

疫情冲击不改长期价值

上海机场 (600009.SH) 2019 年业绩点评

核心结论

事件：公司公布2019年业绩，全年实现营收109.4亿元，同增17.5%，归母净利润50.3亿元，同增18.7%，基本每股收益2.61元，基本符合预期。其中Q4营收27.4亿元，同增13.4%；归母公司净利润10.4亿元，同比下降5.1%。

业务量增速放缓。受民航严控总量、机场时刻资源紧张以及区域性事件等影响，19年公司飞机起降架次同增1.4%，旅客吞吐量同增2.9%，国内航线表现略好于国际和地区航线。全年航空性收入同比增速2.9%，增长稳健。

非航业务占比持续提升。19年非航收入同增28.4%至68.6亿元，在总收入中占比进一步提升至62.7%。其中，商业餐饮收入同增49.9%，受益于旅客消费能力升级以及新免税合同执行（新合同下T2和卫星厅全年免税收入37.88亿元）。我们预计全年浦东机场免税销售额约137亿元，同比增速约18%。

卫星厅投产导致Q4成本增加。19年公司营业成本同增18.7%，毛利率略降至51.2%，依然保持在较高水平。受卫星厅投产影响，Q4单季营业成本同增39.7%。截至19年底，三期扩建工程累计投入占预算比例为77.7%，工程进度90%，我们预计卫星厅折旧成本或未完全体现在四季度。

疫情影响2020年业绩。公司高峰小时容量已上调至80架次，但受疫情冲击，我们预计2020年飞机起降架次和旅客吞吐量分别同下18.3%和26.1%。假设T2和卫星厅仍能收到和日上(上海)签订的保底租金(2020年为41.58亿元)，则2020年免税收入预计约48.3亿元，同下11.6%。

维持“增持”。我们下调公司盈利预测，2020/2021/2022年基本EPS分别为1.56/2.90/3.55元。我们认为疫情对公司长期价值基本没有影响，仍看好公司作为枢纽机场的资源稀缺性以及中长期的发展空间，维持“增持”评级。

风险提示：疫情超预期、市内免税店分流超预期、免税保底下调或取消等。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,313	10,945	8,962	12,680	14,632
增长率	15.5%	17.5%	-18.1%	41.5%	15.4%
归母净利润(百万元)	4,231	5,030	3,013	5,579	6,845
增长率	14.9%	18.7%	-40.1%	85.5%	22.8%
每股收益(EPS)	2.20	2.61	1.56	2.90	3.55
市盈率(P/E)	23.1	30.2	38.9	21.0	17.1
市净率(P/B)	3.5	4.7	3.4	3.1	2.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

增持

股票代码 600009

前次评级 增持

评级变动 维持

当前价格 60.81

近一年股价走势



分析师

吴剑樑 S0800519100002
021-38584234
wujianliang@research.xbmail.com.cn

联系人

李莹
021-38584265
liyong@research.xbmail.com.cn
吴岑
wucen@research.xbmail.com.cn

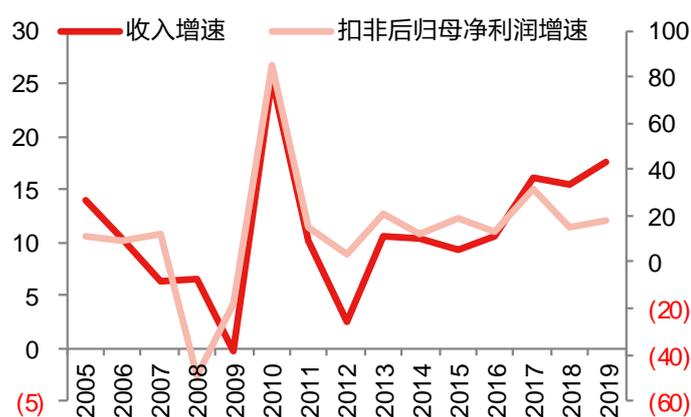
相关研究

上海机场：三季度业绩放缓，不改长期逻辑—上海机场(600009.SH) 季报点评 2019-10-29
上海机场：业务量增速有所回暖 卫星厅正式启用—上海机场(600009.SH) 9月经营数据点评 2019-10-17
上海机场：业绩符合预期，核心资产价值凸显—上海机场(600009.SH) 半年报点评 2019-08-28

业绩基本符合预期

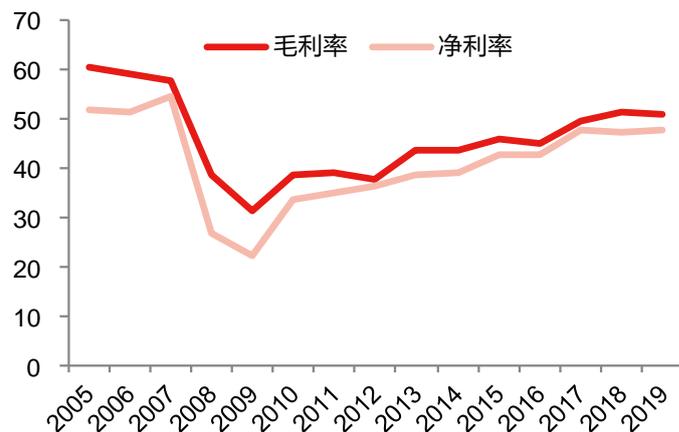
公司公布 2019 年业绩，全年实现营业收入 109.4 亿元，同比增长 17.5%，实现归属于母公司净利润 50.3 亿元，同比增长 18.7%，基本每股收益为 2.61 元，和业绩快报一致，基本符合预期。其中四季度实现营业收入 27.4 亿元，同比增长 13.4%，2019 年以来增速逐季放缓（Q1+21.6%，Q2+20.6%，Q3+14.9%）；归属于母公司净利润 10.4 亿元，同比下滑 5.1%，自 2014 年 Q3 以来首次出现下降，主要因为卫星厅在 19 年 9 月投入运营，带来折旧、运行等成本的大幅增长。

图 1：19 年公司营收和归母净利同比增长 17.5%和 18.9%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：公司毛利率和净利率 (%) 保持较高水平



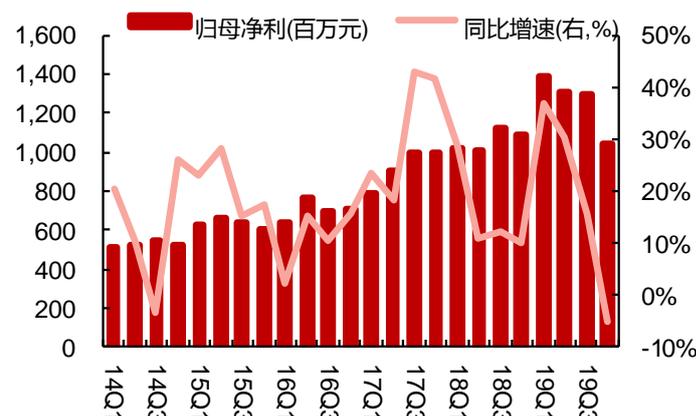
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：公司 19Q4 营收同比增长 13.4%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：公司 19Q4 归母净利润同比下滑 5.1%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

业务量增速放缓 国内略好于国际和地区

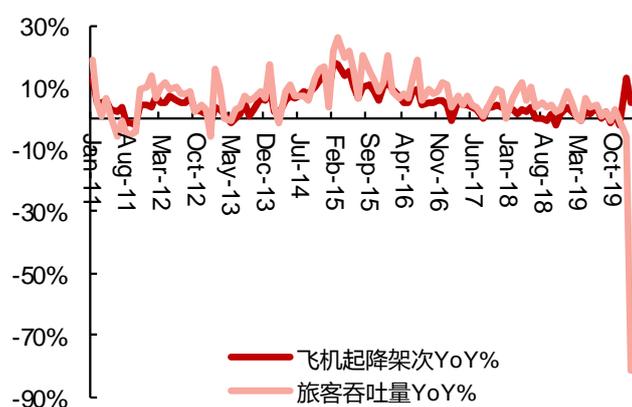
受民航严控总量、机场时刻资源紧张以及区域性事件等影响，2019 年公司飞机起降架次同比增长 1.4%（Q1+2.4%、Q2+1.5%、Q3+2.0%和 Q4-0.3%），旅客吞吐量同比增长 2.9%（Q1+4.9%、Q2+3.4%、Q3+2.6%和 Q4+0.6%，增速逐季放缓）。分地区看，国内航线飞机起降架次和旅客吞吐量分别同增 2.3%和 3.3%，表现略好于国际和地区航线（起降架次和旅客吞吐量分别同

公司点评 | 上海机场

比增加 0.5%和+2.5%)。

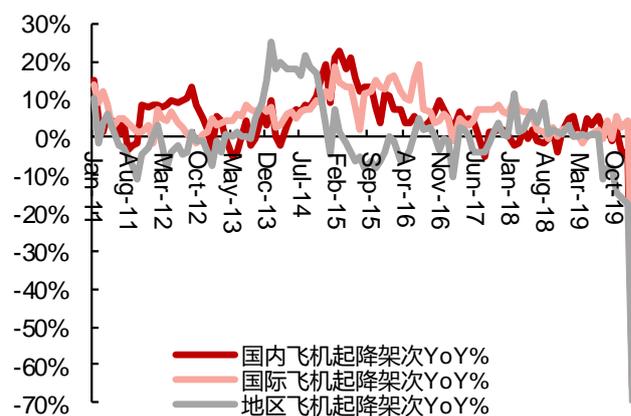
由于单机收入相对稳定，2019 年航空性收入同比增长 2.9%至 40.8 亿元，在总收入中占比约 37.3%。其中架次相关收入同增 3.2%至 18.0 亿元，旅客及货邮相关收入同增 2.6%至 22.8 亿元。

图 5：19 年公司飞机起降架次和旅客吞吐量分别同比增长 1.4% 和 2.9%



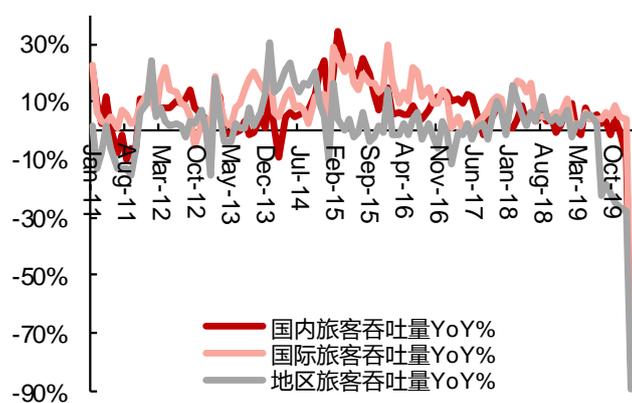
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：19 年公司国内、国际和地区飞机起降架次分别同比增长 2.3%、1.4%和-4.2%



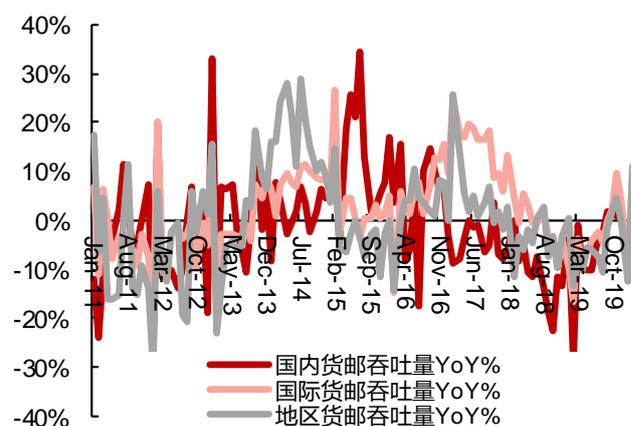
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：19 年公司国内、国际和地区旅客吞吐量分别同比增长 3.3%、4.7%和-7.9%



