

交通运输行业周报（20190909-20190915）

三大航渐入布局良机，快递 8 月业务量增速 29%，持续推荐“优质赛道+管理溢价”策略

推荐（维持）

- **核心投资策略：优质赛道+管理溢价。**1) 依据交运护城河策略框架下，继续推荐我们认为的**优质赛道：机场**：颜值经济黄金时代受益者，免税红利加速释放期；**快递**：龙头集中将尽享电商红利，天量时代待格局优化；**航空**：需求潜力筑长期增长基础，供给过快或告一段落。2) 叠加我们提出**管理溢价**：a) 优质赛道+管理溢价：上海机场，韵达股份，春秋航空；b) 优质赛道+管理正在改善：白云机场、顺丰控股、吉祥航空；c) 优质赛道+管理具备改善空间：申通快递、深圳机场、三大航。
- **航空：三大航底部区域渐入布局良机，吉祥拐点之际市值被明显低估。**1) **三大航**：a) **行业数据更新**：8月行业旅客增速 8.2%，其中国内 7.1%，国际 18%，整体客座率 86.6%，同比微升 0.1%，为近 5 年最高水平，一定程度反映旺季供需特征。暑运（7-8 月）期间，全行业共完成旅客运输量 1.21 亿人次，同比增长 9.2%。b) 我们观察认为当前航空业需求处于阶段性底部，成本端下半年预计明显改善，三大航 PB 处于历史较低区域，我们认为渐入布局良机。2) **吉祥**：我们认为公司业绩拐点已至，而当前市值被明显低估。a) 小周期看，料至少连续三个季度主业持续同比改善。来自于 787 利用率提升摊薄单位扣油成本+降成本组合拳下继续改善。b) 中长期看，公司与东航完成股权合作事宜，夯实公司战略基础。c) 市值被明显低估。公司机队规模略高于春秋，市值低于春秋 140 亿（仅为春秋市值的 63%），比值是上市以来低点；纵向比较，公司上市以来估值中枢在 18-20 倍，当前 15 倍 PE 同样为低点。
- **快递：8 月业务量增速 29.3%，持续高景气，单票收入下降 2.4%。**1) **行业业务量**：8 月完成 53 亿件，同比增长 29.3%，为 6 月以来最快增速，预计苏宁 818 购物节为行业注入活力，其中异地、国际件分别增长 40%、42.8%，同城件下滑 5.9%；1-8 月，383 亿件，同比增长 26.6%，其中，异地、国际分别增长 35.2%、25.5%，同城件下滑 1.1%。2) **行业收入**：8 月收入 616.8 亿元，同比增长 26.2%；1-8 月累计 4621.8 亿元，同比增长 24.4%。3) **单票收入**：8 月 11.63 元，同比下降 2.4%。1-8 月均值 12.06 元，同比降 1.7%。4) 维持观点“消费视角看快递，龙头集中尽享电商红利”，行业业务量维持景气，并略超预期，电商平台更大的促销力度也有助于刺激快递行业业务量。
- **机场：颜值经济黄金时代收益标的，持续看好粤港澳机场群格局重塑。**继续看好上海机场到 2025 年 3000 亿市值，白云机场 520-800 亿市值。**尤其对于白云机场：股价翻倍之后再评估，其演绎路径更加强化。**免税逻辑更坚实：量、价贡献均在被强化。**国际旅客量**：粤港澳机场群格局重塑+南航集团获广东三方持股，主基地发力将强化白云机场国际旅客持续快速增长逻辑，预计 2025 年可达 3000 万之上。（中性 3100，乐观 3750 万人次）；**价**：预计 2025 年人均免税贡献可达 200-300 元。**免税销售额**：预计 19 年免税销售额 18.2 亿，2025 年免税销售额 66-113 亿，机场确认免税收入 25-43 亿，净利 19-32 亿，考虑非免税业务净利 7.7 亿，整体利润达到 26-40 亿，给予 20 倍 PE，对应 520-800 亿市值，我们预计随免税销售额上台阶，公司市值或可先修复至 520 亿。
- **风险提示**：油价大幅上升，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

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
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
白云机场	20.09	0.44	0.65	0.84	45.66	30.91	23.92	2.66	推荐
上海机场	83.16	2.77	3.14	3.9	30.02	26.48	21.32	5.67	推荐
中国国航	8.69	0.58	0.78	0.97	14.98	11.14	8.96	1.35	强推
吉祥航空	13.24	0.88	1.07	1.32	15.05	12.37	10.03	2.76	强推
申通快递	23.85	1.28	1.6	1.89	18.63	14.91	12.62	4.29	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 09 月 12 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)	117	3.18
总市值(亿元)	23,511.24	3.71
流通市值(亿元)	15,802.14	3.42

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	6.83	0.52	22.39	
相对表现	-1.05	-6.89	-0.14	



相关研究报告

《交通运输行业周报（20190812-20190818）：VLCC 运价创今年新高，关注油运 Q4 旺季表现；持续看好粤港澳机场群格局重塑》

2019-08-18

《交通运输行业周报（20190819-20190925）：料油运 Q4 旺季可期；持续看好消费视角下的优质资产》

2019-08-25

《优质赛道，管理溢价——交通运输行业 2019 年中报总结》

2019-09-01

目录

一、行业观点.....	4
（一）航空：三大航底部区域渐入布局良机，吉祥拐点之际市值被明显低估	4
（二）机场：颜值经济黄金时代受益标的；翻倍之后看白云，料仍将扶摇直上	6
（三）快递：8月业务量增速 29.3%，持续高景气，单票收入下降 2.4%.....	7
二、一周市场回顾：	8

图表目录

图表 1	南方航空客座率	5
图表 2	春秋航空客座率	5
图表 3	吉祥航空客座率	6
图表 4	南航国际客座率	6
图表 5	行业旅客增速	6
图表 6	行业客座率	6
图表 7	2019 年 8 月行业增速	7
图表 8	快递行业业务量增速	8
图表 9	快递行业单票收入	8
图表 10	交运行业周涨跌幅	8
图表 11	航运数据	9
图表 12	CCFI 指数一周表现	9
图表 13	SCFI 指数表现	9
图表 14	BDI 指数	9
图表 15	CBFI 指数表现	9
图表 16	VLCC-TCE	10
图表 17	不同船型油运运价	10

一、行业观点

（一）航空：三大航底部区域渐入布局良机，吉祥拐点之际市值被明显低估

1) 三大航：我们观察认为当前航空业需求处于阶段性底部，成本端下半年预计明显改善，三大航 PB 处于历史较低区域，我们认为渐入布局良机。

a) 8月行业旅客增速 8.2%，其中国内 7.1%，国际 18%，整体客座率 86.6%，同比微升 0.1%，为近 5 年最高水平，一定程度反映旺季供需特征。暑运（7-8 月）期间，全行业共完成旅客运输量 1.21 亿人次，同比增长 9.2%。

b) 需求阶段性底部：1-8 月行业旅客累计增速 8.7%，是 2012 年以来首次低于两位数增长，其中国内 7.7%，国际 16.7%。除了受到经济层面影响外，我们分析结构性与特殊因素包括：

首都机场的跑道维护叠加重大活动保障，导致其起降架次 2-7 月均为负增长，最多曾下滑 8%；

结构性看，国际旅客快速增长，春秋与吉祥旅客增速均明显超越行业，因此预计国内公商务旅客（尤其公务出行）增速较低，其中包括央企国企开展的主题教育活动、七十周年庆前的全力保障，均会造成差旅频率降低；

基数因素，18 年 11-12 月行业旅客增速仅为 7.5% 左右，依据航空自身的行业韧性特征，今年四季度行业旅客增速有概率出现回暖，保持两位数增长；相对应的，供给增速不存在基数效应。

各行业降成本组合拳，央行降准等一系列措施均有望使得经济活动转暖，一旦需求回暖，航空在底部向上的弹性较足。

c) 成本端下半年预计持续改善。

油价明显优于上半年。上半年国内综采成本 4912 元/吨，同比下降 1.9%，Q3 为 4884 元，同比下降 11%，维持该水平则 Q4 将下降 18%；以三大航半年合计 500 亿左右的燃油成本计，将带来下半年近 75 亿的节省。

民航基金减半已于 7 月执行。18 年南航缴纳民航发展基金 29.4 亿，东航 22.35 亿，国航预计 22 亿左右，减半将带来半年度各自节省 6-7 亿成本。

起降相关费用上浮同时暂停，测算或给单个公司带来约 3000 万的成本节省。

三项至少给三大航下半年带来合计约 100 亿节省，相当于利润增厚 75 亿。（18H2 东航 4.3 亿，南航 8.5 亿，国航 29 亿利润，合计 42 亿）。PB 估值处于底部。

d) 当前三大航 A 股 PB1.3-1.4 倍，H 股东航国航 1 倍，南航 0.87 倍 PB，均处于底部区域。此前仅 2013 年中-14 年底低于此位置，而当时背景是布油价格自 2011 年-14 年中连续 2 年半时间维持在 100-130 美元的高位区间，航空公司成本端压力极大。

2) 吉祥：我们认为公司业绩拐点已至，而当前市值被明显低估。

小周期看，料至少连续三个季度主业持续同比改善。因素 1：中报已经反映出，787 利用率已经提升，并使得单位扣油成本有效下降。

因素 2：降成本组合拳下预计成本将继续改善。油价明显优于上半年，民航发展基金减半已经执行，起降相关费用上浮暂停，三项成本下半年合计可节省 3.8 亿元，18H2 扣非利润 3.7 亿。

中长期看，公司与东航完成股权合作事宜，夯实公司战略基础。目前东航产投（东航集团全资子公司）持有吉祥航空 15% 股权；均瑶集团及吉祥航空持有东方航空 10.07% 股权，其中吉祥持有东航 4.57%。

市值被明显低估。

看运营品质：公司上市以来复合增速行业领先，受外部因素影响相对较弱，补贴占利润总额比重 25%，接近行业最低。

看市值：横向与春秋比较，公司机队规模略高于春秋，市值低于春秋 140 亿（仅为春秋市值的 63%），比值是上市以来低点；纵向比较，公司上市以来估值中枢在 18-20 倍，当前 15 倍 PE 同样为低点。“优质赛道+管理改善”的标的，维持目标价区间 16.4-18.2 元，对应 2019 年 19-21 倍 PE，预期较现价 24-38% 空间。“强推”评级。

部分航空公司 8 月数据：

南方航空：整体客座率水平为近 5 年最高

RPK 增速 10.4%，ASK 增速 10.2%，客座率 86%，同比提升 0.14 个百分点，

其中国内 RPK 增速 8.7%，ASK 增速 9.5%，客座率 86.2%，同比下降 0.7 个百分点，

国际 RPK 增速 15.1%，ASK 增速 12.2%，客座率 85.9%，同比提升 2.12 个百分点，

地区航线客座率下滑 2.4%。

春秋航空：

RPK 增速 15%，ASK 增速 12.5%，客座率 93.9%，同比提升 2.06 个百分点，

其中国内 RPK 增速 13.9%，ASK 增速 13.7%，客座率 94.3%，同比提升 0.12 个百分点，

国际 RPK 增速 18.8%，ASK 增速 10.4%，客座率 93.8%，同比提升 6.63 个百分点，

地区航线客座率下滑 4.6%。

吉祥航空：

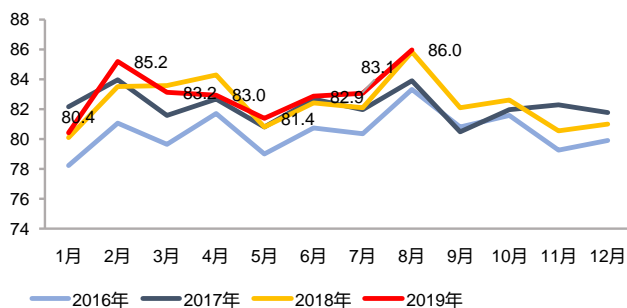
RPK 增速 15.9%，ASK 增速 18.6%，客座率 89.2%，同比下降 2.11 个百分点，

