

航空机场

报告日期: 2023年07月16日

Q2 航司经营业绩超预期，布局正当时

——航空机场 2023 半年度业绩&6 月运营情况总结

投资要点

□ 上市航司、机场 2023 半年度业绩预告

航司：二季度经营性业绩表现超预期。按照美元兑人民币中间价口径，人民币 23Q2 末较 23Q1 末贬值约 5.2%，上市航司产生不同程度的汇兑损失。在上市航司 2023 半年度业绩预告值的基础上，基于 2022 年末外币敞口，我们测算得，**剔除汇兑损益影响后**，23Q2，中国国航归母净利润为 4.4 至 11.4 亿元，南方航空归母净利润约 1.1 至 9.1 亿元，中国东航归母净利润约-18.5 至-4.5 亿元，春秋航空归母净利润约 2.9 至 4.9 亿元，吉祥航空归母净利润约 3.3 至 3.6 亿元。（具体见图 1）

机场：二季度均实现扭亏为盈。23Q2，白云机场归母净利润为 1.0 至 1.3 亿元，上海机场归母净利润为 2.2 至 2.4 亿元，深圳机场归母净利润为 0.4 至 0.6 亿元。

□ 民航业：上半年累计旅客量恢复至 19 年的 88%，5 月国内旅客量超过 19 年

旅客量：根据民航局数据，2023 上半年民航旅客运输量 2.84 亿人次，恢复至 2019 年同期的 88.2%。其中国内航线，5 月旅客量已超过 19 年同期。

ASK：5 月行业 ASK 同比 19 年-4%

RPK：5 月行业 RPK 同比 19 年-13%

客座率：5 月客座率约 74%，同比 19 年-8pct

□ 航司：淡季不淡，暑运旺季高开

二季度出行淡季不淡，暑运旺季量价有望更旺。1) **量：**民航局于 6 月 16 日发布会上表示，暑运期间预计每日将有近 195 万旅客通过航空出行，日均保障航班约 16500 班，恢复至 19 年同期水平；其中国内航线方面，预计日均保障国内客运航班 13600 班左右、运输国内旅客 183 万人次左右，较 2019 年分别增长 11%、7%。国际航线方面，6 月白云机场、上海机场旅客吞吐量分别恢复至 19 年的 47%、46%，我们预计暑期将进一步恢复。2) **价：**根据携程数据，7 月前 5 日国内、出境订单机票含税均价较 2019 年同期分别增长 21%、22%。

• **6 月净增客机量（架）：**国航+3、南航+5、东航+0、春秋+1、吉祥+1

• **6 月供给端 ASK 同比 19 年：**

1) **整体：**吉祥+27% > 春秋+9% > 国航-5% > 南航-6% > 东航-7%

2) **国内线：**春秋+42% > 吉祥+36% > 国航+27% > 东航+22% > 南航+17%

3) **国际线：**吉祥-17% > 春秋-52% > 南航-53% > 国航-55% > 东航-58%

4) **地区线：**吉祥-6% > 东航-28% > 国航-36% > 南航-49% > 春秋-51%

• **6 月需求端 RPK 同比 19 年：**

1) **整体：**吉祥+24% > 春秋+8% > 南航-9% > 东航-14.5% > 国航-14.6%

2) **国内线：**春秋+40% > 吉祥+33% > 国航+14% > 东航+12% > 国航+11%

3) **国际及地区线：**吉祥-26% > 南航-53% > 春秋-55% > 东航-60% > 国航-61%

• **6 月客座率同比 19 年：**

1) **整体：**春秋-1.5pct、吉祥-2.3pct、南航-3.4pct、东航-6.8pct、国航-8.3pct

2) **国内线：**春秋-1.4pct、吉祥-1.5pct、南航-4.1pct、东航-6.9pct、国航-8.3pct

3) **国际及地区线：**南航-0.7pct、春秋-6pct、东航-8pct、吉祥-10pct、国航-13pct

行业评级：看好(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003

lidan02@stocke.com.cn

研究助理：李逸

liyi01@stocke.com.cn

相关报告

1 《5 月淡季不淡，建议积极布局暑运旺季行情》 2023.06.17

2 《航空机场行业 2023 年中期策略：困境反转，业绩为王》 2023.06.10

3 《航司运力投放增加、客座率缺口收窄，机场国际线恢复趋势明确》 2023.05.17

- **油价:** 根据 Wind 数据, 2023 年 7 月我国航空煤油进口到岸完税价 5884 元/吨, 环比+2%, 同比-40%。7 月 14 日, WTI 原油价格 75.42 美元/桶, 较 6 月末+6.8%。
- **汇率:** 根据 Wind, 7 月 14 日, 美元兑人民币中间价为 7.1318, 较 22 年末+2.4%, 较 23Q2 末-1.3%。

□ 机场: 国内旅客量基本恢复, 国际恢复趋势明确

1) 整体: 6 月, 广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别为 504、843、446、423 万人次, 分别恢复至 19 年的 88%、82%、55%、102%。1-6 月累计数据来看, 广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至 19 年的 81%、69%、47%、94%。

