

# 全球铁塔行业增速平稳，开拓海外及新业务突破成长边界

## ——全球铁塔同业 2018 年度数据全面解读

海外行业动态

### ◆全球铁塔行业增速平稳，海外扩张为获取持续增长的主要途径

全球铁塔行业成熟度高、增速平稳，海外扩张为塔类业务持续增长的主要途径。美国 AMT、SBA 及欧洲 Cellnex 通过海外扩张 2018 年营收分别上升 11%/7%/29%；而其他同业聚焦国内市场，由于各国通信基建差异增速分化在 1-7% 区间，中国铁塔同比增长 4%，可比口径下上升 12% 成长最快。

### ◆拓展小基站等新业务突破成长边界，中国铁塔打开非运营商市场

新业务拓展为铁塔公司突破成长边界的核心方向。2018 年美国 CCI 小基站业务占比扩大至 34% 驱动整体营收上升 25%；中国铁塔在微站、室分之外独具一格开拓跨行业业务，当前室分及跨行业收入占比约 5%，新业务体量扩大对其整体业绩拉动作用逐步凸显。

### ◆海外铁塔公司共享率提升受限，中国铁塔仍在初期稳步提升阶段

美国、欧洲、印尼铁塔公司站均租户数增长停滞，2018 年分别在 2.2/1.6/1.7 左右，而印度前期逐年提升然而由于运营商合并面临下降风险；中国铁塔宏站站均租户数 1.46 为全球最低水平，共享渗透初期共享率提升确定性高，后期由于运营商网络建设节奏差异面临增长天花板。

### ◆共享渗透驱动单塔收入确定性上升，单租户均价增长面临不确定性

单塔共享比例上升，单塔收入将确定性上升，然而对有共享折扣优惠政策的印度及中国铁塔，单租户均价在多重作用下增长面临不确定性。各国铁塔公司单租户均价差异明显，2018 年在 0.4-3.5 万美元区间。美国收费最高在 2.3-3.5 万，欧洲 2 万，印尼 1.3-1.6 万，印度 0.7 万；中国最低仅 0.4 万。

### ◆共享推动 EBITDA 利润率稳中有升，折旧及财务费用导致净利率波动

各国 EBITDA 利润率分化，2018 年在 44-85% 区间，业务结构及会计处理差异为主因。印尼由于无场地租赁费高达 84/85%，美国三家由于业务结构差异在 54-65%，欧洲受益塔类占比扩大达 57%，印度由于能源费会计处理差异仅 44%；中国铁塔为 59% 与美欧相当，由于人工成本压力及项目定价机制，我们预计短期利润率提升幅度有限。

### ◆维持中国铁塔“买入”评级

我们维持中国铁塔 19-21 年 EBITDA 预测为 453/ 526/ 624 亿元，对应 18-21E CAGR 约 14%。鉴于业绩成长性显著优于同业的个位数水平，净利率改善确定性高将驱动分红吸引力增强，基于 DCF 估值法，维持目标价 2.5 港币，分别对应 19/20 年 10.5/9.0x EV/EBITDA，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：5G 商用推迟；定价协议调整；室分及跨行业拓展放缓。

### 中国铁塔业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	68,665	71,819	78,729	89,561	107,117
EBITDA (百万元)	40,357	41,773	45,295	52,573	62,428
EBITDA 增长率 (%)	23.6	3.5	8.4	16.1	18.7
净利润 (百万元)	1,943	2,650	5,021	8,587	13,167
EV/EBITDA	11.9	10.6	9.6	8.4	7.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 23 日

### 分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

[futz@ebsecn.com](mailto:futz@ebsecn.com)

### 联系人

吴柳燕

021-52523690

[wuliuyan@ebsecn.com](mailto:wuliuyan@ebsecn.com)

### 相关研报

19 年运营商需求优于 18 年，维持实际表现或超指引判断……2019-04-18  
期待 19 年表现超指引，股权激励致利润率波动但无碍整体成长性……2019-03-05

## 目 录

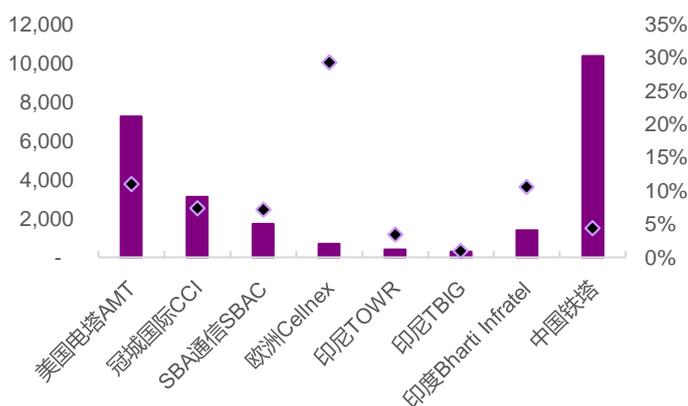
1、 成长性：行业增速平稳，海外扩张获取持续增长 .....	3
1.1、 营收：受益中国 4G 深度覆盖需求释放，中国铁塔成长性优于同业 .....	3
1.2、 租户及站址数：由下游运营商需求驱动，出海企业站址数扩张积极 .....	3
1.3、 站均租户数：海外同业面临提升瓶颈，中国铁塔仍在初期稳步上升阶段 .....	4
2、 创收能力：共享渗透推动单塔收入确定性上升，共享折扣铁塔单租户均价增长不确定 .....	5
2.1、 站均收入：亚洲铁塔显著低于美欧 .....	5
2.2、 单租户均价：多重作用下增长面临不确定性 .....	6
3、 盈利能力：共享推动 EBITDA 利润率上升，折旧及财务费用导致净利率波动 .....	6
3.1、 EBITDA 利润率：各国分化明显，会计处理及业务结构差异为主因 .....	6
3.2、 经营利润率：折旧摊销比例下降为未来改善关键 .....	7
3.3、 净利率：财务费用率差异导致各家净利率进一步分化 .....	8
4、 风险提示 .....	9
5、 附录 .....	9

## 1、成长性：行业增速平稳，海外扩张获取持续增长

### 1.1、营收：受益中国 4G 深度覆盖需求释放，中国铁塔成长性优于同业

全球铁塔行业成熟度高、营收增速平稳，海外地区扩张为塔类业务持续增长的主要途径。美国 AMT、SBA 及欧洲 Cellnex 通过海外扩张，2018 年营收同比增速分别达 11%/7%/29%；而其他同业主要聚焦国内市场，由于各国通信基建差异增速分布在 1-7% 区间。美国 CCI 2018 年营收同比上升 7%，在租户数延续零增长的情况下通过租金上浮以及租户加挂设备实现；印尼 TOWER、TBIG 在前期并购整合完成后内生增长动力不足，2018 年营收分别同比小幅增长 3%/1%；而中国铁塔营收同比上升 4%，剔除定价调整影响后可比口径下同比上升 12% 成长最快，主要受益中国 4G 深度覆盖需求释放。

图 1：2018 年/FY2018 塔类业务营收及同比增速（单位：百万美元）



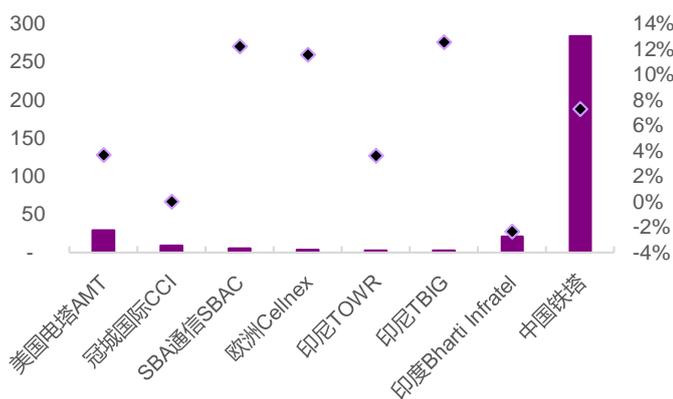
资料来源：各公司财报

注：Bharti Infratel 尚未披露最新 2019 财年数据，此处为 FY2018 数据对应 2017 年 3 月末到 2018 年 3 月末区间表现；其他公司财年数据且与自然年份相匹配，为 2018 年数据

