

强于大市

交通运输行业 2022 年中期投资策略

——航空出行回归与反转

国内方面，随着上海、北京统筹推进复工复产，叠加近期民航局出台纾困政策，强化民航客运市场正常保底运行，国内航空出行需求底部大概率形成。国际方面，随着全球各国放松防疫管制和入境政策，全球航空出行板块大概率迎来趋势性复苏态势。而我国国际航线恢复进程具有不确定性，取决于防疫策略优化，预计我国有望于 2024 年完成航空市场修复。建议积极布局航空出行回归和反转的投资机会。

支撑评级的要点

■ 回归进程：国内疫情多点散发，航空出行需求二次触底。

受新冠疫情持续反复影响，客运出行需求扰动中下行。特别是 2020 年 4 月以来上海大规模疫情爆发，北京疫情出现反复现象，导致旅客流量出现新冠疫情爆发以来二次探底现象。近期随着上海、北京陆续推进复工复产，叠加民航局出台现金补贴纾困政策，航空出行市场底部持续强化。

■ 出行潜力：疫情积压出行需求，航空人口规模仍将提升。

疫情前航空客运行业呈现稳健增长态势，出境人次复合增速超 20%。我国人均乘机次数仍有较大提升空间，航空人口规模仍将增长。预计到 2030 年我国人均乘机次数有望提高至 1 次，航空需求仍有一倍增长空间。

■ 复苏路径：全球呈现复苏趋势，我国有望 2024 年完成修复。

全球各国出入境政策逐步放宽，境外部分地区出行水平大幅上涨，全球航空呈现趋势性复苏迹象。我国国际航线复苏进度要统筹考虑全球疫情恢复及我国防疫策略调整，我们预计国际线恢复至疫情前水平需要 2 年的时间。

■ 格局变化：疫情催化行业重组，运力供给预计减少。

以美国航空供给侧变化规律为借鉴，看好疫情后我国航空市场回归和反转。2009-2018 年供给端投放高增速支撑我国航空市场供给充足，新冠疫情爆发以来供给增速放缓促使竞争格局变化。疫情影响下航空供给侧增速放缓，航空公司现金流严重承压，新一轮整合或临近，供需错配有望驱动行业强周期。

■ 成本因素：油价汇率负面极致，静待见顶回归改善。

油价和汇率是影响航司盈利能力的两个重要因素。2022 年俄乌危机油价持续上涨，人民币汇率呈现贬值趋势，负面因素叠加走向极致。

■ 估值水平：总体处于合理区间，但呈现分化特征。

除部分龙头航司受抢跑投资效应影响，估值恢复较快之外，目前大部分航空机场上市公司估值总体处于相对合理区间，随着疫情情况改善、疫情防控策略逐步优化，航空出行需求恢复预期增强，航空出行板块在长期存在估值修复的空间。

投资建议

■ 积极布局航空出行回归与反转机会

建议重点关注国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），关注低成本航司春秋航空（601021.SH）、支线龙头华夏航空（002928.SH）。估值角度来看，关注南方航空（600029.SH）、白云机场（600004.SH）。

风险提示

新冠疫情反复超预期发生、疫情防控政策变化、航空出行需求不及预期、航空运行安全事件、油价汇率大幅波动、航空运输政策变化等产生的风险。

相关研究报告

《交通运输行业周报：纾困政策支撑航空出行市场底部形成，航空机场公司估值呈现分化特征》 20220522

《交通运输行业周报：航空出行需求出现改善信号，即时配送物流需求持续旺盛》 20220516

《交通运输行业周报：物流运行进入新均衡状态，即时物流和多式联运需求有望提升》 20220508

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

目录

(一) 回归进程：国内疫情多点散发，航空出行需求二次触底	5
(二) 出行潜力：疫情积压出行需求，航空人口规模仍将提升	10
(三) 复苏路径：全球呈现复苏趋势，我国有望 2024 年完成修复	12
(四) 格局变化：疫情催化行业重组，运力供给预计减少	16
(五) 成本因素：油价汇率负面极致，静待见顶回归改善	20
(六) 估值水平：总体处于合理区间，但呈现分化特征	22
(七) 投资建议：积极布局航空出行回归与反转机会	26
(八) 风险提示	27

图表目录

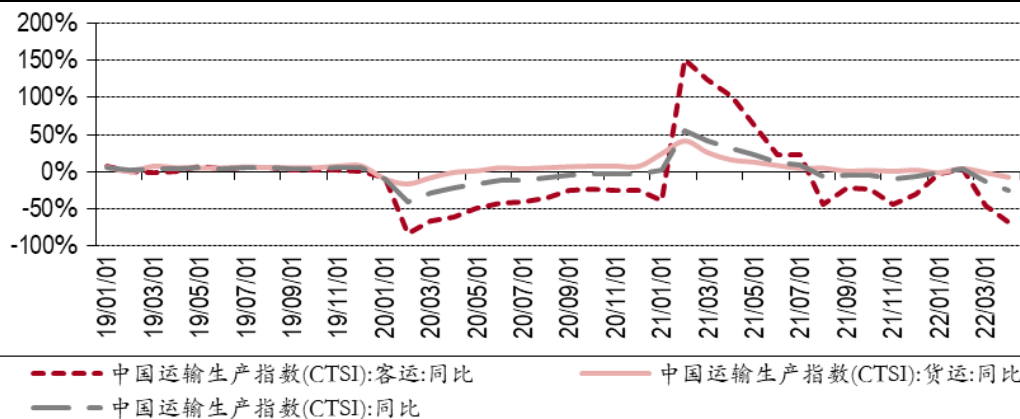
图表 1.中国运输生产指数 (CTSI) 及构成指数同比增速.....	5
图表 2.2020 年以来不同运输方式客运恢复进程 (相比 2019 年同期的水平)	5
图表 3.2011-2021 年民航客运量及同比变动	6
图表 4.2019 年 4 月-2022 年 4 月民航客运量	6
图表 5.2019 年 4 月-2022 年 4 月三大航 ASK	6
图表 6.2019 年 4 月-2022 年 4 月三大航客座率	7
图表 7.我国国内航班计划及执飞架次 (日)	7
图表 8.我国国际航班计划及执飞架次 (日)	8
图表 9.近期民航出行相关政策	8
图表 10.三大航 ASK 与当月新增新冠病例数对比	9
图表 11.1996-2021 年国内居民出境人数及同比变化	10
图表 12.2000-2021 年国内旅游人数及同比变化	10
图表 13.2016-2021 年中国人均可支配收入及乘机次数	11
图表 14.2016-2021 年美国人均可支配收入及乘机次数	11
图表 15.2020-2021 年以来不同国家航空客运恢复水平	12
图表 16.疫情期间旅游者全球旅行的主要障碍	12
图表 17.2021 年我国前往英国航空出行需求占 2019 年同期	13
图表 18.2019 年-2022 年 5 月 27 日美国国际航班数(架次)	13
图表 19.近一年部分国家国际航班执行量	13
图表 20.不同情景下国内民航客运恢复预测	14
图表 21.近期不同国家出入境政策	15
图表 22.70-80 年度美国航空业客座率	16
图表 23.2011-2021 年美国航空航班客座率	16
图表 24.1995-2021 年美国航空票价及增速	17
图表 25.1995-2021 年美国航空票价与原油价格对比	17
图表 26.我国主要航司机队规模增速	18
图表 27.2021 年运输飞机数量	18
图表 28.2022-2024 三大航飞机计划引进数	18
图表 29.2012-2022Q1 国内主要航司经营净现金流情况 (单位: 亿元)	19
图表 30.部分航司收购事件	19
图表 31.2019-2021 年国内主要航司市占率	19
图表 32.航空业利润传导逻辑	20
图表 33.航空煤油变化	20

图表 34.美元兑人民币汇率变化	21
图表 35.三大航（国航、东航、南航）估值对比.....	22
图表 36.中国国航 PB 估值对比.....	22
图表 37.南方航空 PB 估值对比.....	22
图表 38.中国东航 PB 估值对比.....	23
图表 39.吉祥航空 PB 估值对比.....	23
图表 40.春秋航空 PB 估值对比.....	24
图表 41.华夏航空 PB 估值对比.....	24
图表 42.上海机场 PB 估值对比.....	24
图表 43.白云机场 PB 估值对比.....	24
附录图表 44.报告中提及上市公司估值表.....	248

(一) 回归进程：国内疫情多点散发，航空出行需求二次触底

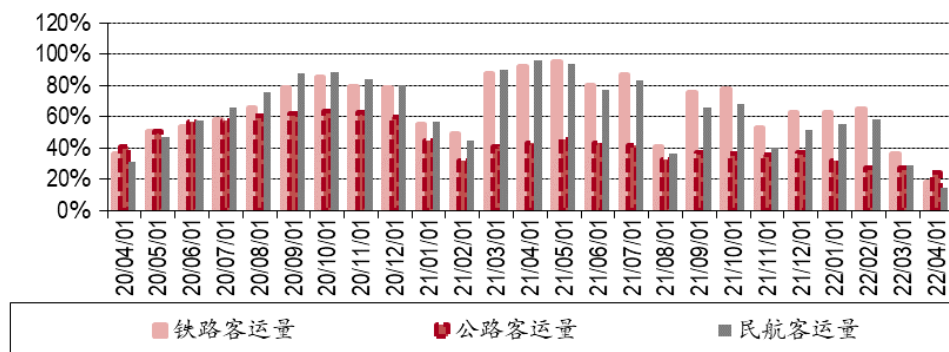
受新冠疫情持续反复影响，客运出行需求扰动中下行。根据交通运输部发布的中国运输生产指数（CTSI）显示，2021 年仅 2 月至 3 月 CTSI 指数同比增加 50% 左右，此后受到南京等地多轮疫情影响，出行流量受到抑制，叠加冬奥会等因素，总体客运出行恢复不及预期。2022 年 2 月以来，CTSI 客运指数迅速下跌，4 月跌幅超过 67.70%，降至疫情发生以来的最低水平，特别是 4 月以来上海大规模疫情爆发，北京疫情出现反复现象，导致旅客流量出现新冠疫情爆发以来二次探底现象。

图表 1. 中国运输生产指数（CTSI）及构成指数同比增速



资料来源：交通运输部，中银证券

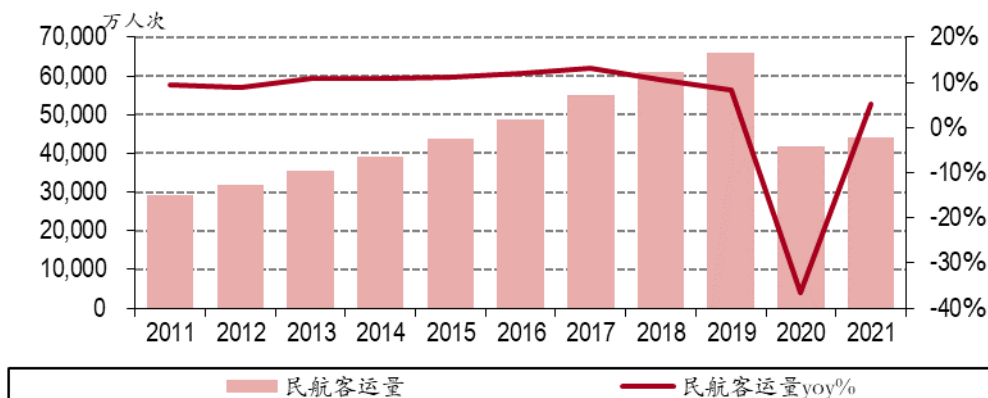
图表 2. 2020 年以来不同运输方式客运恢复进程（相比 2019 年同期的水平）



资料来源：万得，中银证券

新冠疫情致航空出行需求压制明显，2021 年民航客运量恢复至疫情前七成。2021/2020 年受新冠疫情影响国内民航客运总量有所下降，民航客运总规模为 4.4/4.18 亿人，较 2019 年减少 2.2/2.42 亿人。

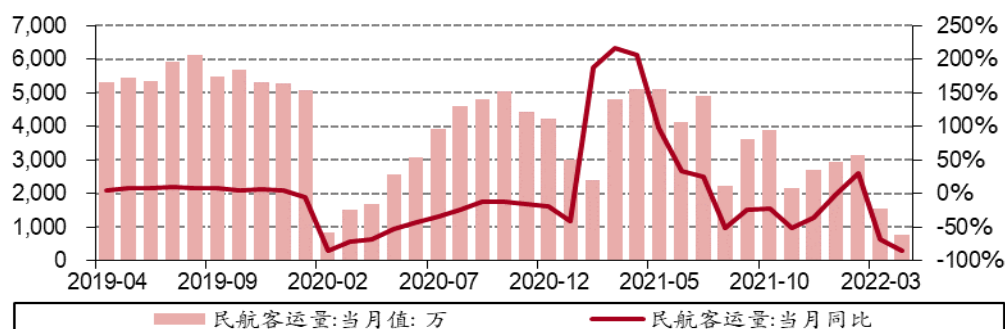
图表 3.2011-2021 年民航客运量及同比变动



资料来源：万得，中银证券

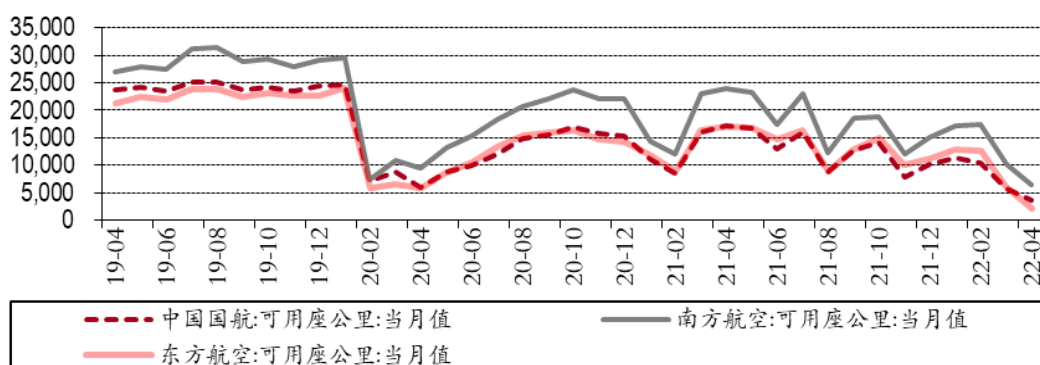
2022 年受国内上海北京等地疫情散发影响，航空出行再次探底。据民航局发布数据显示，2022 年 1 月至 4 月民航业完成运输总周转量、旅客运输量分别为 122.50 亿吨公里、8405.73 万人次，同比分别减少 42.70%、45.10%；国际航线客运量为 2019 年同期的 1.5%。公司层面，三大航航班投放量已经接近 2020 年 1-3 月武汉疫情初次爆发时水平，4 月三大航平均客座率 56.26%，同比下降 25.33%。

图表 4.2019 年 4 月-2022 年 4 月民航客运量



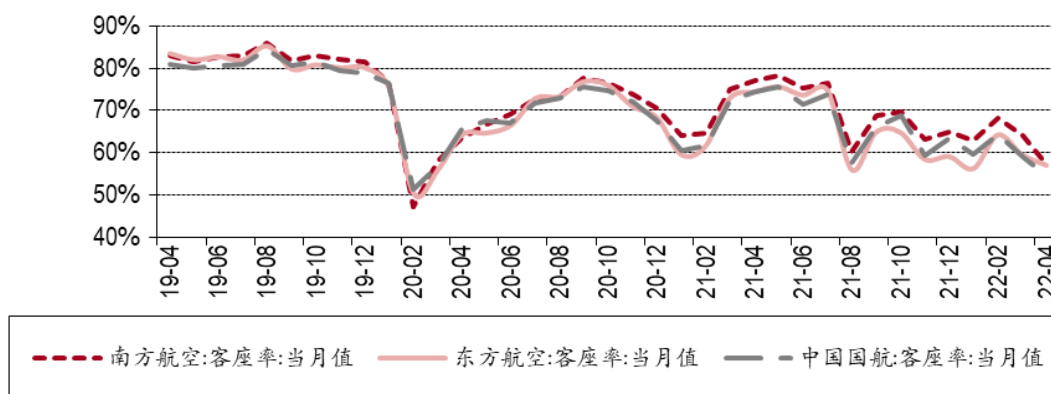
资料来源：万得，中银证券

图表 5.2019 年 4 月-2022 年 4 月三大航 ASK



资料来源：万得，中银证券

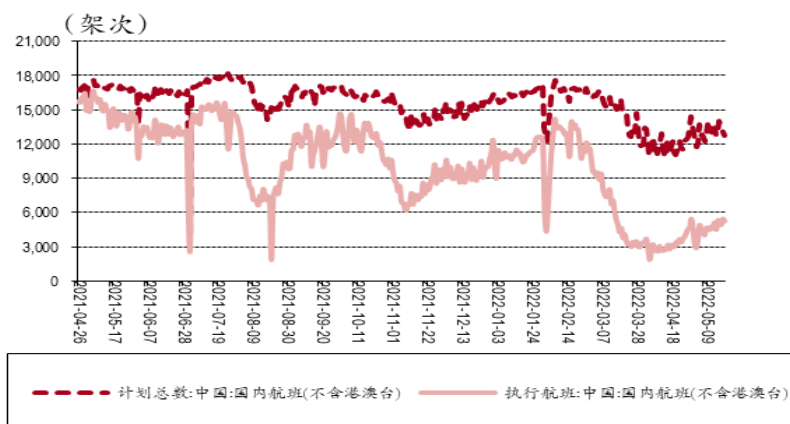
图表 6.2019 年 4 月-2022 年 4 月三大航客座率



资料来源：万得，中银证券

2022 年 5 月下旬随着疫情防控初现成效，国内航空市场逐步恢复。根据航班管家数据显示，截止 2022 年 5 月 19 日，当周（5 月 13 日至 5 月 19 日）我国国内航班日均执飞航班 5116 架次，周环比+13.83%，同比-64.56%。2022 年 4 月国内航班日均执飞起降 3340 架次，同比-78.50%。

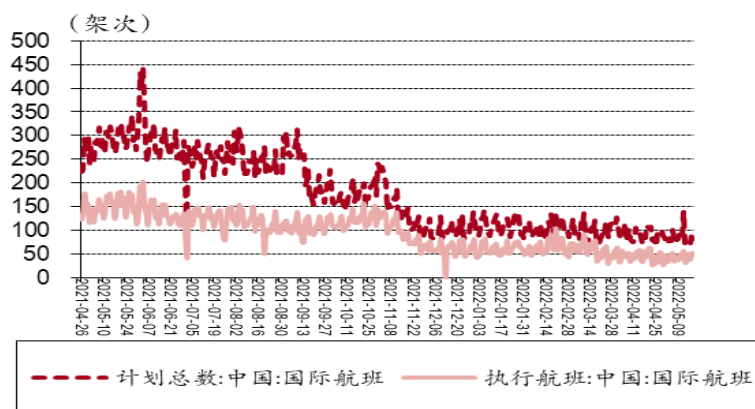
图表 7. 我国国内航班计划及执飞架次（日）



资料来源：万得，中银证券

国际航线“五个一”政策持续执行，我国国际航班执飞架次仍然维持低位。根据航班管家数据显示，截止 2022 年 5 月 19 日，当周（5 月 13 日至 5 月 19 日）我国国际航班日均执飞航班 46 架次，周环比+3.85%，同比-70.49%。2022 年 4 月我国国际航班日均执飞起降 152 架次，同比-69.37%。根据中国民航局数据显示，2021 年国际航线客运量仅为 2019 年同期的 2% 左右。

图表 8. 我国国际航班计划及执飞架次（日）



资料来源：万得，中银证券

随着上海、北京陆续推进复商复工，航空出行市场底部大概率形成。随着上海疫情好转，吉祥航空宣布将于 5 月 16 日起恢复 HO1145/46 上海浦东-福建龙岩往返航班，该航班是上海全域静态管理以来，吉祥航空恢复的首个上海始发国内定期客运航班。此外，春秋航空将于 5 月 18 日恢复上海往返昆明航班，目前暂定每天一班，上海至昆明航班号为 9C7269。部分航司陆续复飞上海始发航班，是我国国内航空出行市场恢复的重要标志信号。

民航局出台现金补贴纾困政策，补贴 4500 个航班架次，体现了国家确保国内民航保底运行，航空出行市场底部持续强化。①国内客运航班补贴政策出台，补贴 4500 个航班架次，最高 2.4 万元/小时补贴盘活基本面，补贴标准基本可覆盖航司全部变动成本，预计最大补贴体量约为 140 亿。补贴航班按照 2022 年 4 月 6 日-5 月 10 日实飞航班量为基准进行比例分配，南航系、国航系、东航系、海航系、春秋、均瑶系、华夏分别占比 25%、18%、13%、16%、4%、2%、4%，合计占 82%。②南航、国航和海航获得民航局新增国际航班额度配置，“五个一”政策逐步优化调整；③目前新冠病毒突变株基本以轻症为主，感染者大多可以自愈，出行者信心恢复；④稳经济一揽子纾困措施出台，根据新华网，5 月 23 日国务院常务会议决定，增加 1500 亿元民航应急贷款，支持航空业发行 2000 亿元债券。资金支持+民航业社保缓缴，有利于缓解全行业的现金流紧迫现象。⑤民航市场量价齐升，端午机票均价上涨 155 元。票价基础提升充分，疫情后有望加大利润弹性，行业或出现供需错配，涨价带来的利润弹性可期。

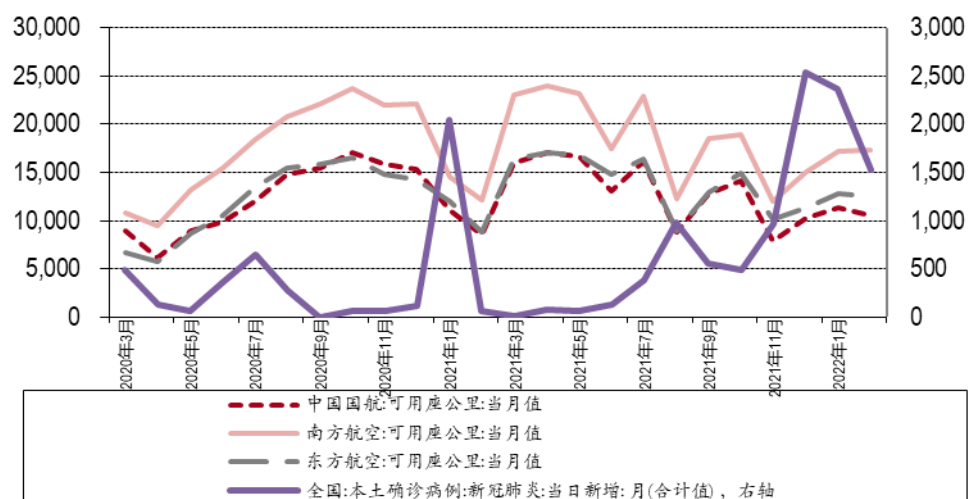
图表 9. 近期民航出行相关政策

2022 年 5 月 4 日	北京入境隔离时间调整为“10 天集中隔离+7 天居家健康监测”
2022 年 5 月 23 日	增加 1500 亿元民航应急贷款，支持航空业发行 2000 亿元债券
2022 年 5 月 21 日-7 月 20 日	当国内客运航班每周日均执行量不超过 4500 班次时，进行资金补贴支持，最高补贴不超过 2.4 万元/时；补贴航班按照 2022 年 4 月 6 日-5 月 10 日实飞航班量为基准进行比例分配，南航系、国航系、东航系、海航系、春秋、均瑶系、华夏分别占比 25%、18%、13%、16%、4%、2%、4%，合计占 82%。
2022 年 5 月 23 日	国常会提出要有序增加国内国际客运航班，5 月下旬多家航司收到民航局新增国际航班的额度配置，包括在原有航线基础上增班。6 月起国际航班“五个一政策”有望实现优化。

资料来源：国务院，民航局，中银证券

基于疫情后月新增确诊人数与三大航运力投放情况对比后发现，航空运力通常会在疫情结束后的 1 个月内迅速恢复到较高水平。6 月 1 日，上海全面复工复产，叠加端午小长假出游小高峰等因素，往返上海的探亲、商务、旅行等各类出行需求激增，带动长三角地区经济恢复。同程旅行数据显示，端午小长假期间国内酒店预订间夜较“五一”假期上涨 31%，机票平均价格较“五一”假期上涨 48%。若疫情不再出现超预期反弹，乐观预计 8 月有望实现全面恢复并赶上暑运旺季。

图表 10.三大航 ASK 与当月新增新冠病例数对比



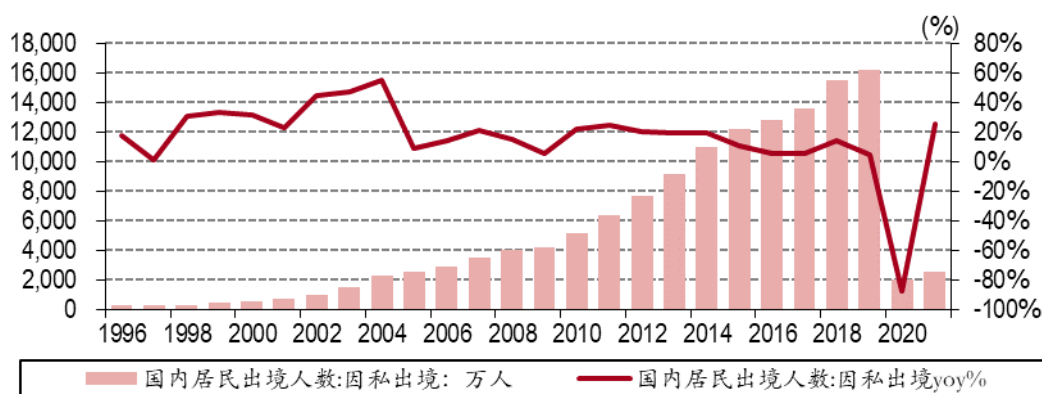
资料来源：万得，中银证券

(二) 出行潜力：疫情积压出行需求，航空人口规模仍将提升

疫情前航空客运行业呈现稳健增长态势，出境人次复合增速超 20%。据国家统计局数据显示，2014-2019 年民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5 年累计同比增幅 CAGR 为+11.05%。疫情前我国出境人次呈现高增长趋势。根据国家统计局数据显示，2019 年我国国内居民因私出境人数为 1.62 亿人次，近 25 年复合增长率为 20.16%，体现了较高的成长性。对比疫情前数据，国内民航市场具有较大恢复增长空间。

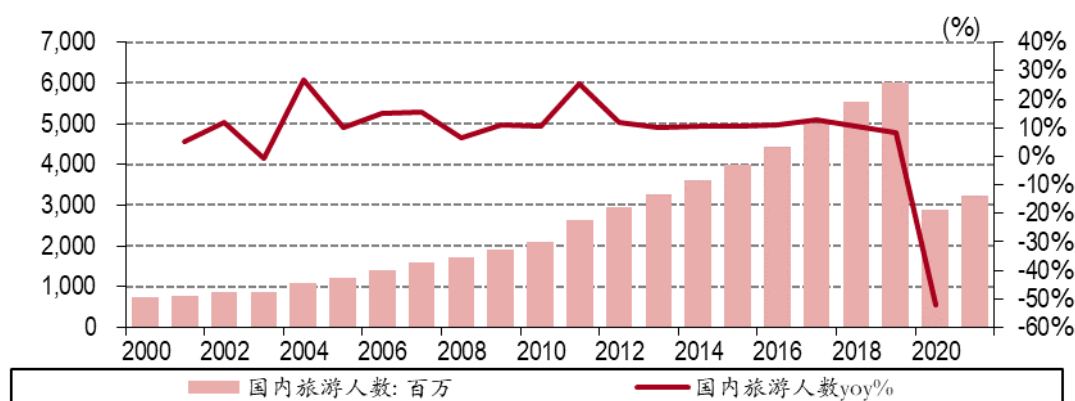
国内旅游人次保持 10%增速，体现出当前我国公众对旅行消费需求旺盛。2019 年国内旅游人数为 60.06 亿人次，近 25 年复合增长率为 10.25%。中期来看，国际航线复航仍需时间，出境旅行回流给航空市场带来增量客源，中国航空业长期供需向好。2019 年中国民航运送 6.6 亿人次，通常出境人次中选择航空运输方式比例较大，预计回流客流将带来 20%左右的增量。

图表 11. 1996-2021 年国内居民出境人数及同比变化



资料来源：万得，中银证券

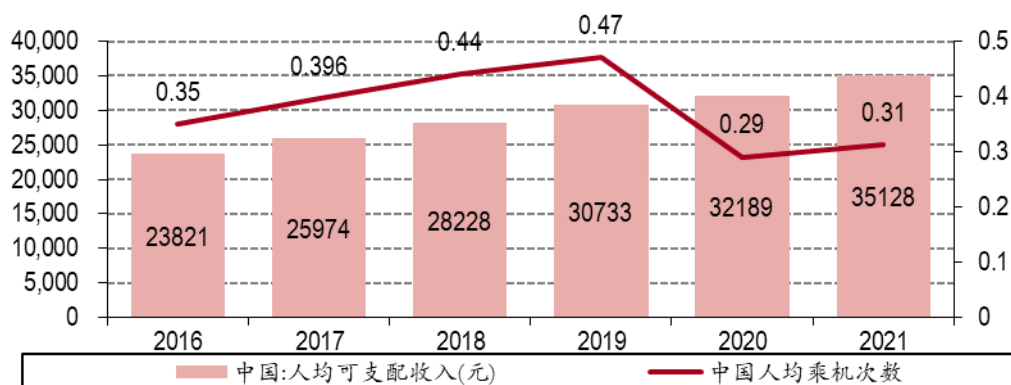
图表 12. 2000-2021 年国内旅游人数及同比变化



资料来源：万得，中银证券

长期来看，人口大国客运需求广阔。根据国际航空运输协会（IATA）数据显示，全球来看，人均 GDP 在 6000-9000 美元左右是航空出行需求快速上行阶段，我国 2018 年人均 GDP 为 64644 元(约 9235 美元)，正式迈入航空出行时代。国际经验也表明当人均 GDP 超过 4000 美元时，航空的客运需求多样化，也更具消费属性，中国目前航空需求结构也呈现出休闲消费旅客比重逐年上升的趋势。

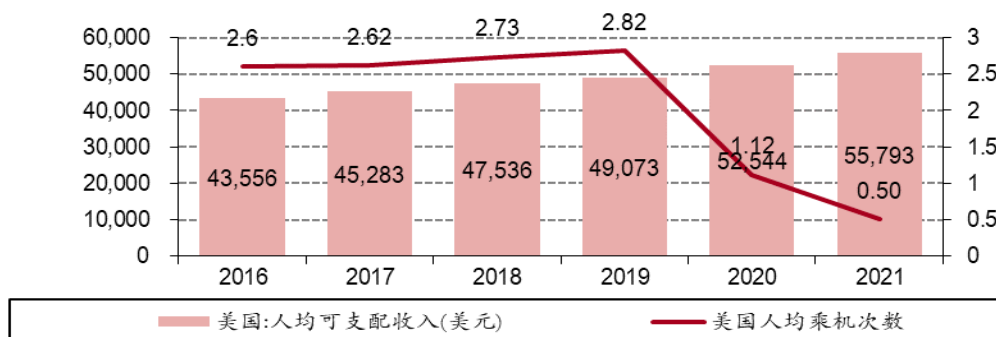
图表 13. 2016-2021 年中国人均可支配收入及乘机次数



资料来源: 万得, 中银证券

我国人均乘机次数仍有较大提升空间, 航空人口规模仍将增长。2019 年国内人均乘机次数是 0.47 次, 低于世界平均水平的 0.87 次, 更远低于美国的 2.82 次。长期来看, 若参照美日等航空业发展经验, 预计到 2030 年我国人均乘机次数有望提高至 1 次, 航空需求仍有一倍增长空间。

图表 14. 2016-2021 年美国人均可支配收入及乘机次数

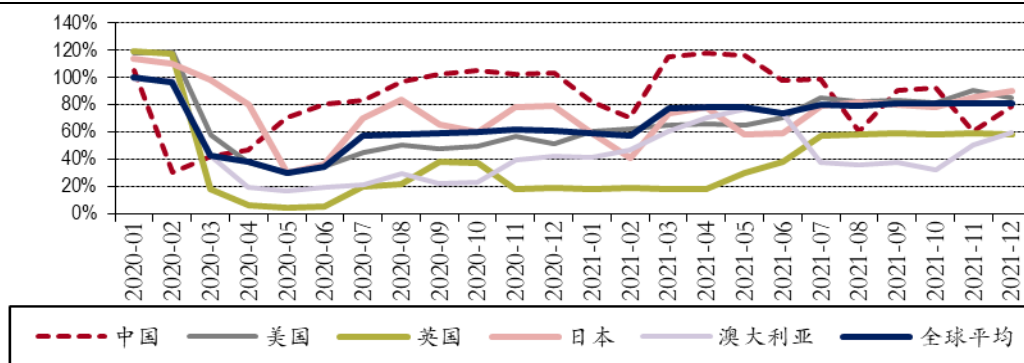


资料来源: 万得, 中银证券

（三）复苏路径：全球呈现复苏趋势，我国有望 2024 年完成修复

2021 年我国民航的恢复速度要远超全球平均水平。2020 年 Q4 以及 2021 年 Q2 我国民航业已超过 2019 年同期水平，但受各地局部疫情影响，全年呈现波动起伏状态。2021 年底,奥密克戎新毒株出现，行业复苏周期被再度拉长，国内航班执行量下降，略低于美国、日本和全球平均水平，但高于英国、澳大利亚同期水平。

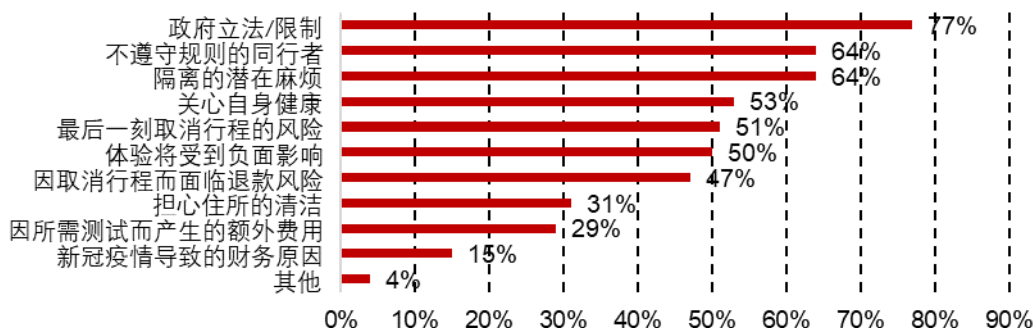
图表 15.2020-2021 年以来不同国家航空客运恢复水平



资料来源：航班管家，中银证券

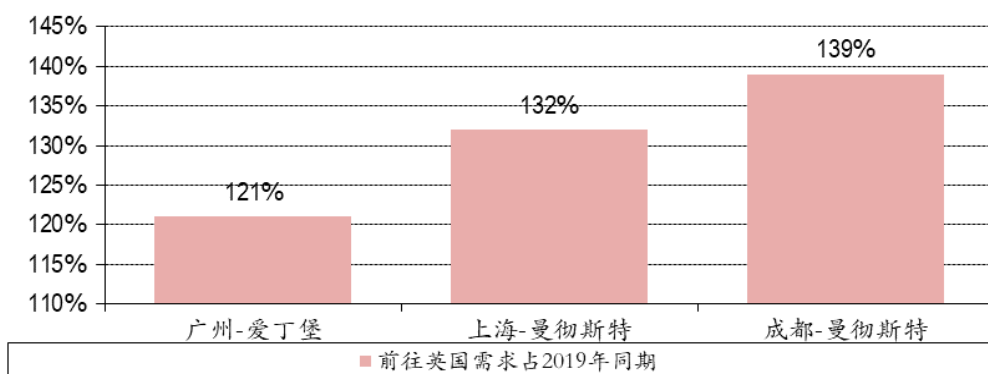
我国国际航线复苏进度要统筹考虑全球疫情恢复及我国防疫策略调整，乐观情景假设国际线恢复疫情前至少需要 2 年的时间。疫情给全世界的旅游业造成了巨大的破坏。在 2021 年初进行的全球调查中，77% 的被调查者认为政府的限制措施是阻碍国际旅行的主要因素。目前国内防控措施严格，故短期内国际航线较难恢复。但全球范围内奥密克戎影响有所缓解，新冠特效药取得阶段性新进展，各国逐步开放边境，预计 2023 年航空客运市场将逐步呈现趋势性复苏态势。

图表 16.疫情期间旅游者全球旅行的主要障碍



资料来源：statista，中银证券

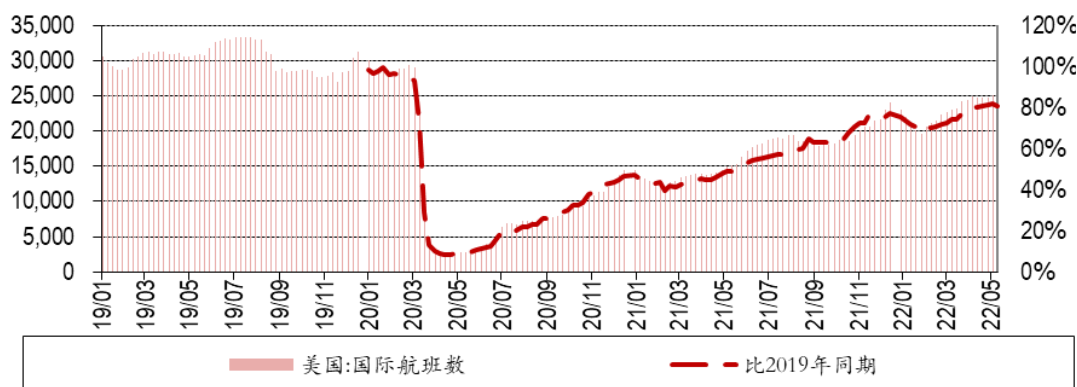
图表 17.2021 年我国前往英国航空出行需求占 2019 年同期



资料来源：航班管家，中银证券

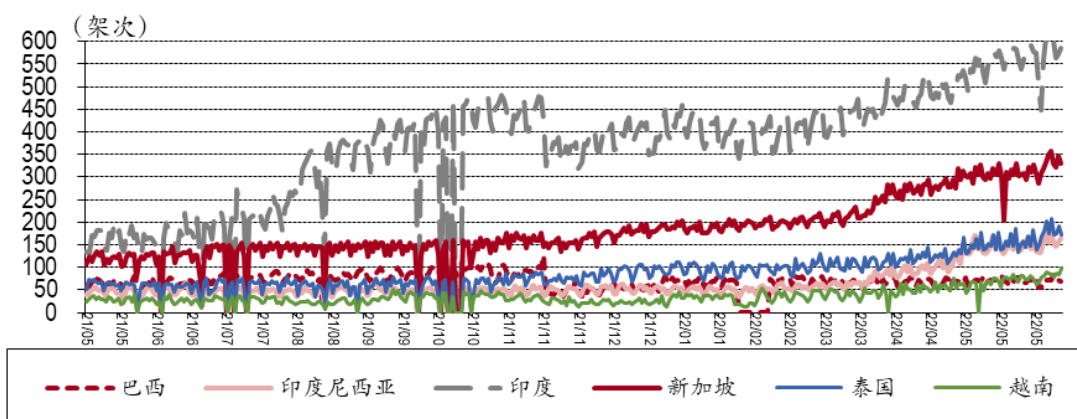
国际出入境政策逐步放宽，境外部分地区出行水平大幅上涨。2021 年下半年英国逐步放开出入境限制，中国境内旅客前往英国的需求就体现了出来，前往英国主要城市的需求已经超过 19 年同期三成左右。同时 2021 年以来美国、新加坡、泰国等国家国际航班量已经呈现稳步增长态势，2021Q4 至今美国国际航班数已经达到 19 年同期的 80% 左右。根据 IATA 数据，2022 年 3 月，南美洲机票预订量已超过疫情前水平，北美洲机票预订量已基本接近疫情前水平。在 2022 年 2 月 24 日俄乌冲突发生前，全球机票预订量呈现动态上升趋势。根据 IATA 数据，国内航班预订量已恢复至 2019 年的 90% 左右，国际航班预订量已恢复至 2019 年的 50% 以上。

图表 18.2019 年-2022 年 5 月 27 日美国国际航班数(架次)



资料来源：万得，中银证券

图表 19.近一年部分国家国际航班执行量



资料来源：万得，中银证券

我国民航业恢复情景假设：由于疫情对航空业影响较大，各国对疫情防控态度不尽相同。国内疫情防控坚持“严防境外输入，国内动态清零”政策，国际客流量水平恢复时间相对存在较大不确定性，因此我们基于乐观、基准、悲观三个角度对客流恢复水平进行预测，进而预测未来民航客流恢复状况。

①乐观情景：2023 年国内国际航线全面恢复。②基准情景：2023 年国内完全恢复，国际航线恢复 40%。

③悲观情景：2023 年国内航线完全恢复，2024 年国际航线恢复 40%。根据 2015-2019 年民航客运量 CAGR 分析判断，同时考虑到后疫情时代爆发式的商务、留学等出行需求，我们假设 2024/2025 年国内旅客吞吐量的增速分为 12%/10%，地区旅客吞吐量增速为 6%/4%，且国际航线恢复 19 年水平后年增速为 20%/18%，计算分析国内民航客流情况如下表所示：

图表 20.不同情景下国内民航客运恢复预测

单位：万人	合计	yoy%	国内旅客	yoy%	国际旅客	yoy%	地区旅客	yoy%
2015	43,618	11	39,359	19	4,205	47	1,019	11
2016	48,796	12	43,614	11	5,162	23	983	(4)
2017	55,156	13	49,588	14	5,543	7	1,027	4
2018	61,000	11	54,787	10	6,363	15	1,127	10
2019	65,993	8	58,566	7	7,422	17	1,107	(2)
2020	41,778	(37)	40,807	(30)	957	(87)	96	(91)
2021	44,000	5	43,900	8	148	(85)	59	(39)
乐观：2023 年国内、国际航线全面恢复								
2022E	30,937		30,730		148		59	
2023E	67,095		58,566		7,422		1,107	
2024E	75,674		65,594	12	8,906	20	1,174	6
2025E	83,883		72,153	10	10,509	18	1,221	4
基准：2023 年国内完全恢复，国际航线恢复 40%								
2022E	30,937		30,730		148		59	
2023E	61,978		58,566		2,969		443	
2024E	74,123		65,594	12	7,422		1,107	
2025E	82,233		72,153	10	8,906	20	1,174	6
悲观：2023 年国内完全恢复，2024 年国际航线恢复 40%								
2022E	30,937		30,730		148		59	
2023E	59,966		58,566		957		443	
2024E	69,670		65,594	12	2,969		1,107	
2025E	80,749		72,153	10	7,422		1,174	6

资料来源：万得，中银证券

基于上述分析，我们认为基准情景假设相对更为符合实际情况。由于今年上半年多地疫情扰动影响，民航总体恢复甚至不及 2021 年同期，预计 2022 年民航客运量预计恢复到 2021 年的 70%，并假设 2023 年接近或超过 2018 年客运量水平，2024 年则全面超越以前年度最高水平。

国内新冠肺炎新增病例数继续下降，防疫措施经验更加丰富，疫情影响效应逐渐递减。6 月 1 日起，上海进入全面恢复正常生产生活秩序阶段；6 月 6 日，东航计划开始逐步恢复成都上海航线，客票现已开放销售。上海全面复工复产后，北京疫情逐步实现社会面清零，国内疫情拐点。随着常态化核酸，出行限制将减弱，防疫政策放松叠加暑期出行旺季，估计出行需求有望迎来修复。

国产特效药进入冲刺阶段，对于出行政策后续进一步优化给出空间。5 月 23 日，君实生物宣布，新冠特效药 VV116 在一项对比辉瑞 Paxlovid 的三期注册临床研究中达到了方案预设的主要终点，适应症为轻中度新冠肺炎，其在体外对 SARS-CoV-2 原始株和已知主流变异株（Alpha、Beta、Delta 和 Omicron）都表现出显著的抗病毒活性；公司将于近期与监管部门沟通递交新药上市申请事宜。

各国边境开放的大背景下，全球航空机场呈现趋势性复苏迹象。2022 年 3 月 1 日起，日本重新开放入境；6 月 10 日，恢复外国游客入境。4 月 1 日起，韩国将解除国家入境限制，已完成新冠疫苗全程接种且已登记接种史的海外入境者可免除原为 7 日的居家隔离。5 月 1 日起，泰国对完整注射新冠疫苗的国际旅客取消入境核酸检测以及隔离措施；6 月 1 日起，所有国际旅客入境均不再隔离。

图表 21. 近期不同国家出入境政策

日本	2022 年 3 月 1 日起,日本重新开放入境;6 月 10 日起,恢复外国游客入境。
意大利	2022 年 3 月 1 日起,入境接受核酸监测,检测呈阴性者或接种过疫苗者无需隔离。
英国	2022 年 3 月 18 日起,重新取消所有针对新冠制定的入境限制措施。
加拿大	2022 年 4 月 1 日起,已全程接种新冠疫苗的旅客入境将不再需要提供新冠病毒检测报告。
新加坡	2022 年 4 月 1 日起,由低风险国家或地区及通过疫苗接种者通道入境的旅客,无须监管和隔离。
韩国	2022 年 4 月 1 日起,解除国家入境限制,已完成新冠疫苗全程接种且已登记接种史的海外入境者可免除原为 7 日的居家隔离。
阿根廷	2022 年 4 月 1 日,阿根廷宣布将于近期全面重开该国海陆空边境,取消所有用于防疫的出入境“安全通道”,恢复实施新冠疫情暴发前对所有外国人出入境的管理措施,并不再要求入境人员提供核酸阴性检测证明和新冠疫苗接种证书。
泰国	2022 年 5 月 1 日起,对完整注射新冠疫苗的国际旅客取消入境核酸检测以及隔离措施;6 月 1 日起,所有国际旅客入境均不再隔离。

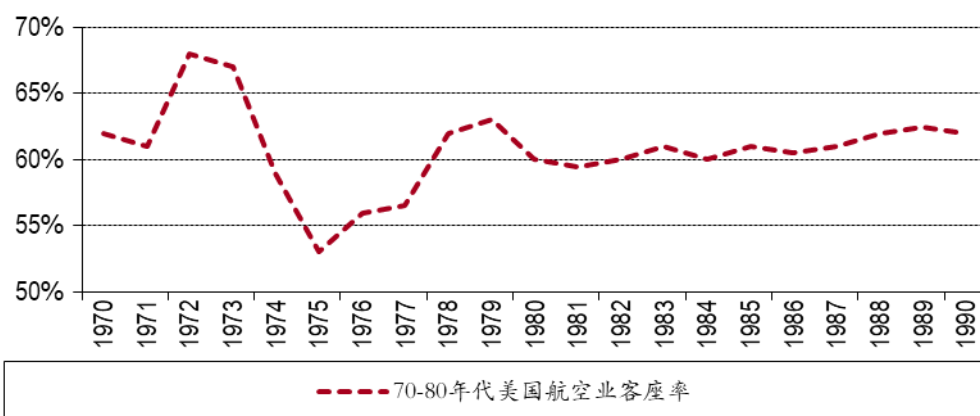
资料来源: 万得, 中银证券

（四）格局变化：疫情催化行业重组，运力供给预计减少

美国民航业历史上有两次重大的兼并重组潮。第一次是 80 年代前期，政府放开管制后大量航空企业涌现，恶性竞争后很多企业走向破产。第二次是 2008 年金融危机后，宏观经济不景气导致出行需求减少，大量航司持续亏损使美国航空业再次掀起并购潮。

政府管制放松致市场供给大幅增长，当期美国航空客座率处于低位水平。20 世纪 80 年代，美国航空业管制放松后，航空公司为了抢占市场，投放大量运力，客座率维持在 60% 左右的水平。较低的客座率以及较高的运力供给，使得美国民航业盈利状况不佳。据 OAG 数据显示，1978 年后的共有 198 家新航空公司进入市场，但到 1987 年底，美国民航业只剩下 74 家在运营服务。

图表 22.70-80 年度美国航空业客座率

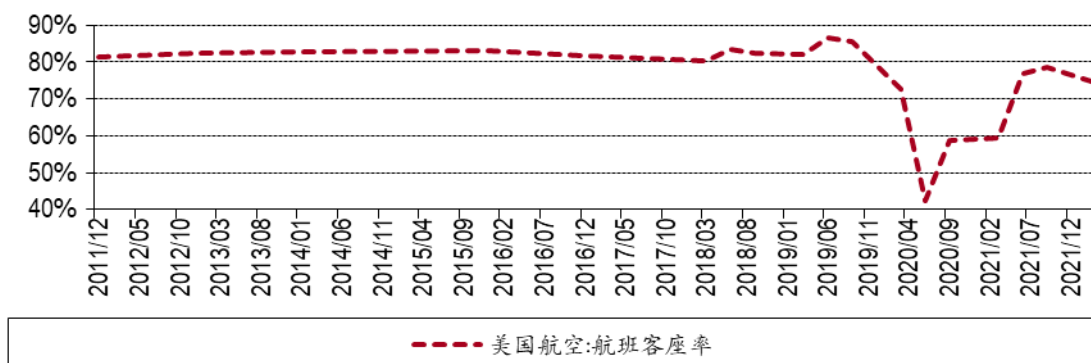


资料来源：ATA，中银证券

金融危机致航空供给侧改革，集中度提高，盈利能力大幅提升。2008 年金融危机后，商务旅客明显减少，需求端出现供给不足，航空业陷入新的危机。2008 年达美航空以 31 亿美元的价格收购了美国西北航空；2010 年，美国联合航空公司与美国大陆航空公司合并，成立联合大陆控股有限公司；2012 年，全球最大的廉价航空西南航空公司，收购了北美第三大廉价航空公司穿越航空；2013 年美国航空母公司 AMR 与全美航空合并，打造出全球最大航空公司。

美国航空行业完成第二轮兼并重组，行业集中度 CR5 升至近 80%。四大航大股东重合利益一致，2009 年以来行业 ASK 年均复合增速 2.5%，运力投放和需求匹配度高。在通过兼并重组进入寡头垄断、并且拥有高度重叠股东的背景下，美国航空公司开始产生默契，压低供给，不再大幅波动，需求增速连续高于供给增速。整体客座率从 20 世纪末 70% 左右，逐步上升稳定至 80% 左右。

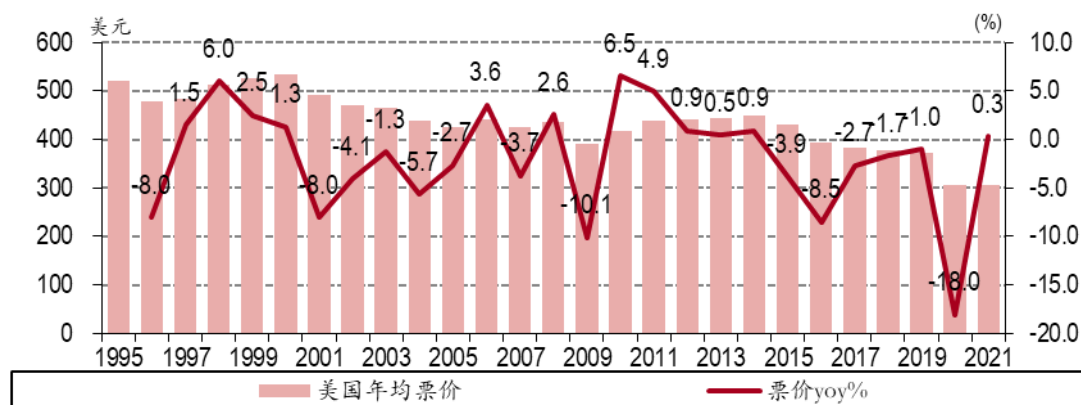
图表 23.2011-2021 年美国航空航班客座率



资料来源：万得，中银证券

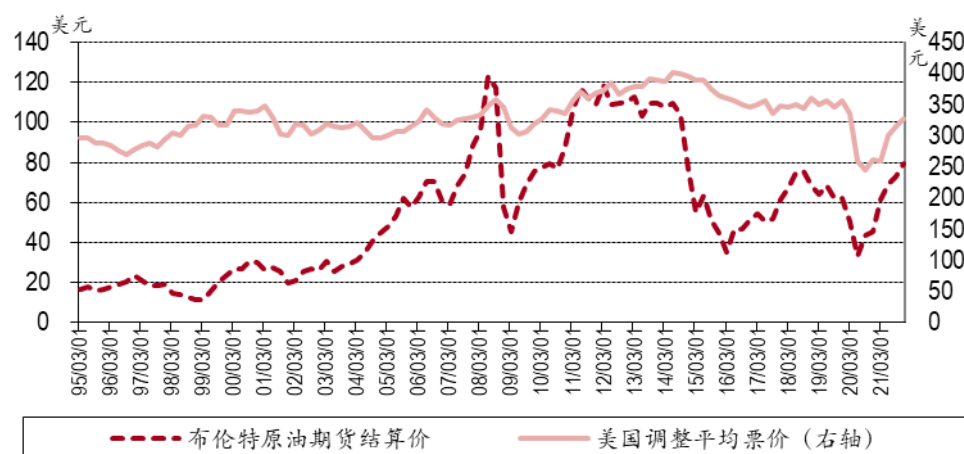
竞争格局优化促进美国航空业票价连续 5 年增长。2010-2014 年的票价实现 5 年连续提升，支撑美国航空业盈利能力大幅提升，高度的垄断也使得航空公司不再需要通过压低票价提高市场份额。2016 年，国际原油均价相比 2012 下降超过 60%，但票价水平较为坚挺，四年间只下跌了 10% 左右。配合客座率的稳步上升，美国航空公司业绩从 2010 年开始大幅上升。

图表 24.1995-2021 年美国航空票价及增速



资料来源：美国交通统计局，中银证券

图表 25.1995-2021 年美国航空票价与原油价格对比

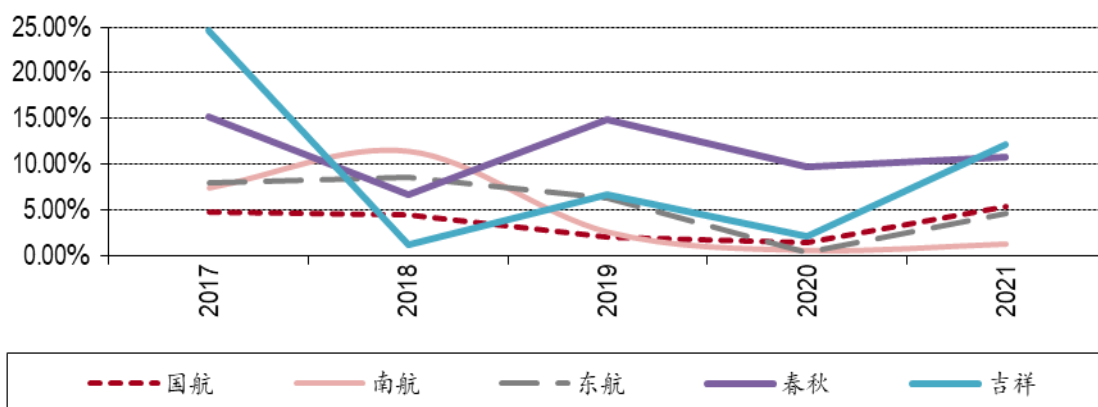


资料来源：美国交通统计局，中银证券

以美国航空供给侧变化规律为借鉴，看好疫情过后我国航空市场表现。基于全球航空出行规律，预测我国人均乘机次数至少存在 1 倍成长空间。全球来看人均 GDP 在 6000-9000 美元左右是航空出行需求快速上行阶段，按此标准，我国 2018 年已正式迈入航空出行时代。

2009-2018 年供给端投放高增速支撑我国航空市场供给充足，新冠疫情爆发以来供给增速放缓促使竞争格局变化。疫情前航空客运行业呈现稳健增长态势。据统计数据显示，“十二五”期间（2011-2015 年）：民航机队规模 CAGR 为 10.7%，民航客运量增幅均维持在+10%左右水平，5 年累计同比增幅 CAGR 为+8.27%。“十三五”期间（2016-2020 年）：2016-2018 年正常年份下，民航机队规模 CAGR 为 11.2%，后受波音 737 MAX、疫情影响，机队规模 CAGR 下降至 8%；正常年份民航客运量增幅维持在+10%左右水平。新冠疫情、中美贸易战等因素影响，供给侧增速受疫情影响增速放缓。据上市航司财报披露，国航、东航、南航 2019-2024 年机队规模 CAGR 分别为 1.9%、1.9%、3.5%。

图表 26.我国主要航司机队规模增速



资料来源：公司年报，中银证券

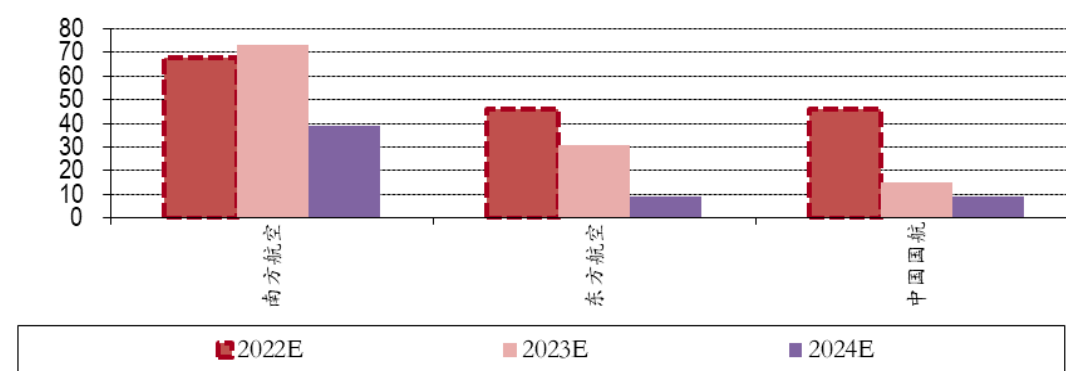
航空供给侧增速放缓，供需错配有驱动行业强周期。飞行员的培养和订购飞机具有周期效应，需要时间约 2-4 年，供给侧趋势短时间难以改变。基于交付周期、飞机引进政策等多方面因素，短期内运力供给难以快速补充。若疫情恢复，出行需求爆发有利于驱动行业强周期，看好未来弹性。

图表 27.2021 年运输飞机数量

		飞机数量	比上年增加	在运输机队占比 (%)
客运飞机	宽体飞机	465	7	11.50
	窄体飞机	3178	120	78.40
	支线飞机	213	12	5.30
	合计	3856	139	95.10
货运飞机	大型货机	43	0	1.10
	中小型货机	155	12	3.80
	合计	198	12	4.90

资料来源：民航局，中银证券

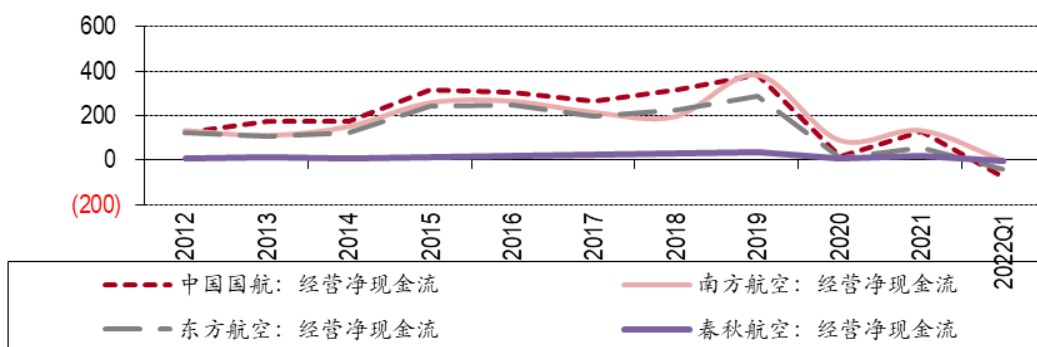
图表 28.2022-2024 三大航飞机计划引进数



资料来源：公司年报，中银证券

新冠疫情影响下，航司现金流严重承压，新一轮整合或临近。受本轮上海、北京疫情超预期影响，2022 年 4 月民航全行业亏损 330.2 亿元，创历史最大月度亏损纪录，全行业连续 9 个月亏损。2022 年 1-4 月，民航全行业累计亏损 719.1 亿元。根据上市公司年报数据显示，疫情以来主要航司经营现金持续下降，部分航司现金流降为负值。

图表 29.2012-2022Q1 国内主要航司经营净现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 中银证券

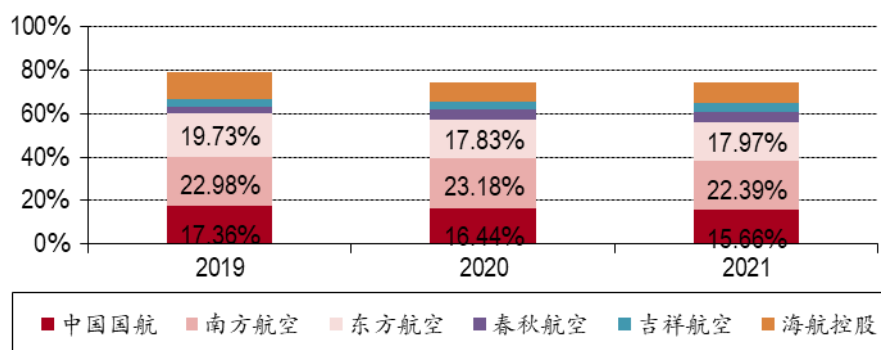
多重不利因素共振下, 不少民营航司已经被地方国资收购。疫情前, 多彩贵州航空、奥凯航空等民营航司就因经营情况不佳, 纷纷引入国资救火。疫情以来已有无锡、青岛、湖南、杭州的地方政府成功收购民航股权。近期, 国航或增资控股山东航空, 有望进一步提升市场份额。

图表 30.部分航司收购事件

航空公司	时间	事件	持股比例 (%)	名称	主基地
幸福航空	2018.11	西安航空航天投资股份有限公司入股	65	保持不变	保持不变
奥凯航空	2019.3	实际控制人变为华电投资有限公司	98.20	保持不变	保持不变
瑞丽航空	2020.8	无锡市国资委接手	57	更名为苏南瑞丽航空	主基地还在昆明但注册地已变更至无锡
青岛航空	2020.9	成为青岛市政府的全资控股公司	100	保持不变	保持不变
龙江航空	2020.11	被江苏艾方拍得公司 98 股权	98	待定	待定
红土航空	2020.12	湖南省政府成为第二大股东	26	更名为湖南航空	从昆明搬迁至长沙
长龙航空	2022.4	浙江省财政厅和杭州市萧山区财政局入股	11	保持不变	保持不变

资料来源: 企查查, 中银证券

图表 31.2019-2021 年国内主要航司市占率

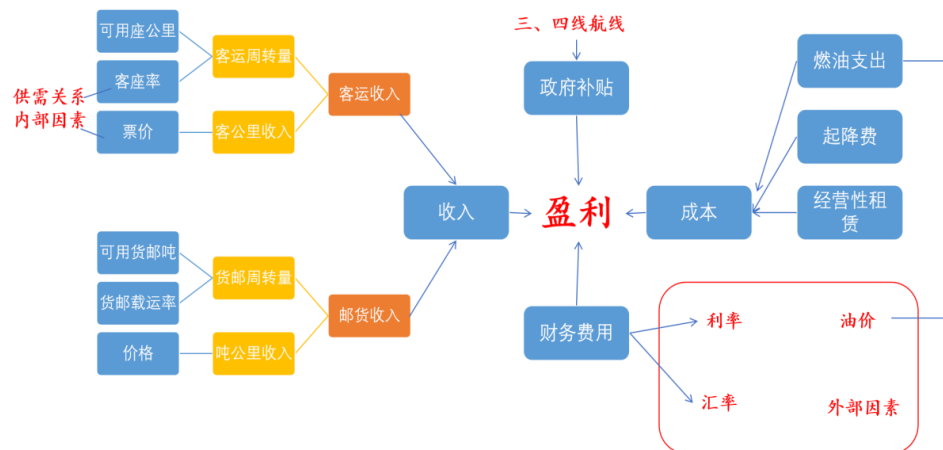


资料来源: 万得, 中银证券

（五）成本因素：油价汇率负面极致，静待见顶回归改善

油价和汇率是影响航司盈利能力的两个重要因素。以疫情前数据为例，根据国航公告显示，2019 年若平均航油价格上升或下降 5%，本集团航油成本将上升或下降约 17.98 亿元。若人民币兑美元汇率变动使人民币升值或贬值 1%，将导致本集团净利润和股东权益分别增加或减少人民币 4.44 亿元，而当年国航利润为 64 亿元。

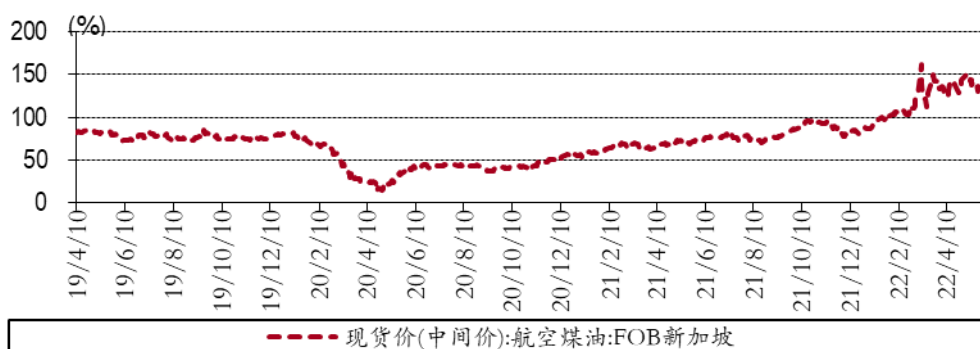
图表 32.航空业利润传导逻辑



资料来源：中银证券

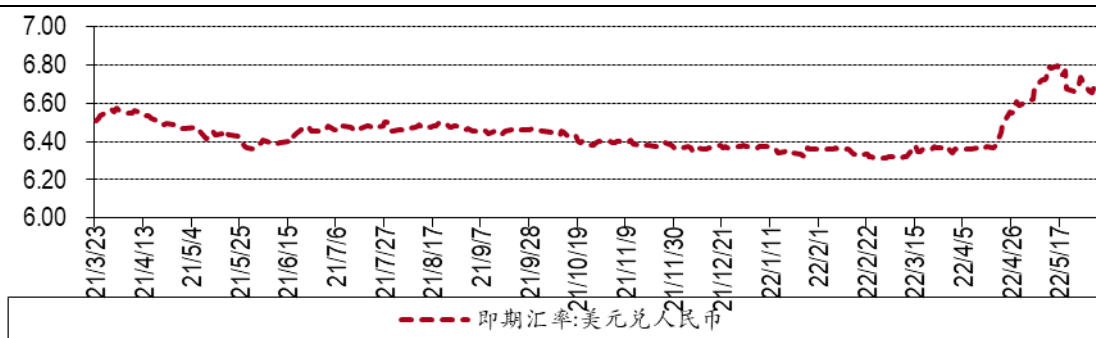
2022 年俄乌危机油价持续上涨，人民币汇率呈现贬值趋势。21 年以来航空煤油价格持续走高，航空货运价格或将进一步维持高位。航油成本约占航空公司成本的 30% 左右。航空煤油现货价同比上涨 51.22%，造成航司成本不断上升。2022 年 4 月人民币大幅贬值 4.25%，创下 80 个月以来最大贬值幅度，民航业所有航空公司当月汇兑损失或达到 100 亿元。

图表 33.航空煤油变化



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 美元兑人民币汇率变化

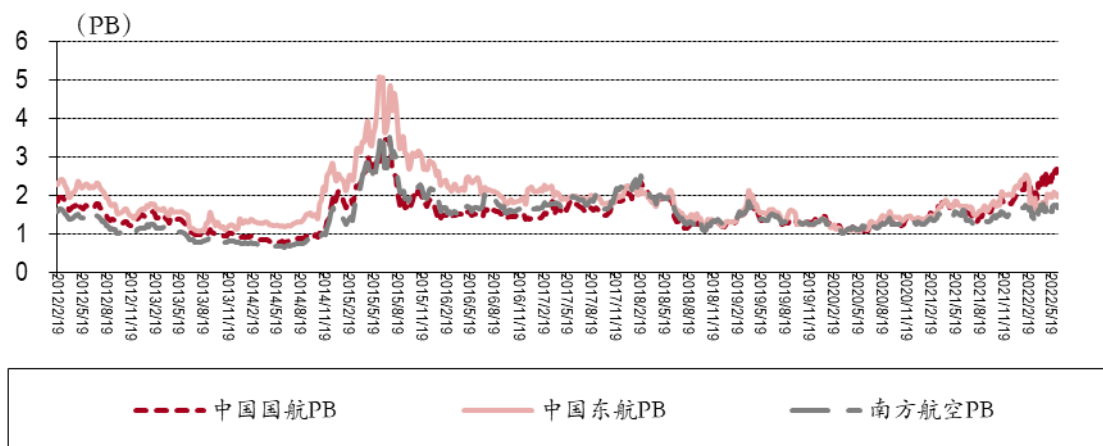


资料来源: 万得, 中银证券

(六) 估值水平：总体处于合理区间，但呈现分化特征

总体来看，航空上市公司市净率 PB 在 2015-2016 年达到顶峰，2020 年疫情后开始急速下降，在 2021 年有所改善。目前航空上市公司估值均处于相对合理区间，随着疫情情况改善、疫情防控策略逐步优化，航空出行需求恢复预期增强，航空出行板块在长期存在估值修复的空间。

图表 35.三大航（国航、东航、南航）估值对比



资料来源：万得，中银证券

中国国航最新 PB 值为 2.64(2022/6/12)。①历史 10 年 PB 均值 1.53，当前估值相对历史均值溢价水平为 172%。②百分位法：当前估值处在 69.80%的百分位。（0-20 为极度低估，20-40 为低估，40-60 正常，60-80 高估，80-100 极度高估）。③当前估值中枢约 1.56，溢价水平 169.73%。④疫情前估值水平（2019 年 12 月均值）1.38，溢出水平 191.96%。

中国国航的国际航线占比相对较多，在全球各国防控措施逐渐放宽的情况下，市场持续看好国航的国际航空客运业绩逐步改善的预期，估值修复相对较快，同时国内客运需求持续恢复、特别是公务出行的恢复下，将为国航带来更多的客流和更优质的客源，长期估值仍提升空间。

图表 36.中国国航 PB 估值对比



资料来源：万得，中银证券

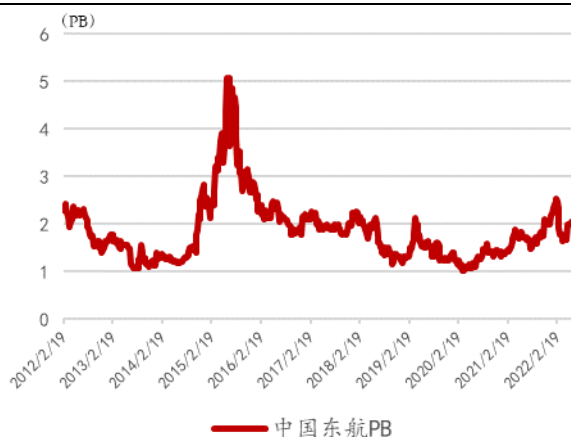
图表 37.南方航空 PB 估值对比



资料来源：万得，中银证券

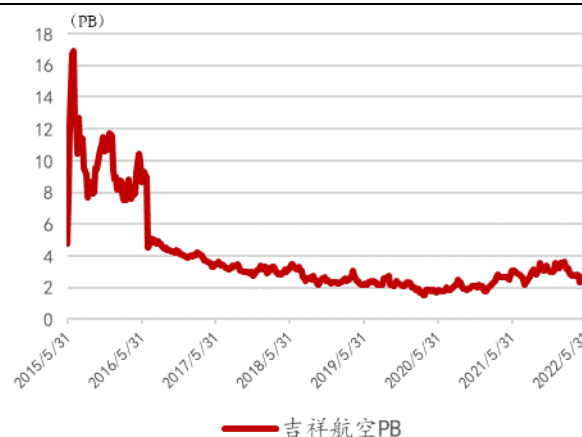
南方航空最新 PB 值为 1.73(2022/6/12)。①历史 10 年 PB 均值 1.47,当前估值相对历史均值溢价水平为 117.73%。②百分位法: 当前估值处在 36.10%的百分位。(0-20 为极度低估, 20-40 为低估, 40-60 正常, 60-80 高估, 80-100 极度高估) ③当前估值中枢约为 1.6, 溢价水平 107.86%。④疫情前估值水平(2019 年 12 月均值) 1.28, 溢出水平 135.01%。

图表 38.中国东航 PB 估值对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 39.吉祥航空 PB 估值对比



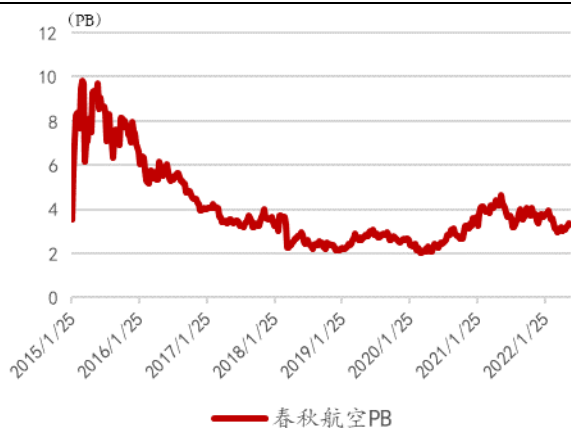
资料来源: 万得, 中银证券

东方航空最新 PB 值为 2.02(2022/6/12)。①历史 10 年 PB 均值 1.85,当前估值相对历史均值溢价水平为 109.36%。②百分位法: 当前估值处在 24.66%的百分位。(0-20 为极度低估, 20-40 为低估, 40-60 正常, 60-80 高估, 80-100 极度高估) ③当前估值中枢约为 1.6, 溢价水平 126.21%。④疫情前估值水平(2019 年 12 月均值) 1.29, 溢出水平 157.10%。

受俄乌冲突影响, 原油价格急剧提升, 航空股大幅回调震荡。相比中国国航, 当前南方航空、中国东航的估值具备提升空间。特别是南方航空目前估值安全边际较高, 估值中枢有望持续上移, 作为头部航空公司, 目前估值具有相对吸引力。东方航空与疫情前估值相比, 溢出水平高于南方航空。

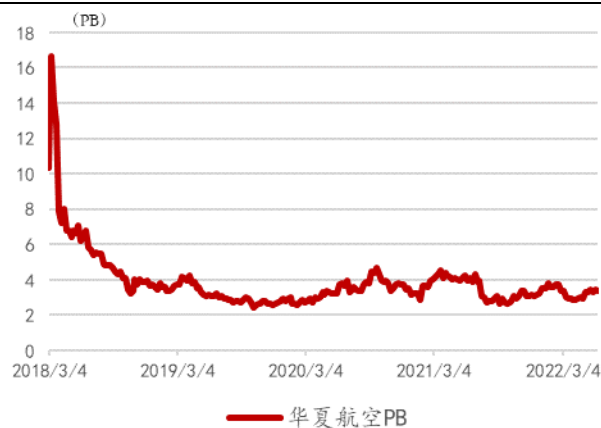
吉祥航空最新 PB 值为 2.95(2022/6/12)。2015-2016 年吉祥航空估值过高, 不适于现在进行比较, 因此我们选择 2017 年起的时间序列进行对比分析。①历史 5 年(2017 年开始), PB 均值 2.7,当前估值相对历史均值溢价水平为 109.16%。②百分位法: 当前估值处在 53.51%的百分位。(0-20 为极度低估, 20-40 为低估, 40-60 正常, 60-80 高估, 80-100 极度高估) ③当前估值中枢约为 1.89, 溢价水平 156.11%。④疫情前估值水平(2019 年 12 月均值) 2.18, 溢出水平 135.49%。总体而言, 吉祥航空在疫情导致估值下滑后已经完成了估值修复, 主要原因在于吉祥航空国内业务占比超过 80%, 新冠疫情爆发以来, 相比国际业务占比较高三大航而言, 吉祥航空经营业绩受影响相对更小。

图表 40.春秋航空 PB 估值对比



资料来源：万得，中银证券

图表 41.华夏航空 PB 估值对比



资料来源：万得，中银证券

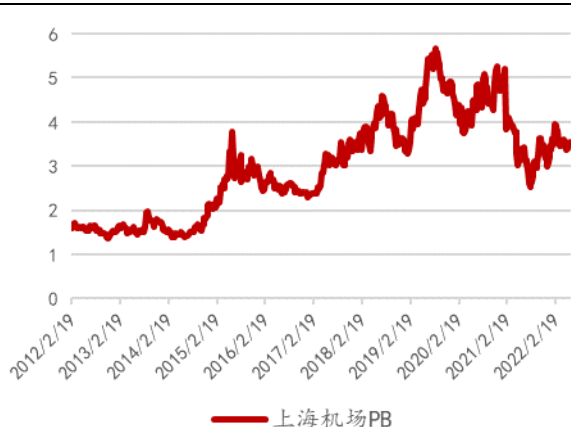
春秋航空最新 PB 值为 3.31(2022/6/12)。①历史 5 年（剔除极端值，从 2017 年开始的时间序列）PB 均值 4.02,当前估值相对历史均值溢价水平为 82.19%。②百分位法：当前估值处在 16.58%的百分位。（0-20 为极度低估，20-40 为低估，40-60 正常，60-80 高估，80-100 极度高估）③当前估值中枢约为 1.85，溢价水平 178.42%。④疫情前估值水平（2019 年 12 月均值）2.59，溢出水平 127.75%。

自 2017 年以来，春秋航空估值中枢逐步上移，体现出市场对其的关注度。新冠疫情期间，公司积极应对挑战，逆市而上完善航线网络，ASK 修复能力位居航空上市公司首位。其中 2021 年可用座公里较 2020 年+9.6%(较 2019 年-5.1%)，接近疫情前水平，国内客运需求较 2020 年+17.4%，较 2019 年+47.0%。作为低成本航空龙头，春秋航空具备成长潜力，具备长期投资价值。

华夏航空最新 PB 值为 3.35(2022/6/12)。①历史 4 年（2018 年上市）PB 均值 3.68,当前估值相对历史均值溢价水平为 90.99%。②百分位法：当前估值处在 15.95%的百分位。（0-20 为极度低估，20-40 为低估，40-60 正常，60-80 高估，80-100 极度高估）③当前估值中枢约为 2.86，溢价水平 117.11%。④疫情前估值水平（2019 年 12 月均值）2.73，溢出水平 122.87%。

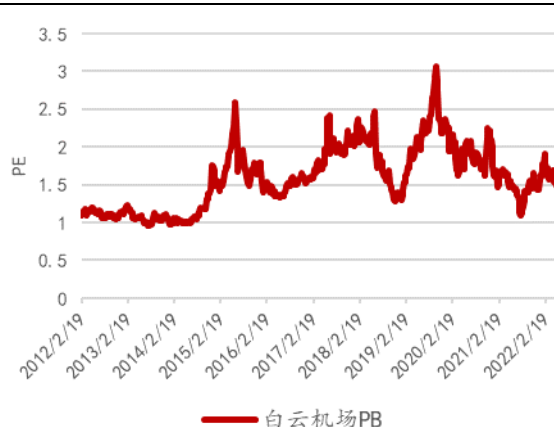
华夏航空目前仍处于估值历史低位，但已经高于疫情前的估值水平。去年受疫情和飞机起降事故影响造成航班产能下降，但募集资金购置飞机的举措将提高公司机队水平，有利于公司的长期发展。

图表 42.上海机场 PB 估值对比



资料来源：万得，中银证券

图表 43.白云机场 PB 估值对比



资料来源：万得，中银证券

上海机场最新 PB 值为 3.48(2022/6/12)。①历史 10 年 PB 均值 2.98,当前估值相对历史均值溢价水平为 116.62%。②百分位法: 当前估值处在 49.20%的百分位。(0-20 为极度低估, 20-40 为低估, 40-60 正常, 60-80 高估, 80-100 极度高估) ③当前估值中枢约为 4.61, 溢价水平 75.46%。④疫情前估值水平(2019 年 12 月均值) 4.83, 溢出水平 72.01%。

疫情前受机场免税商业模式优势影响, 上海机场近十年估值水平保持上升趋势, 估值中枢有望持续上移。疫情爆发以来, 机场 2021 年国内旅客吞吐量同比 2019 年-19%, 同比 2020 年+19%, 国际客流量断崖式下降, 暂时打破了机场与免税融合的商业模式, 随着疫情防控经验和措施逐步丰富, 未来国际客流的恢复预期逐步增强, 机场免税销售规模有望逐步改善提升。从目前估值相比 2019 年来看, 相对处于低估水平。

白云机场最新 PB 值为 1.59(2022/6/12)。①历史 10 年 PB 均值 1.6,当前估值相对历史均值溢价水平为 99.79%。②百分位法: 当前估值处在 30.14%的百分位。(0-20 为极度低估, 20-40 为低估, 40-60 正常, 60-80 高估, 80-100 极度高估) ③当前估值中枢约为 2.05, 溢价水平 77.68%。④疫情前估值水平(2019 年 12 月均值) 2.29, 溢出水平 69.46%。

白云机场目前估值仍处于历史底部, 疫情期间白云机场航班起降架次排名稳步提升, 航空性业务总体稳健, 同时公司积极优化免税业务等非航业务, 若疫情逐步好转, 国际客流逐步放开, 公司业绩和估值有望迎来戴维斯双击。

深圳机场最新 PB 值为 1.15 (2022/6/12)。①历史 10 年 PB 均值 1.38,当前估值相对历史均值溢价水平为 83.46%。②百分位法: 当前估值处在 12.19%的百分位。(0-20 为极度低估, 20-40 为低估, 40-60 正常, 60-80 高估, 80-100 极度高估) ③当前估值中枢约为 1.64, 溢价水平 70.25%。④疫情前估值水平(2019 年 12 月均值) 1.65, 溢出水平 69.53%。

深圳机场目前估值低于疫情前水平, 仍被低估, 近期受深圳、香港疫情影响, 机场短期客流量和盈利水平会低于预期。长期来看, 国内疫情整体可控, 新投产使用的卫星厅能有效助力机场产能提升, 但目前国际客流量相对有限, 免税等非航业务占比较低, 影响估值水平。

（七）投资建议：积极布局航空出行回归与反转机会

国内方面，随着上海分阶段推进复商复工，国内航空出行需求底部大概率形成，后续航空出行市场有望逐步恢复。吉祥航空、春秋航空等部分航司陆续复飞上海始发航班，是我国国内航空出行市场恢复的重要标志信号。叠加近期民航局出台纾困政策，强化民航客运市场正常保底运行。国际方面，新冠特效药新进展持续增强全球各国边境开放预期，2022 年下半年后全球出行板块大概率迎来趋势性复苏态势。但我国国际航线恢复进程具有不确定性，取决于防疫策略优化，乐观情景假设国际线恢复疫情前至少需要 2-3 年的时间。建议近期关注国内航空市场恢复预期增强带来的航空行业系统机会，长期关注细分航空出行市场的龙头。

投资建议：建议继续关注国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），关注低成本航司春秋航空（601021.SH）、支线龙头华夏航空（002928.SH）。估值角度来看，关注南方航空（600029.SH）、白云机场（600004.SH）。

(八) 风险提示

1. 新冠疫情反复超预期的风险：2020 年新冠疫情爆发以来，全面压制航空出行需求，若疫情持续反弹反复，将对航空行业产生巨大风险。
2. 新冠疫情防控政策变化的风险：疫情防控措施一定程度限制了客运出行需求，若防疫政策进一步强化，将压制航空出行需求，进而造成航司经营压力。
3. 航空出行需求不及预期的风险：虽然我国目前人均乘机次数仍有较大提升空间，但随时疫情期间公众逐步习惯线上办公，可能会产生出行替代效应造成后疫情航空出行需求下降的风险。
4. 航空运行安全事件：航空安全运行是民航业发展的重中之重，若出现航空安全事件，将会影响公众出行的航空选择偏好程度，进而压制航空出行需求及航司经营业绩。
5. 油价、汇率大幅波动产生的风险：油价和汇率是影响航司盈利能力的两个重要因素，若油价持续上涨和人民币汇率持续贬值都将对航司造成运营成本压力。
6. 航空运输政策变化等产生的风险：航空运输的时刻、航线资源对航司经营效益有着较大的影响，若相关政策发生变化，将产生一定的经营风险。

附录图表 44. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2021A	2022E	2021A	2022E	(元/股)
000089.SZ	深圳机场	未有评级	6.46	132.48	0.05	0.05	147.63	(187.74)	5.80
002928.SZ	华夏航空	未有评级	10.10	102.37	0.31	0.09	41.09	92.31	3.57
600004.SH	白云机场	未有评级	12.00	284.01	(0.19)	(0.23)	(64.72)	(411.76)	7.74
600009.SH	上海机场	未有评级	47.66	918.39	(0.92)	(0.74)	(50.54)	(75.59)	14.27
600029.SH	南方航空	未有评级	6.24	938.19	(0.56)	(0.36)	(12.15)	(16.96)	3.99
600115.SH	中国东航	未有评级	4.58	745.28	(0.58)	(0.44)	(8.94)	(9.34)	2.72
601021.SH	春秋航空	未有评级	45.50	416.99	(0.31)	0.37	(185.78)	(664.74)	15.00
601111.SH	中国国航	未有评级	9.32	1137.92	(1.01)	(0.63)	(9.07)	(13.78)	4.23
603885.SH	吉祥航空	未有评级	13.13	258.15	(0.02)	(0.02)	(795.09)	(72.73)	5.11

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 6 月 14 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371