

关注人民币加速升值预期下航空业的投资机会

运输 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告关键点:

- 人民币近期升值速度持续加快
- 央行“完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，减缓输入型通货膨胀压力”的表态值得关注。
- 预计4月航空需求增速环比3月回升明显。

报告摘要:

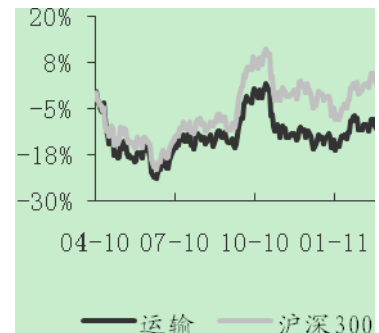
- 航空公司是人民币升值的最大受益者:** ①人民币升值速度2011年3月中下旬以来有所加快，1、2、3月单月升值幅度分别为0.51%、0.21%、0.29%，4月至22日累计单月升值已达0.63%。②汇兑收益是人民币升值最直接的影响：人民币升值1%，南航、国航、东航、海航2011年EPS分别增加约0.042元、0.041元、0.026、0.023元。③出境游将长期受益于人民币的持续升值：从日本经验看，日元对美元大幅升值时国际航线旅客运输量上升明显。随着东部人均收入超过5000美元，中西部人均GDP迈过3000美元，中国居民出境游将迎来高速发展的时期。人民币升值将提高人民币相对外币的购买力，进一步促进出境旅游人数的增长，有利于国际航线客运收入的增长。④人民币升值将减少航空公司以美元计算的成本支出，如航油成本、维修成本、经营性租赁费及新购置飞机的折旧成本等。
- 在盈利状况良好背景下，人民币升值加速时航空股将获得较好的超额收益:** 以南航为例，在人民币加速升值过程中，共有三次获得明显超额收益，如2006年四季度、2007年三季度、2010年8至10月。而在2005年三季度及2008年一季度，人民币虽然加速升值，但由于主业盈利不佳及系统性风险，股价表现不佳。今年行业仍维持高景气，若人民币加速升值，我们预计航空股将有较好表现。
- 理性看待3月需求回落，预计二季度需求增速相对3月回升明显:** 3月同比增长为5.0%，但我们认为不必对需求过度悲观。①去年3月淡季不淡，单月旅客运输量同比增速达20.3%，明显高于全年的15.8%。②为应对未来高铁冲击，行业运力向国际航线及国内长航线调整，从去年以来旅客运输量增速持续小于旅客周转量增速。今年1至2月RPK增速13.5%，比旅客运输量增速11.7%高1.8个百分点。根据航线结构变化，今年跟踪行业需求的指标应关注旅客周转量。③利比亚撤侨及日本地震等因素影响。我们测算利比亚撤侨包机对单月运力直接影响约为1%。考虑临时调整航班对运营及销售的影响，大量日常航班的临时调整也抑制部分日常航班客运需求，估计利比亚撤侨对3月需求的影响估计明显大于1%。
- 航空公司近两年承受油价上涨能力增强，一季度主业盈利能力持续强劲:** 从近两年来看，航空公司盈利水平波动幅度受油价影响已明显小于历史。今年一季度，WTI原油均价约为94美元/桶，布伦特原油均价达到105美元/桶，已超过2008全年均值水平。但我们预计一季度行业主业盈利仍将创历史同期最好水平。航空公司承受高油价的能力相对历史有明显提升，主要原因有：一是燃油附加费联动机制对冲大部分油价上涨的成本增支，二是行业集中度提升、供给偏紧、高客座率将使行业具备更强的应对油价上涨能力。
- 航空业短期利空释放完毕，目前航空板块动态PE为12.9倍，位于历史低位。** 其次，近期人民币加速升值，航空行业是人民币升值的最大受益者，升值预期的增强有望支撑股价走强，建议重点关注。推荐顺序依次为南航、国航、海航、东航。
- 风险提示:** 需求回落高于预期、油价大幅上涨、突发事件

报告日期

2011-04-26

首选股票	目标价	评级
600029 南方航空	12.0	买入-A
601111 中国国航	15.0	买入-A
600221 海南航空	12.0	买入-A
600115 东方航空	8.0	增持-A

12个月行业表现



吴莉

010-66581623
执业证书编号

高级行业分析师

wuli@essence.com.cn
S1450511020019

报告联系人

谢红

xiehong@essence.com.cn

前期研究成果

运输：油价与高铁影响有限、强劲盈利凸显安全边际

2011-04-18

正文目录

1. 人民币兑美元升值速度持续加快.....	4
1.1. 人民币升值速度 2011 年 3 月中下旬以来有所加快.....	4
1.2. 央行官员：增强弹性以减缓输入型通货膨胀压力.....	4
1.3. 历史表现：盈利状况良好，升值加速时航空股将获得较好的超额收益.....	5
2. 航空公司是人民币升值的最大受益者.....	6
2.1. 人民币升值对航空公司最直接的影响：汇兑收益.....	6
2.2. 出境游将长期受益于人民币升值.....	6
2.3. 人民币升值的持续性影响：有利于采购成本的下降.....	8
3. 行业基本面：主业盈利强劲，预计 4 月需求回升明显.....	9
3.1. 理性看待 3 月需求回落，预计二季度需求增速相对 3 月回升明显.....	9
3.2. 航空公司近两年承受油价上涨能力增强，一季度主业盈利能力持续强劲.....	10
3.3. 高油价主业盈利仍强劲的原因：燃油附加费联动机制&行业集中度提升&高客座率.....	11
4. 投资策略：估值具备安全边际，关注升值预期.....	12

图表目录

表 1 人民币升值对航空公司 2011 年盈利影响的测算及敏感性分析.....	6
表 2 假设燃油附加费覆盖 80%，原油价格上涨 10 美元/桶对业绩影响	11
表 3 航空公司业绩预测与估值	13
图 1 人民币兑美元汇率和一年期 NDF	4
图 2 人民币单月升值幅度	4
图 3 CPI、PPI 同比增速	5
图 4 人民币升值与南航相对沪深 300 收益	6
图 5 日元汇率与日本国际航线旅客运输量	7
图 6 历年人均 GDP 数据（美元）	8
图 7 出入境人次增速：内地居民>外籍人员	8
图 8 2009 年因私出境内地居民约 8300 万	8
图 9 国航 2010 年营业成本构成	9
图 10 2010 年国航及南航机队构成	9
图 11 旅客运输量月增速	9
图 12 行业客运需求增速	9
图 13 原油波动	10
图 14 航空公司净利润与原油价格	10
图 15 行业票价指数-国内航线	10
图 16 行业票价指数-国际航线（不含亚洲）	10
图 17 今年以来燃油附加费联动机制执行较好	11
图 18 整合后三大航客运市场份额	12
图 19 运力增速预计今年明显回落	12
图 20 客座率位于历史高位	12
图 21 航空行业相对沪深 300 估值	13

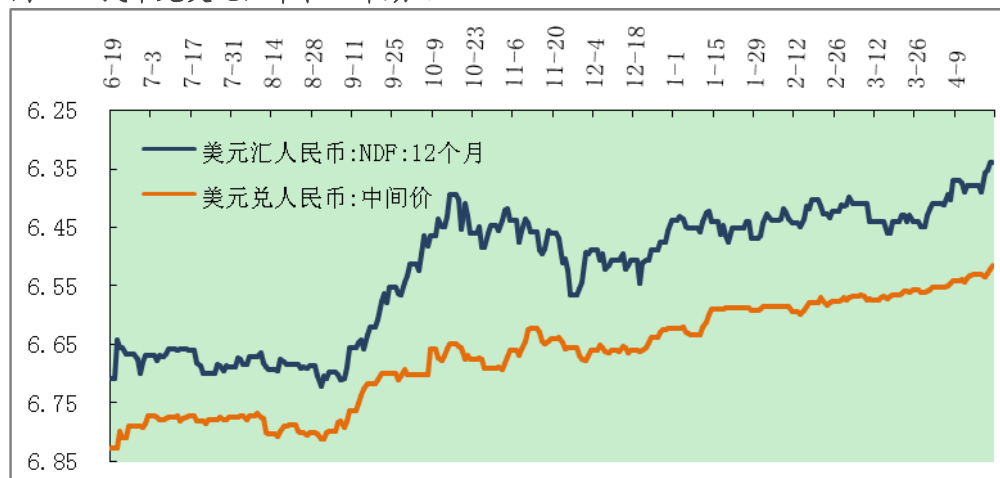
1. 人民币兑美元升值速度持续加快

1.1. 人民币升值速度 2011 年 3 月中下旬以来有所加快

2010 年 6 月 19 日，中国人民银行宣布“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。人民币再次步入上行通道。2010 年全年人民币兑美元升值 3.1%。

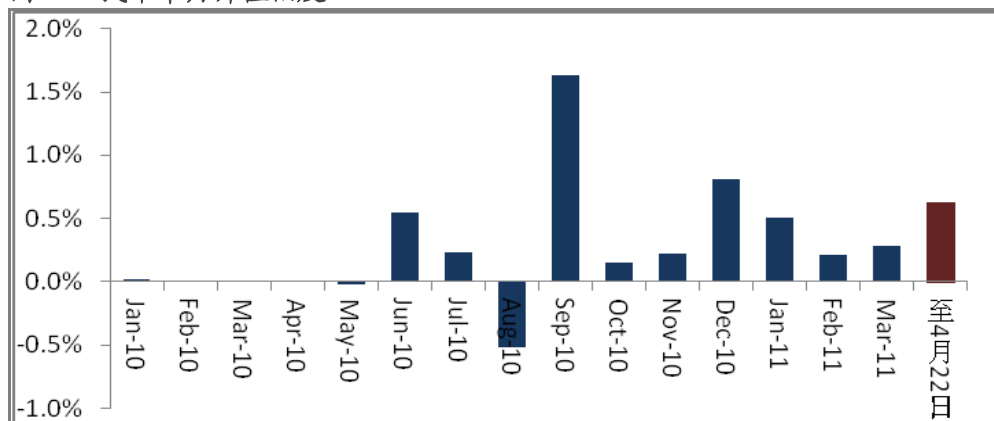
从今年看，人民币对美元汇率中间价在一季度升幅放缓，仅为 1%。3 月中下旬开始，人民币兑美元升值有所加速：自年初至 4.22 日，人民币累计升值 1.64%。1、2、3 月单月升值幅度分别为 0.51%、0.21%、0.29%，4 月至 22 日累计单月升值已达 0.63%。

图 1 人民币兑美元汇率和一年期 NDF



数据来源：安信证券研究中心

图 2 人民币单月升值幅度



数据来源：安信证券研究中心

1.2. 央行官员：增强弹性以减缓输入型通货膨胀压力

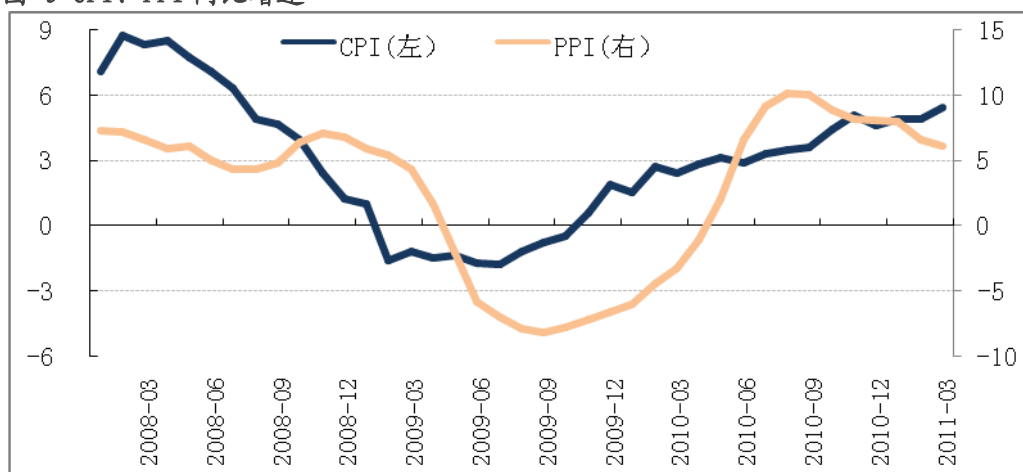
3 月份居民消费价格 CPI 和工业生产者价格 PPI 同比分别上涨 5.4% 和 7.3%，其中 CPI 继去年 11 月份后，同比增速再次突破 5% 并创下 32 个月的新高，而 PPI 同比则创下了 30 个月的新高。本轮通胀压力持续加大既有国内劳动力成本趋升、短期季节性因素以及新一轮经济周期启动引起的供求紧张等内部原因，也同时受到全球主要经济体货币条件宽松及国际大宗商品价格不断上涨造成的输入型通胀持续加大的外部因素影响。

在我国经济总体保持稳定较快增长，而通胀压力不容乐观的形势下，稳定物价总水平仍然是当前宏观调控的首要任务。去年 10 月份以来央行 7 次上调存款准备金率、4 次加息，数量型工具和利率这一价格工具的交替使用对调节总需求和管理通胀预期发挥了一定的作用。而近一段时间以来，随着粮食、原油等国际大宗商品价格持续上涨，输入型通胀压力持续加大。

央行副行长胡晓炼 2011 年 4 月 19 日在央行网站发布署名文章，明确提出“要进一步发挥利率杠杆在调节总需求、管理通胀预期中的作用，还要继续按照主动性、可控性和渐进性原则，进一步完善人民币汇率形成机制，增强汇率弹性，减缓输入型通货膨胀压力。”

因此我们预计，在一季度出口增速较快、输入型通胀压力加大的背景下，人民币汇率也可能会适当加大升值幅度，升值进程将有所加快。

图 3 CPI、PPI 同比增速



数据来源：安信证券研究中心

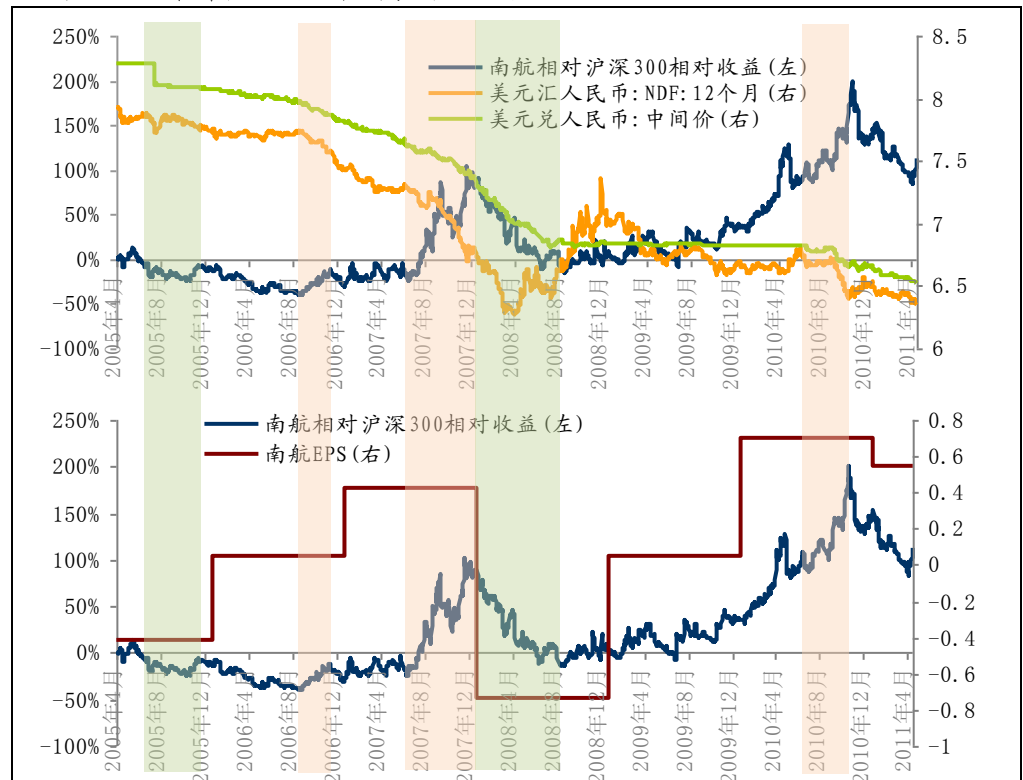
1.3. 历史表现：盈利状况良好，升值加速时航空股将获得较好的超额收益

从航空业历史表现看，当盈利状况良好时，人民币升值加速航空股将获得较好的超额收益。

以业绩对人民币升值弹性最大的南航为例，南航股价在过去人民币升值过程中有三次股价表现较好：2006 年四季度、2007 年三季度、2010 年 8 至 10 月，当人民币升值速度加快，升值预期增强时，南航相对沪深 300 获得较好的超额收益。

值得注意的是，在人民币加速升值过程中，南航有两次表现并不佳：虽然 2005 年 7 月 22 日一次性升值 2.05%，南航在 2005 年三季度持续跑输沪深 300 指数。2008 年一季度，虽然人民币升值单季度幅度就达 4%，但南航大幅跑输大盘。一方面是大盘大幅回调系统性风险，另一方面也是 2007 年四季度开始，主业大幅亏损。

图 4 人民币升值与南航相对沪深 300 收益



数据来源：安信证券研究中心

2. 航空公司是人民币升值的最大受益者

2.1. 人民币升值对航空公司最直接的影响：汇兑收益

航空公司由于购买飞机，具有较多的美元外债。人民币相对美元升值，对净利润影响最直接和确定的是人民币升值带来的汇兑损益。

我们测算，人民币升值 1%，南航、国航、东航、海航 2011 年净利润分别增加 4.2、4.9、2.9、0.9 亿元，EPS 约 0.042 元、0.041 元、0.026、0.023 元。若人民币全年升值 5%，将贡献南航、国航、东航、海航 2011 年 EPS0.21、0.205、0.13、0.115 元。

表 1 人民币升值对航空公司 2011 年盈利影响的测算及敏感性分析

	美元负债/ 亿元人民币	人民币升值 1%影响			人民币升值 4%影响		
		汇兑收益/ 亿元	净利润/亿 元	EPS/元	汇兑收益/ 亿元	净利润/亿 元	EPS/元
南航	548	5.5	4.2	0.042	21.9	16.7	0.170
国航	616	6.2	4.9	0.041	24.6	19.7	0.153
东航	388	3.9	2.9	0.026	15.5	11.8	0.105
海航	125	1.3	0.9	0.023	5.0	3.8	0.091

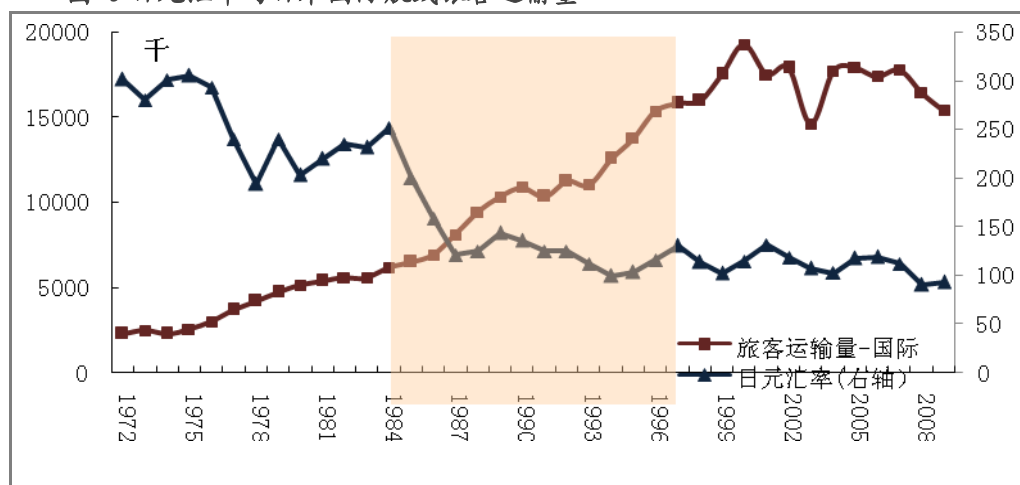
资料来源：安信证券研究中心

2.2. 出境游将长期受益于人民币升值

从日本经验看，日元对美元大幅升值时国际航线旅客运输量上升明显。从 1985-1996 年，日本国际航线年旅客运输量从 639.5 万人上升至 1534.4 万人，增幅 135%，同期

国内航线年旅客运输量增幅仅为 82%。在 20 世纪八九十年代，日元共有过两次激烈的升值时期。第一次是 1985 年 9 月到 1986 年 5 月，日元从 1 美元兑 240 日元上升到 1986 年 5 月的 1 美元兑 160 日元，第二次是从 1993 年 2 月至 1995 年 4 月，日元从 1 美元兑 120 日元上升到 1 美元兑 100 日元。

图 5 日元汇率与日本国际航线旅客运输量



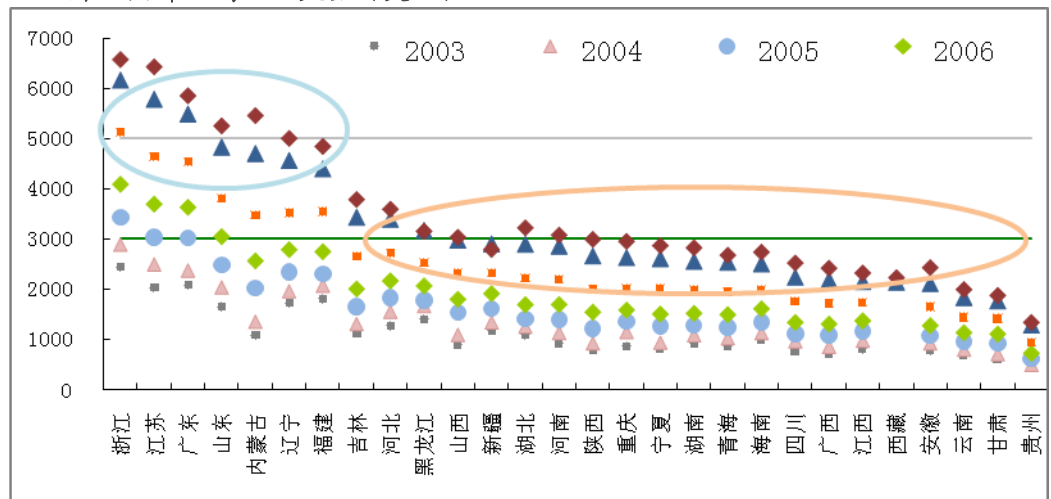
数据来源：安信证券研究中心

我们认为我国已迎来国际游高速发展的时期。人民币升值将提高人民币相对外币的购买力，促进出境旅游人数的增长，有利于国际航线客运收入的增长。波士顿咨询公司在今年 3 月发布的分析报告《扬帆启航：中国旅游业的发展和前景》中预计未来十年内在收入增加及到国外旅游愿望的推动下，中国国际旅游市场每年将增长 17%，预计出境游人次将从 2010 年的 1058 万人次增加至 2020 年的 2481 万人次。其中“长途”目的地（即需要六个小时以上飞行时间）旅游将近 2000 万人次。

从国际经验看，当人均 GDP 达到 3000 美元时，将出现周边出国旅游的热潮；当人均 GDP 达到 5000 美元时，洲际旅游有所加快。从我国情况来看，随着东部人均收入超过 5000 美元，中西部人均 GDP 迈过 3000 美元，中国居民出境游将迎来高速发展的时期。人民币升值有望进一步刺激出境游，推动国际航线客运增速进一步提升。

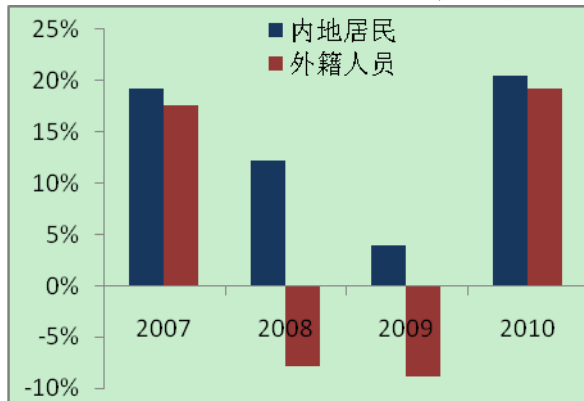
从出入境数据上看，内地居民出入境人数保持较快的增长势头，尤其是因私出入境居民。2009 年，出入境内地居民为 9491.5 万人次，同比增长 4%，其中，内地居民因私出入境人数同比增长为 5.4%，而同期内地居民因公出入境人数同比减少 6.4%，外籍人员同比减少 9.9%，内地因私出入境人数保持快速增长。2010 年，出入境内地居民为同比增长 20.5%。

图 6 历年人均 GDP 数据（美元）



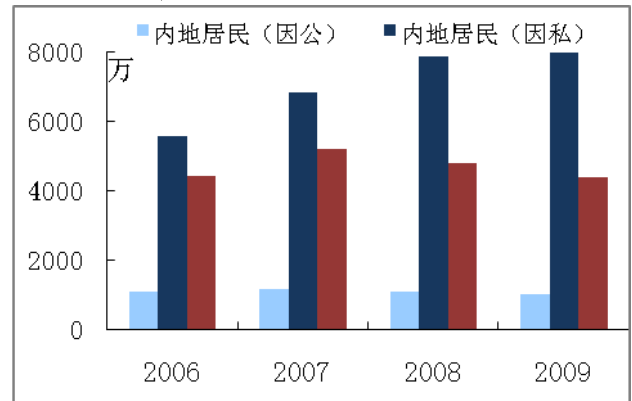
数据来源：安信证券研究中心

图 7 出入境人次增速：内地居民>外籍人员



数据来源：安信证券研究中心

图 8 2009 年因私出境内地居民约 8300 万



数据来源：安信证券研究中心

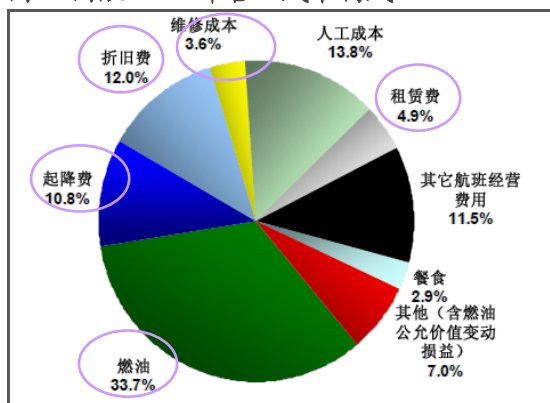
2.3. 人民币升值的持续性影响：有利于采购成本的下降

除汇兑收益外，人民币升值对航空公司的影响包括两方面，一方面是以美元计算的成本支出，如航油成本、维修成本等；国际航线业务收入的一部分以外币形式收取，人民币升值将减少人民币计值的收入，但这部分影响较小，对成本端的作用更大。

1) 对收入的影响主要与航空公司国际业务收入占比、国际航线在境外销售比例、境外销售收入区域分布等因素有关，考虑这三方面的因素，我们测算影响最大的国航也仅约为人民币升值 1%，影响年收入约 0.3 亿元。

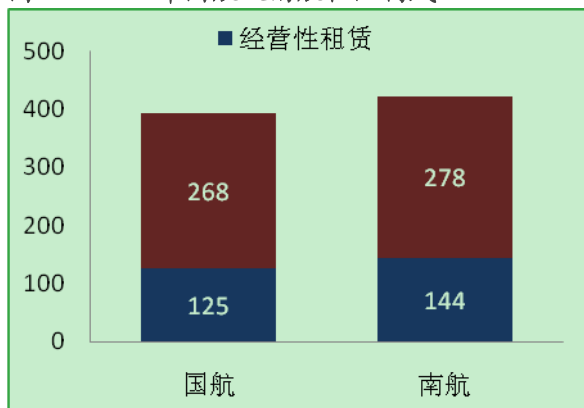
2) 人民币升值将降低国际航油市场航油、易耗航空器材的人民币价格，以及国际业务中以外币支付的起降费。同时，汇率升值将降低经营性租赁费用和新购置飞机的折旧成本。以国航为例，我们粗略保守估计，人民币升值 1%，减少成本约 1 亿元。

图 9 国航 2010 年营业成本构成



数据来源：安信证券研究中心

图 10 2010 年国航及南航机队构成



数据来源：安信证券研究中心

3. 行业基本面：主业盈利强劲，预计 4 月需求回升明显

3.1. 理性看待 3 月需求回落，预计二季度需求增速相对 3 月回升明显

3 月份，民航运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量分别为 46.64 亿吨公里、2281.6 万人次，48.9 万吨，同比增长分别达到 4.3%、5.0%、2.0%。3 月份的旅客运输量在今年以来同比增速逐月放缓，3 月同比增长为 5.0%，创今年以来最低。这一增速也明显低于今年年初市场对全年旅客周转量 10%以上的预期。

我们认为，3 月旅客运输量的低增长，并不意味着行业需求下滑大于市场预期。（1）去年 3 月淡季不淡，单月旅客运输量同比增速达 20.3%，高于全年的 15.8%。（2）受航空公司应对未来高铁冲击，运力向国际航线及国内长航线调速，从去年以来旅客运输周转量增速持续大于旅客运输量增速。从 1-2 月累计看，RPK 增速 13.5%，比旅客运输量增速 11.7%高约 1.8 个百分点。（3）利比亚撤侨及日本地震等因素影响。

其中，利比亚撤侨是自建国以来中国民航执行的最大规模的海外紧急航空运输任务。从 2 月 23 日至 3 月 5 日，中国民航共派出了 91 班包机，其中国航执行了 28 班，东航执行了 26 班，南航执行了 22 班，海航执行了 15 班。包机飞赴利比亚、希腊、突尼斯、马耳他、埃及、阿联酋 6 个国家，接回我同胞 26240 人。其中，3 月每天约有 20 架宽体机投入撤侨任务，我们测算单月直接影响运力约为 1%。同时，为保证日常航班正常运营，不少干线航班采取了用小型飞机顶替大飞机的做法，及部分航班合并、取消。考虑临时调整航班对运营及销售的影响，我们认为运力的临时调整也抑制部分日常航班客运需求，利比亚撤侨对 3 月需求的影响估计明显大于 1%。

图 11 旅客运输量月增速

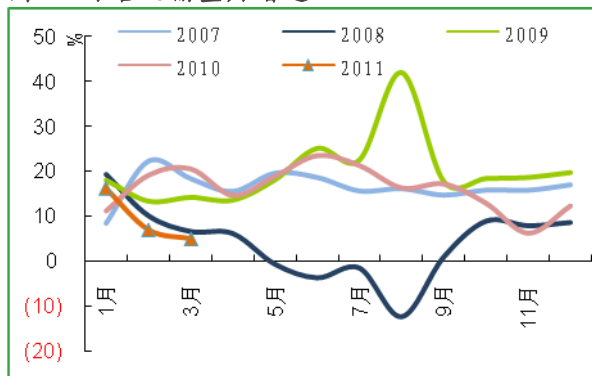


图 12 行业客运需求增速



数据来源：安信证券研究中心

数据来源：安信证券研究中心

3.2. 航空公司承受油价上涨能力增强，一季度主业盈利能力持续强劲

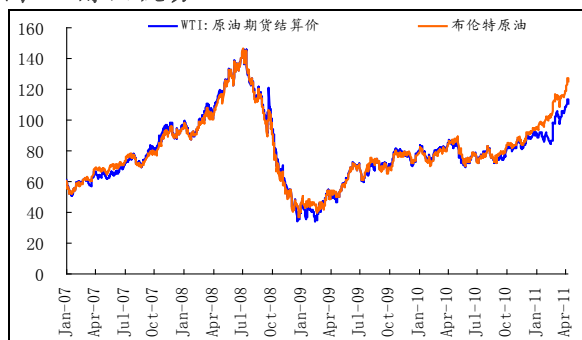
历史上，航空盈利能力向来比较脆弱，市场对高铁冲击、油价高企下的航空公司盈利能力仍较为担忧。

受全球流动性宽松、中东和利比亚局势紧张影响，国际油价自去年四季度以来上涨明显。航油价格成本占航空公司成本约 30-35%，历史上，航空公司盈利水平与油价水平呈负相关性。一般来说，油价高企，航空公司成本水平明显增加，盈利水平下降明显。尤其是在 2008 年，国际原油价格全年均值约为 99.75 美元/桶，即便剔除当年套保亏损，全行业亏损仍超过 100 亿。但从近两年来看，航空公司盈利水平波动水平受油价影响已明显小于历史。2010 年 WTI 原油均价 80 美元/桶，比 2007 年的 72 美元增长 10%，但行业盈利大幅超过 07 年水平。

今年一季度，WTI 原油均价约为 94 美元/桶，布伦特原油均价达到 105 美元/桶，已超过 2008 全年均值水平。但我们预计在燃油附加费联动机场、供需缺口推动收益水平提升、以及人民币升值推动下，一季度行业盈利仍强劲。

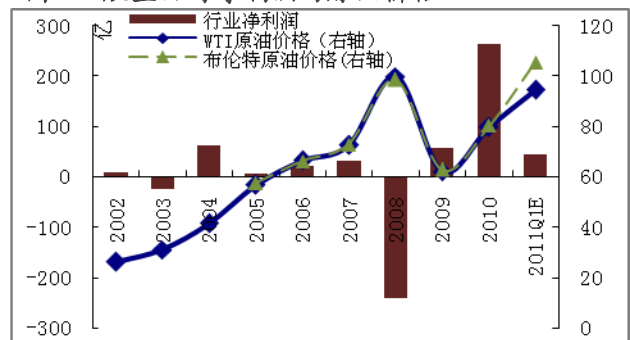
预计一季度客座率累计同比提升约 1.5%-2%，票价指数同比提升 5-8%。主业盈利增长约 30%。虽然去年同期国航和东航公允价值变动收益、南航一次性投资收益推升盈利基数，但预计主业盈利和汇兑收益提升将实现一季度三大航净利润与去年基本持平。预计全年行业需求增速将超过供给增长，供需缺口依然存在推动客座率、票价同比进一步提升，全年行业业绩正增长可期。

图 13 原油波动



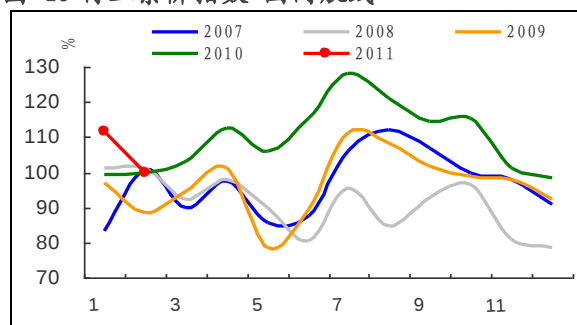
数据来源：安信证券研究中心

图 14 航空公司净利润与原油价格



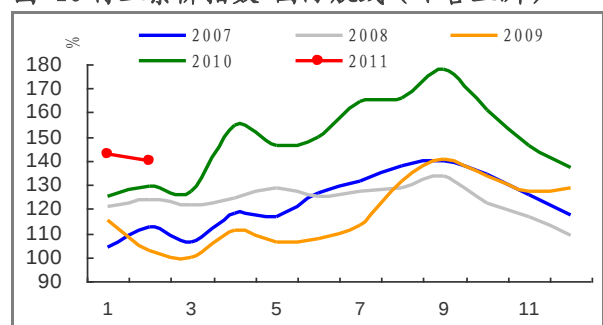
数据来源：安信证券研究中心

图 15 行业票价指数-国内航线



数据来源：安信证券研究中心

图 16 行业票价指数-国际航线（不含亚洲）



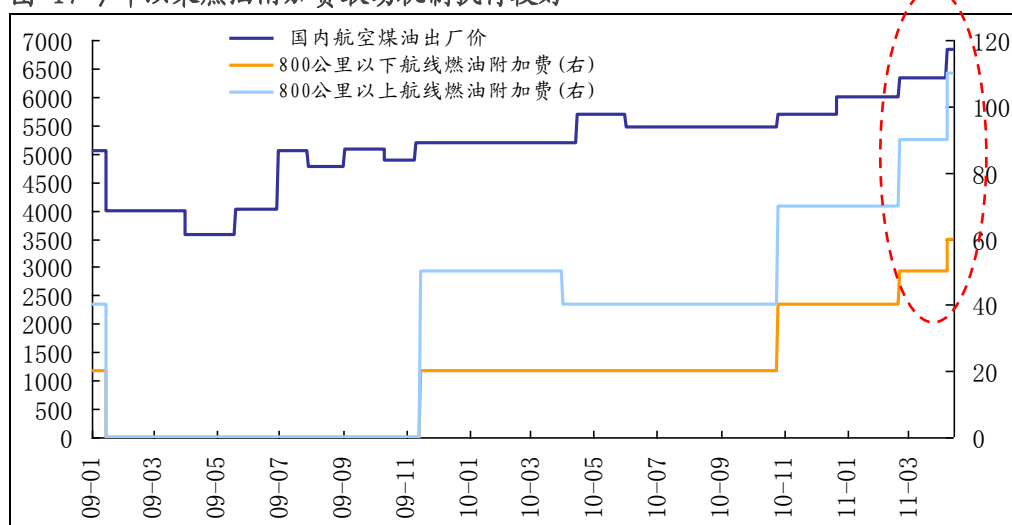
数据来源：安信证券研究中心

3.3. 高油价主业盈利仍强劲的原因：燃油附加费联动机制&行业集中度提升&高客座率

➤ 燃油附加费联动机制对冲大部分油价上涨的成本增支

今年以来，国内航油出厂价两次上调时，燃油附加费均同步联动调整，联动机制执行效果较好。根据民航局文件，计算燃油附加费标准的燃油附加单位收取率制定依据为“按照 2010 年国内航线航空煤油实际消耗量、旅客运输总周转量，同时考虑航空公司自行消化油价上涨增支成本比例不少于 20%”。不考虑其它因素，燃油附加费联动机制的执行按覆盖新增用油成本 80% 计算，国际油价上涨 10 美元/桶，国航、南航、东航、海航 2011 年 EPS 下降约为 0.031、0.041、0.034、0.027 元。

图 17 今年以来燃油附加费联动机制执行较好



数据来源：安信证券研究中心

表 2 假设燃油附加费覆盖 80%，原油价格上涨 10 美元/桶对业绩影响

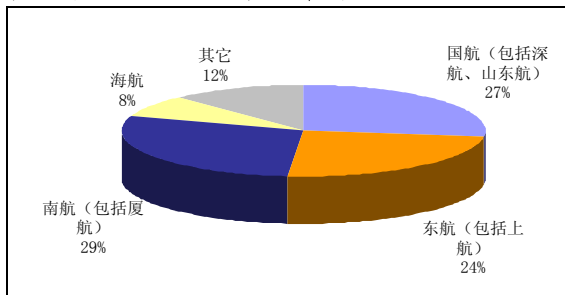
航线	公司耗油量/万吨	影响净利润/百万	影响 EPS/元
国航	472	-374	-0.031
南航	436	-404	-0.041
东航	416	-386	-0.034
海航	116	-108	-0.026

数据来源：安信证券研究中心 (相当于国内油价上涨约 610 元/吨)

➤ 行业重组后集中度提升，有利于票价水平的稳定和运力的有序扩张

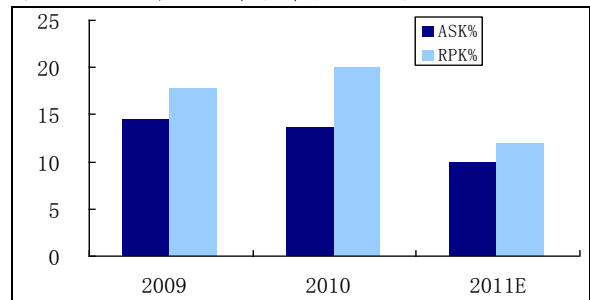
在东上航合并、国航控股深航后，三大航市场份额上升明显，以 2009 年的旅客周转量作参考，三大航旅客运输量的市场份额从 69% 上升到约 80%。行业集中度的提升，有利于减少票价竞争，扭转亏损状态并提升主业盈利水平。从民航局十二五规划看，运力增长将保持 11% 左右。同时，行业集中度提升后，航空公司对规模的扩张将更为理性，各航空公司为了更好地应付未来高铁冲击，也加快了老旧飞机的退出。

图 18 整合后三大航空客运市场份额



数据来源：安信证券研究中心

图 19 运力增速预计今年明显回落



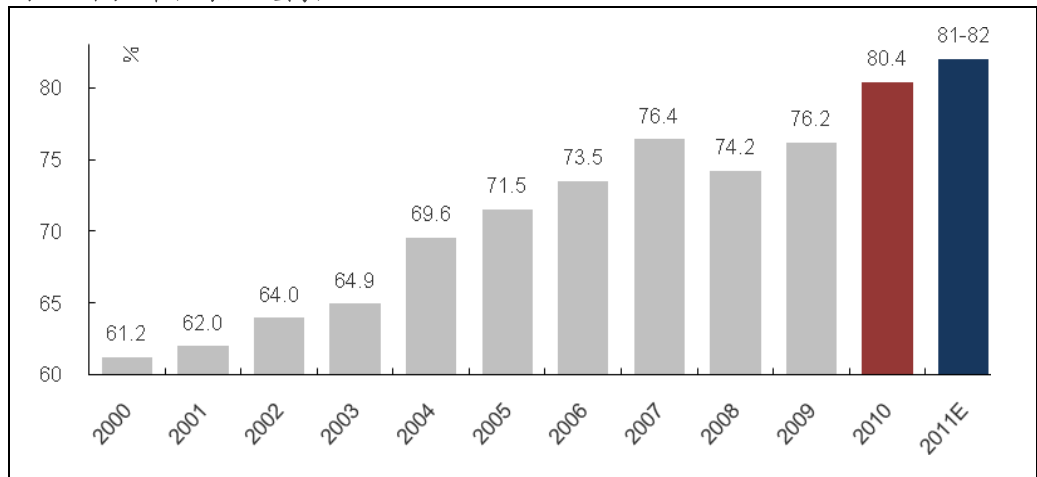
数据来源：安信证券研究中心

➤ 行业客座率达历史最高水平，对油价上涨承受能力更强

2010 年行业客座率高达 80.4%。我们预计十二五期间，行业客座率仍将维持 80%以上的高位水平。对航空公司来说，客座率的提升，将从两个方面提升收入水平：一是旅客量的增加将直接带来额外收入，二是票价水平和客座率正相关，票价的提升带来收入水平的增加。而对于航油成本来说，边际耗油量是减小的。因此，客座率越高，航空公司承受高油价的能力越强。

其次，行业景气度高时旅客对票价敏感性较低，燃油附加费能更好地传导至旅客。即在客座率较高时，不含燃油的裸票价格水平受燃油附加费的影响较小；在客座率较低时，航空公司相对旅客的议价能力下降，燃油附加费的征收，将影响不含燃油票价。

图 20 客座率位于历史高位



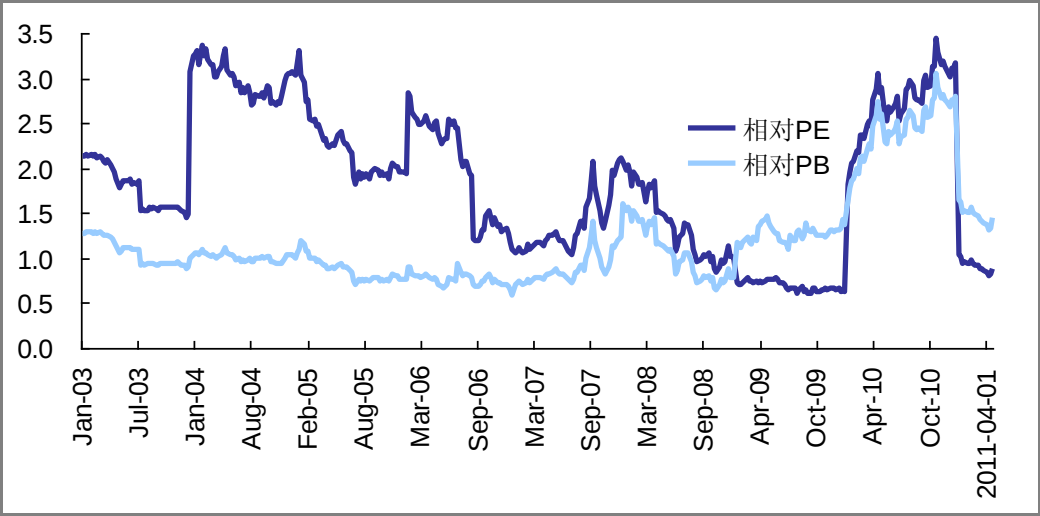
数据来源：安信证券研究中心

4. 投资策略：估值具备安全边际，关注升值预期

我们认为航空股一季度的大幅回调，已反映了高油价、京沪高铁、日本地震及核辐射等对行业盈利冲击的担心。航空业短期利空释放完毕，目前航空板块动态 PE 为 12.9 倍，位于历史低位；PB 为 3.6 倍，位于 2005 年以来中低位，且预计今年航空盈利仍有保证，PB 将进一步下降。

其次，近期人民币加速升值，航空行业是人民币升值的最大受益者，升值预期的增强有望支撑股价走强，建议重点关注。推荐顺序依次为南航、国航、海航、东航。

图 21 航空行业相对沪深 300 估值



数据来源：安信证券研究中心

表 3 航空公司业绩预测与估值

	股价 (2010-4-26)	EPS			PE			PB		评级
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	
600029	南方航空	9.07	0.7	0.6	0.4	13	15	3.3	2.7	买入-A
601111	中国国航	11.59	1.05	1.06	0.91	11	11	3.6	2.7	买入-A
600221	海南航空	8.97	0.74	0.8	0.67	12	11	3.0	2.3	买入-A
600115	东方航空	6.46	0.48	0.45	0.3	13	14	4.7	3.5	增持-A
	平均				12.4	12.9	17.6	3.6	2.8	

资料来源：安信证券研究中心

分析师简介

吴莉，中国人民大学会计硕士，4 年证券行业从业经验。2006 年-2007 年，天相投资顾问公司从事航运港口及铁路行业研究；2008 年进入国泰君安证券从事航空机场物流行业研究；2009 年获新财富交通运输行业第四名（团队）；2010 年 8 月加入安信证券研究中心。

分析师声明

吴莉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034