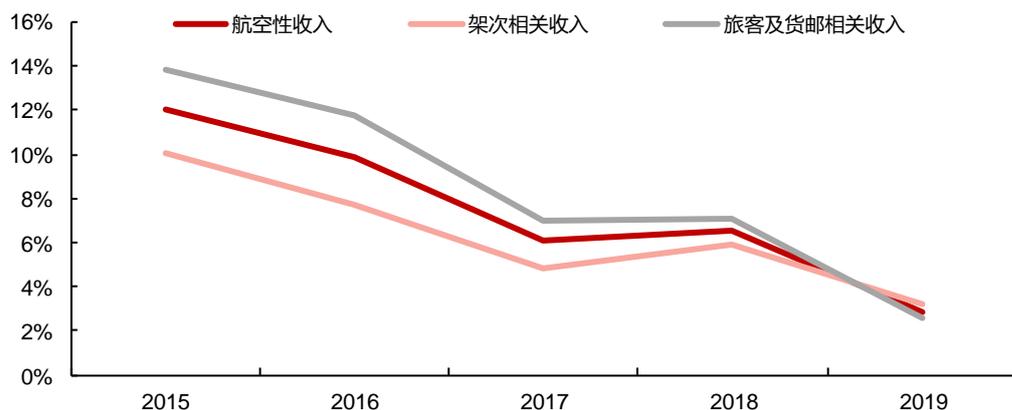
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：19 年公司国内、国际和地区货邮吞吐量分别同比增长 -4.8%、-3.2%和-4.5%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：2019 年航空性收入同比增长 2.9%

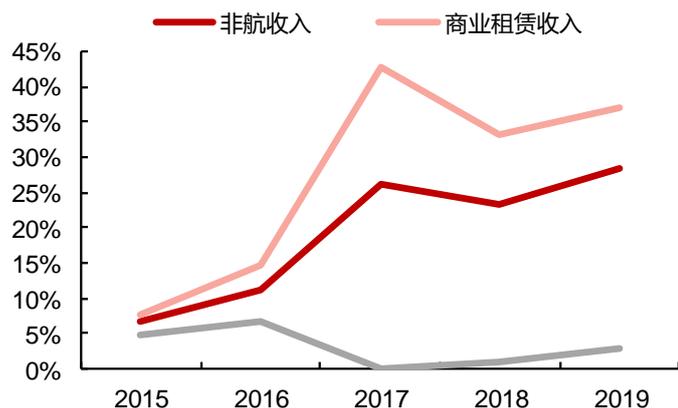


资料来源：Wind，西部证券研发中心

非航业务占比继续提升

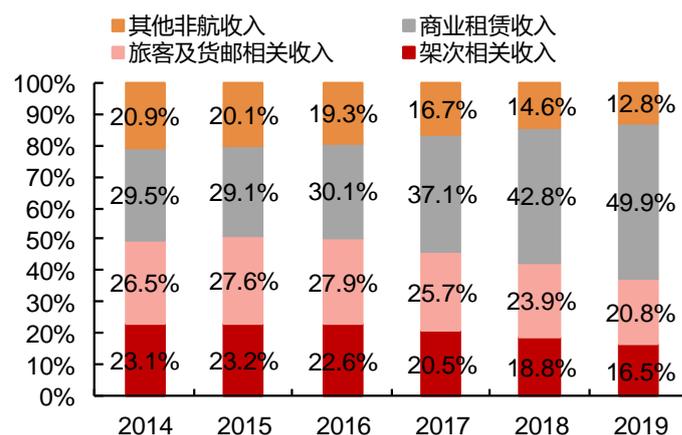
2019 年，公司非航业务收入同比增长 28.4%至 68.6 亿元，在总收入中的占比从去年同期的 57.4%进一步提升至 62.7%，成为公司业绩增长的主要推动力。其中，商业餐饮收入同比增长 49.9%至 54.6 亿元，主要受益于旅客消费能力升级以及新的免税合同执行。公司与日上签订新免税合同自年初起执行，T2 免税业务综合扣点率大幅提升至 42.5%。根据公司披露，新合同下 T2 和卫星厅实现全年免税收入 37.88 亿元（Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 10.1/9.17/9.25/9.36 亿元）。据此，我们预计全年浦东机场免税销售额约 137 亿元，同比增速约 18%，国际及地区旅客人均免税消费额也由 2018 年的 309 元大幅提升至 356 元。

图 10：2019 年公司非航收入同比增速 28.4%



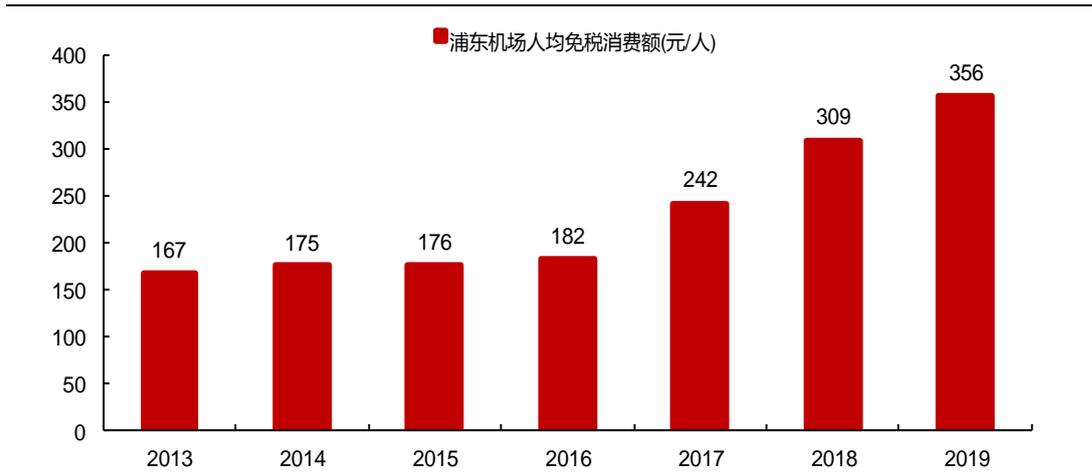
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：2019 年公司非航收入占比继续提升至 62.7%



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12: 上海机场国际及地区旅客人均免税消费 (元)



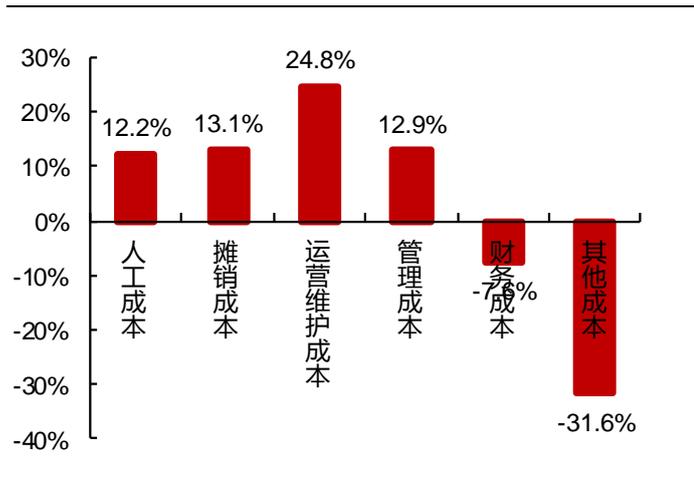
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

卫星厅投产导致四季度成本增加

2019年, 公司营业成本同比增长 18.7%至 53.4 亿元, 略高于收入增速 1.17 个百分点, 因此毛利率由去年的 51.69%略微下降到 51.21%, 依然保持在较高水平。其中受卫星厅投产影响, Q4 单季营业成本同比增长 39.7%, 毛利率下降至 40.4%。具体分项来看: 1) 人工成本由于员工结构调整及薪酬增加而同比增长 12.2%; 2) 摊销成本由于三期扩建工程项目主体投入运营而同比上升 13.1%; 3) 运营维护成本由于卫星厅投产、委托管理费、维修维护费、场地、资产租赁费等增加而同比上升 24.8%。

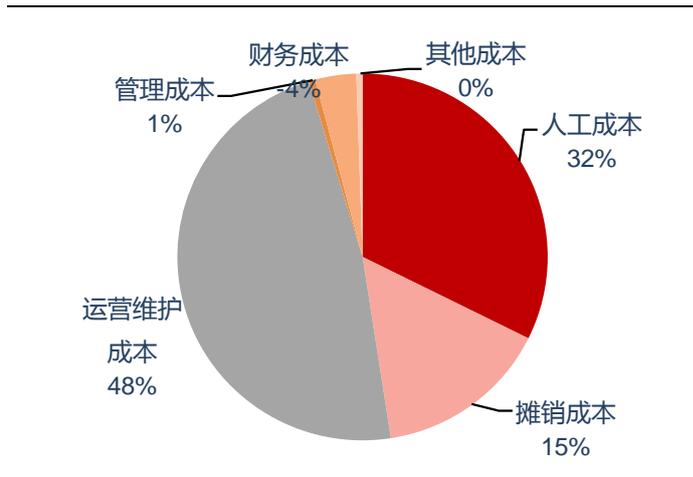
根据年报, 公司三期扩建工程预算已调减至 136.7 亿元, 截至 19 年底, 工程累计投入占预算比例为 77.7%, 工程进度 90%, 而当年仅 104.6 亿元的房屋建筑物转入固定资产, 因此我们预计卫星厅折旧成本或未完全体现在四季度。

图 13: 2019 年公司运营成本同比增加 24.8%



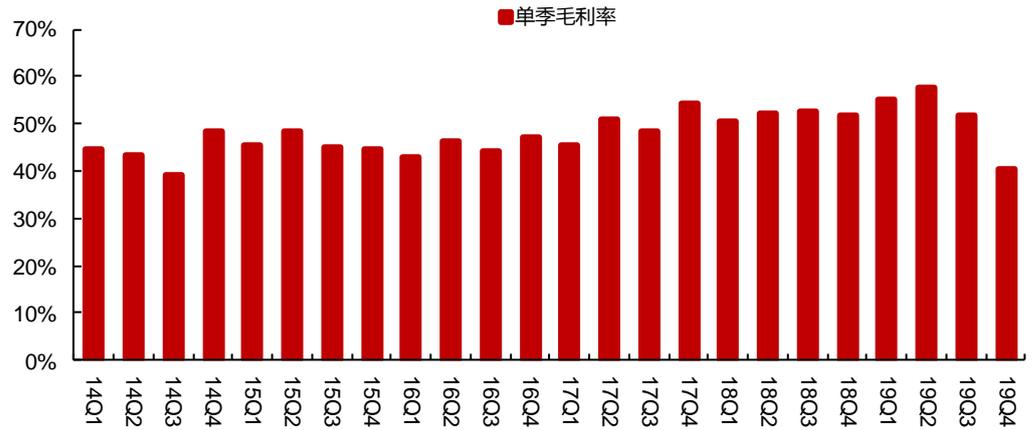
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 2019 年公司运营维护成本占比达到 48%



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 卫星厅投产导致公司 19Q4 毛利率下降至 40.4%



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

投资收益同比大幅增长

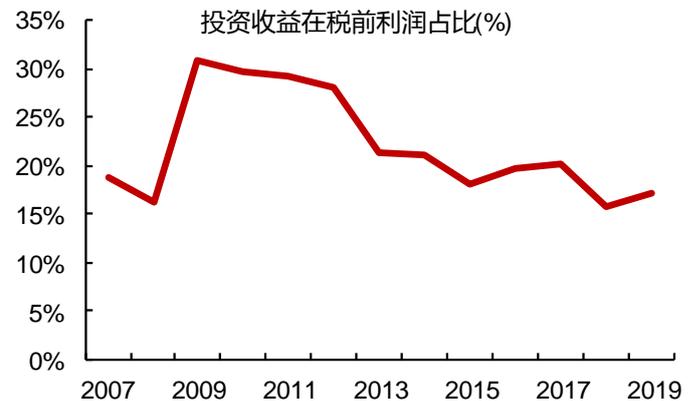
2019 年, 公司投资收益同比增长 28.7%至 11.5 亿元, 略超预期, 在税前利润中的占比也由 2018 年的 15.9%上升至 17.2%。其中卫星厅投产使得机场商业面积增加, 德高动量营收和净利润分别同比增长 12.1%和 15.0%, 权益法下确认的投资收益为 4.66 亿元。浦东航油营收和净利润分别同比下滑了 4.8%和 6.2%, 贡献了 4.96 亿元投资收益。此外, 自贸区基金 0.85 亿, 同比增加约 1.4 亿, 对华东凯亚转为权益法核算增加 0.53 亿, 联一投资贡献 0.4 亿。

图 16: 2019 年公司投资收益同比增长 28.7%



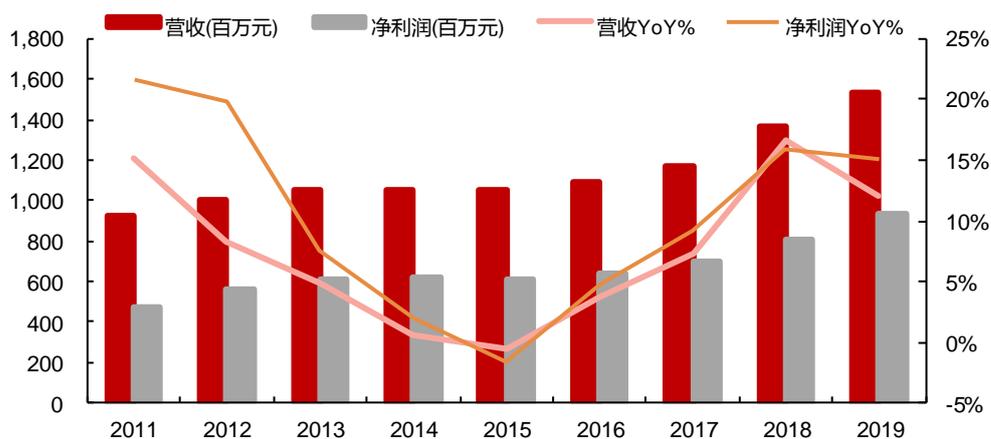
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 17: 2019 年公司投资收益在税前利润占比约 17.2%



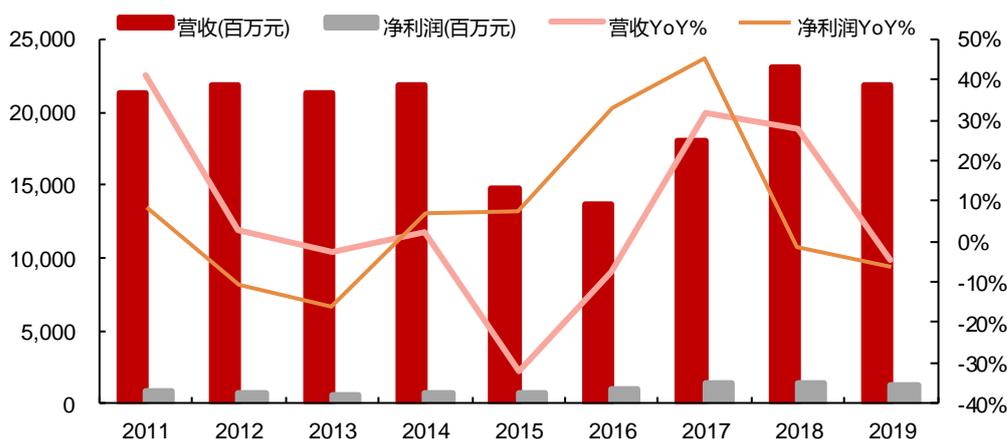
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 18: 2019 年上海机场德高动量广告营收和净利润分别同比增长 12.1%和 15.0%



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 19: 2019 年浦东航油营收和净利润分别同比增长-4.8%和-6.2%



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

疫情影响下，2020年业绩受到冲击

原本卫星厅投产后，浦东机场高峰小时容量已从 76 架次/小时上调至 80 架次/小时，产能瓶颈有所缓解，但新冠疫情冲击下，2020 年公司主要业务量将出现负增长。2020 年 1-2 月份，公司飞机起降架次累计同比下滑 30.7%，其中国内、国际和地区分别为-34.4%、-23.4%和-43.5%；旅客吞吐量累计同比下降 42.8%，其中国内、国际和地区分别为-45.3%、-36.4%和-58.9%。虽然 3 月份日均业务量环比有所提升，但仍处于较低水平，同时由于海外疫情扩散，民航局近期不断出台调减国际客运航班量的政策，国际航线承压：

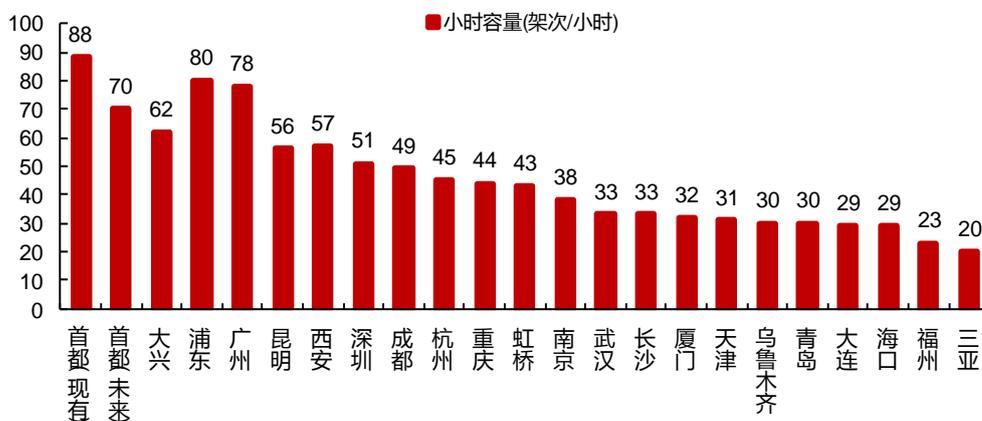
- 1) 第一阶段（自疫情发生以来至 3 月 19 日，即民航局第一次控制国际客运航班量之前），国际航班量已经调整到每周 1,165 班以下，相当于疫情爆发前我国国际客运航班量的 13% 左右，减少 87%；
- 2) 第二个阶段（3 月 19 日~3 月 26 日），实际执行国际航班已经减至 734 班，又减少了 37%；

3) 第三个阶段(即自3月29日起,民航局再次发布调减国际客运航班政策后),国际航班量将进一步减至108班,降幅为85.3%,仅相当于疫情爆发前的1.2%。按照新的政策要求,通过航空口岸入境的旅客人数将由前周日均2.5万人降到日均4,000人左右。

我们预计2020Q1公司飞机起降架次同比下滑40-45%,旅客吞吐量同比下降约50-55%。往后看,国内航线有望在5、6月份开始修复,7、8月份进入反弹期;而国际线的复苏将延后至四季度甚至年底(东北亚>东南亚>欧美)。全年看,我们预计飞机起降架次同比下降18.3%,旅客吞吐量同比下降26.1%(其中国内-10.1%,国际和地区41.7%)。

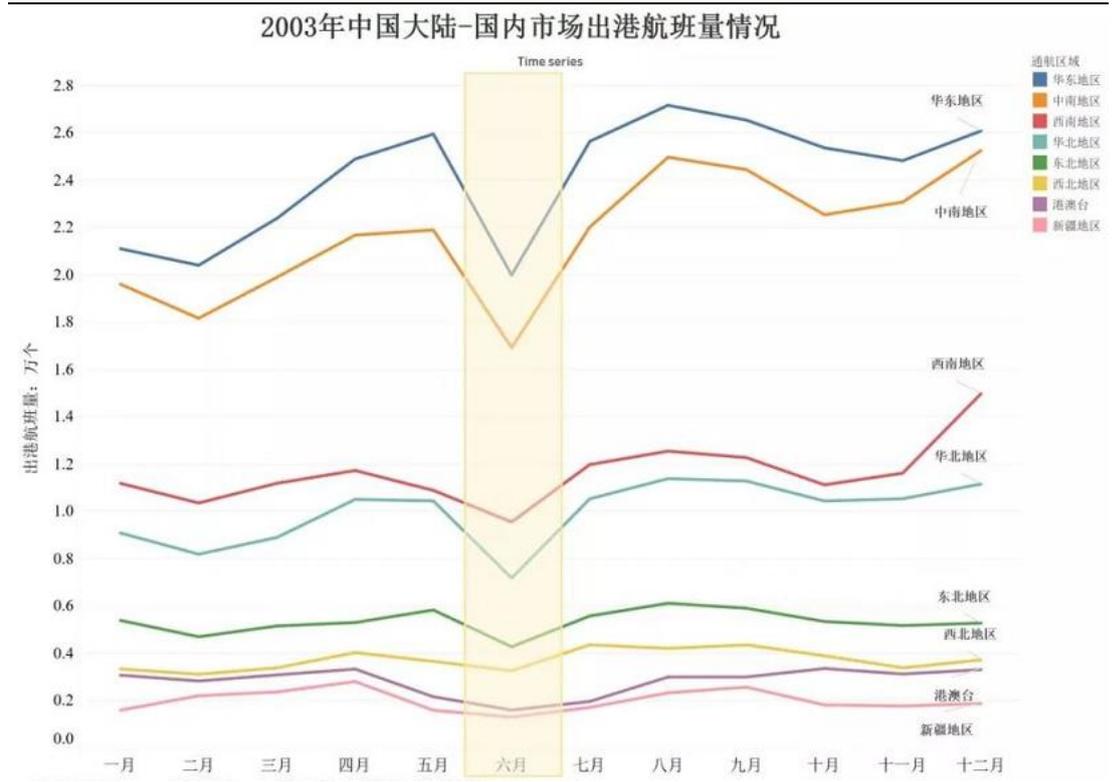
我们认为疫情对公司的影响为一次性,自2021年开始业务量将出现快速反弹。根据SARS恢复期的观察,预计疫情过后并不是所有地区都能迎来报复性增长,经济发展活跃、航班量本来就高的地区更容易迎来消费服务的反弹,同时受冲击较大的二三线机场远程航线可能恢复较慢,这将进一步提升北上广作为国际枢纽的地位,国际及地区和中转旅客量都有望持续提升。

图 20: 浦东机场高峰小时容量已从 76 架次/小时上调至 80 架次/小时



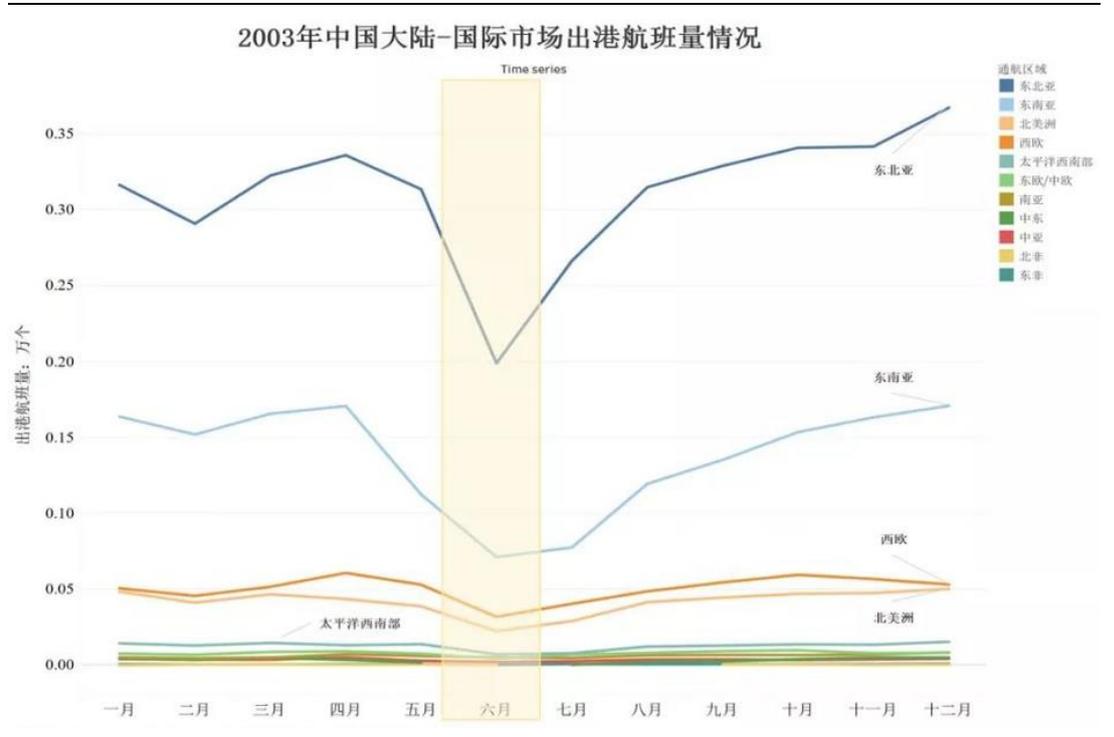
资料来源:民航局,西部证券研发中心

21: 2003年 SARS 国内市场出港航班情况：疫情后经济活跃地区反弹更大



资料来源：OAG 数据库，中国民航大学《新冠肺炎疫情对我国民航运输市场影响分析》，西部证券研发中心

图 22: 2003年 SARS 国际市场出港航班情况：疫情后东北亚航线率先复苏



资料来源：OAG 数据库，中国民航大学《新冠肺炎疫情对我国民航运输市场影响分析》，西部证券研发中心

海外疫情升级，国际客流冲击较大，公司免税业务受到影响。假设 T2 和卫星厅仍能收到和日上(上海)签订的保底租金(2020年为41.58亿元)，则2020年免税收入预计约为48.3亿元，

同比下降 11.6%。目前亚太几个大型枢纽机场都对零售运营商陆续出台了疫情优惠政策，包括租金减免、延付租金等，而公司也在和国旅协商。如果保底取消，则 2020 年免税收入将同比大幅下滑 52.9%至 25.7 亿元。

中长期看，我国机场免税增长潜力依然较大。上海机场作为枢纽机场，凭借其得天独厚的区位以及免税品类的价格优势由此受益，同时精品战略的推进也将带来新的销售增长点。

表 1：公司预计免税合同期间每年保底销售提成

合同期间	预计每年保底销售提成(亿元)
2019	35.25
2020	41.58
2021	45.59
2022	62.88
2023	68.59
2024	74.64
2025	81.48
合计	410

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 2：亚太机场对零售商陆续出台疫情优惠政策

国家	机场	措施
泰国	Airports of Thailand	1.在 2020/2/1-2021/1/31 期间固定月租金减免 20%，并正委托管理层起草 2021/2/1-2022/3/31 的优惠条例； 2.对包括月度/年度的最低保证金的基于百分比的费用提供折扣。基于百分比的费用，除了月度/年度的最低保证金外，只在 2020/2/1-2022/3/31 期间收取； 3.基于疫情的发展情况，公司保留在任何时候做出改变、修正、取消第 1 项、第 2 项援助措施的权利； 4.经营者可以要求延后特许权费用支付时间至 2020 年 7 月，即延迟六个月； 5.如果经营者已经获得特许权或者受《公私合营法》约束，机场会依法处理。根据 2019 财年运营情况，预计上述措施会导致收入下降 5%。
新加坡	Singapore Changi Airport	从 2020/2/1 起的六个月内机场特许经营的租金减半。
韩国	Incheon International Airport and Korea Airports	1.对零售商减免租金约 2080 万美元，延付租金 3.87 亿美元（2020 年 3 月-5 月）； 2.对中小型零售商在六个月内减免 20%-35%的租金；如果租金与销售额挂钩，则提供六个月的支付宽限期；对在济州、大邱、清州、务安等机场运营的小型零售商减免租金直到航班恢复； 3.对大型零售商正在制定相应的优惠政策。

资料来源：Moodie Davitt Report，西部证券研发中心

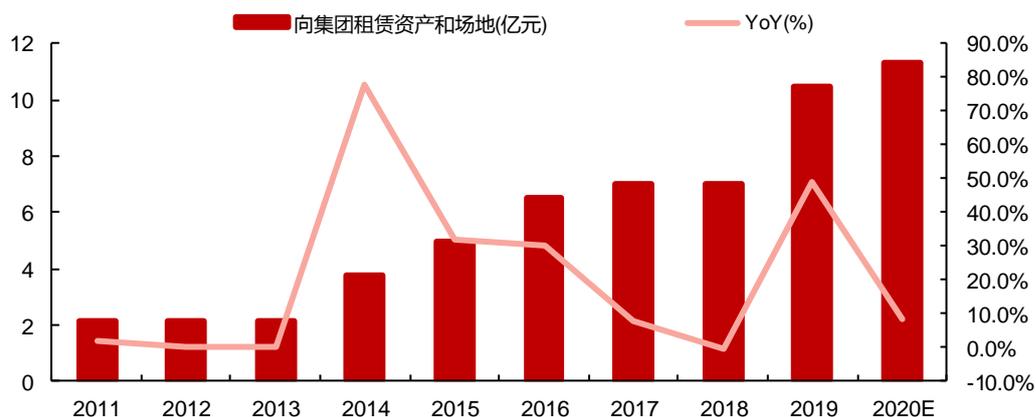
公司近期公告 2020 年关联交易情况，预计向集团租赁资产及场地共约 11.3 亿元，同比增长 8.3%（即 0.87 亿），而 2019 年度因三期工程将投产，租金相比 2018 年提高 3.5 亿。

表 3：2020 年公司承租关联方资产场地

序号	关联方	定价政策	具体内容	2020 年度预计金额	占同类业务	2019 年度发生金	占同类业务	同比增速(%)
				(百万元)	比例	额(百万元)	比例	
1	集团公司	市场定价	公司租赁其资产	122.7	10.7%	100.6	9.6%	21.9%
2	集团公司	市场定价、成本加成定价	公司租赁其场地	1,007.6	88.3%	946.2	89.8%	6.5%
3	集团公司	市场定价	公司租赁其货运楼资源	3.3	0.3%			
小计				1,133.5	99.3%	1,046.9	99.3%	8.3%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 23: 2020 年公司向集团租赁资产场地同比增长 8.3%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

盈利预测和投资建议

考虑到疫情影响，假设公司可以收到免税保底租金，我们调整了未来三年公司的盈利预测，分别下调 2020/2021 年归母净利润 48.9%和 19.4%至 30.1 亿元和 55.8 亿元，并引入 2022 年归母净利润预测 68.5 亿元，对应 2020/2021/2022 年基本 EPS 分别为 1.56/2.90/3.55 元，对应 PE 为 38.9X、21.0X、17.1X。我们认为疫情对公司长期价值基本没有影响，仍看好公司作为枢纽机场的资源稀缺性以及中长期的发展空间，维持“增持”评级。

风险：疫情发展超预期、市内免税店分流影响超预期、免税保底下调或取消、突发事件等。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8,766	10,360	11,137	17,731	22,511	营业收入	9,313	10,945	8,962	12,680	14,632
应收款项	1,338	1,723	783	2,762	1,329	营业成本	4,499	5,340	5,724	6,309	6,761
存货净额	20	14	19	19	23	营业税金及附加	22	10	8	12	13
其他流动资产	514	371	373	504	599	销售费用	1	0	0	0	0
流动资产合计	10,637	12,468	12,312	21,016	24,461	管理费用	243	265	197	254	293
固定资产及在建工程	16,667	20,234	19,811	18,853	17,931	财务费用	-194	-209	-247	-266	-423
长期股权投资	3,247	3,930	3,990	4,050	4,110	其他费用/(-收入)	-893	-1,150	-703	-1,091	-1,218
无形资产	348	499	474	443	412	营业利润	5,634	6,688	3,983	7,463	9,206
其他非流动资产	30	40	40	40	40	营业外净收支	-4	-20	-	-	-
非流动资产合计	20,292	24,703	24,315	23,385	22,493	利润总额	5,630	6,668	3,983	7,463	9,206
资产总计	30,929	37,171	36,627	44,401	46,955	所得税费用	1,199	1,407	833	1,618	2,029
短期借款	-	-	-	-	-	净利润	4,431	5,261	3,150	5,844	7,177
应付款项	1,029	3,570	956	4,149	1,401	少数股东损益	200	231	137	265	333
其他流动负债	1,258	1,145	977	1,402	1,598	归属于母公司净利润	4,231	5,030	3,013	5,579	6,845
流动负债合计	2,287	4,715	1,932	5,551	2,998						
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	8	7	7	7	7	盈利能力					
长期负债合计	8	7	7	7	7	ROE	14.8%	15.5%	8.7%	14.4%	15.6%
负债合计	2,294	4,722	1,939	5,557	3,005	毛利率	51.7%	51.2%	36.1%	50.2%	53.8%
股本	1,927	1,927	1,927	1,927	1,927	营业利润率	60.5%	61.1%	44.4%	58.9%	62.9%
股东权益	28,635	32,450	34,688	38,844	43,950	销售净利率	47.6%	48.1%	35.1%	46.1%	49.1%
负债和股东权益总计	30,929	37,171	36,627	44,401	46,955	成长能力					
						营业收入增长率	15.5%	17.5%	-18.1%	41.5%	15.4%
						营业利润增长率	16.3%	18.7%	-40.4%	87.4%	23.4%
						归母净利润增长率	14.9%	18.7%	-40.1%	85.5%	22.8%
						偿债能力					
						资产负债率	7.4%	12.7%	5.3%	12.5%	6.4%
						流动比	4.65	2.64	6.37	3.79	8.16
						速动比	4.64	2.64	6.36	3.78	8.15
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	2.20	2.61	1.56	2.90	3.55
						BVPS	14.66	16.61	17.70	19.72	22.20
						估值					
						P/E	23.1	30.2	38.9	21.0	17.1
						P/B	3.5	4.7	3.4	3.1	2.7
						P/S	10.5	13.9	13.1	9.2	8.0

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezh@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。