

航空运输业 2010 年二季度策略

航空业趋势持续向好，伴随事件性因素催化

黄永琳 研究员
电话：020-87555888—660
eMail: hyl2@gf.com.cn

董丁 研究助理
电话：020-87555888-403
eMail: dd2@gf.com.cn

一、航空业运营回顾

10 年 1 月份数据显示，国际市场持续复苏，各地区客座率同、环比提升，实现历史同期最高水平，货运业务大幅增长。春节黄金周客运增长超预期，表明私人消费增长促进航空旅行向大众消费品转变。

二、航空业趋势分析

大趋势方面，消费结构升级激发航空需求；建设民航强国任务，明确大众化、全球化战略目标。打造国际航空超级承运人，中国国航以较为坚实的盈利基础——良好的航线结构质量和财务状况，并且作为中国唯一载国旗飞行的航空公司，将大有作为。

季节性趋势方面，前 4 月客运量/RPK 将逐月攀升，5 月份世博会开幕，将推动航空需求跨旺季持续增长。同时，进入二季度商务活动逐渐频繁，并紧接旺季，票价将处于全年较高水平。

三、航空业风险分析

油价风险趋于中性。经济复苏周期中，上涨的油价可通过需求拉动的票价和联动的燃油费转嫁，航空公司并不惧怕油价上涨。

高铁冲击有限。今年高铁的分流影响主要来自武广和预计年底贯通的京沪高铁。两高铁线路均在 1000 公里以上，航空运输时间优势较为突出。此外，航空已形成国际化的服务标准，高铁若要在环境、服务上追赶上航空非一日之功。

四、投资策略

客座率和票价水平分别自去年 10 月、12 月份实现历史同期最高，预计全年需求将持续高增长，同时民航局依然严控运力，客座率和票价延续提升趋势、全年再创高水平。全年油价大幅波动风险较小，航空公司收益将大为改善，并有望超越上一周期的高点。从季节性波动来看，前 4 月客运量/RPK 将逐月攀升，5 月份世博会开幕，将推动航空需求跨旺季持续增长。同时，进入二季度商务活动逐渐频繁，并紧接旺季，票价将处于全年较高水平。航空趋势持续向好，维持行业“买入”评级。对主要上市公司的推荐顺序为中国国航、ST 东航、南方航空、海南航空。

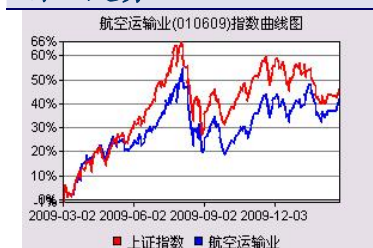
行业评级



前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	5.94%	0.15%	42.79%
上证综指	3.76%	-5.67%	46.53%

目录索引

航空业投资策略.....	3
一、航空业运营回顾.....	4
(一) 主要生产指标	4
(二) 春节假期客运量超预期增长	4
二、航空业趋势分析.....	5
(一) 消费结构升级激发航空需求	5
(二) 建设民航强国的战略目标	6
(三) 全年需求增长有望超越去年，二、三季度持续旺	6
(四) 客座率、裸票价格同比提升，有望再创新高	7
三、航空业风险分析.....	8
(一) 油价风险趋于中性	8
(二) 高铁冲击有限	9
四、航空业投资策略.....	11

图表索引

图 1: 行业分地区月客运量的变化	4
图 2: 行业分地区月货邮量的变化	4
图 3: 美国年人均乘飞机出行频次变化	5
图 4: 日本年人均乘飞机出行频次变化	5
图 5: 主要国家分地区航线客运量份额	6
图 6: 民航年客运量变化	7
图 7: 主要综合性世博会主办国世博会前后客量变化	7
图 8: 民航平均运距变化	7
图 9: 国内航线票价指数	8
图 10: 国际航线（不含亚洲地区）票价指数	8
图 11: 日本国内航空旅客周转量与 GDP 增长率.....	11
表 1: 近三年春节黄金周和春运期间民航运营情况	5
表 2: 民航月客座率	8
表 3: 民航月飞机利用率	8
表 4: 燃油附加费与油价联动	9
表 5: 主要高铁线路的基本情况	10
表 6: 乘高铁和飞机旅行的时间成本和价格成本比较	10

航空业投资策略

客座率和票价水平分别自去年10月、12月份实现历史同期最高水平。在经济复苏和私人消费膨胀的大环境中，尤其今年正逢世博机遇，航空需求将呈现持续高增长。同时民航总局依然严控运力投放，预期客座率和票价延续提升趋势、全年再创高水平。全年油价大幅波动风险较小，上涨的油价可通过需求拉动的票价和联动的燃油费转嫁，航空公司收益将大为改善，并有望超越上一周期的高点。从季节性波动来看，前4月客运量/RPK将逐月攀升，5月份世博会开幕，将推动航空需求跨旺季持续增长。同时，进入二季度商务活动逐渐频繁，并紧接旺季，票价将处于全年较高水平。航空趋势持续向好，维持行业“买入”评级。对主要上市公司的推荐顺序为中国国航、ST东航、南方航空、海南航空。

本季度策略报告的重点或独到之处在于对需求的分析预测和对高铁影响的量化分析。需求方面，对近几年行业客运增量平滑并拟合趋势线，增量趋近指数型变化。我们认为，处于经济复苏以及消费升级的趋势中，尤其今年受世博催化，预计全年客运增量可能达到去年水平，即实现客运量同比增长17%。加之国际复苏下运距增长，预计全年RPK同比增长18%左右。

高铁风险方面，对武广线路和京沪线路乘高铁和乘飞机进行时间成本和价格成本的比较，高铁1等仓票价与航空经济舱7折票价加机场燃油费水平相当，武广、京沪线路乘高铁要比乘飞机的全部旅行时间多花费1.5-2个小时。可见在1000公里以上的远程市场航空优势较为突出。此外，航空已形成国际化的服务标准，高铁若要在环境、服务上追赶上航空非一日之功。来自日本的启示：在高铁覆盖率和班次密集的弹丸之国，日本国内航空需求长期以来保持较快的增长，日本新干线的建成，且大都500-600公里左右，对国内航空的冲击都比较短暂，且在一次次弱化。

表：重点跟踪航空公司的盈利预测

代码	EPS			PE		PB		评级
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2010E		
中国国航 601111.sh	0.35	0.63	0.70	31.29	17.38	3.54		买入
ST 东航 600115.sh	0.10	0.34	0.40	67.00	19.71	16.75		买入
南方航空 600029.sh	0.02	0.67	0.57	329.50	9.84	2.46		买入
海南航空 600221.sh	0.13	0.26	0.31	54.77	27.38	2.97		买入

数据来源：广发证券发展研究中心

一、航空业运营回顾

（一）主要生产指标

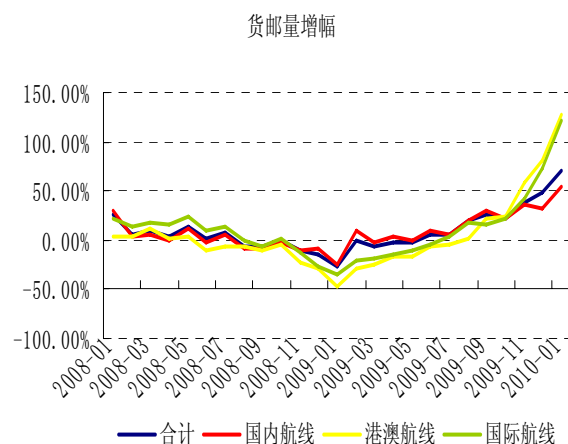
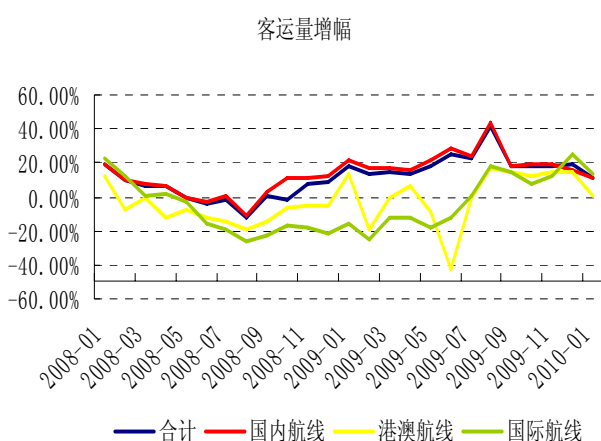
国际市场持续复苏。2010年1月份，民航客运量同比增长11.1%，其中国内和港澳航线分别增长10.9%和0.9%、国际航线同比增长13%。RPK同比增长13.6%，其中国内和港澳航线分别增长13.4%和0.8%、国际航线同比增长14.4%。由于春节月份的差异，1月份同比值较低。

客座率同、环比提升，实现历史同期最高水平。2010年1月份，民航客座率为76.8%，同、环比分别提升1.6、1.7个百分点。其中国内航线客座率为77.6%，同比提升1.1个百分点；港澳航线客座率为69.1%，同比提升0.3个百分点；国际航线客座率为73.2%，同比提升1.4个百分点。

货运业务迅猛增长。2010年1月份，民航货邮量同比增长68.2%，其中国内增长52.4%、国际和港澳航线分别同比增长120.8%、128.1%。货邮周转量同比增长86.3%，其中国内增长53.9%、国际和港澳航线分别同比增长110.5%和100%。

图1：行业分地区月客运量的变化

图2：行业分地区月货邮量的变化



数据来源：中贸物流、广发证券发展研究中心

（二）春节假期客运量超预期增长

2010年春节假期（2月13日-2月19日）民航共执行航班37027班，同比增长14.7%；旅客运输量478万人次，同比增长19.4%；平均客座率为70.8%，其中2月17-19日返程高峰时段平均客座率在72%左右。

春节客运增长超市场预期。春节期间民航旅客以探亲 and 旅游客为主，表明私人消费增长促进航空旅行向大众消费品转变。

表 1: 近三年春节黄金周和春运期间民航运营情况

	春节期间				春运期间 (40 天)			
	时间	客运量 (万人)	同比	客座率	时间	客运量 (万人)	同比	客座率
2008	2 月 6-2 月 13 日	370	0.0%	-	1 月 23 日起	2160	8.0%	70%
2009	1 月 25-1 月 31 日	400	19.4%	70.82%	1 月 11 日起	2572	19.1%	72%
2010	2 月 13-2 月 19 日	478	19.4%	70.8%	1 月 30 日起	2902	12.8%	72%

数据来源: 民航总局、广发证券发展研究中心

二、航空业趋势分析

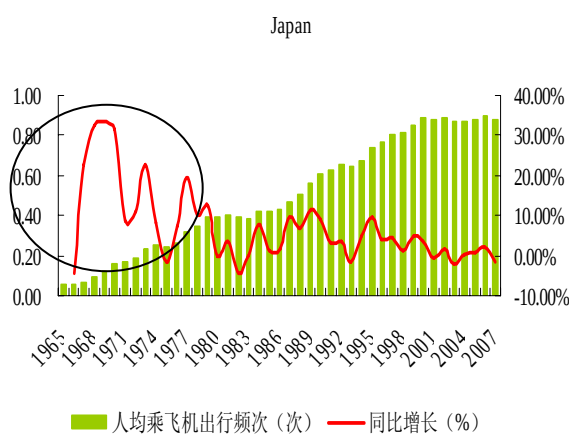
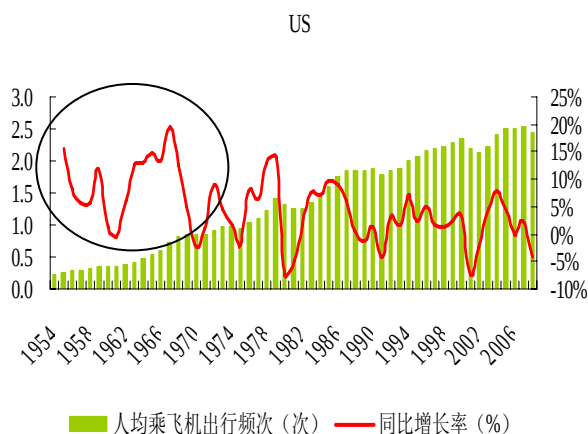
(一) 消费结构升级激发航空需求

近两年我国春节假期民航客运量呈现高增长, 表明了私人消费增长下消费结构升级激发了航空旅游需求。经测算, 目前我国年人均乘飞机出行频次为 0.17 次, 同比增长 19.7%, 该指标自 2004 年以来呈现双位数高增长。目前我国年人均乘飞机出行频次仅相当于美国 20 世纪 50 年代初的水平。

美国 1954-1968 年, 日本 1965-1973 年, 人均乘飞机出行频次均实现年均 10% 以上的高增长。根据钱纳里“经济标准结构”, 正直工业社会中后期, 消费结构升级趋势明显。目前, 美国年人均乘飞机出行频次约为 2 次, 在高铁发达的弹丸之国日本, 年人均乘飞机出行频次也有 0.8 次之多。

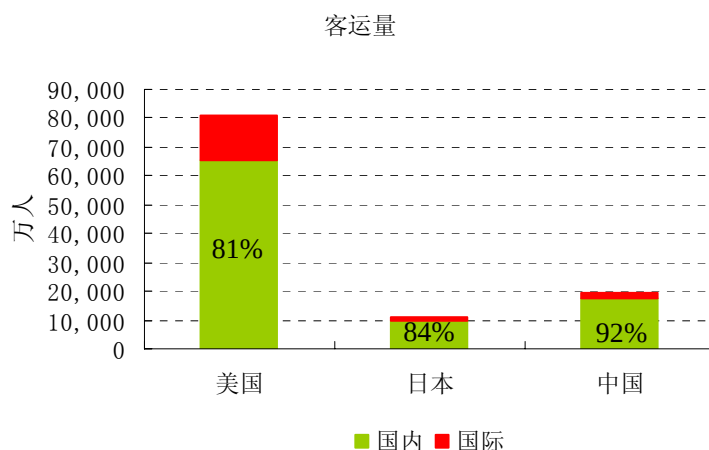
图 3: 美国年人均乘飞机出行频次变化

图 4: 日本年人均乘飞机出行频次变化



数据来源: 广发证券发展研究中心

图5: 主要国家分地区航线客运量份额



数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 建设民航强国的战略目标

在年初召开的全国民航工作会议上,中国民航局局长提出了建设民航强国的战略目标:到2020年,民航强国初步完成;到2030年,实现从民航大国到民航强国的历史性转变,成为引领世界民航发展的国家。会议提出了重点实施民航强国的三大战略:安全、大众化和全球化。大众化战略初设目标:到2020年实现人均乘机0.47次,旅游运输量7亿人次;2030年实现人均乘机1次,旅游运输量15亿人次。全球化战略初设目标:到2020年,国际客运周转量进入世界前3位,本国国际客运市场份额达到50%;到2030年我国航空运输市场规模居世界第一,国际客运周转量进入世界前2位;我国航空公司国际市场份额位居世界前2位,其中本国国际市场份额达到60%以上。建设民航强国任务的提出,让我们对民航业前景信心满溢。

建设民航强国战略还提出,到2030年我国要拥有一个以上全球综合实力前5名的航空公司和航空货运公司。我们认为,中国国航以较为坚实的盈利基础——良好的航线结构质量和财务状况,并且作为中国唯一载国旗飞行的航空公司,将大有作为。

(三) 全年需求增长有望超越去年,二、三季度持续旺

对近几年行业客运增量平滑并拟合趋势线,增量趋近指数型变化。我们认为,处于经济复苏以及消费升级的趋势中,尤其今年受世博催化,预计全年客运增量可能达到去年水平,实现客运量同比增长17%。从以往主办综合性世博会的国家来看,世博会当年客运增幅均较高。

自去年7月份,国际航线开始恢复增长,12月份RPK增幅超越客运量,今年1月份该超越幅度进一步拉大,表明国际长航线日益复苏。在国际需求的拉动下,若平均运距恢复至2007年水平,今年运距将增长2个百分点。今年RPK增速有望达去年水平。

图6: 民航年客运量变化

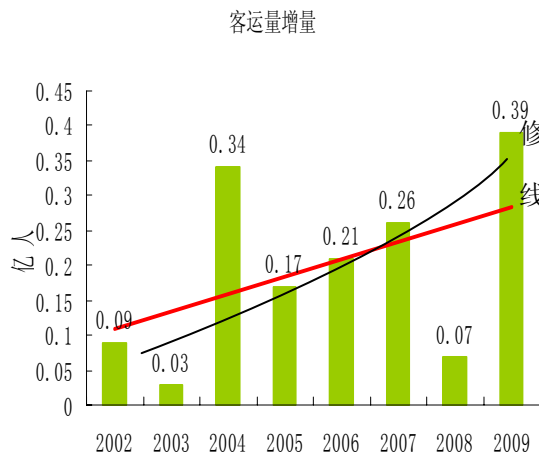
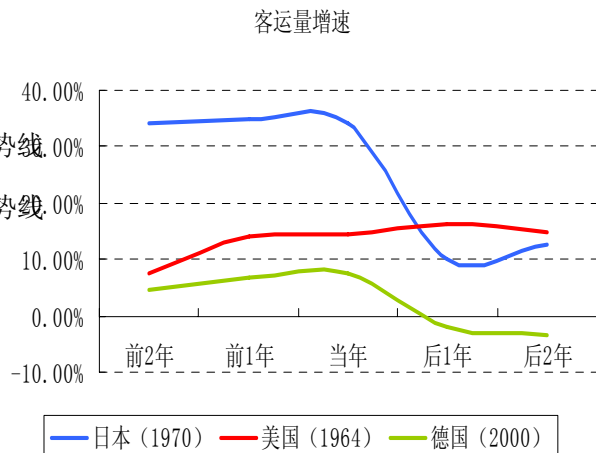


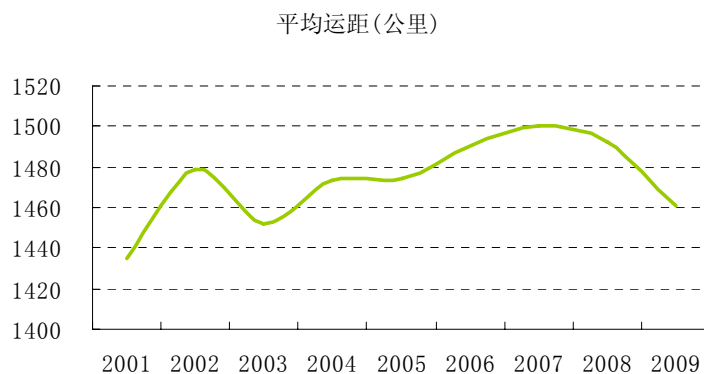
图7: 主要综合性世博会主办国世博会前后客流量变化



数据来源: 广发证券发展研究中心

往年的客运量/RPK, 1季度中3月份值通常最大, 1、2月份相比, 春节月份值较大, 4月份迎来小高峰, 5、6月份有所回落, 7月份进入旺季。预期今年前4月, 客运量/RPK将逐月攀升。5月份世博会开幕, 将推动航空客流跨旺季持续增长。二、三季度将呈现持续旺的局面。

图8: 民航平均运距变化



数据来源: 广发证券发展研究中心

（四）客座率、裸票价格同比提升，有望再创新高

自09年10月份，客座率超过07年同期水平。票价变化滞后于客座率，自09年12月份国内票价超过07年同期，“限价保量”现象改善。

2010年飞机利用率尤其是国内航线提升有限，运力增长将主要来自新飞机的投放。从近几年航空公司运力调控来看，基本能够控制运力增长与需求增长相匹配。且民航局控制运力过快增长，将严格审批新增引进运输飞机项目。预计全年增加飞机208架，退出飞机17架，净增飞机191架，飞机净增座位数比去年增长13%。

预计客座率将同比提升2个百分点左右，票价联动，双双有望创新高。

表2: 民航月客座率

	客座率 (%)			
	2007	2008	2009	2010
1月	68.6	74.8	75.2	76.8
2月	75	74.9	77.5	
3月	76	76	75	
4月	76.7	76	76.4	
5月	73.7	70.9	72.2	
6月	74.4	72.3	73.8	
7月	78.9	74.9	76.6	
8月	81.4	71.8	79.9	
9月	79.1	75.3	74.2	
10月	79.1	76.9	79.7	
11月	77.7	74.5	78.2	
12月	74.2	72.2	75.1	
平均	76.4	74.2	76.2	

表3: 民航月飞机利用率

	飞机日利用率 (小时)			
	2007	2008	2009	2010
1月		8.9	9.1	9.1
2月		9.4	9.3	
3月		9.1	9	
4月		9.1	9.4	
5月		8.8	9	
6月		8.5	8.8	
7月		9.2	9.6	
8月		8.8	9.8	
9月		9	9.3	
10月		9.2	9.4	
11月	9.2	9.1	9.2	
12月	8.8	8.6	8.9	
合计	9.55	8.97	9.24	

数据来源: 数据来源: 中贸物流、广发证券发展研究中心

图9: 国内航线票价指数

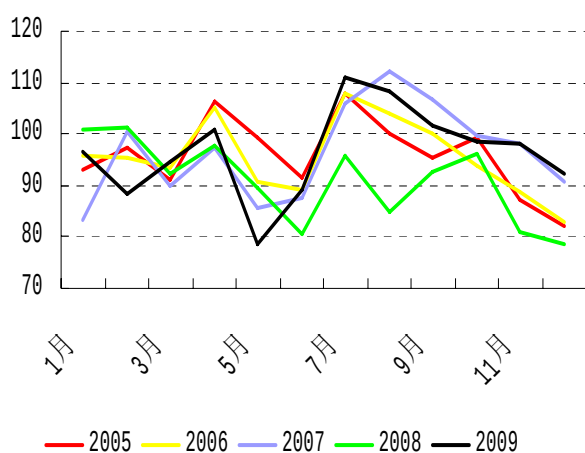
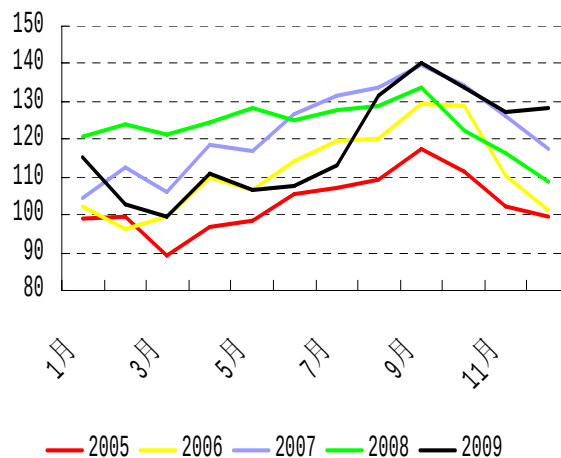


图10: 国际航线（不含亚洲地区）票价指数



数据来源: 中贸物流、广发证券发展研究中心

三、航空业风险分析

（一）油价风险趋于中性

这里，我们重申2010年行业策略报告中的观点：在经济复苏时期，油价风险趋于中性。通过分析全球主要航空公司盈利状况与经济周期波动的关系，发现在一个经济周期内，伴随经济复苏，航空公司的主营毛利率和利润率水平不断攀升。这表明持续复苏的需求和票价可以覆盖掉上涨的（部分）油料成本，加之燃油成本可通过燃油附加费部分转价，油价风险

趋于中性。

自2009年11月，国内航线燃油附加费与航空煤油价格实行联动机制，且由国家行政指令转化为航空公司自我决策。目前国内燃油附加费收取标准为800公里以下20元、800公里以上50元。若国内航油出厂价上调至5600元/吨时，对应国内航油采购价格约6000元/吨、国际原油价格90美元/桶，预计燃油附加费将上调至40/80元，假设裸票价格不变，将影响主要航空公司EPS为国航0.04、南航0.06、东航0.05、海航0.02元。

表4: 燃油附加费与油价联动

国内航油采购成本(元/吨)	4599	4828	5057	5286	5516	5745	5974	6203	6433	6662
WTI 原油价格(美元/桶)	69	72	76	79	83	86	89	93	96	100
800公里以上燃油费(元/人)	20	30	40	50	60	70	80	90	100	110
800公里以上航线燃油附加最高标准										
$=0.00002908 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 4140) \times 1500$										
国内航油采购成本(元)	4570	5000	5430	5859	6289	6719	7149	7579	8009	8438
WTI 原油价格(美元/桶)	68	75	81	88	94	101	107	114	120	126
800公里以下燃油费(元/人)	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
800公里(含)以下航线燃油附加最高标准										
$=0.00002908 \times (\text{国内航空煤油综合采购成本} - 4140) \times 800$										

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 高铁冲击有限

到2012年，设计时速为250-350公里/小时的“四纵四横”客运专线将陆续贯通。高铁定价水平较高，因此主要面对高端客户群体，不免对航空产生威胁。由于航空和高铁的主要客户——高端群体，对价格敏感度较低，出行方式的选择将主要取决于时间成本和其他因素，如服务水平、配套环境等。

到2011年底，高铁尚不成网络，今年高铁的分流影响将主要来自武广和京沪线路。武广高铁自2009年底开通运营，预计京沪高铁将于2011年底贯通。从价格来看，高铁一等仓票价和飞机经济舱7折票价加之各项税费的综合票价相当。从时间成本分析，由于高铁所设站点多位于城市郊区，配套交通尚不完善，影响了便捷程度。武广线路乘高铁要比乘飞机的全部旅行时间多花费1.5个小时。京沪高铁里程更长，预计京沪线路乘高铁要比乘飞机的全部旅行时间多花费近2个小时。可见，在1000公里以上的远程市场航空优势较为突出。

其次，对于高端旅客，服务和环境等因素不可小视。航空服务已形成国际化标准，除提供配餐、娱乐等常规服务外，两仓客人更能享受到个性化的贴心服务。对于高铁，一般只提供免费的饮用水，配套环境有时较恶劣，高铁若要实现航空式的服务乃非一日之功。

另外，我们发现：在高铁覆盖率和班次密集的弹丸之国，日本国内航空需求长期以来保持较快的增长，日本新干线的建成，且大都500-600公里左右，对国内航空的冲击都比较短暂，且在一次次弱化。

表 5: 主要高铁线路的基本情况

项目	路线	里程 (公里)	设计时速 (公里/小时)	运行 时间	平均时速 (公里/小时)	票价 (元)	单位定价 (元/人公里)	
胶济动车组	青岛-济南	390	250	2:30	156	122/146	0.31	~0.37
合宁动车组	合肥-南京	156	250	1:00	156	68/81	0.44	~0.52
合武动车组	合肥-武汉	364	250	2:15	162	113/135	0.31	~0.37
石太动车组	太原-北京西	508	350	3:19	153	157/189	0.31	~0.37
武广高铁	武汉-广州南	1069	350	3:50	279	490/780	0.46	~0.73
	长沙-广州南	707	350	2:28	287	312/499	0.44	~0.71
				高铁 平均	283		0.45	~0.72
预计								
京沪高速	北京-上海	1318	350	4:40	280	590/950	0.45	0.72

数据来源: 广发证券发展研究中心

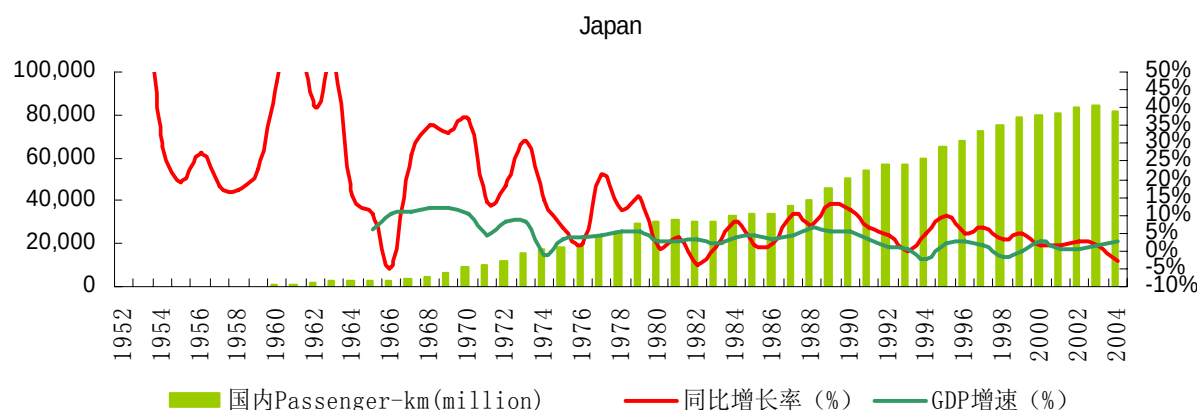
表 6: 乘高铁和飞机旅行的时间成本和价格成本比较

线路	时间（H）						
	地面交通接驳时间		乘高铁或飞机的运行时间		全部时间		
	各地市中心	各地市中心	高铁	飞机	高铁	飞机	相差
	到火车站	到机场					
武汉-广州	0.5+0.7	0.8+0.7	3.8	1.5	5.5	4.0	1.5
长沙-广州	0.5+0.7	0.7+0.7	2.5	1.2	4.2	3.6	0.6
北京-上海	0.3+0.5	0.7+0.5	4.7	2	6.0	4.2	1.8
假设：乘高铁提前 0.5 小时到火车站，乘飞机提前 1 小时到机场							

线路	票价（元）								机场费+燃油费
	高铁			飞机经济舱					
	一等	二等	3 折	4 折	5 折	6 折	7 折	8 折	
武汉-广州	780	490	279	372	465	558	651	744	100
长沙-广州	499	312	173	276	345	414	483	552	70
北京-上海	950	590	339	452	565	678	791	904	100

数据来源: 广发证券发展研究中心

图11: 日本国内航空旅客周转量与GDP增长率



日本新干线发展史

时间	站线	最高时速	对国内航空的影响
1964 年	东海道新干线 东京-大阪 515 公里	210km/h	对航空业的影响较滞后、且持续时间较短仅为一年：运营两年后对航空业产生明显的负面影响，即 1966 年国内航空客公里同比下降 4.6%，当年 GDP 增长 10.2%，1966 年之后国内航空客公里同比增速恢复 30%左右的高增长并持续 4 年。
1984 年	东北新干线 东京-八户 632 公里	240km/h	对航空业的影响持续两年：1985-1986 年国内航空客公里年均增长 2%左右，低于 GDP4%的增速，1986 年之后恢复 10%左右的高增长且持续 4 年。
1989 年	上越新干线 大宫-新潟 270 公里	275km/h	影响非常小：1989-1992 年国内航空客公里增速分别为 13.1%、11.5%、6.8%、4.2%，明显高于当年 GDP 增速 5.3%、5.2%、3.4%、1.0%。
1990 年	山阳新干线 大阪-博多 644 公里	277km/h	

数据来源：广发证券发展研究中心

四、航空业投资策略

客座率和票价水平分别自去年10月、12月份实现历史同期最高水平。在经济复苏和消费升级的大环境中，尤其今年正逢世博机遇，航空需求将呈现持续高增长。同时民航总局依然严控运力投放，预期客座率和票价水平延续提升趋势、全年再创高水平。全年油价大幅波动风险较小，上涨的油价可通过需求拉动的票价和联动的燃油费转嫁，航空公司收益将大为改善，并有望超越上一周期的高点。从季节性波动来看，前4月客运量/RPK将逐月攀升，5月份世博会开幕，将推动航空需求跨旺季持续增长。同时，进入二季度商务活动逐渐频繁，并紧接旺季，票价将处于全年较高水平。航空趋势持续向好，维持行业“买入”评级。对主要上市公司的推荐顺序为中国国航、ST东航、南方航空、海南航空。

对于首推的中国国航(601111)，无疑是国际市场复苏的最大受益者，通过近两年的两仓改造，高端客户群的壮大将助其客运收益上涨更为显

著。从中长期来看，收购深航的预期，将大大深化其在华南市场的地位和行业龙头地位；其航线和客源结构与大飞机引进更为匹配，并赋予较强的抵御高铁能力。我们上调公司的盈利预测，预计2009-11年，公司EPS（摊薄前）分别为0.35、0.63、0.70元，其中2010年主业贡献0.46元，人民币升值3%带来汇兑收益贡献0.11元，国泰航空投资收益贡献0.06元。上调目标价至15元。

ST东航（600115），发展空间较大、事件性催化因素众多。与上航合并后，基地控制力的显著提升有利于客运收益的改善。2010年公司作为世博会唯一航空承运人，还将引入新的战略合作伙伴，明后年将加入国际航空联盟，无疑将提升公司的品牌和服务。预计2009-11年，公司EPS分别为0.10、0.34、0.40元，其中2010年主业贡献0.25元，人民币升值3%带来汇兑收益贡献0.09元。

南方航空（600029），公司作为市场份额第一大的航空公司，无疑将分享行业的增长，“限价保量”现象改善。尽管注资降低了业绩弹性，但对人民币升值弹性依然最高。公司潜在的风险除行业风险之外，还有来自国航收购深航的同业竞争因素。预计2009-11年，公司EPS（摊薄前）分别为0.02、0.67、0.57元，其中2010年主业贡献0.38元，人民币升值3%带来汇兑收益贡献0.16元，投资收益贡献0.13元（其中出售珠海MTU50%股权贡献0.11元）。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

航空运输业 2010 年策略	董丁	2009-11-11
航空机场业 2009 年四季度策略	董丁	2009-09-21
航空机场业 2009 年中期策略	董丁	2009-06-24

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。