

收益策略变局的沙盘推演，廉价航空成为旺季胜负手

航空行业深度报告

分析师：凌军 SAC S0910523030001

2023年5月7日



华金证券客户中的专业投资者参考

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

- 1、首次出现为期6年的低供给增长：**结合近期三大航年报对于机队规划数据，我们预测中国民航运输飞机在册架数2022、2023、2024、2025年同比增速分别为4.1%、3.9%、4.9%、3.3%，预计2020年-2025年CAGR约为3.7%。
- 2、供需错配周期已经启动，但2023年弱贝塔：**2011-2019年，在高铁不断冲击的背景下，中国民航的客运需求持续保持8-10%的增长；从最新五一出行数据来看，供求错配周期已启动；由于中欧中美国际航线的恢复关键不在于航权谈判，而在于俄乌冲突，2023年航空行业没有大的行业性机会。
- 3、疫情复苏航空股演绎第一步——美股行情映射廉价航空：**从美国疫情复苏行情来看，以西南航空为首的廉价航空客座率和归母净利润恢复最快，因此中国航空股第一波反弹行情直接映射美股行情，廉价航空龙头春秋领涨。
- 4、疫情复苏航空股演绎第二步——公商旅客刚需的票价预期：**在民航新的定价策略背景下，公商旅客是淡季刚需，因此航线结构占优的吉祥航空有望受益；中国航空疫情复苏第二步演绎，吉祥航空领涨。
- 5、疫情复苏航空股演绎第三步——定价策略变局下的二次消费挤出：**作为可选消费，因私出行的旅客对于票价始终敏感；在票价新时代，航空旅客有望向廉价航空挤出；同时欧美出境旅客向东南亚和东亚挤出；春秋航空总体受益幅度最大

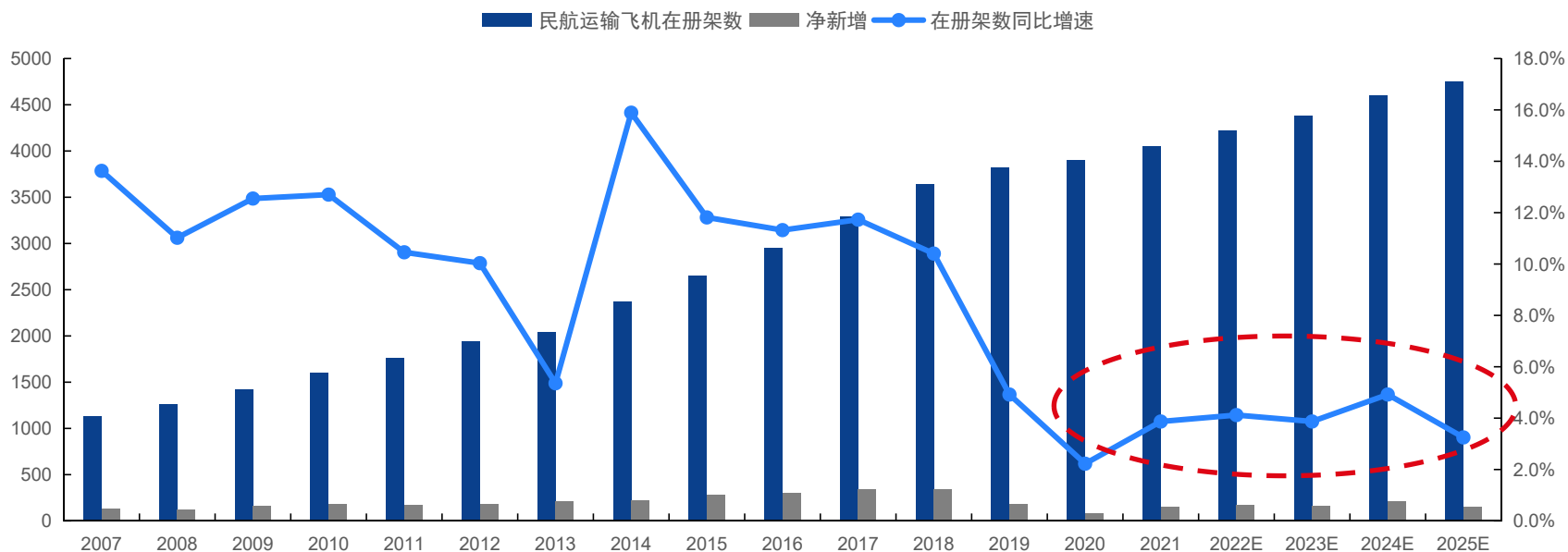
风险提示：暑运低于预期、国际航线恢复进度低于预期

- 01 供给：首次为期6年复合仅3.7%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%以上
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

1.1首次出现为期6年的低供给增长

- ◆ 结合近期三大航年报对于机队规划数据，我们预测中国民航运输飞机在册架数2023、2024、2025年同比增速分别为3.9%、4.9%、3.3%，预计2020-2025年CAGR约为3.7%
- ◆ 从历史纵向比较维度来看，是首次出现为期6年的低供给增长

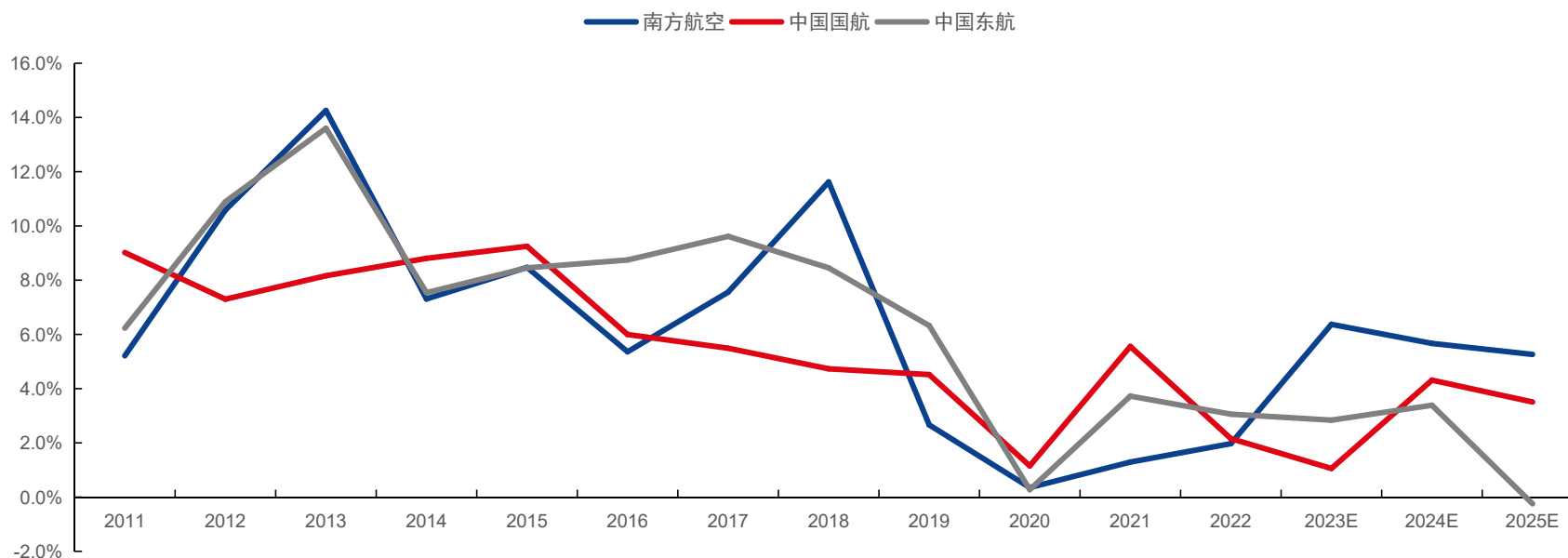
图：民航运输飞机在册架数、净新增数及同比增速（架，%）



1.1三大航运力增长意愿克制

- ◆ 根据三大航2022年报，中国国航、南方航空、东方航空客运飞机数2020-2025年CAGR约为2.9%、3.5%、2.2%

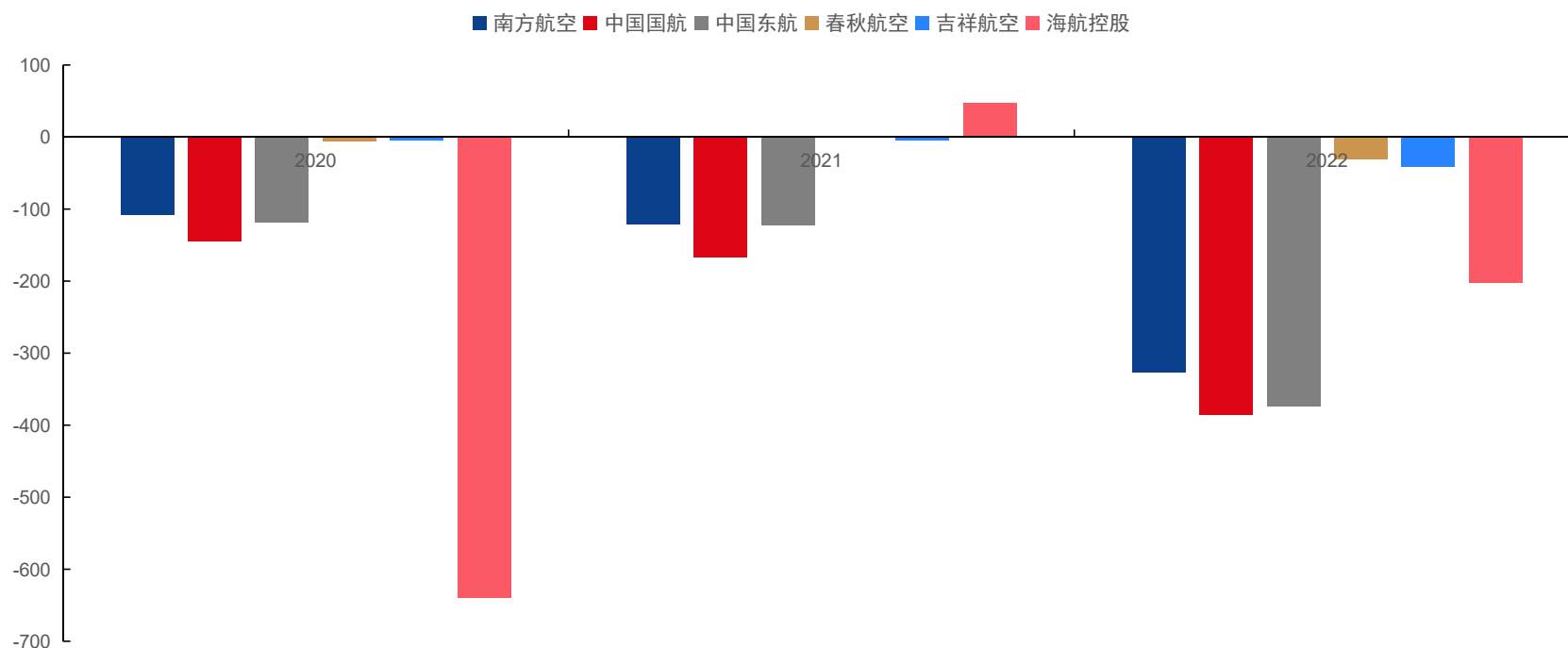
图：三大航2011-2025E客运飞机数情况（架）



1.1航空公司过去3年亏损金额较大

- 过去三年各个航空公司亏损较大，我们以归母净利润衡量，2020-2022年三大航南方航空、中国国航、中国东航分别累计亏损556.3、696.7、614.4亿元

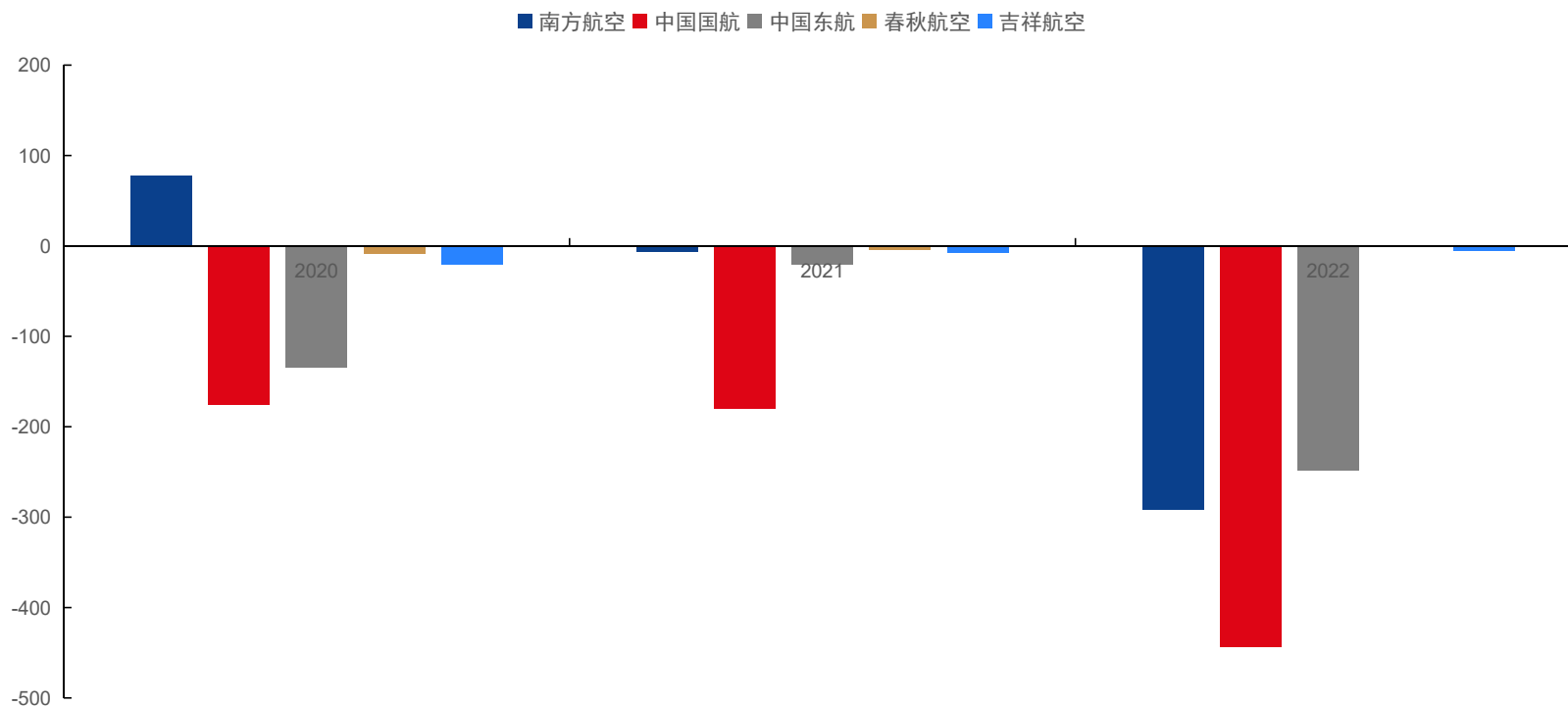
图：各航空公司2020-2022年归母净利润情况（亿元）



1.1航空公司净资产显著的减少，报表需要修复

- ◆ 航空公司普遍有报表修复意愿。2020年-2022年五大航司几乎都经历了净资产的减少，三大航净资产减少更为显著

图：各航空公司2020-2022年净资产变化情况（亿元）

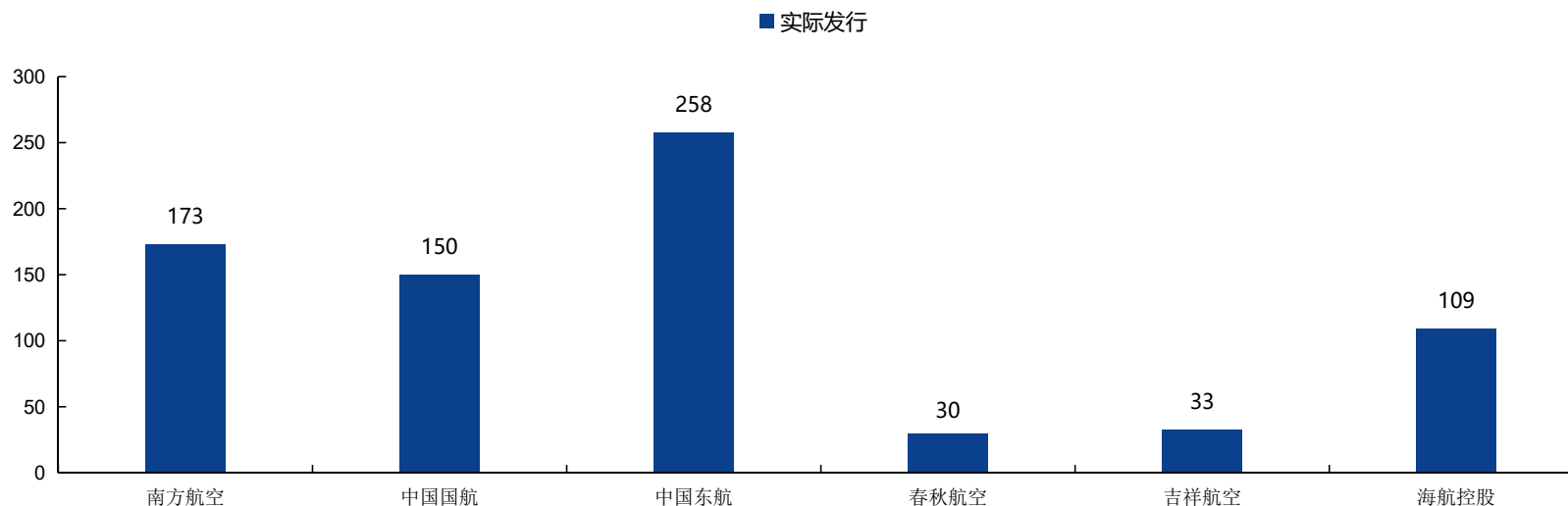


1.1 国资是疫情期间给三大航输血的主力

◆ 疫情期间给予民航输血的主要是国资

◆ 从上市公司股权融资情况来看，2020-2022年合计增发资金中，南方航空100%来源于南航集团，金额为172.8亿元；中国国航36.7%来源于中国航空集，金额为55.0亿元；中国东航61.3%来源于东航集团，金额为158.3亿元

