

2011年01月28日

策略如何看交通运输？

——打造交通运输的“驱动力”和“信号验证”机制

相关研究

《策略如何看农林牧渔——打造农林牧渔的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年12月29日

《经济为本，资金助势——对风格转换的若干理解》—2010年11月30日

《策略如何看银行——打造银行的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010年10月29日

《宏观缩影，择时为上——中游投资逻辑》—2010年9月16日

证券分析师

凌鹏 A0230209090482 (策略)

lingpeng@swsresearch.com

周萌 A0230208080451 (交运)

zhoumeng@swsresearch.com

范磊 A0230210020008 (港股交运)

fanlei@swsresearch.com

冯宇 A0230210080006 (策略)

fengyu@swsresearch.com

研究支持

黄鑫冬 (策略)

huangxd@swsresearch.com

左俊义 (策略)

zuojy@swsresearch.com

张西林 (交运)

zhangxl@swsresearch.com

联系人

张潇潇

(8621)23297818x7387

zhangxx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要内容：

- 物流作为经济的血管，是经济景气的同步指标。经分析筛选，我们认为港口集装箱吞吐量、民航旅客周转量、主要路段货运周转量、港口铁矿石库存是需要关注的中观数据。通过对这些数据的跟踪调研，可以洞悉出口、区域经济、经济周期和库存调整的状况。
- 交运数据对经济的验证体现在：通过调研六大港口集装箱吞吐量判断当月出口变化；航运价格数据和供应端的变化相结合来把握世界经济；民航客运周转量与乘用车、房地产销售共同作为可选消费表征，指明需求波动方向；观察主要高速公路的货运周转量把握区域经济变迁；关注港口铁矿石库存情况，可作为观察库存调整的重要环节。
- 历史上交运行业曾有三次跑赢大盘（2003年5月-2005年7月、2008年6月-9月、2010年1月-3月），原因各不相同，给我们诸多投资启示。第一，交运很难重现03-05年的黄金时代，未来的投资机会（特别是如高速公路等防御类子行业）将主要来自防御性和主题投资，而这是策略分析员的重要抓手；第二，风格方面，交通运输分为体现防御特征的机场、港口、公路、铁路和体现进攻特征的航运、航空。航空和航运的弹性更大，行业分析员通过把握周期拐点来提示投资机会；第三，交运行业蕴含诸多主题投资概念，人民币升值炒航空、重大事件炒相关机场和公交、区域经济炒高速公路、资产注入和整合机会频繁。
- 与钢铁、银行和石化等行业类似，交通运输的研究价值巨大。行业分析员往往会寻找交通运输行业外延式的并购机会，或者把主要精力花在把握航空的波段操作上，而疏于跟踪港口、航运等数据。事实上，这些数据对于认识经济至关重要。另外，交通运输股票的异动对于观察市场情绪和风格也有帮助，一半是海水、一半是火焰，防御和主题恰为情绪的两端。情绪极度悲观时，防御推动交运板块向上；情绪趋向乐观时，主题机会频出。

目 录

1. 交通运输的“驱动力”+“信号验证”机制	4
1.1 物流数据验证经济活力	4
1.2 交通运输的“驱动力”和“信号验证”机制	5
2. 交运投资：防御价值和主题炒作	9
2.1 交运投资：行业研究的无奈，策略研究的舞台	9
2.2 策略如何看交通运输：研究验证出口、投资把握主题	14

图表目录

图 1: 交运数据可验证出口、消费、区域和库存四大环节	5
图 2: 港口集装箱吞吐量与出口高度相关	6
图 3: 样本港口集装箱吞吐量良好表征整体变化	6
图 4: BDI与OECD工业生产并非完全一致	6
图 5: CCFI与OECD工业生产并非完全一致	6
图 6: 航空公务旅客占比持续下降	7
图 7: 三大可选消费需求必须相互验证	7
图 8: 2010年中、西部工业增加值增速比东部高	8
图 9: 08年东部社零总额下降更快	8
图 10: 08年来,中、西部房地产销售更好	8
图 11: 中、西部汽车保有量提高更快	8
图 12: 东部高速公路车流量印证东部工业生产	8
图 13: 黄河大桥车流量与中部工业生产高度一致	8
图 14: 西部地区高速公路对工业生产的验证略差	9
图 15: 2003年来交通运输三次跑赢大盘	9
图 16: 00-02年交运高FAI奠定后续高增长	10
图 17: 03-05年机场、港口、高速盈利稳定增长	10
图 18: 机场、高速相对PE经历系统下移	10
图 19: 白酒和中药相对PE经历系统性上移	10
图 20: 铁路运输与高速公路具有防御特性	11
图 21: 08年机场铁路公路业绩相对稳定	11
图 22: 航运盈利增速与BDI关系密切	12
图 23: 航运股表现与BDI关系密切	12
图 24: 航空股表现与人民币升值主题有一定关系	13
图 25: 世博主题利于相关个股	13
图 26: 亚运主题利于相关个股	13
图 27: 高速公路股是区域经济主题投资的主要标的	14

表 1: 航空、港口、航运、铁路和高速公路在交通运输中市值占比较大	4
表 2: 交通运输需关注港口、航运、航空和高速公路数据	4
表 3: 03 年 5 月至 05 年 7 月间机场、港口、高速公路超额收益排名前三	10
表 4: 08 年 6 月至 9 月间机场、铁路运输、高速公路超额收益排名前三	11
表 5: 2010 年 1 月至 3 月间航空、公交、高速公路超额收益排名前三	11
表 6: 策略跟踪的交通运输中观数据库	14

在整个研究框架中，交通运输行业的作用在于从物流角度验证经济的活跃程度。航运和港口数据揭示出口好坏、高速公路物流反映区域经济强弱、航空周转率体现需求波动。交运数据作为观察经济活力不可或缺的信息，研究价值巨大。

另一方面，大多数交通运输子行业由于盈利增速较低、板块弹性小而倍受冷落，防御价值和主题炒作成为其主要的投资机会。

1. 交通运输的“驱动力”+“信号验证”机制

交通运输子行业众多，航空、港口、航运、铁路和高速公路所占权重较大。

表 1: 航空、港口、航运、铁路和高速公路在交通运输中市值占比较大

	A 股总市值占比	A 股流通市值占比
交通运输	4.25%	4.49%
航空运输	1.08%	1.09%
港口	0.83%	0.75%
航运	0.70%	0.91%
铁路运输	0.60%	0.80%
高速公路	0.59%	0.49%
机场	0.18%	0.17%
物流	0.14%	0.13%
公交	0.13%	0.16%

注：数据截止 2010 年 12 月 31 日

资料来源：Wind，申万研究

1.1 物流数据验证经济活力

物流作为经济的血管，是经济景气的同步指标。经分析筛选，我们认为港口集装箱吞吐量、民航旅客周转量、主要路段货运周转量、港口铁矿石库存是需要关注的中观数据。通过对这些数据的跟踪调研，可以洞悉出口、区域经济、经济周期和库存调整的状况。

表 2: 交通运输需关注港口、航运、航空和高速公路数据

利润表项目	核心指标	明细指标	下游驱动因素
一、营业收入	量	沿海港口集装箱吞吐量 大连、天津、青岛、上海、宁波、深圳 港口集装箱吞吐量 民航旅客周转量 各地区道路货运周转量 宁沪高速、济青高速、郑州黄河公路 大桥、成渝高速月度车流量 主要港口铁矿石库存	出口 工业增加值 生铁产量

二、营业总成本
 其中：营业成本
 营业税金及附加
 销售费用
 管理费用
 财务费用
 资产减值损失
 加：公允价值变动收益
 投资收益

三、营业利润
 加：营业外收入
 减：营业外支出

四、利润总额
 减：所得税

五、净利润
 少数股东损益
 归属于母公司所有者
 的净利润

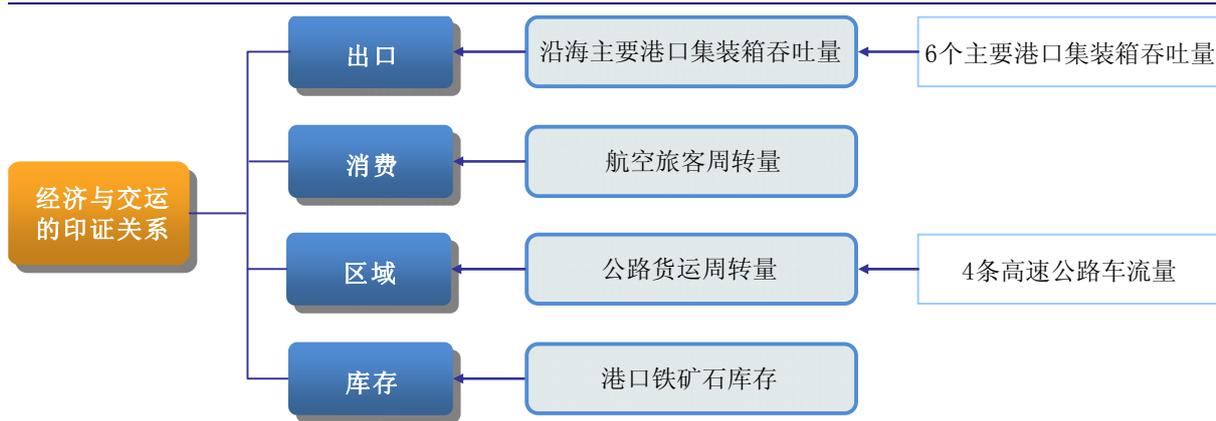
注：为保证损益表的完整性，我们保留空白部分，其他行业在这些部分可能有指标

资料来源：申万研究

1.2 交通运输的“驱动力”和“信号验证”机制

逻辑上看，交通运输各子行业直接联系经济各环节：港口和航运数据反映出口变化；高速和铁路周转量体现投资波动；航空、机场数据和乘用车、房地产销售共同观察可选消费变化，领先经济波动。但现实中很多数据由于各种原因，无法达到理想效果。通过不断校验，我们发现如下几点较有意义。

图 1：交运数据可验证出口、消费、区域和库存四大环节



资料来源：申万研究

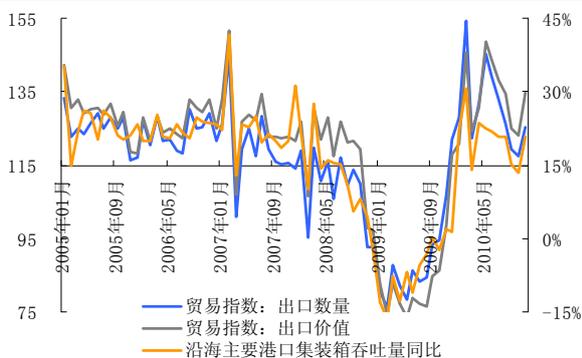
第一，港口集装箱吞吐量反映短期出口变化。

目前出口依然是影响中国经济波动和政府决策的核心变量之一。对于出口的预测，应该形成长、中、短期的分析框架和验证机制。长期（1-3年）的出口形势需要分析全球经济和区域结构变化，是宏观分析的重点之一；中期（半

年左右)的出口形势需要跟踪广交会、春交会和主要产品(机电、电子、纺织服装、家具)的订单;短期(1-2个月)出口变化可参考港口集装箱吞吐量和箱板纸产量的变化。

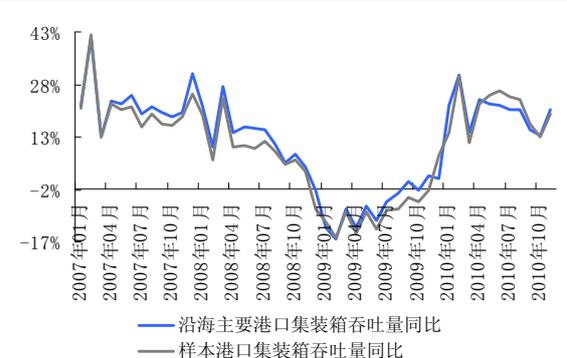
2005年以来,沿海主要港口集装箱吞吐量同比增速与出口金额同比增速的相关度高达0.91,与出口数量同比增速的相关度达到0.88,跟踪沿海主要港口集装箱吞吐量数据可以很好把握当月出口变化。遗憾的是,吞吐量数据的发布时间晚于出口数据,因此必须建立日常调研机制以把握集装箱吞吐量的动态变化。我们选取了最具代表性的六个港口——大连港、天津港、青岛港、上海港、宁波港和深圳港,六大港口集装箱吞吐量占沿海主要港口集装箱吞吐量的70%左右,2007年以来六大港口数据和主要港口数据基本一致。

图2: 港口集装箱吞吐量与出口高度相关



资料来源: 海关总署, 交通部, 申万研究

图3: 样本港口集装箱吞吐量良好表征整体变化

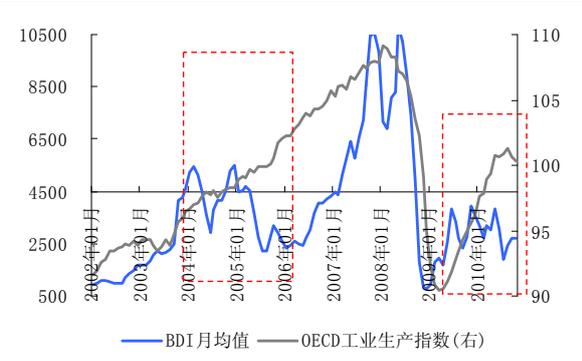


资料来源: 交通部, 申万研究

第二, 航运价格指数不足以反映全球经济, 因受供给和人为控制干扰。

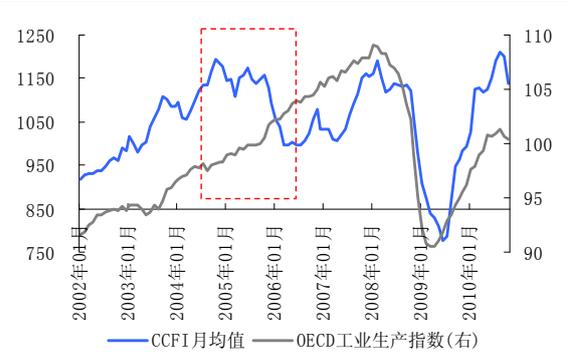
衡量干散货运价的BDI和衡量集装箱运价的CCFI倍受关注,投资者期待从这些价格的变动上获悉全球经济的景气变化。事实上,BDI和CCFI除了受需求影响外,还受其他因素(如运力供给、短期人为控制等)干扰,无法直接反映全球经济景气变化。因此在运用航运价格指数时要充分考虑供应和其他干扰因素。上海航交所在2010年10月16日发布的SCFI指数衡量上海出口集装箱即期市场的运价变化,对供需变化的灵敏度较高,短期内受供给影响较小,因此跟踪SCFI对于验证我国出口状况有一定的指导作用。

图4: BDI与OECD工业生产并非完全一致



资料来源: Wind, 申万研究

图5: CCFI与OECD工业生产并非完全一致



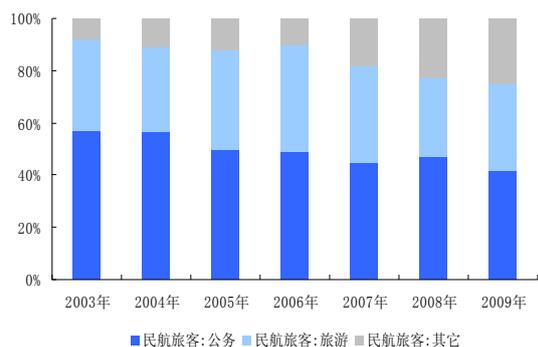
资料来源: Wind, 申万研究

第三，民航客运周转量与乘用车、房地产销售共同作为可选消费表征，指明需求波动方向。

近年来航空的消费属性日益增强，民航旅客中公务出行的比率明显下降。与乘用车销量和房地产销售面积一样，民航客运隶属可选消费，是经济波动的先行指标。综合考虑乘用车、房地产销售和民航客运周转量的变化，可以更好地把握经济脉动¹。由于航空集中度高，通过调研三大航空公司的数据即可一窥全貌，比乘用车和房地产数据更及时主动。

