

客货齐带动，淡季不淡

报告要点

● 国内客运市场：增速回升，票价稳定

3 月份国内的航空旅客运输量为 2018 万人，同比增长 19.58%。三大航空公司的国内客运周转量增速都较 2 月有所提升，东航主要是因为将上航的数据纳入统计口径因此有了爆发式增长，国航和南航均有 20% 左右增速，客座率海航依然维持了最高水平，国内综合票价指数小幅上升。

● 国际客运需求预计可保持高增速

3 月国际航线旅客运输量 155 万人，同比增长 32.37%，较 2 月 41.08% 的增速略有放缓，但相比金融危机之前 07 年 3 月的数据也有 16% 左右的增量。东航、南航国际客运周转量快速增长，国航客座率稳居第一。国际航线票价水平环比略降。

● 货运市场：国际航线带动整体增速反弹

3 月国际航线货邮运输量继续快速增长 85.81%，带动整体货邮运输量同比上升 41.76%，航空公司货运周转量步入快速增长区间。自 09 年 10 月以来，PMI 指数 6 个月中 5 次高于 55，3 月 PMI 指数回升至 55.1，我们认为 4 月货运周转量将继续保持较高增速。

● 航油价格略涨，人民币升值预期加强

3 月底 WTI 轻质原油价格在 84 美元/桶左右，国家发改委已宣布自 4 月 14 日起航油出厂价从 5190 元/吨上调至 5690 元/吨，各大航空公司略有成本压力。但我们预计年内人民币升值将是大概率事件，可大幅提升三大航的汇兑收益水平并减少当年财务费用，航空公司今年盈利情况依然看好。

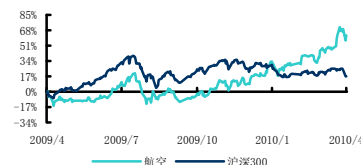
● 重点推荐公司

在行业需求向好，成本压力逐步显现的阶段，我们认为国际客运和货运占比较高、对油价敏感性较低的航空公司更具有投资价值，因此我们推荐中国国航；而 ST 东航和上海机场一方面受益于“世博会”的客流带动最为明显，预计 4 月客流即将有所反应，同时东航 1 年后正式加入天合联盟以及上海机场的资产注入预期也是我们看好公司的因素。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600115	ST 东航	推荐
601111	中国国航	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

ST 东航	09A	10E	11E
PE	158.35	43.00	35.21
PB	23.66	16.79	11.37
EV/EBITDA	19.16	17.24	14.44
中国国航	08A	09E	10E
PE	n.m	34.83	34.17
PB	8.16	6.59	4.77
EV/EBITDA	n.m	16.25	14.87

相关研究

分析师：

吴云英

(8621)68751160

wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208120194

联系人：

沈晓峰

(8621) 687517726

selven1010@hotmail.com

正文目录

国内客运市场——增速回升，票价稳定	4
3月国内旅客运输量同比增长20%	4
合并上航数据后东航增速超常，客座率海航继续领先	4
3月国内航线票价维持年初水平	5
国际客运市场——高增速预计可以保持	6
国际航线旅客运输量增长33%，预计增速还将维持	6
东航、南航国际客运周转量快速增长，国航客座率稳居第一	7
国际航线票价水平环比略降	7
货运市场——国际航线带动整体增速反弹	8
3月货邮运输量增速反弹，国际航线表现抢眼	8
航空公司货运周转量步入快速增长区间	9
未来趋势：国内货运周转量可持续高增长	10
油价、燃油附加费与汇率	10
国际油价在80美元/桶上方，国内航油出厂价4月上调至5690元/吨	10
人民币汇率暂时稳定，升值预期加强	11
主要机场货邮吞吐量增速略降，但绝对值依旧在高位	12
重点关注及投资建议	14
航空：中国国航——客运供需向好，外延式扩张加快网络建设	14
ST东航——长短期利好提升公司投资价值	14
机场：上海机场——业绩稳定，注资可期	15
风险提示	15

图表目录

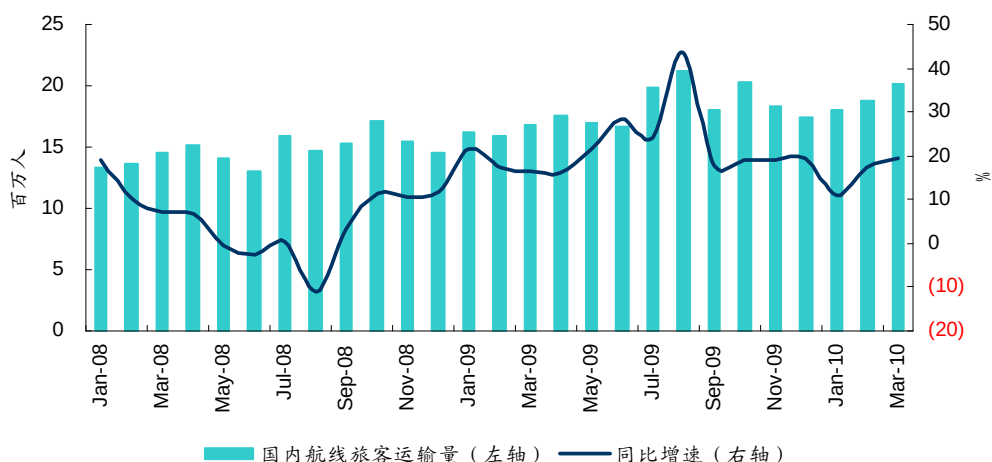
图 1: 国内航线旅客运输量	4
图 2: 航空公司国内客运周转量同比增速	5
图 3: 航空公司国内客运航线可用座公里同比增速	5
图 4: 航空公司国内客运航线客座率	5
图 5: 国内航线票价指数	6
图 6: 国际航线旅客运输量	6
图 7: 航空公司国际客运周转量同比增速	7
图 8: 航空公司国际客运航线可用座公里同比增速	7
图 9: 航空公司国际客运航线客座率	7
图 10: 中国民航亚洲及港澳地区航线、国际航线（不含亚洲地区）票价指数	8
图 11: 中国民航邮货运输量同比增速	8
图 12: 国航货运周转量	9
图 13: 国航货运载运率	9
图 14: 南航货运周转量	9
图 15: 南航货运载运率	9
图 16: 东航货运周转量	9
图 17: 东航货运载运率	9
图 18: 美国货运周转量与 PMI 指数	10
图 19: 中国货运周转量与 PMI 指数	10
图 20: 国内外油价走势	11
图 21: 人民币—美元汇率走势	12
图 23: 虹桥机场运营数据	13
图 24: 浦东机场运营数据	13
图 25: 白云机场运营数据	13
图 26: 深圳机场运营数据	13
图 27: 厦门机场运营数据	14
图 28: 首都机场运营数据	14
表 1: 2010 年第 2 季度燃油附加费收取标准	11
表 2: 2010 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性	12
表 3: 行业内主要公司投资评级	15

国内客运市场——增速回升，票价稳定

3 月国内旅客运输量同比增长 20%

3 月份国内的航空旅客运输量为 2018 万人，同比增长 19.58%。首先是国内经济复苏势头保持较好，一季度我国 GDP 同比增长 11.9%，高于去年四季度 8.7% 的水平；其次今年农历新年在 2 月中旬，部分返工客流和返校学生客流被推迟到 3 月释放；最后，2009 年 3 月旅客运输量基数较低，仅有 1688 万人。

图 1：国内航线旅客运输量

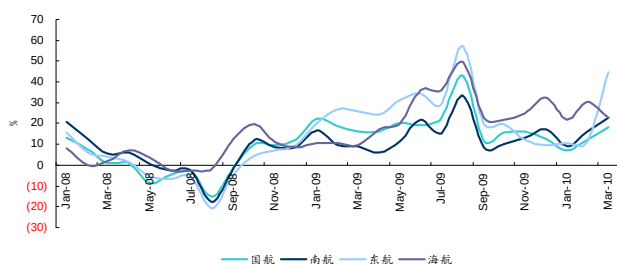


资料来源：CEIC，长江证券研究部

合并上航数据后东航增速超常，客座率海航继续领先

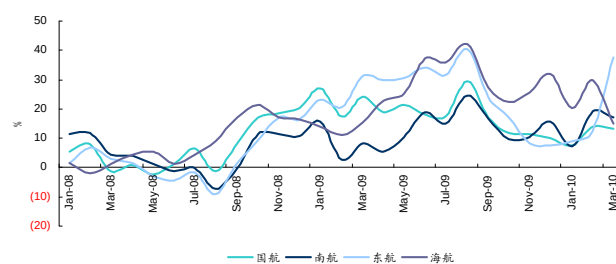
从各大航空公司 3 月的国内航线客运周转量来看，三大航空公司的国内客运周转量增速都较 2 月有所提升。其中最为突出的是东航，达到了 44.54% 的同比增速，较 2 月 11.18% 的增速提高了 33.36 个百分点，主要原因是东航从 3 月份开始将上航的运营数据纳入每月的统计口径中，可用座公里同比提升了 37.66%。国航和南航也都保持了 20% 左右的客运周转量增速，略高于可用座公里的增速。海航则比较特殊，2 月客运周转量增速下降，但仍然在 20% 以上，我们认为这是赴海南的旅游人数在 3 月下滑后的正常现象，由于公司 2009 年运力投放充分，因此 15% 左右的增速仍然可以延续。

图 2：航空公司国内客运周转量同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

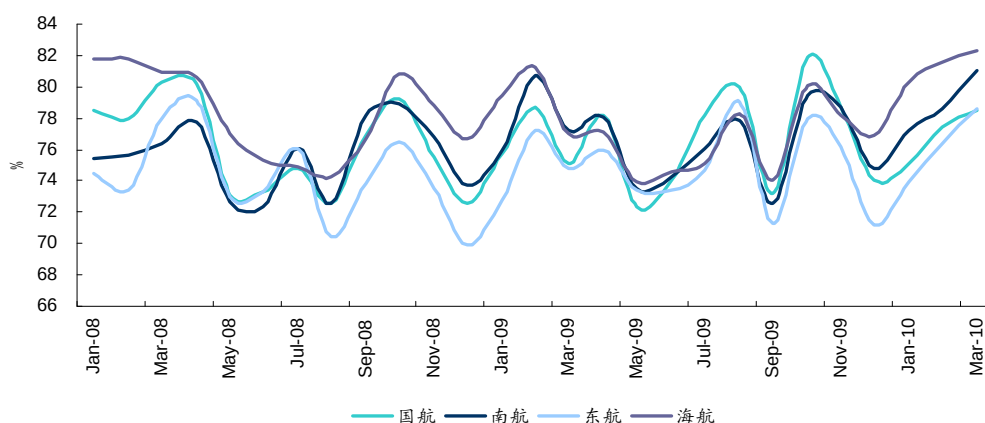
图 3：航空公司国内客运航线可用座公里同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 3 月国内客运航线客座率情况来看，海航 82.3% 最高，南航 81% 次之，国航和东航都在 78.5% 左右的水平。海航受益于海南旅游行情和 3 月较低的运力投放增速，因此延续了 09 年 12 月以来行业最高的客座率水平。东航则是由于 3 月运力投放增速超过需求增速 6.88 个百分点，因此单月客座率水平低于其他竞争对手。

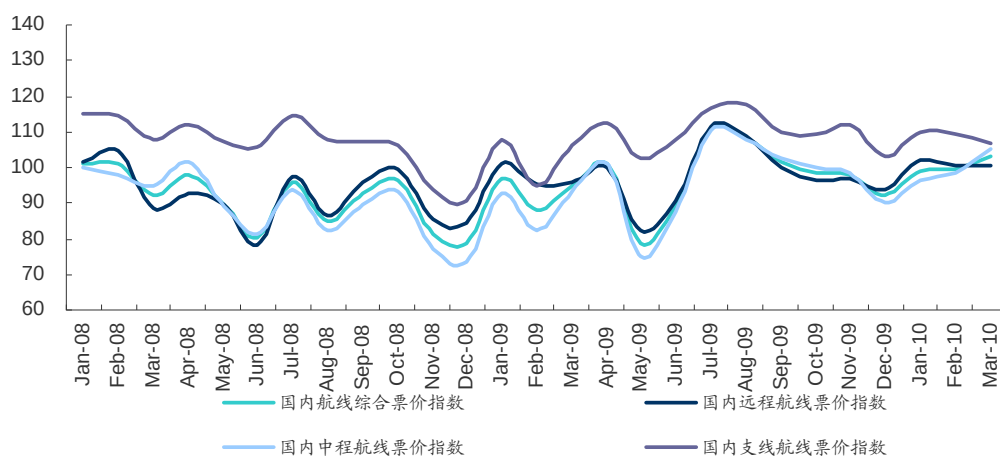
图 4：航空公司国内客运航线客座率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

3 月国内航线票价维持年初水平

3 月国内航线票价基本维持年初以来的水平，国内航线综合票价指数环比上升 3%，国内远程、支线票价指数环比小幅下降 1% 和 2%，国内中程票价指数环比上升 6%。

图 5：国内航线票价指数


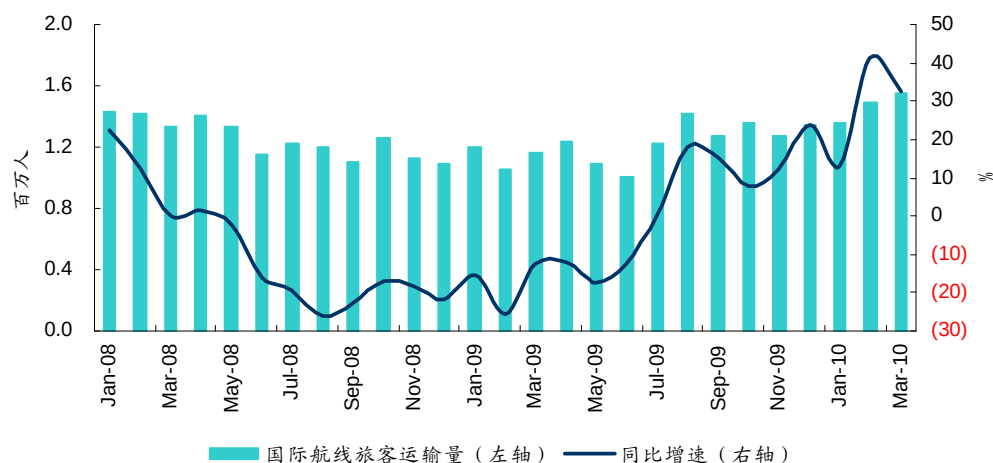
资料来源：CEIC，长江证券研究部

注：“中国民航国内航线价格指数”以BSP系统提供的样本航线票价数据为基础编制。

国际客运市场——高增速预计可以保持

国际航线旅客运输量增长 33%，预计增速还将维持

根据民航总局公布的数据，3月国际航线旅客运输量 155 万人，同比增长 32.37%，较 2 月 41.08% 的增速略有放缓，但相比金融危机之前 07 年 3 月的数据也有 16% 左右的增量。国际客运航线的复苏态势在延续，由于去年 4 月基数不高，且 4 月“广交会”开幕、“世博会”即将开幕也将拉动国际客运需求，预计届时增速可维持在 30% 以上。

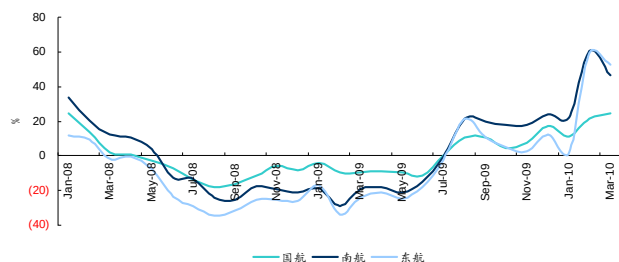
图 6：国际航线旅客运输量


资料来源：CEIC，长江证券研究部

东航、南航国际客运周转量快速增长，国航客座率稳居第一

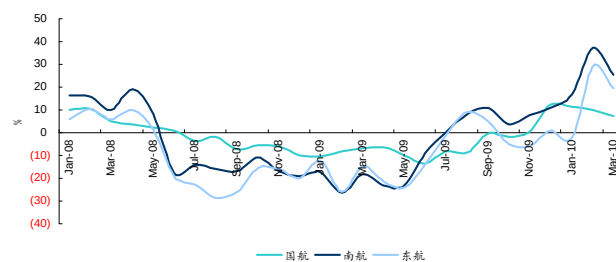
春节过后，国际航线客运运力投放和周转量同时出现下滑，3月份东航和南航可用座公里分别增长 19.48%和 25.30%，虽然略低于 2 月的水平，但存量的运力积累仍然使东航和南航 3 月的国际航线客运周转量分别增长了 52.33%和 46.67%。国航由于国际航线客运业务基数较大，同时运力投放较为稳健，3 月国际航线客运周转量增长较为温和，为 24.64%。

图 7：航空公司国际客运周转量同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

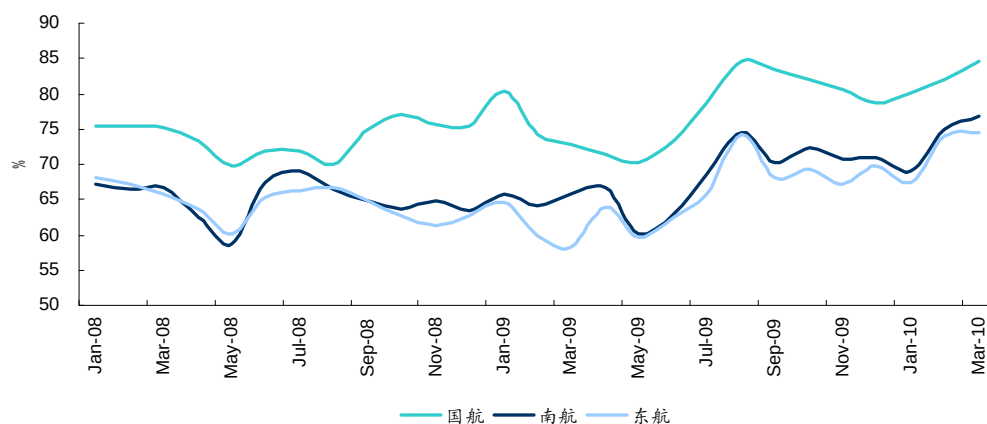
图 8：航空公司国际客运航线可用座公里同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

3 月份三大航空公司国际航线客座率的表现可以概括为：同步上升，层次分明。而受益于国际经济回暖和去年同期的低基数，三大航的国际航线客座率同步上升，同比提升 11-16 个百分点，环比提升 0-3 个百分点。国航依然是国际航线客座率的领头羊，84.6%的客座率水平明显高于另 2 大竞争对手，南航和东航分别为 76.9%和 74.37%；

图 9：航空公司国际客运航线客座率

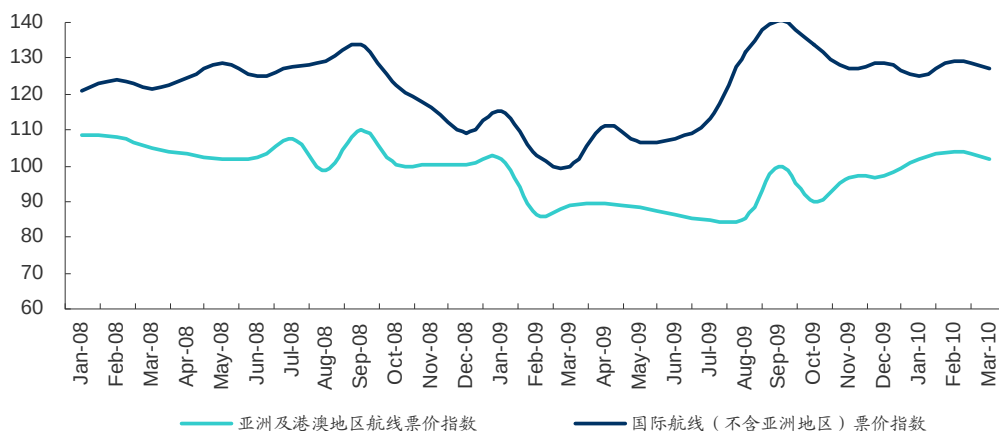


资料来源：公司公告，长江证券研究部

国际航线票价水平环比略降

国际航线（不含亚洲地区）票价指数在 8 月出现了小幅下降，从 129 回落至 127，环比下降 2%，亚洲及港澳地区航线的票价指数仍然低迷，维持在 2007 年以来的低点，从 104 回落至 102。

图 10：中国民航亚洲及港澳地区航线、国际航线（不含亚洲地区）票价指数



资料来源：中国民用航空，长江证券研究部

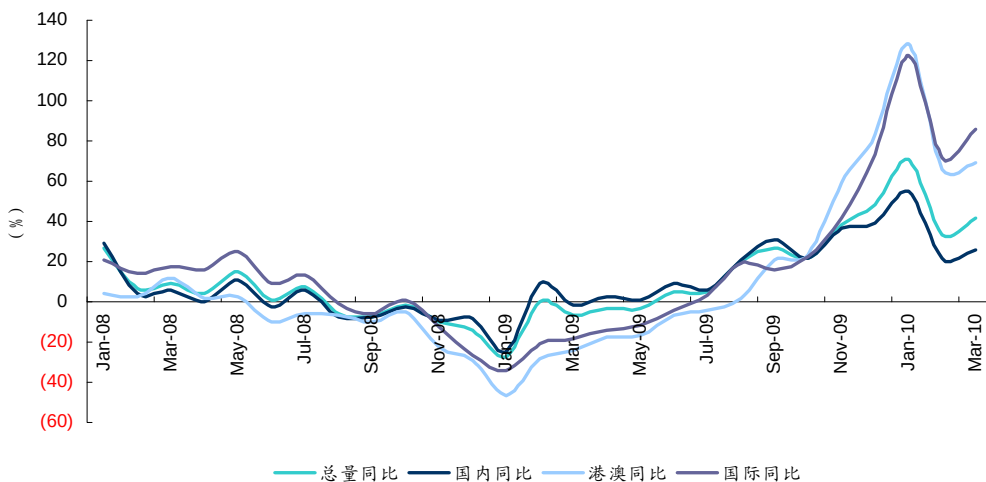
注：“中国民航亚洲及港澳地区航线票价指数”、“中国民航国际航线（不含亚洲地区）票价指数”以 BSP 系统提供的样本航线票价数据为基础编制。

货运市场——国际航线带动整体增速反弹

3 月货邮运输量增速反弹，国际航线表现抢眼

从中国民航总局统计的数据来看，3 月国际航线货邮运输量继续快速增长 85.81%，带动整体货邮运输量同比上升 41.76%。我们认为欧美经济复苏态势良好，补库存需求的带动是国际货运需求快速复苏的主要因素。

图 11：中国民航货邮运输量同比增速

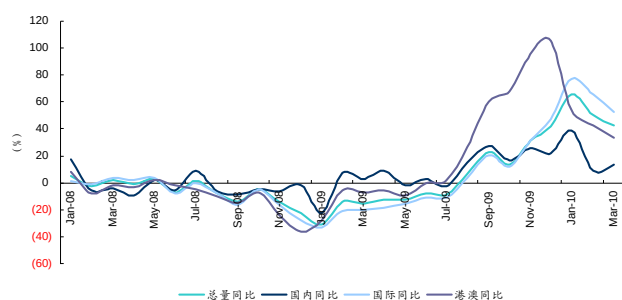


资料来源：CEIC，长江证券研究部

航空公司货运周转量步入快速增长区间

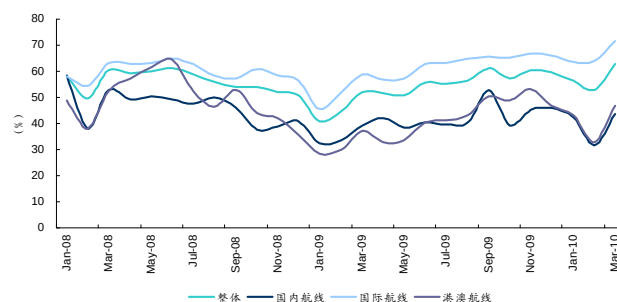
3月南航货运周转量大幅增长109.28%，主要是由于自09年底至今公司引进了2架B777F和1架A300F货机，机队数量由原先的2架增至5架，在需求向好的背景下运营数据提升较快。东航则是由于自3月起将上航的数据纳入统计口径，因此货运周转量增速反弹至98.92%。国航货运业务较为平稳，货运周转量同比增长42.29%。货运转运率方面，国航和东航由于运力投放平稳，均保持在62%左右，南航则因前期运力投放剧增，货运转运率尚处于恢复过程中，目前为53.04%。

图 12：国航货运周转量



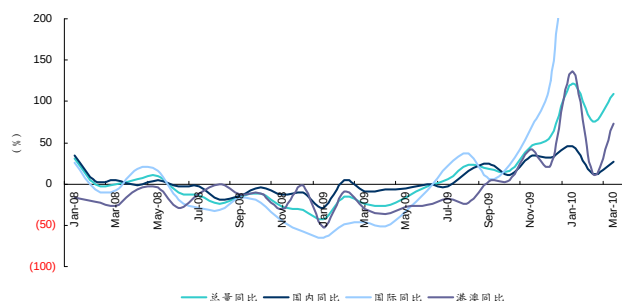
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：国航货运转运率



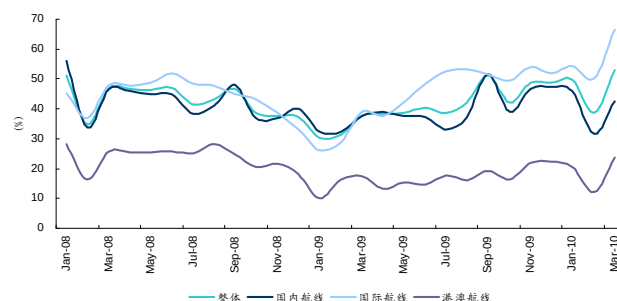
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 24：南航货运周转量



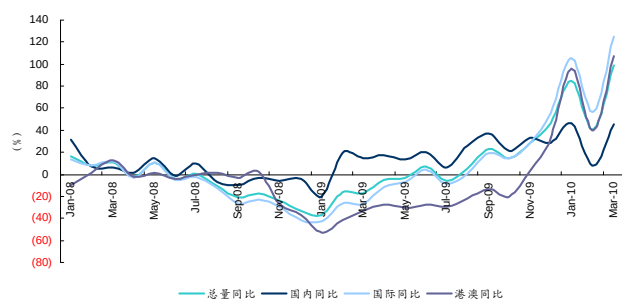
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15：南航货运转运率



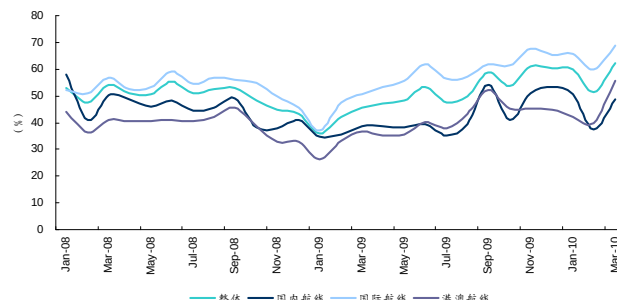
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 36：东航货运周转量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 17：东航货运转运率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

未来趋势：国内货运周转量可持续高增长

我们发现，PMI 指数（采购经理指数）可以作为一国航空货运周转量增速的先导指标，即当月的 PMI 指数上升，那么 1-2 个月之后的航空货运周转量增速也很有可能上升，反之亦然。以美国为例，2000 年 9 月以来，美国的 PMI 指数（滞后 2 个月）与国内航空货运周转量增速呈现出较高的正相关性。产生这种现象的原因在于，PMI 指数上升意味着采购经理的购买需求扩大，那么未来（可能有 2 个月左右的时滞）采购量释放时航空货运周转量增速也会随之上升。

同样的现象也存在于中国。以 2006 年 1 月为时间起点，中国的 PMI 指数（滞后 1 个月）与国内航空货运周转量增速呈现出了较高的正相关性，并且我们发现自 09 年 10 月以来，PMI 指数 6 个月中 5 次高于 55，3 月 PMI 指数回升至 55.1，3 月航空货运周转量同比增长 57.02%，而基于历史上 PMI 指数相对货运周转量增速的先导性特征，我们认为 4 月货运周转量将继续保持较高增速。

图 48：美国货运周转量与 PMI 指数



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 19：中国货运周转量与 PMI 指数



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

油价、燃油附加费与汇率

国际油价在 80 美元/桶上方，国内航油出厂价 4 月上调至 5690

元/吨

3 月底 WTI 轻质原油价格在 84 美元/桶左右，国家发改委已宣布自 4 月 14 日起将航油出厂价从 5190 元/吨上调至 5690 元/吨，上涨 9.63%，这是自去年 11 月以来首次调整航油价格，各大航空公司略显成本压力，由于国内航线占比高以及未进行燃油套保，预计南航受到的影响最大。

图 20：国内外油价走势



资料来源：Bloomberg，国家发改委，长江证券研究部

由于新的燃油附加费率定价办法是每季度调整一次费率收取上限，而 2010 年第二季度的附加费收取上限确定为 20 元/人和 40 元/人后，因此在航油出厂价上调后，各大航空公司最快将在 7 月可以调整燃油附加费。

表 1：2010 年第 2 季度燃油附加费收取标准

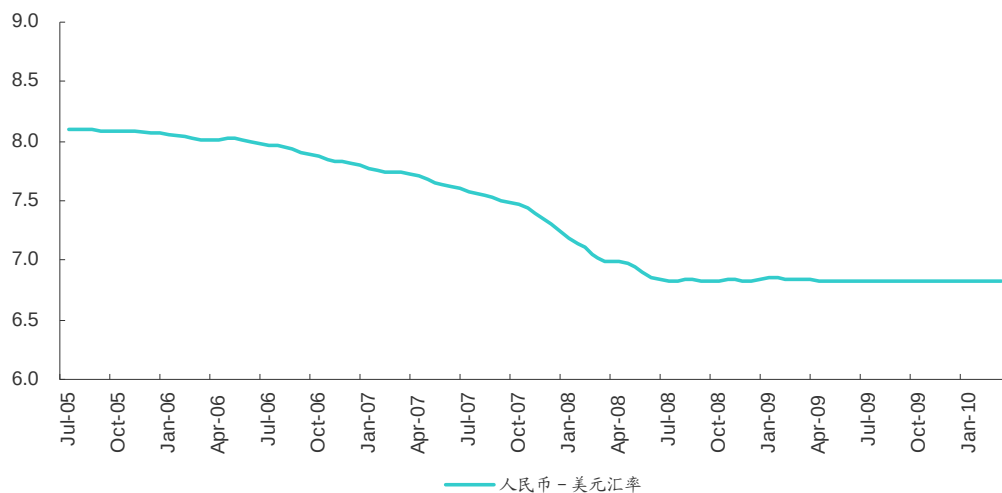
航线	单位收取率	航空煤油综合采购成本	收取标准	四舍五入后收取标准
800 公里(含)以下航线	0.00002818	5200	23.90	20
800 公里以上航线	0.00002818	5200	44.81	40

资料来源：发改委，长江证券研究部

人民币汇率暂时稳定，升值预期加强

目前人民币汇率已经成为市场的关注重点，4 月人民币汇率一度创下“汇改”以来的新高，参考 9 个月期 NDF 的 6.66 水平，我们预计年内人民币升值将是大概率事件，可大幅提升三大航的汇兑收益水平，减少当年财务费用。

图 21: 人民币—美元汇率走势



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 2: 2010 年三大航空公司 EPS 对人民币升值敏感性

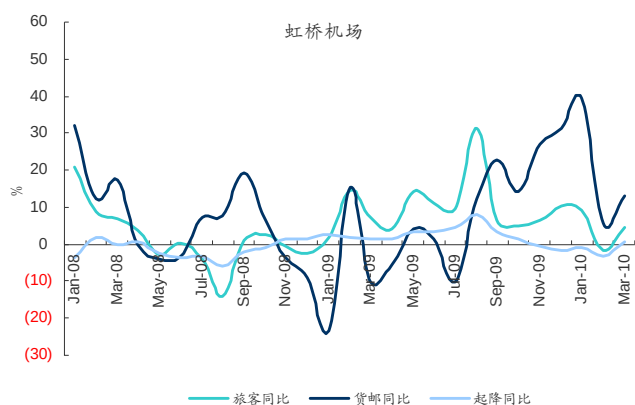
EPS 对人民币升值敏感性			
人民币升值幅度	南航	国航	东航
-1%	-0.03	-0.02	-0.02
0%	0.00	0.00	0.00
1%	0.03	0.02	0.02
2%	0.06	0.05	0.05
3%	0.08	0.07	0.07
4%	0.11	0.09	0.09

资料来源: 长江证券研究部

主要机场货邮吞吐量增速略降，但绝对值依旧在高位

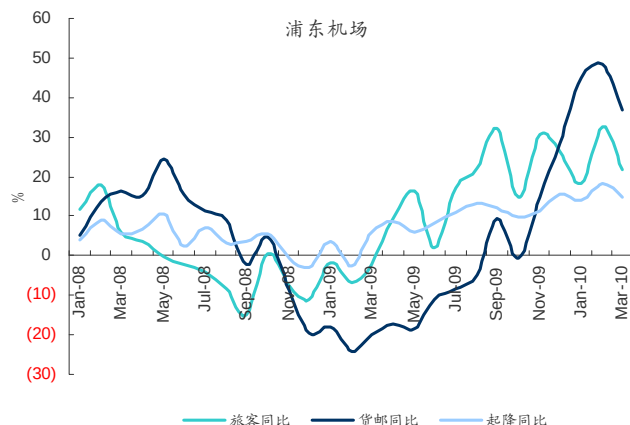
上海的 2 家机场方面，货邮吞吐量复苏都要好于旅客吞吐量，虹桥、浦东机场的旅客吞吐量分别同比增长 4.72% 和 21.65%，货邮吞吐量则为 12.94% 和 36.94%。分地区来看，浦东机场 3 月国内和国际的客运增速较为均衡，而货运方面主要依靠国际航线的增速带动。

图 23: 虹桥机场运营数据



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 24: 浦东机场运营数据

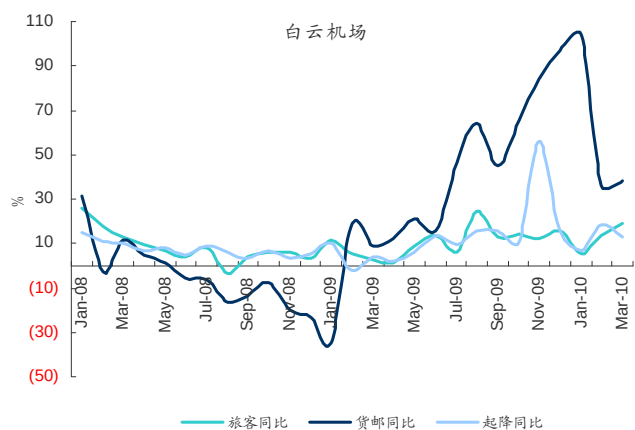


资料来源: CEIC, 长江证券研究部

白云机场 3 月旅客吞吐量增速继续上升, 为 18.81%, 货运吞吐量增速 38.05%, 预计 4 月份随着广交会的开幕, 客货运增速将会有一定的提升。

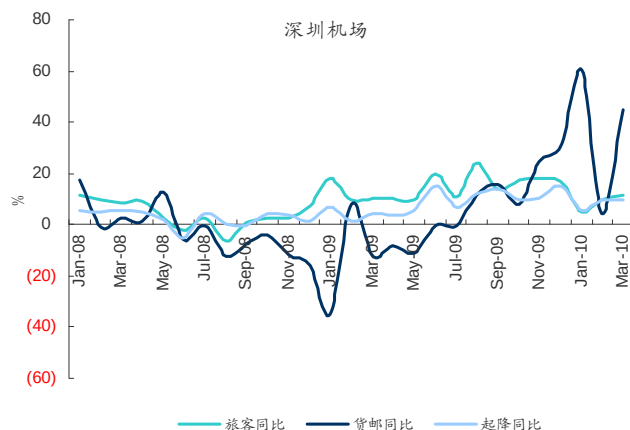
深圳机场 3 月的旅客吞吐量增速为 11.61%, 货运吞吐量同比增长 44.68%, 较 2 月大幅提升, 主要原因是 2 月 UPS 落户深圳机场, 在度过农历新年的低运量期和调试期后, 增速将持续维持在高位。

图 25: 白云机场运营数据



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

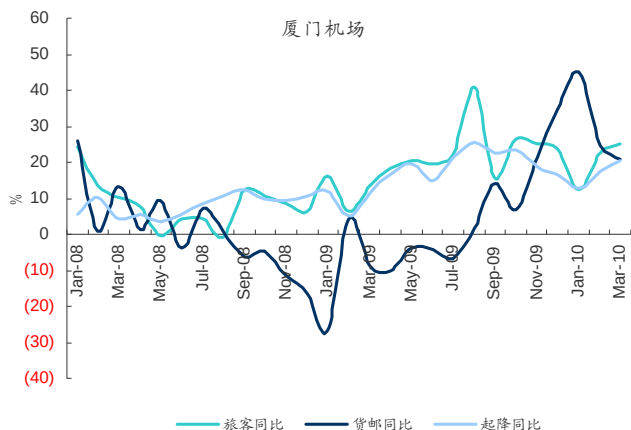
图 26: 深圳机场运营数据



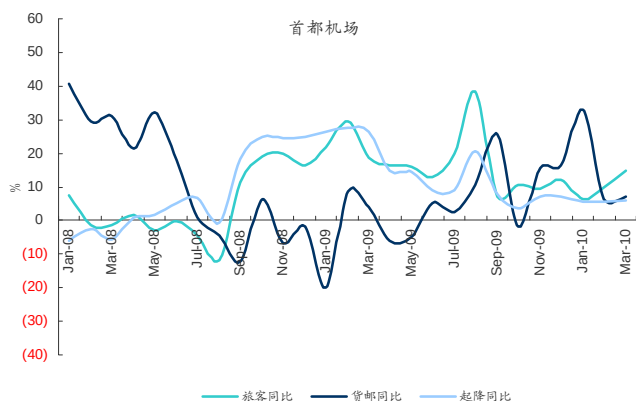
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

厦门机场 3 月旅客吞吐量同比增长 25.02%, 在度过 1 月增速低谷后稳步上升, 货邮吞吐量增速继续小幅回落, 为 21.01%。

首都机场 3 月旅客吞吐量同比增长 14.71%, 货邮吞吐量增长 7.26%。

图 27：厦门机场运营数据


资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 28：首都机场运营数据


资料来源：CEIC，长江证券研究部

重点关注及投资建议

航空：中国国航——客运供需向好，外延式扩张加快网络建设

1) 2010 年公司整体可用座公里（ASK）增速将在 13%左右，其中国际航线增长 8%-10%，国内航线增长 15%以上，而客运需求增速将超过 15%，带来客座率提升 1 个百分点以上，有利于公司航空业务的增收。

2) 对深航注资之前，国航的主要运营基地是北京和成都，而在珠三角地区的控制力较弱，广州是南航的运营基地。注资之后，国航在深圳机场的份额将从原先的 13%一跃提升至 43%，超过南航的 28%成为深圳市场份额第一的航空公司；在广州，南航约有 50%的市场份额，而国航加深航届时也可达到 20%左右的市场份额，稳居第二，也将对南航在广州的绝对控制力带来挑战。因此，国航将拥有北京、成都和深圳 3 个市场份额占第一的运营基地，同时深圳航空在广州、无锡和南宁也具有较高的市场份额，这将使国航在国内的航线网络建设中处于领先地位。

3) 目前国内航油价格已经上调至 5690 元/吨，对各大航空公司都产生了一定压力，考虑到国际油价略低于国内、国航燃油套保比例行业内最高的因素，我们看好公司在航油价格较高情况下的相对运营优势。

我们预测国航 2009-2011 年 EPS 分别为 0.39、0.40 和 0.41 元，对应 PE 为 31.8 倍、31.2 倍和 30.1 倍，维持“推荐”评级。

ST 东航——长短期利好提升公司投资价值

1) “世博会”将为上海带来 1500 万的航空客流，如果以 50%的比例计算，将额外提升东航的旅客运输量 17%，同时客座率和票价水平也将因为“世博会”和合并上航的因素而有所上升。

2) 2010 年公司计划交付 20 架飞机, 而目前运营的飞机数为 257 架, 假设今年退租 5 架, 从飞机数量上来说供给增速约为 6%, 低于今年 20% 以上的需求增速。

3) “新东航”诞生后, 协同效应何时能在财务层面显现将是我们关注的重点。

4) 东航加入天合联盟长期来看对公司是利好, 旅客运输量、成本控制等各方面将长期受益, 但短期对公司的业绩影响较小。

我们对公司 2010-2012 年的业绩预测分别为 0.21 元、0.25 元和 0.32 元, 对应 PE 为 43 倍、35.2 倍和 27.8 倍, 维持“推荐”评级。

机场：上海机场——业绩稳定，注资可期

1) “世博会”5 月-10 月召开, 根据预测将有 7000 万人进入展区参观, 乘坐飞机的旅客将有 1500 万人 (包括 350 万国际旅客), 浦东机场因世博会而增加的旅客吞吐量可达 750 万左右 (2009 年浦东机场与虹桥机场旅客吞吐量之比为 1.27: 1, 虹桥机场新跑道 3 月 16 日正式投入使用, 届时将分流部分客流, 我们假设世博新增客流在两场间分配比例为 1: 1)。

2) 虹桥机场资产注入, 虽然目前没有明确的时间表, 但在虹桥机场新航站楼和跑道投入运营后将形成更明显的同业竞争局面, 资产注入预期进一步增强。

不考虑虹桥机场的资产注入, 我们对公司 09-11 年的业绩预测分别为 0.50 元、0.56 元和 0.56 元, 对应 PE 为 35.5 倍、31.7 倍和 31.3 倍, 维持“推荐”评级。

表 3: 行业内主要公司投资评级

公司简称	评级	价格	EPS			PE		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
上海机场	推荐	17.62	0.37	0.50	0.56	47.62	35.24	31.46
白云机场	推荐	11.10	0.47	0.54	0.55	23.62	20.56	20.18
深圳机场	谨慎推荐	7.08	0.34	0.37	0.39	20.82	19.14	18.15
厦门空港	谨慎推荐	19.91	0.91	0.95	1.02	21.88	20.96	19.52
南方航空	推荐	8.79	0.04	0.29	0.19	219.75	30.31	46.26
ST 东航	推荐	8.92	0.08	0.21	0.25	111.50	42.48	35.68
海南航空	推荐	8.09	0.09	0.18	0.19	89.89	44.94	42.58
公司简称	评级	价格	EPS			PE		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
中国国航	推荐	13.51	-0.77	0.39	0.40	n.m.	34.64	33.78

资料来源：长江证券研究部

风险提示

国际油价持续上涨将会吞噬航空公司收入上升带来的收益, 人民币升值幅度低于预期也将减少公司的汇兑收益, 另外近期的冰岛火山灰如果持续时间增加, 也将对各航空公司的正常运营带来负面影响。

分析师介绍

吴云英，长江证券研究部行业部首席分析师。南开大学数学学士，经济学硕士；2008 年 5 月加盟长江证券研究部，从事航运港口行业研究。

沈晓峰，浙江大学经贸英语学士，美国西雅图城市大学工商管理硕士，6 年航空公司从业经验，航空行业研究员。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，航空行业助理研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。