图：各航空公司2020-2022年股权融资情况（亿元）



1.2上游供应链也需时间修复

- ◆ 波音是全球航空业的领导者，其生产的商用飞机几乎占全球机队的一半
- ◆ 以净资产和资产负债率为标准，波音在名义上已经处于资不抵债的境地，处于破产的边缘。

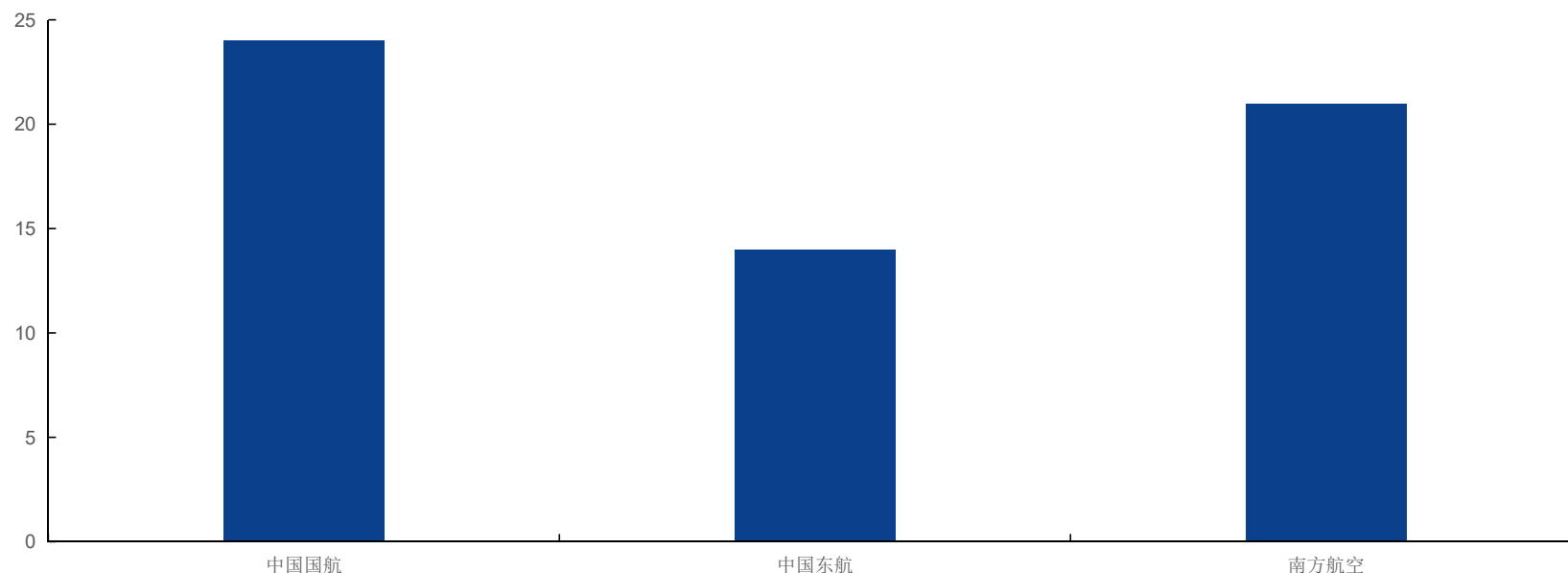
表：波音公司2018-2022年营收、净利润、净资产合计情况

单位：USD	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入（亿美元）	1,011	766	582	623	666
同比(%)	8.28%	-24.3%	-24.0%	7.1%	6.9%
净利润（亿美元）	105	-6	-119	-42	-49
同比(%)	27.61%	-106.1%	-1766.8%	64.6%	-17.4%
净资产合计（亿美元）	4	-83	-181	-148	-158

1.2波音短期的重心放在MAX复飞

- ◆ MAX事故叠加周期延长。截至2022年4月2日，中国国航MAX停飞24架、中国东航MAX停飞14架，南方航空MAX停飞21架
- ◆ 短期波音的人员工作重心放在MAX复飞问题，导致商业飞机生产持续出现延期

图：三大航波音MAX系列飞机停飞数量（架）



1.2空客财务报表也曾受影响

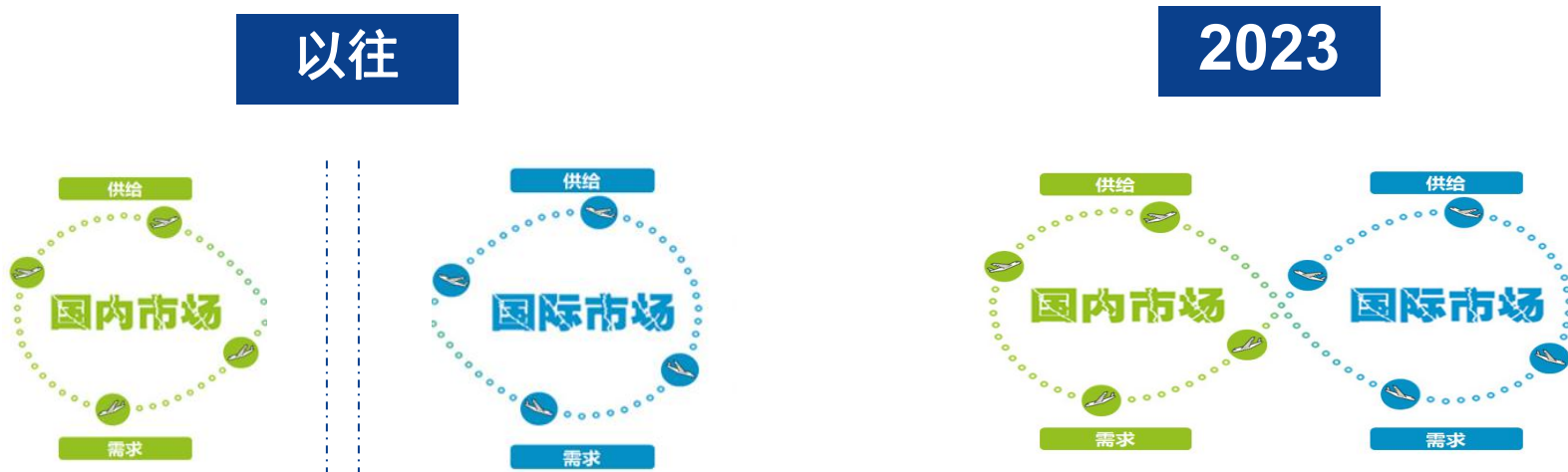
- ◆ 空客是商业客机市场“双寡头”中的另一头，在国防和航天领域均开展业务
- ◆ 即使在2019年竞争对手波音MAX飞机发生重大事故的背景下，2020年空客也录得净利润亏损11.3亿欧元。

表：空客公司2018-2022年营收、净利润情况

单位：EURO	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入(亿欧元)	637	705	499	521	588
同比(%)	7.9%	10.6%	-29.2%	4.5%	12.7%
净利润(亿欧元)	30.5	-13.6	-11.3	42.1	42.5
同比(%)	29.4%	-144.6%	16.8%	471.8%	0.8%

1.3 国际市场成为短期供给的扰动项

- ◆ 在以往的供求分析框架中，国内外市场ASK和RPK关系是分开考虑
- ◆ 而对于2023年，**国际市场**的恢复进度反而影响国内供给



1.3相对2019年，实际供给超过名义供给

◆ 由于国际航空规则，国际航线供给大幅减少

◆ 那么，减少的国际运力**去哪儿**？

图：我国民航国际航班量周趋势（班次）



1.3国际航线的复苏关键——俄乌冲突

- ◆ 截至2月28日，已有超过30个国家或地区禁飞俄罗斯飞机
- ◆ 能否通过俄罗斯空域会造成中美、中欧之间航班竞争力不对称

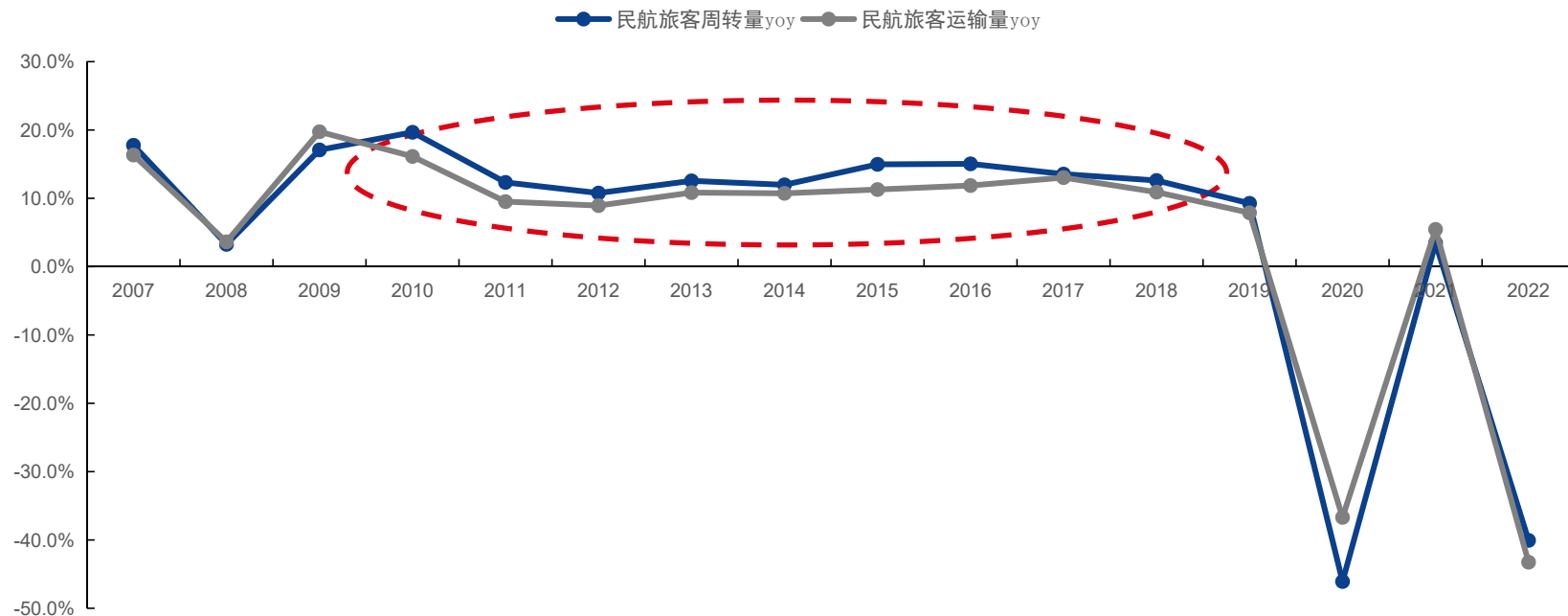


- 01 供给：未来3年2-3%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

2.1判断未来三年：复合增速6-8%

- ◆ 2011年-2019年民航旅客运输量(人次)年增速基本保持在8%-12%的区间
- ◆ 民航旅客周转量(客公里)年增速基本保持在10%-14%的区间内

图： 2007-2022年中国民航旅客周转量及旅客运输量情况（%）



2.2高铁不断开通的年代，增速仍然超过8%

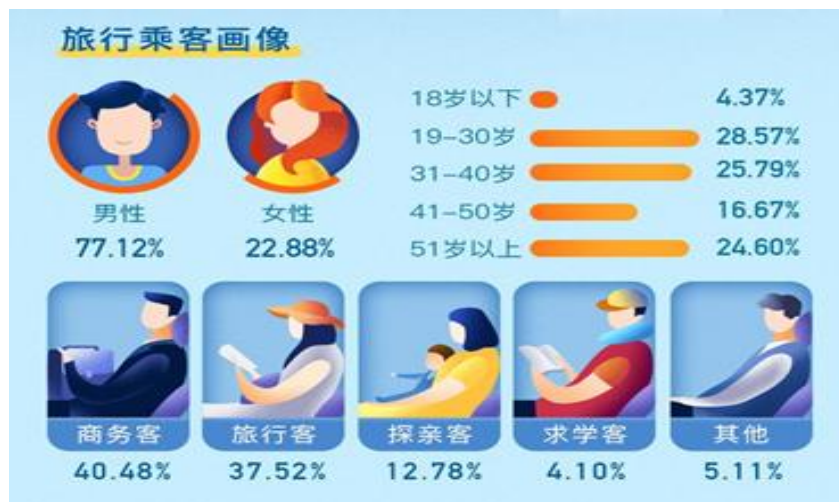
- ◆ 从2008年开始，高铁“四纵四横”客运专线陆续开通运营，且主要位于同为民航黄金航线的中东部地区，到2018年“四纵四横”规划已经基本建成
- ◆ 2011-2019年8-10%的需求增长是在高铁不断冲击的背景下产生



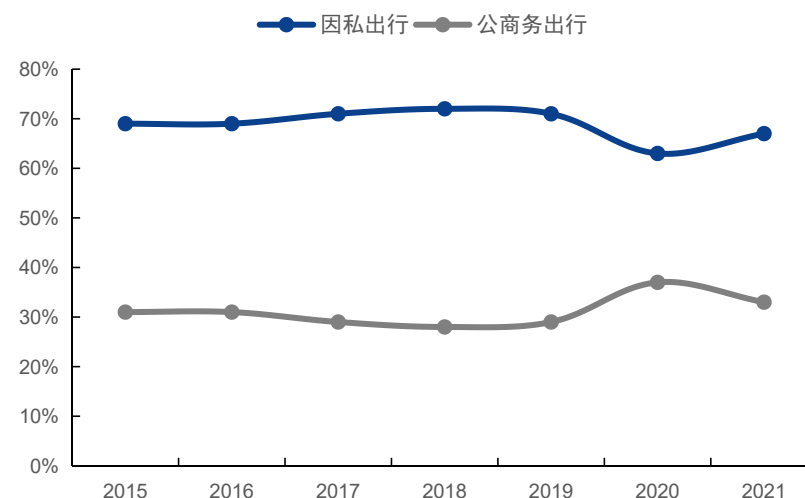
2.3我国公商务旅客是刚需

- ◆ 根据携程联合CAPSE发布的《2018中国旅行口碑榜飞行数据大报告》，中国航旅乘客人次中约有40.5%为商务出行，而根据FAA，疫情前美国航旅乘客中公商务出行旅客占比长期约保持在30%左右
- ◆ 而且由于人均GDP的问题，公商务旅客更具有刚性

