

**公司深度**
**中国国航 (601111)**
**交通运输 | 航空运输**
**长期发展前景较好，期待疫情后期出现超额收益**

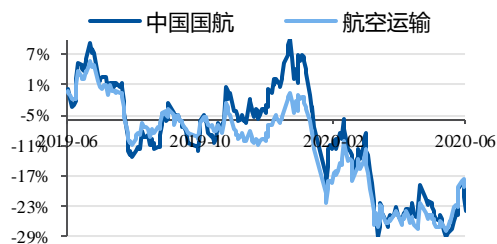
2020年06月15日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 6.93-8.82 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	6.68
52周价格区间 (元)	6.31-10.00
总市值 (百万)	98768.74
流通市值 (百万)	67742.50
总股本 (万股)	1452481.52
流通股 (万股)	996213.18

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
中国国航	1.44	-12.44	-18.16
航空运输	6.88	-8.78	-19.01

**黄红卫**
**分析师**

 执业证书编号: S0530519010001  
 huanghw@cfzq.com

0731-89955704

**相关报告**

- 《中国国航：中国国航 (601111) 公司点评：疫情影响2020年H1业绩，低估值提供安全边际》 2020-04-01
- 《中国国航：中国国航 (601111) 公司点评：国货航剥离拖累营收，新租赁准则推动利息上行》 2019-08-30

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (亿元)	1367.74	1361.81	955.04	1472.19	1586.87
净利润 (亿元)	73.36	64.09	-22.99	79.27	90.42
每股收益 (元)	0.51	0.44	-0.16	0.55	0.62
每股净资产 (元)	6.42	6.44	6.30	6.77	7.34
P/E	12.89	14.75	-41.12	11.93	10.46
P/B	1.01	1.01	1.03	0.96	0.89

资料来源：贝格数据，财信证券

**投资要点：**

- **品牌价值凸显，长期业绩稳定增长：**中国国航是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司，品牌价值凸显。品牌优势赋予公司相比同行更强的定价优势。2019年国内四大航空公司中，中国国航的每客公里收益、毛利率位于首位，而且中国国航对政府补贴依赖程度最低，而资产负债率最低，运营风险相对较低。2002-2019年中国国航的营业收入CAGR、归母净利润CAGR分别为10.53%、12.79%，长期业绩较快增长。受疫情影响，2020年Q1公司业绩暂处盈利低点。
- **国内航空长期发展前景向好，中国国航受益低油价环境：**1978-2019年国内航空旅客量年增速、旅客周转量增速约为同期GDP增速的1.70倍、1.74倍。即使“十四五”时期国内经济增速目标下调至6%，如假设航空对GDP弹性系数不变，十四五期间国内航空旅客量年增速、旅客周转量增速亦可分别达10%、10.4%。同时，2020年航空票价市场化改革基本完成，中国国航将受益“市场调节航线的扩容、航线提价幅度的放开”。随着全球原油需求下滑，预计原油价格中枢将从此前70美元/桶降低至50美元/桶左右，中国国航亦受益于低油价环境。
- **基地网络优势凸显，疫情后期或将取得超额收益：**中国国航依托北京首都国际机场基地优势，有利于保持较高收益水平。北京大兴机场在2019年9月底前投运，国航等星空联盟成员保留在首都机场运营，东航、南航等天合联盟成员整体搬迁至位于大兴的新机场运营。由于北京首都机场距离北京商业中心更近，将强化了驻留在首都机场的中国国航等星空联盟的航司议价能力。新冠疫情冲击下，航空股严重跑输大盘，三大航当前市净率在1.0倍至1.1倍之间，当前航空指数或存在严重低估。参照2003年非典、2008年经济危机前后的航空股走势。预计在2020年新冠疫情过后，航空指数或将取得超额收益。
- **投资建议：**预计2020-2022年EPS分别为-0.16/0.55/0.62元，BVPS分别为6.30/6.77/7.34元。虽然预计疫情将明显拖累2020年H1业绩，但国内航空业长期发展前景较好，给予公司1.1-1.4X市净率估值，2020年底估值合理区间在6.93-8.82元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国内外新冠疫情持续失控风险；油价大幅上涨；汇率风险。

## 内容目录

<b>1 公司概况：长期业绩较快增长，品牌价值凸显</b>	<b>4</b>
1.1 公司简介：中国唯一载国旗飞行的民用航空公司	4
1.2 业务综述：航空客运为最主要业绩来源	5
1.3 业绩概况：长期业绩较快增长，但目前暂时处于盈利低点	6
<b>2 业务概况：短期虽受疫情冲击，国内航空长期发展前景较好</b>	<b>8</b>
2.1 驱动力一：航空长期需求向好，高铁挤出效应减弱	8
2.2 驱动力二：大兴机场投运利好国航，航司议价能力提升	10
2.3 驱动力三：票价市场化改革持续推进，中国国航受益航线提价幅度放开	11
2.4 汇率及油价：油价下跌将较大程度改善公司业绩，汇率对业绩影响较小	12
2.5 新冠疫情：中国国航受新冠疫情较大冲击，但疫情后期或取得超额收益	13
<b>3 竞争优势：品牌及基地网络优势明显，2020-2021 年运力有望持续增长</b>	<b>15</b>
3.1 竞争优势一：全球领先的航空公司，品牌优势凸显，定价能力较强	15
3.2 竞争优势二：依托北京首都国际机场，基地网络优势凸显	16
3.3 竞争优势三：预计 2020-2021 年运力仍将较快增长，保障业绩持续兑现	16
<b>4 盈利预测</b>	<b>17</b>
<b>5 投资建议</b>	<b>18</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1：中国国航的发展历程图	4
图 2：2020 年 Q1 末，中国国航的控股结构图	5
图 3：中国国航的业务布局图	6
图 4：2002 年-2020 年 Q1，中国国航的业绩增速	6
图 5：2002 年-2020 年 Q1，中国国航的盈利能力	6
图 6：2019 年，中国国航的营业收入占比（分类型）	7
图 7：2019 年，中国国航的营业收入占比（分地区）	7
图 8：2002 年-2020 年 Q1，中国国航的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	8
图 9：2002 年-2020 年 Q1，中国国航的经营活动现金净流量/净利润	8
图 10：2018 年，中国人均乘机次数仅 0.44 次/人，远低于同期发达国家水平	8
图 11：1978-2019 年，航空旅客量年增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍	8
图 12：部分国外国家，人均 GDP 与人均乘机次数走势较为一致，暂时未出现明显拐点	9
图 13：2008-2018 年，中国高铁运距、航空运距的走势	10
图 14：2016-2018 年，高铁平均运距连续 3 年负增长	10
图 15：北京大兴机场距离商业中心的距离较首都机场更远	11
图 16：中国民航市场调节价的航线总量	12
图 17：2013-2019 年，东航、国航、南航国内航线的收入客公里收益走势	12
图 18：2015 年 3 月-迄今，航空煤油出厂价(含税，元/吨)	13
图 19：2012 年-迄今，美元兑人民币中间价	13
图 20：2020 年 1-4 月，国内主要航空公司的客运量增速	13
图 21：2020 年 Q1，国内主要航空公司的业绩表现	13
图 22：2000 年迄今，航空指数及万得全 A 指数的走势	14

表 1: 中国国航 2017-2019 年及 2020 年 1-3 月客运业务的主要运营数据.....	7
表 2: 2020 年中国国航各个月份的客运量及增速预测.....	14
表 3: 2019 年国内四大航空公司运营及财务指标 (上市公司) .....	15
表 4: 2019 年底中国国航集团的机队详细情况 .....	16
表 5: 2020-2022 年, 中国国航的飞机引入计划及退出计划.....	17
表 6: 2020-2022 年, 中国国航的营业收入预测.....	17

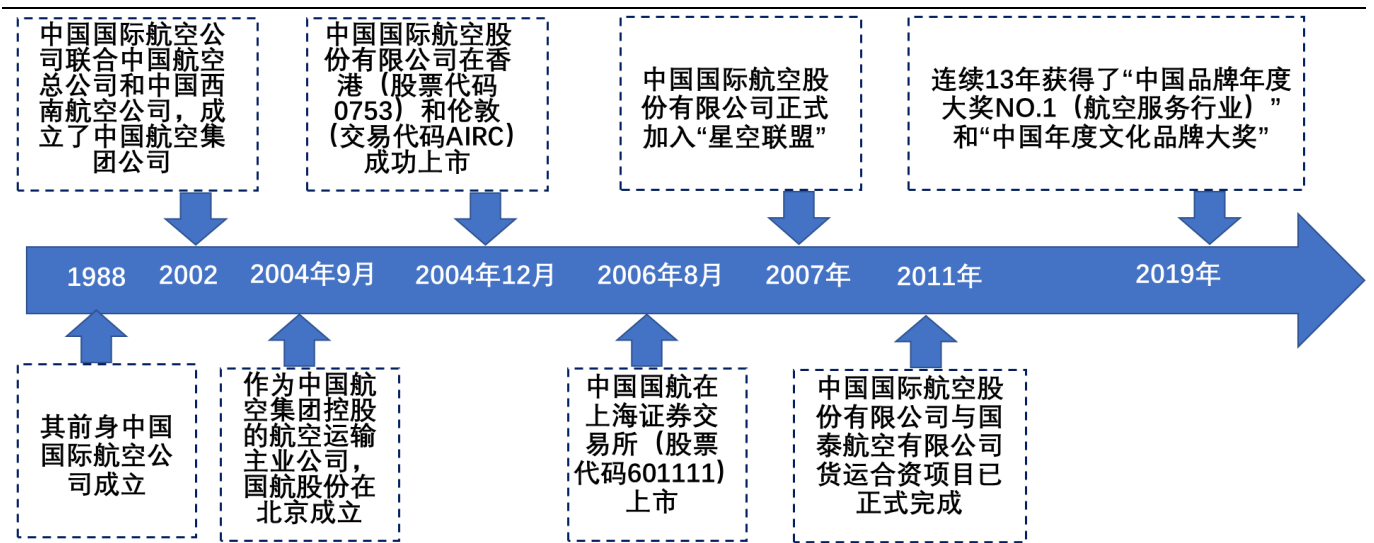
## 1 公司概况：长期业绩较快增长，品牌价值凸显

### 1.1 公司简介：中国唯一载国旗飞行的民用航空公司

**中国唯一载国旗飞行的民用航空公司，品牌价值凸显：**中国国际航空股份有限公司前身为1988年成立的中国国际航空公司。2002年10月，中国国际航空公司联合中国航空总公司和中国西南航空公司，成立了中国航空集团公司。2004年9月，作为中国航空集团控股的航空运输主业公司，国航股份在北京正式成立。2004年12月，中国国际航空股份有限公司在香港和伦敦成功上市。2006年8月，中国国航在上交所上市。

中国国航是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司以及世界最大的航空联盟（星空联盟）成员，服务质量高，品牌价值凸显。2019年底，中国国航（含控股公司）经营客运航线已达770条（国际航线137条、地区航线27条、国内航线606条），通航国家（地区）43个，通航城市187个（国际65个、地区3个、国内119个）；同时，中国国航通过与星空联盟成员等航空公司的合作，将航空服务进一步拓展到195个国家（地区）的1317个目的地。

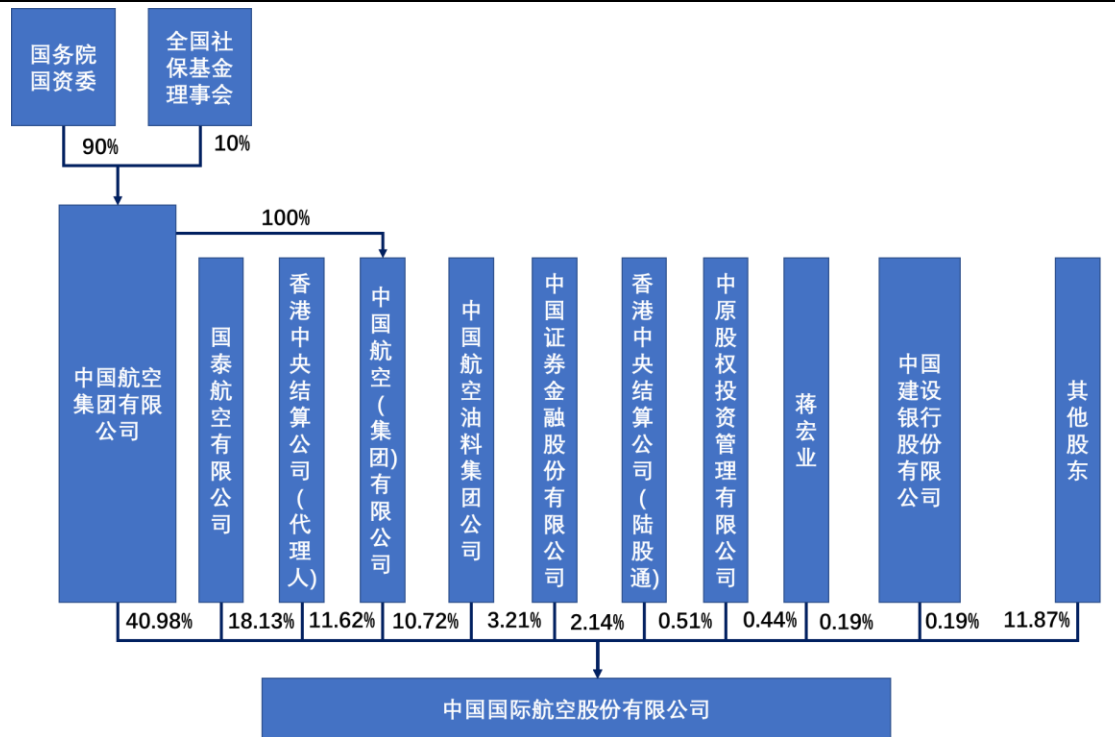
图 1：中国国航的发展历程图



资料来源：公司官网，财信证券

**中国三大航之一，央企信用背书保障稳定发展：**中国国航是中国三大航之一。2020年Q1末，中航集团公司直接持有和通过其全资子公司中航有限间接持有中国国航共计51.70%的股份，为中国国航的控股股东。而国务院国资委持有中航集团公司90%股权，为中国国航的实际控制人。央企信用背书，使其可获得较低融资成本，并在高经营杠杆的民航业稳步发展。

图 2：2020 年 Q1 末，中国国航的控股结构图



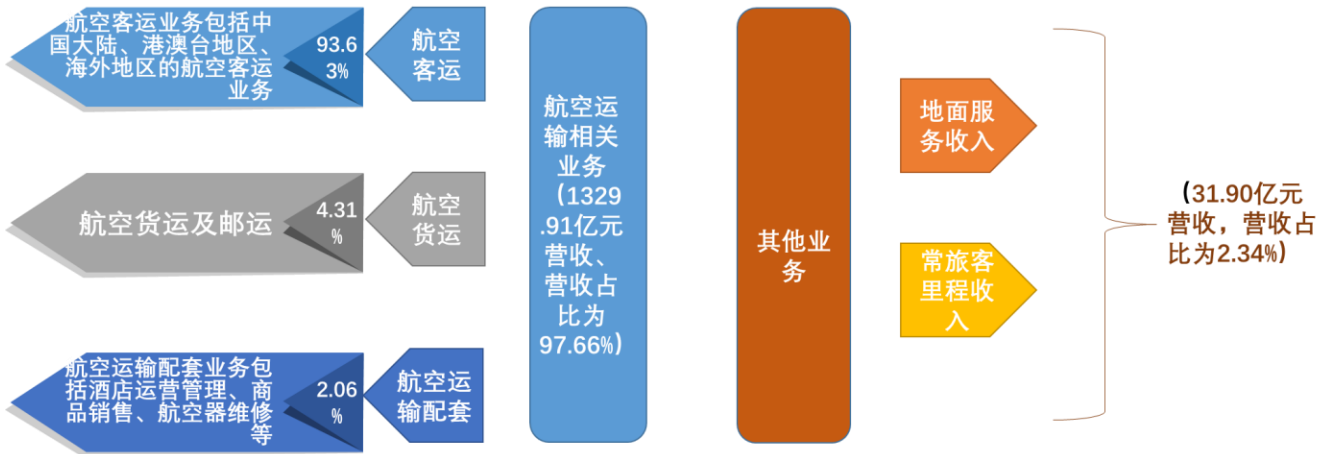
资料来源：2020 年第一季度报告，财信证券

## 1.2 业务综述：航空客运为最主要业绩来源

**航空客运为中国国航的最主要业绩来源：**中国国航业务分为航空运输相关业务收入和其他业务收入。

- ✓ **航空运输相关业务：**2019 年航空运输相关业务收入 1329.91 亿元（营收占比为 97.66%），为最主要的收入来源。航空运输相关业务包括航空客运业务、航空货运业务以及航空运输配套业务。1) 航空客运业务包括中国大陆、港澳台地区、海外地区的航空客运业务，2019 年航空客运营收 1245.25 亿元（占航空运输相关业务收入为 93.63%）；2) 航空运输配套业务包括酒店运营管理、商品销售、航空器维修等，2019 年航空运输相关业务中其他收入为 27.34 亿元（占航空运输相关业务营收比例为 2.06%）；3) 2018 年底，公司将所持有的国货航 51% 股权转让给中国航空资本控股，公司航空货运业务规模将有较大幅度下降。2019 年航空货运及邮运营收 57.32 亿元（占航空运输相关业务收入为 4.31%）。
- ✓ **其他业务：**其他业务收入主要为地面服务收入和常旅客里程收入等。2019 年其他业务收入 31.90 亿元，占总营收比例为 2.34%。

图 3：中国国航的业务布局图



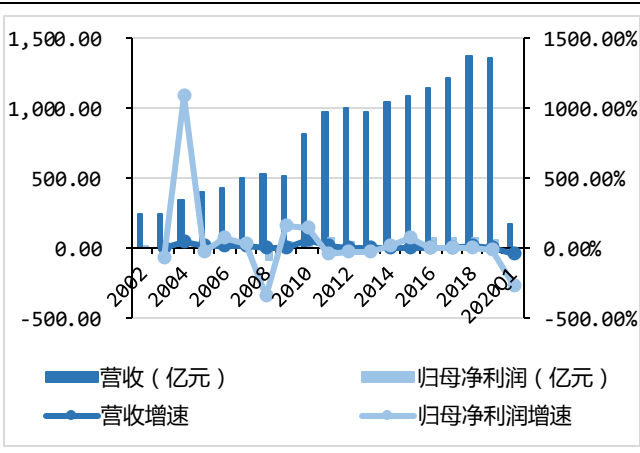
资料来源：《2019 年年度报告》及《中国国际航空股份有限公司 2020 年度第八期超短期融资券募集说明书》，财信证券

### 1.3 业绩概况：长期业绩较快增长，但目前暂时处于盈利低点

长期业绩较快增长，盈利能力较强，但目前暂时处于盈利低点：2002-2019 年中国国航的营业收入 CAGR、归母净利润 CAGR 分别为 10.53%、12.79%，长期来看，公司业绩持续较快增长。2019 年中国国航实现营收 1361.81 亿元（同比-0.43%），实现归母净利润 64.09 亿元（同比-12.65%）。

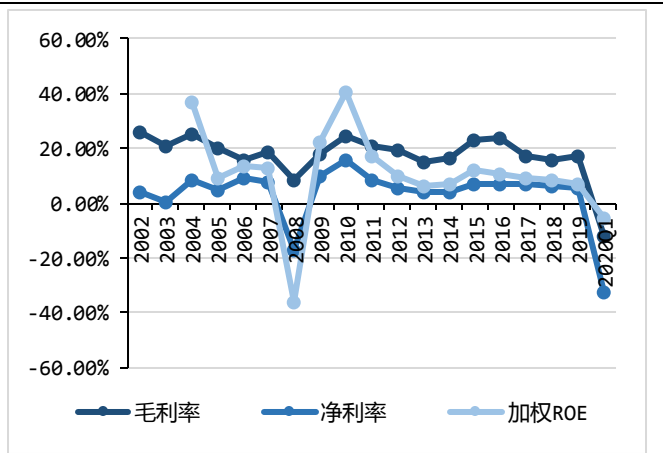
盈利能力而言，2011-2019 年，中国国航的加权 ROE 维持在 6.30%-16.99% 之间（平均值在 9.68%），虽然盈利能力波动较大，大部分年份的盈利能力较强。

图 4：2002 年-2020 年 Q1，中国国航的业绩增速



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 5：2002 年-2020 年 Q1，中国国航的盈利能力



资料来源：Wind 资讯，财信证券

新冠疫情背景下，中国民航业遭受重大冲击，航班次数及航空旅客出行量锐减，2020 年 Q1，中国国航实现营收 172.56 亿元（同比-46.99%），实现归母净利润-48.05 亿元（同比-276.48%）。



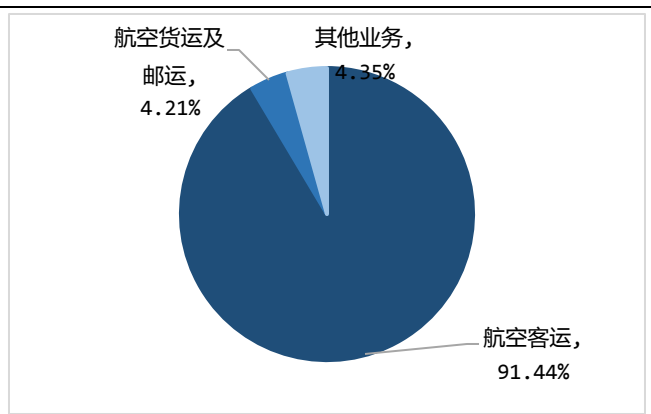
表 1：中国国航 2017-2019 年及 2020 年 1-3 月客运业务的主要运营数据

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-3 月
可用座位公里 (百万)	247,815.03	273,600.29	287,787.61	40,668.80
其中：国内航线	147,938.97	160,134.78	167,662.03	25,060.40
国际航线	90,723.28	103,475.62	109,336.78	14,509.00
中国香港、澳门及台湾	9,152.77	9,989.88	10,788.80	1,099.40
收入客公里 (百万)	201,078.49	220,528.34	233,176.14	27,592.80
其中：国内航线	122,876.89	132,102.72	138,193.52	17,136.00
国际航线	71,039.18	80,390.72	86,618.30	9,785.30
中国香港、澳门及台湾	7,162.42	8,034.91	8,364.31	671.5
旅客人次 (千)	101,576.66	109,726.59	115,006.12	13,713.60
其中：国内航线	83,524.14	89,257.14	92,550.97	11,355.00
国际航线	13,487.46	15,365.15	17,096.11	1,927.20
中国香港、澳门及台湾	4,565.07	5,104.30	5,359.05	431.4
客座利用率	81.14%	80.60%	81.02%	67.80%
其中：国内航线	83.06%	82.49%	82.42%	68.40%
国际航线	78.30%	77.69%	79.22%	67.40%
中国香港、澳门及台湾	78.25%	80.43%	77.53%	61.10%

资料来源：《中国国际航空股份有限公司 2020 年度第八期超短期融资券募集说明书》，财信证券

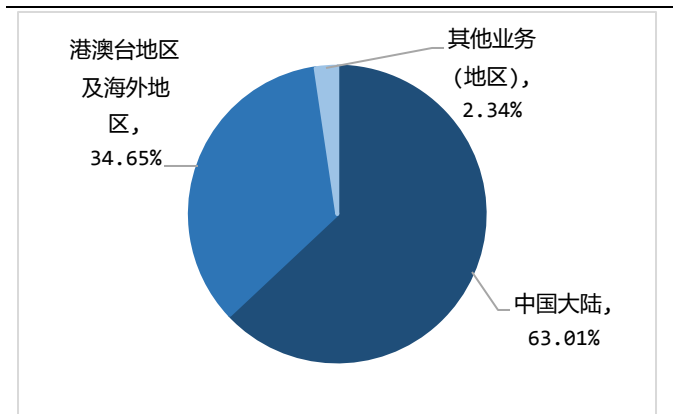
**国内、国际业务分布均衡，航线网络均衡互补：**2019 年公司 91.44% 营收来自航空客运业务。2019 年营收分布而言，中国大陆营收占比 63.01%、港澳台地区及海外地区营收占比 34.65%、其他业务（地区）营收占比 2.34%。公司长期坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，截至 2019 年末，中国国航集团经营客运航线达 770 条，其中国际航线 137 条，地区航线 27 条，国内航线 606 条。目前，公司形成了广泛均衡的国内、国际航线网络，覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域，并在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有绝对的领先优势。

