



不确定中配置确定

——非金属建材行业2019年下半年投资策略

作者：陈浩武

执业证书编号：S0930510120013

2019年06月13日

证券研究报告

核心观点

■我们认为达成“宏观经济指标保持在合理区间”需尽量避免GDP增速失稳下滑情况出现，面对“三驾马车”选择题，投资的可能性最大。在国家“适时适度实施宏观政策逆周期调节”的指引下，基础设施建设投资重回“稳增长”基本引擎为较确定事件。基建投资增速边际变化与资金端一季度同比变化一致，预计年内基建投资整体增速持续反弹。

■上半年房地产投资受土地购置费和建安费两者影响保持较快增速，我们预计下半年房地产投资增速会稳定持续回落。当前仍处商品房库存去化过程，趋势仍将持续。且由于施工和竣工指标的相对滞后，表明即使后期当新开工面积增速持续回落时，施工面积增速仍然能在一定时期内保持高于2018年的正增长速度。

■基建和地产施工端两者综合作用下，预计全年我国水泥需求增速为3-5%，不排除超预期概率，使得行业强劲的基本面更加坚实。

■投资建议：水泥行业配置海螺，优选华新、天山、祁连山、万年青、塔牌，关注港股华润水泥控股。小建材中优选估值合理，需求有保护，盈利能力向上的弹性品种，推荐建研集团；长期视角，持续推荐估值合理的价值组合：伟星新材、山东药玻、中国巨石、东方雨虹。

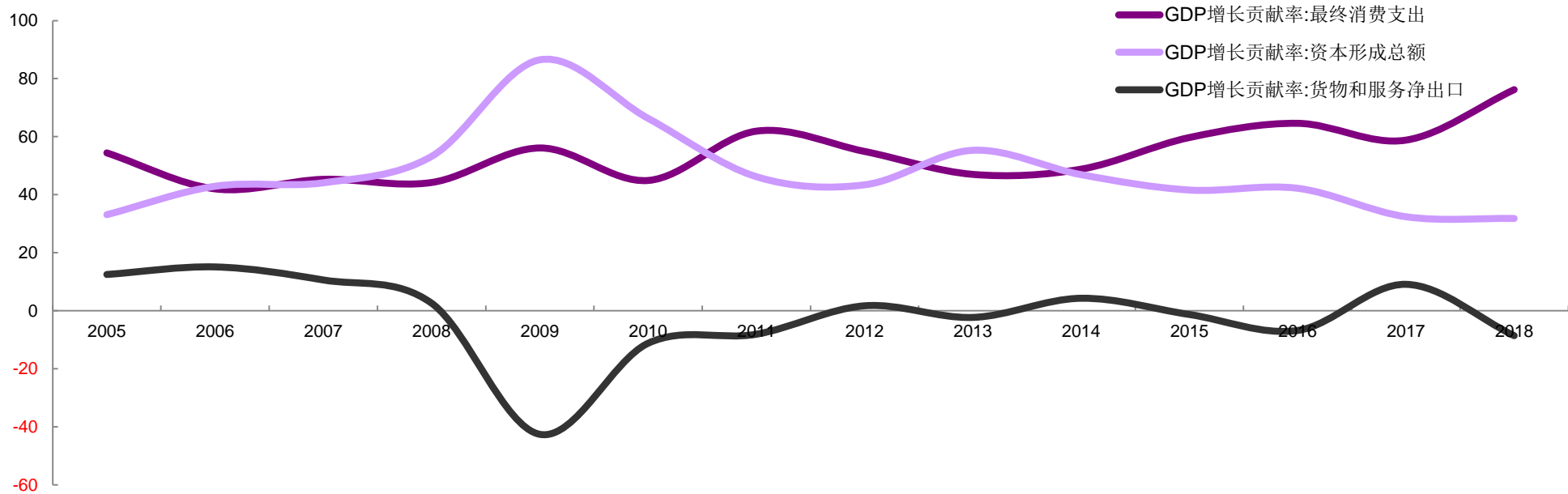
■风险提示：基建及地产投资不达预期、原材料上涨超预期、国际地缘政治风险

- 1、开篇：三驾马车的选择题
- 2、中篇：需求再分解
- 3、水泥：需求有保护，供给有约束
- 4、小建材：行业困境下强者愈强
- 5、投资建议
- 6、风险提示

上篇：三驾马车的选择题

- 三驾马车：出口、消费、资本形成总额
- 出口受制，消费贡献度已在高位，资本形成总额（投资）的历史贡献度在40%上
- 要保持经济整体稳定，你选哪个？

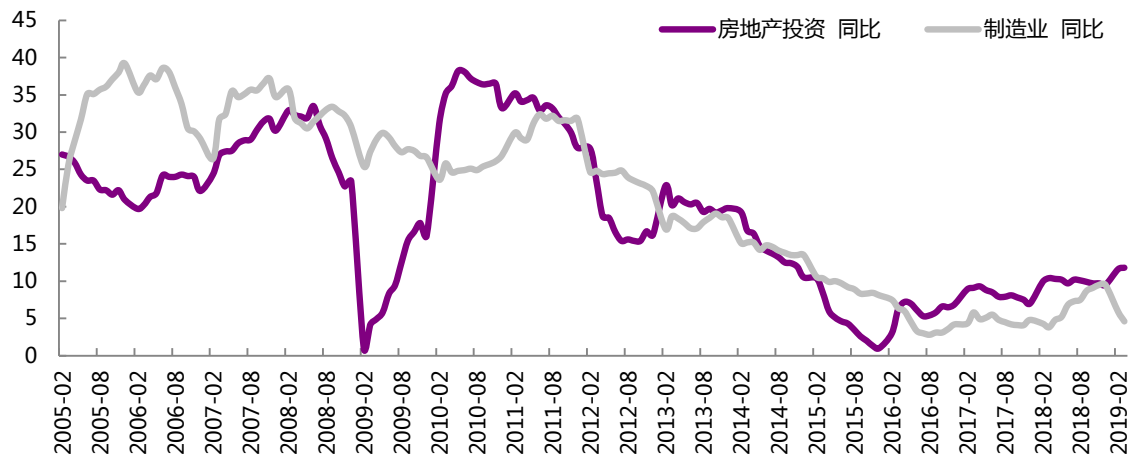
三大需求对GDP增长的年度贡献率一览（%）



资料来源：WIND、光大证券研究所

上篇：逆周期因子，基建重回稳增长引擎

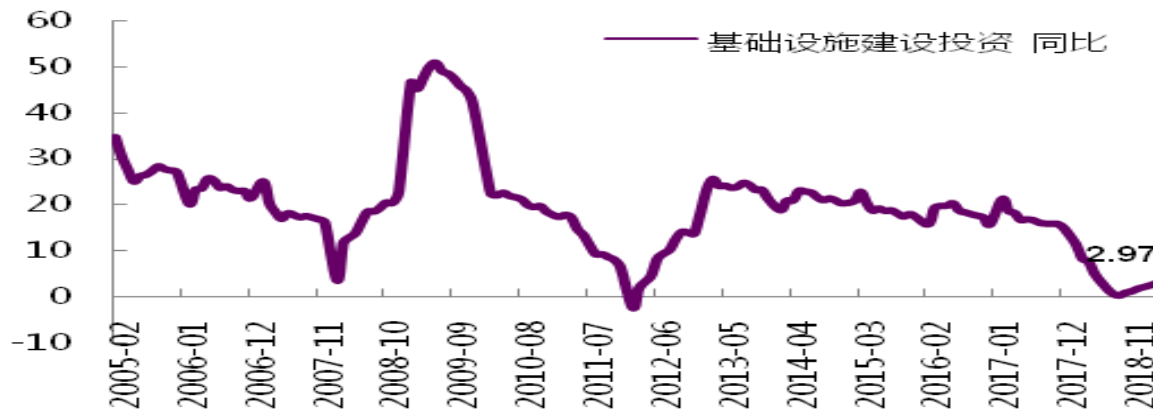
制造业、房地产投资增速“亦步亦趋”（%）



11年后制造业、房地产投资增速图谱分析两者“亦步亦趋”：11-15年持续下行，16年后呈稳步回升；而且两者**顺周期**

基础设施建设投资一直是我国政府调控经济的逆周期管理因子：09年4万亿、12年基建提速至20%、16年PPP，均对应着我国经济下行且有失稳迹象，国家通过基建拉回或托底经济；而07-08年经济过热、10-12年和16-18年房地产“过热”，国家主动调低基础设施建设投资规模

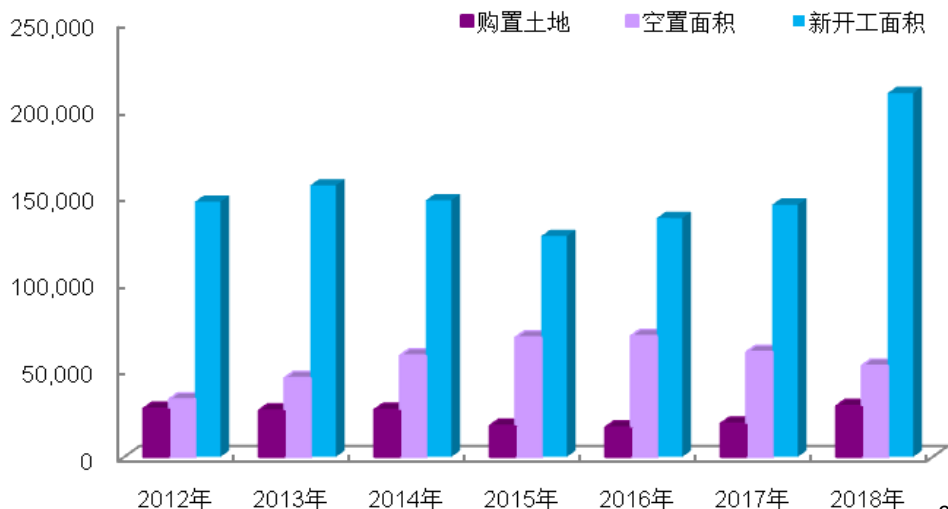
09、12年基础设施建设投资V型波动，15年小幅回升（%）



资料来源：WIND、光大证券研究所

中篇：库存动态管理，房地产投资施工端会延续较高增速

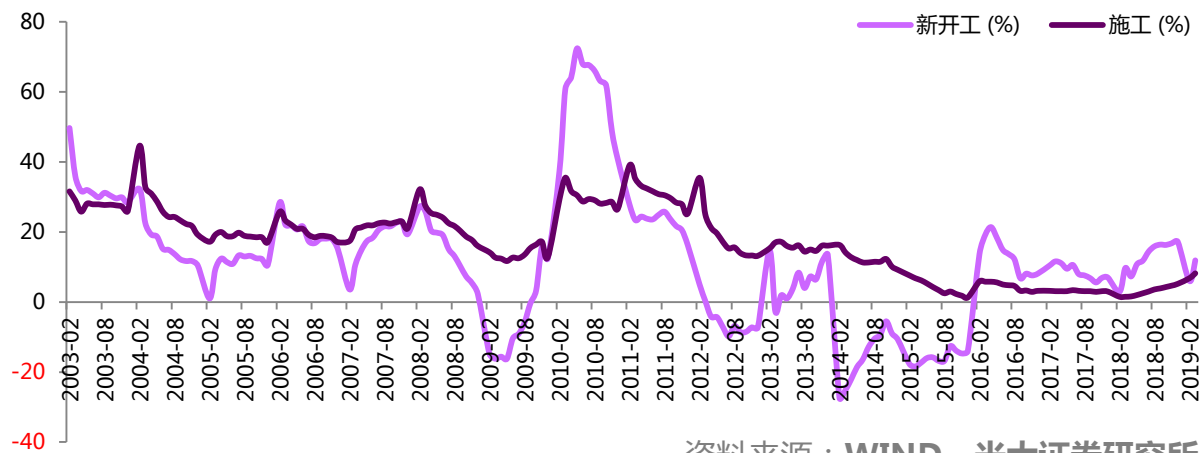
房地产投资三个分项“亦步亦趋”（万平方米）



“购置土地”、“新开工-施工-竣工”、“空置”可类比商品经营的原料采购、成品制作和商品库存的广义库存管理过程。当库存持续下降，企业会加大和加快原料采购和成品制作进程，维持合理库存以正常经营。我国商品房空置面积已连续三年下降，期间购置土地面积和新开工面积回升，当前仍处商品房库存去化过程，趋势仍将持续

由于施工和竣工指标的相对滞后，后期即使新开工增速持续回落时，施工增速仍能惯性在半年乃至更长时间内保持高于18年的正增长；竣工也有望在19年某个时点由负转正，但增速不宜乐观预期

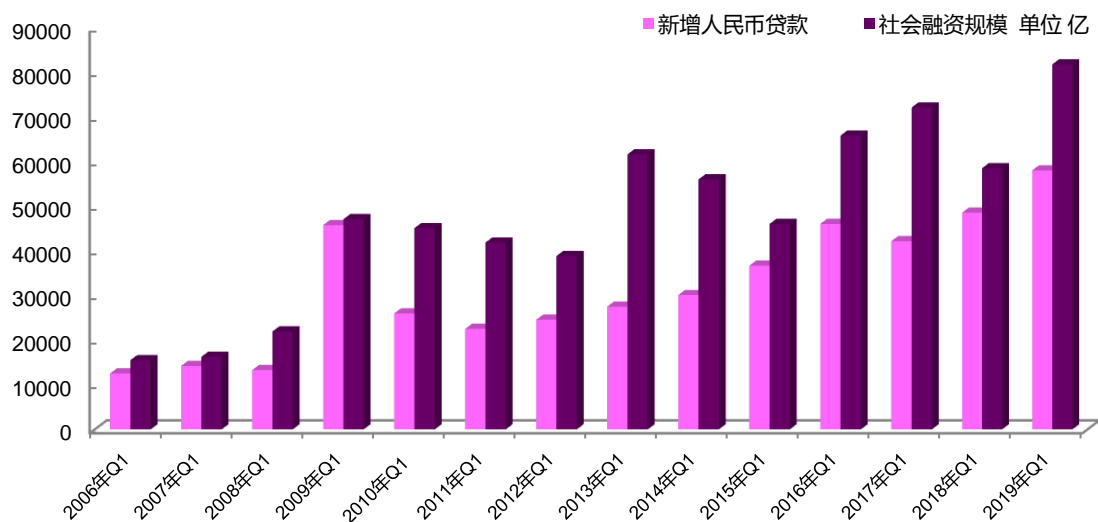
新开工-施工



资料来源：WIND、光大证券研究所

中篇：一年之计在于春

06年至今每年一季度新增信贷和新增社会融资规模数据图谱



07年至今我国基础设施建设投资（含电力）增速图谱（%）



资料来源：WIND、光大证券研究所

- 兵马未动，粮草先行；一年的基建投资趋势如何，一季度的资金配给**已现端倪**
- 回顾2006年至今每年一季度新增信贷和新增社会融资规模数据，并对比我国基础设施建设投资增速图谱：趋势上，基建投资增速的边际变化与资金端一季度同比变化是一致的；资金端两指标均同比增长的年份分别为09年、13年、16年和19年，09年、13年和16年均体现了基建投资增速自年初以来的改善，区别只在于时长。