图：中国2018年航空旅客画像结构（%）



图：2015-2021年美国航空旅客出行目的结构（%）



2.4需求新时代：民航采用新的收益管理策略

- ◆ 新背景：民航采用新的收益管理策略
- ◆ 2022年国航、南航、东航客座率分别为62.7%、66.4%、63.7%，相比于2019年分别下降了18.3pct、16.5pct、18.4pct，客座率有明显下降
- ◆ 在此背景下，2022年国航、南航、东航客公里收入分别为0.63、0.59、0.60元每客公里，相比于2019年分别提升了18.8%、20.4%、15.3%，反映了票价提升显著

表：2019、2022年三大航客座率及客公里收入比较（%，元/客公里）

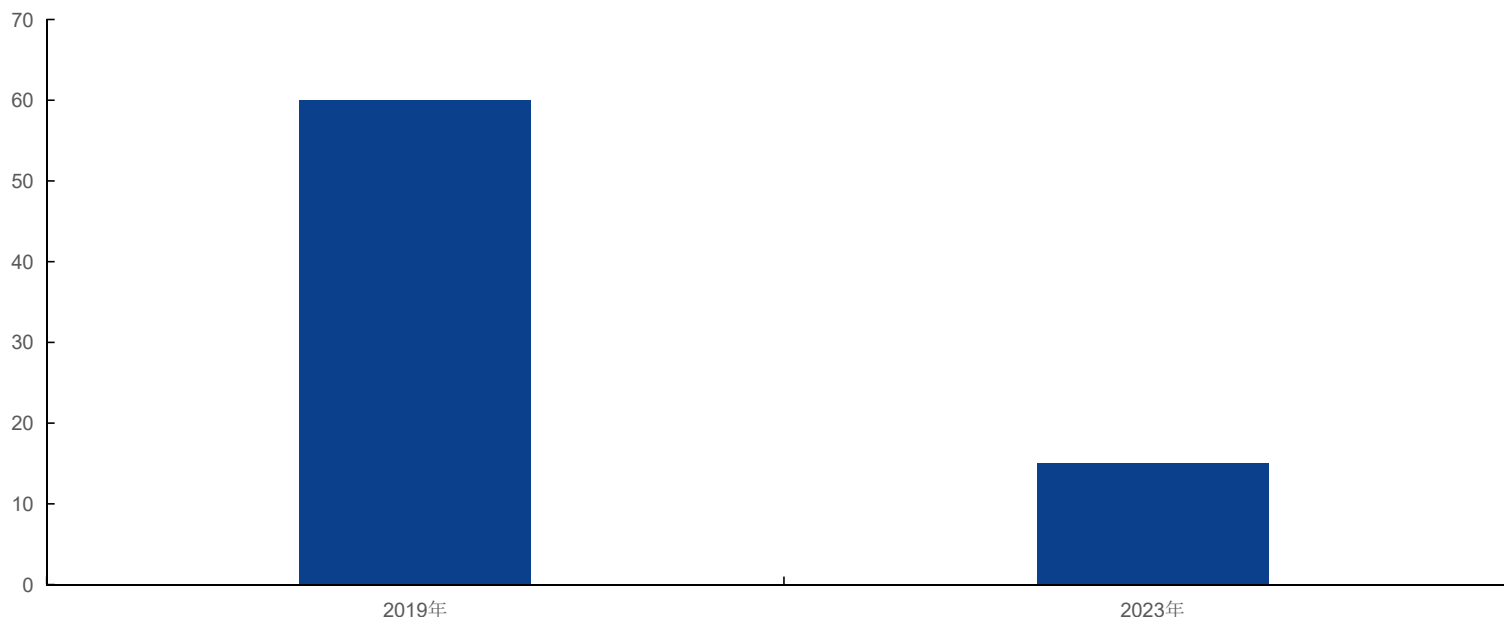
客座率	2019	2022
中国国航	81.0%	62.7%
南方航空	82.8%	66.4%
中国东航	82.1%	63.7%

客公里收入	2019	2022
中国国航	0.53	0.63
南方航空	0.49	0.59
中国东航	0.52	0.60

2.5火车票预订时间改变影响预订单观察视角

- ◆ 火车票订票时间改变和节奏改变
- ◆ 根据交通运输部，2019年乘客能够提前预订火车票的时间为60天，而到了疫后的2023年，当前可提前预订火车票的天数为15天

图：预订火车票提前天数（天）

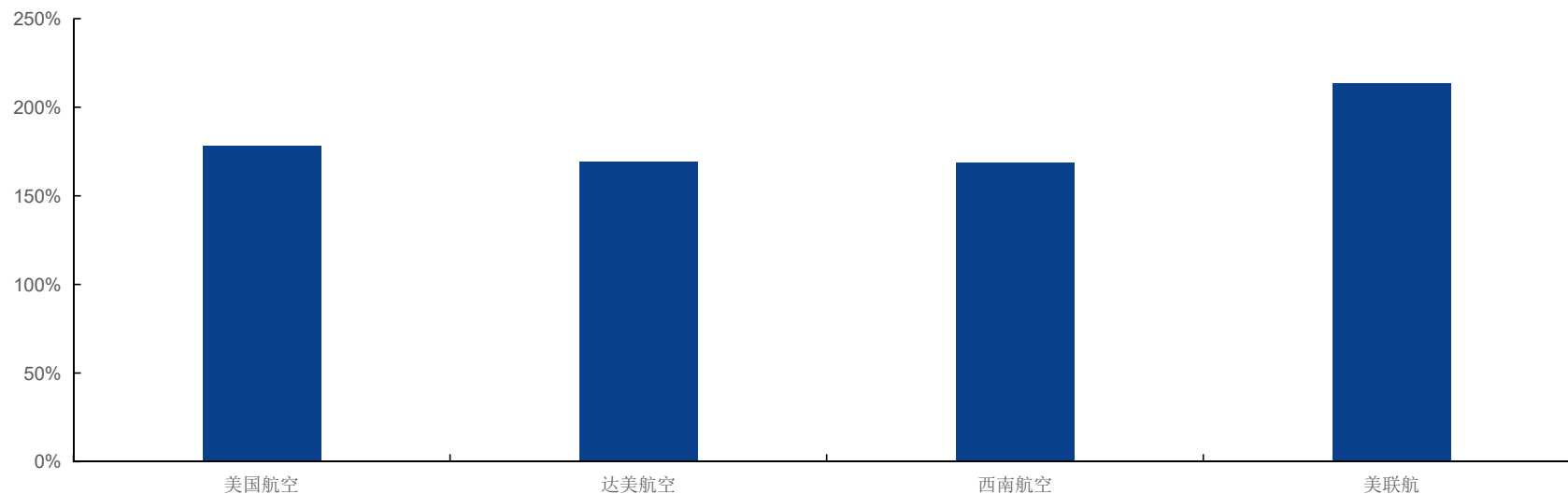


- 01 供给：未来3年2-3%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

3.1 疫情复苏演绎第一步：美国行情参考

- ◆ 疫情复苏之美国航空股复盘，一次性修复
- ◆ 2020. 05-2021. 04美国航空股板块进入上行行情期，其中四家航司美国航空、达美航空、西南航空、美联航在此区间最大涨幅分别为178. 4%、169. 2%、168. 5%、213. 5%。

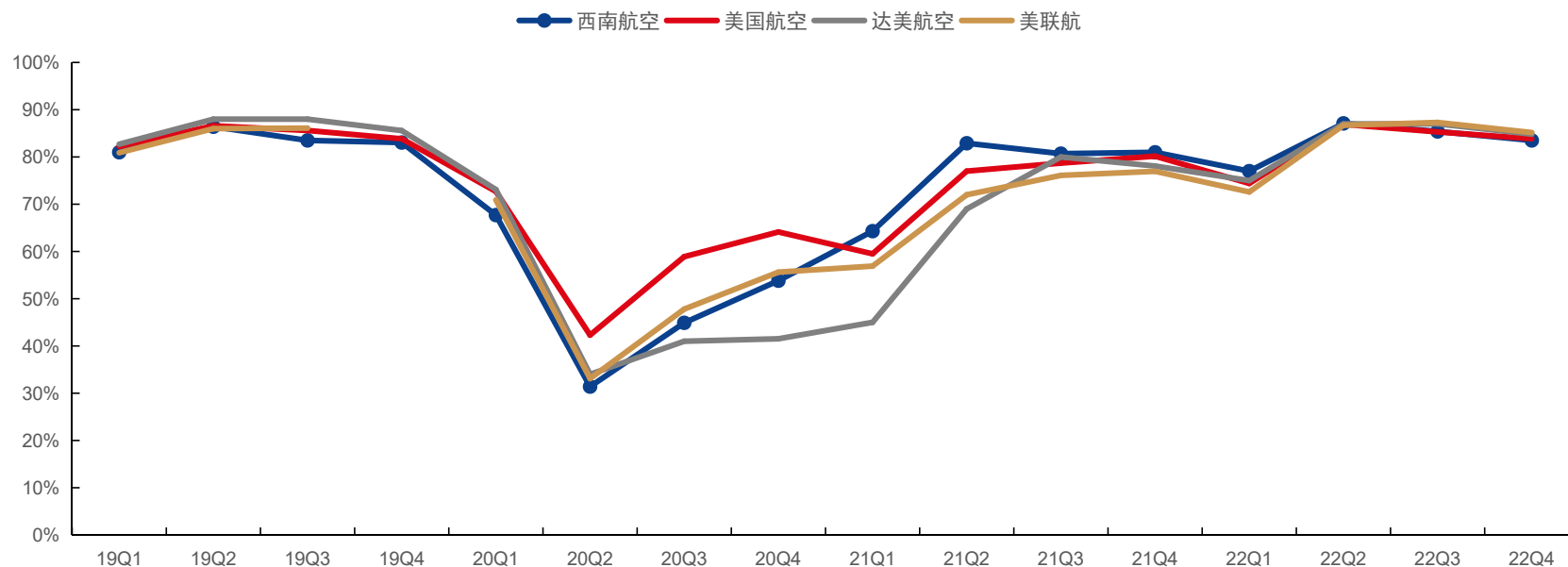
图：2020. 05-2021. 04期间美国四大航空公司股票最大涨幅（%）



3.1 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空

- ◆ 疫情防控政策放开之后，美西南航空客座率恢复最快
- ◆ 根据各航司季报和年报，21Q2西南航空、美国航空、达美航空、美联航客座率分别为82.9%、77.0%、69.0%、72.0%，相较于19Q2恢复比例达95.9%、88.9%、78.4%、83.7%

图：美国四大航空公司单季度客座率情况（%）



3.1 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空

- ◆ 美西南航空总营收与归母净利润均恢复最快
- ◆ 在单季度总营收恢复比例中，21Q1相比19Q1恢复的比例达39.9%，21Q2相比19Q2恢复的比例达67.8%；在归母净利润恢复比例中，21Q2相比19Q2恢复的比例达46.8%

表：美国四大航空公司单季度总营收及归母净利润恢复比例对比（%）

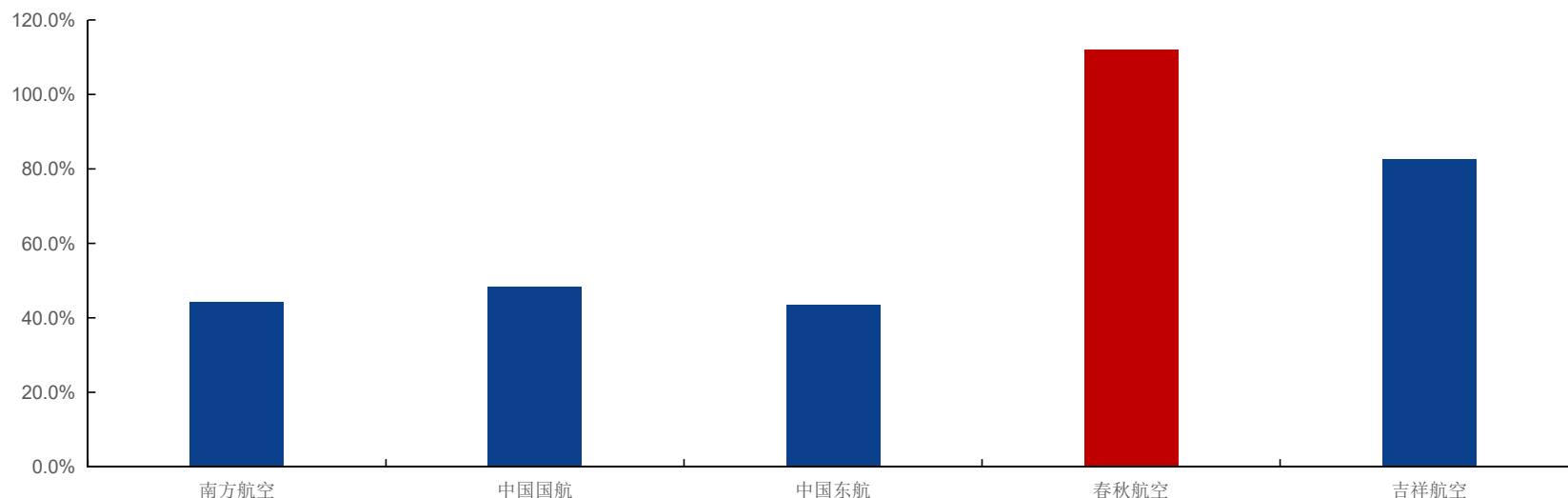
总营收恢复比例	21Q1相比19Q1	21Q2相比19Q2
美国航空	37.9%	62.5%
达美航空	39.6%	56.8%
西南航空	39.9%	67.8%
美联航	33.6%	48.0%

归母净利润恢复比例	21Q2相比19Q2
美国航空	2.9%
达美航空	45.2%
西南航空	46.8%
美联航	不适用

3.1 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空

- ◆ 中美航空股复苏行情：美国是一轮，我们是两轮
- ◆ 第一轮：直接映射，春秋航空涨幅最大。2020.04-2021.04为第一轮上行行情期，其中南方航空、中国国航、中国东航、春秋航空、吉祥航空在此区间最大涨幅分别为44.3%、48.2%、43.4%、112.1%、82.6%

图：2020.04-2021.04期间中国五大航空公司股票（A股）最大涨幅（%）

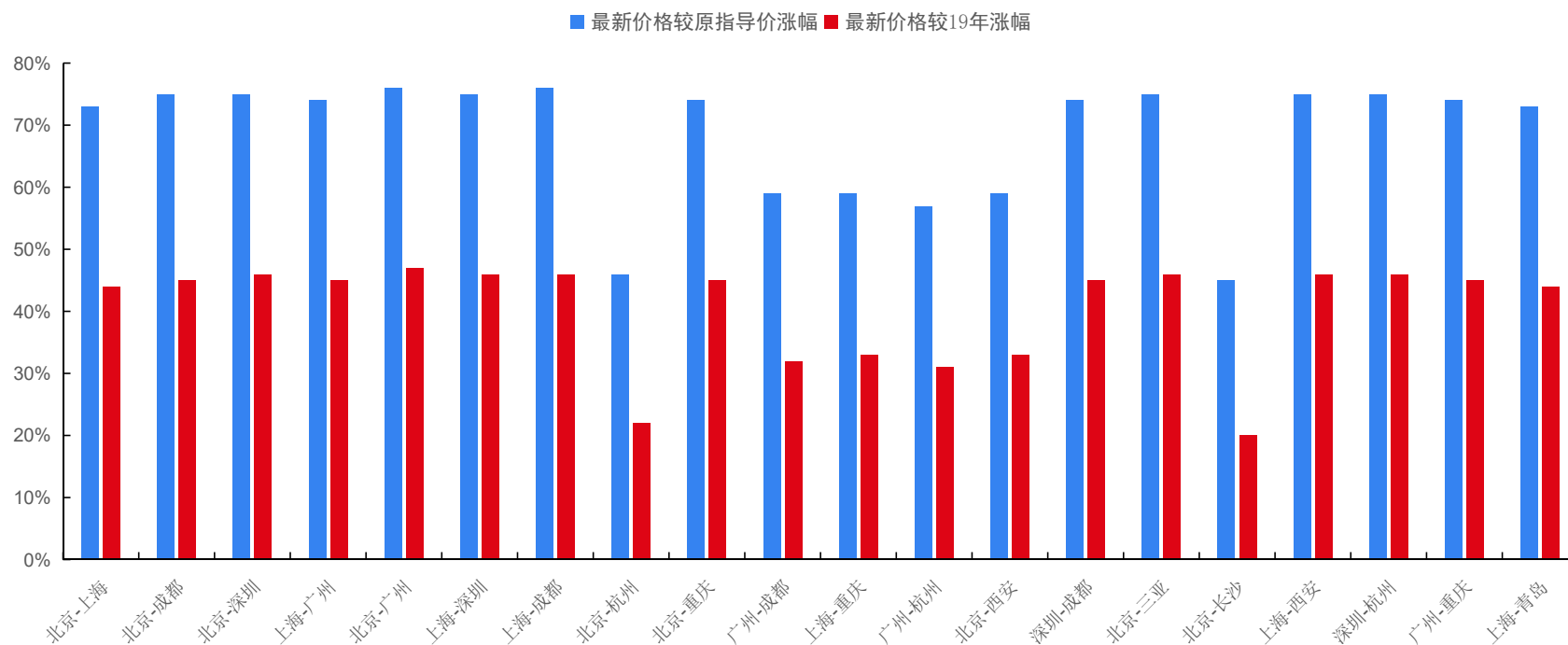


- 01 供给：未来3年2-3%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

4.1 公商旅客刚需背景，叠加票价改革

- ◆ 2022年冬春航季核心干线经济舱全价最高票价，相较于19年涨幅基本均在44%以上
- ◆ 新的民航定价策略叠加票价空间，公商旅客密度高的航空公司受益显著

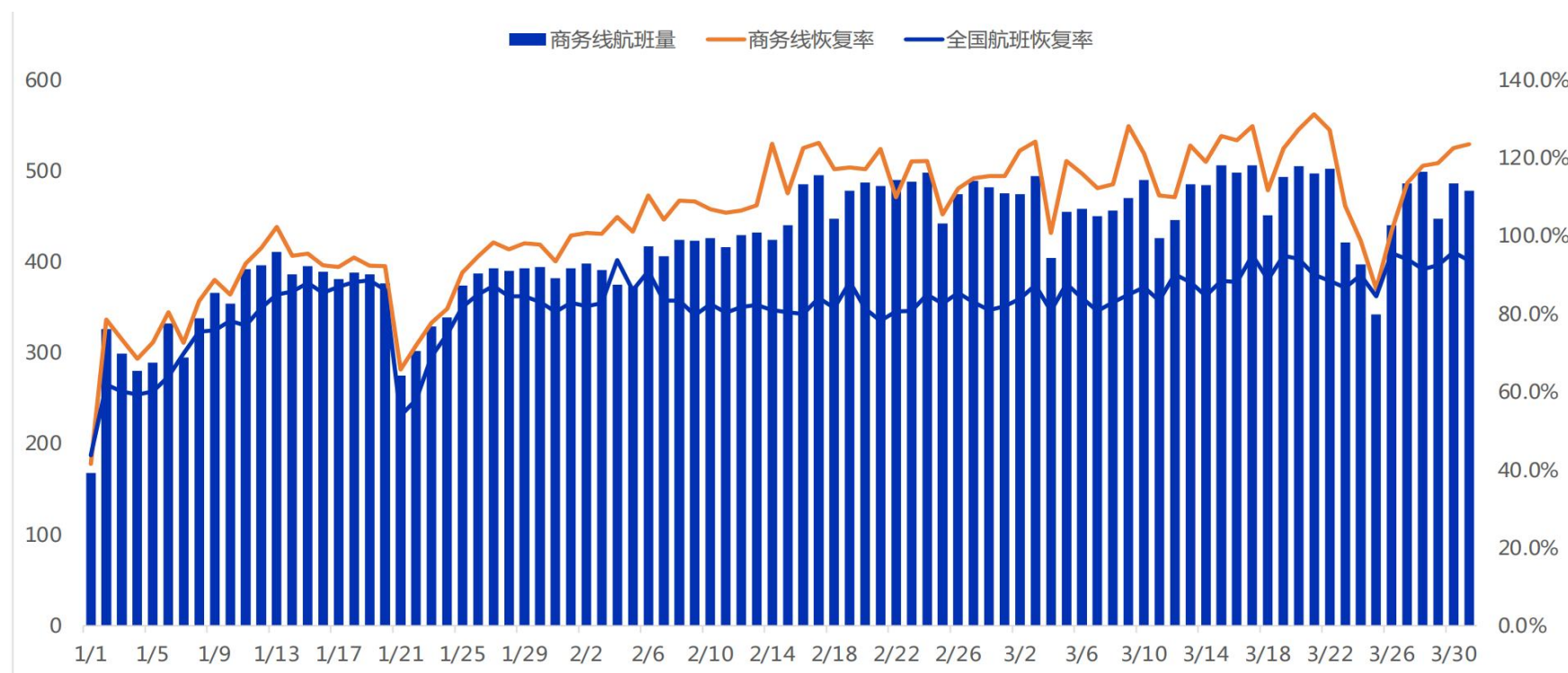
图：2022冬春航季TOP20干线经济舱全价票价涨幅情况（%）



4.1 公商旅客恢复率高

- ◆ 截至3月底，商务线恢复率已经达到120%，显著高于全国航线恢复率（接近100%）

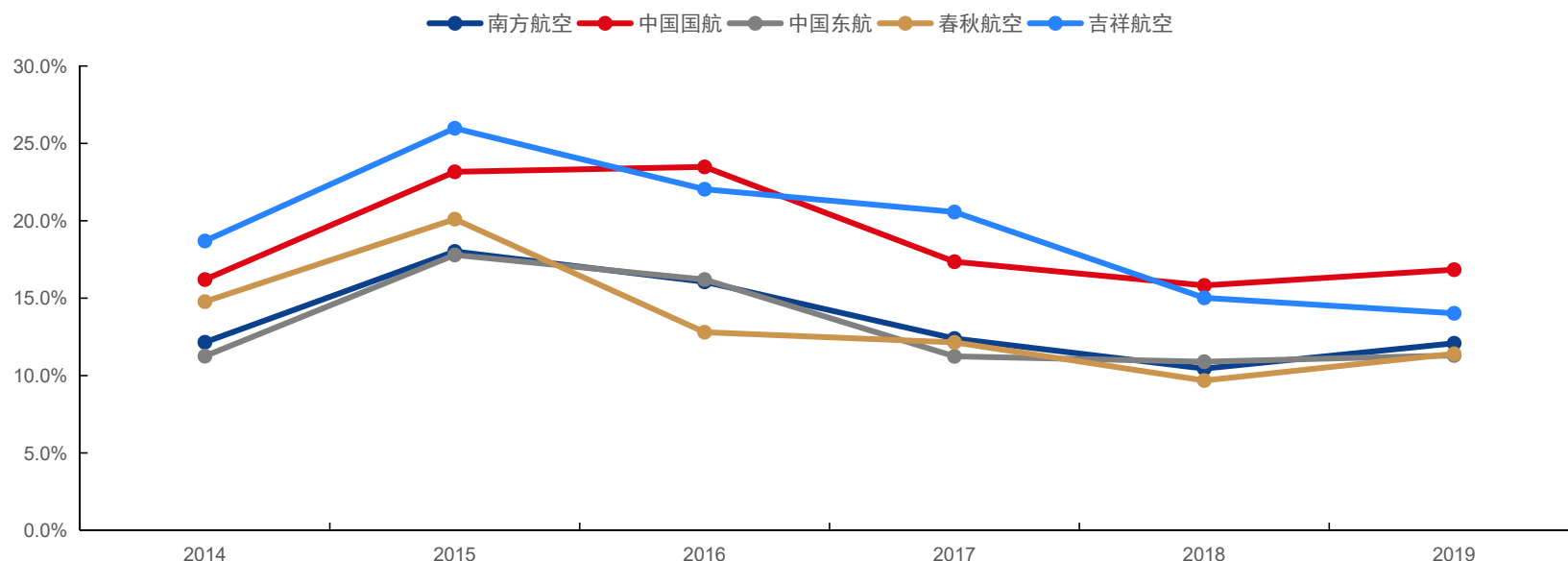
图：截至2023年3月底商务线航班量及恢复率日趋势（%）



4.1 优质航线公司受益更为显著

- ◆ 优质航线密度反映在毛利率
- ◆ 在疫情前，吉祥航空和中国国航的毛利率处于市场最高水平

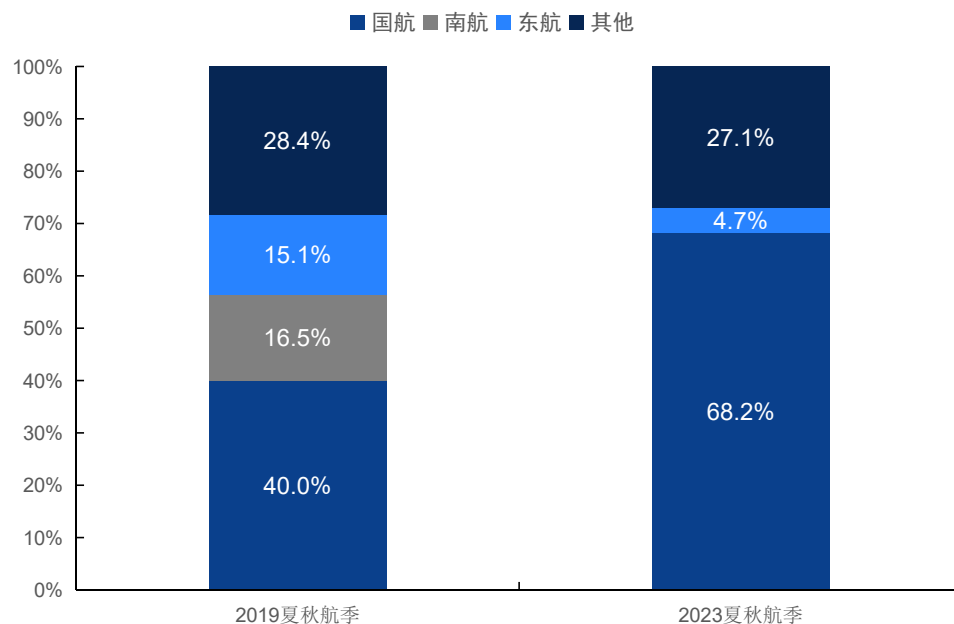
图：2014-2019年中国航空公司毛利率情况（%）



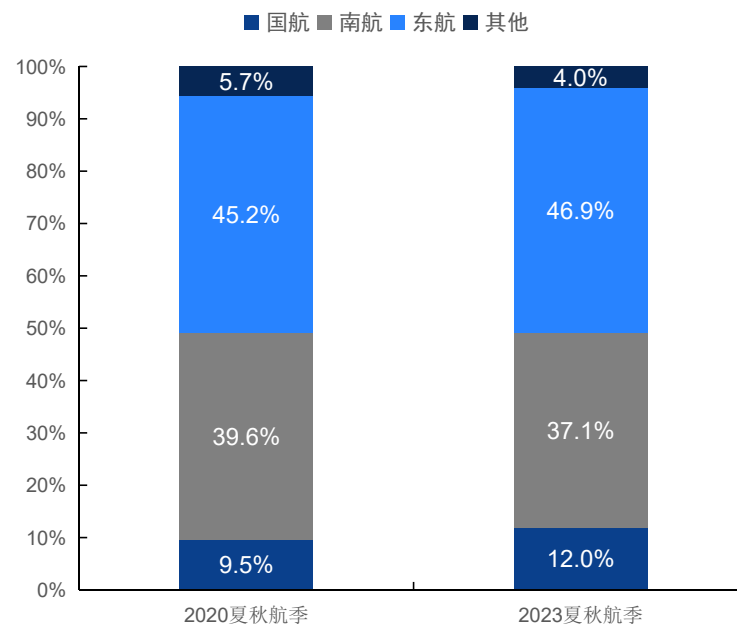
4.2 疫情前后部分市场的变化——区域集中度提升

- ◆ 部分机场航线集中度提高，北京大兴和首都机场变化显著
- ◆ 三大航在首都机场的市场份额由2019年夏秋航季的71.6%提升到2023年夏秋航季的72.9%，并且受益于大兴机场投运且南航、东航转场大兴机场，国航在首都机场的市场份额由40.0%提升到了68.2%。三大航在大兴机场的市场份额由2020年夏秋航季的94.3%提升到2023年夏秋航季的96%，其中国航占12.0%、南航占37.1%、东航占46.9%

图：首都机场市场份额情况（%）



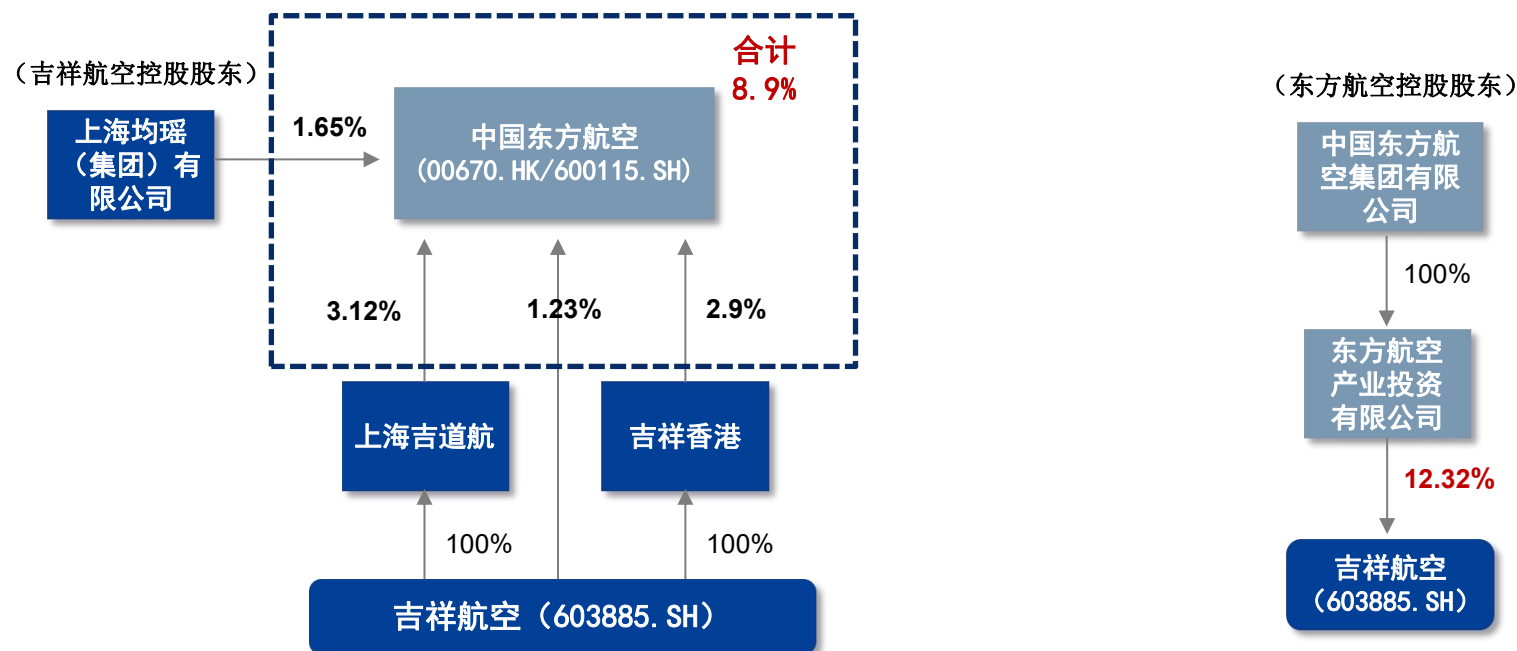
图：大兴机场市场份额情况（%）



4.2华东市场竞争态势缓和

- ◆ 吉祥与东航互持股权，华东市场竞争有望缓和
- ◆ 东航在上海地区市占率接近45%，吉祥市占率约10%

图：吉祥航空与东航交叉持股结构示意图

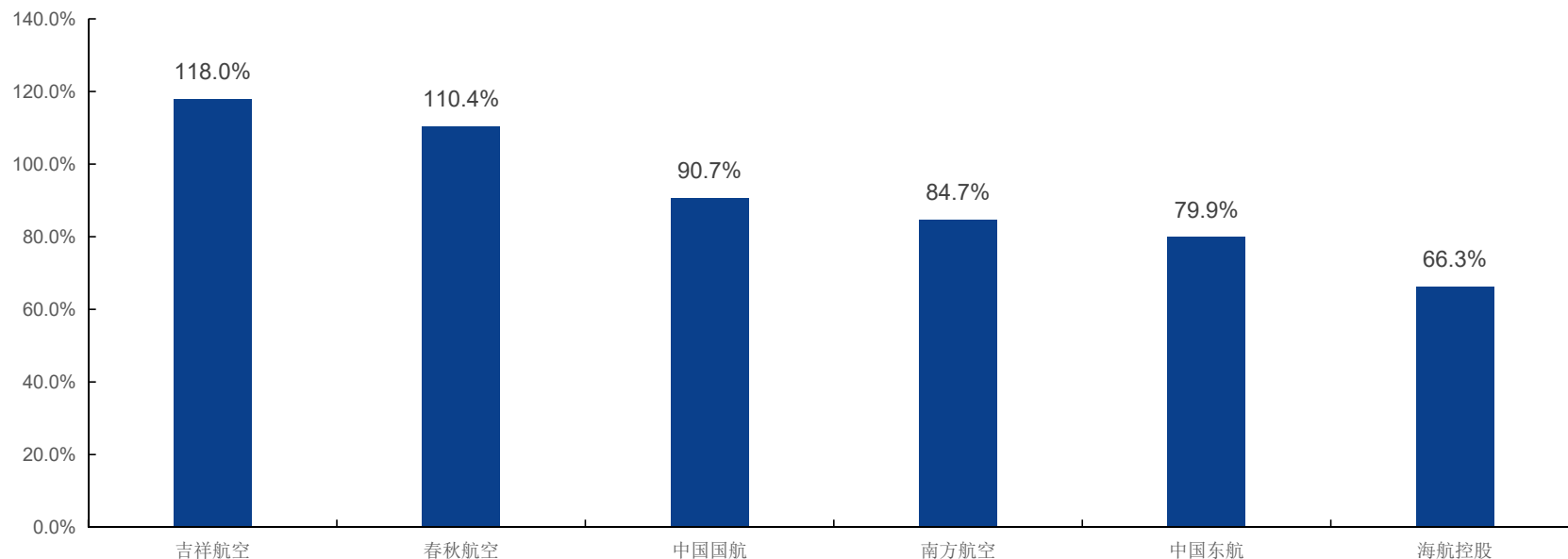


截至2022年9月30日

4.3经营指标的横向对比——吉祥ASK恢复率领先

- ◆ 比较六大航空公司2023年3月可用座公里相比于2019年同期恢复比例，吉祥航空、春秋航空、中国国航、南方航空、中国东航、海航控股分别为118.0%、110.4%、90.7%、84.7%、79.9%、66.3%。

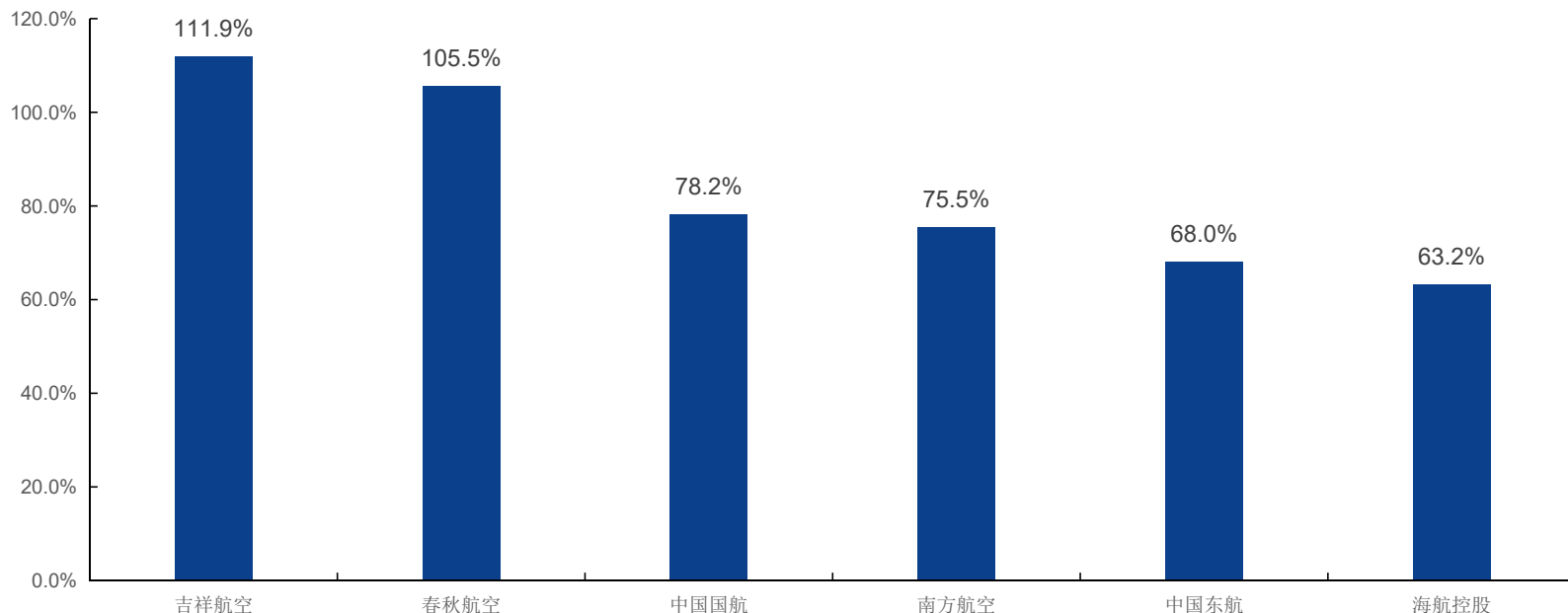
图：3月六大航司可用座公里恢复比例（%）



4.3经营指标的横向对比——吉祥RPK恢复率领先

- ◆ 比较六大航空公司2023年3月收入客公里相比于2019年同期恢复比例，吉祥航空、春秋航空、中国国航、南方航空、中国东航、海航控股分别为111.9%、105.5%、78.2%、75.5%、68.0%、63.2%。

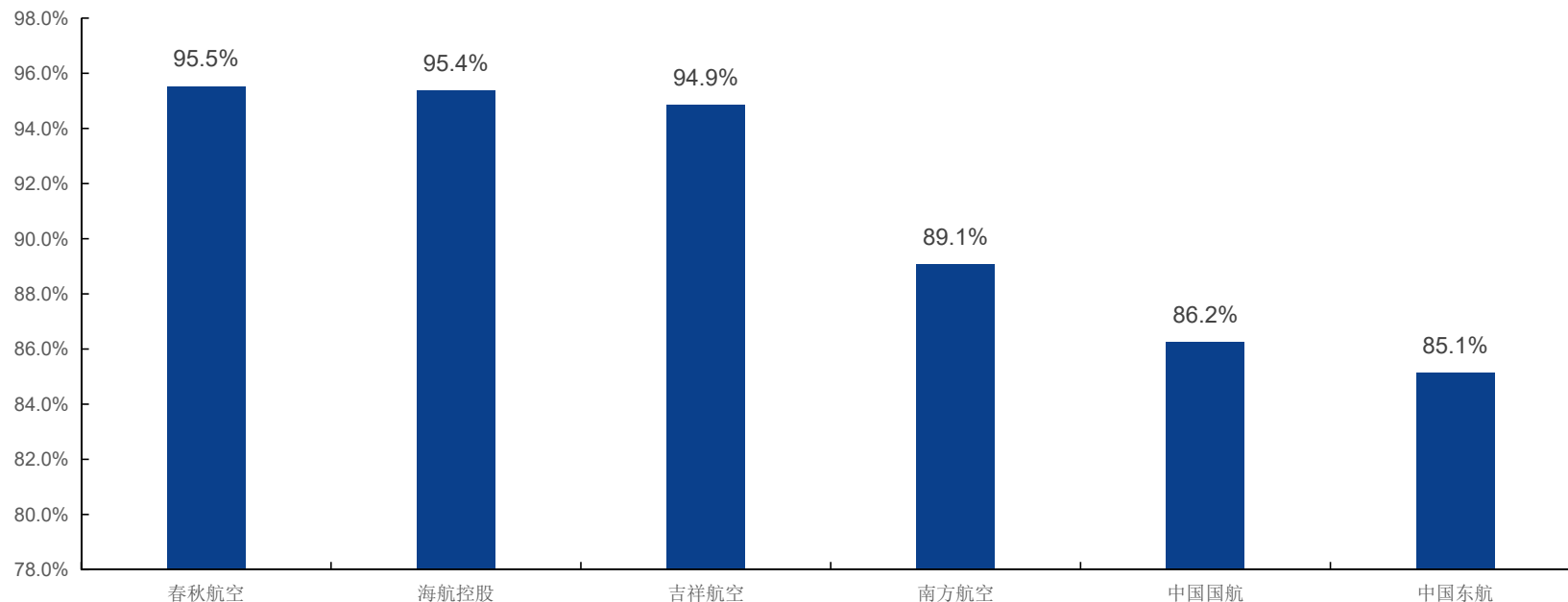
图：3月六大航司收入客公里恢复比例（%）



4.3经营指标的横向对比——吉祥客座率恢复靠前

- ◆ 比较六大航空公司2023年3月客座率相比于2019年同期恢复比例，春秋航空、海航控股、吉祥航空、南方航空、中国国航、中国东航分别为95.5%、95.4%、94.9%、89.1%、86.2%、85.1%。

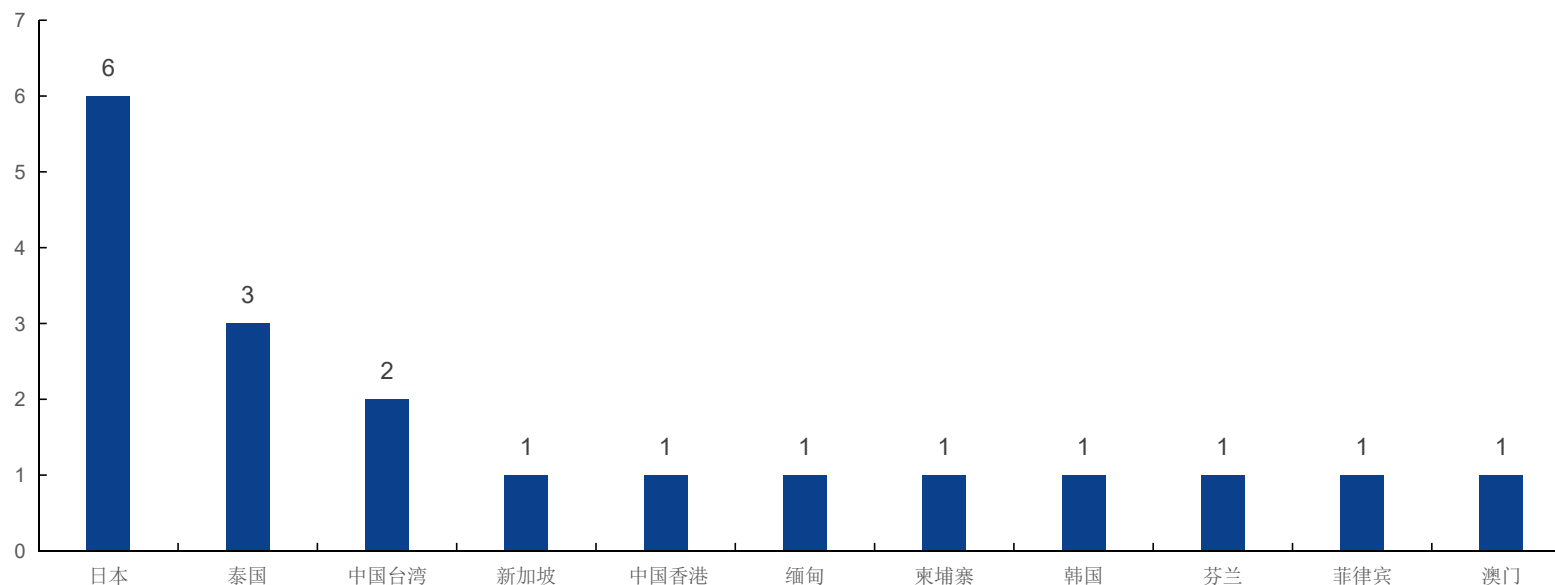
图：3月六大航司客座率恢复比例（%）



4.4吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 在已上市的航空公司中，吉祥航空国际航线负担最小
- ◆ 从吉祥的主要国际航线来看，主要是恢复相对较快的亚洲航线
- ◆ 亚洲航线相对受俄罗斯空域影响较小

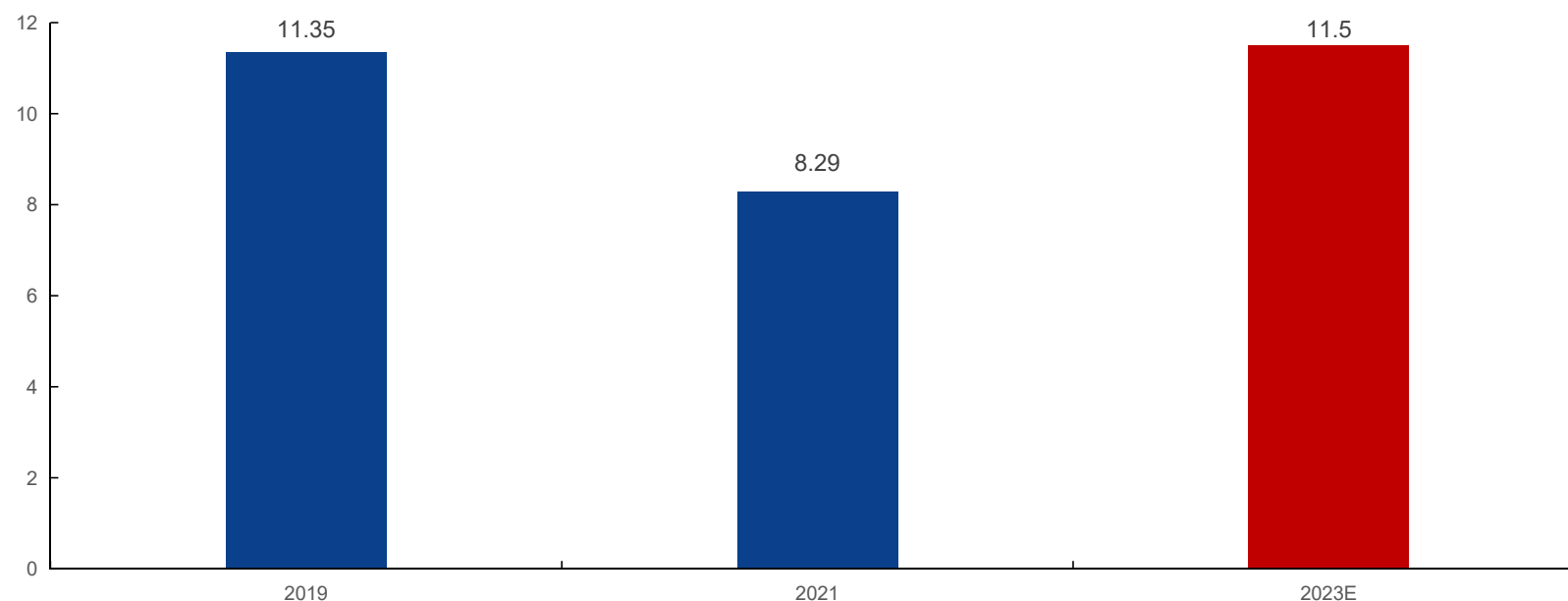
图：吉祥航空2019冬春季航班计划国际（地区）通航点（个）



4.4吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 吉祥2018年开始引进B787，原计划主要配置在国际航线，也曾一度成为市场对于公司的担忧点
- ◆ 吉祥将B787转飞国内优质时刻，预计利用率达到较高水平

