



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2023年4月25日
行业：交通运输
增持（维持）

中特估：国企改革，乘风破浪

——交通运输行业专题报告

分析师：花小伟 SAC编号：S0870522120001

主要观点

航空机场板块：出行需求复苏趋势确立，随着国际航班复航，三大航有望释放利润弹性

2023年航空和机场市场回暖趋势确立，且航空市场供需有望进一步改善。此外，俄乌冲突后，中国航司较欧美航司在国际市场更有成本优势，随着国际出行需求修复，三大航有望加速释放利润弹性。

铁路公路港口：央企具备天然的资源优势，覆盖核心路段及港口；分红稳定且目前PB倍数低

铁路公司主要有由央企控股，分红稳定且股息率较高，在“中特估”主题概念下，有望向上重塑估值体系。

航运：未来三年油运景气度确定性高，供需剪刀差或将推动运价创新高

全球贸易格局的改变、环保新规的制约、以及船厂短期产能不足均推动油运行业供需结构改善，未来三年行业有望持续保持景气度；集运运价大幅回落，新兴市场出口量大幅增长，运价底部有望形成支撑。

未来十二个月内，维持交通运输行业“增持”评级。

- ◆ 主线一：建议关注疫情后需求复苏确定性高以及具备弹性的国企航司和枢纽机场，中国国航、上海机场、白云机场。
- ◆ 主线二：建议关注行业景气度上行以及持续推进股权激励的航运企业，中远海能、中远海控。
- ◆ 主线三：建议关注分红稳定、股息率较高且目前PB较低的铁路公路公司，大秦铁路、招商公路、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；旅客出行需求不及预期；国际航线修复不及预期；国企改革进度不及预期；国际地缘冲突加剧。



“中特估”相关核心标的

表1 “中特估”相关核心标的2021-2024年核心经营数据及指标（单位：亿元、元、倍）（截至2023年4月20日）

	月涨幅	2021					2022					2023E					2024E				
		营收	归母净 利润	EPS摊 薄	PE	PB	营收	归母净 利润	EPS摊 薄	PE	PB	营收	归母净 利润	EPS摊 薄	PE	PB	营收	归母净 利润	EPS摊 薄	PE	PB
中国国航	1.5%	745.3	-166.4	-1.15	-7.97	2.16	529.0	-386.2	-2.66	-3.99	6.53	1320.0	34.6	0.21	50.54	5.29	1686.4	163.4	1.02	10.63	3.67
南方航空	-0.8%	1016.4	-121.0	-0.71	-9.54	1.71	870.6	-326.8	-1.80	-4.21	2.61	1570.4	34.9	0.19	40.55	2.93	1914.0	132.5	0.73	10.68	2.31
中国东航	3.1%	671.3	-122.1	-0.65	-7.97	1.69	461.1	-373.9	-1.68	-2.79	2.94	1186.7	24.4	0.11	49.4	3.18	1494.1	126.6	0.57	9.28	2.33
上海机场	-1.6%	37.3	-17.1	-0.89	-52.58	3.27	55.1	-25.2	-1.05	-52.49	3.79	121.8	20.7	0.83	65.86	3.59	156.9	47.6	1.91	28.67	3.25
白云机场	-0.1%	51.8	-4.1	-0.17	-70.33	1.56	39.7	-10.7	-0.45	-33.16	2.05	69.6	5.8	0.25	63.05	2.07	89.9	16.6	0.71	21.96	1.89
中远海能	3.1%	127.0	-49.8	-1.04	-5.67	0.99	186.6	14.6	0.31	39.45	1.85	226.7	53.0	1.11	12.57	1.81	250.6	67.2	1.41	9.90	1.55
中远海控	5.5%	3336.9	893.0	5.58	3.35	2.25	3910.6	1095.9	6.81	1.51	0.83	2295.3	301.0	1.87	6.22	0.90	2190.5	201.9	1.25	9.28	0.85
大秦铁路	5.8%	786.8	121.8	0.82	7.81	0.79	786.2	117.1	0.79	9.67	0.88	836.5	130.7	0.88	8.66	0.84	855.1	131.2	0.88	8.62	0.80
招商公路	6.3%	86.3	49.7	0.80	9.53	0.91	83.0	48.6	0.79	9.88	0.89	99.2	55.8	0.90	10.04	0.90	107.1	61.0	0.98	9.16	0.85
京沪高铁	1.0%	293.0	48.2	0.10	49.25	1.28	210.8	-3.2	-0.01	-893.22	2.37	383.3	89.5	0.18	29.12	1.34	461.5	125.2	0.25	20.67	1.26
招商港口	11.4%	152.8	26.9	1.40	12.13	0.82	162.3	33.4	1.34	10.75	0.66	175.0	37.0	1.48	12.94	0.84	186.4	40.9	1.64	11.68	0.78
唐山港	15.5%	60.7	20.9	0.35	7.8	0.88	56.2	16.9	0.29	9.61	0.86	54.4	20.8	0.35	10.23	1.10	56.8	22.3	0.38	9.42	1.07
青岛港	5.0%	161.0	39.6	0.61	9.32	1.06	192.6	45.3	0.70	8.05	0.98	212.7	50.8	0.78	8.55	1.02	236.0	57.4	0.88	7.58	0.90

资料来源：iFind，上海证券研究所

注：盈利预测来自iFind机构一致预期；上海机场、大秦铁路、京沪高铁2022年为iFind预测数据



目录

Content

- 一、政策回顾：“中特估”重塑资本市场投资理念
- 二、交运板块：央国企数量占比高
- 三、交运板块展望：复苏和中特估为主线贯穿全年
- 四、风险提示

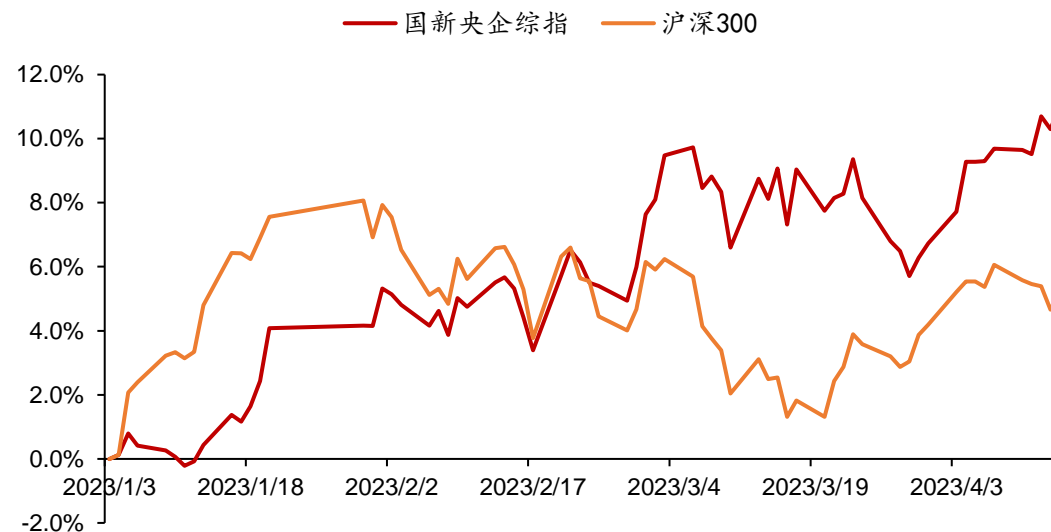
2022年11月，证监会主席易会满提出，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。

2022年12月，上交所发布的《中央企业综合服务三年行动计划》称，“服务推动央企估值回归合理水平”。

2023年2月，证监会2023年系统工作会议上再次提到，逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。

◆ 今年以来，央企上市公司整体表现强于大盘：截至2023年4月14日，国新央企综指报收1774.5点，年初至今涨幅11.0%；沪深300报收4092.0点，年初至今涨幅5.2%。

图1 年初至今，国新央企综指及沪深300走势（截至2023年4月14日）



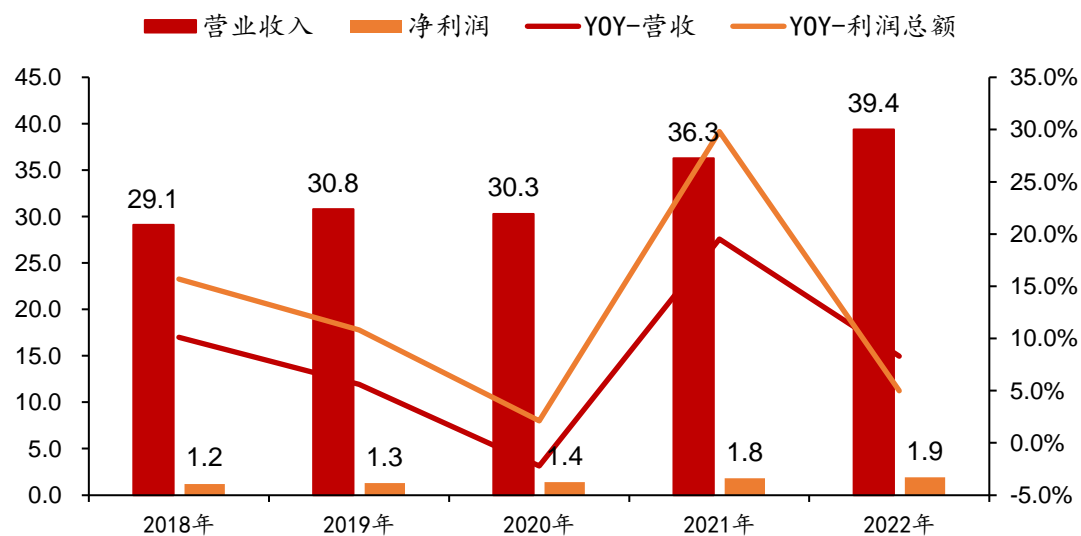
资料来源：iFind, 上海证券研究所



1.1 政策回顾：国企改革三年行动收官（2/2）

- ◆ 2020年5月22日，李克强在2020年国务院政府工作报告中提出，提升国资国企改革成效，实施国企改革三年行动；2022年国企改革三年行动高质量收官。
- ◆ 2022年面对疫情影响和超预期因素冲击下，中央企业彰显韧性并实现了稳增长的目标。2022年，中央企业累计营收39.4万亿元，同比增长8.3%；净利润1.9万亿元，同比增长5%。

图2 2018-2022年中央企业营业收入、净利润及增速（万亿元、%）



资料来源：国新网、新京报，上海证券研究所



1.2 国资委明确新一轮国企改革政策

◆ 新一轮国企改革深化提升行动将聚焦三个方面：

- ① 加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；
- ② 加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；
- ③ 加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业。

◆ 国资委将中央企业2023年的主要经营指标从原来的“两利四率”调整为“一利五率”，并提出了“一稳一增四提升”的年度经营目标。

表2 2022年中央企业经营指标体系

考核指标	央企目标任务
两利四率	2022：两增一控三提高
利润总额	增速高于国民经济增速
净利润	增速高于国民经济增速
资产负债率	控制在65%以内
营业收入利润率	提高0.1个百分点
全员劳动生产率	提高5%
研发经费投入	进一步提高

资料来源：惠州国资，上海证券研究所

表3 2023年中央企业经营指标体系

考核指标	央企目标任务
一利五率	2023：一增一稳四提升
利润总额	增速要高于全国GDP增速
营业现金比率	进一步提高
资产负债率	总体保持稳定
净资产收益率	进一步提高
全员劳动生产率	进一步提高
研发经费投入	进一步提高

资料来源：昌吉国资，上海证券研究所

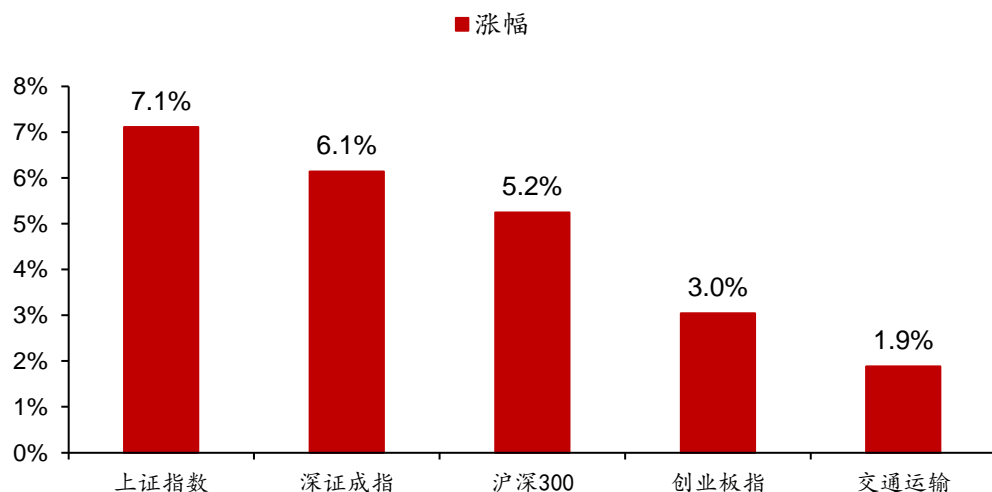


二、**交运板块：央国企数量占比高**

2.1 交运行业行情回顾

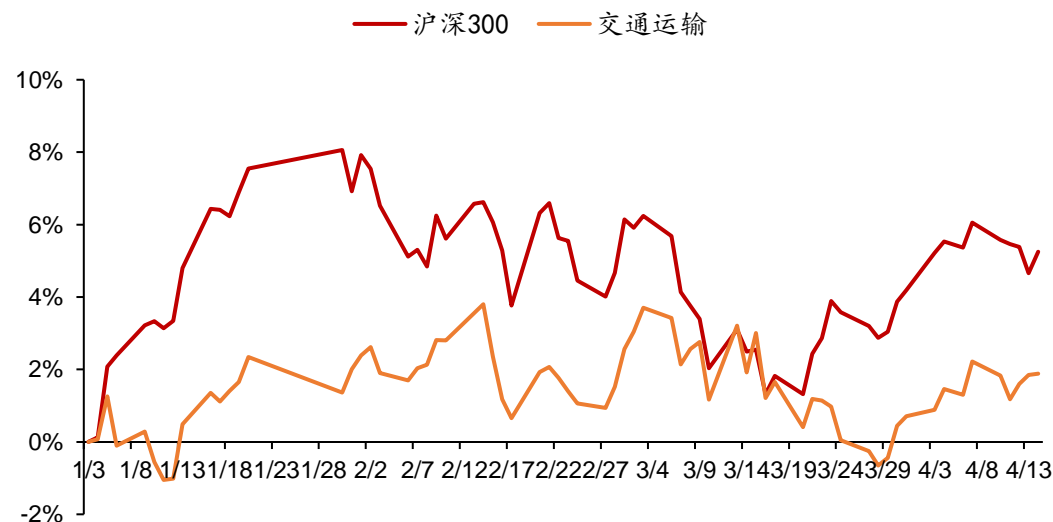
◆ **行情回顾：**截至2023年4月14日，上证指数报收3338.2点，年初至今涨幅7.1%；深证成指报收11800.1点，年初至今涨幅6.1%；创业板指报收2428.1点，年初至今涨幅3.0%；沪深300报收4092.0点，年初至今涨幅5.2%。申万交运指数报收2408.6点，年初至今涨幅1.9%，板块跑输大盘。

图3 2023年年初至今大盘及交运指数涨幅(截至2023年4月14日)



资料来源：iFind，上海证券研究所

图4 2023年年初至今沪深300及交运指数走势(截至2023年4月14日)



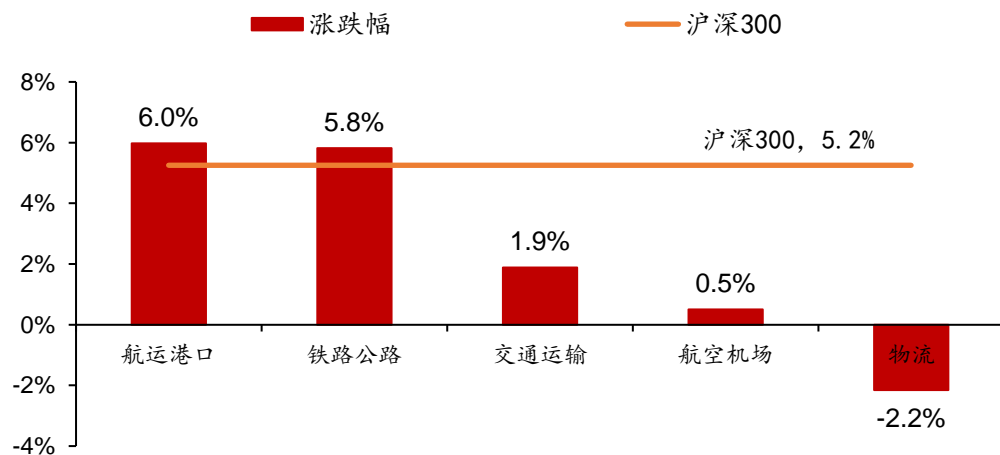
资料来源：iFind，上海证券研究所



2.2 子版块行情回顾

- ◆ 截至2023年4月14日，交运子版块中，涨幅靠前的板块为航运港口及铁路公路，分别涨幅+6.0%及5.8%。
- ◆ 前五位的领涨个股为ST万林（+36.6%）、招商港口（+25.0%）、嘉友国际（+24.9%）、海峡股份（+23.1%）以及唐山港（+23.1%）；前五位的领跌个股为富临运业（-23.8%）、韵达股份（-21.6%）、东方银星（-20.3%）、德邦股份（-20.0%）以及盛航股份（-17.3%）。

图5 2023年年初至今交运各子版块涨跌幅（截至2023年4月14日）



资料来源：iFind, 上海证券研究所

表4 前五位领涨个股

领涨个股	所属板块	收盘价（元）	年初至今涨幅
ST万林	跨境物流	3.92	36.6%
招商港口	中间产品及消费品供应链服务	18.06	25.0%
嘉友国际	航运	27.8	24.9%
海峡股份	跨境物流	6.82	23.1%
唐山港	原材料供应链服务	3.36	23.1%

资料来源：iFind, 上海证券研究所

表5 前五位领跌个股

领跌个股	所属板块	收盘价（元）	年初至今涨幅
富临运业	公交	5.98	-23.8%
韵达股份	快递	11.45	-21.6%
东方银星	快递	11.25	-20.3%
德邦股份	原材料供应链服务	17.21	-20.0%
盛航股份	仓储物流	21.5	-17.3%

资料来源：iFind, 上海证券研究所



2.2 交运板块央国企数量占比高，政策推动下央国企有望加速凸显优势

◆ **交运板块中央国企数量及占比均排名靠前：**央国企在A股市场中占比27.6%；其中，申万一级行业中，央国企数量排名前五的行业为机械设备（96家）、基础化工（93家）、公用事业（84家）、交通运输（80家）、生物医药（75家）；从央国企数量占板块公司总数的占比来看，前五位行业为煤炭（80%）、公用事业（67%）、非银金融（67%）、交通运输（63%）、钢铁（61%）。

表6 交运各子版块中央国企分布

	企业数量	央国企数量	央国企细分分布		
			省属国资控股	地市国资控股	央企国资控股
仓储物流	6	3		2	1
港口	18	17	6	9	2
高速公路	20	19	15	3	1
公交	7	5	3	2	
公路货运	5	1		1	
航空运输	8	4			4
航运	17	10	3		7
机场	4	4	2	2	
跨境物流	11	4	1		3
快递	5				
铁路运输	7	6	1		5
原材料供应链服务	11	5	2	3	
中间产品及消费品供应链服务	8	2	1	1	
总计	127	80	34	23	23

◆ 交运子版块中，央国企数量前三的板块为高速公路（19家）、港口（17家）、航运（10家）；从央国企数量占比来看，前三的板块为机场（100%）、高速公路（95%）、港口（94%）。

资料来源：iFinD，上海证券研究所



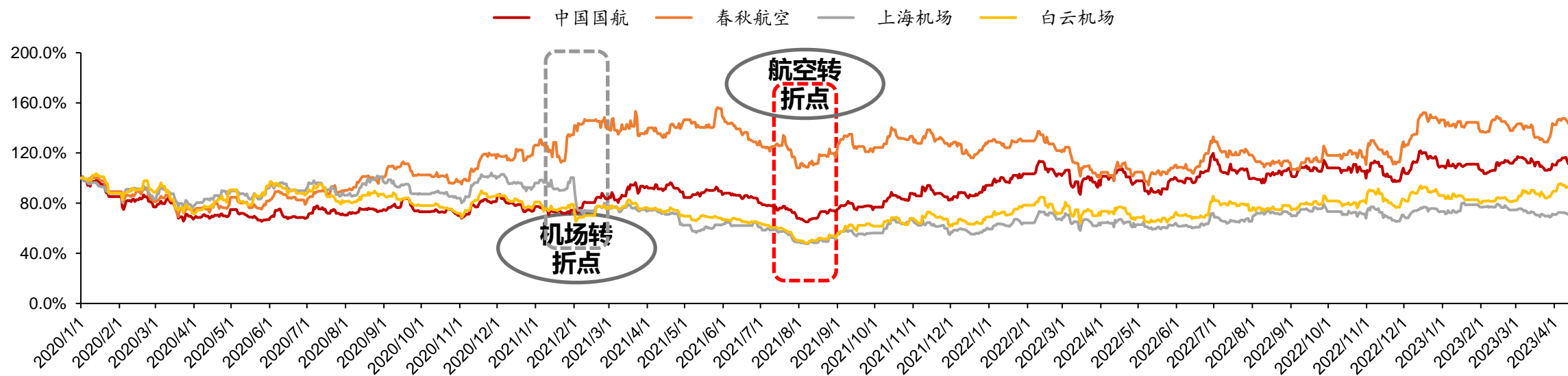
三、 交运板块展望：复苏和中特估为主线贯穿全年

- ◆ 航空机场 – 白云机场、上海机场、中国国航
- ◆ 航运 – 中远海能、中远海控
- ◆ 铁路公路 – 大秦铁路、宁沪高速

3.1 航空机场：行情回顾

- ◆ **航空板块：**2020年至今，春秋的整体涨幅高于国航；然而，2021年8月至今，国航的涨幅高于春秋。我们认为，这主要由于市场对于疫情下航空板块的投资逻辑改变，从原先看重疫情下现金流受损的逻辑转变为看中疫情后复苏弹性的逻辑。
- ◆ **机场板块：**2020年至今，白云的整体涨跌幅略高于上机。此前，上机受到疫情下免税补充协议的压制，免税店租金收入较2019年相比大幅下滑，而未来新协议下免税扣点率预计下滑，进一步降低了市场对于上机的未来预期。近期，上机通过参股日上，有望弥补未来免税租金下滑带来的损失。

图6 2020-2023年国航、春秋、上机、白云行情走势（截至2023年4月14日）



资料来源：iFind, 上海证券研究所



3.1.1 航空：三大航 vs 春秋/吉祥 (1/3)

- ◆ **三大航营收总额均远超春秋和吉祥，但净利润和ROE显著低于民营航司：**2019年，南航/国航/东航的营收分别为1543.2亿元/1361.8亿元/1208.6亿元，净利率分别为2.0%/5.3%/2.9%；同期，春秋和吉祥的营收分别为148.0亿元和167.5亿元，净利率分别为12.4%和6.0%。2020-2022年，即使航空市场受疫情反复扰动影响供需两侧承压，两大民营航司的经营表现依然优于三大航。
- ◆ **根据2019年各航司经营数据，ROE：春秋 > 吉祥 > 国航 > 东航 > 南航**

表7 2019-2022年各航司经营数据（单位：亿元、%）

	2018年				2019年				2020年			2021年			2022年		
	营业收入	净利润	净利率	ROE	营业收入	净利润	净利率	ROE	营业收入	净利润	净利率	营业收入	净利润	净利率	营业收入	净利润	净利率
南航	1436.2	34.6	2.4%	5.5%	1543.2	31.0	2.0%	4.2%	925.6	-118.2	-12.8%	1016.4	-110.1	-10.8%	701.6	-181.4	-25.8%
国航	1367.7	82.0	6.0%	8.2%	1361.8	72.5	5.3%	7.1%	695.0	-158.2	-22.8%	745.3	-188.3	-25.3%	420.9	-324.1	-77.0%
东航	1149.3	29.4	2.6%	4.9%	1208.6	34.8	2.9%	5.4%	586.4	-125.5	-21.4%	671.3	-132.8	-19.8%	358.5	-299.3	-83.5%
总和	3953.3	146.0	3.7%		4113.6	138.3	3.4%		2207.0	-402.0	-18.2%	2433.0	-431.2	-17.7%	1481.0	-804.8	-54.3%
春秋	131.1	15.0	11.5%	12.5%	148.0	18.4	12.4%	13.0%	93.7	-5.9	-6.3%	108.6	0.4	0.3%	66.0	-17.4	-26.3%
吉祥	143.7	12.4	8.6%	13.6%	167.5	10.1	6.0%	9.2%	101.0	-4.9	-4.8%	117.7	-5.0	-4.2%	64.9	-29.9	-46.0%
总和	274.8	27.4	10.0%		315.5	28.5	9.0%		194.7	-10.8	-5.5%	226.3	-4.6	-2.0%	130.9	-47.2	-36.1%

资料来源：iFind, 上海证券研究所



3.1.1 航空：三大航 vs 春秋/吉祥 (2/3)

- ◆ 运营数据上来看，2019年春秋客座率90.8%，明显超过三大航，但座公里收益相较三大航均值低22%；2020年，受疫情影响，航司运营数据同比大幅下滑，但**2021年春秋和吉祥率先修复**，ASK、RPK和客座率增速均由负转正。
- ◆ **三大航国际航线优势有望助力航司加速释放弹性**：俄乌冲突后，欧美航司不能飞经俄罗斯，导致航线被拉长，这给予了中国航司收入和成本两端的双重优势。成本端，受航行时间拉长和燃油消耗增长影响，欧美航司的成本大幅提升，而中国航司受到较小影响；收入端，中国航司的票价预计跟随着欧美航司提价。随着国际航班复航，三大航基于各自主基地优势，有望加速释放利润弹性。

表8 2019-2022年各航司经营数据 (亿公里、%、元)

	2019					2020					2021					2022				
	国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥
ASK (亿公里)	2877.9	3440.6	2702.5	437.1	408.0	1560.6	2147.2	1520.7	378.4	311.7	1524.4	2139.2	1606.9	414.8	359.2	962.1	1538.5	962.1	303.5	232.0
YOY	5.2%	9.4%	10.4%	12.2%	17.2%	-45.8%	-37.6%	-43.7%	-13.4%	-23.6%	-2.3%	-0.4%	5.7%	9.6%	15.3%	-36.9%	-28.1%	-40.1%	-26.8%	-35.4%
RPK (亿公里)	2331.8	2849.2	2217.8	396.9	347.7	1098.3	1401.4	1072.7	301.5	234.3	1046.3	1524.3	1088.0	343.8	271.7	603.5	1020.8	612.9	226.6	156.2
YOY	5.7%	9.9%	10.1%	14.4%	15.8%	-52.9%	-28.2%	-51.6%	-24.0%	-32.6%	-4.7%	-0.7%	1.4%	14.0%	16.0%	-42.3%	-33.0%	-43.7%	-34.1%	-42.5%
客座率	81.0%	82.8%	82.1%	90.8%	85.2%	70.4%	71.5%	70.5%	79.7%	75.2%	68.6%	71.3%	67.7%	82.9%	75.7%	62.7%	66.4%	63.7%	74.7%	67.3%
YOY	0.4%	0.4%	-0.2%	1.8%	-1.0%	-10.6%	-10.7%	-11.5%	-11.1%	-10.0%	-1.8%	-0.2%	-2.8%	3.2%	0.5%	-5.9%	-4.9%	-4.0%	-8.2%	-8.3%
客公里收益 (元)	0.53	0.49	0.52	0.36	0.47	0.51	0.46	0.49	0.30	0.40	0.56	0.49	0.53	0.31	0.41	0.63	0.59	0.60		0.49
YOY	-2.2%	0.0%	-3.0%	1.4%	0.5%	-5.0%	-6.1%	-5.8%	-17.3%	-14.5%	9.9%	6.5%	7.9%	2.3%	2.2%	13.8%	20.4%	13.4%		19.4%
座公里收益 (元)	0.43	0.41	0.43	0.33	0.40	0.36	0.33	0.35	0.24	0.30	0.38	0.35	0.36	0.25	0.31	0.40	0.39	0.38		0.33
YOY	-1.7%	0.4%	-3.2%	0.6%	-0.7%	-17.5%	-19.0%	-19.0%	-27.5%	-24.6%	7.1%	6.2%	3.6%	6.5%	2.8%	4.0%	12.1%	6.7%		6.2%

资料来源：各公司年报，各公司经营数据公告，上海证券研究所



3.1.1 航空：三大航 vs 春秋/吉祥 (3/3)

表9 2018-2022年各航司人均创收及人均创利 (单位：万元)

	2018年		2019年		2020年		2021年		2022年	
	人均创收	人均创利	人均创收	人均创利	人均创收	人均创利	人均创收	人均创利	人均创收	人均创利
南航	142.4	3.0	148.6	2.6	92.2	-10.8	103.6	-12.3	88.9	-33.4
国航	155.1	8.3	151.6	7.1	77.8	-16.1	84.3	-18.8	60.7	-44.3
东航	149.3	3.5	149.0	3.9	72.3	-14.6	83.6	-15.2	57.5	-46.6
春秋	172.4	19.8	174.5	21.7	110.7	-6.9	122.1	0.4		
吉祥	191.6	16.4	194.1	11.5	112.4	-5.3	127.2	-5.4		

资料来源：iFind, 上海证券研究所

◆ 2019年，南航、国航和东航的净利率分别比春秋低10.4%、7.1%和9.5%，而同期三费占营收的比例分别比春秋高8.8%、8.9%和9.9%；此外，春秋的人均创利分别是南航/国航/东航的8.5倍/3.0倍/5.5倍。

表10 2018-2022年各航司费用占总营收的占比 (单位：%)

	2018				2019				2020				2021				2022			
	销售费用	管理费用	财务费用	总计	销售费用	管理费用	财务费用	总计	销售费用	管理费用	财务费用	总计	销售费用	管理费用	财务费用	总计	销售费用	管理费用	财务费用	总计
南航	4.9%	2.6%	3.6%	11.1%	5.1%	2.6%	4.8%	12.6%	5.7%	4.3%	3.2%	13.2%	4.9%	3.6%	4.0%	12.5%	4.3%	3.5%	12.1%	19.8%
国航	4.6%	3.4%	3.9%	11.9%	4.9%	3.3%	4.5%	12.7%	6.3%	5.9%	1.9%	14.1%	6.0%	6.0%	5.5%	17.5%	6.4%	7.7%	22.2%	36.4%
东航	5.3%	2.8%	5.1%	13.2%	5.3%	3.1%	5.2%	13.6%	5.5%	5.9%	4.5%	15.9%	3.8%	5.0%	5.8%	14.6%	4.6%	7.2%	20.4%	32.2%
春秋	2.0%	1.5%	0.6%	4.2%	1.8%	1.2%	0.7%	3.7%	2.2%	1.7%	0.9%	4.7%	2.0%	1.9%	2.6%	6.5%	2.0%	2.2%	7.5%	11.7%
吉祥	4.2%	2.9%	1.9%	9.0%	4.0%	2.7%	2.0%	8.7%	4.2%	4.5%	3.7%	12.4%	3.8%	4.4%	4.6%	12.8%	4.3%	5.1%	29.6%	39.0%

资料来源：iFind, 上海证券研究所



3.1.2 机场：“包租婆”商业模式下，出行需求复苏逻辑逐渐确立

- ◆ **机场与航空的不同**：机场主要利润来源于国际航班旅客带来的非航收入，航空公司利润主要来源于国内航线。疫情防控“外防输入、内防反弹、动态清零”导致机场的整体复苏滞后于航空公司。
- ◆ **以上海机场2019年的经营表现为例**：营收为109.4亿元，其中商业餐饮收入录得54.6亿元，占总营收的49.9%。免税收入和投资收益分别录得37.9亿元和11.5亿元，分别占总营收的34.6%和10.5%。2019年上海机场50.3亿元的归母净利润中，免税业务和投资收益贡献大部分的利润。

表11 2020-2022年上海机场、白云机场季度经营情况（亿元、%）

		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
上海机场	营收	16.4	8.3	9.7	8.7	8.7	9.4	9.4	9.8	8.4	3.2	29.6
	YOY	-41.0%	-68.9%	-64.8%	-68.4%	-47.1%	12.4%	-2.5%	13.3%	-2.9%	-65.3%	-30.7%
	归母净利润	0.8	-4.7	-3.5	-5.3	-4.4	-3.0	-5.1	-4.6	-5.1	-7.5	-8.5
	YOY	-94.2%	-135.6%	-127.2%	-151.1%	-641.6%	34.8%	-45.1%	13.1%	-16.5%	-146.2%	-156.4%
白云机场	营收	13.1	10.4	14.1	14.6	11.9	12.1	12.3	15.5	12.4	7.9	12.8
	YOY	-34.6%	-48.9%	-32.1%	-31.0%	-9.8%	16.4%	-12.4%	6.0%	4.5%	-34.4%	3.4%
	归母净利润	-0.6	-1.1	-1.3	0.5	-1.5	-2.6	-0.8	0.8	-0.8	-4.3	-1.1
	YOY	-125.9%	-145.9%	-175.7%	-88.5%	-145.6%	-142.3%	38.9%	71.6%	46.5%	-70.2%	-37.3%

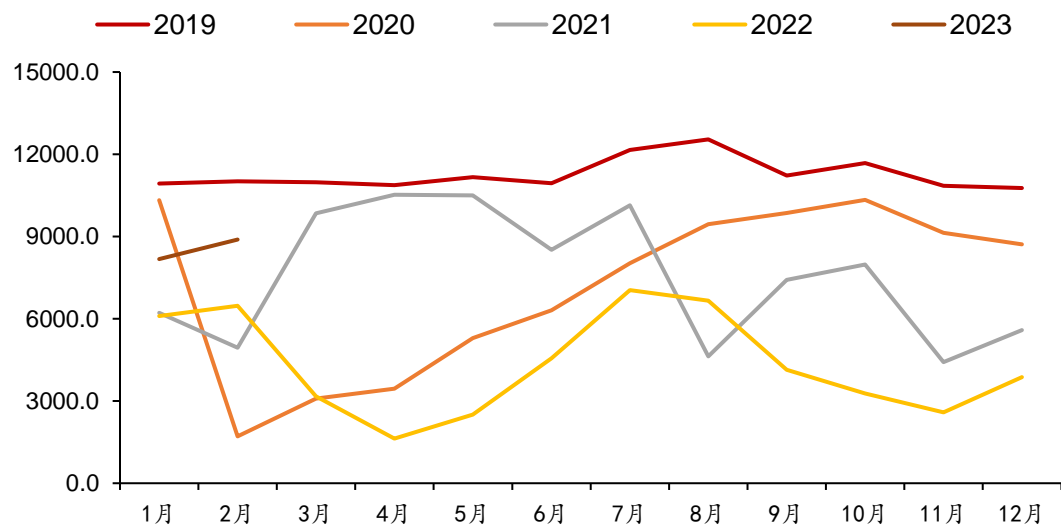
资料来源：各公司公告，上海证券研究所
*上海机场自22Q3起纳入虹桥机场和物流公司



3.1.2 机场：旺季出行需求有望超预期，国际出行需求仍存在预期差

- ◆ **出行需求复苏逻辑确定性强，旺季旅游出行需求有望进一步超预期。** 2023年1-2月机场旅客吞吐量同比大幅增长，已修复至2019年同期的77.8%。从五一国内游订单情况来看，今年的订单已经追平2019年水平；然而，疫情后人们出行订票习惯或有所改变，建议持续关注后续假期临近前的订票增量情况。国际出行受签证、航权谈判、以及海外机场地面服务能力不足的影响，复苏节奏仍存在预期差。
- ◆ **机场盈利模式优秀，依靠国际旅客带动营收。** 上述我们提到机场利润主要来源于非航收入，其中免税店业务表现是影响利润的关键因素，因此国际旅客的吞吐量是推动机场利润增长的发动机。

图7 2019-2023年机场行业旅客吞吐量（单位：万人次）



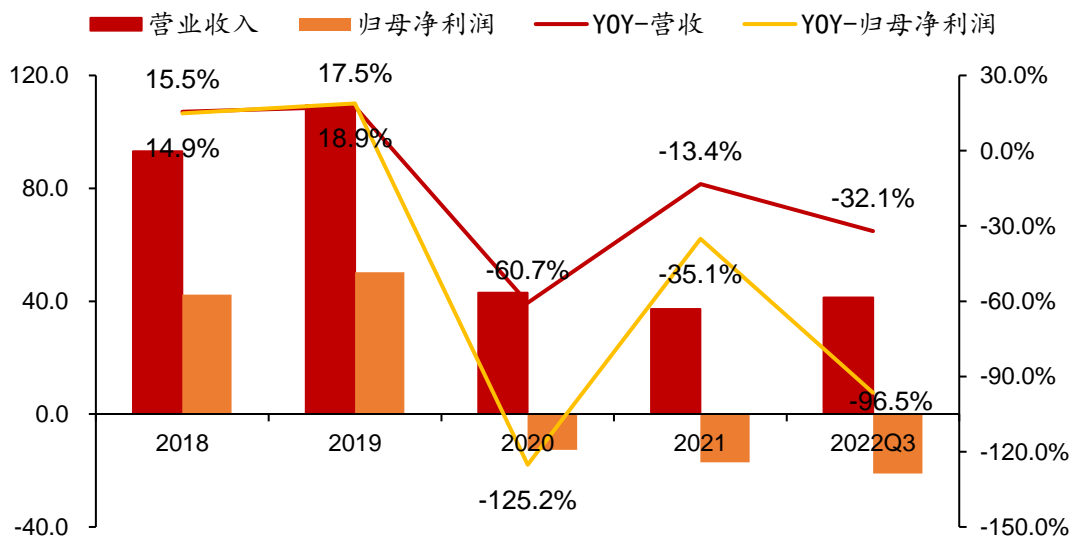
资料来源：中国民航局，上海证券研究所



3.1.2 上海机场：旅客结构优秀实现流量变现，枢纽机场核心价值不变

- ◆ **枢纽机场旅客结构优秀，流量成功变现。**2019年国际+地区游客占比超过50%，从50.3亿元归母净利润来看：免税业务贡献和投资收益贡献大；其中，投资收益主要来自航油公司和广告公司。
- ◆ **高扣点制约免税商积极性，新协议下扣点率预计下降，入股日上弥补损失。**疫情前，浦东机场签订租金保底协议且综合免税扣点率高达42.5%，抑制了免税商经营的积极性；补充协议下，保底租金转为租金上限；判断有重新谈判的可能性，但新协议下扣点率预计下降至30%左右。上海机场通过参股日上，从原先的“场地方”变为“场地+经营方”。

图8 2018-2022年上海机场营业收入、归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

我们判断，对于25年新协议下扣点率下降导致免税业务收入下滑，机场可能采取的措施：

- ◆ **提升销售结构中精品占比：**通过引入代销模式引入保障最新最好款式的供货；加快落地除LV之外的头部奢侈品品牌。

我们认为，通过降低扣点率，机场让利给免税商，会大幅提升免税商的经营积极性，从而形成免税产品价格等多方面增加机场免税店的吸引力，达到机场和免税商共赢的局面。



3.1.2 白云机场：疫情前免税业务营收高增速，疫后复苏更具弹性

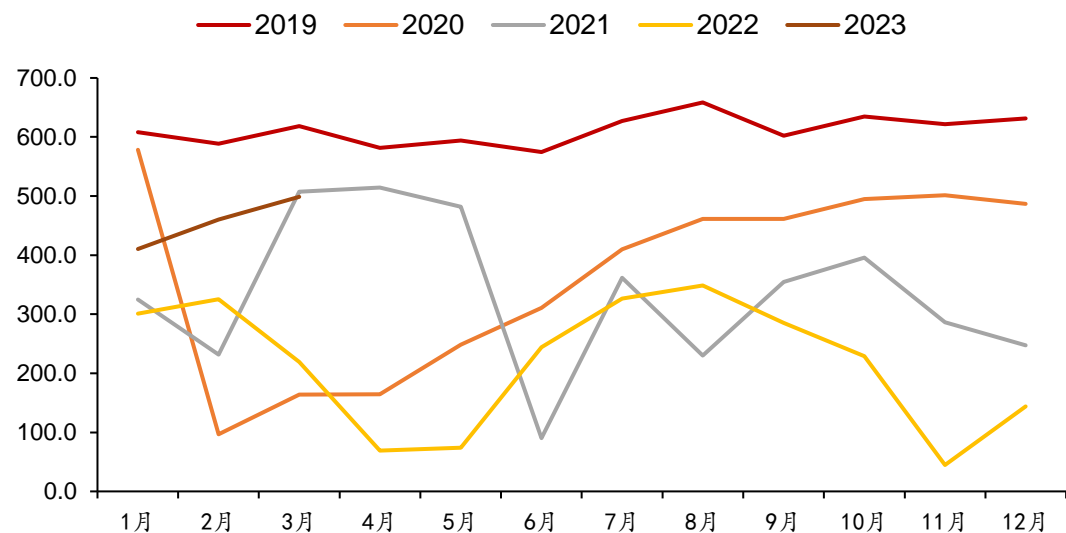
- ◆ **核心枢纽机场客流量大，2019年免税业务成为重要的利润增长点：**依靠机场核心枢纽位置优势，2019年白云全年旅客吞吐量仅次于首都机场和浦东机场。同时，非航收入占比创历史新高，其中免税业务成为公司重要的利润增长点。
- ◆ **白云疫后修复速度快，非航业务更具弹性：**从疫情后白云机场的恢复速度来看，4月9日，白云接送旅客18.8万人次，其中国内旅客吞吐量达2019年同期的119%，再创今年新高。国际航线修复仍存在预期差，看好白云机场后续整体修复情况和非航业务的弹性。

表12 2018-2022年白云机场营业收入、归母净利润及增速（单位：亿元、%）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
营业收入	67.62	77.47	78.70	52.25	51.80	33.08
YOY-营收	9.6%	14.6%	1.6%	-36.6%	-0.8%	-8.9%
归母净利润	15.96	11.29	10.00	-2.50	-4.06	-6.27
YOY-归母净利润	14.5%	-29.2%	-11.5%	-123.3%	-62.2%	-28.0%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图9 2019-2023年白云机场旅客吞吐量（单位：万人次）



资料来源：公司公告，上海证券研究所



3.1.2 航空机场展望：供给端确定性放缓，供需进一步平衡

◆ 航空市场供给侧增速2020-2025年显著放缓：

- 2020-2025年，国航/南航/东航客机数量CAGR分别为3.3%/4.1%/2.5%，均较2014-2019年CAGR明显下滑，未来三年航空供给侧的增速确定性放缓。
- 优质时刻稀缺性更大：从空域资源和枢纽机场数量角度来看，核心航线时刻的资源是有限的，这部分航线的长期价值将逐步显现出来，而国内核心机场的时刻资源基本都往“三大航”倾斜，导致中小型航司很难对头部航司的核心航线的盈利能力造成挑战。

表13 2014-2025E三大航客机数量及CAGR（单位：架、%）

	国航	南航	东航	吉祥				
2014	519	602	485	41				
2015	567	653	526	55				
2016	601	688	572	65				
2017	634	740	627	81	2014-2019年CAGR			
2018	664	826	680	90	国航	南航	东航	吉祥
2019	694	848	723	96	6.0%	7.1%	8.3%	18.5%
2020	702	851	725	98				
2021	741	862	752	110				
2022	757	879	775	110				
2023E	765	935	797	122	2020-2025年CAGR			
2024E	798	988	824		国航	南航	东航	吉祥
2025E	826	1040	822		3.3%	4.1%	2.5%	7.6%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

我们认为：①航空强周期的属性并没有改变：

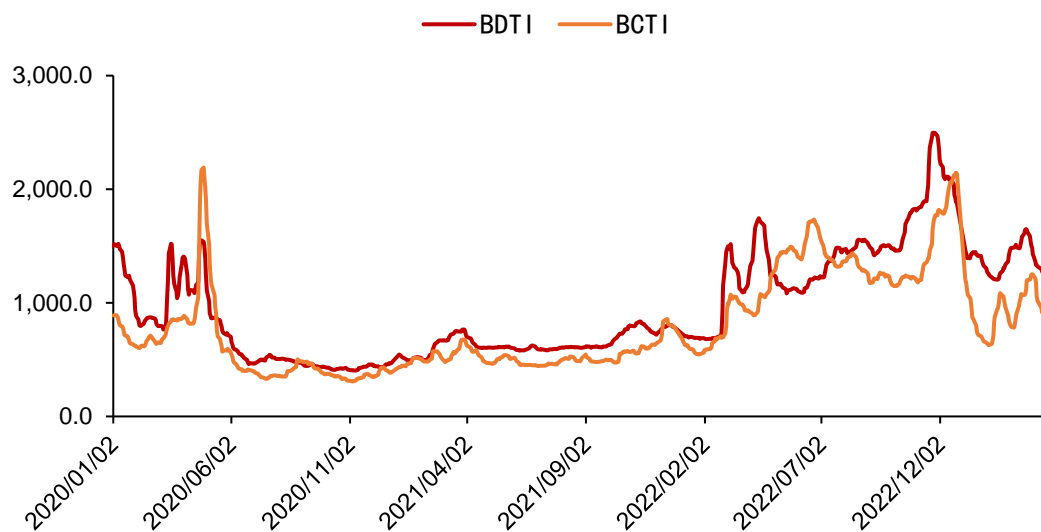
“供给收缩—盈利抬升—扩产能—盈利下降”，国内航空业总体仍然处于产能扩张阶段，只是2020-2022年受疫情影响暂缓，与美国航空行业的成熟阶段相比仍有差距；②**油价、汇率等因素的扰动不可忽视**：油价占航司成本的30%左右；航司的若干租赁负债、银行贷款等主要以美元为单位，因此汇率的波动对航司利润有着一定的影响；③**航空公司对政府补贴的依赖仍然严重。**



3.2 航运：未来三年油运行业将持续景气，旺季运价有望创新高（1/2）

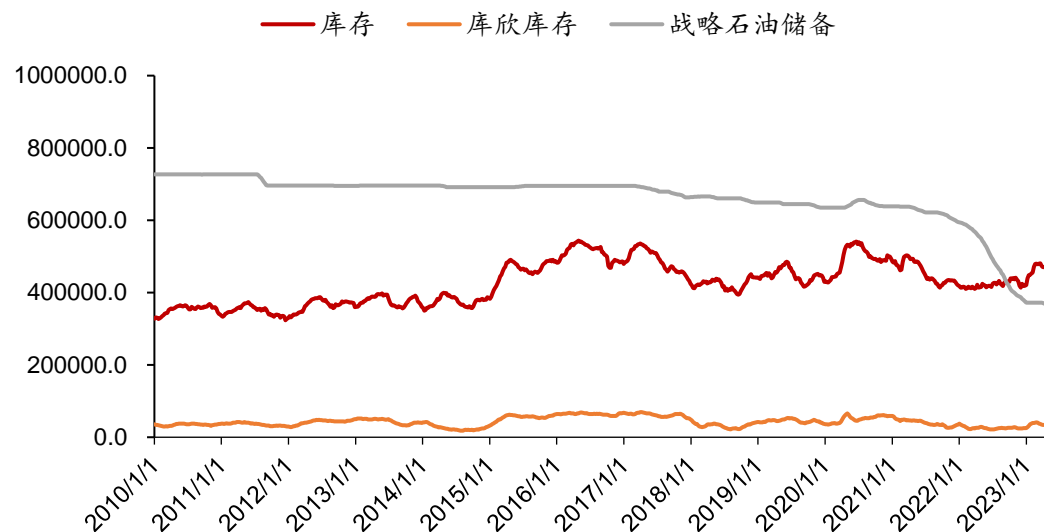
- ◆ **运价：**截至4月13日，BDTI和BCTI分别报1256点和940点。目前油运进入传统淡季，运价出现小幅回落，但供需之间的变化或将在淡季对运价形成支撑，且下半年进入旺季后，有望拉动运价创新高。
- ◆ **需求：**近期，OPEC的多个成员国及俄罗斯宣布将从5月开始削减石油供应，预计总削减幅度超过160万桶/日，导致石油价格超过80美元/桶。在当前的价格，美国补库存的可能性较小，但未来在石油价格下降时，美国仍存在补库存的需求。贸易复苏和向长距离运输的转变将推升油船市场表现。据克拉克森研究公司董事总经理Stephen Gordon预测，今年原油船需求量将增长3%，吨英里需求增长7%，成品油船增长分别为4%和11%。
- ◆ **供给：**船厂船台紧张，大型油船最早的交付船期在2026年，叠加油轮老龄化和环保公约制约，导致运力降低。

图10 2020-2023年BDTI及BCTI指数（截至2023年4月13日）



资料来源：iFind，上海证券研究所

图11 2010~2023年美国原油库存（不包含战略石油储备）、库欣库存及战略石油储备（单位：千桶）（截至2023年4月7日）



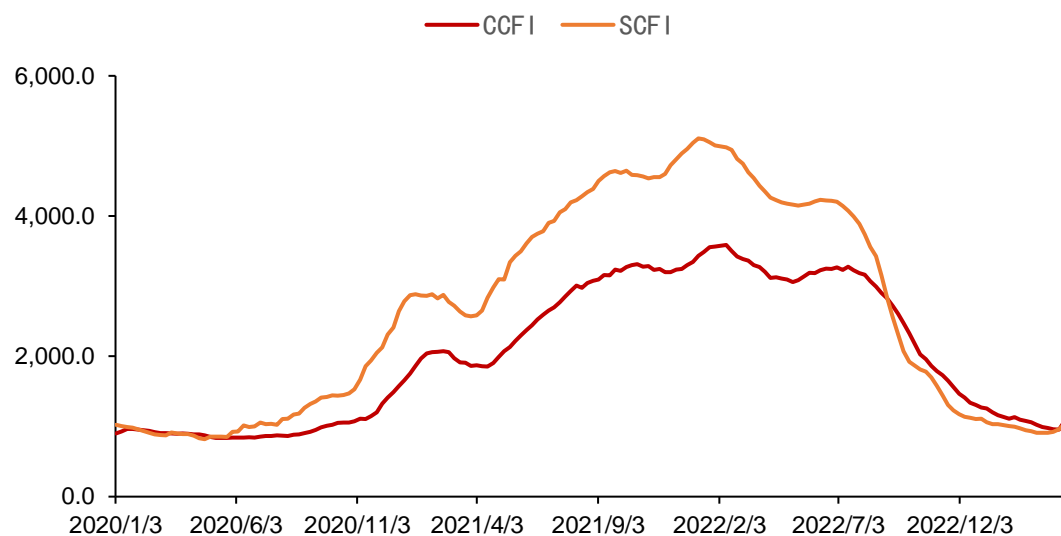
资料来源：iFind，上海证券研究所



3.2 航运：三月出口同比环比均正向增长，集运市场底部有望形成支撑（2/2）

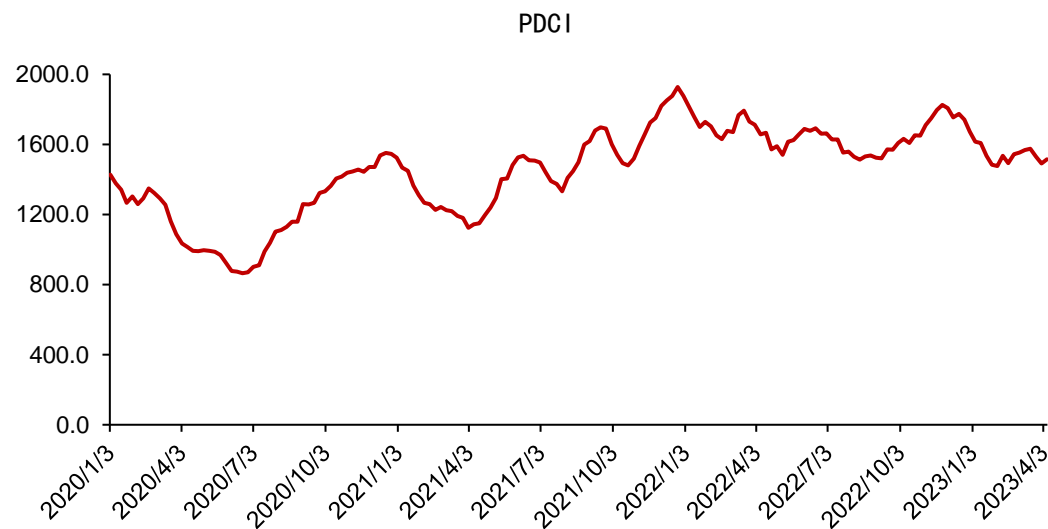
- ◆ **受贸易复苏势头放缓影响，运价大幅下滑至2020年前水平：**2020年以来，集运市场加速步入上升周期，运价推至行业历史高位。2022年下半年，受地缘政治冲突、通胀高企等因素影响，全球经济贸易复苏势头放缓，集运市场需求疲软，运价水平持续下滑至2020年前水平。
- ◆ **3月出口数据超预期，运价底部有望形成支撑：**根据海关总署数据，按美元计价，2023年3月中国进出口总值5429.9亿美元，同比增长7.4%；其中出口3155.9亿美元，同比增长14.8%。从地区结构来看，1-3月，欧美日在我国出口中的份额降至34.3%，而新兴市场和发展中经济体占比提升。

图12 2020-2023年CCFI及SCFI指数（截至2023年4月14日）



资料来源：iFind，上海证券研究所

图13 2020-2023年PDCI指数（截至2023年4月7日）



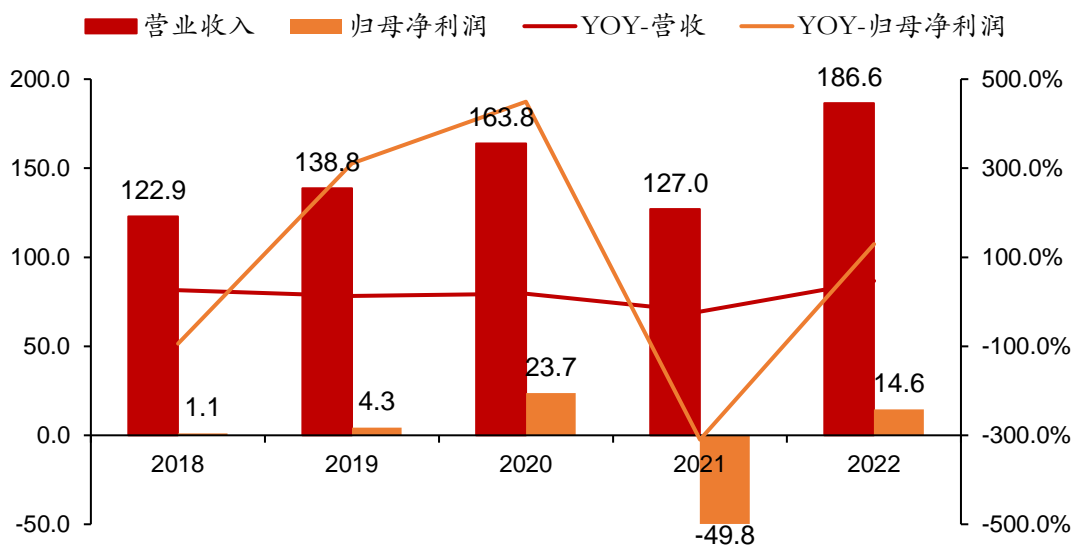
资料来源：iFind，上海证券研究所



3.2中远海能：受益油运景气度，或将享受更大弹性

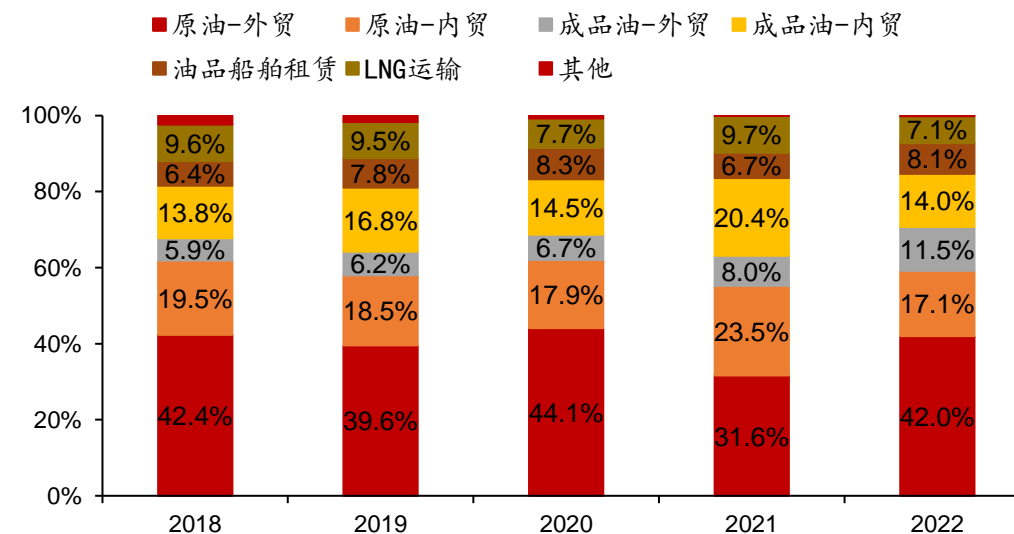
- ◆ **油运供需优化逻辑的确定性较强，公司VLCC业务占比高，有望享受更高的弹性。**根据上述，油运市场未来三年将迎来持续的景气度，其中VLCC运价在供需变化的推动下有望创新高。公司经营内外贸油品运输，其中VLCC相关业务占比高，在行业景气度上行的情况下，有望释放更大的弹性。截至2023年2月公司拥有和控制油轮157艘，其中VLCC52艘，约占油品运力的69%；2018-2022年之间，原油业务的营收贡献均超过50%。
- ◆ **与同行相比，中远海能油品业务营收占总营收的占比较高，或将更快迎来弹性释放。**招商轮船的业务布局更加多元化（干散+油运+集运等业务），2022年其油轮船队营收仅占总营收的25.3%，在各业务景气度不同频时，业绩表现预计更为稳健。

图14 2018-2022年中远海能营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图15 2018-2022年各产品业务营收及其占总营收的占比（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所



3.2 中远海控：公司高分红规划有望助力价值回归

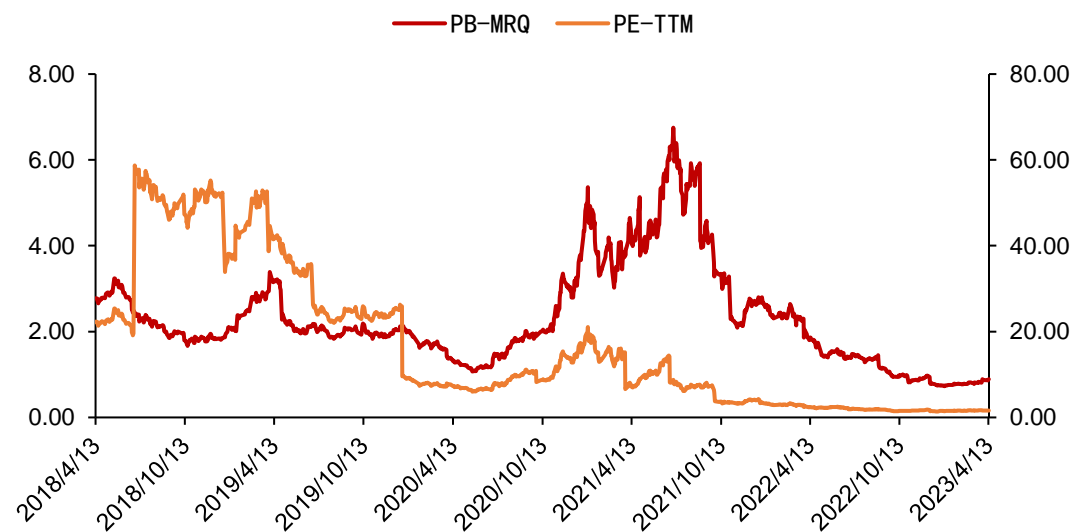
- ◆ **2022-2024规划高分红：**2022年，公司拟每股派发现金红利1.39元（含税），应派发现金红利223.7亿元；加上2022年中期已派发的现金红利323.5亿元，全年度共计派发现金红利547.2亿元，约为公司2022年度实现的归属于上市公司股东净利润的50%。此外，根据公司制定的《未来三年股东分红回报规划（2022年-2024年）》，年度内分配的现金红利总额应占公司当年度实现的归属于上市公司股东净利润的30%-50%。
- ◆ **集装箱航运：**截至2022年底，Alphaliner数据显示，公司集装箱船队运力规模继续稳居行业第一梯队。2022年，集装箱业务营收3840.4亿元，同比增长17.1%。

表15 2021-2022年公司分红情况（单位：亿元、%）

	2022年拟分红+已分红	2022年已分红	2021年
分红金额	547.2	323.5	139.3
YOY	292.7%	132.2%	
归母净利润	1095.9	1095.9	893.5
YOY	22.7%	22.7%	
股利支付率	49.93%	29.52%	15.59%
每股股利（元）	3.40	2.01	0.87
YOY	290.8%	131.0%	
股息率	33.04%	19.53%	4.65%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

图16 过去五年PB-MRQ及PE-TTM走势（截至2023年4月13日）（单位：倍）



资料来源：iFind，上海证券研究所



3.3 铁路公路及港口：央企占比高，具备较强资源优势

- ◆ 铁路、公路和港口子版块中分别有6家、19家和17家央企，起到了“稳增长、保民生、促发展”的重要作用。
- ◆ 近年来，大秦铁路、唐山港等公司保持了较高的股息率；2021-2022年，招商公路、皖通高速等公司股息率也保持较高增速。

表16 2017-2021年港口公司股息率（单位：%）

名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022
招商港口	5.5%	0.8%	2.7%	2.4%	2.5%	3.1%
盐田港	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.6%	暂未披露
珠海港	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.9%	暂未披露
北部湾港	1.2%	1.6%	2.0%	1.8%	2.3%	2.3%
厦门港务	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%	0.8%
南京港	0.2%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	暂未披露
日照港	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%	1.4%
上港集团	2.6%	3.0%	2.5%	2.8%	3.5%	2.6%
重庆港	3.6%	1.5%	1.1%	0.7%	0.5%	1.0%
天津港	1.4%	1.5%	1.4%	1.8%	2.4%	1.9%
唐山港	1.7%	2.9%	3.5%	8.1%	12.7%	7.3%
连云港	0.1%	0.3%	0.1%	0.5%	0.8%	1.0%
宁波港	1.4%	2.8%	2.6%	2.1%	2.3%	2.4%
广州港	0.6%	0.9%	1.1%	1.3%	1.7%	1.4%
青岛港	0.0%	0.0%	2.9%	4.1%	4.5%	4.8%
秦港股份	1.8%	2.5%	2.8%	2.3%	2.0%	2.6%
辽港股份	0.8%	1.0%	1.0%	1.6%	1.6%	1.1%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

表17 2017-2021年公铁路公司股息率（单位：%）

板块	名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022
铁路	大秦铁路	5.2%	5.8%	5.8%	7.4%	7.5%	暂未披露
	京沪高铁				0.6%	1.0%	暂未披露
	广深铁路	1.4%	1.9%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	铁龙物流	0.7%	1.7%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
	西部创业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	暂未披露
	中铁特货	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	暂未披露
	粤高速A	6.2%	6.7%	5.1%	4.8%	7.7%	5.5%
	湖南投资	0.8%	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
	山西路桥	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	暂未披露
	东莞控股	2.3%	3.6%	3.6%	2.5%	2.7%	暂未披露
高速公路	城发环境	0.1%	3.2%	1.1%	0.8%	1.4%	暂未披露
	现代投资	1.6%	3.9%	3.7%	3.8%	3.8%	2.4%
	皖通高速	2.1%	4.1%	3.9%	3.7%	7.8%	7.5%
	中原高速	3.5%	3.0%	1.3%	1.0%	3.1%	0.6%
	福建高速	3.3%	5.1%	1.6%	3.8%	5.3%	暂未披露
	楚天高速	2.5%	3.7%	4.7%	2.4%	4.4%	暂未披露
	赣粤高速	3.3%	2.6%	3.6%	5.8%	3.5%	2.9%
	山东高速	3.0%	4.8%	7.7%	6.1%	7.8%	7.0%
	五洲交通	2.9%	3.7%	1.8%	4.1%	4.6%	1.4%
	深高速	3.3%	7.9%	4.5%	4.8%	6.2%	5.1%
	四川成渝	2.4%	2.9%	2.6%	2.5%	2.0%	2.6%
	龙江交通	2.0%	2.3%	5.3%	1.7%	2.2%	暂未披露
	吉林高速	2.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%
	宁沪高速	4.5%	4.7%	4.1%	5.0%	5.3%	5.6%
招商公路	1.6%	3.2%	3.2%	2.6%	4.5%	5.3%	

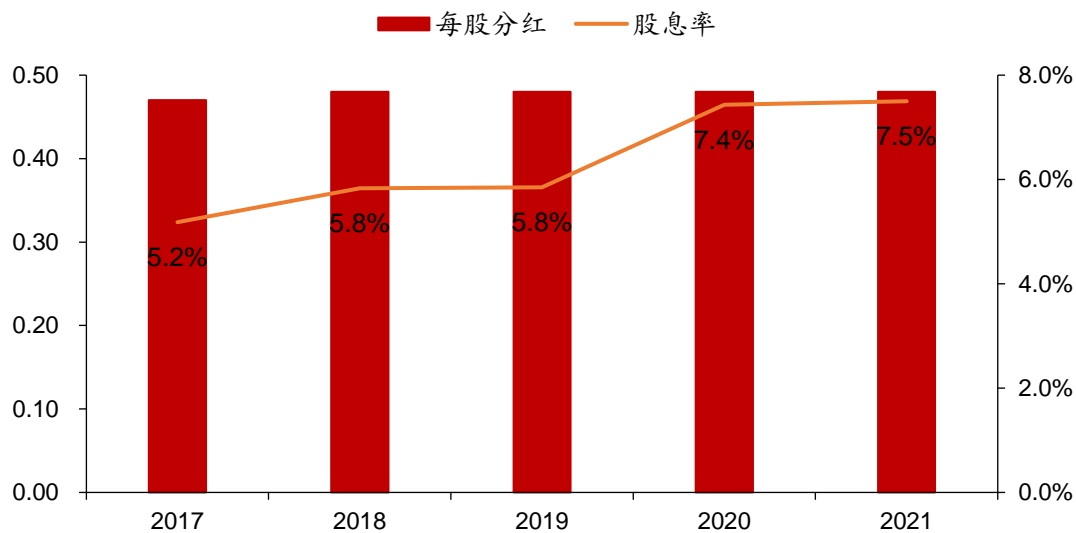
资料来源：iFinD，上海证券研究所



3.3 大秦铁路：每股分红稳定股息率高，公司价值有望重塑

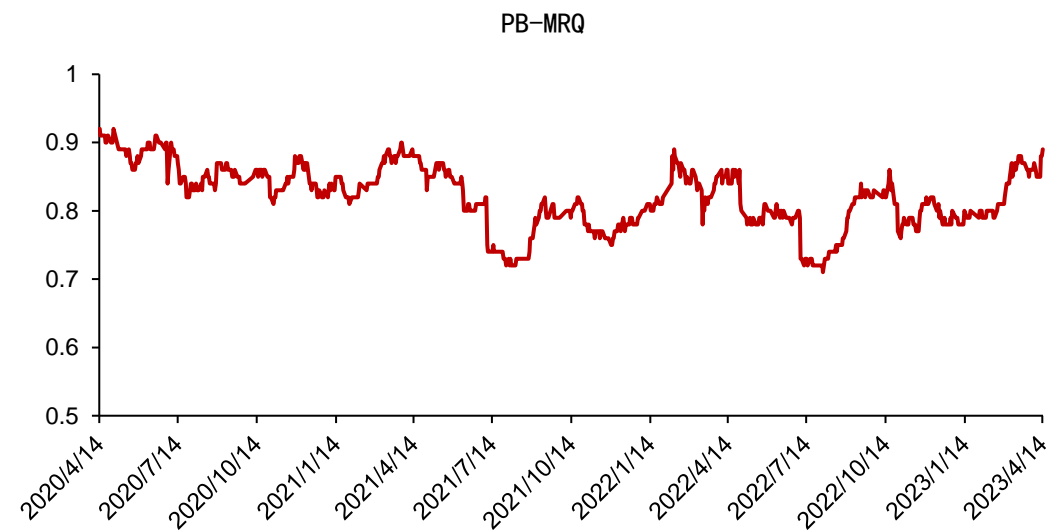
- ◆ **煤炭运输业务占比高，“公转铁”、“散改集”仍有增长空间：**铁路货运业务是公司营收的主要来源，其中以动力煤为主，承担晋、蒙、陕等省区的煤炭外运任务。2022H1，煤炭发送量占公司货物发送量的82.9%。煤炭等大宗货物由铁路运输承运的比例仍有增长空间，公司有望持续推进“公转铁”、“散改集”等货运增量需求。
- ◆ **每股分红稳定，过去三年PB小于1：**2018-2021年公司每年分红为0.48元/股（含税），且股息率保持着较高的水平。根据公司2020-2022年分红回报规划，每年派发现金股利原则上不低于0.48元/股，稳定的分红叠加较高的股息率一定程度上保障了绝对收益。截至4月14日，公司PB-MRQ仅为0.89倍，在中国特色估值体系下，公司有望向上抬升。

图17 2017-2021年公司每股分红及股息率（单位：元、%）



资料来源：iFind，上海证券研究所

图18 过去三年公司PB-MRQ走势（截至2023年4月13日）（单位：倍）



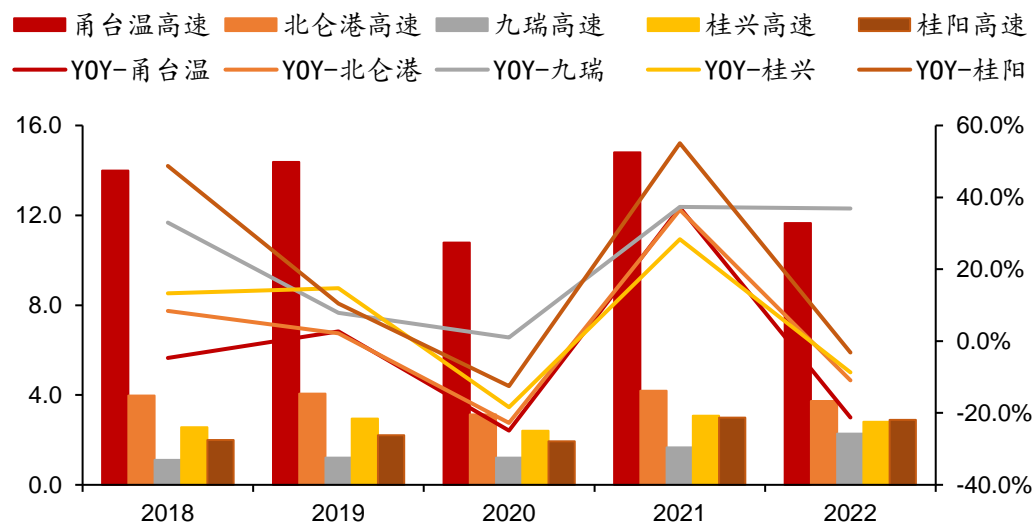
资料来源：iFind，上海证券研究所



3.3 招商公路：未来三年分红比例提升，疫后公路车流量仍具韧性

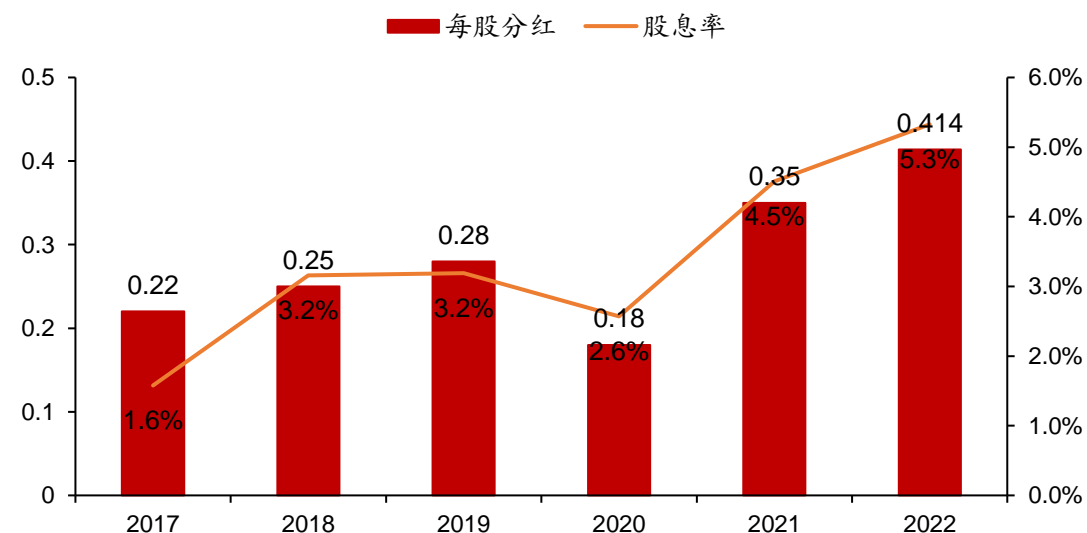
- ◆ **公司控股路产占据重要地理位置，区位优势明显：**公司作为综合性公路投资运营服务商，旗下控股公路项目包含京津塘高速、甬台温高速、北仑港高速、九瑞高速等，多属于国省道主干线，区位优势明显，盈利水平良好。2022年，受疫情影响，公司控股路段车流量8100万架次，同比下降18.6%；通行费收入48.0亿元，同比下降15.3%，疫后修复具备韧性。
- ◆ **上市以来公司每股分红稳定，2022年股息率达：**2022年公司拟每10股派发现金红利4.14元（含税），为上市以来最高分红，股息率达5.3%。此外，根据公司的股东回报规划，**2022-2024年公司将提高分红比例**，拟以现金方式分配的利润不低于当年合并报表归属母公司股东净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的55%，彰显公司经营信心。

图19 2018-2022年前五名控股路产的通行费收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图20 2017-2022年公司每股分红及股息率（单位：元、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所



3.3 京沪高铁：疫后修复有望迎来量价齐升

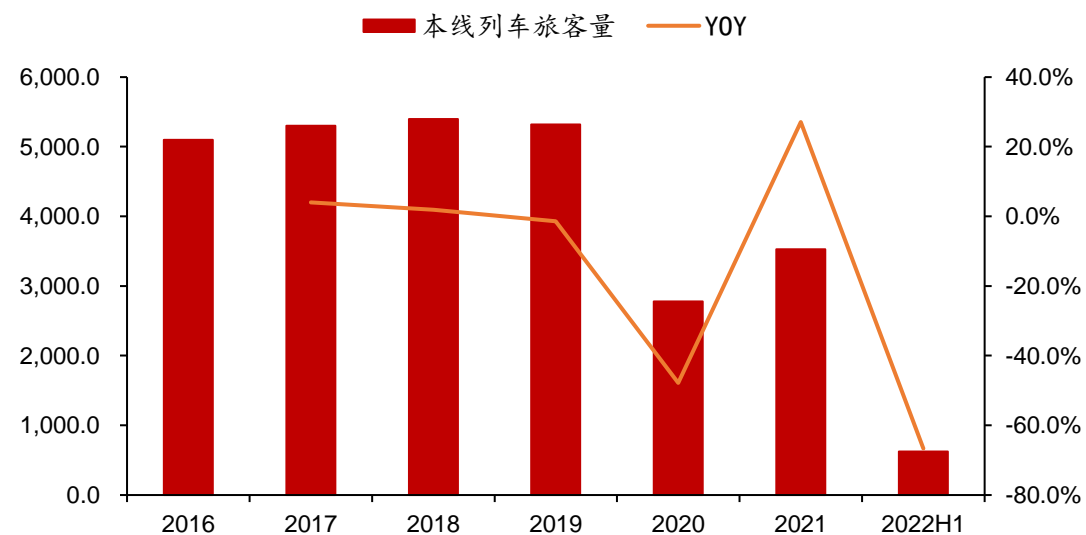
- ◆ **五一高铁出行需求有望超预期：**公司核心资产优质，区位优势显著，具有良好的客流基础。截至2019年，公司疫情前的营收稳定增长。受国内疫情反复影响，2022年业绩预告公司归母净利润为-7.3亿元~-3.8亿元。“五一”假期高铁出行有望进一步超预期，携程发布的数据显示，截至4月15日9时，“五一”首日高铁跨省游搜索热度比前一日增长323%。
- ◆ **随着票价机制市场化机制的推进，预计高铁票价具备较高的增长潜力：**自2020年底起，公司推出浮动票价机制，与之前固定票价相比有所改善。在市场化定价机制下，航空票价增幅较为明显，目前高铁票价的市场化程度还不高，预计随着公司持续推进浮动票价机制，未来票价具备一定的增长空间。

图21 2017-2022年公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，iFinD，上海证券研究所

图22 2016-2022H1公司本线列车旅客运输量及增速（单位：万人次、%）



资料来源：公司公告，iFinD，上海证券研究所



3.3 港口：分红稳定、股息率高，“中特估”概念有望推动估值体系重塑

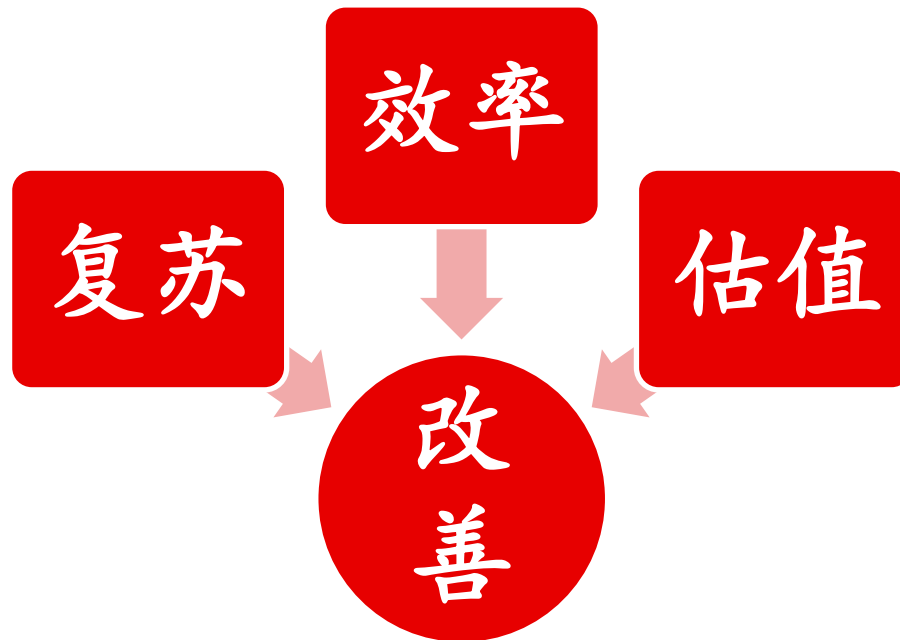
- ◆ **招商港口**：2022年营业收入162.3亿元，同比增长6.2%；归母净利润33.4亿元，同比增长24.3%。主业港口业务增长稳健，2022年录得156.3亿元，同比增长6.8%。根据公司三年股东回报规划，在正常经营前提下每年以现金方式分配的利润应不少于当年实现的可分配利润的30%。公司坚持“一带一路沿线”的海外布局方向，且海外码头布局具有先发优势。目前PB仅0.87倍，在中特估主题概念下，估值有望重塑。
- ◆ **唐山港**：2022年营收56.2亿元，同比下降7.5%；归母净利润16.9亿元，同比下降19.1%。作为干散货港口运输龙头公司，公司2022年货物吞吐量2.1亿吨，同比增长1.3%。2022年煤炭供需关系整体趋于宽松，但受产地、上游铁路发运等因素影响，部分港口煤炭下水量受到制约，预计今年随着经济复苏，煤炭运输量有进一步提升空间。此外，公司保持着较高的股息率，2022年达7.3%。
- ◆ **青岛港**：2023Q1，公司完成货物吞吐量1.6亿吨，同比增长9.6%；其中，集装箱吞吐量688万标准箱，同比增长16.6%，表现亮眼。青岛港作为枢纽港的地位优势有望持续对集装箱形成量价支撑。根据公司2022-2024三年分红回报规划，每年现金分红不低于当年可用于分配利润的40%。我们认为，公司业务有望稳健增长，叠加高分红规划，且PB为1.16倍，在“中特估”主题概念下，有望向上抬升。



3.4 交运板块：基本面改善凸显资源优势，概念加持价值有望回归

◆ **主线二：**国资委明确了新一轮国企改革政策，与此前策略有不同的是考核指标中要求进一步提高营业现金比率和净资产收益率。我们认为，在资产负债率保持稳定的要求下，企业将从提高净利润和总资产周转率两个方面入手，提升公司经营和运营表现。

◆ **主线一：**2023年，消费复苏以及出行需求复苏是全年主线之一，复苏的趋势已经逐渐确立。我们认为，疫情后人们消费和出行习惯均出现变化，因此整体复苏的节奏仍可能存在预期差。



◆ **主线三：**“中特估”概念是贯穿今年市场的主线。交运板块中，不少央国企分红稳定、股息率高、且PB倍数低，同时掌握优势资产资源，是兼具稳定性和成长性的优质标的。

在主线一和二的共同发力下，企业的基本面有望得到大幅改善，有望持续凸显其资源和资金的优势。同时，叠加在“中特估”概念的推动下，优质标的的估值体系有望向上重塑。



1. **宏观经济复苏不及预期：**若国际、国内宏观经济环境不及预期，则可能导致全球贸易下滑、消费需求下滑等。
2. **旅客出行需求不及预期：**若旅客出行需求复苏不及预期，将影响航空和机场市场需求端的修复。
3. **国际航线修复不及预期：**若国际航线航权谈判、机场地面服务能力不足等原因导致国际航线修复不及预期，则可能影响航空和机场市场的恢复节奏。
4. **国企改革进度不及预期：**若国企改革相关政策落地不及预期，或企业改革效果不及预期，则可能导致央国企经营无法得到改善。
5. **国际地缘冲突加剧：**若俄乌冲突恶化、中美贸易摩擦增多等，将可能导致宏观经济下滑。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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

