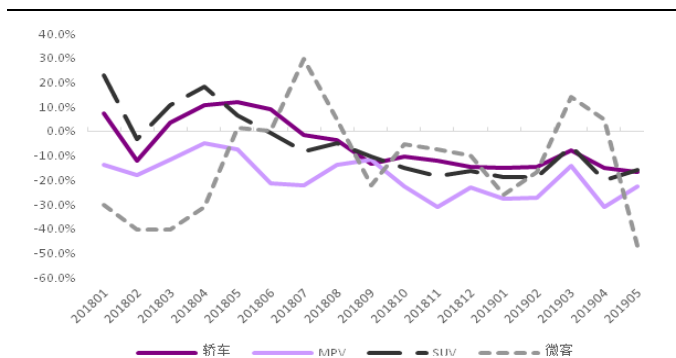
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图5：历年1-5月乘用车累计销量（左：辆）与同比增速（右）



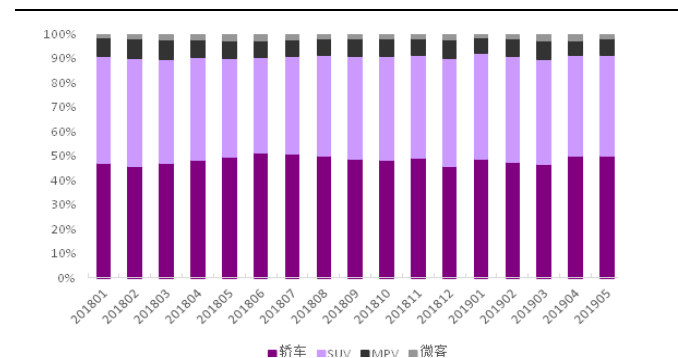
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图6：乘用车各车型月度销量同比增速



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图7：乘用车各车型月度销量份额

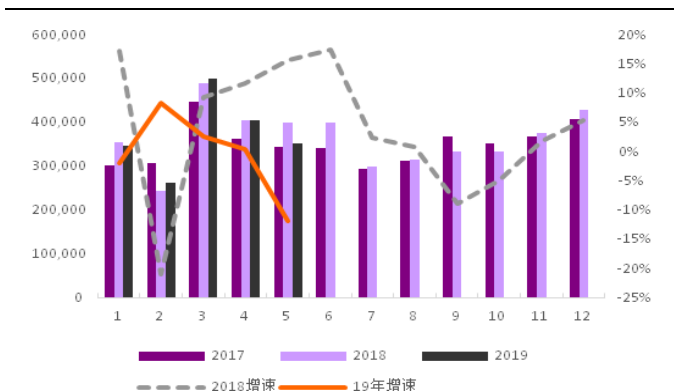


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

1.3、商用车：同比增速由正转负

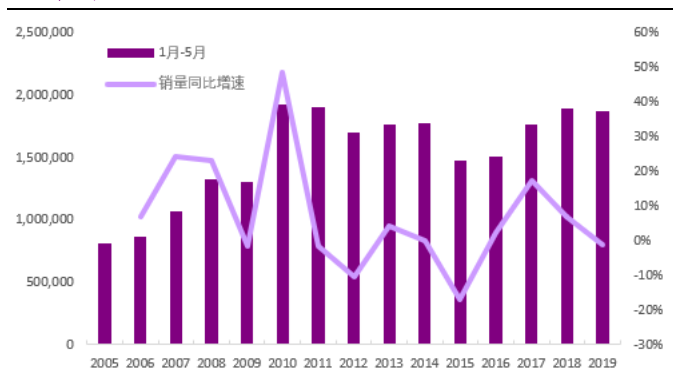
5月商用车销售35.1万辆，同比-11.8%，1-5月累计同比-1.3%。5月货车销售31.6万辆，同比-9.9%，环比-14.3%，1-5月累计销量170.0万辆，同比-0.5%；5月客车销售3.5万辆，同比-25.7%，环比-3.5%，1-5月累计销量16.8万辆，同比-8.8%。

