

[2009.02.05]

航空机场：春天还有多远？

——08 年回顾与 09 年展望

吴莉

孙丽萍

010-59312710

010-59312823

wuli@gtjas.com

sunliping@gtjas.com

本报告导读：

- 航空业09年供过于求压力仍大，3Q需求回升景气反转概率较大；机场09年温和增长，结构分化延续。

投资要点：

航空业：景气反转还看三季度

- **08 年航空业运营效率下降，景气回落：**08 年民航旅客周转量仅增长 2.6%，比 07 年放缓 15.1 个百分点，月度旅客周转量增速呈 V 型走势，1 季度是增速高点，3Q 触底后 4Q 小幅回升；08 年整体客座率水平为 74.2%，比 07 年下降 2.2 个百分点，这是自 2000 年以来客座率水平首次出现下降；2Q 开始主要航线票价水平同比显著回落，12 月份各航线票较水平仍在低位徘徊，比 07 年同期低 10% 左右。
- **11 月以来受政策利好刺激，航空运输指数上涨 35%，超越上证 19 个百分点。**但目前 A 股主要航空公司 PB 水平在 2.4 倍—8.5 倍，远高于国际主要航空公司 1 倍左右的 PB 水平。
- **09 年供过于求压力仍大，维持行业“中性”评级。**目前航空业仍处于客座率和票价双降的景气下滑阶段，景气反转需等待需求回升。
- **09 年 3 季度航空业景气反转概率较大，2 季度可能是布局航空股的好时机。**考虑到 08 年行业 RSK 增速呈 V 型走势（1Q-4Q 增速 14%、2%、-6% 和 7%），其中 3Q 是全年低点。09 年下半年随着经济好转和行业旺季到来，业务量增速有望出现显著回升。由于票价水平同时受供需和燃油附加费影响，客座率同比提升将是确认景气反转的重要指标。

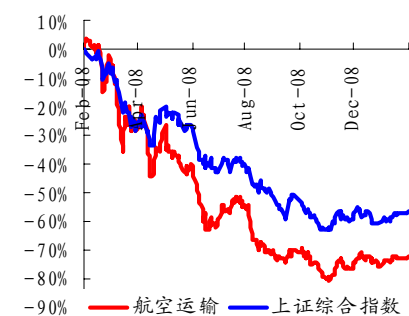
机场业：09 年业务量将温和增长，结构分化延续

- **08 年受经济放缓影响，机场业务量增速放缓。**08 年前 50 家机场飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量增速分别为 4.6%、4.2% 和 5.0%，较 07 年分别放缓 7.7、12.6 和 9.3 个百分点。
- **12 月，主要机场客运业务继续呈结构性分化：**受国际航线不景气影响，浦东机场旅客吞吐量同比下滑 11%；虹桥机场受扩建影响，旅客同比下滑 1.2%；白云、深圳、厦门机场旅客增速分别为 2.4%、7.1% 和 6.4%。截至 12 月，浦东、虹桥、白云、深圳、厦门机场旅客吞吐量累计增速分别为 -2.8%、1.2%、7.9%、3.8% 和 8.1%。
- **09 年业务量将温和增长，延续结构分化。**09 年在经济保八背景下，预期机场行业整体旅客吞吐量增速在 5%-8% 左右，其中国内航线旅客增速在 10% 左右，国际航线将继续呈负增长。
- **目前 A 股主要机场公司 09 年动态在 17-20 倍左右，比国际略高，和 09 年市场整体 18 倍左右的 PE 基本持平。**
- **维持机场行业“增持”评级。**考虑到 09 年机场公司业绩稳定增长的预期相对明确，维持行业“增持”评级，维持白云机场、厦门空港、深圳机场“谨慎增持”评级，上海机场估值在机场股中仍偏高。
- **风险：**由于 08 年 1Q 基数较高，09 年 1Q 是机场业绩增长的低点。

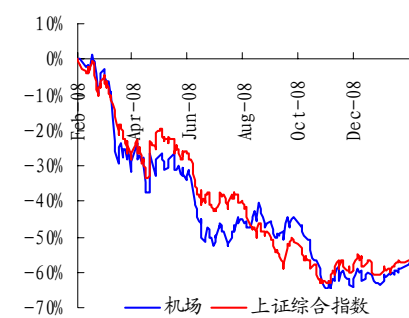
细分行业评级

航空运输业	中性
机场业	增持

近一年航空业市场表现



近一年机场业表现



相关报告

- 《航空机场：防御性机场，交易性航空——09 年航空机场投资策略》
08.12.01
- 《航空机场：黄金周效应消除，民航业务量增速淡中趋稳——08 年 12 月月报》
08.12.22

正文目录

1. 航空业：景气反转还看 09 三季度	4
1.1. 08 年：客座率下滑，行业景气滑落	4
1.1.1. 月度旅客周转量增速呈 V 型走势	4
1.1.2. 自 2000 年以来行业客座率首次出现下降	5
1.1.3. 二季度开始，主要航线票价水平同比显著下降	6
1.2. 航空股市场表现与估值：全年跑输，年尾阶段性跑赢大势	7
1.3. 09 年展望：景气反转还看三季度	9
1.3.1. 最新一期全球航空公司商业信心调查显示受访者预期悲观	9
1.3.2. 维持航空业中性评级，景气反转还看三季度	10
2. 机场业：09 年业务量将温和增长，结构分化延续	11
2.1. 08 年：受经济下滑影响，增速放缓	11
2.1.1. 旅客吞吐量四季度小幅回升，货邮吞吐量持续下滑	11
2.1.2. 不同机场业务量增速呈结构性分化	12
2.2. 机场股市场表现与估值：全年跌幅与上证持平	13
2.3. 09 年业务量温和增长，维持机场业“增持”评级	14

图表目录

图 1: 08 年月度民航旅客周转量增速呈 V 型走势	4
图 2: 08 年民航旅客周转量增速大幅回落, 尤以国际航线回落幅度最大	5
图 3: 08 年 4 月份开始客座率低于 07 年同期	5
图 4: 2000 年以来, 民航年度客座率水平首次出现下滑	6
图 5: 08 年 6 月份开始国内航线票价水平低于 07 年同期	6
图 6: 08 年 8 月份开始亚洲及港澳地区航线票价水平开始低于 07 年同期	7
图 7: 08 年 6 月份开始国际航线票价水平开始低于 07 年同期	7
图 8: 08 年以来航空股跑输大势	8
图 9: 11 月份以来航空运输板块显著跑赢大势	8
图 10: 国际航协 09 年 1 月调查的全球航空公司商业信心情况 (过去三个月盈利情况和对未来 12 个月盈利预期)	9
图 11: 全球航空公司商业信心指数 (过去三个月盈利情况和对未来 12 个月盈利预期)	10
图 12: 国内民航业飞机投放速度与旅客周转量增速对比	11
图 13: 国内前 50 个机场 08 年月度业务量增速	12
图 14: 08 年以来机场业指数跌幅与上证持平	13
图 15: 08 年 11 月以来机场业指数涨幅与上证持平	13
图 16: 主要机场公司估值比较	15
表 1: 主要市场航空股估值比较	8
表 2: 主要航空公司业绩预测与评级	11
表 3: 主要机场月度业务量增速	12
表 4: 主要机场公司盈利预测与投资评级	15

1. 航空业：景气反转还看 09 三季度

1.1. 08 年：客座率下滑，行业景气滑落

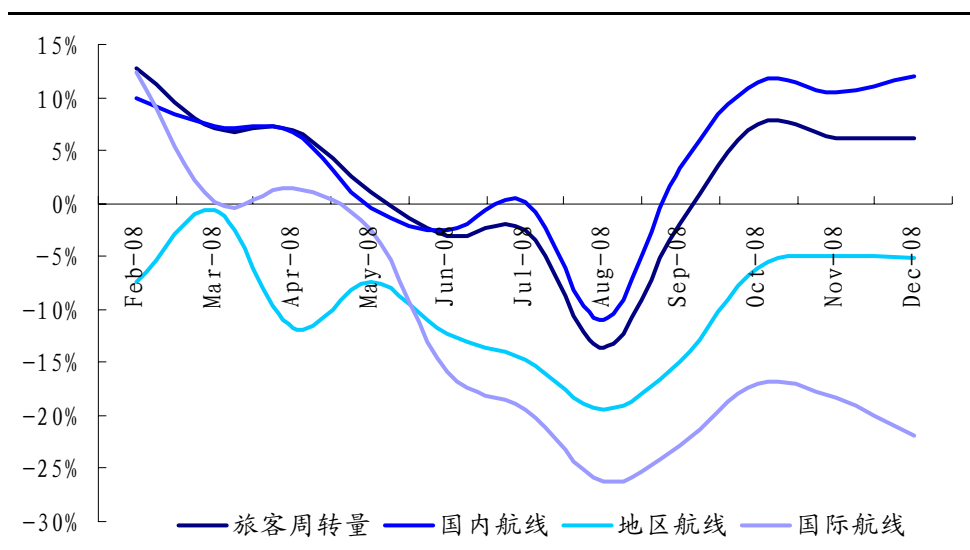
1.1.1. 月度旅客周转量增速呈 V 型走势

12 月，民航客运市场需求仍然低迷，整体旅客周转量（RSK）同比增长 6.2%，增速与 11 月基本持平。除国内航线仍保持 10%左右的增速外，国际和地区航线 RSK 同比分别减少 21.8%和 5.2%，其中国际航线下滑幅度较前两月有所扩大。

08 年民航月度 RSK 增速呈 V 型走势：1 季度由于国内外经济形势相对较好，单季增速为 14%、是全年增长高点；2、3 季度受奥运前后安保等因素影响，旅客周转量增速逐月下滑并呈现负增长；8 月份业务量增速触底后，4 季度需求开始回升，但受国内外经济减速影响，10-12 月增速在 5%-6%左右，反弹幅度有限。

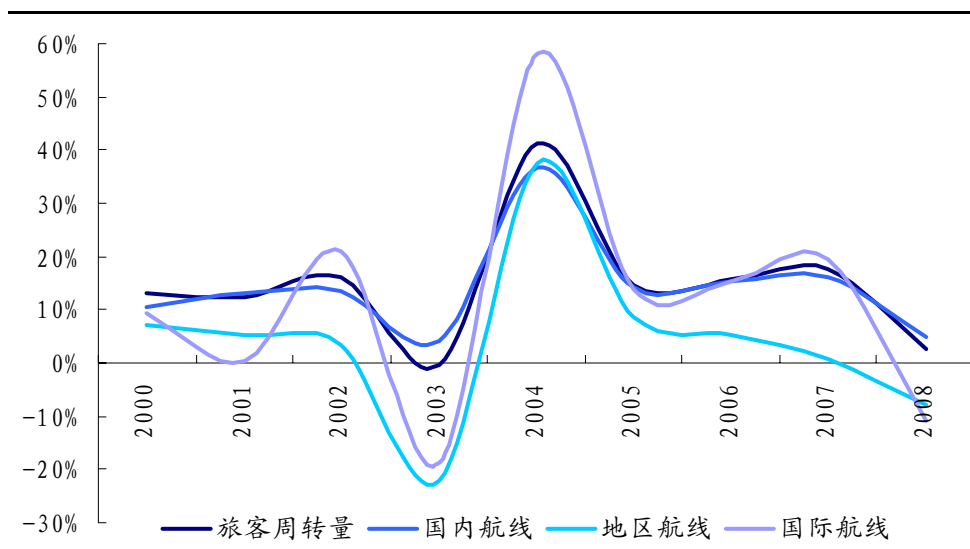
截至 12 月，民航旅客周转量累计仅增长 2.6%，比 07 年放缓 15.1 个百分点，其中国内、国际、地区航线增速分别为 4.7%、-10.8%和-7.9%，比 07 年分别回落 15.1、30.4 和 11.3 个百分点。受主要经济体陷入衰退影响。三大航线中国际航线需求回落幅度最大。

图 1：08 年月度民航旅客周转量增速呈 V 型走势



资料来源：民航总局

图 2：08 年民航旅客周转量增速大幅回落，尤以国际航线回落幅度最大



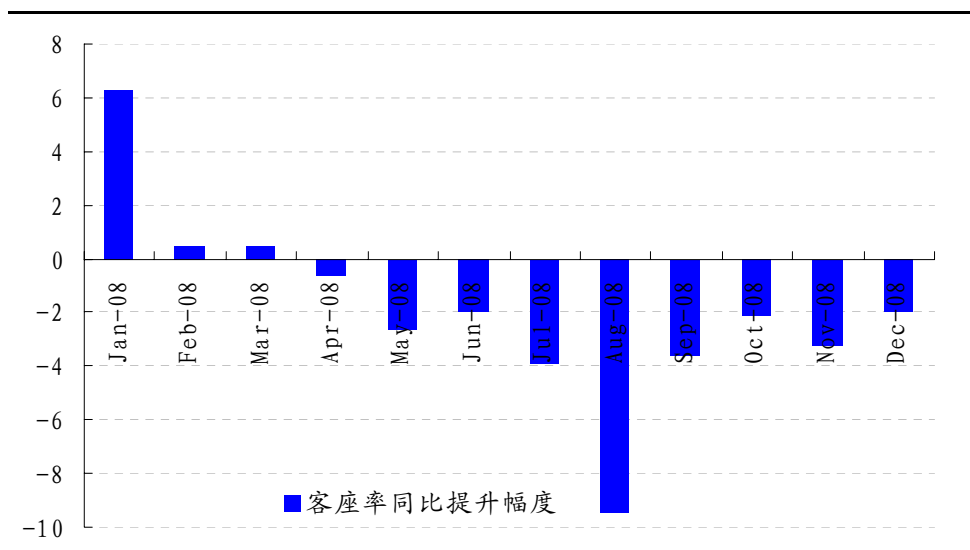
资料来源：民航总局

1.1.2. 自 2000 年以来行业客座率首次出现下降

08 年 4 月份开始，受行业业务量增速放缓影响，民航月度客座率水平较 07 年同期开始呈现回落态势。其中，8 月份奥运会召开当月行业客座率同比下降 9.5 个百分点，下滑幅度创年内之最；随着奥运会落幕，9 月份开始随着旅客周转量增速逐渐回升，客座率下滑幅度有所收窄，但目前 12 月份行业客座率水平仍比 07 年同期低 2.0 个百分点。

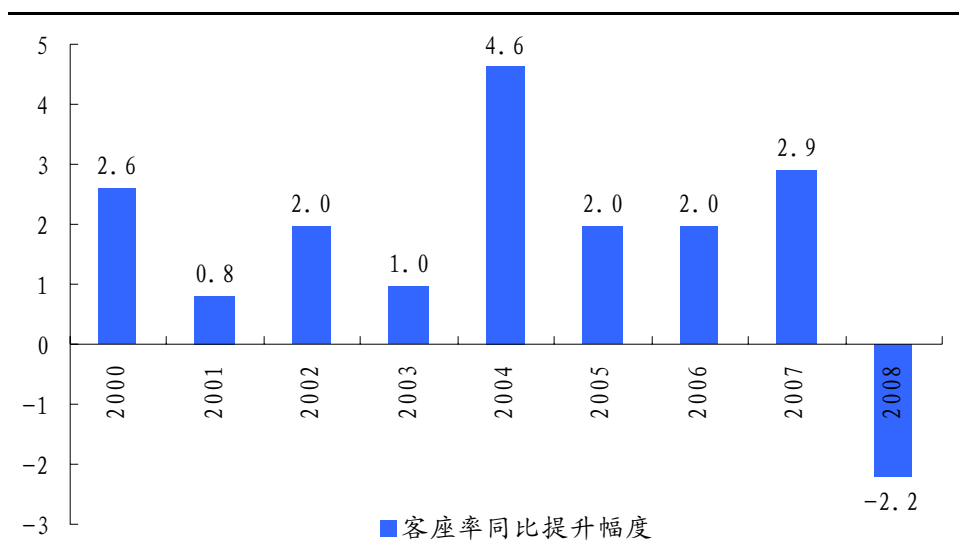
截至 12 月份，08 年行业整体客座率水平为 74.2%，比 07 年下降 2.2 个百分点，这是自 2000 年以来行业客座率水平首次出现下降。

图 3：08 年 4 月份开始客座率低于 07 年同期



资料来源：民航总局

图 4：2000 年以来，民航年度客座率水平首次出现下滑



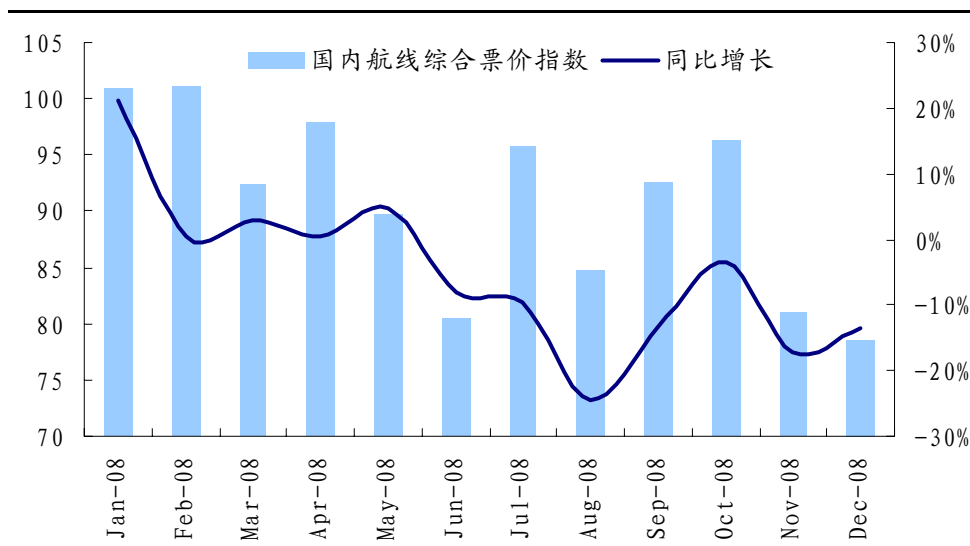
资料来源：民航总局

1.1.3. 二季度开始，主要航线票价水平同比显著下降

受市场需求低迷影响，二、三季度开始主要航线票价水平相比 07 年同期出现显著回落，截至四季度各航线票较水平仍在低位徘徊，比 07 年同期低 10% 左右。

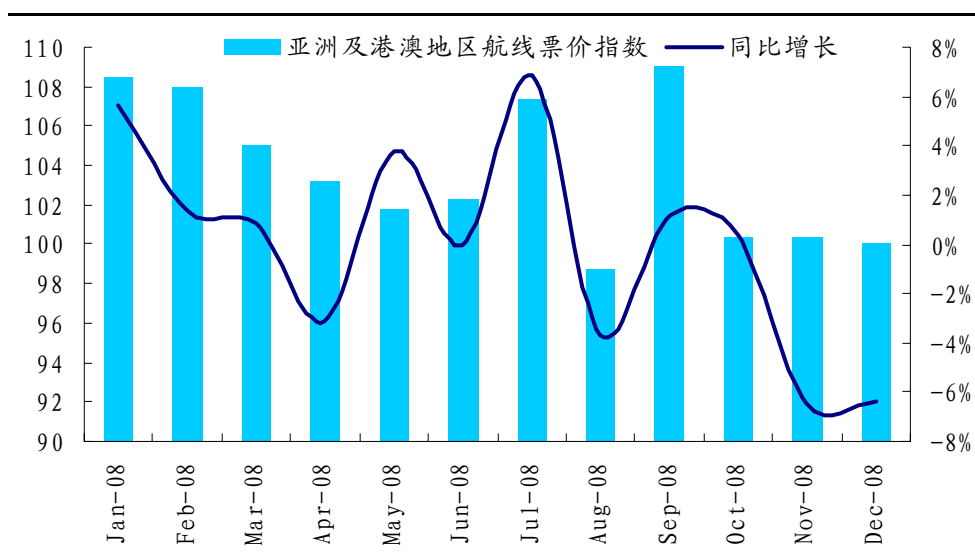
民航总局公布的最新数据显示，12 月三大航线票价水平仍然延续同比、环比下滑态势：国内航线综合票价指数为 78.5 点，比 07 年同期下降 13.5%、环比下滑 3.2%；亚洲及港澳地区航线票价指数为 100.1 点，比 07 年同期下降 6.4%、环比下滑 0.3%；国际航线（不含亚洲）票价指数为 108.9 点，比 07 年同期下滑 7.2%、环比下滑 6.4%。

图 5：08 年 6 月份开始国内航线票价水平低于 07 年同期



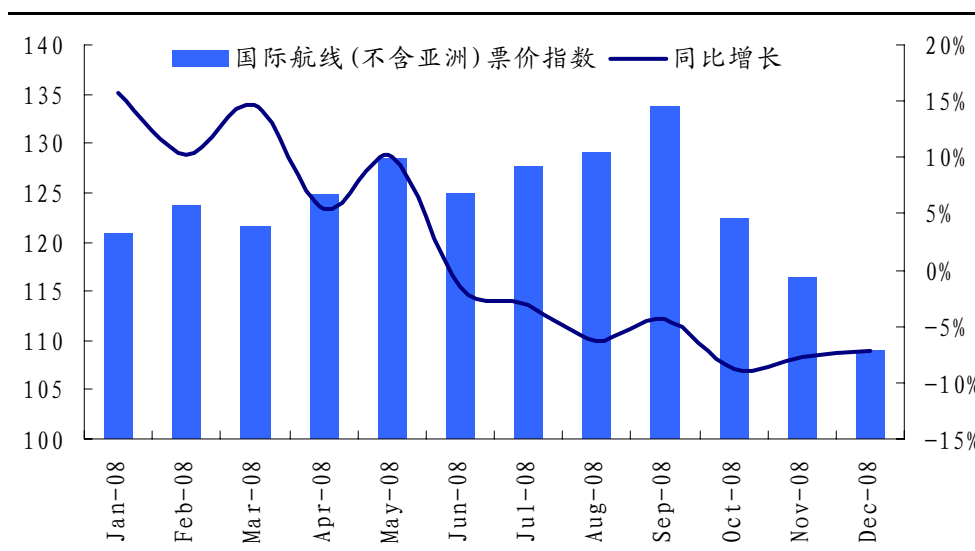
资料来源：民航总局

图 6：08 年 8 月份开始亚洲及港澳地区航线票价水平开始低于 07 年同期



资料来源：民航总局

图 7：08 年 6 月份开始国际航线票价水平开始低于 07 年同期



资料来源：民航总局

1.2. 航空股市场表现与估值：全年跑输，年尾阶段性跑赢大势

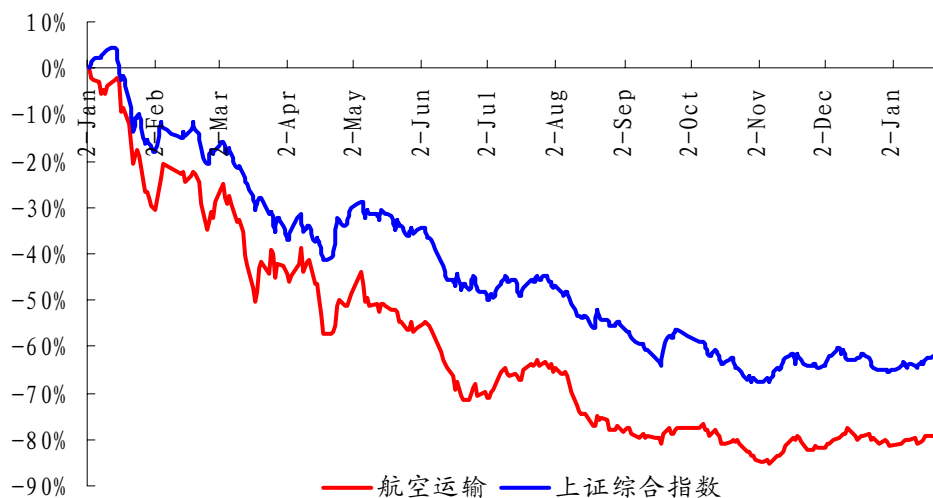
受行业景气下滑影响，08 年以来航空运输指数下跌 79.6%，跑输同期上证指数 17.3 个百分点。

但 11 月以来，受政府注资、减免税费、推动行业整合等各种政策性利好刺激，近三个月航空运输业指数上涨 34.7%，超过同期上证指数 19 个百分点。其中，重组预期强烈的东方航空、上海航空 11 月以来分别上涨 70.3% 和 45.9%，远超同期行业指数的表现。

经过近三个月的上涨，和主要市场比较，目前 A 股航空股估值偏高：以 08 年 3 季度末的每股净资产计算，目前 A 股主要航空公司 PB 水平在 1.7 倍—4.6 倍左右，考虑四季度的亏损、以预测的 08 年底每股净资产计算，目前 A 股主要航空公司

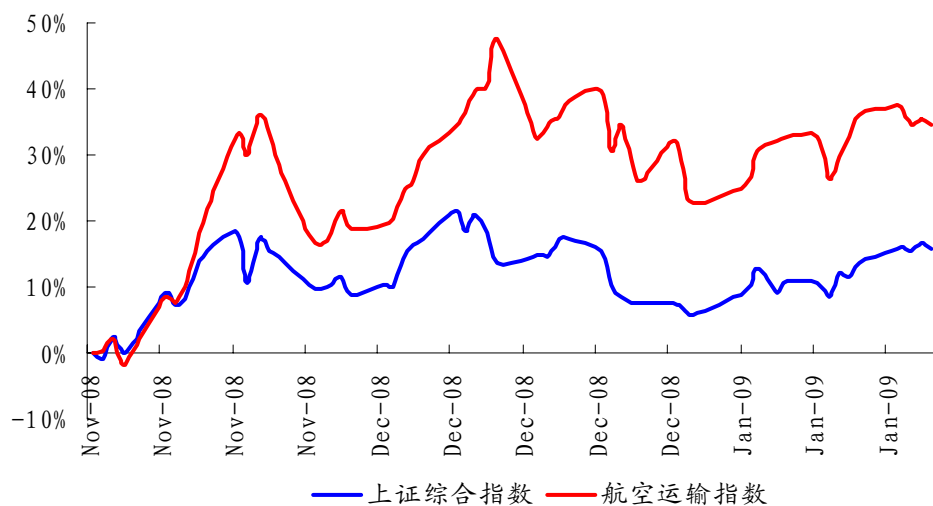
PB 水平在 2.4 倍—8.5 倍，远高于国际主要航空公司 1 倍左右的 PB 水平。

图 8：08 年以来航空股跑输大势



资料来源：WIND 资讯

图 9：11 月份以来航空运输板块显著跑赢大势



资料来源：WIND 资讯

表 1：主要市场航空股估值比较

航空公司	代码	收盘价	每股净资产	PB
亚洲航空公司				
新加坡航	SIA	11.32	13.20	0.86
快达航	QAN	2.50	3.03	0.83
国泰航	293	8.34	12.87	0.65
全日空	9202	332.00	234.10	1.42
韩亚航	20560	4,320.00	6,302.93	0.69
泰航	THAI	6.40	40.75	0.16
亚洲平均				0.77
欧洲航空公司				
蓝色维珍	VBA	0.35	0.27	1.32

汉莎航	LHA	10.46	15.07	0.69
欧洲平均				1.01
北美航空公司				
阿拉斯加航	ALK	29.79	26.91	1.11
美西南航	LUV	8.61	9.45	0.91
美联航	RJET	10.05	11.70	0.86
美航	LCC	8.53	15.66	0.54
北美平均				0.86
A 股航空公司				
中国国航	601111	4.25	2.46	1.73
南方航空	600029	3.42	1.87	1.83
东方航空	600115	4.70	0.11	42.73
上海航空	600591	4.93	1.08	4.56
A 股平均				2.71

资料来源：BLOOMBERG、WIND 资讯（每股净资产取最近一期财务报告公布的数值）

1.3. 09 年展望：景气反转还看三季度

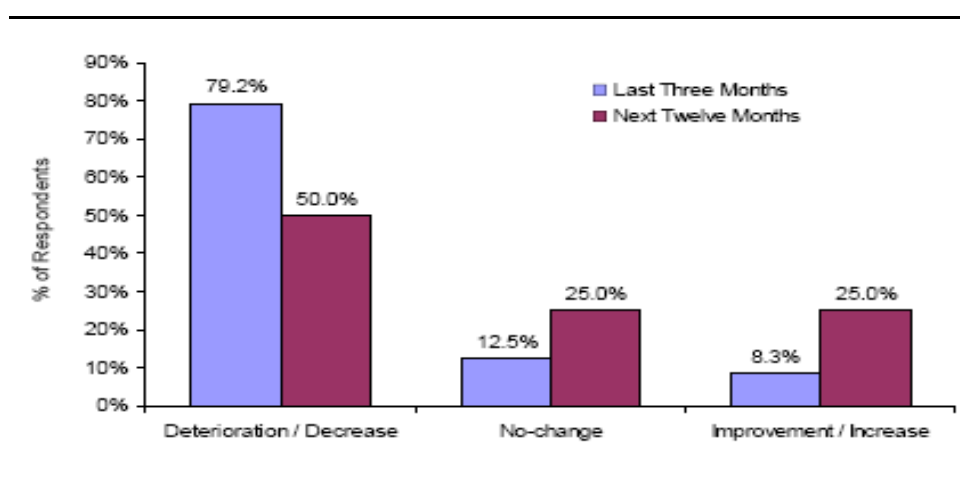
1.3.1. 最新一期全球航空公司商业信心调查显示受访者预期悲观

09 年 1 月中旬国际航协发布 08 年 4 季度全球航空公司商业信心指数调查结果：

79.2%的受访者表示受市场需求低迷和燃油套期保值亏损影响，08 年 4 季度盈利水平下降，仅有 8.3%的受访者表示盈利有所增长。反映过去三个月全球航空公司盈利状况的商业信心指数也从 07 年 4 月最高的 82.5 点跌落至目前最低的 14.6 点。

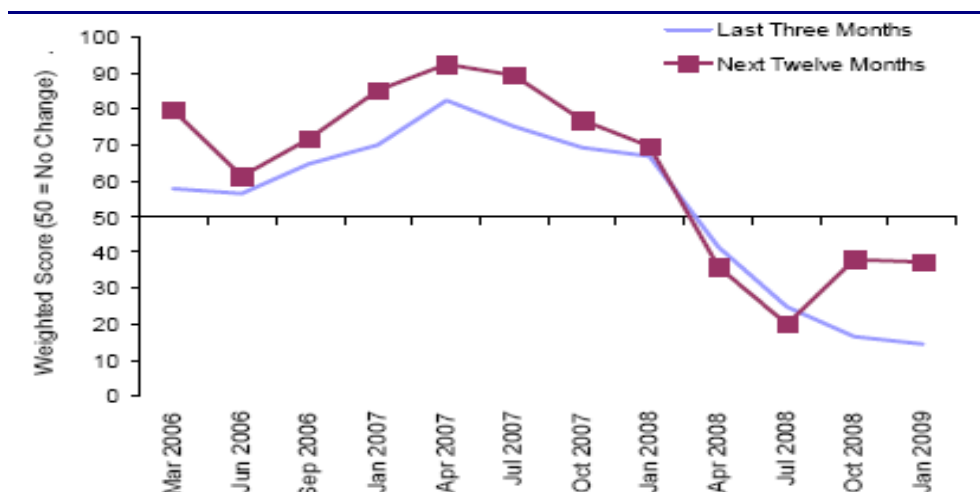
对于 09 年全球航空公司盈利预期，50%的受访者认为 09 年全球航空公司盈利水平将进一步下降，需求低迷、客座率下滑是导致盈利继续下降的主要原因。其中亚洲被认为是盈利下滑幅度最大的地区，而中东地区航空业盈利存在提高的可能。最新的调查结果显示反映未来 12 个月全球航空公司盈利状况的商业信心指数为 37.5 点，仍处于历史低位。

图 10：国际航协 09 年 1 月调查的全球航空公司商业信心情况（过去三个月盈利情况和对未来 12 个月盈利预期）



资料来源：国际航协

图 11: 全球航空公司商业信心指数 (过去三个月盈利情况和对未来 12 个月盈利预期)



资料来源: 国际航协

1.3.2. 维持航空业中性评级, 景气反转还看三季度

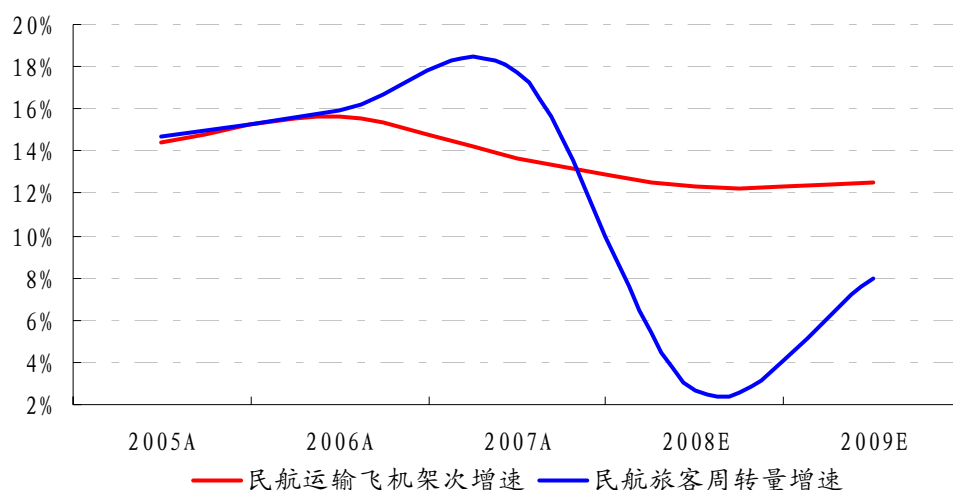
对于 09 年国内民航业需求情况, 我们预期全年旅客周转量增速在 5%-8% 左右, 由于国内经济形势相对较好, 预期国内航线 RSK 增速有望维持在 10% 左右, 国际航线受欧美日等主要经济体陷入衰退影响 RSK 增速很可能继续呈现负增长。

根据现有的飞机引进和退租计划计算, 09 年全行业飞机投放速度在 12% 左右, 由于目前国内一些航空公司正在与飞机制造商和租赁商谈判延迟交付和退租, 09 年实际飞机交付速度可能比原计划低, 但低于 8% 的可能性不大。同时考虑到 08 年全行业飞机投放速度也在 10% 以上, 远高于同期 3% 的旅客周转量增速, 08 年没有消化掉的这部分运力也将使 09 年民航运输市场承受一定的压力。

从基本面角度看, 受市场供过于求影响, 目前国内航空业仍处于客座率和票价水平双降的景气下滑阶段, 景气反转需要等待需求回升, 维持航空业“中性”评级。

考虑到 08 年 1 季度是全年业务量增长的高点(08 年 1Q-4Q 各季度民航旅客周转量增速分别为 13.7%、1.6%、-6.2% 和 6.7%), 在目前国内外经济减速的背景下, 09 年 1 季度将是全年业务量增速的低点。3 季度开始, 随着国内经济开始好转和行业旺季的到来, 业务量增速有望出现显著回升, 航空股有可能迎来投资机会。由于票价水平同时受供需和燃油附加费影响, 客座率同比提升将是确认景气反转的重要指标。

图 12: 国内民航业飞机投放速度与旅客周转量增速对比



资料来源: 民航总局、国泰君安研究所

表 2: 主要航空公司业绩预测与评级

	EPS				评级
	2007A	2008E	2009E	2010E	
中国国航	0.33	-0.64	0.06	0.29	中性
南方航空	0.42	-0.49	-0.37	0.12	中性
东方航空	0.12	-2.35	-0.40	0.04	中性

资料来源: 国泰君安研究所

2. 机场业: 09 年业务量将温和增长, 结构分化延续

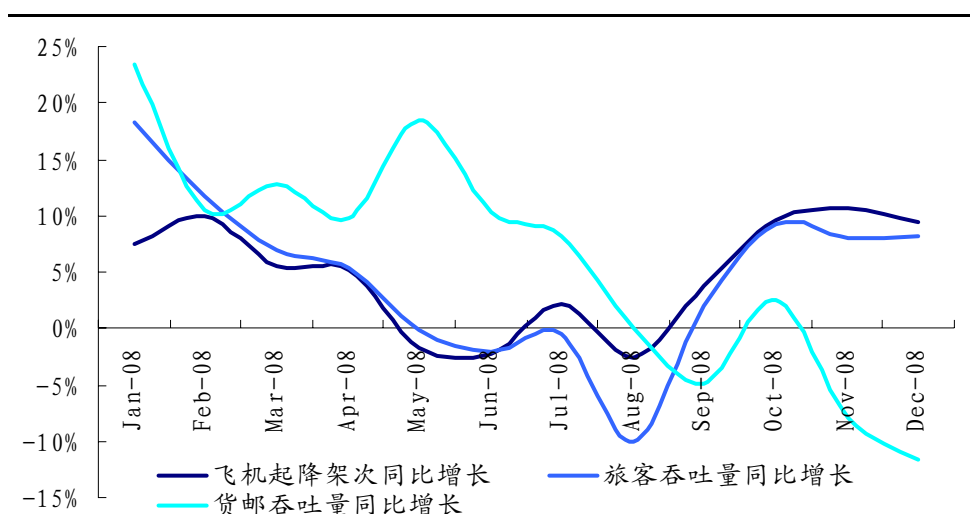
2.1. 08 年: 受经济下滑影响, 增速放缓

2.1.1. 旅客吞吐量四季度小幅回升, 货邮吞吐量持续下滑

12 月, 国内前 50 家机场飞机起降和旅客吞吐维持平稳增长, 月度增速分别为 9.4% 和 8.1%; 但受进出口贸易大幅下滑影响, 月度货邮吞吐量增速为 -11.6%, 下滑幅度创年内之最。

截至 12 月, 08 年前 50 家机场飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量累计同比分别增长 4.6%、4.2% 和 5.0%, 增速较 07 年分别放缓 7.7、12.6 和 9.3 个百分点。

图 13: 国内前 50 个机场 08 年月度业务量增速



资料来源: 民航总局

2.1.2. 不同机场业务量增速呈结构性分化

12 月, 主要机场客运业务增速继续呈现结构性分化: 受国际航线不景气影响, 浦东机场旅客吞吐量同比下滑 11%; 虹桥机场受扩建影响, 旅客吞吐量同比下滑 1.2%; 白云、深圳、厦门机场旅客吞吐量增速分别为 2.4%、7.1%和 6.4%。截至 12 月, 浦东、虹桥、白云、深圳、厦门机场旅客吞吐量累计增速分别为-2.8%、1.2%、7.9%、3.8%和 8.1%。

12 月, 主要机场货邮吞吐量同比均出现大幅下滑态势, 浦东、虹桥、白云、深圳、厦门机场货邮吞吐量同比分别下滑 19.4%、11.2%、22.6%、15.9%和 16.7%。截至 12 月, 上述五家机场 08 年货运业务累计增速分别为 4.7%、6.7%、2.5%、-2.9%和 0.6%。

表 3: 主要机场月度业务量增速

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	累计
飞机起降架次													
浦东机场	3.3%	9.3%	6.4%	8.2%	12.2%	3.4%	8.3%	4.2%	4.5%	7.1%	0.8%	-2.1%	4.7%
虹桥机场	-3.3%	1.0%	0.1%	2.1%	-0.2%	-2.7%	-1.0%	-4.7%	-1.0%	-0.8%	1.9%	1.8%	-1.0%
白云机场	14.3%	11.7%	9.6%	7.0%	7.7%	4.9%	9.4%	6.2%	4.0%	6.9%	3.3%	4.4%	7.4%
深圳机场	5.2%	6.4%	6.1%	4.7%	2.4%	-2.2%	4.5%	0.2%	2.3%	3.9%	3.9%	5.1%	3.6%
厦门空港	5.5%	11.3%	4.4%	5.6%	3.4%	5.6%	8.4%	10.6%	12.4%	9.9%	9.5%	10.6%	8.2%
旅客吞吐量													
浦东机场	11.8%	17.9%	6.0%	3.7%	-0.3%	-2.1%	-4.2%	-8.4%	-14.8%	0.6%	-7.6%	-11.0%	-2.8%
虹桥机场	25.8%	10.1%	8.7%	2.6%	-2.1%	-1.4%	-4.0%	-16.7%	-3.8%	2.7%	-0.6%	-1.2%	1.2%
白云机场	26.4%	17.1%	12.6%	9.3%	6.3%	4.7%	8.7%	-3.1%	3.8%	5.5%	5.5%	2.4%	7.9%
深圳机场	11.5%	7.5%	8.0%	8.4%	1.9%	0.5%	2.3%	-6.5%	0.8%	2.3%	2.7%	7.1%	3.8%
厦门空港	24.3%	13.5%	10.3%	7.8%	-0.4%	4.1%	4.1%	-0.9%	12.5%	10.8%	8.3%	6.4%	8.1%
货邮吞吐量													
浦东机场	5.2%	13.8%	16.2%	15.1%	24.4%	15.4%	11.2%	8.8%	-2.3%	4.8%	-24.4%	-19.4%	4.7%
虹桥机场	42.6%	10.0%	16.7%	7.0%	12.5%	-15.2%	7.4%	2.3%	8.2%	2.8%	-2.7%	-11.2%	6.7%

白云机场	33.4%	4.8%	11.9%	8.8%	12.1%	3.1%	5.2%	-6.6%	-5.4%	1.2%	-8.4%	-22.6%	2.5%
深圳机场	16.9%	-1.6%	2.3%	0.4%	7.1%	7.1%	-0.2%	-12.6%	-7.5%	-4.2%	-12.2%	-15.9%	-2.9%
厦门空港	26.2%	0.7%	13.1%	1.2%	5.6%	-3.6%	7.3%	0.8%	-6.5%	-4.4%	-11.4%	-16.7%	0.6%

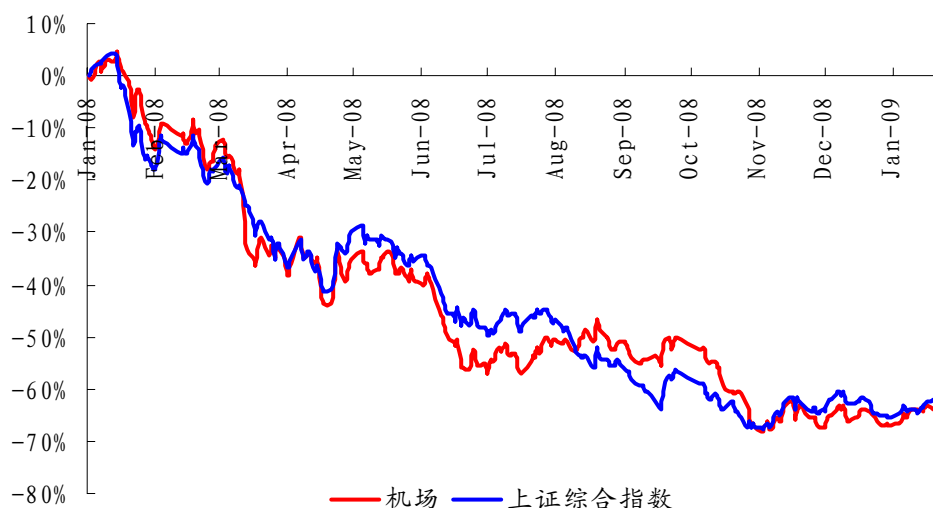
资料来源：公司资料、中国民用航空

2.2. 机场股市场表现与估值：全年跌幅与上证持平

08年以来，机场行业下跌63%，跌幅与上证指数持平。和航空、航运等强周期性行业相比，机场作为弱周期性行业08年以来基本是跟住大盘，没有出现超跌。08年11月以来，上证指数上涨15.7%，机场行业上涨15.2%。在近三月的市场反弹的过程中，机场行业基本也是跟住大盘。

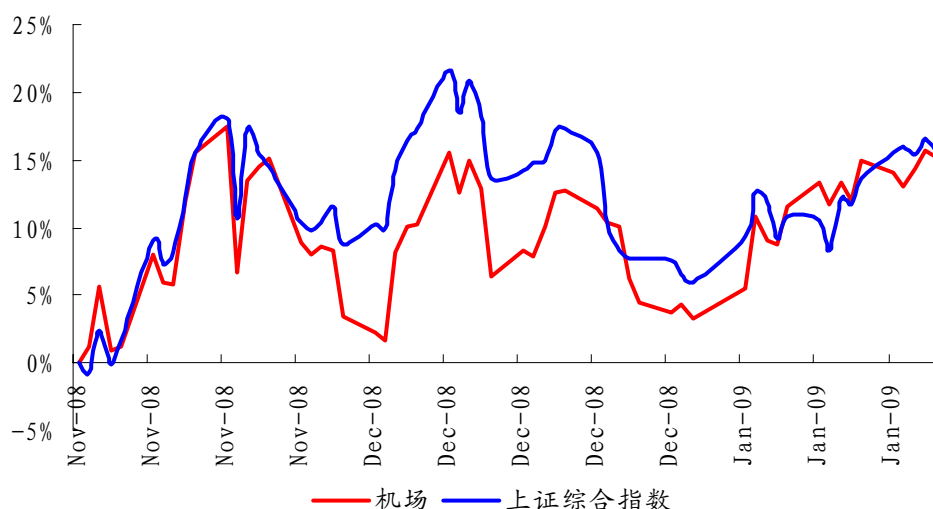
和国际主要市场相比，目前A股主要机场公司09年动态PE在17倍-20倍左右，比国际机场公司略高，和我们策略研究员测算的09年市场整体18倍左右的PE基本持平。

图 14：08年以来机场业指数跌幅与上证持平



资料来源：WIND 资讯

图 15：08年11月以来机场业指数涨幅与上证持平



资料来源：WIND 资讯

图 16: 主要市场机场股估值比较

公司	收盘价	EPS			PE			PB
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
香港机场公司								
北京首都机场	3.49	0.28	0.02	0.08	12	152	45	1.31
海南美兰机场	2.95	0.29	0.44	0.43	10	7	7	1.92
香港市场平均					11	79	26	1.62
亚洲其他机场公司								
日本机场	1064.00	41.33	41.80	40.30	26	25	26	0.88
泰国机场	17.80	5.12	2.07	1.81	3	9	10	0.36
亚洲其他市场平均					15	17	18	0.62
欧洲机场公司								
奥克兰机场	1.75	0.09	0.08	0.09	19	21	19	1.13
维也纳机场	31.25	4.18	4.40	3.30	7	7	9	0.89
哥本哈根机场	1175.00	141.80	105.82	95.26	8	11	12	2.47
苏黎世机场	242.00	21.30	24.39	21.33	11	10	11	1.08
法国巴黎机场	43.89	3.25	2.70	2.76	14	16	16	1.47
欧洲市场平均					12	13	14	1.41
A 股机场公司								
白云机场	8.83	0.36	0.43	0.47	25	21	19	1.77
深圳机场	5.91	0.33	0.18	0.34	18	33	17	2.23
厦门机场	13.70	0.55	0.64	0.80	25	21	17	3.83
上海机场	13.76	0.88	0.47	0.47	16	29	29	2.21
A 股市场平均					21	26	21	2.51

资料来源: BLOOMBERG、国泰君安研究所

2.3. 09 年业务量温和增长, 维持机场业“增持”评级

09 年在国内经济保八背景下, 预期机场行业旅客吞吐量增速在 5%-8% 左右。由于 09 年国内航线的表现将好于国际航线, 国内航线增速有望维持在 10% 左右, 国际航线旅客很可能继续呈现负增长。受航线结构不同影响, 主要机场旅客吞吐量增速将延续结构性分化态势, 白云、厦门、深圳等以国内航线为主的机场旅客吞吐量增速将较快, 浦东等国际航线占比大的机场旅客吞吐量增速将较低。

考虑到 09 年机场公司业绩稳定增长的预期相对明确, 维持行业“增持”评级, 从基本面角度出发, 我们建议投资者重点关注国内航线比重较大的“白云机场。”

风险: 考虑到 08 年机场旅客吞吐量增速也呈前高后低态势, 1 季度基数较高 (1Q-4Q 机场旅客吞吐量增速分别为), 09 年 1 季度是机场行业业绩增长的低点。

表 4: 主要机场公司盈利预测与投资评级

公司	EPS				评级
	2007A	2008E	2009E	2010E	
白云机场	0.36	0.43	0.47	0.54	谨慎增持
厦门机场	0.55	0.64	0.80	0.88	谨慎增持
深圳机场	0.33	0.18	0.34	0.36	谨慎增持
上海机场	0.88	0.44	0.47	0.47	谨慎增持

资料来源: 国泰君安研究所

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com