

交通运输

证券研究报告

2019年10月21日

总量收紧结构改善，全面解析 2019 冬春航季时刻表

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

姜明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002
jiangming@tfzq.com

曾凡喆 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518110001
zengfanzhe@tfzq.com

民航 2019 冬春季时刻表公布，总量收紧

民用航空预先飞行计划管理系统披露民航 2019 年冬春航季初的计划正班时刻表。我们根据时刻表数据计算，2019 年冬春季民航周度正班班次量为 116027 班，同比增长 5.7%，其中国内线 90332 班，同比增长 5.0%；内航国际线 13228 班，同比增长 16.2%；内航港澳台航线 1806 班，同比增长 7.5%；外航及港澳台航司航班 10661 班，同比增长 0.5%。

时刻结构有所改善，利好航空运价修复

分机场来看，时刻结构有所改善，枢纽机场时刻收紧力度明显低于中小机场。我们认为一二线市场供给增速收紧幅度明显小于低品质的三四线市场或意味着市场下沉的速度将明显缓和，利于运价企稳恢复。

各航司增速表现不一，国际线增速较快

细分航空公司方面，三大航增速有所放缓，其中国、南、东航计划时刻量分别为 4.1%、5.9%、6.7%；小航中春秋增速有所提高，一线城市中于广州、深圳、西安有明显增量，整体增速达到 20.7%，吉祥更多为结构调整，增速下降至 8.7%。细分市场中，各公司国际线增速快于国内线，大航中，除国航国际线时刻量增速保持低位外，南航、东航国际线增速分别为 9.7%、8.2%，高于国内线 5.3%、6.3%的增速水平。小航中，春秋吉祥均大幅增长，其中春秋国际线计划时刻增速 42.8%，吉祥达到 53.1%。

各机场表现——北京分流，上海平稳，广深放量

一线城市上市机场中，北京首都机场因航班部分转场大兴有所减量；上海机场航班量因夜间货运航班减量而有所降低，客运基本平稳，预计放量需待 2020 年；广深机场时刻放量，且因粤港澳大湾区建设及香港事件刺激，国际线增速均有所提高，其中广州、深圳机场国际线航班量分别同比增长 13.6%、28.6%。

投资建议

航空板块：计划航班量增速降速或意味着时刻收紧及 B737MAX 停飞从两个维度压缩供给增长的逻辑有望兑现。我们认为四季度民航运价有望在供给偏紧、需求回暖及低基数的带动下有所改善，继续推荐三大航，春秋、吉祥。
机场板块：我们持续看好人民消费升级及海外消费回流拉动下的机场免税租金收入持续增长。上海机场时刻有望于 2020 年逐步放量；首都机场分流问题已经被市场充分预期；白云机场已经渡过了业绩低谷；深圳机场国际线大踏步前行为未来免税收入放量逐步奠定基础。继续推荐上海机场、北京首都机场股份，关注白云机场，深圳机场。

风险提示：宏观经济不及预期，油价汇率波动，安全事故，免税销售不及预期

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业研究周报:油运运价逐步回归常态，看好顺丰三季报》 2019-10-20
- 2 《交通运输-行业研究周报:油价上行风险有限，关注航空博弈机会》 2019-09-22
- 3 《交通运输-行业研究周报:美元汇率升破 7.1，滞涨航空有望向上修复》 2019-09-15

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-10-21	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601111.SH	中国国航	8.09	买入	0.51	0.55	0.71	0.79	15.86	14.71	11.39	10.24
600029.SH	南方航空	6.68	买入	0.24	0.39	0.59	0.72	27.83	17.13	11.32	9.28
600115.SH	东方航空	5.27	买入	0.18	0.29	0.52	0.60	29.28	18.17	10.13	8.78
603885.SH	吉祥航空	14.14	买入	0.63	0.70	0.91	1.05	22.44	20.20	15.54	13.47
600009.SH	上海机场	77.64	买入	2.20	2.73	3.17	3.70	35.29	28.44	24.49	20.98

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 2019 年冬春航季时刻表公布，时刻增速 5.7%.....	3
2. 我们如何看待新航季时刻表?	3
2.1. 总量全面收紧，航线结构有所改善	3
2.2. 航空公司增速分析：大航放缓，小航分化，国际全面提速	4
2.3. 核心机场时刻分析：北京减量、上海平稳、广深明显增长	7
2.3.1. 北京首都机场——部分航班转场大兴，总量有所削减.....	7
2.3.2. 上海浦东机场——整体保持平稳，后续放量可期	8
2.3.3. 广州白云机场——时刻放量，国际线增长提速	9
2.3.4. 深圳宝安机场——时刻放量，国际线增速迅猛	9
3. 投资建议.....	10
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：首都机场航班时刻分布（个）	7
图 2：上海浦东航班时刻分布（个）	8
图 3：广州白云机场航班时刻分布（个）	9
图 4：深圳宝安机场航班时刻分布（个）	10
表 1：2019 年冬春季时刻增量表（周班次：个）	3
表 2：分类别机场时刻增量	4
表 3：各航司周计划离港航班总量	5
表 4：各航司国内线周计划离港航班总量	5
表 5：各航司国际线周计划离港航班总量	6
表 6：各航司地区线周计划离港航班总量	6
表 7：北京首都机场周度航班总量（个）	7
表 8：上海浦东机场周度航班总量（个）	8
表 9：广州白云机场周度航班总量（个）	9
表 10：深圳宝安机场周度航班总量（个）	10

1. 2019 年冬春航季时刻表公布，时刻增速 5.7%

民用航空预先飞行计划管理系统披露民航 2019 年冬春航季初的计划正班时刻表。我们根据时刻表数据计算，2019 年冬春季民航周度正班班次量为 116027 班，同比增长 5.7%，其中国内线 90332 班，同比增长 5.0%；内航国际线 13228 班，同比增长 16.2%；内航港澳台航线 1806 班，同比增长 7.5%；外航及港澳台航司航班 10661 班，同比增长 0.5%。

表 1：2019 年冬春季时刻增量表（周班次：个）

换季初周度正班航班量	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋	2015 冬春
国内	90332	92544	86051	84934	80556	80501	74466	74379	68474
国际	13228	12493	11386	11069	10303	10391	9887	9481	9356
港澳台	1806	1832	1680	1670	1614	1594	1558	1846	1805
外航	10661	11160	10608	10620	10298	9988	9475	8660	8519
合计	116027	118029	109725	108293	102771	102474	95386	94366	88154
YOY	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋	2017 冬春	2017 夏秋	2016 冬春	2016 夏秋	2015 冬春
国内	5.0%	9.0%	6.8%	5.5%	8.2%	8.2%	8.8%		
国际	16.2%	12.9%	10.5%	6.5%	4.2%	9.6%	5.7%		
港澳台	7.5%	9.7%	4.1%	4.8%	3.6%	-13.7%	-13.7%		
外航	0.5%	5.1%	3.0%	6.3%	8.7%	15.3%	11.2%		
合计	5.7%	9.0%	6.8%	5.7%	7.7%	8.6%	8.2%		

资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

2. 我们如何看待新航季时刻表？

2.1. 总量全面收紧，航线结构有所改善

不同于夏秋季的显著放量，在“控总量、调结构”精神的严格落实下，叠加 B737MAX 停飞及延迟交付时间跨度已经长达 7 个月，全民航时刻增量出现显著下降，增速环比夏秋季下降 3.3pct。分机场来看，结构有所改善，前十大机场时刻增速 1.7%，略低于夏秋季 3.2% 的增速水平。考虑到首都机场转场时刻有所减量，如剔除首都机场，其余九大机场时刻增速 2.9%，保持着尚可的增速。二三线机场增速全面下降，其中 2018 年吞吐量排名 11-20 名的机场时刻增速为 3.1%，增速环比下降 2.3pct；21-30 名机场增速 4.5%，增速环比下降 3.3pct；31-50 名机场增速 1.9%，增速环比下降 11pct，如剔除北京南苑机场关闭影响，增速为 5.5%；51-100 名机场增速 13.7%，增速环比下降 16.4pct；一百名以后机场增速 19.8%，增速环比下降 5.9pct。

表 2：分类别机场时刻增量

周度时刻量 (个)	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
前十大机场	79706	80373	78343	77,855
十一至二十	39625	40318	38418	38,248
二十一至三十	27355	27462	26182	25,479
三十一至五十	27936	31476	27421	27,880
五十一至一百	18413	19471	16200	14,962
一百名以后	12340	12501	10302	9,948
YOY	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
前十大机场	1.7%	3.2%		
十一至二十	3.1%	5.4%		
二十一至三十	4.5%	7.8%		
三十一至五十	1.9%	12.9%		
五十一至一百	13.7%	30.1%		
一百名以后	19.8%	25.7%		

资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

我们一直在强调过去数年我国民航运价难有起色，一方面是由于宏观经济放缓导致真实需求增速中枢有所下移，而供给增速尤其是飞机引进维持在一个相对平稳的位置导致供需弱平衡；一方面则是由于一线机场饱和，增量运力维持平稳引进导致市场逐步下沉，大量运力下沉至二三线市场，航空公司依赖补贴通过低价吸引旅客刺激需求。冬春换季后，一二线市场供给增速收紧幅度明显小于低品质的三四线市场，市场下沉的速度将明显缓和，利于运价企稳恢复。

2.2. 航空公司增速分析：大航放缓，小航分化，国际全面提速

细分航空公司方面，三大航增速有所放缓，其中国航、南航、东航计划时刻量分别为 4.1%、5.9%、6.7%，增速环比下降 3.8pct、1.8pct、2.3pct；小航中春秋增速有所提高，一线城市中于广州、深圳、西安有明显增量，整体增速达到 20.7%，吉祥更多为结构调整，增速下降至 8.7%。

细分市场中，各公司国际线增速快于国内线，大航中，除国航国际线时刻量增速保持低位外，南航、东航国际线增速分别为 9.7%、8.2%，高于国内线 5.3%、6.3%的增速水平。小航中，春秋吉祥均大幅增长，其中春秋国际线计划时刻增速 42.8%，吉祥达到 53.1%。

表 3: 各航司周计划离港航班总量

总量(个)	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	16832	17209	16163	15948	15344	15184	14447	14842	14067
南航	23286	23696	21981	22001	20608	21061	19891	20728	19527
东航	20729	20652	19424	18953	18411	18302	17803	17622	16893
海航	13529	14227	13086	13246	12416	12761	11084	10502	9609
川航	4593	4562	4335	4140	3889	3900	3754	3542	3514
山航	4452	4772	4388	4422	3978	4472	3784	3915	3350
春秋	3032	2896	2512	2520	2274	2258	2086	1912	1872
吉祥	3361	3419	3091	2924	2747	2440	2246	2000	1903
华夏	2408	2296	1964	2001	1704	1468	1492	1332	1118
YOY	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	4.1%	7.9%	5.3%	5.0%	6.2%	2.3%	2.7%		
南航	5.9%	7.7%	6.7%	4.5%	3.6%	1.6%	1.9%		
东航	6.7%	9.0%	5.5%	3.6%	3.4%	3.9%	5.4%		
海航	3.4%	7.4%	5.4%	3.8%	12.0%	21.5%	15.4%		
川航	6.0%	10.2%	11.5%	6.2%	3.6%	10.1%	6.8%		
山航	1.5%	7.9%	10.3%	-1.1%	5.1%	14.2%	13.0%		
春秋	20.7%	14.9%	10.5%	11.6%	9.0%	18.1%	11.4%		
吉祥	8.7%	16.9%	12.5%	19.8%	22.3%	22.0%	18.0%		
华夏	22.6%	14.7%	15.3%	36.3%	14.2%	10.2%	33.5%		

资料来源: Pre-Flight, 天风证券研究所

表 4: 各航司国内线周计划离港航班总量

国内(个)	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	14072	14344	13525	13314	12877	12590	11874	12298	11566
南航	19650	20022	18654	18736	17594	18013	17045	17761	16507
东航	17063	17123	16054	15571	15006	14957	14521	14330	13619
海航	12413	13013	12089	12135	11545	11749	10350	9770	8871
川航	4089	4076	3897	3772	3579	3614	3460	3290	3314
山航	3932	4300	4010	4118	3688	4152	3424	3609	3054
春秋	1990	2074	1790	1786	1568	1590	1406	1318	1304
吉祥	2782	2971	2695	2543	2373	2080	1908	1700	1603
华夏	2384	2264	1952	1969	1696	1460	1492	1332	1118
YOY	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	4.0%	7.7%	5.0%	5.8%	8.4%	2.4%	2.7%		
南航	5.3%	6.9%	6.0%	4.0%	3.2%	1.4%	3.3%		
东航	6.3%	10.0%	7.0%	4.1%	3.3%	4.4%	6.6%		
海航	2.7%	7.2%	4.7%	3.3%	11.5%	20.3%	16.7%		
川航	4.9%	8.1%	8.9%	4.4%	3.4%	9.8%	4.4%		
山航	-1.9%	4.4%	8.7%	-0.8%	7.7%	15.0%	12.1%		
春秋	11.2%	16.1%	14.2%	12.3%	11.5%	20.6%	7.8%		
吉祥	3.2%	16.8%	13.6%	22.3%	24.4%	22.4%	19.0%		
华夏	22.1%	15.0%	15.1%	34.9%	13.7%	9.6%	33.5%		

资料来源: Pre-Flight, 天风证券研究所

表 5: 各航司国际线周计划离港航班总量

国际(个)	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	2360	2429	2252	2240	2087	2190	2193	2110	2047
南航	3234	3264	2947	2867	2650	2668	2468	2523	2576
东航	3096	2971	2862	2866	2913	2853	2800	2738	2728
海航	1032	1112	895	1021	771	922	660	596	625
川航	466	448	400	330	272	252	260	214	166
山航	464	422	332	268	258	288	324	268	258
春秋	888	708	622	648	614	596	608	508	496
吉祥	539	408	352	341	330	322	294	258	256
华夏	24	32	12	32	8	8	0	0	0
YOY	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	4.8%	8.4%	7.9%	2.3%	-4.8%	3.8%	7.1%		
南航	9.7%	13.8%	11.2%	7.5%	7.4%	5.7%	-4.2%		
东航	8.2%	3.7%	-1.8%	0.5%	4.0%	4.2%	2.6%		
海航	15.3%	8.9%	16.1%	10.7%	16.8%	54.7%	5.6%		
川航	16.5%	35.8%	47.1%	31.0%	4.6%	17.8%	56.6%		
山航	39.8%	57.5%	28.7%	-6.9%	-20.4%	7.5%	25.6%		
春秋	42.8%	9.3%	1.3%	8.7%	1.0%	17.3%	22.6%		
吉祥	53.1%	19.6%	6.7%	5.9%	12.2%	24.8%	14.8%		
华夏	100.0%	0.0%	50.0%	300.0%					

资料来源: Pre-Flight, 天风证券研究所

表 6: 各航司地区线周计划离港航班总量

地区(个)	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	436	436	386	394	380	404	380	434	454
南航	410	410	380	398	364	380	378	444	444
东航	558	558	508	516	492	492	482	554	546
海航	102	102	102	90	100	90	74	136	113
川航	38	38	38	38	38	34	34	38	34
山航	50	50	46	36	32	32	36	38	38
春秋	114	114	100	86	92	72	72	86	72
吉祥	40	40	44	40	44	38	44	42	44
华夏	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YOY	19 冬春	19 夏秋	18 冬春	18 夏秋	17 冬春	17 夏秋	16 冬春	16 夏秋	15 冬春
国航	13.0%	10.7%	1.6%	-2.5%	0.0%	-6.9%	-16.3%		
南航	7.9%	3.0%	4.4%	4.7%	-3.7%	-14.4%	-14.9%		
东航	9.8%	8.1%	3.3%	4.9%	2.1%	-11.2%	-11.7%		
海航	0.0%	13.3%	2.0%	0.0%	35.1%	-33.8%	-34.5%		
川航	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	11.8%	-10.5%	0.0%		
山航	8.7%	38.9%	43.8%	12.5%	-11.1%	-15.8%	-5.3%		
春秋	14.0%	32.6%	8.7%	19.4%	27.8%	-16.3%	0.0%		
吉祥	-9.1%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	-9.5%	0.0%		
华夏									

资料来源: Pre-Flight, 天风证券研究所

2.3. 核心机场时刻分析：北京减量、上海平稳、广深明显增长

2.3.1. 北京首都机场——部分航班转场大兴，总量有所削减

一线城市上市机场中，北京首都机场因航班部分转场大兴有所减量，周度时刻总量 11596 个，同比下降 4.8%，但北京市场中，考虑到首都、大兴、南苑三机场腾挪，时刻总量达到 13548 个，同比增长 3.2%。结构方面，首都机场国内线航班量同比下降 4.1%，国际及港澳台航线航班量下降 7.0%。从时刻分布来看，除下午至傍晚黄金时刻外，其余各小时航班总量均出现一定程度下降。

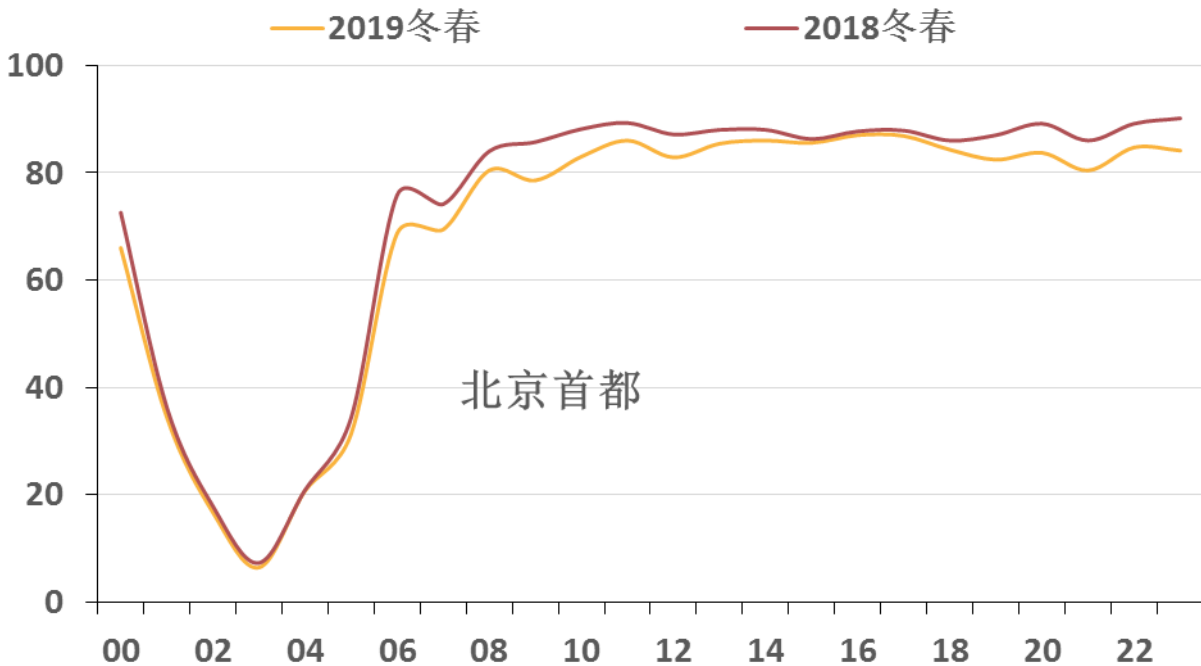
预计随着大兴机场持续转场，北京首都机场时刻量及业务量预计仍将继续走低，转场进度预计于 2020 年夏秋季达到顶峰，随后逐步稳定。上市公司业绩或于 2021 年夏秋航空季触及最低点，随后迅速回温。

表 7：北京首都机场周度航班总量（个）

北京首都	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
国内线	8841	9258	9219	9139
国际及地区线	2755	3110	2962	3204
时刻总量	11596	12368	12181	12343
YOY				
国内线	-4.1%	1.3%		
国际及地区线	-7.0%	-2.9%		
时刻总量	-4.8%	0.2%		

资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

图 1：首都机场航班时刻分布（个）



资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

2.3.2. 上海浦东机场——整体保持平稳，后续放量可期

上海浦东机场时刻总量基本保持平稳，周度航班总量 10569 班次，同比微降 0.5%，其中国内线小幅上升 1%，国际线及地区线小幅下降 2%。从时刻分布来看，白天航班量基本没有明显变化，但夜间航班量有所下滑，其中凌晨 3 时航班量有明显下降，0-5 时航班量减量基本占全天航班减量的约 8 成。参考时刻表，凌晨航班多为国际线货机，结合上海机场前三季度 -6.3% 的货邮吞吐量降幅，我们认为夜间国际线货机航班减班是机场计划时刻量及国际时刻量下滑的核心原因，预计客运方面将保持稳定。

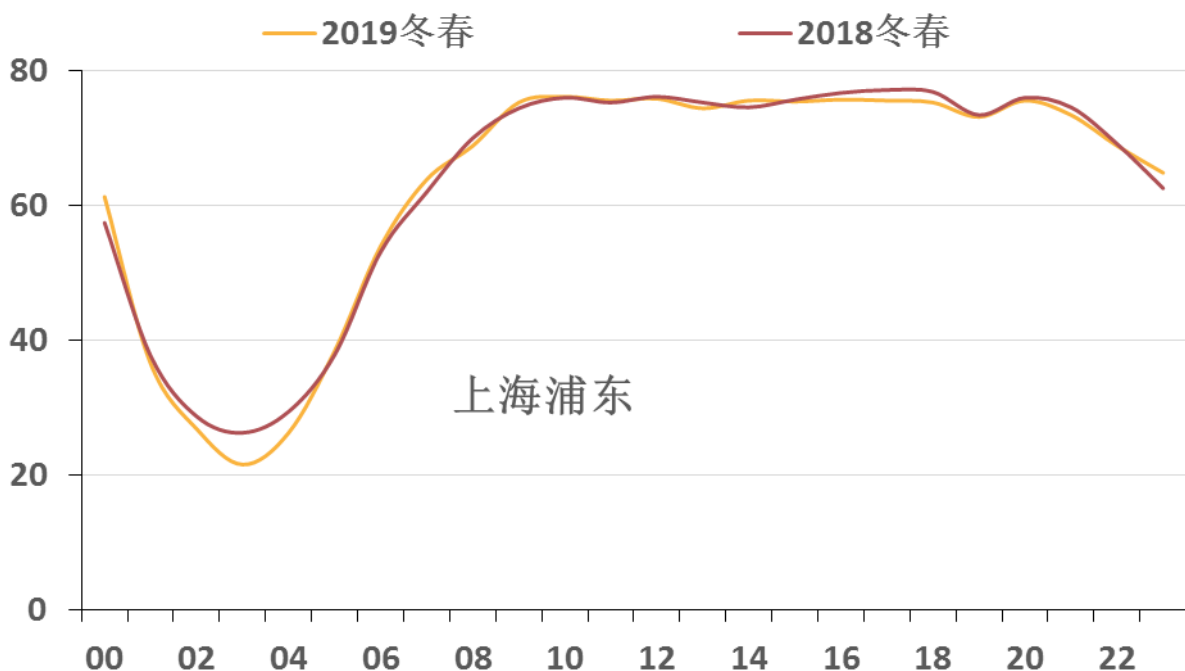
上海浦东机场卫星厅于 2019 年 9 月投产。参考白云机场 T2 航站楼于 2018 年 4 月投产，2018 年冬春季计划时刻同比增量仅为 1.9%，但在 2019 夏秋季便提高至 6.6%，2019 年冬春季在时刻偏紧的情况下依然达到了 6.8% 的时刻增长。这或意味着上海浦东机场短期或仍需一段时间的运营去争取容量提升，如进展顺利，有望于 2020 年夏秋或冬春季迎来时刻放量，利好客流量及非航收入增长。

表 8：上海浦东机场周度航班总量（个）

上海浦东	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
国内线	5125	5318	5072	5132
国际及地区线	5444	5653	5553	5766
时刻总量	10569	10971	10625	10898
YOY	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
国内线	1.0%	3.6%		
国际及地区线	-2.0%	-2.0%		
时刻总量	-0.5%	0.7%		

资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

图 2：上海浦东航班时刻分布（个）



资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

2.3.3. 广州白云机场——时刻放量，国际线增长提速

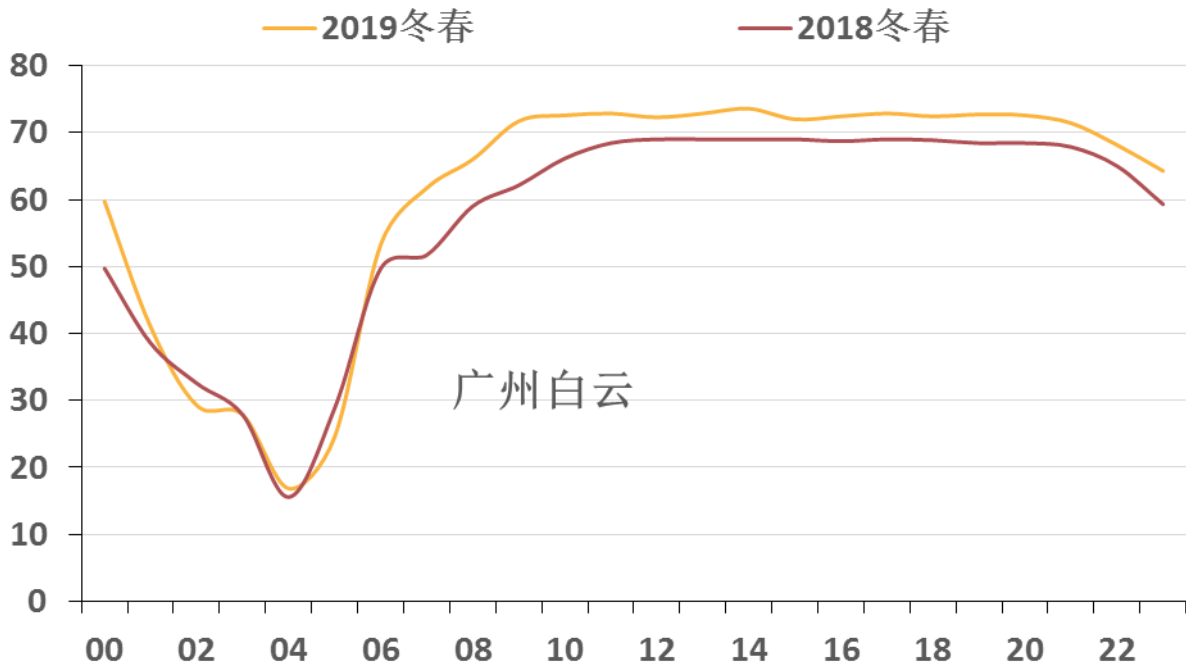
得益于 T2 航站楼投产后机场运行效率显著提升，准点率连续保持在高位，公司迎来时刻放量，高峰容量调升。我们测算白云机场周度航班量达到 10185 个，同比增长 6.8%，增速环比提高 0.2pct。其中，得益于粤港澳大湾区建设加码及香港因素的刺激，白云机场国际线计划航班量同比提高 13.6%。国际线的放量利好公司业务量及免税租金收入增长，助力业绩从低谷快速回归至 T2 投产前的水平，并持续增长。

表 9：广州白云机场周度航班总量（个）

广州白云	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
国内线	7372	7276	7056	6912
国际及地区线	2813	2766	2477	2512
时刻总量	10185	10042	9533	9424
YOY				
国内线	4.5%	5.3%		
国际及地区线	13.6%	10.1%		
时刻总量	6.8%	6.6%		

资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

图 3：广州白云机场航班时刻分布（个）



资料来源：Pre-Flight，天风证券研究所

2.3.4. 深圳宝安机场——时刻放量，国际线增速迅猛

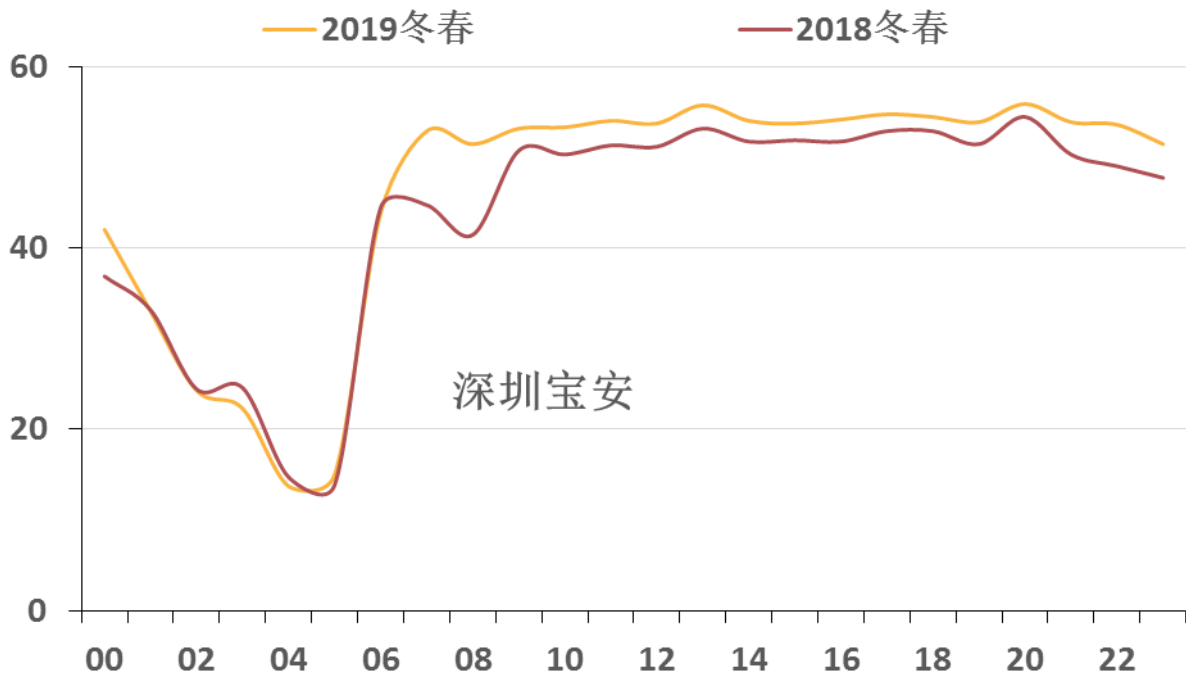
深圳机场时刻继续放量。2019 年冬春航季周度计划航班量为 7755 个，同比增长 5.7%，增速与夏秋季基本一致。同样因粤港澳大湾区建设及香港问题的影响，公司国际线计划时刻量同比大增 28.6%。从时刻分布来看，深圳机场早间航班已不再出现明显低谷，全天基本均处于高峰运营。虽然深圳机场业绩可能需待至 2022 年方才会快速提高，但如果看的足够长，在粤港澳大湾区的持续发展带动下，仍然具备良好的投资价值。

表 10: 深圳宝安机场周度航班总量 (个)

深圳宝安	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
国内线	6486	6414	6353	6218
国际及地区线	1269	1170	987	960
时刻总量	7755	7584	7340	7178
YOY	2019 冬春	2019 夏秋	2018 冬春	2018 夏秋
国内线	2.1%	3.2%		
国际及地区线	28.6%	21.9%		
时刻总量	5.7%	5.7%		

资料来源: Pre-Flight, 天风证券研究所

图 4: 深圳宝安机场航班时刻分布 (个)



资料来源: Pre-Flight, 天风证券研究所

3. 投资建议

航空板块: 计划航班量增速降速或意味着时刻收紧及 B737MAX 停飞从两个维度压缩供给增长的逻辑有望兑现。我们认为四季度民航运价有望在供给偏紧、需求回暖及低基数的带动下有所改善, 继续推荐三大航, 春秋、吉祥。

机场板块: 我们持续看好人民消费升级及海外消费回流拉动下的机场免税租金收入持续增长。上海机场时刻有望于 2020 年逐步放量; 首都机场分流问题已经被市场充分预期; 白云机场已经渡过了业绩低谷; 深圳机场国际线大踏步前行为未来免税收入放量逐步奠定基础。继续推荐上海机场、北京首都机场股份, 关注白云机场, 深圳机场。

4. 风险提示

宏观经济不及预期, 油价汇率波动, 安全事故, 免税销售不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com