### 1.2、租户及站址数：由下游运营商需求驱动，出海企业站址数扩张积极

铁塔租赁业务租户及站址数主要由下游运营商通信基站建设需求决定，各国通信基础设施基础不同导致租户数及站址数增速差异。2018 年美国 AMT 2018 年站址数同比上升 14%，美国 SBAC、欧洲 Cellnex、中国铁塔，站址数分别同比上升 6%/12%/3%，租户数分别同比上升 12%/12%/7%。美国 AMT、SBAC 及欧洲 Cellnex 增长动力主要来自于海外地区扩张，而中国铁塔则受益于国内市场 4G 深度覆盖需求释放。而美国 CCI 专注在成熟度较高的美国市场，租户数及站址数延续零增长局面。

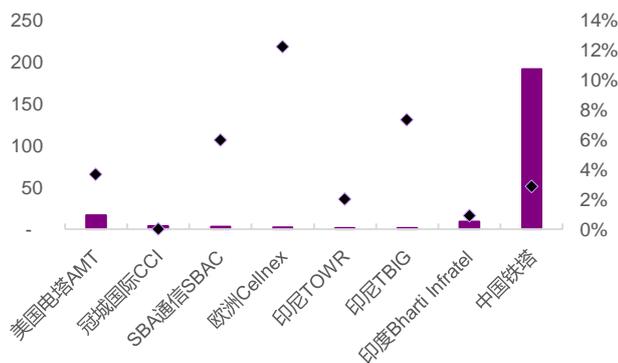
图 2：2017/2018 年各家塔类租户数及同比增速（单位：万个）



资料来源：各公司财报

注：AMT、TOWER、TBIG 尚未披露 2018 年塔类租户数，此处为 2017 年数据；Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 数据，此处为 FY2018 数据；其他五家为 2018 年财年数据

图 3：2017/2018 年各家塔类站址数及同比增速（万个）



资料来源：各公司财报

注：TOWER、TBIG 尚未披露 2018 年塔类站址数，采取 2017 年数据；Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 数据，此处为 FY2018 数据；其他五家为 2018 年数据

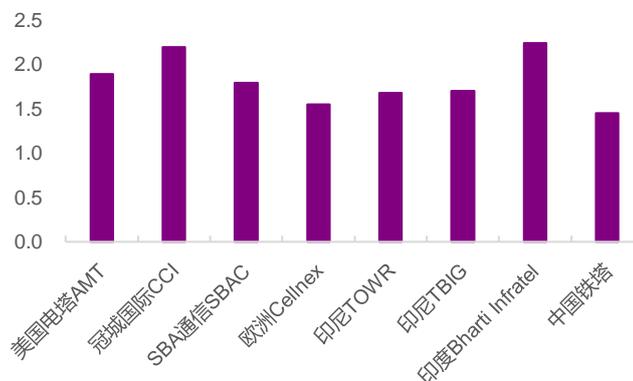
### 1.3、站均租户数：海外同业面临提升瓶颈，中国铁塔仍在初期稳步上升阶段

海外各国铁塔公司站均租户数面临提升瓶颈，中国铁塔仍在初期稳步提升阶段。美国 CCI 聚焦美国国内市场，站均租户数增长停滞在 2.2 水平；而 AMT、SBA 由于海外业务共享率偏低仍在逐步提升以及海外站址数占比扩大，导致整体站均租户数分别在 1.9/1.8 左右小幅波动。欧洲 Cellnex 站均租户数同样面临增长停滞状态，稳定在 1.55 左右。

亚洲地区方面，印尼两家（TOWER、TBIG）2014-2016 年间受运营商布网需求低迷、并购站均租户数较低的小型铁塔公司影响，站均租户数逐年下降，2017 年受益运营商建设需求顺利释放及并购资产经营效率提升，站均租户数分别小幅回升至 1.68/1.71。印度 Bharti Infratel 前期共享率逐年提升至 2016 年的 2.32，2017 年由于运营商层面整合并购影响站均租户数回落至 2.25。而中国铁塔宏站站均租户数由 2015 年的 1.28 逐年提升至 2018 年

的 1.46，仍处于全球最低水平，共享渗透初期共享率提升确定性高，后期由于运营商网络建设节奏差异面临增长天花板。

图 4：2017/2018 年各家站均租户数



资料来源：各公司财报

注：AMT、TOWER、TBIG 尚未披露 2018 年站均租户数，此处为 2017 年数据；Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 数据，此处为 FY2018 数据；其他 4 家为 2018 年数据

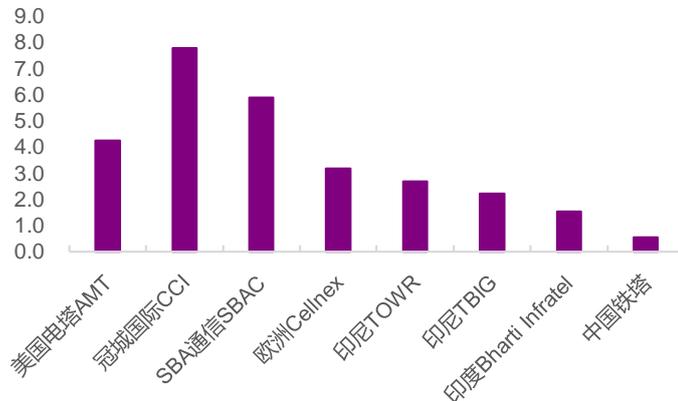
## 2、创收能力：共享渗透推动单塔收入确定性上升，共享折扣铁塔单租户均价增长不确定

单塔收入提升动力主要来自两方面：1) 站均租户数提升；2) 租户均价上升，同一租户的通信设备加挂（包括 4G 扩容及 5G 新增设备需求等）、部分费用的每年定期上浮。单塔共享比例上升，单塔收入将确定性上升，然而对于有共享折扣优惠政策的印度及中国铁塔公司，单租户均价或有所下调。

### 2.1、站均收入：亚洲铁塔显著低于美欧

站均收入来自站均租户数以及单租户均价两方面驱动。各国铁塔公司塔类站均营收分化显著，在 0.5-7.8 万美元区间。美国三家铁塔公司站均收入最高，2018 年介于 4.2-7.8 万美元区间，其中 AMT 由于海外业务占比高、海外铁塔站均营收显著低于美国国内导致全部站址站均营收在三家中最低约 4.2 万，SBA 同样由于海外业务影响站均营收偏低约 5.9 万，而 CCI 由于聚焦美国国内市场以及当地铁塔租赁高收费，站均营收最高达 7.8 万。2018 年欧洲 Cellnex 站均收入为 3.2 万，明显低于美国但显著高于亚洲同业。亚洲铁塔公司单塔创收能力显著低于美国、欧洲，印尼 TOWER、TBIG 2017 年站均收入分别为 2.7/2.2 万，印度 Bharti Infratel 2017 年站均收入为 1.5 万，而中国铁塔最低，2018 年站均收入仅 0.5 万美元。

图 5：2018 年各家塔类站均营收（万美元）



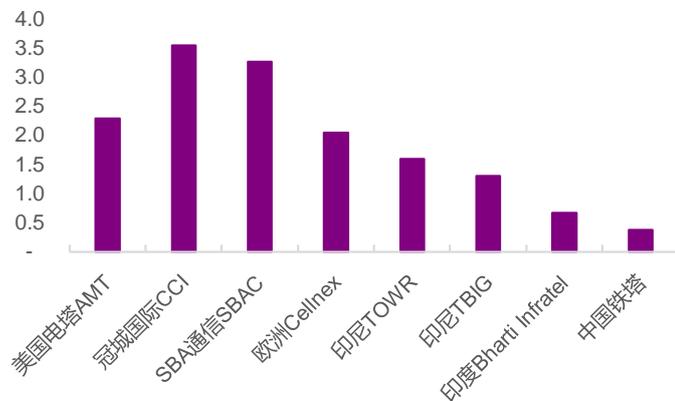
资料来源：各公司财报，光大证券研究所测算

注：TOWER、TBIG 尚未披露 2018 年塔类站址数，无法进行站均营收测算，此处为 2017 年数据；Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 数据，此处为 FY2018 数据。

