

中国国航(601111.SH/00753.HK)

24年全年业绩减亏，周期上行静待花开

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	7.71 元/5.06 港元
合理价值	9.10 元/5.91 港元
前次评级	增持-A/增持-H
报告日期	2025-01-19

核心观点:

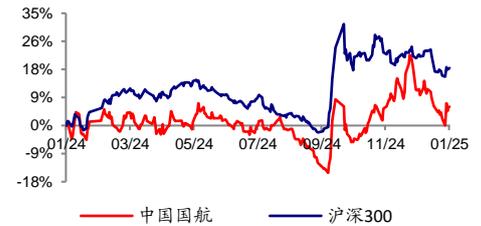
- **事件:** 1月16日与1月18日公司分别发布12月主要运营数据公告与业绩预亏公告。公告显示，24年公司实现旅客运输量1.55亿人次，同比+21%，客座率79.8%，同比+6.5pp。业绩方面，预计24年归母净利润为-1.6至-2.4亿元，扣非归母净利润为-19至-27亿元。
- **全年旅客运输量同比增21%，Q4淡季叠加汇率贬值业绩承压。** 24年民航需求进一步恢复，同时受益于各航司以量换价提升周转率的竞争策略下，行业需求端保持较快增速，国航24年全年旅客运输量同比增长21%至1.55亿人次。但票价表现受到压制，据第三方数据测算24年国航国内经济舱票价整体预计下滑16%。另外四季度为传统淡季，公司客运量与客座率环比下滑，同时面临人民币贬值压力，预计Q4单季亏损15至20亿元，带动全年归母净利润小幅转亏。
- **短期受益春运启动景气上行，中长期受益于供需格局改善，25-27年公司盈利中枢有望持续抬升。** 1月14日为期40天的春运启动，据交通运输部，前三日民航累计648.9万人次，同比增长6.0%，为19年同期125.9%。短中期供给端仍受制于上游主机厂产能恢复，上市航司飞机引进维持低位，而需求端短期有宏观支撑、仍处成长期韧性较强，预计未来三年行业供需格局向好，航司盈利中枢整体抬升。中国国航作为国内唯一载旗航司，坐拥一二线高质量客群，在局方强调“价格监管”背景下，25年票价有望低基数增长，业绩弹性值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 24年受经济下行及行业“内卷”降价影响，票价同比大幅下行，以及Q4汇率贬值。因此，我们下调公司业绩预测，预计公司24-26年归母净利润-2.0、79.4、175.4亿元，参考可比公司，给予25年PE 20X，对应公司A股合理价值9.10元/股，考虑A/H股溢价因素，给予25年PE 12X，对应H股合理价值5.91港币/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。** 经济波动；重大政策变动；竞争加剧；成本控制不及预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,898	141,100	170,453	194,403	216,650
增长率(%)	-29.0%	166.7%	20.8%	14.1%	11.4%
EBITDA(百万元)	-14,409	27,556	22,017	33,668	47,106
归母净利润(百万元)	-38,619	-1,046	-196	7,939	17,536
增长率(%)	-132.1%	97.3%	81.3%	4148.0%	120.9%
EPS(元/股)	-2.81	-0.07	-0.01	0.45	1.01
市盈率(P/E)	-	-	-	16.95	7.67
ROE(%)	-163.6%	-2.8%	-0.5%	17.7%	28.1%
EV/EBITDA	-	11.57	15.30	9.58	6.71

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师:

陈宇



SAC 执证号: S0260524100002

SFC CE No. BLW740



021-38003771



shchenyu@gf.com.cn

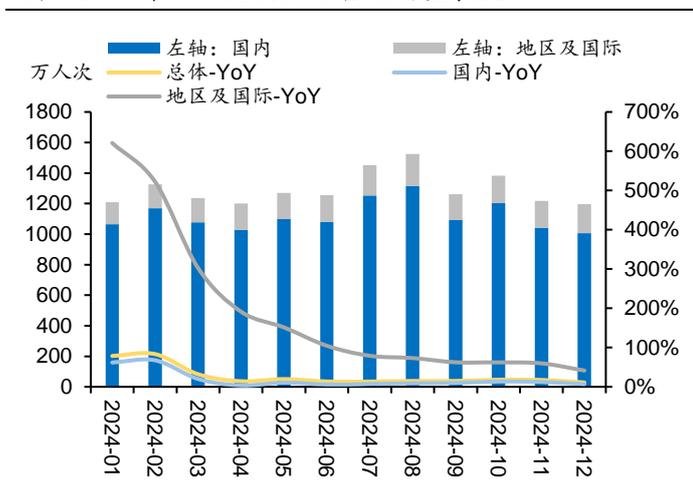
相关研究:

中国国航 (601111.SH/00753.HK):1Q24 亏损同比收窄, 期待旺季弹性	2024-04-29
中国国航 (601111.SH/00753.HK):23年 亏损大幅收窄, 期待盈利弹性 显现	2024-04-02

一、量增价减，国航全年旅客运输量同比+21%

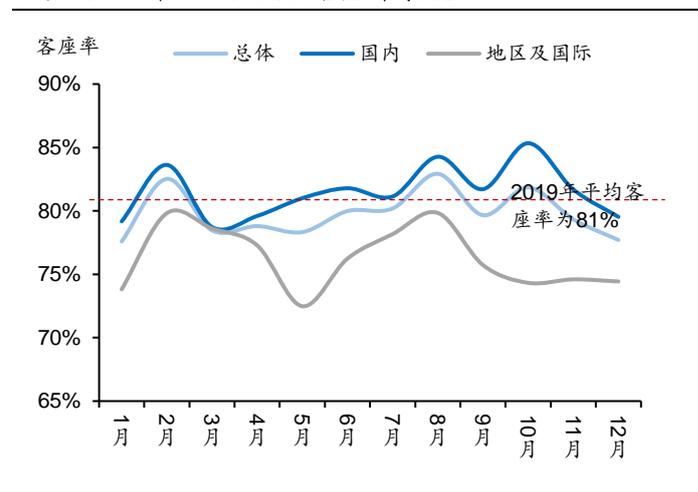
业务方面，1月16日，公司发布12月主要运营数据公告。12月公司实现旅客运输量1196.7万人次，同比+11%，其中国内、地区及国际分别实现旅客运输量1006.3、190.4万人次，同比分别+6.7%、41.4%。客座率方面，12月总体、国内、地区及国际分别为77.7%、79.5%、74.4%，淡季下客座率小幅下滑。全年来看，24年公司实现了相对不错的业务增长，全年旅客运输量同比增长20.9%至1.55亿人次。客座率延续修复，24年全年总体、国内、地区及国际客座率分别为79.8%、81.5%、75.9%，相较19年（考虑山航并表）分别仅下滑1.6、1.4、3.1pp。机队方面，截至24年底公司机队规模为930架，同比增长2.76%，维持低速增长。分机型结构看，由于737MAX事件冲击等影响，截至24年12月公司波音飞机数量为457架，占比同比19年底下滑5.9pp至49.1%，空客飞机数量为433架，占比同比19年底上升2.2pp至46.6%，此外公司现运营C919、ARJ21飞机各3、33架，国产飞机份额占比稳步提升。

图 1：24年1-12月国航旅客运输量表现



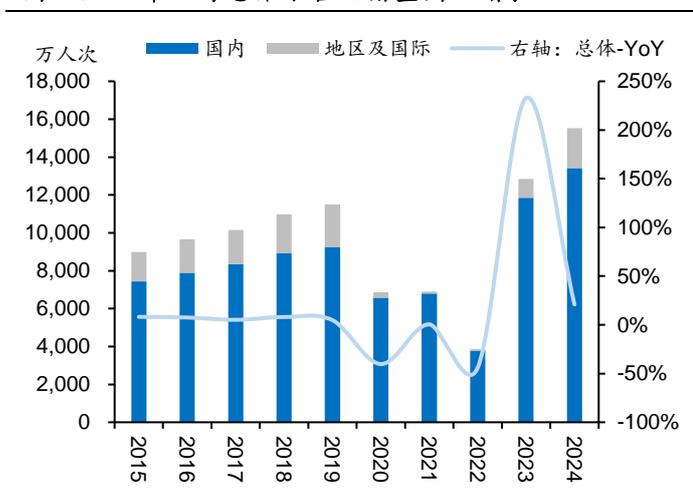
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：24年1-12月国航客座率表现



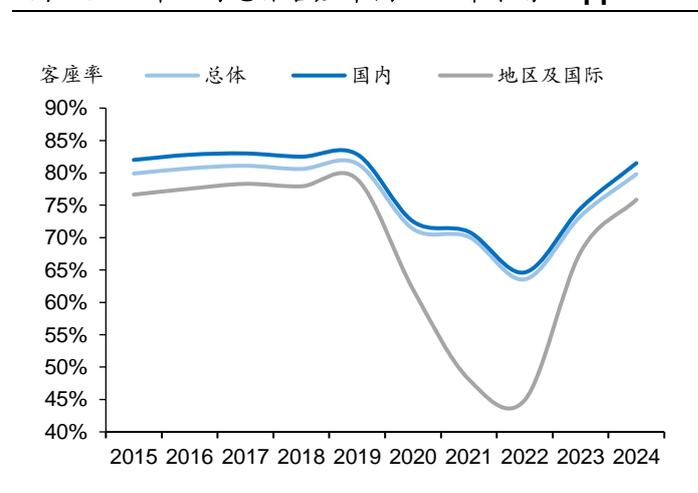
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：24年公司总体旅客运输量同比增长20.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

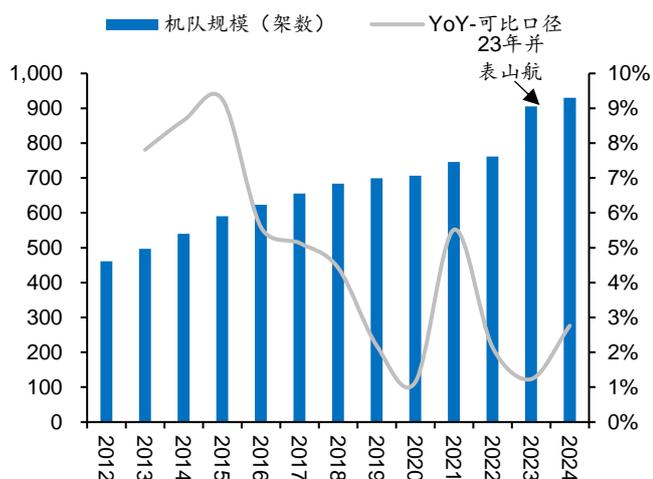
图 4：24年公司总体客座率同比19年下滑1.6pp



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

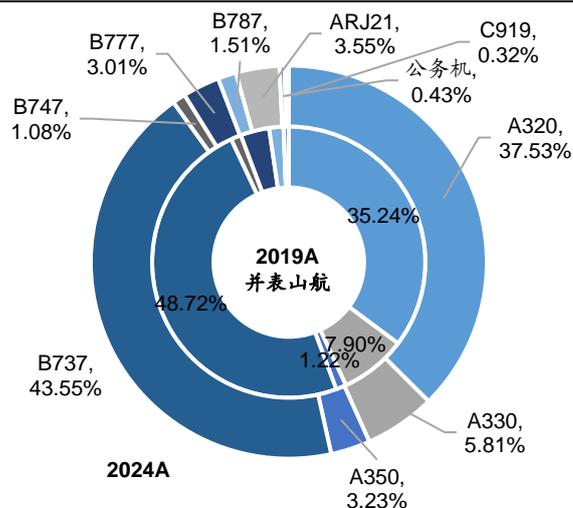
注：2019-2022年客座率调整为并表山航口径

图 5: 中国国航机队规模变化 (年度口径)



数据来源: Wind, 山航股份 22 年年报, 广发证券发展研究中心
注: 23 年并表山航, 机队规模同比 22 年数据调整为可比口径

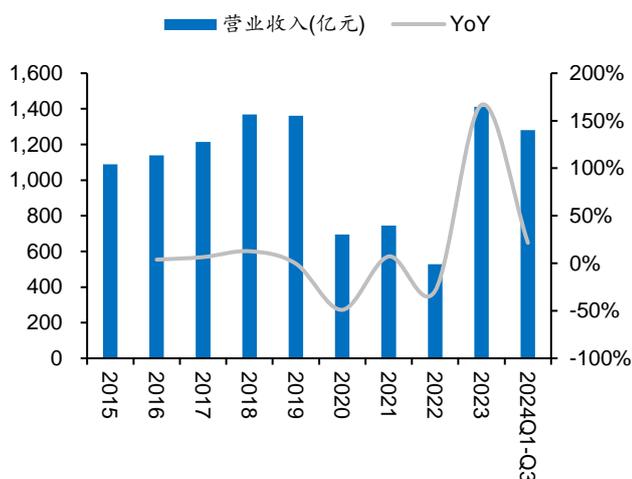
图 6: 中国国航机队机型结构变化 (19年vs24年)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心
注: 1、机型以型号系列列示; 2、调整为并表山航口径

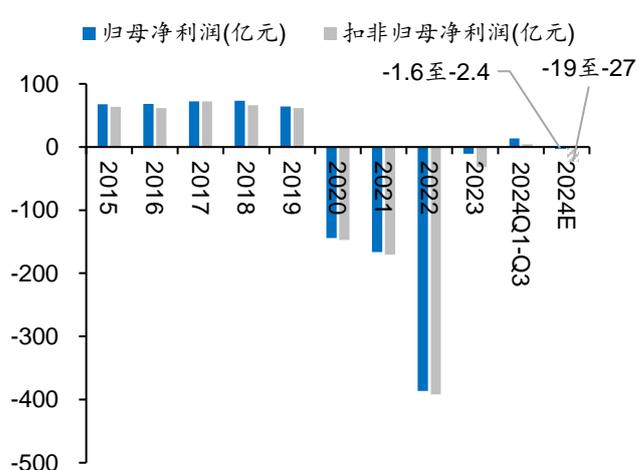
财务方面, 1月18日公司发布业绩预亏公告, 预计2024年度归属于上市公司股东的净亏损约为人民币1.60亿元到人民币2.40亿元。扣除非经常性损益事项后, 公司归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净亏损约为人民币19亿元到人民币27亿元。2024年前三季度得益于旺季民航出行需求表现亮眼叠加税盾效果影响持续显现, 公司实现营业收入1281.50亿元, 同比增长21.50%, 归母净利润、扣非归母净利润分别为13.61亿元、4.33亿元。但四季度随即进入行业传统淡季, 公司客运量与客座率出现季节性下滑, 尽管油价同环比均下降利好业绩, 但人民币汇率贬值2.5%, 公司第四季度业绩有所承压, 我们测算Q4公司实现净亏损15至20亿元区间, 与业绩预告相符, 24年全年利润转负但亏损幅度同比23年收窄。

图 7: 15-24Q3, 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 15-24E, 公司归母净利润与扣非归母净利润



数据来源: Wind, 中国国航 2024 年年度业绩预亏公告, 广发证券发展研究中心

图 9: 24Q4布油围绕75美元/桶中枢波动



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 24Q4人民币汇率贬值2.5%



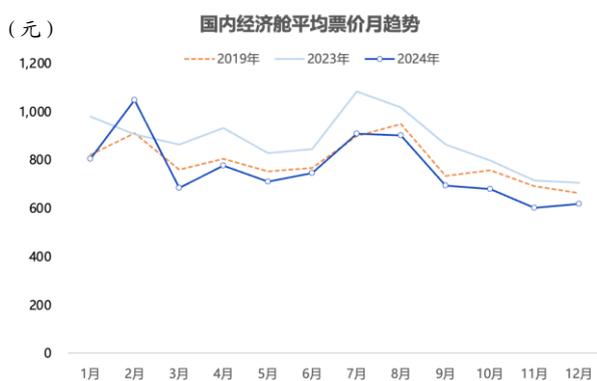
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、中长期供需格局改善，盈利中枢有望开启上行通道

(一) 背景：局方强调价格监管，票价有望低基数上提升

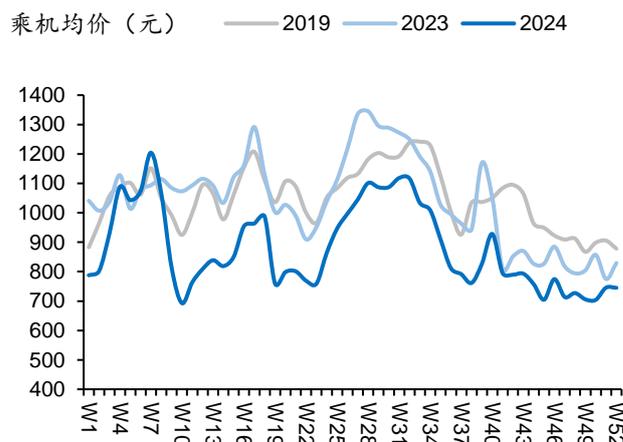
2024年全年价格处在近年来低位水平，11月底触底反弹。据航班管家，2024年民航经济舱平均裸票价约762元，同比2023年下降12.7%(票差在百元)，同比2019年下降4.4%，根据第三方数据，我们测算了国航2024年全年乘机平均裸票价为880元，同比2023年下降15.5%，同比2019年下降16.2%。从季节性变动趋势来看，2024年全年票价淡旺季价差明显，高点分别出现在Q1春运以及Q3暑运，但2024年12月以来票价触底反弹。

图 11: 24年全行业机票价格



数据来源: 航班管家, 广发证券发展研究中心

图 12: 24年国航乘机均价880元，同比19年下滑16%



数据来源: 航班管家, 广发证券发展研究中心

“W”代表周数，例如W1代表第一周

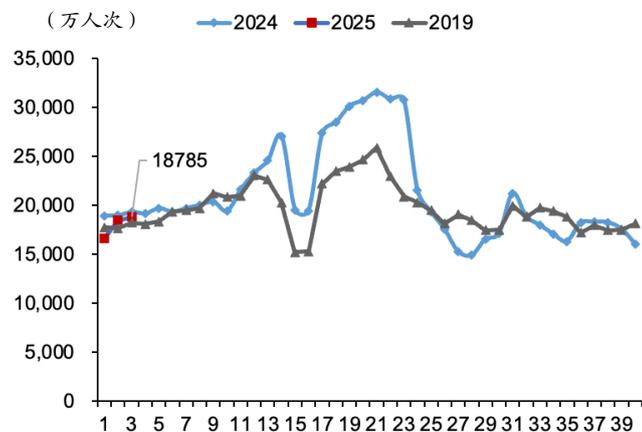
25年1月9日召开的民航年度会议上提出，“规范重点时段和特殊情况航空运输价格

行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”，我们认为“加强价格收费监管”或是一个不错的方向导向，或与23年春节假期海南“天价机票”及24年的国内民航市场“量增价减”的行业“内卷”相关，25年航空市场价格将进一步规范化，25年票价有望在24年低基数上实现提升。

（二）行业：春运民航出行景气高位，中长期行业供需格局趋紧

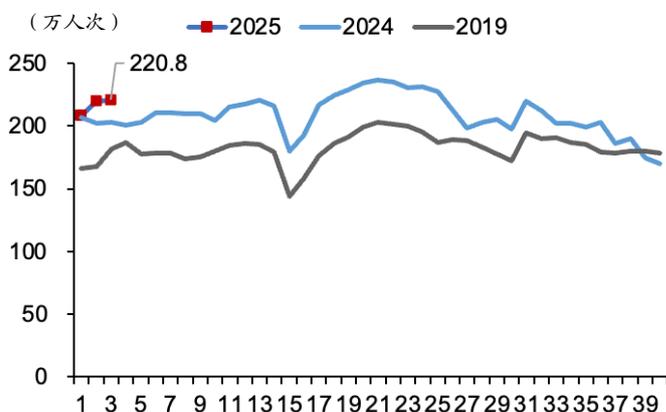
1月14日春运已启动，民航出行需求景气上行。由于今年春节假期较早，且假期天数延长1天，学生客群、返乡客群以及旅游客群实现汇聚，共同助力春运期间民航出行维持高景气。从实际数据看当前需求正在持续释放，据交通运输部，截至1月16日春运前三天全社会累计53856.4万人次，同比下滑5.8%，为2019年同期100.4%。其中民航旅客发送量累计648.9万人次，同比增长6.0%，为2019年同期125.9%。

图 13: 春运第三天全社会跨区流动人数同比下滑2.7%



数据来源：广发证券发展研究中心

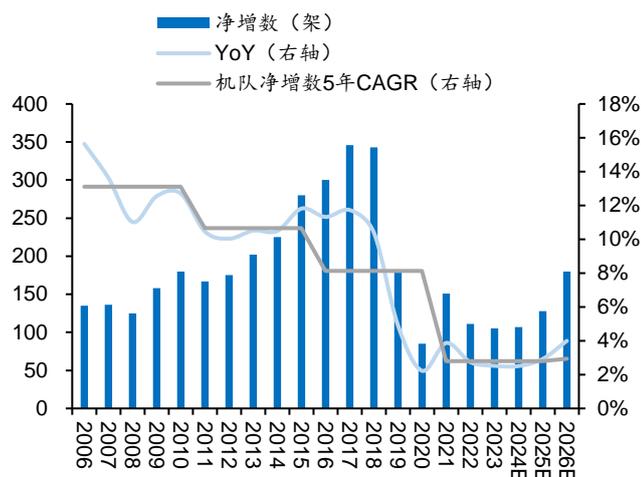
图 14: 春运第三天民航旅客发送量同比增长9.1%



数据来源：广发证券发展研究中心

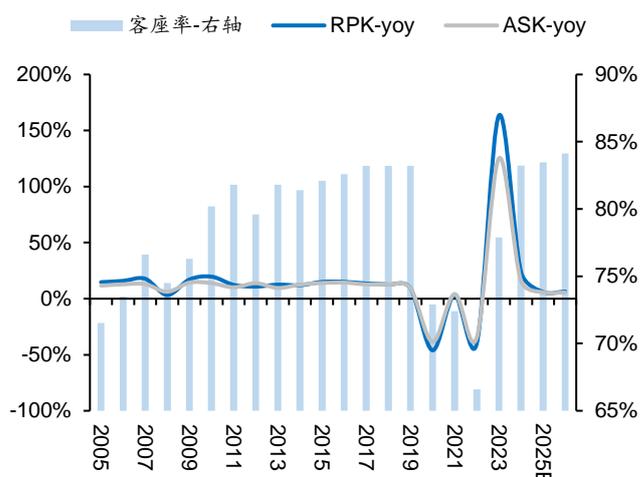
中长期行业供需格局优化。当前上游主机厂产能恢复速度仍偏缓，国内上市航司运力引进维持低位。结合行业历史增速，考虑机队引进计划和今年的达标率，我们维持先前在2024年11月21日外发的报告《航空系列深度（一）：复盘历史行情，看油跌预期下航空投资机会》中的测算结果，预计十四五区间（20-25年）机队年均复合增速为2.8%，较十三五的9.6%、十二五的10.7%大幅放缓。需求端，25年“扩内需”政策落地后有望进一步提振国内民航出行需求，同时地区及国际持续加班有助于优化国内飞机供给，我们预计未来2-3年行业供需格局呈现向好趋势。

图 15: 预计未来2-3年我国民航机队规模增速仍处2-4%左右的低增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 预计未来2-3年行业供需格局优化

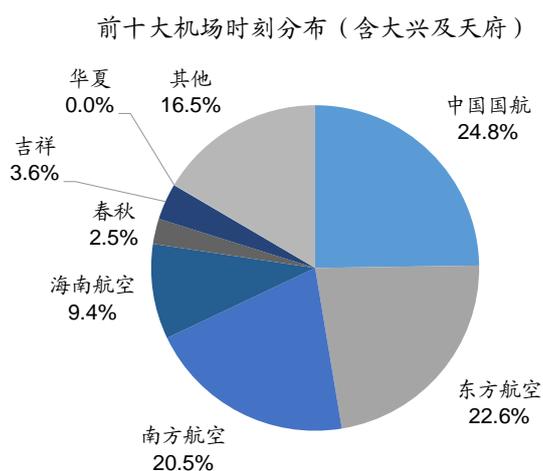


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 公司: 航网结构优质, 盈利中枢有望开启上行通道

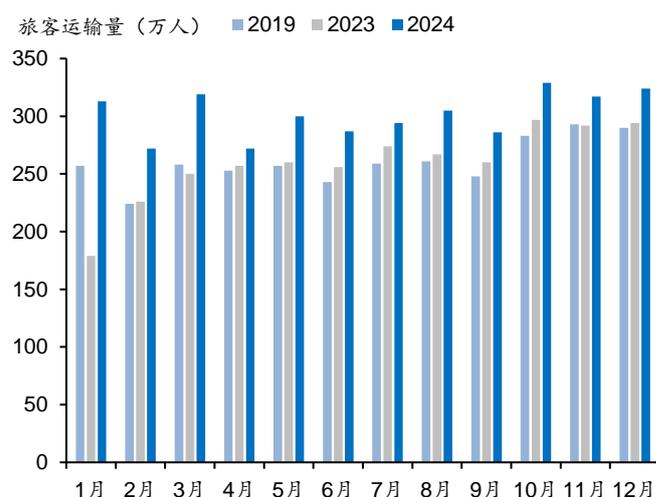
国内时刻聚焦一二线中高端市场, 充分受益公商务旅客出行需求释放。中国国航作为国内唯一载旗航司, 坐拥北京首都超级枢纽, 围绕北京、上海、成都、深圳四大枢纽机场为节点构建菱形航线网络, 国内航网结构优质, 24年冬春航季公司在前十大机场时刻占比为24.8%, 排名第一。24年公商务出行需求维持一定增速, 据航班管家, 24年全年公商务航线航班量同比增长5.5%, 旅客运输量实现3618万人, 同比23年增长16.3%, 同比19年增长15.7%。25年预计随着宏观经济改善, 商务需求有望进一步修复, 国航受益于公商务客流占比高, 价格弹性相对较大。

图 17: 24冬春航季国航在前十大机场时刻占比第一



数据来源: Pre-flight(24/25 冬春), 广发证券发展研究中心

图 18: 24年公商务航线旅客运输量同比19年+15.7%

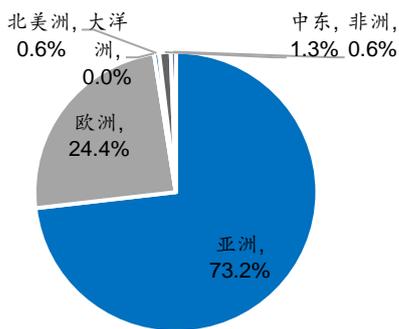


数据来源: 航班管家, 广发证券发展研究中心

国航国际时刻当前以亚欧为主, 期待欧美航班进一步修复下带来公司地区及国际整体收益进一步改善。据航班管家, 截至24年12月, 我国国际客运航班整体恢复率达19年同期8成水平。分国家与地区看, 亚欧方向恢复领先, 其中亚洲地区日韩泰航班

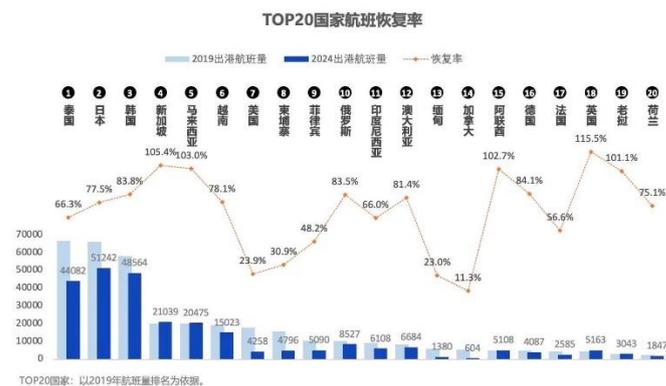
量位列前三。欧洲地区中英法德恢复率也较高，分别为115.5%、56.6%、84.1%。北美恢复率仍相对较低，加拿大、美国恢复率分别为11.3%、23.9%。为适配当前地区及国际恢复新形势，国航在24冬春航班量排班也以亚欧方向为主，周度航班量占比分别约7成、2成水平。25年支持地区及国际恢复政策力度延续，据新华网1月17日消息，大陆方面将于近期恢复福建、上海居民赴台团队游。在当前我国对国外免签国家名单持续扩容、中加航班恢复限制解除背景下，地区及国际恢复瓶颈有望进一步打开，看好中国国航航网资源优质、地区及国际持续修复下带动公司航线整体航线收益水平改善。

图 19: 24冬春航季国航国际客运航班时刻分布



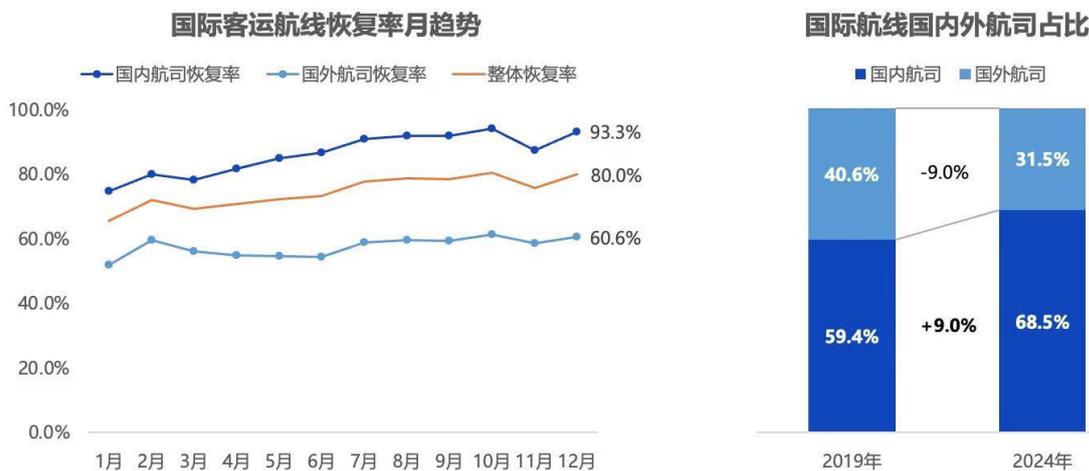
数据来源: Pre-flight(24/25 冬春), 广发证券发展研究中心

图 20: 24年TOP20国家航班恢复率



数据来源: 航班管家, 广发证券发展研究中心

图 21: 24年国际客运航班恢复水平



数据来源: 航班管家, 广发证券发展研究中心

表1：7月以来中国对国外免签政策跟踪

7月以来利好地区及国际恢复政策跟踪	
开始时间	具体情况
预计 2025 年 1 月下旬启动	据记者 1 月 17 日从文旅部获悉，为进一步促进两岸人员往来正常化和各领域交流常态化，回应台湾基层民众和旅游业界热切期盼，增进两岸同胞利益福祉，大陆方面将于近期恢复福建、上海居民赴台团队游。
2024.11.22	自 2024 年 11 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日，对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。
2024.11.8	自 2024 年 11 月 8 日起对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策。至 2025 年 12 月 31 日期间，9 国持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。
2024.10.15	中方决定扩大免签国家范围，对葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚持普通护照人员试行免签政策。2024 年 10 月 15 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。
	为进一步促进中外人员往来，中方决定进一步扩大免签国家范围，对新西兰、

数据来源：外交部，人民网，广发证券发展研究中心

盈利中枢有望开启上行通道。向后展望，在25年行业供需格局改善背景下，国航将凭借其在国内、国际相对优质的航线结构，尽享价格弹性，业绩弹性值得期待。而盈利中枢亦有望在需求周期上行、供给相对受限格局延续下持续抬升。

三、盈利预测和投资建议

公司主要业务为国内和经批准的国际、地区航空客、货、邮运输业务，民航票价市场化改革持续推进之下，核心航线票价上线持续提升，为公司业绩弹性释放打开空间。由于客运业务为公司的核心收入来源，占公司总体营收比例通常为9成左右，基于枢纽布局及业务恢复水平，我们主要对公司客运业务做出以下假设：

量方面，根据公司运力引进节奏和国内外客运市场恢复节奏，假设24-26年公司国内ASK分别达到2019年同期140%、145%、155%；地区及国际24-26年ASK分别为2019年同期80%、105%、110%。**价方面**，综合考虑24年全年行业价格战，国航航线结构、国内和地区及国际市场竞争态势、票价弹性，我们假设24-26年国内RASK（客运收入除以ASK，下同）分别为2019年88%、95%、102.5%。国际及地区线随着运力逐渐恢复价格有望回归历史平均水平，预计24-26年RASK分别相当于2019年的110%、105%、103%。以上量价假设结果共同带动24-26年公司客运收入同比增速分别达21%、14%、12%，除客运业务外的其他业务收入占比较低且相对稳定，因此公司24-26年整体收入同比增速与客运业务趋同。

成本方面，航空业因其重资产行业属性固定成本占比高，变动成本中占比较大为燃油成本，我们主要对燃油成本进行假设。基于24年全年航空煤油成本变化，以及25-26年隐含的OPEC+潜在增产预期等，我们假设24-26年布伦特原油均价分别为80、70、70美元/桶，公司单位ASK燃油成本分别相当于2019年的105%、102%、102%。

总结来看，在需求周期上行、油价中枢趋于下移的假设前提下，我们预计24-26年公司营业收入同比增速分别为21%、14%、11%，毛利率分别为6.3%、10.1%、14.4%。

表 2: 中国国航业务分拆及预测 (亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
整体				
收入	141,100	170,453	194,403	216,650
增长率	166.7%	20.8%	14.1%	11.4%
成本	134,015	159,751	174,674	185,487
毛利	7,086	10,702	19,728	31,163
毛利率(%)	5.0%	6.3%	10.1%	14.4%
其中: 客运业务				
收入	130,517	157,499	180,017	200,835
增长率	33980.8%	20.7%	14.3%	11.6%
成本	125,201	147,450	162,098	172,503
毛利	5,315	10,049	17,919	28,331
毛利率(%)	4.1%	6.4%	10.0%	14.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

24年公司前三季度实现归母净利润13.6亿元，综合考虑四季度传统淡季以及汇兑损益影响，我们下调公司业绩预测，预计24年实现归母净利润-2.0亿元。考虑到当前行业供需格局正在持续优化，叠加需求端有望受益于宏观发力稳步增长，我们预计未来三年公司盈利中枢进入上行通道，25-26年实现归母净利润79、175亿元。参考可比公司，考虑到大航在需求周期上行期间业绩弹性可期，给予25年PE 20X，对应公司A股合理价值9.10元/股。考虑A/H股溢价因素，给予25年 PE 12X，对应H股合理价值5.91港币/股，维持“增持”评级。

表 3: 可比公司比较

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
中国东航	600115.SH	航空	911.71	549.80	-930.83	4,687.25	27.90	-	19.45
春秋航空	601021.SH	航空	530.96	51.10	2,766.00	3,495.00	114.00	19.17	15.20
吉祥航空	603885.SH	航空	295.33	70.80	1,422.00	2,100.00	34.80	20.98	14.14

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 市值截止最新交易日期, 春秋航空、吉祥航空盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

四、风险提示

(一) 宏观层面

经济大幅波动，将导致需求和营收承压。

(二) 行业层面

重大政策变动或将影响价格机制的顺利传导及利润增长节奏，行业竞争加剧将导致票价下滑和收益水平下降。

(三) 公司层面

成本控制不及预期将导致利润水平下滑。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,245	32,335	31,552	39,850	42,766
货币资金	11,436	15,628	16,478	22,416	22,834
应收及预付	2,026	3,601	3,397	3,406	4,041
存货	2,558	3,683	2,701	2,878	3,542
其他流动资产	6,226	9,423	8,976	11,151	12,350
非流动资产	272,766	302,968	296,757	298,993	307,123
长期股权投资	12,574	15,137	16,637	18,156	20,016
固定资产	86,370	104,971	104,730	113,399	127,992
在建工程	32,909	38,408	37,448	36,512	35,599
无形资产	4,300	5,817	5,635	5,467	5,301
其他长期资产	136,613	138,635	132,307	125,459	118,215
资产总计	295,011	335,303	328,309	338,843	349,889
流动负债	92,483	110,317	143,792	134,724	133,031
短期借款	19,946	21,363	21,663	23,163	22,163
应付及预收	11,688	19,095	21,406	22,944	22,116
其他流动负债	60,849	69,859	100,722	88,618	88,752
非流动负债	180,969	189,697	149,399	160,649	154,548
长期借款	66,869	80,778	65,778	65,778	65,778
应付债券	11,193	9,197	7,518	8,518	9,518
其他非流动负债	102,906	99,723	76,104	86,354	79,252
负债合计	273,451	300,015	293,191	295,374	287,579
股本	14,525	16,201	16,201	16,201	16,201
资本公积	26,271	39,588	39,584	39,584	39,584
留存收益	-17,608	-18,777	-18,913	-11,084	6,368
归属母公司股东权益	23,609	37,230	37,089	44,919	62,371
少数股东权益	-2,049	-1,942	-1,972	-1,449	-61
负债和股东权益	295,011	335,303	328,309	338,843	349,889

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	52,898	141,100	170,453	194,403	216,650
营业成本	82,812	134,015	159,751	174,674	185,487
营业税金及附加	156	367	454	520	589
销售费用	3,530	5,333	5,454	5,443	5,416
管理费用	4,799	5,083	5,114	5,249	5,416
研发费用	244	373	396	354	392
财务费用	10,335	7,453	7,283	8,087	8,105
资产减值损失	-66	-222	-503	-437	-495
公允价值变动收益	0	-1	-30	-30	-30
投资净收益	-27	3,047	3,071	3,112	3,251
营业利润	-46,085	-3,324	-284	8,554	19,998
营业外收支	205	1,664	84	87	82
利润总额	-45,880	-1,660	-200	8,642	20,080
所得税	-704	-91	26	181	1,155
净利润	-45,176	-1,569	-226	8,461	18,925
少数股东损益	-6,556	-523	-30	522	1,388
归属母公司净利润	-38,619	-1,046	-196	7,939	17,536
EBITDA	-14,409	27,556	22,017	33,668	47,106
EPS (元)	-2.81	-0.07	-0.01	0.45	1.01

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-16,762	35,418	26,123	39,882	39,678
净利润	-45,176	-1,569	-226	8,461	18,925
折旧摊销	21,314	27,200	17,437	19,891	21,897
营运资金变动	-2,571	5,534	4,179	7,544	-5,199
其它	9,671	4,254	4,733	3,987	4,055
投资活动现金流	-6,871	-15,246	-8,272	-18,997	-26,782
资本支出	-6,965	-21,446	-9,893	-20,605	-28,205
投资变动	-424	5,384	-1,442	-1,485	-1,814
其他	518	816	3,063	3,092	3,237
筹资活动现金流	18,097	-15,847	-17,002	-14,947	-12,477
银行借款	21,193	15,326	-14,700	1,500	-1,000
股权融资	0	18,393	-4	0	0
其他	-3,095	-49,566	-2,298	-16,447	-11,477
现金净增加额	-5,327	4,409	849	5,938	418
期初现金余额	15,935	10,608	15,017	15,866	21,804
期末现金余额	10,608	15,017	15,866	21,804	22,222

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-29.0%	166.7%	20.8%	14.1%	11.4%
营业利润增长	-110.9%	92.8%	91.5%	3110.9%	133.8%
归母净利润增长	-132.1%	97.3%	81.3%	4148.0%	120.9%
获利能力					
毛利率	-56.6%	5.0%	6.3%	10.1%	14.4%
净利率	-85.4%	-1.1%	-0.1%	4.4%	8.7%
ROE	-163.6%	-2.8%	-0.5%	17.7%	28.1%
ROIC	-15.0%	0.1%	2.0%	5.3%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	92.7%	89.5%	89.3%	87.2%	82.2%
净负债比率	1268.3%	850.2%	834.9%	679.5%	461.5%
流动比率	0.24	0.29	0.22	0.30	0.32
速动比率	0.17	0.22	0.16	0.22	0.24
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.42	0.52	0.57	0.62
应收账款周转率	32.07	44.33	63.40	71.69	65.53
存货周转率	20.68	38.31	63.12	67.55	61.17
每股指标 (元)					
每股收益	-2.81	-0.07	-0.01	0.45	1.01
每股经营现金流	-1.15	2.19	1.50	2.29	2.27
每股净资产	1.63	2.30	2.13	2.57	3.57
估值比率					
P/E	-	-	-	16.95	7.67
P/B	6.52	3.19	3.63	2.99	2.16
EV/EBITDA	-	11.57	15.30	9.58	6.71

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 陈宇：资深分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5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。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔路克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。