

# 中国东航（600115.SH）

## 二季度业绩同比减亏，静待盈利持续修复

优于大市

### 核心观点

**中国东航 2025 年二季度业绩改善，亏损收窄。**2025 年上半年公司营业收入 668.22 亿元，同比增长 4.09%，实现归母净利润-14.31 亿元（去年同期为-27.68 亿元）。其中单二季度公司营业收入 334.16 亿元，同比增长 7.76%，实现归母净利润-4.36 亿元（去年同期为-19.65 亿元）。

**国内需求疲软，客座率同比提升明显，但收益水平同比仍然下滑。**2025 年第二季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比增长 9.55%、13.61%以及 8.47%；客座率恢复至 85.63%，同比提升了 3.87 pct，相较 2019 年同期提升了 2.88 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别同比增长 8.9%和 3.8%，国内客座率恢复至 87.06%，同比提升了 4.11 pct，相较 2019 年提升了 3.40 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 114.94%和 112.35%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，单位 RPK 营业收入为 0.51 元，同比下滑 5.15%，相较 2019 年下滑 4.25%。

**得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。**因供需持续修复，二季度公司营业成本实现 317.89 亿元，同比增长 3.29%。得益于经营效率提升以及航油价格下降，单位 ASK 营业成本为 0.41 元，同比下降 4.71%，相较 2019 年提升 2.56%，虽然单位 RPK 营业收入同比明显下滑，但得单位成本也同步优化，公司毛利率同比增加 4.11 pct 至 4.87%。

**运力规模缓慢增长。**截至 2025 年上半年，公司拥有 816 架飞机，上半年净增 12 架；根据最新披露的 25-27 年机队引进规划，公司计划 25-27 年分别净增 34 架、12 架以及 15 架。

**风险提示：**宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

考虑到 2025 年国内宏观经济承压以及消费疲软，航空客运票价表现低于预期，我们下调了公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利分别为 10.8 亿元、36.0 亿元、59.7 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为-76%/-53%），建议关注国内航空出行需求的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

| 盈利预测和财务指标   | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 113,741 | 132,120 | 141,238 | 146,401 | 153,237 |
| (+/-%)      | 146.7%  | 16.2%   | 6.9%    | 3.7%    | 4.7%    |
| 净利润(百万元)    | -8168   | -4226   | 1076    | 3602    | 5967    |
| (+/-%)      | -78.2%  | -48.3%  | -125.5% | 234.7%  | 65.7%   |
| 每股收益(元)     | -0.37   | -0.19   | 0.05    | 0.16    | 0.27    |
| EBIT Margin | -6.3%   | -3.6%   | 1.3%    | 2.2%    | 4.0%    |
| 净资产收益率(ROE) | -20.1%  | -10.4%  | 2.6%    | 8.1%    | 11.9%   |
| 市盈率(PE)     | -10.9   | -21.2   | 83.0    | 24.8    | 15.0    |
| EV/EBITDA   | 120.4   | 48.3    | 25.6    | 21.1    | 16.8    |
| 市净率(PB)     | 2.20    | 2.21    | 2.15    | 2.00    | 1.78    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

### 交通运输·航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 3.96 元          |
| 总市值/流通市值    | 88274/88274 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 4.49/3.42 元     |
| 近 3 个月日均成交额 | 294.90 百万元      |

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

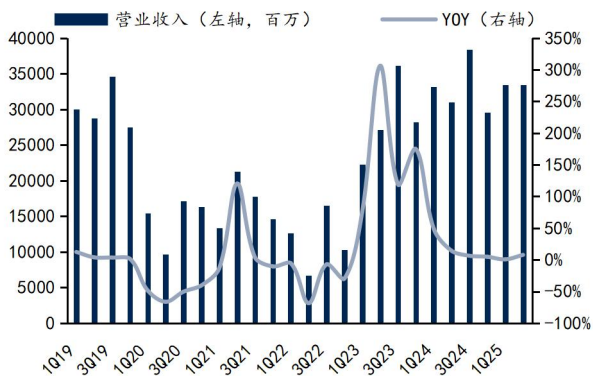
### 相关研究报告

《中国东航（600115.SH）-客公里收益下滑拖累净利，静待盈利修复》——2024-11-01

《中国东航（600115.SH）-23 年业绩亏损收窄，24 年静待盈利弹性》——2024-03-31

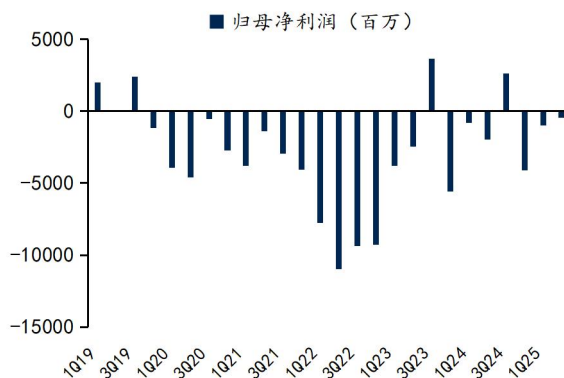
**中国东航 2025 年二季度业绩改善，亏损收窄。**2025 年上半年公司营业收入 668.22 亿元，同比增长 4.09%，实现归母净利润-14.31 亿元（去年同期为-27.68 亿元）。其中单二季度公司营业收入 334.16 亿元，同比增长 7.76%，实现归母净利润-4.36 亿元（去年同期为-19.65 亿元）。

图1：中国东航季度营业收入及同比增速（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

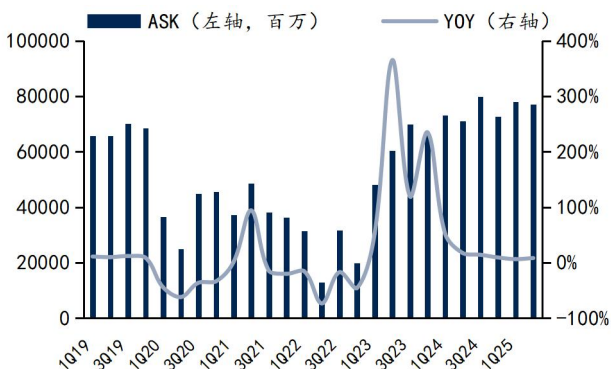
图2：中国东航季度归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

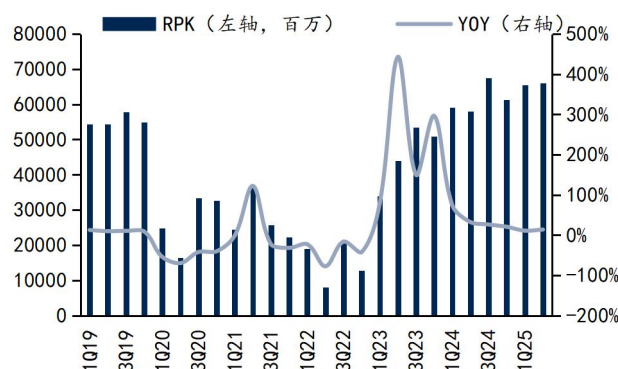
**国内需求疲软，客座率同比提升明显，但收益水平同比仍然下滑。**2025 年第二季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比增长 9.55%、13.61% 以及 8.47%；客座率恢复至 85.63%，同比提升了 3.87 pct，相较 2019 年同期提升了 2.88 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别同比增长 8.9%和 3.8%，国内客座率恢复至 87.06%，同比提升了 4.11 pct，相较 2019 年提升了 3.40 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 114.94%和 112.35%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，单位 RPK 营业收入为 0.51 元，同比下滑 5.15%，相较 2019 年下滑 4.25%。

图3：中国东航客运运投情况



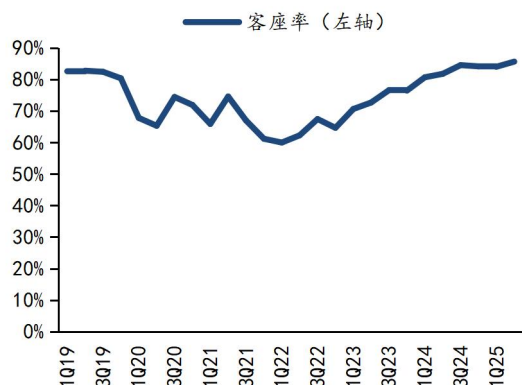
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国东航客运周转量情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中国东航客座率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中国东航季度单位 RPK 营业收入

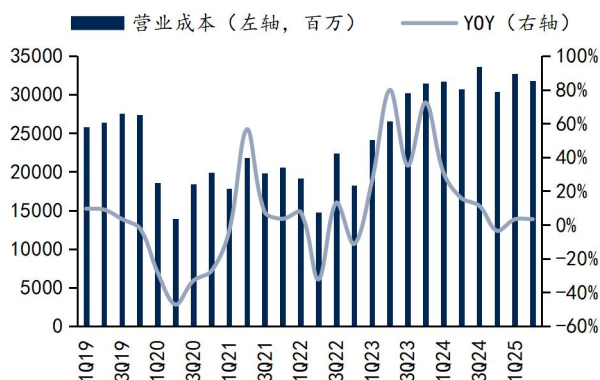


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，二季度公司营业成本实现 317.89 亿元，同比增长 3.29%。得益于经营效率提升以及航油价格下降，单位 ASK 营业成本为 0.41 元，同比下降 4.71%，相较 2019 年提升 2.56%，虽然单位 RPK 营业收入同比明显下滑，但得单位成本也同步优化，公司毛利率同比增加 4.11 pct 至 4.87%。

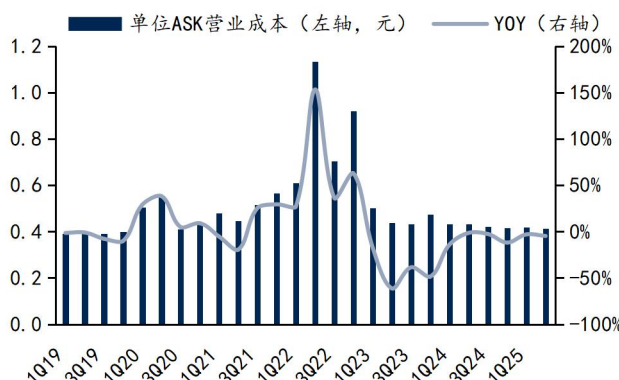
运力规模缓慢增长。截至 2025 年上半年，公司拥有 816 架飞机，上半年净增 12 架；根据最新披露的 25-27 年机队引进规划，公司计划 25-27 年分别净增 34 架、12 架以及 15 架。

图7: 中国东航季度营业成本（百万元）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中国东航季度单位 ASK 营业成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测核心假设及结果

### 客运收入预测相关:

1) 可用座公里 (ASK)：今年航空供给仍然处于修复阶段，我们预测 2025-2026 年中国东航 ASK 的同比增速分别为 6.3%、3.9%（上次预测为 9.5%、5.0%）；

2) 收入客公里 (RPK)：今年航空需求仍然处于修复阶段，我们预测 2025-2026 年中国东航 RPK 的同比增速分别为 9.2%、5.1%（上次预测为 9.9%、6.6%）；

3) 客公里收益：考虑到 2025 年宏观经济承压、消费较疲软，民航价格竞争较为激烈，我们预测 2025-2026 年中国东航客公里收益的同比变化分别为-5.9%、-1.8%（上次预测为-2.8%、+0.2%）。

#### 货运收入预测相关：

4) 可用货邮吨公里 (AFTK)：得益于客运航班修复带动腹舱运力恢复，我们预测 2025-2026 年中国东航 AFTK 的同比增速分别为 7.1%、2.8%（上次预测为 3.3%、3.3%）；

5) 收费货邮吨公里 (RFTK)：货运运力恢复拉动需求增长，我们预测 2025-2026 年中国东航 RFTK 的同比增速分别为 6.8%、4.7%（上次预测为 6.8%、5.1%）；

6) 货邮吨公里收入：我们预测 2025-2026 年中国东航货邮吨公里收入的同比变化分别为+0.7%、+0.6%（上次预测为+5.3%、+0.6%）。

#### 成本预测相关：

7) 单位航油成本：考虑到油价波动，我们预测 2025-2026 年中国东航单位航油成本为 0.141 元、0.140 元（上次预测为 0.143 元、0.142 元）；

8) 单位非航油成本：考虑到经营效率提升，我们预测 2025-2026 年中国东航单位非航油成本为 0.268 元、0.264 元（上次预测为 0.282 元、0.284 元）。

#### 费用预测相关：

9) 期间费用率（管理费用、销售费用、研发费用以及财务费用）：考虑到公司经营已经基本修复至正常水平以及汇率波动趋稳，我们预测 2025-2026 年中国东航期间费用率分别为 12.1%、11.3%（上次预测为 10.97%、10.73%）；

综上，我们预测 2025-2026 年公司归母净利润分别为 10.8 亿元、36.0 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为-76%/-53%）。

表1：中国东航盈利预测结果

| 指标（百万元）       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>   |        |        |        |        |        |
| 航空客运          | 104576 | 121483 | 129425 | 133673 | 139571 |
| YOY           | 198.8% | 16.2%  | 6.5%   | 3.3%   | 4.4%   |
| 航空货运及邮运       | 3634   | 5331   | 5732   | 6039   | 6307   |
| YOY           | -53.2% | 46.7%  | 7.5%   | 5.3%   | 4.4%   |
| 其他主营业务        | 2531   | 2445   | 2934   | 3227   | 3550   |
| YOY           | 120.7% | -3.4%  | 20.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 其他业务收入        | 3047   | 2861   | 3147   | 3462   | 3808   |
| YOY           | 39.1%  | -6.1%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 合计            | 113788 | 132120 | 141238 | 146401 | 153237 |
| YOY           | 146.8% | 16.1%  | 6.9%   | 3.7%   | 4.7%   |
| <b>核心经营数据</b> |        |        |        |        |        |
| 可用座公里（百万）     | 244960 | 296890 | 315531 | 327878 | 338747 |

|             |            |           |           |           |           |
|-------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| YOY         | 154.6%     | 21.2%     | 6.3%      | 3.9%      | 3.3%      |
| 收入客公里（百万）   | 182299     | 245893    | 268559    | 282383    | 295351    |
| YOY         | 197.4%     | 34.9%     | 9.2%      | 5.1%      | 4.6%      |
| 客座率         | 74.4%      | 82.8%     | 85.1%     | 86.1%     | 87.2%     |
| YOY         | +10.72 pct | +8.40 pct | +2.29 pct | +1.01 pct | +1.07 pct |
| 客公里收益（元）    | 0.574      | 0.512     | 0.482     | 0.473     | 0.473     |
| YOY         | 0.4%       | -10.7%    | -5.9%     | -1.8%     | -0.2%     |
| <b>营业成本</b> |            |           |           |           |           |
| 航油成本        | 41102      | 45499     | 44490     | 45903     | 47086     |
| 职工薪酬费用      | 19590      | 22082     | 23349     | 24263     | 25067     |
| 折旧费用        | 21547      | 22526     | 23034     | 23935     | 24390     |
| 其他          | 30222      | 36391     | 38179     | 38362     | 39295     |
| 合计          | 112461     | 126498    | 129052    | 132463    | 135838    |
| <b>期间费用</b> |            |           |           |           |           |
| 管理费用        | 3511       | 4061      | 4072      | 4217      | 4408      |
| 销售费用        | 4307       | 5524      | 5650      | 5856      | 6129      |
| 财务费用        | 6535       | 5840      | 6964      | 6168      | 6223      |
| 研发费用        | 277        | 343       | 342       | 320       | 338       |
| <b>盈利结果</b> |            |           |           |           |           |
| 税前利润        | -8278      | -3904     | 593       | 3691      | 6827      |
| 所得税         | 336        | 894       | 59        | 369       | 683       |
| 少数股东权益      | -446       | -572      | -543      | -280      | 177       |
| 归母净利润       | -8168      | -4226     | 1076      | 3602      | 5967      |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

## 估值比较

现阶段，航空公司的下游需求以及经营效率仍处于修复阶段，叠加未来几年我国民航客运供给增速又明显放缓，我们预计 2026-2027 年我国民航客运供需将逐步达到平衡，届时航空公司业绩也将恢复至正常水平，且确定性较高，因此目前可以对比航空公司 2027 年的远期 PE 估值。以 2027 年净利润为基数，中国东航与可比公司（南方航空）的 PE 水平基本位于同一区间（10~15 倍 PE）。

表2：中国东航与同类公司估值比较（数据截至 9 月 2 日收盘）

| 代码        | 简称   | 净利润预测（亿元） |       |       | PE 估值 |       |       |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 600029.SH | 南方航空 | 32.2      | 66.7  | 84.4  | 33.3  | 16.1  | 12.7  |
| 600115.SH | 中国东航 | 10.8      | 36.0  | 59.7  | 82.8  | 24.8  | 15.0  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

## 投资建议：维持“优于大市”评级

考虑到 2025 年国内宏观经济承压以及消费疲软，航空客运票价表现低于预期，我们下调了公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.8 亿元、36.0 亿元、59.7 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为-76%/-53%），建议关注国内航空出行需求的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |               |               |               |               |               | 利润表（百万元）          |               |                |                |                |                |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                   | 2023          | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| 现金及现金等价物         | 12057         | 4133          | 4752          | 6345          | 8425          | 营业收入              | 113741        | 132120         | 141238         | 146401         | 153237         |
| 应收款项             | 2167          | 1949          | 2709          | 2808          | 2939          | 营业成本              | 112461        | 126498         | 129052         | 132463         | 135838         |
| 存货净额             | 1634          | 1680          | 1950          | 1987          | 2031          | 营业税金及附加           | 345           | 415            | 424            | 439            | 460            |
| 其他流动资产           | 9325          | 10793         | 14124         | 14640         | 15324         | 销售费用              | 4307          | 5524           | 5650           | 5856           | 6129           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>25663</b>  | <b>19103</b>  | <b>24082</b>  | <b>26327</b>  | <b>29266</b>  | 管理费用              | 3511          | 4061           | 4072           | 4217           | 4408           |
| 固定资产             | 111232        | 118316        | 117481        | 115471        | 112749        | 研发费用              | 277           | 343            | 342            | 320            | 338            |
| 无形资产及其他          | 2848          | 2937          | 2821          | 2704          | 2588          | 财务费用              | 6535          | 5840           | 6964           | 6168           | 6223           |
| 投资性房地产           | 140146        | 133514        | 133514        | 133514        | 133514        | 投资收益              | 142           | 309            | 142            | 300            | 600            |
| 长期股权投资           | 2602          | 2730          | 2930          | 3130          | 3330          | 资产减值及公允价值变动       | (29)          | (8)            | 45             | 45             | 45             |
| <b>资产总计</b>      | <b>282491</b> | <b>276600</b> | <b>280827</b> | <b>281147</b> | <b>281447</b> | 其他收入              | 4761          | 5518           | 5101           | 5623           | 5803           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 74209         | 69004         | 84861         | 84366         | 79911         | 营业利润              | (8544)        | (4399)         | 365            | 3225           | 6627           |
| 应付款项             | 16095         | 24927         | 17871         | 17548         | 16922         | 营业外净收支            | 266           | 495            | 228            | 466            | 200            |
| 其他流动负债           | 15960         | 20072         | 17949         | 18312         | 18753         | <b>利润总额</b>       | <b>(8278)</b> | <b>(3904)</b>  | <b>593</b>     | <b>3691</b>    | <b>6827</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>106264</b> | <b>114003</b> | <b>120682</b> | <b>120226</b> | <b>115585</b> | 所得税费用             | 336           | 894            | 59             | 369            | 683            |
| 长期借款及应付债券        | 58022         | 53598         | 53598         | 53598         | 53598         | 少数股东损益            | (446)         | (572)          | (543)          | (280)          | 177            |
| 其他长期负债           | 76984         | 67590         | 64386         | 62030         | 61530         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(8168)</b> | <b>(4226)</b>  | <b>1076</b>    | <b>3602</b>    | <b>5967</b>    |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>135006</b> | <b>121188</b> | <b>117984</b> | <b>115628</b> | <b>115128</b> | <b>现金流量表（百万元）</b> |               |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>      | <b>241270</b> | <b>235191</b> | <b>238666</b> | <b>235854</b> | <b>230713</b> | 净利润               | (8168)        | (4226)         | 1076           | 3602           | 5967           |
| 少数股东权益           | 611           | 877           | 661           | 550           | 620           | 资产减值准备            | (75)          | 22             | 6              | (0)            | (1)            |
| 股东权益             | 40610         | 40532         | 41501         | 44743         | 50113         | 折旧摊销              | 9907          | 11437          | 10992          | 12172          | 12886          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>282491</b> | <b>276600</b> | <b>280827</b> | <b>281147</b> | <b>281447</b> | 公允价值变动损失          | 29            | 8              | (45)           | (45)           | (45)           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |               |               |               |               |               | 财务费用              | 6535          | 5840           | 6964           | 6168           | 6223           |
| 每股收益             | (0.37)        | (0.19)        | 0.05          | 0.16          | 0.27          | 营运资本变动            | 1030          | 8908           | (16737)        | (2969)         | (1545)         |
| 每股红利             | 0.24          | 0.23          | 0.00          | 0.02          | 0.03          | 其它                | (662)         | (1301)         | (222)          | (111)          | 71             |
| 每股净资产            | 1.82          | 1.82          | 1.86          | 2.01          | 2.25          | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2061</b>   | <b>14848</b>   | <b>(4930)</b>  | <b>12649</b>   | <b>17333</b>   |
| ROIC             | -8.24%        | -7.64%        | -3%           | -1%           | -0%           | 资本开支              | 0             | (18266)        | (10001)        | (10001)        | (10001)        |
| ROE              | -20.11%       | -10.43%       | 3%            | 8%            | 12%           | 其它投资现金流           | (173)         | (68)           | 0              | 0              | 0              |
| 毛利率              | 1%            | 4%            | 9%            | 10%           | 11%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(59)</b>   | <b>(18462)</b> | <b>(10201)</b> | <b>(10201)</b> | <b>(10201)</b> |
| EBIT Margin      | -6%           | -4%           | 1%            | 2%            | 4%            | 权益性融资             | 14            | 5849           | 0              | 0              | 0              |
| EBITDA Margin    | 2%            | 5%            | 9%            | 11%           | 12%           | 负债净变化             | 8981          | (898)          | 0              | 0              | 0              |
| 收入增长             | 147%          | 16%           | 7%            | 4%            | 5%            | 支付股利、利息           | (5332)        | (5225)         | (108)          | (360)          | (597)          |
| 净利润增长率           | -78%          | -48%          | -125%         | 235%          | 66%           | 其它融资现金流           | (14810)       | 2087           | 15857          | (495)          | (4455)         |
| 资产负债率            | 86%           | 85%           | 85%           | 84%           | 82%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(7498)</b> | <b>(4310)</b>  | <b>15750</b>   | <b>(855)</b>   | <b>(5052)</b>  |
| 股息率              | 6.0%          | 5.8%          | 0.1%          | 0.4%          | 0.7%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(5496)</b> | <b>(7924)</b>  | <b>619</b>     | <b>1593</b>    | <b>2080</b>    |
| P/E              | (10.9)        | (21.2)        | 83.0          | 24.8          | 15.0          | 货币资金的期初余额         | 17553         | 12057          | 4133           | 4752           | 6345           |
| P/B              | 2.2           | 2.2           | 2.2           | 2.0           | 1.8           | 货币资金的期末余额         | 12057         | 4133           | 4752           | 6345           | 8425           |
| EV/EBITDA        | 120.4         | 48.3          | 25.6          | 21.1          | 16.8          | 企业自由现金流           | 0             | (3723)         | (14111)        | 2104           | 6903           |
|                  |               |               |               |               |               | 权益自由现金流           | 0             | (2534)         | (3710)         | (4134)         | (3154)         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032