下篇：提出思考，供讨论

- 这几年我国经济发展一直贯穿着2012年提出的“**稳增长，调结构**”这一指导思想，稳为基础，调为目标。
 - 稳-即经济的整体的稳定，“L”型，意味着投资端的需求不会大起大落，投资品需求有保护
 - 调-结构调整除了产业升级、技术升级等外，中国经济增长模式调整应也为调的重要一级，环保和供给侧改革为硬约束
 - **需求有保护，供给有约束，供求边际没有恶化的背景下，此轮行业景气周期为何还需要担心会现景气拐点。**
- 同为周期，同为中国基础工业三大原料行业，水泥行业和钢铁、煤炭两行业的景气变化并不相同。
 - 同为三大工业原料行业，但三者发展路径不一致，水泥行业充分市场竞争优胜劣汰发展至今
 - 水泥产品无库存干扰，需求刚性且无替代

水泥：我们预计2019年需求增速高于2018年

- 看好华东、中南和东南高景气，盈利能力虽不像前两年那样大幅增长，但稳定提升；重点关注西北，华北，特别是新疆，业绩弹性高
- **理由**
 - 我们预计2019年我国水泥产量增速为3-5%，且不排除超预期可能
 - 供给侧结构性改革和环保政策对供给端的约束或有微调，但仍将持续
 - 行业供求边际仍向好的条件下，在位主导企业行业自律能力增强、心态稳定，进退有据
 - 行业中观和公司微观基本面和估值托底，等待宏观预期改善

小建材：龙头强者更强，优选弹性和价值

- 小建材细分子行业多，不乏颇具价值和成长的子行业龙头公司。17-18年在需求放缓，原料和能源成本持续上升的背景下，龙头公司竞争优势凸显，集中度持续提升
- **两条主线：**
 - 需求有保护，叠加盈利能力向上的弹性品种
 - 建研集团
 - 业绩稳定，估值合理的行业龙头和白马
 - 伟星新材、山东药玻、中国巨石、东方雨虹

投资建议

- 不确定环境下追寻确定乃人之本性，过程会有反复，终会趋于确定。哪些是确定的呢？
- 水泥行业：配置海螺，优选华新、天山、祁连山、万年青、塔牌，关注港股华润水泥控股
- 小建材中优选估值合理，需求有保护，盈利能力向上的弹性品种，推荐建研集团；长期视角，持续推荐估值合理的价值组合：伟星新材、山东药玻、中国巨石、东方雨虹。

1、海螺水泥 战略布局不断完善，产能扩张有序推进

■海螺水泥为国内水泥龙头，前瞻性战略布局不断完善区域控制力不断提升，产能扩张有序推进。19年行业供需格局向好，水泥价格有望保持稳中有升，维持公司的盈利预测19-21年EPS为 6.22、6.62、6.90元。维持海螺水泥A股目标价46.00元，对应19年约7倍PE估值水平；H股目标价57.00港元，对应19年约8倍PE估值水平；均维持“买入”评级。

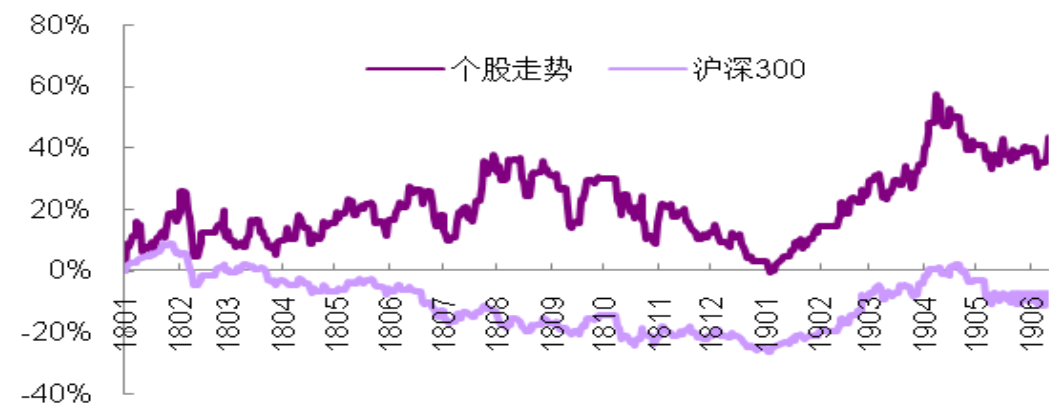
■风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元) ↕	75,311	128,403	137,066	143,622	148,476
营业收入增长率 ↕	34.65%	70.50%	6.75%	4.78%	3.38%
净利润 (百万元) ↕	15,855	29,814	32,959	35,079	36,542
净利润增长率 ↕	85.87%	88.05%	10.55%	6.43%	4.17%
EPS (元) ↕	2.99	5.63	6.22	6.62	6.90
ROE (归属母公司) (摊薄) ↕	17.73%	26.46%	24.11%	22.08%	20.11%
P/E (A 股) ↕	14	7	7	6	6
P/E (H 股) ↕	14	7	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

海螺A股 股价表现 (前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、华新水泥 业务不断扩张，业绩弹性最优

■华新产能主要布局中南和西南区域，国内中西部为基建“补短板”重点发力地区，领域集中在公路、铁路等交通基础设施，将对水泥需求形成较强的支撑。公司熟料产能布局国内湖北黄石、云南禄劝生产线即将投产，海外尼泊尔和乌兹别克斯坦项目建设中；骨料业务快速发展，四川渠县、湖南郴州、湖北长阳、云南景洪和临沧等；环保业务建设不断推进，丽江生活垃圾项目、十堰环保项目、株洲危废项目等；新材料业务有所突破，阳新综合环保墙材项目和高精度、自动化防渗节能特种砂浆工厂投产运行。我们维持公司的盈利预测不变，因总股本增加导致19-21年EPS降至3.13、3.50、3.90元，维持“买入”评级。

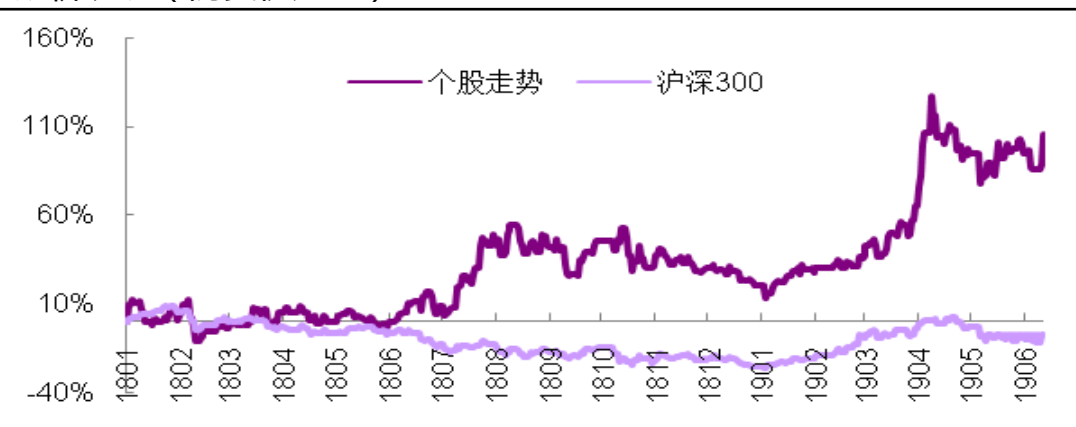
■风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,889	27,466	31,589	34,925	37,678
营业收入增长率	54.44%	31.48%	15.01%	10.56%	7.88%
净利润(百万元)	2,077.6	5,181.4	6,556.1	7,329.4	8,180.5
净利润增长率	359.72%	149.39%	26.53%	11.80%	11.61%
EPS(元)	0.99	2.47	3.13	3.50	3.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.46%	31.08%	30.48%	27.48%	25.22%
P/E	20	8	6	6	5
P/B	3.4	2.4	1.9	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现(前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、天山股份 西部基建补短板发力，供需格局向好

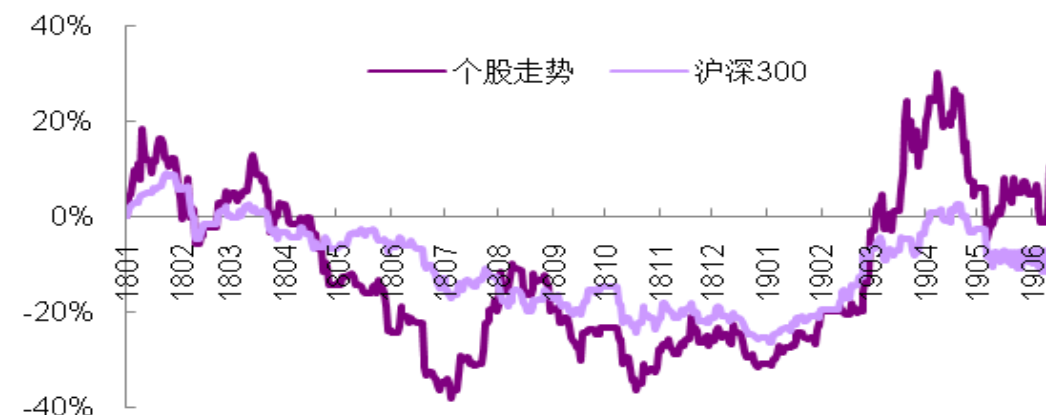
- 自治区固定资产投资增速年内由负转正，基建重点工程项目推进，以及安居置业、脱贫攻坚等因素存在，区域内水泥需求情况较好，叠加错峰生产和淘汰P.O. 32.5水泥等政策实施，整体看区域供需格局改善。19年水泥价格整体表现较18年好，企业盈利水平大幅改善。天山股份作为区域水泥龙头，将持续受益于区域基建投资发力。维持公司19-21年EPS为1.38、1.48、1.53元，维持“买入”评级。
- 风险提示：需求表现不及预期，原材料、煤炭等价格大幅上涨的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,080	7,932	8,980	9,594	9,903
营业收入增长率	41.56%	12.03%	13.22%	6.83%	3.23%
净利润(百万元)	265	1,241	1,447	1,551	1,605
净利润增长率	165.50%	368.48%	16.58%	7.19%	3.47%
EPS(元)	0.25	1.18	1.38	1.48	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.60%	14.77%	15.31%	14.68%	13.71%
P/E	43	9	8	7	7
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现(前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、祁连山 区域需求回升，业绩弹性显现

■产品销售水泥及熟料为主，销售覆盖甘肃、青海和西藏等地区，甘肃为主。我国西北区域水泥行业需求受基建投资影响明显，19年我国加快推进基础设施建设项目，加大基础设施等领域补短板力度，公司产能覆盖区域19年需求预计较18年乐观。公司甘肃两条5000吨/日产线计划年内投产，西藏120万吨产线布局，区域需求回升，供需格局改善，预计公司业绩弹性显现。我们维持公司19-21年EPS的盈利预测1.06、1.18、1.22元；维持“买入”评级。

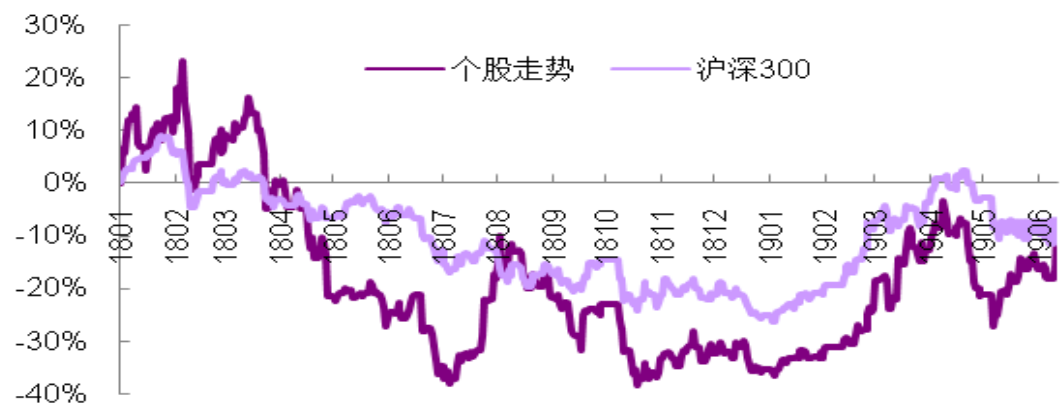
■风险提示：固投和房投增速下滑；原材料价格上涨和水泥价格下跌风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,969	5,775	6,394	6,718	6,853
营业收入增长率	16.71%	-3.25%	10.73%	5.06%	2.01%
净利润(百万元)	575	655	824	913	949
净利润增长率	245.00%	13.93%	25.83%	10.86%	3.86%
EPS(元)	0.74	0.84	1.06	1.18	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.76%	11.37%	12.97%	12.95%	12.21%
P/E	12	10	8	8	7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现(前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、建研集团 混凝土外加剂业务加速成长，市占率提升

■建研集团检测及外加剂业务双轮驱动。混凝土外加剂行业上游主要原材料是环氧乙烷，受此影响行业归属被认定为小化工行业。在环保和生产安全监管持续趋严影响下，化工企业“退城入园”门槛一再提升，混凝土外加剂行业内小公司数量不断减少，大企业集中度提升，行业强者恒强的竞争格局进一步显现。公司外加剂业务产能全国布局，此外上半年原材料环氧乙烷价格持续下跌，业绩有望保持较高增速。维持公司19-21年EPS预测0.50、0.63、0.78元，维持“买入”评级。

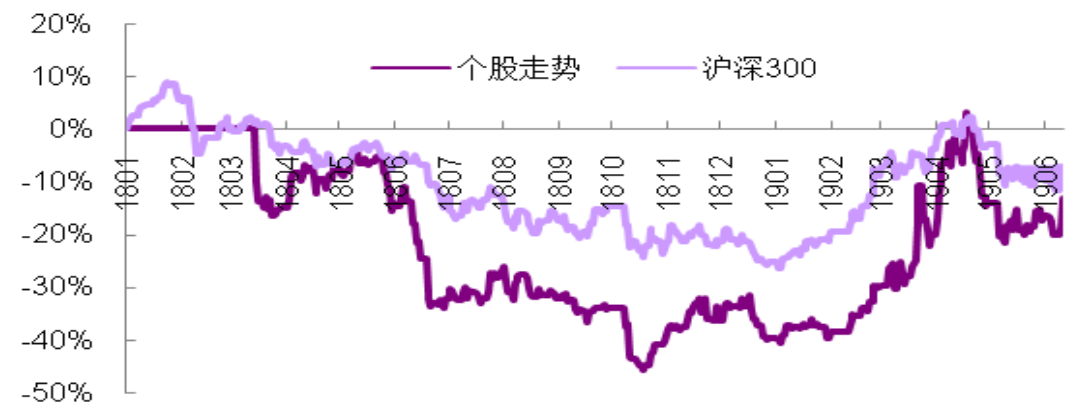
■ 风险提示：固投快速下滑，减水剂成本快速增长，检测布局不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,998	2,716	3,596	4,670	5,733
营业收入增长率	44.24%	35.94%	32.40%	29.88%	22.76%
净利润(百万元)	191	249	347	438	541
净利润增长率	14.23%	30.37%	39.23%	26.36%	23.52%
EPS(元)	0.28	0.36	0.50	0.63	0.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.38%	10.07%	12.40%	13.83%	14.93%
P/E	23	18	13	10	8
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现(前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

6、伟星新材 业务多线布局，稳健增长标的

■公司“零售、工程双轮驱动”调整为零售、建筑工程、市政工程三大业务专线，多线布局，进一步优化零售业务三大片区组织架构。工程业务持续完善不断拓展，市政、建筑专线调整更具市场竞争力；同心圆新产品防水和净水等业务渠道协同效应凸显，为公司提供增长新动力。公司收益高质量，成本端原油产业链产品价格基本稳定，整体经营稳健。维持公司19-21年盈利预测EPS 0.93、1.08、1.25元，维持“买入”评级。

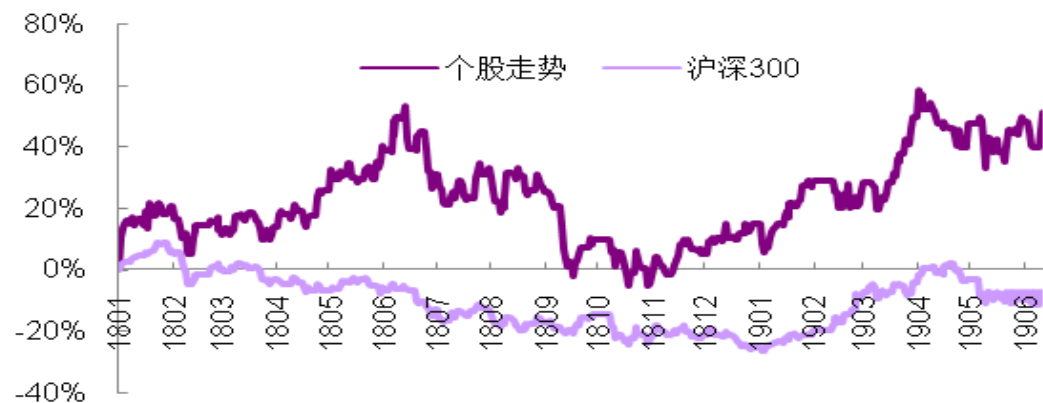
■风险提示：宏观经济下行需求下滑；原油价格上涨致原材料成本上升

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,903	4,570	5,368	6,195	7,066
营业收入增长率	17.51%	17.08%	17.48%	15.39%	14.06%
净利润(百万元)	821	978	1,218	1,416	1,637
净利润增长率	22.45%	19.12%	24.51%	16.25%	15.62%
EPS(元)	0.63	0.75	0.93	1.08	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.68%	26.85%	29.67%	31.14%	32.42%
P/E	26	22	18	15	13
P/B	6.8	5.9	5.3	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现（前复权处理）



资料来源：Wind，光大证券研究所

7、山东药玻 产品结构不断升级，盈利水平显著提升

■山东药玻为国内药用玻璃细分市场龙头，生产规模和成本优势行业领先，产品质量对标国际标准；受益于行业集中度上升以及药品安全监管严格带来的市占率提升，及高端产品结构优化；叠加技术创新和生产线技改，效率提升显著，盈利水平稳中有升，业绩较快增长。公司多个高端新产品研发突破，并实现量产并上市推广；国内外市场进一步得到拓展；激励机制进一步完善，管理层和员工积极性有望提升等，都将不断增厚公司业绩。我们维持公司19-21年的盈利预测EPS 1.06、1.29、1.54元，维持“买入”评级。

■风险提示：需求不及预期风险、原材料燃料价格上升风险、产品价格上涨不及预期风险、汇率波动带来的汇兑损失风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,330	2,585	2,869	3,191	3,538
营业收入增长率	13.27%	10.90%	11.01%	11.21%	10.87%
净利润(百万元)	263	358	450	547	656
净利润增长率	38.58%	36.33%	25.69%	21.42%	20.02%
EPS(元)	0.62	0.84	1.06	1.29	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.08%	10.16%	11.70%	12.86%	13.86%
P/E	45	33	26	21	18
P/B	3.6	3.3	3.0	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现（前复权处理）



资料来源：Wind，光大证券研究所

8、东方雨虹 营收增长强劲，由量转质稳健发展

■公司战略重新定位“建筑建材系统服务商”，深度融合原有直销和工程渠道成立工程建材集团，强调风险控制和收益质量提升，由过去拓展市场提升市占率为主的“PS”战略，转变为稳健高质量可持续发展战略。公司“渗透全国”战略稳步实施，龙头地位稳固品牌影响力加强，市占率稳中有升，营收表现强劲；此外积极应对市场，调整组织架构，战略定位由量转质，配合长期以来的高度执行力，预计业绩将保持较快增长。我们维持19-21年的盈利预测EPS1.38、1.77、2.15元。维持目标价24.84元对应2019年18倍PE估值水平，维持“买入”评级。

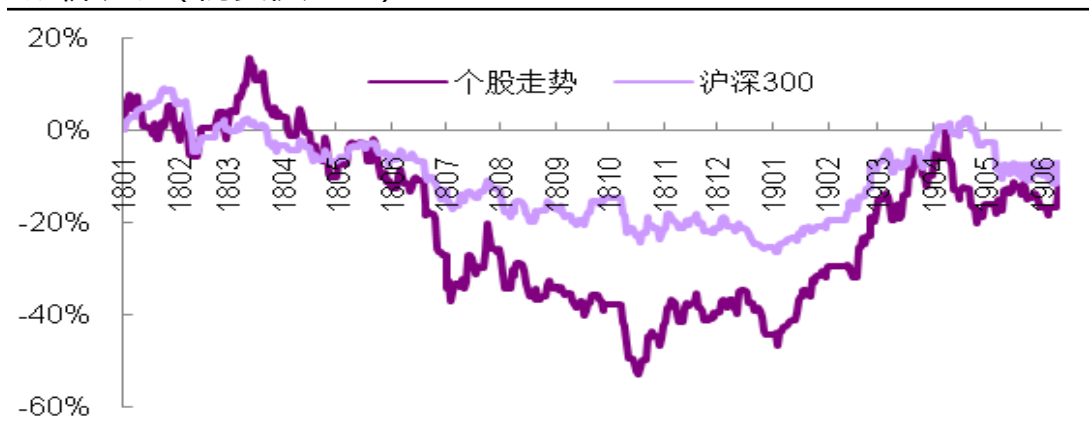
■风险提示：宏观经济下行、需求不及预期，原材料价格上涨

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,293	14,046	17,443	21,332	25,553
营业收入增长率	47.04%	36.46%	24.19%	22.30%	19.79%
净利润(百万元)	1,239	1,508	2,057	2,647	3,209
净利润增长率	20.43%	21.74%	36.39%	28.70%	21.23%
EPS(元)	0.83	1.01	1.38	1.77	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.45%	19.09%	20.11%	21.60%	21.88%
P/E	25	21	15	12	10
P/B	5	4	3	3	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现(前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

9、中国巨石 不畏短期扰动，玻纤龙头优势将进一步凸显

■玻纤龙头企业在产品研发、技术、生产规模、产能布局、成本管控等优势较为显著。而在行业产能阶段性过剩，玻纤价格承压的周期性过程中，龙头与追随企业间的差距将进一步拉大。公司“三地五洲”布局推进，有效规避贸易壁垒提升市占率；销售结构优化，中高端产品占比持续提升；成本优势全行业领先。我们维持公司19-21年EPS的盈利预测0.74、0.80、0.89元。短期受行业供给快速释放带来的价格扰动影响，但长期看好全球玻纤龙头的发展前景，维持目标价13.50元，维持“买入”评级。

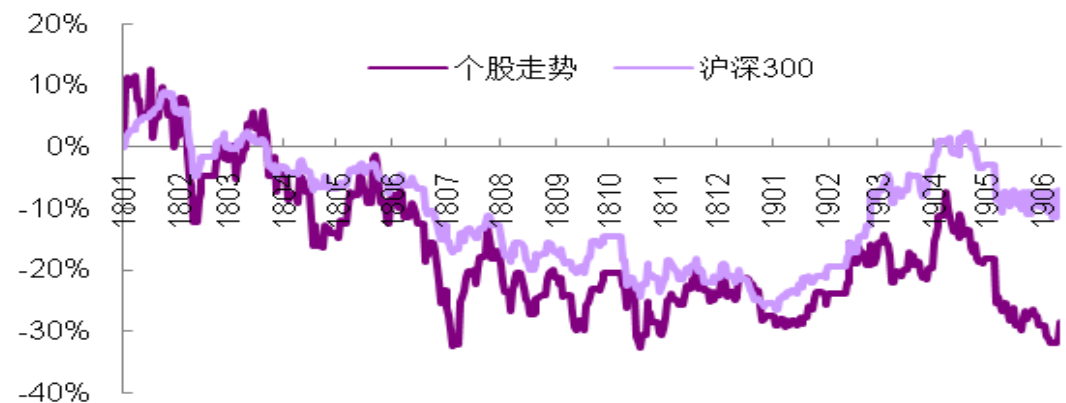
■ 风险提示：行业产能无序扩张致使玻纤产品价格下跌风险；汇率波动导致汇兑损失风险；贸易摩擦风险等

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,652	10,032	11,496	12,621	13,877
营业收入增长率	16.19%	15.96%	14.58%	9.79%	9.96%
净利润(百万元)	2,150	2,374	2,590	2,801	3,109
净利润增长率	41.34%	10.43%	9.12%	8.14%	10.96%
EPS(元)	0.61	0.68	0.74	0.80	0.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.27%	16.67%	16.15%	15.51%	15.29%
P/E	15	14	13	12	11
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：估值指标按2019年6月11日收盘价计算。

股价表现(前复权处理)



资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示

- 基建和房地产投资不达预期
- 原材料上涨超预期
- 国际地缘政治风险等

谢谢观看！

THANK YOU!

光大证券研究所建材研究团队

陈浩武

首席分析师

执业证书编号：S0930510120013

电子邮件：chenhaowu@ebscn.com

联系电话：021-52523816

胡添雅

分析师

执业证书编号：S0930518110002

电子邮件：hutianya@ebscn.com

联系电话：021-52523817

万得资讯

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。

行业及公司评级体系

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。

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。