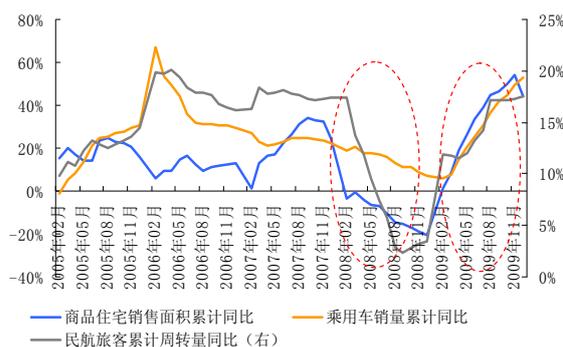
08年初投资者对经济一片乐观，但房地产销售、乘用车销售和航空需求已悄然回落。尽管当时很多人认为地产销售下降是受政策打压、航空需求回落是受南航劫机等事件影响，但三大可选消费需求同时下滑，应该引起高度重视。09年9月至今，市场预期在经济过热和二次探底间走了几个轮回，房地产销售在几次政策高压下出现脉冲式回落，乘用车销售也经历了季节低潮，唯独航空数据一直靓丽，事后证明经济并无二次探底之忧，2010年二季度工业增加值的回落也仅为库存调整的结果，并非下游需求回落引致。

图 6：航空公务旅客占比持续下降



资料来源：申万研究

图 7：三大可选消费需求必须相互验证



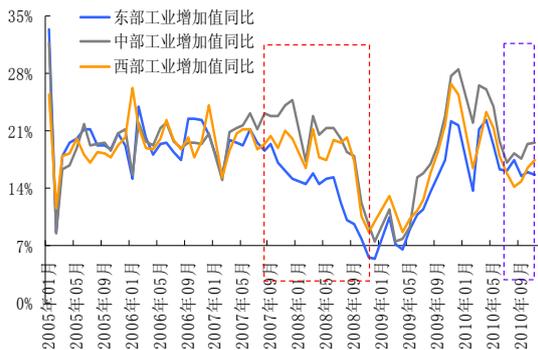
资料来源：CEIC，申万研究

第四，观察主要高速公路的货运周转量，把握区域经济变迁。

08年以来，中国经济在区域增长的层面逐渐体现出结构性变化。2008年下半年，世界经济恶化使外部需求大幅下滑，对外依存度高的东部地区率先受到冲击，随后扩散到中部和西部地区。社会零售总额方面，东部下降幅度比中西部大；房地产销售上中、西部增速均比东部高；汽车保有量上中、西部的增速在08年后也要高于东部。这说明随着中西部地区的经济增长加速，对可选消费品的需求愈加旺盛。

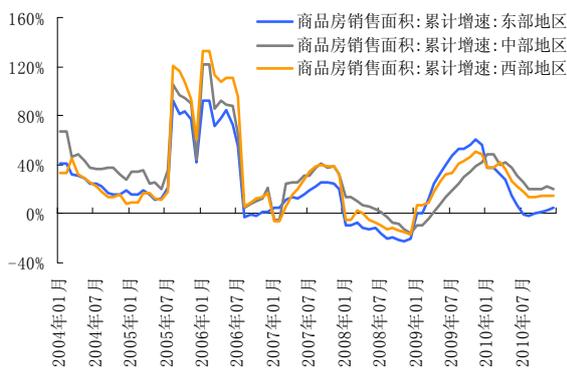
¹ 具体分析，详见策略思考第八篇《可选为剑、必需做盾---下游消费品投资逻辑》。

