

## 航空运输 II 行业

### 减税降费落地，多因素叠加催化航空行情

● **民航发展基金征收标准减半落地，三大航税后利润增厚约 9-10 亿**

2019 年 4 月 3 日国常会确定，将民航发展基金征收标准降低一半，切实为航空企业减负。据公司年报，2018 年东航、南航的民航发展基金费用分别为 22.35 亿元、29.40 亿元，假设其他影响民航发展基金的因素不变，降费实施后，东航、南航成本预计对应降低 11.2 亿元、14.7 亿元，净利润对应增厚 9-10 亿元；海航、吉祥和春秋 2017 年民航发展基金分别为 13.22 亿元、3.15 亿元、2.92 亿元，假设其他影响民航发展基金的因素不变，降费实施后，海航、吉祥和春秋的成本预计对应降低约 6.6 亿元、1.6 亿元、1.5 亿元。民航局对民航业减税降费的决心坚定，未来在空管收费、通航收费等方面的降费措施或将陆续出台，进一步降低公司的单位非油成本。

● **供给端的外部约束为行业收益改善提供基础**

预计 737MAX 停飞将影响 2.8% 的现存运力及 32.8% 的 2019 年引进运力，为三大航带来约 2% 的供需缺口，有望提振航司票价及客座率表现，对航司贡献收益弹性。从未来机队引进来看，三大航 2019、2020 年分别计划引进 737 机型 101、108 架，占全部机型引进数量的 41.1%、52.2%。假设国内航司 2019-2020 年引进的 737MAX 占该系列的比例为 80%，则 2019、2020 年引进的 737MAX 数量占全部引进总数的比重为 32.8%、41.7%。

将过去三大航的供需缺口与当年的客公里收益增速及客座率增速进行对比，均发现明显的正相关关系，供需缺口将为行业贡献一定收益弹性。

● **需求波动与宏观趋势相符，韧性逐年提升**

复盘过去 20 年，航空需求波动趋势与整体宏观波动趋势完全相符；但其相关系数逐步降低，即 1997-2012 年这个区间来看，航空需求振幅与宏观波动幅度基本完全匹配，呈现非常明显的高波动特征。但从 2013-2018 这几年来看，航空需求的韧性持续显著提升，以 2015 年为例，宏观需求持续下探，但航空需求降幅远低于宏观需求降幅。19 年 1-2 月行业客座率的稳步提升再次侧面印证了航空需求韧性，伴随行业月度数据的公布，我们认为 19Q2 将迎来市场对于航空股需求预期的集中修复。

● **温和的外部环境为航空股带来较好的投资环境**

供需端逻辑的边际变化进一步巩固航空长期利润上行的核心逻辑，油价与汇率相对平稳的外部环境再次为公司带来利润的平稳预期；减税降费的落地直接减轻了航司非油成本负担；多重因素催化航空有望迎来板块行情、重点推荐：南方航空（A 股）、中国南方航空股份（H 股）；建议关注：吉祥航空、春秋航空。

● **风险提示：**人民币大幅贬值造成大额汇兑损失；油价大幅度波动致航油成本上涨；天气异常造成航班延误；降费政策实施时间暂有不确定性。

**行业评级**

买入

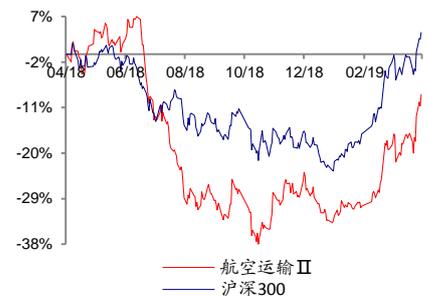
前次评级

买入

报告日期

2019-04-04

**相对市场表现**



分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602



guanpeng@gf.com.cn

**相关研究：**

南方航空（600029.SH）/ 2019-03-31

国南方航空股份

（01055.HK）：客公里收益实现正增长，看好收益持续提升

航空运输 II 行业：航空 19 年 2019-03-21

夏秋时刻解读：准点率提升背景下，总量增速有所提升

航空 18 年冬春时刻解读：总 2018-10-21

量维持紧调控，准点率达标机场获时刻奖励

联系人：

孙瑜 021-60750602

suny@gf.com.cn

联系人：

曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/3	(元/股)	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
南方航空	600029.sh	买入	人民币	8.83	10.00	0.28	0.59	31.54	14.97	7.43	5.73	11.9	12.8
中国南方航空股份	01055.hk	买入	港元	7.45	8.20	0.33	0.69	22.78	10.81	10.41	8.41	11.9	12.8

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 中国南方航空股份的股价、EPS 单位为港元, 南方航空、中国南方航空股份 2018 年 EPS 均为实际值。

## 目录索引

民航发展基金征收标准减半落地，三大航税后利润增厚约 9-10 亿.....	5
征收标准减半对应东航、南航成本降低 11.2 亿元、14.7 亿元.....	5
吉祥和春秋的成本预计对应降低 1.6 亿元、1.5 亿元.....	6
供给端的外部约束为行业收益改善提供基础.....	7
737MAX 停飞将影响 2.8% 的现存运力及 32.8% 的 2019 年引进运力.....	7
预计 2019Q2~Q4 供需增速差约在 2% 左右.....	9
需求波动与宏观趋势相符，韧性逐年提升.....	10
需求历史复盘：波动趋势去宏观吻合，韧性逐年提升.....	10
渗透率的提升与消费升级是需求韧性提升的根本原因.....	11
需求景气是航空收益提升的主导因素.....	11
温和的外部环境为航空股带来较好的投资环境.....	12
投资建议：供需边际改善+油汇环境友好+减税降费，看好航空股盈利大幅改善.....	13

## 图表索引

图 1: 上市航司民航发展基金 (百万元) .....	6
图 2: 上市航司民航发展基金费用占利润总额的比重 .....	6
图 3: 上市航司民航发展基金占非油成本的比 .....	6
图 4: 上市航司单位 ASK 非航油成本 (元) .....	6
图 5: 剔除 737MAX 前后三大航供需缺口对比 .....	9
图 6: 客公里收益增速与供需缺口存在正相关关系 .....	10
图 7: 客座率增速与供需缺口存在显著正相关关系 .....	10
图 8: 航空需求的波动趋势与宏观同比, 但韧性逐年增强 .....	10
图 9: 人均乘机次数逐年提升, 航空渗透率提升 .....	11
图 10: 一张机票占人均可支配收入的比重持续下降 .....	11
图 11: 需求韧性决定航司收益水平的韧性 (元/客公里) .....	11
图 12: 六大航国内航线客座率 .....	12
图 13: 六大航国际航线客座率 .....	12
图 14: 汇率波动幅度, 负数为人民币兑美元贬值, 2019 年汇率仍然处于升值通道 (人民币兑美元中间价波动幅度, 2019 年为截至 4 月 3 日数据) .....	12
图 15: 2019 年 1-3 月布伦特原油均价较 18 年均价处于平稳区间 (美金/桶) ...	12
图 16: 南方航空 PEband .....	13
图 17: 南方航空 PBband .....	13
图 18: 吉祥航空 PEband .....	14
图 19: 吉祥航空 PBband .....	14
图 20: 春秋航空 PEband .....	14
图 21: 春秋航空 PBband .....	14
表 1: 上市航司存量 737MAX 数量统计 (架) .....	7
表 2: 未来 2 年三大航飞机引进计划 (架) .....	8
表 3: 2019 年机队引进节奏假设 (架) .....	8
表 4: 2019 年三大航合计 ASK、RPK 增速预测 .....	9
表 5: 航空可比公司 PE/PB 估值情况 (股价统计截至 2019.4.3 收盘) 错误!未定义书签。	

## 民航发展基金征收标准减半落地，三大航税后利润增厚约 9-10 亿

征收标准减半对应东航、南航成本降低约 11.2 亿元、14.7 亿元

2019年4月3日国常会确定，将民航发展基金征收标准降低一半，切实为航空企业减负。

在3月19日的民航系统电视电话会议上，民航局就已经指出：“要加快协调推进降低航空公司的民航发展基金征收标准，对涉及企业收费标准偏高的、不利于减负增效的，都要降下来，特别是在空管收费、通航收费、航油销售等领域要开展价格收费专项检查。”

此次国常会正式提出将民航发展基金征收标准降低一半，是落实对民航业减税降费的第一步。

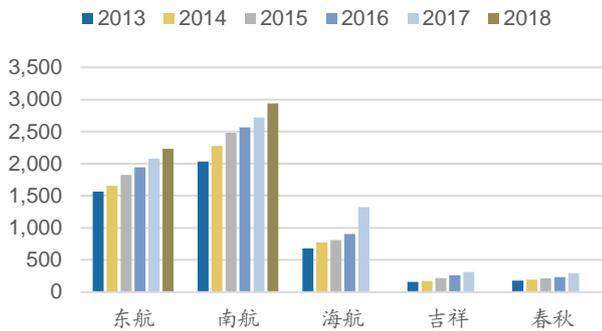
根据财政部财综【2012】17号《民航发展基金征收使用管理暂行办法》：

- 1、航空公司按照飞行航线分类、飞机最大起飞全重、飞行里程以及适用的征收标准缴纳民航发展基金；
- 2、乘坐国内航班的旅客每人人民币50元；乘坐国际和地区航班出境的旅客每人人民币90元（含旅游发展基金人民币20元）。旅客应缴纳的民航发展基金，由航空公司或者销售代理机构在旅客购买机票时一并代征，在机票价格外单列项目反映。

我们预计该政策目前主要对航司收费减半，旅客收费可能暂不调整。政策实施后，预计三大航净利润将增厚约9-10亿元，春秋、吉祥航空净利润将增厚约1.2亿元。

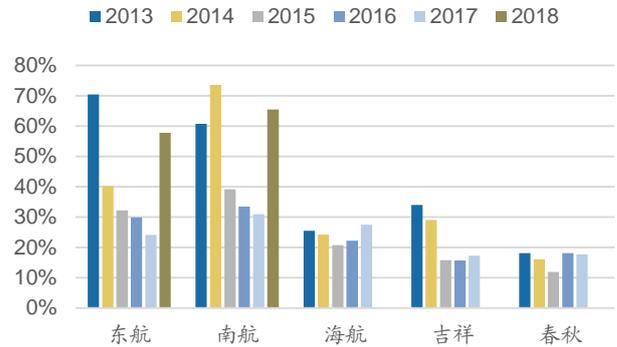
据公司年报，2018年，东航、南航的民航发展基金费用分别为22.35亿元、29.40亿元，占利润总额的58%和66%，假设其他影响民航发展基金的因素不变，降费实施后，东航、南航成本预计对应降低约11.2亿元、14.7亿元，净利润对应增厚约9-10亿元。

图1: 上市航司民航发展基金(百万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图2: 上市航司民航发展基金费用占利润总额的比重



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

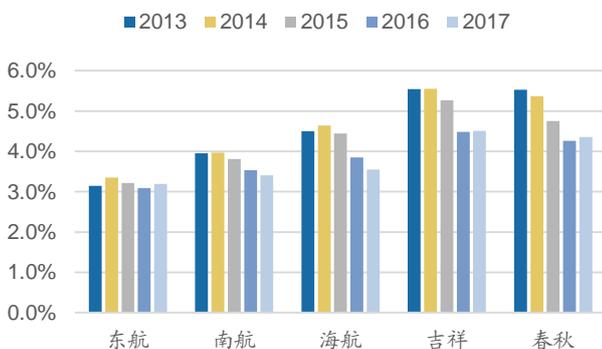
### 吉祥和春秋的成本预计对应降低约 1.6 亿元、1.5 亿元

海航控股、吉祥航空和春秋航空2017年民航发展基金费用分别为13.22亿元、3.15亿元、2.92亿元, 占利润总额的27%、17%、18%, 假设其他影响民航发展基金的因素不变, 降费实施后, 海航、吉祥和春秋的成本预计对应降低约6.6亿元、1.6亿元、1.5亿元。

根据公司中报, 春秋航空2018H1的民航发展基金费用为1.62亿元, 预计2018全年民航发展基金费用约为3.36亿元, 按照上述降费方案, 春秋航空成本对应降低约1.7亿元, 预计净利润对应增厚约1.2亿元。

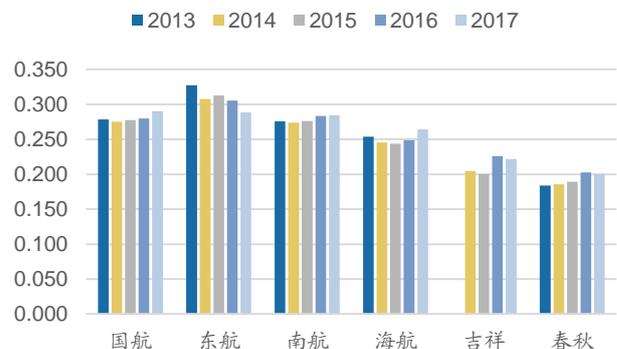
上市航空公司上缴的民航发展基金占非油成本的比重在3-6%, 其中春秋和吉祥航空的民航发展基金费比重最高, 此次降费将进一步降低公司的单位非航油成本。民航局对民航业减税降费的决心坚定, 未来在空管收费、通航收费、航油销售等方面的降费措施或将陆续出台, 进一步为航空公司减负。

图3: 上市航司民航发展基金占非油成本的比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图4: 上市航司单位ASK非航油成本(元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 供给端的外部约束为行业收益改善提供基础

### 737MAX 停飞将影响 2.8%的现存运力及 32.8%的 2019 年引进运力

3月10日埃塞俄比亚航空公司发生空难，这是继印尼狮航18年10月29日以来发生的第2起波音737MAX机型的安全事故。3月11日，民航局发布公告，率先暂停涉事机型的商业运行，随后又于3月26日通知暂停受理波音737MAX的适航证申请。在未来一段时间内，预计该机型在国内将难以复飞，相对应行业中短期运力供给及供需平衡造成一定影响。

我们根据三大航机队机构及未来引进计划，预计737MAX停飞将影响2.8%的现存运力及32.8%的2019年引进运力，为三大航带来约2%的供需缺口，有望提振航司票价及客座率表现，对航司贡献收益弹性。

从现存机队看，截至2月我国航司共运营737MAX 96架，占行业比重约2.8%。其中，南航34架，国航22架，东航14架，海航16架，吉祥旗下九元1架，春秋均为空客机队。

表1: 上市航司存量737MAX数量统计(架)

航系	上市公司	截至 2019 年 2 月					截至 2018 年底		
		数量	机队规模	占比	上市公司并表总机队	占比	数量	上市公司并表总机队	占比
南航系	南方航空	24	605	4.0%	829	4.1%	33	826	4.0%
	厦门航空	10	167	6.0%					
国航系	中国国航	15	439	3.6%	673	3.4%	21	664	3.2%
	深圳航空	5	188	2.7%					
	昆明航空	2	26	7.7%					
	山东航空	7	124	5.6%			7		
东航系	东方航空	3	534	0.6%	686	2.0%	13	680	1.9%
	上海航空	11	103	10.7%					
海航系	海南航空	11	245	4.5%	472	3.4%	13	463	2.8%
	祥鹏航空	3	54	5.6%					
	福州航空	2	18	11.1%					
吉祥旗下	九元航空	1	17	5.9%	88	1.1%	1	90	1.1%
	奥凯航空	2	31	6.5%					
<b>737-8MAX</b>	<b>合计</b>	<b>96</b>			<b>3481*</b>	<b>2.8%</b>	<b>90</b>	<b>3449</b>	<b>2.6%</b>

数据来源: 公司经营月报, wind, 广发证券发展研究中心

注: 2019年行业机队规模总数为估计值

从未来机队引进来看，三大航2019、2020年分别计划引进737机型101、108架，占全部机型引进数量的41.1%、52.2%。从2018年国内航司的引进情况看，737系列引进的主要是737MAX及737-800机型。

根据波音待交付订单中的737MAX机型占比，我们假设国内航司计划引进的737系列飞机中有80%为737MAX机型。从待交付订单看，波音官网显示，我国航企待交付737MAX占待交付737系列的85%。参考2018年引进情况，我们保守假设国内航司2019-2020年引进的737MAX占该系列的比例为80%，则2019、2020年引进的737MAX数量占全部引进总数的比重为32.8%、41.7%。

表2: 未来2年三大航飞机引进计划 (架)

	2019年			2020年		
	B737	全部	占比	B737	全部	占比
南方航空	45	114	39.5%	51	89	57.3%
中国国航	32	72	44.4%	33	57	57.9%
东方航空	24	60	40.0%	24	61	39.3%
合计	101	246	41.1%	108	207	52.2%

数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心, 南航、国航、东航数据均为公司年报披露, 根据现有订单数计算

从三大航引进节奏看, 2017-2018年, 三大航飞机的净引进数量呈现前低后高特征。2017-2018年, 三大航飞机Q1~Q4的净引进数量占比分别为9%、19%、39%、34%, 呈现前低后高特征。按此引进节奏, 我们相应外推2019年三大航飞机Q1~Q4的计划净引进数量分别为16、34、71、62架; 若剔除737MAX机型, 则Q1~Q4计划引进10、21、44、38架。

表3: 2019年机队引进节奏假设 (架)

2019年	Q1	Q2	Q3	Q4	年度引进机队数量	年末机队数量
三大航合计	16	34	71	62	183	2387
剔除737MAX合计	10	21	44	38	112	2249
2018年	Q1	Q2	Q3	Q4	年度引进机队数量	年末机队数量
南方航空	13	19	25	29	86	840
中国国航	4	3	11	11	29	684
东方航空	0	15	20	18	53	680
2017年	Q1	Q2	Q3	Q4	年度引进机队数量	年末机队数量
南方航空	5	10	24	13	52	754
中国国航	3	0	15	12	30	655
东方航空	1	10	24	20	55	627
全年占比	9%	19%	39%	34%		

数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心

### 预计 2019Q2~Q4 供需增速差约在 2%左右

考虑运力变化影响行业ASK增速进而影响行业供需变化,根据三大航运力变化,我们预计2019Q2~Q4供需增速差约在2%左右。

我们选取机队合计座位数及飞机利用小时数的变化来预测公司ASK增速的变化,即用 $(1 + \text{座位数增速}) \times (1 + \text{飞机利用小时数增速})$ 对ASK增速进行回归。假设在运力短缺情况下,航司飞行利用小时数将增长0.5%,座位数随航司机队引进进度而变化,通过回归外推,我们得到三大航合计2019Q2~Q4的合计ASK增速分别为8.0%、8.0%、7.8%。若三大航RPK增速较去年同期下降1个百分点,则2019Q2~Q4三大航供需增速差将达到2.7%、2.3%、1.8%。

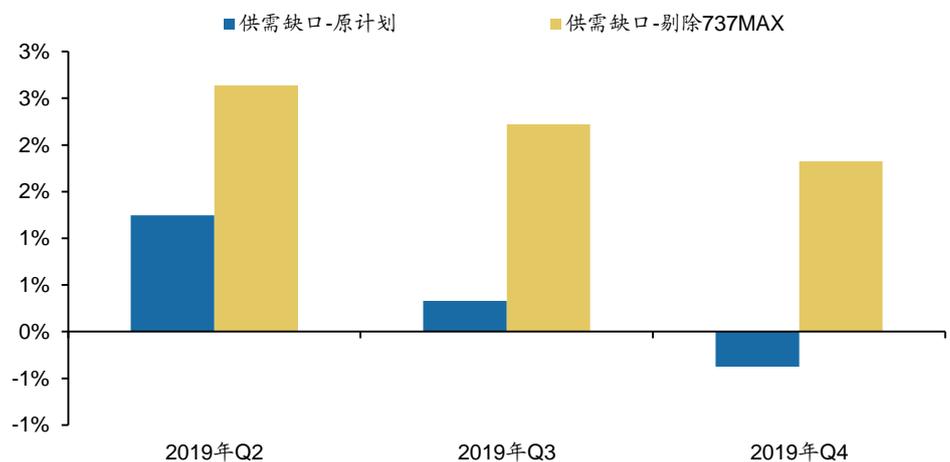
表4: 2019年三大航合计ASK、RPK增速预测

	2019年Q2	2019年Q3	2019年Q4
ASK 增速-原计划	9.4%	9.9%	10.0%
ASK 增速-剔除 737MAX	8.0%	8.0%	7.8%
RPK 增速	10.7%	10.3%	9.7%
需求-供给增速差	2.7%	2.3%	1.8%

数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心

注: 以上结果为通过回归测算得到, 存在一定的置信误差

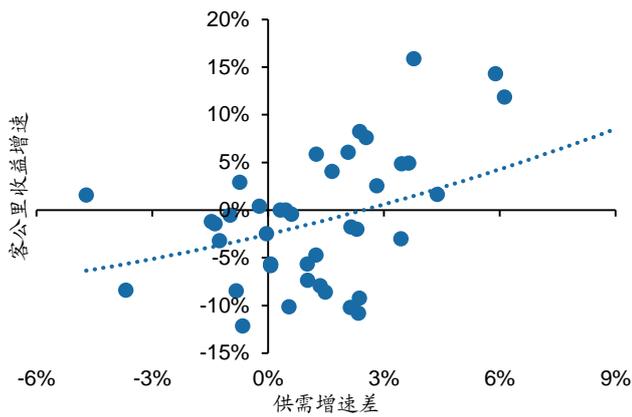
图5: 剔除737MAX前后三大航供需缺口对比



数据来源: 公司年报, wind, 广发证券发展研究中心

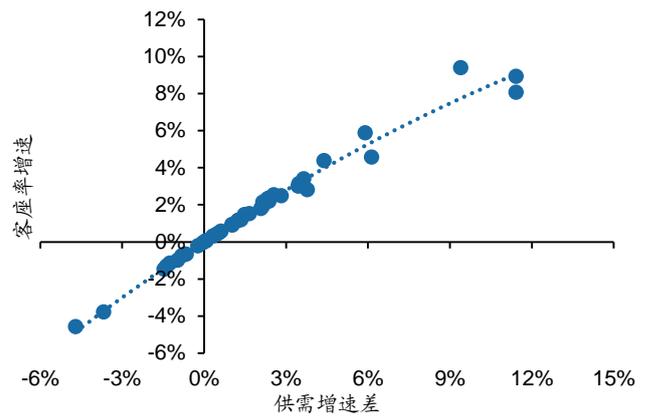
将过去三大航的供需缺口与当年的客公里收益增速及客座率增速进行对比, 均发现较为明显的正相关关系, 预计供需缺口将为行业贡献一定的收益弹性。

图6: 客公里收益增速与供需缺口存在正相关关系



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 客座率增速与供需缺口存在显著正相关关系



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 需求波动与宏观趋势相符, 韧性逐年提升

### 需求历史复盘: 波动趋势与宏观吻合, 韧性逐年提升

复盘过去20年, 航空需求波动趋势与整体宏观波动趋势完全相符; 但其相关系数逐步降低, 即1997-2012年这个区间来看, 航空需求振幅与宏观波动幅度基本完全匹配, 呈现非常明显的高波动特征。但从2013-2018这几年来看, 航空需求的韧性持续显著提升, 以2015年为例, 宏观需求持续下探, 但航空需求降幅远低于宏观需求降幅。

图8: 航空需求的波动趋势与宏观同比, 但韧性逐年增强

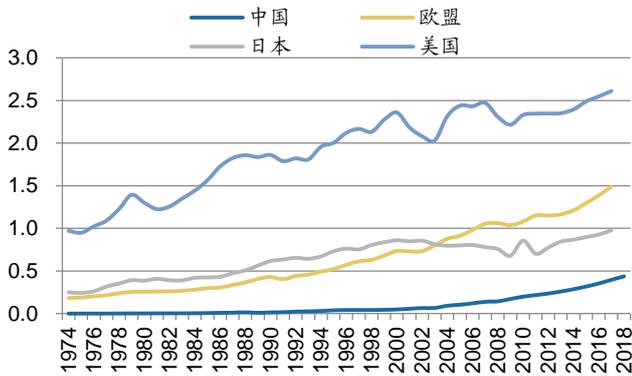


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 渗透率的提升与消费升级是需求韧性提升的根本原因

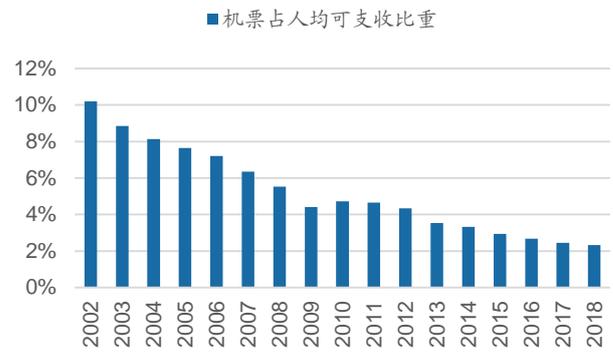
韧性提升背后源于人均渗透率提升叠加消费升级背景下机票不再是“奢侈消费”。一张机票占人均可支配收入比重持续下降，航空出行的消费属性逐步加强。

图9: 人均乘机次数逐年提升, 航空渗透率提升



数据来源: wind, 世界银行, 广发证券发展研究中心

图10: 一张机票占人均可支配收入的比重持续下降

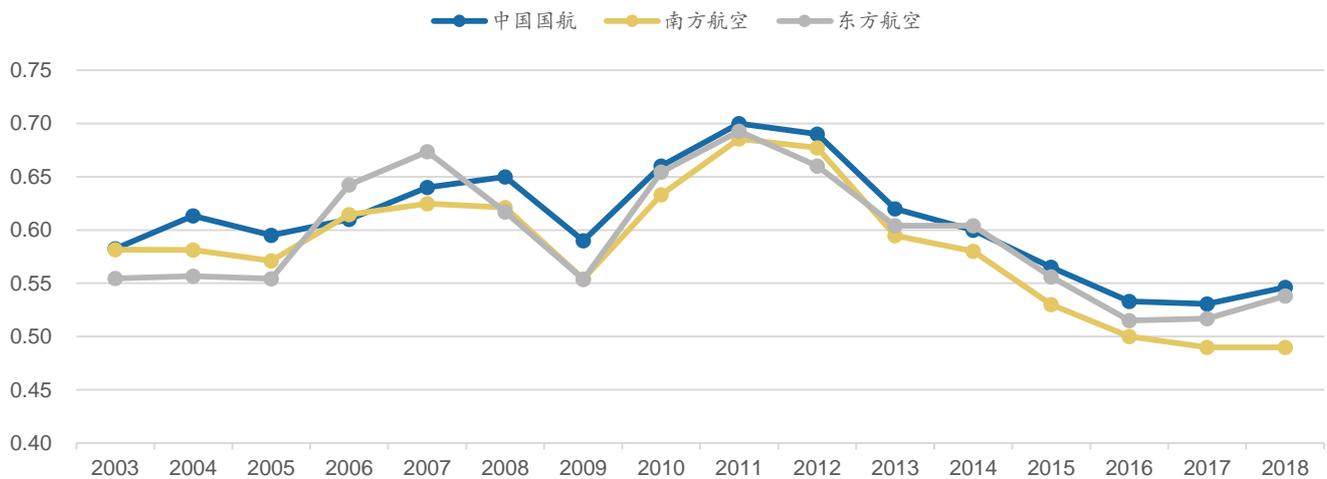


数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

### 需求景气是航空收益提升的主导因素

平稳有韧性的需求是航司收益能够得到稳定提升根本保障，复盘过去10年航司的收益变动情况可以发现，需求的波动与航司收益水平的变化高度相关。航空出行需求韧性的提升将直接带来航司收益水平韧性的提升。

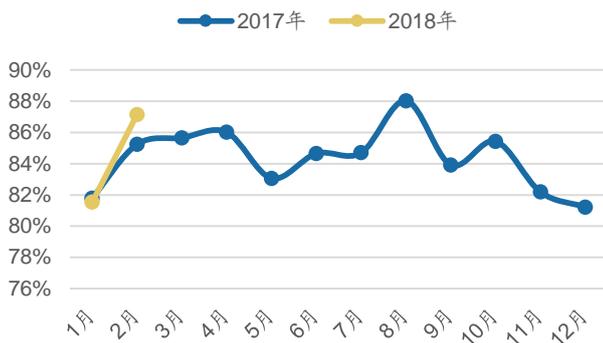
图11: 需求韧性决定航司收益水平的韧性 (客公里收益: 元/客公里)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

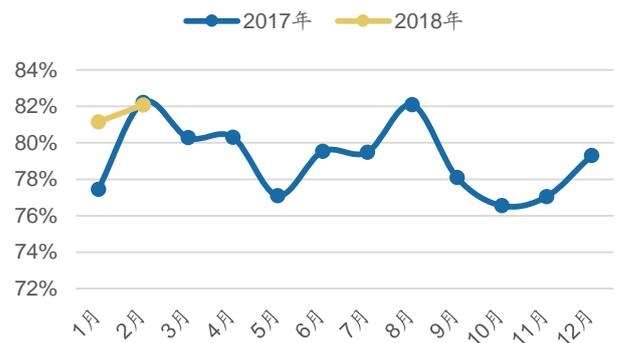
19年1-2月行业客座率的稳步提升再次侧面印证了航空需求韧性，伴随行业月度数据的公布，我们认为19Q2将迎来市场对于航空股需求预期的集中修复。

图12: 六大航国内航线客座率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

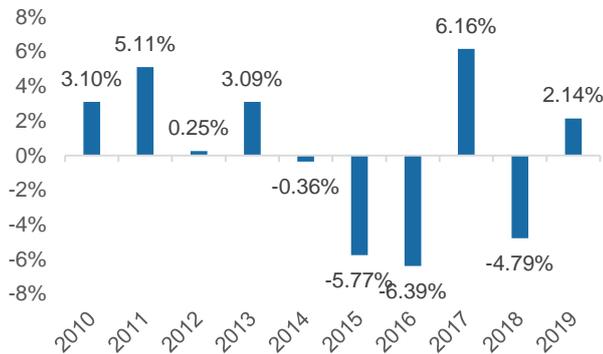
图13: 六大航国际航线客座率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

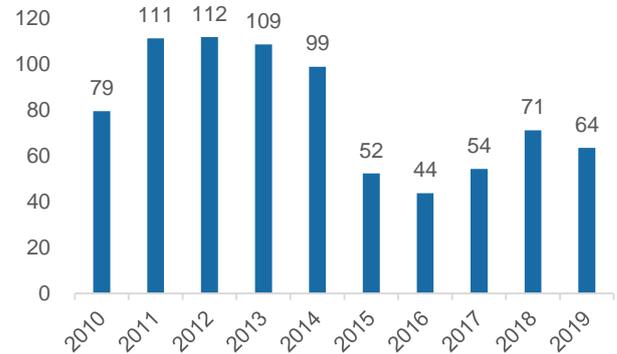
## 温和的外部环境为航空股带来较好的投资环境

图14: 汇率波动幅度, 负数为人民币兑美元贬值, 2019年汇率仍然处于升值通道 (人民币兑美元中间价波动幅度, 2019年为截至4月3日数据)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图15: 2019年1-3月布伦特原油均价较18年均价处于平稳区间 (美金/桶)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

18年航空股遭遇了油汇双杀的冲击, 其中18年人民币兑美元汇率贬值4.8%, 受此影响三大航分别产生20-30亿规模的汇兑损失。其次成本端18年国内航油出厂价同比提升28.38%, 成本和汇率对航空股形成了双杀;

相对于18年, 我们认为19年外部宏观环境大幅改善, 截至目前人民币兑美元仍然处于升值通道, 油价较去年同期小幅下降。整体外部环境良好。

## 投资建议: 供需边际改善+油汇环境友好+减税降费, 看好航空股盈利改善

供需端逻辑的边际变化进一步巩固航空长期利润上行的核心逻辑, 油价与汇率相对平稳的外部环境再次为公司带来利润的平稳预期; 减税降费的落地直接减轻了航司非油成本负担; 多重因子叠加, 看好航空盈利改善。长期看, 若飞机运力引进增速放缓, 核心航线将继续受益价格市场化逻辑, 二三线运力增速的放缓也将修复航司整体收益水平。

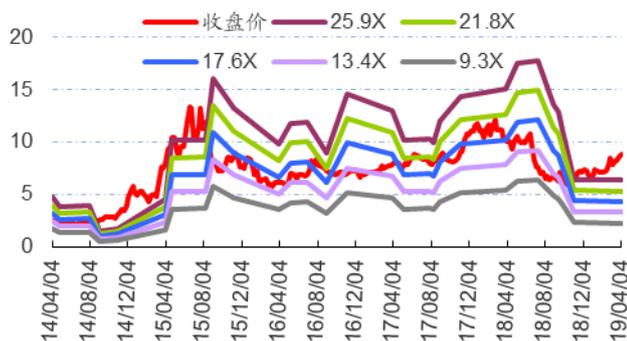
多重因素催化航空有望迎来板块行情、重点推荐: 南方航空(A股)、中国南方航空股份(H股)、吉祥航空、春秋航空。

表 5: 航空可比公司 PE/PB 估值情况 (股价统计截至 2019.4.3 收盘)

公司名称	公司代码	单位	股价		EPS				PE				PB (LF)
			2019/4/3	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
南方航空	600029.sh	人民币	8.83	0.60	0.28	0.67	0.86	23.79	31.54	13.17	10.27	1.67	
吉祥航空	603885.sh	人民币	16.18	0.74	0.81	1.01	1.31	22.00	19.97	16.09	12.38	3.01	
春秋航空	601021.sh	人民币	41.64	1.58	1.60	2.03	2.53	31.39	26.02	20.49	16.49	2.88	
			平均水平										
中国南方航空股份	01055.hk	人民币	6.38	0.60	0.27	0.58	0.64	14.44	23.62	11.02	10.02	1.23	

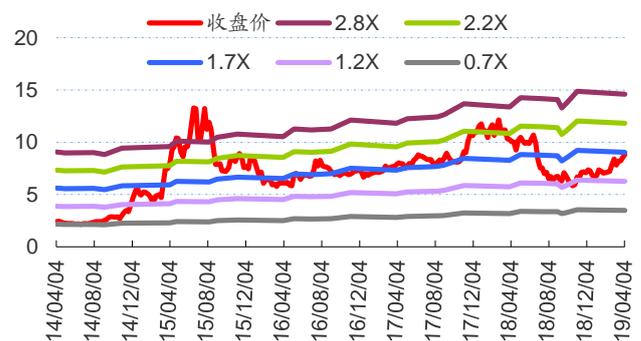
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 可比公司 EPS 采用 wind 一致预期, 南方航空、中国南方航空股份 2018 年 EPS 为实际值。

图 16: 南方航空 PEband



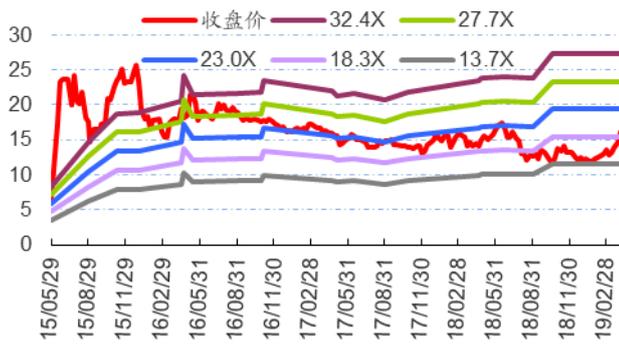
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 南方航空 PBband



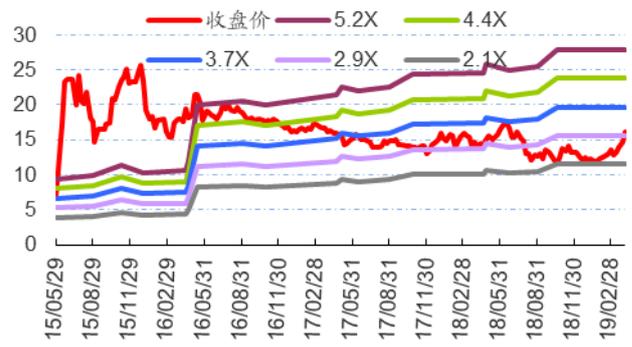
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图18: 吉祥航空PEband



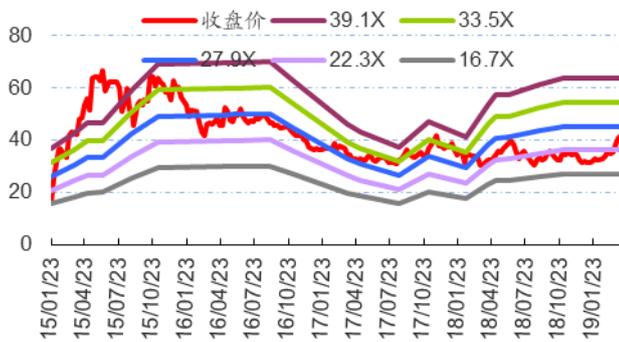
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 吉祥航空PBband



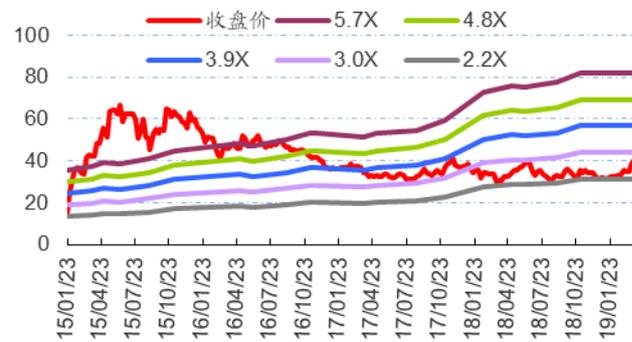
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图20: 春秋航空PEband



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图21: 春秋航空PBband



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

人民币大幅贬值造成大额汇兑损失; 油价大幅度波动致航油成本上涨; 天气异常造成航班延误; 经济下行对航空需求形成冲击; 降费政策实施时间暂有不确定性

## 广发交通运输行业研究小组

- 关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。
- 孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。
- 曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(600115)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与东方航空(00670)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。