

起飞与跌宕：回顾航空投资20年

拥抱航空大周期系列（一）

评级：推荐(维持)

许可(证券分析师)
S0350521080001
xuk02@ghzq.com.cn

胡国鹏(证券分析师)
S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn

李跃森(证券分析师)
S0350521080010
liys05@ghzq.com.cn

王航(联系人)
S0350121100020
wangh09@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
航空机场	-2.6%	-5.1%	17.9%
沪深300	-1.1%	3.7%	-1.8%

相关报告

《航空行业周报（2023第16周）：五一机票预定紧俏，量价已超2019年同期（推荐）*航空机场*李跃森，许可》——2023-04-17

《航空行业周报（2023第15周）：行情预热开启，期待五一表现（推荐）*航空机场*李跃森，许可》——2023-04-09

《航空行业周报（2023第14周）：新航季首周国内航班量环比增长4.59%燃油附加费迎来今年二次下调（推荐）*航空机场*李跃森，许可》——2023-04-03

《航空行业周报（2023第12周）：2023夏秋航季时刻表公布，积极布局航空大周期（推荐）*航空机场*李跃森，许可》——2023-03-20

《航空行业周报（2023第11周）：航司1月实现盈利31.6亿元，当下仍处布局期（推荐）*航空机场*李跃森，许可》——2023-03-13

《——美兰空港（00357）点评报告：疫情拖累业绩转亏，2023年拐点可期（买入）*航空机场*许可，李跃森》——2023-03-02

《——白云机场(600004.SH)公司深度报告：黎明已至，晓喻新生（买入）*航空机场*李跃森，许可》——2023-01-10

重点公司 代码	股票 名称	股价	EPS			PE			投资 评级
			2021	2022A/E	2023E	2021	2022A/E	2023E	
601111.SH	中国国航	10.86	-1.15	-2.66	0.15	-	-	72.40	买入
600029.SH	南方航空	7.81	-0.71	-1.80	0.17	-	-	45.94	买入
600115.SH	中国东航	5.31	-0.65	-1.68	0.15	-	-	35.40	买入
603885.SH	吉祥航空	18.55	-0.25	-1.87	0.58	-	-	31.98	买入
601021.SH	春秋航空	62.67	0.04	-2.38	1.32	-	-	47.48	增持
00357.HK	美兰空港	16.05	1.62	-0.33	0.66	-	-	24.32	买入
600004.SH	白云机场	15.61	-0.17	-0.45	0.33	-	-	47.30	买入
600009.SH	上海机场	54.86	-0.89	-1.27	0.85	-	-	64.54	增持

注：上述股价及对应EPS财务数据均为人民币元，股价日期为2023/4/20，HKD/CNY=0.8790

除春秋航空、上海机场外，其余2022年年报已经公布，2022年EPS为年报数据，尚未公布年报的公司2022仍为此前报告中的预测值

- 回顾航空投资20年，一共三轮大周期行情，分别发生于2006.08-2008.01、2008.11-2010.10（后亦称2009-2010行情）、2014.07-2015.06。疫情前的2017-2019年，也出现过两次预期驱动的短期波段行情。
- **航空大周期行情由预期主导而非业绩主导，A股航空投资具有超左侧特征。**当一致预期形成的条件具备时，行情就已箭在弦上，最终业绩的兑现与否与一轮行情超额收益程度并无必然联系。在过往的三轮大周期行情和两次波段行情中，只有2009-2010这一次最终有明确业绩兑现，其余四次均由一致预期或叠加市场流动性驱动，业绩兑现并不明显。
- **供需：**三轮大周期均以需求周期为基础，行情有典型的顺周期加强特征，无论是第一轮宏观经济高速增长带动下的需求强劲上行，亦或是第二轮需求受损后的大幅回暖，还是第三轮出境游爆发下国际需求高景气。供给逻辑虽难以兑现，但却容易引导市场形成一致预期。虽然在前两轮都有相关政策出台限制供给过快增长，但最终效果和持续性均有限，原因在于影响供给端的因素很多，包括时刻、空域、飞机引进节奏、机队日利用率、机型等，对其中某一个方面进行限制很难去通盘管控市场运力的投放节奏。而市场对行业格局变化的预期，则对大周期行情有明显助推作用。
- **油汇：**油汇是航空股业绩的重要影响因素，但在大周期行情中，除非极端情况出现，油汇并不起主导作用，2006-2008年、2009-2010年的大周期行情中，曾出现油价与股价平行上行的情况。基本面角度看，背后的逻辑在于总需求的改善会同时带动航空需求和油价上行，但票价上涨所带来的收入增厚远高于油价上行所带来的成本增长。同时，需求的强劲上行也将极大强化市场预期，带动航空股估值弹性快速显现。
- **投资建议：**当前或站在类似2009-2010年周期时点。本轮大周期上行基础坚实，有望成为近二十年来首次出现供需逻辑双兑现的航空大周期，形成大周期一致预期的条件已经具备。在大周期行情中，不同阶段的推荐顺序略有差异。自2022年底疫情“乙类乙管”落地以来，航空业周期已经在持续上行，五一小长假渐行渐近，当前位置仍在布局期，重点推荐吉祥航空、南方航空、中国国航、中国东航、春秋航空。维持行业“推荐”评级。
- **风险提示：**1)宏观方面：经济大幅波动/地缘政治冲突/油汇大幅波动/大规模自然灾害/新一轮疫情爆发等。2)行业方面：业务增速不及预期/重大政策变动/竞争加剧/行业事故等。3)公司方面：现金流断裂导致破产/大规模增发导致股份被动大幅稀释/成本管控不及预期/重点关注公司业绩不及预期的风险；4)历史不会简单重复，相关数据仅供参考等。

一、2000年至今一共三轮大周期行情.....	6
二、2006-2008：需求高景气+流动性充裕催生的近10倍行情.....	11
三、2009-2010：基本面主导的3倍大周期行情.....	22
四、2014-2015：流动性充裕+需求边际改善催生的4倍行情.....	32
五、2017-2019：票价提升预期+供给受限预期共振的两轮波段行情.....	41
六、投资建议：当前或站在类似2008-2010年周期时点.....	52
投资建议及风险提示.....	55

一、2000年至今一共三轮大周期行情

1.1 三轮大周期行情，顺周期特征明显

图表 1：复盘2000年以来的航空投资机会，三轮大周期行情均以需求上行为基础，2017-2019波段行情则为供给收紧预期驱动

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
GDP不变价增速	10.04%	10.11%	11.39%	12.72%	14.23%	9.65%	9.40%	10.64%	9.55%	7.86%	7.77%	7.43%	7.04%	6.85%	6.95%	6.75%	6.00%	2.20%	8.40%	3.00%	
RPK-yoy	-0.50%	41.11%	14.77%	15.90%	16.89%	3.41%	17.54%	19.78%	11.74%	11.48%	12.56%	11.98%	14.97%	15.04%	13.55%	12.61%	9.27%	-46.09%	3.46%	-	
ASK-yoy	-1.12%	30.57%	11.72%	12.75%	12.74%	6.17%	14.48%	13.58%	9.71%	11.97%	12.57%	11.70%	14.27%	14.35%	12.86%	12.61%	9.27%	-38.47%	4.17%	-	
RPK-ASK	0.62%	10.54%	3.05%	3.15%	4.15%	-2.75%	3.06%	6.20%	2.04%	-0.49%	-0.01%	0.27%	0.70%	0.70%	0.68%	0.00%	0.00%	-7.62%	-0.71%	-	
供需油汇	宏观经济稳步上行 供需双旺 油价上行 汇率平稳			宏观经济增长强劲 供不应求 油价上行 人民币大幅升值			金融危机后 需求快速修复 油价上行 汇率平稳			经济增速下台阶 供给未见明显降速 油价高位震荡 人民币升值			出境游需求爆发 油价大跌 汇率平稳			票改推进叠加供给侧预期 供需紧平衡 油价先升后降 人民币先升值后贬值			疫情影响，需求大幅受损		



1.2 油汇不起主导作用，三轮大行情中只有09-10有明确业绩兑现

图表 2：油汇因素在各轮周期中走势各有不同，并非驱动上行的主要因素



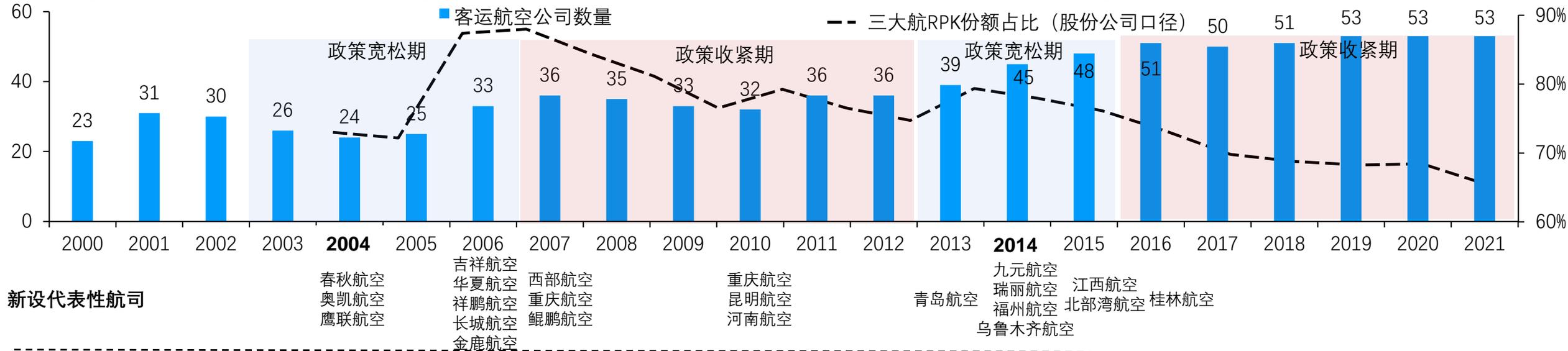
资料来源：Wind，中国国航、南方航空、中国东航年报，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

1.3 格局变化的预期， 对大周期行情有明显助推作用

图表 3： 航空业是受政策强管制的行业， 2000年至今经历政策风向的多轮变动， 形成了以三大航主导、 众多地方性航司参与的竞争格局

时期	十五 (2001-2005)	十一五 (2006-2010)	十二五 (2011-2015)	十三五 (2016-2020)
相关政策内容要点	①2002: 《民航体制改革方案》: 民航企业进行重组, 和管理部门脱钩 ②2004: 民航总局宣布对民营资本开放航空业, 降低航司成立门槛 ③2005年: 《国内投资民用航空业规定(试行)》 鼓励民营资本积极进入民航业	①2007: 《关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》, 提高市场准入门槛 ②2008-2009: 民航工作会议上, 继续强调加强和规范航空运输市场准入, 严格控制运力增长 , 2010年以前对新设航空公司的申请原则上不予受理。 ③ 民航局出台十项措施 , 应对国际金融危机, 促进行业发展	①2013: 推动放松公共航空运输企业经营许可 。放松航司经营许可审批对新设航司和航线准入减少行政审批 ②2014: 《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》, 降低低成本航司设立门槛	①2016: 《关于加强新设航空公司市场准入管理的通知》, 严格控制新设立航司和市场准入条件 ②2017: 《关于把控运行总量调整航班结构 提升航班正点率的若干政策措施》, 严把时刻协调机场的容量标准关, 优化始发航班结构 ③2017: 《民用航空国内运输市场价格行为规则》, 票价改革全面开启



新设代表性航司

2002.10: 在国务院主导下, 对国内9家航司联合重组, 成立国航、南航、东航等三大航空集团

2006.6: 国航与国泰航空股权合作事宜落地
 2007.5: 新航计划入股东航
 2007.5: 国航意图并购东航

2009.6 东航宣布合并上航
 2010.4 国航向深航增资并完成控股

2022年: 国航控股山航

- 本篇报告的出发点，是试图从过往的历史中探寻航空股的投资规律。而最为关键问题，则是航空股大周期行情的核心驱动因素是什么？从以上三张图中，我们可以先得出一些简单的结论：

一、供需与大周期行情的关系

三轮大周期行情都有典型的顺周期加强特征。供给逻辑虽然兑现难度较大，但容易引导市场形成阶段性的一致预期。市场对行业格局变化的预期，则对大周期行情有明显助推作用。

二、油汇与大周期行情的关系

在大周期行情中，除非极端情况出现，油汇并不起主导作用，2006-08年、2009-10年的大周期行情中，还曾出现油价与股价平行上行的情况。基本面角度看，背后的逻辑在于总需求的改善会同时带动航空需求和油价上行，但票价上涨所带来的收入增厚远高于油价上涨所带来的成本增长。同时，需求的强劲上行也将极大强化市场预期，带动航空股估值弹性显现。

- 在接下来的详细复盘中，我们将尝试详细解答这一问题。

二、2006-2008：需求高景气+流动性充裕催生的近10倍行情

2006-2008：需求高景气+流动性充裕催生的近10倍行情

图表 4：2006-2008年三大航股价上行主要受市场流动性充裕和对需求高增长预期等因素驱动

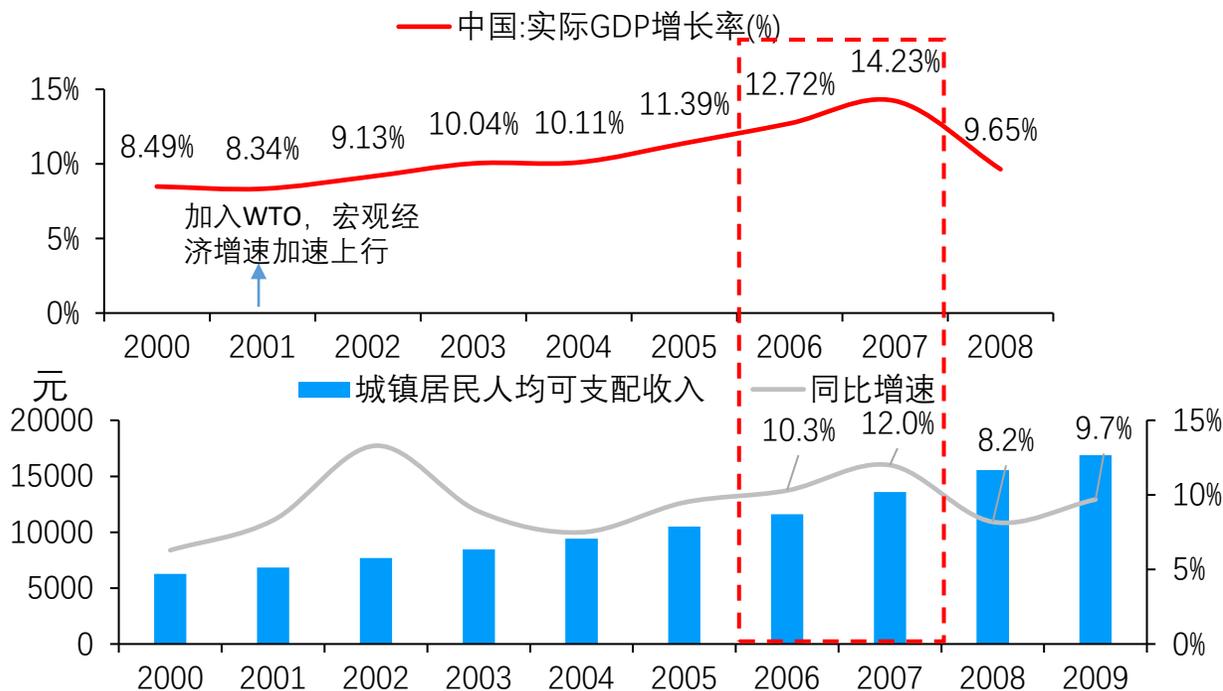
航司	归母净利润（亿元）		单机净利润（万元）		净利率	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
中国国航	29.77	38.81	1323.20	1516.15	9.11%	7.59%
南方航空	2.09	18.52	67.64	557.83	0.48%	3.65%
中国东航	-29.92	5.86	-1459.30	262.99	-8.17%	1.40%



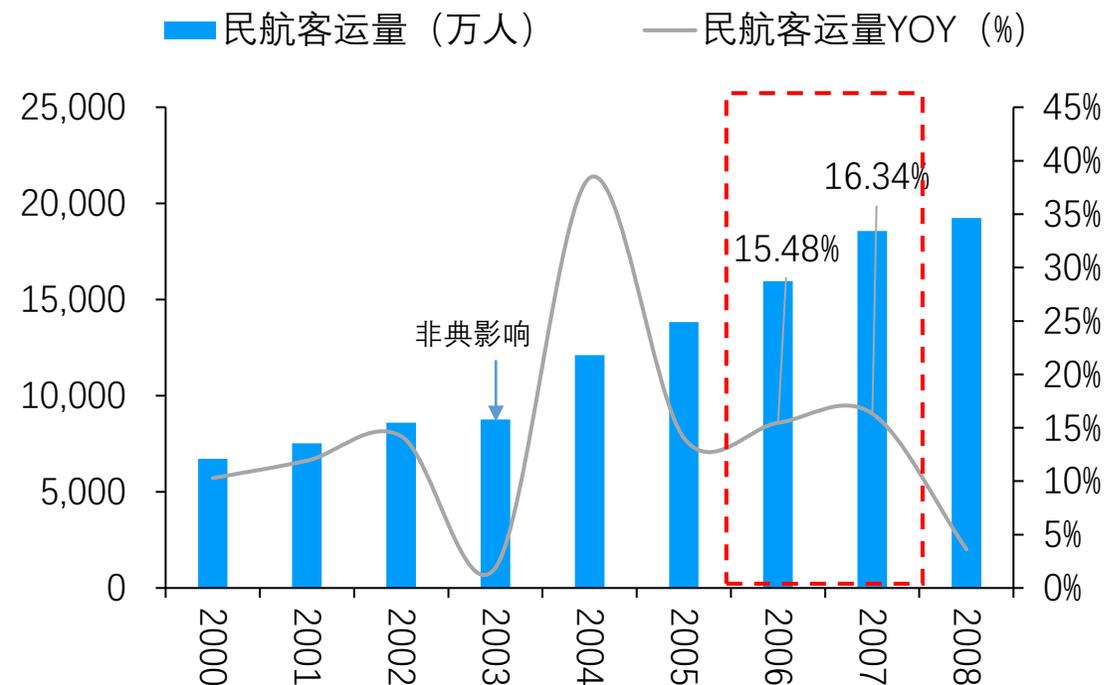
2.1 需求：强劲宏观背景下，2006-2007民航客运量同比增速16%左右

- 2001年中国入世推动宏观经济增长提速，居民可支配收入快速提升：2001-2007年我国GDP（不变价）年增速从8.34%提升至14.23%，2006-2007中国城镇居民人均可支配收入增速分别达10.3%、12.0%。
- 民航客运需求伴随宏观经济高增速也实现加速增长，2006-2007我国民航客运量增速分别达15.48%、16.34%的高位水平。

图表 5：入世后，我国宏观经济高速增长，居民可支配收入持续提升



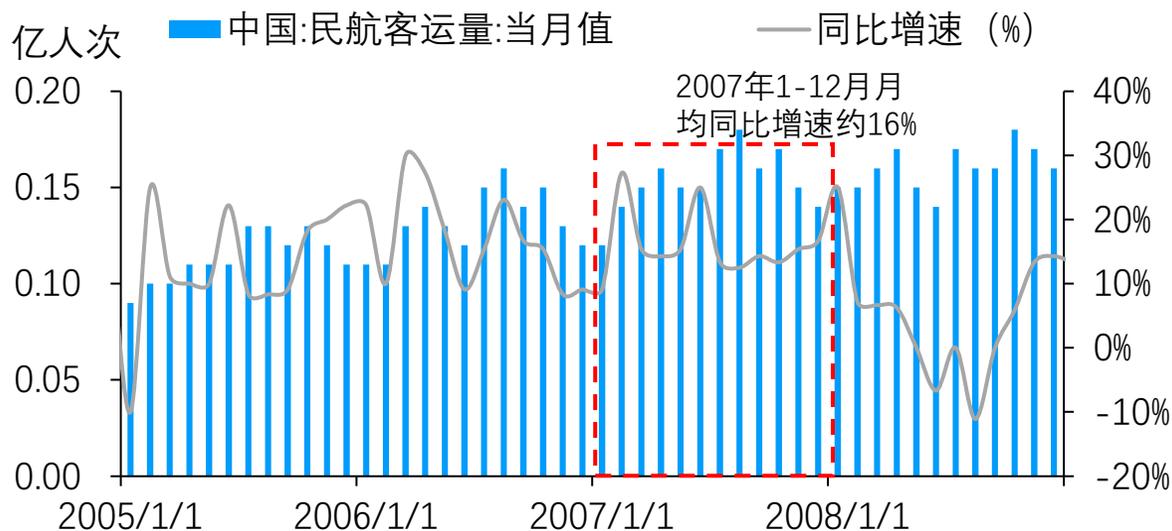
图表 6：2006-2007我国民航客运量同比增速分别达15.48%、16.34%，较2000-2005年时期再上台阶



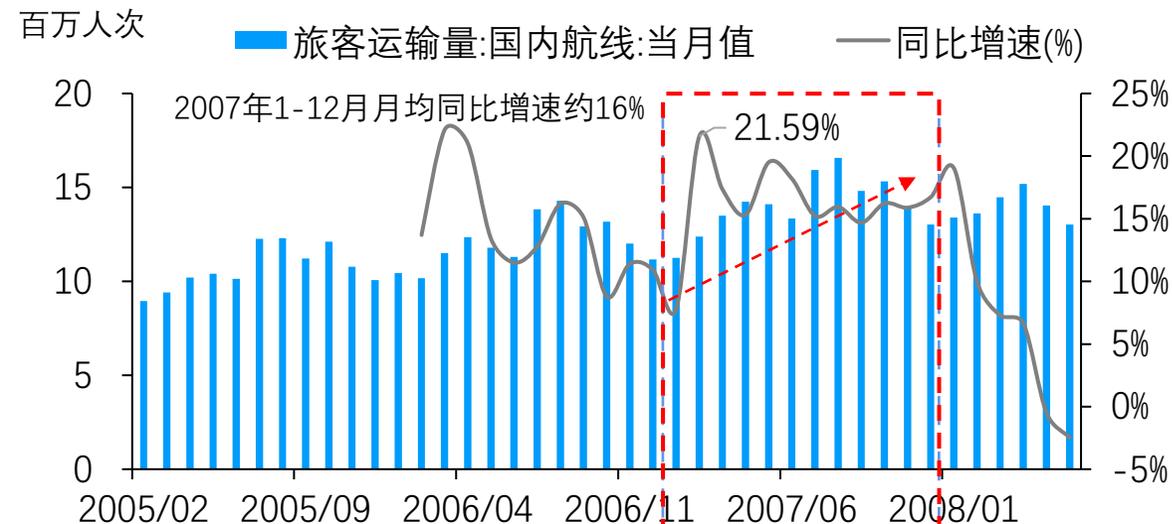
2.1 需求：2007年国内线客运量增速中枢达到16%的高位

- 继2006年的高速增长时代后，2007年全年客运需求增速中枢仍达到16%左右的高位水平。以总体客运量来看，2007年全年月均同比增速约为16%，其中国内线约为16%，国际线约为20%。

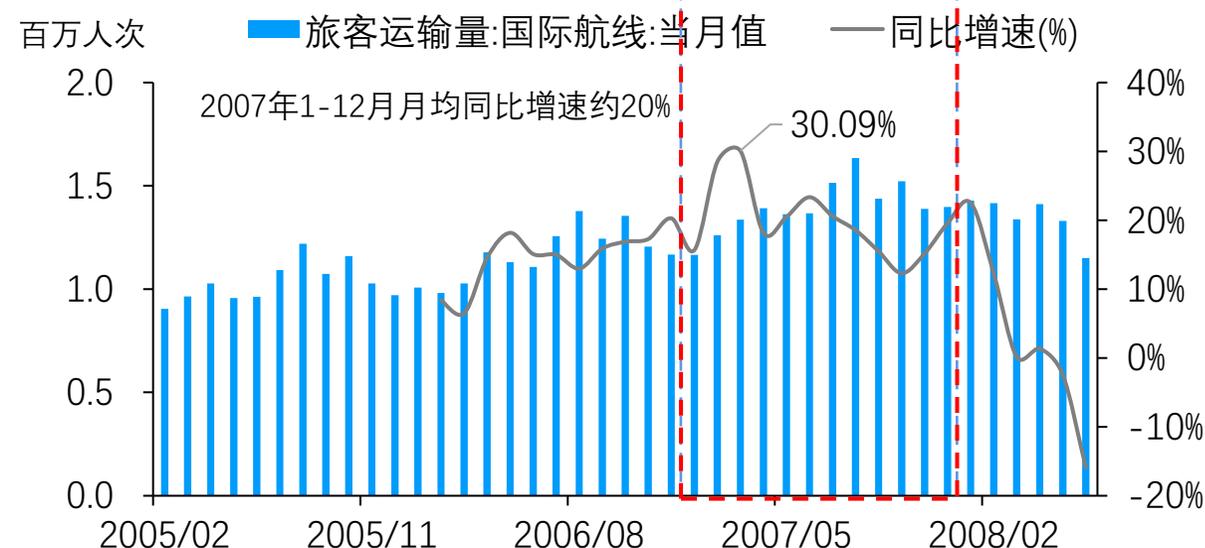
图表 7：2007年RPK月同比增速均值中枢约为16%



图表 8：2007年国内航线客运量月同比增速中枢约为16%



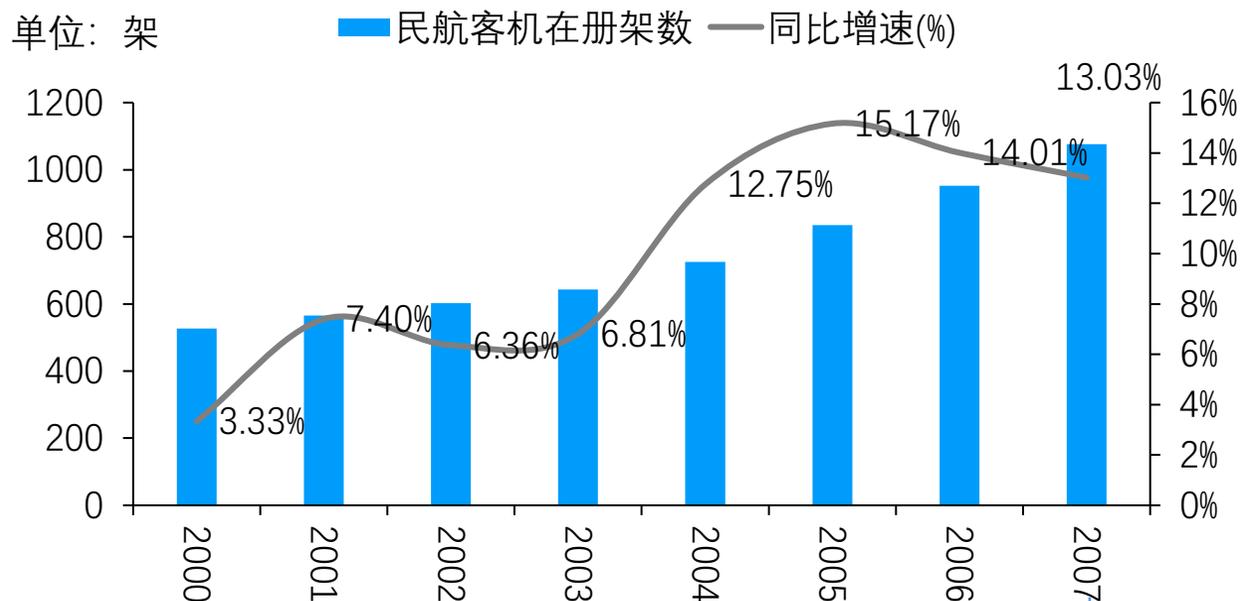
图表 9：2007年国际线客运量月同比增速中枢约为20%



2.2 供给：需求高增背景下，机队引进同样保持高增速

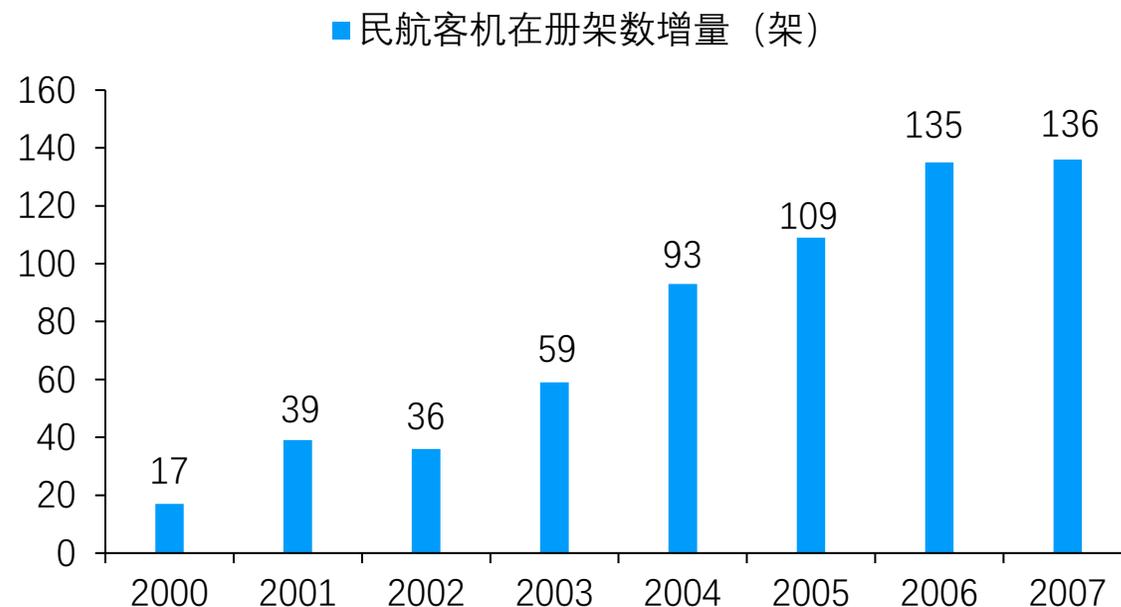
- 2005年民航客机在册架数同比增速达到15.17%的高位。尽管2007年7月4日民航局发布《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》，对于2010年前的新设立航司进行暂停受理，并严格控制新成立航司的运力增长。2007年行业客机同比增速边上小幅下降，但当年新增客机数量依然达到了136架，为2000年之后的最高水平。

图表 10：在民航需求高增长背景下，2005-2007年行业机队引进保持较高增速



发布《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》

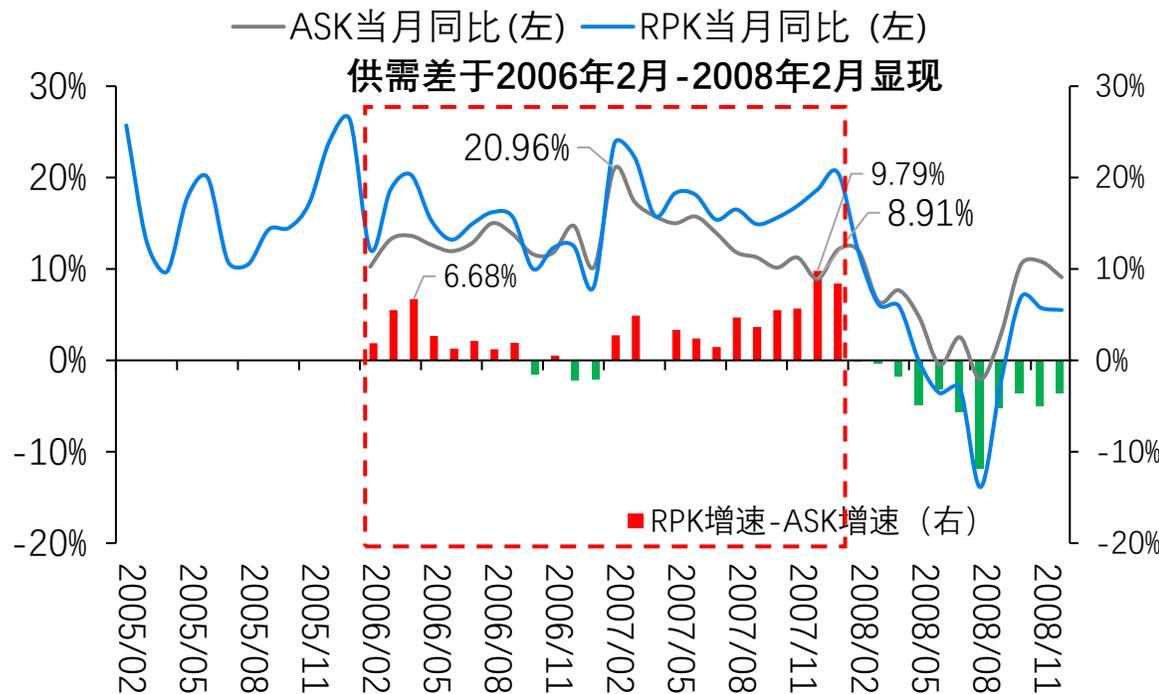
图表 11：2006、2007全行业民航客机在册架数增量分别达135、136架



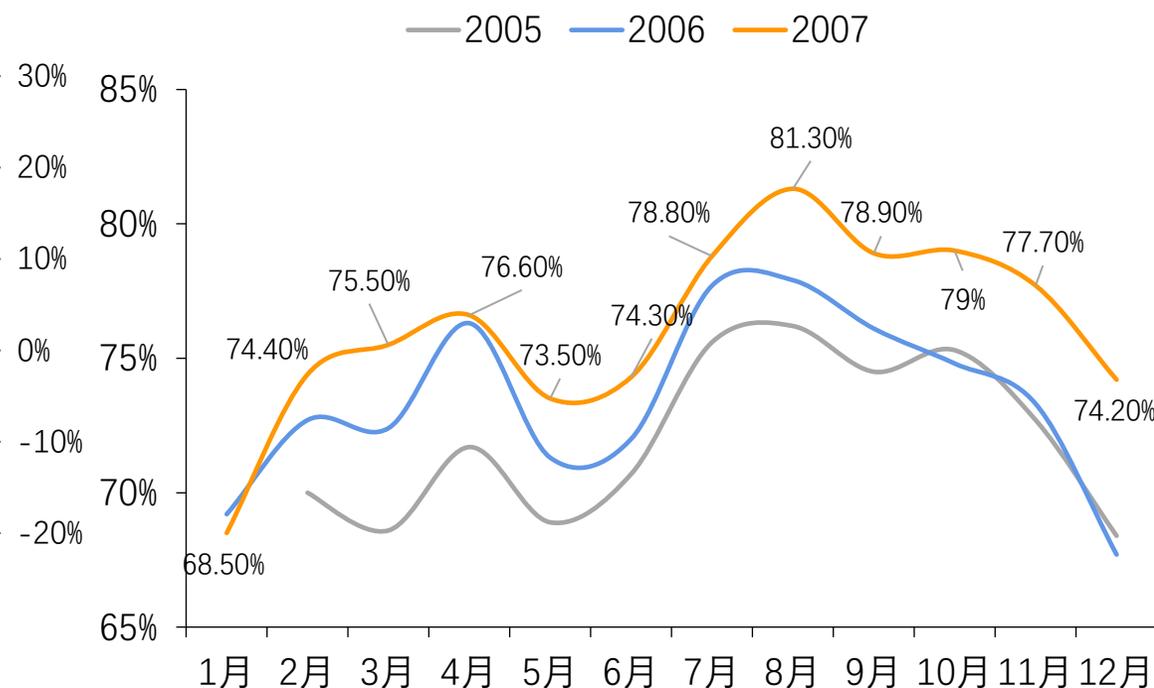
2.2 供给：民航局加大调控力度，2007年8月行业客座率超80%

- 需求高速增长之下，行业保障压力也在持续增大。为了缓解高速增长市场下的民航安全压力，民航总局在2007年7月的调控通知中亦提出，面向北上广深等繁忙机场高峰小时架次进行阶段性管控。
- 2007年2月起ASK同比增速小幅放缓，同时供需差持续拉大。2007年客座率同比2005-2006年均显著提升，2007年8月份达到81.3%的高位。

图表 12：运力供给宏观调控政策出台，2007年ASK月度增速由超20%降至10%左右区间，供需差阶段性拉大



图表 13：从客座率来看，2005-2007年行业客座率水平持续抬升，2007年8月达到81.3%的历史高位水平



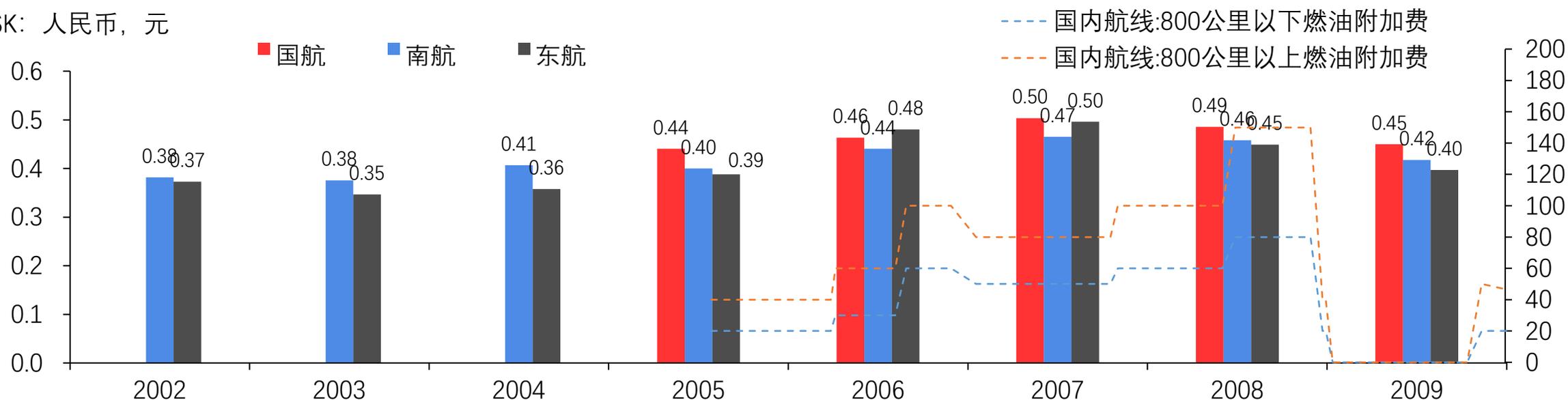
2.3 运价：供不应求叠加燃油附加费助推下，运价升至相对高点

- 2004年《民航国内航空运输价格改革方案》开始实施，国内航线运价由政府定价转变为政府指导价，即政府确定基准价和浮动幅度，航空公司在此框架内自行决定销售价格。全国基准价为每客公里0.75元，具体到每条航线，则按航线里程和成本差异计算基准价格，并按照航线类型设定不同的上/下浮动幅度限制。
- 而伴随燃油附加费重新征收，行业运价持续提升，来到历史相对高点。以RASK（含燃油附加费）口径，国航、南航、东航2007年RASK分别为0.50元/0.47元/0.50元，同比增长8.64%/5.57%/3.31%，较2005年上涨14.34%/16.24%/27.93%；若剔除燃油附加费上涨带来的影响，测算三大航2007年RASK同比涨幅约在3-7%，较2005年普遍涨幅也在10-20%左右。

图表 14：运价改革方案、燃油附加费调升、需求高景气等多重因素叠加影响，三大航2007年RASK较2005年上涨约1成

RASK：人民币，元

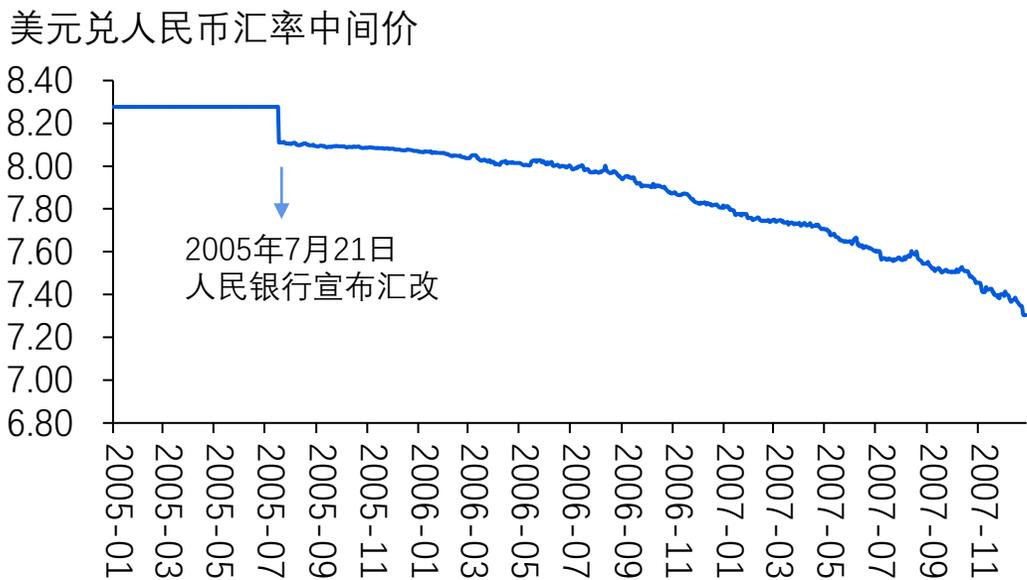
燃油附加费：元



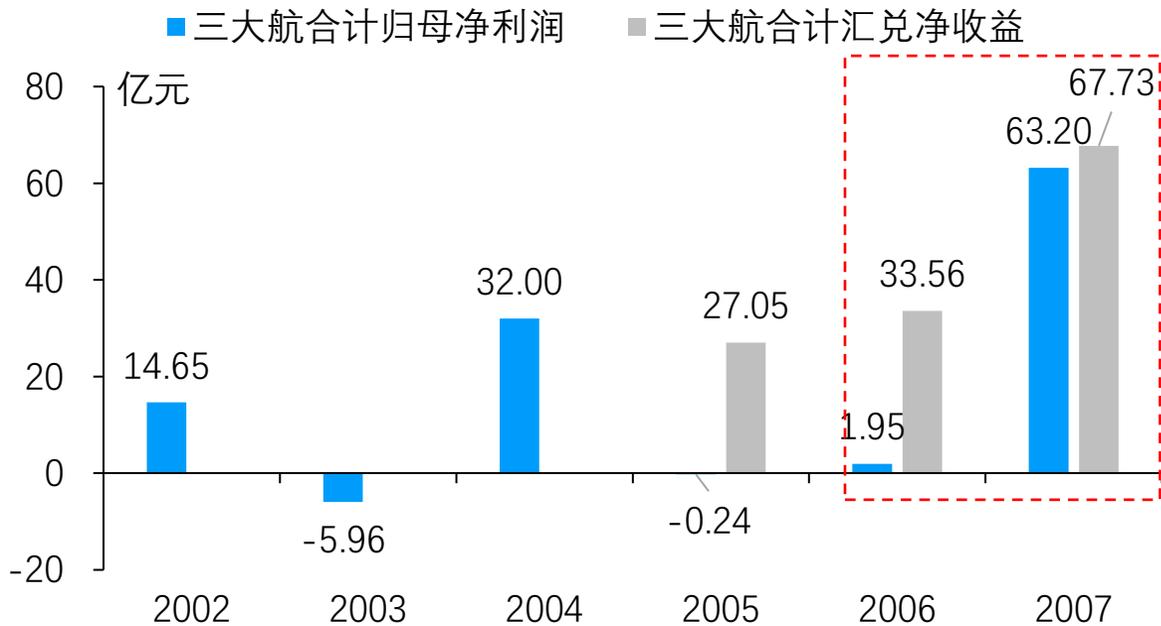
2.4 利润：业绩改善较为缓慢，汇兑损益成为主要利润来源

- 尽管需求快速增长，但是票价冲高主要受燃油附加费的上行影响，而对于业绩上行帮助有限。同时民航业刚完成三大航联合重组，三大航仍有内部整合和成本优化等相关包袱，业绩改善进程较为缓慢。
- 最终汇兑收益成为业绩的主要贡献：2005年7月汇率改革正式实施，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。美元兑人民币汇率中间价从2005年7月1日的8.2765快速调整至2007年末的7.3046，期间人民币升值幅度达11.74%。
- **人民币持续升值给拥有大量美元负债的航空公司带来可观的汇兑收益，甚至成为航司利润改善的主要来源：2006年三大航合计归母净利润分别为1.95亿元，同比增加2.19亿元，但汇兑净收益便已同比增加6.51亿元；而2007年三大航合计归母净利润同比上升61.25亿元，而汇兑净收益同比上升34.17亿元，占净利润增量过半。**

图表 15：人民币在2005年汇改后大幅升值



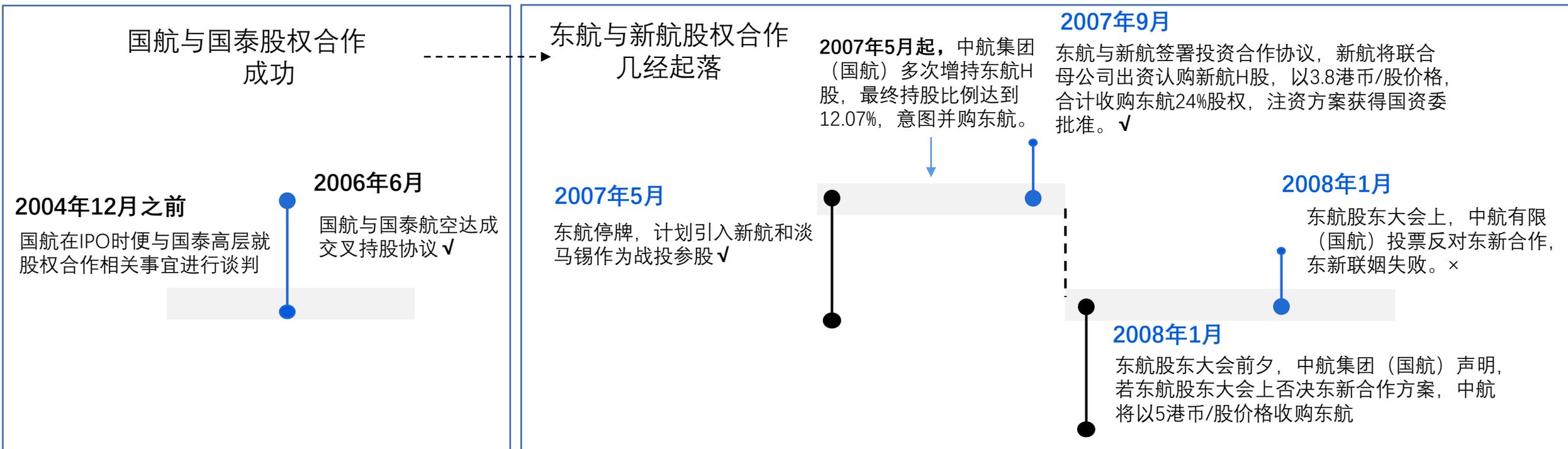
图表 16：2006-2007年，三大航的汇总净收益高于三大航合计归母净利润



2.5 市场情绪：2006年-2008年期间大航重组动作频出，预期频繁扰动

- 而在这一期间，中国民航业重组再次掀起了阶段性高潮，并进一步助推了资本市场对于大航盈利前景改善的预期。在2003年民航业进入门槛放宽，国资委发文指导重组等背景下，2006-2008年期间相继有了国航与国泰航空股权联姻、东航和新航计划股权联姻等事件。
- 其中，国航与国泰航空的股权合作早在2004年12月前已经开始，并在2006年6月顺利达成交叉持股合作协议。而东航在2007年开始酝酿与新航合作事宜，但过程期间历经大起大落，最终合作方案在股东大会上未获通过。这些关键时点上的形势转向，加剧了市场的预期波动。

图表 17：2006-2008年期间，国航和东航分别开展对外合作事宜时间线

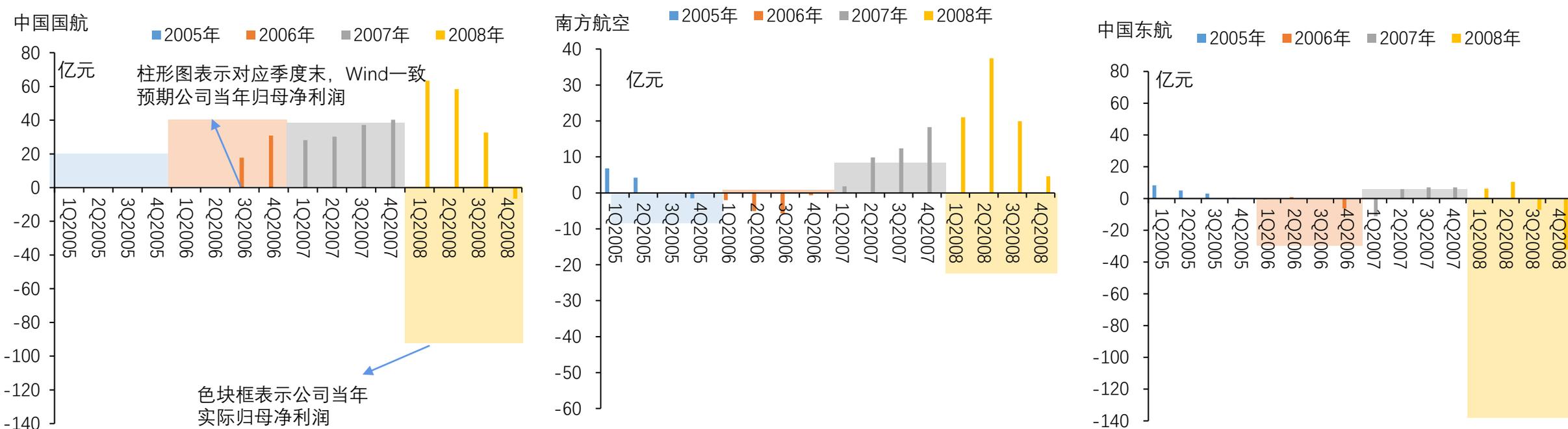


2.5 市场情绪：3Q2006预期拐点出现，2007年预期持续上调

- 市场情绪的首次转折点出现在3Q2006，而2007年全年对于利润的乐观预期持续上调：

从Wind一致预期的变化看，3Q2006是一个拐点，此后市场对于国航和南航的2006年业绩预测开始小幅上调；而2007年是另一个拐点，在供需差趋势逐渐明显，市场逐季对三大航2007年的利润水平预期进行上修，并且这种持续高涨的预期一直持续到2008年二季度。

图表 18：三大航归母净利润超Wind一致预期（FY1）主要发生在2007年全年



- 2006-2007的航空大周期行情，驱动因素主要来自两方面：1、需求高景气+汇兑收益助力业绩改善；2、市场流动性充裕+ 行业重组预期助力估值提升。细分来看：

①业绩：这一时期受宏观经济高速增长带动，航空需求处于前所未有的高景气阶段，且市场预期行业景气度会持续上行。同时人民币大幅升值的背景下，主要航司持续录得大额汇兑收益，共同成为业绩改善的主要原因。但从最终的结果来看，本轮大周期行情航司业绩虽有改善但并未爆发，业绩还未迎来充分兑现之时需求就已转头向下。

②估值：A股牛市背景下，市场流动性极为充裕，助力估值持续提升。同时，在国航、东航纷纷展开对外股权合作事宜之时，市场预期大航将在并购和重组上将会有进一步的行动，对于结果抱有乐观预期。

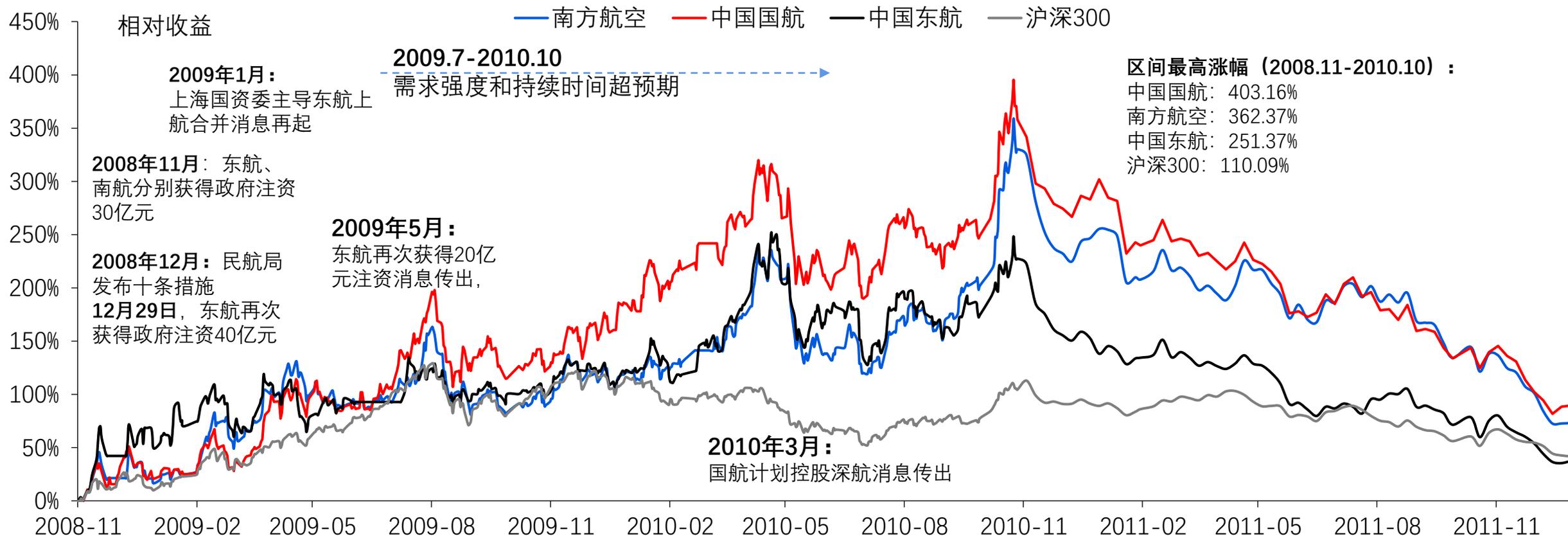
- 总体来看，本轮行情以预期驱动为主，业绩兑现有限。

三、2009-2010：基本面主导的3倍大周期行情

2009-2010：需求复苏超预期，业绩驱动大周期行情

图表 19：2009年后需求复苏超预期叠加油价低位带来的周期向上机会

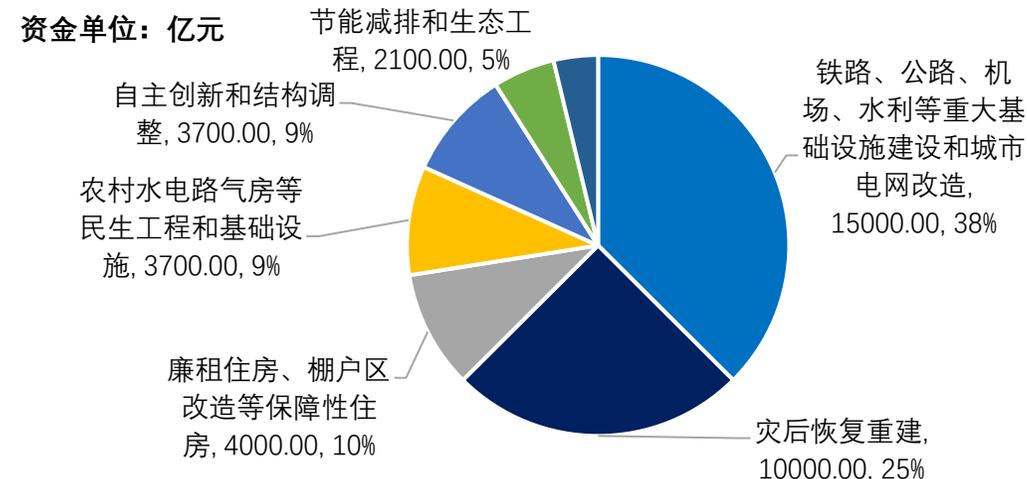
航司	归母净利润（亿元）		单机归母净利润（万元）		净利率	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
中国国航	50.29	122.08	1835.40	3106.36	9.74%	15.38%
南方航空	3.58	58.05	94.71	1375.59	0.99%	8.26%
中国东航	5.4	53.8	210.12	1515.49	1.40%	7.61%



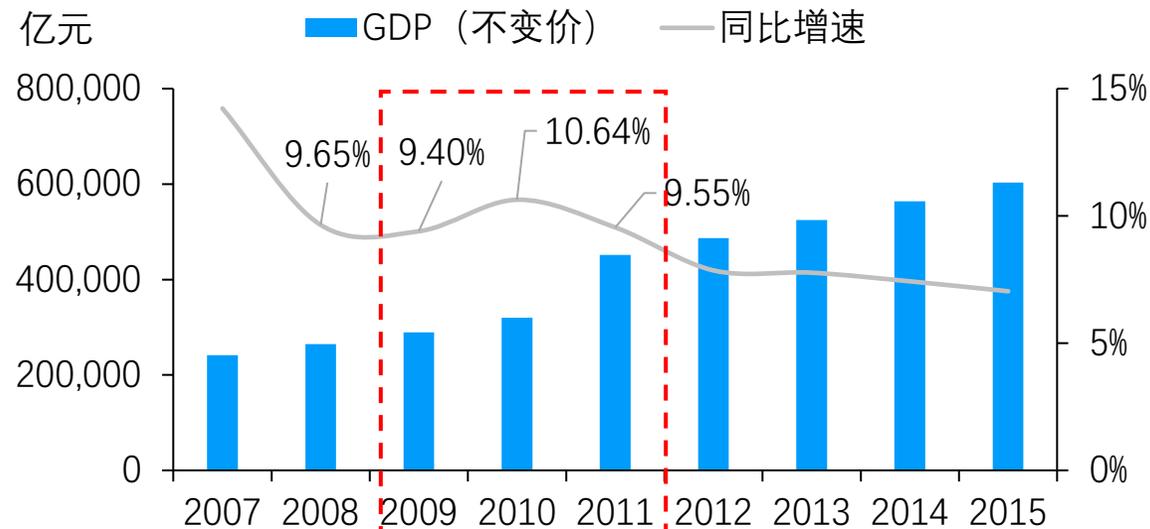
3.1 需求：“四万亿”计划落地，2009年起需求复苏超预期

- 2008年11月，“四万亿”计划公布：2008年11月5日，国务院常务会议研究部署“进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长”的措施。11月9日，十项举措正式公布，初步匡算至2010年底约需投资4万亿元，其中交通设施等基础建设的更新改造工作投入最大，资金投放占比达40%。
- 宏观托底经济增速强力反弹，GDP同比增速2010年反弹至10.64%。民航客运量同比增速则从2008年底部反弹至2009年的19.74%高位，且在2010年维持在16.13%的高增速水平。

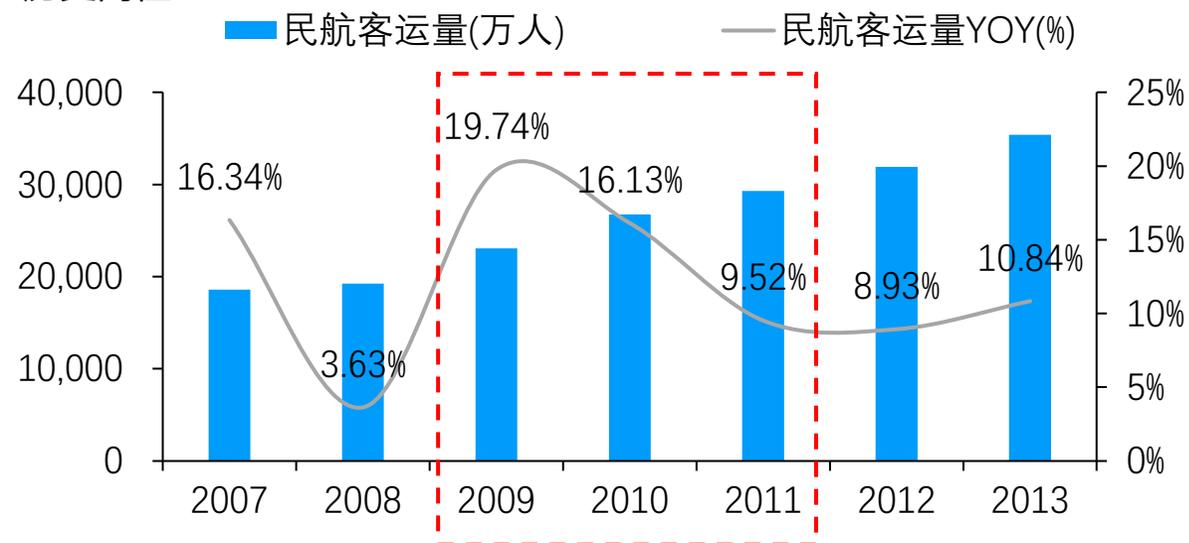
图表 21：金融危机后的“四万亿”投资资金结构



图表 20：2009-2010年GDP增速自底部反弹



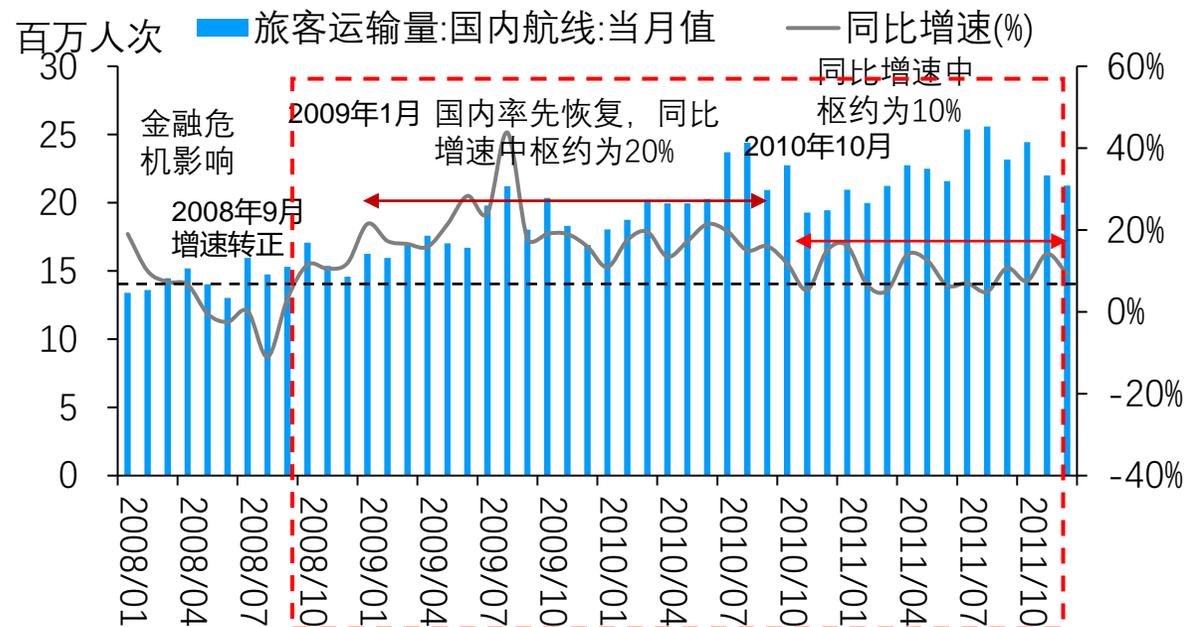
图表 22：2009-2010年度民航客运量同比增速达到19.74%和16.13%的历史高位



3.1 需求：2009年3月政策集中落地，4月国内线增速显著加速

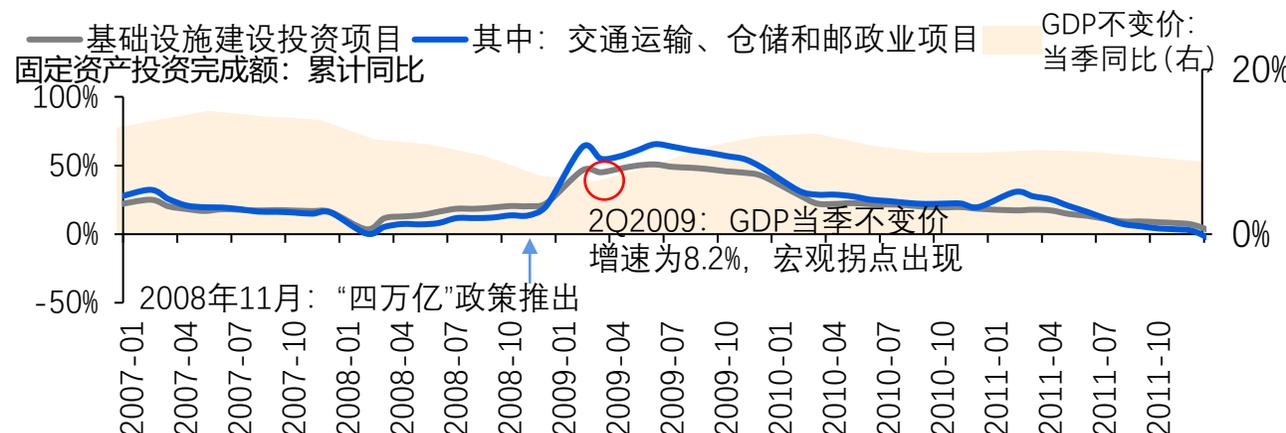
- 在“四万亿”政策出台前，2008年8月份央行已经在进行宏观调控应对金融危机，例如调增全国商业银行信贷规模以及9-12月连续下调存贷款基准利率等。多重宏观强刺激效果在2009年3月开始显现，政策效果在4月过渡至国内航空需求上。
- 国内线航空需求于2008年9月出现反弹拐点，并在此后加速上行。而国际线需求在2009年7月同比增速转正，并在此后18个月间保持在25%的高增长中枢。

图表 23：2008年金融危机后，国内需求（国内旅客运输量）于2008年四季度率先回暖，并在2009年4月加速上行

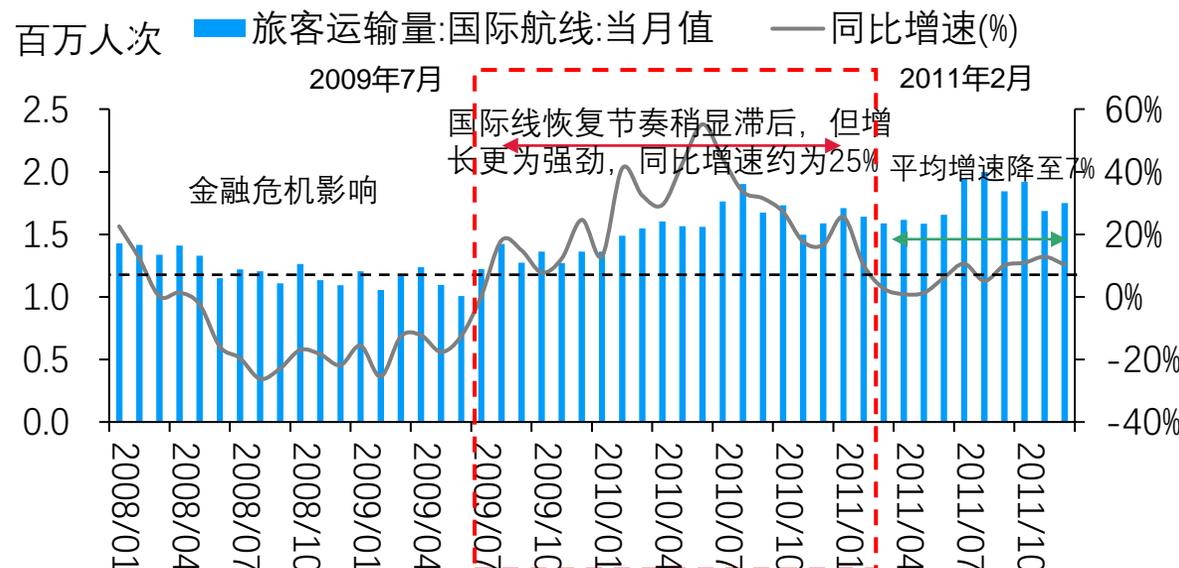


资料来源：民航局，新华社，Wind，国海证券研究所

图表 24：交通运输领域固定资产投资2009年累计同比增速大幅提升，对于GDP增速拉动作用从2009年三季度开始显现



图表 25：国际线恢复节奏稍显滞后但增速反弹更为强劲，2009年七月份同比增速约为25%

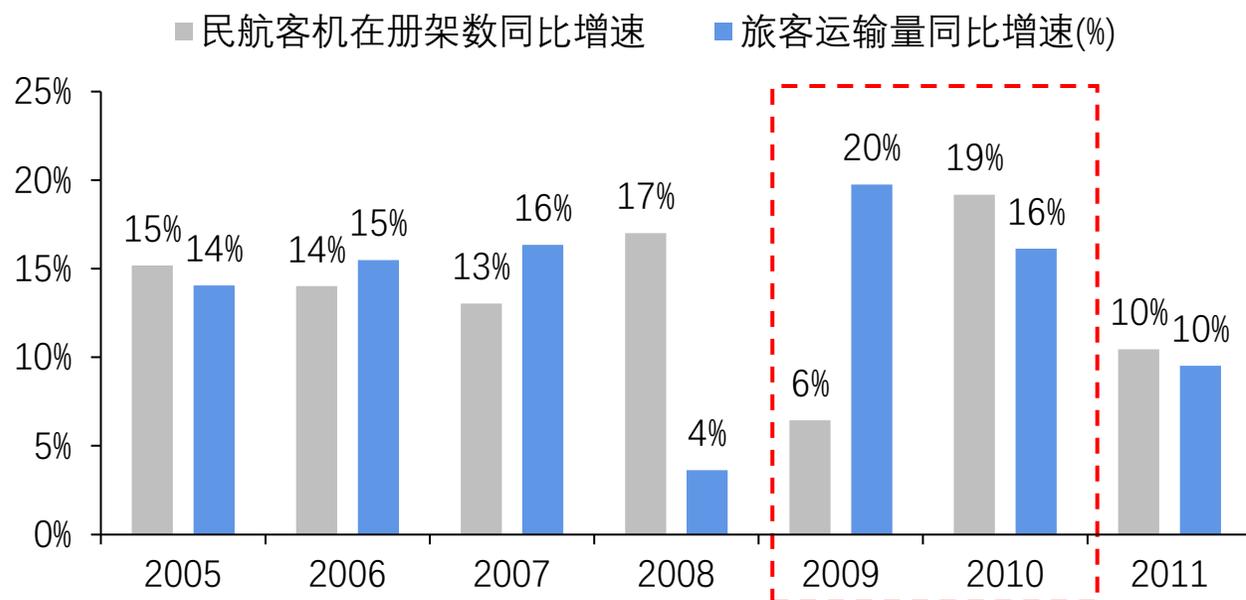


请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

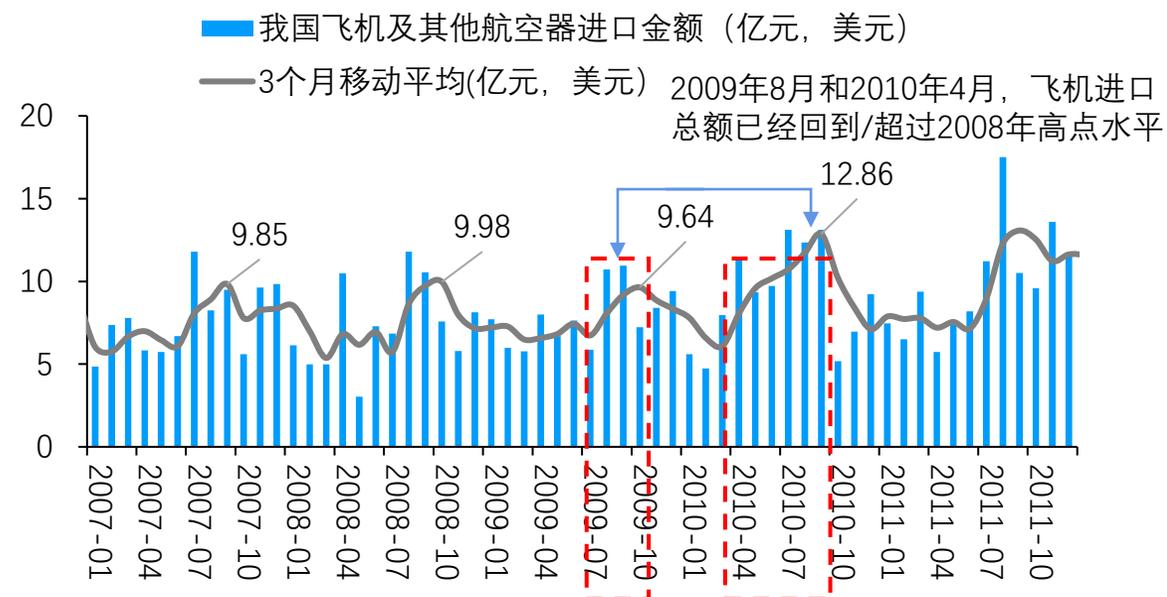
3.2 供给：2009年主动放缓，但2010年大规模引进再次开启

- 供给端来看，在复苏前夜行业运力增长主动放缓：面对巨额亏损和需求恢复的不确定性，在2008年末局方颁布的航空业十项措施等政策引导下，行业飞机引进速度边际下降。以民航客机在册架数来看，其同比增速从2008年的17%下滑至2009年的6%。
- 但2010年周期上行阶段，行业飞机引进重回高速增长通道，2010年民航在册客机数量同比增速达到19%。从每月行业飞行器进口额来看，3Q2009行业已经在加大运力引进的规模，1Q-3Q2010期间的进口额规模已经超过金融危机前。

图表 26：金融危机冲击下，2009年行业客机同比增速主动放缓，但2010年运力引进迅速恢复



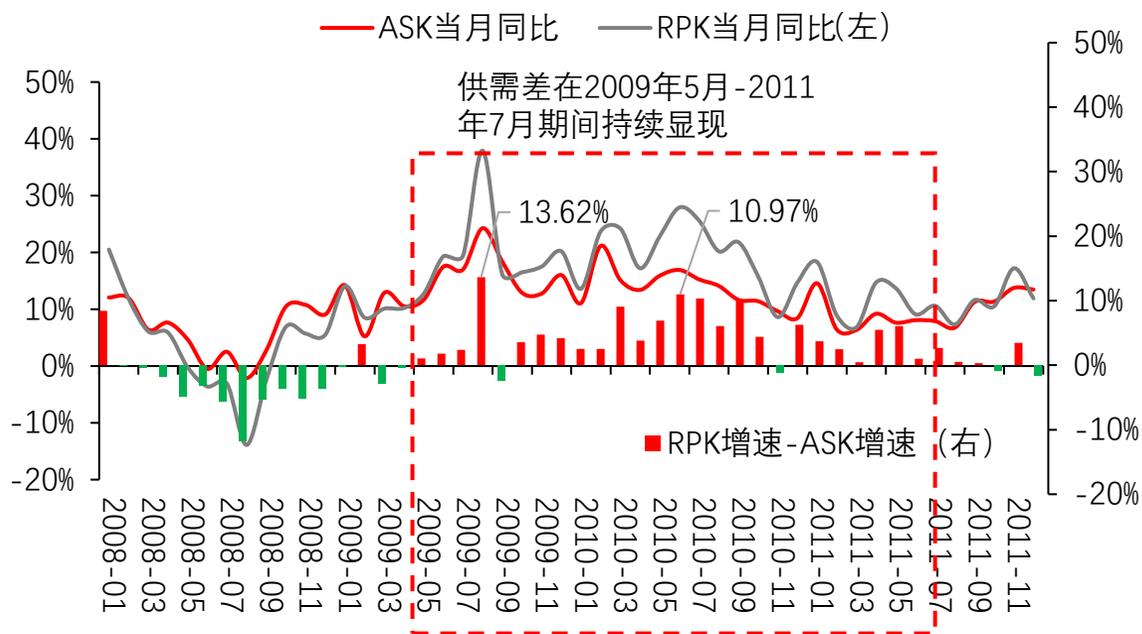
图表 27：3Q2009行业飞机进口总额回升至2008年水平，1Q-3Q2010飞机进口额规模超过金融危机之前



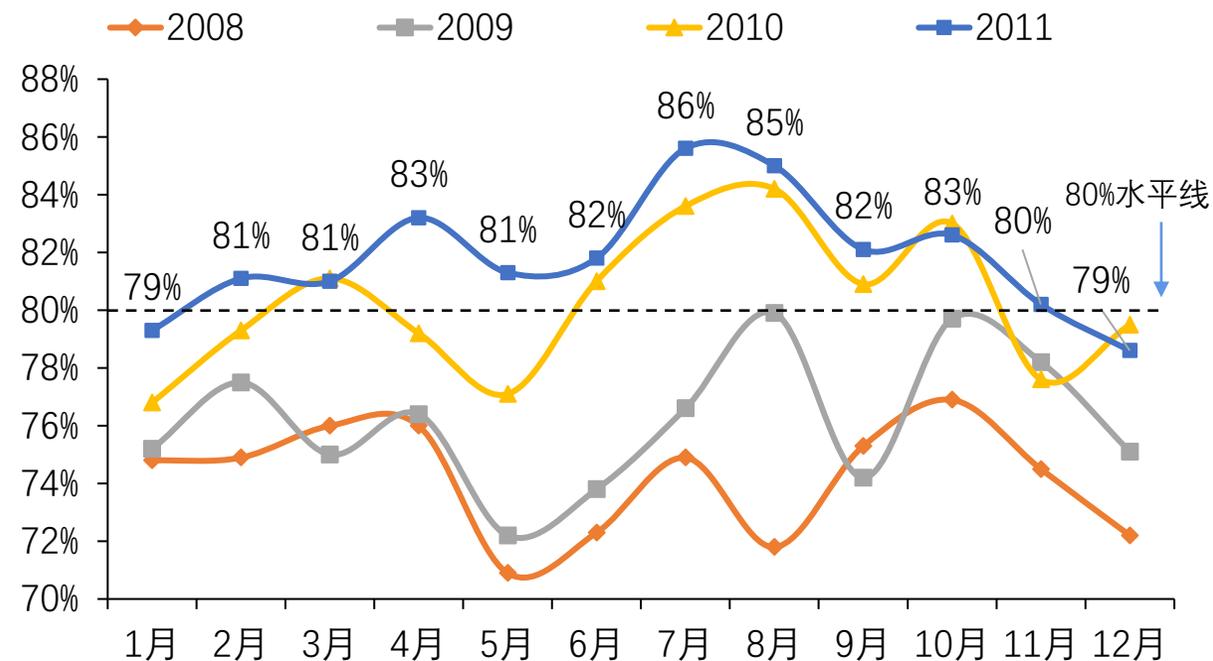
3.2 供给：行业供需差显著，客座率持续提升

- 2009年5月-2011年7月，受强劲的需求催化，行业RPK月度增速基本上都要快于ASK增速。在长达2年的时间内，供需差持续显现，同时客座率水平不断攀升，2010-2011年期间客座率基本保持在80%左右中枢。在2011年7月暑运旺季，行业客座率达到86%的高点。

图表 28：强劲需求带动下，总体来看2009年5月-2011年7月期间需求增速快于供给



图表 29：2010-2011年行业客座率中枢抬升至80%左右



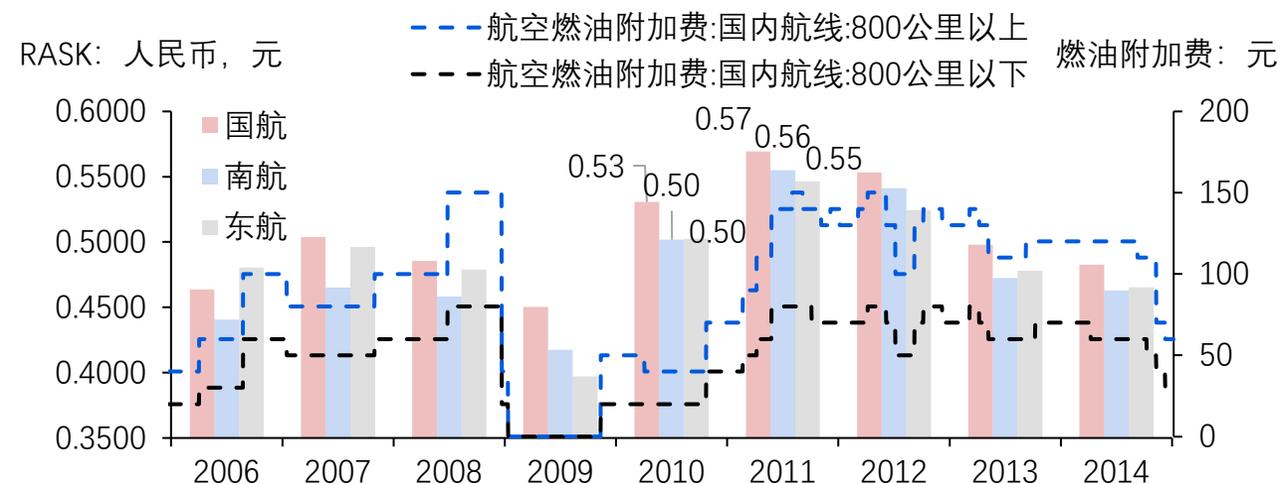
3.3 票价：行情高点出现在2010年，票价高点出现在2011年

- 需求反弹叠加燃油附加费上行，国内国际双线票价中枢在2010年后显著提升，但国际线高票价较国内线维持时间更短：

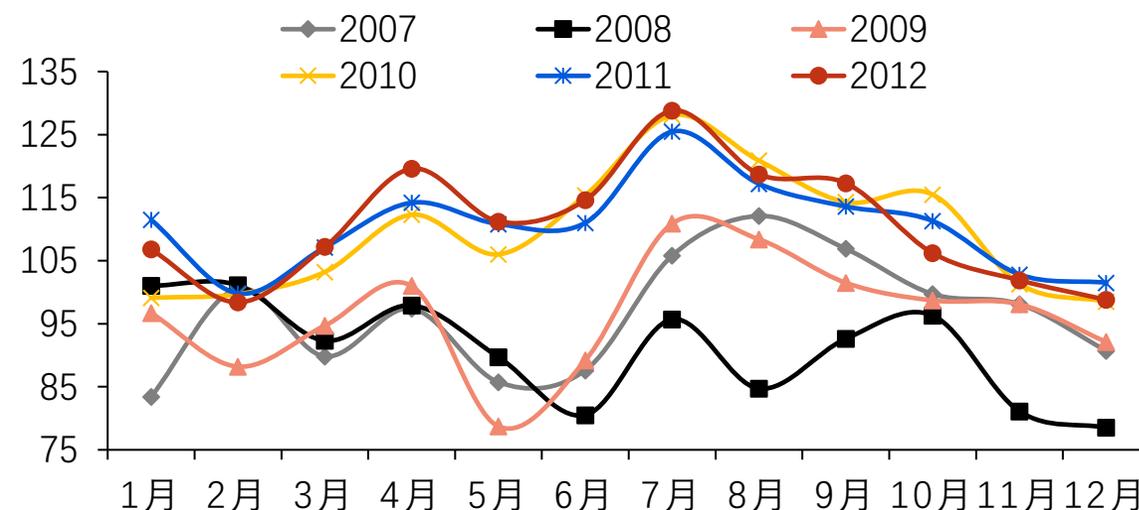
国内票价水平于2010年出现系统性提升，且主要是来自裸票价的上涨。即使剔除燃油附加费影响，2010年三大航票价仍然同比上涨10-20%左右。

而2011年的票价续涨主要受燃油附加费上行影响：国航、南航、东航2011年RASK分别为0.57、0.56、0.55元，同比上升7.25%、10.64%、8.76%；若剔除燃油附加费影响，测算三大航2011年RASK同比涨幅在0-3%左右。

图表 30：票价中枢抬升叠加燃油附加费高位，2011年三大航RASK达到历史极值



图表 31：2010-2012年国内综合票价指数中枢较2007-2009年显著抬升

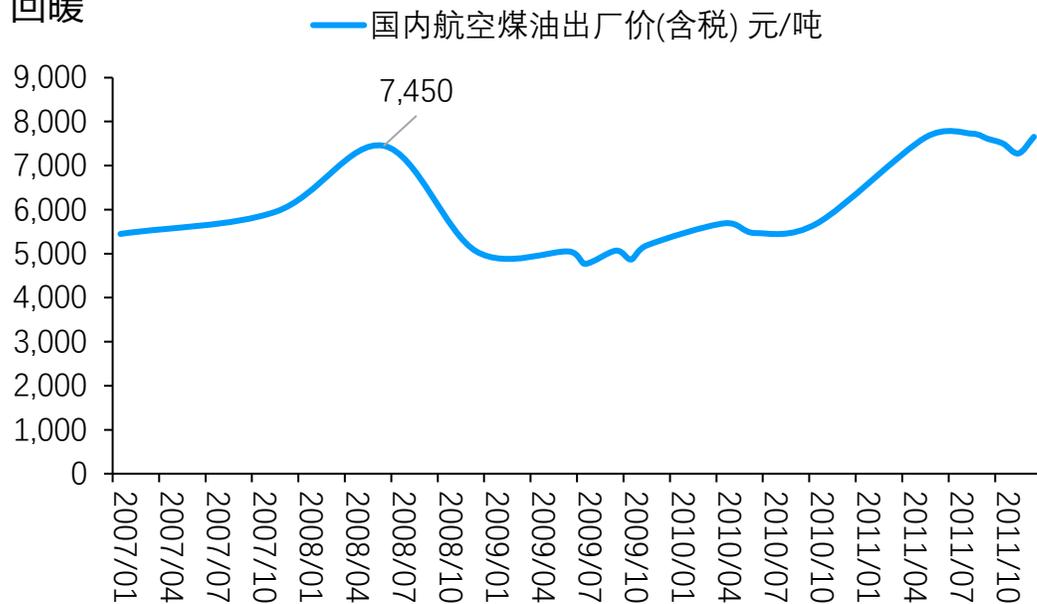


注：综合票价指数包含燃油附加费

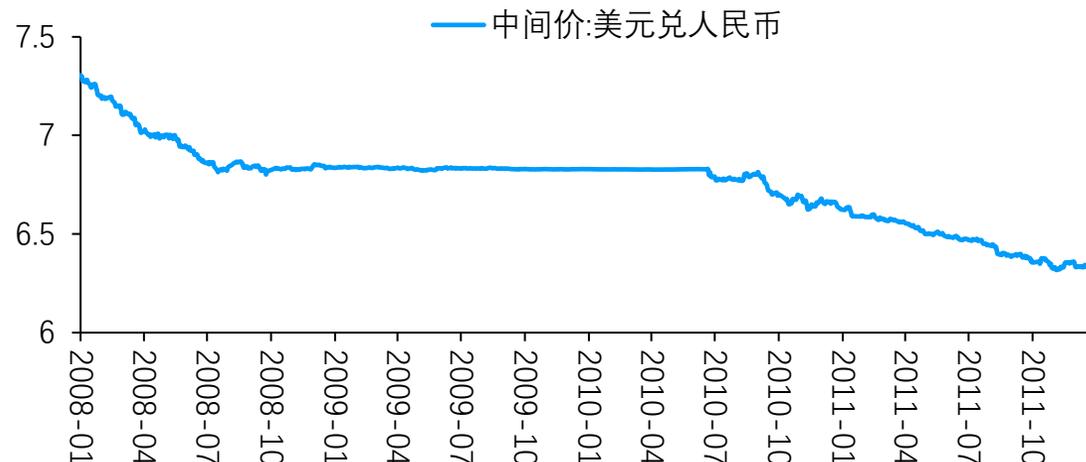
3.4 利润：周期上行阶段油价处于相对低位，为航司业绩锦上添花

- 此外，2009-2010年间油汇环境基础较好，助推航司业绩再上台阶。
- 油：**国际油价在2008年7月触顶后骤降，并在2009-2010年的复苏行情中保持相对低位。以国内航空煤油出厂价（含税）口径，2009、2010年航空煤油平均价格为4509元、5710元，较2008年均价分别下降27.85%、8.64%。
- 汇：**金融危机爆发后，自2008年9月起人民币紧盯美元，并在此后长达两年的时期内维持汇率稳定。2010年6月后央行重启自金融危机以来冻结的汇率改革制度，随即人民币对美元开启了新一轮升值周期。

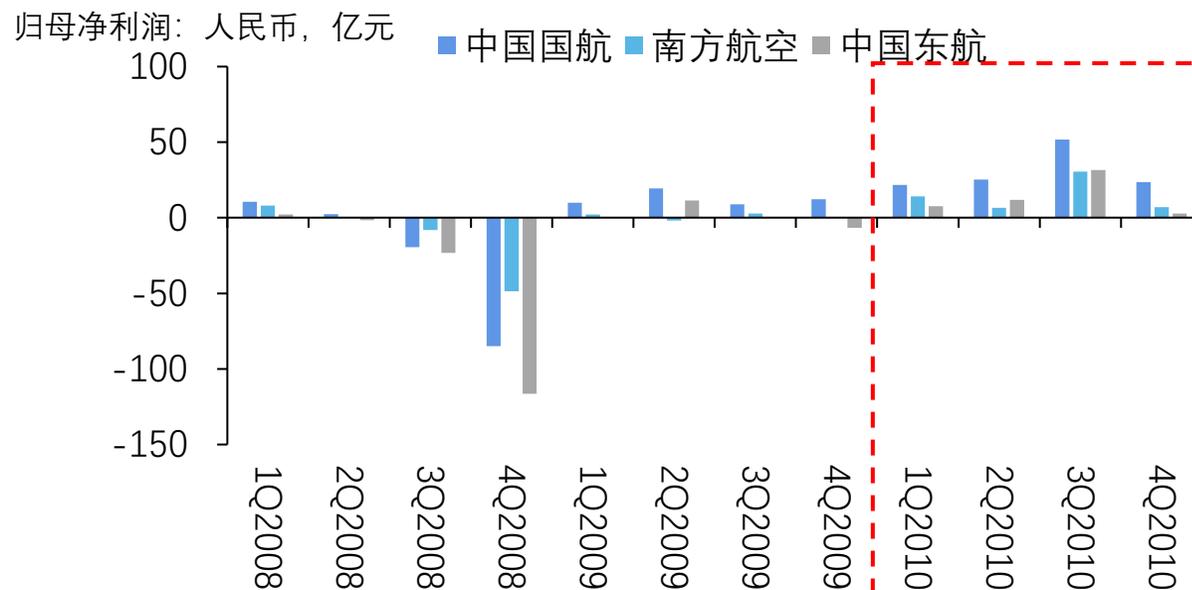
图表 32：2008年油价大幅波动，2009年油价相对低位助力航司业绩回暖



图表 33：金融危机期间人民币紧盯美元保持汇率稳定



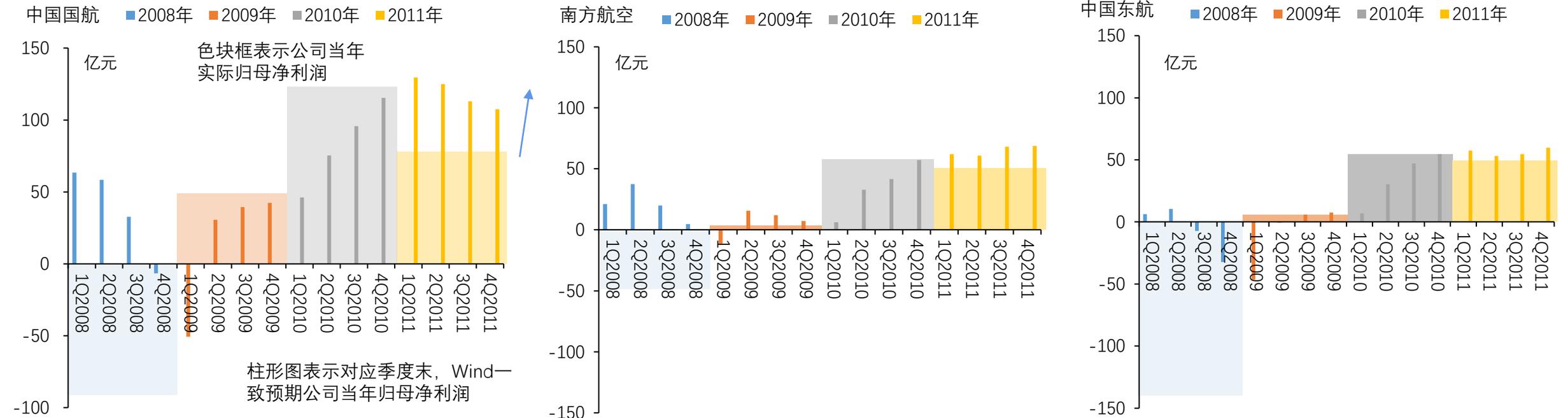
图表 34：2010年在需求全面恢复背景下，航司净利润水平实现大幅改善



3.5 市场情绪：2Q2009市场情绪底部反转，2010乐观预期持续上修

- 2Q2009是本轮大周期当中第一次情绪拐点，而2010年全年乐观预期持续上修，两者背后的驱动因素分别是1Q2009需求复苏超预期以及1Q2010之后需求增长强度表现超预期：① 1Q2009宏观强刺激、民航消费升级，行业基本面得以快速回暖。② 2010年需求侧持续强劲增长，引导市场乐观预期的上修贯穿全年。

图表 35：2010年国航、南航归母净利润表现均超Wind一致预期（FY1）



- 2009-2010年的航空大周期行情，是2000年以来典型的由基本面主导的行情。

①业绩：2009年，国内市场需求复苏超预期，主导民航业从亏损转向盈利。同时市场对于未来行业供需继续好转、人民币重拾升值通道的预期开始发酵。2010年，在春运强劲的客运量带动下，行业供需差持续拉大，票价水平持续上行，行业实现历史高点盈利水平，业绩预期逐步兑现。

②估值：在业绩上行期间，伴随行业强劲需求表现不断验证，航空业景气度上行已成为市场的一致预期，对于航空股的估值也持续上行。

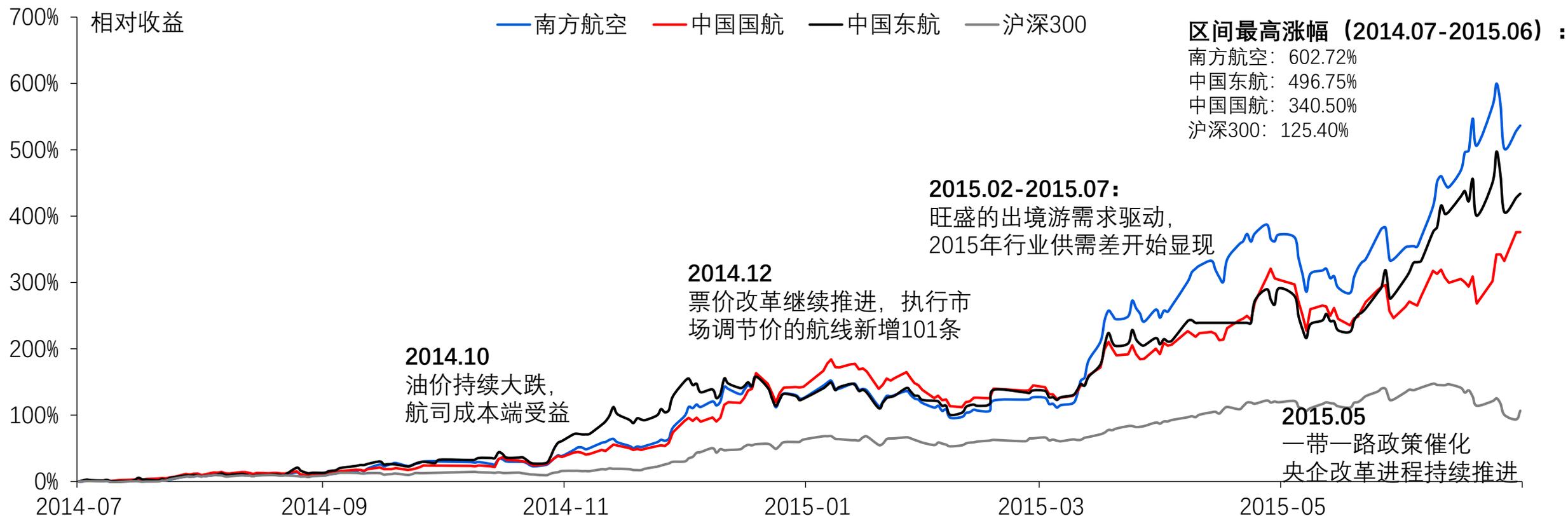
- 总体来看，本轮行情有坚实的基本面基础，行情高点领先于票价高点一年的时间。

四、2014-2015：流动性充裕+需求边际改善催生的4倍行情

2014-2015：需求边际改善叠加流动性充裕下催生的4倍行情

图表 36：2014.06-2015.06出境游需求旺盛带动需求边际改善、油价大跌利好业绩，叠加流动性充裕带来的周期上行机会

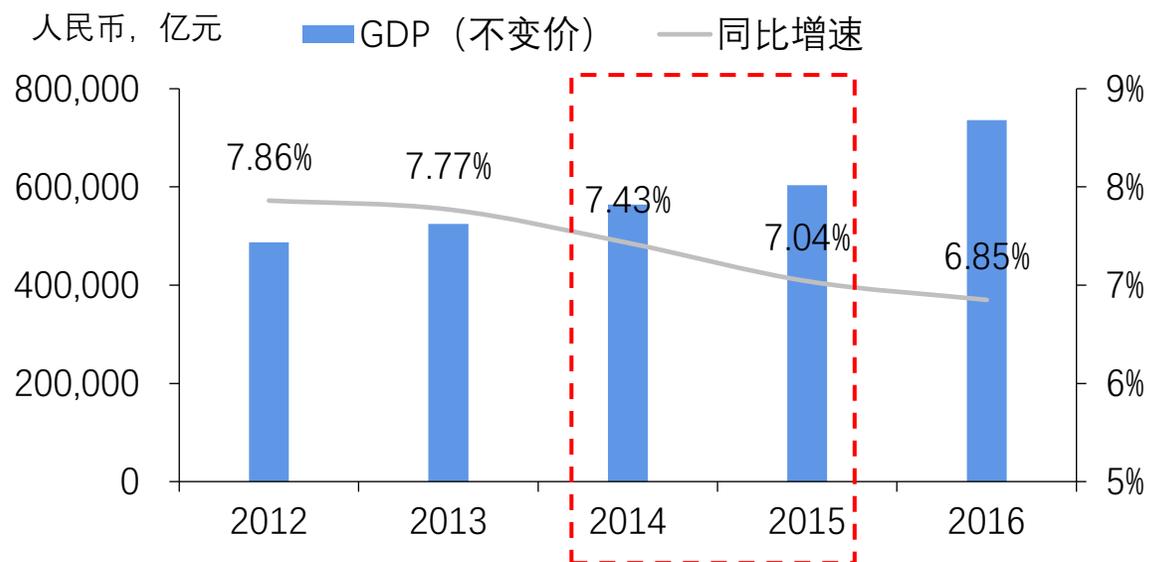
航司	归母净利润（亿元）		单机归母净利润（万元）		净利率	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
中国国航	37.82	67.74	700.37	1148.14	4.05%	6.63%
南方航空	17.73	38.51	289.71	577.36	2.23%	4.47%
中国东航	34.17	45.41	663.50	824.14	3.95%	5.38%



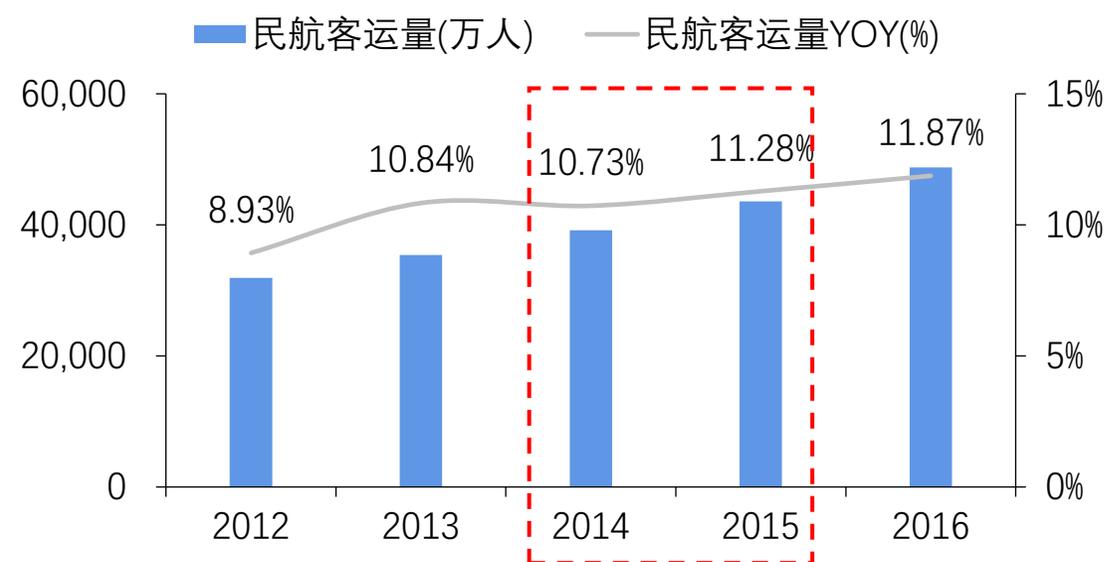
4.1 需求：宏观经济增速换挡，消费升级浪潮带动航空需求小幅反弹

- 2014-2015年期间，受国内外需求增速疲弱和国内房地产增速下滑影响，宏观经济增速换挡，同比增速小幅下降。但这一阶段消费结构转变浪潮开启，出境热潮来临，航空出行大众化进程持续推进，民航客运量增速稳定在中高增速区间，2015年民航客运量同比增速达到11.28%。

图表 37：2014-2015年GDP不变价增速缓慢下滑



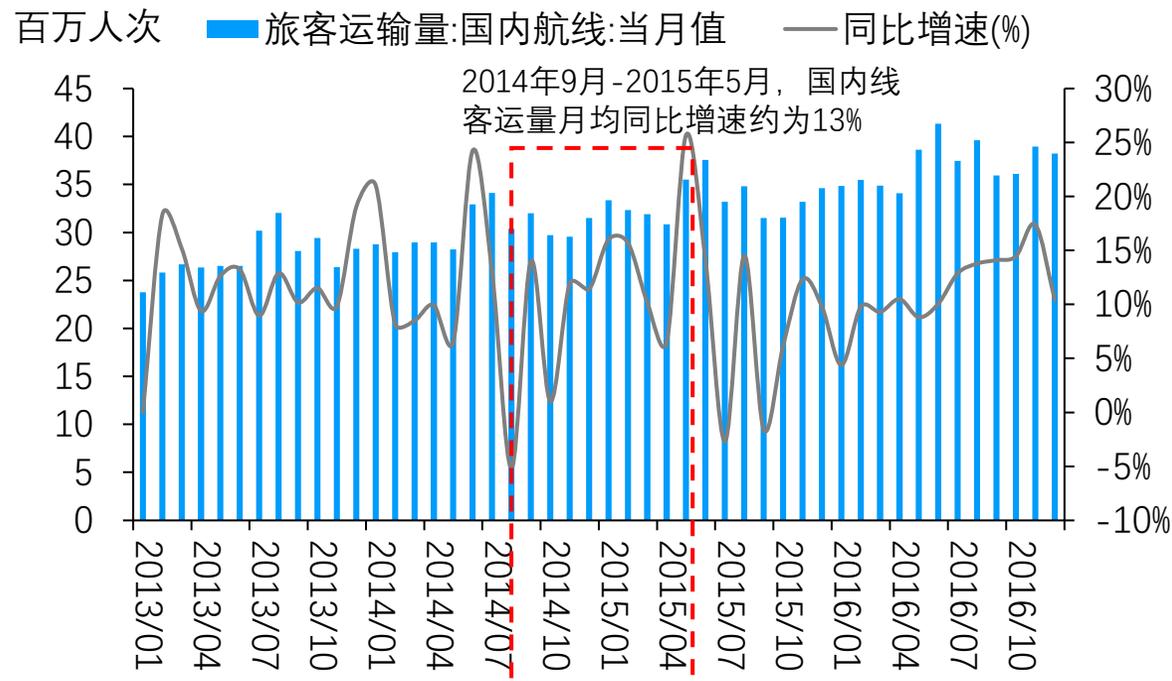
图表 38：2014-2015年度民航客运量增速切换至10%左右的中高增速区间



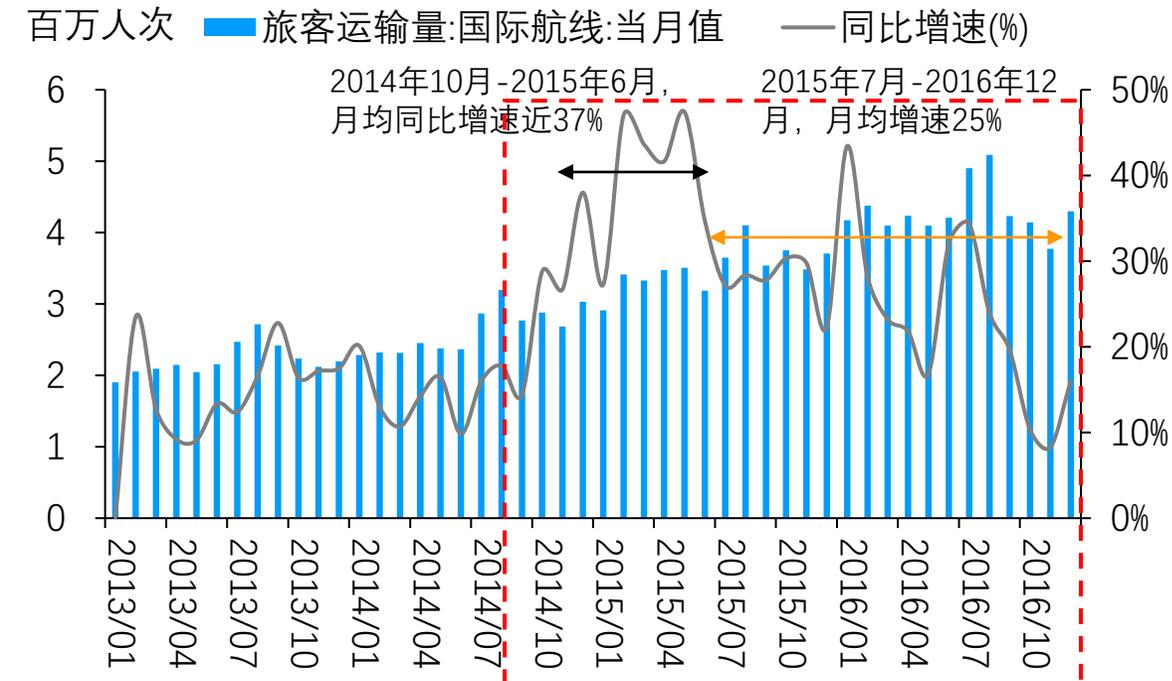
4.1 需求：2014年9月后国内线增速回升，出境热推动国际线增速提升

- 2012-2013年，受经济增速下滑、政府八项规定、高铁分流效应等因素影响，民航业需求增速自高位回落。2014年下半年开始，国内航线高铁分流效应逐步减弱，受益于消费升级、签证放松等利好因素的出境游需求快速增长，带动航空出行需求增速回升。
- 其中国内线旅客运输量同比增速自2014年9月起由负转正，并在此后近1年间保持在月均13%的增速中枢；国际线需求受益出境游火热，增速中枢于2014年10月起大幅提升，2014年10月-2015年6月月均同比增速中枢接近37%，部分月份一度接近50%。

图表 39：2014年9月-2015年5月，国内线客运量月均增速达到13%



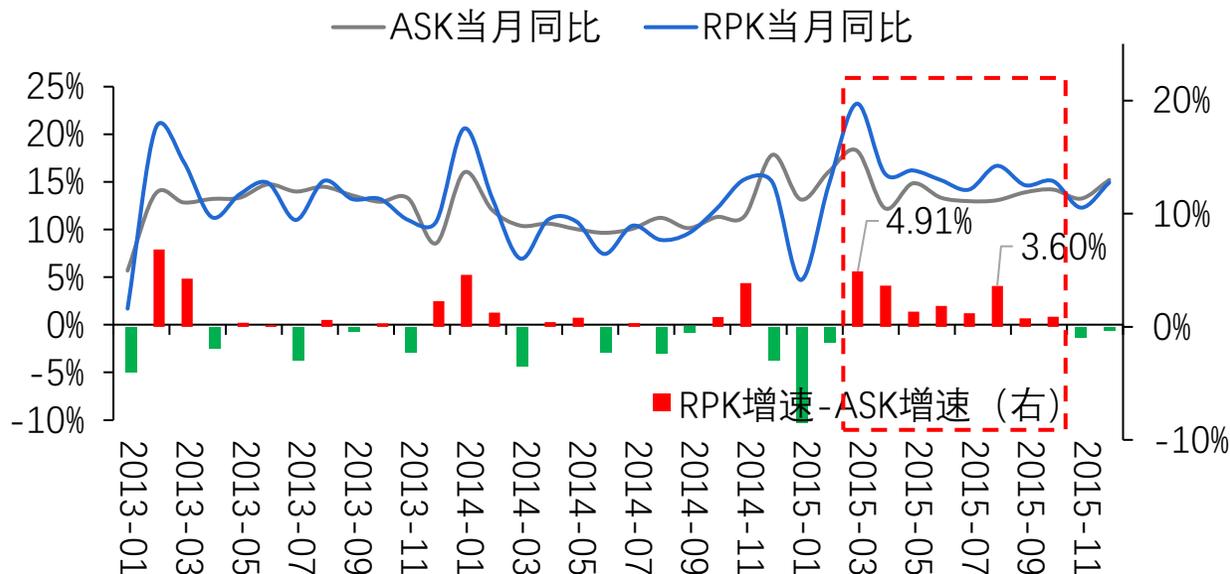
图表 40：出境游需求带动下，国际线需求增速于2014年10月阶跃式提升



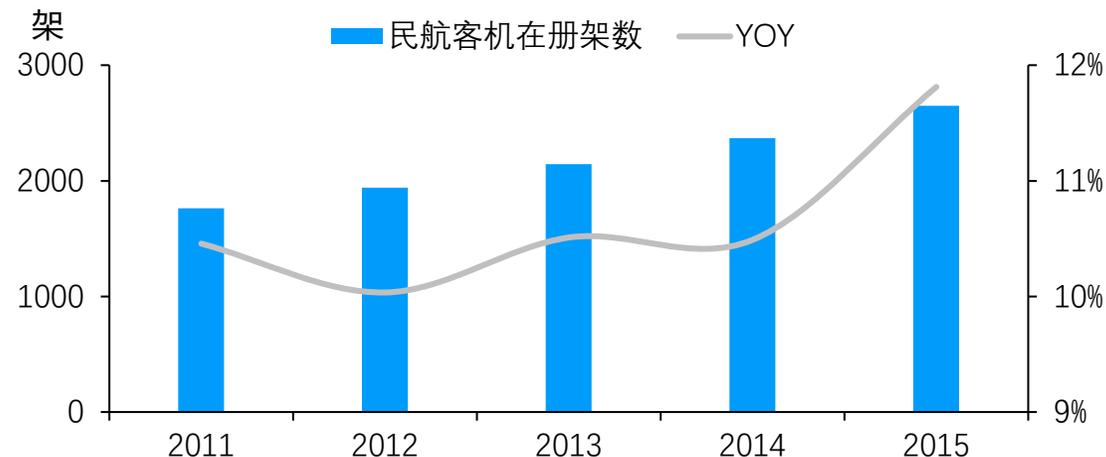
4.2 供给：2015年上半年供需差再度显现，客座率再创新高

- 在经历了2011年景气高点后，航司现金流储备较为充沛，运力引进持续提速，十二五期间平均增速为10.66%（规划增速11%）。
- 尽管行业机队保持较快增速，但由于需求在短时间内快速上行，行业运力释放节奏略慢于需求。2015年3月起，RPK增速高于ASK增速，带动行业客座率缓慢上行，并在2015年8月达到85.8%的相对高位。

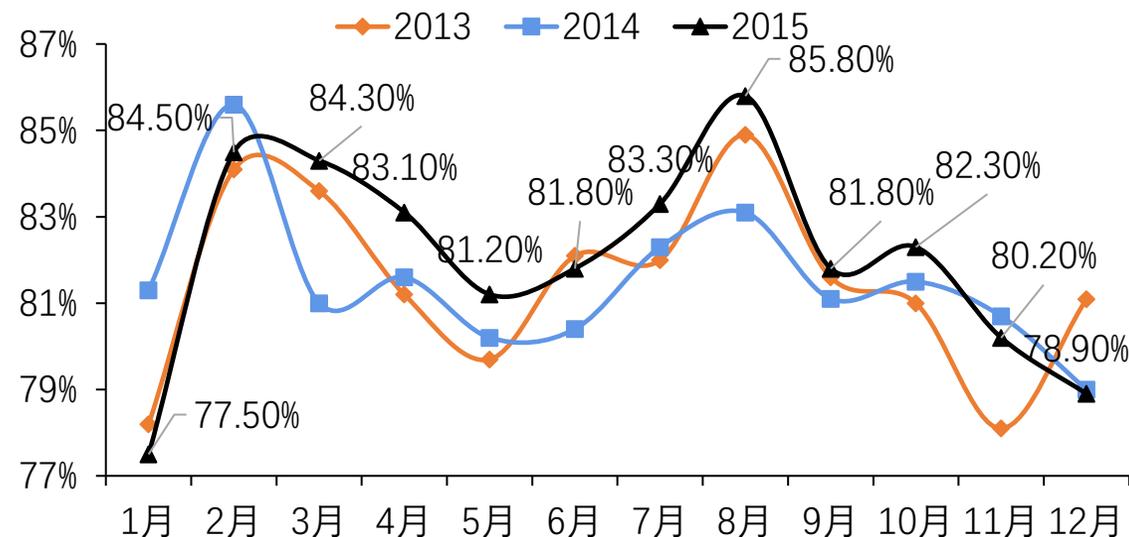
图表 41：2015年3月起RPK增速显著高于ASK增速，但持续时间较短，到2015年11月后供需差完全收敛



图表 42：十二五期间客机数量平均增速达到10.66%的较高增速区间



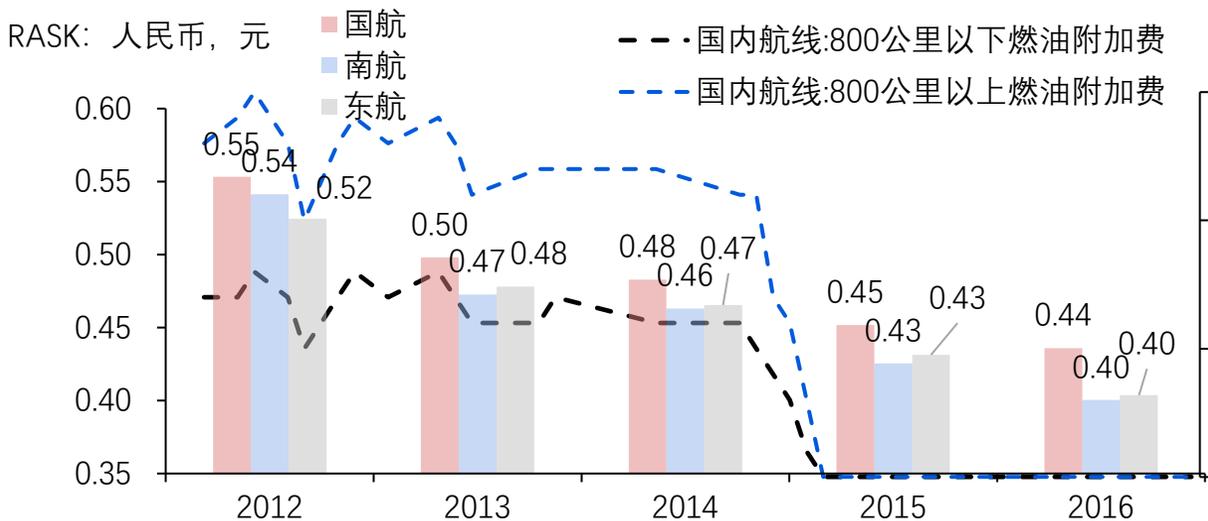
图表 43：从客座率来看，在行业产能利用率已达高位之下，需求提速带动客座率缓慢上行，2015年8月达到85.8%的相对高位



4.3 票价：RASK自2012年回落，国际线价格受挫后低位徘徊

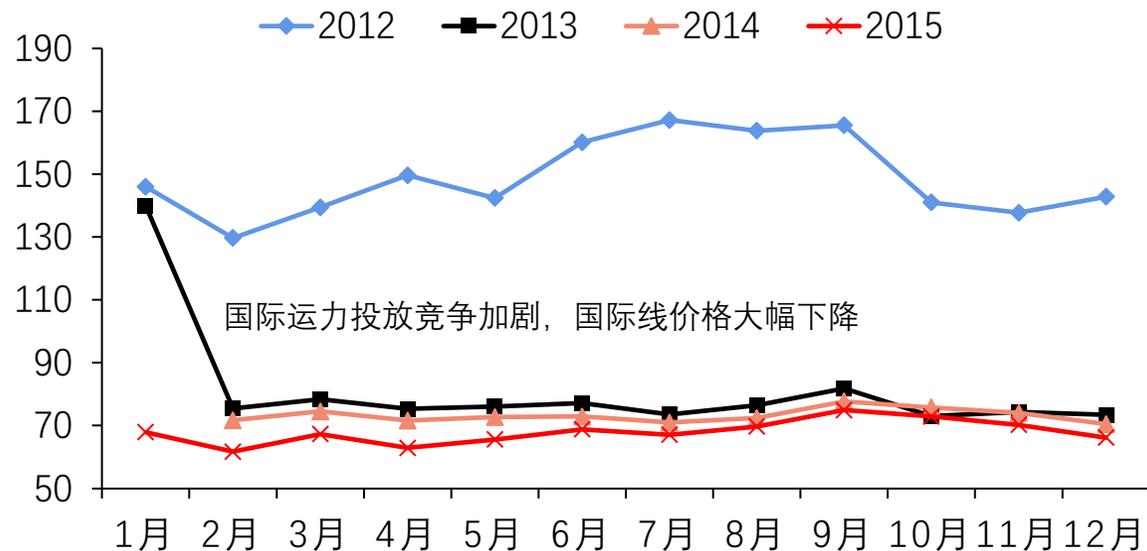
- 2012年三公消费收紧之下，两舱收入短期承压。面临需求分流和竞争加剧，三大航的票价策略开始向“降价保量”偏移，叠加期间燃油附加费下调影响，三大航RASK不断下滑。过程中虽有短暂的供需差催化，但年度口径下航司RASK持续回落。2015年国航、南航、东航RASK分别为0.45、0.43、0.43元，同比分别下降6.4%、8.12%、7.35%，但剔除燃油附加费影响后，测算三大航2015年RASK同比下降约1-3%。
- 其中国际线方面：**国际线运力竞争持续加剧，以综合票价指数来看，2013-2015年期间国际线票价水平在低位持续徘徊。

图表 44：在竞争加剧压力和燃油附加费下调等因素影响下，2012-2016三大航RASK持续下滑



注：本指数以 BSP 系统提供的样本航线票价数据为基础编制，基期为 2004 年 1 月，基期指数为 100

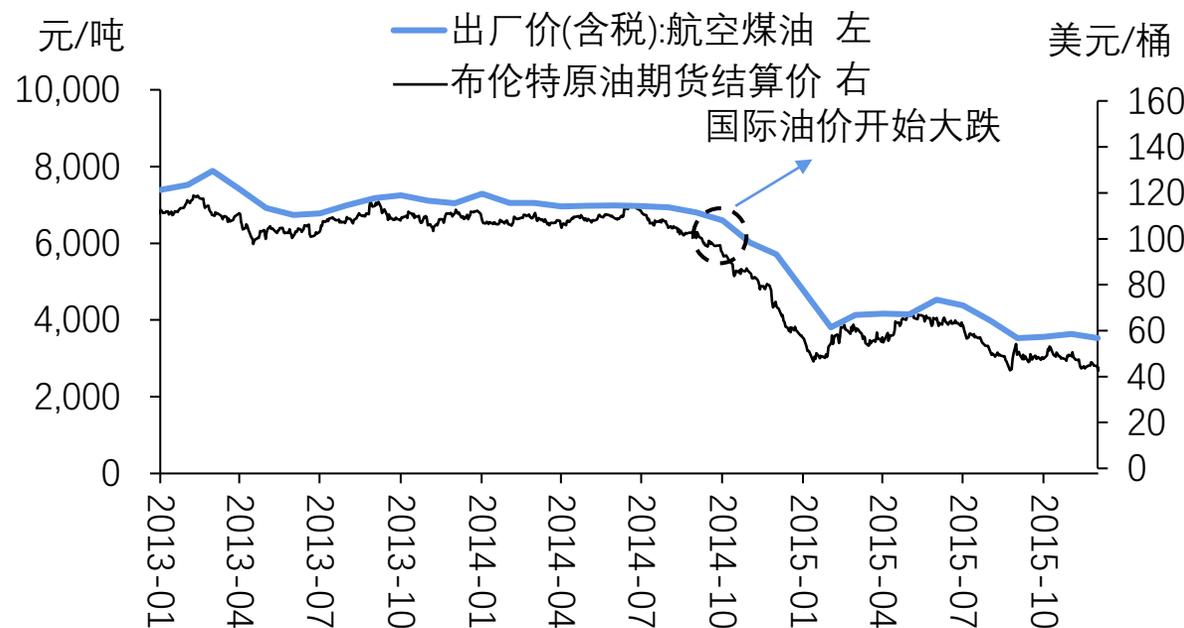
图表 45：2013-2015年国际不含（亚洲）综合票价指数持续低位徘徊



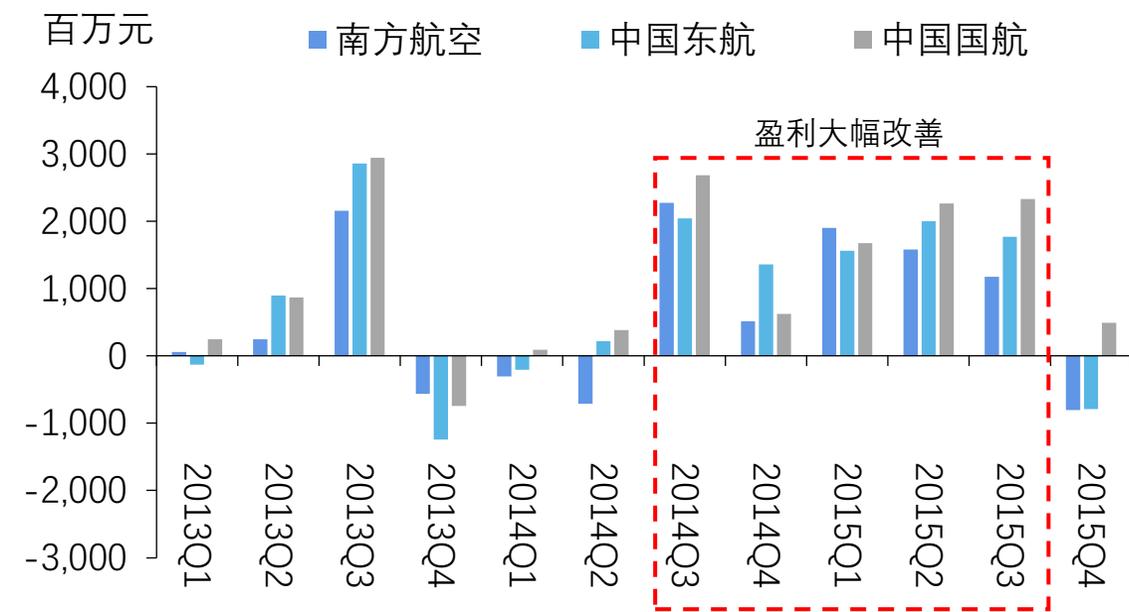
4.4 利润：油价大跌利好成本，3Q2014起航司盈利边际改善

- OPEC为应对美国页岩油威胁，确保自身市场份额，进而达成不减产一致意见。而国际石油价格自2014年7月起大幅下跌，油价从112美元/桶跌至47美元/桶，跌幅高达58%，航司成本端得以改善。
- 受益于需求提速以及成本端的改善，航司盈利水平自2014年三季度起逐步修复：南航结束了连续三个季度的亏损实现扭亏为盈，国航和东航的盈利中枢也得以大幅上行，归母净利润环比分别上涨602.86%、833.33%。

图表 46：国内航空煤油出厂价随国际油价大跌



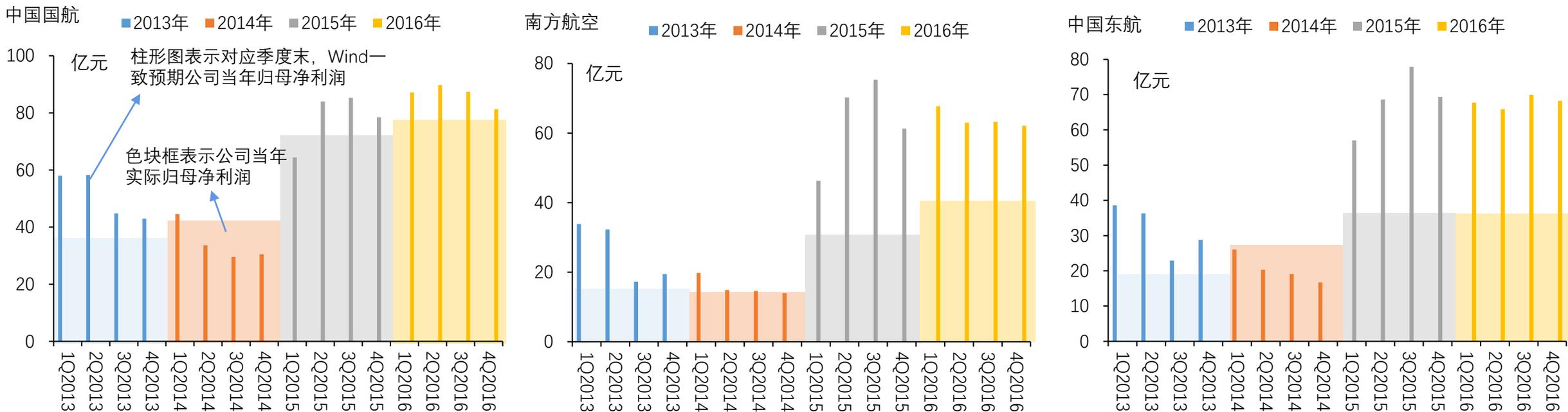
图表 47：三大航1Q2013-4Q2015归母净利润



4.5 市场情绪：1Q-2Q2015市场情绪持续升温，3Q2015后预期回调

- 尽管国际油价在2014年10月已经出现大幅下跌，但由于民航市场整体供需结构仍然处于不利态势，市场对于2014年主要航司业绩预期并不抱太大期望。而1Q2015之后，在油价利好、供需开始逆转，市场对于航空板块预期大幅抬升。但在旺季供需差边际下滑趋势显现后，市场的乐观情绪在3Q2015之后出现回调。

图表 48：1Q2015大幅抬升预期，乐观情绪在2015年三季度终结



- 2014–2015年的航空大周期行情，驱动因素与2006–2008年大周期较为相似，需求边际改善、行业利好政策与市场流动充裕等因素共同作用。

①业绩：国内线增速保持在中高速区间，同时国际线需求增速提速带来的供需差，叠加油价大跌之下的成本利好，市场一致预期航空板块业绩将会释放。

②估值：A股牛市背景下，市场流动性充裕，带动航空板块估值持续提升。同时，票价市场化改革的进一步推进，叠加一带一路政策发布，进一步助推了市场对于航空业远期前景的乐观预期。但供需差的持续时间短，板块业绩改善的幅度和持续性有限，2015年6月随着市场流动性边际快速收紧，大周期行情随之结束。

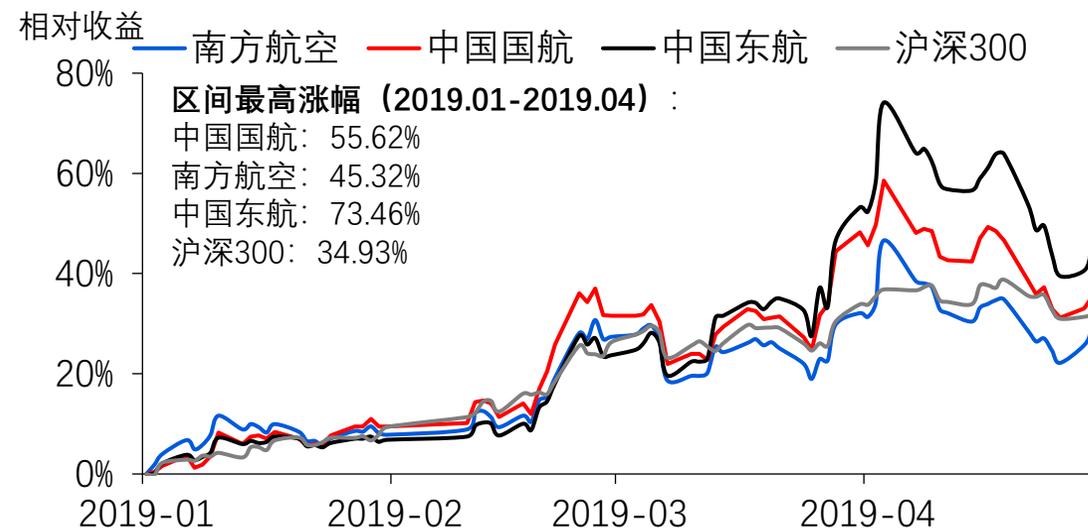
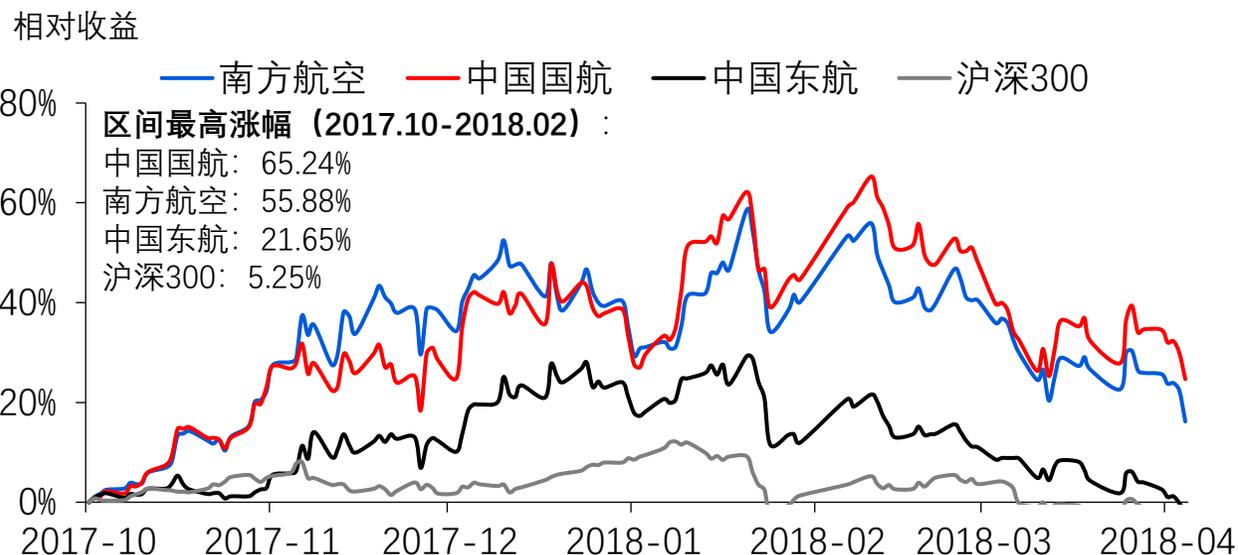
- 总体来看，本轮行情同样以预期驱动为主，最终业绩兑现有限。

五、2017-2019：票价提升预期+供给受限预期共振的两轮波段行情

2017-2019：票价提升预期与供给受限预期共振的两次波段行情

图表 49：2017-2019年，受票价改革持续推进和阶段性供给侧收紧预期叠加共振，频繁出现阶段性机会

航司	归母净利润 (亿元)			单机归母净利润 (万元)			净利率		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
中国国航	72.4	73.36	64.09	1105.34	1096.56	916.88	7.12%	6.00%	5.33%
南方航空	59.14	29.83	26.51	784.35	355.12	307.54	5.36%	2.41%	2.01%
中国东航	63.52	27.09	31.95	997.17	391.47	435.29	6.70%	2.56%	2.88%



2017.10-2018.02

- ①201709 民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构 提升航班正点率的若干政策措施》，市场对于民航运力供给收紧预期加强；
- ②201712 《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，对有5家以上航司参与运营的国内航线实行市场调节价，市场调节价航线新增306条

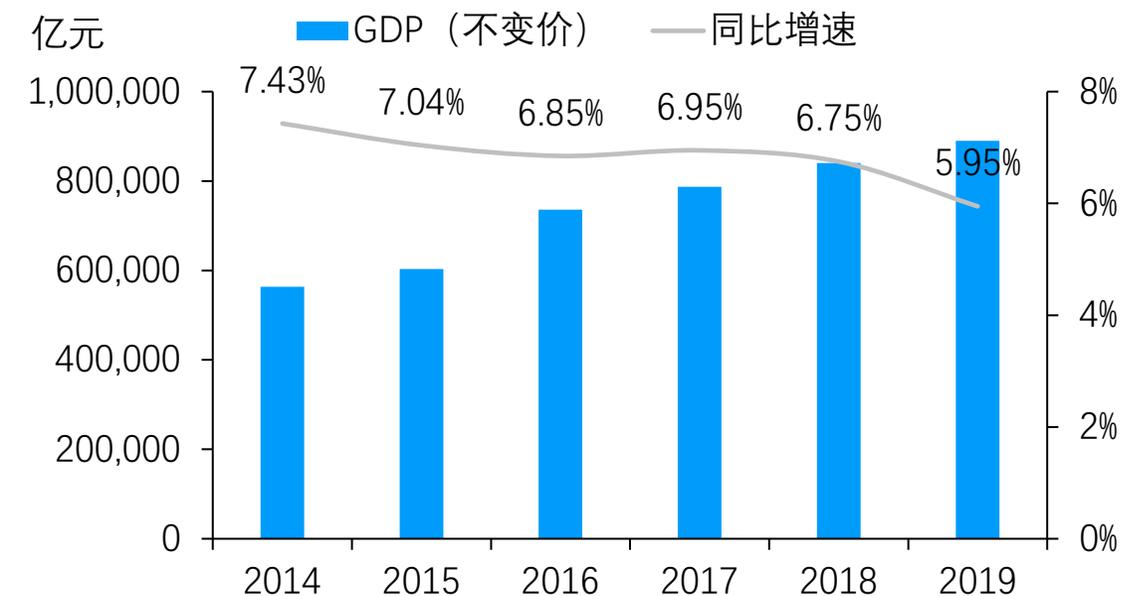
2019.01.-2019.04

2018年12月后宏观阶段性改善带动股价修复，2019年3月11日737MAX坠机，该机型在华全面停飞，市场再度预期供给侧收紧

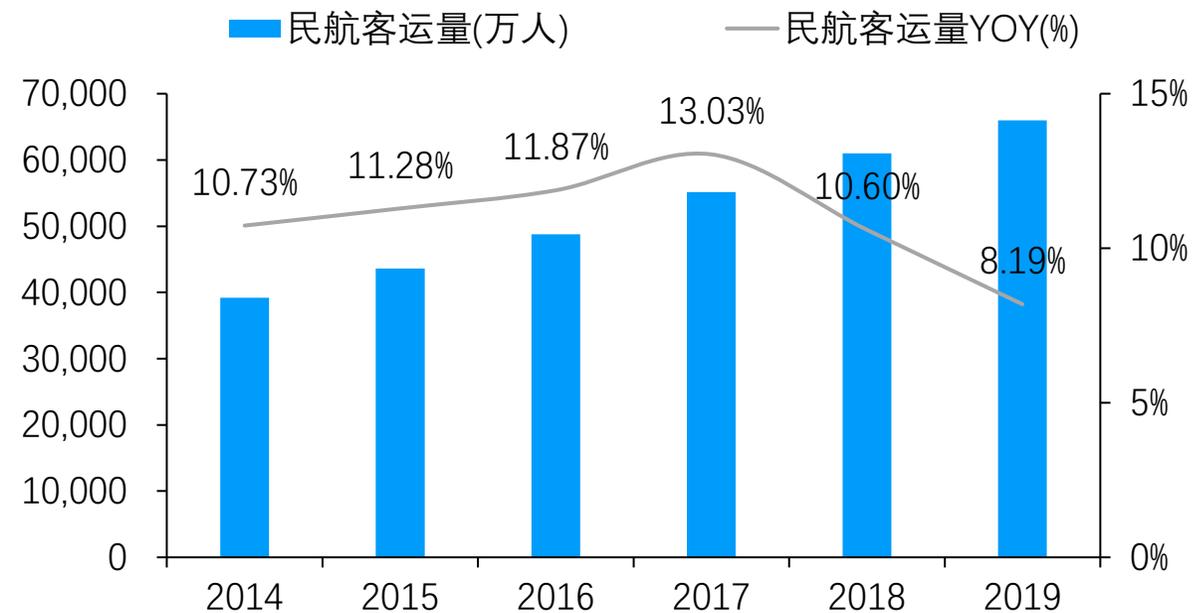
5.1 需求：宏观经济增速继续放缓，客运量增速小幅回落

- 2016-2019年，供给侧改革开启，叠加国际政治局势波动增强，宏观经济增速继续放缓。但期间航空业需求增速并未因宏观转型而立即降速，2017年民航客运量同比增速达到13.03%，环比上升1.16pcts。直到2018年后，受贸易摩擦加重等因素影响，民航客运量同比增速回落，2019年同比增速8.19%，2013后首次下降至10%以下区间。

图表 50：2016-2019年GDP不变价同比增速较2015年放缓



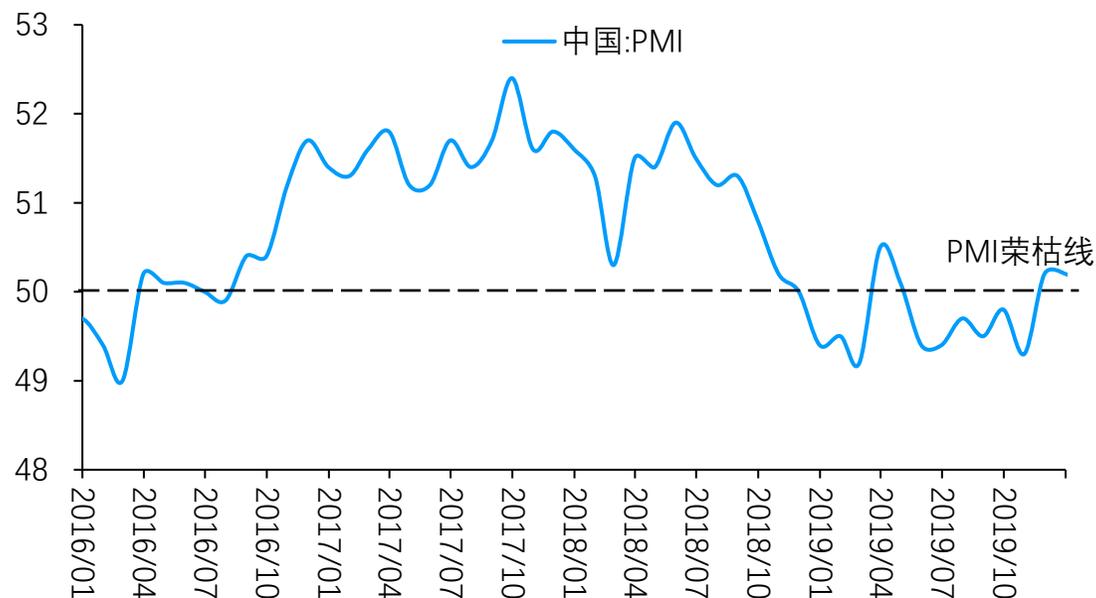
图表 51：2016-2019年民航客运量小幅上行后回落



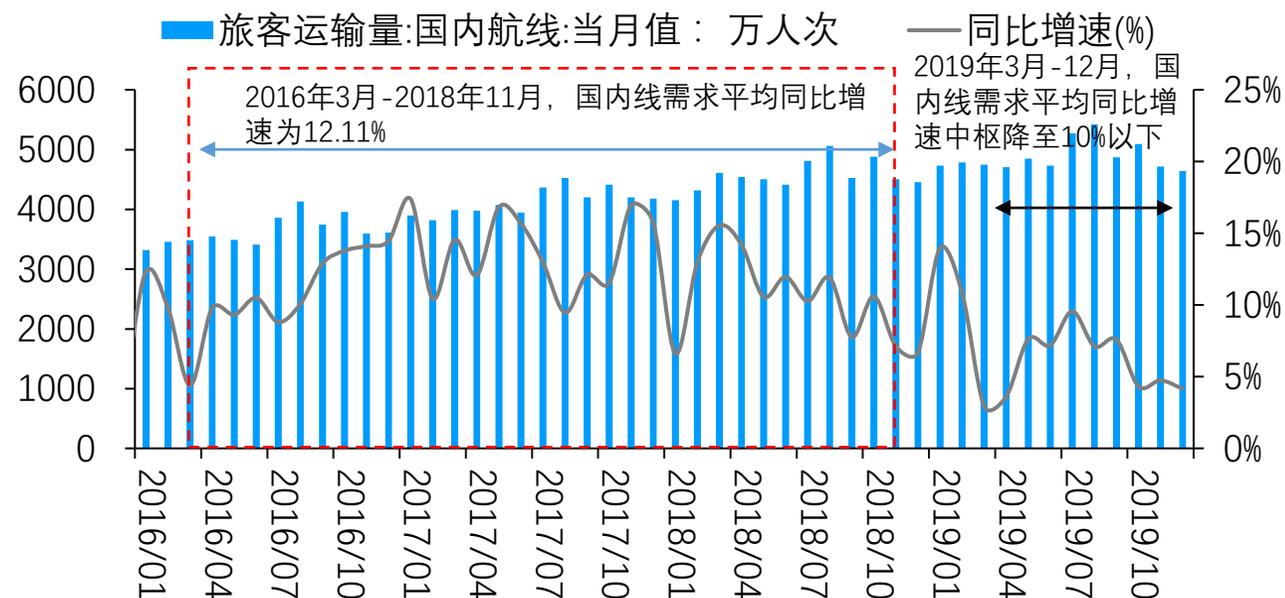
5.1 需求：国内线需求增速中枢切换至中高增速区间

- **国内线：**2015年下半年，全球宏观走出衰退的阴霾，宏观环境出现改善。2016年3月中国PMI重回荣枯线以上，并一直保持到2018年11月。在此期间，尽管需求增速换挡，但国内航空客运量同比增速整体还是保持了相对较快增长的趋势，旅客量同比平均增速为12.11%。
- 直到2019年3月后，受经济增速下滑、国际贸易摩擦等影响，国内客增速下台阶。

图表 52：2016年3月后，PMI重回荣枯线以上



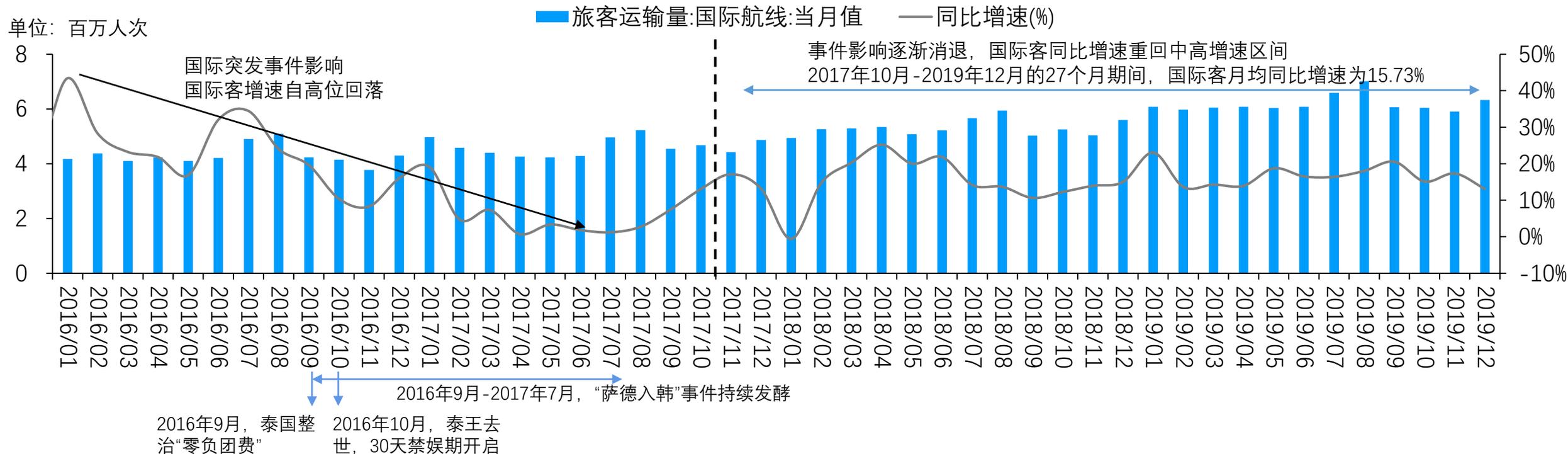
图表 53：2016年3月-2018年11月期间，国内航空客运量保持较快增长



5.1 需求：地缘政治因素影响频繁，国际线需求增速波动较大

- **国际线：**尽管2015年消费升级带动引发出境游热潮，但其持续性较为有限。2016年之后，临近国家相继发生不利于旅游需求的信号和事件：2016年9月中旬，泰国政府出台的零负团费旅游团入境以及泰国国王去世后的禁娱期对赴泰旅游造成不利影响；2017年，受韩国政府决策部署萨德反导弹系统影响，中韩航线旅游热度降温等。
- 直到2017年10月后，伴随冲击影响消退，国际旅客同比增速重新回到中高速增长区间。2017年10月-2019年12月的27个月期间，国际客月均同比增速为15.73%

图表 54：受国际突发事件影响国际线增速同比下滑



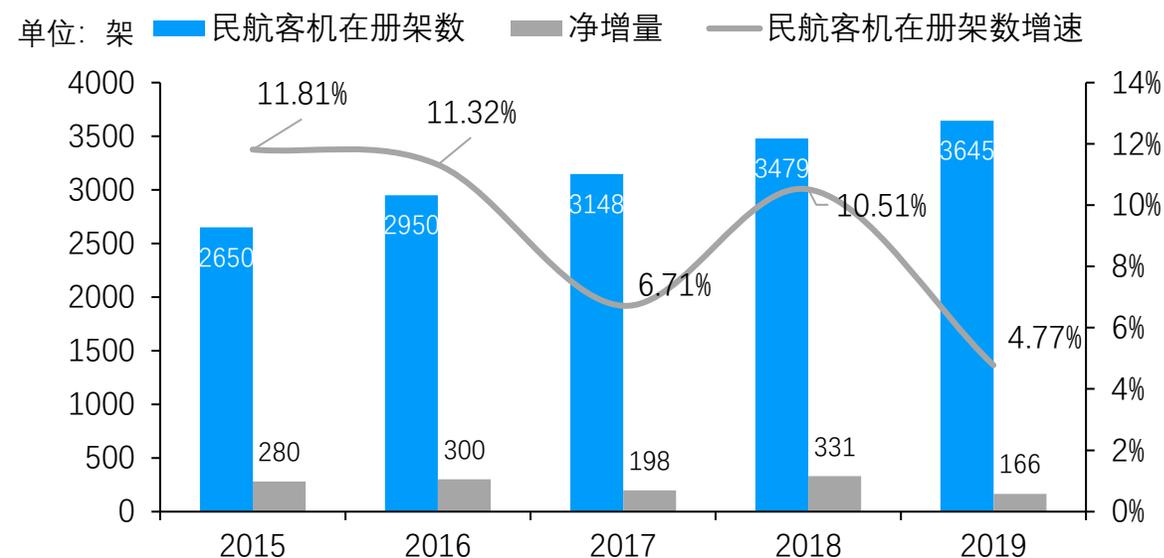
5.2 供给：①2017年9月民航局发布控总量调结构政策，市场预期供给收紧

- 2017年9月民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构 提升航班正点率的若干政策措施》，从2017/18冬春航季开始，对航班时刻安排进行运行总量控制和航班结构调整。通过“严格时刻协调机场的容量标准关”、“调整航班时刻协调机场名单”、“优化始发航班结构”等多项措施，对国内核心枢纽机场时刻及行业航班运行总量进行调控。
- 但该政策对运力市场全局供给增速影响有限，原因在于运力市场增长的驱动因素复杂，除了时刻以外，还受到机队、机型利用水平等多种因素影响。2018年，中国民航业客机净增量创下年新增331架的历史新高，2018年总体ASK月均平均增速为12.41%，最终行业供需差并不显著。

图表 55：观察2017-2018年期间ASK/RPK月度增速，民航业并未出现明显供需差



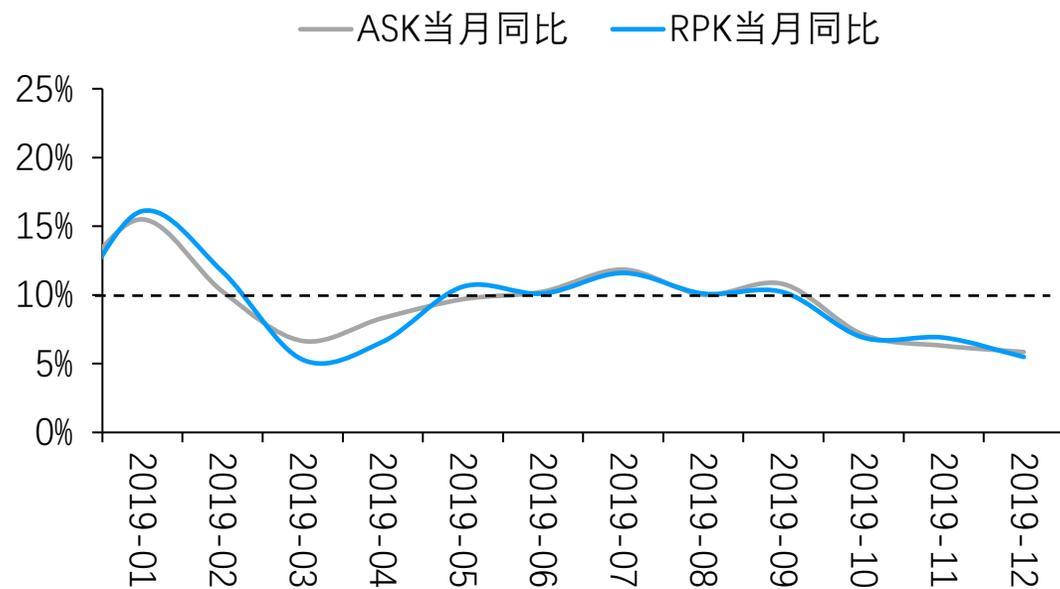
图表 56：2017-2018年客机引进增速保持中高速增长



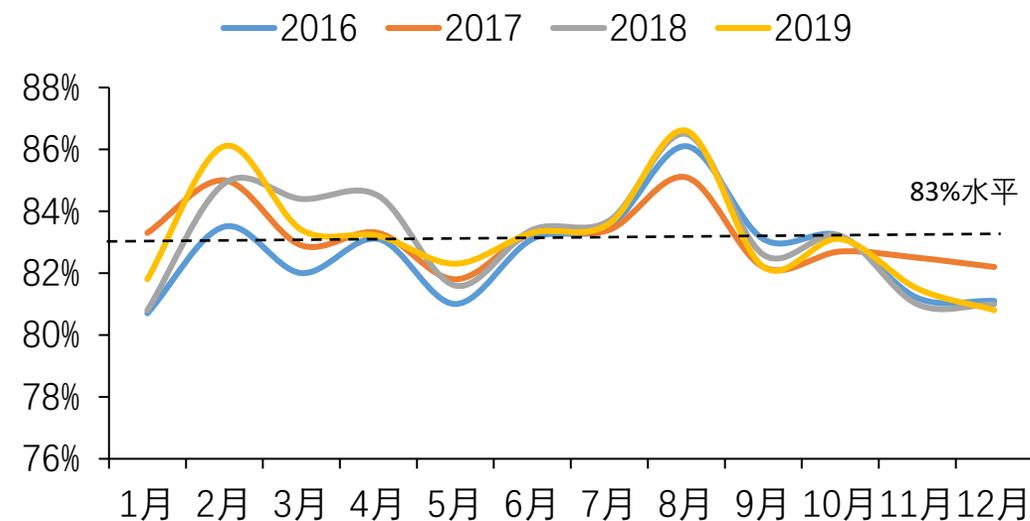
5.2 供给：②737MAX全球范围内停飞停产，行业新增客机数降至低位

- 2019年3月11日，在海外航司发生连续2起坠机后，中国民航局率先停飞了国内的737MAX机型，而后该机型被全球禁飞，新机交付全面暂停。受此影响，国内民航客机引进数量大幅下滑，当年仅新增客机166架，为2010年以来的最低值。飞机供给面临硬约束降速之下，对于行业阶段性供需失衡和供需差的预期情绪再起。
- 但2019年4月后，伴随国际贸易摩擦的不断加深，多重宏观因素扰动下行业RPK增速降至10%左右的中速增长区间。此外，运力供给降速和机队引进减少之间也存在一定的滞后，市场一度预期的供给增速下降引发的供需差并未兑现。

图表 57：2019年需求增速中枢下滑至10%左右，12月RPK增速仅5.5%



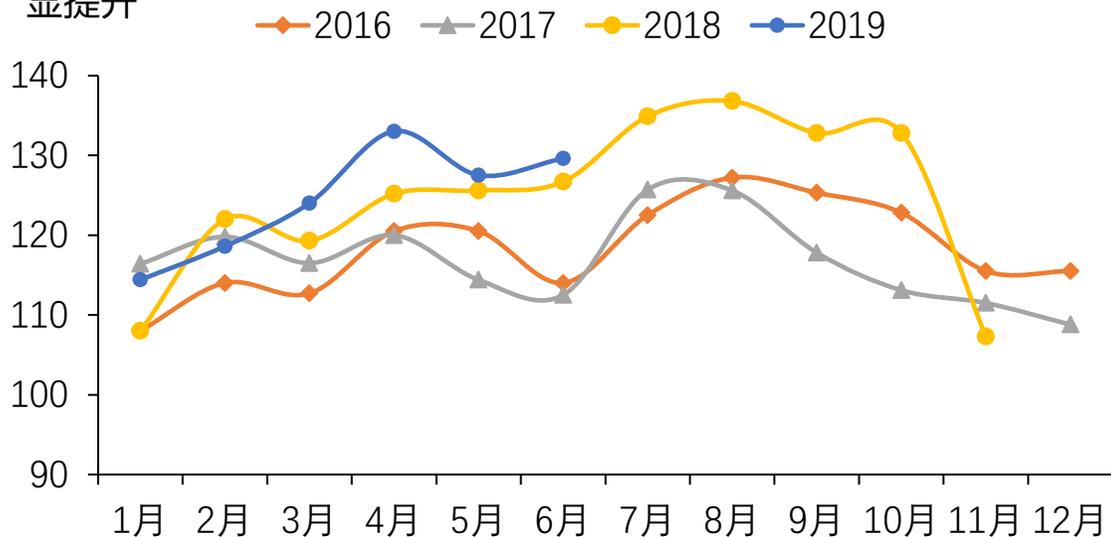
图表 58：2016-2019年期间，行业客座率在83%附近波动



5.3 票价：票改之下国内票价打开增长空间，国际线票价水平波动较大

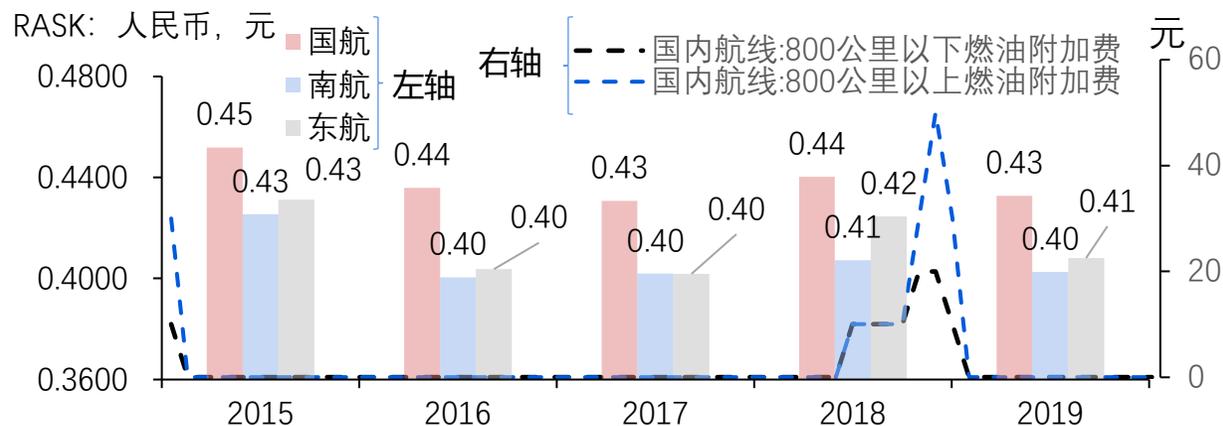
- 票价改革深化，国内线票价上限打开。2017年12月，民航局、国家发改委发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，对5家以上（含5家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，其中北上广深互飞等一类机场互飞航线几乎全部放开。票改深化之下，也强化了市场对于票价涨幅的预期。
- 但在国际线方面，在运力竞争加剧和突发事件等影响下，票价水平出现较大波动。2016-2017年期间面临国际部分地区的事件性冲击，票价水平出现下滑。尽管2018年上半年有所回暖，但贸易摩擦等再次对航线收益造成负面影响。

图表 59：2018年上半年国内线综合票价指数较2016、2017年明显提升

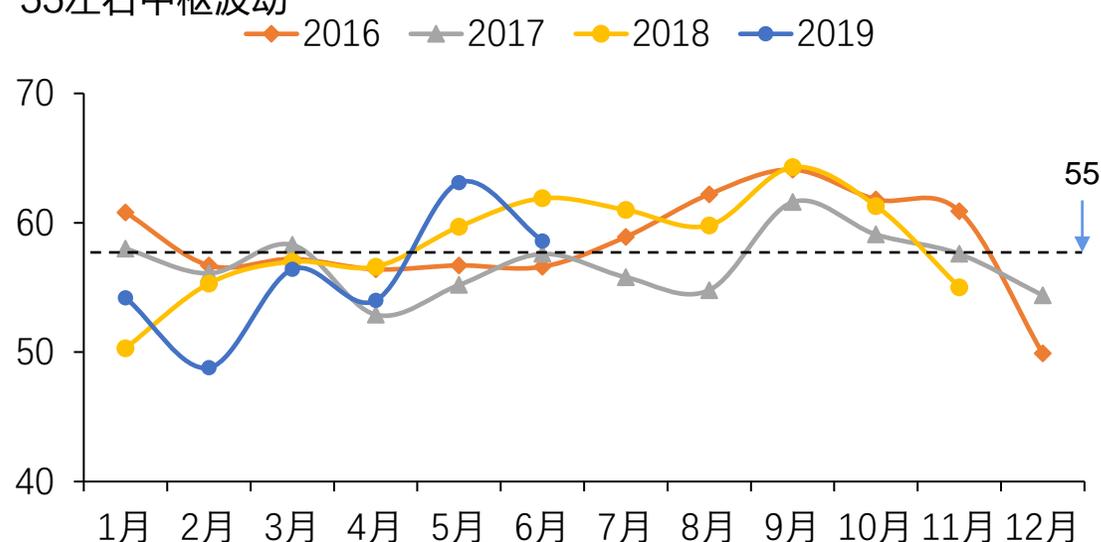


注：本指数以 BSP 系统提供的样本航线票价数据为基础编制，基期为 2004 年 1 月，基期指数为 100

图表 60：票改催化下，2018年三大航RASK升至2016年来高位



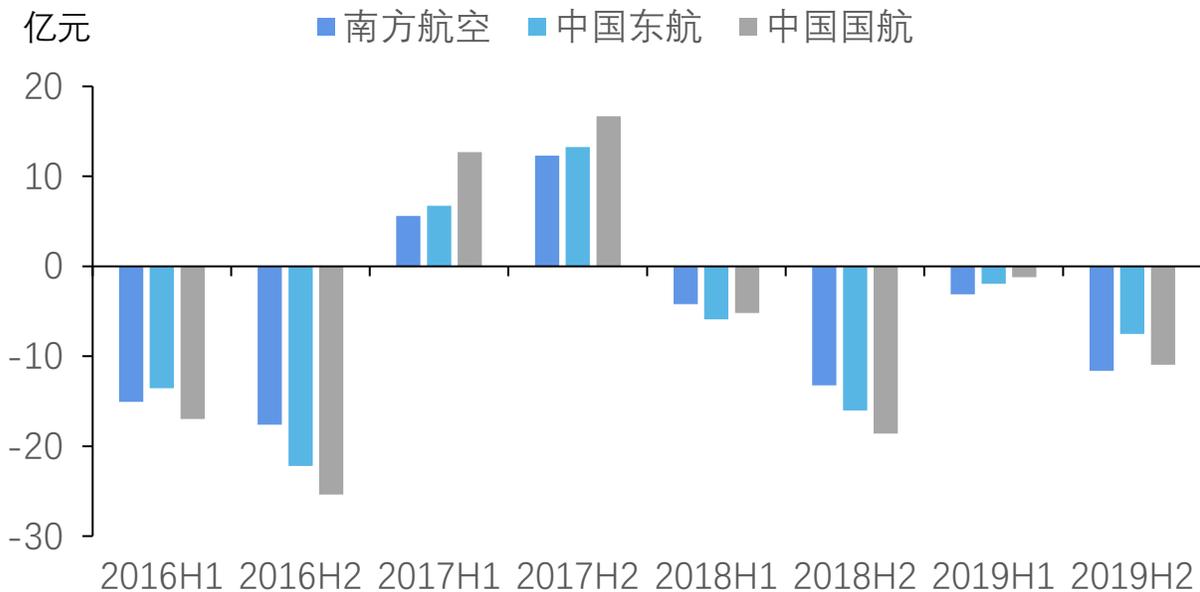
图表 61：2016-2019年期间国际不含（亚洲）综合票价指数围绕 55 左右中枢波动



5.4 利润：2018年后三大航业绩逐渐回落

- 在这一时期，汇率成为利润波动的主要扰动项。2016年12月-2018年2月，人民币期间累计升值近10%，2017年三大航合计录得汇兑净收益67.29亿元，并助力三大航在2017年一季度实现扭亏为盈，并在此后连续两个季度实现同比正增长。
- 但2018年后，基本面需求支撑力度趋弱叠加人民币贬值等，三大航业绩逐渐回落。

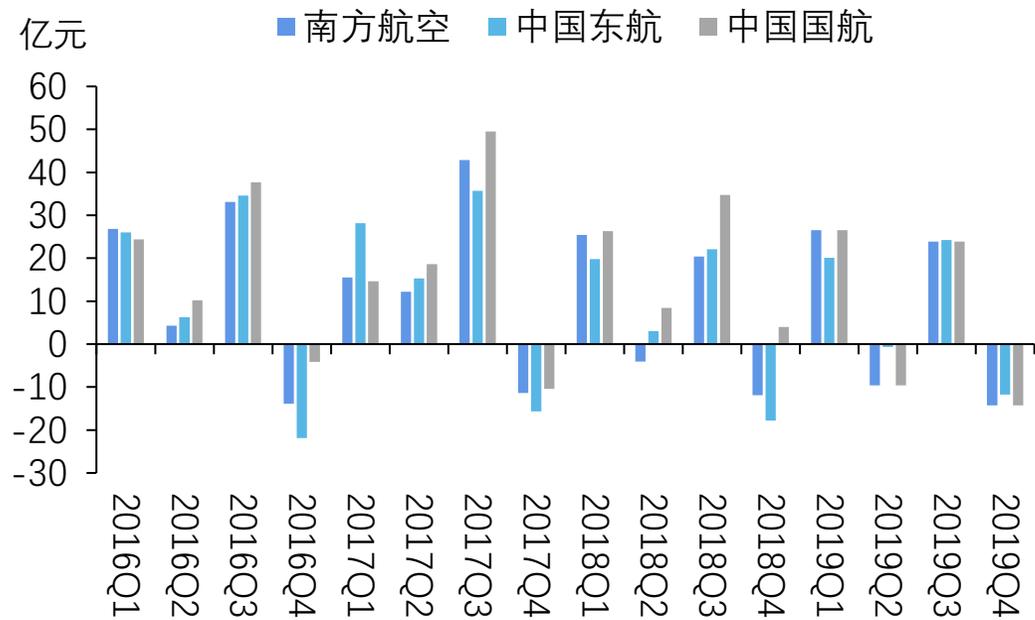
图表 62：三大航汇兑收益（2016-19年，半年报）



图表 63：2016年12月-2018年2月，人民币开启15个月的升值周期



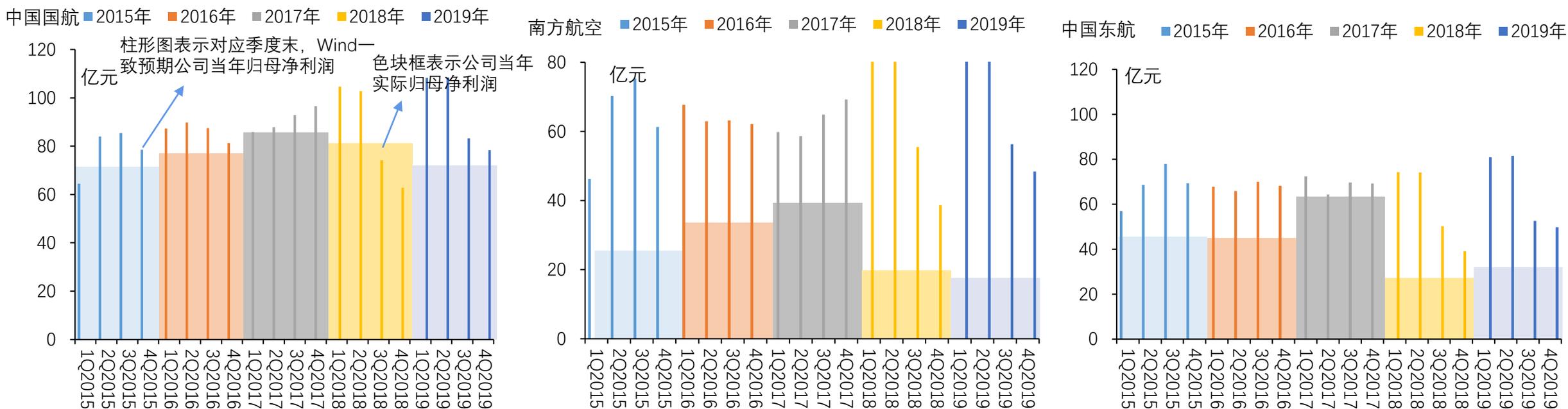
图表 64：2018年后，三大航归母净利润回落



5.5 市场情绪：两次均为供给预期驱动行情，但持续时间较短

- 这一期间伴随票价改革持续推进，打开了价格上行的空间。而供给端受政策约束及波音737MAX坠机事件影响，强化了市场对于行业供给收紧的预期。但最终都未能在业绩上兑现。

图表 65：2017-2019年期间，Wind一致预期（FY1）几经起落，且航司最终实现的归母净利润始终低于预期水平



- 2017-2019年的两次波段行情，核心标的涨幅都接近50%，且逻辑上同样都是供给收紧预期+票价提升预期。
 - ①第一次波段行情，政策限制了时刻供给，但供给是一个多因素变量，2017年底时刻政策变化导致的供给影响最终来看只是一个软约束和弱变量，航司通过积极的运力调整进行了有效应对。在逻辑兑现阶段，随着需求边际下行，行情随之结束。
 - ②第二次波段行情，737MAX坠机虽然导致行业飞机引进实质性受限，对供给形成硬约束。但需求端受增速换挡和疫情爆发影响，供给收紧逻辑再次被破坏。预期的大幅波动和基本面的缓慢更迭之间形成明显的节奏差异，基本面业绩兑现度低，波段行情的持续时间和上行高度都非常有限。
- 总体来看，两次都是航空股典型的预期波动行情，最终没有在基本面上兑现。

六、投资建议：当前或站在类似2009-2010年周期时点

- **航空行情由预期主导而非业绩主导，A股航空股投资具有超左侧特征**

三轮大周期行情和两次波段行情，只有2009-2010这一次最终有明确业绩兑现，其余四次均为一致预期或叠加市场流动性驱动。当一致预期形成的条件具备时，行情就已箭在弦上，最终业绩的兑现与否与一轮行情的超额收益程度并无必然联系。

- **供需：需求周期是大周期行情的基础**

三轮大周期均以需求周期为基础，无论是第一轮宏观经济高速增长带动下的需求同步上行，亦或是第二轮需求受损后的大幅回暖，还是第三轮出境游爆发下国际需求高景气。供给逻辑虽难以兑现，但却容易引导市场形成一致预期。虽然在前两轮都有相关政策出台限制供给过快增长，但最终效果和持续性均有限，原因在于影响供给端的因素众多，包括时刻、空域、飞机引进节奏、机队日利用率、机型等等，对其中某一个方面进行限制很难去通盘管控市场运力的投放节奏。而市场对行业竞争格局变化的预期，则对大周期行情有明显助推作用。

- **油汇：除非极端情况出现，否则不影响行情趋势**

在大周期行情中，除非极端情况出现，油汇并不起主导作用，2006-2008年、2009-2010年的大周期行情中，还曾出现油价与股价平行上行的情况。基本面角度看，背后的逻辑在于总需求的改善会同时带动航空需求和油价上行，但票价上涨所带来的收入增厚远高于油价上涨所带来的成本增长。同时，需求的强劲上行也将极大强化市场预期，带动航空股估值弹性显现。

- **典型牛市品种，市场流动性对周期高度有重要影响**

航空属于典型牛市品种，行情有顺周期加强特征，同期的市场流动性对航空大周期行情高度具有重要影响。2006-2008年、2014-2015年大牛市行情中航空股收益率，显著跑赢2009-2010年基本面驱动型机会。

站在当前位置，本轮大周期上行基础坚实，或可成为二十年来首次出现供需逻辑双兑现的航空大周期：

①**潜在需求增长孕育基础**，2020-2022疫情期间，中国GDP（不变价）同比分别增长2.2%、8.4%、3.0%，潜在航空出行需求也随之增长。且2021年4-5月国内航空出行人次一度超过2019年同期，需求潜力端倪初现。同时，疫情之下压抑三年之久的因公、因私出行需求，也有望在今明两年迎来释放，贡献行业脉冲式需求增长。

②**核心航线提价打开空间**。国内前二十大航线经济舱全价票相较2017年票价改革前已经普遍提价5-7成，为新一轮周期打开了价格弹性空间。

③**供给增速受限放大弹性**。2020年、2021年两年，中国民航全行业客运飞机数量仅增长5.79%，而2022年是受疫情扰动最为频繁的一年，六大上市航司飞机合计同比仅增长1.70%。与疫情前年均10%的运力引进增速相比，疫情三年行业供给增长大幅放缓。据民航局十四五目标规划，预计2019-2025年行业客机引进复合增速将降至5%左右的低增长区间。

④**关键节点**：我们认为票价弹性兑现是本轮大周期基本面逻辑的关键，2023五一/暑运将是观察票价弹性的关键时点。

- **投资建议：**当前或站在类似2009-2010年周期时点。本轮大周期上行基础坚实，有望成为近二十年来首次出现供需逻辑双兑现的**航空大周期**，形成大周期一致预期的条件已经具备。在大周期行情中，不同阶段的推荐顺序略有差异。自2022年底疫情“乙类乙管”落地以来，航空业周期已经在持续上行，五一小长假渐行渐近，当前位置仍在布局期，重点推荐吉祥航空、南方航空、中国国航、中国东航、春秋航空。维持行业“推荐”评级。

- **风险提示：**

1)宏观方面：经济大幅波动/地缘政治冲突/油汇大幅波动/大规模自然灾害等：航空需求景气度与宏观经济表现高度相关，宏观剧烈波动将直接冲击出行需求。

2)行业方面：业务增速不及预期/重大政策变动/竞争加剧/行业事故等：航空业属于强监管领域，行业政策变化将给公司的运营和发展带来直接影响。同时航空业直接关系到人身安全问题，客机失事等安全事故将直接影响到行业排班。

3)公司方面：现金流断裂导致破产/大规模增发导致股份被动大幅稀释/成本管控不及预期/重点关注公司业绩不及预期的风险等：航空业具有资本密集和人力密集的特点，同时航油和汇率的变化也将导致航司业绩波动。

4)历史不会简单重复，相关数据仅供参考等。

交运小组介绍

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场/航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合/深度研究的方法，为投资者挖掘成长/壁垒兼备的投资机会，主攻快递/快运/跨境物流/化工物流/大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递/快运/跨境物流/大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递/快运/跨境物流/大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

分析师承诺

许可，李跃森，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交通运输研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597