

# 交通运输

## 精选低估值快递，期待航空反弹行情

**市场综述：**本周 A 股市场小幅反弹，上证综指报收于 2729.4，环比涨 2.3%；深证综指报收于 8484.7，涨 1.5%；沪深 300 指报收于 3325.3，涨 3.0%；创业板指报收于 1450.1，涨 1.1%；申万交运指数报收于 2252.2，涨 1.3%。交运行业子板块全部上涨，其中公交板块跌幅最大(3.6%)，其次为航空板块(3.0%)。本周交运板块涨幅前三为德新交运(61.1%)、普路通(17.0%)、览海投资(10.4%)；跌幅前三为飞马国际(-9.9%)、密尔克卫(-7.6%)、永安行(-4.3%)。

**航空机场板块：航空板块，**吉祥航空披露中报，收入同比增 18.3%，归母净利润 6.18 亿，同比降 1.1%。民航空域资源紧张常态化，时刻增量持续受限很可能成为趋势，未来旺季甚至淡季的航班起降增量或均将受到政策管制，利好供需改善。我们预计 9 月 800 公里以上航线附加费收费标准可能上调至 20 元，进一步减轻油价压力。此外，央行重启人民币对美元中间价报价“逆周期因子”稳定汇率，人民币贬值压力短期有望明显缓解，航空股投资环境将显著转暖。继续推荐三大航，关注春秋，吉祥。**机场板块：**上海机场披露中报，收入 45.04 亿，同比增长 15.6%，归母净利润 20.22 亿，同比增长 19.2%。航空主业稳健增长，非航收入仍保持较快增速。枢纽机场估值体系已从过去的公用事业属性逐步向消费属性过渡，且短期现金流健康的防守品种可能更受市场青睐，有望在未来相当长的时间内享受估值溢价，长期推荐上海机场、首都机场股份，关注白云机场。

**物流快递板块：快递板块，**本周顺丰、申通与圆通先后公布上半年财报：顺丰收入 425.04 亿元(+32.16%)，归母净利润 22.34 亿元(+18.59%)；申通收入 66.42 亿元(+19.43%)，归母净利润 8.67 亿元(+16.21%)；圆通收入 120.66 亿元(+46.95%)，归母净利润 8.01 亿元(+15.69%)。投资上，主逻辑在于行业格局尚未确定+集中度提升的预期下，增速成为公司估值的主导，短期建议关注估值较低的申通快递与圆通速递在下半年可能的好转，以及顺丰的投资机会。**物流板块，**7 月 1 日起全面禁止不合规车辆运输车通行。上半年因套牌车辆及治理不及时等原因不合规车辆退出不及预期，当前需持续关注不合规运力是否被加速淘汰出市场，以及整车物流提价的力度是否超预期，建议关注长久物流。

**航运港口板块：航运板块，**本周 SCFI 环比上涨 1.1%至 901.7 点，其中欧线运价环比涨 3.3%至 959 美元/TEU，地中海线涨 0.7%至 915 美元/TEU；美西线涨 1.9%至 2126 美元/FEU，美东线微涨 0.4%至 3329 美元/FEU。本周四中美双方各自对其 160 亿美元进口产品加征 25%关税正式生效，我们认为贸易战前夕货主加紧提前出货叠加集运旺季到来，短期来看美线价格还将可能抬升。集运板块在经历八年的产能消化期之后，总体供需虽有局部改善，但海外宏观特别是贸易摩擦的愈演愈烈，及带来衍生的油价和汇率波动，会给航运带来不确定性和悲观预期，投资机会更多来自旺季下的阶段性涨价以及悲观预期下的反弹机会。**港口板块，**港口行业面临国际以及中美贸易摩擦，叠加国家降低物流成本的政策导向，我们认为板块投资机会更多来自业绩确定性增长以及长期受益于环保压力下“公转铁”新增货量的低估值标的，长期看好上港集团，关注日照港、唐山港。

**铁路公路板块：铁路板块，**广深铁路披露半年报实现收入 95.28 亿元，同比增 13.26%，净利润 6.54 亿元，同比增 28.58%。行业上铁路货运基本面持续进入上升通道，我们认为当前铁路板块在基本面向上、估值具备安全边际以及可能存在政策刺激的条件下具备较强配置价值。投资上选择基本面改善+国企改革的公司，继续推荐三只铁路股：1) 铁龙物流：今年继续受益于公转铁、沙鲮线有望量价齐升释放业绩弹性，另外公司运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间巨大，2018 年业绩估值 22 倍；此外继续推荐大秦铁路(业绩与现金流优异，股息率高)，广深铁路(PB 低，客票+土地)。**公路板块，**8 月 24 日交通运输部通报试点取消高速公路省界收费站情况，未来将由试点省份向全国范围逐步拓展，我们认为此举将能够带来通行效率的提升。策略上我们建议寻找业绩确定、估值安全、股息稳定的投资标的，核心关注：粤高速 A、深高速、宁沪高速。

**投资建议：**申通快递、顺丰控股、中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空、上海机场、首都机场股份、白云机场、铁龙物流、大秦铁路、广深铁路，关注韵达股份、粤高速 A。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-08-24	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600029.SH	南方航空	6.67	买入	0.59	0.78	1.02	1.59	11.31	8.55	6.54	4.19
601111.SH	中国国航	7.38	买入	0.59	0.70	1.05	1.37	12.51	10.54	7.03	5.39
600009.SH	上海机场	57.06	买入	1.91	2.31	3.01	3.26	29.87	24.70	18.96	17.50
002468.SZ	申通快递	15.89	增持	0.97	1.19	1.37	1.59	16.38	13.35	11.60	9.99
002352.SZ	顺丰控股	41.43	买入	1.08	1.12	1.38	1.70	38.36	36.99	30.02	24.37

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



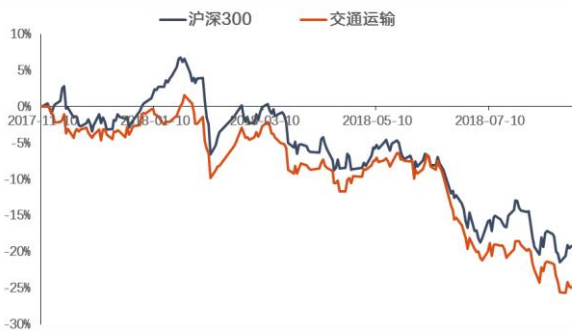
资料来源：贝格数据

- 《交通运输-行业深度研究:从一超多小的竞争格局，看网约车市场的“功守道”》 2018-08-23
- 《交通运输-行业研究周报:7 月快递业务量增速 27.3%，短期关注航空、机场板块》 2018-08-19
- 《交通运输-行业研究周报:中国对美 600 亿进口产品加征关税，BDI 创 4 年半新高》 2018-08-05

## 1. 本周回顾和投资观点

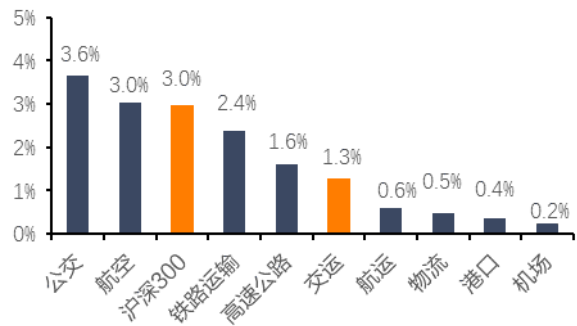
**市场综述:** 本周 A 股市场小幅反弹, 上证综指报收于 2729.4, 环比涨 2.3%; 深证综指报收于 8484.7, 涨 1.5%; 沪深 300 指报收于 3325.3, 涨 3.0%; 创业板指报收于 1450.1, 涨 1.1%; 申万交运指数报收于 2252.2, 涨 1.3%。交运行业子板块全部上涨, 其中公交板块跌幅最大 (3.6%), 其次为航空板块 (3.0%)。本周交运板块涨幅前三为德新交运 (61.1%)、普路通 (17.0%)、览海投资 (10.4%); 跌幅前三为飞马国际 (-9.9%)、密尔克卫 (-7.6%)、永安行 (-4.3%)。

图 1: 交运板块表现 (2017 年 11 月 10 日以来)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2: 交运各子板块表现 (2018.8.20-8.24)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 1: 交运板块领涨公司

	本周收盘价 (元)	周涨幅	月涨幅	年涨幅
<b>本周交运板块领涨个股</b>				
德新交运	17.3	61.1%	12.1%	-61.7%
普路通	10.9	17.0%	-5.9%	-23.2%
览海投资	3.8	10.4%	1.3%	-46.6%
海汽集团	8.0	9.8%	-5.6%	-36.8%
天顺股份	20.1	8.3%	1.5%	-35.5%
<b>8月交运板块领涨股</b>				
德新交运	17.3	61.1%	12.1%	-61.7%
飞力达	6.7	1.4%	5.8%	-38.7%
粤高速 A	7.9	5.9%	5.2%	3.7%
*ST 凤凰	3.3	-1.2%	4.1%	-18.2%
天顺股份	20.1	8.3%	1.5%	-35.5%
<b>18年交运板块领涨股</b>				
德邦股份	24.2	5.3%	-5.0%	249.9%
密尔克卫	41.5	-7.6%	-17.5%	155.7%
上海机场	57.1	1.7%	-4.4%	28.0%
外运发展	20.0	5.3%	-6.7%	19.4%
天海投资	6.5	0.0%	0.0%	6.2%

资料来源: WIND, 天风证券研究所

**航空机场板块：航空板块**，吉祥航空披露中报，收入同比增 18.3%，归母净利 6.18 亿，同比降 1.1%，二季度运价显著提升，凸显上海枢纽价值。民航空域资源紧张常态化，时刻增量持续受限很可能成为趋势，未来旺季甚至淡季的航班起降增量或均将受到政策管制，利好供需改善。历经 7 月上旬的低谷，运价水平已逐步转暖，旺季整体提价有望兑现，且时刻收紧及票价改革有望演绎为行业运价持续上行的长期驱动力，继续看好运价复苏。2018 年航空股投资面对油价汇率的双重扰动，但我们测算四季度航油成本涨幅有望显著收窄，且 9 月 800 公里以上航线附加费收费标准可能上调至 20 元，进一步减轻油价压力。此外，央行重启人民币对美元中间价报价“逆周期因子”稳定汇率，人民币贬值压力短期有望明显缓解，油价汇率最煎熬的日子或将过去，航空股投资环境将显著转暖。继续推荐三大航，关注春秋，吉祥。**机场板块**：上海机场披露中报，收入 45.04 亿，同比增长 15.6%，归母净利 20.22 亿，同比增长 19.2%，航线结构持续优化，国际线占比不断提升，航空主业稳健增长；非航收入仍保持较快增速，其中我们测算免税销售额增长仍在 30% 左右，免税租金及商业租金收入增速为 32.3%，枢纽机场的流量价值持续兑现。得益于宽体机投放及客座率上行，枢纽机场航空性收入仍有一定提升空间；非航收入消费属性更强，具备远期成长性。枢纽机场估值体系已从过去的公用事业属性逐步向消费属性过渡，且短期现金流健康的防守品种可能更受市场青睐，有望在未来相当长的时间内享受估值溢价，长期推荐上海机场、首都机场股份，关注白云机场。

**物流快递板块：快递板块**，A 股快递公司进入财报密集披露期，本周顺丰、申通与圆通先后公布上半年财报：顺丰业务量 18.58 亿票（+35.29%）；收入 425.04 亿元（+32.16%），归母净利润 22.34 亿元（+18.59%）；申通业务量 20.45 亿件（+18.67%），收入 66.42 亿元（+19.43%），归母净利润 8.67 亿元（+16.21%）；圆通业务量 28.14 亿件（+24.5%），收入 120.66 亿元（+46.95%），归母净利润 8.01 亿元（+15.69%）。投资上，主逻辑在于行业格局尚未确定+集中度提升的预期下，增速成为公司估值的主导，短期的投资常常受到增速及其相关预期的干扰。产业竞争方面，龙头顺丰控股在商务件地位稳固，海外中通在网络建设、成本控制等精细化经营方面已体现出优势，A 股通达系公司中韵达股份领跑同业，但申通圆通在回去数月中增速有所修复，短期建议关注估值较低的申通快递与圆通速递在下半年可能的好转，以及顺丰的投资机会。**物流板块**，5 月 10 日交通运输部发布《关于深入推进车辆运输车治理工作的通知》，7 月 1 日起全面禁止不合规车辆运输车通行。上半年因套牌车辆及治理不及时等原因不合规车辆退出不及预期，当前需持续关注不合规运力是否被加速淘汰出市场，以及整车物流提价的力度是否超预期。建议关注长久物流。

**航运港口板块：航运板块，集运市场**：8 月 24 日 SCFI 环比上涨 1.1% 至 901.7 点。运输旺季下，欧线方面，部分航商调价涨跌互线，上海至欧洲运价环比上涨 3.3% 至 959 美元/TEU，上海至地中海运价环比上涨 0.7% 至 915 美元/TEU，平均舱位利用率 95% 以上；美线方面，上海至美西运价环比上涨 1.9% 至 2126 美元/FEU，上海至美东运价环比微涨 0.4% 至 3329 美元/FEU，部分舱位满载，美东线推涨计划集中。本周四，美国对中国 160 亿美元进口产品加征 25% 关税正式生效，同期中国对美进口 160 亿美元进口商品加征 25% 关税。我们认为贸易战如鲠在喉，贸易战前夕货主加紧提前出货叠加集运旺季到来，短期来看美线价格还将可能抬升；但中期来看，贸易战的影响不容乐观，将挫伤双边贸易积极性进而影响美线航运货量。集运板块在经历八年的产能消化期之后，总体供需虽有局部改善，但海外宏观特别是贸易摩擦的愈演愈烈，及带来衍生的油价和汇率波动，会给航运带来不确定性和悲观预期，投资机会更多来自旺季下的阶段性涨价以及悲观预期下的反弹机会。**油运市场**：油运价格 BDTI 为 804，环比涨 6.8%，BCTI 为 479，环比降 2.0%。本周伊核制裁下油价上涨，VLCC 油运市场运价大幅反弹，量价齐升，中东湾拉斯塔努拉至宁波船运价 WS 57.9，环比涨 13.3%。三季度为油轮传统淡季，四季度将重回旺季，油运市场在高供给增速压力下复苏趋势有待观望。当前油运市场核心关注原油价格的变化，伊核制裁下市场拆船量、海上浮仓储油带来的边际变化。2018 上半年油轮行业运价跌至二十年以来最低谷，下半年可适度关注招商轮船、中远海能，重点关注中远海能的 PB 修复行情。**散货市场**：本周 BDI 环比跌 1.5% 至 1697。本周海岬型船市场处于调整阶段，BCI 环比回落 8.4% 至 3164；巴拿马型船市场企稳回升，BPI 环比增长 9.8% 至 1630。策略方面，我们认为受益于供需边际改善，未来三年国际干散货运输板块处于底部向上阶段，建议关注中远海特。**港口板块**，

港口行业面临国际以及中美贸易摩擦，叠加国家降低物流成本的政策导向，我们认为板块投资机会更多来自业绩确定性增长以及长期受益于环保压力下“公转铁”新增货量的低估价值的，长期看好上港集团，关注日照港、唐山港。

**铁路公路板块：铁路板块**，广深铁路披露 2018 年半年报：公司实现收入 95.28 亿元，同比增 13.26%，净利润 6.54 亿元，同比增 28.58%；扣非净利润 6.69 亿元，同比增 30.35%，上半年公司五级修开支增大，我们判断下半年维修成负担将有所减轻，另外，公司公告与广铁置业签订协议，委托其为公司的广州东货场进行土地开发前期工作，未来公司的土地开发可能成为持续的盈利来源。行业上铁路货运基本面持续进入上升通道，我们认为当前铁路板块在基本面向上、估值具备安全边际以及可能存在政策刺激条件下具备较强配置价值。投资上选择基本面改善+国企改革的公司，继续推荐三只铁路股：1) 铁龙物流：今年继续受益于公转铁、沙鲮线有望量价齐升释放业绩弹性，另外公司运营铁路特种集装箱业务，业务拓展空间巨大，2018 年业绩估值 22 倍；此外继续推荐大秦铁路（业绩与现金流优异，股息率高），广深铁路（PB 低，客票+土地）。**公路板块**，8 月 24 日交通运输部通报试点取消高速公路省界收费站情况，未来将由试点省份向全国范围逐步拓展，我们认为省界收费站取消将能够带来通行效率的提升；政策方面，“公转铁”因区域货种结构不同将对京津冀地区公路货运带来较大压力，南方公路货运影响有限。策略方面，自下而上精选股息稳定、估值合理的标的，建议关注粤高速 A、宁沪高速、深高速。

**投资建议：**申通快递、顺丰控股、中国国航、南方航空、东方航空、吉祥航空、上海机场、首都机场股份、白云机场、铁龙物流、大秦铁路、广深铁路，关注韵达股份、粤高速 A。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

## 2. 本周报告和重大事件

### 2.1. 本周行业报告

#### 2.1.1. 网约车深度报告：从一超多小的竞争格局，看网约车市场的“功守道”

网约车行走在分享与出租的边界，终将转向服务/价格并重的下半场。风起共享经济的网约车平台，借着互联网技术的改造，行共享出行之实。在网约车合法化并纳入政府监管之后，政策的颁布使得网约车行业的竞争从无序走向规范，然而共享模式正渐行渐远，出租模式或成主流。对于网约车模式之辩，我们认为 B2C 模式类似于出租车，在此前滴滴平台的信任危机以及网约车政策调控冲击下，广积粮高筑墙的 B2C 由重资产构建起来的壁垒优势尽显；C2C 模式下互联网流量的马太效应放大，2017 年滴滴出行市场份额超过 90%，但终究烧钱无法成为网约车 C2C 平台的核心竞争壁垒，2018 年新的“搅局者”连续出现，网约车时代的下半场正式开启，将由烧钱补贴转向服务/价格并重，未来网约车一超多小的竞争格局或将长期延续。

**星星之火遍布大洲，各国监管态度不一。**Uber 作为网约车平台的鼻祖，拉开了共享经济的浪潮，全球范围内 C2C 模式摧枯拉朽，几乎都占据了主流地位，美国有 Uber, Lyft，印度有 Ola，东南亚有 Grab，中国有滴滴等，全球 C2C 专车平台如星星之火遍布各大洲。截至目前 Uber 已覆盖全球 75 个国家超过 450 个城市。但各个国家对网约车平台的态度不一，成为制约网约车在当地发展的主要因素。部分国家明令禁止如德国、法国，部分国家则保持中立态度，另外部分国家如新加坡、英国、美国等则已经开始根据现实问题不断出台、完善规制政策。网约车 B2C 模式在海外无论是市占率还是知名度均较小，均是区域性的品牌，划地而治。

**网约车的本质：从产品、客户、国情以及政策谈起。**1) 产品同质化严重，本质为完成 A 地到 B 地的位移，各平台比价便捷使价格完全透明，上述出行服务的产品特性决定了行业中的竞争者往往会通过价格补贴战实现差异化竞争。2) 客户价格敏感度较高，我们认为网约车出行是一项可选消费品，调研统计平台主力用户月收入均值预估高于 5000 元，实际受众人群有限。3) 我国出租车行业具有公用事业属性，更易得到地方政府的保护。因

此，网约车平台面临来自出租车更大的制约，出租车的平均单价决定了网约车各出行产品线的价格区间阈值。4) 政策是影响网约车平台的最大外部因素，网约车经历了从被抵制到合法再到不合规的一波三折，监管风险给网约车主营业务带来的运力和单量下降，成为更严峻的挑战。

**C2C 平台护城河宽深有限，B2C 模式精细化运营或成小而美的平台。**C2C 模式具有一定的护城河，但是护城河不够宽，也不够深。我们认为 1) 随着前期的烧钱补贴大战以及市场兼并重组，一旦突破临界点，头部平台将会占据大部分市场份额，跨边网络的自正反馈将使得用户和司机规模显著增强；2) 同边网络效应不明显和转换成本低，网约车平台的商业模式高度依赖补贴驱动下的网络聚合效应，司机和乘客的黏度都偏低，使得后续新进入者只要进行资本投入烧钱补贴，均有机会；3) 网约车具有消费属性，先切入市场的由于消费惯性&品牌优势等比较容易获得先发优势，后入局者如果要攫取份额，不得不进行相当大的资本投入。滴滴出行在政府管控+资本寒冬+竞争格局较好+与 BAT 为伴+运营有方的大背景下，短期市场份额被颠覆的风险较小。

B2C 专车市场空间有限，但企业对驾驶员以及车辆有着更好的管控能力，通过设置严格的准入规则进行筛选以及服务标准的统一，不会出现因为管理结构松散而导致的安全弊端。以神州专车为例，我们认为，精细化运营下，B2C 专车盈利模式清晰可控，随着补贴幅度的收窄，单均收入不断提高，B2C 模式终将诞生一批小而美的平台。

**风险提示：**网约车新政风险、B2C 模式发展不及预期、C2C 模式存在安全隐患。

## 2.2. 本周公司报告

### 2.2.1. 广深铁路中报点评：土地开发持续推进，下半年轻装上阵

**事件：**广深铁路披露 2018 年半年报：公司实现收入 95.28 亿元，同比增 13.26%，净利润 6.54 亿元，同比增 28.58%；扣非净利润 6.69 亿元，同比增 30.35%。

**货运清算制度改革影响收入组成，路网清算收入大幅增长。**上半年公司实现客运收入 40.01 亿元，同比增长 3.92%，其中广深城际列车受益于广州东-潮汕的跨线动车组增开，收入增速达到 11.76%，长途车收入略有下降，但客运整体表现较为平稳。公司上半年货运收入同比下降 2.98%至 8.65 亿元，主因在于货运清算体制改革的影响，新的清算制度由分段计费改为承运计费，因此我们认为尽管公司的始发货物收入有所增加，但过路货物带来的收入减少，两相冲抵下公司的货运收入同比下降；清算收入大幅增长 30.93%至 42.45 亿元，其中最大拉动来自于路网清算服务（+63.12%，增加 7.4 亿），主因同样来自于新的货运清算制度，即公司向过路货物所收取的服务费；另外，由于公司上半年铁路运营和乘务服务工作量增加，其他运输服务收入增长 12.67%。

**上半年五级修基本完成，下半年负担减轻。**上半年公司成本同比增长 11.61%，其中涨幅较大的部分包括：设备租赁及服务费同比增 33.08%，该部分增长主要来自于货运清算制度的变化，公司始发的货物将向提供了运输服务的其他铁路企业支付清算费用所致；维修及线路绿化费用增长 35.80%，同比去年增加 9900 万元，原因为上半年动车组五级修的工作量增加。我们预计公司下半年维修成本的负担将有所减轻。

**土地开发逐步推进。**公司上半年货币资金较去年同期增加接近 8 亿，主因为预收广州东石牌旧货场土地使用权的部分土地补偿款，该部分价款预计将在土地完成交储后体现收益。另外，公司今日公告，与大股东全资子公司广铁置业签订协议，委托其为公司进行广州东货场的土地综合开发前期工作，公司拟利用该地块进行综合开发。至此，广州石牌货场土地收储顺利推进，广州东货场开启土地综合开发的前期工作，印证了我们先前对于公司土地价值将会逐步释放的判断，我们认为公司具有区位优势，土地可能成为持续的盈利来源。

**投资建议：**广深铁路当前 PB 较低仅 0.97 倍，未来的业绩将显著受益于可能的普通客票提价带来的高业绩弹性与土地变现。考虑维修成本低于预期以及土地业绩将在交储完成后才体现，我们将 18-19 年业绩预测由 19.18、13.97 亿元调整至 12.8、18.3 亿元，继续给予买

入评级。

**风险提示：**铁路改革推进低于预期；土地变现不及预期。

### 2.2.2. 唐山港中报点评：煤炭吞吐量带动业绩增长，半年报符合预期

**事件：**公司披露 2018 年上半年业绩，实现营业收入 44.59 亿元，同比增加 38.6%；实现归母净利润 7.83 亿元，同比增长 12.6%；扣非后净利润为 7.65 亿元，同比增长 4.3%。

**受铁矿石拖累，港口吞吐量下降 4.0%。**2018H1 公司实现货物吞吐量 1.19 亿吨，同比下降 4.0%；其中矿石吞吐量为 5007 万吨，同比下降 13.2%；受益唐港铁路，煤炭吞吐量为 3969 万吨，同比增长 17.2%；钢材吞吐量为 920.0 万吨，同比下降 0.3%；集装箱完成 93.3 万 TEU，同比增长 14.5%；矿石和煤炭依旧是公司主要货种，但矿石占比下行，煤炭占比有所提升。

**营收大幅增长，毛利率小幅下滑。**收入端：商品销售收入增长带动主营收入水平上升。1) 2018H1 装卸堆存业务收入占比 48.6%，实现收入 21.68 亿元，同比增长 4.9%；2) 2018H1 商品销售业务收入占比 36.4%，收入为 16.22 亿元，同比增加 216.8%。成本端：装卸成本稳定，销售成本大幅上升。1) 2018H1 装卸堆存业务成本占比 33.3%，为 11.49 亿元，同比增长 1.7%；2) 商品销售业务成本占比 45.9%，为 15.84 亿元，同比增长 218.2%。毛利率环比下滑：毛利润减少 3.1%至 10.10 亿元，低毛利的商品销售增加使得毛利率为 22.6%，环比 2017 年底下降 4.59pcts。受益于权益法下唐港铁路盈利的增长，投资收益增加 5122 万元，同比增长 39%。

**2018 年展望：受益于“公转铁”。**1) 公路治超下，北方港口企业面临阵痛，亟需搭建港口铁路集疏运系统。我们认为公司受益于唐港铁路，集疏运能力能够满足部分环渤海湾的煤炭运输需求，从长期来看，大宗商品的总体货源不会减少，只是分流，核心考量“公转铁”给唐山港带来的吞吐增量；2) 唐山区域内成熟度的钢铁产业集群以及水铁联运的优势使得其将成为雄安新区基建的潜在供应者，唐山港作为区域内重要矿石进口和钢材装卸港口将率先受益，公司当前已开通京唐港区至滦南的矿石疏港专列。

**投资建议：**我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 83.31、90.53、97.39 亿元，净利润分别为 15.87、17.90 与 20.28 亿元，考虑到环渤海区域中港口还未整合，港口间价格尚存在竞争，EPS18-20 年 0.27、0.30、0.34 元。唐山港 PE 处于低位，向下有安全边际，向上有弹性，维持公司评级至“买入”评级。

**风险提示：**中国经济发展缓慢，环保政策收紧，区域竞争加剧。

### 2.2.3. 嘉友国际（603871）深度报告：借助区位优势，发展中蒙跨境多式联运

**依托中蒙重要口岸，专注四大主营业务。**嘉友国际是一家中蒙边境地区主营跨境多式联运和供应链贸易的物流企业，依托甘其毛都、二连浩特等中蒙口岸，大力拓展跨境多式联运、智能仓储、大宗矿产品物流及供应链贸易业务。嘉信益为公司控股东，韩景华和孟联为一致行动人。

**跨境多式联运稳定增长，财务表现较好。**2014 年-2017 年，公司营业收入分别为 5.9 亿元、6.3 亿元、9.6 亿元、32.4 亿元，实现归母净利润 0.6 亿元、1.0 亿元、1.5 亿元、2.1 亿元；2018 年一季度公司实现营收 7.6 亿元，归母净利润 0.6 亿元。公司近几年营收和归母净利润稳步增长，其中跨境多式联运综合物流为公司提供了较为稳定的收入来源，同时也得益于公司供应链贸易等物流衍生业务的迅速发展。2014 年至 2017 年公司主营业务毛利率分别为 18.67%、27.43%、22.03%、9.43%，整体财务表现较好。

**后起之秀供应链贸易，成就公司新增长点。**公司十分注重业务体系的优化完善，2014 年开始开展主焦煤供应链贸易业务。公司与多家蒙古大型矿产公司合作，向境内的焦化厂、冶炼厂等销售主焦煤。随着公司开展供应链贸易业务的经验不断丰富、服务能力不断增强，供应链贸易已经成为公司主营业务中的后起之秀。2017 年供应链贸易贡献了营收的 82.45%，

主要是因为自 2016 年下半年以来，我国煤炭市场需求旺盛，同时，受惠于“一带一路”以及国家鼓励资源进口的政策，公司的主焦煤供应链贸易已成为新的增长点。

**“一带一路”作为催化剂，区位优势明显。**公司主要口岸位于内蒙古甘其毛都和二连浩特，具备区位优势。甘其毛都口岸毗邻蒙古国南端资源丰富的南戈壁省，由于蒙古国不具备加工矿产品生产设备等要素，甘其毛都口岸已成为国内外开发利用蒙古国资源的最佳出口通道和中国“脊背”上的国际边贸重要口岸；同时，二连浩特口岸作为距首都北京最近的边境陆路口岸，是欧亚大陆桥重要交通枢纽，拥有中国对蒙古国开放的最大公路、铁路口岸，是国内重要的商品进出口集散地。

**盈利预测及估值：**嘉友国际依托中蒙贸易口岸的极佳区位，稳定跨境多式联运综合物流的传统业务并发展供应链贸易作为新兴增长点，随着募投项目的逐渐落地，未来公司的业绩有望逐步释放。我们预计公司 18/19/20 年 EPS 分别为 2.19、2.57 与 3.11 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**汇率波动风险、客户相对集中、宏观经济波动、国际政治影响。

#### 2.2.4. 顺丰控股中报点评：护城河持续巩固，新业务加速前进

**事件：**顺丰控股披露 2018 半年报：公司上半年实现业务量 18.58 亿票，同比增长 35.29%；营业收入 425.04 亿元，同比增长 32.16%；实现归母净利润 22.34 亿元，同比增长 18.59%，实现扣非净利润 20.09 亿元，同比增长 16.53%。公司对 2018 年前三季度的经营业绩预计在 29.8-35.5 亿元之间。

**新业务快速放量，增速快于行业平均。**上半年公司业务量增速达到 35.29%，远高于行业同期 27.5% 的累计业务增速。分拆公司各版块业务收入情况，在时效件保持平稳增长之际，新业务中经济产品与重货产品快速增长，成为拉动公司整体票量与收入增长的重要因子。拆开来看：1) 时效产品收入 257.32 亿元，较 2017 年同期增长 18.17%；2) 经济产品收入为 98.85 亿元，较上年同期增长 53.71%；3) 重货产品收入 34.51 亿元，同比增长 95.82%；4) 食品冷运及医药收入 15.28 亿，同比增长 47.71%；5) 同城业务收入 3.43 亿，同比增长 158.79%。6) 国际业务实现收入 12.21 亿元，同比增长 40.78%。

**票均收入与毛利率水平略降。**公司上半年的票均收入 22.69 元/票，同比去年单价略跌 2.63%。由于公司的票均收入为按照整体业务量及收入计算所得，考虑公司新业务拓展速度较快，单价更低的经济件增速超过时效件可能是拉低票均收入的重要原因。

毛利方面，上半年公司实现毛利率水平 18.91%，同比去年降低 2.28 个百分点，其中一季度毛利率 17.64%，二季度毛利率则环比修复至 20.10%。我们认为上半年毛利率不及去年同期的主因与业务结构的变动有关，即新业务占比有所提升。

**新业务关注重货冷链，网络健康成长。**重货方面，随着需求的提升，顺丰的重货网络逐渐健全。另外 2018 年 3 月，公司收购广东新邦物流，并建立“顺心捷达”快运业务独立品牌，以加盟形式全国铺网，预计年底展开业务。

冷链方面，公司近来于冷链领域的拓展，重点包括客户开拓与新夏晖。当前公司客户中包含全家、双汇、大希地等大型企业；18 年 8 月，顺丰控股与美国夏晖在中国成立新夏晖，我们认为与夏晖的强强联手将会为公司引流更多的企业客户、提升公司生鲜领域的资产使用效率。

**投资建议：**考虑公司新业务有望逐步减亏，我们将公司未来 3 年业绩预测从 46.1、54.2、66.8 亿元上调至 49.6、61.0、75.0 亿；考虑公司在快递市场的领先地位值得估值溢价，由于市场估值下修，给予买入评级。

**风险提示：**行业增速超预期下滑；新业务开展不及预期。

### 2.2.5. 吉祥航空中报点评：中报业绩基本持平，市场应更关注乐观的一面

**半年报披露，运价显著提高，量价齐升推高收入增速重回 20%。**吉祥航空发布 2018 年中报，公司营业收入 69.3 亿，同比增长 18.3%，归母净利润 6.18 亿，同比下降 1.1%，扣非归母净利润 5.72 亿，同比增长 12.5%。上半年公司 ASK 同比增长 13.5%，RPK 同比增长 11.8%，客座率 85.79%，同比下降 1.31pct。吉祥航空核心业务为航空客运，2017 年客运收入占比为 97.1%，货运及其他收入体量很小，因此收入增长远高于运量意味着公司票价显著上升。我们测算上半年公司客公里收益升幅为 5.8%，其中二季度升幅显著扩大，达到 8.7%，量价齐升推高单季收入增速重回 20% 上方。

**油价上涨提升经营成本，单位油耗降低，单位非油成本略有提高。**上半年国际油价同比明显上涨，航空煤油出厂价平均涨幅达到 17.5%，为公司带来一定成本压力，航油成本为 18.13 亿，同比提高 29.4%，但单位 ASK 航油成本为 0.1053 元，同比提高 14%，低于油价涨幅，或意味着单位油耗显著降低；非油成本方面，上半年公司飞机日利用小时数为 10.76 小时，同比下降 3%，可能原因为公司核心基地上海地区时刻持续紧张，运力周转效率有所下降，受其影响，上半年公司单位 ASK 非油成本为 0.2289 元，同比提高 4%。主要因航油成本上涨的影响，公司销售毛利润率为 17%，同比小幅下降 2.13pct。

**费用水平基本稳定，业绩基本符合预期。**上半年公司费用水平小幅优化，销售费用率 4.16%，同比下降 0.25pct，管理费用率 2.63%，同比下降 0.2pct，财务费用率 1.19%，同比提高 0.15pct，公司净利润率 8.95%，同比小幅下降 1.95pct，业绩基本符合预期。

**上海区域市场供需关系持续改善，牵手东航，利益绑定优化市场格局。**我们认为市场应更关注吉祥航空乐观的一面，即上海区域供需关系显著改善。上海民航需求持续旺盛，但两机场时刻增长受到民航局 115 号文的严格限制，2018 年夏秋航季浦东、虹桥两机场计划时刻总量同比分别微升 0.1%、下降 0.3%。供需错配，航空公司通过投放宽体机提供供给仍无法满足需求，区域运价显著提升。上海两场时刻利用趋于饱和，且因空域资源限制，民航保安全的政策导向，供给难以快速放量，预计供需关系持续改善，利好运价回升。2018 年 7 月东方航空发布定增预案，吉祥航空及其控股股东拟参与增发，预计增发完成后二者合计持有东航总股本的比例可能接近 10%，完成利益深度绑定。东航、吉祥均以上海两场为核心基地，东航系航司在浦东、虹桥机场的时刻份额分别为 35.4%、50.8%，市占率雄踞第一，吉祥航空则分别为 8.8%、8.8%，市占率位列第四。股权层面的深入合作等同于重塑了上海地区的竞争格局，供需持续紧张的大环境下持续利好上海区域的价格改善。

**油价汇率最煎熬的时刻或将过去。**2018 年航空股投资面对油价汇率的双重扰动，但我们测算在假设油价汇率走平的假设基础上，四季度航油成本涨幅将显著收窄，此外，央行重启人民币对美元中间价报价“逆周期因子”稳定汇率，人民币贬值压力短期有望明显缓解，油价汇率最煎熬的日子或将过去，航空股投资环境将显著转暖。

**投资建议：**我们认为民航业供需持续改善，上海市场运价提升具备持续性，吉祥航空作为民营航司，激励机制到位，拟参股东航优化市场格局，量价齐升，业绩持续向好，但考虑到油价涨幅及汇率贬值超出前次报告预期，我们分别下调 2018-2020 年盈利预测 8%、11.4%、8.9%，预计 2018-2020 年归母净利润分别为 14.4 亿、18.2 亿、23.3 亿，同比分别增长 8.6%、26.6%、28.1%，EPS 分别为 0.80、1.01、1.30 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济下滑，油汇剧烈波动，安全事故，B787 引进运营不及预期，增发摊薄。

## 2.3. 本周重大事件

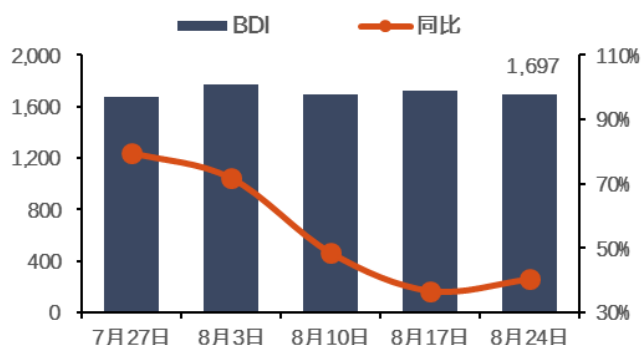
表 2: 重大事件回顾 (2018 年 8 月 20 日-2018 年 8 月 24 日)

细分行业	重大事件
物流	保税科技 (600794.SH) 公布 18 年半年报: 实现营业收入 9.09 亿元, 同比增 171.30%, 归属上市公司净利润 0.27 亿元, 同比增 131.46%。
	德邦股份 (603056.SH) 公布 18 年半年报: 实现营业收入 101.95 亿元, 同比增 10.01%, 归属上市公司净利润 3.07 元, 同比增 159.98%。
	传化智联 (002010.SZ) 公布 18 年半年报: 实现营业收入 110.91 亿元, 同比增 91.67%, 归属上市公司净利润 2.71 元, 同比增 43.30%; 为其子公司新增连带责任担保 5000 万元, 期限 2 年。
	同益股份 (300538.SZ) 中报: 业收入 5.97 亿元, 同比增 33.96%, 净利润 0.16 亿元, 同比增 126.25%。
	外运发展 (600270.SH) 中报: 收入 32.84 亿元, 同比增 25.58%, 净利润 6.36 亿元, 同比增 0.28%。
	顺丰控股 (002352.SZ) 中报: 收入 425.04 亿元, 同比增 32.16%, 净利润 22.34 亿元, 同比增 18.59%。
	申通快递 (002468.SZ) 中报: 收入 66.42 亿元, 同比增 19.43%, 净利润 8.67 亿元, 同比增 16.21%。
	欧浦智网 (002711.SZ) 中报: 收入 27.16 亿元, 同比减 0.84%, 净利润 1.89 亿元, 同比增 71.56%。
	恒通股份 (603223.SH) 中报: 收入 23.65 亿元, 同比增 52.85%, 净利润 0.39 亿元, 同比增 29.13%。
圆通速递 (600233.SH) 中报: 收入 120.67 亿元, 同比增 46.95%, 净利润 8.02 亿元, 同比增 15.69%。	
机场	上海机场 (600009.SH) 中报: 收入 45.04 亿元, 同比增 15.57%, 净利润 20.22 亿元, 同比增 19.21%。
航运	中远海控 (601919.SH) 非公开发行股票获得中国证监会核准。
	海峡股份 (002320.SZ) 中报: 收入 6.3 亿元, 同比增 14.34%, 净利润 1.9 亿元, 同比增 8.15%。
航空	吉祥航空 (603885.SH) 中报: 收入 69.3 亿元, 同比增 18.26%, 净利润 6.18 亿元, 同比减 1.07%。
高速公路	重庆路桥 (600106.SH) 公布 18 年半年报: 实现营业收入 1.21 亿元, 同比增 1.25%, 归属上市公司净利润 1.68 亿元, 同比减 4.33%。
	楚天高速 (600035.SH) 公布 18 年半年报: 实现营业收入 14.19 亿元, 同比增 23.90%, 归属上市公司净利润 3.15 元, 同比减 3.41%。
	吉林高速 (601518.SH) 中报: 收入 3.65 亿元, 同比减 6.05%, 净利润 1.17 亿元, 同比减 5.80%。
公交	宜昌交运 (002627.SZ) 中报: 收入 11.1 亿元, 同比增 14.88%, 净利润 0.45 亿元, 同比增 41.84%。
	江西长运 (600561.SH) 中报: 收入 13.37 亿元, 同比减 4.30%, 净利润 0.33 亿元, 同比增 261.31%。
港口	日照港 (600017.SH) 公布 18 年半年报: 实现营业收入 25.63 亿元, 同比增 9.78%, 归属上市公司净利润 3.55 元, 同比增 56.28%。
	唐山港 (601000.SH) 中报: 收入 44.59 亿元, 同比增 38.60%, 净利润 7.83 亿元, 同比增 12.59%。
	重庆港九 (600279.SH) 中报: 收入 35.58 亿元, 同比增 10.96%, 净利润 0.61 亿元, 同比减 9.28%。
	天津港 (600717.SH) 中报: 收入 59.3 亿元, 同比减 17.84%, 净利润 4.47 亿元, 同比减 18.34%。
	锦州港 (600190.SH) 中报: 收入 27.46 亿元, 同比增 31.60%, 净利润 0.91 亿元, 同比增 8.05%。
铁路	广深铁路 (601333.SH) 中报: 收入 95.28 亿元, 同比增 13.26%, 净利润 6.54 亿元, 同比增 28.58%。

资料来源: WIND, 天风证券研究所

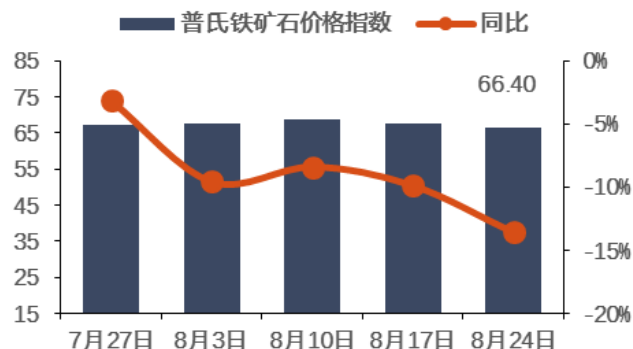
### 3. 本周行业数据追踪

图 3: BDI 指数及同比 (%)



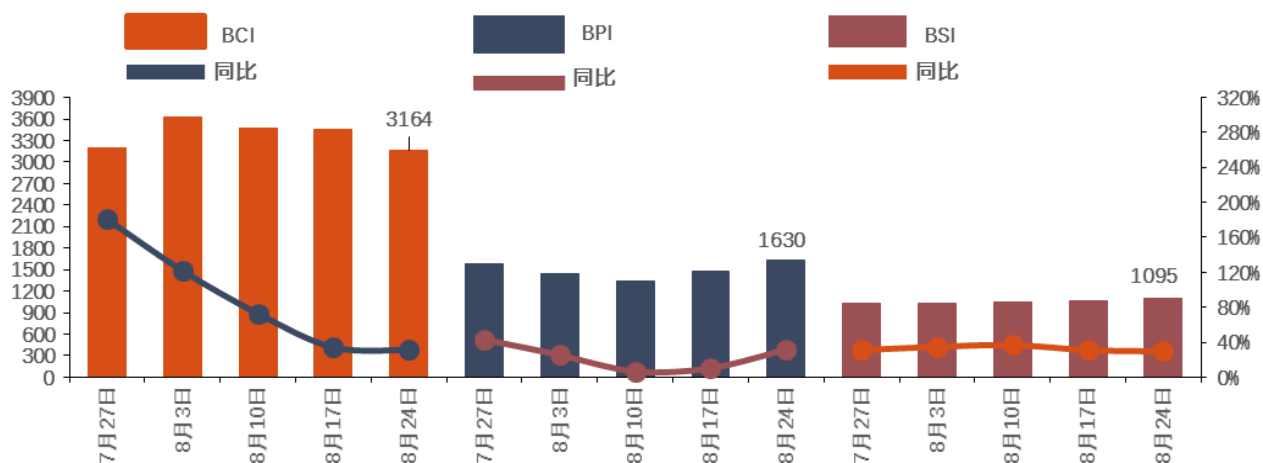
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 普氏铁矿石价格指数及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5: BCI、BPI、BSI 指数及同比 (%)



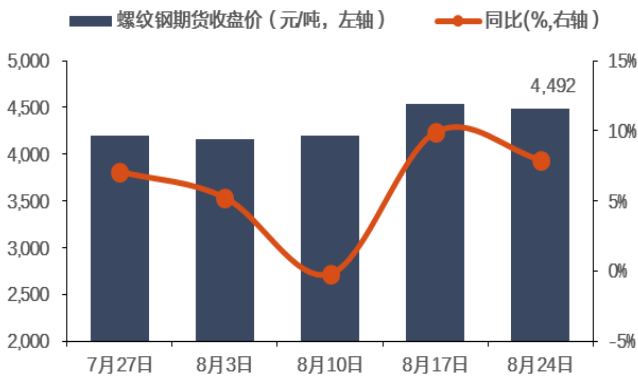
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 中国沿海散货煤炭运价指数及同比 (%)



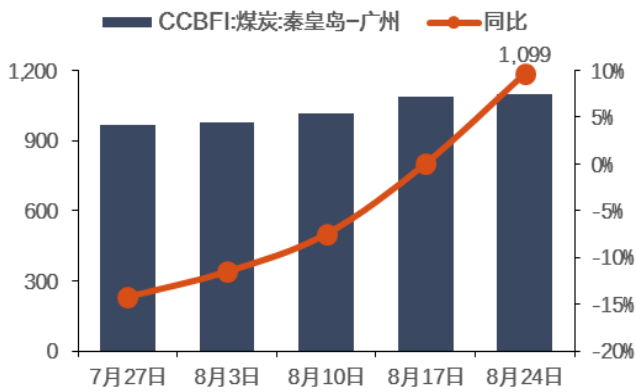
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 7: 螺纹钢期货收盘价 (元/吨)



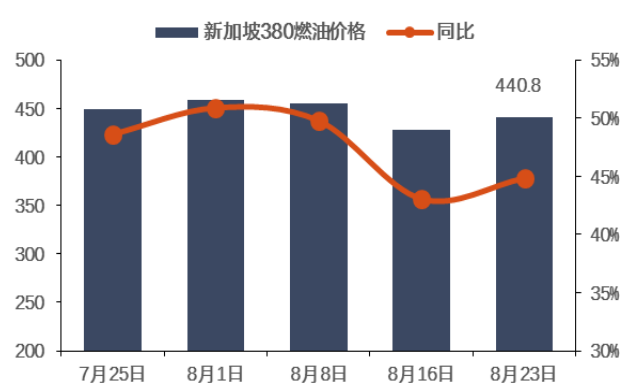
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 8：秦皇岛-广州动力煤运价指数及同比 (%)



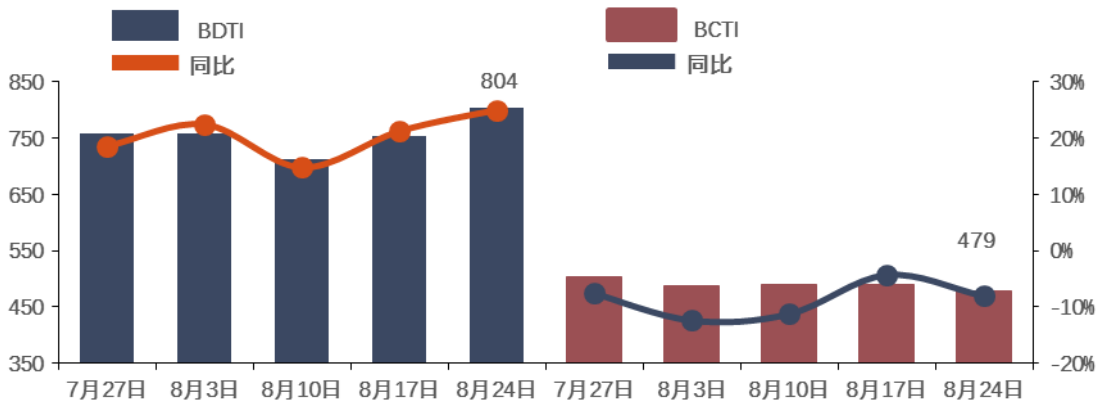
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：新加坡燃料油价格 (美元/吨) 及同比 (%)



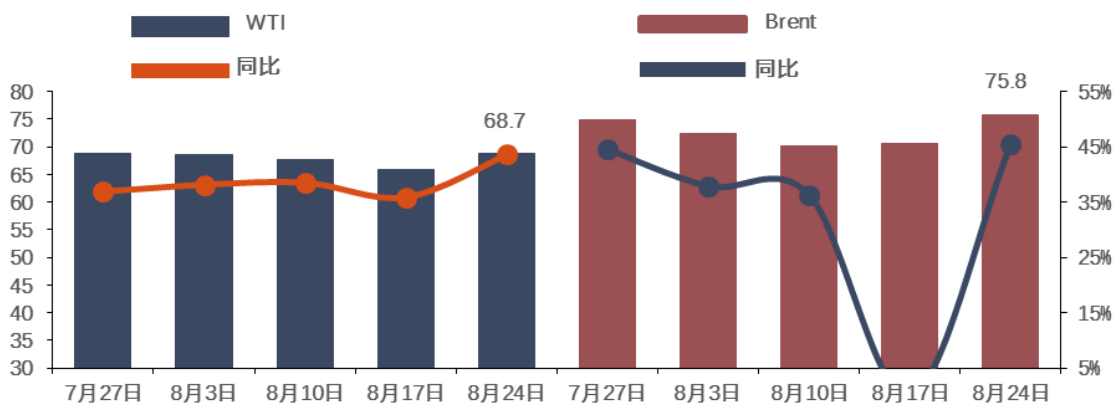
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：油轮运价指数及同比 (%)



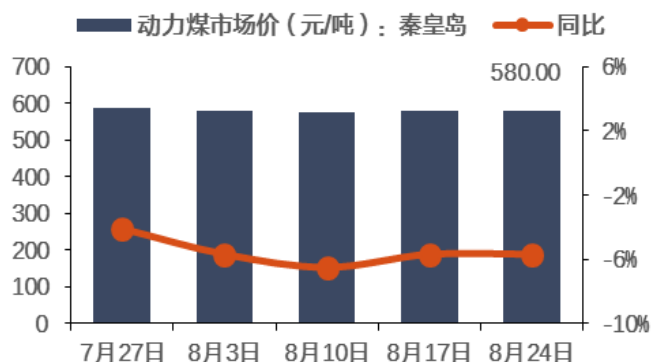
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：国际原油价格 (美元/桶) 及同比 (%)



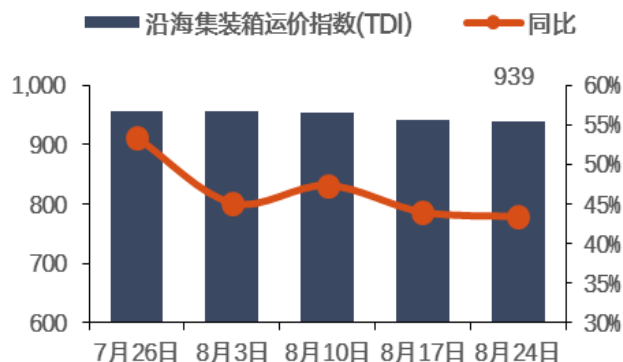
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12: 动力煤市场价格 (元/吨, 秦皇岛) 及同比 (%)



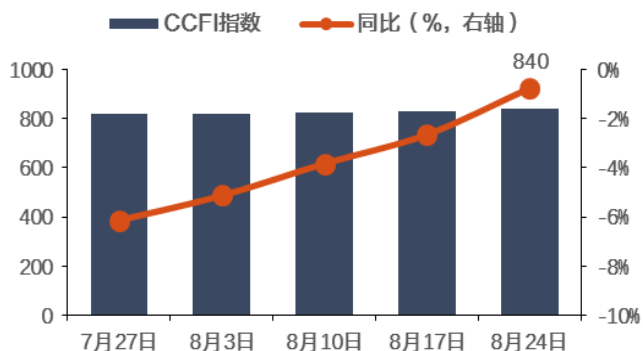
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 13: 沿海集装箱运价指数及同比 (%)



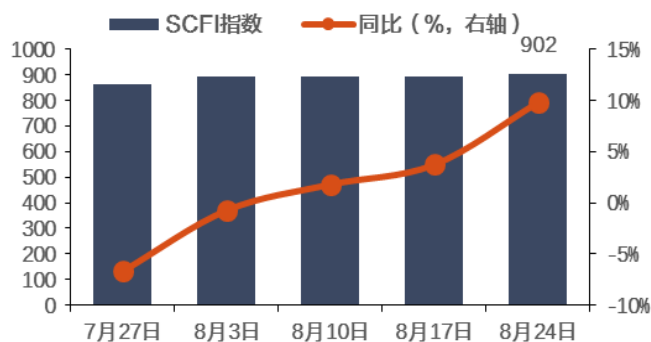
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 14: 中国出口集装箱运价指数及同比 (%)



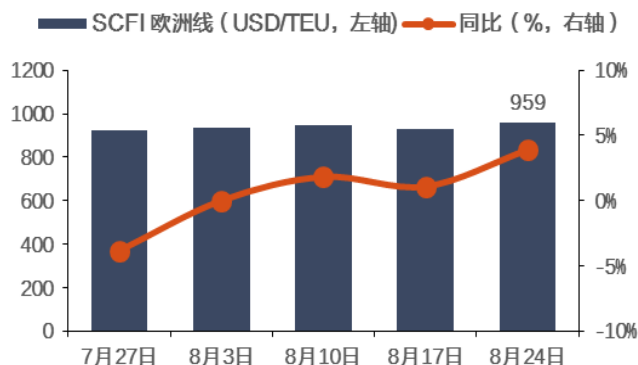
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 15: 上海出口集装箱运价指数及同比 (%)



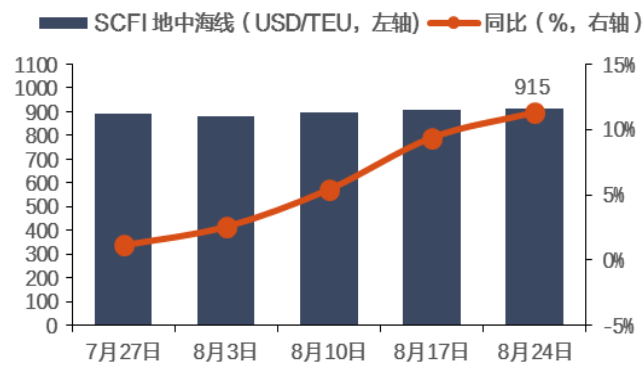
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 16: SCFI 欧洲航线集装箱运价及同比 (%)



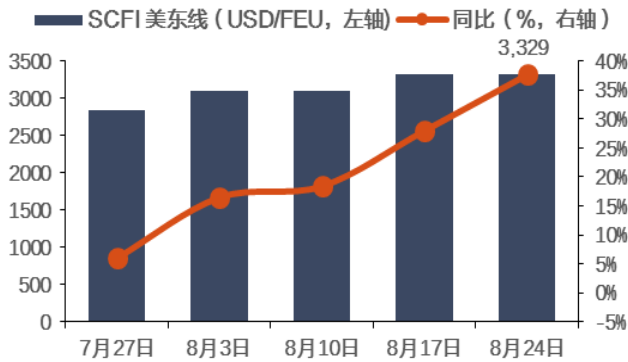
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 17: SCFI 地中海航线集装箱运价及同比 (%)



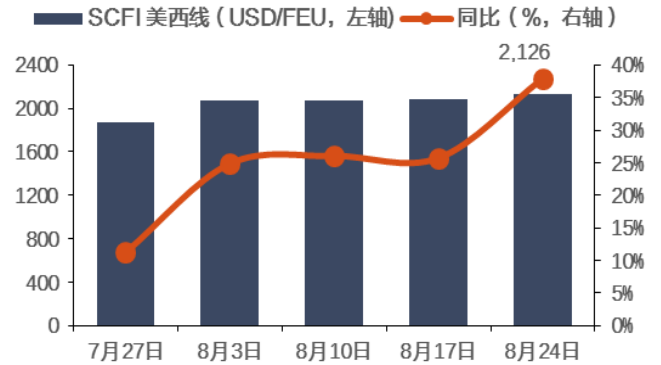
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 18: SCFI 美东航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 19: SCFI 美西航线集装箱运价及同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 4. 本周报告汇总和近期交运个股解禁情况

### 4.1. 本周报告汇总

表 3: 本周报告

所属板块	报告类型	报告名称
物流板块	行业研究	网约车深度报告: 从一超多小的竞争格局, 看网约车市场的“功守道”
铁路板块	公司研究	广深铁路中报点评: 土地开发持续推进, 下半年轻装上阵
港口板块	公司研究	唐山港中报点评: 煤炭吞吐量带动业绩增长, 半年报符合预期
物流板块	公司研究	嘉友国际 (603871) 深度报告: 借助区位优势, 发展中蒙跨境多式联运
物流板块	公司研究	顺丰控股中报点评: 护城河持续巩固, 新业务加速前进
航空板块	公司研究	吉祥航空中报点评: 中报业绩基本持平, 市场应更关注乐观的一面

资料来源: 天风证券研究所

### 4.2. 近期交运个股解禁情况

表 4: 近期交运个股解禁情况

证券简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁前流通股数量 (万股)	流通股占比%	解禁后流通股数量 (万股)	流通股占比%
畅联股份	2018-09-13	18,102.05	9,216.67	25.00	27,318.72	74.10
原尚股份	2018-09-18	2,474.00	2,207.00	24.65	4,681.00	52.27
新宁物流	2018-10-08	4,835.70	23,466.14	78.80	28,301.84	95.04
宜昌交运	2018-10-23	5,265.88	22,465.70	71.38	27,731.58	88.12
传化智联	2018-11-19	232,288.04	41,281.72	12.67	273,569.76	83.97
传化智联	2018-12-10	44,695.43	41,281.72	12.67	85,977.15	26.39
中储股份	2018-12-10	33,997.26	185,982.84	84.55	219,980.10	100.00
韵达股份	2018-12-24	5,947.66	13,937.43	10.58	19,885.09	15.09
厦门象屿	2018-12-31	1,991.03	213,754.38	99.08	215,745.41	100.00
上海雅仕	2018-12-31	3,168.00	3,300.00	25.00	6,468.00	49.00

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 5. 标的预测

表 5：主要标的预测

板块	公司名称	盈利预测 (EPS 元)			PE (TTM)	PB (LF)
		2017A	2018E	2019E		
航空	南方航空	0.59	0.78	1.02	9.7	1.3
	东方航空	0.44	0.50	0.74	14.1	1.4
	中国国航	0.59	0.70	1.05	12.8	1.2
航运	安通控股	0.52	0.80	0.96	23.1	4.5
	海峡股份	0.45	0.57	0.65	39.6	2.6
港口	上港集团	0.50	0.54	0.56	10.8	1.9
	深赤湾 A	0.78	0.90	0.99	23.7	3.5
物流	建发股份	1.17	1.36	1.50	6.7	1.0
	顺丰控股	1.08	1.12	1.38	35.8	5.4
	韵达股份	1.21	1.57	1.97	32.5	6.1
机场	上海机场	1.91	2.31	3.01	28.1	4.4
	白云机场	0.77	0.71	0.61	16.8	1.7
高速	深高速	0.65	0.75	0.93	10.6	1.2
铁路	广深铁路	0.14	0.18	0.26	23.9	1.0
	铁龙物流	0.25	0.38	0.47	28.8	2.0
	大秦铁路	0.90	0.93	0.95	9.4	1.4

数据来源：WIND，天风证券研究所

## 6. 风险提示

宏观经济超预期下滑；国企改革不及预期；航空票价不及预期；快递行业竞争格局恶化。

## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com