

寒冬已过，春日可期

——交通运输行业2021年春季策略报告

2021年3月4日

- ❑ 2020年中外疫情分化改变行业短期格局，2021年交运各子行业将逐步走向均值回归。
- ❑ “疫情受益股”或将继续延续良好表现。集运、跨境供应链、货代等受益于中外疫情分化的交运公司，仍有较大概率在2021年维持较高景气度。而国内电商借助疫情期间网购需求的拉动，电商渗透率持续提升，快递公司也将持续收益。
- ❑ “疫情受害股”基本面将发生反转。从全球范围来看，虽然从疫苗接种到完全取消限制旅行的防控政策也需要较长时间，但客运相关交运公司的股价修复会在此过程中逐步完成，对于部分海外旅客出行相关收入占比较高的航空和机场公司，在2021年将会有较好表现。

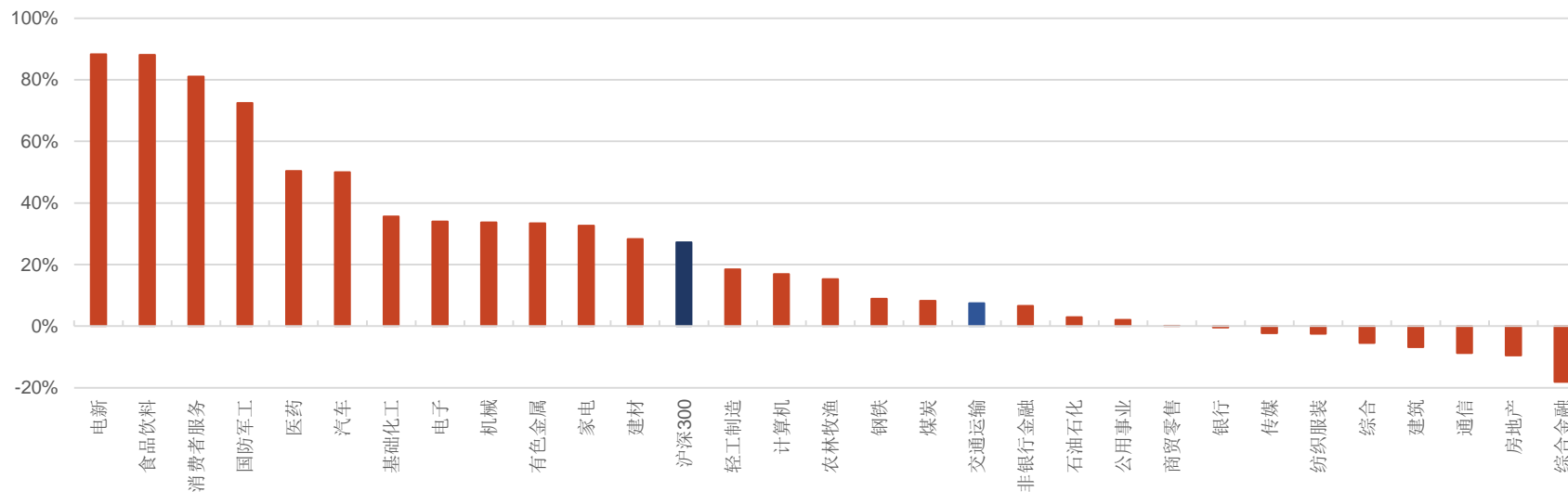
- 一、中外疫情分化边际改善，客运公司股价修复可期
- 二、快递：分化继续加剧，龙头地位稳固
- 三、航空机场：海外疫情缓解，盈利恢复确定
- 四、公路铁路：疫情影响有限，股价修复滞后
- 五、投资建议及重点公司介绍
- 风险提示

一、中外疫情分化边际改善，客运公司股价修复可期

1.1 行情回顾：2020年疫情影响整体表现，2021年初疫情反复带来扰动

◆ 2020年交通运输板块行情回顾：2020年全年，（中信）交通运输行业指数涨幅约为7.49%，落后于沪深300指数涨幅（27.21%），排名位于所有中信一级行业中位数以下。主要原因是新冠疫情对部分交运上市公司的业绩带来较大负面影响。

图：2020年交运板块涨幅位于中位数以下



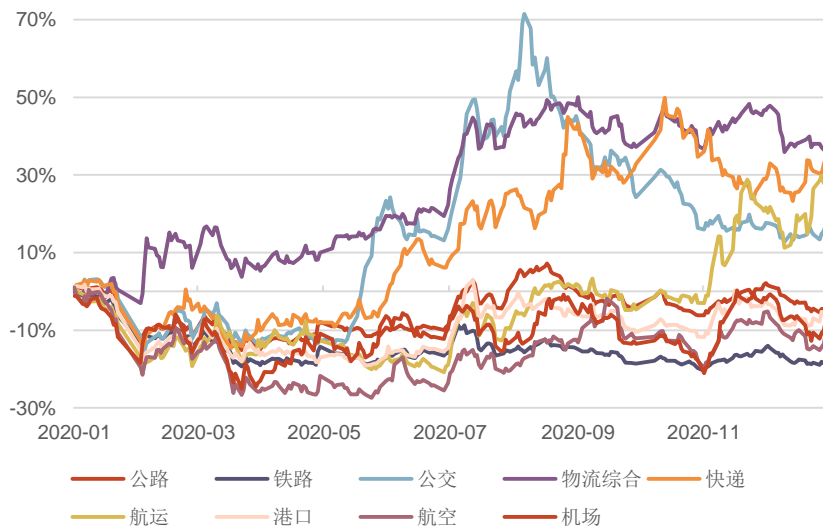
资料来源：wind，光大证券研究所

一、中外疫情分化边际改善，客运公司股价修复可期

1.1 行情回顾：2020年疫情影响整体表现，2021年初疫情反复带来扰动

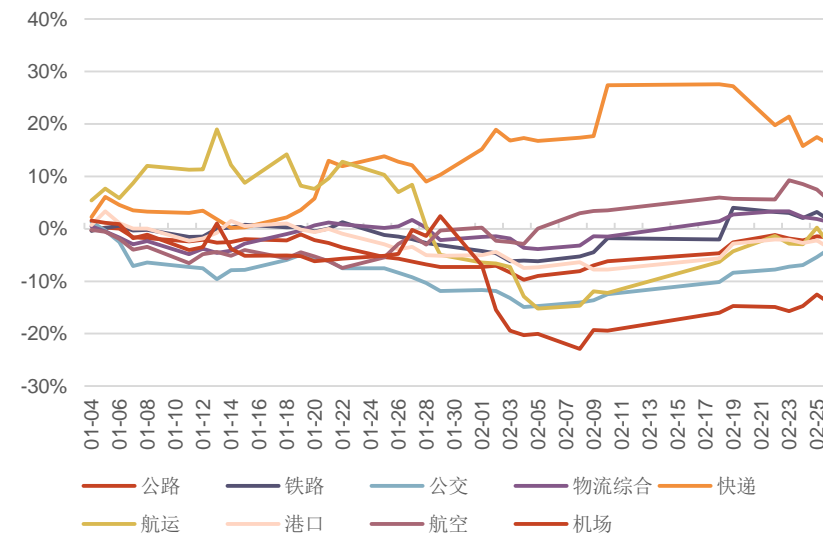
- ◆ 2020年全年，物流综合、快递、航运涨幅最大，中信三级行业指数分别上涨37.57%、34.43%、30.12%；铁路、航空、机场跌幅最大，中信三级行业指数分别下跌18.17%、10.83%、7.26%。
- ◆ 2021年前两月，快递、航空、铁路涨幅最大，中信三级行业指数分别上涨15.89%、5.12%、1.37%；机场、港口、公交跌幅最大，中信三级行业指数分别下跌14.38%、3.86%、3.64%。

图：2020年货运相关子行业涨幅较高



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2020年12月31日

图：2021年前两月各子行业波动较大



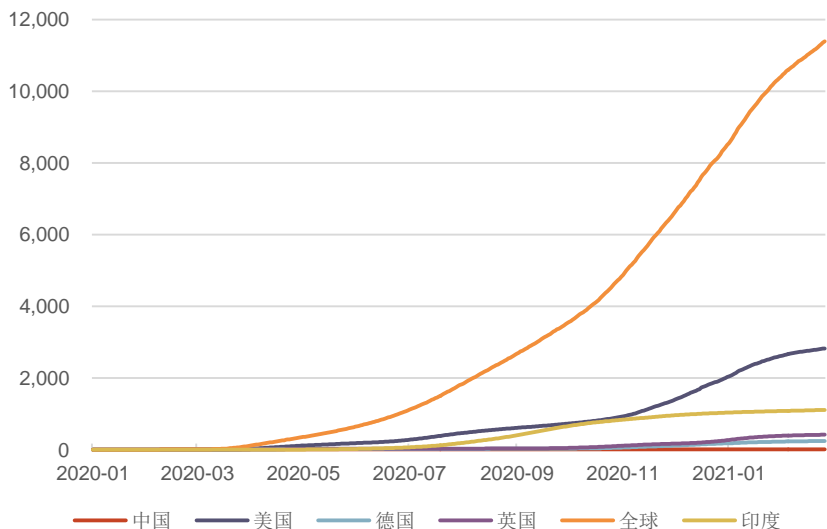
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年2月26日

一、中外疫情分化边际改善，客运公司股价修复可期

1.2 驱动因素：中外疫情分化改变行业短期格局，2021年将走向均值回归

- ◆ 2020年下半年，国内疫情控制的显著成效，海外呈现疫情继续扩散的态势，欧美主要国家由于无法严格执行隔离等防控措施导致新冠新增确诊人数仍在增加。
- ◆ 进入2021年。随着新冠疫苗的推进以及防控措施的升级，全球新冠新增确诊人数自2021年1月开始下降。

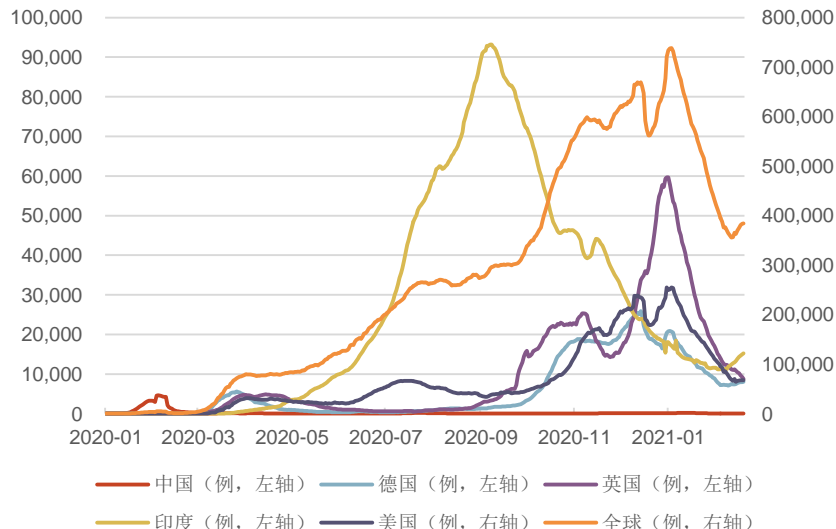
图：全球新冠累计确诊人数2020年下半年快速增加（单位，万人次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年3月1日

请务必参阅正文之后的重要声明

图：全球新冠新增确诊人数自2021年开始快速下降（单位，万人次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年3月1日

1.2 驱动因素：中外疫情分化改变行业短期格局，2021年将走向均值回归

◆ 中外疫情的分化，对交运各子行业的短期格局带来如下影响：

1、客运业务：国内疫情防控得力，国内客运需求显著恢复；海外疫情扩散导致防输入压力仍在，国际客运供需一直处于低位。

2、货运业务：国内疫情防控得力，全行业已完成复工复产，国内货运需求快速恢复；海外疫情扩散导致部分制造业订单转移至国内，增加了国内、海外的货运需求。

◆ 受此影响，涉及海外客运业务的交运公司仍有一定经营压力，特别是航空、机场公司等重资产公司，国内需求的恢复无法完全消化大量的固定成本开支，盈利能力难以恢复；而货运类公司，尤其是经营海外货运业务的集运、供应链、货代等公司，整体保持较高景气度；另外国内疫情期间隔离政策带来的网购需求，也在继续推动快递行业快速增长。

◆ 疫情给交运各子行业生产经营带来的短期影响是影响公司股价变动的核心因素。整体来看，2020年各交运公司的股价走势直接反映了疫情带来的机遇和冲击，特别是在2020年下半年中外疫情分化的大背景下，“疫情受益股”与“疫情受害股”分化的程度不断加剧。

1.3 2021年春季投资主线

- ◆ 展望2021年，新冠疫情对行业格局的影响仍然是影响客运公司股价变动的主导因素。不过随着新冠疫苗研发和制造不断推进，2021年全球大范围接种是确定性事件。在新冠疫情逐渐受到控制的预期下，“疫情受益股”与“疫情受害股”的分化将边际改善。
- ◆ “疫情受益股”或将延续良好表现。考虑到海外各国从疫苗接种到全面复工复产仍需要较长时间，集运、跨境供应链、货代等受益于中外疫情分化的客运公司，仍有较大概率在2021年维持较高景气度。而国内电商借助疫情期间网购需求的拉动，电商渗透率持续提升，快递公司也将持续收益。
- ◆ “疫情受害股”基本面将发生反转。从全球范围来看，虽然从疫苗接种到完全取消限制旅行的防控政策也需要较长时间，但客运相关客运公司的股价修复会在此过程中逐步完成，对于部分海外旅客出行相关收入占比较高的航空和机场公司，在2021年将会有较好表现。

二、快递：分化继续加剧，龙头地位稳固

2.1、行业竞争格局剖析：自营加盟到底谁会胜出

2.1.1、高端件自营快递公司优势明显

◆ 顺丰的时效件为公司贡献了大部分收益，公司未来能否保证时效件的竞争优势非常重要。从竞争对手的业务布局来看，圆通、中通都通过投资全货机来进入高端时效件市场。长期来看，顺丰高端时效件竞争优势明显，主要原因如下：

1、自营快递公司综合服务质量高于加盟快递公司。加盟快递公司仅自持中转中心，收派两端通过加盟商对接终端客户，这种加盟方式使得公司对收派两端的掌控力较弱，几乎无法形成统一的服务标准，很难达到自营快递公司高端时效件的综合服务质量。

2、高端快递产品本来就包含品牌溢价。顺丰的时效件经过多年运营，已经在大部分（潜在）客户心里树立起良好口碑，通达系主要快递业务以价格较低的电商件为主，在品牌定位比较稳定的竞争格局下，通达系只能通过价格优势争取高端时效件用户，但高端时效件本身对快递价格的敏感性较低，有较强的支付能力。

3、顺丰的资本开支仍未停止。除了投资其他新业务，顺丰近期重点投资了鄂州机场。鄂州机场位于中国中南地区，是我国第一个、目前唯一获批建设的专业国际货运枢纽机场。按照计划，鄂州机场将采用“航空货运枢纽+龙头航空物流企业”的国际主导模式，预计在2021年底，或2022年初投入运行。根据规划，鄂州机场建成后，在1000公里半径内、1.5小时飞行圈可覆盖5大国家级城市群，有望实现快递包裹国内24小时到达。而加盟快递公司目前仅有圆通、韵达涉足全货机业务，机队规模较顺丰也有较大差距。

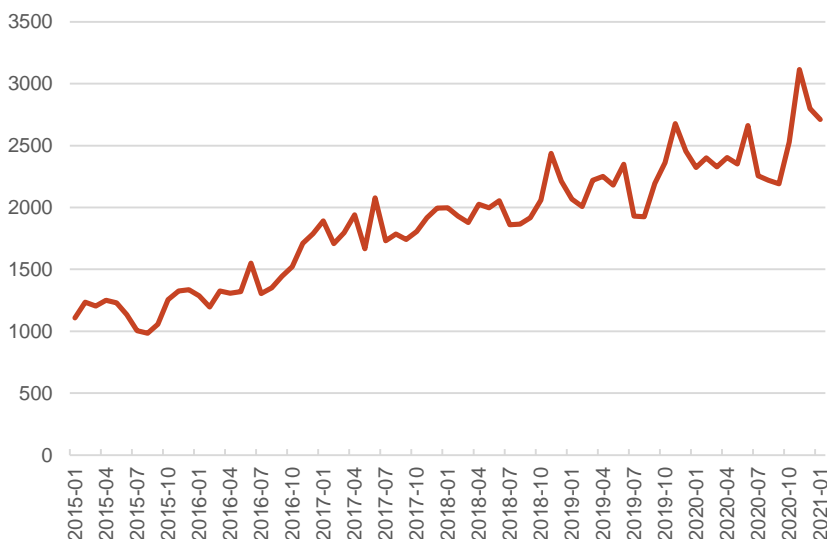
二、快递：分化继续加剧，龙头地位稳固

2.1、行业竞争格局剖析：自营加盟到底谁会胜出

2.1.2、电商消费升级对高端快递价格不敏感

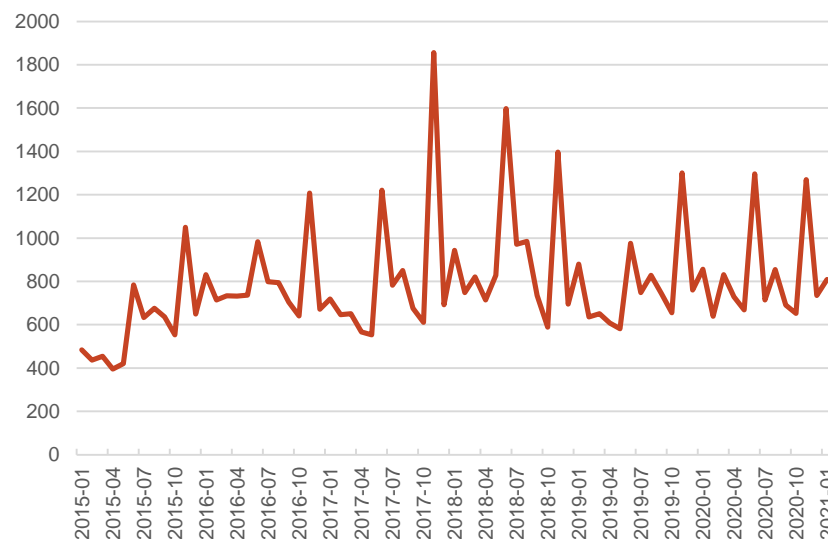
- ◆ 在消费品时效快递需求的推动下，顺丰的时效件单量仍能维持较高增速。尽管消费品时效件的单价可能略低于传统意义的时效件，但考虑到时效件运输本来就存在一定的空载率，消费品时效件增加的边际成本也处于较低水平，综合来看消费品时效件的盈利贡献依然可观。

图：电商渠道手机销售平均单价不断提高（单位：元/件）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据仅统计天猫及京东平台的线上渠道总和，数据截至2021年1月

图：电商渠道手机销售量保持稳定（单位：万件）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据仅统计天猫及京东平台的线上渠道总和，数据截至2021年1月

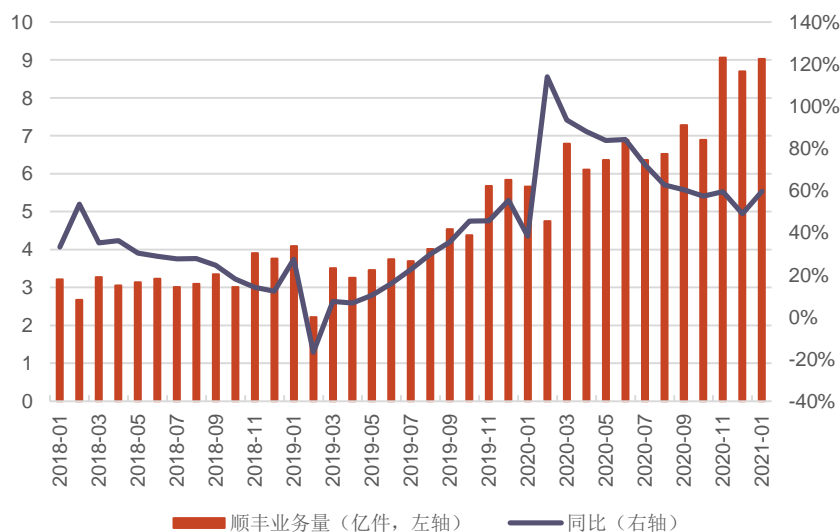
二、快递：分化继续加剧，龙头地位稳固

2.1、行业竞争格局剖析：自营加盟到底谁会胜出

2.1.3、全产业布局维护高端市场优势

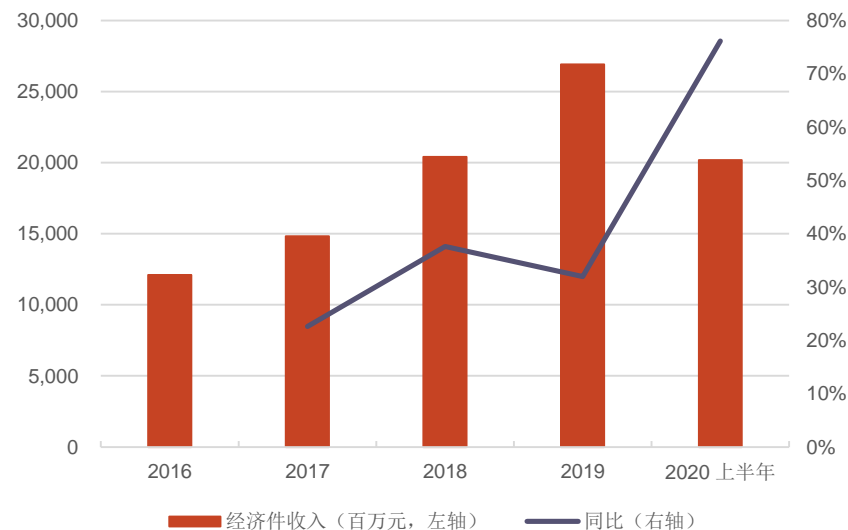
◆ 顺丰发力电商特惠件的直接后果是进一步加剧了快递行业价格战。虽然快递行业整体保持较高增速，但单件收入降幅较大，在电商件价格不断下探的大背景下，通达系公司只能将主要的资源投入在保持和提高整体市场份额，无暇冲击顺丰的高端时效件市场，进而维护顺丰的高端时效件业务收益。

图：顺丰控股业务量保持较快增长



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

图：顺丰控股经济件收入大幅增长



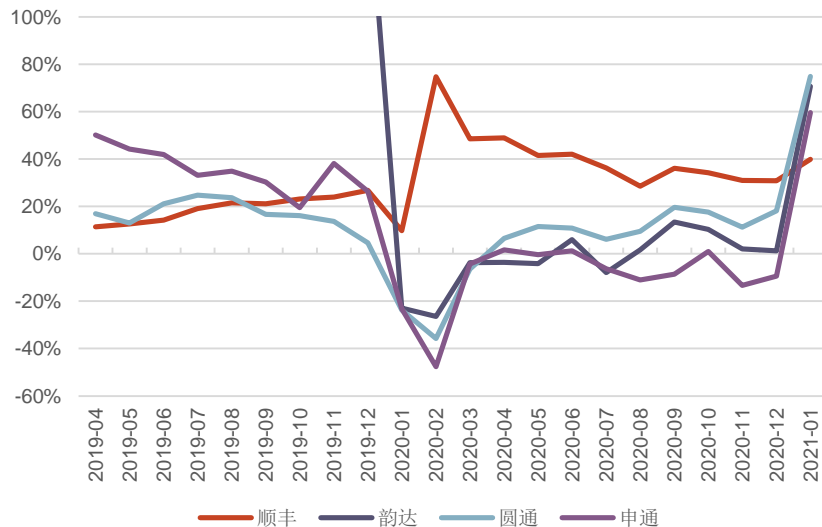
资料来源：公司公告，光大证券研究所

二、快递：分化继续加剧，龙头地位稳固

2.2、2021年行业研判：顺丰龙头地位稳固，通达系分化继续加剧

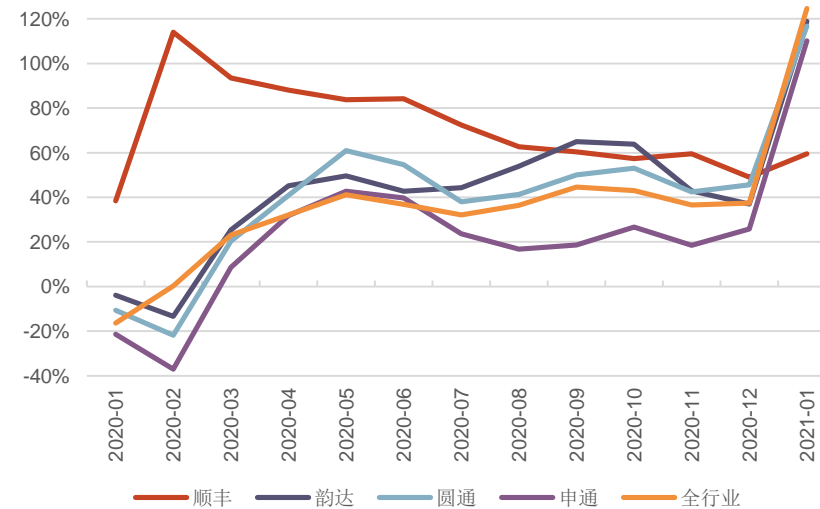
- ◆ 顺丰竞争优势明显，龙头地位稳固。顺丰作为自营快递公司的代表，时效件业务的护城河在不断加深，尽管顺丰的时效件单价也存在下行压力，但公司经营规模扩张带来的规模效应也很明显，由于顺丰绝大多数时效件、特惠件是并网运行，单量的上涨不仅带来了时效件单位成本的下降，同时也分摊了部分特惠件的运输成本。整体来看，随着消费品时效件占比不断提升，2021年顺丰时效件业务仍能保持较快增速，同时依托电商特惠件以及其他产品的市场下探，顺丰龙头地位依然稳固。

图：顺丰控股月度物流收入保持较快增长



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

图：顺丰控股快递业务量增速保持较高水平



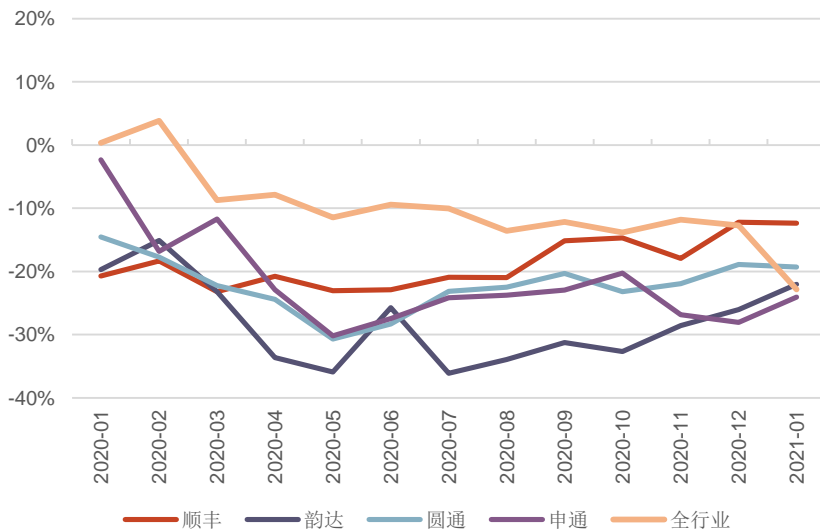
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

二、快递：分化继续加剧，龙头地位稳固

2.2、2021年行业研判：顺丰龙头地位稳固，通达系分化继续加剧

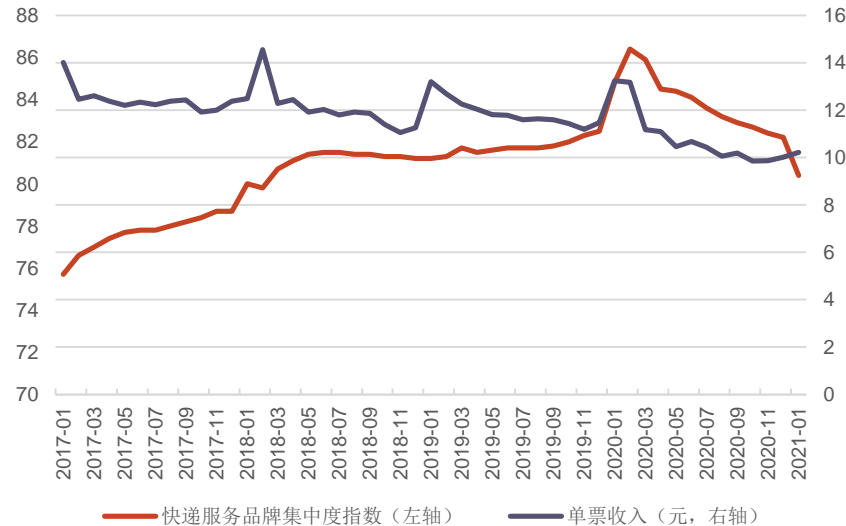
- ◆ 通达系分化加剧，行业短期难以出清。由于快递行业保持较高增速，仍吸引新的资本进入（比如极兔速递）。通过观察快递行业CR8指数，我们发现除了疫情期间市场集中度有所提升，2020年6月以后CR8指数逐月下降。在主要快递公司单价大幅下降的背景下，CR8指数不升反降，说明市场竞争依然激烈。
- ◆ 但由于阿里与通达系公司都有股权合作，合理推断未来相关通达系公司将承接淘宝天猫的大部分快递业务。在阿里的支持下，未来通达系公司即使出现股权方面的整合，实际产能短期也难以出清。

图：顺丰控股单件收入下地幅度较小



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

图：疫情后快递行业CR8并未随单件收入的下降继续提升



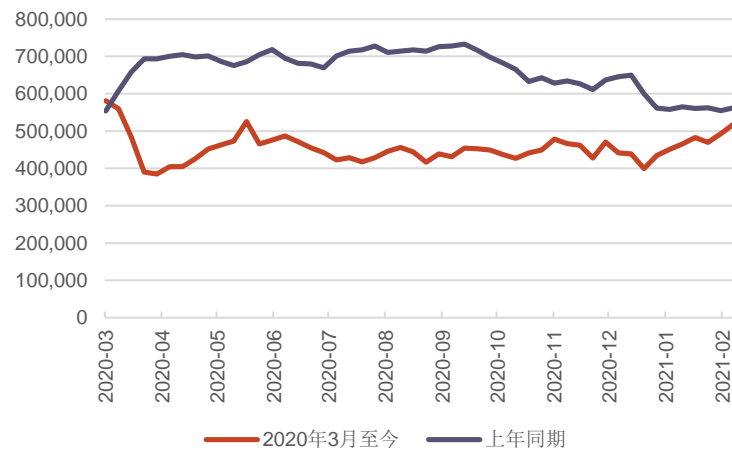
资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

三、航空机场：海外疫情缓解，盈利恢复确定

3.1 疫情结束后，居民出行习惯不会改变

- ◆ 参考美国2020年3月至2021年2月居民出行数据，虽然1-25英里的出行人数一直处于低位，但大于100英里的出行人数在2020年8月出现快速增长，随后在大多数时间高于上年同期水平，这说明居民远距离出行需求存在刚性。疫情结束后，航空需求将快速恢复。
- ◆ 我们用美国机场安检人数占美国出行总人数的比例来分析美国居民远距离出行的交通工具选择，发现2020年新冠疫情期间，美国机场安检人数占比一直处于低位，与大于100英里的出行人数的波动出现较大背离，这说明美国居民在新冠疫情期间的远距离出行选择航空的人数较少，这与美国居民害怕被传染新冠的心态相匹配。

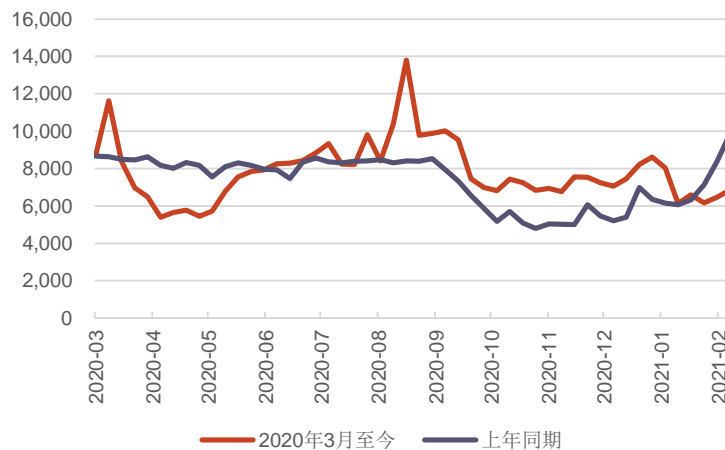
图：美国（1-25英里）出行人数大幅减少（单位：万人）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至2021年2月7日

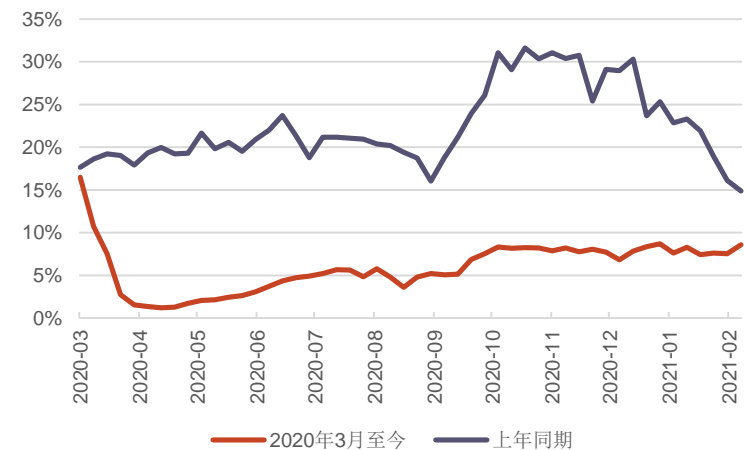
请务必参阅正文之后的重要声明

图：美国（大于100英里）出行人数快速恢复（单位：万人）



资料来源：美国交通部，光大证券研究所，数据截至2021年2月7日

图：疫情期间美国安检人数占比处于低位



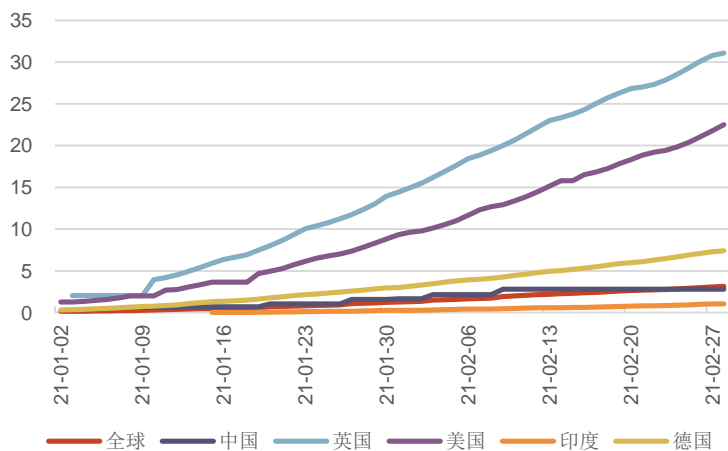
资料来源：美国交通部，光大证券研究所，计算方式为美国机场安检人数除以美国出行总人数，数据截至2021年2月7日

三、航空机场：海外疫情缓解，盈利恢复确定

3.2、2021年行业研判：海外需求逐步复苏，龙头公司弹性较大

- ◆ 疫苗全球范围接种、海外疫情逐步得到控制、不同国家/地区放开旅行限制、海外旅行需求恢复，以上四大事件将在2021年同步发生，“疫情受害股”基本面将发生反转。
- ◆ 随着“旅客信心”恢复以及限制旅行措施的解除将逐步兑现，航空机场公司盈利能力将逐步恢复，其中海外航线相关收入贡献较高的龙头公司（中国国航、上海机场等）弹性较大。

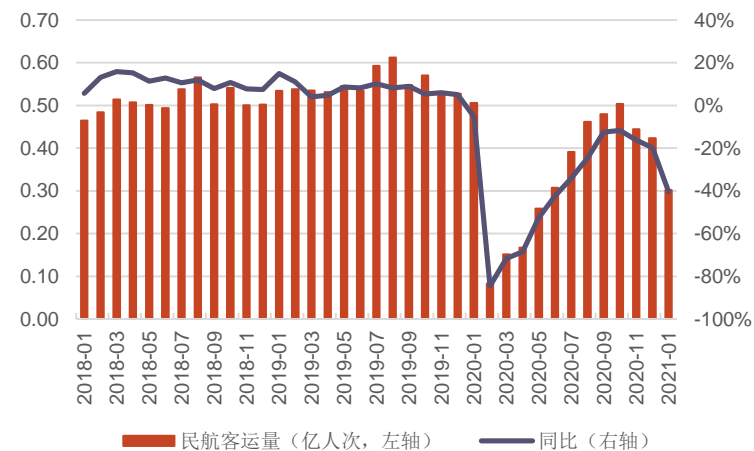
图：每百人新冠疫苗接种量稳步上涨（单位：剂次）



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年2月28日

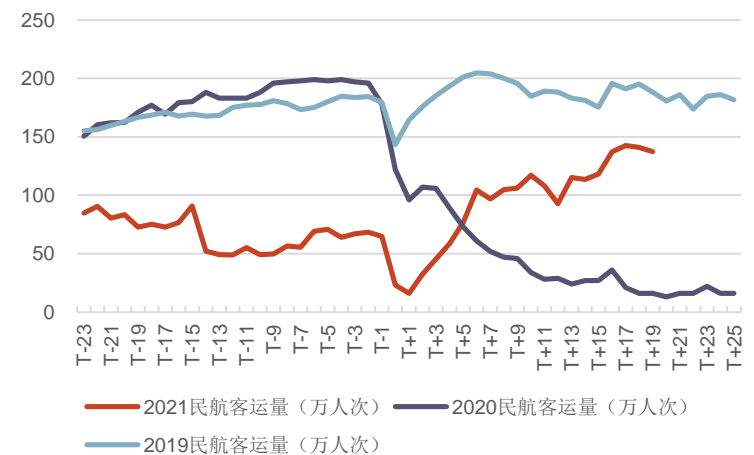
请务必参阅正文之后的重要声明

图：民航客运量迎来二次探底



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

图：2021年春运后期民航旅客发送量快速恢复



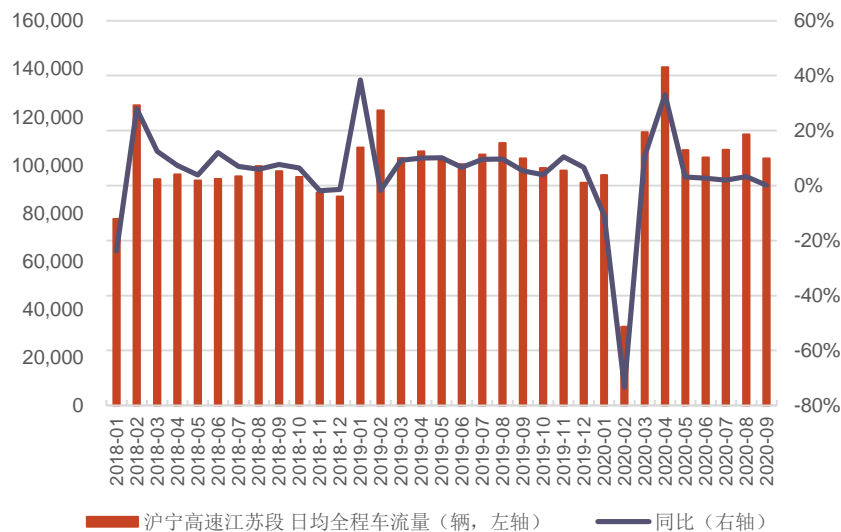
资料来源：交通运输部，光大证券研究所测算，数据截至2021年3月2日，T日为农历除夕，2020年、2019年数据均为农历同期。

四、公路铁路：疫情影响有限，股价修复滞后

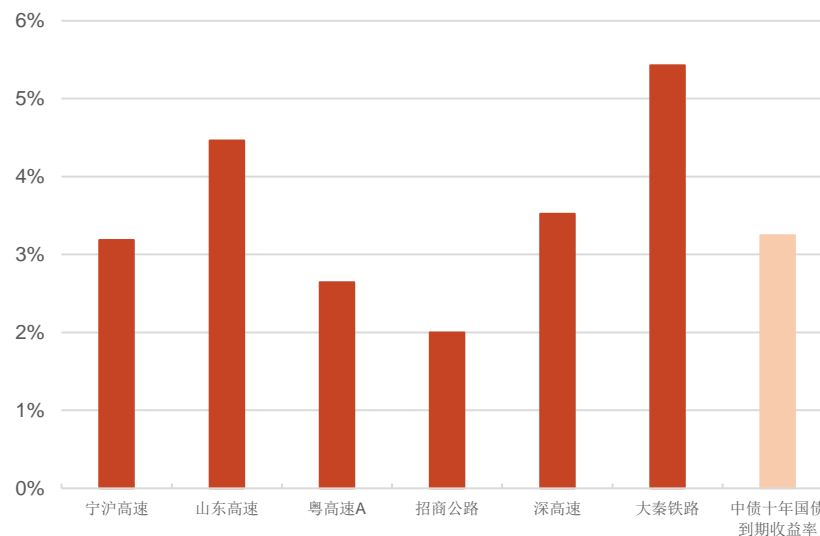
4.1 股息率逻辑导致股价修复落后于基本面修复

- ◆ 国内疫情防控效果较好，高速公路公司2020年下半年车流量显著恢复。但高速公路公司整体股价修复落后于基本面修复。铁路板块中大秦铁路情况与收费公路公司相似，大秦线2020年6月货运量已实现正增长。
- ◆ 公路铁路公司的类固收属性，导致相关公司投资逻辑的关注点在股息率上。在类固收属性的公路铁路公司2020年盈利下滑的情况下，假设分红率不变，相关公司2021年股息率的相对吸引力就会下降。我们估算宁沪高速、深高速、山东高速、招商公路、粤高速A、大秦铁路等公司2021年分红后的股息率，公司盈利采取wind一致预期，假设分红率与2019年年报分红率相同，六家公司股息率较十年期国债无风险收益率并无明显优势。

图：沪宁高速（江苏段）车流量快速恢复



图：重点公路铁路公司股息率并无明显优势



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2020年9月

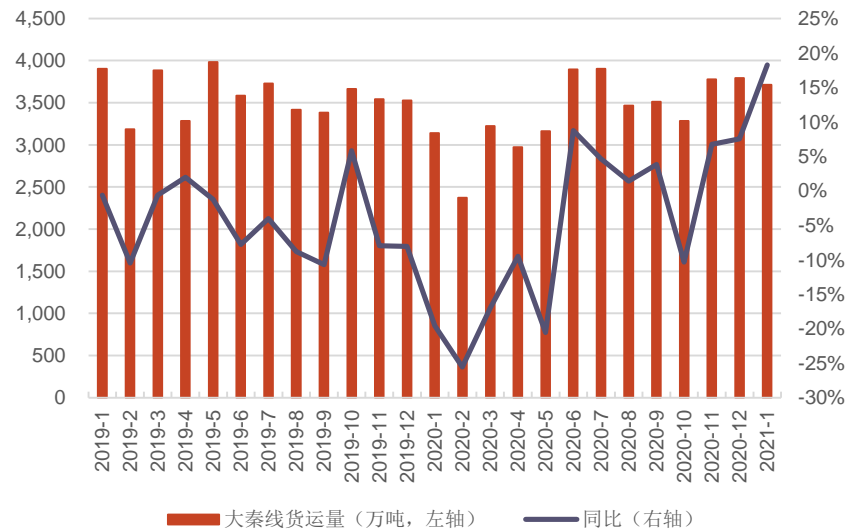
资料来源：股价取自2021年3月2日收盘价，2021年盈利预测取自wind一致预期，假设各公司分红率与2019年年报分红率相同

四、公路铁路：疫情影响有限，股价修复滞后

4.2 2021年行业研判：公路公司重回稳定增长，铁路客运公司基本面继续修复

- ◆ 高速公路公司大都持有比较优质的路产，特别是布局在北上广区域的收费公路公司（宁沪高速、深高速等），依托相关收费公路区位优势，需求已基本恢复，2021年将重回稳定增长。但在股息率投资视角下，高速公路公司相对较好的投资机会可能在2021年下半年。
- ◆ 在“旅客信心”基本恢复的情况下，随着国内经济的复苏，铁路客运需求也将逐步回升，进而带动京沪高铁、广深铁路的业绩修复。同时我们也看到京沪高铁票价改革也在逐步推进，长期来看，铁路运价市场化改革将进一步拉动需求，增加铁路公司的业绩弹性。

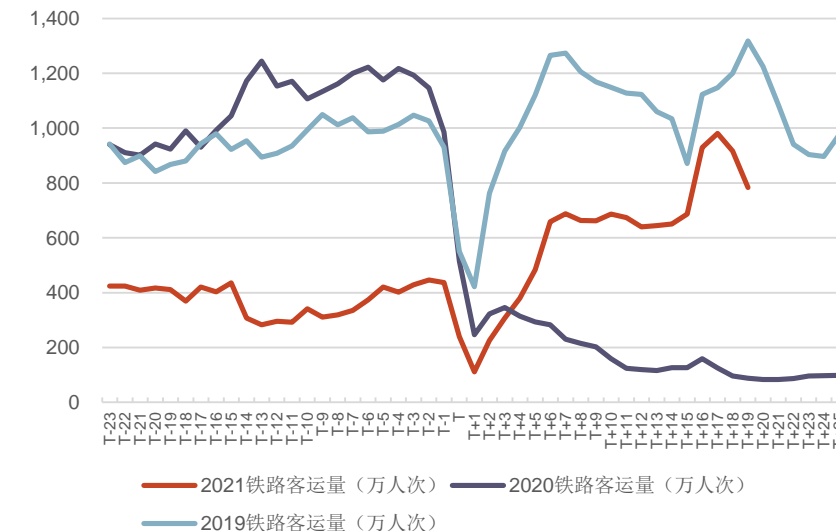
图：大秦线货运量快速恢复



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2021年1月

请务必参阅正文之后的重要声明

图：2021年春运后期铁路旅客发送量快速恢复



资料来源：交通运输部，光大证券研究所测算，T日为农历除夕，2020年、2019年数据均为农历同期。

五、投资建议及重点公司介绍

展望2021年，“疫情受益股”或将继续延续良好表现，“疫情受害股”基本面将发生反转；国内中高风险地区清零，海外疫苗接种稳步推进，客运需求恢复趋势明确。我们维持行业“增持”评级，推荐龙头地位稳固并持续发力物流全产业链布局的顺丰控股；推荐受益于后疫情时代海外出行需求复苏的中国国航以及竞争优势已得到充分验证的春秋航空。建议关注持续受益于集运价格上涨的中远海控、支线业务稳定增长的华夏航空。

五、投资建议及重点公司介绍

6.1、顺丰控股（002352.SZ）-继续发力物流全产业链布局

- ◆ 主要逻辑：公司电商特惠件、时效件有望保持较快增长；公司募集资金用于产能改造和扩张，有助于保持公司竞争力；收购嘉里物流将带来网络协同效应，同时帮助公司扩展海外市场。
- ◆ 盈利预测及评级：暂不考虑增发以及收购嘉里物流的影响，我们维持公司20-22年eps分别为1.72、2.20、2.71元，维持公司“买入”评级。
- ◆ 风险提示：网络购物增速下滑，导致快递行业增速下滑；物流中心爆仓，将带来区域性快递单量减少，及客户流失；行业竞争超预期，将导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；
时效件收入增长低于市场预期。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 90,943 | 112,193 | 154,549 | 190,659 | 230,995 |
| 营业收入增长率 | 27.92% | 23.37% | 37.75% | 23.36% | 21.16% |
| 净利润（百万元） | 4,556 | 5,797 | 7,855 | 10,016 | 12,332 |
| 净利润增长率 | -4.50% | 27.23% | 35.51% | 27.52% | 23.12% |
| EPS（元） | 1.03 | 1.31 | 1.72 | 2.20 | 2.71 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.46% | 13.66% | 14.37% | 15.87% | 16.78% |
| P/E | 95 | 75 | 57 | 45 | 36 |
| P/B | 11.9 | 10.2 | 8.2 | 7.1 | 6.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年3月4日

五、投资建议及重点公司介绍

6.2、中国国航（601111.SH）-最艰难的时刻已过去

- ◆ 主要逻辑：随着新冠疫苗接种稳步推进，航空出行需求恢复确定，公司基本面将在2021年发生反转；一旦海外航空需求恢复，公司盈利弹性较大。
- ◆ 盈利预测及评级：我们维持公司20-22年eps分别为-1.05、-0.04、0.36元，考虑到海外航空需求将逐渐恢复，维持公司“增持”评级。
- ◆ 风险提示：新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 136,774 | 136,181 | 63,541 | 99,837 | 135,518 |
| 营业收入增长率 | 12.70% | -0.43% | -53.34% | 57.12% | 35.74% |
| 净利润（百万元） | 7,336 | 6,409 | -14,436 | -611 | 4,908 |
| 净利润增长率 | 1.33% | -12.65% | - | - | - |
| EPS（元） | 0.51 | 0.44 | -1.05 | -0.04 | 0.36 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 7.87% | 6.85% | -18.43% | -0.79% | 5.94% |
| P/E | 17 | 19 | - | - | 23 |
| P/B | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年3月4日

五、投资建议及重点公司介绍

6.3、春秋航空（601021.SH）-母公司全年实现盈利，长期竞争优势再确认

- ◆ 主要逻辑：监管不断放松，有利于公司竞争优势“变现”；凭借运营端、成本端的竞争优势，公司生产经营快速恢复；随着海外需求逐渐恢复，公司未来盈利有望实现稳定增长。
- ◆ 盈利预测及评级：我们维持公司20-22年eps分别为-0.65、1.15、2.14元，维持公司“增持”评级。
- ◆ 风险提示：新冠肺炎疫情持续时间、范围超出预期；宏观经济下行影响航空需求下行；油价、汇率波动影响航空公司盈利；空难等事故发生降低旅客乘机需求。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 13,114 | 14,804 | 9,293 | 13,745 | 16,768 |
| 营业收入增长率 | 19.54% | 12.88% | -37.22% | 47.90% | 21.99% |
| 净利润（百万元） | 1,503 | 1,841 | -594 | 1,053 | 1,965 |
| 净利润增长率 | 19.12% | 22.50% | - | - | 86.58% |
| EPS（元） | 1.64 | 2.01 | -0.65 | 1.15 | 2.14 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 11.28% | 12.24% | -4.18% | 6.89% | 11.46% |
| P/E | 39 | 32 | - | 56 | 30 |
| P/B | 4.5 | 3.9 | 4.2 | 3.9 | 3.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年3月4日



宏观经济下行影响上市公司盈利。宏观经济下行会带来全社会客运、货运需求下行，虽然具有区位优势的交通公司受到的冲击较小，但仍可能出现业绩低于预期的情况。



海外疫情持续时间超预期影响海外航线需求。海外疫情持续时间超预期将严重影响海外出行需求的恢复，给航司、机场盈利带来负面影响。



中美贸易摩擦以及中美航权争端影响国际航线需求。如果中美贸易摩擦以及中美航权争端继续加剧，将中美航线等国际航线需求，给航司、机场盈利带来负面影响。



油价汇率巨幅波动影响航空公司盈利。油价上升会提高航空公司运营成本，人民币兑美元贬值会给航空、航运公司带来汇兑损失，直接影响上市公司净利润。



机场免税店收入增长缓慢。如果机场海外航线旅客吞吐量、或免税店人均消费金额增长缓慢，机场免税收入增长可能会低于市场预期。



公司分红率下降导致股息率大幅下降。铁路公司、高速公路公司可能由于新的资本开支或其他原因而减少未来分红率，进而导致股息率大幅下降。

衷心 感谢

光大证券研究所



交通运输研究团队

程新星

🔗 执业证书编号: S0930518120002

☎ 电话: 021-52523841

✉ 邮件: chengxx@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。