

## 公司研究

## 21Q1 业绩超预期，安世全年有望高速增长

## ——闻泰科技（600745.SH）跟踪报告之三

## 买入（维持）

当前价：86.54 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

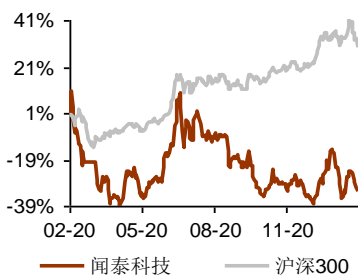
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.45
总市值(亿元)	1077.49
一年最低/最高(元)	81.76/167.75
近3月换手率	96.24%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.47	-12.00	-18.33
绝对	-11.64	-11.17	-17.51

资料来源：Wind

## 相关研报

收购摄像头模组业务，ODM 巨头打造全产业链服务能力——闻泰科技(600745.SH)跟踪报告之一（2021-02-08）

经营性业绩符合预期，功率龙头拟布局 12 英寸车规级晶圆厂——闻泰科技（600745.SH）2020 年三季度点评（2020-11-01）

业绩符合预期，安世收购顺利——闻泰科技（600745.SH）2020 年半年报点评（2020-08-31）

全球 ODM 龙头空间巨大，安世并表卡位功率半导体市场——闻泰科技（600745.SH）投资价值分析报告（2020-08-22）

## 要点

## 事件：

2021 年 4 月 29 日，闻泰科技发布 2020 年年报及 2021 年一季报。

公司 2020 年营业收入为 517.07 亿元，同比增长 24.36%；实现归母净利润 24.15 亿元，同比增长 92.68%；实现扣非归母净利润 21.13 亿元，同比增长 91.13%。公司 2020 年经营活动净现金流为 66.14 亿元，净利润现金比率为 2.74。

公司 2021Q1 营业收入为 119.91 亿元，同比增长 5.75%；实现归母净利润 6.52 亿元，同比增长 2.56%；实现扣非归母净利润 6.7 亿元，同比增长 2.70%。

## 点评：

**2020 年业绩符合预期，ODM 龙头高速成长。**公司 2020 年营业收入为 517.07 亿元，同比增长 24.36%，实现归母净利润 24.15 亿元，同比增长 92.68%，符合市场一致预期，公司业绩实现快速增长主要系公司于 2020 年优化了客户结构，优质客户占比提升，另外安世控股全年业绩纳入合并范围所致。

**收入拆分情况：**公司 2020 年通讯板块实现营业收入 417.95 亿元，较上年同期增长 5.05%；半导体板块实现收入 98.92 亿元，较上年增长 521.96%。

**20Q4 来看：**公司 2020Q4 营业收入为 133.66 亿元，同比下降 32.17%，环比下降 7.84%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比下降 78.39%，环比下降 71.97%；实现扣非归母净利润 0.56 亿元，同比下降 90.70%，环比下降 90.84%。

**21Q1 来看：**公司 2021Q1 营业收入为 119.91 亿元，同比增长 5.75%，环比下降 10.29%；实现归母净利润 6.52 亿元，同比增长 2.56%，环比增长 317.01%；实现扣非归母净利润 6.7 亿元，同比增长 2.70%，环比增长 1089.77%。我们估计公司 21Q1 半导体业务实现归母净利润约为 5.8 亿元。ODM 业务实现归母净利润约为 2.22 亿元，扣除约 1.5 亿股股权激励后 21Q1 归母净利润为 6.52 亿元。公司 21Q1 半导体业务高速增长，功率半导体高景气下，半导体业务板块有望维持全年高速增长。

## 毛利率维度来看：

公司 2020 年毛利率为 15.21%，较上年增长 4.89pcts，净利率为 4.76%，较上年增长 1.44pcts。2020 年公司通讯板块毛利率为 12.11%，同比增长 2.75pcts。半导体板块毛利率为 27.16%，同比减少 0.51pcts。

