中国国航(601111)/航空运输 供需结构改善主导基本面 旺季需求增速提振业绩

评级：增持(首次)

市场价格：9.99

目标价格：10.9—11.0

分析师：谢刚

执业证书编号：S0740510120005

电话：

Email：xiegang@r.qlzq.com.cn

联系人：扈世民

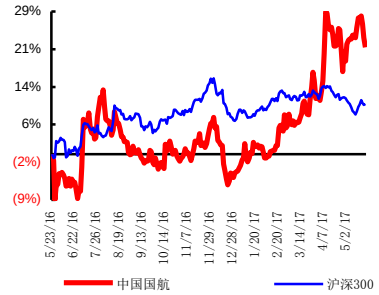
电话：

Email：husm@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	14.525
流通股本(百万股)	13,085
市价(元)	9.99
市值(百万元)	145,105
流通市值(百万元)	130,719

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	108,929	113,964	126,230	137,313	149,152
增长率 yoy%	3.9	4.6	10.8	8.8	8.6
净利润	6,774	6,814	9,116	9,404	9,736
增长率 yoy%	79.1	0.6	33.8	3.2	3.5
每股收益（元）	0.47	0.47	0.63	0.65	0.67
每股现金流量（元）	0.29	0.39	1.23	0.55	0.56
净资产收益率%	10.3	9.6	10.3	9.8	9.5
P/E	20.4	21.3	15.9	15.4	14.9
PEG	0.3	36.1	0.5	4.9	4.2
P/B	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4

备注：股价为 2017 年 5 月 26 日收盘价。

投资要点

- **唯一载旗航空品牌，枢纽布局和客流结构奠定航线优势。**国航航线布局具有先发优势，拥有优质国内航线网络，最全面的国际航线网络；航空客运收入占总收入的近 90%，国内线收入占比 66.75%，以国内航线支撑国际，实现国内国际航线均衡发展；深耕首都机场，枢纽布局四角菱形网络，区位优势显著；两仓客流占比最高，客流结构奠定航线优势。

- **深耕首都机场，四角菱形均衡布局优质航线。**国航在首都机场市场份额为 47%高居榜首，航线网络搭建较为均衡；我们预计 17 年首都机场旅客吞吐量增速有望达 4.7%，首都机场区位优势为公司客运业务提供有力支撑；我们预计首都机场将有 30%时刻资源在 19 年后逐步释放。相对于新机场，短期内首都机场更具区位优势，有利于国航进一步提高京沪等优质航线的市场份额；四角菱形布局辐射全国，国航在深圳、成都的市占率均居榜首，积极渗透拓展上海市场份额。

- **供需改善构筑护城河，国内航线有望量价齐升。**我们预计 17 年国航国内线 ASK 增速 5.5%，RPK 增速 7.5%，RPK-ASK 差值有望达 2%，供需结构持续改善；国内线票价出现分化：一线城市间航线表现为稳中有升，二、三线城市竞争激烈票价面临降价压力；受益于一线城市航线高份额，自 2013 年以来国航对东航、南航领先优势由 3%扩大为 7.5%；需求增长推动票价市场化，高铁票价改革或成为先导。

- **先发优势布局国际航线，受益欧洲航线复苏提振业绩。**截止 16 年公司在欧洲和北美航线市场占比分别为 22.9%、20.2%，和汉莎航空联营后在中欧航线占比达 40%。在欧洲、北美航权已释放完全条件下，国航存量优势将进一步显现；欧洲航线复苏引领业绩增长，我们估算中欧航线 Q3 有望贡献 3.6 亿营收增量；我们预计 2017 年国航国际线 ASK 增速 15%，RPK 增速 16%，国际线 RPK-ASK 差值 1pct，供需结构持续改善，客座率明显提高。和汉莎航空联营合作，我们预计 17 年中欧航线 RPK 增速 16.4%，国航在联营航线票价存在 15%~20%的调整空间。

- **油价低位徘徊利空出尽，汇兑整体稳定利好业绩。**我们预计国航 17 年燃油成本增加 53.2 亿元，同比增长 24.2%，主要由于 16Q1 基数处历史低位；我们预计 2017 年国航汇兑损失 6.01 亿元，17 年净利润对人民币贬值敏感性同比下降 36.2%；油价、汇率影响减弱，供需结构成为基本面主导因素。

- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 1262.3、1373.1、1491.5 亿元，同比增长 10.8%、8.8%、8.6%，归属于母公司净利润为 91.2、94、97.4 亿元，同比增长 33.8%、3.2%、3.5%，对应的每股收益 EPS 分别为 1.23、0.55、0.56 元，给予 10.9-11.0 元目标价，对应 2017 年 15.9XPE。**公司作为民用航空龙头标的，油价汇率影响减弱，供需结构成为基本面主导因素，国内航线有望量价齐升，受益欧洲航线复苏提振国际线业绩。首次覆盖给予“增持”评级。**

- **风险提示：地缘政治紧张、恐怖袭击。**

内容目录

公司概览：唯一载旗航空品牌 枢纽布局和客流结构奠定航线优势 ..... - 4 -
唯一载旗航空品牌 继承和完善优质航线网络 ..... - 4 -
枢纽布局核心机场 客流结构奠定航线优势 ..... - 5 -
深耕首都机场 四角菱形网络均衡布局优质航线 ..... - 7 -
首都机场市占率 47%居榜首 均衡航线网络支撑业绩 ..... - 7 -
南航、东航迁入新机场 国航优质航线份额有望提升 ..... - 8 -
四角菱形布局辐射全国 积极渗透拓展市场份额 ..... - 10 -
供需改善构筑护城河 国内航线有望量价齐升 ..... - 11 -
供需结构持续改善 我们预计 17 年国内线客座率有望达 83% ..... - 11 -
一线城市航线高份额 客公里收益领先优势扩大为 7.5% ..... - 12 -
需求增长推动票价市场化 高铁票价改革或成为先导 ..... - 13 -
先发优势布局国际航线 受益欧洲航线复苏提振业绩 ..... - 14 -
率先布局国际航线 出境游有望支撑增长 ..... - 14 -
我国人均出境次数远低于发达国家 具备较大发展空间 ..... - 15 -
欧洲航线复苏引领业绩增长 我们估算 Q3 营收有望增长 3.6 亿 ..... - 16 -
国际航线 ASK 增速放缓 客座率显著提高 ..... - 17 -
和汉莎航空联营合作 我们预计 17 年中欧航线 RPK 增速 16.4% ..... - 19 -
油价低位徘徊利空出尽 汇兑整体稳定利好业绩 ..... - 20 -
我们预计国航 17 年燃油成本增加 53.2 亿元 ..... - 20 -
我们预计 17 年净利润对人民币贬值敏感性同比下降 36.2% ..... - 21 -
盈利预测和投资建议：目标价：10.9-11.0 元，首次覆盖给予“增持”评级 ..... - 22 -
风险提示 ..... - 23 -

图表目录

图表 1：国航发展历程—继承和布局国内国外优质航线 ..... - 4 -
图表 2：2016 年国内线贡献营收 66.75% ..... - 4 -
图表 3：2016 年国内线运力投入 ASK 占比 59.7% ..... - 4 -
图表 4：中航集团及全资子公司持股 53.46% ..... - 5 -
图表 5：拥有最全面的国际航线网络 ..... - 5 -
图表 6：2016 年一级节点机场在吞吐量前 15 名的机场中占比 48.4% ..... - 6 -
图表 7：2012-15 年两舱收入年均复合增长率 6% ..... - 7 -
图表 8： 2010-2016 年国航常旅客人数复合增速达 17% ..... - 7 -
图表 9：中国国航在首都机场市场份额为 47% ..... - 8 -
图表 10：2013 年以后首都机场旅客吞吐量增速回暖 ..... - 8 -

图表 11：2016 年首都机场旅客吞吐量比上海浦东多 42.2%，稳居榜首 - 8 -
图表 12：受制于时刻资源飞机起降架次增速降至 3%以下 - 9 -
图表 13：北京新机场距市中心直线距离 46 公里 - 9 -
图表 14：短期来看，首都机场具有显著距离和区位优势 - 10 -
图表 15：一级节点 9 省市占全国 GDP 的比重为 48%(仅考虑大陆地区) - 10 -
图表 16：中国国航在北京、深圳和成都市占率均居榜首 - 11 -
图表 17：2015、2016 年国航国内线 ASK 增速分别为 7.5%、5.5% - 11 -
图表 18：2015、2016 年国航国内线 RPK 增速分别为 8.5%、6.5% - 12 -
图表 19：国航国内线客座率连续保持龙头地位 - 12 -
图表 20：国内线票价出现分化，一线城市航线稳中有升 - 13 -
图表 21：2016 年国航国内线客公里收益领先优势扩大为 7.5%。 - 13 -
图表 22： 2016 年国航在中欧航线市场占比 22.9%，与汉莎联营后占比 40% - 14 -
图表 23：2016 年国航在中美航线市场占比 20.2% - 14 -
图表 24：近 10 年我国出境游复合增速 11.4% - 15 -
图表 25：国航主要节点省市人均 GDP 超过 5800 美元 - 15 -
图表 26：日本国民人均出境次数处于低位徘徊，为我国的 6.5 倍 - 15 -
图表 27：出境北欧主要国家的增速均在 200%以上 - 16 -
图表 28： 2017Q1 欧洲出境游中北上广深的客源占比 51% - 16 -
图表 29：国航运力投放最为谨慎，2010-15 国际线年均复合增速 12% - 17 -
图表 30：国航国际线运力投放 2015 年达到峰值 18.94% - 18 -
图表 31：2015、2016 年国航国内线 RPK 增速分别为 8.5%、6.5% - 18 -
图表 32：国航整体客座率最高，国际线客座率增幅居三大航之首 - 19 -
图表 33：国航和汉莎航空联营协议要点 - 19 -
图表 34：截止 5.26 布油价格 53.17 美元/桶 - 20 -
图表 35：我们预计 2017Q1 国航航油成本增加 17 亿元 - 20 -
图表 36：我们预计 2017 国航航油成本增加 53.2 亿元 - 21 -
图表 37：我们预计 2017 年国航美元负债比率将进一步减少至 35% - 21 -
图表 38：我们预计 2017 年国航汇兑损益为 6.01 亿元 - 22 -
图表 39：可比公司估值情况 - 22 -
图表 40：财务报表摘要 - 25 -

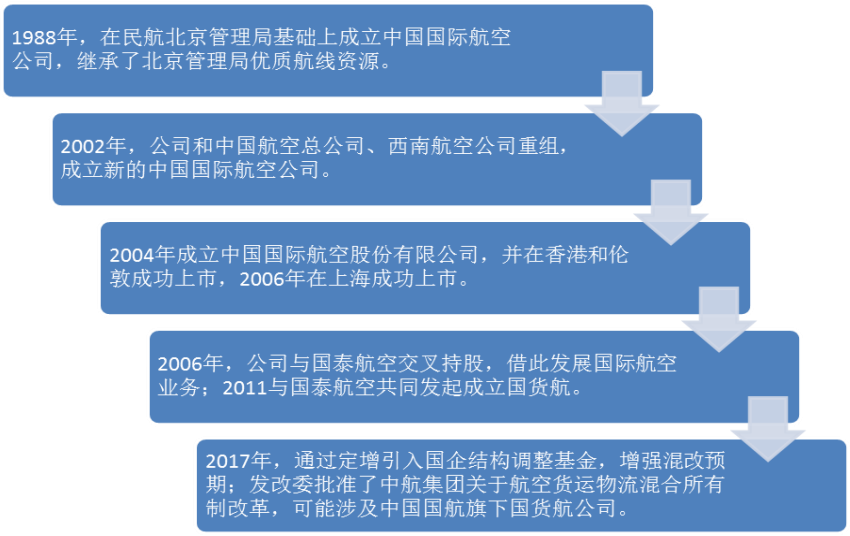
公司概览：唯一载旗航空品牌 枢纽布局和客流结构奠定航线优势

唯一载旗航空品牌 继承和完善优质航线网络

■ **先发优势继承和完善优质航线**

中国国际航空股份有限公司(Air China)继承了前身民航北京管理局优质航线资源，包括早期的29条国际航线。2002年10月，公司和中国航空总公司、西南航空公司重组成立中国航空集团公司，以中航集团为发起人成立新的中国国际航空公司。2007年公司成为世界最大航空联盟—星空联盟成员。国航是我国唯一载旗飞行的民用航空公司。

图表 1：国航发展历程—继承和布局国内国外优质航线

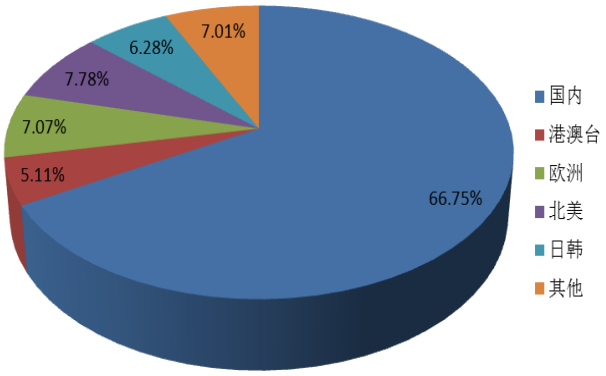


来源：公司官网，中泰证券研究所

■ **国内国际均衡发展，以国内支撑国际**

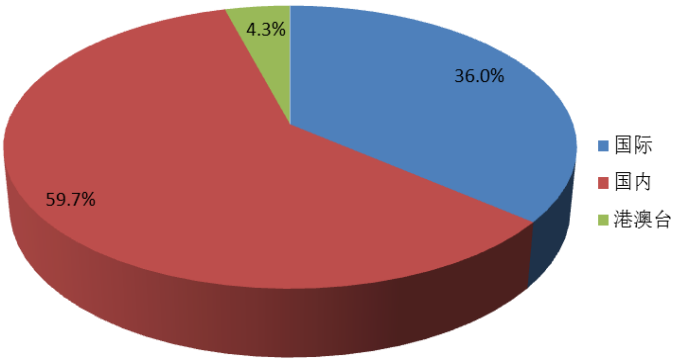
公司营业收入主要为航空客运，2016年客运收入占总收入的89.2%，国内线、国际线运力投入ASK占比分别为59.7%、36%；国内线、国际线贡献营业收入占比分别为66.75%、28.14%，以国内航线支撑国际，实现国内国际航线均衡发展。

图表2：2016年国内线贡献营收66.75%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表3：2016年国内线运力投入ASK占比59.7%



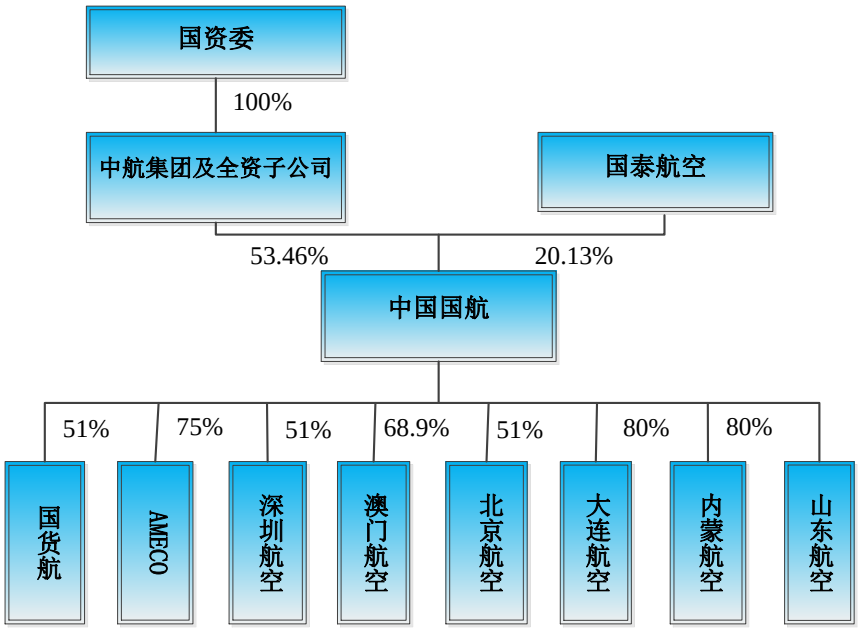
来源：公司年报，中泰证券研究所

■ **交叉持股和市场并购完善全方位航线网络**

公司持股10%以上的股东为中航集团及全资子公司(53.46%)和国泰航空

(20.13%)。公司和国泰航空属于交叉持股，持股国泰航空比例30%。2004年以来公司陆续持股山东航空、深圳航空和大连航空等，并在广州、重庆、天津、贵阳、武汉和拉萨等设立分公司，航线基本覆盖了全国一、二线城市。

图表 4：中航集团及全资子公司持股 53.46%

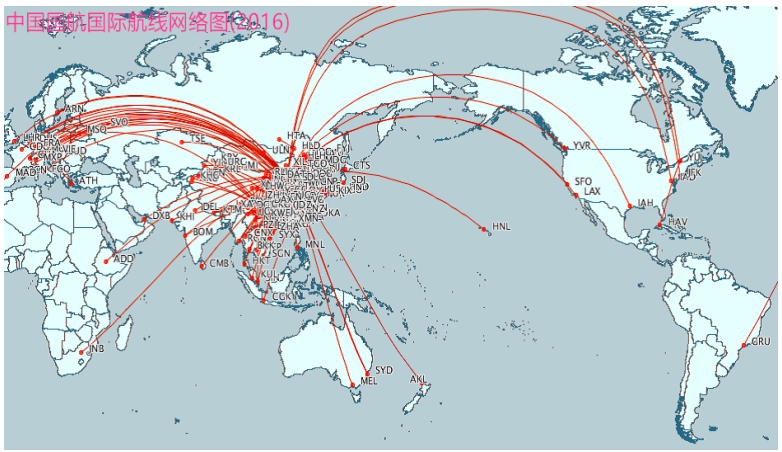


来源：公司年报，中泰证券研究所

■ **拥有优质国内航线网络，最全面的国际航线网络**

截止2016年12月31日公司经营客运航线378条，其中国内航线262条、国际航线102条、地区航线14条、通航国家和地区41个。通过与星空联盟成员合作，将服务进一步拓展到全球192个国家的1,330个目的地。公司拥有优质国内航线网络，最全面的国际航线网络。

图表 5：拥有最全面的国际航线网络



来源：IATA，中泰证券研究所

枢纽布局核心机场 客流结构奠定航线优势

■ **深耕首都机场 枢纽布局区位优势显著**

公司以首都机场为主基地，形成了北京、上海、深圳和成都为一级节点的四角菱形网络，同时以四角菱形为框架辐射均衡国内、国际航线。一级节点覆盖了京津冀、长三角、珠三角和成渝城市群，涵盖了我国经济最发达、人口最稠密的地区。2016年公司一级节点城市机场在全国吞吐量前15名的机场中占比48.4%。

图表6:2016年一级节点机场在吞吐量前15名的机场中占比48.4%

机场排名	机场名称	客运吞吐量（万人次）	同比增速(%)	与机场相连轨道交通
1	北京首都	9385	4.36	机场线
2	上海浦东	6598	9.82	2号线、磁浮线
3	广州白云	5978	8.28	3号线
4	成都双流	4604	9.09	-
5	昆明长水	4198	11.49	6号线
6	深圳宝安	4197	5.66	1号线、11号线
7	上海虹桥	4045	3.73	2号线、10号线
8	西安咸阳	3699	12.79	-
9	重庆江北	3589	10.76	3号线
10	杭州萧山	3165	11.59	-
11	厦门高崎	2274	4.23	-
12	南京禄口	2236	16.69	S1线
13	长沙黄花	1869	14.08	磁浮线
14	武汉天河	2077	9.66	机场线
15	郑州新郑	1730	20.02	-

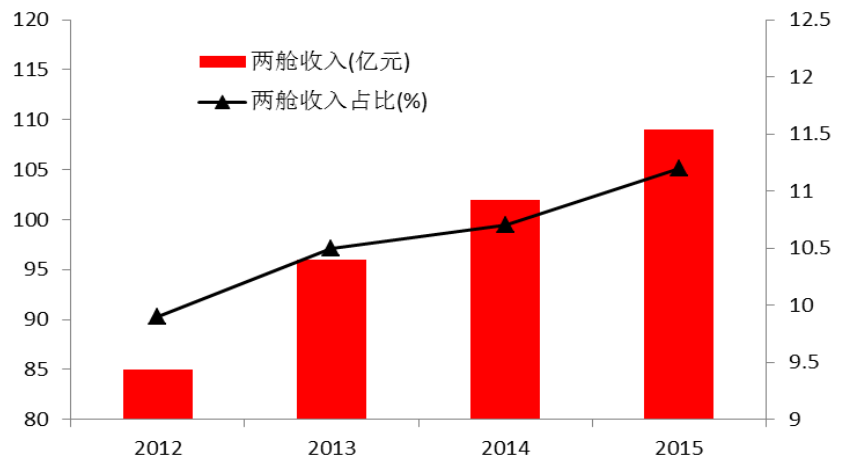
来源：wind，中泰证券研究所

■ **两仓客流占比最高 客流结构奠定航线优势**

公司以首都机场为主基地，北京以特殊的政治和文化中心地位，聚集了大量的商务客源。2017Q1国航两仓客座率达60%，居三大航之首。截止2016年，北京拥有58家入围世界500强的中国企业总部，占我国入围企业的53%；跨国公司大中华区总部161家，其中，世界500强外国企业67家。据ICCA公布数据，2015年北京接待国际会议97个，世界排名第19位，继续蝉联中国首位。

根据2015年数据，美联航头等舱、商务舱旅客人数占比9%，对应的收入占比45%。对于国际长航线，头等舱、商务舱客票收入成为航空公司重要的收入来源。我国航空公司起步晚、头等舱、商务舱客票收入存在较大提升空间。国航自2012年起两舱收入持续增长，年均复合增长率6%，2015年收入占比达11.2%。

图表 7：2012-15 年两舱收入年均复合增长率 6%

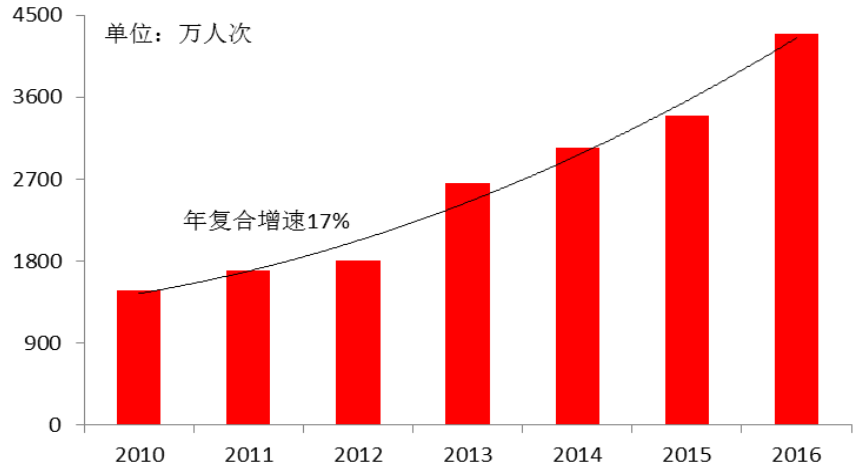


来源：wind，中泰证券研究所

■ **凤凰知音年复合增长率 17%　2016 年会员收入占比 39.3%**

国航常旅客计划“凤凰知音”数量迅速增长，成为公务出行的主力军。截至2016年12月31日，凤凰知音会员达到4,297万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的39.3%，贡献收入同比增加8.5%，2010-2016年复合增速达17%。

图表 8：　2010-2016 年国航常旅客人数复合增速达 17%



来源：wind，中泰证券研究所

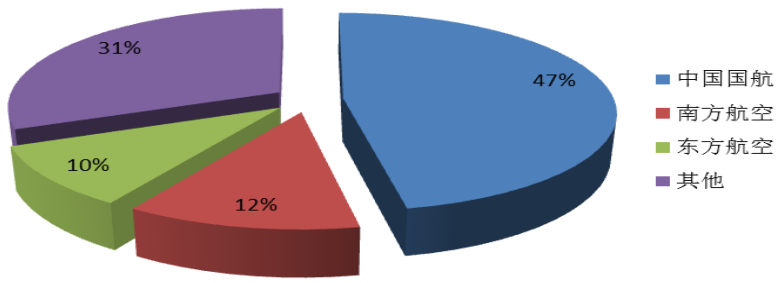
深耕首都机场 四角菱形网络均衡布局优质航线

首都机场市占率 47%居榜首 均衡航线网络支撑业绩

■ **深耕首都机场 47%市场份额高居榜首**

近年来航空客运同质化竞争激烈，优质航线和机场时刻资源成为航空公司提升业绩的关键，各大航空公司均追求主基地绝对控制地位。按照时刻资源划分，中国国航在首都机场市场份额47%高居榜首，航线网络搭建较为均衡。

图表 9：中国国航在首都机场市场份额为 47%



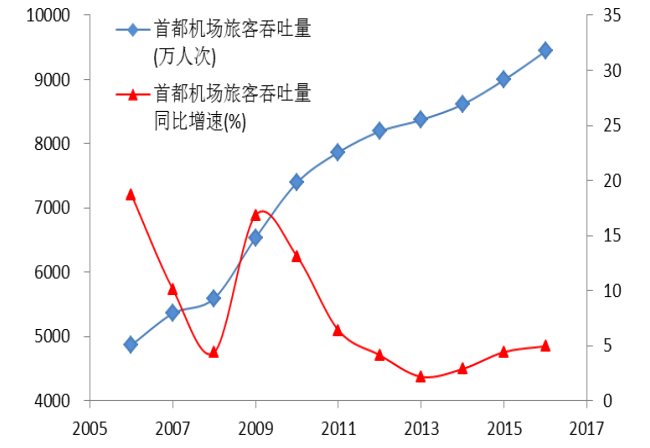
来源：wind，中泰证券研究所

■ **我们预计 2017 年首都机场旅客吞吐量增速有望达 4.7%**

北京特殊的政治和文化地位、京津冀协同发展显著提升首都机场的国际竞争力，国际枢纽区位优势显著。自2006年以来首都机场旅客吞吐量持续增长，其中，2006-2010年同比增速保持在两位数，2013年为增速最低点，2015年、2016年增速回暖分别为4.42%、4.45%。

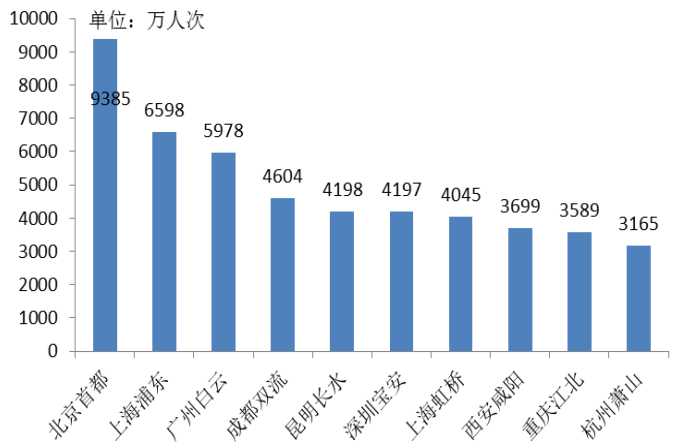
2016年首都机场旅客吞吐量9385万人次，比排名第二上海浦东机场多42.2%，稳居榜首。作为2100万人口的国际化都市，每天1700多架次航班将北京和世界244个城市联系在一起。我们预计2017年首都机场旅客吞吐量增速有望达4.7%，首都机场区位优势为公司客运业务提供了有力支撑。

图表10：2013年以后首都机场旅客吞吐量增速回暖



来源：wind,中泰证券研究所

图表11：2016年首都机场旅客吞吐量比上海浦东多42.2%，稳居榜首



来源：wind，中泰证券研究所

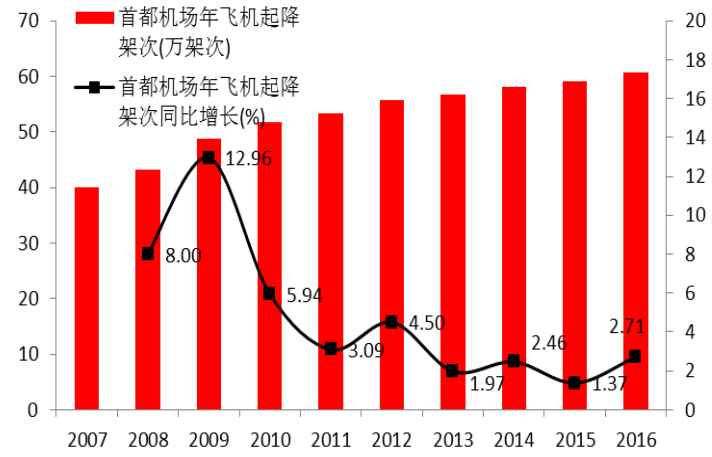
南航、东航迁入新机场 国航优质航线份额有望提升

■ **受制于时刻资源飞机起降架次增速降至 3%以下**

2007年以来飞机起降架次逐年增长，截止2016年60.6万架次，北京首都机场时刻资源已饱和。受制时刻资源飞机起降架次增速放缓，2013年以后飞机起降架次增速降至3%以下。为满足北京整体航空客运量增长需求，顺应京津冀一体化倡议，在北京南部兴建新机场，按照民航总局相

关要求预计2019年投入运营。

图表 12：受制于时刻资源飞机起降架次增速降至 3%以下



来源：wind，中泰证券研究所

■ **我们预计首都机场有 30%时刻资源 2019 年后逐步释放**

根据民航总局相关规划，南方航空、东方航空等天合联盟成员迁入新机场，我们预计首都机场将有30%时刻资源在2019年后逐步释放。

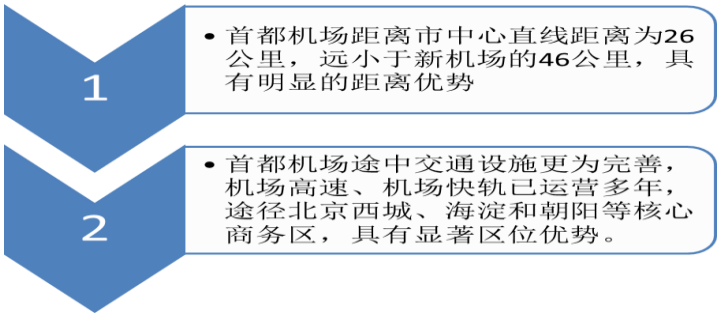
图表 13：北京新机场距市中心直线距离 46 公里

来源：新机场环评报告，中泰证券研究所

■ **短期首都机场更具区位优势，有利于提高京沪航线的市场份额**

京沪线的客座率和盈利水平均居于国内航线前列，东方航空以上海虹桥和浦东两机场主基地优势，占据京沪航线的份额50%以上，国航占比不足40%。相对于新机场，首都机场更具区位优势，国航有利于进一步提高京沪航线的市场份额。

图表 14：短期来看，首都机场具有显著距离和区位优势



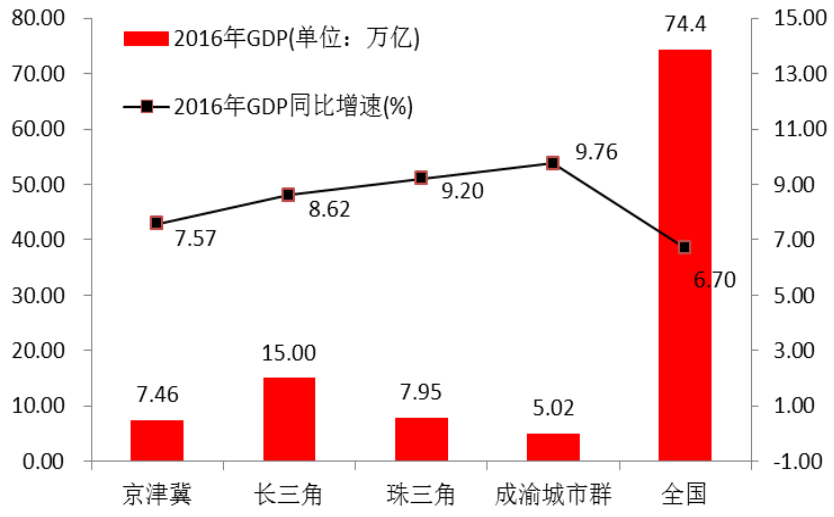
来源：中泰证券研究所

四角菱形布局辐射全国 积极渗透拓展市场份额

■ **一级节点9省市占全国GDP的比重为48%**

公司以首都机场为主基地，形成了北京、上海、深圳和成都为一级节点的四角菱形网络，同时以四角菱形网络辐射国内、国际航线。四角菱形网络覆盖了中国经济最发达、人口密度最大的核心区域，为航空客运业务成长提供支撑。一级节点覆盖了京津冀、长三角、珠三角和成渝城市群，2016年腹地经济GDP增速均高于全国水平，区域内9省市占全国GDP的比重为48%。

图表 15：一级节点 9 省市占全国 GDP 的比重为 48%(仅考虑大陆地区)



来源：Wind，中泰证券研究所

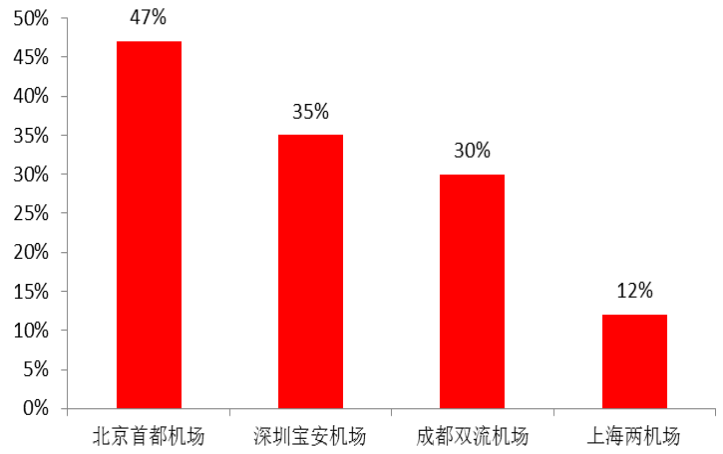
■ **积极拓展上海两机场 扩大市场占有率**

上海虹桥、浦东机场为东方航空的主基地，中国国航在上海两机场的市场份额为12%。一方面公司积极拓展上海两机场始发航线，2017年陆续开通上海-蒙特利尔、上海-巴塞罗那和上海-曼彻斯特等国际航线。另一方面2017年5月23日吉祥航空加入星空联盟，国航和吉祥航空可以共享代码。吉祥航空在上海两机场市场占有率为8.5%，我们预计国航在上海两机场市场份额有望突破20%。

■ **巩固深圳、成都榜首地位 捕捉新的市场机会**

国航收购深圳航空后深圳市占率达35%，国航和西南航空重组后成都市占率达30%，均居于两地榜首。受益广州白云机场、香港启德机场溢出的客流、在建的成都天府国际机场承接成都出港的全部国际航线，市占率最高的国航有望进一步提高市场份额。

图表 16：中国国航在北京、深圳和成都市占率均居榜首



来源：Wind，中泰证券研究所

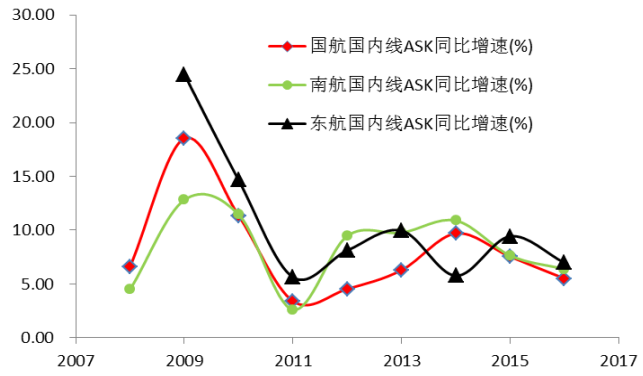
供需改善构筑护城河 国内航线有望量价齐升

供需结构持续改善 我们预计 17 年国内线客座率有望达 83%

■ **我们预计2017年国内线ASK增速水平有望达5.5%**

近年来三大航国内航线ASK增速保持个位数增长。在三大航空公司中，中国国航的运力投放最为谨慎。2015、2016年国航国内线可用客公里ASK增速为分别7.5%、5.5%。 Q2为传统淡季叠加4月北京首都机场中跑道维修因素，运力投放受到限制ASK同比增长3.7%。考虑到商务出行需求同比提升， 4月底高铁提价引起部分客源分流航空出行，我们预计5、6月份将迎来修复性增长，2017年国航国内线ASK增速水平有望达5.5%。

图表 17：2015、2016 年国航国内线 ASK 增速分别为 7.5%、5.5%



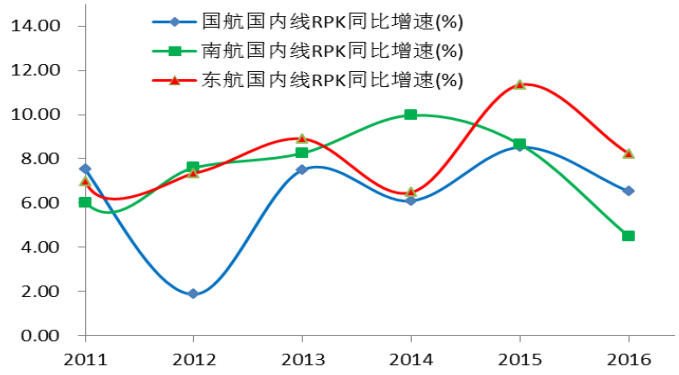
来源：中泰证券研究所

■ **我们预计17年国内线RPK增速为7.5%**

中国经济增速放缓，但航空市场的需求依然坚挺。2015、2016年中国国

航国内线收入客公里RPK增速为8.5%、6.5%，连续两年需求增速大于供给，考虑到商务客流的刚性增长，我们预计2017年国航国内线收入客公里RPK增速为7.5%。

图表 18：2015、2016 年国航国内线 RPK 增速分别为 8.5%、6.5%

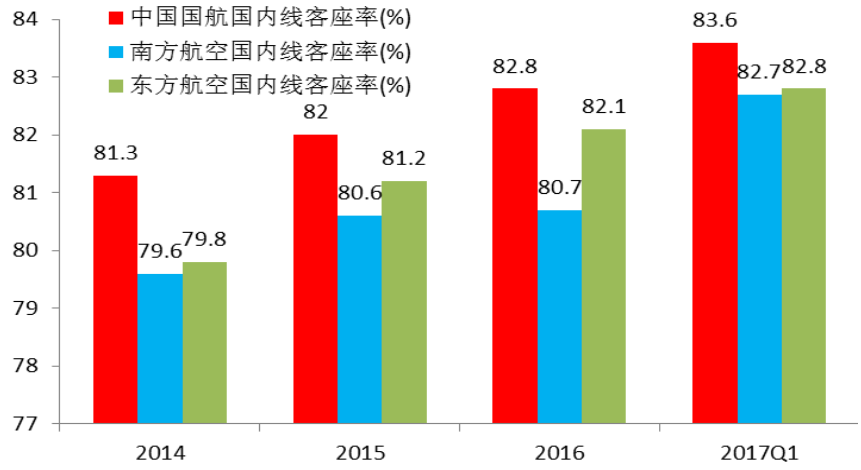


来源：wind，中泰证券研究所

■ **供需改善构筑护城河 国内线客座率有望创历史新高**

根据我们对17年国内线ASK、RPK的预测，RPK-ASK差值有望达2%，供需结构持续改善。2017年Q1国内线客座率达到83.6%的历史高位。受益于刚性商务客流需求和优质航线资源，我们预计2017年国内线客座率有望达83%。

图表 19：国航国内线客座率连续保持龙头地位



来源：wind，中泰证券研究所

一线城市航线高份额　客公里收益领先优势扩大为 7.5%

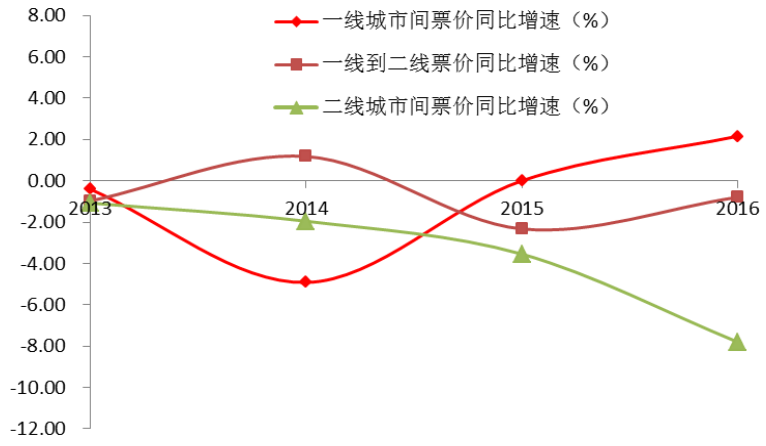
■ **航空市场国内线出现分化 一线城市航线表现为稳中有升**

2016Q4、2017Q1航空公司经营利润下滑和机场内航内线提价等利空因素的影响下，国内线票价出现分化：一线城市间航线表现为稳中有升，二、三线城市竞争激烈票价面临降价压力。

中国国航最早布局核心机场具有先发优势，在三大航中一线城市航线份额占比最高。选取国航一线城市之间、一线到二线城市和二线城市之间票价的数据进行对比，一线城市间票价整体稳中有升；一线到二线之间

出现一定跌幅，同比控制在2%范围；二线城市间票价持续下滑，最大降幅为7.8%。

图表 20：国内线票价出现分化，一线城市航线稳中有升

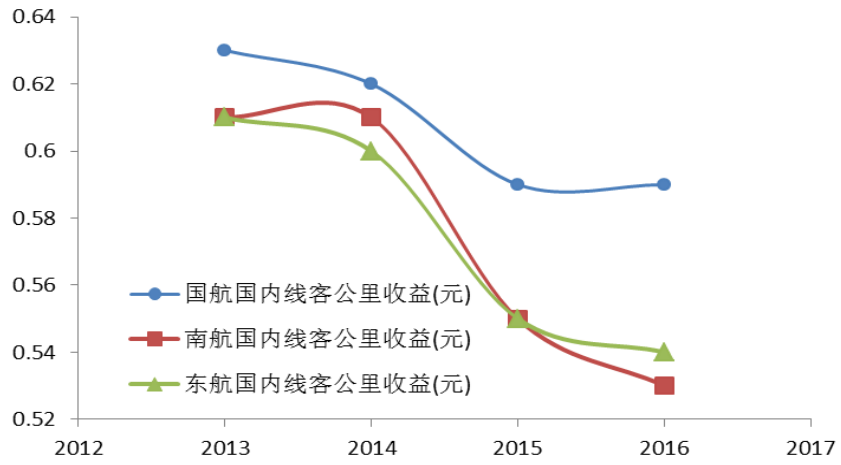


来源：wind，中泰证券研究所

■ **一线城市航线高份额　客公里收益领先优势扩大为7.5%**

受益于枢纽布局和商务客流比例较高，中国国航在三大航国内线客公里收益处于领先地位。2016年国航整体客公里收益0.54元，其中国内线客公里收益0.59元，均居三大航之首。受益于一线城市航线高份额，自2013年以来国航对东航、南航领先优势由3%扩大为7.5%。

图表 21：2016 年国航国内线客公里收益领先优势扩大为 7.5%。



来源：中泰证券研究所

需求增长推动票价市场化　高铁票价改革或成为先导

选取执行市场定价北京-杭州航线，旺季票价为2000元；京沪航线执行政府指导价，票价为1240元，二者航距相近，票价增加了61.3%。未来京沪航线若实现市场化将大幅改善公司盈利。我们预计2017年国航国内线收入客公里RPK增速为7.5%。随着7-8月份旺季来临，需求坚挺或推动票价市场化。

2016年10月14日，中国民用航空局发布《中国民用航空局、国家发展改革委关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》，800公

里以下的航线、800公里以上与高铁动车组形成竞争的航线实行市场定价，上调票价的航线每航季不超过10条、票价累计涨幅不超10%。2017年4月东南沿海部分高铁提价或将拉开高铁票价市场化序幕，与高铁形成竞争关系的航线票价存在提价的可能。

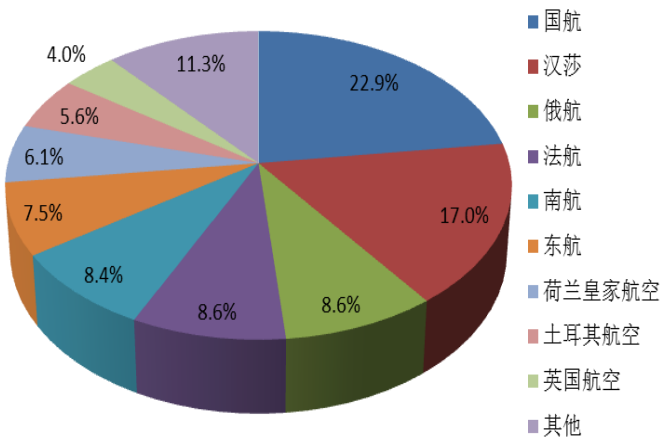
先发优势布局国际航线 受益欧洲航线复苏提振业绩

率先布局国际航线 出境游有望支撑增长

- **截止2016年公司在欧洲和北美航线市场占比分别为22.9%、20.2%**

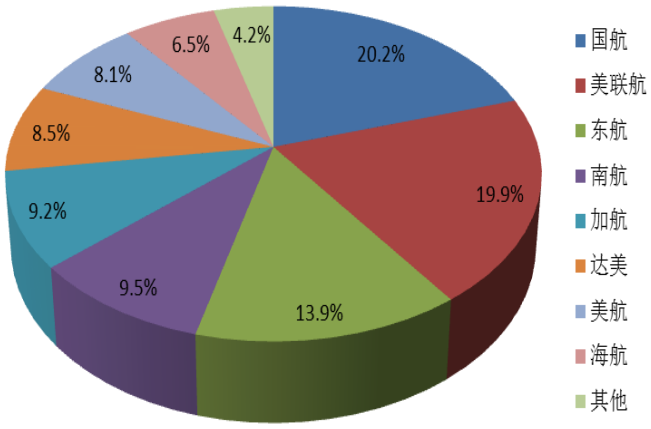
中国国航是我国最早布局国际航线的航空公司，拥有最广泛的国际航线、最均衡的国内国际网络。经过多年发展，公司在中欧、中美等主流国际航线具有领先优势，截止2016年公司在欧洲和北美航线市场占比分别为22.9%、20.2%，和汉莎航空联营后在中欧航线占比达40%。目前欧洲、北美航权已完全释放，国航存量优势将进一步显现。

图表22：2016年国航在中欧航线市场占比22.9%，与汉莎联营后占比40%



来源：wind，中泰证券研究所

图表23：2016年国航在中美航线市场占比20.2%

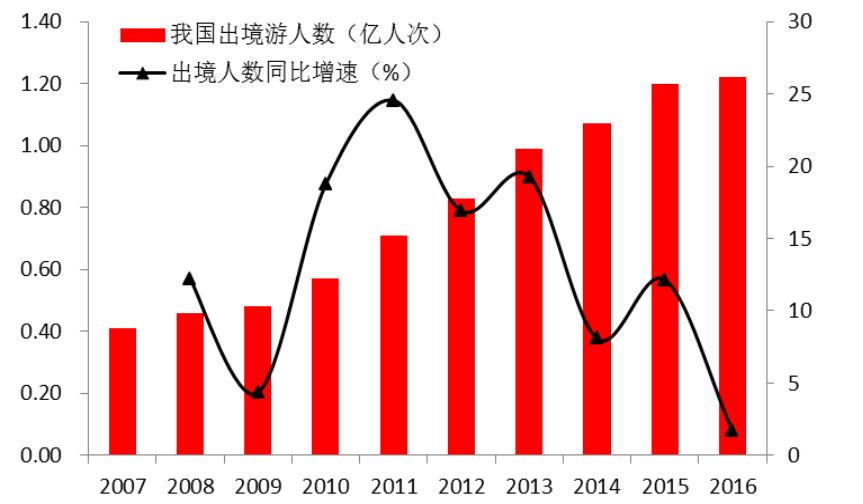


来源：wind，中泰证券研究所

- **我们预计2017年我国居民出境游人数增速有望达4%**

近年来宏观经济发展和家庭可支配收入增加，因私出行的出境游持续增长，2010-2016年我国居民出境游人数复合增速达11.4%，2014年出境人数首次突破1亿人次。受2015年11月以来欧洲系列暴恐袭击的影响，出境游特别是欧洲周边影响较大，2016年出境游人数同比增速降为1.7%。随着欧洲爆恐袭击影响减弱和签证放宽，我们预计2017年我国居民出境游人数增速有望达4%。

图表 24：近 10 年我国出境游复合增速 11.4%



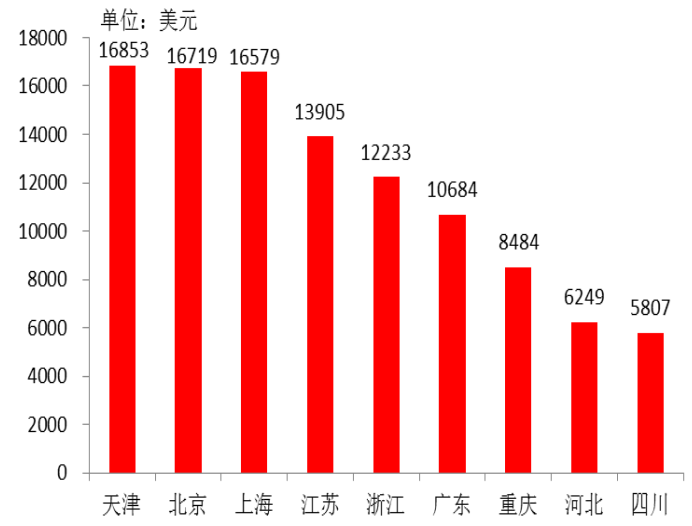
来源：wind，中泰证券研究所

我国人均出境次数远低于发达国家 具备较大发展空间

■ **出境游依然有较大的发展空间 有望持续支撑国际线业绩**

参照其他国家发展经验，当人均GDP突破5000美元时，即开始进入成熟度假经济时期。经济发展促进旅游需求的提升，出境旅游将迎来持续增长。2016年国航主要节点机场所在省市人均GDP超过5800美元。2016全国人均GDP为8516美元，人均出境次数0.02(未考虑港澳台)。选取日本为参照系，近20年来日本由于经济持续低迷、日元贬值等因素，日本国民人均出境次数处于低位徘徊(2016年0.13)，为我国的6.5倍，因此我国出境游依然有较大的发展空间，出境游有望持续支撑国际航线业绩的发展。

图表 25：国航主要节点省市人均 GDP 超过 5800 美元



来源：wind，中泰证券研究所

图表 26：日本国民人均出境次数处于低位徘徊，为我国的 6.5 倍

	美国	日本	韩国	中国
人均GDP(美元)	58740	34285	29891	8516
人均出境次数	0.23	0.13	0.31	0.02

注：中国人均出境次数未考虑港澳台

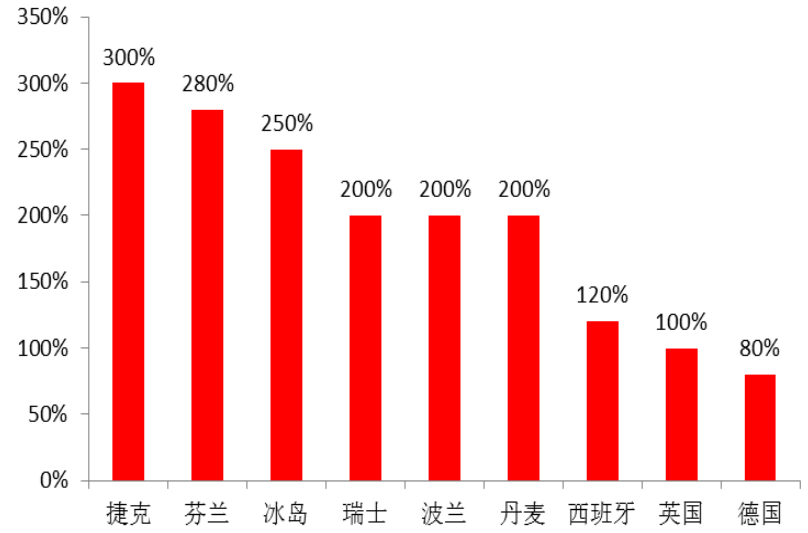
来源：国家旅游局，中泰证券研究所

欧洲航线复苏引领业绩增长 我们估算 Q3 营收有望增长 3.6 亿

- **2017年中欧航线有望迎来修复性增长**

2017年，我国出境游迎来修复性增长，根据国家旅游局数据，2017春节期间出境人数同比增长9.8%，特别是欧洲出境人数2017Q1同比增长103%，其中，团游同比增长113%。特别是北欧、东欧国家增幅较快，北欧的阿姆斯特丹、赫尔辛基正成为中国游客青睐的新兴目的地城市。考虑到出境游需求增长和签证便利，我们预计2017年出境人数有望突破1.4亿人次。

图表 27：出境北欧主要国家的增速均在 200%以上

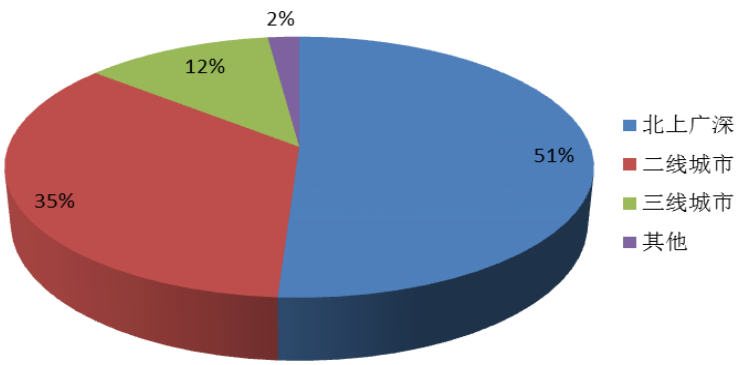


来源：中国国旅游局，中泰证券研究所

- **我们估算2017Q3中欧航线营业收入贡献增量3.6亿元**

伴随着恐怖袭击利空出尽和旺季来临，中欧航线迎来修复性增长。17Q1欧洲出境游中北上广深的客源占比51%。随着消费升级中高端群体对高品质旅行体验的需求为出境旅游市场带来巨大市场机遇。欧洲出境游上海、北京机场两大出境口岸占比近80%，2017年4月国航和汉莎执行联营，有望占中欧航线市场份额40%，我们预计中欧航线客运需求同比增长16.4%，旺季票价增长2%，我们估算2017Q3中欧航线贡献营业收入增加3.6亿元。

图表 28： 2017Q1 欧洲出境游中北上广深的客源占比 51%



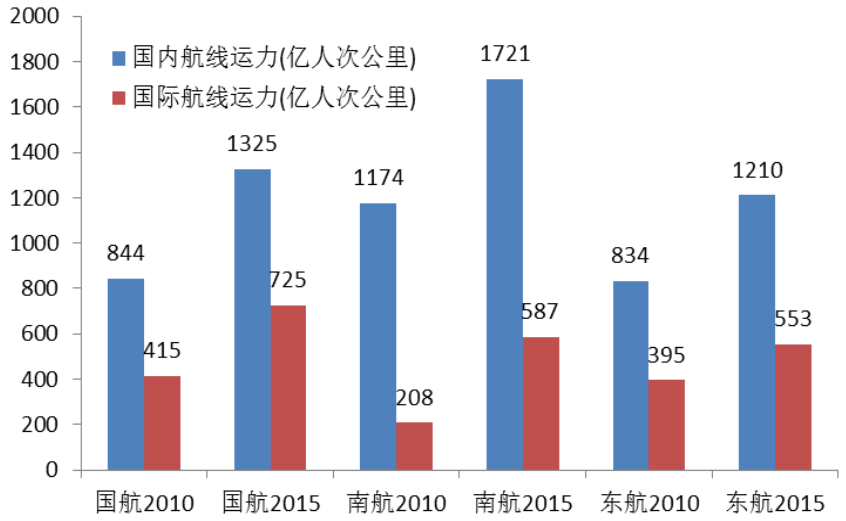
来源：国家旅游局，中泰证券研究所

国际航线 ASK 增速放缓 客座率显著提高

- **国航运力投放最为谨慎，2010-15国际线年均复合增速12%**

2010-2015年三大航持续增强国际航线运力投入，南航国际线投入增速最大，年均复合增速23%；国航最为谨慎，年均复合增速12%。目前国航是中国-欧洲、中国-北美航线最大的承运人，将继续完善东南亚和澳洲航线。

图表 29：国航运力投放最为谨慎，2010-15 国际线年均复合增速 12%



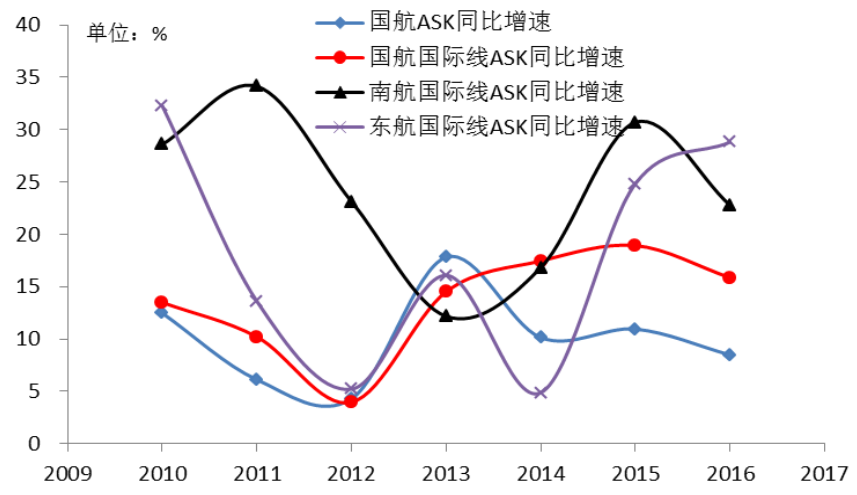
来源：wind，中泰证券研究所

- **国际航线竞争格局基本稳定 我们预计2017年国航国际线ASK增速为15%**

在三大航国际航线运力投放中，国航最为谨慎。2013-2015年国航国际航线运力投放增速逐年增大，到2015年达到峰值18.94%，比同期南航低11.8pct、东航低5.9pct。

2016年国航整体ASK增速为8.5%，同比下降2.5pct；国际航线ASK增速为15.85%，同比下降3.1pct。由于国际航线航权和时刻资源的有限性，2015年后三大航的国际航线投入增速均下降，表现为竞争格局基本稳定，我们预计2017年国航国际线ASK增速为15%。

图表 30：国航国际线运力投放 2015 年达到峰值 18.94%

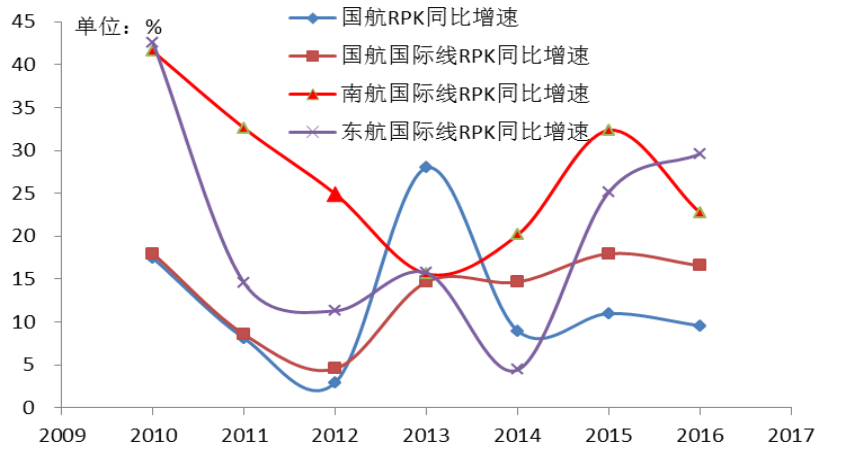


来源：wind，中泰证券研究所

■ **我们预计2017年国航国际线RPK增速为16%**

连续两年需求增速大于供给，2016年国航整体RPK增速为9.6%，较同期ASK增速高1.1pct；国际航线RPK增速为16.6%，较同期ASK增速高0.73pct。考虑到欧洲航线复苏，我们预计2107年国航国际线RPK增速为16%。

图表 31：2015、2016 年国航国内线 RPK 增速分别为 8.5%、6.5%

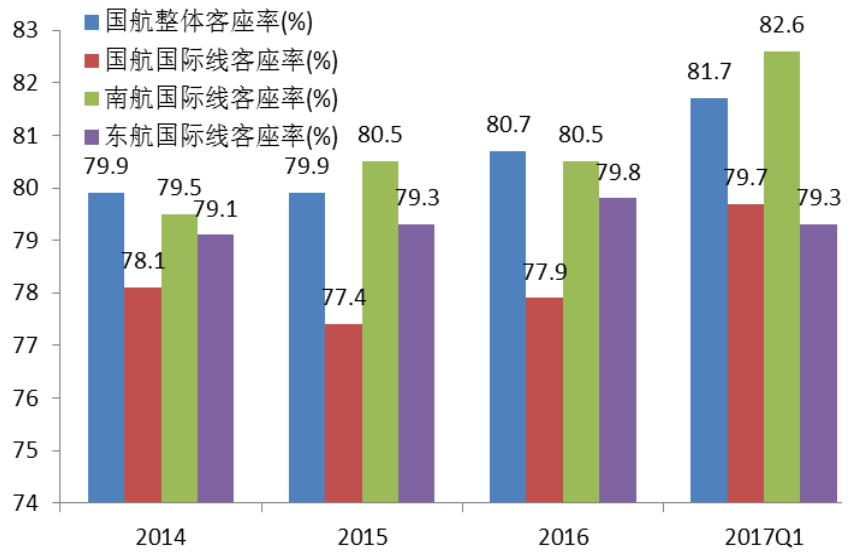


来源：wind，中泰证券研究所

■ **预计2017年国航国际线客座率有望达80.5%**

根据上述预测，2017年国航国际线RPK-ASK差值为1pct，供需结构持续改善，国航的客座率明显提高。整体客座率由2014年79.9%升至2017Q1年81.7%。其中，国际航线客座率为79.7%，同比提升1.0pct。在三大航空公司中，国际线客座率低于南航，但增幅居三大航之首。我们预计2017年国航国际线客座率有望达80.5%。

图表 32：国航整体客座率最高，国际线客座率增幅居三大航之首



来源：wind,中泰证券研究所

和汉莎航空联营合作 我们预计 17 年中欧航线 RPK 增速 16.4%

- **与汉莎航空联营 国航中欧航线有望实现量价齐升**

  截止2016年中国国航在中欧航线市场占比22.9%,汉莎航空占比为17%。二者在2017年4月执行联营协议，我们预计在中欧航线市场份额占比可达40%，中德航线占比80%。我们预计17年中欧航线RPK增速16.4%

  中国国航和汉莎航空联营协议实现“强强联合、优势互补”，本着同质化、无边界的原则进行合作。对于国航来说，加密了欧洲枢纽机场(特别是德国境内)和中国一线城市的航线网络、增开了和中国二线城市的航线，如法兰克福至青岛、沈阳和南京航线等。

- **国航在联营航线票价存在15%~20%的调整空间**

  收入分摊机制将提高国航在欧洲航线的收益水平，避免价格竞争。 票价机制24-36个月实现统一运价，以北京到法兰克福为例，汉莎航空票价8110元，国航票价6590元，存在23%的提升空间。综合考虑中欧航线，我们估算国航在联营航线存在15%~20%的调整空间。

图表 33：国航和汉莎航空联营协议要点

联营范围	国航经营的中欧航线不包括中国-北欧、中国-俄罗斯的航线；汉莎航空及其子公司奥地利航空、瑞士航空等经营的所有欧洲-中国航线。
收入分摊机制	选择联营前一年的收入为标准，收入增量按 ASK 投入比例进行分摊，联营航线 7%运力增长纳入分摊范围，超出 7%的运力增长不分摊，仍由各公司独立承担，利好的一方向利空的一方轧差，轧差限额 1000 万欧元。
票价机制	通过 24-36 个月实现双方同一服务水平、同一运价。

来源：公司年报，中泰证券研究所

油价低位徘徊利空出尽 汇兑整体稳定利好业绩

我们预计国航 17 年燃油成本增加 53.2 亿元

■ **2017油价保持在50-60美元低位徘徊**

2016年国际油价前低后高，2016Q1油价跌至35美元/桶，达到历史低点，年度燃油成本同比减少20.61 亿元。由于市场对OPEC减产协议对原油供需改善的信心不足，叠加美国原油产量上升等因素，进入5月份油价持续走低，在5月5日布油跌至49.1美元/桶。

根据中泰证券石化组的观点，2017年国际油价中枢为50-60美元。

图表 34：截止 5.26 布油价格 53.17 美元/桶

来源：wind，中泰证券研究所

■ **我们预计2017Q1国航航油成本增加17亿元**

2017Q1布油平均价为54.5美元/桶，我们假设2017Q1耗油量同比增长10%，则2017Q1国航航油成本增加17亿元，同比增加38.5%。主要原因2016Q1国际油价处于年度地位，油价跌至35美元/桶。

图表 35：我们预计 2017Q1 国航航油成本增加 17 亿元

2016Q1 航油数据	布油（美元/桶）	44	2017 年 Q1 航油成本预测	耗油量(万吨)	176.00
	燃油成本（亿元）	44.06		布油（美元/桶）	54.5
	航油平均价（元/吨）	2,754		航油平均价(元/吨)	3717.90
	耗油量(万吨)	160.00		航油成本(亿元)	65.4
重要假设	2017Q1 耗油量同比增长	10%		2017Q1 航油成本增加(亿元)	17.0

来源：中泰证券研究所

■ **我们预计2017国航航油成本增加53.2亿元**

2017年按照平均油价55美元计，中国国航年度燃油成本增加53.2亿元，同比增加24.2%，在三大航中处于中间位置。2017Q1国航航油成本增加占比为32%，我们预计Q2-Q4平均每季度需消化12.1亿元的航油成本增加。整体上油价低位徘徊，航油成本增加可明确预测。

图表 36：我们预计 2017 国航航油成本增加 53.2 亿元

		中国国航	南方航空	东方航空
2016年航油数据	布油（美元/桶）	45	45	45
	燃油成本（亿元）	219.8	238	197
	航油平均价（元/吨）	3,325	3,325	3,325
	耗油量(万吨)	661.05	715.79	592.48
重要假设	2017 年耗油量同比增长	10%	12%	12%
	2017 年航油平均价同比增长	22%	22%	22%
2017年航油成本预测	耗油量(万吨)	727.16	801.68	663.58
	布油（美元/桶）	55	55	55
	航油平均价（元/吨）	4056.50	4056.50	4056.50
	航油成本(亿元)	295.0	325.2	269.2
	2017 年航油成本增加(亿元)	53.19	58.64	48.54

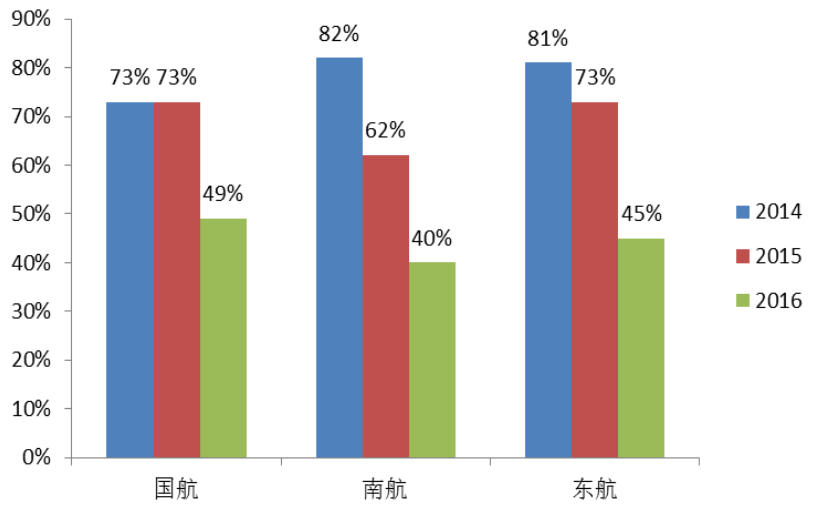
来源：公司年报，中泰证券研究所

我们预计 17 年净利润对人民币贬值敏感性同比下降 36.2%

- **我们预计2017年国航美元负债比率将进一步减少至35%**

近年来，人民币面临较大的贬值压力，三大航加大力度降低美元负债比例，降低汇率波动的损失。2016年国航受汇率波动影响发生汇兑损失42.34 亿元，同比减少了17.9%。截止2016年12月31日，国航美元负债比率将至49%，同比减少24pct。我们预计2017年国航美元负债比率将进一步减少至35%，汇率波动的敏感性大大的降低。

图表 37：我们预计 2017 年国航美元负债比率将进一步减少至 35%



来源：wind，中泰证券研究所

- **我们预计17年净利润对人民币贬值敏感性同比下降36.2%**

我们对2017年国航汇兑损失进行预测，重要假设：预测美元在带息负债占比35%；人民币贬值幅度2.5%。我们预计2017年国航汇兑损失为6.01亿元，17年净利润对人民币贬值敏感性同比下降36.2%。

图表 38：我们预计 2017 年国航汇兑损益为 6.01 亿元

	中国国航	南方航空	东方航空
2015 年带息负债（亿元）	1041	1027	1191
带息负债年复合增长率（假设）	7.4%	7.4%	7.4%
2017 年人民币贬值幅度（假设）	-2.50%	-2.50%	-2.50%
预测 2017 带息负债规模（亿元）	1200	1185	1374
预测美元占比	35%	35%	35%
预测 2017 外汇净负债规模（亿元）	420	415	481
2017 汇兑损益（亿元）	-6.01	-5.94	-6.84

来源：公司年报，中泰证券研究所

盈利预测和投资建议：目标价：10.9-11.0 元，首次覆盖给予“增持”评级

图表 39：可比公司估值情况

			EPS（元）			PE		
证券代码	证券简称	股价	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
600029.SH	南方航空	8.5	0.52	0.71	0.76	15.9	14.1	11.9
600115.SH	东方航空	6.73	0.32	0.44	0.45	20.4	16.1	15.2
600221.SH	海南航空	3.23	0.19	0.24	0.27	15.2	12.1	11.4
601021.SH	春秋航空	33.92	1.2	1.49	1.62	28.0	24.4	19.0
603885.SH	吉祥航空	21.59	0.97	0.94	0.94	21.3	20.5	19.1
	平均值					20.2	17.5	15.4

来源：wind，中泰证券研究所　注：股价为 2017 年 5 月 26 日收盘价

- **重要假设：**(1) 2017 国内线 ASK 增速 5.5%、客座率 83%；(2) 2017 国际线 ASK 增速 16%、客座率 80.5%；（3）2017 布油均价 55 美元/桶、耗油量同比增长 10%；(4)2017 国航美元负债比率 35%、人民币贬值幅度 2.5%。相关分析详前面章节。
- **唯一载旗航空品牌，枢纽布局和客流结构奠定航线优势。**国航航线布局具有先发优势，拥有优质国内航线网络，最全面的国际航线网

络；航空客运收入占总收入的近 90%，国内线收入占比 66.75%，以国内航线支撑国际，实现国内国际航线均衡发展；深耕首都机场，枢纽布局四角菱形网络，区位优势显著；两仓客流占比最高，客流结构奠定航线优势。

- **深耕首都机场，四角菱形均衡布局优质航线。**国航在首都机场市场份额为 47%高居榜首，航线网络搭建较为均衡；我们预计 17 年首都机场旅客吞吐量增速有望达 4.7%，首都机场区位优势为公司客运业务提供有力支撑；我们预计首都机场将有 30%时刻资源在 19 年后逐步释放。相对于新机场，短期内首都机场更具区位优势，有利于国航进一步提高京沪等优质航线的市场份额；四角菱形布局辐射全国，国航在深圳、成都的市占率均居榜首，积极渗透拓展上海市场份额。
- **供需改善构筑护城河，国内航线有望量价齐升。**我们预计 17 年国航国内线 ASK 增速 5.5%，RPK 增速 7.5%，RPK-ASK 差值有望达 2%，供需结构持续改善；国内线票价出现分化：一线城市间航线表现为稳中有升，二、三线城市竞争激烈面临降价压力；受益于一线城市航线高份额，自 2013 年以来国航对东航、南航领先优势由 3%扩大为 7.5%；需求增长推动票价市场化，高铁票价改革或成为先导。
- **先发优势布局国际航线，受益欧洲航线复苏提振业绩。**截止 16 年公司在欧洲和北美航线市场占比分别为 22.9%、20.2%，和汉莎航空联营后在中欧航线占比达 40%。目前欧洲、北美航权已释放完全，国航存量优势将进一步显现；欧洲航线复苏引领业绩增长，我们估算中欧航线 Q3 有望贡献 3.6 亿营收增量；我们预计 2017 年国航国际线 ASK 增速 15%，RPK 增速 16%，国际线 RPK-ASK 差值 1pct，供需结构持续改善，客座率明显提高。和汉莎航空联营合作，我们预计 17 年中欧航线 RPK 增速 16.4%，国航在联营航线票价存在 15%~20%的调整空间。
- **油价低位徘徊利空出尽，汇兑整体稳定利好业绩。**我们预计国航 17 年燃油成本增加 53.2 亿元，同比增长 24.2%，主要因为 16Q1 基数处历史低位；我们预计 2017 年国航汇兑损失 6.01 亿元，17 年净利润对人民币贬值敏感性同比下降 36.2%；油价、汇率影响减弱，供需结构成为基本面主导因素。
- **盈利预测和投资建议：**我们预测公司 2017-19 年实现营业收入 1262.3、1373.1、1491.5 亿元，同比增长 10.8%、8.8%、8.6%，归属于母公司净利润为 91.2、94、97.4 亿元，同比增长 33.8%、3.2%、3.5%，对应的每股收益 EPS 分别为 1.23、0.55、0.56 元，给予 10.9-11.0 元目标价，对应 2017 年 15.9XPE。**公司作为民用航空龙头标的，油价汇率影响减弱，供需结构成为基本面主导因素，国内航线有望量价齐升，受益欧洲航线复苏提振国际线业绩。首次覆盖给予“增持”评级。**

风险提示

- **地缘政治紧张**

世界原油产地大部分集中在中东地区。地缘政治紧张、战争和地区

冲突将大幅推高油价。原油短期价格波动与此地区的局势一直联系非常紧密，以往几次石油价格的剧烈波动都源于中东地缘政治问题。航油为最大的营运成本占比 25.2%，公司业绩受航油价格波动的影响较大。根据 2016 年公司年报，平均航油价格上升或下降 5%，航油成本将上升或下降约 10.99 亿元。

- **恐怖袭击等突发事件**

受 2015 年 11 月以来欧洲系列暴恐袭击的影响，出境游特别是欧洲周边旅游影响较大，2016 年出境游人数同比增速降为 1.7%，营业收入同比减少了 11.28%，恐怖袭击等突发事件成为影响公司业绩的重要风险。

图表 40：财务报表摘要

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	**108,929**	**113,964**	**126,230**	**137,313**	**149,152**
营业成本	83,695	87,203	100,860	110,478	120,944
毛利率	23.17%	23.48%	20.10%	19.54%	18.91%
营业税金及附加	274	294	316	343	373
营业费用	6,148	5,595	5,933	6,248	6,712
营业费用率	5.64%	4.91%	4.70%	4.55%	4.50%
管理费用	4,024	4,032	4,229	4,531	4,773
管理费用率	3.69%	3.54%	3.35%	3.30%	3.20%
财务费用	7,949	7,494	3,165	3,622	3,774
财务费用率	7.30%	6.58%	2.51%	2.64%	2.53%
投资收益	1,676	88	867	877	877
营业利润	**8,340**	**9,181**	**12,600**	**12,972**	**13,458**
营业利润率	7.66%	8.06%	9.98%	9.45%	9.02%
营业外收入	1,160	1,155	1,115	1,174	1,151
营业外支出	456	116	248	246	267
利润总额	**9,043**	**10,219**	**13,467**	**13,900**	**14,342**
所得税	1,823	2,456	3,367	3,475	3,586
所得税率	20.16%	24.03%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	446	950	984	1,021	1,020
归属于母公司股东的净利润	**6,774**	**6,814**	**9,116**	**9,404**	**9,736**
净利率	6.22%	5.98%	7.22%	6.85%	6.53%
每股收益(元)	**0.47**	**0.47**	**0.63**	**0.65**	**0.67**

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
货币资金	7,793	7,322	25,246	27,463	35,932
存货	1,731	1,681	2,017	2,210	2,419
应收账款	3,661	3,286	3,872	4,175	4,607
其他流动资产	6,342	7,033	7,219	7,586	7,968
流动资产	19,528	19,322	38,354	41,433	50,926
固定资产	149,267	148,910	159,195	168,678	177,742
长期股权投资	12,451	15,169	16,169	17,169	18,169
无形资产	4,169	4,252	4,252	4,252	4,252
其他长期资产	28,288	36,475	36,854	37,258	37,716
非流动资产	194,176	204,806	216,470	227,358	237,879
资产总计	213,704	224,128	254,823	268,791	288,806
短期借款	3,056	14,489	21,698	22,755	20,000
应付账款	11,747	11,776	14,120	14,694	16,932
其他流动负债	35,758	37,924	37,450	35,966	42,765
流动负债	50,561	64,188	73,269	73,415	79,697
长期负债	30,794	12,835	15,335	17,835	20,335
其他长期负债	65,753	70,631	71,908	75,343	78,643
非流动性负债	96,548	83,466	87,243	93,178	98,978
负债合计	147,108	147,655	160,512	166,593	178,675
股本	13,085	13,085	14,525	14,525	14,525
资本公积	16,510	16,510	26,270	26,270	26,270
股东权益合计	65,473	70,872	88,663	95,529	102,441
少数股东权益	6,775	7,597	8,581	9,602	10,622
负债股东权益总计	213,704	224,128	254,823	268,791	288,806

现金流量表（百万元）	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
归属于母公司股东的净利润	6,774	6,814	9,116	9,404	9,736
少数股东损益	446	950	984	1,021	1,020
折旧和摊销	13,053	13,509	9,735	10,536	10,936
营运资金变动	4,913	1,770	-986	1,476	3,264
其他	6,322	7,508	1,355	2,740	2,891
经营现金流	**31,509**	**30,550**	**20,204**	**25,177**	**27,848**
资本支出	-7,625	-20,635	-20,000	-20,000	-20,000
投资收益	781	628	867	877	877
资产变卖	325	151	0	0	0
投资现金流	**-6,581**	**-19,208**	**-20,277**	**-20,292**	**-20,326**
发行股票	0	0	11,200	0	0
负债变化	19,338	37,919	12,486	3,493	7,545
股息支出	-3,977	-4,946	-2,525	-2,539	-2,824
其他	-36,126	-38,643	-3,165	-3,622	-3,774
融资现金流	**-20,765**	**-5,671**	**17,996**	**-2,669**	**947**
现金净增加额	**4,163**	**5,672**	**17,924**	**2,217**	**8,470**

盈利预测分析	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
成长性指标					
营业收入增长率(%)	3.9	4.6	10.8	8.8	8.6
净利润增长率(%)	79.1	0.6	33.8	3.2	3.5
盈利能力指标					
毛利率(%)	23.2	23.5	20.1	19.5	18.9
EBIT Margin(%)	13.6	14.8	11.8	11.4	11.0
EBITDA Margin(%)	25.6	26.6	19.5	19.1	18.3
净利率(%)	6.2	6.0	7.2	6.8	6.5
PEG	0.3	36.1	0.5	4.9	4.2
偿债能力指标					
资产负债率(%)	68.8	65.9	63.0	62.0	61.9
流动比率	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
估值指标					
净资产收益率(%)	10.3	9.6	10.3	9.8	9.5
P/E(倍)	20.4	21.3	15.9	15.4	14.9
P/B(倍)	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4

来源：中泰证券研究所

备注：2017年净利润增长率较高的原因是受汇率损失、油价成本和国泰投资收益的影响，2016年净利润基数较低。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。