

# 京沪高铁盈利解析

—餐饮旅游/交通运输周报 20191028

餐饮旅游/交通运输周报

2019年10月28日

**报告摘要:**

本周(20191021-20191025), 主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深 300 分别 +0.6%/+1.0%/+0.7%, 申万休闲服务指数/申万交运指数分别-2.4%/-1.0%。

**● 本周观点**

**免税: 双十一大促影响有限, 免税中长期逻辑不变。**本周国旅受市场担忧双十一大促影响免税价格优势, 回调较多。我们认为双十一促销对免税价格优势营销较为有限, 因其促销行为本质上属于事件营销推广, 主要通过高流量的电商购物节提升品牌本身的曝光率, 持续性较弱, 对免税行业而言并无实质影响。整体而言, 我们仍建议投资者布局长远, 因我们认为免税行业仍将是旅游板块中增长最快、确定性最高的板块, 预计中国免税业规模在 2022 年有望增长至接近 900 亿元, 期间 CAGR 约 22%。未来重点关注免税龙头中国国旅自身运营效率提升+国人市内免税政策放开进度。同时建议关注国旅在新零售业务上的探索, 借鉴韩国免税业线上化特征, 未来国旅在线上免税销售方面的探索值得期待。

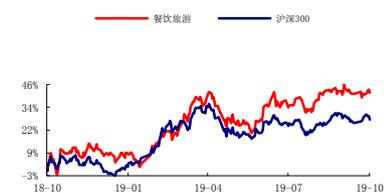
**机场: 上机回调提供布局机会, 白云、深圳非航业务价值有望重估。**受香港影响, 上机 Q3 业绩增速预计有所放缓, 但我们认为该因素持续时间有限。同时, 伴随明年中日航权将进一步扩大, 上机国际+地区旅客吞吐量仍有增长动力, 免税销售增速届时预计将得到修复。白云、深圳机场受益于大湾区政策和建设先行示范区, 国际枢纽建设进度有望加快。一方面二者近两年均有新增产能释放, 而区域竞争对手香港面临产能瓶颈; 另一方面, 对白云机场而言: 作为中免旗下三大枢纽机场中唯一的全资机场免税店, 机场与中免合力做大做强白云免税的动力充足, 未来在联合营销加强、经营面积释放等利好下, 白云免税经营有望不断爬坡向上。对深圳机场而言: 受益于先行示范区建设背景下带来的行政性因素改善, 以及深圳市财政投入不断增加, 未来国际旅客增速仍将维持较快增长, 考虑明年底深圳机场免税招标即将重启, 市场对其非航业务价值的认知有望重构。

**航空: 冬春航季供需持续收紧。**根据民航局冬春航季时刻表, 2019/20 冬春航季延续民航局自 17 年以来的“控总量、调结构”的政策基调, 周度计划航班量增速~5.5%, 较去年同期 6.7%的增速放缓超过 1 个 pct。伴随 Q4 需求端去年同期基数较低, 且财政、货币政策有望进一步宽松刺激需求, 重点关注平均票价是否出现回升。整体而言, 我们认为当前航空股估值进入历史底部区间, 配置意义显著。

**快递: 9 月件量增速依然强劲, 关注双十一旺季行情。**9 月快递业件量增速放缓至 25%一线, 预计主要与 70 周年国庆活动相关; 单票收入续降, 行业价格竞争态势仍在延续。公司层面, 顺丰件量增速因下沉电商市场, 实现明显提升(+38%), 申通件量增速保持稳定(+51%), 韵达件量增速略有放缓(+41%)。我们预计伴随双 11 活动开启, 10-11 月快递公司件量增速仍将保持较快增长, 行业有望迎来旺季行情。推荐件量增速回升, 盈利改善的顺丰控股, 关注韵达股份。

**推荐**

维持评级

**行业与沪深 300 走势比较**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**分析师: 顾熹闽**

执业证号: S0100519080001

电话: 021-60876718

邮箱: guximin@mszq.com

**相关研究**

- 1.行业周(月)报:贸易谈判初见成果, 航空左侧布局时机显现
- 2.行业周(月)报:黄金周行业数据保持平稳, 离岛免税量价齐升

- **投资建议：**

结合货币政策转向稳健略显宽松和行业基本面，我们建议首要关注：**(1) 长期行业空间可观，但当前股价受宏观经济放缓抑制明显的个股。**一是估值接近底部区域，业绩受惠于油汇改善，反弹较为确定的周期股，推荐南方航空、中国国航、东方航空，建议关注首旅酒店、锦江酒店；**(2) 增长确定性强，空间广阔的免税行业上下游，**推荐中国国旅、上海机场，深圳机场，建议关注免税经营处于快速爬坡期的白云机场；**(3) 具备外延空间的景区股，**推荐宋城演艺，峨眉山A，建议关注天目湖。