公司 2020Q4 毛利率为 9.66%，环比下降 6.86pcts，同比下降 3.25pcts，净利率为 1.17%，环比下降 2.64pcts，同比下降 3.20pcts。公司 20Q4 毛利率有所下滑主要受上游原材料涨价影响，公司盈利能力受到一定影响。

公司 2021Q1 毛利率为 15.55%，环比增长 5.90pcts，同比下降 2.20pcts，净利率为 5.44%，环比增长 4.27pcts，同比下降 0.70pcts。公司 21Q1 毛利率相较 20Q4 环比提升表明公司盈利能力开始恢复，在上游成本上涨背景下公司多次调增产品价格，公司在功率器件高景气下公司产品或将继续涨价，全年盈利能力有望得到逐步提高。

### 半导体业务：

**安世集团是闻泰科技旗下全资的全球领先分立与功率芯片 IDM 龙头厂商。**安世是全球领先的汽车半导体公司之一，拥有近 1.6 万种产品料号。凭借丰富的车规级产品线与立足中国市场的优势，安世在 2020 年相继与重量级的大客户签订了战略合作协议，在 2021 年第一季度跻身全球第九大功率半导体公司，相比 2019 年上升两位，并稳居国内功率半导体公司第一名位置（根据芯谋研究数据）。

**汽车领域为安世最大下游领域。**2020 年，安世集团来源于汽车、移动及穿戴设备、工业与电力、计算机设备、消费领域的收入占比分别为 45%、23%、22%、5%、5%。汽车领域包括电动汽车仍然是公司半导体收入来源的主要方向。

**公司主要功率器件处于全球领先地位。**公司半导体业务产品线重点包括晶体管（包括保护类器件 ESD/TVS 等）、MOSFET 功率管、模拟与逻辑 IC，2020 年三大类产品占收入比重分别为 49%（其中保护类器件占比 15 个百分点）、30%、19%。参考 IHS 2020 年数据，公司半导体产品线中二极管晶体管产品居于全球排名第一，标准逻辑器件产品居于全球排名第二，小型号 MOSFET 居于全球排名第二；参考 IHS 2019 年数据，公司 ESD 保护器件类产品居于全球排名第一；公司汽车类 POWER MOSFET 预计市场地位仅次于英飞凌。

**产品线不断丰富，研发投入不断加大。**2020 年，公司半导体业务研发投入 6.5 亿元，进一步加强了在中高压 MOSFET、化合物半导体产品 SiC 和 GaN 产品、以及模拟类产品的研发投入，预计 2021 年研发投入为 8.9 亿元。在化合物半导体产品方面，目前氮化镓已推出硅基氮化镓功率器件(GaN FET)，已通过车规认证测试并实现量产，碳化硅技术研发也进展顺利，碳化硅二极管产品已经出样。

**不断优化产品结构，景气度高企下公司显著受益。**公司在 2020 年及 2021 年第一季度不断加大研发优化产品结构，加强高毛利率产品包括逻辑、模拟、功率 Mos 等的产能和料号扩充，弱化价格因素对公司业务的影响，保障长期增长的基础。在产品价格方面，公司一方面积极强化同汽车客户、工业客户、消费电子客户更紧密的合作关系，同时因应市场供需紧张的局面，主要 MassMarket 经销商的价格在 2020 年四季度价格相对稳定的基础上，在 2021 年以来实施了分批次涨价，第一季度涨价幅度超过 10%，目前 4-5 月份预计价格仍然处于上调趋势。主要涨价产品包括标准逻辑与模拟、小型号二极管/三极管，功率二极管/三极管、MOSFET 等。

**电动汽车高速发展。**随着电动汽车在全球的快速普及，汽车半导体正进入快速发展轨道，预计到 2022 年汽车半导体市场规模有望达到 651 亿美元，占全球半导体市场的 12%，成为全球半导体细分领域中增速最快的市场。预计到 2026 年，电动汽车的市场占有率预计将会超过传统汽车，而中国将成为全球最大的电动汽车生产国和消费国。

**汽车电子高景气下，MOSFET 等功率器件受益明显。**在价值量方面，根据 Strategy Analytics 统计，传统汽车的单车功率器件价值约 71 美元，而电动车的单车功率器件价值量将上升至 387 美元，单车功率半导体需求量是传统汽车的 5 倍。在销量方面，各国均积极推动新能源汽车的发展，中国新能源汽车 2020 年销量为 136.7 万辆，同比增速为 10.9%。公司加大 MOSFET 等功率器件生产能力，在汽车电动化趋势下，公司将显著受益。

### ODM 业务：

**全球 5G 智能手机仍将保持快速发展趋势，ODM 渗透率仍有较大提升空间。**根据 IDC 最新报告，2021 年第一季度全球智能手机出货量预计将同比增长 13.9%，2021 年全年增长 5.5%。这一增长将受到市场需求持续复苏和 5G 设备产能增加两方面的推动。IDC 预计，在 2020-2025 年预测期内，全球智能手机市场的复合年增长率(CAGR)将达到 3.6%。到 2021 年，5G 智能手机出货量将占全球销量的 40%以上，到 2025 年将增长至 69%。2019 年中国手机 ODM 出货量为 3.25 亿台，占全球智能手机出货量的比例为 3.55%，未来仍有较大增长空间。

**多点布局，智能制造再进阶。**公司拟募集 86 亿元投资于智能制造项目，其中无锡项目拟投资/使用募集资金约为 45/32 亿元，昆明项目拟投资/使用募集资金约为 31/22 亿元，印度项目拟投资/使用募集资金约为 16/11 亿元，西安研发中心项目拟投资/使用募集资金约为 4/3 亿元，补充流动资金及偿还银行贷款拟投资/使用募集资金约为 18/18 亿元。

无锡项目拟布局智能终端 ODM 生产制造项目、MOSFET 器件及 SIP 模组封装测试子项目，计划年产 2500 万台智能终端（包含智能手机、平板电脑、笔记本电脑和 TWS 耳机等产品类型），MOSFET 器件将达到年产 24.4 亿颗的生产能力。该项目的静态投资回收期为 8.17 年，内部收益率为 14.23%。

昆明项目拟新建年产 3000 万台智能手机的生产制造产线，该项目的静态投资回收期为 8.45 年，内部收益率为 13.52%。印度项目拟新建 1500 万台智能终端的生产制造产线，该项目的静态投资回收期为 8.93 年，内部收益率为 14.08%，以上 3 个 ODM 项目合计产能达 7000 万台/年。西安研发中心拟针对智能手机、平板、笔电、IoT、TWS 耳机等项目进行重点研发布局。

**ODM 龙头平台型布局+垂直一体化，未来可期。**公司在不断扩大智能手机终端制造市场份额的同时，不断向其他智能终端延伸，对平板电脑、笔记本电脑、TWS 耳机等产品进行持续投入，成立专门事业部，产品结构进一步优化。公司计划在 2023 年将平板、笔电、IoT、智能硬件、汽车电子等非手机业务营收比重从目前的约 5%，提升到 30%。除通讯终端整机产品的研发和制造外，公司增加部件的种类和产能。公司目前已经有一定的注塑、喷涂和 CNC 精密加工能力，能够为客户提供塑料和金属中框、前壳、后盖、五金件等部件，未来还将持续提升部件产能和种类。

**不断设立产品研发中心，重视研发投入。**公司在 2020 年设立了产品中心、供应中心、中央研究院、应用研究院、方舟实验室，并与安世半导体进行拉通，整合通讯和半导体业务的产品、客户、供应链资源，加大投入进行大规模技术创新，实现相互赋能，推动公司从 ODM 服务公司（PROFESSIONAL SOLUTIONS）向产品公司（GREAT PRODUCT COMPANY）转变。2020 年，公司加大了对新客户、新产品、新技术的投入力度。ODM 业务 2020 年研发投入约为 21.47 亿元，2020 年的研发费用 18.43 亿元，同比增长 16.49%。

**公司不断加强 ODM 业务与功率半导体业务协同，SIP 封装推进顺利。**安世纳入公司体系后，公司不断加强 ODM 业务和半导体业务的协同，车规级客户与消费电子客户合作不断加深。另一方面，公司积极推进和强化 SiP 等晶圆级封装的技术发展。截至 2021 年 4 月，公司已推动包括 5G 射频 SiP 模块、TWS 主板模块、Watch 主板模块等产品的研发，部分产品已经实现客户方案的 Design In。公司未来将进一步发挥产品集成业务的设计制造能力与半导体业务能力的战略协同，构建顺应行业后摩尔时代高速发展的核心竞争力。

**盈利预测、估值与评级：**公司并购安世后卡位功率半导体市场，其最大下游领域为汽车领域，在新能源汽车快速发展的背景下，安世有望步入快速发展通道。公司作为 ODM 龙头企业，未来将启动 EMS2.0 战略，依托于安世半导体的积累，通过 SIP 自制提升闻泰消费电子业务的半导体一站式解决方案能力。21 年 2-3 月公司通过与下游客户协调，逐步缓解上游零组件涨价带来的成本，整体盈利能力开始恢复。此外，闻泰并购欧菲光光学模组资产，未来光学模组和 SIP 模组有望进一步打开闻泰科技 ODM 业务的盈利空间，我们维持公司 21-22 年归母净利润为 40.41、57.82 亿元，预计 23 年公司归母净利润为 71.38 亿元，当前股价对应 PE 分别为 27x、19x、15x，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源汽车放量不及预期、原材料价格进一步上涨。

**图表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	41,578.16	51,706.63	73,907.07	95,421.81	119,240.26
营业收入增长率	139.85%	24.36%	42.94%	29.11%	24.96%
净利润 (百万元)	1,253.56	2,415.32	4,041.41	5,782.49	7,138.18
净利润增长率	1954.37%	92.68%	67.32%	43.08%	23.44%
EPS (元)	1.12	1.94	3.25	4.64	5.73
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.92%	8.31%	12.29%	15.15%	16.00%
P/E	78	45	27	19	15
P/B	4.6	3.7	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	41,578	51,707	73,907	95,422	119,240
营业成本	37,286	43,843	63,959	81,727	101,132
折旧和摊销	568	1,481	1,648	2,062	2,529
税金及附加	74	118	133	172	215
销售费用	484	1,079	1,478	2,374	3,339
管理费用	615	1,288	1,478	1,990	2,881
研发费用	1,320	2,221	2,452	3,192	4,499
财务费用	556	852	155	-104	-302
投资收益	564	217	0	0	0
营业利润	1,537	2,678	4,362	6,214	7,656
利润总额	1,473	2,652	4,353	6,205	7,647
所得税	94	192	261	372	459
净利润	1,379	2,460	4,091	5,832	7,188
少数股东损益	126	44	50	50	50
归属母公司净利润	1,254	2,415	4,041	5,782	7,138
EPS	1.12	1.94	3.25	4.64	5.73

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,620	6,614	11,457	13,803	15,232
净利润	1,254	2,415	4,041	5,782	7,138
折旧摊销	568	1,481	1,648	2,062	2,529
净营运资金增加	-378	-571	-3,553	-5,264	-4,986
其他	3,176	3,289	9,321	11,223	10,551
投资活动产生现金流	-12,304	-3,214	-4,300	-4,125	-4,100
净资本支出	-921	-2,222	-4,466	-4,050	-4,050
长期投资变化	42	176	0	0	0
其他资产变化	-11,426	-1,169	166	-75	-50
融资活动现金流	13,722	-2,001	-4,410	-226	-222
股本变化	487	121	0	0	0
债务净变化	13,909	-6,903	-4,225	0	0
无息负债变化	16,589	-5,991	10,474	12,377	12,823
净现金流	6,021	1,222	2,748	9,452	10,910

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.3%	15.2%	13.5%	14.4%	15.2%
EBITDA 率	6.9%	9.9%	8.3%	8.6%	8.3%
EBIT 率	5.3%	6.8%	6.1%	6.4%	6.2%
税前净利润率	3.5%	5.1%	5.9%	6.5%	6.4%
归母净利润率	3.0%	4.7%	5.5%	6.1%	6.0%
ROA	2.1%	4.1%	5.8%	6.6%	6.7%
ROE (摊薄)	5.9%	8.3%	12.3%	15.1%	16.0%
经营性 ROIC	7.2%	11.3%	15.5%	23.9%	33.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	67%	51%	53%	56%	58%
流动比率	0.99	1.16	1.07	1.13	1.19
速动比率	0.81	0.88	0.79	0.87	0.94
归母权益/有息债务	1.32	3.18	6.71	7.78	9.09
有形资产/有息债务	2.31	3.47	8.84	12.46	16.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	65,132	59,891	70,025	87,735	107,034
货币资金	7,714	5,751	8,499	17,951	28,861
交易性金融资产	1,499	4,328	4,328	4,328	4,328
应收帐款	14,022	6,417	9,172	11,842	14,798
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,062	451	643	830	1,037
存货	5,678	6,134	8,948	11,434	14,148
其他流动资产	230	591	1,381	2,147	2,995
流动资产合计	30,823	24,929	33,325	48,968	66,693
其他权益工具	113	2	2	2	2
长期股权投资	42	176	176	176	176
固定资产	5,118	5,460	5,942	6,249	6,418
在建工程	487	696	3,147	4,460	5,445
无形资产	4,075	3,918	3,889	3,861	3,833
商誉	22,697	22,697	22,697	22,697	22,697
其他非流动资产	160	184	238	238	238
非流动资产合计	34,308	34,962	36,700	38,768	40,341
总负债	43,710	30,816	37,065	49,442	62,265
短期借款	2,778	450	0	0	0
应付账款	15,829	11,900	17,360	24,518	31,351
应付票据	5,864	5,584	10,233	13,076	16,181
预收账款	437	0	0	0	0
其他流动负债	-33	26	26	26	26
流动负债合计	31,069	21,478	31,034	43,242	55,876
长期借款	11,306	7,805	4,805	4,805	4,805
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	638	718	893	1,063	1,251
非流动负债合计	12,641	9,338	6,031	6,201	6,389
股东权益	21,422	29,075	32,960	38,293	44,768
股本	1,124	1,245	1,245	1,245	1,245
公积金	18,410	24,466	24,870	24,947	24,947
未分配利润	1,684	3,931	7,363	12,568	18,994
归属母公司权益	21,189	29,060	32,896	38,178	44,604
少数股东权益	233	15	65	115	165

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.16%	2.09%	2.00%	2.49%	2.80%
管理费用率	1.48%	2.49%	2.00%	2.09%	2.42%
财务费用率	1.34%	1.65%	0.21%	-0.11%	-0.25%
研发费用率	3.17%	4.30%	3.32%	3.35%	3.77%
所得税率	6%	7%	6%	6%	6%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.17	0.40	0.57	0.71
每股经营现金流	4.11	5.31	9.20	11.09	12.23
每股净资产	18.85	23.34	26.42	30.66	35.82
每股销售收入	36.99	41.53	59.36	76.64	95.77

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	78	45	27	19	15
PB	4.6	3.7	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	38.0	21.8	16.6	11.5	8.5
股息率	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE