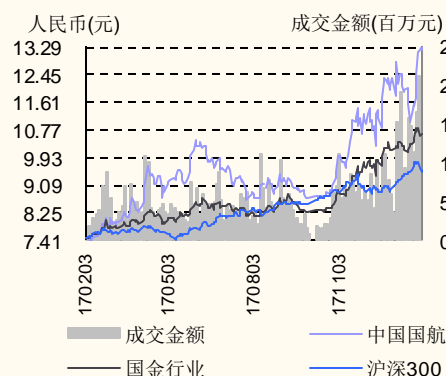


中国国航 (601111.SH) 买入 (维持评级)**公司研究**

市场价格 (人民币): 13.20 元
目标价格 (人民币): 17.00-18.70 元

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)	191,727.56
年内股价最高最低(元)	13.31/7.41
沪深 300 指数	4275.90
上证指数	3480.83

**优质航线资源丰富，收益品质绝对领先****公司基本情况(人民币)**

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.518	0.521	0.679	0.818	1.263
每股净资产(元)	4.57	5.26	6.10	6.81	7.95
每股经营性现金流(元)	2.57	2.49	1.75	1.93	2.60
市盈率(倍)	16.57	13.83	19.45	16.14	10.45
行业优化市盈率(倍)	28.64	28.64	28.64	28.64	28.64
净利润增长率(%)	79.09%	0.59%	44.67%	20.57%	54.37%
净资产收益率(%)	11.32%	9.89%	11.12%	12.01%	15.90%
总股本(百万股)	13,084.75	13,084.75	14,528.82	14,528.82	14,528.82

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **一线机场时刻紧张，航司成长价格占先：**由于空域紧张以及机场保障设备资源发展不够同步，民航局为提高航空安全性及准点率，对于一线机场时刻总量严格控制，间接限制了主流航线运力供给增速，17/18 冬春航季北上广深国内航线 ASK 同比增速仅为 3.4%，供需缺口明显。另外一线城市中美中欧航权分配完毕，国际航线运力增速将明显降低。国内一线航线与国际航线需求日益旺盛，景气度将显著提升。运力供给受限，预计航司将更多的转向价格优先策略，提高票价成为航司延续成长性的首要选择，也更具有操作性。
- **航线结构契合，国航收益水平提升确定性高：**从供需情况分析，航空市场景气度提高确定性排序为 1) 一线机场航线；2) 国际航线；3) 国内其余航线。中国国航在供需缺口明显的 1) 和 2) 类市场运力投入比例同样最高，占比自身 ASK 达到 84%，航线分布最为契合，将最受益于行业环境改善。并且国航早已实施价格优先策略，通过枢纽网络战略，建立护城河。包含客座率和票价双重影响的单位座公里收入指标，近年中国国航始终高于南航和东航，并在 2017 年上半年行业出现供需改善时，同比增幅最大，达到 5%，体现出航线网优质且更有效率，足以支撑更高的收益水平。
- **票价提升覆盖油价成本上涨，汇率扰动依然存在：**燃油成本上涨会对航空业绩产生侵蚀。若 2018 年油价均价同增 20%，燃油成本将增加 58.1 亿元，对应 2017 年净利润弹性为 44.7%。但票价提升将有效覆盖燃油成本增加，若单位客公里收益同比涨幅达到 5%，将增厚营业收入 54.3 亿元，对应 2017 年净利润弹性为 41.3%。同时，人民币升值将有效增厚公司业绩，预计人民币兑美元每变动 1%，将影响公司净利润约 3.8 亿元。

投资建议

- 我国民航业供需关系改善持续，票价市场化进程超预期，收益水平提高将为航司带来巨大业绩弹性。公司航线优质，采取价格优先战略，收益品质领先，票价提升确定性高，盈利能力增强将带动公司估值中枢上移，消除油价和汇率影响的内生增速将达到 22.8%。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.68/0.82/1.26 元，对应 PE 分别为 19/16/10 倍，维持“买入”评级，目标价 17.00~18.70 元，对应 2018 年 PE 为 20 倍~23 倍。

风险

- 宏观经济下滑抑制航空需求、民航局准点率新政过早放松、疾病爆发和恶劣天气、油价上涨超预期。

相关报告

1. 《航线优质，票价上涨释放利润弹性-中国国航公司点评》，2018.1.26
2. 《收益品质拉高营收，汇兑改善增厚净利-中国国航公司点评》，2017.10.30
3. 《坚定票价优先策略，扣非净利润小幅增长-中国国航公司点评》，2017.8.31
4. 《票价提升汇率超预期，上调盈利预测 17%-中国国航公司点评》，2017.7.14
5. 《收益品质领先，行业寡头估值欲修复-中国国航公司研究》，2017.4.27

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

黄凡洋 联系人
(8621)61038274
huangfanyang@gjzq.com.cn

内容目录

1. 一线机场时刻紧张，航司成长价格占先	4
1.1 提高准点率，机场时刻增速略下降	4
1.2 供给增速有分化，一线机场供需缺口更明显	4
1.3 扩张政策受限，票价提升成为新策略	7
2. 航线结构契合，国航收益水平提升确定性高	8
2.1 航线优质，景气提升细分市场占比高	8
2.2 收益管理水平领先，最受益于行业景气提升	9
3. 票价提升覆盖油价成本上涨，汇率扰动依然存在	11
4. 估值与盈利预测	13
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1：冬春航季国内机场起降架次周度计划增速对比	4
图表 2：近年冬春航季机场旅客吞吐量	5
图表 3：北上广深机场起降架次同比增速低于全行业	5
图表 4：冬春航季国内航空公司国内航线 ASK 增速计算	5
图表 5：冬春航季国内航空公司国际航线 ASK 增速计算	5
图表 6：2017/18 冬春航季主要一线航线机型比例	6
图表 7：一线互飞航线提价增厚收入示意图	8
图表 8：三大航国际与国内航线 ASK 投入占比	8
图表 9：三大航国内各类航线 ASK 投入占比	8
图表 10：中国国航在供需缺口细分市场运力投放比例较大	8
图表 11：前十大航线票价市场化国航收入增厚最多	9
图表 12：三大航飞机净引进速度国航最低（架）	9
图表 13：中国国航单位客公里收益领先兄弟公司（元）	9
图表 14：2017 年客座率同比增长南航最高（pct）	10
图表 15：三大航国内单位客公里收益同比涨幅	10
图表 16：三大航整体单位座公里收入（元）	10
图表 17：三大航国内单位座公里收入（元）	10
图表 18：三大航国际单位座公里收入（元）	11
图表 19：三大航地区单位座公里收入（元）	11
图表 20：中国国航单位座公里收益	11
图表 21：南方航空单位座公里收益	11
图表 22：东方航空单位座公里收益	11
图表 23：中国国航票价敏感性测算	12
图表 24：中国国航油价敏感性测算	12
图表 25：中国国航燃油附加费约可覆盖 68% 航油成本增加	13

图表 26: 布伦特油价季度均价及同比增幅.....	13
图表 27: 近期人民币升值超预期.....	13
图表 28: 中国国航 PB band.....	14
图表 29: 中国国航内生增长测算.....	15

1. 一线机场时刻紧张，航司成长价格占先

1.1 提高准点率，机场时刻增速略下降

- 2017 年 10 月，民航局为提升机场整体准点率和运营效率，颁布《关于把控运行总量调整航班结构 提升航班正点率的若干政策措施》（以下简称《措施》），规定 21 个航班时刻主协调机场维持机场容量标准不变，航班时刻协调分配严格执行机场容量标准；并以上一个同航季的总量为基准，主协调机场和辅协调机场增量控制在 3% 以内，胡焕庸线（黑龙江黑河至云南腾冲线）东南侧机场时刻总量增量控制在 5% 以内。

《措施》颁布后，2017 年 11 月，17/18 年冬春航季航班时刻表开始实行。在这《措施》发布后的首个新航季，市场对于主协调机场时刻受限导致的航空供给增速放缓预期较为统一，认为将迎来景气向上周期，票价提升将成为航司更为主要的盈利增长来源。

- 我们测算了冬春航季航班正班计划表，发现从时刻角度，全国机场起降架次增速略有下降，国内航空公司全国机场起降架次从 2016 年的 8.4% 下降至 2017 年 7.7%。这与民航局控制航班量，从而供给增速放缓的逻辑相通。并且可以看到，一线机场的时刻紧张程度较高，增速仅为 2.2%，其余机场虽然时刻增速下降了 1pct，但同比增速仍保持高位达到 9.6%。我们预计航空供给瓶颈主要出现在一线机场，与一线机场有关的航线或将具有票价提升更高的确定性。

但是航空公司的供给不仅与航班量有关，ASK 是座位数与航距的乘积。仅从航班量增速下降并不能充分论证航空公司供给收缩。

图表 1：冬春航季国内机场起降架次周度计划增速对比

	国内航空公司						国际航空公司		合计		合计	
	国内航线		国际航线		港澳台航线		国际航线					
(次/周)	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
全国机场	161,076	148,820	11,277	11,165	1,638	1,613	10,356	9,588	173,991	161,598	184,347	171,186
同比	8.2%	8.7%	1.0%	6.4%	1.5%	-13.7%	8.0%	11.2%	7.7%	8.3%	7.7%	8.4%
浦东机场	5,000	5,059	2,872	2,709	368	346	2,450	2,375	8,240	8,114	10,690	10,489
同比	-1.2%	4.2%	6.0%	-2.7%	6.4%	-3.1%	3.2%	9.9%	1.6%	1.5%	1.9%	3.3%
虹桥机场	4,880	4,896	56	56	92	78	156	156	5,028	5,030	5,184	5,186
同比	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	17.9%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%
首都机场	9,318	9,121	1,423	1,379	136	128	1,325	1,438	10,877	10,628	12,202	12,066
同比	2.2%	-2.0%	3.2%	3.1%	6.3%	0.0%	-7.9%	10.4%	2.3%	-1.4%	1.1%	-0.1%
白云机场	6,927	6,823	1,371	1,252	32	34	1,023	959	8,330	8,109	9,353	9,068
同比	1.5%	4.2%	9.5%	15.7%	-5.9%	0.0%	6.7%	15.5%	2.7%	5.8%	3.1%	6.8%
深圳机场	6,237	6,043	450	350	38	38	425	391	6,725	6,431	7,150	6,822
同比	3.2%	0.4%	28.6%	76.8%	0.0%	0.0%	8.7%	5.1%	4.6%	2.8%	4.8%	3.0%
一线机场合计	32,362	31,942	6,172	5,746	666	624	5,379	5,319	39,200	38,312	44,579	43,631
	1.3%	1.0%	7.4%	5.3%	6.7%	-0.5%	1.1%	10.3%	2.3%	1.6%	2.2%	2.6%
其余机场	128,714	116,878	5,105	5,419	972	989	4,977	4,269	134,791	123,286	139,768	127,555
	10.1%	11.0%	-5.8%	7.5%	-1.7%	-20.4%	16.6%	12.2%	9.3%	10.5%	9.6%	10.6%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

1.2 供给增速有分化，一线机场供需缺口更明显

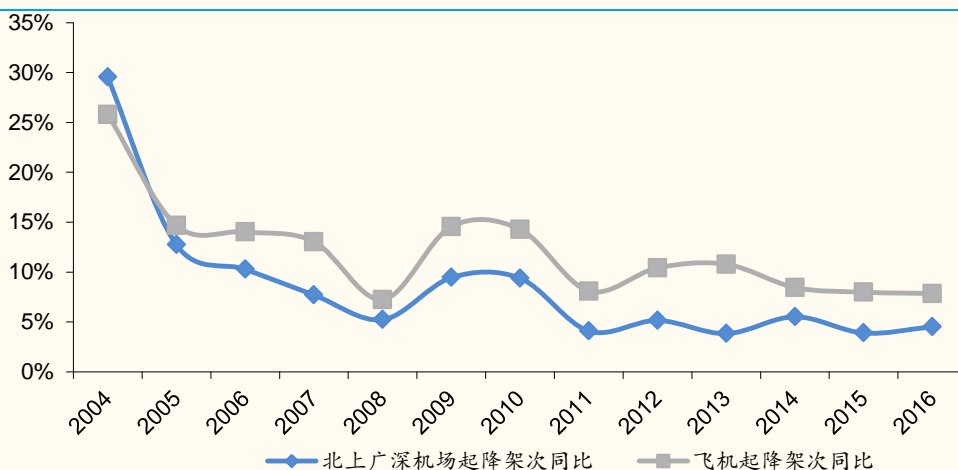
- 在计算供给之前，我们观察了近三年冬春航季机场吞吐量情况，试图通过航空产业链上游进一步分析航空需求特点。我们发现，一线机场相比其余机场增速明显较低。一线机场由于体量较大，发展较为成熟，旅客流量增速放缓，另外一线机场由于时刻等产能紧张，或有部分需求无法得到满足，供给瓶颈出现，使得航空内生需求增速或大于机场可以满足的实际增速。其余机场旅客吞吐量增速明显大于一线机场，需求基本可以得到满足，航空供给增速或快于需求增速。

图表 2：近年冬春航季机场旅客吞吐量

	2016/17冬春	2015/16冬春	2014/15冬春
全国机场	50,481.14	44,978.76	42,118.07
同比	12.2%	6.8%	
一线机场	15,417.45	14,377.24	13,777.52
同比	7.2%	4.4%	
其余机场	35,063.69	30,601.52	28,340.55
同比	14.6%	8.0%	

来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：北上广深机场起降架次同比增速低于全行业



来源：Wind，国金证券研究所

- 为更准确的观测新政实施后，航空供给的变化，以及各细分市场的情况，我们通过计算冬春时刻正班计划表，得出了 ASK 的同比增速

关于计算座位数，我们假设宽体机平均座位数为窄体机的 2 倍，得出冬春航季座位数总和，再除以航班量，得到平均座位数增速；关于航距，我们借用航行时间作为替代指标进行计算航距增速，在计算时每段航班减去 30 分钟作为起飞和降落的盘旋时间。

按照以上算法，我们分别得出了国内航空公司的国内航线以及国际航线 ASK 供给增速，并且按照一线机场和其余机场做了细分市场的分析。

图表 4：冬春航季国内航空公司国内航线 ASK 增速计算

国内航线	2017/18冬春				2016/17冬春			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速
全国机场	8.1%	0.6%	0.3%	9.1%	9.2%	-0.2%	1.9%	11.1%
一线机场	1.3%	1.9%	0.2%	3.4%	3.0%	0.8%	0.5%	4.4%
其余机场	13.2%	0.1%	0.8%	14.3%	14.4%	-0.6%	3.6%	17.9%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 5：冬春航季国内航空公司国际航线 ASK 增速计算

国际航线	2017/18冬春				2016/17冬春			
	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速	航班增速	座位数增速	航距增速	ASK增速
全国机场	4.7%	-0.2%	1.8%	6.4%	6.0%	-3.2%	5.1%	7.9%
一线机场	8.9%	-2.6%	-1.5%	4.5%	2.5%	-3.7%	3.8%	2.4%
其余机场	-1.3%	3.0%	6.2%	8.0%	11.3%	-0.5%	12.5%	24.5%

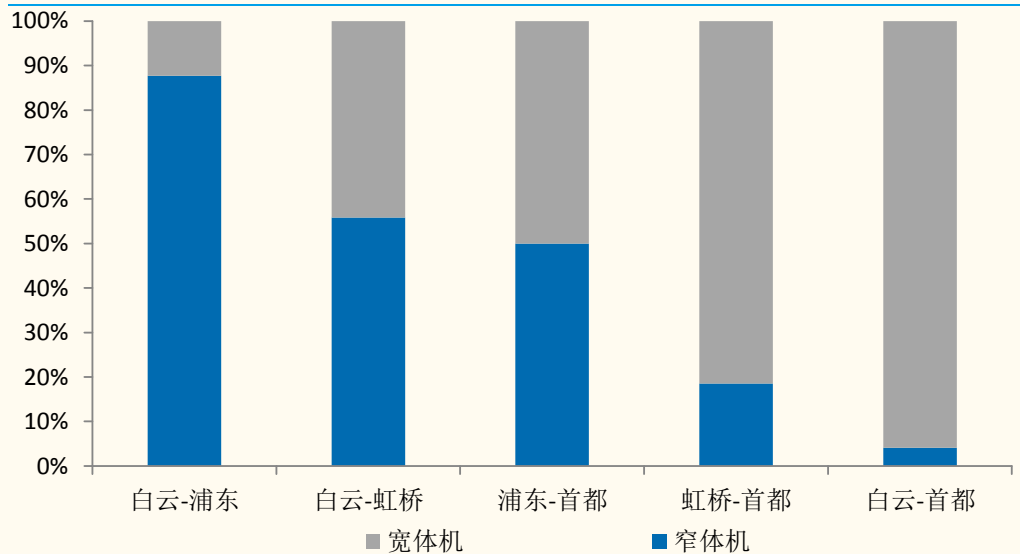
来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

■ 在测算中，我们将一线航线定义为起飞或降落有一端在首都、浦东、虹桥、广州白云、深圳宝安机场的航班。我们发现国内航空公司在国内航线和国际航线的ASK供给计划增速均有所下降。其中国内航线由2016/17冬春航季的11.1%下降至2017/18航季的9.1%，国际航线由2016/17冬春航季的7.9%下降至2017/18航季的6.4%。不过结合图1，不同细分市场的情况存在一定差异。

■ **国内航线一线机场：**对于在一线市场的国内航线，ASK供给增速由2016/17冬春航季的4.4%下降至2017/18航季的3.4%，降幅符合预期。细看增幅下降原因，1) 航班量增速下降是主要原因，同比增长1.3%（前值3.0%），虽然受到首都机场2017年4月中跑道大修低基数影响，但时刻增速放缓为国内一线机场ASK增速缩窄奠定基础，同样可以证明一线机场时刻控制。2) 平均座位数增速仍有提升，同比上升1.9%（前值0.8%）。我们认为，这是由于国内一线市场需求旺盛，国际线受暴恐影响需求降低以及油价上涨，航空公司希望通过更换大飞机满足更多的国内出行需求，并且2017年是三大航宽体机净引进高峰，有较多飞机可以投放至国内线。不过伴随宽体机引进速度放缓、国内航线宽体机继续投放比例有限以及国际线需求复苏，投放至国内航线的宽体机比例将逐渐减小，进一步拉低ASK增速。3) 平均航距增速为0.5%（前值0.2%），略有上升，可能航空公司希望在国内新增一些与高铁竞争较少的长航线。

整体来看，航班量下降较多，是2017/18冬春航季一线机场国内航线供给增速收缩主要原因，并且安全始终是民航局的工作首要重点，一线机场的时刻控制政策预计将持续，在2019年大量航空基础设施投产之前，都不会有明显的时刻释放，此趋势存在延续性。虽然航空公司提高一线市场宽体机比例，但考虑到一线机场16/17冬春航季7.2%的旅客吞吐量同比增速供不应求，一线机场国内航线存在较大供需缺口。

图表 6：2017/18 冬春航季主要一线航线机型比例



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

■ **国内航线其余机场：**对于起飞和降落均不在一线机场的国内航线，ASK供给增速由2016/17冬春航季的17.9%下降至2017/18航季的14.3%。分析原因：1) 对于二三线机场，航班增速高位稍有回落，2017/18冬春航季计划时刻增速为13.2%（前值14.4%）。2) 平均座位数增速稍有提高，本航季同比增长0.1%，2016/17冬春航季为-0.6%。3) 平均航距增速降幅较大，本航季同比增长0.8%（前值3.6%）。说明在二三线市场，航空公司更多的考虑航线网络结构和经济效益的优化，对于开辟长航线相比一线市场意愿较低。

整体来看，国内航线其余机场2017/18冬春航季计划供给增速略有下降，但仍然维持高位，14.3%的ASK同比增速，与去年同期其余机场旅客吞吐

量增速 14.6%相比，并没有呈现明显的供需缺口。其余机场 ASK 供给存在收缩，但未来在主协调机场航班总量受限的背景下，更多运力将投入二三线市场，并且目前宽体机比例较低，短距离航线与高铁竞争激烈，二三线市场 ASK 增速继续缩窄趋势有限。

- **国际航线：**起飞或降落有一端在国外机场的航线，我们归类为国际航线。ASK 供给增速由 2016/17 冬春航季的 7.9%下降至 2017/18 航季的 6.4%。分析原因：1) 航班增速由 6.0%下降至 4.7%，这主要是因为中美、中欧航权已经基本分配完毕，导致时刻增量有限，不过在一线市场仍然有大量新国际航班，体现出优先国际航线的思想。2) 在航班增速放缓的背景下，国际航线平均座位数计划增速为-0.2%，相较前值-3.2%增加了 3.0pct。我们认为航空公司放缓了国际航线宽体机撤回国内的速度，从而在时刻受限的国际航线尽可能增加供给，并且目前国际航线需求存在复苏迹象。3) 国际航线平均航距增速由 2016/17 冬春航季的 5.1%下降至 1.8%，此项增速下降我们认为的是因为中欧、中美航权分配完毕后，新投入国际航线更多的为日韩泰等亚洲短距离国际航线，并且油价上涨降低长距离航线开辟意愿，从而拉低了国际航线的平均航距。

整体来看，国际航线时刻受限以及平均航距增速下降，是其 ASK 收缩的主要原因。虽然下降幅度有限，但供需缺口仍在扩大，供需格局改善将支持国际线票价降幅进一步收窄。另外国际市场的结构中，航权分配完毕出现在欧美市场，供给增速已在 2017 年显著放缓，该地区景气度将迎来明显提升。日本、泰国市场已经开始出现回暖迹象，而韩国市场的复苏仍需等待政策的进一步放松。

1.3 扩张政策受限，票价提升成为新策略

- 在一线机场运力供给受限的行业新环境下，预计航司将更多的转向价格优先策略，提价成为航司延续成长性的首要选择。民航局为弥补控制供给给航司带来的盈利增长受限，在 2017 年的票价市场化政策中，不论从开放航线质量，以及允许提价条数均超市场预期。

国家发改委、民航局发布的最新关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知出台后，将新增市场调节航线 306 条，总计达到 1030 条，并且所有一线城市（北上广深）互飞航线均由市场调节，21 个主协调机场的互市场调节飞航线超过 85%。整体来看，本次新增市场调节航线品质超预期。

另外每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条），相比之前规定的每航季 10 条对于航线较多的大型航空公司有大幅提高；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计仍不得超过 10%。

我们测算了前十大航线市场化后的影响，此类航线票价长期受到压抑，均衡价格明显低于无折扣票价，预计市场化提高无折扣票价后，折扣率并不会会有明显下降。由于每年两个航季均可上调无折扣票价，每条航线每年无折扣票价可上调 20%。按照以上假设测算，前 10 条航线每年将共增厚收入 114 亿元。

图表 7：一线互飞航线提价增厚收入示意图

	2015年客运量 (万人)	当前票价 (元)	打折票价 (元)	提价20% (元)	增厚收入 (百万元)
北京-上海	745.4	1,240.0	1,116.0	1,339.2	1,663.7
北京-广州	436.6	1,910.0	1,719.0	2,062.8	1,501.0
北京-深圳	393.5	2,080.0	1,872.0	2,246.4	1,473.3
上海-广州	453.6	1,350.0	1,215.0	1,458.0	1,102.2
上海-深圳	485.9	1,400.0	1,260.0	1,512.0	1,224.5
成都-北京	479.2	1,690.0	1,521.0	1,825.2	1,457.8
成都-上海	318.9	1,760.0	1,584.0	1,900.8	1,010.3
上海-厦门	270.9	1,260.0	1,134.0	1,360.8	614.4
广州-成都	270.5	1,430.0	1,287.0	1,544.4	696.3
重庆-上海	249.2	1,550.0	1,395.0	1,674.0	695.3

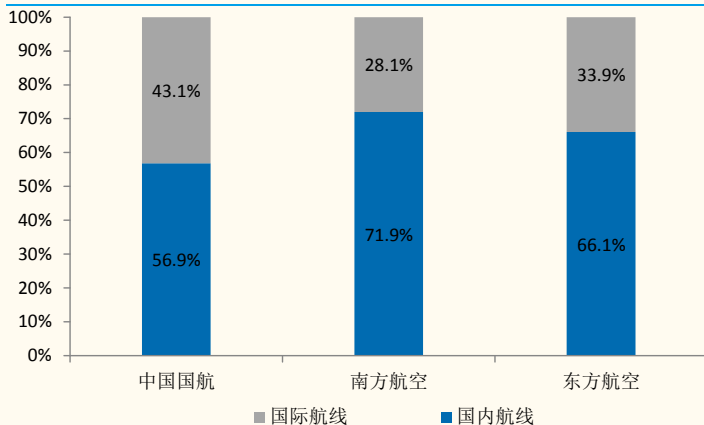
来源：Wind，携程网，国金证券研究所

2. 航线结构契合，国航收益水平提升确定性高

2.1 航线优质，景气提升细分市场占比高

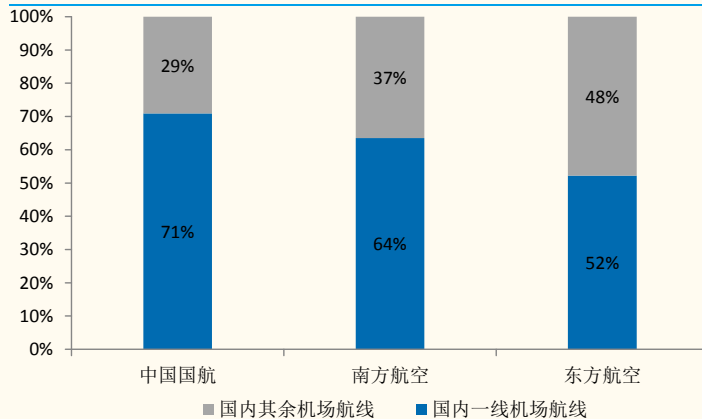
- 从上部分的供需分析可以看出，航空市场景气度提高在不同市场有所不同。其中供需改善最为确定的是 1) 一线机场航线，供需缺口最为明显；其次是 2) 国际航线，尤其是中美中欧等国际航权分配完毕的航线，最后是 3) 国内其余航线，此细分市场并未看到明显供需缺口，景气度提升仍需观察。
- 按照供需改善，景气度提升逻辑，运力供给更多的投放在 1) 和 2) 类航线的航空公司将更加受益，票价提升确定性更高。我们按照与行业供给同样的测算方法，测算了三大航在各类航线 ASK 投入占比。

图表 8：三大航国际与国内航线 ASK 投入占比



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

图表 9：三大航国内各类航线 ASK 投入占比



来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 我们可以发现，中国国航在国际航线投入比例三大航中最高，国内航线中，投入一线机场航线的比例同样最高。在这两个供需存在明显缺口的细分市场中，国航 ASK 投入占比达到自身全部 ASK 投入的 83.5%，明显高于南方航空的 73.8% 和 68.5%。

图表 10：中国国航在供需缺口细分市场运力投放比例较大

	中国国航	南方航空	东方航空
国内其余航线	16.5%	26.2%	31.5%
国际与国内一线航线	83.5%	73.8%	68.5%

来源：民用航空预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

- 通过以上分析和测算，我们认为，中国国航的航线结构更加优质，与供需存在缺口的细分市场更为契合，所以票价提升的幅度更大并且确定性更高。2017 年票价市场化后，我国前十大航线均可调节无折扣票价，中国国航将获得最高的利润增厚，达到 32.0 亿元，同样说明中国国航投入优质航线的运力占比跟高。

图表 11：前十大航线票价市场化国航收入增厚最多

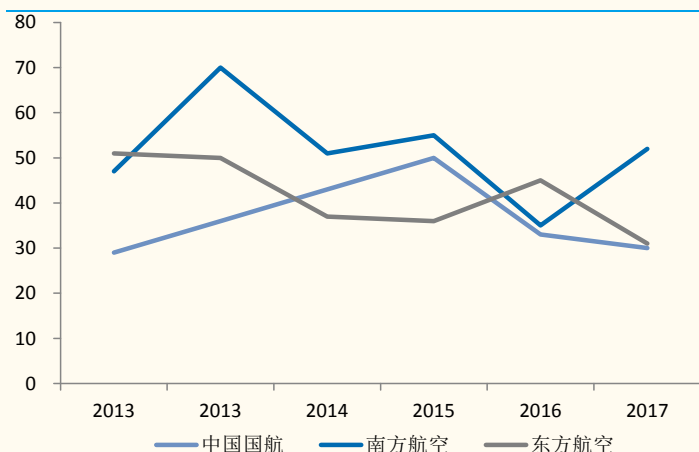
	增厚收入 (百万元)	中国国航 市占率	中国国航 收入增厚	南方航空 市占率	南方航空 收入增厚	东方航空 市占率	东方航空 收入增厚	春秋航空 市占率	春秋航空 收入增厚	吉祥航空 市占率	吉祥航空 收入增厚
北京-上海	1,663.7	32%	532.4	4%	66.5	45%	748.7	0%	0.0	2%	33.3
北京-广州	1,501.0	32%	480.3	41%	615.4	9%	135.1	0%	0.0	0%	0.0
北京-深圳	1,473.3	46%	677.7	27%	397.8	2%	29.5	0%	0.0	0%	0.0
上海-广州	1,102.2	6%	66.1	34%	374.8	42%	462.9	7%	77.2	2%	22.0
上海-深圳	1,224.5	15%	183.7	31%	379.6	30%	367.3	8%	98.0	7%	85.7
成都-北京	1,457.8	46%	670.6	18%	262.4	5%	72.9	0%	0.0	0%	0.0
成都-上海	1,010.3	26%	262.7	5%	50.5	40%	404.1	3%	30.3	6%	60.6
上海-厦门	614.4	0%	0.0	35%	215.0	33%	202.8	18%	110.6	7%	43.0
广州-成都	696.3	36%	250.7	28%	195.0	3%	20.9	0%	0.0	0%	0.0
重庆-上海	695.3	11%	76.5	10%	69.5	41%	285.1	10%	69.5	10%	69.5
合计	11,438.9		3,200.7		2,626.6		2,729.3		385.5		314.2

来源：Wind，民航预先飞行计划管理系统，国金证券研究所

2.2 收益管理水平领先，最受益于行业景气提升

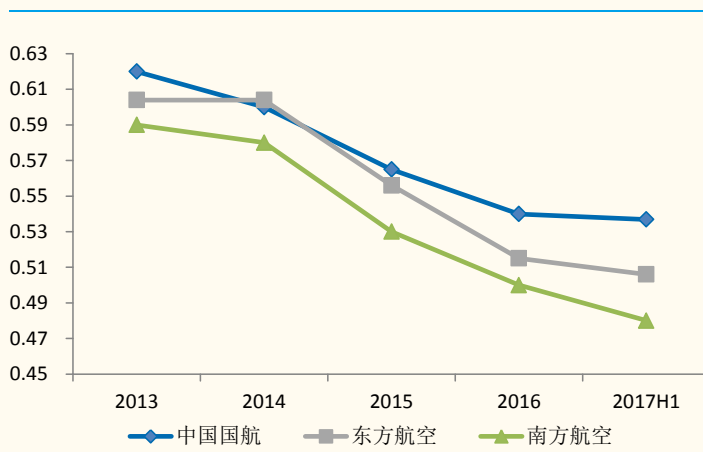
- 在此轮一线机场时刻受到民航局政策限制之前，中国国航早已开始注重收益水平的提升，实施价格优先策略，通过枢纽网络战略，建立护城河。自 2002 年以来，中国国航与北京首都机场枢纽建设共同成长，2010 年北京复合枢纽初步成型，建设了强大的国内国际航班中转衔接，首都机场目前已成为世界年旅客吞吐量第二大的枢纽机场。中国国航通过更为温和的飞机引进和坚定的价格优先策略，单位客公里收益水平已逐渐与兄弟公司拉开差距。另外国航将成都作为另一主要基地枢纽机场，在北京和成都起降时刻分别占比 40%和 35%。

图表 12：三大航飞机净引进速度国航最低（架）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：中国国航单位客公里收益领先兄弟公司（元）

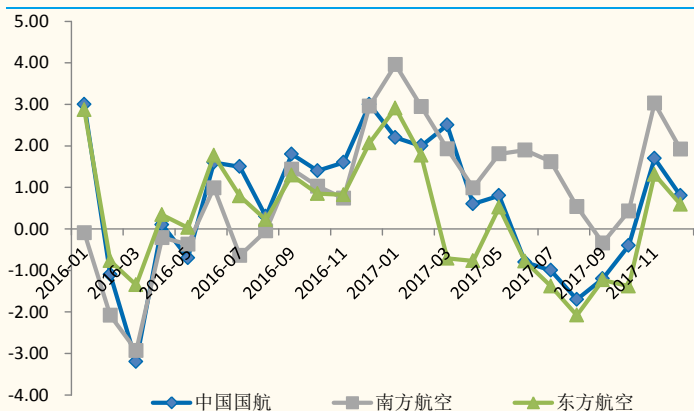


来源：公司公告，国金证券研究所

- 需要注意的是，票价提升可能会对于客座率产生负面影响，仅是单位客公里收益水平的提升，最终可能并不会带来航司盈利的增长。2017 年上半年，国内航空市场进入景气度提升周期，但只有中国国航成功提高了单位客公里收益，而南航和东航更多的采取保客座率的策略，单位客公里收益并没有提升。体现出南航和东航国内航线更多的投放至二三线航线，旅客对于票价敏感性较高，南航和东航出于对客座率下滑的担心，暂时没有进行明显提价。

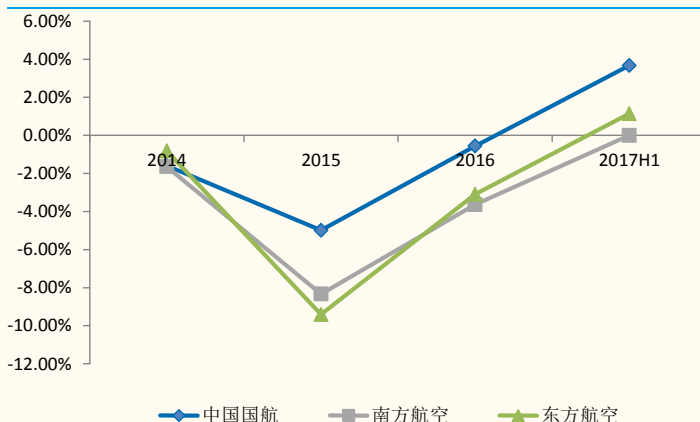
- 并且我们可以发现国航在提价过程中，客座率的上升与相比南航较低，仅仅关注客座率或票价，并无法比较三大航在景气提升期间的受益情况，以及三大航优质航线的资源禀赋。所以必须同时考虑票价和客座率对于航司收益水平的影响。

图表 14：2017 年客座率同比增长南航最高 (pct)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15：三大航国内单位客公里收益同比涨幅



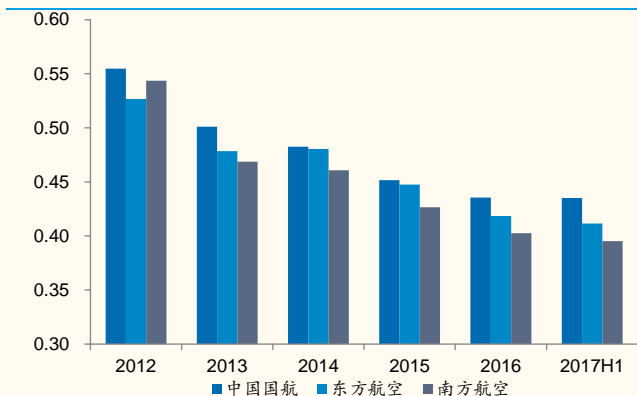
来源：公司公告，国金证券研究所

- 为了更好的比较三大航的航线质量带来的收益水平的不同，我们采用了单位座公里收入来衡量。单位座公里收入是航空公司会计期内客运收入与可用座公里(ASK)之比，表示航空公司每个座位公里的收入多少。

而我们通常使用的单位客公里收益强调的是对实际旅客的收入，反映航空公司的票价水平。而单位座公里收益在表示公司的业务收入水平时，包含了客座率的直接影响，反映了公司对于运力、时刻等资源的利用效率，从另一角度说明航司将运力投放至供需环境更为良好的市场。

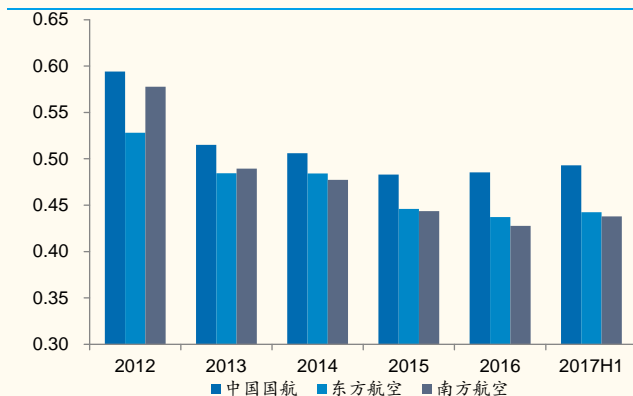
- 观察近年单位座公里收入情况，虽然三大航均有所下滑，但中国国航的整体单位座公里收入始终高于南航和东航，体现出航线网络布局的优质，足以支撑更高的收益水平。2016 年国航整体单位座公里收入达到 0.44 元/座公里，分别比南航和东航高 8.2%和 4.1%。另外当 2016 年底，我国国内和国际航空市场出现回暖后，国航的单位座公里收入同比增速同样最快。2017 年上半年国航单位座公里收入达到 0.44 元，同比增长 3.0%（国内 5.0%/国际-1.3%），明显高于南航的 0.7%（国内 3.3%/国际-6.1%）和东航的-0.4%（国内 3.2%/国际-7.6%）。
- 国际单位座公里收入方面，东方航空持续领先。由于东方航空国际线航距较短，多为日韩及东南亚航线，航线效率更高，使得东航国际线单位座公里收入始终高于国航和南航，但在 2016 年东航大幅增投中美等长距离航线后，对于国航的收益领先幅度开始缩窄。

图表 16：三大航整体单位座公里收入 (元)



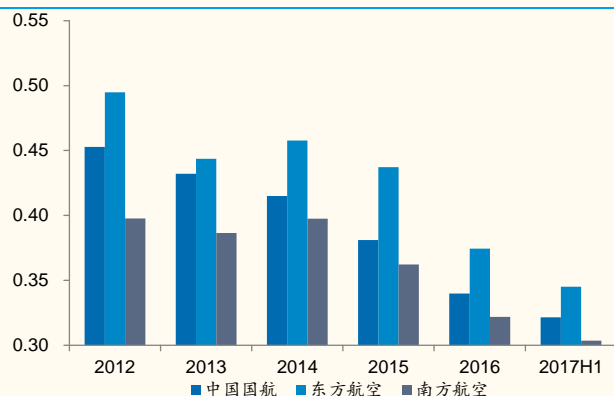
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：三大航国内单位座公里收入 (元)



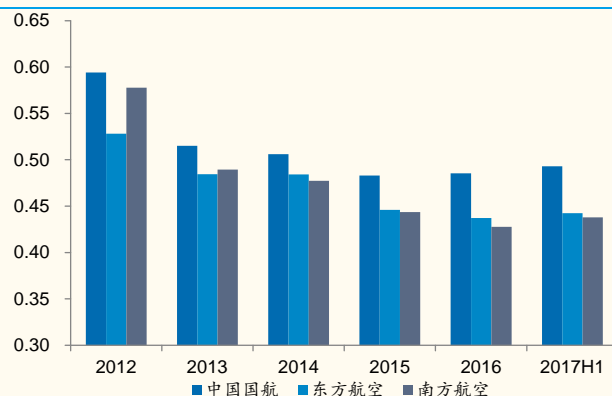
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：三大航国际单位座公里收入（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：三大航地区单位座公里收入（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：中国国航单位座公里收益

单位座公里收益 (人民币元)	中国国航							
	整体	YoY	国际	YoY	国内	YoY	地区	YoY
2012	0.55		0.45		0.59		0.64	
2013	0.50	-9.70%	0.43	-4.57%	0.52	-13.31%	0.62	-2.61%
2014	0.48	-3.70%	0.41	-3.96%	0.51	-1.75%	0.61	-1.06%
2015	0.45	-6.40%	0.38	-8.16%	0.48	-4.56%	0.55	-10.26%
2016	0.44	-3.55%	0.34	-10.84%	0.49	0.49%	0.56	1.14%
2017H1	0.44	2.95%	0.32	-1.32%	0.49	5.00%	0.59	5.12%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：南方航空单位座公里收益

单位座公里收益 (人民币元)	南方航空							
	整体	YoY	国际	YoY	国内	YoY	地区	YoY
2012	0.54		0.40		0.58		0.62	
2013	0.47	-13.75%	0.39	-2.80%	0.49	-15.31%	0.60	-2.20%
2014	0.46	-1.73%	0.40	2.86%	0.48	-2.45%	0.57	-4.83%
2015	0.43	-7.42%	0.36	-8.87%	0.44	-7.10%	0.53	-8.16%
2016	0.40	-5.60%	0.32	-11.16%	0.43	-3.55%	0.53	0.70%
2017H1	0.40	0.71%	0.30	-6.06%	0.44	3.32%	0.59	10.30%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：东方航空单位座公里收益

单位座公里收益 (人民币元)	东方航空							
	整体	YoY	国际	YoY	国内	YoY	地区	YoY
2012	0.53		0.49		0.53		0.64	
2013	0.48	-9.17%	0.44	-10.32%	0.48	-8.29%	0.63	-0.96%
2014	0.48	0.43%	0.46	3.15%	0.48	-0.04%	0.60	-5.20%
2015	0.45	-6.85%	0.44	-4.47%	0.45	-7.89%	0.57	-4.18%
2016	0.42	-6.54%	0.37	-14.36%	0.44	-1.99%	0.55	-3.69%
2017H1	0.41	-0.44%	0.35	-7.55%	0.44	3.21%	0.56	-0.93%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 通过以上的分析，国航的航线优质，并且航空整体景气度的提升，能够更为明显的反映在收益水平中，收益水平的提升高于南方航空和东方航空。

3. 票价提升覆盖油价成本上涨，汇率扰动依然存在

- 国航票价水平在 2018 年加速提升较为确定，我们测算了国航业绩对于票价的敏感性。按照 2017 年实际 RPK，若单位客公里收益同比涨幅达到 5%，将增厚营业收入 54.3 亿元，相对于 2017 年预计净利润，弹性可达到 41.3%。

图表 23：中国国航票价敏感性测算

	中国国航			
2017年RPK（百万客公里）	201,090.0			
单位客公里收益（元）	0.540			
单位客公里收益同比增幅	1%	3%	5%	7%
提价后单位客公里收益（元）	0.545	0.556	0.567	0.578
收入增厚（百万元）	1085.7	3257.1	5428.4	7599.8
税率	25%			
2017年净利润E（百万元）	9857.9			
净利润弹性	8.3%	24.8%	41.3%	57.8%

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- 随着布伦特油价中枢温和上扬，市场开始逐渐担心航空公司燃油成本上升对于业绩的侵蚀。2017 年布伦特均价为约 55 美元/桶，中国国航耗油量预计为 700 万吨左右。若 2018 年我国航空公司燃油采购均价同比增长 20%，对于燃油成本将增加 58.1 亿元，对应 2017 年净利润弹性将达到 44.7%。

图表 24：中国国航油价敏感性测算

	中国国航		
2016年耗油量（万吨）	662.4		
2017年ATK同比增长	5.6%		
2017年预计耗油量（万吨）	699.5		
2017年航空煤油进口到岸完税价格均价（元/吨）	4,204		
航油均价上涨幅度	10%	20%	30%
上涨后航油均价（元/吨）	4,624.4	5,044.8	5,465.2
预计航油成本增加（百万元）	2,940.7	5,881.3	8,822.0
税率	25%		
2017年净利润	9,858		
净利润敏感性	22.4%	44.7%	67.1%

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- 另外，如果油价继续向上攀升，航空煤油综合采购成本将超过 5000 元/吨，达到航空燃油附加费征收标准，届时可以进一步降低油价上涨带来的不利影响。

航空煤油进口完税到岸价格会随上月国际油价波动，并在累计变化幅度超过 250 元/吨时，根据航空煤油价格联动机制作出调整，当航煤油综合采购成本达到 5500 元/吨时，800 公里以上及以下国内航线将分别征收 10 元/人次和 20 元/人次的燃油附加费，此时对应的布伦特油价约为 75.5 美元/桶。

我们假设中国国航 800 公里以下旅客人次占比 30%，由于国际线一直收取燃油附加费，并且货运运价由市场调节，可以通过提价覆盖航油成本增加，我们认为油价上涨仅对国内客运有所影响，收取的国内航线燃油附加费仅为覆盖国内客运航线的航油成本上升所用。按照 2017 年国内旅客人次、国内 ASK 占比以及预计耗油量，计算可得中国国航燃油附加费约可覆盖航油成本上升 68%。

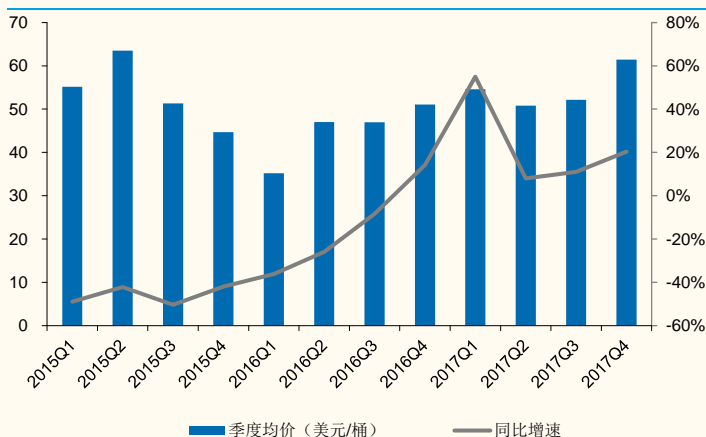
图表 25：中国国航燃油附加费约可覆盖 68%航油成本增加

	中国国航
国内旅客人次（千）	83,525.0
800公里以下旅客人次（千）	25,057.5
800公里以上旅客人次（千）	58,467.5
2017年预计耗油量（万吨）	699.5
国内ASK占比	59.7%
国内耗油量（万吨）	417.6
航油成本增加（百万）	2,088.1
燃油附加费收入（百万）	1,419.9
覆盖航油成本增加比例	68.0%

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

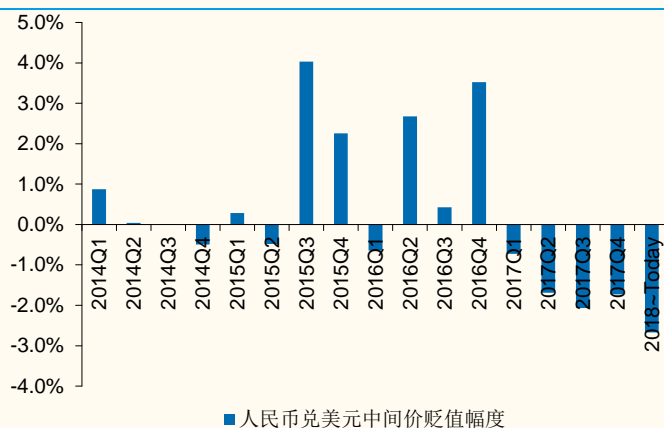
- 汇率方面，近期人民币升值超预期，首先将为航空公司带来汇兑收益业绩增量。预计人民币兑美元每升值 1%，国航航净利润将增加约 3.8 亿元。人民币升值同样将刺激出境游需求进一步提升。2017 年春节出境旅游超过 600 万人次，游客春节出境花费达 1000 亿元。受益于人民币近期升值超预期，预计 2018 年将进一步提高，为航空需求提供新的增量。

图表 26：布伦特油价季度均价及同比增幅



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：近期人民币升值超预期

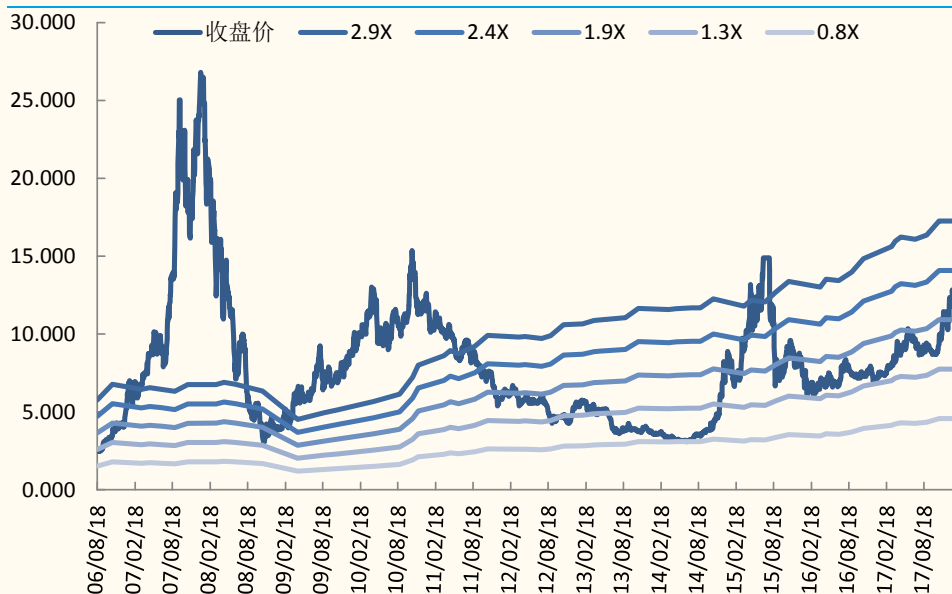


来源：Wind，国金证券研究所

4. 估值与盈利预测

- 目前中国国航 PB 估值约为 2.2 倍左右，历史均值约为 2.8 倍，与历史估值水平相比处于低位。并且对标美国三大航，机队规模是中国国航两倍，ROE 至少在 25%以上，寡头垄断市场格局稳定后，盈利能力强大，目前美国三大航 PB 平均 3.8 倍。我国航空业长期以来受到供给较快影响，票价水平处于低位，ROE 持续维持在 10%左右。但是由于民航局新政，一线机场供给受限，优质时刻向大航空公司集中，2016 年三大航市场占有率达到 67%，伴随票价市场化逐步放开，中国国航盈利能力将显著上升，估值向历史中枢 PB2.8 倍修复，并进一步靠拢美国三大航。

图表 28：中国国航 PB band



来源：Wind，国金证券研究所

- **出行需求 (RPK)：**航空需求继续平民化，2018 年国内需求维持上升态势，出境游同样需求日益旺盛，国际航线需求增速 2018 年将略有加快，并且由于 2017 年主要采取票价有限策略，降低供给，造成需求增速低基数，2018 年整体航空需求增速将明显提高。2019~2019 年整体 RPK 增速为 6.9%、10.6%、10.6%；国内线 RPK 增速为 6.2%、9.0%、9.0%；国际线 RPK 增速 8.6%、14.0%、14.0%。
- **运力投放 (ASK)：**115 号文出台后，一线机场时刻愈加紧张，2018 年国内线将继续控制供给，预计国航会将一部分新增运力投放至国际线，国际线航权增速相比 2017 年将有所上升。2017~2019 年整体 ASK 增速为 6.3%、9.7%、9.7%；国内线 ASK 增速为 5.9%、7.0%、7.0%；国际线 ASK 增速 7.8%、15.0%、15.0%。
- **客公里收益：**公司采取价格优先战略，在国内一线航线和国际航线景气度提升、以及票价市场化进程超预期的背景下，2017-2019 年单位客公里收益将同比增长 1.3%、3.8%、3.8%，其中国内线同比增长 3.0%、5.0%、5.0%，国际线同比增长-2.0%、3.0%、3.0%。
- **燃油成本：**假设 2017-2019 年的全年布伦特油价均价分别为 55 美元/桶、65 美元/桶、68 美元/桶。
- 基于以上假设，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元、1.26 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、10 倍。**维持“买入”评级。**
- 公司股价将首先向 PB 历史估值中枢 2.8 倍靠拢，目标价 17.00 元，对应 2018 年 PE 估值为 20 倍，仍有约 30%空间。
- 另外，为了得到公司内生增长速度，我们测算了将油价与汇率影响消除后，按照以上假设得出的公司业绩增速。计算过程中，我们假设耗油量以 ATK 增速增长，油价单位成本自 2015 年后不变，为 3922.1 元/吨，人民币汇率 2018 年和 2019 年没有波动。预计 2015~2019 年中国国航内生增速将达到 22.8%。若以 PEG 为 1 作为估值标准，2018 年 PE 估值 22.8 倍对应的目标价为 18.7 元，股价存在约 41%的空间。**维持“买入”评级。**

图表 29：中国国航内生增长测算

百万元	利润总额	燃油成本	耗油量（万吨）	平均油价（元/吨）	假设平均油价 不变燃油成本	汇兑损失	去除油价汇率影 响后的利润总额	同比增速
2015	9043.2	24042.6	613	3922.1	24042.6	5156.0	14199.3	
2016	10219.4	21981.9	662	3922.1	25980.1	4233.7	10454.8	-26.4%
2017E	14477.2	26607.7	700	3922.1	27454.9	-1009.4	12620.7	20.7%
2018E	17313.8	34024.1	760	3922.1	29808.1	0.0	21529.8	70.6%
2019E	26063.3	38540.3	823	3922.1	32279.1	0.0	32324.4	50.1%
复合增速							22.8%	

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

5. 风险提示

- **宏观经济下滑。**将对于航空客运和货运需求带来明显削弱，并且抑制运价提升，对公司业绩将产生利空影响。
- **民航局准点率新政实施超预期。**准点率若提升较快，或将造成民航局过早放松民航供给限制，航空业供给收缩幅度较小或继续加大运力投放力度，可能会对票价造成压力甚至产生价格战。
- **极端事件发生。**疾病爆发和恶劣天气等影响，将对于航空业需求带来毁灭性打击。
- **油价上涨超预期。**若国际油价上涨速度与幅度超预期，或将大幅度拉低航空公司业绩，并扭转市场对于航空公司预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	104,826	108,929	113,964	121,646	139,268	159,572
增长率		3.9%	4.6%	6.7%	14.5%	14.6%
主营业务成本	-87,841	-83,695	-87,203	-96,865	-109,455	-119,839
%销售收入	83.8%	76.8%	76.5%	79.6%	78.6%	75.1%
毛利	16,984	25,234	26,761	24,780	29,813	39,733
%销售收入	16.2%	23.2%	23.5%	20.4%	21.4%	24.9%
营业税金及附加	-188	-274	-294	-304	-348	-399
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7,434	-6,148	-5,595	-5,839	-6,685	-7,659
%销售收入	7.1%	5.6%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-3,218	-4,024	-4,032	-4,318	-4,944	-5,346
%销售收入	3.1%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	6,144	14,789	16,841	14,319	17,836	26,329
%销售收入	5.9%	13.6%	14.8%	11.8%	12.8%	16.5%
财务费用	-3,241	-7,949	-7,494	-742	-1,422	-1,166
%销售收入	3.1%	7.3%	6.6%	0.6%	1.0%	0.7%
资产减值损失	130	-182	-254	0	0	0
公允价值变动收益	7	6	0	0	0	0
投资收益	877	1,676	88	100	100	100
%税前利润	17.5%	18.5%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%
营业利润	3,917	8,340	9,181	13,677	16,514	25,263
营业利润率	3.7%	7.7%	8.1%	11.2%	11.9%	15.8%
营业外收支	1,101	703	1,039	800	800	800
税前利润	5,018	9,043	10,219	14,477	17,314	26,063
利润率	4.8%	8.3%	9.0%	11.9%	12.4%	16.3%
所得税	-768	-1,823	-2,456	-3,619	-4,328	-6,516
所得税率	15.3%	20.2%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	4,250	7,220	7,764	10,858	12,985	19,547
少数股东损益	468	446	950	1,000	1,100	1,200
归属于母公司的净利润	3,782	6,774	6,814	9,858	11,885	18,347
净利率	3.6%	6.2%	6.0%	8.1%	8.5%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,250	7,220	7,764	10,858	12,985	19,547
少数股东损益	468	446	950	1,000	1,100	1,200
非现金支出	11,263	13,219	13,746	13,985	14,936	15,933
非经营收益	2,206	6,496	7,546	1,064	705	470
营运资金变动	-416	4,654	1,518	-514	-539	1,874
经营活动现金净流	17,303	31,590	30,574	25,393	28,088	37,824
资本开支	-12,666	-7,264	-19,984	-20,519	-18,442	-18,464
投资	0	-277	26	-801	-800	-800
其他	701	961	750	100	100	100
投资活动现金净流	-11,965	-6,581	-19,208	-21,220	-19,142	-19,164
股权募资	0	0	0	11,218	0	0
债权募资	-3,636	-16,788	-725	-11,504	-4,064	-14,999
其他	-4,163	-3,881	-4,808	-3,209	-3,203	-3,258
筹资活动现金净流	-7,800	-20,669	-5,533	-3,495	-7,267	-18,257
现金净流量	-2,462	4,340	5,834	678	1,679	403

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,735	7,793	7,322	8,000	9,679	10,082
应收账款	5,830	5,545	5,210	5,733	6,564	7,521
存货	1,100	1,731	1,681	1,858	2,099	2,298
其他流动资产	3,825	4,459	5,109	5,164	5,315	5,439
流动资产	20,490	19,528	19,322	20,755	23,657	25,340
%总资产	9.8%	9.1%	8.6%	8.9%	9.8%	10.2%
长期投资	14,331	14,521	17,568	18,369	19,168	19,968
固定资产	166,056	170,015	178,231	184,379	188,582	191,795
%总资产	79.2%	79.6%	79.5%	78.9%	78.0%	77.5%
无形资产	5,280	5,955	6,024	7,209	7,313	7,432
非流动资产	189,153	194,176	204,806	212,957	218,063	222,195
%总资产	90.2%	90.9%	91.4%	91.1%	90.2%	89.8%
资产总计	209,643	213,704	224,128	233,712	241,720	247,535
短期借款	34,397	15,455	27,633	19,064	15,000	10,000
应付款项	17,301	22,482	20,437	23,675	26,770	29,348
其他流动负债	8,775	12,276	15,776	12,681	10,208	10,711
流动负债	60,472	50,213	63,846	55,420	51,977	50,059
长期贷款	31,829	30,794	12,835	12,835	12,835	12,836
其他长期负债	57,870	66,101	70,973	68,206	68,269	58,342
负债	150,171	147,108	147,655	136,461	133,082	121,238
普通股股东权益	54,340	59,820	68,876	88,653	98,941	115,400
少数股东权益	5,132	6,775	7,597	8,597	9,697	10,897
负债股东权益合计	209,643	213,704	224,128	233,712	241,720	247,535

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.289	0.518	0.521	0.679	0.818	1.263
每股净资产	4.153	4.572	5.264	6.104	6.812	7.945
每股经营现金净流	1.407	2.569	2.487	1.748	1.934	2.604
每股股利	0.052	0.107	0.108	0.100	0.110	0.130
回报率						
净资产收益率	6.96%	11.32%	9.89%	11.12%	12.01%	15.90%
总资产收益率	1.80%	3.17%	3.04%	4.22%	4.92%	7.41%
投入资本收益率	3.58%	8.82%	8.86%	6.86%	8.16%	11.85%
增长率						
主营业务收入增长率	7.37%	3.91%	4.62%	6.74%	14.49%	14.58%
EBIT增长率	39.59%	140.70%	13.88%	-14.97%	24.56%	47.61%
净利润增长率	13.97%	79.09%	0.59%	44.67%	20.57%	54.37%
总资产增长率	2.08%	1.94%	4.88%	4.28%	3.43%	2.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.6	11.1	11.1	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	4.5	6.2	7.1	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	49.0	51.3	49.2	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	486.1	500.2	476.9	435.2	370.2	312.2
偿债能力						
净负债/股东权益	123.88%	85.06%	76.03%	50.28%	39.72%	21.97%
EBIT利息保障倍数	1.9	1.9	2.2	19.3	12.5	22.6
资产负债率	71.63%	68.84%	65.88%	58.39%	55.06%	48.98%

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
	2	13	16	24	43
	1	5	9	12	25
	0	2	2	4	7
	0	0	0	0	0
	1.33	1.45	1.48	1.50	1.52

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	2016-08-31	买入	7.49	N/A
2	2016-10-28	买入	7.40	N/A
3	2017-03-31	买入	8.32	N/A
4	2017-04-27	买入	9.04	13.00~13.00
5	2017-07-14	买入	9.11	13.00~13.00
6	2017-08-31	买入	9.42	N/A
7	2017-10-30	买入	9.21	N/A
8	2018-01-26	买入	12.39	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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH