



中信证券研究部

核心观点



卢世民
首席交运分析师
S1010519040004



汤学章
S1010520090006

9 月三大航内线 RPK 同比转正，2020 年冬春日均航班量同增 12.6%~15.7%，更多国际闲置时刻转回国内。9 月春秋内线客座率近 90%，新航季内线日均航班量同增 54.4%，成本优势转向管理、更具成长。新航季上机内线日均航变量同增 38.3%，一线机场时刻放量转向内线利好刺激需求进一步反弹。

9 月三大航内线 RPK 同比转正，2020 年冬春航季日均航班量同增 12.6%~15.7%，刺激国内需求进一步反弹。9 月国航/南航/东航国内线 RPK 同比 0.1%/1.6%/3.6%，疫情以来首次单月同比转正。料国庆长假三大航内线 ASK 同增 10%左右，票价降幅收窄至 17%以内，客座率环比 9 月持平。2020 年冬春季民航国内线日均航班量同增 14.7%，其中三大航增速 12.6%~15.7%，而整体计划航班量同比基本持平，更多国际线时刻转回内线，将进一步提升飞机利用率，支撑 Q4 国内线客运量持续反弹、票价降幅同比 15%以内降幅。

春秋内线客座率近 90%，新航季内线日均航班量同增 54.4%，成本优势转向管理、更具成长。9 月春秋/吉祥国内线 ASK 同比 51.7%/15.0%，对应 RPK 同比 46.7%/10.0%，其中春秋国内线客座率恢复至 89.3%。2020 年冬春航季春秋、吉祥国内线日均航班量同增 54.4%、21.5%，整体日均航班量对应同比增速为 5.9%、1.9%，春秋国际闲置时刻转回表现最优。新航季春秋整体计划航班量增速仍为最优，疫情背景下单位成本优势相对扩大，时刻政策继续偏紧背景下有望争取更多存量资源，更具成长、穿越周期。

十一民航国内线客运量首次同比正增长，局部疫情波动不改内线需求反弹趋势。9 月民航国内线客运量 4775.0 万人次，恢复至去年同期 98%。国庆中秋 8 天长假民航国内出行迎来快速恢复，行业单日旅客发送量 165.8 万人次，恢复至去年同期 91.1%。其中长假期间国内线日均航班量同增 13.0%，料对应客运量同增 5%左右，首次同比正增长。2020 年国庆长假出行出现结构性变化，出境游需求转向新疆、云贵川和海南等国内游、或延续至明年。近期青岛疫情波动压制航空股表现，参照北京、大连和乌市疫情防控经验，料局部地区疫情波动不改国内线需求反弹趋势，期待疫苗正式推出提升出行信心。

9 月白云、深圳机场内线客运量同比转正，新航季更多国际闲置时刻转回国内，大兴时刻同增 224%。9 月广州白云/深圳机场国内旅客吞吐量同比 0.7%、2.0%，首次实现正增长，白云机场连续 3 个月国内旅客吞吐量排名第 1。上海机场内线旅客吞吐量同增 13.5%，环比扩大 13pcts。新航季内线日均航班量规模最大为广州白云机场，同比增长 21.4%。上海浦东、深圳宝安同增 38.3%、12.5%。北京大兴机场将在本航季完成转场，同期国内线日均航班量同增 224.1%，受转场影响同期首都机场内线日均航班量同比下降 21.7%。

风险因素：民航需求不及预期；油汇影响超预期；疫情影响超预期；与免税经营商谈判不及预期；市内店政策分流超预期。

投资策略。9 月三大航内线 RPK 同比转正，新航季日均航班量同增 12.6%~15.7%。春秋内线客座率近 90%，新航季内线日均航班量同增 54.4%，成本优势转向管理、更具成长。新航季内线日均航班量规模最大为广州白云机场，上海浦东、深圳宝安同增 38.3%、12.5%，更多国际闲置时刻转回国内。春运国内线供需增速差有望转正且运力供给受限，汇率升值、低油价背景下，航空股重构繁荣。我们继续推荐三大航和上海机场，关注春秋航空。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
南方航空	5.87	0.17	-0.47	0.77	34	NA	8	买入
东方航空	4.92	0.20	-0.38	0.51	25	NA	10	买入
中国国航	7.07	0.44	-0.50	0.65	16	NA	10	买入
春秋航空	44.69	2.01	0.34	2.31	22	NA	19	买入
上海机场	69.48	2.61	0.83	2.78	26	83	25	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

目录

三大航内线 RPK 正增长，春秋客座率近 90%.....	1
9 月上市航司净引入 6 架飞机，华夏公布交付计划	2
9 月内线客运量同比基本持平，十一或同增 5%	4
白云机场流量仍排名第一，上机内线旅客同增 13.5%	5
更多闲置时刻转回，上市航司机场内线两位数增长	6
风险因素	7

插图目录

图 1: 三大航 RPK 同比增速	2
图 2: 三大航 ASK 同比增速	2
图 3: 三大航客座率同比 (+/-pcts)	2
图 4: 春秋/吉祥航空 RPK 及客座率同比	2
图 5: 9 月三大航、春秋和吉祥净引进飞机合计 6 架	4
图 6: 9 月民航旅客运输量同比下降 12.5% 至 4793.9 万人次	5
图 7: 9 月国际旅客运输量同比下降 96.9% 至 18.9 万人次	5
图 8: 十一假期日均客运量恢复 90.6% 至 165.8 万人, 平均客座率降 6.3pcts	5
图 9: 10 月 1 日~8 日全国民航客运航班同比去年下降 8.8%, 国内航班增长 10.3%	5
图 10: 2020 年冬春航季上市航司日均航班量同比-3.0%~5.9%	7
图 11: 2020 年冬春航季上市航司日均航班量同比 12.6%~54.4%	7
图 12: 2020 年冬春航季一线机场国内线日均航班量同比	7
图 13: 2020 年冬春航季一线机场国际线日均航班量同比	7

表格目录

表 1: 民航及主要上市航企月度数据	1
表 2: 飞机净引进数量	3
表 3: 华夏航空 ARJ21 引入计划	4
表 4: 主要上市机场 2020 年 9 月数据	6

■ 三大航内线 RPK 正增长，春秋客座率近 90%

传统航企：1. 中国国航：9 月 ASK 同比-34.9%（国内/国际同比 5.6%/-93.8%），RPK 同比-38.6%（国内/国际同比 0.1%/-96.6%）；客座率同比-4.6pcts 至 75.7%（国内/国际分别同比-4.2pcts/-35.1pcts）；1-9 月累计 ASK 同比-50.1%（国内/国际同比-28.4%/-79.4%），累计 RPK 同比-57.1%（国内/国际同比-38.5%/-83.2%）；累计客座率同比下降 11.5pcts 至 69.9%（国内/国际同比-11.6 /-14.6pcts）。

2. 南方航空：9 月 ASK 同比-23.67%（国内/国际同比 6.55%/-89.88%），RPK 同比-27.53%（国内/国际分别同比 1.63%/-92.72%），整体客座率同比-4.14pcts 至 77.6%（国内/国际分别-3.8pcts/-22.75pcts）；1-9 月累计 ASK 同比-43.0%（国内/国际同比-26.81%/-77.34%），累计 RPK 同比-51.64%（国内/国际同比-37.35%/-81.96%）；累计客座率同比下降 12.58pct 至 70.43%（国内/国际同比-11.95/-17.0pcts）。

3. 东方航空：9 月 ASK 同比-29.53%（国内/国际分别同比 8.54%/-94.87%），RPK 同比-32.16%（国内/国际分别同比 3.57%/-96.82%），整体客座率同比-2.98pcts 至 76.88%（国内/国际分别-3.73pcts /-29.5pcts）；1-9 月累计 ASK 同比-47.21%（国内/国际同比-29.51%/-77.66%），累计 RPK 同比-55.29%（国内/国际同比-40.29%/-81.73%）；累计客座率同比下降 12.64pcts 至 69.99%（国内/国际同比-12.78/-14.79pcts）。

民营航企：1.春秋航空：9 月 ASK 同比-2.88%（国内/国际同比 51.65%/-98.56%），RPK 同比-4.01%（国内/国际分别同比 46.74%/-99.07%），整体客座率同比-1.6pcts 至 88.92%（国内/国际分别-2.99pcts/-31.6pcts）；1-9 月累计 ASK 同比-16.9%（国内/国际同比 14.48%/-75.55%），累计 RPK 同比-28.99%（国内/国际同比-2.05%/-80.51%）；累计客座率同比下降 13.35pcts 至 78.43%（国内/国际同比-13.39/-18.31pcts）。

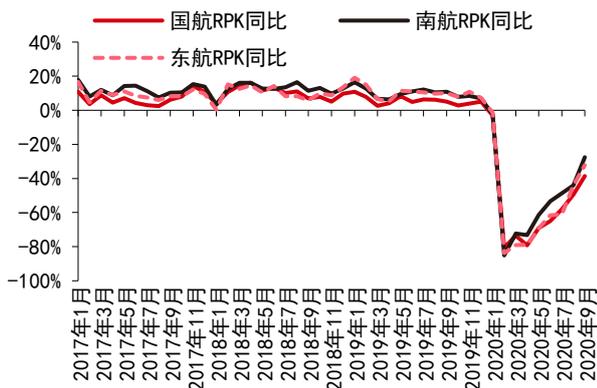
2.吉祥航空：9 月 ASK 同比-5.12%（国内/国际分别同比 14.96%/-90.06%），RPK 同比-7.53%（国内/国际分别同比 9.88%/-92.54%），整体客座率同比-2.17pct 至 83.51%（国内/国际分别-3.89pcts/-18.97pcts）；1-9 月累计 ASK 同比-29.41%（国内/国际同比-20.01%/-71.37%），累计 RPK 同比-40.18%（国内/国际同比-31.75%/-79.71%）；累计客座率同比下降 13.1pct 至 72.83%（国内/国际同比-12.74/-23.85pcts）。

表 1：民航及主要上市航企月度数据

	9 月			2020 年		
	RPK 同比	客座率	客座率同比增减 (pcts)	RPK 累计同比	累计客座率	累计客座率同比增减(pcts)
民航整体						
中国国航	-38.60%	75.7%	-4.6	-57.10%	69.9%	-11.5
南方航空	-27.53%	77.60%	-4.14	-51.64%	70.43%	-12.58
东方航空	-32.16%	76.88%	-2.98	-55.29%	69.99%	-12.64
春秋航空	-4.01%	88.92%	-1.6	-28.99%	78.43%	-13.35
吉祥航空	-7.53%	83.51%	-2.17	-40.18%	72.83%	-13.10

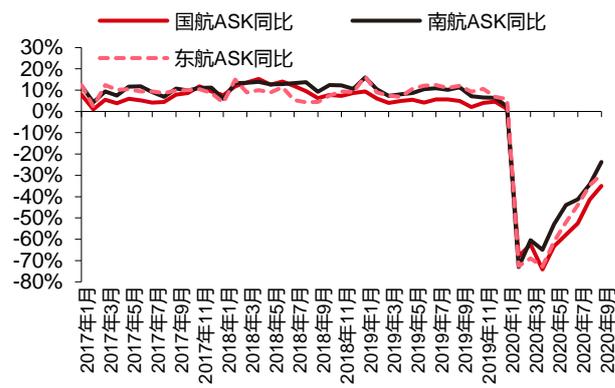
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 1：三大航 RPK 同比增速



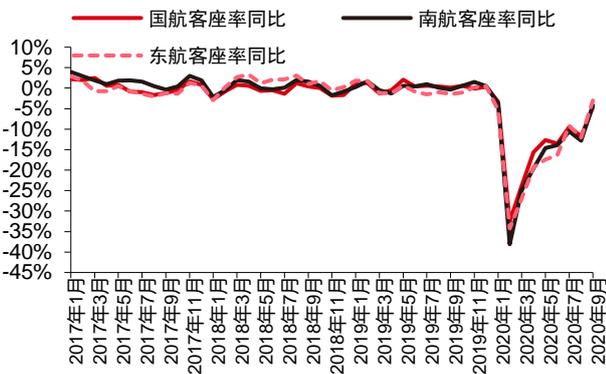
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：运营数据披露时间截至 2020 年 10 月 16 日

图 2：三大航 ASK 同比增速



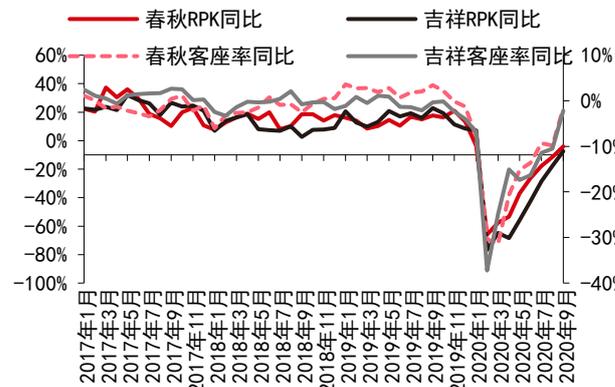
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：运营数据披露时间截至 2020 年 10 月 16 日

图 3：三大航客座率同比 (+/-pcts)



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：运营数据披露时间截至 2020 年 10 月 16 日

图 4：春秋/吉祥航空 RPK 及客座率同比



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：运营数据披露时间截至 2020 年 10 月 16 日

9 月上市航司净引入 6 架飞机，华夏公布交付计划

9 月上市航司引入 8 架 A320neo/A321neo，料迎接十一长假国内出行集中爆发。2020 年 9 月中国国航、南方航空和东方航空飞机分别净引进 2 架、1 架和 2 架，春秋和吉祥航空净引分别为 1 架、0 架。其中国航引进 2 架 A320neo，南航引进 2 架 A321neo，退出 1 架 EMB190，东航引入 3 架 A320neo，退出 1 架 B737-700，春秋航空引进 1 架 A321neo。

不考虑国产 ARJ21，1-9 月三大航机队规模净减少 11 架，去年同期增加 51 架。在国际疫情未出现明显拐点之前，预计各航司对飞机引进仍持审慎态度。Q2 上游飞机制造商 Boeing、AirBus 交付数量同比下降 77%、73%，上游产能骤减与航司推迟交付形成合力，飞机供给受限预计持续到 2021 年底。

华夏航空公告中国商飞引进计划更多细则，至 2025 年中国商飞将成为华夏航空最大单一飞机供应商。10 月 15 日，华夏航空公告拟向中国商飞购买和接收 100 架 ARJ21 系

列和 C919 系列飞机,其中 50 架确认为 ARJ21 系列飞机,另 50 架可全部或部分为 C919 系列飞机,计划自 2020 年起 10 年内完成交付。公告公布 2020-2025 年间 50 架确认飞机交付计划,预计到 2025 年 ARJ21 在机队中占比最大,超过 50%,中国商飞成为华夏航空最大单一飞机供应商。

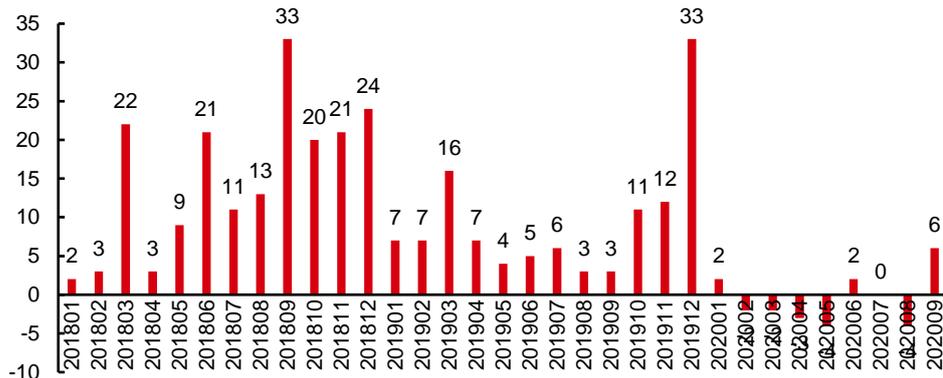
表 2: 飞机净引进数量

	国航	南航	东航	春秋	吉祥	合计
201801	0	1	0	1	0	2
201802	-1	4	0	0	0	3
201803	5	8	7	1	1	22
201804	-1	1	2	0	1	3
201805	3	6	0	0	0	9
201806	1	12	6	2	0	21
201807	1	6	4	0	0	11
201808	5	7	1	0	0	13
201809	5	12	15	0	1	33
201810	6	6	6	1	1	20
201811	1	10	7	0	3	21
201812	4	13	5	0	2	24
201901	-13	4	1	0	-1	-9
201902	2	-1	5	2	-1	7
201903	3	4	7	0	2	16
201904	-4	4	5	2	0	7
201905	3	-2	2	1	0	4
201906	1	0	4	0	0	5
201907	3	1	1	1	0	6
201908	-1	2	0	1	1	3
201909	2	0	1	0	0	3
201910	0	5	4	1	1	11
201911	6	2	2	1	1	12
201912	12	3	11	3	3	32
202001	1	-1	1	2	-1	2
202002	-1	0	0	0	-1	-2
202003	0	-2	-1	1	0	-2
202004	0	-3	0	0	0	-3
202005	0	-3	-1	0	0	-4
202006	1	4	-1	0	-2	2
202007	-1	-1	1	0	1	0
202008	1	-3	-2	0	0	-4
202009	2	1	2	1	0	6

资料来源: Wind, 各公司官网, 中信证券研究部

注: 运营数据披露时间截至 2020 年 10 月 16 日

图 5：9 月三大航、春秋和吉祥净引进飞机合计 6 架(单位：架)



资料来源：wind，中信证券研究部

表 3：华夏航空 ARJ21 引入计划

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025
计划交付数量 (架)	2	6	8	9	10	15
飞机机队规模 (架)	53	59	67	76	86	101
其中：庞巴迪	38	38	38	38	38	38
空客	13	13	13	13	13	13
中国商飞	2	8	16	25	35	50
最大单翼飞机供应商	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	庞巴迪	中国商飞
来自最大单一飞机供应商的飞机数量占公司总飞机数量比例	72%	64%	57%	50%	44%	50%

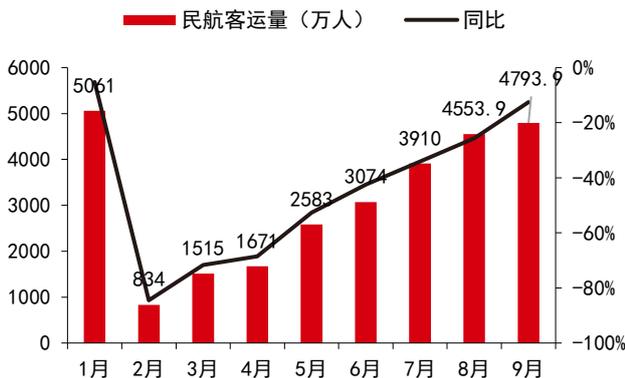
资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

注：运营数据披露时间截至 2020 年 10 月 16 日

9 月内航线客运量同比基本持平，十一或同增 5%

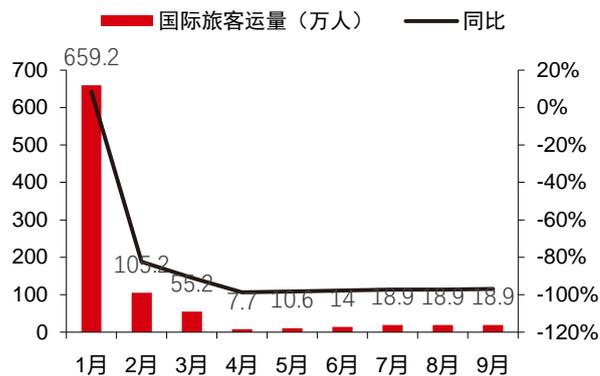
9 月国内线旅客发送量恢复至去年同期 98.0%，局部地区疫情波动不改国内线需求反弹趋势。9 月民航旅客发送量 4793.9 万人次，降幅环比收窄 13.1pcts 至 12.5%，其中国内线客运量 4775.0 万人次，恢复至去年同期 98%。受海外疫情不确定影响，国际旅客发送量 18.9 万、仍处低位，与 8 月环比基本持平。近期青岛疫情波动压制航空股表现，参照北京、大连和乌市疫情防控经验，料局部地区疫情波动不改国内线需求反弹趋势。进入 11 月、12 月，预计国内线需求反弹支撑淡季不淡，国内线客运量维持正增长，对应票价降幅或 15%以内。

图 6：9 月民航客运量同比下降 12.5% 至 4793.9 万人次



资料来源：民航局，中信证券研究部

图 7：9 月国际旅客运输量同比下降 96.9% 至 18.9 万人次

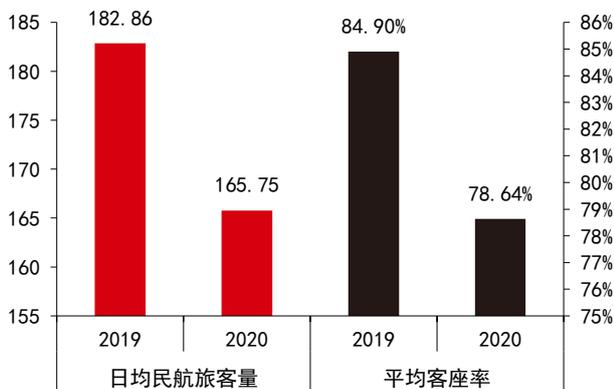


资料来源：民航局，中信证券研究部

十一中秋双节日均运送旅客恢复到去年同期的 90.6%，国内航班量同比增长 10.3%。

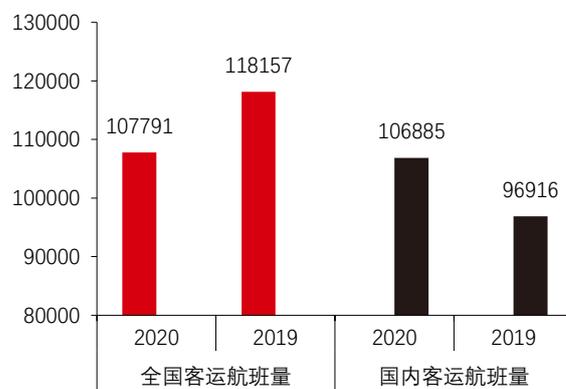
国庆中秋 8 天长假民航国内出行迎来快速恢复，行业单日旅客发送量 165.8 万人次，恢复至去年同期 91.1%，平均客座率 78.6%(去年同期 84.9%)。其中长假期间国内线日均航班量同增 13.0%，料对应客运量同增 5% 左右，首次同比正增长。2020Q1~Q3 三大航净利润或亏损 70 亿~85 亿，其中 Q3 或实现年内首次单季转正。受海外疫情不确定影响，2020 年国庆长假出行出现结构性变化，出境游需求转向新疆、云贵川和海南等国内游，或延续至明年。

图 8：十一假期日均客运量恢复 90.6% 至 165.8 万人，平均客座率降 6.3pcts



资料来源：航班管家，中信证券研究部

图 9：10 月 1 日~8 日全国民航客运航班同比去年下降 8.8%，国内航班增长 10.3%



资料来源：航班管家，中信证券研究部

白云机场流量仍排名第一，上机内线旅客同增 13.5%

上海机场：9 月飞机起降 3.38 万架次（同比-20.10%），其中国内正增长 18.85%，国际同比-66.6%，旅客吞吐量 362.65 万人次（同比-41.06%），国内旅客同比增长 13.5%，国际同比-96.82%，货邮吞吐量 32.33 万吨（同比+0.29%）。2020 年 1-9 月累计旅客吞吐量达 2216.95 万人次，同比下降 61.72%；飞机起降 23.47 万架次，同比下降 39.06%。

白云机场：9 月飞机起降 3.6 万架次，同比-11.96%，其中国内线起降 3.32 万次，同比实现正增长 8.51%，国际线同比下降 73.12%。旅客吞吐量 461.48 万人次（同比-23.31%），其中国内同比增幅 0.69%，年内首次转正，国际同比-94.13%。货邮吞吐量 16.52 万吨（同比-3.76%）。2020 年 1-9 月累计飞机起降 25.28 万架次，同比-30.88%；旅客吞吐量达 2894.1 万人次，同比-46.91%；货邮吞吐量 124.4 万吨，同比-10.81%。

深圳机场：9 月飞机起降 3.09 万架次（同比 1.29%），旅客吞吐量 392.84 万人次（同比-9.45%），其中国内正增长 2.03%，年内首次转正，货邮吞吐量 13.72 万吨（同比+14.31%）。2020 年 1-9 月累计旅客吞吐量达 2589.58 万人次，同比下降 34.19%；飞机起降 22.56 万架次，同比下降 17.86%。

首都机场：9 月飞机起降 2.95 万架次，同比-40.4%（国内/国际：-28.4%/-79.5%），旅客吞吐量 397.01 万人次，同比-51.2%（国内/国际：-32.6%/-99.2%），国内、国际恢复差异明显。2020 年 1-9 月累计飞机起降 19.52 万架次，同比-56.2%；旅客吞吐量达 2230.33 万人次，同比-70.4%。

表 4：主要上市机场 2020 年 9 月数据

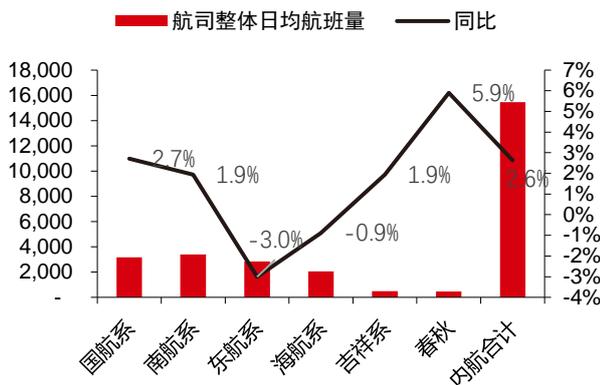
机场	9 月				2020 年累计			
	旅客吞吐量(万人)	同比	飞机起降(万架次)	同比	旅客吞吐量(万人)	同比	飞机起降(万架次)	同比
上海机场	362.65	-41.06%	3.38	-20.10%	2216.95	-61.72%	23.47	-39.06%
白云机场	461.48	-23.31%	3.60	-11.96%	2894.10	-46.91%	25.28	-30.88%
深圳机场	392.84	-9.45%	3.09	1.29%	2589.58	-34.19%	22.56	-17.86%
首都机场	397.01	-51.20%	2.95	-40.40%	2230.33	-70.40%	19.52	-56.20%

资料来源：Wind，中信证券研究部

更多闲置时刻转回，上市航司机场内线两位数增长

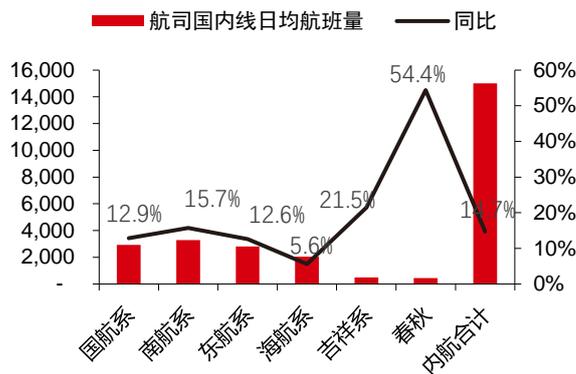
更多闲置国际时刻转向国内，新航季三大航内线日均航班量同增 12.6%~15.7%，春秋同增 54.4%表现最优。2020 年冬春航季计划航班发布，海外疫情不确定性导致国际航班量仍处低位，更多闲置国际时刻转向国内。新航季三大航国内线日均航班量同增 12.6%~15.7%，国际航班量低位致使整体计划航班量-3.0%~2.7%，同比持平。同期春秋、吉祥国内线日均航班量同增 54.4%、21.5%，整体日均航班量对应同比增速为 5.9%、1.9%，春秋国际闲置时刻转回表现最优。新航季主要航司国内线时刻同比两位数增长，有利于进一步提升飞机利用率，支撑 Q4 国内线客运量持续反弹、票价降幅同比 15%以内降幅。

图 10：2020 年冬春航季上市航司日均航班量同比-3.0%~5.9%



资料来源：Pre-flight, 中信证券研究部 注：可能与实际情况有一定差异。

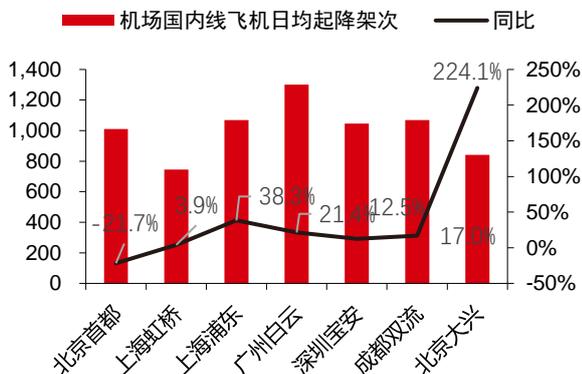
图 11：2020 年冬春航季上市航司日均航班量同比 12.6%~54.4%



资料来源：Pre-flight, 中信证券研究部 注：可能与实际情况有一定差异。

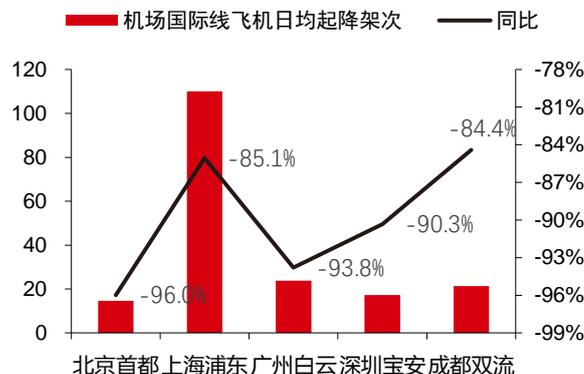
除首都机场外，新航季上市机场日均航班量同增 12.5%~38.3%，北京大兴国内线日均航班量同增 224.1%。2020 年冬春航季一线机场国内线日均航班量表现为两位数增长(北京首都和上海虹桥除外)，新航季内线日均航班量规模最大为广州白云机场，同比增长 21.4%。上海浦东、深圳宝安和成都双流内线日均航班量同增 38.3%、12.5%、17.0%。北京大兴机场将在本航季完成转场，同期国内线日均航班量同增 224.1%，受转场影响同期首都机场内线日均航班量同比下降 21.7%。国际线日均计划航班量仍处低位，上市机场国际和地区日均航班量降幅仍 85%以上。

图 12：2020 年冬春航季一线机场国内线日均航班量同比



资料来源：Pre-flight, 中信证券研究部 注：可能与实际情况有一定差异。

图 13：2020 年冬春航季一线机场国际线日均航班量同比



资料来源：Pre-flight, 中信证券研究部 注：可能与实际情况有一定差异。

风险因素

1. 民航需求不及预期；
2. 油汇影响超预期；
3. 疫情影响超预期；

4. 与免税经营商谈判不及预期；
5. 市内店政策分流超预期。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。