

股票

中国

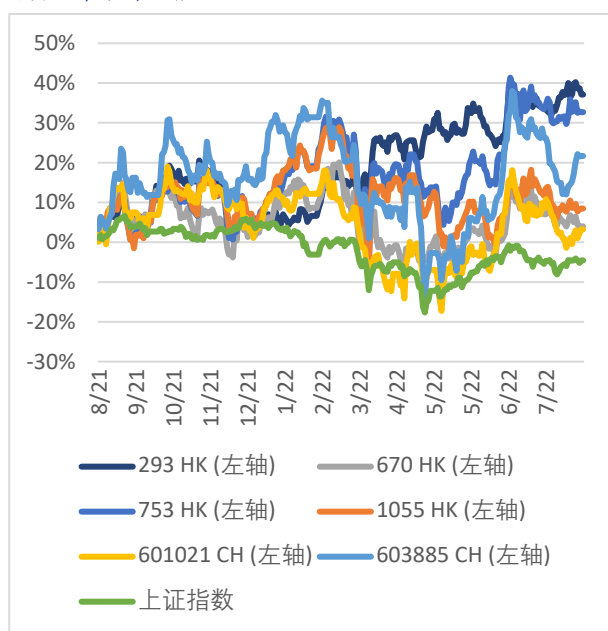
航空行业

月报

推荐股票

推荐股票	股票代码
国泰航空	293 HK
中国东航	670 HK
中国国航	753 HK
南方航空	1055 HK
春秋航空	601021 CH
吉祥航空	603885 CH

过去一年累计回报



数据来源：彭博、恒大证券研究部

恒大证券研究中心分析员：

胡文杰
 Hugh Wu
 852 3550 6950
 hugh.wu@gisf.hk

航空行业需求复苏持续有力

- **航空业经历多年疫情冲击后开启需求复苏之旅，7月数据环比改善。**受疫情在国内大爆发导致的供给受限与需求不足影响，行业出现巨大亏本，再叠加国际油价持续破百，以及人民币贬值导致的汇兑损失，多方因素叠加导致二季度亏损创新高。但国内疫情有望受控在低确诊水平，航空行业整体复苏趋势向好。7月行业国内供需同比虽下滑，但环比回升迅速，运输总周转量环比上升 27.6%；旅客运输量环比上升 54.5；旅客周转量环比上升 57.0%，预计 8 月持续修复，2022 年下半年国内航线复苏，走出疫情下的阴霾。
- **国内疫情渐受控，防疫政策调整有助航空业复苏。**国内多地防疫政策逐渐放宽，加上航司逐步重启因疫情停用的航线、调回因疫情停用的飞机和重金购买飞机，行业恢复趋势逐渐确立，疫情渐退可盼景气时刻。
- **中国民航下半年行业数据预测：**运输总周转量在回升的速度和力度会较强；国内航线运输周转量迅速回复至接近疫前水平；国际航线运输周转量有望回升至疫前的 55%至 65%，预期在 2023 回复至疫前的 65%至 75%；旅客运输量在今年 8 月回升至 5000 万人；旅客运输量在今年 8 月回升至 5000 万人；今年第四季国际航线旅客运输量可回复至每月 100 万人的水平；货邮运输量每月数据会回升至 50 至 60 万吨的水平；国际航线货邮运输量会在今年 7 月至 8 月期间或有轻微跌幅或维持平衡的水平，但预期今年 9 月至 12 月会维持在 20 至 25 万吨的区间。
- **投资建议：**航空行业需求已经走过了最黑暗的阶段，民航局大幅放松熔断门槛，期待疫情对我国民航业的影响逐步消退，前景乐观。预料出入境放宽后会出现「报复式」消费及出行，客运服务的需求有望出现强劲反弹。预计届时急增的航运需求会推高价票。看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，推荐板块性的行业投资机会，推荐国泰航空(293 HK)、中国东航(670 HK)、中国国航(753 HK)、南方航空(1055 HK)、春秋航空(601021 CH)、吉祥航空(603885 CH)。
- **风险因素：**疫情及防疫政策放宽不似预期、地缘政治局势紧张、宏观经济下行、汇率波动、油价持续高位。

目录

目录.....	2
一、展望疫后航空业复苏.....	4
二、复盘航运数据，预测未来走势.....	6
三、投资建议.....	17
四、推荐公司基本面.....	18
五、风险因素.....	19

2022-08-23

图表目录

图 1: 中国民航运输总周转量(最新数据).....	6
图 2: 中国民航 2019 年运输总周转量.....	7
图 3: 中国民航国内航线运输周转量.....	8
图 4: 中国民航国际航线运输周转量.....	9
图 5: 中国民航旅客运输量.....	10
图 6: 中国民航 2019 年旅客运输量.....	11
图 7: 中国民航国内航线旅客运输量.....	12
图 8: 中国民航国际航线旅客运输量.....	13
图 9: 中国民航货邮运输量.....	14
图 10: 中国民航货邮运输量.....	15
图 11: 香港民航抵港、离港乘客总计.....	16
图 12: 香港民航卸下、装上货物总计(货物数字不包括邮递).....	17
表 1: 航空相关政策/新闻.....	4
表 2: 推荐公司的基本面.....	18

一、展望疫后航空业复苏

中国航空业经历多年疫情冲击，终有望开启需求复苏之旅，7月数据环比改善。疫情冲击下，航运需求显著承压，航空行业整体出现巨大亏损，航线需要调整，航空运力扩张速度不光放缓，甚至出现收缩，情况在今年上半年尤其严重。今年上半年中国航空业经历了疫情以来最严峻的考验，受疫情在国内大爆发导致的供给受限与需求不足影响，行业出现巨大亏本，再叠加国际油价持续破百，以及人民币贬值导致的汇兑损失，多方因素叠加导致二季度亏损创新高。虽则疫情持续反复拖累航空复苏节奏，但国内疫情有望受控在低确诊水平，航空行业整体复苏趋势向好。随着疫苗接种率上升，防控政策日趋精准到位，国家积极强力推进复工复产，加上政策上的支持，居民出行限制放宽，出行信心有望较快恢复。7月行业国内供需同比虽下滑，但环比回升迅速，运输总周转量环比上升27.6%；旅客运输量环比上升54.5%；旅客周转量环比上升57.0%，预计8月持续修复，2022年下半年国内航线率先复苏，走出疫情下的阴霾。国际市场复苏仍取决于全球疫情变化趋势，但重点在于我国防疫政策。现时国际航班“五个一”政策（一航一国一线一周一班）逐步放宽，其他有利航空行业复苏的政策也陆续出台，边际改善明显。

表 1: 航空相关政策/新闻

日期	航空相关政策/新闻
2022年6月24日	国务院联防联控机制在北京召开新闻发布会，声明全国各地不能对上海、北京等地采取“一刀切”的防疫政策，严格落实疫情防控“九不准”。
2022年6月27日	国务院应对新型冠状病毒肺炎疫情联防联控机制综合组印发《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》，将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”。
2022年6月29日	工信部发布取消通信行程卡“星号”标记的政策。随着上海、北京等地疫情的好转，各地的防疫政策逐渐宽松。海口、三亚对于国内低风险入琼人员仅采取“三天一检”的管理措施。
2022年6月30日	国泰航空已恢复货机全线运行，为去年底以来首次。
2022年7月1日	《厦门市进一步加快跨境航空货运高质量发展的若干措施》正式落地实施，有效期至2025年12月31日。该《措施》包含9方面18条具体举措，预计3年补贴总额达到17亿元，针对民航的纾困措施，重点培育一批运营稳定的全货机定期航线。
2022年7月1日	中国3大航空公司，即中国南方航空股份有限公司（南方航空）、中国国际航空股份有限公司（中国国航）和中国东方航空股份有限公司（中国东航），向空中巴士公司购买292架A320NEO系列飞机，总价折合人民币逾2400亿元。
2022年7月1日	自2020年1月24日单向停飞该航线889天后，国泰航空于每周五恢复运作一班香港武汉航班。

