

机场行业跟踪报告

外资为何青睐机场板块？——全球视野下的中国机场配置价值分析

推荐（维持）

- 机场是交运行业中外资最为青睐的板块。外资（沪港通+Qfii）持股超过4%的交运标的共7只：上海机场（17.9%）、白云机场（14.5%）、深圳机场（8.8%）为前三大重仓，此外包括春秋航空（5.1%）、铁龙物流（4.7%）、大秦铁路（4.3%）及南方航空（4%）。其中沪港通资金持有上海机场与白云机场比例分别为16.2%及11.9%，深圳机场为3.3%，若考虑流通A股占比，则上海机场高达28.5%。Qfii资金截止18Q3持股深圳机场（5.6%）、白云机场（2.6%）、上海机场（1.7%）。从变化趋势看，上海机场处于顶格配置中，而17Q2开始白云和深圳均有一轮上行，与免税业务重估息息相关。外资为何青睐机场板块？以及未来Qfii额度翻倍，MSCI权重或提升背景下，机场是否还会持续得到外资关注？**
- 原因1：全球视角看，中国机场整体处于潜力释放期。**1) 护城河系列报告中，我们提出需求潜力决定长期价值，在我国，航空性业务受益于航空渗透率提升；非航业务则受益于长期消费潜力释放。2) 国际比较看，我国机场生产经营增速领先。起降架次和旅客吞吐量：我们统计亚洲、美国、欧洲超过6千万吞吐量以上的著名机场，近5年复合增速为旅客吞吐5.6%，起降架次3.1%，若仅看欧美机场，起降与旅客吞吐增速分别为1.5%和4.1%。A股4家机场起降架次复合增速5%，旅客吞吐7.6%。收入利润增速：统计国际主要上市机场收入和利润近5年复合增速（收入6%，利润13%），上海机场收入和利润增速分别为11.3%和18.4%，处于世界领先，白云分别为7.7%和16.2%。
- 原因2：全球视角看，中国机场估值更为便宜。**PE角度，上海、深圳、白云2018预计PE分别为22.6、21.4、17.2倍，而海外机场平均PE27倍，我国机场与欧洲苏黎世（23.8）、维也纳（22.7）和法兰克福（19.5）较为接近。但与悉尼（40.6）、奥克兰（33.4）、巴黎（28.1）相比差距较大。
- 原因3：全球视角看，中国机场分红比例虽不如海外，但有提升空间。**1) 分红角度，悉尼机场一枝独秀，近年来均将每股现金流全部分红，股息率近6%。2017年A股机场分红比例分别为厦门空港（75%）、白云机场（31%）、上海机场（30%）、深圳机场（30%）。2) 回顾历史，A股机场也曾高分红：上海机场2011年分红比例曾达到77%；白云机场2004年曾高达83%，2006-13年平均分红比例52%；深圳机场：2005年曾达60%。3) 分红波动与资本开支周期密切相关，未来我国机场有提升潜力。上海机场为例，2005年底启动二期工程建设，07-10年为其分红低谷期，13年启动T1改造工程以及拟建设卫星厅，故12年后分红再度下降，但在没有大型资本开支的11-12年，公司大比例提升分红比例，2011年对应当年股息率4.8%。我国机场在没有明显资本开支的阶段有过提高分红比例的操作，由此我们认为对于如上海机场卫星厅投产，一旦没有显著资本开支压力后，不排除有提升分红比例的可能。
- 投资建议：长期看好机场板块投资价值，19年节奏上而言，我们认为机场退可守（经济敏感度相对较弱，弱势市场下机场相对表现更好），进可攻（一旦经济出现超预期转暖，无论从航空出行还是高端消费的免税品消费均望受益），上半年主要看上海与深圳；Q3关注白云机场折旧基数效应结束后的投资机会。**
- 风险提示：经济大幅下滑；分流是对区位护城河的最大风险因素。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
上海机场	49.99	2.21	2.75	3.25	22.62	18.18	15.38	3.83	推荐
深圳机场	7.99	0.37	0.46	0.53	21.59	17.37	15.08	1.47	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年01月18日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553

邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	4	0.11
总市值(亿元)	1,408.35	0.28
流通市值(亿元)	991.7	0.27

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.55	-8.67	19.91	45.98
相对表现	-1.94	-1.08	45.98	



相关研究报告

《机场12月经营数据点评：整体增速较11月恢复，长期看好机场板块投资价值》

2019-01-17

目录

一、外资青睐机场板块.....	4
二、外资为何买中国机场?	6
(一) 全球视角看, 中国机场整体处于潜力释放期	6
(二) 全球视角看, 中国机场估值更为便宜	9
(三) 全球视角看, 中国机场分红比例虽不如海外, 但有提升空间.....	10
三、投资建议: 长期看好机场价值, 19年上半年退可守(弱市防御), 进可攻(非航弹性)	12
四、风险提示	13

图表目录

图表 1 沪港通持股占比.....	4
图表 2 Qfii 持股占比.....	4
图表 3 外资（沪港通+Qfii）持股比例超过 4% 的标的.....	5
图表 4 外资持股机场比例.....	5
图表 5 2017 年，我国人均乘机次数仅为 0.40 次.....	6
图表 6 飞机起降架次增速与航空客运量增速.....	6
图表 7 国内外机场非航业务占比.....	7
图表 8 主要机场人均非航收入贡献（人民币）.....	7
图表 9 上海机场超额收益明显.....	7
图表 10 5 年起降与旅客吞吐复合增速（*为仅披露 17 年数据）.....	8
图表 11 2018 年机场吞吐量比较（*为仅披露 17 年数据，万人次）.....	8
图表 12 国际主要机场 5 年复合收入利润增速（*为 18 年年报）.....	9
图表 13 全球机场估值水平（PE 为 TTM 或 2018E）.....	9
图表 14 世界主要机场 18 年相对所在市场表现.....	10
图表 15 世界主要机场分红比例.....	11
图表 16 世界主要机场股息率.....	11
图表 17 04-17 年上市机场分红情况.....	12

一、外资青睐机场板块

沪港通资金：

2014 年开通，2017 年披露沪港通持股比例，机场板块始终为为交运行业最重仓板块。截止 2019 年 1 月 18 日，陆股通在交运板块中持股比例超过 1% 的共有 12 只标的，分别为机场 3 只（上海、白云、深圳），航空 2 只（春秋、南航），铁路 3 只（大秦、广深、铁龙），高速 1 只（现代投资），物流 2 只（中储股份、建发股份），港口 1 只（日照港）

其中沪港通持有上海机场、白云机场、深圳机场比例分别为 16.2%、11.9% 及 3.3%，上海机场占流通股本比例达 28.5%。

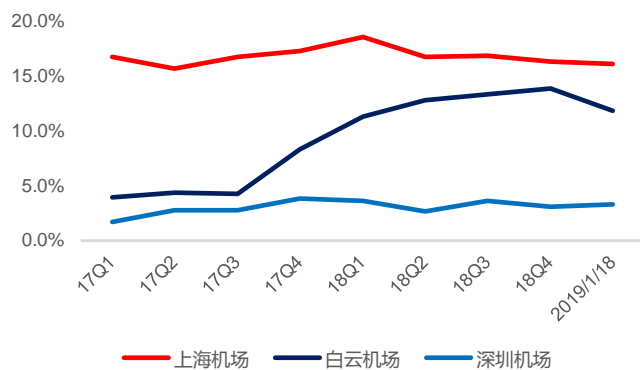
Qfii 资金：

截止 2018Q3（前十大股东）披露，持股超过 1% 的共有 4 只标的，分别为深圳机场（5.6%）、白云机场（2.6%）、上海机场（1.7%）及春秋航空（2.5%）

因 2014 年开通沪港通，因此上海机场自 2014 年 Q3 后 Qfii 持股比例下降，预计部分转移至沪港通通道。

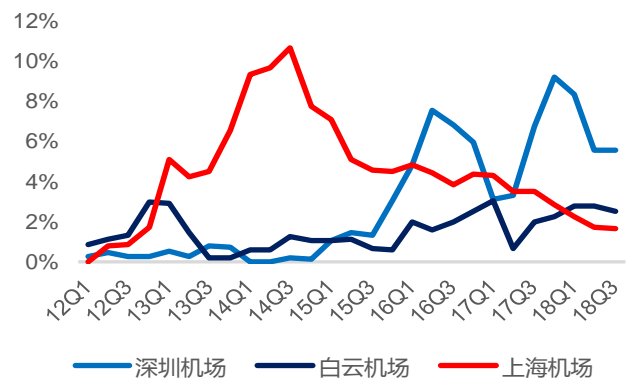
深圳机场持股比例近年持续走高，目前持股比例 5.58%，为第 1 大。

图表 1 沪港通持股占比



资料来源：wind，华创证券

图表 2 Qfii 持股占比



资料来源：wind，华创证券

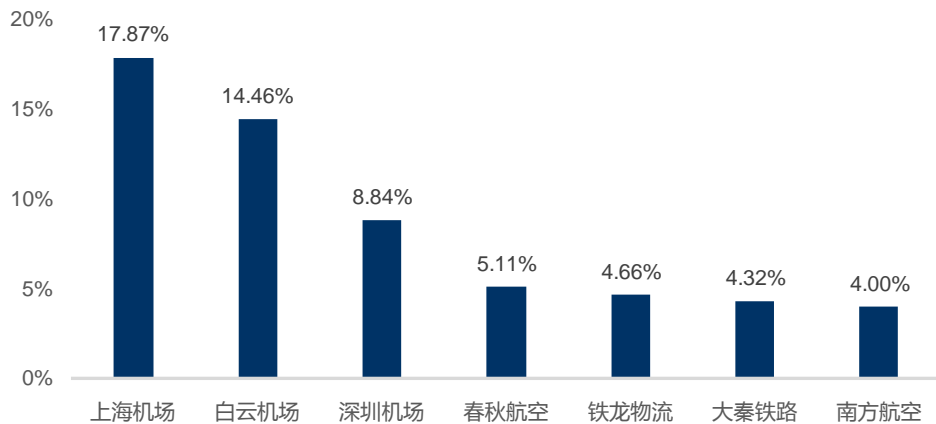
外资（沪港通+Qfii）：

假设 Qfii 持股比例不变，则截止 1 月 18 日，外资（沪港通+Qfii）合计持股比例超过 1% 的共 15 只标的，持股超过 4% 的标的 7 只：

分别为上海机场（17.9%）、白云机场（14.5%）、深圳机场（8.8%）、春秋航空（5.1%）、铁龙物流（4.7%）、大秦铁路（4.3%）及南方航空（4%）

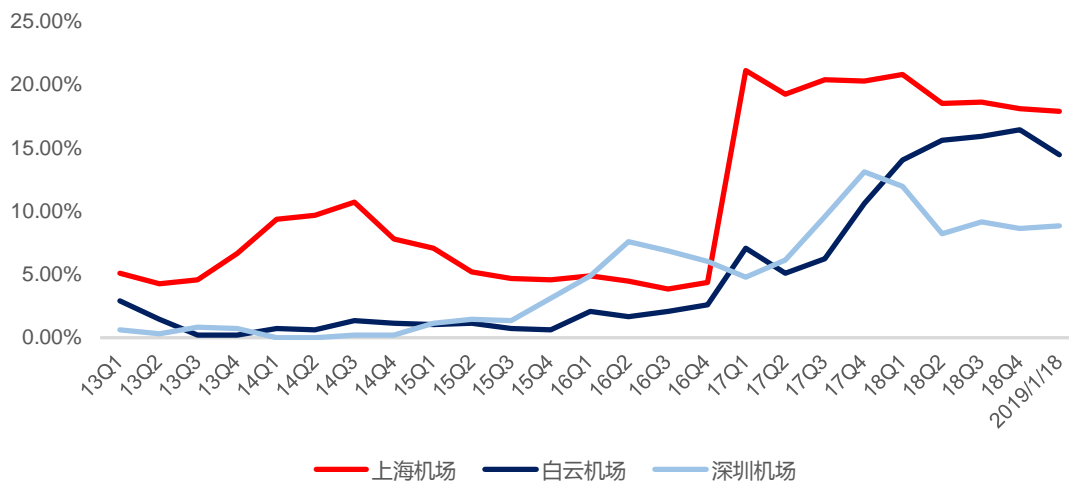
三大机场为最大持仓，而厦门空港持股比例亦有 1.6%。

图表 3 外资（沪港通+Qfii）持股比例超过 4%的标的



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 外资持股机场比例



资料来源: Wind, 华创证券

从变化趋势看，

上海机场始终处于大比例持有，其中 14Q3-16Q4 期间内因沪港通持股未披露，表观的下降预计因外资调整通道（Qfii 额度转沪港通）所致，

而 17Q2 开始白云和深圳均有一轮上行，与机场板块因免税业务重估息息相关。

最新情况:

1 月 14 日，国家外汇管理局发布消息：为满足境外投资者扩大对中国资本市场的投资需求，经国务院批准，合格境外机构投资者(QFII)总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元。以及未来 Msci 权重或提升背景下，机场是否还会持续得到外资关注？

二、外资为何买中国机场？

（一）全球视角看，中国机场整体处于潜力释放期

护城河系列之机场报告中，我们从自身比较出发，提出机场需求潜力决定长期价值，机场需求可分为航空性业务与非航业务两部分，而在我国，前者受益于航空渗透率提升，且较航空公司更稳定；后者则受益于长期消费潜力释放。

航空性业务：

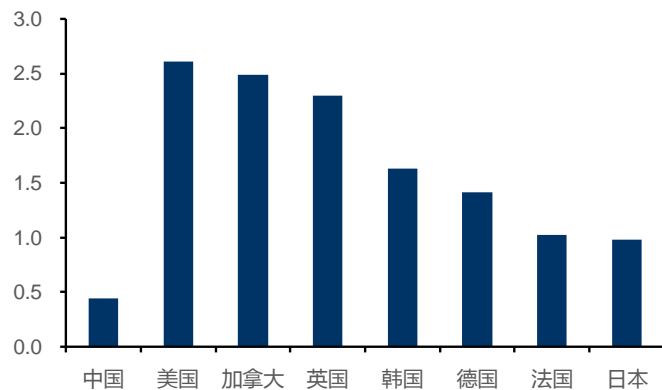
1) 国际比较看人均乘机次数提升空间巨大，2018 年我国航空客运量为 6.1 亿人次，人均乘机 0.44 次，仅相当于美国上世纪 60 年代水平。目前美国、加拿大、英国该比率为 2.5 左右，亚洲国家中韩国 1.7 次，日本 0.98 次，均数倍于我国。从综合交通运输体系的演变看，民航客运周转量占比已由 2007 年的 12.9% 提升至 2018 年的 31.0%，提升幅度超过铁路，航空逐渐成为大众出行方式。预计未来我国旅客人数可保持两位数增长。

2) 飞机起降架次相较于航空旅客更为平稳

相较于航空公司收入端存在客运量与票价两个因素，机场的航空主业业务量只取决于起降以及吞吐，同时起降增速的波动比客运量更温和，而航空公司或采取降价刺激客运需求，机场则不受影响。

尽管机场起降架次趋势上与航空旅客增速相一致，在 08 年金融危机下增速亦放缓至 7.2%，但相较于航空旅客放缓至 3.6% 的增速更为温和。

图表 5 2017 年，我国人均乘机次数仅为 0.40 次



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 飞机起降架次增速与航空客运量增速

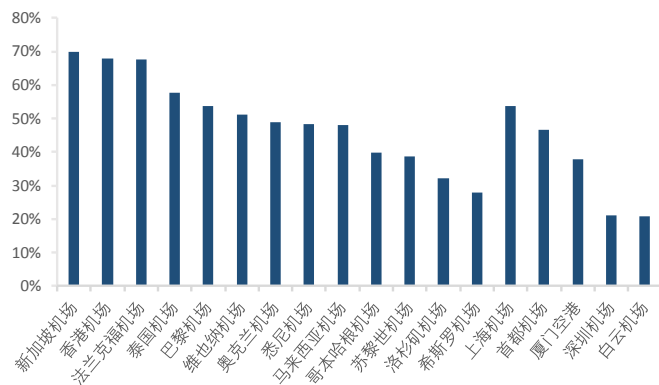


资料来源：Wind，华创证券

非航业务：长期消费潜力将促使非航业务增长空间巨大。

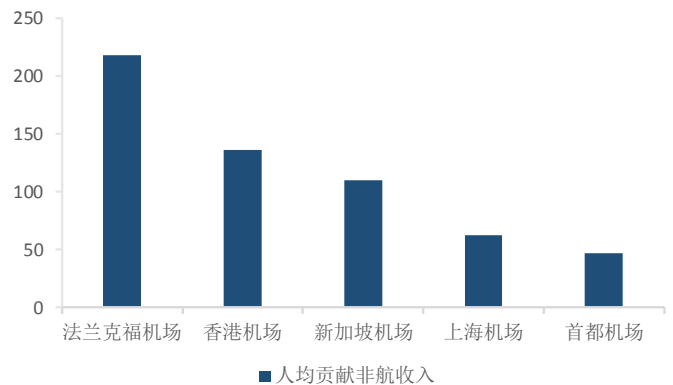
非航收入占比看国内机场中仅浦东机场达到 50% 以上，首都机场接近 50%，与国际领先机场的 60%-70% 尚有较大差距。人均贡献非航收入看，上海机场虽然领先于国内其他机场，但仅为先进机场的 30%-60%，差距明显，空间巨大。

图表 7 国内外机场非航业务占比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 主要机场人均非航收入贡献 (人民币)



资料来源: Wind, 华创证券

上海机场为例, 2004 年 (资产置换为浦东机场) 以来, 经历多次资本开支周期、外部危机、政策影响甚至分流等扰动, 股价上涨 6 倍, 同期指数上涨 74%, 需求潜力的逐步释放+独特区位优势推动了机场长期价值不断实现。

图表 9 上海机场超额收益明显



资料来源: Wind, 华创证券

本文我们从国际比较出发看我国机场整体处于潜力释放期

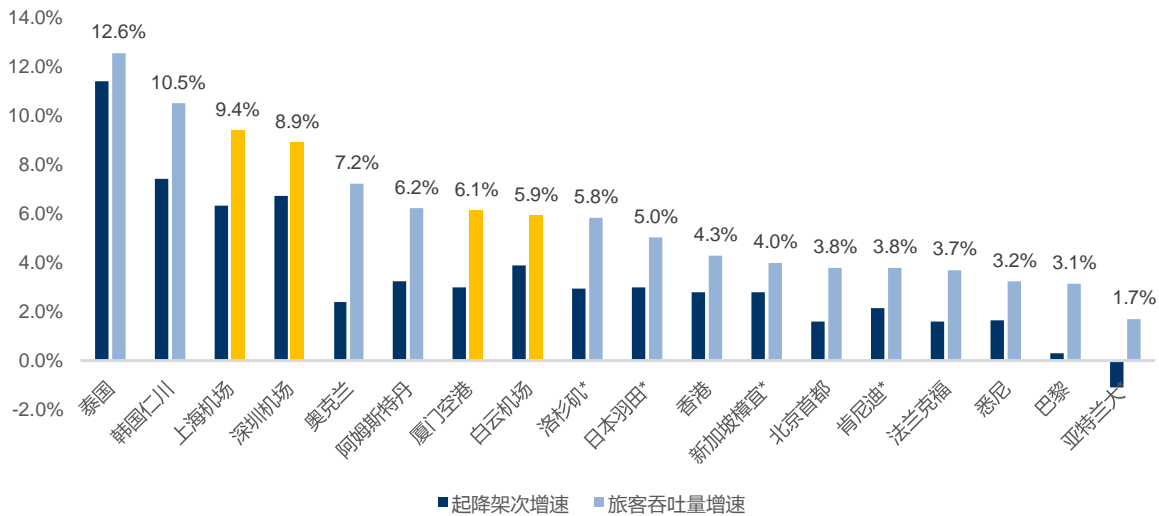
起降架次和旅客吞吐量

我们统计亚洲、美国、欧洲 6 千万吞吐量以上的著名机场, 近 5 年复合增速角度, 旅客增速为 5.6%, 起降架次增速 3.1%, 因泰国机场、韩国仁川机场旅客吞吐增速 2 两位, 仅看欧美, 起降与旅客吞吐增速分别为 1.5% 和 4.1%。A 股 4 家机场起降架次复合增速 5%, 旅客吞吐 7.6%。

澳洲的奥克兰与悉尼机场增速较快, 但其吞吐量均低于 5000 万。

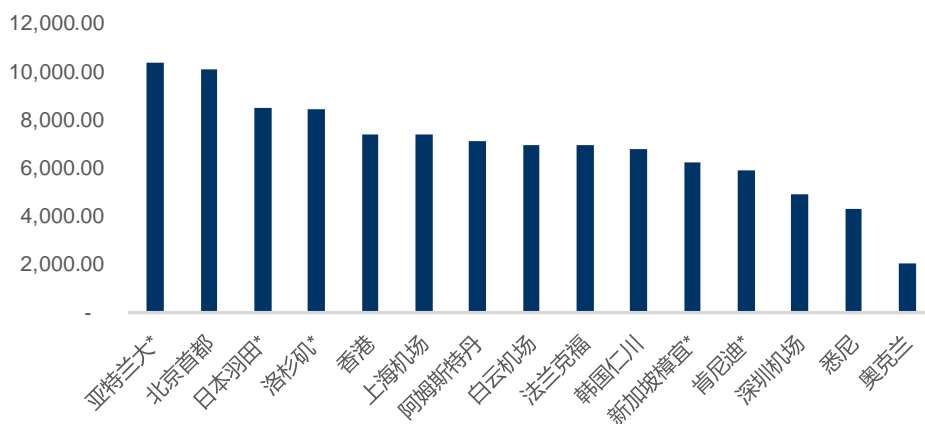
2018 年, 首都机场突破 1 亿人次吞吐。浦东、白云、深圳、首都旅客吞吐量分别为 7400.65、6974.48、4934.7 万及 1.01 亿人次, 同比分别增长 5.7%、6.0%、8.2% 及 5.4%。

图表 10 5 年起降与旅客吞吐复合增速 (*为仅披露 17 年数据)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 2018 年机场吞吐量比较 (*为仅披露 17 年数据, 万人次)



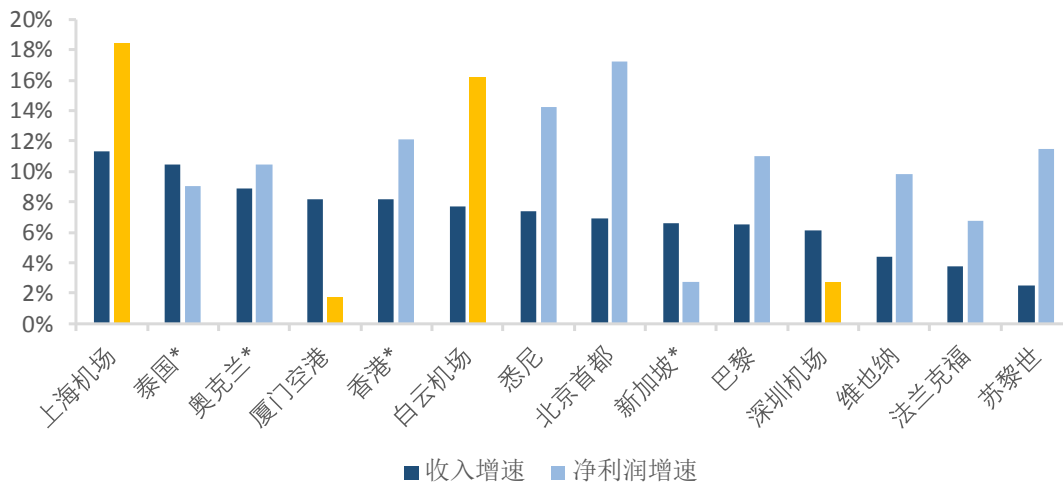
资料来源: Wind, 华创证券

收入利润增速

统计国际主要上市机场(香港与新加坡樟宜未上市,但披露年报)收入和利润近 5 年复合增速(收入 6%, 利润 13%), 上海机场收入和利润增速分别为 11.3%和 18.4%, 处于世界领先, 白云分别为 7.7%和 16.2%。

此外港股上市首都机场利润增速同样较快, 收入、利润增速分别为 6.9%和 17.3%, 与上海机场相同, 均受益于近年非航业务快速增长。

图表 12 国际主要机场 5 年复合收入利润增速 (*为 18 年年报)

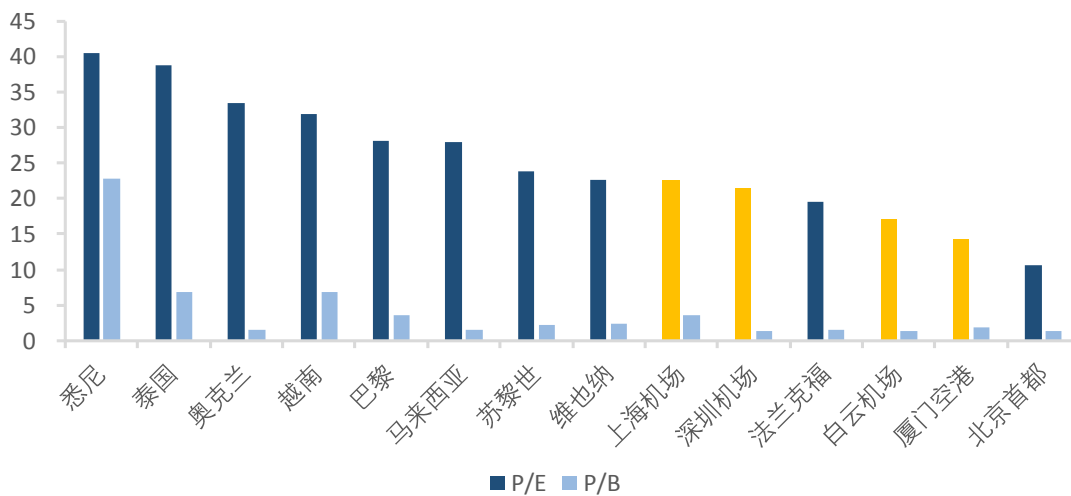


资料来源：公司年报，华创证券

(二) 全球视角看，中国机场估值更为便宜

PE 角度，上海、深圳、白云 2018 预计 PE 分别为 22.6、21.4、17.2 倍，而海外机场平均 PE27 倍，我国机场与欧洲苏黎世 (23.8)、维也纳 (22.7) 和法兰克福 (19.5) 较为接近。但与悉尼 (40.6)、奥克兰 (33.4)、巴黎 (28.1) 相比差距较大。

图表 13 全球机场估值水平 (PE 为 TIM 或 2018E)



资料来源：公司年报，Bloomberg，华创证券

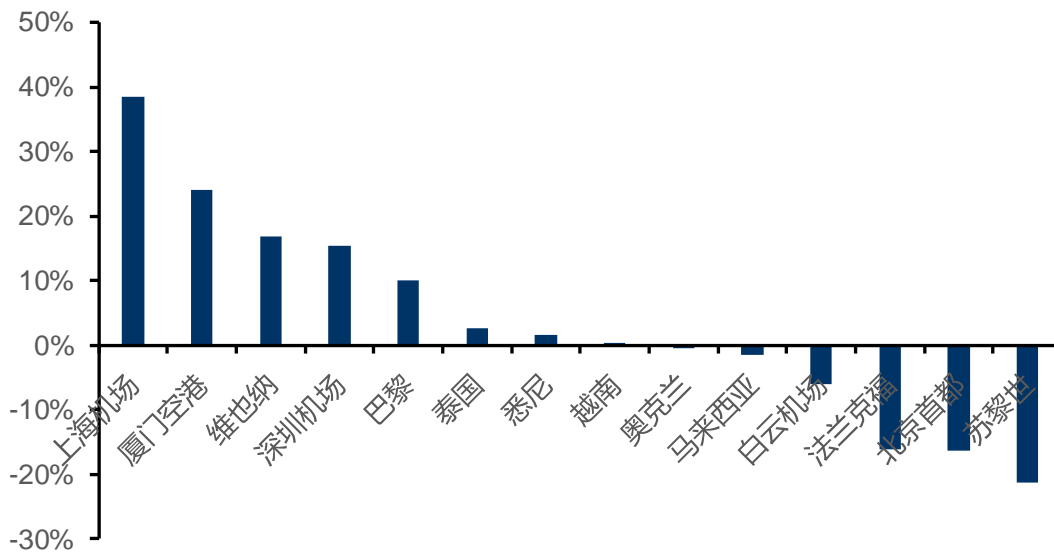
市场表现来看，机场在全球各市场均有较为明显的相对收益。我们统计的 14 家机场中，8 家 2018 年相对所在市场有相对收益，6 家为跑输，其中：

白云和首都机场均为国内机场建设费返还取消导致大跌；

苏黎世机场由于瑞士联邦民航局（FOCA）提出的新的机场收费条例，如果条例实施，将导致苏黎世机场的航空收入减少约 25%，或 1.5 亿瑞士法郎。

法兰克福机场与德国市场走势相仿，16 年开启的牛市自 18 年 1 月达到高点后，即开启下跌。

图表 14 世界主要机场 18 年相对所在市场表现



资料来源：Wind, Bloomberg, 华创证券

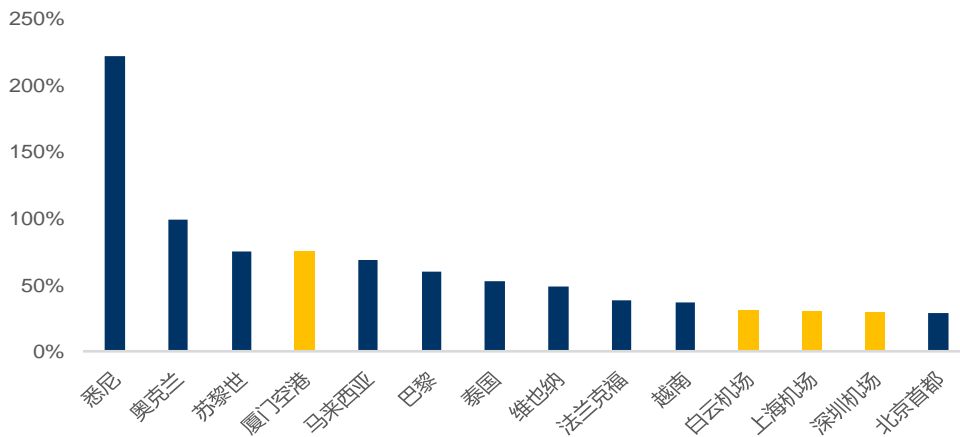
（三）全球视角看，中国机场分红比例虽不如海外，但有提升空间

分红比例来看，我国机场分红水平较低。

悉尼机场一枝独秀，其近年来分红均将每股现金流全部分红，按照利润计算分红比例超过 200%。奥克兰机场也几乎将全部利润分红。

2017 年，A 股机场分红比例分别为厦门空港（75%）、白云机场（31%）、上海机场（30%）、深圳机场（30%），除没有资本开支的厦门空港分红比例较高外，其他三大机场均在 30% 左右，系因上海机场卫星厅将于 19 年下半年投产，白云机场 T2 航站楼刚于 18 年 4 月投产，深圳机场卫星厅建设刚启动，所处资本开支周期，估分红比例在 30% 左右。

图表 15 世界主要机场分红比例



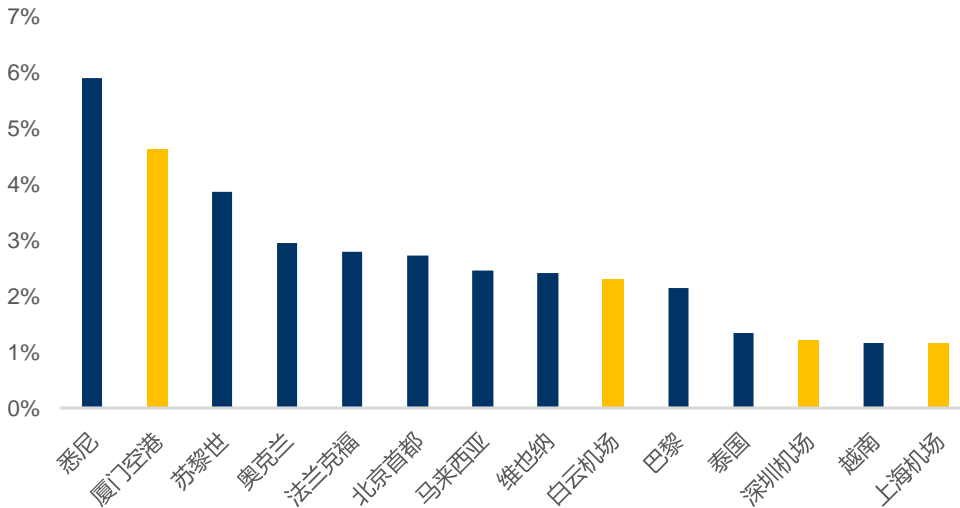
资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

股息率来看, 我国机场同样处于较低水平。

悉尼机场达到 5.9% 股息率, 苏黎世为 3.9%, 其他机场基本均介于 2-3% 之间。

我国机场除厦门空港达到 4.6% 股息率, 其他三家机场分别为白云 2.32%、深圳 1.21% 和上海 1.16%。

图表 16 世界主要机场股息率



资料来源: Bloomberg, wind, 华创证券

回顾历史, A 股机场也曾高分红

上海机场: 2011 年分红比例曾达到 77%, 12 年为 45%, 此后降至 30% 左右; 2007-10 年为分红低谷, 平均在 12% 左右,

白云机场: 2004 年曾高达 83%, 2006-13 年平均分红比例 52%, 此后降至 30% 左右

深圳机场: 2005 年曾达到 60%, 04-06 年分红比例均维持 40% 以上, 09-13 年为分红低谷, 维持在 10% 上下, 近年来

逐步提升至 30%。

分红波动与资本开支周期密切相关：

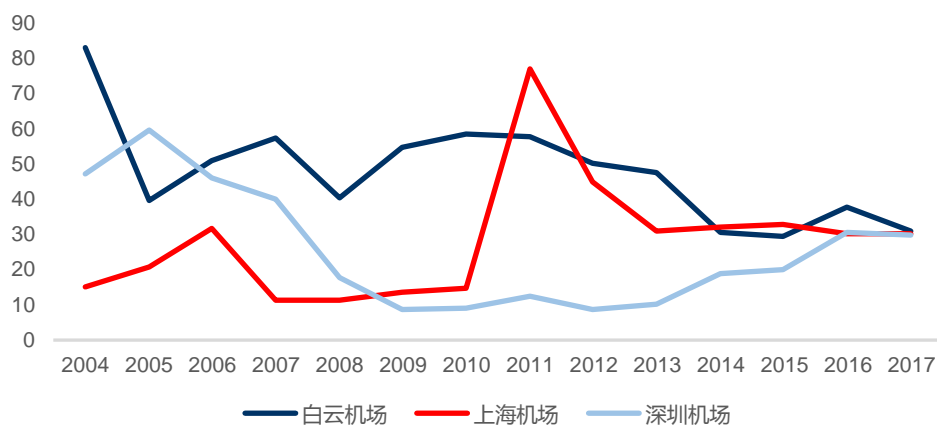
上海机场为例，2005 年 12 月启动二期工程建设，07-10 年为其分红低谷期，13 年启动 T1 改造工程已经卫星厅建设计划提上日程，故 12 年后分红再度下降。但在没有大型资本开支的 11-12 年，公司大比例提升分红比例，尤其 2011 年对应当年股息率 4.8%。

白云机场在机场中属于历史分红比例较高的公司，自 2012 年 8 月启动二期工程后，分红比例从 14 年开始由之前的 50% 以上降至 30%。

深圳机场从 2010 年 2 月启动 T3 航站楼建设至 13 年投产期间恰为其分红低谷期，近年来逐步提升。

由历史回顾看，我国机场上市公司在没有明显资本开支的阶段有过提高分红比例的操作，亦不乏慷慨现金分红，由此我们认为对于如上海机场卫星厅投产后，一旦没有显著资本开支压力，不排除有提升分红比例的潜在可能。

图表 17 04-17 年上市机场分红情况



资料来源：Wind，华创证券

三、投资建议：长期看好机场价值，19 年上半年退可守（弱市防御），进可攻（非航弹性）

退可守

- 1) **经济有压力，机场敏感度相对弱：**市场普遍认为 19 年上半年经济或存在一定压力，交运板块整体与经济相关性较强，历史数据表明机场生产数据对宏观的敏感度相对较弱，主业角度可实现增长；
- 2) **弱势市场机场相对表现更好：**从历史复盘角度看，“熊市”机场通常有较好的相对收益，如 08 年 5-9 月，15 年 6-11 月的上海机场与深圳机场。
- 3) **过往看，影响机场的重要负面因素在上半年并不存在：**对于上海与深圳机场而言，分流、固定资产转固首年两项最主要的因素在上半年并不存在。白云机场则于 19Q2 后结束 T2 投产后新增折旧成本费用等效应。

进可攻：

非航贡献弹性：一旦经济上半年出现超预期转暖，则无论从航空出行角度还是高端消费的免税品消费角度，机场都有望受益，因此机场资产还具备潜在的进攻弹性。

我们重点推荐标的与节奏:

一季度看上海机场: 新免税保底合同带来的业绩增长, 市场对下半年卫星厅投产后产生的成本费用与商业规划带来新增收入间的匹配度尚有分歧。

二季度看深圳机场: 国际线提质增速进行时, 带来航空性与非航业务的双升, 而出境免税的新合同或在上半年落地, 构成机场资产价值再重估的有效催化。

二季度后看白云机场: 按照传统投资择时策略, 19Q2 折旧基数效应后的投资机会。

四、风险提示

经济大幅下滑; 分流是对区位护城河的最大风险因素。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500