

交通运输产业行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001） 分析师：王凯婕（执业 S1130522070001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

wangkaijie@gjzq.com.cn

年报及一季报总结：出行复苏确定，物流修复可期

行业观点

交运板块：2023Q1 营收增长，业绩同比上升。2022 年交运板块营业总收入 35196 亿元（YoY+8.19%），归母净利润 923 亿元（YoY-47%），毛利率为 9.64%，同比-1.64pct，净利率为 3.50%，同比-2.81pct，ROE 为 5.11%，同比-4.29pct。2022Q4 营业总收入 9369 亿元（YoY-0.97%），归母净利润-55 亿元（YoY-113.96%）；2023Q1 营业总收入 7960 亿元（YoY+1.37%），归母净利润 350 亿元（YoY+3.05%）。其中，分行业看，2023Q1 航空，机场，铁路营收业绩增速领跑。

快递板块：业务量恢复增长，申通困境反转。业务量方面，受疫情反复影响，部分物流运输受阻，2022 年规模以上快递业务量达 1106 亿件，同比仅增长 2.1%。分季度看，2023Q1 规模以上快递业务量 269 亿件，同比+11%。考虑疫后修复及 2022 年同期低基数，预计 2023 年快递业务量将有 10%以上的增长。单票收入方面，监管持续，2022 年规模以上快递单票收入为 9.56 元，同比小幅增长 0.2%。2023Q1 规模以上快递单票收入 9.63 元，同比-2%。考虑头部公司对份额和利润的诉求，预计单票价格同比小幅下降。分个股看，2022Q4 申通快递归母净利润同比+111%，增幅最高，主要系业务量增长规模效应释放，实现困境反转。2023Q1 顺丰控股归母净利润+68%，源于收入端主动优化产品结构，成本端精益化成本管控，推进多网融通，毛利率+1.6pct，在收入小幅下降 3%的情况下实现净利润的同比大增。

物流板块：货代短暂承压，危化品物流成长可期。危化品物流公司通过并购或自建扩张资产实现持续增长，2023Q1 兴通股份营收+90%，归母净利+57.3%；盛航股份营收+62%，归母净利+15.81%；宏川智慧营收+39%，归母净利+27.78%。2023Q1 密尔克卫归母净利-20%，主要系在公司的物流板块中，空运端缺口较为明显，包机业务已经全部暂停，同时 2023Q1 集运行业景气同比下滑，类似地 2023Q1 永泰运净利润-24%。近期集运运价环比回升，预计相关业务将有改善。

航空机场：出行环比改善，经营态势转好。受疫情反复影响，2022Q4 航空板块营收 467 亿元，同比-31%，归母净利润-372 亿元，同比增亏 285 亿元；机场板块营收 29 亿元，同比-22%，归母净利润-16 亿元，同比增亏 12 亿元。疫情影响减弱，2023Q1 航空板块营收 1043 亿元，同比+76%，归母净利润-82 亿元；机场板块营收 48 亿元，同比+60%，归母净利润亏损 1 亿元。随着“乙类乙管”实施，2023 年初以来客运航班量大幅增长，5 月已恢复到 2019 年同期水平。以“五一”假期为例，4 月 29 日-5 月 3 日，民航共运输旅客 941 万人次，日均运输 188 万人次，比 2019 年“五一”假期日均 180.7 万人次增长 4.2%。需求快速恢复，Q1 部分航司扭亏为盈，2023Q1 春秋航空归母净利润 4 亿元，吉祥航空归母净利润 2 亿元，三大航合计减亏 125 亿元。2023 年国际地区旅客持续恢复，近期航班量约为 2019 年四成，2023Q1，白云机场、海南机场、厦门空港实现单季度盈利，上海机场减亏 4 亿元，深圳机场减亏 2 亿元。

航运港口：集运运价回落，油运景气上行，港口业务量稳步恢复。集运市场景气回落，2023Q1 CCFI 指数平均为 1087 点，同比-68.5%；PDCI 指数平均 1540 点，同比-10.4%。油运市场景气向好，2023Q1 BDTI 指数平均为 1403 点，同比+51.3%；BCTI 指数平均为 919 点，同比+22.2%。受运价变动影响，归母净利润方面，2022Q4 招商南油+1301%，中远海能+115%，招商轮船+40%，中远海控-43%；2023Q1 招商南油+293%，中远海能+4279%，中远海控-74%，招商轮船-14%。2023 年 3 月，港口货物吞吐量 9.32 亿吨，同比+10.4%，港口外贸货物吞吐量 4.19 亿吨，同比+12.8%，增速环比提升。港口公司业绩分化，2023Q1 天津港归母净利润+115%，唐山港+31%，盐田港+27%，秦港股份+24%，广州港+10%，青岛港+10%，北部湾港+2%，招商港口-1%，宁波港-8%，辽港股份-19%，上港集团-35%。

公路铁路：经济复苏，客货运量大幅上升。2023Q1 经济复苏，客货运量大幅度上升，2023Q1 公路旅客周转量 714 亿人公里，同比增长 8.1%，货物周转量 15918 亿吨公里，同比增长 8.1%。2023Q1 铁路旅客周转量 3182 亿人公里，同比增长 72%，货物周转量 9159 亿吨公里，同比增长 5.7%，客运增速好于货运。其中，2023Q1 京沪高铁营业收入为 89.4 亿元，同比增长 57.4%；归母净利润为 22.3 亿元，同比增长 912.6%，超出市场预期。2023 年“五一”小长假期间全国铁路客运量预计较 2019 年同比增长 20%以上，预计铁路客运将持续修复。

投资建议：

建议关注客货复苏标的。1、出行主线：出行需求持续释放，高铁、航空、机场盈利大幅改善，推荐京沪高铁、春秋航空、吉祥航空；2、货运主线：伴随经济复苏，工厂开工率提升，货运需求将持续恢复，物流公司业绩将增长，推荐顺丰控股、宏川智慧。

风险提示

需求恢复不及预期风险，宏观经济增速低于预期风险，人民币汇率贬值风险，油价大幅上涨风险。

内容目录

一、交运：2022 年营收小幅增长，业绩同比下滑	5
1.1 整体：受疫情影响，2022 年营收增速缓慢，业绩同比回落	5
1.2 分板块：机场，快递营收增速领跑，机场，航空明显增亏	6
二、快递物流：快递业务量恢复增长，危化品物流成长可期	7
2.1 快递：业务量恢复增长，申通困境反转	7
2.2 物流：货代短暂承压，危化品物流成长可期	8
三、航空机场：出行环比改善，经营态势转好	9
3.1 民航业：经营环比改善，需求恢复加速	9
3.2 航司：需求恢复周转提升，盈利明显改善	10
3.3 机场：国内外旅客持续恢复，业绩同比改善	11
四、航运港口：集运运价回落，油运景气上行，港口业务量稳步恢复	12
4.1 航运：集运运价环比回落，原油油运价下行	12
4.2 港口：业务量稳步恢复，业绩增速分化	14
五、公路铁路：经济复苏，客货运量大幅上升	15
5.1 公路：业务量逐月恢复，旅客货物周转量提升	15
5.2 铁路：恢复速度加快，旅客周转量大增	17
六、投资建议：关注客货复苏标的	17
七、风险提示	18

图表目录

图表 1：2023Q1 交运板块营业收入同比增长	5
图表 2：2023Q1 交运板块营收同比增长	5
图表 3：2023Q1 交运板块业绩同比增长	5
图表 4：2023Q1 交运板块业绩同比增长	5
图表 5：2022 年交运板块盈利能力同比下滑	6
图表 6：2022 年交运板块 ROE 同比下滑	6
图表 7：2022Q4 综合物流营收增速领跑	6
图表 8：2022Q4 出行链板块短期业绩承压	6
图表 9：2023Q1 出行链板块营收业绩增速领跑	6
图表 10：2023Q1 铁路、机场、航空板块业绩显著恢复	6
图表 11：2023Q1 规模以上快递业务量同比恢复增长	7

图表 12:	2023Q1 规模以上快递业务量同比恢复增长.....	7
图表 13:	2023Q1 规模以上快递企业单票价格同比下降.....	7
图表 14:	2023Q1 规模以上快递单票价格同比下降.....	7
图表 15:	快递公司营收保持高速增长 (亿元)	8
图表 16:	快递公司归母净利润保持高速增长 (亿元)	8
图表 17:	2022 年物流公司营收高速增长, 季度营收分化 (亿元)	8
图表 18:	2022 年物流公司业绩高速增长, 季度业绩分化 (亿元)	9
图表 19:	2023 年以来航班量持续恢复.....	9
图表 20:	2023 年 3 月国内航线客流 4420 万人次.....	10
图表 21:	2023 年 3 月国际地区航线客流 150 万人次.....	10
图表 22:	2023Q1 各航司 RPK 较 2019 年降幅收窄.....	10
图表 23:	2023Q1 各航司 ASK 较 2019 年降幅收窄.....	10
图表 24:	2022Q4 至 2023Q1 油价环比回落.....	10
图表 25:	2022Q4-2023Q1 人民币汇率升值.....	10
图表 26:	2023Q1 航空公司营收大幅改善 (亿元)	11
图表 27:	2023Q1 航空公司归母净利润大幅改善 (亿元)	11
图表 28:	2023Q1 机场公司营收大幅改善 (亿元)	11
图表 29:	2023Q1 机场公司归母净利润大幅改善 (亿元)	12
图表 30:	2023Q1 集运运价环比回落.....	12
图表 31:	2023Q1 内贸集运 PDCI 指数有所回落.....	12
图表 32:	2023Q1 原油运价同比改善.....	13
图表 33:	2023Q1 成品油同比增长.....	13
图表 34:	2023Q1 航运公司营收增长分化 (亿元)	13
图表 35:	2023Q1 航运公司业绩增长分化 (亿元)	14
图表 36:	2023Q1 港口货物吞吐量增速加快.....	14
图表 37:	2023Q1 港口外贸货物吞吐量增速加快.....	14
图表 38:	2023Q1 港口公司营收增速分化 (亿元)	15
图表 39:	2023Q1 港口公司归母净利润增速分化 (亿元)	15
图表 40:	2023Q1 公路旅客周转量上升.....	16
图表 41:	2023Q1 公路货物周转量上升.....	16
图表 42:	2023Q1 多数公路公司营收增长 (亿元)	16
图表 43:	2023Q1 多数公路公司归母净利润增长 (亿元)	16
图表 44:	2023Q1 铁路旅客周转量上升.....	17
图表 45:	2023Q1 铁路货物周转量上升.....	17
图表 46:	2023Q1 铁路公司营收增长 (亿元)	17

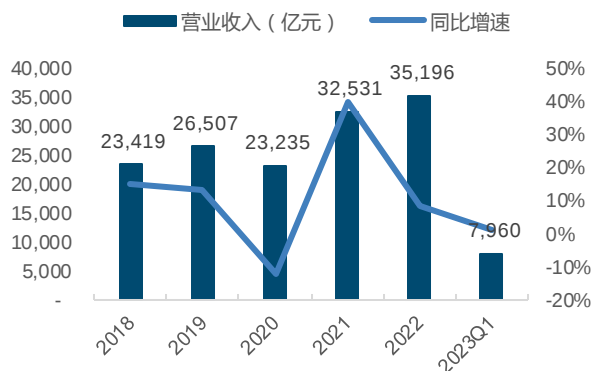
图表 47： 2023Q1 铁路公司归母净利润增长（亿元）	17
-------------------------------------	----

一、交运：2022 年营收小幅增长，业绩同比下滑

1.1 整体：受疫情影响，2022 年营收增速缓慢，业绩同比回落

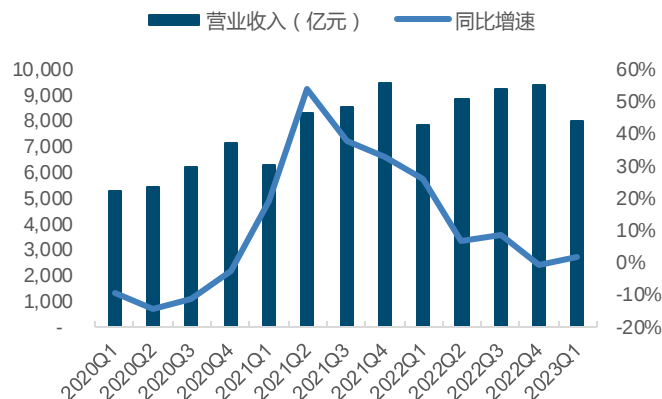
2022 年交运板块营收同比增长。2022 年交运板块实现营业收入 35196 亿元，同比+8.19%。分季度来看，受国内疫情反复影响，2022Q4 交运板块实现营业收入 9369 亿元，同比-0.97%；受疫后客货修复影响，2023Q1 交运板块实现营业收入 7960 亿元，同比+1.37%。

图表 1：2023Q1 交运板块营业收入同比增长



来源：Wind，国金证券研究所

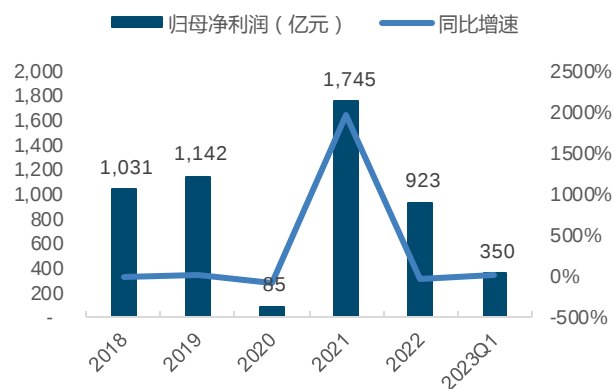
图表 2：2023Q1 交运板块营收同比增长



来源：Wind，国金证券研究所

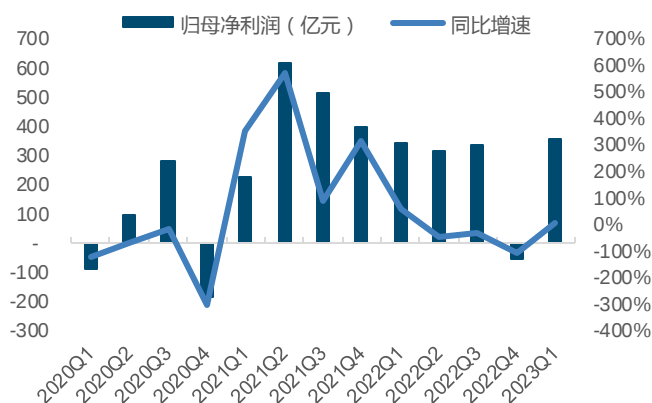
2022 年交运板块归母净利润同比下降。由于疫情反复叠加经济下行扰动，2022 年交运板块归母净利润较 2021 年有所下降，2022 年交运板块实现归母净利润 923 亿元，同比-47%。分季度来看，2022Q4 交运板块实现归母净利润-55 亿元，同比-113.96%；2023Q1 交运板块实现归母净利润 350 亿元，同比+3%。

图表 3：2023Q1 交运板块业绩同比增长



来源：Wind，国金证券研究所

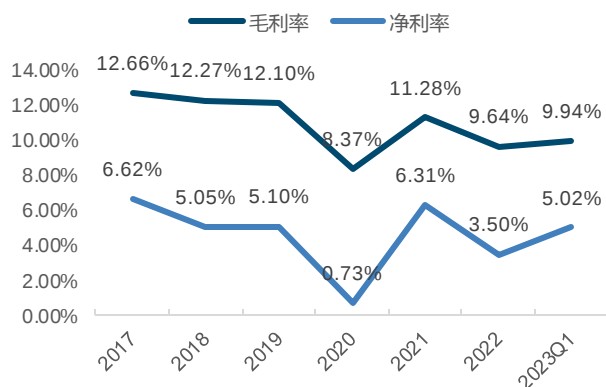
图表 4：2023Q1 交运板块业绩同比增长



来源：Wind，国金证券研究所

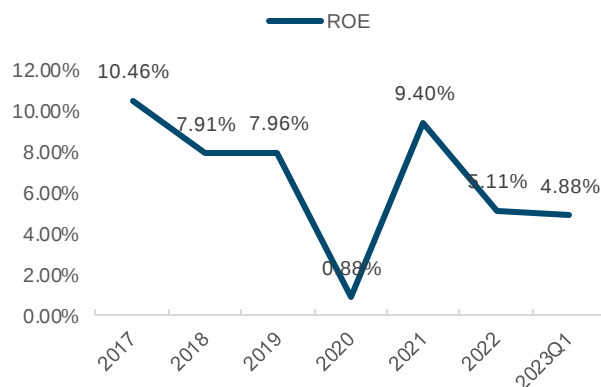
2023Q1 交运板块盈利能力环比上升。受疫情反复以及部分地区封控影响，2022 年全年交运板块综合毛利率 9.64%，净利率 3.50%，分别较 2021 年回落 1.6pct、2.8pct。2022 年全年交运行业 ROE 为 5.11%，较 2021 年全年回落约 4.3pct。2023Q1 交运板块毛利率为 9.94%，净利率为 5.02%，环比 2022 年有所改善。

图表5: 2022年交运板块盈利能力同比下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 2022年交运板块ROE同比下滑



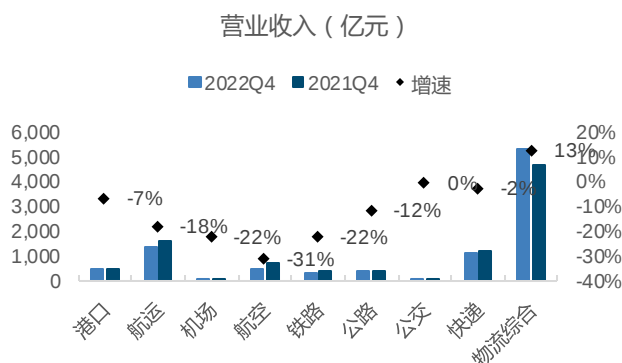
来源: Wind, 国金证券研究所

1.2 分板块: 机场, 快递营收增速领跑, 机场, 航空明显增亏

2022Q4 综合物流营收增速领跑, 出行链板块短期业绩承压。收入端, 2022Q4 综合物流营收+13%, 公交同比持平, 快递-2%, 港口-7%, 公路-12%, 航运-18%, 机场-22%, 铁路-22%, 航空-31%。盈利端, 2022Q4 公交归母净利+89%, 快递+5%, 港口-24%, 航运-25%, 航空-327%, 机场-258%, 铁路-183%, 公路-44%。

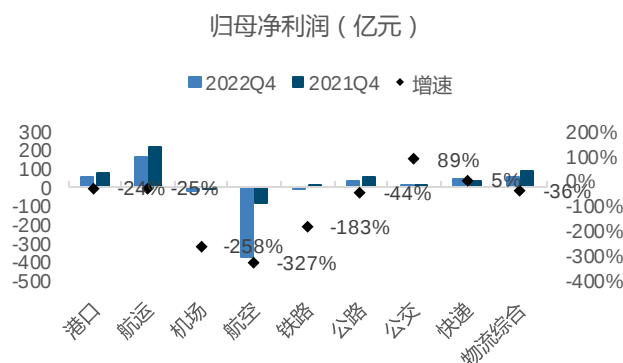
2023Q1 出行链板块营收业绩增速领跑。收入端, 2023Q1 港口营收-8%, 航运-40%, 机场+60%, 航空+76%, 铁路+21%, 公路+3%, 公交+1%, 快递同比持平, 物流综合+7%。盈利端, 2023Q1 港口-15%, 航运-62%, 机场+90%, 航空+69%, 铁路+122%, 公路+24%, 公交-68%, 快递+41%, 物流综合-28%。

图表7: 2022Q4 综合物流营收增速领跑



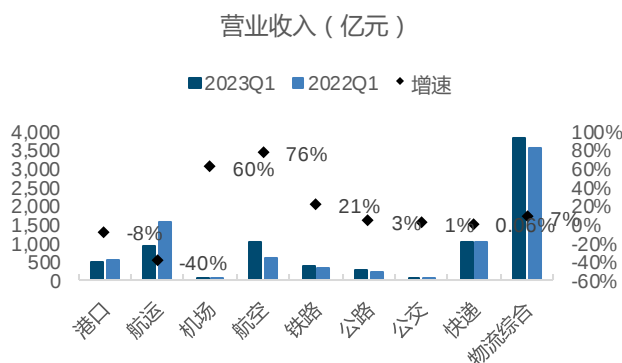
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2022Q4 出行链板块短期业绩承压



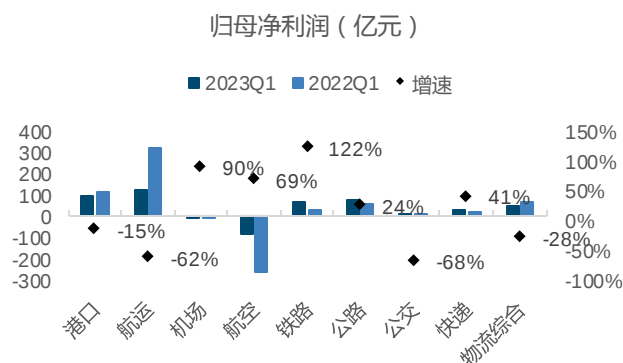
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 2023Q1 出行链板块营收业绩增速领跑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2023Q1 铁路、机场、航空板块业绩显著恢复



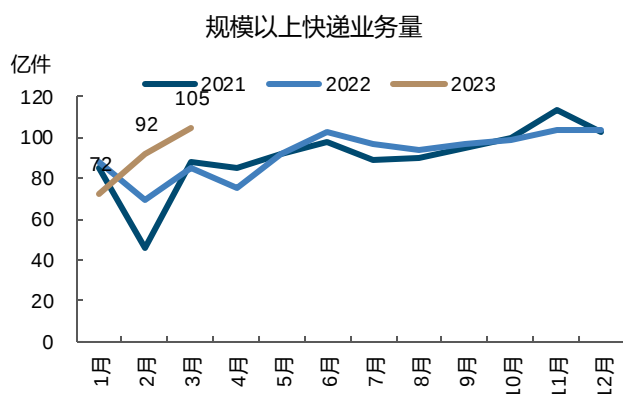
来源: Wind, 国金证券研究所

二、快递物流：快递业务量恢复增长，危化品物流成长可期

2.1 快递：业务量恢复增长，申通困境反转

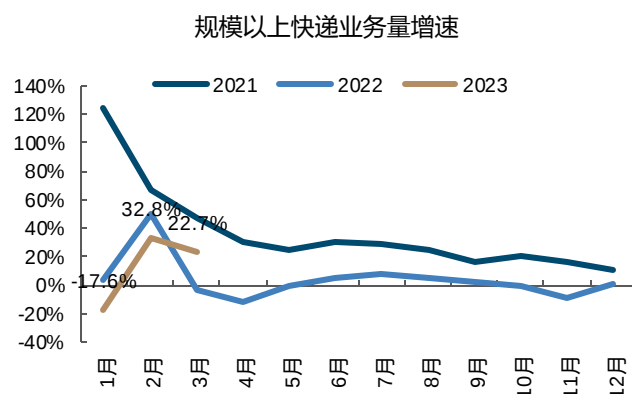
国内疫情修复，2023Q1 快递业务量恢复增长。受疫情反复影响，部分物流运输受阻，2022 年规模以上快递业务量达 1106 亿件，同比增长 2.1%。其中 2022Q4 规模以上快递业务量达 306 亿件，同比-3%；2023Q1 规模以上快递业务量 269 亿件，同比+11%。考虑疫后修复及 2022 年同期低基数，预计 2023 年快递业务量将有 10%以上的增长。考虑头部公司对份额和利润的诉求，预计单票价格同比小幅下降。

图表 11：2023Q1 规模以上快递业务量同比恢复增长



来源：Wind，国金证券研究所

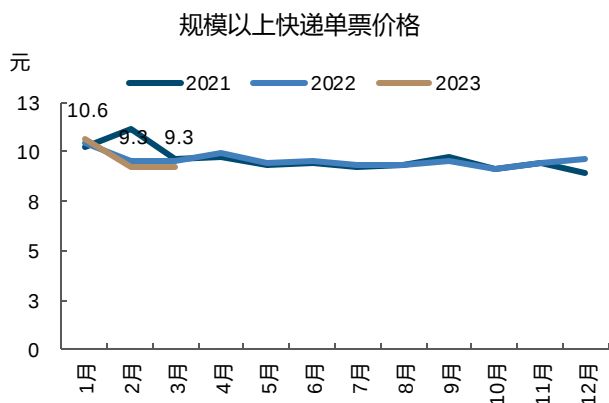
图表 12：2023Q1 规模以上快递业务量同比恢复增长



来源：Wind，国金证券研究所

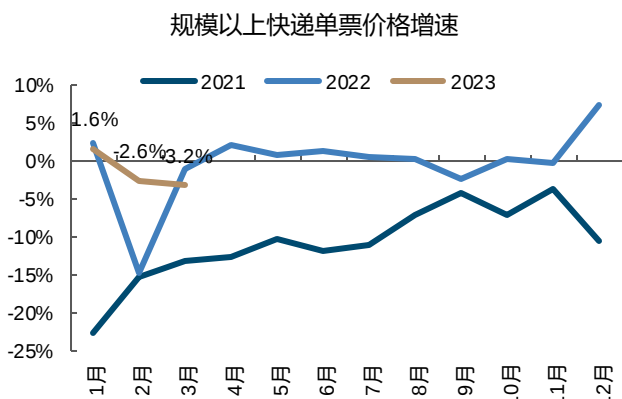
2022 年单票收入企稳回升，2023Q1 单票收入同比回落。监管持续，2022 年规模以上快递单票收入为 9.56 元，同比增长 0.2%。其中 2022Q4 规模以上快递单票收入达 9.41 元，同比+2%；2023Q1 规模以上快递单票收入 9.63 亿元，同比-2%。

图表 13：2023Q1 规模以上快递企业单票价格同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：2023Q1 规模以上快递单票价格同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

价格战缓和，2022 年主要快递公司营收同比修复明显。2022 年全年顺丰控股营收同比+29%，通达系中，申通快递营收同比+33%，涨幅最高；圆通速递，韵达股份、中通快递营收分别同比+19%、+14%、+16%。

单季度来看，2022Q4 主要快递公司营收增长分化，其中顺丰控股营收-4%，圆通速递+1%，韵达股份-7%，申通快递 15%，中通快递+18%。2023Q1 顺丰控股-3%，圆通速递+9%，韵达股份-9%，申通快递+22%，中通快递+18%。

图表 15：快递公司营收保持高速增长（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
002352.SZ	顺丰控股	2,675	2,072	29%	683	713	-4%	610	630	-3%
600233.SH	圆通速递	535	452	19%	147	146	1%	129	118	9%
002120.SZ	韵达股份	474	417	14%	122	131	-7%	105	116	-9%
002468.SZ	申通快递	337	253	33%	96	83	15%	87	72	22%
2057.HK	中通快递	354	304	16%	87	73	18%	-	79	-

来源：Wind，国金证券研究所

盈利方面，快递公司表现分化。2022 年全年，申通快递归母净利润增幅最高，同比+132%。其他快递公司中，顺丰控股+45%，圆通速递+86%，韵达股份+2%，中通快递+43%，主要系疫情反复，部分站点受影响大于行业。

单季度来看，2022Q4 申通快递归母净利润同比+111%，增幅最高。其他快递公司中，顺丰控股-31%，圆通速递同期持平，韵达股份+6%，中通快递+40%。2023Q1 顺丰控股归母净利润+68%，圆通速递+4%，韵达股份+3%，申通快递+25%。

图表 16：快递公司归母净利润保持高速增长（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
002352.SZ	顺丰控股	62	43	45%	17	25	-31%	17	10	68%
600233.SH	圆通速递	39	21	86%	11	11	0%	9	9	4%
002120.SZ	韵达股份	15	15	2%	7	7	6%	4	3	3%
002468.SZ	申通快递	3	-9	132%	1	-7	111%	1	1	25%
2057.HK	中通快递	68	48	43%	18	13	40%		9	

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 物流：货代短暂承压，危化品物流成长可期

2022 年全年物流公司营收同比上涨，其中密尔克卫营收+34%，宏川智慧+16%，兴通股份+38%，盛航股份+42%，永泰运+40%，海晨股份+23%，嘉友国际+24%。

分季度看，物流公司营收利润增速分化。危化品航运公司运力持续增长，2022Q4 和 2023Q1 营收业绩增长，2022Q4 兴通股份营收+53%，盛航股份+38%，2023Q1 兴通股份+90%，盛航股份+62%。危化品仓储公司通过并购扩大经营规模，实现增长，2022Q4 宏川智慧营收+14%。2023Q1 宏川智慧收入+39%。集运运价回落影响货代公司经营，2023Q1 CCFI 指数为 1087 点，同比下降 68.5%，环比下降 32.7%，2023Q1 密尔克卫业绩-20%，主要系在公司的物流板块中，空运端缺口较为明显，包机业务已经全部暂停，同时 2023Q1 集运行业景气同比下滑，类似表现的还有永泰运，2023Q1 净利润下滑 24%。2023 年 4 月以来，外贸市场运价出现回暖，相较于 3 月低点，4 月 28 日 SCFI 运价指数上升 10%，预计将有所改善。

图表 17：2022 年物流公司营收高速增长，季度营收分化（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
603713.SH	密尔克卫	116	86	34%	25	27	-8%	23	31	-23%
002930.SZ	宏川智慧	13	11	16%	3	3	14%	4	3	39%
603209.SH	兴通股份	8	6	38%	2	1	53%	3	2	90%
001205.SZ	盛航股份	9	6	42%	3	2	38%	3	2	62%
001228.SZ	永泰运	30	21	40%	6	7	-19%	5	7	-25%
300873.SZ	海晨股份	18	15	23%	5	4	15%	4	4	25%
603871.SH	嘉友国际	48	39	24%	10	13	-24%	16	7	144%

来源：Wind，国金证券研究所

2022 年全年，归母净利润方面，密尔克卫+40%，宏川智慧-18%，兴通股份+4%，盛航股份+30%，永泰运+76%，海晨股份+16%，嘉友国际+99%。

分季度看，2022Q4 密尔克卫-1%，宏川智慧-36%，兴通股份+2%，盛航股份+13%，永泰运-14%，海晨股份-54%，嘉友国际+126%。2023Q1 密尔克卫-20%，宏川智慧-28%，兴通股份+57%，盛航股份+16%，永泰运-24%，海晨股份-35%，嘉友国际+87%。

图表 18：2022 年物流公司业绩高速增长，季度业绩分化（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增 速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
603713.SH	密尔克卫	6	4	40%	1	1	-1%	1	1	-20%
002930.SZ	宏川智慧	2	3	-18%	0	1	-36%	1	1	28%
603209.SH	兴通股份	2	2	4%	0	0	2%	1	0	57%
001205.SZ	盛航股份	2	1	30%	0	0	13%	0	0	16%
001228.SZ	永泰运	3	2	76%	0	1	-14%	0	1	-24%
300873.SZ	海晨股份	4	3	16%	0	1	-54%	1	1	-35%
603871.SH	嘉友国际	7	3	99%	2	1	126%	2	1	87%

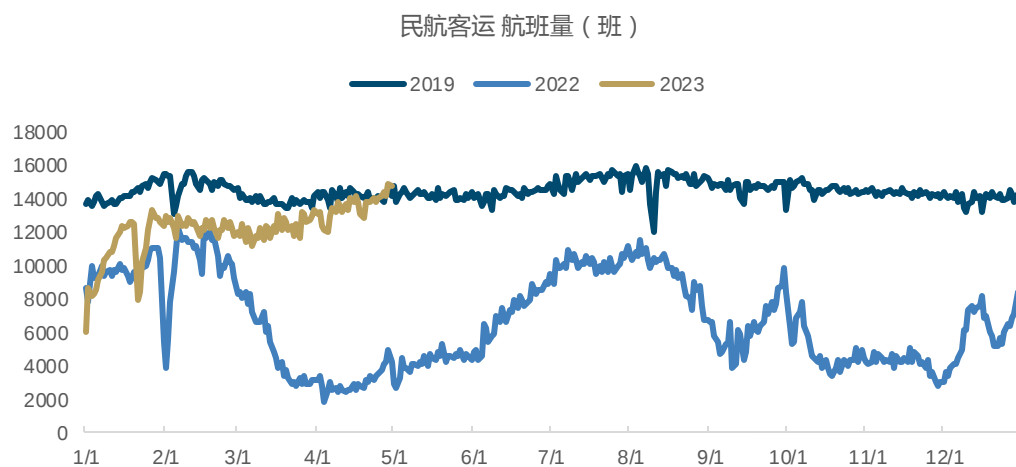
来源：Wind，国金证券研究所

三、航空机场：出行环比改善，经营态势转好

3.1 民航业：经营环比改善，需求恢复加速

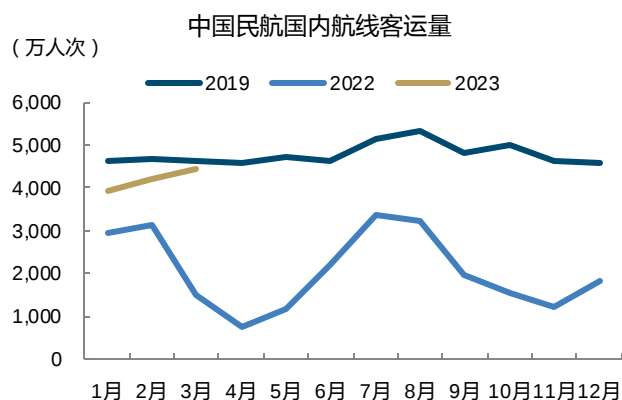
民航客运数据持续恢复。2022 年受疫情反复影响，民航客运量同比下降 43%，仅为 2019 年 38%。2023 年初以来客运航班量大幅增长，5 月初已基本恢复到 2019 年同期水平。以“五一”假期为例，4 月 29 日-5 月 3 日，民航共运输旅客 941 万人次，日均运输 188 万人次，比 2019 年“五一”假期日均 180.7 万人次增长 4.2%，同比 2022 年日均增长 508%，客座率恢复至 77.7%，仅低于 2019 年 6 个百分点。分航线看，以 2023 年 3 月为例，国内客流 4420 万人次，约为 2019 年 95%，国际客流 150 万人次，约为 2019 年 21%。

图表 19：2023 年以来航班量持续恢复



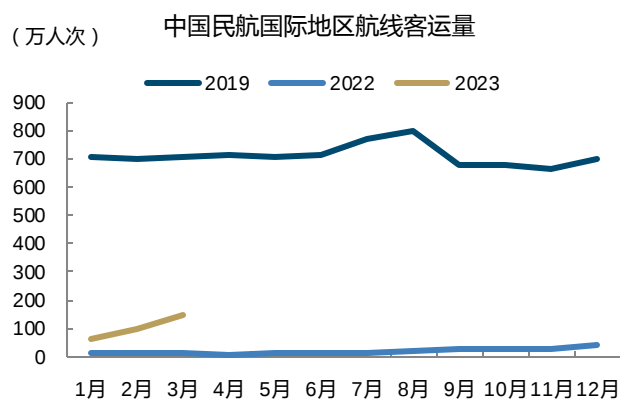
来源：航班管家，国金证券研究所

图表20: 2023年3月国内航线客流 4420 万人次



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 2023年3月国际地区航线客流 150 万人次

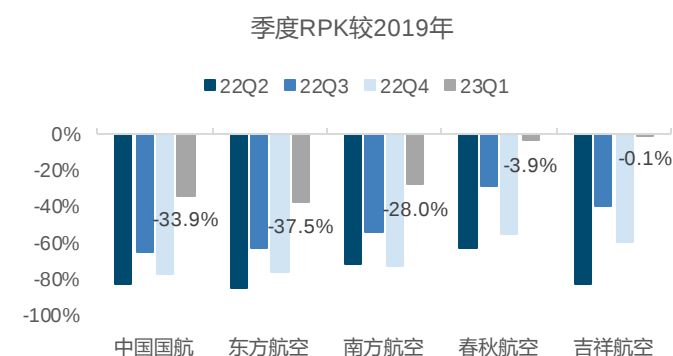


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 航司: 需求恢复周转提升, 盈利明显改善

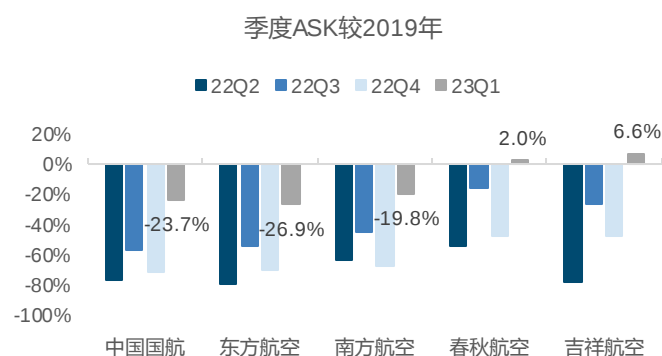
2023Q1 航司供需改善。2023Q1 各上市航司 RPK 较 2019 年的降幅环比收窄, 其中民营航司恢复更快。RPK 较 2019 年中国国航-33.9%, 东方航空-37.5%, 南方航空-28.0%, 春秋航空-3.9%, 吉祥航空-0.1%; ASK 较 2019 年, 中国国航-23.7%, 东方航空-26.9%, 南方航空-19.8%, 春秋航空+2.0%, 吉祥航空+6.6%。

图表22: 2023Q1 各航司 RPK 较 2019 年降幅收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

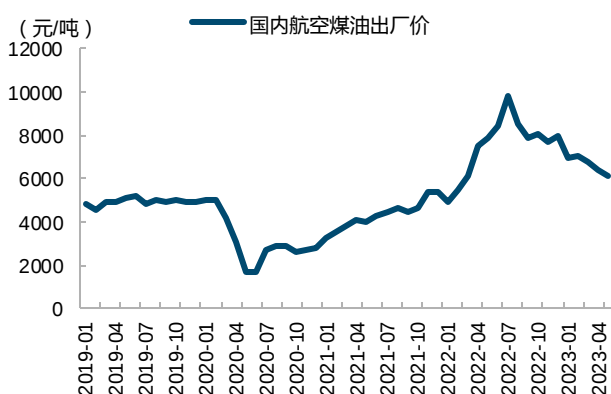
图表23: 2023Q1 各航司 ASK 较 2019 年降幅收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

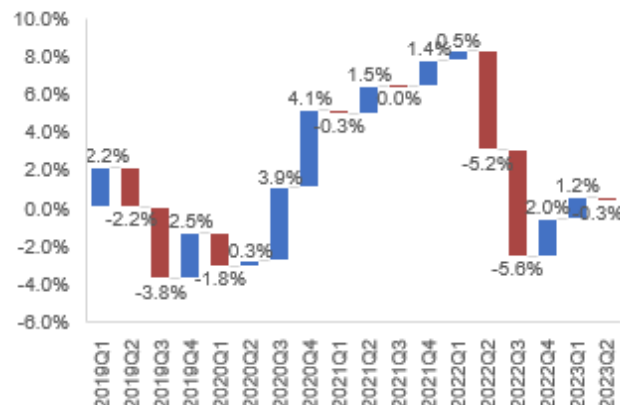
2022 年油汇承压, 2022Q4 至 2023Q1 压力逐步降低。2022 年油价处于高位, 航司燃油成本承压。分季度看, 2022Q4 国内航油出厂价平均为 7910 元, 同比增长 54%, 2023Q1 国内航油出厂价平均为 6946 元, 同比增长 27。2023 年 4 月, 国内航油出厂价同比下降 15%, 为过去一年以来首次同比回落。2022 年 Q2-Q3 人民币兑美元汇率贬值较大, 造成汇兑损失, 而 2022Q4 以来, 汇兑损失压力减少, 2022Q4 人民币兑美元升值 2%, 2023Q1 人民币兑美元升值 1.2%。

图表24: 2022Q4 至 2023Q1 油价环比回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 2022Q4-2023Q1 人民币汇率升值



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 2023Q2 为 2023 年 3 月 31 日-5 月 1 日

2022 年全年受疫情影响，航司营收下降。分航司看，国航营收同比-29%，东航-31%，南航-14%，春秋航空-23%，吉祥航空-30%，华夏航空-33%。

分季度看，2023Q1 营收大幅改善。2022Q4 国航营收同比-37%，东航-30%，南航-27%，春秋航空-21%，吉祥航空-35%，华夏航空-11%；2023Q1 国航营收同比+94%，东航+76%，南航+59%，春秋航空+64%，吉祥航空+79%，华夏航空+74%。

图表 26：2023Q1 航空公司营收大幅改善（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增 速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
601111.SH	中国国航	529	745	-29%	108	171	-37%	251	129	94%
600115.SH	中国东航	461	671	-31%	103	146	-30%	223	127	76%
600029.SH	南方航空	871	1,016	-14%	169	231	-27%	341	215	59%
601021.SH	春秋航空	84	109	-23%	18	22	-21%	39	24	64%
603885.SH	吉祥航空	82	118	-30%	17	26	-35%	44	25	79%
002928.SZ	华夏航空	26	40	-33%	6	7	-11%	10	6	74%

来源：Wind，国金证券研究所

2022 年全年受疫情影响，航司归母净利润下降。分航司看，国航归母净利同比-132%，东航-206%，南航-170%，春秋航空-7862%，吉祥航空-769%，华夏航空-1654%。

分季度看，2023Q1 归母净利大幅改善，春秋航空、吉祥航空扭亏为盈。2022Q4 国航归母净利同比-66%，东航-129%，南航-152%，春秋航空-984%，吉祥航空-162%，华夏航空-2658%。2023Q1 国航归母净利同比+67%，东航+51%，南航+58%，春秋航空+181%，吉祥航空+131%，华夏航空+39%。

图表 27：2023Q1 航空公司归母净利润大幅改善（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增 速	2023 Q1	2022 Q1	2023Q1 增 速
601111.SH	中国国航	-386	-166	-132%	-105	-63	-66%	-29	-89	67%
600115.SH	中国东航	-374	-122	-206%	-93	-41	-129%	-38	-78	51%
600029.SH	南方航空	-327	-121	-170%	-151	-60	-152%	-19	-45	58%
601021.SH	春秋航空	-30	0	-7862%	-13	-1	-984%	4	-4	181%
603885.SH	吉祥航空	-41	-5	-769%	-12	-4	-162%	2	-5	131%
002928.SZ	华夏航空	-20	-1	-1654%	-5	0	-2658%	-3	-5	39%

来源：Wind，国金证券研究所

3.3 机场：国内外旅客持续恢复，业绩同比改善

2022 年全年机场营收增速下降，2023Q1 营收大幅改善。上海机场营收同比-33%，白云机场-23%，深圳机场-19%，厦门空港-19%，北京首都机场股份-47%，美兰空港-29%，海南机场+4%。分季度看，2022Q4 上海机场营收同比-35%，白云机场-57%，深圳机场-34%，厦门空港-9%，海南机场+105%。2023Q1 上海机场营收同比+19%，白云机场+10%，深圳机场+40%，厦门空港+43%，北京首都机场股份+28%，海南机场+6%。

图表 28：2023Q1 机场公司营收大幅改善（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增 速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
600009.SH	上海机场	55	37	-33%	14	10	-35%*	22	8	19%
600004.SH	白云机场	40	52	-23%	7	16	-57%	14	12	10%
000089.SZ	深圳机场	27	33	-19%	6	9	-34%	9	6	40%
600897.SH	厦门空港	10	12	-19%	2	2	9%	4	3	43%
0694.HK	首都机场	7	13	-47%	-	-	-	-	-	-
0357.HK	美兰空港	11	16	-29%	-	-	-	-	-	-
600515.SH	海南机场	47	45	4%	17	9	105%	13	12	6%

来源：Wind，国金证券研究所 注：上海机场 2022 年收购虹桥公司等资产，财务指标增速系调整口径后结果。

2022 年全年受疫情影响，各机场归母净利润出现增亏。2023 年国际地区旅客持续恢复，近期航班量约为 2019 年四成，

披露 2023Q1 季报的公司中，白云机场、海南机场、厦门空港实现单季度盈利，上海机场减亏 4 亿元，深圳机场减亏 2 亿元。

图表 29：2023Q1 机场公司归母净利润大幅改善（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
					4	4		1	1	
600009.SH	上海机场	-30	-17	-90%	-9	-5	-76%*	-1	-5	80%
600004.SH	白云机场	-11	-4	-164%	-4	1	-627%	0	-1	154%
000089.SZ	深圳机场	-11	-0	-3218%	-3	-0	-444%	-1	-3	64%
600897.SH	厦门空港	0	1	-80%	0	-0	118%	1	0	1068%
0694.HK	首都机场	-35	-21	-67%						
0357.HK	美兰空港	-2	8	-120%				-	-	
600515.SH	海南机场	19	5	301%	2	1	52%	2	1	210%

来源：Wind，国金证券研究所 注：上海机场 2022 年收购虹桥公司等资产，财务指标增速系调整口径后结果。

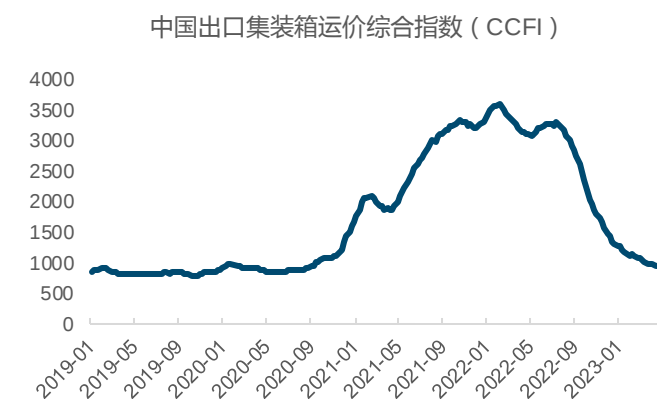
四、航运港口：集运运价回落，油运景气上行，港口业务量稳步恢复

4.1 航运：集运运价环比回落，原油油运价下行

单季度板块营收业绩下滑系集运景气回落。2022Q4 板块营收 1327 亿元，同比-18%，归母净利润 160 亿元，同比-25%。2023Q1 板块营收 938 亿元，同比-40%，归母净利润 120 亿元，同比-62%。下降主要系集运景气回落，对板块影响较大，而油运则景气上行。

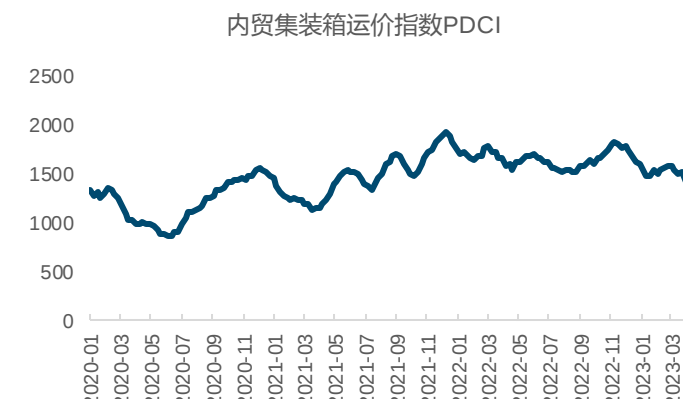
集运运价回落，油运景气上行。2023Q1 CCFI 指数平均为 1087 点，同比-68.5%；PDCCI 指数平均 1540 点，同比-10.4%；BDTI 指数平均为 1403 点，同比+51.3%；BCTI 指数平均为 919 点，同比+22.2%。

图表 30：2023Q1 集运运价环比回落



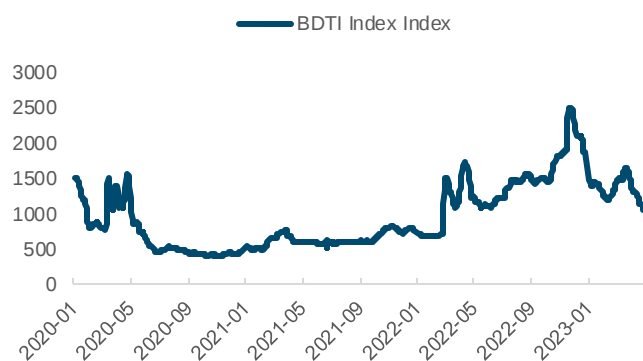
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：2023Q1 内贸集运 PDCCI 指数有所回落



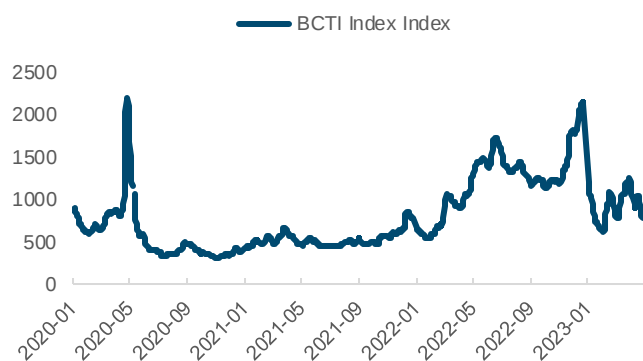
来源：Wind，国金证券研究所

图表32: 2023Q1 原油运价同比改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 2023Q1 成品油同比增长



来源: Wind, 国金证券研究所

2022 年全年航运公司营收同比增长, 其中中远海控营收+17%, 中远海能+47, 招商轮船+22%, 安通控股+18%, 中远海发-31%, 招商南油+62%, 中远海特+39%, 中谷物流+16%, 海丰国际+37%。

2022Q4、2023Q1 集运公司营收下滑, 油运公司增长。2022Q4 中远海控营收-27%, 中远海能+84%, 招商轮船+4%, 安通控股-8%, 中远海发-27%, 招商南油+79%, 中远海特+8%, 中谷物流-8%。2023Q1 中远海控营收-55%, 中远海能+62%, 招商轮船-3%, 安通控股-15%, 中远海发-43%, 招商南油+48%, 中远海特+6%, 中谷物流-8%。

图表34: 2023Q1 航运公司营收增长分化 (亿元)

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
601919.SH	中远海控	3,911	3,337	17%	745	1,022	-27%	474	1,055	-55%
600026.SH	中远海能	187	127	47%	63	34	84%	56	35	62%
601872.SH	招商轮船	297	244	22%	81	114	4%	59	61	-3%
600179.SH	安通控股	92	78	18%	25	28	-8%	17	20	-15%
601866.SH	中远海发	256	371	-31%	66	121	-27%	36	62	-43%
601975.SH	招商南油	63	39	62%	19	10	79%	16	11	48%
600428.SH	中远海特	122	88	39%	30	28	8%	30	28	6%
603565.SH	中谷物流	142	123	16%	33	36	-8%	30	33	-8%
1308.HK	海丰国际	41	30	37%	-	-	-	-	-	-

来源: Wind, 国金证券研究所

2022 年全年航运板块业绩分化, 其中中远海控归母净利润同比+23%, 中远海能+129%, 招商轮船+41%, 安通控股+33%, 中远海发-36%, 招商南油+384%, 中远海特+173%, 中谷物流+14%, 海丰国际+67%。

归母净利润方面, 2022Q4 中远海控-43%, 中远海能+115%, 招商轮船-5%, 安通控股-33%, 中远海发-59%, 招商南油+1301%, 中远海特+145%, 中谷物流-36%。2023Q1 中远海控-74%, 中远海能+4273%, 招商轮船-14%, 安通控股-84%, 中远海发-71%, 招商南油+293%, 中远海特+23%, 中谷物流-2%。

图表35：2023Q1 航运公司业绩增长分化（亿元）

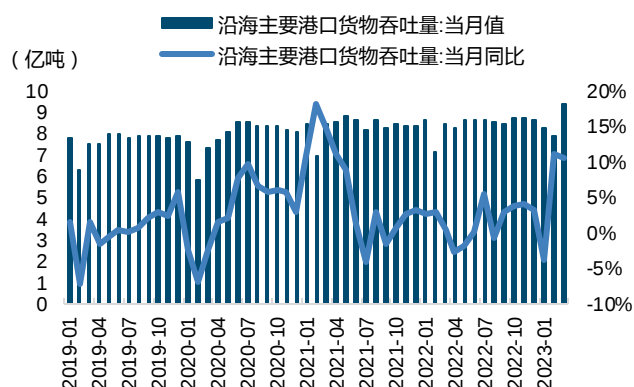
股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增 速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
601919.SH	中远海控	1,096	893	23%	124	217	-43%	71	276	-74%
600026.SH	中远海能	15	-50	129%	8	-54	115%	11	0	4273%
601872.SH	招商轮船	51	36	41%	12	20	-5%	11	13	-14%
600179.SH	安通控股	23	18	33%	7	10	-33%	1	5	-84%
601866.SH	中远海发	39	61	-36%	2	21	-59%	4	14	-71%
601975.SH	招商南油	14	3	384%	5	0	1301%	4	1	293%
600428.SH	中远海特	8	3	173%	1	-1	145%	4	3	23%
603565.SH	中谷物流	27	24	14%	5	9	-36%	6	6	-2%
1308.HK	海丰国际	19	12	67%	-	-	-	-	-	-

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 港口：业务量稳步恢复，业绩增速分化

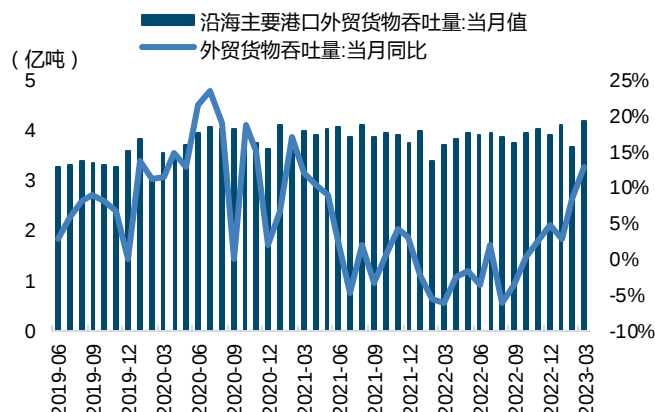
港口业务量稳步恢复。2023 年 3 月，港口货物吞吐量 9.32 亿吨，同比+10.4%，港口外贸货物吞吐量 4.19 亿吨，同比+12.8%，增速环比提升。2023Q1 港口货物吞吐量同比+5.5%，港口外贸货物吞吐量同比+7.8%。

图表36：2023Q1 港口货物吞吐量增速加快



来源：Wind，国金证券研究所

图表37：2023Q1 港口外贸货物吞吐量增速加快



来源：Wind，国金证券研究所

2022 年全年，多数港口公司实现营收增长，其中上港集团营收+9%，宁波港+11%，招商港口+6%，青岛港+15%，辽港股份-3%，广州港+6%，唐山港-7%，秦港股份+5%，北部湾港+8%，天津港-25%，盐田港营收+17%。

2022Q4 上港集团营收与去年同期持平，宁波港-4%，招商港口+5%，青岛港+12%，辽港股份+2%，广州港+42%，唐山港-20%，秦港股份-9%，北部湾港+3%，天津港-26%，盐田港营收+8%。2023Q1 上港集团营收-38%，宁波港-8%，招商港口-8%，青岛港与去年同期持平，辽港股份-1%，广州港+6%，唐山港+18%，秦港股份+5%，北部湾港+9%，天津港+11%，盐田港营收+1%。

图表38：2023Q1 港口公司营收增速分化（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
600018.SH	上港集团	373	343	9%	80	81	0%	76	124	-38%
601018.SH	宁波港	257	231	11%	59	62	-4%	57	62	-8%
001872.SZ	招商港口	162	153	6%	41	39	5%	37	40	-8%
601298.SH	青岛港	193	161	15%	45	39	12%	46	45	0%
601880.SH	辽港股份	120	123	-3%	33	37	2%	29	29	-1%
601228.SH	广州港	127	120	6%	37	26	42%	30	28	6%
601000.SH	唐山港	56	61	-7%	12	15	-20%	15	12	18%
601326.SH	秦港股份	69	66	5%	16	18	-9%	17	16	5%
000582.SZ	北部湾港	64	59	8%	18	18	3%	15	14	9%
600717.SH	天津港	108	145	-25%	27	37	-26%	27	24	11%
000088.SZ	盐田港	8	7	17%	2	2	8%	2	2	1%

来源：Wind，国金证券研究所

2022 年全年，部分公司实现归母净利润增长，其中上港集团+17%，宁波港-3%，招商港口+24%，青岛港+14%，辽港股份-33%，广州港-5%，唐山港-19%，秦港股份+26%，北部湾港+2%，天津港-24%，盐田港-2%。

2022Q4 上港集团归母净利润-43%，宁波港-20%，招商港口+132%，青岛港+22%，辽港股份-47%，广州港-43%，唐山港-11%，秦港股份+192%，北部湾港-5%，天津港-103%，盐田港-33%。2023Q1 上港集团归母净利润-35%，宁波港-8%，招商港口-1%，青岛港+10%，辽港股份-19%，广州港+10%，唐山港+31%，秦港股份+24%，北部湾港+2%，天津港+115%，盐田港+27%。

图表39：2023Q1 港口公司归母净利润增速分化（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
600018.SH	上港集团	172	147	17%	17	29	-43%	36	55	-35%
601018.SH	宁波港	42	43	-3%	7	9	-20%	10	11	-8%
001872.SZ	招商港口	33	27	24%	6	3	132%	9	9	-1%
601298.SH	青岛港	45	40	14%	11	9	22%	13	11	10%
601880.SH	辽港股份	13	19	-33%	2	5	-47%	4	5	-19%
601228.SH	广州港	11	11	-5%	2	3	-43%	3	3	10%
601000.SH	唐山港	17	21	-19%	3	3	-11%	5	4	31%
601326.SH	秦港股份	13	10	26%	2	1	192%	4	3	24%
000582.SZ	北部湾港	10	10	2%	3	3	-5%	2	2	2%
600717.SH	天津港	7	10	-24%	-0	3	-103%	3	1	115%
000088.SZ	盐田港	4	5	-2%	1	1	-33%	1	1	27%

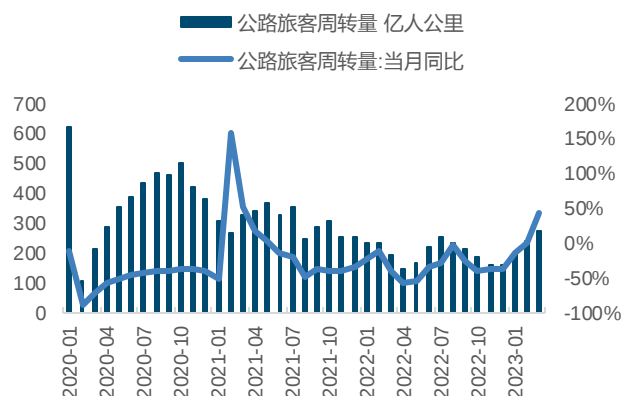
来源：Wind，国金证券研究所

五、公路铁路：经济复苏，客货运量大幅上升

5.1 公路：业务量逐月恢复，旅客货物周转量提升

2023Q1 恢复速度加快，周转速度提升。2023Q1 公路旅客周转量 714 亿人公里，同比增长 8.1%，货物周转量 15918 亿吨公里，同比增长 8.1%。

图表40: 2023Q1 公路旅客周转量上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 2023Q1 公路货物周转量上升



来源: Wind, 国金证券研究所 2022Q2-Q3 人民币汇率贬值

2023 年起业务量恢复, 盈利同比改善。受疫情影响 2022 年公路铁路板块营收业绩均下滑, 而 2023Q1 公路板块营收 248 亿元, 同比+3%, 归母净利润 76 亿元, 同比+24%, 铁路板块营收实现 383 亿元, 同比+21%, 归母净利润实现 65 亿元, 同比+122%, 主要得益于业务量的改善。

2022 年全年部分公路公司营收同比增长, 其中招商公路营收-4%, 宁沪高速-7%, 山东高速+14%, 深高速-14%, 粤高速-21%, 皖通高速+33%, 四川成渝+9%, 东莞控股-23%。

分季度看, 2022Q4 招商公路营收+6%, 宁沪高速-40%, 山东高速+33%, 深高速-36%, 粤高速-33%, 皖通高速+23%, 四川成渝+39%, 东莞控股-7%。2023Q1 招商公路营收+16%, 宁沪高速+33%, 山东高速+24%, 深高速+7%, 粤高速+8%, 皖通高速+19%, 四川成渝-1%, 东莞控股+22%。

图表42: 2023Q1 多数公路公司营收增长 (亿元)

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
001965.SZ	招商公路	83	86	-4%	28	26	6%	20	17	16%
600377.SH	宁沪高速	133	138	-7%	38	61	-40%	36	26	33%
600350.SH	山东高速	185	162	14%	64	62	33%	44	36	24%
600548.SH	深高速	94	109	-14%	27	42	-36%	19	18	7%
000429.SZ	粤高速 A	42	53	-21%	9	13	-33%	12	11	8%
600012.SH	皖通高速	52	39	33%	12	13	+23%	11	10	19%
601107.SH	四川成渝	99	91	9%	39	28	39%	20	20	-1%
000828.SZ	东莞控股	41	53	-23%	16	42	-7%	6	5	22%

来源: Wind, 国金证券研究所

归母净利润方面, 2022Q4 招商公路+28%, 宁沪高速+41%, 恢复领跑, 山东高速-21%, 深高速-100%, 粤高速 A-72%, 皖通高速-2%, 四川成渝-87%, 东莞控股-20%。2023Q1 招商公路+24%, 宁沪高速+46%, 山东高速+13%, 深高速+7%, 粤高速 A-5%, 皖通高速+13%, 四川成渝+74%, 东莞控股+49%。

图表43: 2023Q1 多数公路公司归母净利润增长 (亿元)

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
001965.SZ	招商公路	49	50	-2%	12	10	28%	13	11	24%
600377.SH	宁沪高速	37	42	-13%	6	4	41%	12	8	46%
600350.SH	山东高速	29	31	-6%	6	10	-21%	8	7	13%
600548.SH	深高速	20	26	-23%	0	7	-100%	4	4	7%
000429.SZ	粤高速 A	13	17	-25%	1	3	-72%	4	4	-5%
600012.SH	皖通高速	14	15	-5%	3	4	-2%	5	4	13%
601107.SH	四川成渝	8	19	-59%	1	9	-87%	4	3	74%
000828.SZ	东莞控股	8	9	-11%	1	1	-20%	3	2	49%

来源: Wind, 国金证券研究所

5.2 铁路：恢复速度加快，旅客周转量大增

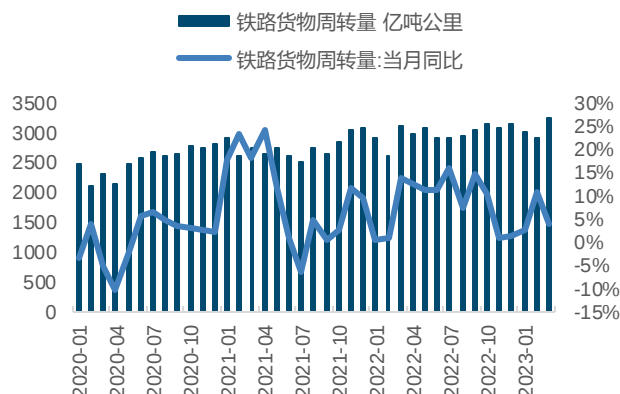
2023Q1 恢复速度加快，周转速度提升。2023Q1 铁路旅客周转量 3182 亿人公里，同比增长 72%，货物周转量 9159 亿吨公里，同比增长 5.7%。

图表44：2023Q1 铁路旅客周转量上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表45：2023Q1 铁路货物周转量上升



来源：Wind，国金证券研究所 2022Q2-Q3 人民币汇率贬值

2022 年全年铁路公司营收增速分化，铁路客运公司降幅明显，其中京沪高铁-34%，中铁特货+7%，大秦铁路-4%，广汇物流+16%，广深铁路-1%。

2022Q4 京沪高铁-35%，中铁特货-3%，大秦铁路-19%，广汇物流+120%，广深铁路-11%。伴随经济恢复，客货运需求回升，2023Q1 京沪高铁+57%，中铁特货+13%，大秦铁路+9%，广汇物流+54%，广深铁路+23%。

图表46：2023Q1 铁路公司营收增长（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
601816.SH	京沪高铁	193	293	-34%	41	63	-35%	89	57	57%
001213.SZ	中铁特货	95	88	7%	25	25	-3%	24	21	13%
601006.SH	大秦铁路	758	787	-4%	170	210	-19%	198	183	9%
600603.SH	广汇物流	50	33	16%	45	11	120%	7	2	54%
601333.SH	广深铁路	199	202	-1%	47	53	-11%	61	50	23%

来源：Wind，国金证券研究所 备注：广汇物流为调整后口径增速。

2022 年全年铁路公司归母净利润增速分化，铁路客运公司降幅明显，其中中铁特货+6%，广深铁路增亏，京沪高铁-112%，大秦铁路-8%，广汇物流-12%。

2022Q4 京沪高铁归母净利润-255%，中铁特货-218%，大秦铁路-80%，广深铁路增亏。伴随经济恢复，客货运需求回升，2023Q1 京沪高铁归母净利润+913%，中铁特货+19%，大秦铁路+23%，广汇物流+152%，广深铁路+202%。

图表47：2023Q1 铁路公司归母净利润增长（亿元）

股票代码	公司名称	2022 年	2021 年	2022 年增速	2022Q4	2021Q4	2022Q4 增速	2023Q1	2022Q1	2023Q1 增速
601816.SH	京沪高铁	-6	48	-112%	-7	5	-255%	22	2	913%
001213.SZ	中铁特货	4	4	6%	-1	1	-218%	1	1	19%
601006.SH	大秦铁路	112	122	-8%	4	19	-80%	37	30	23%
600603.SH	广汇物流	5	6	-12%	4	2	97%	2	1	152%
601333.SH	广深铁路	-20	-10	-105%	-10	-7	-39%	4	-4	202%

来源：Wind，国金证券研究所 备注：广汇物流为调整后口径增速。

六、投资建议：关注客货复苏标的

建议关注客货复苏标的。1、出行主线：出行需求持续释放，高铁、航空、机场盈利大幅改善。航空：至暗时刻已过，预期 2023 年起航司机场业绩将持续改善；中长期航空需求终将恢复增长，且航空业将出现供需增速差，叠加票价市场化业绩将大幅反弹。机场：国际客流恢复后，国际枢纽机场投资价值亦将凸显。高铁：短期看，京沪高铁旺季客运

量将明显提升，2023 年“五一”小长假期间全国铁路客运量预计较 2019 年同比增长 20%以上。中长期看，公司实行浮动票价机制，未来商务出行的刚性需求与京沪航线机票的涨价将进一步为提价提供支撑，同时子公司京福安徽的线位优势显著，路网完善后规模效应释放，盈利有望持续改善。推荐京沪高铁、春秋航空、吉祥航空；2、货运主线：伴随经济复苏，工厂开工率提升，货运需求将持续恢复，物流公司业绩将增长。快递：价格战监管持续，叠加资本开支高峰或已过去，产能跟业务量更加匹配，盈利有望持续释放。物流：危化品物流行业供给受限，需求稳定增长，龙头企业通过并购或自建获得资产，集中度有望持续提升。推荐顺丰控股、宏川智慧。

七、风险提示

需求恢复不及预期风险。全球疫情与国内疫情形势对交通运输业造成重要影响，目前疫情结束，若恢复时间持续长于预期，则可能对物流板块和出行板块将产生负面影响。

宏观经济增速低于预期风险。交通运输业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济增速低于预期，则交通运输行业的增长将会承压。

人民币汇率贬值风险。航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值可能影响航司利润水平。

油价大幅上涨风险。交通运输行业成本主要是燃油，如果油价持续上行则会企业利润水平。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402