- **风险提示**

经济下行拖累国内免税销售不及预期；国人市内免税政策落地进展低于预期；油汇负向波动。

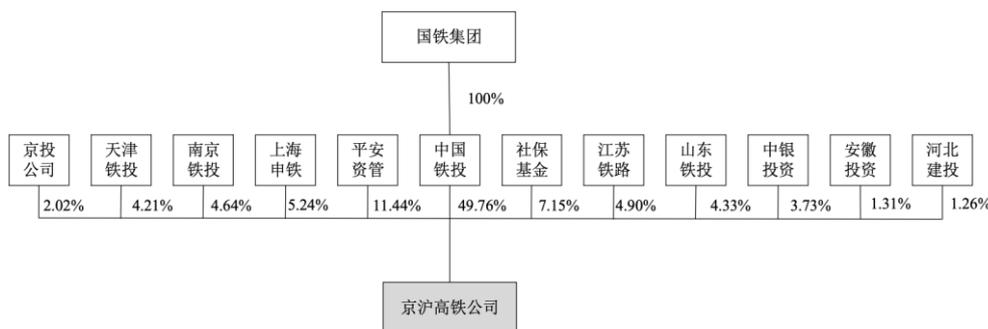
## 目录

一、	京沪高铁解析：垄断壁垒下的特殊运营模式.....	4
二、	行业数据跟踪.....	9
	（一）航空：9月客运量增速回升，地区线受港台事件影响明显.....	9
	1、南方航空.....	9
	2、东方航空.....	10
	3、中国国航.....	10
	（二）快递：9月件量增速放缓，单票价格续降.....	11
	（三）博彩：9月毛收入止跌.....	12
三、	行情回顾.....	12
	（一）社会服务业.....	12
	（二）交通运输业.....	14
四、	盈利预测与财务指标.....	15
五、	风险提示.....	15
	插图目录.....	16
	表格目录.....	16

## 一、京沪高铁解析：垄断壁垒下的特殊运营模式

本周，京沪高铁首次披露其 IPO 申报稿，使外界得以一窥国内盈利最强的高铁线真实运营状况。根据 IPO 申报稿，京沪高铁公司控股股东为国铁集团（铁总改制而来）下属全资子公司中国铁投，其余股东包括京投公司、平安资管、中银投资、京沪高铁沿途省份的铁路投资公司等。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司 IPO 申报稿，民生证券研究院

**募资情况：**京沪高铁本次公开发行股票不超过 75.6 亿股，占发行后总股本的比例不超过 15%，所募集的资金在扣除发行费用后拟全部用于收购京福安徽公司 65% 股权，收购对价为 500 亿元，收购对价与募集资金的差额通过自筹资金解决。京福安徽公司主营业务为高铁旅客运输，是合蚌客专、合福铁路安徽段、商合杭铁路安徽段、郑阜铁路安徽段的投资、建设、运营主体，因部分路段还处于培育期，因此目前京福安徽公司仍处于亏损状态。公司判断收购完成后，将有利于有助于公司扩大网络覆盖，优化路网结构，发挥路网协同效应，增强骨干作用，形成以京沪通道为骨架、区域连接线衔接的高速铁路网。

图 2：京福安徽公司管辖线路示意图



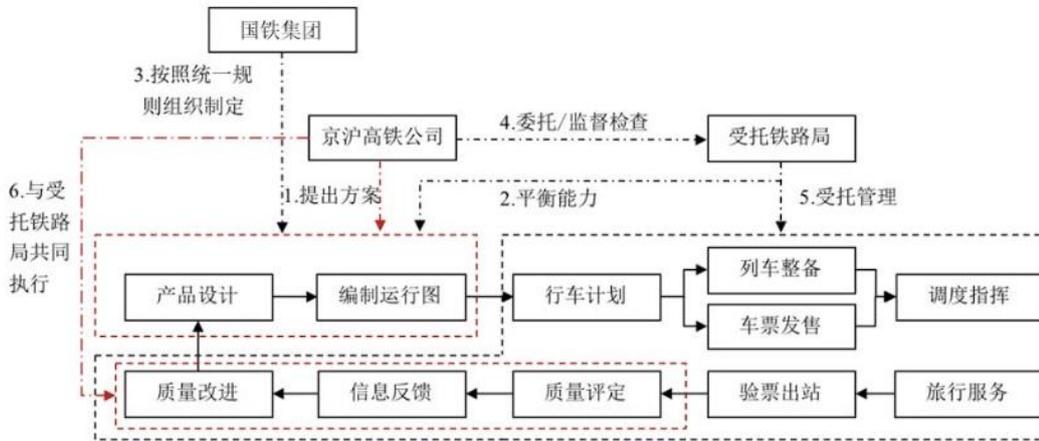
资料来源：公司 IPO 申报稿，民生证券研究院

### 京沪高铁的业务分析

与外界此前认知略有不同的是，京沪高铁虽然属于重资产公司，但实际上其业务流程却是相当的“轻资产”，依托铁路线路的自然垄断以及与国铁集团下属公司之间的关联销售与采购，2016-2018 年京沪高铁全线发送旅客 150 万/177 万/192 万人次，CAGR 约 13%；实现营业收入 262 亿/296 亿/316 亿，CAGR 约 10%；同期公司盈利能力不断提升，实现归母净利润 79 亿/91 亿/102 亿，CAGR 约 14%；ROE 分别为 5.8%/6.3%/7%，呈逐年提升趋势。

从业务模式看，京沪高铁之所以有如此强劲的盈利能力，既有其先天垄断优势的影响，也与其独特的运营模式相关。根据 IPO 申报稿，公司主要负责京沪高速铁路及沿线车站的投资、建设、运营，包括产品设计、编制运行图、质量评定、信息反馈、质量改进（图三红框部分）。同时，公司又通过委托运输管理模式，委托京沪高速铁路沿线的北京局集团、济南局集团和上海局集团对京沪高速铁路进行运输管理，并将牵引供电和电力设施运行维修委托中铁电气化局集团进行管理。简而言之，公司将日常大众较为熟知的客票业务、旅行服务等工作按政策指导价格分发给各个铁路局集团进行。

图 3：公司业务流程



资料来源：公司 IPO 申报稿，民生证券研究院

公司主营业务为高铁旅客运输，具体主要包括：(1) 为乘坐担当列车的旅客提供高铁运输服务并收取票价款；(2) 其他铁路运输企业担当的列车在京沪高速铁路上运行时，向其提供线路使用、接触网使用等服务并收取相应费用等。自设立以来，公司主营业务未发生重大变化。具体而言，公司收入主要两方面构成，目前通过提供路网服务产生的收入已超过公司自身担当列车产生的运输收入。

表 1：公司收入构成（单位：亿）

收入项目	2019 年 1-9 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
旅客运输收入	120.4	48.16	157.9	50.68	155.7	52.67	141.9	54.04
其中：旅客票价收入	110.4	44.19	145.8	46.80	145.7	49.31	134.3	51.16
客运其他收入	6.6	2.64	7.5	2.42	6.0	2.03	4.4	1.69
列车车补收入	1.5	0.59	2.3	0.77	2.0	0.67	1.5	0.56
客票发展金等	1.9	0.74	2.1	0.69	1.9	0.66	1.6	0.63
提供路网服务收入	127.4	50.96	151.0	48.47	138.1	46.73	119.1	45.38
其中：线路使用服务收入	77.4	30.98	92.7	29.74	85.5	28.94	75.7	28.83
接触网使用服务收入	36.2	14.46	42.4	13.59	40.0	13.54	34.6	13.18
车站旅客服务收入	11.2	4.50	13.1	4.22	10.1	3.42	6.9	2.64
售票服务收入	2.5	1.01	2.8	0.90	2.4	0.83	1.9	0.72
车站上水服务收入	0.02	0.01	0.03	0.01	0.03	0.01	0.02	0.01
其它业务收入	2.2	0.88	2.7	0.85	1.8	0.59	1.5	0.59
合计	250.0	100.00	311.6	100.00	295.6	100.00	262.6	100.00

资料来源：IPO 申报稿，民生证券研究院整理

**(1) 旅客运输收入：**即向乘坐由公司担当的列车旅客收取的客票收入，包括旅客票价收入、客运其他收入、列车车补收入、客票发展基金等，其中旅客票价收入占 95%。该部分收入较易理解，即旅客乘坐由公司运营的京沪线列车产生的客票收入。

**(2) 路网服务收入：**对于在京沪高速铁路上开行的非担当列车，公司向开行该列车的其他铁路运输企业提供线路使用服务、接触网使用服务、车站旅客服务、售票服务、车站上水服务等路网服务而收取的相应费用。

**表 1：主要路网服务价格情况**

项目	清算单价
线路使用服务	北京南-天津南区段为特一类特别繁忙第一档，单组动车组为 101.7 元/列车公里，重联动车组为 152.7 元/列车公里；徐州东-蚌埠南为特一类特别繁忙第二档，单组动车组为 105.5 元/列车公里，重联动车组为 158.4 元/列车公里；其余线路段为特一类繁忙线路，单组动车组为 94.2 元/列车公里，重联动车组为 141.4 元/列车公里。夜间车按现行标准 40% 计算
接触网使用服务	700 元/万总重吨公里（含电费），夜间车按现行标准（不含电费）40% 计算。
车站旅客服务	北京南站和南京南站为繁忙车站第一档，高速动车组的清算标准为 8 元/人；上海虹桥站为繁忙车站第二档，高速动车组的清算标准为 9 元/人；其余车站为 5 元/人（高速动车组）、3 元/人（其他）
售票服务	旅客票价收入的 1%
车站上水服务	始发及上水站停车的旅客列车 20.00 元/列次，单组动车组（仅指始发）为 24.00 元/列次，重联动车组（仅指始发）为 48.00 元/列次

资料来源：IPO 申报稿，民生证券研究院整理

从盈利能力看，更加轻资产的路网服务业务拥有更高的毛利率。从成本构成看，公司旅客运输业务毛利率主要受委托运输管理费（2019 年后动车使用费单独拆出）、折旧支出及能源支出影响较大。其中，占比最大的委托运输管理费包括包含人工费用、动车组使用费、基础设施维护费用、车站直接费用等，主要由京沪高铁公司向国铁集团下属企业单位采购，定价方式为在《关于确定铁路局与控股合资铁路公司委托运输费用的指导意见》（铁总财〔2014〕51 号）的基础上，由京沪高铁公司与各铁路局签署委托运输管理相关协议，对委托运输管理费用进行协商定价。路网服务业务的成本中因不包含动车组使用费、商务旅客服务费，因此毛利率较旅客运输业务高 20-30pct。

**表 2：毛利率（单位：亿，%）**

项目	2019 年 1-9 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率
旅客运输	41.63	35.51	33.67	28.04
提供路网服务	62.11	59.51	59.39	58.60
其它业务	100.00	100.00	100.00	100.00
合计	52.58	47.69	46.08	42.33

资料来源：IPO 申报稿，民生证券研究院整理

**表 3：公司营业成本构成（单位：亿，%）**

项目	2019年1-9月		2018年度		2017年度		2016年度	
	成本金额	比例	成本金额	比例	成本金额	比例	成本金额	比例
委托运输管理费	24.6	20.77	84.3	51.71	85.3	53.53	83.1	54.89
动车组使用费	36.1	30.46	-	-	-	-	-	-
折旧支出	22.7	19.15	30.8	18.87	30.5	19.13	32.8	21.63
能源支出	22.0	18.55	27.3	16.77	29.0	18.22	30.6	20.18
高铁运输能力保障费	9.7	8.15	12.4	7.60	6.1	3.83	-	-
维管费	1.3	1.12	1.9	1.17	2.1	1.34	1.8	1.19
商务旅客服务费	1.0	0.87	1.4	0.86	1.4	0.85	1.2	0.78
路网服务费用	0.2	0.17	0.3	0.18	0.3	0.22	0.3	0.25
其它	0.9	0.77	4.6	2.85	4.6	2.89	1.6	1.08
合计	118.6	100.00	163.0	100.00	1,59.4	100.00	151.4	100.00

资料来源：IPO 申报稿，民生证券研究院整理

表 4：费用及所占营业收入比例（单位：亿，%）

项目	2019年1-9月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
税金及附加	0.57	0.23	0.20	0.06	1.43	0.48	1.20	0.46
管理费用	0.55	0.22	0.68	0.22	0.64	0.21	0.67	0.26
研发费用	0.11	0.05	0.084	0.03	0.07	0.02	0.07	0.03
财务费用	4.33	1.73	11.68	3.75	12.21	4.13	18.67	7.11

资料来源：IPO 申报稿，民生证券研究院整理

与同行业相比，公司委托管理的业务模式拥有更高的盈利能力。与同为高铁运输行业德大秦铁路、广深铁路相比，公司的毛利率具有显著优势。一方面，这是由于京沪高铁自身的区位优势所决定，作为重要的枢纽铁路线，坐享庞大的列车流、旅客流，由此收取的高毛利率的路网服务收入占比已超过收入的 50%；另一方面，则在于营运模式的不同，如广深铁路包含客运业务、提供线路服务、货运等，且采取自营模式，导致毛利率显著低于采用委托管理模式的京沪高铁。

图 4：与同行业公司相比公司毛利率显著占优

公司	2018 年度	2017 年度	2016 年度
大秦铁路	24.82%	27.84%	17.19%
广深铁路	7.59%	9.31%	11.35%
平均值	16.21%	18.58%	14.27%
本公司	47.69%	46.08%	42.33%

注：上市公司数据来源于相关上市公司 2016 年、2017 年、2018 年年报。  
截至本招股说明书签署日，同行业上市公司尚未披露 2019 年第三季度报告。

资料来源：公司 IPO 申报稿，民生证券研究院

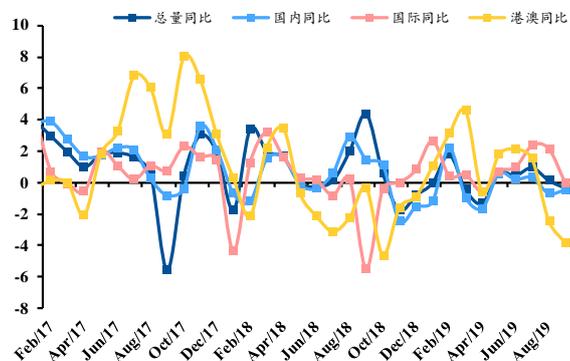
整体而言，京沪高铁与上海机场类似，都是具备优异资源禀赋的稀缺优质资产。伴随中国经济的持续增长，未来这一条中国经济的命脉线路仍将坐拥巨额的流量资源，从而保持稳定的业绩增长和强劲的盈利能力。但需要值得注意的是，京沪高铁的收入和成本定价模式中，诸多项目与政府的政策指导价高度相关，如未来相关收费政策出现调整，或行政指导力度下降，或将引起收入和成本的一次性较大变动。

## 二、行业数据跟踪

### （一）航空：9 月客运量增速回升，地区线受港台事件影响明显

#### 1、南方航空

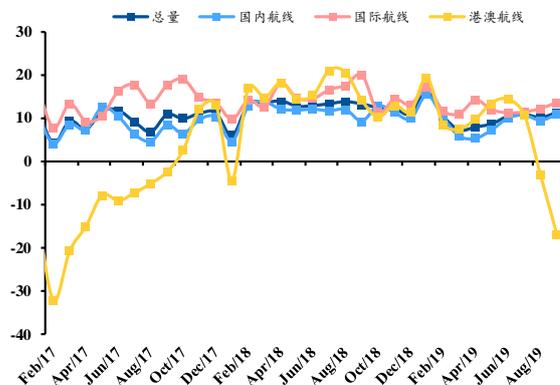
图 5：南方航空客座率变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

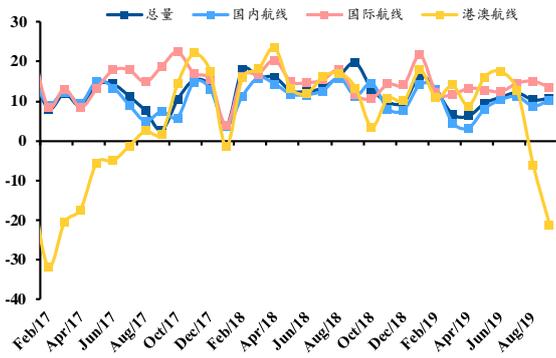
图 7：南方航空 RPK 变动趋势（%）

图 6：南方航空 ASK 变动趋势（%）

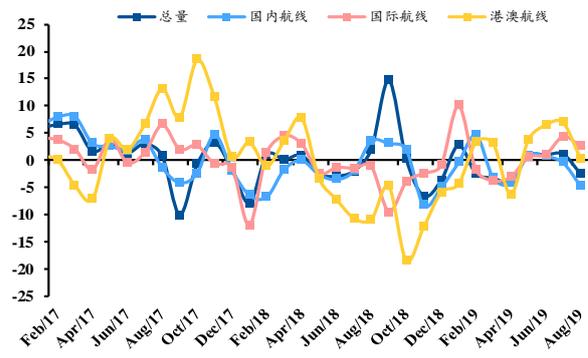


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：南方航空 RPK-ASK 变动趋势（%）



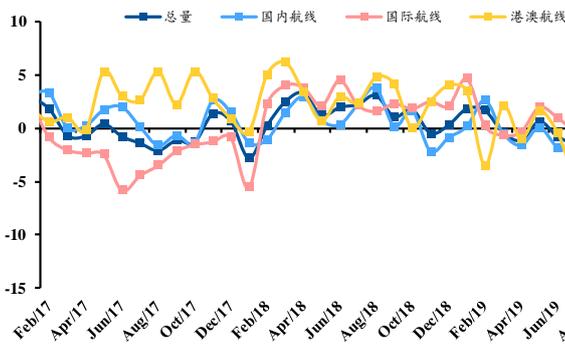
资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

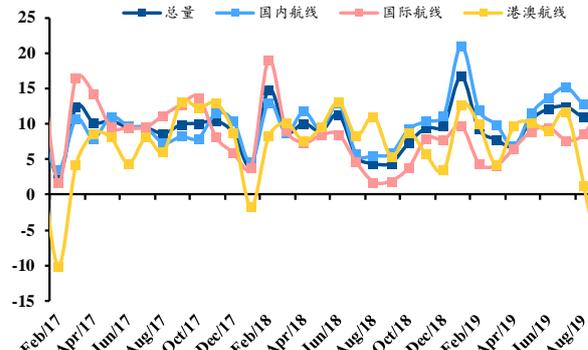
## 2、东方航空

图 9：东方航空客座率变动趋势（%）



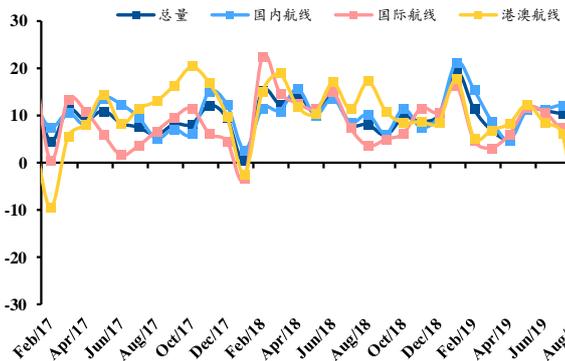
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：东方航空 ASK 变动趋势（%）



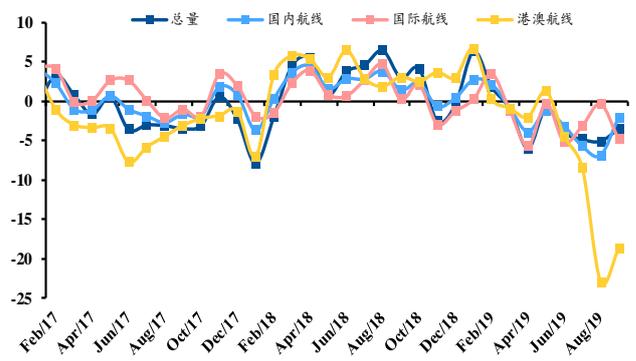
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：东方航空 RPK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：东方航空 RPK-ASK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3、中国国航

图 13：中国国航客座率变动趋势（%）

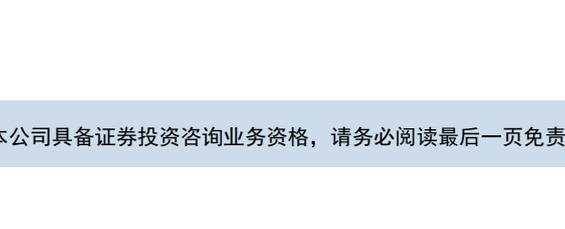
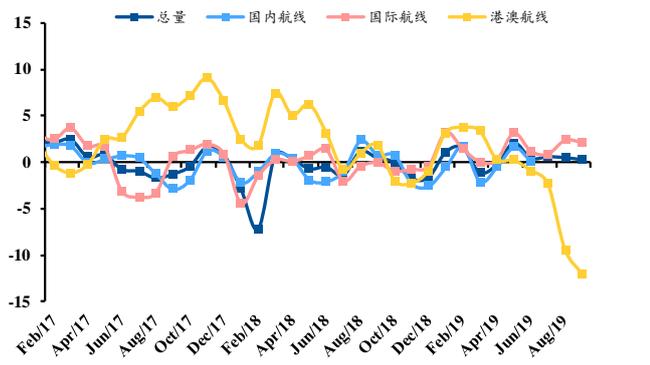
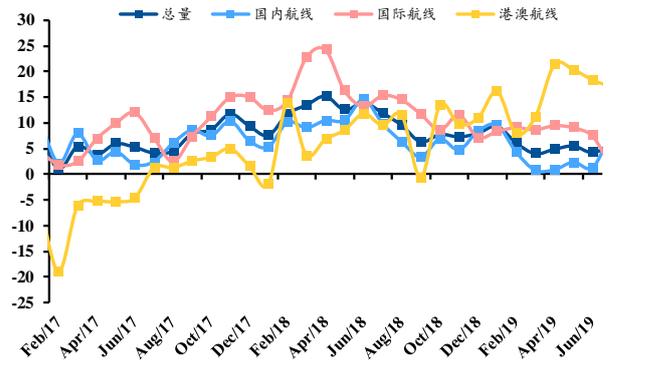


图 14：中国国航 ASK 变动趋势（%）





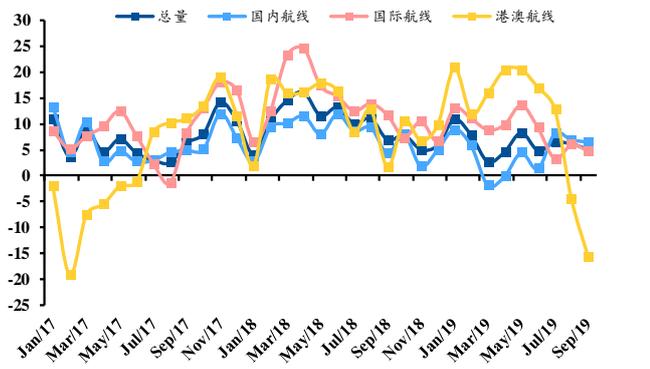
资料来源：公司公告，民生证券研究院



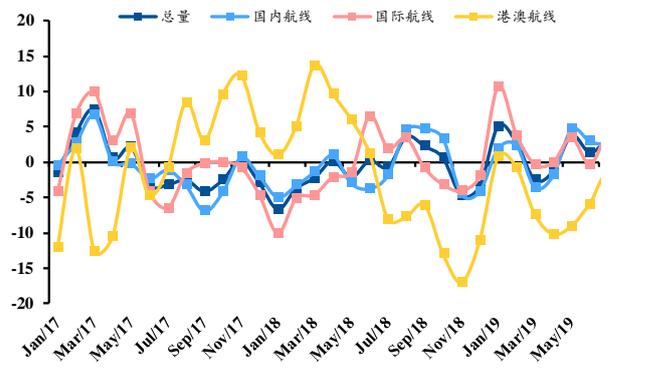
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：中国国航 RPK 变动趋势 (%)

图 16：中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

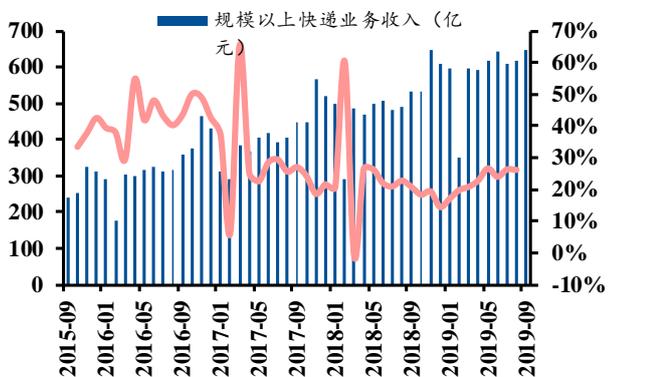


资料来源：公司公告，民生证券研究院

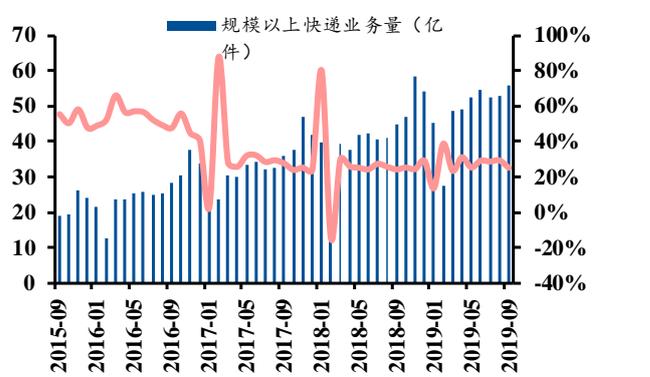
## (二) 快递：9 月件量增速放缓，单票价格续降

图 17：9 月快递业务收入完成 649.2 亿元，同比+22.3%

图 18：9 月快递业务量完成 56.0 亿件，同比+25.0%



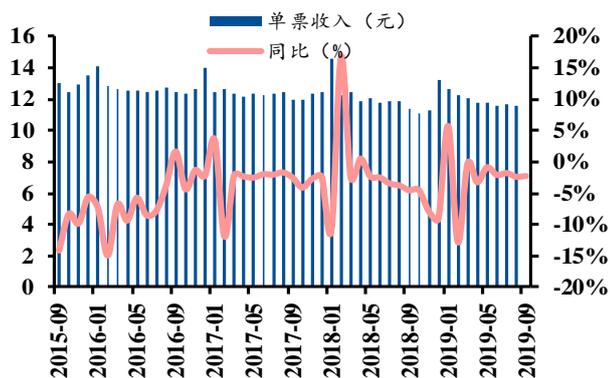
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院



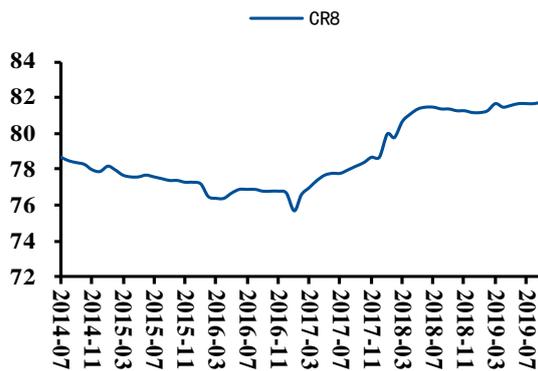
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 19：9 月单票收入 11.6 元，同比-2.2%

图 20：9 月快递品牌集中度 CR8 为 81.8，同比+0.4pct



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

### （三）博彩：9 月毛收入止跌

图 21：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2019 年 9 月）



资料来源：DICJ，民生证券研究院

图 22：澳门旅客人均博彩消费（截止 2019 年 8 月）



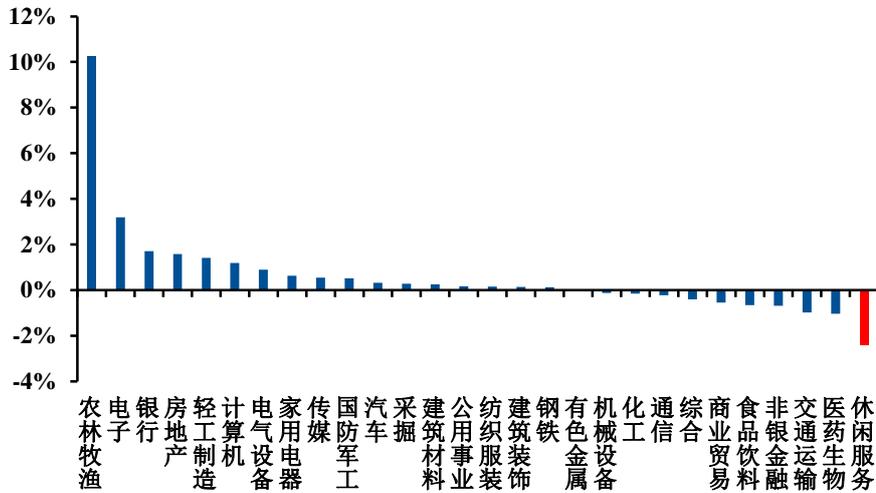
资料来源：DICJ，民生证券研究院

## 三、行情回顾

### （一）社会服务业

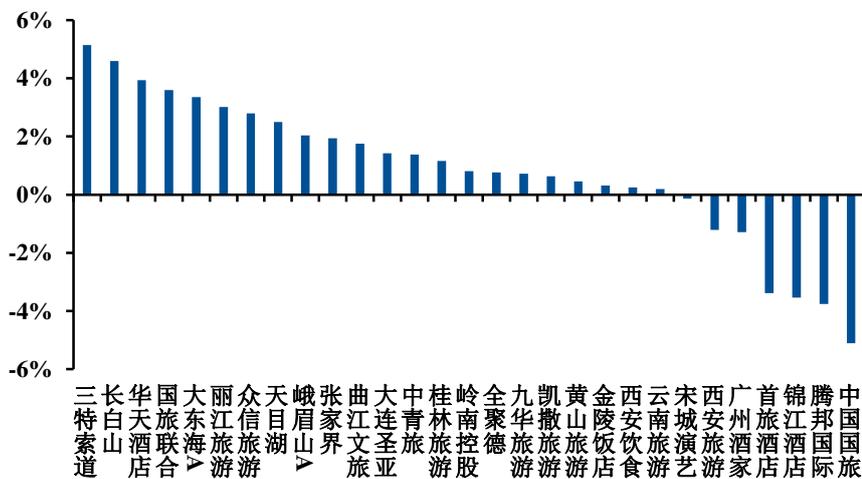
本周申万休闲服务指数下跌 2.4%，跑输沪深 300 指数 3.1 个百分点。

图 23: 本周申万休闲服务指数涨跌幅



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 24: 休闲服务行业本周个股涨跌幅

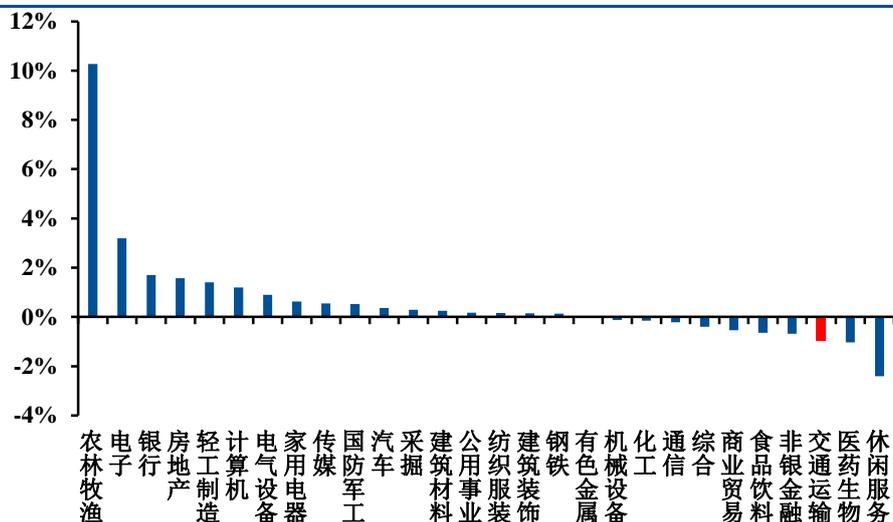


资料来源: Wind, 民生证券研究院

## (二) 交通运输业

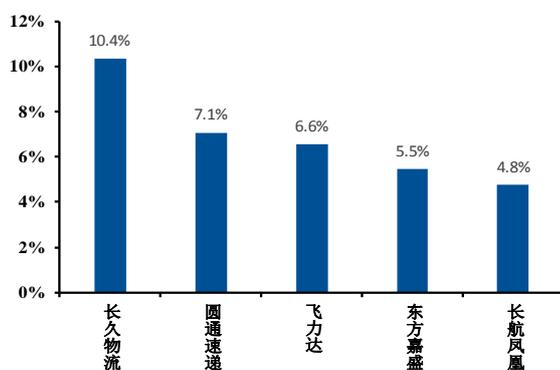
本周申万交通运输行业指数下跌 1.0%，跑输沪深 300 指数 1.7 个百分点。

图 25：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



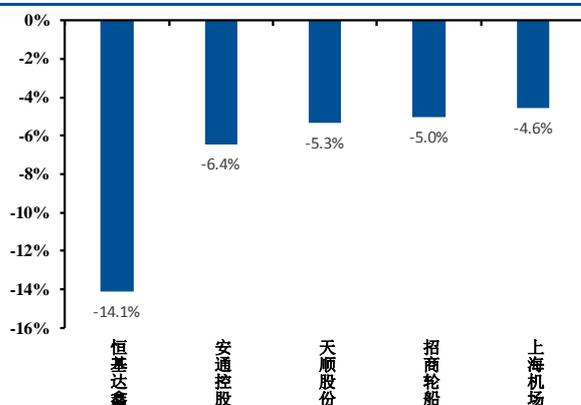
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：本周个股涨幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：本周个股跌幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、盈利预测与财务指标

表 5: 重点公司盈利预测表

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019/10/25	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601888	中国国旅	90.39	1.61	2.38	2.78	38.0	38.0	32.5	推荐
300144	宋城演艺	28.60	0.89	0.93	1.03	25.2	30.8	27.8	推荐
600009	上海机场	75.68	2.20	2.82	2.74	27.3	26.8	27.6	推荐
600115	东方航空	5.16	0.19	0.36	0.52	36.5	14.3	9.9	推荐