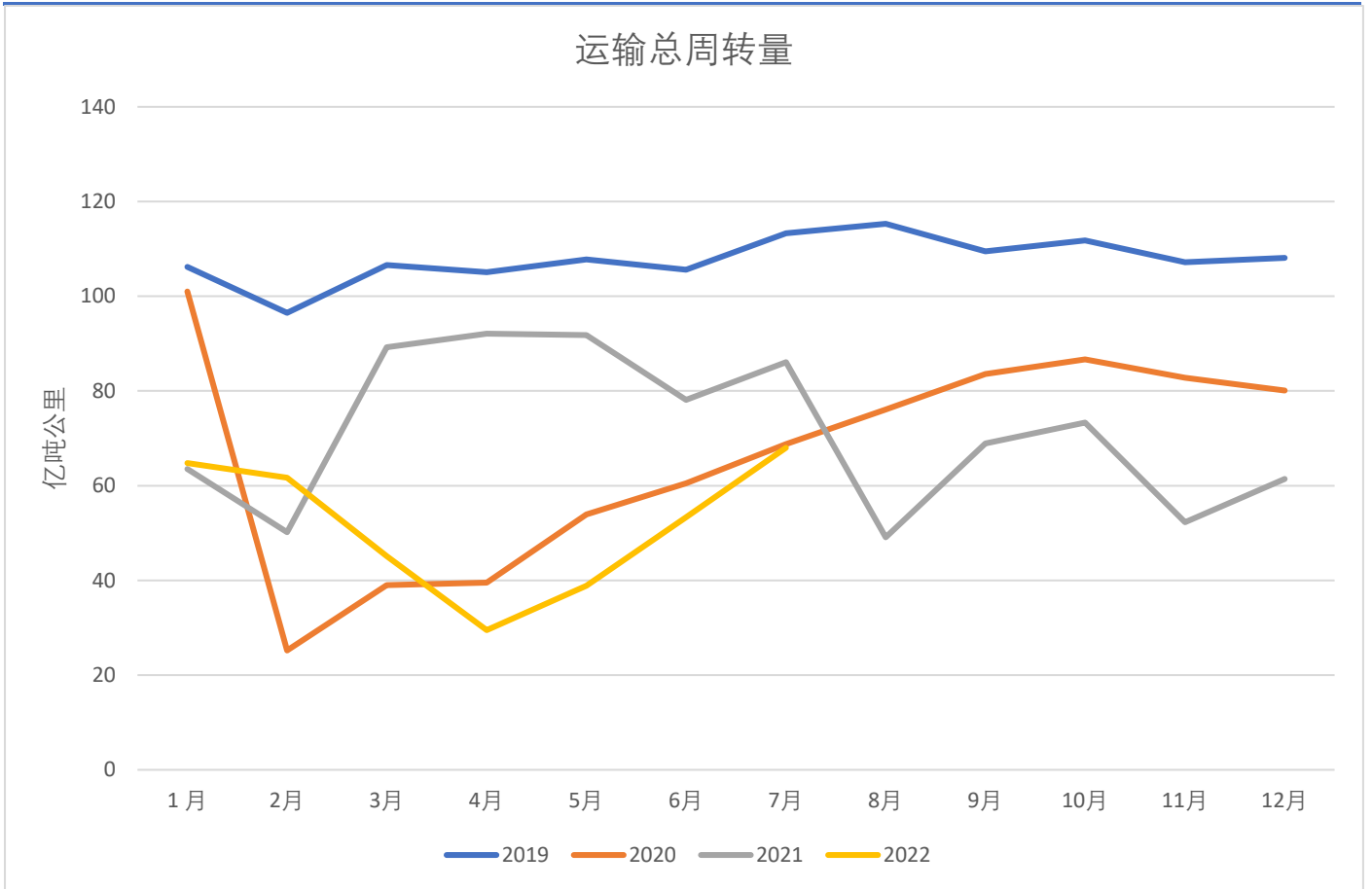
2022年7月2日	京沪航班批量恢复，以上海为主运营基地的航空公司率先恢复京沪航班，包括东航、国航、南航、吉祥、海航、深航等。
2022年7月6日	深圳市人民政府印发扎实推动经济稳定增长若干措施，其中包括促进民航业加快恢复。措施提出，对国内航空公司在深圳机场执行的客运和货运航班起降费按10%的标准给予补助。对基地航空公司在深圳机场承运的进出港客运量按每人次10元、货邮运量按每吨100元给予补助。对在深圳机场运营宽体机的国内航空公司，按每架次1000元给予补助。相关补贴由市交通运输局、机场集团负责。政策措施自印发之日起施行，有效期至2022年底。
2022年7月6日	在北京市新型冠状病毒肺炎疫情防控工作第379场新闻发布会上公布，对首都防控政策措施进行以下调整：将14天内有1例及以上本土新冠病毒感染者所在县（市、区、旗）旅居史人员严格限制进返京，调整为7天内有该区域旅居史人员严格限制进返京。对有1例及以上本土新冠病毒感染者所在地级市其他县人员、陆路边境口岸所在县人员不再限制进返京。同时，按照“防控为主、统筹兼顾、稳妥有序、逐步推进”原则，分批有序恢复。
2022年7月7日	恢复旅行社和在线旅游企业经营旅游专列业务。将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理。
2022年7月7日	中国香港政府决定暂缓个别航线「熔断机制」，直至另行通告。
2022年7月8日	国务院通知“通信行程卡”查询结果的覆盖时间范围由“14天”调整为“7天”。短信、网页、微信小程序、支付宝小程序、“通信行程卡”APP等查询渠道同步进行应用版本更新。
2022年7月12日	吉祥航空宣布，将计划于8月中旬恢复公司香港航线运营。这将是吉祥航空时隔近2年之后，再次运营内地至香港航班服务。
2022年7月20日	两年前国泰航空将约七成机队停泊在澳洲的沙漠，现正调回飞机返港。
2022年8月10日	英国交通部和中国民航局已经正式达成共识，恢复英中之间双向直航客运服务。
2022年8月11日	中国南航计划恢复广州至伦敦航线。
2022年8月12日	从海外及台湾抵港人士检疫安排，由7日酒店检疫，改为3日酒店检疫隔离及4日家居医学监测。
2022年8月13日	中国国航宣布恢复上海浦东-伦敦希斯罗的直飞航班。

数据来源：恒大证券研究部

国内疫情渐受控，防疫政策调整有助航空业复苏。随着上海、北京等地疫情的好转，国内多地防疫政策逐渐放宽。官方甚至发表通告，优化交通运输政策，以保障人员正常往来。加上航司逐步重启因疫情停用的航线、调回因疫情停用的飞机和重金购买飞机，行业恢复趋势逐渐确立，疫情渐退可盼景气时刻。

二、复盘航运数据，预测未来走势

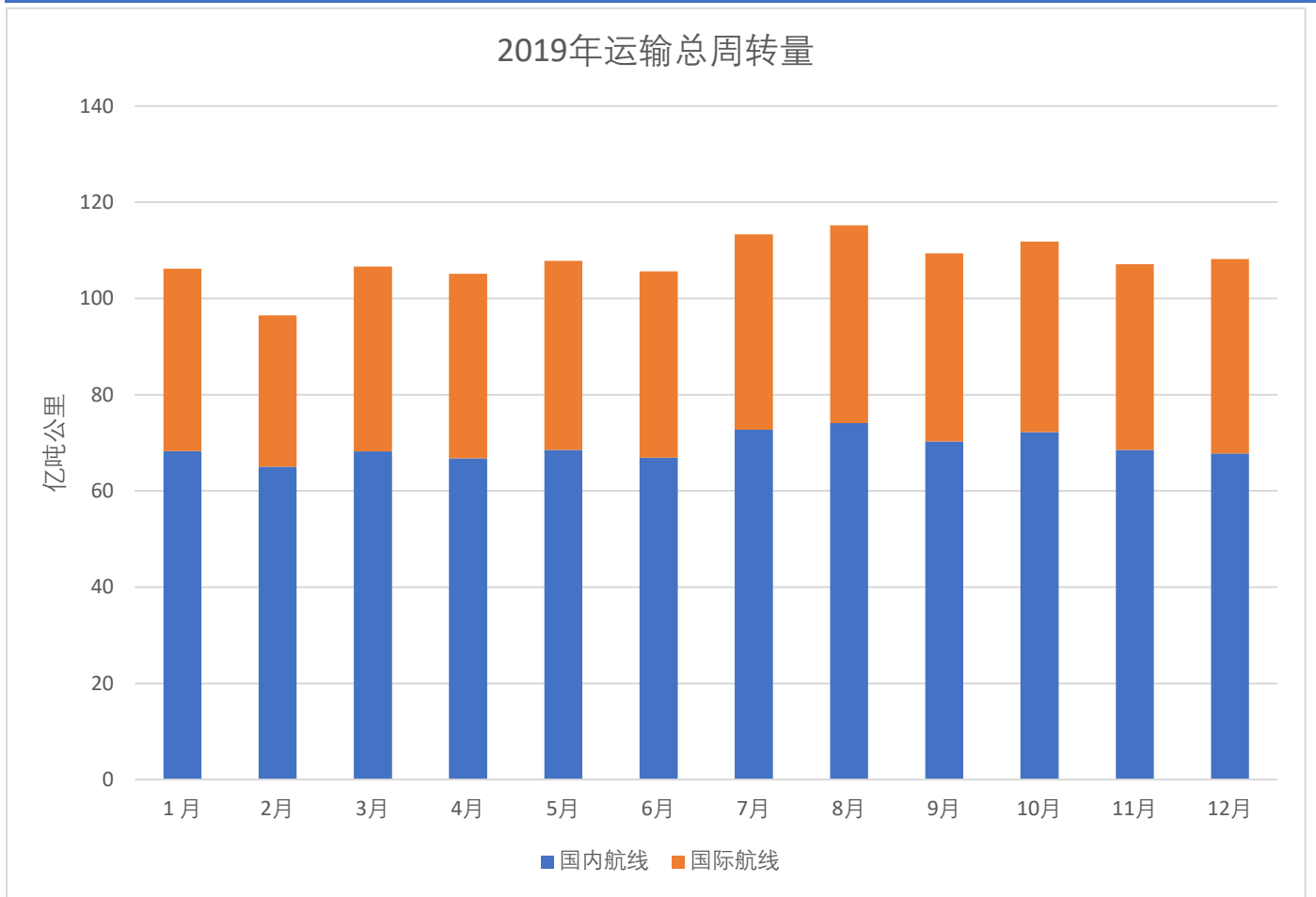
图 1: 中国民航运输总周转量(最新数据)



数据来源：中国民用航空局、恒大证券研究部

根据中国民航主要生产指标统计数据显示，在疫情爆发及实施严厉的防疫政策前(2019)，中国民航运输总周转量整体维持在 100 至 120 亿吨公里的区间。运输总周转量在 2020 年 2 月份，疫情爆发及实施严厉的防疫政策后急剧下跌至不足 30 亿吨公里。但随着疫情防控见成效，运输总周转量逐步回升至 2020 年 12 月的 80 亿吨公里。受到国内外疫情反复影响，运输总周转量在 2021 年波动性较大。这年可被参照为疫情及防控常态下的中国运输总周转量的年内周期表现。2022 年，因疫情再次在国内大规模爆发，政府实施严厉的防疫政策，受影响停工停产，运输总周转量在同年 3、4 月急剧下跌。现时国内疫情已逐渐受控，如参照过去两年的经验，预期中国民航运输总周转量会随时间逐步回升，并在每月 50 至 90 亿吨公里的区间波动。然而，比较现时与过去国内外的防疫政策，虽然两者在放宽防疫政策的进程不同，但是皆从严厉的完全防疫策略逐步倾向有限度防控，渐走向与病毒同存的方针。因此，**推测今次中国民航运输总周转量在回升的速度和力度会较强，随后的周期表现亦会在较高的区间波动。料运输总周转量在今年 8 月回升至 80 亿吨公里，然后在每月 70 至 100 亿吨公里的区间波动。**

