

仅供机构投资者使用

证券研究报告|行业深度研究报告

航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望

华西证券交运行业首席分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

2022年8月9日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

本篇报告核心结论

- **航空出行的特点决定了其是一个长跑型选手。**航空出行的产品力是一个较为稳定的状态，因此航空出行渗透率取决于机票价格和人均可支配收入。在航空公司不打恶性价格前提下，机票价格是一个长期慢变量，而人均可支配收入也是一个长期慢变量，这就决定了航空出行渗透率的提升是一个长期而又较为缓慢的过程，是一个长跑型选手。
- **未来存在可以提升长期航空出行需求增长曲线、以及板块净利率中枢的因素：**比如未来油价、飞机持有成本的下降，这部分下降的成本同样可以传导至客公里收益，从而抬升航空出行需求增长曲线；比如未来10年，1962-1973年出生的这一代人将陆续进入退休生活，这部分群体完全可以在淡季从容出游。淡旺季客座率差距被缩小，意味着原来Q2、Q4净利率中枢的抬升。
- **疫情后需求修复节奏的判断：**对于国内线，疫情持续已经接近两年半时间，已经改变了居民收入、以及居民对未来收入的预期，市场担心未来国内航线需求的修复速度大概率会比预期慢。但我们基于人均消费支出细项的拆分，以及考虑到居民存款“蓄水池”的作用，我们对疫情后国内线需求总量恢复速度更乐观些；对于国际线，我们认为部分跨境游需求可以延迟至疫情后释放，国际线需求恢复的节奏大概率要超预期。
- **投资建议：**未来3-5年航空是由 β 主导的投资机会，客观来说，尤其三大航之间择股的重要性并不强，更重要的是当期市值、远期预期市值、以及预期兑现概率这三者之间的匹配程度。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、疫情再次出现反复、油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。

目录

contents

- 01 航空商业模式及产业链结构总结
- 02 航空出行需求总量的推演
- 03 航空出行需求结构的推演
- 04 投资建议
- 05 风险提示



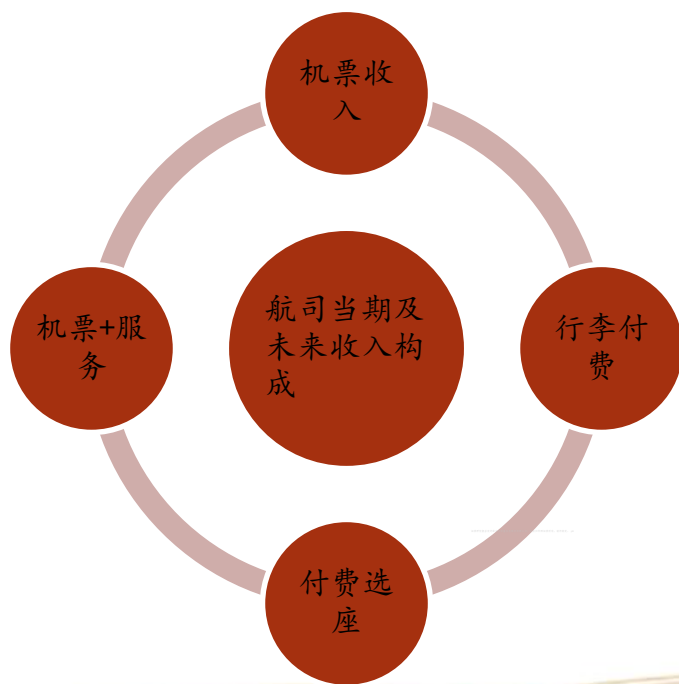
01 航空商业模式及产业链结构总结

随着因私占比的提升，航空可选消费的属性开始凸显，航空出行需求增速的波动性大幅减小。

1.1 航空商业模式的总结

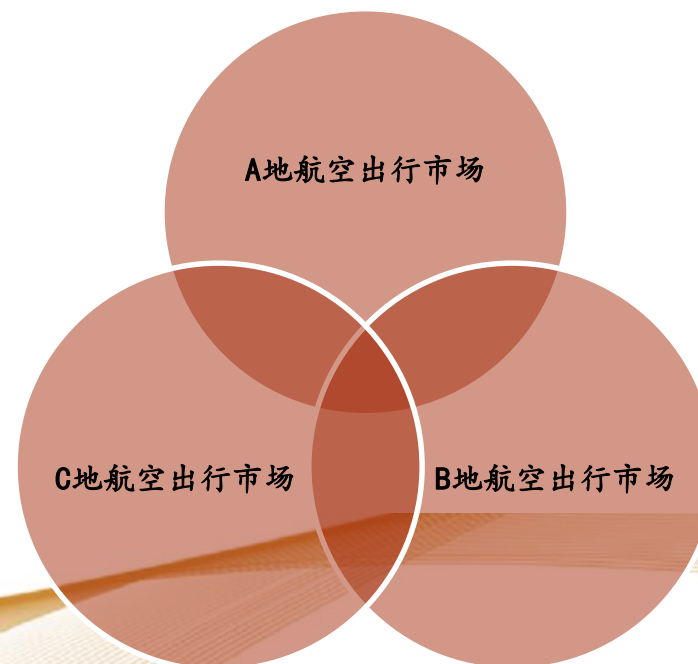
- **航空客运的底层商业属性：**提供的是旅客的位移服务，将旅客安全、快速的从出发地机场送至目的地机场。
- **航空客运服务特点一：**被服务对象伴随整个服务流程。机票收入是航空公司最基础收入来源，未来可以基于旅客进行流量变现，比如行李付费、付费选座（目前政策还没放开），再比如远期基于旅客需求深度挖掘而推出机票+服务。
- **航空客运服务特点二：**与住宅市场类似，是由彼此既相互独立、但又存在一定重合的区域市场构成。

图表：航司当期及未来收入构成



资料来源：华西证券研究所

图表：航空市场的特点

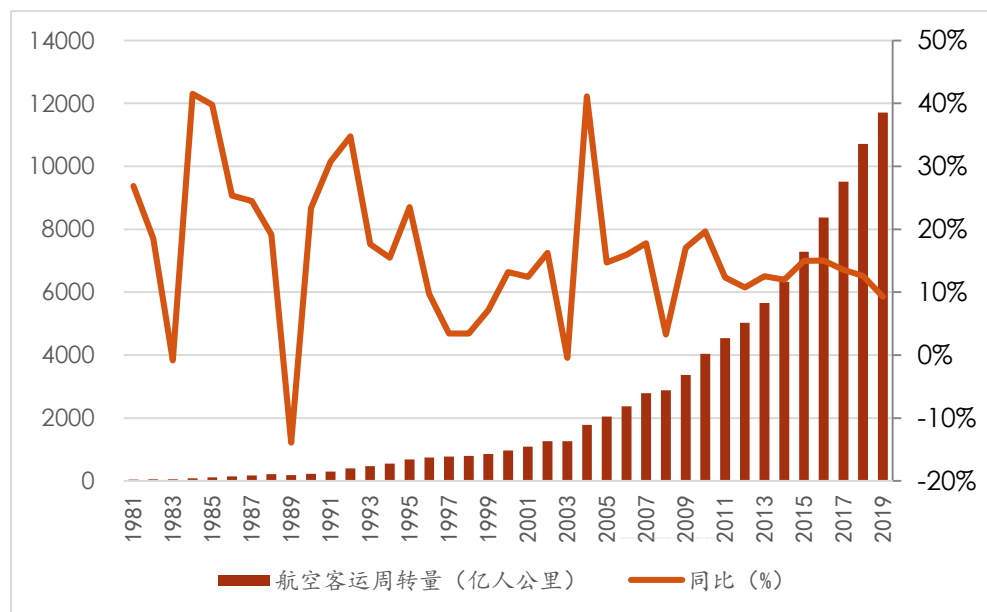


资料来源：华西证券研究所

1.2 航空需求结构的演变

- **第一阶段：以政务、商务出差需求为主。**尤其商务出差需求，体现在公司的销售或管理费用中，在经济向上、或向下波动的周期中，销售或管理费用是优先被调整的项目，因此这一阶段的航空需求呈现一定周期性特点。
- **第二阶段：随着人均可支配收入的提升，因私出行需求占比逐步反超因公出差需求，航空可选消费的属性开始凸显。**比如2004/2005年因公航空出行占比90%左右（对应因私出行占比只有10%左右），2019年因私航空出行占比已经超过60%。随着因私占比提升，航空出行需求增速的波动性大幅减小。

图表：1981-2019年航空出行需求变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2011-2019年人均可支配收入中位数客购买机票张数



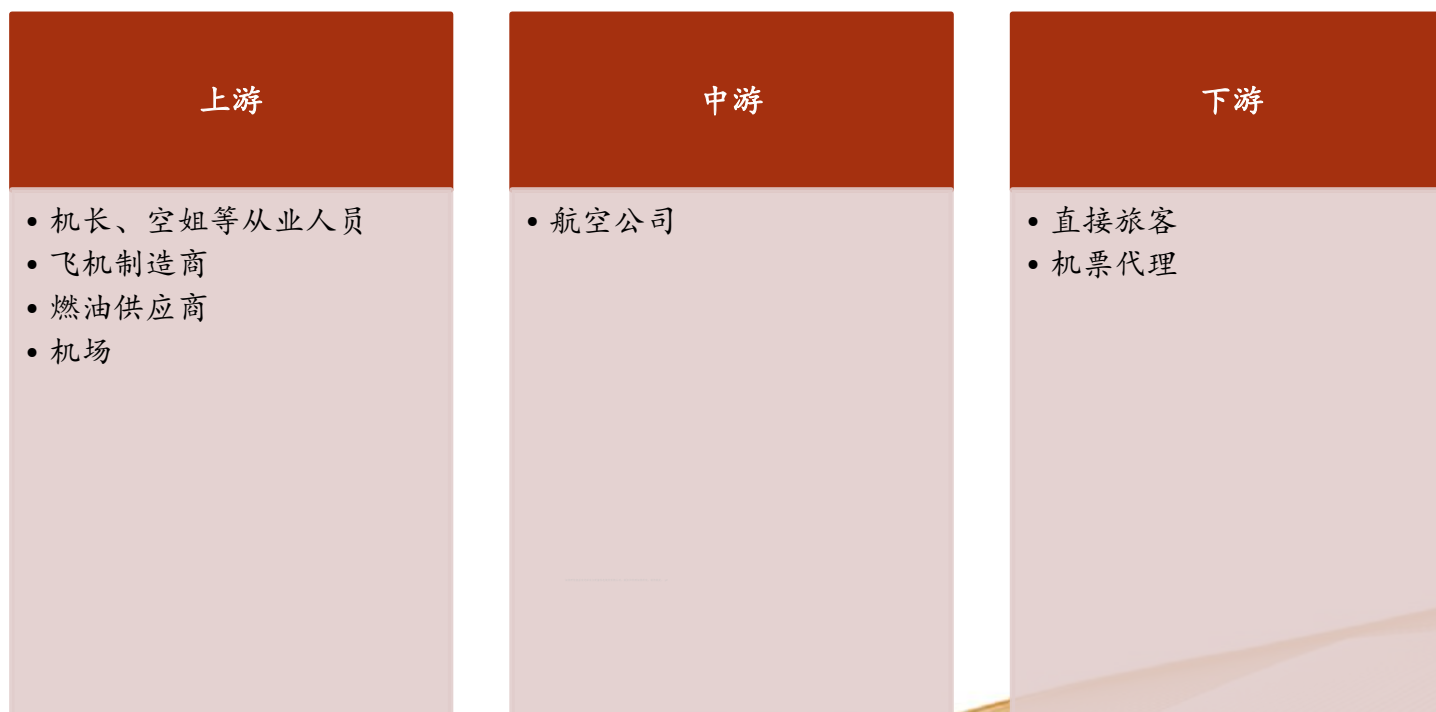
资料来源：wind，华西证券研究所

注：机票价格采取中国国航当年的平均票价

1.3 航空出行产业链结构

- **上游：**核心岗位供给（比如机长、空姐）、燃油、机场和飞机制造商。未来需要重点关注两个长周期的变化：一是国产大飞机量产后，对飞机目录价格的影响；二是风光、核电等在能源结构占比提升，对未来油价的影响。
- **下游：**票代或者直接旅客。取消票代，其实是把中间渠道环节的利润逐步拿回来。移动互联网兴起为航司降低代理业务手续费提供了客观基础，疫情前的2019年，三大航机票代理费已降低至20亿元左右（数据来源：2019年公司年报）。

图表：航空出行产业链结构



资料来源：华西证券研究所



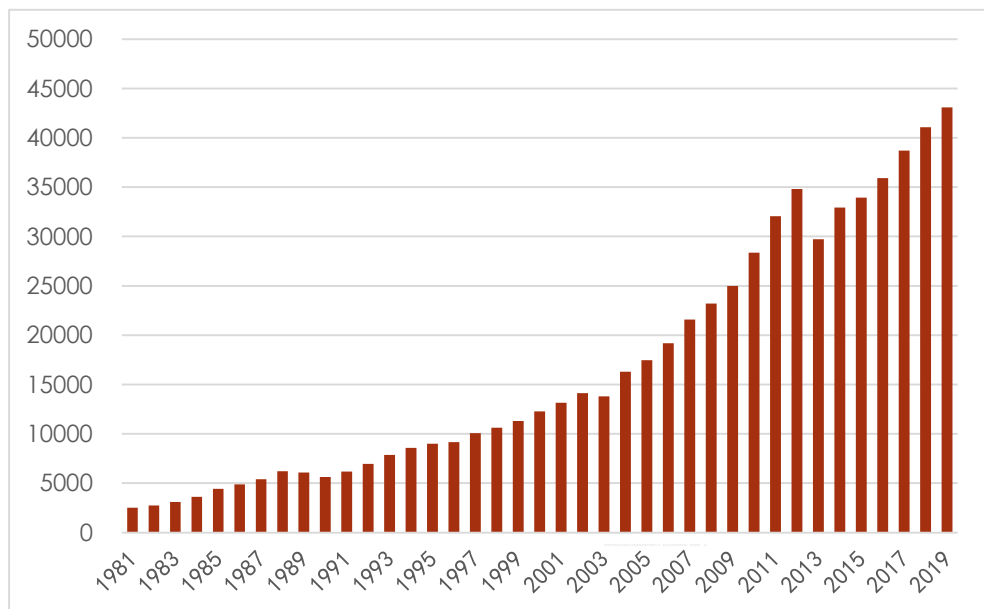
02 航空出行需求总量的推演

长期而言，航空出行渗透率的提升是一个长期而又较为缓慢的过程。疫情影响消退后，国内线需求修复速度大概率低于预期，国际线需求修复速度大概率比预期好。

2.1 长周期看航空渗透率提升的逻辑

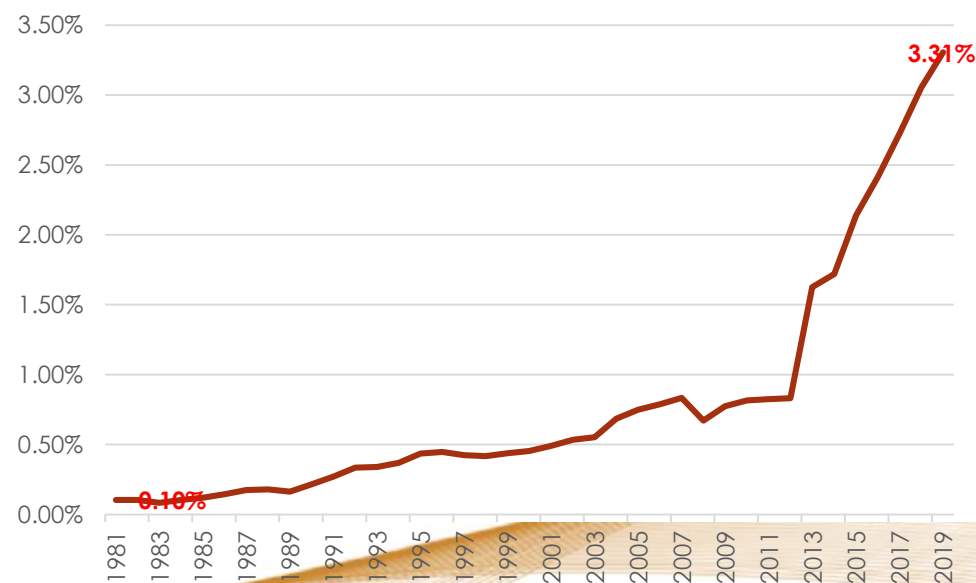
- 首先，经济增长是出行总需求增长的底层逻辑。一方面体现在出行人次的增长，另一方面体现在出行距离的拉长，比如企业在异地扩张市场引发更长距离的差旅需求，再比如旅客前往更远目的地去旅游。
- 其次，航空出行是旅客出行的消费升级。任何一个出行方式的成本包括直接成本（票价）和时间成本，人均可支配收入增长直接带动旅客时间成本提升，这个是航空出行渗透率提升的最底层逻辑。

图表：1981-2019年旅客周转量（亿人公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：1981-2019年航空旅客占比（%）

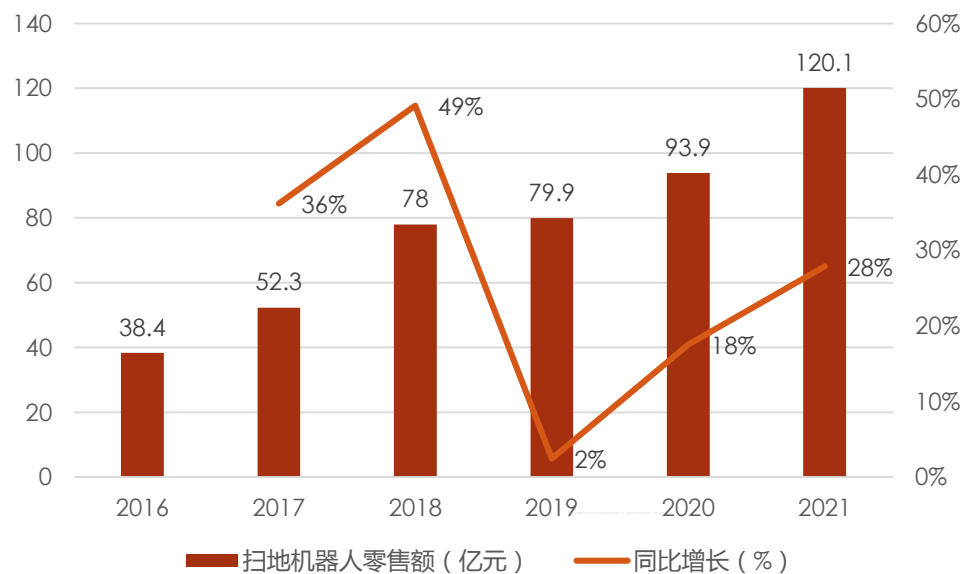


资料来源：wind，华西证券研究所

2.1 长周期看航空渗透率提升的逻辑

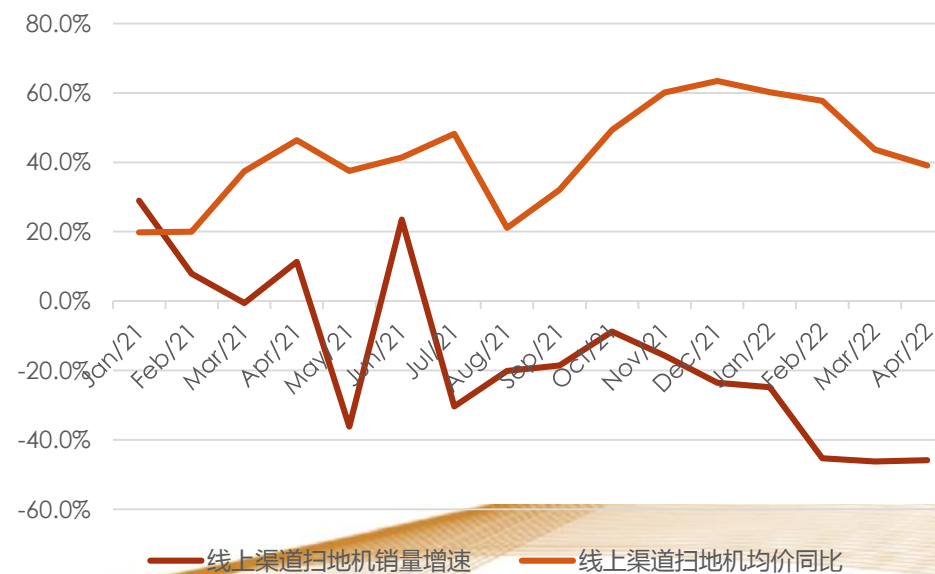
- 对于任何一个消费品而言，渗透率提升的斜率取决于产品力、产品价格和人均可支配收入的边际变化。
- 以扫地机器人为例，2020年导航和障碍识别技术的进步使得扫地机器人短期产品力大幅提升，2020年销售额增速重回高增长。2021年整体产品力仅微创新，均价同比40-60%增长，大幅增长的价格明显抑制了当期的消费需求，2021年以来只有个别月份销量实现了正增长，今年2-4月销量同比下降幅度甚至超过40%。

图表：2016-2021年扫地机器人零售额变化趋势



资料来源：奥维云网，华西证券研究所

图表：线上渠道扫地机器人当月销量、均价同比变化情况 (%)

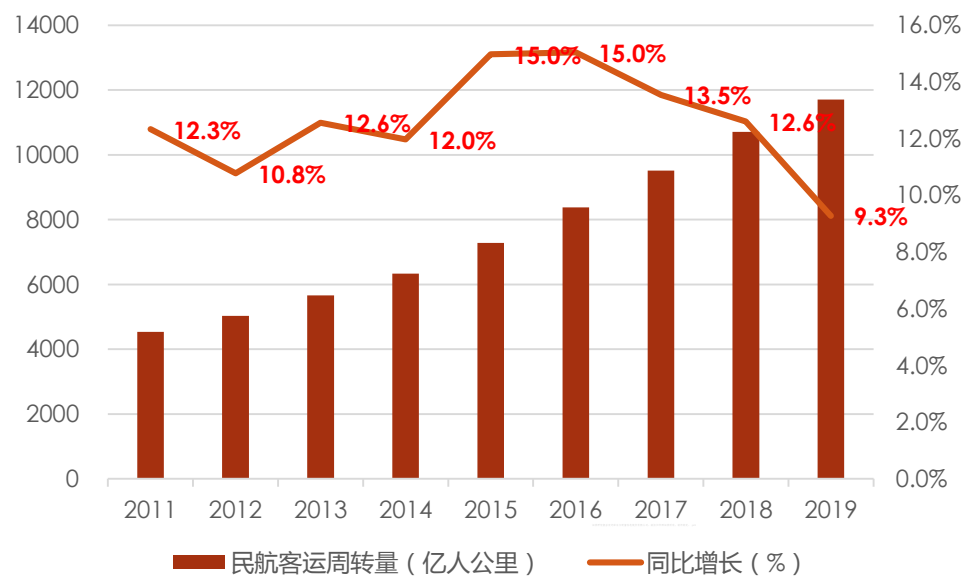


资料来源：奥维云网，华西证券研究所

2.1 长周期看航空渗透率提升的逻辑

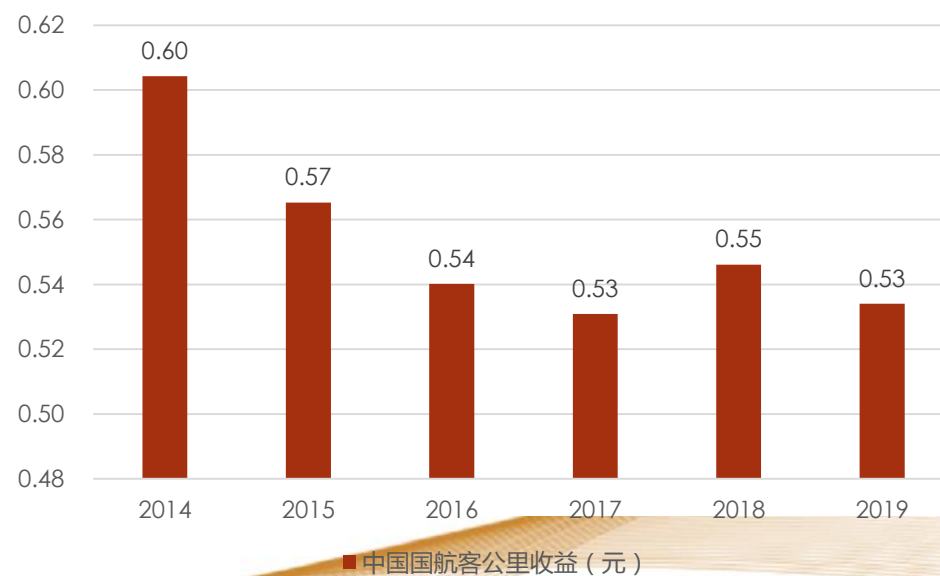
- 对于航空出行而言，基础产品是提供旅客的位移服务，在飞机的飞行速度没有取得质的突破前，航空出行的产品力是一个较为稳定的状态，因此航空出行渗透率取决于机票价格和人均可支配收入。
- 在航空公司不打恶性价格前提下，机票价格是一个长期慢变量，而人均可支配收入也是一个长期慢变量，这就决定了航空出行渗透率的提升是一个长期而又较为缓慢的过程，是一个长跑型选手。

图表：2011-2021年民航客运周转量及增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2014-2019年中国国航客公里收益 (元)

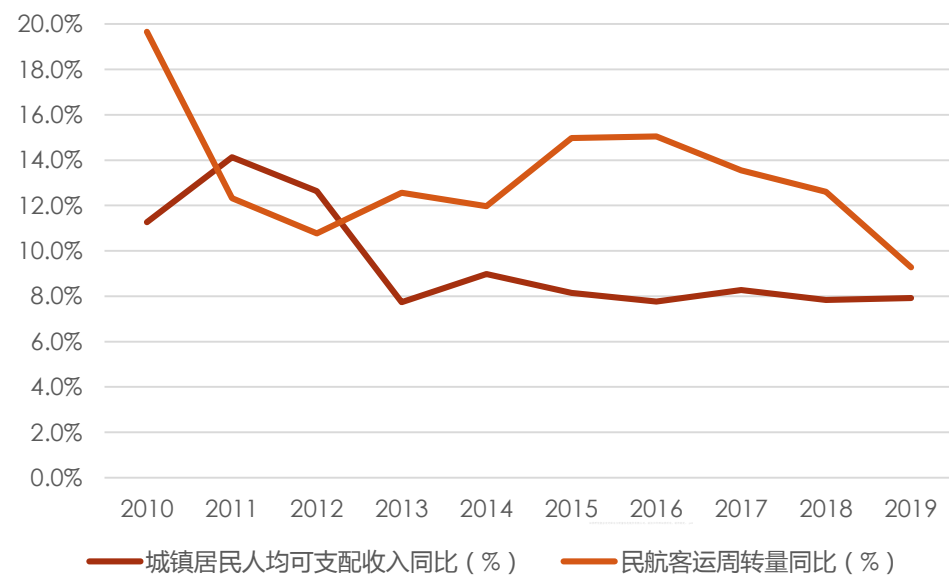


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.1 长周期看航空渗透率提升的逻辑

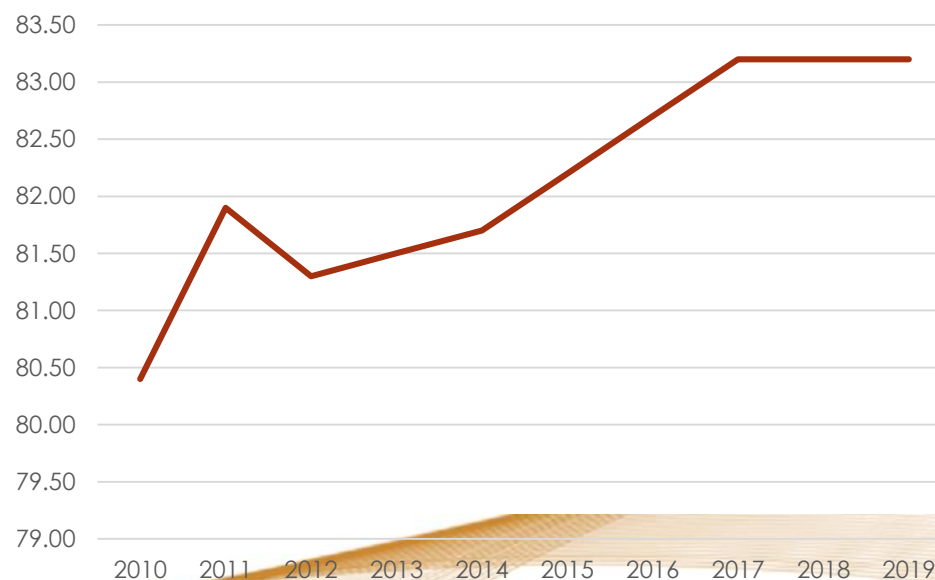
- 从需求端看，如果能够将客公里收益保持稳中有降的态势，航空出行需求有望持续跑赢人均可支配收入的增速，跑赢的幅度则取决于当年客公里收益下降的幅度。
- 从供给端看，航空公司可以通过提升客座率水平，使得客公里收益保持相对比较平稳的水平（或者下降幅度小于客公里收益）。在提渗透率阶段，航空公司收入的增长主要驱动因素是可用座公里和座公里收益。

图表：历年城镇居民人均可支配收入增速与民航客运周转量增速



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2010-2019年民航正班客座率 (%)

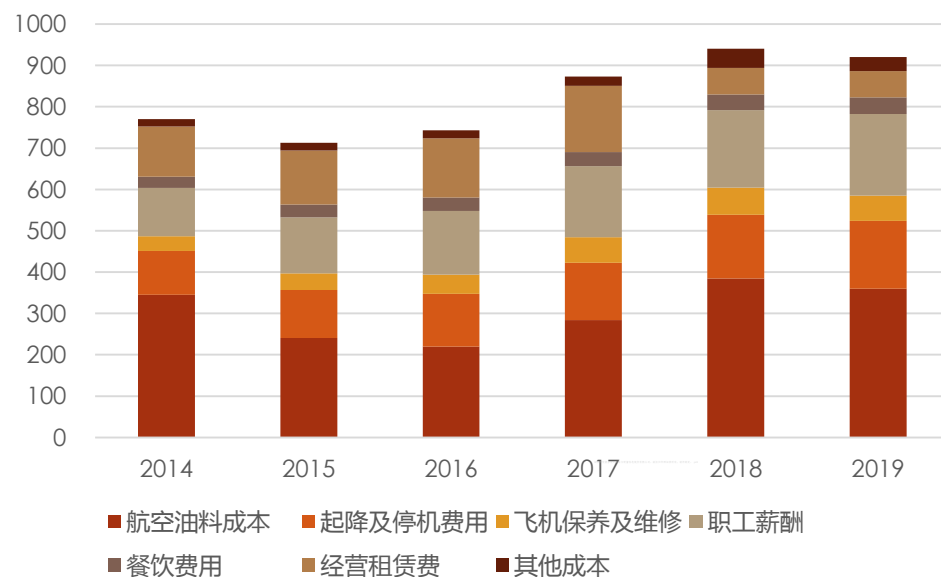


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 我们预计可以改变航空出行增长曲线的因素

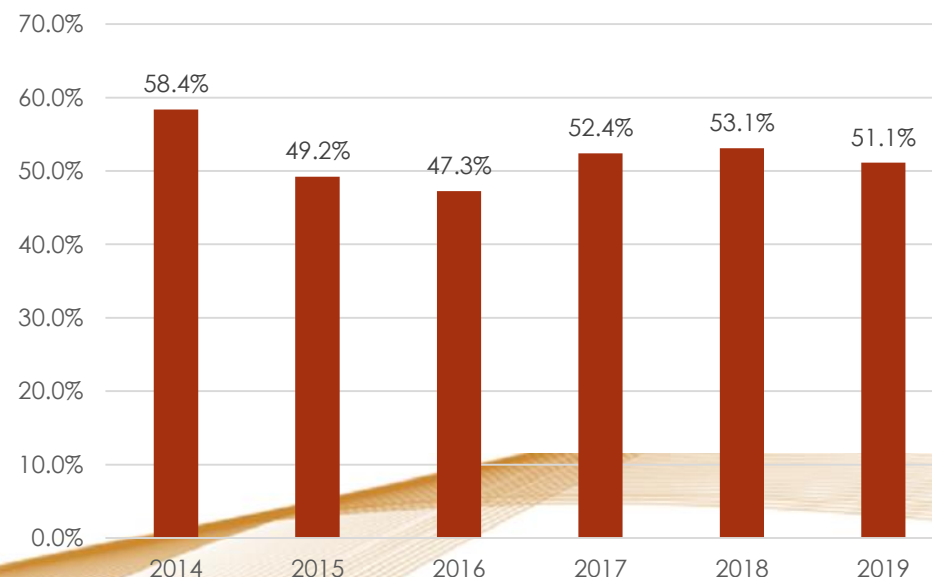
- **第一，油价。**新能源增长的底层逻辑是，更低成本（包括外部成本）的能源对高成本能源的替代。风光、核电占比的提升，汽车等电动化趋势，挤占的是原油等传统能源的空间，从这个角度可以推导出长期油价向下的趋势。油价占航空公司成本30%左右，油价下降的部分如果传导至客公里收益，我们预计可以抬升航空需求增长曲线。
- **第二，飞机持有成本。**根据中国商飞，今年C919首飞试验圆满完成，适航取证和交付准备工作有序推进，商飞公布售价为每架0.99亿美元（A320系列目录价格1.3亿美元左右），考虑到后续维修保养开支和折旧费用，C919的引进将大幅降低国内航司的飞机持有成本。这部分下降的成本如果传导至客公里收益，我们预计将抬升航空出行需求增长曲线。

图表：2014-2019年中国国航营业成本构成



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表：中国国航燃油成本及飞机持有成本占当年营业收入比（%）

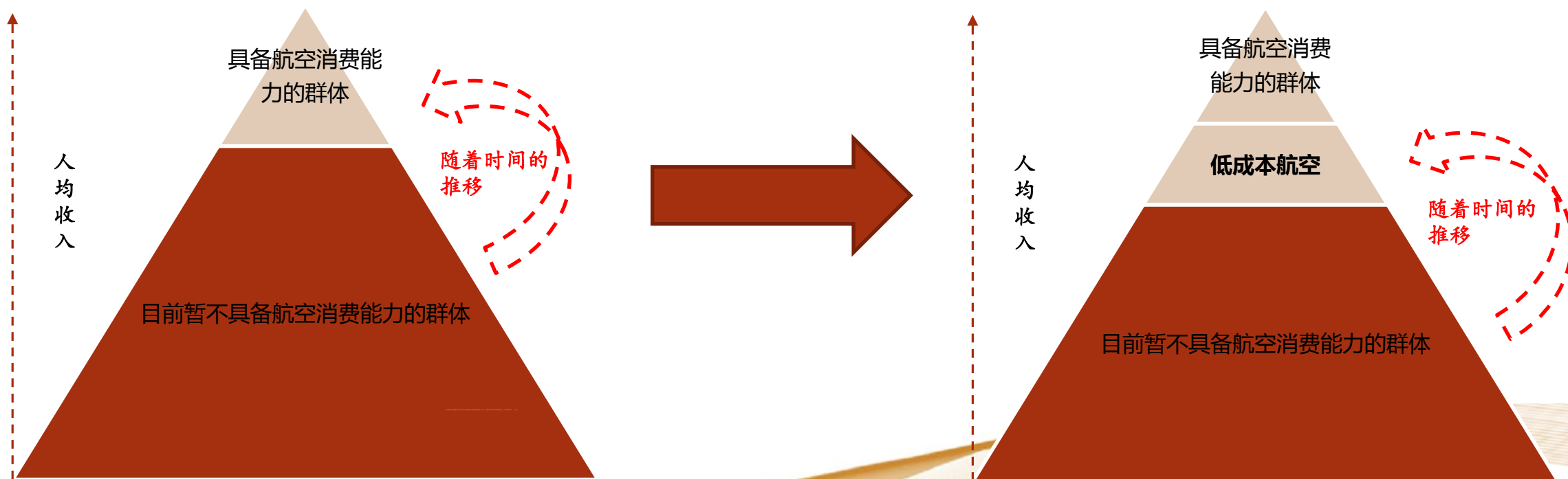


资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2 我们预计可以改变航空出行增长曲线的因素

- 第三，低成本航司也能够抬升航空出行需求的增长曲线。低成本航空提供价格较低的机票，可以短期内扩大航空出行需求的消费群体，进而能够提升航空渗透率提升的斜率。

图表：低成本航司也能够抬升航空出行需求的增长曲线

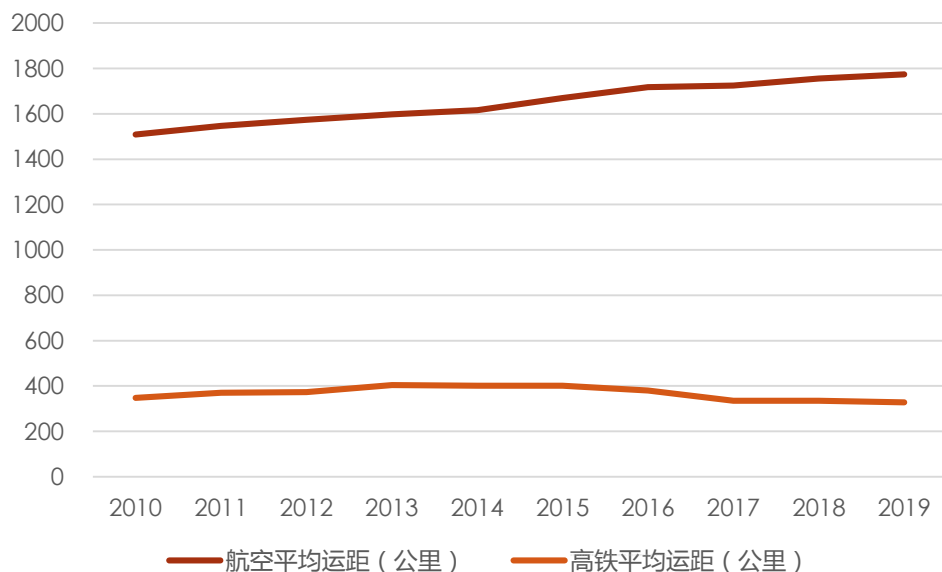


资料来源：华西证券研究所

2.2 我们预计可以改变航空出行增长曲线的因素

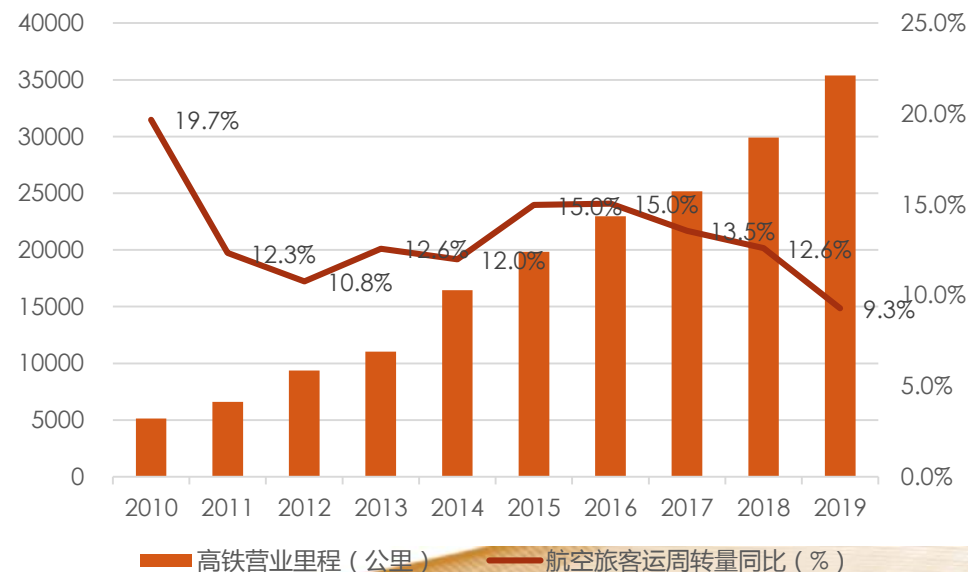
- 第四，与市场观点有所不同的是，我们认为高铁并没有改变航空出行需求增长曲线。首先，高铁平均运距350-400公里，航空是1500-1700公里，航空与高铁旅客重合度并不高；其次，高铁可以作为枢纽机场集疏运系统，将强化枢纽机场在区域国际航空市场中的地位；最后，高铁二等座票价可以看作是航空周期底部的票价底。

图表：历年航空平均运距与高铁平均运距（公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：历年高铁营业里程与航空旅客周转量增速

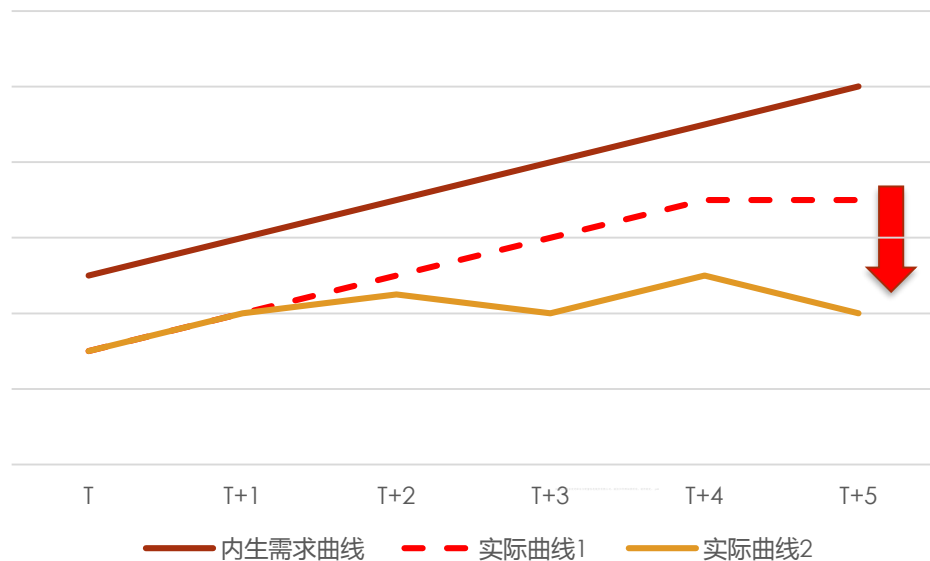


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 疫情后国内线需求总量恢复节奏推演

- 民航客运内生需求取决于当期票价水平（包括燃油附加费、机场建设费）、以及当期旅客的消费意愿（由当期可支配收入及消费信心决定，对未来收入的预期影响当期消费信心）。
- **疫情的变化**，一方面通过防疫政策影响出行，另一方面会从心理层面影响非疫区的出行需求。疫情边际变差时，实际需求曲线低于民航客运内生的幅度会扩大；疫情边际变好时，实际需求曲线会抬升、直到与民航客运内生需求重合。

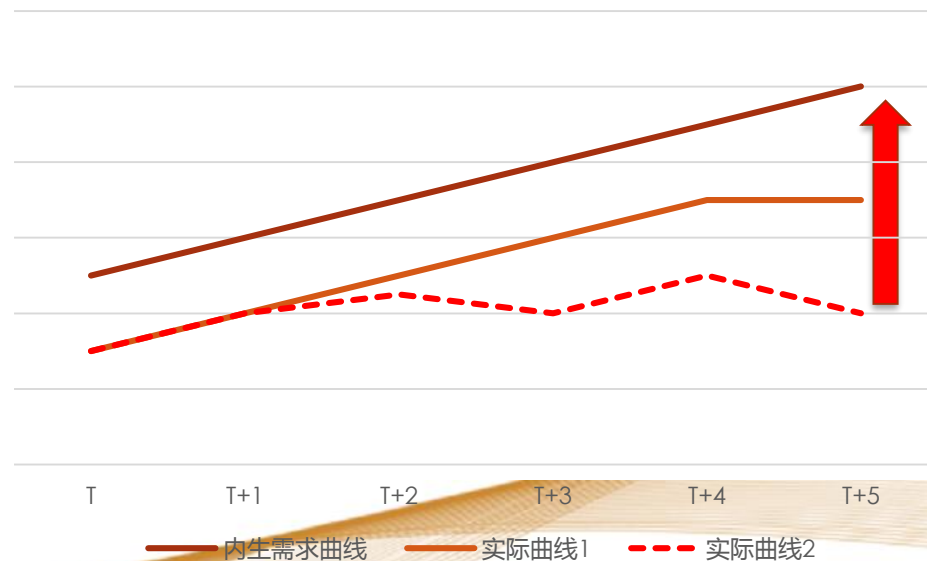
图表：疫情边际变差时，实际需求曲线低于民航客运内生的幅度会扩大



资料来源：华西证券研究所

注：图中曲线仅用来表征需求变化方向

图表：疫情边际变好时，实际需求曲线会抬升、直到与民航客运内生需求重合



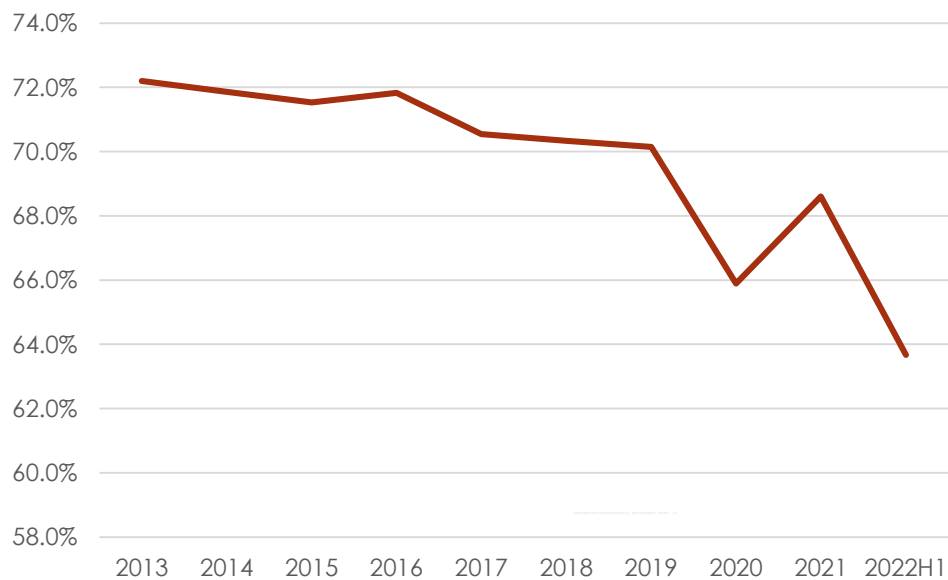
资料来源：华西证券研究所

注：图中曲线仅用来表征需求变化方向

2.3 疫情后国内线需求总量恢复节奏推演

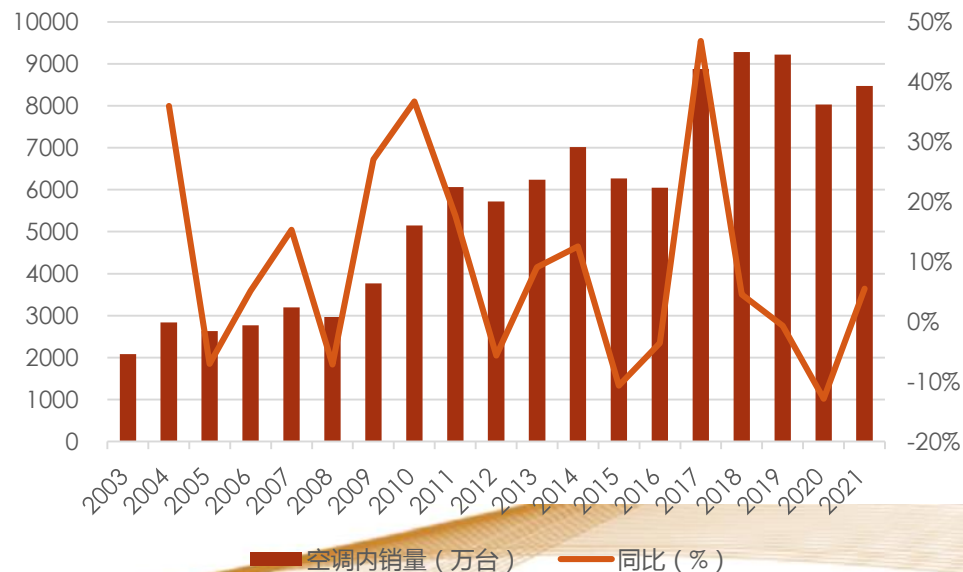
- 根据国家统计局，2021年全国居民人均可支配收入35128元，比上年增长9.1%；比2019年增长14.3%，两年平均增长6.9%，增速低于2019年的8.9%。收入增速降速也在同步改变消费者当期的消费倾向，以人均消费支出/人均可支配收入为例，2022H1进一步降低至63.7%。
- 以可选消费的空调为例，2020、2021年连续两年内销量均没有恢复至2019年的水平。**航空同样属于可选消费，在目前宏观经济环境下，市场也在担心航空内生需求曲线是否在下移、是否会影响未来需求修复的速度。**

图表：近年来人均消费支出占人均可支配收入比重变化情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2003-2021年空调内销量（万台）

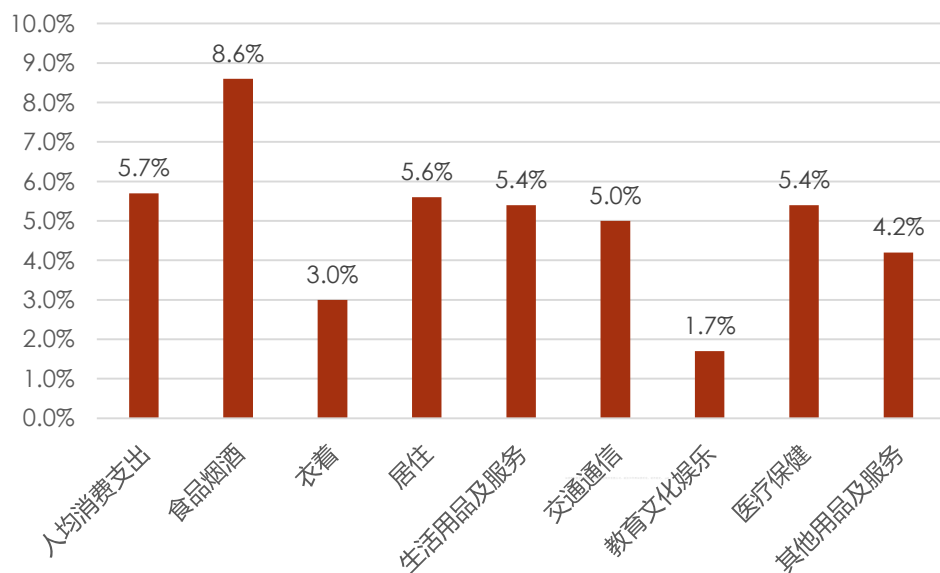


资料来源：产业在线，华西证券研究所

2.3 疫情后国内线需求总量恢复节奏推演

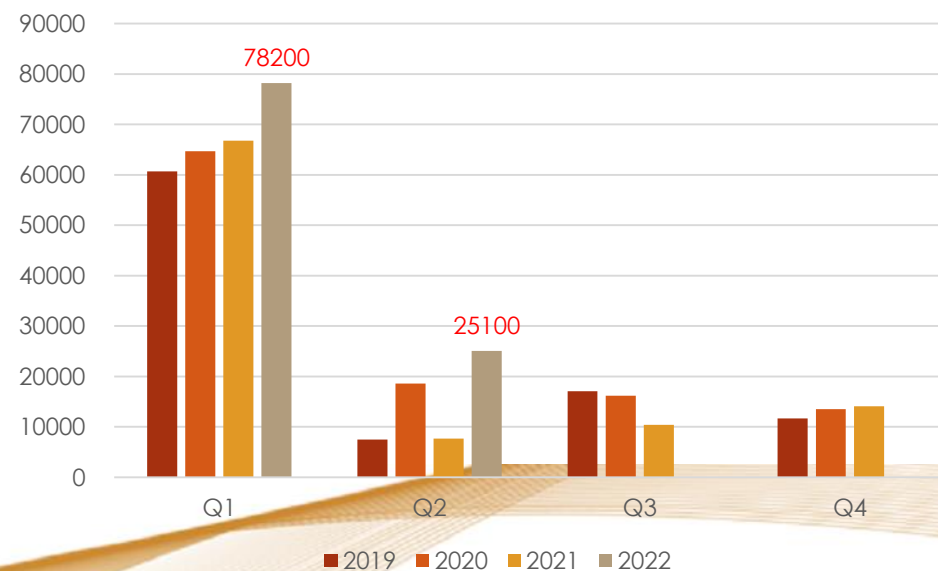
- 我们对疫情后国内线需求总量恢复速度更乐观些，逻辑主要有两个：
- 第一，“人均消费支出/人均可支配收入”表征的是消费者对未来信心。2019-2021年，表征必选消费的食品烟酒增速快于同期收入增速6.9%（数据来源：国家统计局），衣着、教育文化娱乐、交通通信等偏可选消费增速低于整体。我们判断，未来一旦疫情好转，随着消费信心的修复，未来人均消费支出增量部分将主要集中在可选消费。
- 第二，2022年前两个季度，中国居民新增人民币存款10.33万亿元。我们认为，居民新增存款部分能够起到“蓄水池”作用，一旦消费者信心修复，当下新增的人民币存款能够起到助推消费复苏的作用。

图表：2019-2021年人均消费总支出及各项支出复合增速（%）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图表：2019-2022年单季度居民新增人民币存款（亿元）

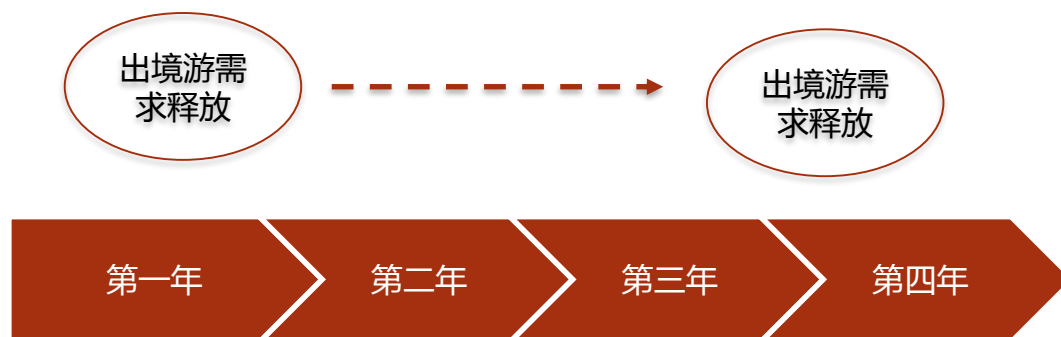


资料来源：wind，华西证券研究所

2.4 疫情后国际线需求总量恢复节奏推演

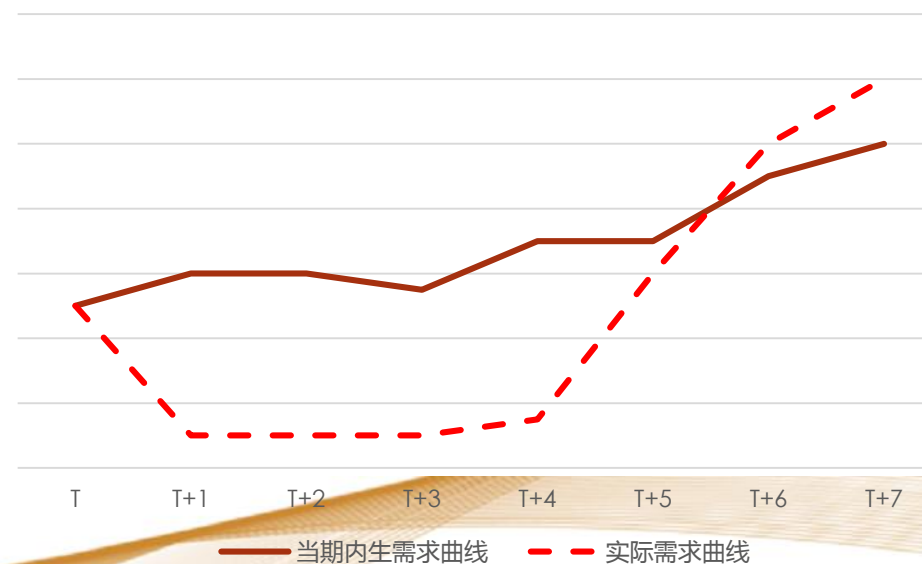
- ① 国门完全打开时，国内应该提前实现完全自由出行，意味着这个时候居民收入的恢复、以及对未来收入预期的修复已经到正常水平，国际航线内生需求也同步修复至正常水平。
- ② 尤其对于高频旅客国内出行需求部分，因疫情减少的需求可能就永久减少了。但对于跨境旅游，和耐用消费品更相似一些，假设家庭3-4年出国旅游一次，过去两年半不能出国的旅游需求，可以延迟至疫情后释放。
- ③ **结合国际线放开的节奏、以及需求的特点，我们认为未来国际线需求恢复的速度大概率要超预期。**

图表：出境游需求的特点



资料来源：华西证券研究所

图表：预计国际线需求恢复的节奏



资料来源：华西证券研究所

注：图中曲线仅用来表征需求变化方向



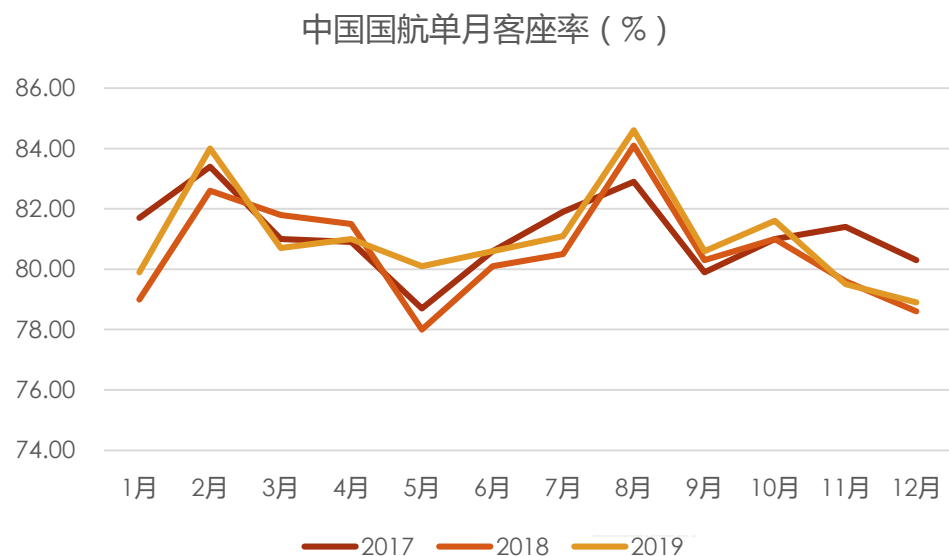
03 航空出行需求结构的推演

长期而言，航空出行季度间波动幅度将减小。疫情影响消退后，预计未来3-5年高票价市场需求占比提升。

3.1 航空出行需求季度间波动将逐步缩小

- ①由于春秋、暑运的存在，国内航空出行需求端同样存在明显淡旺季，Q1、Q3属于旺季。
- ②对于航空公司而言，短期供给端是偏刚性的。旺季时客座率没有压力，票价和净利率相对较高。淡季时客座率有压力，为了将客座率保持在合理水平，航司需要票价的下调，因此淡季票价和净利率相对较低。

图表：中国国航单月客座率（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：中国国航单季度归母净利润率（%）

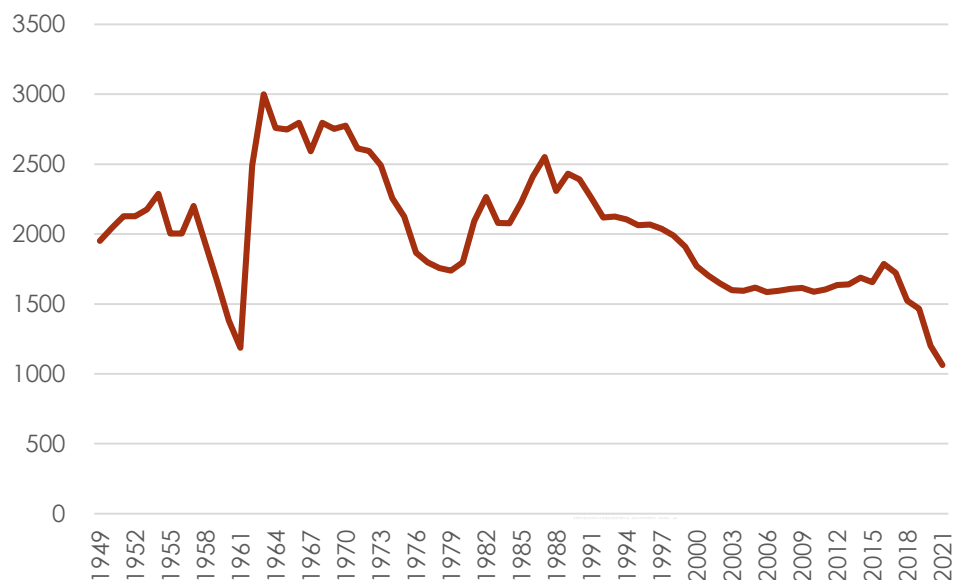


资料来源：wind，华西证券研究所

3.1 航空出行需求季度间波动将逐步缩小

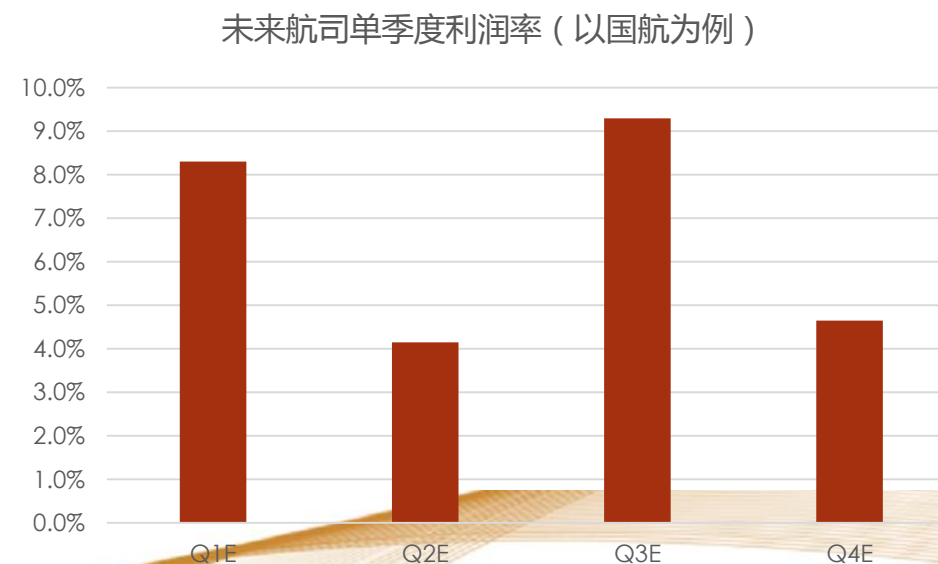
- 人口结构的变化：**未来10年，1962-1973年这一波出生人口高峰期的将陆续进入退休生活。我们认为，这一代人既没有错过高等教育，又完美赶上了改革开放的红利，意味着整体旅游消费能力比较强。这部分群体在退休后的生活，完全可以在淡季从容出游，意味着航空公司在Q2、Q4客座率有希望向Q1、Q3看齐，即使Q2、Q4保持正常淡季的价格，如果净利率修复至前一个季度的一半，同样也是非常大的弹性。

图表：1949-2021历年出生人口数量（万人）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：未来航司单季度净利率展望（以国航为例）



资料来源：华西证券研究所

注：假设Q1\Q3为18/19年单季度均值，Q2、Q4修复至前一个季度净利率50%

3.1 航空出行需求季度间波动将逐步缩小

- 以成熟市场的达美航空为例，单季度之间净利率的波动远小于国内航空。我们认为，从需求侧的解释，其实是随着人均可支配收入的提升，高频率的休闲旅游需求开始释放，淡旺季之间需求差距缩小，对应航司四个季度之间的净利率波动幅度缩小。

图表：2018-2019年达美航空各个季度净利率情况（%）

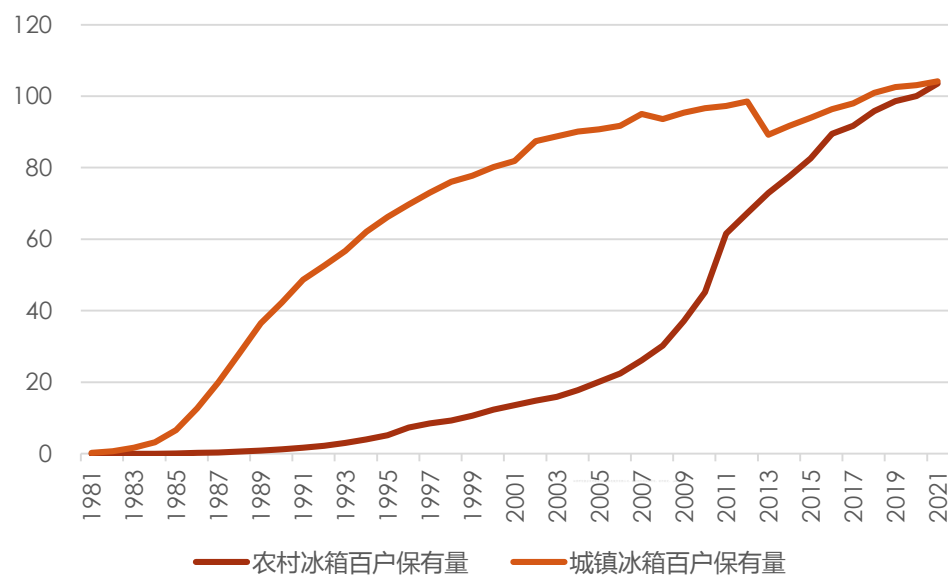


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 我们预计未来3-5年高票价市场需求占比提升

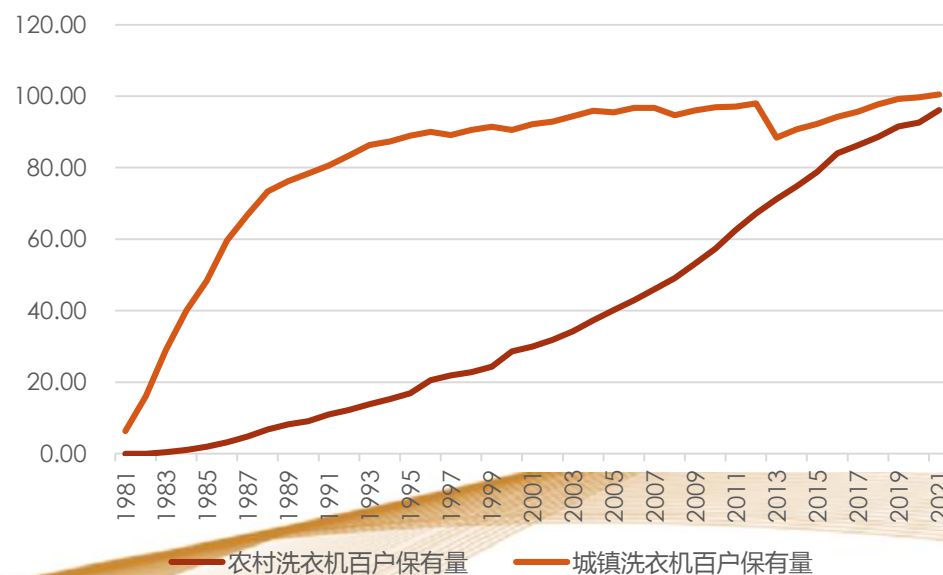
- 对任何一个消费品而言，在产品力进入稳定期后，渗透率的提升主要取决于价格和人均可支配收入的提升。人均可支配收入较高的地区率先实现渗透，其次是收入水平较低的地区。考虑到低线城市较低的收入水平，因此消费品在发力下沉市场时往往需要价格的下降。
- 从白电当年保有量提升节奏上，我们也同样能够清晰看到这一规律，城镇居民率先实现保有量的提升。

图表：农村与城镇家庭冰箱百户保有量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：农村与城镇家庭洗衣机百户保有量变化趋势

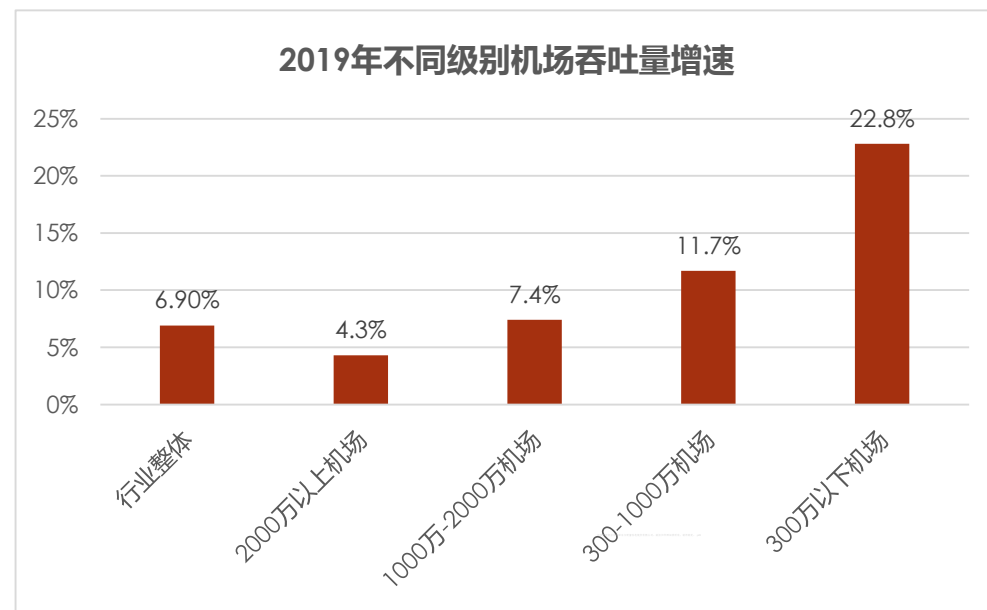


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 我们预计未来3-5年高票价市场需求占比提升

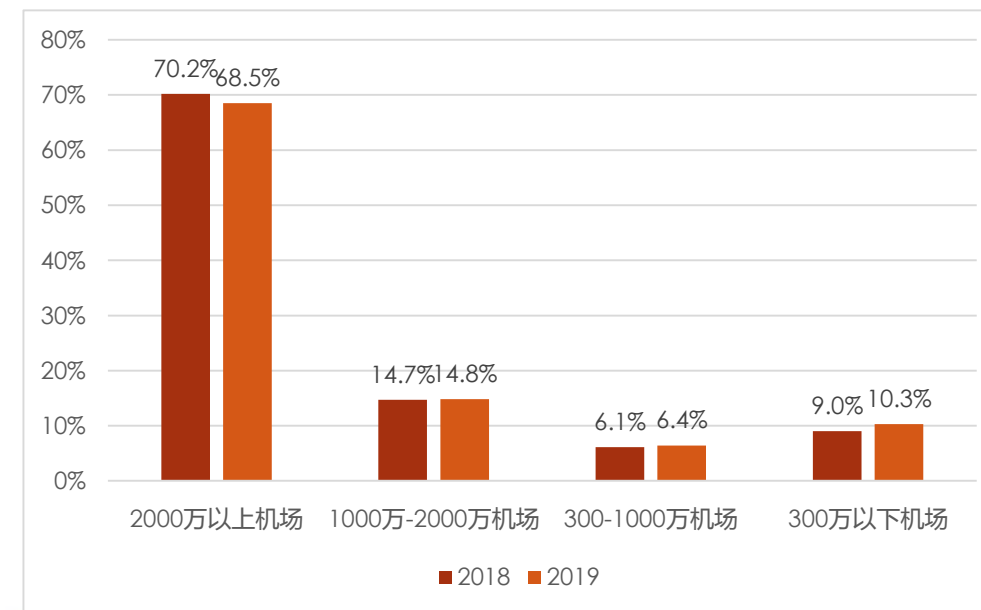
- 对于航空出行而言，我们认为，同样是率先在高线城市实现渗透，然后从高线城市向低线城市移动（从高票价市场向低票价市场移动）。由于低线城市占比的提升，导致中国民航平均客公里收益向下移动，尽管同期客座率在提升（可以参考P10，中国国航客公里收益的变化趋势）。

图表：2019年不同级别机场吞吐量增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：不同级别机场的吞吐量占比情况（%）

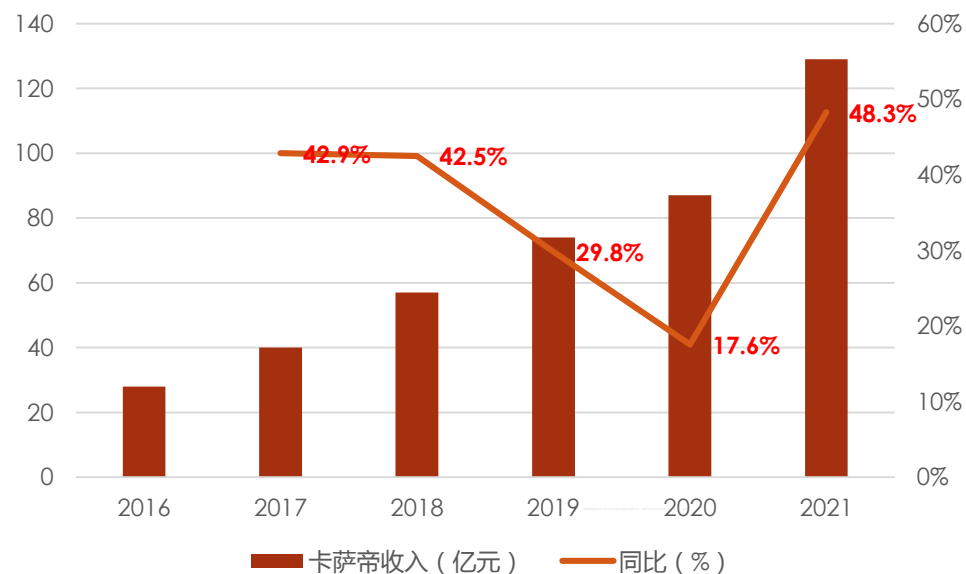


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 我们预计未来3-5年高票价市场需求占比提升

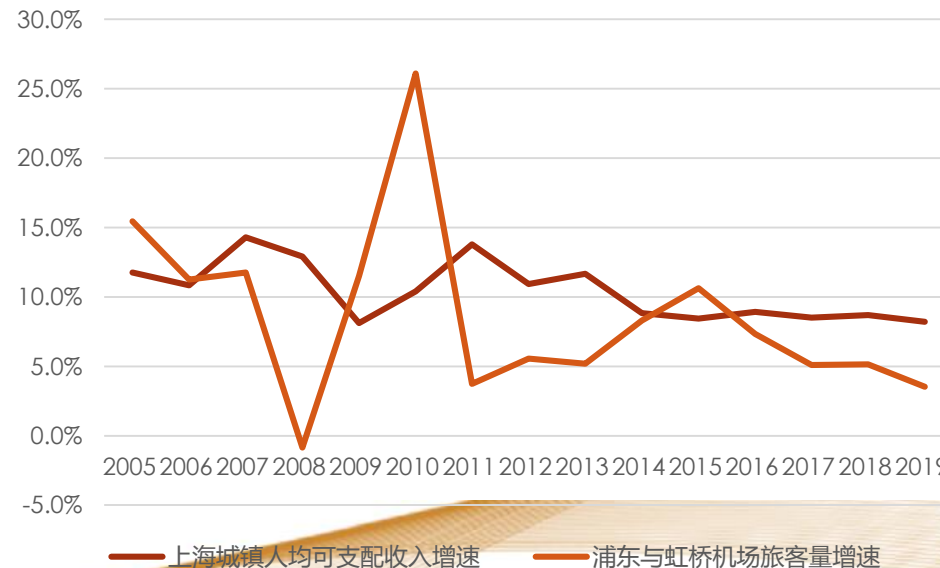
- 对于白电，保有量有百户100台保有量的显性瓶颈。因此白电在高线城市的下一个增长驱动因素来自价格（产品结构升级），比如高端品牌卡萨帝过去几年保持了高速增长。
- 对于航空，在高线城市并没有人均出行次数的显性瓶颈，但机场产能会制约高线城市航空出行需求的释放。我们认为，长期而言，不考虑机场产能因素，高线城市航空出行市场实际是“量、价齐升”，价格一方面还来自两舱占比提升。

图表：2016-2021年卡萨帝收入变化趋势



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表：上海浦东与虹桥机场旅客量增速、及同期城镇人均可支配收入增速

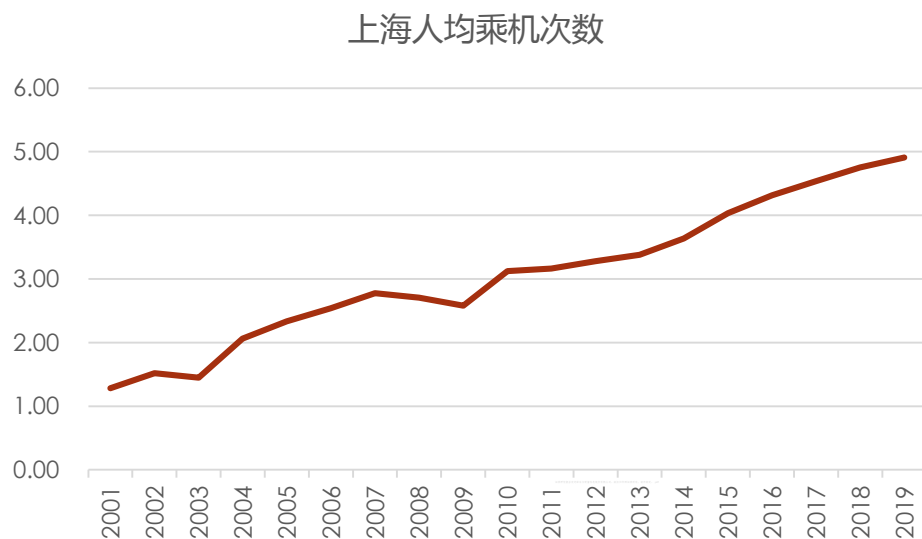


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 我们预计未来3-5年高票价市场需求占比提升

- 长期而言，航空出行渗透率提升的方向是从高线城市向低线城市。新冠疫情后，我们预计未来3-5年航空出行需求占比结构将呈现反方向变化，即一二线城市（高票价市场需求）占比提升。一方面，疫情后国内主要航司飞机引进速度大幅下降（详细数据请参考P30），另一方面深圳、成都、上海等高线城市机场2019-2022年先后有新增产能，航司有动力将有限新增的运力投放在高线城市。

图表：2001-2019年上海人均乘机次数变化趋势（次）



资料来源：wind，华西证券研究所



04 投资建议

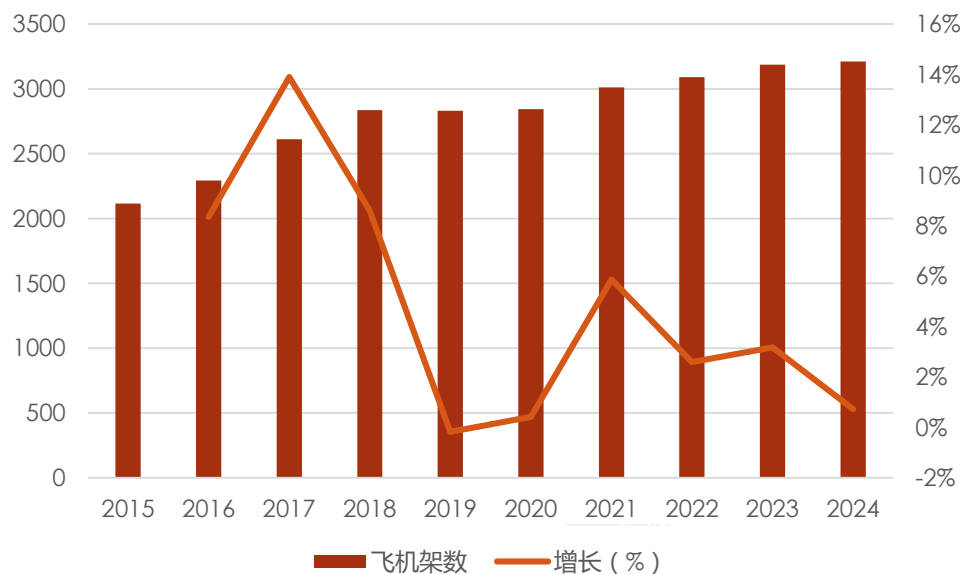
4.1 长期角度航空出行需求端总结

- 我们认为，航空出行的产品力是一个较为稳定的状态，因此航空出行渗透率取决于机票价格和人均可支配收入。在航空公司不打恶性价格前提下，机票价格是一个长期慢变量，而人均可支配收入也是一个长期慢变量，这就决定了航空出行渗透率的提升是一个长期而又较为缓慢的过程，是一个长跑型选手。
- **未来存在提升航空出行需求增长曲线的可能：**比如未来油价、飞机持有成本的下降，这部分下降的成本同样可以传导至客公里收益，从而抬升航空出行需求增长曲线。
- **未来航司净利率中枢存在持续抬升的基础：**比如未来10年，1962-1973年这一波出生人口高峰期的将陆续进入退休生活，这一代人既没有错过高等教育，又完美赶上了改革开放的红利，意味着整体旅游消费能力比较强。在退休后的生活，这部分群体完全可以在淡季从容出游。淡旺季客座率差距被缩小，意味着原来Q2、Q4净利率中枢的抬升。

4.2 投资建议

- 我们判断，未来3-5年航空是由 β 主导的投资机会，业绩弹性主要来自未来行业的供需差。
- 供给端：以六家上市干线航司为例，根据2021年年报对未来3年飞机引进计划的指引，2018-2024年这六年的飞机架数复合增速只有2.1%。
- 需求端：假设2022年人均可支配收入增速为5.5%、2023与2024年均为6.5%。假设2018-2024年航空出行需求内生增速与同期人均可支配收入增速持平（6.9%），意味着供给增速明显低于同期航空需求内生增速。

图表：2015-2024年六家上市干线航司飞机架次变化趋势



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表：2013-2024年人均可支配收入变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 投资建议

- 航空是一个净利率极低的行业（比如2019年南方航空销售净利率只有2.01%），并且票价上涨的部分几乎可以全部转化为航司的税前利润。以南方航空为例，疫情对出行影响完全消退后，在油价和汇率与2019年基本持平假设下，只需要票价相较2019年增长3%，净利润就可以相较2019年实现翻倍增长。
- 我们目前确实难以判断疫情对出行影响完全消退的时间点，但一旦疫情对出行影响完全消退后，整个行业供需紧平衡这个方向是确定的。
- 基于以上，我们判断，未来3-5年航空是由 β 主导的投资机会，客观来说，尤其三大航之间择股的重要性并不强，更重要的是当期市值、远期预期市值、以及预期兑现概率这三者之间的匹配程度。

受益公司估值表（盈利预测来自wind一致预期）

重点公司										
股票代码	股票名称	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601111.SH	中国国航	9.31	-1.15	-0.82	0.27	0.83	-9.97	-11.38	34.42	11.23
600115.SH	中国东航	4.72	-0.65	-0.63	0.16	0.48	-7.97	-7.48	29.67	9.91
600029.SH	南方航空	6.14	-0.71	-0.39	0.25	0.6	-9.54	-15.58	24.64	10.31
601021.SH	春秋航空	48.96	0.04	-0.47	1.97	3.26	1330.93	-104.78	24.88	15.02
603885.SH	吉祥航空	13.79	-0.25	-0.3	0.64	1.09	-70.13	-45.36	21.65	12.70
002928.SZ	华夏航空	9.97	-0.1	0.11	0.8	1.17	-129.38	91.12	12.40	8.51

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：收盘价采用2022年8月8日收盘价



05 风险提示

5 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，航空出行需求将受到收入和消费倾向的双杀。
- **疫情再次出现反复。**尤其最近隔离政策调整为“7+3”后，市场交易的是防疫政策继续宽松的预期。如果未来疫情再次出现较为严重的反复，则可能出现预期反向波动、进而造成股价较大幅度回调。
- **油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。**油价或汇率的波动，不仅直接影响航空公司成本费用项，还将间接影响航空出行需求。目前市场能够看得清过去及未来几年飞机增速大幅下降，对疫情后供需关系改善带来的航空高景气度周期有较强预期。如果届时油价大幅上涨或汇率大幅度贬值，虽然不会改变航空出行板块景气向上的方向，但依旧有可能使得景气向上的幅度不及预期。

分析师与研究助理简介

游道柱：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、旅游免税、家装建材等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去评估公司当期、以及远期的合理估值。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！