

交通运输行业深度研究报告

假如顺丰航空“独立”核算？（上）：从参与者角色看我国航空货运市场——顺丰控股专项研究（三）

推荐（维持）

□ **我国航空货运市场：国际航空货运能力存短板。1）“客强货弱”特征明显。**运输量角度，2011-19年客运量复合增速11%，货运仅5.4%；机队规模角度，全国全货机171架，占比不到5%；货运方式角度，客机腹舱运输占70%，国内占82%，国际占49%。**2）我国国际货运存短板，“自主可运”亟需破题。**其一我国全货机数量占全球不到10%，与我国货运规模（世界第二）严重不匹配；其二我国国际航空货运市场，测算外航份额占比超过国内承运人，疫情下客机腹舱资源大幅下降，以及世界贸易复杂多变的环境，全货机能力较弱的矛盾凸显，帮助中国企业更好走出去与运进来，亟需有力的航空货运保障。

□ **我国航空货运参与者结构分析：大航求变，货代平稳，顺丰崛起。1）承运人角度：三大航合计占据运力优势，顺丰成功崛起。**运输量看，三大航占国内承运人运输量的约7成，考虑顺丰租入运力后，CR5占比高达95%，分区域看，三大航凭强腹舱资源，占国际货运量的90%。而顺丰航空09年开航，19年运量占整体的18%，国内的25%，机队占比4成，载运能力占比约3成，成功崛起。**2）16年构筑运价底部，国际线收益更高。**观察国际线单位收益水平好于国内（19年国际线三大航平均货邮吨公里收入为1.3元，高于国内约2成），全货机则高于客机腹舱（18年东航物流全货机单位收益1.47元，高于同期三大航水平）。关于历史运价表现，16年构筑运价底部，18年相较16年提升2成，19年受中美贸易及宏观经济影响，单价有所回落，但2016年以来国货航、中货航均保持了盈利。**3）大航求变，东航物流独立后，盈利水平上台阶。**17-18年，东航、国航分别剥离货运业务，独立运营。东航物流成为货运航空“国资+民企+员工持股”混合所有制改革范本，18年收入107亿，净利9.9亿，净利率超过9%，而收入构成上，航空速运占比62%，地面综合服务及综合物流解决方案分别占比21%及17%。观察独立后单位收益水平明显提升，17年相较于16年大幅提升23%，超过行业平均涨幅的12%，18年高于南航11%。**4）货代：头部公司毛利率水平约10-12%。**观察华贸物流2011-19年空运业务量复合增速10%，收入增速7%，毛利率稳定在12%，其货运价格具备成本转嫁能力，但难以超额提价。同时观察外运发展17年国际航空货代毛利率10%。

□ **假如顺丰航空“独立”核算？1）顺丰是国内最大自有航空运力持有者，亦是最大空运货主，贡献19年行业货运增量的约8成，航空运力作为顺丰“天网”核心资源（全货机+散航+无人机），亦是公司护城河要素之一。2）我们系列研究希望能对顺丰各项业务做单独评估，本报告中先以东航物流为基准，做一个简单对比假设。**因货品结构不同，顺丰单票重量仅1.56公斤，全货机载运能力是东航物流的2倍；但19年运量仅较东航物流18年多9%，我们不妨先以载运能力作为参数，东航物流全货机运输收入41.3亿元，假设顺丰航空同样对外经营，以同比例折算，则纯货机收入则可达约90亿（假设全货机3.7亿票，24元/票）。考虑顺丰组织货源以及效率或相对更高，假设净利率10%（东航物流18年9.2%），则对应至少9亿元利润。在此前研究报告中提出，鄂州机场投产后达到理想状态下，不仅将降低航空货运成本，还或将提供更多时效产品选择，以提升航空货运经济性。（注：上述测算以假设顺丰航空独立对外经营业务为条件，并非当前运营模式，仅为从一种角度探讨货运航空价值）。**3）当前国际货运市场出现明显的供需失衡，货运价格上行，而油价处于低位，利于顺丰控股航空业务盈利能力提升。**

□ **风险提示：经济大幅下滑，疫情冲击超出预期，行业竞争加剧。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
顺丰控股	45.91	1.39	1.69	2.02	33.03	27.17	22.73	4.87	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2020年05月08日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	118	3.08
总市值(亿元)	23,714.29	3.57
流通市值(亿元)	16,526.13	3.39

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		0.4	-10.24	-11.2
相对表现		-4.11	-10.01	-21.31



相关研究报告

《交通运输行业数据点评：清明小长假出行数据看因私/旅游出行意愿：处于相对修复阶段》

2020-04-08

《交通运输行业周报（20200420-20200426）：VLCC运价高位运行，油轮标的料将显业绩弹性；继续推荐疫情下模式胜出公司》

2020-04-26

《交通运输行业2019年报及2020年一季报综述：模式加成，龙头胜出》

2020-05-04

投资主题

报告亮点

- 1) 本篇报告从参与者角色角度分析了我国货运市场格局及发展。通过对航空承运人、货代、货主兼承运人，等不同角色参与者，发现行业在发生变化：大航求变、货代稳定、顺丰崛起。同时探讨了我国国际航空货运市场的短板。
- 2) 本篇报告以对比假设法，以东航物流为参照，试图将顺丰航空从公司的组成部分，在假设对外经营的情形下，对其进行单独评估。

投资逻辑

假如顺丰航空“独立”核算？

- 1) 顺丰是国内最大自有航空运力持有者，亦是最大空运货主，贡献 19 年行业货运增量的约 8 成，航空运力作为顺丰“天网”核心资源（全货机+散航+无人机），亦是公司护城河要素之一。
- 2) 我们系列研究**希望能对顺丰各项业务做单独评估**，本报告中先以东航物流为基准，做一个简单对比假设。因货品结构不同，顺丰单票重量仅 1.56 公斤，全货机**载运能力**是东航物流的 2 倍；但 19 年运量仅较东航物流 18 年多 9%，我们不妨先以**载运能力作为参数**，东航物流全货机运输收入 41.3 亿元，假设**顺丰航空同样对外经营**，以同比例折算，则**纯货机收入则可达约 90 亿**（假设全货机 3.7 亿票，24 元/票）。考虑顺丰组织货源以及效率或相对更高，假设净利率 10%（东航物流 18 年 9.2%），**则对应至少 9 亿元利润**。在此前研究报告中提出，**鄂州机场**投产后达到理想状态下，不仅将降低航空货运成本，还或将提供更多时效产品选择，以提升航空货运经济性。
- （注：上述测算以假设顺丰航空独立对外经营业务为条件，并非当前运营模式，仅为从一种角度验证货运航空价值）。
- 3) 当前国际货运市场出现明显的供需失衡，货运价格上行，而油价处于低位，利于顺丰控股航空业务盈利能力提升。

目 录

一、我国航空货运市场：国际航空货运能力存短板.....	6
（一）我国航空市场：“客强货弱”特征明显.....	6
（二）我国国际货运存短板，“自主可运”亟需破题.....	8
二、我国航空货运参与者结构分析：大航求变，货代平稳，顺丰崛起.....	11
（一）承运人角度：三大航合计占据运力优势，顺丰成功崛起.....	11
（二）大航求变，16 年构筑运价底部，东航物流“独立”后盈利水平上台阶.....	13
1、收益水平：国际线单位收益水平好于国内，全货机高于客机腹舱，16 年构筑运价底部.....	13
2、大航求变，东航物流独立后，盈利水平上台阶.....	15
（三）货代：头部公司毛利率水平约 10-12%.....	17
（四）区域不平衡、服务同质化、混合定价或导致我国航空货运参与者盈利能力普遍较弱.....	18
三、假如顺丰航空“独立”核算？.....	20
（一）顺丰是国内最大自有航空运力持有者，亦是最大空运货主.....	20
（二）假如顺丰航空“独立”核算（上）——以东航物流为参照.....	22
（三）风险提示.....	24

图表目录

图表 1 我国民航货邮运输量（万吨）	6
图表 2 货运量与客运量增速比较	6
图表 3 分航线我国民航货邮运输量（万吨）	6
图表 4 国际货运量占比	6
图表 5 我国货运机队占比	7
图表 6 按照载重能力分布	7
图表 7 国内公司自有全货机表（截止 2020 年一季度末）	8
图表 8 运力结构分布（万吨）	8
图表 9 顺丰全货机机队	8
图表 10 全球货机航司分布	9
图表 11 航空货邮周转量前十大国家	9
图表 12 中国航空货邮全球占比	10
图表 13 美国航司货邮周转量占全球 30% 左右	10
图表 14 2018 年全球货邮周转量前 15 大航司	10
图表 15 2011-16 年我国国内公司承运进出口运量及占比（万吨）	11
图表 16 2019 年各承运人货运运输量占比	12
图表 17 三大航占全国货运量比重	13
图表 18 南方航空货运量占比	13
图表 19 三大航货邮吨公里收入	13
图表 20 三大航分航线货邮吨公里收入	13
图表 21 各航司货邮吨公里收入（元/吨公里）	14
图表 22 五大航司货邮载运率	14
图表 23 国货航净利水平	15
图表 24 中货航收入净利水平	15
图表 25 东航物流股权结构	16
图表 26 东航物流收入及利润	17
图表 27 东航物流收入构成	17
图表 28 东航物流经营数据	17
图表 29 华贸物流国际空运业务单位收入及成本同比	18
图表 30 华贸物流国际空运业务毛利率	18
图表 31 货邮吞吐量前 20 大机场	19
图表 32 顺丰自营全货机	20

图表 33 顺丰航空运力能力	21
图表 34 顺丰运力占比	21
图表 35 顺丰航空货运量占比逐年提高	21
图表 36 2019 年顺丰增量占全国增量近 8 成	21
图表 37 顺丰货运量数据结构	22
图表 38 顺丰航空与东航物流的比较	23

一、我国航空货运市场：国际航空货运能力存短板

（一）我国航空市场：“客强货弱”特征明显

1、运输量角度看，客强货弱

十年维度看，2011-2019 年，我国航空旅客运输量复合增速为 11.1%，而货邮运输量复合增速仅为 5.4%，明显低于旅客增速，“客强货弱”明显。

2019 年，全国民航业共完成货邮运输量 753.2 万吨，根据民航局发展计划司数据，该运输规模已为全球第二，约为美国同期水平的 60%。

分区域看，2019 年国内货邮运输量 511.2 万吨，占比 68%，国际 242 万吨，占比 32%。近十年国内货邮复合增速为 4.8%，国际货邮增速为 6.7%，国际运输量增速快于国内，体现国际市场需求更快，但国际货邮波动较大。

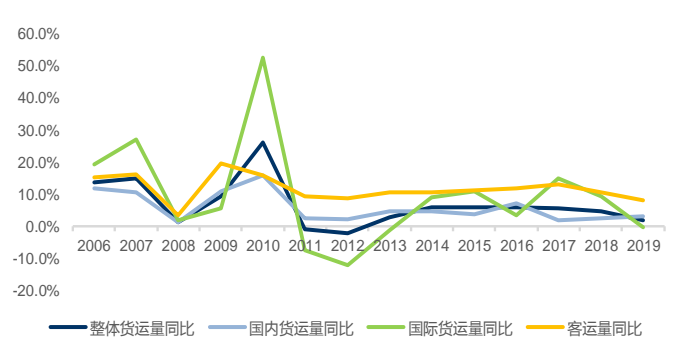
注：民航局发展统计公报中注释，数据仅为国内航空公司承运的数据。

图表 1 我国民航货邮运输量（万吨）



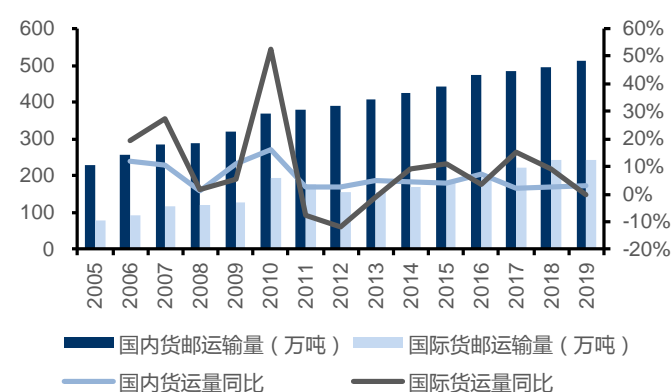
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 货运量与客运量增速比较



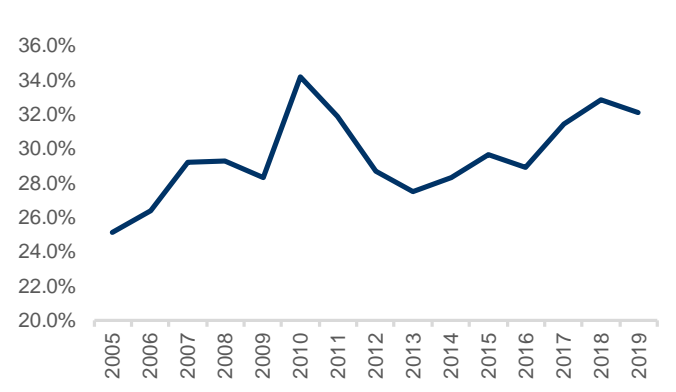
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 分航线我国民航货邮运输量（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 4 国际货运量占比



资料来源：Wind，华创证券

2、机队规模看，客强货弱

截至 2020 年 3 月，国内全货机仅有 171 架（19 年底为 174 架），分散于 14 家航司，而客机 19 年底则达到 3644 架，货机仅占全部运输机队的 4.6%。

同时我国航空货运大部分依赖于客机腹舱，来自民航局计划发展司数据显示，客机腹舱运输约占航空货运总量的 70%，其中，在国内航线中客机腹舱运量占比高达 82%，在国际航线中客机腹舱运量占比 49%。

我们以东航物流 2018 年数据看，货机 52.85 万吨，客机腹舱 91.55 万吨，货机占比 36.6%，意味着客机腹舱运输量约 63%；我们测算 18 年国货航货机机队运输量 44.7 万吨，占比约 24%；假设南航占比介于两者之间，取 30%，则其货机运量 51.9 万吨。比重与上述数据相符。顺丰 2017-19 年货机运输量分别为 48.8、50.7、57.9 万吨，占自身比重分别为 44%、41%、43%。

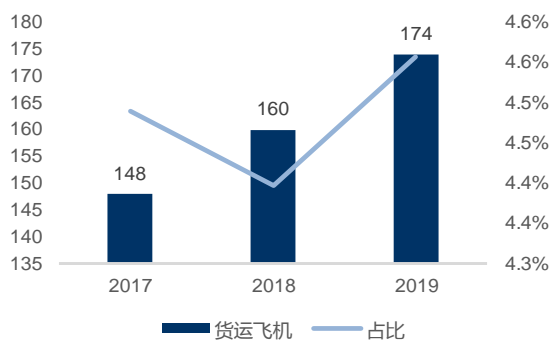
3、货机运力分布看：顺丰居首位，三大航（关联公司）居前。

从机队数量看：顺丰截止 19 年底 58 架自有全货机+13 架租赁飞机，合计 71 架，占 19 年底货机机队规模的 41%。（当前顺丰 59 架自有全货机）

从载重能力角度看，全国所有货机机队载运能力测算约 8000 万吨。因顺丰窄体机货机相对更多，测算 59 架飞机载重能力约 2000 吨，考虑 13 架租赁飞机，预计载重能力约 2200-2300 吨，顺丰自有全货机占比 25%，考虑租赁飞机后占比约 28%。

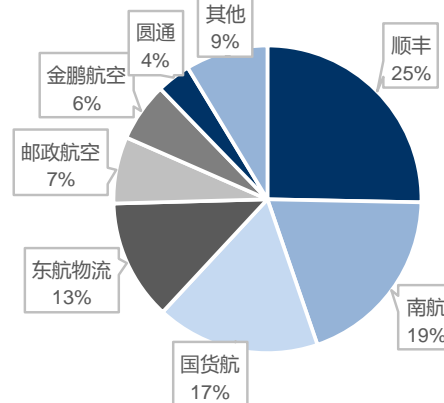
南航、国航、东航物流全货机机队载重能力分别占比 19%、17%及 13%；邮政与圆通分别占比 7%及 4%。

图表 5 我国货运机队占比



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 按照载重能力分布



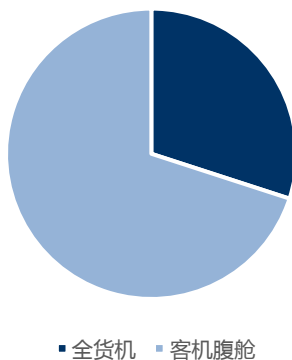
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 7 国内公司自有全货机表（截止 2020 年一季度末）

	合计	占比	B737系列	B757-200F	B767-300F	B747-400F	B777F	A300-600F	A330-200F
顺丰	59	35%	17	32	8	2			
邮政航空	27	16%	20	7					
国货航（国航）	15	9%	0	4		3	8		
南航	14	8%	0			2	12		
金鹏航空	12	7%	9			3			
圆通	12	7%	7	5					
东航物流（原中货航）	9	5%	0			3	6		
友和道通	6	4%	0					6	
龙浩	6	4%	6						
天津货航	3	2%	3						
川航	3	2%	0						3
长龙	3	2%	3						
中航货运	1	1%	0	1					
中州航空	1	1%	1						
合计	171	100%	63	49	8	13	26	6	3

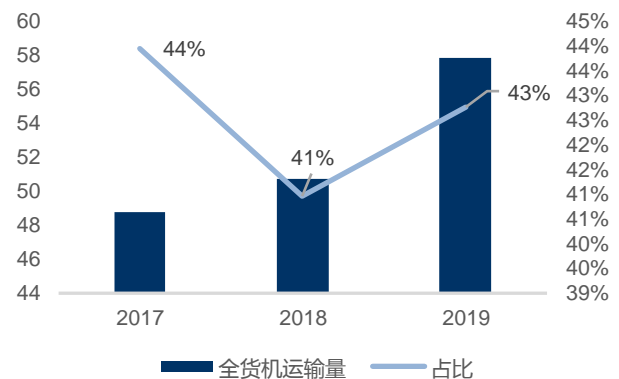
资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 8 运力结构分布（万吨）



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

图表 9 顺丰全货机机队



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

（二）我国国际货运存短板，“自主可运”亟需破题

1、我国全货机数量占全球不到 10%，与我国货运规模严重不匹配。

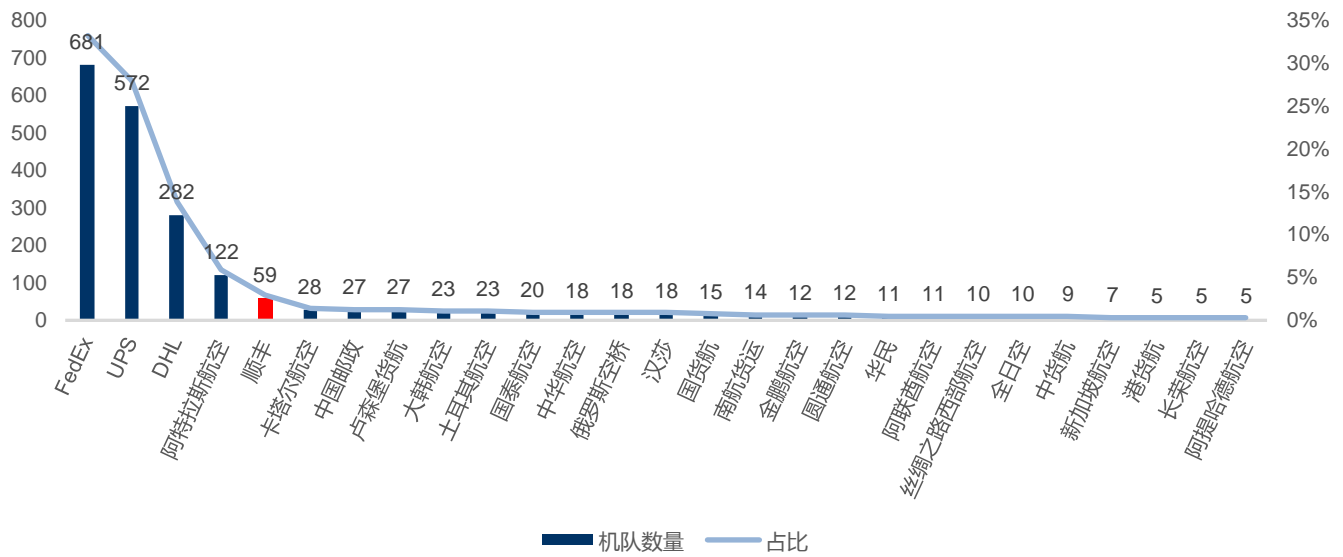
运输飞机总体占比角度，不完全统计全球主要航司全货机数量，总数 2044 架，预计全球货机总数约 2200 架，我国 171 架仅占约 7.8%。其中：全球三大巨头联邦快递（681 架，其中 42 架租赁），UPS（572 架，其中 311 为短期租赁或特许经营），DHL（282 架），CR3 合计占比超过 70%，第四大阿特拉斯航空（122 架，美国）占比 6%。

顺丰拥有国内最大的全货机队，全球排名第五，但占全球比重不足 3%。

货机占比角度：全球目前在役飞机总数约为 22000 架，2200 架全货机占比约 10%，而我国货机占机队比仅 4.6%，远低于国际总体水平。

参考该水平，我国全货机数量“缺口”约为 200 架左右。

图表 10 全球货机航司分布



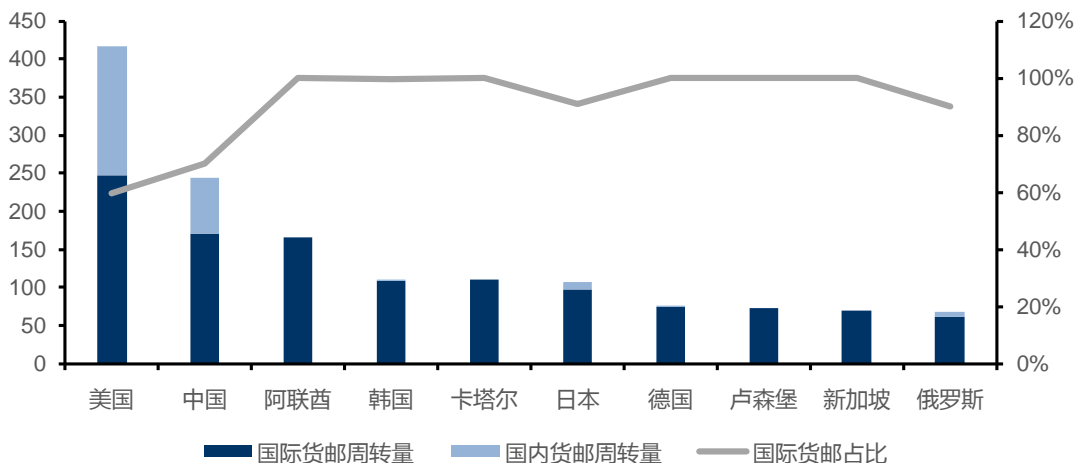
资料来源：IATA、公司官网、华创证券

2、货邮周转量角度，我国占全球 10.6%，全球约 30% 货邮周转量由美国航司完成。

2017 年全球货邮周转量为 2304 亿吨公里，我国为 243.6 亿吨公里，占比 10.6%，近年呈逐步上升趋势，其中国际货邮周转量占 70%；美国货邮周转量 415.92 亿吨公里，占全球 18.1%，国际货邮占比 59.5%。

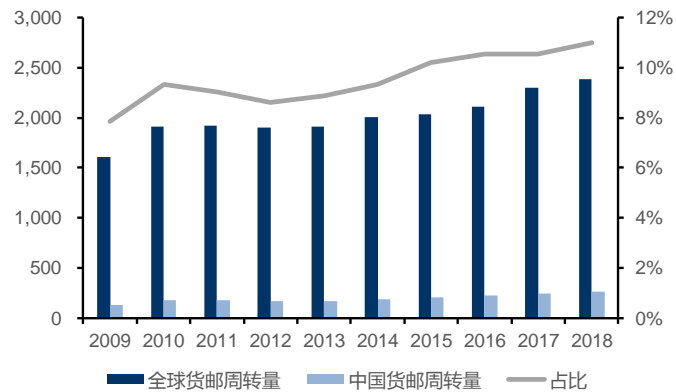
以航司计算，2018 年美国航司共承运 704 亿吨公里，占全球的 29.5%。近年来始终保持在 30% 附近。

图表 11 航空货邮周转量前十大国家



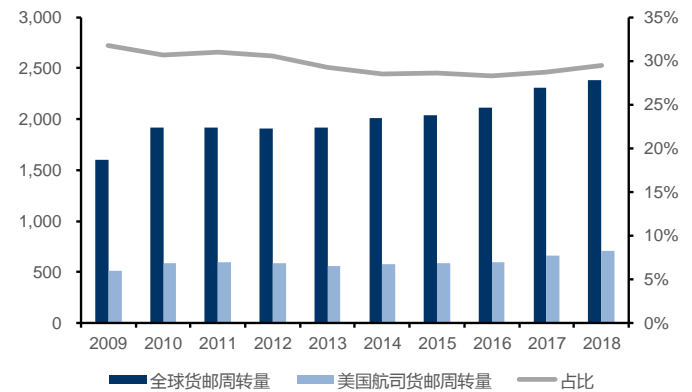
资料来源：IATA，Wind，华创证券

图表 12 中国航空货邮全球占比



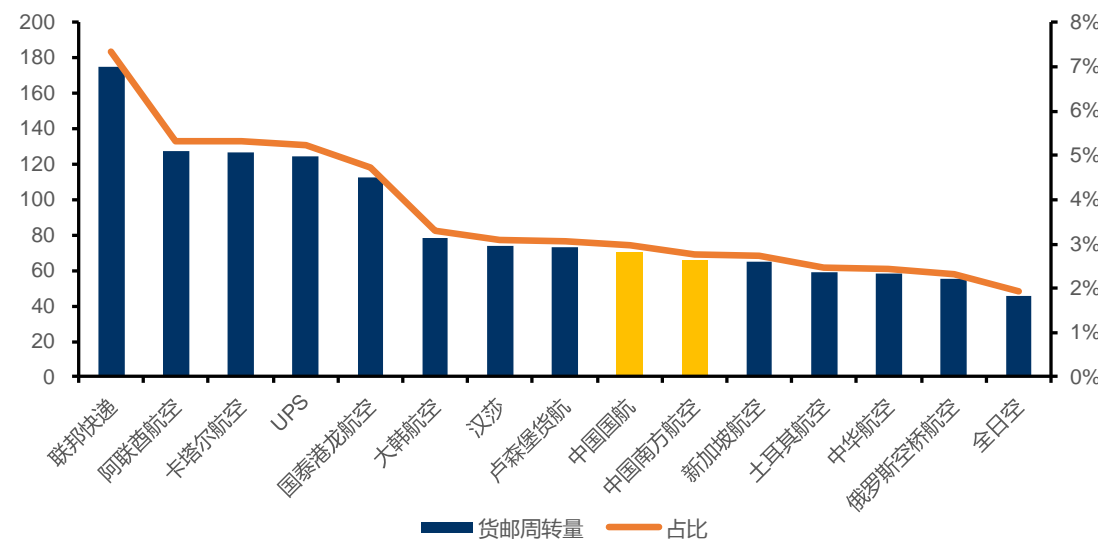
资料来源: IATA, Wind, 华创证券

图表 13 美国航司货邮周转量占全球 30%左右



资料来源: IATA, Wind, 华创证券

图表 14 2018 年全球货邮周转量前 15 大航司



资料来源: IATA, 华创证券

3、我国国际航空货运市场：外航份额占比超过国内承运人，“自主可运”需破题

根据国际民航组织（ICAO）统计数据，全球航空货运总量大约只占全球贸易总量的 1% 左右，货值占比达到 1/3。该数据体现了航空货运高价值、远距离的特征，也意味着航空货运对于贸易和产业结构升级具有重大意义。在全球供应链体系中，空运是不可或缺的重要组成部分。

与客运一样，在我国国际空运市场中，参与者除了国内承运人，还要面临国际货运航空公司的竞争，包括 FedEx，UPS，DHL 等国际巨头。

我们查阅外运发展年报引用的来自海关进出口数据，2016 年我国航空货运进出口货量 518 万吨，而民航局公报中国内公司承运国际+地区航线货邮运输量为 193 万吨，占比 42%，2011-16 年均维持在 40% 左右的比例，我们预计近年来随着国内承运人实力逐步增强，但预计外航占比仍过半。

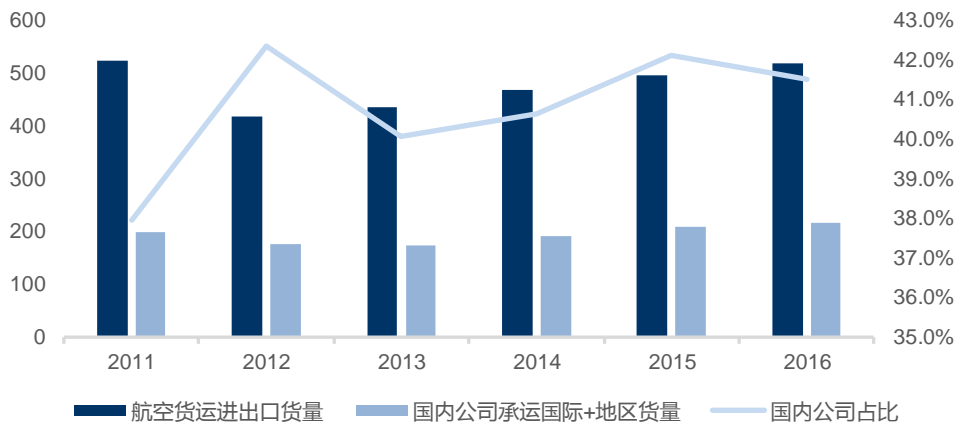
国际货运短板亟需补足：

事件一：“疫情”下，航空客运影响严重，大面积停飞导致腹舱资源大比例下降，而维持全球供应链体系的运转，帮助中国制造，全货机需要发挥的作用越发凸显。

事件二：在世界贸易环境复杂变化的情形下，如何更好帮助中国企业走出去，准时、安全将货物运出去以及采购运进来，都需要有自主有力的空中保障。

而全货机机队的规模与运营能力可视为当前我国国际供应链“自主可运”的瓶颈之一。

图表 15 2011-16 年我国国内公司承运进出口运量及占比（万吨）



资料来源：公司年报，Wind，民航局，华创证券

二、我国航空货运参与者结构分析：大航求变，货代平稳，顺丰崛起

从业务流程看：货代/货主直客—>货站（机场地面操作、装机）—>干线空运（全货机/客机腹舱）—>货站（机场地面操作、卸机）——>货代/货主直客（配送/自提）

由此可见，主要参与者包括：货主（快递公司）、航空公司、货运代理、第三方物流、机场货站等共同构成。

其中拥有货机运力的快递公司如顺丰、邮政、圆通，即是货主（采购客机腹舱），亦可作为航空运力角色存在。

进一步看：

掌握货源但不掌握稳定运力：如传统货运代理、快递公司（无自有航空运力企业）等。

掌握运力但不掌握货源：传统航空公司，依靠经营租赁客机腹舱或全货机资源，但不掌握或极少掌握货源。

即掌握货源又拥有运力：顺丰为代表拥有自主货机的公司。顺丰即是我国最大的货机机队拥有者，也是最大的空运货主。

（一）承运人角度：三大航合计占据运力优势，顺丰成功崛起

1、从国内承运人运输量看，CR5 超过 85%，三大航占比约 7 成

因民航局公报数据仅包括我国航空公司承运数据，因此从国内承运人角度观察：

2019 年全国航空货运运输量 753.2 万吨，其中国航（含模拟国货航）193 万吨，东航（含模拟东航物流）153 万吨，

南航 176 万吨，海航 58.3 万吨，顺丰（全货机机队）57.9 万吨，吉祥 12.3 万吨，春秋 6.5 万吨。

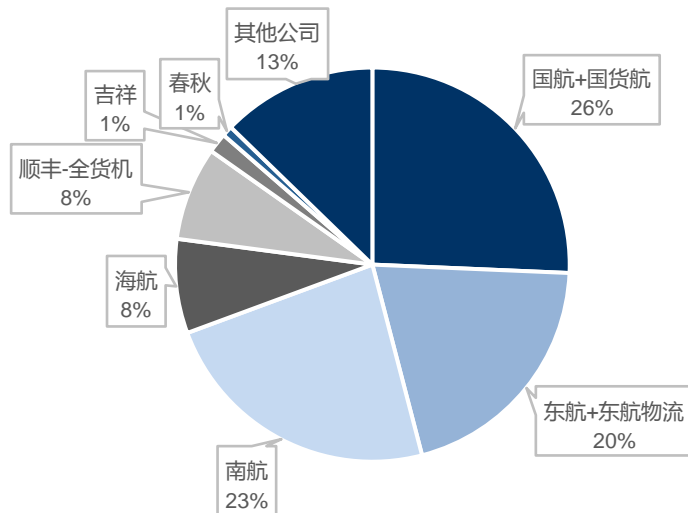
占比来看，三大航合计占比 69%，三大航+海航+吉祥+春秋合计占比 80%，顺丰全货机机队占比 7.7%，CR5 占比 85%，他承运人承运货量占比仅 13%。若顺丰整体航空运量（货机+散航）占比则为 18%，则 CR5 高达 95%。

注：2017 年东航将中货航转让给东航产投，并以此为基础成立东航物流；2018 年 12 月国航将国货航转让给集团。剥离出公司后，双方均签订了客机腹舱经营合同：即东航物流运营中货航全货机机队+东航客机腹舱；国货航运营全货机机队+国航客机腹舱。

顺丰航空 2009 年 12 月 31 日正式开航，目前已成为运输量占整体 18%，占国内约 25%的第一大货运航空，成功崛起。

历史数据看：201-16 年三大航占比均维持在 71-76%，2016 年三大航货邮运输量占全国比重为 72%。我们模拟测算包含国货航和东航物流后，17-19 年三大航占比在 70%左右。

图表 16 2019 年各承运人货运运输量占比



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

2、从国内与国际航线占比看：三大航凭借客机腹舱占据了国际货运市场相对垄断地位。

2016 年三大航货运量占国内的 64%，国航、东航分别剥离国货航与东航物流后，2019 年占比降至 54%；

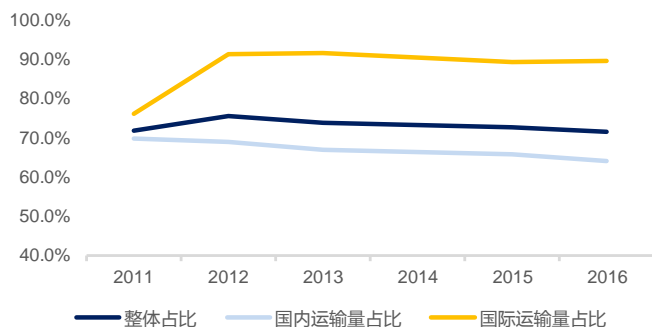
2016 年三大航货运量占国际 90%，剥离后，2019 年占比降至 57.7%。

三大航凭借客机腹舱占据了国际货运市场相对垄断地位，国际货运量占自身比重在 34%-37%。

若以南航单独来看：2017-19 年其国际货运量占全国比分别为 27%、27.4%、28.4%；国内占比 22%、21.4%及 21%，基本保持稳定，故我们预计三大航（含货机口径）2019 年占国际、国内货运量分别为约 90%及 64%。

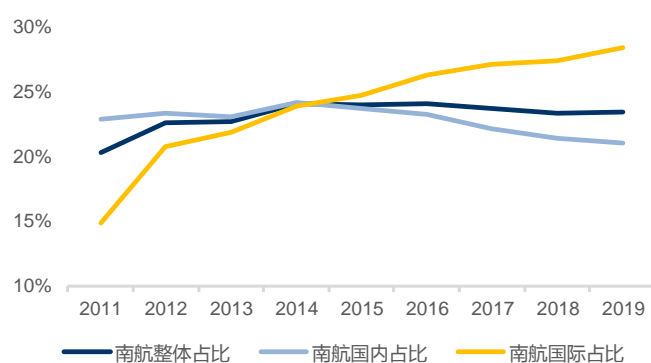
因顺丰仅有 5 条自营国际线，我们测算其国际货运量占自身不到 10%。

图表 17 三大航占全国货运量比重



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

图表 18 南方航空货运量占比



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

(二) 大航求变，16 年构筑运价底部，东航物流“独立”后盈利水平上台阶

1、收益水平：国际线单位收益水平好于国内，全货机高于客机腹舱，16 年构筑运价底部

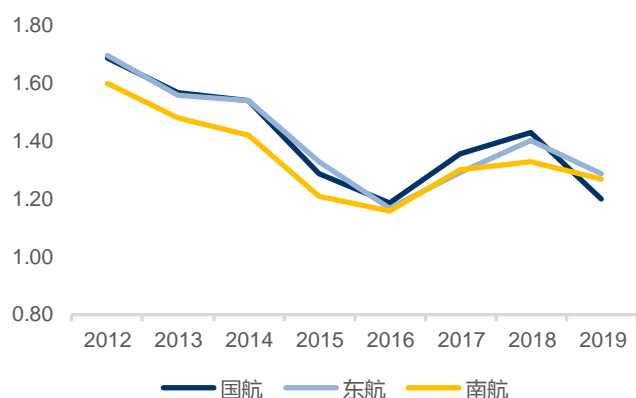
1) 16 年构筑运价底部，国际线单位收益好于国内线

以航空公司年报披露数据看：

国航、东航、南航 2019 年货运吨公里收入分别为 1.2、1.29 及 1.27 元，较 12 年分别下降 29%、24%及 21%，但观察 2016 年是运价底部，18 年相较于 16 年有接近 20%的增长，19 年受到中美贸易以及国内经济因素影响，有所回落。因国航与东航均已剥离货运业务，披露数据为货运公司经营客机腹舱及其他子公司货运收入，故南航数据可视为连续性代表。

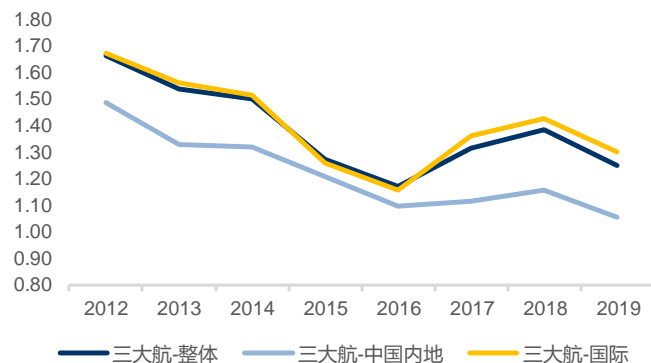
19 年相比 2012 年，三大航中国内地航线货邮吨公里收入下降 29%，国际航线下降 22%，2019 年三大航平均中国内地航线货邮吨公里收入 1.06 元，而国际线为 1.3 元，国际线高于国内线约两成，一定程度体现了货物附加值与运价的正相关。（与客公里收益不同，客运单位收入是国内航线更高。）

图表 19 三大航货邮吨公里收入



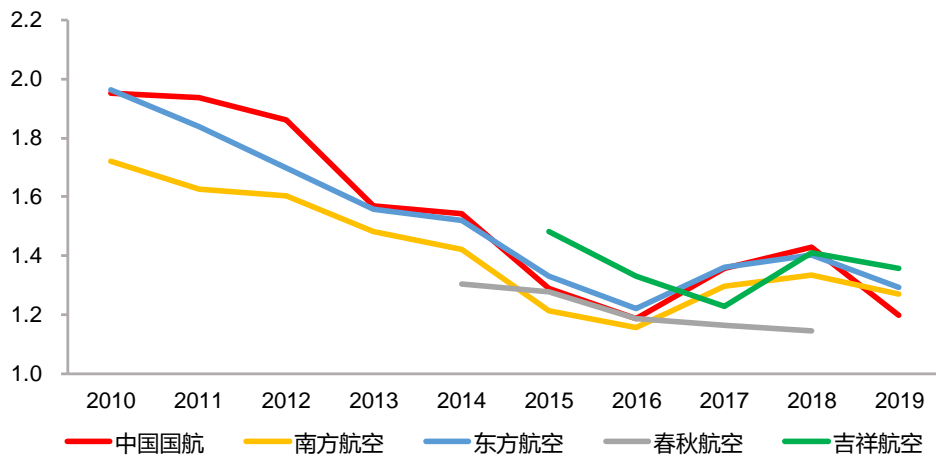
资料来源：公司公告，民航局，华创证券

图表 20 三大航分航线货邮吨公里收入



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

图表 21 各航司货邮吨公里收入（元/吨公里）

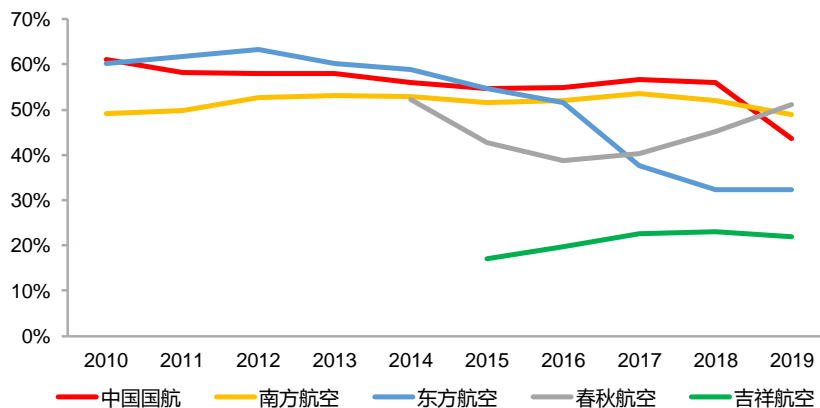


资料来源：Wind，华创证券

2) 载运率角度看：航货邮载运率 50%左右。

由于全货机机队剥离，东航和国航分别在 17 和 19 年大幅下滑，即意味着全货机载运率普遍高于客机腹舱。三大航货邮载运率在 50%左右。

图表 22 五大航司货邮载运率



资料来源：Wind，华创证券

3) 全货机单位收益高于客机腹舱。

东航物流披露 16-18 年全货机收入分别为 29.74、38.5 及 41.3 亿元，吨公里收入分别为 1.15、1.41 及 1.47 元，17-18 年高于南航 9%及 11%，高于东航上市公司 9%及 5%。

可以观察 17 年相较于 16 年大幅提升 23%，超过行业平均涨幅，即东航物流独立后收益水平提升显著（三大航 17 较 16 年提升幅度 12%）

4) 盈利角度, 航空货运业务长期挣扎在盈亏线附近, 16 年以来处于相对盈利较好的阶段。

国货航: 2011-13 年均亏损较大, 14 年开始实现收益, 17 年净利 11 亿, 18 年 3.9 亿, 净利率分别为 10% 及 3%。

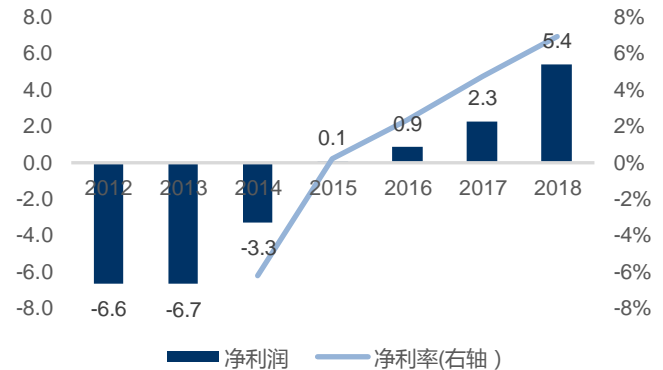
中货航: 2015 年开始实现盈利, 17-18 年分别盈利 2.3 及 5.4 亿, 净利率分别为 5% 及 7%。

图表 23 国货航净利水平



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 24 中货航收入净利水平



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

2、大航求变, 东航物流独立后, 盈利水平上台阶

货运航空市场在近三年内发生了重要变化: 东航物流、国货航逐步从上市公司中剥离并独立运营。

2017 年初、以及 2018 年末, 东航、国航分别剥离东航物流、国货航, 东航物流已经进入 IPO 流程, 提交了招股书, 独立后加强自主揽货的能力, 是行业的变化。

东航物流披露: 公司一直专注于航空物流综合服务业务, 集航空速运、货站操作、多式联运、仓储、跨境电商解决方案、同业项目供应链、航空特货解决方案和产地直达解决方案等业务功能于一体。

业务流程上, 东航物流航空速运覆盖从代理人签约、运单发放、运价协议、舱位分配、订舱、货物收运、配载、出港、海关数据申报、进港到达、提货、货运结算等货物运输的全业务流程, 在全球主要城市为客户提供网上订舱、网上制单、航班信息查询及货物全程跟踪服务。

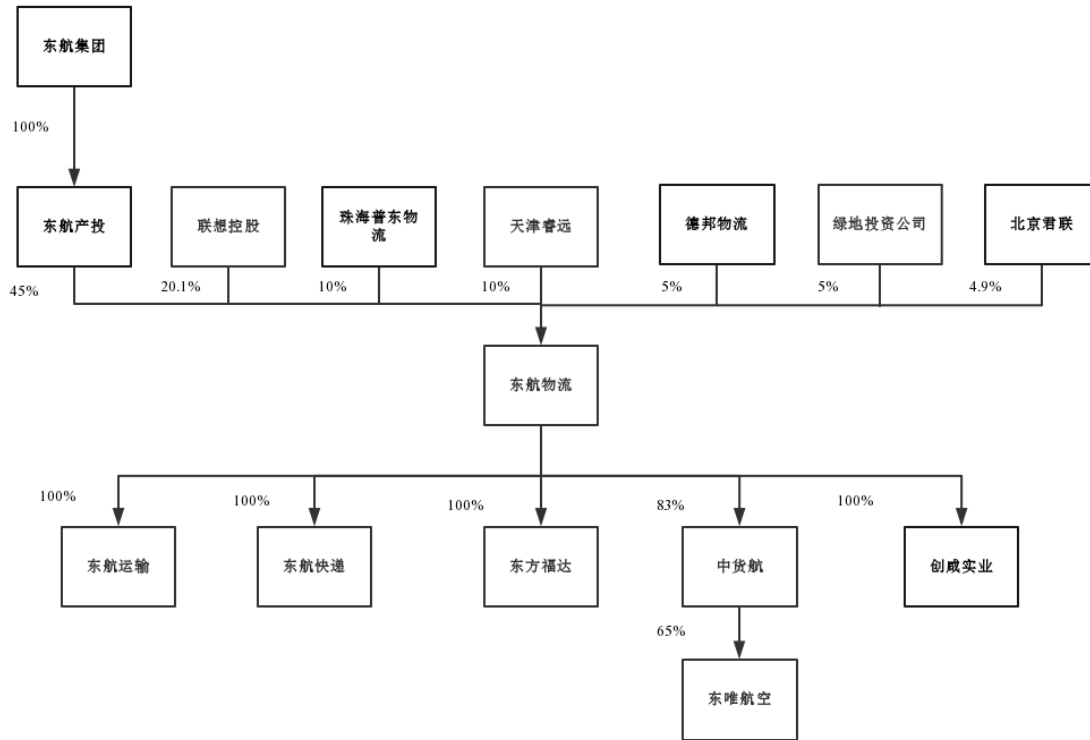
1) 东航物流: 混合所有制改革的货运航空范本

2017 年东航转让东航物流给东航产投, 东航物流引进战略投资者进行混合所有制改革, 并进入 IPO 流程, 提交了招股说明书。

公司股东为东航产投、联想控股、珠海普东物流、天津睿远、德邦股份、绿地投资、北京君联; 其中东航产投持有公司 45% 股权, 东航集团持有东航产投 100% 股权; 天津睿远为公司员工持股平台 (持股 10%)。

因此东航物流可视为货运航空业“国资+民资+员工持股”的混合所有制改革范本。

图表 25 东航物流股权结构



资料来源：招股说明书，华创证券

2) “独立”后，东航物流盈利水平上台阶

财务数据：2016-18 年收入分别为 58.4、75.5、107.4 亿，利润分别为 3.3、6.7 及 9.9 亿，净利率分别为 5.6%、8.9% 及 9.2%。

收入构成看：传统航空速运占比 62%。

2018 年传统航空速运收入 66 亿，占比 61.6%；其中全货机运输收入 41 亿，占比 38.5%，客机腹舱收入 24.8 亿，占比 23%；

地面综合服务（货站、仓储等）22.8 亿，占比 21%；

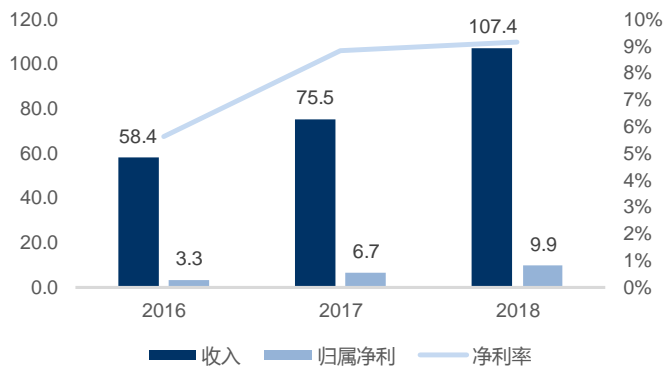
综合物流解决方案收入 18.5 亿，占比 17%，包括了同业项目供应链、产地直达、跨境电商、航空特货等。

单位收益水平明显提升：

东航物流披露 16-18 年全货机收入分别为 29.74、38.5 及 41.3 亿元，吨公里收入分别为 1.15、1.41 及 1.47 元，2017-18 年高于南航 9% 及 11%，高于东航上市公司 9% 及 5%。

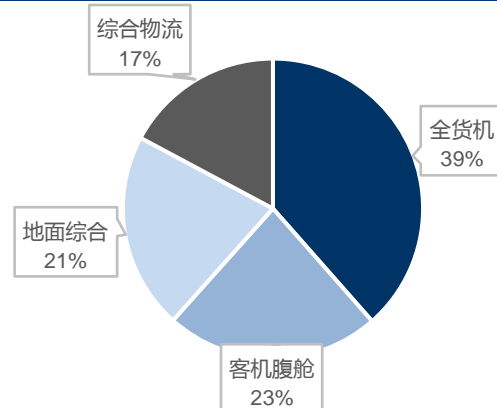
同时观察 17 年相较于 16 年大幅提升 23%，超过行业平均涨幅，即东航物流独立后收益水平提升显著（三大航 17 较 16 年提升幅度 12%）

图表 26 东航物流收入及利润



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 27 东航物流收入构成



资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 28 东航物流经营数据

东航物流	2016	2017	2018
运力			
全货机机队 (含租赁)	9		
载运力 (吨)	1,030		
运输量 (万吨)	139.5	144.0	144.4
运输量-全货机	50.8	54.6	52.9
运输量-客机腹舱	88.7	89.4	91.6
运输周转量 (亿吨公里)	48.8	54.0	53.9
运输周转量-全货机	26.0	27.3	28.1
运输周转量-客机腹舱	22.8	26.6	25.9
收益水平			
整体收入 (亿元)	58.4	75.5	107.4
航空速运	30.9	39.8	66.1
全货机	29.7	38.5	41.3
货机货运吨公里收入 (元)	1.15	1.41	1.47
三大航平均货运吨公里收入	1.17	1.32	1.39
归属净利	3.3	6.7	9.9
净利率	5.7%	8.9%	9.2%
其中-中货航子公司			
收入	37.6	47.8	77.9
净利	0.9	2.3	5.4
净利率	2.4%	4.8%	7.0%

资料来源: 招股说明书, 华创证券

(三) 货代: 头部公司毛利率水平约 10-12%

货代是航空货运中连接货主与承运人之间的重要角色。国际业务中, 货代更为活跃。我们以上市公司华贸物流、外运发展 (现已为中国外运), 两家典型主业业务中从事国际空运货代公司来观察货代企业的盈利情况。

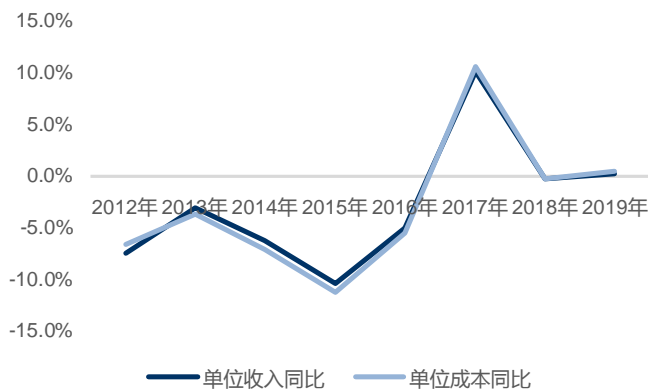
1、华贸物流：公司 19 年年报披露，在最近一期的中国货代物流企业百强排行榜中，综合排名第 8 位，其中空运业务第 4 位。

业务量复合增速 10%，18-19 年受宏观影响降至个位数。2011-19 年公司国际空运量从 15 万吨增至 36.4 万吨，复合增速 10%，超过国内承运人增速，意味着国际货运需求处于快速增长；18-19 年受经济及中美贸易影响，降至个位数增长，分别为 5.8% 及 3.4%。

收入复合增速 7%，毛利率 12% 左右。公司收入从 2011 年的 19.5 亿提升至 19 年的 37 亿，基本翻倍，复合增速 7.4%，而成本复合增速 7.2%，毛利从 2.1 亿提升至 4.47 亿，复合增速 8.7%，毛利率近年来稳定在 12% 左右。

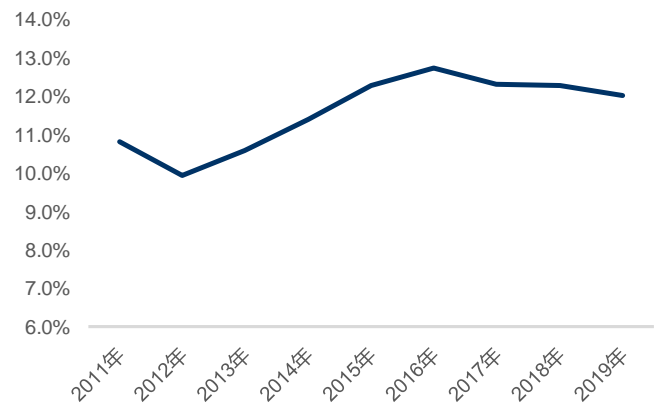
货代有成本转嫁能力。观察公司单位运价 1 万元每吨，19 年较 11 年下降 21%，与航空公司国际单位收入降幅基本接近。而从单位收入与成本变化比较看，基本一致，意味着货代企业可以将成本端转嫁到收入端，但也不存在额外的提价获取新增超额收益的能力。

图表 29 华贸物流国际空运业务单位收入及成本同比



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 30 华贸物流国际空运业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

2、外运发展：公司 2018 年与中国外运换股吸收合并，我们观察 11-17 年公司国际航空货代业务毛利率从 7% 提升至 10%，2017 年收入 33 亿，货量 47.5 万吨，单吨收入 0.7 万元，单吨毛利 680 元，测算公司运费成本占收入比的 87% 左右。

（四）区域不平衡、服务同质化、混合定价或导致我国航空货运参与者盈利能力普遍较弱

1、货运市场不平衡性和单向性：四大经济区占比 68%。

国内航空货运市场不平衡特征明显，货运量集中于经济重心区域，特别是长三角和珠三角地区。众多地区覆盖严重不足，甚至存在网络空白。

货邮前 20 大机场中，

长三角拥有货邮第 1 的浦东机场（363 万吨），杭州（69 万吨，第 5），上海虹桥（42 万吨，第 8），南京（37 万吨，第 12），合计 512 万吨，占全国 30.0%；

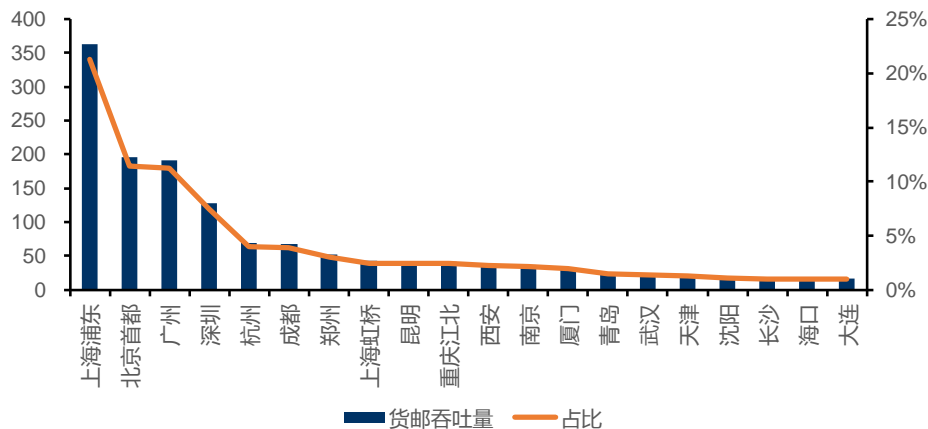
珠三角地区有广州（192 万吨）深圳（128 万吨）分别排名第 3 和第 4，合计 320 万吨，占比 18.7%；

京津冀地区首都机场（196 万吨，第 2）和天津（23 万吨，第 16），合计 220 万吨，占比 13%；

成渝地区成都和重庆分别排名第 6 和第 10，合计 108 万吨，占比 6%。

四大经济区域合计占比 67.8%，中部地区仅郑州近年来发展货运，位居全国第七，其他机场分布零散。

图表 31 货邮吞吐量前 20 大机场



资料来源：民航局，华创证券

而与客流具备往返基本平衡特征不同的是，物流由于各地经济发展方式、经济结构、工业制成品性质等不同，存在较强的单向性。即发送有货，而回程载运率极低。

2、运营模式同质化，货源依赖于货代，承运方赚量不赚钱

与客运类似，航空货运承运方所能提供的服务同质化较为严重，而货源上，承运方严重依赖于货运代理。因此货代利用航司之间竞争，凭借货源优势以获取更低价格，最终导致航空公司货运收益水平不断下滑。

3、客机腹仓与全货机运营模式存在本质不同，混合定价或导致货运总体定价体系失当

三大航客货混营下，因货运收入占比不到 10%，货运并非航空公司发力的核心关注点。

从运营模式看，混合经营下，客机腹舱是航空公司提供客运服务的附属产品，航空公司核算盈亏平衡点或边际贡献时，很少会考虑客机腹舱贡献，而航空服务产品不可储存的特征，使得公司对于腹舱几乎为出售即为利润贡献的定位，由此在通常情况下，定价会偏低，从而使得行业价格竞争成为主流。

对于全货机，其所有成本均需分摊在承运货物上。

但客机腹舱是我国货运量的主力，而货主关心的焦点并非是以客机腹舱还是货机运输，关心的是运送结果。混合经营下，全货机定价体系会与客机腹舱趋同，最终导致全货机和客机腹舱价格均受到极大压制。

因此我们认为货运业务的剥离和独立核算，可以更好地梳理定价体系，更好经营货运业务，或是国货航和东航物流相继从上市公司剥离的原因。

前述我们分析东航物流剥离后，17 年收益水平提升超越行业即可认为是一个例证。

三、假如顺丰航空“独立”核算？

（一）顺丰是国内最大自有航空运力持有者，亦是最大空运货主

国内快递企业中，仅顺丰控股、EMS 和圆通速递三家公司成立了物流航空公司，拥有独立航空运输能力。而无论从全货机数量、航线数还是运输能力，顺丰控股在国内行业中都是领先的。

从机队规模看：货机机队数量占比 4 成以上，载重能力占比约 3 成。

从机队数量看：截至 2019 年底，顺丰共有 58 架自营全货机，平均机龄 23.52 年，另租赁 13 架全货机，合计 71 架货机，机队规模为国内最大。截止 2020 年 5 月，公司已经拥有 59 架自有全货机。（含租赁货机机队规模占全国 4 成以上）。

从载重吨看：前文分析，公司自有货机机队占比约 25%，考虑租赁机队后占比约 28%。

从机队结构看：公司宽体机 767 及 747 共 10 架。宽体机运载空间更大、燃油效率更高，在运力与运能上表现更为优越。如 767 最大载重 50 吨，而 747 更是高达 120 吨，窄体机 737 仅 16-18 吨，747 的载重是 737 的 7 倍左右，767 也为 737 的 3 倍左右。

从货运量看：占全国 18%，国内 25% 左右

顺丰 2019 年航空货运量 135 万吨/8.7 亿票，占公司业务量的 18%，占全国国内货邮总运输量的 **24.8%**，占全国整体空运运输量的 **18% 左右**。其中全货机机队发货量 57.87 万吨，占比 43%，散航发货量 77.5 万吨，占比 57%。

单架次发货：全货机单架次发货 15.39 吨，而散航仅 0.51 吨。注：2019 年公司全货机机队共执行航线 73 条，总航班量 3.78 万次，日均航班量 103 次，发货总量 57.87 万吨，日均 1585 吨，即单架次平均发货 15.39 吨。

平均载运率：或不足 50%。按照最大载荷和架数进行加权，测算公司单架次平均最大载荷为 35.1 吨，则**公司平均载运率理论值约为 44%**（15.4/35.1）。

图表 32 顺丰自营全货机

机型	架数	最大起飞重量（吨）	最大载荷（吨）	货舱容积（立方米）	载重（吨）	载重占比
B737-300F	14	62	16	130	224	11%
B737-400F	3	68	18	149	54	3%
B757-200F	32	120	36	237	1152	56%
B767-300F	8	190	50	454	400	19%
B747-400ER(F)	2	400	120	946	240	12%
合计	59				2070	
单架载重					35.1	

资料来源：公司年报，华创证券

图表 33 顺丰航空运力能力

类型	内容	数值	日均	单架次发货 (吨)
全货机	自营投产飞机架数	59架		
	外部包机架数	13架		
	全货机线路条数	73条		
	航班总数	3.78万次	103次	
	发货总量	57.87万吨	1585吨	15.39
散航	散航线路条数	2029条		
	航班总数	150.77万次	4131次	
	发货总量	77.45万吨	2122吨	0.51

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 34 顺丰运力占比

	客机	货机	货机占比
全球	19800	2200	10.0%
中国	3644	171	4.5%
中国占比	18%	8%	
机队数量			
顺丰自有		59	35%
顺丰自有+租赁		72	42%
载重能力 (吨)			
顺丰自有		2070	25%
顺丰自有+租赁		2272	28%

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

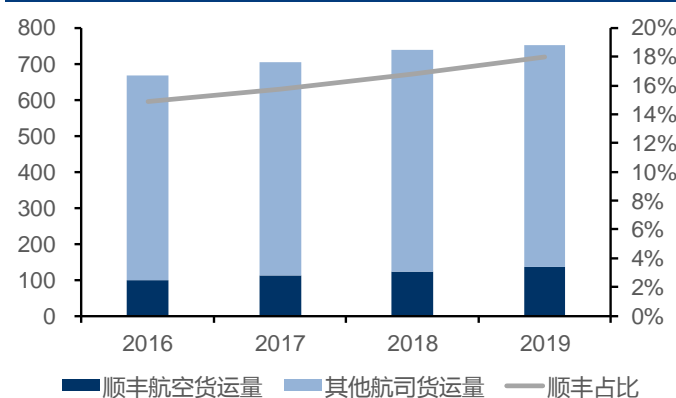
增量贡献上, 顺丰贡献 19 年行业增量的约 8 成。

增速看, 2018-19 年顺丰航空货运量分别为 124 及 135 万吨, 增速分别为 11.5% 及 9.3%, 明显超过行业 4.6% 及 2% 的增速。

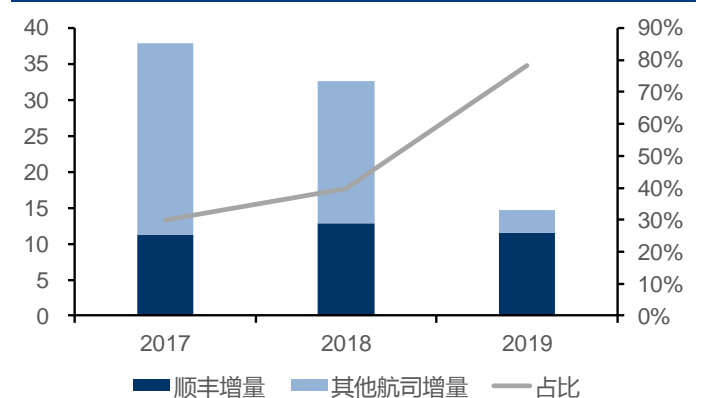
增量看, 2019 年行业增量 14.7 万吨, 顺丰航空增量增长 11.5 万吨, 占比 78%, 约 8 成。其中主要来自国内航线运量增长。

2016-2019 年, 顺丰总体航空货运量 (含自营全货机和散航) 占全国比重由 14.9% 提高至 18.0%, 增量贡献上, 17-19 年增量分别占全国货邮运输量的 29.8%、39.6% 和 78.4%, 顺丰贡献全国航空货邮近 8 成增量。

从快递票数角度看, 2017-19 年使用航空运输票数分别为 7.6、8 及 8.7 亿票, 18-19 年增速分别为 5.3% 及 8.7%, 票均重量呈现了逐步提升, 2019 年为 1.56 公斤。

图表 35 顺丰航空货运量占比逐年提高


资料来源: 公司年报, 民航局, 华创证券

图表 36 2019 年顺丰增量占全国增量近 8 成


资料来源: 公司年报, 民航局, 华创证券

图表 37 顺丰货运量数据结构

(万吨)	2017	2018	2019	19年增量	顺丰增量占比
全国	705.9	738.5	753.2	14.7	
同比	5.7%	4.6%	2.0%		
顺丰航空发货量	111.0	123.8	135.3	11.5	78%
同比		11.5%	9.3%		
顺丰-全货机运输量	48.8	50.7	57.9	7.2	
同比		3.9%	14.1%		
顺丰-散航运输量	62.2	73.1	77.5	4.3	
同比		17.5%	6.0%		
顺丰整体占比	15.7%	16.8%	18.0%		
全货机占自身比重	44%	41%	43%		
国内运输量占全国比重	23%	23%	24.8%		
国内运输量	111.0	114.0	126.8	12.7	86%
同比		2.7%	11.2%		
国内运输量占自身比	100%	92%	94%		
国际运输量		9.77	8.54		
国际+地区运输量占比		3.7%	3.2%		
票(亿)	7.6	8	8.7		
票均重量(公斤)	1.46	1.55	1.56		

资料来源：公司公告，华创证券

(二) 假如顺丰航空“独立”核算(上)——以东航物流为参照

航空运力作为顺丰“天网”核心资源(全货机+散航+无人机)，亦是公司护城河要素之一。航空运力帮助公司巩固提升高端时效产品业务，巩固快、准、稳核心优势。

虽然顺丰航空 2009 年成立，是我国首家民营航空货运公司，但更多是作为公司整体业务的组成部分呈现在市场中，从长期维度看，其创造的价值或存被低估的可能。

近年来东航、国航先后剥离货运业务，东航物流更是已经发布招股说明书，意味着航空货运公司已经具备了独立营运盈利能力，并在未来会成为航空上市公司中的一员。

对于顺丰航空而言，本篇报告我们简单以东航物流为基准做比较，假设若其独立核算，来算笔账。

1) 载运能力：顺丰航空是东航物流的 2 倍。

东航物流：2018 年 9 架全货机，3 架 B747，6 架 B777，均为宽体机，其载运能力接近 1000 吨，占行业比重约 13%。

顺丰航空：目前 59 架自有+租赁 13 架，合计 72 架全货机，但窄体机为主，测算载运能力约 2270 吨，占行业比重 28%，为东航物流载运能力的 2 倍。

2) 运输量：顺丰 19 年全货机运输量较东航物流 18 年多 9%

东航物流：2018 年运输 144 万吨，其中全货机运输 52.9 万吨，占比 37%，

顺丰航空：2019 年运输 135 万吨，其中全货机运输 57.9 万吨，较东航物流多 9%，（18 年低于东航物流 4%），系

因顺丰航空运输大量时效件产品为主，相对单位重量明显轻于传统货运公司，其单票仅 1.56 公斤。

3) 以载运能力为参考做假设

基于货物结构不同，而高附加值产品单位价格更高，我们不妨先简单以载运能力作为参数参考，

东航物流 1000 吨的载运能力，获取全货机运输收入 41.3 亿元，

假设顺丰航空与东航物流同样对外经营，并以同比例折算，则纯货机收入则可达到至少 90 亿水平，（公司 19 年航空发送 8.7 亿票，假设货机发送票数与货机运输量占比相同，即约 43%，则为 3.7 亿票，每票 24.2 元。）

考虑顺丰组织货源以及效率相对刚转型独立的东航物流或更高，东航物流 18 年净利率 9.2%，假设顺丰航空净利率 10%，则对应至少 9 亿元利润。

而我们在此前研究报告中提出，顺丰鄂州投产后达到理想状态下，不仅将降低航空货运成本，还或将提供更多时效产品选择，以提升航空货运经济性。

短期看：当前国际货运市场出现明显的供需失衡，货运价格上行，而油价处于低位，利于顺丰控股航空业务盈利能力提升。

（注：上述测算以假设顺丰航空独立对外经营业务为条件，并非当前运营模式，仅为从一种角度探讨货运航空价值）。

图表 38 顺丰航空与东航物流的比较

	顺丰（2019）	东航物流（2018）	顺丰Vs东航物流
全货机机队（含租赁）	72	9.0	700%
载运力（吨）	2272	1,030	121%
运输量	135.3	144.4	-6%
运输量-全货机	57.9	52.9	9%
运输量-客机腹舱	77.5	91.6	-15%
收入-全货机（2018）（亿元）		41.3	

资料来源：公司公告，华创证券

附：在顺丰控股专项研究（一）《更少成本、更多选择，从量化模拟鄂州机场对航空货运经济性提升说起》中，我们对鄂州机场投产后的理想状态下，就顺丰航空货运从两个维度进行了模拟，

其一是宽体机较窄体机的单位成本将明显降低。相同载运率下宽体机成本是窄体机的 50%-60%，而载运率越高，单位成本越低。假设由深圳至北京运送 100 吨货物，则需要 737 共 7 架次，或 747 仅需 1 架次，宽体机总成本相比窄体机节约 19.46 万元，或 44.6%。我们认为，未来鄂州机场启用后，可以通过在枢纽机场集货，提升飞机载运率，并使用宽体机执飞，从而有效降低吨公里成本，提高货运效益，充分体现轴辐式网络的优势

其二是以深圳-北京为例，模拟新旧不同运输方式组合的 4 种路由，新路由不仅成本节省，同时或带来更多时效产品选择可能性。我们假设由深圳到北京运送 8 吨快递包裹，对不同路由下成本进行测算比较。发现，尽管存绕道成本，但在鄂州集货使得装载率提升情况下，使用宽体机执飞将有效降低单位成本，窄体机+宽体机组合将降低 22% 成本，而空铁联运更可降低 70% 成本。

同时，我们认为鄂州机场为枢纽的路由设计，或进一步提供更多时效产品选择可能性。

- 1) 当前模式下机场时刻为制约因素之一，货机通常在夜间飞行，而客机腹仓成本相对高，灵活性相对低。由此使得公司可提供的次晨达高端产品范围有局限。
- 2) 鄂州机场投产后，依据我们前述路由模拟，当天可运输至鄂州，夜间飞至目的地，对于次晨达不仅不会产生时效影响，反而会助于覆盖范围，同理对于更广泛的城市可继续提升整体时效水平，减少票均生命时长。
- 3) 或存推出更多朝发夕至的即日达产品的可能性。

（三）风险提示：

经济大幅下滑，疫情冲击超出预期，行业竞争加剧。

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500