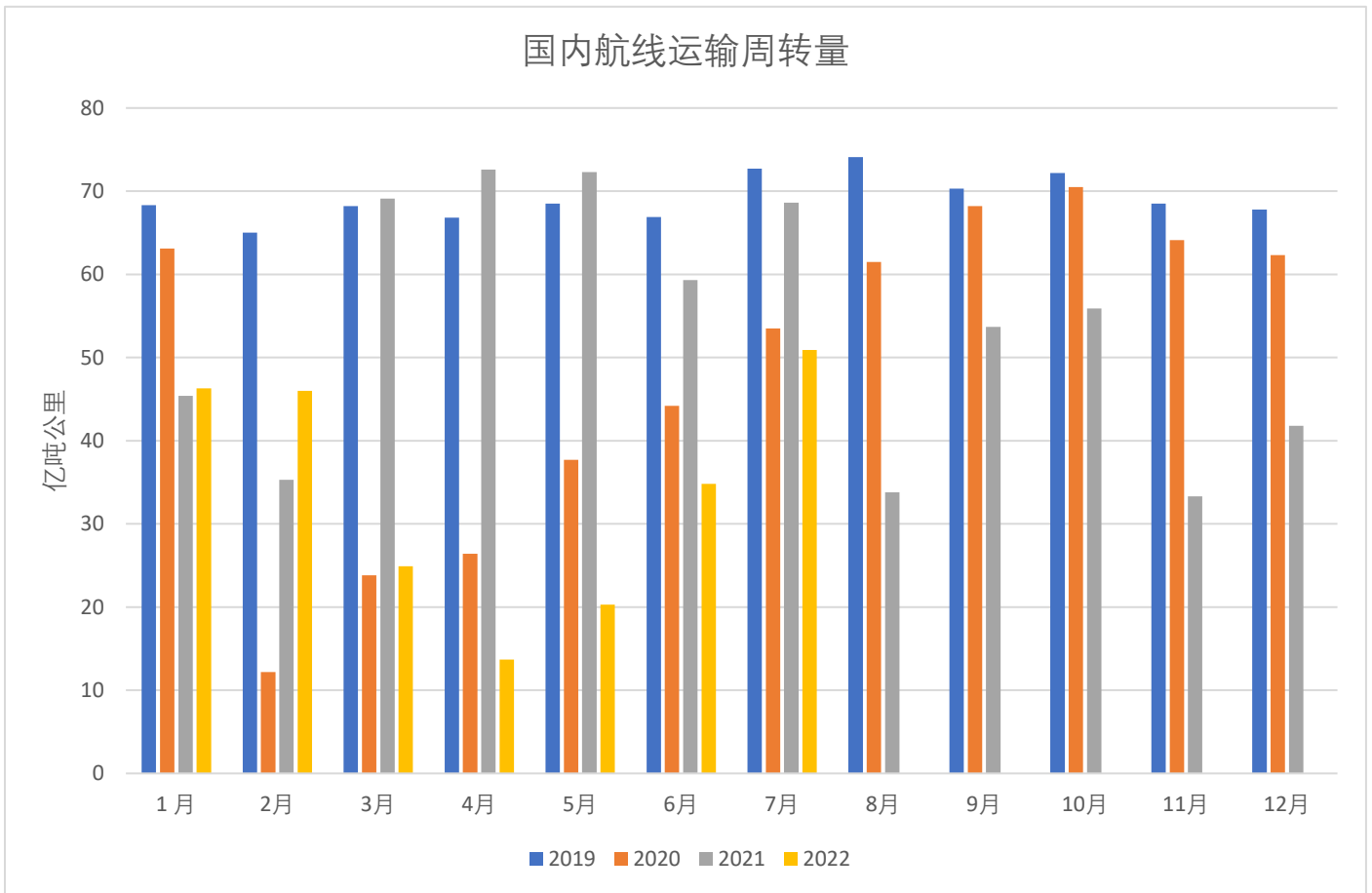
图 2: 中国民航 2019 年运输总周转量



数据源：中国民用航空局、恒大证券研究部

观乎中国民航运输总周转量在疫前的航线分配，以国内航线为主，约占整体的65%，国际航线约占35%。整体供应和需求稳定，维持在每月90至110亿吨公里的区间波动。

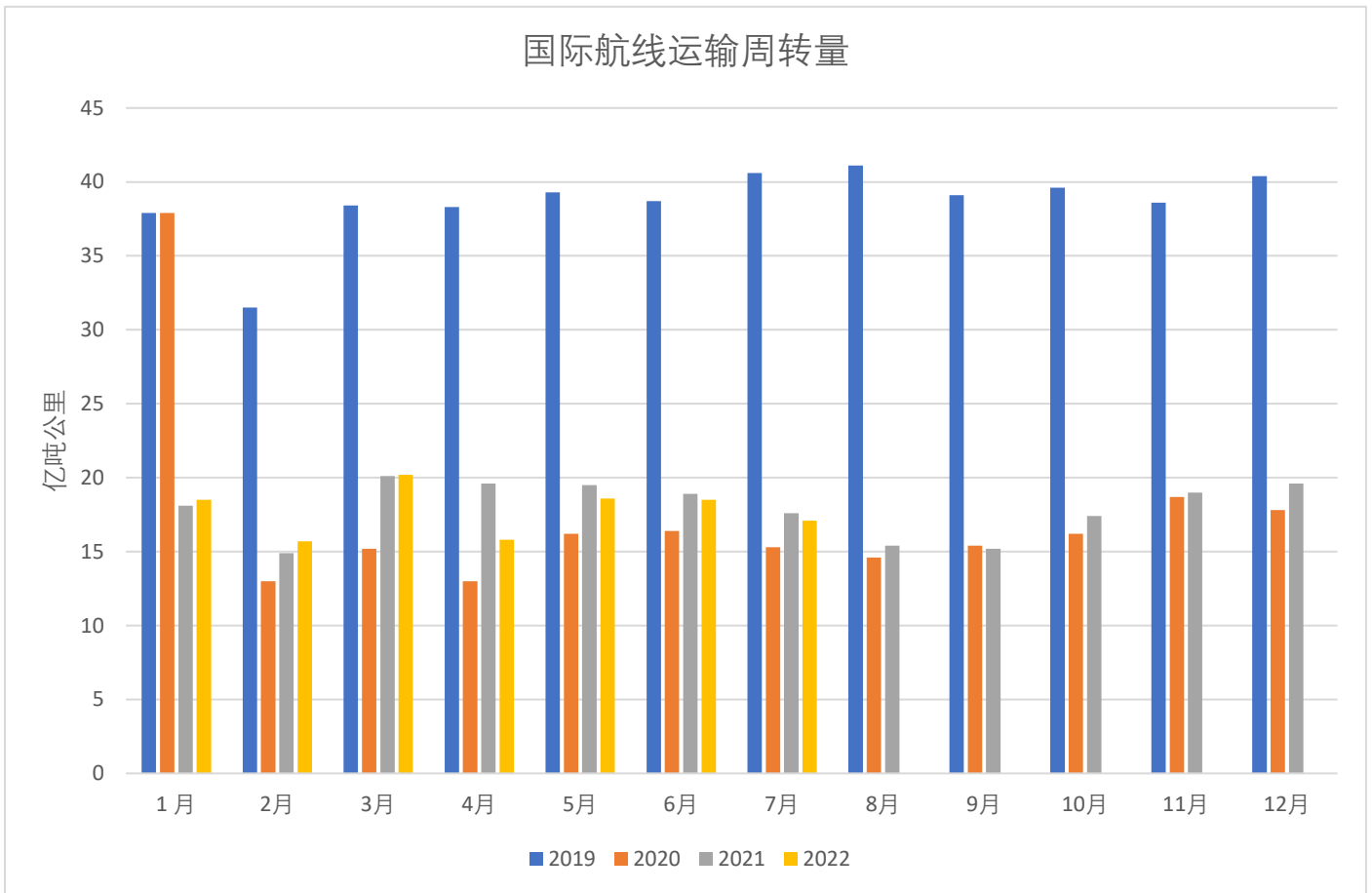
图 3: 中国民航国内航线运输周转量



数据源：中国民用航空局、恒大证券研究部

比较 2019 至今国内航线运输周转量，其在疫前(2019 年)的表现相对平稳。2020 年的数据显示，国内航线运输周转量在疫情受控及防疫政策放宽后迅速回复至接近疫前水平。有鉴于此，预料在疫情受控及防疫政策放宽后，国内航线运输周转量于下半年迅速回复至接近疫前水平，甚至更快。

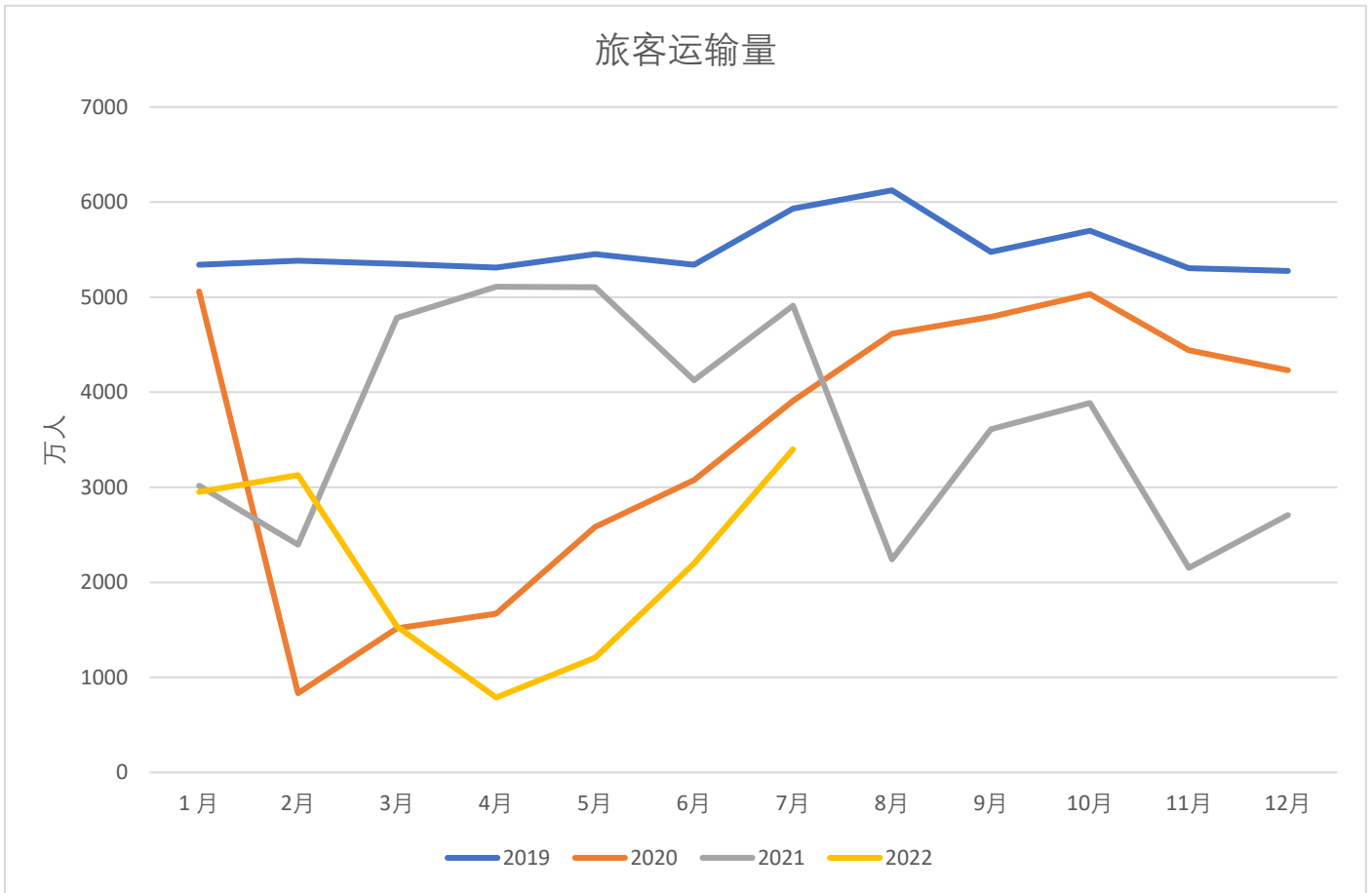
图 4: 中国民航国际航线运输周转量



数据源：中国民用航空局、恒大证券研究部

观看 2019 至今国际航线运输周转量，数据显示疫前(2019 年)的国际航线运输周转量主要集中在 35 至 40 的区间。自 2020 年月份开始，在疫情爆发及实施严厉的防疫政策后，其平稳在 10 至 20 的区间，即使今年 3 月份上海及其地区爆发新一波疫情导致停工停产，国际航线运输周转量也没有下跌，反映 2020 年 2 月份之后至今的疫情变化和防疫政策变动对国际航线运输周转量不构成影响。由于现时国内的疫情已受到控制，感染个案维持可控范围内，加上市上不断研发针对新型冠状病毒及其变动病毒的疫苗，以及不停上升的疫苗接种率，防疫政策渐见放宽，国际航线逐步重新开航，国际航线运输周转量有望在今年下半年回升至疫前的 55%至 65%，预期在 2023 回复至疫前的 65%至 75%。

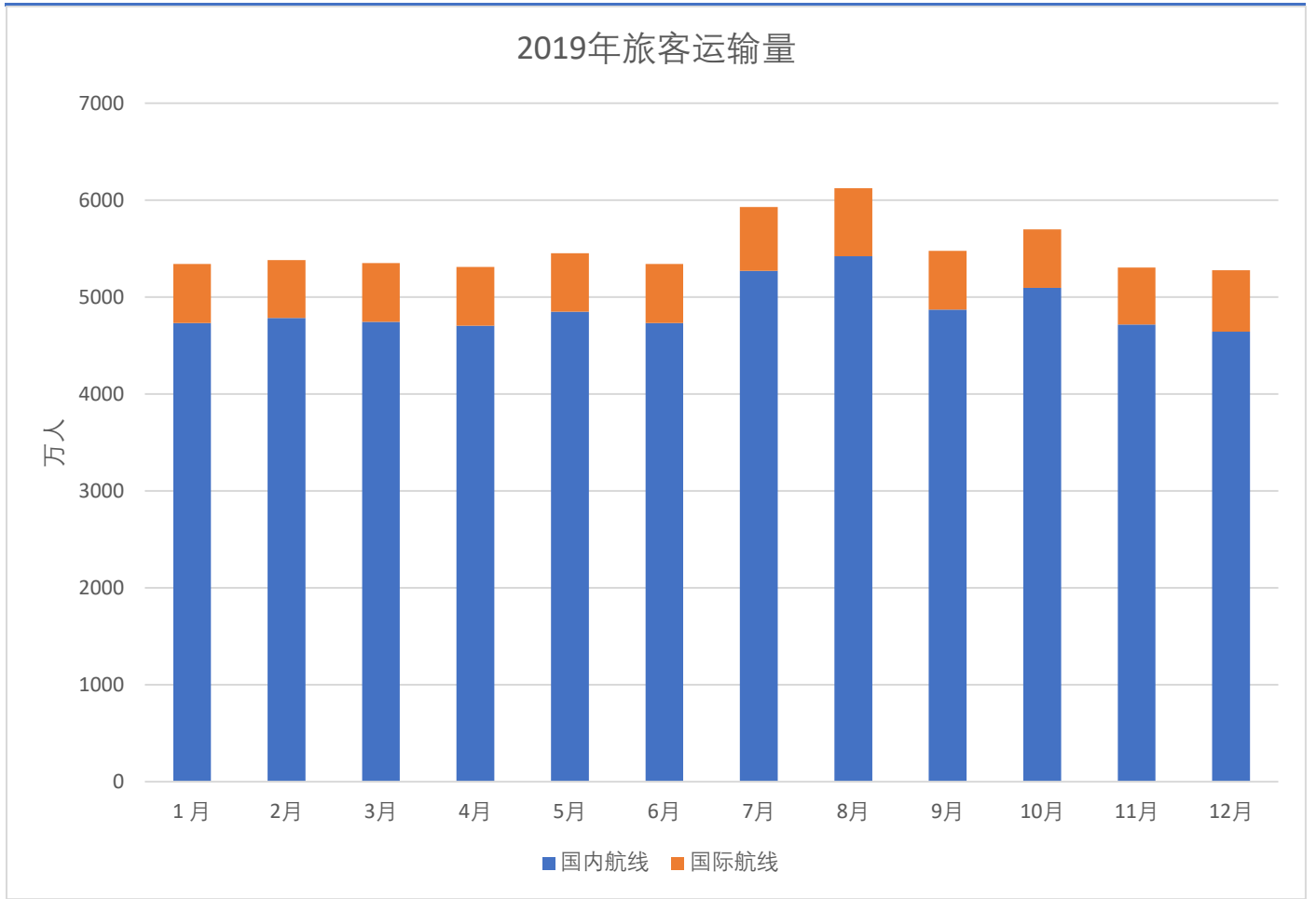
图 5: 中国民航旅客运输量



数据来源: 中国民用航空局、恒大证券研究部

比较国内旅客运输量与运输总周转量的周期变化, 可见两者的周期变化极相似, 存正向线性关系。根据中国民航主要生产指标统计数据显示, 在疫情爆发及实施严厉的防疫政策前(2019), 中国民航旅客运输量整体维持在每月 5000 至 6000 万人的区间。旅客运输量在 2020 年 2 月, 疫情爆发及实施严厉的防疫政策后急剧下跌至不足 1000 万人。但随着疫情防控见成效, 旅客运输量逐步回升至 2020 年 12 月的 4242 万人。受到国内外疫情反复影响, 旅客运输量在 2021 年波动情性较大。这年可被视为疫情及防控常态下的中国旅客运输量的年内周期变化。2022 年, 因疫情再次在国内大规模爆发, 政府实施严厉的防疫政策, 停工停产, 旅客运输量在同年 3、4 月急剧下跌。现时国内疫情已逐渐受控, 如参照过去两年的经验, 预期中国民航旅客运输量会随时间逐步回升, 并在每月 2000 至 5000 万人的区间波动。然而, 比较现时与过去国内外的防疫政策, 虽然两者在放宽防疫政策的进程不同, 但是皆从严厉的完全防疫策略逐步倾向向有限度防控, 渐走向与病毒同存的方针。因此, 推测今次中国民航旅客运输量在回升的速度和力度会较强, 随后的周期表现亦会在较高的区间波动。料旅客运输量在今年 8 月回升至 5000 万人, 然后在每月 3000 至 5000 万人的区间波动。

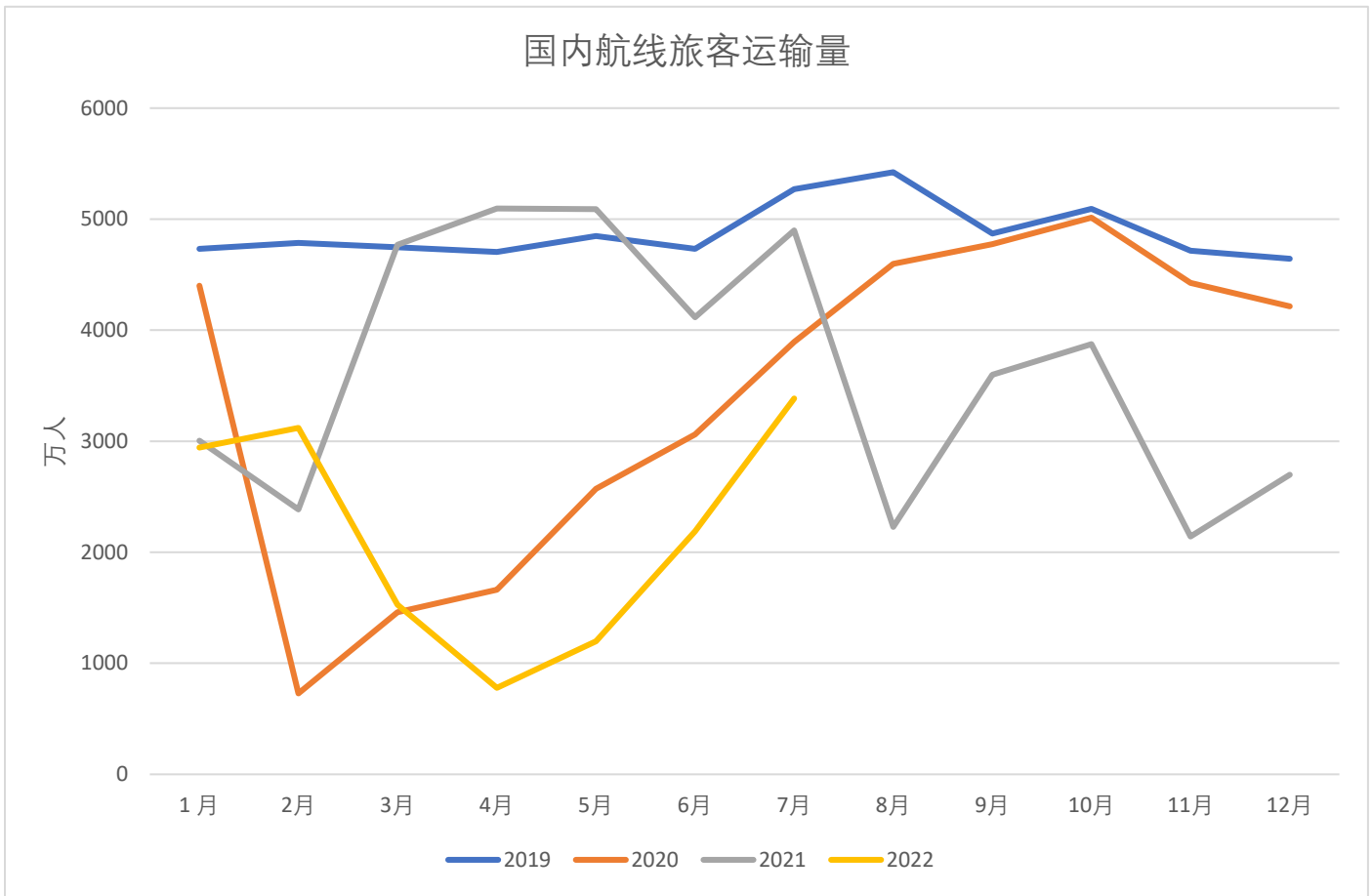
图 6: 中国民航 2019 年旅客运输量



数据源: 中国民用航空局、恒大证券研究部

从 2019 年的数据显示, 中国民航旅客运输量的集中在每月 5000 至 6000 万人的区间波动, 反映市场供应需求表现稳定。其中, 国际航线的供应需求稳定性较国内航线高。

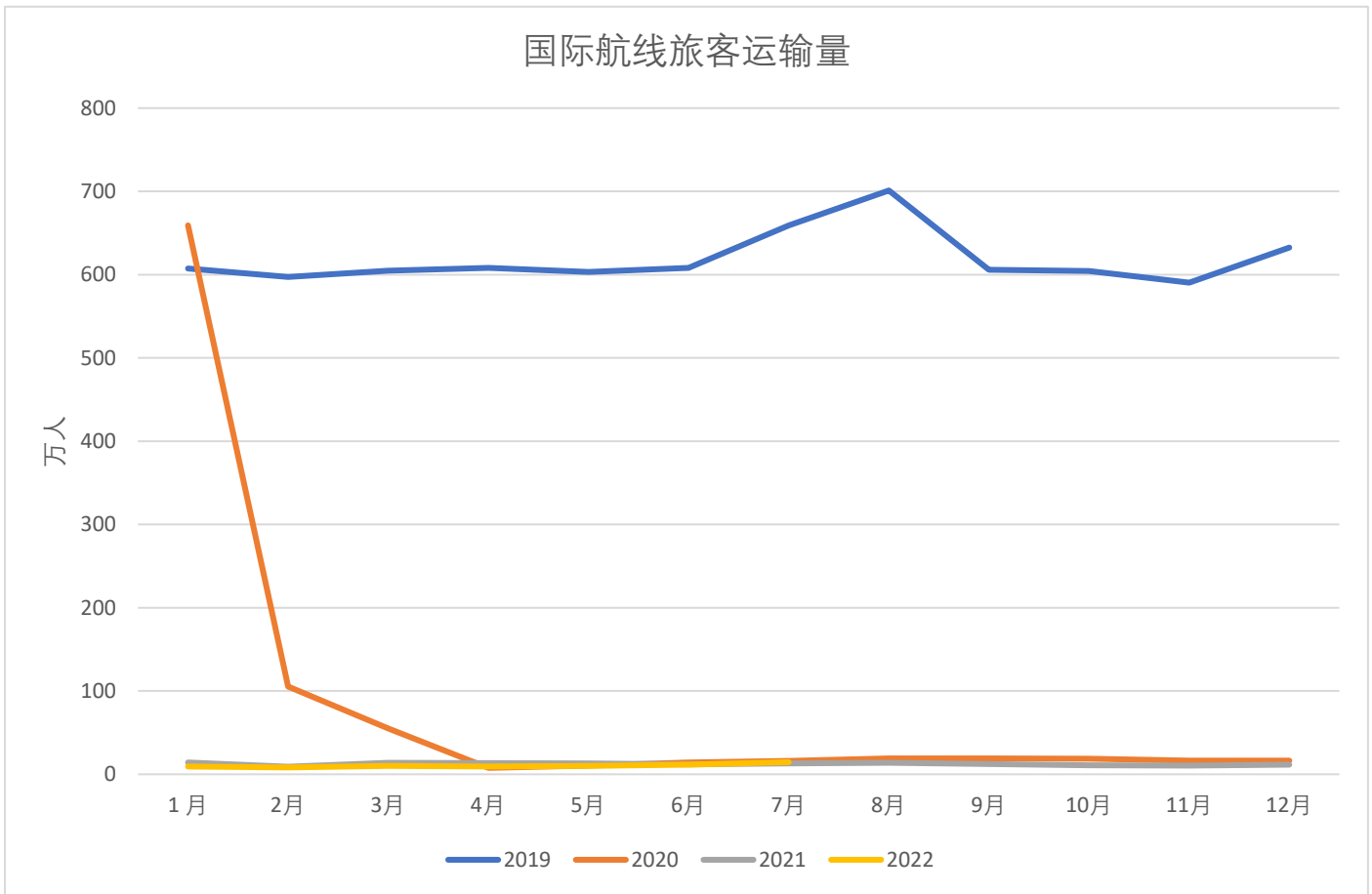
图 7: 中国民航国内航线旅客运输量



数据源：中国民用航空局、恒大证券研究部

比较国内航线旅客运输量与运输总周转量的周期变化，可见两者的周期变化非常相似，存正向线性关系。根据中国民航主要生产指标统计数据显示，在疫情爆发及实施严厉的防疫政策前(2019)，中国民航国内航线旅客运输量整体维持在每月4500至5500万人的区间。旅客运输量在2020年2月，疫情爆发及实施严厉的防疫政策后急剧下跌至不足1000万人。但随着疫情防控见成效，旅客运输量逐步回升至2020年12月的4216万人。受到国内外疫情反复影响，旅客运输量在2021年波动性较大。这年可被视为疫情及防控常态下的中国旅客运输量的年内周期变化。2022年，因疫情再次在国内大规模爆发，政府实施严厉的防疫政策，部分地区需要停工停产全力抗疫，国内航线旅客运输量在同年3、4月急剧下跌。现时国内疫情已逐渐受控，如参照过去两年的经验，预期国内航线旅客运输量会随时间逐步回升，并在每月2000至5000万人的区间波动。然而，比较现时与过去国内外的防疫政策，虽然两者在放宽防疫政策的进程不同，但是皆从严厉的完全防疫策略逐步倾向有限度防控，渐走向与病毒同存的方针。因此，**推测今次中国民航旅客运输量在回升的速度和力度会较强，随后的周期表现亦会在较高的区间波动。料旅客运输量在今年8月回升至5000万人，然后在每月3000至5000万人的区间波动。**

图 8: 中国民航国际航线旅客运输量

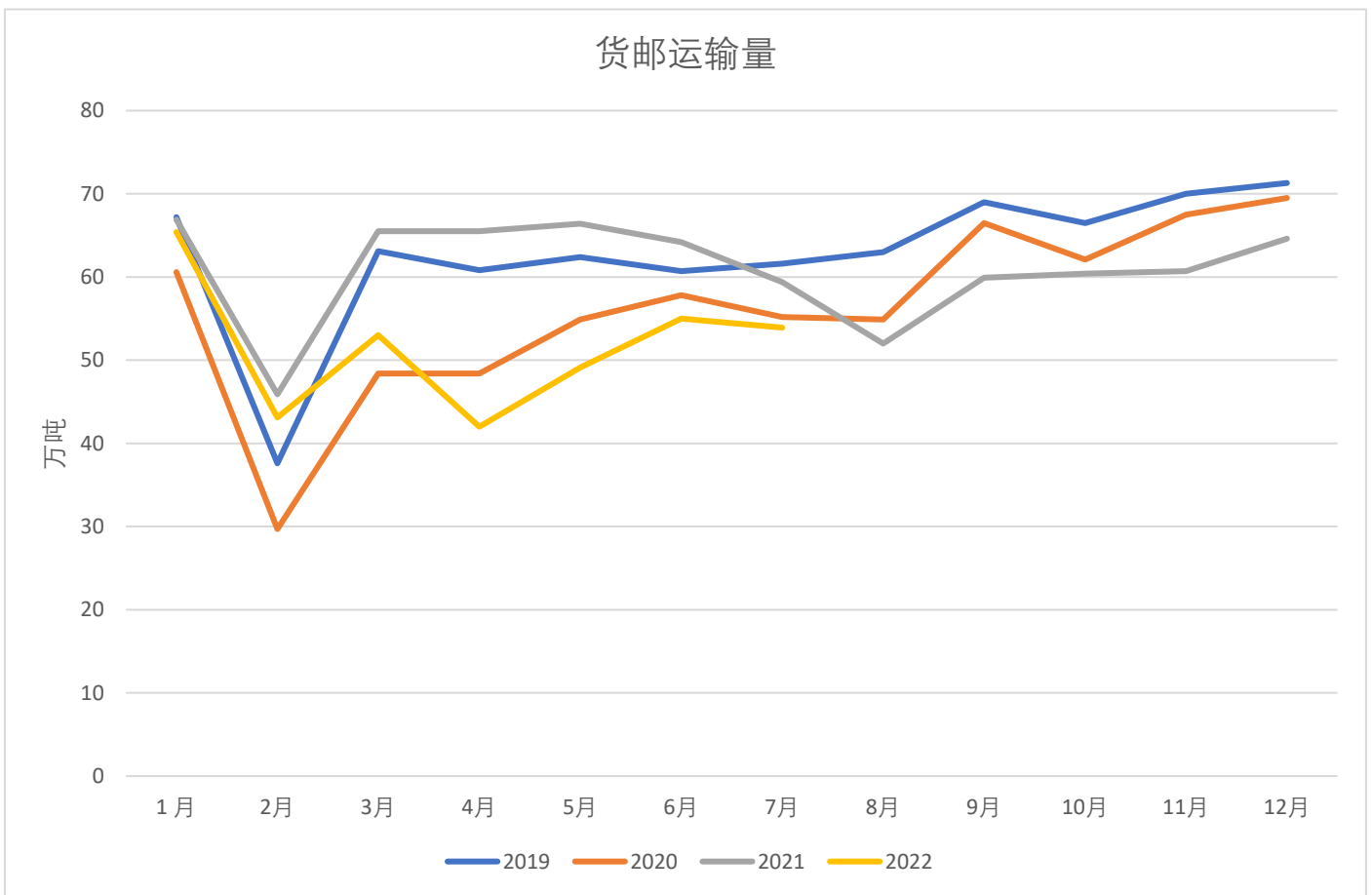


数据源：中国民用航空局、恒大证券研究部

观看中国民航国际航线旅客运输量数据，可见国际航线旅客运输量受到到疫情和防疫政策的影响极之严重，自 2020 年 4 月至今国际航线旅客运输量下跌超过 90% 至每月不足 20 万人，由于国际旅客量持续低迷，国际客对应的航空收入已经超过两年维持低位。国际航线依旧处于严格管制状态，但政策的变动已经展现出逐步放宽的趋势。5 月举行的国务院常务会议上提出要有序增加国际客运航班后，多个航司收到了民航局新增国际航班的额度配置，打破了原来的“五个一”的限制。因此，预期国际航线旅客运输量再进一步下跌的机会极微，但是在预期国家逐步放宽国际航线的情境下，推动国际航线旅客运输量渐渐回复疫前水平。考虑国家过往的防疫方针，推测短期内不会大幅放宽防疫措施，料今年第四季国际航线旅客运输量可回复至每月 100 万人的水平。

2022-08-23

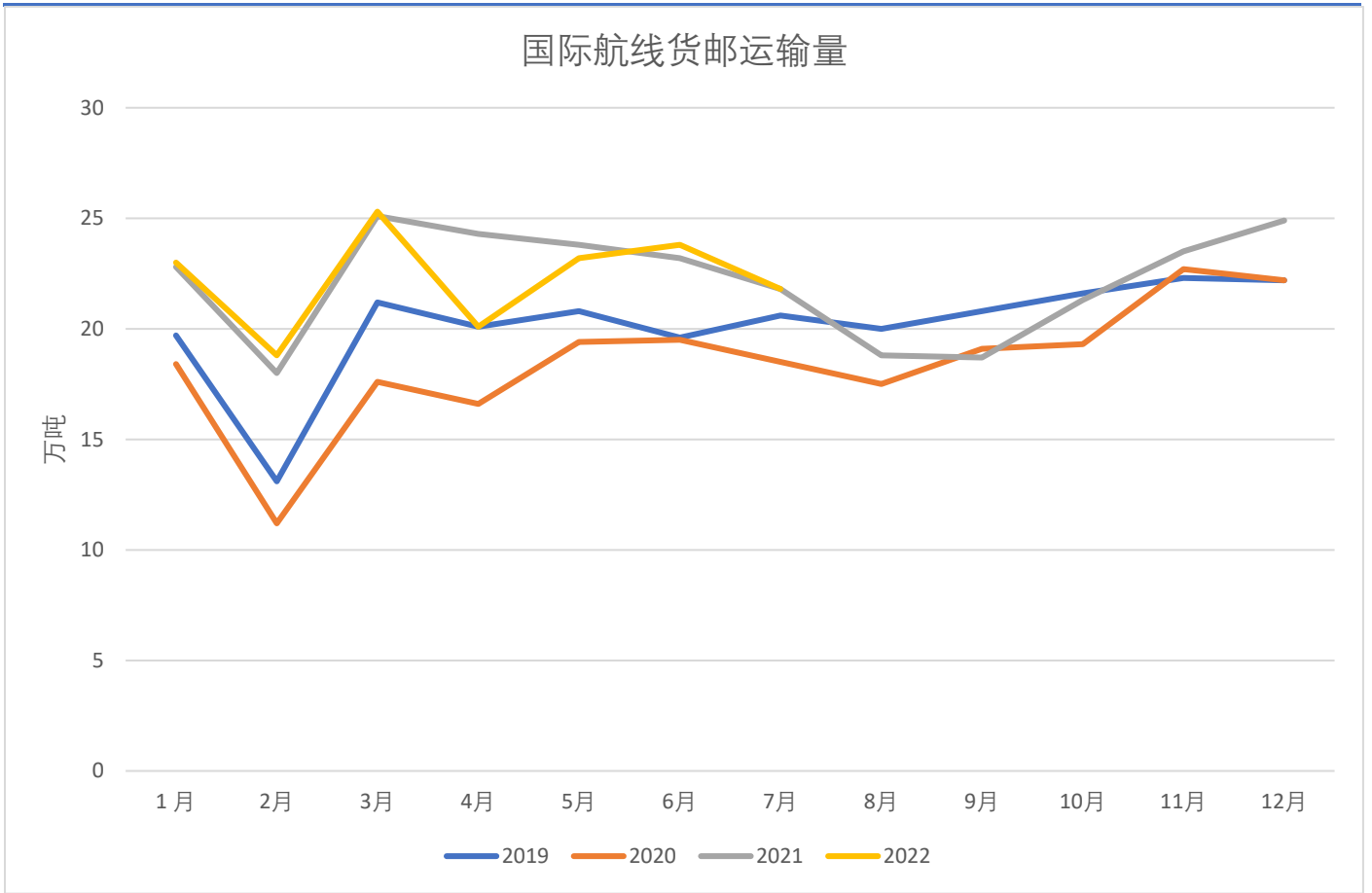
图 9: 中国民航货邮运输量



数据来源: 中国民用航空局、恒大证券研究部

相对客运数据, 货邮运输量在疫情期间所受的影响较小, 疫情期间货邮运输量在某些月份甚至较疫前更高, 例如 2021 年 2 月至 6 月及 2022 年 2 月的货邮运输量皆比 2019 年的更高。整体而言, 货邮运输量在上半年的波动较下半年的大; 货邮运输量在下半年出现每年下降的情况, 反映货邮运需求有下降迹象。2022 年 3 月因疫情在内地大规模爆发, 导致重点城市上海停工停产, 阻碍生产出口产量, 其影响反映在 2022 年 3 至 5 月的货邮运输量数据上。预料下半年货邮运输量每月数据会回升至 50 至 60 万吨的水平。

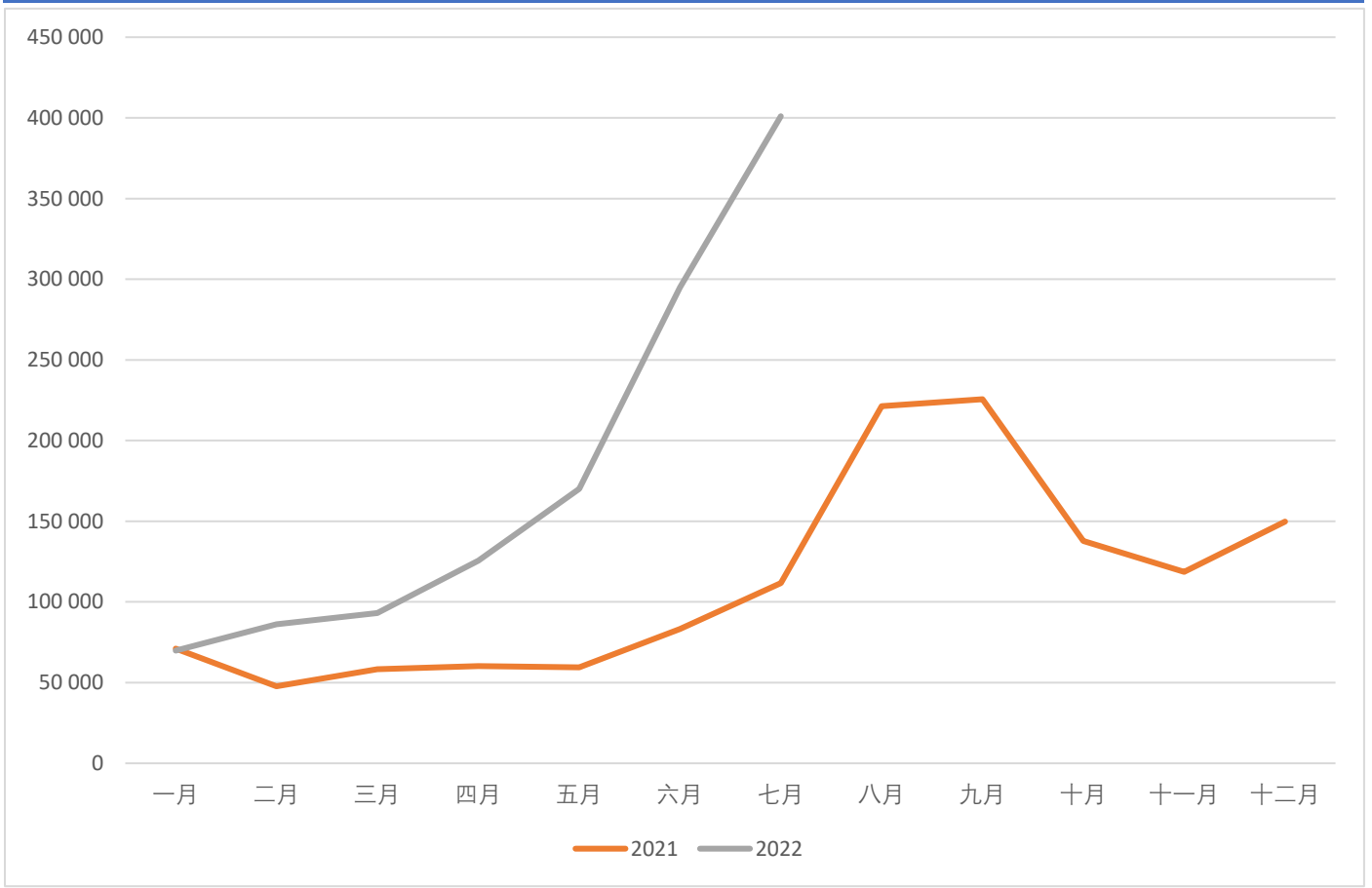
图 10: 中国民航货邮运输量



数据来源: 中国民用航空局、恒大证券研究部

上图数据显然, 中国民航国际航线货邮运输量只在 2020 年较 2019 年有明显下跌外, 由 2020 年 11 月开始已经灰复至疫前水平, 甚至超越疫前的水平。即使在 2022 年 3 月因疫情在内地大规模爆发, 导致重点城市上海停工停产, 国际航线货邮运输量亦高于 2019 的水平。参照过往走势, 料国际航线货邮运输量会在今年 8 月期间或有轻微跌幅或维持平衡的水平, 但预期今年 9 月至 12 月会维持在 20 至 25 万吨的区间。

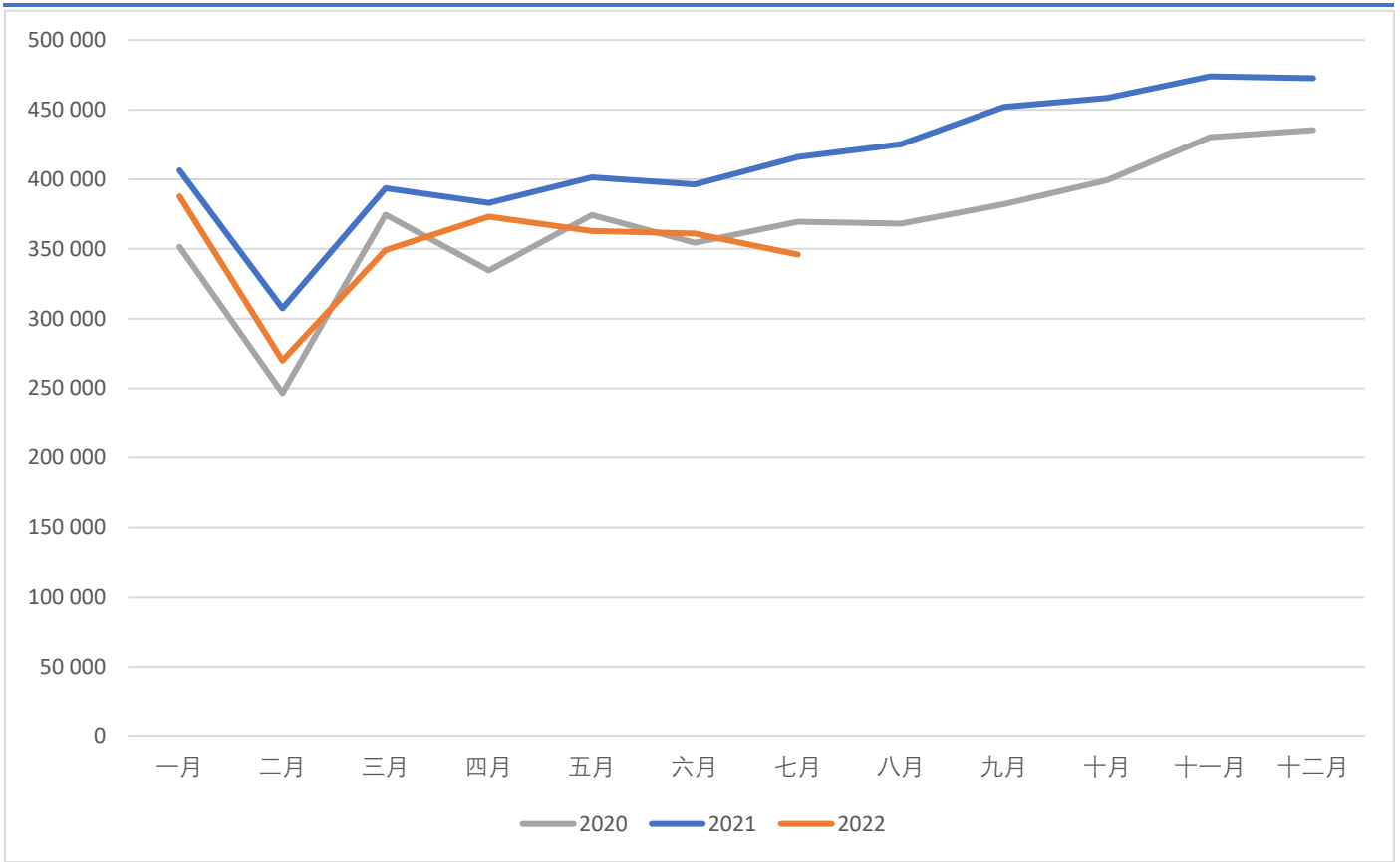
图 11: 香港民航抵港、离港乘客总计



数据来源: 机场管理局、恒大证券研究部

香港客运市场方面, 抵港、离港乘客总计严重受疫情及防疫措施影响, 但预期今年 2022 年表现较去年大幅改善。抵港、离港乘客总计由疫前(2019 年)平均每月 5,940,629 人次大幅下跌至疫情最严峻期间(2021 年)的平均每月 112,073 人次。随着本港旅游政策放宽, 2022 年航空需求按年急速上升, 抵港、离港乘客总计由 4 月开始录得倍数增长。2022 年首 7 个月抵港、离港乘客总计同比增加 152%, 至 1,240,567 人次。预期抵港、离港乘客人数会持续受惠于旅游政策进一步放宽及暑期旅游旺季而持续上升。由于去年抵港、离港乘客人数的基数极低, 料 8 月至 12 月按年变动百分比维持倍数增幅。

图 12: 香港民航卸下、装上货物总计(货物数字不包括邮递)



数据源：机场管理局、恒大证券研究部

香港货运方面，从数据显示香港货运表现没有受疫情及防疫政策的负面影响，预期今年 2022 年表现平稳。根据机场管理局的数据显示，卸下、装上货物总计数据在疫情最严峻期间(2021 年)不跌反升，反映疫情及防疫政策与货运需求没有强关联。2022 年首 7 个月的货运表现与 2020 年相似，料 2022 年全年卸下、装上货物总计与 2020 年相约。

三、投资建议

航空行业需求底部二季度已现，现时已经走过了最黑暗的阶段，民航局大幅放松熔断门槛，期待疫情对我国民航业的影响逐步消退，前景乐观。中国民航已经进入暑运运营，航班量整体仍在恢复中，国内航线已经大面积复飞，需求复苏上行趋势确认。高考结束和暑运旺季有望催化航空出行需求集中释放。加上即将迎来暑运后期回程旺季，航空弱需求边际改善确定性较强，国际国内都将迎来需求快速反弹。虽则目前防疫政策的严谨对于航空业来说依旧是一场艰巨的挑战，但随着防疫政策逐步放宽，国际国内航线逐步重新开通，航空业的运力投放空间有望大幅恢复。现时全球经济正面对下行风险，预期中国会于今年下半年尝试平衡疫

情的冲击与经济效益，逐步放款国内和国际航运限制，让经济活动回复疫前状态，对冲经济下行的影响力，达至软着陆效果。

部分国家地区已逐渐开放国际航线，外部环境良好，只等待中国放宽旅游限制及检疫规定。观乎现时各国各地的防疫政策，中国在防疫政策放宽方面滞后于其他大部份国家。虽然国内出现新的新型冠状病毒确珍群组，但整体确人数仍受控，料政府现时无意收紧防疫政策。随着其他国家地区逐步放宽对我国的入境限制，即使是单方向放宽，也对航运市场带来正面影响。现在只等待中国放宽旅游限制及检疫规定，重新开通与他国的桥梁，推动中国航空运输行业的恢复。届时将受惠于大部份国家基本已开放出入境限制的外部环境有利因素，中国航空境外航线恢复速度有望超越目前欧美。

由于客运服务的需求下降的主要因素并非源于游客自身对客运服务需求减少，而是因为防疫政策所导致，所以预料出入境放宽后，客运服务的需求会出现反弹。加上游客长时间处于抗疫状态，无法满足出境旅游的需求，出现抗疫疲劳。因此，预料出入境放宽后会出现「报复式」消费及出行，客运服务的需求有望出现强劲反弹。预计届时急增的航运需求会推高价票。看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，推荐板块性的行业投资机会，推荐国泰航空、中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

四、推荐公司基本面

表 2: 推荐公司的基本面

公司	股票代码	市值 (亿港元)	市盈率 (倍)	本年度预测 市盈率 (倍)	股本报酬率 (%)	市净率 (倍)	市销率 (倍)
国泰航空	293 HK	548.45	N/A	N/A	-7.18	1.12	1.14
中国东航	670 HK	907.75	N/A	N/A	-34.56	1.05	0.63
中国国航	753 HK	1459.77	N/A	N/A	-23.95	1.30	1.01
南方航空	1055 HK	1126.10	N/A	N/A	-19.60	0.99	0.60
春秋航空	601021 CH	525.67	N/A	N/A	-0.85	3.48	4.17
吉祥航空	603885 CH	385.12	N/A	N/A	-7.71	3.31	2.52

据源: Bloomberg、恒大证券研究部

五、风险因素

疫情及防疫政策放宽不似预期、地缘政治局势紧张、宏观经济下行、汇率波动、油价持续高位。

2022-08-23

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：中国湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999