

空调行业七问七答：当前时点的空调怎么看？

——空调行业动态跟踪

行业动态

2019年6月空调零售和出货数据陆续出炉，到底应该如何看待6月空调表现，对空调龙头股价后续表现是该悲观还是乐观？

◆Q1：6月及19Q2空调行业零售表现如何？

6月零售增速较4-5月出现温和弱复苏，考虑到高基数与地产负面拖累，二季度整体零售表现略好于年初悲观预期。

◆Q2：格力奥克斯之争后，短期竞争有什么边际变化？

格力线上促销立竿见影，奥克斯受到龙头挤压。奥克斯和格力线下降价稳份额，美的线下份额上升势头依然强劲，预计二三线品牌受到冲击较大。

◆Q3：如何看待6月产销口径的同比下滑以及当前的库存情况？

6月产销数据同比下滑源于龙头厂商主动去库存。旺季后空调进入去库存阶段：美的库存持续低位，格力降至4个月左右，库存风险已明显下降。

◆Q4：如何判断2019H2的空调需求？

基于交房模型的测算和大幅下降的基数压力，我们都认为无需在此时对2019H2空调零售表现做更为悲观的修正，但结合地产周期判断，预计也较难出现如2016Q3-2018Q2的需求超高景气周期。

◆Q5：除了预测需求，下半年还应该关注什么？

跟预测需求相比，对2019H2竞争格局的推演或许更为重要，尤其应该关注格力的经营策略变化。我们认为格力后续重大的经营策略变化将与旺季需求和“混改”进度息息相关。

◆Q6：若格力降价，对其短期盈利与估值是否有影响？

短期来看，丰厚蓄水池与成本红利将保障格力盈利能力。长期来看，格力依旧牢牢掌握行业定价权，期待混改完成后渠道利益适度向消费者让渡，带来份额稳定。当前格力估值距离历史估值底并不远，稍有溢价来自于混改带来的改善预期，安全边际足够。

◆Q7：若格力降价，对美的和行业有何影响？

美的份额的高歌猛进源自于其自身渠道改革与高效率，不再会重演2015年价格战的负面情况。二三线品牌可能会承压，长期来看空调集中度仍有进一步向TOP2集中的可能。

◆投资建议：

随着地产大周期的结束以及消费品渠道的巨变，叠加A股资金结构的变化（海外资金等长线机构投资者增加），我们建议投资选股更加偏重企业是否拥有壁垒与护城河，并结合估值水平做中长期判断。不考虑短期景气度的波动，空调龙头仍是家电乃至耐用消费品板块护城河最深的典范，我们继续推荐格力电器、美的集团、海尔智家及中央空调龙头海信家电。

◆风险分析：

全国夏季天气偏凉，地产竣工进度低于预期，格力“混改”进度低于预期。

增持（维持）

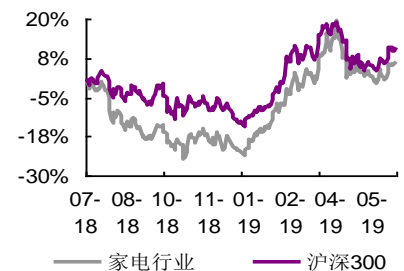
分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebsec.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebsec.com

王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

- 从格力线上转化率，浅谈家电的需求分层——家电行业每周观点20190714
..... 2019-07-15
- 高基数下增速稳定，龙头促销份额向上——家电行业2019年6月淘宝数据跟踪与解读
..... 2019-07-12
- 盈利有望好于预期，短看业绩长靠壁垒——家电行业2019年中报业绩预览
..... 2019-07-08

目 录

Q1：6月及19Q2空调行业零售表现如何？	3
Q2：格力奥克斯之争后，短期竞争有什么边际变化？	5
Q3：如何看待6月产销同比下滑以及当前的库存情况？	7
Q4：如何判断2019H2的空调需求？	9
Q5：除了预测需求，下半年还应该关注什么？	10
Q6：若格力降价，对其短期盈利与估值是否有影响？	11
Q7：若格力降价，对美的和行业有何影响？	12

2019年6月空调零售和出货数据陆续出炉，中怡康、奥维、淘数据、产业在线，数据口径众多，微增、持平、下滑，数据表现各异，到底应该如何看待6月空调表现，对空调龙头股价后续表现后市是该悲观还是乐观？

表 1：空调行业 6 月数据一览

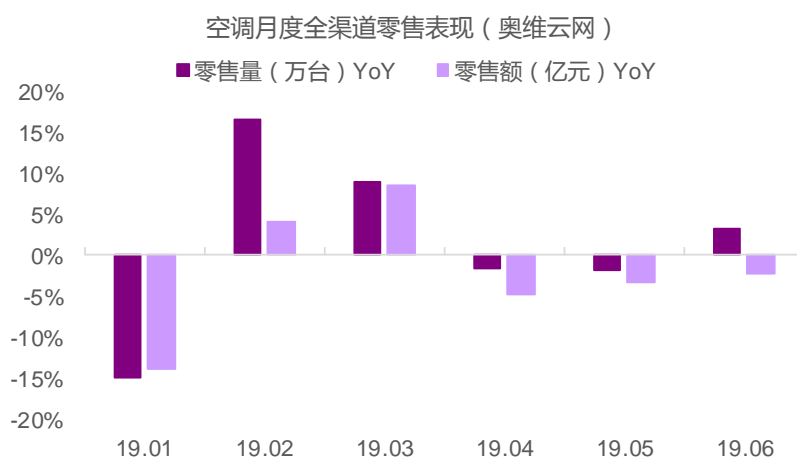
空调行业 6 月数据			
奥维全渠道零售量 YoY	3.2%	产业在线产量 YoY	-10.8%
奥维全渠道零售额 YoY	-2.1%	产业在线销量 YoY	-5.1%
中怡康线下零售量 YoY	-4.2%	产业在线出口 YoY	1.3%
中怡康线下零售额 YoY	-6.9%	产业在线内销 YoY	-7.8%

资料来源：奥维云网，中怡康，产业在线，光大证券研究所

Q1：6 月及 19Q2 空调行业零售表现如何？

6 月零售增速较 4~5 月出现温和弱复苏。以奥维云网全渠道数据口径来看，2019 年 6 月空调零售量增速从 4~5 月的小幅负增长回升至 3.2%，但由于均价同比下降 5.2%，空调零售额增速仍同比下降 2.1%，6 月促销对空调零售量有明显拉动，但效果逊于 3 月促销季。

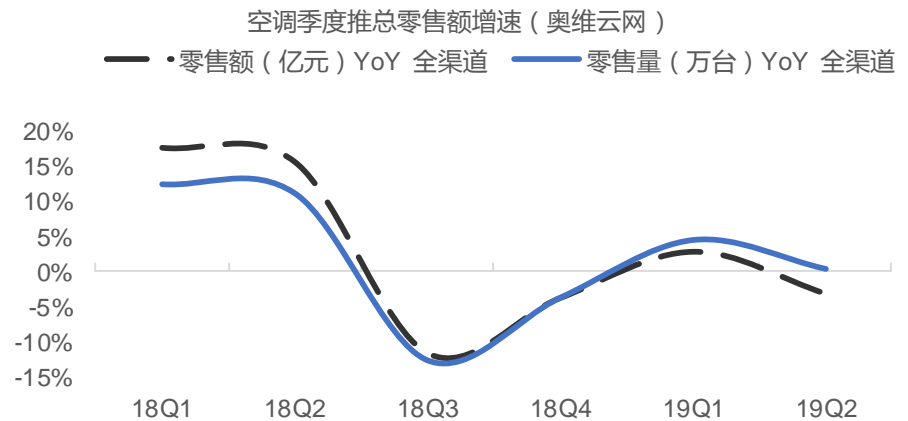
图 1：6 月空调零售增速较 4~5 月有小幅回升



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

考虑到高基数与地产负面拖累，二季度整体零售表现略好于年初悲观预期。19Q2 整个季度来看，虽然规模增长较为平淡，但考虑到 18Q2 空调零售表现强劲，基数较高，同时在地产销售较为疲弱，竣工数据依然大幅下滑的背景下，当前的空调零售已算稳定，甚至略好于预期。

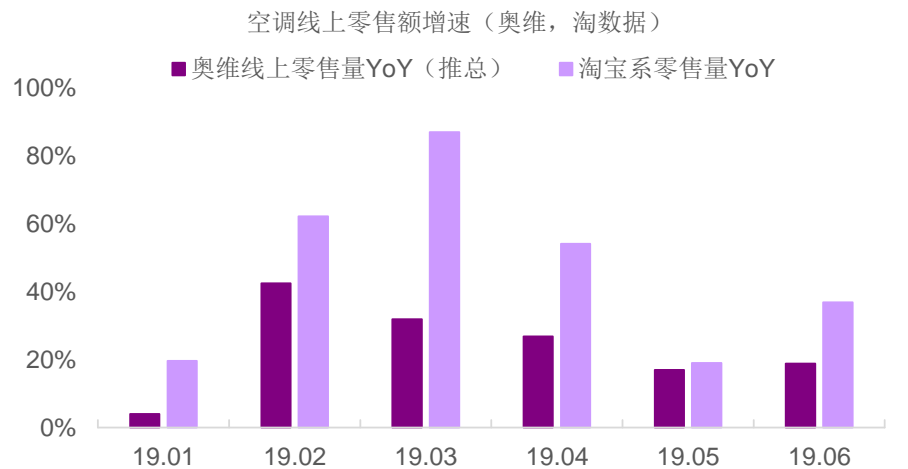
图 2：2019Q2 空调全渠道零售增速在高基数下保持稳健表现



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

网批渠道放量或为今年主要的结构性亮点。如果单看线上零售，根据奥维线上推总数据，2019Q2 空调零售额增速逐月小幅下行，但 3 月和 6 月淘数据空调零售额增速明显好于奥维，估计主要是因为网批渠道在线下的快速渗透，促销季网批价格对于线下小 B 来说具备较强吸引力，大幅提振了线上零售表现（实际大部分为线上批发线下零售）。

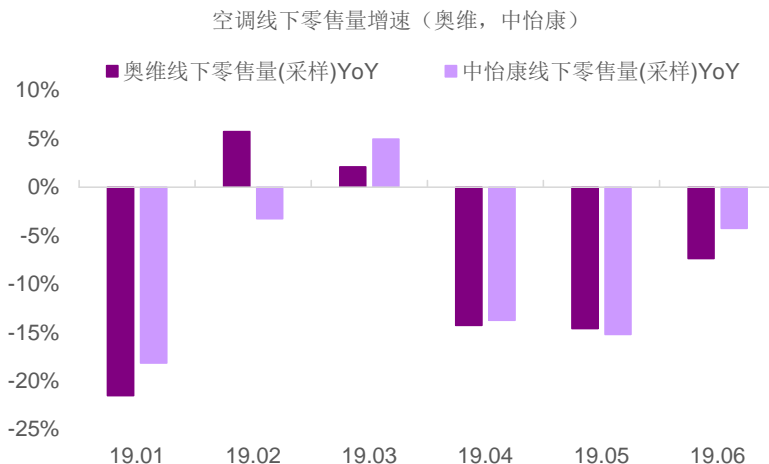
图 3：网批渠道放量或为今年线上渠道主要的结构性亮点



资料来源：奥维云网，淘数据，光大证券研究所

一直较为疲弱的线下零售 6 月降幅有所收窄。如果单看线下零售，从奥维和中怡康的线下样本监测数据来看，KA、商超等综合渠道 19Q2 线下零售额同比下滑 10~15%，5~6 月促销对需求的拉动效果一般，但在较高基数下增速下滑幅度有所收窄。

图 4：6 月空调线下零售量同比增速下滑幅度有所收窄



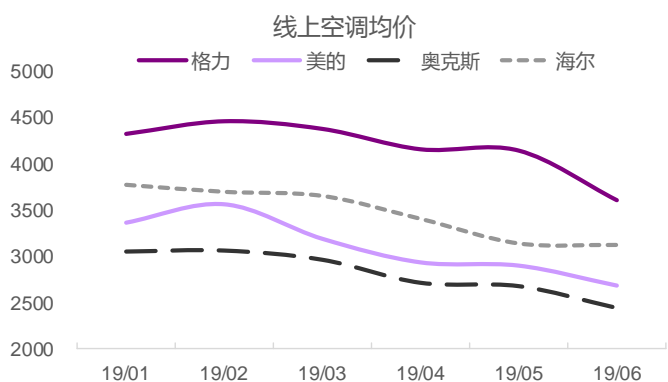
资料来源：奥维云网，中怡康，光大证券研究所

Q2：格力奥克斯之争后，短期竞争有什么边际变化？

线上竞争：格力线上促销立竿见影，奥克斯受到龙头挤压

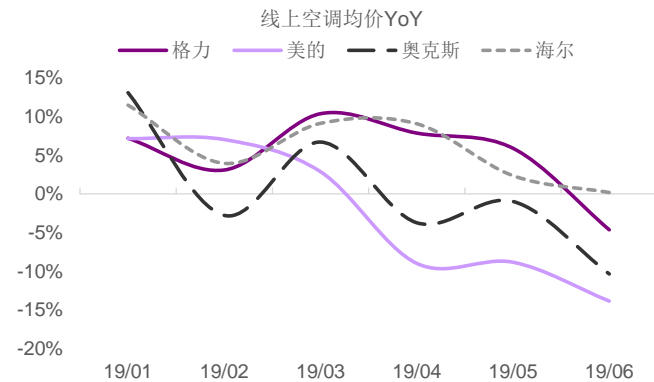
6 月美的和奥克斯继续大力促销，格力选择跟进。根据奥维线上监测数据，美的、奥克斯单月零售均价分别同比-13.9%、-10.4%，年初以来一直淡定的格力终于选择跟进价格促销，单月零售均价同比下降 5%，环比下降 13%，和美的均价差异缩小至千元以内。

图 5：6 月格力在线上渠道跟进降价促销



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

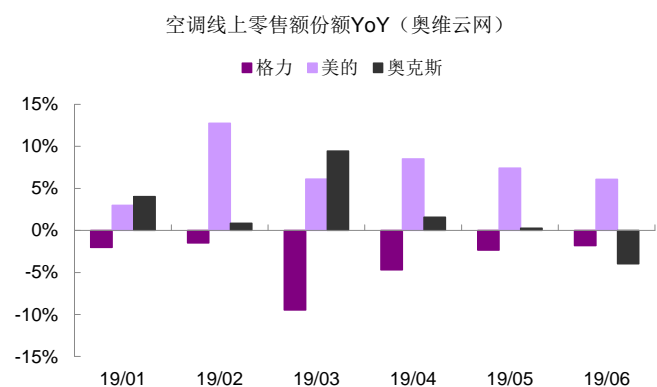
图 6：6 月格力在线上渠道跟进降价促销



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

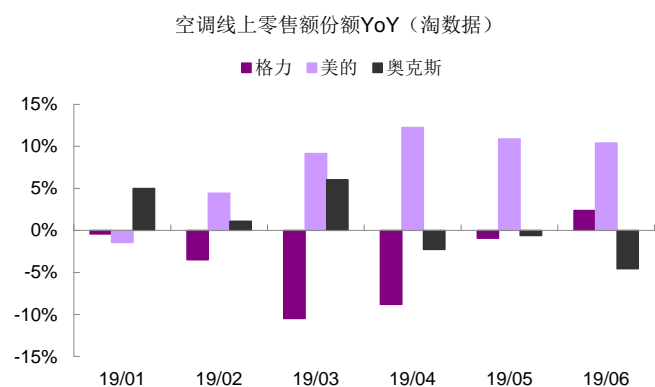
美的份额依然强势，格力份额趋势反转，奥克斯承压。美的线上空调份额继续表现强劲，奥维监测美的 6 月零售额份额达到 27.4%，淘宝系零售额份额高达 30.6%，奥克斯受到美的和格力“联手”阻击，单月份额出现大于 4pct 的下滑。格力在 6 月的跟进促销效果立竿见影，奥维监测线上份额下滑幅度收窄，淘宝系份额同比增长 2.4pct。

图 7：美的份额依然强势，格力份额降幅收窄



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 8：美的份额依然强势，格力份额趋势反转

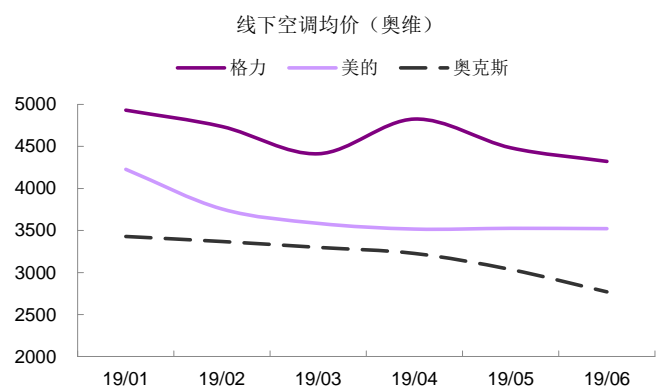


资料来源：淘数据，光大证券研究所

线下竞争：奥克斯和格力降价稳份额

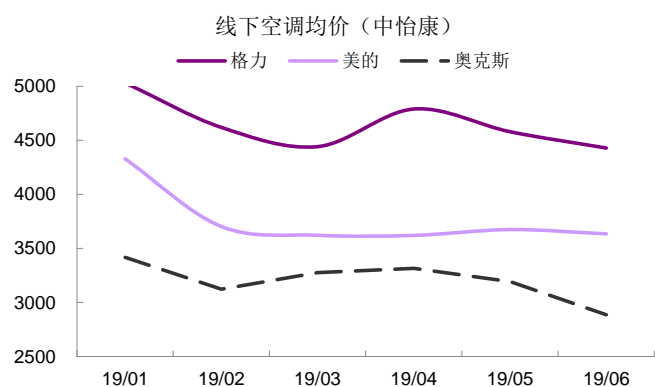
主要厂商在线下的价格策略和线上基本一致，6月环比降价幅度最大的当属奥克斯，线下均价已跌破3000元，格力价格小幅下调，美的基本维持前期低价，和格力价差仍达到800元左右。

图 9：6月格力在线下渠道跟进降价促销 (奥维)



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

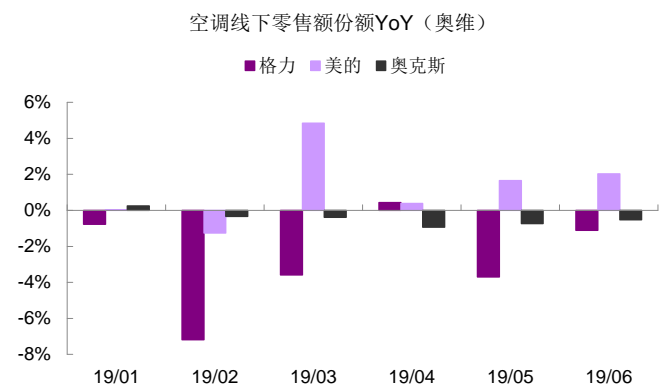
图 10：6月格力在线下渠道跟进降价促销 (中怡康)



资料来源：中怡康，光大证券研究所

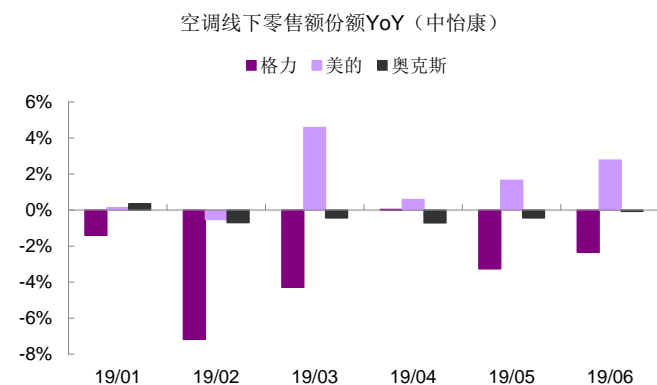
随着格力跟进降价促销，年初以来的份额颓势有所收窄，奥克斯进一步降价促销稳住份额，但美的单月线下零售额份额已超过27%，上升势头依然很强劲，预计二三线品牌受到冲击较大。

图 11: 美的 6 月线下上升势头依然很强劲 (奥维)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 12: 美的 6 月线下上升势头依然很强劲 (中怡康)



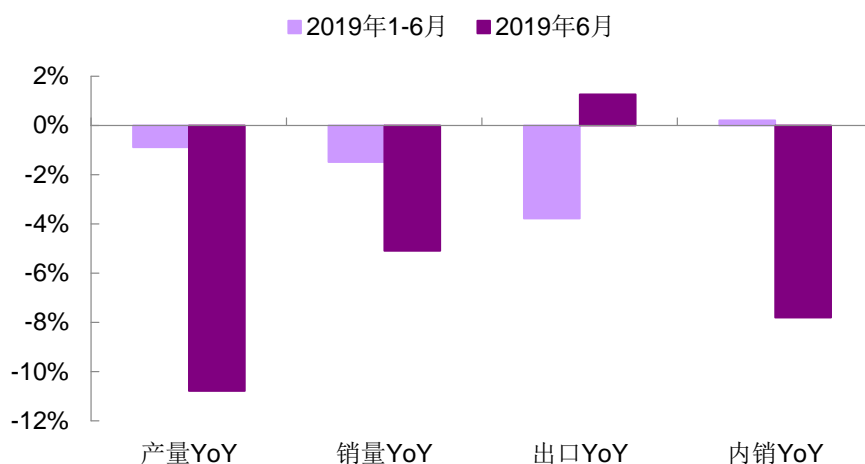
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

总的来看, 无论是线上还是线下, 美的从年初以来的强势表现在 6 月依然延续, 但格力从 5~6 月开始积极降价促销, 试图挽回在份额上的被动, 效果立竿见影, 体现了较强的品牌号召力。而在美的和格力的“默契”夹击下, 奥克斯 6 月虽然保持了积极促销, 但份额开始体现出一定压力。

Q3: 如何看待 6 月产销同比下滑以及当前的库存情况?

产业在线 2019 年 6 月产销数据 (公司出厂口径) 显示, 当月产量同比下滑 10.8%, 销量同比下滑 5.1%, 其中内销量同比下滑 7.8%, 单月产量和内销量同比下滑幅度创年内新高, 引发部分投资者担忧。

图 13: 2019 年 6 月空调产量和内销量分别下滑 10.8% 和 7.8%

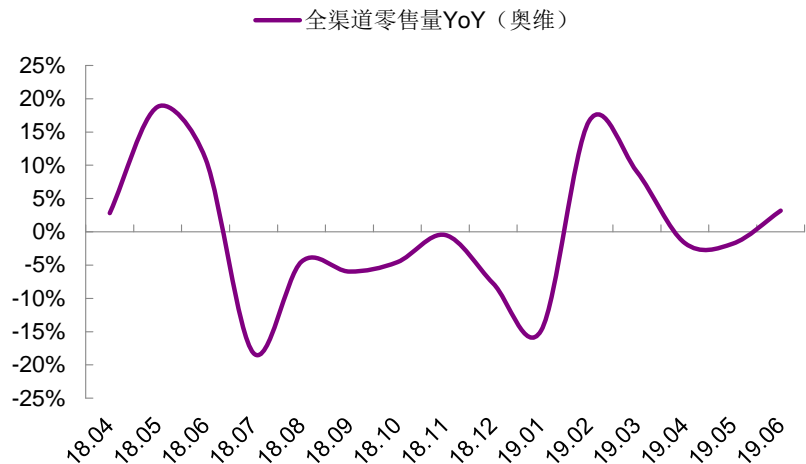


资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

出厂口径数据同比下滑源于龙头厂商主动去库存。报告的第一部分我们已经对 2019Q2 零售表现进行了全面分析, 4~6 月累计零售量基本和去年同期持平, 6 月单月零售量还有小幅增长, 为什么出货数据有些糟糕? 核心

是在零售前景不明朗的情况下，空调厂商主动控制产量和内销出货，渠道库存在下降。

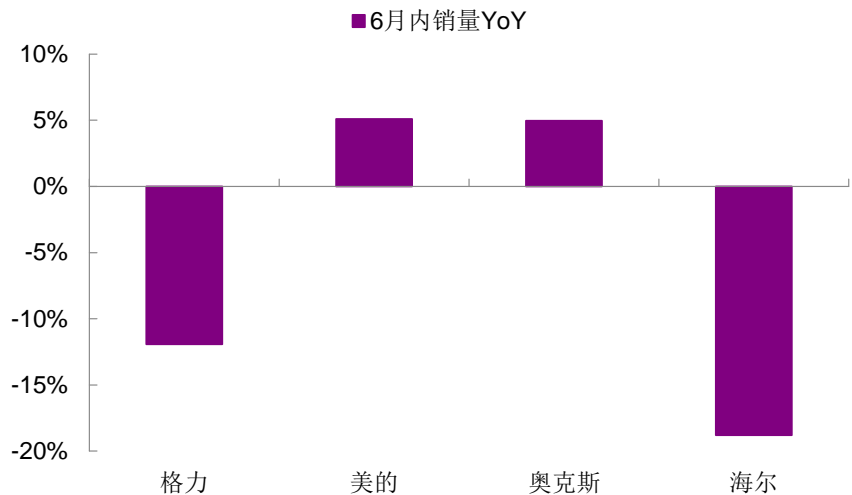
图 14: 2019Q2 空调全渠道零售量基本和去年同期持平



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

从产业在线内销出货明细来看，6月格力和美的内销量增速均明显低于我们调研了解的实际安装卡增速，可见格力和美的均在主动去化渠道库存，这也和我们从部分区域了解到的情况一致，进入旺季后，空调进入去库存阶段，6月格力和美的渠道库存水平均在持续下降。

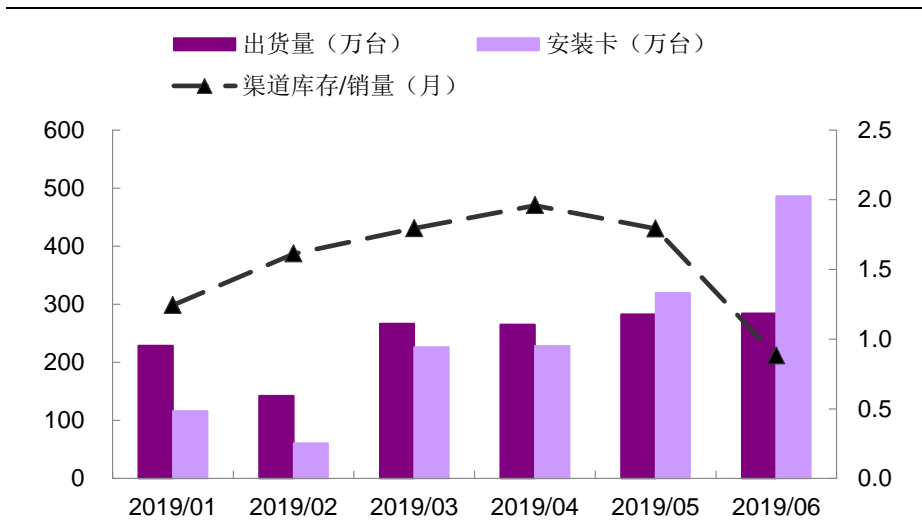
图 15: 产业在线格力和美的 6 月内销量增速均明显低于安装卡增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

美的库存持续低位，格力降至 4 个月左右，库存风险已出现明显下降。根据我们的测算和渠道验证，6 月底美的整体渠道库存水平预计在 1 个月左右，而格力的渠道库存水平也在持续改善，较前期高点 5 个月水平已有明显下降。7 月旺季库存水平仍会继续下降，因此对于行业（主要是格力）渠道库存的风险和经销商资金压力无需过虑。

图 16: 某空调龙头出货量、安装卡和渠道库存水平测算

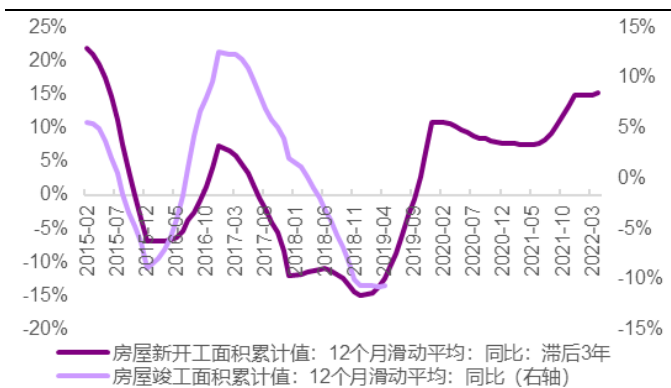


资料来源: 光大证券研究所测算

Q4: 如何判断 2019H2 的空调需求?

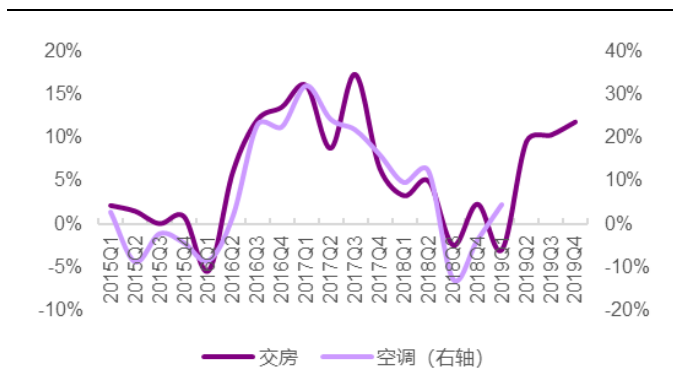
考虑低基数和交房改善, 下半年空调需求存在弱复苏可能。在家电行业 2019 年下半年投资策略中, 我们根据交房模型提出 2019 年下半年商品房交房改善的确定性较强, 作为地产后周期产业链的典型代表, 预计空调需求增速的显著回暖预计将在 2019H2 开始显现, 零售量同比增速有望逐步回暖。

图 17: 开工滞后三年推算, 19 年交房改善确定性较强



资料来源: 奥维云网, 国家统计局, 光大证券研究所测算

图 18: 空调零售量同比增速与交房指标同步性较高



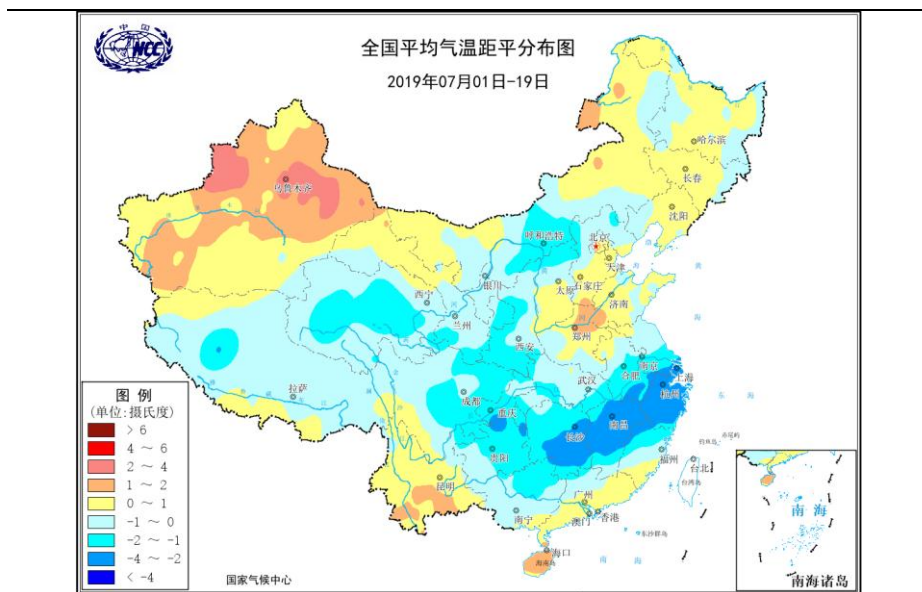
资料来源: 奥维云网, 国家统计局, 光大证券研究所测算

虽然零售转暖的方向较为明确, 但具体时点却不易预测, 且旺季需求跟天气仍然密切相关, 而天气更是难以捉摸。

中国气象局国家气候中心发布的全国平均气温距平分布图显示, 7 月 1 日-19 日, 我国南方大部的气温偏低非常明显, 尤其是在四川盆地、长江以南到华南北部的大范围区域里气温偏低显著。因为 7 月以来全国大部气温偏

低，7月前两周空调销售确实有些压力，市场对旺季零售预期已经普遍较为谨慎。

图 19：7月1日-19日，我国南方大部的气温偏低明显



资料来源：中国气象台，光大证券研究所

但旺季刚刚开始，后续是否会出现持续高温天气仍是未知数，而 2018 年 7 月空调零售量（奥维监测）同比下滑 18%，19H2 高基数压力较 19H1 明显下降，因此旺季空调零售增速在谨慎的市场预期下存在超预期的可能。

基于交房模型的测算和大幅下降的基数压力，我们都认为无需在此时对 2019H2 空调零售表现做更为悲观的修正，但结合地产周期判断，预计也较难出现如 2016Q3-2018Q2 间的需求超高景气周期。

Q5：除了预测需求，下半年还应该关注什么？

跟预测需求相比，对 2019H2 竞争格局的推演或许更为重要，尤其应该关注格力的经营策略变化。

年初以来，面对美的空调的主动出击，格力迟迟“按兵不动”。一方面源自格力特殊的经营模式，本身就在于稳定的产业链价格预期，并且前期囤货在旺季集中销售，除非公司提供政策支持，不然经销商在旺季前极少会主动降价促销。另一方面，前期格力管理层连任事件落定后，短期业绩压力相对较小，管理层工作重心为“混改”事宜，对短期的行业变化（如网批渠道等）也相对不敏感。6 月格力开始跟进降价，目前尚是份额压力下的被动调整。我们认为格力后续重大的经营策略变化将与旺季需求和“混改”进度息息相关。

市场对于格力的渠道库存始终较为担忧，我们前文中已提到，到 6 月底格力的渠道库存水平估计已降至 4 个月左右，和 14~15 年 7~8 个月的库存

水平相比风险已明显下降。但旺季需求对于进一步的库存去化，以及后续新冷年开盘经销商的打款能力恢复仍较为关键。

1) 若 7-8 月需求回暖，预计格力适度积极促销保份额，整体格局波澜不惊。预计旺季后格力库存水平会进一步降至正常水位，公司不会进行大的经营策略调整，行业格局短期依然较为稳定。

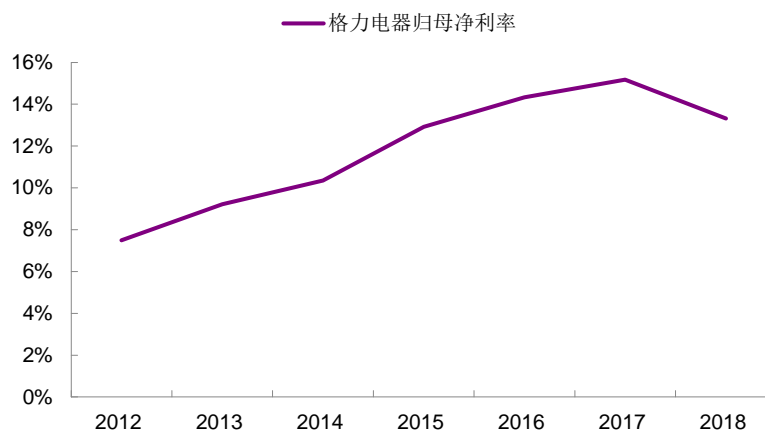
2) 若 7-8 月需求低于预期，完成“混改”后格力可能全面发力。如果旺季需求低于预期，格力将面临库存和新冷年开盘的短期压力，若届时“混改”完成，公司管理层以及渠道利益和上市公司高度统一，预计格力可能会采取更为激进的定价策略。

Q6: 若格力降价，对其短期盈利与估值是否有影响?

