

公司研究

ROE创2009年以来新高，煤、铝板块业绩有望继续高增长

——神火股份（000933.SZ）2021年年报点评

要点

事件：公司于3月28日晚发布2021年年报，实现营收344.5亿元，同比增长83%；归属于上市公司股东净利润32.3亿元，同比增长802.6%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益净利润34.9亿元，同比增长3903.9%。拟每10股派现金红利4.5元（含税）。

点评：

业绩与快报基本一致，煤炭、电解铝量价齐升。煤炭板块收入77亿元，同比+97%；毛利率49.1%，同比+30.8个百分点。电解铝板块收入236亿元，同比+95%；毛利率35.1%，同比+11.4个百分点。业绩大增源于电解铝和煤炭的量价齐升，1)量：电解铝销量141.8万吨，同比+40.6万吨，增长源于云南神火投产；煤炭销量654.5万吨，同比+80万吨。2)价：2021年电解铝产品均价16628元/吨，同比+39%；煤炭产品均价1177元/吨，同比+73%。

资产减值拖累业绩，经营性现金流创历史新高、ROE创2009年以来新高。2021年公司计提资产减值损失28.45亿元和信用减值损失7.42亿元，合计计提金额35.87亿元，主要系大磨岭煤矿采矿权计提资产减值准备，子公司神火发电、神火铁运、汇源铝业重整债权计提资产减值准备。2021年经营性现金流113亿元，同比+556%，创下历史新高；ROE（摊薄）34.53%，同比+29.4个百分点，创2009年以来新高；在建工程由2020年的49.8亿元下降至2021年的10.8亿元，主要系云南神火铝项目建成投产所致。

供给扰动，需求改善，看好铝价上涨、吨铝利润维持高位。国内电解铝企业逐步复产，但因广西百色疫情停产42万吨，产量增加的速度整体或较慢；同时，能源价格高企，欧洲铝企仍有进一步减产预期，海外供给持续受扰动。截至3月18日，全国电解铝现货库存105.2万吨，较3月7日的库存高点下降9.2万吨，进入去库周期；尽管疫情短期对下游开工率恢复造成扰动，但依然看好第二季度的铝下游开工旺季，继续看涨铝价，吨铝利润有望维持高位。

盈利预测、估值与评级：考虑海外供给受限，国内产量恢复缓慢，上调2022/2023/2024年铝价为20000/19500/19500元/吨。同时，公司云南铝2022/2023年产能将逐步投放，并相应调整公司盈利预测，预计2022/2023年净利润63/67亿元，上调幅度分别为42%/31%，新增2024年净利润预测为70亿元，对应当前股价的PE分别为5.3/5.0/4.8倍，维持“增持”评级。

风险提示：云南限电政策对产量影响的不确定性；带息负债长期高位风险；铝价、煤价下跌风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 18,809 | 34,452 | 40,774 | 43,651 | 45,789 |
| 营业收入增长率 | 6.76% | 83.16% | 18.35% | 7.06% | 4.90% |
| 净利润（百万元） | 358 | 3,234 | 6,271 | 6,682 | 7,028 |
| 净利润增长率 | -73.37% | 802.57% | 93.89% | 6.56% | 5.18% |
| EPS（元） | 0.16 | 1.44 | 2.79 | 2.97 | 3.12 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 5.13% | 34.53% | 42.88% | 35.49% | 30.86% |
| P/E | 92.8 | 10.4 | 5.3 | 5.0 | 4.8 |
| P/B | 4.8 | 3.6 | 2.3 | 1.8 | 1.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-28

增持（维持）

当前价：14.90元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

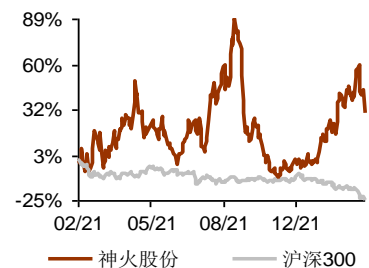
021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

| | |
|------------|------------|
| 总股本(亿股) | 22.51 |
| 总市值(亿元) | 335.40 |
| 一年最低/最高(元) | 8.07/17.94 |
| 近3月换手率 | 296.05% |

股价相对走势



收益表现

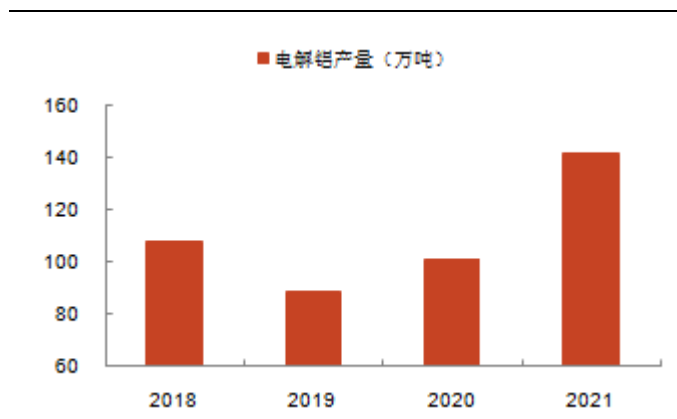
| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 22.50 | 79.13 | 68.46 |
| 绝对 | 13.05 | 62.84 | 52.09 |

资料来源：Wind

相关研报

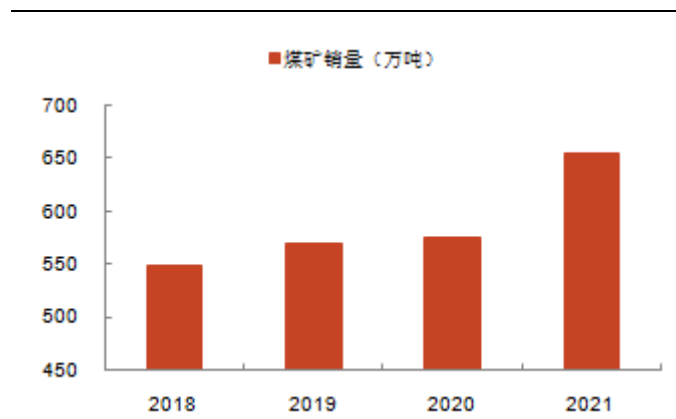
资产减值拖累业绩，看好吨铝利润维持高位——神火股份（000933.SZ）公告点评（2022-01-24）
Q2单季利润历史新高——神火股份（000933.SZ）2021年半年报点评（2021-08-10）

图 1: 公司电解铝产品销量变化 (万吨)



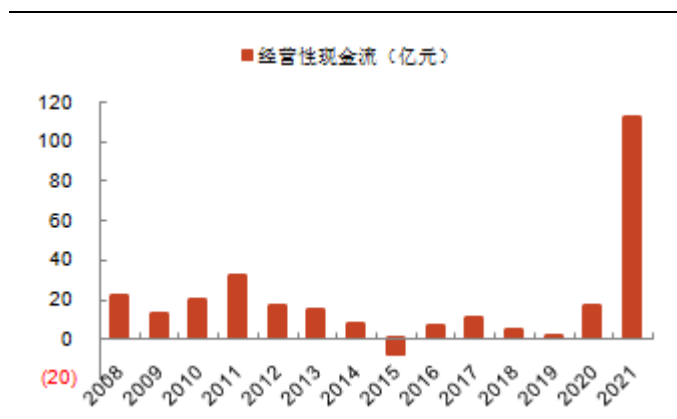
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司煤矿产品销量变化 (万吨)



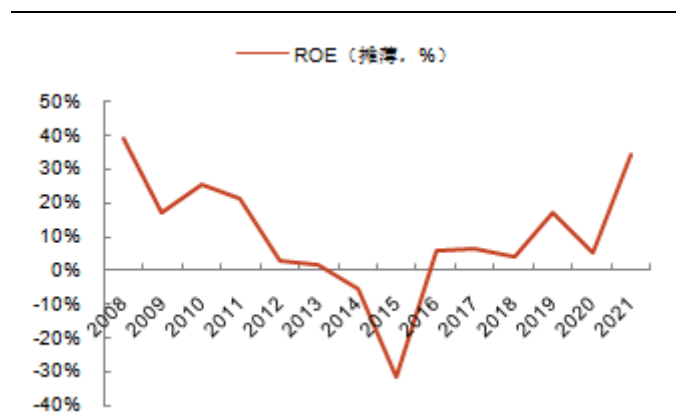
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司 2021 年经营性现金流创下历史新高 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司 2021 年 ROE (摊薄) 创 2009 年以来新高



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 1: 公司主要财务指标

| 单位: 亿元 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|------------------|--------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 营业收入 | 280 | 257 | 240 | 176 | 169 | 189 | 188 | 176 | 188 | 345 |
| 同比增长 | -8.8% | -8.2% | -6.7% | -26.7% | -3.7% | 11.8% | -0.3% | -6.5% | 6.8% | 83.2% |
| 毛利 | 23 | 20 | 28 | 12 | 38 | 45 | 24 | 26 | 40 | 123 |
| 毛利率 | 8.1% | 7.9% | 11.8% | 7.0% | 22.5% | 24.0% | 12.6% | 14.8% | 21.5% | 35.7% |
| 销售费用 | 2.2 | 3.8 | 8.7 | 5.6 | 5.1 | 4.7 | 4.1 | 5.1 | 3.4 | 3.9 |
| 管理费用 | 6.2 | 6.6 | 5.9 | 6.2 | 7.4 | 6.0 | 6.2 | 10.3 | 6.2 | 10.5 |
| 财务费用 | 9.7 | 9.6 | 14.7 | 15.4 | 17.2 | 19.9 | 19.5 | 16.1 | 14.2 | 13.5 |
| 研发费用 | | | | | | | | 0.5 | 1.4 | 1.5 |
| 期间费用率 | 6.5% | 7.8% | 12.2% | 15.5% | 17.5% | 16.2% | 15.8% | 18.2% | 13.4% | 8.5% |
| 资产减值损失 | 0.48 | 0.45 | 0.79 | 2.04 | 20.43 | 1.46 | 13.47 | 16.85 | 6.87 | 28.45 |
| 投资净收益 | 1.10 | 1.20 | 0.57 | -0.32 | 8.57 | 1.20 | 4.09 | 5.79 | -0.85 | 3.12 |
| 营业外收入 | 0.59 | 1.96 | 0.76 | 1.24 | 0.78 | 2.01 | 1.13 | 1.49 | 2.92 | 1.94 |
| 营业外支出 | 0.49 | 0.31 | 0.25 | 0.31 | 0.24 | 4.07 | 2.14 | 0.95 | 0.26 | 4.64 |
| 税前利润 | 4 | 1 | -2 | -18 | -6 | 9 | 4 | 11 | 8 | 51 |
| 税前利润率 | 1.3% | 0.4% | -1.0% | -10.0% | -3.6% | 4.5% | 2.0% | 6.0% | 4.1% | 14.7% |
| 净利润 | 1 | 0 | -4 | -18 | -10 | 3 | -1 | 6 | 3 | 30 |
| 归母净利润 | 2 | 1 | -4 | -17 | 3 | 4 | 2 | 13 | 4 | 32 |
| 同比增长率 | -82.5% | -42% | -413.4% | - | - | 8% | -35% | 463.3% | -73% | 802.6% |
| 扣非净利润 | 1.9 | 0.0 | -4.1 | -17.4 | 3.6 | 5.0 | -22.8 | -15.7 | 0.9 | 34.9 |
| 总资产 | 397 | 434 | 511 | 504 | 518 | 539 | 535 | 494 | 606 | 535 |
| 期末净资产 | 102 | 112 | 104 | 86 | 77 | 78 | 77 | 88 | 124 | 144 |
| ROE (摊薄) | 2.7% | 1.5% | -5.3% | -31.8% | 6.0% | 6.2% | 3.9% | 17.3% | 5.1% | 34.5% |
| 资产负债率 | 74.4% | 74.2% | 79.6% | 82.9% | 85.2% | 85.5% | 85.7% | 82.1% | 79.5% | 73.1% |
| 归母净资产 | 74 | 76 | 69 | 53 | 57 | 59 | 61 | 78 | 70 | 94 |
| 在建工程 | 96.2 | 89.4 | 88.2 | 64.4 | 47.9 | 53.1 | 49.1 | 46.9 | 49.8 | 10.1 |
| 带息债务 | 168 | 187 | 208 | 301 | 328 | 252 | 238 | 242 | 272 | 261 |
| 货币资金 | 33 | 36 | 59 | 60 | 80 | 88 | 91 | 103 | 142 | 105 |
| 存货金额 | 23 | 31 | 45 | 43 | 46 | 60 | 51 | 21 | 21 | 28 |
| 存货/销售收入 | 8.4% | 12.2% | 18.8% | 24.2% | 27.0% | 31.6% | 27.1% | 12.1% | 10.9% | 8.1% |
| 存货周转次数 | 2.81 | 2.16 | 1.38 | 0.93 | 0.74 | 0.68 | 0.74 | 1.04 | 1.77 | 2.29 |
| 支付的各项税费 | 18.6 | 12.4 | 15.7 | 10.2 | 14.8 | 21.5 | 20.0 | 21.0 | 18.9 | 33.0 |
| 税费/销售收入 | 7.2% | 5.0% | 6.4% | 5.8% | 10.5% | 10.1% | 11.9% | 11.5% | 10.6% | 10.8% |
| 应收账款/销售收入 | 0.74% | 2.01% | 2.32% | 2.35% | 1.72% | 0.90% | 1.51% | 5.47% | 4.53% | 1.13% |

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 18,809 | 34,452 | 40,774 | 43,651 | 45,789 |
| 营业成本 | 14,766 | 22,157 | 27,403 | 29,049 | 30,988 |
| 折旧和摊销 | 1,201 | 1,245 | 1,487 | 1,619 | 1,699 |
| 税金及附加 | 430 | 692 | 815 | 873 | 916 |
| 销售费用 | 342 | 387 | 408 | 437 | 458 |
| 管理费用 | 622 | 1,049 | 1,223 | 1,310 | 1,374 |
| 研发费用 | 135 | 145 | 163 | 175 | 183 |
| 财务费用 | 1,420 | 1,350 | 1,318 | 1,137 | 961 |
| 投资收益 | -85 | 312 | 200 | 150 | 100 |
| 营业利润 | 506 | 5,346 | 10,154 | 11,064 | 11,254 |
| 利润总额 | 772 | 5,077 | 10,104 | 11,014 | 11,204 |
| 所得税 | 520 | 2,028 | 3,031 | 3,304 | 3,361 |
| 净利润 | 252 | 3,048 | 7,073 | 7,710 | 7,843 |
| 少数股东损益 | -106 | -186 | 802 | 1,028 | 815 |
| 归属母公司净利润 | 358 | 3,234 | 6,271 | 6,682 | 7,028 |
| EPS(元) | 0.16 | 1.44 | 2.79 | 2.97 | 3.12 |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 1,722 | 11,296 | 8,631 | 9,918 | 10,790 |
| 净利润 | 358 | 3,234 | 6,271 | 6,682 | 7,028 |
| 折旧摊销 | 1,201 | 1,245 | 1,487 | 1,619 | 1,699 |
| 净营运资金增加 | -3,840 | 14,464 | 3,539 | 1,836 | 681 |
| 其他 | 4,002 | -7,646 | -2,666 | -219 | 1,382 |
| 投资活动产生现金流 | -3,740 | -2,387 | -3,325 | -1,525 | -1,250 |
| 净资本支出 | -3,174 | -1,817 | -3,486 | -1,600 | -1,300 |
| 长期投资变化 | 3,072 | 3,370 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -3,638 | -3,939 | 161 | 75 | 50 |
| 融资活动现金流 | 4,392 | -10,745 | 4,567 | -6,955 | -8,472 |
| 股本变化 | 331 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 3,023 | -1,132 | 6,835 | -3,371 | -4,449 |
| 无息负债变化 | 4,630 | -7,926 | 226 | 911 | 876 |
| 净现金流 | 2,368 | -1,839 | 9,872 | 1,439 | 1,069 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 21.5% | 35.7% | 32.8% | 33.5% | 32.3% |
| EBITDA 率 | 24.7% | 42.1% | 30.4% | 30.9% | 29.7% |
| EBIT 率 | 17.5% | 37.4% | 26.8% | 27.2% | 26.0% |
| 税前净利润率 | 4.1% | 14.7% | 24.8% | 25.2% | 24.5% |
| 归母净利润率 | 1.9% | 9.4% | 15.4% | 15.3% | 15.3% |
| ROA | 0.4% | 5.7% | 10.6% | 11.1% | 11.1% |
| ROE (摊薄) | 5.1% | 34.5% | 42.9% | 35.5% | 30.9% |
| 经营性 ROIC | 3.3% | 17.6% | 15.4% | 16.2% | 16.1% |

| 偿债能力 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 80% | 73% | 69% | 63% | 57% |
| 流动比率 | 0.50 | 0.48 | 0.68 | 0.81 | 0.96 |
| 速动比率 | 0.45 | 0.39 | 0.59 | 0.71 | 0.84 |
| 归母权益/有息债务 | 0.26 | 0.36 | 0.44 | 0.64 | 0.91 |
| 有形资产/有息债务 | 1.96 | 1.79 | 1.77 | 2.07 | 2.49 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 60,637 | 53,528 | 66,649 | 69,422 | 70,609 |
| 货币资金 | 14,151 | 10,515 | 20,387 | 21,826 | 22,894 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 851 | 388 | 465 | 498 | 522 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 873 | 916 |
| 其他应收款 (合计) | 438 | 404 | 502 | 532 | 558 |
| 存货 | 2,051 | 2,777 | 3,434 | 3,641 | 3,884 |
| 其他流动资产 | 1,864 | 889 | 1,047 | 1,119 | 1,172 |
| 流动资产合计 | 20,062 | 15,804 | 26,991 | 29,709 | 31,246 |
| 其他权益工具 | 97 | 320 | 320 | 320 | 320 |
| 长期股权投资 | 3,072 | 3,370 | 3,370 | 3,370 | 3,370 |
| 固定资产 | 21,389 | 20,532 | 21,387 | 21,255 | 20,795 |
| 在建工程 | 4,980 | 1,014 | 486 | 477 | 447 |
| 无形资产 | 4,632 | 4,809 | 6,193 | 6,168 | 6,144 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 3,436 | 5,389 | 5,389 | 5,389 | 5,389 |
| 非流动资产合计 | 40,576 | 37,724 | 39,657 | 39,713 | 39,363 |
| 总负债 | 48,211 | 39,153 | 46,213 | 43,752 | 40,180 |
| 短期借款 | 17,228 | 18,373 | 24,208 | 20,037 | 15,088 |
| 应付账款 | 3,947 | 3,208 | 3,968 | 4,206 | 4,487 |
| 应付票据 | 12,002 | 3,364 | 4,160 | 4,410 | 4,705 |
| 预收账款 | 3 | 0 | 8 | 9 | 9 |
| 其他流动负债 | 27 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| 流动负债合计 | 40,305 | 33,055 | 39,826 | 36,537 | 32,443 |
| 长期借款 | 6,037 | 4,891 | 5,891 | 6,691 | 7,191 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 222 | 430 | 494 | 522 | 544 |
| 非流动负债合计 | 7,335 | 5,549 | 6,387 | 7,216 | 7,737 |
| 股东权益 | 12,426 | 14,375 | 20,436 | 25,670 | 30,429 |
| 股本 | 2,231 | 2,251 | 2,251 | 2,251 | 2,251 |
| 公积金 | 4,074 | 3,490 | 3,805 | 3,805 | 3,805 |
| 未分配利润 | 548 | 3,543 | 8,486 | 12,692 | 16,636 |
| 归属母公司权益 | 6,982 | 9,365 | 14,623 | 18,829 | 22,773 |
| 少数股东权益 | 5,444 | 5,010 | 5,813 | 6,840 | 7,655 |

| 费用率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 1.82% | 1.12% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 管理费用率 | 3.31% | 3.04% | 3.00% | 3.00% | 3.00% |
| 财务费用率 | 7.55% | 3.92% | 3.23% | 2.60% | 2.10% |
| 研发费用率 | 0.72% | 0.42% | 0.40% | 0.40% | 0.40% |
| 所得税率 | 67% | 40% | 30% | 30% | 30% |

| 每股指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.10 | 0.45 | 1.10 | 1.37 | 1.39 |
| 每股经营现金流 | 0.77 | 5.02 | 3.83 | 4.41 | 4.79 |
| 每股净资产 | 3.13 | 4.16 | 6.50 | 8.36 | 10.12 |
| 每股销售收入 | 8.43 | 15.31 | 18.11 | 19.39 | 20.34 |

| 估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 93 | 10 | 5 | 5 | 5 |
| PB | 4.8 | 3.6 | 2.3 | 1.8 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 14.1 | 5.2 | 6.0 | 5.4 | 5.2 |
| 股息率 | 0.7% | 3.0% | 7.4% | 9.2% | 9.4% |

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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