图8：商用车月度销量（左：辆）及同比增速（右）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

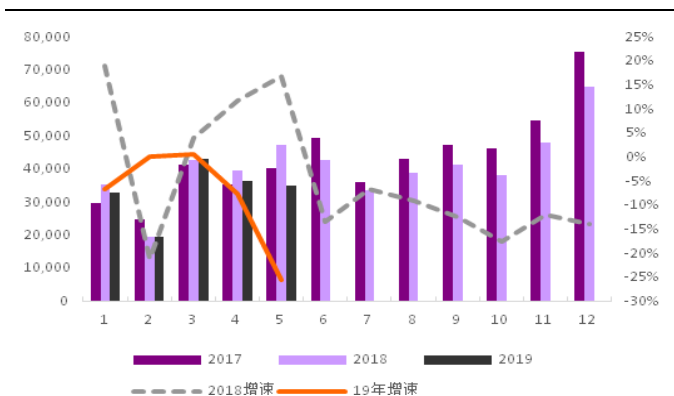
图9：历年1-5月商用车累计销量（左：辆）与同比增速（右）



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

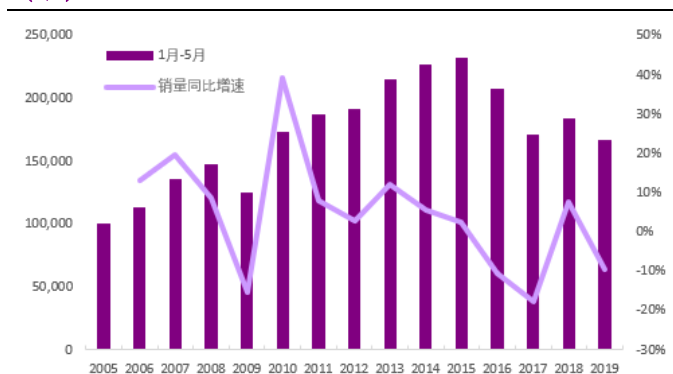
5月大中型客车销量下滑幅度扩大。5月大型客车销量0.6万辆，同比-36.1%。1-5月累计销量2.6万辆，同比-8.6%；5月中型客车销量0.4万辆，同比-55.1%。1-5月累计销量2.1万辆，同比-19.3%；5月轻型客车销量2.5万辆，同比-12.8%。1-5月累计销量12.1万辆，同比-7.6%。

图10：客车月度销量（左：辆）及同比增速（右）



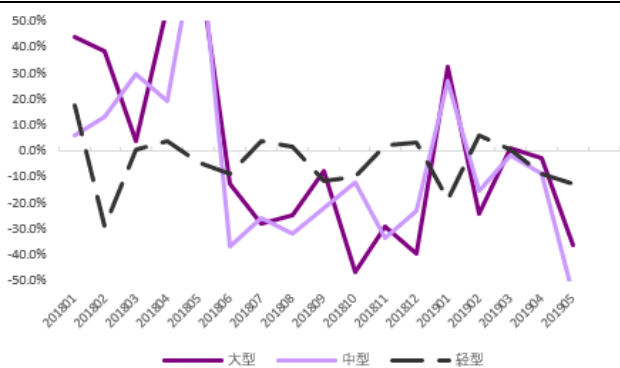
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图11：历年1-5月累计客车销量（左：辆）与同比增速（右）



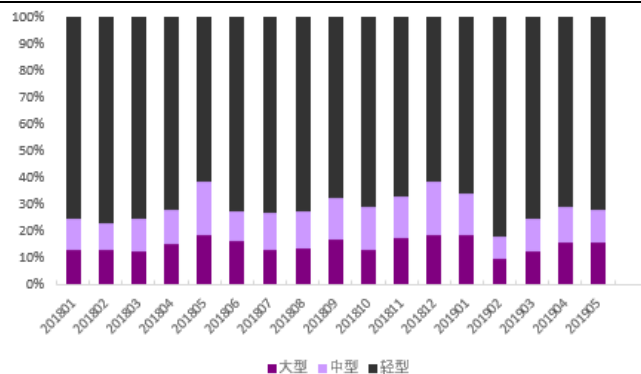
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 12: 客车各车型月度销量同比增速



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

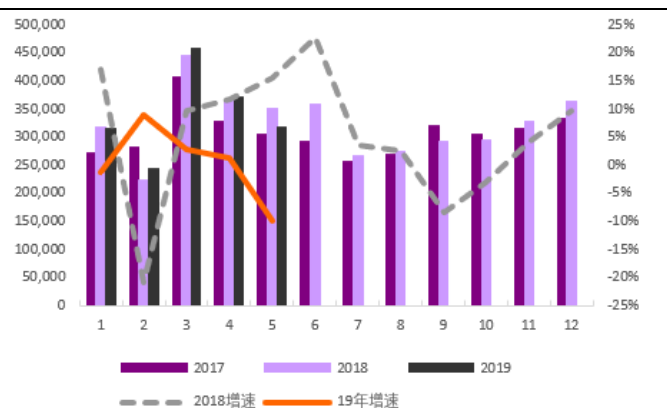
图 13: 客车各车型月度销量份额



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

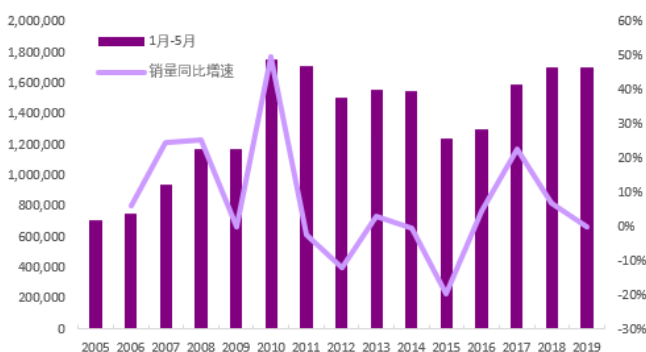
5月全部种类货车销量均同比下滑。5月重型货车销量10.8万辆, 同比-4.7%, 1-5月累计销量55.3万辆, 同比-1.3%; 5月中型货车销量1.0万辆, 同比-50.8%, 1-5月累计销量6.2万辆, 同比-27.2%; 5月轻型货车销量15.0万辆, 同比-8.0%, 1-5月累计销量82.7万辆, 同比+3.1%。5月微型货车销量4.8万辆, 同比-11.6%, 1-5月累计销量25.8万辆, 同比+1.3%。

图 14: 货车月度销量 (左: 辆) 及同比增速 (右)



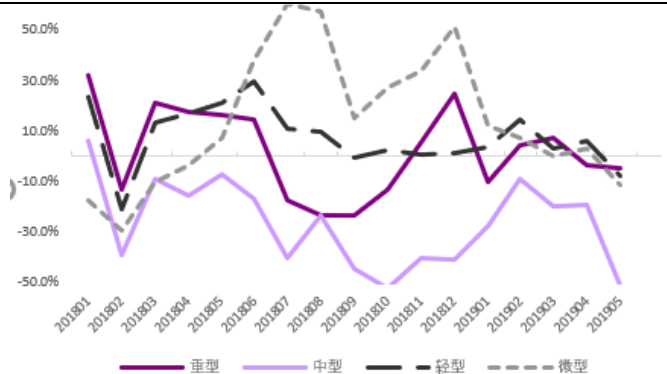
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 15: 历年 1-5 月货车累计销量 (左: 辆) 与同比增速 (右)



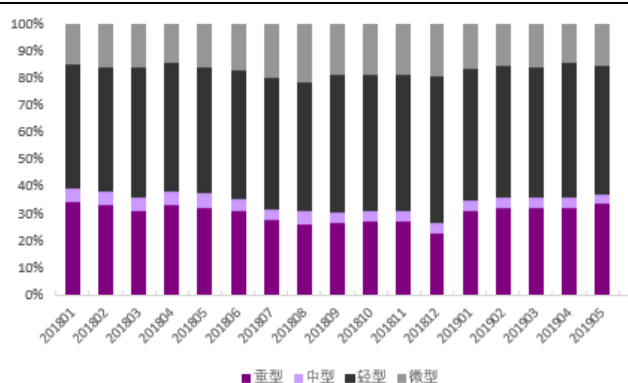
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 16: 货车各车型月度销量同比增速



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 17: 货车各车型月度销量份额



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

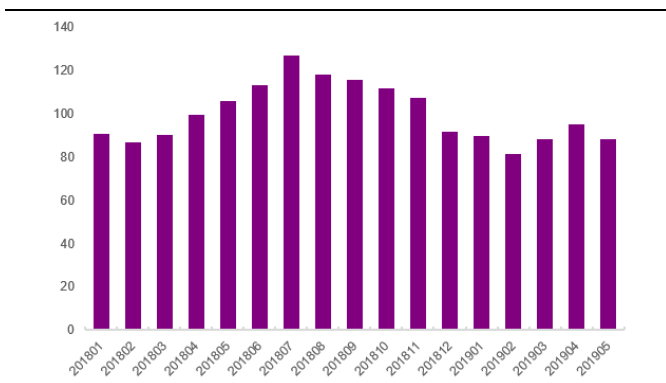
2、5月厂商和渠道库存双降

据中汽协数据,5月末汽车厂商库存较月初-5.6%。其中,乘用车库存减少,较月初-7.2%;商用车库存基本不变,较月初+0.4%。

中国汽车流通协会发布2019年5月份“汽车经销商库存”调查结果:5月份汽车经销商综合库存系数为1.65,同比+4%,环比-18%,库存水平位于警戒线以上。

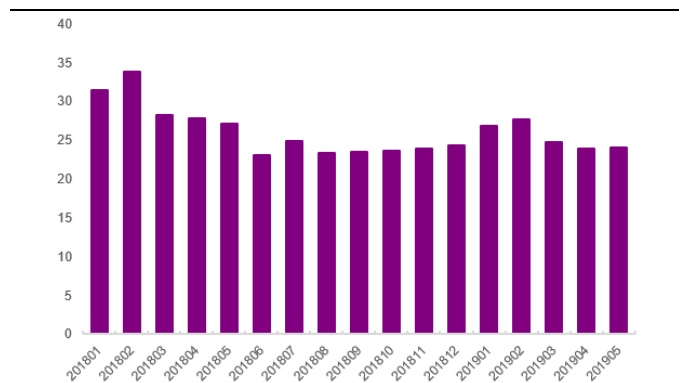
另据乘联会数据,5月广义乘用车生产150.0万辆,同比-22.9%;厂家批发156.7万辆,同比-17.6%;国内零售161.1万辆,同比-12.3%。由此形成厂家库存减少6.7万。

图 18: 厂商月末乘用车库存 (万辆)



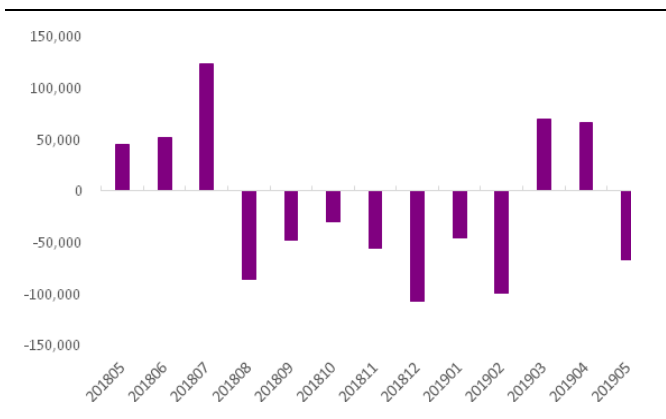
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 19: 厂商月末商用车库存 (万辆)



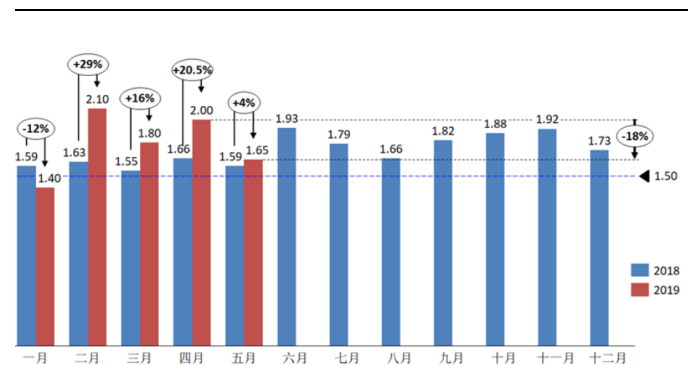
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 20: 厂商库存变化 (辆)



资料来源: 乘联会, 光大证券研究所整理

图 21: 2018-2019 年月度汽车经销商库存系数



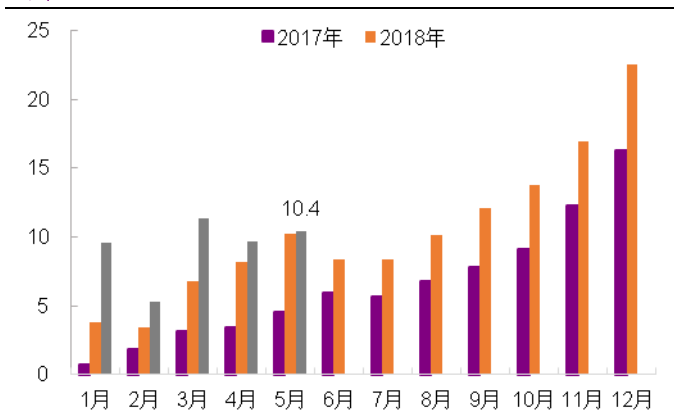
资料来源: 中国汽车流通协会

3、新能源汽车：产销增速放缓明显

3.1、总体数据：5月销量10.4万辆，同比+1.8%/环比+7.9%

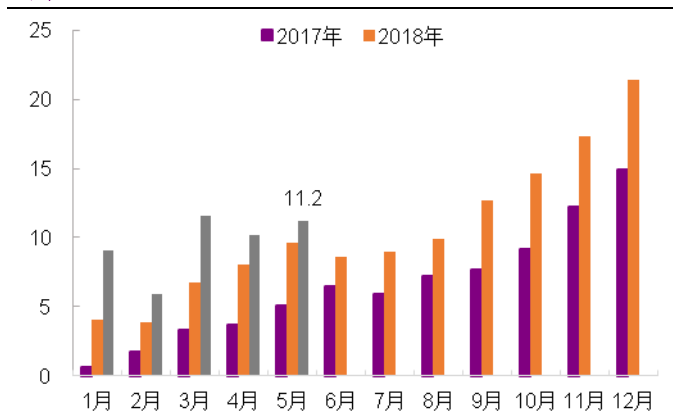
2019年5月，国内新能源汽车销量为10.4万辆，同比+1.8%，环比+7.9%；国内新能源汽车产量为11.2万辆，同比+16.9%，环比+10.4%。总体来看，过渡期第二个月，5月份新能源汽车产销量增速相对低迷。2019年1-5月，国内新能源汽车累计销量46.4万辆，同比+41.5%；累计产量48.0万辆，同比+46.0%。

图 22：2017-2019 年 5 月新能源汽车单月销量
(单位：万辆)



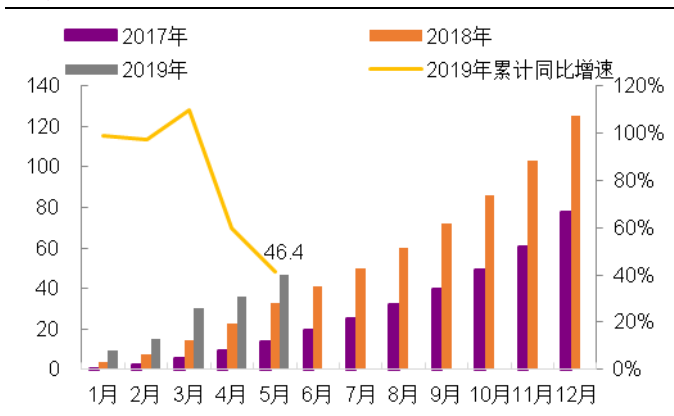
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 23：2017-2019 年 5 月新能源汽车单月产量
(单位：万辆)



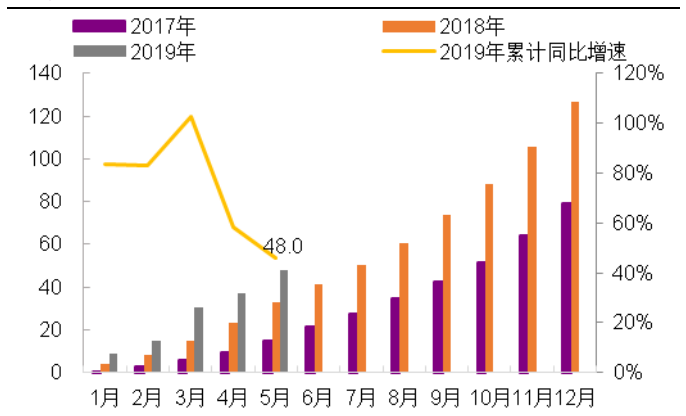
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 24：2017-2019 年 5 月新能源汽车累计销量
(单位：万辆)



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

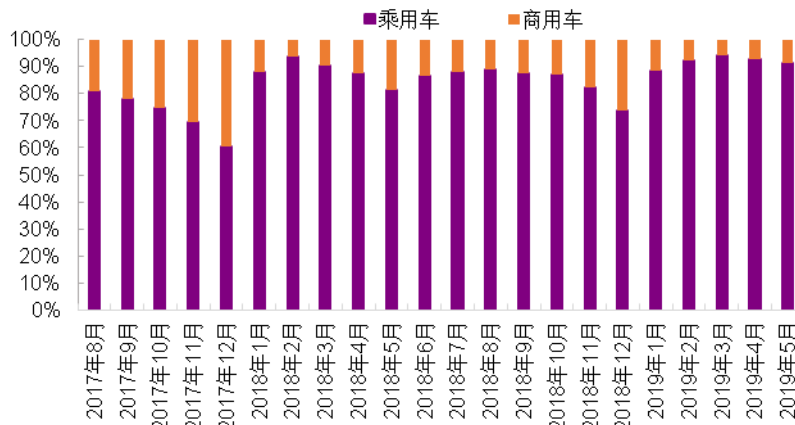
图 25：2017-2019 年 5 月新能源汽车累计产量
(单位：万辆)



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

从销量结构来看，2019年5月国内新能源乘用车销量为9.6万辆，占总销量的比例为92.3%，比2019年4月份的比例92.8%下降了0.5pcts；新能源商用车销量为0.9万辆，占总销量的比例为8.7%，比2019年4月份上升了1.5pcts。

图 26：2018-2019 年 5 月国内新能源汽车销量结构

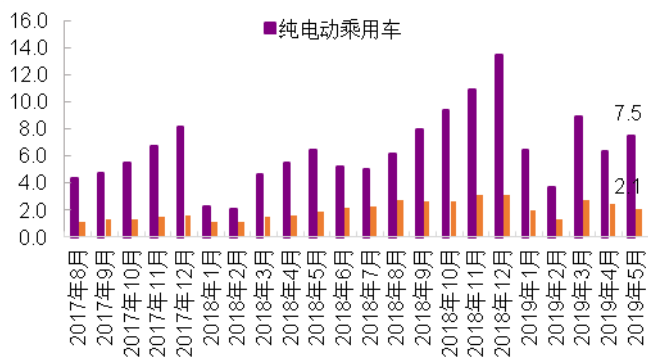


资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

3.2、乘用车：5 月 EV/PHEV 乘用车销量同比 +15.0%/+12.3%

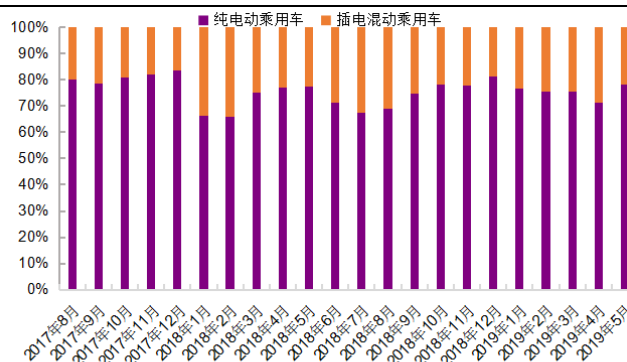
根据中汽协的数据，2019 年 5 月，国内纯电动乘用车销量为 7.5 万辆，同比+15.0%，环比+16.7%；插电混动乘用车销量为 2.1 万辆，同比+12.3%，环比-18.5%。总体来看，5 月份纯电动乘用车同比增速好于插混乘用车。2019 年 1-5 月，国内纯电动乘用车销量为 32.5 万辆，同比+56.4%；插混乘用车销量为 10.1 万辆，同比+35.8%。

图 27：2017-2019 年 5 月 EV 乘用车/PHEV 乘用车单月销量（单位：万辆）



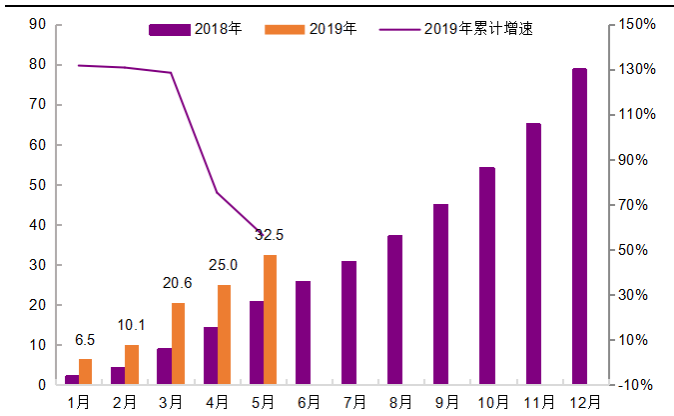
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 28：2017-2019 年 5 月新能源乘用车单月销量结构



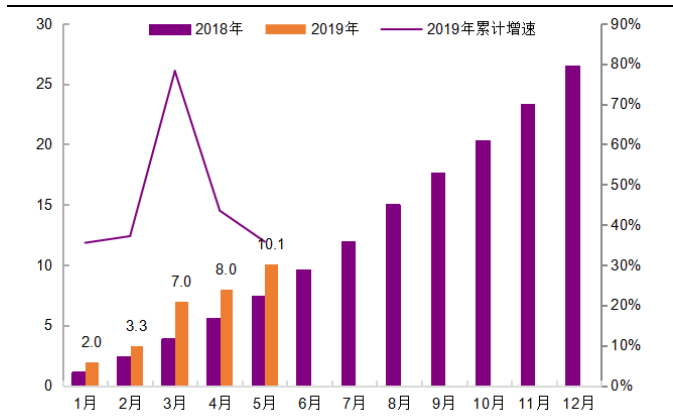
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 29: 2018-2019 年 5 月 EV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

图 30: 2018-2018 年 5 月 PHEV 乘用车累计销量 (单位: 万辆)

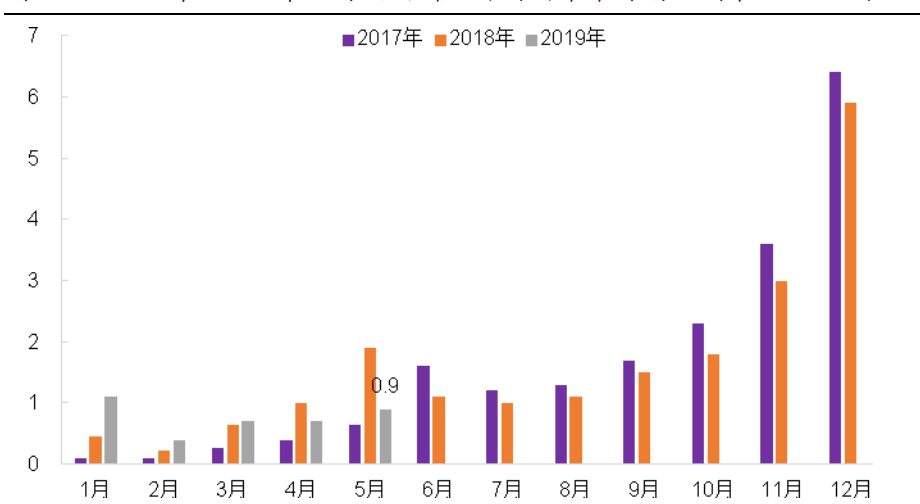


资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

3.3、商用车: 5 月销量 0.9 万辆, 同比-53.7%/环比 23.0%

根据中汽协的数据, 2019 年 5 月, 国内新能源商用车销量为 0.9 万辆, 同比-53.7%/环比+23.0%。

图 31: 2017 年-2019 年 5 月国内新能源商用车单月销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所整理

4、动力电池: 装机量 TOP10 占比下滑 8%, 欣旺达挺进前十

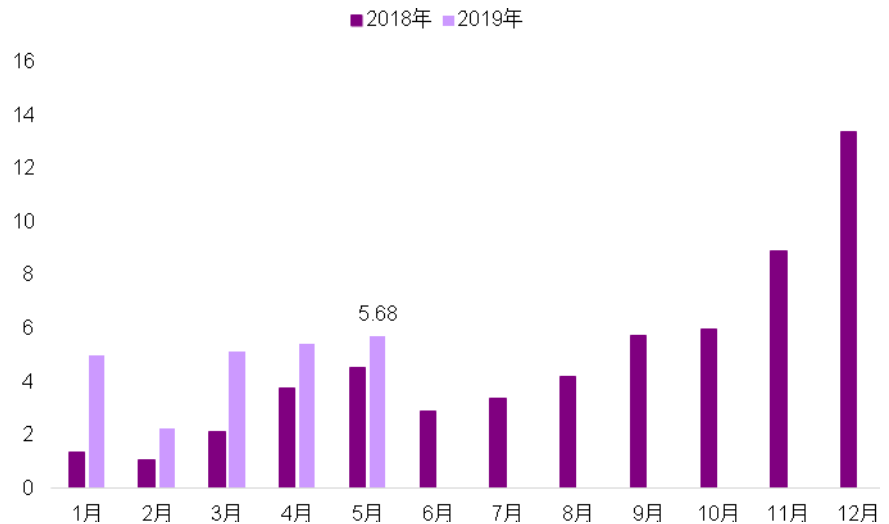
根据高工产研锂电研究院的数据, 2019 年 5 月, 国内动力电池装机量为 5.68Gwh, 同比+26%, 环比+5%。总体来看, 2019 年 5 月, 新能源乘用车和客车装机量分别同比+119.5%和-60.7%, 专用车同比大幅增长 142%; 三元电池装机量、磷酸铁锂电池装机量分别同比+81.7%、-26.4%。

分车型来看:

- 乘用车用动力电池: 2019 年 5 月国内新能源乘用车动力电池装机量合计 3.98Gwh, 占比为 70.2%, 同比+119.5%。

- 客车用动力电池：2019年5月国内新能源客车动力电池装机量合计0.93Gwh，占比为16.4%，同比-60.7%。
- 专用车用动力电池：2019年5月国内新能源专用车动力电池装机量合计0.76Gwh，占比为13.4%，同比+142%。

图 32：2017-2018 年国内动力电池装机量（单位：Gwh）



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

表 1：2018 年以来国内动力电池装机量月度数据（按车型，单位：Gwh）

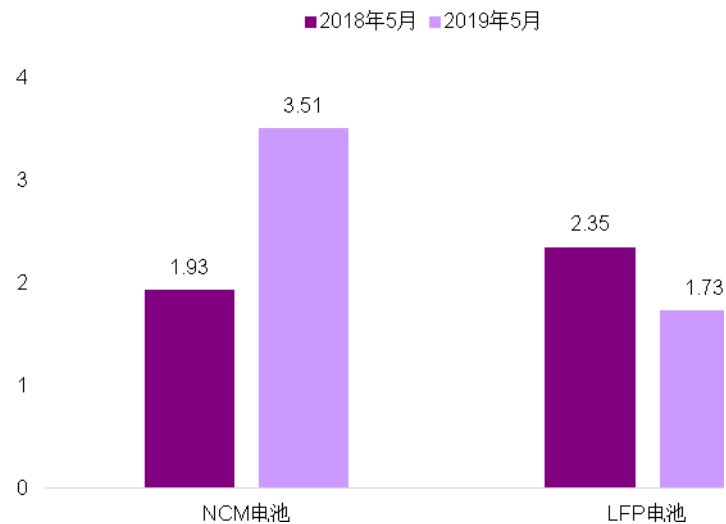
	乘用车	客车	专用车	合计
2018年1月	0.69	0.46	0.16	1.31
2018年2月	0.78	0.2	0.05	1.03
2018年3月	1.54	0.45	0.09	2.08
2018年4月	2.28	1.32	0.16	3.76
2018年5月	1.81	2.37	0.32	4.5
2018年6月	1.85	0.82	0.2	2.87
2018年7月	2.35	0.6	0.39	3.34
2018年8月	2.97	0.84	0.36	4.17
2018年9月	3.3	1.87	0.55	5.72
2018年10月	4.03	1.31	0.6	5.94
2018年11月	5.41	2.24	1.26	8.91
2018年12月	6.05	4.85	2.46	13.36
2019年1月	3.53	1.24	0.21	4.98
2019年2月	1.9	0.29	0.05	2.24
2019年3月	4.1	0.67	0.32	5.09
2019年4月	4.06	0.86	0.49	5.41
2019年5月	3.98	0.93	0.76	5.67

资料来源：GGII，光大证券研究所整理

按照电池技术路线来看：

- 三元电池：2019年5月国内三元动力电池装机量 3.51Gwh，同比增长 81.7%。
- 磷酸铁锂电池：2019年5月国内磷酸铁锂动力电池装机量 1.73Gwh，同比下降 26.4%。

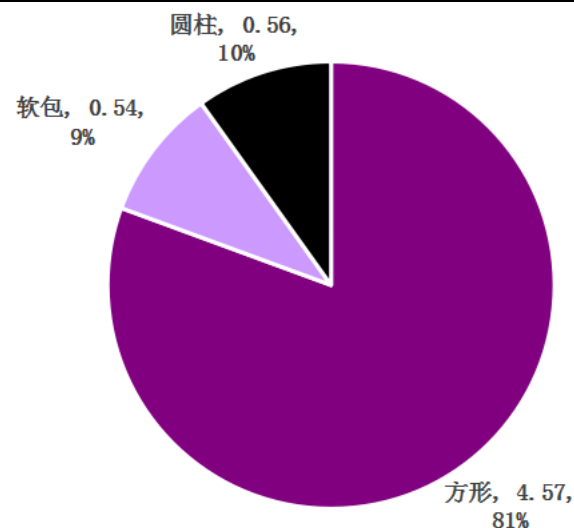
图 33：2019 年 5 月国内动力电池装机量（按技术路线分，单位：Gwh）



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

按照电池形状来看,2019年5月,国内方形动力电池装机量为4.57Gwh,占比81%;软包动力电池装机量为0.54Gwh,占比9%;圆柱动力电池装机量为0.56Gwh,占比10%。

图 34：2019 年 5 月国内动力电池装机量（按形状分）



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

2019年5月,动力电池装机量排名前三的企业分别为宁德时代、比亚迪、国轩高科,装机量分别为2.38/1.07/0.51Gwh,市占率分别为42.0%/18.8%/10.2%。2019年4月,动力电池装机量排名前三的企业分别

为宁德时代、比亚迪、国轩高科，装机量分别为 2.56/1.67/0.28Gwh，市占率分别为 45.2%/30.8%/3.5%。总体来看，装机量排名前三的宁德时代、比亚迪、国轩高科市场份额继续领先，其中国轩高科市占率环比明显提升。

表 2： 2019 年 1-5 月份国内动力电池装机量 TOP7

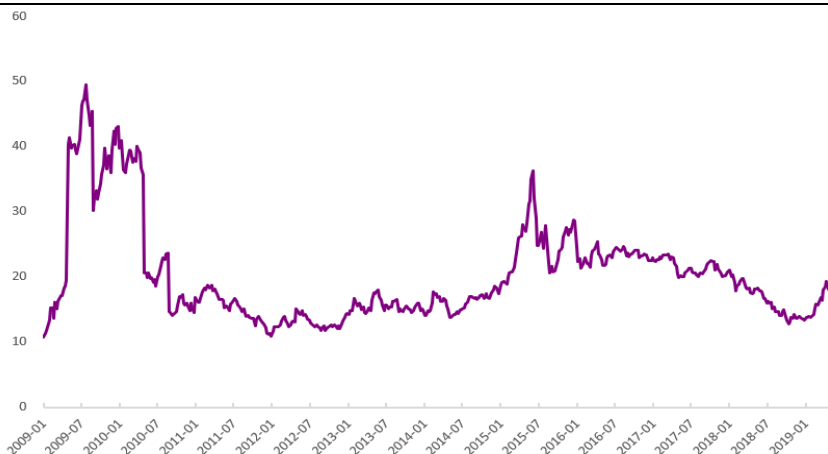
2019年1月		2019年2月		2019年3月		2019年4月		2019年5月	
企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)	企业	装机量 (Gwh)
宁德时代	2.17	宁德时代	1.02	宁德时代	2.3	宁德时代	2.56	宁德时代	2.38
比亚迪	1.37	比亚迪	0.58	比亚迪	1.57	比亚迪	1.67	比亚迪	1.07
国轩高科	0.19	国轩高科	0.13	国轩高科	0.18	国轩高科	0.28	国轩高科	0.51
亿纬锂能	0.15	孚能科技	0.08	孚能科技	0.17	中航锂电	0.11	力神	0.21
孚能科技	0.15	珠海银隆	0.06	力神	0.12	鹏辉能源	0.08	亿纬锂能	0.14
比克	0.12	卡耐新能源	0.05	中航锂电	0.1	孚能科技	0.08	联动天翼	0.12
力神	0.1	比克	0.05	比克	0.09	多氟多	0.08	时代上汽	0.12

资料来源：GGII，光大证券研究所整理

5、汽车板块估值小幅反弹

汽车行业估值水平经历 2015 年和 2016 年的提升后，18 年开始进入下行通道，19 年一季度估值回升。2019 年 6 月 12 日行业 PE (TTM) 为 16.47 倍，环比 5 月同期 17.69 倍小幅回落，低于 18 年 6 月同期的 17.64 倍和 17 年 6 月同期的 20.66 倍。

图 35：汽车行业（申万）历史 PE (TTM)（单位：倍）



资料来源：Wind，注：截至 2019 年 6 月 12 日

6、投资建议

我们预计下半年在基数效应下，行业销量增速降幅收窄并有望转正。同时，由于去年下半年以来需求增速持续下行，汽车经销商库存一直处于高位，渠道库存未得到有效去化。重点城市“国六”提前实施令经销商库存加速去化，预计今年 5 月至 7 月份本轮主动去库过程有望结束，而销量增速和库存增速的趋势组合会驱动光大汽车时钟切换至复苏时区，并带动汽车板块配置比例在该阶段持续提升。我们预计汽车行业大概率于三季度开启被动去库过程。

我们在光大汽车时钟框架下讨论了汽车板块 PE 和 EPS 在复苏和过热期的表现。行业在复苏时区周期拐点的确认会较为稳定的驱动板块估值修复，但该阶段行业 EPS 十分有限。板块估值修复过程中建议标配早周期属性的乘用车板块。同时新开启的汽车库存周期复苏向过热切换机制不顺畅，建议降低本轮周期行业的利润弹性预期。

A 股汽车方面，从行业比较来看，建议标配乘用车板块，维持“增持”评级，个股建议关注上汽集团、星宇股份、长城汽车(A)和长安汽车。

港股汽车方面：基于港股更看重业绩兑现，且易受外围市场、汇率波动影响，预计港股在业绩兑现与基本面最快下半年改善的预期中反复，维持港股汽车板块震荡走势的判断，维持“中性”评级，个股建议关注长城汽车(H)。

动力电池方面：2019 年补贴退坡幅度较大，建议关注龙头企业宁德时代。

7、风险分析

1. **行业增长不及预期：**消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险。
2. **宏观经济因素对行业的扰动：**房地产对消费挤压效应超预期，降低购车意愿。零部件成本上升。
3. **产能过剩，去库存进程不达预期：**18年后半年销量持续下滑，企业和经销商库存高企，19年行业面临去库存压力。新能源汽车行业拥有很大发展空间，有大量企业参与竞争，行业产能可能在短期内超过需求，从而出现产能过剩的风险。
4. **汽车促销政策落地不及预期。**19年6月中央和部分地方出台促进汽车消费相关政策，政策刺激效果存在不及预期风险。
5. **新能源汽车政策变化影响行业发展的风险：**新能源汽车行业仍在早期发展阶段，政策会对行业发展产生较大影响，若监管部门发布相关政策，可能会冲击行业发展。
6. **技术路线变更的风险：**技术进步是新能源汽车行业发展的驱动力之一，新产品的产业化可能会对上一代产品产生冲击，进而替代原有的技术路线。

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