

2021.10.31

评级: **中性**
 上次评级: 中性

航空燃油附加费将开征, 快递业现大型并购

—— 交通运输行业周报

	岳鑫(分析师)	郑武(分析师)	王凯婕(研究助理)
	0755-23976758	0755-23976528	021-38038208
	yuexin@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com	wangkaijie@gtjas.com
证书编号	S0880514030006	S0880514030002	S0880121080151

本报告导读:

快递企业 Q3 净利降幅如期收窄, 边际改善有望继续。建议关注航空逆向时机。

摘要:

- 每周一图: 航油出厂价将上调, 燃油附加费或开征。**10月以来国际油价突破 80 美元/桶, 国内航空煤油出厂价滞后国际油价调整。预计 11 月初国内航油出厂价将由 4655 元/吨上调至 5500 元/吨左右, 估算 11 月国内航线燃油附加费将征收。若按以往机制, 估算 800 公里(含)以下、以上每航段将分别征收 10、20 元。若油价维持, 估算 12 月将延续此标准。油价上涨对业绩的影响, 主要取决于行业供需。燃油附加费, 高景气度时, 在票价未充分市场化之前, 为航司提供燃油成本传导空间; 低景气度时, 将促成航司集体传导尝试。近期国内疫情反复, 考虑航司淡季亏损压力, 燃油附加费或有助于票价短期企稳回升。待国内疫情得控, 燃油附加费将有助于航司传导油价压力。
- 航空: Q3 再现明显亏损, 建议关注逆向时机。**受暑运消失及本土疫情反复影响, Q3 航司再现明显亏损。近期国内新冠病例持续增加, 国内客流回落至 2019 年六成, 国内平均票价亦下降, 航空市场明显恢复仍需等待。随着国际油价上升, 预计航油出厂价将上调, 燃油附加费或开征, 有望传导部分油价压力。航空具备“国际放开”与“国内大循环”的双重盈利恢复逻辑。短期业绩仍将承压, 未来一年逐步恢复更具确定性。建议关注逆向时机。维持中国国航 H/A、中国东航 H/A、南方航空 H/A、中国航信 H、春秋航空“增持”评级。
- 快递: Q3 净利降幅如期收窄, 电商快递业宣布大型并购。**快递企业 Q3 净利降幅普遍收窄, 符合我们之前的预期。非理性价格战得到遏制, 派费上调传导顺畅, 且传统旺季如期提价, 预计 Q4 利润同比降幅有望继续收窄甚至转正。极兔收购百世国内快递业务, 将有望收获规模和空间。考虑到加盟制快递整合过程复杂, 整合效果仍有待观察。当前电商快递行业仍处于集中过程, 头部企业份额差距仍未拉开, 行业有待进一步集中。行业监管将保障良性竞争环境, 继续看好快递龙头企业长期价值。维持中通快递、圆通速递、韵达股份“增持”评级。
- 集运: 运价高位震荡, 警惕需求拐点。**本周上海至欧美航线载运率保持接近满载, 运价高位震荡。传统旺季北美航线集运货量回落, 2021 年 8 月较 6 月回落达 9%。建议警惕海外疫情常态化及财政收紧预期下的需求拐点风险。美西港口仍拥堵严重, 考虑到核心瓶颈在于美国内陆供应链弹性有限, 未来港口拥堵缓解仍需时间。紊乱阶段, 新增的额外附加费将提高整体运输成本, 或加剧对出口结构的影响。紊乱终将结束, 考虑市场预期, 与风险收益比, 维持集运业“中性”评级。
- 风险提示。**国内疫情反复、全球疫情持续、病毒变异、疫苗接种速度与效果不及预期、管制政策、航司融资摊薄、经济下行、油价汇率、安全事故、电商资本行为、反垄断监管等。

相关报告

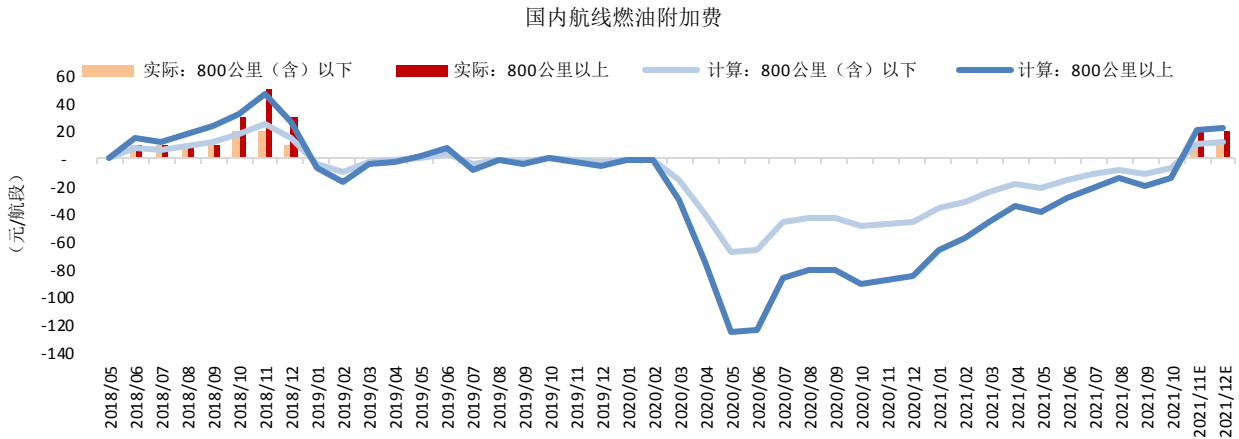
- 《航油出厂价将上调, 燃油附加费或开征》2021.10.31
- 《货量增速下降并环比回落, 警惕需求拐点》2021.10.27
- 《新航季国内时刻再增长, 快递净利降幅收窄》2021.10.25
- 《单票收入普遍回升, 边际改善有望继续》2021.10.24
- 《短期业绩承压, 关注逆向时机》2021.10.24

目 录

1. 每周一图：航油出厂价将上调，燃油附加费或开征	3
2. 重点行业数据跟踪与近期观点	5
2.1. 航空：Q3 再现明显亏损，建议关注逆向时机	5
2.2. 快递：Q3 净利降幅如期收窄，电商快递业宣布大型并购	7
2.3. 集运：运价高位震荡，警惕需求拐点	10
3. 投资策略：看好快递龙头企业长期价值，关注航空逆向时机	12
4. 风险提示	13

1. 每周一图:航油出厂价将上调,燃油附加费或开征

图 1: 根据国君交运估算, 预计 2021 年 11 月国内航线燃油附加费将触发征收



数据来源: Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究

备注: 2021 年 11-12 月为国泰君安预测值。

➤ 预计 11 月国内航油出厂价将明显上调

国际布伦特原油价格 10 月均价上升至近 84 美元/桶,新加坡航油价格 10 月均价上升至近 92 美元/桶。国内航空煤油出厂价滞后国际油价调整——以新加坡航油月度均价为基准,考虑汇率、运费、增值税等,于次月初调整发布。根据我们的估算,预计 11 月初国内航油出厂价将由 10 月的 4655 元/吨,上调至 5500 元/吨左右,上调幅度将超过 18%。根据我们过去数年的月度跟踪估算,可能存在小幅偏差,仅供参考。假设未来国际油价维持,估算 2021Q4 中国航司用油价格将较 2019Q4 上升约 8%。

➤ 估算 11 月国内航线燃油附加费将触发征收

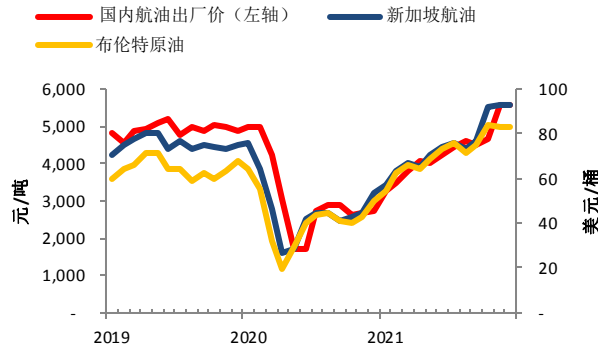
国内航线具有燃油附加费征收机制。触发条件有两个: 1、按照燃油附加费计算公式,国内航油出厂价需大于 5000 元/吨。2、燃油附加费征收四舍五入以 10 元为起征点,即航油出厂价需超过 5247 元/吨(即 800 公里(含)以下按公式计算征收超 5 元)。国内航线燃油附加费自 2019 年 1 月取消征收,我们预计 11 月将可能触发再度征收。以我们估算的 11 月航油出厂价为假设,800 公里(含)以下、以上每航段燃油附加费计算分别为 11 元、21 元。若按以往机制如期调整,考虑取整惯例,预计 11 月将分别征收 10 元、20 元。若油价维持目前水平,估算 12 月将延续此标准。

➤ 燃油附加费有望传导部分油价压力

2019 年燃油费用占航司营业成本超三成,为最大成本项。油价并不会影响航司的长期价值,但确可能显著影响短期业绩。油价上涨对业绩的影响,主要取决于行业供需,高景气度时将大比例向票价传导,低景气度时则大比例由航司承担。燃油附加费,高景气度时,在票价未充分市场化之前,为航司提供燃油成本传导空间;低景气度时,促成航司集体传导尝试,最终传导情况将取决于市场供需与航司短期收益管理策略。近期国内疫情反复导致量价回落,考虑航司淡季亏损压力,燃油附加费或有助于票价短期企稳回升。待国内疫情得控,燃油附加费机制将有助于

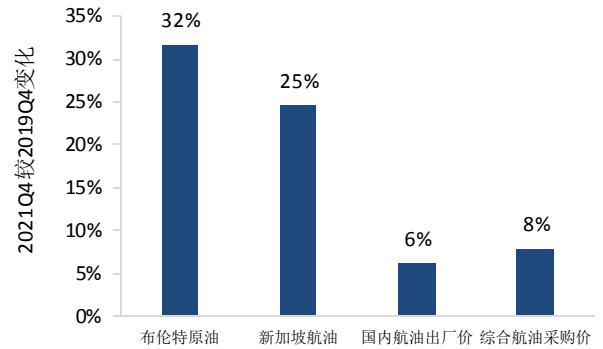
航司传导油价压力。

图 2：国内航油出厂价滞后国际油价上涨



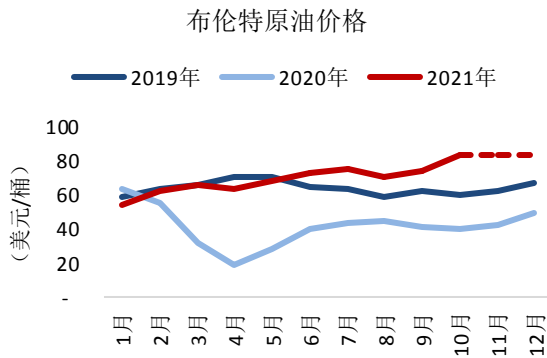
数据来源：Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究

图 3：国内航油出厂价涨幅小于国际油价——汇率部分影响



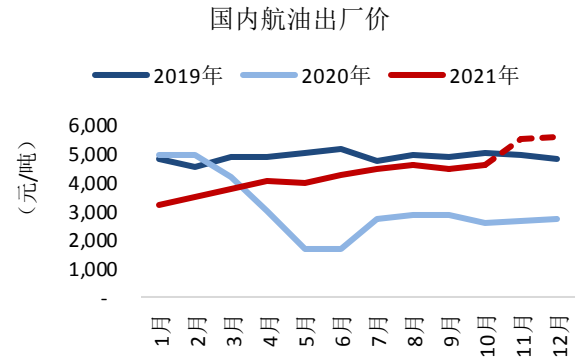
数据来源：Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究

图 4：布伦特原油价格——2021 年下半年高于 2019 年



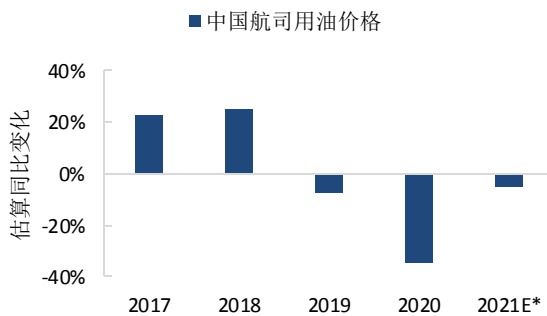
数据来源：Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究

图 5：国内航油出厂价——2021 年 11-12 月将高于 2019 年



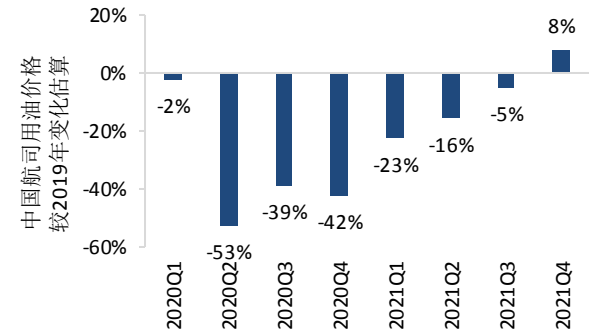
数据来源：Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究

图 6：估算中国航司用油价格 2021 年均价仍低于 2019 年



数据来源：Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究
备注：*为较 2019 年变化。2021 年预测假设国际油价按照目前价格维持。

图 7：估算中国航司用油价格 2021Q4 将高于 2019 年同期



数据来源：Bloomberg, CAAC, Wind, 国泰君安证券研究

2. 重点行业数据跟踪与近期观点

2.1. 航空：Q3 再现明显亏损，建议关注逆向时机

➤ 暑运消失，Q3 航司再现明显亏损

航司披露三季报，受暑运消失及本土疫情反复影响，Q3 亏损额同比环比均扩大。

(1) 大航 Q3 明显亏损。其中国航 Q3 亏损 35 亿元，东航 Q3 亏损 30 亿元，南航 Q3 亏损 14 亿元。南航业绩表现相对较好，部分源于国际客货业务高景气。

(2) 小航 Q3 表现略好。其中春秋航空 Q3 盈利 1.5 亿元，唯一 Q3 单季盈利上市航司；吉祥航空 Q3 亏损 1.5 亿元，南京为其辅助基地；华夏航空 Q3 亏损 1.4 亿元，机队周转效率受整改减班影响。

➤ 国内疫情持续，市场恢复仍需等待

近期国内新冠病例持续增加，航空量价回落。目前国内客流已回落至 2019 年六成，国内平均票价亦下降。其中，北京防控升级前，国内客流为 2019 年八成上下，公商务航线客流相对稳定，局部疫情仅影响局部市场；自北京防控升级后，公商务航线受影响，国内量价均出现明显回落。

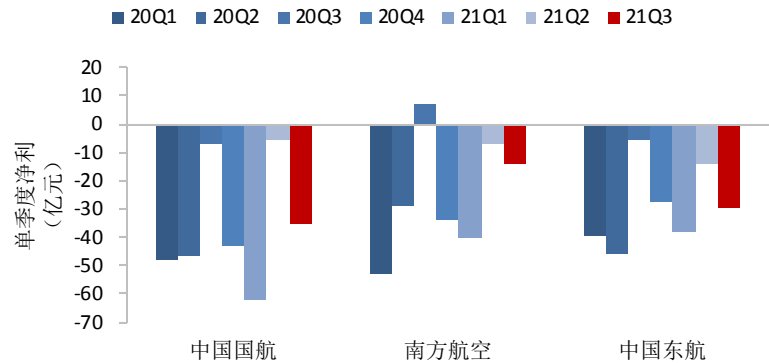
➤ 航油出厂价将上调，燃油附加费或开征

10 月以来国际油价突破 80 美元/桶，国内航空煤油出厂价滞后国际油价调整。预计 11 月初国内航油出厂价将由 4655 元/吨上调至 5500 元/吨左右。预计燃油附加费将恢复征收。估算 11 月 800 公里（含）以下、以上每航段将分别征收 10、20 元。若油价维持，估算 12 月将延续此标准。近期国内疫情反复，考虑航司淡季亏损压力，燃油附加费或有助于票价短期企稳回升。待国内疫情得控，燃油附加费将有助于航司传导油价压力。

➤ 航空具备双重复苏逻辑，建议关注逆向时机

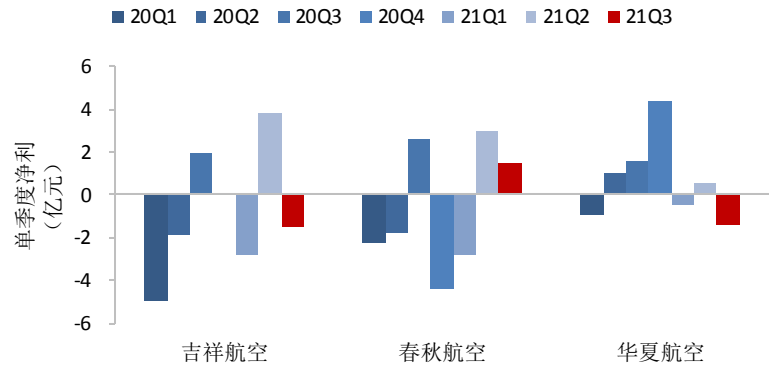
新冠高疗效药物研发成功，将显著提升全球疫情得控的确定性。航空具备“国际放开”与“国内大循环”两种情境下的双重盈利恢复逻辑。短期业绩仍将承压，未来一年逐步恢复更具确定性。建议关注逆向布局时机。维持中国国航 H/A、中国东航 H/A、南方航空 H/A、中国航信 H、春秋航空“增持”评级。

图 8: 2021Q3 三大航再现明显亏损——其中南航 Q3 亏损 14 亿元, 好于行业; 国航 Q3 亏损 35 亿元, 东航 Q3 亏损 30 亿元



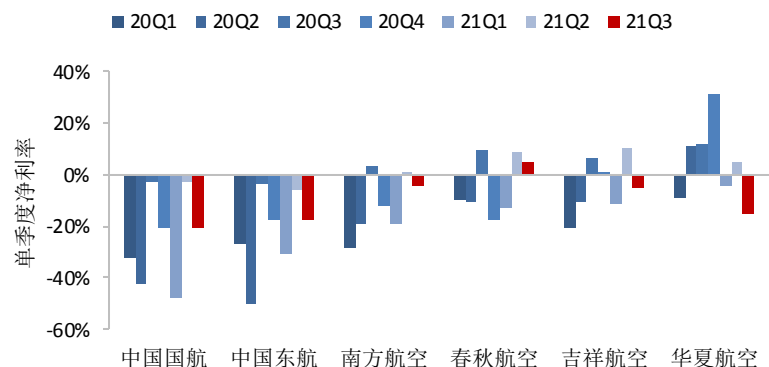
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2021Q3 小航业绩好于大航——其中春秋航空 Q3 盈利 1.5 亿元, 维持盈利; 吉祥航空 Q3 亏损 1.5 亿元, 华夏航空亏损 1.4 亿元



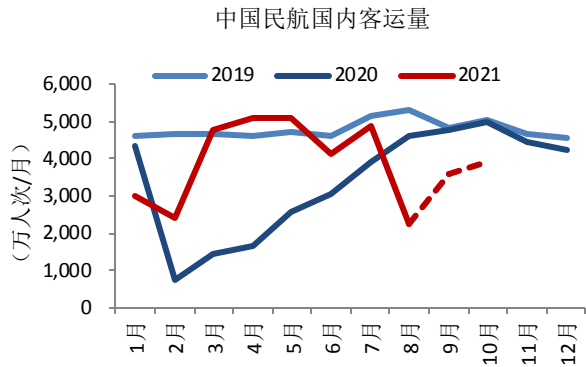
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: A 股上市航司季度净利率变化趋势——2021Q1 行业再现大额亏损, 2021Q2 明显减亏, 2021Q3 再现亏损



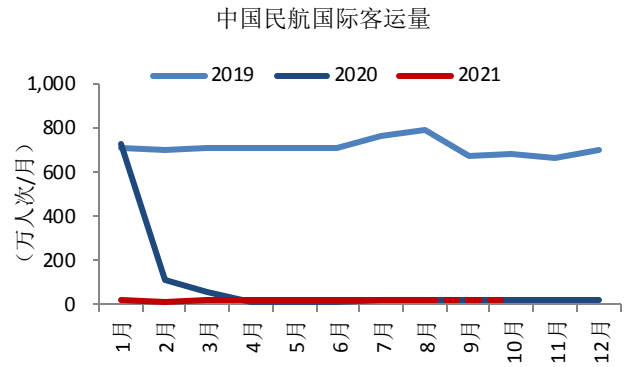
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 疫情反复影响行业复苏趋势——估算2021年10月国内内容运量恢复至2019年八成



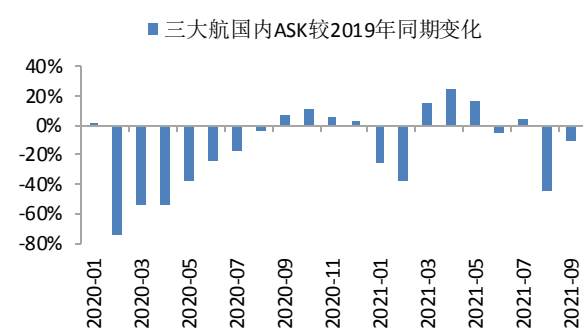
数据来源: Wind, CAAC, 国泰君安证券研究
备注: 虚线部分(2021年9-10月数据)为国君交运估测值。

图 12: 国际客流仍处极低水平——估算目前国际客流约为2019年同期的3%



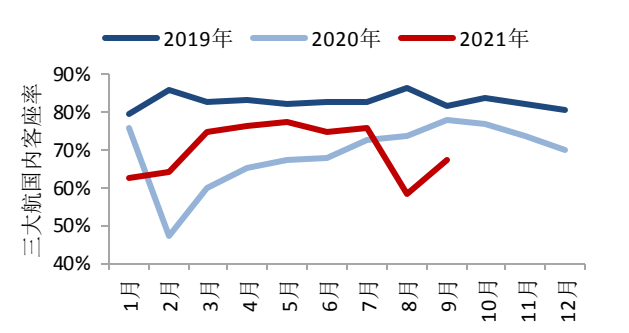
数据来源: Wind, CAAC, 国泰君安证券研究
备注: 虚线部分(2021年9-10月数据)为国君交运估测值。

图 13: 疫情影响下航司大幅削减运力——2021年9月三大航国内ASK较2019年同期下降11%



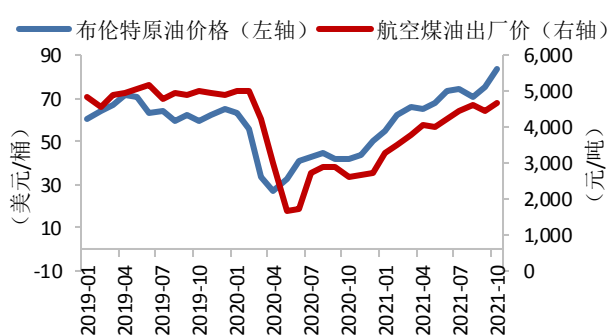
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 疫情影响下客座率亦大幅下降——2021年9月三大航国内客座率回升至67%



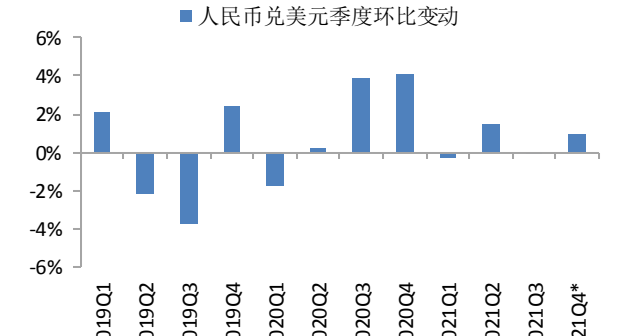
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 估算2021Q3航空煤油出厂均价较2021Q2上涨10%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 21Q3人民币兑美元汇率平稳, 21Q4人民币小幅升值



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究
备注: 2021Q4的统计区间为9月30日至10月29日。

2.2. 快递: Q3 净利降幅如期收窄, 电商快递业宣布大型并购

业绩总结: Q3 净利降幅普遍收窄, 预计 Q4 有望继续收窄甚至转正
快递企业 Q3 净利降幅普遍收窄, 符合我们之前的预期。根据已披露的三季报:

- (1) 韵达 Q3 归母净利润 3.3 亿元, 同比下降 1%, 降幅较 Q2 的-37%显著收窄;
- (2) 圆通 Q3 归母净利润 3.1 亿元, 同比下降 26%, 降幅较 Q2 的-61%显

著收窄；

(3) 申通 Q3 归母净利亏损 0.92 亿元，2020Q3 为亏损 0.65 亿元，单季度业绩同比降幅收窄；

(4) 顺丰 Q3 归母净利 10.4 亿元，扣非归母净利 8.1 亿元，同比下降 51%，降幅较 Q2 的-75% 环比收窄。

预计 Q4 利润同比降幅有望继续收窄甚至转正。非理性价格战得到遏制，派费上调传导顺畅，且传统旺季如期提价，预计 Q4 业绩表现将继续改善。

极兔收购百世国内快递业务，整合效果有待观察

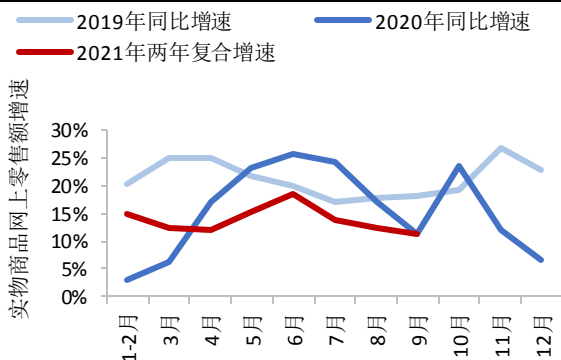
极兔收购百世国内快递业务，将有望收获规模和空间。10月29日，百世集团宣布同意将国内快递业务作价约 68 亿元人民币（11 亿美元）出售给极兔速递。在当前低价竞争策略受阻、业务量增速明显放缓的情况下，极兔通过另一种途径实现参与头部竞争的目标，体现了其极强的决心。一方面，若整合效果良好，极兔将快速提升业务规模；另一方面，极兔有望通过百世接入阿里系电商平台，拓展长期货源渠道与增长空间。

需要注意的是，加盟制快递整合过程复杂，未有可比案例，整合效果仍有待观察。加盟制快递独特的组织模式，导致其整合过程将极其复杂，两家企业的合并将会涉及数千个独立产权的交易和整合。以往我们在快递业未曾看到过如此大规模的并购重组事件。此次整合能否在有限的时间内，并在保证众多加盟商的合法权益不受损害的前提下如期实现，仍有待进一步观察。

继续看好快递龙头企业长期价值

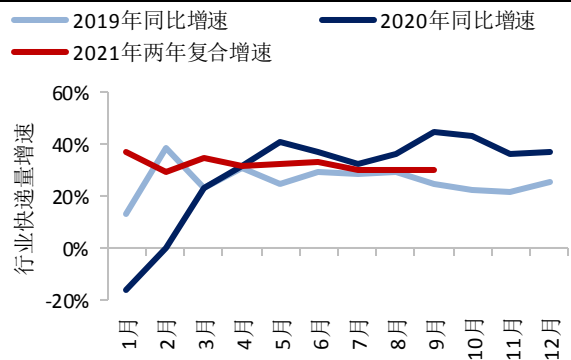
电商快递是典型的规模经济，当前中国电商快递行业仍处于集中过程。此次落后企业退出竞争，符合市场预期。头部企业份额差距仍未拉开，行业有待进一步集中。行业监管将保障良性竞争环境，预计资产负债表健康、现金流充裕、网络管理能力强的龙头企业将最终建立长期规模优势，并享受稳固的市场份额，超出行业的盈利能力，以及资本市场的估值溢价。维持中通快递、圆通速递、韵达股份“增持”评级。

图 17：9 月实物商品网上零售额两年复合增速环比继续回落



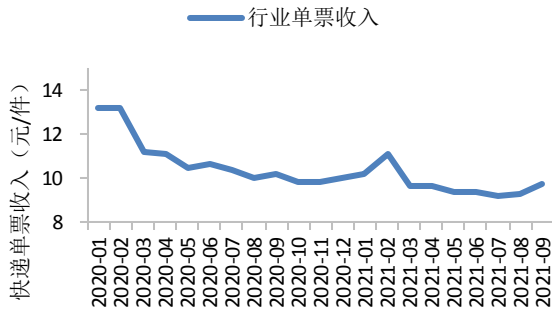
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：9 月行业快递量两年复合增速基本保持稳定



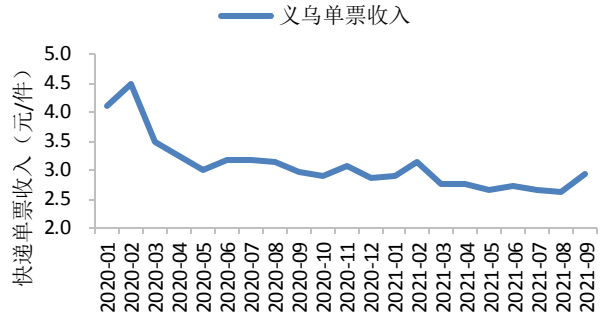
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 19：9 月行业单票收入环比显著回升



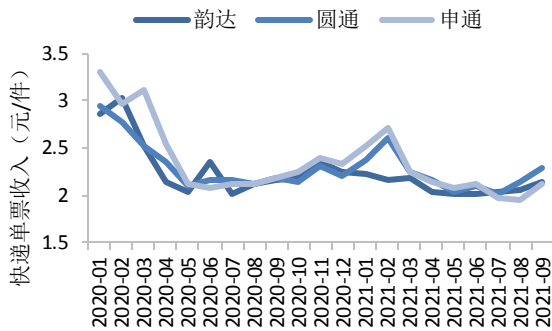
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20：9 月义乌单票收入亦环比大幅回升



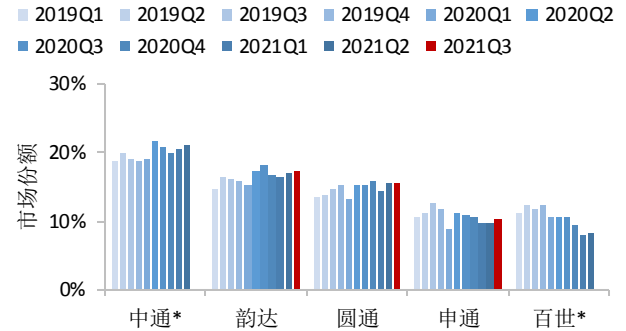
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 21：韵达、圆通和申通 9 月单票收入环比显著提升



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

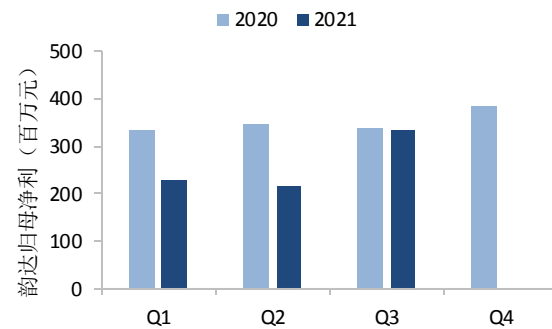
图 22：通达系份额 Q2 首现回升，Q3 继续稳中有升



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

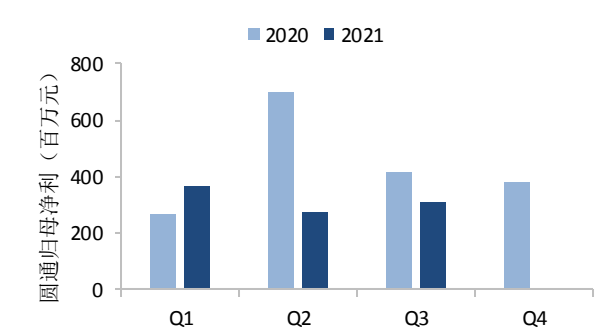
备注：中通、百世暂未公布 Q3 快递业务数据。

图 23：韵达 Q3 归母净利润同比下降 1%，降幅较 Q2 显著收窄



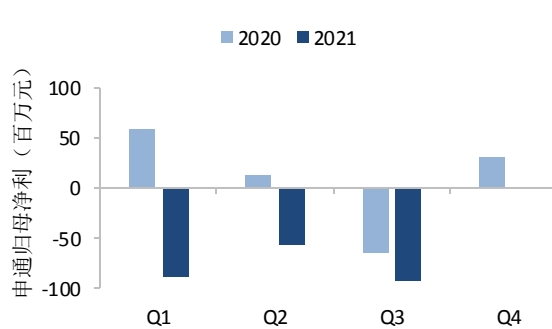
数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

图 24：韵达 Q3 归母净利润同比下降 26%，降幅较 Q2 显著收窄



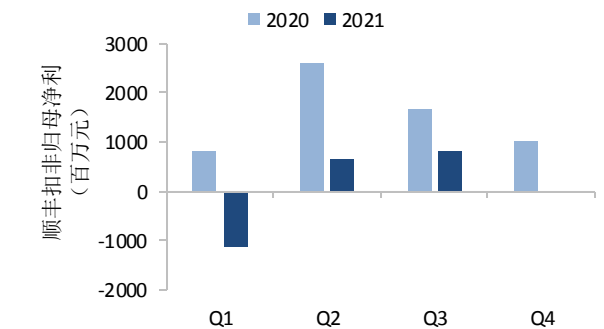
数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

图 25：申通 Q3 亏损 0.92 亿元，同比下降绝对值收窄



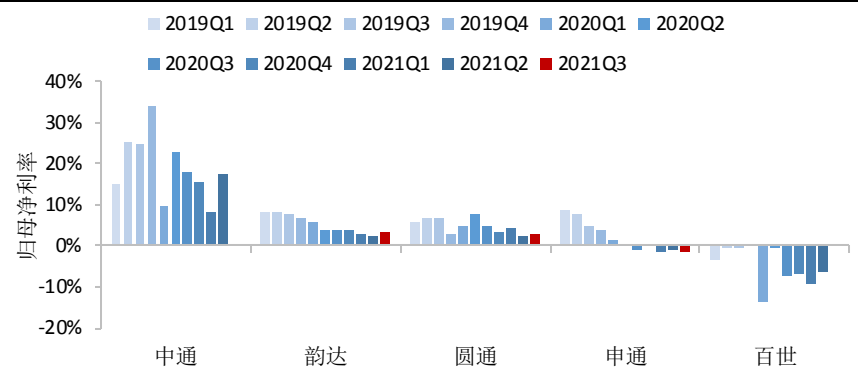
数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

图 26：顺丰 Q3 扣非归母净利润同比下降 51%，降幅较 Q2 收窄



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

图 27：电商快递净利率——头部企业 Q3 环比回升



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

备注：中通、百世暂未公布 Q3 业绩。

2.3. 集运：运价高位震荡，警惕需求拐点

➤ 运价：载运率接近满载，运价高位震荡

近期上海至欧美航线载运率继续保持接近满载水平，运价仍呈现高位震荡。本周 CCFI（反映结算价格）综合指数环比下跌 1.3%，欧美主要航线普遍下跌，其中，美西航线环比下跌 7%。本周 SCFI（反映订舱价格）综合指数环比下跌 0.4%，主要航线中，美西航线环比上涨 1%，欧洲航线环比基本持平。

➤ 需求端：消费者信心下降，警惕需求拐点风险

传统旺季北美航线集运货量回落。上半年北美航线集运货量保持较 2019 年高增长，而传统旺季 8 月较 6 月回落达 9%。同时，我们注意到，北美国际航空货量较 2019 年增速过去数月亦持续回落。

集运货量回落，可能源于进口零售商对美国终端消费预期的变化。7-8 月美国消费者信心指数下滑并维持低位，且美国进口 PMI 亦下降。

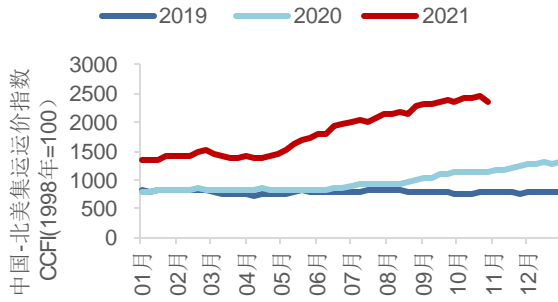
建议警惕海外疫情常态化及财政收紧预期下的需求拐点风险。

➤ 供给端：港口拥堵严重，缓解仍需时间

上半年美西港口塞港曾逐渐缓解，但 7 月下旬拥堵再次加剧，并已超过年初水平，目前仍拥堵严重。近期洛杉矶港开始 7*24 小时工作，并将对滞港集装箱向船公司收取 100 美元/天的额外附加费，以提高港口疏运效率。根据我们的研究，美国内陆供应链产能缺乏弹性是核心瓶颈，未来港口拥堵缓解仍需时间。紊乱阶段，额外附加费将提高整体运输成本，或加剧对出口结构的影响。

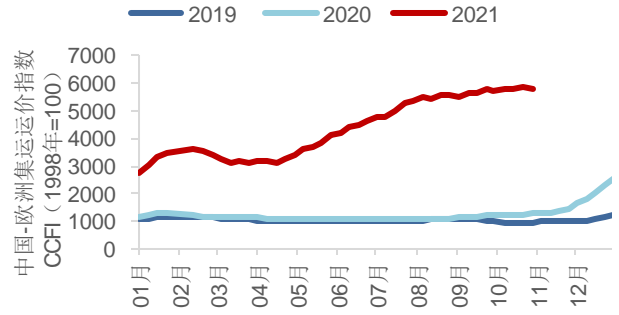
“紊乱阶段”终将结束，需待美国内陆供应链增产提效，或集运需求回落。三季度传统旺季美线货量回落，建议警惕需求拐点风险。考虑市场预期，与风险收益比，继续维持集运业“中性”评级。

图 28：中国-北美航线 CCFI 运价下跌——本周环比下跌 4%



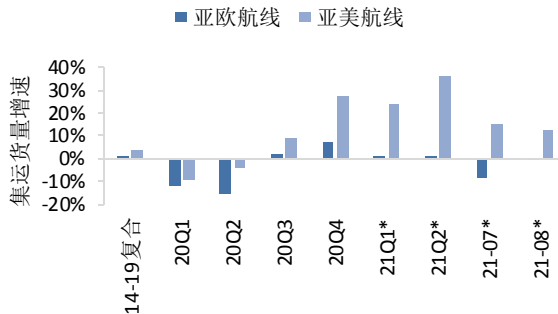
数据来源：Wind，上海航交所，国泰君安证券研究

图 29：中国-欧洲航线 CCFI 运价小幅下跌——本周环比下跌 1%



数据来源：Wind，上海航交所，国泰君安证券研究

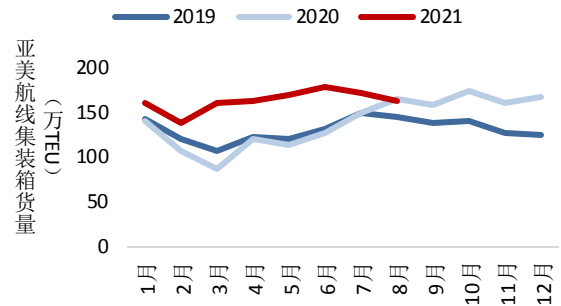
图 30：2021 年 8 月较 2019 年同期——美线集运货量增长 12%，欧线集运货量基本持平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

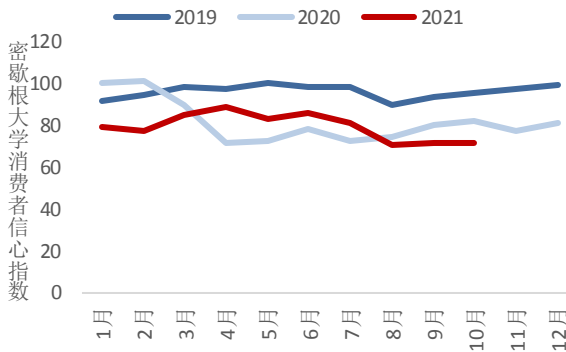
备注：*为 2021 较 2019 年同期增速。

图 31：美线货量绝对值环比回落，并略低于 2020 年同期



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

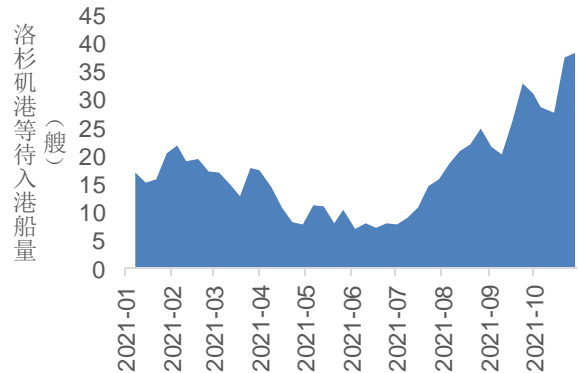
图 32：7-8 月美国消费者信心指数下滑并维持低位



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

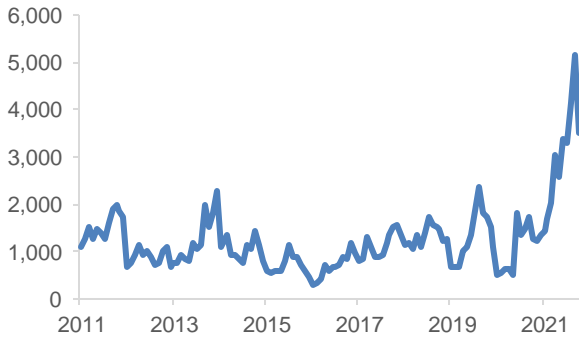
备注：*为 2021 较 2019 年同期增速。

图 33：美西塞港过去两个月再次加剧——洛杉矶港等待船量大幅上升超过年初水平



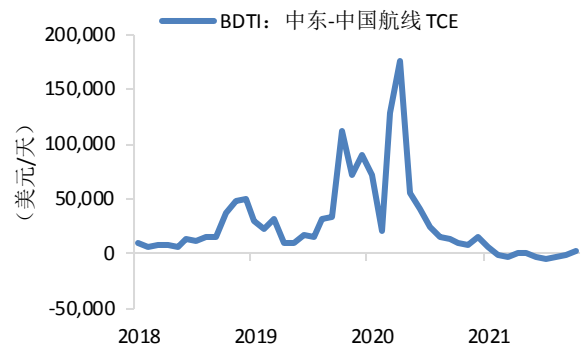
数据来源：Port of Los Angeles，国泰君安证券研究

图 34：干散货海运市场——BDI 回落，周环比下跌 17%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 35：原油海运市场——近期大幅上涨回到正值



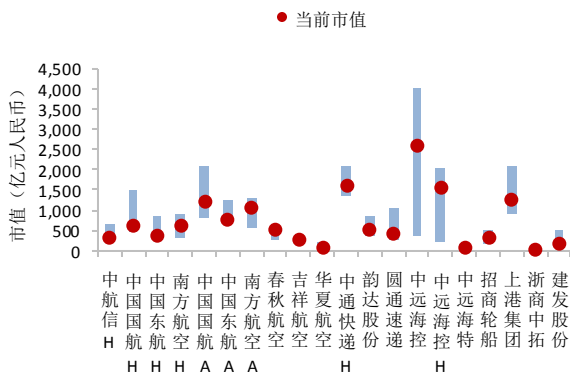
数据来源：Clarksons，国泰君安证券研究

3. 投资策略：看好快递龙头企业长期价值，关注航空 逆向时机

行业监管将保障快递业良性竞争环境。预计资产负债表健康、现金流充裕、网络管理能力强的龙头企业将最终建立长期规模优势，并享受稳固的市场份额，超出行业的盈利能力，以及资本市场的估值溢价。维持中通快递、圆通速递、韵达股份“增持”评级。

航空具备“国际放开”与“国内大循环”两种情境下的双重盈利恢复逻辑。短期业绩仍将承压，未来一年逐步恢复更具确定性。建议关注逆向布局时机。维持中国国航 H/A、中国东航 H/A、南方航空 H/A、中国国航 H、春秋航空“增持”评级。

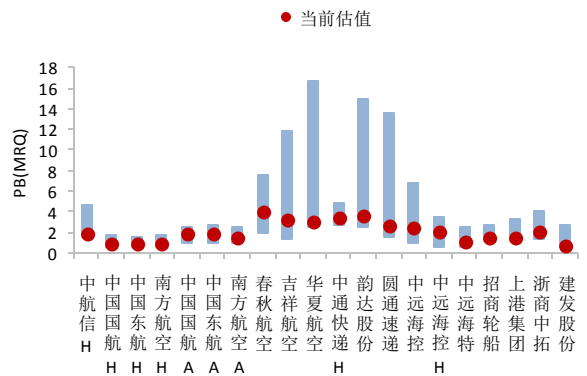
图 36：重点公司当前市值水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

备注：数据统计范围为 2016 年至今。

图 37：重点公司当前 PB 估值水平



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

备注：数据统计范围为 2016 年至今。

表 1：交运行业 A/H 股重点公司盈利预测与估值

代码	简称	股价		市值 亿元	EPS (元/股)				PB		PB	评级
		2021/10/29			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
0696.HK	中航信 H	14.56	港币	350	0.12	0.29	0.70	96	42	17	1.8	增持
0753.HK	中国国航 H	5.49	港币	655	-0.99	-0.58	0.42	-5	-8	11	0.9	增持
601111.SH	中国国航	8.51	元	1,236	-0.99	-0.58	0.42	-9	-15	20	1.7	增持
0670.HK	中国东航 H	3.06	港币	412	-0.72	-0.43	0.19	-3	-6	13	0.9	增持
600115.SH	中国东航	4.83	元	791	-0.72	-0.43	0.19	-7	-11	25	1.7	增持
1055.HK	南方航空 H	4.74	港币	660	-0.64	-0.38	0.14	-6	-10	28	0.9	增持
600029.SH	南方航空	6.56	元	1,112	-0.64	-0.38	0.14	-10	-17	47	1.5	增持
601021.SH	春秋航空	58.50	元	536	-0.66	0.87	2.02	-89	67	29	3.5	增持
002928.SZ	华夏航空	11.00	元	111	0.40	0.68	0.80	28	16	14	3.1	谨慎增持
2057.HK	中通快递	234.20	港币	1,646	5.04	5.44	6.58	38	35	29	3.1	增持
002120.SZ	韵达股份	18.67	元	542	0.48	0.41	0.50	39	46	37	3.6	增持
600233.SH	圆通速递	14.60	元	461	0.56	0.45	0.53	26	32	28	2.5	增持
600153.SH	建发股份	8.01	元	229	1.59	1.97	2.29	5	4	3	0.6	增持
000906.SZ	浙商中拓	9.90	元	67	0.77	1.14	1.56	13	9	6	2.2	增持

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

4. 风险提示

国内疫情反复风险；
 全球疫情持续时间超预期风险；
 病毒变异风险；
 疫苗接种速度与效果不及预期风险；
 政府管制及指引政策风险；
 航司融资摊薄风险；
 经济下行风险；
 油价汇率风险；
 安全事故风险；
 电商资本行为影响风险；
 反垄断监管风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		