

证券研究报告—深度报告

交通运输

航空机场

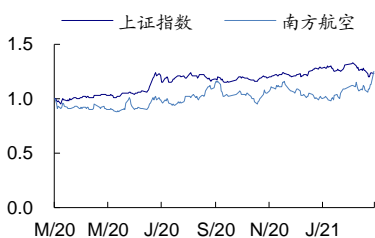
南方航空 (600029)

买入

合理估值: 8.55 元 昨收盘: 7.06 元 (首次评级)

2021年03月16日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	15,329/12,387
总市值/流通(百万元)	108,225/57,267
上证综指/深圳成指	3,420/13,520
12个月最高/最低(元)	7.06/4.95

相关研究报告:

《南方航空-600029-2013年半年报点评: 主业受制票价, 消费需求仍弱》——2013-08-27  
 《南方航空-600029-2012年报点评-升值和升值放缓拖累业绩》——2013-03-29  
 《南方航空-600029-2012年三季报点评: 贬值拖累业绩, 油价利好主业》——2012-10-30  
 《南方航空-600029-2012年半年报点评: 油价和贬值拖累盈利》——2012-08-29  
 《南方航空-600029-旺季盈利增速低于预期》——2011-10-28

证券分析师: 姜明

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

# 南北呼应比翼齐飞, 周期反转木棉花开

## ● 供给紧张需求复苏, 民航有望迎来景气区间

对于民航市场而言, 2021年静态看或许依然是压力较大的一年, 但复苏方向已定, 疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情, 沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年经营压力巨大的背景下民航供给投放相当谨慎, 且2021年也无快速扩张机队规模, 即便年内B737MAX复飞, 带来的冲击也相对有限。反观需求, 疫情影响毕竟是暂时的, 民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升, 一旦国门全面开放, 民航中期景气可期。

## ● 我国第一大航空公司, 机队规模大, 航线点多面广

南方航空是我国机队规模最大的航空公司, 航线网络以点多面广为主要特征。公司以广州为核心基地, 在众多大中型机场具备最高的市场份额。公司国内航线密度较大, 国际航线中亚洲航线集中于日韩及东南亚, 洲际航线中澳洲运力投放量高, 欧美航线也在逐步加码。诚然, 公司近年来高速扩张的战略在一定程度上拖累了收益品质及盈利能力, 2019年公司归母净利润26.51亿, 归母净利润率为2.01%, 略低于国航和东航。

## ● 南北齐飞注重高质量发展, 货邮锦上添花

大兴机场的投产利于公司扩大在北京市场的份额, 促成南北呼应, 比翼齐飞的战略布局, 而运价改革及公司十四五期间转向高质量发展的战略有望在周期反转之际显著修复公司的收益品质及盈利能力, 此外, 货运或延续较高景气度, 为公司扭亏业绩反转锦上添花。2021年新新冠疫苗有望逐步广泛接种, 全球民航需求复苏是大势所趋。春运结束国内市场逐步复苏, 而疫苗接种率达标后国门也将逐步放开, 届时大航的贝塔属性有望回归, 公司股价很可能持续活跃。

## ● 投资建议

我们认为疫情冲击终将消退, 民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复, 2022年起国内运价明显回升, 基于油价55-60美金/桶, 美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础, 预计公司2020-2022年归母净利润分别为-81.2亿元、6.8亿元、87.3亿元, EPS分别为-0.55元、0.04元、0.57元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右, 给予“买入”评级及目标价8.55元, 目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

## 盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	143,623	154,322	88,958	124,935	163,618
(+/-%)	12.7%	7.4%	-42.4%	40.4%	31.0%
净利润(百万元)	2983	2651	-8416	681	8730
(+/-%)	-49.6%	-11.1%	--	108%	1182%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.22	-0.55	0.04	0.57
EBIT Margin	2.7%	4.1%	-11.5%	2.5%	8.9%
净资产收益率(ROE)	4.6%	4.2%	-11.8%	0.9%	11.2%
市盈率(PE)	29.0	32.7	-12.9	158.9	12.4
EV/EBITDA	14.0	20.2	-303	26.4	14.1
市净率(PB)	1.33	1.36	1.52	1.51	1.39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

核心观点 .....	5
民航复苏确定性高，周期反转促成中期景气.....	6
2020 年新冠疫情重击民航经营，大航股价整体明显跑输 .....	6
供给紧张需求有望复苏，民航将迎来中期景气.....	7
当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气.....	12
持续扩张，造就我国规模最大的航空公司.....	13
历史沿革及股权结构 .....	13
航网点多面广，加码国际航线，业务通达全球.....	15
收入规模持续提升，业绩有所波动 .....	19
南北齐飞注重高质量发展，货邮锦上添花.....	23
大兴机场投产促成南北齐飞愿景 .....	23
货邮景气，运营有望锦上添花 .....	25
估值底部，景气周期促使贝塔回归 .....	26
盈利预测及投资建议 .....	27
风险提示 .....	27
附表：财务预测与估值.....	29
国信证券投资评级 .....	30
分析师承诺 .....	30
风险提示 .....	30
证券投资咨询业务的说明.....	30

## 图表目录

图 1: 全球新冠肺炎累计确诊数量.....	6
图 2: 2020 年各航司业绩预告情况.....	6
图 3: 2020 冬季全国新增确诊数量有所反复.....	7
图 4: 民航月度客运量及同比增速.....	7
图 5: 航空运输指数明显跑输大盘.....	7
图 6: 三大航估价表现低迷.....	7
图 7: 民航运输飞机数量.....	8
图 8: 民航年度利润情况.....	8
图 9: 各航司机队数量(架)走势.....	9
图 10: 各航司单位入表飞机对应固定资产原值(百万).....	9
图 11: 各航司经营性现金流(亿).....	9
图 12: 2020 年民航逐月引进客机飞机数量(架).....	9
图 13: 全球各国疫苗接种比率(%).....	11
图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降.....	11
图 15: 民航 RPK 及同比增速.....	11
图 16: 美国民航业客运量.....	12
图 17: 我国人均乘机次数.....	12
图 18: 民航有望迎来中期景气.....	13
图 19: 东方航空股权结构.....	15
图 20: 三大航机队规模.....	15
图 21: 东航机队结构.....	15
图 22: 三大航客运量对比.....	16
图 23: 三大航收入规模.....	16
图 24: 2019 冬春航季南航于大中型机场航班时刻量.....	16
图 25: 2019 冬春航季南航于各大中型机场的时刻份额.....	17
图 26: 南航国内航线网络.....	17
图 27: 南航国内线客公里收益.....	17
图 28: 南航国际线运力投放及同比增速.....	18
图 29: 南航国际线运投占比显著提升.....	18
图 30: 2019 冬春航季南航亚洲航线周班次量.....	18
图 31: 2019 冬春航季南航洲际航线周班次量.....	18
图 32: 南航国际航线客公里收益.....	19
图 33: 南航地区航线客公里收益.....	19
图 34: 南航 ASK 及同比增速.....	19
图 35: 南航 RPK 及同比增速.....	19
图 36: 南航旅客运输量及同比增速.....	20
图 37: 南航客座率及同比变动.....	20
图 38: 南航客公里收入走势.....	20
图 39: 南航营业收入及同比增速.....	20
图 40: 南航营业成本及同比增速.....	21

图 41: 南航营业成本构成.....	21
图 42: 南航单位 ASK 营业成本.....	21
图 43: 南航单位 ASK 非油成本.....	21
图 44: 南航历年费用率水平.....	22
图 45: 南航历年汇兑收益.....	22
图 46: 三大航其他收益 (亿元).....	22
图 47: 三大航归母净利润 (亿元).....	22
图 48: 三大航净利润率 (%).....	23
图 49: 三大航扣汇利润总额/营业收入比率.....	23
图 50: 大兴机场示意图.....	24
图 51: 南航于大兴机场航线网络图.....	24
图 52: 2017 年票价改革主要内容.....	25
图 53: 南航半年度货邮吨公里收入表现.....	25
图 54: 南航半年度货邮收入.....	25
图 55: 三大航 2016 年起股价表现.....	26
图 56: 南航 PE 估值水平.....	27
表 1: 各航司 2021 年机队规划.....	10
表 2: 南方航空的历史沿革.....	14

## 核心观点

对于民航市场而言，2021年静态看或许依然是压力较大的一年，但复苏方向已定，疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且2021年也无力快速扩张机队规模，即便年内B737MAX复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线。疾控中心主任高福提及2022年初至年中国内疫苗接种率将达到70-80%，而国门的开放与否更多取决于我国自身的疫苗接种情况而非海外具体某些国家，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

南方航空是我国机队规模最大的航空公司，航线网络以点多面广为主要特征。公司以广州为核心基地，在众多大中型机场具备最高的市场份额。公司国内航线密度较大，国际航线中亚洲航线集中于日韩及东南亚，洲际航线中澳洲运力投放量高，欧美航线也在逐步加码，国际线运力投放占比从2010年的不足20%提高至2019年超30%的水平。诚然，公司近年来高速扩张的战略在一定程度上拖累了收益品质及盈利能力，2019年公司归母净利润26.51亿，同比下降11.1%，归母净利润率为2.01%，略低于国航和东航。

北京大兴机场的投产利于公司扩大在北京市场的份额，促成南北呼应，比翼齐飞的战略布局，而运价改革及公司着力于十四五期间转向高质量发展的战略有望在周期反转之际显著修复公司的收益品质及盈利能力，此外，航空货运或延续较高景气度，为公司扭亏业绩反转锦上添花。当前公司股价对应的PB估值处于历史底部区域，而回顾从2016年后三大航两轮显著的涨跌周期，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021年新冠肺炎疫苗有望逐步广泛接种，全球民航需求复苏是大势所趋，国内市场方面春运结束、两会闭幕后限制居民流动的隐形障碍逐步解除，国内市场逐步复苏，清明五一预定超预期，而当疫苗接种率达标，国门全面放开之时，大型航司的贝塔属性有望回归，公司股价很可能持续活跃。

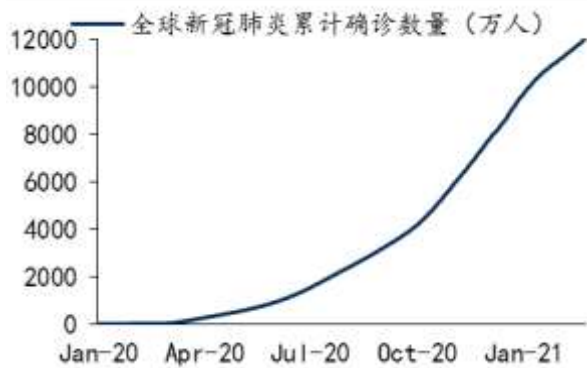
2021年1月底公司公布2020年业绩快报，全年归母净利润亏损79.07-108.61亿元。我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复，2022年起国内运价明显回升，基于油价55-60美金/桶，美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-81.2亿、6.8亿、87.3亿，EPS分别-0.55元、0.04元、0.57元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右，给予“买入”评级及目标价8.55元，目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

## 民航复苏确定性高，周期反转促成中期景气

### 2020 年新冠疫情重击民航经营，大航股价整体明显跑输

2020 年新冠肺炎席卷全球，至 2021 年 3 月中旬，全球累计确诊人数突破 1.2 亿人。疫情扰动下出行板块大幅受损，民航业首当其冲，全球范围内航空公司受到显著冲击，业绩整体亏损，股价表现低迷。2020 年我国民航业同样损失惨重，业绩预告显示，六大上市干线航司合计亏损约一千亿。

图 1：全球新冠肺炎累计确诊数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2020 年各航司业绩预告情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年步入冬季后，境外输入压力加大，全国各地散发疫情，2020 年 11-12 月民航客流再度承压，11 月民航客流同比降幅 16.3%，降幅环比 10 月扩大 4.6pct，12 月降幅进一步扩大至 19.8%。在局地疫情反复，疫苗并未全面接种的现实下，春运防疫压力较大，全国范围倡导就地过年，民航春运蒙上阴霾，1 月客流量相比 2020 年下降四成，春节 7 天旅客发送量 357.4 万人次，比 2019 年同期下降 71.7%。

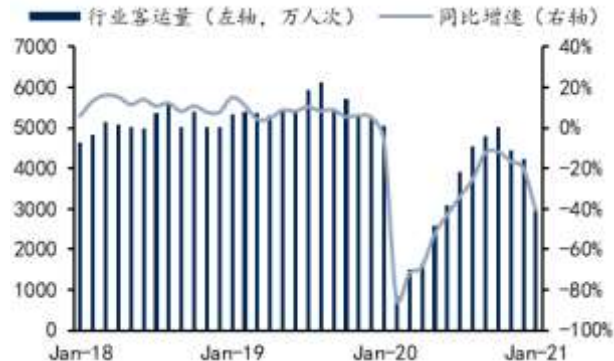


图 3：2020 冬季全国新增确诊数量有所反复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

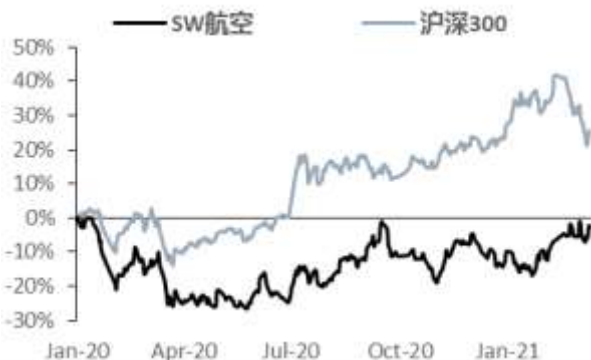
图 4：民航月度客运量及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

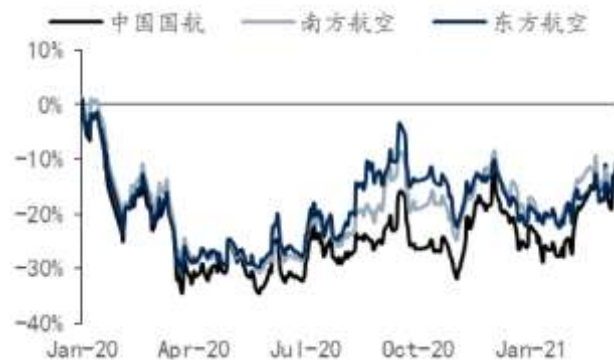
受疫情拖累，2020 年初至 2021 年 3 月 12 日申万航空指数累计下跌 2.8%，沪深 300 指数则累计上涨 25.6%，航空指数显著跑输大盘，为人称道的贝塔属性被显著压制，尤其是宽体机运力回流难度较大的三大航，股价低迷，国航、南航、东航跌幅分别为 13.8%、10.6%、12.1%。

图 5：航空运输指数明显跑输大盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：三大航估价表现低迷



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新冠疫情对民航的影响仍在持续，但当前是民航景气度的底部区间，综合对供给及分析的研判，伴随着国内外疫苗的有序接种，我们认为民航有望在疫情逐步消退后迎来中期景气，航空股尤其是大航的贝塔属性有望回归，重新获得市场关注。

### 供给紧张需求有望复苏，民航将迎来中期景气

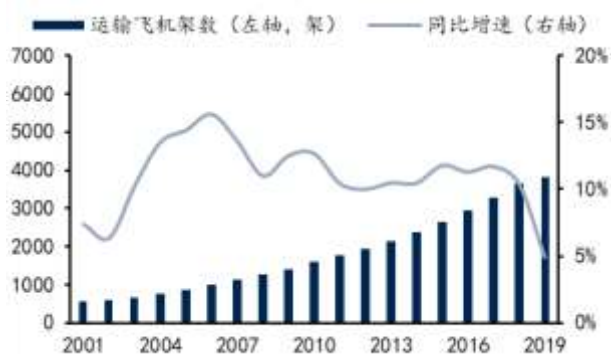
对于民航市场而言，2021 年静态看依然是压力较大的一年，但复苏方向已定，疫苗的接种终将在全球范围内逐步控制疫情，沉寂了一年的民航有望迎来全球范围的复苏。2020 年我国民航遭受重创，整体亏损，航空公司经营压力巨大的背景下，供给投放相当谨慎，客机数量增速几乎为零，且 2021 年也无快速

扩张机队规模，即便年内 B737MAX 复飞，带来的冲击也相对有限。反观需求，疫情影响毕竟是暂时的，民航需求的增长更主要的依赖于宏观经济增长及居民收入提升，历史上看每次外部冲击后我国民航需求均会快速回归至自然增长曲线，一旦国门全面开放，宽体机运力全面被消化，民航中期景气可期。

### 现金流高度紧张，供给扩张阶段性乏力

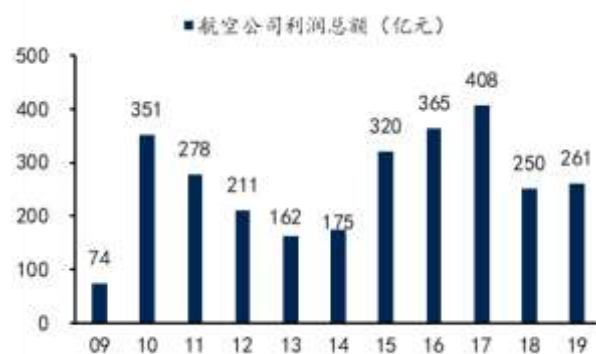
2008 年金融危机过后，我国航空公司迎来大面积重组，集中度得到全面提升，2009 年-2019 年民航业迎来了连续十一年盈利的黄金发展期，各航空公司通过内生增长，外部融资等手段扩张机队规模，全民航运输飞机数量从 2010 年的 1597 架增长至 2019 年的 3818 架，年化增速 10.2%。

图 7：民航运输飞机数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：民航年度利润情况

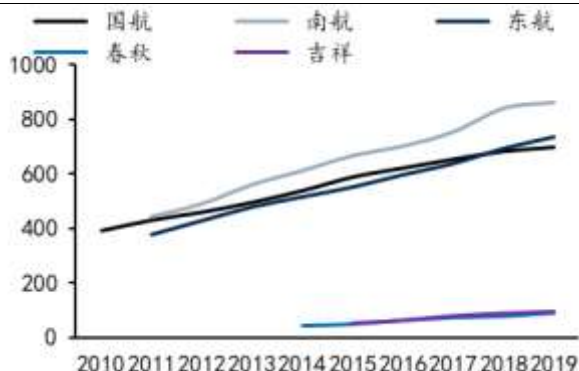


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

航空公司引进飞机需要消耗大量资金，其或使用自身经营产生的资金，或使用融资募集的资金。考虑到 2019 年三大航经营租赁并表，融资租赁飞机资产从固定资产中被重新划分至使用权资产，因此我们以 2010-2018 年相关数据进行分析。2010 年-2018 年国航飞机总量由 393 架提高至 684 架，其中自购+融资租赁飞机数量从 268 架提高至 480 架，单架入表飞机对应固定资产的原值长期维持在 4.5 亿元附近，东航及南航相关数据与国航类似，春秋及 2018 年以前的吉祥机队规模相对单一，均为窄体机，单机固定资产金额约为 3.1 元。由此可见，航空公司引进飞机消耗的资金体量庞大。

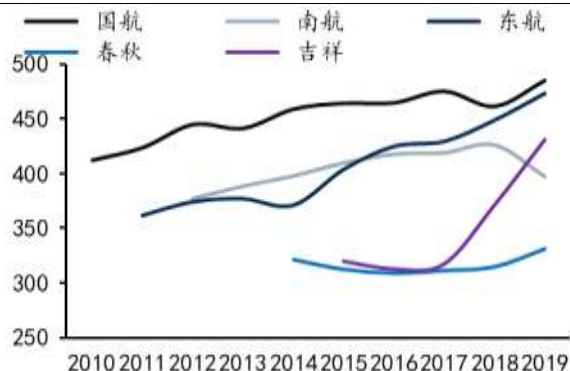


图 9：各航司机队数量（架）走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

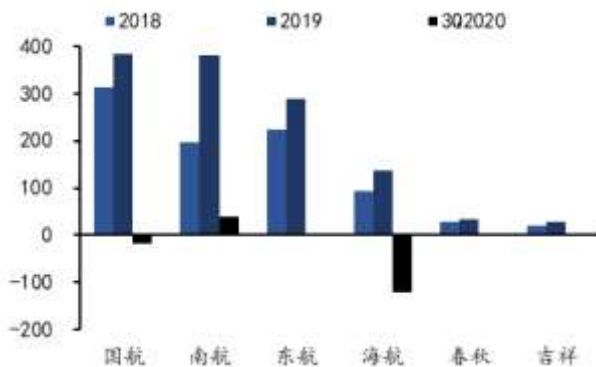
图 10：各航司单位入表飞机对应固定资产原值（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

引进飞机对应的庞大资金消耗依靠的是航空公司内生造血及外部融资。2020 年疫情下民航损失惨重，各航司均录得显著亏损，各航司经营性现金流整体压力较大。经营压力下航空公司显著收紧运力投放，民航运力引进几乎停滞，全年引进飞机数量仅 132 架，2021 年，截至 3 月 12 日，引进客机数量仅为 17 架。考虑到 2020 年全年上市航司退出 63 架客机，相比于 2019 年底，当前的运力的绝对增量十分有限。

图 11：各航司经营性现金流（亿）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：2020 年民航逐月引进客机飞机数量（架）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：2021 年 1 月数据截至 2021 年 3 月 12 日

目前全球疫情仍未平息，国门仍未开放，国内需求则因疫情散发重回低谷，一季度民航大概率再度全面亏损。即便后续二三季度市场逐步复苏，但年内国门全面开放仍存在高度不确定性，海外运力回流及 B737MAX 潜在的复飞可能性带来的供给压力犹存，因此我们认为静态看 2021 年民航经营压力依然较大。

阶段性的行业低谷有望冷却经营压力较大的航空公司的扩张冲动，如南航在 2021 年度工作会议已经明确表示从重速度向重质量转变，长期提升盈利能力，国航、东航也在年度工作会议上强调高质量发展的愿景，海航系公司更是因破产重整而扩张全面停滞。同样，短期各航司运力引进计划也显著压低，三大航 2021 年飞机扩张速度平均不足 5%，春秋吉祥也仅为 10% 左右，整体增速仅为

5.1%，叠加海航系熄火，2021 年民航机队扩张仍将维持较低速度，即便 B737MAX 复飞，也难以回到 2015-2019 年 9.6% 的年化机队增速水平。

**表 1：各航司 2021 年机队规划**

	2020 年末机队	2021 引进	2021 退出	净增	增速
国航	708	57	2	55	7.8%
南航	867	30	8	22	2.5%
东航	725	39	9	30	4.1%
春秋	102	10	0	10	9.8%
吉祥	92	14	3	11	12.0%
合计	2494 (占比约 65%)	150	22	128	5.1%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

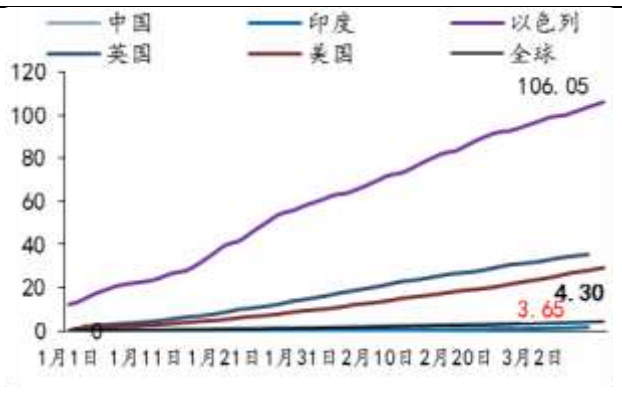
### 民航需求增长具备高度韧性，看好疫情消退后的强复苏

新冠疫苗研制成功后已经在全球范围内展开接种。截至 2021 年 3 月 12 日，部分中小国家疫苗接种率已经达到相当高的水平，如以色列已经基本完成全民接种，发达国家如英国、美国疫苗接种率也已经在 30% 左右。伴随着疫苗接种，新增确诊病例数逐步下降。虽然当前全球疫苗接种率仍不足 5%，我国也仅为 3.65%，但目前部分城市普通民众已经可以预约接种疫苗，我们认为疫苗量产全面接种只是时间问题。

2020 年二三季度国内疫情管控良好，需求迅速复苏，9 月民航国内线客流量已经恢复至和 2019 年同期接近持平的水平，即便冬季疫情再度反弹客流下降，但伴随着全球范围内接种率逐步提高，我们认为人类终将基本控制乃至彻底战胜疫情。2021 年 2 月 22 日全国中高风险地区再度清零，春运收官及两会闭幕后民航需求持续回升，去哪儿网订票信息显示清明五一机票预定超预期，国内需求将进一步复苏。

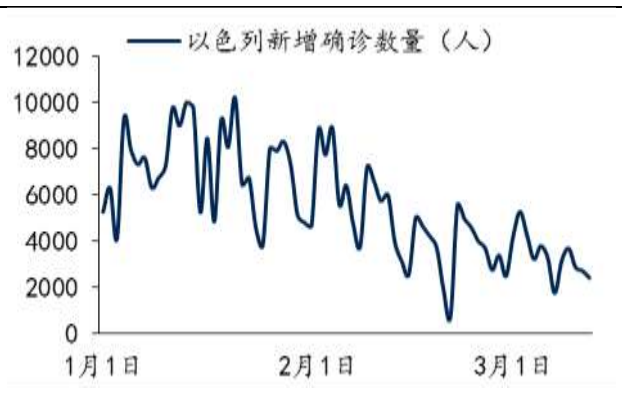
国际航线方面，疾控中心主任高福提及 2022 年初至年中国内疫苗接种率达到 70-80%，而国门的开放与否更多取决于我国自身的疫苗接种情况而非海外具体某些国家，一旦国门全面开放，积压的海外出行需求也有望持续超出预期。

图 13: 全球各国疫苗接种比率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 以色列新增确诊病例数快速下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

回顾我国历史上民航客运量遭受事件性冲击的两个年份，2003 年及 2008 年外部冲击消退后的民航需求恢复情况。2003 年非典疫情历时半年便基本消退，当年民航 RPK 同比下降 0.4%，但 2004 年同比提高 41.1%，2004 年相比 2002 年增长 40.5%，两年年化增速 18.5%，甚至略高于 2001-2005 年的五年年均 16.1%的需求增速。

2008 年全球金融危机肆虐，我国民航也受到大幅冲击，全年 RPK 仅增长 3.3%，而随着经济逐步恢复，至 2010 年 RPK 相比 2008 年增长 40.1%，2007-2010 年三年年化增速 13.1%，仅略低于 2006-2010 年 14.6%的年化增速，高于 2011-2015 年 12.5%的年化增速。由此可见，当外部变量冲击逐步消退后，民航需求终将恢复至自然增长曲线。

图 15: 民航 RPK 及同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

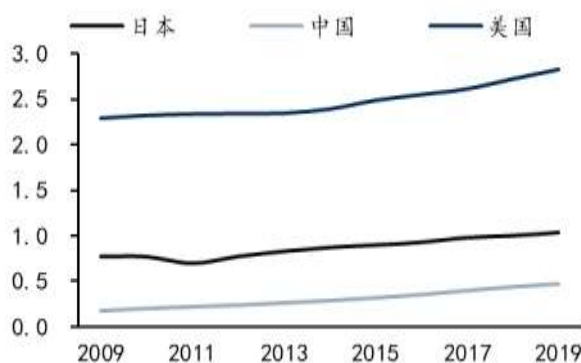
美国民航业的经验也表明，需求受到外部环境冲击后，能够较快的恢复至外部冲击前的水平。2001年美国911事件后，民航需求明显下降，但拉长时间轴，其也不过是需求漫漫上行之路上的一段插曲。民航需求增长本质上还是依托国家宏观经济增长下居民收入的不断提升，我国目前人均乘机次数相比于发达国家仍有较大差距，疫情冲击的扰动不会磨灭民航需求的增长趋势，预计后续需求将持续向好。

图 16: 美国民航业客运量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 我国人均乘机次数

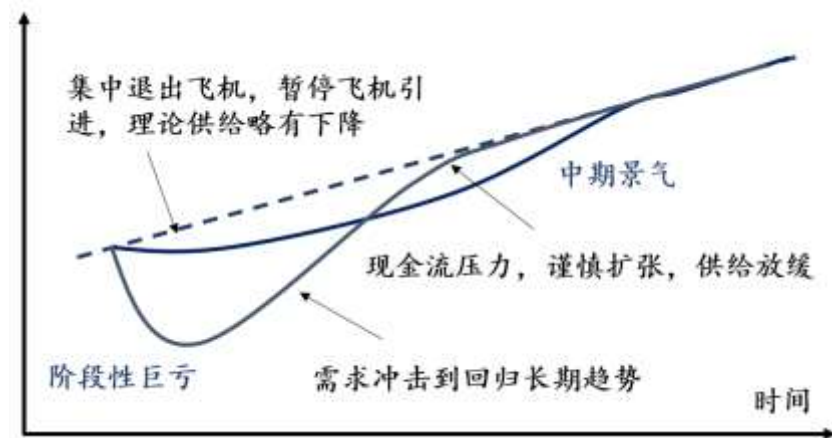


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 当前航空处于周期底部，疫情消退促成中期景气

事实上，在 2008 年金融危机后民航全面重组后迎来全新周期，成就民航黄金十年，但我们必须看到自从 2011 年运价触及高点后，由于竞争激烈，市场下沉，高铁分流等因素影响，运价整体呈单边下跌趋势。2013 年民航便已出现扣汇盈利不佳的局面，但后续因油价下跌，盈利能力在 2015-2016 年迎来小阳春，此后民航时刻收紧、票价改革，亦只是放缓了运价下行的趋势。本轮疫情提前促成周期探底，而综合供需分析，我们认为随着疫情的逐步消退，需求终将企稳复苏，而由于机队引进的显著降速，供给阶段性不足，一旦国门全面开放，宽体机运力得以消化，民航有望迎来周期反转，中期景气可期。

图 18: 民航有望迎来中期景气



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 持续扩张，造就我国规模最大的航空公司

### 历史沿革及股权结构

南航的前身军委民航广州办事处于 1950 年成立，并于 1959 年正式成立民航广州管理局。1984 年中国民航局进行重组，民航局广州管理局下管辖中国南方航空公司，并于 1991 年正式挂牌成立。1992 年民航局政企分离，中国南方航空公司正式独立成为自主经营的经济实体。1993 年中国南方航空公司正式更名为中国南方航空（集团）公司，并于 1997 年在纽交所及港交所成功完成上市。

2000 年民航局对航空公司进行整合，南航于当年收购中原航空，次年再次并入新疆航空、北方航空，强化其在华中、西北、东北地区的市场地位。重组后的南方航空于 2003 年实现 A 股上市，并于 2007 年加入世界三大航空联盟之一的天合联盟，同年与重庆市开发投资公司合资组建重庆航空。2014 年，公司的控股子公司厦门航空出资 6.8 亿元收购河北航空 95.4% 的股权，此后再次收购四川航空持有的河北航空 3.83% 的股权，全面接手河北航空的经营。2018 年南航宣布退出天合联盟，并于 2019 年完成退盟。

2019 年大兴机场投产，南航率先开始于北京新机场运营，并已于 2020 年冬春航季全面完成在京航班转场。目前公司按照“一个总部，两个枢纽”的总体定位，着力建设广州、北京两大综合性国际枢纽，实现双轮驱动，达成南北呼应，比翼齐飞的战略布局。截至 2020 年底，公司运营飞机数量已经达到 867 架，是我国运输飞机最多，航线网络最发达，客运量最大的航空公司。

**表 2: 南方航空的历史沿革**

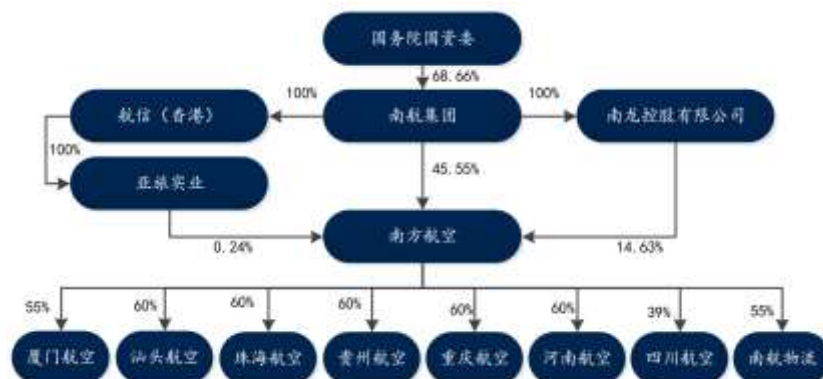
时间	事件
1950 年	军委民航广州办事处成立
1959 年	民航广州管理局成立
1984 年	民航局广州管理局管辖中国南方航空公司
1991 年	中国南方航空公司正式挂牌成立
1993 年	中国南方航空公司更名为中国南方航空（集团）公司
1995 年	南航与格力电器集团组建珠海航空
1997 年	南航在纽交所、港交所上市
1998 年	南航与贵州省航空公司联合组建贵州航空
2000 年	南航收购中原航空
2001 年	南航收购新疆航空、北方航空
2003 年	南航实现 A 股上市
2007 年	加入天合联盟
2007 年	南航与重庆市开发投资公司合资组建重庆航空
2014 年	南航控股子公司厦航收购河北航空 99.2% 股权
2018 年	宣布退出天合联盟
2019 年	北京大兴机场投运，南航逐步转场大兴机场运营
2020 年	全面完成北京市场一市两场运行航线转场

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构方面，南航集团目前直接或通过南龙控股、航信香港间接持有公司 60.42% 的股权，公司实际控制人为国家国资委。此外，中航油、证金公司、国调基金分别持有公司 3.20%、2.09%、1.58% 的股权。控股及参股公司方面，公司分别持有厦门航空、汕头航空、珠海航空、贵州航空、重庆航空、河南航空、南航货运物流公司、四川航空 55%、60%、60%、60%、60%、60%、55%、39% 的股权。



图 19: 东方航空股权结构



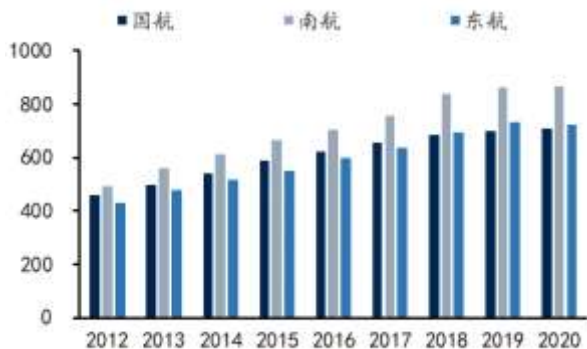
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

航网点多面广，加码国际航线，业务通达全球

机队庞大，业务量及收入规模全国领先

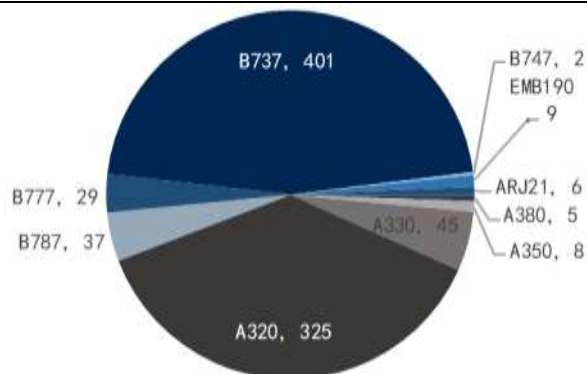
历史上南航机队规模稍领先于国航，但“十三五”期间南航加码客运投入，快速扩张机队规模。如不考虑新冠疫情影响下的 2020 年，2014-2019 年公司机队规模从 515 架增长至 862 架，增幅为 40.8%，目前已经明显甩开其他两大航司。2020 年末公司拥有飞机 867 架，其中 B737, A320 系列机型分别为 401 架和 325 架。相比于其他两家大航，南航目前不论从业务体量还是收入规模上看均保持领先。

图 20: 三大航机队规模



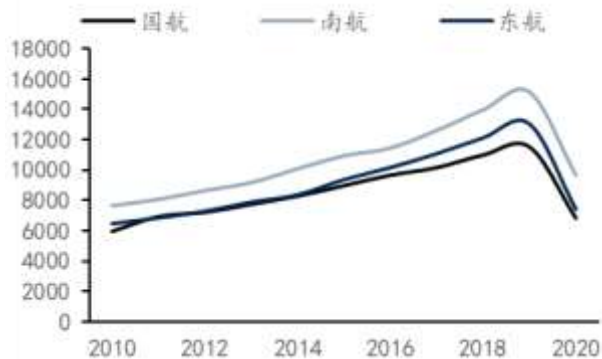
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 东航机队结构



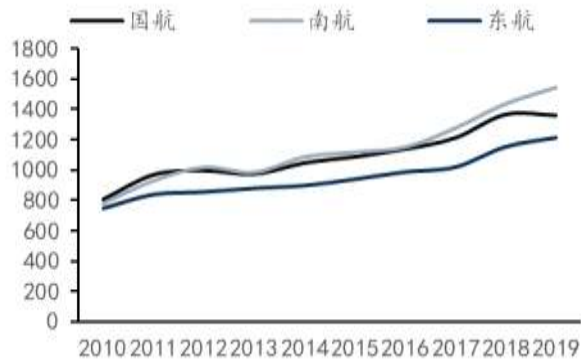
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 三大航客运量对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 三大航收入规模

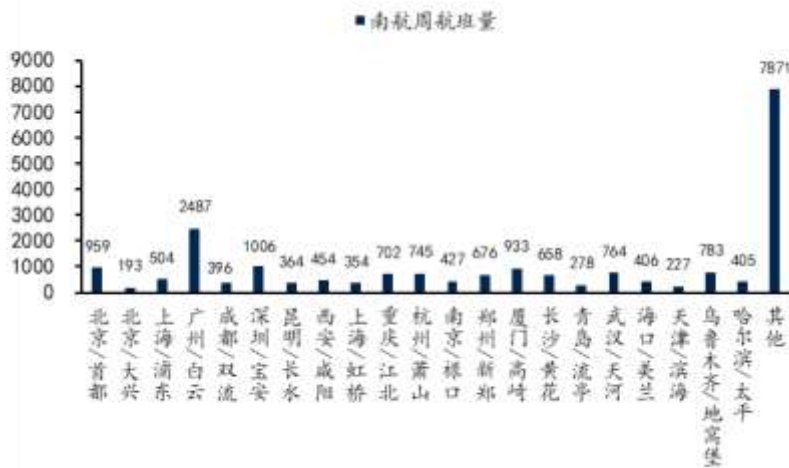


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

点多面广，构建庞大的国内航线网络

与公司庞大的机队规模相匹配，公司国内航线网络十分发达，具体表现为点多面广。公司核心基地为广州，2019 年冬春航季在广州白云机场每周计划航班量 2487 班，时刻份额为 48.8%，此外，公司在厦门、长沙、武汉、乌鲁木齐等众多省会城市机场具备较高份额，于众多中小型机场也有相对密集的排班，航线网络密集覆盖全国。

图 24: 2019 冬春航季南航于大中型机场航班时刻量



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2019 冬春航季南航于各大中型机场的时刻份额



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

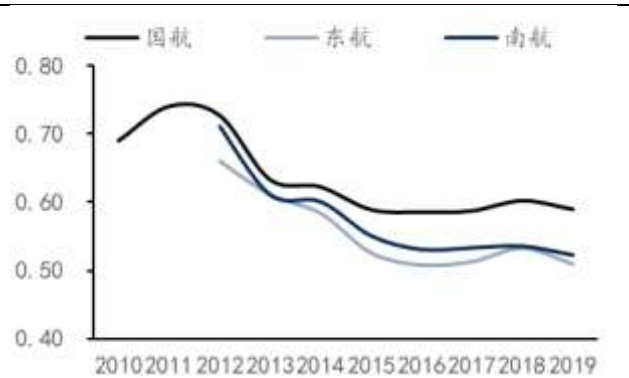
公司广泛且相对均衡的航线决定了公司的客运收入规模较大, 但国内线单价弱于公商务旅客更为集中的国航, 2019 年为 0.5220 元, 与东航的 0.5088 元更为接近。

图 26: 南航国内航线网络



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 南航国内线客公里收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**加码国际航线, 全球化战略格局已成**

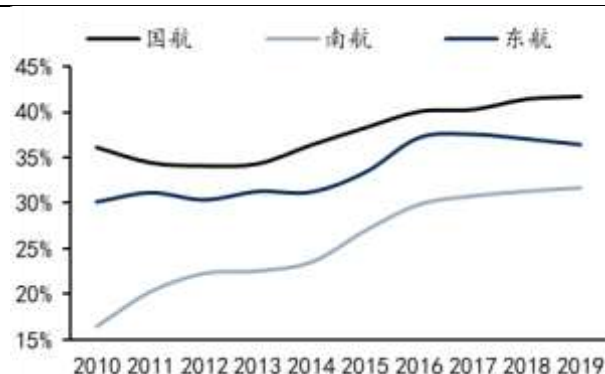
历史上公司国际航线占比较低, 2010 年国际及地区线运力投放占比仅为 16.5%。公司近年大力实施国际化战略, 亚洲航线加码日韩泰等旅游旺地, 洲际航线通过开辟广州之路吸引澳洲、欧洲航班, 每年国际航线运力投放速度均达到两位数。2019 年公司国际及地区线运力占比已经达到 31.6%, 相比于国航和东航的差距持续收窄, 全球化战略格局已成。

图 28: 南航国际线运力投放及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

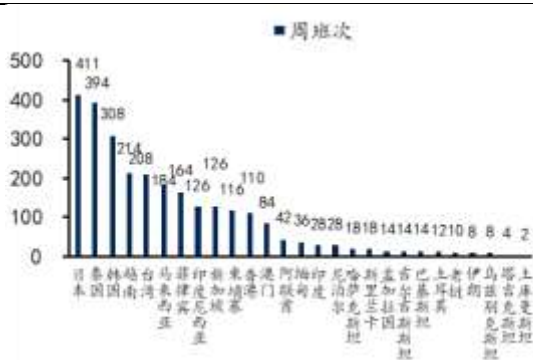
图 29: 南航国际线运投占比显著提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

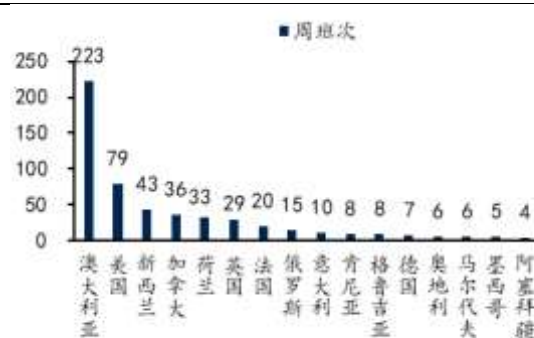
疫情前,2019 年冬春航季公司的亚洲航线密集投放于日本、泰国及韩国, 每周班次分别为 411 班、384 班和 308 班, 部分东南亚国家如马来西亚、菲律宾、印度尼西亚等地航班密度同样较大; 洲际航线方面, 澳洲航线投放力度一骑绝尘, 往返航班量达到每周 223 班, 美洲、欧洲航线运力投放也已具备一定规模, 在美国、加拿大、荷兰、英国、法国等国家投放较多。

图 30: 2019 冬春航季南航亚洲航线周班次



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2019 冬春航季南航洲际航线周班次



资料来源: Pre-flight, 国信证券经济研究所整理

公司国际航线运力前期相对激进的投放在一定程度上拖累的运价表现, 2019 年公司国际航线客公里收益 0.395 元, 相比 2017-2018 年略有回升, 但相比 2012 年的 0.530 元明显下降。地区航线单价则相对稳定, 2019 年客公里收益为 0.748 元, 同比小幅提升 1.1%。

图 32: 南航国际航线客公里收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 南航地区航线客公里收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 收入规模持续提升, 业绩有所波动

#### 业务量持续攀升, 收入规模持续增长

公司十三五期间扩张相对激进, 运力投放及业务量增速相对较快。2019 年公司 ASK3441 亿, 同比增长 9.4%, RPK2849 亿, 同比增长 9.9%, 旅客运输量 1.52 亿人次, 同比增长 8.4%, 客座率 82.81%, 同比提高 0.38pct。2020 年因新冠肺炎影响民航需求, 公司业务量显著下滑, ASK2147 亿, 同比下降 37.6%, RPK1534 亿, 同比下降 46.1%, 旅客运输量 9686 万, 同比下降 36.1%, 客座率 71.46%, 同比下降 11.35pct。

图 34: 南航 ASK 及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 南航 RPK 及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



图 36: 南航旅客运输量及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

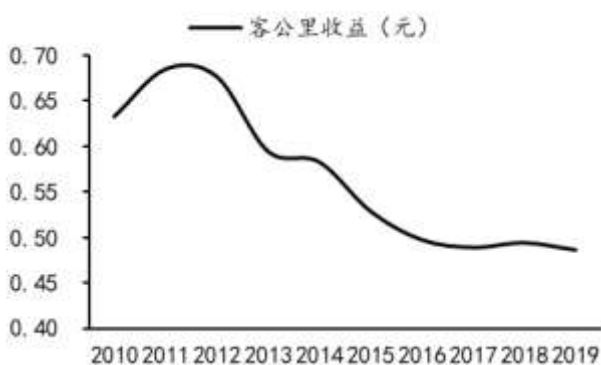
图 37: 南航客座率及同比变动



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

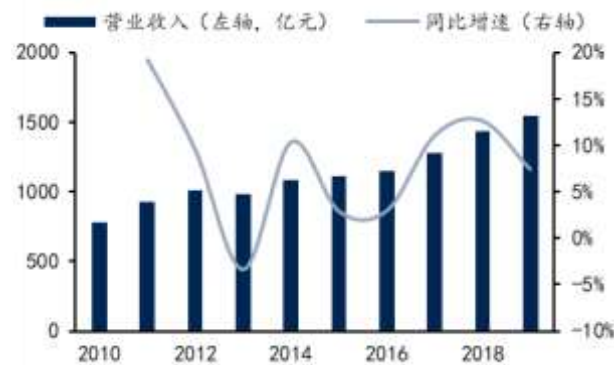
由于公司前期相对激进的扩张策略, 以及民航市场逐步下沉, 且面临着高铁分流等竞争压力, 公司近年运价整体有所下降, 2019 年为 0.4861 元, 同比下降 1.6%, 但由于业务量持续增长, 公司营业收入达到 1543 亿, 同比提高 7.4%。

图 38: 南航客公里收入走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 南航营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 成本随业务量逐步上升, 单位成本节约成效明显

成本方面, 航空公司成本端构成相对接近, 最大成本项一般为航油成本, 其次为折旧成本及员工薪酬成本、起降费成本。2019 年公司营业成本 1357 亿, 同比提高 5.5%, 其中航油成本 428.1 亿, 折旧、员工薪酬、起降费分别为 234.8 亿、212.8 亿、176.6 亿, 分别占营业成本的 31.6%、17.3%、15.7%、13.0%。在行业及公司运价水平整体承压的背景下, 公司努力节约成本修复盈利能力, 2019 年公司单位 ASK 成本为 0.3943 元, 同比下降 3.6%, 单位 ASK 非油成本为 0.2699 元, 同比下降 1.0%。

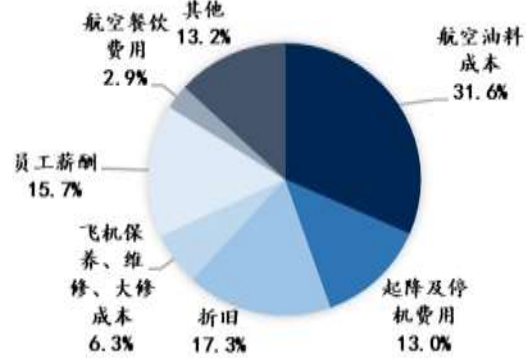


图 40: 南航营业成本及同比增速



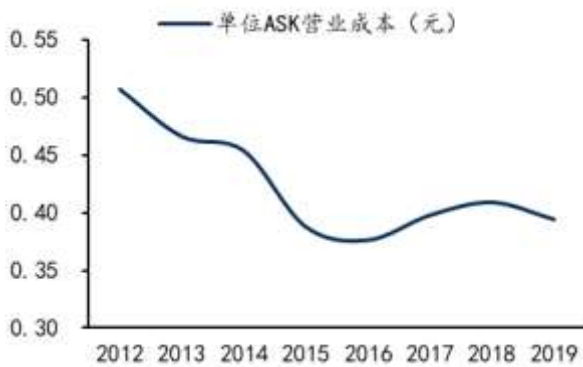
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 南航营业成本构成



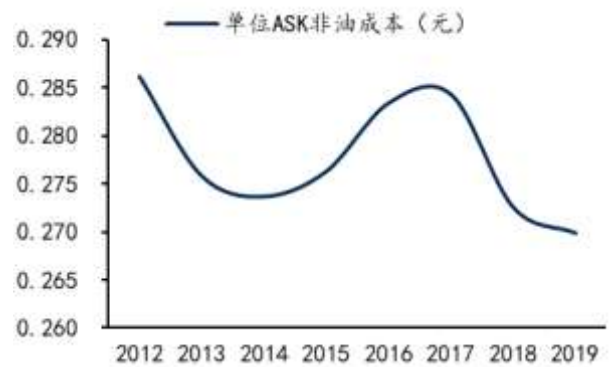
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 南航单位 ASK 营业成本



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 南航单位 ASK 非油成本

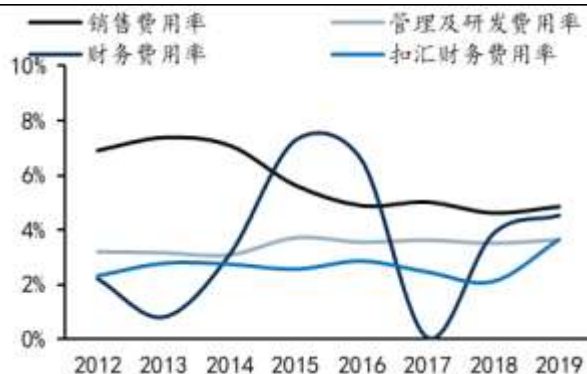


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 费用整体逐步优化，补贴收入提升，业绩有所波动

费用方面，公司积极推进提直降代，2014-2016 年代理业务手续费大幅下降，销售费用率下一个台阶，随后保持稳定，2019 年公司销售费用率 5.13%，同比微升 0.2pct；管理及研发费用方面，公司 2015 年起管理及研发费用率相对平稳，2019 年为 3.63%，同比微升 0.13pct；财务费用方面，由于经营性租赁资产并表导致财务费用中利息支出显著提升，2019 年公司财务费用率 4.53%，其中扣汇兑损益后的财务费用率为 3.64%，同比提高 1.52pct。

图 44: 南航历年费用率水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

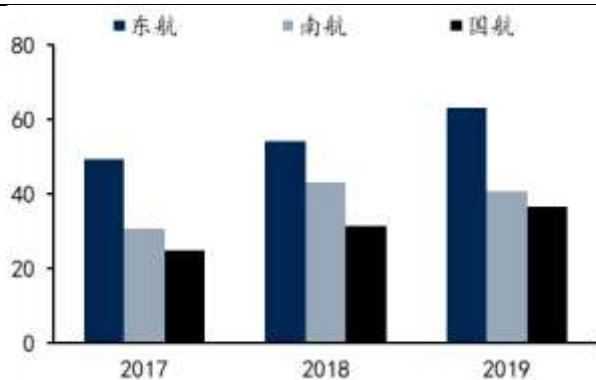
图 45: 南航历年汇兑收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

补贴方面, 由于民航控总量调结构政策出台后市场下沉速度加快, 公司近年补贴收入整体有所提升, 2019 年公司其他收益 40.84 亿, 同比微降 2.36 亿, 但相比于 2017 年仍有 10.26 亿的升幅。综合来看, 由于公司较快扩张自身机队及航线, 收益品质略有下降, 且油价波动对公司成本端影响很大, 最近几年业绩表现相对一般, 2019 年归母净利润为 26.51 亿, 同比下降 11.1%, 扣汇利润总额 55.4 亿, 同比下降 11.0%, 利润率水平落后于国航及东航。

图 46: 三大航其他收益 (亿元)



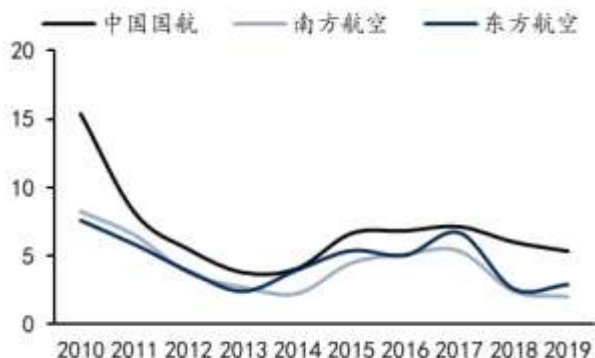
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 三大航归母净利润 (亿元)



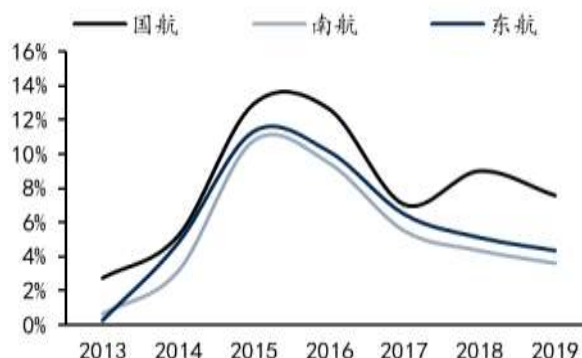
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 三大航净利润率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 三大航扣汇利润总额/营业收入比率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 南北齐飞注重高质量发展, 货邮锦上添花

### 大兴机场投产促成南北齐飞愿景

我国民航运营品质前期整体有所下降的一个主要原因是高线机场由于控总量调结构政策及自身硬件保障能力瓶颈导致航司运力投放受限, 新增飞机运力被动下沉至低线市场。北京大兴机场的投产意味着继 1999 年上海浦东机场投产后, 时隔 20 年再度有一线城市开启一市两场运营。大兴机场国际枢纽的定位及 2025 年旅客吞吐量 7500 万的规划均意味着北京市场的产能瓶颈被大幅突破, 纵使其由于距离市区较远等因素, 航线收益品质可能不如首都机场, 但相比于众多三四线城市机场, 对航空公司而言是更优的运力投放选择。

在大兴机场投产前, 南航与北京地区的市场份额并不高, 2019 年夏秋航季于首都机场的时刻份额为 16.5%。除东三省及乌鲁木齐航线外, 南航于北京的航班主要为京广、京深等南方航线, 南向航班占比达到四分之三, 而大兴机场南向航班航路时间相比首都机场显著降低, 更加节约时间, 长期看有利于吸引客流。2020 年冬春航季南航全面转场大兴机场运营, 未来在大兴机场的市场份额有望达到 43%。公司将进一步于大兴机场拓展航线, 促成南北呼应, 比翼齐飞的愿景。

图 50: 大兴机场示意图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 南航于大兴机场航线网络图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 转向高质量运行, 运价改革有望促进收益显著改善

前面提到, 综合供需判断我们认为当前航空行业处于周期谷底, 未来随着需求复苏有望迎来中期景气。本轮景气区间具备一个较大不同, 即民航已逐步放开运价管制。2017 年底民航局发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格有关问题的通知》, 有 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, 新增放开 306 条市场化航线, 每个航季各航司可调整的航线数量为本企业上航季运营实行市场调节航线总数的 15%, 每条航线每航季无折扣票价上浮累计不超 10%, 此后, 2020 年底进一步放宽运价市场化条件, 提高市场化航线数量, 未来完全放开市场化是大势所趋。目前大部分公商务航线已经具备理论提价空间, 一旦景气周期重现, 运价弹性相比过去将有明显提升。

十三五期间南航由于激进扩张导致收益品质下滑, 疫情冲击下公司也在积极转变经营策略。2021 年度工作会议上南航明确十四五期间高质量发展战略, 未来有望更加注重收益品质。量化来看, 南航 2019 年国内航线客运收入 1019.2 亿, 如运价水平提高 1%, 则税前利润提高 10.2 亿, 对应当期税前利润的弹性为 25.0%。

图 52：2017 年票价改革主要内容

放开航线范围扩大	放开航线数量增加
<ul style="list-style-type: none"> <li>原：主要为相邻省份间航线，800公里以下航线，与高铁直接竞争的航线。</li> <li>现：有五个以上（含五个）承运人共同运营的航线，包括公商务干线。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>原：724条</li> <li>现：新增306条至1030条，核心公商务线均包含在内。</li> </ul>
航空公司可选航线数量增多	单航线放开幅度不变
<ul style="list-style-type: none"> <li>原：每个航空公司每个航季在市场航线目录中最多可选择10条航线上调无折扣票价。</li> <li>现：每个航空公司每个航季可上调经济舱无折扣票价的航线数量不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条最多可调整10条）。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每条航线每个航季无折扣公布运价上调幅度累计不超过10%。</li> </ul>

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 货邮景气，运营有望锦上添花

不同于国航和东航剥离货运板块独立实施混改，南航的货运板块混改后仍为上市公司控股。2020 年底南航货运物流引入上海隐南、中鼎远祥等公司完成混改，南航持股比例仍为 55%。2020 年民航货运因全球航空客运显著受挫，客机腹舱运力骤减，全货机运力相对不足而出现运价暴涨的局面。2020 年上半年公司货邮吨公里收入 2.32 元，同比提高 88.9%，其中国际线货邮吨公里收入同比提高 105%，拉动货邮收入达到 76.7 亿，同比大幅提高 32.6 亿。货邮运输的高景气也是相比于货机业务剥离的国航和东航，南航全年经营表现相对强势的重要原因。

2021 年全球经济逐步恢复，跨境电商持续蓬勃发展，且全球疫苗运输任务繁重，但国际航线复苏力度仍难以全面回到疫情之前，客机腹舱运力大概率仍然不足，因此货邮运输或仍可保持高景气度，这很可能促进公司经营恢复速度更快，为全面扭亏锦上添花。

图 53：南航半年度货邮吨公里收入表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 54：南航半年度货邮收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

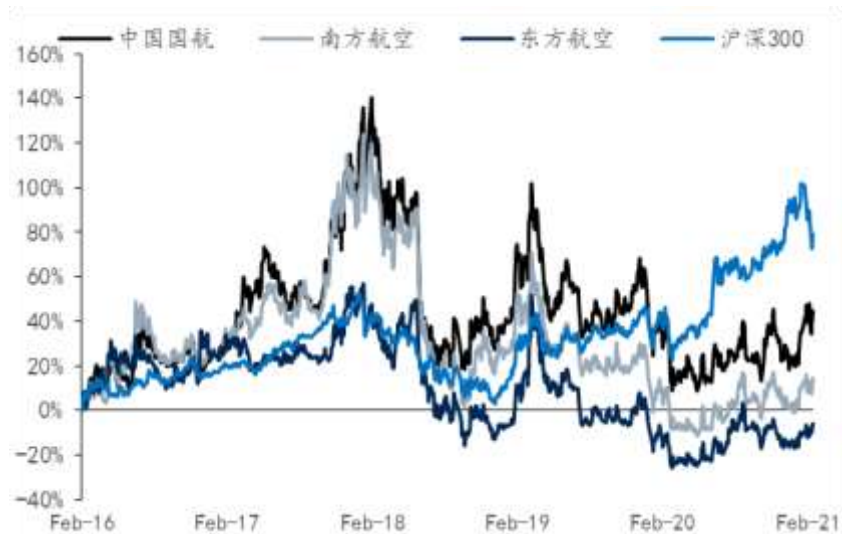


### 估值底部，景气周期促使贝塔回归

2020 年疫情影响下，公司股价表现低迷，但当前公司 PB 估值水平仍处于历史底部区域，我们认为其进一步向下的空间不大。回顾 2016 年初至今的航空股尤其是三大航的走势，其已经经历了两轮大幅上涨下跌的周期。第一轮周期为 2016 年 2 月 29 日至 2018 年 2 月 5 日，国航、南航、东航区间涨幅分别达到 135.8%、123.5%、56.8%，其中上涨斜率最大的时段位于 2017 年底至 2018 年初，此部分时期为民航控总量调结构及运价改革预期及落地阶段，而此后航空股运价预期并未兑现，叠加 2018 年油、汇、市场环境三杀，股价基本回归起点。

2019 年初 B737MAX 停飞带来供给削减运价提升的预期，三大航股价自 2018 年底市场见底后迅速回升，上涨斜率最大的阶段依然为 2019 年 3 月 11 日 B737MAX 被民航局停飞后的近一个月时间，3 月 11 日至 4 月 4 日三大航平均涨幅约为 30%，相比于沪深 300 指数超额收益接近 20%。此后，即便民航供给投放逐步降速，但运价提升迟迟未能兑现，2020 年初新冠肺炎冲击民航基本面，股价再度回归原点。

图 55：三大航 2016 年起股价表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

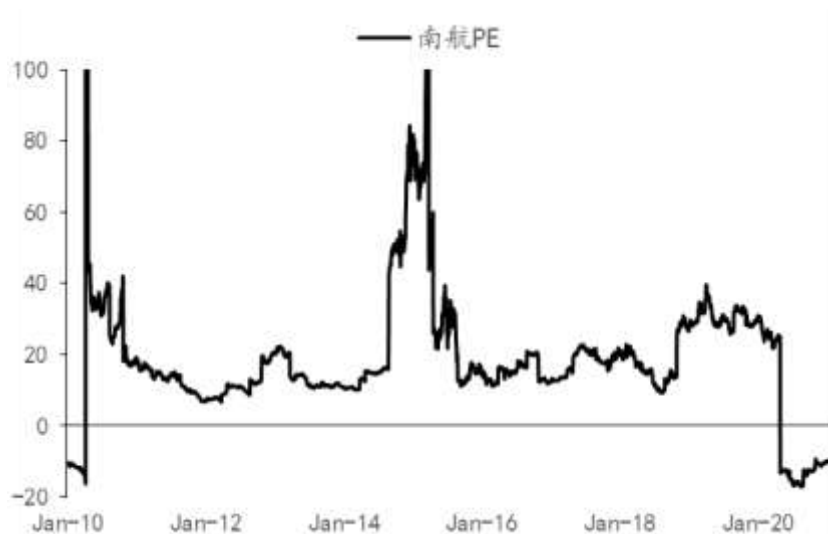
从 2016 年后三大航两轮显著的涨跌周期中我们可以看到，每当存在强烈的景气预期时，航空股表现往往相对强势。2021 年新冠肺炎疫苗有望逐步广泛接种，全球民航需求复苏是大势所趋，预计春运结束后限制居民流动的隐形障碍大概率逐步解除，国内市场将逐步复苏，届时大型航司的贝塔属性有望回归，公司股价很可能将持续活跃。



## 盈利预测及投资建议

2021年1月底公司公布2020年业绩快报，全年归母净利润亏损79.07-108.61亿元，但我们认为疫情冲击终将消退，民航运行终将回归正轨。假设2021年下半年起国际航线逐步恢复，2022年起国内运价明显回升，基于油价55-60美金/桶，美元兑人民币汇率中枢6.4的假设基础，预计公司2020-2022年归母净利润分别为-81.2亿、6.8亿、87.3亿，EPS分别-0.55元、0.04元、0.57元。考虑到公司历史盈利正常之时的PE估值中枢为15X左右，给予“买入”评级及目标价8.55元，目标价对应2022年EPS的PE估值为15X。

图 56: 南航 PE 估值水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

**宏观经济下滑超预期:** 民航需求与宏观经济景气度高度挂钩，如宏观经济下滑速度超预期，这民航需求将受到显著影响，影响公司业绩表现。

**疫情持续时间超预期:** 疫情持续时间决定了国际航线的恢复进度，如疫情持续超预期，这国际线恢复速度将明显慢于预期，不利于航空公司消化业绩，影响业绩表现。

**油价大幅上涨:** 航空公司航油成本支出较大，如果油价因种种因素出现上涨，将对航空公司成本端带来压力，拖累业绩。

**汇率贬值:** 2019年实际汇兑敏感性为8.94亿，即人民币兑美元每贬值1%，公司录得汇兑损失8.94亿元，因此美元兑人民币汇率波动同样会导致业绩波动。

安全事故：航空公司安全至上，一旦发生安全事故，将对公司的客源产生重大影响，导致出现经营危机。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1994	5517	4940	4150	营业收入	154322	88958	124935	163618
应收款项	5541	6337	5134	5828	营业成本	135668	89959	110434	136821
存货净额	1893	1783	1655	1898	营业税金及附加	348	356	312	360
其他流动资产	7310	7739	7496	8999	销售费用	7923	5150	6650	7233
<b>流动资产合计</b>	<b>16738</b>	<b>21376</b>	<b>19225</b>	<b>20875</b>	管理费用	4040	3728	4460	4695
固定资产	123718	127960	141454	159214	财务费用	7460	6135	5998	6616
无形资产及其他	3709	3561	3412	3264	投资收益	225	225	(377)	100
投资性房地产	156036	156036	156036	156036	资产减值及公允价值变动	303	(68)	78	105
长期股权投资	6445	6645	6795	6945	其他收入	3791	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>306646</b>	<b>315578</b>	<b>326923</b>	<b>346334</b>	营业利润	3202	(16213)	(3218)	8098
短期借款及交易性金融负债	35044	40867	52425	53030	营业外净收支	868	4100	4200	4500
应付款项	13797	13373	13792	13806	<b>利润总额</b>	<b>4070</b>	<b>(12113)</b>	<b>982</b>	<b>12598</b>
其他流动负债	46649	40536	35726	44083	所得税费用	975	(2483)	226	2897
<b>流动负债合计</b>	<b>95490</b>	<b>94776</b>	<b>101943</b>	<b>110919</b>	少数股东损益	444	(1213)	76	970
长期借款及应付债券	13637	13637	13637	13637	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2651</b>	<b>(8416)</b>	<b>681</b>	<b>8730</b>
其他长期负债	120465	123965	127465	130965					
<b>长期负债合计</b>	<b>134102</b>	<b>137602</b>	<b>141102</b>	<b>144602</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>229592</b>	<b>232378</b>	<b>243045</b>	<b>255521</b>	净利润	2651	(8416)	681	8730
少数股东权益	13191	11978	12042	12866	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	63863	71223	71835	77946	折旧摊销	9288	9113	10212	11350
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>306646</b>	<b>315578</b>	<b>326923</b>	<b>346334</b>	公允价值变动损失	(303)	68	(78)	(105)
					财务费用	7460	6135	5998	6616
关键财务与估值指标					营运资本变动	(76723)	(4152)	683	9431
每股收益	0.22	-0.55	0.04	0.57	其它	(847)	(1213)	64	825
每股红利	0.63	0.00	0.00	0.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>(65934)</b>	<b>(4601)</b>	<b>11561</b>	<b>30231</b>
每股净资产	5.21	4.65	4.69	5.08	资本开支	74877	(13274)	(23479)	(28856)
ROIC	4%	-6%	2%	8%	其它投资现金流	440	0	0	0
ROE	4%	-12%	1%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>74864</b>	<b>(13474)</b>	<b>(23629)</b>	<b>(29006)</b>
毛利率	12%	-1%	12%	16%	权益性融资	0	15776	0	0
EBIT Margin	4%	-12%	2%	9%	负债净变化	(7031)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	-1%	11%	16%	支付股利、利息	(7709)	0	(68)	(2619)
收入增长	7%	-42%	40%	31%	其它融资现金流	15236	5823	11558	605
净利润增长率	-11%	--	108%	1182%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(14244)</b>	<b>21599</b>	<b>11490</b>	<b>(2014)</b>
资产负债率	79%	77%	78%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>(5314)</b>	<b>3523</b>	<b>(578)</b>	<b>(789)</b>
息率	8.9%	0.0%	0.1%	3.0%	货币资金的期初余额	7308	1994	5517	4940
P/E	32.7	-12.9	158.9	12.4	货币资金的期末余额	1994	5517	4940	4150
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	12265	(16451)	(10214)	3097
EV/EBITDA	20.2	-303.3	26.4	14.1	权益自由现金流	20471	(15505)	(3274)	(1393)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032