

MOSFET 高景气且布局第三代半导体，上调盈利预测

——华润微 (688396.SH) 跟踪报告之一

公司简报

买入 (维持)

当前价：55.19 元

分析师

刘凯 (执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebcn.com

联系人

栾玉民

021-52523843

luanyumini@ebcn.com

市场数据

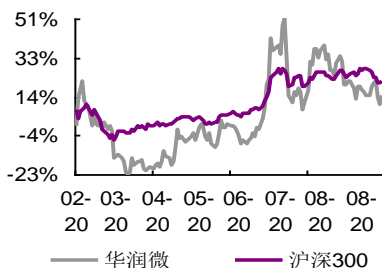
总股本(亿股)：12.16

总市值(亿元)：638.48

一年最低/最高(元)：31.75/65.77

近3月换手率：120.25%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.92	24.55	11.20
绝对	7.75	37.42	30.78

资料来源：Wind

相关研报

20H1 业绩超预期，中国“英飞凌”指日可待——华润微 (688396.SH) 2020 年中报点评
2020-07-29

中国“英飞凌”的崛起——华润微 (688396.SH) 投资价值分析报告
2020-07-02

◆8 英寸产能紧缺，MOSFET 涨价趋势明显。

受 8 英寸产能紧缺影响，晶圆代工价格上涨，部分 MOSFET 厂商因成本上升亦出现上调价格趋势。根据电子发烧友网报道，深圳某微电子有限公司 9 月 18 日宣布自 2020 年 10 月 1 日上调 8205 产品价格 0.02 元，上调幅度约为 20%。深圳另一家厂商自 2020 年 10 月 1 日起亦调增产品价格，幅度为 20%-30%。

◆华润微是中国本土的以 MOSFET 为主的功率半导体龙头企业。

公司前身成立于 1983 年，是中国功率半导体本土 IDM 龙头企业，拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化能力，产品应用领域包括消费电子、工业控制和汽车电子等。公司 2019 年实现营收 57.4 亿元和归母净利润 4.0 亿元，其中产品与方案（自有产品外销）、制造与服务（Foundry 代工）两部分收入占比分别为 43%和 57%。产品与方案板块中，MOSFET 产品占比约 62%，功率 IC 产品占比约 14%，传感器产品占比约 6%，IGBT 产品及智能控制产品占比约 7%。公司是国内拥有全部主流 MOSFET 器件结构研发和制造能力的主要企业，产品范围覆盖-100V-1500V，是国内营业收入最大，产品系列最全的 MOSFET 厂商。

◆2020 年上半年业绩高增长，净利润及毛利率提升显著

公司 20H1 实现归母净利润 4.03 亿元，19H1 归母净利润为 2.38 亿元，同比增长 145.27%。主要系公司一方面积极开拓市场与客户，营业收入同比增长 16.03%。另一方面公司制造与服务业务板块产能利用率提升较大，固定成本有所减少，使得公司 20H1 整体毛利率相比于去年同期的 20.68%毛利率增加了 6.63 个百分点，达到 27.31%，提升显著。

◆四大事业群全面发力，全年有望保持高增长

公司四大事业群分别为功率器件事业群、集成电路事业群、代工事业群和封测事业群。公司 2020 上半年通过提高产品性能，优化产品结构，提升细分市场市场占有率等举措推动产品与方案业务发展，在重点客户拓展方面取得突破。公司产品与方案板块实现收入 13.69 亿元，同比增长 20%，占总营收比例为 44.95%，同比增长 1.55pcts，公司产品与方案业务板块收入占比持续提高。

公司产品与方案板块下设功率器件事业群和集成电路事业群：

(1) 功率器件事业群 2020H1 实现销售收入 12.57 亿元，同比增长 22.31%，公司 MOSFET 产品通过技术迭代，不断创新与丰富产品线，销售额同比增长 21.43%。公司在 IGBT 器件和制造工艺领域积累了多项自主知识产权的核心技术，为 UPS、逆变器和变频器等应用领域的客户提供丰富的产品选型空间，公司 IGBT 产品销售额 2020H1 同比增长 49.90%。

(2) 公司集成电路事业群 20H1 实现销售额 0.7 亿元, 同比增长 13.35%。公司上半年加强市场与客户拓展, 烟雾报警器产品成功导入品牌客户, 电源产品导入国内品牌空调客户。公司计量 MCU、ASIC 以及配套的电源管理产品布局多年, 广泛应用于额温枪、耳温枪及电子体温计等。公司上半年测温产品同比增长 598%, 光电传感产品在工业细分市场销售同比增长 45%。

公司制造与服务板块 20H1 实现销售收入 16.77 亿元, 同比增长 12.78%。公司制造与服务板块下设代工事业群和封测事业群:

(1) 代工事业群持续推动 MEMS 和先进 BCD 工艺技术能力的提升。20H1 公司 0.18um BCD G3 工艺平台综合技术能力进一步提升, 逐步进行客户产品导入和量产。0.11um BCD 技术已启动预研工作, 导入 600V SOI 技术平台产品验证。

(2) 公司封测事业群在智能功率模块封装产品和客户层面有了较大突破, 在国内“白电”、工业变频器等市场继续发力, 预期今后几年将会继续快速成长。

◆第三代化合物半导体深度布局: SiC 产品布局领先, 国内首家量产 6 英寸 SiC SBD, SiC MOSFET 未来可期。

公司在 SiC 领域布局多年, 拥有国内领先的技术实力。

1、2020 年 7 月 4 日, 公司于上海慕尼黑电子展期间, 发布 1200V 和 650V 工业级 SiC 肖特基二极管产品, 公司实现国内首条量产的 6 英寸 SiC 晶圆生产线, 规划产能为 1000 片/月, 公司碳化硅产品主要应用在太阳能逆变器、通讯电源、服务器、储能设备等领域。

2、产业合作上, 华润微与国内领先的碳化硅外延晶片企业-瀚天天成达成股权合作协议, 公司持有瀚天天成 3.2% 股权。

3、在新产品进展方面, 公司第二代 SiC 肖特基二极管的产品设计和工艺开发已完成, 样品已经产出; 依托碳化硅肖特基二极管的显著成果, 公司碳化硅 MOSFET 也在积极研发, 并取得了不错的进展。

◆盈利预测、估值与评级

公司的发展战略为“内生+外延”, “内生”战略为公司不断拓展新产品线, 开拓新的市场与客户, 扩大公司体量, 公司的“内生”战略在 2020H1 成效显著, 取得了大幅增长。公司自成立以来一以贯之“外延”战略, 不断并购整合扩大业务范围, 覆盖功率器件全产业链环节。长期来看, 公司在“内生+外延”的双重发展轨道下有望复制英飞凌的崛起; 短期来看, 受益 MOSFET 涨价及下游需求向好, 我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 10.19、12.10、14.55 亿元 (前值分别为 8.05、9.42、12.30 亿元), 对应 EPS 分别为 0.87、1.04、1.25 元, 对应 PE 分别为 63x、53x、44x, 维持“买入”评级。

◆风险提示: 半导体行业景气度复苏不及预期、国产替代不及预期。

图表 1：业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6,270.80	5,742.78	6,780.70	7,959.63	9,448.71
营业收入增长率	6.73%	-8.42%	18.07%	17.39%	18.71%
净利润（百万元）	429.44	400.76	1,019.03	1,210.37	1,454.98
净利润增长率	511.02%	-6.68%	154.28%	18.78%	20.21%
EPS（元）	0.49	0.48	0.87	1.04	1.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.35%	7.39%	10.24%	10.89%	11.64%
P/E	113	114	63	53	44
P/B	11.7	8.4	6.5	5.8	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 9 月 24 日

图表 2：华润微收入拆分（单位：亿元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
产品与方案	25.1	30.6	36.0	43.1
YOY		22%	18%	20%
MOSFET	15.6	19.0	22.2	26.5
YOY		22%	17%	19%
功率 IC	3.5	4.2	4.9	5.9
YOY		20%	17%	19%
传感器	1.4	1.6	1.9	2.3
YOY		18%	17%	18%
智能控制	0.9	1.1	1.3	1.5
YOY		20%	20%	20%
IGBT	0.7	1.0	1.4	2.0
YOY		52%	40%	40%
其他	3.1	3.6	4.2	5.0
YOY		17%	17%	17%
制造用户服务	31.8	37.2	43.5	51.4
YOY		17%	17%	18%
合计收入	57.4	67.8	79.6	94.4
YOY		18.1%	17.4%	18.7%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

图表 3：华润微历史沿革



资料来源：华润微 2019 年业绩说明会

图表 4：华润微是全产业链一体化半导体企业



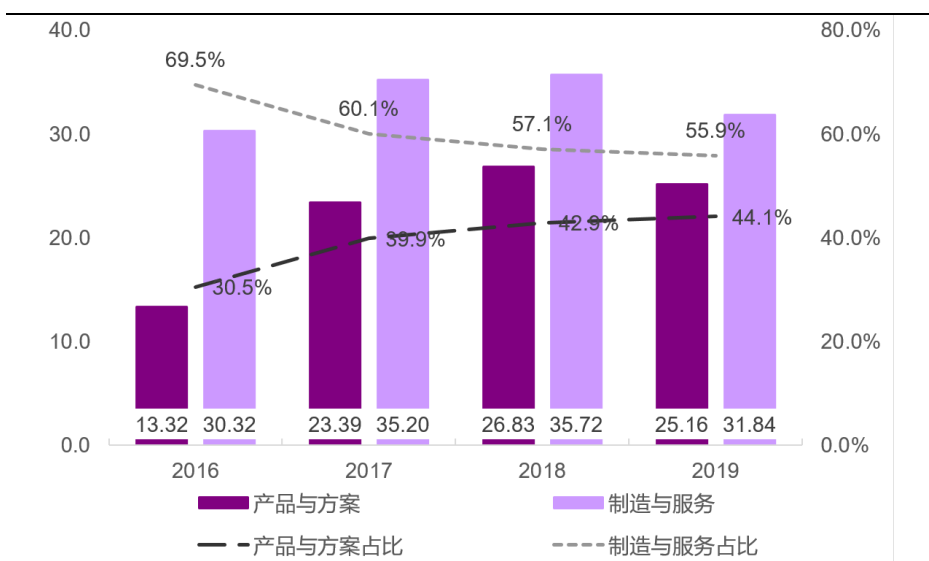
资料来源：华润微 2019 年业绩说明会

图表 5：华润微业务由两大板块构成



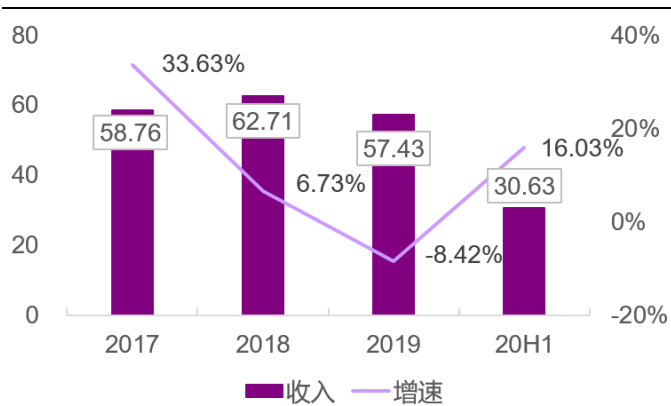
资料来源：华润微 2019 年业绩说明会

图表 6：公司产品与方案业务占比逐年提升（单位：亿元）



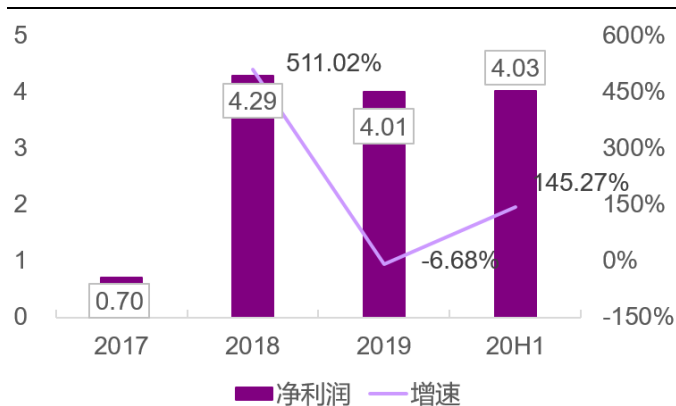
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图表 7：公司近年营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 8：公司近年净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 9：华润微客户分布广泛



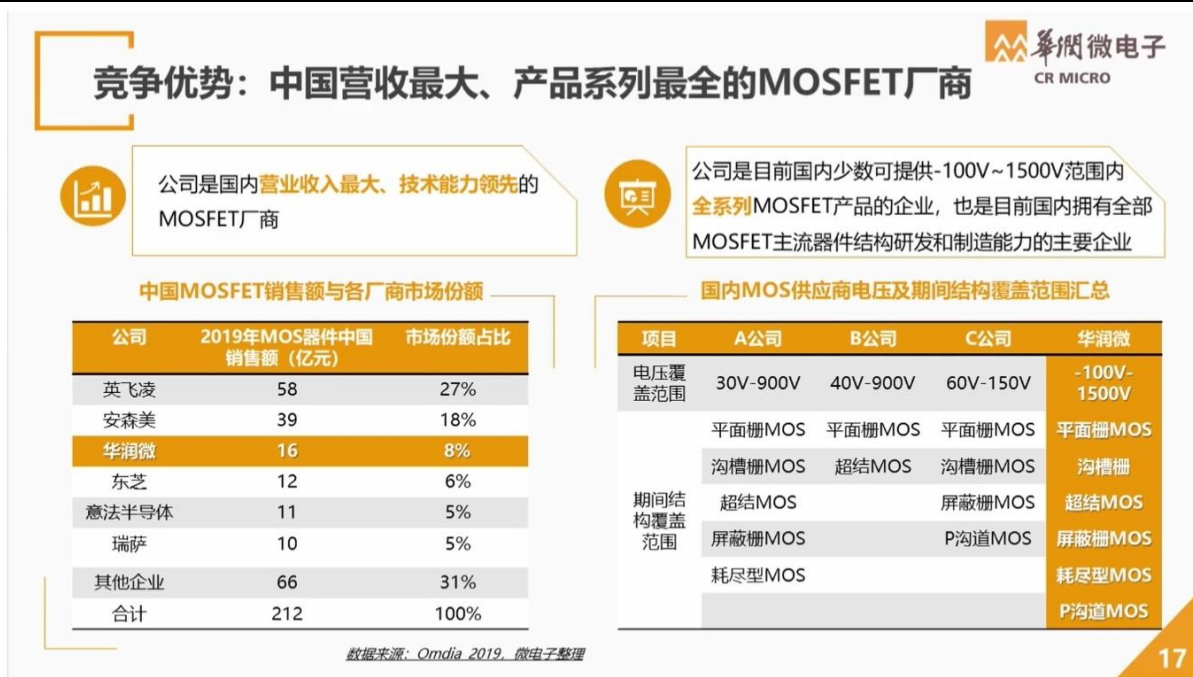
资料来源：华润微 2019 年业绩说明会

图表 10：华润微 IDM 模式竞争优势明显



资料来源：华润微 2019 年业绩说明会

图表 11：华润微是中国最大 MOSFET 厂商



资料来源：华润微 2019 年业绩说明会

图表 12: 华润微主要竞争对手情况

类别	公司	说明
国外	英飞凌 (IFX.DE)	英飞凌成立于 1999 年, 是全球领先的半导体公司之一。其前身是西门子集团的半导体部门, 于 1999 年独立, 2000 年上市。英飞凌专注于为汽车和工业功率器件、芯片卡和安全应用提供半导体和系统解决方案, 业务遍及全球, 在美国加州圣克拉拉、亚太地区的新加坡和日本东京等地拥有分支机构。英飞凌在功率半导体领域有较强的市场地位。根据 2019 财年年报统计, 英飞凌年收入 80.85 亿欧元, 净利润 8.70 亿欧元。
	安森美 (ON.O)	安森美于 1999 年从摩托罗拉分拆出来, 于次年在美国纳斯达克上市。安森美的产品系列包括电源和信号管理、逻辑、分立及定制器件, 主要应用于汽车、通信、计算机、消费电子、工业、LED 照明、医疗、军工及电源应用等领域。2019 年财报统计, 安森美收入 55.18 亿美元, 净利润 2.12 亿美元。
	德州仪器 (TXN.O)	德州仪器成立于 1930 年, 是世界上最大的模拟电路技术部件制造商之一, 是全球领先的半导体跨国公司。主要从事创新型数字信号处理与模拟电路方面的研究、制造和销售。除半导体业务外, 还提供包括传感与控制、教育产品和数字光源处理解决方案。德州仪器总部位于美国德克萨斯州的达拉斯, 并在全球多个国家设有制造、设计或销售机构。德州仪器是全球最大的模拟电路生产商之一, 在信号链与电源管理领域均拥有强大的市场地位。根据 2019 财年年报, 德州仪器年收入为 143.83 亿美元, 净利润 50.17 亿美元。
	意法半导体 (STM.PA)	意法半导体成立于 1987 年, 是全球最大的半导体公司之一, 是纽约证券交易所、泛欧证券交易所和意大利米兰证券交易所上市公司, 在分立器件、手机相机模块和车用集成电路领域居世界前列。意法半导体产品包括二极管、晶体管以及复杂的片上系统器件等, 是各工业领域的主要供应商。意法半导体在模拟电路与分立功率半导体领域都处于行业领先地位。2019 年财报统计, 意法半导体年收入为 95.56 亿美元, 净利润为 10.32 亿美元。
国内	士兰微 (600460.SH)	士兰微电子成立于 1997 年, 前身是杭州士兰电子有限公司, 是一家专业从事集成电路以及半导体微电子相关产品的设计、生产与销售的高新技术企业, 士兰微目前的主要产品是集成电路以及相关的应用系统和方案, 主要包括半导体分立器件、MCU 电路、电源管理电路、LED 照明驱动电路、LED 显示驱动/控制电路等产品。2019 年度, 士兰微营业收入 31.11 亿元, 净利润-1.07 亿元。
	华微电子 (600360.SH)	华微电子成立于 1999 年, 是集功率半导体分立器件设计研发、芯片加工、封装测试及产品营销为一体的高新技术企业, 拥有多条功率半导体分立器件及 IC 芯片生产线, 主要生产功率半导体分立器件及 IC, 应用于消费电子、节能照明、计算机、PC、汽车电子、通讯保护与工业控制等领域。华微电子目前已建立从高端二极管、单双向可控硅、MOS 系列产品到第六代 IGBT 功率器件产品体系。2019 年度, 华微电子营业收入 16.56 亿元, 净利润 0.61 亿元。
	扬杰科技 (300373.SH)	扬杰科技成立于 2006 年, 主营业务为分立器件芯片、功率二极管及整流桥等半导体分立器件产品的研发、制造与销售。主营产品为功率半导体分立器件芯片、光伏二极管、全系列二极管、整流桥等。扬杰科技采用 IDM 的经营模式, 集功率半导体单晶硅片制造、功率半导体芯片设计制造、器件设计封装测试、终端销售与服务等纵向产业链为一体。2019 年度, 扬杰科技收入 20.07 亿元, 净利润 2.20 亿元。

资料来源: Wind、公司招股说明书、光大证券研究所整理

图表 13: 华润微主要竞争对手 2017-2020H1 财务情况分析 (单位: 亿元)

公司代码	公司名称	2020H1		2019		2018		2017	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
688396.SH	华润微	30.63	4.03	57.43	4.01	62.71	4.29	58.76	0.70
603290.SH	斯达半导	4.16	0.81	7.79	1.35	6.75	0.97	4.38	0.53
600745.SH	闻泰科技	241.18	17.01	415.78	12.54	173.35	0.61	169.16	3.29
	闻泰科技-安世半导体			103.71	12.58	104.30	13.40	94.43	8.18
600703.SH	三安光电	35.68	6.35	74.60	12.98	83.64	28.30	83.94	31.64
300373.SZ	扬杰科技	11.37	1.44	20.07	2.25	18.52	1.87	14.70	2.67
300623.SZ	捷捷微电	4.08	1.17	6.74	1.90	5.37	1.66	4.31	1.44
600460.SH	士兰微	17.05	0.31	31.11	0.15	30.26	1.70	27.42	1.69
600360.SH	华微电子	8.03	0.19	16.56	0.65	17.09	1.06	16.35	0.95
300046.SZ	台基股份	1.23	0.19	2.65	-2.20	4.18	0.86	2.79	0.53
002079.SZ	苏州固锟	7.22	0.47	19.81	0.96	18.85	0.95	18.55	1.05

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,271	5,743	6,781	7,960	9,449
营业成本	4,690	4,431	4,713	5,532	6,567
折旧和摊销	940	693	700	775	850
税金及附加	85	66	54	56	66
销售费用	126	112	127	151	180
管理费用	374	377	414	478	567
财务费用	0	31	14	-14	-5
研发费用	450	483	542	637	718
投资收益	11	0	0	0	0
营业利润	586	478	1,100	1,295	1,545
利润总额	591	506	1,091	1,286	1,536
所得税	53	-6	22	26	31
净利润	538	512	1,069	1,260	1,505
少数股东损益	108	112	50	50	50
归属母公司净利润	429	401	1,019	1,210	1,455
EPS(按最新股本计)	0.49	0.48	0.87	1.04	1.25

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,482	576	1,041	1,374	1,923
净利润	429	401	1,019	1,210	1,455
折旧摊销	940	693	700	775	850
净营运资金增加	263	-848	1,021	998	872
其他	-151	331	-1,698	-1,609	-1,254
投资活动产生现金流	-575	-41	-3,010	-2,025	-2,000
净资本支出	-533	-611	-3,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	0	82	0	0	0
其他资产变化	-42	488	-10	-25	0
融资活动现金流	-627	-180	3,754	138	130
股本变化	0	0	337	0	0
债务净变化	2,200	-945	150	60	40
无息负债变化	-2,504	-323	147	374	432
净现金流	317	374	1,785	-513	54

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.2%	22.8%	30.5%	30.5%	30.5%
EBITDA 率	24.2%	21.9%	26.7%	25.8%	25.3%
EBIT 率	9.0%	9.6%	16.4%	16.1%	16.3%
税前净利润率	9.4%	8.8%	16.1%	16.2%	16.3%
归母净利润率	6.8%	7.0%	15.0%	15.2%	15.4%
ROA	5.4%	5.1%	7.1%	7.6%	8.1%
ROE (摊薄)	10.4%	7.4%	10.2%	10.9%	11.6%
经营性 ROIC	6.6%	7.8%	10.5%	10.1%	10.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	50%	37%	27%	27%	26%
流动比率	1.10	2.57	3.58	3.36	3.29
速动比率	0.84	2.04	3.14	2.90	2.80
归母权益/有息债务	1.69	3.60	6.01	6.48	7.12
有形资产/有息债务	3.93	6.48	8.83	9.48	10.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	9,992	10,095	14,975	16,616	18,530
货币资金	1,538	1,931	3,716	3,202	3,256
交易性金融资产	0	508	508	508	508
应收账款	602	815	542	637	756
应收票据	507	191	339	796	945
其他应收款(合计)	1,184	13	1,017	1,194	1,417
存货	1,181	1,055	943	1,106	1,313
其他流动资产	27	529	529	529	529
流动资产合计	5,106	5,092	7,640	8,027	8,789
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	82	82	82	82
固定资产	3,898	3,816	4,866	5,818	6,735
在建工程	351	489	1,445	1,522	1,561
无形资产	294	275	269	264	259
商誉	17	17	17	17	17
其他非流动资产	277	282	292	292	292
非流动资产合计	4,886	5,003	7,335	8,589	9,741
总负债	4,972	3,704	4,001	4,435	4,908
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	716	749	707	830	985
应付票据	84	100	47	55	66
预收账款	116	112	136	159	189
其他流动负债	129	129	140	151	166
流动负债合计	4,654	1,979	2,132	2,388	2,671
长期借款	0	1,506	1,556	1,616	1,656
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	251	157	261	379	528
非流动负债合计	318	1,726	1,869	2,047	2,236
股东权益	5,020	6,391	10,974	12,181	13,623
股本	830	830	1,167	1,167	1,167
公积金	6,021	5,450	8,756	8,877	9,022
未分配利润	-3,049	-1,225	-336	700	1,947
归属母公司权益	4,148	5,423	9,956	11,113	12,505
少数股东权益	872	968	1,018	1,068	1,118

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	6%	7%	6%	6%	6%
财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%
研发费用率	7%	8%	8%	8%	8%
所得税率	9%	-1%	2%	2%	2%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.03	0.05	0.05	0.06
每股经营现金流	1.69	0.69	0.89	1.18	1.65
每股净资产	4.72	6.54	8.53	9.53	10.72
每股销售收入	7.13	6.92	5.81	6.82	8.10

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	113	114	63	53	44
PB	11.7	8.4	6.5	5.8	5.1
EV/EBITDA	33	39	36	32	28
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

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、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。

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