

# 航空运输行业 2010 年 4 季度报告

评级：增持 维持评级

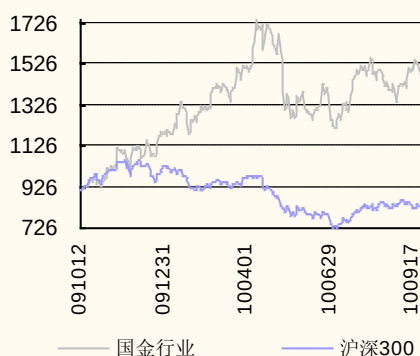
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

## 2010 年，业绩顶点？起点！

### 市场数据(人民币)

|           |          |
|-----------|----------|
| 行业优化平均市盈率 | 28.71    |
| 市场优化平均市盈率 | 29.70    |
| 国金航空运输指数  | 1493.93  |
| 沪深 300 指数 | 3044.23  |
| 上证指数      | 2738.74  |
| 深证成指      | 11911.37 |
| 中小板指数     | 6864.57  |



### 相关报告

1. 《冬春航季航线评审将进一步规范行业竞争格局》，2010.9.28
2. 《航空整顿将有利于未来减缓运力供给》，2010.9.6
3. 《世博和后世博的中国航空》，2010.8.29

### 投资建议

- **行业策略：**在中国经济结构转型的背景下，航空需求消费升级有望跟随居民收入的快速提升而保持快速增长，更值得关注的是无论从航空公司意愿、政府监管导向、波音空客的生产能力以及我国空域紧张等各个层面都导致未来我国运力供给增速趋缓，未来行业供需将持续改善，而高铁由于整体上对运力供给端的影响大于对需求端的影响，并不会改变此进程，因此我们认为 2010 年只是本来航空景气的起点，而非顶点。一年以来航空股大幅跑赢大盘达到 60% 以上，但目前航空股对应今年明年 PE 仅 14 和 11 倍，估值已经反映了本年度盈利的大幅上涨，但未反映未来航空盈利的持续增长，因此未来航空将有望迎来 EPS 和 PE 估值的双重回升，我们维持增持评级，建议超配并采取 Buy-Hold 投资策略。
- **推荐组合：**我们继续推荐中国国航（盈利能力最强，主业 PE 估值最低），南方航空（未来国内航线供需改善的最大受益者）以及东方航空（整合效益将逐步体现并且未来可能引进战略投资者）。

### 行业观点

- **四季度淡季调整将不可避免，但整体仍有望实现淡季不淡：**由于天气寒冷等因素导致的旅游淡季，航空需求在淡季出现调整将难以避免，但一方面由于今年航空需求整体偏旺盛，而且航空公司将有望主动做出淡季运力调整，因此整体上淡季表现仍将有望大幅好于去年同期。
- **未来运力增速比较缓慢将是行业最大的亮点：**未来我国航空业运力供给将受到很多条件的限制，其中包括航空公司对待高铁的谨慎预期、航空公司追求利润而不是盲目追求规模的转变、行业监管的趋于严格、空域的紧张以及波音空客的生产能力限制等，行业运力供给将下降到 10% 左右。
- **行业需求仍将保持较快增长：**在面临刘易斯拐点导致未来居民收入提升的情况下，航空消费升级将有望加速，从而使需求继续保持快速增长，我们预计未来增速将有望保持过去十年的水平。
- **未来供需持续改善，对油价上涨的传导能力也将更强：**行业潜在需求增速有望持续超过运力增速，从而促使行业供需持续改善，而因此对油价上涨的传导能力也将更强。
- **人民币升值将有望继续成为催化剂：**伴随我国汇改重启以及美国通过《汇率改革促进公平贸易法案》，人民币升值将有望加速，这将给具有巨额美元负债的航空公司带来很大汇兑收益，同时也能降低航空公司进口航材和航油的成本。

### 风险提示

- 如果经济二次探底，可能使航空需求大幅下降，从而导致行业供需逆转。

黄金香 分析师 SAC 执业编号：S1130210070001  
 (8621)61038325  
 huangjx@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 行业回顾 .....                   | 4  |
| 行业整体：景气程度创下新高.....           | 4  |
| 国内航线：票价水平提升显著.....           | 5  |
| 国际航线：宽体机运力增速缓慢带动客座率高企 .....  | 6  |
| 航空周期性将出现明显下降 .....           | 8  |
| 航空行业的周期性分析.....              | 8  |
| 行业集中度提升将使公司行为模式出现改变.....     | 10 |
| 四季度航空展望.....                 | 11 |
| 淡季调整不可避免，但整体上仍有望淡季不淡.....    | 11 |
| 未来几年航空展望：2010 年是起点不是顶点 ..... | 12 |
| 运力供给增速缓慢将是行业最大的看点.....       | 12 |
| 需求将有望保持较快增长，行业供需持续改善.....    | 14 |
| 供需改善情况下，对油价具有更强的传导能力.....    | 16 |
| 人民币升值将继续成为催化剂.....           | 17 |
| 行业投资策略 .....                 | 18 |
| 建议采取 Buy-Hold，而不是趋势性投机.....  | 18 |
| 目前航空股价反映的是顶点，而不是起点 .....     | 21 |
| 行业投资策略：维持增持评级，建议超配 .....     | 23 |

## 图表目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币） .....       | 4 |
| 图表 2：09 年以来国内、国际、地区航线旅客量增速.....   | 4 |
| 图表 3：09 年以来的可用座公里和收入客公里增长率.....   | 4 |
| 图表 4：09 年以来行业整体客座率变化.....         | 5 |
| 图表 5：07 年以来行业飞机利用小时数对比 .....      | 5 |
| 图表 6：08 年以来三大航国内航线收入客公里增长率.....   | 5 |
| 图表 7：08 年以来三大航国内航线可利用客公里增长率 ..... | 5 |
| 图表 8：08 年以来三大航国内航线客座率情况.....      | 6 |
| 图表 9：国内航线票价指数 .....               | 6 |
| 图表 10：三大航国际航线 RPK 增长率比较 .....     | 6 |
| 图表 11：三大航国际航线 ASK 增长率比较.....      | 6 |
| 图表 12：三大航国际航线客座率比较.....           | 7 |
| 图表 13：国航国际航线客座率的年度比较 .....        | 7 |
| 图表 14：东航国际航线客座率的年度比较 .....        | 7 |

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 15: 南航国际航线客座率的年度比较 .....            | 7  |
| 图表 16: 07 年以来内航亚洲及地区航线票价指数 .....       | 8  |
| 图表 17: 07 年以来亚洲外国际航线票价指数 .....         | 8  |
| 图表 18: 周期性行业的行业周期分析 .....              | 8  |
| 图表 19: 2006-2010 年国内航线的需求周期分析 .....    | 9  |
| 图表 20: 2000 年以来我国各年民航飞机架次及增长率 .....    | 10 |
| 图表 21: 三大航 2004 年以来各年的订单订飞机架次 .....    | 10 |
| 图表 22: 剔除燃油附加费后三大航国内航线客公里收益 .....      | 10 |
| 图表 23: 三大航 2000 年以来各年的主业净利润 .....      | 10 |
| 图表 24: 三大航各年的新签订单情况 .....              | 11 |
| 图表 25: 我国 2007 年以来的飞机利用小时 .....        | 11 |
| 图表 26: 各年度各月旅客量相当于 8 月旅客量的比重 .....     | 12 |
| 图表 27: 各年度各月 ASK 相当于 8 月 ASK 的比重 ..... | 12 |
| 图表 28: 07 年以来客座率的同比提升百分点 .....         | 12 |
| 图表 29: 国内航线的客座率水平 .....                | 12 |
| 图表 30: 美国达美航空的机队情况 .....               | 13 |
| 图表 31: 美国美利坚航空的机队情况 .....              | 13 |
| 图表 32: 美国、日本和中国人均乘机次数对比 .....          | 14 |
| 图表 33: 我国航空商务和休闲旅客结构 .....             | 15 |
| 图表 34: 我国商务和休闲旅客的同比增长率 .....           | 15 |
| 图表 35: 未来航空票价水平的提升空间 .....             | 15 |
| 图表 36: 三大航预计 2010 年的销售净利润率 .....       | 15 |
| 图表 37: 航油价格走势 .....                    | 16 |
| 图表 38: 美国历年 CPI 及航空名义客公里收益 (美分) .....  | 16 |
| 图表 39: 三大航 2000 年以来国内航线的客公里收益 .....    | 17 |
| 图表 40: 剔除燃油附加费后三大航国内航线客公里收益 .....      | 17 |
| 图表 41: 人民币兑美元汇率情况 .....                | 18 |
| 图表 42: 人民币每升值 1% 对三大航产生的汇兑收益 .....     | 18 |
| 图表 43: 产品特性对航空业竞争和投资价值的根本性影响 .....     | 19 |
| 图表 44: 日本 70 年代航空国内航线的供需情况 .....       | 21 |
| 图表 45: 日本 70 年代航空国际航线的供需情况 .....       | 21 |
| 图表 46: 日本 70 年代航空业指数与 TPX 指数比较 .....   | 21 |
| 图表 47: 航空股价指数与上证综指的走势比较 .....          | 22 |
| 图表 48: 上市航空股与航空股价指数的比较 .....           | 22 |
| 图表 49: 各行业对应 2010 年 PE 估值比较 .....      | 23 |
| 图表 50: 美利坚和大陆航空 90 年代以来的盈利变化 .....     | 23 |
| 图表 51: 美利坚和大陆航空 90 年代以来的股价表现 .....     | 23 |

图表1: 行业内重点公司投资评级 (人民币)

| 股票名称 | 收盘价<br>(元) | 已上市流通A股<br>(百万股) | 10EPS<br>(元) | EPS<br>11%10 | 11EPS<br>(元) | 10PE | 11PE | 投资<br>评级 | 上期<br>评级 |
|------|------------|------------------|--------------|--------------|--------------|------|------|----------|----------|
| 中国国航 | 12.43      | 7845.68          | 0.93         | 19.35%       | 1.11         | 13.4 | 11.2 | 买入       | 买入       |
| 南方航空 | 8.64       | 1801.95          | 0.65         | 23.08%       | 0.80         | 13.3 | 10.8 | 买入       | 买入       |
| 东方航空 | 8.02       | 1500             | 0.56         | 16.07%       | 0.65         | 14.3 | 12.3 | 买入       | 买入       |
| 上海机场 | 12.85      | 1093.48          | 0.62         | 16.56%       | 0.73         | 20.6 | 17.7 | 买入       | 买入       |
| 厦门空港 | 16.66      | 297.81           | 0.95         | 12.01%       | 1.07         | 17.5 | 15.6 | 持有       | 持有       |
| 深圳机场 | 5.91       | 653.18           | 0.40         | 3.05%        | 0.41         | 14.9 | 14.5 | 持有       | 持有       |

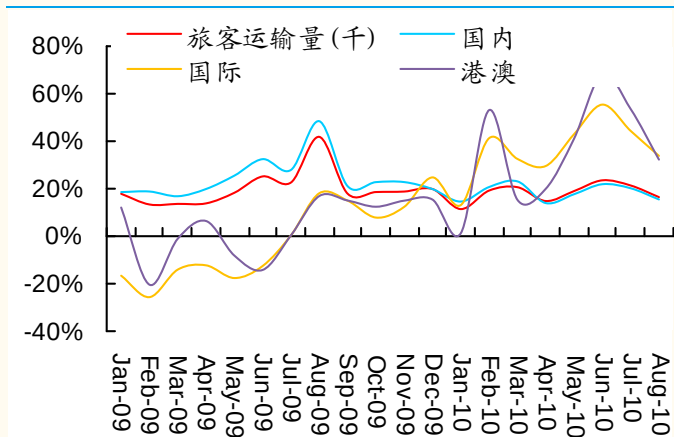
来源: 国金证券研究所

## 行业回顾

### 行业整体: 景气程度创下新高

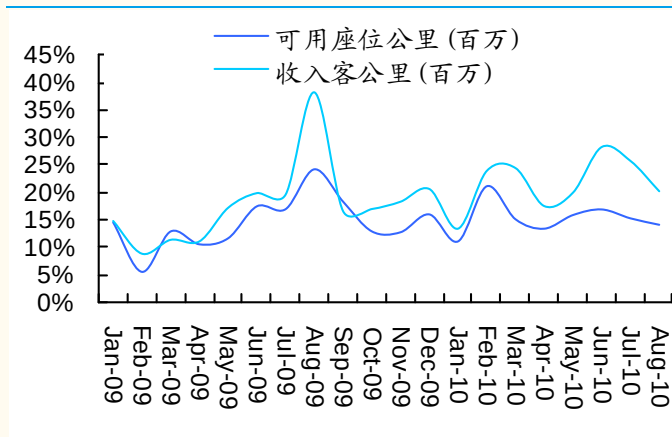
- 正如我们 2009 年 12 月的策略报告《供需明显改善和人民币升值双轮驱动》所预测的, 2010 年行业在航空消费升级加速以及运力供给偏缓的驱动下, 行业供需改善非常明显, 客座率、飞机利用小时和票价水平都创下新高。
- 无论是国际航线还是国内航线, 均保持高速增长, 截止 8 月份, 旅客周转量国内航线累计同比增长 18.7%, 而国际航线同比增长 37%, 合计同比增长 21.7%;
- 运力增速相对较缓, 导致行业整体 ASK 增长率持续低于 RPK 增长率 (如图 3), 从而带动行业客座率逐月走高, 至 8 月, 行业客座率达到了 84.2% 的历史最高点, 而行业累计的客座率也达到了 80.4%。
- 相对而言, 飞机利用小时虽然同比 2008 年和 2009 年有所提升, 但整体上仍低于 2007 年同期的水平, 尤其是淡季更明显, 显示在市场竞争格局优化的情况下, 航空公司对运力投放的控制更加主动。

图表2: 09 年以来国内、国际、地区航线旅客量增速

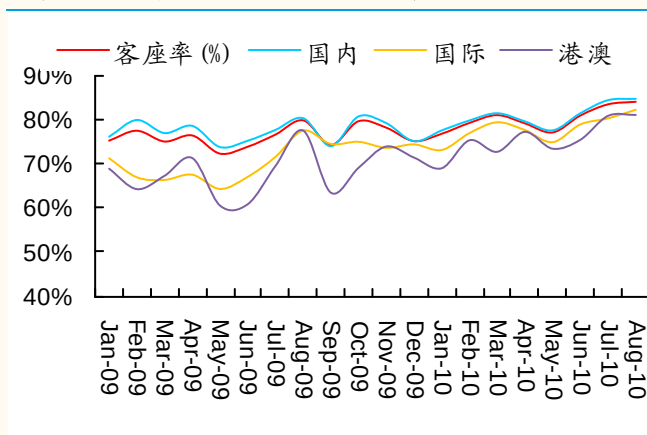


来源: 国金证券研究所

图表3: 09 年以来的可用座公里和收入客公里增长率

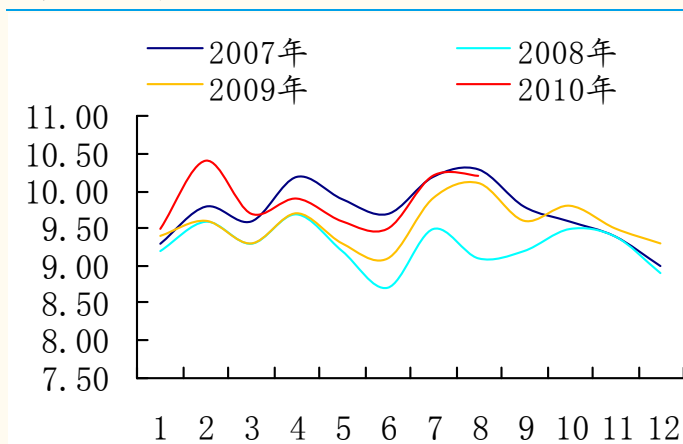


图表4: 09年以来行业整体客座率变化



来源: 国金证券研究所

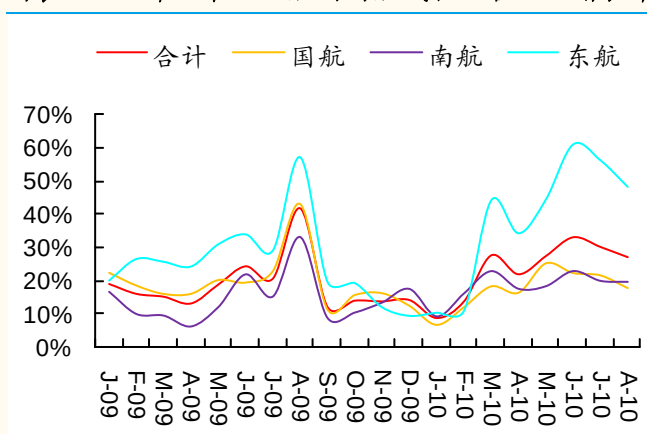
图表5: 07年以来行业飞机利用小时数对比



### 国内航线: 票价水平提升显著

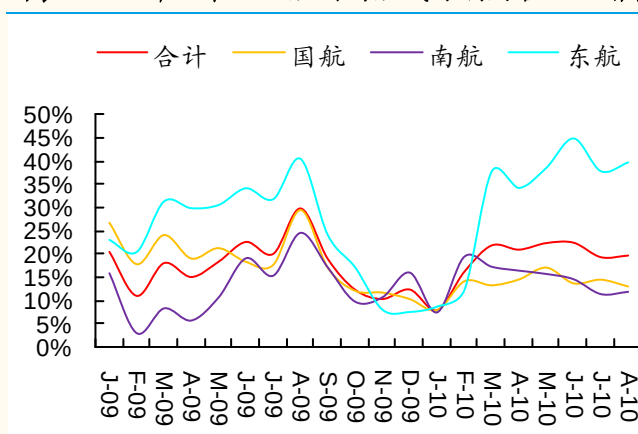
- 国内航线供需改善明显, RPK 增速高于 ASK 增速, 并且带动客座率的明显回升并创下历史新高, 但更值得关注的是票价水平的大幅上升, 回升幅度远超过客座率的上升幅度。
- 国内航线在消费升级下迎来了继 2009 年高增长后的第二年高增长, 旅客周转量 (RPK) 累计同比增长 18.7%, 旅客运输量同比增长 16.7%, 整体增速符合我们去年年底 15%-18% 的增长预测。
- 国内航线行业整体 1-8 月的平均客座率达到 81%, 而国航、南航、东航累计客座率分别达到 79.4%、79.7% 和 79.2%, (两者的差异主要是统计口径的问题, 前者应当是旅客量/可用座位数, 而后者应当是 RPK/ASK)。整体客座率同比提升约 3 个百分点, 与我们去年的预测相当)。
- 行业的票价水平大幅提升, 国内航线票价指数 7 月份达到 128, 8 月份为 121, 1-8 月平均达到 110.6, 而 09 年同期平均只有 96, 07 年同期平均也只有 95.3%。我们认为如此大幅的票价水平提升是行业集中度提升以及供需改善共同作用的结果, 尤其是行业集中度的提升是核心因素。

图表6: 08年以来三大航国内航线收入客公里增长率



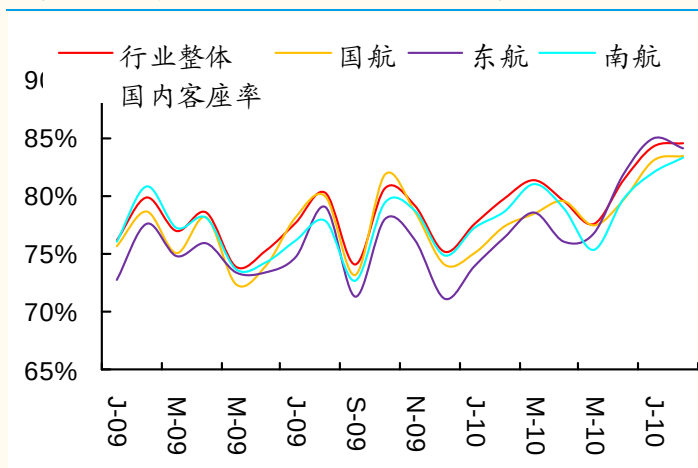
来源: 国金证券研究所

图表7: 08年以来三大航国内航线可利用客公里增长率



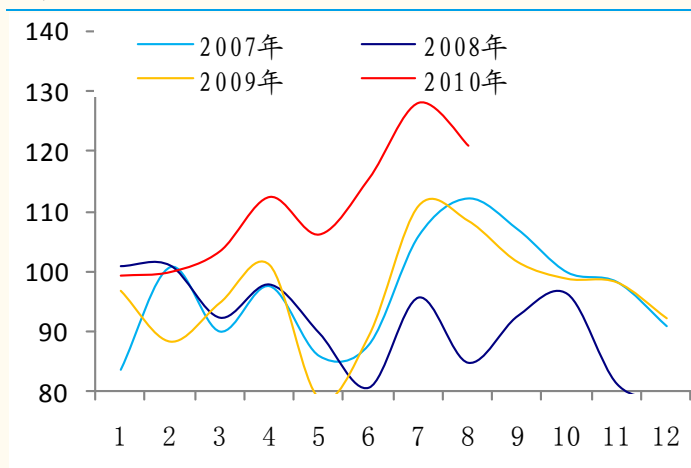


图表8：08年以来三大航国内航线客座率情况



来源：国金证券研究所

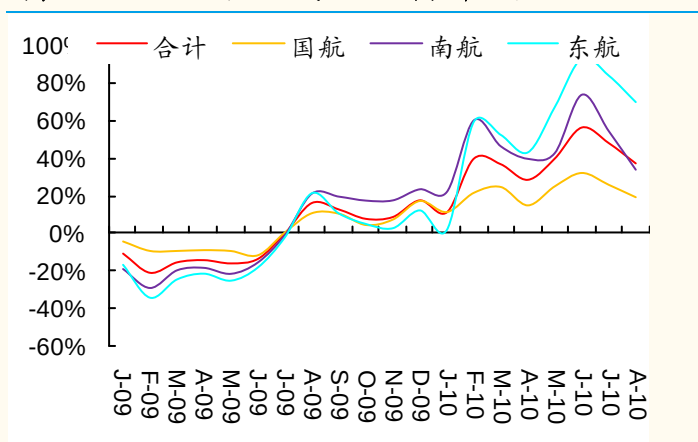
图表9：国内航线票价指数



### 国际航线：宽体机运力增速缓慢带动客座率高企

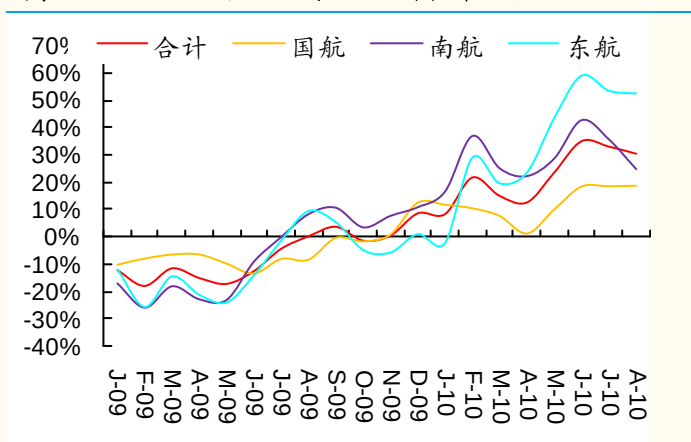
- 国际航线的景气改善一方面是由于全球经济的复苏，另一方面则是我国宽体机运力增速缓慢，与国内航线有所不同，国际航线的亮点还是长航线上宽体机运力不足带来的客座率高企。
- 国际航线一方面由于基数低叠加全球经济的复苏，行业出现了同比高速增长，截止8月份，国际航线旅客运输量累计同比增长35%，旅客周转量同比增长37%。

图表10：三大航国际航线 RPK 增长率比较



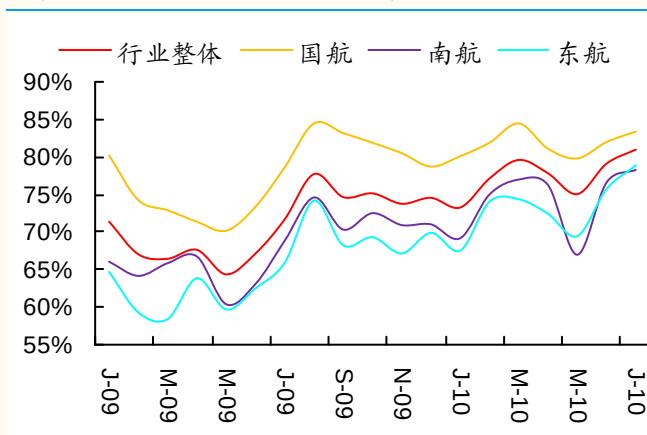
来源：国金证券研究所

图表11：三大航国际航线 ASK 增长率比较



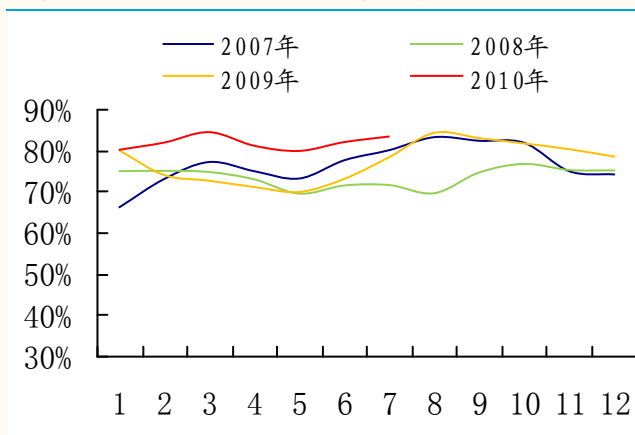
- 国际航线行业整体 1-8 月的平均客座率达到 78.1%，而国航、南航、东航累计客座率分别达到 82.4%、75.4%和 74.9%，我们可以明显看到国航的客座率显著高于南航和东航，其主要原因如我们之前所预测的，宽体机运力引进增速缓慢致使国际长航线供需改善更明显。

图表12：三大航国际航线客座率比较

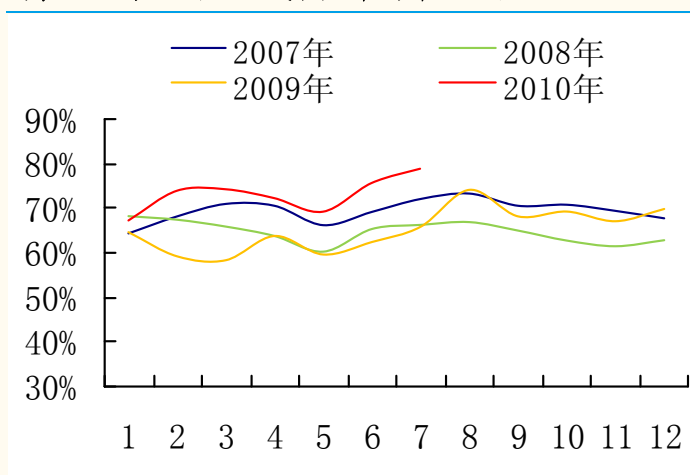


来源：国金证券研究所

图表13：国航国际航线客座率的年度比较

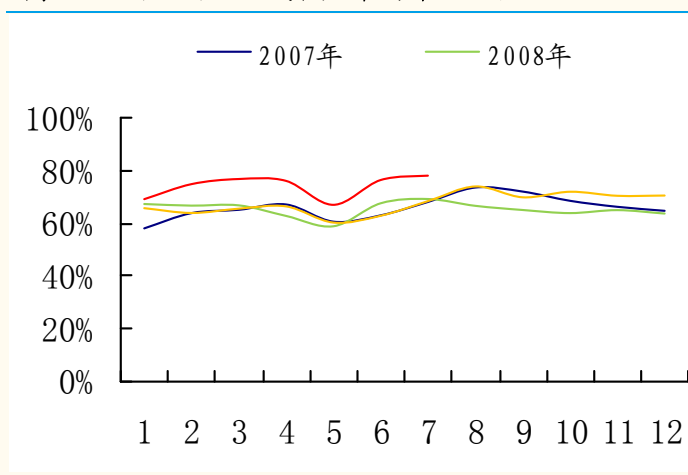


图表14：东航国际航线客座率的年度比较



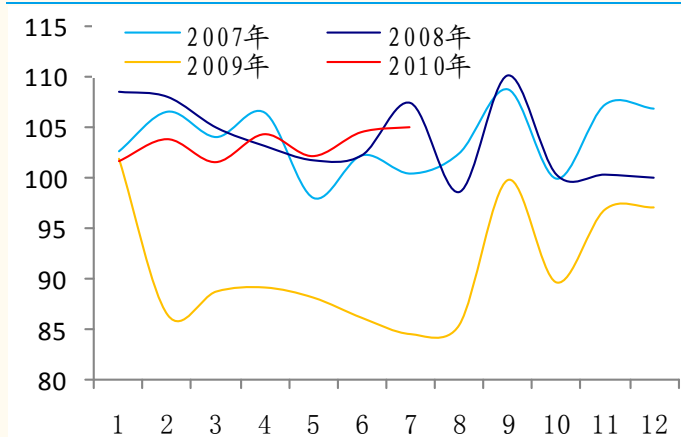
来源：国金证券研究所

图表15：南航国际航线客座率的年度比较



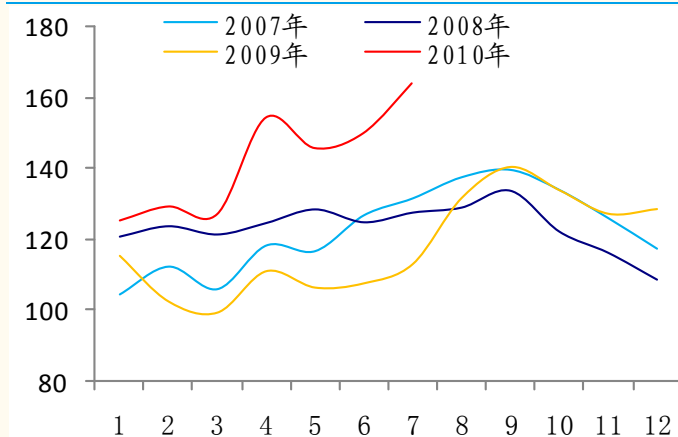
- 整体上，国际航线的票价水平同比也实现了大幅回升，但亚洲内国际航线的票价和 2007 年相当，亚洲外国际航线的票价水平要明显高于 2007 年（当然实际票价水平的上涨并没有票价指数显示的那么显著，主要是由于国际航线上燃油附加费和头等舱收益在票价指数中未能反映）。

图表16: 07年以来内航亚洲及地区航线票价指数



来源: 国金证券研究所

图表17: 07年以来亚洲外国际航线票价指数

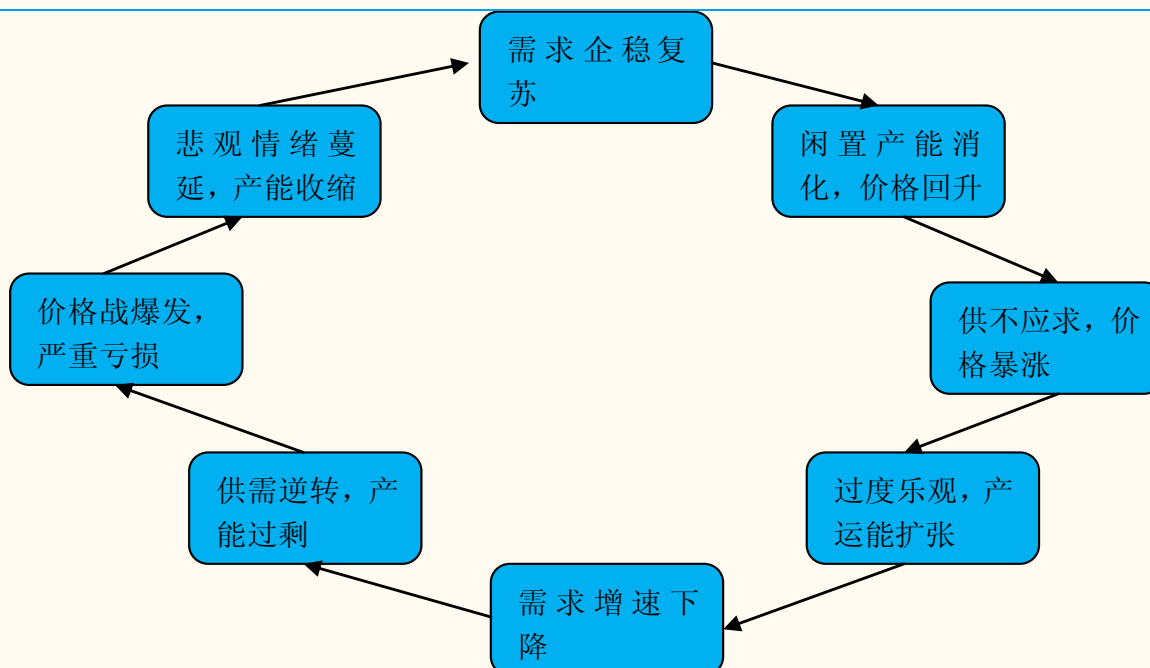


## 航空周期性将出现明显下降

### 航空行业的周期性分析

- 自航空管制放松之后, 航空行业之前一直是强周期性行业, 经济的小波动会带来航空盈利的大波动。
- 行业需求受到宏观经济波动而产生“复苏→加速→减速→下降”的波动周期(根据我们过去的跟踪来看, 航空需求增速(尤其是国内航线增速)的波动领先于经济 3-6 个月), 航空需求往下的拐点往往出现在经济过热的滞涨阶段, 例如 1996 年和 2008 年, 经济自身调整的需求叠加治理通胀所采取的严厉紧缩政策往往会对航空需求产生杀伤力。

图表18: 周期性行业的行业周期分析



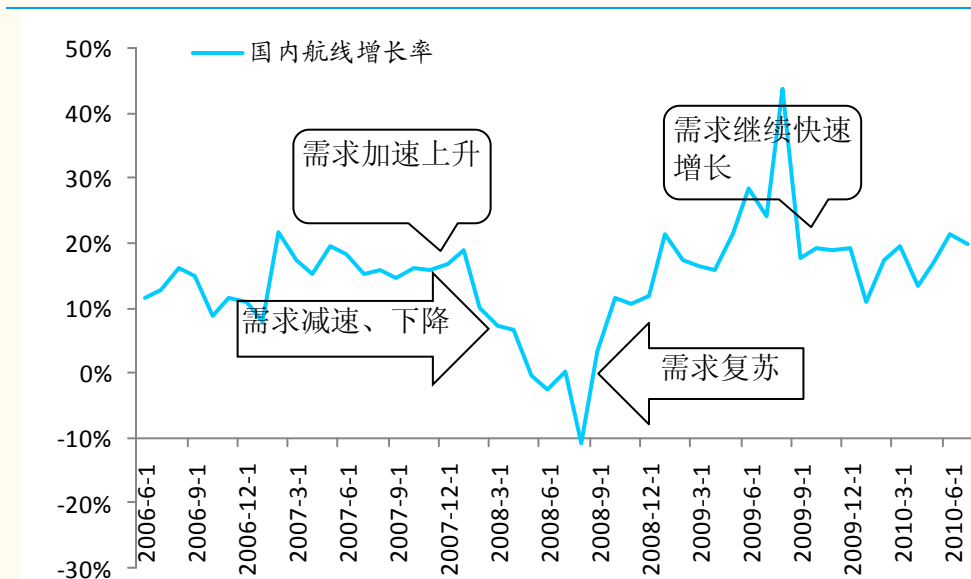
来源: 国金证券研究所

- 尽管航空需求也存在周期波动, 但实际上, 由于在长距离运输上的便捷优势使航空需求具有相对较明显的刚性, 过去二十年, 我国航空需



求整体上从来没有出现负增长，即使在经济萧条的 1996-1998 年以及 2008 年，行业整体需求增速仍保持在 3-5% 的水平，因此可以认为需求波动并非行业产生周期波动的最主要原因。

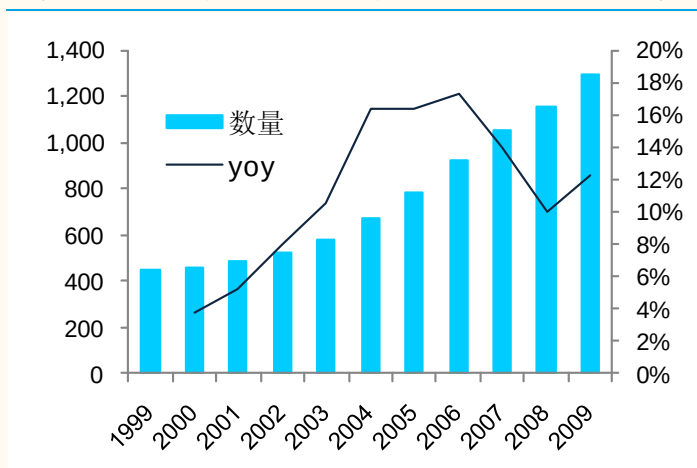
图表19：2006-2010 年国内航线的需求周期分析



来源：国金证券研究所

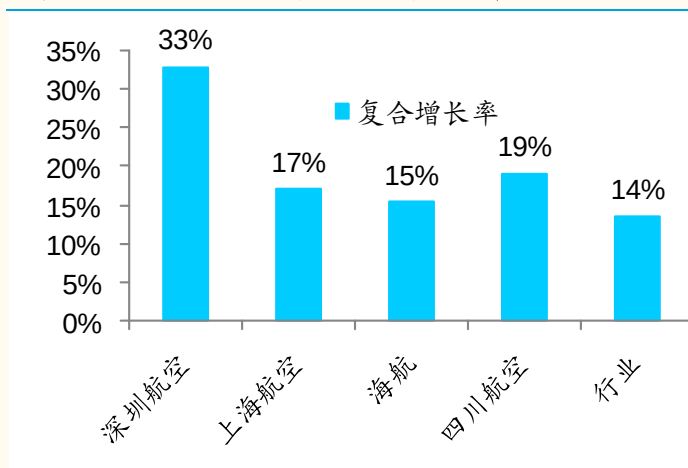
- 实际上，绝大多数行业的需求都会产生类似的波动，但并不是所有这些行业都成为周期性行业，例如纺织服装、商业零售等。我们认为，周期性行业往往还具有资金密集、产品同质化以及市场参与者众多等必要条件。
- 由于行业参与者的预期决定了行业的供给，因此可以认为周期性行业产生周期的原因是行业的实际情况超出了行业参与者的预期，从而产生产能不足或者产能过剩。
- 由于这些因素，当行业出现产能运能过剩时，行业往往会产生激烈的竞争，最糟糕的结果是将价格压到行业参与者只能收回其变动成本，而固定成本全部演变为行业亏损，从而使盈利产生巨大的波动。
- 对于航空业而言，需求的波动实际上并不很大，但由于运能扩张的相对刚性，使得需求的小波动会导致行业的供需情况发生明显的波动，并且往往导致运价的大幅波动。
- 周期性行业往往市场参与者众多，而且在行业景气大幅好转的情况下，往往会有市场参与者大规模扩张产能，以期待获得正常市场增长和市场份额提升的双重成长性，而竞争对手为确保市场份额也会采用跟进的策略，博弈的结果往往是使行业的产（运）能的快速扩张，但需求可能随着经济降温而有所减速，供需会逐步逆转直至出现较严重的产能过剩。因此，对于大多数周期性行业而言，其投资策略往往应当是在景气低谷的时候买入，在景气高涨的时候卖出，这也使得这类行业在景气高峰年份也不能给予太高的 PE 估值。可以认为过度追求市场份额的提升导致产能过度扩张是导致周期性行业景气无法持续的最主要原因，当然景气的急剧下降主要还是由于经济探底导致的需求增速大幅下降。
- 在经历 2004 年行业的景气后，航空公司普遍加大的运力引进，2004-2007 年四年的复合增长率高达 16%，由于期间飞机大型化趋势明显，我们预计实际座位增速将高于飞机架次增速。
- 为获取市场份额的成长，中小航空公司无不加大的运力引进速度，最终导致行业持续运能过剩。

图表20：2000年以来我国各年民航飞机架次及增长率



来源：国金证券研究所

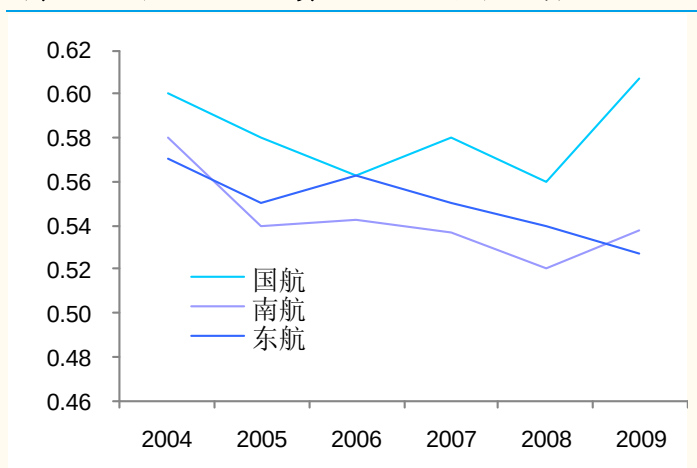
图表21：三大航2004年以来各年的订单订飞机架次



### 行业集中度提升将使公司行为模式出现改变

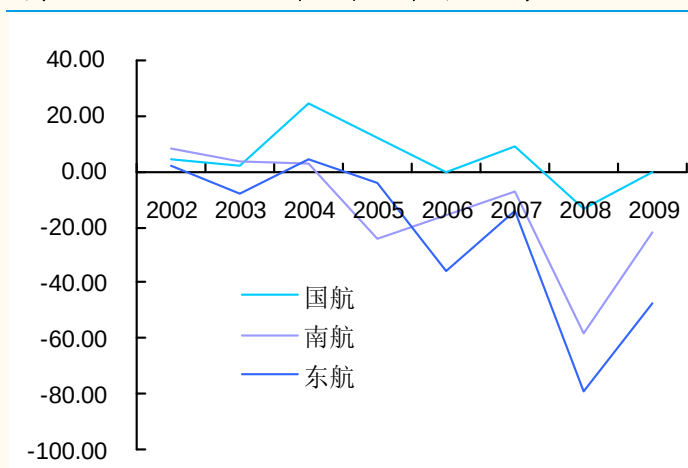
- 我们认为，行业集中度对公司行为模式会有重大影响，由于行业参与者的竞争往往是相互博弈的过程，在集中度低的情况下，行业单个个体的行为对行业不会产生重大影响，而在集中度高的情况下，单个个体的行为会对行业产生重大影响，这也导致行为模式的改变。
- 在市场集中度很低市场分散的竞争格局中，行业参与者竞争重点往往是市场份额，谋求更大市场份额或者确保市场份额不丢失是营销的重点所在，而博弈的结果是损害了行业整体的盈利能力，我们可以看到，航空公司的过度扩张以及导致的过度竞争使得航空业的盈利能力出现了明显下降。

图表22：剔除燃油附加费后三大航国内航线客公里收益



来源：国金证券研究所

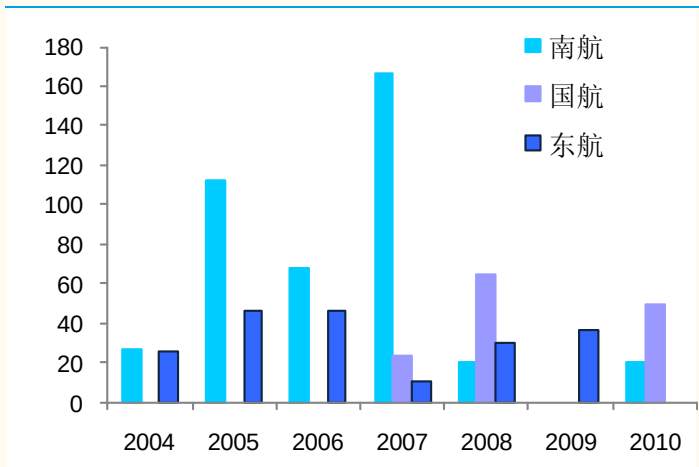
图表23：三大航2000年以来各年的主业净利润



- 在市场集中度提升以后，行业个体的行为将对行业产生重大影响：一方面，如果任何一个航空公司大规模扩张运能，竞争对手担心市场份额的丢失必然跟进，很明显这种行为必然是搬起石头砸自己的脚，博弈的结果很可能是任何主要航空公司都不敢贸然采取激进措施，虽然也由于高铁谨慎的判断，但各主要航空公司确实也在主动放缓运力引进的速度，当然我们判断运力增速趋缓还有其他因素共同导致。
- 另一方面，在一些主导性的航线上，在淡季主动调整运能将能够提升自身客座率和票价水平，我们可以看到在 2009 年票价水平全面超越 2007 年的情况下，在淡季的飞机利用小时反而低于 2007 年，航空公

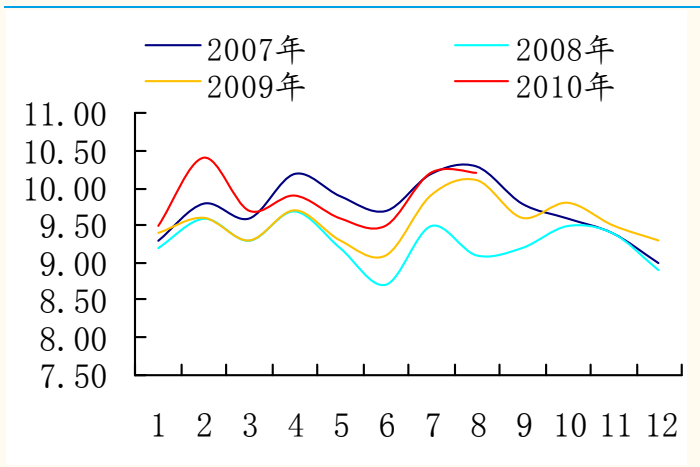
司主动调整运力的迹象明显，这也直接导致客座率明显高出 2007 年。

图表24：三大航各年的新签订单情况



来源：国金证券研究所

图表25：我国 2007 年以来的飞机利用小时

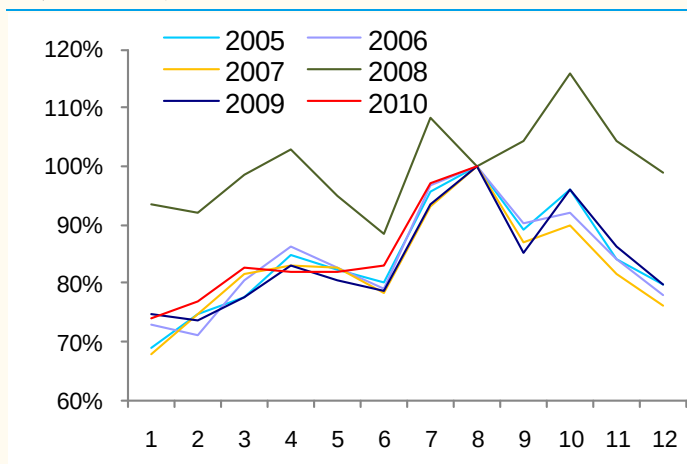


## 四季度航空展望

### 淡季调整不可避免，但整体上仍有望淡季不淡

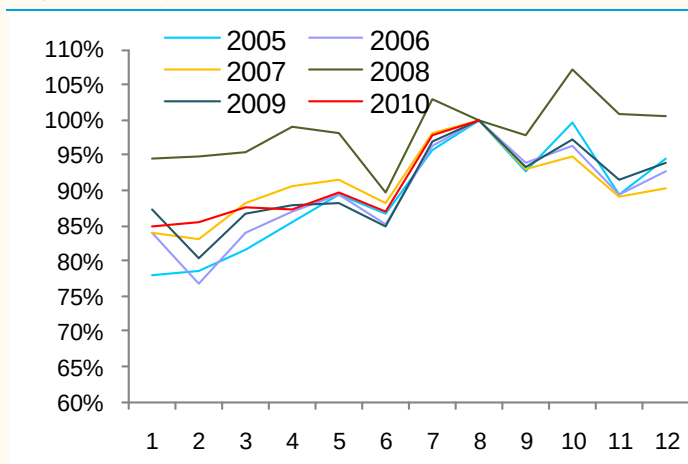
- 由于四季度天气趋于寒冷，与之对应的旅游市场也将季节性地趋冷，导致航空需求在淡季出现调整将不可避免，但由于航空景气更多地是受到供需的共同影响，航空公司的运力调整将是决定四季度航空景气的核心因素。
- 我们先来对比研究一下过去几年四季度的情形
  - 从图 26 我们可以看到，以每年的需求高点 8 月份的旅客量作为基点来看其他月份国内航线的旅客量占 8 月的比例，我们可以看到除了 2008 年因为 8 月受到奥运会影响导致旺季不旺之外，其他年份的淡季需求调整的同步性非常大，但从 8 月份之前的数据看，今年淡季的表现整体上明显好于往年。因此，我们没有理由认为 2010 年行业的淡季调整会偏离太多，因此，从需求上说四季度淡季调整将不可避免，但是调整的幅度也有望略好于往年。
  - 从运力供给的角度，我们认为航空将同样在淡季主动地进行运力调整，但调整的幅度会明显低于需求的调整幅度，这将不可避免地带来客座率的下滑：在需求旺盛的 2007 年，航空客座率在 8 月份同样达到了 84% 左右，但是之后客座率快速下滑，到 12 月份下滑至 75% 的水平，和历年客座率并没有太大区别。
  - 对于四季度的展望，一方面由于行业集中度有所提升，正如我们之前所分析的那样，航空公司在淡季运力削减上有望更加主动，另一方面，需求的淡季调整可能也会略好于往年，因此整体上客座率的下滑程度将有望好于往年，但即使如此，我们认为 12 月份的客座率仍可能会下滑到 78% 左右（甚至更低），但这只是淡季的正常调整（由于淡季需求的大幅下滑，运力引进缓慢在供需上的体现并不会非常明显）。
  - 但是，由于竞争格局的改善，我们认为航空公司的定价能力得到明显回升，因此票价虽然也将出现明显的淡季调整，但同比去年同期仍有望实现较大回升。

图表26：各年度各月旅客量相当于8月旅客量的比重

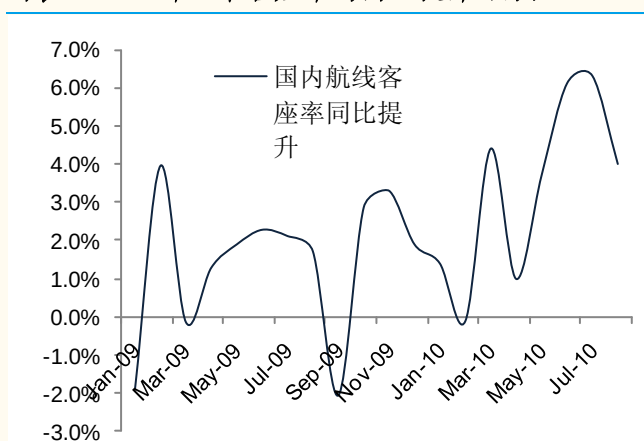


来源：国金证券研究所

图表27：各年度各月 ASK 相当于8月ASK的比重

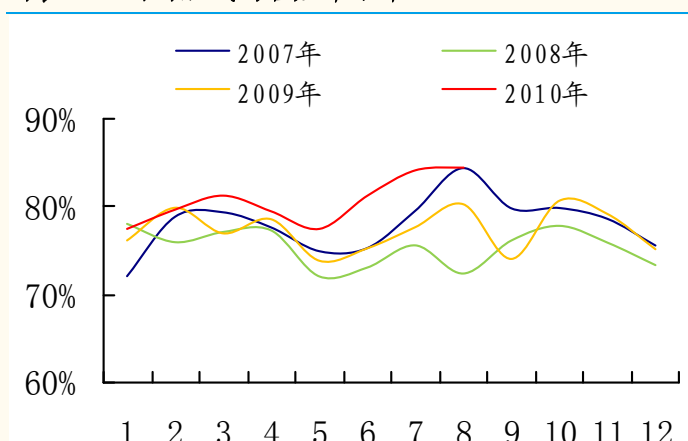


图表28：07年以来客座率的同比提升百分点



来源：国金证券研究所

图表29：国内航线的客座率水平



## 未来几年航空展望：2010年是起点不是顶点

### 运力供给增速缓慢将是行业最大的看点

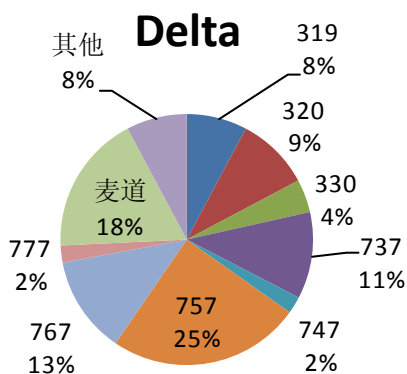
- 正如我们之前所分析的一样，周期性行业产生巨大周期波动的主要原因并非行业需求的巨大波动，而是行业在景气大幅好转的情况下进行的产能扩张，因此对于处于景气已经大幅好转的航空业而言，未来的运力增速是决定未来景气变化的核心因素。
- 从我们目前的调研来看，未来我国航空业运力供给将受到很多条件的限制，其中包括航空公司对待高铁的谨慎预期、行业监管的趋于严格、航空公司追求利润而不是盲目追求规模的转变、空域的紧张以及波音空客的生产能力限制等。
- 首先从航空公司的角度，对待高铁影响的谨慎预期以及航空追求利润而不是盲目追求规模的转变，导致了各主要航空公司对运力引进持比较谨慎的态度，我们可以看到在今年航空景气大幅好转的情况下，航空公司运力引进并没有出现明显加速，即使引进的一些运力也主要是2015年以后的。
- 三大航中只有国航新签的较多订单，主要包括20架空客320, 11-14年交付；20架737, 13-15年交付；将原定未来一两年引进的波音787推迟至15-18年交付，并改引进4架777。国航引进飞机数量相对较



多除了保证运力合理增长外，还主要着手于进行机型结构优化，我们预计公司 757 等机型将在未来几年退出市场。

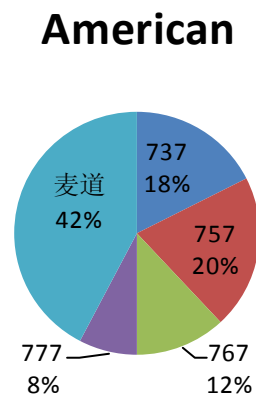
- 东航 2010 年迄今未签订单，而南航只是其控股子公司厦门航空新签了 10 架 737，并且是在 2015-16 年交付。
- 其次，从民航局的监管角度，未来对运力引进的监管可能更加严格，尤其是对中小航空公司。
- 伊春空难最终很可能是由于飞行员的低级错误所致，而飞行员的培养周期非常长，如果运力过快扩张，尤其是对于飞行员短缺的中小航空公司，飞行员资质经验不足或者超飞等都会导致严重的安全隐患，对于安全的重视也将促使政府将更加严格地控制无序的运力扩张，尤其是中小航空公司的过度扩张。
- 第三，从供应商的角度，我们认为全球航空业的整合以及需求的复苏将使全球航空业迎来盈利的大幅好转，而这除了产生新增运力需求外，还会产生大量的飞机更换需求，这将大幅增加新飞机的需求量，而波音空客的生产能力将会有所不足，从而从源头上降低飞机的供应量。
- 以美国为例，美国的航空机队中还有大量的空客 300/310，波音 717、727 和 757 和麦道等老旧飞机，这些飞机的油耗和维修成本其实都比较高，而迟迟未能淘汰也主要是由于这些航空公司长期盈利不行，没有能力进行更新。
- 随着美国航空业的整合深入，如达美和美西北航空、美联航和美大陆航空的合并，美国航空业也基本形成了三大航+西南航的竞争格局，我们认为未来美国的航空公司盈利能力将获得大幅改善，而这也驱动这些航空公司着手进行机型更新，从而产生很大的需求。
- 即使不考虑这些因素，目前空客波音的生产安排已经非常紧张，而且由于欧美裁员的艰巨性，使得波音空客也不敢贸然扩张生产线（即使扩张也需要较长的周期），这种现象将可能使未来全球航空的运力供给偏向紧张，而中国航空的运力供给也将受到限制。

图表30：美国达美航空的机队情况



来源：国金证券研究所

图表31：美国美利坚航空的机队情况



- 第四、从我国空域的角度，由于空域的紧张，从民航局《2010/11 年冬春航季国内航线经营许可和航班评审规则》可以看到，北京首都、上海虹桥/浦东、广州白云以及深圳机场未来国内航线新增时刻有限，这将限制这些航线的运力投放，根据我们的调研，预计首都机场和深圳机场未来两年左右的起降架次只能有 5%左右的增长，而很多二线城市的空域也比较紧张，空域紧张也在较大程度上限制了航空公司的飞机运力引进以及航线的无序进入。

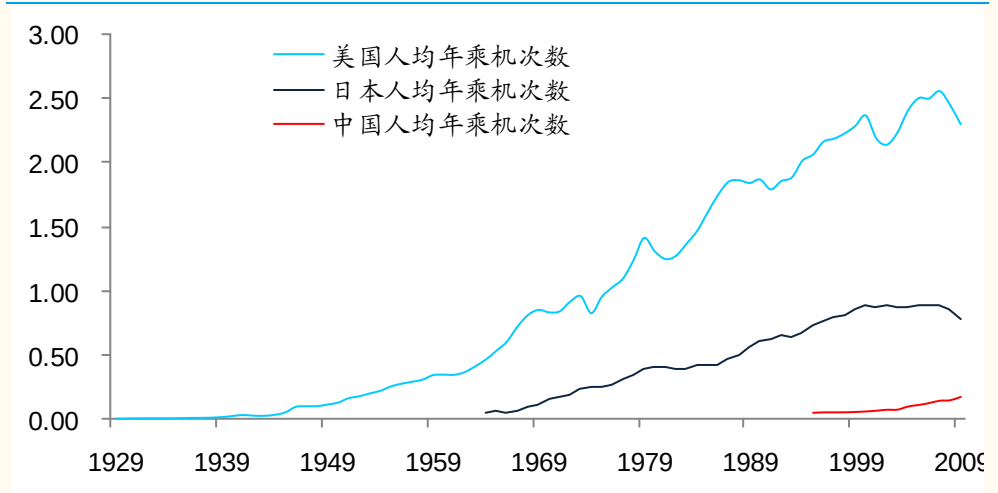


- 根据我们的测算，我们预计 2010-2011 年我国航空业运力增速 9%-10%，其中窄体机增速略低，预计 2010、2011 年的增速分别为 9-10%和 8-9%，如果考虑南航和东航等的部分运力退出，增速可能还会略低。
- 与过去十年中动辄 15%以上的运力增速相比，我们预计未来运力增速将出现明显下降，而这恰恰给景气的持续性打下了坚实的基础。
- 正如我们之前分析的，在景气高峰期的产运能扩张是导致周期性行业出现大幅周期波动的最主要原因，而航空公司对待运力引进的谨慎性以及监管和供应商生产瓶颈都导致未来几年运力引进持续缓慢，因此，只要经济不出现二次探底，供需持续改善可以期待。

#### 需求将有望保持较快增长，行业供需持续改善

- 我们认为我国航空需求仍将保持快速增长，首先，我国人均乘机次数非常低，显示未来的增长空间巨大；其次，我国人均 GDP 进入 3000 美元时代，从日本韩国的经验来看，应当处于航空消费升级加速的阶段；再次，普遍认为我国已经进入刘易斯拐点，未来将迎来居民收入快速提升的阶段，而这也驱动航空消费升级加速。
- 2009 年，中国人均乘机次数为 0.17 次，而美国和日本分别为 2.29 和 0.78 次，中国仅相当于美国的十二分之一和日本的五分之一，或者说中国目前的人均乘机次数相当于美国 1951-1952 年，日本 1970 年的水平。

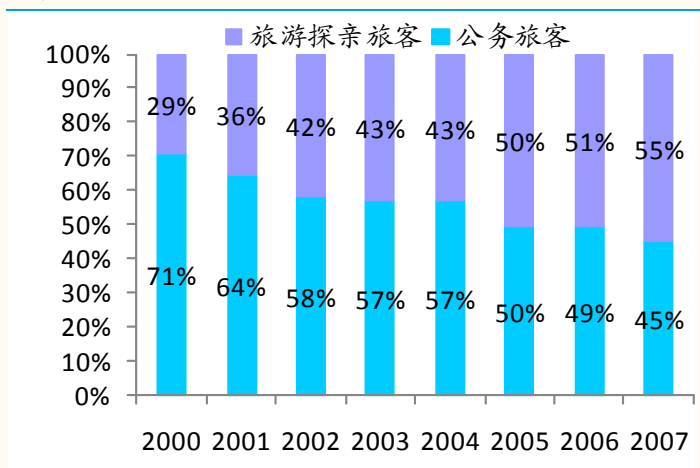
图表32：美国、日本和中国人均乘机次数对比



来源：国金证券研究所

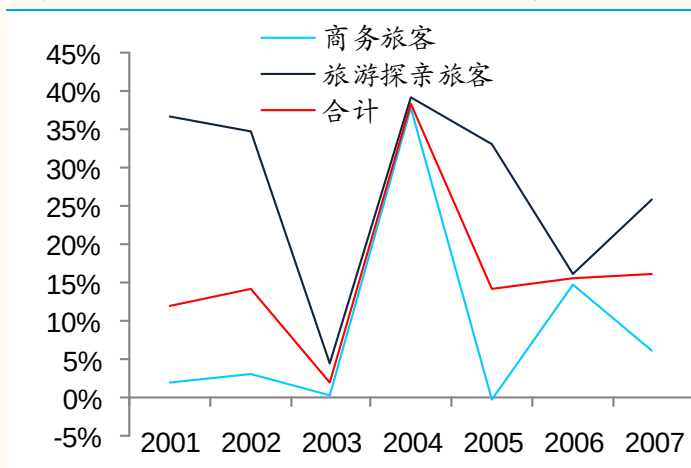
- 随着休闲旅客占航空旅客的比重越来越大，我国航空增长的主要驱动力将由商务旅客转变为休闲旅客。所以尽管中国将进行经济结构转型，在转型期中国经济的增长速度有可能出现下降，但航空旅客增速相对于 GDP 增速的倍数有望提升，我们认为未来我国航空旅客的潜在增速将不会低于过去十年的水平，仍有望保持 14%以上的增长。

图表33：我国航空商务和休闲旅客结构



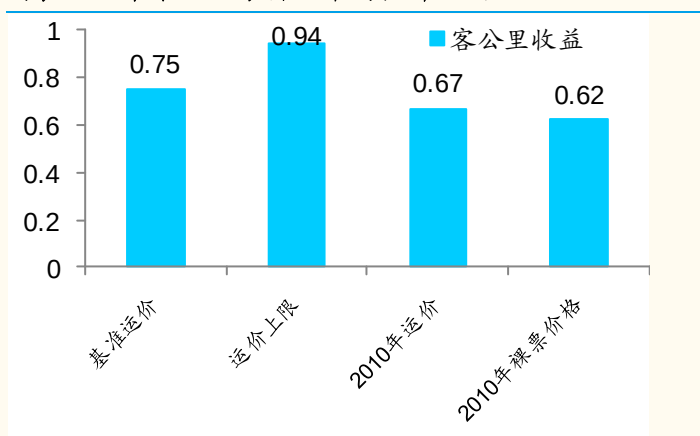
来源：国金证券研究所

图表34：我国商务和休闲旅客的同比增长率



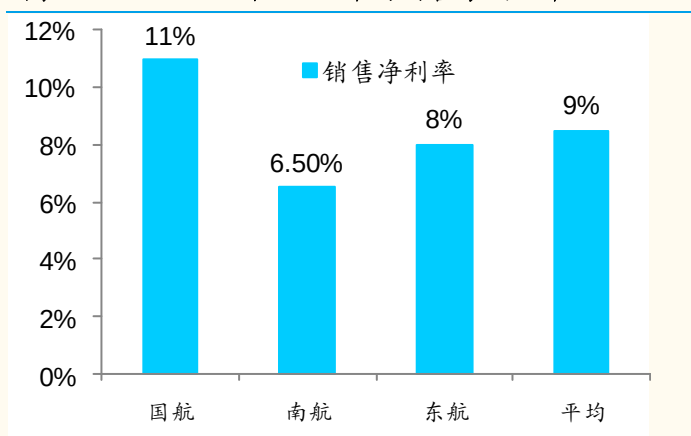
- 我们认为高铁并不会改变此进程。高铁影响详见我们的深度报告——4月15日《高铁对交通运输格局的影响分析》以及7月8日的《高铁影响跟踪：将使2011年供需改善明显》，我们的结论是高铁对需求有影响的同时也对运力供给产生影响，我们认为整体上高铁对供给端的影响大于对需求端的影响，高铁整体上改善了行业的供需，影响最大的是2012年，但也基本上不会使行业供需逆转。
- 我们认为需求未来将保持较快增长，但运力的供给将持续比较缓慢，行业供需将能够得到持续改善，而这将使客座率继续走高，更关键是使票价水平持续提升。
- 根据我们的估测，今年在行业景气大幅好转的情况下，国内航线整体票价水平大概为0.67元左右，而剔除燃油附加费后大概在0.62元左右，相当于运价上限（0.94元）的65折的水平，尚有很大的提升空间。
- 当航空公司发现不用进行价格战还能使客座率保持高位的情况下，航空公司将进一步减少其价格折扣，而且航空公司收益管理水平也还有提升空间，从而使行业的盈利能力进一步提升。
- 如果以销售净利率（净利润不含汇兑收益和投资收益）来测算，我们三大航的平均销售净利率大概为9%左右，如果我们假设未来几年ASK增长12%而销售净利率提升一个百分点的话，那么EPS将能达到20%-30%的增速。

图表35：未来航空票价水平的提升空间



来源：国金证券研究所

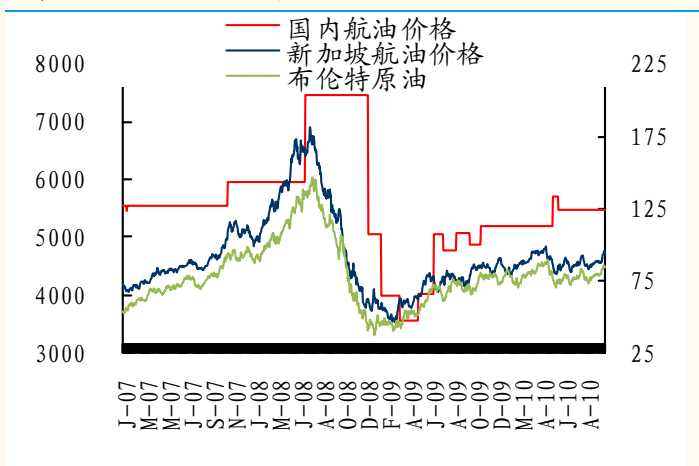
图表36：三大航预计2010年的销售净利率



### 供需改善情况下，对油价具有更强的传导能力

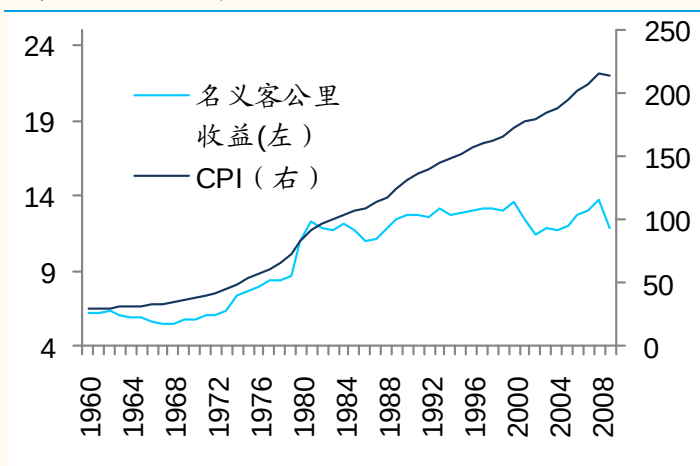
- 近期由于美国日本等重启货币量化宽松的政策，并刺激大宗商品和油价的上涨，如果这种现象延续下去，那么是否会最终侵蚀航空公司的利润，并且导致行业盈利能力出现较大下降呢？
- 首先，我们认为油价上涨不具备持续性，目前的上涨只是由于美国重启宽松政策导致美元贬值，由贬值而引发的大宗商品上涨，而不是由于需求的快速回升导致，同时美元也不可能持续大幅贬值，我们坚持认为由于中国经济结构转型以及欧美日经济复苏缓慢，油价不具备持续大幅上涨的动能。
- 其次，我们从图 38 可以看到，美国在 1981 年放松管制之前，客公里收益基本上能够和 CPI 同步，只有当放松管制之后，由于航空公司完全丧失议价能力后，名义客公里收益基本上原地踏步，因此油价的波动成为航空公司盈利的关键影响因素。我们认为随着我国航空集中度的提升以及我国燃油附加费和油价联动的机制，我国航空公司对油价的传导能力将更强。
- 从 2000 年以来我国国内航线的客公里收益可以看到，国航对燃油附加费的传导能力明显高于南航和东航，其主要原因是国航的商务旅客占比更高，因此可以认为未来国航的传导能力仍是行业中最强的。但我们认为由于未来供需改善将更加明显，航空公司的议价能力将进一步得到加强，从而进一步加强成本传导能力。
- 当然，由于燃油附加费只能覆盖 70%-80% 的航油成本，因此如果油价大幅上升，仍会侵蚀一部分航空公司利润，但是行业的盈利能力主要还是由行业的竞争激烈程度决定，在集中度大幅提升并且供需持续改善的情况下，油价并不是决定利润的核心因素，并不会导致航空公司盈利逆转。

图表37：航油价格走势

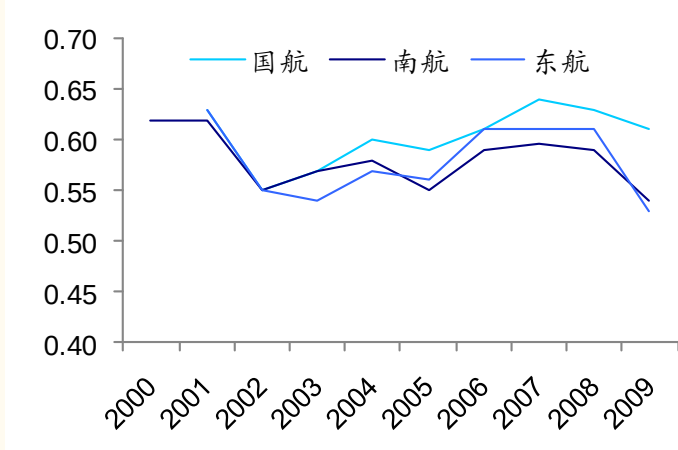


来源：国金证券研究所

图表38：美国历年CPI及航空名义客公里收益（美分）

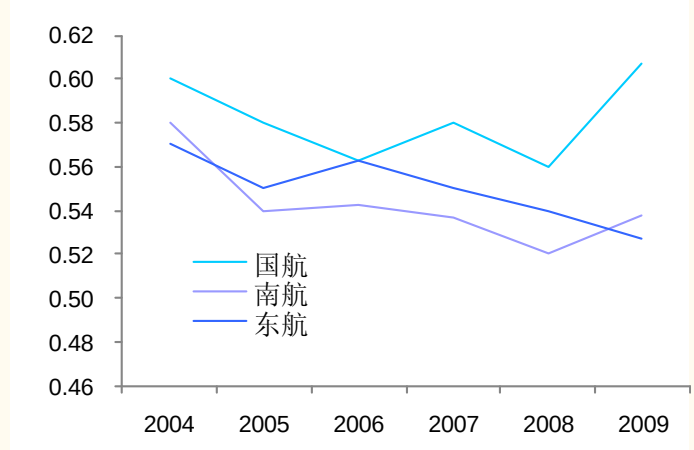


图表39：三大航2000年以来国内航线的客公里收益



来源：国金证券研究所

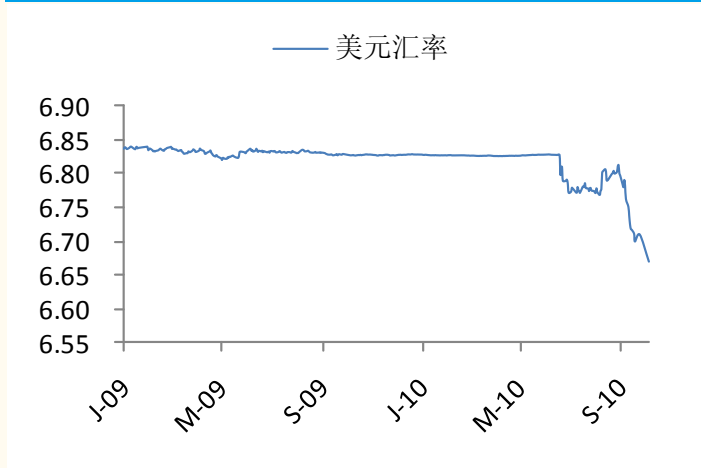
图表40：剔除燃油附加费后三大航国内航线客公里收益



### 人民币升值将继续成为催化剂

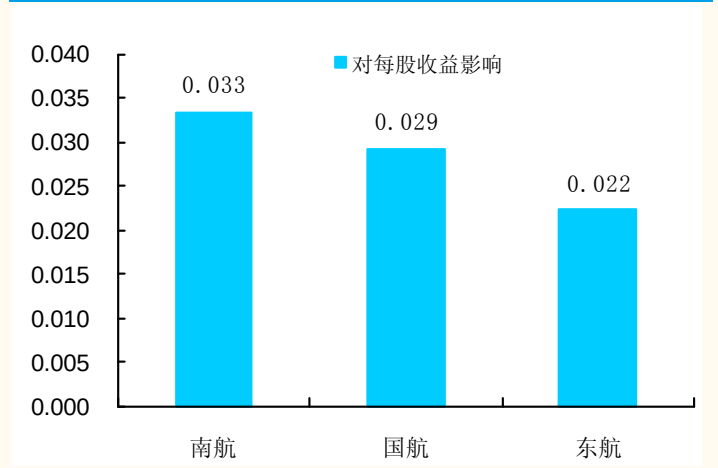
- 自6月19日人民币汇改重启以来，人民币升值已经达到了2.3%，在10月1日，美国众议院通过了《汇率改革促进公平贸易法案》，旨在对所谓低估本币汇率的国家征收特别关税，我们认为这将加大人民币升值压力，而国内经济结构转型客观上也需要人民币出现升值，因此未来一两年人民币持续升值是大概率事件。
- 有关人民币升值对航空影响分析详见我们6月20日的报告《人民币汇率调整对航空公司的影响分析》，我们这里只简单重述一下结论。
  - 首先人民币升值会给拥有巨额美元负债的航空公司带来很大的汇兑收益，根据我们的分析，在南方航空实施增发，而国航收购深圳航空增加了美元负债之后，实际上两者对人民币升值的业绩弹性比较相当，整体上人民币每升值1%，产生0.03元左右的汇兑收益，东航弹性相对小一些，但同样也将超过0.02元。
  - 人民币升值将对航空公司主营利润的影响并不显著：人民币升值将在航空公司进口航油和航材时减轻航空公司的负担，不仅如此，由于未来国内原油以及航油价格也是与国际油价接轨，将有望进一步降低航空公司的航油成本。但也将使航空公司国际航线的外币收入产生一定汇兑损失。根据我们的测算，国际航线航油带来的成本节约以及国际航线外币收入带来的汇兑损失两者相差并不大，因此人民币升值将对航空公司国际航线主营利润的影响并不显著，但将增加国内航线的收益。
  - 未来人民币升值有望加速国际航线的爆发式增长：我国将进入国际航线消费升级的加速阶段，尤其是经济比较发达的沿海地区，当居民收入达到一定程度后，国内游已经不能满足其需求，国际旅游将日渐普及。人民币升值将加快这一进程，一方面，人民币升值将使旅客承担的航空旅行成本出现下降，另一方面，人民币升值也将使居民具有更强的境外消费承受能力，这将促进我国出境游未来出现爆发式增长。

图表41：人民币兑美元汇率情况



来源：国金证券研究所

图表42：人民币每升值1%对三大航产生的汇兑收益



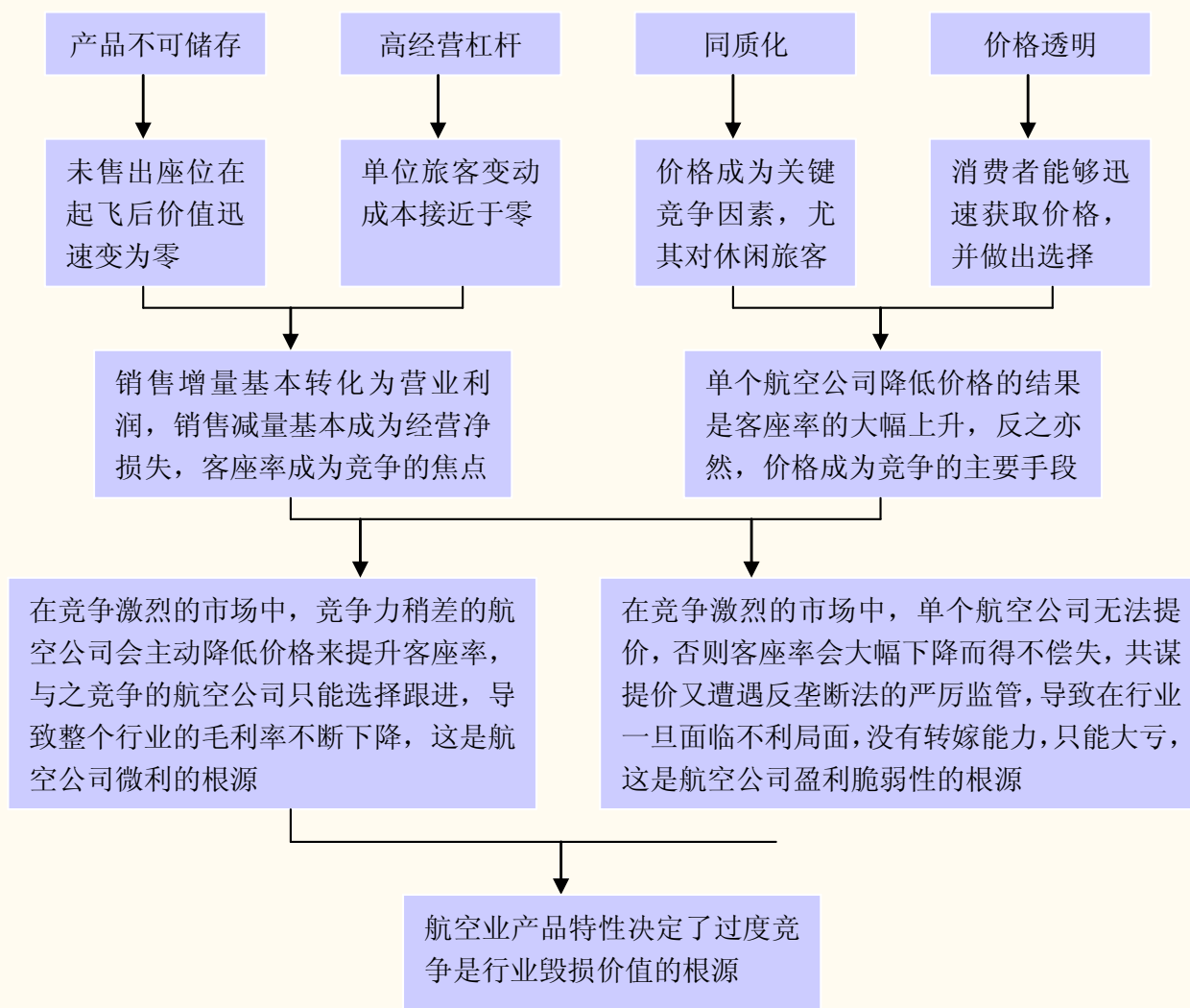
## 行业投资策略

### 建议采取 Buy-Hold，而不是趋势性投机

- 航空业经历了长期毁损价值的年代，航空股向来只有趋势性的投机机会，在中国乃至全球航空行业集中度大幅提升之后，航空业是否具备的投资价值，在投资策略上是否需要出现改变，是否可以采用 buy-hold 的战略？整体上，我们维持我们之前深度报告《美国和中国航空的浴火重生之路》的观点，我们在此进行了一些补充：



图表43：产品特性对航空业竞争和投资价值的根本性影响



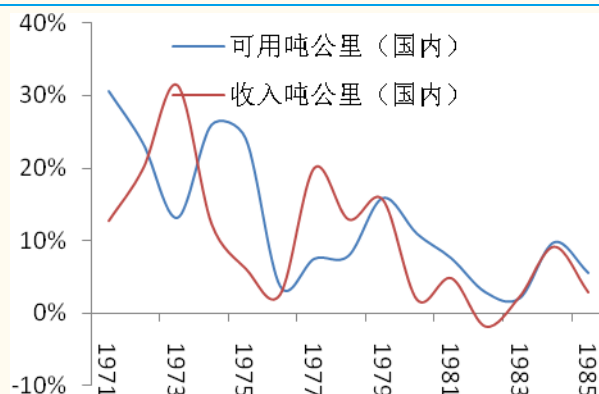
来源：国金证券研究所

- 为了更形象地说明我们航空投机和投资的界限，结合我们上述的航空产品特性，我们以生活中能够观察到的零售现象作为比喻来说明航空业对航空的投资策略：即是投机还是投资，或者说是趋势投资还是 buy-hold 策略（尽管和航空业还是有不尽相同之处）。
- 我们假设在同一个街区有 5-6 家规模相当的衣服零售店（消费者很容易获取各个零售店的价格信息，相当于航空产品的“价格透明”特性），这些零售店销售同样的衣服（相当于航空产品的“同质化”特性），而且每天没有卖掉的衣服到第二天将全部予以没收（相当于航空产品“不可储存”特性），每天这些零售店都进货 100 件衣服，如果以 5 家店计算，那么衣服供给量为 500 件，但市场需求往往只有 300 件（相当于航空业常见的产能过剩现象），实际上这种情形有点类似我国或美国过去的航空格局，我们可以想象这些零售店最终的竞争格局和盈利能力：
  - 第一，由于当天没有卖完的衣服第二天就会被没收，这些零售店永远处于清仓甩卖的状态之中，即使没有足够的竞争，如果供大于求的话，清仓甩卖的产品都会比正常产品有更大的折扣；
  - 第二，由于需求只有 300 件但供给有 500 件，而且有 5 家店互相竞争，由于未卖出的产品将被没收，使得正常情况下卖 100 元的产品哪

怕 20 元卖出去，也比被无偿没收强，由于卖的是同样的产品，而且降价后消费者都能很快获取相关信息，必然有零售店率先降价以求卖出更多的衬衣，其他零售店只能选择跟进，那么恶性的价格竞争将难以避免。

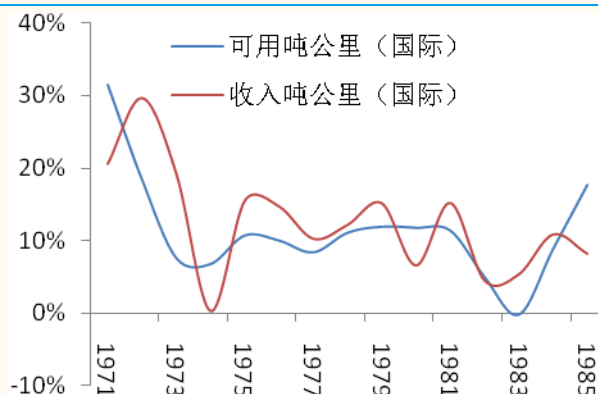
- 第三，由于无论进货多少，最终大家的销售率都相当，那么这些零售店没有谁愿意少进衣服，而且其经营目标往往是占据更多的市场份额并且击垮其他竞争对手（航空业新的飞机往往比老旧飞机会更有竞争力），这样产能过剩将成为行业的常态。
- 第四，由于竞争对手很多而且没有明显的市场领先者，并且受到街道市场监管部的严格监管，5 家店也很难形成价格联盟，这使得行业的亏损变成行业的常态，只有当市场需求特别好的时候，使得需求接近供给，这些零售店发现不用价格战也行将大部分衣服出售的情况下，才能产生阶段性的盈利。
- 在这种情况下，我们认为这些零售店将是不可避免的价值杀手，只有当需求特别好的时候，盈利会有短暂的上升，而且这种盈利往往是不可持续的，而过去航空业的情况也与此类似，行业只有投机价值没有投资价值。
- 如果我们想改变这种零售店的盈利能力，那么只有两个途径，一是减少零售店家数，从而有效减少恶性竞争；二是能够有效减少衬衣的供给，按照市场需求来控制供给，例如需求是 300 件衬衣时，将供给也控制在 300 件左右，当零售店发现不需要进行恶性的价格竞争的情况下衬衣也能够完成销售，从而避免被没收，那么零售店的折扣将大幅缩小，而利润将得以恢复。
- 实际上第一个途径对第二个途径有着决定性的影响，竞争者的减少将使得零售店不再处心积虑地扩大市场份额并试图击垮竞争对手，市场格局的稳定将使得这些零售店会更理性地来预测需求，并且根据需求的情况来控制衬衣的供给，这将使得行业的供需可望持续改善。
- 而航空业过去的故事正是这些零售店的故事，过期就被没收以及同质化和价格透明的产品特性导致了在过度竞争的市场往往演变成恶性价格竞争，行业只有在经济大幅好转甚至过热的时候能够获取经营利润，景气的顶点也往往意味着景气的拐点，行业在盈利大幅好转时往往也是卖出股票之时，行业只能采用趋势投资的投机策略。
- 航空业现在的故事和零售店改善盈利能力的两个途径如出一辙：经过 2008 年经济危机的洗礼行业集中度有进一步提升，并且带来议价能力的明显提升，同时未来几年行业的运力引进都会比较缓慢，在消费升级的驱动下，行业需求有望保持较快增长，从而使航空运力供给向实际有效需求不断靠拢，航空的客座率和票价水平有望持续得到回升。（具体逻辑详见我们《美国和中国航空的浴火重生之路》的深度报告）。
- 从现在跟踪的情况来看，由于受到各方面条件的限制，航空业运力大幅增加的可能性很小，因此只有当经济出现硬着陆，如 1996-1998 年或者 2008 年的情形，导致航空需求出现断崖式下降，航空的盈利才可能出现大幅下降，而这也是航空目前主要的风险，但根据目前我们国金宏观组的研究，明年经济探底的可能性很小。
- 由于航空公司运力引进行为模式的改变导致行业的供需改善将可以持续，因此本年度的景气大幅好转将仅仅是本轮航空景气的起点，而非拐点，在这种情况下，我们认为航空的投资策略应当发生改变，我们认为在一个较长时期的阶段可以采用 **buy-hold** 的投资策略。
- 从我们跟踪日本的数据来看，只要是供需持续改善，航空股价就能够持续跑赢大盘，日本 1975-1979 年间，收入吨公里增速持续高于可用吨公里增速，在此期间航空指数也远跑赢其大盘（如图 46）

图表44：日本70年代航空国内航线的供需情况

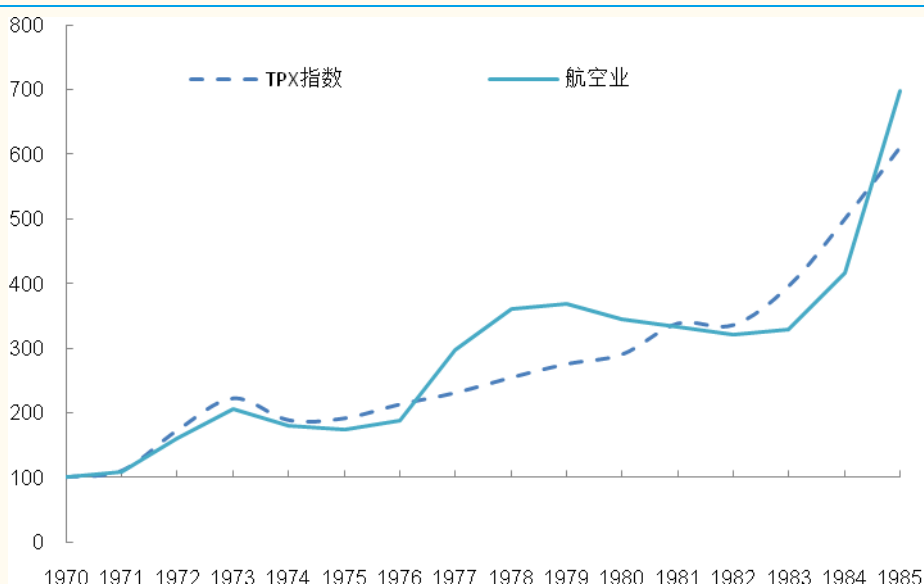


来源：国金证券研究所

图表45：日本70年代航空国际航线的供需情况



图表46：日本70年代航空业指数与TPX指数比较

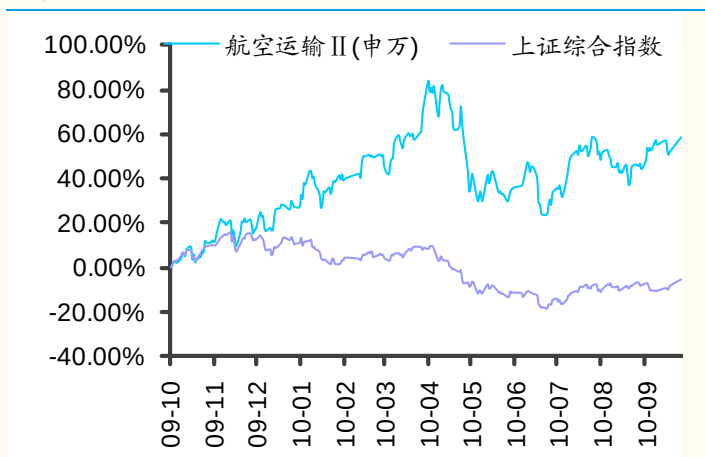


来源：国金证券研究所

### 目前航空股价反映的是顶点，而不是起点

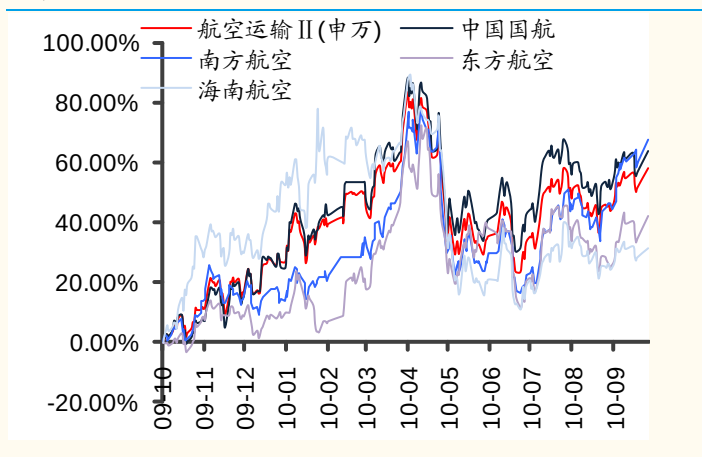
- 我们可以看到航空股自2009年的10月份以来，对大盘的超额收益非常明显，截止10年10月8日，整体上跑赢大盘达到了63%，我们认为股价的大幅上涨已经基本上反应了本年度航空盈利的大幅上涨，也就是说今年航空盈利的大幅提升已经 Price-In，而超额收益最高的是南方航空（73%）和中国国航（69%），其次为东方航空（48%）和海南航空（37%）。

图表47：航空股价指数与上证综指的走势比较



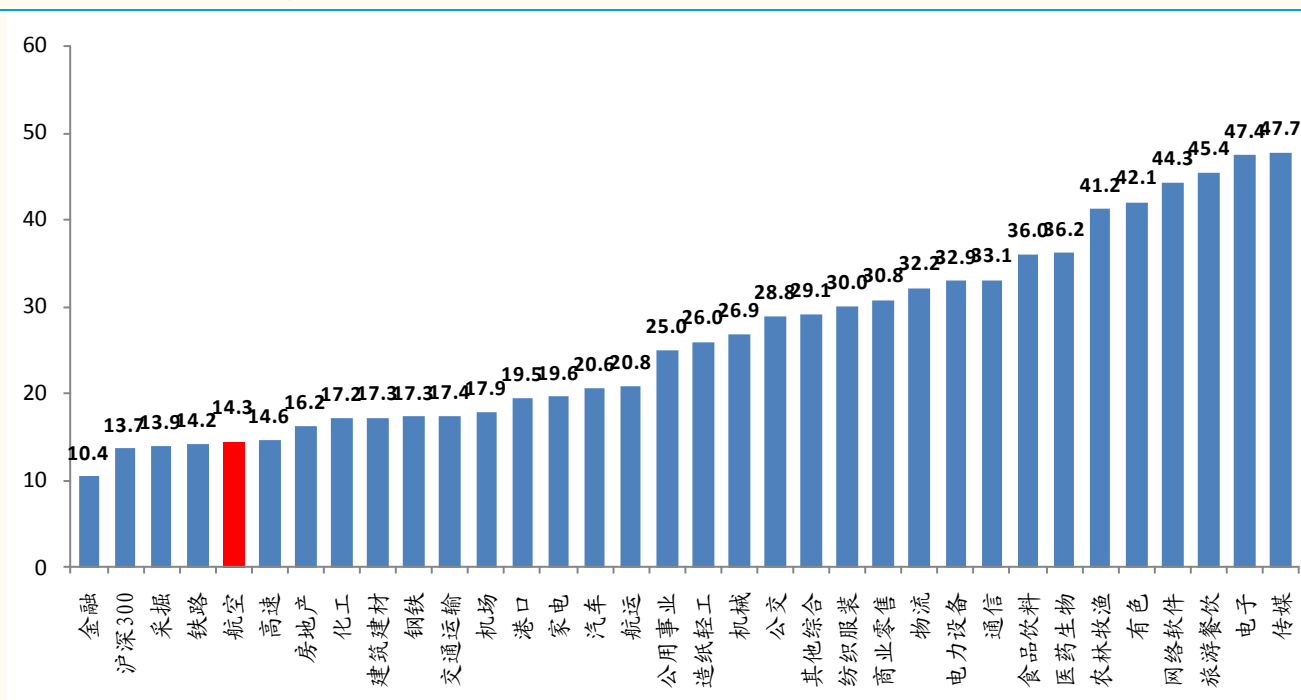
来源：国金证券研究所

图表48：上市航空股与航空股价指数的比较



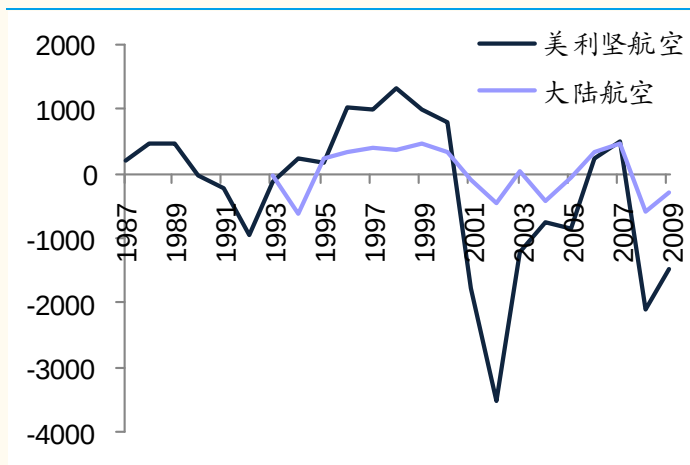
- 通过与其他行业的估值水平对比，我们可以看到航空业的 PE 估值反映的是 2010 年是行业盈利的顶点，股价反映的是盈利不可持续，并且难以继续实现较大增长。
- 航空 PE 估值基本上处于各个行业的低端，其对应的 PE 估值今年大概在 14 倍，明年 11-12 倍的水平，PE 水平低于汽车业和家电业，比其低的只有金融业和采掘业，与其相当的除了公路铁路外其他的主要都是强周期性行业，而这些行业可能部分受损于中国经济结构调整，或者受损于行业本身产能的大规模扩张（如汽车业等），这些行业之所以给这么低的估值，其主要原因也是认为其高盈利水平可能不可持续。
- 因此，我们可以认为航空的估值反映的同样也是 2010 年是航空的周期顶部，未来高景气不可持续。
- 但是，正如我们《美国和中国航空的浴火重生之路》和本策略报告所阐述的逻辑，我国航空需求在消费升级的驱动下仍将保持较快增长，而运力供给将持续比较缓慢，在供需持续改善的驱动下，未来航空盈利仍将具有较大成长性，因此高景气不仅可以持续，而且还有望继续攀升，而这在股价并没有得到反映。
- 一旦市场认可航空盈利具有可持续性，那么估值水平将有望不再按照强周期来给 PE，航空股将面临 PE 估值水平上升的过程，叠加航空盈利的增长，我们坚持认为我国航空股未来将面临 EPS 和 PE 估值的双重回升。
- 我们可以看美国的例子，美国航空业在上世纪 90 年代同样经历了一个长周期的景气繁荣，盈利持续上升，但同期股价的上涨幅度远远高于盈利的上涨幅度，盈利整体增长 2-3 倍，但股价上涨 10-20 倍，PE 水平不断上升，同样也是市场发现航空盈利可持续增长时，PE 水平便有修护的过程，而不是停留认为是盈利顶点的估值。（当然，由于美国 2000 年以后重启了促进竞争的一系列法案，加上 911 及金融危机等影响，美国航空业走向了进一步毁灭的道路，所以我国监管政策也仍将是一个风险，但是有美国的前车之鉴，我们认为我国航空监管将不会再转向促进行业的过度竞争）。

图表49：各行业对应2010年PE估值比较



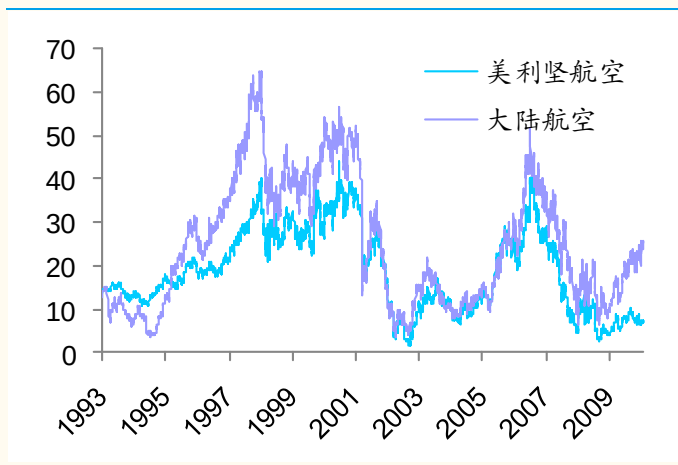
来源：国金证券研究所

图表50：美利坚和大陆航空90年代以来的盈利变化



来源：国金证券研究所

图表51：美利坚和大陆航空90年代以来的股价表现



### 行业投资策略：维持增持评级，建议超配

- 由于我们认为未来几年航空业将面临需求快速增长，而运力供给持续比较缓慢的经营环境，供需将持续改善，而供需改善将带动客座率和票价水平，尤其是票价水平的进一步提升，从而实现持续量价齐升，而高铁由于整体上对运力供给端的影响大于对需求端的影响，并不会改变行业持续增长的进程。
- 四季度虽然面临淡季调整，这是天气等原因导致的旅游淡季所致，但是我们认为由于航空公司对运力的控制能力明显加强，四季度整体淡季不淡将是大概率事件，12月份的客座率有可能低于78%外，其他月份的客座率也将高于80%。由于明年供需改善将更加明显，我们坚持认为四季度是买入航空股的最佳时机。



- 整体上，我们维持航空增持的投资评级，我们认为未来航空将持续供需改善，从而产生 EPS 和 PE 估值的双重上升，并且建议客户采取 Buy-Hold 的投资策略，我们继续推荐中国国航、南方航空和东方航空。
- 中国国航由于在北京、成都和深圳等主要商务城市占据主导市场份额而且我们认为未来其国际航线的盈利能力也将有所提升，一方面未来国际航线将继续迎来高速增长，另一方面全球航空的整合也将提升国际航线的集中度，从而提升国际航线的盈利能力。并且持有国泰航空近 30% 的股权，整体上未来仍将是我国最具盈利能力的航空公司，对于人民币升值的汇兑收益弹性，随着其收购深航，整体的弹性将与南航相当。预计 10-11 年增发摊薄后的 EPS 分别为 0.93 和 1.11 元，目前股价对应 13 倍和 11 倍，维持买入评级。
- 南方航空是国内航线供需改善的最大受益者。我们认为未来国内航线供需将持续改善，从而驱动客座率和票价水平的持续回升，休闲旅客占比最高的南方航空将具有更大的业绩弹性，未来其国内航线的盈利能力有望逐步向国航靠拢，由于其市值仍远低于中国国航，在国内航线供需持续改善的情况下，其市值有望得到更大的提升空间。如果假设今明两年人民币各升值 3%，预计 10-11 年增发摊薄后的 EPS 分别为 0.64 和 0.82 元，目前股价对应 13 倍和 11 倍，维持买入评级。
- 东方航空从基本面而言，明年的业绩弹性会小一些，主要原因是由于今年世博会给上海市场带来很大的额外增量，明年上海市场的景气很可能出现下降，但我们认为公司的盈利仍将保持 10% 左右的增长，主要原因一是由于公司可以将部分运力调配到其他 2010 年受世博会负面影响较大的市场，如云南等，从而可以堤内损失堤外补；二是世博会影响的月份也就 6 个月，其他月份公司同比今年还是具有较大弹性；三是公司整合效益将逐步体现，从而释放业绩。同样假设人民币各升值 3%，预计 10-11 年的 EPS 分别为 0.56 和 0.65 元，目前股价对应 14 倍和 12 倍，而且公司还可能有战略投资者入股预期，维持买入评级。
- 就风险提示而言，航空的风险不在于供给，而在于经济的二次探底，但由于航空需求增速是经济的领先指标，因此我们建议客户密切关注国内航线需求同比增速的环比比较。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**公司投资评级的说明：**

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

**行业投资评级的说明：**

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室