短期来看，丰厚蓄水池与成本红利将保障格力盈利能力。市场担忧格力降价会对盈利能力有所损伤。事实上，无论是通过返利还是直接降价补贴经销商，格力均有丰厚的利润蓄水池可供调度（19Q1 期末账面其他流动负债高达 643 亿）。同时，年初以来由于铜、铝等大宗原材料价格持续低位，空调综合成本较去年均有明显下降（19H1 下降约 4-5%）。前期因库存较高，成本红利尚未体现，后续随着库存下降，格力也会充分利用成本红利保障盈利稳定。

参考 2015 年，同样处于成本红利期，公司收入大幅下滑的情况下，利润率仍有大幅提升，利润仅小幅下滑。

图 20: 丰厚蓄水池与成本红利将保障格力盈利能力



资料来源: Wind, 光大证券研究所

长期来看，格力依旧牢牢掌握行业定价权，期待混改完成后渠道利益适度向消费者让渡，带来份额稳定。年初以来，美的对渠道的高速扁平化以及对网批渠道的拓展带来了价格带的进一步下移，对格力的份额有所冲击，投资者担忧渠道变化是否会长期带来空调格局的变化。

客观来看，当前格力的品牌护城河依旧深厚，短期是因为和竞争对手相对价差突然拉大导致的份额压力。如果仔细比较双方渠道模式，美的通过信息化与物流的建设，将销司、代理商职能均转变为只做区域管理的成本中心

(而基本取消了加价)；格力当前销售公司由于要承担打款与囤货职能，估计常态利润(结合景气与非景气周期的平均情况)仍较为丰厚。但格力更强的品牌力意味着渠道成本往往也更低，未来治理稳定后渠道也不再会出现2014/2018年的极端压货情况，因此只要渠道利润未来能够适度让渡给消费者，相对价差回到前期水平，市场份额就会相对稳定，预计不会影响上市公司长期盈利水平。

当前格力估值距离历史估值底并不远，稍有溢价来自于混改带来的改善预期，安全边际足够。部分投资者会担心旺季零售不好、库存压力以及后续的降价会对股价产生负面影响。我们复盘了格力近两次行业需求周期底部的估值，均为真实盈利(剔除多余渠道库存带来的收入与利润)的10倍左右见底。虽然2018年公司2000亿的收入基数较高，2019有可能出现收入下滑，但2018年公司利润基数较低(18Q4提前确认大量费用，利润率有明显下降)，262亿利润与产业景气度与竞争对手情况基本匹配。我们预计公司2019实现280~290亿利润水平的确定性依旧较高，当前股价考虑混改预期仍具有较强安全边际。

Q7：若格力降价，对美的和行业有何影响？

美的份额的高歌猛进源自于其自身渠道改革与高效率，不再会重演2015年的价格战。19H1美的空调份额大幅增长，增速超越行业，核心源自于其自身渠道改革以及效率的大幅提升，电商/网批等新渠道高速放量。当前公司库存远低于行业(估计在1个月左右)，基于信息化与物流的建设，渠道管理效率也得到大幅提升。考虑到18H2公司空调基数较低(出货两位数以上下滑)，以及同样丰厚的利润蓄水池，后续行业即使出现一定程度的价格竞争，对其份额与基本面也不会产生较大影响。

二三线品牌可能会承压，长期来看空调集中度仍有进一步向TOP2集中的可能。正如我们一直强调的，只有在品牌制造或高效零售端真正具备壁垒的优质龙头才能够在产业链价值分配中占据一席之地。

◆投资建议

空调6月零售略有回暖，企业主动收缩出货，库存风险有所降低。展望后续，预计下半年需求在低基数和交房改善带动下有望出现弱复苏，但也难出现大开大合的变化。与预测需求相比，对2019H2竞争格局的推演或许更为重要，尤其应该关注格力的经营策略变化。我们判断新冷年开盘前后，格力存在主动降价的可能，但即使出现，对龙头公司的短期盈利也不会产生较大影响，反而有利于库存去化与行业长期集中度提升。

随着地产大周期的结束以及消费品渠道的巨变，叠加A股资金结构的变化(海外资金等长线机构投资者增加)，我们建议投资选股更加偏重企业是否拥有壁垒与护城河，并结合估值水平做中长期判断。不考虑短期景气度的波动，空调龙头仍是家电乃至耐用消费品板块护城河深厚的典范，我们继续推荐格力电器、美的集团、青岛海尔及中央空调龙头海信家电。

◆风险提示：

全国夏季天气偏凉，地产竣工进度低于预期，格力“混改”进度低于预期。

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	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			投资 评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
000333	美的集团	52.59	3.08	3.54	3.97	17.1	14.9	13.2	买入
000651	格力电器	54.20	4.36	4.88	5.35	12.4	11.1	10.1	买入
600690	海尔智家	16.81	1.21	1.30	1.43	13.9	12.9	11.8	买入
000921	海信家电	11.78	1.01	1.21	1.38	11.7	9.7	8.5	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 7 月 19 日

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, 也不, 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