

# 油运景气，集运干散回落

## ——航运板块年报一季报总结

行业评级：看好

2023年5月3日

分析师	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003
研究助理	秦梦鸽、卢骁尧

## 1、油运：2022年运价低开高走，23Q1小幅波动但仍处于高位。

- 22H1受货源及燃油成本高启影响，油轮运输市场疲软，22H2俄乌冲突叠加美国石油战略储备释放，油运需求提升，推动运价逐步上行，运价高启带动油运公司业绩高增，2022年招商南油实现营业收入62.64亿元（+62.20%），归母净利润14.34亿元（+383.67%）。

## 2、集运：外贸运价持续回落，内贸运价稳定性较强。

- 2022年外贸集运市场呈现前高后低的趋势，23Q1延续向下走势，CCFI和SCFI同比分别-68%和-80%；内贸集运得益于其良性竞争格局，运价整体较为稳定，2022年和23Q1PDCI指数同比分别+13%和-10%。2022年10月起中谷物流订单逐步开始交付，截至2022年年末，中谷物流总运力达291万载重吨，同比增长18.3%，实现营业收入142.09亿元（+15.60%），归母净利润27.41亿元（同比+14.02%）。

## 3、干散货运：2022年运价前高后低，国内经济复苏有望提振干散货运输。

- 2022年受全球经济增速放缓及国内疫情影响，全球干散货航运市场呈前高后低的趋势，2022年BDI指数平均为1934点，同比-34.3%，国内沿海干散货运价综合指数CCBFI平均为1125点，同比-13.3%，国航远洋2022年实现营业收入11.58亿元（-19.48%），实现归母净利润1.88亿元（-48.87%）。

## 4、投资建议

- 中谷物流：国内第二大内贸集装箱物流企业，低点造船打造核心成本优势，大船盈利能力提升，助力散改集货源拓展，上市以来公司保持高分红，2020/2021/2022年公司现金分红分别为6.00 / 14.38 / 20.15亿元，占当期归母净利润的比例分别为58.89% / 59.82% / 73.51%，公司未来三年以现金形式累计分红不少于累计实现可分配利润的60%，彰显了公司对未来盈利能力的信心以及与股东共享发展成果的理念。

- 招商南油：国内唯一一家拥有国际国内油化气运输资质的水运企业，国际成品油运输为远东地区成品油运输市场领先者。截至2022年末公司拥有及控制运力65艘，共计238万载重吨。测算估计当TCE运价上涨1万美元/天，公司利润增厚约6.73亿元。
- 招商轮船：油运、干散行业供给确定性放缓，随着中国疫后经济复苏，有望迎来“油散双击”。公司VLCC运力规模全球第一、干散船队规模世界领先，盈利弹性大，TCE上涨10000美元/天，税前净利润增厚12.3（亿元），预计后续将显著受益于油、散行业景气周期。
- 中远海能：当前运价持续上涨、行业供给确定性放缓，油运市场景气度上升，公司作为全球油运龙头，盈利弹性大，VLCC-TCE上涨10000美元/天，税前净利润增厚11.7（亿元），预计后续将显著受益于油运行业景气周期。

## 5、风险提示：

- 全球石油消费恢复不及预期，导致油运需求下降
- OPEC进一步减产，导致货量下降，导致油运需求下降
- 地缘政治风险等

# 目录

CONTENTS

01

## 油运

2022年运价低开高走，  
23Q1小幅波动但仍处于高位。

02

## 集运

外贸运价持续回落，  
内贸运价稳定性较强。

03

## 干散货运

2022年运价前高后低，  
国内经济复苏有望提振干散货运输

04

## 投资建议

中谷物流  
招商南油  
招商轮船  
中远海能

05

## 风险提示

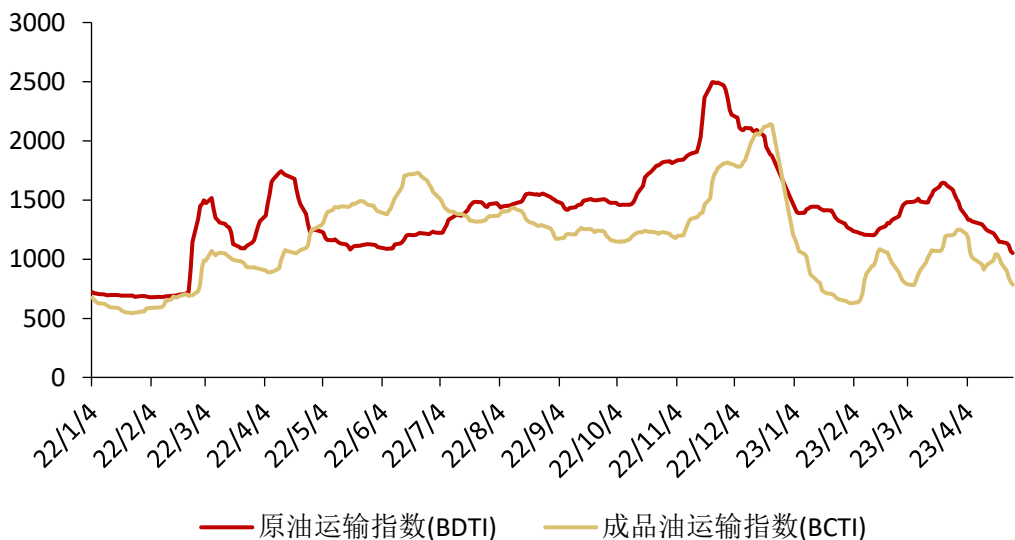
# 01

## 油运

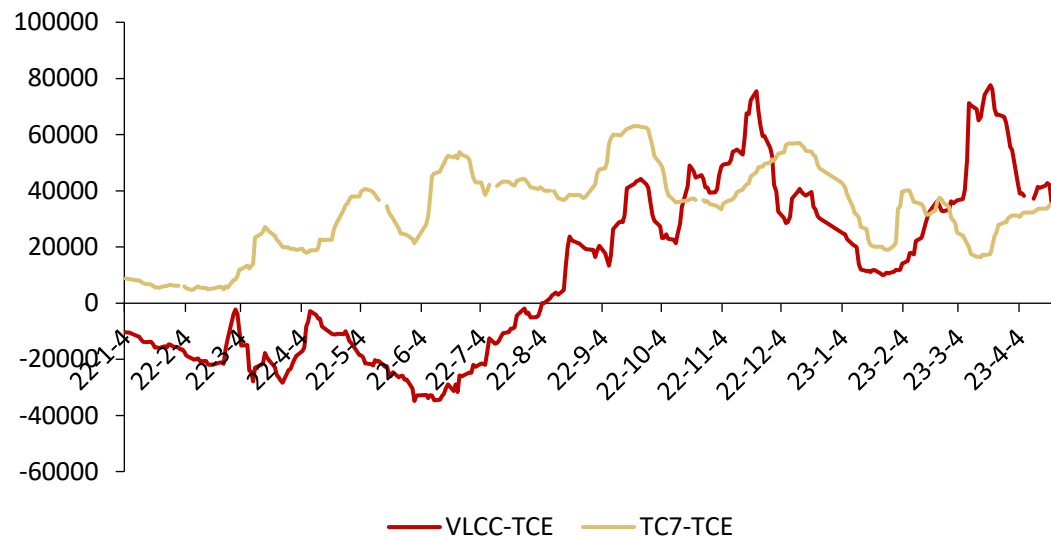
**2022年运价低开高走，  
23Q1小幅波动但仍处高位。**

□ **2022年油运运价稳步提升，23Q1小幅波动。**2022年，油运市场低开高走，22H1受货源及燃油成本高启影响，油轮运输市场疲软，22H2俄乌冲突叠加美国石油战略储备释放，油运需求提升，推动运价逐步上行。

图：2022年至今油运运价指数趋势



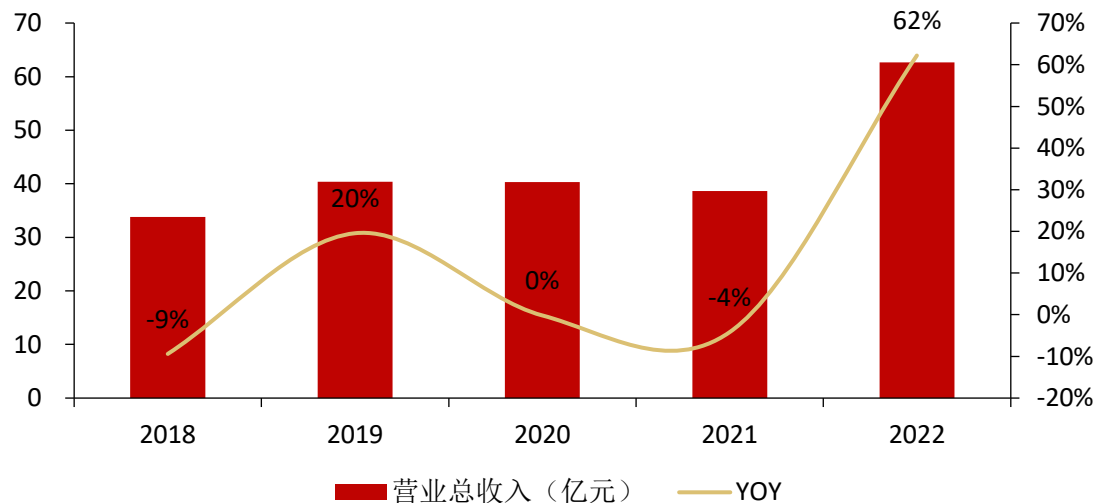
图：2022年至今VLCC-TCE及TC7-TCE运价变化趋势 (单位：\$/d)



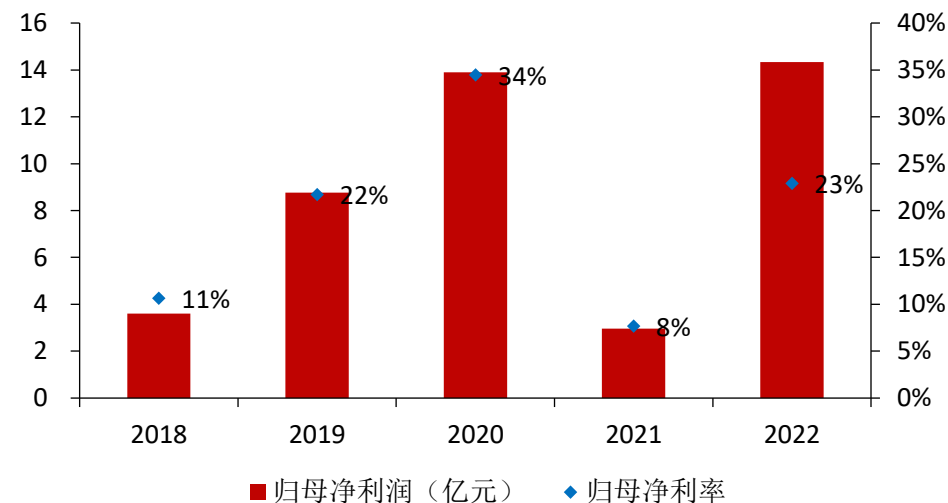
		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1
BDTI	平均指数	927	1266	1453	1935	1391	1403
	YOY	53%	108%	141%	154%	116%	51%
BCTI	平均指数	752	1361	1317	1510	1231	918
	YOY	44%	172%	171%	142%	131%	22%
VLCC	平均TCE	-17700	-21670	9747	42823	1391	34498
	去年同期	-6308	-7608	-9884	-8038	-7977	-17700
TC7-TCE	平均TCE	11030	34632	46493	44404	1231	28320
	YOY	68%	360%	431%	485%	-84%	157%

- **2022年**国际成品油运价大幅上涨，带动公司外贸业务收入大幅增长，2022年实现营业收入62.64亿元（+62.20%），归母净利润14.34亿元（+383.67%），其中，22Q4实现营业收入18.76亿元（+79.14%），归母净利润4.80亿元（+1300.76%）。
- **23Q1**国际成品油运价高位带动外贸业务收入大幅增长，实现营业收入16.18亿元（+47.76%），归母净利润4.06亿元（+292.67%），业绩大幅增长主要系市场有效运力供给下降，国际成品油运价大幅上涨，公司外贸业务收入大幅增长。

图：招商南油营业收入及增速趋势



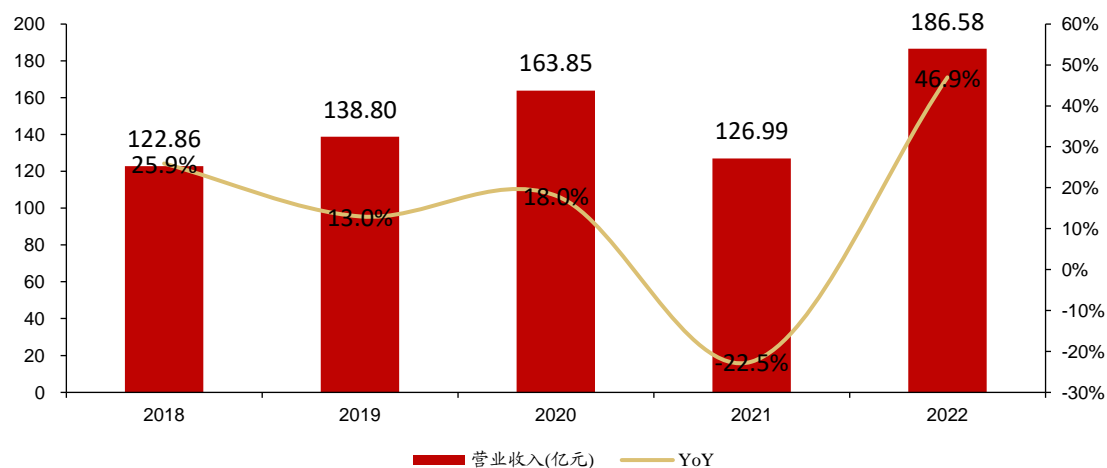
图：招商南油归母净利润及净利率变化趋势



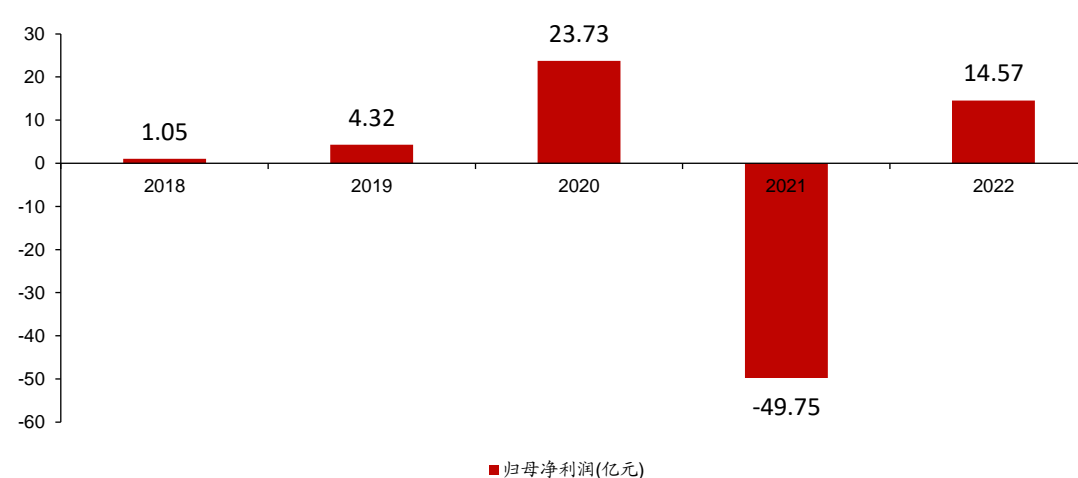
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1
营业收入 (亿元)	10.95	14.55	18.38	18.76	62.64	16.18
YOY	20%	49%	98%	79%	62%	48%
归母净利润 (亿元)	1.03	3.29	5.21	4.8	14.33	4.06
YOY	-2%	222%	864%	1301%	384%	293%
TC7平均TCE	11030	34632	46493	44404	1231	28320
YOY	68%	360%	431%	485%	-84%	157%

- **2022**年全年营收186.58亿元/+46.9%，归母净利润14.57亿元，同比扭亏（2021年亏损49.75亿元）；期间重新调整子公司分红安排，导致所得税费用增加约6.3亿元）。其中22Q4营收62.60亿元/+83.6%，归母净利润8.17亿元（21Q4亏损54.19亿元）。
- 节后国内复工复产叠加俄原油被制裁后的混乱局面趋于稳定，驱动运价向上。23Q1收入56.31亿元，同比增长61.91%；归母净利润10.96亿元，同比增长4272.57%。

图：中远海能营业收入及增速



图：中远海能归母净利润



表：中远海能季度经营情况

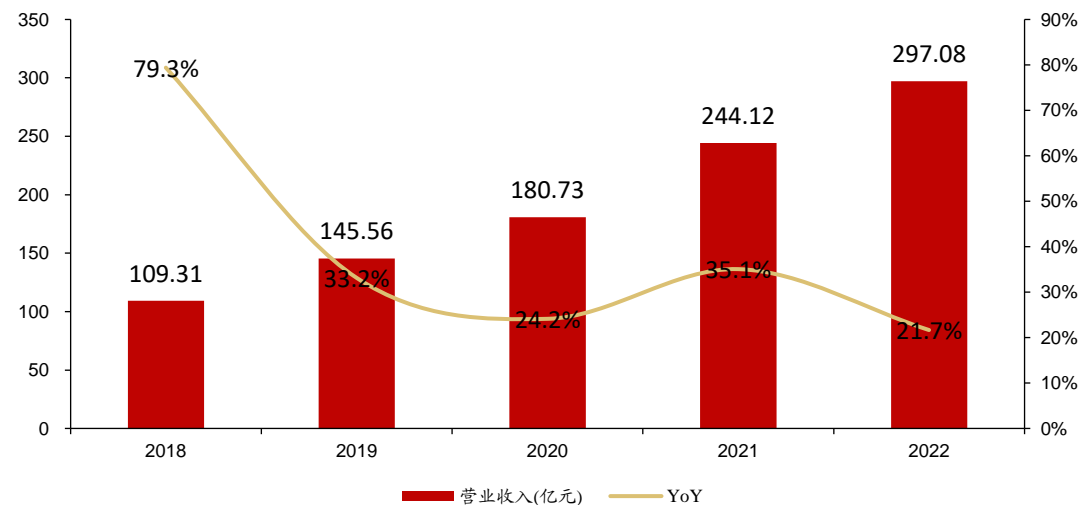
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	21Q1
营业收入(亿元)	34.78	40.35	48.85	62.60	56.31
YoY	13%	33%	54%	84%	62%
归母净利润(亿元)	0.25	1.34	4.81	8.17	10.96
YoY	-93%	-33%	NA	NA	4284%
VLCC TD3C-TCE 均值(美元/天)	-7,348	-11,419	25,576	61,364	46,967



□ 2022年营收297.08亿元/+21.7%，实现归母净利润50.86亿元/+40.9%；其中，22Q4实现营业收入81.29亿元/+4.5%，实现归母净利润12.20亿元/-4.8%。

□ 23Q1公司船舶坞修+加装脱硫塔较多，导致营运天减少，叠加干散货市场低迷，公司23Q1收入58.83亿元，同比下降3.49%；归母净利润11.21亿元，同比下降14.07%。

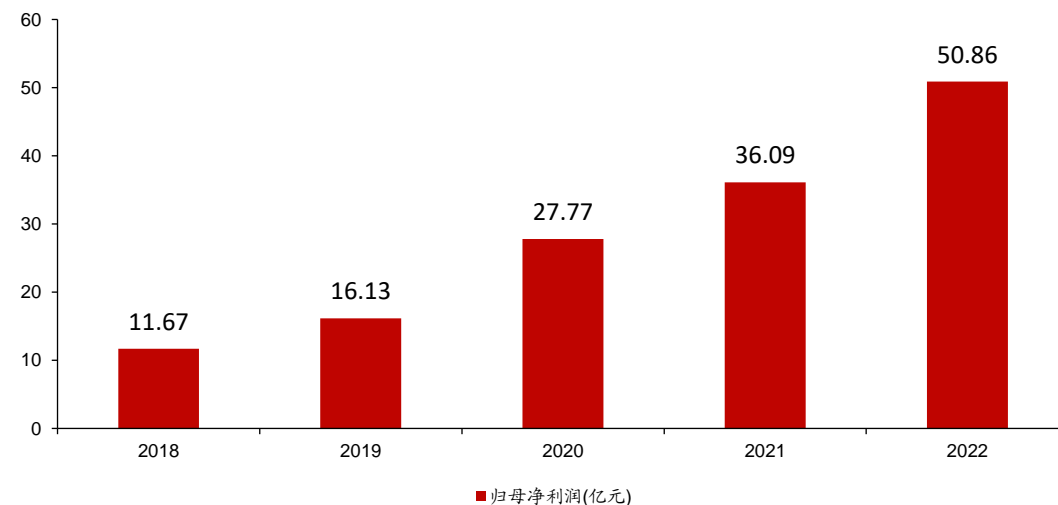
图：招商轮船营业收入及增速



表：招商轮船季度经营情况

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	21Q1
营业收入(亿元)	60.96	76.32	78.52	81.29	58.83
YoY	70%	70%	58%	-28%	-3%
归母净利润(亿元)	13.05	15.84	9.76	12.20	11.22
YoY	242%	179%	55%	-40%	-14%
VLCC TD3C-TCE 均值(美元/天)	-7,348	-11,419	25,576	61,364	46,967
BDI	2,041	2,530	1,655	1,523	1,011

图：招商轮船归母净利润



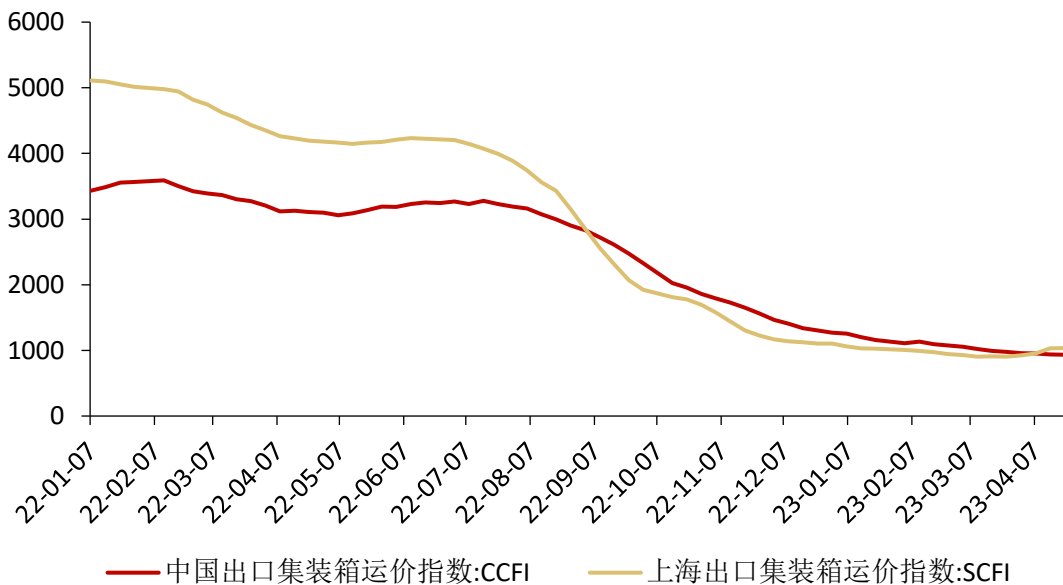
# 02

## 集运

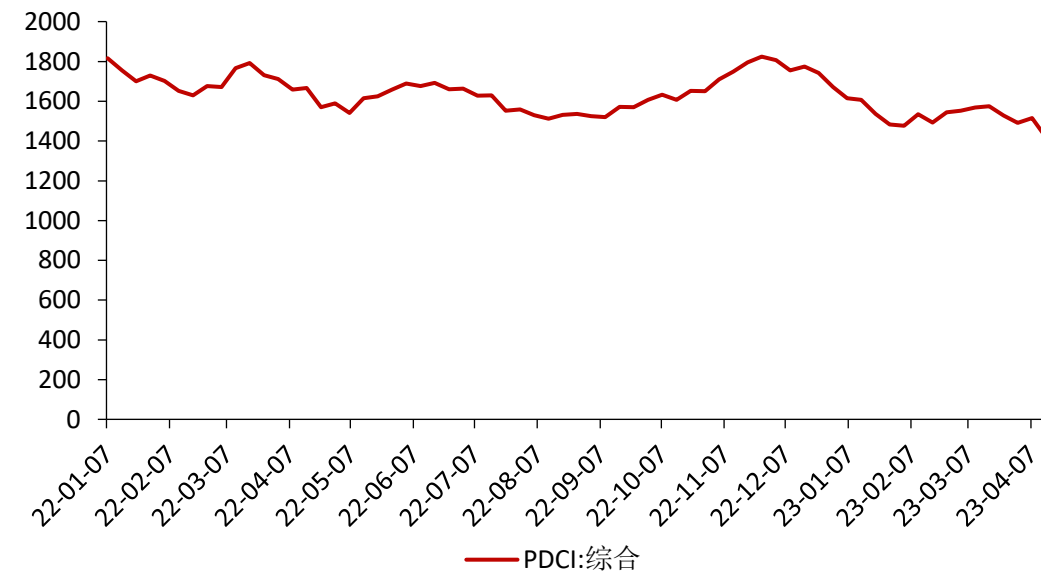
**外贸运价持续回落，  
内贸运价稳定性较强。**

□ **外贸运价持续回落，内贸运价稳定性较强。**2022年，外贸集运市场呈现前高后低的趋势，22H1出口集装箱运价指数维持高位，下半年逐渐走弱，2022年CCFI和SCFI指数同比分别+7%和-10%，23Q1延续向下走势，CCFI和SCFI同比分别-68%和-80%；内贸集运得益于其良性竞争格局，运价整体较为稳定，2022年和23Q1PDCI指数同比分别+13%和-10%。

图：2022年至今外贸集装箱运价指数趋势



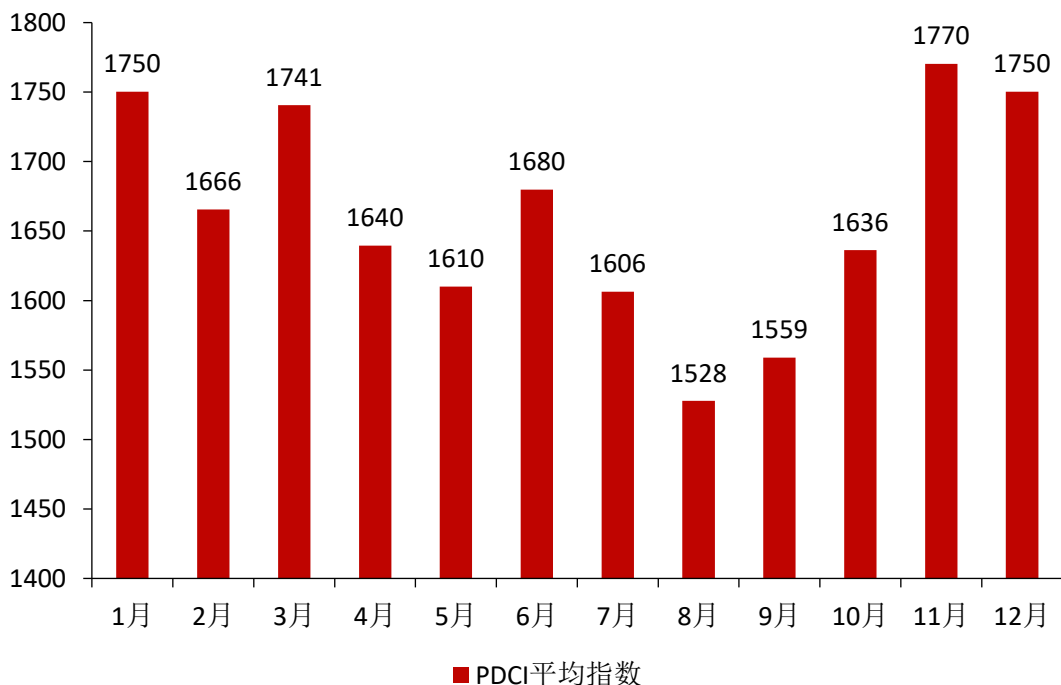
图：2022年至今内贸集装箱运价指数趋势



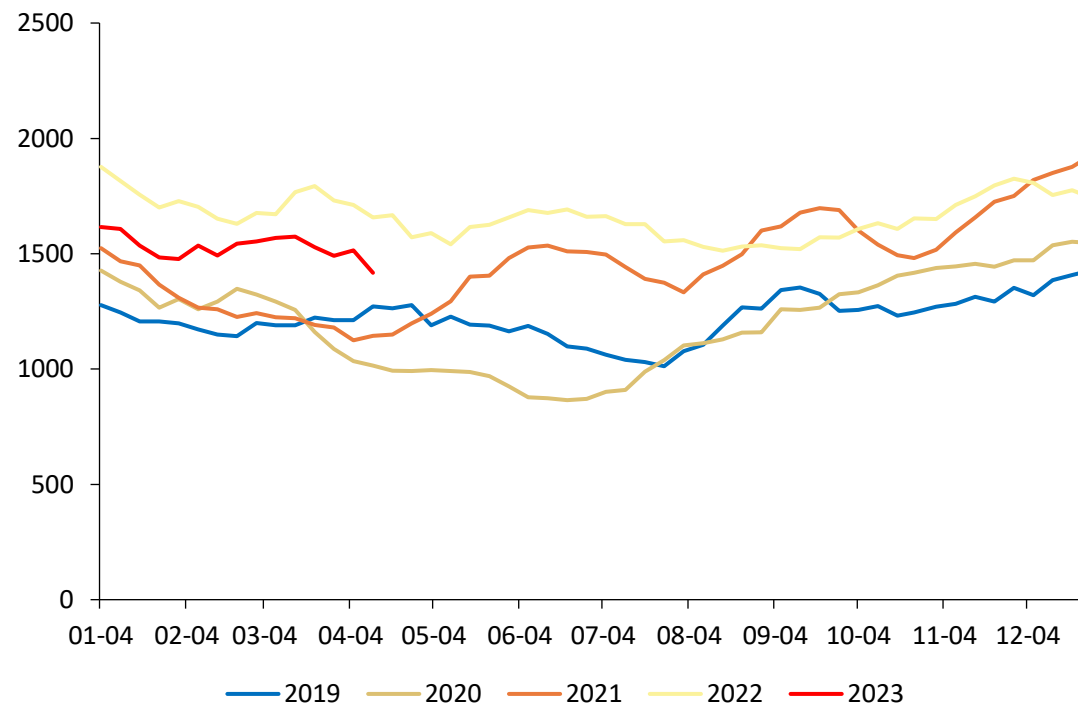
	外贸集运				内贸集运	
	CCFI	同比	SCFI	同比	PDCI	同比
2021	2597	168%	3773	206%	1469	22%
2022	2792	7%	3410	-10%	1660	13%
23Q1	1087	-68%	969	-80%	1539	-10%

□ **内贸集运运价季节性波动显著，23Q1运价仍处于较高水平。**2022年内贸集运运价显示出较强的季节性波动，二季度运价逐渐下行，8月PDCI指数平均为1528点，为全年的低点，随后旺季运价最高达1770点，年内运价涨幅达15.8%；对比内贸集运运价2019年至今的运价水平，23Q1运价较2022年有所回落，但整体仍处于2019至2021年的高位，23Q1平均PDCI较2019-2021年分别+28%、+20%和+18%。

图：2022年至今内贸集装箱运价分地区指数变化趋势

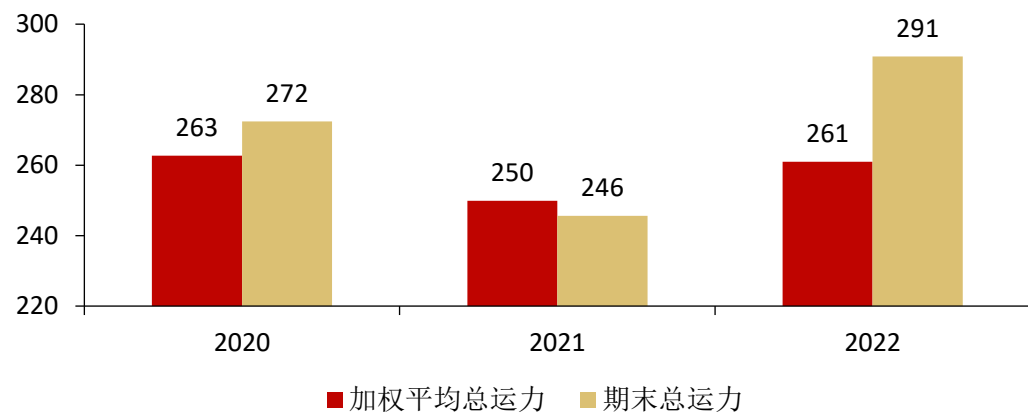


图：内贸集装箱运价指数同期对比

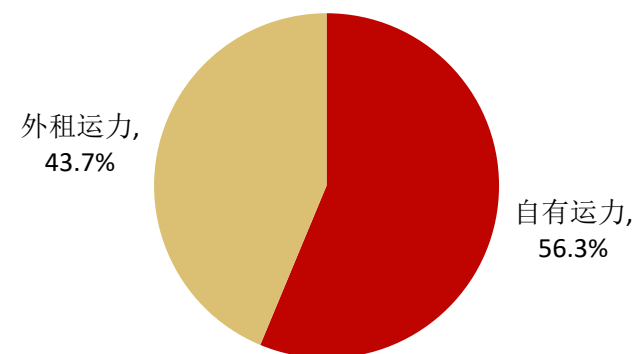


□ 2022年10月，中谷物流订单逐步开始交付，截至2022年年末，中谷物流总运力达291万载重吨，同比增长18.3%。2022年，公司加权平均运力为261万载重吨，其中自有运力占比约为56.3%。安通控股运力较为稳定，2022年末公司总运力达213万载重吨，自有运力占比约为76.7%。

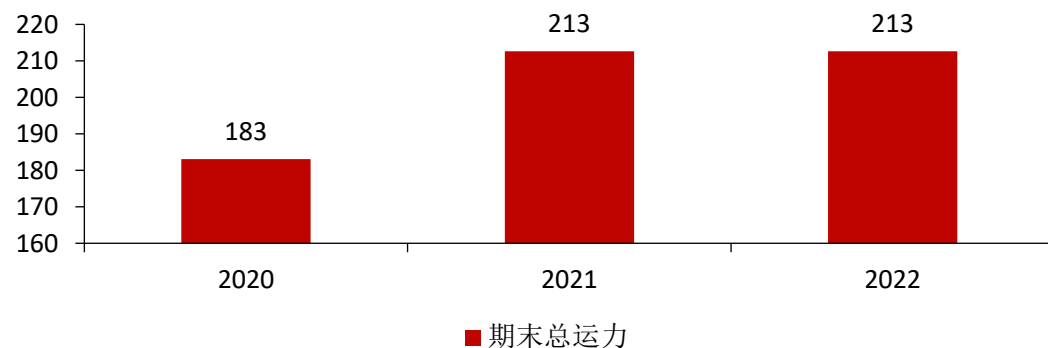
图：中谷物流运力情况（单位：万载重吨）



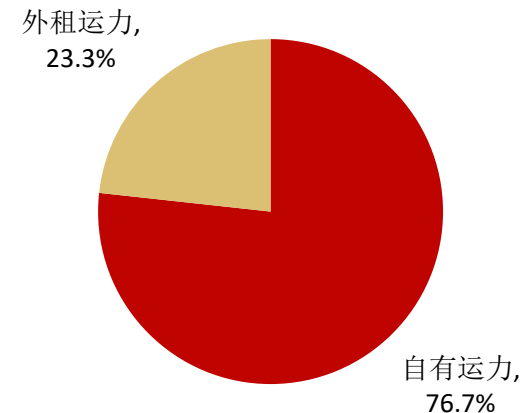
图：2022年中谷物流运力构成



图：安通控股运力情况（单位：万载重吨）

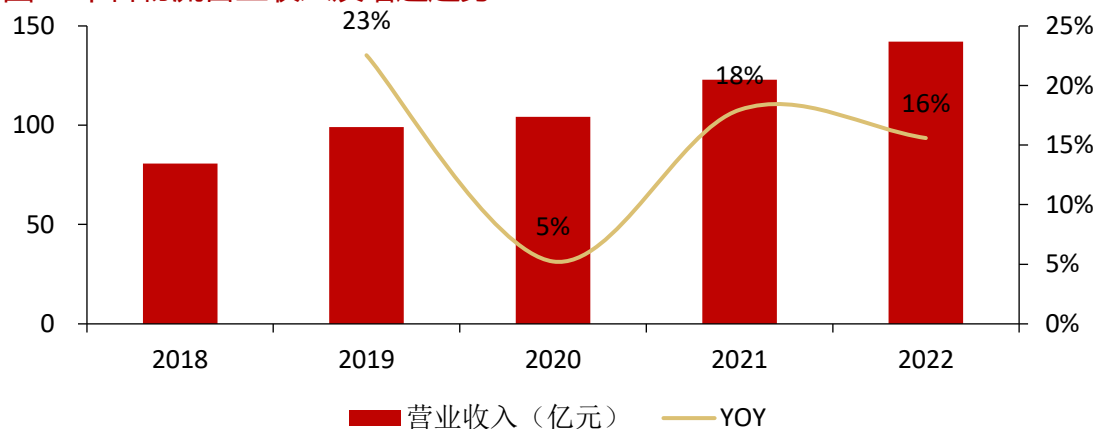


图：2022年安通控股运力构成

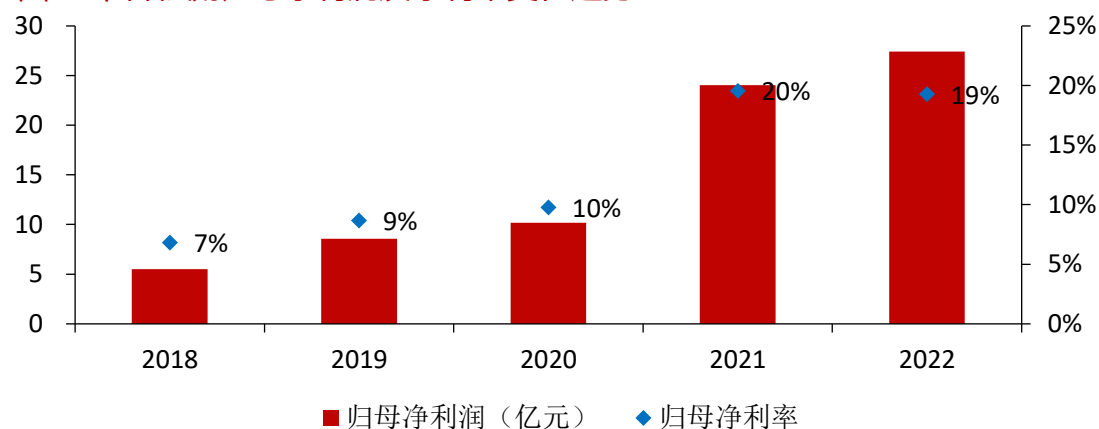


- **2022年**实现营业收入142.09亿元 (+15.60%)，实现归母净利润27.41亿元 (同比+14.02%)，其中22Q4实现营业收入33.11亿元 (-7.69%)，实现归母净利润5.46亿元 (-36.0%)，Q4收入及利润的下滑一方面是受外贸集运市场运价下滑影响，另一方面，受Q4疫情影响，运输需求下降，内外贸双重压力下导致Q4业绩承压。
- **23Q1**公司实现营业收入30.35亿元，同比-7.79%，实现归母净利润6.10亿元，同比-2.17%，随公司8.9万吨大船逐月交付，23Q1公司完成内贸运输量299.94万TEU，同比+13.86%

图：中谷物流营业收入及增速趋势



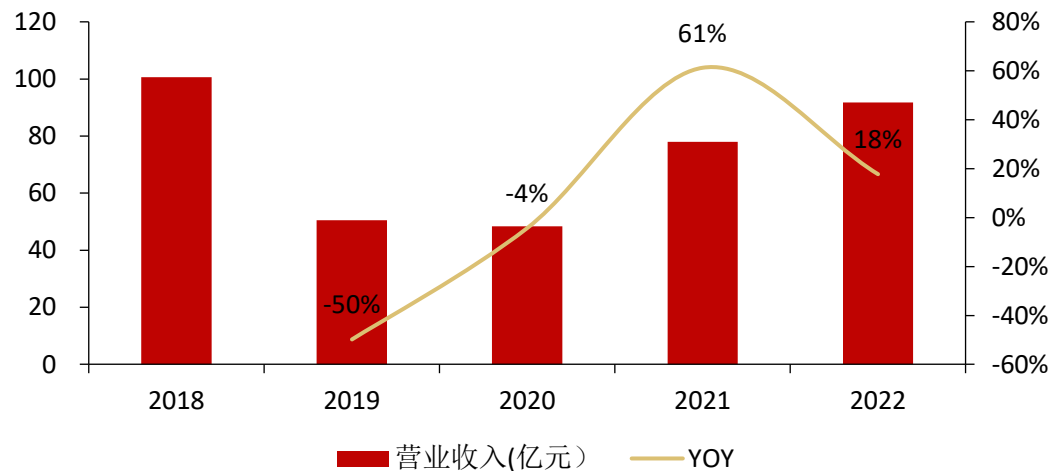
图：中谷物流归母净利润及净利率变化趋势



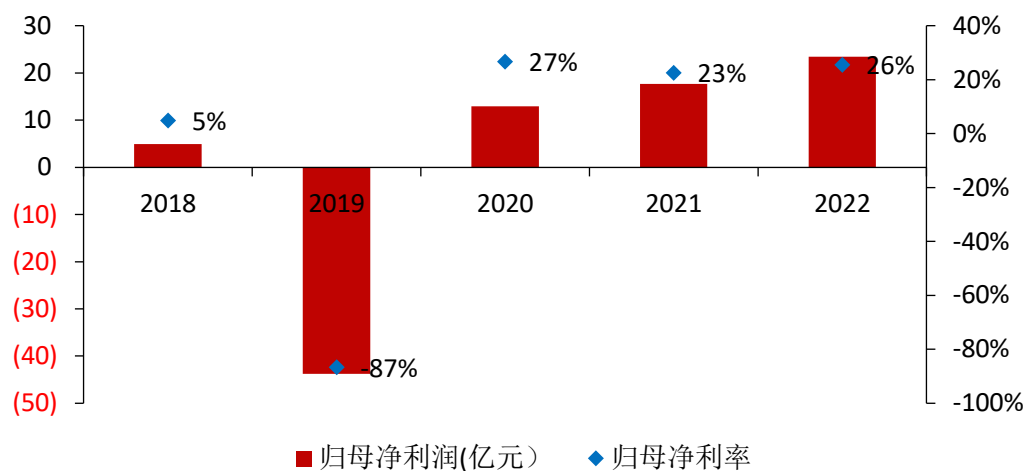
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022年	23Q1
营业收入 (亿元)	32.92	39.36	36.70	33.11	142.09	30.35
YOY	25%	33%	18%	-8%	16%	-8%
归母净利润 (亿元)	6.24	9.18	6.54	5.46	27.4139	6.10
YOY	170%	5%	45%	-36%	14%	-2%
归母净利率	19%	23%	18%	16%	19%	20%
PDCI均值	1719	1643	1567	1721	1660	1539
YOY	32%	22%	4%	2%	13%	-10%

□ 2022年实现营业收入91.76亿元 (+17.73%)，实现归母净利润23.42亿元，同比+32.59%，其中，22Q4实现营业收入25.24亿元 (-8.50%)，实现归母净利润6.91亿元 (-33%)。2022年公司完成集装箱吞吐量1358万TEU，同比+3.59%。

图：安通控股营业收入及增速趋势



图：安通控股归母净利润及净利率变化趋势



	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022年	23Q1
营业收入 (亿元)	19.92	23.82	22.78	25.24	91.76	16.87
YOY	55%	30%	19%	-9%	18%	-15%
归母净利润 (亿元)	5.25	6.33	4.93	6.91	23.42	0.83
YOY	1101%	134%	17%	-33%	33%	-84%
归母净利率	26%	27%	22%	27%	26%	5%
PDCI均值	1719	1643	1567	1721	1660	1539
YOY	32%	22%	4%	2%	13%	-10%

# 03

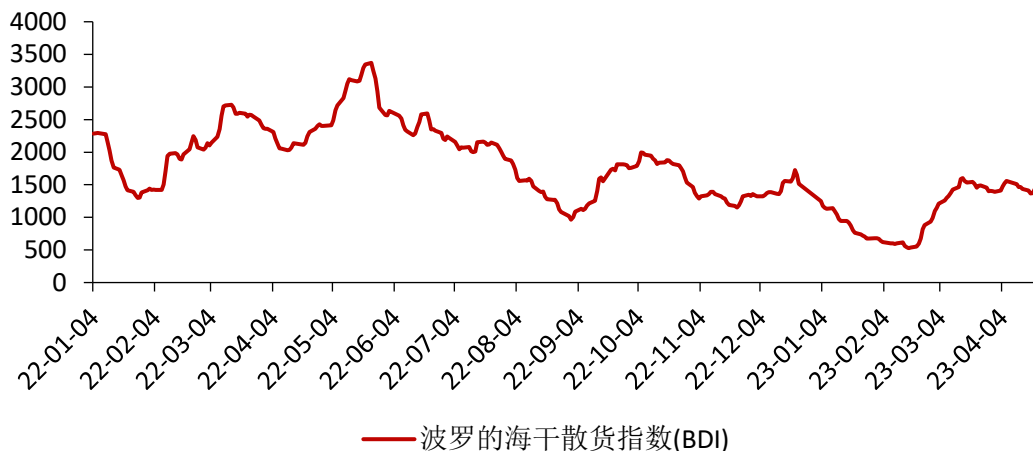
## 干散货运

**2022年运价前高后低，  
国内经济复苏有望提振干  
散货运输。**

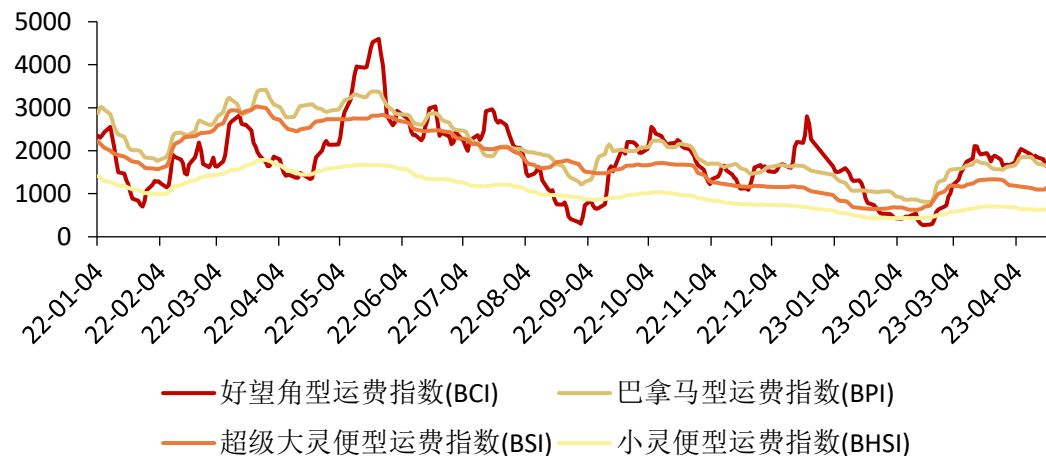


□ 2022年受全球经济增速放缓及国内疫情影响，全球干散货航运市场呈前高后低的趋势，2022年BDI指数平均为1934点，同比-34.3%，国内沿海干散货运价综合指数（CCBFI）平均为1125点，同比-13.3%。

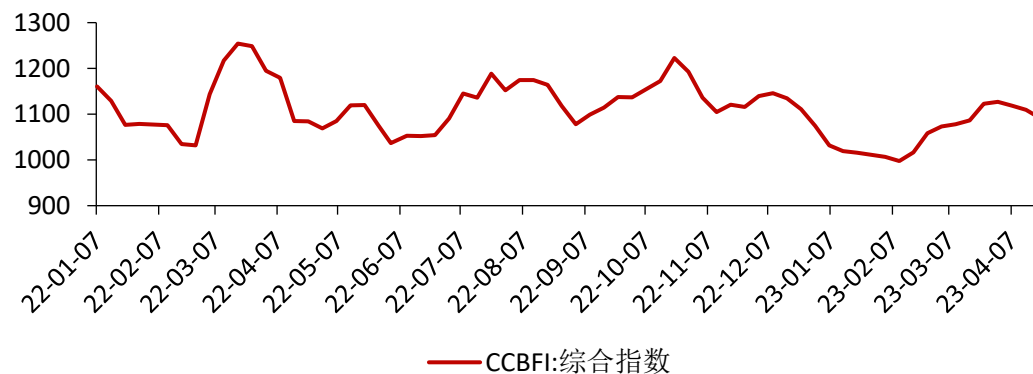
图：2022年至今波罗的海干散货指数变化趋势



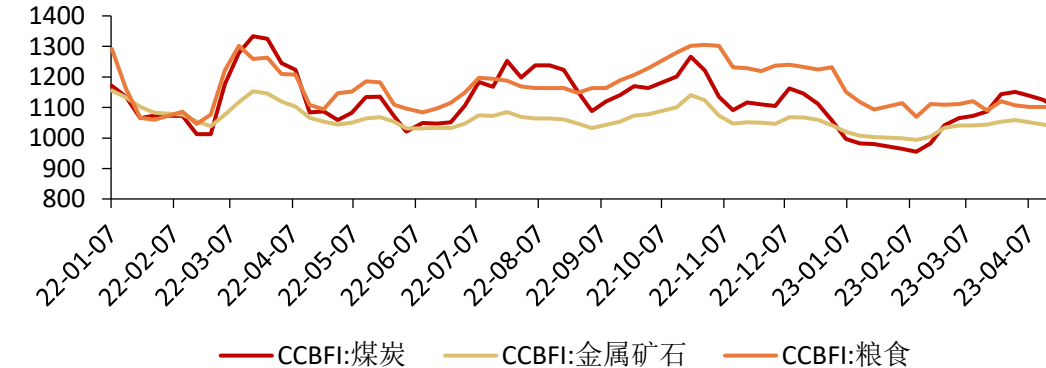
图：干散货指数分船型变化趋势



图：2022年至今中国沿海散货运价指数变化趋势

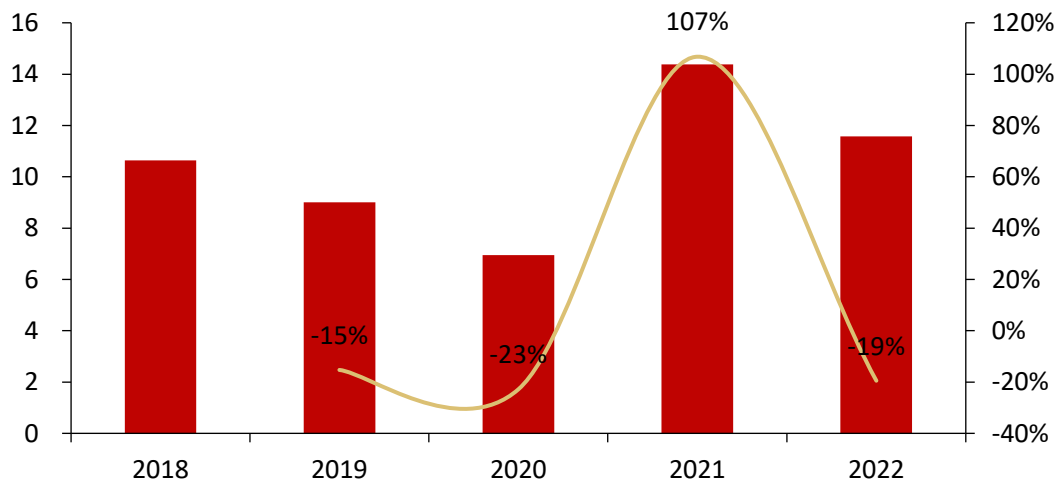


图：中国沿海散货运价指数分种类变化趋势

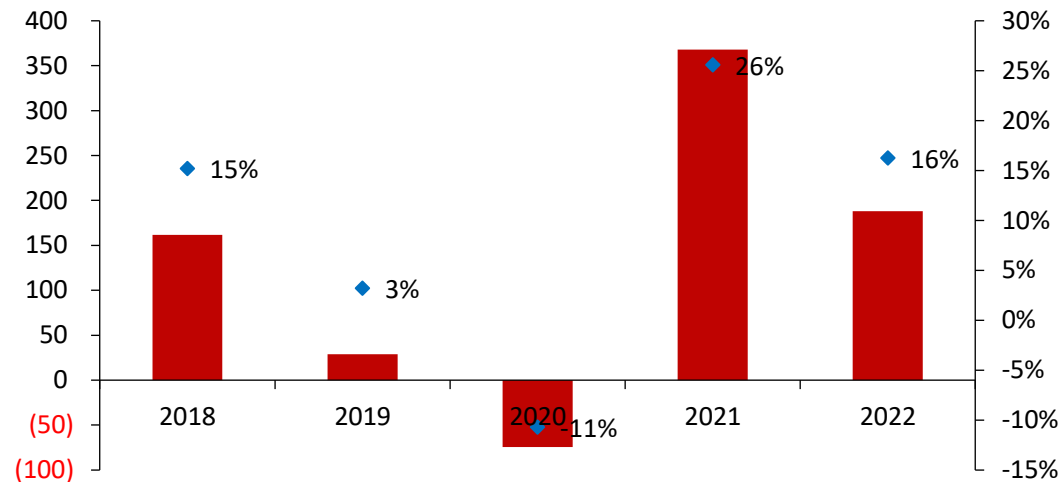


- 2022年实现营业收入11.58亿元 (-19.48%)，实现归母净利润1.88亿元 (-48.87%)，业绩下滑主要受全球经济放缓及国内疫情影响，干散货运价大幅下降。2022年外贸收入占比达48.3%，较去年提升8.9pct。
- 23Q1实现营业收入1.92亿元 (-33.90%)，实现归母净利润-0.15亿元 (-122.50%)。

图：国航远洋营业收入及增速趋势



图：国航远洋归母净利润及净利率变化趋势



■ 营业收入 (亿元)    — YOY

■ 归母净利润 (百万元)    ◆ 归母净利率

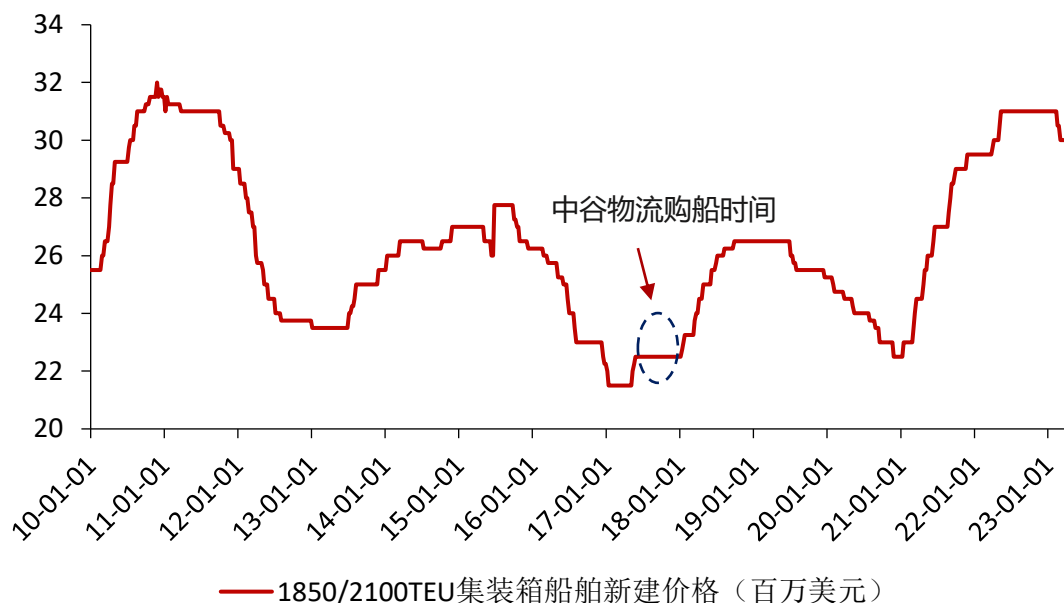
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022年	23Q1
营业收入 (亿元)	2.90	2.63	3.19	2.86	11.58	1.92
YOY	15.90%	-36.73%	-21.74%	-21.56%	-19.48%	-33.90%
归母净利润 (亿元)	0.69	0.60	0.58	0.02	1.88	-0.15
YOY	29.15%	-49.37%	-52.47%	-97.06%	-48.87%	-122.50%
归母净利率	23.73%	22.64%	18.03%	0.78%	16.24%	-8.08%

# 04

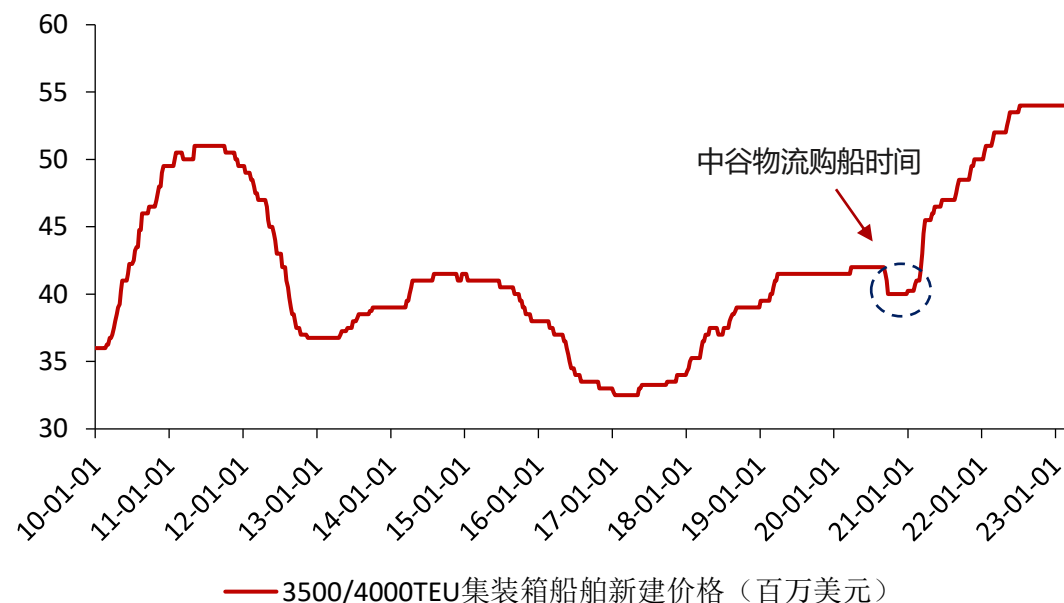
## 投资建议

- 国内第二大内贸集装箱物流企业，致力于提供全程集装箱物流解决方案。中谷物流是国内最早专业经营内贸集装箱物流的企业之一，公司成立于2003年，以标准化集装箱为载体，为工农商贸提供以水路运输为核心的多式联运全程物流服务。
- 2021年公司与国内船厂签订18艘4600TEU集装箱船舶订单，从2022年10月起逐步交付，购船时机决定了船公司的生命线，公司低点造船打造核心成本优势。

图：1850/2100TEU集装箱船舶建造价格趋势

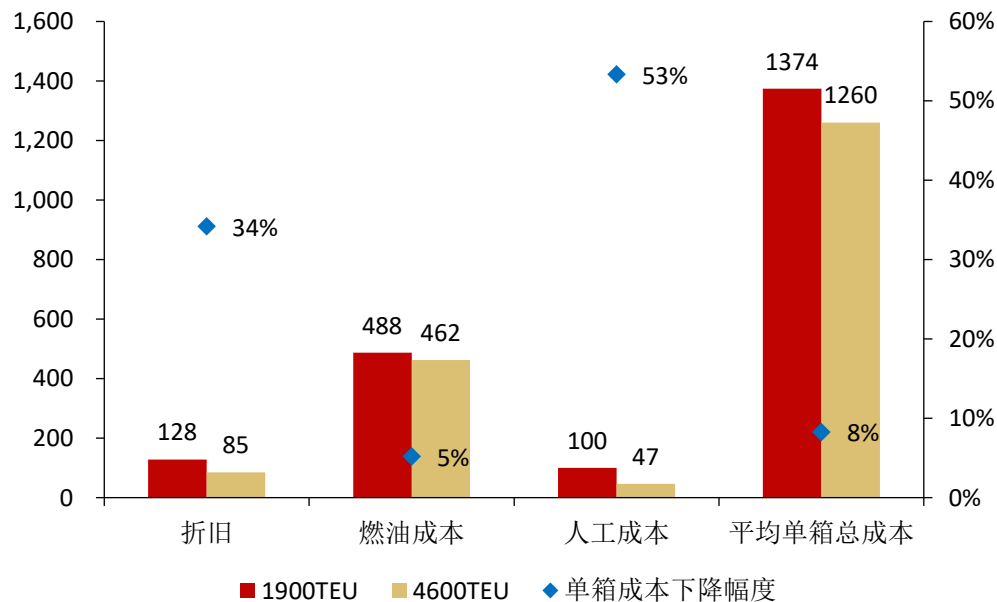


图：3500/4000TEU集装箱船舶建造价格趋势



- 大船盈利能力提升，助力散改集货源拓展。** 对比中谷物流2020年建造的1900TEU船型和2021年建造的4600TEU两种船型的盈利能力，以2017-2021年平均运价水平为基础进行测算，相较于小船而言，4600TEU的大船单箱成本下降幅度约8%，盈利能力大幅提升。单箱成本下降主要来源于单箱折旧、燃油及人工成本的降低。
- 上市以来保持高分红，未来三年现金分红率不低于60%。** 2020/2021/2022年公司现金分红分别为6.00 / 14.38 / 20.15亿元，占当期归母净利润的比例分别为58.89% / 59.82% / 73.51%。公司发布《未来三年（2021-2023年）股东回报规划》，如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，未来三年以现金形式累计分红不少于累计实现可分配利润的60%，彰显了公司对未来盈利能力的信心以及与股东共享发展成果的理念。

图：单箱成本下降主要来源于折旧、燃油、人工成本等



表：公司上市以来利润分配情况

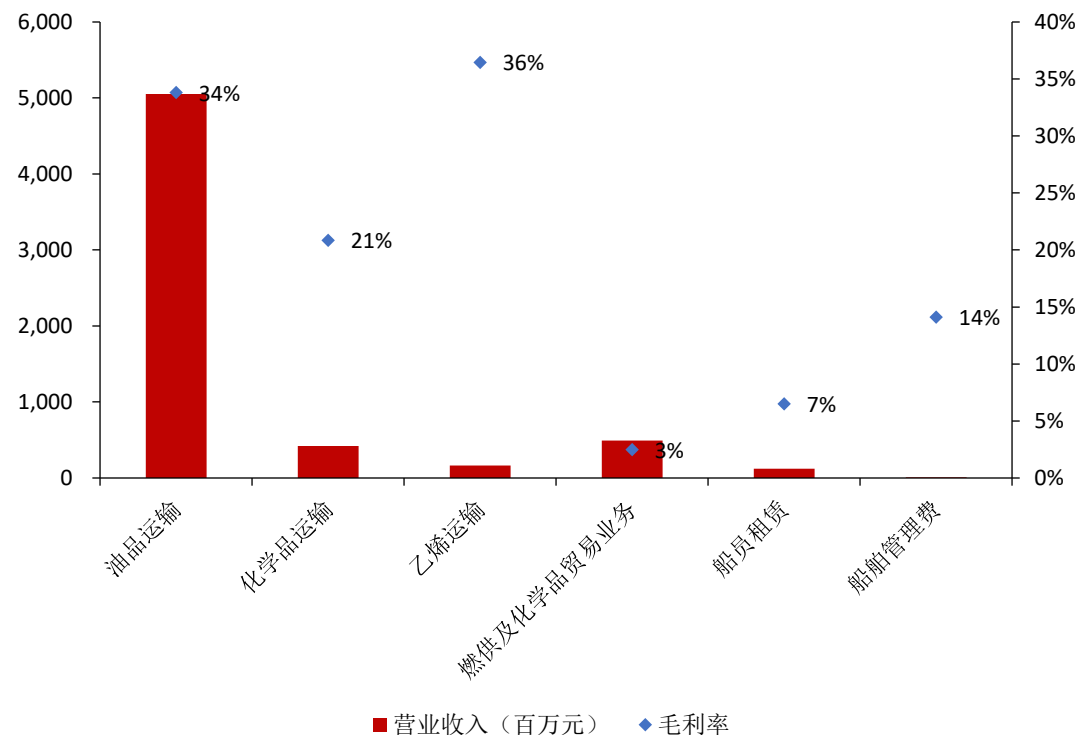
	利润分配方案	当期归母净利润 (亿元)	期末未分配利润 (亿元)	股本基数 (亿股)	现金分红 (亿元)	现金分红比例
2020年度	每股派发现金红利0.90元	10.19	21.95	6.67	6.00	58.89%
	每股转增0.3股，不派送红股	-	-	8.67	-	
2021年度	每股派发现金红利1.50元	24.04	37.82	9.59	14.38	59.82%
	每股转增0.48股，不派送红股	-	-	14.19	-	
22H1	每股派发现金红利1.20元	15.42	38.86	14.19	17.03	73.51%
2022年度	每股派发现金红利0.22元	27.41	31.5	14.19	3.12	
	每股转增 0.48股	-	-	-	-	-

□ **全球领先的中小船型液货运输服务商。**招商南油是招商局旗下的油轮运输公司，也是国内唯一一家拥有国际国内油化气运输资质的水运企业，其国际成品油运输为远东地区成品油运输市场领先者。公司聚焦于成品油、原油、化学品、气体运输等领域，并拓展船员劳务、燃料油供应等关联业务，增强公司抵御风险和穿越周期的能力，截至2022年末公司拥有及控制运力65艘，共计238万载重吨。

表：招商南油业务简介（截至22Q3末）

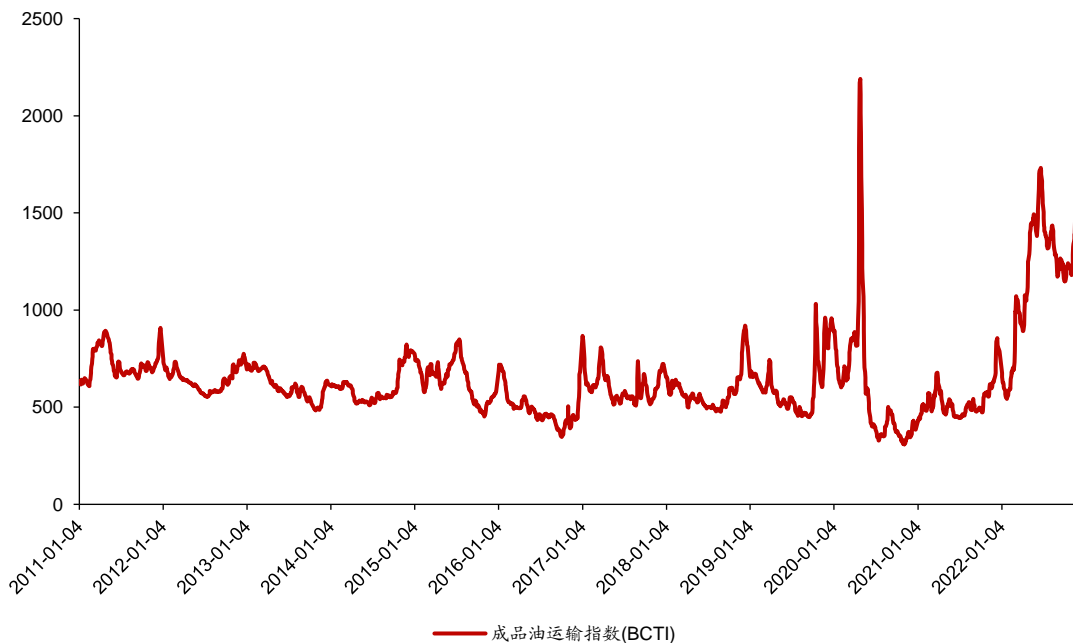
业务	介绍	资产情况
原油运输	运营20艘船舶，在建2艘，以内贸运输为主、外贸运输为辅，内贸原油运输业务规模位居国内第二。主要从事国内沿海、海进江等内贸航线及东亚地区外贸航线运输。	
成品油运输	运营27艘MR船舶，在建4艘，国际成品油运输已经成为远东地区成品油运输市场领先者，主要从事东南亚、东北亚、印度、非洲、美西、新西兰、澳大利亚、太平洋群岛区域航线以及国内成品油航线运输。	
化学品运输	运营12艘船舶，在建1艘，主要承担PX、冰醋酸等高端化工品运输，运力规模位居国内前三，主要从事国内沿海、日韩到国内以及台海直航运输航线。	
气体运输	运营3艘国内独有的乙烯船，主要航线为国内沿海、台海以及中日韩之间的运输。	
船舶燃油供应	公司具有成品油（汽油、煤油、柴油）批发经营资质，油品业务主要以终端供应为主，客户群体覆盖上海、江苏、安徽、湖北、湖南、广东等地以及渤海湾港口区域。	
船员劳务	拥有和控制船员总数近3000名，除全力保障公司自有船舶配员需求外，还为社会船东提供船员劳务派遣服务。	

图：2022年公司业务收入及毛利率



- 远东成品油运领先者。**公司的成品油运输业务以外贸市场为主，旗下运营27艘MR油轮，其中，五星旗MR油轮共8艘，可兼营内外贸业务，方便旗MR油轮共19艘，从事外贸业务，另有4艘在建MR成品油轮。目前公司的MR船队在国内及苏伊士运河以东区域占据优势地位，成为远东地区成品油运市场的领先者，拥有较强品牌声誉。
- 测算估计当TCE运价上涨1万美元/天，公司利润增厚约6.73亿元。**

图：成品油运输指数 (BCTI) 变化情况

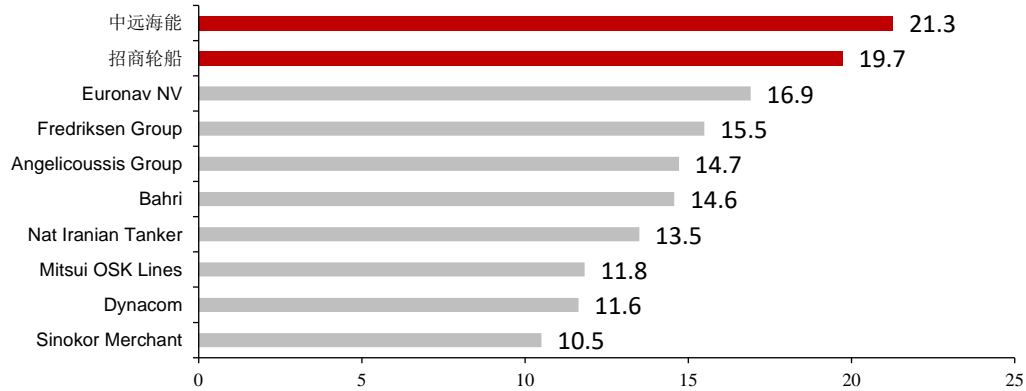


表：招商南油弹性测算

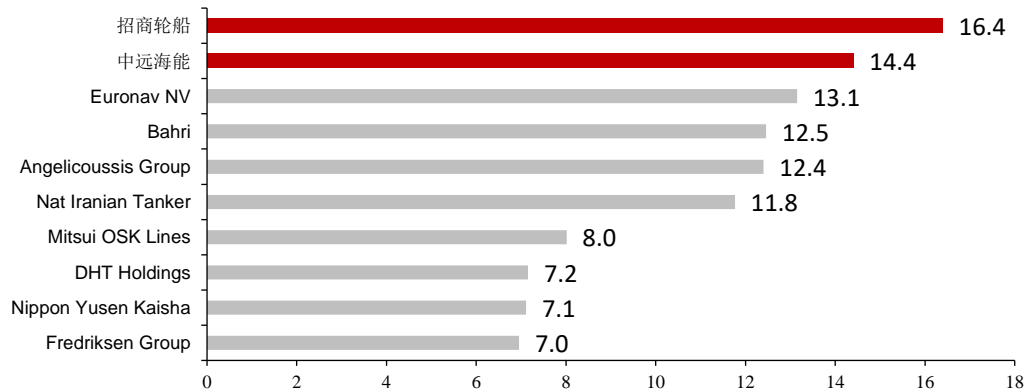
	情景一	情景二	情景三
TCE假设 (美元/天)	40000	50000	60000
成品油轮数量 (艘)	30	30	30
保本点水平 (美元/天)	13000	13000	13000
运营天数假设 (天)	330	330	330
汇率假设	6.8	6.8	6.8
成品油运净利润 (亿元)	18.18	24.91	31.64

- **中远海能**：全球最大油船船东，自有油船运力2127万DWT
- **招商轮船**：全球最大VLCC船东，自有VLCC运力1640万DWT

图：全球前十大油船船东（百万DWT）（截至2023年4月）



图：全球前十大VLCC船东（百万DWT）（截至2023年4月）



资料来源：Clarksons、公司公告，浙商证券研究所注：船队结构截至2022年底

表：中远海能油轮船队

类型	市场	板块	船型	艘数	万载重吨	平均船龄	
自有	外贸	原油	VLCC	47	1,501	9.6	
			苏伊士型	3	64	2.3	
			阿芙拉型	6	67	8.0	
			巴拿马型	1	7	17.7	
			灵便型	4	23	14.6	
	成品油	LR2	8	88	7.0		
		LR1	13	97	9.4		
		灵便型	9	43	8.4		
		内贸	原油	阿芙拉型	3	33	18.5
				巴拿马型	17	123	13.1
成品油	通用型	灵便型	18	77	16.1		
		LR1	2	13	15.8		
		灵便型	12	48	12.2		
租入	外贸	原油	VLCC	5	152	8.3	
	内贸	原油	巴拿马型	1	7	17.5	
合计				157	2,274	11.2	

表：招商轮船油轮船队

类型	船型	艘数	万载重吨	平均船龄	订单艘数	万载重吨
自有	VLCC	51	1580	7.7	1	30.7
自有	Aframax	5	54	14.2	3	34.5
合计		56	1634	8.3	4	65.2



表：招商轮船业绩弹性测算

	艘数	盈亏平衡点 (美元/天)	TCE上涨10000美元/天, 税前净利润分别增厚 (亿元)	TCE上涨10000美元/天, 税后净利润分别增厚 (亿元)
VLCC	51	21000	12.3	11.1
阿芙拉型	5	14000	1.2	1.1
TCE (美元/天)	VLCC船队盈利 (亿元)	中小船队盈利 (亿元)	假设散+集+滚+LNG盈利 (亿元)	盈利合计 (亿元)
40,000	21.1	1.7	50.0	72.7
45,000	26.6	2.0	50.0	78.6
50,000	32.1	2.3	50.0	84.5
55,000	37.7	2.7	50.0	90.3
60,000	43.2	3.0	50.0	96.2
70,000	54.3	3.6	50.0	107.9

表：中远海能业绩弹性测算

	艘数	盈亏平衡点 (美元/天)	TCE上涨10000美元/天, 税前净利润分别增厚 (亿元)	TCE上涨10000美元/天, 税后净利润分别增厚 (亿元)
原油	65			
VLCC	51	28,000	11.7	9.9
Suezmax	3	24,000	0.7	0.6
Aframax	6	18,000	1.4	1.1
Panamax	1	16,000	0.2	0.2
Handysize	4	14,000	0.9	0.8
成品油	30			
LR2	8	18,000	1.8	1.5
LR1	13	16,000	2.9	2.5
MR	9	12,000	2.0	1.7
<b>TCE (美元/天)</b>	<b>VLCC船队盈利 (亿元)</b>	<b>中小船队盈利(亿元)</b>	<b>假设内贸+LNG盈利(亿元)</b>	<b>盈利合计(亿元)</b>
40,000	11.7	20.0	14.0	45.7
45,000	16.5	24.2	14.0	54.7
50,000	21.4	28.4	14.0	63.8
55,000	26.3	32.6	14.0	72.8
60,000	31.1	36.8	14.0	81.9
70,000	40.9	45.2	14.0	100.0

05

风险提示

- 全球石油消费恢复不及预期，导致油运需求下降
- OPEC进一步减产，导致货量下降，导致油运需求下降
- 地缘政治风险等

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>