

推荐 (维持)

从三阶段理论重看航空业估值

2019年07月01日

航空业深度报告

上证指数	3045	
行业规模	占比%	
股票家数 (只)	8	0.2
总市值 (亿元)	3324	0.6
流通市值 (亿元)	3109	0.7

行业指数	%		
	1m	6m	12m
绝对表现	5.8	21.8	-1.8
相对表现	1.6	-5.2	-13.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《航空业重大点评报告—737MAX 空难影响深远, 供给侧影响持续到明年》2019-04-14
- 2、《民航发展基金费减半点评—政策助力, 百尺竿头更进一步》2019-04-04
- 3、《航空业 2019 年将迎景气拐点—乘势而上, 一飞冲天》2019-03-26

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn
S1090519010004

本篇报告首先梳理了企业估值的基本方法, 然后通过分析我国航空业的基本特征与历史发展状况, 创造性地提出了航空业动态估值的三阶段理论。我们预计航空业未来竞争格局逐步改善, 维持对航空业的“推荐”投资评级。

- **估值方法选择:** 一般来说, 航空业具有强周期性和重资产特性, 更适合用 **PB** 和 **EV/EBITDA** 进行估值。由于三大航是重资产+强周期股, 同时折摊费较高, 利润波动剧烈, PE 指标失真。公司账面净资产较稳定, 同时 EBITDA 去除了税项、利息、折旧摊销的影响, 因此 PB 和 EV/EBITDA 指标更具有可比性和准确性。但是, 春秋航空作为 LCC, 风险应对能力强, 利润周期性减弱, 稳定性强, 结合成长性预期, 适合用消费股的 PE 和 PEG 进行估值。
- **估值动态分析:** 由于单一估值都具有内在缺陷, 同时难以反应市场对股价的综合预期, 因此我们可以根据航企所处的不同阶段进行动态估值分析。**第一阶段:** 航企处于周期低谷, 但破产风险较低, PB 在 1-1.5 倍区间有较强支撑, 同时具有修复预期。**第二阶段:** 航企可选消费属性增强, 同时管理改善, 抗风险能力提升, 利润稳定性增强, PE 估值也有了参考价值, 给予 PE 20-25x。**第三阶段:** 未来航空业竞争格局改善, 行业逐渐走向成熟, 盈利能力向美国航空股看齐, 此时给予 PB 3x。
- **当前我国航空业估值处于历史中枢偏低位置。** 据 Wind 一致预期, 截至 2019/6/28, 2019/2020 年, 国内五家航空公司平均 PB 为 1.76/1.54, PE 为 14.41/11.70, 美国航空公司平均 PB 为 2.36/2.19, PE 为 9.35/8.24。对比国际同业公司和历史估值表现, 考虑到国内航空业的成长性和集中度提升带来的提价预期, 当前我国航空估值处于历史中枢偏低位置。
- **投资建议:** 随着暑运旺季来临, 民航供给侧改革持续推行, 波音 737MAX-8 再现系统漏洞, 复飞再度延期。整体行业供需改善, 竞争格局向好。同时三、四季度油汇风险下行, 航空将超跌反弹。重点推荐中国国航 (龙头公司享受国内线溢价), 春秋航空 (低成本航空, 成长性与防守性兼备)、吉祥航空。
- **风险提示:** 宏观经济超预期下滑、油价汇率大幅波动、地区政治冲突等事件。

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	19PE	20PE	PB	评级
中国国航	9.57	0.86	1.06	1.13	11.1	9.0	1.6	强烈推荐-A
春秋航空	45.00	2.02	2.28	2.45	22.3	19.7	3.0	强烈推荐-A
吉祥航空	13.10	0.92	1.20	1.54	14.2	10.9	2.4	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、企业估值常见的基本方法	4
二、如何对航空企业进行估值？	5
1. 估值方法的选择——从航空基本特征谈起	5
2. 估值动态分析	9
(1) 第一阶段：跌入周期低谷	9
(2) 第二阶段：可选消费属性增强	10
(3) 第三阶段：未来竞争格局改善	11
3. 上市航司估值分析	13
三、风险提示	15

图表目录

图 1：航空周期性影响因素	5
图 2：美国平均票价具有周期性特征 (Real value, \$2017)	6
图 3：航空股相对于上证指数波动较大	6
图 4：航空股具有高 beta 属性	7
图 5：三大航非流动资产/总资产和资产负债情况	7
图 6：三大航平均折旧摊销额较高	7
图 7：国航的 PB 和 EV/EBITDA 比 PE 估值更加稳定	8
图 8：春秋归母净利润更加稳定 (单位：百万元)	8
图 9：航空动态估值三个阶段	9
图 10：近 20 年三大航归母净利润的周期变化 (单位：百万元)	10
图 11：近 20 年三大航 PB (MRQ) 均值变化情况	10
图 12：民航客运量呈现可选消费品的后周期属性	11
图 13：三大航 PE (TTM) 均值逐渐稳定	11
图 14：美国航司合计净利润和净利率情况 (单位：百万 USD)	12
图 15：中美两国旅客周转量对比 (单位：亿人公里)	12
图 16：美国三大航空公司 PB(MRQ) 情况	13
图 17：美国三大航空公司 EV/EBITDA 情况	13
图 18：航空行业历史 PEBand	15
图 19：航空行业历史 PBBand	15

表 1: 企业常见的估值方法及使用范围图	4
表 2: 投资者对航空企业估值预期 (截至 2019/6/28)	14
表 3: 重点公司主要财务指标.....	14

一、企业估值常见的基本方法

一般来说，企业常见的估值方法可以分为相对估值法和绝对估值法。相对估值法是使用市盈率、市净率、市售率、市现率等价格指标与其它多只股票（对比系）进行对比的方法。通常的对比做法主要有三类：一是和该公司历史数据进行对比；二是和国内同行业企业的数据进行对比，确定它的位置；三是和国际上的同行业重点企业数据进行对比。绝对估值法一般是使用现金流贴现模型，对企业未来的现金流进行预测并通过折现的方法来计算。

表 1：企业常见的估值方法及使用范围图

类型	名称	模型	适用范围
相对估值法	市盈率模型	PE=P/EPS	适用于盈利相对稳定且受周期影响小的行业
	市销率模型	PS=P/S	适用于一些尚未盈利但是有营收的企业
	PEG 模型	PEG=PE/GF	适用于盈利能力较好且成长性较高的企业
	企业价值倍数	EV/EBITDA	适用于有巨额折旧和摊销费用或者高杠杆的企业
	市净率模型	P/B	适用于重资产，账面价值比较稳定，周期性较强的企业
	现金流模型	P/FCF、P/OCF	适用于现金流稳定可预期的企业
绝对估值法	现金流贴现模型 (DCF)		适用于现金流稳定可预期的企业

资料来源：招商证券

通常而言，不同的企业类型，不同的成长阶段适用于不同的估值方法。要想对一个行业或者一家企业进行估值，我们首先需要明确这个行业/企业的特征以及其所处的成长阶段，然后判断适合哪种估值方法。

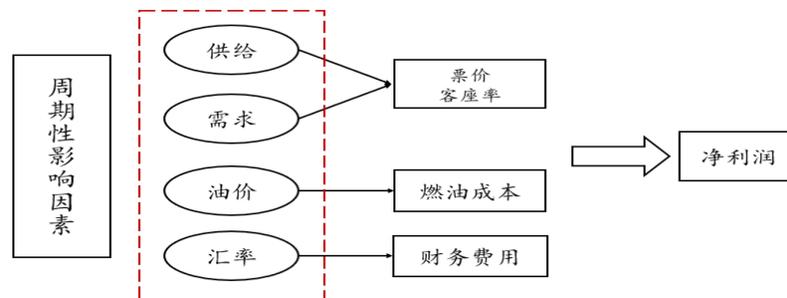
二、如何对航空企业进行估值？

1. 估值方法的选择——从航空基本特征谈起

概括来说，航空业基本特征主要包括强周期、高 beta、重资产，比较适合用 PB 和 EV/EBITDA 来估值。

航空业历来属于强周期性行业，是供需、油价、汇率三重周期叠加的结果。供需增速的相对变化，产生航空收益水平的波动；油价和汇率对航空业费用，对经营策略产生影响，对航空公司业绩造成扰动，最终产生航空业利润的周期性。

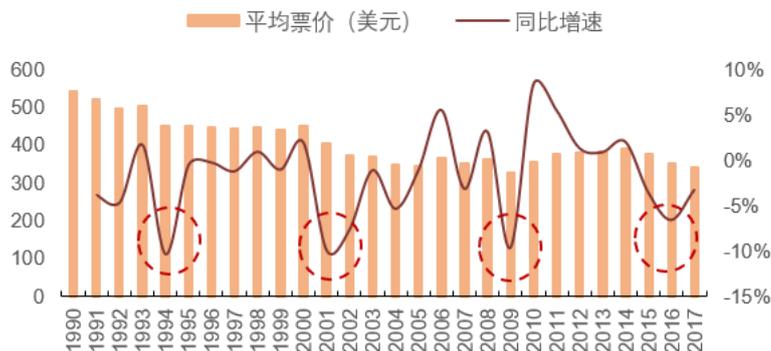
图 1：航空周期性影响因素



资料来源：招商证券

- 1) **需求端**：航空需求与宏观形势相关性较高。航空兼顾 2B 和 2C 需求，2B 端商务旅客需求与宏观经济形势相关性较高。2C 端需求更偏向可选消费品，伴随我国居民生活水平提升持续走高，但可选消费仍然无法脱离宏观经济。近年来，民航因私出行占比提升，民航客运量也从明显的先周期属性逐步转向可选消费品的后周期属性。
- 2) **票价端**：航空公司引进飞机从确定采购订单到飞机交付大约需要 1-2 年时间，订单采购速度较为平稳，类比传统周期行业，需求由外因上升时，运力增长存在时滞，行业会产生供不应求，造成票价和客座率上升；而当需求下滑时，运力缩减同样不会即时完成，造成票价和客座率下滑。观察美国近三十年平均票价，虽然由于竞争激烈整体呈下滑趋势，但仍然具有明显周期性。对于我国来说，我国国内航线航空票价受到管制，票价浮动只能在票价上限以下调整，部分抑制了我国航空票价的周期属性，航空供需周期更多的表现在客座率层面。不过目前票价市场化正在稳步前进，民航局计划在 2020 年建立主要由市场决定的机制基本完善，科学、规范、透明的国内航线客运票价监管制度基本建立，届时我国民航收益层面的周期性会更为显著。

图 2：美国平均票价具有周期性特征 (Real value, \$2017)

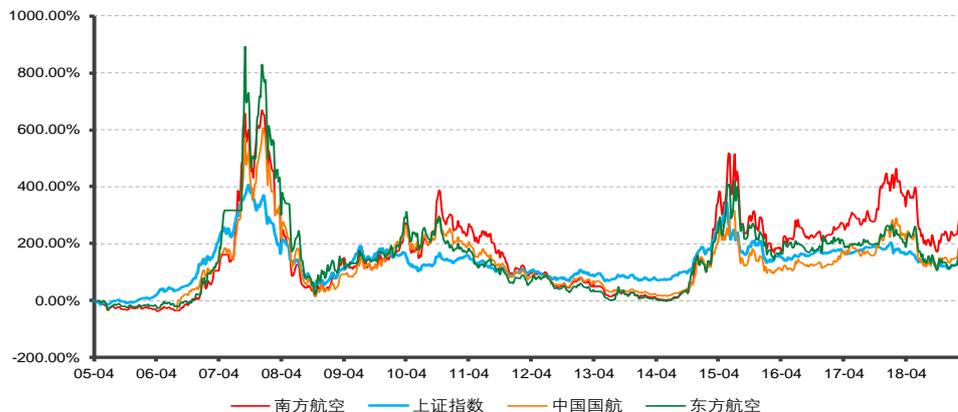


资料来源：Airlines for America、招商证券 注：平均票价为美国国内航线往返的票价

- 3) **油汇端**：航空公司还会受油价和汇率的扰动，航油成本约占航空公司营业成本 30%，人民币汇率波动 1%，会影响三大航净利润 2.5 亿至 3 亿，而**油价和汇率自身同样具有明显周期性**。航空煤油作为石油的产成品，采购价格直接与国际油价相关，受到石油供需、全球经济和地缘政治等因素综合影响进行周期性波动；人民币汇率在 2007 年 7 月不再盯住单一美元，建立以市场供求为基础的，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制，央行始终在追求人民币汇率双向波动的目标。

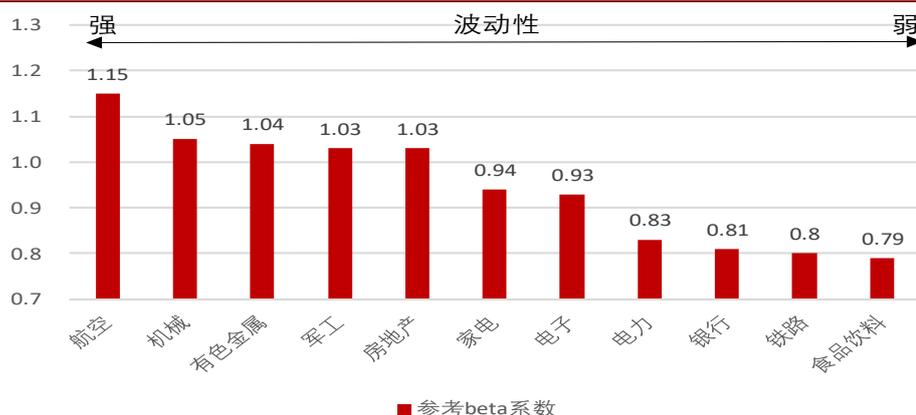
航空业股票长期以来具有高 beta 属性。具体表现为股价波动率较大，常常大幅跑赢或跑输上证指数（大盘）。据下图可以看出，自 05 年以来，三大航股价波动率普遍大于上证指数。根据 Wind 的行业 beta 计算器，我们对比了多个行业的 beta 系数，可以看出航空业 beta 较高为 1.15；机械、有色、军工、房地产等周期性较强的行业波动性也较强，beta 值普遍大于 1；电力、银行、食品饮料等行业波动性较低，beta 值大致位于 0.8 左右。

图 3：航空股相对于上证指数波动较大



资料来源：Wind、招商证券

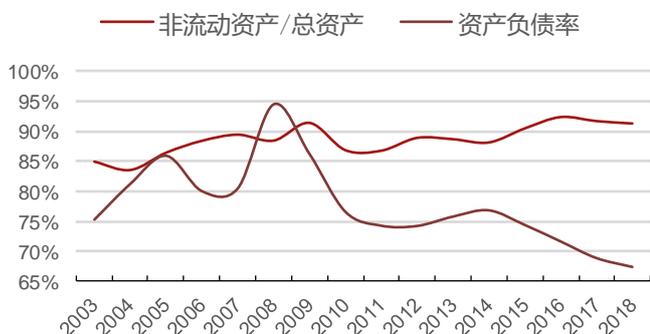
图 4：航空股具有高 beta 属性



资料来源：Wind BETA 计算器、招商证券 注：统计时间范围为 2010-2019；计算周期为月；计算方式为总市值加权平均；基准指数为沪深 300

航空企业具有重资产属性。航空企业为了提供航空运输服务需要购置大量飞机，同时支付大量航空燃油费用和飞行员/机组人员培训费用，对资本要求较高。从历史数据来看，三大航的非流动资产占比较高，处于 85%-95% 区间内，而资产负债率水平也较高，长期处于 75% 以上，近年来稍有下降，也处于 65% 以上。另外，航空业的折旧摊销数额也较高，三大航平均折旧摊销额近年来约 140 亿元，是净利润的 3-4 倍。

图 5：三大航非流动资产/总资产和资产负债情况



资料来源：公司公告、招商证券 注：数据来源于三大航均值

图 6：三大航平均折旧摊销额较高

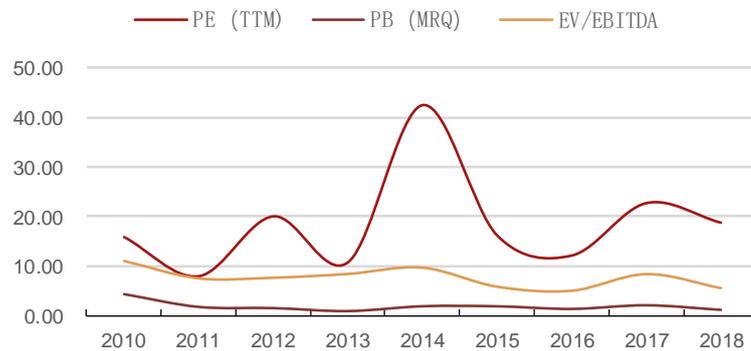


资料来源：公司公告、招商证券 注：数据来源于三大航均值

总体来看，由于三大航具有强烈的周期属性和重资产特性，另外折旧&摊销费用较高，利润波动较大，较难反应公司真实的运营水平，PE 指标失真。但是公司的账面净资产价值较为稳定，**适合用 PB 进行估值**；同时 EBITDA 指标能够去除税项、利息、折旧摊销的影响，剔除公司巨大资本投入对利润的拖累，**因此用 EV/EBITDA 来进行估值也更为准确。**

以中国国航为例，近 8 年来，公司的 PB 和 EV/EBITDA 指标比 PE 更加稳定。

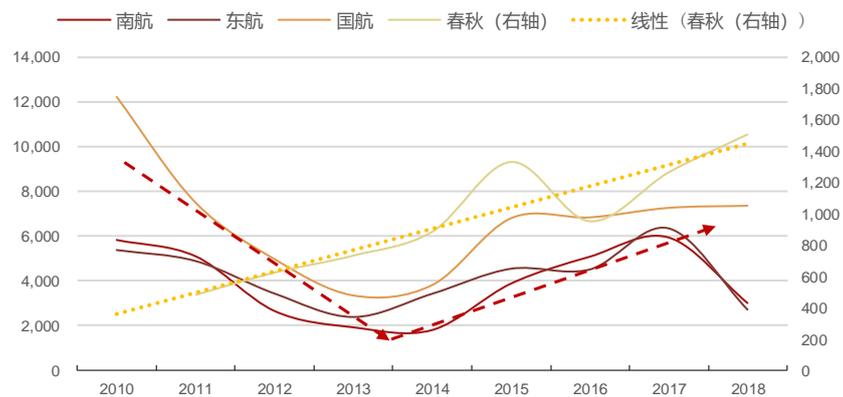
图 7：国航的 PB 和 EV/EBITDA 比 PE 估值更加稳定



资料来源：Wind、招商证券

当然，并不是所有的航空公司都适合这种估值方法。春秋航空以近乎极限的成本管控和优秀的收益管理策略+油汇管控能力使自己尽可能的免于周期性波动，利润更为平滑稳定。这种特性的航空公司更符合典型的消费股的特性，同时考虑到低成本航空市场正快速增长，具有较强成长性，春秋航空更适合用 PE 和 PEG 进行估值。

图 8：春秋归母净利润更加稳定 (单位：百万元)



资料来源：公司公告、招商证券

2. 估值动态分析

由于单一的估值都具有其内在的缺陷，同时难以反应市场对股价的综合预期，因此我们对航空企业所处的发展阶段进行了划分，根据其不同的阶段来进行估值的动态分析。

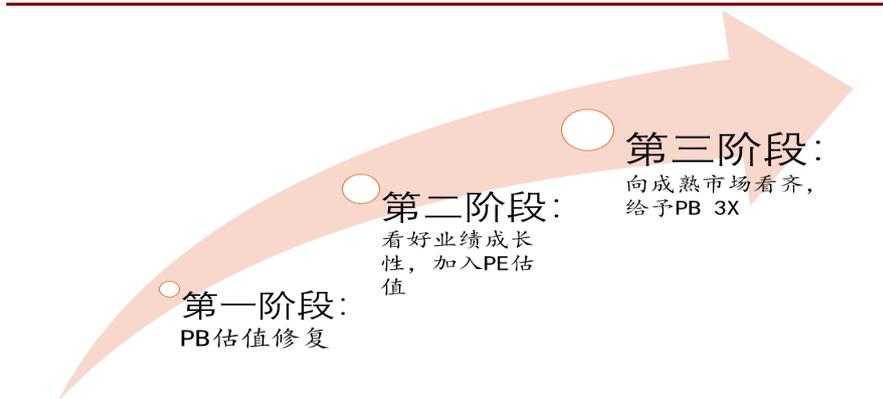
总体来看，我们划分为三个阶段：

第一阶段，航企遭遇油汇双杀/需求疲软，位于周期低谷，但不存在破产风险，此时安全边际较高，未来 PB 会逐渐修复（1-1.5）；

第二阶段，2014 年以来，航企管理改善，应对风险能力提升，虽然仍有周期性特征但盈利稳定性大大提高，同时受益因私出行大幅提升，可选消费属性增强，PE 估值也有了一定的参考价值；

第三阶段，未来航空业竞争格局改善，行业发展逐渐走向成熟，盈利能力提升，向美国航空股看齐，此时给予 PB 3x。

图 9：航空动态估值三个阶段



资料来源：招商证券

(1) 第一阶段：跌入周期低谷

航空公司历史上经历多次周期低谷，几乎每 5 年遭遇一次打击。

2003 年非典疫情：2002-2003 年期间，全球爆发“非典型肺炎”，各国家政府都采取相关措施严控人员流动，因此民航旅客周转量大幅减少，三大航利润遭遇重创。

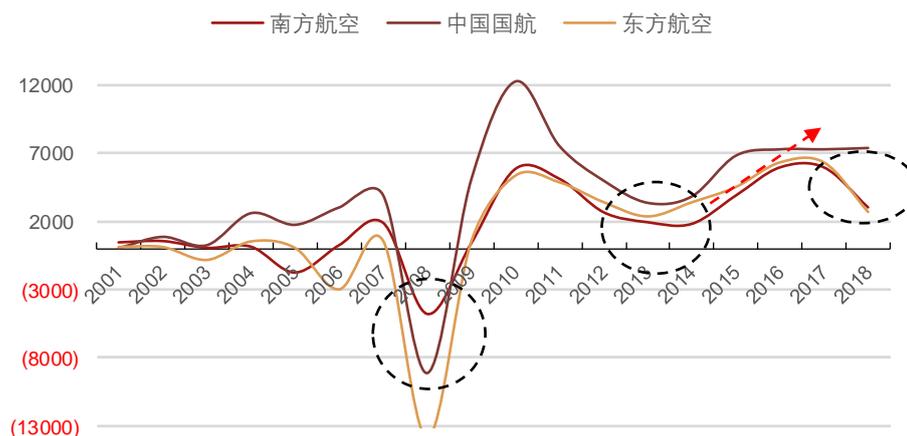
2008 年金融危机：由于美国出现次贷危机，2008 年金融危机在全球蔓延，宏观经济跌入谷底，商务活动基本陷入停滞，全球各行业（包括航空）业绩普遍大幅下跌。

2013 年竞争格局恶化+油价冲高：2013 年中国民航局放松政府管制，重新放开新设航司申请，民航运力快速扩张，竞争格局恶化；同时，在 2012-2014 年期间，世界发达国家经济逐渐复苏，燃油需求大幅上升，布油持续高位运行（达到 100-120 美元/桶），三大国有航空利润下滑。

2018 年遭遇油汇双杀：由于国内外政治经济局势变化，2018 年遭遇油汇双杀，全年人民币贬值 5%，全年布油增长 32%，国内综采成本增长 29%，南航、东航业绩大幅下降，国航几乎零增长。

各航司在周期低谷期股价普遍跳水，市场悲观情绪达到顶点，这个时候适合用 PB 来进行公司估值，因为它相当于公司清算价值的标杆。当三大航 PB 均值趋近于 1 时，意味着每股股价已经逼近每股净资产，公司市值已基本接近清算价值。考虑到国有航司破产风险较小，短期业绩低谷不会使股价长期跌破净资产，回顾历史数据，我们发现 PB 在 1-1.5x 的区间内有较强支撑。一旦突发事件得到妥善解决，经济开始复苏，或者外围风险开始出清，各航司 PB 会逐渐从 1 修复至 1.5-2 倍。

图 10：近 20 年三大航归母净利润的周期变化（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 11：近 20 年三大航 PB (MRQ) 均值变化情况

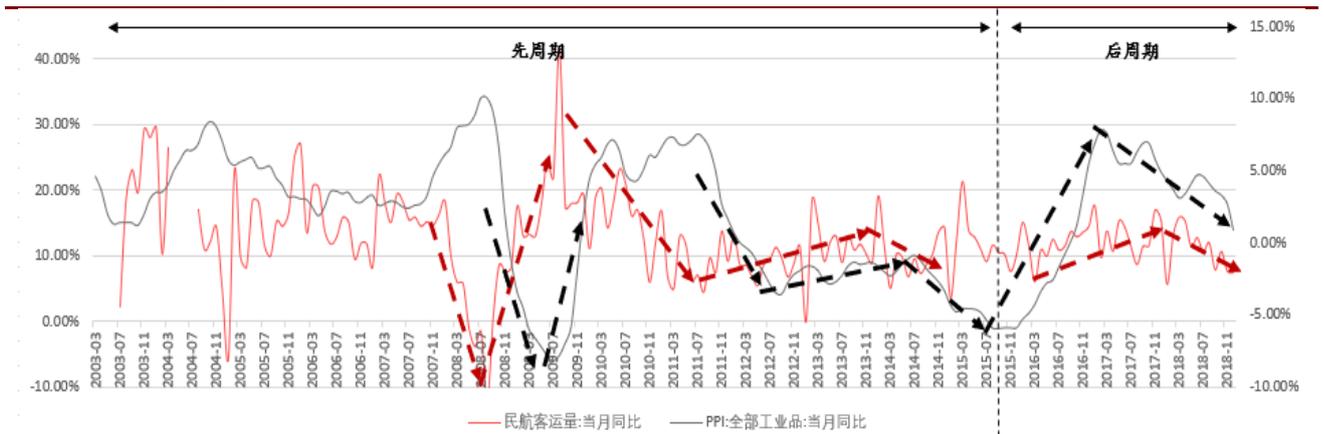


资料来源：Wind、招商证券

(2) 第二阶段：可选消费属性增强

虽然历史上航空业呈现明显的周期性特征，但是近年来需求端的可选消费属性逐渐增强。正如上文所说，航空兼顾 2B 和 2C 需求，2B 端商务旅客需求与宏观经济形势相关性较高，2C 端需求更偏向可选消费品。伴随我国居民生活水平提升持续走高，民航因私出行占比提升，民航客运量也从明显的先周期属性逐步转向可选消费品的后周期属性。

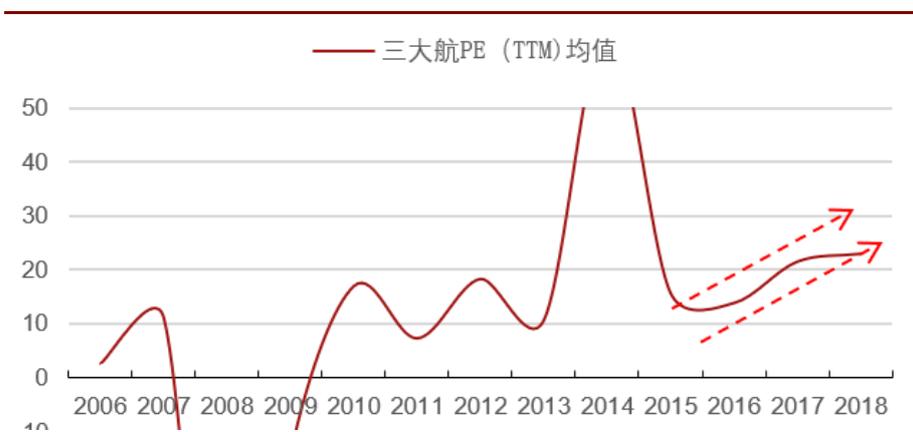
图 12: 民航客运量呈现可选消费品的后周期属性



资料来源: Wind、招商证券

同时随着航司管理改善, 应对风险能力增强, 三大航业绩稳定性提升, PE (TTM) 不再呈现过山车式的大起大伏, 而逐渐向可选消费品的 20-30x 区间靠拢。因此在周期的上升阶段可以参考可选消费品, 给予估值区间 20-25x PE。

图 13: 三大航 PE (TTM) 均值逐渐稳定



资料来源: Wind、招商证券

(3) 第三阶段: 未来竞争格局改善

随着社会的进步与经济的发展, 航空业的未来走势并不是简单的循环往复而是螺旋式的上升, 短期的业绩波动不会打破长期基本面向好的逻辑。

回顾美国航空业的历史发展, 我们可以发现, 2009 年以来盈利能力的提升主要在于供给端受限, 行业集中度提升, 龙头公司竞争格局良好。

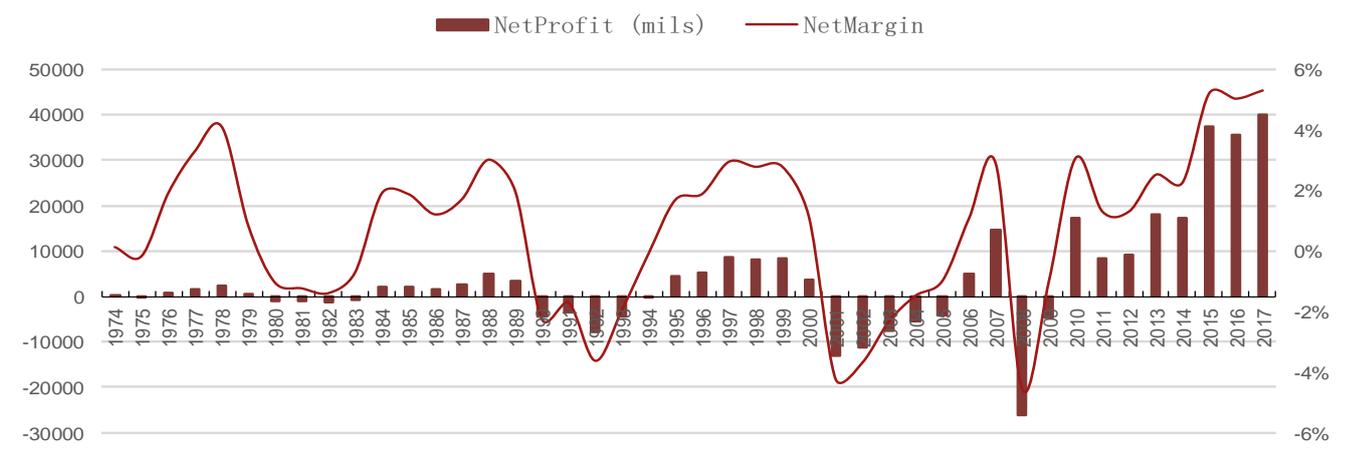
1974-1978: 美国航空运输实行严格管制, 航司的进入及退出、新增航线&时刻、票价等方面都受美国航空运输委员会管控。

1978-2008: 1978 年美国发布《民航放松管制法》, 逐渐放开市场准入、航线审批、

票价管控，由于航空运输同质化严重，一旦放开行业进入壁垒，美国航空业就呈现类似于完全市场竞争的状态。这一阶段航司数量大幅增长，行业集中度下降，价格战愈演愈烈，航空业整体净亏损年份占一半以上。1985年之后，美国航空业迎来大范围整合。

2009-至今：2009 以来，美国航空业基本形成寡头垄断格局，2018 年行业集中度 CR5 提升至 79%，竞争格局向好，供需大环境改善，并且规模效应逐步显现，航司成本控制能力提升，最终盈利能力提升。

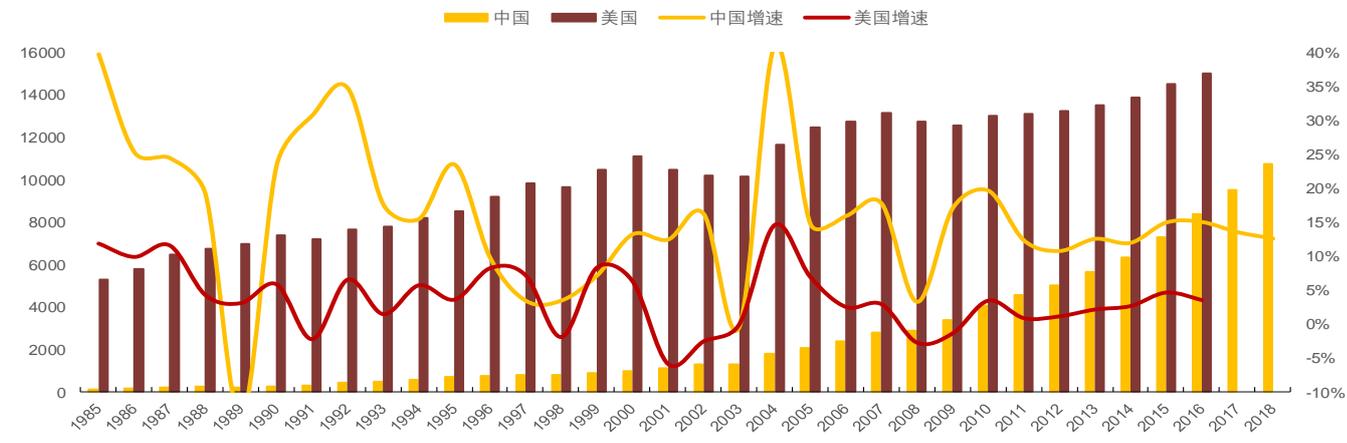
图 14：美国航司合计净利润和净利率情况(单位：百万 USD)



资料来源：Airlines for America、招商证券

对比来看，我国航空业正处于成长期。2018 年我国人均乘机次数仅为 0.44 次，远低于美国（超 2 次）。当前我国航空旅客周转量绝对值大约为 10711 亿人公里，基本相当于美国 2004 年的水平，但同比增速较快，近几年保持 12% 左右的增长，据空客预测，预计未来我国民航客运量仍能保持 7% 以上的增长。

图 15：中美两国旅客周转量对比（单位：亿人公里）

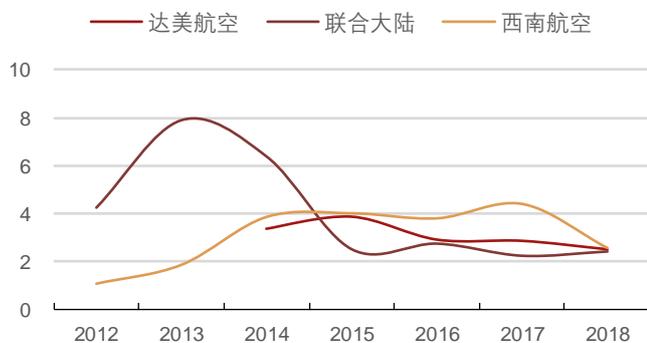


资料来源：Wind、招商证券

与美国相似，目前我国航空业也处于寡头垄断格局。由于我国民航业受政府管制较严，行业进入壁垒较高，2017 年行业集中度 CR4 达 77%，寡头垄断格局与美国相似。2017 年以来，民航业供给侧改革（严控航司数量和机队&航线规模）和票价市场化改革持续推行，整体行业竞争格局持续向好。航线资源会向头部集中，并且票价放开以后，优质时刻的变现能力将大幅提升，三大航的相对优势进一步提升。2018 年以来，国家层面防范金融风险，前期高速扩张的航空集团或者小的民营未上市航企，遇到资金链的极大压力，在近 2 两年呈现出全面收缩的局面，航空业供给侧改革一步到位，中国民航业竞争格局进一步集中在三大航和两小航企里。

因此，长期来看，我国航空业未来竞争格局向好，龙头公司盈利水平提升，三大航整体的 PB 估值有望向美国航空业看齐，达到 2.5-3 倍，三大航的 EV/EBITDA 有望达到 6-8 倍。

图 16: 美国三大航空公司 PB(MRQ)情况



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 美国三大航空公司 EV/EBITDA 情况



资料来源: Wind、招商证券

3. 上市航司估值分析

据 Wind 一致预期，2019/2020 年，国内五家航空公司平均 PB 为 1.76/1.54，PE 为 14.41/11.70，美国航空公司平均 PB 为 2.36/2.19；PE 为 9.35/8.24。对比国际同业公司和历史估值表现，考虑到国内航空业的成长性和提价预期，当前我国航空估值处于历史中枢偏低位置。

目前估值较低主要有三个原因：1) 19 年二季度宏观经济触底；2) 受 OPEC 减产、美国页岩油增产速度放缓、委内瑞拉、利比亚地缘风险发酵等因素影响，油价 5 月份短期冲高；3) 中美贸易摩擦持续发酵，4 月以来人民币贬值 2.5%；4) A 股经历年初以来 3 个月的上涨后有调整需求。

油汇环境改善，量价上行支撑航空超跌反弹。上周末（2019/6/28）美元兑人民币现价为 6.87，汇率已经企稳；布伦特原油收于 66.55 美元/桶，油价从年内高点下挫近 15%，大概率还要继续下挫。6 月下旬到 7 月上旬整体客座率水平同比仍保持明显的领先趋势。7 月中旬起客座率水平基本与去年同期保持持平趋势。6 月底客流增速仍保持同比

较快增长，但票价增幅出现收窄，反映预售票价水平同比增幅有限。4月份以来，人民币对美元贬值 2.5%，市场明显放大了汇率对航空股的影响。中期来看，航空竞争格局趋好，中期需求有翻倍空间，下半年将超跌反弹。

投资建议：随着暑运旺季来临，民航供给侧改革持续推行，波音 737MAX-8 机型再现系统漏洞，复飞再度延期，下半年运力继续紧缩，整体行业供需改善，竞争格局向好。同时三、四季度油汇整体风险下行，我们重点推荐中国国航（龙头公司享受国内线溢价），春秋航空（低成本航空，成长性与防守性兼备）。

表 2：投资者对航空企业估值预期（截至 2019/6/28）

	收盘价 单位：原始币种	EV/EBITDA	P/E			P/B		
			TTM	19E	20E	MRQ	19E	20E
达美航空	56.75USD	4.94	9.05	8.21	7.25	2.88		
联合大陆航空	87.55USD	5.90	10.12	8.14	7.47	2.35	2.04	1.83
西南航空	50.78USD	6.45	11.54	11.71	10.00	2.82	2.67	2.55
美国三大航均值		5.76	10.24	9.35	8.24	2.68	2.36	2.19
中国国航	9.57	6.49	18.71	12.83	10.91	1.55	1.35	1.18
春秋航空	45.00	15.76	25.92	21.39	17.51	2.99	2.74	2.38
吉祥航空	13.10	13.10	19.61	15.00	11.84	2.40	2.05	1.80
中国五大航均值		9.44	25.62	14.41	11.70	2.00	1.76	1.54

资料来源：数据均来自 Wind 一致预期、招商证券

表 3：重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	19PE	20PE	PB	评级
中国国航	9.57	0.86	1.06	1.13	11.1	9.0	1.6	强烈推荐-A
春秋航空	45.00	2.02	2.28	2.45	22.3	19.7	3.0	强烈推荐-A
吉祥航空	13.10	0.92	1.20	1.54	14.2	10.9	2.4	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券 注：数据来自招商证券预测

三、风险提示

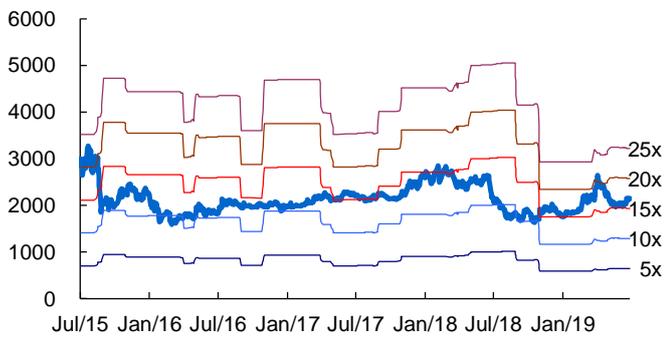
宏观经济下滑：经济超预期下行，势必传导到航空出行；

油价大幅波动：油价大幅上涨，侵蚀航空公司业绩；

汇率大幅波动：人民币汇率大幅贬值，汇兑损失增加；

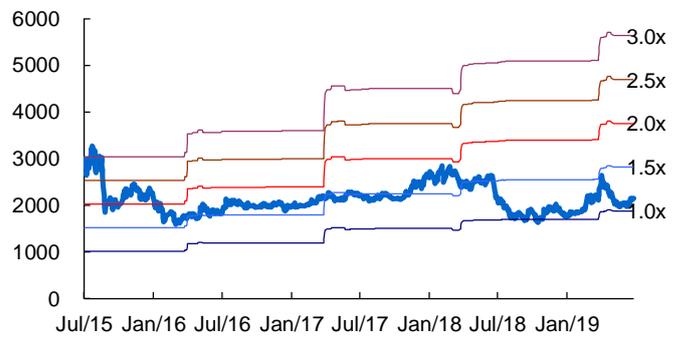
地区政治冲突：地区冲突、政治危机将影响国际旅客出行。

图 18：航空行业历史PEBand



资料来源：贝格数据、招商证券

图 19：航空行业历史PBBand



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

苏宝亮：清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。