



航空

2011.06.08

评级: **中性**
 上次评级: 中性

旺季渐近与估值修复期待

-----航空业中期投资策略

	宋伟亚	周竞竞
	0755-23976003	021-38676319
	songweiya009360@gtjas.com	zhoujingjing009501@gtjas.co
编号	S0880511050001	S0880511010041

本报告导读:

摘要:

- **需求回落,运营质量提升。**运力供给增速下降超预期使得国内市场供求紧平衡态势持续,运营效率继续向好。1-4月份行业客座率达到81.1%,同比提升2.1%;客座率持续景气带动国内票价综指全面超越同期水平。国际市场供需和盈利水平有待优化。

5-6月份将由4月份小旺季转而进入平季,预计5月份国内客源增长仍将持续两位数增速而环比回落至13%左右;客座率水平环比回落至82%左右,同比保持个位数增长。预测行业裸票价格平均有两位数增长;若考虑燃油附加征收标准的成倍增加,含油票价水平增速或将超过20%。

- **行业处于新发展阶段,后期不宜过于悲观。**中期角度,航空大概率处在上有高铁网、高油价不确定性和盈利增速放缓(乃至同比下降)压力,下有升值和供求关系相对紧平衡支撑的通道内。按目前的行情态势,未来则主要应看到行业下方较为坚实的基本面支撑,同时关注供给缺口双刃剑效应。

估值角度看,航空股市净率目前已调整进入3倍--2.5倍区间,此估值水平正逐渐接近近年来的行业底部;而行业现状和中期前景已较历史显著改善。各大航企每股净资产水平将逐期增厚,PB估值没有诸如08年受到大幅亏损侵蚀的风险。

- **机场板块首推上海机场。**可比机场跑道或航站楼产能利用率均不同程度的趋于饱和;对比之下上海机场容量空间优越。从估值角度看,经过近期回落整理,A股机场上市公司市盈率和市净率均已回到具有相对吸引力的水平,具备较好防御价值。我们重点看好上海机场的整体比较优势,主要包括产能释放凸显高经营杠杆积极效应、非航业务商业价值高、收费并轨和整体上市业绩增厚和主题投资催化。
- **维持航空业“中性”投资评级;期待估值修复契机来临。**预计市场外力和估值修复将取代自身趋势而成为航空股中期行情演绎的主导因素;而汇率、油价、旺(淡)季/高铁影响运营数据等阶段性要素变化则提供短期交易契机。未来半年最值得期待的催化包括7-10月份旺季来临、6月底京沪高铁投放阶段性利空出尽以及大盘回暖带来的系统性估值修复。
- **风险提示:宏观系统性风险、油价/汇率和各业务假设偏颇风险等。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

相关报告

航空:《燃油附加和油价再次联动上调》	2011.05.26
航空:《应对碳交易 推进绿色民航》	2011.04.14
航空:《景气持续 升值助力》	2010.12.06
航空:《航空煤油出厂价上调影响有限》	2010.10.25

目 录

1. 需求回落 质量提升.....	4
1.1. 国内需求增速未及预期.....	4
1.2. 运行效率持续优化.....	4
1.3. 供给缺口双刃剑.....	5
1.4. 国际市场供需有待改善.....	7
2. 京沪高铁影响尚待观察.....	8
3. 升值仍是重要看点.....	10
4. 油价属内在投资风险.....	11
5. 机场板块首推上海机场.....	12
图 1: 航空板块估值趋近历史底部.....	3
图 2: 国航国内客源需求增速.....	4
图 3: 南航国内客源需求增速.....	4
图 4: 国内票价综指.....	5
图 5: 国航国内市场客座率.....	5
图 6: 南航国内市场客座率.....	5
图 7: 国航国内航线运力供给.....	6
图 8: 南航国内航线运力供给.....	6
图 9: 前 50 大和金三角市场飞机起降架次增速.....	6
图 10: 国际（不含亚洲）票价指数.....	7
图 11: 国航国际市场需求增速.....	7
图 12: 南航国际市场需求增速.....	7
图 13: 国航国际运力增速.....	8
图 14: 南航国际运力增速.....	8
图 15: 京沪高铁走势图.....	8
图 16: 武广航空市场对比行业运量.....	9
图 17: 武广主导航企航班量和旅客运输量.....	10
图 18: 武广主导航企票价和座公里收益变化.....	10
图 19: 汇率走势.....	10
图 20: 各航美元负债水平.....	11
图 21: 原油和航油价格走势.....	11
图 22: 国内航油价格基本调整到位.....	11
图 23: 各大机场发展阶段比较.....	12
图 24: 近年来浦东机场三大运营指标增速.....	13
表格 1：各机场单位商业价值比较（元）.....	13
表格 2: B767-200 收费并轨差异.....	14
表格 3: 上海机场资产注入业绩敏感性分析.....	14
表格 4: 航空机场业重点公司投资评级.....	14

航空公司仍处于美好时光，航空股的日子却不好过。作为传统强周期品种，如此背离的表现为近年来所少见。上半年态势固然与大盘系统性风险有密切关系，按我们的观点，实有其内在逻辑。

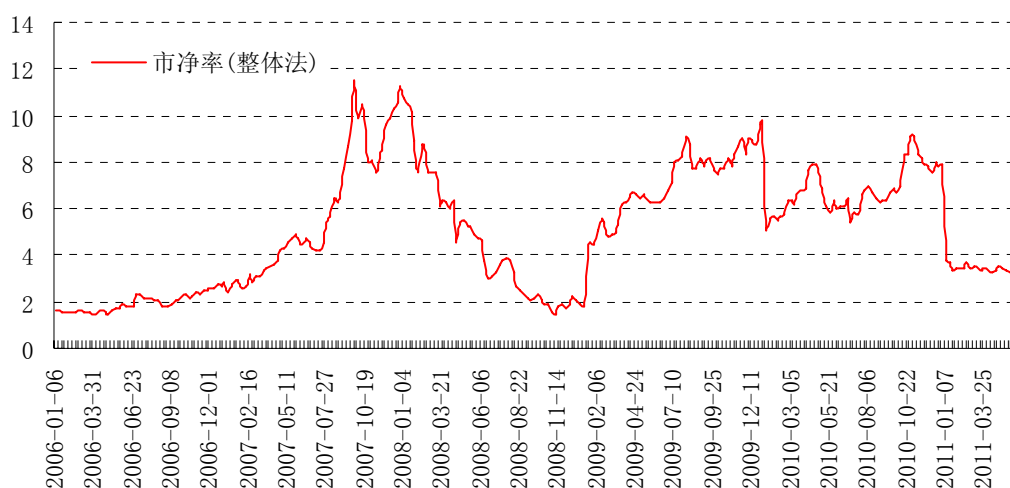
行业处于新发展阶段。从概率和逻辑出发，航空公司业务和财务预期波动率将较明显收窄，弱化其作为强周期、大波动品种的传统吸引力。中期角度，航空大概率处在上有高铁网、高油价不确定性和盈利增速放缓（乃至同比下降）压力，下有升值和供求关系相对紧平衡支撑的通道内。盈利周期的出现利好实体航企，运营波动率的收窄却不利于传统强周期品种行情的纵深演绎。

后期不宜过于悲观。与发展新周期、盈利新通道行业框架相对应，中短期内倚赖于历史印象且较为根深蒂固的航空股超额收益或大波动预期应适当降低，这已为上半年行情所验证。按目前的行情态势未来则主要应看到行业下方较为坚实的基本面支撑，李家祥局长上任近4年来行业所积累的各项主客观积极因素已非08年可同日而语。

估值水平趋近历史底部。经过近期持续调整，航空股市净率已调整进入3倍--2.5倍区间，这一估值水平正在逐渐接近近年来的行业底部；而另一角度，行业现状和中期前景已较历史显著改善，鉴于航空公司中期业绩预测的难度，我们亦参考了wind各市场机构预期：今年各大航企盈利水平涨跌互现、12年整体有所回落—变动幅度多在个位数至20%左右，基本上如同上文所言：增减已相对次要，重要的是波动率已较历史明显收窄。中期角度，各大航企每股净资产水平将逐期增厚，PB估值没有诸如08年受到大幅亏损侵蚀的风险。

维持行业“中性”投资评级；期待估值修复契机来临。预计市场外力和估值修复将取代自身趋势而成为航空股中期行情演绎的主导因素；而汇率、油价、旺（淡）季/高铁影响运营数据等阶段性要素变化则提供短期交易契机。未来半年最值得期待的催化包括7-10月份旺季来临、6月底京沪高铁投放阶段性利空出尽以及大盘回暖带来的系统性估值修复。

图 1：航空板块估值趋近历史底部



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

1. 需求回落 质量提升

1.1. 国内需求增速未及预期

按目前态势，预计 2011 年行业需求增速回落至 13% 左右。中期角度我国航空公司需求看点和盈利主体均来自国内市场。1-4 月份国内累计客源增长 11.3%，其中小旺季 4 月份 RPK 增速环比数据较差的 3 月份大幅回升至 15%，带动累计需求重回两位数。

今年以来国内市场占比达 85% 的南方航空累计需求增速为 6.1%，4 月份数据环比改善至 7.3%；国内外市场结构相对均衡的国航累计需求增速为 10.2%，4 月份增速环比提升逾 7 个百分点。

按行业季节性特征，5-6 月份将由 4 月份小旺季转而进入平季，我们预计截止 5 月份中旬，国内客源增长仍将持续两位数增速而环比回落至 13% 左右。

图 2：国航国内客源需求增速

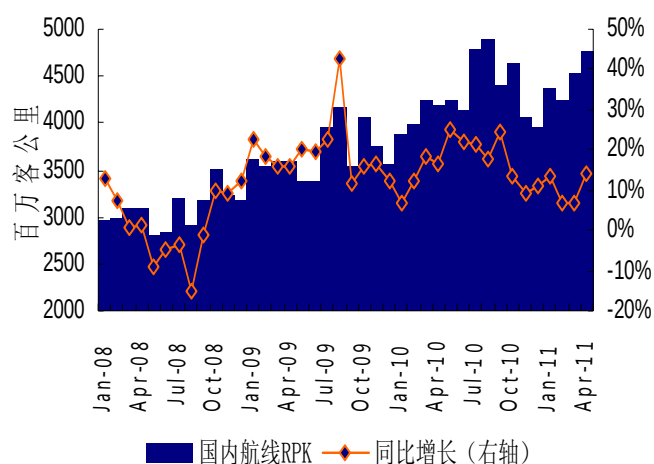
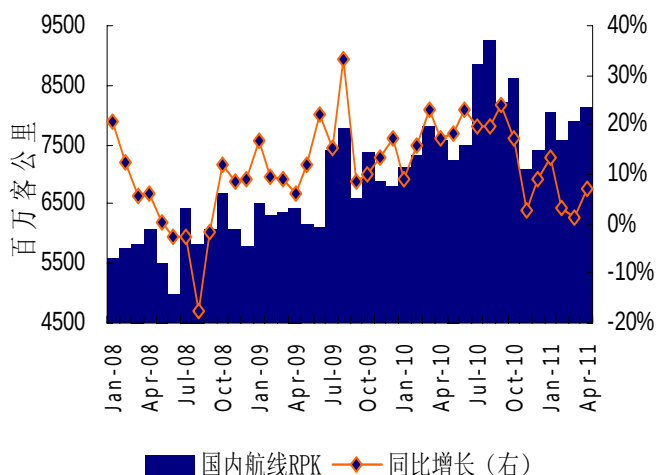


图 3：南航国内客源需求增速



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

1.2. 运行效率持续优化

4 月民航业利润总额为 41.6 亿元，同比增长 54%。其中航空公司的利润总额 31.8 亿元，同比增加 57.9%。在去年高基数背景下，国内航企经济效益的快速增长主要来自效率提升。

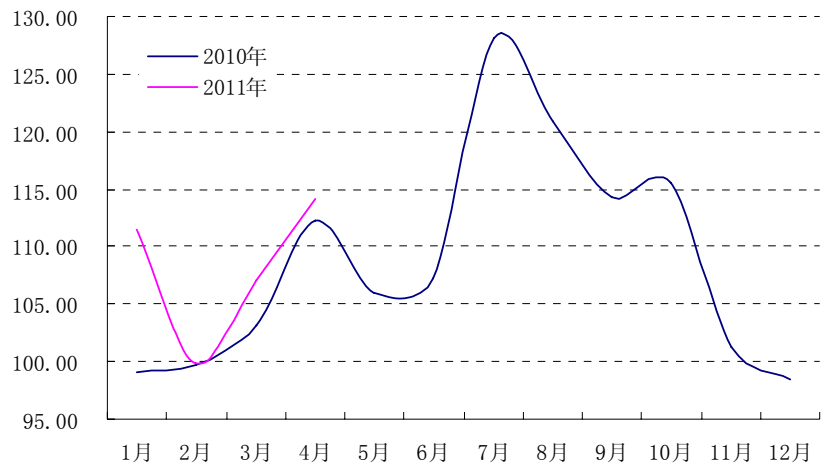
客座率持续走高。今年以来行业累计客座率达 81.1%，较去年同期进一步增长 2.1%；其中 4 月份环比提升 2.2 个百分点。南方航空累计客座率达 82.4%，同比增长 3.3%；4 月份更是接近 85%；中国国航累计客座率达 82.2%，同比大幅增长 4.6%，4 月份亦接近 85%。

票价走势亦全面飘红。客座率持续景气带动票价同步向好；1-4 月份国内票价综合指数全面超越同期水平，远程、中程和支线数据均表现良好。

预计 5 月份行业客座率水平回落至 82% 左右，同比保持个位数增长。预测行业裸票价格平均有两位数增长，若考虑燃油附加征收标准的成倍增

加，含油票价增速或将超过 20%。

图 4：国内票价综指



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 5：国航国内市场客座率

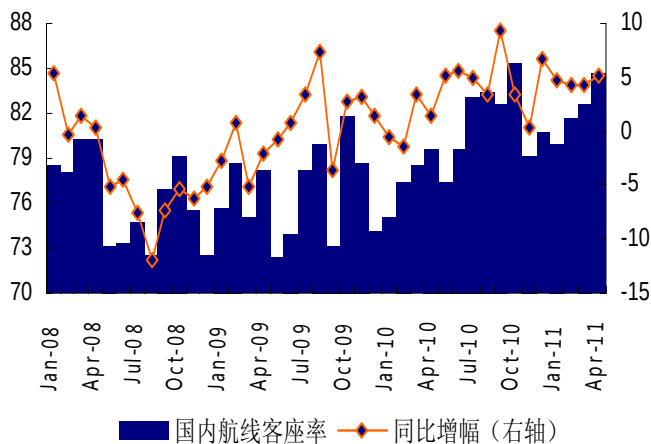
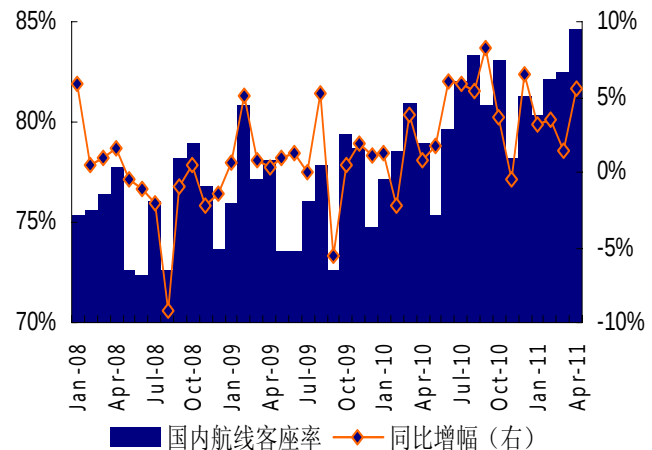


图 6：南航国内市场客座率



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

1.3. 供给缺口双刃剑

行业国内供给增速回落程度超出市场预期。究其原因主要来自以下几个方面：

- 1、高基数背景下航企对需求增速的预测偏差和运力的集体约束；
- 2、高铁网预期和全球超级承运人战略驱动下国际市场新增运力分流国内供给；
- 3、新旧飞机更迭增快提高经济效率；
- 4、大金三角干线机场空域和时刻资源匮乏致使运力无法有效扩容等。

1-4 月份南方航空整体运力增长 5.6%；其中国内 ASK 累计增速仅为 1.8%，小旺季 4 月份几乎持平同期，整体低于需求 4.3 个百分点。中国航运力增长 7.4%；国内市场也仅增长 4%，4 月份环比增速有一定弹性，整体低于需求 6.2 个百分点。

中短期双刃剑效应值得关注。行业竞争格局显著优化背景下，供需缺口的存在使得中短期行业运营效率显著提升，如上文所提及，客座率和票价两个核心指标均进一步向好，成本覆盖能力显著加强，行业经济效益在需求增速回落背景下仍取得较好的增长。

另一方面，中短期供给缺口（尤其是来自大金三角市场空域和时刻资源的约束）的持续存在将一定程度上减弱行业应有的业绩弹性，在冲抵需求回落、油价高企和高铁网负面效应的同时亦抑制了向上的空间。“量价齐升”历来为行业趋势显著向好时期的核心表现；在高基数背景下再度谋求盈利增速的持续高增长，则量效应有待加强。

同时，主动或被动的对新国际市场版图的开拓必然要经过中期的市场培育和国际竞合过程，一般来讲无可避免的要经历亏损历练；国内市场不仅在运力上补贴加强国际，也会在整个盈利水平上进行补贴。但中长期而言，这一过程有其内在合理性。

图 7：国航国内航线运力供给

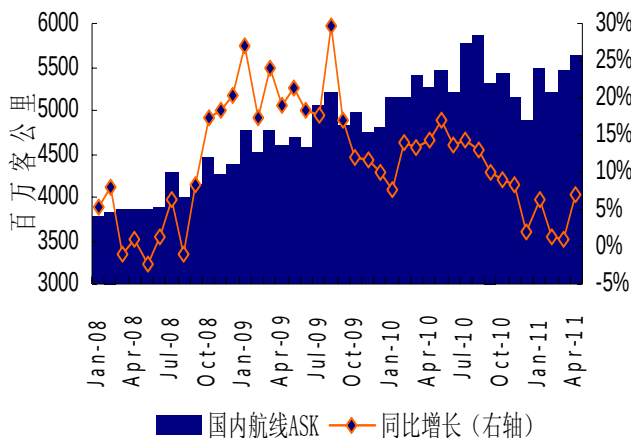
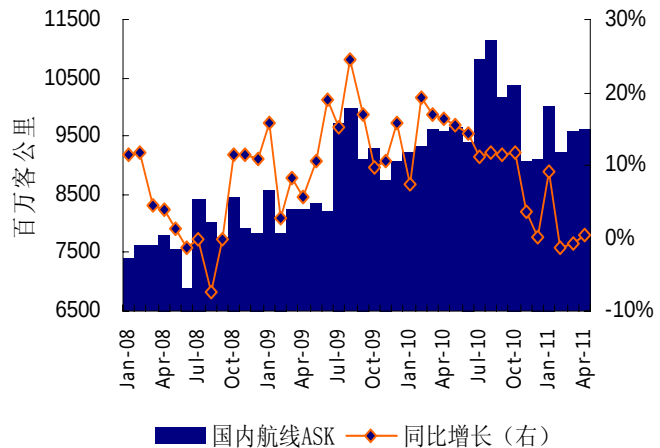
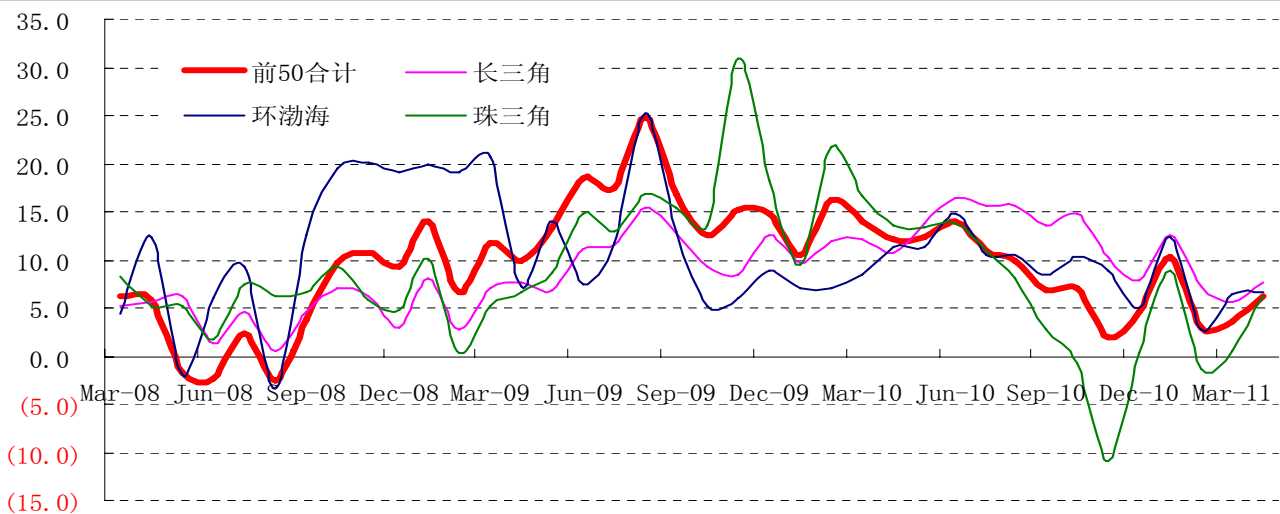


图 8：南航国内航线运力供给



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

图 9：前 50 大和金三角市场飞机起降架次增速



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

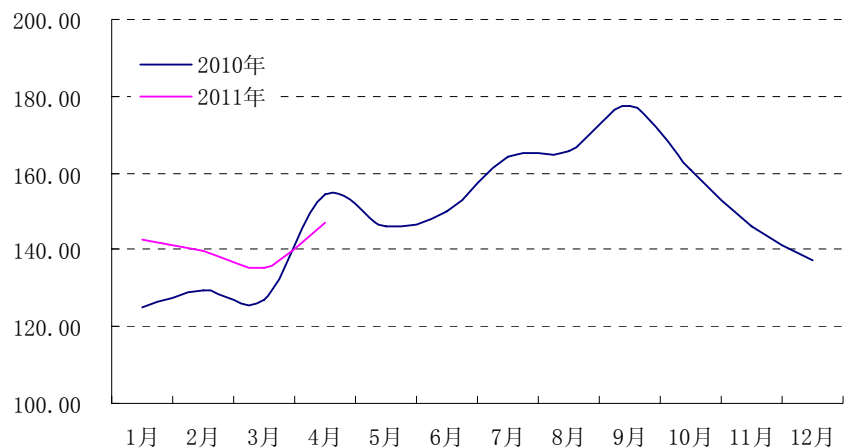
1.4. 国际市场供需有待改善

今年以来国际业务对国内航企整体运营和盈利水平构成了拖累，全球经济复苏进程复杂背景下航空公司未能延续去年强势增长态势。

南航与国航国际业务一个重要区别在于：国航市场结构经过多年培育基本成熟而南航是在低基数基础上拓展新版图。南航国内运力增长停滞背景下国际市场累计运力投放增速达 26.4%，客源增长 24.5%；客座率为 73.2%，下降 1.1%。1-4 月份中国国航国际客源需求增长 6.7%，运力供给增速达 13%；客座率为 77.4%，下降 4.6%；主要是欧线业务等情况对国航构成了不利拖累。

票价水平来看，国际票价综指 4 月份开始出现同比负增长。

图 10：国际（不含亚洲）票价指数



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 11：国航国际市场需求增速

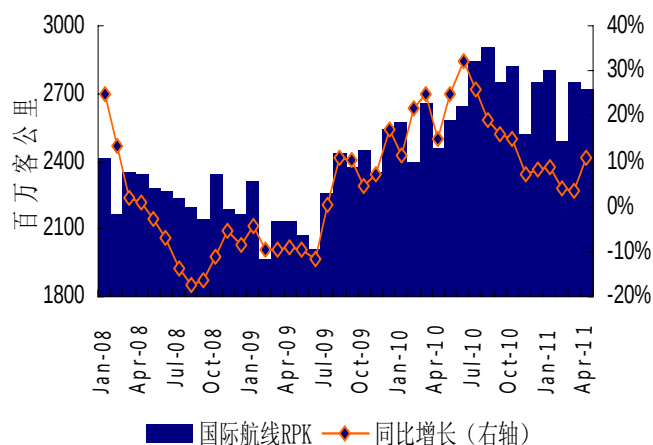
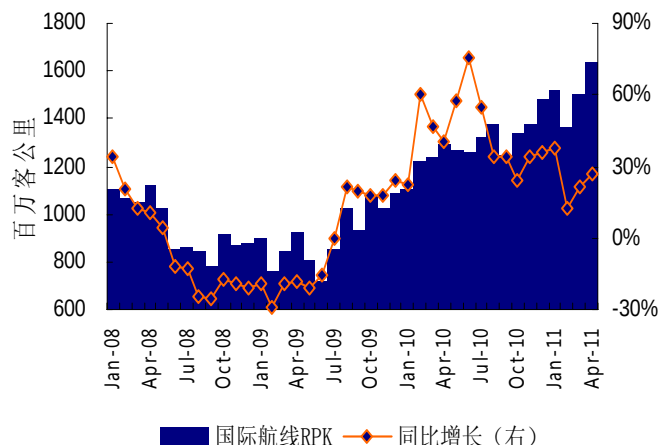


图 12：南航国际市场需求增速



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

图 13: 国航国际运力增速

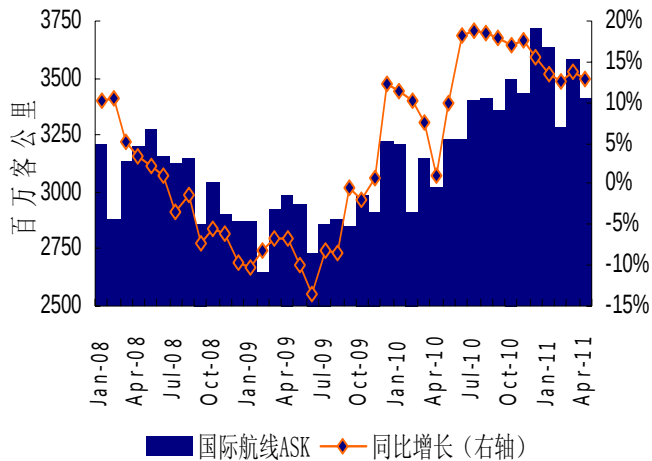
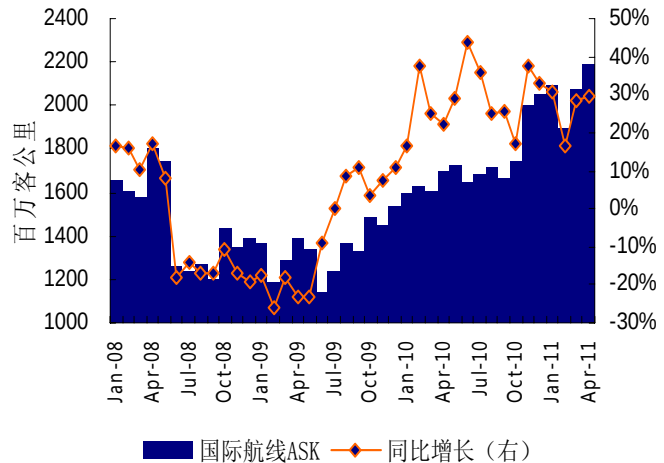


图 14: 南航国际运力增速



数据来源: 公司资料 国泰君安证券研究

2. 京沪高铁影响待观察

备受瞩目的京沪高铁已于5月中旬开始试运营。6月底即将开通运营的京沪高铁运行图已编制完成。该运行图将安排开行时速300公里和250公里两个速度等级的列车，实行两种票价。初期每天开行动车组列车90对左右，包括京沪一站直达、省城之间直达和沿线车站交错停车三种列车。既有的京沪线仍然保留136对普速客车，7月1日后再增加4对普速客车。

图 15: 京沪高铁走势图



数据来源: 铁道部 网络资料

从国际经验来看，虽然有竞合过程的动态演绎以及一些积极的因素的存在，中短期我们还是应首先关注高铁对航空业需求端的不容回避的负面冲击。高铁对航空市场主要会从运量分流、票价抑制以及运力溢出影响整体供求关系等方面产生不利影响。从已开通武广、杭厦等重要航线运营情况来看，不同航空市场特征会产生不同的影响结果。动态量化预测较难实施、普适性较低且从实际效果看参考价值小。

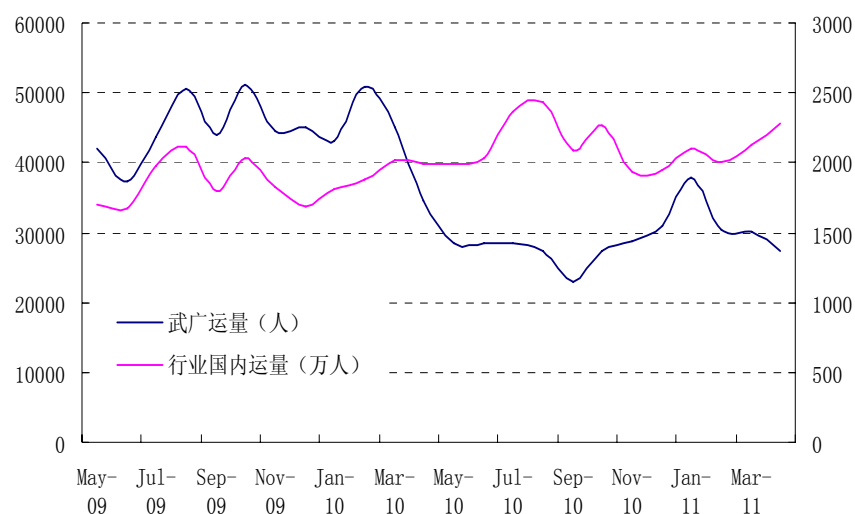
定性的角度，京沪线商务旅客占比高且空中快线密度大是航空公司的核心优势；而受诟病较多的正点率方面，相关数据显示，经过综合整治截止5月中旬今年北京至上海航班平均正点率为72.9%，相比去年1-7月航班正点率46.5%，大幅提高了56%。而反观高铁相对高端的体验、降速的同时又新增了浮动票价预期、更加贴近市场的举动亦进一步增加了需求吸引力。

从市场结构看，京沪线国航和东航占据市场主角，北京-浦东由两家公司垄断运营，其中航班比例约为58:42；北京-虹桥则由4家航企联营：东航（含上航）市场份额最高约为58%，国航为31%，南航占比最低不足3%。财务方面，国航京沪线收入占比约5%（考虑江南市场约7%），利润占比较高；南航则收入和利润占比均不足1%。

回顾影响较大的09年底正式运营的武广线，截止目前该航空市场依然尚未显示出较强的恢复性增长态势，运力供给、票价和客座率仍处于弱平衡状态。

作为国内首推的大运量、高含金量的重要航线，京沪高铁6月底投放运营会产生何种动态影响值得密切关注。但从股价表现来看，我们认为高铁压力在时间和空间上均体现的已相对充分，且后期未再有类似重要航线可造成类似现实和舆论压力。6月底京沪高铁正式投放，我们倾向于认为是阶段性的利空出尽。

图 16：武广航空市场对比行业运量



数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

图 17：武广主导航企航班量和旅客运输量

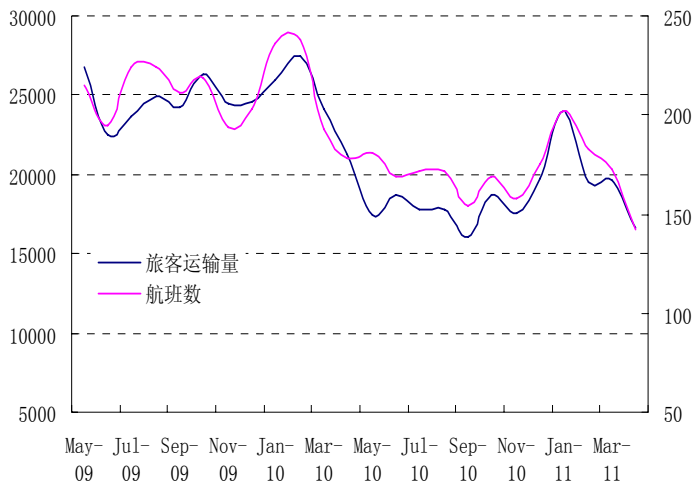
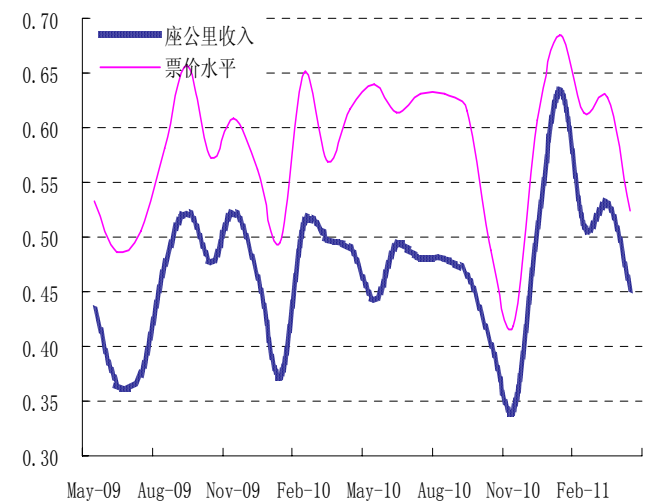


图 18：武广主导航企票价和座公里收益变化



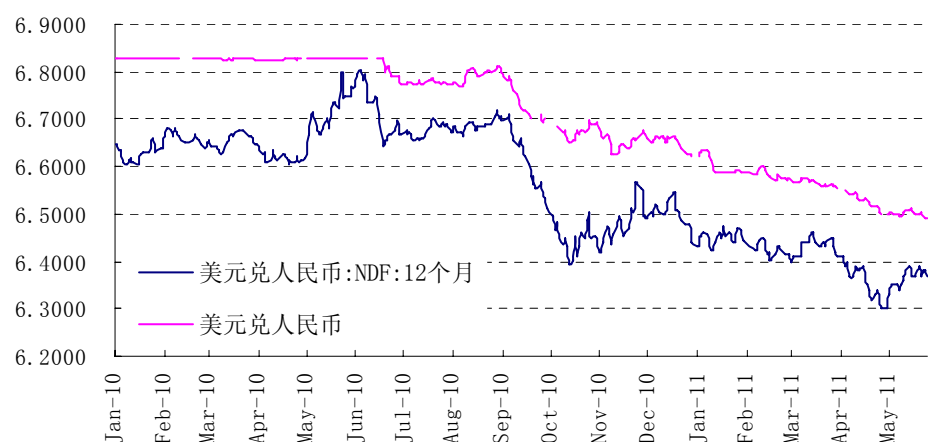
数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

3. 升值仍是重要看点

急促的升值可激发市场情绪。疲弱的美元和输入型通胀压力等因素使得本币升值成为中期重要的经济现象之一。按主流宏观预期，预计今年兑美元可升值5%-7%，此中较年初预期的增量在4月份已体现的相对充分。相对于逐步渐进的节奏，后期看点仍集中在短期急促的升值和相关市场情绪附加。

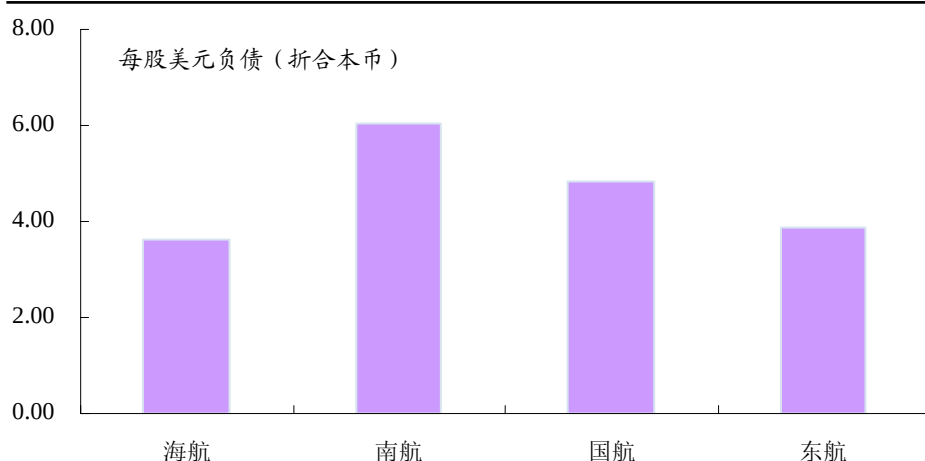
升值主题方面，南方航空仍是国内航企首选。预计每升值1%，每股收益可增厚0.044元；国航收购深航后每股升值弹性亦较明显增加；海航受益程度最小，预计每股可增厚0.027元。

图 19：汇率走势



数据来源：WIND 国泰君安证券研究

图 20：各航美元负债水平



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

4. 油价属内在投资风险

国际油价走势影响因素众多，回顾历史主流机构的预测和现实走势，上下行风险同时存在。作为航空公司核心运营成本，航油成本的变化历来属于航空股投资的内在风险。

参考供求关系和美元走势等核心影响因素，暂维持 2011 年原油均价 100 美元的基本假设，前期持续快速飙升和迅速回落带来的短期冲击难以持续。经过 5 月 25 日国内航空煤油出厂价再次大幅上调 800 元/吨后，国内航油零售价和新加坡航油理论换算价格已基本接轨，预计后期成本预期的冲击将显著减小；相对应高企的燃油附加对需求可能产生的挤压亦达到了一个阶段性高点。

图 21：原油和航油价格走势

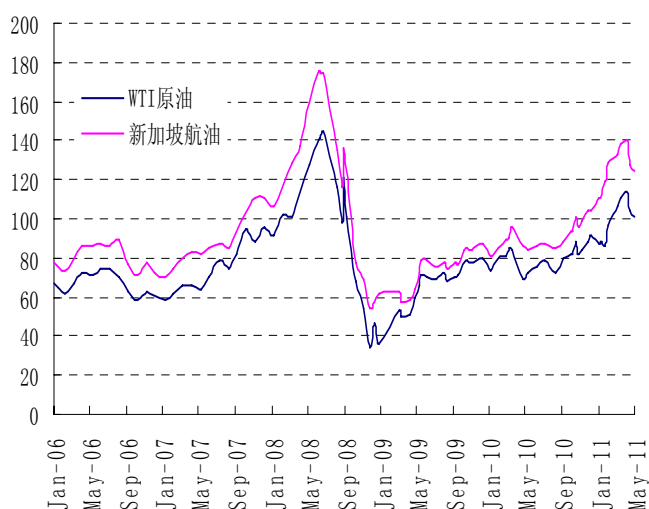
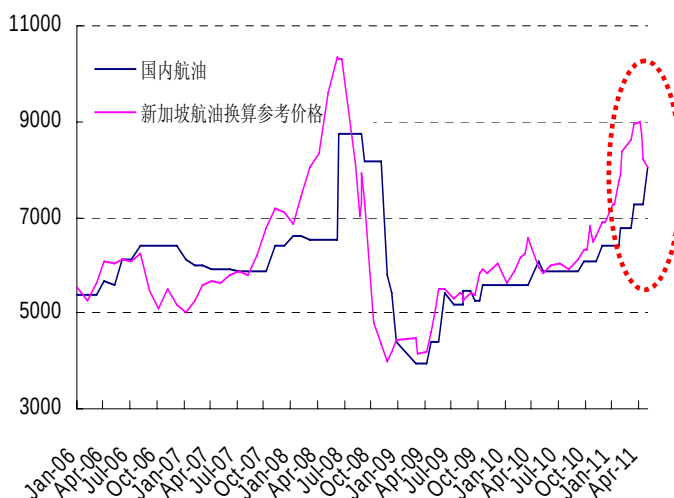


图 22：国内航油价格基本调整到位



数据来源：BLOOMBERG 国泰君安证券研究

5. 机场板块首推上海机场

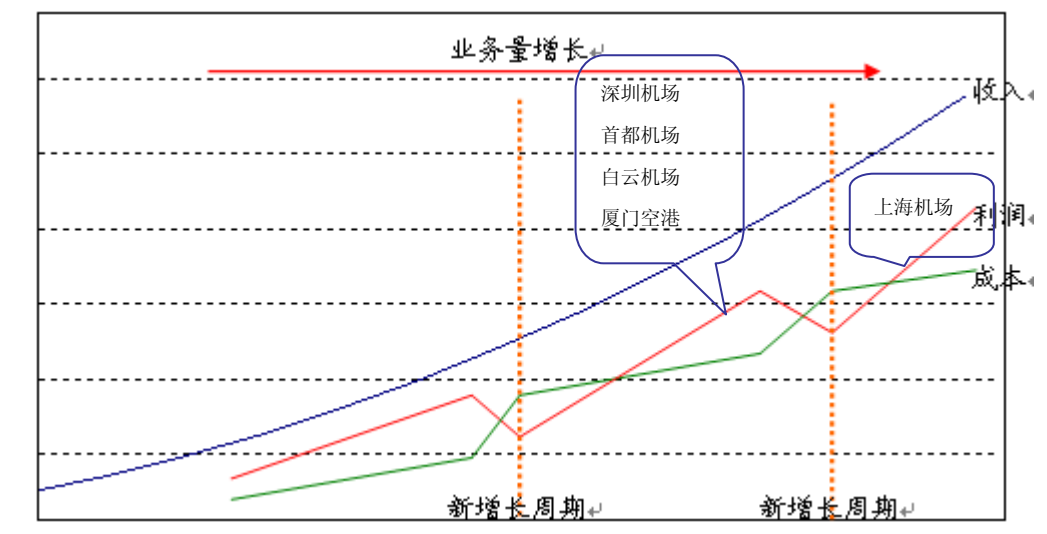
机场的核心价值取决于所处的经济地理位置和基地航空公司航线网络质量；而其投资节奏在我国航空业中长期需求增长前景良好的背景下则需要考虑自身发展周期步伐。

首都机场、白云机场、深圳机场和厦门空港跑道或航站楼产能利用率均不同程度的趋于饱和，改扩建工程或正在进行或将提上日程；对比之下上海机场容量空间优越。

从估值角度看，经过近期回落整理，A 股机场上市公司市盈率和市净率均已回到具有相对吸引力的水平，具备较好防御价值。我们重点看好上海机场的整体比较优势。

上海机场大规模扩建不利影响已反映完毕，高经营杠杆积极效应将逐步凸显，公司毛利率预计将由 2009 年 31.4% 的底部会较快升至 2013 年的 47%；上海机场枢纽建设和国际业务等正在伴随着基地航空公司壮大和出/入境游蓬勃发展而进入新一轮发展阶段。具体情况可参考我们 5 月份发布的《上海机场深度调研报告》。

图 23：各大机场发展阶段比较

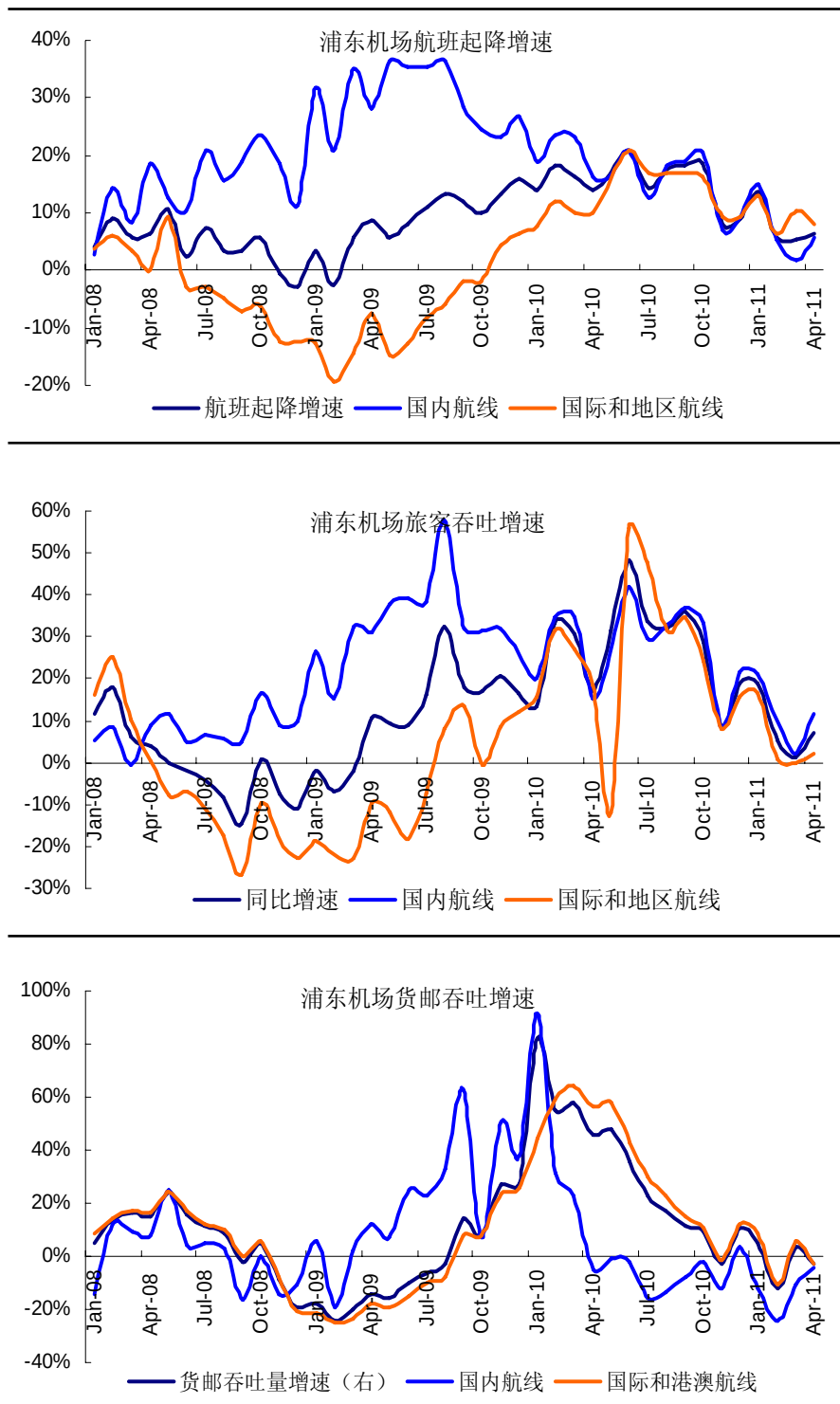


数据来源：国泰君安证券研究

航空业务进入较快增长阶段。基于高基数效应和全球经济复苏进程曲折复杂的背景，预计上海机场航空业务量经过了历史高增速阶段、恢复性增长阶段、进而进入未来 10%-20% 之间的较快增长阶段。

非航业务提升空间大。2010 年上海机场非航业务收入占比 39%，商业餐饮收入大幅增长 50.2%。横向比较国内其他主要机场，由于上海机场国际旅客占比约 5 成，单旅客航空性收入和非航价值弹性均显著高于其他三家 A 股上市公司，亦高于首都机场水平。

图 24：近年来浦东机场三大运营指标增速



数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

表格 1：各机场单位商业价值比较（元）

	上海机场	首都机场	厦门空港	深圳机场	白云机场
单旅客航空收入	63	48	42	40	51
单旅客商业租赁收入	25	19	13	7	9
旅客吞吐量(万人次)	4058	7395	1321	2671	4098

数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

内外外线并轨主题。据测算，若内航外线航空收费分别在 2012 年和 2013 年初分两次并轨，预计可分别增厚上海机场当期每股收益 0.06 元和 0.07 元，增厚幅度分别为 6.3%和 6.1%；若在 2013 年一次性并轨到位，则增加每股收益 0.13 元，增厚幅度 11.4%。

表格 2：B767-200 收费并轨差异

	内航外线	外航外线
起降费	3998	6664
停场费	600	1000
客桥费	120	200
旅客服务费	7190	11984
安检费	1862	3104
合计（元）	13771	22952

数据来源：CAAC 国泰君安证券研究

整体上市主题。在既定现状和若干基本假设前提下，以 14 元中短期价格中枢为增发价；预计增发后上海机场股本将扩张至 22.9-23.4 亿，全面摊薄后每股收益将落在 0.899-0.918 元之间；2011 年每股收益平均增厚幅度约 14.3%。极限增厚区间位于 7.5%-20%。

表格 3：上海机场资产注入业绩敏感性分析

		虹桥 PB					
货站 PB		1	1.2	1.4	1.6	1.8	2
	1.8	0.96	0.94	0.92	0.91	0.89	0.88
	2	0.95	0.94	0.92	0.91	0.89	0.88
	2.2	0.95	0.93	0.918	0.903	0.89	0.87
	2.4	0.95	0.93	0.915	0.899	0.88	0.86
	2.6	0.94	0.93	0.91	0.90	0.88	0.87
	2.8	0.94	0.92	0.91	0.89	0.88	0.86

数据来源：国泰君安证券研究

表格 4：航空机场业重点公司投资评级

	EPS			PE	PB	投资评级
	2010	2011	2012	2011	2011	
上海机场	0.68	0.8	0.96	16.5	1.7	增持
中国国航	1.05	0.94	0.92	10.1	2.3	谨慎增持
南方航空	0.59	0.61	0.45	12.8	2.3	谨慎增持
海南航空	0.73	0.74	0.63	9.9	1.9	谨慎增持
东方航空	0.48	0.44	0.36	12.1	2.9	中性
白云机场	0.51	0.59	0.7	13.5	1.3	中性
深圳机场	0.42	0.42	0.47	13.3	1.5	中性

数据来源：公司资料 国泰君安证券研究

作者简介:**宋伟亚:**

执业资格证书编号: S0880511050001

电话: 0755-23976003

邮箱: songweiya009360@gtjas.com

交通运输行业研究员。南京大学会计学硕士, 民航业工作背景, 4 年券商交运行业研究经验; 2010 年加入国泰君安证券。

周竞竞:

执业资格证书编号: S0880511010041

电话: 021-38676319

邮箱: zhoujingjing009501@gtjas.com

交通运输行业研究员, 上海交通大学金融学硕士, 2010 年 12 月加入国泰君安证券。2007 年 10 月到 2010 年 8 月于上海申银万国证券研究所从事交通运输行业研究, 2009 年获得新财富小组第三名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		