



国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

快递物流成长可期，关注出行链复苏

分析师：郑树明

执业编号：S1130521040001

联系人：王凯婕

DATE：2022年9月1日

会议核心观点

2022H1交运板块营收增速放缓，业绩同比下滑。2022H1交运板块营业总收入23711亿元（YoY+30%），净利润705亿元（YoY-19%），毛利率为8%（YoY-1pct），净利率为4%（YoY-2pct），ROE为3%（YoY-1pct）。2022Q2营业总收入12,922亿元（YoY+24%），净利润342亿元（YoY-45%）。

收入端看，快递航运增速领跑、铁路机场航空短期承压。2022H1快递航运板块营收增速领跑，其中快递营收同比+37%，航运+31%，物流综合+22%，港口+6%，公路+4%；2022H1铁路、航空、机场板块收入下滑，同比分别-14%、-23%、-33%。

盈利端看，快递航运物流同比大增，航空机场同比增亏。2022H1快递板块业绩增速领跑，净利润同比+197%，疫情影响下逆势增长，主要系价格监管持续，单票价格同比回升，其他板块中，2022H1航运净利同比+68%，物流综合+52%，港口+14%；2022H1公路、铁路业绩同比下滑，分别同比-15%、-45%；2022H1疫情影响航空出行，叠加油价上行和人民币贬值，航空板块同比大幅增亏，机场板块受疫情影响收入大幅下降，同比亦明显增亏。

投资策略：1、成长主线：快递价格监管持续，资本开支放缓，业绩有望继续同比改善，推荐顺丰控股；化工物流领域具有高门槛，天津港、响水等事故发生后监管趋严使得行业供给受限，需求端每年仍有增长，化工物流龙头企业业绩增长确定性较强。一体化供应链物流需求广阔，看好综合物流板块。推荐宏川智慧、海晨股份；**2、复苏主线：**疫情影响逐渐消除，国际增班趋势有望延续，待疫情得控国际放开，行业将重回增长，推荐中国国航；伴随全球经济复苏，油运需求逐步恢复，供给端受老旧船舶拆船、环保政策、船台产能等影响受限，建议关注中远海能。

风险提示：疫苗影响超预期风险、宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

会议观点提炼

2022H1交运板块营收增速放缓，业绩同比下滑。2022H1交运板块营业总收入23711亿元（YoY+12%），净利润705亿元（YoY-19%），毛利率为8%（YoY-1pct），净利率为4%（YoY-2pct），ROE为3%（YoY-1pct）。2022Q2营业总收入12,922亿元（YoY+24%），净利润342亿元（YoY-45%）。

收入端看，快递航运增速领跑、铁路机场航空短期承压。2022H1快递航运板块营收增速领跑，其中快递营收同比+37%，航运+31%，物流综合+22%，港口+6%，公路+4%；2022H1铁路、航空、机场板块收入下滑，同比分别-14%、-23%、-33%。

盈利端看，快递航运物流同比大增，航空机场同比增亏。2022H1快递板块业绩增速领跑，净利润同比+197%，疫情影响下逆势增长，主要系价格监管持续，单票价格同比回升，其他板块中，2022H1航运净利同比+68%，物流综合+52%，港口+14%；2022H1公路、铁路业绩同比下滑，分别同比-15%、-45%；2022H1航空机场板块同比大幅增亏。

投资策略：1、成长主线：快递业绩有望同比持续改善，推荐顺丰控股；看好物流板块，推荐宏川智慧、海晨股份；2、复苏主线：疫情影响逐渐消除，国际增班趋势有望延续，推荐中国国航；关注油运供需改善机会，建议关注中远海能。

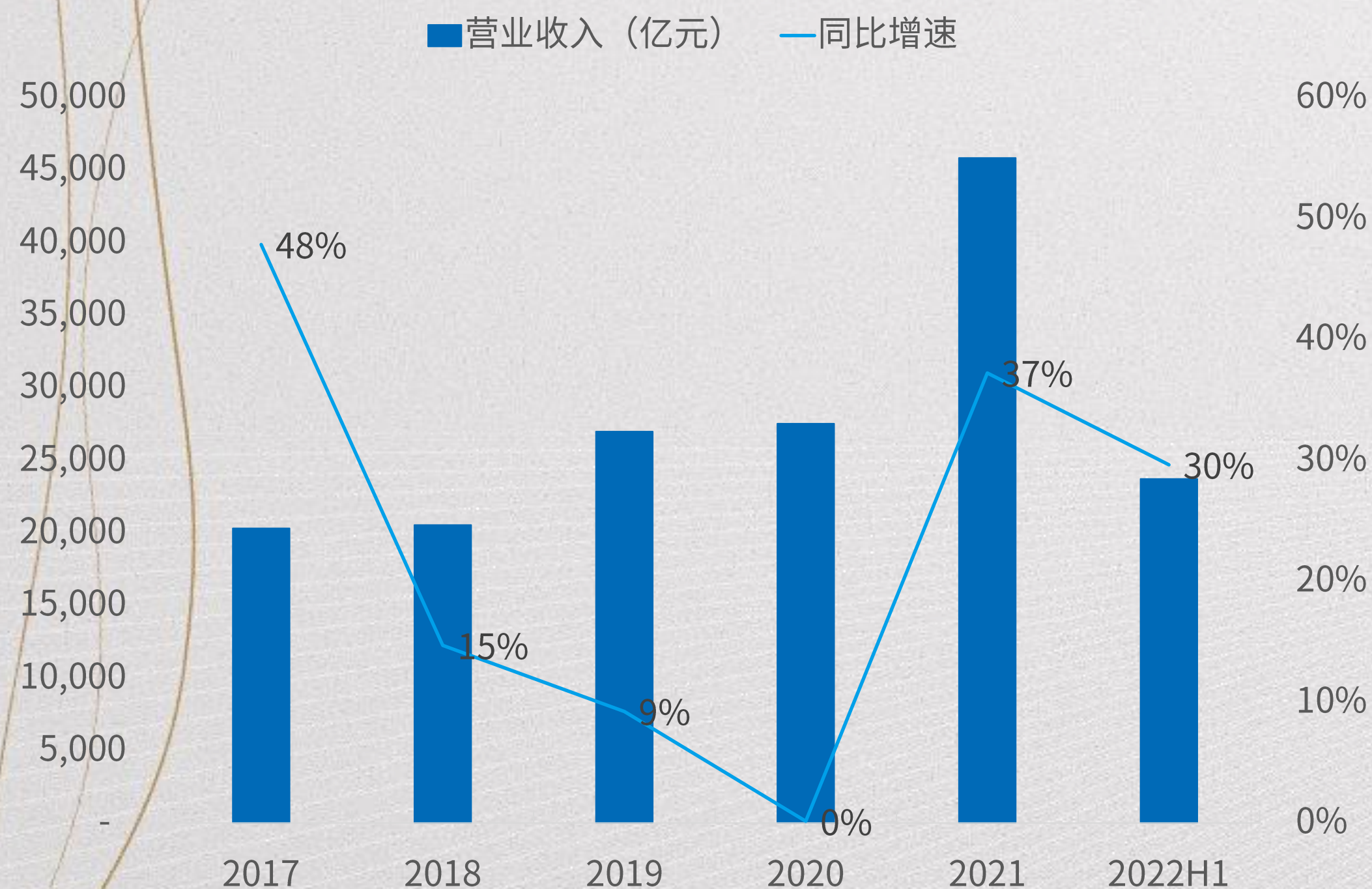
风险提示：疫苗影响超预期风险、宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

一、交运：营收增速放缓，业绩同比下滑

1、物流及出行链板块受疫情明显影响，营收增速下降

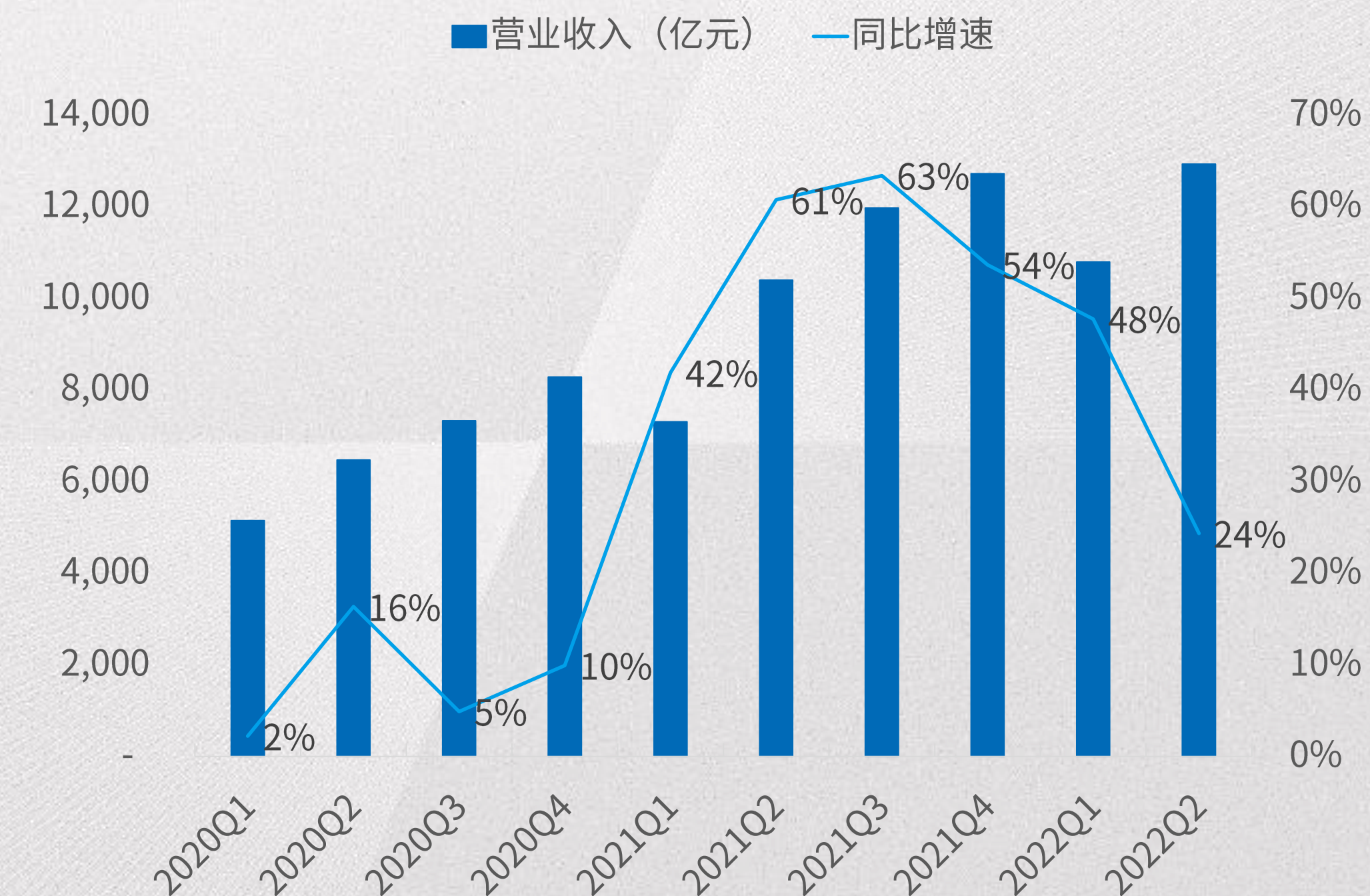
- 2022H1交运行业营收23711亿元，同比增长30%，增速下滑
- 2022Q2交运行业营收12922亿元，同比增长24%，增速显著下滑

图：2022H1交运板块营业收入增速下滑



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：2022Q2交运板块营收增速下滑



数据来源：Wind，国金证券研究所

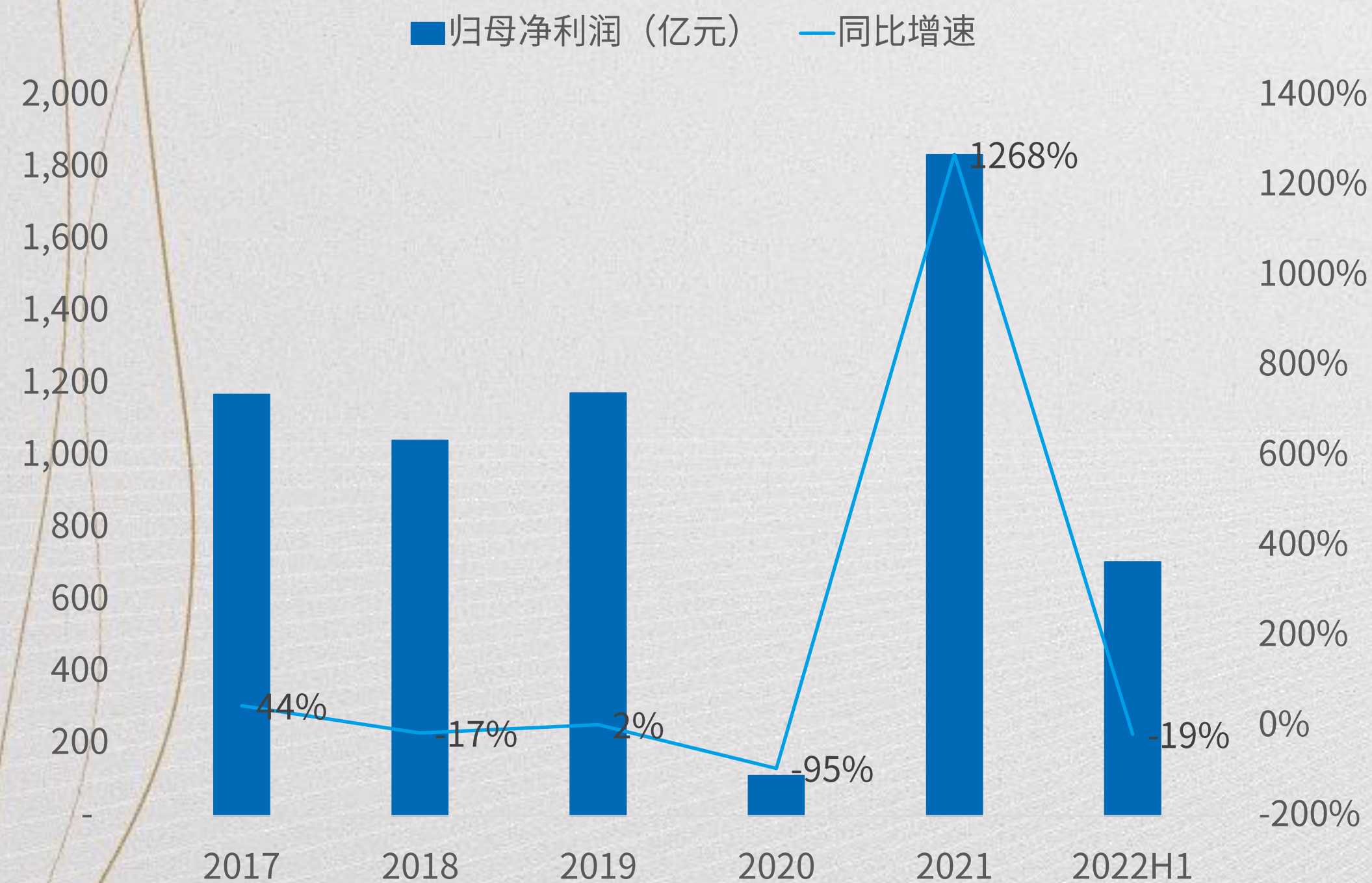
一、交运：营收增速放缓，业绩同比下滑

2、物流及出行链板块受疫情明显影响，业绩同比下降

■ 2022H1交运行业归母净利润705亿元，同比下降19%

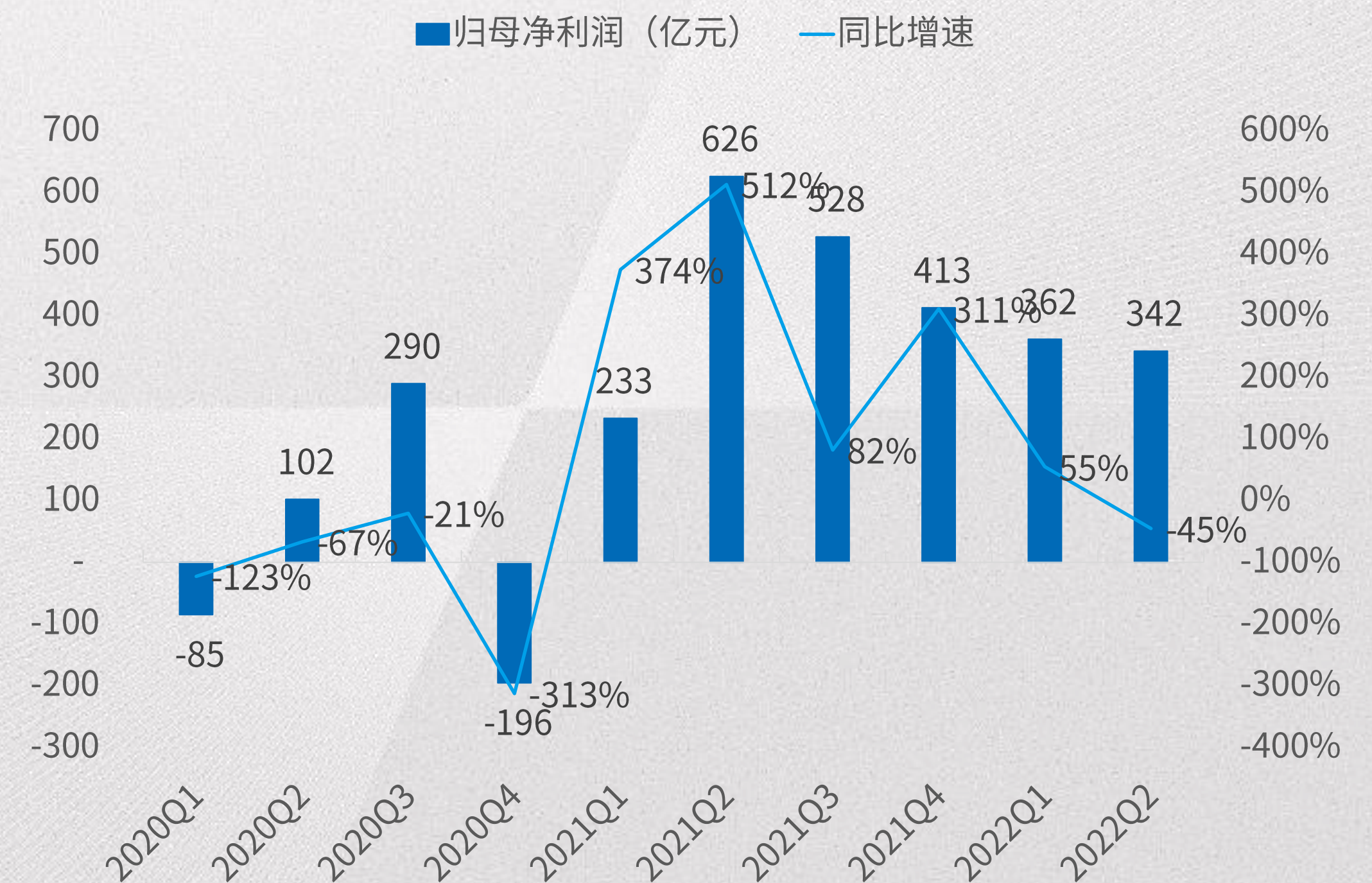
■ 2022Q2交运行业归母净利润342亿元，同比大幅下降45%

图：2022H1交运板块业绩下滑



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：2022Q2交运板块业绩下滑



数据来源：Wind，国金证券研究所

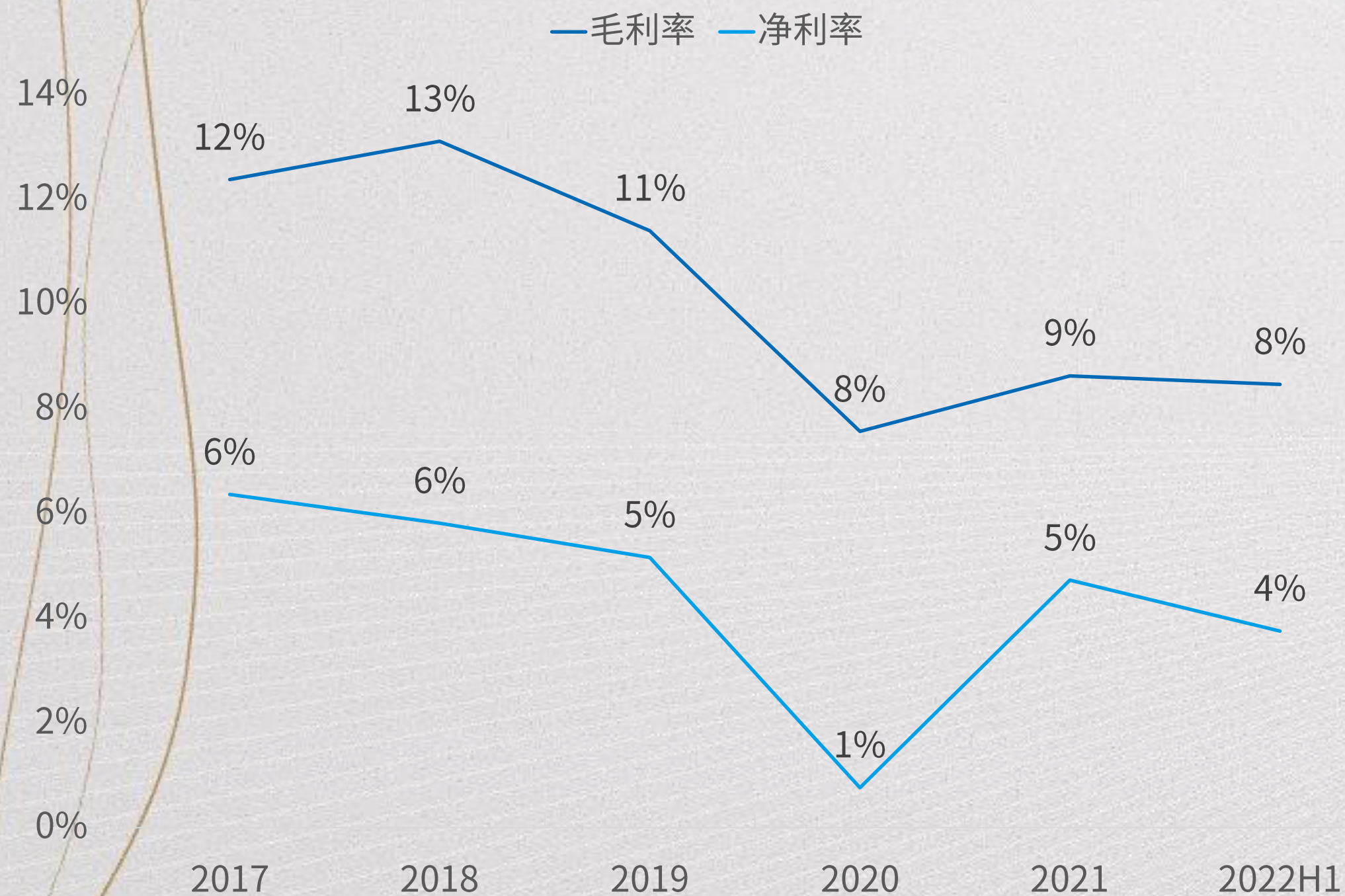
一、交运：营收增速放缓，业绩同比下滑

3、2022H2交运行业盈利能力下降

■2022H1交运行业毛利率为8%，净利率为4%，同比分别下降1pct、下降2pct

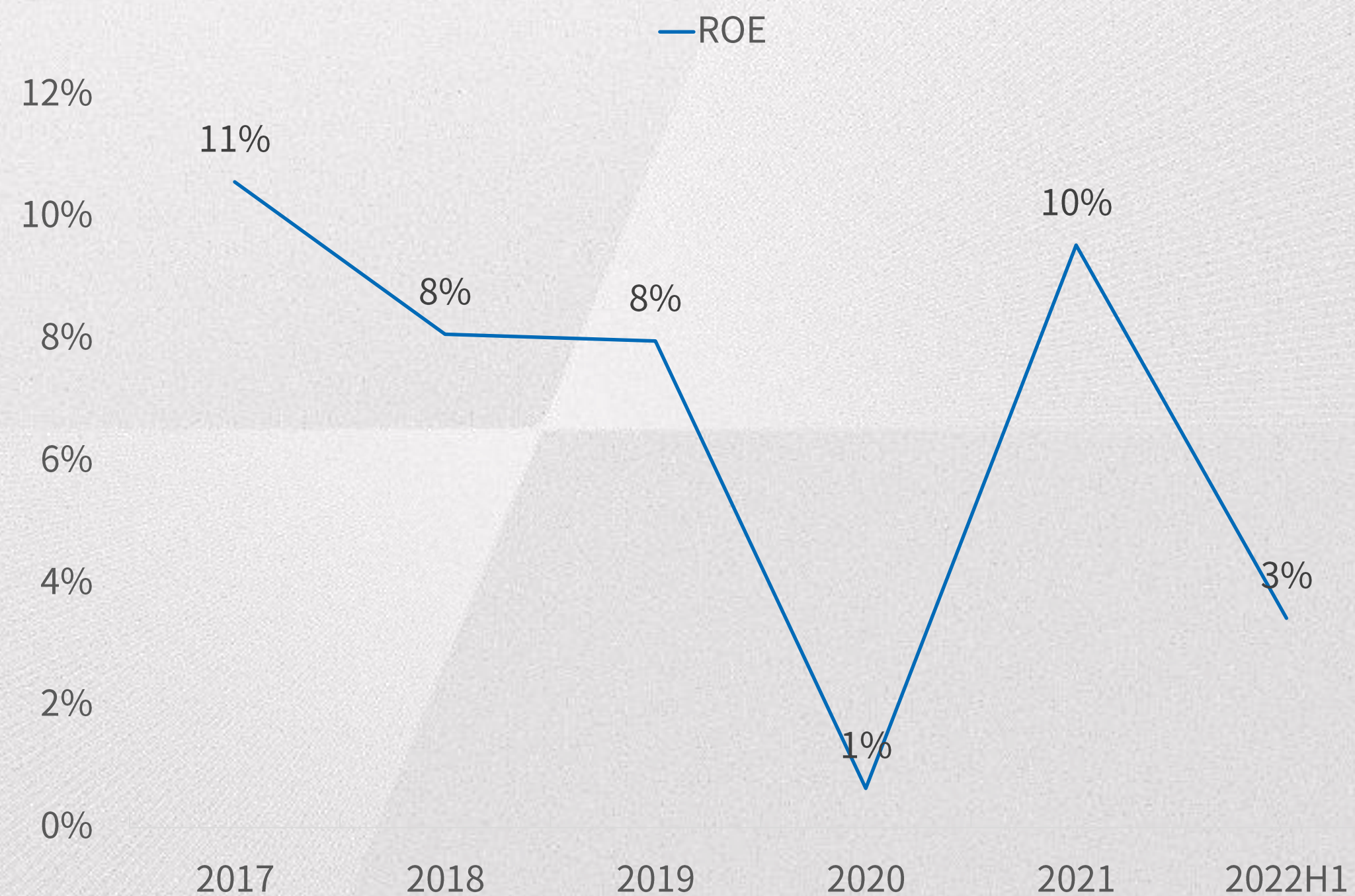
■2022H1交运行业ROE为3%，同比下降1pct

图：2022H1交运板块盈利能力同比下滑



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：2022H1交运板块ROE同比下滑



数据来源：Wind，国金证券研究所

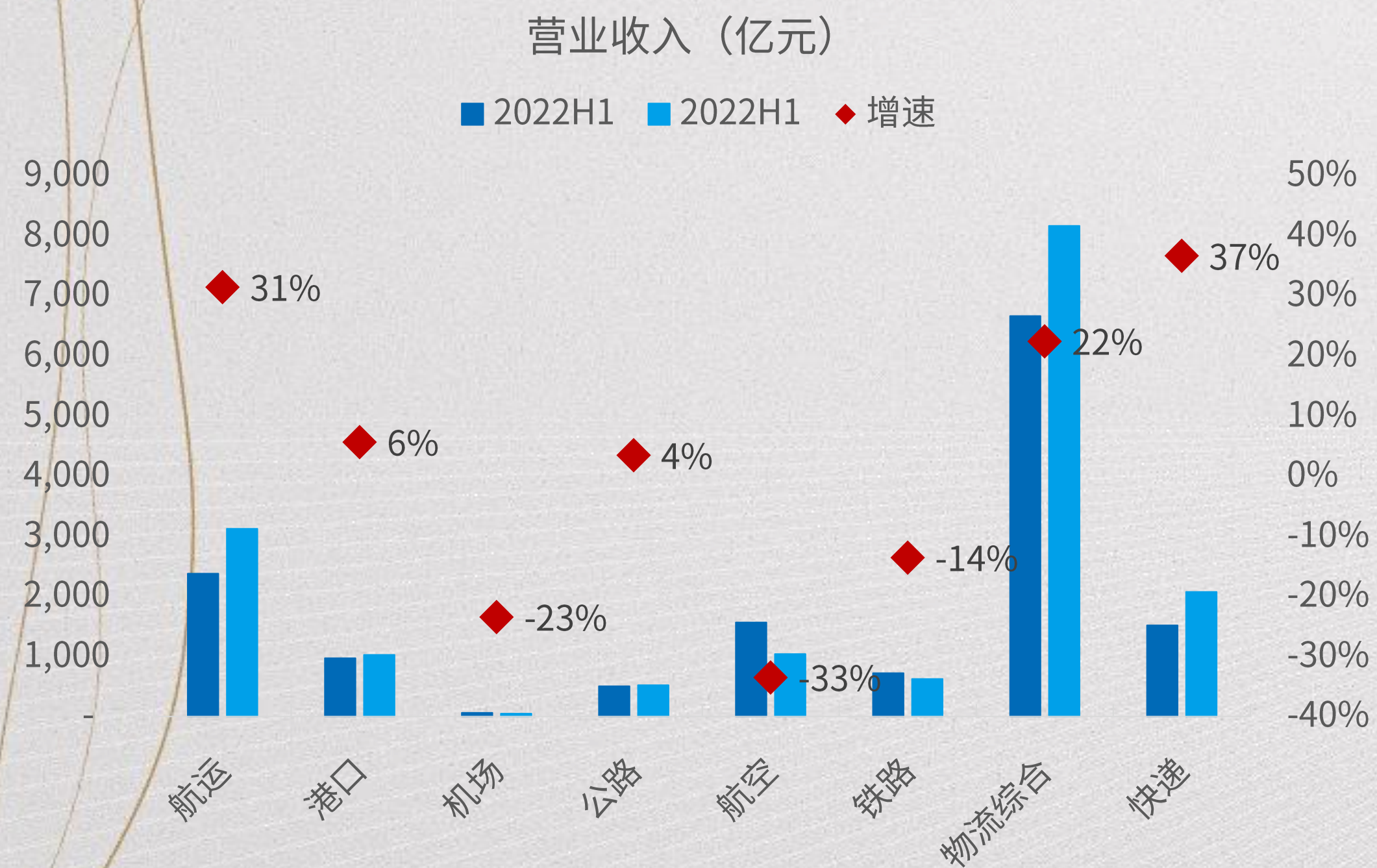
一、交运：营收增速放缓，业绩同比下滑

4、快递、航运营收增速领跑，业绩明显恢复

■2022H1快递营收同比+37%，航运+31%，物流综合+22%，港口+6%，公路+4%，铁路-14%，机场-23%，航空-33%

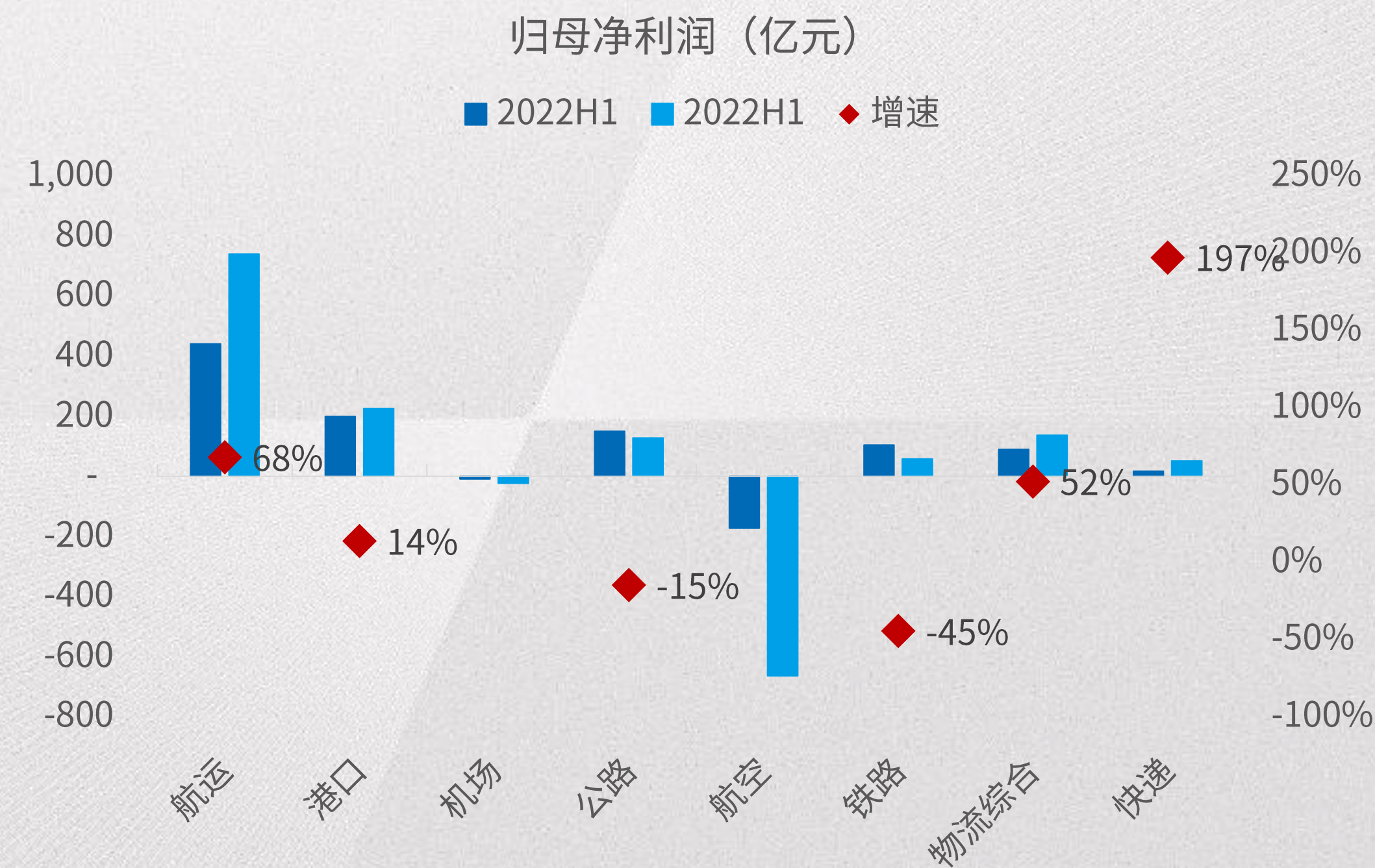
■2022H1快递净利润同比+197%，航运+68%，物流综合+52%，港口+14%，公路-15%，铁路-45%，机场航空同比增亏

图：快递、航运营收增速领跑



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：快递、航运业绩显著恢复



数据来源：Wind，国金证券研究所

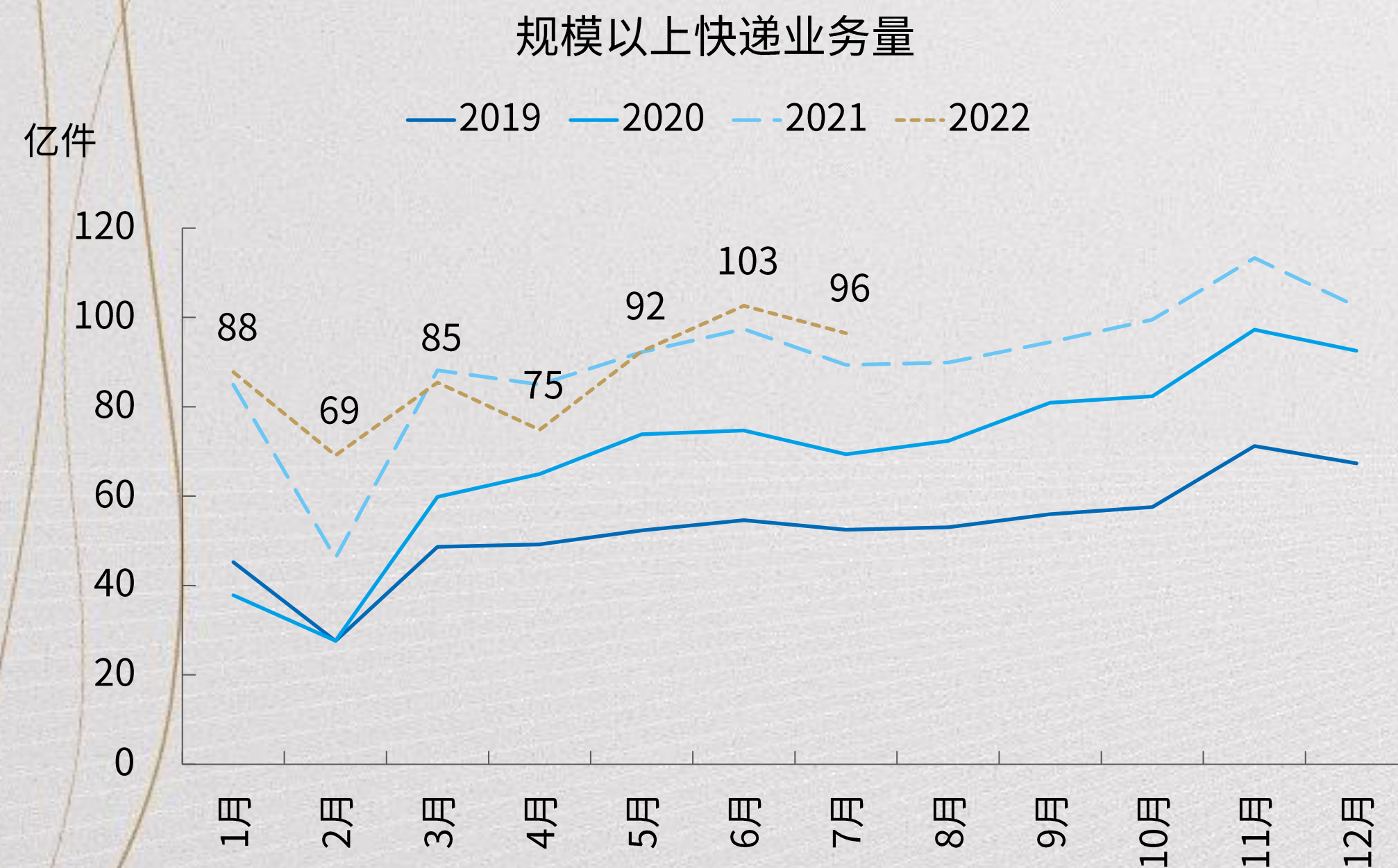
二、快递板块：单价维持增长，业绩同比大增

1、疫情短暂影响，业务逐步恢复

■Q2全国疫情反复，4月快递件量同比下降12%，5月起持续同比修复

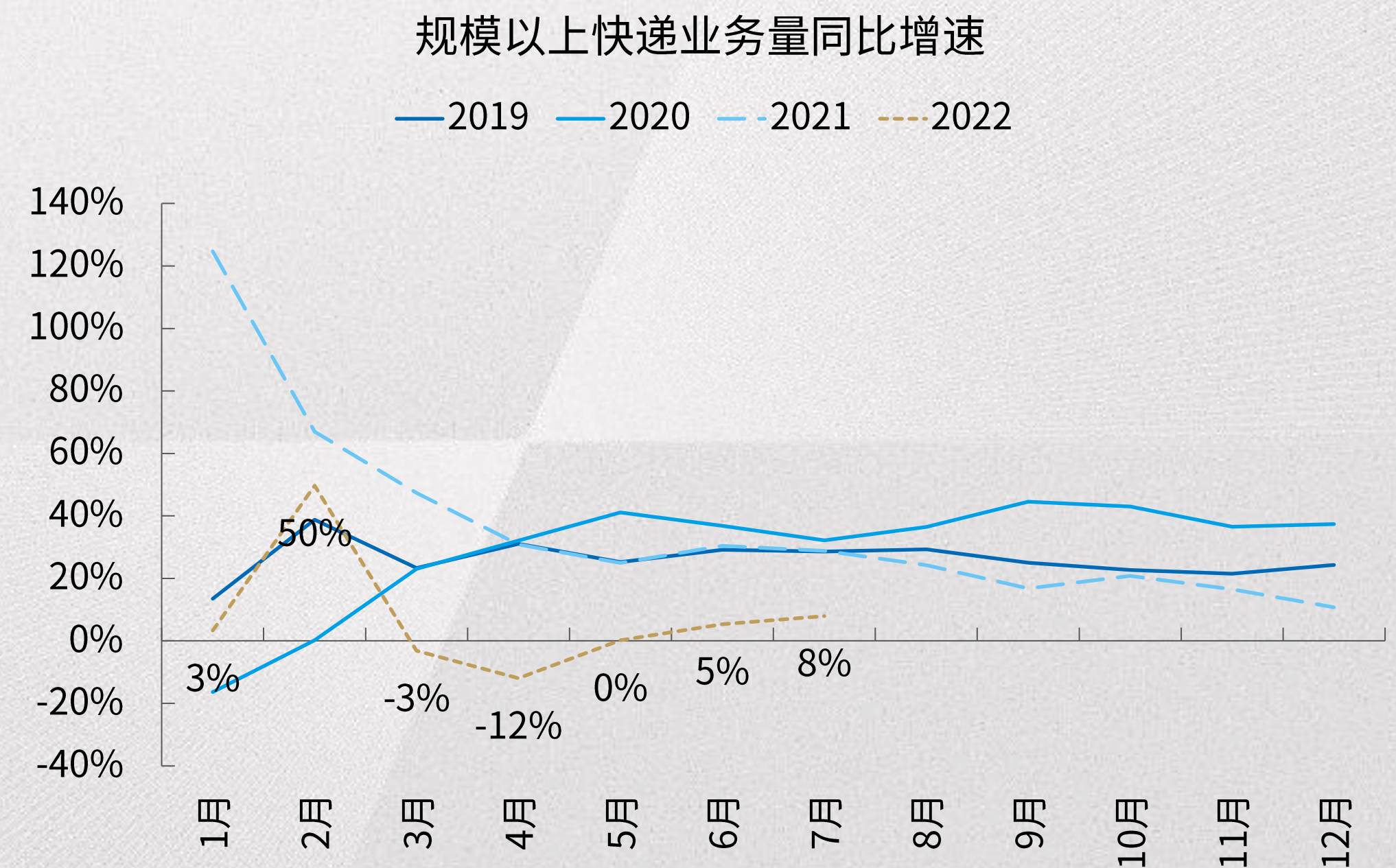
■7月规模以上快递业务量达96亿件，同比上升8%

图：规模以上快递业务量同比恢复增长



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：规模以上快递业务量同比恢复增长



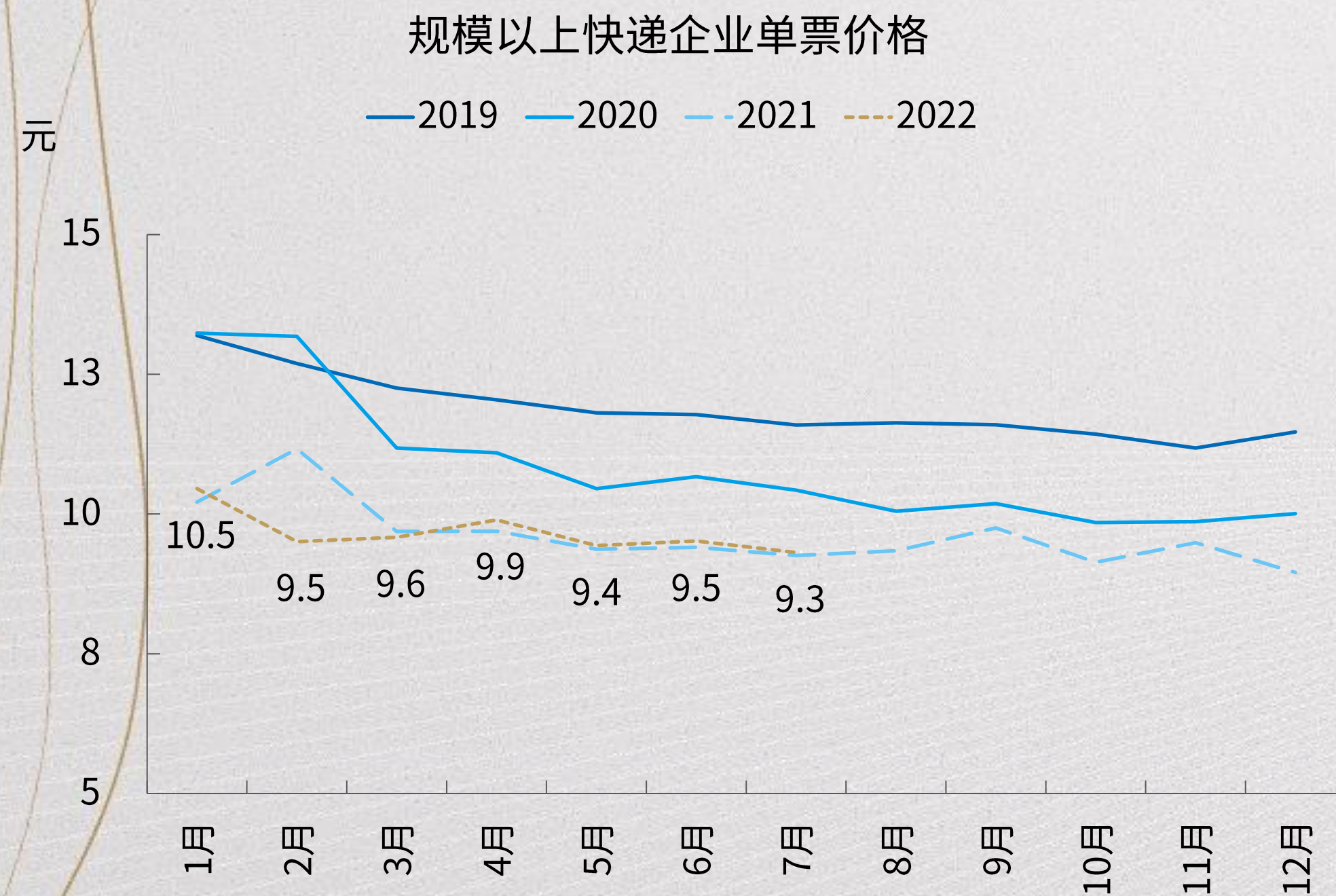
数据来源：Wind，国金证券研究所

二、快递板块：单价维持增长，业绩同比大增

1、疫情短暂影响，业务逐步恢复

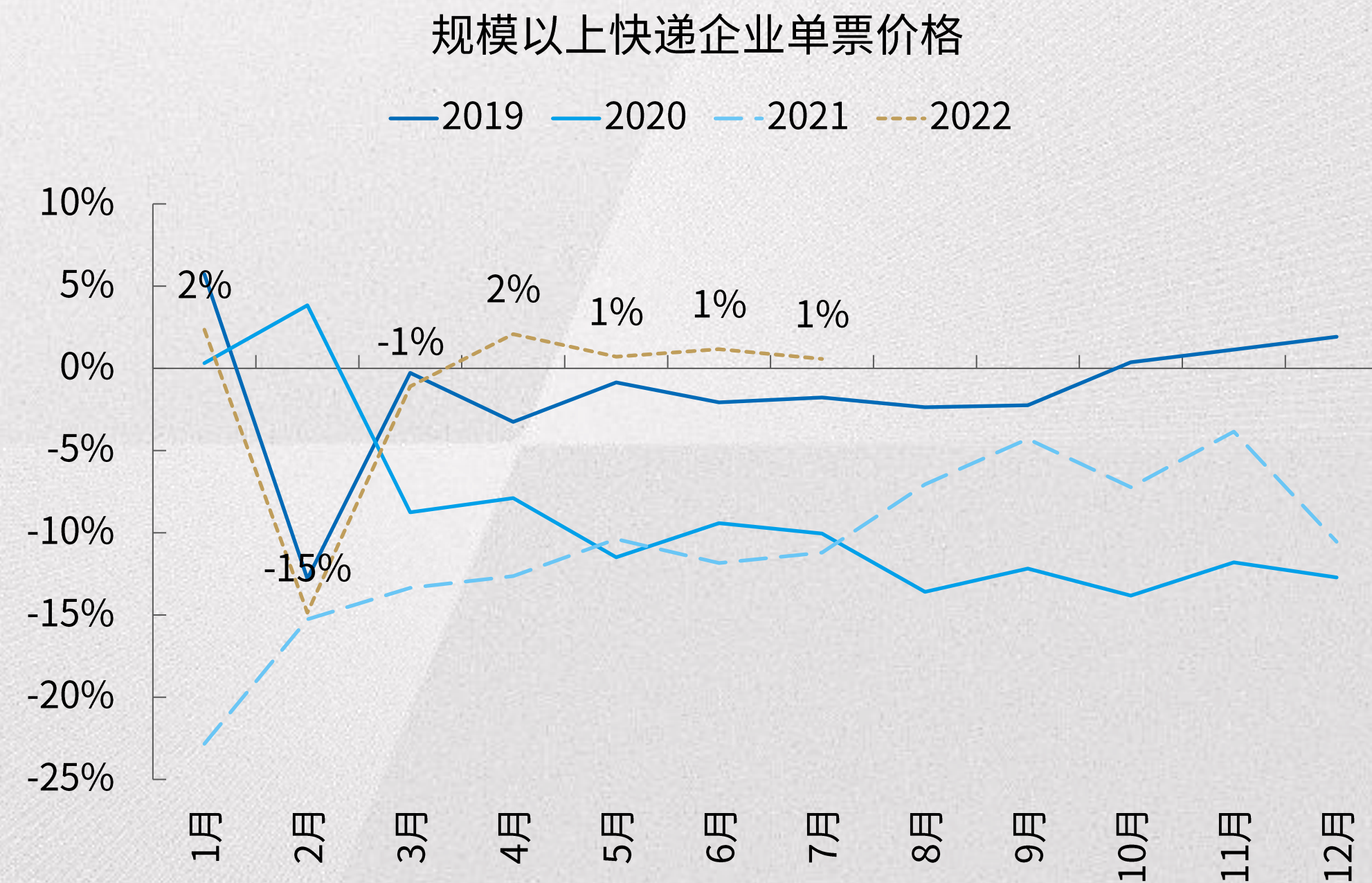
- 自2021Q4价格战趋缓以来，快递单票价格维持增长
- 7月规模以上快递单票价格9.3元，同比增长1%，连续4个月增长

图：规模以上快递企业单票价格同比增长



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：规模以上快递企业单票价格同比增长



数据来源：Wind，国金证券研究所

二、快递板块：单价维持增长，业绩同比大增

2、业绩保持较高增速，疫情不改增长趋势

■2022H1主要快递公司营收同比上涨，其中顺丰控股+47%，圆通速递+29%，韵达股份+25%，申通快递+36%，中通快递+20%

■2022Q2主要快递公司营收同比上涨，其中顺丰控股+47%，圆通速递+26%，韵达股份+14%，申通快递+36%，中通快递+18%

图：快递公司营收保持高速增长

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
002352.SZ	顺丰控股	1,301	883	47%	671	457	47%
600233.SH	圆通速递	251	195	29%	132	105	26%
002120.SZ	韵达股份	228	182	25%	113	99	14%
002468.SZ	申通快递	150	110	36%	78	58	36%
2057.HK	中通快递	166	138	20%	87	73	18%

数据来源：Wind，国金证券研究所

二、快递板块：单价维持增长，业绩同比大增

2、业绩保持较高增速，疫情不改增长趋势

- 2022H1主要快递公司业绩同比上涨，其中顺丰控股+231%，圆通速递+175%，韵达股份+22%，申通快递+229%，中通快递+49%
- 2022Q2主要快递公司业绩同比上涨，其中顺丰控股-15%，圆通速递+228%，韵达股份-9%，申通快递+245%，中通快递+40%

图：快递公司归母净利润保持高速增长

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
002352.SZ	顺丰控股	25.12	7.60	231%	14.90	17.49	-15%
600233.SH	圆通速递	17.74	6.46	175%	9.03	2.75	228%
002120.SZ	韵达股份	5.46	4.46	22%	1.99	2.18	-9%
002468.SZ	申通快递	1.89	-1.46	229%	0.82	-0.57	245%
2057.HK	中通快递	27.11	18.26	49%	18.05	12.92	40%

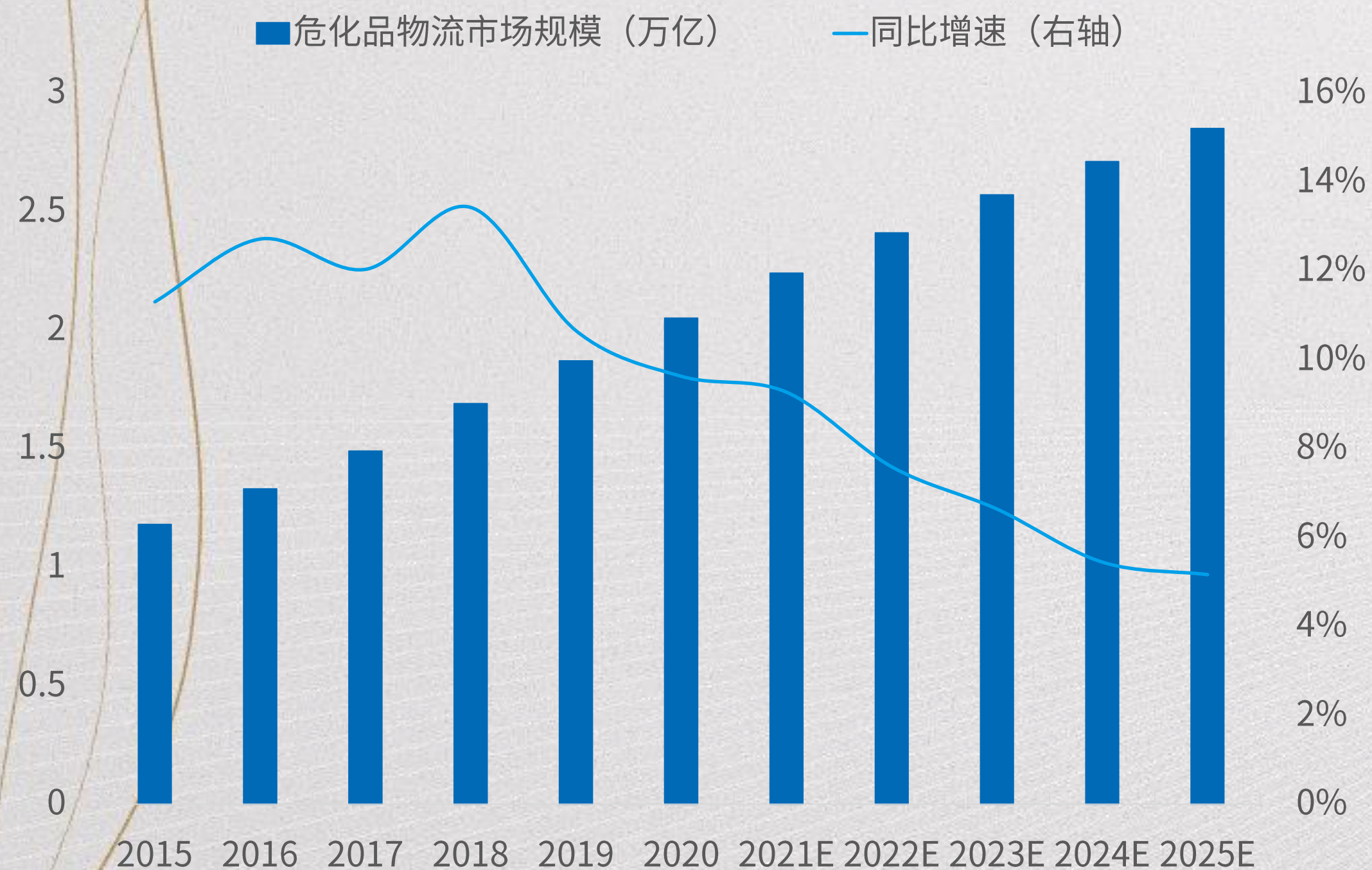
数据来源：Wind，国金证券研究所

三、物流板块：成长可期，关注龙头

1、行业成长可期，集中度有望提升

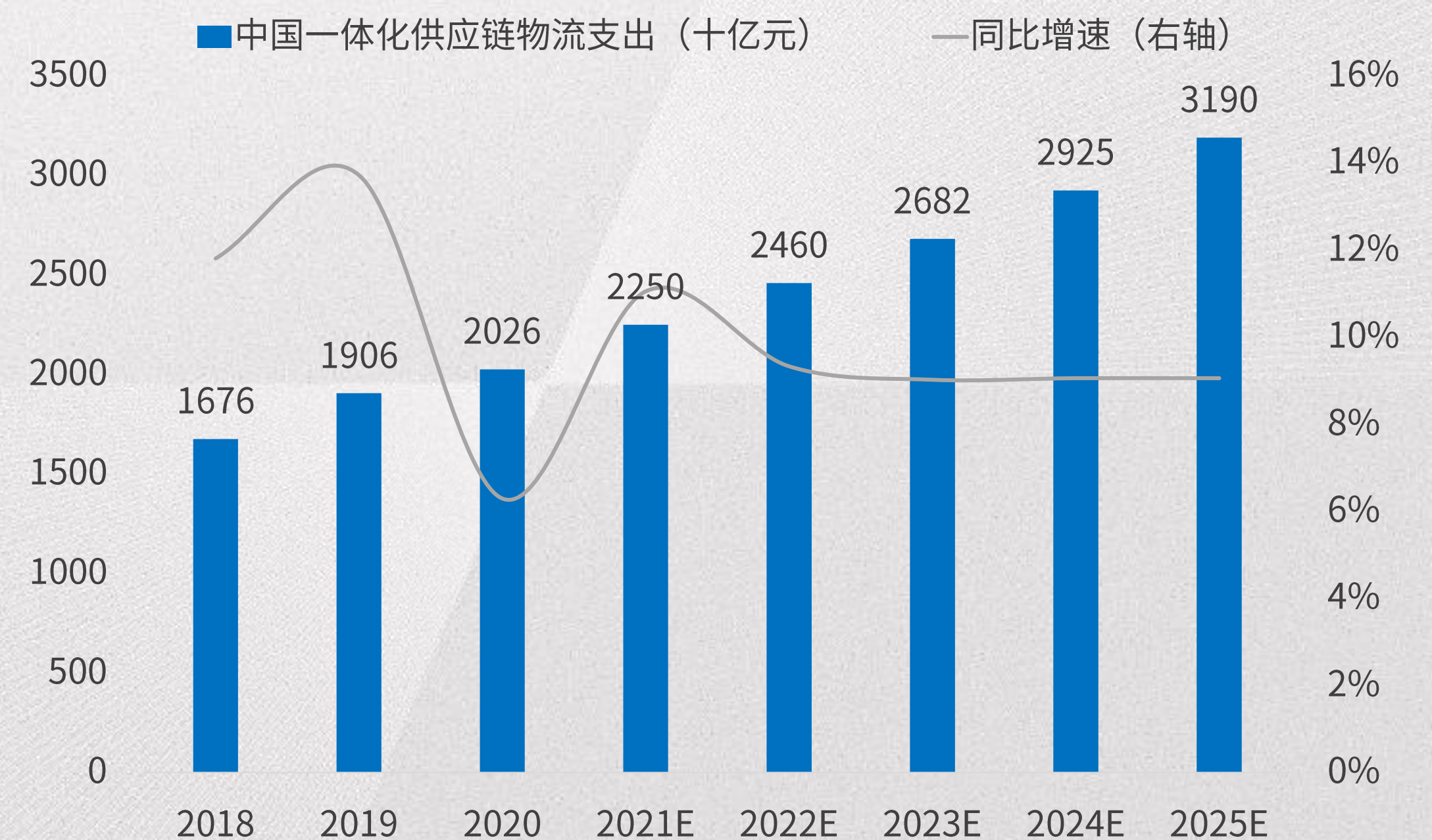
- 根据中物联危化品物流分会测算，2020年我国危化品物流市场规模增长9.6%达到2.05万亿元。其中第三方化工物流外包比例预计会持续提升，到2025年第三方化工物流市场规模达到9975亿元，渗透率提升至35%
- 受益于制造业高质量发展需求及政策扶持，预计2020-2025年我国一体化的供应链物流支出规模复合增速将达9.5%，至2025年达到3.2万亿元

图：我国危化品物流市场规模达到2万亿元



数据来源：中物联危化品物流分会，国金证券研究所

图：中国供应链物流市场空间广阔



数据来源：灼识咨询，国金证券研究所

三、物流板块：成长可期，关注龙头

2、业绩增速分化，关注细分领域龙头

- 2022H1物流公司营收同比上涨，其中密尔克卫营收+81%、宏川智慧+13%、兴通股份+35%、盛航股份+38%、永泰运+107%、海晨股份+30%、京东物流+21%
- 2022Q2物流公司营收同比增长，其中密尔克卫营收+59%、宏川智慧+21%、兴通股份+39%、盛航股份+49%、永泰运+119%、海晨股份+40%

图：物流公司营收高速增长

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
603713.SH	密尔克卫	63	35	81%	32	20	59%
002930.SZ	宏川智慧	6	5	13%	3	3	21%
603209.SH	兴通股份	4	3	35%	2	1	39%
001205.SZ	盛航股份	4	3	38%	2	1	49%
001228.SZ	永泰运	17	8	107%	9	4	119%
300873.SZ	海晨股份	9	7	30%	5	4	40%
2618.HK	京东物流	587	485	21%	313	/	

数据来源：Wind，国金证券研究所

三、物流板块：成长可期，关注龙头

2、业绩增速分化，关注细分领域龙头

- 2022H1物流公司业绩分化，其中密尔克卫归母净利润+66%、宏川智慧-13%、兴通股份-1%、盛航股份+44%、永泰运+125%、海晨股份+41%、京东物流大幅减亏
- 2022Q2物流公司业绩分化，其中密尔克卫归母净利润+61%、宏川智慧-9%、兴通股份-7%、盛航股份+73%、永泰运+157%、海晨股份+39%

图：物流公司归母净利润增速分化

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
603713.SH	密尔克卫	3.04	1.84	66%	1.70	1.06	61%
002930.SZ	宏川智慧	1.24	1.44	-13%	0.70	0.77	-9%
603209.SH	兴通股份	1.03	1.04	-1%	0.54	0.58	-7%
001205.SZ	盛航股份	0.90	0.63	44%	0.51	0.29	73%
001228.SZ	永泰运	1.38	0.61	125%	0.88	0.34	157%
300873.SZ	海晨股份	2.35	1.66	41%	1.44	1.03	39%
2618.HK	京东物流	-14.62	-153.60	减亏	-0.76	/	

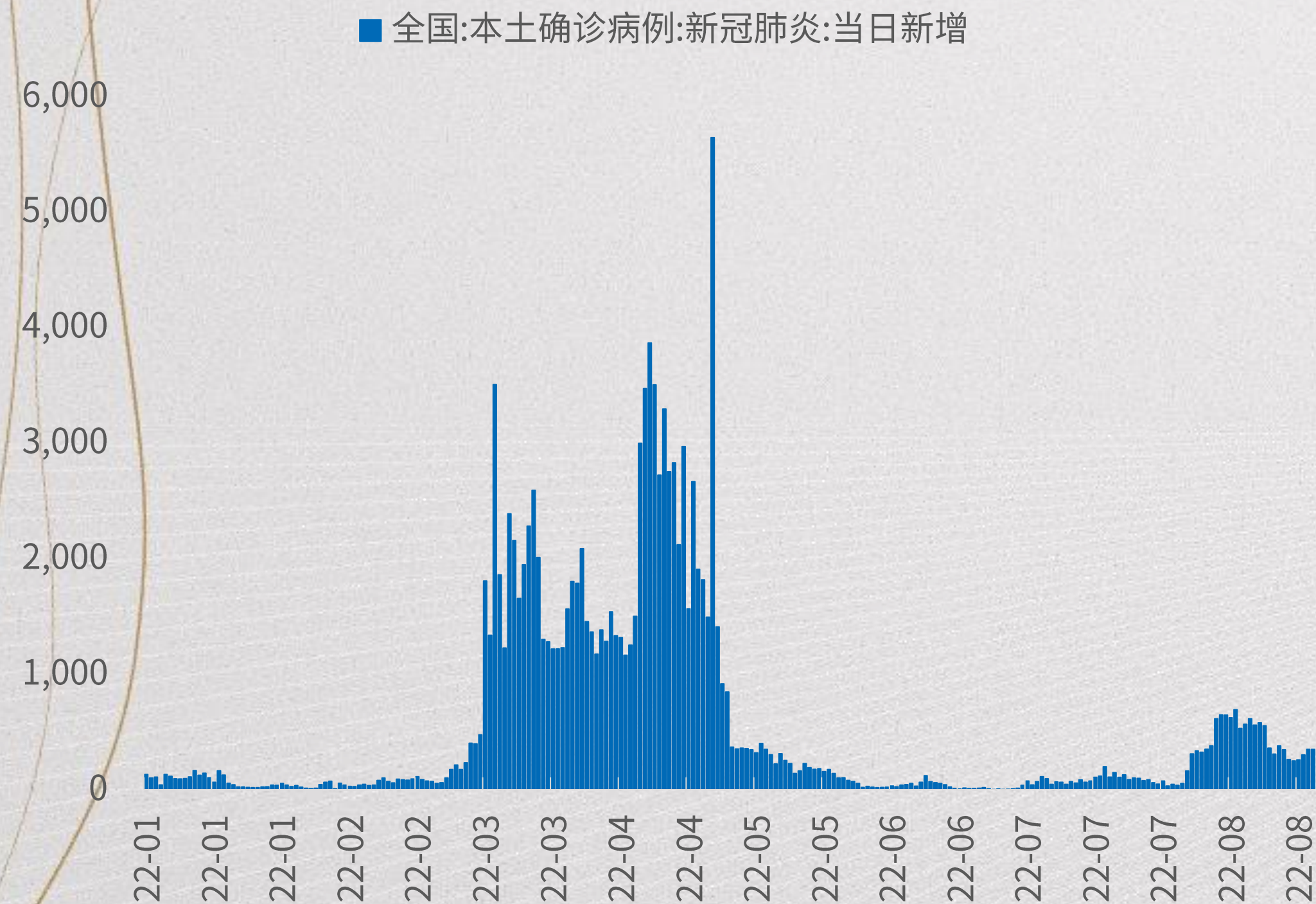
数据来源：Wind，国金证券研究所

四、航空板块：短期经营明显承压

1、多地疫情反复冲击航空客运

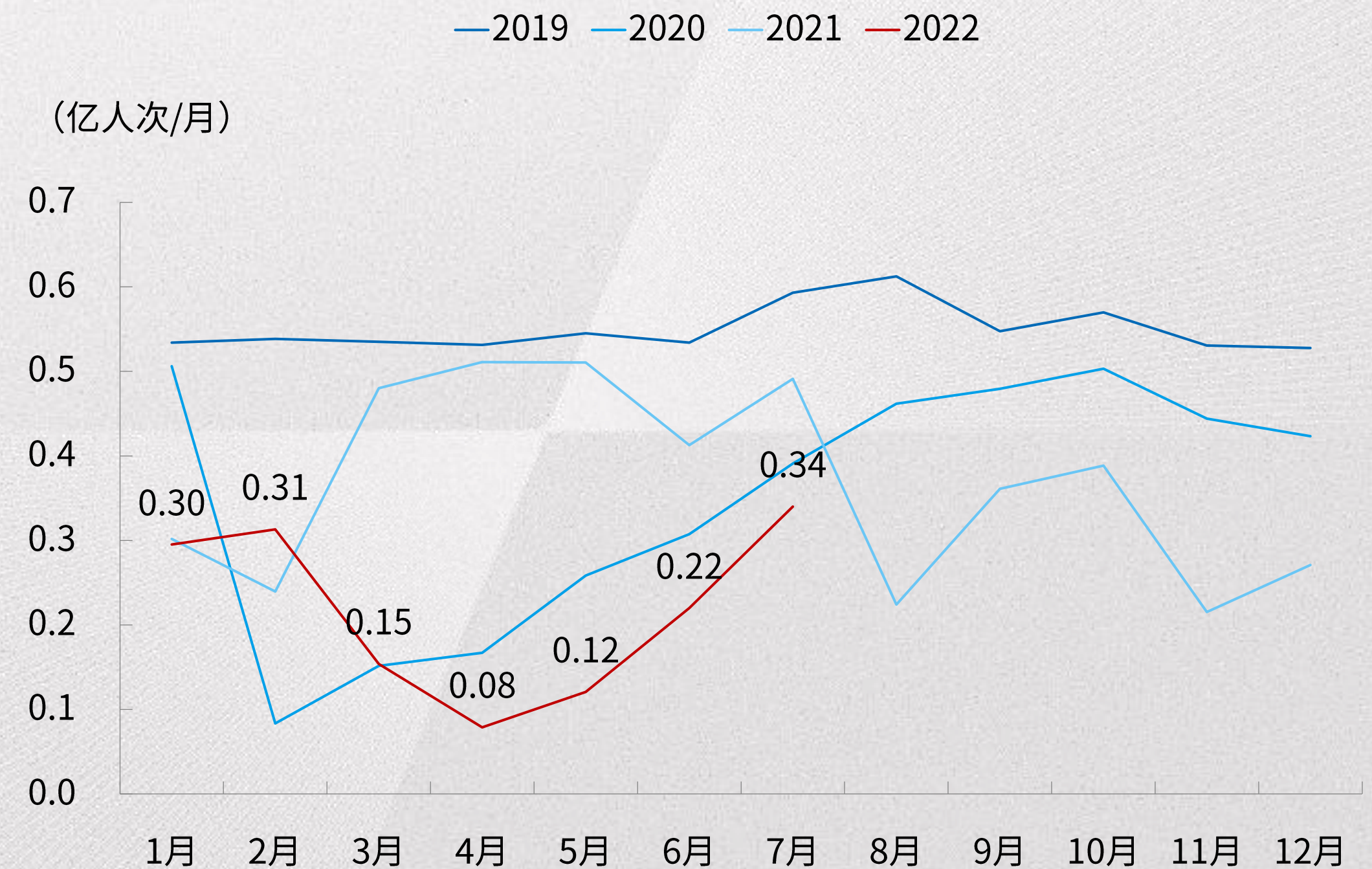
- 受上半年疫情反复影响，国内航空客运再度受到明显冲击。2022Q2整体航空客运量下降至0.42亿人次，创疫情以来新低
- 疫情影响逐渐减弱，尽管暑运初期仍有散发疫情，航空维持恢复趋缓，7月客运量环比增长55%

图：Q2本土新增确诊病例大增



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：中国民航客运量自5月起持续回升



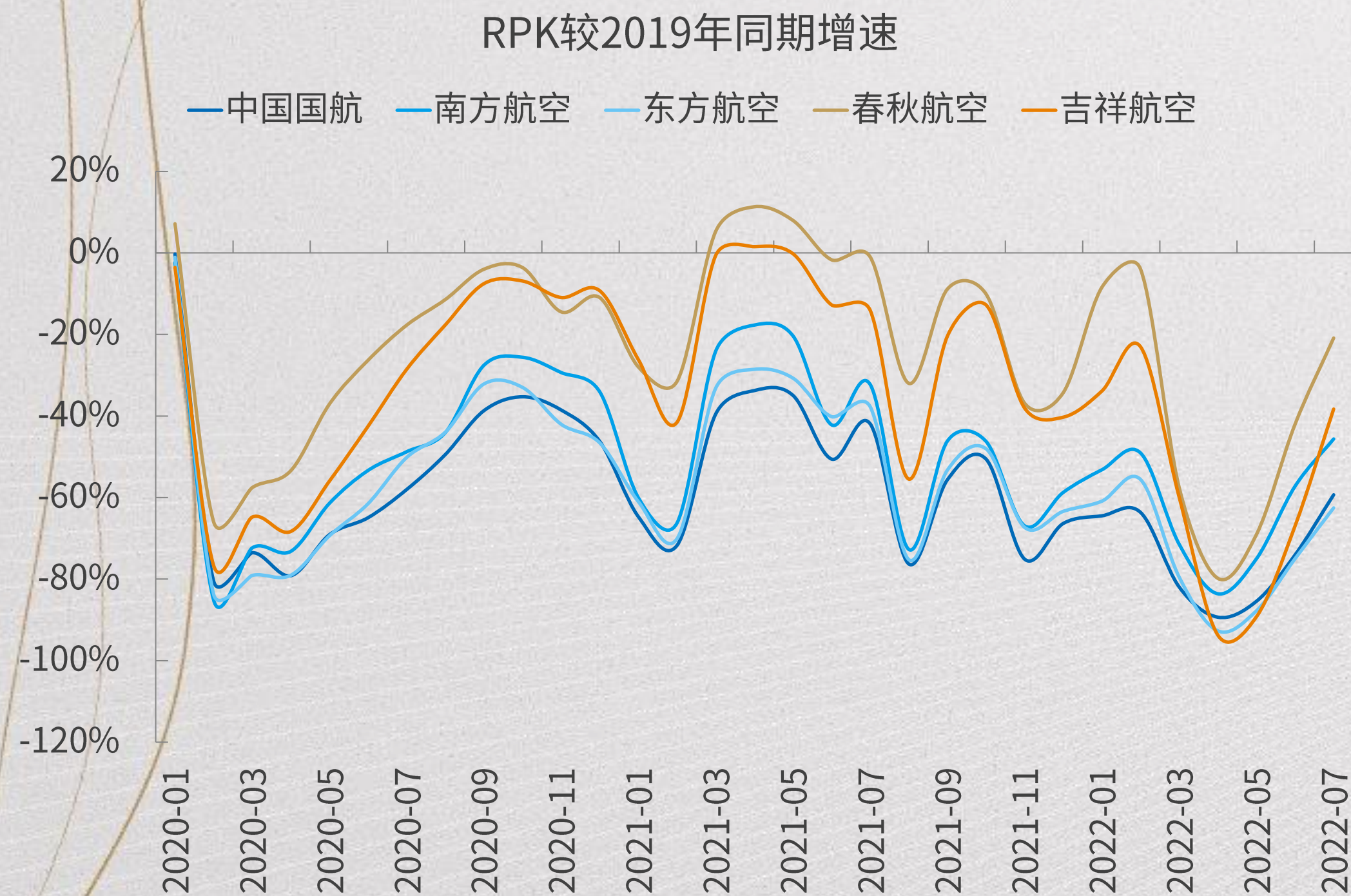
数据来源：Wind，国金证券研究所

四、航空板块：短期经营明显承压

1、多地疫情反复冲击航空客运

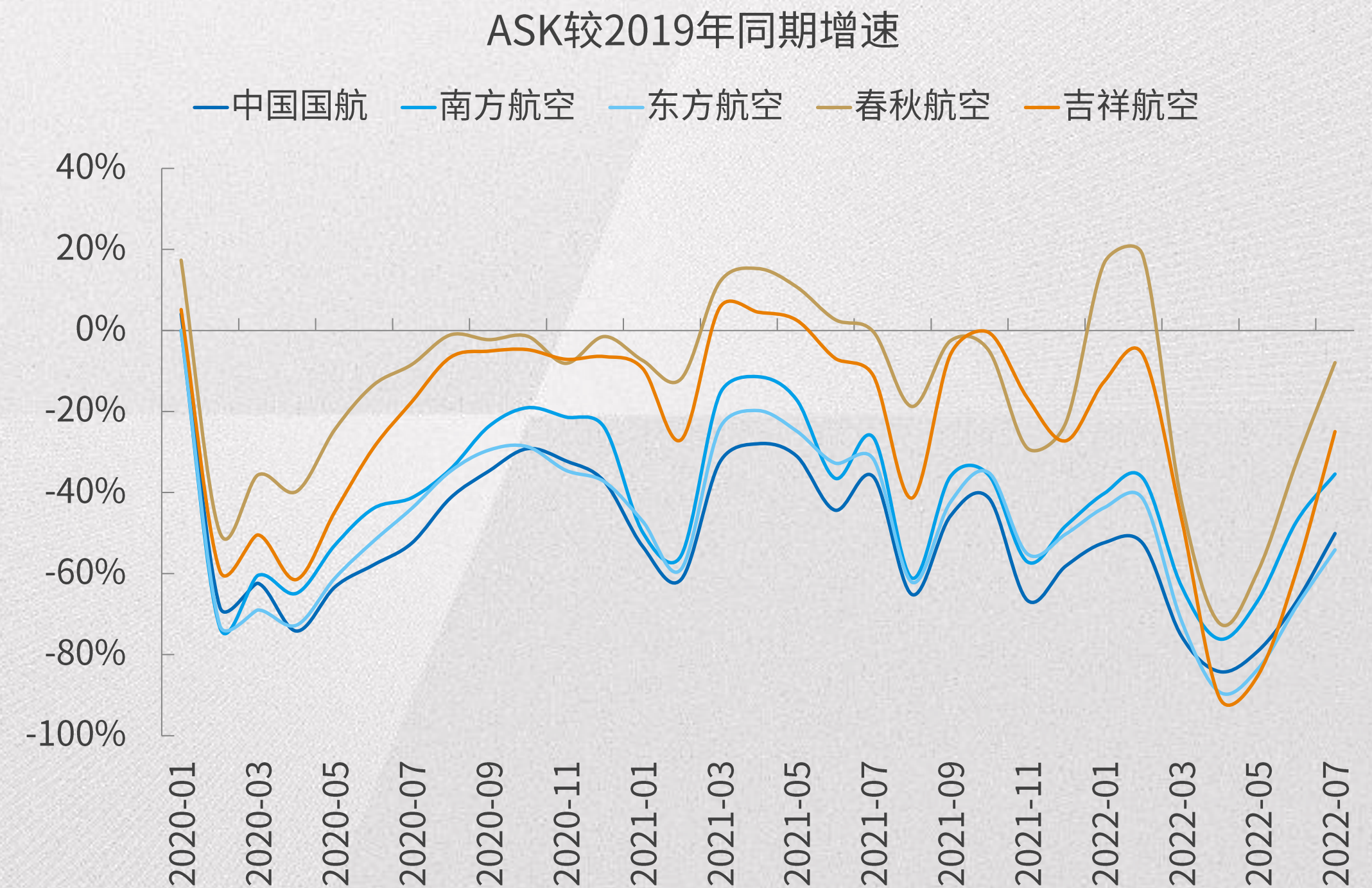
- 疫情反复需求下滑，机队周转不足，2022H1各上市航司RPK、ASK均较2019年同期显著下降
- 以上海为主基地的吉祥航空、东方航空受影响相对严重

图：22Q2各航司RPK相比2019年大幅下降



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：22Q2各航司ASK相比2019年大幅下降



数据来源：Wind，国金证券研究所

四、航空板块：短期经营明显承压

2、油价上行，汇率贬值，航司经营承压

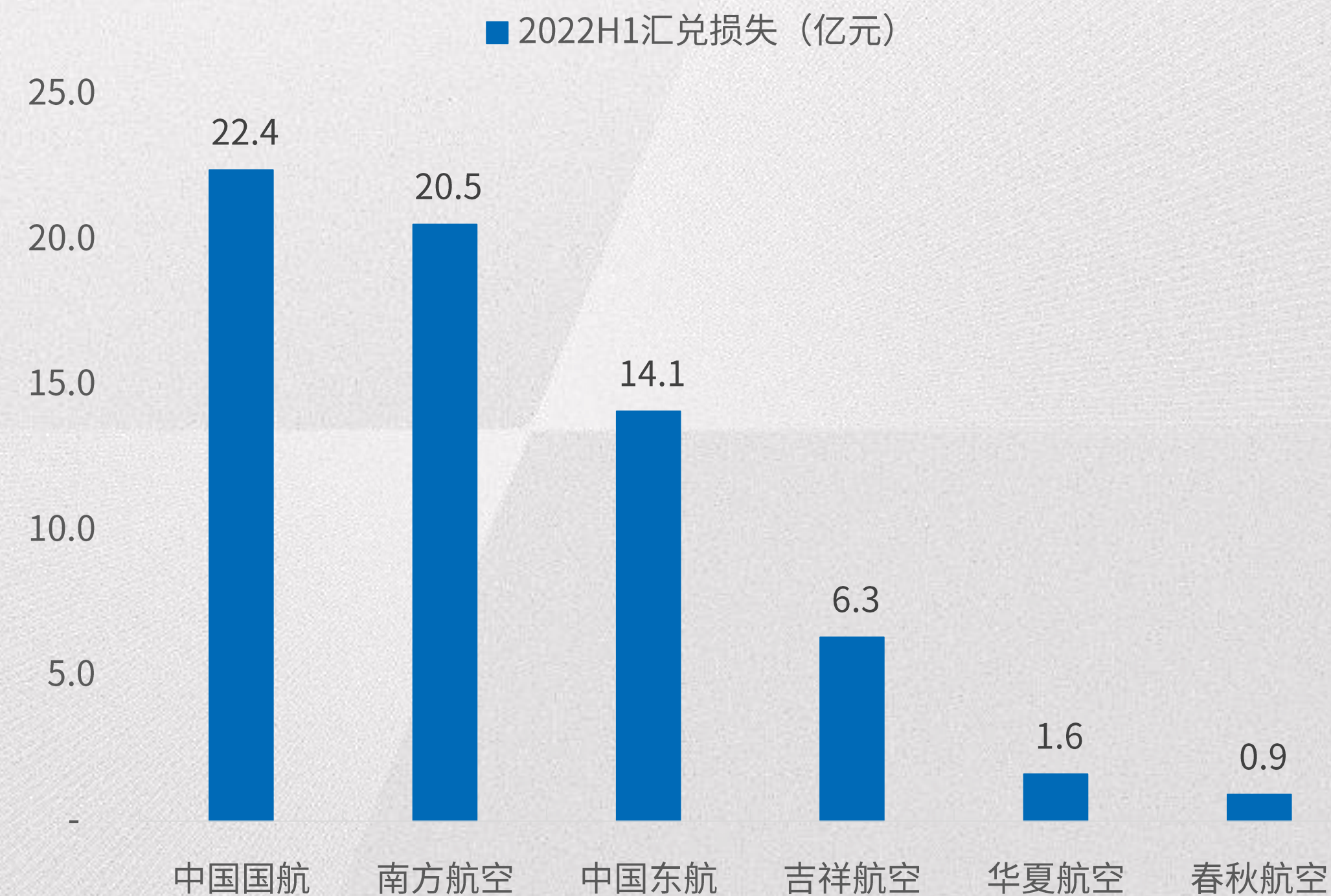
- 油价仍处高位：2022H1油价持续上行，平均国内航油出厂价为6698元/吨，同比增长75%，航司单位燃油成本承压
- 汇兑损失明显：2022Q2人民币贬值5%，国航录得汇兑损失22亿元，南航为21亿元，东航为14亿元，吉祥航空为6亿元，华夏航空为1.6亿元，春秋航空为0.9亿元

图：2022H1油价持续上行



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：2022H1各航司均产生汇兑损失



数据来源：Wind，国金证券研究所

四、航空板块：短期经营明显承压

3、低周转高油价，叠加汇率贬值，航司再现大额亏损

- 2022H1受疫情影响，航司营收下滑。其中国航同比-36%、东航-44%、南航-21%、春秋航空-33%、吉祥航空-44%、华夏航空-46%
- 2022Q2疫情影响较严重，营收降幅扩大。其中国航同比-52%、东航-69%、南航-36%、春秋航空-60%、吉祥航空-74%、华夏航空-47%

图：航空公司营收大幅下滑

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
601111.SH	中国国航	240	377	-36%	110	231	-52%
600115.SH	中国东航	194	347	-44%	67	213	-69%
600029.SH	南方航空	408	516	-21%	193	303	-36%
601021.SH	春秋航空	37	55	-33%	13	32	-60%
603885.SH	吉祥航空	34	60	-44%	9	36	-74%
002928.SZ	华夏航空	13	23	-46%	7	12	-47%

数据来源：Wind，国金证券研究所

四、航空板块：短期经营明显承压

3、低周转高油价，叠加汇率贬值，航司再现大额亏损

- 上半年受疫情影响，叠加油价上行和汇率贬值，各航司业绩均出现增亏或同比大幅下降
- 以上海为主基地的东方航空、吉祥航空、春秋航空在2022Q2增亏尤其明显，其中2022Q2春秋、吉祥、华夏航空均为由盈转亏

图：航空公司归母净利润大幅下滑

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
601111.SH	中国国航	-194.35	-67.86	增亏	-105.35	-5.78	增亏
600115.SH	中国东航	-187.36	-52.08	增亏	-109.76	-14.03	增亏
600029.SH	南方航空	-114.88	-46.88	增亏	-69.92	-6.82	增亏
601021.SH	春秋航空	-12.45	0.10	-12068%	-8.08	2.95	-374%
603885.SH	吉祥航空	-18.90	1.02	-1950%	-13.46	3.81	-454%
002928.SZ	华夏航空	-9.51	0.12	-8259%	-4.97	0.60	-933%

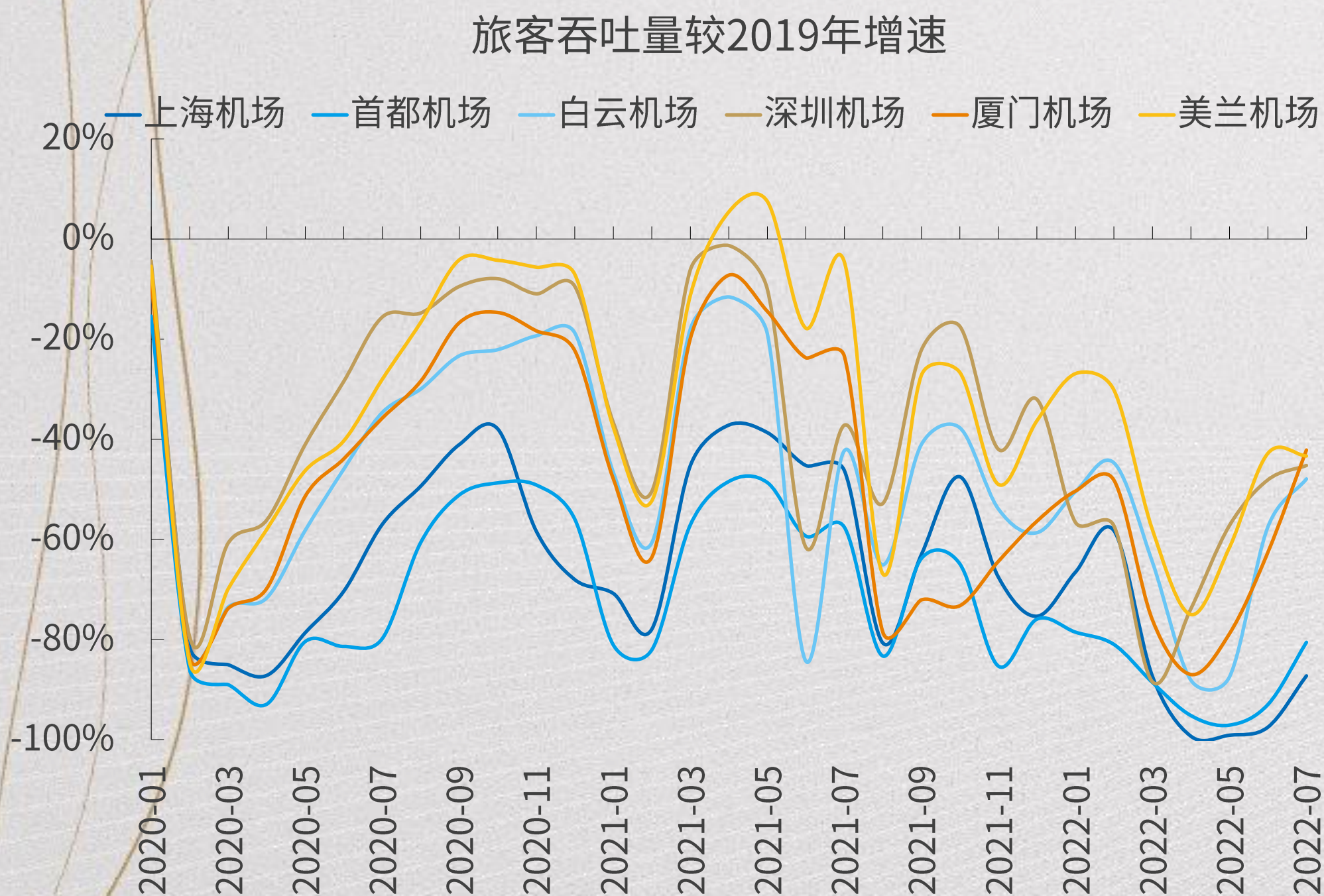
数据来源：Wind，国金证券研究所

五、机场板块：疫情影响，经营承压

1、生产经营受疫情影响大幅下降

- 上半年国内疫情反复，2022H1各上市机场旅客吞吐量及飞机起降架次均较2019年同期显著下降
- 上海机场、首都机场受影响更为严重

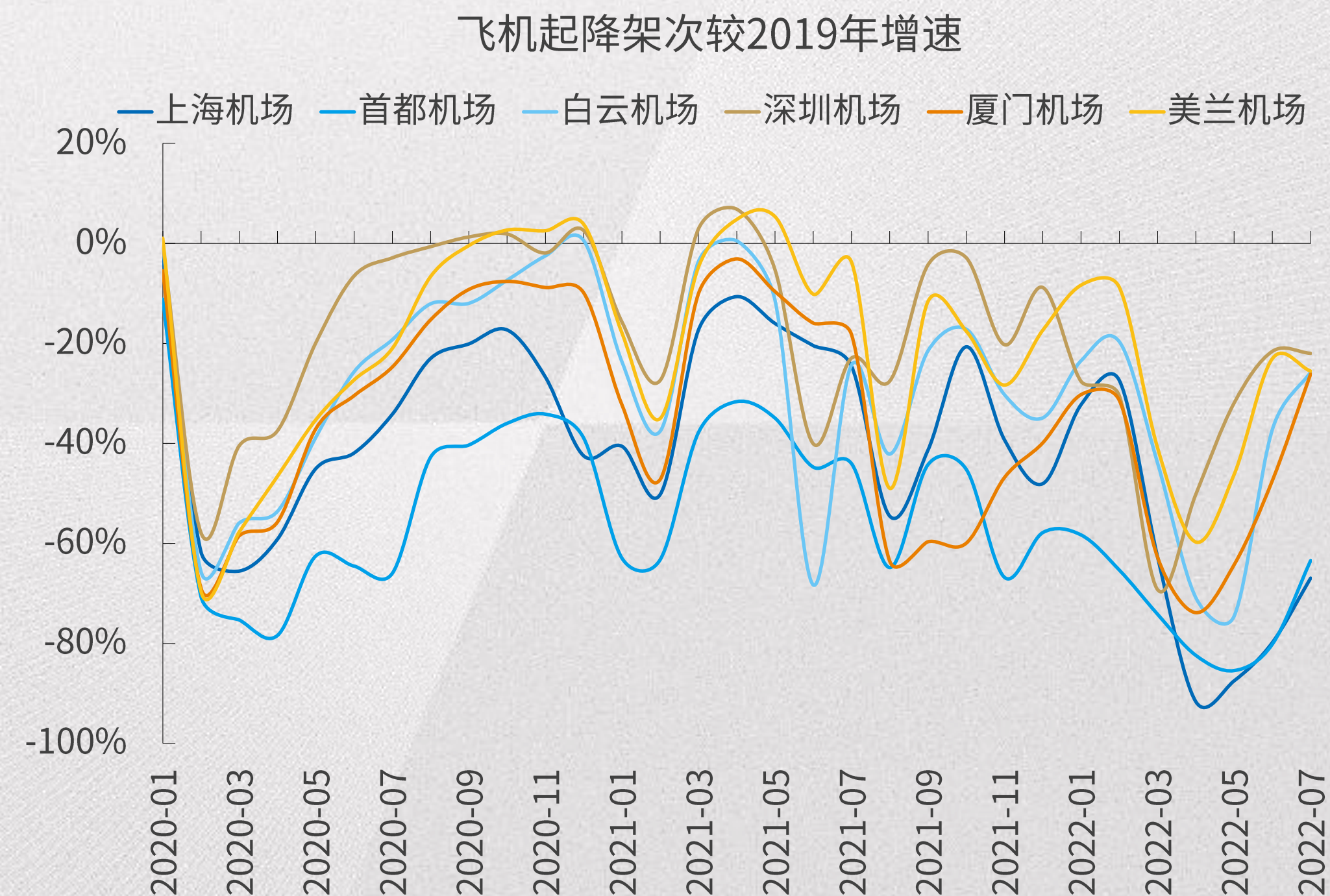
图：22Q2各机场旅客吞吐量相比2019年大幅下降



数据来源：Wind，国金证券研究所

备注：考虑口径可比，上海机场采用浦东机场数据

图：22Q2各机场飞机起降架次相比2019年大幅下降



数据来源：Wind，国金证券研究所

五、机场板块：疫情影响，经营承压

2、营收下降成本刚性，机场业绩下降明显

- 2022H1受疫情影响，机场营收大幅下滑，其中上海机场同比-35%、白云机场-15%、深圳机场-16%、北京首都机场股份-37%、美兰空港-32%、厦门空港-36%
- 2022Q2疫情影响严重，上海机场营收同比-65%、白云机场-34%、深圳机场-15%、厦门航空-49%、

图：机场公司营收大幅下滑

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
600009.SH	上海机场	12	18	-35%	3	9	-65%
600004.SH	白云机场	20	24	-15%	8	12	-34%
000089.SZ	深圳机场	13	16	-16%	7	8	-15%
0694.HK	北京首都机场股份	11	18	-37%			
0357.HK	美兰空港	6	9	-32%			
600897.SH	厦门空港	5	7	-36%	2	4	-49%

数据来源：Wind，国金证券研究所

五、机场板块：疫情影响，经营承压

2、营收下降成本刚性，机场业绩下降明显

- 上半年受疫情影响，机场行业收入大减，同时行业具备成本刚性特征，各机场业绩均出现增亏或大幅下滑
- 其中2022H1上海机场、首都机场分别亏损12.6亿元和14亿元，深圳机场、美兰空港均由盈转亏

图：机场公司归母净利润大幅下滑

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
600009.SH	上海机场	-12.58	-7.41	增亏	-7.49	-3.04	增亏
600004.SH	白云机场	-5.17	-4.10	增亏	-4.35	-2.55	增亏
000089.SZ	深圳机场	-6.20	0.90	-788%	-3.22	0.40	-901%
0694.HK	北京首都机场股份	-14.05	-8.41	增亏			
0357.HK	美兰空港	-0.12	3.45	-103%			
600897.SH	厦门空港	0.09	1.44	-94%	0.03	0.97	-97%

数据来源：Wind，国金证券研究所

六、航运板块：集运维持增长，成品油运景气上行

1、集运运价环比回落，油运运价上行

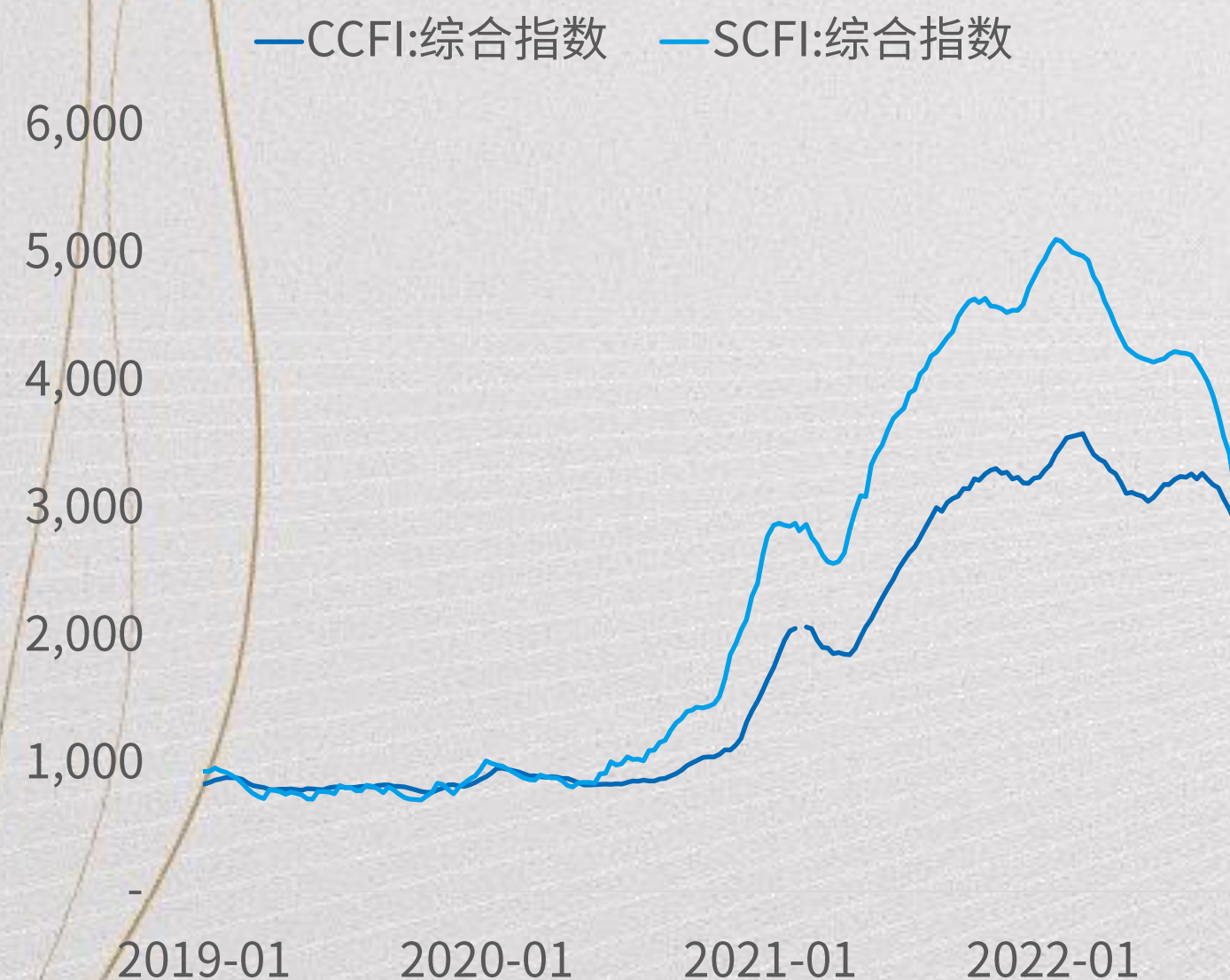
■上半年受新冠疫情局部反复的影响，全球供应链拥堵状况未有明显改善，国际集装箱运输供求关系仍较紧张，CCFI均值同比增长 59%

■上半年“俄乌冲突”引发西方国家对俄罗斯实施能源制裁：

1、欧洲从美洲、地中海等寻找替代进口石油，而俄油供应转向亚洲，运距拉长，原油运输需求显著提升

2、欧美成品油消费逐渐复苏，因减少俄油进口、炼厂产能下滑，以及库存较低等，成品油轮运价持续景气

图：2022H1集运运价环比回落，同比增长



数据来源：Wind，国金证券研究所

图：2022H1油运运价上行



图：2022H1 BDI指数大幅波动



六、航运板块：集运维持增长，成品油运景气上行

2、集运维持增长，成品油运公司业绩大增

- 2022H1主要航运公司营收同比增长，其中中远海控+51%，中远海能+23%，招商轮船+70%，安通控股+40%，招商南油+35%，中远海特+62%，中谷物流+29%，海丰国际+69%
- 2022Q2主要航运公司营收同比增长，其中中远海控+41%，中远海能+33%，招商轮船+70%，安通控股+30%，招商南油+49%，中远海特+50%，中谷物流+33%

图： 航运公司营收同比增长

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
601919.SH	中远海控	2,108	1,393	51%	1,053	744	41%
600026.SH	中远海能	75	61	23%	40	30	33%
601872.SH	招商轮船	137	81	70%	76	45	70%
600179.SH	安通控股	44	31	40%	24	18	30%
601975.SH	招商南油	25	19	35%	15	10	49%
600428.SH	中远海特	58	36	62%	30	20	50%
603565.SH	中谷物流	72	56	29%	39	30	33%
1308.HK	海丰国际	23	13	69%	-	-	

数据来源：Wind，国金证券研究所

六、航运板块：集运维持增长，成品油运景气上行

2、集运维持增长，成品油运公司业绩大增

- 2022H1航运板块业绩分化，其中中远海控+74%，中远海能-71%，招商轮船+204%，安通控股+269%，招商南油+108%，中远海特+130%，中谷物流+40%，海丰国际+140%
- 其中，2022Q2中远海控归母净利润同比+71%，中远海能-33%，招商轮船+179%，安通控股+134%，招商南油+222%，中远海特-84%，中谷物流+5%。

图： 航运公司归母净利润增速分化

股票代码	公司名称	2022H1（亿元）	2021H1（亿元）	2022H1增速	2022Q2（亿元）	2021Q2（亿元）	2022Q2增速
601919.SH	中远海控	647.22	370.98	74%	371.05	216.46	71%
600026.SH	中远海能	1.59	5.44	-71%	1.34	2.01	-33%
601872.SH	招商轮船	28.89	9.50	204%	15.84	5.68	179%
600179.SH	安通控股	11.58	3.14	269%	6.33	2.70	134%
601975.SH	招商南油	4.33	2.08	108%	3.29	1.02	222%
600428.SH	中远海特	3.36	1.46	130%	0.20	1.24	-84%
603565.SH	中谷物流	15.42	11.01	40%	9.18	8.70	5%
1308.HK	海丰国际	11.67	4.86	140%	-	-	

数据来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **疫情影响超预期风险。**全球疫情与国内疫情形势均可能对交通运输业造成重要影响，若疫情影响长期持续，则对物流板块和出行板块将产生负面影响。
- **宏观经济增速低于预期风险。**交通运输业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济增速低于预期，则交通运输行业的增长将会承压。
- **人民币汇率贬值风险。**航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值可能影响航司利润水平。
- **油价大幅上涨风险。**交通运输行业成本主要是燃油，如果油价持续上行则会影响企业利润水平。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。