

春秋航空 (601021) 2020年报及2021年一季报点评

疫情恢复有望带来业绩弹性

2021年05月14日

【投资要点】

- ◆ 公司发布 2021 年一季报，整体情况符合预期。2021Q1，公司实现营业收入 22.2 亿元，同比下降 6.8%；营业成本 26.3 亿元，同比下降 2.3%；毛利率-18.4%，同比下降 5.4pts；归母净利润-2.8 亿元，同比下降 25.3%。业绩同比下滑，主要原因是国内局部地区疫情反复导致出行需求较弱，民航发展基金恢复征收，以及执行新租赁准则导致汇兑敞口放大和财务费用增加。
- ◆ 公司发布 2020 年报，2020Q4 业绩好于我们的预计。2020 年，公司实现营业收入 93.7 亿元，同比下降 36.7%；归母净利润-5.9 亿元，上年同期为盈利 18.4 亿元。扣除对春秋航空日本长期股权投资确认的投资亏损及计提减值影响后，公司实现净利润约 1.4 亿元。2020Q4，公司实现营业收入 25.4 亿元，同比下降 21.4%；归母净利润-4.4 亿元，上年同期为盈利 1.2 亿元。当季业绩好于我们之前的预计（约-4.9 亿元），主要原因来自其他收益（主要是航线补贴）好于我们的预计。
- ◆ 国内线客流有待回暖，国际线经营仍待恢复。2020 年 11 月起，运力供给仍保持高增长，但需求受秋冬季疫情反复的影响有所减弱，客座率同比降幅扩大。2021Q1，公司国内线 ASK 和 RPK 分别较 2019Q1 增长 49.4%和 25.3%；客座率 77.7%，较 2019Q1 下降 15.0pts。受海外疫情的影响，公司国际线经营仍未恢复正常。2021Q1，公司国际线 ASK 和 RPK 分别仅恢复至 2019Q1 的 2.0%和 1.2%；客座率 52.7%，较 2019Q1 下降 38.5pts。
- ◆ 运力恢复带来单位成本下降，需求较弱拖累单位毛利。2020H2，公司单位 ASK 航油成本 0.0566 元，同比下降 40.2%，环比下降 14.5%；单位非油成本 0.1836 元，同比下降 11.7%，环比下降 20.2%。公司单位航油成本和单位非油成本同比和环比均有下降，主要来自运力恢复对营业成本的摊薄。2020Q4 和 2021Q1，公司单位 ASK 毛利分别为-0.0112 元和-0.0411 元。单位毛利为负，主要原因是需求较弱使得客座率和客收益水平较低。
- ◆ 费用管控能力较强。2020 年，公司单位 ASK 销售费用 0.0054 元，同比下降 9.0%；单位 ASK 管理费用（含研发费用）0.0070 元，同比增长 0.4%。单位销售费用下降，主要来自业务量减少后，职工薪酬、销售代理费、广告费等可变项目的下降。在 2020 年整体 ASK 同比下降 16.9%的情况下，公司实现了单位 ASK 管理费用（含研发费用）同比基本持平，主要来自职工薪酬的下降。



挖掘价值 投资成长

买入 (维持)

东方财富证券研究所

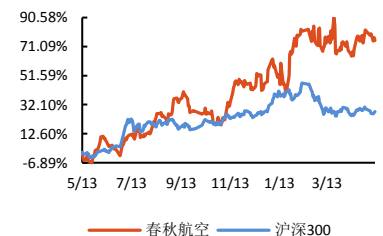
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：姜楠

电话：021-23586483

相对指数表现



基本数据

| | |
|----------------|----------------|
| 总市值 (百万元) | 56637.40 |
| 流通市值 (百万元) | 56637.40 |
| 52 周最高/最低 (元) | 67.98/32.81 |
| 52 周最高/最低 (PE) | 78.62/-2281.22 |
| 52 周最高/最低 (PB) | 4.34/2.01 |
| 52 周涨幅 (%) | 75.28 |
| 52 周换手率 (%) | 164.01 |

相关研究

《员工持股计划如期推出》

2020.12.10

《业绩扭亏为盈，成本优势显著》

2020.11.16

《低成本龙头的发展新机遇》

2020.11.03

【投资建议】

- ◆ 2021 年 1 月以来，国内和海外部分地区新冠疫情有所反复，恢复进度低于我们之前的预计，下调对 2021 年国内线和国际线客座率的假设。根据公司飞机引进计划和飞机利用率恢复情况，上调对 2022 年国内线 ASK 同比增速的假设。新租赁准则执行后固定资产将上升，上调对 2021-2022 年营业成本中飞机及发动机租赁折旧费用的假设。相较之前，我们对公司 2021 年营业收入和归母净利润的预计均有所下调，对公司 2022 年营业收入和营业成本的预计均有所上调，对公司 2022 年归母净利润的预计有所下调。
- ◆ 预计 2021-2023 年，公司营业收入分别为 140.6 亿元/186.5 亿元/226.9 亿元，同比增速分别为 50.1%/32.6%/21.7%；归母净利润分别为 6.6 亿元/15.5 亿元/24.3 亿元，同比增速分别为 211.5%/136.8%/56.6%。EPS 分别为 0.72 元/1.70 元/2.66 元，对应当前股价，PE 分别为 86.3 倍/36.4 倍/23.3 倍。
- ◆ 2020 年，在新冠疫情冲击下，公司凭借成本优势率先恢复经营，充分展现了低成本航空模式的韧性。长期看，行业在时刻分配和定价等方面逐渐向市场化过渡，有助于公司通过成本和效率优势，获取更多的市场份额。短期看好疫情恢复后公司业绩弹性，长期看好公司未来的成长性，维持“买入”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 9372.92 | 14065.12 | 18648.29 | 22692.53 |
| 增长率(%) | -36.68% | 50.06% | 32.59% | 21.69% |
| EBITDA（百万元） | -105.93 | 454.04 | 1669.27 | 2699.53 |
| 归属母公司净利润（百万元） | -588.41 | 656.24 | 1554.19 | 2433.94 |
| 增长率(%) | -131.96% | 211.53% | 136.83% | 56.60% |
| EPS(元/股) | -0.64 | 0.72 | 1.70 | 2.66 |
| 市盈率 (P/E) | — | 86.31 | 36.44 | 23.27 |
| 市净率 (P/B) | 3.58 | 3.82 | 3.46 | 3.01 |
| EV/EBITDA | -525.58 | 150.62 | 41.31 | 25.30 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

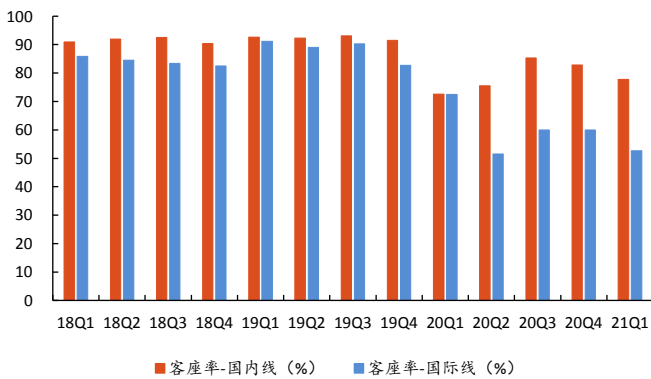
- ◆ 新冠疫情恢复进度低于预期；
- ◆ 油价上涨幅度超预期；
- ◆ 人民币兑美元贬值超预期。

公司发布 2021 年一季报，整体情况符合预期。2021Q1，公司实现营业收入 22.2 亿元，同比下降 6.8%；营业成本 26.3 亿元，同比下降 2.3%；毛利率 -18.4%，同比下降 5.4pts；归母净利润-2.8 亿元，同比下降 25.3%。业绩同比下滑，主要原因是国内局部地区疫情反复导致出行需求较弱，民航发展基金恢复征收，以及执行新租赁准则导致汇兑敞口放大和财务费用增加。

公司发布 2020 年报，2020Q4 业绩好于我们的预计。2020 年，公司实现营业收入 93.7 亿元，同比下降 36.7%；营业成本 99.8 亿元，同比下降 23.9%；毛利率 6.4%，同比下降 17.8pts；归母净利润-5.9 亿元，上年同期为盈利 18.4 亿元。扣除对春秋航空日本长期股权投资确认的投资亏损及计提减值影响后，公司实现净利润约 1.4 亿元。2020Q4，公司实现营业收入 25.4 亿元，同比下降 21.4%；营业成本 26.7 亿元，同比下降 26.0%；毛利率 4.9pts，同比增加 6.5pts；归母净利润-4.4 亿元，上年同期为盈利 1.2 亿元。当季业绩好于我们之前的预计（约-4.9 亿元），主要原因来自其他收益（主要是航线补贴）好于我们的预计。

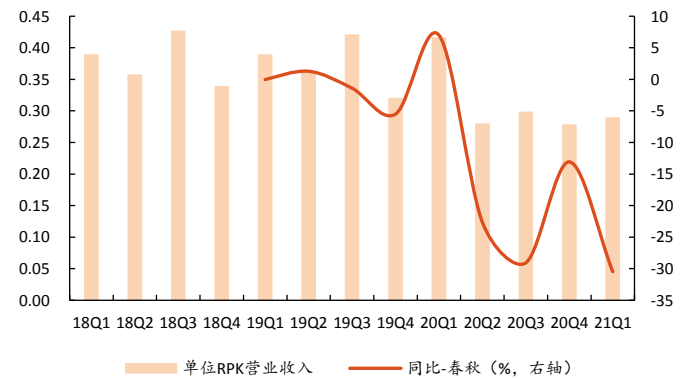
疫情反复影响出行需求，客座率和客收益有待提升。2020Q4，公司营收同比下降 21.4%。其中，ASK 同比下降 3.7%，客座率 82.7%，同比下降 5.4pts；单位 RPK 营收 0.2782 元，同比下降 13.1%。疫情反复使得需求较弱，客收益水平同比两位数下滑。2021Q1，公司营收同比下降 6.8%。其中，ASK 同比增长 25.4%；客座率 77.5%，同比增加 5.0pts；单位 RPK 营收 0.2892 元，同比下降 30.5%。ASK 和 RPK 分别恢复至 2019Q1 的 97.6%和 82.1%，客座率较 2019Q1 下降 14.7pts。春节就地过年影响出行需求，客收益水平较低是当季营收同比下滑的主要原因。

图表 1：春秋分季度客座率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

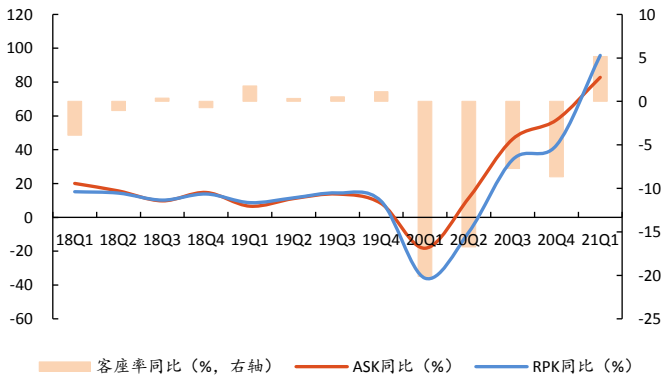
图表 2：春秋分季度单位 RPK 营业收入（元/客公里）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

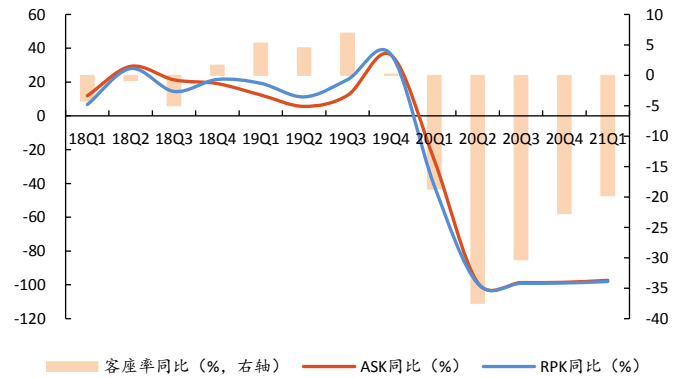
国内线客流有待回暖，国际线经营仍待恢复。2020 年 5 月-10 月，公司国内线 ASK 和 RPK 同比增速均持续提升。2020 年 11 月起，运力供给仍保持高速增长，但需求受秋冬季疫情反复的影响有所减弱，客座率同比降幅扩大。2021Q1，公司国内线 ASK 和 RPK 分别较 2019Q1 增长 49.4%和 25.3%；客座率 77.7%，较 2019Q1 下降 15.0pts。受海外疫情的影响，公司国际线经营仍未恢复正常。2021Q1，公司国际线 ASK 和 RPK 分别仅恢复至 2019Q1 的 2.0%和 1.2%；客座率 52.7%，较 2019Q1 下降 38.5pts。

图表 3: 春秋分季度国内线 ASK/RPK/客座率同比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

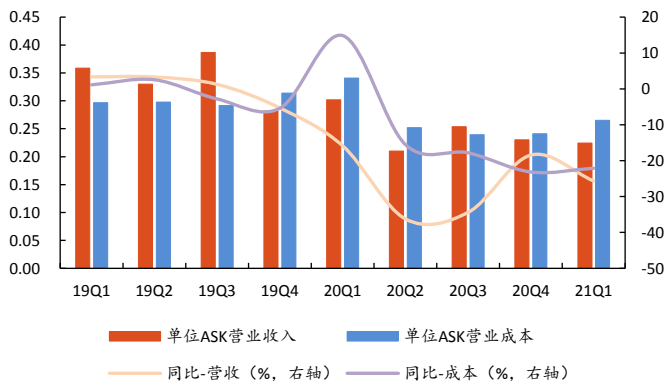
图表 4: 春秋分季度国际线 ASK/RPK/客座率同比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

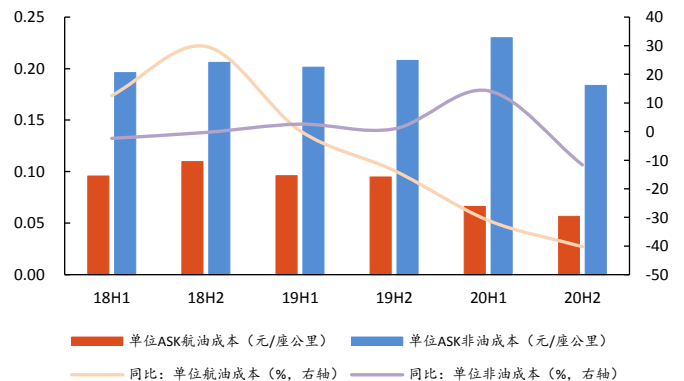
运力恢复带来单位成本下降, 需求较弱拖累单位毛利。2020H2, 公司单位 ASK 航油成本 0.0566 元, 同比下降 40.2%, 环比下降 14.5%; 单位非油成本 0.1836 元, 同比下降 11.7%, 环比下降 20.2%。公司单位航油成本和单位非油成本同比和环比均有下降, 主要来自运力恢复对营业成本的摊薄。2020Q4 和 2021Q1, 公司单位 ASK 毛利分别为 -0.0112 元和 -0.0411 元。单位毛利为负, 主要原因是需求较弱使得客座率和客收益水平较低。

图表 5: 春秋分季度单位营收和成本 (元/座公里)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 6: 春秋单位成本比较



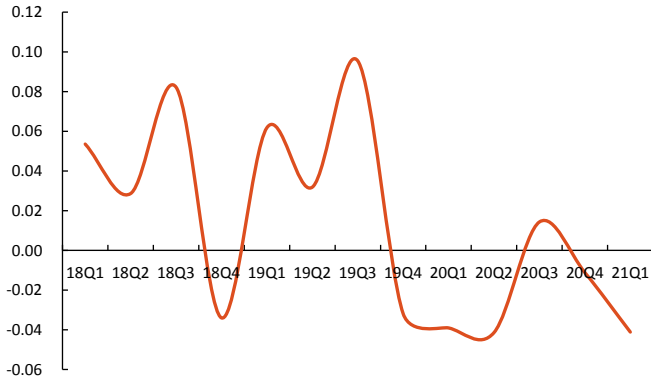
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

费用管控能力较强。2020 年, 公司单位 ASK 销售费用 0.0054 元, 同比下降 9.0%; 单位 ASK 管理费用 (含研发费用) 0.0070 元, 同比增长 0.4%。单位销售费用下降, 主要来自业务量减少后, 职工薪酬、销售代理费、广告费等可变项目的下降。在 2020 年整体 ASK 同比下降 16.9% 的情况下, 公司实现了单位 ASK 管理费用 (含研发费用) 同比基本持平, 主要来自职工薪酬的下降。这反映出公司优秀的费用管控能力。

2020 年, 公司财务费用 7,967.9 万元, 较 2019 年减少 3,073.4 万元, 同比下降 27.8%; 全年平均付息债务约 119.7 亿元, 同比增长约 24.9%。在付息债务同比增长的情况下, 公司实现财务费用同比下降, 主要原因是资金成本下降和汇兑损失减少。2020 年, 公司净汇兑收益为 126.6 万元, 上年同期为净汇兑损失 2,351.1 万元。

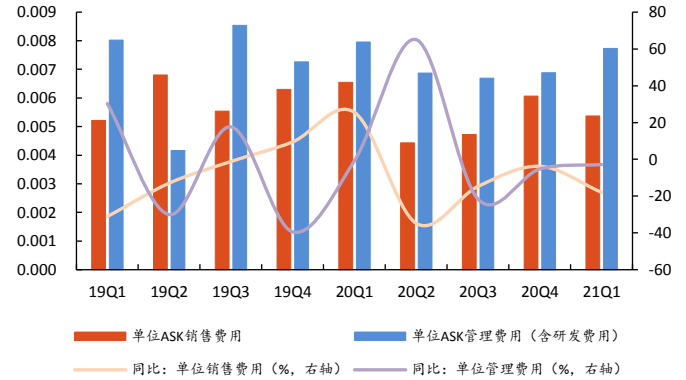
执行新租赁准则，带来财务费用增长。2021Q1，公司财务费用 1.2 亿元，同比增长 632.8%。当期财务费用大幅增长，主要系 2021 年起公司执行新租赁准则带来的利息费用增加，以及汇兑损失增加。2021Q1，公司汇兑损失 2,853 万元，上年同期为汇兑收益 84 万元。

图表 7：春秋分季度单位 ASK 毛利（元/座公里）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 8：春秋分季度单位费用比较（元/座公里）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2021 年 1 月以来，国内和海外部分地区新冠疫情有所反复，恢复进度低于我们之前的预计，下调对 2021 年国内线和国际线客座率的假设。根据公司飞机引进计划和飞机利用率恢复情况，上调对 2022 年国内线 ASK 同比增速的假设。新租赁准则执行后固定资产将上升，上调对 2021-2022 年营业成本中飞机及发动机租赁折旧费用的假设。相较之前，我们对公司 2021 年营业收入和归母净利润的预计均有所下调，对公司 2022 年营业收入和营业成本的预计均有所上调，对公司 2022 年归母净利润的预计有所下调。

预计 2021-2023 年，公司营业收入分别为 140.6 亿元/186.5 亿元/226.9 亿元，同比增速分别为 50.1%/32.6%/21.7%；归母净利润分别为 6.6 亿元/15.5 亿元/24.3 亿元，同比增速分别为 211.5%/136.8%/56.6%。EPS 分别为 0.72 元/1.70 元/2.66 元，对应当前股价，PE 分别为 86.3 倍/36.4 倍/23.3 倍。

2020 年，在新冠疫情冲击下，公司凭借成本优势率先恢复经营，充分展现了低成本航空模式的韧性。长期看，行业在时刻分配和定价等方面逐渐向市场化过渡，有助于公司通过成本和效率优势，获取更多的市场份额。短期看好疫情恢复后公司业绩弹性，长期看好公司未来的成长性，维持“买入”评级。

资产负债表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 10325.08 | 8660.23 | 9357.36 | 9747.40 |
| 货币资金 | 9191.58 | 7032.56 | 7272.83 | 7261.61 |
| 应收及预付 | 395.72 | 653.31 | 923.10 | 1203.80 |
| 存货 | 217.83 | 265.19 | 284.95 | 278.71 |
| 其他流动资产 | 519.94 | 709.16 | 876.49 | 1003.28 |
| 非流动资产 | 22105.00 | 29974.66 | 32608.86 | 34763.71 |
| 长期股权投资 | 4.91 | 4.91 | 4.91 | 4.91 |
| 固定资产 | 12956.88 | 16529.24 | 18096.08 | 19637.61 |
| 在建工程 | 6212.03 | 10576.26 | 11691.42 | 12336.11 |
| 无形资产 | 774.65 | 830.15 | 892.55 | 960.35 |
| 其他长期资产 | 2156.53 | 2034.10 | 1923.90 | 1824.73 |
| 资产总计 | 32430.08 | 38634.89 | 41966.22 | 44511.11 |
| 流动负债 | 10889.63 | 15235.11 | 15904.95 | 15004.46 |
| 短期借款 | 5334.03 | 8851.17 | 8557.02 | 6896.68 |
| 应付及预收 | 681.45 | 1471.84 | 2397.68 | 3268.65 |
| 其他流动负债 | 4874.15 | 4912.10 | 4950.26 | 4839.14 |
| 非流动负债 | 7359.57 | 8559.57 | 9659.57 | 10659.57 |
| 长期借款 | 5983.04 | 6983.04 | 7883.04 | 8683.04 |
| 应付债券 | 0.00 | 200.00 | 400.00 | 600.00 |
| 其他非流动负债 | 1376.53 | 1376.53 | 1376.53 | 1376.53 |
| 负债合计 | 18249.21 | 23794.68 | 25564.52 | 25664.03 |
| 实收资本 | 916.46 | 916.46 | 916.46 | 916.46 |
| 资本公积 | 4884.25 | 4884.25 | 4884.25 | 4884.25 |
| 留存收益 | 8381.29 | 9037.54 | 10591.73 | 13025.66 |
| 归属母公司股东权益 | 14180.86 | 14837.10 | 16391.29 | 18825.23 |
| 少数股东权益 | 0.02 | 3.11 | 10.41 | 21.85 |
| 负债和股东权益 | 32430.08 | 38634.89 | 41966.22 | 44511.11 |

利润表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 9372.92 | 14065.12 | 18648.29 | 22692.53 |
| 营业成本 | 9975.72 | 13828.02 | 17334.28 | 20345.77 |
| 税金及附加 | 14.10 | 19.69 | 24.24 | 27.23 |
| 销售费用 | 205.76 | 295.37 | 372.97 | 431.16 |
| 管理费用 | 159.38 | 225.04 | 279.72 | 317.70 |
| 研发费用 | 107.42 | 154.72 | 195.81 | 226.93 |
| 财务费用 | 79.68 | 209.71 | 237.77 | 247.59 |
| 资产减值损失 | -347.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | -0.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -379.25 | 12.66 | 15.85 | 18.15 |
| 资产处置收益 | 3.02 | 4.53 | 6.00 | 7.30 |
| 其他收益 | 1268.90 | 1468.52 | 1788.74 | 2067.58 |
| 营业利润 | -625.84 | 818.28 | 2014.09 | 3189.20 |
| 营业外收入 | 24.35 | 63.84 | 71.14 | 74.70 |
| 营业外支出 | 3.07 | 3.02 | 3.23 | 3.39 |
| 利润总额 | -604.55 | 879.10 | 2082.00 | 3260.50 |
| 所得税 | -13.37 | 219.78 | 520.50 | 815.13 |
| 净利润 | -591.18 | 659.33 | 1561.50 | 2445.38 |
| 少数股东损益 | -2.77 | 3.09 | 7.31 | 11.44 |
| 归属母公司净利润 | -588.41 | 656.24 | 1554.19 | 2433.94 |
| EBITDA | -105.93 | 454.04 | 1669.27 | 2699.53 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 经营活动现金流 | 825.76 | 2249.52 | 3713.11 | 4578.81 |
| 净利润 | -591.18 | 659.33 | 1561.50 | 2445.38 |
| 折旧摊销 | 983.54 | 911.76 | 1228.00 | 1355.78 |
| 营运资金变动 | -292.11 | 334.17 | 507.13 | 358.59 |
| 其它 | 725.52 | 344.27 | 416.49 | 419.06 |
| 投资活动现金流 | -4887.38 | -8703.41 | -3772.44 | -3413.86 |
| 资本支出 | -4356.59 | -8838.50 | -3898.49 | -3531.19 |
| 投资变动 | -730.88 | 89.45 | 80.50 | 72.45 |
| 其他 | 200.09 | 45.65 | 45.54 | 44.88 |
| 筹资活动现金流 | 5600.39 | 4294.86 | 299.60 | -1176.17 |
| 银行借款 | 12686.00 | 4517.14 | 605.85 | -860.34 |
| 债券融资 | 0.00 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -7085.61 | -422.28 | -506.25 | -515.83 |
| 现金净增加额 | 1459.95 | -2159.02 | 240.27 | -11.22 |
| 期初现金余额 | 7514.68 | 9191.58 | 7032.56 | 7272.83 |
| 期末现金余额 | 8974.64 | 7032.56 | 7272.83 | 7261.61 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|----------|---------|---------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | -36.68% | 50.06% | 32.59% | 21.69% |
| 营业利润增长 | -127.08% | 230.75% | 146.14% | 58.34% |
| 归属母公司净利润增长 | -131.96% | 211.53% | 136.83% | 56.60% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | -6.43% | 1.69% | 7.05% | 10.34% |
| 净利率 | -6.31% | 4.69% | 8.37% | 10.78% |
| ROE | -4.15% | 4.42% | 9.48% | 12.93% |
| ROIC | -3.77% | -1.02% | 0.92% | 2.67% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 56.27% | 61.59% | 60.92% | 57.66% |
| 净负债比率 | 34.38% | 79.18% | 75.09% | 61.91% |
| 流动比率 | 0.95 | 0.57 | 0.59 | 0.65 |
| 速动比率 | 0.90 | 0.51 | 0.52 | 0.56 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.36 | 0.44 | 0.51 |
| 应收账款周转率 | 149.41 | 140.38 | 130.36 | 121.67 |
| 存货周转率 | 43.03 | 53.04 | 65.44 | 81.42 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | -0.64 | 0.72 | 1.70 | 2.66 |
| 每股经营现金流 | 0.90 | 2.45 | 4.05 | 5.00 |
| 每股净资产 | 15.47 | 16.19 | 17.89 | 20.54 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | — | 86.31 | 36.44 | 23.27 |
| P/B | 3.58 | 3.82 | 3.46 | 3.01 |
| EV/EBITDA | -525.58 | 150.62 | 41.31 | 25.30 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%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。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。