图 6：2019 年，中国国航的营业收入占比（分类型）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

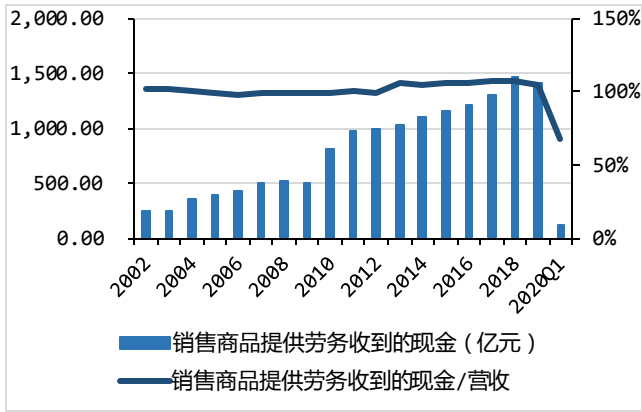
图 7：2019 年，中国国航的营业收入占比（分地区）



资料来源：Wind 资讯，财信证券

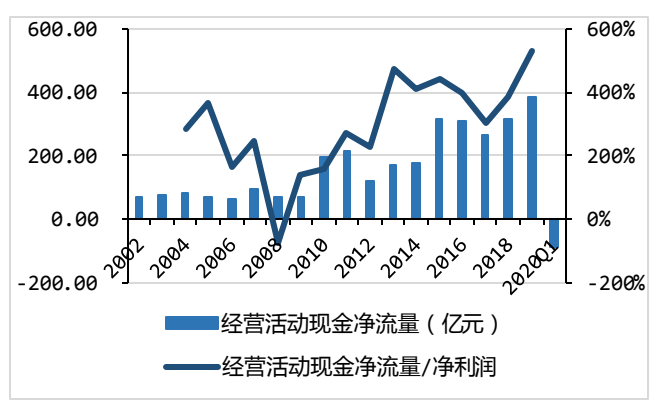
**折旧成本占比高，经营现金流状况较佳：**由于飞机等固定资产折旧成本高（2019 年公司固定资产折旧及使用权资产折旧合计为 210.63 亿元，税后折旧成本为同期净利润为 72.52 亿元的 2.18 倍），2019 年中国国航的销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比为 118.14%，经营活动现金净流量与净利润之比 186.94%。

图 8: 2002 年-2020 年 Q1, 中国国航的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 9: 2002 年-2020 年 Q1, 中国国航的经营活动现金流量净额/净利润



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

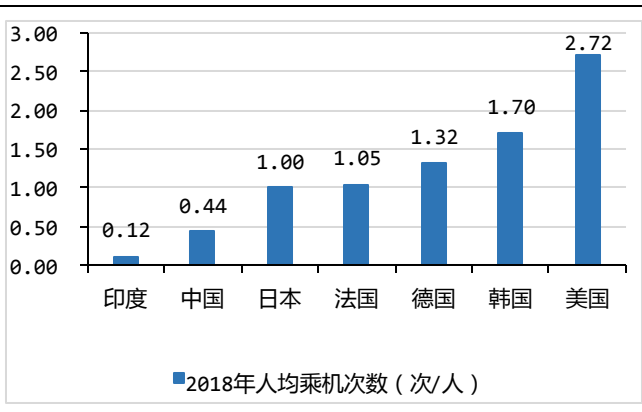
## 2 业务概况: 短期虽受疫情冲击, 国内航空长期发展前景较好

### 2.1 驱动力一: 航空长期需求向好, 高铁挤出效应减弱

航空需求长期向好, 预计十四五国内航空旅客周转量增速约 10.4%: 2018 年中国人均乘机次数仅为 0.44 次 (2019 年为 0.47 次), 远低于 2018 年发达国家 1 次至 2.72 次的水平, 潜在发展空间巨大。航空需求具备消费升级属性, 1978-2019 年, 国内航空旅客量年增速、旅客周转量增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍、1.74 倍。即使“十四五”时期国内经济增速目标下调至 6%, 如假设航空对 GDP 弹性系数不变, 十四五期间国内航空旅客量年增速、旅客周转量增速亦可分别达 10%、10.4%。

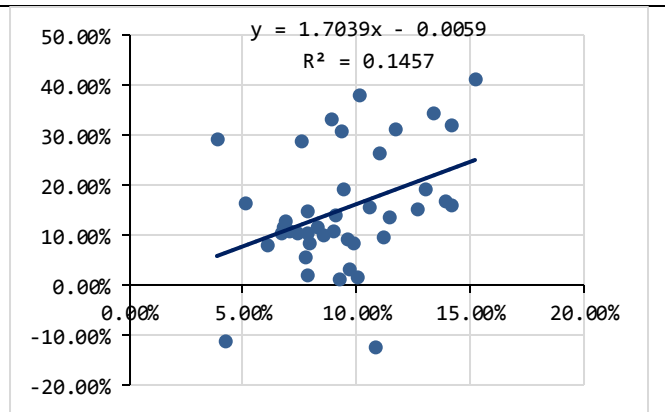
2018 年全国民航工作会议文件显示, 中国将于 2035 年满足人均乘机次数 1 次, 运输规模全球第一目标, 重点发展国际航空、低成本航空等。

图 10: 2018 年, 中国人均乘机次数仅 0.44 次/人, 远低于同期发达国家水平



资料来源: Wind 资讯 (注释: 中国 2019 年人均乘机次数为 0.47), 财信证券

图 11: 1978-2019 年, 航空旅客量年增速约为同期 GDP 增速的 1.70 倍



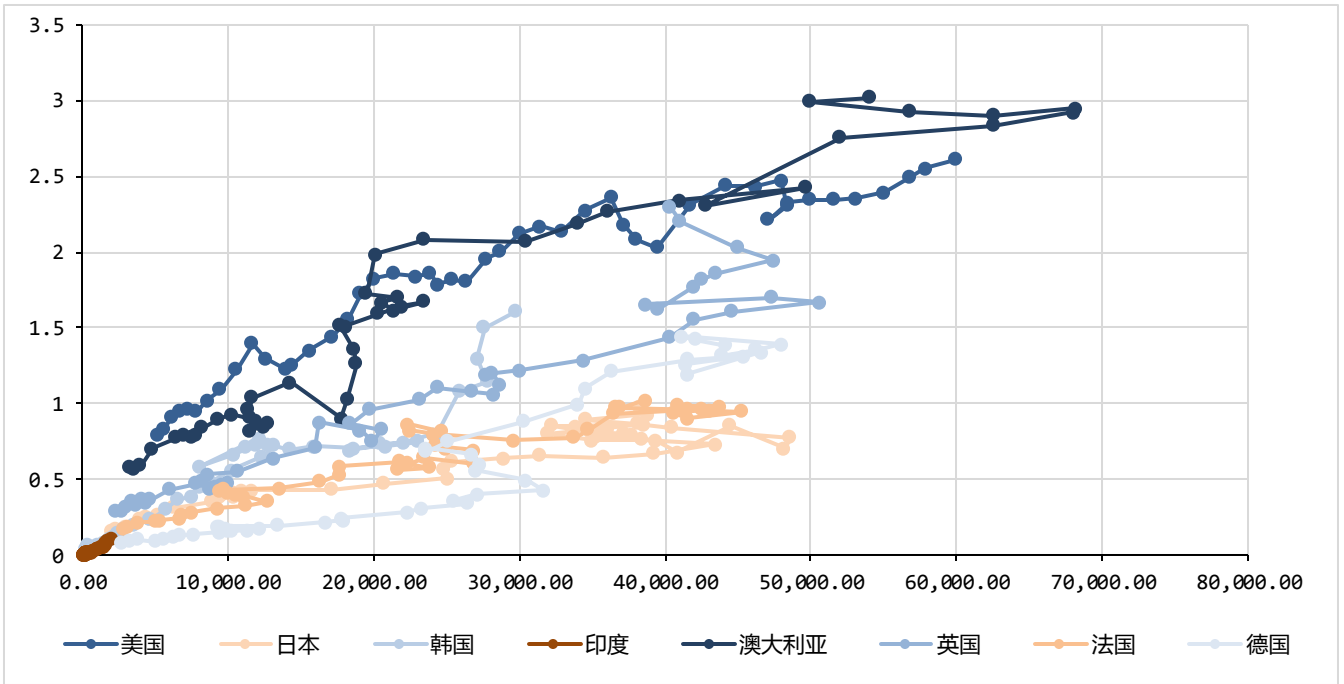
资料来源: Wind 资讯 (注释: 1978-2019 年以旅客周转量、GDP 增速为基准的拟合曲线为:  $y = 1.7449x + 0.0006$ ,  $R^2 = 0.1701$ ), 财信证券

中国理论人均乘机次数更接近美国、澳大利亚情形: 国外而言, 随着人均 GDP 增加, 人均乘机次数均相应增加, 并未显示明显拐点迹象, 消费升级及航空需求提升将是长期



过程。横向对比而言，人均 GDP 一定时，对于地域面积辽阔的国度（如美国、澳大利亚），人均乘机次数将高于地域面积狭窄的国家（如日韩英法德等）。由于中国幅员辽阔，理论人均乘机次数预计偏高（更接近美国、澳大利亚情形）。

图 12：部分国外国家，人均 GDP 与人均乘机次数走势较为一致，暂时未出现明显拐点

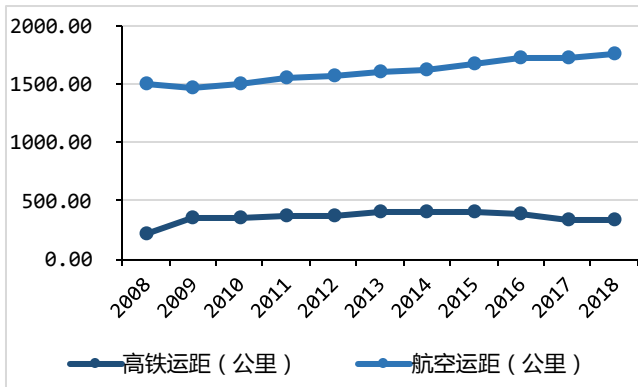


资料来源：Wind 资讯（1970-2018 年统计数据），财信证券

**预计国内高铁对航空需求边际替代效应将减弱：**国内快速发展的高铁运营线路对航空需求产生一定替代作用。2019 年底，中国高铁营业里程达到 3.5 万公里，根据《中长期铁路网规划》，2020 年、2025 年、2030 年，中国高铁里程规模则分别达 3 万公里（已经超额完成目标）、3.8 万公里、4.5 万公里。根据《规划》，未来 11 年，国内高铁里程还有 28.57% 的增量空间。

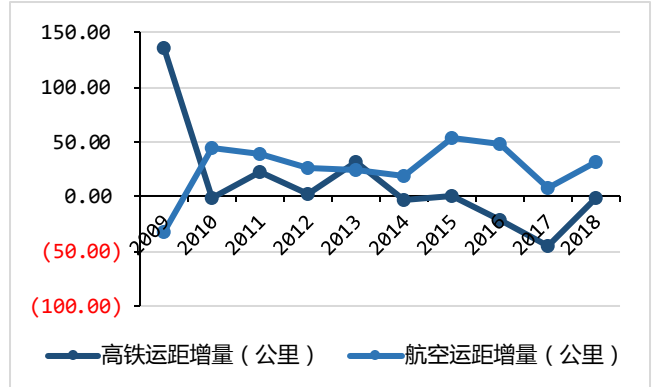
以高铁运行时速 200-250km/h 及 3.5-4 个小时的舒适经济抵达时间计算，高铁主要对 800 公里以下的航线产生替代作用。由于高铁运输替代作用，2008-2018 年，航空平均运距从 1497 公里增长至 1756 公里。而高铁平均运距则从 2008 年 213 公里增加至 2015 年 402 公里，2016/2017/2018 年分别下跌至 380 公里、335 公里、334.5 公里。近三年来高铁平均运距连续放缓，一定程度上说明高铁对短程航线的替代已经较为充分，后续高铁对航空需求的边际替代效应将减弱。

图 13: 2008-2018 年, 中国高铁运距、航空运距的走势



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 14: 2016-2018 年, 高铁平均运距连续 3 年负增长



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

## 2.2 驱动力二: 大兴机场投运利好国航, 航司议价能力提升

千万级机场时刻资源放缓利好三大航, 大兴机场投运利好国航: 2018 年 2000 万级、1000 万级机场平均增速分别仅为 7.3% (同比-4.2pct)、15.6% (同比-8.0pct)。2019 年民航“控总量、调结构”力度不减, 严格执行航班时刻配置政策, 严控主辅协调机场和保障能力不足但业务量增长过快机场的时刻增量, 预计千万级以上机场的旅客运输量将延续 2018 年以来的增速放缓态势, 利好在一、二线城市机场拥有较多时刻资源的三大航。

北京大兴机场在 2019 年 9 月底前投运。根据北京大兴国际机场规划, 在 2021 年日均航班量将达到 1050 架次 (4500 万人次旅客吞吐量), 2025 年日均航班量将达到 1570 架次 (7200 万人次旅客吞吐量)。同时, 北京首都国际机场将在 2020 年至 2025 年通过“提质增效”改造计划, 实现旅客吞吐量 8200 万人次目标。按照《北京新机场航空公司基地建设方案》, 国航等星空联盟成员保留在首都机场运营, 东航、南航等天合联盟成员整体搬迁至位于大兴的新机场运营, 搬迁过渡期为 4 年。由于北京市商业中心集中在北边, 相较首都机场而言, 从大兴机场过去金融街、国贸、上地、望京等商业中心的时间成本、金钱成本将有较大提升, 从而强化了驻留在首都机场的中国国航等星空联盟航司议价能力。

图 15：北京大兴机场距离商业中心的距离较首都机场更远



资料来源：搜狐网，财信证券

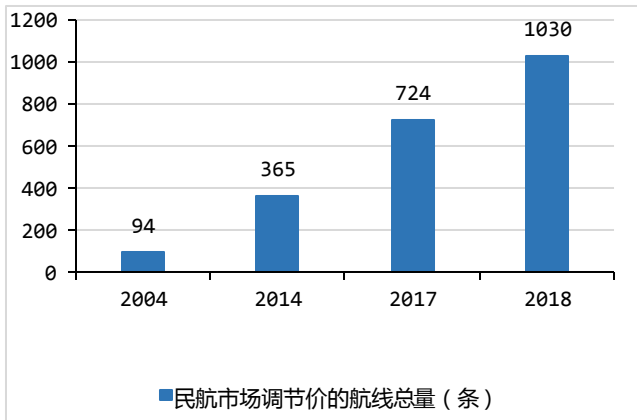
### 2.3 驱动力三：票价市场化改革持续推进，中国国航受益航线提价幅度放开

**2020 年航空票价市场化改革基本完成：**根据 2015 年 12 月《关于推进民航运输价格和收费机制改革的实施意见》：2017 年，民航竞争性环节运输价格和收费基本放开。到 2020 年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管体系基本建立。2016 年 10 月《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》提出：800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。2017 年 12 月《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》规定 5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。该文件下新增实行市场调节价的国内航线目录超过 300 条，包含绝大多数商务干线。预计 2020 年以后，中国国航仍将持续受益“市场调节航线的扩容、航线提价幅度的放开”：

- ✓ **市场调节航线的扩容。**2018 年 4 月《关于印发实行市场调节价的国内航线目录的通知》显示，共有 1030 条国内航线实行市场调节价。根据李晓津教授统计，上述实行市场调节价航线的旅客运输量已经接近民航总旅客量的 50%。由于航空票价市场化改革要在 2020 年基本完成，预计市场调节航线范围将进一步扩容。
- ✓ **航线提价幅度的上行。**2017 年 12 月《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》规定：1) 每家航空运输企业每航季上调实行市场调节

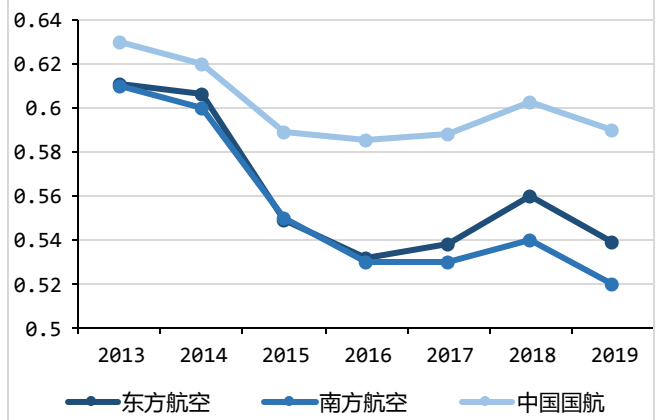
价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条）；2）每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。其中，夏秋和冬春航季均分别计算。因此，对于热门及核心航线的调价难以一蹴而就，调价过程可能跨越数个航季，航司持续受益于各航季的票价上调。

图 16：中国民航市场调节价的航线总量



资料来源：中国产业信息网&民航局，财信证券

图 17：2013-2019 年，东航、国航、南航国内航线的收入客公里收益走势



资料来源：Wind 资讯&三大航空公司公告（其中收入客公里收益均含燃油附加费），财富证券

## 2.4 汇率及油价：油价下跌将较大程度改善公司业绩，汇率对业绩影响较小

油价通过燃油成本影响航司业绩，汇率通过美元负债及油价采购等影响业绩。近年来，油价波动幅度超过汇率，加之航司主动降低了美元负债比重，因此油价对业绩影响程度要超过汇率。

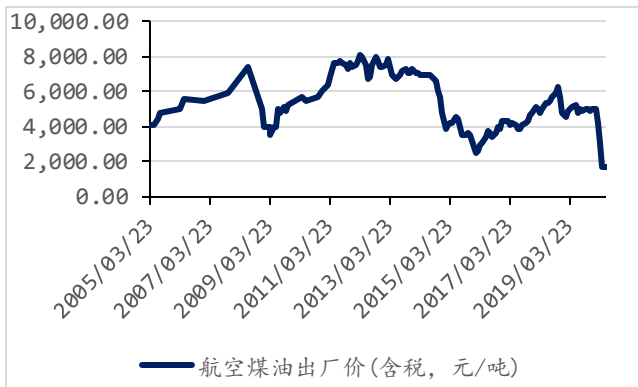
**油价下跌将较大程度改善公司业绩：**2020 年一季度，由于新冠疫情造成全球经济停摆、原油消费大幅下滑。加之 OPEC+ 就进一步减产谈判破裂后，沙特大幅调低其主要原油定价，并大幅提高原油产量，导致近期原油期货价格及现货价格均暴跌至低位（甚至期货市场一度出现负油价），航空煤油出厂价亦随之大幅下调。2020 年 6 月初，航空煤油出厂价为 1724.00 元/吨（同比-66.80%）。2019 年，中国国航的航油成本为 359.65 亿元（占营业成本比重为 31.76%）。根据《中国国航 2019 年年度报告》中的测算，如果在其他变量保持不变的情况下，若平均航油价格上升或下降 5%，中国国航的 2019 年航油成本将上升或下降约 17.98 亿元。虽然原油价格长期维持在低位的动力不足，但随着全球经济增长中枢下降及原油消费下滑，原油过剩的格局不可避免。即使后期减产推进顺利、原油价格出现反弹，预计原油价格中枢将从此前 70 美元/桶降低至 50 美元/桶左右，中国国航受益于低油价环境。

**汇率变动对中国国航的业绩影响较小：**根据《中国国航 2019 年年度报告》中的测算，假定除汇率以外的其他风险变量不变，人民币兑美元汇率变动使人民币升值或贬值 1%，将导致中国国航 2019 年的净利润和股东权益分别增加或减少 4.44 亿元人民币；人民币兑欧元汇率变动使人民币升值或贬值 1%，将导致中国国航 2019 年的净利润和股东权益



分别增加或减少 1251.5 万元人民币；人民币兑日元汇率变动使人民币升值或贬值 1%，将导致中国国航 2019 年净利润和股东权益分别增加或减少 1065.1 万元人民币。

图 18: 2015 年 3 月-迄今, 航空煤油出厂价(含税, 元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

图 19: 2012 年-迄今, 美元兑人民币中间价

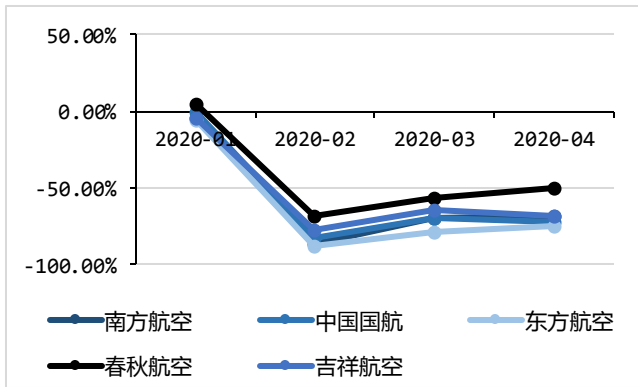


资料来源: Wind 资讯, 财信证券

### 2.5 新冠疫情: 中国国航受新冠疫情较大冲击, 但疫情后期或取得超额收益

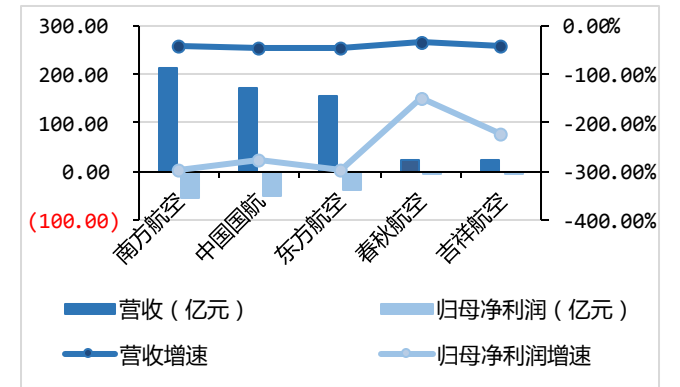
中国国航在新冠疫情期间受到较大冲击: 新冠疫情背景下, 中国民航业遭受重大冲击, 2020 年 1-4 月, 中国民航的客运量分别下滑-5.24%/-84.51%/-71.68%/-68.5%, 同期中国国航的客运量分别变动 0.35%/-82.95%/-69.15%/-71.50%。2020 年 Q1, 中国国航实现营收 172.56 亿元 (同比-46.99%), 实现归母净利润-48.05 亿元 (同比-276.48%)。

图 20: 2020 年 1-4 月, 国内主要航空公司的客运量增速



资料来源: Wind 资讯 (当月值), 财信证券

图 21: 2020 年 Q1, 国内主要航空公司的业绩表现



资料来源: Wind 资讯, 财信证券

当前航空指数或严重低估, 新冠疫情过后, 航空指数或将取得超额收益: 2000 年迄今, 以周收盘价统计 (基准值为 2000 年 1 月 9 日), 航空指数仅 7.89% 的时间段周收盘价低于万得全 A 指数周收盘价。因此我们认为当前航空指数跑输万得全 A 指数并非常态, 相较于大盘而言, 航空指数或存在严重低估。另一方面, 虽然航空股在 2003 年非典疫情期间、2008 年经济危机期间大幅跑输大盘。但在 2003 年非典疫情过后、2008 年经济危机过后, 航空指数均出现相对大盘取得超额收益的时期。在 2020 年新冠疫情过后, 航空指数或将取得超额收益。

图 22：2000 年迄今，航空指数及万得全 A 指数的走势



资料来源：Wind 资讯（周收盘价，数据统计截止至 2020 年 6 月 11 日），财信证券

**预测 2020 年中国国航的总体客运量下降 24.59%：**现阶段，国内新冠疫情基本控制，假设国内航空旅客增速在 2020 年 7 月起开始复苏，国外及地区的航空旅客增速在 2020 年 9 月起开始复苏，复苏期为 3 个月，复苏后的航空旅客增速均与 2019 年中国国航的旅客增速一致（国内客运量增速为 3.3%、国际客运量增速为 10.84%、地区客运量增速为 5.94%）。据此，我们预测 2020 年中国国航的总体客运量同比下降 24.59%，其中国内客运量下滑 21.08%、国际客运量下滑 37.04%、地区客运量下滑 45.40%。

表 2：2020 年中国国航各个月份的客运量及增速预测

项目	客运量合计	国内客运量	国际客运量	地区客运量	客运量同比	国内客运量同比	国际客运量同比	地区客运量同比
2020-01	918.88	733.40	147.12	38.36	0.35%	1.25%	2.09%	-18.66%
2020-02	160.06	125.53	30.93	3.60	-82.95%	-83.38%	-77.22%	-92.44%
2020-03	292.42	276.57	14.67	1.18	-69.15%	-63.29%	-90.06%	-97.49%
2020-04	266.50	264.91	1.53	0.06	-71.50%	-64.06%	-98.96%	-99.88%
2020-05	<b>473.50</b>	<b>433.84</b>	<b>29.71</b>	<b>9.95</b>	<b>-50.13%</b>	<b>-42.71%</b>	<b>-79.17%</b>	<b>-79.90%</b>
2020-06	<b>655.51</b>	<b>579.74</b>	<b>56.18</b>	<b>19.60</b>	<b>-28.69%</b>	<b>-20.81%</b>	<b>-59.38%</b>	<b>-59.93%</b>
2020-07	<b>927.39</b>	<b>809.24</b>	<b>87.04</b>	<b>31.11</b>	<b>-7.73%</b>	<b>0%</b>	<b>-39.59%</b>	<b>-39.95%</b>
2020-08	<b>1017.51</b>	<b>856.69</b>	<b>122.75</b>	<b>38.07</b>	<b>-2.91%</b>	<b>1.10%</b>	<b>-19.79%</b>	<b>-19.98%</b>
2020-09	<b>957.03</b>	<b>785.79</b>	<b>135.89</b>	<b>35.35</b>	<b>1.80%</b>	<b>2.20%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
2020-10	<b>1013.73</b>	<b>834.86</b>	<b>140.61</b>	<b>38.26</b>	<b>3.29%</b>	<b>3.30%</b>	<b>3.61%</b>	<b>1.98%</b>
2020-11	<b>966.36</b>	<b>782.86</b>	<b>146.71</b>	<b>36.79</b>	<b>3.90%</b>	<b>3.30%</b>	<b>7.23%</b>	<b>3.96%</b>
2020-12	<b>992.41</b>	<b>790.18</b>	<b>161.96</b>	<b>40.27</b>	<b>4.56%</b>	<b>3.30%</b>	<b>10.84%</b>	<b>5.94%</b>
2020 年合计	<b>8641.30</b>	<b>7273.60</b>	<b>1075.10</b>	<b>292.60</b>	<b>-24.59%</b>	<b>-21.08%</b>	<b>-37.04%</b>	<b>-45.40%</b>

资料来源：公司公告（1）黑色加粗部分为预测值；2）复苏期为 3 个月；3）假设国内客运量从 4 月至 7 月，7 月至 10 月均呈线性变化；4）假设国际、地区客运量从 4 月至 9 月，从 9 月至 12 月均呈线性变化），财信证券



### 3 竞争优势：品牌及基地网络优势明显，2020-2021 年运力有望持续增长

#### 3.1 竞争优势一：全球领先的航空公司，品牌优势凸显，定价能力较强

**全球领先的航空公司，品牌优势凸显，定价能力较强：**中国国航以“全球领先的航空公司”为愿景，是中国唯一载国旗飞行的航空公司，长期为国家领导人、外交使团、文化体育代表团等提供专机和包机服务，这是公司独有的尊贵地位和综合实力的最佳体现。公司拥有堪称世界一流的安全飞行记录和国内领先的综合实力，在消费者中有着广泛的品牌认知度和良好的品牌美誉度，品牌价值在中国民航居于领先地位。2007 年至 2019 年，中国国航连续十三年荣列世界品牌实验室“世界品牌 500 强”，排名由 2007 年第 461 位上升至 2019 年第 281 位，以 1678.76 亿元的品牌价值成为 2019 年入选该榜单的唯一中国航企。同时连续 13 年获得了“中国品牌年度大奖 NO.1（航空服务行业）”和“中国年度文化品牌大奖”。

品牌优势赋予公司相比同行更强的定价优势。2019 年中国国航的每客公里收益为 0.53 元，远超东方航空（0.52 元）、南方航空（0.49 元）及海航控股（0.44 元）。经营指标而言，在 2019 年中国国航的政府补助（36.43 亿元）低于东方航空（63.24 亿元）、南方航空（40.84 亿元）前提下，2019 年中国国航利润总额（91.05 亿元）远高于东方航空（43.02 亿元）、南方航空（40.70 亿元）。同时，中国国航的主营业务毛利率在四大航空公司为最高，而资产负债率则在四大航空公司中为最低，运营风险相对较低。

表 3：2019 年国内四大航空公司运营及财务指标（上市公司）

项目	中国国航	东方航空	南方航空	海航控股
运营指标				
可用座公里（亿客公里）	2877.88	2702.54	3440.62	1743.45
机队规模（架）	699	734	862	361
飞机日利用率（小时）	9.72	--	9.96	8.76
平均客座率（%）	81.02	82.06	82.81	83.38
平均载运率（%）	68.7	67.31	70.26	77.43
每客公里收益（元）	0.53	0.52	0.49	0.44
财务指标				
资产总额（亿元）	2942.54	2829.36	3066.46	1965.35
营业收入（亿元）	1361.81	1208.6	1543.22	723.89
政府补助（亿元）	36.43	63.24	40.84	20.27
利润总额（亿元）	91.05	43.02	40.7	10.7
经营性净现金流（亿元）	383.4	289.72	381.22	137.33
主营业务毛利率（%）	16.06	11.3	11.69	3.66
资产负债率（%）	65.55	75.12	74.87	68.4

资料来源：《中国国际航空股份有限公司主体信用评级报告》，财信证券

**高质量的客户基础：依托中国国航品牌优势**，公司定位于中高端公商务主流旅客市场，目前拥有中国最具价值的旅客群体。2019 年末，凤凰知音会员已超过 6359.53 万人，常旅客贡献收入占公司客运收入的 46.5%，贡献收入同比增加 5%。

### 3.2 竞争优势二：依托北京首都国际机场，基地网络优势凸显

**北京枢纽的市场领导者：**中国国航以北京首都国际机场为主基地，构建了以北京、成都、上海和深圳为节点的四角菱形枢纽网络结构，持续打造北京超级枢纽、成都国际枢纽、上海和深圳国际门户，深入推进全球化网络布局，为中高端公商务旅客提供高品质的产品和服务。北京首都国际机场为中国第一国门，全球仅有北京首都国际机场与美国亚特兰大国际机场年旅客吞吐量超过 1 亿人次，北京首都国际机场年旅客吞吐量连续十年稳居世界第二，是世界重要的国际枢纽。北京地处欧美亚交汇点，具备打造东北亚地区国际大型枢纽的得天独厚的最佳区位优势，并且拥有首屈一指的本土公商务客户群体，北京的区位优势和客源结构优势有利于公司保持较高收益水平。

- ✓ **地区航线：**中国国航通过与国泰航空、港龙航空及澳门航空订立代码共享安排提供港澳航线客运服务，稳固了在香港、澳门航线竞争地位。
- ✓ **国际航线：**由于国际航线（尤其是国际长航线）机型限制、成本投入高、旅客弹性较大所以经营风险更大，因而大型全服务航空公司占据的市场份额更高。国际长航线竞争格局相对稳定，中国国航在国际长航线领域占有优势地位。

### 3.3 竞争优势三：预计 2020-2021 年运力仍将较快增长，保障业绩持续兑现

**预计 2020-2021 年公司运力仍将较快增长：**2019 年，中国国航集团共引进飞机 48 架，退出飞机 18 架。2019 年底，中国国航集团共有共拥有以波音、空中客车为主的各种型飞机 699 架，平均机龄 6.96 年。

**表 4：2019 年底中国国航集团的机队详细情况**

	小计	自有融资	租赁经营	租赁平均机龄（年）	
客机	694	285	207	202	6.96
空客系列	365	141	115	109	7.06
A319	43	32	6	5	12.4
A320/A321	247	81	91	75	6.22
A330	65	28	8	29	7.65
A350	10	0	10	0	1.04
波音系列	329	144	92	93	6.84
B737	277	120	72	85	7.03
B747	10	8	2	0	10.47
B777	28	4	18	6	5.71
B787	14	12	0	2	2.86
公务机	5	1	0	4	7.41
<b>合计</b>	<b>699</b>	<b>286</b>	<b>207</b>	<b>206</b>	<b>6.96</b>

资料来源：《2019 年年度报告》，财信证券

根据中国国航《2019 年年度报告》披露，2020-2022 年，中国国航集团拟分别净引入 33 架（同比+4.72%）、46 架（同比+6.58%）、6 架飞机（同比+0.86%），预计 2020-2021 年飞机引进数量较快增长。由于引入飞机以 A320/A321、A350 等型号宽体机为主，预计运力将以更快速度增长。

**表 5：2020-2022 年，中国国航的飞机引入计划及退出计划**

客机	引进计划			退出计划		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
空客系列	34	41	8	3	1	5
A319	-	-	-	2	-	3
A320/A321	29	34	-	1	1	2
A350	5	7	8	-	-	-
波音系列	-	-	-	1	-	5
B737	-	-	-	1	-	5
商飞系列	3	6	8	-	-	-
ARJ21	3	6	8	-	-	-
合计	37	47	16	4	1	10

资料来源：《2019 年年度报告》，财信证券

## 4 盈利预测

为预测 2020-2022 年中国国航业绩，我们对公司业务做出以下核心假设：

- ✓ **假设一：**预测 2020 年中国国航的总体客运量同比下降 24.59%，
- ✓ **假设二：**1) 2020-2022 年，中国国航集团拟分别净引入 33 架（同比+4.72%）、46 架（同比+6.58%）、6 架飞机（同比+0.86%）；2) 2021-2022 年中国国航旅客量增速高出飞机引入架次增速（以年中的平均增速计算）1.5pct。
- ✓ **假设三：**2020-2022 年，中国国航的单位航行距离不变。
- ✓ **假设四：**预计 2020 年票价（客公里收益）约下滑 7%，2021 年-2022 年票价同比分别上调 6%、2%。

**表 6：2020-2022 年，中国国航的营业收入预测**

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
飞机引入架次增速（%）	4.53%	4.48%	4.72%	6.58%	0.86%
旅客年增速（%）	7.98%	4.48%	-24.59%	45.43%	5.6783%
单位航行距离（%）	——	——	0%	0%	0%
客公里收益增速（%）	2.90%	-2.22%	-7%	6%	2%
收入增速（%）	12.70%	-0.43%	-29.87%	54.15%	7.79%
营业收入（亿元）	1367.74	1361.81	955.06	1472.23	1586.94

资料来源：2018-2019 年年报，财信证券

## 5 投资建议

预计 2020-2022 年 EPS 分别为-0.16/0.55/0.62 元，BVPS 分别为 6.30/6.77/7.34 元。虽然预计疫情将明显拖累 2020 年 H1 业绩，但国内航空业长期发展前景较好，给予公司 1.1-1.4X 市净率估值，2020 年底估值合理区间在 6.93-8.82 元，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

国内外新冠疫情持续失控风险；油价大幅上涨；汇率风险。

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>136774.40</b>	<b>136180.69</b>	<b>95503.52</b>	<b>147218.67</b>	<b>158687.01</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	115,131.82	113,245.85	91,301.36	123,749.84	132,279.14	营业收入增长率	12.7%	-0.4%	-29.9%	54.2%	7.8%
营业税费	263.11	273.64	204.05	297.85	326.32	营业利润增长率	-15.5%	-6.6%	-139.3%	-429.2%	14.8%
销售费用	6,348.11	6,637.24	4,654.70	7,175.21	7,734.16	净利润增长率	1.3%	-12.6%	-135.9%	-444.8%	14.1%
管理费用	4,675.65	4,445.26	3,117.46	4,805.56	5,179.92	EBITDA 增长率	14.1%	-16.4%	-59.2%	173.0%	7.2%
财务费用	5,276.27	6,168.97	-	-	-	EBIT 增长率	24.9%	3.4%	-129.8%	-429.2%	14.8%
资产减值损失	13.39	2.81	216.51	77.57	98.96	NOPLAT 增长率	41.5%	-1.7%	-122.9%	-418.5%	14.8%
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0.06</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-2.9%	-85.6%	83.2%	-32.6%	-96.5%
投资和汇兑收益	1,368.14	538.36	382.72	763.07	561.38	净资产增长率	5.9%	0.8%	-2.2%	7.8%	8.9%
<b>营业利润</b>	<b>9,826.50</b>	<b>9,178.33</b>	<b>-3,607.84</b>	<b>11,875.71</b>	<b>13,629.89</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	131.41	-73.69	206.20	87.97	73.49	毛利率	15.8%	16.8%	4.4%	15.9%	16.6%
<b>利润总额</b>	<b>9,957.91</b>	<b>9,104.64</b>	<b>-3,401.64</b>	<b>11,963.68</b>	<b>13,703.38</b>	营业利润率	7.2%	6.7%	-3.8%	8.1%	8.6%
减:所得税	1,757.37	1,852.59	-765.37	2,990.92	3,425.85	净利润率	5.4%	4.7%	-2.4%	5.4%	5.7%
<b>净利润</b>	<b>7336.33</b>	<b>6408.58</b>	<b>-2299.31</b>	<b>7927.41</b>	<b>9042.09</b>	EBITDA/营业收入	19.2%	16.1%	9.4%	16.6%	16.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	8.6%	8.9%	-3.8%	8.1%	8.6%
货币资金	7,807.57	9,663.67	50,637.81	57,595.46	74,367.09	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	419	330	312	172	132
应收账款	5,373.97	5,997.69	2,000.61	10,108.30	3,089.39	<b>流动营业资本周转天数</b>	-57	-64	-106	-63	-55
应收票据	0.40	0.36	0.30	0.58	0.40	流动资产周转天数	59	64	164	172	188
预付账款	1,188.88	479.03	2,396.04	1,051.84	2,214.57	应收账款周转天数	14	15	15	15	15
存货	1,877.49	2,098.67	848.10	3,154.49	1,242.93	存货周转天数	4	5	6	5	5
其他流动资产	7,477.79	6,577.44	6,135.14	6,730.12	6,480.90	总资产周转天数	631	711	1,006	606	598
可供出售金融资产	-	-	445.67	148.56	198.07	投资资本周转天数	365	207	105	74	29
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	16,540.89	16,051.15	16,051.15	16,051.15	16,051.15	ROE	7.9%	6.9%	-2.5%	8.1%	8.5%
投资性房地产	170.94	151.44	151.44	151.44	151.44	ROA	3.4%	2.5%	-1.1%	3.5%	3.8%
固定资产	160,402.82	88,890.12	76,559.07	64,228.03	51,896.99	ROIC	8.8%	8.9%	-14.2%	24.6%	41.9%
在建工程	32,179.58	35,276.02	35,276.02	35,276.02	35,276.02	<b>费用率</b>					
无形资产	3,759.14	3,722.39	3,496.78	3,271.17	3,045.56	销售费用率	4.6%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
其他非流动资产	6,936.53	125,345.57	45,371.60	58,839.57	76,342.63	管理费用率	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
<b>资产总额</b>	<b>243,716.01</b>	<b>294,253.55</b>	<b>239,369.75</b>	<b>256,606.75</b>	<b>270,357.13</b>	财务费用率	3.9%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	17,561.55	13,566.40	-	-	-	三费/营业收入	11.9%	12.7%	8.1%	8.1%	8.1%
应付账款	-	17,307.98	15,376.80	13,795.11	13,312.37	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	58.7%	65.5%	58.6%	58.4%	57.0%
其他流动负债	54,669.53	46,755.33	43,815.50	48,350.22	46,446.22	负债权益比	142.4%	190.3%	141.5%	140.2%	132.4%
长期借款	3,185.48	1,200.43	-	-	-	流动比率	0.33	0.32	1.05	1.27	1.46
其他非流动负债	67,742.52	114,046.76	81,070.63	87,619.97	94,245.79	速动比率	0.30	0.29	1.03	1.21	1.44
<b>负债总额</b>	<b>143,159.07</b>	<b>192,876.91</b>	<b>140,262.93</b>	<b>149,765.29</b>	<b>154,004.38</b>	利息保障倍数	2.22	1.96			
<b>少数股东权益</b>	<b>7,340.69</b>	<b>7,870.79</b>	<b>7,550.68</b>	<b>8,578.61</b>	<b>9,786.60</b>	<b>分红指标</b>					
股本	14,524.82	14,524.82	14,524.82	14,524.82	14,524.82	DPS(元)	0.10	-	-	0.06	0.05
留存收益	79,561.20	78,884.98	77,031.33	83,738.04	92,041.34	分红比率	20.4%	0.0%	0.0%	11.7%	8.7%
<b>股东权益</b>	<b>100,556.93</b>	<b>101,376.64</b>	<b>99,106.82</b>	<b>106,841.46</b>	<b>116,352.75</b>	股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	1.0%	0.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	8,200.54	7,252.05	-2,299.31	7,927.41	9,042.09	EPS(元)	0.51	0.44	-0.16	0.55	0.62
加:折旧和摊销	14,676.42	10,079.96	12,556.65	12,556.65	12,556.65	BVPS(元)	6.42	6.44	6.30	6.77	7.34
资产减值准备	13.39	-2.81	-	-	-	PE(X)	12.89	14.75	-41.12	11.93	10.46
公允价值变动损失	-0.06	-	-	-	-	PB(X)	1.01	1.01	1.03	0.96	0.89
财务费用	5,118.11	5,996.91	-	-	-	P/FCF	25.47	0.75	-2.45	4.65	2.79
投资收益	-1,368.14	-538.36	-382.72	-763.07	-561.38	P/S	0.69	0.69	0.99	0.64	0.60
少数股东损益	864.21	843.47	-336.95	1,045.35	1,235.45	EV/EBITDA	5.14	0.61	3.93	0.64	-0.63
营运资金的变动	33,824.10	-83,359.51	51,003.01	-14,251.26	-6,534.20	CAGR(%)	3.0%	12.3%	-167.3%	3.0%	12.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>31,418.89</b>	<b>38,340.18</b>	<b>60,540.67</b>	<b>6,515.08</b>	<b>15,738.61</b>	PEG	4.23	1.20	0.25	3.92	0.85
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-8,949.70</b>	<b>-11,966.63</b>	<b>-66.27</b>	<b>1,062.41</b>	<b>511.50</b>	ROIC/WACC	1.09	1.11	-1.76	3.05	5.20
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-21,382.90</b>	<b>-24,251.25</b>	<b>-19,500.25</b>	<b>-619.84</b>	<b>521.52</b>	REP	0.90	0.61	-0.55	0.21	-3.74

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438