

暑运进入后半程，民航局大幅放宽国际航班熔断门槛

核心观点

- **暑运进入后半程，总体表现低于去年同期。**1) **航班量**：7月日均航班量10088班，同比下降19.4%，环比上升42.1%；2) **旅客量**：7月旅客量预计3441.4万人次，日均111.0万人次，同比下降29.9%，国内旅客量恢复至19年的65%；3) **高频数据**：7月以来航班量总体在万班左右震荡，8月延续7月走势；4) **票价角度**，7月经济舱平均价格约686元，同比下降12.3%。整体7月来看，暑运第一周经济舱平均票价均高于2021年，第二周开始经济舱票价普遍低于2021年，主要由于疫情散发影响。5) **展望**：进入8月，一方面三亚等旅游热门地疫情导致当地暑运提前结束，另一方面上海等地疫情和中高风险区域“清零”，预计后续航班量将快速恢复。整体预计全行业8月暑运后半段仍在万班左右水平震荡。
- **国际航班恢复重大利好，民航局大幅放松熔断门槛和周期。**民航局于8月7日起对国际定期客运航班熔断措施进行优化调整：对确诊旅客人数达到5例的航空公司单一入境航班，当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数4%时，暂停运行1周；当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数8%时，暂停运行2周。熔断的航班量不得调整用于其他航线。影响来看：1) **熔断门槛大幅放松，对宽体机更为友好**，以常规宽体机和80%客座率计算，确诊数达到8-11个时熔断，相比此前规定的5个显著放松，且灵活性较强，对于座位更多的大型宽体机更为友好；2) **熔断周期大幅缩短，提升国际航班恢复确定性**。熔断周期由此前2周和4周，缩短为1周和2周，相应的有助于减少航班熔断数量和航班波动，提升国际航班恢复确定性。
- **行业跟踪**：1) 公路货运：8月整车货运指数同比下降21.0%；2) 快递：8月快递件量同比增长4.6%；3) 铁路货运：8月货运量同比增长2.3%；4) 航空货运：航班量较4月下旬增长10.2%；5) 航运：SCFI周下跌3.8%，今年以来均值上涨36.7%
- **行情回顾**：本周（2022/8/1-2022/8/7）沪深300下跌3.2%，交通运输板块下跌2.1%，在申万31个一级行业中排名第15。三级子行业中，三级子行业中，仅机场板块上涨7.2%，其他板块均下跌，其中高速公路（-4.3%）、公路货运（-4.2%）和仓储物流（-3.5%）跌幅前三。

投资建议与投资标的

- **1) 航空**：长期坚定看好航空大周期弹性，市场或低估航空供给侧威力。短期政策向好，板块催化显著。**供给端**：飞机供给低速增长，行业大幅降速明确，当前市场或并未充分认识到航空供给侧各环节所面临的困难，并低估其最终影响程度；**需求端**：需求强韧性，无需对后疫情航空需求过度担忧；**价格弹性**：供需反转推动全局量价齐升。短期疫情负面冲击逐步收敛，多重利好催化，政策不断向好，行业总体恢复确定性强。建议关注龙头**中国国航**，以及民营航空**春秋航空**、**吉祥航空**、**华夏航空**，此外三大航中表现明显更好的**南方航空**，以及相对低位**的中国东航**。
- **2) 快递**：把握行业驱动力演变，布局高壁垒品种。我们认为在电商行业增速中枢下移背景下，快递企业从量到质，从单一到多元，从“基础货物运输服务”到“供应链重塑者”，才是快递行业长远发展的最终路径，也是快递企业真正的“决胜点”所在。建议关注政策与基本面共振，单票价格和盈利已持续显著改善的通达系快递，关注**韵达股份**、**圆通速递**、**申通快递**；此外关注**顺丰控股**，公司成本管控效果逐步兑现，鄂州机场全面投运，公司有望迎来新一轮发展机遇和增长曲线。

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、政策不及预期、油价和汇率大幅波动风险、相关假设测算偏差风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

交通运输行业

报告发布日期

2022年08月07日



证券分析师

刘阳

liuyang6@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522030001

相关报告

- 经营租赁到期潮叠加供应链和产能瓶颈，2022-07-25
市场或低估航空供给侧威力
- 疫情影响消减，行业收入件量环比回升，2022-07-19
通达系单票价格同比大幅增长：——快递行业6月数据点评
- 把握行业确定性恢复，布局高弹性和高壁垒品种：交通运输行业2022年中期策略报告，2022-06-14

目录

暑运进入后半程，民航局大幅放宽国际航班熔断门槛	4
暑运进入后半程，总体表现低于去年同期	4
国际航班恢复重大利好，民航局大幅放松熔断门槛和周期	6
行业跟踪	8
公路货运：8月整车货运指数同比下降 21.0%	8
快递：8月快递件量同比增长 4.6%	9
铁路货运：8月货运量同比增长 2.3%	10
航空货运：当前航班量较 4 月下旬下滑 8.3%	10
航运：SCFI 周下跌 3.8%，今年以来均值上涨 36.7%	11
行情回顾	12
投资建议	13
风险提示	14

图表目录

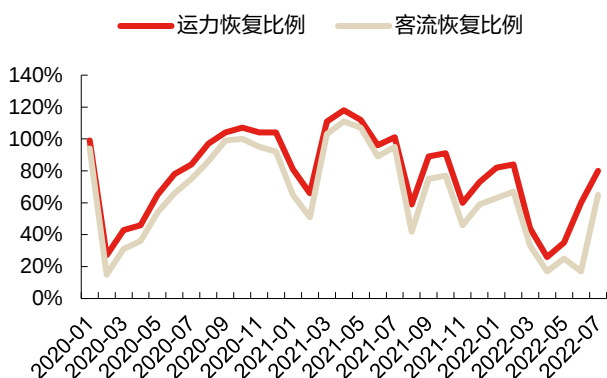
图 1：民航国内运力及客流恢复比例（相比 2019 年）	4
图 2：1-7 月旅客运输量及同比（万人次）	4
图 3：客运航班量日趋势（班次）	4
图 4：7 月 TOP20 航司执飞航班量及同比	5
图 5：7 月经济舱平均票价（元）日趋势	5
图 6：7 月暑运民航旅客热门流入目的地	5
图 7：今年以来上海本土阳性病例数（例）	6
图 8：今年以来三亚确诊病例数（例）	6
图 9：国际客运航班熔断措施政策调整	7
图 10：近三个月以来港澳台地区及国际航线执行客运航班量日趋势（班）	7
图 11：全国整车货运流量指数	8
图 12：公共物流园吞吐量指数	9
图 13：快递分拨中心吞吐量指数	9
图 14：快递揽收量（亿件）	9
图 15：快递投递量（亿件）	9
图 16：铁路货运量（万吨）	10
图 17：全国货运航班数量（班）	10
图 18：浦东离港航空货运价格指数	11
图 19：SCFI 指数	11
图 20：CCFI 指数	11
图 21：BDI 指数	12
图 22：CBFI 指数	12
图 23：申万一级行业表现	12
图 24：交运子行业周涨幅	13
图 25：交运子行业年涨幅	13

暑运进入后半程，民航局大幅放宽国际航班熔断门槛

暑运进入后半程，总体表现低于去年同期

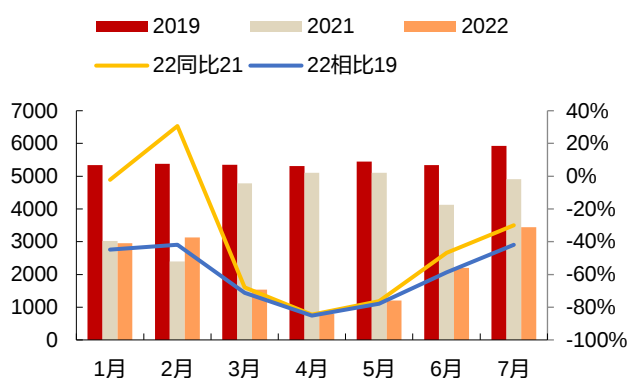
根据航班管家数据，7月1-31日即暑运前半段，民航预计运输旅客量3441.4万人次，日均111.0万人次，同比2021年下降29.9%，国内旅客量恢复至2019年的65%。7月民航执行客运航班量近31.3万班次，日均航班量10088班次，同比2021年下降19.4%，环比6月上升42.1%，主要得益于暑运学生流、探亲流、自由行旅客增多。但由于国内疫情多点散发，民航旅客量、航班量均不如2021年暑运同期。

图1：民航国内运力及客流恢复比例（相比2019年）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

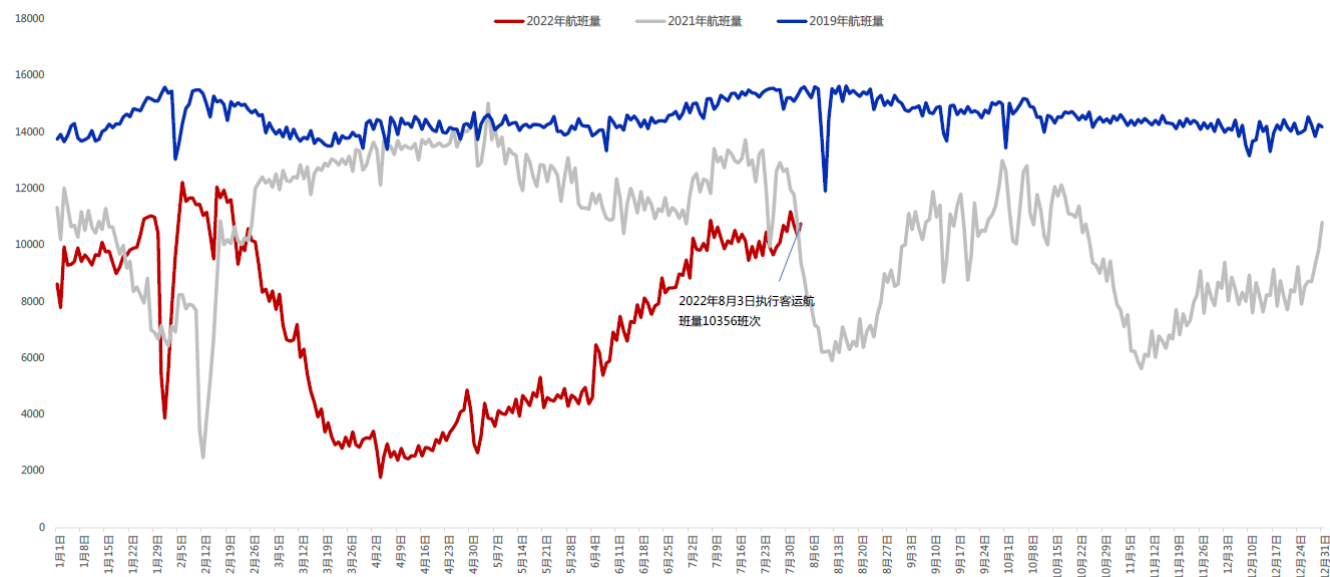
图2：1-7月旅客运输量及同比（万人次）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

日度来看7月以来航班量总体在万班次左右震荡，同期21年7月总体维持在12000-13000班次左右，此后7月末由于疫情冲击全行业航班量快速下行，今年8月以来航班量已超去年同期，8月3日航班量10356班，同比21年增长15.0%。同比19年下滑30.7%。

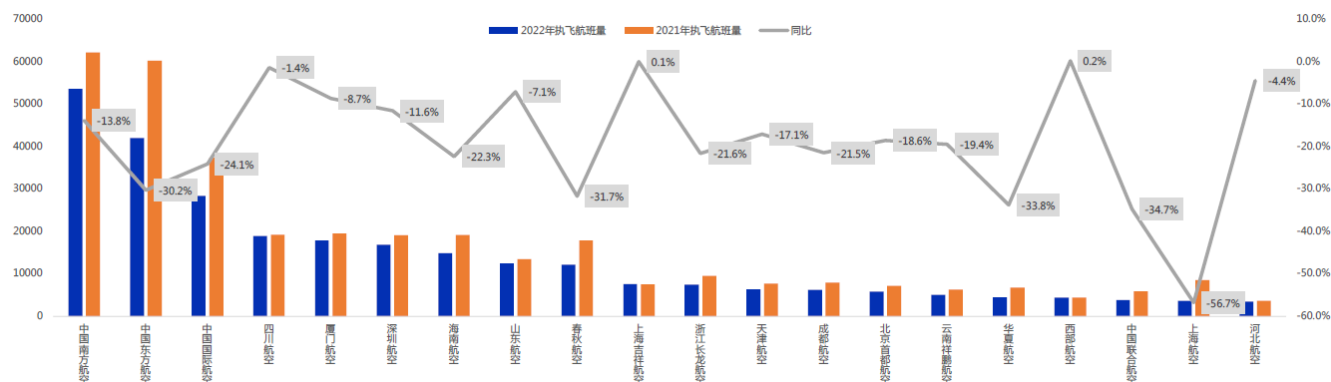
图3：客运航班量日趋势（班次）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

航司角度，三大航中南航表现更好，航班量同比 21 年下降 13.8%，国航、东航分别下降 24.1% 和 30.2%，此外中西部航司如四川航空、西部航空表现较好，主要由于当地疫情较为缓和。

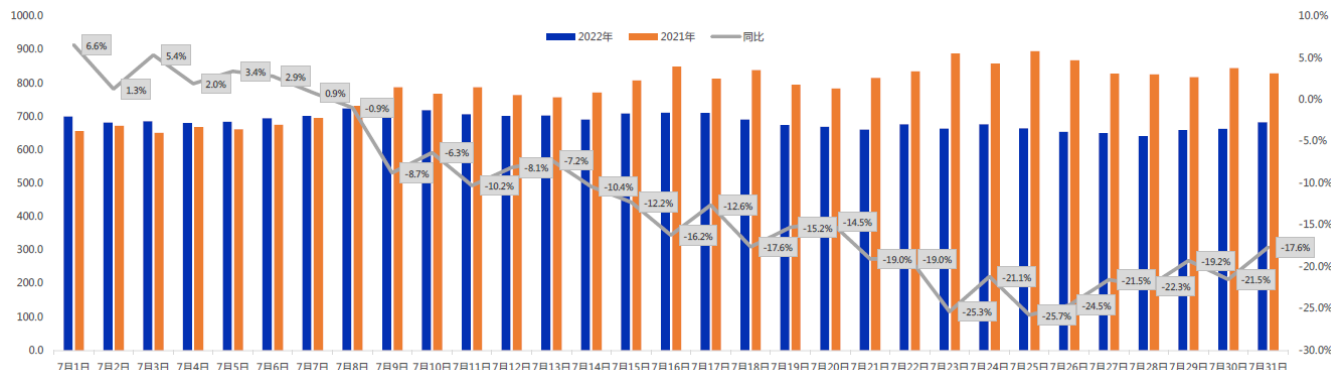
图 4：7 月 TOP20 航司执飞航班量及同比



数据来源：航班管家、东方证券研究所

票价角度，7 月经济舱平均价格约 686 元，同比 2021 年下降 12.3%。整体 7 月来看，暑运开始第一周的经济舱平均票价均高于 2021 年，第二周开始经济舱票价普遍低于 2021 年，主要由于疫情散发影响。

图 5：7 月经济舱平均票价（元）日趋势

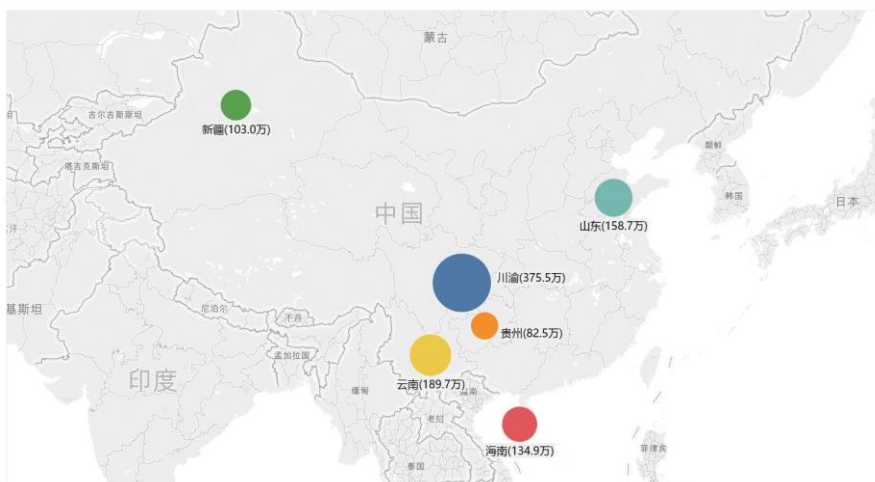


数据来源：航班管家、东方证券研究所

利用率角度，7 月民航客机队利用率为 5.5 小时/天，其中宽体客机 2.2 小时/天，窄体机 6.0 小时/天，宽体机飞机利用率同比 2021 年下降了 61.1%。

客流流向来看，热门旅游省份客流明显回升，川渝地区为最热门目的地，预估流入旅客近 375.5 万人次，其次为云南预估流入旅客量 189.7 万人次，山东预估流入旅客量 158.7 万人次，海南旅客流入量居于第四位。

图 6：7 月暑运民航旅客热门流入目的地



数据来源：航班管家、东方证券研究所

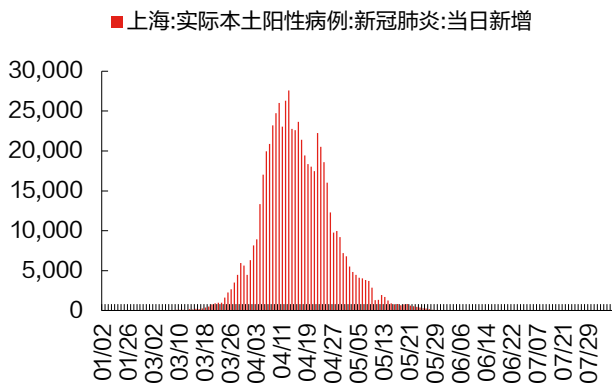
总体来看，7月暑运表现虽大幅好于上半年，但仍显著低于去年同期：

航班量：日均 10088 班，同比下降 19.4%；

旅客量：日均 111 万人次，同比下降 29.9%，恢复至 19 年的 65.0%；

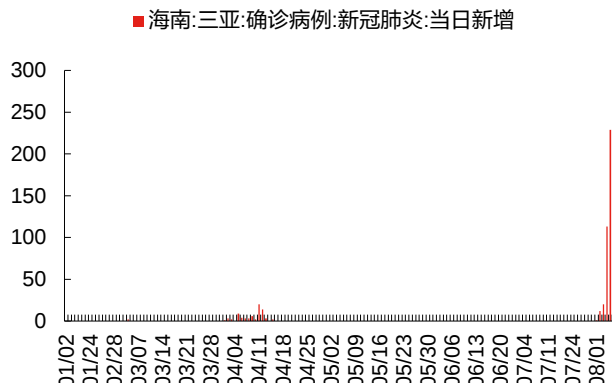
进入 8 月，一方面三亚等旅游热门地疫情导致当地暑运提前结束，另一方面上海等地疫情和中高风险区域“清零”，预计后续航班量将快速恢复。整体预计全行业 8 月暑运后半段仍在万班左右水平震荡。

图 7：今年以来上海本土阳性病例数（例）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：今年以来三亚确诊病例数（例）



数据来源：Wind、东方证券研究所

国际航班恢复重大利好，民航局大幅放松熔断门槛和周期

为高效统筹疫情防控和经济社会发展，促进中外人员往来和对外交流合作，科学精准做好疫情防控工作，民航局于 8 月 7 日起对国际定期客运航班熔断措施进行优化调整。

调整后的熔断措施为：对确诊旅客人数达到 5 例的航空公司单一入境航班，当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数 4% 时，暂停运行 1 周；当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数 8% 时，暂

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

停运行 2 周。熔断的航班量不得调整用于其他航线。

自 20 年 6 月民航局实施国际客运航班熔断政策以来，进行了多次调整：

图 9：国际客运航班熔断措施政策调整

单一入境航班确诊旅客人数	达到5例	达到10例	达到30例	熔断措施结束后
2020/6/4	暂停该公司该航线运行1周	暂停该公司该航线运行4周		恢复至每周1班航班计划
2020/12/16	暂停该公司该航线运行2周	暂停该公司该航线运行4周		恢复至每周1班航班计划
2021/4/29	1) 航班熔断措施：自航班入境的第四周起，暂停运行2周，并取消奖励航班； 2) 控制客座率：自航班入境的第四周起，限制该航班以不高于40%的客座率运行4周，并取消奖励航班； 自主选择其中一个措施，若再次触发，则执行快速熔断（同此前规定）	自航班入境的第四周起暂停该航班运行4周，并取消奖励航班，如连续两班确诊旅客人数分别达到10例的，当周立即熔断，暂停该航班运行4周，累计暂停运行8周		按照不高于75%客座率运行，连续3周确诊旅客人数为0的，取消75%客座率限制，并可依程序申请奖励航班
2022/8/7	对确诊旅客人数达到5例的航空公司单一入境航班，当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数4%时，暂停运行1周；当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数8%时，暂停运行2周。熔断的航班量不得调整用于其他航线。			

数据来源：民航局、东方证券研究所

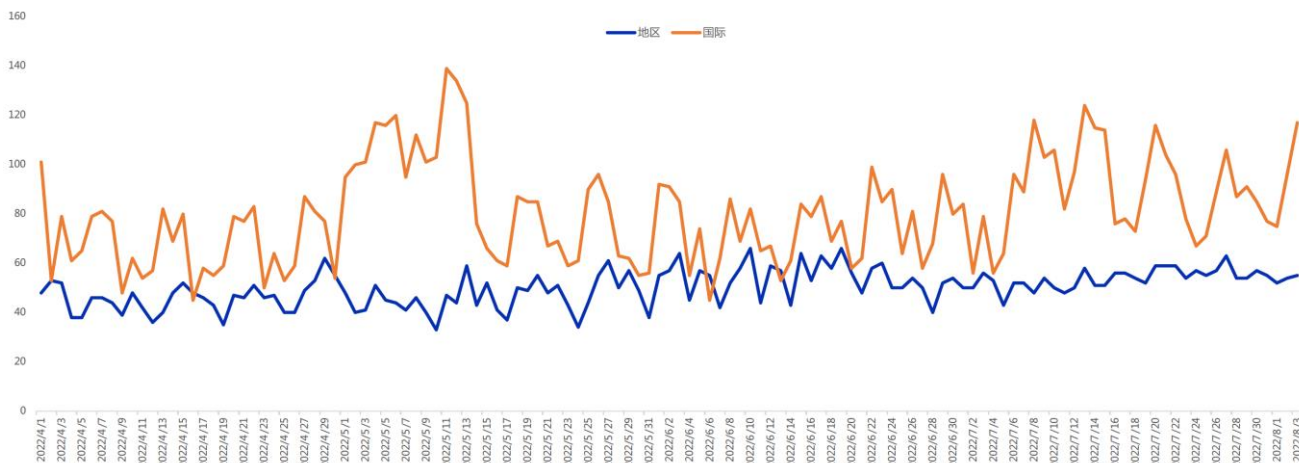
影响来看，此次调整放松力度较大：

熔断门槛大幅放松，对宽体机更为友好。熔断门槛从每航班 5 例调整为每航班入境旅客数的 4%，考虑宽体机通常 250-350 左右的座位数，按照疫情前正常时期约 80%客座率计算，则确诊数达到 8-11 个熔断；若以当前 50-60%左右国际航班客座率计算，则对应 5-8 个左右熔断，相比此前规定显著放松，且灵活性较强，对于座位更多的大型宽体机更为友好。

熔断周期大幅缩短，提升国际航班恢复确定性。熔断周期由此前 2 周和 4 周，缩短为 1 周和 2 周，相应的有助于减少航班熔断数量和航班波动，提升国际航班恢复确定性。过往来看，由于“五个一”政策存在，本身有限的航班数量由于熔断政策，导致航班开行有极大不确定性。政策的调整使得预期更为明确，旅客被迫变更行程会减少。

今年 4 月份，民航局介绍，熔断措施自 2020 年 6 月实施至 2022 年 4 月 8 日，累计实施 673 次熔断，熔断航班 1555 班。其中 2022 年以来，累计实施 258 次熔断，熔断航班 664 班。可以看出今年以来，受变异病毒传播特点影响，熔断航班数量和比例显著提升，导致航班量波动较大。

图 10：近三个月以来港澳台地区及国际航线执行客运航班量日趋势（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

今年以来，各部门疫情防控政策不断优化调整，着力加大民航全行业恢复力度。

此前 6 月 28 日，国务院联防联控机制发布第九版新冠肺炎防控方案新方案，将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”；

国际航班持续增加。

北京等地陆续恢复直航。7 月 6 日，北京市落实《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，对首都防控政策措施做出调整，其中提及分批有序恢复直航北京国际商业客运航班，如国航 7 月 27 日起恢复雅典至北京直航航班，入境点为成都；海航 8 月 12 日起复航北京-柏林直飞航线。外航方面，7 月 11 日起，全日空航空公司恢复北京至成田机场的航班。这也是全日空 2 年零 3 个月以来首次恢复北京航线，7 月 22 日起，法国航空恢复运营每周一班巴黎直航北京的航班。

国际航班量获批增加。南航从 6 月开始陆续恢复 7 条国际航线，国际航班由原来的每周 36 班增加至每周 48 班，通航国家由原来的 20 个增加至 27 个。**海航**自 6 月 23 日起复航重庆—罗马直飞国际航线，这是自疫情发生以来重庆地区恢复的首条洲际定期国际客运航线。**首都航空**6 月 11 日恢复西安—里斯本客运航班。**国航**则从 6 月 12 日起恢复了停航近一年的成都双流—加德满都国际客运航班。

另据民航局网站公布的国际航线审批结果，5 月 30 日，国航获批准新开重庆—法兰克福、太原—东京航线，东航获批准新开杭州—多伦多、太原—巴黎、成都—法兰克福、厦门—奥克兰航线，吉祥航空获批准新开杭州—赫尔辛基、大连—大阪航线，春秋航空获批准新开济南—东京航线。

6 月 30 日，首都航空获批准杭州—里斯本，海航获批准重庆—马德里，国航获批准重庆—法兰克福、太原—东京成田，东航获批准太原—巴黎、成都—法兰克福、厦门—奥克兰，吉祥获批准大连—大阪，春秋获批准济南—东京成田。

国际航班密集获批、隔离期缩短、熔断措施不断优化等，国际出行逐步恢复趋势已成。

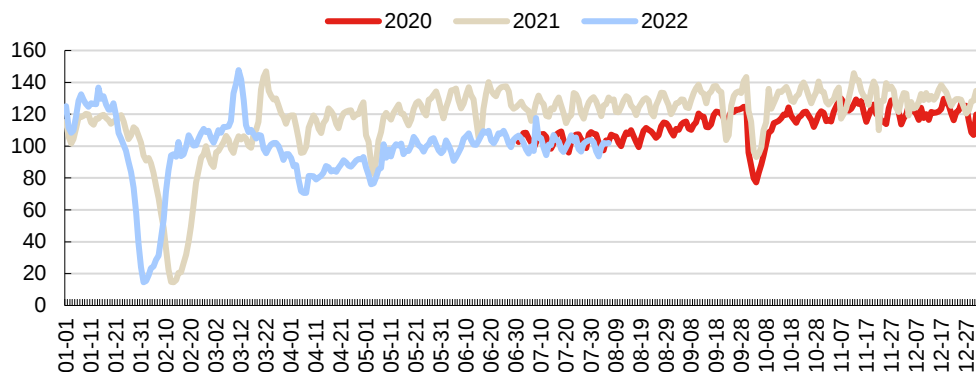
综合来看，我们认为对于航空乃至整体后疫情出行板块，从方向来看，整体板块已逐步走向右侧。基于常态化核酸，政策逐步放松和调整，疫情对板块的冲击逐步降低。期间虽有疫情反复，但总体方向不变，我们保持乐观。

行业跟踪

公路货运：8 月整车货运指数同比下降 21.0%

整车货运流量指数来看，8 月 6 日全国整车货运流量指数（以 19 年为基数 100）102.02 点，环比前一日上涨 0.5%，较 4 月初最低 70 点左右上涨 45%左右，8 月以来均值 99.19，同比下降 21.0%；

图 11：全国整车货运流量指数

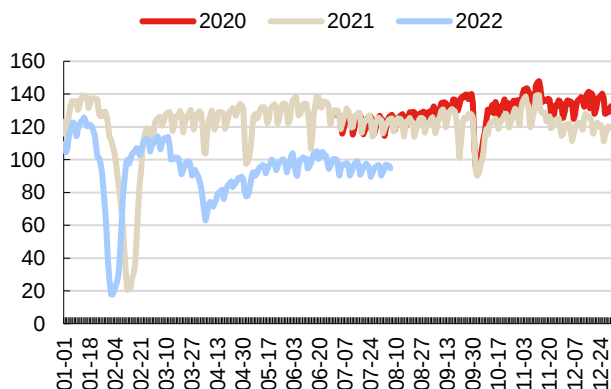


数据来源：G7、东方证券研究所

全国公共物流园吞吐量指数 94.70 点，环比-1.8%，8 月以来均值 95.22，同比-21.5%；

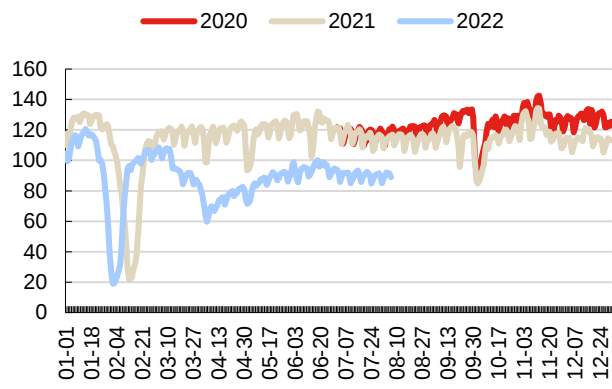
主要快递分拨中心吞吐量指数 89.02 点，环比-2.6%，8 月以来均值 90.25，同比-20.2%；

图 12：公共物流园吞吐量指数



数据来源：G7、东方证券研究所

图 13：快递分拨中心吞吐量指数



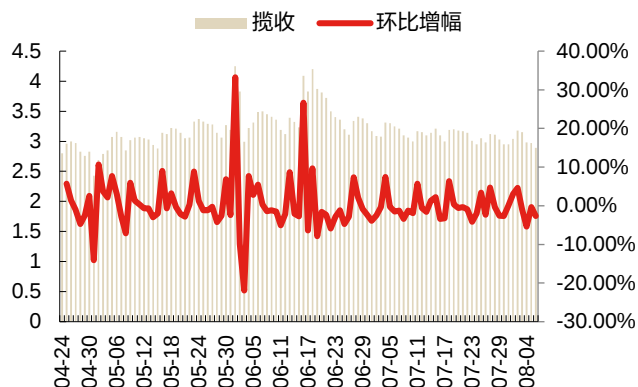
数据来源：G7、东方证券研究所

快递：8 月快递件量同比增长 4.6%

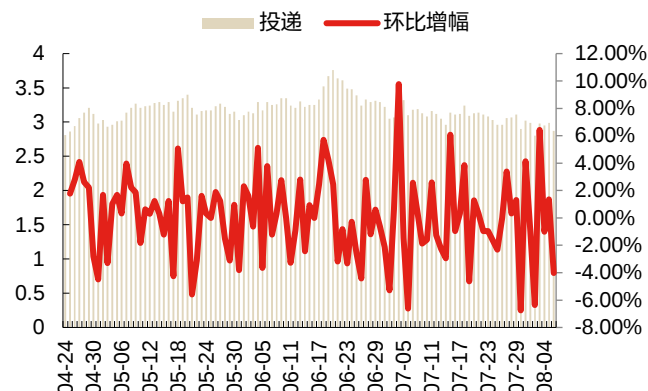
自 4 月 20 日披露各货运方式保通保畅数据以来，8 月 6 日（十日移动平均）较 4 月下旬均值（4 月 20-30 日），快递揽收量增长 5.1%，投递量下滑 1.7%。同比去年 8 月，以揽收计快递件量增长 4.6%。

图 14：快递揽收量（亿件）

图 15：快递投递量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

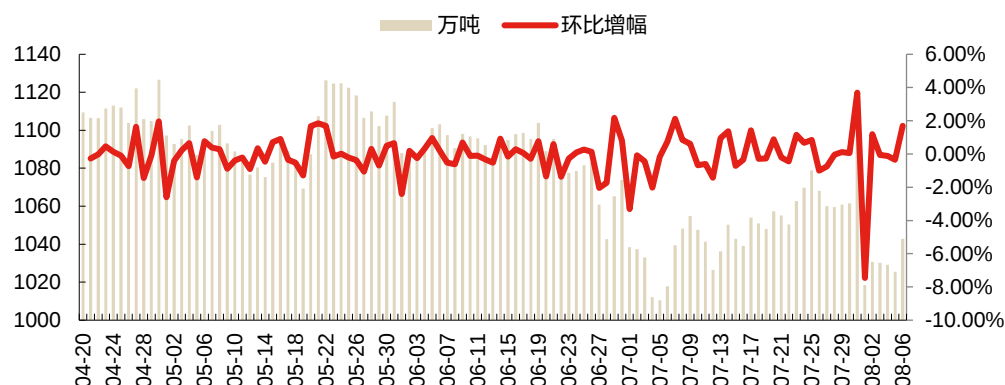


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

铁路货运：8 月货运量同比去年增长 2.3%

自 4 月 20 日披露各货运方式保通保畅数据以来，8 月 6 日（十日移动平均）较 4 月下旬均值（4 月 20-30 日），铁路货运量下滑 5.9%，同比去年 8 月增长 2.3%。

图 16：铁路货运量（万吨）

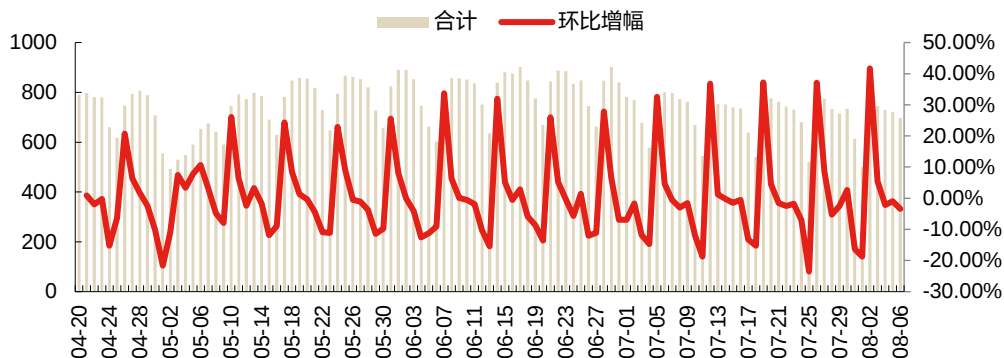


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航空货运：当前航班量较 4 月下旬下滑 8.3%

自 4 月 20 日披露各货运方式保通保畅数据以来，8 月 6 日（十日移动平均）较 4 月下旬均值（4 月 20-30 日），民航货班下滑 8.3%。

图 17：全国货运航班数量（班）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航空货运价格方面，根据 TAC Index 数据，截至 8 月 1 日，上海浦东离港航空货运价格指数 6597 点，周环比下跌 3.4%，同比涨幅 12%。

图 18：浦东离港航空货运价格指数


数据来源：TAC Index、东方证券研究所

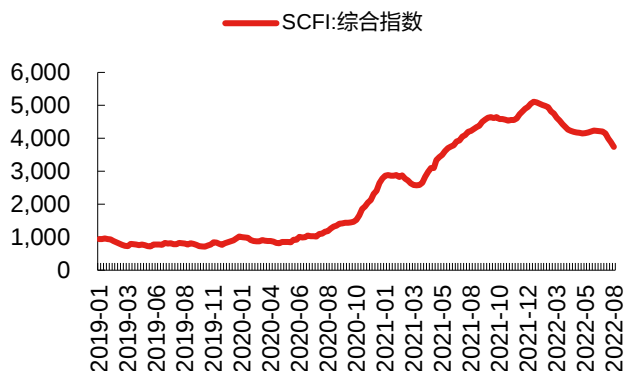
航运：SCFI 周下跌 3.8%，今年以来均值上涨 36.7%

集装箱：SCFI 收于 3739.72 点，周环比-3.8%；今年以来均值 3739.72 点，同比增 36.7%；CCFI 收于 3163.45 点，周环比-0.8%，今年以来均值 3276.41 点，同比增 47.8%。

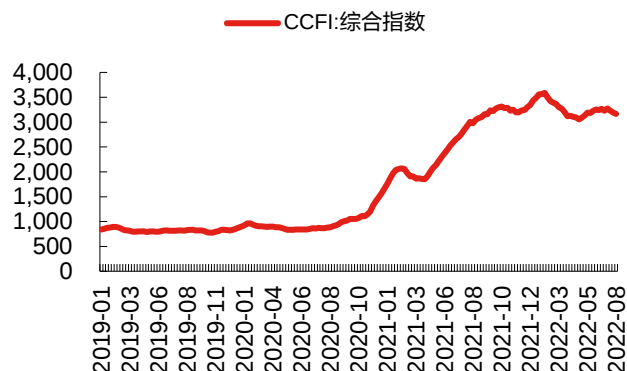
干散货：BDI 收于 1560 点，周环比-17.7%，今年以来均值 2235.17 点，同比下滑 7.7%。

沿海散货：CBFI 收于 1167.61 点，周环比增长 1.4，今年以来均值 1117.86 点，同比-10.7%。

图 19：SCFI 指数
图 20：CCFI 指数



数据来源: Wind、东方证券研究所



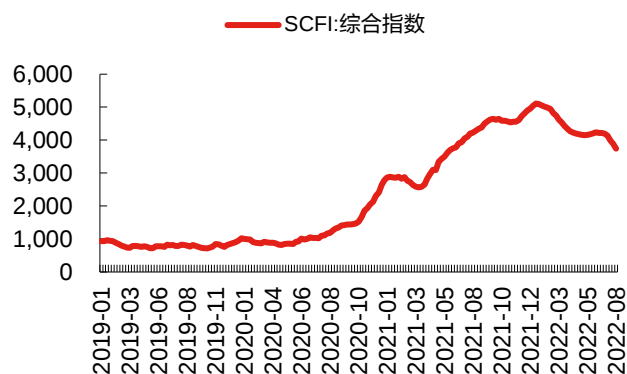
数据来源: Wind、东方证券研究所

图 21: BDI 指数



数据来源: Wind、东方证券研究所

图 22: CBFi 指数

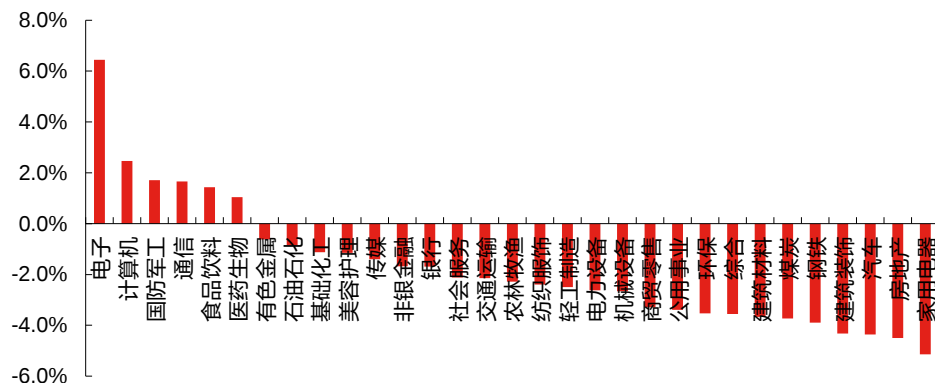


数据来源: Wind、东方证券研究所

行情回顾

本周 (2022/8/1-2022/8/7) 沪深 300 下跌 3.2%，交通运输板块下跌 2.1%，在申万 31 个一级行业中排名第 15。

图 23: 申万一级行业表现

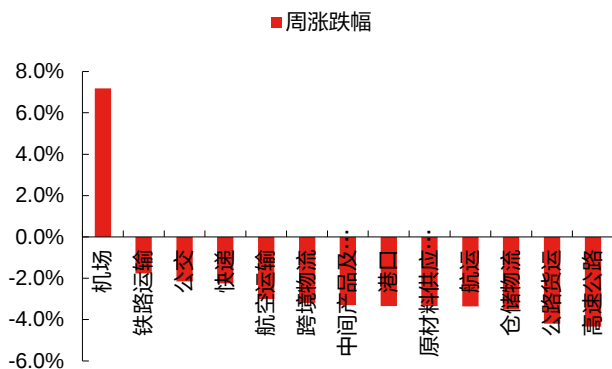


数据来源: Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

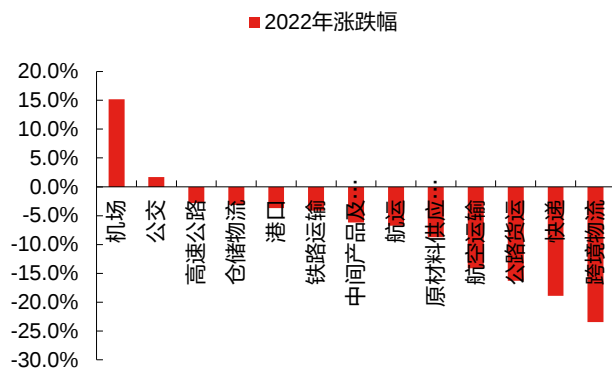
三级子行业中，仅机场板块上涨 7.2%，其他板块均下跌，其中高速公路（-4.3%）、公路货运（-4.2%）和仓储物流（-3.5%）跌幅前三。

图 24：交运子行业周涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 25：交运子行业年涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

个股涨幅前三分别为上海机场（9.8%）、同益股份（7.9%）和新宁物流（6.8%），跌幅前三分别为连云港（-7.7%）、中远海特（-7.5%）和秦港股份（-7.4%）。

投资建议

1）航空：长期坚定看好航空大周期弹性，市场或低估航空供给侧威力。短期政策向好，板块催化显著。

供给端：飞机供给低速增长，行业大幅降速明确，当前市场或并未充分认识到航空供给侧各环节所面临的困难，并低估其最终影响程度；

需求端：需求强韧性，无需对后疫情航空需求过度担忧；

价格弹性：供需反转推动全局量价齐升。

短期疫情负面冲击逐步收敛，多重利好催化，政策不断向好，行业总体恢复确定性强。

中期维度，行业存在整合/出清可能，关注部分航司经营波动，或有格局改善期权。

建议关注龙头中国国航(601111, 未评级)，以及民营航空春秋航空(601021, 未评级)、吉祥航空(603885, 未评级)、华夏航空(002928, 未评级)，此外关注疫情期间在三大航中表现明显更好的南方航空(600029, 未评级)，以及相对低位的中国东航(600115, 未评级)。

2）快递：把握行业驱动力演变，布局高壁垒品种。

把握行业驱动力演变，我们认为在电商行业增速中枢下移背景下，快递企业从量到质，从单一到多元，从“基础货物运输服务”到“供应链重塑者”，才是快递行业长远发展的最终路径，也是快递企业真正的“决胜点”所在。

建议关注政策与基本面共振，单票价格和盈利已持续显著改善的通达系快递，关注韵达股份(002120，未评级)、圆通速递(600233，未评级)、申通快递(002468，未评级)；

此外关注顺丰控股(002352，未评级)，公司成本管控效果逐步兑现，鄂州机场全面投运，公司有望迎来新一轮发展机遇和增长曲线。

风险提示

- 1、**宏观经济不及预期**：疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；
- 2、**疫情冲击超预期**：疫情对经济、客运出行乃至货运领域影响深远，后续客流货流恢复节奏和幅度或不及预期；
- 3、**政策不及预期**：行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；
- 4、**油价和汇率大幅波动风险**：国际局势波动，导致油价和汇率大幅波动造成相关企业受损风险；
- 5、**相关假设测算偏差风险**：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn