



中信证券  
CITIC SECURITIES

## 8月快递价格跌幅扩大，关注华贸物流

交通运输行业周报(2020年9月7日-2020年9月13日) | 2020.9.14

中信证券研究部

核心观点



虞世民  
首席交运分析师  
S1010519040004



联系人：汤学章

■ **上交易周市场回顾。**上周沪深 300 指数较前一周下跌 3.0%，交运板块环比前一周下跌 2.6%，跌幅略小于沪深 300 指数；上周交运各子板块环比涨跌由高到低分别为航空+1.6%/航运 0.0%/港口-0.3%/铁路-0.5%/公路-1.7%/物流-5.1%/机场-5.2%。国内航空需求持续复苏，预计 9 月有望转正，同时叠加十一旺盛出行需求，航空板块近期明显跑赢市场。上周飞马国际、海航控股、海航科技等个股涨幅居前；渤海轮渡、海汽集团、新宁物流等个股跌幅居前。

■ **重点数据信息跟踪。**1.国际油价：上周布伦特原油价格为 42.35 美元/桶，环比下降 7.8%。2. 汇率：上周人民币出现升值，美元兑人民币离岸/在岸汇率分别为 6.8325/6.8369，环比前一周分别升值 0.05%/ 0.04%。3. 航运：上周 BDTI 和 BCTI 分别环比上升 2.9%和下降 2.1%，CTFI 中东-宁波环比上升 29.2%至 32.58 点；上周 SCFI 和 CCFI 分别环比上升 2.6%/3.0%；上周 BDI 指数环比下降 7.0%；CCBFI 指数环比上升 3.5%。4.快递：7 月顺丰/韵达/申通/圆通件量分别同比+72%/ +44%/ +24%/+38%。

■ **8 月行业需求超预期，但是价格跌幅同样超预期。**与 8 月电商需求回暖一致，8 月快递行业件量提速增长，件量增速环比提速 4.3pcts/同比提速 7.2pcts 至 36.5%。价格战依然非常焦灼，行业同城+异地价格同降 18.1%至 6.23 元，跌幅环比/同比扩大 11.6/2.9pcts。极兔、众邮入局，头部企业价格的厮杀，使得行业价格战没有丝毫缓和的迹象，短期通达系行业的利润预计仍将承压下行。其中两个“产粮大区”广州和业务义乌 8 月价格分别同降 16.8%和 17.4%，跌幅环比扩大 8.9/6.5pcts。

■ **继续推荐华贸物流：今年价逻辑，中期量逻辑。**海运指数持续创新高，空运价格上周大幅回升，公司旺季业绩高增可期。Q3 集装箱运价指数持续攀升，SCFI 综合指数环比 Q2 上涨 26%，同比上涨 43%；Q3 航空运价虽然环比 Q2 回落 30%，但是同比仍然表现为增长 50%+，并且最新一周上海-北美航空运价触底反弹同比大增 18%，受益海运及空运价格明显上涨，继续看好公司下半年业绩高增表现。疫情给公司带来两个机遇：1) 行业加速整合，疫情加速中小货代企业出局，公司有望享受份额提升逻辑；2) 跨境电商物流的机遇，2019 年跨境电商物流市场规模约 3000 亿元，公司上半年跨境电商物流营收仅 9.3 亿元，疫情有望加速跨境电商发展，公司未来发展空间巨大。

■ **风险因素：**国际油价大幅攀升；人民币持续贬值；宏观经济增速低于预期；运价下跌；机场免税表现不及预期。

■ **投资策略及建议：**8 月快递行业价格跌幅继续扩大，下半年行业盈利料继续承压。“十一”旅游旺季逼近，民航需求有望进一步回暖，航司单月利润转正确定性提升，同时人民币升值利好三大航业绩恢复，坚定推荐航空重构繁荣、关注大航的高 Bate。同时推荐受益于运价上涨、中期有望受益跨境电商物流增长的华贸物流。本周推荐：东方航空、上海机场、顺丰控股等。

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
东方航空	5.15	0.20	-0.38	0.51	26	n.a.	10	买入
上海机场	73.20	2.61	0.83	2.78	28	88	26	买入
顺丰控股	79.83	1.27	1.63	1.84	63	49	43	买入
春秋航空	47.77	2.01	0.34	2.31	24	141	21	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 09 月 11 日收盘价

## 目录

上周交运板块走势回顾.....	1
A 股板块指数回顾：航空强势 .....	1
行业投资建议与重点公司 .....	2
风险因素 .....	4
行业重点数据跟踪.....	4
油价及汇率.....	4
铁路行业.....	5
快递行业.....	6
航空行业.....	8
机场行业.....	11
航运行业.....	11
港口行业.....	13
公路行业.....	13
重点公司公告 .....	14
快递：申通快递拟 8000 万元收购西安转运中心 .....	14
铁路：8 月大秦铁路货运量同增 1.4%.....	14
海运：中远海特 8 月运量降 15.9%至 106.36 万吨。 .....	14
公路：粤高速 A、粤高速 B 计划资产重组.....	14
行业重点新闻 .....	14
快递：中通拟在香港二次上市 .....	14
民航：海航暑运旅客运输量环比增四成，货邮运输量超去年同期水平 .....	15
近期重点报告 .....	15
沪港通跟踪.....	17

## 插图目录

图 1: 近一年来交运各个子板块市场行情走势图	1
图 2: A 股交运板块一周涨幅前十上市公司	2
图 3: A 股交运板块一周跌幅前十上市公司	2
图 4: 2017 年以来布伦特原油价格波动情况	5
图 5: 2019/20 年每月航空煤油出厂含税价	5
图 6: 近两年人民币兑美元离岸汇率波动情况	5
图 7: 近两年全国铁路每月旅客周转量情况	6
图 8: 近两年全国每月货物周转量情况	6
图 9: 近两年大秦铁路每月煤炭运量情况	6
图 10: 近两年每周秦皇岛煤炭日均铁路调入及吞吐量情况	6
图 11: 近两年全国社会物流总额累计增长情况	7
图 12: 近两年每月快递行业件量波动情况	7
图 13: 近两年每月快递行业收入波动情况	7
图 14: 近两年每月快递行业价格波动情况	7
图 15: 近两年国内快递行业营收 CR8 波动情况	7
图 16: 近两年国内电商实物商品销售累计额增长情况	7
图 17: 近两年民航每月旅客周转量增长情况	8
图 18: 近两年民航每月客运量增长情况	8
图 19: 近 2 个月每周国内航空运输指数同比变动情况	9
图 20: 近 2 个月每周国内航空票价指数同比变动情况	9
图 21: 近 2 个月国内航空客座率同比增减情况	9
图 22: 2020 年 5 家航司每月 PRK 增速情况	10
图 23: 2020 年 5 家航司每月客座率情况	11
图 24: 2016 年以来 BDTI 指数和 BCTI 指数波动情况	12
图 25: 2016 年以来 BDI 指数波动情况	12
图 26: 2018 年以来 SCFI 指数波动情况	12
图 27: 2018 年以来 SCFI 美西和美东航线波动情况	12
图 28: 2018 年以来 SCFI 欧洲和地中海航线波动情况	13
图 29: 2018 年以来 SCFI 东南亚和釜山航线波动情况	13
图 30: 近两年沿海主要港口货物累计吞吐量情况	13
图 31: 近两年沿海主要港口集装箱累计吞吐量情况	13
图 32: 近两年国内公路每月旅客周转量	14
图 33: 近两年国内公路每月货运周转量	14
图 34: H 股重点交运上市公司上周涨跌幅	17

## 表格目录

表 1: 交运各个子板块市场行情走势回顾 .....	1
表 2: 交运各子板块行业观点.....	2
表 3: 重点公司盈利预测及评级 .....	3
表 4: 2020 年 7 月快递上市公司业务数据.....	8
表 5: 2020 年 7 月快递上市公司累计业务数据 .....	8
表 6: 民航及主要上市航企月度数据 .....	10
表 7: AH 股溢价情况 .....	17

## 上周交运板块走势回顾

### A 股板块指数回顾：航空强势

上周沪深 300 指数较前一周下跌 3.0%，交运板块环比前一周下跌 2.6%，跌幅略小于沪深 300 指数：上周交运各子板块环比涨跌由高到低分别为航空+1.6%/航运 0.0%/港口-0.3%/铁路-0.5%/公路-1.7%/物流-5.1%/机场-5.2%。国内航空需求持续复苏，预计 9 月有望转正，同时叠加十一旺盛出行需求，航空板块近期明显跑赢市场。上周飞马国际、海航控股、海航科技等个股涨幅居前；渤海轮渡、海汽集团、新宁物流等个股跌幅居前。

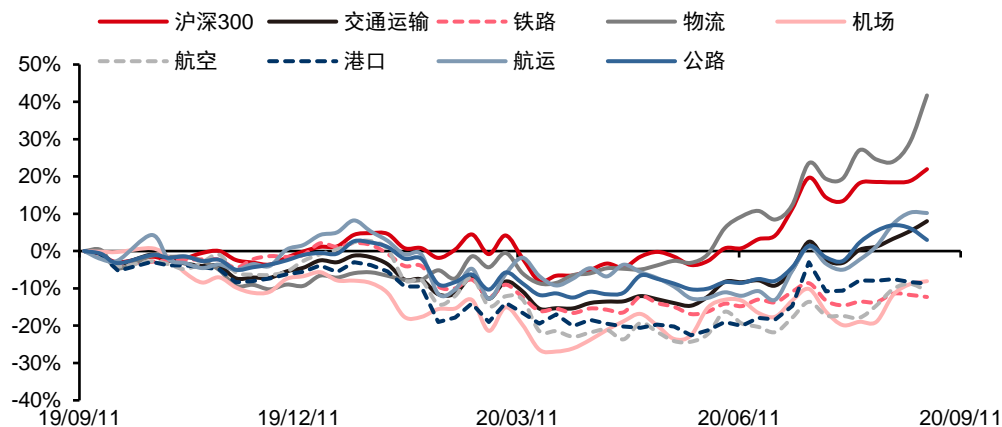
表 1：交运各个子板块市场行情走势回顾

简称	上周指数	上周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来	年涨跌幅
沪深 300	4,627	-3.0%	-3.9%	13.0%	17.7%
交通运输(中信)	1,857	-2.6%	-3.0%	5.1%	4.6%
公路(中信)	2,737	-1.7%	-3.5%	-2.7%	-0.7%
铁路(中信)	2,578	-0.5%	-1.7%	-15.9%	-13.6%
物流(中信)	3,950	-5.1%	-6.3%	39.7%	31.2%
航运(中信)	1,028	0.0%	-1.7%	-0.6%	8.5%
港口(中信)	1,322	-0.3%	-0.9%	-6.7%	-10.2%
航空(中信)	1,597	1.6%	5.1%	-8.0%	-3.4%
机场(中信)	5,007	-5.2%	-4.1%	-8.2%	-13.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部

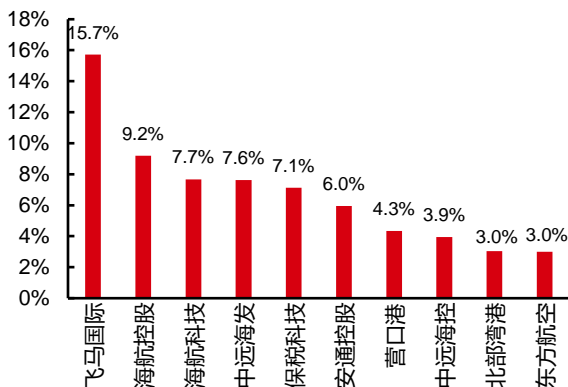
注：股价为 2020-09-11 收盘价，下同

图 1：近一年来交运各个子板块市场行情走势图



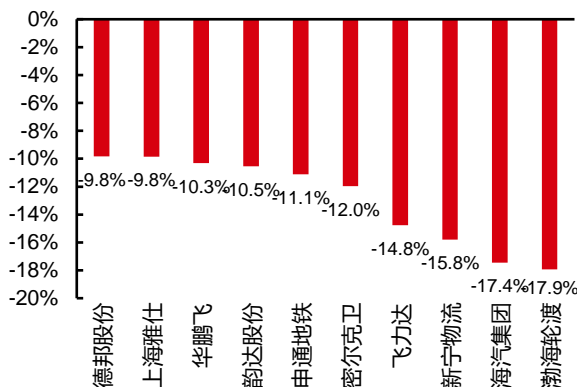
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2: A 股交运板块一周涨幅前十上市公司



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 3: A 股交运板块一周跌幅前十上市公司



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 行业投资建议与重点公司

**投资策略:** 8 月快递行业价格跌幅继续扩大, 下半年行业盈利料继续承压。“十一”旅游旺季逼近, 民航需求有望进一步回暖, 航司单月利润转正确定性提升, 同时人民币升值利好三大航业绩恢复, 坚定推荐航空重构繁荣、关注大航的高 Bate。同时推荐受益于运价上涨、中期有望受益跨境电商物流增长的华贸物流。本周推荐: 东方航空、上海机场、顺丰控股等。

表 2: 交运各子板块行业观点

子板块	评级	行业观点	推荐标的及评级
快递	强于大市	<p>8 月行业需求超预期, 但是价格跌幅同样超预期。与 8 月电商需求回暖一致, 8 月快递行业件量增长提速, 件量增速环比提速 4.3pcts/同比提速 7.2pcts 至 36.5%。价格战依然非常焦灼, 行业同城+异地价格同降 18.1%至 6.23 元, 跌幅环比/同比扩大 11.6/2.9pcts。极兔、众邮入局, 头部企业价格的厮杀, 使得行业价格战没有丝毫缓和的迹象, 短期通达系行业的利润预计仍将承压下行。其中两个“产粮大区”广州和义乌 8 月价格分别同降 16.8%和 17.4%, 跌幅环比扩大 8.9/6.5pcts。</p> <p>作为交运行业中成长确定性最高的子行业之一, 快递具备较好的长期配置价值。继续推荐龙头中通快递和韵达股份, 推荐时效件回暖叠加电商件放量推动业绩逐月改善、成本管控之间显现的顺丰控股, 关注大件包裹快速增长、后续盈利有望回升的德邦股份。</p>	<p>中通快递“买入” 顺丰控股“买入” 韵达股份“买入”</p>
机场	强于大市	<p>北京首都机场公布 8 月数据, 国内线旅客吞吐量环比增长 1 倍至 354.1 万人, 同比降幅收窄至 47.3%, 较 7 月降幅 75.2%大幅收窄。十一航司预订数据好于市场预期, 局部疫情波动快速控制提升出行信心, 十一长假或迎因私出行集中爆发, 望推动国内线旅客吞吐量降幅进一步收窄。</p> <p>8 月首都机场国际线旅客吞吐量同比下降 99.5%, “五个一”政策出台后, 4-8 月国际线旅客吞吐量占比处于 1%以下低位。9 月 3 日起民航局逐步将经第一入境点分流的北京国际客运航班恢复直航, 料 Q4 国际线流量缓慢改善, 疫情控制相对较好叠加 2021 年东京奥运会如期举行, 明年日韩航线或迎快速恢复。首都机场免税合同中每个合同按经营区域所在航站楼国际客流量浮动调整保底租金, 上半年出于审慎原则按照实际销售额提成确定, 实际收入尚待与免税经营商谈判。</p> <p>积极拥抱 2020-2025 机场投资黄金时代的下一个五年。疫情的冲击料为重点公司提供了良好的布局机遇, 预计下半年国际线航班量逐渐放量, 明年日韩及周边航线有望快速恢复。建议逢低布局: 上海机场、北京首都机场、白云机场, 建议关注: 深圳机场。</p>	<p>上海机场“买入” 深圳机场“增持” 北京首都机场“买入”</p>
铁路	强于大市	<p>8 月大秦线日运量同比增长 1.4%至 111.8 万吨, 低于之前预测的 120 万吨, 料主要受两次脱轨事件的影响。连续降雨导致 8 月 17 日、24 日货车两次脱轨, 致使煤炭运输中断约 3 天。</p> <p>2020 年秋季检修计划为 10 月 9 至 11 月 2 日, 较去年推迟一个月, 尽管受汛期过后水电发电量增加不利影响, 料 9 月大秦线运量或 115 万吨左右。</p> <p>2020 年 9 月 7 日~9 月 11 日秦皇岛港日均铁路煤炭调入量、吞吐量均值分别为 48.1 万吨、49.5 万吨, 环比上周 0.3%/10.6%。截至 9 月 4 日秦港库存 506 万吨, 环比下降 1.4%。</p> <p>2020 年 1 月-7 月全国高铁新增里程 733 公里, 运营网络完善利好诱增干线高铁车流、人流。近期利好政策累积提升出行信心, 京福安徽主干线-商合杭南段有望年底通车。京福安徽协同、</p>	<p>大秦铁路“买入” 京沪高铁“增持” 广深铁路“买入” 铁龙物流“买入”</p>

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



子板块	评级	行业观点	推荐标的及评级
		运行图优化、替换长编组或推动未来 5 年净利润 CAGR15%以上，成长确定性提升。继续推荐未来 5 年净利润 CAGR 有望达 15%以上的京沪高铁。	
公路	强于大市	<p><b>高速公路关于因疫情防控免费通行补偿政策陆续出台。</b>7 月 29 日，五洲交通公告收到广西壮族自治区交通运输厅、广西壮族自治区发展和改革委员会、广西壮族自治区财政厅《关于顺延全区收费公路收费期限的通知》，经自治区人民政府同意，新冠肺炎疫情防控期间免费通行时间不计入原批复项目收费期限，免费期结束后，全区各收费公路项目原批复收费期限截止日期按照累计免费通行 79 天（2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日）进行顺延。预计其他省份补偿措施将陆续出台。</p> <p>免费通行政策对高速公路企业的冲击已经在一季报体现。宁沪高速、深高速、粤高速 A 受免费政策影响 1Q20 收入分别下滑 59%/66%/71%，利润分别亏损 0.33/1.33/0.70 亿元。后续补偿政策有望逐步出台，利率下行周期下高股息路产配置价值凸显；<b>当前时点推荐：宁沪高速、深高速、粤高速 A。</b></p>	粤高速 A“买入” 深高速“买入” 宁沪高速“增持”
航空	强于大市	<p>2020Q2 三大航净利润亏损收窄 13%，扣除汇兑和投资损失，国航利润总额亏损收窄 29.7%。料 Q3 内线客收降幅收窄至 15%左右，航司单季度净利润转正的确定性提升。压制近 1 年出行需求有望在今年十一长假集中爆发，明年日韩线需求或快速恢复，飞机低引进料至少将持续至 2021 年底，叠加低油价，料航空将步入重构繁荣。</p> <p>6 月以来，北京、大连和乌鲁木齐局部疫情波动得到快速控制、明显提升出行信心，压制近 1 年出行需求有望在今年十一长假集中爆发。料十一期间春秋航空内线客座率有望接近 90%，三大航有望超过 75%。疫苗研制加速，东京奥运会将如期举行，2021 年将迎来日韩周边国际线快速恢复，日韩航线占比最高的春秋、东航率先受益。东航率先推出航空旅游套票产品“周末随心飞”，将空余运力转化为生产力，同时实现客户与公司 APP 深度绑定。</p> <p>不考虑国产支线飞机 ARJ21，2 月~7 月三大航机队规模减少 12 架。上游制造商产能骤减与航司推迟交付形成合力，2020 年三大航机队同比增长或降至 2%以下，供给受限或持续至 2021 年。国内疫情基本控制提升出行信心，十一长假有望实现同比正增长。7 月三大航 (RPK-ASK) 增速差收窄至 -5.5%~-7.5%，年底国内线供需增速差有望转正且运力供给受限，低油价背景下，料航空股重构繁荣周期料开启。</p> <p>十一订票数据超预期，北京、大连和乌鲁木齐局部疫情波动得到快速控制、明显提升出行信心，压制近 1 年出行需求有望在今年十一长假集中爆发。9 月上旬客运量环比 8 月暑期旺季提升，为近 10 年所罕见，国内线需求加速反弹持续验证。2020 年三大航机队增幅或降至 2%以下，7 月三大航 (RPK-ASK) 增速差收窄至 -5.5%~-7.5%，年底国内线供需增速差有望转正，料 2021 年持续扩大。叠加低油价、航空股重构繁荣的上行周期开启，继续推荐上行周期开启、重构繁荣的三大航(东方航空、南方航空和中国国航)，关注长期成长明确的春秋。</p>	国航/东航/南航“买入” 春秋航空“买入” 吉祥航空“买入”
航运	中性	<p>上周 BDTI 和 BCTI 分别环比上升 2.9%和下降 2.1%，CTFI 中东-宁波环比上升 29.2%至 32.58 点；上周 SCFI 和 CCFI 分别环比上升 2.6%/3.0%；上周 BDI 指数环比下降 7.0%；CCBFI 指数环比上升 3.5%。</p> <p><b>投资建议：</b> 油运：疫情对全球经济活动造成持续负面冲击，OPEC 预计今年全球石油需求将持续下降。本周美国原油库存意外上涨，主要来自飓风“劳拉”侵袭后墨西哥湾沿岸炼油厂持续减产。OPEC 虽然有意控制供给，但受累需求下滑严重，油价仍然维持 40 美元/桶的较低水平。上周原油价格下得 9%，储油续期略有反弹，VLCC 市场低位回暖，运价重新回到 1 万美元之上。目前油运市场已经进入淡季，国外疫情反复预计对经济活动及国际商务往来将产生持续影响，短期供需形势仍未向上逆转，关注旺季到来带来的转机机会。</p> <p>集运：上周 SCFI 继续上涨，分航线看，美线继续突破前期峰值，美西和美东分别上涨 1.5%和下降 0.1%，欧线上涨 1.2%，南美航线大涨 30.5%。步入 9 月旺季，美国补库存驱动下，需求持续维持高位，虽然船东不断新增投放运力，但是供需依然较为紧张，美线运价上涨趋势不变，预计后续仍有望再创新高。集运板块估值在低位获得支撑，行业可能面临拐点机会，短中期建议加大配置。</p>	

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：重点公司盈利预测及评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
大秦铁路	6.52	0.92	0.75	0.90	0.93	7.1	8.7	7.2	7.0	买入
广深铁路	2.41	0.11	0.04	0.14	0.16	23	60	17	15	买入
京沪高铁	6.14	0.24	0.11	0.24	0.28	25	56	26	22	增持
宜昌交运	6.13	0.20	0.12	0.33	0.39	30	51	19	16	买入
中通快递	216.25	7.24	5.82	6.65	8.00	30	37	33	27	买入
顺丰控股	79.83	1.27	1.63	1.84	1.98	63	49	43	40	买入
韵达股份	18.42	0.91	0.71	0.75	0.87	20	26	25	21	买入
圆通速递	15.12	0.53	0.55	0.57	0.59	29	27	27	25	增持

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
德邦股份	15.85	0.34	0.53	0.66	0.82	47	30	24	19	增持
华贸物流	6.21	0.27	0.42	0.48	0.55	23	15	13	11	买入
宏川智慧	18.56	0.33	0.54	0.72	0.89	56	34	26	21	买入
中国国航	7.41	0.44	-0.50	0.65	0.74	17	n.a.	11	10	买入
南方航空	6.20	0.17	-0.47	0.77	0.83	36	n.a.	8	7	买入
东方航空	5.15	0.20	-0.38	0.51	0.58	26	n.a.	10	9	买入
春秋航空	47.77	2.01	0.34	2.31	2.66	24	141	21	18	买入
上海机场	73.20	2.61	0.83	2.78	3.34	28	88	26	22	买入
白云机场	14.50	0.48	0.05	0.43	0.70	30	290	34	21	增持
深圳机场	8.98	0.29	0.06	0.34	0.25	31	150	26	36	增持
北京首都 机场股份	4.44	0.53	0.05	0.22	0.42	8	89	20	11	买入
中国民航 信息网络	14.91	0.87	0.22	1.05	1.14	17	68	14	13	增持
中国外运	3.75	0.38	0.28	0.34	0.39	10	13	11	10	增持
渤海轮渡	11.90	0.87	0.52	1.06	1.52	14	23	11	8	买入
粤高速 A	7.00	0.60	0.34	0.75	0.65	12	21	9	11	增持
深高速	8.97	1.15	0.77	1.15	1.20	8	12	8	7	买入
招商公路	7.05	0.70	0.38	0.80	0.88	10	19	9	8	增持
宁沪高速	9.40	0.83	0.53	0.85	0.86	11	18	11	11	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

股价为 2020-09-11 收盘价

## ■ 风险因素

国际油价大幅攀升; 人民币持续贬值; 宏观经济增速低于预期; 运价下跌; 机场免税表现不及预期。

## ■ 行业重点数据跟踪

### 油价及汇率

上周布伦特原油价格为 39.92 美元/桶, 环比下跌 5.7%。上周人民币出现升值, 美元兑人民币离岸/在岸汇率分别为 6.8325/6.8369, 环比前一周分别升值 0.05%/ 0.04%。

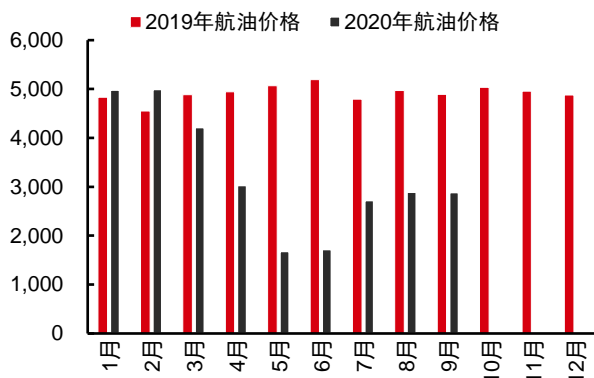


图 4: 2017 年以来布伦特原油价格波动情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 5: 2019/20 年每月航空煤油出厂含税价 (元/吨)



资料来源: 国家发改委, 中信证券研究部

图 6: 近两年人民币兑美元离岸汇率波动情况 (RMB/USD)

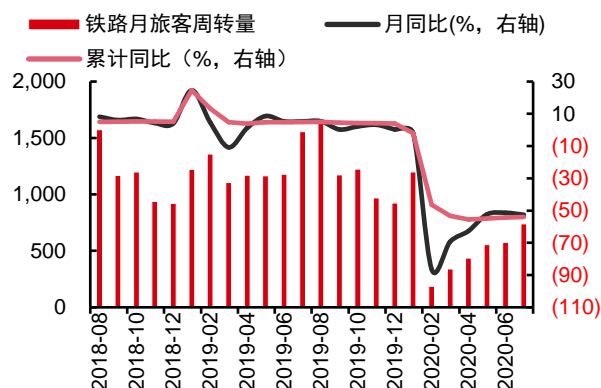


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 铁路行业

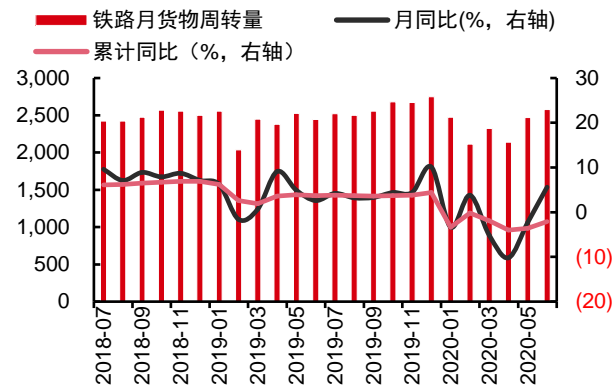
7 月全国铁路旅客周转量同比下降 52.6%, 增速环比下降 1.2pcts, 同比下降 57.9pcts;  
7 月全国铁路货物周转量同比上涨 6.5%, 增速环比上涨 0.9pcts, 同比上升 2.3pcts。

图 7: 近两年全国铁路每月旅客周转量情况 (亿人公里)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

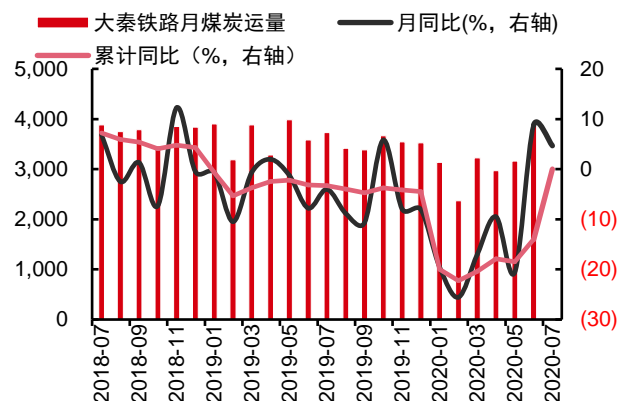
图 8: 近两年全国每月货物周转量情况 (亿吨公里)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

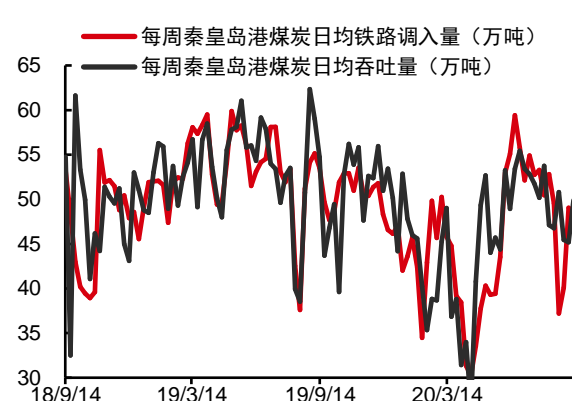
7月大秦铁路煤炭运量3903万吨, 同比上涨4.67%, 去年同期则下降4.02%。上周(09.04~09.11)秦皇岛日均煤炭铁路调入量和煤炭吞吐量分别为48.46万吨和49.89万吨, 分别环比下降1.2%/ 上升10.4%。

图 9: 近两年大秦铁路每月煤炭运量情况 (万吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 10: 近两年每周秦皇岛煤炭日均铁路调入及吞吐量情况

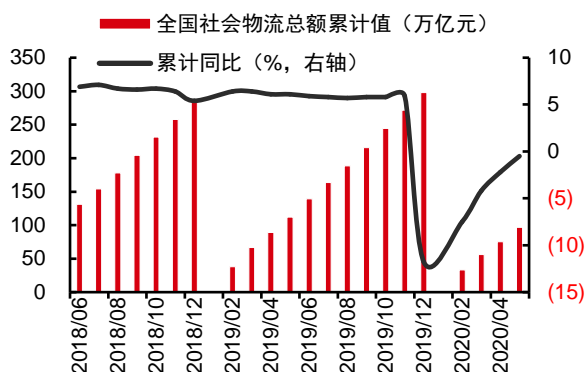


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 快递行业

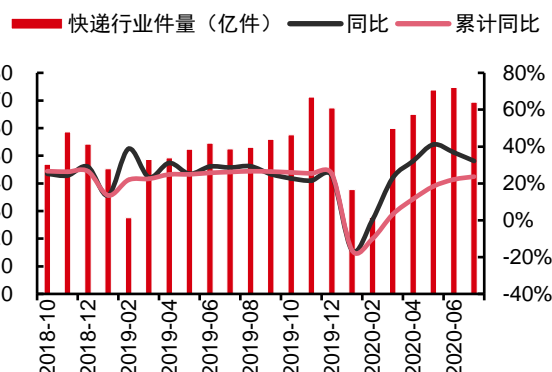
截至2020年7月全国实物网上零售累计额为5.10万亿元, 同比增长15.7%, 增速同比下降7.3pcts。8月快递行业件量72.4亿件, 同比上升36.5%, 增速环比上升4.3pcts, 同比上升7.2pcts; 8月快递行业营收727.4亿元, 同比上升17.9%, 增速环比下降1.0pcts, 同比下降8.3pcts; 8月快递行业价格为10.05元/件, 同比下降13.6%, 增速环比下降3.6pcts, 同比下降11.2pcts; 2020年8月快递行业营收CR8为83.2%, 环比减少0.4pct, 同比提升1.5pcts。

图 11: 近两年全国社会物流总额累计增长情况



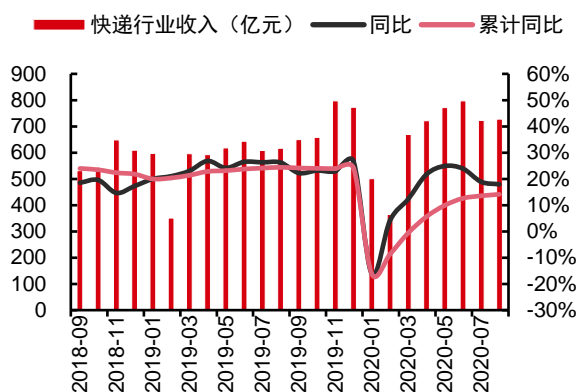
资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 12: 近两年每月快递行业件量波动情况



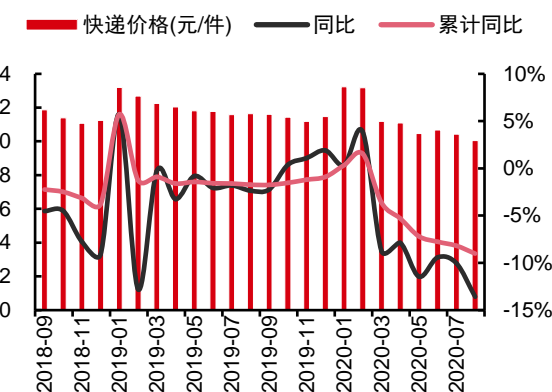
资料来源: 国家邮政局, 中信证券研究部

图 13: 近两年每月快递行业收入波动情况



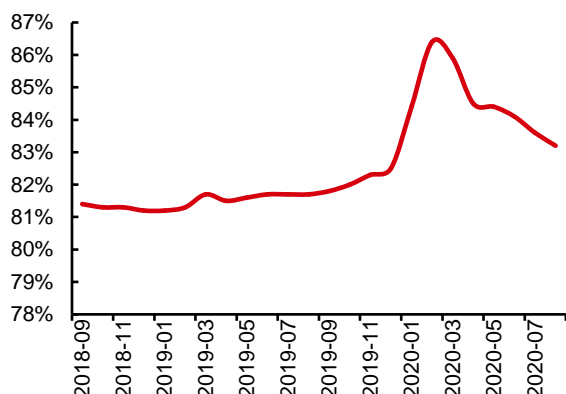
资料来源: 国家邮政局, 中信证券研究部

图 14: 近两年每月快递行业价格波动情况



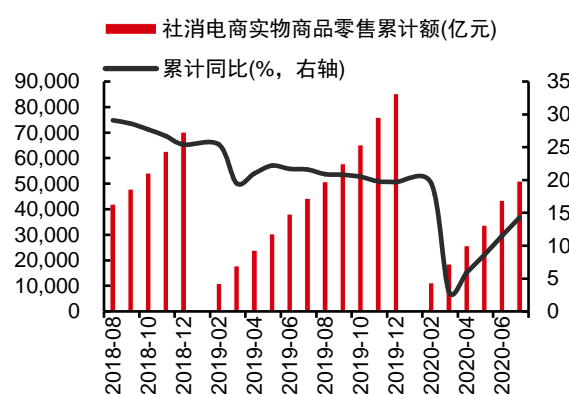
资料来源: 国家邮政局, 中信证券研究部

图 15: 近两年国内快递行业营收 CR8 波动情况



资料来源: 国家邮政局, 中信证券研究部

图 16: 近两年国内电商实物商品销售累计额增长情况



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

表 4: 2020 年 7 月快递上市公司业务数据

公司	业务量 (亿件)	同比	快递业务营 收(亿元)	同比	ASP (元/件)	同比
顺丰控股	6.36	72.40%	113.67	36.25%	17.87	-20.96%
韵达股份	12.68	44.25%	25.50	-7.88%	2.01	-36.19%
申通快递	7.86	23.51%	16.67	-6.31%	2.12	-24.29%
圆通速递	10.64	37.91%	22.98	6.06%	2.16	-23.10%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 5: 2020 年 7 月快递上市公司累计业务数据

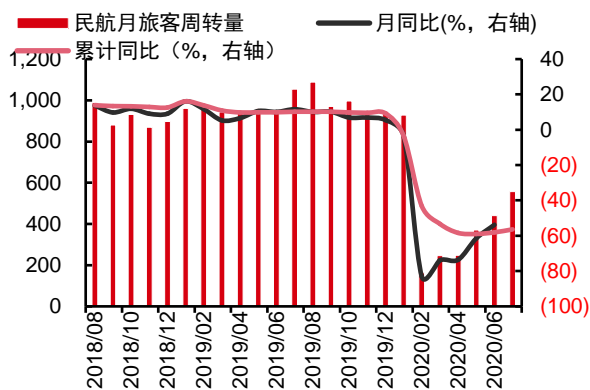
公司	业务量 (亿件)	同比	快递业务营 收(亿元)	同比	ASP (元/件)	同比
顺丰控股	42.92	79.13%	785.98	40.01%	18.31	-21.84%
韵达股份	68.97	32.30%	158.37	-7.12%	2.30	-29.80%
申通快递	43.04	18.01%	105.31	-8.47%	2.45	-22.44%
圆通速递	60.00	31.20%	139.72	-1.95%	2.33	-25.27%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 航空行业

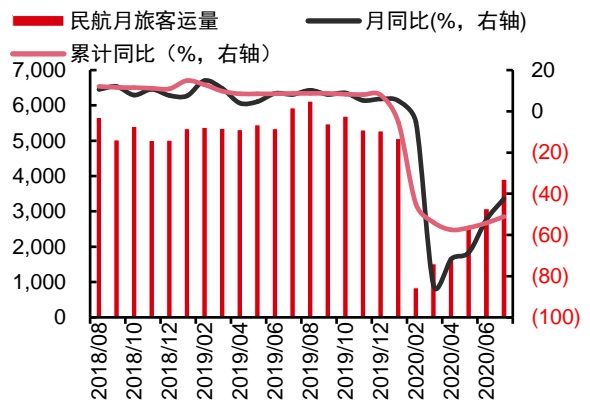
7 月国内民航旅客周转量同比下降 47.3%，增速环比上升 6.5%，同比下降 58.9pcts；7 月国内民航客运量为 3,910 万人，同比下降 34.1%，增速环比上升 8.3pcts，同比下降 44.3pcts。

图 17: 近两年民航每月旅客周转量增长情况 (亿人公里)



资料来源: 国家邮政局, 中信证券研究部

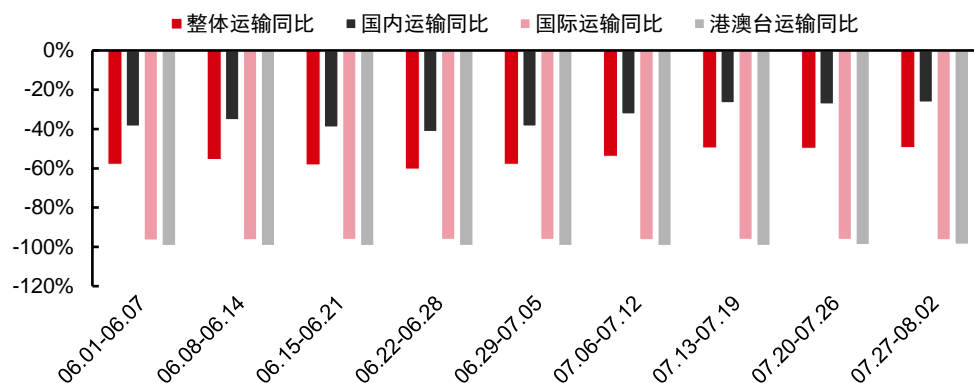
图 18: 近两年民航每月客运量增长情况 (万人)



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

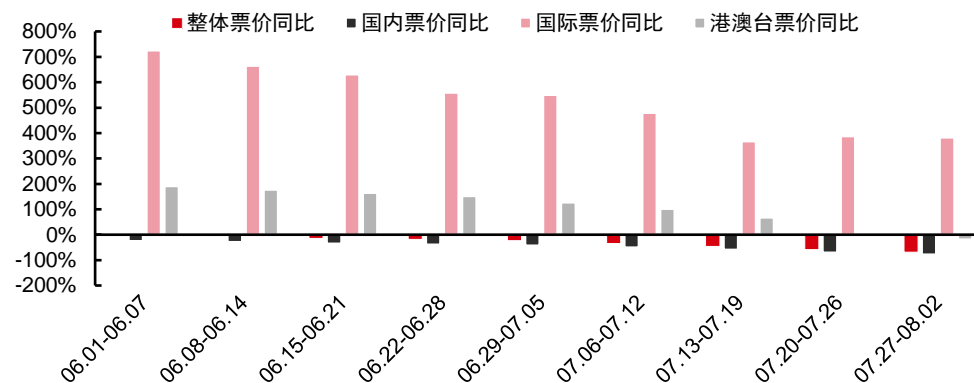
中航信数据显示, 7 月 27 日~8 月 2 日, 整体/国内/国际/地区运量指数分别同比-49%/-26%/-97%/-99%; 整体/国内/国际/地区价格指数分别同比-69%/-78%/+382%/-19%; 整体/国内/国际/地区客座率分别同比-12%/-13%/-41%/-60%。

图 19: 近 2 个月每周国内航空运输指数同比变动情况



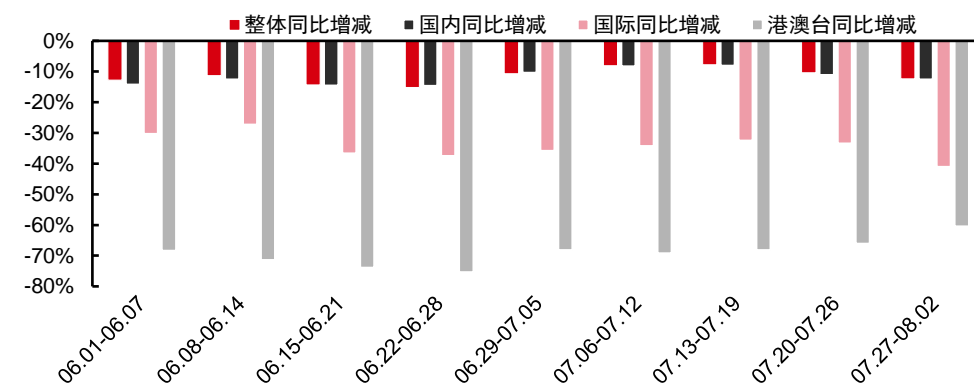
资料来源: 中航信, 中信证券研究部

图 20: 近 2 个月每周国内航空票价指数同比变动情况



资料来源: 中航信, 中信证券研究部

图 21: 近 2 个月国内航空客座率同比增减情况



资料来源: 中航信, 中信证券研究部

**传统航企: 1. 中国国航:** 7 月 ASK 同比-52.5% (国内/国际分别同比-20.8%/-95.9%), RPK 同比-58.0% (国内/国际分别同比-31.1%/-97.0%), 整体客座率同比下降 9.5pcts 至 71.7% (国内/国际分下降 10.8pcts/下降 20.7pcts)。



**2. 南方航空:** 7月ASK同比-41.27% (国内/国际分别同比-16.90%/-93.39%), RPK同比-48.74% (国内/国际分别同比-26.95%/-95.11%), 整体客座率同比下降 10.58pcts 至 72.52% (国内/国际分下降 10.04pcts/下降 21.75pcts)。

**3. 东方航空:** 7月ASK同比-43.90% (国内/国际分别同比-14.51%/-95.82%), RPK同比-50.15% (国内/国际分别同比-24.29%/-97.00%), 整体客座率同比下降 9.13pcts 至 72.82% (国内/国际分别下降 9.47pcts/下降 22.70pcts)。

**民营航企: 1. 春秋航空:** 7月ASK同比-8.39% (国内/国际分别同比+36.63%/-98.72%), RPK同比-17.71% (国内/国际分别同比+22.05%/-99.10%), 整体客座率同比下降 9.29pcts 至 82.06% (国内/国际分别下降 10.28pcts/下降 26.41pcts)。

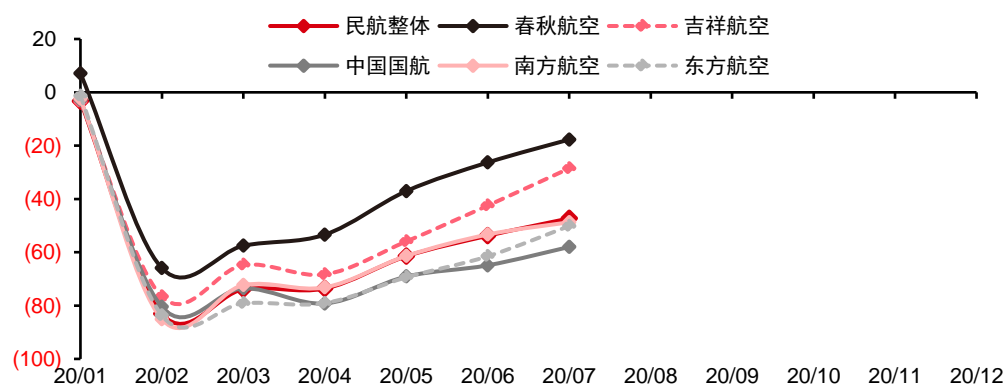
**2. 吉祥航空:** 7月ASK同比-17.59% (国内/国际分别同比+2.48%/-93.80%), RPK同比-28.53% (国内/国际分别同比-12.00%/-96.62%), 整体客座率同比下降 11.41pcts 至 74.61% (国内/国际分别下降 12.39pcts/下降 36.21pcts)。

表 6: 民航及主要上市航企月度数据

	2020年7月			2020年1-7月		
	RPK 同比	客座率	客座率同比增减	RPK 累计同比	累计客座率	累计客座率同比增减
民航整体	-47.30%			-56.40%		
春秋航空	-17.71%	82.06%	-9.29%	-35.50%	75.36%	-16.29%
吉祥航空	-28.53%	74.61%	-11.41%	-48.37%	69.28%	-16.20%
中国国航	-58.00%	71.70%	-9.50%	-61.00%	68.10%	-12.90%
南方航空	-48.75%	72.52%	-10.58%	-56.39%	68.36%	-14.37%
东方航空	-50.15%	72.82%	-9.13%	-60.31%	67.85%	-14.77%

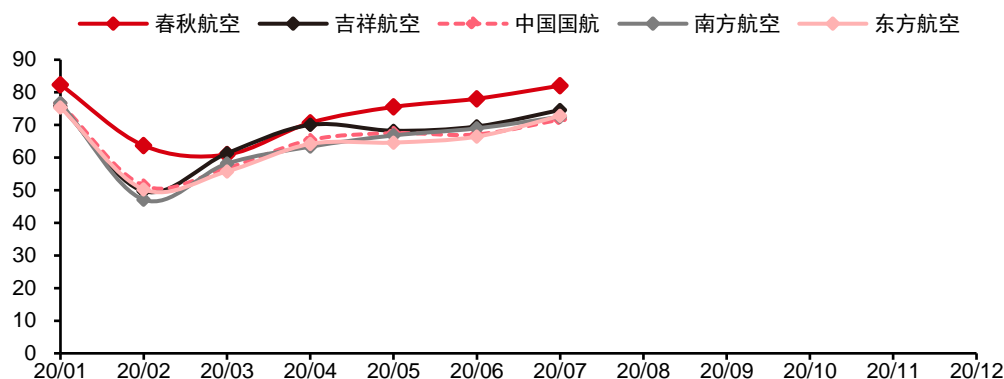
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: 2020年5家航司每月PRK增速情况(%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 2020 年 5 家航司每月客座率情况 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 机场行业

**上海机场:** 7 月飞机起降 2.95 万架次 (同比-34.18%), 旅客吞吐量 293.40 万人次 (同比-57.02%), 货邮吞吐量 30.99 万吨 (同比+0.29%)。2020 年 1-7 月累计旅客吞吐量达 1514.62 万人次, 同比下降 66.38%; 飞机起降 16.85 万架次, 同比下降 43.89%。

**白云机场:** 8 月飞机起降 3.72 万架次 (同比-12.06%), 旅客吞吐量 461.04 万人次 (同比-29.94%), 货邮吞吐量 15.29 万吨 (同比-5.96%)。2020 年 1-8 月累计旅客吞吐量达 2,432.61 万人次, 同比下降 49.84%; 飞机起降 21.67 万架次, 同比下降 33.27%。

**深圳机场:** 7 月飞机起降 3.05 万架次 (同比-2.69%), 旅客吞吐量 378.17 万人次 (同比-15.57%), 货邮吞吐量 12.25 万吨 (同比+15.28%)。2020 年 1-7 月累计旅客吞吐量达 1796.84 万人次, 同比下降 40.73%; 飞机起降 16.32 万架次, 同比下降 23.20%。

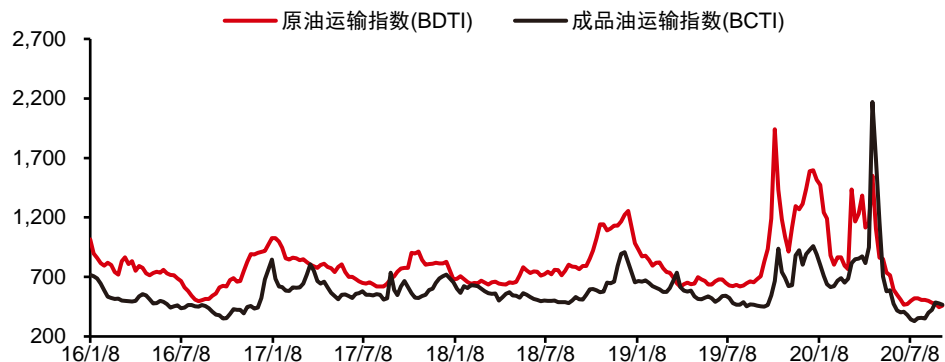
**厦门空港:** 7 月飞机起降 1.28 万架次 (同比-24.72%), 旅客吞吐量 156.08 万人次 (同比-35.77%), 货邮吞吐量 2.22 万吨 (同比-14.82%)。2020 年 1-7 月累计旅客吞吐量达 762.60 万人次, 同比下降 52.34%; 飞机起降 6.81 万架次, 同比下降 39.86%。

**首都机场:** 7 月飞机起降 1.74 万架次 (同比-66.0%), 旅客吞吐量 176.91 万人次 (同比-79.80%)。2020 年 1-7 月累计旅客吞吐量达 1477.9 万人次, 同比下降 74.5%; 飞机起降 13.60 万架次, 同比下降 60.5%。

## 航运行业

上周原油运输指数 BDTI 环比上升 2.9%至 459 点, 成品油运输指数 BCTI 环比下降 2.1%至 467 点。CTFI 中东-宁波环比上升 29.2%至 32.58 点。

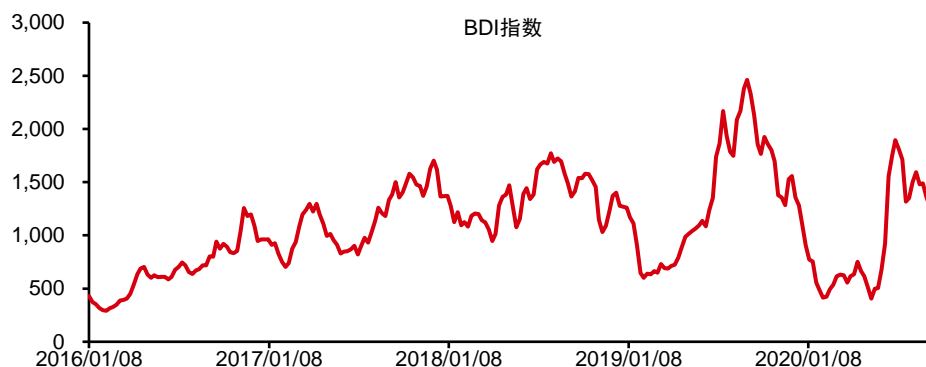
图 24：2016 年以来 BDTI 指数和 BCTI 指数波动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

上周 BDI 指数环比下降 7.0%至 1267 点；CCBFI 指数环比上升 3.5%至 1112.64 点。

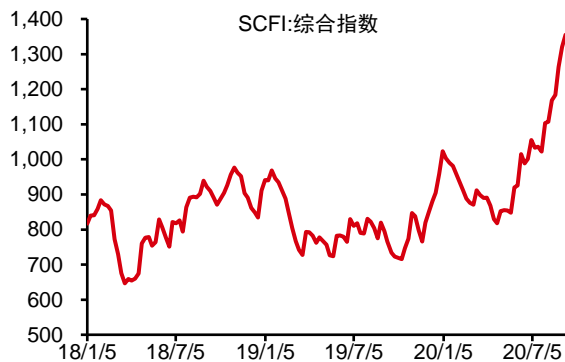
图 25：2016 年以来 BDI 指数波动情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

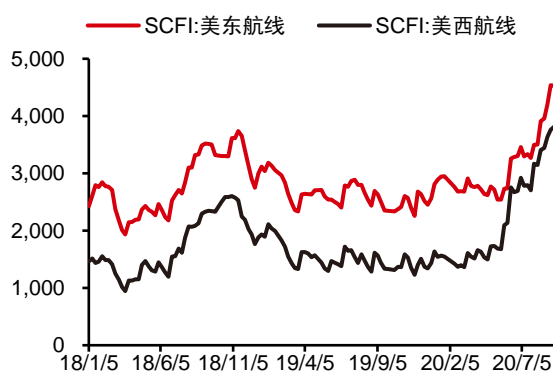
上周 SCFI 累计环比上升 2.6%至 1355.04 点，SCFI 美东/美西/欧洲/地中海/东南亚/韩国航线指数分别累计环比-0.1%/1.5%/1.2%/3.0%/-9.5%/0.0%。上周 CCFI 环比上升 3.0%至 949.48 点。

图 26：2018 年以来 SCFI 指数波动情况



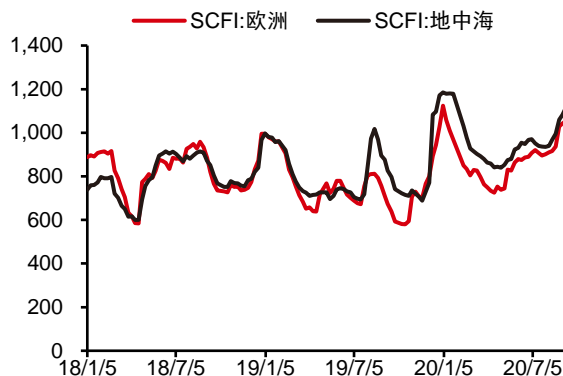
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：2018 年以来 SCFI 美西和美东航线波动情况



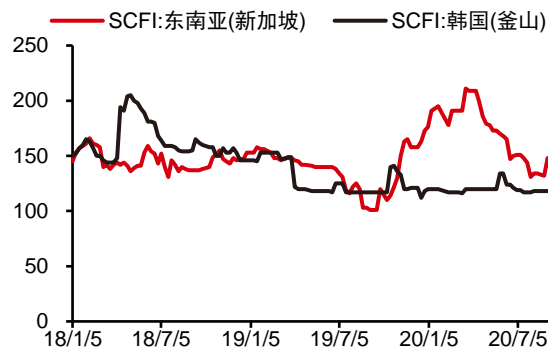
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28: 2018 年以来 SCFI 欧洲和地中海航线波动情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 29: 2018 年以来 SCFI 东南亚和釜山航线波动情况

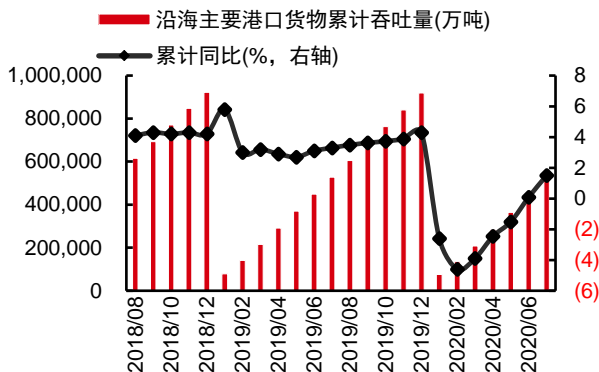


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 港口行业

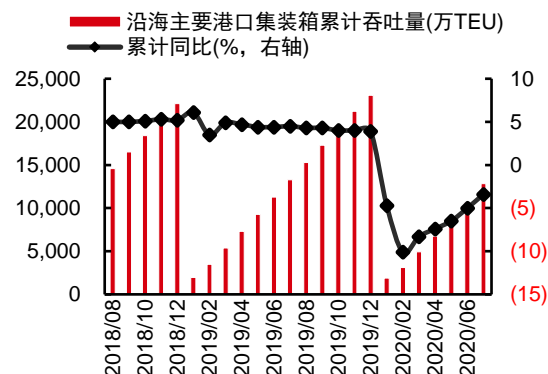
截至 7 月沿海主要港口货物累计吞吐量 535,308.00 万吨, 累计同比+1.50%, 增速环比上涨 0.6pcts, 同比下降 1.8pcts; 截至 7 月, 沿海主要港口集装箱累计吞吐量为 12,820 万标准箱, 累计同比-3.4%, 增速环比上升 1.6pcts, 同比下降 7.9pcts。

图 30: 近两年沿海主要港口货物累计吞吐量情况



资料来源: 交通部, 中信证券研究部

图 31: 近两年沿海主要港口集装箱累计吞吐量情况

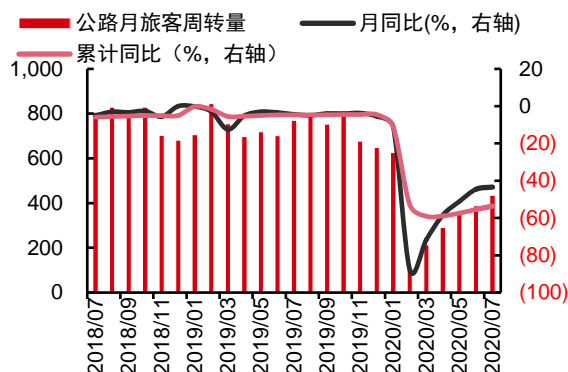


资料来源: 交通部, 中信证券研究部

## 公路行业

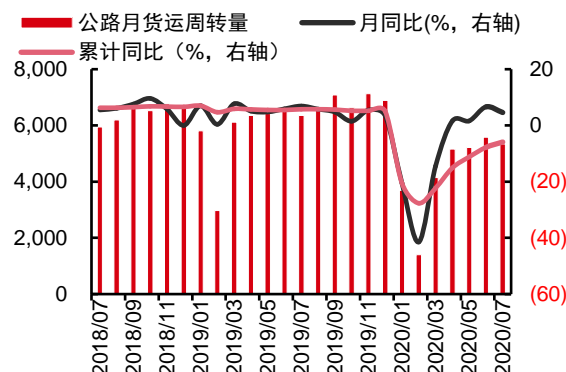
7 月公路客运量周转量为 435.94 亿人公里, 同比减少 43.4%, 增速环比上升 1.2pcts, 同比减少 39pcts; 公路货运周转量为 5,341.17 亿吨公里, 同比增长 4.6%, 增速环比上升 2pcts, 同比下跌 2.3pcts。

图 32: 近两年国内公路每月旅客周转量 (亿人公里)



资料来源: 交通部, 中信证券研究部

图 33: 近两年国内公路每月货运周转量 (亿吨公里)



资料来源: 交通部, 中信证券研究部

## 重点公司公告

### 快递: 申通快递拟 8000 万元收购西安转运中心

**申通快递公告:** 为进一步提高中转时效, 发挥重点城市中转环节辐射带动作用, 全资子公司申通快递有限公司 (以下简称“申通有限”) 拟以人民币 8,245.03 万元收购西安融亦申通快递有限公司。

### 铁路: 8 月大秦铁路货运量同增 1.4%

**大秦铁路公告:** 2020 年 8 月, 公司核心经营资产大秦线完成货物运输量 3465 万吨, 同比增长 1.4%。日均运量 111.8 万吨。大秦线日均开行重车 75.4 列, 其中: 日均开行 2 万吨列车 54.4 列。2020 年 1-8 月, 大秦线累计完成货物运输量 26131 万吨, 同比减少 9.8%。

### 海运: 中远海特 8 月运量降 15.9% 至 106.36 万吨。

**中远海特公告:** 中远海特(600428.SH)披露 2020 年 8 月主要生产数据, 当月实现运量 106.36 万吨, 同比减少 15.9%; 周转量 63.25 亿吨海里, 同比减少 18.0%; 营运率 99.0%, 同比增加 3.1 个百分点; 航行率 62.5%, 同比增加 2.2 个百分点; 载重率 51.5%, 同比增加 3.7 个百分点; 燃油单耗 3.29 千克/千吨海里, 同比减少 2.9%。

### 公路: 粤高速 A、粤高速 B 计划资产重组

**粤高速公告:** 广东省高速公路有限公司向广东省高速公路发展股份有限公司转让其持有的广东广惠高速公路有限公司 21% 股权, 本公司以现金支付对价。

## 行业重点新闻

### 快递: 中通拟在香港二次上市



据 IFR，中通快递计划在香港进行 20 亿美元的二次上市，具体可能在第四季度进行。知情人士称，中通快递正在与包括高盛在内的银行合作。对此，中通不予置评。

据物流指闻，9 月 7 日，宁波大掌柜物流服务有限公司新增投资人：浙江菜鸟供应链管理有限公司，持股比例 10.33%。

据物流指闻，企查查显示，9 月 7 日，顺丰控股间接控股公司深圳市顺丰投资有限公司，注册资本增加，由 3 亿元人民币增加至 11 亿元人民币，增幅达 266.67%。

## 民航：海航暑运旅客运输量环比增四成，货邮运输量超去年同期水平

据民航资源网，7-8 月暑运期间，海航集团旗下境内航司客运航班量、旅客运输量环比提升 30-40%，货邮运输量已超去年同期水平，旗下机场航班起降量、旅客吞吐量首次实现月度同比正增长，复工复产继续呈现强劲回升态势。8 月份，海航旗下三亚机场首次实现月度航班起降、旅客吞吐量同时出现正增长。8 月保障航班起降 1.1 万架次，保障旅客 162.4 万人次，同比分别增长 10.8%和 4.1%。

据彭博社报道，最近 3 个月盈利排名前 10 的航空公司中 9 家为中国公司。航空公司中排名第一的是上海春秋航空，盈利上涨 24%。许多其他中国航空公司也出现“两位数”盈利上涨。前 10 中唯一一家非中国公司是印度靛蓝航空公司（Inter Globe Aviation），盈利上涨 13%。预计航班业务在“十一”黄金周还将大幅增加。据中国国际金融股份有限公司统计，2021 年中国国内航班量或较 2019 年增加 15%。

据新华网，今年 7 月，成都、深圳、重庆、郑州等千万级机场，旅客吞吐量恢复到去年同期八成以上，南昌、郑州、杭州、深圳、宁波等 7 个机场货邮吞吐量同比增速超过 10%，其中郑州机场货邮吞吐量同比增速达到 23.9%。8 月底中国民航日均旅客运输量达 160 万人次左右，同比恢复至去年同期近八成，其中国内航线同比恢复至去年同期近九成，客座率升至 75%左右，中国民航的恢复步伐正处于全球前列。

据雅虎新闻报道，美国政府计划在下周一起终止在机场实施的国际入境旅客新冠筛查程序。

## ■ 近期重点报告

### 9 月 9 日《航空重构繁荣系列五——数观中报--拐点临近，重构繁荣》

投资策略：2020Q2 三大航净利润亏损收窄 13%，扣除汇兑和投资损失，国航、南航和东航利润总额亏损收窄 29.7%、17.7%和 6.7%。料 Q3 内线收益降幅收窄至 15%左右，航司单季度净利润转正的确定性提升。6 月以来，北京、大连和乌鲁木齐局部疫情波动快速得到控制、明显提升出行信心，压制近 1 年出行需求有望在今年十一长假集中爆发。现金流环比明显改善，但仍维持三大航全年飞机引进 2%以下判断。年底国内线供需增速差有望转正且运力供给受限，低油价背景下，航空股重构繁荣周期开启。继续推荐上行周期料开启、重构繁荣的三大航，关注长期成长的春秋航空。

(风险因素: 疫情控制不及预期, 航空需求不及预期、油价汇率扰动超预期。)

#### 8月28日《交通运输行业阿里增持圆通事件点评—快递行业整合或再下一城》

投资建议: 我们推荐直营网络资源稀缺、时效件增长较好、特惠件产品下沉较好的顺丰控股, 同时推荐电商件市场份额第一、综合实力强大的中通快递以及预期见底、件量增速重回通达前列, 有望逐步改善的韵达股份。关注整体改善明显、航空及货代业务向好、控本优秀的圆通速递。

(风险因素: 宏观经济增速下行, 电商网购需求放缓, 竞争加剧, 油价、人工成本持续上涨; 阿里增持事件落地的不确定性。)

#### 8月28日《韵达股份(002120)2020年中报点评—价格跌幅超预期, Q2业绩承压》

投资建议: 公司 Q2 价格跌幅超预期, 使得公司上半年业绩承压明显。考虑到下半年行业价格预计仍然较为激烈, 我们调整公司 2020/21/22 年归母净利润预测至 20.5 亿/21.7 亿/25.3 亿元(原预测 29.3 亿/32.9 亿/37.3 亿元), 对应 EPS 0.71/0.75/0.87 元, 对应 PE 为 31/29/25 倍, 维持“买入”评级。

(风险因素: 电商需求下降; 行业价格战超预期; 人工和油价等成本上升风险。)

#### 8月28日《白云机场(600004)2020年中报点评--免税确认保底, 扰动出清后迎潜力释放》

投资建议: Q2 净利润亏损 1.1 亿, 营业成本降幅较收入低 21.2pcts, 财务费用产生 5992 万正向贡献。有收租金减免或影响收入 1.1 亿, 免税和广告按保底确认收入。T2 航站楼投产带来经营模式的全面转变, 预计 2025 年国际客有望升至 2800 万, 按照未来 3-5 年免税 15-20%增速假设, 预计 2025 年新产能周期末公司将实现 24.6 亿利润。我们维持 2020/21/22 年 EPS 预测 0.05/0.43/0.70 元, 维持“买入”评级。

(风险因素: 疫情影响超预期, 国际旅客吞吐量恢复缓慢, 免税恢复低于预期。)

#### 8月24日《交通运输行业航空重构繁荣系列四—需求篇--需求为锚, 否极泰来》

投资策略: 预计吉祥航空 Q2 客公里收益降幅 8.2%左右, 大幅好于市场预期。预计 8 月国内线客运量降幅收窄至 10%左右, 航司单月利润转正确定性提升。2020 年三大航机队增幅或降至 2%以下, 7 月三大航 (RPK-ASK)增速差收窄至-5.5%~-7.5%, 年底国内线供需增速差有望转正, 料 2021 年持续扩大。叠加低油价、航空股重构繁荣的上行周期开启, 继续推荐上行周期开启、重构繁荣的三大航(东方航空、南方航空和中国国航), 关注长期成长明确的春秋。

(风险因素: 疫情控制不及预期, 航空需求不及预期、油价汇率扰动超预期。)

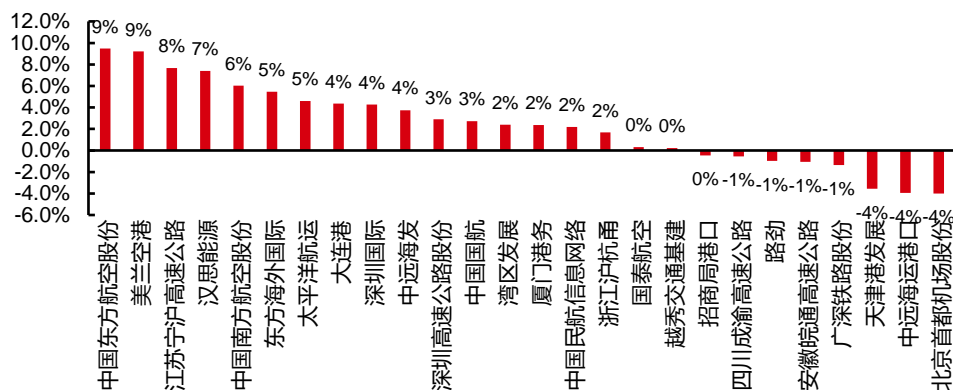
#### 8月23日《渤海轮渡(603167)投资价值分析报告—切入跨境电商, 重构成长路径》

投资建议：盘踞地形天生适合水路运输的渤海湾，公司持续深耕传统主业客滚运输，每年业绩及现金流稳定，业务具备类“公路”特征。在疫情加速消费线上化以及消费回流的背景下，公司联手烟台保税区切入日韩跨境市场，我们认为公司切入跨境电商有望彻底打开未来的成长空间。基于明年跨境电商进口零售业务开始共享业绩的假设，我们预测2020/21/22年公司归母净利润为2.4亿/5.0亿/7.2亿元，对应EPS预测0.52/1.06/1.52元，现价对应PE为34/17/12倍。。由于公司切入跨境电商，成长路劲重构，估值将获得提升，我们按照明年30倍PE给予短期目标价值32元，首次覆盖给予“买入”评级（风险因素：石化行业景气大幅下行；发生石化安全事故；并购整合不及预期；行业竞争加剧。）

（风险因素：疫情影响超预期；海上运输安全事故；跨境电商业务开展不及预期。）

## 沪港通跟踪

图 34：H 股重点交运上市公司上周涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 7：AH 股溢价情况

A 股代码	公司简称	A 股价格 (元/股)	H 股代码	H 股价格 (HKD)	H 股价格 (CNY)	上周 A 股 溢价率%	上上周 A 股 溢价率%
600377.SH	宁沪高速	9.40	0177.HK	8.01	7.07	33.0%	43.4%
600012.SH	皖通高速	5.24	0995.HK	3.73	3.29	59.2%	62.4%
600548.SH	深高速	8.97	0548.HK	7.09	6.26	43.4%	45.5%
601107.SH	四川成渝	3.73	0107.HK	1.77	1.56	138.8%	131.2%
601111.SH	中国国航	7.41	0753.HK	5.63	4.97	49.2%	53.5%
600115.SH	东方航空	5.15	0670.HK	3.58	3.16	63.0%	73.4%
600029.SH	南方航空	6.20	1055.HK	4.57	4.03	53.7%	59.4%
601333.SH	广深铁路	2.41	0525.HK	1.47	1.30	85.8%	84.1%
601866.SH	中远海发	2.26	2866.HK	0.83	0.73	208.6%	197.6%
601919.SH	中远海控	5.80	1919.HK	3.99	3.52	64.7%	61.0%
600026.SH	中远海能	7.15	1138.HK	3.37	2.97	140.4%	144.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部



## 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 Dalalal 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会员）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.。如对本报告存有疑问，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相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。