

Nutrien：全球市场挑战不断，公司利润仍大幅增长

——海外石化化工龙头半年报系列之二

行业专题报告

Nutrien 于 2018 年 1 月 1 日由原加拿大钾肥 Potash 和加阳 Agrium 合并而来，目前是全球最大的化肥公司，也是全球最大的肥料经销商之一。其前身 Potash 主要生产钾肥、磷肥、氮肥，拥有每年 1000 万+吨钾肥产能，产量占全球总产量的 20%；而 Agrium 是一家全球知名肥料、农作物保护剂企业，是 Canpotex 钾肥联盟 3 个成员之一，主要在北美洲、南美洲、欧洲、澳洲等地经营生产、销售农作物养分产品、农作物保护剂产品、农作物种子、农业相关产品等业务。

◆ 尽管北美气候恶劣，公司利润仍继续增长

2019 年上半年受北美地区极端天气影响，致使美国多达 1000 万英亩土地无法种植。相关业务受到影响，但整体来看，公司利润仍能继续增长。Nutrien 在 19 年上半年调整后的 EBITDA 为 26 亿美元，较 18 年上半年同比增长 18%。Nutrien 在 2019 年上半年创造了 17 亿美元的自由现金流，比 2018 年同期增长了 47%。2019Q2 调整后的 EBITDA 总额同比增长 16% 至 18 亿美元，零售业务受北美气候影响降低（6%），钾肥、氮肥业务的业绩均录得大幅增长，调整后的 EBITDA 增长率分别为 +43%、+30%。

◆ 公司对下半年及 2020 年种植业回暖持乐观态度

公司对下半年及 2020 年持积极态度。玉米期货已升至多年高位，持有库存的种植者受益于现金价格的上涨。较高的作物价格激励种植者努力实现当前作物产量最大化，公司认为第三季度对氮肥和作物保护应用的需求良好。公司认为较高的玉米种植面积加上今年春季作物投入量的减少将会支持今年秋季及 2020 年作物投入需求的强劲复苏。

◆ 2019 年钾肥市场将继续维持景气

鉴于上半年北美受天气影响需求较低，其他市场需求短期疲软。公司预计 2019 年全球钾肥出货量将达到创纪录的 6500 万吨至 6700 万吨。钾肥方面，全球价格保持相对稳定，预计美国秋季需求强劲。同时有利的作物价格和持续的种植面积扩张，公司认为巴西的需求将持续保持强劲。同时公司预计今年秋季之前印度地区的客户将赶在中国之前签订新的钾肥合同。

- ◆ 风险分析：（1）农作物回暖不急预期；（2）中美贸易谈判的不确定性；（3）其他肥料巨头产能释放超出预期。

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）

021-52523535

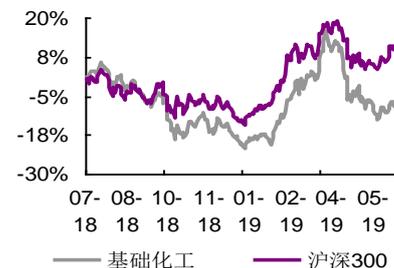
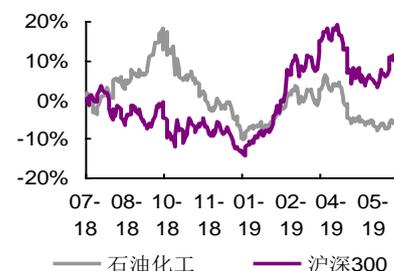
giuxf@ebsecn.com

赵启超（执业证书编号：S0930518050002）

010-58452072

zhaogc@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

1、Nutrien: 全球市场挑战不断, 公司利润仍能大幅增长

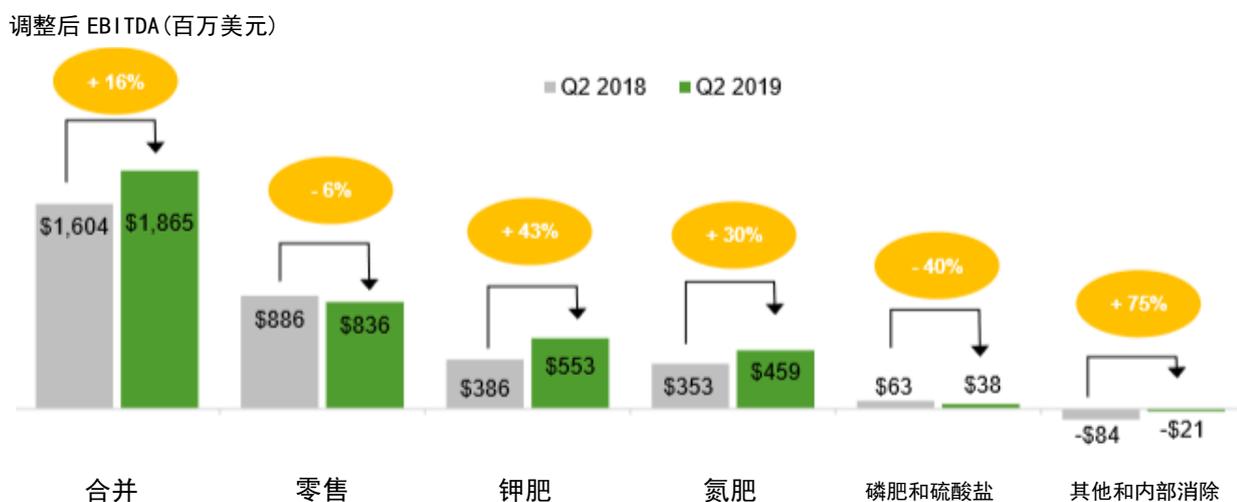
Nutrien 是全球最大肥料公司, 于 2018 年 1 月 1 日由原加拿大钾肥 Potash 和加阳 Agrium 合并而来, 目前是全球最大的化肥公司, 也是全球最大的肥料经销商之一, 总部位于加拿大萨斯卡通 (Saskatoon)。加拿大钾肥主要生产钾肥、磷肥、氮肥, 其中拥有每年 1000 万+吨钾肥产能, 产量占全球总产量的 20%, 公司也是全球市值最大的化肥生产商, 并拥有钾盐矿区来生产肥料, 其中 5 个钾盐矿区位于加拿大萨斯喀彻温省, 另一个位于新布伦瑞克省。加阳公司是一家全球知名肥料、农作物保护剂企业, 是 Canpotax 钾肥联盟 3 个成员之一, 主要在北美洲、南美洲、欧洲、澳洲等地经营生产、销售农作物养分产品、农作物保护剂产品、农作物种子、农业相关产品等业务。公司业务分为 1) 零售: 作物保护剂产品、作物营养剂产品、农作物种子和包括土地及叶片检测在内的其他相关服务; 2) 批发: 生产及分销一系列植物营养产品, 包括氮肥、钾肥、磷肥等产品, 主要销售给农业及工业用户。

尽管北美气候恶劣, 公司利润仍继续增长

2019 年北美地区气候恶劣, 洪涝灾害发生, 致使美国多达 1000 万英亩的优质土地无法种植, 导致对作物投入的支出减少, 一定程度上影响了全球化肥需求增长暂停。尽管全球化肥需求增长暂停, 但公司得益于资产质量和综合模式的优势, 业务表现出较强的弹性和稳定性, 2019 年上半年业务实现更高收益。

Nutrien 在 19 年上半年调整后的 EBITDA 为 26 亿美元, 较 18 年上半年同比增长 18%。Nutrien 在 2019 年上半年创造了 17 亿美元的自由现金流, 比 2018 年同期增长了 47%。2019Q2 调整后的 EBITDA 总额同比增长 16% 至 18 亿美元, 零售业务受北美气候影响降低 (6%), 钾肥、氮肥业务的业绩均录得大幅增长, 调整后的 EBITDA 增长率分别为+43%、+30%。

图 1: 2019 年 Q2 季度 Nutrien 总体业务、钾肥、氮肥调整后的均大幅增长 (单位: 百万美元)



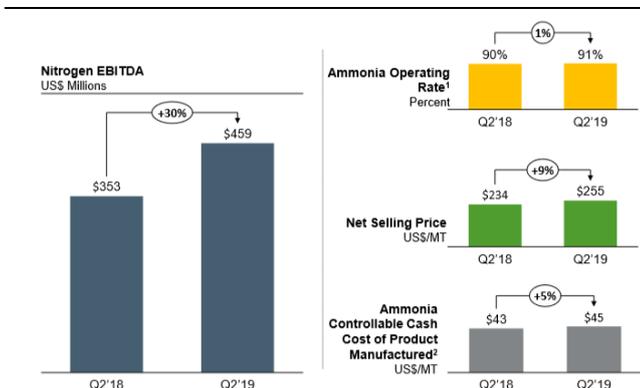
资料来源: Nutrien

市场环境充满挑战，综合模式助力企业表现强势

公司上半年表现相对较强。得益于分销网络的好处，肥料利润率很高，钾肥业务继续取得优异成绩，上半年钾肥 EBITDA 超过 10 亿美元，比去年增长 42%。北美和离岸市场的增长，使得净销售价格上涨了 26%。虽然受到上半年天气问题的影响公司国内销售影响较大，然而，这些影响被离岸需求很好的抵消了，尤其是巴西和中国。每吨 59 美元的价格生产钾肥维持了公司作为全球成本最低的生产商之一的地位。

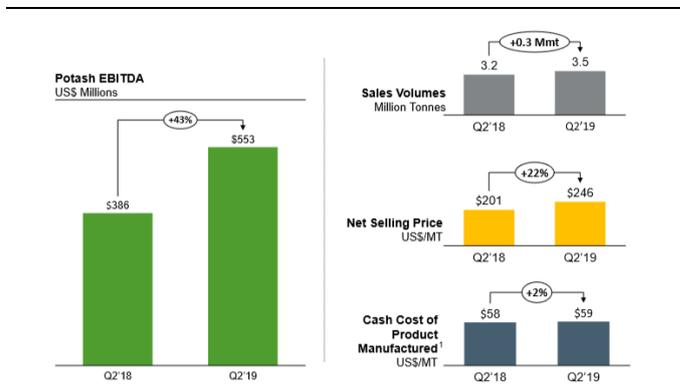
得益于公司北美分销系统的优势和公司客户群的多样性，公司的销售量和实现的价格都表现良好。本季度价格也受到尿素基准价格上涨和河流系统物流限制的支撑，导致价格差异扩大，同时上半年氮肥 EBITDA 上涨 17%。其中 2019 年 Q2 季度氮肥 EBITDA 同比增长 30%，钾肥 EBITDA 同比增长 43%。

图 2：氮肥利润增长得益于价格和质量优势



资料来源：Nutrien

图 3：钾肥利润增长得益于价格优势和强烈的离岸需求



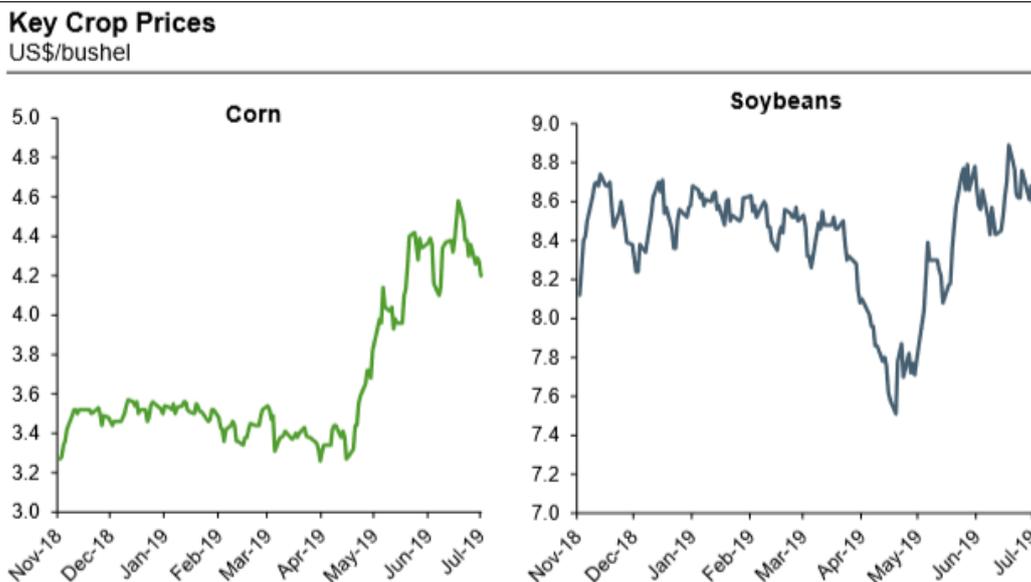
资料来源：Nutrien

公司对下半年及 2020 年种植业回暖持乐观态度

展望未来，公司对下半年及 2020 年持积极态度。玉米期货已升至多年高位，持有库存的种植者受益于现金价格的上涨。较高的作物价格激励种植者努力实现当前作物产量最大化，公司认为第三季度对氮肥和作物保护应用的需求良好。

从历史上看，公司的零售业务在 7 月和 8 月因季节性发展较慢，今年却有所不同。季节延迟和较高的作物价格相结合，导致公司 7 月份的零售额比去年增长了 40% 以上。随着供应紧张和价格上涨，计明年将种植约 9500 万英亩的玉米。公司认为较高的玉米种植面积加上今年春季作物投入量的减少将会支持今年秋季及 2020 年作物投入需求的强劲复苏。

图 4：玉米和大豆的价格上涨刺激农作物的种植

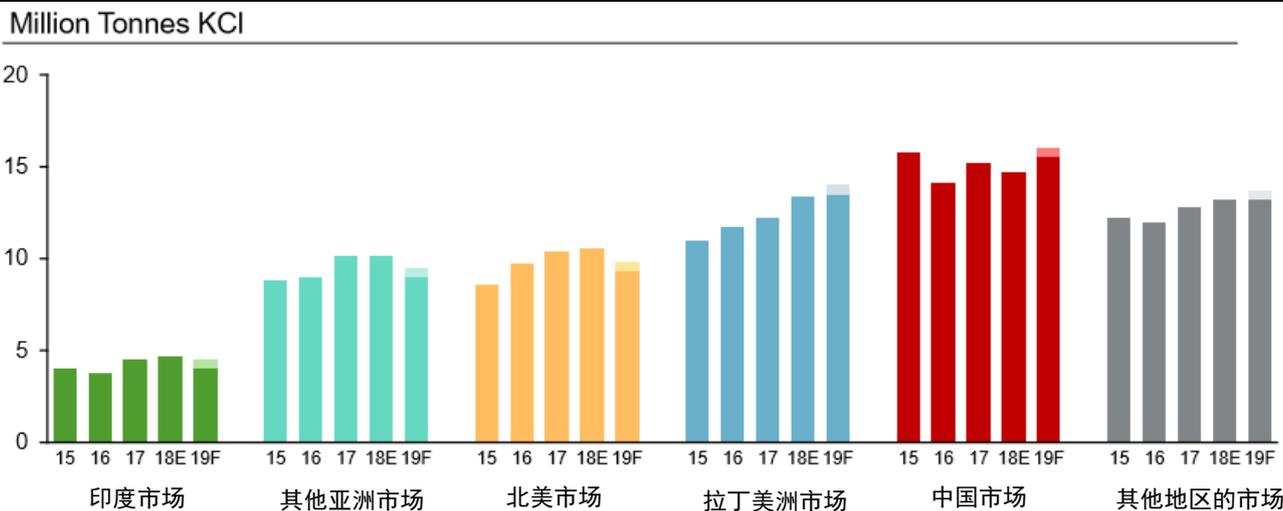


资料来源：Nutrien

2019 年钾肥市场将继续维持景气

鉴于上半年北美受天气影响需求较低，其他市场需求短期疲软。公司预计 2019 年全球钾肥出货量将达到创纪录的 6500 万吨至 6700 万吨。钾肥方面，全球价格保持相对稳定，预计美国秋季需求强劲。同时有利的作物价格和持续的种植面积扩张，公司认为巴西的需求将持续保持强劲。同时公司预计今年秋季之前印度地区的客户将赶在中国之前签订新的钾肥合同。

图 5：预计 2019 年全球钾肥出货量将达到 6500-6700 万吨



资料来源：Nutrien

- 1) 印度市场：预计出货量在 400-450 万吨，受季风延迟的影响预计需求将持平至略低于 2018 年的水平。
- 2) 其他亚洲市场：预计出货量在 900-950 万吨，尽管棕榈油价格相对弱势，但印尼地区生物柴油需求的增长将支持未来的需求增长；

- 3) 北美市场: 预计出货量在 930-980 万吨, 不利的天气条件对春季钾肥需求造成了负面影响, 但预计秋季需求将显著提升;
- 4) 拉丁美洲市场: 预计 1350-1400 万吨, 营养缺乏地区的种植收益改善和种植面积的增长将支撑钾肥的强劲需求;
- 5) 中国市场: 预计 1550-1600 万吨, 中国地区的消费趋势和购买力支撑强劲, 但 2019 年可能因为进口政策而推迟;
- 6) 其他地区的市场: 预计 1320-1370 万吨, 对目前的钾肥价格具备良好的负担能力, 此外包括非洲在内的大部分地区对于氮磷钾肥料的需求日益增长, 大大提振对钾肥的需求。

2、风险分析

(1) 农作物回暖不及预期; (2) 中美贸易谈判的不确定性; (3) 其他肥料巨头产能释放超出预期。

3、附录: Nutrien2018 年业绩说明会问答环节纪要部分摘录

1) 中国和印度对钾肥的需求前景? 你将对中国和印度的下半年的需求预测略微降低了一点?

我们在指导中将钾肥的全球需求下调了 200 万吨, 这是因为我们认为在北美因为天气原因损失了大约 80 万吨的钾肥需求, 甚至更多。此外我们在东南亚看到了玉米价格出现短期的疲软现象, 我们预期明年才能得到改善, 基于以上原因, 我们下调了钾肥需求的指引。

关于中国市场, 我们已经看到今年到目前为止的需求十分良好。事实上这也是我们今年上半年表现良好的原因之一, 我们相信今年中国需要更多钾肥。而中国方面因为看到美国市场的钾肥需求已经结束, 他们会尽可能的延迟大合同的签订时间, 因此当我们下调指引的立场非常明确。但是对于我们来讲, 我们认为短期之内, 与中国不签合同要比签个坏合同要好一些。因为钾肥的整体基本面正在改善, 全球的供给正在收紧, 随着时间进入到秋季和 2020 年, 我们将会看到一个非常强劲的钾肥市场。因此, 我们打算在今年与中国的合同谈判过程中继续保持耐心。

中国的需求 2019 年上半年特别强劲, 我们预期中国的进口量将同比去年增加一百万吨, 此外他们表明 8 月底之后他们将不会再被允许海运进口。我们知道他们目前的港口库存要高于去年, 但是他们现在的内陆库存要低一些, 真正决定他们何时签订合同的将是下游复合肥厂家什么时候开始采购并从港口提货。他们推迟签订合同的时间越久, 那么 2020 年的钾肥需求就会越大。所以这样看来明年将会是不错的一年。就印度而言, 我们得到的情况是, 他们确实希望今年秋天能真正解决他们的合同问题, 我们也确实希望他们能在中国之前解决问题。当然, 由于季风减弱, 他们的需求出现了一些延迟, 但我们预计这是短期的, 而且他们的需求量会比去年减少一点, 大约是正常的。

2) 预测秋季氮肥市场表现强劲的理由? 可否从目前的经销商甚至农民的库存情况谈一下? 贸易摩擦的影响和解决方案。钾肥的供应端的新情况? 俄罗斯 Bethune 项目或其他类似项目的进展?

我们非常看好下半年氮肥市场的前景,作物价格将会增加 2020 年的玉米种植面积,并将推动秋季肥料的使用。从全球来看合成氨的供应正在收紧。2018 年全球合成氨的净新增产能大概是 110 万吨,但是 2019 年预计全球需求将增加 200-250 万吨,所以并非是因为我们在春季氮肥的需求变差才会导致市场短期上升。尿素价格自从上次下跌之后在 215 美元一直保持,而我们认为这已经是市场的底部,我们将会看到供应将趋于紧张和产品价格的上涨。

我先谈下上半年的化肥销售,大家知道因为天气原因我们损失了 1000 多万英亩的种植面积,但我们的零售业务表现依然很好。我们的钾肥销量持平,而氮肥销量增长了约 3%。我们现在和农民谈论了他们 2020 年的播种,我们预计之前损失的播种面积中大部分将选择播种玉米,在目前的市场价格下,预计 2020 年将有 9500 多万英亩的土地投入使用。

就秋季的需求而言,基于天气的原因预计美国需求旺盛。鉴于今年春季以及去年秋季的需求疲软,农民们减少了营养物质的补充。为了证实这一点,我们开展了一个非常成功的夏季补充计划,超额的认购之下我们提前结束了该计划。但在上周举行的西南区域肥料经销大会上,零售商们根据农户对下半年和 2020 年的钾肥需求,展示出了非常乐观的情绪。

在供应方面我们没有看到太意外的情况,K+S 因为长时间检修的原因,预计他们今年的销量只有 170 万吨,而这是他们之前指引的下限。此外 EuroChem 也已经宣布了 VolgaKaliy 矿山项目的运行将延迟至 2020 年。在此问题上乌钾观点基本与我们一致,因此正如我们之前所表达的,我认为这种持续缓慢的增长,是我们之前所预见到的,而且持续的增长将有助于稳定供需的平衡。

3) 拉丁美洲市场的展望? 玉米、大豆的种植面积会有多大,以及每英亩的投入? 如果假设 Ruralco 今年结束了零售收购,那么明年的 EBITDA 增量是多少?

就我们期望种植的巴西种植面积而言,在 1%至 2%的范围内同比增长。当我们展望玉米的时候,我认为很大程度上取决于美国产量的不确定性。巴西种植红花杉玉米肯定有好处,这取决于美国的情况。巴西的番红花作物的玉米种植面积和大豆种植面积有更多的优势。因此,随着我们今年晚些时候和种植期的开始,我们预计需求将强劲。

然后就在 Ruralco,我们仍在努力完成反垄断程序,我们仍然预计该交易将在第三季度末完成。我们预计将在今年第三季度末关闭 ruralco。因此今年我们将和鲁拉科共度一年半的时光伴随着业务的增长。因此,如果你看看 2020 年这两家企业与 2018 年相比,我们没有任何业务,我们预计这两家企业的 EBITDA 将增加约 1 亿美元。因此,他们都有望为我们的 2020 年收入做出重大贡献。

4) 如何看待中国的猪瘟,您明年的未来几个季度的规划是什么?

非洲猪瘟目前为止对全球谷物的实际影响相对不大。实际上,从美国农业部目前对 2019 年全球饲料需求的预测,以及全球膳食需求来看,即使中

国需求持平或下降，预计也会高于趋势水平。因此，预计全球其他市场的饲料需求将出现反弹。

从牲畜价格来看，公司确实看到今年早些时候牲畜价格大幅上涨，即使相关问题已经得到解决，但这些消息增加了对这个问题的担忧。因此，中国似乎确实存在一些延迟的影响。其中一部分原因是关于牧群规模的损失确实存在很大的不确定性。一些是中国和全世界现有的畜群正在增长到更高的权重，冷冻库存的供应量增加等等，这限制了供应紧缩。因此，从短期来看，公司受到的影响没有想象的大。从长期来看，预计全球肉类消费趋势不会改变。从全球角度来看，预计发展中国家的肉类消费将继续增加，并且中国将会恢复到正常的水平，最终这将推动全球饲料消费对全球作物投入需求的影响。

总体来看，市场表现正常。蛋白质价格上涨，其他市场正在补偿。因此，公司没有考虑或预测作物投入的全球谷物和油籽将会显著减少。

5) 您是否可以从农业和工业角度谈谈氮肥的前景？评论一下在 2020 年下半年加勒比市场的发展情况背景下的美国发展？

从全球视角开始，与三到四年前相比，商家可用的尿素和其供应量逐渐减少。而全球市场的需求每年增长 200 万至 250 万吨。所以我们预计 8 月份的氮肥价格将在 215 美元的基础上有个 10% 的上涨，我们也非常期待下个月会发生的事情。

全球合成氨供给应该有所收紧，尿素市场也会继续在全球范围内紧缩，这从我们在三到五年前预测的尿素和合成氨的项目也可以反映出来。

从长远来看，我们仍会继续我们的氮肥业务。我们认为未来几年将会出现明显的紧张情况，这也是做出资本开支的调整的原因。我们会有一些非常高的回报，而从未来两三年的情况来看，我们做这件事的风险很低。但是按照目前的价格来看，去做绿地投资的话从经济性来看意义不大，因此如果未来几年这种紧张情况一直持续下去的话我们一定会采取动作的。我们是世界上第三大氮气生产商，这对我们有益。

6) 关于磷肥的问题。在你的评论中，你对磷肥前景表示了一些保留意见，只是因为中东和北非的供应增加了，中国的出口增加了。那么，这只是你看到的短期疲软，还是你的长期看法，鉴于这种前景，磷肥对你来说是相对较小的业务，有没有想过从批发的角度退出该业务？

短期内磷肥业务可能比其他业务面临更大的压力；全球方面磷肥的需求增长看起来相当不错。长远来看，我们仍非常担忧因为现在有一些新的加入者以极低的价格加入市场竞争。所以从根本的角度来看，这与氮和钾有一点不同。在氮和钾肥方面我们是领先的，而磷肥还会有许多不确定性。因此，从长期来展望磷肥的市场前景时，我们相对更担忧一些。

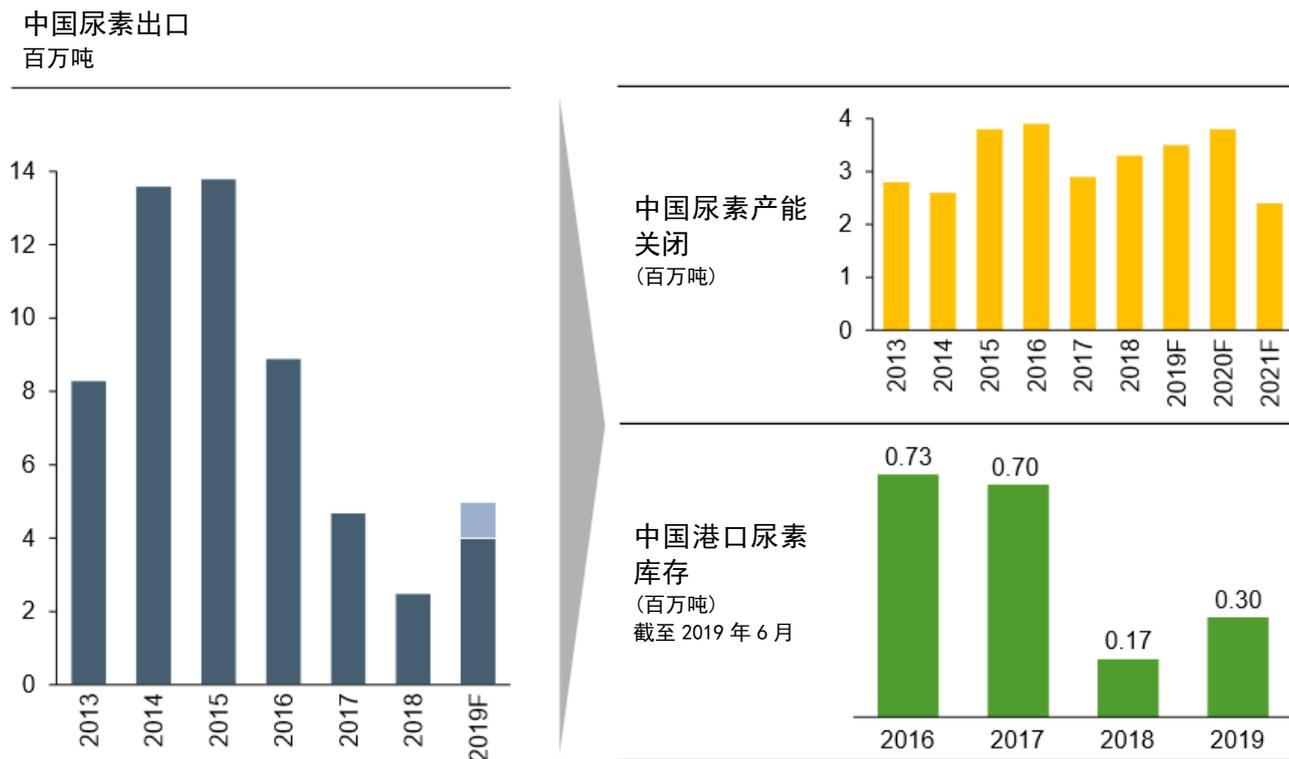
第二个问题，我们磷肥业务的战略方向，我们已经采取了一些非常好的举措，我们已经从三个设施减少到了两个，并且已经扩大了这两个地区的生产，因为他们在当地拥有非常大的优势。目前这些动作已经开始取得适度的回报。