图 8：2010 年中、西部工业增加值增速比东部高



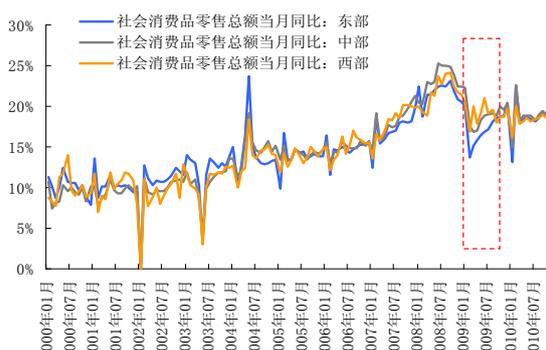
资料来源：国家统计局，申万研究

图 10：08 年来，中、西部房地产销售更好



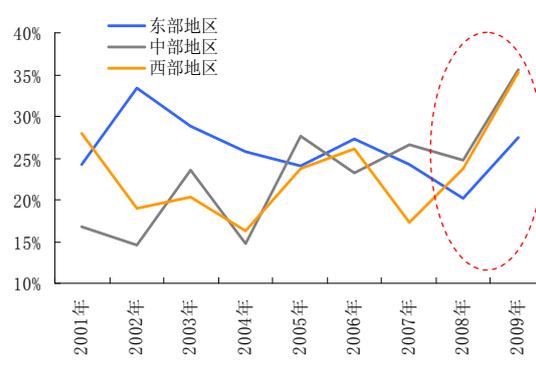
资料来源：Wind，申万研究

图 9：08 年东部社零总额下降更快



资料来源：CEIC，申万研究

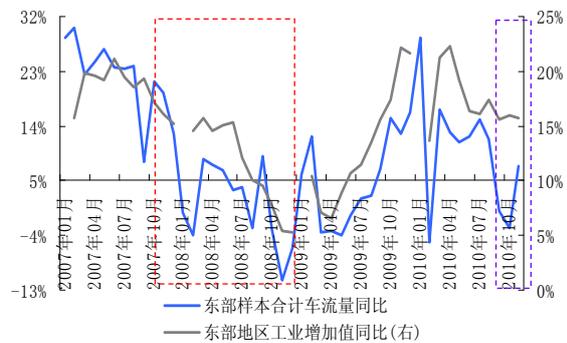
图 11：中、西部汽车保有量提高更快



资料来源：CEIC，申万研究

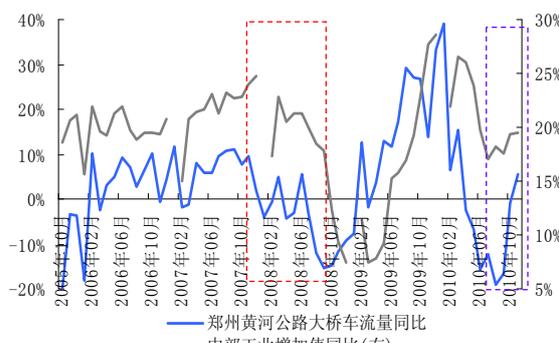
区域的投资和消费变化会在车流量变化上得到体现。相较于交通部公布的公路货物周转量，我们倾向于跟踪更可靠的上市公司数据。通过筛选，我们确定东部地区的样本为沪宁高速和济青高速、中部地区为郑州黄河公路大桥、西部地区为成渝高速。东部和中部的调研样本很好验证该区域工业增加值的变化，而西部地区的高速公路验证效果略差（这与汶川地震的特殊原因有一定关系）。从三个地区车流量看，沪宁高速和济青高速在 2007 年下半年开始下滑，中西部直到 2008 年才下降。2010 年 4 季度，西部和中部高速公路车流量增速在 7、8 月份出现上升，东部只到 9、10 月份才改善。通过跟踪这几家高速公路车流量的变化，对于我们把握地区经济的脉动大有裨益。

图 12：东部高速公路车流量印证东部工业生产



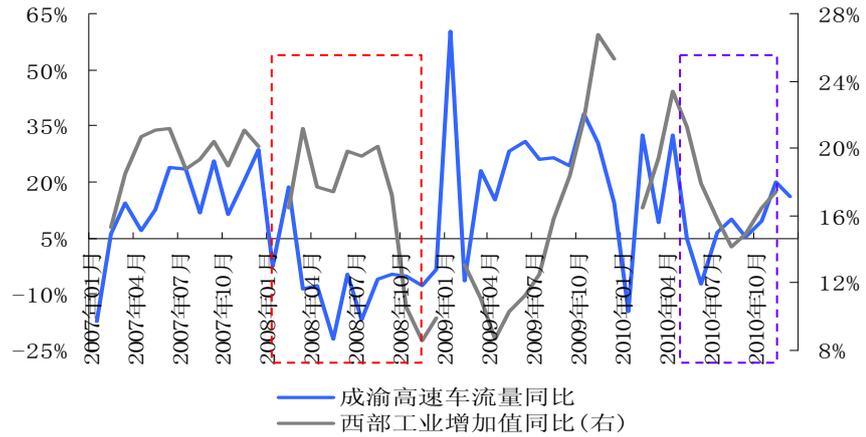
资料来源：Wind，申万研究

图 13：黄河大桥车流量与中部工业生产高度一致



资料来源：Wind，申万研究

图 14: 西部地区高速公路对工业生产的验证略差



资料来源: Wind, 申万研究

第五, 关注港口铁矿石库存情况, 可作为观察库存调整的重要环节。

库存调整对于经济波动和 3-6 个月的投资尤其重要。2008 年四季度的去库存、2010 年二季度的去库存均伴随着工业增加值的迅速下滑和周期股的暴跌。但是仅用 PMI 中的库存指数和季度公布的工业企业库存数据实在太过单薄, 必须结合中观行业的库存数据才能完整把握库存周期。

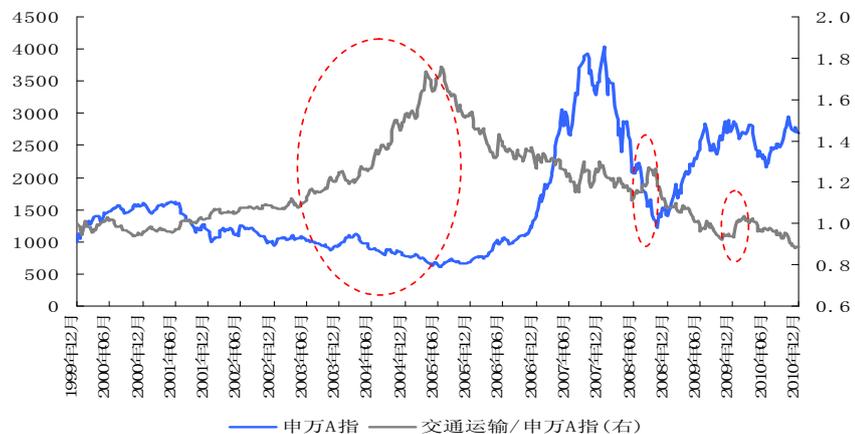
从下游的汽车库存, 到中游的社会库存、厂商库存, 再到中上游的电厂存煤天数、秦皇岛库存、港口铁矿石库存, 最后到上游的石油、有色等库存, 整个库存调整形成链式结构。港口铁矿石库存是链式结构中的重要一环。当钢厂产量减少, 而港口铁矿石不断堆积, 便有去库存之忧, 需要警惕。

2. 交运投资: 防御价值和主题炒作

2.1 交运投资: 行业研究的无奈, 策略研究的舞台

历史上交运行业曾有三次跑赢大盘(2003 年 5 月-2005 年 7 月、2008 年 6 月-9 月、2010 年 1 月-3 月), 原因各不相同, 给我们不同的投资启示。

图 15: 2003 年来交通运输三次跑赢大盘



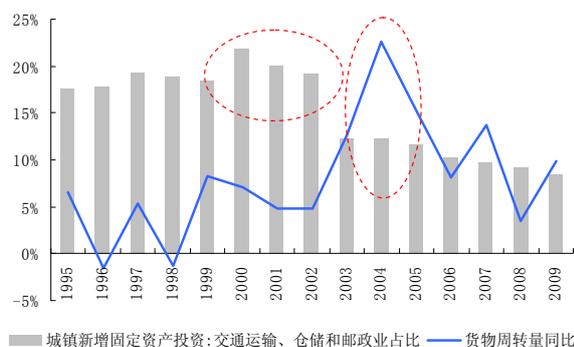
资料来源: Wind, 申万研究

表 3: 03 年 5 月至 05 年 7 月间机场、港口、高速公路超额收益排名前三

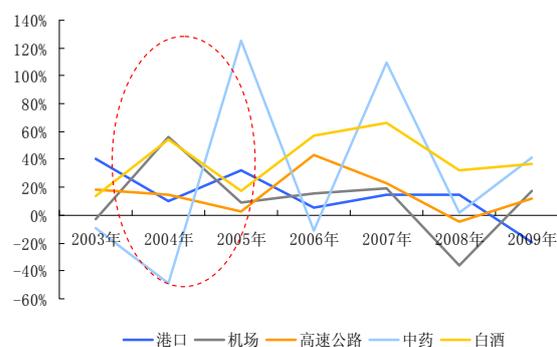
2003.05.23-2005.07.22	子行业超额收益
机场	90.46%
港口	62.94%
高速公路	26.52%
物流	23.15%
航运	21.69%
铁路运输	9.13%
公交	8.50%
航空	3.62%

资料来源: Wind, 申万研究

03-05 年, 交通运输行业以稳定的业绩增长成为当年漫漫熊市中的一抹亮色, 与“五朵金花”一起推动结构性牛市。但连续几年的高额投资使其产能过剩, 业绩增速开始下滑, 风光不再。

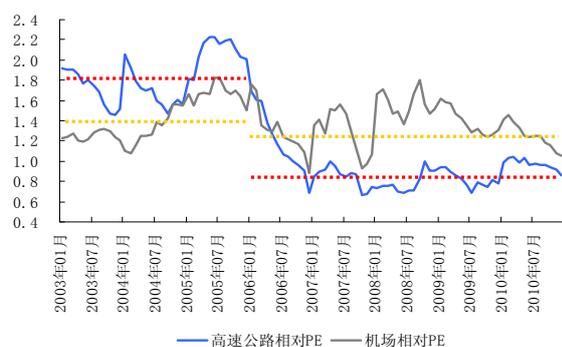
图 16: 00-02 年交运高 FAI 奠定后续高增长


资料来源: Wind, 申万研究

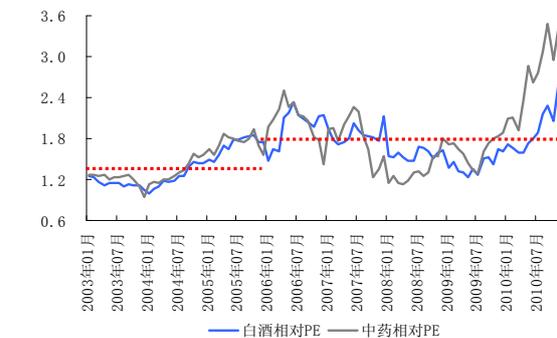
图 17: 03-05 年机场、港口、高速盈利稳定增长


资料来源: Wind, 申万研究

06 年之后, 随着食品饮料、医药生物行业的快速发展、上市公司数量大幅增加、公司质地明显改善, 投资者开始越来越偏好这些成长性更佳的行业, 交通运输行业当年的优势一去不返。从相对估值来看, 机场、高速公路等交运子行业的相对估值经历了系统性下移, 均值从 03-05 年的 1.6 倍相对 PE 下沉到目前仅约 1 倍的水平。而食品饮料和医药生物的相对估值则经历了系统性的抬升。

图 18: 机场、高速相对 PE 经历系统下移


资料来源: Wind, 申万研究

图 19: 白酒和中药相对 PE 经历系统性上移


资料来源: Wind, 申万研究

由于成长性和创新性无法和其他行业相比，交通运输行业恐怕很难再现03-05年长期跑赢大盘的辉煌，需要从其他角度把握投资机会。

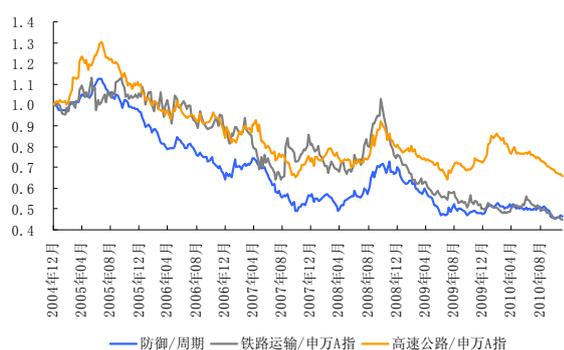
第二个阶段大幅跑赢的交通运输子行业有机场、铁路运输和高速公路。当时经济不断恶化，公募基金仓位降无可降，不得不配置业绩相对稳定、估值相对便宜的行业。此时交运行业跑赢大盘主要靠其防御属性。

表 4：08 年 6 月至 9 月间机场、铁路运输、高速公路超额收益排名前三

2008.06.20-2008.09.19	子行业超额收益
机场	35.93%
铁路运输	25.53%
高速公路	16.26%
物流	14.18%
港口	12.25%
公交	2.15%
航空	-0.76%
航运	-4.09%

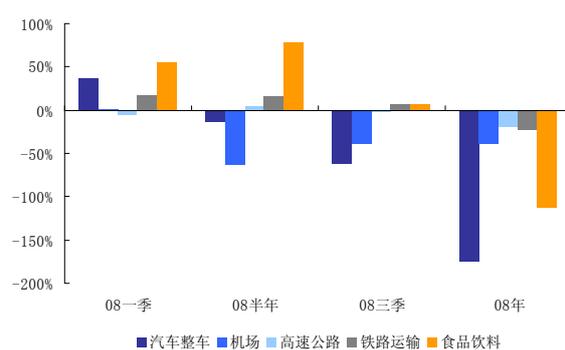
资料来源：Wind，申万研究

图 20：铁路运输与高速公路具有防御特性



资料来源：Wind，申万研究

图 21：08 年机场铁路公路业绩相对稳定



资料来源：Wind，申万研究

2010 年 1-3 月，超额收益居前的子行业是航空、公交和高速公路。这段时间的超额收益源于主题投资。一方面，区域主题使相关高速公路公司被暴炒；另一方面，世博主题直接刺激上海机场、申通地铁、大众交通等上海本地股。

表 5：2010 年 1 月至 3 月间航空、公交、高速公路超额收益排名前三

2010.01.01-2010.03.05	子行业超额收益
航空	23.30%
公交	18.13%
高速公路	16.87%
机场	14.32%
港口	9.94%
物流	7.17%
航运	4.52%
铁路运输	-0.09%

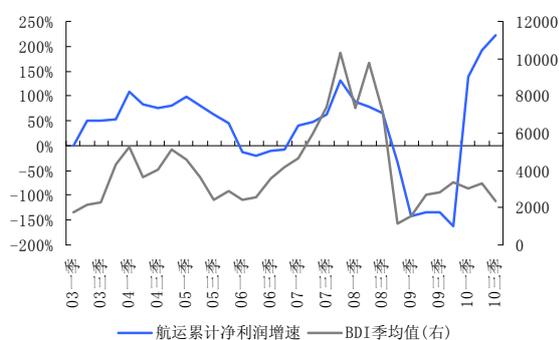
资料来源：Wind，申万研究

此三役对交运行业的投资启示如下：

第一，交运投资渐成行业分析员的无奈、策略分析员的舞台。未来一段时间，交通运输行业很难重复 03-05 年的黄金时代，行业分析员越来越难以推荐该行业。交通运输行业，特别是防御类子行业（机场、港口、公路和铁路）的投资价值更多体现在风格和主题方面，而这恰恰是策略分析员进行配置的重要抓手。

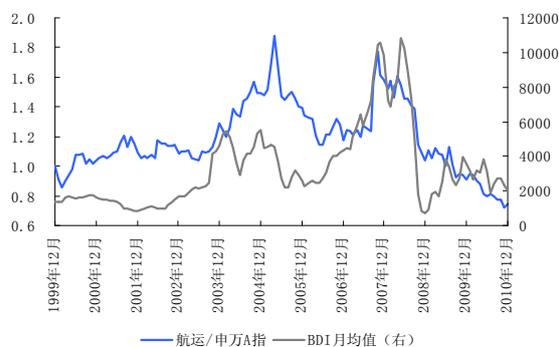
第二，从风格角度，交通运输分为体现防御特征的机场、港口、公路、铁路和体现进攻特征的航运、航空。航空和航运的弹性更大，行业分析员乐于把握其周期拐点。航运的盈利增速、股价表现和 BDI 走势密切相关，这一点在香港市场更加明显。

图 22：航运盈利增速与 BDI 关系密切



资料来源：Wind，申万研究

图 23：航运股表现与 BDI 关系密切



资料来源：Wind，申万研究

航空是下游和中游的结合。说是下游，主要是直接服务终端消费者，有一定的粘性和品牌效应。说是中游，主要是成本中 40% 是油，直接连到最上游，中间没有经过中游的传递。油价处于 70-90 美元是航空股最好的投资阶段，油价过高使毛利率受到侵蚀，油价过低代表经济疲弱、需求不振。虽然民航旅客中公务出行的比率明显下降，航空的消费属性日益增长，但投资者依然将航空视为周期股，很少有人拿半年以上。

第三，交运行业蕴含大量主题投资机会。历史上的主题机会会有如下几点：

(1) 人民币升值主题，有利于航空股表现。一方面，升值预期往往来自国内经济景气上行阶段，具备可选消费特征的航空需求必然旺盛；另一方面，升值使航空公司成本下降；其三升值有利于出境游。三方面因素均会推升航空公司业绩预期，带动股价上涨。07 年中航空股大涨与人民币升值有一定关系。

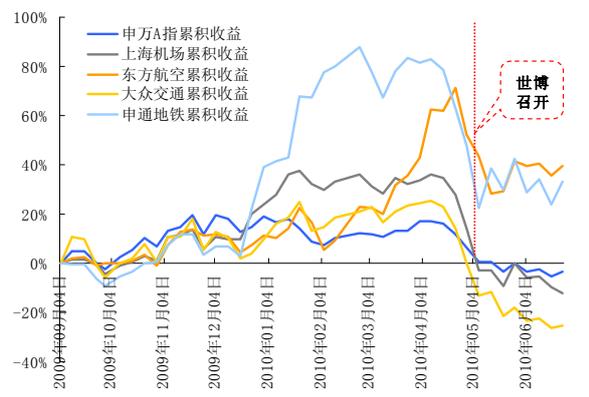
图 24: 航空股表现与人民币升值主题有一定关系



资料来源: Bloomberg, Wind, 申万研究

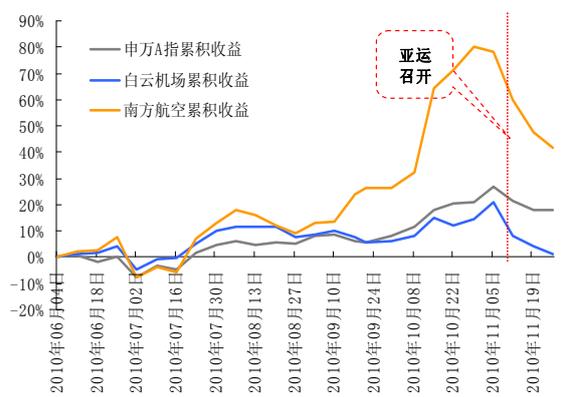
(2) 重大事件主题, 有利于相关机场和公交个股表现。比如北京奥运会、上海世博会、广州亚运会等持续时间较长、影响力重大的事件, 会使投资者预期这类事件将给相关公司带来大量客流、明显提升当年业绩, 因此相关个股在EPS 尚未变动时率先迎来PE 的大幅提升。但需要注意的是, 在投资节奏上需要较早布局, 在事件即将召开前坚决离场。

图 25: 世博主题利于相关个股



资料来源: Wind, 申万研究

图 26: 亚运主题利于相关个股

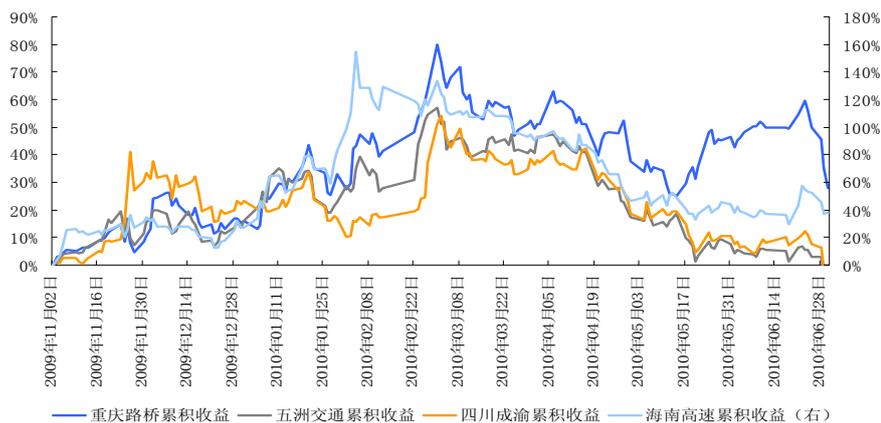


资料来源: Wind, 申万研究

(3) 中西部区域经济主题, 有利于区域内的高速公路个股。09 年下半年以来, 市场逐渐意识到中国经济在区域上发生的结构性变化, 在相关政策的刺激下, 新疆、海南、成渝等区域经济主题投资此起彼伏, 该区域的高速公路股票是炒作时自然联想到的标的。

对于这类主题投资, 想要精确把握爆发时点非常困难。可行的策略是在市场开始追逐某一区域主题时, 寻找其他类似的区域概念股票, 在行情尚未启动时提前埋伏并耐心等待, 在股价快速拉升过程中逐步兑现收益。一旦主题投资氛围冷却, 必须坚决离场。

图 27：高速公路股是区域经济主题投资的主要标的



资料来源：Wind，申万研究

(4) 资产注入和整合主题。交运行业中的很多上市公司都具有中央或地方国资背景，蕴含大量资产注入和整合机会。这方面具体投资标的的筛选更多需要依赖行业研究员的跟踪。

2.2 策略如何看交通运输：研究验证出口、投资把握主题

与钢铁、银行和石化等行业类似，交通运输的研究价值巨大。行业分析员往往会寻找交通运输行业外延式的并购机会，或者把主要精力花在把握航空的波段操作上，而疏于跟踪港口、航运等数据。事实上，这些数据对于认识经济至关重要。

另外，交通运输股票的异动对于观察市场情绪和风格也有帮助，一半是海水、一半是火焰，防御和主题恰为情绪的两端。情绪极度悲观时，防御属性推动交运板块向上；情绪趋向乐观时，主题机会频出。

策略跟踪的交通运输中观数据库结构如下：

表 6：策略跟踪的交通运输中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期	
物流	交通运输	沿海主要港口集装箱吞吐量	交通部	月	每月 11 日	
		大连、天津、青岛、上海、宁波、深圳港口集装箱吞吐量	交通部	月	每月 11 日	
		民航旅客周转量	中国民用航空局	月	每月 21 日	
		各地区道路货运周转量	交通部	月	每月 11 日	
		宁沪高速、济青高速、郑州黄河公路大桥、成渝高速月度车流量	高速公路上市公司	月	每月上旬	
		主要港口铁矿石库存	Mysteel	周	每周一	
		外生关键指标		数据来源	频度	更新日期
		出口同比增长	海关总署	月	每月 11 日	
		工业增加值同比增长	国家统计局	月	每月 11 日	
生铁产量	国家统计局	月	每月 13 日			

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

凌鹏、冯宇、周萌、范磊：策略、策略、交运、海外交运

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。