

交通运输

航空系列深度之三 竞争格局改善，行业开启新周期

- **准入：政策松紧交替、牌照收紧成常态。**行业牌照审批具有明显的周期性；三次松紧交替：松（1984-1995）、紧（1995-2004）、松（2005-2007）、紧（2008-2012）、松（2013-2015）、紧（2016至今）。2016年以来，客运牌照净增仅2家，目前正处于最严格牌照收紧期，牌照收紧或成为常态。
- **出清：十年一轮大重组、行业集中度提高。**2000年前后第一轮重组潮，“4+5”格局形成；2010年前后第二轮重组潮，行业格局演化为“4+3+n”；2020年底以来第三轮重组潮，形成新格局：“4+其他”。按实际控制人口径，CR4达80%。
- **多因素边际向好、竞争格局全面改善。**三大航不断吸收合并其他航司、民航局再提“超级承运人”战略、行业恶性竞争或减少；第四大航空集团海航破产重整，激进扩张战略难再续；下沉市场崛起，二级B类和非一、二级机场市场份额提升明显，分别从约10%提升至17.6%、22.4%，需求越下沉、增速越快。
- **长期看，行业单位收入水平与竞争格局变动高度相关。**疫情催化下行业迎来第三轮重组潮，竞争格局改善，板块投资价值提升。

投资建议

推荐中国东航（上海主基地优势明显）、南方航空（扎实的国内基本盘）、吉祥航空（多元化经营策略）

风险提示

经济复苏不及预期；政策落地不及预期；国际航线恢复不及预期；油价、汇率波动风险。

重点推荐标的

简称	EPS			PE			评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
中国东航	0.08	0.53	0.61	60.2	8.9	7.7	增持
南方航空	0.20	0.76	0.97	31.8	8.3	6.5	买入
吉祥航空	0.53	1.04	1.23	29.4	15.1	12.8	增持

数据来源：公司公告，wind，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 5 月 30 日收盘价

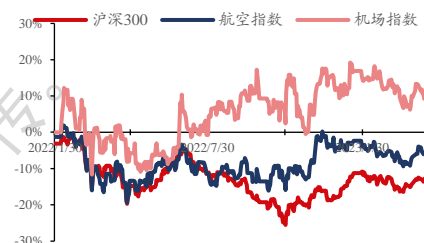
投资建议：

强于大市（维持评级）

上次建议：

强于大市

相对大盘走势



分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《航空系列深度之二 困境反转，需求重回高增长交通运输》2023.05.20
- 2、《航空系列深度之一 数量驱动转向质量驱动，行业供给改善交通运输》2023.05.08
- 3、《从“五一”出行看航空业全年复苏交通运输》2023.05.05

投资聚焦

研究背景

2023 年，航空业开启困境反转的复苏历程，我们立足产业背景，推出航空行业系列深度报告，此为系列报告第三篇：竞争格局篇。航空服务同质化程度较高，在上行周期，表现为激烈的票价竞争，下行周期，行业重组潮。长期看，行业单位收入水平与竞争格局变动高度相关。疫情催化下行业迎来第三轮重组潮，推动竞争格局改善，提升板块投资价值。

创新之处

市场对航空业的研究，主要集中于上市公司。本报告从行业整体的角度，在对国内民航业存在过的超过 100 家持牌承运人的研究基础上，按照股权关系划分市场主体，深入剖析民航业竞争格局的变动及背后原因，清晰勾勒了准入、出清周期性规律。

核心结论

政策松紧交替、牌照收紧成常态。从准入看，行业牌照审批具有明显的周期性，经历了三次松紧交替，目前正处于最严格牌照收紧期。2016 年以来，客运牌照净增仅 2 家，牌照收紧或成为常态。

十年一轮大重组、行业集中度提高。从出清看，2000 年前后第一轮重组潮，行业几十家航司被整合，“4 大航空集团+5 家中型航司”格局形成；2010 年前后第二轮重组潮，行业格局演化为“4 大航+3 中航+n 小航”；2020 年以来第三轮重组潮，基本奠定了“4 大航+其他航司”格局，CR4 达 80%。

多因素边际向好、竞争格局全面改善。中型以上航司不断被三大航吸收合并、民航局再提“超级承运人”战略、行业恶性竞争或减少；第四大航空集团海航破产重整，激进扩张战略难再续；下沉市场崛起，二级 B 类和非一、二级机场市场份额提升明显，分别从约 10%提升至 17.6%、22.4%，需求越下沉、增速越快。

今年以来，行业整体供过于求的背景下，票价涨幅 30%以上，航司在定价策略上表现出极大协同性。我们认为这是竞争格局改善的有力印证，这种向好态势预计有望持续，行业有望开启景气周期。

正文目录

1 准入：政策周期的历史演进	5
1.1 1978-2004：航司由中央或地方政府出资设立	5
1.2 2005-2016：准入松紧交替	6
1.3 2016.9 至今：第三个“收紧”期仍在持续	8
2 出清：下行周期重组潮	8
2.1 第一轮重组潮：“4+5”格局形成	8
2.2 第二轮重组潮：竞争分化为“4+3+N”	10
2.3 新格局：“四大航+其他航司”	11
3 行业竞争格局分析	12
3.1 竞争格局直接影响收益水平	12
3.2 客运牌照数量保持稳定	13
3.3 市场份额呈“811”分布	14
3.4 前 20 大机场时刻分布	16
4 边际改善开启新周期	20
4.1 何谓“超级承运人”？	20
4.2 海航激进扩张时代谢幕	21
4.3 下沉市场增速更快	22
5 推荐标的	23
5.1 中国东航	23
5.2 南方航空	24
5.3 吉祥航空	25
6 风险提示	26

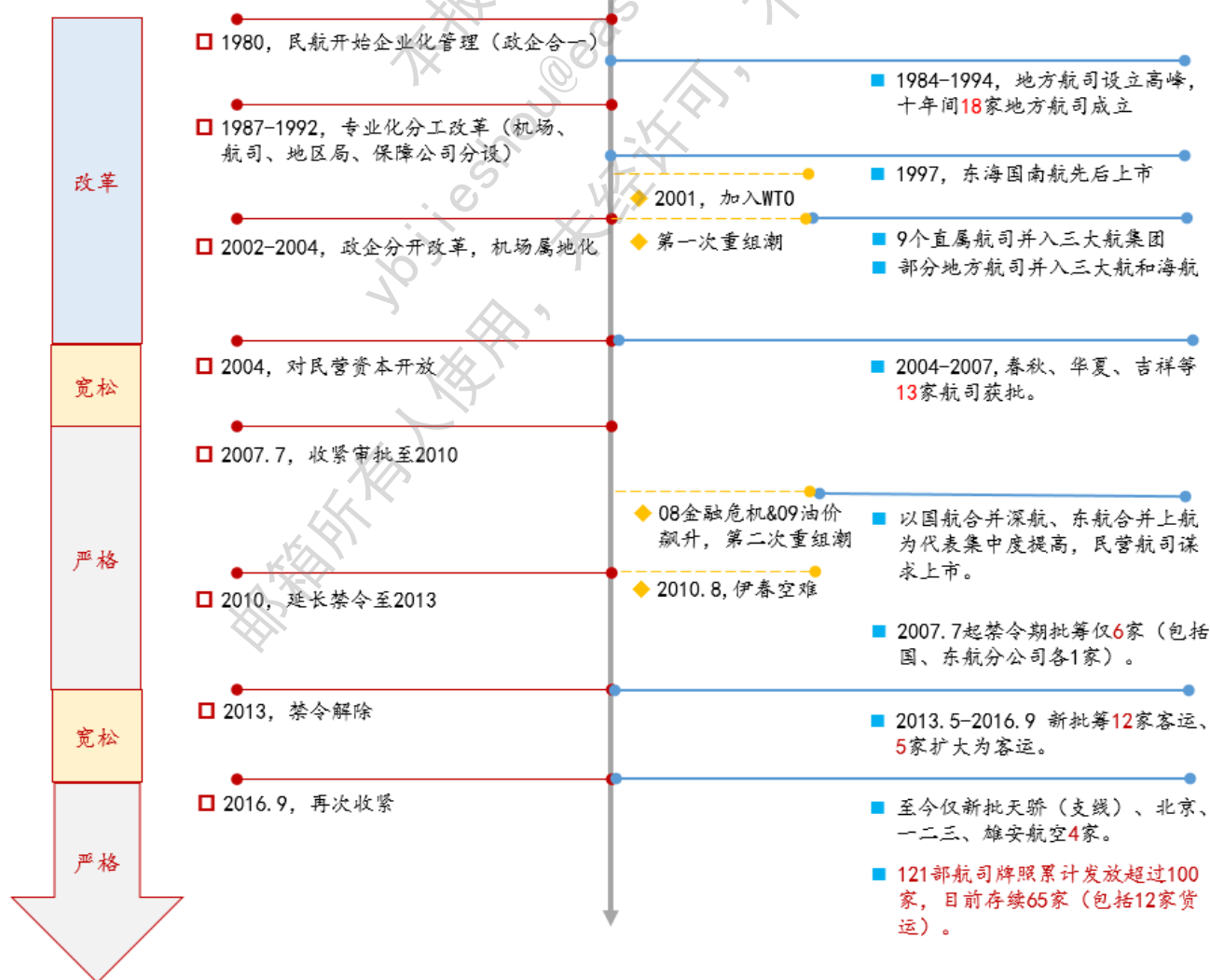
图表目录

图表 1: 准入政策周期演进	5
图表 2: 2000 前后行业重组潮最终形成了“4+5”格局	10
图表 3: 1981-2021 我国航空企业数量(个)变化	11
图表 4: 2003-2021 单位收入水平变动	12
图表 5: 2009-2019 行业、航司、机场利润率对比	13
图表 6: 现存客运牌照分布	14
图表 7: 2010-2021 客运牌照数量(个)	14
图表 8: 2009-2022 RPK 份额变动	15
图表 9: 2009-2022 客运人数份额变动	15
图表 10: 2019 RPK 份额	15
图表 11: 2019 客运人数份额	15
图表 12: 七大航司机队规模及机型对比	16
图表 13: 千万级/万吨级机场业务量占比(2019)	16
图表 14: 前 20 大机场&北上广深成机场旅客吞吐量份额	16
图表 15: 北上广深成机场时刻份额分布(2023 夏秋航季)	17
图表 16: 12 大机场时刻份额(%)分布(2023 夏秋航季)	19
图表 17: 海航重整计划披露的未来规划	21
图表 18: 机场时刻分类管理方案	22
图表 19: 二级及以下机场全国旅客吞吐量份额提升显著	23
图表 20: 中国东航盈利预测	24
图表 21: 南方航空盈利预测	25
图表 22: 吉祥航空盈利预测	25