其中国内 RPK 增速 3.5%，ASK 增速 5%，客座率 90.3%，同比下降 1.31 个百分点，

国际 RPK 增速 123.3%，ASK 增速 130.9%，客座率 85.3%，同比下降 2.9 个百分点，

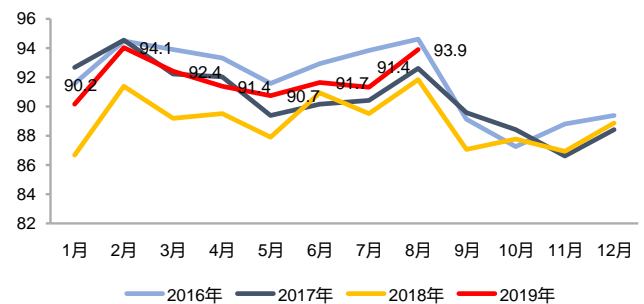
地区航线客座率下滑 10.6%。

图表 1 南方航空客座率

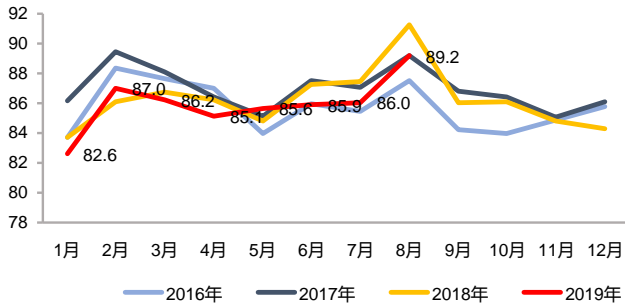


资料来源：Wind，华创证券

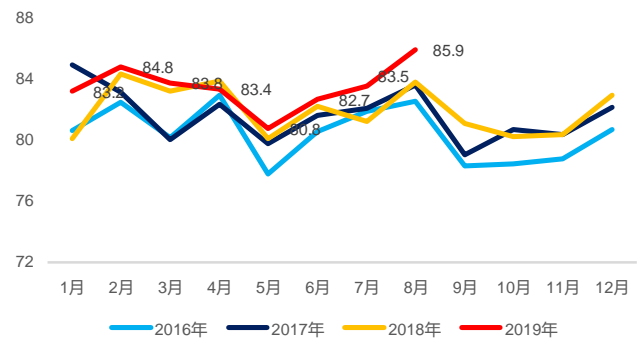
图表 2 春秋航空客座率



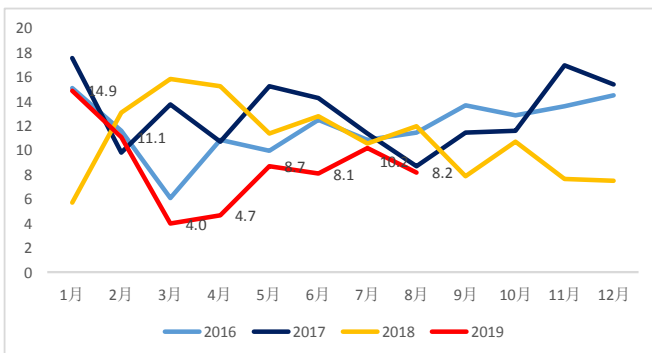
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 吉祥航空客座率


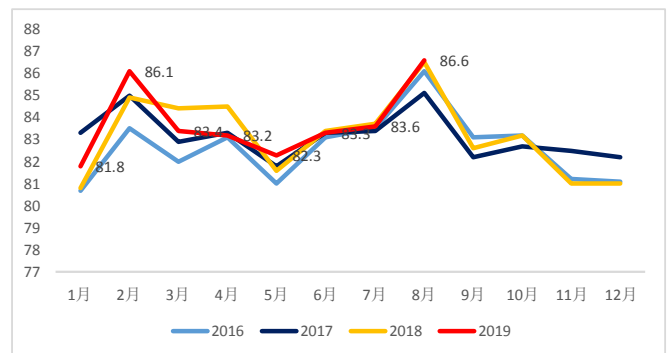
资料来源：Wind，华创证券

图表 4 南航国际客座率


资料来源：Wind，华创证券

图表 5 行业旅客增速


资料来源：Wind，华创证券

图表 6 行业客座率


资料来源：Wind，华创证券

（二）机场：颜值经济黄金时代受益标的；翻倍之后看白云，料仍将扶摇直上

核心观点：继续看好 2025 年上海机场年 3000 亿市值，白云机场 520-800 亿市值。

翻倍之后看白云，料仍将扶摇直上。今年核心推荐标的白云机场已翻倍，我们维持观点：认为公司仍将扶摇直上，看好公司中期市值 520-800 亿。

核心要素为我们在《颜值经济黄金时代》报告中提出的机场免税正在享受时代红利，股价翻倍之后再评估，其演绎路径更加强化！

1、公司免税现状：上半年免税销售额 8.44 亿，同比近 2 倍增长，人均贡献 92 元，预计下半年更佳。

2、免税逻辑更坚实：量、价贡献均在被强化。

1) 国际旅客量：粤港澳机场群格局重塑+南航集团获广东三方持股，主基地发力将强化白云机场国际旅客持续快速增长逻辑，预计 2025 年可达 3000 万之上。（中性 3100，乐观 3750 万人次）。

2) 价：预计 2025 年人均免税贡献可达 200-300 元。

3) 免税销售额: 预计 2019 年免税销售额 18.2 亿, 中性假设下, 预计 2025 年免税销售额 66 亿元, 乐观假设下, 预计 113 亿。

3、免税业绩贡献及白云机场空间测算: 预计 2025 年白云机场确认免税收入 25-43 亿, 净利 19-32 亿, 考虑非免税业务净利 7.7 亿, 整体利润体量达到 26-40 亿, 给予 20 倍 PE, 对应 520-800 亿市值, 较当前市值 22%-87%, 我们预计随免税销售额上台阶, 公司市值或可先修复至 520 亿, 而 800 亿相当于年化 11% 的收益率, 仍具价值。

（三）快递：8 月业务量增速 29.3%，持续高景气，单票收入下降 2.4%

1) 行业业务量: 8 月完成 53 亿件, 同比增长 29.3%, 为 6 月以来最快增速, 预计苏宁 818 购物节为行业注入新活力, 其中异地、国际件分别增长 40%、42.8%, 同城件下滑 5.9%; 1-8 月, 383 亿件, 同比增长 26.6%, 其中, 异地、国际分别增长 35.2%、25.5%, 同城件下滑 1.1%。

2) 行业收入: 8 月收入 616.8 亿元, 同比增长 26.2%; 1-8 月累计 4621.8 亿元, 同比增长 24.4%。

3) 单票收入: 8 月 11.63 元, 同比下降 2.4%。1-8 月均值 12.06 元, 同比降 1.7%。

4) 投资建议: 维持观点“消费视角看快递, 龙头集中尽享电商红利”, 行业业务量维持景气, 并略超预期, 电商平台更大的促销力度也有助于刺激快递行业业务量。

阿里获申通购股权, 我们认为未来阿里的赋能与扶持, 可助公司通过升级进阶完成量-成本曲线较快速度的下移, 更为重要的是技术支撑, 有望帮助公司尽早突破量变到质变。

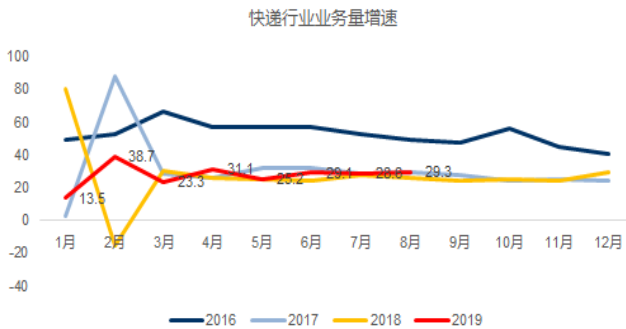
我们更期待行业的格局优化。我们认为阿里在加大对快递企业投资过程中, 不排除进一步整合打造航母级企业, 或使得行业格局优化, 均衡价格关系, 持续降低成本, 使行业利润率向上拐点提前到来。

继续推荐领先的韵达股份; 阿里获购股权的申通快递; 关注估值最低但见底回升的圆通; 长期看好顺丰的成长逻辑, 当前增速回升, 降本增效进行时。

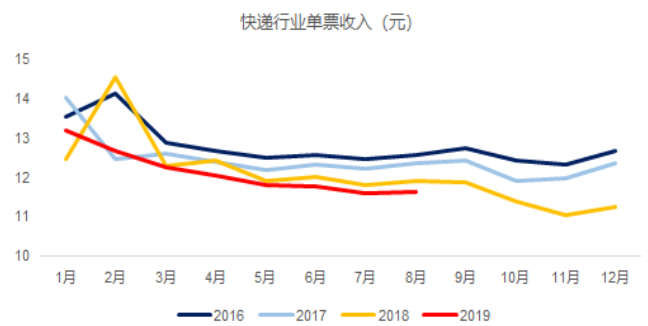
图表 7 2019 年 8 月行业增速

	行业数据			
	当月值	同比增速	累计值	累计同比
收入 (亿元)	616.8	26.2%	4621.8	24.4%
业务量 (亿件)	53.0	29.3%	383.1	26.6%
同城	9.0	-5.9%	69.0	-0.3%
异地	42.7	40.0%	305.4	34.4%
国际/港澳台	1.3	42.8%	8.8	22.9%
单票收入	11.6	-1.8%	12.1	-1.6%

资料来源: Wind、华创证券

图表 8 快递行业业务量增速


资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 快递行业单票收入


资料来源: Wind, 华创证券

二、一周市场回顾:

一周市场回顾: 交运板块上周持平, 跑输沪深 300 约 0.6 个百分点

分子行业看: 高速、物流、航空上涨, 机场、铁路、港口下跌。

个股看: 同益股份、圆通速递、德邦股份涨幅前三, 上海机场、盐田港、白云机场跌幅前三。

华创交运年度十大金股平均涨幅 38.4%, 跑赢行业 19 个百分点。

图表 10 交运行业周涨跌幅

行业	周涨跌幅	行业	2019 年涨跌幅
沪深 300	0.60%	沪深 300	31.94%
交通运输	0.00%	交通运输	19.29%
机场	-2.98%	机场	64.51%
航运	0.31%	航运	27.33%
物流	1.00%	物流	16.80%
港口	-0.07%	港口	14.47%
航空运输	0.83%	航空运输	12.45%
高速公路	1.30%	高速公路	10.25%
公交	1.23%	公交	10.04%
铁路运输	-0.26%	铁路运输	-4.11%

资料来源: Wind, 华创证券

航运数据: VLCC 企稳回升

干散货: BDI 本周下跌 5.3%, 收于 2331 点; CBF 上涨 1.3%, 收于 1095 点。

集装箱: SCFI 收于 766 点, 下跌 3.6%, 美西收于 1447 美元/FEU, 下跌 7.6%, 欧洲线收于 674 美元/TEU, 下跌 5.1%;

CCFI 收于 823 点，下跌 0.1%。

油运：VLCC-TCE 运价 2.51 万美元，本周上涨 10%，连跌之后企稳回升。

图表 11 航运数据

航运子行业	指数	最新值			季度年度均值					同比变动%			
		2019/9/14	2019/9/7	周环比	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2019	2019Q3	2019Q2	2019Q1		
干散货	BDI	2,331	2,462	-5.3%	2,437	1,981	995	817	1,202	68.4%	23.2%	-21.0%	-30.5%
	CBFI	1,095	1,081	1.3%	1,081	1,019	1,064	993	1,026	-10.7%	-11.0%	-6.3%	-15.5%
集装箱	SCFI	766	795	-3.6%	780	805	772	878	812	-13.1%	-8.3%	2.3%	10.7%
	美西	1,447	1,566	-7.6%	1,507	1,518	1,487	1,785	1,583	-35.6%	-26.2%	13.2%	34.2%
	美东	2,516	2,631	-4.4%	2,574	2,708	2,597	2,897	2,712	-25.7%	-14.2%	12.3%	16.5%
	欧洲	674	710	-5.1%	692	748	717	887	773	-13.7%	-15.2%	-7.7%	5.5%
油运	CCFI	823	824	-0.1%	824	823	804	861	826	-3.6%	-1.5%	3.4%	5.6%
	VLCC-Tce	25,050	22,715	10.3%	23,882	22,157	11,565	26,923	19,584	117.4%	123.6%	118.2%	301.8%
	TD3	28,811	26,008	10.8%	27,410	26,789	14,646	30,978	23,527	73.9%	91.9%	59.9%	276.1%

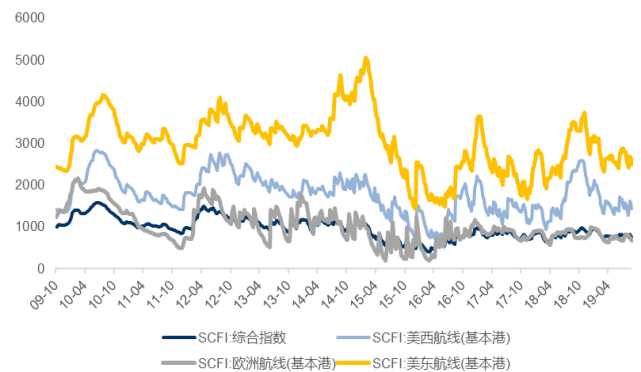
资料来源：Wind，华创证券

图表 12 CCFI 指数一周表现



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 SCFI 指数表现



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 BDI 指数



资料来源：Wind，华创证券

图表 15 CBFI 指数表现



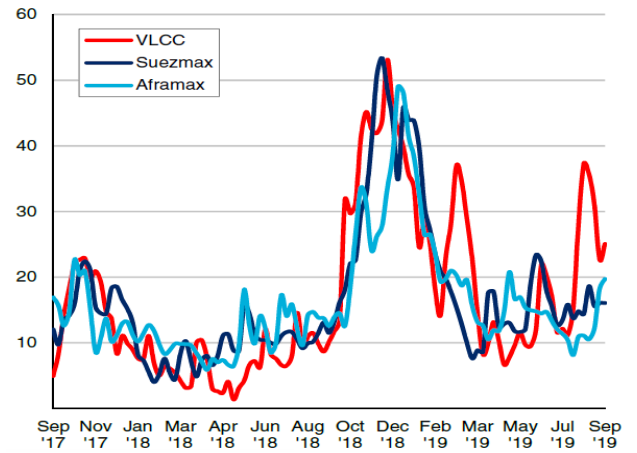
资料来源：Wind，华创证券

图表 16 VLCC-TCE



资料来源: 克拉克森, 华创证券

图表 17 不同船型油运运价



资料来源: 克拉克森, 华创证券

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
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	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
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
上海机构销售部	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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	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	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500