601111	中国国航	8.04	0.53	0.52	0.75	15.6	15.5	10.7	推荐
600029	南方航空	6.59	0.28	0.44	0.49	27.3	15.0	13.4	推荐
000089	深圳机场	10.09	0.33	0.29	0.39	23.9	34.8	25.9	谨慎推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 五、风险提示

经济下行拖累国内免税销售不及预期; 国人市内免税政策落地进展低于预期; 油汇负向波动。

## 插图目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 京福安徽公司管辖线路示意图.....	5
图 3: 公司业务流程.....	6
图 4: 与同行业公司相比公司毛利率显著占优.....	8
图 5: 南方航空客座率变动趋势 (%).....	9
图 6: 南方航空 ASK 变动趋势 (%).....	9
图 7: 南方航空 RPK 变动趋势 (%).....	9
图 8: 南方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%).....	9
图 9: 东方航空客座率变动趋势 (%).....	10
图 10: 东方航空 ASK 变动趋势 (%).....	10
图 11: 东方航空 RPK 变动趋势 (%).....	10
图 12: 东方航空 RPK-ASK 变动趋势 (%).....	10
图 13: 中国国航客座率变动趋势 (%).....	10
图 14: 中国国航 ASK 变动趋势 (%).....	10
图 15: 中国国航 RPK 变动趋势 (%).....	11
图 16: 中国国航 RPK-ASK 变动趋势 (%).....	11
图 17: 9 月快递业务收入完成 649.2 亿元, 同比+22.3%.....	11
图 18: 9 月快递业务量完成 56.0 亿件, 同比+25.0%.....	11
图 19: 9 月单票收入 11.6 元, 同比-2.2%.....	11
图 20: 9 月快递品牌集中度 CR8 为 81.8, 同比+0.4pct.....	11
图 21: 澳门博彩业毛收入及增速 (截止 2019 年 9 月).....	12
图 22: 澳门旅客人均博彩消费 (截止 2019 年 8 月).....	12
图 23: 本周申万休闲服务指数涨跌幅.....	13
图 24: 休闲服务行业本周个股涨跌幅.....	13
图 25: 本周申万交通运输行业指数涨跌幅.....	14
图 26: 本周个股涨幅前五.....	14
图 27: 本周个股跌幅前五.....	14

## 表格目录

表 1: 主要路网服务价格情况.....	7
表 2: 毛利率 (单位: 亿, %).....	7
表 3: 公司营业成本构成 (单位: 亿, %).....	7
表 4: 费用及所占营业收入比例 (单位: 亿, %).....	8
表 5: 重点公司盈利预测表.....	15

## 分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。