1 准入：政策周期的历史演进

政府管制程度高是航空行业的天然属性，根据交通运输部《公共航空运输企业经营许可规定》（2018），中国民用航空局负责公共航空运输企业筹建认可、经营许可，地区管理局负责所辖地区公共航空运输企业筹建认可和经营许可的初步审查。新设航空公司需要民航局同意筹建、验收合格后颁发经营许可，筹建期不超过两年。政策松紧度决定了进入行业的难易程度，回顾 1978 以来民航业，审批政策呈现出明显的周期性。

图表 1：准入政策周期演进



资料来源：民航局、国联证券研究所整理

1.1 1978-2004：航司由中央或地方政府出资设立

民航改革从 1978 年开始酝酿，主要有三个节点：1980，民航脱离军队，实施企业化管理，但此时企业与民航局政企合一；1987 年起，进行专业化分工改革；2002

年，实施政企分开改革。

第一个“宽松”十年：民航企业主体数量大增。1984-1995 年，民航改革开启后第一波航企成立高峰，共核准设立 40 家航空运输企业，1995 年底存续 38 家，较 1983 年净增 31 家。

中央方面：民航局主导成立了 6 家骨干航企、分别与 6 个地区管理局合并管理，在 1992-1995 年，这些骨干航企又成立了 10 家以上分公司；地方方面：1985 年，国务院批转民航局《关于民航系统管理体制改革的报告》提出“有计划地支持地方兴办各类航空企业，逐步形成骨干航空企业、地方航空企业、小型航空企业并存地航空企业群”，集中力量建设经济成为全国主旋律，地方政府为了加快发展，成立航空公司积极性高涨。仅 1984-1988 年，各地要求成立地航空企业超过 30 家；1984-1994 十年间，民航局核准地地方航企共 18 家，中央航司的分、子公司 11 家，覆盖大部分省级行政区。

第一个“收紧”十年：1995 年起，市场准入数量开始回落，直到 2004 年底对民营资本放开准入。这一阶段主要对已有航企架构调整，截至 2004 年底，存续航企 30 家，较 1995 年净减少 8 家。

这一阶段形成的市场主体构成了国内民航业长期“基本盘”。2002 年，“国东南”格局正式形成；地方航司中的佼佼者成长为中型航司主力：海航、厦航、深航、山航、川航、上航，地方航司在避免被“三大航”吞并的过程中，各自发展出了不一样的路径。站在今天的视角看，尽管这一阶段出现的大部分市场主体都无法避免被纳入“三大航”版图，但他们与后者的博弈中与延缓了行业集中度提高的时间，这个过程刺激了市场竞争、客观上促进了行业效率提升。

1.2 2005-2016：准入松紧交替

短暂的第二个“宽松”期：2005-2007.7。

2004 年 12 月民航局发布《公共航空运输企业经营许可规定》放宽对民营资本的市场准入条件，对民营投资主体投资组建公共航空运输企业不作限制。第一家民营航司鹰联率先获批；奥凯航空 2005 年 3 月首飞，被誉为《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》（“非公经济 36 条”）“报春第一枝”；民营航司大量出现。

2005 年至 2007 年 6 月，两年半共批设 13 家客运航司、7 家货运航司，其中民营航司达 16 家，成为这一时期入场主力。此外，2005 年深圳航空完成股转，由国企变为民企，并频繁出现在这一时期新成立民营航司大股东名录里，控股了东北航空、翡翠货运、昆明航空、鲲鹏航空等；类似扩张路径的还有也已化身民企的海航，这一时期发起成立了西部航空、祥鹏航空、扬子江快运、大新华快运。截至目前，上述 16 家民营航司中，有 5 家已注销，有 4 家纳入“三大航”版图。大部分民营资本黯然收场，但春秋、吉祥、华夏等优秀的民营航司也在这时期登上历史舞台。

被拉长的第二个“收紧”期：2007.7-2013.2。

2007 年 7 月，民航局发布《民航总局关于调控航班总量、航空运输市场准入和运力增长的通知》，提出“2010 年之前民航总局将暂停受理新设立航空公司的申请，对已受理的申请严格审核，每年批准筹建的数量不超过 3 家”，行业准入应声收紧。三年内批设的航空公司除了顺丰航空、友和道通航空两家货运公司外，只有幸福航空和西藏航空，都是受到政策“例外”支持的。幸福航空由中航工业集团发起，用于国产新舟 60 支线飞机运营；西藏航空则是首家基地在拉萨的航司，也是首家专营高原航线的航司，对于出入藏往来有重要意义。

按计划本应恢复审批的 2010 年，发生了“824 伊春空难”。民航局发布《关于进一步加强公共航空运输企业经营许可管理，落实航空运输安全要求的通知》，不仅暂停受理新航空公司的设立申请，提高航空公司设立分公司、子公司门槛，还要求各地存在不规范现象的航空公司完成整改，“禁令期”被拉长至 2013 年。这三年新发的客运牌照：大连航空、云南英安航空、东航云南、国航内蒙古，严格来说只有大连航空、国航内蒙古属于新设，云南英安航空由通用航空业务扩大至包括客运、东航云南为东航原有子公司的改组。

短暂的第三个“宽松”期：2013.3-2016.9。

2013 年 3 月，民航局印发了《关于调整公共航空运输企业经营许可管理有关政策的通知》，对公共航空运输企业经营许可管理相关政策进行调整，并提出今后将更加充分地发挥市场配置资源的基础性作用，并大幅放宽了此前关于分公司、子公司设立条件。此后到 2016 年新的收紧政策之前，共新发了 16 家客运牌照（新成立 12 家、由货运/公务机扩大经营范围有 4 家）和 3 家货运牌照。

新入场主体有明显区别于上一个宽松周期的特征：其一，地方政府再次登场，成

为兴办航司主力，12 家新成立航司中 8 家有地方政府身影，地方政府通过全资或入股方式参与航空业，反映其通过航空拉动地方经济的强烈诉求，其中不乏一些当地已经有成熟航空公司的地区，这也折射出行业内部不同诉求方之间的博弈。其二，这一阶段成立的航司商业定位更加清晰，大部分定位为低成本或者支线航司，重点聚焦于区域市场，也反映市场发展阶段深化；与之相适应的，2013-2016 年，为了应对市场竞争，一批存续航司集中转型低成本航空，包括中联航、祥鹏航空、西部航空。

1.3 2016.9 至今：第三个“收紧”期仍在持续

2016 年 9 月，民航局下发《关于加强新设航空公司市场准入管理的通知》，除了严格控制新设航空公司，对支线航空转干线、全货运航空转客运，也都规定了更严格的限制条件。虽然政策措辞没有像“禁令期”使用“暂停受理”，但实际上当前行业正处于准入最严格、历时最长的阶段。六年多来，新批筹的客运航空公司 4 家：北京航空（原国航公务机公司，持客运牌照后实际仍在运营公务机业务）、天骄航空（支线航空）、南航雄安航空（实际未运营）、东航一二三航空（用于承接国产飞机运营）。

在经历了中央地方成立航司热潮、民营资本大量入场、地方政府积极发展区域航空等不同特征的集中式入场后，局方严控牌照发放，牌照资源越来越稀缺，难以出现新入场者。

2 出清：下行周期重组潮

2.1 第一轮重组潮：“4+5”格局形成

2000 年前后，行业内外部环境发生了多项重大变化，催生了行业第一轮重大重组潮，这一轮重组潮基本上奠定了此后至今大的行业格局。

2.1.1 2000 前后，多因素迫使行业重组

行业经济效益下滑：1998-2000，民航业经济效益较此前严重滑坡、连续 3 年亏损。主要原因：1. 亚洲金融危机扰动需求，当年地区航线客运量下降 11%；2. 国民经济治理整顿，市场需求疲软；3. 需求不振的情况下，航空公司盲目削价，但销售代理控制客源、获取高额的代理费用，旅客实际购买价格仍不合理，导致客座率大幅下滑。

黑天鹅频发：除了亚洲金融危机，2001 年“9·11”、2003 年“非典”对民航业冲击巨大；此外，行业接连发生了重大安全事故。1999 年西南航空温州空难，61 人遇难；2000 年武汉航空 622 空难，47 人遇难；2002 年两起重大安全事故：中国国际航空 129 号班机空难致 128 人遇难、北方航空大连 57 空难致 112 人遇难。

行业面临重大内忧外患，调整迫在眉睫。适逢 2001 年我国加入 WTO，为了应对国际竞争，国务院发出《关于印发民航体制改革方案的通知》，决定自上而下重组“三大航”；而自下而上的重组在 2000 年已经开始，“三大航”重组后，进一步加剧了其他航司的重组，形成了 2000 前后行业最大的一次重组潮。

2.1.2 四大航空集团瓜分小航司

2002 “三大航”重组引起行业格局震动，此前各地成立的航空公司大部分并入三大航；仅存的几家独立运营地方航司通过不同的路径进行自救，发展成为行业第二梯队。

中国国际航空、中国航空总公司及旗下浙江航空、西南航空及旗下重庆航空并入国航集团；

东方航空及旗下通用航空、西北航空及旗下南京航空、云南航空并入东航集团，此外，2001、2002 年东航分别收购了长城航空和武汉航空；

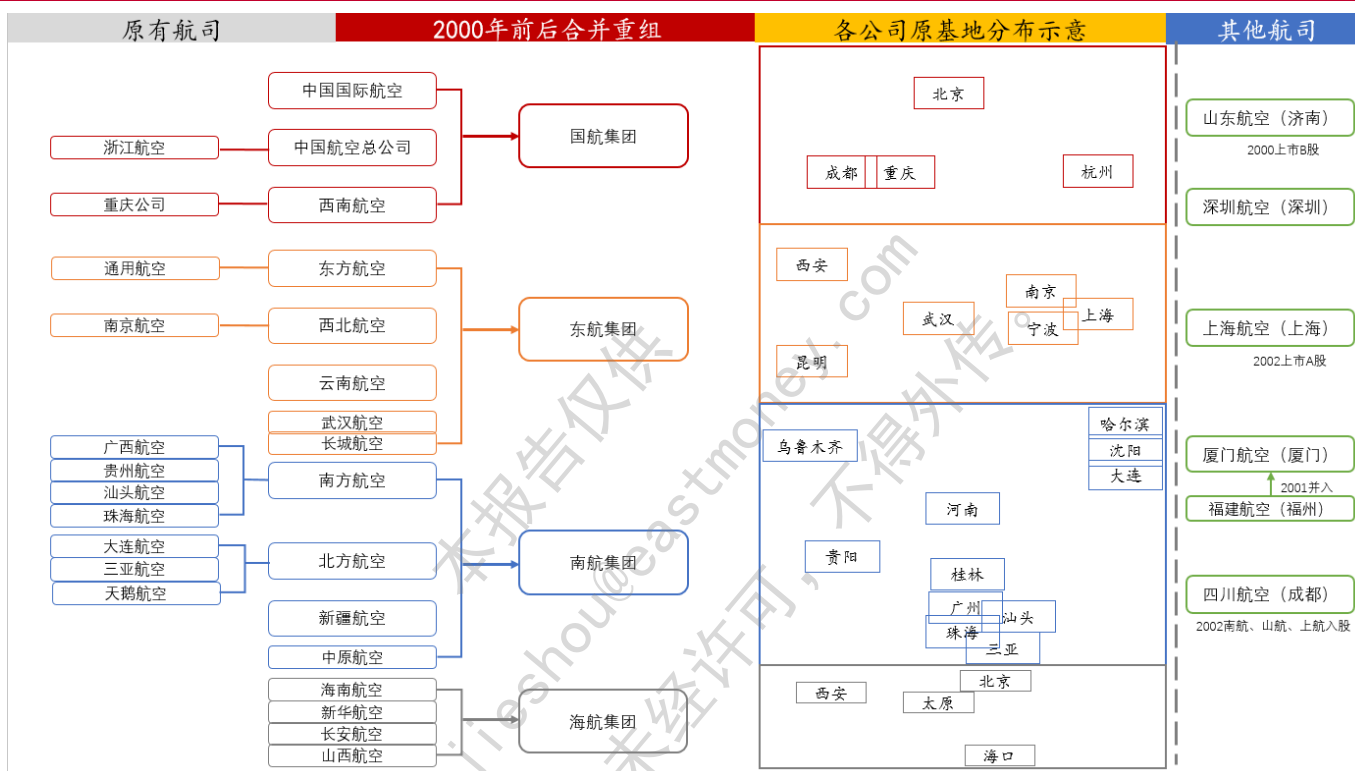
南方航空及旗下广西、贵州、汕头、珠海航空，北方航空及旗下大连、三亚、天鹄航空，新疆航空并入南航集团，此前 2000 年，南航已完成对中原航空收购。

地方航司中，海南航空扩张最积极，在 2000-2001 年先后收购了长安航空、新华航空和山西航空，成为第四大航空集团。

川航、山航、上航、深航等为了保障自己的利益，联合组建了中天集团，由于没有资本联系，中天集团只是一个松散的业务联盟，各成员航司最终难逃被“三大航”吞并或部分持股；山航 2000 年率先登陆 B 股；上航拒绝了东航的第一次收购邀约，2002 年在 A 股上市；川航则通过分散股权的方式保持经营自主；福建航空并入厦门航空，厦门航空虽然由南航控股，但经营上保持独立。地方航司的“自救”使得他们在一定时期内独立发展，但是三大航对其的整合并未因此停滞。

至此，民航改革以来成立的几十家客运航司，除了中国联合航空外已全部重整，“四大航”+5 家中型航司的格局形成。

图表 2：2000 前后行业重组潮最终形成了“4+5”格局



资料来源：民航局、国联证券研究所整理

2.2 第二轮重组潮：竞争分化为“4+3+N”

第一轮重组潮后，行业集中度已经比较高，但是 2005 年放开了民营资本准入后，行业又新进入了一批竞争者，使得竞争格局依旧激烈：一方面，春秋、吉祥、华夏等崛起，瓜分市场份额；另一方面，已经化身民企的海航和深航开启疯狂扩张。2008 年，我国航空业遭遇截至当年最严重亏损，各项指标增长大幅回落，而 2009 年又遭遇油价飙升，抗风险能力差的航司陷入经营危机。这直接导致行业 2008-2010 年第二轮重组潮，不但波及了新入场的航司、也间接出清了两家大中型航司。

上航、深航纳入“三大航”版图。2010 年，东航终于如愿将上海航空收为全资子公司，使其在上海地区市场占有率从 33%提高到 46%，牢牢占据上海门户；而在上一轮重组被“遗漏”的中国联合航空最终在 2010 年并入东航；国航收购因快速扩张陷入经营困境的深圳航空股权，持股 51%，极大增强了其华南版图布局，航网结构大幅优化。

小航司破产潮。相比于上航和深航，小航司抗风险能力更差。2009 年东星航空被国航以一元的象征性价格收购；2009 年鹰联航空被中国商飞、川航集团、成都交投联合重组，更名成都航空；2010 年伊春空难致河南航空破产；2010 年东北航空被川航

集团收购，更名河北航空。

这一轮重组进一步增强了三大航的竞争力；海航筹划着新一轮的扩张；和上航、深航相比，厦航、川航、山航稳健发展态势向好；而一些新兴小航司穿越了这轮下行周期而屹立不倒甚至发展壮大。行业竞争格局较上一轮分化，呈现“4+3+N”的新格局。

2.3 新格局：“四大航+其他航司”

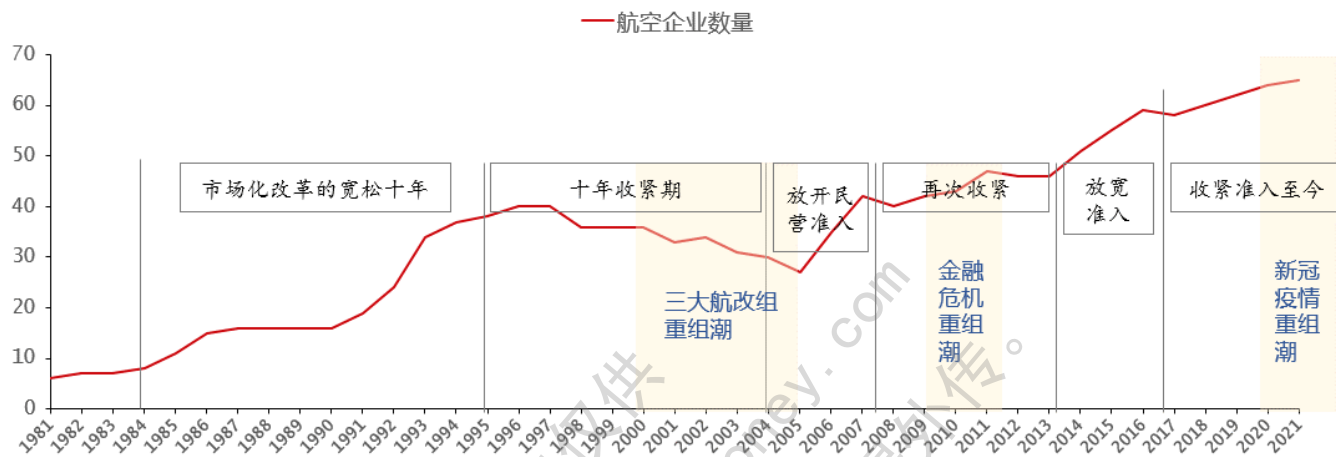
随着 2013 年再度放开牌照管制，行业又新增了 16 家客运牌照；这一阶段，也是全国高铁建设高峰，高铁对于区域性航空公司影响尤其显著；2019 年底以来新冠疫情，民航业三年亏损近 4000 亿。激烈的市场竞争叠加疫情重压，行业进入第三轮重组周期。

“海航”时代谢幕。海航集团以激进扩张方式成为行业内规模最大民营航空公司，机队近 700 架，是唯一逼近“三大航”的航空集团，高速扩张的同时海航埋下了巨大隐患。2019 年海航流动性危机发酵，随后到来的新冠疫情堵上了其通过自救度过危机的可能，2021 年海南高院裁定海航进入破产重整程序，航空板块整体易主，由新的战略投资人辽宁方大集团接手，自此宣告曾经的“海航”时代谢幕。海航集团过去对行业格局产生重大影响，通过大量购买飞机、激进地开通航线加剧了行业竞争。随着这一模式宣告失败，无论是财务上还是战略上，新的海航难以延续过去的野蛮生长。

部分民营退场、地方政府接手。后入场一批民营航司自成立以来就面临激烈竞争，在疫情期间难以为继：2020 年，湖南国资入股红土航空、更名湖南航空；青岛国资接手青岛航空；无锡国资接手瑞丽航空、更名苏南瑞丽航空；龙江航空 98% 股权被司法拍卖。自 2013 年以来地方政府就成为参与设立航司的主要力量之一，由于准入收紧，地方政府仍选择在疫情冲击的下行周期通过重组获取牌照。

三大航集中度再提高。2023 年 3 月，国航宣布已获得山东航空控制权，并通过增资实现 66% 持股，合并山航后，国航机队规模将超过南航，成为亚洲机队规模最大航司。至此，山航步厦航、上航、深航后尘，五家曾力求保持独立经营的中型地方航司，仅剩四川航空不在“三大航”并表范围内，行业第二梯队主体先后被“三大航”吸收，加剧长尾效应，形成“四大航+其他航司”格局。

图表 3：1981-2021 我国航空企业数量（个）变化



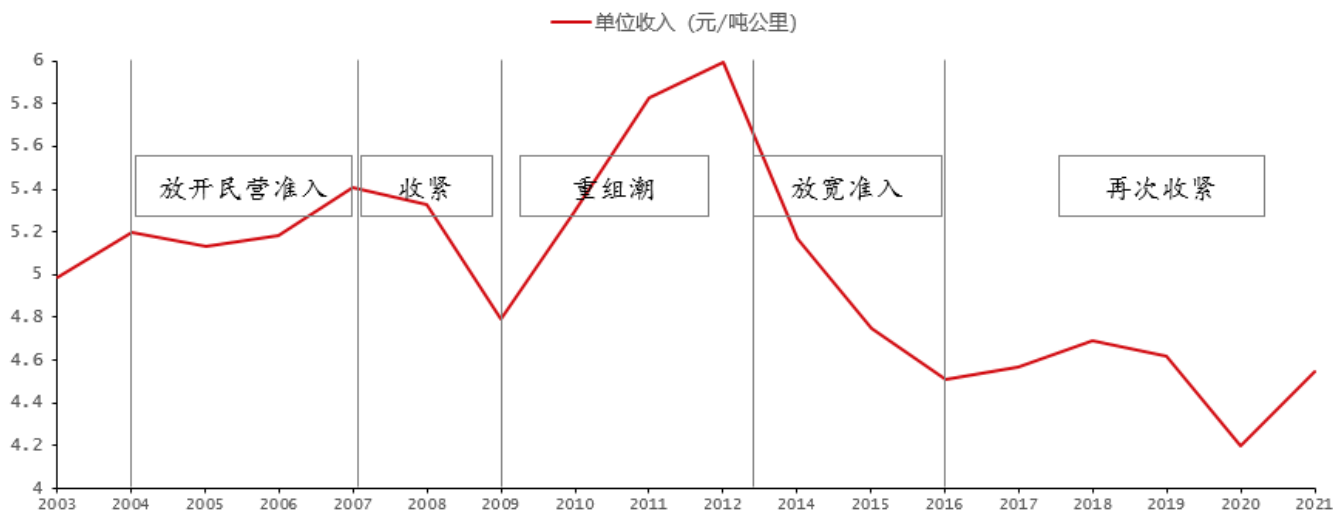
资料来源：民航局、《中国民用航空史》（作者：李军、林民华），国联证券研究所整理

3 行业竞争格局分析

3.1 竞争格局直接影响收益水平

长期看，行业单位收入水平与竞争格局变动高度相关。2004 年底放开民营准入、大量民营航司入场、竞争加剧，2005-2006 年单位收入水平均低于 2004 年；2007 起政策收紧后，随着需求的快速增长，单位收入水平有所提升；2008-2009 金融危机和油价大涨致单位收入降低明显，随后行业重组潮，上航、深航纳入“三大航”版图，一批小航司破产，竞争格局改善，单位收入迅速提升，2012 年达到历史高位；2013 年又一批航司入场，单位收入急转直下，直到 2016 年收紧准入政策后，单位收入水平显现出缓慢抬升态势。

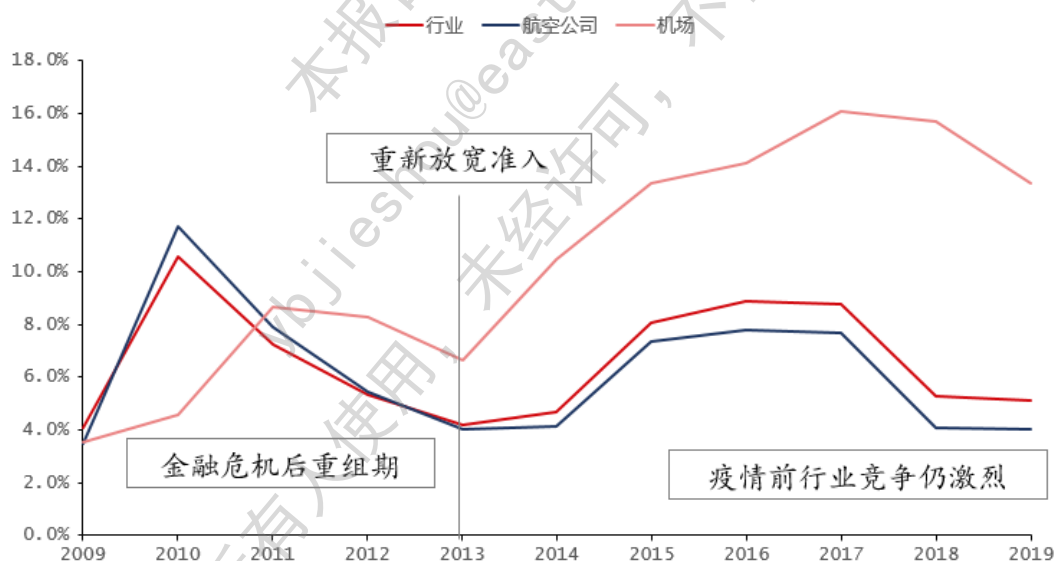
图表 4：2003-2021 单位收入水平变动



资料来源：民航局，国联证券研究所整理（2013 年数据未披露）

单位收入与竞争格局的变动关联性较高,但也受到需求增长影响。从行业整体(航司+机场+保障企业)、航司、机场的利润率变动对比,更直观看出,航司之间竞争加剧直接影响利润率。2009-2013年,从金融危机之后的重组潮到准入放宽前,竞争格局向好,航空公司的利润率逐步超过行业整体盈利水平。2013起分化明显,机场收入主要与旅客量和航班量直接相关,从2013年开始,机场利润率高速增长,远高于行业整体,得益于旅客量和航班量快速增长;而航空公司的利润率开始低于行业整体,差距持续扩大,需求的增长并未带来收益增长,一直到2019年行业竞争仍激烈。

图表 5: 2009-2019 行业、航司、机场利润率对比



资料来源:民航局,国联证券研究所整理

3.2 客运牌照数量保持稳定

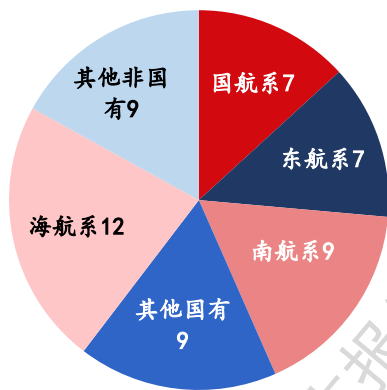
据民航局网站,我国现有 121 部航空公司共 65 家,其中全货运航司 12 家,53 家客运航司。53 家客运航司中:

国有控股航司 32 家,占比 60%;“三大航”控股的航司 23 家,在国有航司中占比 72%;9 家非“三大航”控股的国有航司中,规模最大的四川航空,国、东、南持股比例分别为:10%、10%和 39%,其他大部分由地方政府控股。

非国有控股航司共 21 家,占比 40%;海航控股的航司 12 家,在非国有航司中占比 57%,此外,海航和地方政府组建的桂林航空,二者持股比例分别为 4:6;非国有航司,西藏航空、湖南航空股权比较分散,均有国资背景,其余 19 家为民营控股。

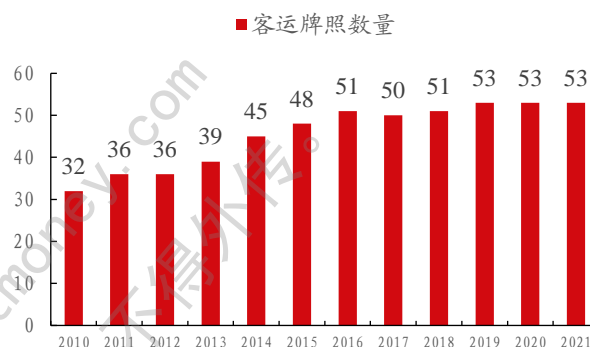
2022 年航空客运牌照数量较 2016 年净增仅 2 家，由于稀缺性提升，疫情导致了航司重组、但没有牌照出清。

图表 6：现存客运牌照分布



资料来源：民航局，国联证券研究所整理

图表 7：2010-2021 客运牌照数量（个）



资料来源：民航局，国联证券研究所整理

3.3 市场份额呈“811”分布

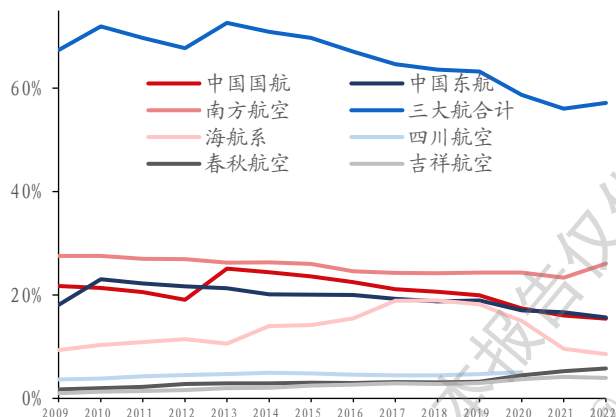
参照民航局的分类，2021 “主要航空公司”有 10 家：国航、东航、南航、海航、深航、川航、厦航、山航、上航、天津航空，这也是当时机队规模排靠前的航司，均超过了 100 架，按目前机队规模，春秋航空和吉祥航空（含九元）也超过了 100 架。将这些航司按实际控制人整合后，行业头部航空公司/集团为：国航、东航、南航、海航、川航、春秋和吉祥。据此，我们把行业分成三个梯队，第一梯队：四大航空集团；第二梯队：中型航司（机队规模 100 架以上），即四川航空、春秋航空、吉祥航空三家；第三梯队：其他 17 家小型航司。

客运市场份额呈现“8+1+1”格局：四大航空集团约 80%，三家中型航司约 10%，其他航司 10%。2019 年市场份额看，南航在四大航空集团领先，超过五分之一，国航、东航、海航差距不大，各接近五分之一。海航在 2013 年前，与“三大航”差距还比较明显，2013 年起又获批多家新的牌照，大量引进飞机、开辟航线，市场占有率快速提升，2017-2019 年与 RPK 和客运量与国航、东航相当。三家中型航司（川航、春秋、吉祥）虽市场份额不高，但发展较快，在激烈的市场竞争中份额逐年稳步提升。

一般而言，运距越长对航空公司经营越有利。而大型航司在国际航线、远距离运输优势明显。从 RPK 和客运量份额差异看，其中 RPK>客运量的有：国航、南航、吉祥，说明其平均运距较长；疫情以来，大航司（除南航外）份额下降，而中小航司份额提升，主要受国际市场低迷影响，反映南航在国内市场基本盘扎实，而国际市场对

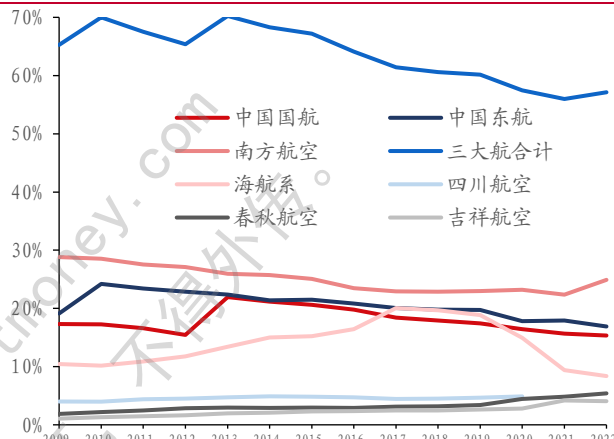
国航、东航冲击更明显；其他小航司 RPK 和客运量份额的差距达 3 个百分点，说明其主要市场在中短程区域航线。

图表 8：2009–2022 RPK 份额变动



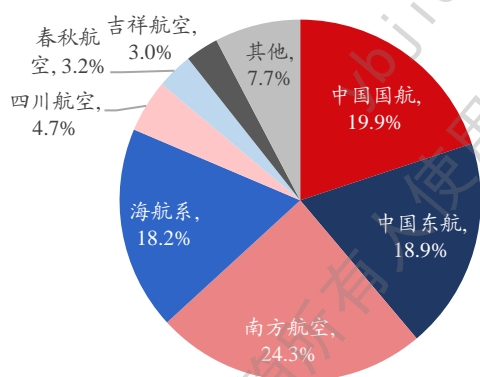
资料来源：民航局，wind，国联证券研究所整理

图表 9：2009–2022 客运人数份额变动



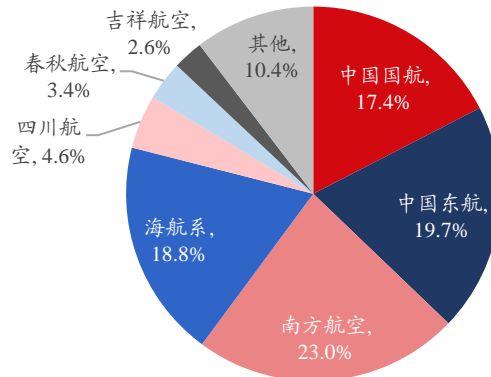
资料来源：民航局，wind，国联证券研究所整理

图表 10：2019 RPK 份额



资料来源：民航局，wind，国联证券研究所整理

图表 11：2019 客运人数份额



资料来源：民航局，wind，国联证券研究所整理

说明：海航系包括上市+非上市航司（金鹏、首都、天津、西部航空四家），其中 2021–2022 数据不含非上市体系（未披露）；国航数据不含山东航空。

飞机是航司核心资源，由于飞机引进指标归口管理部门为发改委，航司不能完全自主扩张机队。从最新机队规模看，国航合并山航后，按最新数据，机队规模将达 894 架，超过南航成为机队规模最大航司。国航、南航以 900 架左右体量分别领先东航 100 余架，海航系机队规模约 600 架（加上香港航空，不超过 650 架），少于东航 100 架以上。四个集团合计机队规模占行业 70% 以上，低于市场份额，料受其宽体机比例较高影响。川航、春秋、吉祥机队规模分别为 180、116、110 架，合计占比 10%，与市场份额相当。

各航司宽体机分别占比：海航 23%、国航 18%、东航 13%、南航 13%、川航约 11%、吉祥 5%、春秋 0。与其航网结构对比看，国航较高的宽体机运力与其国际航线适配，

海航、川航、吉祥的宽体机比例高，疫情期间构成较大拖累。

图表 12：七大航司机队规模及机型对比

		中国国航		中国东航		南方航空		海航控股		四川航空		春秋航空		吉祥航空	
		数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
机队规模及行业占比		762	18%	778	19%	892	21%	344	8%	180	4%	116	3%	110	3%
机型及在自身机队占比 (标蓝：宽体机)	A320	346	45%	372	48%	344	39%	23	7%			116	100%	81	74%
	A330	60	8%	56	7%	40	4%	38	11%						
	A350	23	3%	15	2%	16	2%	2	1%						
	B737	261	34%	284	37%	397	45%	225	65%					23	21%
	B747	10	1%												
	B777	28	4%	20	3%	30	3%								
	B787	14	2%	10	1%	39	4%	38	11%					6	5%
	ARJ21	15	2%	17	2%	20	2%								
	C919			1	0%										
	EMB190					6	1%	18	5%						
	公务机	5	1%	3	0%										
口径		22Q4 不含山航 132 架		23M1		23M1		21Q4, 此外非上市约 253 架, 合计约 597 架		22Q4		23M1		23M1	

资料来源：民航局、上市公司公告、公司官网、国联证券研究所整理

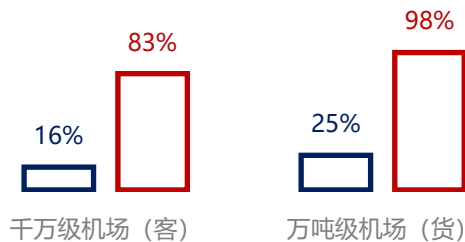
3.4 前 20 大机场时刻分布

我国已形成以枢纽机场为核心的轴辐式航线网络。全国近 254 座民用机场中，数量占比 16% 的千万级机场，承担了 83% 的客流量；且层层集聚，前 20 大机场客流份额六成，北上广深成的 8 个机场客流份额近三成。这一客流特征，使得头部机场集聚效应明显，竞争激烈。

图表 13：千万级/万吨级机场业务量占比（2019）

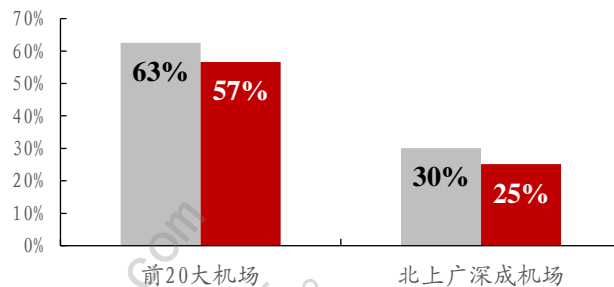
图表 14：前 20 大机场&北上广深成机场旅客吞吐量份

■数量占比 ■吞吐量占比



资料来源：民航局，国联证券研究所整理

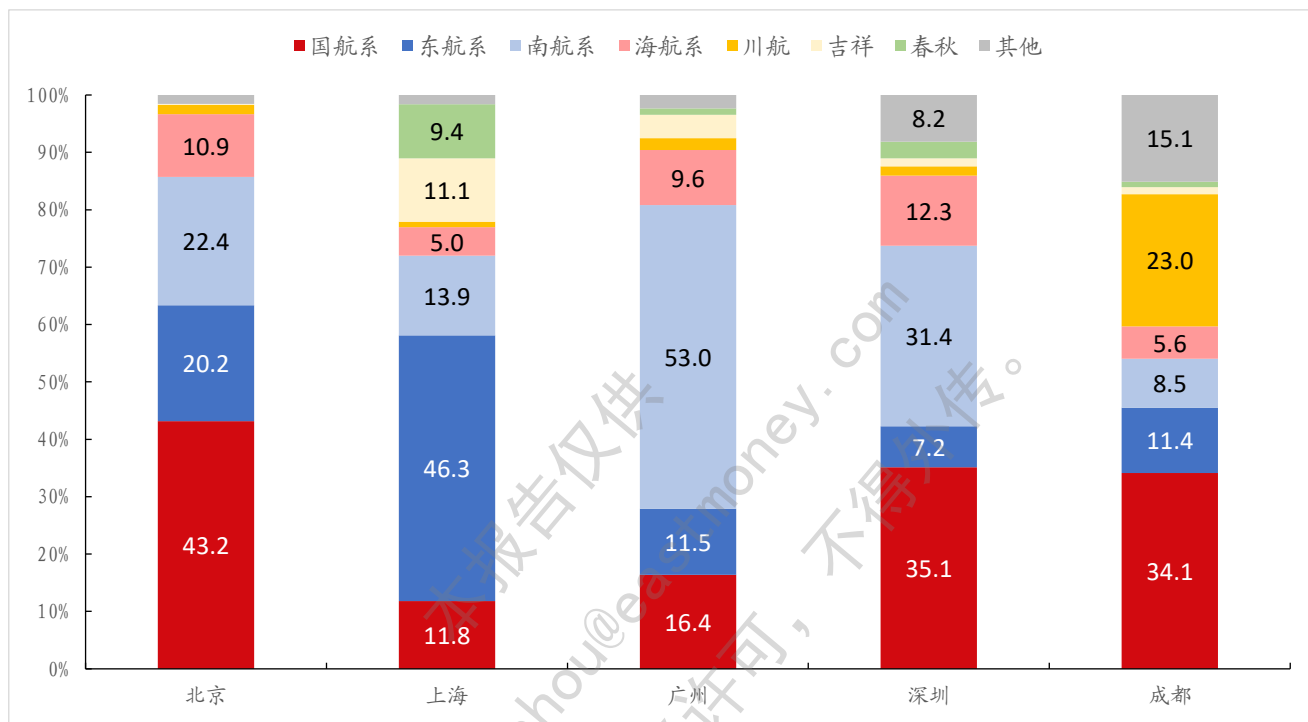
■ 2019 ■ 2022



资料来源：民航局，国联证券研究所整理

北上广深成格局：“三大航”主导。北上广深成的八个城市机场定位为全国大型枢纽机场，客流集中且高价值客户多，这些地区的时刻份额主要集中于“三大航”，按集中度由高到低，分别占比约85%（北京）、80%（广州）、73%（深圳）、71%（上海）、55%（成都）。分城市看，北京是国航主场，两场合计占比约43%，四大航空集团合计占比高达97%，集中度全国最高；广州是南航主场，占比超过50%，吉祥航空的子公司九元航空基地位于广州，为其提供了4%份额；深圳历来是南航和国航旗下深航市场争夺焦点，各占据了三成市场；上海两场是东航主场，是超一线城市中份额最分散的，春秋和吉祥两家民营航司基地所在，分别拿到了11%和9%的份额，国航和南航在上海的份额均不高；成都近年客流增长迅速，天府机场投运后，成为全国继北京后第二个拥有双4F机场的城市，成都两场市场集中度较低，是五个城市中“三大航”合计份额最小的，也是除了7家航司/集团外其他航司合计份额最高的，国航占三成，川航是城市市场第二大航司，占比超过二成。海航在上述机场份额各5%-12%，分布比较均匀。这些地区，“三大航”不仅时刻总量有统治力，时刻质量也占据绝对优势，连接这些机场的航线其主要利润来源之一。

图表 15：北上广深成机场时刻份额分布（2023 夏秋航季）



资料来源：民航预先飞行管理计划、国联证券研究所整理

其他 12 大城市机场（重庆、昆明、西安、杭州、厦门、长沙、武汉、南京、海口、乌鲁木齐、青岛、贵阳）格局：

国航：除海口外，国航各地份额超过 10%，其中青岛（38%）、厦门（24%）、杭州（22%）份额较高，青岛和厦门是山航布局重点，杭州是“三大航”重组时国航合并浙江航空总部所在。

东航：各地份额差距较大，贵阳、乌鲁木齐、海口、重庆较弱，青岛（20%）、南京（27%，东航江苏）、武汉（23%，东航武汉）、西安（32%，原西北航空总部）、昆明（40%，原云南航空总部）强势。

南航：整体优势最明显，是唯一一家各地时刻份额超过了 10% 的航司/集团，有四个城市份额超过三成。其中：贵阳（26%，原贵州航空总部）、乌鲁木齐（44%，原新疆航空总部）、厦门（45%，厦航总部）、武汉（36%）、长沙（35%）、杭州（28%，厦航重点布局）、重庆（24%，重庆航空总部）等地份额领先其他航司。

海航：这些地区较北上广深成优势扩大，总部海口份额超过了 50%，西安（24%，长安航空总部）、乌鲁木齐（29%，乌鲁木齐航空总部&天津航空重点布局）份额突出，除了厦门、青岛两地，其他城市份额都超过 10%。

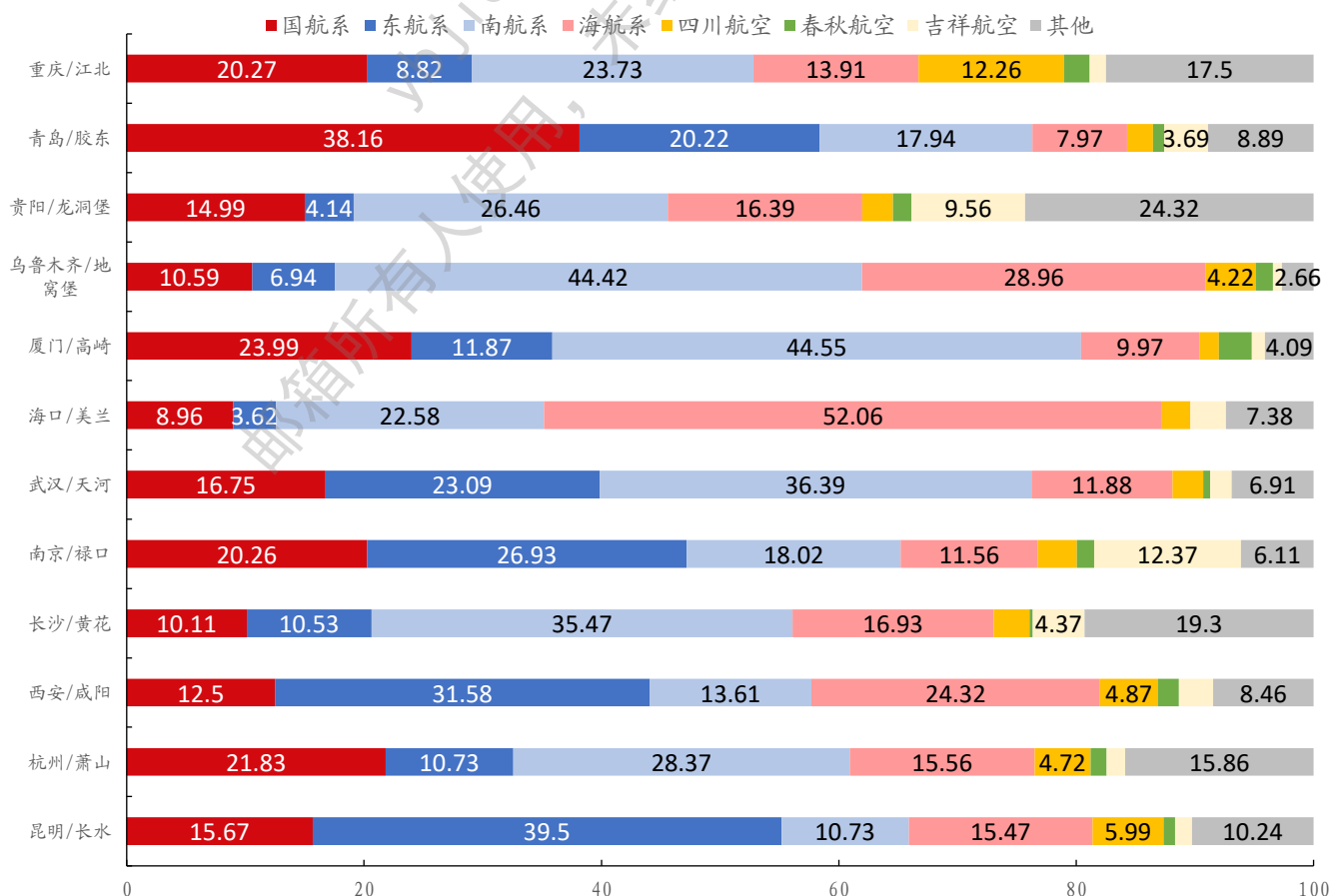
四川航空在各地有份额，西南地区是其主场，重庆 12%，昆明 6%，其他城市份额

在 5% 内；春秋航空在这些城市份额在 7 大航司/集团中最低、其客群更下沉，是唯一一家在海口没有份额的；吉祥航空各地有布局，在南京（12%，第二主基地）和贵阳（10%）份额超过一成。

除了上述七家，其他航司合计份额除了贵阳（24%）、长沙（19%）、重庆（18%）、杭州（16%）、昆明（10%），其他 8 个城市，17 家国内小航司和外航共享不足一成的市场。

12 个城市机场“三大航”集中度均值 61%，较前 8 个机场均值 73% 大幅下降；各地“三大航”份额分化，厦门 80%、武汉 76%、青岛 76%、南京 65%、昆明 65%、乌鲁木齐 62%、杭州 61%、西安 58%、长沙 56%、重庆 53%、贵阳 46%、海口 35%，高集中度地区得益于合并的地方航司份额贡献。

图表 16：12 大机场时刻份额（%）分布（2023 夏秋航季）



资料来源：民航预先飞行管理计划、国联证券研究所整理

4 边际改善开启新周期

4.1 何谓“超级承运人”？

2007 年，时任民航局局长李家祥首次提出了在“天空开放”大势之下，打造“中国民航力量”——“超级承运人”。其后几年内，国航、东航分别合并深航、上航，行业集中度提高，但随着 2013 年放宽准入，行业格局再次分散化。

2018 年，“超级承运人”写入《新时代民航强国建设纲要》，文件指出：“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等举措。”当前格局下，具备成为“超级承运人”条件的主要是以“三大航”为代表的大型航空集团。

2023 年，民航局推进时刻改革，主要改革思路包括：“鼓励大型骨干航空公司围绕各自核心市场聚焦中远程国际航线、打造枢纽间空中快线”。延续了“超级承运人”的思路，即培育大型骨干航空公司。

“三大航”围绕“超级承运人”，分别制定战略：

国航 2022 年报：全力增投国内重点城市，持续打造北京至上海、杭州、成都、重庆、广州、深圳六条高品质快线；坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，深入推进全球化网络布局，持续打造北京世界级枢纽，建设成都国际枢纽。

东航在 2022 年北外滩国际航空论坛发布了“中国东航超级承运人+智慧航空”成果。要打造具有全球卓越服务能力、创新能力和影响力的一流航空运输企业，积极构建民航生态圈、全面参与全球化合作的旗舰级运输服务企业，特征包括一流的运营能力、服务能力、经营能力、创新能力和影响力等 5 个维度。

南航 2022 年报：聚焦构建以枢纽为核心、战略重点市场为关键、发展市场为支撑的航线网络结构，着力建设广州、北京两大综合性国际枢纽，网络型航空公司形态逐步形成。

结合政策思路和“三大航”战略看，“超级承运人”将聚焦两个市场：国内干线和国际。两个市场都具有枢纽特征，即辐射客流广、需求集中；其中国内干线频次高，客流质量好、商业价值突出，国际航线航权稀缺、面临国际航司竞争。这一定位引导行业进行市场分层：（1）“三大航”将资源聚焦于各自枢纽市场。“三大航”之间减少

恶性竞争，培育各自地主枢纽基地。(2) 其他航司更多地运营区域市场。各自界限清晰后，恶性票价竞争将减少；从产业视角看，一个机场的基地航司结构越单一，越能提高航空保障的效率和服务质量。此外，“超级承运人”隐含之意要提升行业集中度，牌照准入收紧或成为常态。

4.2 海航激进扩张时代谢幕

过去二十多年，海航疯狂扩张的模式在业内造成了一波“内卷”，通过大量引进飞机、收购和新设客运牌照、不以经济效益为目的开辟大量国际航线等。随着海航宣告破产并完成重整，行业格局扰动因素产生了重要边际变化。

转入战略收缩。海航航空板块拆分卖出，与原来的机场、金融等板块脱钩，产业链协同性或降低；重整计划中，要求新股东聚焦主业，相较过去激进的模式，明显呈收缩态。(1) 定位上，集团内海南航空将以全服务航空突出服务优势，其他航司则以低成本航空提升单位收益，与“三大航”目标市场分化。(2) 机队上，逐步退出支线机与宽体机，加快窄体机引进速度，宽体机占比降低至 12.6% (目前为 22% 左右)。(3) 航线上，停止运营不具备可持续经营能力、不具备市场发展潜力的远程国际航线，至 2025 年在海南的国际和地区航线超 40 条，占比 45%，聚焦海南自贸港。过去海航为了深化与地方政府的合作，开辟了大量二线城市的直飞国际航线，一方面分流了国际枢纽城市的客流，另一方面这些航线本身很难实现盈利，加剧了恶性竞争。此外，在重整前，海航分别与地方政府增资扩股框架协议：北京、广西、乌鲁木齐、重庆国资首旅集团分别通过增资获得首都航空、北部湾控股、乌鲁木齐控股、西部航空控股，重整后，这批协议都失效，未来与地方政府的合作形势并不明朗。

疫情持续拖累。重整之初，2021 年航空业呈现复苏态势，海航控股重整计划中披露的未来规划还比较乐观：

图表 17：海航重整计划披露的未来规划

	2021	2022	2023	2024	2025
客运机队	353	382	414	451	492
市场份额	10.12%	11.20%	11.70%	12.40%	12.80%
旅客量	4816	8298	9115	10107	11006

资料来源：海航控股重整计划草案、国联证券研究所整理

而 2022 年疫情加重，再度延缓了航空复苏节奏，海航系仅上市公司部分亏损即

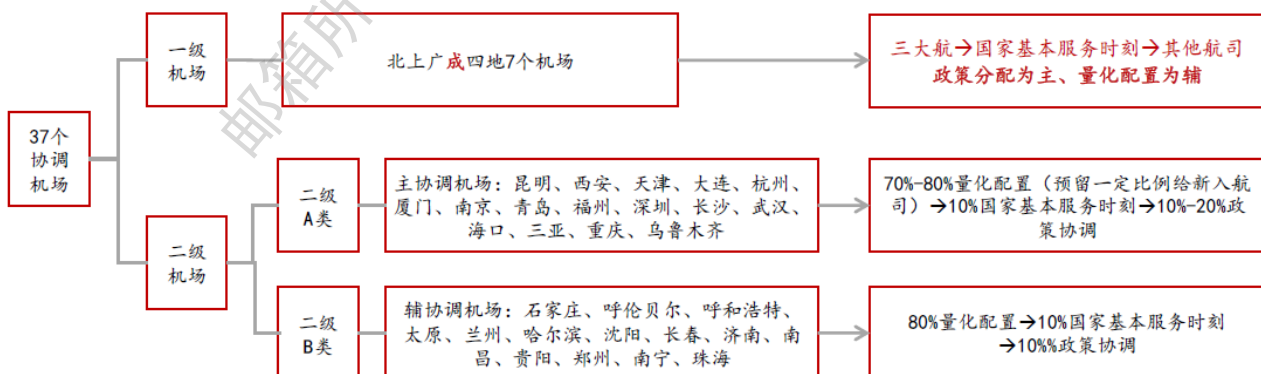
达 202.47 亿；2022 年 12 月，为了避免因净资产为负而退市，方大再注资 108 亿元；2022 年，海航控股机队规模 344 架，与重整计划中预计的 382 架相差了 40 架，疫情进一步拖累了海航复苏。截至目前，海航处置了 10 架仅有的 A350 宽体机。此外，重整时航空板块的留债高达 600 亿。从财务困境中扭转，海航比其他航司负担更沉重，客观环境使得海航也无法延续原来的扩张。

聚焦海南市场。3 月 3 日，海航控股在机构调研活动时，提出未来的发展战略：适时启动海航体系非上市航司收购；未来公司航网拓展以经营效应为导向；深度服务海南自贸港建设国家战略，发挥海南主基地航司优势，以海口、三亚为核心。以效益为核心，航空不再是资本扩张的工具，这对于将聚焦航空主业的新海航和行业整体格局都是重大利好。

4.3 下沉市场增速更快

民航局 2023 年春节前下发了《协调机场航班新增配置程序》意见征求稿，将原来全国 37 个协调机场重新分为三类：一级机场北上广成四地 7 个机场；二级 A 类（主协调机场）16 个；二级 B 类 14 个。在时刻分配上政策分配的权重依次下调。

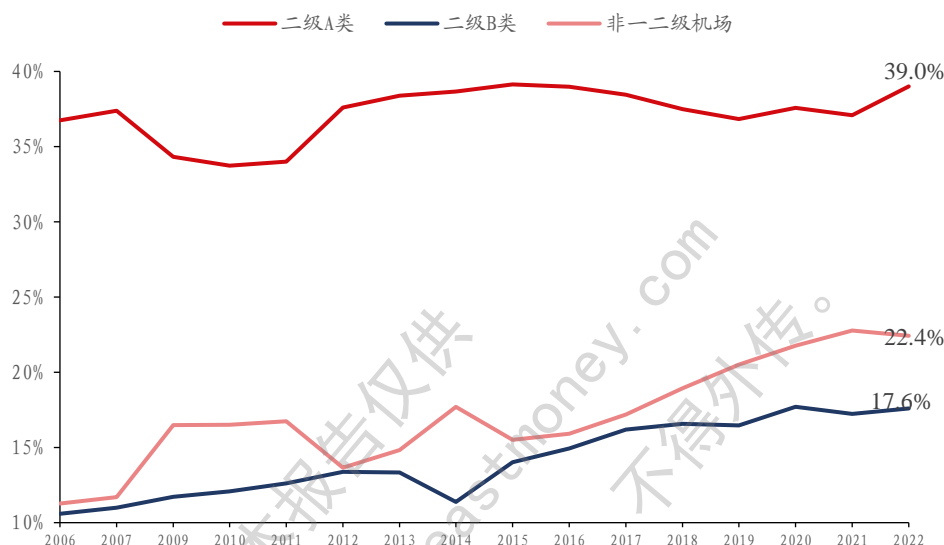
图表 18：机场时刻分类管理方案



资料来源：民航局、国联证券研究所整理

按上述分类，2006-2022 年全国机场吞吐量中，二级 A 类份额稳定，略有提升；二级 B 类和非一、二级机场市场份额提升明显，分别从约 10%提升至 17.6%、22.4%。中部及下沉市场增速显著快于一级机场。当前一级机场资源趋于饱和，时刻和空域偏紧，而二级及以下机场空余时刻资源丰富，需求端越下沉、增速越快。二级以下机场旺盛的需求是我国培育超级航空市场的重要支撑，为区域航司开辟了更广阔的发展空间。

图表 19：二级及以下机场全国旅客吞吐量份额提升显著



资料来源：民航局、国联证券研究所整理（2008 年数据未披露）

政策引导行业向更专业化、规范化方向发展，客运牌照数量得到控制、竞争主体集中度提高，政府引导下市场分层、大型航司巩固枢纽优势、中小型航司把握中部及下沉市场增长契机，逐步走向良性竞争循环。随着疫情修复后需求重归高速增长中枢、行业整体规模扩大，当下航空板块有望迎来新一轮成长周期。

5 推荐标的

5.1 中国东航

上海核心基地枢纽优势。公司主基地上海，在上海两场具有绝对统治地位。国内直接辐射长三角地区；国际辐射，从上海飞往亚洲各主要市时间约 2 至 5 小时，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约 10 至 12 小时，上海是国内最大的航空市场城市，航空通达性和客源质量具有明显优势。在国内盈利能力最强的京沪航线上，公司长期市场占有率第一，在公司将北京运营航线转场大兴机场情况下，例外保留在首都机场运营京沪航线权利，巩固优势地位。

高质量航网结构。公司围绕上海、北京核心枢纽和西安、昆明区域枢纽搭建了全国网络。2023 年夏秋航季，四地机场时刻份额（%）分别达：46.3、20.2、31.58、39.5，除了北京为第三位外，其余三地均市场占有率第一，分别辐射经济发达的长三角和京津冀地区、“一带一路”倡议下的西北门户和航空市场高度发达的西南地区，具有高质量航网结构。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1110/1415/1547 亿元, 对应增速分别为 140.7%/27.5%/9.36%; 归母净利润分别为 17.5/118.8/136 亿元, 对应增速分别为 104.7%/579.1%/14.5%, EPS 分别为每股 0.08/0.53/0.61 元。参考可比公司估值, 给予公司 2024 年 11 倍 PE, 对应目标价 5.83 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 经济复苏不及预期; 政策落地不及预期; 国际航线恢复不及预期; 汇率、油价风险。

图表 20: 中国东航盈利预测

预测指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67127	46111	111006	141492	154740
增长率	14.48%	-31.31%	140.74%	27.46%	9.36%
EBITDA (百万元)	-3055	-22459	34492	43221	43768
归母净利润 (百万元)	-12214	-37386	1749	11875	13601
增长率 (%)	-3.20%	-206.09%	104.68%	579.12%	14.54%
EPS (元/股)	-0.55	-1.68	0.08	0.53	0.61
市盈率 (P/E)	-8.6	-2.8	60.2	8.9	7.7
市净率 (P/B)	2.0	3.6	3.4	2.5	1.9
EV/EBITDA	-86.6	-13.2	7.2	4.8	3.8

来源: Wind, 国联证券研究所预测 注: 股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

5.2 南方航空

拥有最发达的航线网络。公司密集覆盖国内、全面辐射亚洲、有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。主基地位于广州, 与“三大航”重组时继承的乌鲁木齐、沈阳基地构成航距最长的大三角, 经过积极市场拓展, 除了一级机场份额优势在, 在其他前 20 大机场份额优势最突出, 形成了强大的航线网络。

年客运量最高的国内航司。公司长期为国内机队规模最大 (2023 年为第二)、年客运量最高的航司, 具有丰富的运营管理经营, 现有北京、深圳等 21 家分公司和厦门航空等 7 家控股航空子公司, 为枢纽输送中转客源。同时公司拥有 6 个基地、21 个国内营业部和遍布各大洲的 53 个境外营业部。2019 年客运量和周转量市场占有率分别达 23%和 24.3%, 位居行业第一。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1564.6/1962/2097.3 亿元, 对应增速分别为 79.72%/25.4%/6.9%; 归母净利润分别为 35.7/137.2/175.3 亿元, 对应增速分别为 110.9%/284%/27.7%, EPS 分别为每股 0.2/0.76/0.97 元。参考可比公司估

值，给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 9.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策落地不及预期；汇率、油价风险。

图表 21：南方航空盈利预测

预测指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	101644	87059	156462	196198	209731
增长率	9.81%	-14.35%	79.72%	25.40%	6.90%
EBITDA (百万元)	-408	-12939	34869	44245	47006
归母净利润(百万元)	-12103	-32682	3574	13724	17531
增长率(%)	-11.63%	-170.03%	110.93%	284.01%	27.74%
EPS (元/股)	-0.67	-1.80	0.20	0.76	0.97
市盈率(P/E)	-9.4	-3.5	31.8	8.3	6.5
市净率(P/B)	1.7	2.8	2.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	-652.8	-23.4	7.1	4.5	3.2

来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

5.3 吉祥航空

聚焦核心基地：公司主基地位于上海，2023 夏秋航季在上海两场合计份额达 11.1%，位列行业第 4，并建立了南京辅基地（份额达 12.4%，位列行业第 4），共同发挥长三角区位优势；公司通过子公司九元航空布局广州基地。这些机场竞争激烈，公司通过聚焦经营，占据了一定优势资源，成为最早成立且经营出色的民营航司之一。

多元化经营策略：公司吉祥航空品牌定位为服务于优势基地的商务客群和旅游客群、子公司九元航空定位为服务下沉市场客群，二者从定位和航网结构上分别形成互补；在机队上引进了 B787 宽体机，成为行业少数拥有宽体机航司。多元化布局使得公司经营策略可以根据市场情况灵活调整，在合理的成本管控下实现更高收益。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 182.5/223.3/243.2 亿元，对应增速分别为 122.3%/22.3%/8.92%；归母净利润分别为 11.8/23.0/27.3 亿元，对应增速分别为 128.5%/94.9%/18.4%，EPS 分别为每股 0.53/1.04/1.23 元。参考可比公司估值，给予公司 2024 年 19 倍 PE，对应目标价 19.8 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：经济复苏不及预期；政策落地不及预期；国际航线恢复不及预期；汇率、油价风险。

图表 22：吉祥航空盈利预测

预测指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------	------	------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	11767	8210	18251	22329	24320
增长率	16.49%	-30.23%	122.30%	22.34%	8.92%
EBITDA (百万元)	822	-2439	6594	6874	7273
归母净利润 (百万元)	-477	-4148	1182	2303	2726
增长率 (%)	-0.73%	-769.11%	128.49%	94.89%	18.36%
EPS (元/股)	-0.22	-1.87	0.53	1.04	1.23
市盈率 (P/E)	-72.8	-8.4	29.4	15.1	12.8
市净率 (P/B)	3.4	3.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	66.2	-22.5	7.6	6.4	5.2

来源: Wind, 国联证券研究所预测 注: 股价为 2023 年 5 月 30 日收盘价

6 风险提示

经济复苏不及预期, 航空刚性成本高、收入与客货流量直接相关, 客货流量整体上与宏观经济景气度挂钩, 如经济恢复不理想、客货运量和运价均受冲击。

政策落地不及预期, 民航时刻改革、“干支通、全网联”等政策落地效果与行业发展紧密相关。

国际航线恢复不及预期。当前国际航线受国际政治关系影响, 尤其是中美关系下, 中美航线全面复航迟缓, 未来国际航线恢复存在不确定性。

油价、汇率波动风险, 航油成本为航空公司主要成本项, 航司一般有较高美元外负债, 二者波动对航司利润构成重要扰动。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

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

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695