

交通运输—高速公路



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

高速公路、机场与航空 09 年投资策略

2008.12.22

高速公路子行业投资要点:

社会物流费用占GDP的比重是衡量一个国家物流水平的重要标志,近年来我国这一比重呈逐年下降趋势,但与发达国家相比还有较大差距,说明我国物流业整体水平不高。

在几种主要运输方式中,我国公路的运量占比逐年递减,但下降幅度并不明显,预计其龙头地位在短期内无法撼动。

今明2年,我国经济也面临着增速放缓的压力。经过相关分析表明,公路运量数据对GDP具有一定的刚性,预计经济下滑对其影响不会太大。

剔除1、2月份雪灾天气对公路业各项运量指标的影响,08年其他月份我国公路运输总量呈稳步上升态势,尽管增速较去年同期有所放缓。

高速公路类上市公司在现金派息方面一向慷慨,我们统计了所有17家公司2000年以来的分红情况,平均派息率为40%,远远高于A股平均25%的水平。

2008年9月3日,《收费公路权益转让办法》出台,为那些偿债能力和现金流状况较好的公司外延扩张提供了契机,如华北高速,五洲交通,现代投资,山东高速,对行业是长期利好。

许多公路类上市公司的股息率高于银行一年期定期存款利率,属于收益型股票,随着我国经济进入降息周期,大股东存在较强的增持或回购动力,如粤高速A,现代投资,华北高速,皖通高速。

无论从市盈率还是市净率看,高速公路行业的估值都处于00年以来的低点。另外,公路行业的防御性比较突出,在熊市中具有较高的投资价值。

我们建议重点关注赣粤高速和现代投资。

行业评级

增持

(维持)

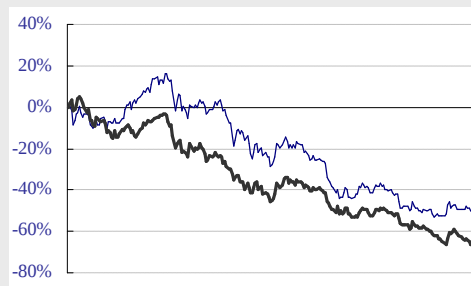
静态市盈率:

14.03

动态市盈率:

12.40

行业表现



评价周期

1 个月

6 个月

12 个月

绝对表现 (%)

(6.24)

(24.73)

(51.03)

相对表现 (%)

(0.24)

(2.68)

15.50

资料来源:Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	07EPS	08EPS	09EPS
赣粤高速	买入	0.94	0.95	1.10
现代投资	买入	1.48	1.55	1.70
白云机场	买入	0.36	0.45	0.65

资料来源:公司数据

黄庆扬

行业研究员

电话

021-32229888*3508

邮箱

huangqingyang@ajzq.com

相关报告

《公路、机场、港口下半年投资策略》

2008.7.24

《机场:最坏时候已经过去,等待 4 季度触底反弹》

2008.9.25

请务必阅读正文之后的重要声明

机场子行业投资要点：

■ 正如预期，在一系列不利事件消除后，9、10月份我国民航的客运数据出现了恢复性反弹，但货运指标依然处于低位；

■ 分航线看，受国外金融危机影响，国际航线尤其是国际货运量下降最快，随着电子产品出口的持续萎缩，我们预计国际航线货运量会进一步下降；预计“客强货弱，内强外弱”的格局将继续延续，或许还将扩大；

■ 从以往6次燃油附加费的调整情况看，附加费的上调会使航空客运指标下降，而下调则使客运指标大幅上升，据此我们预计年底的燃油附加费下调将会对机场行业的运量数据产生正面影响；

■ 前3季度，机场类上市公司的收入和利润增速均低于A股正常水平，其中利润同比甚至出现了下滑，除了受民航市场景气度的下滑影响外，还有一个重要原因就是多家上市公司收购了集团的资产，增加了固定资产投资，从而导致折旧费用大幅提高；

■ 机场板块的估值情况：纵向看，板块的市盈率和市净率已接近自2000年以来的最低点；横向看，板块的市盈率略高于A股的平均水平，市净率略低于A股的平均水平；在交运板块内部，机场行业的市盈率和市净率均高于交运板块的总体水平；根据国际经验并考虑我国机场行业的成长性，我们认为目前板块估值水平合理甚至偏低。

■ 前3季度，机场类上市公司的应收款项大幅增长，这主要是由航空公司的巨额欠费引起的，我们应时刻关注应收款项的回收情况，毕竟在此次博弈中，航空公司掌握着绝对的主动权；

■ 对于机场类上市公司，我们认为其中的投资机会是结构性的：在行情向好时，我们比较看好白云机场和上海机场，因为前者业绩较好，机场容量充足，而后者存在资产注入预期，在行情向好时有望引领机场板块向上；相反，我们则看好厦门空港和白云机场，因为它们的非航收入所占比例较大，Beta值较低，防御性较好。另外，深圳机场的容量目前基本饱和，业绩不会出现大的波动，也具有较强的防御性。维持行业“增持”评级。

航空子行业投资要点：

■ 自今年5月以来，国内航线的综合票价指数便出现了负增长，8月份甚至出现了25%的降幅，9、10月份，由于“十一”长假的刺激和需求反弹，国内票价指数的同比跌幅明显收窄，而国际航线，尤其是亚洲及港澳地区的票价则相当稳定；

■ 国际原油价格的大幅跳水利好航空运输行业，但自今年下半年以来，人民币升值的速度明显趋缓，下半年人民币-美元仅升值0.465%，减少了航空公司的外汇收益；

■ 虽然9月份我国民航的客运数据出现了恢复性反弹，但考虑到4季度是民航市场的传统淡季，因此我们对反弹幅度并不乐观；随着国际金融海啸的继续蔓延，我国实体经济也遭受了较大影响，预计很难在09年走出困境，这对Beta值比较高的航空运输业将产生较大压力；年底，央行宣布大幅降低存贷款利率108和27个基点，对人民币的升值形成了比较大的压力，据此我们预计航空运输类公司的汇兑收益将不复存在；原油价格虽高位回落，但据披露有一些航空公司深陷套期保值亏损困境，这极大的抵消了油价下跌带给航空公司的收益；综上，我们给予航空运输行业“中性”评级，建议投资者回避。

一、公路	5
1、公路在物流业的地位无法撼动	5
2、08 多事之秋，公路行业增长平稳	6
3、经济存在下行风险，或许对公路业影响不大	7
4、公路行业现金流充沛，分红比率较高	7
5、收费公路权益转让再度开闸，长期利好上市公司	8
6、公路类上市公司存在增持或回购的可能性	9
7、高速公路估值处于历史地位	9
8、重点个股推荐	10
二、 机场	12
1、9、10 月民航客运数据出现反弹	12
2、“客强货弱，内强外弱”格局继续延续	12
3、预期的燃油附加费下调将利好机场行业	13
4、航空公司欠费严重影响机场现金流	14
5、机场行业个股的业绩增长不尽人意	15
6、机场行业个股的估值及近期表现	15
7、机场板块估值处于历史地位	16
8、个股投资建议	16
三、 航空	19
1、客座率和载运率的下滑幅度明显收窄	19
2. 国内航线票价指数反弹明显	19
3. 原油价格高台跳水，人民币升值速度趋缓	20
4. 行业业绩进入下降通道	20
5. 前 3 季度个股亏多盈少，利润逐季下滑	21
6. 回避高资产负债类个股	22
7. 个股估值及近期表现	23
8. 行业估值无优势	23
9. 个股投资建议	24

社会物流费用与 GDP 的比率通常是衡量一个国家物流水平的标志。比率越低，表明物流水平越高。近二十年来，发达国家物流费用与 GDP 的比率一直处于下降态势，目前平均约为 10% 左右，而且这种下降趋势还在继续。以美国为例，1981 年全部物流费用与 GDP 的比率为 16.2%，2004 年为 8.6%，2006 年已降为 6.9%。反观我国，虽然近年来的物流费用与 GDP 的比率也呈逐年下降趋势，但是与发达国家相比还有较大差距，例如 2007 年为 18.4%，是发达国家的 2 倍还多。

对我国来说，2008 是多事之秋！2008 年中国发生的事件，比过去 10 年内的都要多：1、2 月份，南方遭受百年不遇的雪灾；5 月，汶川爆发 8 级强震；8 月，29 届夏季奥运会和残奥会在京举行，……，而且绝大多数都对我国的物流业产生了不利影响。

尽管这些事情会短暂的延缓我国物流业的发展速度，但我们认为，这只是前进过程中的一点小波折，它们无法改变我国物流产业长期向好的发展态势。

一、公路

1、公路在物流业的地位无法撼动

现代运输方式包括铁路、公路、水运、航空和管道运输等。剔除管道运输方式，我们考察其他四种方式在客运总量和货运总量中所占的比重，发现除了货物周转量外，公路运输在客运量、货运量、旅客周转量等指标上都独占鳌头，而且遥遥领先于其他运输方式。虽然近年来公路的占比情况呈逐年递减的趋势，但下降幅度并不明显，预计其地位在短期内无法撼动。

图 1：各种运输方式承担的客运量占比情况

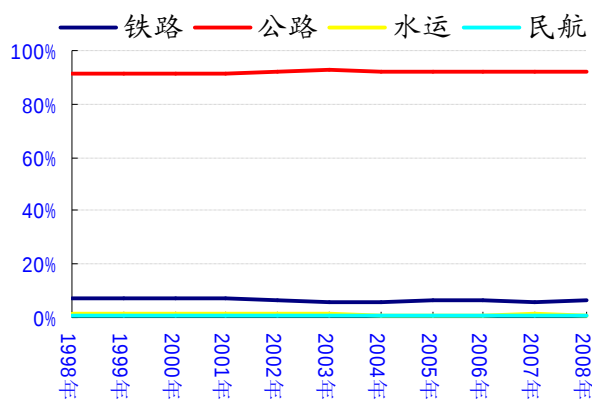
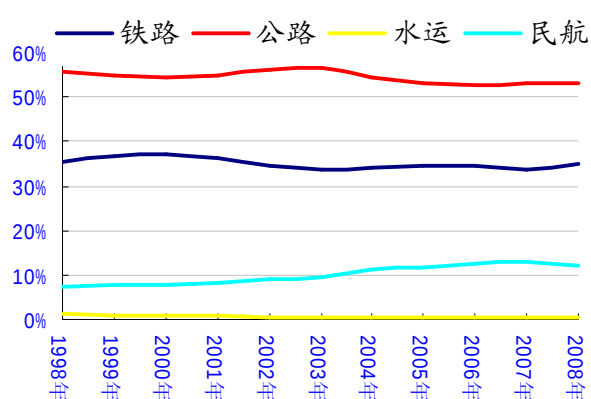


图 2：各种运输方式承担的旅客周转量占比情况



资料来源：Wind 资讯

图 3：各种运输方式承担的货运量占比情况

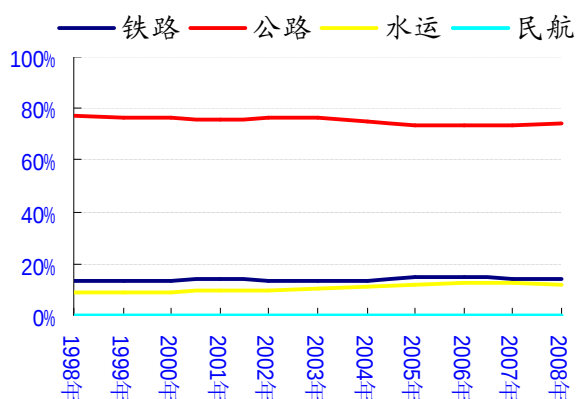
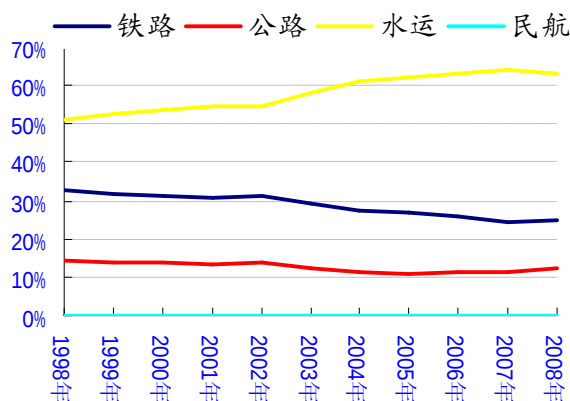


图 4：各种运输方式承担的货物周转量占比情况

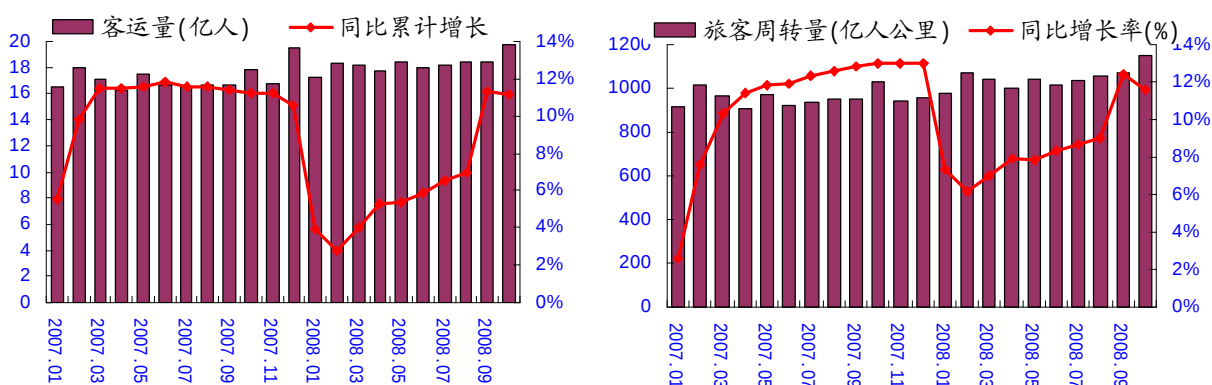


资料来源：Wind 资讯

2、08 多事之秋，公路行业增长平稳

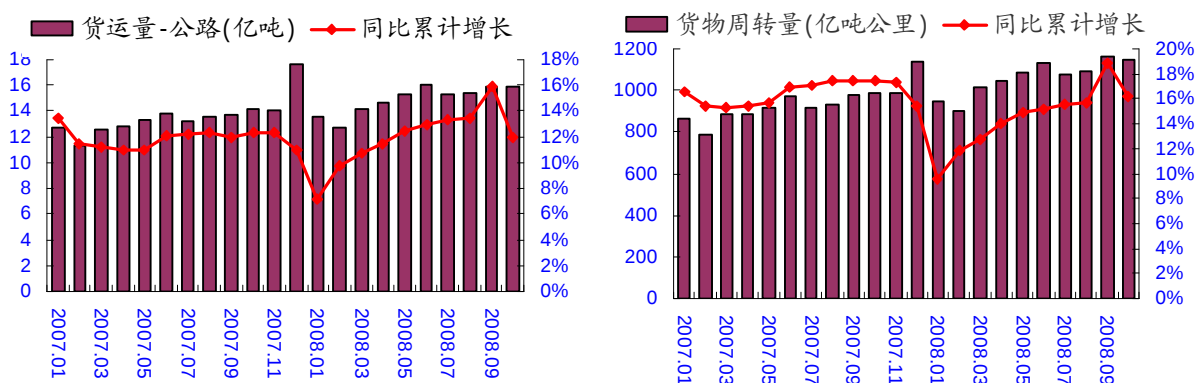
2008 年，受国际金融海啸影响，世界经济形式不容乐观，而我国经济也面临着增速放缓的压力。2008 年，除了 1、2 月份的雪灾天气对公路业的各项运量指标影响较大外，其他几月的运输总量呈稳步上升态势，虽然客运增速较去年同期有所放缓。9、10 月份，客货运增速明显提高，货运增速甚至达到两年的高位。

图 5：公路运输 07-8 年客运量及同比增长情况 图 6：公路运输 07-8 年旅客周转量及同比增长情况



资料来源：Wind 资讯

图 7：公路运输 07-8 年货运量及同比增长情况 图 8：公路运输 07-8 年货物周转量及同比增长情况



资料来源：Wind 资讯

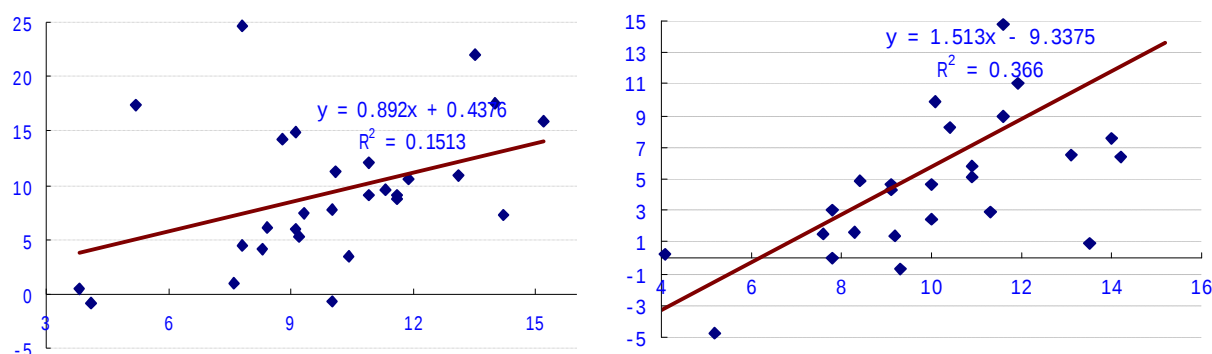
请务必阅读正文之后的重要声明

由于我国经济增长速度仍旧维持在8%以上，以及居民收入和消费水平的迅速提高，汽车拥有量稳定增长，公路客货运输周转量进一步扩大，高速公路公司将分享车流量高增长带来的收益。

3、经济存在下行风险，或许对公路业影响不大

为考察经济增长放缓对公路行业的影响，我们利用80年以来28年的GDP增速与公路客运量和货运量增速作回归分析，分析结果显示，货运量和客运量与GDP的相关系数分别为0.6和0.39。另外，我们还做了线性回归分析，得到的R平方值只有0.37和0.15，拟合效果并不理想，这也从某种程度上说明，公路运输对GDP具有一定的刚性。

图 1：公路行业客运量与 GDP 增速的线性回归分析 图 2：公路行业货运量与 GDP 增速的线性回归分析



资料来源：爱建证券研究发展总部

业界普遍认为，明年我国的GDP增速将下降到8-9%。假定09年我国GDP增长速度为9%，依据以上回归结果，得到09年我国的客运和货运量增速分别为8.47%和4.28%。由于拟合效果不甚理想，因此我们认为这组数据并不可靠。在一系列不利因素消除后，我们预计09年我国公路行业的运输数将继续保持平稳增长。

4、公路行业现金流充沛，分红比率较高

从现金流方面来说，高速公路行业是当之无愧的“现金之王”，而公路类上市公司在现金分红方面也相当慷慨。我们统计了所有17家公司2000年以来的分红情况，其中以宁沪高速的派息率（年度累计分红总额/净利润）为最高，5年平均为80.71%，其次为华北高速和现代投资，分别为72.06%和69.05%。17家上市公司8年平均派息率为40%，远远高于A股的25%。

表 1：高速公路类上市公司 2000 年以来的派息情况

代码	名称	派息率								
		2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	平均
000429	粤高速 A	51.1%	49.1%	44.5%	42.8%	41.4%	44.6%	59.8%	53.6%	48.36%
000548	湖南投资	0	0	0	41.4%	0	69.9%	22.6%	0	16.74%
000753	漳州发展	0	0	0	90.3%	0	0	97.9%	0	23.53%
000828	东莞控股	76.1%	62.6%	81.2%	77.8%	0	0	0	59.5%	44.65%
000886	海南高速	0	0	0	0	0	0	0	67.6%	8.45%
000900	现代投资	54.4%	158.0%	0	145.8%	73.5%	44.2%	36.4%	40.1%	69.05%

000916	华北高速	55.7%	114.2%	70.2%	71.7%	62.5%	94.6%	68.8%	38.8%	72.06%
600003	ST 东北高	0	63.2%	36.1%	0	35.3%	0	30.2%	37.7%	25.31%
600012	皖通高速	54.9%	48.3%	70.6%	41.0%	35.1%	19.3%	0	0	33.65%
600020	中原高速	6.2%	0	19.0%	20.3%	193.5%	0	0	0	29.88%
600033	福建高速	45.3%	58.4%	63.5%	67.7%	30.7%	10.2%	35.7%	0	38.94%
600035	楚天高速	55.7%	101.7%	71.5%	52.3%	0	0	0		40.17%
600106	重庆路桥	27.2%	26.9%	40	47.7%	39.1%	0	44.2%	39.8%	40.61%
600269	赣粤高速	22.6%	26.6%	29.6%	29.5%	32.8%	39.8%	37.3%	83.5%	37.71%
600350	山东高速	45.1%	46.3%	63.5%	53.8%	28.6%	77.4%	0	0	39.34%
600368	五洲交通	30.9%	41.4%	30.5%	37.4%	43.8%	34.2%	30.3%	53.3%	37.73%
600377	宁沪高速	83.0%	81.2%	100.2%	84.3%	75.0%	78.2%	79.3%	64.5%	80.71%

资料来源：Wind资讯，爱建证券研发总部整理

今年下半年，证监会连续对上市公司的分红规定做出重大调整。8月22日，《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》（征求意见稿）将上市公司再融资需满足的条件，修改为“最近3年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%”；10月份，又剔除了股票分配所占的比例，使得这一分配比例成为上市公司纯现金分红的比例。这两次调整对于派息率较高的高速公路行业来说，影响程度最轻。

5、收费公路权益转让再度开闸，长期利好上市公司

收费公路权益的转让一直没有一个规范的政策法规作为依据，2004年国家发布的《收费公路管理条例》中仅简单提到一些收费公路权益转让办法，2006年国务院暂停了政府还贷公路的转让。两年过后，收费公路权益转让终于再度开闸。

2008年9月3日，交通运输部、发改委和财政部共同出台了《收费公路权益转让办法》（以下简称《办法》），该《办法》将于2008年10月1日生效。内容主要涉及以下几点：

- (1)，“政府还贷公路”收费权可以转让，转让时可以延长不超过5年的收费期限；
- (2)，转让经营性公路收费权时，不得延长收费期限，且累计收费期限东部地区不得超过25年，中西部地区不得超过30年；
- (3)，二级公路和收费期限超过2/3的公路，其收费权不得转让；
- (4)，收购公司财务状况良好，企业所有者权益不低于受让项目实际造价的35%，且在经济活动中无重大违法违规行为；
- (5)，收费权评估按照收益现值法；
- (6)，“政府还贷公路”转让要采用公开招标的方式，且收入应全部用于公路建设。

《办法》的出台彻底改变了过去高速公路权益转让的无序状态，为上市公司的外延式扩张提供了一个公平、公正的机会。无论对于高速公路行业还是上市公司来说，都是一个长期利好。我们认为，那些偿债能力和现金流状况比较好的公司具有较强的外延式扩张动力，其中以华北高速为最甚。

表 2：未来外延式扩张可能性较大的上市公司

代码	名称	资产负债率(%)	流动比率(%)	速动比率(%)	短期借款(亿)	应付账款(亿)	货币资金(亿)	经营活动产生的现金流量净额(去年年报)(亿)	经营活动产生的现金流量净额(今年中报)(亿)

000916	华北高速	6.9	7.48	7.45		0.52	12.87	3.53	2.28
600368	五洲交通	43.8	2.99	2.75	2.35	0.056	6.33	2.56	9.04
000900	现代投资	37.5	0.80	0.72	2	0.26	3.1	10.71	3.81
600350	山东高速	25.3	0.58	0.57	1	4.71	13.35	15.2	5.95

资料来源: Wind资讯, 爱建证券研发总部整理

6、公路类上市公司存在增持或回购的可能性

由于高速公路类上市公司具有较高的分红预期,甚至有许多公司的股息率高于银行一年期定期存款利率(3.87%),属于收益型股票。对于这类上市公司,大股东有可能会短期增持,以待分红预期兑现获取高于银行存款利息的收益。另外,随着我国经济进入降息周期,大股东增持的欲望更加强烈。

我们认为,在公路行业中,具有以下条件的上市公司具有较强的增持或回购动力:(1).07、08年股息率较高,至少高于一年期定期存款利率;(2).上市公司市净率小于,低于2;(3).公司现金流比较重组,以每股现金流量衡量。

表 3: 增持或回购可能性较大的高速公路类上市公司

代码	名称	股息率 (2006)	股息率(2007)	市净率	市盈率	每股经营 活动产生 的现金流
000429	粤高速 A	4.18%	5.90%	1.49	10.4	0.55
000900	现代投资	8.12%	5.71%	1.71	9.5	2.68
000916	华北高速	8.56%	4.79%	0.99	11.7	0.32
600012	皖通高速	5.85%	4.68%	1.48	13.7	0.7

资料来源: Wind资讯, 爱建证券研发总部整理

自8月27日证监会简化控股股东增持程序以来,已陆续出现78家上市公司94起大股东增持其自家股票行为,市值26.76亿元。交运板块中,中远集团、长航集团和中航集团已分别增持了旗下上市公司中国远洋、长航油运和中国国航的股份。

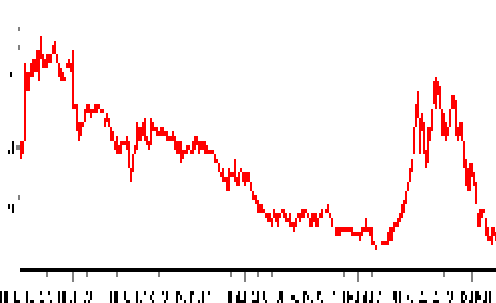
7、高速公路估值处于历史地位

今年以来,上海A股近70%,而17家高速公路类上市公司中,仅有3家公司跑输大盘,证明公路行业具有较高的防御性。从行业估值看,无论是市盈率还是市净率,都已处于2000年以来的低点,投资价值凸显。

图 3：00 年至今公路行业的市盈率情况



图 4：00 年至今公路行业的市净率情况



资料来源：Wind资讯

具体到个股，一些公司在经过深幅调整后，市盈率在10以下，甚至有一些公司已经破净，已经具有较高的安全边际。

表 4：公路行业个股的估值及年涨跌情况

代码	名称	总股本	流通 A 股	市盈率	市净率	Beta	年涨跌幅 (%)
000429	粤高速 A	12.6 亿	4.6 亿	10.4	1.49	0.80	-53.8
000548	湖南投资	4.99 亿	3.98 亿	8.2	1.21	1.08	-69.9
000753	漳州发展	3.16 亿	2.16 亿	-61.3	2.0	0.95	-49.2
000828	东莞控股	10.4 亿	3.13 亿	19.1	1.55	0.86	-65.1
000886	海南高速	9.89 亿	7.36 亿	86.9	0.99	0.85	-56.3
000900	现代投资	3.99 亿	2.81 亿	9.3	1.69	0.92	-57.0
000916	华北高速	10.9 亿	4.11 亿	11.7	1.00	0.83	-53.9
600003	ST 东北高	12.1 亿	5.81 亿	12.6	0.84	0.76	-61.0
600012	皖通高速	16.6 亿	6.32 亿	13.7	1.48	0.65	-51.1
600020	中原高速	21.2 亿	9.53 亿	9.8	1.08	0.85	-54.0
600033	福建高速	14.8 亿	5.43 亿	12.7	2.36	0.70	-40.8
600035	楚天高速	9.32 亿	3.88 亿	14.8	1.65	0.81	-49.2
600106	重庆路桥	3.75 亿	1.88 亿	15.7	1.38	0.65	-46.7
600269	赣粤高速	11.7 亿	6.78 亿	10.3	1.76	0.73	-51.0
600350	山东高速	33.6 亿	6.67 亿	15.0	2.03	0.87	-43.4
600368	五洲交通	4.42 亿	2.74 亿	14.7	1.01	0.76	-30.5
600377	宁沪高速	50.4 亿	4.21 亿	17.7	1.76	0.69	-42.2
600548	深高速	21.8 亿	2.18 亿	18.4	1.67	0.98	-56.7

资料来源：Wind资讯

8、重点个股推荐

1 赣粤高速（600269），投资评级：买入 期限：中长线 明年 1 季度目标价：12.8 元。

公司总股本 11.7 亿股，流通股 6.8 亿股，2007 年每股收益 0.94 元，08 年前 3 季度每股收益 0.65 元，上半年净利润同比增长-20.48%，前 3 季度净利润同比增长-1.35%，利润下降幅度明显收窄。半

年报显示基金合计持有比例为 15.16%。

赣粤高速主要路产纵贯江西，是连接华中、华北、华东与广东、福建的大通道，其在重要程度上仅次于京珠高速；昌九——昌樟——昌泰高速途经平原，行车顺畅，是经江西南下的首选路径。公司的3条高速公路昌九、昌泰和九景高速的剩余收费年限分别为19、25和23年，为公司提供了稳定的现金流。

公司近期公告表示将投资建设彭泽到湖口的高速公路，全长51.535km，投资16.3 亿，2010年8月建成通车。该公路是国家重点项目核电站的配套工程，未来核电站建设运营产生的客货流将是其车流长期增长的保障。据预测，2012年到2020年彭湖高速的交通量年增长率为4.2%、2020年到2025年的年增长率为7.1%、2025年到2030年的年增长率为5.6%，以后增速逐步趋于平稳，整体表现较为稳定。

08年7月10日，公司收到江西省财政厅划拨的08年上半年财政补贴预拨款人民币1.49亿元。公司此次收到财政补贴，约增厚公司08年每股收益0.096元。据此，我们预计公司在2008年和2009年的EPS分别为0.95元和1.1元，给予“买入”评级，明年1季度目标价12.8元。

I 现代投资（000900），投资评级：买入 期限：中长线 明年1季度目标价：18元。

公司总股本 3.99 亿股，流通股 2.81 亿股，2007 年每股收益 1.48 元，08 年前 3 季度每股收益 1.1 元，前 3 季度净利润同比增长 5.14%。3 季报显示基金合计持有比例为 13.90%。

公司近 5 年的平均派息率高达 86%，近 2 年的股息率分别为 8.12%和 5.71%，均高于 5 年期定期存款利率，这对于收益型投资者来说具有莫大的吸引力。而随着我国经济进入下降通道，吸引力越来越强。公司的偿债能力较强，现金流状况较好，在收费公路权益转让再度开闸后，公司具有较强的扩张动能。

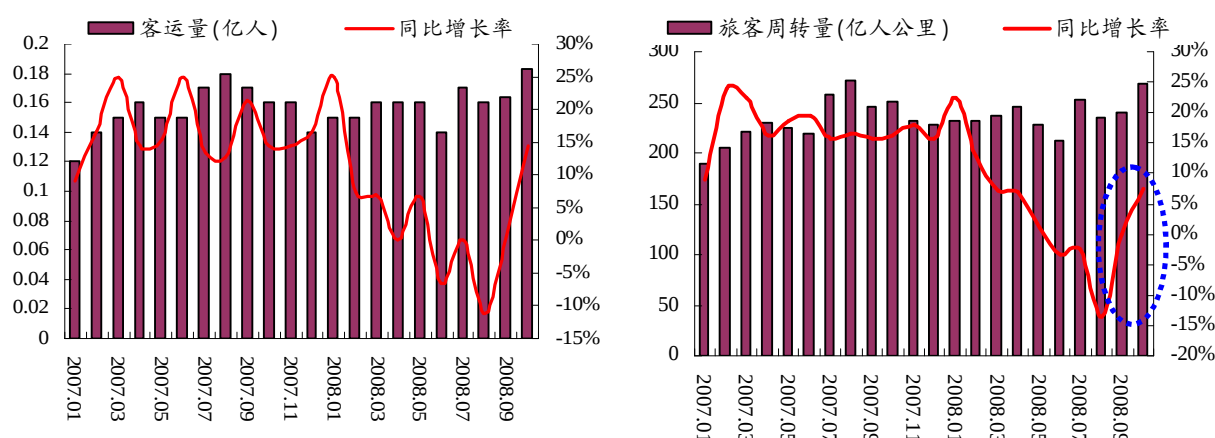
湖南省地处我国中部地带，具有承东启西、连接南北的区位优势，长株潭地区又被国家作为“两型”社会综合配套改革试验区进行建设，再加上湖南省高速公路路网的扩张，对公司所属高速公路车流量的增加有一定的促进作用。我们预计公司在2008年和2009年的EPS分别为1.55元和1.70元，给予“买入”评级，明年1季度目标价18元。

二、机场

1、9、10 月民航客运数据出现反弹

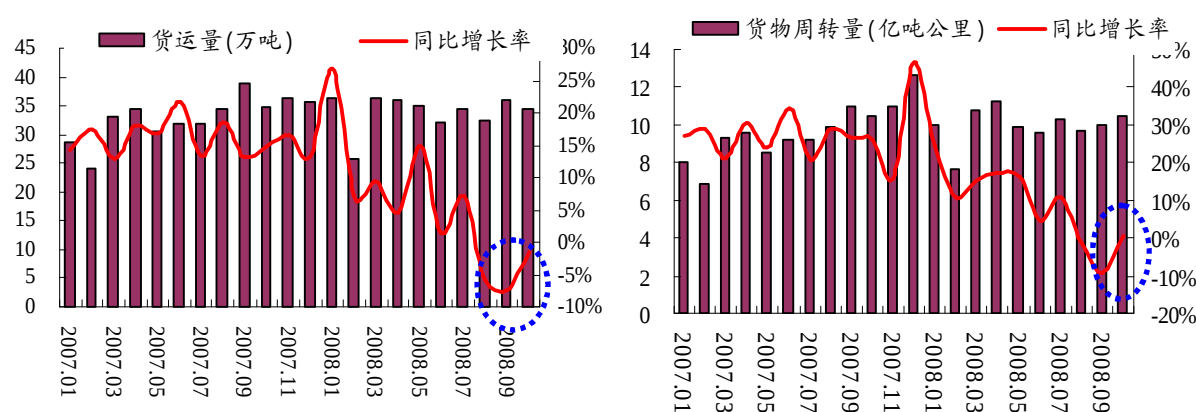
正如我们预期，在一系列不利事件，如南方雪灾、新疆劫机事件、西藏打砸抢事件、汶川地震和奥运期间收紧签证，消除后，再加上“十一”长假提前的推动，9、10 月份我国民航的客运数据出现了大幅反弹，10 月份旅客运输量同比增长 14.4%，旅客周转量同比下降 7.5%；货邮运输量同比下降 1.4%，货邮周转量同比上升 0.5%，依然处在低位。

图 53：近两年民航月度客运量数据及增长率



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

图 14：近两年民航月度货运量数据及增长率



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

2、“客强货弱，内强外弱”格局继续延续

分航线来看，由于受国际金融危机影响，国际航线的运量指标下降较快，其中又以国际航线货运量下降为最快，9 月份环比下降 5.3%，同比下降 6.1%。随着电子产品出口的持续萎缩，我们预计

国际航线货运量会进一步下降，而下月的同比降幅有可能超过国内和港澳航线。

图 15：近两年中国民航各类航线客运量增长率

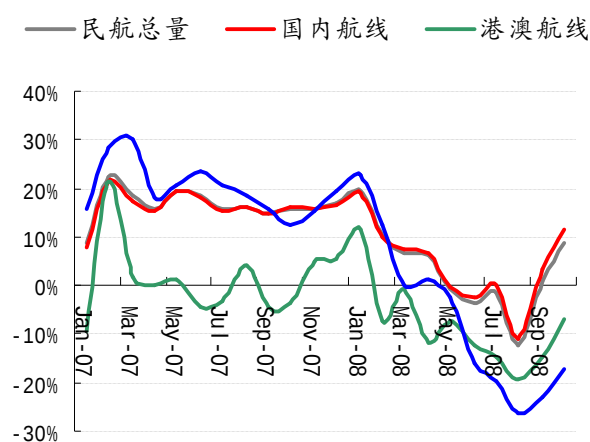
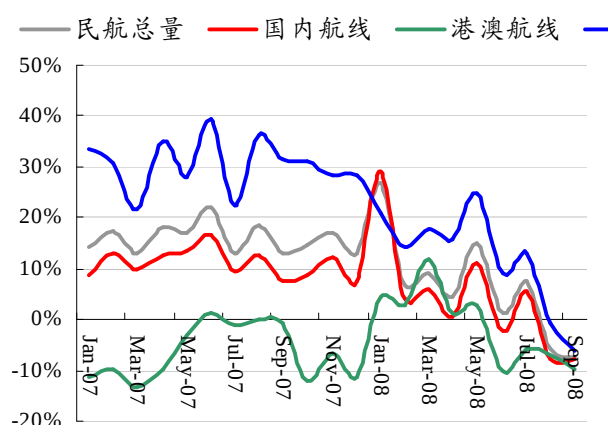


图 16：近两年中国民航各类航线货运量增长率



资料来源：中国民用航空，爱建证券研发总部整理

奥运会和残奥会结束后，我国的签证政策开始放宽，前期压抑的商务和旅游需求开始释放，9、10 月份客运量大幅回升。但是，随着次贷危机向各个领域渗透，国际经济形式继续恶化，我国的进出口量应不会得到改善，因此我们预计国外航线的货运量将继续萎靡，“客强货弱，内强外弱”的局面会继续延续，或许还将进一步扩大。

3、预期的燃油附加费下调将利好机场行业

自今年 7 月以来，国际原油期货价格从最高每桶 147 美元大幅跳水到 40 多美元，跌幅达 70% 以上，而我国成品油的零售价格却没有得到相应的调整，因此外界对成品油价格下调的呼声越来越高。日前，国内一些大的航空公司已开始下调国际航线的燃油附加费，首先是南航率先在 11 月 12 日下调其中国与欧洲、中国与中东等长航线的燃油附加费，接着国航与海航在 15 日跟进。至于国内航线，据民航局官员透露，民航局正在考虑今年年底前下调。

自 2005 年 8 月 1 日燃油附加费复征以来，发改委先后对其进行了 6 次调整，其中 5 次上调，1 次下调。我们考察了前 5 次调整对航空客运数据的影响，发现燃油附加费的调整均对接下来的客运数据产生了较大的影响。附加费的上调使航空客运量出现不同程度的下降，而 2007 年 1 月的唯一一次下调则使运量指标大幅上升。

表 5：复征以来次燃油附加费的历调整情况

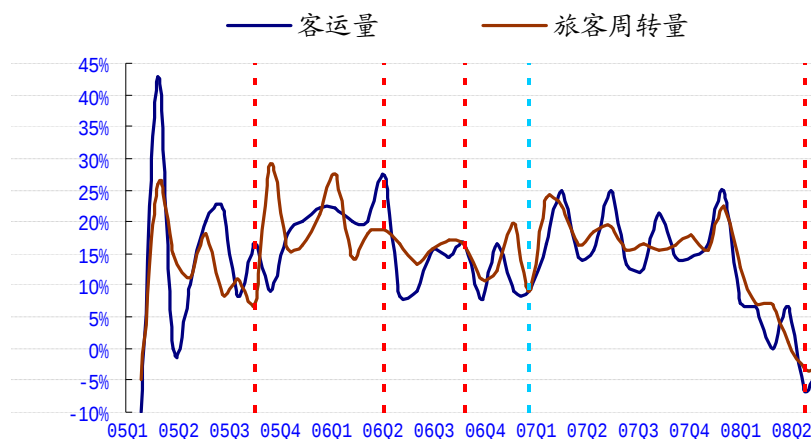
时间	调整内容	
	800 公里以内（元）	800 公里以外（元）
2005 年 8 月	20	40
2006 年 4 月	30	60
2006 年 9 月	60	100
2007 年 1 月	50	80

2007 年 11 月	60	100
2008 年 7 月	80	150

资料来源：Wind 资讯

今年 7 月的一次上调不仅没导致客运数据下降，反而使客运指标在 7 月出现小幅反弹，这或许在某种程度上说明我国航空运量指标已经触底。而年内的燃油附加费下调将进一步促进运量数据的反弹，这毫无疑问将利好机场行业。

图 17：历次燃油附加费调整对航空运量的影响



资料来源：发改委，爱建证券研发总部整理

4、航空公司欠费严重影响机场现金流

随着上半年原油价格的大幅上涨和今年以来航运市场的持续低迷，各大民航航空运输公司前 3 季度均录得巨额亏损。中国民用航空局 11 月中旬数据显示，今年前 3 季度，全国航空公司亏损 43 亿元，其中仅东航前 3 季度就亏损 22.92 亿。公开数据还显示，目前三大国有航空公司中，国航的资产负债率最低，大约为 60% 多，东航高达 98% 以上，南航也达到了 83%。

这些亏损让各大航空公司的现金流日趋紧张，于是拖欠机场费用也就顺利成章了。据报道，截至今年 10 月，国内 29 家航空公司总共拖欠机场航空性收费及地面服务费达 42 亿元。“很多机场已经支撑不下去了，首都机场都要靠贷款过日子！”中国民用机场协会秘书长王健表示。

表 6：今年以来上市公司应收款项增长情况

名称	深圳机场		白云机场		上海机场		厦门空港	
	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比
08Q1	15.9%	27.0%	-16.8%	34.9%	-10.9%	44.0%	42.3%	4.3%
08Q2	59.2%	41.1%	-3.3%	18.4%	31.3%	36.6%	414.6%	312.4%
08Q3	32.1%	2.6%	24.6%	2.8%	14.6%	9.4%	97.7%	-54.3%
今年以来	83.8%		64.3%		115.2%		96.5%	

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

我们统计了 08 年以来 4 家机场类上市公司前 3 季度应收款项的同比和环比增长情况，其中“今

年以来”一行是 2008 年 9 月 30 日的应收款项相对于 2007 年 12 月 31 日的增长比率。总体来看，4 家上市公司的应收款项均大幅增长，其中上海机场今年 3 季度的应收款项较去年年底已经翻倍。我们应时刻注意应收款项的回收情况，毕竟在此次博弈中，航空公司掌握着绝对的主动权。

5、 机场行业个股的业绩增长不尽人意

前 3 季度，深圳机场和厦门空港的收入增长最快，前者主要得益于运输容量的饱和，在航空需求下降时公司的航空服务收入不会出现大波动，而 3 年期的广告合约又锁定了其非航业务的较快增长；后者则主要得益于非航业务的增长，例如其租赁和广告收入分别同比增长 21% 和 53%。由此可见，在经济下行航空需求下降时，非航业务往往成为机场防御的利器，也是上市公司扩大收入的一个重要来源，这可以从国际著名机场的高非航收入比例中得到佐证。

表 7：上市公司的收入及利润增长情况

公司	3 季度营业收入同比 增长率	3 季度营业利润同比增长 率	3 季度净利润同比增 长率	3 年营业收入复合增 长率	3 年营业利润复合增长 率	3 年净利润复合增长 率
深圳机场	22.7%	14.7%	-54.0	52.3%	64.1%	-32.5%
白云机场	16.0%	8.0%	23.9	49.0%	77.0%	105.1%
上海机场	4.5%	-42.3%	-48.2	24.5%	-28.4%	-32.7%
厦门空港	21.1%	-2.7%	4.1%	89.7%	81.4%	74.7%

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

表 8：上市公司非航收入占比情况

公司	深圳机场	白云机场	上海机场	厦门空港
非航收入占比(%)	35	22	30	60

资料来源：上市公司中报，爱建证券研发总部整理

从利润指标看，深圳机场和上海机场的净利润均出现了较大幅度的负增长，后者主要是因为第三跑道、T2 航站楼启用之后，折旧费用、人工成本等导致前 3 季度的营业成本大幅增加 60%；前者主要是因兴业银行案而计提了 2.4 亿元的坏账损失，属于非经常性损益，因此其营业利润仍同比增长了 14.7%。

综合来看，白云机场前 3 季度业绩是最好的，这主要得益于其奥运过后旅客吞吐量的快速恢复，数据显示，白云机场是国内几大机场中，旅客吞吐量同比增长速度最快的。

6、 机场行业个股的估值及近期表现

从个股估值情况看，上海机场由于受上半年固定资产投资所累，三项费用大幅上涨，因此其业绩在今年陷入谷底，相应的股价下跌幅度也最大，07 年静态 PE 为 13.6，在 4 只个股中为最低；如果考虑今明两年的成长性，白云机场由于跑道容量非常宽裕，而随着航站楼拥挤状况的缓解，将独享珠三角航空需求高速增长的盛宴，因此 08 年的动态 PE 只有 10.4，在 4 只个股中为最低，其市净率也最

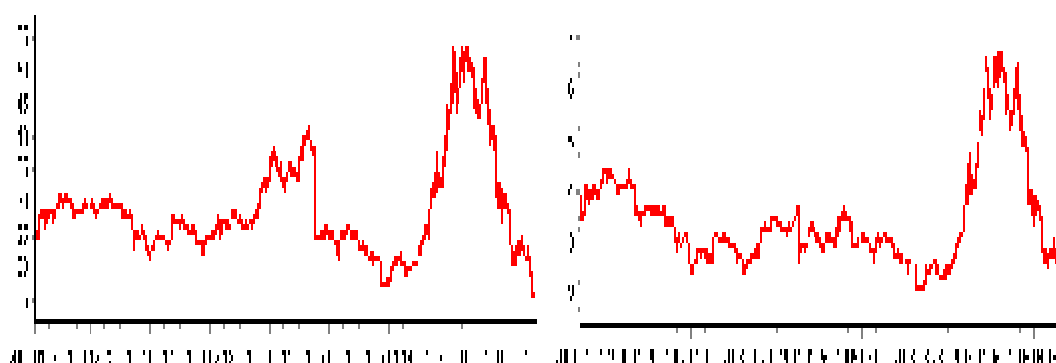
低。

从二级市场表现看，近1个月来，只有白云机场能跑赢大盘，其他3家上市公司均跑输大盘，这也符合防御性公司的一贯特征。

7、机场板块估值处于历史地位

我们分别纵向、横向地比较了机场行业的估值情况，并将其估值同交运板块的其他子行业进行了对比。纵向看，目前机场板块的市盈率和市净率已接近自2000年以来的最低点。

图 18: 00.1—08.9 机场板块的市盈率情况 图 19: 00.1—08.9 机场板块的市净率情况



资料来源: Wind 资讯, 爱建证券研发总部

横向看，机场行业的市盈率略高于 A 股的平均水平，目前分别为 17.6 和 16.7，而市净率则略低于 A 股的平均水平，分别为 2.02 和 2.37。

在交运板块内部，机场行业的市盈率和市净率均略高于交运板块的整体水平。但我们并不据此认为机场行业的估值已经过高，因为历史上绝大多数时间均是如此。根据国际经验看，国外主要机场的合理估值区间在 16 - 18 倍动态 PE 之间，再考虑我国机场行业的成长性，目前估值水平合理甚至偏低。

8、个股投资建议

对于机场类上市公司，我们认为其中的投资机会是结构性的。在行情向好时，我们比较看好白云机场和上海机场，因为前者业绩较好，机场容量充足，而后者存在资产注入预期，在行情转好时有望引领机场板块向上；相反，我们则看好厦门空港和白云机场，因为它们的非航收入所占比例较大，Beta 值较低，防御性较好。另外，深圳机场的容量目前基本饱和，业绩不会出现大的波动，也具有较强的防御性。维持行业“增持”评级。

1 深圳机场（000089），投资评级：增持 期限：中线 明年 1 季度目标价：8.5。

公司总股本16.90亿股，流通股6.53亿股，2007年每股收益0.33元，08年前3季度每股收益0.103元，前3季度净利润同比下滑53.95%。3季报显示基金合计持有比例为12.86%。

公司前3季度净利润大幅下滑的原因有二，一是兴业银行广州分行起诉公司的借款合同纠纷案产生了2.36亿元的计提负债，使公司的税后收益每股降低0.12元；另外一个原因是公司收购集团资产，扩大了报表合并范围，如果同时扣除这两方面因素的影响，公司上半年的净利润略有增长。

目前,深圳机场只有一条跑道,其运输容量基本饱和,因此在经济下行,航空需求降低的情况下,公司的航空服务收入也不会出现大的波动。而在非航业务方面,公司从今年开始,对其广告业务实行特许经营,并同外包公司签订了为期3年的合约,使公司2008-2011年广告收入分别同比增长23%、33%、56%和26%。此外,其他方面的非航收入,如商业租金的提升等,也将成为公司的重要看点。

我们预计公司2008年和2009年的EPS分别为0.14元和0.25元,给予增持评级,明年1季度目标价8.5元。

I 白云机场(600004),投资评级:买入 期限:中长线 明年1季度目标价:13元。

公司总股本11.5亿股,流通股4.97亿股,2007年每股收益0.36元,08年前3季度每股收益0.326元,前3季度净利润同比增长23.88%。3季报显示基金合计持有比例为15.44%。

公司2008年前3季度实现主营收入22.65亿,净利润3.75亿,同比分别增长15.96%和23.88%,在机场类四家上市公司中业绩是最好的。该业绩主要归功于2007年末完成了对大股东飞行区及相关资产的收购,一方面,由于收入分成的重新划分,公司前3季度收入增长达到18.57%,而同期起降架次增长仅为11.8%,另一方面,由于飞行区资产相应折旧和其他可变成本并入,公司08年前3季度主营成本也大幅增长。此外,所得税率由33%降至25%,也是驱动公司净利润增长的重要因素。

在珠三角的三大枢纽机场中,香港和深圳机场的容量目前已基本接近饱和,如深圳机场目前只有一条跑道,因此新增航线十分困难。而白云机场跑道容量非常宽裕,另外随着2009年底东西三指廊和中性货站建成后,航站楼拥挤的状况也有望得到缓解,届时白云机场将独享珠三角航空需求高速增长的盛宴。

08年年底,联邦快递亚太转运中心将正式投入运营。按照目前市场的预期,转运中心运营初期,相关的航空性费用,将直接为公司带来7000万左右的盈利增长,因此带动的区域经济发展所产生的航空物流需求给机场带来的利好非常值得期待。考虑到公司未来2-3年业绩的快速增长,我们预计公司在2008年和2009年的EPS分别为0.45元和0.65元,给予“买入”的评级,明年1季度目标价13元。

I 上海机场(600009),投资评级:短期中性,长期增持 期限:中长线 明年1季目标价:17元。

公司总股本19.27亿股,流通股10.93亿股,2007年每股收益0.88元,08年前3季度每股收益0.34元,上半年净利润同比下降48.17%。半年报显示基金合计持有比例为27.42%。

前3季度净利润的下滑主要是受业务量增速放缓和期间费用上升的双重影响。公司在前3季度的营业收入同比增长4.55%,但三项费用大幅增加。半年报显示,营业成本急增至9.26亿元,增幅高达49%;财务费用急增至4792万元,增幅高达24272%;营业外支出急增至144万元,增幅高达3148%。此外,公允价值变动、民航新收费方案和所得税优惠税率取消也是造成上海机场业绩下降的原因。半年报显示,上海机场去年同期的公允价值变动收益是1210万元,但今年是零。

在多重不利因素影响下,08年无疑是上海机场的业绩低点。但09年以后随着新设施产能利用率提升、固定成本消化,公司的业绩将进入快速成长期。特别是上海机场二期工程投产之后业务瓶颈的打开,货运也保持快速增长的良好势头。另外,机场在非航业务方面也有所拓展,商业收入将得到大幅提升,预计未来5年机场零售业将出现一个高速增长时期,公司盈利模式和收入结构将发生明显变化。同时对集团资产的收购预期仍也是公司的一大看点,使公司在行情向好的时候有望领涨机场板块。

浦东机场二期工程完成以后,直接转化为资产的工程投资高达95亿元,因此公司下半年的折旧和

财务费用将大幅增加,这使公司承担较大的盈利压力,我们预期08下半年的业绩不会得到很大的改善。3季报披露后,我们将公司2008年和2009年的EPS分别调低为0.43元和0.45元,维持“短期中性,长期增持”的评级,明年1季度目标价17元。

I 厦门空港(600897),投资评级:增持 期限:中线 明年1季度目标价:18。

公司总股本2.98亿股,流通股1.25亿股,2007年每股收益0.55元,08年前3季度每股收益0.447元,前3季度净利润同比下降4.08%。3季报显示基金合计持有比例为23.36%。

前3季度,公司在航空收入下降的同时,非航业务却取得了不错的成绩,租赁和广告收入分别同比增长21%和53%,而且预计这两项收入在下半年还会继续提高,有望成为公司未来两年的重要收入来源。

厦门空港的一个典型特征是其非航业务比例较大,占公司总收入的60%,遥遥领先于其他机场类上市公司。厦门航空港的非航空业务包括酒店、物流、房地产、广告、食品、货代、机电、花卉、巴士等。集团拥有的23家全资或控股下属公司中,有16家为非航空业务公司。这使公司在经济下行时具有较强的风险抵御能力。

上市公司在上半年以现金方式购入的集团飞行区资产和厦门空港地勤服务公司100%股权,将于7月1日并入上市公司财务报表,将有效增厚上市公司下半年的业绩。另外,两岸直航如果能顺利达成,尤其是第一批直航如果定为京、沪、穗、厦四个城市,对厦门机场来说,意义非凡。综上,我们预计公司2008年和2009年的EPS分别为0.60元和0.80元,给予增持评级,明年1季度目标价18元。

三、航空

1、客座率和载运率的下滑幅度明显收窄

从客座率和载运率来看，行业的客座率和载运率也在 9、10 月触底反弹。虽然增减仍同比为负，但下滑幅度已明显收窄，而 9 月份客座率的反弹幅度更是达到 5.9%。如果细分到航线，“客强货弱，内强外弱”的格局依然存在。

图 20：近两年中国民航的客座率及其增减情况

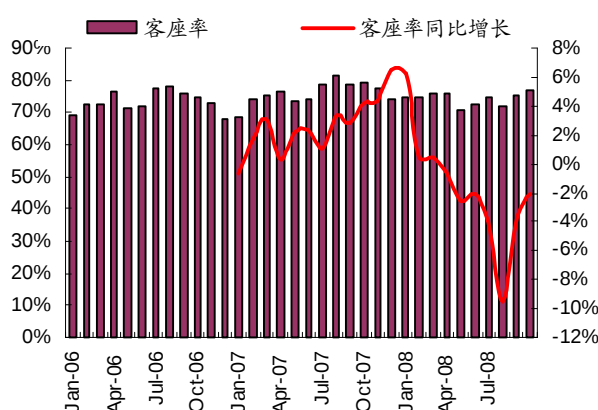
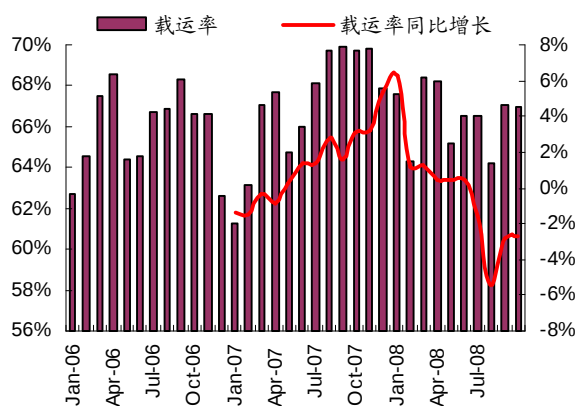


图 21：近两年中国民航的载运率及其增减情况



料来源：民航总局，爱建证券研发总部整理

2. 国内航线票价指数反弹明显

民航市场虽然是一个寡头市场，但各航空公司提供的产品和服务却高度同质，因此当需求降低时，降价便是各公司抵御需求下降的最常用手段，而且这一手段被中国航空公司运用到极致甚至非理性的程度。而外航在价格竞争上相对理性，加之市场竞争程度相对偏低，因此票价水平相对较为稳定。

自今年 5 月以来，国内航线的综合票价指数便出现了负增长，8 月份甚至出现了 25% 的降幅。9、10 月份，由于“十一”长假的刺激和需求的反弹，国内票价指数的同比跌幅明显收窄。而国际航线，尤其是亚洲及港澳地区的票价则相当稳定，这主要缘于国际金融危机对亚太地区的影响相对较小。

图 22：近两年中国民航分航线票价指数

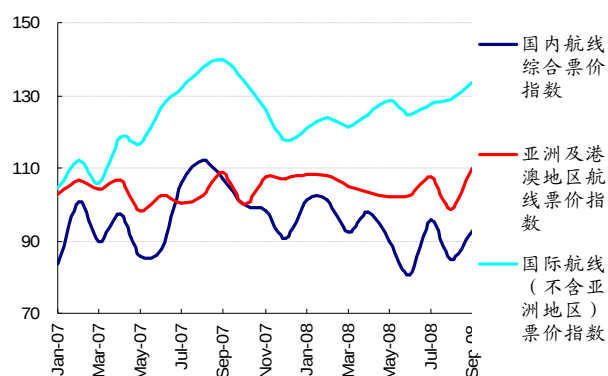
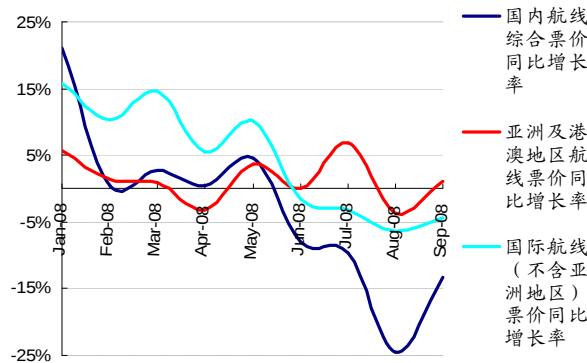


图 23：08 年中国民航分航线票价的同比增长

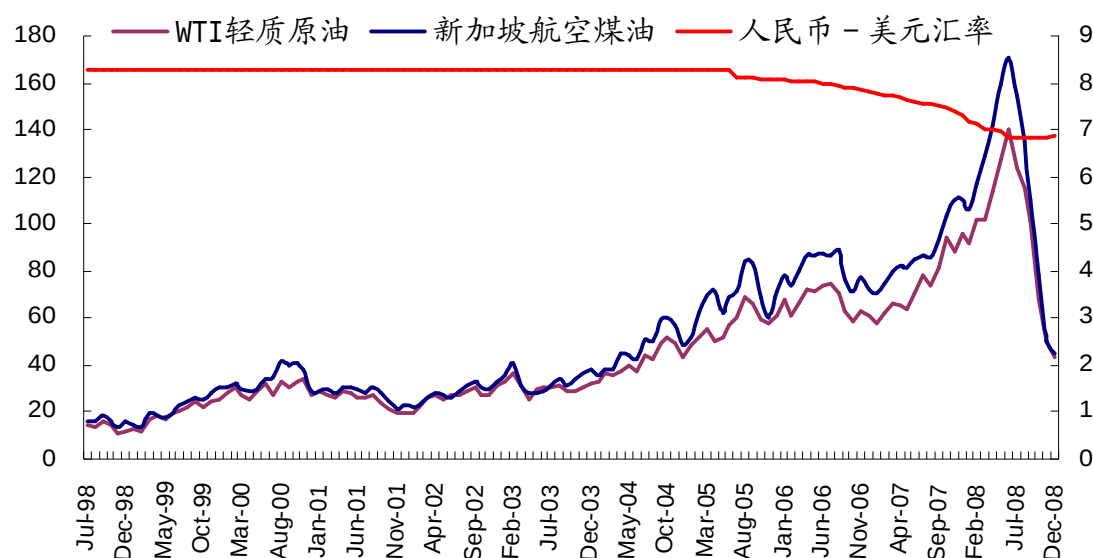


资料来源：民航总局，爱建证券研发总部整理

3. 原油价格高台跳水，人民币升值速度趋缓

自今年7月以来，国际原油期货价格从最高每桶147美元大幅跳水到40多美元，跌幅达70%以上。这对于燃油成本占总成本30-40%的航空公司来说，无疑是一个重大利好。但自今年下半年以来，人民币升值的速度明显趋缓，下半年人民币-美元甚至贬值0.90%，尤其是最近几天人民币更是连续接近跌停，这也减少了航空公司的外汇收益。预计明年人民币升值的幅度也不会太大，市场普遍认为最多在2-3%，我们认为甚至存在贬值的可能，因此如果需求没有明显改善，航空公司09年的盈利前景也不容乐观。

图 24：国际原油价格与人民币-美元汇率走势

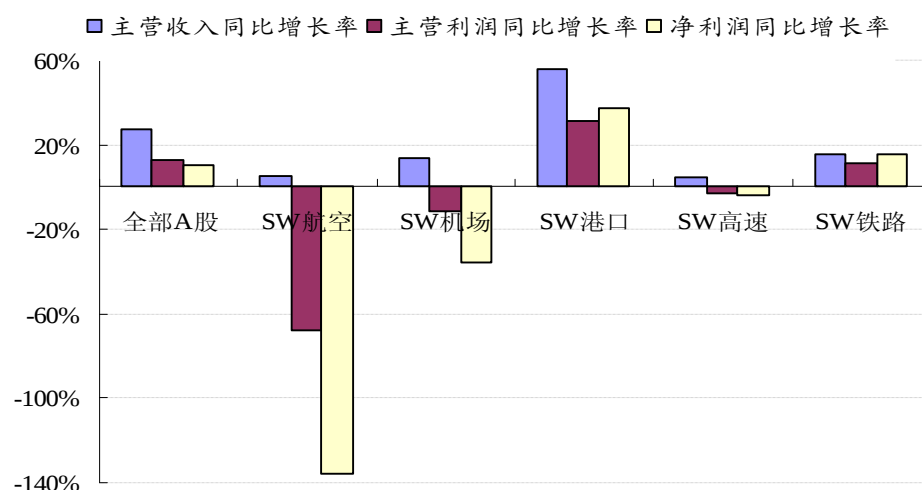


资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

4. 行业业绩进入下降通道

08年前3季度，航空类上市公司的主营收入、主营利润和净利润分别同比增长5.67%，-67.98%和-135.61%，而A股的对应水平分别为27.22%，12.75%和10.20%。在交运板块内部，航空运输板块的亏损幅度也遥遥领先于其他板块。

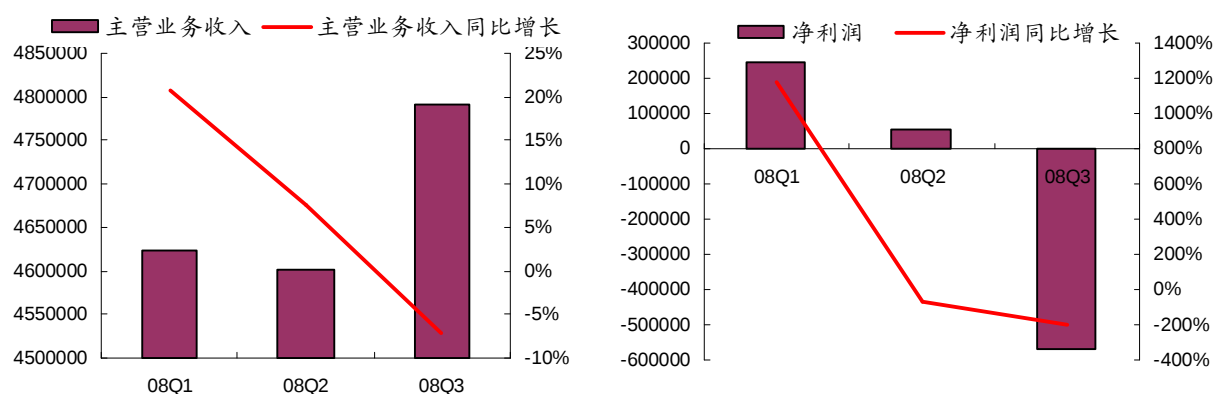
图 6: 交运行业 2008 年前 3 季度总收入和总利润情况



资料来源：上市公司报表，爱建证券研发总部整理

分季度看，08 年前 3 季度航空运输业的主营收入环比并无明显下降，3 季度甚至略有回升，但同比下降幅度明显。从净利润看，1 季度利润与去年同期相比大幅上升 1177.8%，主要缘于 07 年 1 季度行业出现小幅亏损，但 2 季度，净利润却与去年同期相比大幅下降 -149.7%，3 季度达到 -203.7%。

图 26: 交运行业 2008 年前 3 季度总收入和总利润情况



资料来源：上市公司报表，爱建证券研发总部整理

08 年上半年，航空运输业虽然遭遇了一系列不利事件的影响，但人民币的大幅升值使航空公司产生了巨大的汇兑收益，因此仍有盈利。下半年，人民币升值幅度明显趋缓，航空公司的汇兑收益不再，再加上国际金融海啸的影响，航空公司纷纷亏损，我们预计 2008 年 4 季度和 2009 年上半年全行业亏损甚至进一步加重几成定局。

5. 前 3 季度个股亏多盈少，利润逐季下滑

从营业收入看，08 年前 3 季度除东方航空同比出现了负增长外，其他 4 家航运类公司的主营收入均录得一定的增长，其中上海航空的增长幅度最大，为 12.6%。但从净利润看，5 家航运类公司的

利润均出现大幅下跌，其中东航和上航的下跌幅度超过 300%。仅有南方航空和海南航空前 3 季度的净利润为正，但下降通道已经确定，4 季度开始亏损已不可避免。

表 9：上市公司的收入及利润增长情况

证券简称	营业收入 (07Q3) (万元)	营业收入 (08Q3) (万元)	营业收入 同比增长	净利润 (07Q3) (万元)	净利润 (08Q3) (万元)	净利润同 比增长
东方航空	3212081	3163801	-1.5%	103836	-233509	-324.9%
南方航空	4171200	4204600	0.8%	234200	4200	-98.2%
上海航空	903749	1017762	12.6%	-9974	-49887	-400.2%
中国国航	3721576	3967583	6.6%	340994	-77924	-122.9%
海南航空	1024795	1028776	0.4%	46327	3366	-92.7%

资料来源：上市公司中报，爱建证券研发总部整理

从费用指标看，比较突出的是上海航空的销售费用和管理费用，均同比增加十几个百分点，而且这两项费用在期间费用里占比较大，这也是上海航空净利润下滑幅度最大的一个原因。

表 10：上市公司的各项费用率及增长情况

公司	营业费用 率	管理费用 率	财务费用 率	销售费用 同比增长	管理费用 同比增长	财务费用 同比增长
东方航空	5.6	4.8	-1.3	-7.7%	7.9%	-255.6%
南方航空	6.1	3.2	-3.0	0.8%	-1.0%	1647.2%
上海航空	7.4	4.1	0.2	19.6%	14.9%	-88.1%
中国国航	6.0	2.6	-1.7	3.6%	35.4%	-286.3%
海南航空	4.5	3.5	4.3	-2.4%	-0.4%	-27.4%

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

6. 回避高资产负债类个股

短短一年时间，航空业发生了巨幅变化，由一年前的巨额盈利到现在的巨额亏损，使航空运输类公司的财务状况急剧恶化。截至今年第 3 季度，东方航空的资产负债率已高达 98.5%，而上海航空也达到 91.4%。目前，东航的净资产仅为 11.39 亿元，如果再剔除其 15.09 亿元的无形资产，实际上已经资不抵债！

表 11：上市公司的各项费用率及增长情况

证券简称	东方航空	南方航空	上海航空	中国国航	海南航空
流动比率	24.3%	24.1%	35.8%	30.8%	74.6%
速动比率	21.7%	21.3%	32.3%	27.7%	73.1%
资产负债率	98.5%	83.3%	91.4%	69.6%	83.0%

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

据悉，南航集团已于近日收到财政部注资 30 亿元的通知，而这笔资金有望很快注入上市公司，用以补充资本金。另外，东方航空公司也发布公告称，东航集团正在向国家申请国有资本经营预算，目前尚在申办过程。实际上，我们并不看好类似的注资行为，因为 30、40 亿资本金对航空公司来说，

实在是杯水车薪！

7. 个股估值及近期表现

表 12：上市公司的各项费用率及增长情况

证券简称	总股本(万股)	流通 A 股(万股)	静态 PE	静态 PB	BETA 值
南方航空	656127	150000	11.8	2.1	1.23
东方航空	486695	39600	32.6	8.2	1.11
海南航空	353025	122249	20.8	1.9	1.11
上海航空	108150	76745	-11.7	2.5	1.24
中国国航	1225136	163900	15.1	2.0	1.25

资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部整理

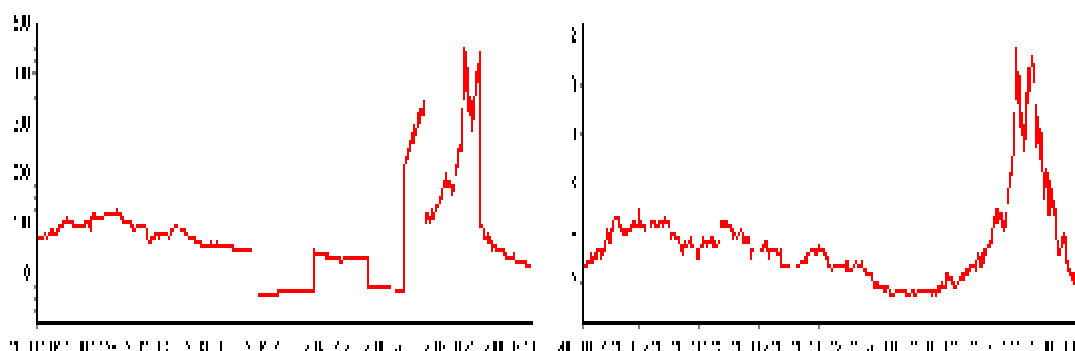
从个股估值情况看，4 家航空运输类上市公司的静态 PE 最低为 10X 倍，最高为 32.6 倍，远远高于国际上同类公司的估值。如果年底行业出现全面亏损，动态 PE 已经不再适用，而从市净率看，最低的海南航空为 1.9，而东方航空竟达到 8.2，在破净比比皆是的 A 股市场，这样的业绩配以这样的市盈率实在有点偏高。

从二级市场表现看，航空运输类个股近 1 个月有 3 支跑赢大盘，近 6 个月均跑输大盘，但从 1 年时间看，5 支个股都跑赢大盘，价格仍然偏高。

8. 行业估值无优势

我们分别纵向、横向地比较了航空运输业的估值情况，并将其估值同交运板块的其他子行业进行了对比。纵向看，目前航空运输业的市净率虽接近近几年的低点，但仍为 1.75，静态市盈率为 14.96，估值并无明显优势。从动态市盈率看，预计航空运输业 08 年全行业亏损或者一两家略有盈利，因此估值明显偏高。

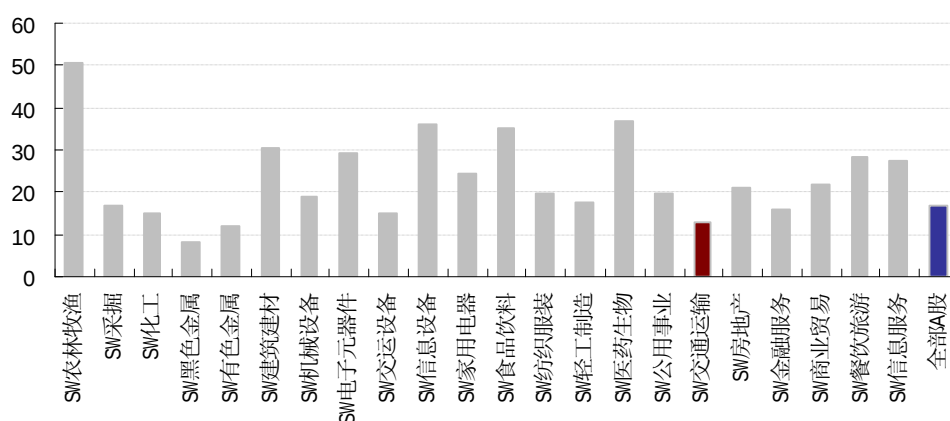
图 27：00.1—08.9 航空板块的市盈率情况 图 28：00.1—08.9 航空板块的市净率情况



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部

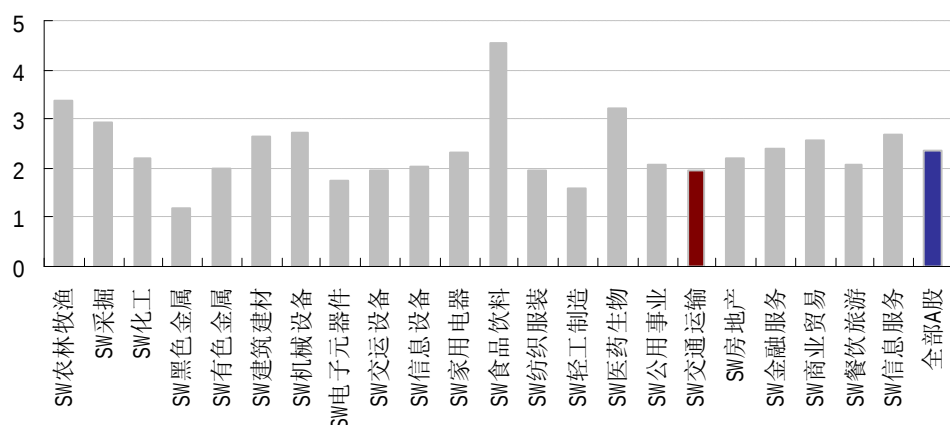
在交运板块内部，航空运输业的市盈率高于高速公路和航运两个子行业，高速公路基本面和防御性要比航空业好得多，而航运要比航空业更便宜。所以从横向看，投资者也应该回避航空类公司。

图 29：交运行业与其他各行业的市盈率比较



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部

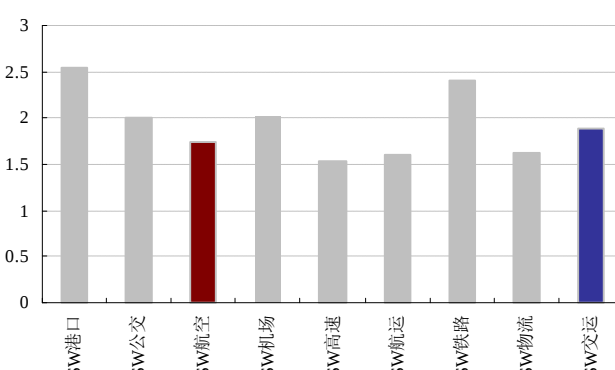
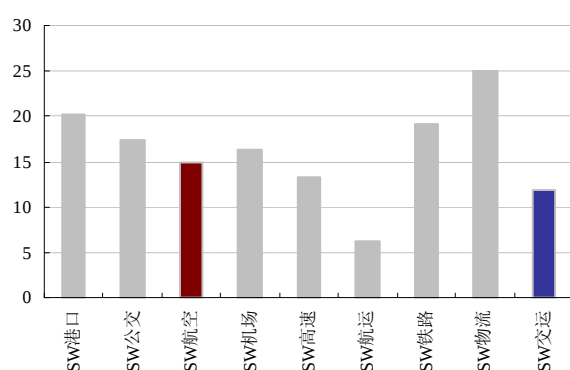
图 30：交运行业与其他各行业的市净率比较



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部

图 31：交运板块各子行业的市盈率情况

图 32：交运板块各子行业的市净率情况



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研发总部

9. 个股投资建议

在一系列不利事件消除后，9、10 月份我国民航客运数据出现了恢复性反弹，但考虑到 4 季度是

民航市场的传统淡季，因此我们对反弹幅度并不乐观。另外，随着国际金融海啸的继续蔓延，我国实体经济也遭受了较大影响，从以往经济运行规律看，我国的实体经济很难在 09 年就走出困境，这对 Beta 值比较高的航空运输业将产生较大压力。

年底，央行宣布大幅降低存贷款利率 108 和 27 个基点，一方面从某种程度上说明我国经济形式下滑比较严重，另一方面也对人民币的升值形成了比较大的压力。市场普遍预计明年人民币升值幅度最多在 2-3%，我们认为甚至存在贬值的可能，因此航空运输类公司的汇兑盈利将不复存在。

原油价格虽高位回落，但据披露有一些航空公司深陷套期保值亏损困境，这极大的抵消了油价下跌带给航空公司的收益。

综上，我们给予航空运输行业“中性”评级，建议投资者回避。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。