

中谷物流(603565)

报告日期: 2023年06月27日

## 运价触底, 需求有望超预期

### ——中谷物流更新报告

#### 投资要点

##### □ 核心逻辑

中谷物流是国内集装箱多式联运龙头公司。大船订单逐步交付带动公司运力增长, 政策促进铁水联运高速发展为公司带来新货源增量, 运量提升叠加船盈利能力提升驱动公司业绩超预期。

##### □ 超预期点

政策推动国内铁水联运发展, 驱动公司业务量提升超预期; 大船盈利能力提升驱动业绩超预期。

##### □ 驱动因素

**1、大船订单交付, 单箱成本下降促进适箱货源开发, 打开散改集增量市场。**对比公司2017年建造的1900TEU船型和2021年建造的4900TEU两种船型的盈利能力, 相较于小船而言, 4900TEU的大船单箱成本下降幅度约8%, 利好散改集增量货源开发。

**2、淡季PDCI承压, 运价有望触底反弹。**根据2016-2022年月均PDCI指数, PDCI指数具有一定的季节性波动, 二季度通常为季节性低位, 年中最低为6月, 7月指数逐渐回升, 12月达最高点, 预计后续PDCI指数有望企稳回升。

**3、政策推动铁水联运发展, 公司增量运力有望受益。**2023年1月, 交通运输部发布《推进铁水联运高质量发展行动方案(2023—2025年)》, 提出到2025年, 长江干线主要港口铁路进港全覆盖, 沿海主要港口铁路进港率达到90%左右, 全国主要港口集装箱铁水联运量达到1400万标箱, 年均增长率超过15%。根据我们测算, 预期2025年铁水联运集装箱货量增长约183万箱, 假设公司承接50%运输需求, 则将带来增量91万TEU的业务量, 运输箱量增长约7.5%。

**检验的指标:** PDCI指数提升; 铁水联运业务量增长。

**催化剂:** 淡季尾声运价有望触底反弹; 铁路进港政策推进。

##### □ 盈利预测与估值

公司发布《未来三年(2021-2023年)股东回报规划》, 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。参考PDCI指数及内贸集运运力变动趋势, 假设2023-2025年公司水运业务单价分别同比增长-15%/-19%/+3%。考虑到公司新船交付带来加权平均运力增长, 预期2023-2025年计费箱量增速为+25%/+30%/+8%。预计2023-2025年营业收入分别为144/159/176亿元, 同比增长1.4%/10.3%/10.9%, EPS分别为0.92/1.08/1.28元/股。给予公司2023年18倍PE, 对应目标价16.6元/股, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示

宏观经济波动风险、散改集落地速度放缓风险、铁水联运落地不及预期风险、测算偏差及第三方数据可信度风险等。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 李丹

执业证书号: S1230520040003

lidan02@stocke.com.cn

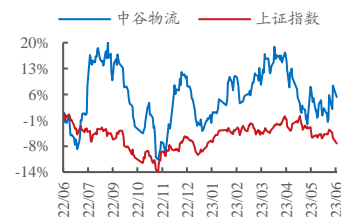
研究助理: 秦梦鸽

qinmengge@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥10.54
总市值(百万元)	22,134.67
总股本(百万股)	2,100.06

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q1实现归母净利润6.10亿元, 内贸运输量同比增长14%》 2023.04.24
- 《大船盈利能力显著提升, 助力散改集货源拓展》 2023.04.14
- 《归母净利润同比增长14%, 推进积极分红政策彰显业绩信心》 2023.04.11

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14208.92	14412.62	15899.14	17635.60
(+/-) (%)	15.60%	1.43%	10.31%	10.92%
归母净利润	2741.39	1933.88	2264.72	2678.34
(+/-) (%)	14.02%	-29.46%	17.11%	18.26%
每股收益(元)	1.31	0.92	1.08	1.28
P/E	8.24	11.67	9.97	8.43

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

1 大船交付促进公司盈利能力提升 .....	5
2 淡季尾声运价有望触底反弹 .....	6
3 铁水联运进入发展快车道，龙头公司有望获益 .....	7
4 盈利预测与估值 .....	8
5 风险提示 .....	9

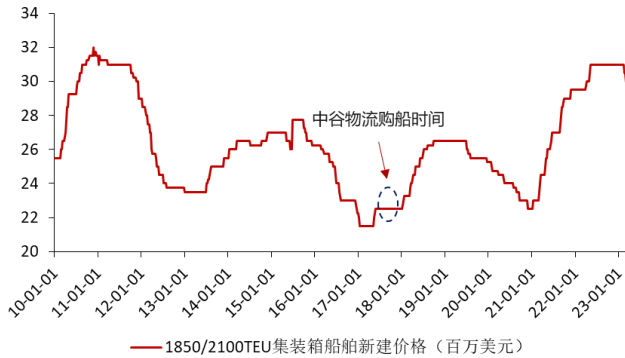
## 图表目录

图 1: 1850/2100TEU 集装箱船舶建造价格趋势 .....	5
图 2: 3500/4000TEU 集装箱船舶建造价格趋势 .....	5
图 3: 中谷物流单船模型测算 .....	5
图 4: 单箱成本下降主要来源于折旧、燃油、人工成本等 .....	5
图 5: 2016-2022 年月均 PDCI 指数变化趋势 .....	6
图 6: PDCI 指数同期对比 .....	6
图 7: 预期港口集装箱铁水联运量年均增长率超过 15% .....	7
表 1: 中谷物流订单船舶造价 VS 现价差异测算 .....	5
表 2: 内贸集装箱行业供需测算 .....	6
表 3: 前四大内贸集运船东在手订单情况 (截至 2023-06) .....	7
表 4: 公司上市以来利润分配方案 .....	8
表 5: 公司收入成本拆分 (单位: 百万元) .....	8
表 6: 2024 年公司业绩弹性测算 .....	9
表 7: PE 估值 (时间: 2023-06-27) .....	9
表附录: 三大报表预测值 .....	11

## 1 大船交付促进公司盈利能力提升

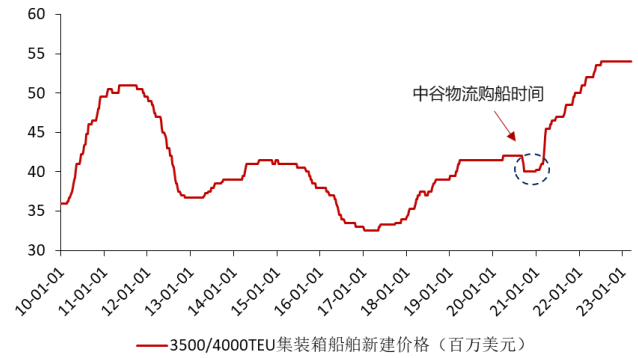
购船时机决定了船公司的生命线，低点造船打造核心成本优势。参考 1850/2100TEU 和 3500/4000TEU 集装箱船舶新建价格，中谷物流 IPO 及 2021 年新建船舶订单为阶段性造价低点，现价较公司购船价格分别+22%和+49%。

图1: 1850/2100TEU 集装箱船舶建造价格趋势



资料来源: Clarksons, 公司公告, 浙商证券研究所

图2: 3500/4000TEU 集装箱船舶建造价格趋势



资料来源: Clarksons, 公司公告, 浙商证券研究所

表1: 中谷物流订单船舶造价 VS 现价差异测算

	订单时间估计	数量(艘)	单船造价(亿元)	规模(TEU)	现价估计(亿元)	现价较公司订单价增长
IPO 时期订单	2017年10月	6	1.6955	1900	2.064	22%
2021 年大船订单	2021年2月	18	2.5	4600	3.7152	49%

资料来源: Clarksons, 公司公告, 浙商证券研究所  
注: 订单时间参考公司公告时间, 现价按照对应时间汇率折算

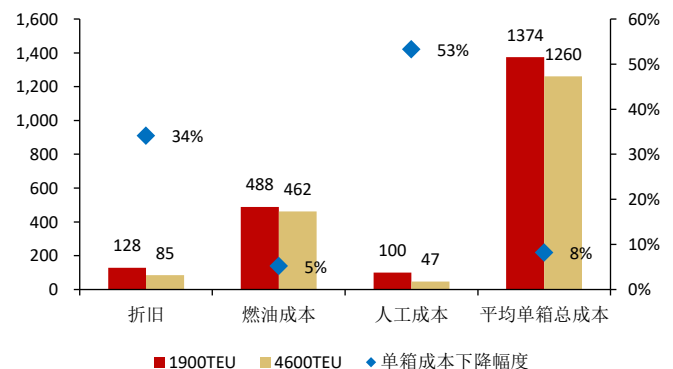
对比中谷物流 2020 年建造的 1900TEU 船型和 2021 年建造的 4600TEU 两种船型的盈利能力, 以 2017-2021 年平均运价水平为基础进行测算, 相较于 1900TEU 小船而言, **4600TEU 的大单箱成本下降幅度约 8%**, 盈利能力大幅提升。单箱成本下降主要来源于单箱折旧、燃油及人工成本的降低。

图3: 中谷物流单船模型测算

船型	1900TEU	4600TEU
造价(亿元)	1.6955	2.5
实际可装载标箱(TEU)	1100	3200
平均装载率	80%	70%
单航次收入测算(万元)	145	398
传统货源(万元)	145	269
散改集货源(万元)		129
单航次成本测算(万元)	121	282
码头费(万元)	40	101
驳船费(万元)	12	31
折旧(万元)	11	19
燃油成本(万元)	43	104
人工成本(万元)	9	11
集装箱成本(万元)	6	17
平均单箱收入估计(元)	1650	1776
平均单箱成本估计(元)	1374	1260
<b>单箱成本下降幅度</b>		<b>-8%</b>
回本时间测算(年)	11.62	4.10

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图4: 单箱成本下降主要来源于折旧、燃油、人工成本等



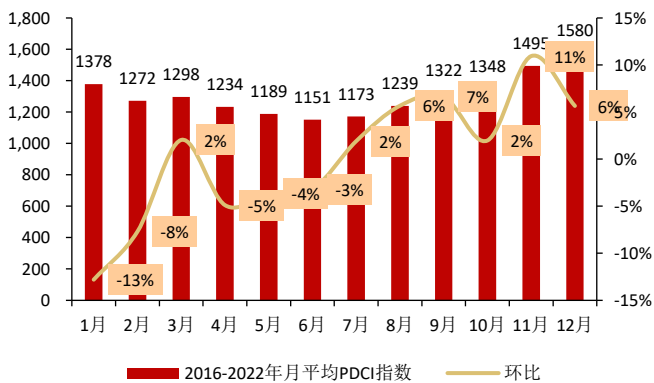
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

## 2 淡季尾声运价有望触底反弹

内贸运价指数具有一定季节性，二季度达运价低位，三季度逐步回升。根据 2016-2022 年月均 PDCI 指数，PDCI 指数具有一定的季节性波动，二季度通常为季节性低位，年中最低为 6 月，平均 PDCI 指数为 1151 点，7 月指数逐渐回升，12 月达最高点为 1580 点。

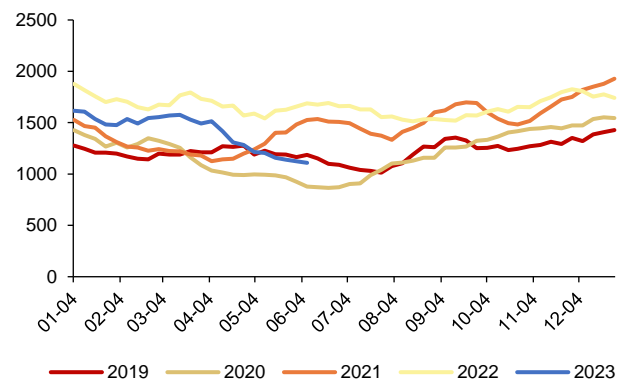
考虑到中谷物流及信风海运大船交付节奏，预期 2023 年新增加权平均总运力增长 3.2 万 TEU，预计 2023 年，内贸集运行业需求端及供给端（剔除散改集）增速分别为 5.1% 和 22.7%。相较于 2020 年，预期内贸集装箱吞吐量增长 16%，沿海集装箱船舶运力供给总量增长 8.2%，需求端的增长有望为运价提供较强支撑。

图5：2016-2022 年月均 PDCI 指数变化趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：PDCI 指数同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2：内贸集装箱行业供需测算

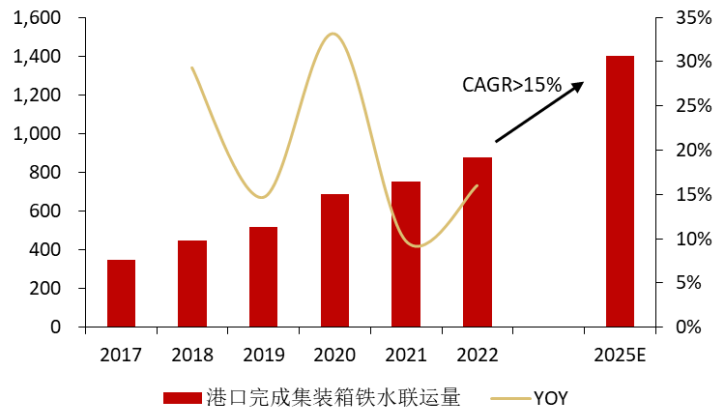
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E VS2020	2024E VS2020
PDCI	1241	1221	1204	1469	1660				
YOY	1%	-2%	-1%	22%	13%				
需求端									
GDP 不变价-YOY	6.7%	6.0%	2.2%	8.4%	3.0%				
规模以上港口内贸集装箱吞吐量-YOY	9.4%	6.2%	3.1%	8.0%	2.4%	5.1%	5.0%	16.2%	22.1%
供给端									
总运力 (万 TEU)	71.6	77.1	79.7	78.8	83.0	86.2	90.3		
总运力 YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-1.2%	5.3%	3.9%	4.7%	8.2%	13.3%
内贸运力估计	71.6	77.1	79.7	60.5	61.7	76.7	86.3		
内贸运力 YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-24.2%	2.0%	24.4%	12.4%		
内贸剔除散改集运力估算	71.6	77.1	79.7	60.5	61.7	75.7	83.4		
内贸剔除散改集运力 YOY	18.3%	7.7%	3.4%	-24.2%	2.0%	22.7%	12.4%	-5.1%	4.6%

资料来源：交通运输部，Wind，同花顺 iFinD，浙商证券研究所

### 3 铁水联运进入发展快车道，龙头公司有望获益

**政策助推铁水联运高质量发展步入快车道。**2023年1月，交通运输部发布《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025年）》，旨在加快运输结构调整，推动沿海和内河港口集装箱、大宗货物等铁水联运高质量发展。方案提出，到2025年，长江干线主要港口铁路进港全覆盖，沿海主要港口铁路进港率达到90%左右。全国主要港口集装箱铁水联运量达到1400万标箱，年均增长率超过15%。

图7：预期港口集装箱铁水联运量年均增长率超过15%



资料来源：交通运输部，同花顺 iFinD，浙商证券研究所

**公司运力增长有望受益于我国铁水联运发展，带来增量业务需求约7.5%。**截至2023年6月，内贸集运龙头公司中，运力增长主要来自于中谷物流和信风海运，其中，中谷物流运力增长最多，有望承接铁水联运业务增量。根据《方案》目标2025年铁水联运量1400万标箱测算，预期2025年铁水联运集装箱货量增长约183万箱，假设公司承接50%运输需求，则将带来增量91万TEU的业务量，铁水联运带来的增量运输相较于2022年公司运输箱量增长约7.5%。

表3：前四大内贸集运船东在手订单情况（截至2023-06）

序号	船型 (TEU)	载重吨	预期交付时间	船厂	船东
1	4,638	90,029	2023-07	CMJL (Nanjing)	中谷物流
2	4,636	87,655	2023-07	Jiangsu New YZJ	中谷物流
3	4,638	90,029	2023-09	CMJL (Nanjing)	中谷物流
4	4,638	90,029	2023-12	CMJL (Nanjing)	中谷物流
5	4,638	90,029	2024-03	CMJL (Nanjing)	中谷物流
6	4,638	90,029	2024-03	CMJL (Nanjing)	中谷物流
7	4,638	90,029	2024-05	CMJL (Nanjing)	中谷物流
8	4,600	89,000	2025-01	Jiangsu New YZJ	信风海运
9	4,600	89,000	2025-01	Jiangsu New YZJ	信风海运
总计	41,664	805,829			

资料来源：Clarksons，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

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。

表4：公司上市以来利润分配方案

	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 每股转增 0.3 股， 不派送红股	10.19	21.95	6.67	6	58.89%
2021 年度	每股派发现金红利 1.50 元 每股转增 0.48 股，不派送红股	24.04	37.82	9.59	14.38	59.82%
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 每股转增 0.48 股	27.41	31.5	14.19	3.12	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

水运业务假设：a.运价假设：参考 PDCI 指数及内贸集运运力变动趋势，假设 2024 年水运业务单价回归至 2020 年水平，2023-2025 年公司水运业务单价分别同比增长-15%/-19%/+3%。b.运量假设：考虑到公司新船交付带来加权平均运力增长，预期 2023-2025 年计费箱量增速为 25% / 30% / 8%。

陆运业务假设：假设陆运业务单价保持稳定，随着运量提升，陆运业务利润率有望提升，假设 2023-2025 年陆运业务毛利率分别为 5%/7%/7%。

预计 2023-2025 年营业收入分别为 144/159/176 亿元，同比增长 1.4%/10.3%/10.9%，EPS 分别为 0.92/1.08/1.28 元/股。

表5：公司收入成本拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
加权平均总运力（万载重吨）	263	250	261	335	410	412
YOY	10%	-5%	4%	29%	22%	1%
营业收入	10,419	12,291	14,209	14,413	15,899	17,636
YOY	5%	18%	16%	1%	10%	11%
(1) 水运业务	8,124	10,163	12,322	11,982	12,581	13,873
计费箱量增速	7%	0%	-17%	25%	30%	8%
水运业务单价（元/TEU）	1,615	1,879	2,354	2,000	1,620	1,669
(2) 陆运业务	2,296	2,129	1,859	2,431	3,318	3,763
营业成本	8,961	9,677	11,006	11,598	13,178	13,949
(1) 水运业务成本	6,735	7,612	9,202	9,288	10,092	10,449



水运业务毛利率	17%	25%	25%	22%	20%	25%
(2) 陆运业务成本	2227	2065	1803	2309	3086	3500
陆运业务毛利率	3%	3%	3%	5%	7%	7%
归母净利润	1019	2404	2741	1934	2265	2678
EPS (最新摊薄)	0.49	1.14	1.31	0.92	1.08	1.28

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

表6: 2024 年公司业绩弹性测算

	PDCI-10%	2020 年 PDCI 水平	PDCI+10%
PDCI 水平	1084	1204	1325
公司水运单价	1458	1620	1782
水运业务收入测算	11471	12581	13690
水运业务毛利	2270	2489	2709
总毛利	2502	2721	2941
归母净利润	2046	2265	2485

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

由于安通控股暂无一致预测, 选取内贸航运公司兴通股份、盛航股份作为可比公司, 2023-2025 年, 可比公司平均 PE 分别为 16.17、12.07 和 9.31。相较于外贸集运行业, 中谷物流所属内贸集运行业竞争格局更加集中, 公司大船逐步下水, 运量有望大幅提升, 随着国内“散改集”和多式联运的推进, 公司成长属性更强。给予公司 2023 年 18 倍 PE, 对应目标价 16.6 元/股, 维持“买入”评级。

表7: PE 估值 (时间: 2023-06-27)

	EPS (元/股)			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
兴通股份	1.21	1.63	2.13	17.16	12.74	9.73
盛航股份	1.42	1.9	2.43	15.17	11.39	8.89
平均值	1.32	1.77	2.28	16.17	12.07	9.31
中谷物流	0.92	1.08	1.28	11.67	9.97	8.43

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险: 内贸集运需求受宏观经济影响较大, 若市场需求放缓, 将对公司经营业务产生不利影响。
- 2) 散改集落地速度放缓风险: 若散改集推进不及预期, 公司新船货源将受到影响, 从而加剧存量货源竞争。
- 3) 铁水联运落地不及预期风险: 若铁水联运实际推进速度不及预期, 将影响对公司增量货源的预期。

4) 测算偏差及第三方数据可信度风险等：报告测算基于一定前提假设及第三方数据，与实际经营存在偏差风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10479	10600	11060	11869
现金	4761	3659	4552	5189
交易性金融资产	4550	5000	5100	5200
应收账款	592	611	664	740
其它应收款	71	61	72	81
预付账款	20	153	140	119
存货	125	116	132	139
其他	360	1000	400	400
<b>非流动资产</b>	9651	9877	9800	9859
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1080	1080	1080	1080
固定资产	4708	6229	7066	7837
无形资产	207	253	298	343
在建工程	275	294	331	374
其他	3381	2021	1024	224
<b>资产总计</b>	20130	20477	20860	21727
<b>流动负债</b>	6105	6053	5658	5593
短期借款	300	1187	133	178
应付款项	2971	2621	3111	2929
预收账款	0	0	0	0
其他	2834	2245	2413	2486
<b>非流动负债</b>	4690	5564	5966	6107
长期借款	2720	3720	4120	4220
其他	1970	1845	1846	1887
<b>负债合计</b>	10794	11618	11624	11699
少数股东权益	32	36	39	43
归属母公司股东权	9304	8822	9197	9985
<b>负债和股东权益</b>	20130	20477	20860	21727

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3963	2710	4809	3911
净利润	2743	1938	2267	2682
折旧摊销	341	357	451	527
财务费用	45	320	223	334
投资损失	(274)	(90)	(165)	(176)
营运资金变动	426	(712)	856	(276)
其它	681	897	1176	820
<b>投资活动现金流</b>	(458)	(2302)	(1306)	(1310)
资本支出	(1403)	(1892)	(1321)	(1336)
长期投资	(700)	0	0	0
其他	1645	(410)	15	26
<b>筹资活动现金流</b>	(1806)	(1510)	(2609)	(1964)
短期借款	300	887	(1054)	44
长期借款	1229	1000	400	100
其他	(3335)	(3397)	(1956)	(2108)
<b>现金净增加额</b>	1699	(1102)	893	637

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	14209	14413	15899	17636
营业成本	11006	11598	13178	13949
营业税金及附加	39	29	24	26
营业费用	28	30	33	35
管理费用	215	216	238	265
研发费用	19	19	21	24
财务费用	45	320	223	334
资产减值损失	5	(1)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	274	90	165	176
其他经营收益	544	300	687	408
<b>营业利润</b>	3670	2592	3033	3587
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	3669	2590	3031	3585
所得税	926	652	764	904
<b>净利润</b>	2743	1938	2267	2682
少数股东损益	2	4	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	2741	1934	2265	2678
EBITDA	4087	3167	3735	4347
EPS (最新摊薄)	1.31	0.92	1.08	1.28

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.60%	1.43%	10.31%	10.92%
营业利润	14.06%	(29.39%)	17.02%	18.27%
归属母公司净利润	14.02%	(29.46%)	17.11%	18.26%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.55%	19.53%	17.12%	20.90%
净利率	19.31%	13.45%	14.26%	15.21%
ROE	28.75%	21.26%	25.03%	27.81%
ROIC	17.71%	12.78%	15.04%	16.41%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.62%	56.74%	55.72%	53.85%
净负债比率	45.07%	52.41%	48.12%	50.03%
流动比率	1.72	1.75	1.95	2.12
速动比率	1.70	1.73	1.93	2.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.71	0.77	0.83
应收账款周转率	25.91	23.98	24.98	25.16
应付账款周转率	4.38	4.15	4.60	4.62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.31	0.92	1.08	1.28
每股经营现金	1.89	1.29	2.29	1.86
每股净资产	6.56	4.20	4.38	4.75
<b>估值比率</b>				
P/E	8.24	11.67	9.97	8.43
P/B	1.64	2.56	2.45	2.26
EV/EBITDA	4.37	6.81	5.38	4.52

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>