



上海机场(600009.SH)

【联讯交运】枢纽夯实价值，商业提升盈利

2019年01月25日

投资要点

买入(维持)

当前价：47.33元

目标价：60元

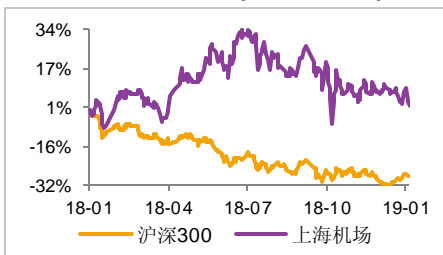
分析师：王晓艳

执业编号：S0300518080001

电话：010-66235701

邮箱：wangxiaoyan_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《上海机场(600009)——【联讯交运公司点评】一带一路带来新机遇，枢纽建设成效显著》2017-03-06

《【联讯交运】上海机场：商业租赁收入大幅增长，看好非航业务成长空间》2018-03-26

《【联讯交运】上海机场：业务量稳定，非航业务增速有望加快》2018-10-30

✧ 航空市场拥有巨大的发展潜力，国际枢纽机场前景向好。

上海国际化大都市和全球城市建设将带来商务旅客的稳定增长，消费升级带动旅游业发展将成为上海航空客运市场持续升温的重要助力。作为国际化大都市的上海，依托长江三角洲地区的城市带，航空市场拥有巨大的发展潜力。上海将以强化亚太航空门户枢纽地位为目标，优化航空空域使用结构，提高航空设施吞吐能力和运输效率，构建全球性航空运输网络，网络覆盖度达到国际大型枢纽机场水平。

✧ 三期扩建工程即将投入使用，短期重心提升服务品质。

浦东机场三期扩建工程将于2019年下半年投入使用，可以提高地面处理能力，空管系统也在通过空域精细化管理等多方面措施推进航班正常化，浦东机场现有各方面能力基本满足需求，大幅度的能力提升还需要新设施的投入使用。预计浦东机场近三年的工作重心是提升服务品质，提高中转业务比重，打造名副其实的国际枢纽机场。

✧ 流量带来商业价值，非航业务盈利可观

航站楼从传统的航空型交通枢纽逐步向集交通、购物、餐饮、休闲等一体的综合体。成熟的机场可以通过合理的商业运作带来丰厚的回报，商业收入占机场收入的比重超过50%以上，甚至达到70%以上。非航空性业务成为盈利提升的重要来源，非航业务定价市场化进程的开启将为机场非航业务盈利能力的提升打开更大的市场空间。仅免税业务一项，预计公司2018-2021年分别可以达到27.8亿、36.3亿、42.3亿和47.7亿元。伴随上海浦东国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，非航业务会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。

✧ 枢纽夯实价值，商业提升盈利。

公司作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了新增成本，但是非航业务的新增盈利能够覆盖新增成本，使得公司的业绩呈现持续上升态势。预计2018-2020年，公司将实现EPS分别为2.16元、2.42元和2.51元，并且在2021年之后进入更好的盈利状态。考虑到公司资产的优质属性，能够赋予公司宽大的护城河，航空性业务呈现持续稳定增长，非航业务具有良好的盈利能力，2019年目标价位为60.5元，相应的市盈率为25倍，给予公司“买入”的投资评级。

✧ 风险提示：宏观经济增速低于预期、民航发生突发事件、旅客消费需求低于预期、政策风险。



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、区位优势明显，国际枢纽机场流量可观	6
（一）上海浦东国际机场的区位优势显著	6
（二）机场辐射区域经济发展态势良好	7
（三）浦东机场国际枢纽建设进入品质提升阶段	10
二、机场能力持续提升，新的扩建计划尚需时日	12
（一）吞吐能力持续提升，整体供给稍显紧张	12
（二）运营能力持续提升，成长期增速仍可期待	16
（二）航空性业务费率短期相对稳定，非航业务定价市场化空间打开	19
（三）投资项目围绕主业，投资收益持续提升	20
四、流量价值逐步显现，非航业务盈利水平显著提升	20
（一）枢纽机场流量达到规模，非航业务盈利值得期待	20
（二）流量价值开始变现，免税业务首当其冲	22
五、盈利预测和估值	23
（一）预测假设	23
（二）盈利预测	24
六、风险提示	25
（一）宏观经济增速低于预期	25
（二）运营风险	25
（三）旅客消费需求低于预期	25
（四）政策风险	25

图表目录

图表 1： 上海机场的区位优势	6
图表 2： 上海 GDP 和旅客吞吐量的增长趋势	7
图表 3： 上海 GDP 和货邮吞吐量的增长趋势	7
图表 4： 长三角城市群	8
图表 5： 上海市区位图	9
图表 6： 上海和近沪地区综合交通协调图	9
图表 7： 上海浦东国际机场总体规划图	11
图表 8： 上海浦东国际机场的航线分布	11



图表 9: 上海浦东机场的国际通航点	12
图表 10: 上海浦东国际机场设计吞吐量和旅客吞吐量增长趋势	12
图表 11: 上海浦东国际机场起降架次和小时容量	13
图表 12: 各管制区航班飞行量	13
图表 13: 各管制区的航班累积飞行时长	14
图表 14: 浦东机场航班放行正常率	14
图表 15: 浦东机场航班放行正常率	15
图表 16: 浦东机场 2017-2018 年冬春航季航班计划	15
图表 17: 上海浦东国际机场旅客吞吐量年度变化趋势	16
图表 18: 上海浦东国际机场货邮吞吐量年度变化趋势	16
图表 19: 上海浦东国际机场飞机起降架次-月度变化趋势	17
图表 20: 上海浦东国际机场飞机起降架次增速-月度变化趋势	17
图表 21: 上海浦东国际机场旅客吞吐量-月度变化趋势	17
图表 22: 上海浦东国际机场旅客吞吐量增速-月度变化趋势	18
图表 23: 上海浦东国际机场货邮吞吐量-月度变化趋势	18
图表 24: 上海浦东国际机场货邮吞吐量增速-月度变化趋势	18
图表 25: 上海浦东国际机场旅客中转率	19
图表 26: 上海浦东国际机场内航内线航空型业务收费标准基准价	20
图表 27: 主要投资公司净利润状况 (万元)	20
图表 28: 公司收入和成本结构图	21
图表 29: 浦东机场商业面积概况	22
图表 30: 公司免税业务合同概况	22
图表 31: 免税店销售额测算	22
图表 32: 扣点率	23
图表 33: 免税业务收入测算	23
图表 34: 主要业务指标增速假设	23
图表 35: 未来三年盈利预测	24
附录: 公司财务预测表 (万元)	26



投资案件

投资评级与估值

公司正处在建设国际航空枢纽的快速发展时期，各项运营指标以及公司的盈利水平都将得到稳定增长，作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了大量的新增成本，但是非航业务的新增盈利能够覆盖新增成本，使得公司的业绩呈现持续上升态势。预计 2018-2020 年，公司将实现 EPS 分别为 2.16 元、2.42 元和 2.51 元，并且在 2021 年之后进入更好的盈利状态。考虑到公司资产的优质属性，能够赋予公司宽大的护城河，航空性业务呈现持续稳定增长，非航业务具有良好的盈利能力，2019 年目标价位为 60.5 元，相应的市盈率为 25 倍，给予公司“买入”的投资评级。

关键假设点

1、业务收费标准

考虑到内航内线业务在 2017 年进行过一次调整，预计相关的业务收费标准在未来三年内很难连续调整。非航业务的收费标准虽然可以进行市场化调节，但是鉴于客户的战略合作，预计会呈现阶段性变化的特征，预计未来三年不进行大幅度的变化。

2、主要指标测算

考虑到公司三期扩建工程将在 2019 年下半年投入使用，但是空域资源和时刻资源仍然处于相对紧张态势。

3、营业成本

公司的成本支出主要是公司的成本支出主要是人工成本、摊销成本、运行成本、燃料动力消耗等，2017 年占营业成本的比重分别达到 37%、20%、35%、9%。按照计划，浦东机场三期扩建工程将于 2019 年 6 月份竣工验收，开始运营准备工作，并于 9 月份完成行业验收，相应的捷运系统等也将在 9 月份竣工，预计整个项目有望在 2019 年 4 季度投入使用。该项目计划总投资 201 亿元，假设航站楼以及相关建筑物、停机坪以及相关设施、机械设备、通信设备、运输以及其他设备占比分别达到 60%、18%、8%、5%和 7%，折旧年限分别为 35 年、30 年、10 年、10 年和 6 年，扣除残值预计每年新增折旧额 9.3 亿元。并且伴随新设施的投入使用，预计新增工作人员 1000 名左右。预计 2019 年人工成本、摊销成本、运行成本、燃料动力消耗等均会显著增长，分别同比增长 8%、20%、12%和 15%。

4、资本开支

根据公司的规划，预计在 2035 年之前进行投资建设，使得机场能够满足旅客吞吐量 1.6 亿人次的能力。预计机场三期扩建完工之后暂时没有较大的资本开支。

有别于大众的认识

浦东机场三期扩建工程将于 2019 年下半年投入使用，可以提高地面处理能力，空管系统也在通过空域精细化管理等多方面措施推进航班正常化，浦东机场现有各方面能力基本满足需求，但是大幅度的空间提升还需要新设施的投入使用。预计浦东机场近三年的工作重心将在现有客流量的基础之上提升服务品质，提高机场的中转业务比重，打



造名副其实的国际枢纽机场。考虑到机场航空性业务的垄断性，预计航空性业务的收费标准仍将维持一段时间的稳定，而非航业务收费市场化进程的开启将为机场非航业务盈利能力的提升打开更大的市场空间。

股价表现催化剂

枢纽机场发展的过程当中将呈现是旅客和货物吞吐量的大幅增长，这些将给机场带来巨大潜力的商业收入，二者还能够相辅相成，商业形成机场的竞争力，为机场汇集更大的客流量，带动中转旅客流量的增长。因此，商业化成为机场发展的重要趋势之一，航站楼从传统的航空型交通枢纽逐步向集交通、购物、餐饮、休闲等一体的综合体。很多成熟的机场通过合理的商业运作带来丰厚的回报，商业收入占机场收入的比重超过 50% 以上，甚至达到 70% 以上。机场非航空性业务成为机场盈利的主要来源。预计公司 2018、2019、2020、2021 年的免税业务收入分别可以达到 27.8 亿、36.3 亿、42.3 亿和 47.7 亿元，比公司公告的保底销售收入提成还会更加乐观一些。预计伴随上海浦东国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，免税业务的收入会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。

核心风险提示

（一）宏观经济增速低于预期

航空运输业与宏观经济周期密切相关，航空运输业的增长态势带动了机场业务量的增长。倘若经济增速低于预期，航空性业务将直接受到影响。

（二）运营风险

民航发生突发事件，或将影响行业需求，进行导致机场经营数据的下滑。

（三）旅客消费需求低于预期

非航业务的发展与消费者的购买能力关系密切，倘若消费低于预期将会影响非航业务的增长速度。

（四）政策风险

倘若行业定价水平发生调整，基准费率下降将会直接影响公司的业务收入。倘若免税业务政策发生调整，将会影响公司的商业租赁业务的增长。



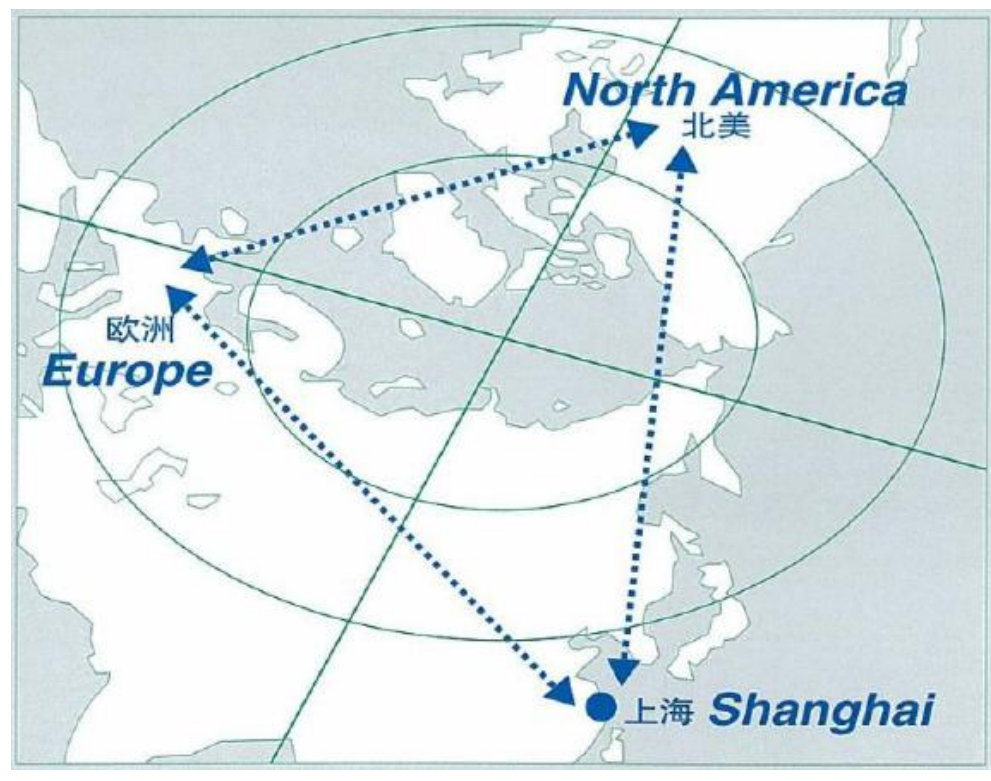
一、区位优势明显，国际枢纽机场流量可观

公司是从事航空运输地面服务及其他相关业务的服务性企业，主要为国内外航空运输企业及旅客提供地面保障服务，经营出租机场内航空营业场所、商业场所和办公场所等与航空运输有关的业务。公司运营管理浦东机场，目前经营业务主要分为航空性业务和非航空性业务，航空性业务指与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务；其余类似延伸的商业、办公室租赁、值机柜台出租等都属于非航空性业务。2018年，浦东机场的年旅客吞吐量达到 7405 万人次，位居全国第二，其中国际和地区旅客量继续保持全国第一，相关业务量增速远超亚太区对标机场。

（一）上海浦东国际机场的区位优势显著

上海是中国最大的经济中心城市，是我国重要的门户口岸，地理位置极为优越，地处我国东部沿海经济发展带与长江经济发展带的交汇处，是我国经济、金融、贸易、航运中心，直接服务区长三角地区，是中国目前经济发展速度最快、经济总量规模最大、最具有发展潜力的经济板块；间接服务区 2 小时飞行圈，资源丰富，包括中国 80% 的前 100 大城市、54% 的国土资源和 90% 的人口、93% 的 GDP 产出地和日本、韩国的大部分地区，是上海和华东地区的门户和国内航空枢纽；又位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，飞往欧洲和北美西海岸的航行时间约为 10 小时，飞往亚洲主要城市的时间在 2 至 5 小时内，距离欧洲、北美西海岸、亚洲主要城市航程适中，是中国内地最重要的国际航空枢纽之一。

图表1： 上海机场的区位优势



资料来源：公司公告，联讯证券

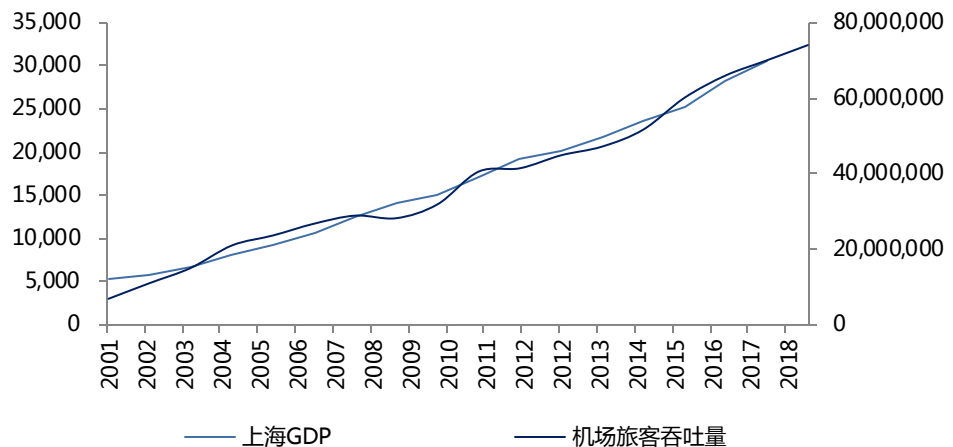


上海地区目前拥有虹桥、浦东两座大型民用机场。浦东机场位于城市发展东西轴与滨海开发带的交叉点上，在上海国际空港的建设和营运规划中处于非常重要的地位。虹桥机场扩建后基本形成终端规模；浦东机场的场址条件和市场资源丰富，具有发展成为世界顶尖机场的潜力。按照民航局对航线分配的规划是，浦东机场起降全部国际、地区航班和部分国内航班，充分发挥浦东国际机场的形象作用；虹桥机场只起降部分国内航班，并保留国际备降功能。2018年，上海城市机场群业务量稳步增长，持续高位发展，无论是硬件设施，客、货运规模还是航线网络均提升较快，枢纽格局基本形成。

（二）机场辐射区域经济发展态势良好

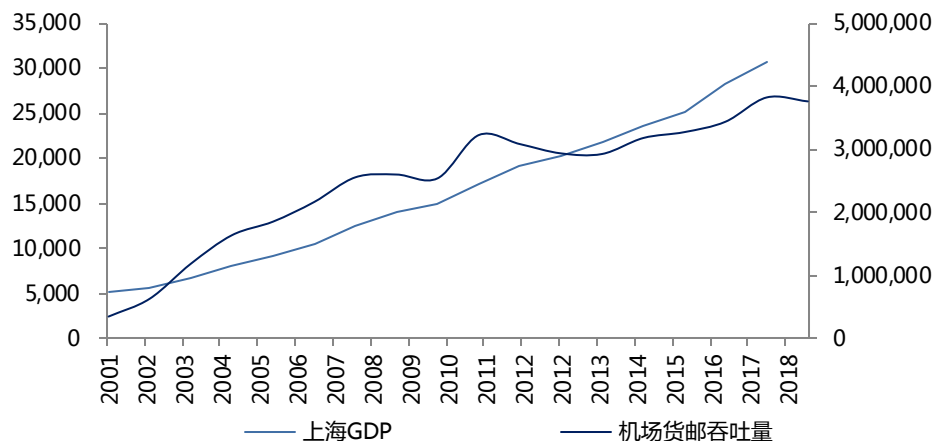
航空运输业与宏观经济周期密切相关，航空运输业的增长态势带动了机场业务量的增长。通过测算，上海近二十年的GDP和上海机场旅客吞吐量和货邮吞吐量的相关系数分别达到0.9914、0.9140，具有显著的相关性。上海以及以上海为中心的长三角地区的经济增长将成为推动上海机场旅客和货邮吞吐量增长的重要动力。

图表2：上海GDP和旅客吞吐量的增长趋势



资料来源：公司公告，联讯证券

图表3：上海GDP和货邮吞吐量的增长趋势



资料来源：公司公告，联讯证券



2016年5月，国务院通过《长江三角洲城市群发展规划》，将上海和江苏、浙江、安徽共26个地级以上城市纳入长江三角洲城市群范围，提出构建“一核五圈四带”的网络化空间格局，发挥上海中心城市作用，推进南京、杭州、合肥、苏锡常、宁波等都市圈同城化发展，强化沿海发展带、沿江发展带、沪宁合杭甬发展带、沪杭金发展带的聚合发展，优化提升空间利用效率。长三角地区是世界上第6大城市群，财富500强中有400多家企业在这里投资，机场半径300公里的腹地内覆盖了长三角地区的8个主要工业、科技园区，相关产业航空关联度高，主要产业为电子信息、汽车、石化、成套设备、精品钢材和生物医药等。

图表4：长三角城市群

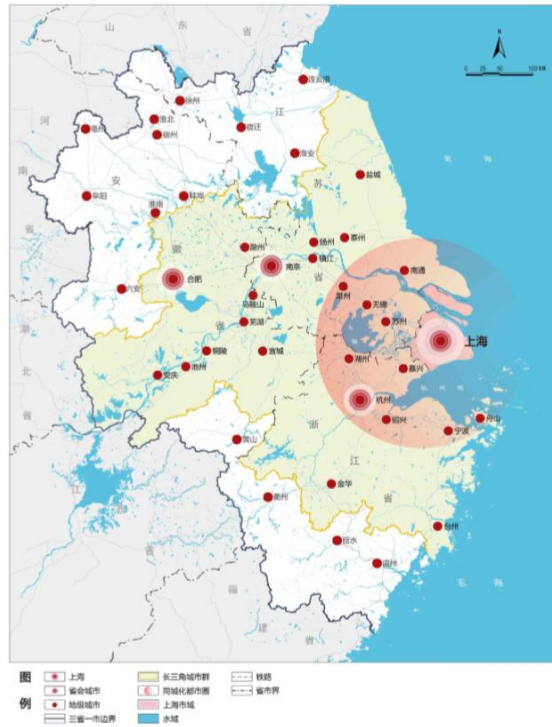


资料来源：长江三角洲城市群发展规划，联讯证券

2017年，国务院正式批复《上海城市总体规划（2017-2035）》，明确“上海是我国的直辖市之一，长江三角洲世界级城市群的核心城市，国际经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和文化大都市，国家历史文化名城，并将建设成为卓越的全球城市、具有世界影响力的社会主义现代化城市。作为长三角城市群的核心城市和“一带一路”建设桥头堡，上海将率先落实国家战略，更加主动承担国家使命，充分发挥服务全国、联系亚太、面向世界的作用，进一步加强与长三角城市群、长江流域城市的协同发展，形成区域合力，共同代表国家参与国际竞争。依托交通运输网络培育形成多级多类发展轴线，推动近沪地区（90分钟通勤范围）及周边同城化都市圈的协同发展，积极完善区域功能网络，加强基础设施统筹，推动区域生态环境共建共治，形成多维度的区域协同治理机制，引领长三角城市群一体化发展。



图表5: 上海市区位图



资料来源: 公司公告, 联讯证券

伴随着上海综合实力的提升, 其全球地位正在不断上升, 正在进入世界前列, 呈现快速提升的总体趋势。通常情况下, 经济越发达的城市, 影响力越大的城市, 其航空网络越发达。国际上著名的政治中心、经济中心、金融中心如纽约、伦敦、东京、香港也是国际航空枢纽中心。

图表6: 上海和近沪地区综合交通协调图



资料来源: 公司公告, 联讯证券



上海国际化大都市和全球城市建设将带来商务旅客的稳定增长，消费升级带动旅游业发展将成为上海航空客运市场持续升温的重要助力，上海的城市发展将创造旺盛的航空运输市场需求。作为国际化大都市的上海，依托长江三角洲地区的城市带，航空市场拥有巨大的发展潜力。上海将以强化亚太航空门户枢纽地位为目标，优化航空空域使用结构，提高航空设施吞吐能力和运输效率，构建全球性航空运输网络，网络覆盖度达到国际大型枢纽机场水平。拓展浦东国际机场的设施规模，提升浦东、虹桥国际机场保障能力。加强区域航空机场群联动。推动无锡硕放、南通兴东、嘉兴等周边机场共同支撑以浦东国际机场、虹桥国际机场为核心的上海国际航空枢纽。

（三）浦东机场国际枢纽建设进入品质提升阶段

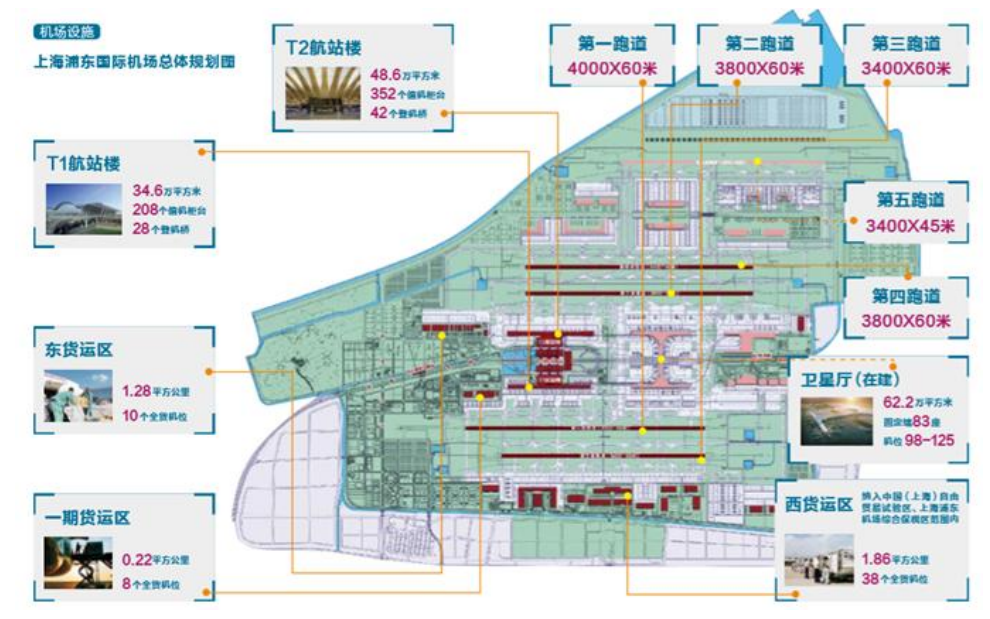
2003年12月，民航局与上海市政府牵头成立“推进上海航空枢纽建设联合领导小组”，全面部署推进上海航空枢纽建设。2004年11月1日，《上海航空枢纽战略规划》正式获得通过，提出上海航空枢纽的发展目标为“构建完善的国内国际航线网络，成为连接世界各地与中国的空中门户，建成亚太地区的核心枢纽”。《战略规划》还提出了上海航空枢纽建设的六大战略实施重点，即：基地航空公司向枢纽运营模式战略转型，提高空中交通管制保障能力，综合规划和利用上海空域资源，提高机场服务保障能力，构建综合交通体系，加快航空货运物流业的发展。2012年7月8日，国务院颁布了《关于促进民航业发展的若干意见》，文件提出，着力把北京、上海、广州机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽。

上海市设立“上海航空枢纽建设专项资金”，实施航空枢纽建设专项扶持政策。对2016年至2018年间，上海市基地航空公司开展新辟中远程国际航线、复航和加密中远程国际航线、航班，以及提高旅客中转率、增加国际货邮运量等航空枢纽建设工作给予补贴，以及2016年至2018年间开展的对相关单位“提升航空枢纽航班运行品质和空中保障能力”的绩效考核补贴。在浦东机场运营的外航，超过1/4已开通经由浦东中转的国际转国际业务，浦东机场逐步成为世界范围内重要的航线网络节点。2017年浦东机场出入境旅客吞吐量约50%，预计2018年这一数字将进一步提高，内地最大空中口岸地位不断加以巩固。

在新的枢纽战略周期，浦东机场将从“扩大规模”为主转变为“打造品质”为主，公司的战略定位是建设品质领先世界级航空枢纽的核心载体、超大型机场卓越运营典范的主导力量、价值创造能力最强机场产业集团的主体部分。在这一定位下，公司作为大型复合国际枢纽的管理者和机场综合服务的整合者，业务拓展将主要围绕建设大型国际航空枢纽、提高运行效率、提升服务能级、提升商业价值、实施资本运作、推进管理改革等中心工作，成为航空枢纽建设和价值创造的重要支柱企业，以及企业管理改革的先锋和机场运营管理经验的传播者。



图表7： 上海浦东国际机场总体规划图



资料来源：集团公告，联讯证券

根据上海航空枢纽建设规划的总体目标，上海航空枢纽力争经过若干年努力，构建完善的国内国际航线网络，成为连接世界各地与中国的空中门户，建成亚太地区的核心枢纽，最终成为世界航空网络的重要节点。目前上海机场已经达到了1亿人次规模，不过虹桥机场的运量将趋于饱和，未来上海地区的航空业务量增长将很大程度上依赖浦东机场的设施能力。截至2018年，共有107家中外航空公司开通了在上海的定期航班，连接全球48个国家和地区的300个通航点，其中国际航点135个。浦东机场已基本涵盖除南美洲以外的主要国际航点和60%左右的国内城市，网络覆盖度基本达到国际大型枢纽机场水平。天合联盟、星空联盟、寰宇一家等各航空联盟持续增加上海地区运力投入，浦东机场积极借助航空公司联盟平台拓展全球航线网络，航线通达性也已接近世界大型枢纽水平。

图表8： 上海浦东国际机场的航线分布



资料来源：公司公告，联讯证券



图表9： 上海浦东机场的国际通航点



资料来源：公司公告，联讯证券

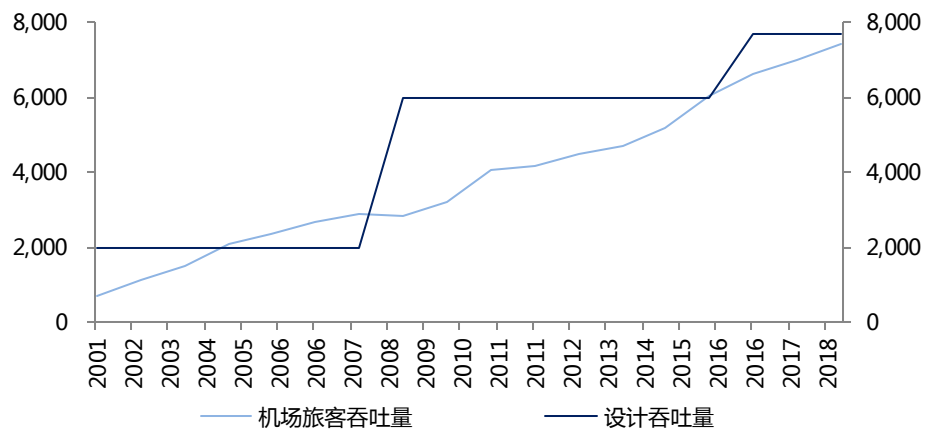
二、机场能力持续提升，新的扩建计划尚需时日

（一）吞吐能力持续提升，整体供给稍显紧张

上海浦东国际机场于 1999 年建成通航，后经过二期工程、T1 改造工程等扩建逐步形成现在的规模，拥有两个航站楼，4 条跑道。目前机场的设计能力已经达到饱和运作。伴随三期工程的投入使用，预计 2019 年浦东机场将形成 8000 万人次的旅客吞吐量设计能力，实际能够支撑 1 亿人次的旅客吞吐量，将进一步打开上升空间。

目前上海机场正在研究加快规划建设浦东机场四期工程。按照上海城市规划，至 2035 年，上海航空枢纽设计年客运吞吐量能力 1.8 亿人次左右，旅客中转率、出入境客流比例分别达到 19%左右和 38%，货邮吞吐量 650 万吨左右。目前，虹桥机场达到基本饱和，增量主要体现在浦东国际机场当中。根据集团远期规划，2040 年，浦东机场将在更东南方区域，填海建造“第二航站区”，或将再建 2 座新航站楼和 3 条新跑道，使得浦东机场到 2040 年旅客吞吐量达到 1.6 亿人次。

图表10： 上海浦东国际机场设计吞吐量和旅客吞吐量增长趋势

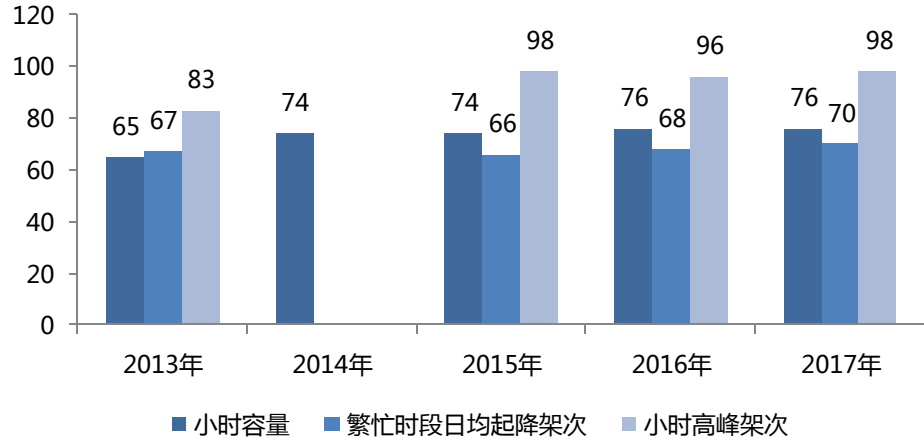


资料来源：WIND，联讯证券



近几年，浦东机场的小时高峰架次都大于民航局公布的小时容量标准。在 7:00-22:00 之间的 15 个小时的繁忙时段里，浦东机场的平均起降架次也接近小时容量，相关空域范围每天都长时间处于高负荷运行状态。

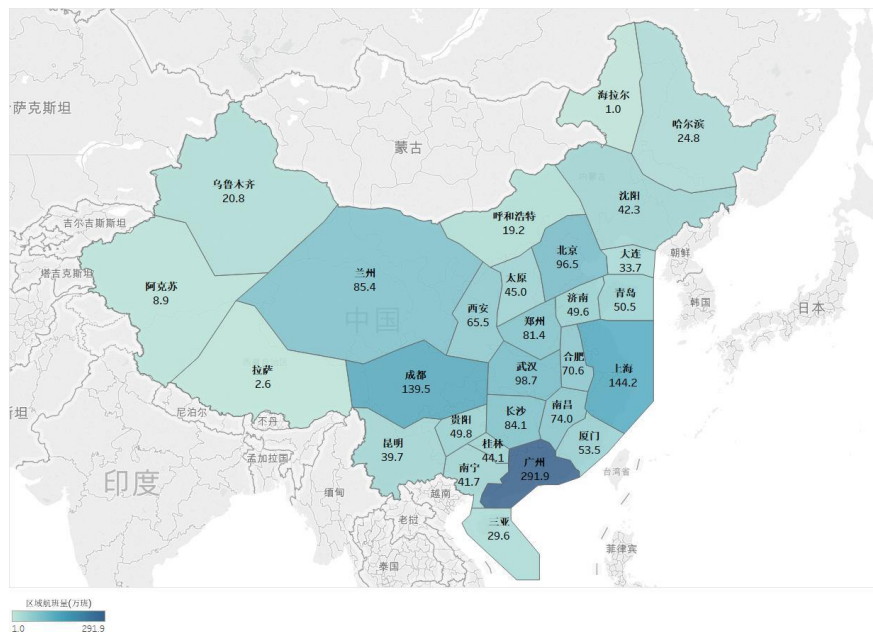
图表11： 上海浦东国际机场起降架次和小时容量



资料来源：民航局，联讯证券

从空域角度来说，2006 年以来，我国航班起降架次年均增长 10%左右，但是民航可用空域资源供给增加的幅度相对较低。2004-2017 年间，航路航线总里程年均增长仅为 3.6%。华东地区的空域面积是全国的十分之一，管理的航班量接近全国的三分之一。2017 年，从各管制区的航班飞行量、累积飞行时长和进近管制区内日均流量来看，上海分别排在第二、第一和第三位，相关区域和航路管制非常繁忙，进而导致 2017 年上海浦东机场放行率只有 67.91%。

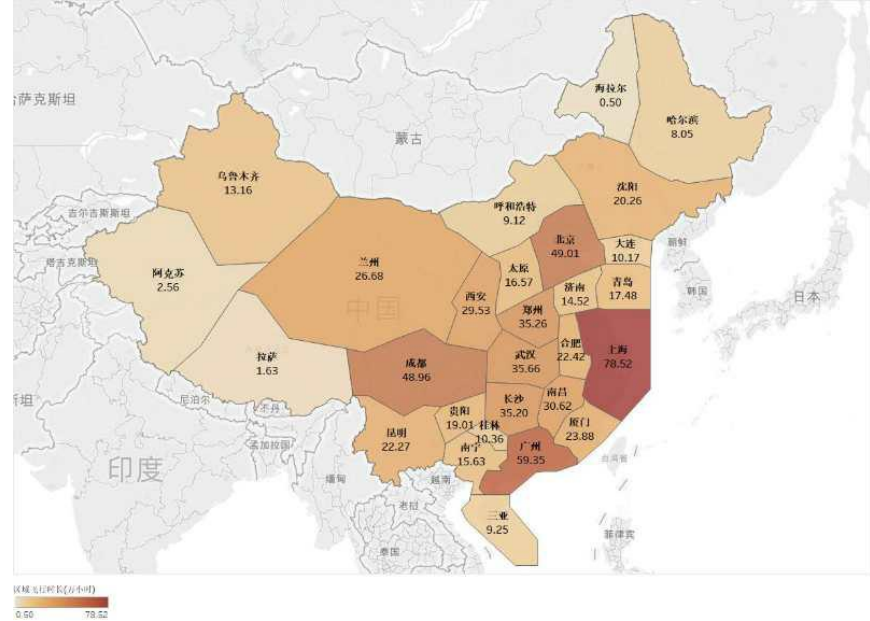
图表12： 各管制区航班飞行量



资料来源：民航局，联讯证券



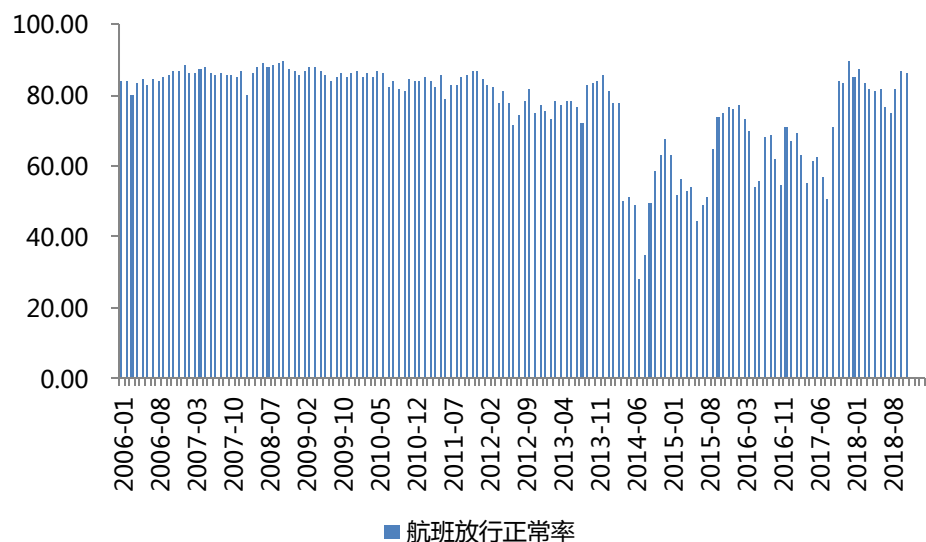
图表13: 各管制区的航班累积飞行时长



资料来源: 民航局, 联讯证券

根据民航局的统计数据来看, 2017年, 浦东机场成为空管原因延误最严重的二十个机场之一, 空管原因导致的不正常航班占比达到 2.47%。为了扭转上海两场一度航班正常率偏低的局面, 相关部门开始共同推进《上海机场提升航班正常性专项工作计划》, 并于 2017年 11月 9日在华东地区正式启用了 12条临时航线和 10个等待空域, 空中临时航线、等待空域的使用效率和地面运行保障效率得到了显著提升, 浦东机场的放行正常率呈现上升态势。

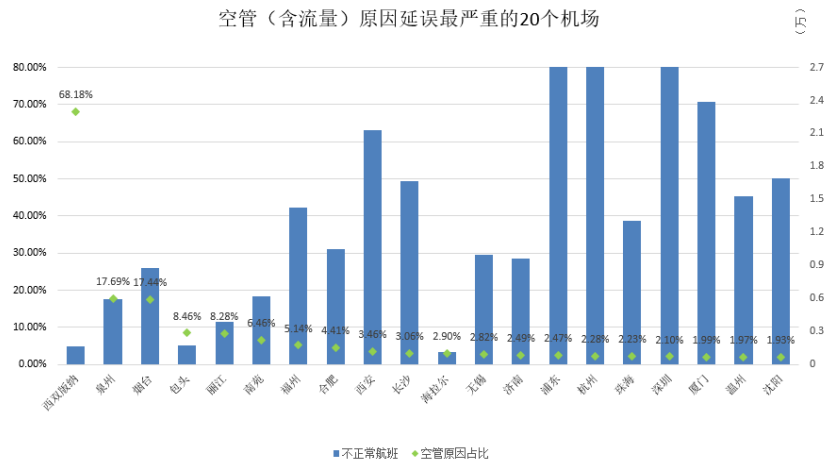
图表14: 浦东机场航班放行正常率



资料来源: WIND, 联讯证券



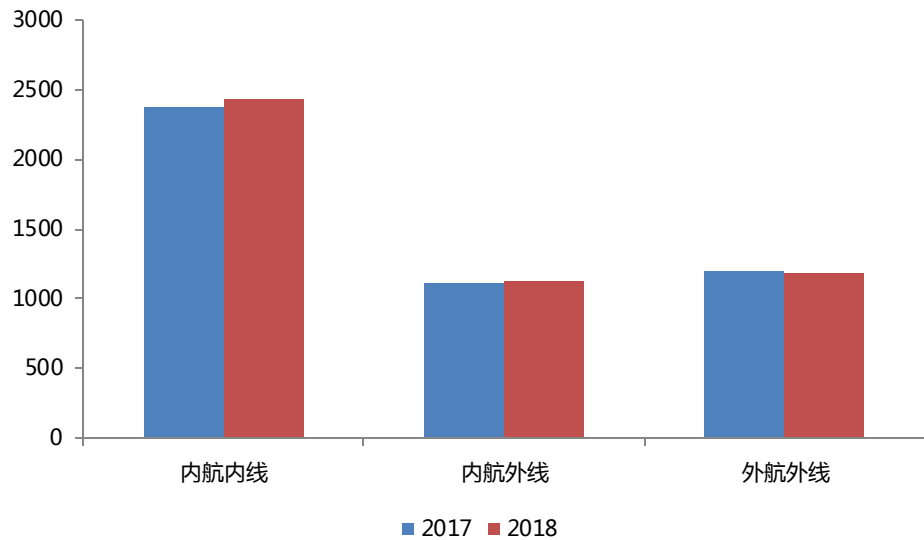
图表15: 浦东机场航班放行正常率



资料来源: 民航局, 联讯证券

从 2018 年的冬春航班计划中, 我们可以看到浦东机场的新增航班数量比较少, 预计每日起降架次只有 0.9%, 旅客吞吐量的增长更多需要通过机型更换等方式来实现。短期而言, 2015 年底启动的浦东机场三期扩建工程将于 2019 年下半年投入使用, 可以提高地面处理能力, 空管系统也在通过空域精细化管理等多方面措施推进航班正常化, 浦东机场现有各方面能力基本满足需求, 但是大幅度的空间提升还需要新设施的投入使用。

图表16: 浦东机场 2017-2018 年冬春航季航班计划



资料来源: 民航局, 联讯证券

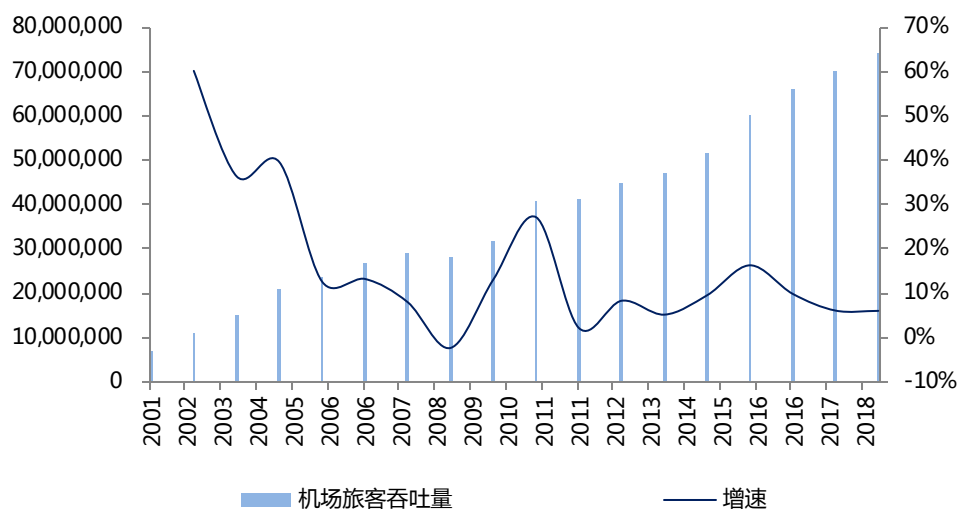
与此同时, 早在 2016 年 3 月, 国家在“十三五”规划第一次明确地提出到 2020 年上海要基本建成国际经济、金融、贸易、航运中心和“长三角世界级城市群”, 建设北京、上海、广州等国际性综合交通枢纽, 要完善枢纽综合服务功能, 优化中转设施和集疏运网络, 强化客运零距离换乘和货运无缝化衔接, 实现不同运输方式协调高效, 发挥综合优势, 提升交通整体效率。我们预计浦东机场近三年的工作重心将在现有客流量的基础之上提升服务品质, 提高机场的中转业务比重, 打造名副其实的国际枢纽机场。



(二) 运营能力持续提升，成长期增速仍可期待

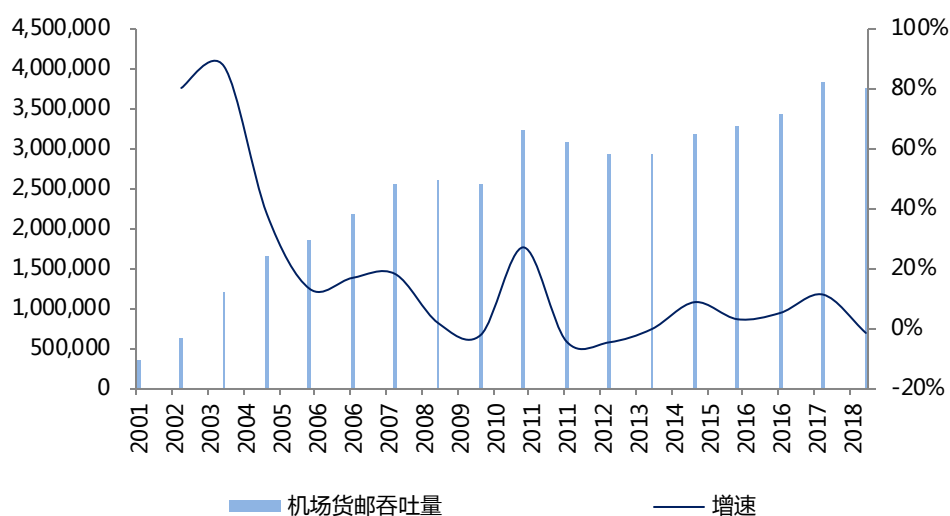
自 2009 年浦东机场通航以来，机场客货运量呈现持续上升的态势。从运营数据中可以看到，从 2005 年二期工程陆续投入使用之后，一直到 2016 年，浦东机场保持年均 10% 的增速，特别是 2008 年 T2 和第三跑道的投入使用、2010 年上海世博会、2015 年第四跑道的投入使用和 2016 年 T1 改扩建完成等节点，重大活动和设施的投入使用推动浦东机场的业务量显著增长。进入 2017 年以后，伴随基数的增大、设施能力的限制，浦东机场的旅客吞吐量增速下降到 6% 的水平。2018 年，浦东机场起降航班 504972 架次，完成旅客吞吐量 7405.42 万人次，完成货邮吞吐量 376.19 万吨。从月度数据来看，机场的吞吐量呈现一定的季节性，但是周期性特征要显著弱于其所服务的航空公司。

图表 17: 上海浦东国际机场旅客吞吐量年度变化趋势



资料来源: WIND, 联讯证券

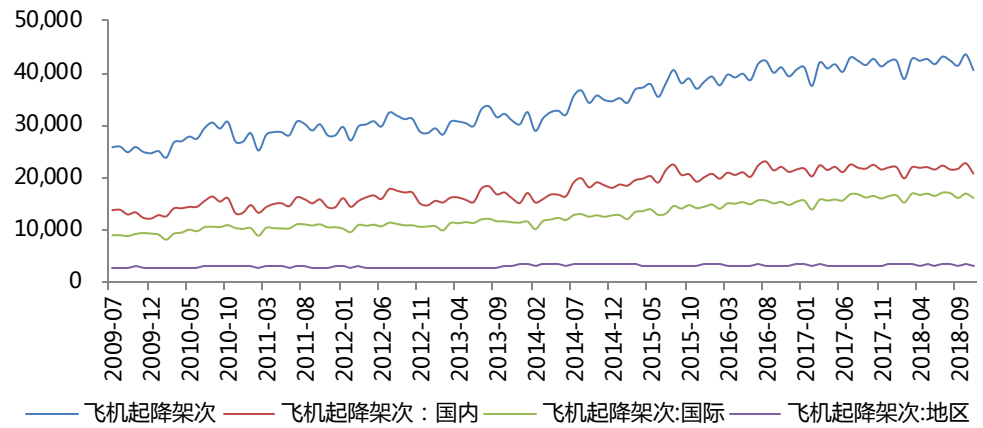
图表 18: 上海浦东国际机场货邮吞吐量年度变化趋势



资料来源: WIND, 联讯证券

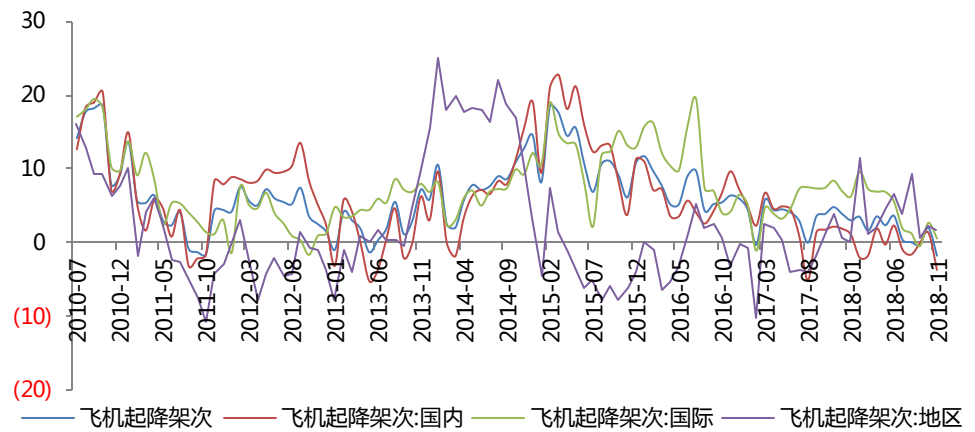


图表19: 上海浦东国际机场飞机起降架次-月度变化趋势



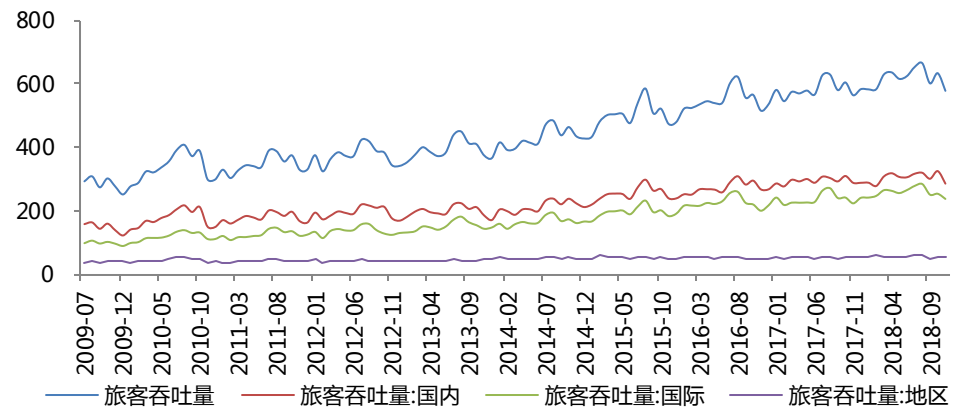
资料来源: WIND, 联讯证券

图表20: 上海浦东国际机场飞机起降架次增速-月度变化趋势



资料来源: WIND, 联讯证券

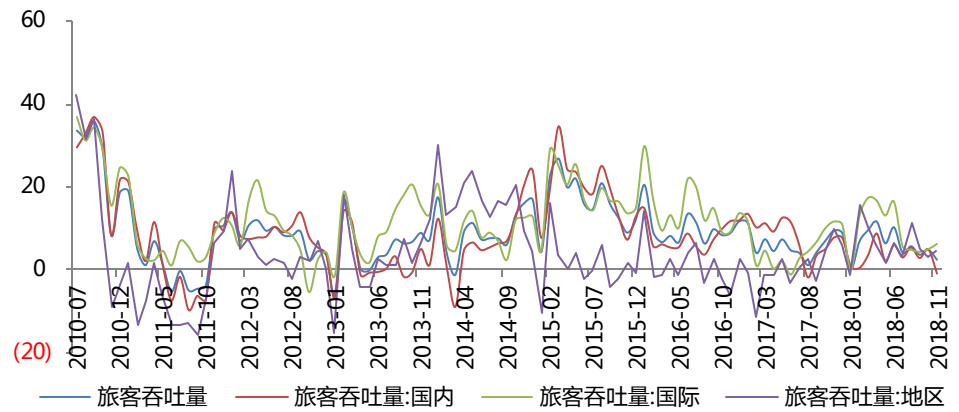
图表21: 上海浦东国际机场旅客吞吐量-月度变化趋势



资料来源: WIND, 联讯证券

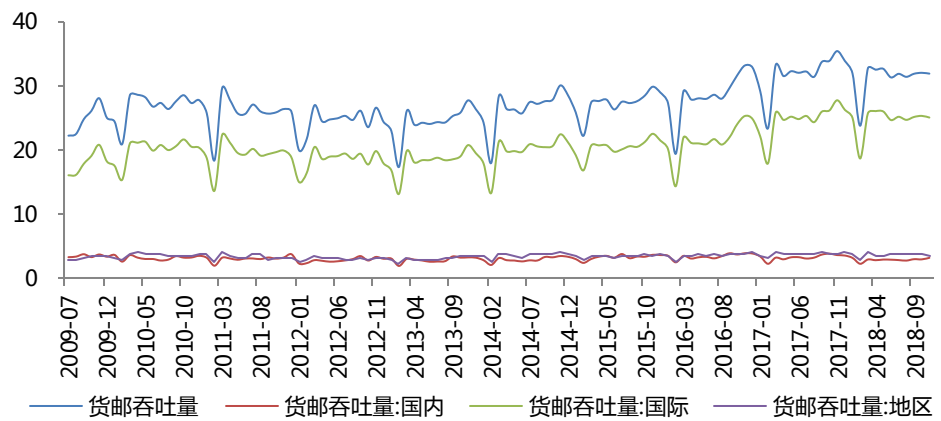


图表22: 上海浦东国际机场旅客吞吐量增速-月度变化趋势



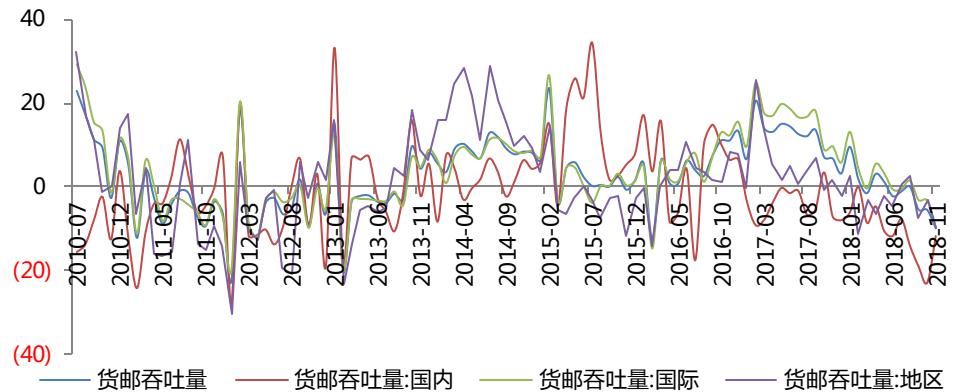
资料来源: WIND, 联讯证券

图表23: 上海浦东国际机场货邮吞吐量-月度变化趋势



资料来源: WIND, 联讯证券

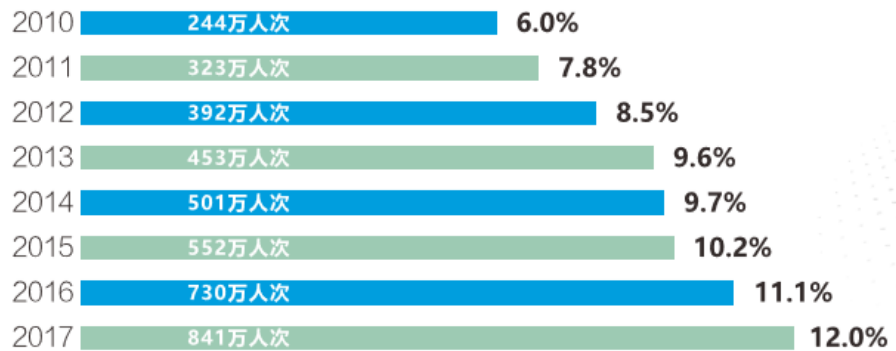
图表24: 上海浦东国际机场货邮吞吐量增速-月度变化趋势



资料来源: WIND, 联讯证券



图表25： 上海浦东国际机场旅客中转率



资料来源：集团公告，联讯证券

2018年，根据民航局对机场行业进行的供给侧改革的指导，大力优化疏解北京首都、上海浦东、广州白云机场非国际枢纽功能，加密国际枢纽与区域枢纽间“空中快线”，2018年浦东国际机场的国际与地区航线比例同比提高0.5个百分点，支线比例同比分别降低0.5个百分点。自从2010年以来，浦东机场的旅客中转率也在持续提升，占比从6%提高到12%，达到841万人次，预计2018年突破12%这一比例。但是，与国际航空枢纽的30%以上中转比例相比，浦东机场还有大幅提升的需求和空间。

（二）航空性业务费率短期相对稳定，非航业务定价市场化空间打开

根据2007年底公布的《民用机场收费改革实施方案》，中国航空公司国内航班（内航内线）、中国航空公司国际及港澳台航班（内航外线）、外国及港澳台航空公司航班（外航）均有各自的收费标准。方案实施后至2012年，分两次实行内航外线收费与外航收费并轨。2013年2月4日，民航局和发改委发布《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》，对内地航空公司国际及港澳航班机场的收费标准上调，内外航外线收费标准自当年4月1日起并轨。

2017年4月，民航局发布《民用机场收费标准调整方案》，从两个方面调整了国内航空公司国内航班的机场收费，一是明确航空性业务收费和飞机地面服务收费的标准上调，缩小与国际航班收费水平的差距，并且在一定程度上放开了定价，调整了飞机起降及旅客服务各项相关收费的基准价，并首次允许实际收费可上浮10%。二是非航空性业务由原来的政府指导价调整为市场调节价，同时北京首都、上海浦东、上海虹桥、广州、成都、深圳等6家一类机场的飞机地面服务收费标准也同步由政府指导价调整为市场调节价。

具体而言，浦东机场属于一类1级机场，目前航空性业务收费如起降费、停场费、客桥费、旅客服务费及安检费等收费标准基准价及浮动幅度按照民航发[2017]18号《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》执行，其他按照[2007]158号《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》和民航发[2013]3号《关于调整内地航空公司国际及港澳航班民用机场收费标准的通知》执行。

考虑到机场航空性业务的垄断性，预计航空性业务的收费标准仍将维持一段时间的稳定，而非航业务收费市场化进程的开启将为机场非航业务盈利能力的提升打开更大的市场空间。



图表26: 上海浦东国际机场内航内线航空型业务收费标准基准价

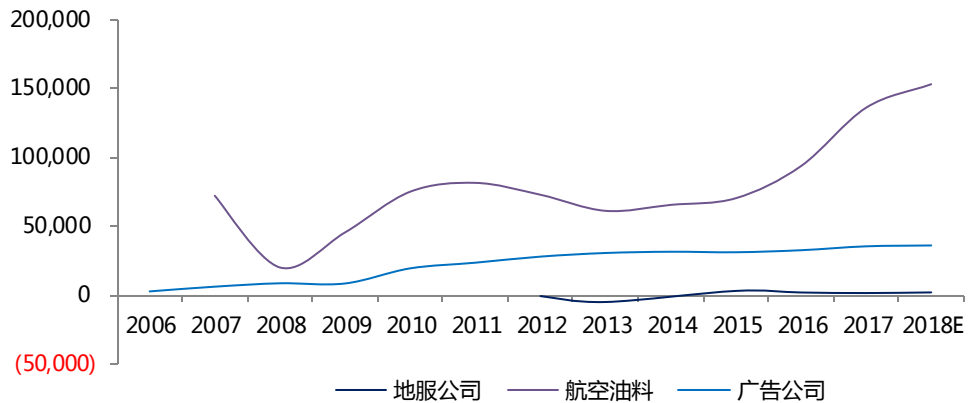
	起降费 (元/架次)					T: 飞机最大起飞全重	起降费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	安检费	
	25吨以下	25-50吨	51-100吨	101-200吨	201吨以上					旅客行李 (元/人)	货物 (元/吨)
一级 1类	240	650	1200+24* (T-50)	2400+25* (T-100)	5000+32* (T-200)	2小时以内免收; 2-6 (含)小时按照起降费的 20%计收; 6-24(含) 小时按照起降费的25% 计收; 24小时以上, 每 停场24小时按照起降费 的25%计收, 不足24小 时按24小时计收。	单桥: 1小时以 内200元; 超过 1小时每半小时 100元。不足半 小时按半小时计 收。 多桥: 按单桥标 准的倍数计收。	34	8	53	
一级 2类	250	700	1250+25* (T-50)	2500+25* (T-100)	5100+32* (T-200)			40	9	60	
二类	250	700	1300+26* (T-50)	2600+25* (T-100)	5200+32* (T-200)			42	10	62	
三类	270	800	1400+26* (T-50)	2700+25* (T-100)	5300+33* (T-200)			42	10	63	

资料来源: 民航局, 联讯证券

(三) 投资项目围绕主业, 投资收益持续提升

公司主要参股控股公司包括上海国际机场地面服务有限公司、上海机场广告有限公司、上海浦东国际机场航空油料有限责任公司等, 2017年, 这三家公司贡献的投资收益占公司的利润比重达到22%。此外, 公司还投资上海自贸试验区一期股权投资基金、贵宾服务等, 并获得相应的投资收益。伴随公司投资公司的盈利能力的提升, 将为公司贡献更多的投资收益。

图表27: 主要投资公司净利润状况 (万元)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

四、流量价值逐步显现, 非航业务盈利水平显著提升

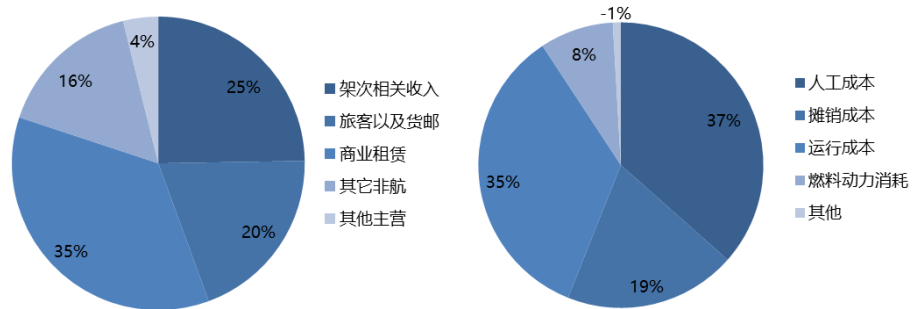
(一) 枢纽机场流量达到规模, 非航业务盈利值得期待

对于枢纽机场而言, 枢纽机场的建设需要付出高昂的代价, 要与基地航空公司保持紧密的合作关系, 建设高效的捷运系统, 配备足够的地勤服务设备和人员以满足航班波峰时的地面保障需求, 建设高效的中转行李快速分拣系统等等来提供便捷的设施保证中转产品的竞争力。浦东机场经过一期工程、二期工程、T1改扩建和三期工程的持续建设, 分别投资130亿元、300亿元、12.2亿元和201亿元。



然而，一方面，航空服务是一种具有公益性质的服务，这种性质决定了航空性服务不会成为机场的盈利点，机场收费仅需达到一定的资本回报率即可。另一方面，对于一个机场而言，航空性收入的增长在业务量达到一定规模之后，增速将明显放缓，因此，航空性收入带来的机场收入的增长有限，而非航空性收入的增长将成为支撑收入增长的重要动力。

图表28： 公司收入和成本结构图



资料来源：公司公告，联讯证券

在企业化运作的机场中，机场区域内的土地、候机楼、物业、商业、广告、地面代理服务、航空客货销售代理等机场资源是机场管理者最主要的资产，枢纽机场巨大的客货流量蕴含着丰富的商机。枢纽机场发展的过程当中将呈现是旅客和货物吞吐量的大幅增长，这些将给机场带来巨大潜力的商业收入，二者还能够相辅相成，商业形成机场的竞争力，为机场汇集更大的客流量，带动中转旅客流量的增长。因此，商业化成为机场发展的重要趋势之一，航站楼从传统的航空型交通枢纽逐步向集交通、购物、餐饮、休闲等一体的综合体。很多成熟的机场通过合理的商业运作带来丰厚的回报，商业收入占机场收入的比重超过 50%以上，甚至达到 70%以上。机场非航空性业务成为机场盈利的主要来源。

影响机场非航业务发展的因素主要包括以下几个方面：

第一，旅客吞吐量。通常情况下，航站楼的设计能力决定了机场旅客吞吐量的水平，而吞吐量的大小直接影响旅客对商业面积的需求量。航站楼作为为旅客提供消费环境的场所，借鉴国际航空运输协会（IATA）机场发展参考手册的建议，大型机场商业面积比例应占到航站楼总建筑面积的 8%~12%。

第二，商业密度。根据业内的调查分析，商业密度在 1 平方米/千人时，基本可以满足旅客的消费水平，但是在客流量处于高峰时期时会出现供不应求的现象。商业密度在 1.5 平方米/千人时，可以比较充分的满足旅客的消费需求。因此，机场的商业密度通常控制在 1-1.5 平方米/千人之内。假如按照 1 平方米/千人的商业密度来计算，按照公式：机场所需商业面积=年旅客吞吐量×商业密度来测算的话，上海浦东机场应该配置的商业面积大约在 8 万平方米以上。

第三，旅客构成。旅客是机场商业的直接消费者，其年龄、消费水平、出行目的都会直接影响到消费需求。根据公司的调查分析，在上海机场的旅客群体中，20-40 岁的年轻人占 70%左右，是当前社会消费的主力人群，消费具有个性化、移动互联化、超前消费、内涵丰富、娱乐性强等特点。从出行目的来看，商务占 50%左右的比重，旅游人群比重超过 30%，在国际旅客中，旅游人群比重接近 60%，机场旅客普遍呈现出消费倾



向明显、消费能力强、重品质、重环境、季节影响小等特点。因此，上海机场的旅客年龄以中青年旅客为主，消费水平以中等偏上为主，出行目的以商务和旅游为主，机场商业的业态需要根据旅客的消费需求进行合理的配置。

图表29：浦东机场商业面积概况

	建筑面积 (万平方米)	设计容量 (万人次)	商业租赁面积 (平米)	免税业务 (平米)	有税零售、餐饮面积 (平米)	商业占比
T1	27.2	3680	10000	3300	6700	3.8%
T2	48	4000	20000	4500	15500	4.2%
卫星厅	62.2	3800	28000	9000	19000	4.5%

资料来源：公司公告，网络资料整理，联讯证券

结合以上特点，浦东机场可以将结合航站区建设，把旅客乘机与商业经营更好的结合起来，把商业打造成上海航空枢纽建设的核心竞争力。根据我们的梳理，上海浦东机场无论是从商业面积还是从吞吐量的角度来测算，其商业资源还是处于相对比较紧张的状态，现有空间仍在不断改造。这种紧张状态使得机场能够具有更多的话语权，非航业务的定价市场化将进一步推动非航业务盈利能力的提升。

（二）流量价值开始变现，免税业务首当其冲

2018年9月，浦东机场免税业务合同落地，公司与日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》，将由日上上海在浦东机场经营面积为16,915.37平方米的免税店。根据合同，合同金额自相应区域合同起始之日起计收，按月结算支付。月实际费用采用月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式，综合销售提成比例为42.5%。根据公司的测算，预计能够为公司带来410亿元的保底销售提成。

图表30：公司免税业务合同概况

所属区域	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022年1月1日-2025年12月31日
	出境店	2465.3	2022年1月1日-2025年12月31日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019年1月1日-2025年12月31日
	出境店	3431.07	2019年1月1日-2025年12月31日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025年12月31日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025年12月31日
总计	-	16915.37	-

资料来源：公司公告，联讯证券

我们结合公司发布的《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》对免税业务进行了如下测算，预计公司2018、2019、2020、2021年的免税业务收入分别可以达到27.9亿、38.2亿、43.3亿和49.1亿元，比公司公告的保底销售收入提成还会更加乐观一些。预计伴随上海浦东国际机场国际枢纽的进一步建设以及国际旅客和中转旅客占比提升，免税业务的收入会获得更好的发展，对公司的盈利贡献持续提升。

图表31：免税店销售额测算

万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
免税店销售额	550000	751470	826081	894802	1030159	1158824
y2y	19.98%	33.08%	9.93%	8.32%	15.13%	12.49%
T1		300588	371736	375817	329651	347647



万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
T2		450882	454344	492141	515080	521471
卫星厅				26844	185429	289706

资料来源：公司公告，联讯证券

图表32：扣点率

扣点率	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
T1	30%	38%	38%	38%	38%	38%
T2	30%	30%	30%	42.50%	42.50%	42.50%
卫星厅				42.50%	42.50%	42.50%

资料来源：公司公告，联讯证券

图表33：免税业务收入测算

万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
免税业务收入	165000	249488	277563	363379	422983	476856
y2y	20.0%	47.3%	11.3%	30.9%	16.4%	12.7%
T1	82500	114223	141260	142810	125267	132106
T2	82500	135265	136303	209160	218909	221625
卫星厅				11409	78807	123125

资料来源：公司公告，联讯证券

五、盈利预测和估值

（一）预测假设

1、业务收费标准

考虑到内航内线业务在 2017 年进行过一次调整，预计相关的业务收费标准在未来三年内很难连续调整。非航业务的收费标准虽然可以进行市场化调节，但是鉴于客户的战略合作，预计会呈现阶段性变化的特征，预计未来三年不进行大幅度的变化。

2、主要指标测算

考虑到公司三期扩建工程将在 2019 年下半年投入使用，但是空域资源和时刻资源仍然处于相对紧张态势，预计 2018-2021 年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速假设分别如下表所示。

图表34：主要业务指标增速假设

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
飞机起降架次	3.5%	2.0%	1.0%	2.0%	2.0%
旅客吞吐量	6%	6%	3%	6%	3%
货邮吞吐量	11%	13%	15%	15%	12%

资料来源：公司公告，联讯证券

3、营业成本



公司的成本支出主要是公司的成本支出主要是人工成本、摊销成本、运行成本、燃料动力消耗等，2017年占营业成本的比重分别达到37%、20%、35%、9%。

按照计划，浦东机场三期扩建工程将于2019年6月份竣工验收，开始运营准备工作，并于9月份完成行业验收，相应的捷运系统等也将在9月份竣工，预计整个项目有望在2019年4季度投入使用。该项目计划总投资201亿元，假设航站楼以及相关建筑物、停机坪以及相关设施、机械设备、通信设备、运输以及其他设备占比分别达到60%、18%、8%、5%和7%，折旧年限分别为35年、30年、10年、10年和6年，扣除残值预计每年新增折旧额9.3亿元。并且伴随新设施的投入使用，预计新增工作人员1000名左右。预计2019年人工成本、摊销成本、运行成本、燃料动力消耗等均会显著增长，分别同比增长8%、20%、12%和15%。

4、资本开支

根据公司的规划，预计在2035年之前进行投资建设，使得机场能够满足旅客吞吐量1.6亿人次的能力。预计机场三期扩建完工之后暂时没有较大的资本开支。

(二) 盈利预测

未来三年盈利预测如下。

图表35：未来三年盈利预测

万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6951.47	8062.38	8924.81	10028.03	11135.82
营业成本	3814.14	4045.92	4211.57	4770.08	5798.29
营业税金及附加	59.54	21.05	23.31	26.19	29.08
营业费用	13.18	7.17	8.92	10.03	11.14
管理费用	223.66	240.03	265.70	298.55	331.53
财务费用	-146.64	-121.15	-103.66	-111.95	-139.45
资产减值损失	-0.19	0.58	0.58	0.58	0.58
投资收益	729.68	974.80	985.97	1084.57	1247.25
营业利润	3717.47	4843.58	5504.35	6119.13	6351.92
其他非经营损益	0.20	0.00	18.59	18.59	18.59
利润总额	3717.67	4843.58	5522.94	6137.73	6370.51
所得税	752.01	985.15	1134.24	1263.29	1280.81
净利润	2965.66	3858.43	4388.70	4874.44	5089.70
少数股东损益	160.01	173.85	197.75	219.63	229.33
归属母公司股东净利润	2805.65	3684.57	4190.95	4654.80	4860.36
每股收益(元)	1.456	1.912	2.175	2.416	2.522

资料来源：公司公告，联讯证券

综合来看，公司正处在建设国际航空枢纽的快速发展时期，各项运营指标以及公司的盈利水平都将得到稳定增长，作为国际航空枢纽地位具有长远的发展空间和良好的成长潜力。虽然新设施投入使用带来了大量的新增成本，但是非航业务的新增盈利能够覆盖新增成本，使得公司的业绩呈现持续上升态势。预计2018-2020年，公司将实现EPS分别为2.18元、2.42元和2.52元，并且在2021年之后进入更好的盈利状态。考虑到公司资产的优质属性，能够赋予公司宽大的护城河，航空性业务呈现持续稳定增长，非航业务具有良好的盈利能力，公司的合理价值在60.5元，相应的市盈率为25倍，给予



公司“买入”的投资评级。

六、风险提示

（一）宏观经济增速低于预期

航空运输业与宏观经济周期密切相关，航空运输业的增长态势带动了机场业务量的增长。倘若经济增速低于预期，航空性业务将直接受到影响。

（二）运营风险

民航发生突发事件，或将影响行业需求，进行导致机场经营数据的下滑。

（三）旅客消费需求低于预期

非航业务的发展与消费者的购买能力关系密切，倘若消费低于预期将会影响非航业务的增长速度。

（四）政策风险

倘若行业定价水平发生调整，基准费率下降将会直接影响公司的业务收入。倘若免税业务政策发生调整，将会影响公司的商业租赁业务的增长。



附录：公司财务预测表（万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	889447	734983	1023436	1123887	经营活动现金流	411432	455631	464014	525855
现金	7642	6210	8747	9876	净利润	288566	338879	377592	382850
应收账款	118879	109962	143912	131046	折旧摊销	83675	120258	124258	135984
其它应收款	1142	1228	1436	1523	财务费用	8907	-10388	-11217	-13968
预付账款	3353	658	932	518	投资损失	58	58	58	58
存货	1870	2141	2402	3120	营运资金变动	30204	7094	-26415	21648
其他	42	42	42	42	其它	-185	0	0	0
非流动资产	1746117	2224398	2308538	2597220	投资活动现金流	-168997	-498606	-98606	-298606
长期投资	273727	372324	480781	605506	资本支出	0	500000	100000	300000
固定资产	905877	1820728	1800541	1968354	长期投资				
无形资产	34736	30880	27025	23169	其他				
其他	531776	465	191	191	筹资活动现金流	-362630	-100234	-111648	-114324
资产总计	2635565	2959381	3331974	3721107	短期借款	0	0	0	0
流动负债	87487	83056	91071	99527	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
应付账款	28667	23978	32141	40338	现金净增加额	-120203	-143209	253760	112926
其他	58821	59078	58931	59189					
非流动负债	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
负债合计	87487	83056	91071	99527					
少数股东权益	34856	54631	76594	99528					
归属母公司股东权益	2513221	2821694	3164308	3522053					
负债和股东权益	2635565	2959381	3331974	3721107					
利润表					主要财务比率				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	806238	892481	1002803	1113582	成长能力				
营业成本	404592	421157	477008	579829	营业收入	15.98%	10.70%	12.36%	11.05%
营业税金及附加	2105	2331	2619	2908	营业利润	29.32%	9.95%	11.42%	1.39%
营业费用	717	892	1003	1114	归属母公司净利润	30.10%	13.74%	11.07%	4.42%
管理费用	24003	26570	29855	33153	获利能力				
财务费用	-12115	-10366	-11195	-13945	毛利率	49.82%	52.81%	52.43%	47.93%
资产减值损失	58	58	58	58	净利率	47.86%	49.17%	48.61%	45.71%
公允价值变动收益	0	0	0	0	ROE	14.66%	14.85%	14.71%	13.80%
投资净收益	96847	98597	108457	124725	ROIC	27.01%	23.35%	20.61%	20.40%
营业利润	386878	451838	503457	510467	偿债能力				
营业外净收益	0	1968	1968	1968	资产负债率	3.32%	2.81%	2.73%	2.67%
利润总额	385843	438870	487444	508970	净负债比率	3%	3%	3%	3%
所得税	98475	113424	126329	128081	流动比率	1016.66%	884.93%	1123.77%	1129.23%
净利润	385843	438870	487444	508970	速动比率	1014.47%	882.30%	1121.09%	1126.06%
少数股东损益	17385	19775	21963	22933	营运能力				
归属母公司净利润	368457	419095	465480	486036	总资产周转率	0.31	0.30	0.30	0.30
EBITDA	555887	662164	726813	759068	应收账款周转率	6.78	8.12	6.97	8.50
EPS（元）	1.91	2.17	2.42	2.52	应付账款周转率				
					每股指标(元)				
					每股收益	1.91	2.17	2.42	2.52
					每股经营现金	2.14	2.36	2.41	2.73
					每股净资产	13.04	14.64	16.42	18.28
					估值比率				
					P/E	25.02	22.00	19.81	18.97
					P/B	3.67	3.27	2.91	2.62
					EV/EBITDA	15.38	13.16	11.68	11.08

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王晓艳，2018年8月加入联讯证券，现任研究院交运行业首席分析师，证书编号：S0300518080001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com