7) 我想多谈一点关于氮肥的全球成本曲线, 以及你可能认为会产生什么样的影响, 就价格的走向而言。其次, 中国的一些氮肥或尿素工厂, 你在第 20 页的幻灯片上有一张图表, 展示了一些产能关闭的情况, 比如理论上有多少产能关闭?

2019 年氮肥的成本曲线的演变对价格来说是负面的影响。特别是在欧洲, 中枢价格和一年前的水平相比显著下降。关于尿素, 我们可以看到中国的成本逐年下降, 但是从边际成本来看, 比较中国和世界其他地方的价格, 中国的盈利水平增加了, 此外生产水平保持在更高的水平。这也是为什么他们有更多的供应来增加出口的部分原因, 这也是为什么我们上调了下半年中国尿素出口量的预测。

你问题的第二部分, 他们是否可以让这些工厂重新投入生产, 我们还真的还没有看到这一点。我认为很多工厂都是在不太好的情况下关闭的, 需要在环境保护方面进行很多的投资才能重新启动, 此外在关闭之前的最后一段时间里, 它们没有得到任何的维护, 因此这些工厂的重启都需要很大的费用。实际上我们已经看到, 全球尿素的生产负荷在 2019 年维持了和 2018 年一样的较高水平, 并将在很长一段时间内保持这个水平。

图 6: 2019 年中国尿素出口量有所提升, 优质产能成本降低, 利润增长, 落后产能持续关闭



资料来源: Nutrien

8) 很明显, 2019 年的运营环境相当困难, 市场因素很多, 贸易纠纷, 天气干扰之类的。但公司在提高收入方面做得很好, 如果你考虑明年的话, 我知道现在还为时过早, 但是我们已经进入下一个农业周期了, 那么, 你能不能谈谈我们应该从市场和公司两方面考虑的收益增长点?

现在讨论 2020 年的情况的确有点早, 但我们预计 2020 年市场基本面会出现相当大的反弹, 你可以在期货中的作物价格看到它, 但你也可以在

我们的一些业务的表现中看到，比如三季度我们零售端的作物保护业务。我们认为秋季也将非常强劲，当然，这取决于天气，看看我们是否有需求的窗口，但我认为 2020 年对于农业来讲将是很好的一年。

从 Nutrien 的角度来看，我们在零售业务的并购活动一直都很积极，我认为从股东的角度来看你们将在 2020 年看到这些投资的全部价值，在更大程度上，我说的是，正常或强劲的一年。因此，当谈到 Nutrien 零售业的具体收益增长时，这一点肯定会得到充分展示。我认为我们在氮肥和磷酸盐生产企业以及钾肥生产企业中所做的工作可以降低成本，优化生产网络。因此，您将从我们已经交付的合同以及我们在 5 月的投资者日的表述中看到一些价值。总的来说，现在还不能做出明确的评论，但是基于 2020 年农业行业的基本面情况，将会有有一个相当大的反弹。

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, 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