

航空行业点评

探究航空股“跨年行情”背后：双低双变；强调均值回归之路已开启，料将实现超额收益

推荐（维持）

- 统计发现：超额收益角度，近三年航空股有较强的“跨年效应”。**2016年至今年航空股（三大航）存在较强的“跨年效应”，区间为当年11月至次年3月。2016.11-17.03：三大航涨幅11.3%，超额收益7.7个百分点；2017.11-18.03：三大航涨幅16.3%，超额收益19个百分点；2018.11-19.03：三大航涨幅41%，超额收益18.4个百分点。
- 行情背后：双低双变，即股价位置低（当年4-10月跑输市场）、估值低（PB相对底部，奠定反弹基础）、预期变化（股价低+估值低隐含了预期低点，对次年三要素预期会存在变化）、事件性变化。**回顾发现：
 - 2016年：**估值低（1.4倍处于低位），预期变化（汇率走升+淡季不淡供需改善），事件性驱动（央企改革，民航混改）；
 - 2017年：**股价低（4-10月超额-7%），预期变化（淡季不淡供需改善），事件性强驱动（供给侧改革+客运价格市场化）；
 - 2018年：**股价低（4-10月超额-16%），估值低（1.2倍历史底部区域），事件性驱动（波音MAX停飞）。**2019年当前看，我们认为具备了三项条件：**股价低（4-10月超额-24%），估值低（1.3倍底部区域），预期变化（汇率存改善可能，需求存基数效应下回暖）。
- 强调观点：值回归之路自11月开启，航空板块有望实现超额收益。**11月1号我们发布报告，提出从需求和估值两个维度看待航空板块的均值回归。**1) 需求看：**今年1-10月行业旅客增速8.3%，明显低于均值11.1%（剔除最高与最低值后的均值），且为十年最低，低基数下的反弹或从11月开启并将延续至2020年年中；同时结构性看，国际维持高景气，国内增速较弱，我们认为因私出行仍可观，而公务需求某种程度上受制于此前的多项保障活动，因此释放节奏+低基数会共同造就行业需求增速开启回归之路。**2) 估值看：**a) **三大航**10年年度平均PB1.8倍，15年牛市之后平均PB中枢在1.6倍，当前国航1.3倍处于历史低水平且明显低于中枢。b) **吉祥航空：**横向比较春秋，低于春秋100亿市值，市值比为其73%，处于较低水平，纵向比较对应2020年15倍PE，低于自身18倍估值中枢，拐点之际被低估（注：考虑吉祥收购吉道航交易完成后将持有东航8.17%股权，未来派驻董事后可在2020年实现权益法核算）。
- 投资建议：三大航中优选国航，看好公务需求回暖后对其弹性的助力；吉祥航空：**我们认为公司业绩拐点已至，当前市值被明显低估；**春秋航空：**持续看好公司发展，处于竞争格局优化阶段，更能将低成本优势并化为业绩稳定性增长。
- 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		
中国国航	8.77	0.53	0.71	0.89	16.55	12.35	9.85	1.3	强推
吉祥航空	14.29	0.71	0.95	1.16	20.13	15.04	12.32	2.3	强推
春秋航空	41.84	2.16	2.61	3.03	19.37	16.03	13.81	2.9	强推
东方航空	5.21	0.29	0.43	0.55	17.97	12.12	9.47	1.3	强推
南方航空	6.71	0.32	0.55	0.71	20.97	12.2	9.45	1.3	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年11月25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

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	8	0.21
总市值(亿元)	4,006.97	0.65
流通市值(亿元)	2,867.15	0.64

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		0.05	-5.66	-0.24
相对表现		0.53	-13.57	-23.62



相关研究报告

《航空行业9月数据点评：国际线维持高景气，预计11月起行业增速将回暖》

2019-10-16

《航空行业点评：均值回归之路料将开启，航空板块有望实现超额收益》

2019-11-01

《航空行业10月数据点评：春秋客座率持续领跑，三大航合计客座率同比提升，强调均值回归之路料将自11月开启》

2019-11-15

目录

一、统计发现：超额收益角度，近三年航空股有较强的“跨年效应”.....	4
二、“跨年”行情背后：双低双变.....	4
三、均值回归之路已开启，料超额收益可期.....	9

图表目录

图表 1	三大航超额收益	4
图表 2	三大航与沪深 300 绝对涨跌幅	4
图表 3	三大航超额收益表现	5
图表 4	中国国航 PB	5
图表 5	三大航年度客公里收益	6
图表 6	国内综采成本	7
图表 7	布油走势	7
图表 8	行业旅客增速	7
图表 9	行业客座率	7
图表 10	三大航年度客公里收益	8
图表 11	南航逐季客公里收益	8
图表 12	南航 16-18 年座公里收益	8
图表 13	回顾近年来表现（2019 年为截止 11 月 25 日数据）	9
图表 14	回顾近年来表现（2019 年为截止 11 月 25 日数据）	9
图表 15	行业旅客增速 2010-2019	10
图表 16	行业客运量增速	10
图表 17	国内客运量增速	10
图表 18	国际客运量增速	10
图表 19	三大航 PB 估值	11
图表 20	中国国航 PB	11
图表 21	中国国航 PB	12

一、统计发现：超额收益角度，近三年航空股有较强的“跨年效应”

统计 2015 年牛市后，2016 年至今航空股（三大航）月度的表现，并与沪深 300 指数作比较，发现存在较强的“跨年效应”，时间区间为当年 11 月至次年 3 月。

16 年 11 月-17 年 3 月：三大航超额收益 7.7 个百分点

沪深 300 上涨 3.6%；三大航中，国航上涨 12.0%，南航上涨 12.4%，东航上涨 9.5%，均值 11.3%，较市场有 7.7 个百分点的超额收益；

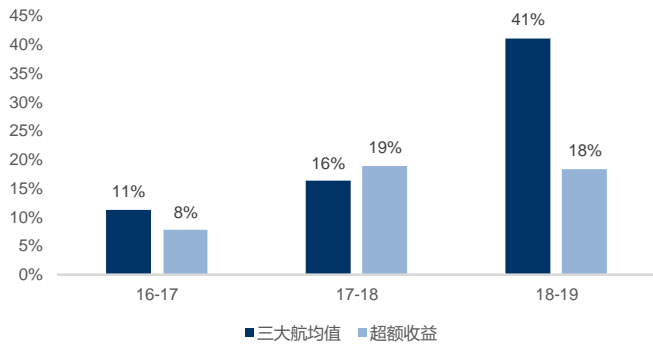
17 年 11 月-18 年 3 月：三大航超额收益 19 个百分点

沪深 300 下跌 2.7%；国航上涨 24.9%，南航上涨 19.4%，东航上涨 4.6%，均值 16.3%，较市场 19 个百分点的超额收益；

18 年 11 月-19 年 3 月：三大航超额收益 18.4 个百分点

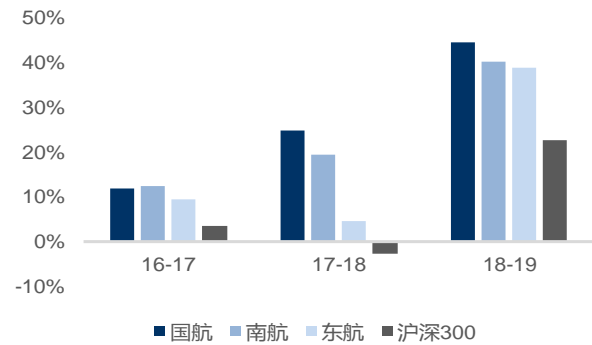
沪深 300 上涨 22.8%；国航上涨 44.5%，南航上涨 40.4%，东航上涨 38.8%，均值 41.2%，较市场有 18.4 个百分点的超额收益。

图表 1 三大航超额收益



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 三大航与沪深 300 绝对涨跌幅



资料来源：Wind，华创证券

最大涨幅来看：显著超过市场。

16-17 年跨年，沪深 300 上涨 11.9%，其中国航上涨 45.9%，南航 32.3%，东航 21.5%；

17-18 年跨年，沪深 300 上涨 21.4%，其中国航上涨 59.4%，南航 49.5%，东航 27.1%；

18-19 年跨年，沪深 300 上涨 36.9%，其中国航上涨 66.5%，南航 65.5%，东航 77.2%。

二、“跨年”行情背后：双低双变

- 1) 股价位置低：当年全年来看（11 月之前），属于跑输市场。
- 2) 估值低：PB 相对底部，奠定反弹基础。
- 3) 预期变化：股价低+估值低已经隐含了预期低点，对次年三要素的预期会存在变化。
- 4) 事件性变化。

1) 股价位置低: 当年看在 11 月之前是跑输市场

从 1-10 月累计来看, 16-18 年三大航涨幅分别为-15%、19%、-42%, 超额收益分别为-4%、-2%及-20%, 19 年 1-10 月涨幅 7%, 超额为-22%;

仅看 4-10 月涨跌幅, 16-18 年三大航涨幅分别为 9%、9%、-36%, 超额收益分别为 6%、-7%及-16%, 19 年 4-10 月下跌 23%, 超额-24%。

因此, 从 1-10 月或 4-10 月看, 均为明显跑输市场, 由此股价处于相对低位。

图表 3 三大航超额收益表现

	国航	南航	东航	沪深300	三大航平均	超额
1-10月						
2016	-12%	-15%	-17%	-11%	-15%	-4%
2017	33%	26%	-2%	21%	19%	-2%
2018	-38%	-48%	-39%	-22%	-42%	-20%
2019	10%	1%	9%	29%	7%	-22%
4-10月						
2016	10%	15%	4%	4%	9%	6%
2017	16%	10%	1%	16%	9%	-7%
2018	-36%	-41%	-30%	-19%	-36%	-16%
2019	-23%	-22%	-25%	0%	-23%	-24%

资料来源: Wind, 华创证券

2) 估值低位, 奠定反弹基础

PB 角度: 以国航为例, 16 年 11 月 PB1.4 倍左右, 17 年 1.6 倍, 18 年 1.2 倍, 19 年当前 1.3 倍, 同时基本上是当年相对较低的 PB 水平, 2016 年, 2018 年的 11 月所处的估值基本是全年最低点。

同时: 三大航 10 年年度平均 PB1.8 倍, 最低 PB1.15 倍, 最高 PB2.5 倍, 2015 年牛市之后的平均 PB 中枢在 1.6 倍, 当前 1.3 倍不到 (国航 1.3、东航 1.26、南航 1.26) 处于历史低水平且明显低于中枢。

图表 4 中国国航 PB



资料来源: Wind, 华创证券

3) 预期变化: 股价低+估值低已经隐含了预期低点, 对次年三要素的预期会存在变化

a) 油汇外部因素看, 对次年有向好预期

2016年11月: 油价全年上涨后预期温和, 汇率连续两年大贬后预期走升

油价从1月的30美元附近涨到50美元附近, 横盘了将近三个月, 市场对于油价预期比较温和,

而汇率则明显自2015年“811”汇改后连续两年均贬值超5%, 市场预期汇率或走升(事实上, 17年人民币出现了明显升值)

2017年11月: 油价50-60美金区间震荡, 汇率走升利好情绪。

油价全年温和, 而汇率在历经连续两年贬值后, 17年全年升值5.8%, 三大航17年合计汇兑收益67.29亿。

2018年11月: 油汇“双杀”的一年, 事后看油汇当时都处于阶段性最差的阶段, 市场预期次年油汇至少有一个因素明显好转及可带来可观的利润弹性。

汇率: 年中突发中美贸易摩擦, 汇率承压, 一度贬值接近7,

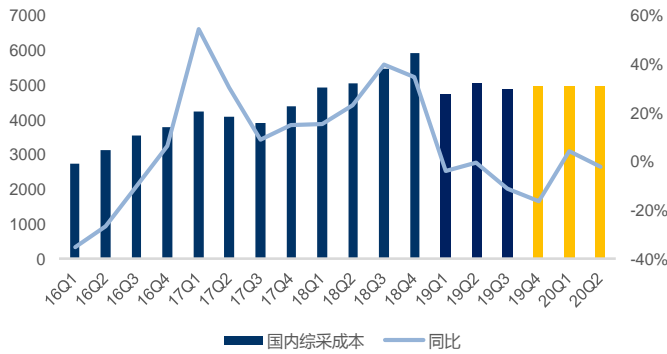
油价: 全年几乎单边上行, 多年未达征收标准的燃油附加费再度开征。

图表 5 三大航年度客公里收益



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 国内综采成本



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 布油走势

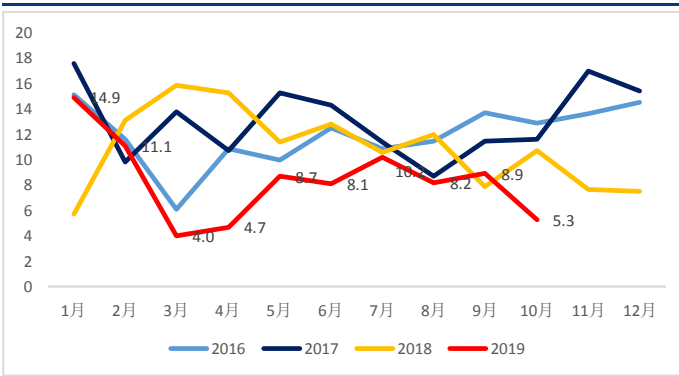


资料来源: Wind, 华创证券

b) 供需结构看: 淡季易超预期

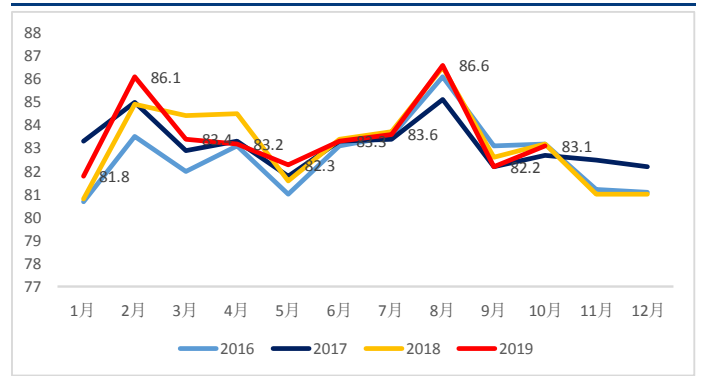
旅客增速淡季超预期: 16年11-12月, 17年11-12月, 行业旅客增速分别为13.6%、14.5%; 17%、15.4%;明显超过了1-10月11.5%及12.5%左右的增速。由此带来客座率的同比提升(1pct、2.2pct、1.3pct、1.1pct), 尤其2017年是在16年较高基数下完成的同比旅客高增速以及客座率提升。

图表 8 行业旅客增速



资料来源: Wind, 华创证券

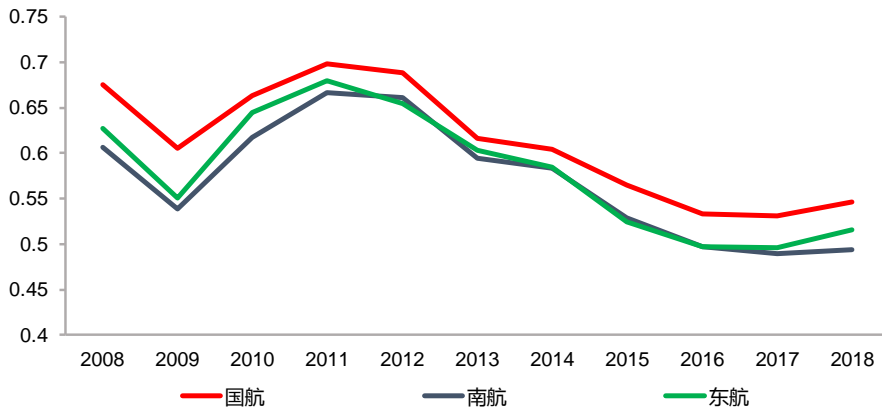
图表 9 行业客座率



资料来源: Wind, 华创证券

票价拐点逐步显现: 全民航 11-12 年票价达到顶点, 此后由于行业供给过度投放、国际航权争夺、竞争格局恶化等因素致使全行业票价/收益持续下行, 经过多年消化, 16-17 年开始票价拐点显现。

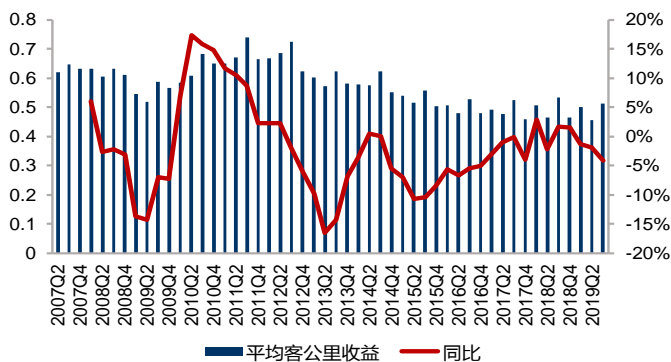
图表 10 三大航年度客公里收益



资料来源: 公司公告, 华创证券

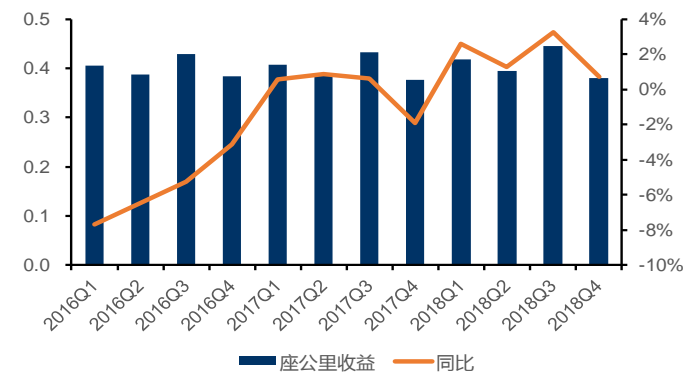
公司来看, 以南航为例, 16 年均呈现客公里收益跌幅逐季收窄, 收益转正可期。

图表 11 南航逐季客公里收益



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12 南航 16-18 年座公里收益



资料来源: 公司公告, 华创证券

4) 事件性变化驱动:

16-17 年: 驱动来自于央企改革, 民航与铁路列入混改的范围, 纳入第一批试点的东航集团在 16 年末领涨三大航。

17-18 年: 驱动来自行业控总量调结构的“民航业供给侧改革”+客运价格市场化 (2018 年 1 月落地)。控总量带来供需结构改善的预期, 而客运价格市场化则带来盈利能力提升的预期。

18-19 年: 驱动来自 19 年 3 月波音 MAX 事件发酵, 市场再度预期行业供给收缩。

图表 13 回顾近年来表现（2019 年为截止 11 月 25 日数据）

	平均涨幅	沪深300	超额收益	股价低位	估值低位	预期变化		事件性驱动
	三大航					外部	内部	
2016.11-17.03	11.3%	3.6%	7.7%		√	√	√	√
2017.11-18.03	16.3%	-2.7%	19.0%	√			√	√
2018.11-19.03	41.2%	22.8%	18.4%	√	√	√		√
2019.11-	2.3%	-0.2%	2.6%	√	√	√	√	

资料来源：Wind，华创证券

图表 14 回顾近年来表现（2019 年为截止 11 月 25 日数据）

区间	超额收益	股价低位（4-10月）		估值低位	预期变化		事件性驱动
	三大航	涨跌	超额	国航启动PB	油、汇：对次年存改善预期	供需：淡季易超预期	
2016.11-17.03	7.7%	9%	6%	1.4	油价：全年上涨后预期温和；汇率：连续两年大幅贬值后预期走升	旅客11-12月增速13.6%、14.5%，客座率同比1pct、2.2pct	央企改革，民航与铁路列入混改的范围
2017.11-18.03	19.0%	9%	-7%	1.6	油价50-60美金区间震荡，汇率走升利好情绪	旅客11-12月增速17%、15.4%，客座率同比1.3pct、1.1pct	“民航业供给侧改革”+客运价格市场化
2018.11-19.03	18.4%	-36%	-16%	1.2	经历油汇“双杀”的一年，预期次年至少一个因素向好	无	19年3月波音MAX事件对供给收缩产生预期
2019.11-	2.6%	-23%	-24%	1.3	油价温和，汇率存改善可能	基数效应下预计需求将持续回暖	

资料来源：Wind，华创证券

从前述回顾中，我们会发现

2016 年：估值低（1.4 倍处于低位），预期变化（汇率走升+淡季不淡供需改善），事件性驱动（央企改革，民航混改）

2017 年：股价低（4-10 月超额-7%），预期变化（淡季不淡供需改善），事件性强驱动（供给侧改革+客运价格市场化）

2018 年：股价低（4-10 月超额-16%），估值低（1.2 倍历史底部区域），事件性驱动（波音 MAX 停飞）

2019 年当前看，具备了三项条件：股价低（4-10 月超额-24%），估值低（1.3 倍底部区域），预期变化（汇率存改善可能，需求存基数效应下回暖）

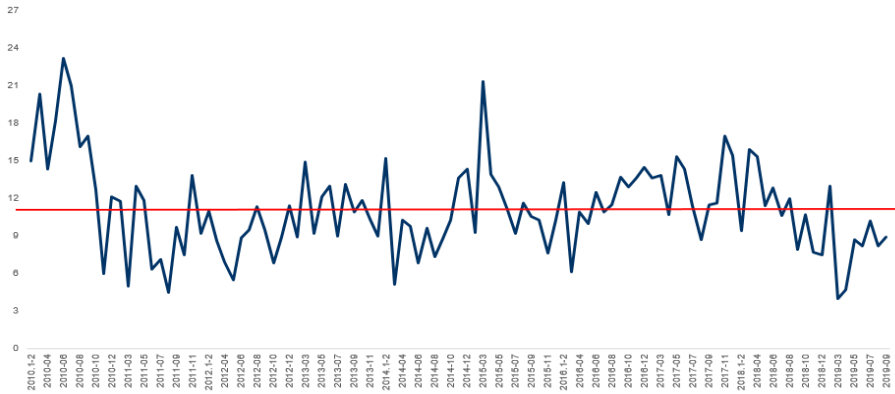
三、均值回归之路已开启，料超额收益可期

11 月 1 日我们发布行业报告《均值回归之路料将开启，航空板块有望实现超额收益》：提出观点将从需求以及估值两个维度看待均值回归：

需求端：11 月起需求将开启均值回归之路

年度看：2010-19 年行业旅客增速均值为 11.1%，2019 年 1-10 月增速仅为 8.3%，此前最低为 2012 年 8.9% 的增速，19 年与 12 年相同之处为经济下滑对行业的冲击，但不同之处在于 2012 年是高铁跨越式发展带来的分流（尤其 11 年中开通的京沪高铁），同时高油价也制约了航空公司的调节空间。因此我们认为十年最低的需求增速下会出现均值回归。

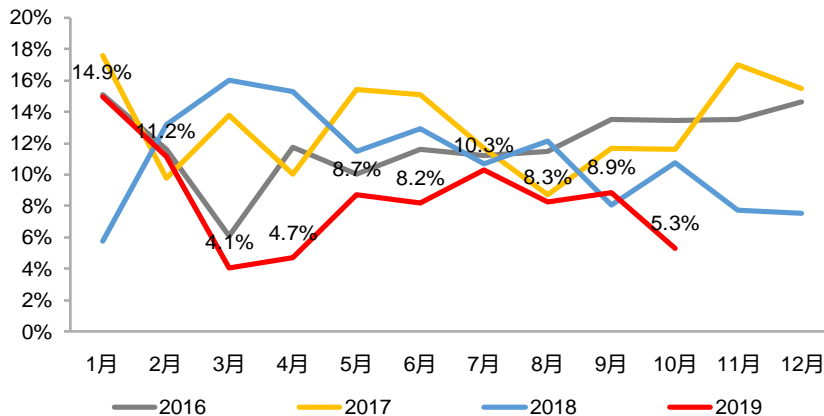
图表 15 行业旅客增速 2010-2019



资料来源: Wind, 华创证券

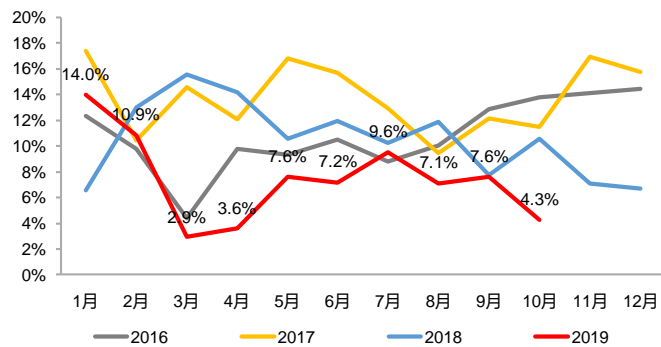
月度看,需求增速下台阶始于18年11月。18年1-10月行业旅客累计增速达到11.7%,但11月降至7.7%,12月7.5%,19年剔除春运外的3-4月分别为4%及4.7%的增速,我们认为月度的反弹或从11月开启,而一旦确认,则或将延续达半年时间。

图表 16 行业客运量增速



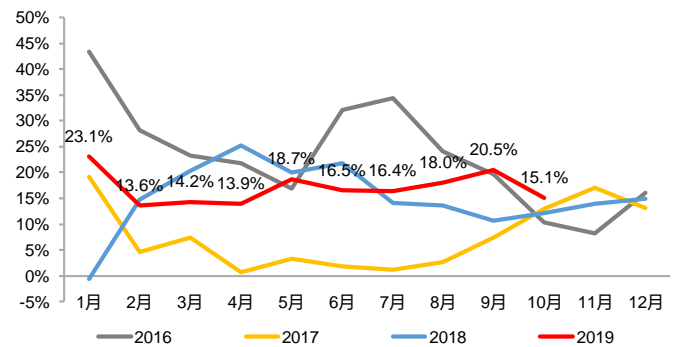
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 国内客运量增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 国际客运量增速



资料来源: Wind, 华创证券

分结构看：国际线维持 15% 以上的高景气，以及民营航空春秋吉祥的高增长反映了因私出行的基本盘仍可观；国内走弱的因素存在各项重大活动保障下对公务需求的影响（商务需求则还需关注经济活动），当前预计会逐步释放，我们认为释放节奏+低基数会共同造就行业需求增速开启回归之路。

估值：回归空间仍可观。

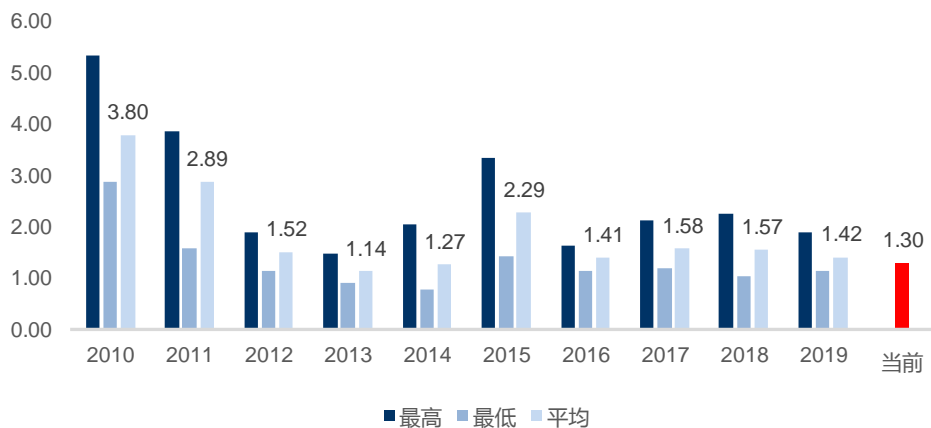
三大航 10 年年度平均 PB1.8 倍，最低 PB1.15 倍，最高 PB2.5 倍，2015 年牛市之后的平均 PB 中枢在 1.6 倍，当前 1.3 倍（国航 1.3、东航 1.26、南航 1.26）处于历史低水平且明显低于中枢。

图表 19 三大航 PB 估值

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	十年均值	五年均值	最新
最高市值/净资产（时点值）													
中国国航	5.36	3.88	1.89	1.50	2.05	3.36	1.65	2.15	2.27	1.91	2.40	2.27	
东方航空	7.17	3.91	2.19	1.95	2.84	5.23	2.44	2.28	2.30	1.99	3.05	2.85	
南方航空	4.77	3.12	1.69	1.24	1.68	4.22	2.03	2.53	2.44	1.82	2.06	2.61	
平均市值/净资产													
中国国航	3.80	2.89	1.52	1.14	1.27	2.29	1.41	1.58	1.57	1.41	1.74	1.52	1.30
东方航空	5.59	3.15	1.85	1.57	1.96	3.34	2.06	1.93	1.80	1.46	2.21	1.81	1.26
南方航空	2.98	2.39	1.32	0.94	1.07	2.47	1.64	1.77	1.74	1.45	1.73	1.72	1.26
最低市值/净资产（时点值）													
中国国航	2.88	1.59	1.15	0.90	0.77	1.43	1.14	1.21	1.05	1.14	1.20	1.19	
东方航空	4.12	1.97	1.41	1.19	1.03	1.71	1.66	1.75	1.14	1.11	1.40	1.47	
南方航空	2.07	1.35	0.98	0.73	0.62	1.10	1.28	1.42	1.04	1.21	1.10	1.21	

资料来源：Wind，华创证券

图表 20 中国国航 PB

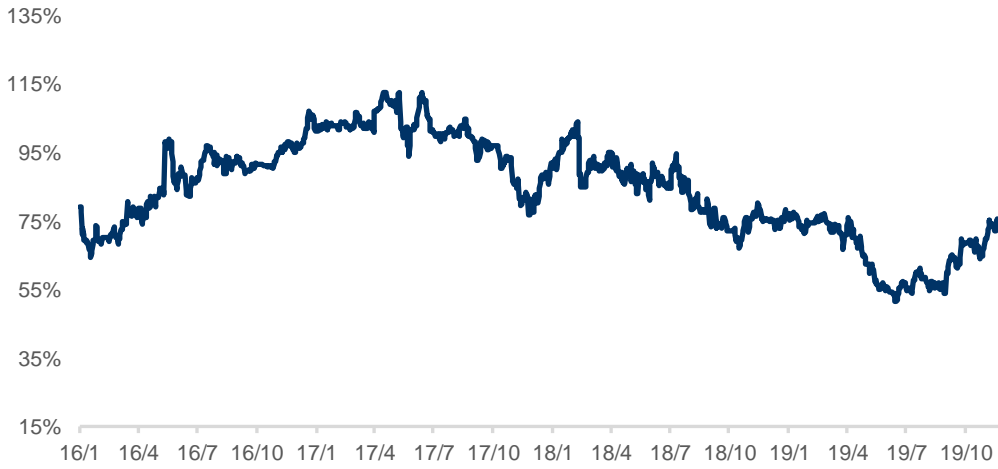


资料来源：Wind，华创证券

吉祥航空：

横向比较春秋，低于春秋 100 亿市值，市值比为其 73%，处于较低水平，上市以来均值为 85%，纵向比较当前对应 2020 年 14 倍 PE，低于自身 18 倍的估值中枢，拐点之际被低估（注：考虑吉祥收购吉道航交易完成后将持有东航 8.17% 股权，未来派驻董事后可在 2020 年实现权益法核算）。

图表 21 中国国航 PB



资料来源: Wind, 华创证券

投资建议:

三大航中优选国航, 看好公务需求回暖后对其弹性的助力;

吉祥航空: 我们认为公司业绩拐点已至, 当前市值被明显低估;

春秋航空: 持续看好公司发展, 处于竞争格局优化阶段, 更能将低成本优势并化为业绩稳定性增长。

风险提示:

油价大幅上升, 人民币大幅贬值, 经济大幅下滑。

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。

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	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@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
	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
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@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