2) 国内航线: 6 月广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至 19 年的 102%、101%、66%、110%。1-6 月累计数据来看, 广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至 19 年的 99%、91%、58%、103%。

3) 国际及地区航线: 6 月广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至 19 年的 47%、46%、29%、48%。1-6 月累计数据来看, 广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至 19 年的 30%、28%、17%、27%。

□ 投资建议

暑期旅游旺季来临, 民航局预计暑期日均旅客量较 19 年同期+7%, 预售票价较 19 年大幅上涨, 看好航空大周期兑现。此外, 6 月全国国际航线航班量已恢复至 19 年的 5 成左右, 日韩东南亚航线有望陆续加班, 看好国际客流恢复。基于预期弹性空间、业绩兑现确定度, **推荐南方航空/吉祥航空/春秋航空/白云机场/中国国航/中国东航。**

□ 风险提示

出行需求不及预期, 油价大幅波动, 汇率大幅波动, 免税销售不及预期。

正文目录

1 上市航司、机场 2023 半年度业绩预告	5
2 供给端：国际线运力有序恢复，春秋/吉祥 ASK 已超过 19 年	5
3 需求端：数据持续回暖	8
3.1 行业：国内旅客量超过 19 年同期	8
3.2 航司：吉祥、春秋 1-6 月 RPK 超过 19 年	9
3.3 机场：6 月广州、上海机场国际旅客量分别恢复至 47%、46%	11
4 油价小幅上升，人民币较 23Q2 末升值	12
5 投资建议	12
6 风险提示	13

图表目录

图 1: 上市航司 2023 半年度业绩预告汇总、剔除汇兑损益影响后的归母净利润测算 (亿元)	5
图 2: 2023 年我国民航业 ASK 同比 19 年	6
图 3: 2023 年上市航司 ASK 同比 19 年	6
图 4: 2023 年 1-6 月航司 ASK 同比 19 年	6
图 5: 2023 年上市航司国内航线 ASK 同比 19 年	7
图 6: 2023 年 1-6 月航司国内航线 ASK 同比 19 年	7
图 7: 2023 年上市航司国际航线 ASK 同比 19 年	7
图 8: 2023 年 1-6 月航司国际航线 ASK 同比 19 年	7
图 9: 2023 年上市航司地区航线 ASK 较 19 年的恢复率	8
图 10: 2023 年 1-6 月航司地区航线 ASK 较 19 年的恢复率	8
图 11: 2023 年我国民航业 RPK 同比 19 年	8
图 12: 2023 年我国民航业航班客座率同比 19 年	8
图 13: 2023 年上市航司 RPK 较 19 年的恢复率	9
图 14: 2023 年 1-6 月航司 RPK 较 19 年的恢复率	9
图 15: 2023 年上市航司国内航线 RPK 同比 19 年	10
图 16: 2023 年 1-6 月航司国内航线 RPK 同比 19 年	10
图 17: 2023 年上市航司国际及地区航线 RPK 同比 19 年	10
图 18: 2023 年 1-6 月航司国际及地区航线 RPK 同比 19 年	10
图 19: 2023 年上市机场旅客量较 19 年的恢复率	11
图 20: 2023 年上市机场国内线旅客量较 19 年的恢复率	11
图 21: 2023 年上市机场国际及地区线旅客量较 19 年的恢复率	12
图 22: 2023 年 1-6 月机场国际及地区线旅客量较 19 年的恢复率	12
图 23: 7 月航空煤油进口到岸完税价环比+2%	12
图 24: 美元兑人民币汇率	12
表 1: 上市航司 2023 年 6 月机队引进情况	6
表 2: 2023 年我国民航业旅客运输量同比 19 年	9
表 3: 2023 年上市航司客座率及同比 19 年	11

1 上市航司、机场 2023 半年度业绩预告

航司 Q2 经营性业绩表现超预期。 1) **二季度航司录得汇兑损失：**根据 2022 年报，若美元兑人民币汇率变动导致人民币升值 1%，中国国航净利润+2.74 亿元，南方航空净利润+2.93 亿元，中国东航净利润+2.42 亿元，吉祥航空净利润+0.86 亿元，春秋航空净利润+0.00081 亿元。按照美元兑人民币中间价口径，人民币 23Q2 末较 23Q1 末贬值约 5.2%，上市航司产生不同程度的汇兑损失。2) **剔除汇兑损失影响后的业绩表现超预期：**在上市航司 2023 半年度业绩预告基础上，基于 2022 年末外币敞口，我们测算得，剔除汇兑损益影响后，23Q2，中国国航归母净利润为 4.4 至 11.4 亿元，南方航空归母净利润约 1.1 至 9.1 亿元，中国东航归母净利润约-18.5 至-4.5 亿元，春秋航空归母净利润约 2.9 至 4.9 亿元，吉祥航空归母净利润约 3.3 至 3.6 亿元。

图1：上市航司 2023 半年度业绩预告汇总、剔除汇兑损益影响后的归母净利润测算（亿元）

业绩预告	23H1归母净利润		23Q2归母净利润		23Q1归母净利润	19Q2归母净利润
	下限	上限	下限	上限		
中国国航	-39.0	-32.0	-9.7	-2.7	-29.3	4.2
南方航空	-33.0	-25.0	-14.0	-6.0	-19.0	-9.6
中国东航	-69.0	-55.0	-31.0	-17.0	-38.0	-0.6
春秋航空	6.5	8.5	2.9	4.9	3.6	3.8
吉祥航空	0.6	0.8	-1.1	-0.9	1.7	1.8
华夏航空	-9.0	-5.0	-6.2	-2.2	-2.8	0.6
经营业绩测算值	根据22年报，美元兑人民币汇率变动导致人民币升值1%，净利润增加：		剔除汇兑损益影响后的归母净利润			
	23H1下限	23H1上限	23Q2下限	23Q2上限	23Q1	
中国国航	2.74	-28.7	-21.7	4.4	11.4	-32.9
南方航空	2.93	-22.0	-14.0	1.1	9.1	-22.9
中国东航	2.42	-59.9	-45.9	-18.5	-4.5	-41.3
春秋航空	0.00081	6.5	8.5	2.9	4.9	3.6
吉祥航空	0.86	3.8	4.0	3.3	3.6	0.5

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：汇率按照美元兑人民币中间价口径计算，人民币 23Q1 末较 22 年末升值约 1.3%，23Q2 末较 23Q1 末贬值约 5.2%，23Q2 末较 22 年末贬值约 3.8%。

根据上市机场 2023 半年度业绩预告，23Q2，白云机场归母净利润为 1.0 至 1.3 亿元，上海机场归母净利润为 2.2 至 2.4 亿元，深圳机场归母净利润为 0.4 至 0.6 亿元，均实现扭亏为盈。

2 供给端：国际线运力有序恢复，春秋/吉祥 ASK 已超过 19 年

飞机引进情况：根据公司公告，截至 6 月末，国航机队规模 902 架（当月+3），南航客机机队规模 881 架（当月+5），东航机队规模 782 架（当月+0），春秋机队规模 120 架（当月+1），吉祥机队规模 114 架（当月+1）。

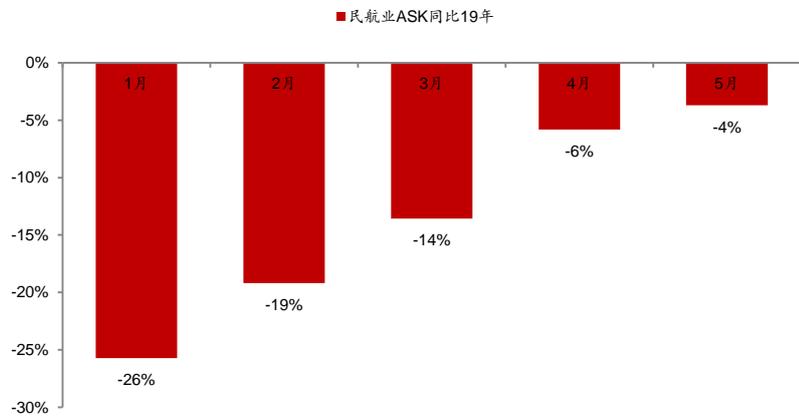
表1: 上市航司 2023 年 6 月机队引进情况

单位: 架	国航	南航	东航	春秋	吉祥	海航
6 月净增	3	5	0	1	1	/
当月引进	3	5	1	1	1	/
当月退出	0	0	1	0	0	/
6 月末机队规模	902	881	782	120	114	341*
1-6 月净增	8	2	7	4	4	1*
23 年净增规划	8	56	22	7	12	/

资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所。注: 南航数据仅含客机; 海航为截至 2023 年 5 月末数据。

全国民航业运力: 根据民航局数据, 5 月行业 ASK 同比 19 年-4%, 环比 4 月+3%。

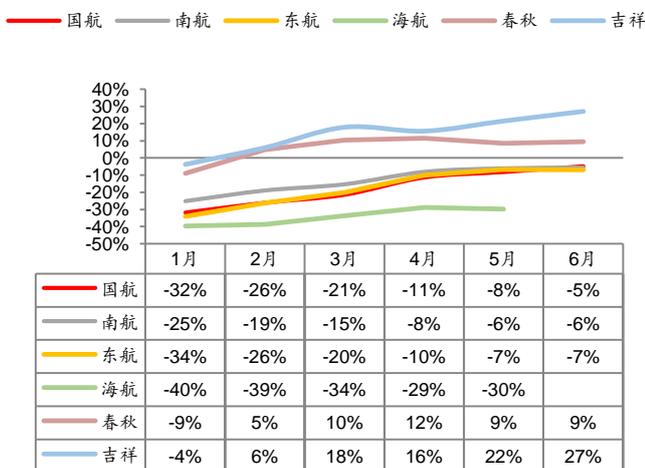
图2: 2023 年我国民航业 ASK 同比 19 年



资料来源: 民航局、Wind, 浙商证券研究所

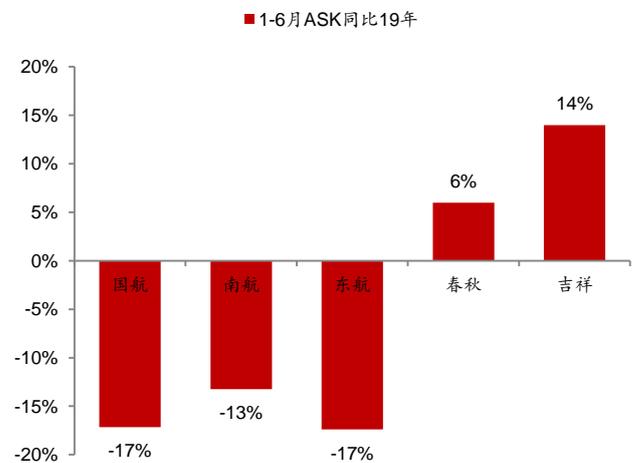
上市航司整体运力供给: 吉祥、春秋运力投放已超过 2019 年。根据公司公告, 6 月 ASK 同比 19 年: 吉祥+27% > 春秋+9% > 国航-5% > 南航-6% > 东航-7%。1-6 月累计 ASK 同比 19 年来看: 吉祥+14% > 春秋+6% > 南航-13% > 国航-17.2% > 东航-17.4%。

图3: 2023 年上市航司 ASK 同比 19 年



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

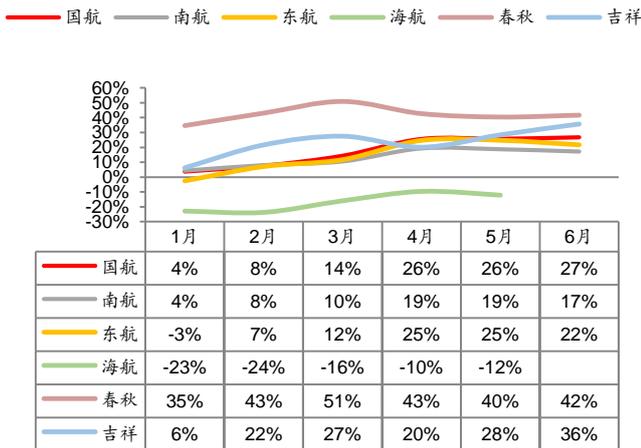
图4: 2023 年 1-6 月航司 ASK 同比 19 年



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

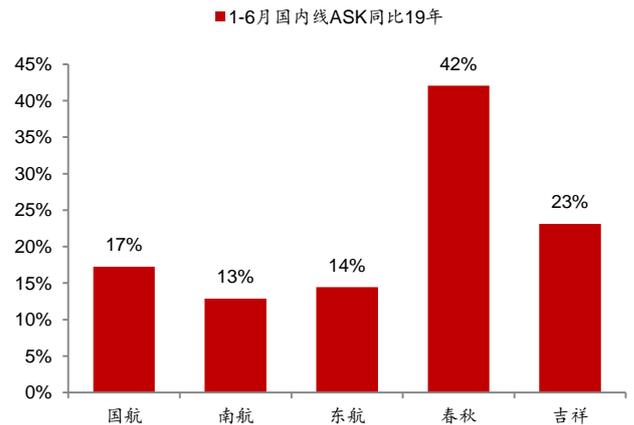
国内航线方面，上市航司运力投放大幅超过19年。根据公司公告，6月国内航线ASK同比19年：春秋+42% > 吉祥+36% > 国航+27% > 东航+22% > 南航+17%。1-6月国内航线累计ASK同比19年来看：春秋+42% > 吉祥+23% > 国航+17% > 东航+14% > 南航+13%。

图5：2023年上市航司国内航线ASK同比19年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

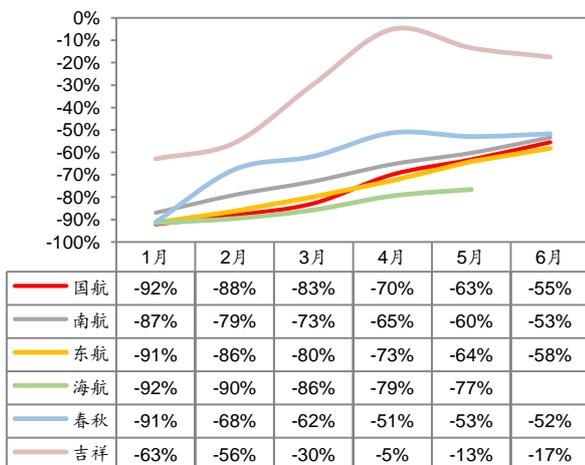
图6：2023年1-6月航司国内航线ASK同比19年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

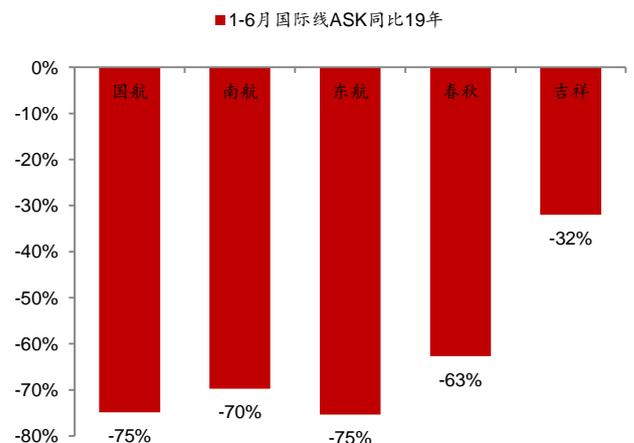
国际航线方面，吉祥运力恢复大幅领先，主要因为19年同期基数较低。根据公司公告，6月国际航线ASK同比19年：吉祥-17% > 春秋-52% > 南航-53% > 国航-55% > 东航-58%。1-6月国际航线累计ASK同比19年：吉祥-32% > 春秋-63% > 南航-70% > 国航-74.8% > 东航-75.3%。

图7：2023年上市航司国际航线ASK同比19年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

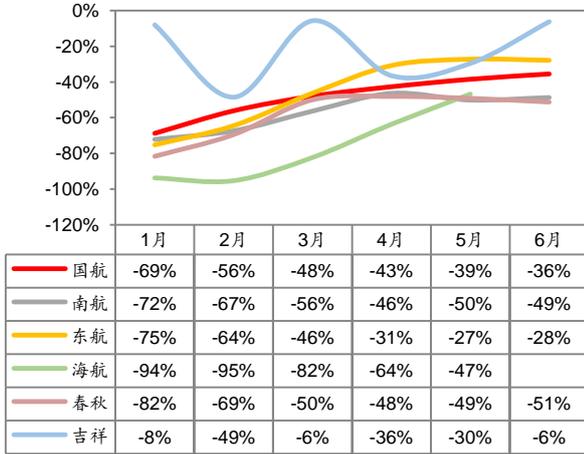
图8：2023年1-6月航司国际航线ASK同比19年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

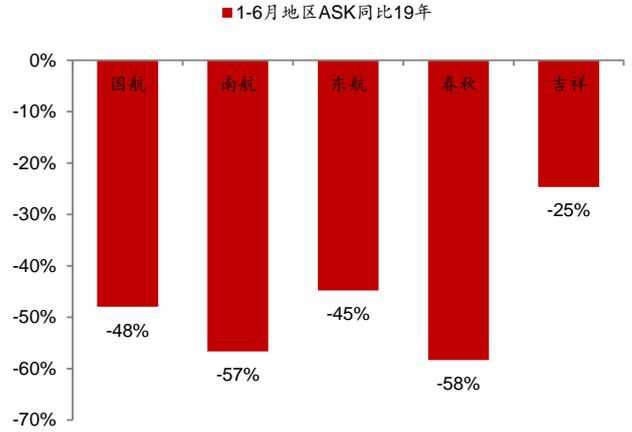
港澳台地区航线方面，6月东航运力恢复领先。根据公司公告，6月地区航线ASK同比19年：吉祥-6% > 东航-28% > 国航-36% > 南航-49% > 春秋-51%。1-6月地区航线累计ASK同比19年来看：吉祥-25% > 东航-45% > 国航-48% > 南航-57% > 春秋-58%。

图9：2023年上市航司地区航线ASK较19年的恢复率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图10：2023年1-6月航司地区航线ASK较19年的恢复率



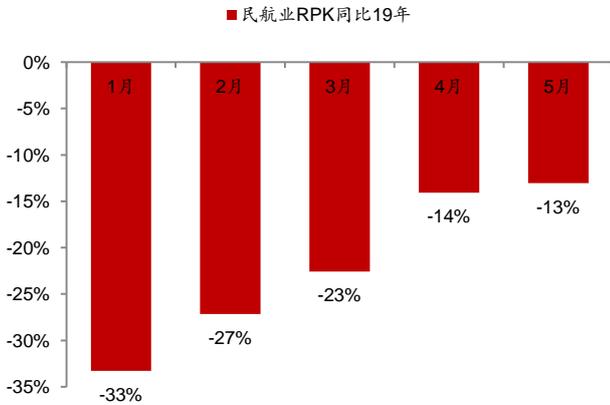
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3 需求端：数据持续回暖

3.1 行业：国内旅客量超过19年同期

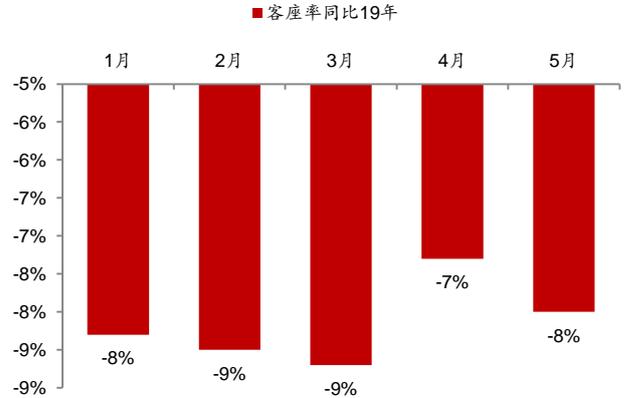
民航业需求情况：旅客量基本恢复至19年水平。根据民航局数据，2023上半年民航旅客运输量2.84亿人次，恢复至2019年同期的88.2%。其中国内航线，5月旅客量已超过19年同期。

图11：2023年我国民航业RPK同比19年



资料来源：民航局、Wind，浙商证券研究所

图12：2023年我国民航业航班客座率同比19年



资料来源：民航局、Wind，浙商证券研究所

表2: 2023年我国民航业旅客运输量同比19年

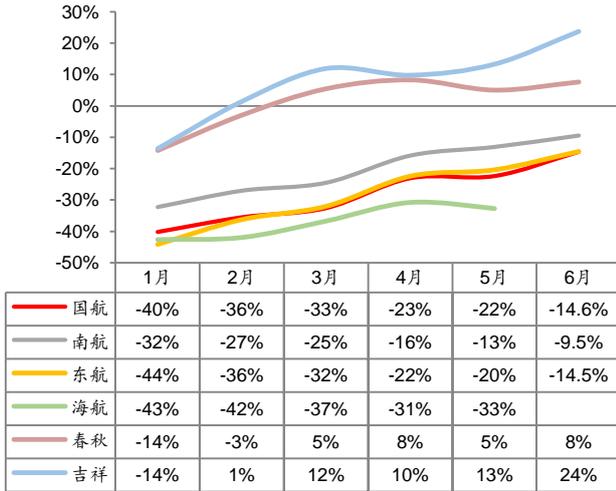
	旅客量恢复率	国内线旅客量恢复率	国际+地区线旅客量恢复率
1月	-26%	-16%	-91%
2月	-20%	-10%	-86%
3月	-15%	-5%	-79%
4月	-5%	3%	-62%
5月	-5%	3%	-57%
1-5月累计	-14%	-5%	-75%

资料来源: 民航局、Wind, 浙商证券研究所

3.2 航司: 吉祥、春秋 1-6月 RPK 超过19年

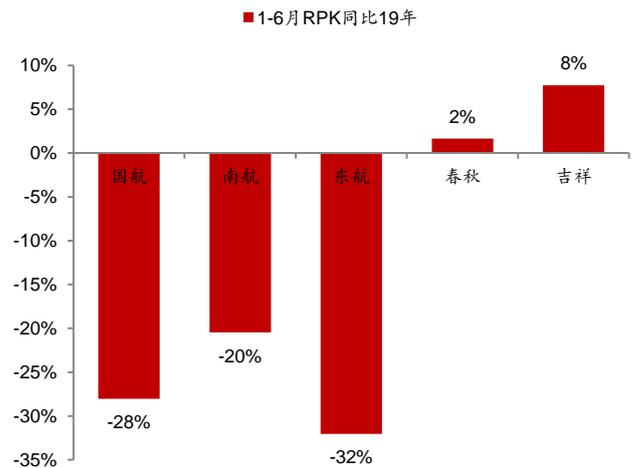
上市航司 RPK: 吉祥、春秋 1-6月累计 RPK 已超过19年同期。根据公司公告, 6月 RPK 同比19年: 吉祥+24% > 春秋+8% > 南航-9% > 东航-14.5% > 国航-14.6%。1-6月累计 RPK 同比19年来看: 吉祥+8% > 春秋+2% > 南航-20% > 国航-28% > 东航-32%。

图13: 2023年上市航司 RPK 较19年的恢复率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

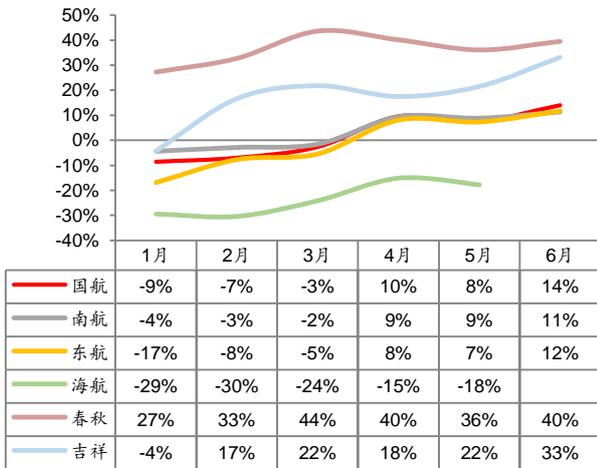
图14: 2023年1-6月航司 RPK 较19年的恢复率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

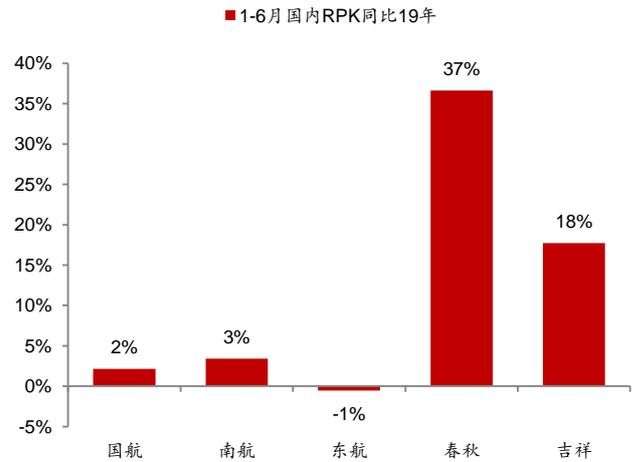
国内航线 RPK 方面, 春秋恢复领先。根据公司公告, 6月国内线 RPK 同比19年: 春秋+40% > 吉祥+33% > 国航+14% > 东航+12% > 国航+11%。1-6月国内线累计 RPK 同比19年来看: 春秋+37% > 吉祥+18% > 南航+3% > 国航+2% > 东航-1%。

图15: 2023年上市航司国内航线 RPK 同比 19 年



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

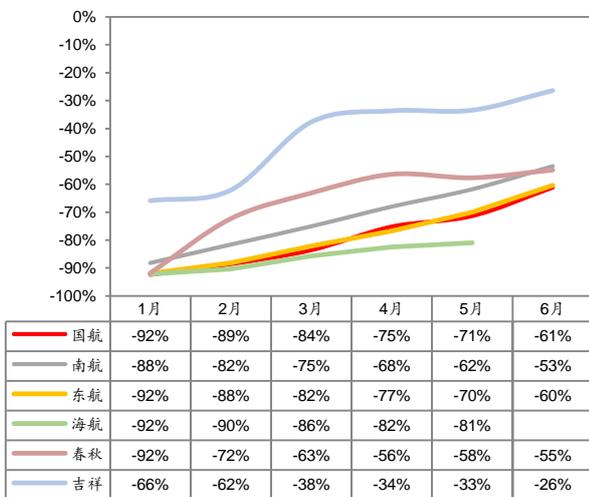
图16: 2023年1-6月航司国内航线 RPK 同比 19 年



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

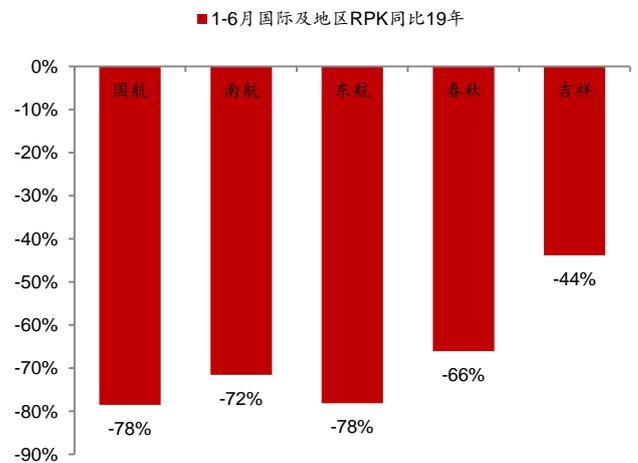
国际及地区航线 RPK 方面, 吉祥恢复领先。根据公司公告, 6月国际及地区线 RPK 同比 19 年: 吉祥-26% > 南航-53% > 春秋-55% > 东航-60% > 国航-61%。1-6月国际及地区线累计 RPK 同比 19 年: 吉祥-44% > 春秋-66% > 南航-72% > 东航-78.1% > 国航-78.5%。

图17: 2023年上市航司国际及地区航线 RPK 同比 19 年



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图18: 2023年1-6月航司国际及地区航线 RPK 同比 19 年



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

客座率方面, 航司缺口继续收窄。6月客座率同比 19 年: 春秋-1.5pct、吉祥-2.3pct, 南航-3.4pct、东航-6.8pct、国航-8.3pct。

表3: 2023年上市航司客座率及同比19年

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
6月客座率	71%	76%	72%	88%	81%
6月客座率同比19年%	-8.3	-3.4	-6.8	-1.5	-2.3
国内客座率	74%	79%	76%	91%	85%
同比19年%	-8.3	-4.1	-6.9	-1.4	-1.5
国际及地区客座率	66%	82%	74%	84%	74%
同比19年%	-12.8	-0.7	-7.9	-6.1	-10.1

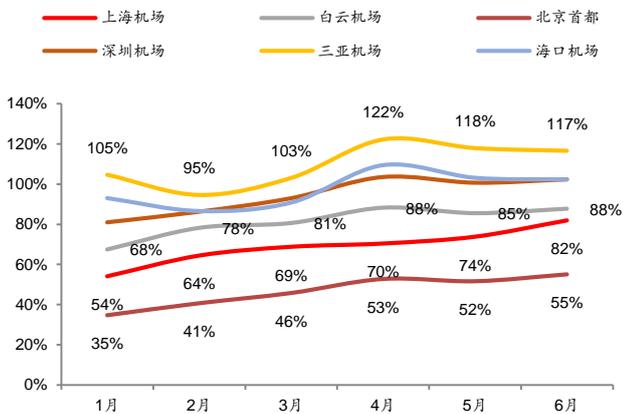
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3 机场: 6月广州、上海机场国际旅客量分别恢复至47%、46%

国内旅客量基本恢复至19年, 国际恢复趋势明确。6月, 广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别为504、843、446、423万人次, 分别恢复至19年的88%、82%、55%、102%。国内航线方面, 6月广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至19年的102%、101%、66%、110%。国际及地区航线方面, 6月广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至19年的47%、46%、29%、48%。

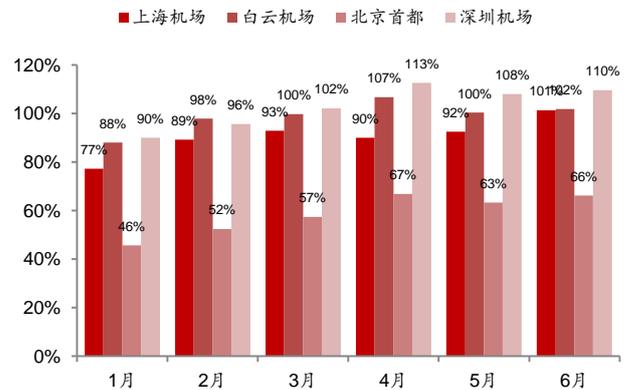
1-6月累计数据来看, 广州白云、上海两场、北京首都、深圳宝安机场旅客量分别恢复至19年的81%、69%、47%、94%; 其中, 国内线旅客量分别恢复至19年的99%、91%、58%、103%, 国际及地区旅客量分别恢复至19年的30%、28%、17%、27%。

图19: 2023年上市机场旅客量较19年的恢复率



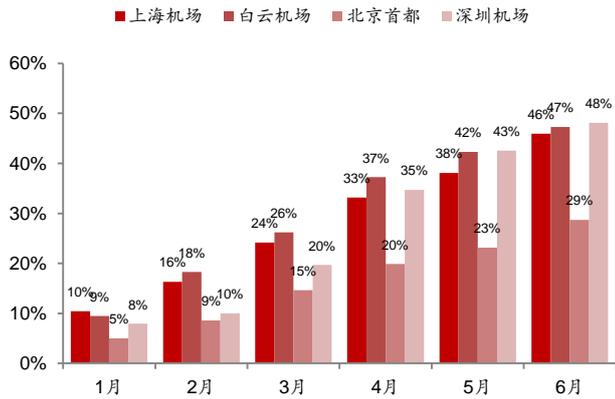
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图20: 2023年上市机场国内线旅客量较19年的恢复率



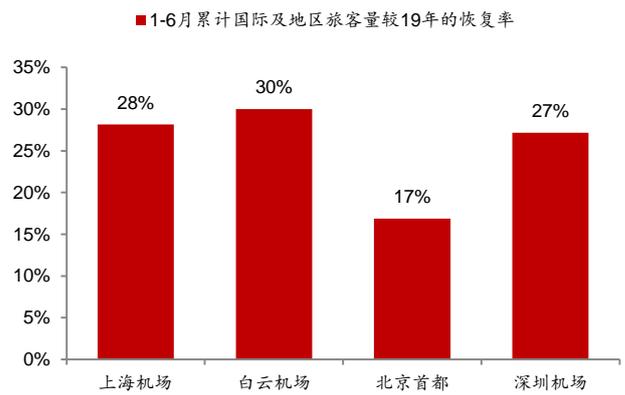
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图21: 2023年上市机场国际及地区线旅客量较19年的恢复率



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

图22: 2023年1-6月机场国际及地区线旅客量较19年的恢复率



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

4 油价小幅上升, 人民币较23Q2末升值

油价: 根据 Wind 数据, 2023 年 7 月我国航空煤油进口到岸完税价 5884 元/吨, 环比 +2%, 同比 -40%。7 月 14 日, WTI 原油价格 75.42 美元/桶, 较 6 月末 +6.8%。

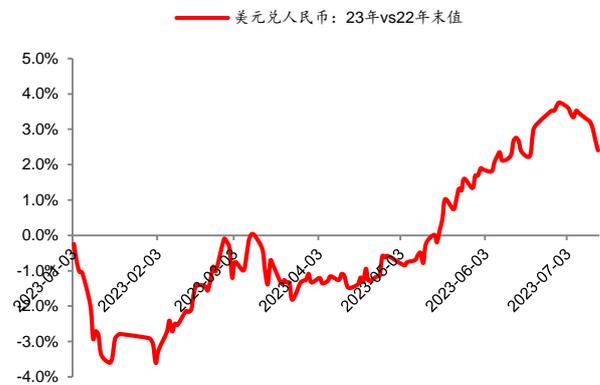
汇率: 根据 Wind, 7 月 14 日, 美元兑人民币中间价为 7.1318, 较 22 年末 +2.4%, 较 23Q2 末 -1.3%。

图23: 7月航空煤油进口到岸完税价环比+2%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 投资建议

暑期旅游旺季来临, 民航局预计暑期日均旅客量较 19 年同期 +7%, 预售票价较 19 年大幅上涨, 看好航空大周期兑现。此外, 6 月全国国际航线航班量已恢复至 19 年的 5 成左右, 日韩东南亚航线有望陆续加班, 看好国际客流恢复。基于预期弹性空间、业绩兑现确定度, 推荐南方航空/吉祥航空/春秋航空/白云机场/中国国航/中国东航。

6 风险提示

- (1) 出行需求不及预期;
- (2) 油价大幅波动;
- (3) 汇率大幅波动;
- (4) 免税销售不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>