

上海机场 (600009.SH)

上半年收入较快修复，免税业务仍有较大恢复空间

中性

核心观点

上海机场公布2024年中报，Q2业绩表现优异。上海机场上半年实现营业收入60.6亿元，同比增长24.6%，实现归母净利润8.15亿元，同比增长515.0%；其中，单二季度公司营业收入30.3亿元，同比增长11.8%，实现归母净利润4.3亿元，同比增长85.1%。

上半年经营数据继续修复，Q2国际旅客量恢复至19年的80%。24H1，上海两场完成旅客吞吐量6036万人次，同比23年+43%，恢复至19年的99%，其中国际及地区航线旅客吞吐量1632万人次，同比23年+174%，恢复至19年的77%。其中24Q2，上海两场起降架次19.5万架次，同比23年+17%，旅客吞吐量3025万人次，同比23年+30%，其中国际及地区旅客量850万人次，同比+104%，恢复至19年的80%。

非航收入压力仍存。因免税协议重谈导致租金下降，上海机场上半年商业餐饮收入10.7亿元，同比下降3.0%，其中免税相关收入6.48亿元，同比下降16.9%，其他商业收入4.18亿元，同比增长31.1%。但是因货邮吞吐量增长，上半年公司物流服务收入同比增长27.8%至8.3亿元；以及航空业务量增长，公司房屋场地租赁及贵宾服务等收入同比增长，上半年公司其他非航收入同比增长21.6%至14.8亿元。

费用整体稳定，投资收益显著提升。24H1，上海机场各项费用整体稳定，管理、研发、财务费用率分别为4.83%、0.02%、3.19%，同比分别下降0.29pct、上升0.02pct、上升0.63pct。值得注意的是，上半年公司实现投资收益3.6亿元，同比增加约1.4亿元。其中，油料公司贡献2亿元，同比增加约1.2亿元；德高动量贡献0.8亿元，同比增加约0.1亿元；UNI-CHAMPION贡献1亿元，去年同期为亏损约0.1亿元。

风险提示：客流表现不及预期、消费需求不及预期、安全事故、资本开支超预期等。

投资建议：

2024年上半年，上海机场客流量继续实现较快修复，带来公司收入端继续修复，虽免税收入仍具有较大压力，但是公司积极回报股东，中报计划每股派发红利0.10元，对公司投资价值形成支撑。考虑到免税业务恢复较慢，且扣点率由40%下降至24%，将2024-2025年净利润预测由53.4/79.8亿元下调至19.0/28.5亿元，并引入2026年净利润预测32.2亿元，对应PE估值为42.5/28.3/25.1倍，将公司评级由“优于大市”下调为“中性”。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,480 | 11,047 | 12,218 | 13,709 | 15,217 |
| (+/-%) | 47.0% | 101.6% | 10.6% | 12.2% | 11.0% |
| 净利润(百万元) | -2995 | 934 | 1902 | 2854 | 3223 |
| (+/-%) | 75.0% | -131.2% | 103.6% | 50.1% | 12.9% |
| 每股收益(元) | -1.20 | 0.38 | 0.76 | 1.15 | 1.30 |
| EBIT Margin | -73.2% | 9.1% | 18.0% | 23.7% | 23.8% |
| 净资产收益率(ROE) | -7.6% | 2.3% | 4.5% | 6.5% | 7.0% |
| 市盈率(PE) | -27.0 | 86.5 | 42.5 | 28.3 | 25.1 |
| EV/EBITDA | -44.0 | 40.7 | 30.0 | 23.6 | 22.0 |
| 市净率(PB) | 2.04 | 1.99 | 1.93 | 1.84 | 1.75 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：罗丹

021-60933142

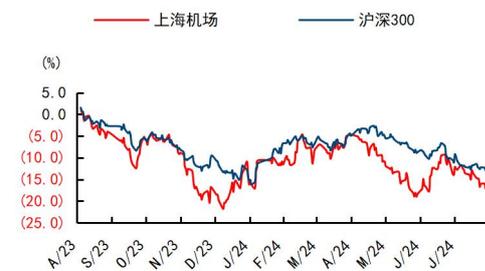
luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

| | |
|------------|----------------|
| 投资评级 | 中性(下调) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 32.47元 |
| 总市值/流通市值 | 80801/62568百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 40.03/30.74元 |
| 近3个月日均成交额 | 261.09百万元 |

市场走势



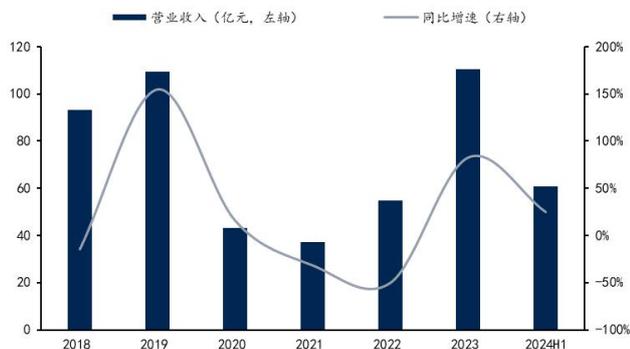
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《上海机场(600009.SH)-国际客流逐步恢复，上半年盈利1.3亿》——2023-08-31
- 《上海机场(600009.SH)-业绩伴随民航复苏逐步好转，继续看好枢纽机场价值》——2023-04-29
- 《上海机场(600009.SH)-参股日上强化合作，共享利益打开长期空间》——2023-01-14
- 《上海机场(600009.SH)-2022年三季报点评-阶段性亏损持续，虹桥货站收购放大远期业绩弹性》——2022-10-29

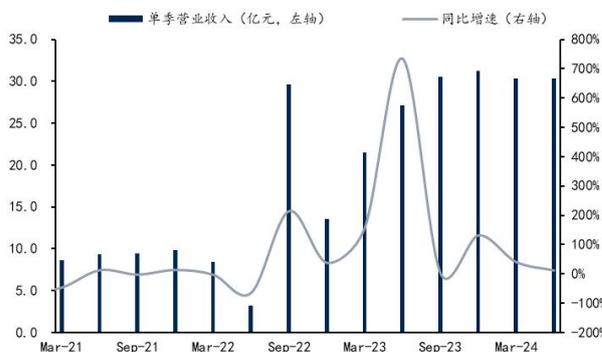
上海机场公布 2024 年中报，Q2 业绩表现优异。上海机场上半年实现营业收入 60.6 亿元，同比增长 24.6%，实现归母净利润 8.15 亿元，同比增长 515.0%；其中，单二季度公司营业收入 30.3 亿元，同比增长 11.8%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比增长 85.1%。

图1：上海机场营业收入及增速（单位：亿元、%）



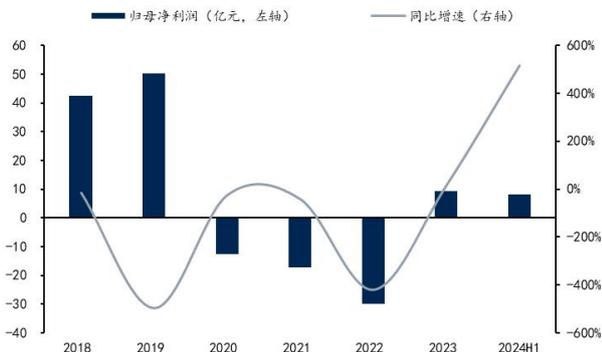
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海机场单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：上海机场归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：上海机场单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

注：2024Q1 净利润增速为负是因 2023 年 Q1 净利润为负所致

上半年经营数据继续修复，Q2 国际旅客量恢复至 19 年的 80%。24H1，上海两场完成旅客吞吐量 6036 万人次，同比 23 年+43%，恢复至 19 年的 99%，其中国际及地区航线旅客吞吐量 1632 万人次，同比 23 年+174%，恢复至 19 年的 77%。其中 24Q2，上海两场起降架次 19.5 万架次，同比 23 年+17%，旅客吞吐量 3025 万人次，同比 23 年+30%，其中国际及地区旅客量 850 万人次，同比+104%，恢复至 19 年的 80%。

非航收入压力仍存。因免税协议重谈导致租金下降，上海机场上半年商业餐饮收入 10.7 亿元，同比下降 3.0%，其中免税相关收入 6.48 亿元，同比下降 16.9%，其他商业收入 4.18 亿元，同比增长 31.1%。但是因货邮吞吐量增长，上半年公司

物流服务收入同比增长 27.8%至 8.3 亿元；以及航空业务量增长，公司房屋场地租赁及贵宾服务等收入同比增长，上半年公司其他非航收入同比增长 21.6%至 14.8 亿元。

费用整体稳定，投资收益显著提升。24H1，上海机场各项费用整体稳定，管理、研发、财务费用率分别为 4.83%、0.02%、3.19%，同比分别下降 0.29pct、上升 0.02pct、上升 0.63pct。值得注意的是，上半年公司实现投资收益 3.6 亿元，同比增加约 1.4 亿元。其中，油料公司贡献 2 亿元，同比增加约 1.2 亿元；德高动量贡献 0.8 亿元，同比增加约 0.1 亿元；UNI-CHAMPION 贡献 1 亿元，去年同期为亏损约 0.1 亿元。

预测假设：

1) **架次相关收入**：架次相关收入是机场航空收入的主要来源之一，是由起降架次与单位架次收入共同决定的。**起降架次方面**，我们预计 2024-2026 期间国内线起降架次分别为 2019 年的 110%/115%/120%，国际及地区线起降架次分别为 2019 年的 90%/100%/108%，经汇总可得总起降架次分别为 2019 年的 103.3%/111.0%/115.8%。**单位架次收入方面**，由于虹桥机场并表，且虹桥机场国际线及宽体机的占比相对较小的缘故，我们预计 2024-2026 期间，单机起降价格分别为 2729/2756/2784 元，分别为 2019 年的 89%/90%/91%。

2) **旅客相关收入**：旅客吞吐量方面，国内线我们预计 2024-2026 年为 2019 年的 111%/118%/122%，国际及地区线我们预计 2024-2026 年为 2019 年的 80%/95%/105%。单位旅客收入方面，随着国际线旅客逐步恢复，客单价将有所回升，我们预计 2024-2026 年分别为 26/27/28 元/人次。

3) **免税收入**：根据上海机场半年报，上半年公司共取得免税收入 6.48 亿元，根据国际及地区旅客吞吐量计算可得客单价为 161 元，假设 2024 年全年维持上半年水平，并假设 2025-2026 客单价分别较上年度增长 10%，结合前文的旅客预测可计算出 2024-2026 年的免税收入分别为 54.6/71.2/84.7 亿元，以 24%的扣点率计算，可得免税收入分别为 13.1/17.1/20.3 亿元。

4) **其他非航收入**：其他非航收入主要来自于贵宾厅及房屋场地租赁，随着航班量及旅客量逐步增长，预计 2024-2026 年的增长率分别为 10%/8%/6%。

5) **人工成本**：以每年员工人数增长 2%、员工平均薪酬增长 2%计算

6) **摊销成本**：由于 2024 年未有重大在建工程转固，因此较 2023 年下降 5%，但是随着年底新航站楼开始建设，预计 2025/2026 年摊销成本分别较上一年度增长 2.5%。

7) **运行成本**：上海机场的运行成本主要是燃料动力消耗，随着航班量回升，预计运行成本会同步较快增长，我们预计 2024-2026 年运行成本的增长率分别为 9%/5%/4%。

8) **管理费用**：上海机场管理费用较为稳定，考虑到业务恢复，预计管理费用率将稳中有降，2024-2026 年管理费用率分别为 4.0%/4.0%/3.9%。

9) **销售费用**：上海机场历史上不具有销售费用，预计 2024-2026 维持 0 销售费用率。

10) **研发费用**：上海机场历史上较少支出研发费用，预计 2024-2026 维持 0 研发费用率。

11) **财务费用**：财务费用方面，2024 年由于经营业绩好转，或偿还部分贷款，上海机场财务费用有望实现下降，但是随着新航站楼开始建设，公司的财务压力或开始增加，根据投资金额及 3.5%贷款利率计算，预计 2024-2026 年公司财务费用分别为 410/480/584 百万元，对应财务费用率 3.4%/3.5%/3.8%。

12) **投资收益**：上海机场的投资收益主要来源于油料公司、地服公司、广告公司及日上投资收益，其中油料公司及地服公司的收益与航班量较为相关，广告收益相对稳定，日上投资收益则与免税业务的开展具有一定相关性，随着 2024-2026

期间航班量及免税业务恢复，预计 2024-2026 年上海机场取得投资收益 800/1000/1200 百万元。

13) **实际所得税率**：当前上海机场的盈利能力受免税业务影响仍承受一定压力，但是随着业务逐步恢复正常，实际所得税率亦将提升，预计 2024-2026 期间实际所得税率分别为 17.0%/17.5%/18.0%。

14) **少数股东权益**：上海机场的少数股东权益较为稳定，假设 2024-2026 期间少数股东权益维持 250 百万元。

根据以上假设条件计算可得 2024-2026 期间公司归母净利润为 1902.0/2854.0/3222.6 百万元。

表1: 上海机场盈利预测

| 指标 (百万元) | 2019A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总收入 | 15697.5 | 11047.0 | 12231.2 | 13809.4 | 14958.3 |
| YOY | | 102% | 11% | 13% | 8% |
| 航空性收入 | 5742.7 | 4376.0 | 5381.4 | 6016.1 | 6452.1 |
| 航空性收入 YOY | | 140% | 23% | 12% | 7% |
| 非航收入 | 8339.5 | 5186.2 | 5188.8 | 5943.2 | 6546.4 |
| 非航收入 YOY | | 126% | 0% | 15% | 10% |
| 经营数据 | | | | | |
| 起降架次 | 507779 | 200269 | 200269 | 200269 | 200269 |
| 国内线 | 266986 | 122709 | 122709 | 122709 | 122709 |
| 国际线 | 202370 | 62891 | 62891 | 62891 | 62891 |
| 地区线 | 38423 | 14669 | 14669 | 14669 | 14669 |
| 旅客吞吐量 (万) | 7615 | 1418 | 1418 | 1418 | 1418 |
| 国内线 | 3764 | 1283 | 1283 | 1283 | 1283 |
| 国际线 | 3240 | 83 | 83 | 83 | 83 |
| 地区线 | 611 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 单位架次相关收入 (元) | 3063 | 2828 | 2729 | 2757 | 2784 |
| 单位旅客相关收入 (元) | 28 | 25 | 28 | 28 | 28 |
| 免税销售额 | 13032 | 4250 | 5459 | 7117 | 8474 |
| 扣点率 | 40% | 42% | 24% | 24% | 24% |
| 免税收入 | 5210 | 1788 | 1310 | 1708 | 2034 |
| 其他非航收入 | 2145.4 | 2754.9 | 3030.4 | 3272.9 | 3469.2 |
| 营业成本 | | | | | |
| 人工成本 | 1882.6 | 4181.0 | 4349.9 | 4525.6 | 4846.9 |
| 摊销成本 | 887.0 | 2815.2 | 2681.2 | 2743.2 | 2805.2 |
| 运行成本 | 2781.0 | 2718.6 | 2963.2 | 3111.4 | 3235.9 |
| 其他 | 31.3 | 258.2 | 263.4 | 268.6 | 271.3 |
| 合计 | 6076.9 | 9223.0 | 9200.2 | 9596.0 | 10651.6 |
| 费用 | | | | | |
| 管理费用 | 265.0 | 458.3 | 488.7 | 548.3 | 593.4 |
| 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -208.7 | 422.8 | 410.1 | 479.8 | 584.0 |
| 研发费用 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1149.9 | 660.9 | 800.0 | 1000.0 | 1200.0 |
| 税前利润 | 6667.6 | 1388.0 | 2607.8 | 3777.4 | 4234.9 |
| 所得税率 | 21.1% | 14.3% | 17.0% | 17.5% | 18.0% |
| 少数股东权益 | 230.7 | 255.0 | 250.0 | 250.0 | 250.0 |
| 归母净利润 | 5030.2 | 934.0 | 1902.0 | 2854.0 | 3222.6 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

注：2023 年扣点率异常是由固定租金导致

估值比较:

上海机场是国内最重要的航空口岸之一，我们选取白云机场、深圳机场作为上海机场的可比公司，但是考虑到上海的腹地资源具备一定优势，且历史上上海机场的免税业务经营较为优异，较白云机场、深圳机场的免税业务开展时间更早、业务规模更大，因此估值或较可比公司具备明显溢价。

表2: 上海机场与同类公司估值比较（数据截至 8 月 28 日收盘）

| 代码 | 简称 | 净利润预测 | | | PE 估值 | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600009.SH | 上海机场 | 19.02 | 28.54 | 31.87 | 42.48 | 28.31 | 25.07 |
| 600004.SH | 白云机场 | 10.57 | 13.34 | 11.78 | 19.95 | 15.81 | 17.90 |
| 000089.SZ | 深圳机场 | 4.37 | 6.61 | 7.68 | 28.32 | 18.72 | 16.09 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

风险提示: 客流表现不及预期、消费需求不及预期、安全事故、资本开支超预期等。

投资建议:

2024 年上半年，上海机场客流量继续实现较快修复，带来公司收入端继续修复，虽免税收入仍具有较大压力，但是公司积极回报股东，中报计划每股派发红利 0.10 元，对公司投资价值形成支撑。考虑到免税业务恢复较慢，将 2024-2025 年净利润预测由 53.4/79.8 亿元下调至 19.0/28.5 亿元，并引入 2026 年净利润预测 32.2 亿元，对应 PE 估值为 42.5/28.3/25.1 倍，将公司评级由“优于大市”下调为“中性”。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 13877 | 14615 | 16317 | 18091 | 19525 | 营业收入 | 5480 | 11047 | 12218 | 13709 | 15217 |
| 应收款项 | 2173 | 2623 | 3013 | 3380 | 3752 | 营业成本 | 8901 | 9223 | 9200 | 9596 | 10652 |
| 存货净额 | 48 | 48 | 44 | 46 | 52 | 营业税金及附加 | 105 | 248 | 232 | 247 | 259 |
| 其他流动资产 | 234 | 440 | 489 | 548 | 609 | 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 16331 | 17726 | 19862 | 22066 | 23937 | 管理费用 | 484 | 564 | 583 | 624 | 688 |
| 固定资产 | 26614 | 26058 | 26695 | 28308 | 30885 | 研发费用 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及其他 | 437 | 471 | 377 | 302 | 207 | 财务费用 | 466 | 423 | 410 | 480 | 584 |
| 投资性房地产 | 21637 | 20897 | 20897 | 20897 | 20897 | 投资收益 | 177 | 661 | 800 | 1000 | 1200 |
| 长期股权投资 | 2756 | 4328 | 4328 | 4328 | 4328 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 67775 | 69481 | 72159 | 75901 | 80254 | 其他收入 | 405 | 123 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2081 | 2431 | 2500 | 2300 | 2300 | 营业利润 | (3894) | 1378 | 2593 | 3762 | 4235 |
| 应付款项 | 1134 | 1408 | 1328 | 1390 | 1560 | 营业外净收支 | 69 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 5614 | 5813 | 5996 | 6303 | 7056 | 利润总额 | (3825) | 1388 | 2593 | 3762 | 4235 |
| 流动负债合计 | 8829 | 9652 | 9824 | 9993 | 10916 | 所得税费用 | (1035) | 199 | 441 | 658 | 762 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 205 | 255 | 250 | 250 | 250 |
| 其他长期负债 | 18243 | 17802 | 18802 | 20202 | 21202 | 归属于母公司净利润 | (2995) | 934 | 1902 | 2854 | 3223 |
| 长期负债合计 | 18243 | 17802 | 18802 | 20202 | 21202 | 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 27072 | 27454 | 28626 | 30195 | 32118 | 净利润 | (2995) | 934 | 1902 | 2854 | 3223 |
| 少数股东权益 | 1096 | 1485 | 1660 | 1835 | 2010 | 资产减值准备 | (18) | 4 | (0) | (0) | (0) |
| 股东权益 | 39608 | 40542 | 41873 | 43871 | 46127 | 折旧摊销 | 1560 | 1656 | 1449 | 1462 | 1517 |
| 负债和股东权益总计 | 67775 | 69481 | 72159 | 75901 | 80254 | 公允价值变动损失 | (0) | (5) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 466 | 423 | 410 | 480 | 584 |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | (3374) | 119 | 677 | 1340 | 1485 |
| 每股收益 | (1.20) | 0.38 | 0.76 | 1.15 | 1.30 | 其它 | 265 | 177 | 175 | 175 | 175 |
| 每股红利 | 0.25 | 0.11 | 0.23 | 0.34 | 0.39 | 经营活动现金流 | (4562) | 2885 | 4203 | 5831 | 6400 |
| 每股净资产 | 15.92 | 16.29 | 16.83 | 17.63 | 18.54 | 资本开支 | 0 | (1003) | (2000) | (3000) | (4000) |
| ROIC | -9.71% | 1.47% | 5% | 9% | 9% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | -7.56% | 2.30% | 5% | 7% | 7% | 投资活动现金流 | 325 | (2576) | (2000) | (3000) | (4000) |
| 毛利率 | -62% | 17% | 25% | 30% | 30% | 权益性融资 | 7 | 374 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -73% | 9% | 18% | 24% | 24% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | -45% | 24% | 30% | 34% | 34% | 支付股利、利息 | (614) | (271) | (571) | (856) | (967) |
| 收入增长 | 47% | 102% | 11% | 12% | 11% | 其它融资现金流 | 9394 | 597 | 69 | (200) | 0 |
| 净利润增长率 | 75% | -131% | 104% | 50% | 13% | 融资活动现金流 | 8173 | 429 | (502) | (1056) | (967) |
| 资产负债率 | 42% | 42% | 42% | 42% | 43% | 现金净变动 | 3936 | 739 | 1701 | 1775 | 1433 |
| 股息率 | 0.8% | 0.3% | 0.7% | 1.1% | 1.2% | 货币资金的期初余额 | 9941 | 13877 | 14615 | 16317 | 18091 |
| P/E | (27.0) | 86.5 | 42.5 | 28.3 | 25.1 | 货币资金的期末余额 | 13877 | 14615 | 16317 | 18091 | 19525 |
| P/B | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 企业自由现金流 | 0 | 1633 | 1955 | 2477 | 1969 |
| EV/EBITDA | (44.0) | 40.7 | 30.0 | 23.6 | 22.0 | 权益自由现金流 | 0 | 2231 | 1985 | 2249 | 1952 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032