## 2.2、单租户均价：多重作用下增长面临不确定性

各国铁塔公司塔类单租户均价分化显著，在 0.4-3.5 万美元区间。美国收费最高在 2.3-3.5 万，欧洲 Cellnex 居中为 2 万，印尼 TOWER/TBIG 分别为 1.6/1.3 万，印度 Bharti Infratel 为 0.7 万；中国铁塔最低仅 0.4 万。

图 6：2018 年塔类单租户均价（万美元）



资料来源：各公司财报，光大证券研究所测算

注：AMT、TOWER、TBIG 尚未披露 2018 年塔类租户数，无法进行租户均价测算，此处为 2017 年数据；Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 数据，此处为 FY2018 数据。

## 3、盈利能力：共享推动 EBITDA 利润率上升，折旧及财务费用导致净利率波动

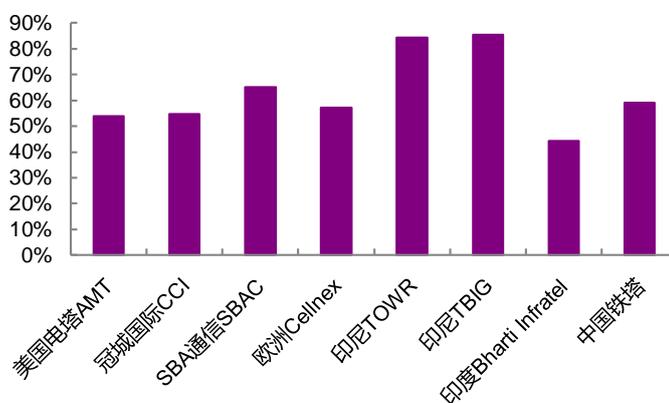
### 3.1、EBITDA 利润率：各国分化明显，会计处理及业务结构差异为主因

各国铁塔公司 EBITDA 利润率由于会计处理及业务结构差异分化明显，分布在 44-85% 区间。印尼由于无场地租赁费，2018 年 TOWER/TBIG EBITDA

利润率分别高达 84/85%。美国三家由于业务结构及国内外布局差异导致 EBITDA 利润率差异，2018 年位于 54-65% 区间；其中 AMT 受盈利能力较低的海外业务占比逐年扩大影响，EBITDA 利润率在三家最低为 54%；聚焦国内业务的 CCI 由于低利润率的光纤业务占比扩大影响 EBITDA 利润率为 55%；而 SBA EBITDA 利润率在美国三家内最高达 65%，主要由于其专注塔类业务、且低利润率的海外业务占比明显小于 AMT。

欧洲 Cellnex 受益塔类租赁业务占比扩大，2018 年 EBITDA 利润率为 57%。印度 Bharti Infratel 由于能源费会计处理差异，FY2018 EBITDA 利润率仅 44%，若剔除能源费影响，EBITDA 利润率受益于站均租户数提升自 FY2011 的 58% 逐年提升至 FY2018 的 67%。中国铁塔 EBITDA 利润率与美欧基本相当，2018 年为 59%，由于人工成本压力及项目定价机制，我们预计短期利润率提升幅度有限。

图 7：2018 年各家公司 EBITDA 利润率 (%)



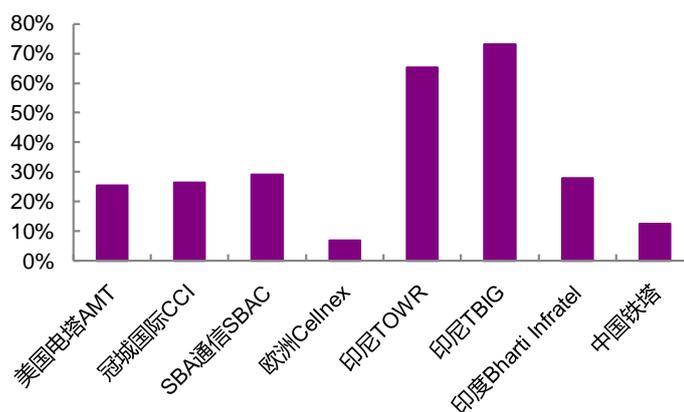
资料来源：各公司财报

注：Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 年报，此处为 FY2018 数据

### 3.2、经营利润率：折旧摊销比例下降为未来改善关键

各国铁塔公司经营利润率分布在 7-73% 区间。印尼 TOWR 和 TBIG 经营利润率最高，2018 年分别为 65%/73%，主要由于无场地租赁费以及折旧摊销占营收比重低（分别为 19%/12%）。美国三家经营利润率在 26%-29% 区间，折旧摊销占营收比重约 30%。印度 Bharti Infratel FY2018 经营利润率为 28% 与美国基本相当，尽管折旧摊销占营收比重偏低为 16%，但由于能源费的会计处理差异，其能源费用占比高达 35% 拖累整体经营利润率。中国铁塔 2018 年经营利润率继续提升至 13% 但仍低于同业，主要由于折旧摊销占营收比重达 45% 为同业最高。欧洲 Cellnex 经营利润率最低仅 7%，主要受折旧摊销占营收比重达 30%，以及重组并购等大额非经常性费用影响。

图 8：2018 年各家公司经营利润率 (%)



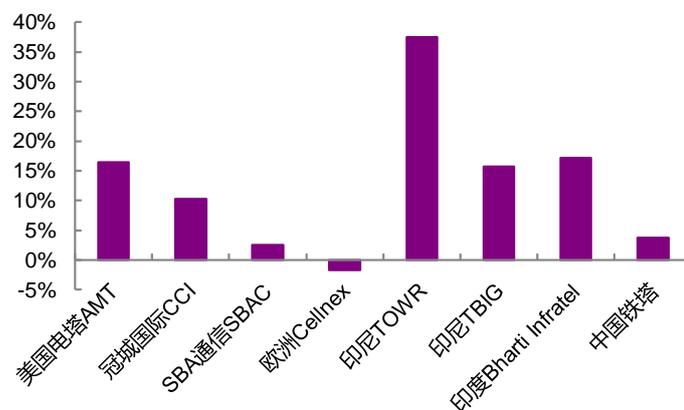
资料来源：各公司财报

注：Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 年报，此处为 FY2018 数据

### 3.3、净利率：财务费用率差异导致各家净利率进一步分化

在经营利润率基础之上，财务费用率差异进一步导致各国铁塔公司净利率差异，2018 年各家净利率在-2%~37%区间。印尼 TOWER/TBIG 净利率分别为 36%/16%，对应财务费用率分别为 15%/46%，TBIG 经营利润率高于 TOWER 但由于高额财务费用率导致其净利率显著低于 TOWER。美国 AMT、CCI、SBA 净利率分别为 16%/10%/3%，对应财务费用率分别为 15%/15%/23%，三家经营利润率基本相当的情况下，SBA 由于高额财务费用导致其净利率明显偏低。印度 Bharti Infratel FY2018 净利率为 17%，对应财务费用率为 23%。中国铁塔 2018 年净利率为 4%，对应财务费用率最低仅 8%，折旧摊销比例下降为未来净利率提升的关键。欧洲 Cellnex 2018 年由于大额非经营性费用影响录得净亏损，净亏损率为 2%，对应财务费用率为 15%。

图 9：2018 年各家公司净利率 (%)



资料来源：各公司财报

注：Bharti Infratel 尚未披露 FY2019 年报，此处为 FY2018 数据

## 4、风险提示

- 1) 5G 商用进程推迟:** 塔类业务发展取决于下游运营商网络建设需求, 倘若 5G 商用进程不及预期, 运营商推迟 5G 布局建设, 将导致铁塔公司业绩推迟释放。
- 2) 定价协议再次调整风险:** 中国铁塔核心客户运营商即为大股东, 5G 时代运营商同时面临大额资本开支、提速降价等经营压力, 三大运营商作为中国铁塔的控股股东为转移价格压力至成本端, 存在对定价协议再次调整的可能, 中国铁塔的利润空间存在受挤压的风险。
- 3) 室分及跨行业业务拓展不及预期:** 目前国内室分项目承接市场仍由运营商占据绝对主导地位, 5G 时代公司能否顺利承接原运营商的存量升级项目仍面临一定不确定性。公司目前跨行业业务主要集中在政府部门项目, 企业级市场能否顺利拓展决定未来中长期发展空间。

## 5、附录

表 1: 中国铁塔损益表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	68,665	71,819	78,729	89,561	107,117
营业开支	(60,950)	(62,738)	(67,644)	(73,697)	(84,767)
折旧及摊销	(32,642)	(32,692)	(34,210)	(36,708)	(40,077)
场地租赁费	(11,336)	(12,196)	(13,384)	(15,225)	(18,210)
维护费用	(6,156)	(6,165)	(6,613)	(7,523)	(8,891)
人工成本	(4,229)	(4,917)	(6,115)	(6,001)	(8,163)
其他营运开支	(6,587)	(6,768)	(7,322)	(8,240)	(9,426)
营业利润	7,715	9,081	11,085	15,864	22,350
财务成本净额	(5,179)	(5,759)	(4,657)	(4,862)	(5,619)
其他收益	149	153	156	150	150
税前利润	2,685	3,475	6,584	11,152	16,881
所得税开支	(742)	(825)	(1,563)	(2,565)	(3,714)
税后经营利润	1,943	2,650	5,021	8,587	13,167
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,943	2,650	5,021	8,587	13,167
息税折旧前利润	40,357	41,773	45,295	52,573	62,428
息税前利润	7,864	9,234	11,241	16,014	22,500
每股收益 (元)	0.01	0.02	0.03	0.05	0.07
每股股息 (元)	0.00	0.01	0.02	0.02	0.04

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2：中国铁塔资产负债表

(单位：百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	322,643	315,364	309,937	324,741	354,695
<b>流动资产</b>	30,517	31,799	31,218	36,303	44,506
现金及短期投资	7,852	4,836	6,298	7,165	8,569
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	10,926	13,534	11,809	13,434	16,068
存货	28	0	0	0	0
其它流动资产	11,711	13,429	13,110	15,704	19,869
<b>非流动资产</b>	292,126	283,565	278,719	288,438	310,189
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	258,138	249,055	245,058	254,478	274,547
其他非流动资产	33,988	34,510	33,661	33,960	35,641
<b>总负债</b>	195,148	134,862	125,872	134,849	155,930
<b>流动负债</b>	150,041	114,759	95,769	84,746	85,827
应付账款	31,906	30,591	27,103	29,728	33,589
短期借债	95,260	79,946	65,126	51,132	47,670
其它流动负债	22,875	4,222	3,539	3,886	4,568
<b>长期负债</b>	45,107	20,103	30,103	50,103	70,103
长期债务	43,793	19,064	29,064	49,064	69,064
其它	1,314	1,039	1,039	1,039	1,039
<b>股东权益合计</b>	127,495	180,502	184,066	189,891	198,765
股东权益	127,495	180,502	184,066	189,891	198,765
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债及股东权益总额</b>	322,643	315,364	309,937	324,741	354,695
净现金/(负债)	(132,515)	(95,213)	(88,931)	(94,070)	(109,204)
营运资本	(20,952)	(17,057)	(15,294)	(16,294)	(17,521)
长期可运用资本	172,602	200,605	214,169	239,994	268,868
股东及少数股东权益	127,495	180,502	184,066	189,891	198,765

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：中国铁塔现金流量表

(单位：百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	34,935	45,540	45,635	52,716	59,883
净利润	1,943	2,650	5,021	8,587	13,167
折旧与摊销	32,642	32,692	38,339	40,444	43,273
营运资本变动	8,769	(3,895)	(1,763)	1,000	1,227
其它	(8,419)	14,093	4,038	2,685	2,215
<b>投资活动现金流</b>	(51,915)	(32,923)	(33,239)	(50,231)	(65,104)
资本性支出净额	52,087	33,075	(32,548)	(49,148)	(63,348)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	(104,002)	(65,998)	(691)	(1,083)	(1,756)
<b>自由现金流</b>	9,416	48,174	11,564	1,398	(6,302)
<b>融资活动现金流</b>	7,583	(15,634)	(10,934)	(1,618)	6,625
股本变动	0	51,165	0	0	0
净债务变化	94,457	(40,043)	(4,820)	6,006	16,538
派发红利	0	0	(1,458)	(2,762)	(4,294)
其它长期负债变化	(86,874)	(26,756)	(4,657)	(4,862)	(5,619)
<b>净现金流</b>	(9,397)	(3,017)	1,462	867	1,404

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

## 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将与, 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。

## 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