

交通运输

航空业盈利趋势分析及中报前瞻

研究结论

- 上半年航空运输行业运行特点：2010 年上半年航空运输行业在强大的需求增长推动下，票价水平与盈利能力整体上逐步走高。其中表现尤为突出的是国际业务的增长与货运量的增长。以已公开发布的数据来看，1-5 月国内航线旅客周转量同比增长 17.8%，国际航线旅客周转量同比增长 32.5%，客座率水平维持高位 78.7%。
- 上半年航空业盈利状况分析。一季度航空业相比与往年，实现了历史上最好业绩。民航一季度盈利达 68.5 亿，其中航空公司盈利为 48.5 亿，扣除非经常性损益与燃油套保的转回外，航空公司一季度盈利 23.5 亿。在强劲的需求与温和的油价环境下，二季度航空公司盈利继续增长，预计二季度航空公司全行业盈利 44 亿左右。
- 下半年航空业盈利预判：三季度开始的航空传统旺季，航空业迎来一波盈利高峰。以 2007 年正常年份下，三季度相对于二季度票价水平的提升为参考，在目前的油价环境下，我们认为保守估计，三季度整个航空公司盈利有望实现环比二季度 50% 的增长。最近（7 月 3 号），两舱票价水平的上调，一方面显示需求支撑下，提价的能力，另一方面也将结构性提升航空公司盈利能力。再者人民币汇率的提升将使航空盈利在下半年表现更加抢眼。
- 下半年航空公司盈利可能存在的不利点：第一点在国际业务方面，由于欧洲受债务危机影响，来往欧洲的需求或许有所减弱。来往北美的航线需求或许也受退出政策及经济增速放缓的影响。但是整体上来看，两者影响应该不会大，因为往来欧洲的增长在 2008 年金融危机后并没有强势提升，一直处于相对低位。而北美方面，下滑的风险要小得多。第二点，货运方面增长趋势有所放缓，特别是受补库存驱动的货运量的增长将会告一段落。
- 我们对 2010 年航空公司中报的预期为：中国国航 0.34 元，东方航空 0.13 元，南方航空为 0.28 元。维持我们行业看好评级，重点推荐中国国航。
- 本报告中涉及的相关数据库情况如有需要，可联系我们



东方证券
ORIENT SECURITIES

章琪

交通行业高级分析师

8621-63325888 × 6066

Zhangqi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108031036

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

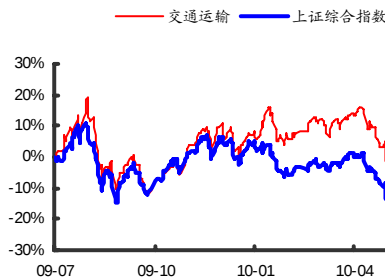
行业

交通运输行业

报告日期

2010 年 7 月 5 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

-6.62

-6.62

-16.42

相对表现 (%)

-0.59

-0.59

7.32

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09 年报	10 中报	E10 年报	E 股价	评级
中国国航	0.42	0.34	0.72	9.86	买入
东方航空	0.08	0.13	0.28	6.47	增持
南方航空	0.05	0.28	0.44	6.06	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

上半年盈利情况及中报预测

上半年航空运输行业运行特点：2010 年上半年航空运输行业在强大的需求增长推动下，票价水平与盈利能力整体上逐步走高。其中表现尤为突出的是国际业务的增长与货运量的增长。以已公开发布的数据来看，1-5 月国内航线旅客周转量同比增长 17.8%，国际航线旅客周转量同比增长 32.5%，客座率水平维持高位 78.7%。

表 1：票价指数逐步走高、油价温和，盈利大增

	国内航线票价指数	国内航线油价	国际航线票价指数	国际航线油价	航空盈利	机场盈利	民航盈利
2010 年 5 月	106	5868	145	5297	12.3	4	17.3
2010 年 4 月	112.30	5634	154.60	5327	20.7	4.9	25.4
2010 年 3 月	103.20	5639	127.00	4826	27.3	8.7	38.3
2010 年 2 月	99.70	5639	129.20	4844	17.3	1.1	20.7
2010 年 1 月	99.10	5638	125.20	4833	3.9	3.2	9.5

资料来源：东方证券研究所

一季度盈利中，除去南航 11 亿出售股权收益，中国国航 9.38 亿燃油套保转回，东方航空 4.63 燃油套保转回，为 23.49 亿，预计二季度盈利 44 亿左右。

表 2：参考 2007 年三季度航空票价水平提升幅度

	国内航线票价指数		国际航线票价指数
2007 年 12 月	90.7		117.4
2007 年 11 月	98.1		126.1
2007 年 10 月	99.7		134.1
2007 年 9 月	106.9		139.8
2007 年 8 月	112.1		137.7
2007 年 7 月	105.8		131.7
2007 年 6 月	87.6		126.9
2007 年 5 月	85.7		116.7
2007 年 4 月	97.4		118.3
2007 年 3 月	89.8		105.9
2007 年 2 月	100.6		112.3
2007 年 1 月	83.4		104.4

资料来源：东方证券研究所

保守估计三季度盈利环比二季度增长 50%。

三季度开始的航空传统旺季，航空业迎来又一波盈利高峰。以 2007 年正常年份下，三季度相对于二季度票价水平的提升为参考，在目前的油价环境下，我们认为保守估计，三季度整个航空公司盈利有望实现环比二季度 50% 的增长。

最近（7 月 3 号），两舱票价水平的上调，一方面显示需求支撑下，提价的能力，另一方面也将结构性提升航空公司盈利能力。再者人民币汇率的提升将使航空盈利在下半年表现更加抢眼。

表 3：中报业绩预测

	2010Q1	2010Q2	2010H1E	2010E
中国国航	0.19	0.15	0.34	0.72
南方航空	0.18	0.1	0.28	0.44
东方航空	0.07	0.06	0.13	0.28

资料来源：东方证券研究所

下半年航空公司盈利可能存在的不利点：第一点在国际业务方面，由于欧洲受债务危机影响，来往欧洲的需求或许有所减弱。来往北美的航线需求或许也受退出政策及经济增速放缓的影响。但是整体上来看，两者影响应该不会大，因为往来欧洲的增长在 2008 年金融危机后并没有强势提升，一直处于相对低位。而北美方面，下滑的风险要小得多。第二点，货运方面增长趋势有所放缓，特别是受补库存驱动的货运量的增长将会告一段落。

东方航空 600115.SH

基地控制力上升，内部整合增强盈利

- 东方航空盈利改善逐步体现。**东上航整合以后，东方航空在上海基地的控制力得到了市场认可的提升，特别是往来上海的票价水平有了明显的改善。新东航时刻约占上海基地整体的 53%左右。今年一季度东方航空实现了历史上最好的业绩水平（除去燃油套保转回），盈利的改善有对基地控制力上升的原因，也有内部整合的因素。
- 近期两舱票价提升显示了其在往来上海航线上的定价能力。**从 5 月底，国内头等舱与商务舱实行市场定价以后，最近东方航空、上海航空也公布两舱票价调整方案，上海至北京航线，头等舱可为经济舱全价的 2.5 倍，公务舱可为经济舱票价的 2 倍。其他上海始发的航线，头等舱可以经济舱票价的 2 倍，公务舱可为经济舱票价的 1.8 倍。其他航线，头等舱可以经济舱票价的 1.8 倍，公务舱可为经济舱票价的 1.5 倍。这一方案显示了东方航空在往业上海航线上的定价能力。东方航空原来两舱收入占比较低，不足 10%，但两舱收益水平的提升可以大大提升航空公司的盈利能力，世界级航空公司两舱收入占比远远高于国内航空公司，如新加坡航空其两舱收入占比达到 40%以上。
- 战略投资者的引进将加强东航的内部整合，提高东航的管理能力。**从目前东方航空的发展与改革的态势看，东方航空引入战略投资者将是必然。引入战略投资者可以使东航改善自身的经营管理能力，同时也在高一层面上完善东方航空网络布局。增强航线的盈利能力。2010 年 4 月，东方航空加入了天合联盟，这一入盟举动将加快东方航空向世界级的航空公司学习先进的经营策略，经营技术，扩大品牌的影响力。
- 给予东方航空增持评级。**综合行业整体趋势与东方航空的内在变动，我们认为东方航空是内在改善潜力最大的航空公司，给予其增持评级。



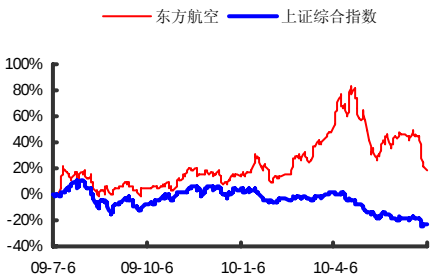
东方证券
 ORIENT SECURITIES

章琪

交通运输行业高级分析师
 8621-50366888 × 6066
 Zhangqi1@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860108031036

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2010 年 7 月 5 日)	6.29				
目标价格	10				
总股本/A 股 (万股)	1127654/778221				
国家/地区	中国				
行业	交通运输				
报告日期	2010 年 7 月 5 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-26.27	-35.28	18.57
相对表现 (%)	-20.81	-10.45	42.31

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
 有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 4：中国国航财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7179	6423	8074	-27009	营业总收入	51095	61973	69397	78190
现金	3202	1859	3470	-32220	营业总成本	50252	53831	62386	71799
应收票据	2	6	7	8	营业成本	41947	46314	54375	63474
应收账款	2201	2479	2429	2737	销售费用	3813	3378	3366	3440
预付账款	350	556	544	635	管理费用	1620	1605	1655	1701
存货	931	773	816	952	财务费用	1206	1295	1603	1620
非流动资产	98984	99973	108461	117631	其他经营收益	3370	1611	1353	1332
长期投资	13236	8055	8458	8881	投资净收益	610	1611	1353	1332
固定资产	69148	76180	83277	89918	营业利润	4213	9753	8364	7723
在建工程	11731	13168	14573	16420	营业外收入减支出	1101	2383	1104	1104
无形资产	3063	2479	2082	2346	利润总额	5315	12135	9468	8827
资产合计	106163	106396	116535	90622	减：所得税	336	3034	2367	2207
					净利润	4978	9102	7101	6620
应付项目	9286	7410	6525	6347	少数股东损益	-51	455	426	397
附息负债	48995	76194	80145	47970	归属母公司净利润	5029	8646	6675	6223
短期借款	8870	24514	38616	0					
长期附息负债	40125	51680	41529	47970	成长能力				
其他负债	23920	15	12	11	营业收入同比	-4%	21%	12%	13%
负债合计	82202	83619	86682	54329	EBITA 同比	-1071%	331%	-12%	-7%
所有者权益	23961	22777	29852	36293	归属母公司净利润同比	-155%	72%	-23%	-7%
实收资本	12251	12251	12251	12251	利润水平				
资本公积	10824	11677	11677	11677	销售毛利率	18%	25%	22%	19%
留存收益	848	9522	16197	22420	销售净利率	10%	15%	10%	8%
少数股东权益	39	1003	1404	1622	整体绩效				
负债和权益合计	106163	106396	116535	90622	ROE	21%	40%	23%	18%
经营活动现金流	10558	12102	11579	11797	ROIC	3%	9%	6%	5%
净利润	4978	9102	7101	6620	运营效率				
折旧摊销	6427	7070	6756	7292	应收账款周转率	23.9	26.5	28.3	30.3
营运资金变动	-490	-2205	-925	-783	存货周转率	58.6	72.7	87.3	88.5
投资活动现金流	-15130	-6448	-13890	-15130	偿债能力				
资本支出	-10183	-14955	-14861	-16044	流动比率	0.2	0.2	0.2	-4.3
长期投资	-5302	6791	951	909	速动比率	0.2	0.2	0.2	-4.4
筹资活动现金流	3110	-6996	3922	-32357	EBITA / I	1.6	7.0	6.1	5.7
短期借款	-509	15644	14102	-38616	资产负债率	77%	79%	74%	60%
长期借款	11521	11555	-10151	6441	每股指标				
普通股增加	0	0	0	0	EPS	0.41	0.71	0.54	0.51
资本公积	-853	853	0	0	每股净资产	1.95	1.78	2.32	2.83
其他	-7049	-35048	-29	-181	P/E	22.8	13.2	17.2	18.4
现金净增加额	-1462	-1342	1611	-35689	p/B	4.8	5.3	4.0	3.3

资料来源：东方证券研究所

表 5：南方航空财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9128	7366	7915	8647	营业总收入	56043	68630	77101	85544
现金	4343	3431	3855	4277	营业总成本	58311	64827	73072	84100
应收票据	0	0	0	0	营业成本	49197	55820	63708	74218
应收账款	1366	1510	1542	1711	销售费用	4256	3981	4163	4363
预付账款	711	0	0	0	管理费用	1814	1706	1742	1848
存货	1256	1395	1593	1633	财务费用	1396	1571	1531	1618
非流动资产	85608	92354	95915	97676	其他经营收益	419	317	419	435
长期投资	2165	2114	2325	2558	投资净收益	347	317	419	435
固定资产	63193	69512	73246	76989	营业利润	-1849	4120	4447	1879
在建工程	17982	19780	19275	17109	营业外收入减支出	2306	863	1280	1280
无形资产	849	824	925	941	利润总额	457	4983	5727	3159
资产合计	94736	99720	103830	106323	减：所得税	-97	1246	1432	790
应付项目	13732	4466	5734	5937	净利润	554	3737	4295	2369
付息负债	59598	82975	82519	81808	少数股东损益	196	299	387	213
短期借款	11012	42656	40591	37235	归属母公司净利润	358	3438	3909	2156
长期付息负债	48586	40319	41928	44573					
其他负债	8148	1246	14	8	成长能力				
负债合计	81478	88687	88267	87754	营业收入同比	-1%	22%	12%	11%
所有者权益	13258	11034	15563	18570	EBITA 同比	-92%	-2047%	3%	-45%
实收资本	8003	8003	8003	8003	归属母公司净利润同比	-107%	860%	14%	-45%
资本公积	5406	2406	2406	2406	利润水平				
留存收益	-3050	173	4082	6238	销售毛利率	12%	19%	17%	13%
少数股东权益	2899	2857	3478	4328	销售净利率	1%	5%	6%	3%
负债和权益合计	94736	99720	103830	106323	整体绩效				
					ROE	3%	42%	32%	15%
经营活动现金流	6970	1599	11668	8813	ROIC	-1%	5%	3%	2%
净利润	554	3737	4295	2369	运营效率				
折旧摊销	3684	6595	6648	6985	应收账款周转率	41.7	47.7	50.5	52.6
营运资金变动	3079	-8416	1143	-107	存货周转率	45.1	51.8	51.6	53.0
投资活动现金流	-15190	-13024	-9790	-8311	偿债能力				
资本支出	-15042	-14686	-9979	-8578	流动比率	0.3	0.2	0.2	0.2
长期投资	296	368	207	202	速动比率	0.2	0.1	0.1	0.2
筹资活动现金流	7863	10514	-1454	-80	EBITA / I	-0.1	3.4	3.6	1.9
短期借款	-7220	31644	-2066	-3355	资产负债率	86%	89%	85%	83%
长期借款	25430	-8267	1609	2645	每股指标				
普通股增加	1442	0	0	0	EPS	0.04	0.43	0.49	0.27
资本公积	1558	-3000	0	0	每股净资产	1.29	1.02	1.51	1.78
其他	-13347	-9864	-997	631	P/E	306.0	31.9	28.0	50.8
现金净增加额	-357	-912	424	422	p/B	10.6	13.4	9.1	7.7

资料来源：东方证券研究所

表 6：东方航空财务预测

	2007	2008	2009	2010E		2007	2008	2009	2010E
流动资产	7566	10401	6864	8448	营业总收入	43529	41842	39831	65174
现金	2128	5644	2192	2281	营业总成本	43708	50394	44533	61998
应收票据	0	0	0	0	营业成本	37655	43076	37248	52820
应收账款	2126	1165	1371	1303	销售费用	2766	2522	2970	4282
预付账款	382	462	377	1585	管理费用	2076	1525	1539	1786
存货	1118	871	932	1320	财务费用	-106	357	1639	1547
非流动资产	59576	62783	65155	63690	其他经营收益	239	-6295	3752	519
长期投资	991	1373	1153	1153	投资净收益	155	106	-23	519
固定资产	48057	51827	55753	52524	营业利润	60	-14846	-950	3694
在建工程	7155	6980	5825	7678	营业外收入减支出	648	861	1590	652
无形资产	2123	2014	1992	2281	利润总额	707	-13985	640	4346
资产合计	67142	73184	72019	72138	减：所得税	97	61	81	1086
					净利润	611	-14046	559	3259
应付项目	12856	16961	17828	17959	少数股东损益	24	-118	20	130
附息负债	48278	58458	47406	40713	归属母公司净利润	586	-13928	540	3129
短期借款	15189	19474	8407	-175040					
长期附息负债	33089	38984	39000	215753	成长能力				
其他负债	2440	8830	3171	11	营业收入同比	780%	-4%	-5%	64%
负债合计	63574	84249	68406	58682	EBITA 同比	-104%	15710%	-45%	-202%
所有者权益	3568	-11065	3613	13456	归属母公司净利润同比	-32%	-2475%	-104%	480%
实收资本	4867	4867	9582	11277	利润水平				
资本公积	1258	1068	10517	10517	销售毛利率	13%	-3%	6%	19%
留存收益	-3262	-17535	-16995	0	销售净利率	1%	-34%	1%	5%
少数股东权益	705	534	510	2179	整体绩效				
负债和权益合计	67142	73184	72019	72138	ROE	20%	120%	17%	28%
经营活动现金流	12964	-4654	6867	5672	ROIC	0%	-19%	-7%	6%
净利润	611	-14046	559	3259	运营效率				
折旧摊销	4537	4711	5333	4296	应收账款周转率	36.0	25.4	31.4	48.7
营运资金变动	8005	5312	789	-1823	存货周转率	55.0	42.1	44.2	57.9
投资活动现金流	-60490	-7812	-7727	-2312	偿债能力				
资本支出	-58537	-8197	-8082	-3209	流动比率	0.2	0.2	0.2	-0.1
长期投资	-781	-277	198	519	速动比率	0.2	0.2	0.2	0.0
筹资活动现金流	49426	15983	-2592	-3270	EBITA / I	-0.4	-109.0	-59.5	3.1
短期借款	14607	4285	-11067	-183447	资产负债率	95%	115%	95%	81%
长期借款	32061	5895	16	176753	每股指标				
普通股增加	3679	0	4715	1695	EPS	0.12	-2.86	0.06	0.28
资本公积	1226	-189	9448	0	每股净资产	0.59	-2.38	0.32	1.00
其他	-2147	5992	-5704	1729	P/E	52.3	-2.2	111.8	22.7
现金净增加额	1899	3516	-3452	89	p/B	10.7	-2.6	19.4	6.3

资料来源：东方证券研究所

附：

表 1：国际航空股估值比较

Security	TICKER	P/E	P/B	P/S	本年预测 P/E	P/EBITDA	下年预测 P/E	市值/收入	本年 EPS 预测
欧洲航空公司									
AF	法荷航	N.A.	0.52	0.11	N.A.	1.08	13.24	0.16	-1.24
LHA	汉莎航空	N.A.	0.78	0.17	378.33	1.47	13.38	0.24	0.03
BAY	英国航空	N.A.	1.12	0.17	133.21	1.26	9.61	0.35	0.01
SAS	北欧航空	N.A.	0.44	0.09	N.A.	6.33	5.94	0.22	-0.48
RYA	瑞安航空	9.51	1.89	1.51	15.03	N.A.	11.08	0.00	0.24
EZJ	简易喷气	16.72	1.25	0.45	15.05	7.76	9.17	0.60	0.26
美国航空公司									
AMR	美国航空	N.A.	N.A.	0.08	N.A.	2.58	7.26	0.13	-0.73
DAL	达美航空	N.A.	128.17	0.21	6.77	N.A.	4.94	0.32	1.73
CAL	大陆航空	N.A.	5.51	0.08	6.23	3.22	5.04	0.20	3.56
UAUA	联合航空	N.A.	N.A.	0.05	4.84	N.A.	3.81	0.13	4.29
ALK	阿拉斯加航空	12.57	1.79	0.19	7.05	3.20	6.60	0.36	6.28
LCC		N.A.	N.A.	0.04	4.33	N.A.	3.29	0.07	2.00
JBLU	蓝色喷气	36.53	1.05	0.32	15.26	2.90	9.51	0.48	0.36
亚洲航空公司									
SIA	新加坡航空	79.89	1.28	0.74	13.77	3.93	10.44	1.43	N.A.
9202	全日空	N.A.	1.48	0.45	279.00	3.43	28.18	0.54	N.A.
9205	日本航空	N.A.	N.A.	0.27	N.A.	3.26	N.A.	0.28	N.A.
THAI	泰国航空	4.29	0.69	0.06	5.65	0.79	4.95	0.20	N.A.
20560	韩亚航空	N.A.	2.30	0.15	N.A.	1.27	N.A.	0.16	N.A.
293	国泰航空	12.99	1.44	0.39	13.72	2.60	11.38	0.85	N.A.

资料来源：BLOOMBERG

表 2：国际航空股股价变动

Security	TICKER	前一天收盘价	五天	一月	三月	六月	一年
欧洲航空公司							
AF	法荷航	9.824	-8.95%	-0.84%	-19.44%	-10.69%	12.78%
LHA	汉莎航空	11.405	-3.55%	6.89%	-9.59%	-2.94%	30.34%
BAY	英国航空	196	-5.72%	-3.45%	-21.25%	4.87%	58.06%
SAS	北欧航空	24.9	-12.63%	5.06%	-28.20%	-51.00%	-43.74%
RYA	瑞安航空	3.598	-0.74%	2.51%	-9.46%	9.13%	12.97%
EZJ	简易喷气	397.8	-4.67%	-3.61%	-15.61%	12.69%	48.57%
美国航空公司							
AMR	美国航空	6.78	-11.14%	-10.44%	-24.92%	-12.29%	63.77%
DAL	达美航空	11.75	-4.55%	-13.22%	-20.01%	3.25%	100.85%
CAL	大陆航空	22	-2.74%	8.43%	0.00%	22.77%	138.61%
UAUA	联合航空	20.56	-4.33%	6.25%	5.38%	59.26%	524.92%
ALK	阿拉斯加秀空	44.95	-7.26%	-2.66%	9.93%	30.06%	140.37%
LCC		8.61	-10.03%	-0.35%	16.35%	77.89%	257.26%
JBLU	蓝色喷气	5.49	-7.73%	-11.02%	-4.19%	0.73%	25.92%
亚洲航空公司							
SIA	新加坡航空	14.6	1.11%	3.55%	-5.93%	-2.28%	26.49%
9202	全日空	283	-2.75%	6.39%	5.20%	12.30%	-10.73%
9205	日本航空	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
THAI	泰国航空	26	-4.59%	8.79%	-4.59%	39.78%	80.56%
20560	韩亚航空	9710	9.59%	38.32%	137.99%	166.39%	160.32%
293	国泰航空	15.42	-2.53%	0.92%	-6.32%	6.49%	46.02%

资料来源：BLOOMBERG

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

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%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：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；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn