

股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现（相对值，%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况（20220517 收盘价）

最新收盘价(元)	8.74
总股本/流通股本(亿股)	145/99.62
总市值/流通市值(亿元)	1269/871
第一大股东	中国航空集团有限公司
持股比例	40.98%
资产负债率(%)	77.93%

研究所

分析师：魏大朋

SAC 登记编号：S1340521070001

Email: weidapeng@cnpsec.com

中国国航（601111.SH）：

凤翱长天，静待行业复苏拐点

● 投资要点

（1）公司客运稳健修复，货运保持高景气度。2021 年实现客运收入 583.17 亿元，占营收比重 78.24%，同比增加 25.90 亿元。其中，2021 年内疫情频繁扰动，且公司核心基地北京市场因防疫政策更为严格，公司全年客运运力投放同比小幅下降 2.3%，2021 年公司客公里收益为 0.5574 元，较 2020 年同期增长 9.9%，较 2019 年同期增长 4.4%，争量保价的定价策略带动客公里收益同比增加 9.85%，是客运收入修复的主要因素。航空货运仍保持较高景气度。

（2）卡位首都机场核心枢纽，国内航线优质。国航现在已经形成了以北京、成都、上海、深圳的四角菱形网络，覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域，为中高端公商务旅客提供高品质的产品和服务。国航国内优质航线的市占率明显领先于其他公司，通过锁定优质航线和时刻等核心资源构筑天然竞争壁垒，从而提高竞争优势。前 15 大航线中公司市占率占比最高的有 9 条、占比第二位的有 6 条，拥有最具价值的航线网络和公商务旅客资源。据 2021 年夏秋航季排班表，三大航在国内优质的 15 大航线周均航班量占比均达 60%以上。

（3）国际线占比高，疫后反弹最具确定性。经过多年发展，公司在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有领先的市场份额。公司国际航线网络发达，国际线运力投放增速持续维持在 10%左右，国际线运力占总运力的比重较高，2019 年为 41.7%，明显高于南航的 31.6% 和东航的 36.5%。疫后国航迅速转回国际线运力，根据 2022 年 4 月数据，国航国际和地区航线占比为 6.91%，相较于疫后的峰值 3.34% 处于修复通道中。国航机队规模国内第三，宽体机数量最多。截止 2021 年，国航机队规模为国内第三，但宽体机共计 116 架，占比 15.65%，为国内机队最高，考虑到国航国际运力主要由宽体机承载，规模庞大的宽体机将在国际线复苏的过程中发挥重要作用。

（4）供需偏紧叠加票价市场化改革，航空业有望重构繁荣。需求端，航空业的复苏短期受国内外疫苗接种进度的影响，中期看旅游市场本土化带来的需求持续增长，长期看宏观经济的复苏。供给端，2019~2021 年行业同比增速降至 4.18%、0.32%和 3.47%，2021 年末机队规模相较于 19 年增长不到 6%，十四五期间全行业产能扩张速度放

慢，产能利用率提高也将加快供需剪刀差收敛，对民航收入水平形成有力支撑。在票价市场化改革趋势不变、国内外疫苗注射率大幅提升叠加国际出行逐步恢复的背景下，行业供需格局有望得到持续改善。

(5) 油价高企，成本端承压。国航的客公里收益在 2008 年以后一直相对稳定。从三大航可用座公里收益（RASK）可知，2021 年中国国航为 0.56 元、东方航空为 0.50 元、南方航空为 0.49 元，国航的 RASK 收益最高。费用端，公司三费水平常年保持稳定。成本端，航油成本为最大成本项，我们认为全球原油供需缺口将长期存在，油价将长期高位运行，对公司运营成本构成考验。

潜在催化剂：疫苗接种率不断提高；国际线开放；行业机队引进放缓等。

● 盈利预测与估值

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润-95.77/70.73 /146.01 亿元，对应 EPS 为-0.66/0.49/1.01 元/股。公司资源禀赋优质，业绩具有较大弹性，给予“推荐”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；全球疫情变化超预期风险；油价大幅上涨，人民币汇率大幅贬值。

财务和估值数据摘要

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	69,504	74,532	88,469	146,505	163,513
增长率（%）	-49%	7%	19%	66%	12%
归母净利润（百万元）	-14,409	-16,642	-10,085	7,217	14,827
EPS（元）	-0.99	-1.15	-0.66	0.49	1.01
P/E	-8.8	-7.6	-12.5	17.5	8.5
毛利率（%）	-8.8%	-15.2%	-1.1%	19.4%	22.7%
净利率（%）	-20.7%	-22.3%	-11.4%	4.9%	9.1%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 5 月 17 日收盘价

目录

1 全方位布局的国内唯一载旗航空公司	6
1.1 国内唯一载旗航司，品牌优势强大	6
1.2 客运稳健修复，货运保持高景气度	7
2 卡位核心航线和枢纽资源，竞争优势明显	9
2.1 构建以首都机场为枢纽，四大机场为核心的菱形网络框架	9
2.2 航线分布均衡，后疫情时代票价提升潜力最强	11
2.3 机队规模国内领先，宽体机占比最高	13
3 优秀的成本管控和盈利能力	14
3.1 成本管控优秀，盈利优于同业	14
3.2 油价上行背景，运营成本持续承压	16
4 向上的 B：疫情逐渐消退，行业迎来景气修复	18
4.1 供给端降速有望重构行业繁荣	18
4.2 疫情扰动短期需求复苏，静待长期需求释放	19
4.3 票价市场化叠加供需偏紧，航空业有望重启繁荣	21
5 盈利预测与估值评级	22
6 风险提示	24

图表目录

图表 1: 国航发展历程	6
图表 2: 国航股权结构	7
图表 3: 公司营业收入 (百万)	7
图表 4: 疫情对公司扣非归母净利润影响巨大 (百万)	7
图表 5: 国航分业务收入 (百万)	8
图表 6: 国航分业务收入占比 (百万)	8
图表 7: 疫情对国航毛利率影响较大	8
图表 8: 净利率下滑是 ROE 走低的主因	8
图表 9: 中国国航 ASK (百万座公里)	9
图表 10: 中国国航客座率 (%)	9
图表 11: 国航菱形网络结构	9
图表 12: 中国人口分布示意图	9
图表 13: 首都机场各航司国内线占比	10
图表 14: 大兴机场各航司国内线占比	10
图表 15: 首都机场客流量 (千个)	10
图表 16: 2021 年机场旅客吞吐量排名	10
图表 17: 均衡的国内线布局	11
图表 18: 国航海外航线分布	11
图表 19: 三大航在国内重点航线时刻占比	12
图表 20: 三大航国际+地区运力占比	13
图表 21: 疫情前国航北美时刻占比	13
图表 22: 疫情前国航欧线时刻占比	13
图表 23: 国航机队规模	14
图表 24: 三大航航司宽体机比较	14
图表 25: 三大航客公里收益 (RASK) (元)	15
图表 26: 三大航载运率 (%)	15
图表 27: 国航营业成本及增速	15
图表 28: 2021 年国航成本构成	15
图表 29: 国航单位 ASK 营业成本	16
图表 30: 国航单位 ASK 扣油成本	16
图表 31: 国航三费水平	16
图表 32: 国际油价长期高位运行, 中枢有望继续抬升	17
图表 33: 行业机队规模	18
图表 34: 行业非支线客机机队规模	18

图表 35: 六大航司机队引进计划 (除去 737MAX)	18
图表 36: 六大航司机队引进节奏放缓	19
图表 37: 国际航线 RPK 增速 (%)	20
图表 38: 经季节性调整的国际航线 RPK	20
图表 39: 民航旅客周转量与 GDP 增速	21
图表 40: GDP 与民航旅客总周转量同比数据的拟合	21
图表 41: 公司 2020~24E 年 ASK 增速、客座率、RPK 增速和客公里收益	22
图表 42: 公司主要业务板块收入拆分和盈利预测	23
图表 43: 公司成本拆分和预测	23
图表 44: 可比公司估值	24
图表 45: 国航历史 PB Band	24

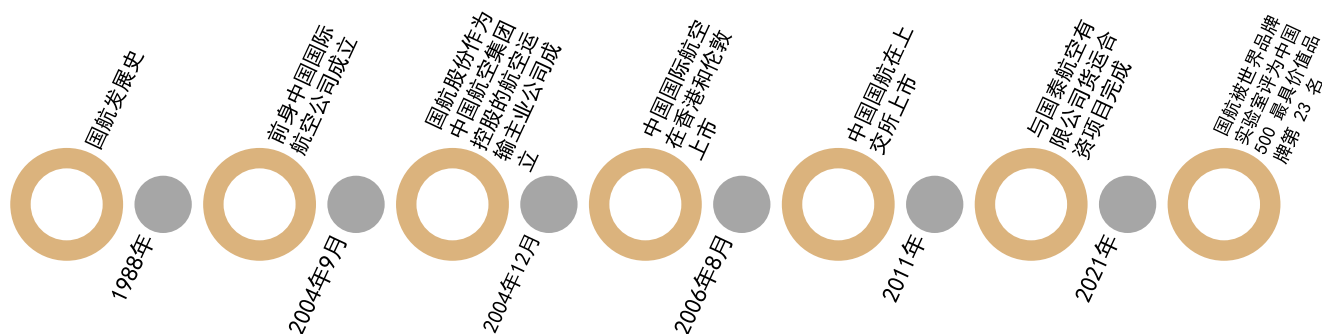
1 全方位布局的国内唯一载旗航空公司

1.1 国内唯一载旗航司，品牌优势强大

出身名门，凤凰载旗。中国国际航空股份有限公司的前身是中国国际航空公司，成立于1988年。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，经国务院资产兼并资产委员会批准，中国国际航空公司改制成立。2006年8月，中国国航在上交所上市。从民航北京管理局继承了大量的优质航线，为后来国航的网络布局奠定了基础。**作为国内唯一载国旗飞行的民用航空公司**，国航承担着政府专机、要客包机、紧急飞行、外国国家领导人到访等国内外专包机保障任务。

品牌价值凸显。中国国航品牌定位为“专业信赖，国际品质，中国风范”。作为中国航空运输高质量发展的践行者、推动者、引领者，是世界最大的航空联盟——星空联盟成员。国航连续14年被世界品牌实验室评为“世界品牌500强”，是中国民航唯一一家进入“世界品牌500强”的企业，同时连续14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”；2021年6月，国航被世界品牌实验室评为中国500最具价值品牌第23名，位列国内航空服务业第一名；国航荣获国资委2013-2015年任期“品牌建设优秀企业”荣誉称号；国航品牌曾被英国《金融时报》和美国麦肯锡管理咨询公司联合评定为“中国十大世界级品牌”。国航拥有堪称世界一流的安全运行表现和国内领先的综合运行实力，在消费者中有着广泛的品牌认知度和良好的品牌美誉度。

图表 1：国航发展历程

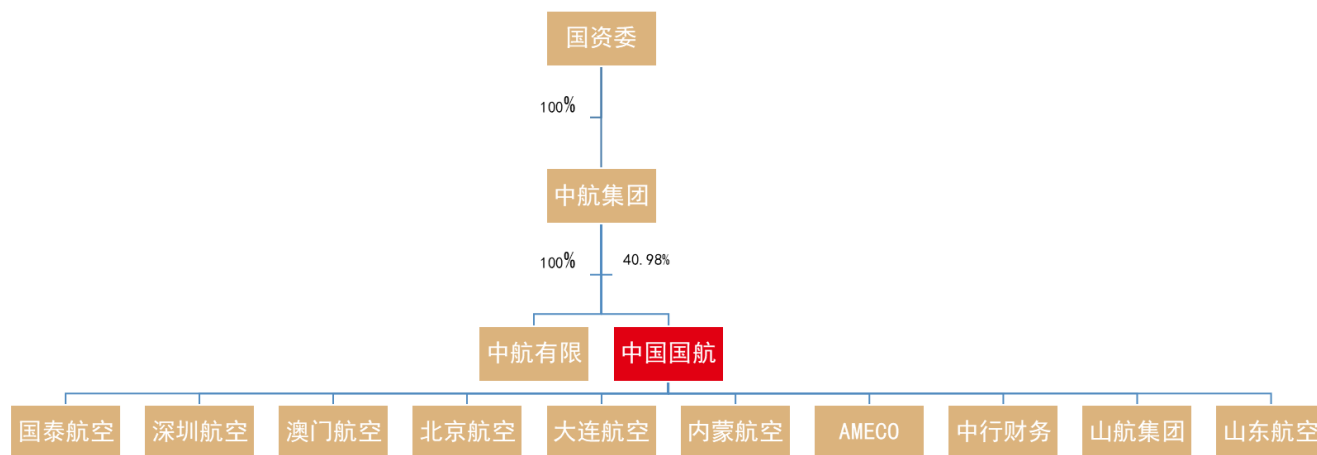


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

股东背景强大，中国三大航之一。国航主要股东中的中航集团有限公司为中国航空（集团）有限公司的全资子公司，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，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。国泰航空股份有限公司持有国航18.13%的股权，是香港第一所提供民航服务的航空公司。

2011 年国航与国泰航空完成交叉持股，持有国泰航空 29.99% 股份。央企的股东利于国航在资本市场获得较低融资成本，助力其稳步发展。

图表 2：国航股权结构

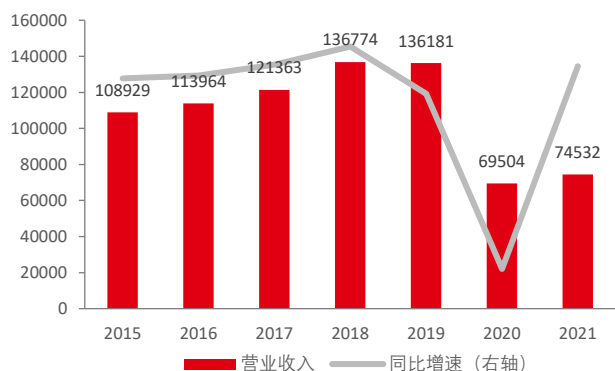


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 客运稳健修复，货运保持高景气度

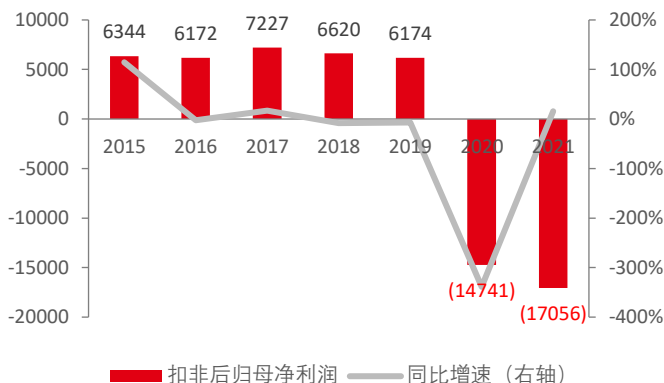
国航主要业务分为航空客运和航空货运及邮运，2021 年实现客运收入 583.17 亿元，占营收比重 78.24%，同比增加 25.90 亿元。其中，2021 年内疫情频繁扰动，且公司核心基地北京市场因防疫政策更为严格，公司全年客运运力投放同比小幅下降 2.3%，2021 年公司客公里收益为 0.5574 元，较 2020 年同期增长 9.9%，较 2019 年同期增长 4.4%，争量保价的定价策略带动客公里收益同比增加 9.85%，是客运收入修复的主要因素。航空货运仍保持较高景气度，国航 2021 年航空货邮运输收入 111.13 亿元，占营收比重 14.91%，同比增加 25.60 亿元。

图表 3：公司营业收入（百万）



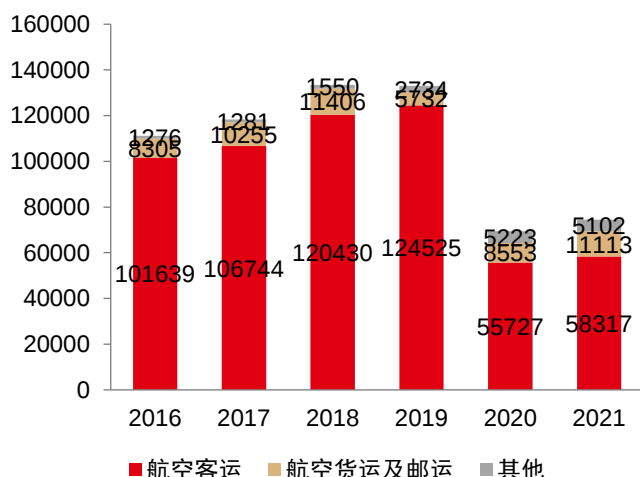
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 4：疫情对公司扣非归母净利润影响巨大（百万）



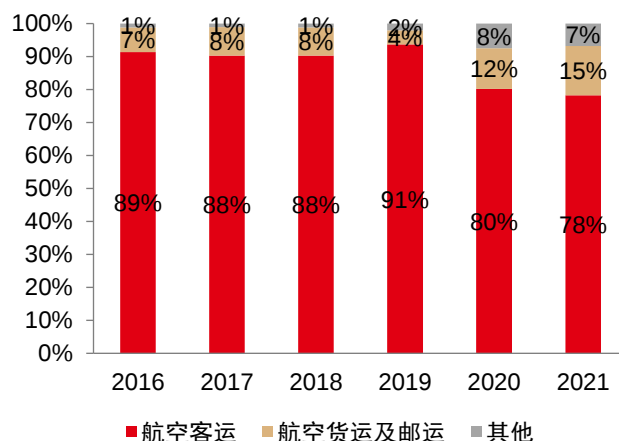
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 5：国航分业务收入（百万）



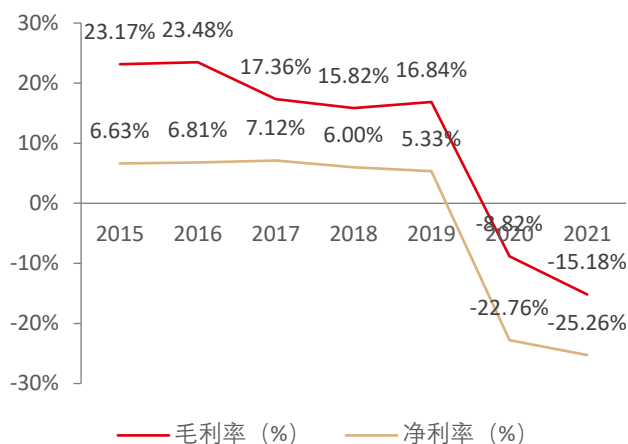
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 6：国航分业务收入占比（百万）



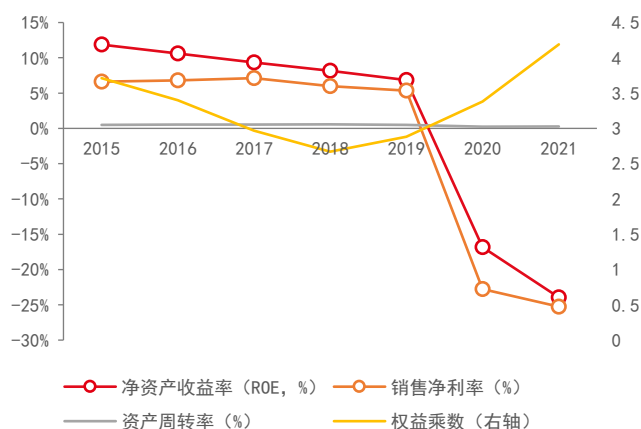
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 7：疫情对国航毛利率影响较大



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

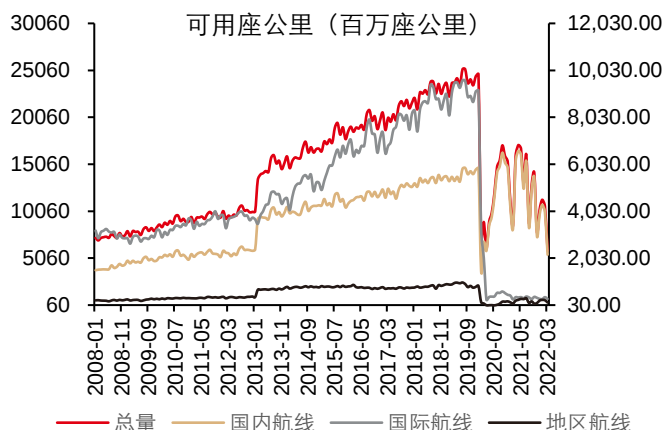
图表 8：净利率下滑是 ROE 走低的主因



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

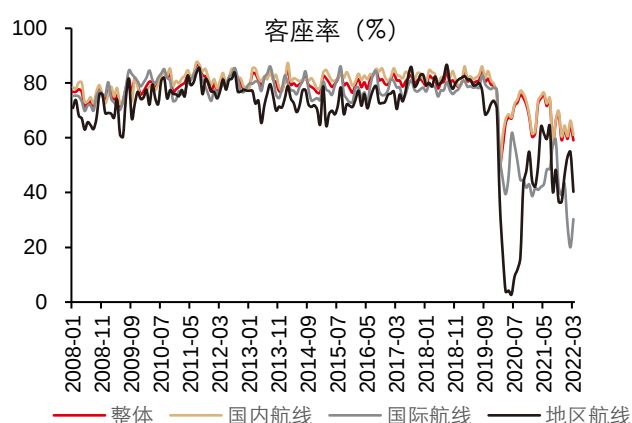
国航 2021 年 ASK/RPK 分别同比下降 2.3%/4.7%，客座率同比下降 1.75 个百分点至 68.63%，客公里收益同比增长 9.9%；ASK/RPK 分别恢复至 2019 年的 53%/45%，客座率相较 2019 年下降 12 个百分点，客公里收益较 2019 年增长 4.4%。2021 年国内航线 ASK 较 2020 年同期上涨 77%，恢复到 2019 年同期的 87%；海外航空供需仍处于低位，2021 年国际航线、地区航线 ASK 仅为 19 年同期的 3.8%、22%。国内线客座率为 69.6%，同比下降 2.1%，国际线客座率为 45.3%，同比下降 17.7%。

图表 9：中国国航 ASK（百万座公里）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 10：中国国航客座率（%）



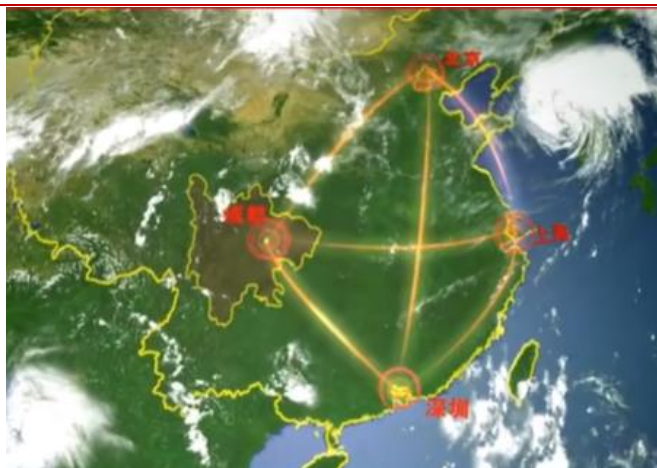
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

2 卡位核心航线和枢纽资源，竞争优势明显

2.1 构建以首都机场为枢纽，四大机场为核心的菱形网络框架

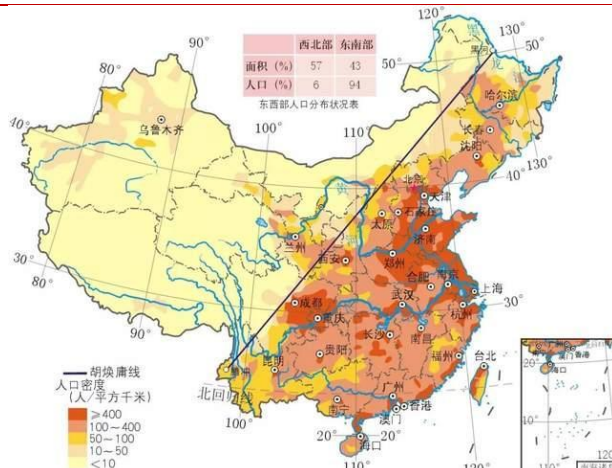
四角菱形网络布局，卡位首都机场核心枢纽。国航现在已经形成了以北京、成都、上海、深圳的四角菱形网络，北京是最核心的枢纽，成都、上海、深圳是发挥重要作用的次枢纽，覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域，为中高端商务旅客提供高品质的产品和服务。

图表 11：国航菱形网络结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 12：中国人口分布示意图



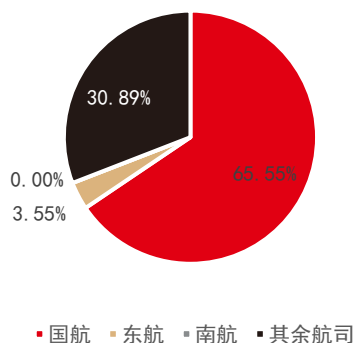
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

北京枢纽的市场领导者。公司主基地位于“中国第一国门”的北京首都国际机场。北京具备打造东北亚地区国际大型航空枢纽的得天独厚的最佳区位优势，作为欧洲、亚洲及北美洲的核心节点，北京首都国际机场有着得天独厚的地理位置、方便快捷的中转流程、紧密高效的协

同合作，使其成为连接亚、欧、美三大航空市场最为便捷的航空枢纽。国航、东航、南航、海航等中国国内主要航空公司均已在北京首都国际机场设立运营基地。

图表 13：首都机场各航司国内线占比

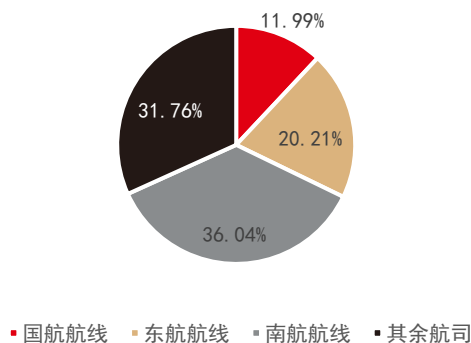
2022夏秋国内线时刻占比



资料来源：pre-flight，中邮证券研究所

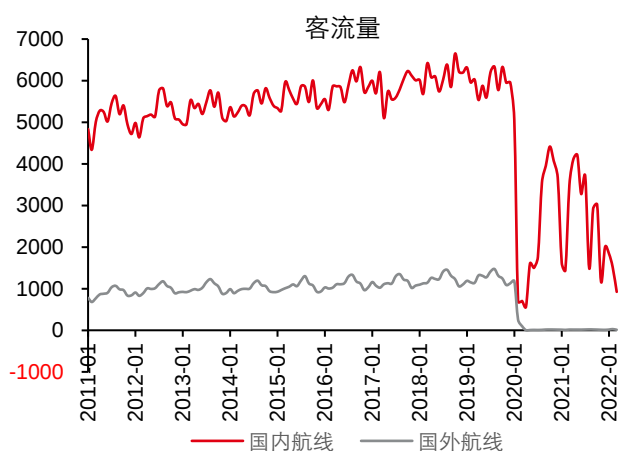
图表 14：大兴机场各航司国内线占比

2022夏秋国内线时刻占比



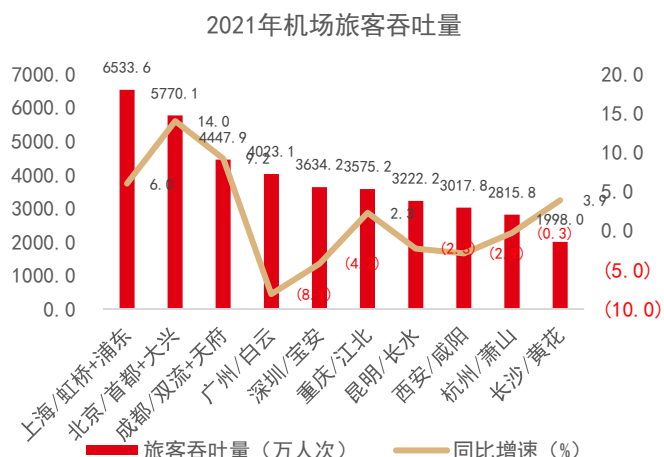
资料来源：pre-flight，中邮证券研究所

图表 15：首都机场客流量（千个）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 16：2021 年机场旅客吞吐量排名



资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

大兴机场巩固国航北京市场优势地位。北京大兴国际机场于 2019 年投入运行，北京形成“一市两场”的运营格局。作为目前在两场运营且业务量最大的主基地航空公司，公司将充分把握北京枢纽建设的历史性机遇，持续集中资源和精力，加快完善枢纽功能、提高运行效率和服务保障水平、持续优化航线网络，打造北京首都国际机场世界级航空枢纽，同时助力北京大兴国际机场成为“国家发展新的动力源”。针对转场对国航的客户分流的压力，虽然确实会导致客流和航班量的下滑，但也要注意，通过转场国际航线的占比和质量双双提升，对于国际线占比高的国航的盈利质量有望持续提升。我国国内航线市场空间巨大，北京地区作为辐射

全国的门户，受经济发展和国际影响力逐步提高的影响下，首都机场和大兴机场中远期发展类似纽约的肯尼迪和纽瓦克。

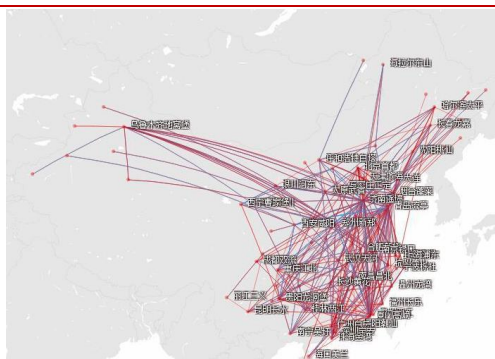
受益于首都丰富的公商务客户资源。配合公司枢纽网络战略，公司定位于中高端公商务主流旅客市场，首都机场拥有优质的公商务及国际客源基础。北京作为首都，不仅仅中国最重要的政治城市，也是重要的商务活动中心，集聚了大量公商务客源。北京密集的人口和党政机关提供了持续客源基础。北京市近六成人口分布在城六区，五环以内人口密集度较高，其中西北及东部地区人口密集度最高，而首都机场位于北京市东北部，距天安门直线距离为 25.35 公里，吸纳本地客源的能力较强。

除北京外，国航积极布局上海、深圳和成都枢纽。国航在上海不断增加国际远程航线数量，国航 2016 年夏秋及 2016-17 年冬春航季新增的国际航班约有三分之一是从上海始发的。成都双流国际机场，中国第四大航空枢纽（仅次于北京、上海、广州），世界前 50 大繁忙机场，成都机场的国际化也在迅速推进。2021 年夏秋季，国航（CA+ZH）在北京首都机场的运力占比为 68%，在成都双流机场、上海浦东机场和深圳宝安机场的运力占比分别是 30.3%、8% 和 32%，枢纽地位进一步强化。

2.2 航线分布均衡，后疫情时代票价提升潜力最强

均衡互补的航线网络。公司长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，深入推进全球化网络布局，持续打造北京世界级枢纽，建设成都国际枢纽，落实国家发展战略。在多年的经营积累中形成了广泛均衡的国内、国际航线网络，覆盖了中国最发达、人口密度最高的区域。2021 年北京新开北京首都-阿克苏-图木舒克、北京大兴-衢州等国内航线；成都新开成都双流-阜阳、成都天府-北海等国内航线；上海新开上海浦东-郑州、上海浦东-湛江等国内航线。公司还新开长春-法兰克福、天津-南宁、武汉-宁波、杭州-中卫等国际、国内航线。

图表 17：均衡的国内线布局



图表 18：国航海外航线分布

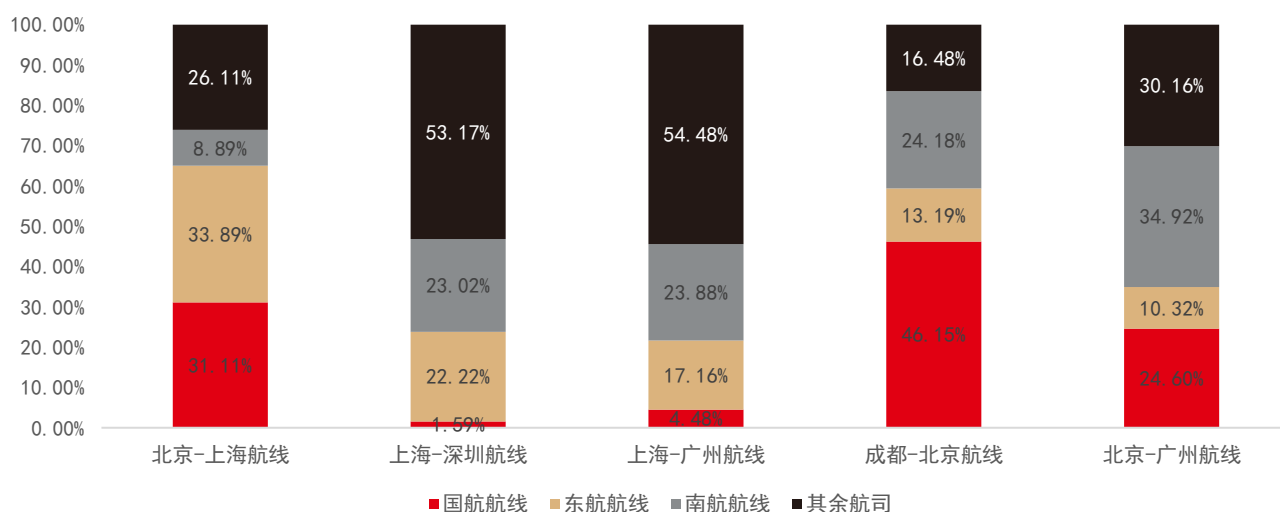


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

掌握国内优质干线时刻。国航国内优质航线的市占率明显领先于其他公司，通过锁定优质航线和时刻等核心资源构筑天然竞争壁垒，从而提高竞争优势。前 15 大航线中公司市占率占比最高的有 9 条、占比第二位的有 6 条，拥有最具价值的航线网络和公商务旅客资源。据 2021 年夏秋航季排班表，三大航在国内优质的 15 大航线每周航班量占比均达 60%以上。国航在干线优势非常明显，国内前 15 大航线中，其中 8 条航线（北京-成都、北京-杭州、北京-重庆、北京-大连、北京-南昌、北京-南京、北京-银川和北京-贵阳）国航占比均在 40%以上，6 条航线（北京-上海，北京-深圳，北京-广州，北京-西安、成都-上海、北京-昆明和北京-三亚）国航占比均在 20%以上。

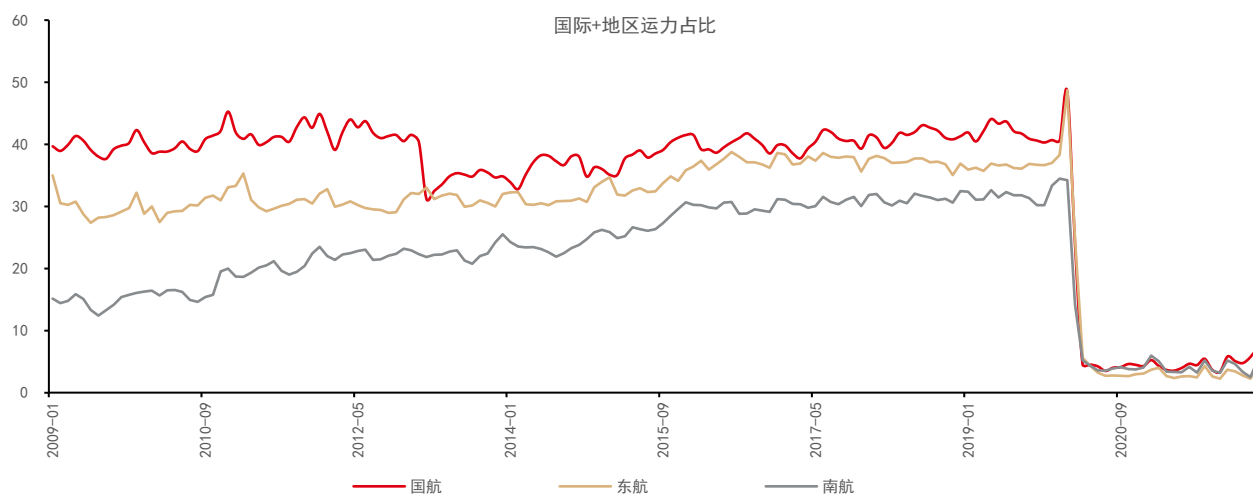
图表 19：三大航在国内重点航线时刻占比



资料来源：pre-flight，中邮证券研究所

国际线占比高，疫后反弹值得期待。国航率先布局国际航线，是国内航空公司众多中欧及中美航线的首个承运人。2010 之前，国航的国际航线份额占据三大航全部国际航线的半壁江山，近年来，随着居民收入水平的提高和出境旅客的蓬勃发展，国际航线成为了航空公司争夺的重点，其他航空公司的迎头赶上也迫使国航进一步加快航线网络的完善。经过多年发展，公司在国内飞往欧洲和北美等主流国际航线上具有领先的市场份额。公司国际航线网络发达，国际线运力投放增速持续维持在 10%左右，国际线运力占总运力的比重较高，2019 年为 41.7%，明显高于南航的 31.6%和东航的 36.5%。疫后国航迅速转回国际线运力，根据 2022 年 4 月数据，国航国际和地区航线占比为 6.91%，相较于疫后的低谷值 3.34%处于修复通道中。

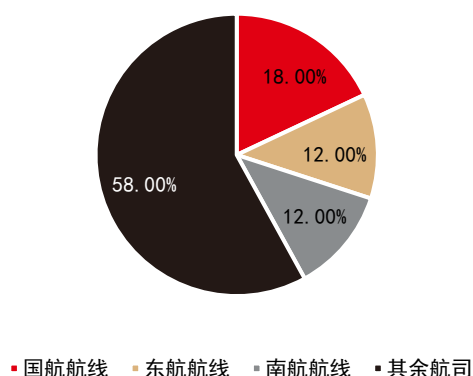
图表 20：三大航国际+地区运力占比



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 21：疫情前国航北美时刻占比

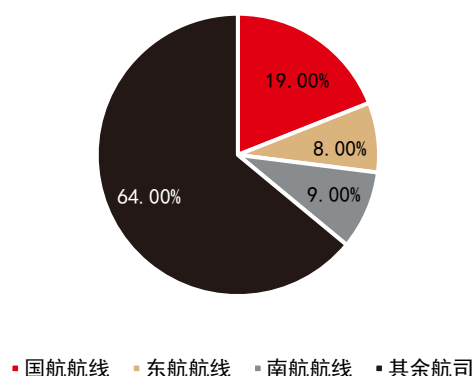
2019年北美航线时刻占比



资料来源：pre-flight，中邮证券研究所

图表 22：疫情前国航欧线时刻占比

2019年欧洲航线时刻占比



资料来源：pre-flight，中邮证券研究所

随着国航版图的不扩张，常旅客的规模也随之快速增长，截至 2021 年末，凤凰知音会员已超过 7,206.56 万人，为在疫情常态化下稳定高端会员队伍，适时推出分阶段的适应性保级方案。常旅客贡献收入占公司客运收入的 56.8%，贡献收入比重同比增加 4.5 个百分点。国航 APP 注册用户突破 1,420 万人，且平稳快速增长。2021 年新开发大客户 407 家，有效大客户数量达到 3,861 家。

2.3 机队规模国内领先，宽体机占比最高

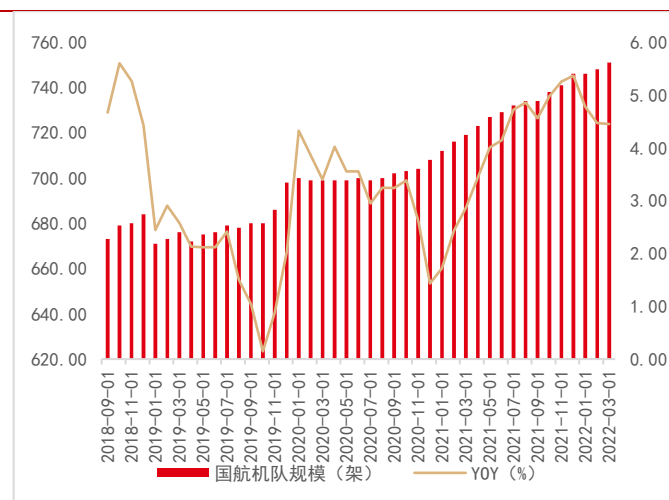
加快更新改造，机队规模稳定扩张。 三大航中国航机队扩展最为稳健。2021 年，国航共引进飞机 43 架，包括 4 架 A350、23 架 A320NEO、11 架 A321NEO、4 架 ARJ21-700 和 1

架公务机。其中融资租赁引进飞机 29 架，经营租赁引进飞机 14 架。退出飞机 4 架，包括 1 架 A330-200、2 架 A321 和 1 架公务机。截至 2021 年末，国航共有客机（含公务机）746 架，平均机龄 8.23 年。其中，机队共有飞机 467 架，平均机龄 8.39 年。引进飞机 37 架，其中从澳门航空湿租 5 架，退出飞机 1 架。

机队规模国内第三，宽体机数量最多。截止 2021 年，国航机队规模为国内第三，但宽体机共计 116 架，占比 15.65%，为国内机队最高。

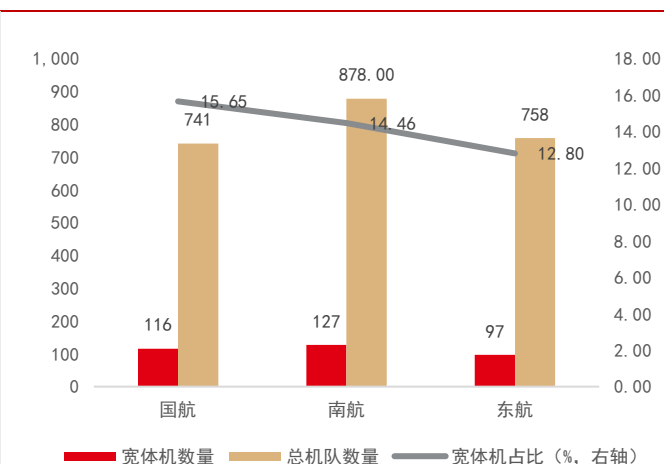
疫情减缓飞机引进速度。公司 20 年披露 21 年预计引进飞机 56 架，退出 6 架，21 年实际引进 37 架，退出 1 架。受疫情影响，航司普遍对需求的恢复持谨慎态度，预计未来全行业飞机的引进计划和节奏会被限制在较低的水平，以降低资本开支对现金流的压力。

图表 23：国航机队规模



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 24：三大航航司宽体机比较



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

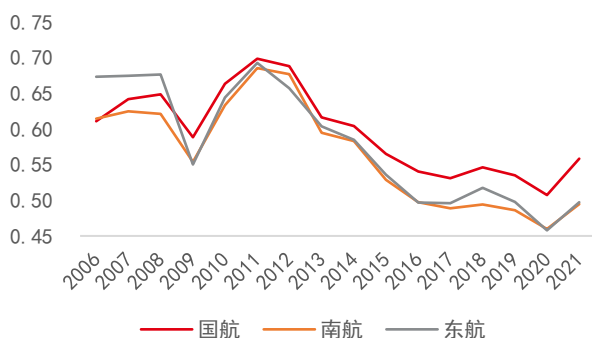
3 优秀的成本管控和盈利能力

3.1 成本管控优秀，盈利优于同业

三大航中盈利能力最强。航空公司的业绩表现在很大程度上取决于航线质量，航线质量又受到区位因素和客源结构的影响。优质航线往往意味着高盈利，以京沪航线为例，北京和上海作为国内最重要的政治和经济活动中心，集中了大量高净值的公商务旅客，因此京沪航线即使面临的高铁冲击，在航线总体供给水平低增长的前提下，仍然保持着相当高的客座率和盈利水平。相反，一些中小城市之间的航线则面临的激烈的竞争。这些航线的客源结构中因私出行旅客相比大城市占据了较高的比重，因而这些航线的需求价格弹性就相对较高，价格的上升很容易使旅客转向其他交通方式，市场的培育艰难，在面临航空公司的供给冲击时，这些城航线的经营情况必

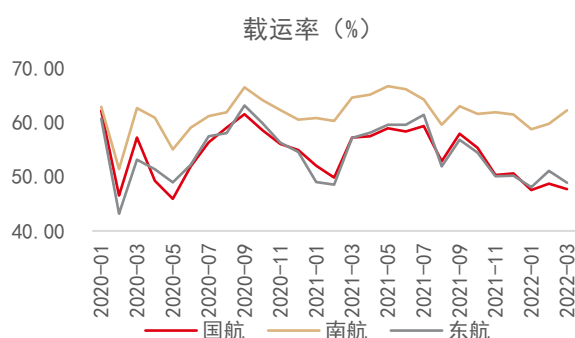
受益于国航国内的基地优势和良好的航线结构，国航的客公里收益在 2008 年以后一直相对稳定，且与东航、南航的单位收入差异呈现逐年扩大的趋势。从三大航可用座公里收益(RASK)可知，2021 年中国国航为 0.56 元、东方航空为 0.50 元、南方航空为 0.49 元，国航的 RASK 收益最高。

图表 25：三大航客公里收益 (RASK) (元)



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

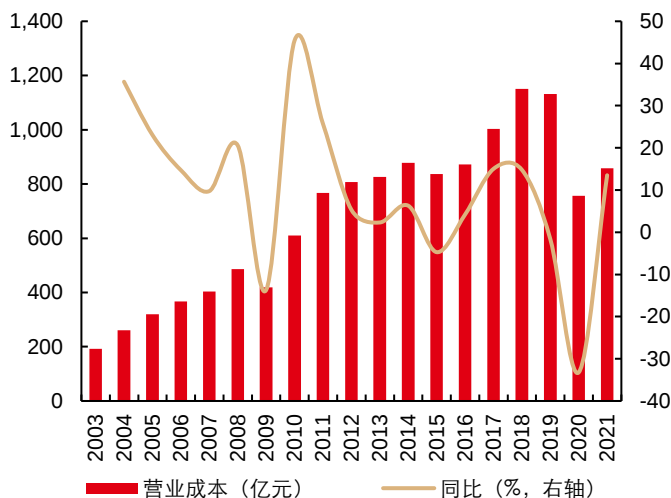
图表 26：三大航载运率 (%)



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

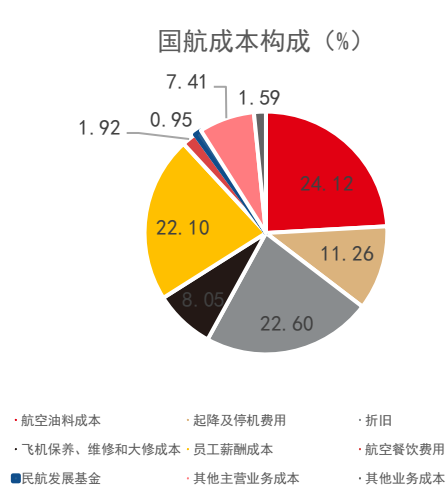
成本方面，各航司的成本结构基本接近，航油成本为最大成本项，其次为折旧成本及员工薪酬成本、起降费成本。2021 年全年，公司实现营业成本 858.4 亿元，同比增加 13.5%，单位 ASK 营业成本为 0.56 元，同比增加 16.2%。2021 年油价整体上行，公司全年航油成本 207 亿，同比提高 39.7%，单位 ASK 航油成本提高 43%至 0.1358 元。非油成本方面，由于固定成本占比较高，公司运投同比下滑，单位 ASK 非油成本同样录得提升，为 0.4372 元，同比升 9.7%。起降及停机费为 96.7 亿元，同比增加 4.6%，航空餐饮费为 16.5 亿元，同比增加 2.8%，折旧为 194 亿元，同比增加 4.0%；民航发展基金费用达 8.1 亿元，主要由于 2021 年恢复征收民航发展基金。

图表 27：国航营业成本及增速



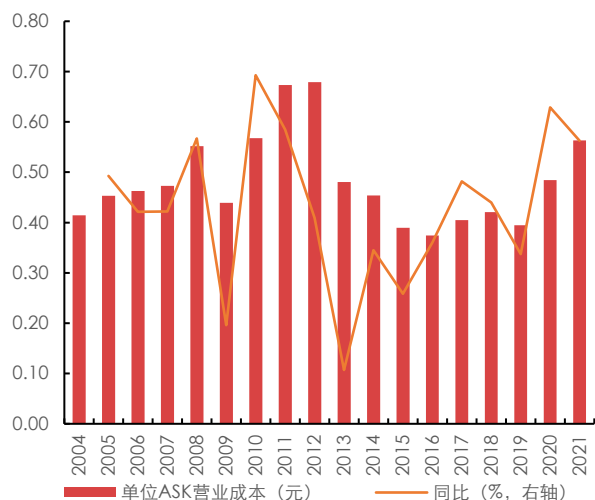
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 28：2021 年国航成本构成



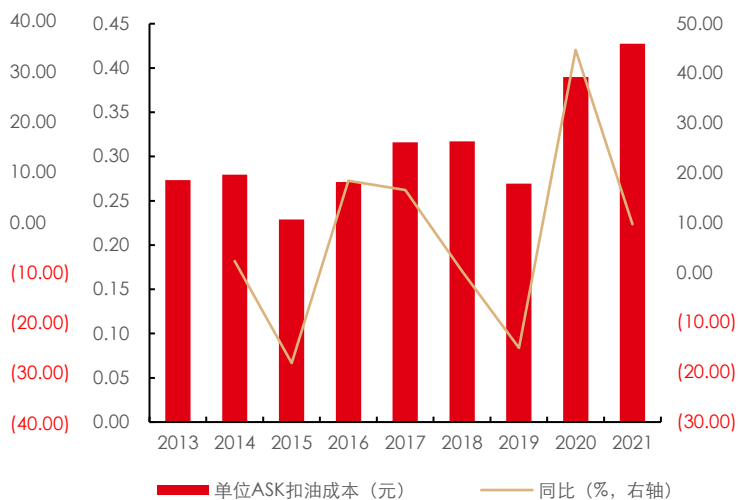
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 29：国航单位 ASK 营业成本



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

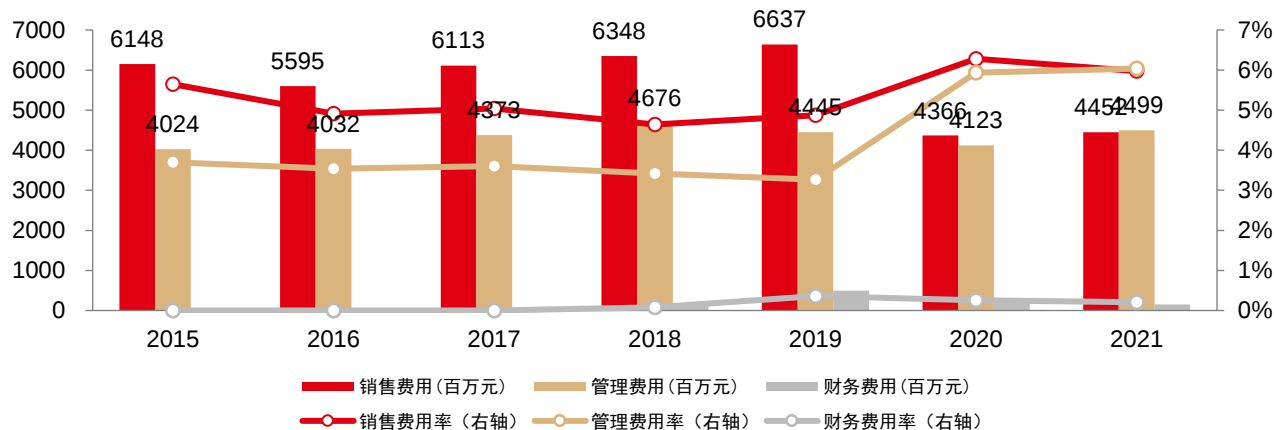
图表 30：国航单位 ASK 扣油成本



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

费用端，2021 年国航销售、管理、研发费用基本稳定，费用率水平波动不大，2021 年公司销售费用率为 6.0%，同比下降 0.3 个百分点，管理费用率 6.0%，同比增加 0.1 个百分点，财务费用率上升至 5.5%，同比增加 3.7 个百分点。因国泰航空大幅减亏，公司投资收益-7.46 亿，投资损失同比降 51.7 亿，其余科目变化不大。

图表 31：国航三费水平



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

3.2 油价上行背景，运营成本持续承压

全球原油库存历史低位且持续去库，助力油价高位运行。原油库存与布伦特油价的变化存在显著负相关关系。若原油库存出现持续下降趋势，通常就意味着油价会持续上涨。疫情后，

随着全球原油需求回暖和 OPEC+联盟进行大规模减产，全球原油库存大幅去库。2022 年，OECD 商业原油库存降至过去 10 年低点，去库速度仍有 50 万桶/日左右。

俄乌冲突叠加 OPEC+联盟增产不及预期，供给弹性下降。战争后，随着外资的撤退，俄罗斯上游资本开支将进一步出现下降，导致原油产能和实际产量也会下降。俄罗斯约有 50%的原油及成品油向欧洲出口，此次俄乌冲突及欧美经济制裁将对俄罗斯产生较大打击，同时，基于中国和印度长期分散化的原油进口结构，以及管道、港口、码头、船只等基础设施建设的问题，还有融资支付手段、高昂的运输成本和声誉风险等问题，亚洲很难全部承接从欧洲原油转移的原油量。OPEC+联盟内部出现分化，2022 年增产目标实现难度较大。沙特和阿联酋具有增产能力，但是希望维持高油价，拒绝加快增产速度，而对于俄罗斯、安哥拉、尼日利亚等国已经出现多次增产不及目标甚至产量下降的情况，想增产却无力增产。

高油价下全球原油需求增速放缓，但仍将继续增长：考虑俄乌冲突、油价高涨拖慢了全球经济复苏进程，IEA 在 2022 年 3 月和 4 月连续下调 2022 年全球原油需求的预期，从 10050 万桶/日累计下调 120 万桶/日至 9935 万桶/日，相比 2021 年同比增长从 320 降至 190 万桶/日。

综合来看，2023-2025 年全球原油需求每年仍将维持 100-150 万桶/日的增量，原油供给能力较难满足需求增量，因此我们认为从中长期来看，全球原油供需缺口将长期存在，油价将长期高位运行，中枢将继续抬升。

图表 32：国际油价长期高位运行，中枢有望继续抬升



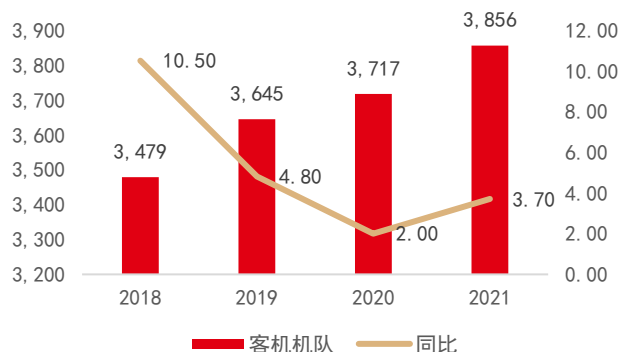
资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 向上的β：疫情逐渐消退，行业迎来景气修复

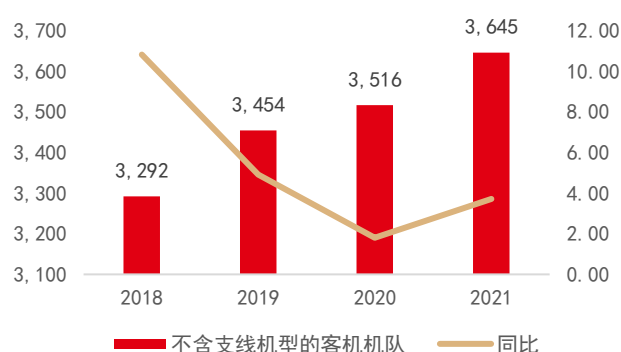
4.1 供给端降速有望重构行业繁荣

基数提升叠加疫情冲击，航司飞机引进计划确定性增速放缓。经过历史上的大幅运力扩张，尤其是三大航，中国运输飞机基数已经抬高，2018-21 年我国民航业客运飞机数量分别为 3479、3645、3717 及 3856 架，剔除支线飞机后客运机队规模分别为 3292、3454、3516 及 3645 架，行业机队规模增速放缓是长期趋势。梳理国内六大航空公司的机队规模，在 2015~2018 年期间，行业增速围绕 10% 波动，2019~2021 年行业同比增速降至 4.18%、0.32% 和 3.47%。2021 年末机队规模相较于 19 年增长不到 6%。另一方面，疫情对我国民航业造成了巨大冲击，航司普遍负债率高增，对未来需求的悲观预期使得中国航司飞机引进速度放缓。

图表 33：行业机队规模



图表 34：行业非支线客机机队规模



资料来源：民航局，Wind，中邮证券研究所

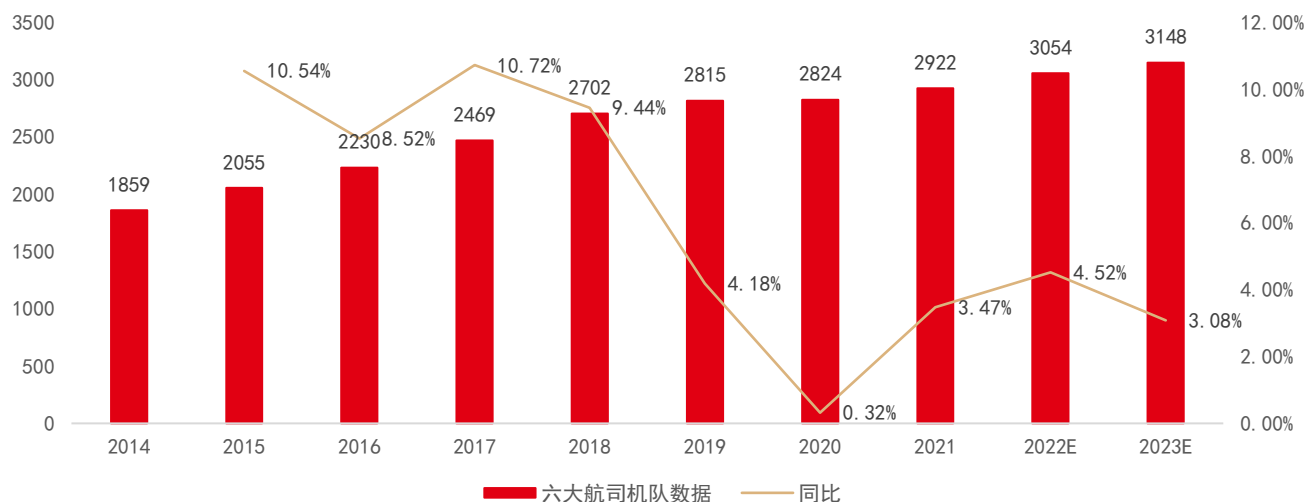
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 35：六大航司机队引进计划（除去 737MAX）

	2014 年 架	2015 年 架	2016 年 架	2017 年 架	2018 年 架	2019 年 架	2020 年 架	2021 年 架	2022E 年 架	2023E 年 架
国航	519	567	601	634	664	698	702	741	765	765
南航	602	653	688	740	826	848	851	862	883	910
东航	485	526	572	627	680	723	725	752	786	801
海航	169	202	238	311	359	361	346	344	382	414
春秋	46	52	66	76	83	93	102	113	121	134
吉祥	38	55	65	81	90	96	98	110	117	124
合计	1859	2055	2230	2469	2702	2815	2824	2922	3054	3148
同比		10.54%	8.52%	10.72%	9.44%	4.18%	0.32%	3.47%	4.52%	3.08%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 36：六大航司机队引进节奏放缓



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

疫情冲击影响飞机制造商的短期交付。疫情对全球供应链产生巨大冲击，对飞机制造商的产能和交付也造成了较大的影响。2020 年空客交付了 566 架商用飞机，这一数据较 2019 年有 34% 的下滑，由于疫情导致长途航空旅行市场遭遇“灭顶式”打击，因此宽体机交付量受到的影响极为明显。空客在 2020 年共交付了 19 架 A330、59 架 A350 和 4 架 A380，这其中 A330 受到的影响尤为明显，只有 2019 年交付量的三分之一。截至 2021 年底，空客的产能仍处于恢复进程中，2021 年交付了 611 架飞机，较 2020 年增长了 8%。按空客方面的表态，公司完全恢复到 2019 年的产能水平的时间点可能会在 2023 年到 2025 年之间的某个时间点上。

波音公司 2021 年的飞机总订单数量为 909 架，其中大部分为 Max 机型。经过调整之后，波音 2021 年的净订单总数为 479 架。2021 年向航空企业和其他买家总共交付了 340 架客机，与 2020 年的 157 架相比几乎翻倍，虽然飞机交付量大幅增长，但仍远落后于主要竞争对手空中客车公司。2021 年，波音仍然持续受到 737 Max 机型停飞、新冠疫情冲击飞机需求和制造问题等因素的不利影响。波音预计，全球航空出行需求将在 2023 年或 2024 年恢复至疫情之前的水平，此后，需要数年时间波音才能够恢复其长期增长趋势。

综合来看，我们认为中国民航“十四五”期间机队增速减缓是大概率事件，不论是航司机队引进增速放缓还是飞机制造商产能的减少，供给端的降速有望重新支持航空业走向繁荣。

4.2 疫情扰动短期需求复苏，静待长期需求释放

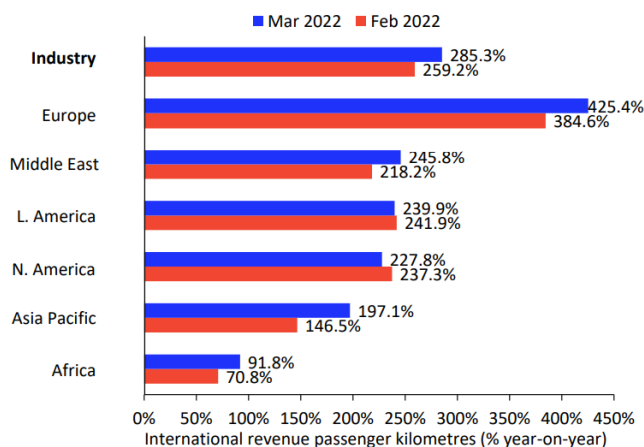
短期来看，局部地区疫情扰动不改国内需求复苏趋势。2022 年国内不仅多地出现零星散发疫情，对清明、五一期间的客运需求造成了较大冲击。近期内地形势严峻但呈好转趋势，

22/5/7-22/5/13 期间国内本土累计新增确诊病例 2158 例，本土累计新增无症状感染者 18042 例，疫情主要发生在上海等地。从数据层面来看疫情得到控制，半数区实现社会面基本清零，5 月 16 日开始分阶段推进复商复市。从疫苗接种情况来看，截至 5 月 12 日，全球累计接种新冠疫苗达 116.9 亿剂，累计接种量前三国家：中国（33.6 亿）、印度（19.1 亿）、美国（5.8 亿）；全程接种率前三国家：阿联酋（96.8%）、葡萄牙（92.6%）、新加坡（91.4%），中国截至 22/5/12 全程基础免疫接种率为 88.9%，加强免疫接种率为 54.1%；60 岁以上老年人完成接种一剂/全程接种/加强免疫接种占比分别为 86.4%/81.9%/62.2%。

整体来看，目前来看疫苗接种仍是应对全球疫情的有效策略，虽然变异毒株依然出现突破性感染，但疫苗能够降低接种人群的重症率及死亡率，免疫屏障的建立有望缓解疫情影响。虽然国内外疫情仍有反复，但随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏是确定性事件，航司盈利未来将重回增长轨道。

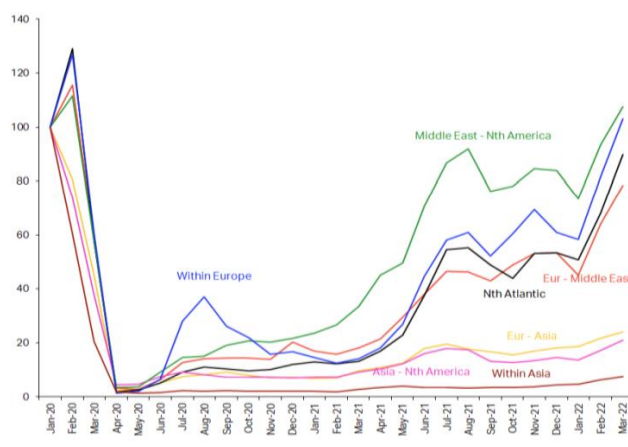
全球航空复苏趋势延续。根据 IATA 统计，2022 年 3 月，全球空运行业客运公里收入同比增长 76%，尽管这低于 2 月同比 115.9% 的强劲增长，但旅客运输量仍是最接近于 2019 年新冠大流行前的运输水平。经季节性调整的 3 月份 RPK 月环比增长了 2.8%，也证实了这种改善趋势，全球航空旅行复苏仍在继续。

图表 37：国际航线 RPK 增速 (%)



资料来源：IATA，中邮证券研究所

图表 38：经季节性调整的国际航线 RPK

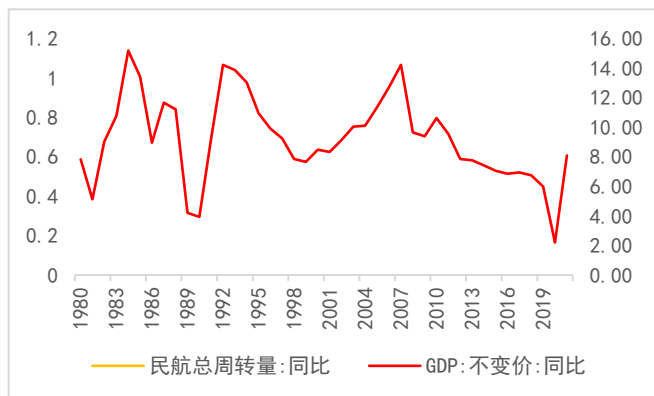


资料来源：IATA，中邮证券研究所

国内逐步开放边境值得期待。1 月，中国民航局《“十四五”民用航空发展规划》提到，2023 年至 2025 年是增长期，重点为恢复国际市场，提高对外开放水平。这意味着，自 2023 年起，中国或将逐步恢复国际航班，届时商务出境和国际旅行也将趋于常态化。与此同时，多国依据本国防疫状况制定开放政策，泰国自 2021 年 11 月 1 日开始有条件实施免隔离入境措施，至 2022 年 1 月 2 日，共有超过 28 万名游客入境泰国。但由于国内奥密克戎毒株感染病例持续上升，泰国拟暂停免隔离入境措施至 1 月底；后在 2 月 1 日泰国恢复“测完即走”入境免隔离措施。2 月 15 日，马来西亚与文莱“原则上同意”开通疫苗接种者跨境旅游通道。新加

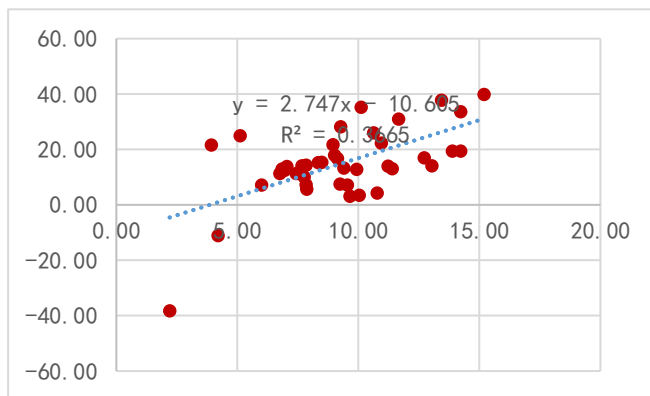
坡决定自 3 月 16 日起，开通与越南的“疫苗接种者旅游通道”，并实行双向无隔离旅行。不同于国外，虽然国家层面境外游开放政策似乎有所松动，但“五个一”政策下，内防反弹、外防输入的动态清零政策正严格落实。中国出境游的复苏首先仍取决于疫情是否在可控范围内。

图表 39：民航旅客周转量与 GDP 增速



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 40：GDP 与民航旅客总周转量同比数据的拟合



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

整体来看，虽然国内外疫情仍有反复，但随着新冠疫苗接种/治疗的不断推进，航空需求复苏是确定性事件，航司盈利未来将重回增长轨道。根据《“十四五”民用航空发展规划》，2025 年民航运输总周转量达到 1750 亿吨公里，旅客运输量 9.3 亿人次，货邮运输量 950 万吨，若以疫情前的 2019 年数据为基准，6 年年均增长率有望达到 5.2%、5.9% 和 3.9%。2025 年目标保障 1700 万飞机起降架次。按此目标，则飞机起降架次复合增长率 2020-2025 年将下降至 6.5%，从政策层面提高了行业供给收紧的确定性。展望未来，我们认为，随着欧美主要国家逐步放开入境限制，中国也将逐步放开入境限制，海外需求将逐步恢复，航空公司的盈利能力也将逐步恢复，而海外航线收入贡献较高的龙头公司弹性较大。

4.3 票价市场化叠加供需偏紧，航空业有望重启繁荣

疫情扰动不改票价市场化趋势延续。2004 年 3 月《民航国内航线航空运输价格改革方案》出台，开启航空票价市场化序幕，陆续出台政策文件完善市场化定价机制。2017 年《民用航空国内运输市场价格行为规则》允许航司进行市场化调价，每家航司每航季可上调航线不超过上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%，每条航线每航季可上调价格不得超过 10%。2020 年 11 月 26 日民航局、发改委发布《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》，将市场化调节国内线参与航司运营数量标准由 5 家以上（含 5 家）调整为 3 家以上（含 3 家），新增航线 370 条国内航线，2020 年 12 月 1 日起实行。2021 年末，部分航司上海-北京经济舱全价票由 1790 元提升 9.5% 至 1960 元。本次提价为 21/22 冬春航季京沪航线首次提价，也是自 2017 年 12 月票价市场化改革以来，京沪航线第 5 次提价，累计提价

幅度 58%。京沪航线上公商务旅客占多数，旅客对于价格相对不敏感，被认为是票价市场化改革开启后最有提价空间的航线之一。目前三大航运力已经接近临界点，新冠疫情背景下十四五运力扩张动力不足，在疫情消退需求回升后叠加供给大幅下降，行业单机盈利水平有望大幅提升。国航由于核心航线占比较高，更加受益票价提升，后疫情时代票价提升潜力最强。

综合来看，需求端，航空业的复苏短期受国内外疫苗接种进度的影响，中期看旅游市场本土化带来的需求持续增长，长期看宏观经济的复苏。供给端，2019~2021 年行业同比增速降至 4.18%、0.32%和 3.47%，2021 年末机队规模相较于 19 年增长不到 6%，十四五期间全行业产能扩张速度放慢，产能利用率提高也将加快供需剪刀差收敛，对民航收入水平形成有力支撑。在票价市场化改革趋势不变、国内外疫苗注射率大幅提升叠加国际出行逐步恢复的背景下，行业供需格局有望得到持续改善。

5 盈利预测与估值评级

我们假设国航 2022~2024 年 ASK 增速为 62.04%、10.47%、5.10%；国际航线客座率提升带动整体客座率增长，2022~2024 年客座率为 70%、77%、81%，受益核心航线提价，每可用座公里收益保持平稳。

图表 41：公司 2020~24E 年 ASK 增速、客座率、RPK 增速和客公里收益

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ASK 同比增长率，亿	-45.63%	-2.38%	62.04%	10.47%	5.10%
客座率，%	68.28%	67.08%	70%	77%	81%
RPK 同比增长率，%	-52.80%	-4.88%	64.70%	22.03%	5.25%
客公里收益（元）	0.51	0.56	0.56	0.55	0.54
客公里收益同比增长率，%	-5.20	10.01	0.33	-1.79	-1.82

来源：Wind，中邮证券研究所预测

根据上述假设，我们预计 2022 年~2024 年营收分别为 885 亿、1465 亿、1635 亿，同比增幅 18.70%、65.60%、11.61%。

客运：结合 IATA 2023 年航空业完全复苏的预计，我们认为国内线将率先发力复苏，考虑到国际线开放的不确定，2022 年客运仍处于修复中的趋势，积蓄的国际线需求或将于 2023 年迎来集中释放。另外，随着疫情的恢复，公司的国内线票价或将逐步提升，国际线票价随国际运力的恢复回落。我们预计国航 2022~2024 年公司该板块营收增速为 20%/80%/12%，产品营收为 700/1260/1411 亿元。

货运及邮运：疫情期间公司以收入和效益最大化为原则实现增收，加强客货联动，随着疫情的逐步控制，我们认为客转货的运力将逐步回归，2022-2024 年，公司该板块业务营收增速为 20%/15%/12%，产品营收为 133/153/172 亿元。

其他主营业务：公司其他业务预计保持平稳，预测 2022-2024 年，公司该板块业务营收为 52/52/53 亿元。

图表 42：公司主要业务板块收入拆分和盈利预测

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1. 客运					
营业收入，亿	557	583	700	1260	1411
同比增长率，%	-55.2%	4.6%	20.0%	80.0%	12.0%
2. 货运及邮运					
营业收入，亿	86	111	133	153	172
同比增长率，%	49.2%	29.9%	20.0%	15.0%	12.0%
3. 其他业务					
营业收入，亿	52	51	52	52	53
营业收入					
营业收入，亿	695	745	885	1465	1635
同比增长率，%	-48.96%	7.23%	18.70%	65.60%	11.61%

来源：Wind，中邮证券研究所预测

成本项：高油价仍将对公司的成本构成较大压力。在前文我们预计高油价有望维持高位趋势下，我们认为公司 2022-2024 年，公司的油料成本增速为 10%/70%/8%，成本金额为 228/387/418 亿元。其他扣油成本 2022-2024 年增速为 2%/19%/7%，金额为 667/794/845 亿元。公司综合营业成本 2022-2024 年增速为 4%/32%/7%，金额为 894/1181/1263 亿元。

图表 43：公司成本拆分和预测

项目/年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1. 油料成本					
营业成本，亿	148	207	228	387	418
同比增长率，%	-58.80%	39.73%	10%	70%	8%
2. 扣油成本					
营业成本，亿	608	651	667	794	845
同比增长率，%	-21.31%	7.11%	2%	19%	7%
营业成本					
营业成本，亿	756	858	894	1181	1263
同比增长率，%	-33.22%	13.50%	4%	32%	7%

来源：Wind，中邮证券研究所预测

油价和汇率敏感性：根据公司公告披露，原油价格每上升 10%，公司成本增加 12.34 亿元；人民币每升值 1%，公司利润增加 3.58 亿元。

综合考虑以上主要业务板块业绩，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润-95.77/70.73/146.01 亿元，对应 EPS 为-0.66/0.49/1.01 元/股。公司资源禀赋优质，业绩具有较大弹性，给予“推荐”评级。

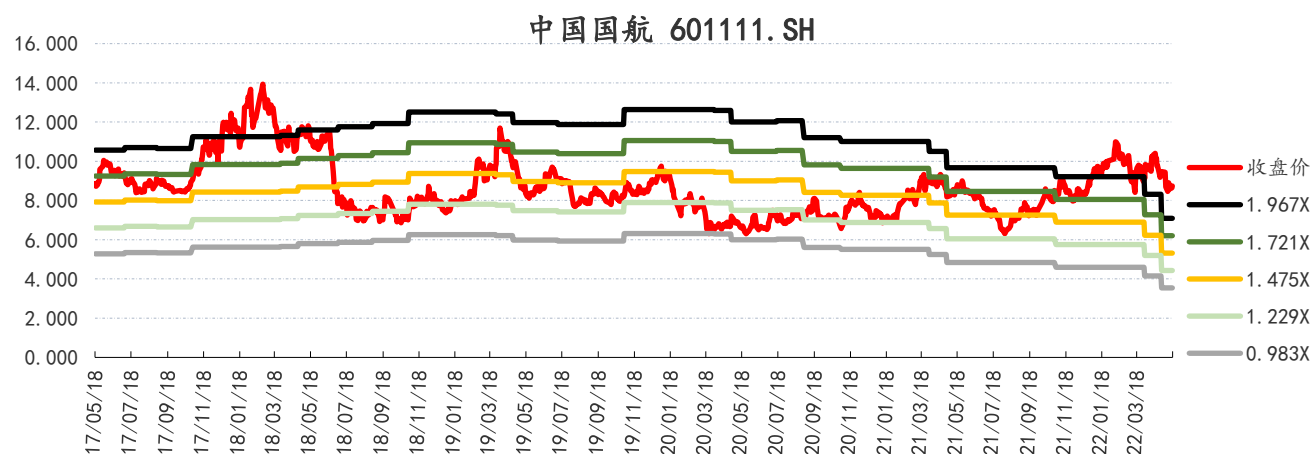
图表 44：可比公司估值

代码	公司	股价	EPS, 元			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002928.SZ	华夏航空	10.75	0.11	0.8	1.17	98.26	13.38	9.18
600029.SH	南方航空	6.02	-0.34	0.25	0.6	-17.79	23.82	10.09
600115.SH	中国东航	4.66	-0.39	0.21	0.5	-12.01	22.36	9.41
601021.SH	春秋航空	46.55	0.11	2.03	3.19	405.49	22.98	14.6
603885.SH	吉祥航空	12.45	-0.18	0.64	1.09	-68.98	19.34	11.45
中值			-0.18	0.64	1.09	-68.98	19.34	11.45
601111.SH	中国国航	8.74	-0.66	0.49	1.01	-15.32	32.45	11.84

资料来源：Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 5 月 17 日收盘价，可比公司相关预测为 Wind 一致预期

图表 45：国航历史 PB Band



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

6 风险提示

市场竞争加剧风险；全球疫情变化超预期风险；油价大幅上涨，人民币汇率大幅贬值。

财务预测表

资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	19,736	30,397	24,454	36,540	39,787
现金	6,575	16,710	8,967	11,695	12,203
应收账款	2,949	2,995	3,375	5,590	6,239
其它应收款	3,491	3,191	3,788	6,273	7,001
预付账款	421	440	459	606	648
存货	1,854	2,050	1,918	2,531	2,709
其他	4,445	5,011	5,947	9,845	10,988
非流动资产	264,335	268,018	241,841	218,144	196,980
长期投资	12,380	12,081	12,081	12,081	12,081
固定资产	87,718	85,009	61,272	38,020	50,028
无形资产	3,597	3,544	3,194	2,816	2,499
其他	160,640	167,384	165,294	165,228	132,371
资产总计	284,071	298,415	266,295	254,684	236,767
流动负债	80,394	91,416	99,755	109,029	103,386
短期借款	29,327	22,002	47,451	41,162	31,025
应付账款	12,740	13,307	13,866	18,303	19,585
其他	38,327	56,106	38,437	49,563	52,776
非流动负债	119,862	141,134	141,134	141,134	141,134
长期借款	21,141	43,620	43,620	43,620	43,620
其他	98,722	97,514	97,514	97,514	97,514
负债合计	200,257	232,550	240,889	250,164	244,520
少数股东权益	6,232	4,463	3,137	4,086	6,034
归属母公司股东	77,582	61,403	22,268	435	(13,787)
负债和股东权益	284,071	298,415	266,295	254,684	236,767
利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	69,504	74,532	88,469	146,505	163,513
营业成本	75,631	85,844	89,449	118,073	126,338
营业税金及附加	217	268	318	440	491
营业费用	4,366	4,452	4,600	7,032	7,522
管理费用	4,123	4,499	4,866	5,567	4,578
财务费用	1,309	4,127	4,304	4,912	2,929
资产减值损失	(476)	(337)	0	0	0
公允价值变动收	0	(0)	0	0	0
投资净收益	(5,916)	(746)	(150)	400	700
营业利润	(18,500)	(21,851)	(15,218)	10,881	22,356
营业外收入	166	125	113	124	137
营业外支出	140	108	108	119	125
利润总额	(18,475)	(21,835)	(15,214)	10,887	22,368
所得税	(2,652)	(3,006)	(3,803)	2,722	5,592
净利润	(15,822)	(18,829)	(11,410)	8,165	16,776
少数股东损益	(1,413)	(2,187)	(1,325)	948	1,949
归属母公司净利	(14,409)	(16,642)	(9,577)	7,073	14,601
EPS	-0.99	-1.15	-0.66	0.49	1.01

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	1,408	12,888	2,471	26,128	25,796
净利润	(14,409)	(16,642)	(10,085)	7,217	14,827
折旧摊销	9,413	9,493	9,417	6,846	4,337
财务费用	1,304	4,148	4,304	4,912	2,929
投资损失	5,916	746	0	0	0
营运资金变动	3,342	20,343	156	6,018	1,700
其它	(4,157)	(5,199)	(1,320)	1,136	2,003
投资活动现金	(15,865)	(4,453)	16,761	16,850	16,827
资本支出	(12,038)	(6,075)	16,718	16,850	16,827
其他	(3,827)	1,622	44	0	0
筹资活动现金	11,463	1,711	(26,975)	(40,250)	(42,116)
短期借款	15,761	(7,325)	25,449	(6,289)	(10,138)
长期借款	19,940	22,480	0	0	0
其他	(24,238)	(13,443)	(52,424)	(33,961)	(31,978)
现金净增加额	(2,995)	10,146	(7,742)	2,728	508
主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-49.0%	7.2%	18.7%	65.6%	11.6%
营业利润	-301.6%	18.1%	-30.4%	-171.5%	105.5%
获利能力					
毛利率	-8.8%	-15.2%	-1.1%	19.4%	22.7%
净利率	-20.7%	-22.3%	-11.4%	4.9%	9.1%
ROIC	-9.4%	-10.2%	-7.0%	13.3%	28.3%
偿债能力					
资产负债率	70.5%	77.9%	90.5%	98.2%	103.3%
净负债比率	25.5%	28.4%	34.2%	33.3%	31.5%
流动比率	0.25	0.33	0.25	0.34	0.38
速动比率	0.22	0.31	0.23	0.31	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.25	0.33	0.58	0.69
应收账款周转	16	25	28	33	28
应付账款周转	5.03	6.59	6.58	7.34	6.67
每股收益	-0.99	-1.15	-0.69	0.50	1.02
每股经营现金	0.10	0.89	0.17	1.80	1.78
每股净资产	5.34	4.23	1.53	0.03	-0.95
估值比率					
P/E	-8.8	-7.6	-12.5	17.5	8.5
P/B	1.6	2.1	5.7	290.6	-9.2
EV/EBITDA	-116.3	-110.3	-631.1	41.7	31.9

资料来源：Wind，中邮证券研究所

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益

的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。