

中国国航 (601111.SH) 航空运输行业

评级：买入 上调评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 7.04 元
 目标价格 (人民币): 9.36-10.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	8,522.07
流通港股(百万股)	4,562.68
总市值(百万元)	91,985.80
年内股价最高最低(元)	15.31/6.14
沪深 300 指数	3106.32
上证指数	2905.55



北京复合枢纽最大受益者，国际航线具备全球竞争力

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.523	0.719	0.773	0.830
每股净资产(元)	4.15	4.57	5.73	6.50	7.33
每股经营性现金流(元)	1.34	2.43	1.77	2.15	2.25
市盈率(倍)	26.69	16.41	9.79	9.11	8.48
行业优化市盈率(倍)	56.53	75.17	58.97	58.97	58.97
净利润增长率(%)	12.92%	77.98%	37.55%	7.50%	7.39%
净资产收益率(%)	7.07%	11.44%	12.56%	11.89%	11.33%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	13,084.75	13,084.75	13,084.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益出境游进入上升通道，中国民航市场仍有巨大潜力：**2015 年我国出境游延续火爆状态，2015 年中国自由行出境人次达到 8000 万，平均消费 11624 元，同比增长 24.1%。中国民航 2015 年 RPK 同比增长 14.8%，其中国际 RPK 同比增长 30.2%。人均收入保持增长、消费逐步升级成为助推中国航空市场需求的驱动力，预计未来 3 年我国国际航空市场仍有年均 20% 左右的复合增速。预计“十三五”中国民航飞机增速 9%，满足需求增长。
- **深耕北京复合枢纽近 10 年，搭建具有全球竞争力的国际航线。**公司从 2003 年开始提出建设北京枢纽，2006 年正式建设北京复合枢纽（2015 年首都国际机场旅客吞吐量 8994 万人次，公司占比 47%），2009 年开始建设成都区域航空枢纽，构建完善的国内国际航线网络。公司大力集中投放国际运力，积极开拓国际航线，2015 年国际航线 ASK 增长 18.9%，2016 年一季度增长 30%。2015 年公司在中美太平洋航线运力首次超过美联航（UA），使用更经济高效的 B777-300ER 机型，在 2014 年实现全面盈利。目前两舱票价直逼美联航、德国汉莎等顶级航空公司，体现了强大竞争实力。
- **北京是亚太最佳中转航空枢纽，促使公司盈利能力一直领先于竞争对手。**作为复合枢纽，从北京中转飞欧美绕航率最低，最经济。北京是全国政治、文化、教育、医疗中心，各大企事业单位和外国使馆所在地。得北京者得天下，公司长期保持 20% 左右的高毛利率水平，客运单位收益和单位成本相比东航南航优势明显，体现了稳定强大的盈利能力。随着前期中国民航国际投放运力的逐步消化，国际航线的客座率/票价有望逐步回升，预计 2016 年全年客运收入 1044 亿元，同比增长 7.6%，其中国际客运收入预期增长 14.7%。
- **低油价稳汇率双驱动，成本费用端改善明显：**预计 2016 年航油平均价格同比仍有较大降幅，国内航油出厂价一季度同比下降约 35%，5 月份同比依然下降 26.5%，将进一步节省航空油料成本。公司一季度带息美元负债比例从 73% 已下降到 67%，对汇率波动的敏感性下降。随着美联储加息日期的延后，以及英国脱欧概率的大幅下降，预计今年人民币大概率企稳，贬值空间有限，相比去年财务费用将有显著改善，公司的股价压制因素基本消除。

投资建议

- 我们看好中国国际航空客运市场的潜在巨大需求，公司具有领跑同行业的强大盈利能力，公司均衡的国内国际航线网络构筑其核心竞争力。预计公司

相关报告

1. 《汇兑损失压制业绩，直销收入比重达到 30%-中国国航公司点评》，2016.3.31
2. 《降成本提收益盈利增 7 倍，短期股价超跌-中国国航业绩点评》，2015.8.28

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003
 (8610)66216815
 subaoliang@gjzq.com.cn

2016/2017 年 EPS 为 0.72 元/0.77 元。给予公司 2016 年 14 倍 P/E，对应目标价 10.08 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 地缘政治风险；油价大涨风险；人民币大幅贬值风险。

内容目录

唯一载旗民航，中国航空业领头羊.....	5
航线分布广泛，盈利能力常年领先	5
股权结构.....	5
受益出境游行业进入上升通道，民航客运市场潜力巨大供不应求	6
出境游爆发式增长，航空业景气度上行	6
人均收入提升支撑长期发展，民航客运需求持续增长	7
中国国航：极具全球竞争力的国际航空公司	8
整体机队运力预计平稳上升，结构实质性优化	8
国际航线需求旺盛，客运收入增长可期	9
深化枢纽建设，垄断竞争优势保持高利润率	11
深耕区位核心枢纽，“卡位”抢占资源	11
北京成都双枢纽独到优势驱动高盈利	12
低油价稳汇率双驱动，成本端改善显著	15
低油价逻辑持续，继续利好公司成本端	15
人民币企稳、降低美元带息负债比例改善财务费用	16
“提直降代”推进迅速，销售费用下降明显	17
中国国航净利润和 EPS 对于油价和票价的敏感性分析	18
国内票价和油价的敏感性分析	18
国际票价和油价的敏感性分析	19
盈利预测与估值	21

图表目录

图表 1：国内三大航空公司国内航线客座率	5
图表 2：国内三大航空公司国际航线客座率	5
图表 3：中国国航股权结构	6
图表 4：近年来中国出境旅客爆发式增长	6
图表 5：出境游人均支出快速增长	6
图表 6：2015 年民航国际航线受益 RPK 增幅较大	7
图表 7：2015 年相比 2014 年民航 RPK 国际航线比重上升	7
图表 8：2011-2015 我国人均可支配收入和国际航线人次同步提升	7
图表 9：民航全行业机队飞机数量增长情况	8
图表 10：民航全行业旅客周转量增长情况	8
图表 11：中国国航机队详细情况	8
图表 12：国航两舱收入持续增长	9
图表 13：国航国内航线 ASK 和 RPK 增速	10
图表 14：国航国际航线 ASK 和 RPK 增速	10
图表 15：国航客座率变化情况	10

图表 16:航线票价指数	10
图表 17: 国航供需差和客座率	11
图表 18: 中国国航在三大枢纽机场的时刻份额	11
图表 19: 深化北京枢纽建设, 完善航线网络	12
图表 20: 2015 年我国前十大机场运输量和同比增速	13
图表 21: 上海浦东、虹桥两机场距离遥远	13
图表 22: 成都高铁动车数量远远少于国内其他大中城市	14
图表 23: 2015 年成都机场客流量占四川省比重 (单位: 万人次)	14
图表 24: 国航毛利率长期领先东航和南航	14
图表 25: 国内三大航空公司单位客运收益和单位客运成本比较	14
图表 26: WTI 轻质原油和新加坡航油价格走势 (单位: 美元/桶)	15
图表 27: 国内航油价格走势 (单位: 元/吨)	15
图表 28: 2015 年航油油料成本占比相比 2014 年下降明显	15
图表 29: 国航全年耗油量	16
图表 30: 人民币兑美元汇率波动	17
图表 31: 国内三大航空公司 2015 年带息负债构成	17
图表 32: 国航美元带息负债比例大幅减少	17
图表 33: 中国国航 2016 年国内票价和油价敏感性分析	19
图表 34: 中国国航 2016 年国际票价和油价敏感性分析	20
图表 35: 中国国航盈利预测	21

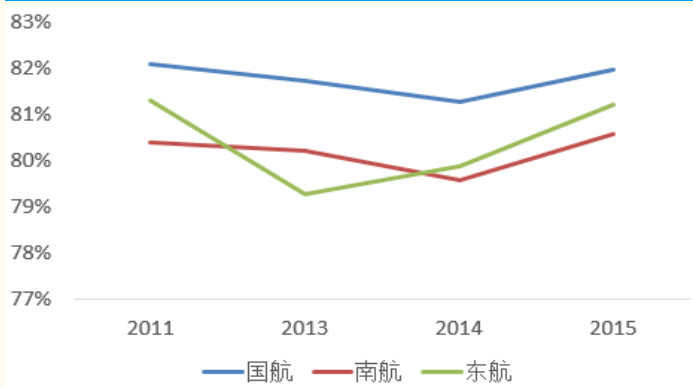
唯一载旗民航，中国航空业领头羊

航线分布广泛，盈利能力常年领先

- 国航成立于 1988 年，总部位于北京，以北京、成都、深圳、上海构成了四边菱形的机场枢纽。作为中国唯一载旗航空公司，公司现已拥有中国最广泛的国际航线、最均衡的国内国际网络——航线网络涵盖约 1,321 个航点及 193 个国家；最庞大、最有价值的客户群体和最强大的品牌影响力——凤凰知音会员达到 3,737 万人；机队更新改造基本完成，是世界上最年轻的机队之一。

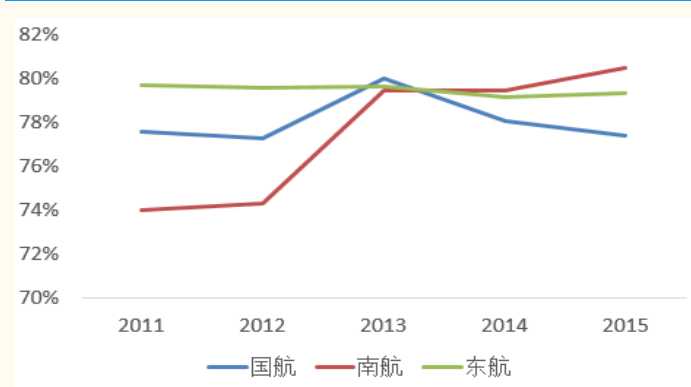
国航盈利能力居同行业领先地位，主营航空业务毛利率一直保持 20% 上下，长期领先南航东航，客座率也在美联航、南航、东航等大型航空公司中位居前列。

图表 1：国内三大航空公司国内航线客座率



来源：wind、国金证券研究所

图表 2：国内三大航空公司国际航线客座率

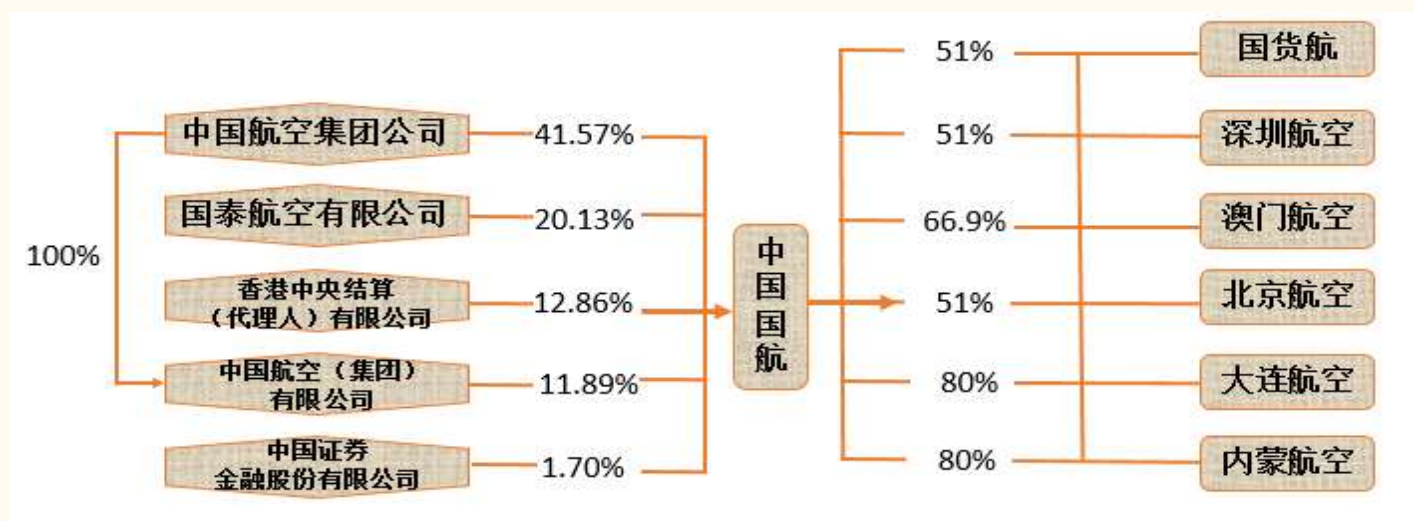


来源：wind、国金证券研究所

股权结构

- 公司目前的控股股东是中国航空集团公司，中国航空集团公司直接和通过其全资子公司中国航空（集团）有限公司共计 53.46% 的股份。公司的实际控制人是国资委。公司还直接和间接控股参股了国货航、深圳航空、澳门航空、北京航空等公司。

图表 3：中国国航股权结构



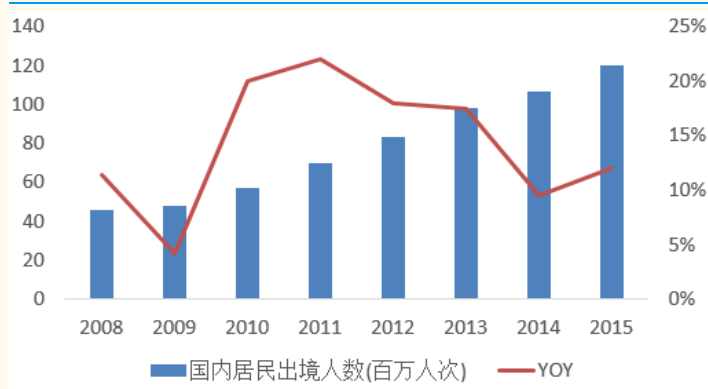
来源：公司公告、国金证券研究所

受益出境游行业进入上升通道，民航客运市场潜力巨大供不应求

出境游爆发式增长，航空业景气度上行

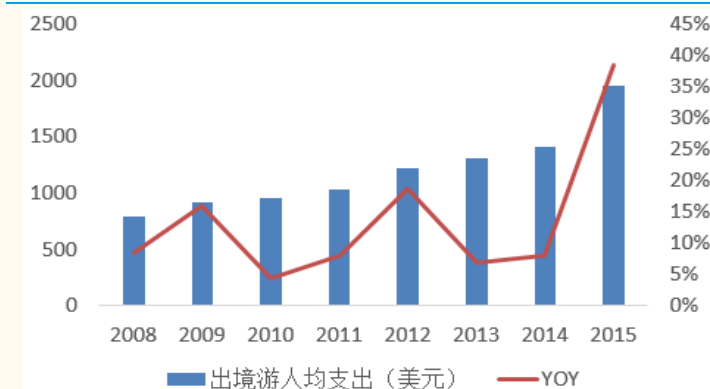
- 2015 年出境游成为航空业发展的主要推动力量，中国的出境旅游人数在年达到 1.2 亿人次，我国出境旅客（含港澳台）同比增长约 12%。受益于此，2015 年中国民航 RPK 同比增长 13.7%，其中国际航线 2015 年同比增幅 30.2%远高于国内航线同比 10.7%的增幅，行业景气呈现上升趋势。

图表 4：近年来中国出境旅客爆发式增长



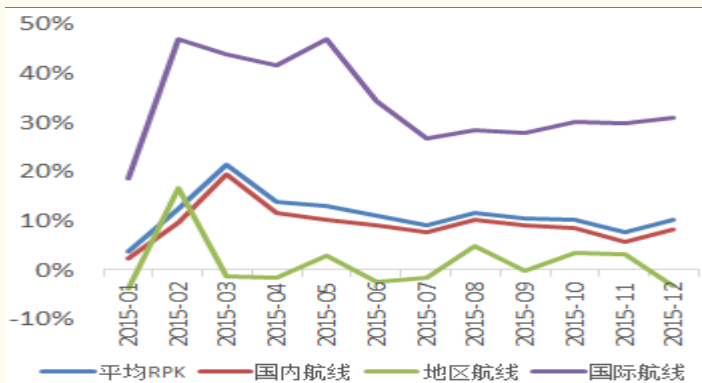
来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 5：出境游人均支出快速增长



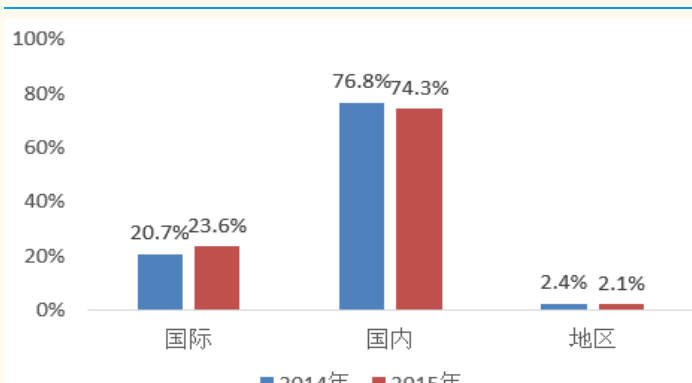
来源：外汇管理局、国金证券研究所

图表 6：2015 年民航国际航线受益 RPK 增幅较大



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：2015 年相比 2014 年民航 RPK 国际航线比重上升



来源：wind、国金证券研究所

- 从日本、韩国等后发国家的经济发展历程来看，即使经济增速换挡、长期经济增长呈“L”型，出境游出于本身的消费属性依然会保持较长时间的抗周期高速增长。我国目前的人均 GDP 在 8000 美元左右，已经进入消费型社会的阈值，出境消费旅游快速增长的趋势短期内不会被扭转。我国当前人均出境次数仍然偏低，未来出境旅游发展的空间较大，预计到 2020 年出境旅游等人数将超过 5 亿人次，年均增速达 35% 左右。

人均收入提升支撑长期发展，民航客运需求持续增长

- 人均收入提升、经济结构转型支撑航空业在中长期保持较高速增长。航空业是典型的强周期行业，与宏观经济周期密切相关，非常容易受到运力增长、需求波动和油价的干扰。汇率油价等因素可以短期影响航空业的发展，而真正支撑航空业在长期发展的是以人均 GDP、人均收入的增长。

虽然中国经济增长放缓，但是受人均收入保持增长、消费逐步升级、中产阶级兴起、经济增长转型、产业结构升级、城镇化推行等因素影响，中国航空市场需求的驱动力依然坚挺，市场潜力巨大。前中国航空运输业尚处于成长期，根据中国民航局预计，到 2020 年我国要满足人均乘机次数 0.47 次、旅客运输量 7 亿人次的市场需求，这就意味着“十三五”期间我国航空市场仍有年均 10% 左右的增长速度。

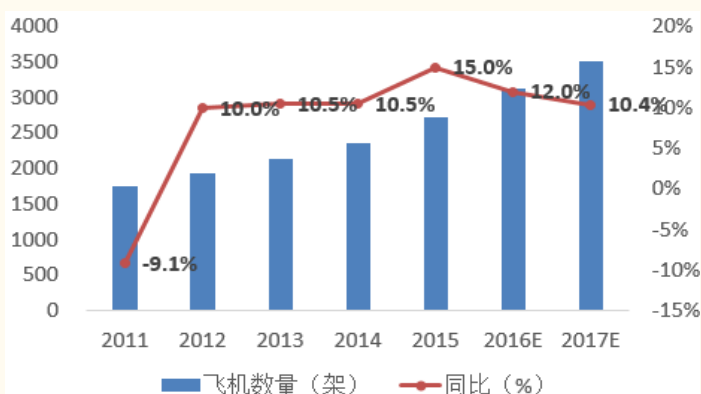
图表 8：2011-2015 我国人均可支配收入和国际航线人次同步提升



来源：wind、民航行业发展统计公告、国金证券研究所

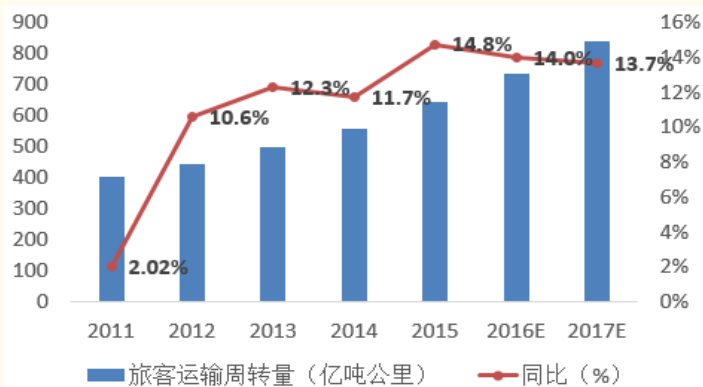
- 民航客运供不应求,市场增长空间巨大。随着中国的经济逐渐转型,消费型社会的到来,民航客运需求预计持续旺盛,尤其是高铁难以替代的国内长航段运输和国际航线蕴含着极大的市场潜力。从过去五年的情况来看,民航全行业飞机增长速度和运力投放速度赶不上民航旅客运输周转量的增长,呈现供不应求的局面。虽然近期几大航空公司加大运力的投放,但在中长期内仍然难以满足客运的需求,预计供不应求的情况仍会持续,民航客运有着极大的增长空间。

图表 9: 民航全行业机队飞机数量增长情况



来源: 中国民航局、国金证券研究所

图表 10: 民航全行业旅客周转量增长情况



来源: 中国民航局、国金证券研究所

中国国航: 极具全球竞争力的国际航空公司

整体机队运力预计平稳上升, 结构实质性优化

- 国航及其子公司目前有飞机 590 架, 平均机龄 6.2 年 (不含湿租飞机), 2016 年将引进 50 架飞机, 预计退出 20 架飞机, 飞机净增长 30 架, 同比增长 5.1%。17-18 年分别引进飞机 48 架、41 架, 净增长的飞机架数预计也在 30 架左右。

公司机队结构优化取得实质性进展, 计划将引进包括 A319、A320、A321、B737-800、A330、B747-8、B777F 等先进机型, 退出 B737-700、737-800、B757、A340, 其中空客 A320 和波音 737 将作为主要的引进机型。

图表 11: 中国国航机队详细情况

	2015 年 12 月 31 日					引进计划		
	小计	自有	融资租赁	经营租赁	平均机龄	2016	2017	2018
客机	567	229	175	163	6.1	50	48	41
其中:								
空客系列	273	101	97	75	5.8	19	18	18
A319	42	26	10	6	9.9	0	0	0
A320/A321	177	63	68	46	5.1	19	17	15
A330	53	11	19	23	4.9	0	0	0
A340	1	1	0	0	16.8	0	0	0
A350	0	0	0	0	-	0	1	3
波音系列	294	128	78	88	6.4	31	30	23
B737	252	104	63	85	6.2	21	21	21
B747	11	9	2	0	8	0	0	0

B757	1	1	0	0	23.4	0	0	0
B777	30	14	13	3	7.3	3	3	0
B787	0	0	0	0	-	7	6	2
货机	15	10	5	0	8.5	0	0	0
B747F	3	3	0	0	13.5	0	0	0
B757F	4	4	0	0	19.4	0	0	0
B777F	8	3	5	0	1.3	0	0	0
公务机	8	1	0	7	4.1	0	0	0
合计	590	240	180	170	6.2	0	0	0

来源：公司公告、国金证券研究所

国际航线需求旺盛，客运收入增长可期

- **积极开拓国际航线，打造全球竞争力。**在出境游市场高温不减带来的国际航线市场的发展机遇背景下，国航以出境游持续升温为契机，加大了对国际长航线的运力集中投放。2015 年国航整体、国内航线和国际航线的 ASK 同比增长 10.95%、7.62%、18.95%。从 2016 年一季度的表现来看，预计全年依然延续这一趋势，全年国际航线 ASK 同比增长 20%，国内增长 7%，整体增速在 11% 左右。

国航在加大国际航线运力投放的基础上，大力开通和拓展国际航线。全年新开国际及地区航线 29 条，包括北京-明斯克-布达佩斯、奥克兰、约翰内斯堡、哈瓦那等，开航数量创历年之最。截至 2015 年底，客运达到国际航线 100 条，地区航线 15 条。北美的市场以航点加密为主，欧洲航线则增开了新的航点，如奥地利、明斯克、布达佩斯。只要油价低于去年同期，国际航线仍能保持不错的盈利状态。预计北美和欧洲两个市场分别 7-8 亿的盈利。

全球航运市场竞争形式出现新的变化，欧美航空公司不断整合，竞争力显著提高。美国航空业从 2009 年以来积极进行横向的重组合并，美国 6 大航空集团合并为 3 家航空集团，新合并成立的 3 大航空集团每家机队规模在 1200 架左右，实力大为增强。新的航空集团不断加大对国际航线的争夺力度，逐步增投太平洋航线运力，中国航空公司受到挤压。在这种激烈的竞争背景下，中国国航逆势而起，2015 年在中美太平洋航线运力首次超过美国联合航空（UA），成为最大的承运人，体现了极强的全球竞争力。同时中国国航的两舱票价直逼美联航、德国汉莎、英航、大陆，品牌竞争力明显提升。由此中国国航两舱收入不断提升占比 16%，成为国际航线盈利的重要保证。

图表 12：国航两舱收入持续增长



来源：公司官网、国金证券研究所

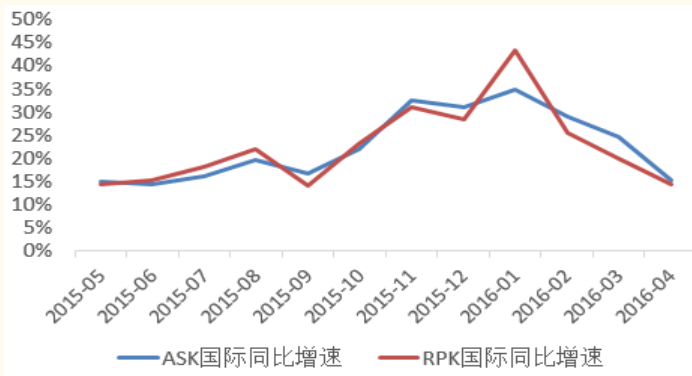
- 国际航线运力集中投放客座率/票价短期承压，供需状况决定回升趋势。受前期运力集中投放的影响，新运力在短期内不能得到有效消化，国际航线表现的尤为明显，ASK 和 RPK 在短期内一直存在供需缺口，供给相对过剩。国际航线运力投入增速快，航段距离拉长，更加快了 ASK 的增长。2016 年一季度营业收入增速 4.38% 远远慢于同期 ASK 11.66% 的增速。

图表 13：国航国内航线 ASK 和 RPK 增速



来源：wind、国金证券研究所

图表 14：国航国际航线 ASK 和 RPK 增速

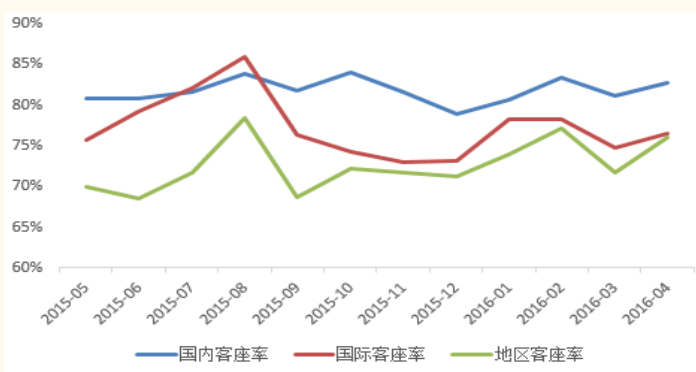


来源：wind、国金证券研究所

从过去几年的情形来看，供需对比决定客座率的变化，RPK 增速与 ASK 增速差值较大时，客座率会有明显上升。客座率代表了产能利用率，飞机和座位的充分利用，不仅带来收入，也实现规模效应，摊薄成本，因此增强了航空公司的抗风险能力。

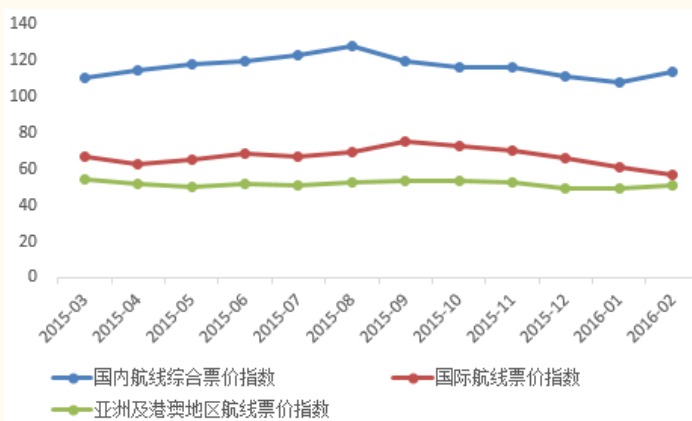
受短期运力供给过剩影响，客座率/票价承压，客座率有一定程度的下降，特别是国际航线票价指数也下降明显。从下半年开始，随着暑期旺季的到来和运力的逐渐消化，供需状况的改变决定了相关指标降幅会逐渐收窄得到回升。随着客座率回升，国航有信心加强票价管理能力，逐步调整票价。随着后期运力投放逐步减速，预计全年国航客运供需实现相对平衡，全年国内航线供需差 (RPK-ASK) -0.5%，国际航线供需差 2% 左右，整体供需差保持在 0.4% 大于去年同期的 0.1%，整体客座率相比 2015 年有上升，提升公司稳定盈利的能力。

图表 15：国航客座率变化情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 16：航线票价指数



来源：wind、国金证券研究所

图表 17: 国航供需差和客座率

	2013	2014	2015	2016E
总量:				
RPK 同比增长	9.4%	9.0%	11.0%	11.6%
ASK 同比增长	8.9%	10.2%	10.9%	11.2%
供需差 (RPK-ASK)	0.5%	-1.3%	0.1%	0.4%
客座率 (%)	80.8%	79.9%	79.9%	80.2%
国内航线:				
RPK 同比增长	9.0%	6.1%	8.5%	6.5%
ASK 同比增长	8.5%	6.7%	7.6%	7.0%
供需差 (RPK-ASK)	0.5%	-0.6%	0.9%	-0.5%
客座率 (%)	81.8%	81.3%	82.0%	81.6%
国际航线:				
RPK 同比增长	10.6%	14.6%	18.0%	22.0%
ASK 同比增长	9.8%	17.5%	18.9%	20.0%
供需差 (RPK-ASK)	0.8%	-2.9%	-1.0%	2.0%
客座率 (%)	80.0%	78.1%	77.4%	78.7%

来源: 国金证券研究所

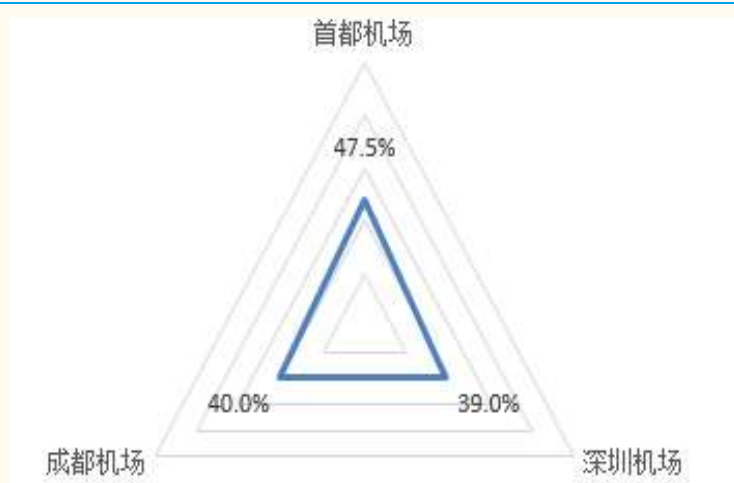
- **国际航线需求旺盛持续，以价换量客运收入增长可期。**预期受运力投放和国际经济等因素影响，2016 年国际航线单位 RPK 收益降幅 6%左右，国内航线 RPK 收益降幅在 1%左右。公司以价保量，全年国际航线客运需求延续前几年的趋势旺盛不减，预计国际航线 RPK 增长 22%，带动整体航线 RPK 增长 11.6%，实现客运收入 1048 亿元，相比 2015 年达到 7.96%较大幅度的增长。

深化枢纽建设，垄断竞争优势保持高利润率

深耕区位优势核心枢纽，“卡位”抢占资源

- 所谓“卡位”其实就是航空公司在时刻、机场枢纽、航权等稀缺资源实现垄断优势，从而实现超额收益。目前全国前十大机场中，国航在北京首都机场、深圳宝安机场、成都双流机场都拥有绝对的竞争优势，首都国际机场在时刻资源相对紧张的情况下，依然给国航增加了 12 个时刻。目前，国航在首都机场时刻份额 47%，成都时刻份额 40%，已经形成了以北京为复合枢纽、上海为门户枢纽、成都为国内枢纽的战略格局。

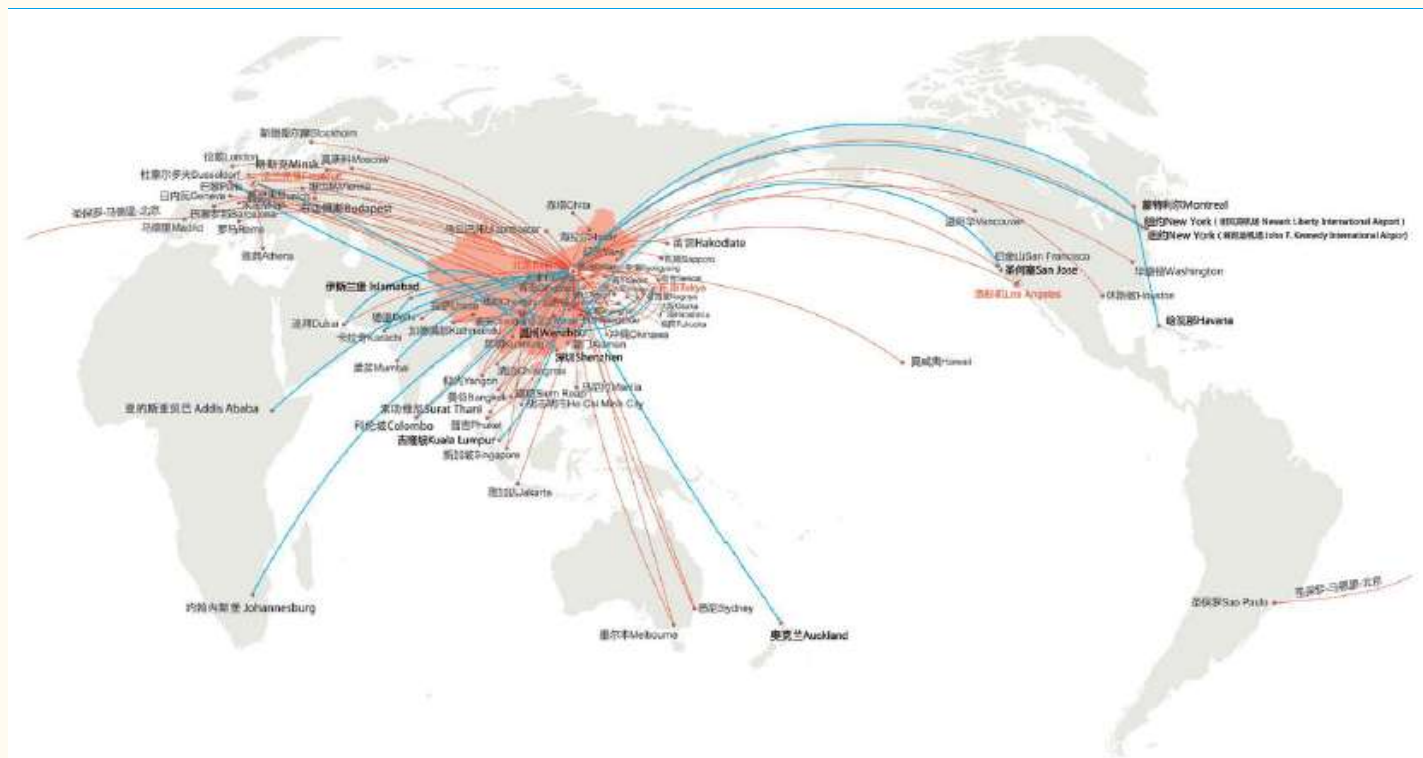
图表 18: 中国国航在三大枢纽机场的时刻份额



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 国航围绕各个区域的核心枢纽，不断完善航线网络。
- 北京枢纽：新开（含调整）13 条国际及地区航线；加密北京-纽约、温哥华、杜塞尔多夫和悉尼等远程国际干线每周可衔接起止航点对数增加 206 个，达到 5500 个。中转联程旅客达到 553.2 万人，同比增长 13.3%。
- 成都枢纽：新开（含调整）成都-科伦坡、巴黎和大理等 17 条航线，将成都-法兰克福、新加坡航线分别延伸至兰州、银川，加密成都-上海、贵阳等国内航线，国际及地区航线达到 12 条。
- 上海枢纽：新开上海-哈尔滨、福州等 5 条国内航线，将北京-上海-墨尔本等中转航线调整为上海始发直飞，新增悉尼、墨尔本经上海至欧洲国际转国际行李直挂业务，国际及地区航线共计 13 条。

图表 19：深化北京枢纽建设，完善航线网络



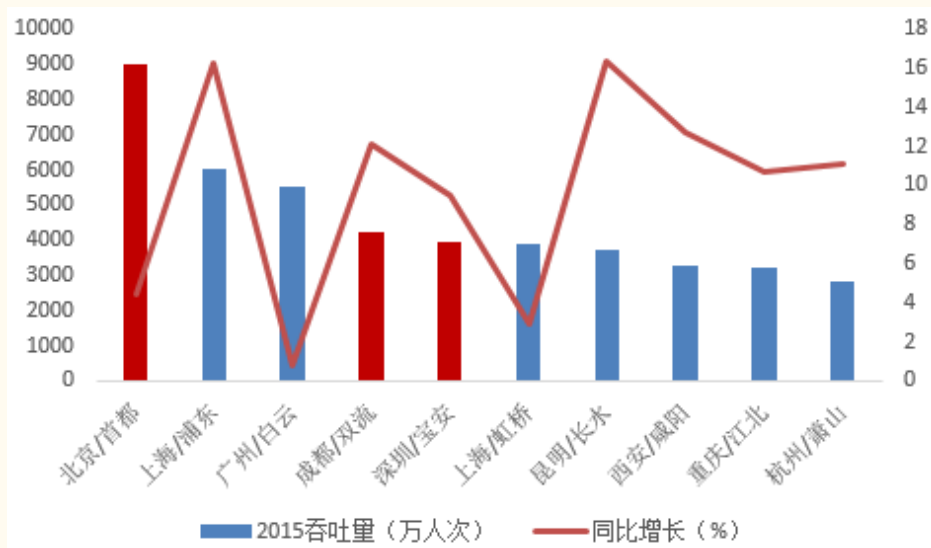
来源：公司官网、国金证券研究所

北京成都双枢纽独到优势驱动高盈利

- 从行业格局来看，全国几个区域中心枢纽，国航在北京、成都有优势，东航坐拥上海，南航占据广州。两个区位优势驱动国航的发展，同时它们所具有的独特区位优势也推高了国航的盈利水平，使得长期保持较高的利润率水平。

北京是中央各政府机关和众多大公司总部的所在地，是著名的旅游胜地，事实上也是和上海地位齐平的经济中心。随着中国城市竞争格局的变化，广州逐步被北京上海拉开距离，2015 年广州白云机场的的客运吞吐量被上海浦东机场超过，而上海有两个机场。从国内外航线换乘来看，北京的国内外航班都被安排在首都国际机场，至多只是在不同的航站楼的距离，摆渡全过程最多只要 2 个小时。而上海的国内外航班则分别在虹桥、浦东两个机场，高铁站也在虹桥，两者相距 54 公里，摆渡全过程要 4 个小时。人们到北京公务、旅游、出境等需求，使得首都国际机场一直保持客运吞吐量全球第二全国第一的水平。

图表 20：2015 年我国前十大机场运输量和同比增速



来源：wind、国金证券研究所

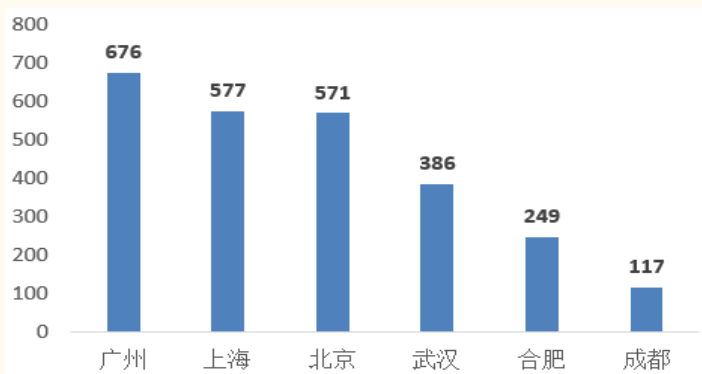
图表 21：上海浦东、虹桥两机场距离遥远



来源：搜狗地图、国金证券研究所

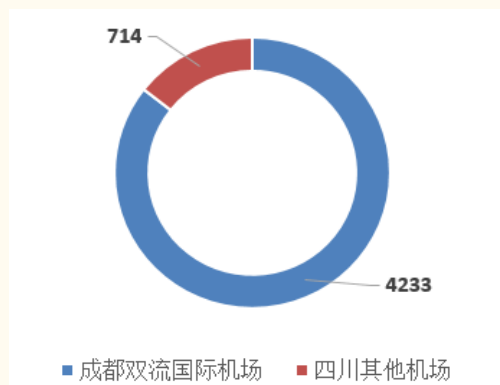
成都是中国西南的经济中心，“蜀道难于上青天”，公路和铁路的不便推动了对航空运输的需求。2015 年成都出境游客流增长 94%，远超北上广的 71%、70%、65%。成都在省内的高首位度也垄断了省内的民航客流量，成都机场的客运量占到了四川省整个民航客运量的 85%。而南京、杭州等其他二线城市因为离上海太近，很多省内客流流向上海。成都拥有的世界五百强数量超过广州，大型国际会议不断，依然蕴含着很多值得挖掘的航空运输需求。

图表 22：成都高铁动车数量远远少于国内其他大中城市



来源：12306 铁路购票平台、国金证券研究所

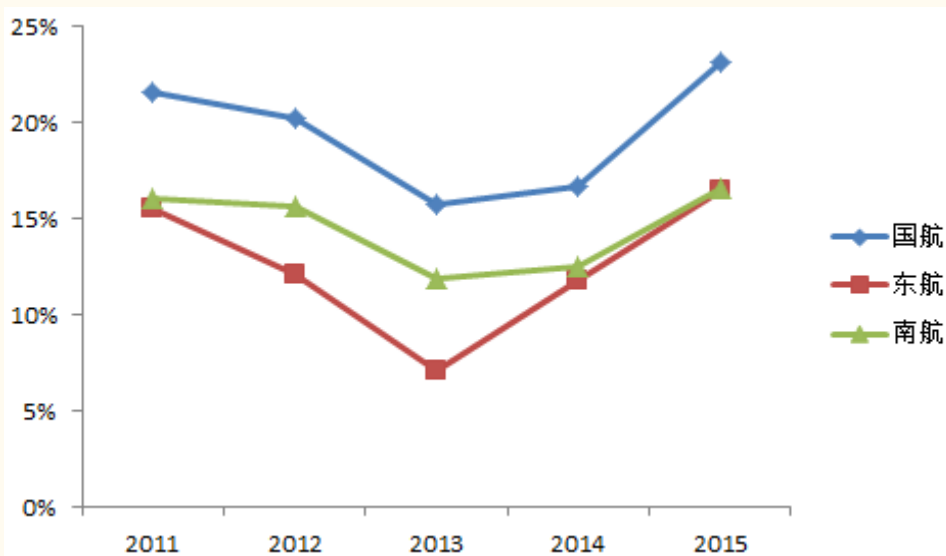
图表 23：2015 年成都机场客流量占四川省比重（单位：万人次）



来源：中国民航局、国金证券研究所

- 在中国首都北京和西南中心成都两个区位独特的中心机场枢纽的推动下，国航垄断优势竞争资源，保持了较高的利润率，毛利率常年在 20% 上下，盈利能力较强。客运单位收入长期居于三大航首位，客运单位成本也保持在较低水平，低于同时在上海两个机场重点安排航班的东航。

图表 24：国航毛利率长期领先东航和南航



来源：wind、国金证券研究所

图表 25：国内三大航空公司单位客运收益和单位客运成本比较

	2011	2012	2013	2014	2015
单位收入客公里 (元/RPK)					
国航	0.6986	0.6880	0.6161	0.6043	0.5653
南航	0.6854	0.6770	0.5948	0.5830	0.5287
东航	0.6927	0.6572	0.6036	0.5850	0.5357
单位成本可用座位公里 (元/ASK)					
国航	0.5060	0.5005	0.4704	0.4537	0.3896
南航	0.5094	0.5068	0.4661	0.4535	0.3878

东航	0.5508	0.5464	0.5283	0.4960	0.4244
----	--------	--------	--------	--------	--------

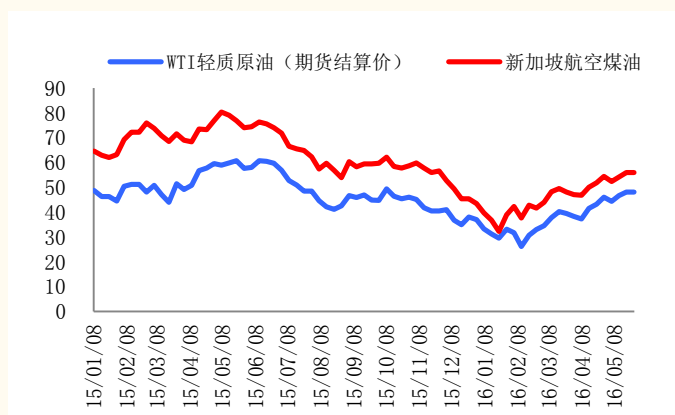
来源：国金证券研究所

低油价稳汇率双驱动，成本端改善显著

低油价逻辑持续，继续利好公司成本端

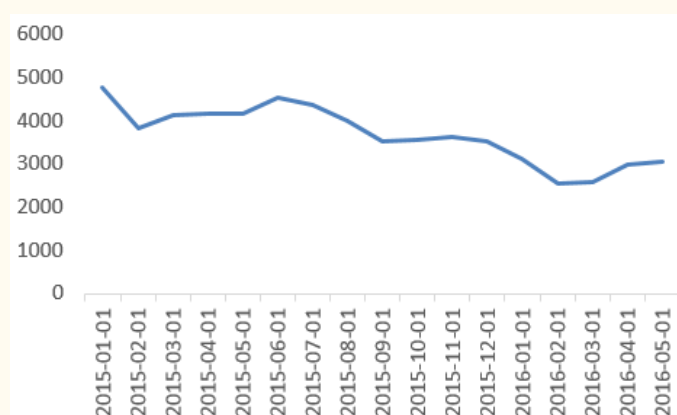
- 油价大幅下跌，公司节省大量燃油成本。2015 年新加坡航油价格同比下降 42%，2016 年 1 季度同比下降 38.5%。受国际油价延续下跌趋势的影响，一季度国内航空煤油出厂价降至 2755 元/吨，下降约 35%。航油价格的大幅下降明显改善了公司的成本端，2015 年公司航空油料成本同比减少 105 亿元，减少 30.40%，对成本的占比从 2014 年的 39.3% 下降到 2015 年的 28.7%，由此节省 2015 年总成本同比降低 4.76%。每可用座位公里的营业成本为 0.3896 元，同比下降 14.16%。

图表 26：WTI 轻质原油和新加坡航油价格走势（单位：美元/桶）



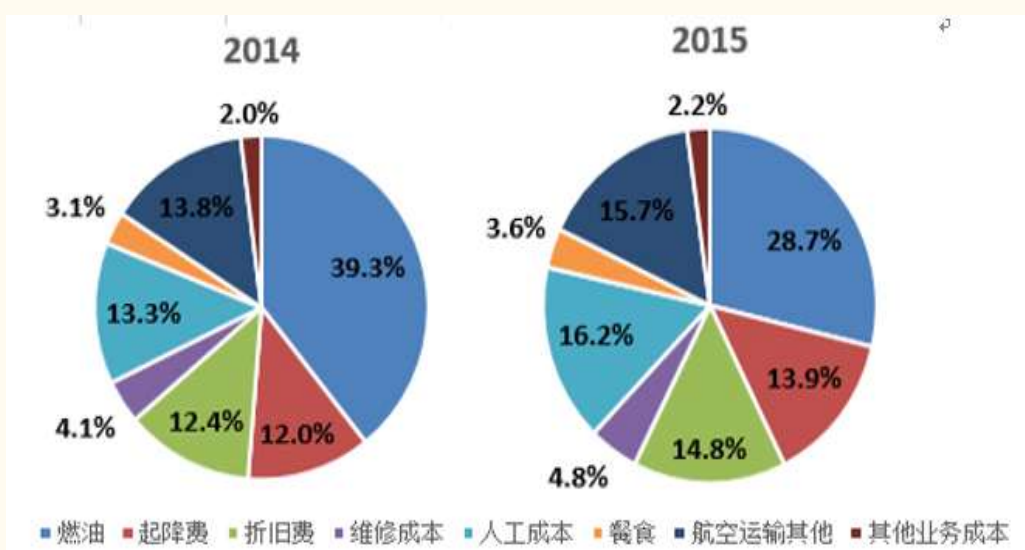
来源：wind、国金证券研究所

图表 27：国内航油价格走势（单位：元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

图表 28：2015 年航油油料成本占比相比 2014 年下降明显

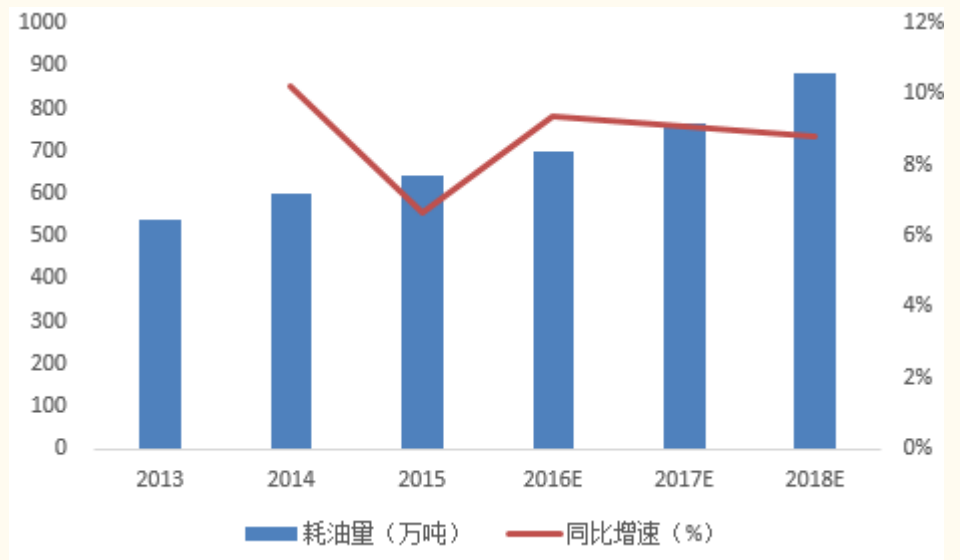


来源：公司公告、国金证券研究所

- 油价延续低位运行，创造利润增长更大空间。二季度国际油价快速上升，预计已透支下半年涨幅。预计本年油价大概率一季度见底，下半年缓慢爬

升至 50 美元/桶左右，但超过 50 美元/桶，将缺乏基本面的支撑。预计今年全年平均油价在 45-55 美元/桶之间，大概率低于 2015 年平均油价，同比依然下降 10%-15%，航空公司的盈利能力将会进一步得到改善。2016 年中国国航用油量预计从 15 年的 640 万吨上升至 700 万吨，根据 2016 年油价敏感性测试，航油价格每下降 1%，将会为国航平均节省成本约 3.46 亿元。

图表 29：国航全年耗油量

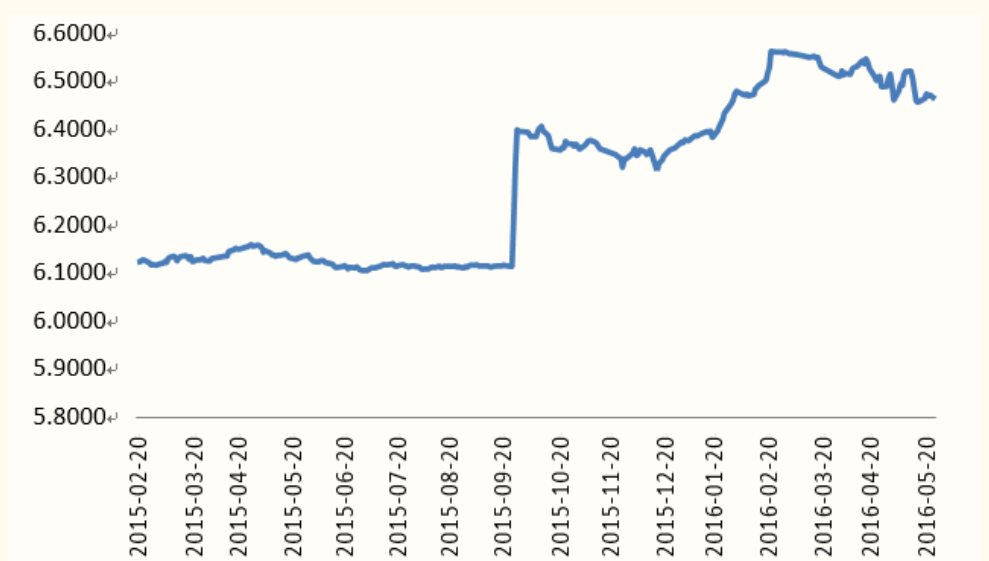


来源：公司资料、国金证券研究所

人民币企稳、降低美元带息负债比例改善财务费用

- **人民币币值企稳，财务费用改善。**2015 年人民币兑美元大幅贬值 6%，国内三大航空公司由于美元带息负债比例较大，都遭受了很大的汇兑损失，其中国航汇兑净损失同比增加 47.96 亿元。进入 2016 年汇率相对稳定，2016 年一季度末美元兑人民币中间价 6.4612，人民币升值以后，带来汇兑净收益 2.24 亿元，同比增长 160.07%，公司财务费用大幅下降 44.39% 至 6.16 亿元。预计 2016 年人民币汇率在上半年会继续维持稳定，下半年如果美联储加息后人民币有贬值风险，但大幅贬值概率小，预计贬值 1% 左右。根据汇率变动敏感性，人民币/美元汇率变动 1%，净利润变动 5.3 亿元，相比 15 年的汇兑损失，财务费用大为改善。

图表 30：人民币兑美元汇率波动



来源：wind、国金证券研究所

图表 31：国内三大航空公司 2015 年带息负债构成

	国航		东航		南航	
人民币 (百万元)	2015 年 12 月 31 日	占比 (%)	2015 年 12 月 31 日	占比 (%)	2015 年 12 月 31 日	占比 (%)
美元	76468	73.49%	87227	73.30%	62592	61.54%
人民币	24471	23.52%	31773	26.70%	31742	31.21%
其他	3118	3.00%			7376	7.25%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **主动降低美元负债比例规避汇兑风险。**针对可能存在的汇率风险，三大航都主动采取措施优化了债务结构，针对美元汇率走高的情况及时缩减了美元贷款规模，国航 2016 年一季度相比 2015 年美元带息负债的比例大幅降低 6% 左右以降低汇率风险和汇兑损失，争取继续保持成本优势。公司现在的飞行融资多采用人民币债券，利息仅为 3%，资本成本极具优势，由于国航的巨大品牌影响力，人民币融资渠道十分畅通。

图表 32：国航美元带息负债比例大幅减少

人民币 (百万元)	2015 年 12 月 31 日	占比 (%)	2016 年 3 月 31 日	占比 (%)
美元	76468	73.49%	72570	67.31%
人民币	24471	23.52%	32920	30.53%
其他	3118	3.00%	2332	2.16%

来源：公司公告、国金证券研究所

“提直降代”推进迅速，销售费用下降明显

- 公司通过加强直销渠道建设，目前直销比重大幅增长至 30% 左右，代理费用支出相应降低。受益“提直降代”，公司销售费用持续下降，2016 年一季度公司销售费用同比下降 13.69% 至 14.53 亿元。与此同时，公司直销收入大幅提升，一季度直销收入达到 60.6 亿元，同比增长 51.9%；直销收

入占比达到 37.8%,同比提升 11.9pts。预计公司会进一步受益,持续节省销售费用和提升直销收入。

中国国航净利润和 EPS 对于油价和票价的敏感性分析

国内票价和油价的敏感性分析

敏感性分析的假设条件符合公司 2016 全年计划。2016 年中国国航将引进 50 架飞机(其中 40 架窄体机,10 架宽体机),预计退出 20 架飞机,飞机净增长 30 架,同比增长 5.1%。假设 2016 年公司国内 ASK 增速 7%,国际 ASK 增速 20%。随着下半年不断消化前期投放的运力,客座率缓慢回升,预计国航国际航线 RPK 同比增长 22%,国内 RPK 同比增长 6.5%。公司航空货运业务仅占总营业收入的 7.9%,对于公司的影响不大。

从敏感性分析的单变量角度来看,油价依然是影响公司盈利的一个主要因素。2015 年航油成本占公司总营业成本 28.73%,预计 2016 年由于国际油价下跌,航油成本占总成本比重会继续下降。去年全年航空煤油国内出厂平均价在 4000 元/吨,预计今年全年平均出厂价同比去年波动在下降 15%到上升 10%之间。即对于公司航油总成本的影响区间为下降 15%至上升 10%。在票价不变的情况下,2016 年中国国航航油总成本下降 15%与增长 10%将影响公司净利润 70 亿人民币左右,票价不变时油价最差与最好情形对于公司 EPS 的影响为 0.46 元/股,可见油价是一个非常重要的变量。

对于 2016 年国内票价,在油价不变的情况下,票价的提高和降低将影响中国国航 34 亿元净利润。最差与最好情况对于 EPS 的影响为 0.30 元/股左右。考虑到暑期航空旺季的到来,随着客座率回升,国航有信心实施票价管理提升票价,预计全年国内票价降幅收窄最终降幅 1.5%左右。

从净利润增速上来看,假设全年油价均价同比下降 10%-15%之间,国内票价同比下降不超过 3%,公司净利润就能保证达到 30%以上的增长。

图表 33：中国国航 2016 年国内票价和油价敏感性分析

假设条件	单位 RPK 收益 (元)	2016 国际航线	0.4627
		2015 国内航线	0.5891
		2016 港澳台航线	0.7611
RPK (万座公 里)		2016 国际航线	6,849,958
		2016 国内航线	11,570,564
		2016 港澳台航线	737,980
客座率 (%)		2016 国际航线	78.7%
		2016 国内航线	81.6%
		2016 港澳台航线	73.0%
ASK (万座公 里)		2016 国际航线	8,702,998
		2016 国内航线	14,181,079
		2016 港澳台航线	1,011,225
主营及辅助成本		2015 年航油成本 (万元)	2,404,261
		2016 年除航油成本外其他主营业务成本及辅助业务成本 和 (万元)	8,120,185
货运收入		2016 年货运收入 (万元)	832,078
敏感性分析变 量	增速 (%)	2016 年航油成本增长率	
		2016 年国内票价 (单位 RPK) 增长率	

国内票价增长率 净利润 (亿元) 油价总成本增长率	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%
-15%	101.12	107.93	114.75	121.56	128.38	135.20
-10%	89.09	95.91	102.73	109.54	116.36	123.18
-5%	77.07	83.89	90.71	97.52	104.34	111.15
0%	65.05	71.87	78.68	85.50	92.32	99.13
5%	53.03	59.85	66.66	73.48	80.30	87.11
10%	41.01	47.83	54.64	61.46	68.27	75.09

国内票价增长率 EPS 油价总成本增长率	-3%	-1.5%	-1%	1%	1.5%	3%
-15%	0.77	0.82	0.88	0.93	0.98	1.03
-10%	0.68	0.73	0.79	0.84	0.89	0.94
-5%	0.59	0.64	0.69	0.75	0.80	0.85
0%	0.50	0.55	0.60	0.65	0.71	0.76
5%	0.41	0.46	0.51	0.56	0.61	0.67
10%	0.31	0.37	0.42	0.47	0.52	0.57

来源：国金证券研究所

国际票价和油价的敏感性分析

从单变量的角度来看，在固定油价总成本不变的条件下，票价变化的最坏和最好情形对于净利润影响差为 60 亿元左右。对于每个可能的油价增长率，公司国际票价增速变化对于公司净利润的影响小于国内票价的变化影响。主要原因

在于国内航线收入占公司总营业收入的 66%，国际航线为 28%，因此国内航线的票价对于公司是更重要的变量。

2016 年 1 月份和春运期间，总 ASK 运力同比增长 11%，国际航线同比增长 30%，目前公司在 2015 年底和 2016 年一季度集中投放运力，春运结束后票价直接跳水，预计 2016 年国际航线的票价降幅 4%-6%之间，对于油价不变的情况下，公司依然能够保持 70 亿元左右的净利润。

从双变量敏感性分析来看，在国内票价与其他情况不变的条件下，最差情形即国际航线遇冷使票价降低 6%同时航油总成本增长 10%，中国国航净利润依然可以达到 47.25 亿元左右的净利润，EPS 为 0.36 元/股。

图表 34：中国国航 2016 年国际票价和油价敏感性分析

假设条件	单位 RPK 收益 (元)	2015 国际航线	0.4922
		2016 国内航线	0.5803
		2016 港澳台航线	0.7611
	RPK (万座公里)	2016 国际航线	6,849,958
		2016 国内航线	11,570,564
		2016 港澳台航线	737,980
	客座率 (%)	2016 国际航线	78.7%
		2016 国内航线	81.6%
		2016 港澳台航线	73.0%
	ASK (万座公里)	2016 国际航线	8,702,998
		2016 国内航线	14,181,079
		2016 港澳台航线	1,011,225
	主营及辅助成本	2015 年航油成本 (万元)	2,404,261
		2016 年除航油成本外其他主营业务成本及辅助业务成本和 (万元)	8,120,185
	货运收入	2016 年货运收入 (万元)	832,078
敏感性分析变量	增速 (%)	2016 年航油成本增长率	
		2016 年国际票价 (单位 RPK) 增长率	

国际票价增长率 净利润 (亿元) 油价总成本增长率	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%
-15%	107.36	114.10	120.85	127.59	134.33	141.08
-10%	95.34	102.08	108.83	115.57	122.31	129.05
-5%	83.32	90.06	96.80	103.55	110.29	117.03
0%	71.30	78.04	84.78	91.53	98.27	105.01
5%	59.28	66.02	72.76	79.50	86.25	92.99
10%	47.25	54.00	60.74	67.48	74.23	80.97

国际票价增长率 EPS 油价总成本增长率	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%
-15%	0.82	0.87	0.92	0.98	1.03	1.08
-10%	0.73	0.78	0.83	0.88	0.93	0.99

0%	0.64	0.69	0.74	0.79	0.84	0.89
-5%	0.64	0.69	0.74	0.70	0.84	0.89
5%	0.45	0.50	0.56	0.61	0.66	0.71
10%	0.36	0.41	0.46	0.52	0.57	0.62

来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

- 假设飞机机队按照引进计划扩增，公司计划 16-18 年机队引入飞机 50、48、41 架，每年净入架数在 30 架左右。
- 运力投放。预计 2016 年国内 ASK 增速 7%，国际在 20% 的增速。之后 17-18 年基本延续相同的趋势，新增运力主要投往国际航线。
- 客座率。假设 2016-2018 年，国航客座率基本保持平稳，国际航线客座率受出境游旺盛需求拉动稳步提升。
- 客公里收益，与票价紧密相关。由于油价同比依然有较大降幅，运力投放较快，以价保量，尤其是国际航线，因此假设 2016-2018 年，客公里收益均小幅下滑，但降幅逐步收窄。
- 航油成本。假设 2016-2018 年的全年油价均价分别下滑 15%，上升 10%，上升 5%。

图表 35：中国国航盈利预测

收入单位：百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
机队规模	497	540	590	620	650	680
增速		8.65%	9.26%	5.08%	4.84%	4.62%
营业收入	97,628.29	104,825.68	108,929.12	116,556.97	126,082.35	136,870.08
增速		7.37%	3.91%	7.00%	8.17%	8.56%
收入客公里 RPK	141,967.95	154,683.91	171,713.88	191,585.02	209,291.61	228,432.37
国际航线	41,513.50	47,594.82	56,147.20	68,499.58	78,432.02	89,098.78
国内航线	94,340.75	100,100.44	108,643.79	115,705.64	123,110.80	131,236.11
港澳台地区	6,113.70	6,988.66	6,922.89	7,379.80	7,748.79	8,097.49
可用座位公里 ASK	175,676.68	193,631.46	214,828.73	238,953.03	260,749.55	283,701.49
增速		10.22%	10.95%	11.23%	9.12%	8.80%
国际航线	51,889.85	60,971.65	72,524.99	87,029.99	99,214.19	112,112.03
增速		17.50%	18.95%	20.00%	14.00%	13.00%
国内航线	115,402.44	123,147.84	132,533.45	141,810.79	151,170.30	160,996.37
增速		6.71%	7.62%	7.00%	6.60%	6.50%
港澳台航线	8,384.39	9,511.97	9,770.29	10,112.25	10,365.06	10,593.09
增速		13.45%	2.72%	3.50%	2.50%	2.20%
客座率	80.81%	79.89%	79.93%	80.18%	80.27%	80.52%
国际航线	80.00%	78.06%	77.42%	78.71%	79.05%	79.47%

国内航线	81.75%	81.28%	81.97%	81.59%	81.44%	81.51%
港澳台航线	72.92%	73.47%	70.86%	72.98%	74.76%	76.44%
营业成本	82,645.65	87,877.84	83,784.91	89,617.28	100,100.08	110,612.29
增速		6.33%	-4.66%	6.96%	11.70%	10.50%
其中：航油成本	33,722.28	34,542.44	24,042.61	22,707.41	27,550.93	32,213.30
增速		2.43%	-30.40%	-5.55%	21.33%	16.92%
毛利	14,982.64	16,947.84	25,144.21	26,939.69	25,982.27	26,257.79
毛利率	15.35%	16.17%	23.08%	23.11%	20.61%	19.18%
增长率		13.12%	48.36%	7.14%	-3.55%	1.06%
净利润	3,403.64	3,843.55	6,840.87	9,409.81	10,115.51	10,863.26
增长率		12.92%	77.98%	37.55%	7.50%	7.39%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	97,724	104,898	109,006	116,557	126,082	136,870
增长率		7.3%	3.9%	6.9%	8.2%	8.6%
主营业务成本	-82,657	-87,853	-83,705	-89,617	-100,100	-110,612
%销售收入	84.6%	83.8%	76.8%	76.9%	79.4%	80.8%
毛利	15,068	17,046	25,301	26,940	25,982	26,258
%销售收入	15.4%	16.2%	23.2%	23.1%	20.6%	19.2%
营业税金及附加	-309	-188	-274	-291	-315	-342
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7,199	-7,434	-6,148	-6,527	-6,935	-7,391
%销售收入	7.4%	7.1%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%
管理费用	-3,073	-3,218	-4,024	-4,359	-4,476	-4,585
%销售收入	3.1%	3.1%	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	4,486	6,205	14,855	15,762	14,257	13,939
%销售收入	4.6%	5.9%	13.6%	13.5%	11.3%	10.2%
财务费用	-777	-3,241	-7,949	-5,225	-4,066	-3,169
%销售收入	0.8%	3.1%	7.3%	4.5%	3.2%	2.3%
资产减值损失	-491	130	-182	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	6	0	0	0
投资收益	825	877	1,676	1,400	1,750	1,840
%税前利润	17.7%	17.3%	18.4%	11.4%	13.8%	13.7%
营业利润	4,044	3,978	8,407	11,937	11,941	12,610
营业利润率	4.1%	3.8%	7.7%	10.2%	9.5%	9.2%
营业外收支	624	1,101	703	300	700	800
税前利润	4,668	5,079	9,110	12,237	12,641	13,410
利润率	4.8%	4.8%	8.4%	10.5%	10.0%	9.8%
所得税	-913	-768	-1,823	-2,447	-2,275	-2,347
所得税率	19.6%	15.1%	20.0%	20.0%	18.0%	17.5%
净利润	3,755	4,311	7,287	9,790	10,366	11,063
少数股东损益	351	468	446	380	250	200
归属于母公司的净利润	3,404	3,844	6,841	9,410	10,116	10,863
净利率	3.5%	3.7%	6.3%	8.1%	8.0%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	3,670	4,250	7,220	9,790	10,366	11,063
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11,586	11,471	13,366	12,672	14,078	15,765
非经营收益	-252	2,206	6,393	7,362	2,069	1,021
营运资金变动	2,400	-416	4,654	-6,633	1,641	1,611
经营活动现金净流	17,404	17,511	31,634	23,190	28,155	29,459
资本开支	-21,347	-12,666	-7,264	-16,274	-22,650	-24,550
投资	-15	0	-277	0	0	0
其他	465	701	961	1,400	1,750	1,840
投资活动现金净流	-20,898	-11,965	-6,581	-14,874	-20,900	-22,710
股权募资	1,044	0	0	0	0	0
债权募资	12,796	-3,636	-13,148	-13,510	-625	-979
其他	-3,985	-4,163	-3,881	401	-4,129	-3,271
筹资活动现金净流	9,855	-7,800	-17,029	-13,109	-4,755	-4,249
现金净流量	6,361	-2,254	8,024	-4,793	2,500	2,500

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	15,508	9,735	7,793	3,000	5,500	8,000
应收款项	5,951	5,830	5,545	5,109	5,527	6,000
存货	1,045	1,100	1,731	1,424	1,591	1,758
其他流动资产	2,923	3,825	4,459	5,076	5,702	6,328
流动资产	25,426	20,490	19,528	14,610	18,320	22,086
%总资产	12.4%	9.8%	9.1%	7.0%	8.3%	9.4%
长期投资	16,686	14,331	14,521	14,521	14,521	14,521
固定资产	155,761	166,056	170,015	175,474	184,532	193,911
%总资产	75.8%	79.2%	79.6%	83.9%	83.1%	82.4%
无形资产	4,330	5,280	5,955	4,389	4,602	4,809
非流动资产	179,936	189,153	194,176	194,454	203,736	213,331
%总资产	87.6%	90.2%	90.9%	93.0%	91.7%	90.6%
资产总计	205,362	209,643	213,704	209,064	222,056	235,417
短期借款	43,328	34,397	15,455	4,690	3,535	1,557
应付款项	17,467	17,301	22,482	22,443	24,989	27,548
其他流动负债	8,849	8,775	12,276	2,958	3,263	3,581
流动负债	69,644	60,472	50,213	30,092	31,788	32,686
长期贷款	23,266	31,829	30,794	30,794	30,794	30,794
其他长期负债	54,508	57,870	66,101	66,086	67,016	68,416
负债	147,419	150,171	147,108	126,972	129,598	131,896
普通股股东权益	54,154	54,340	59,820	74,937	85,053	95,916
少数股东权益	3,789	5,132	6,775	7,155	7,405	7,605
负债股东权益合计	205,362	209,643	213,704	209,064	222,056	235,417

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.260	0.294	0.523	0.719	0.773	0.830
每股净资产	4.139	4.153	4.572	5.727	6.500	7.330
每股经营现金净流	1.333	1.339	2.427	1.772	2.152	2.251
每股股利	0.045	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.29%	7.07%	11.44%	12.56%	11.89%	11.33%
总资产收益率	1.66%	1.83%	3.20%	4.50%	4.56%	4.61%
投入资本收益率	2.48%	3.63%	8.87%	9.09%	7.88%	7.28%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.12%	7.34%	3.92%	6.93%	8.17%	8.56%
EBIT 增长率	-38.25%	38.31%	139.40%	6.10%	-9.55%	-2.22%
净利润增长率	-31.21%	12.92%	77.98%	37.55%	7.50%	7.39%
总资产增长率	34.23%	2.08%	1.94%	-2.17%	6.21%	6.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.3	10.6	11.1	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	4.7	4.5	6.2	5.8	5.8	5.8
应付账款周转天数	50.9	49.0	51.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	463.1	485.8	499.8	475.1	456.8	437.8
偿债能力						
净负债/股东权益	120.94%	123.88%	85.06%	61.73%	50.86%	41.10%
EBIT 利息保障倍数	5.8	1.9	1.9	3.0	3.5	4.4
资产负债率	71.78%	71.63%	68.84%	60.73%	58.36%	56.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-27	增持	3.58	N/A
2	2014-10-29	增持	4.20	N/A
3	2015-03-27	买入	9.18	11.00~14.00
4	2015-04-30	买入	13.12	16.00~17.00
5	2015-08-28	买入	7.19	10.00~11.00
6	2016-03-31	增持	6.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD