

南方航空（600029）深度研究报告

全方位比照达美航空，我国大航离世界级超级承运人还有多远？

- ❖ 近期油价下跌，汇率企稳有助于航空股反弹，但从更长期的角度探讨航空价值，**全方位比较达美航空，看我国大航潜力有多大？**
- ❖ **规模比较：1) 机队规模：**截至2018年11月，南航干线机队规模801架，超越美联航成为世界第三，达美为872架；**2) 承运规模计：南航客运量为达美的87%，但可用座公里为达美的70%。**3) 收入规模：南航仅为达美的47%，利润角度17年达美利润为我国三大航之和的120%，达美最高利润2016（剔除特殊项后303亿）是国航2010年（扣汇108亿）的2.8倍。
- ❖ **差距因何而起？1) 收入端差距明显：达美单机营收2.2亿，比南航（1.5亿）高约50%，**分解看，平均客座率高4%（达美86.2%，南航82.2%），客公里收益高23%（达美0.6，南航0.49元），单架次座位数高10%（达美137，南航125），飞机日利用率高8%（达美10.5，南航9.8）。**2) 成本端则各有千秋，6项可比单位非油成本合计达美比南航更高约35%，且南航整体呈缓慢下降趋势。航油成本：**趋势一致，达美单位油耗高约25-30%，但平均油价低25-30%；油耗高系因机龄远高于南航，油价低一方面因燃油套保，另一方面收购炼油厂降低了自身成本。**单位员工薪酬：达美高出南航3倍左右。单位起降成本：**比南航低约45-50%。**经营租赁及折旧**低于南航50%，**维修**高于南航20%，因飞机机龄老旧与折旧政策不同导致折旧低而维修高。3) **辅助收入角度：**剔除炼油厂业务，占收入比10.4%，42.84亿美元，相当于人均150元，其中常旅客计划68元，管理费机上销售等44元，行李费32元。我国三大航辅助收入占比2%左右，人均贡献20元。
- ❖ **展望未来：我们认为南航在收入端可提升空间较大，而成本端具备优势。**需求潜力逐步渗透和时刻价值回归，客座率与客收的差距会随着时间而弥补，公司自身则需要提升包括国际和宽体机占比以提升飞机日利用率和单架次座位数，同时在政策资源推动下，努力提升国内枢纽机场集中度水平。综合看，我们认为南航在单机座位数（10%提升空间），客座率（3%提升），客公里收益（20%提升），日利用率（2%提升），意味着单机收入端存在35%的远期提升空间，即从1.5亿提升至2.02亿，相当于达美当前的92%，假设在1000架机队规模时，收入将达到2000亿，考虑净利率水平向达美8%靠拢，较17年南航5%提升3个百分点，则净利润可达到160亿。
- ❖ **投资建议：1) 盈利预测：**2018年最新布油均价72美元及国内综采成本5359元，考虑11-12月淡季数据平淡，预计全年座收同比增长0.9%，我们调整2018年盈利预测至34.4亿（原预测52亿）；假设19年布油均价65美元（现50美元），同比下降10%，国内综采成本5432元，同比增长1.4%，汇率为7，调整2020年客公里收益水平至同比增长2%，油价70美元，汇率7，预计19-20年盈利预测为87.3亿及121亿元（原预测93亿及153亿），对应当前PE9.8及7倍。**2) 看好航空业景气度持续向上，**需求韧性可帮助航空业度过低谷，客运价格市场化推动时刻价值回归，在打造超级承运人背景下，资源或进一步向头部公司集中。**给与2019年13-15倍PE，对应目标价9.25-10.67元，预期较现价33-50%空间，维持“强推”评级。**
- ❖ **风险提示：油价大幅上涨，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。**

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	127,489	144,065	162,839	181,955
同比增速(%)	11.1%	13.0%	13.0%	11.7%
归母净利润(百万)	5,914	3,440	8,729	12,131
同比增速(%)	17.0%	-41.8%	153.8%	39.0%
每股盈利(元)	0.48	0.28	0.71	0.99
市盈率(倍)	14	24.8	9.8	7.0
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2018年12月25日收盘价

强推（维持）

目标价：9.25-10.67元

当前价：6.95元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539
邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552
邮箱：liuyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518050001

联系人：肖祎

电话：021-20572553
邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

联系人：王凯

电话：021-20572538
邮箱：wangkai@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	1,226,717
已上市流通股(万股)	1,068,910
总市值(亿元)	852.57
流通市值(亿元)	488.07
资产负债率(%)	68.0
每股净资产(元)	5.4
12个月内最高/最低价	12.78/5.52

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《南方航空（600029）2018年中报点评：高油价下扣汇利润总额仅下降2%，单位扣油成本下降明显，暑运数据走强，强调“强推”评级》
2018-08-29

《南方航空（600029）：完成A股非公开发行，春秋航空入股，产业资本实际行动看好航空业，强调“强推”评级》
2018-09-30

《南方航空（600029）2018年三季度报点评：汇兑及油价上行拖累业绩，前三季度扣汇利润总额下降10%，但座公里收益水平逐季提升，趋势向好》
2018-10-31

目录

一、国内航司规模和业绩在全球航司中所处位置.....	6
1、机队规模：三大航均位列前十大航司.....	6
2、承运规模：可用座公里为美国大航的 50-70%。.....	7
3、座公里收益：落后美国大航平均 20-25%.....	8
4、收入利润比较：收入仅为达美的一半，净利润达美 2017 年比我国三大航之和还多.....	8
二、对比南航与达美，差距究竟如何产生.....	10
（一）机队对比：预计 2020 年南航机队规模超过达美.....	10
（二）收入端：差距来自于客座率、收益、单机座位数和日利用率.....	12
1、单机营收：高出南航约 50%.....	12
2、客座率：高出南航 4 个百分点.....	13
3、客公里收益：达美比南航高 23%.....	13
4、平均单机座位数：达美多约 10%.....	15
5、日利用率：达美高约 8%.....	15
（三）成本费用端：整体降低难度较大，较低的人力成本构成核心竞争力.....	19
1、航油成本：趋势一致，达美单位油耗比南航高约 25-30%，但同时平均油价低 25-30%.....	19
2、员工薪酬：达美单位薪酬水平显著高于南航，约为三倍左右.....	21
3、经营租赁与折旧：单位成本比南航低约 40%.....	22
4、起降费用：平均座公里起降成本比南航低约 45-50%.....	22
5、维修费用：达美维修成本比南航高约 20%左右.....	23
6、餐食机供品成本：达美平均餐食成本高于南航约 60%.....	23
7、费用：销售费用高于南航，利息费用低于南航.....	26
三、国际化水平差距.....	27
（一）航线结构和网络.....	27
（二）外部航司合作.....	31
四、增值产品和辅助业务等.....	32
五、投资建议.....	37
六、风险提示.....	37

图表目录

图表 1	全球主要航司干线机队规模对比（2017）	6
图表 2	主要航司与三大航可用座公里对比（十亿座公里）	7
图表 3	美国主要航司与三大航干线运送旅客规模对比（2017）	7
图表 4	全球主要航司座公里收益对比（客运收入口径，2017）	8
图表 5	全球主要航司与三大航收入规模对比（总收入口径，2017）	8
图表 6	汉莎集团收入结构	9
图表 7	达美收入结构	9
图表 8	全球主要航司与三大航利润规模对比（2017）	9
图表 9	美国航司和三大航最高利润（扣汇）比较	10
图表 10	南航、达美机队对比	10
图表 11	达美机队结构	11
图表 12	南航机队结构	11
图表 13	达美南航宽体机数量及占比	11
图表 14	达美南航平均机龄	12
图表 15	达美南航单机营收对比（单位：百万元）	12
图表 16	达美南航总体客座率对比	13
图表 17	达美南航国内客座率对比	13
图表 18	达美南航国际客座率对比	13
图表 19	达美南航总体客公里收益对比	14
图表 20	达美南航国内航线客公里收益对比	14
图表 21	达美南航国际航线客公里收益对比	14
图表 22	达美南航平均单机座位数对比	15
图表 23	达美南航飞机日利用率对比	15
图表 24	达美南航单机营收差距分布（示意图）	16
图表 25	达美和南航收入端对比汇总表	16
图表 26	美国四大航集中度	17
图表 27	我国四大航集中度	17
图表 28	亚特兰大机场各航司份额	17
图表 29	达拉斯机场各航司份额	17
图表 30	达美航空在亚特兰大机场份额变化	18
图表 31	美航在迈阿密机场份额变化	18
图表 32	美西南在主要枢纽机场份额变化	18

图表 33	四大航收益变化（营业收入/ASM，美分）	18
图表 34	四大航座英里收益变化（干线口径，美分）	18
图表 35	国内机场份额	19
图表 36	达美总营业开支分布	19
图表 37	南航营业成本分布	19
图表 38	达美南航座公里航油成本	20
图表 39	达美南航单位油耗对比（kg/座公里）	20
图表 40	达美南航平均油价对比（元/吨）	20
图表 41	达美燃油支出明细（人民币）	20
图表 42	达美南航单位薪酬对比	21
图表 43	达美南航人均薪酬对比（万元人民币）	21
图表 44	达美南航人机比对比	21
图表 45	达美南航单位经营租赁与折旧成本对比	22
图表 46	达美南航单位起降成本对比	23
图表 47	达美南航单位维修成本对比	23
图表 48	达美南航单位餐食机供品成本	24
图表 49	达美南航可比单位除油成本对比	24
图表 50	达美 6 项成本合计分布	25
图表 51	南航达美 6 项成本合计分布	25
图表 52	达美南航成本对比	25
图表 53	达美利润分享计划年支付额（人民币）	26
图表 54	达美南航单位销售费用对比	26
图表 55	达美南航单位利息支出对比	27
图表 56	达美国际航线布局	28
图表 57	国航国际航线布局	28
图表 58	东航国际航线布局	28
图表 59	南航国际航线布局	28
图表 60	达美国际航线分布	29
图表 61	三大航国际目的地分布	29
图表 62	三大航国际目的地分布占比	29
图表 63	达美海外主要枢纽	30
图表 64	三大航各自前十大海外目的地	31
图表 65	三大航对外合作汇总	32
图表 66	东航经济舱分级	32

图表 67	达美经济舱分级.....	33
图表 68	达美航空等级舱位定价对比.....	33
图表 69	达美部分航线客公里票价对比.....	34
图表 70	达美选购增值产品.....	34
图表 71	达美辅助收入.....	35
图表 72	中外航司辅助收入占比（2016）.....	35
图表 73	达美南航各分项差异对比汇总.....	36
图表 74	南航各项指标改善汇总.....	37

前言：

1) 《再论护城河系列之航空：需求潜力为依托，区位（航线时刻）构筑护城河》报告中我们提出：我国航空渗透率仍处低位，历史看需求韧性将帮助行业迅速度过危机；而航空时刻与航线资源是区位优势的一种：体现在更高等级的航线价值更高，而市场愿意为一天中更好的时刻付出溢价，反应时刻资源使得航空产品具有转换成本；而客运价格市场化的推进有助于航线时刻发挥更大的价值。

2) 《航空敏感性测算报告》中，我们从保守角度出发，未考虑我们看好航空业供需景气持续向上带来的客座率及整体票价水平进一步提升，亦未考虑航空公司继续在成本费用端降本增效，给出的多种组合中，其中当时的乐观组合（油价 60，汇率 7，总公里收益 2%），目前布油仅 50 美元附近，三大航对应的利润分别为国航 123、东航 87、南航 92 亿元，对应当前 PE 仅 9 倍上下。

3) 近期油价下跌，汇率企稳有助于航空股反弹，但从更长期的角度探讨航空价值，本篇以民航局再提打造世界级超级承运人为契机，通过全方位比较达美航空，看我国大航离目标还有多远？换言之潜力有多大？

打造世界级超级承运人将强化行业新趋势。日前民航局发布《新时代民航强国建设行动纲要》，《纲要》明确了建设新时代民航强国的八大主要任务，其中提出“打造国际竞争力较强的大型网络型航空公司。重点是打造世界级超级承运人，打造全球性的航空物流企业，培育多元化的航空市场主体。鼓励航空公司联合重组、混合所有制改造，加大对主基地航空公司航线航班资源配置，打造具有全球竞争力、服务全球的世界级超级承运人。”此前我们多次提出“超级承运人+超级枢纽机场”的迹象不断强化有望推动头部航空公司盈利稳定性提升，并对比中美差异在核心枢纽机场的市占率。此次纲要料将强化这一趋势。未来头部航空公司的集中度或进一步提升。

一、国内航司规模和业绩在全球航司中所处位置

1、机队规模：三大航均位列前十大航司

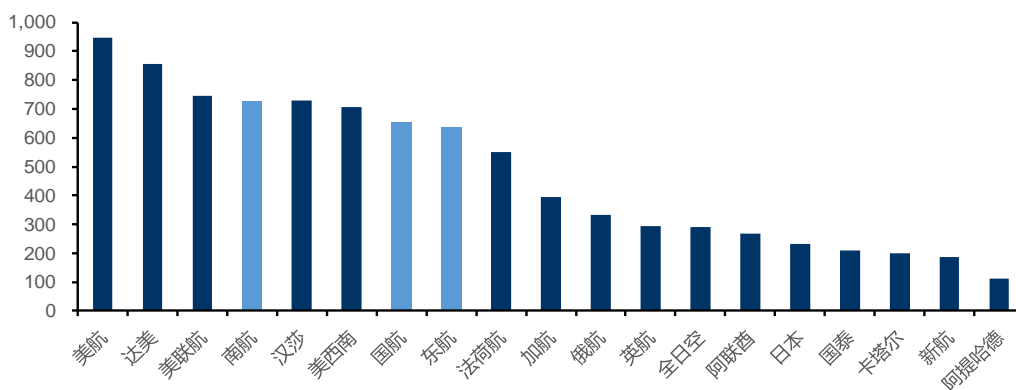
以干线客机计，国内三大航均位列全球十大航司。全球最大航司美国航空拥有干线客机 948 架，国内最大航司南方航空拥有干线客机 728 架。此外美国航司普遍还拥有大量支线客机，如美航拥有支线客机 597 架，合计客机 1545 架，远大于国内航司。

截至 2018 年 11 月，南航、国航、东航干线机队规模分别为 801、680、675 架飞机，

美国航空、达美、美联航、美西南截至 3 季度末干线机队分别为 956、872、760 和 742 架，

南航已经超越美联航，居世界第三。

图表 1 全球主要航司干线机队规模对比（2017）

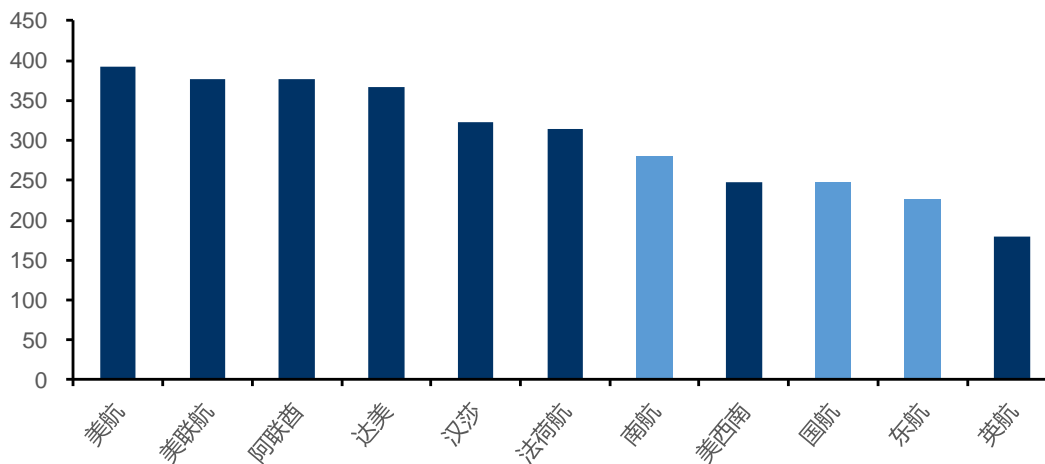


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

2、承运规模：可用座公里为美国大航的 50-70%。

以可用座位公里计算，美国三大航和阿联酋航空排名靠前，介于 3500-4500 亿座公里，美西南相对较少为 2400 亿座公里，主要由于美西南为低成本航空，主要经营美国国内航线，平均航距较短。国内航司介于 2000-2500 亿座公里，为美国大航司的 50%-70%，国内航司与全球龙头差距明显。

图表 2 主要航司与三大航可用座公里对比（十亿座公里）

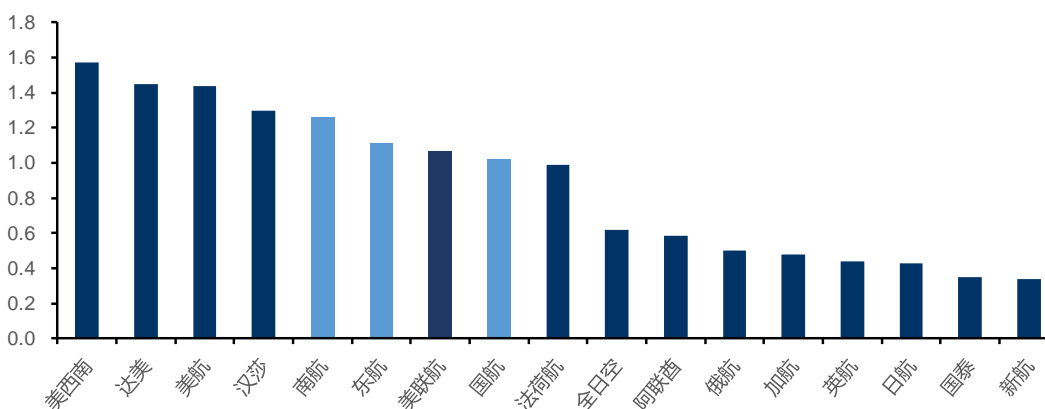


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

进一步比较干线承运旅客量角度，相比可用座位公里，三大航与美国航司差距明显缩小，主要原因在于美国航司较高的国际化水平，即更长的平均运距拉高周转量。从全国口径来看，2017 年，美国航司共运送 9.64 亿人次，其中国际旅客 2.23 亿人次，占比 23%，我国运送旅客 5.5 亿人次，其中国际旅客 0.55 万人，占比 10%。

2017 年南航、东航、国航分别运送旅客 1.26、1.11 和 1.02 亿，美国航司中美西南最高为 1.58 亿，达美次之为 1.45 亿，三大航分别为美西南的 80%、70% 和 65%，分别为达美的 87%、77% 和 70%。

图表 3 美国主要航司与三大航干线运送旅客规模对比（2017）

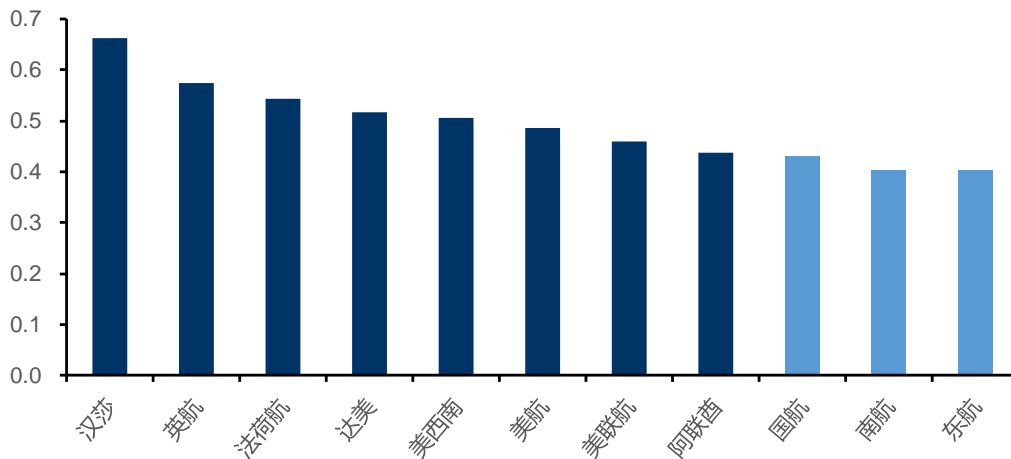


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

3、座公里收益：落后美国大航平均 20-25%

比较全球主要航司座公里收益水平，汉莎遥遥领先，达到约 0.66 元/座公里，英航（0.58）、法荷航（0.55）和美国四大航（达美 0.53、美西南 0.51、美航 0.49、美联航 0.46）依次排后，我国三大航国航、南航、东航分别为 0.43、0.4 和 0.4 元，与主要航司差距较大，与美国三大航平均差距约 20-25%。

图表 4 全球主要航司座公里收益对比（客运收入口径，2017）



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

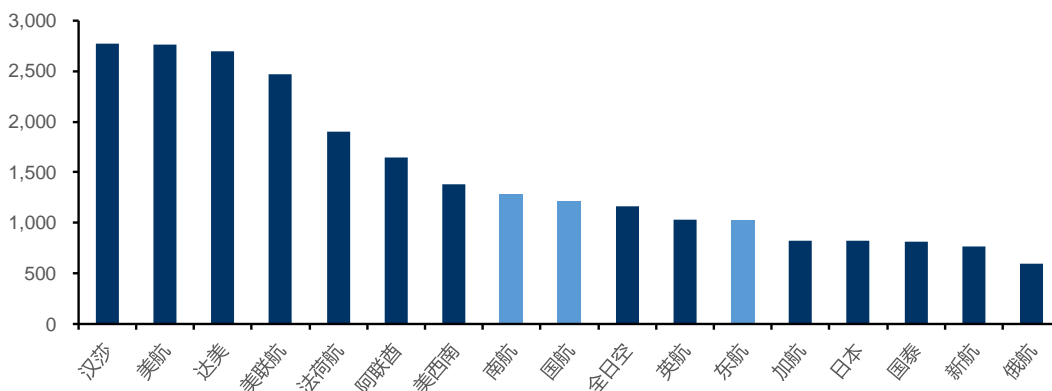
4、收入利润比较：收入仅为达美的一半，净利润达美 2017 年比我国三大航之和还多

全球比较来看，国内航空公司总收入规模与领先航司差距较大，以 17 年底汇率计算，美国三大航及汉莎航空总收入普遍为 2500-2800 亿人民币，其中汉莎 2776 亿，美航、达美、美联航分别为 2758、2695 和 2466 亿，国内三大航中最大的南航为 1275 亿，仅为达美航空的 47%，汉莎的 46%。

差距一方面来自于客运单位收益水平差距，另一方面大航司业务广泛，辅助收入、维修、货运等占比较高。

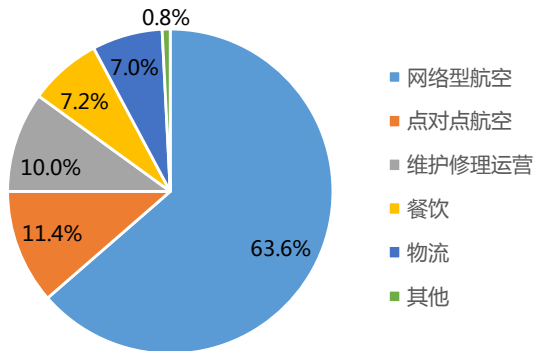
以汉莎为例，航空运输收入仅占比 75%，另有 10% 维修运营、7.2% 餐饮、7% 物流和 0.8% 其他附属业务；达美航空性收入占比 84.4%，其中 70.6% 为干线收入，13.8% 为支线收入，另有 13.8% 辅助业务收入，1.8% 货运收入。

图表 5 全球主要航司与三大航收入规模对比（总收入口径，2017）



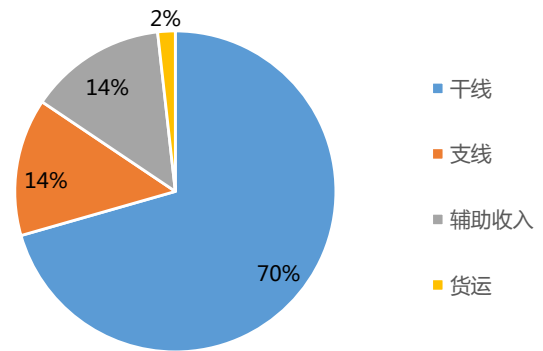
资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

图表 6 汉莎集团收入结构



资料来源：公司年报，华创证券

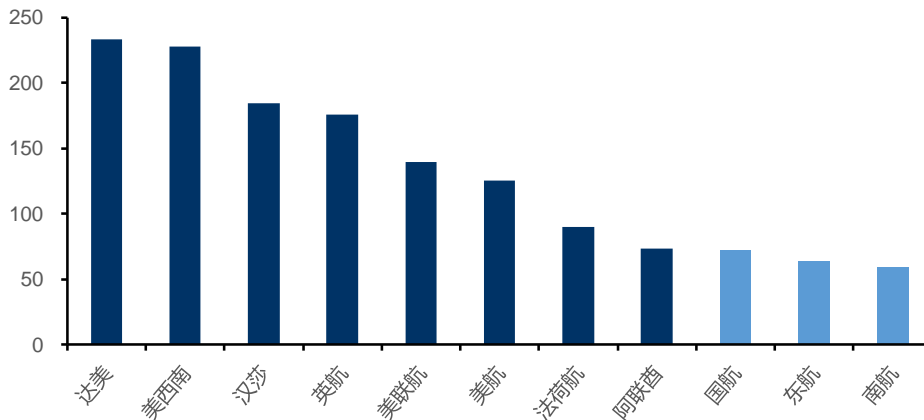
图表 7 达美收入结构



资料来源：Bloomberg，华创证券

净利润角度，我国三大航与全球龙头差距极大，达美航空 2017 年实现净利润 35.77 亿美元，约合人民币 234 亿，国航、东航、南航分别为 72.4、63.5 和 59.1 亿，达美比国内三大航净利润总和还多约 20%，为利润最多的国航的 3.2 倍。

图表 8 全球主要航司与三大航利润规模对比（2017）



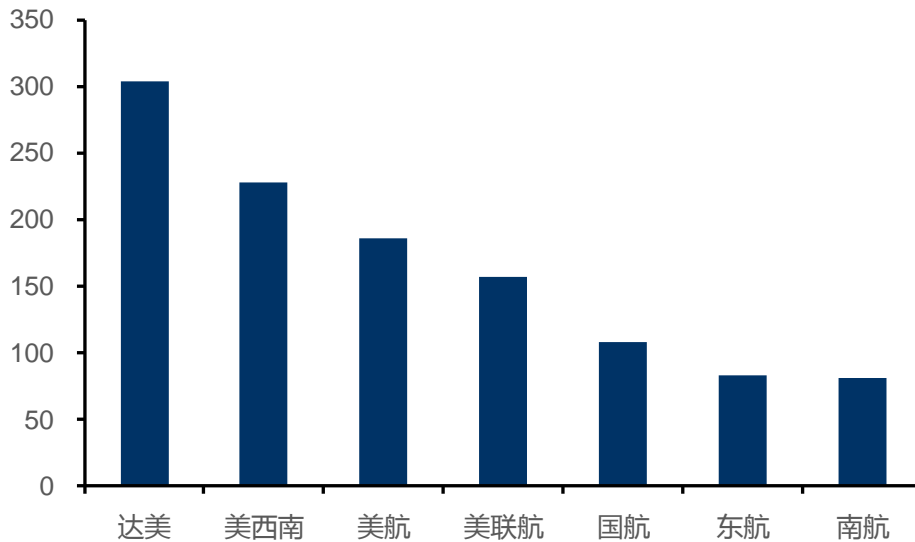
资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券（注：法荷航 2017 年由于计提一次性退休金计划，实际亏损 2.74 亿欧元，同时年报披露剔除一次性影响则盈利 11.55 亿欧元，本图据此绘制）

考虑我国航司受汇率影响较大，以扣汇净利润计，2017 年国航、东航、南航扣汇净利润分别为 50.4、48.5 和 45.7 亿，达美净利润比三者总和多 62%。

比较美国航空公司和我国三大航历史最高扣汇利润水平，国航为 2010 年 107.9 亿，2015 年 106.4 亿次之，东航南航均为 2015 年，分别为 82.8 和 81.3 亿。

美国航空公司历史最高净利润为达美 2013 年，净利润折合人民币 643 亿，主要由于递延所得税调整贡献，美航与美联航均为 2015 年，同样由于递延所得税调整。剔除特殊项影响，历史最高利润为达美 2016 年创造，折合人民币 303.4 亿元，为国内最高利润水平（国航，2010）的 2.8 倍。

图表 9 美国航司和三大航最高利润（扣汇）比较



资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

综合以上几方面对比，国内三大航机队规模和客运量规模与龙头航司接近，已处于世界前列，但在周转量、收益水平、收入利润水平差距明显。

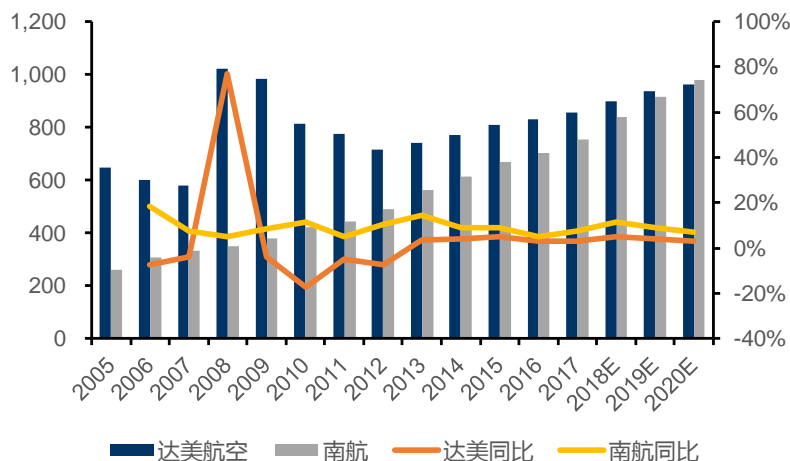
二、对比南航与达美，差距究竟如何产生

（一）机队对比：预计 2020 年南航机队规模超过达美

南航机队规模为国内最大，达美为全球航空龙头，二者对比具有相当的指导意义。

达美航空 08 年收购美国西北航空，机队规模暴增，随后伴随金融危机经历整合和出清，运力规模逐年减少，自 12 年重拾增长。相对而言南航机队规模增长更快且稳健。从近年机队规模增速趋势和未来几年引进计划来看，预计南航会在 2020 年超过达美干线机队规模。

图表 10 南航、达美机队对比

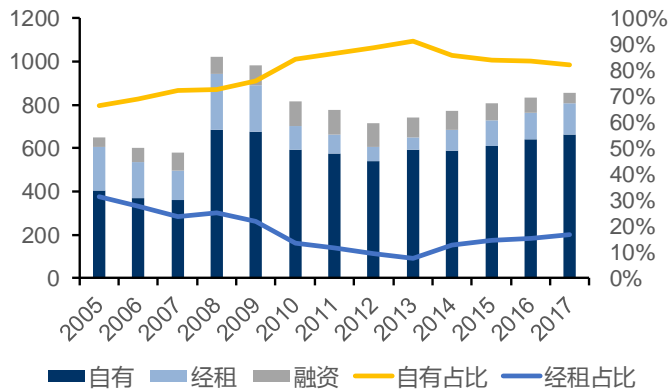


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

从机队结构来看，相比国内航司自有、融资租赁和经营租赁占比约 1:1:1，达美航空自有机队比例明显较高，融资租赁和经营租赁仅作为补充。

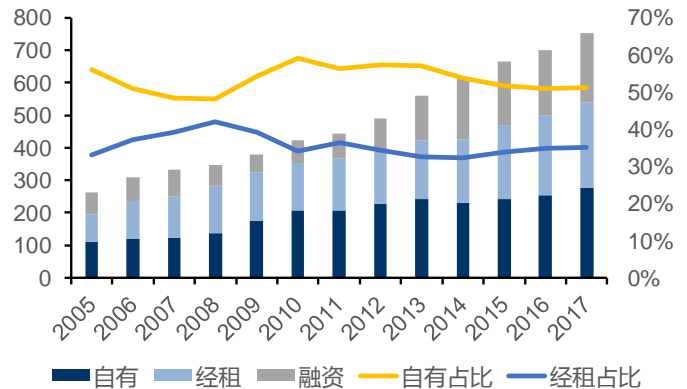
机队结构的差异与行业发展阶段相关。我国航空业增速较快，若维持较高的自有比例会导致每年资本开支负担过重，且机队灵活性差，难以在需求波动情况下做出调整；而美国近年来供需较为稳健，机队增速缓慢，早年融资租赁已逐步转为自有机队，而维持一定经营租赁可提高整体机队灵活性。

图表 11 达美机队结构



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

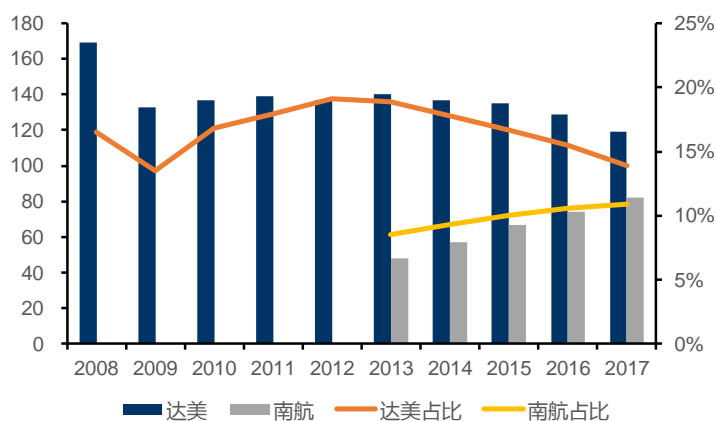
图表 12 南航机队结构



资料来源: 公司公告, 华创证券

宽体机占比角度，达美目前宽体机占比约 14%，南航占比 11%，绝对数量相差约 30 架。此外目前达美机队中有合计 116 架 B757 系列飞机（2005 年已停产），占比 13.6%，其为中型单通道窄体机，两级舱位布局下可载客 200-250 人，远高于 B737/A320 等常规窄体机（150-180 座），而该型飞机已陆续退出国内航司机队。

图表 13 达美南航宽体机数量及占比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

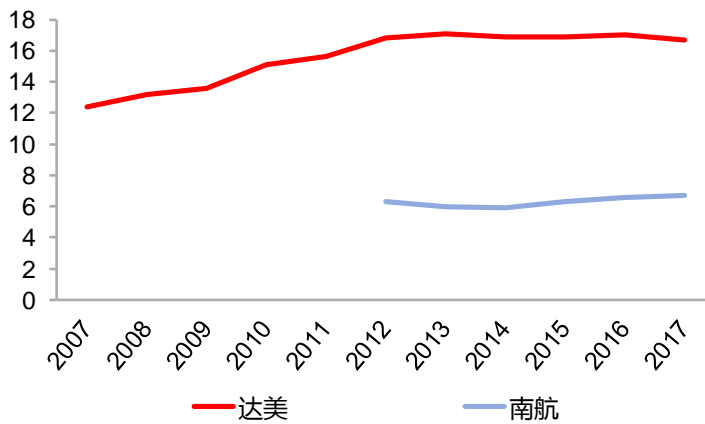
平均机龄角度，达美目前平均机龄约 16-17 年，而南航为 6-7 年。

我国航司较低的机龄一方面由于行业增速较快，近年引进飞机规模较大，另一方面我国民航管理部门对于行业安全运营品质要求较高，而新机型相比老旧飞机安全系数更高，主观上推动维持行业整体较低的机龄水平。

但同时机队维持较低的机龄意味着更高的资本开支和折旧/租赁费。例如 737 系列第三代机型 B737-700 波音报价为 8580 万美元，而第四代 B737 MAX 8 报价为 1.17 亿美元，更新机型价格会更高。此外维持较低的机龄意味着飞机淘

汰和折旧更快，导致每年成本压力较大。

图表 14 达美南航平均机龄



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

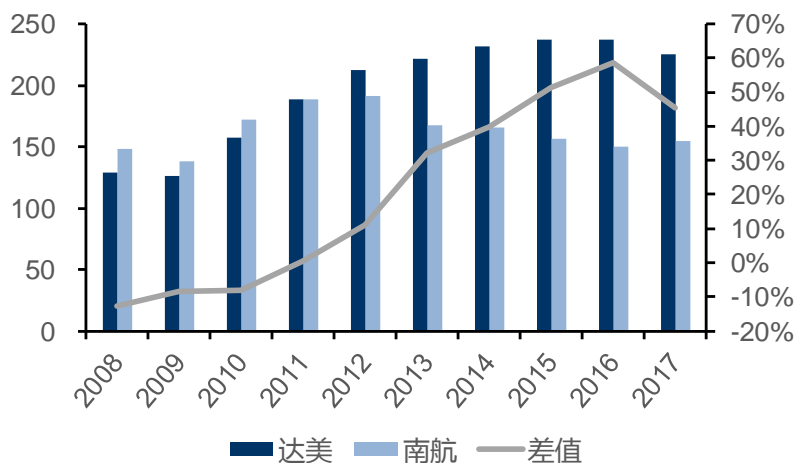
(二) 收入端: 差距来自于客座率、收益、单机座位数和日利用率

注: 考虑国内航司几乎均无支线业务, 本文仅对比干线运输业务。所有金额均按照当期汇率换算为人民币, 运输量指标单位为千米, 油耗单位为吨或千克。

1、单机营收: 高出南航约 50%

以年中机队规模均值计算, 达美近年单机营收约 2.2 亿元, 比南航 1.5 亿高约 50%。近年来差距整体呈放大趋势。

图表 15 达美南航单机营收对比 (单位: 百万元)



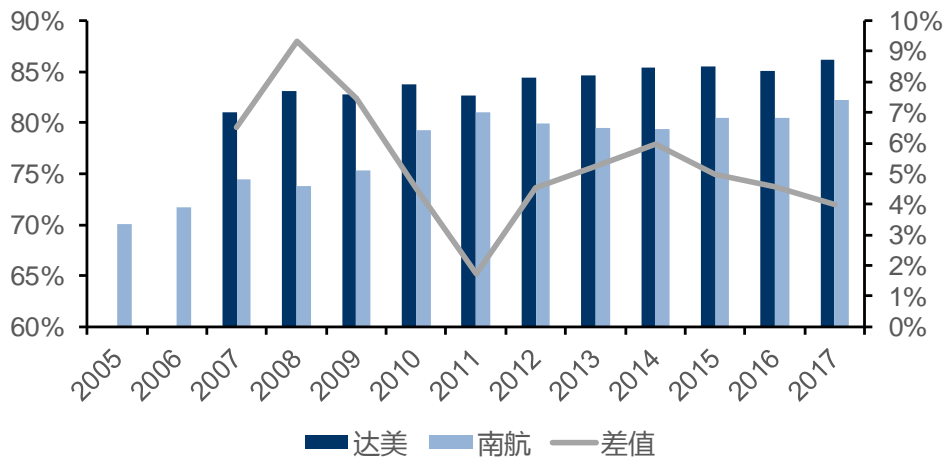
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

我们细致拆分其差距来源。

2、客座率：高出南航 4 个百分点

南航 17 年客座率为 82.2%，达美为 86.2%，近年来南航与达美客座率差距整体呈逐步缩小趋势，已由 08 年 9 个百分点缩小至 17 年 4 个百分点。

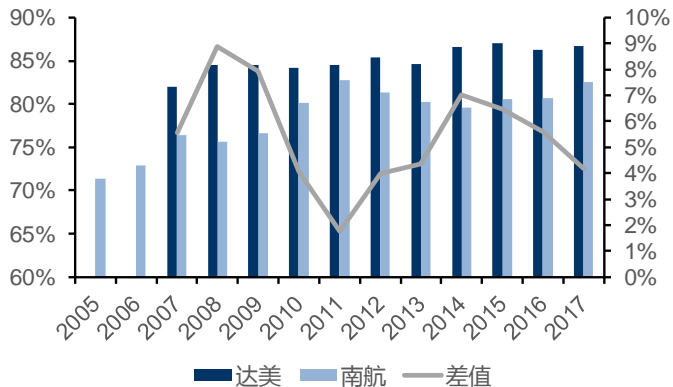
图表 16 达美南航总体客座率对比



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券（差值为达美-南航）

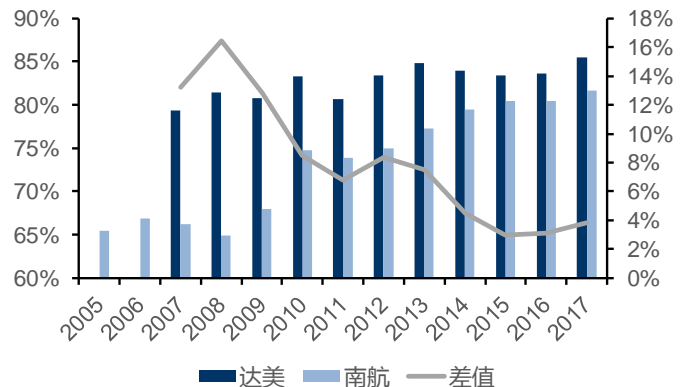
分国内国际客座率来看，目前南航与达美均相差约 4 个百分点。

图表 17 达美南航国内客座率对比



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

图表 18 达美南航国际客座率对比

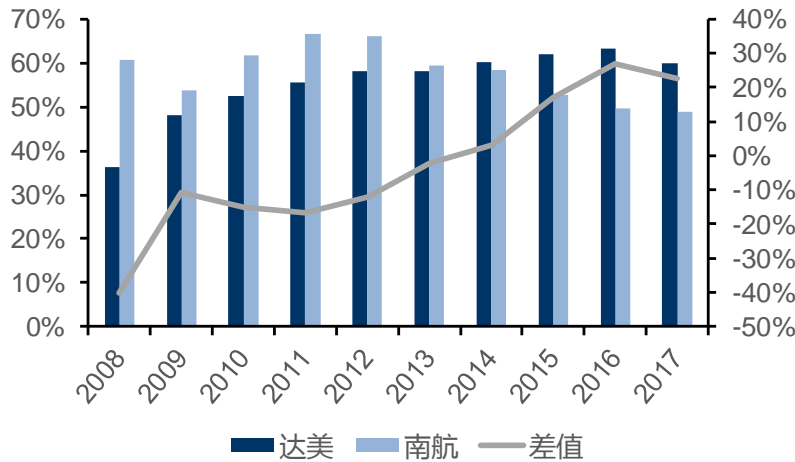


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

3、客公里收益：达美比南航高 23%

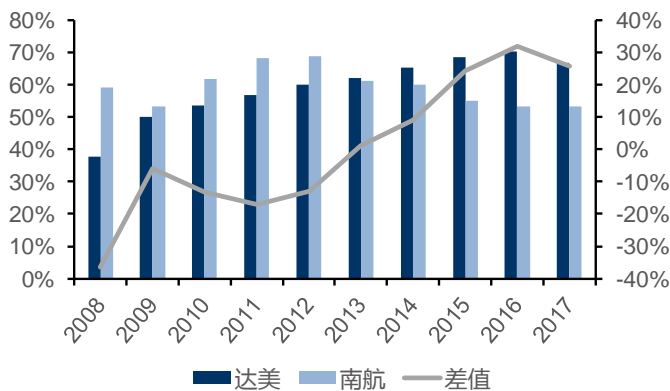
达美 17 年客公里收益为 0.60 元，南航为 0.49 元，达美比南航高 22.8%，其中国内航线高 25.8%，国际高 35.0%。同时差距呈逐年拉大趋势，其核心在于近 10 年来我国航司客公里收益总体呈下降趋势，而达美等美国航司则自 08 年金融危机后持续增长。

图表 19 达美南航总体客公里收益对比



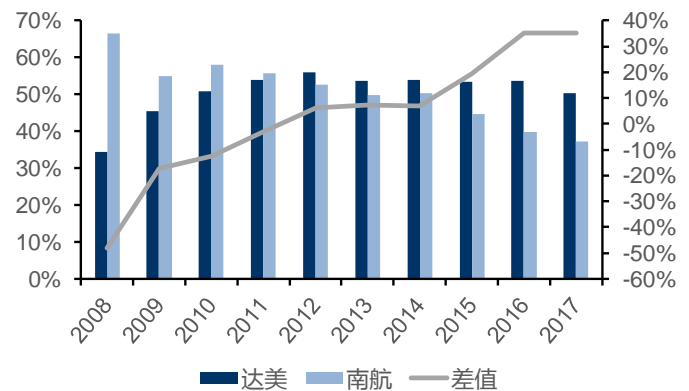
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

图表 20 达美南航国内航线客公里收益对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

图表 21 达美南航国际航线客公里收益对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

中美航空业客公里收益趋势的分化, 与行业格局变化相关。

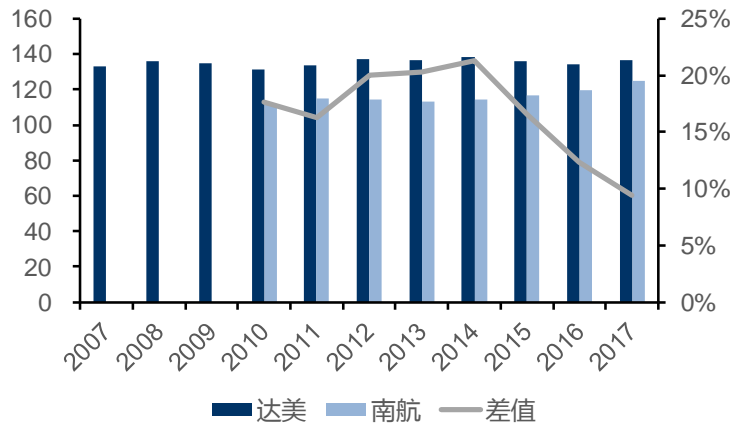
我们在《需求潜力为依托, 区位(航线时刻)构筑护城河——再论护城河系列之航空》中指出, 美国航司集中度自 08 年金融危机后进入份额提升期, 以全部乘客数计, 四大航份额由 40%左右提升至 2017 年的 57.3%; 以 ASM(可用座英里)计, 同样由 40%左右提升至 2017 年 49.3%。而同期我国四大航集中度虽期间有数次重组合并, 但整体呈下降趋势。06 年四大航占比 81.5%, 17 年为 74.4%。

此外伴随整体市场集中度提升, 各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。相比国内航司, 美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力, 市场份额至少都在 50%以上, 一般能达到 60%-70%, 以求在高度控制的市场获取超额利润。观察各大航司主要枢纽机场份额, 总体呈提升趋势。后文将详述此方面影响。

4、平均单机座位数：达美多约 10%

达美平均单机座位数约为 137，南航为 125，达美比南航多约 10%，主要在于其国际航线较多，宽体机占比更高。近年来南航加大引进宽体机，并进行客舱改造加密座位，近年来单机座位数差距逐年降低。

图表 22 达美南航平均单机座位数对比

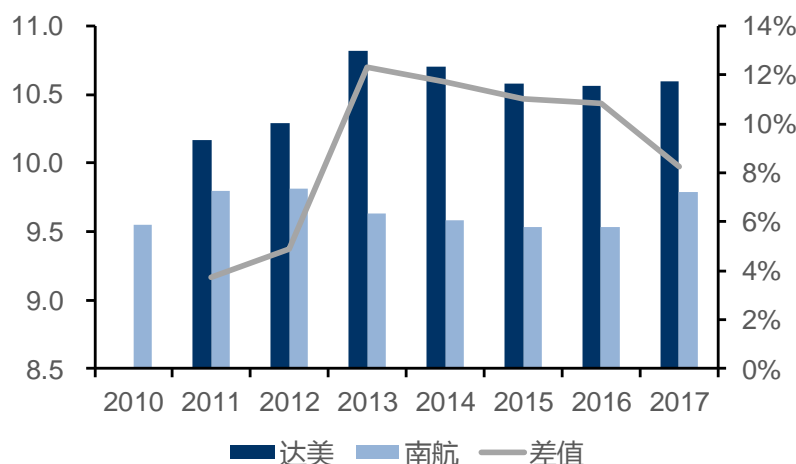


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

5、日利用率：达美高约 8%

由于达美未披露其飞机日利用率，我们假设飞机平均时速一致，通过单机日均航班量和平均飞行距离测算，达美近年来平均飞机利用率约为 10.5 小时左右。作为参考，美联航平均飞机利用率 15-17 年分别为 10.24、10.06 和 10.27 小时。南航 17 年飞机利用率为 9.79 小时，测算达美日利用率比南航高约 8%。差距来源主要来自于运行效率和远程航线占比差异。

图表 23 达美南航飞机日利用率对比

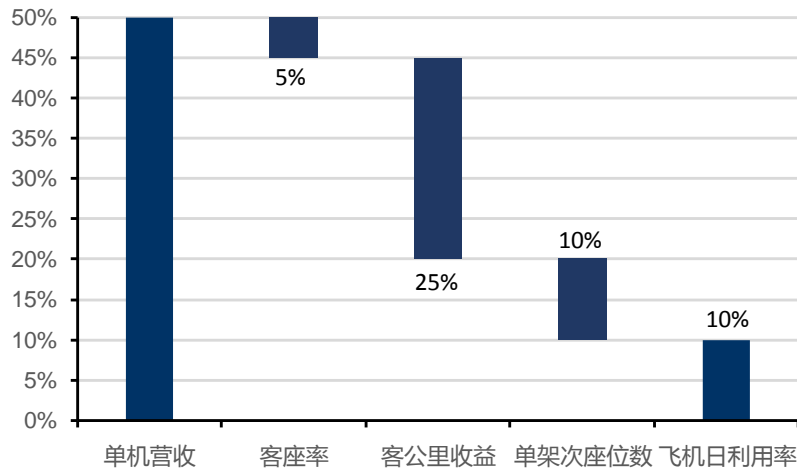


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

综合以上收入端各项差异，达美相比南航单机营收高约 50%，主要来自于平均客座率高 4-5%，客公里收益高 20-25%，

单架次平均座位数高 10%，飞机日利用率高 8-10%。

图表 24 达美南航单机营收差距分布（示意图）



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

图表 25 达美和南航收入端对比汇总表

2017	达美	南航	差距	原因
客座率	86%	82%	4PTS	行业发展阶段、供需格局、航司在主基地份额、收益管理水平等
客公里收益	0.6	0.49	22.4%	行业发展阶段、供需格局、航司在主基地份额、收益管理水平等
平均单机座位数	137	125	9.6%	更高的宽体机占比和国际航线占比
日利用率	10.5	9.79	7.3%	更高的远程航线占比和运行效率

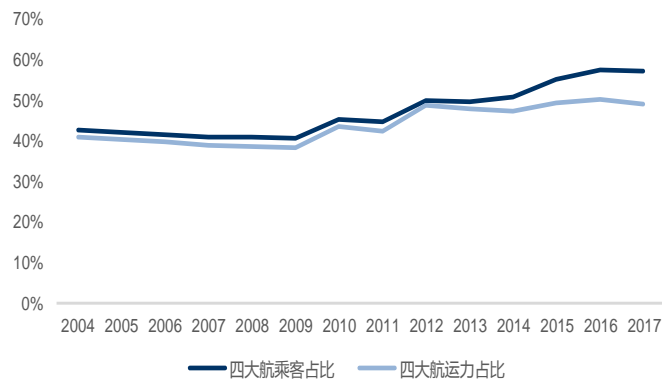
资料来源：公司公告，华创证券

收入端差距我国航司可以从几方面弥补：

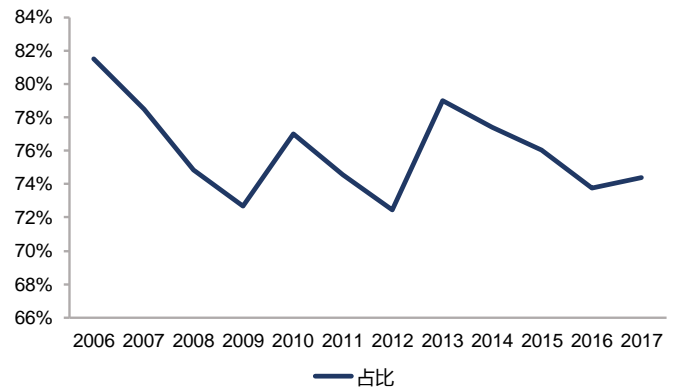
- 1) **提高国际化占比。**伴随航距的拉长和宽体机占比的提升，可以提升飞机日利用率和单架次座位数。
- 2) **客座率和客公里收益差距较大，特别是国际航线。**国内航线未来几年受益于票价市场化推进，预计整体票价企稳回升，票价差距将逐步收窄；国际航线则需在拓展节奏、客源分析、网络布局规划、海外枢纽机场支点等方面加强，并逐步摆脱补贴依赖。
- 3) **提高整体市场集中度，特别是枢纽机场集中度水平。**《新时代民航强国建设行动纲要》中指出，“打造世界级超级承运人。鼓励航空公司联合重组、或者所有制改造，加大对主基地航空公司航线航班资源配置。”我们认为政策引导正是有利于三大航做大做强主基地。正如此前我们报告指出，中美之间差距相当程度是由于整体市场集中度走低，以及在枢纽机场集中度较低导致。

美国航司集中度自 08 年金融危机后进入份额提升期，以全部乘客数计，2017 年四大航合计占比 57.3%；仅计算美国承运人，合计占比 66.2%；以 ASM(可用座英里)计，四大航合计占比 49.3%，仅计算美国承运人，合计占比 74.3%。

而同期我国四大航集中度虽期间有数次重组合并，但整体呈下降趋势。06 年四大航占比 81.5%，17 年为 74.4%。

图表 26 美国四大航集中度


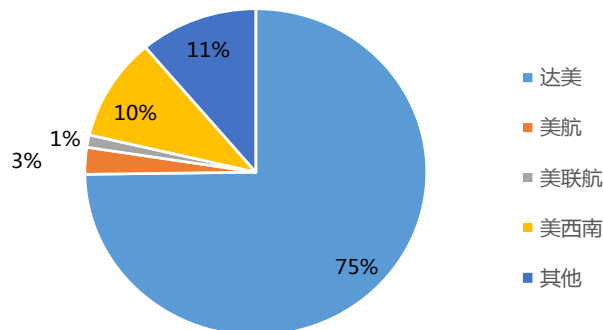
资料来源: BTS, 华创证券

图表 27 我国四大航集中度


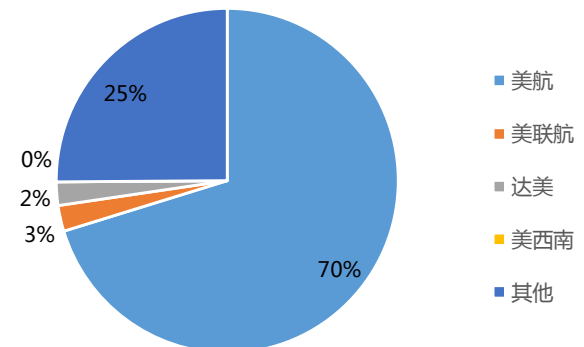
资料来源: Wind, 华创证券

伴随整体市场集中度提升,各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。相比国内航司,美国航司非常强调在大型枢纽的掌控力,市场份额至少都在 50% 以上,一般能达到 60%-70%,以求在高度控制的市场获取超额利润。观察各大航司主要枢纽机场份额,总体呈提升趋势。

达美航空在亚特兰大、明尼阿波利斯、盐湖城、底特律四大枢纽占比分别达到 74.8%、53.7%、52.6% 和 50.4%,而对于亚特兰大机场,除达美外,其他航司最多仅占比 10% (美西南),因此达美在亚特兰大机场拥有绝对掌控力。同样美国航空在最大枢纽达拉斯占比 70.26%;美西南在休斯敦占比超过 90%。

图表 28 亚特兰大机场各航司份额


资料来源: BTS, 华创证券

图表 29 达拉斯机场各航司份额


资料来源: BTS, 华创证券

伴随整体市场集中度提升,各航司在各自核心枢纽份额同样不断提升。观察各大航司主要枢纽机场份额,总体呈提升趋势。

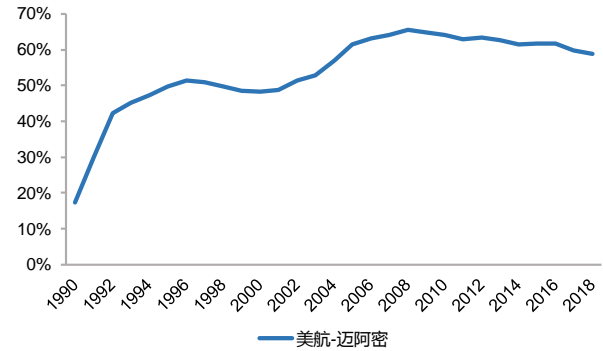
- 达美 1990 年在亚特兰大机场 57%, 91 年美国东方航空 (占比 35%) 倒闭,公司占比飙升至 86%,此后由于竞争逐年降低,金融危机后重新恢复升势,至目前约 75% 占比;
- 美航在迈阿密机场占比由 17% 提升至 60%;
- 美西南在巴尔的摩、休斯顿、奥克兰和芝加哥机场占比均大幅提高,特别是巴尔的摩机场占比从 1990 年 0% 升至目前 70% 附近。

图表 30 达美航空在亚特兰大机场份额变化



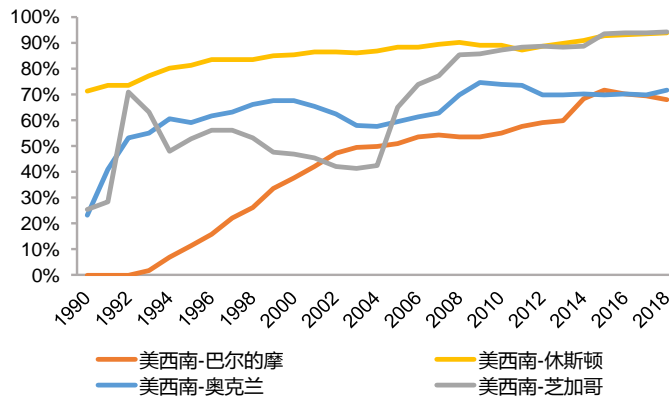
资料来源: BTS, 华创证券

图表 31 美航在迈阿密机场份额变化



资料来源: BTS, 华创证券

图表 32 美西南在主要枢纽机场份额变化

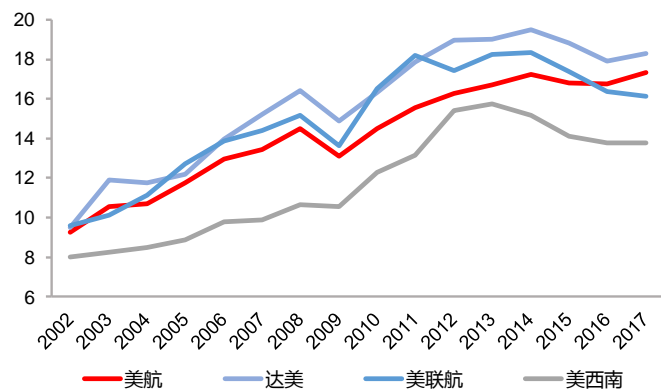


资料来源: BTS, 华创证券

伴随市场集中度和主要枢纽机场份额提升，四大航收益水平呈逐年走高趋势，期间金融危机虽经历波折但此后又呈升势，近年由于油价下跌，略有回调，总体仍处于高位。

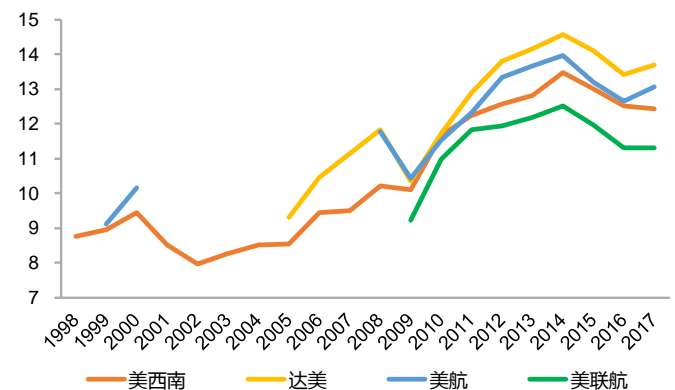
自 1990 至 2017 年，美航、达美、美联航、美西南收益年均复合增速分别为 4.3%、4.5%、3.5%和 3.7%。

图表 33 四大航收益变化 (营业收入/ASM, 美分)



资料来源: BTS, 华创证券

图表 34 四大航座英里收益变化 (干线口径, 美分)

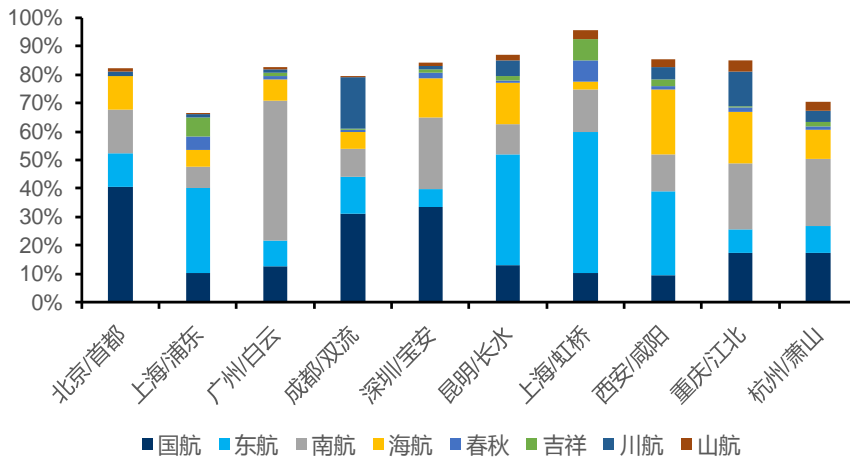


资料来源: BTS, 华创证券

未来超级承运人+超级枢纽的配置，料将是未来龙头发展方向。

未来我国航空业格局有望复制美国航空业的集中度提高、枢纽机场份额提高，继而带动票价走高的路径。随着东航与吉祥联手在上海份额超过 50%，国航在天合联盟搬迁至二机场后将在首都机场份额达到 60-70%左右，超级承运人+超级枢纽的迹象将显现，由此或提高航线质量稳定性，巩固并提高航线收益水平。

图表 35 国内机场份额

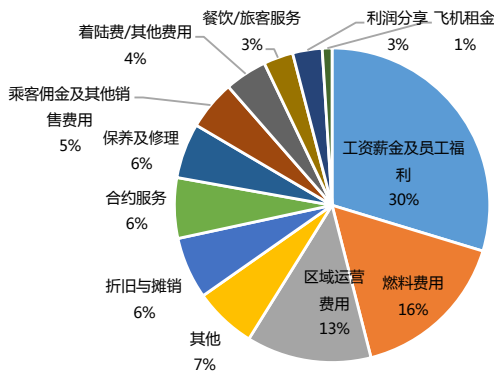


资料来源：民用航空预先飞行计划管理系统，华创证券

（三）成本费用端：整体降低难度较大，较低的人力成本构成核心竞争力

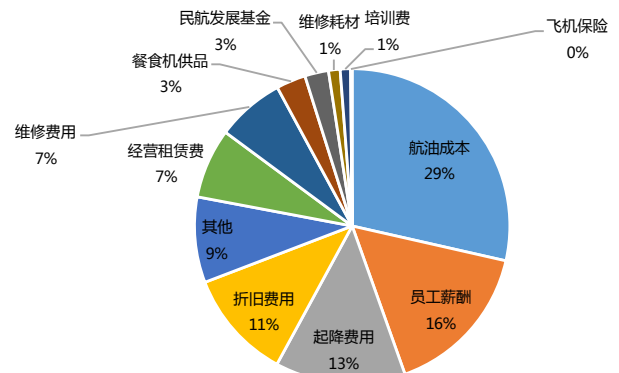
由于达美等海外航司业务多样，大量成本与我国航司不可比，我们针对各单项成本做对比分析。

图表 36 达美总营业开支分布



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

图表 37 南航营业成本分布



资料来源：公司年报，华创证券

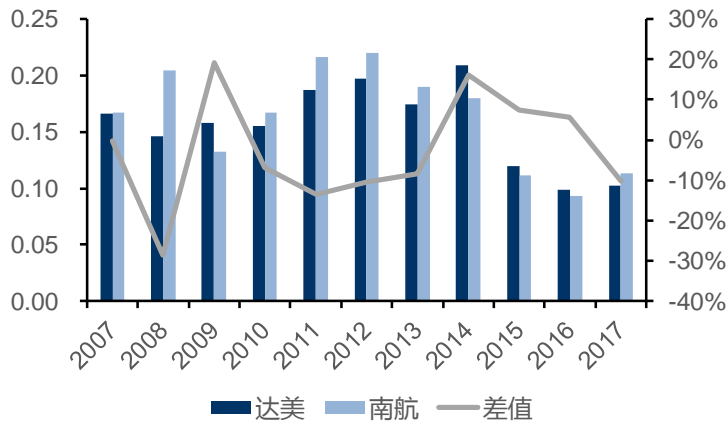
1、航油成本：趋势一致，达美单位油耗比南航高约 25-30%，但同时平均油价低 25-30%

17 年达美航油成本 375 亿元，占总营业开支 16.3%，座公里航油成本 0.102 元；

南航航油成本 319 亿元，占总营业成本 28.6%，座公里航油成本 0.114 元。

拉长来看，座公里航油成本达美与南航趋势基本一致，二者并无明显差距。

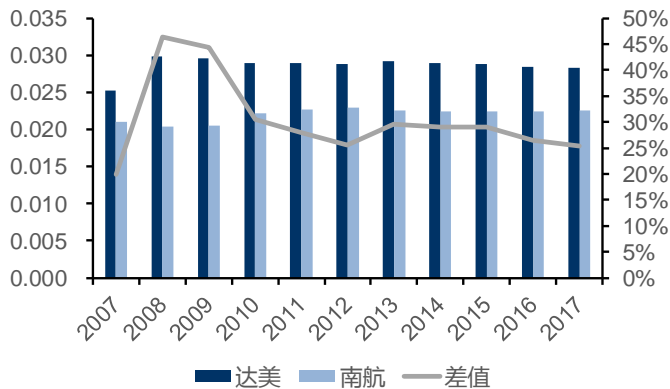
图表 38 达美南航座公里航油成本



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

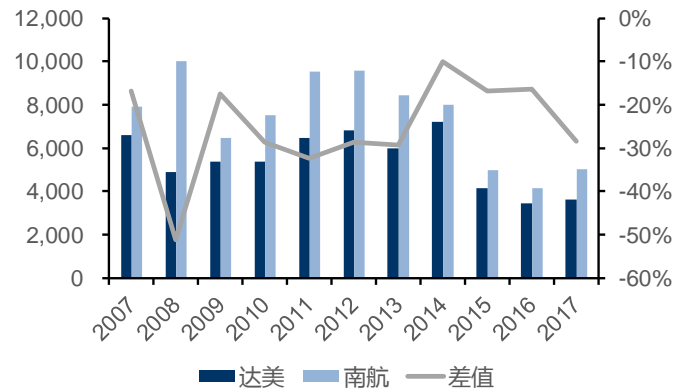
拆分单位油耗和平均油价，达美单位油耗比南航高约 25-30%，但同时平均油价低 25-30%。单位油耗差异主要由于南航等国内航司普遍机龄较短，更新型号的飞机油耗较老旧飞机大幅减少。

图表 39 达美南航单位油耗对比 (kg/座公里)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

图表 40 达美南航平均油价对比 (元/吨)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

此外达美等美国航司普遍开展燃油对冲, 2017 年对冲损失为 2.2 亿元, 16 年为 19.5 亿元; 另达美出于降低成本考虑, 于 2012 年收购美国东部一家炼油厂, 当时预计炼油厂满负荷运转时, 可覆盖 80% 的国内航线燃料需求。该项收入计入辅助收入。17 年考虑炼油厂库存风险, 在航空公司和炼油厂之间的定价安排影响为收益 7.19 亿元, 16 年为损失 8.67 亿元。整体达美完整航油成本构成如下:

图表 41 达美燃油支出明细 (人民币)

	2017	2016	2015
购买燃油支出	446.48	387.02	450.27
航空公司分部燃油对冲损失	2.16	19.49	60.72
炼油厂分部影响	-7.19	8.67	-18.83
总燃油成本	441.45	415.18	492.15
其中:			

	2017	2016	2015
干线燃油成本	374.61	356.08	424.94
支线燃油成本	66.84	59.10	67.21

资料来源: 公司年报, 华创证券

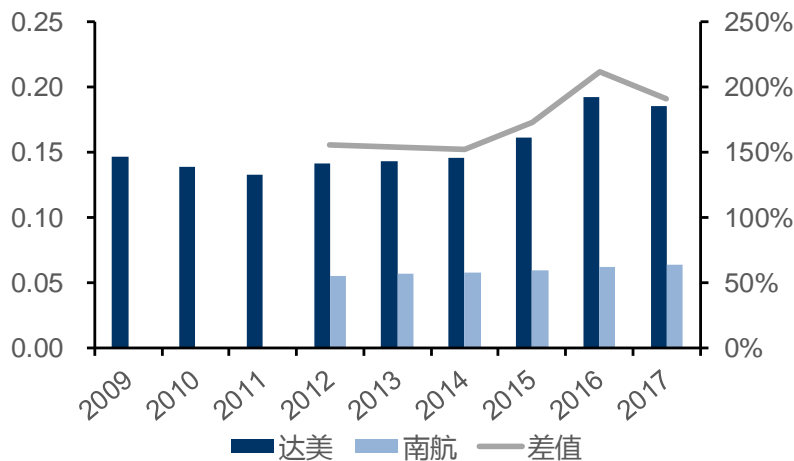
2、员工薪酬: 达美单位薪酬水平显著高于南航, 约为三倍左右

17 年达美航空员工薪酬为 682 亿元, 占总营业开支 29.7%, 座公里薪酬为 0.186 元;

南航员工薪酬为 179 亿元, 占营业成本 16%, 座公里薪酬 0.064 元。

达美单位薪酬水平显著高于南航, 约为三倍左右, 而员工薪酬也为达美航空第一大成本项, 而我国为航油成本。

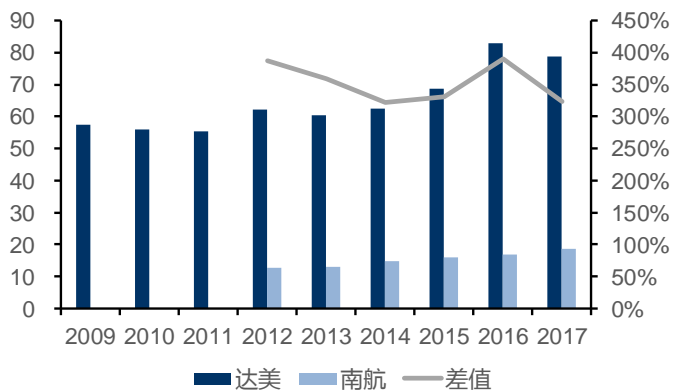
图表 42 达美南航单位薪酬对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

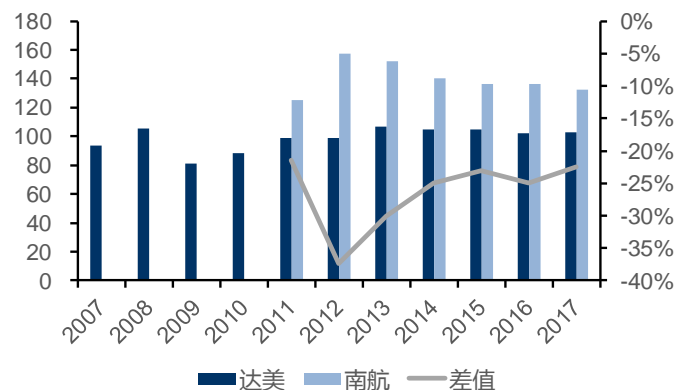
拆分人均薪酬水平和人机比, 达美人均薪酬约为南航 4-5 倍, 而人机配置上, 达美比南航低约 20-25%。

图表 43 达美南航人均薪酬对比 (万元人民币)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

图表 44 达美南航人机比对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

员工构成来看，达美 17 年总员工 86564 人，其中飞行员 13234 人，占比 15.3%，南航总员工 96234 人，其中飞行员 8657 人，占比 9.0%。

剔除飞行员后其他员工人机比，达美为 87，南航为 120，达美为南航 72.5%。

3、经营租赁与折旧：单位成本比南航低约 40%

考虑到达美与南航机队结构有差异，我们将经营租赁与折旧合并计算。

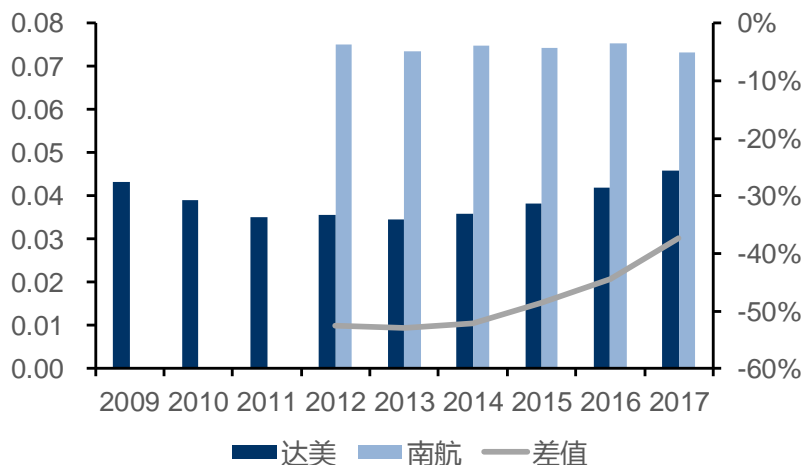
17 年达美经租+折旧成本 169 亿，占总营业开支 7.4%，座公里成本为 0.046 元；

南航经租+折旧成本 206 亿，占营业成本 18.4%，座公里成本为 0.073 元。

达美单位经营租赁和折旧成本比南航低约 40%，且达美近年来呈增长趋势，南航相对稳定。

其差异主要来自于各自的折旧政策差异和机龄分布。达美航空飞行设备折旧年限为 20-32 年，而南航为 15-20 年，更谨慎的折旧政策导致南航每年折旧金额更多；此外达美机队整体机龄较长，一方面早年购买的飞机价格更低，另一方面达美机队中存在 20 年以上机龄的老旧飞机，不排除部分飞机已折旧完毕但仍服役，导致总折旧水平较低。

图表 45 达美南航单位经营租赁与折旧成本对比



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

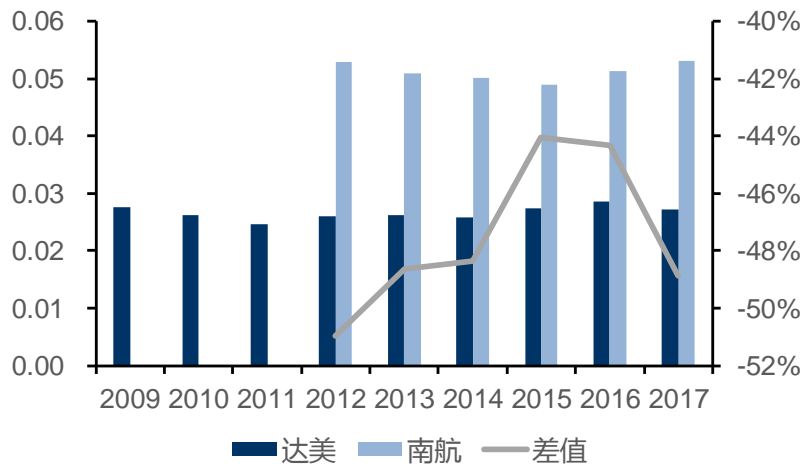
4、起降费用：平均座公里起降成本比南航低约 45-50%

17 年达美起降成本 99.8 亿，占总营业开支 4.3%，座公里起降成本 0.027 元；

南航起降成本 149 亿，占营业成本 13.3%，座公里起降成本 0.053 元。

达美平均座公里起降成本比南航低约 45-50%，主要在于亚特兰大等功能性、偏公益的美国机场极低的起降费用。亚特兰大机场起降费为每千磅 0.28 美元，基本属于全美最低起降费收费标准，以一架起飞重量 75 吨 B737 计算，单架次仅收费 300 元人民币左右，而我国一类 1 级机场（首都、浦东、广州）起降费约需 1800 元左右，此外其他航空性收费标准也较低。

图表 46 达美南航单位起降成本对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

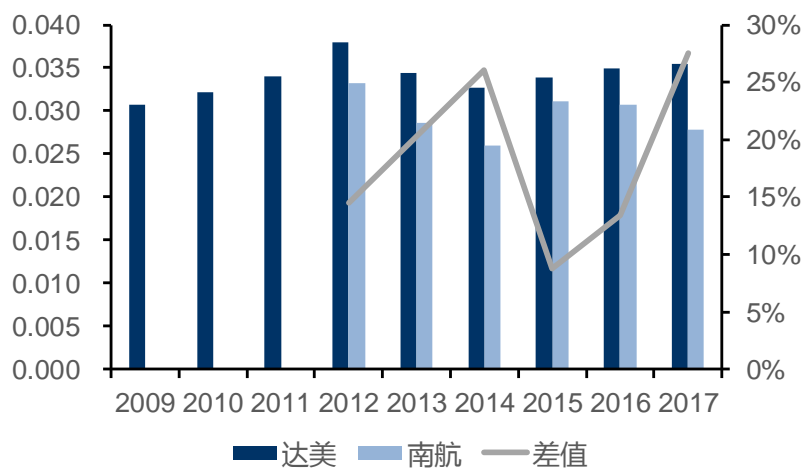
5、维修费用：达美维修成本比南航高约 20%左右

17 年达美维修成本 130 亿，占总营业开支 5.7%，座公里维修成本 0.035 元；

南航维修成本 77.9 亿，占营业成本 7.0%，座公里维修成本 0.028 元。

达美维修成本比南航高约 20%左右，主要由于老旧飞机维修成本较高，此外人工费用高于国内航司。

图表 47 达美南航单位维修成本对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

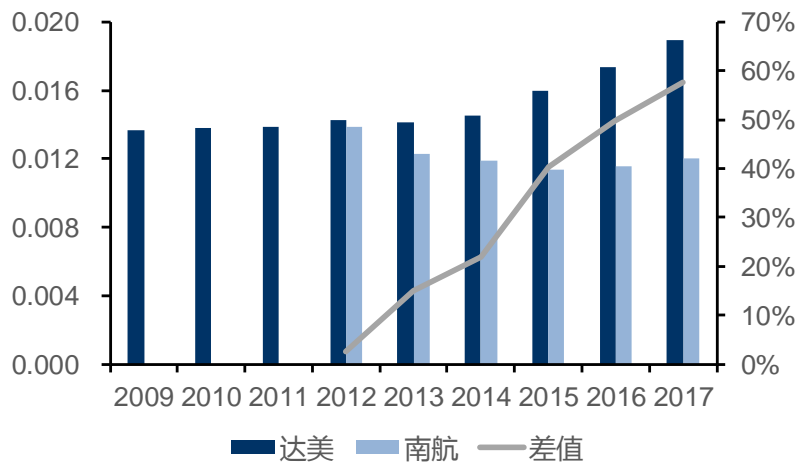
6、餐食机供品成本：达美平均餐食成本高于南航约 60%

17 年达美餐食成本 69.7 亿，占总营业开支 3.0%，座公里餐食成本 0.019 元；

南航餐食成本 33.8 亿，占营业成本 3.0%，座公里起降成本 0.012 元。

达美平均餐食成本高于南航约 60%，且呈持续增加趋势。达美近年来在丰富机上服务、餐食等方面投入较多。

图表 48 达美南航单位餐食机供品成本

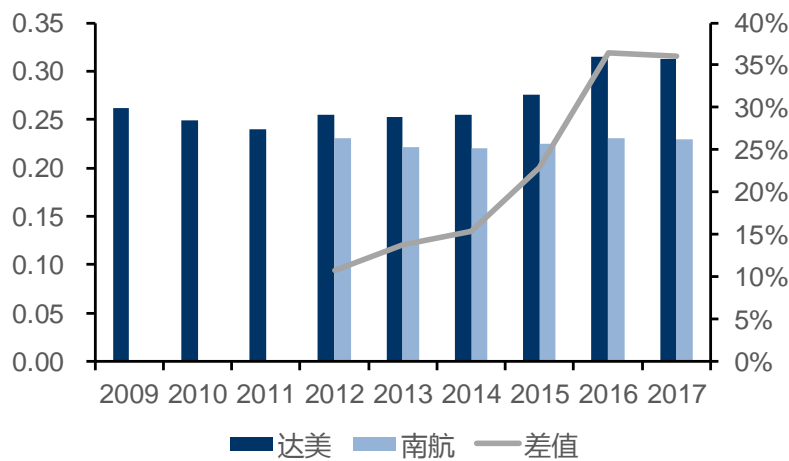


资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

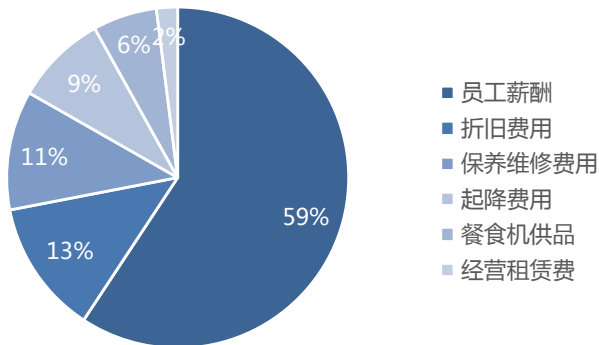
综合以上 6 项非油成本，达美比南航高约 35%，南航整体呈缓慢下降趋势，而达美整体呈加大趋势。

从成本分布来看，达美员工薪酬占比显著高于南航等国内航司，员工薪酬走高也是近年来单位成本走高的主要原因。其他成本增量主要由于餐食和经营租赁折旧成本增长。

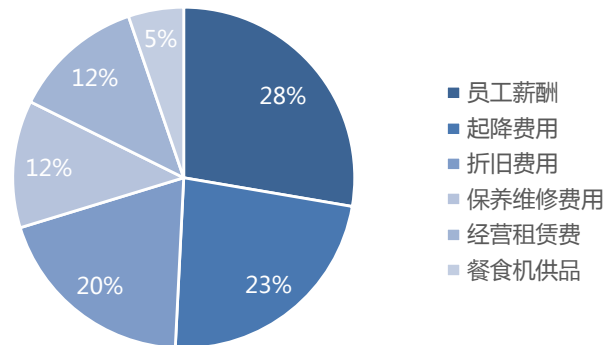
图表 49 达美南航可比单位除油成本对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 华创证券

图表 50 达美 6 项成本合计分布


资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

图表 51 南航达美 6 项成本合计分布


资料来源：公司公告，华创证券

对标达美，成本端南航等国内航司在起降费、经营租赁+折旧方面单位成本较高，在目前的机场收费定价政策和机队政策、折旧政策下，大幅改善难度较大。而相比达美等海外航司，我国较低的人力成本成为竞争力的主要来源。

图表 52 达美南航成本对比

2017	达美	南航	差距	南航进一步改善难度	改善途径
航油成本	0.102	0.114	-10.5%	较难	1) 航油价格 : 定价权在发改委等, 航司仅能通过航线结构优化, 如增加在进销差价较低机场航班等方式, 降低平均航油成本; 2) 单位油耗 : 引进新机型有助于降低单位油耗, 此外开展一系列节油举措等降低单位油耗。
员工薪酬	0.186	0.064	190.6%	中	降低人机比, 提高员工效率, 调整薪酬结构等
经营租赁与折旧	0.046	0.073	-37.0%	中	适当放缓飞机引进进度, 拉长平均机龄。如有可能未来逐步放松折旧会计政策。
起降费用	0.027	0.053	-49.1%	难	由于各地机场起降费固定, 很难有效降低起降成本, 仅能通过增加航距拉低单位起降成本
维修费用	0.035	0.028	25.0%	中	更科学的维修周期、提高效率等。由于新飞机维修费用更低, 一定程度上需要在经营租赁和折旧成本与维修成本之间平衡
餐食成本	0.019	0.012	58.3%	较易	通过外包、招标等形式降低成本。此外提供更为丰富的产品, 如无餐食的基础经济舱等, 可有效降低单位餐食成本。远期可考虑餐食付费形式。

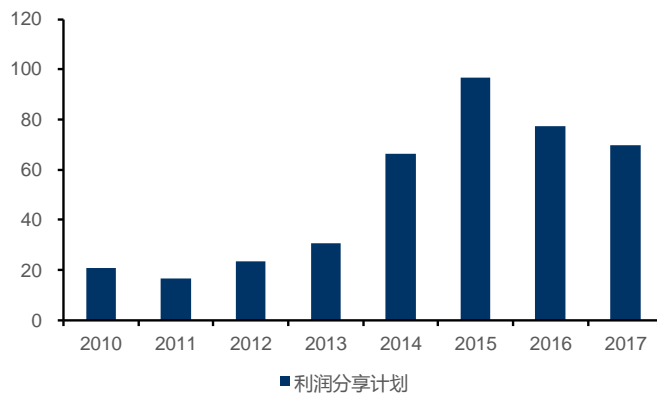
资料来源：华创证券整理

此外值得一提的是达美航空的员工利润分享计划, 列入公司成本项。利润分享计划规定利润低于 25 亿美金支付 10%, 若高于 25 亿美金, 则支付增量的 20%。该计划为“所有企业中最慷慨的利润分享计划之一”(年报语), 其他美国航司并未有类似计划。自公司 2007 年开始实施利润分享计划以来, 合计支付已超过 60 亿美元, 过去四年每年至少 10 亿美元。

25 亿美金折合人民币约为 160-170 亿之间, 17 年国际航司中仅达美、美西南、汉莎和英航达到该标准, 而每年 10 亿美金的支出已达到我国航司的总净利润水平。

如此利润分享计划一方面彰显了公司对员工的重视，另一方面也显示出公司对于维持盈利能力的信心。

图表 53 达美利润分享计划年支付额（人民币）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

7、费用：销售费用高于南航，利息费用低于南航

由于中美会计制度差异，我们无法完整对比达美和南航之间在销售、管理、财务费用方面差异，仅能对其中部分项目对比。

1) 销售费用

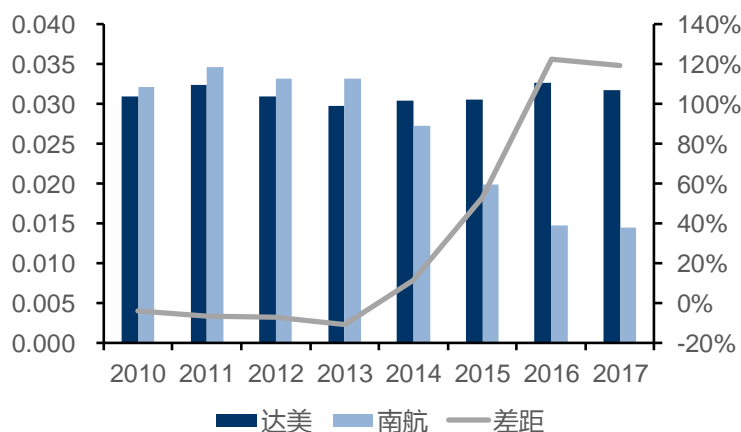
达美披露乘客佣金和其他销售费用，对应我国航司销售费用剔除工资福利。

17 年达美销售费用 116.77 亿，占营业收入比重 4.3%，单位座公里销售费用 0.032 元；

南航销售费用 69.67 亿，剔除工资福利为 40.65 亿，占营业收入比重 3.2%，单位座公里销售费用 0.014 元；

达美单位销售费用比南航高约 120%。自 10 年南航有细分销售费用记录以来，达美该项费用基本保持稳定，而南航自 13 年起逐年下降，二者差距由 10-13 年基本持平差距逐渐拉大，主要由于国内各航司近年大力提高直销比例，代理手续费大幅下降。

图表 54 达美南航单位销售费用对比



资料来源: 公司年报, 华创证券

2) 财务费用之利息支出

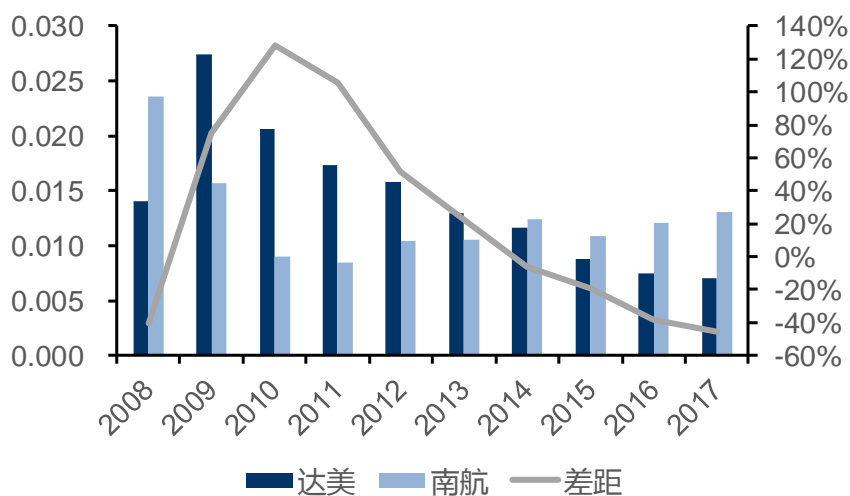
达美直接披露的可比财务成本仅利息支出项。

17 年达美利息支出 25.9 亿，占营业收入比重 0.96%，单位座公里利息支出 0.007 元；

南航利息支出 36.6 亿，占营业收入比重 2.9%，单位座公里利息支出 0.013 元。

达美比南航低约 40%。利息支出与资本开支相关，我国航司仍处于机队规模较快增长阶段，远高于美国航司，整体利息支出较难缩减，仅能通过债务结构调整，如增加低利率外币负债等减少。

图表 55 达美南航单位利息支出对比



资料来源：公司年报，华创证券

三、国际化水平差距

与达美相比，我国航司国际化水平在内部航线结构和网络，外部航司间合作、参股、投资、联营等方面均存在差距。

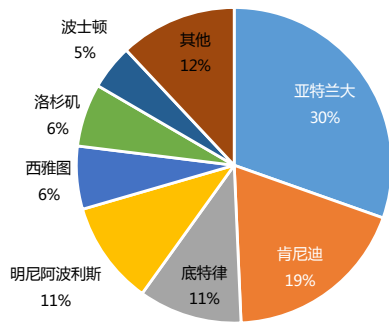
(一) 航线结构和网络

统计达美航空在美国本土仅有 16 个直接出境点（不含中转）共 217 条国际航线，前五大枢纽国际航线数量占总国际航线数量 77%，集中度较高。相比之下我国三大航仅国航该指标为 78.7%，东航、南航分别为 68.8% 和 58.7%，三大航直接出境点分别 20、31 和 27。

较高的航线集中度，较少的出境点，有助于提升整体网络的收益水平。相比之下，我国三大航均有大量出境点仅 1-2 条国际航线，难以形成网络效应，其根源或主要由于国际航线补贴的存在。

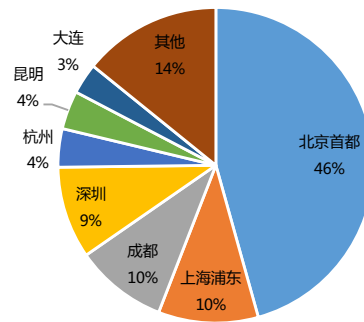
另一方面三大航第一大主枢纽国际航线占比较高，主要由于我国各地发展水平不一，航司仅能在头部机场有较高的产出收益。

图表 56 达美国际航线布局



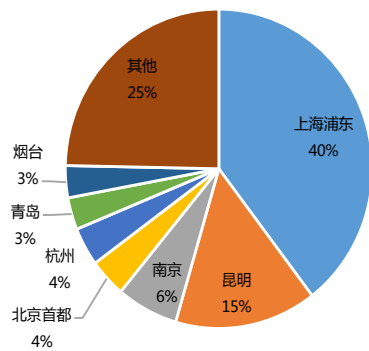
资料来源：飞常准，华创证券

图表 57 国航国际航线布局



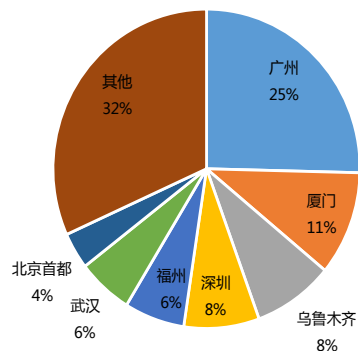
资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

图表 58 东航国际航线布局



资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

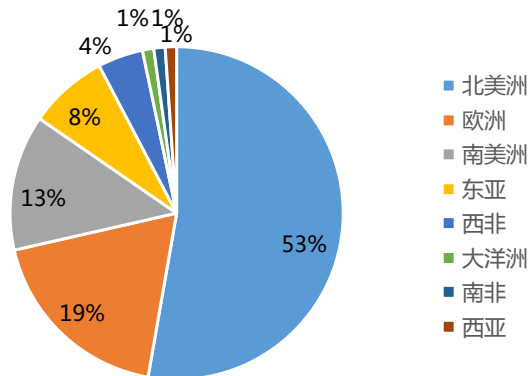
图表 59 南航国际航线布局



资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

另一方面为境外目的地，达美分布更为集中，北美区域（含加勒比海地区）占比超过一半，北美洲、欧洲、南美洲合计占比约 85%，而远距离航线如亚太航线、非洲航线、澳洲航线占比较低。如亚太航线仅飞往日本、韩国和我国首都、浦东机场，澳洲航线仅有悉尼。总体而言达美对于开通远程航线的要求非常严格。

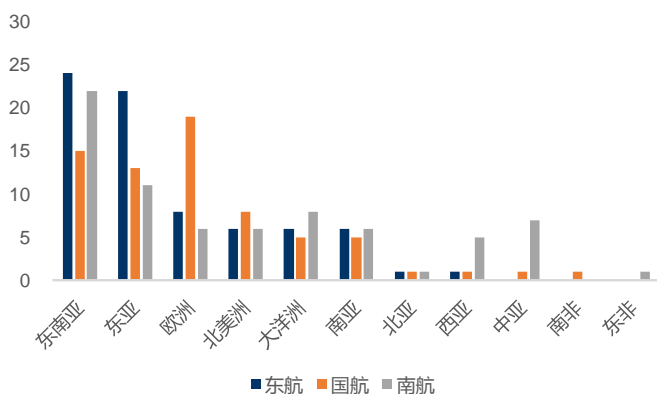
图表 60 达美国际航线分布



资料来源：飞常准，华创证券

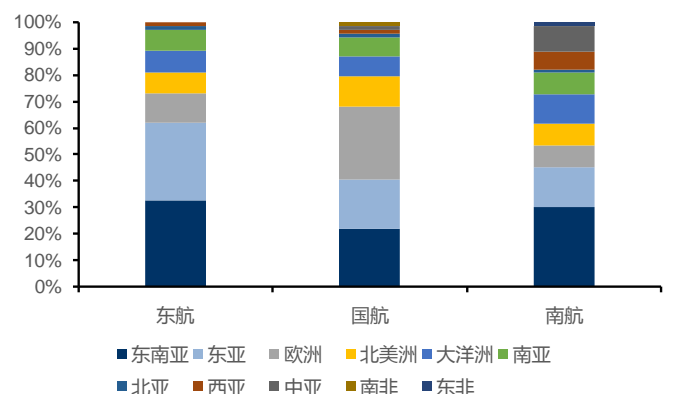
国内三大航国际目的地集中度相对较低，此外欧线、美线、澳洲航线等远程航线占比相对较高，东航、国航、南航短距航线（东南亚、东亚、北亚、南亚、中亚）占比分别为 72%、51% 和 64%。

图表 61 三大航国际目的地分布



资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

图表 62 三大航国际目的地分布占比



资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

短距国际航线普遍收益水平高于远程航线。从国内三大航国际航线收益水平可以看出，17 年东航、国航、南航国际航线客公里收益分别为 0.462、0.411、0.37 元，东航凭借较高的短程航线占比，取得更高收益。

对比达美，国内航司要取得更高的国际航线收益水平，需要加强在航线布局、开通节奏等方面的把控。

此外**海外枢纽拓展**方面，达美以荷兰阿姆斯特丹、巴黎戴高乐、东京成田、伦敦希斯罗为其国际化重要枢纽机场。其中每日在阿姆斯特丹共 26 个航班，往返于美国纽约、亚特兰大等 8 个城市，戴高乐 22 个航班连接美国 10 个城市，成田 14 个航班连接美国 5 个城市以及菲律宾马尼拉和新加坡樟宜，伦敦希斯罗 16 个航班连接美国 5 个城市。

达美所选 4 大海外枢纽均为全球重要的国际枢纽机场，网络通达性优异，且除成田外，均有当地主基地航司与达美合作，可进一步提升公司网络覆盖度和通达性，增强旅客粘性，提升收益水平。

图表 63 达美海外主要枢纽

	机场	代码	日往返班次
阿姆斯特丹 AMS 荷兰皇家航空基地	纽约肯尼迪	JFK	4
	西雅图	SEA	2
	波特兰	PDX	2
	波士顿	BOS	2
	底特律	DTW	6
	亚特兰大	ATL	4
	明尼阿波利斯	MSP	4
	洛杉矶	LAX	2
戴高乐 CDG 法国航空基地	西雅图	SEA	2
	盐湖城	SLC	2
	明尼阿波利斯	MSP	2
	底特律	DTW	2
	纽约肯尼迪	JFK	2
	波士顿	BOS	2
	罗利达勒姆	RDU	2
	亚特兰大	ATL	4
	洛杉矶	LAX	2
印第安纳波利斯	IND	2	
成田 NRT 日本航空、全日空基地	底特律	DTW	2
	亚特兰大	ATL	2
	西雅图	SEA	2
	波特兰	PDX	2
	檀香山	HNL	2
	菲律宾马尼拉	MNL	2
	新加坡樟宜	SIN	2
伦敦 LHR 维珍大西洋航空基地	明尼阿波利斯	MSP	2
	亚特兰大	ATL	6
	底特律	DTW	2
	纽约肯尼迪	JFK	4
	波士顿	BOS	2

资料来源：公司官网，华创证券

相比之下我国航司尚未在海外主要枢纽机场构筑海外枢纽支点，以周航班量计，三大航运力投放前三大海外机场均为曼谷、首尔、大阪，均为国内游客目的地城市。

图表 64 三大航各自前十大海外目的地

	东航		国航		南航	
	海外目的地	周往返航班量	海外目的地	周往返航班量	海外目的地	周往返航班量
1	曼谷	272	曼谷	218	曼谷	314
2	首尔	244	首尔	158	首尔	238
3	大阪	148	大阪	154	大阪	132
4	名古屋	90	新加坡	98	胡志明	126
5	普吉岛	90	东京成田	86	新加坡	112
6	新加坡	70	金边	62	吉隆坡	98
7	甲米	70	普吉岛	58	普吉岛	90
8	福岡	64	东京羽田	56	金边	84
9	东京羽田	62	法兰克福	54	马尼拉	84
10	清迈	62	纽约	44	河内	70

资料来源：民用航空预先飞行计划，华创证券

（二）外部航司合作

根据达美年报，除在天合联盟框架内进行一系列航司间常规合作外，达美还开展了一系列海外投资合作：

- 1) 与**法荷航（天合联盟成员）**成立合资公司；
- 2) 与**维珍大西洋航空（非联盟成员）**成立合资公司，共同运营英国和北美之间的直飞航线。此外公司还拥有其母公司维珍大西洋有限公司 49% 股权；
- 3) 与**墨西哥航空（天合联盟成员）**成立合资公司，共同运营美国-墨西哥之间航线。此外还收购其母公司 49% 股权，并与墨西哥航空在墨西哥合资设立飞机维修公司；
- 4) 与**维珍澳大利亚航空（非联盟成员）**及其附属公司成立合资公司，共同运营澳大利亚/新西兰-美国航线；
- 5) 17 年计划与**大航航空（天合联盟成员）**成立合资公司，共同运营美国-部分亚洲国家的跨太平洋航线。截至 17 年底等待韩国监管机构批准，公司尚未成立；
- 6) 对 **Gol Linhas Aéreas 公司（一家巴西航空公司，非联盟成员）** 母公司进行战略股权投资，并开展一系列独家商业合作如戴安共享、常旅客计划、休息室共享、联营等；
- 7) 持有**中国东方航空（天合联盟成员）** 3.22% 股权，并签订联营协议，扩大两家合作。

对比国内航司，东航对外合作进展较快，除接受达美航空持股外，东航集团战略入股法荷航，与达美、法荷航结成全球战略合作伙伴关系，不断深化与达美和法荷航合作；与澳航签署了商务协议，在运力投放、联合营销等领域开展更广泛更深入的合作；开启了与日航的联营合作。

图表 65 三大航对外合作汇总

航空公司	合作
东航	达美（天合联盟成员）入股，持有 3.22% 公司股份
	东航集团战略入股法荷航（天合联盟成员），在天合联盟内，东航、达美、法荷航结成全球战略合作伙伴关系
	新增西班牙欧罗巴航空、捷克航空（均为天合联盟成员）等天合联盟成员代号共享合作
	加强与非天合联盟成员航空公司合作，与澳航（寰宇一家成员）在推进联营、互售、常旅客积分累积和兑换等方面开展深度合作；开启了与日本航空（寰宇一家）的联营合作；新增印度捷特航空等代号共享合作
国航	与汉莎（星空联盟成员）在中欧航线开展联营合作
	进一步深化与新西兰航空（星空联盟成员）联营合作；
	与加拿大航空（星空联盟成员）签署客运航线联营协议
	与哥伦比亚航空公司（星空联盟成员）等开展代码共享合作
南航	与国泰航空（寰宇一家成员）交叉持股
	与美国航空（寰宇一家成员）达成战略合作协议，美国航空持有公司 2.21% 股份
	与法国航空、荷兰皇家航空、达美航空等 25 个国内外航空公司进行代码共享合作

资料来源：公司公告，华创证券

《新时代民航强国建设行动纲要》中指出，“打造世界级超级承运人”，“鼓励开展全球并购和战略合作，发挥资本的纽带作用，构建全产业链的现代民航产业体系，打造服务品质与企业规模均全球领先的世界级航空企业集团”。而我国三大航与达美等先进航司对比恰在海外合作上缺失较多，在《纲要》指引下，未来一个阶段或是国内航司特别是三大航寻求海外并购、参股等合作密集期，而这本身也是成长为世界级超级承运人的必经之路。

四、增值产品和辅助业务等

东航 13 日发布公告，“东航、上航计划于 2019 年 1 月中旬起在上海-曼谷、上海-普吉 2 条航线上试点推出灵活经济舱、标准经济舱、基础经济舱产品，与现有超级经济舱构成全新的东上航品牌运价产品体系，后期将逐步推广到其他航线，为不同需求的旅客提供更多选择。”具体各等级舱位条件如下：

图表 66 东航经济舱分级

舱位	条件
超级经济舱	拥有专属物理舱位及更宽敞舒适座椅，改期免收手续费，优先升舱，可免费选择座位，两件 23kg 免费托运行李额
灵活经济舱	改期免收手续费，允许升舱，可免费优选座位，两件 23kg 免费托运行李额
标准经济舱	退票、改期需收取手续费，部分允许升舱，可提前选座（除白金卡旅客外优选座位需付费），一件 23kg 免费托运行李额
基础经济舱	在原有座椅、餐食、娱乐设施及客舱服务基础上，提供更优惠的票价，但退改、升舱、选座、值机、登机次序等权益将会有所限制，并且无法和会员权益叠加

资料来源：公司官网，华创证券

经济舱分级模式在欧美等主流航司均已大规模实施，作为对比，我们列出达美经济舱各等级舱位条件：

图表 67 达美经济舱分级

舱位	条件
基础经济舱	免费随身行李。座位上行李架空间有限，或需在登机口免费托运随身行李
	办理登机手续后分配座位（一同乘机的旅客可能不会坐在一起）
	不允许改票或升级机票
	免费观看达美影音室的精彩节目
经济舱	多数航班提供付费 Wi-Fi
	支付小额费用，选择首选座位，提升飞行体验
	免费观看达美影音室的电影和表演
达美优悦经济舱	天合优享通道优先登机
	航班空间更加宽敞
	专属头顶行李架空间
	航行距离超过 250 英里的航班为乘客提供免费酒精饮料

资料来源：公司官网，华创证券

价格比较来看，以 2019 年 1 月 8 日达美执飞 5 条国内航线为例，不同票价水平下，经济舱比基础经济舱增加 15 或 30 美元，增长 10%-30%，优悦经济舱比基础经济舱增加 100-150 美元，增长 50%-100%。

图表 68 达美航空等级舱位定价对比

	航距（公里）	基础经济舱	经济舱	优悦经济舱
洛杉矶-肯尼迪	3983	128.2	158.2	277.2
		同比	23%	116%
		增加金额	30	149
		178.2	208.2	322.2
		同比	17%	81%
		增加金额	30	144
亚特兰大-肯尼迪	1223	87.2	102.2	186.2
		同比	17%	114%
		增加金额	15	99
		108.2	123.2	207.2
		同比	14%	91%
		增加金额	15	99
亚特兰大-明尼阿波利斯	1459	208.2	238.2	322.2
		同比	14%	55%
		增加金额	30	114
底特律-盐湖城	2384	273.2	303.2	377.2

		同比	11%	38%
		增加金额	30	104
西雅图-明尼阿波利斯	2244	108.2	138.2	212.2
		同比	28%	96%
		增加金额	30	104

资料来源：公司官网，华创证券（同比和增加金额均为与基础经济舱比较）

根据对应航线航距，不考虑其他额外税费、辅助收入等，以当前人民币汇率计算，基础经济舱客公里票价收入介于 0.22-0.98 元之间，较长航距航线单位票价较低，经济舱介于 0.27-1.12 元之间，悦悦经济舱介于 0.48-1.52 元之间。

图表 69 达美部分航线客公里票价对比

	基础经济舱	经济舱	悦悦经济舱
洛杉矶-肯尼迪	0.222	0.273	0.479
	0.308	0.360	0.557
亚特兰大-肯尼迪	0.491	0.575	1.048
	0.609	0.694	1.167
亚特兰大-明尼阿波利斯	0.983	1.124	1.521
底特律-盐湖城	0.789	0.876	1.089
西雅图-明尼阿波利斯	0.332	0.424	0.651

资料来源：公司官网，华创证券

除面向不同旅客差异化的机票价格外，达美还推出“旅行额外体验”选购产品，以上述航线为例，若选择经济舱，则可选购包括优先登机、机场无线网络、里程加速器、Ascend Package 等 4 项产品。此外总费用可能还包括行李费用，一般第一件 30 美金，第二件 40 美金，以及选座费用等。以上构成达美等航司辅助收入。

图表 70 达美选购增值产品

	优先登机 留出额外时间在起飞前安顿好，找到放置随身行李和放松身心的完美地方。只有为本行程中所有同行旅客选择此服务时，才可享受优先登机服务。	\$15.00 打开
	机上无线网络 查收电子邮件、浏览网页、在线购物，甚至可处理公务。在 delta.com 上购买此上网卡可享高达 20% 优惠，并且可享受 Gogo [®] 提供的 24 小时无限机上无线上网服务。	\$16.00 打开
	里程加速器 帮助您快速增加里程，更快赢得下一张奖励机票。“非凡里程常客计划”会员可为此航班额外购买 3,000 里程。	低至 \$29.00 打开
	ASCEND PACKAGE 组合优先登机 and 机上无线上网北美航班单日上网卡即可为此航班额外节省 3 美元。当为本行程的所有乘客选择此服务时可享受此套餐。	\$28.00 打开

资料来源：公司官网，华创证券

以 2017 年年报计算，达美辅助业务（包含附属业务和炼油厂等）共 56.96 亿美元，占总营收比重 13.8%。人均总辅助收入 200 元人民币，剔除附属业务为 150 元，其中常旅客计划 68 元，管理费机上销售等 44 元，行李费 32 元。

图表 71 达美辅助收入

辅助业务项目	营收（亿美元）	占总收入比重	人均（总乘客数计）
常旅客计划	19.52	4.70%	68.43
附属业务和精炼厂	14.12	3.40%	49.50
管理费，俱乐部和机上销售	12.52	3.00%	43.89
行李费	9.08	2.20%	31.83
其他	1.72	0.40%	6.03
合计辅助收入	56.96	13.80%	199.67
剔除附属业务	42.84	10.40%	150.17
营业收入	412.44		1,445.80

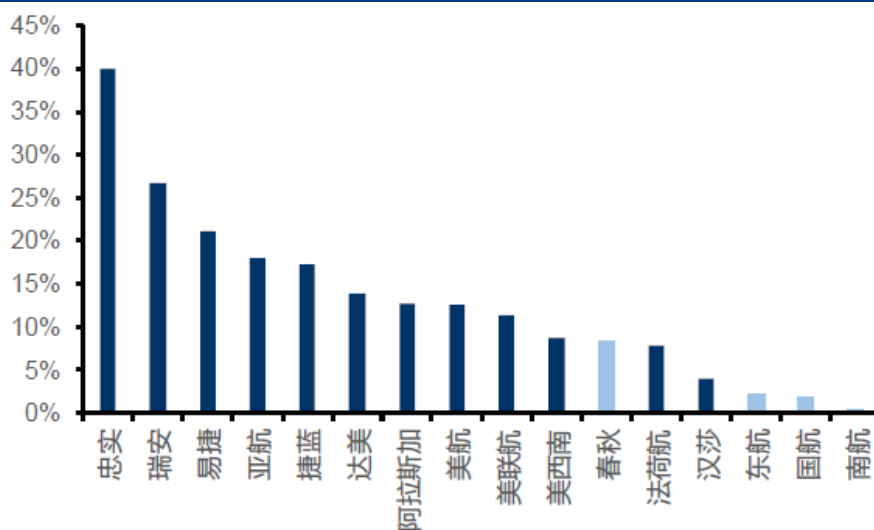
资料来源：公司年报，华创证券

我们曾在《航空新时代，航空股正处于业绩与估值双升的战略机遇期》中针对辅助业务进行过阐述，从海外经验来看，全球航空业辅助性业务收入规模增长迅速，来源多元化，辅助收入已成为公司收入的重要构成部分。

相比达美，国内航司辅助业务收入尚处于培养阶段。低成本航空龙头春秋航空较为领先，17 年辅助业务收入 7.9 亿元，同比增长 11.8%，占总收入 7.2%，人均 46 元，与达美等航司差距较大，主要包括机上选座、餐饮、行李额度等产品。而三大航辅助收入普遍仅占比 2% 左右，人均约为 20 元。我们认为随着市场化不断推进，辅助业务将逐步成为航司提供差异化服务、精准营销继而增值变现的有效抓手。

对于三大航，以东航试行经济舱分级制度为契机，未来或逐步拓展至付费行李、餐食、选座、机上 WiFi 等业务，同时加强与银行合作，开展常旅客积分销售业务，一方面提供更为丰富和精准的产品，另一方面有效扩大公司辅助收入。

图表 72 中外航司辅助收入占比（2016）



资料来源：Wind, Bloomberg, 公司公告，华创证券

综合以上收入、成本、辅助收入等方面差距，汇总南航等国内航司可优化和较难优化项目如下：

图表 73 达美南航各分项差异对比汇总

		达美	南航	差距	改善难度	改善途径
收入	平均单机座位数	137	125	9.6%	较易	提高国际化占比，宽体机占比，优化座舱布局
	客座率	86%	82%	4PTS	中	优化收益管理，增加产品类型，精细化运力引进和投放。远期逐步提高基地枢纽份额
	客公里收益	0.6	0.49	22.4%	中	优化收益管理，增加产品类型，精细化运力引进和投放。远期逐步提高基地枢纽份额
	日利用率（小时）	10.5	9.79	7.3%	较难	提高国际化占比，拉长平均航距，优化航班调度周转。但在国内航班由于较严格的运行安全标准，以及长期存在的空域资源不足，大幅提升日利用率较难
成本	餐食成本	0.019	0.012	58.3%	较易	通过外包、招标等形式降低成本。此外提供更为丰富的产品，如无餐食的基础经济舱等，可有效降低单位餐食成本。远期可考虑餐食付费形式。
	员工薪酬	0.186	0.064	190.6%	中	降低人机比，优化员工结构，提高员工效率，调整薪酬结构等
	经营租赁与折旧	0.046	0.073	-37.0%	中	适当放缓飞机引进进度，拉长平均机龄。远期可考虑逐步放松折旧会计政策
	维修费用	0.035	0.028	25.0%	中	更科学的维修周期、提高效率等。由于新飞机维修费用更低，一定程度上需要在经营租赁和折旧成本与维修成本之间平衡
	航油成本	0.102	0.114	-10.5%	较难	1) 航油价格：定价权在发改委等，航司仅能通过航线结构资料来源：华创证券变化，如增加在航油进销差价较低机场航班等方式，降低平均航油成本； 2) 单位油耗：引进新机型有助于降低单位油耗，此外开展一系列节油举措等降低单位油耗。
	起降费用	0.027	0.053	-49.1%	难	由于各地机场起降费固定，很难有效降低起降成本，仅能通过增加航距拉低单位起降成本
辅助收入		150	20	650.0%	中	提供更为丰富的产品，如经济舱分级模式，未来逐步拓展至付费行李、餐食、选座、机上 WiFi 等业务，加强与银行合作，开展常旅客积分销售业务
费用	销售费用	0.032	0.014	128.6%	中	未来可进一步提高直销比例，降低代理费用，此外远期随着市场进一步开放，国际 GDS（航空旅游分销系统）供应商参与国内竞争，或进一步降低销售费用（电脑订座费等）
	利息支出	0.007	0.013	-46.2%	较难	放缓飞机引进和资本开支进度，债务结构调整，如增加低利率外币负债等，但同时需考虑外汇波动风险。

资料来源：华创证券（除辅助收入为单人平均收入，其他均为座公里收入/成本/费用）

五、投资建议：

1) 展望未来，我们认为南航在收入端可提升空间较大，而成本端南航具备优势，从行业需求潜力逐步渗透和时刻价值回归角度，客座率与客公里收益的差距会随着时间推演而弥补，此外公司自身需要提升的包括国际和宽体机占比提升飞机日利用率和单架次座位数，走出去加强海外网络合作与布局，同时在政策资源推动下，努力提升国内枢纽机场集中度水平，综合看，我们认为收入端南航在单机座位数（10%提升空间，舱位改造及宽体机数量增加），客座率（3%提升），客公里收益（20%提升），日利用率（2%提升），意味着单机收入端存在35%的远期提升空间，即从1.5亿提升至2.02亿，相当于达美当前的92%，假设在1000架机队规模时，收入将达到2000亿，考虑净利率水平向达美靠拢，8%即较17年南航5%提升3个百分点，则净利润可达到160亿。

图表 74 南航各项指标改善汇总

		南航	改善后	改善幅度
收入	平均单机座位数	125	138	10%
	客座率	82%	85%	3%
	客公里收益	0.49	0.588	20%
	日利用率	9.79	9.81	2%

资料来源：华创证券

2) **盈利预测：**根据2018年最新布油均价72美元（同比33%）及国内综采成本5359元（同比28%）（注：因综采成本滞后，近期油价下跌更多反应在一季报成本中，11月为全年最高水平），同时考虑11-12月淡季数据平淡，调整全年座公里收益至同比增长0.9%，原预测为依据前三季度增长1.5%，故调整2018年盈利预测至34.4亿（原预测52亿）；同时假设2019年布油均价65美元（现50美元），同比下降10%，国内综采成本5432元，同比增长1.4%，汇率为7，调整2020年客公里收益水平至同比增长2%，油价70美元，汇率7，预计2019-2020年盈利预测为87.3亿元及121亿元（原预测93亿元及153亿元），对应当前PE9.8及7倍。

3) **看好航空业景气度持续向上**，需求潜力可带来韧性帮助航空业度过低谷，同时客运价格市场化推动时刻价值回归，提升抵御外部风险能力，未来在鼓励打造超级承运人背景下，资源或进一步向头部航空公司集中，而对标海外公司，仍有很大潜力。给与2019年13-15倍PE，对应目标价9.25-10.67元，预期较现价33-50%空间，维持“强推”评级。

六、风险提示

油价大幅上行，人民币大幅贬值，经济大幅下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,250	8,185	17,429	25,579
应收票据	18	18	0	0
应收账款	2,672	3,019	3,413	3,814
预付账款	1,358	1,561	1,678	1,831
存货	1,622	1,864	2,004	2,187
其他流动资产	4,964	5,212	5,473	5,746
流动资产合计	17,884	19,860	29,996	39,158
其他长期投资	1,249	1,311	1,377	1,446
长期股权投资	4,045	4,450	4,672	4,906
固定资产	158,255	165,863	175,779	189,793
在建工程	30,193	33,212	38,194	43,923
无形资产	3,334	3,567	3,817	4,084
其他非流动资产	2,681	2,815	2,956	3,104
非流动资产合计	200,445	211,962	227,606	248,165
资产合计	218,329	231,822	257,602	287,323
短期借款	20,626	24,751	28,464	32,733
应付票据	0	0	0	0
应付账款	13,432	15,438	16,592	18,114
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	5,528	6,357	6,993	7,692
一年内到期的非流动负债	16,785	28,535	37,095	44,514
其他流动负债	5,289	5,553	5,831	6,123
流动负债合计	69,577	88,095	102,062	115,909
长期借款	6,023	6,625	7,288	8,017
应付债券	14,696	4,409	4,850	5,335
其他非流动负债	3,477	3,651	3,833	4,025
非流动负债合计	86,587	77,588	79,315	81,173
负债合计	156,164	165,682	181,377	197,083
归属母公司所有者权益	49,594	53,034	61,763	73,894
少数股东权益	12,571	13,106	14,462	16,347
所有者权益合计	62,165	66,139	76,225	90,241
负债和股东权益	218,329	231,822	257,602	287,323

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-2,031	23,821	29,154	34,319
现金收益	16,367	17,609	24,242	28,973
存货影响	-34	-242	-139	-184
经营性应收影响	-2	-650	-592	-654
经营性应付影响	790	2,835	1,790	2,221
其他影响	-19,152	4,270	3,854	3,964
投资活动现金流	-26,500	-25,119	-30,078	-35,896
资本支出	-26,607	-25,253	-30,232	-35,996
股权投资	712	246	428	416
其他长期资产变化	-605	-112	-274	-316
融资活动现金流	30,926	2,233	10,168	9,726
借款增加	24,618	6,190	13,376	12,902
财务费用	-1,121	-4,643	-3,832	-3,821
股东融资	624	0	0	0
其他长期负债变化	6,805	686	623	645

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	127,489	144,065	162,839	181,955
营业成本	111,687	128,367	137,965	150,618
税金及附加	217	245	277	310
销售费用	6,967	7,491	8,468	9,462
管理费用	3,599	3,602	4,071	4,549
财务费用	1,121	4,643	3,832	3,821
资产减值损失	442	100	100	100
公允价值变动收益	-64	140	0	0
投资收益	625	650	650	650
其他收益	3,058	3,500	3,700	3,800
营业利润	8,081	4,507	12,476	17,546
营业外收入	886	700	600	600
营业外支出	169	90	90	100
利润总额	8,798	5,117	12,986	18,046
所得税	1,965	1,143	2,900	4,031
净利润	6,833	3,974	10,086	14,016
少数股东损益	919	535	1,356	1,885
归属母公司净利润	5,914	3,440	8,729	12,131
NOPLAT	3,898	3,386	9,365	13,216
EPS(摊薄) (元)	0.48	0.28	0.71	0.99

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	11.1%	13.0%	13.0%	11.7%
EBIT 增长率	-42.5%	-13.1%	176.6%	41.1%
归母净利润增长率	17.0%	-41.8%	153.8%	39.0%
获利能力				
毛利率	12.4%	10.9%	15.3%	17.2%
净利率	5.4%	2.8%	6.2%	7.7%
ROE	11.9%	6.5%	14.1%	16.4%
ROIC	2.6%	2.2%	5.3%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	71.5%	71.5%	70.4%	68.6%
债务权益比	99.1%	102.8%	107.0%	104.9%
流动比率	25.7%	22.5%	29.4%	33.8%
速动比率	23.4%	20.4%	27.4%	31.9%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转天数	8	8	8	8
应付帐款周转天数	43	43	43	43
存货周转天数	5	5	5	5
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.28	0.71	0.99
每股经营现金流	-0.17	1.94	2.38	2.80
每股净资产	4.04	4.32	5.03	6.02
估值比率				
P/E	14	24.8	9.8	7.0
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8	8	5	4

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500