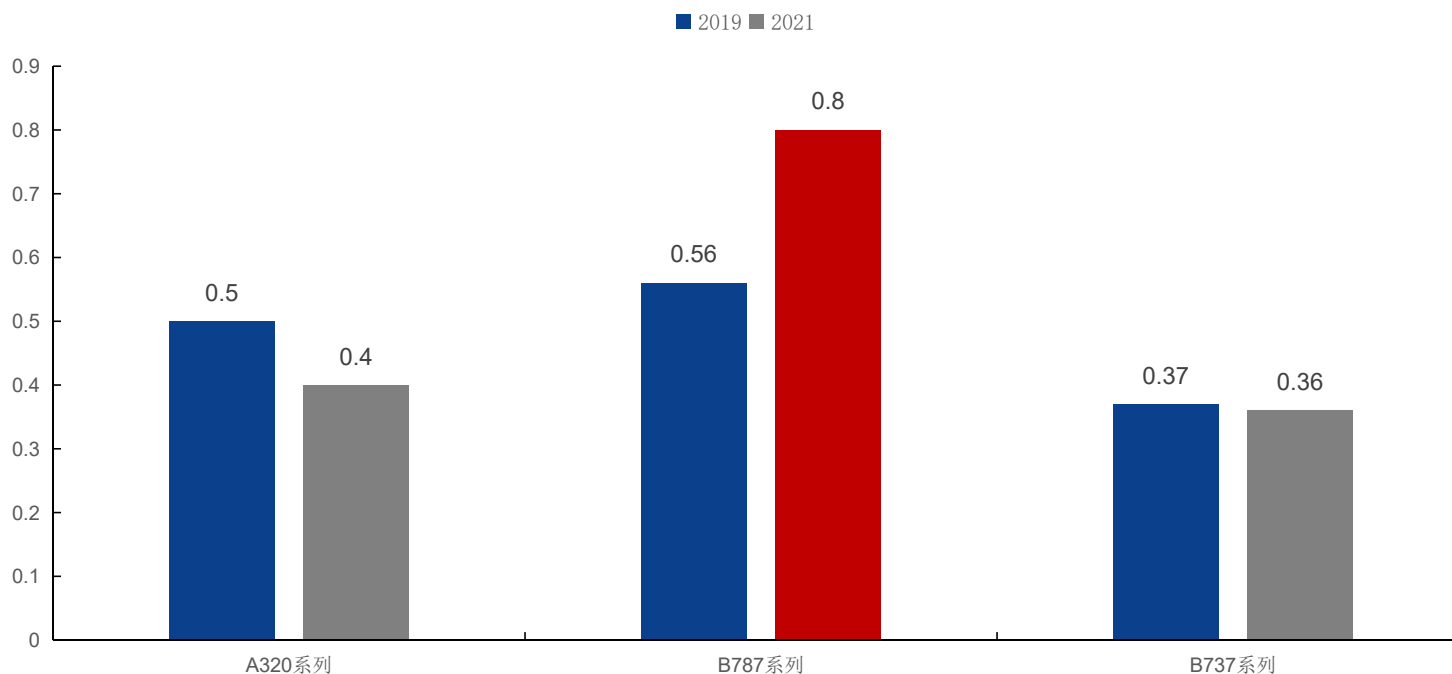
图：吉祥航空B787系列日利用率（小时）



4.4吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ B787是好机型，从公司年报我们可以看到，B787客公里收益相对较高
- ◆ 预计2023年B787两舱客座率有望达到50-60%

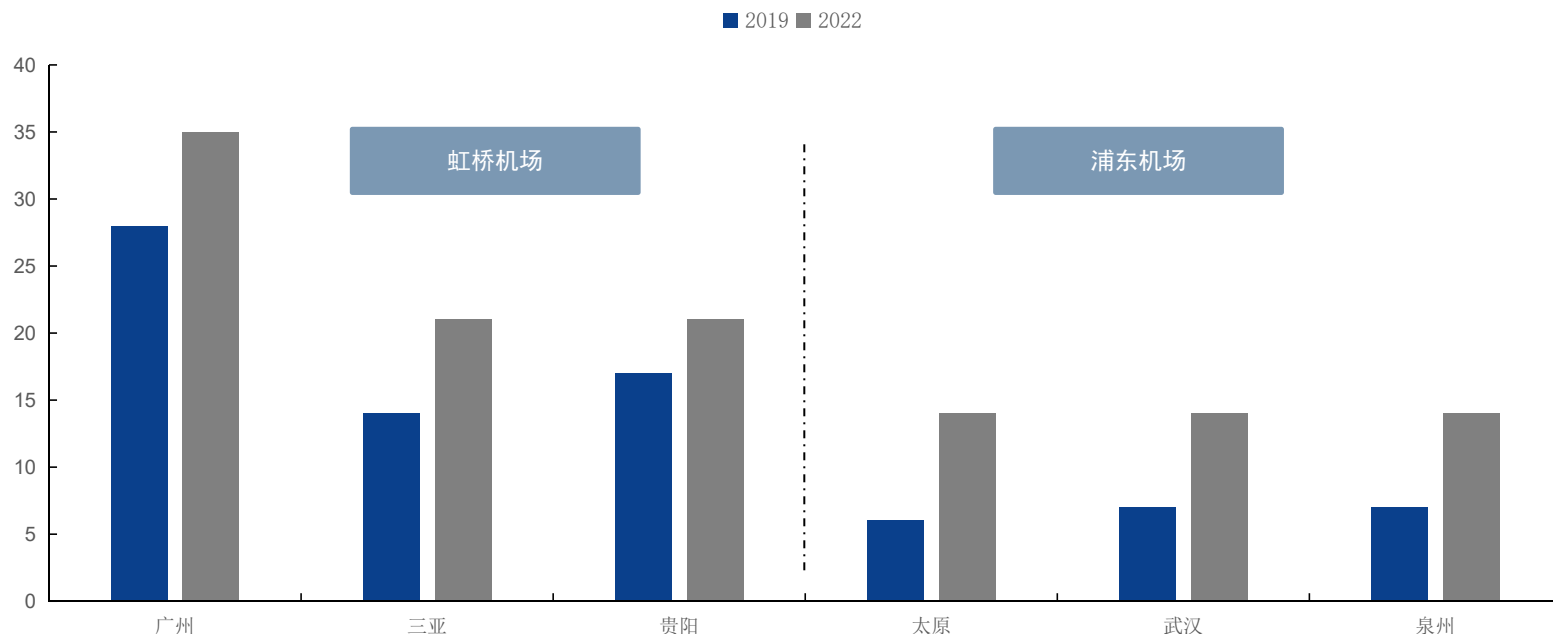
图：吉祥航空机队分系列客公里收益（元/客公里）



4.4吉祥航空：相对19年有积极变化的公司

- ◆ 在疫情期间，吉祥不断加密优质干线，如对虹桥-广州、虹桥-三亚、虹桥-贵阳、浦东-太原、浦东-武汉、浦东-泉州等优质航线，每周航班次数均有提升

图：吉祥航空虹桥机场及浦东机场优质航线加密（每周/班）

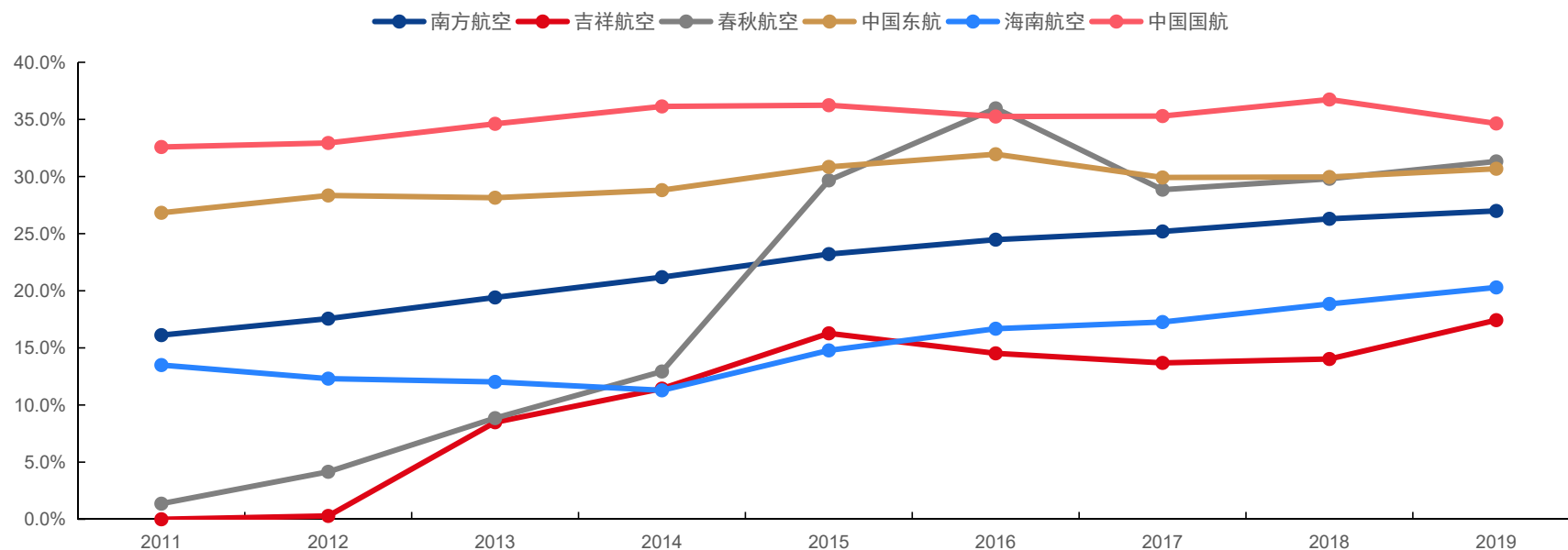


4.4国际收入占比决定灵活度

◆ 2019年中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空、吉祥航空国际收入占比分别为34.6%、30.7%、27.0%、31.3%和17.4%

◆ 吉祥船小好调头

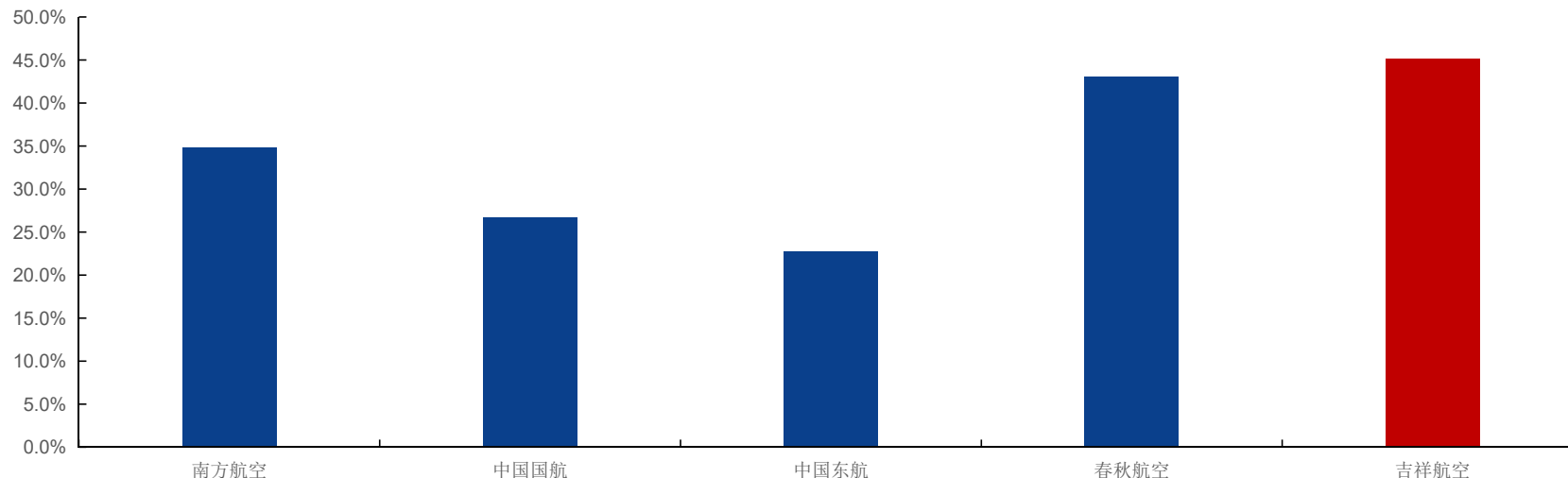
图：六大航空公司国际收入占比（%）



4.4疫情复苏演绎第二步：吉祥领涨

- ◆ 中国行情第二轮：在民航业收益管理策略新时代，公商旅客均匀密度占优的吉祥航空涨幅最大
- ◆ 2022.08开始为第二轮上行行情期，截至2023.04.14，南方航空、中国国航、中国东航、春秋航空、吉祥航空在此区间内最大涨幅分别为34.8%、26.7%、22.8%、43.0%、45.2%

图：2022.08-2023.04.14期间中国五大航空公司股票（A股）最大涨幅（%）

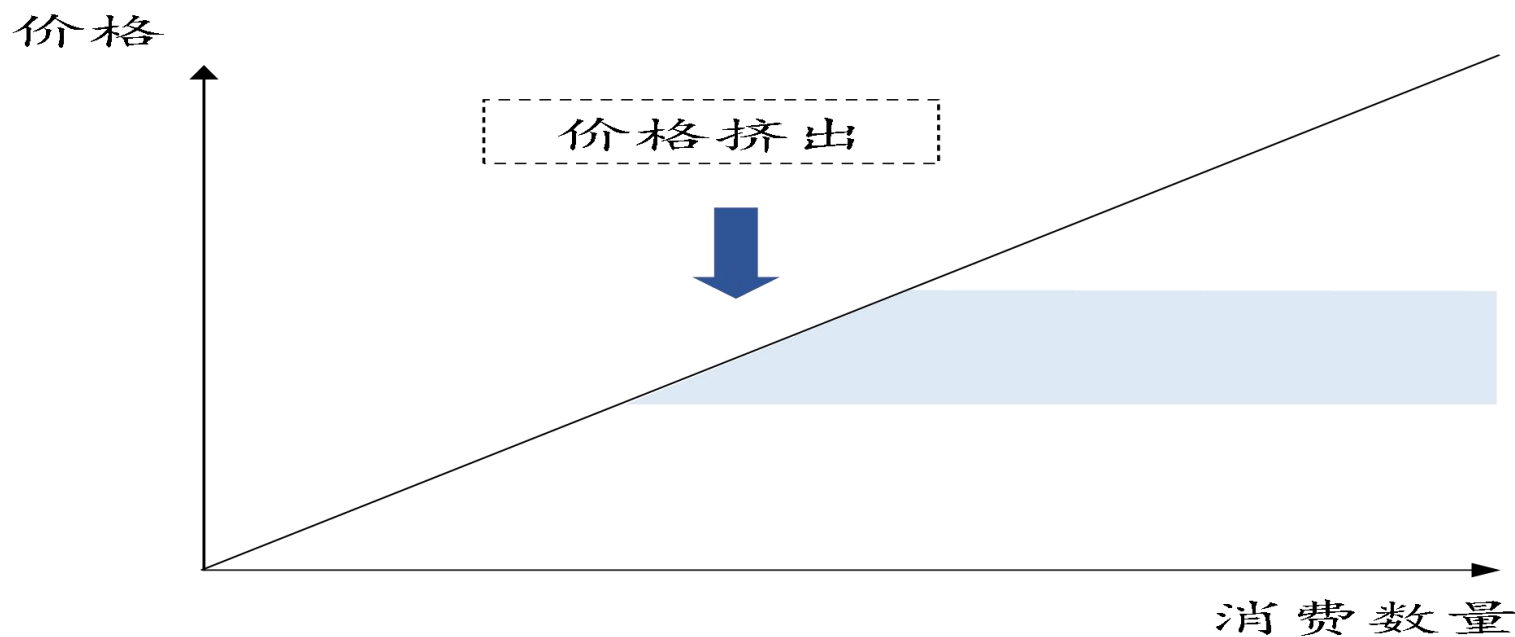


- 01 供给：未来3年2-3%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

5.1 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出

- ◆ 判断航司定价策略维持较长时间
- ◆ 将对消费者有一定程度的挤出

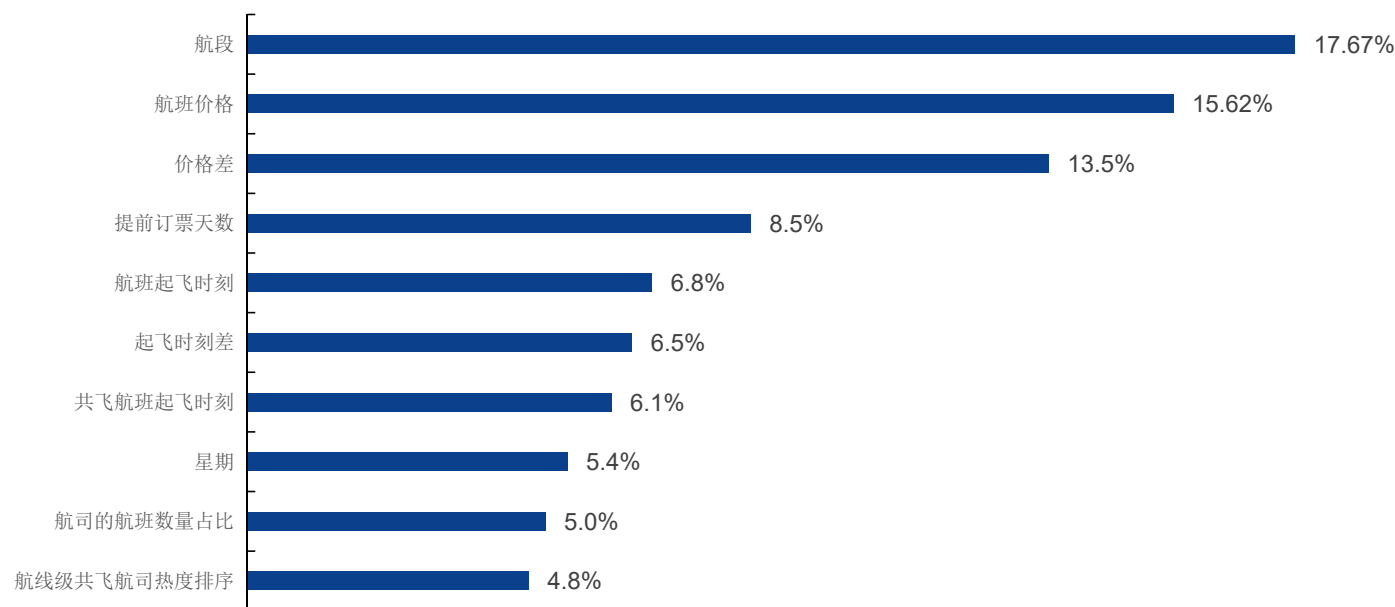
图：因私出行的挤出示意图



5.2新定价时代，消费者将向廉价航空挤出

- ◆ 机票价格始终是因私出行考虑的重要因素
- ◆ 疫情前春秋航空等廉价航空的定价约为0.37-0.40元每公里，略高于高铁0.35元每公里的长距离定价

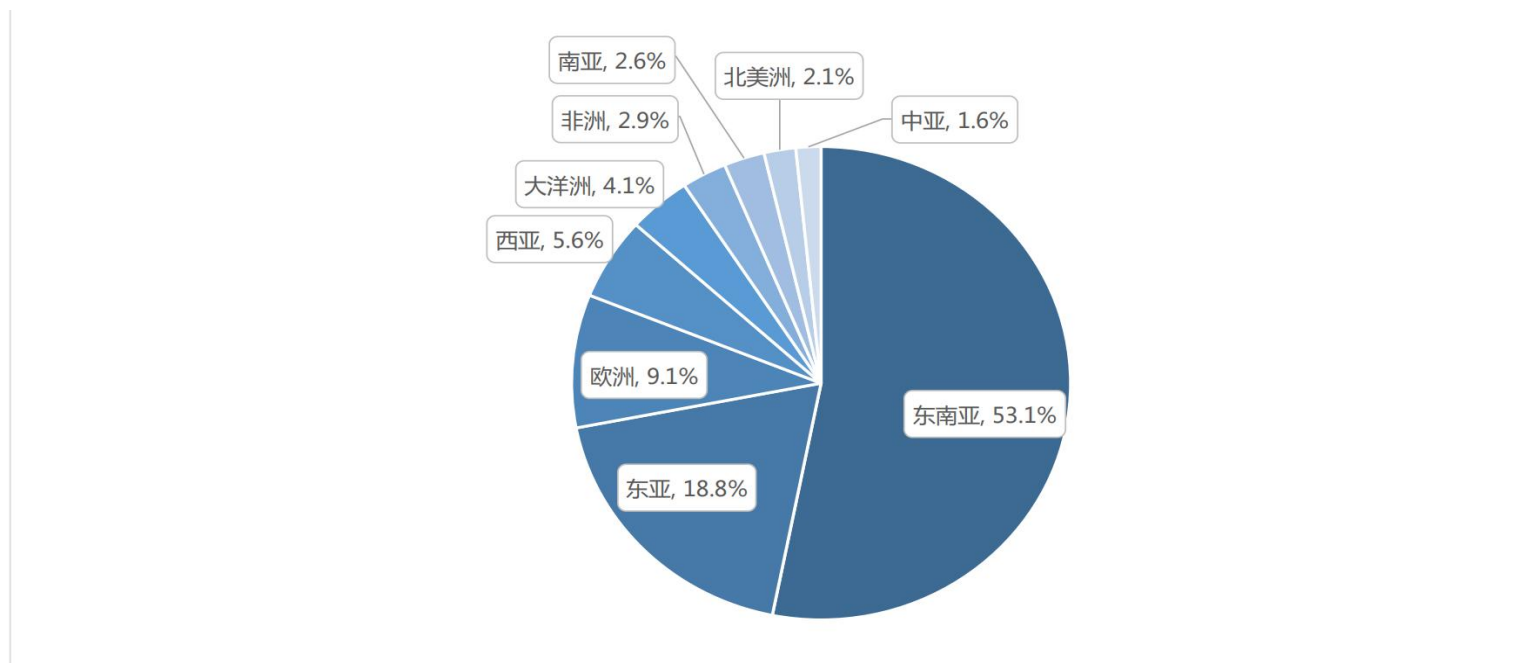
图：价格是消费者购买机票的主要因素之一



5.3 出境需求——从欧美挤出至东南亚和东亚

◆ 2023年3月，出境游客中，东南亚和东亚游客占比分别为53.1%和18.8%

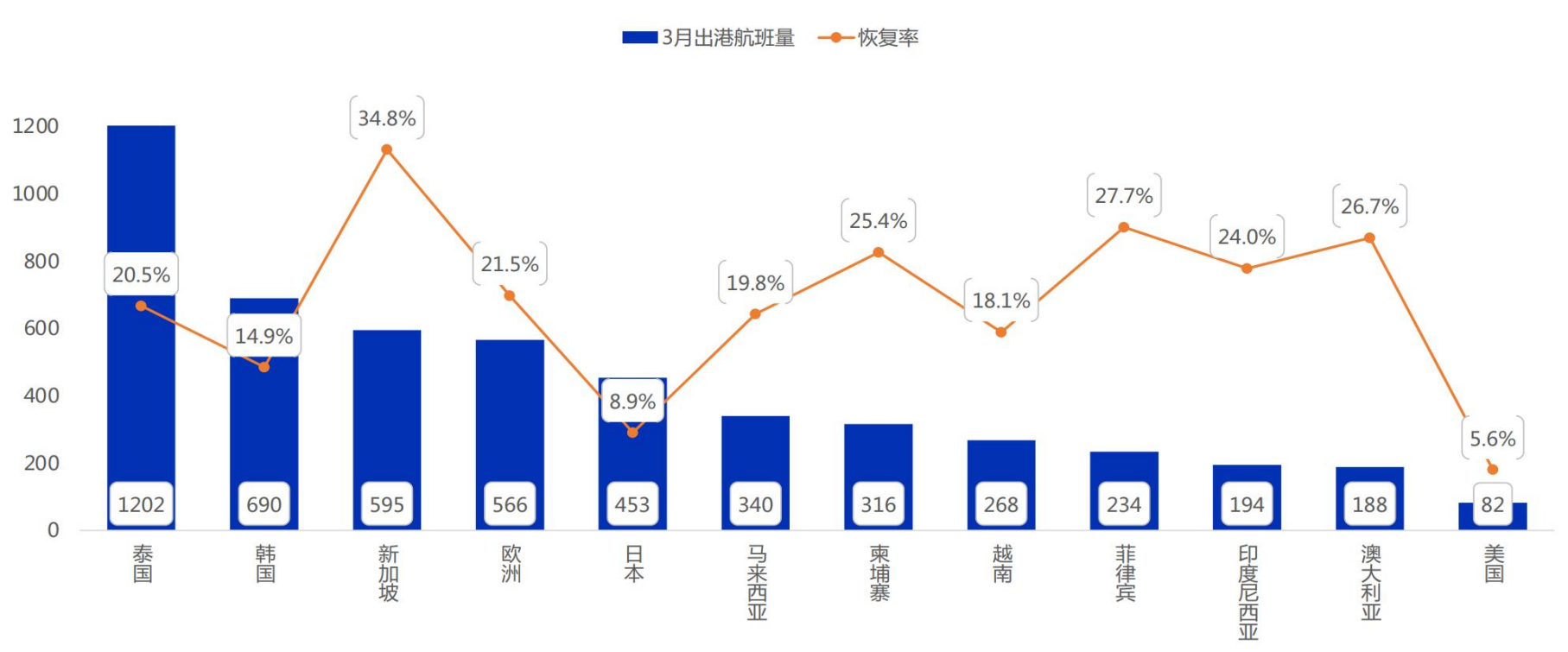
图：2023年3月国际出港航班目的地区域占比分布（%）



5.4出境需求——从欧美挤出至东南亚和东亚

◆ 2023年3月，泰国、韩国、新加坡的航班恢复率领先

图：2023年3月主要国家/区域航班量及其恢复率（班次）



- 01 供给：未来3年2-3%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

6.1重点公司推荐——春秋航空

- ◆ 春秋航空是国内廉价航空龙头公司，通过独特的“两单、两高和两低”模式，在国内市场持续提高市场率
- ◆ 在2023年整个航空业采用新的收益管理策略背景下，因私出行旅游有望在出行旺季挤出至廉价航空；同时，欧美出行旅客有望挤出至东南亚航空；春秋航空有望获得较高利润弹性
- ◆ 看好2023年航空新定价策略背景下的春秋航空，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为15.8、36.3和46.0亿元，对应每股收益分别为1.62、3.71和4.70元，对应PE估值分别为37.5、16.4和12.9倍

春秋航空重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,858	8,369	17,055	21,486	24,456
YoY (%)	15.8	-22.9	103.8	26.0	13.8
净利润(百万元)	39	-3,036	1,586	3,626	4,600
YoY (%)	106.6	-7861.9	152.2	128.6	26.9
毛利率(%)	-4.4	-38.5	25.3	33.5	34.9
EPS (摊薄/元)	0.04	-3.10	1.62	3.71	4.70
ROE (%)	0.3	-22.2	10.4	19.2	19.6
P/E (倍)	1520.2	-19.6	37.5	16.4	12.9
P/B (倍)	4.3	4.3	3.9	3.2	2.5
净利率(%)	0.4	-36.3	9.3	16.9	18.8

财务报表预测与估值数据汇总

春秋航空（601021）股价（2023-05-05）：60.76元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8714	11846	5830	8080	11764
现金	7260	10208	2086	5312	7243
应收票据及应收账款	98	105	310	213	382
预付账款	292	428	1039	809	1294
存货	213	175	252	227	307
其他流动资产	850	929	2143	1519	2538
非流动资产	29606	31574	34007	35609	35835
长期投资	5	5	24	18	81
固定资产	16565	17283	18639	20380	20954
无形资产	782	765	895	1052	1239
其他非流动资产	12255	13521	14448	14159	13560
资产总计	38320	43420	39837	43689	47599
流动负债	9675	13446	8234	8767	8855
短期借款	4234	5405	4819	5112	4966
应付票据及应付账款	667	662	798	840	985
其他流动负债	4774	7380	2617	2814	2904
非流动负债	14898	16280	16324	16066	15300
长期借款	9472	10896	10939	10682	9915
其他非流动负债	5427	5384	5384	5384	5384
负债合计	24573	29727	24558	24833	24155
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	916	979	979	979	979
资本公积	4881	7791	7791	7791	7791
留存收益	7859	4823	6370	9973	14538
归属母公司股东权益	13747	13693	15279	18856	23444
负债和股东权益	38320	43420	39837	43689	47599

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10858	8369	17055	21486	24456
营业成本	11331	11590	12734	14291	15928
营业税金及附加	21	24	32	43	53
营业费用	219	180	358	451	514
管理费用	204	188	363	457	520
研发费用	119	122	229	297	334
财务费用	287	622	997	762	701
资产减值损失	-3	-1	-171	-256	-245
公允价值变动收益	-2	30	3	8	10
投资净收益	-1	-13	-95	-122	-58
营业利润	6	-3417	2079	4814	6112
营业外收入	13	20	39	24	24
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	16	-3399	2115	4835	6134
所得税	-21	-363	529	1209	1533
净利润	37	-3036	1586	3626	4600
少数股东损益	-2	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	-3036	1586	3626	4600
EBITDA	1843	-1343	3879	6848	8232

财务报表预测与估值数据汇总

春秋航空（601021）股价（2023-05-05）：60.76元 投资评级：买入-A

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1684	439	2058	7147	5469
净利润	37	-3036	1586	3626	4600
折旧摊销	1163	1315	1279	1466	1642
财务费用	287	622	997	762	701
投资活动现金流	-5963	-4544	-3804	-3183	-1916
筹资活动现金流	2320	6906	-6377	-738	-1623
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	0.04	-3.10	1.62	3.71	4.70
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.72	0.45	2.10	7.30	5.59
每股净资产 (最新摊薄)	14.05	13.99	15.61	19.27	23.96

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	15.8	-22.9	103.8	26.0	13.8
营业利润(%)	101.0	-57553.7	160.9	131.5	27.0
归属于母公司净利润(%)	106.6	-7861.9	152.2	128.6	26.9
获利能力					
毛利率(%)	-4.4	-38.5	25.3	33.5	34.9
净利率(%)	0.4	-36.3	9.3	16.9	18.8
ROE(%)	0.3	-22.2	10.4	19.2	19.6
ROIC(%)	4.4	-5.8	5.3	10.0	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	68.5	61.6	56.8	50.7
流动比率	0.9	0.9	0.7	0.9	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.5	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	134.7	82.2	82.2	82.2	82.2
应付账款周转率	16.8	17.5	17.5	17.5	17.5
估值比率					
P/E	1520.2	-19.6	37.5	16.4	12.9
P/B	4.3	4.3	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA	40.2	-56.7	20.3	11.1	8.9

6.2重点公司推荐——吉祥航空

- ◆ 吉祥是一家优质航空公司：公司以向三大航靠拢机票定价策略，成本管控向廉航看齐，从而实现行业领先的收入和业绩增长，给予股东超越行业的ROE回报
- ◆ 相对于19年，吉祥航空基本面有诸多积极变化：B787转飞国内优质时刻，预计利用率达到较高水平，2023年两舱客座率有望达到50-60%；与东航互持股权，华东市场竞争有望缓和；疫情期间不断加密优质干线
- ◆ 看好2023年航空特殊背景下的吉祥航空，维持“买入-A”评级：我们预测2023-2025年公司归母净利润分别为10.8、27.3和31.2亿元，对应每股收益分别为0.49、1.23和1.41元，对应PE估值分别为36.9、14.6和12.7倍

吉祥航空重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,767	8,210	17,238	22,157	24,288
YoY (%)	16.5	-30.2	110.0	28.5	9.6
净利润(百万元)	-498	-4,148	1,076	2,728	3,120
YoY (%)	-5.0	-733.6	125.9	153.6	14.4
毛利率(%)	-0.1	-36.0	20.1	27.0	27.2
EPS (摊薄/元)	-0.22	-1.87	0.49	1.23	1.41
ROE (%)	-4.9	-43.6	10.2	20.7	19.2
P/E (倍)	-79.8	-9.6	36.9	14.6	12.7
P/B (倍)	3.9	4.2	3.7	3.0	2.4
净利率(%)	-4.2	-50.5	6.2	12.3	12.8

6.3重点关注公司——中国国航

- ◆ 中国国航是国内拥有优质航线和时刻最多的航空公司，在三大航中盈利能力较为稳定，并能在航空大周期中获得较高的票价弹性。
- ◆ 中国国航在中欧中美洲际航线中也拥有较高的市场份额，因此在国际市场回暖后，公司将显著受益。
- ◆ 看好2023-2025年供求错配背景下的中国国航，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为29.0、225.8和230.8亿元，对应每股收益分别为0.18、1.39和1.42元，对应PE估值分别为56.3、7.2和7.1倍

中国国航重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	74,532	52,898	131,291	160,061	162,310
YoY (%)	7.2	-29.0	148.2	21.9	1.4
净利润(百万元)	-16,642	-38,619	2,899	22,582	23,077
YoY (%)	-15.5	-132.1	107.5	679.0	2.2
毛利率 (%)	-15.2	-56.6	19.5	31.5	30.8
EPS(摊薄/元)	-1.03	-2.38	0.18	1.39	1.42
ROE (%)	-28.6	-209.5	8.2	39.2	28.8
P/E (倍)	-9.8	-4.2	56.3	7.2	7.1
P/B (倍)	2.7	6.9	3.9	2.6	1.9
净利率 (%)	-22.3	-73.0	2.2	14.1	14.2

财务报表预测与估值数据汇总

中国国航（601111）股价（2023-05-05）：10.07元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	30397	22245	43481	25432	60643
现金	16710	11436	13129	8171	29651
应收票据及应收账款	2995	1657	9888	4187	10086
预付账款	440	369	1639	809	1674
存货	2050	2558	3324	2777	3477
其他流动资产	8202	6226	15500	9489	15755
非流动资产	268018	272766	278030	275045	267187
长期投资	12081	12574	11459	9823	9153
固定资产	85009	86370	88347	89518	87731
无形资产	3544	4300	4025	3868	3731
其他非流动资产	167384	169522	174199	171836	166571
资产总计	298415	295011	321511	300477	327829
流动负债	91416	92483	102927	62470	72209
短期借款	22002	19946	52356	20460	20717
应付票据及应付账款	13507	11629	20457	12824	21290
其他流动负债	55907	60908	30114	29185	30201
非流动负债	141134	180969	178741	172776	164101
长期借款	53120	78062	75835	69870	61194
其他非流动负债	88014	102906	102906	102906	102906
负债合计	232550	273451	281668	235246	236309
少数股东权益	4463	-2049	-1666	1321	4579
股本	14525	14525	16201	16201	16201
资本公积	26271	26271	39595	39595	39595
留存收益	20880	-17745	-14545	10862	36989
归属母公司股东权益	61403	23609	41508	63910	86941
负债和股东权益	298415	295011	321511	300477	327829

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	74532	52898	131291	160061	162310
营业成本	85844	82812	105711	109651	112397
营业税金及附加	268	156	383	503	512
营业费用	4452	3530	6565	7203	7304
管理费用	4499	4799	4595	5602	5681
研发费用	153	244	197	208	195
财务费用	4127	10335	8300	5892	4466
资产减值损失	-174	-45	-295	-438	-1623
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	-746	-27	-1538	-2057	-1092
营业利润	-21851	-46085	3708	28508	29042
营业外收入	125	344	218	213	225
营业外支出	108	139	174	141	141
利润总额	-21835	-45880	3751	28581	29126
所得税	-3006	-704	469	3012	2792
净利润	-18829	-45176	3282	25569	26334
少数股东损益	-2187	-6556	383	2987	3258
归属母公司净利润	-16642	-38619	2899	22582	23077
EBITDA	-8010	-30901	16519	42172	41975

财务报表预测与估值数据汇总

中国国航（601111）股价（2023-05-05）：10.07元 投资评级：买入-A

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12888	-16762	11866	47346	37649
净利润	-18829	-45176	3282	25569	26334
折旧摊销	9487	8961	8406	9300	10006
财务费用	4127	10335	8300	5892	4466
投资活动现金流	-4453	-6871	-15208	-8371	-3239
筹资活动现金流	1711	18097	-26347	-12551	-12929
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	-1.03	-2.38	0.18	1.39	1.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	-1.03	0.73	2.92	2.32
每股净资产 (最新摊薄)	3.79	1.46	2.56	3.94	5.37

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	7.2	-29.0	148.2	21.9	1.4
营业利润(%)	-18.1	-110.9	108.0	668.9	1.9
归属于母公司净利润(%)	-15.5	-132.1	107.5	679.0	2.2
获利能力					
毛利率(%)	-15.2	-56.6	19.5	31.5	30.8
净利率(%)	-22.3	-73.0	2.2	14.1	14.2
ROE(%)	-28.6	-209.5	8.2	39.2	28.8
ROIC(%)	-6.3	-15.2	2.6	11.4	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.9	92.7	87.6	78.3	72.1
流动比率	0.3	0.2	0.4	0.4	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	25.1	22.7	22.7	22.7	22.7
应付账款周转率	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6
估值比率					
P/E	-9.8	-4.2	56.3	7.2	7.1
P/B	2.7	6.9	3.9	2.6	1.9
EV/EBITDA	-41.1	-12.4	23.1	8.3	7.7

6.4重点关注公司——南方航空

- ◆ 南方航空是国内机队数量最多的航空公司，以白云、大兴作为基地公司，在国内众多旅游航线布局航线时刻较多
- ◆ 由于南方航空在三大航中在旅游航线布局较多，运力增长相对靠前，在每一轮航空错配周期中业绩弹性相对较大
- ◆ 看好2023-2025年供求错配背景下的南方航空，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为17.6、145.1和152.8亿元，对应每股收益分别为0.10、0.80和0.84元，对应PE估值分别为74.7、9.0和8.6倍

南方航空重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	101,644	87,059	151,442	187,042	194,087
YoY (%)	9.8	-14.3	74.0	23.5	3.8
净利润(百万元)	-12,103	-32,682	1,755	14,505	15,279
YoY (%)	-11.6	-170.0	105.4	726.4	5.3
毛利率(%)	-2.5	-21.6	13.0	20.6	19.6
EPS (摊薄/元)	-0.67	-1.80	0.10	0.80	0.84
ROE (%)	-13.1	-61.1	3.2	20.5	17.5
P/E (倍)	-10.8	-4.0	74.7	9.0	8.6
P/B (倍)	1.9	3.2	3.1	2.3	1.8
净利率(%)	-11.9	-37.5	1.2	7.8	7.9

财务报表预测与估值数据汇总

南方航空（600029）股价（2023-05-05）：7.24元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	37866	32771	35862	26508	31459
现金	21841	20240	15144	9352	9704
应收票据及应收账款	2898	2656	7005	4927	7455
预付账款	736	619	1738	1173	1848
存货	1652	1387	2394	1871	2611
其他流动资产	10739	7869	9581	9185	9841
非流动资产	285082	279230	279659	278800	271995
长期投资	5977	6205	6509	6782	7183
固定资产	90817	90810	91578	91863	89411
无形资产	6564	6547	6666	6855	7063
其他非流动资产	181724	175668	174906	173301	168338
资产总计	322948	312001	315521	305308	303454
流动负债	110990	141458	145378	123331	112526
短期借款	25116	53674	87515	67186	51420
应付票据及应付账款	12183	14351	18661	18573	20556
其他流动负债	73691	73433	39201	37572	40550
非流动负债	127713	115429	113203	110336	104071
长期借款	38354	34444	32218	29351	23086
其他非流动负债	89359	80985	80985	80985	80985
负债合计	238703	256887	258580	233667	216597
少数股东权益	16629	14057	14129	14324	14261
股本	16948	18121	18121	18121	18121
资本公积	47887	52775	52775	52775	52775
留存收益	2622	-30100	-28273	-13573	1644
归属母公司股东权益	67616	41057	42812	57318	72597
负债和股东权益	322948	312001	315521	305308	303454

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	101644	87059	151442	187042	194087
营业成本	104229	105862	131708	148555	156114
营业税金及附加	365	240	461	606	613
营业费用	4993	4555	7762	9587	9948
管理费用	3678	3560	4543	5424	5629
研发费用	381	389	640	806	831
财务费用	4025	9240	4090	4775	3591
资产减值损失	-2613	-579	-757	-935	-970
公允价值变动收益	-309	-388	-95	-185	-244
投资净收益	284	555	166	151	289
营业利润	-14302	-32199	1551	16321	16436
营业外收入	660	710	737	690	699
营业外支出	261	37	138	158	148
利润总额	-13903	-31526	2150	16853	16987
所得税	-2892	2172	323	2152	1770
净利润	-11011	-33698	1827	14700	15216
少数股东损益	1092	-1016	72	195	-63
归属母公司净利润	-12103	-32682	1755	14505	15279
EBITDA	-1035	-17260	15644	31638	31342

财务报表预测与估值数据汇总

南方航空（600029）股价（2023-05-05）：7.24元 投资评级：买入-A

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13371	3465	15251	30804	29306
净利润	-11011	-33698	1827	14700	15216
折旧摊销	9470	9347	8647	9450	10183
财务费用	4025	9240	4090	4775	3591
投资活动现金流	-15149	-5407	-9005	-8625	-3333
筹资活动现金流	-2168	299	-59461	-502	-13425
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	-0.67	-1.80	0.10	0.80	0.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.74	0.19	0.84	1.70	1.62
每股净资产 (最新摊薄)	3.73	2.27	2.36	3.16	4.01

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	9.8	-14.3	74.0	23.5	3.8
营业利润(%)	8.6	-125.1	104.8	952.3	0.7
归属于母公司净利润(%)	-11.6	-170.0	105.4	726.4	5.3
获利能力					
毛利率(%)	-2.5	-21.6	13.0	20.6	19.6
净利率(%)	-11.9	-37.5	1.2	7.8	7.9
ROE(%)	-13.1	-61.1	3.2	20.5	17.5
ROIC(%)	-3.3	-11.4	2.4	8.2	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	73.9	82.3	82.0	76.5	71.4
流动比率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	37.3	31.4	31.4	31.4	31.4
应付账款周转率	8.5	8.0	8.0	8.0	8.0
估值比率					
P/E	-10.8	-4.0	74.7	9.0	8.6
P/B	1.9	3.2	3.1	2.3	1.8
EV/EBITDA	-296.7	-19.4	21.2	10.0	9.3

6.5重点关注公司——中国东航

- ◆ 东方航空是以上海两场作为主基地，辐射全国和国际市场，在上海市场市占率接近45%，在京沪航线的占比最高
- ◆ 公司在三大航中是混改最为积极的一家公司，和吉祥航空相互持股，是华东市场竞争缓和的受益标的
- ◆ 看好2023-2025年供求错配背景下的中国东航，首次覆盖给予“买入-A”评级：我们预测2023- 2025年公司归母净利润分别为16.6、130.8和144.5亿元，对应每股收益分别为0.07、0.59和0.65元，对应PE估值分别为68.2、8.7和7.8倍

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,127	46,111	110,970	153,510	156,430
YoY (%)	14.5	-31.3	140.7	38.3	1.9
净利润(百万元)	-12,214	-37,386	1,661	13,084	14,452
YoY (%)	-3.2	-206.1	104.4	687.5	10.5
毛利率 (%)	-19.2	-61.8	11.1	18.9	18.9
EPS(摊薄/元)	-0.55	-1.68	0.07	0.59	0.65
ROE (%)	-24.2	-132.6	5.6	30.8	25.4
P/E(倍)	-9.3	-3.0	68.2	8.7	7.8
P/B(倍)	2.2	3.9	3.7	2.6	2.0
净利率 (%)	-18.2	-81.1	1.5	8.5	9.2

财务报表预测与估值数据汇总

中国东航（600115）股价（2023-05-05）：5.08元 投资评级：买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	27910	27413	32086	25055	29357
现金	12962	17553	11097	7676	7822
应收票据及应收账款	974	754	3405	2348	3514
预付账款	160	311	822	746	852
存货	1799	1626	2902	2812	3013
其他流动资产	12015	7169	13860	11474	14156
非流动资产	258638	258329	259666	258676	252500
长期投资	2261	2716	3133	3471	3802
固定资产	89954	85470	83960	82716	87107
无形资产	2655	2530	2300	2131	1963
其他非流动资产	163768	167613	170273	170358	159627
资产总计	286548	285742	291752	283732	281856
流动负债	85891	106446	114015	96931	87380
短期借款	37614	49229	74529	57038	46659
应付票据及应付账款	12069	11570	19681	19758	20450
其他流动负债	36208	45647	19805	20135	20272
非流动负债	145747	149195	145847	141152	133347
长期借款	50792	57939	54591	49896	42091
其他非流动负债	94955	91256	91256	91256	91256
负债合计	231638	255641	259863	238083	220728
少数股东权益	3537	1021	1148	2101	3199
股本	18874	22291	22291	22291	22291
资本公积	41934	53488	53488	53488	53488
留存收益	-6359	-43745	-42071	-28259	-13020
归属母公司股东权益	51373	29080	30742	43547	57930
负债和股东权益	286548	285742	291752	283732	281856

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67127	46111	110970	153510	156430
营业成本	80041	74599	98620	124460	126888
营业税金及附加	298	208	423	635	661
营业费用	2580	2253	2774	3838	3911
管理费用	3365	3651	3884	4605	4693
研发费用	315	305	333	645	595
财务费用	3880	8344	2957	2359	1299
资产减值损失	-50	-126	-203	-345	-344
公允价值变动收益	-11	-12	-6	-14	-11
投资净收益	9	-190	28	-58	-53
营业利润	-17788	-40144	1796	16552	17977
营业外收入	303	173	429	318	306
营业外支出	28	183	74	82	92
利润总额	-17513	-40154	2152	16787	18191
所得税	-4229	-254	364	2750	2641
净利润	-13284	-39900	1788	14038	15550
少数股东损益	-1070	-2514	127	954	1098
归属母公司净利润	-12214	-37386	1661	13084	14452
EBITDA	-1692	-24522	15562	31007	31928

财务报表预测与估值数据汇总

中国东航（600115）股价（2023-05-05）：5.08元 投资评级：买入-A

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5692	-6474	14569	29275	22895
净利润	-13284	-39900	1788	14038	15550
折旧摊销	10578	9351	8233	8791	9310
财务费用	3880	8344	2957	2359	1299
投资活动现金流	2155	-7292	-9548	-7873	-3197
筹资活动现金流	-2526	18348	-42585	-4429	-10625
每股指标（元）					
每股收益 (最新摊薄)	-0.55	-1.68	0.07	0.59	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.26	-0.29	0.65	1.31	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	2.30	1.30	1.38	1.95	2.60

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	14.5	-31.3	140.7	38.3	1.9
营业利润(%)	-5.9	-125.7	104.5	821.4	8.6
归属于母公司净利润(%)	-3.2	-206.1	104.4	687.5	10.5
获利能力					
毛利率(%)	-19.2	-61.8	11.1	18.9	18.9
净利率(%)	-18.2	-81.1	1.5	8.5	9.2
ROE(%)	-24.2	-132.6	5.6	30.8	25.4
ROIC(%)	-3.7	-13.3	2.5	7.8	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	80.8	89.5	89.1	83.9	78.3
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	64.0	53.4	53.4	53.4	53.4
应付账款周转率	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3
估值比率					
P/E	-9.3	-3.0	68.2	8.7	7.8
P/B	2.2	3.9	3.7	2.6	2.0
EV/EBITDA	-179.7	-13.1	20.5	9.7	8.9

- 01 供给：未来3年2-3%的低增长
- 02 需求：判断复合增速6-8%
- 03 疫情复苏演绎第一步：美国行情映射廉价航空
- 04 疫情复苏演绎第二步：公商旅客刚需的票价预期
- 05 疫情复苏演绎第三步：因私出行的二次挤出
- 06 沙盘推演下的重点推荐公司
- 07 风险提示

◆ 暑运低于预期

暑运对于航空股而言，是公商旅客叠加因私出行旅客形成的旺季；2023年五一出行数据火爆或成暑运旺季的前瞻指标；但考虑2023年宏观经济背景，航空暑运需求有低于预期的可能性

◆ 国际航线恢复进度低于预期

对于航空整个板块而言，在未来三年因供给持续受到限制，有望形成供求错配的投资机会；但国际航线恢复至疫情前也是其中的必要条件。从目前的国际形势来看，无法确定国际航线恢复的具体时间

凌军，华金证券交通运输首席分析师，2023年3月入职华金证券研究所。曾先后在平安证券、国泰君安任职交通运输高级分析师。

16年证券投资分析从业经验，4年交通运输卖方研究经验，3年交通运输买方研究经验。

2008、2009、2015年先后获得交通运输新财富分析师（团队）前三名；于2008、2009年获得卖方分析师水晶球奖第四名和第三名。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。