

行业研究/动态点评

2019年10月13日

行业评级:

交通运输

中性(维持)

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

袁钉 执业证书编号: S0570519040005
021-28972077
yuanding@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
0755-82492284
linxiaying@htsc.com

黄凡洋 执业证书编号: S0570519090001
+86 21 28972065
huangfanyang@htsc.com

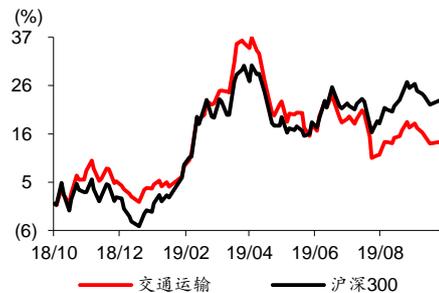
相关研究

1《大秦铁路(601006 SH,增持): 因秋季检修错期, 9月运量同比下降》2019.10

2《交通运输: 2019年国庆假期数据点评》2019.10

3《交通运输: 行业周报(第四十周)》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

受宏观因素影响, 子板块表现各异

2019年三季度业绩预览

受宏观经济增速放缓影响, 交运整体盈利较疲软, 各子板块表现存差异

2019年第三季度: 1) 航空票价承压拖累业绩, 机场非航业务提供增长动力; 2) 快递件量增速仍维持较快增长; 3) 油运大幅改善、集运&港口短期承压; 4) 铁路客货运总量保持稳健增长、高速ETC折扣使费率承压。展望四季度, 推荐关注快递“双十一”和油运旺季行情、门户枢纽机场建议长期配置、航空左侧布局、公路高股息吸引力仍在。

票价承压拖累航空业绩增长, 机场非航提供增长动力

三季度航空进入暑运旺季, 7-8月上市航司客座率同比持平, 三大航将更多的运力投入至国内线, 但国内线需求较为疲软, 国际线表现更为坚挺。在经济下行背景下, 票价同比存在下滑压力, 但油价低基数利好, 预计三季度航司业绩小幅增长。四季度逐步进入淡季, 供需改善仍需等待, 但油价低基数利好业绩, 建议关注航空左侧机会。机场板块流量增速在旺季有所提升, 需观察冬航季是否有进一步时刻增量。上海机场三季度免税增速或将放缓, 白云免税表现强势。当前股价估值合理, 门户枢纽建议长期配置, 首选上海机场。

快递优选圆通, 多式联运首推嘉友国际

快递: 即使竞争格局存变数, 行业中长期增速仍具吸引力; 我们维持板块“双十一”行情判断, 首选件量增速逆势上行, 估值和机构持仓均具比较优势的圆通。供应链: 大宗商品价格处于16年以来相对高位, 龙头企业通过份额提升实现稳健增长, 市场较为担心大宗周期下行后业绩估值双杀, 看好PB处于历史底部的建发股份。其它物流(剔除供应链和快递)个股差异较大, 盈利波动剧烈且面临成长瓶颈, 优选多式联运赛道嘉友国际。

油运同比大幅改善、集运短期承压、港口业绩增速放缓

油运: 行业复苏, 3Q19运价同比大幅上涨。其中, VLCC中东至中国运费同比大幅上涨87.7%。集运: 3Q19上海至美西、上海至欧洲运价同比分别下滑27.9%和18.1%。集装箱吞吐量增速放缓。我们预计集运公司业绩同比下降。港口: 今年以来, 受宏观经济及贸易摩擦影响, 全国主要港口吞吐量增速有所放缓。港口因地理位置及经济腹地不同, 个股业绩差异较大。重点关注: 招商轮船、中远海能、上港集团。

铁路布局改革主题, 公路三季度业绩平淡

铁路客货运总量保持稳健增长, 但地区差异较大。我们预计大秦铁路和铁龙物流三季度业绩承压, 广深铁路保持稳健增速。铁路法修订草案重点提及铁路土地开发政策, 推荐市值破净且首笔交储项目即将完成的广深铁路。高速公路暑期车流量数据较上半年明显好转, 但ETC通行费折扣预计使费率承压。考虑ETC可提升通行效率和降低人工成本, 我们预计ETC改造的长期影响呈中性。全球降息背景下, 公路高股息标的吸引力仍在增强。

风险提示: 经济低迷, 贸易摩擦, 油价上涨, 人民币贬值, 竞争结构恶化。

重点推荐

公司名称	公司代码	评级	10月11日 收盘价(元)	目标价区间 (元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
上海机场	600009.SH	增持	80.26	89.93-98.35	2.20	2.81	3.33	3.88	36.48	28.56	24.10	20.69
中国国航	601111.SH	买入	8.38	11.12-11.86	0.54	0.68	1.10	1.50	15.52	12.32	7.62	5.59
圆通速递	600233.SH	增持	11.84	12.11-13.54	0.67	0.71	0.84	0.98	17.67	16.68	14.10	12.08
深高速	600548.SH	买入	10.68	12.10-12.20	1.58	1.25	1.11	1.20	6.76	8.54	9.62	8.90
招商轮船	601872.SH	买入	6.40	6.52-6.88	0.19	0.28	0.45	0.58	33.68	22.86	14.22	11.03

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

覆盖公司 3Q19 业绩预测	4
航空：旺季不旺，供需结构改善仍需等待	5
供需结构尚未改善，票价或拖累航司三季度业绩增长	5
航空进入淡季等待供需改善，关注航空左侧机会	6
机场：免税依旧是关键因素，门户枢纽建议长期配置	7
旺季上市机场流量显示松动迹象，免税业务区分业绩增量	7
首选基本面良好、资产质量最高的上海机场	8
快递物流：快递优选圆通，多式联运首推嘉友国际	9
快递：积极参与“双十一”，首选圆通	9
非快递物流：优选多式联运赛道，首推嘉友国际	10
航运：油运&干散同比大幅改善、集运短期承压	12
油运：3Q19 业绩有望大幅提升；重点关注四季度旺季行情	12
集装箱运输：受宏观经济放缓及贸易摩擦影响，板块短期承压	13
干散运输：3Q19 运费同比改善；四季度旺季运费有望进一步提升	14
铁路：铁路法修订在即，关注改革主题机会	15
暑期客运量稳健增长，货运存在地区分化	15
关注铁路改革，土地开发和资产上市有望成为亮点	16
高速公路：收入受 ETC 折扣政策拖累	17
暑期车流量增速好于一二季度，但 ETC 折扣负面影响费率	17
公路设施升级正当时，把握 ETC 产业链机会	18
港口：受宏观经济影响，吞吐量增速放缓	19
受经济腹地、港口规模不同，个股业绩差异较大	19
关注港口整合、“一带一路”等主题行情	20
风险提示	20

图表目录

图表 1: 覆盖公司 3Q19 业绩预测.....	4
图表 2: 航空上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	5
图表 3: 航空上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-9 月 30 日)	5
图表 4: 2019 年 7-8 月航司运营数据	6
图表 5: 中国航空煤油出厂价 (含税)	6
图表 6: 美元兑人民币中间价.....	6
图表 7: 机场上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	7
图表 8: 机场上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-9 月 30 日)	7
图表 9: 机场上市公司 2019 年 7-8 月生产数据对比.....	8
图表 10: 快递物流重点标的的涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	9
图表 11: 快递物流重点标的的涨跌幅 (1 月 1 日至 9 月 30 日)	9
图表 12: 实物商品网上零售额及增速.....	10
图表 13: 规模以上快递企业件量	10
图表 14: 快递行业增速预测	10
图表 15: 南华大宗商品指数处于相对高位.....	11
图表 16: PC、智能手机和平板电脑出货量负增长	11
图表 17: 主要航运上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	12
图表 18: 主要航运上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-9 月 30 日)	12
图表 19: VLCC 市场: 供需增速	12
图表 20: VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)	12
图表 21: 集装箱运输市场: 供需增速.....	13
图表 22: 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	13
图表 23: 上海至美西集装箱运价	13
图表 24: 上海至欧洲集装箱运价	13
图表 25: 铁路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	15
图表 26: 铁路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-9 月 30 日)	15
图表 27: 铁路旅客周转量同比增速	15
图表 28: 铁路货物周转量同比增速	15
图表 29: 高速公路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	17
图表 30: 高速公路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-9 月 30 日)	17
图表 31: 高速公路客车流量同比增速.....	17
图表 32: 高速公路货车流量同比增速.....	17
图表 33: 乘用车和商用车销量.....	18
图表 34: 私家车保有量.....	18
图表 35: 主要港口上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (7 月 1 日-9 月 30 日)	19
图表 36: 主要港口上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅 (1 月 1 日-9 月 30 日)	19
图表 37: 全国主要港口货物吞吐量及增速 (2019 年 1-8 月)	19
图表 38: 全国主要港口集装箱吞吐量及增速.....	19

覆盖公司 3Q19 业绩预测

图表1: 覆盖公司 3Q19 业绩预测

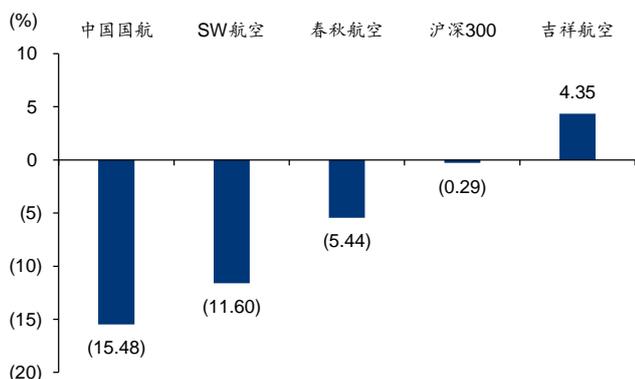
股票代码	公司名称	归母净利润 (人民币百万元)								
		3Q19E	3Q18	yoy	1H19	1H18	yoy	2019E	2018	yoy
601111.SH	中国国航	3,512	3,469	1.2%	3,139	3,469	-9.5%	9,279	7,336	26.5%
601021.SH	春秋航空	838	686	22.3%	854	727	17.5%	2,020	1,503	34.4%
603885.SH	吉祥航空	817	816	0.0%	579	618	-6.4%	1,621	1,233	31.5%
600009.SH	上海机场	1,304	1,119	16.5%	2,700	2,022	33.5%	5,423	4,231	28.2%
600004.SH	白云机场	245	216	13.6%	428	703	-39.1%	936	1,129	-17.1%
000089.SZ	深圳机场	210	207	1.7%	308	370	-16.7%	752	668	12.6%
601919.SH	中远海控	560	822	-31.9%	1,237	41	2932.8%	2,440	1,230	98.4%
600026.SH	中远海能	373	-53	nm	469	-216	-317.4%	1,475	105	1303.0%
601872.SH	招商轮船	349	335	4.3%	474	105	349.7%	1,674	1,167	43.4%
601598.SH	中国外运	750	642	16.7%	1,517	1,296	17.1%	2,353	2,704	-13.0%
600428.SH	中远海特	55	70	-21.1%	99	59	67.6%	247	86	187.2%
600018.SH	上港集团	1,912	1,723	11.0%	4,373	3,387	29.1%	11,380	10,276	10.7%
600717.SH	天津港	250	200	24.8%	424	447	-5.3%	643	600	7.0%
600233.SH	圆通速递	490	453	8.3%	863	802	7.6%	2,011	1,904	5.6%
002468.SZ	申通快递	650	743	-12.5%	832	867	-4.0%	1,848	2,049	-9.8%
603128.SH	华贸物流	85	74	14.8%	185	182	2.0%	369	323	14.2%
600153.SH	建发股份	610	531	14.8%	1,377	1,186	16.0%	3,911	4,672	-16.3%
603056.SH	德邦股份	130	152	-14.6%	105	307	-65.6%	556	700	-20.6%
002120.SZ	韵达股份	1,200	980	22.4%	1,296	1,000	29.6%	2,885	2,698	6.9%
603871.SH	嘉友国际	106	84	25.6%	180	140	28.5%	349	270	29.4%
600548.SH	深高速	518	552	-6.1%	1,577	969	62.8%	2,721	3,440	-20.9%
000429.SZ	粤高速 A	388	441	-12.0%	736	779	-5.5%	1,387	1,677	-17.3%
600377.SH	宁沪高速	1,202	1,164	3.3%	2,282	2,488	-8.3%	4,090	4,377	-6.6%
600033.SH	福建高速	221	209	5.8%	447	398	12.4%	799	734	8.9%
001965.SZ	招商公路	1,148	1,019	12.7%	2,301	2,012	14.4%	4,162	3,910	6.4%
601006.SH	大秦铁路	3,857	3,942	-2.1%	8,041	8,192	-1.9%	13,503	14,544	-7.2%
601333.SH	广深铁路	366	310	18.1%	762	654	16.5%	1,534	784	95.6%
600125.SH	铁龙物流	134	131	2.9%	266	278	-4.3%	493	508	-3.0%
600012.SH	皖通高速	293	296	-1.2%	548	556	-1.4%	1,146	1,123	2.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

航空：旺季不旺，供需结构改善仍需等待

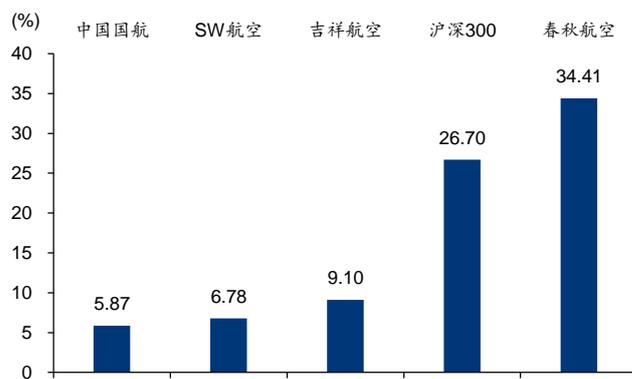
1月1日至9月30日，经济下行背景下，航空需求疲弱，叠加贸易摩擦不确定性对航空板块影响明显，SW航空指数跑输沪深300指数19.9pct，春秋航空上涨34.41%，跑赢沪深300指数，低成本航空抗周期性扰动能力凸显，涨幅居前。第三季度，旺季航空供需结构仍未改善，对于需求的低预期压制股价。7月1日至9月30日，SW航空跑输沪深300指数11.3pct，吉祥航空上涨4.35%，涨幅板块领先，主要由于宽体机运营存在改善迹象。

图表2：航空上市公司 vs 沪深300 涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：航空上市公司 vs 沪深300 涨跌幅（1月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

供需结构尚未改善，票价或拖累航司三季度业绩增长

2019年7-8月，上市航空公司客座率整体持平，国内线表现持续低迷。2019年暑运旺季7-8月，三大航ASK同增9.3%，纵向比较，2018年同期同增10.0%，运力投入增速持续下滑，但环比2019年上半年8.8%的增速略有提高，体现航司对于旺季的良好预期。但由于需求较差，三大航RPK同增9.3%，与投入增速基本匹配，客座率同比持平。三大航分区域看，在经济下行压力下，国内线供需尚未改善，7-8月三大航国内线ASK同增10.4%，2019年上半年增速仅为8.1%，航司将更多的运力投入至国内线，但国内线需求较为疲软，7-8月RPK同增9.6%，拖累国内线客座率同降0.6pct。受到出境游支撑，并且航司放缓国际线运力投入，国际线表现较为坚挺，ASK和RPK分别同增7.3%和9.3%，带动客座率同增1.6pct。地区线7-8月需求受区域事件影响下滑明显，RPK仅同增1.0%，ASK同增8.3%，客座率大幅下滑5.7pct。

中小航空公司方面，春秋作为国内低成本航空龙头，抗周期性扰动的能力显著，旺季运力持续投入，7-8月ASK/RPK分别同增13.4%/15.9%，客座率达到92.6%，同增1.9pct，明显领先其他航空公司，其国内/国际客座率分别同增0.5pct/5.2pct。吉祥伴随B787宽体机逐步交付，并且开始运营洲际航线，运力投入增长明显，7-8月ASK同增19.9%，同时RPK同增17.5%，拉低客座率1.8pct，其国际线ASK和RPK分别同增114.3%和106.6%，客座率同降3.1pct，预计伴随宽体机及洲际航线培育稳步推进，客座率下滑幅度将逐步缩窄。

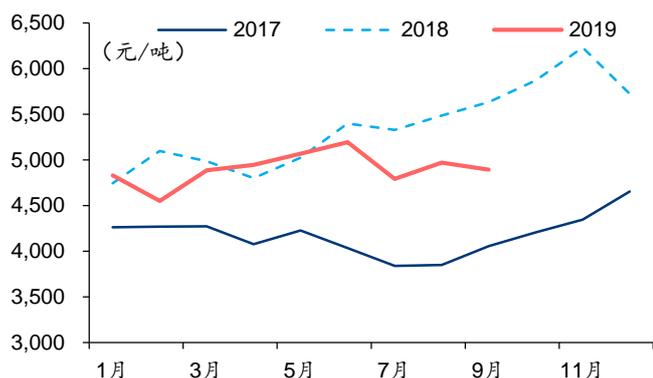
图表4：2019年7-8月航司运营数据

(百万)	国航			春秋			吉祥			三大航合计			上市航空合计		
	2019.7~8	2018.7~8	变化 (%)	2019.7~9	2018.7~8	变化 (%)	2019.7~8	2018.7~8	变化 (%)	2019.7~8	2018.7~8	变化 (%)	2019.7~8	2018.7~8	变化 (%)
客运															
可用座位公里	50,342	47,673	5.60	7,716	6,803	13.43	7,310	6,097	19.90	160,766	147,120	9.3	207,929	188,683	10.2
收入客公里	41,715	39,260	6.25	7,147	6,169	15.86	6,401	5,447	17.52	134,638	123,168	9.3	175,820	159,494	10.2
客座率 (%)	82.9	82.4	0.5pp	92.6	90.7	1.9pp	87.6	89.3	-1.8pp	83.7	83.7	0.0pp	84.6	84.5	0.0pp
国内															
可用座位公里	29,238	27,236	7.35	5,069	4,399	15.23	5,729	5,326	7.56	102,480	92,821	10.4	136,373	123,174	10.7
收入客公里	24,739	23,017	7.48	4,737	4,089	15.85	5,096	4,783	6.54	86,706	79,100	9.6	117,062	106,414	10.0
客座率 (%)	84.6	84.5	0.1pp	93.4	92.9	0.5pp	88.9	89.8	-0.9pp	84.6	85.2	-0.6pp	85.8	86.4	-0.6pp
国际															
可用座位公里	19,184	18,716	2.50	2,390	2,178	9.73	1,474	688	114.30	54,367	50,680	7.3	67,139	61,460	9.2
收入客公里	15,465	14,789	4.57	2,182	1,875	16.36	1,217	589	106.59	44,865	41,031	9.3	55,272	49,665	11.3
客座率 (%)	80.6	79.0	1.6pp	91.3	86.1	5.2pp	82.5	85.6	-3.1pp	82.5	81.0	1.6pp	82.3	80.8	1.5pp
地区															
可用座位公里	1,920	1,721	11.57	258	226	13.90	107	83	29.61	3,920	3,619	8.3	4,417	4,050	9.1
收入客公里	1,511	1,454	3.92	228	205	11.36	89	75	18.57	3,067	3,037	1.0	3,486	3,415	2.1
客座率 (%)	78.7	84.5	-5.8pp	88.5	90.5	-2.0pp	82.7	90.4	-7.7pp	78.3	83.9	-5.7pp	78.9	84.3	-5.4pp
货运															
货运载运吨公里	820	864	-5.09	19	16	18.91	40	26	54.43	2,601	2,596	0.2	2,937	2,911	0.9

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

票价承压，但油价低基数利好，预计航司业绩小幅增长。在经济下行，航空需求疲软的背景下，票价同比存在下滑压力，另外三季度航空煤油出厂价均价同比下降10.9%，降低航司成本的同时，为航司降低票价吸引乘客提供空间，预计三季度票价同比承压。汇兑方面，人民币贬值幅度缩窄，但三大航汇兑敏感性加大，2019年三季度人民币贬值2.8%（18年同期3.8%），汇兑损失或将拉低业绩。综合考虑票价及客座率情况，我们预计中国国航、吉祥航空、春秋航空三季度归母净利润分别为35.1/8.2/8.4亿元，同比各增长1.2%/0.0%/22.3%。

图表5：中国航空煤油出厂价（含税）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind、华泰证券研究所

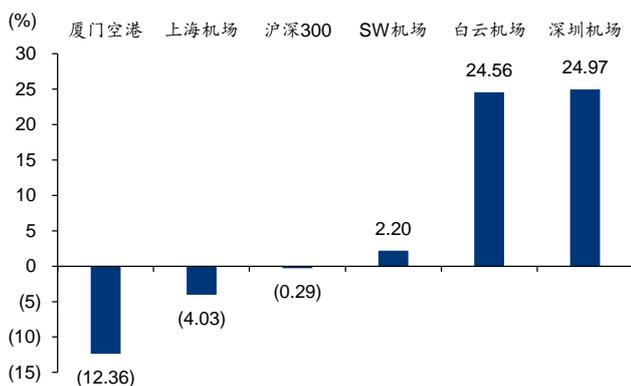
航空进入淡季等待供需改善，关注航空左侧机会

四季度航空淡季，等待供需改善，油价低基数利好业绩；若737MAX停飞时长超预期，压制明年供给增长，或带来供不应求。目前供需预期改善处于博弈阶段，航空估值低且合理，四季度逐步进入航空淡季，对于需求的低预期压制股价。未来等待供需结构改善，可能来源：1) 波音737MAX停飞，若时长超预期，有望带来供不应求；2) 因准点表现不佳重启时刻收紧；3) 刺激政策拉动需求回暖。2018年四季度航空煤油出厂价均价5,939元/吨，预计今年同期同比将大幅下滑，减轻航司成本压力。建议关注航空左侧机会，依次推荐中国国航、吉祥航空、春秋航空。

机场：免税依旧是关键因素，门户枢纽建议长期配置

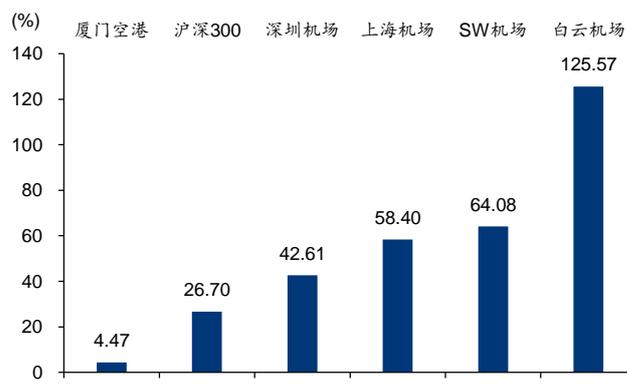
1月1日至9月30日，机场板块业绩稳健，同时受到免税业务推动，SW机场指数跑赢沪深300指数37.4pct，白云机场上涨125.57%，涨幅板块领先。7月1日至9月30日，白云机场免税势头更盛，股价持续走高，上涨24.56%，上海机场受到地区线需求走弱负面影响，并且市场担心免税销售额放缓，下跌4.03%，跑输沪深300指数，深圳机场上涨24.97%，机场板块领先。

图表7：机场上市公司 vs 沪深300涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8：机场上市公司 vs 沪深300涨跌幅（1月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

旺季上市机场流量显示松动迹象，免税业务区分业绩增量

大型航空基础设施投产，枢纽机场流量增速提升。2019年7-8月，面临浦东卫星厅和大兴机场等大型航空基础设施投产，航司加大国内线投入，主要上市枢纽机场在旺季流量增速有所提升。上海机场、白云机场、深圳机场飞机起降架次增速同比各增长1.7%/2.3%/1.6pct至2.0%/3.7%/5.0%，首都机场产能饱和并且面临搬迁，起降架次同比下滑1.3%（增速同比下滑6.1pct）。航班量的增长推动白云机场、深圳机场旅客吞吐量增速提升，分别同增1.3%/0.7pct至7.1%/8.5%，上海机场受到地区航线需求走弱的负面影响，旅客吞吐量同增2.8%，（增速同比下滑2.2pct），其中地区线同降10.6%。首都机场旅客吞吐量同比微涨0.9%。后期枢纽机场能否持续放量，需观察大兴机场、浦东卫星厅等大型基础设施投产后，民航局能否边际给予时刻增量。

目前上市机场非航业务仍是业绩主要增长动力，非航业务更有优势的机场，将录得更高的业绩增长。受到出入境旅客增速放缓影响，上海机场免税销售额或将有所放缓，叠加卫星厅投产增加成本，预计上海机场2019年三季度归母净利润为13.0亿，同比增长16.5%；中免对于白云机场免税业务重视程度不断提高，白云机场免税客单价存在上升趋势，预计白云机场三季度归母净利润为2.5亿，同比增长13.6%；深圳机场旺季运营平稳，预计三季度归母净利润为2.1亿，同比增长1.7%。

图9：机场上市公司2019年7-8月生产数据对比

	旅客吞吐量 (千人)			飞机起降架次 (千次)			货邮吞吐量 (千吨)		
	2019.7-8	同比增速	增幅变化	2019.7-8	同比增速	增幅变化	2019.7-8	同比增速	增幅变化
上海机场	13,535	2.8%	-2.2pp	87.2	2.0%	1.7pp	606.7	-4.2%	-3.7pp
白云机场	12,848	7.1%	1.3pp	81.4	3.7%	2.3pp	319.5	1.2%	-8.6pp
深圳机场	9,171	8.5%	0.7pp	63.0	5.0%	1.6pp	216.9	7.8%	2.4pp
首都机场	17,800	0.9%	-7.8pp	102.8	-1.3%	-6.1pp	-	-	-
厦门空港	4,904	2.7%	-12.2pp	33.6	0.6%	-4.8pp	53.1	-5.5%	-11.2pp

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

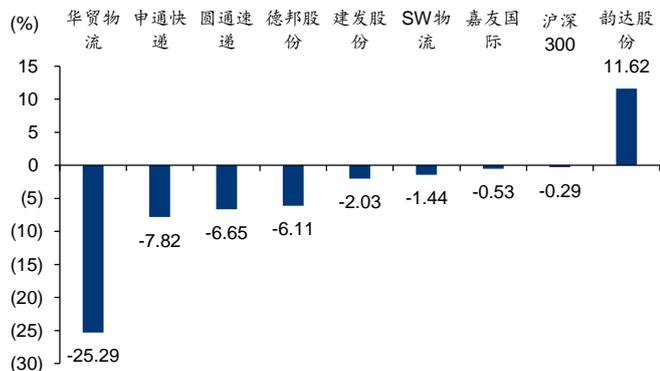
首选基本面良好、资产质量最高的上海机场

商业为枢纽机场主要增长动力，业绩增长稳健，但当前股价估值合理，门户枢纽建议长期配置，首选资产质量最高的上海机场。夏秋航季计划航班增速边际放松逐步在枢纽机场体现，大型产能投产后，冬航季或有进一步时刻增量。免税、广告等商业业务依然是近期业绩增长主要来源。随着新开商业面积及旅客消费能力持续升级，我们认为机场非航业绩有望维持较高增速，但股价反应相对充分，目前估值合理。机场业绩稳健，具配置价值，首选基本面良好、国际线优势明显、资产质量最高的上海机场，因：1) 旅客消费能力升级、新开 T1 入境免税面积、卫星厅商铺投产，推高非航增长，地区航线旅客回暖后，免税销售额增速有望回升；2) 产能相对富裕；3) 航线结构改善，国际及地区线占比提高。

快递物流：快递优选圆通，多式联运首推嘉友国际

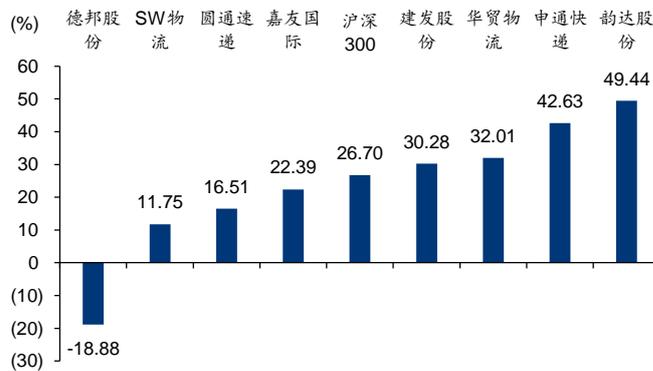
7月1日至9月30日，申万物流指数小幅跑输沪深300指数；我们覆盖的重点标的中，由于资金抱团效应，韵达股份领涨(+11.6%)；上海自贸区兑现，华贸物流领跌(-25.3%)。1月1日至9月30日，申万物流明显跑输沪深300指数；我们覆盖的重点标的中，资金抱团叠加估值修复，韵达股份领涨(+49.4%)；业绩持续低于预期，德邦股份领跌(-18.9%)。

图表10：快递物流重点标的涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：快递物流重点标的涨跌幅（1月1日至9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

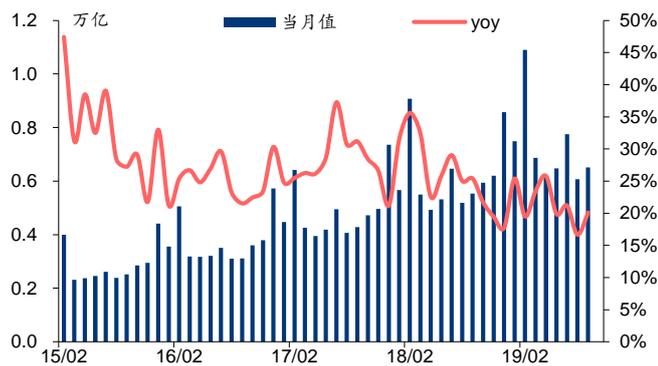
快递：积极参与“双十一”，首选圆通

1-8月，全国实物商品网上零售额为50746亿元（同比+20.8%），全年维持稳健增长。得益于拼多多的拉动，二季度以来全国快递件量维持较快速增长。1Q19/2Q19，行业件量同比分别增长22.5%/28.4%（其中拼多多分别贡献9.3%/14.7%）。7/8月行业件量分别增长28.6%/29.3%，均小幅超市场预期，我们预计9月行业件量增长25%左右，环比小幅下行（邮政局增速指引26.5%），对应3Q19件量增速约为27.6%，我们同时预计4Q19件量增长约25%。

虽然快递行业件量维持较快速增长，但市场竞争的激烈程度仍然超乎我们的预期。1Q/2Q/3Q，中通/申通/圆通先后发力（百世2Q以来处于调整期，4Q仍有跟进的可能），中小快递企业持续退出（1Q/2Q剔除六家上市快递企业件量分别下降9%和5%）。通过管理优化和规模效应，龙头企业成本明显下降，部分抵消价格下降的压力。

2019-2021年，我们仍然可以期待主要快递企业成本5%-7%的年均降幅。综合考虑价格竞争和市场集中度提升，我们预计圆通/申通/韵达/德邦三季度归母净利润同比+8%/-13%/+22%/-15%。近期，对高频数据和新进入者的担忧扰动市场情绪；虽然行业长短期竞争格局仍存变数，我们维持快递板块“双十一”行情判断，首选件量增速逆势上行，且估值和机构持仓均具比较优势的圆通。

图表12: 实物商品网上零售额及增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值

图表13: 规模以上快递企业件量



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 为避免春节错位干扰, 剔除了1月数据, 2月数据为1-2月累计值

图表14: 快递行业增速预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
电商 GMV (亿)	18925	27889	38028	46812	61000	79425	99657	119625	139969	160462	182144
yoy	59.4%	47.4%	31.6%	25.6%	28.0%	30.2%	25.5%	20.0%	17.0%	14.6%	13.5%
渗透率	7.8%	10.3%	12.6%	14.1%	16.7%	20.8%	24.0%	26.3%	28.2%	29.8%	31.4%
国内快递 (百万)	8924	13640	20230	30660	39230	49604	62328	73025	83590	94791	106859
yoy	62.2%	52.8%	48.3%	51.6%	28.0%	26.4%	25.6%	17.2%	14.5%	13.4%	12.7%
电商快递	6995	11272	17497	27490	35584	45411	57534	67578	77400	87799	98994
yoy	80.6%	61.1%	55.2%	57.1%	29.4%	27.6%	26.7%	17.5%	14.5%	13.4%	12.8%
阿里		8106	11480	15720	19800	24200	29111	34474	39984	45588	51538
yoy			41.6%	36.9%	26.0%	22.2%	20.3%	18.4%	16.0%	14.0%	13.1%
拼多多				233	2365	6105	11814	14793	17251	19958	22922
yoy					915.7%	158.1%	93.5%	25.2%	16.6%	15.7%	14.9%
其它				11537	13419	15106	16610	18310	20165	22254	24535
yoy					16.3%	12.6%	10.0%	10.2%	10.1%	10.4%	10.2%
商务快递	1929	2368	2733	3170	3646	4193	4793	5447	6190	6991	7865
yoy	18.4%	22.8%	15.4%	16.0%	15.0%	15.0%	14.3%	13.6%	13.6%	13.0%	12.5%
国际快递	262	330	430	620	830	1110	1421	1776	2167	2600	3068
yoy	44.0%	26.0%	30.3%	44.2%	33.9%	33.7%	28%	25%	22%	20%	18%
全国快递	9187	13960	20670	31280	40060	50710	63749	74801	85756	97391	109928
yoy	61.6%	52.0%	48.1%	51.3%	28.1%	26.6%	25.7%	17.3%	14.6%	13.6%	12.9%

资料来源: 邮政局、华泰证券研究所

非快递物流: 优选多式联运赛道, 首推嘉友国际

供应链: 去年下半年以来, 伴随宏观经济下行, 供应链行业风险频发, 板块经历了业绩估值双杀, 部分标的面临退市风险。

1) 大宗商品供应链: 典型商业模式以垫资为核心(准金融机构), 盈利和估值均对大宗价格较为敏感。年初至今, 南华大宗指数仍处于16年以来的高位, 龙头企业受益集中度提升, 盈利仍能稳步增长, 我们预计建发股份三季度归母净利同比增长15%左右。但市场担心供给侧改革退出后, 大宗价格下行可能导致板块业绩估值双杀, 我们继续看好PB处于历史底部的建发股份。

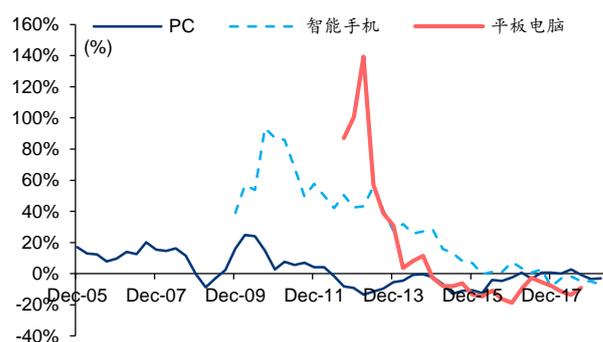
2) ICT供应链: 从全球看, PC、智能手机、平板电脑三大件出货量均处于收缩状态。在下游需求萎缩的状态下, ICT供应链企业普遍面临盈利下滑压力, 板块整体谨慎。

图表15: 南华大宗商品指数处于相对高位



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表16: PC、智能手机和平板电脑出货量负增长



资料来源: Wind、华泰证券研究所

其它物流 (非快递非供应链): 个股差异较大, 盈利波动剧烈且面临成长瓶颈, 优选多式联运赛道和主题标的。

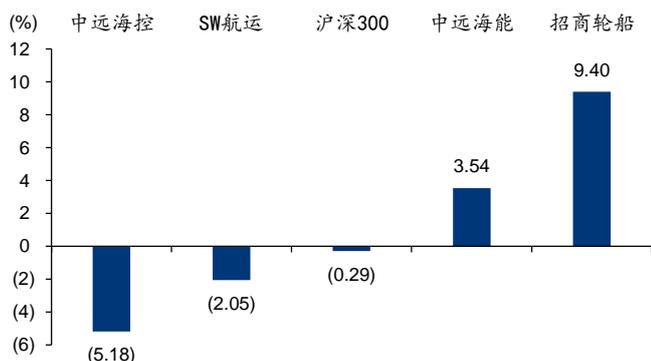
1) 多式联运是降低物流成本的有效路径, 也符合中央“运输结构调整”的思路。铁路集装箱是增速最快的细分物流市场(15-18年复合增速44%), 公铁联运赛道具备广阔空间, 有望产生类似美国JB Hunt牛股; 我们预计嘉友国际三季报归母净利润同比增长26%, 重申“买入”评级。

2) “自贸区”和“自贸港”主题阶段性表现活跃, 我们预计华贸物流三季度归母净利润同比增长15%, 关注公司主题投资机会。

航运：油运&干散同比大幅改善、集运短期承压

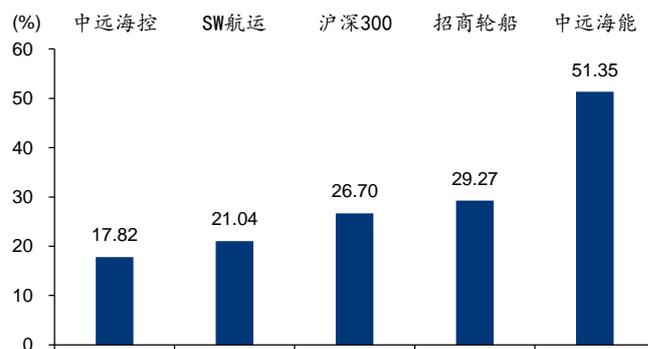
1月1日至9月30日，SW 航运指数跑输沪深300指数。其中，中远海能和招商轮船涨幅居前，分别上涨51.35%和29.27%，均跑赢市场，主要受油运行业复苏驱动。7月1日至9月30日，SW 航运指数跑输沪深300指数，但中远海能和招商轮船涨幅居前，跑赢市场。中远海控1月1日至9月30日和第三季度，股价表现均跑输市场和航运板块，主要受宏观经济放缓及贸易摩擦等负面因素影响。

图表17：主要航运上市公司 vs 沪深300涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18：主要航运上市公司 vs 沪深300涨跌幅（1月1日-9月30日）

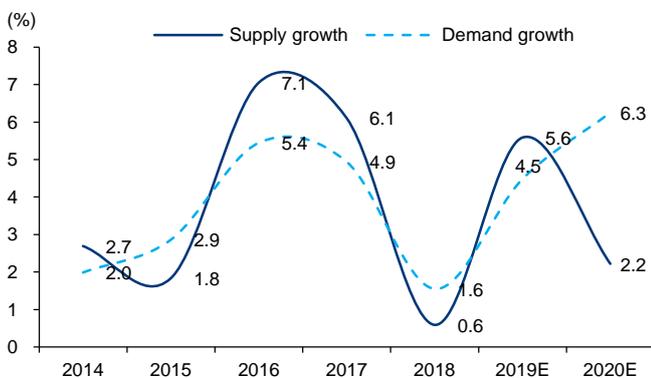


资料来源：Wind，华泰证券研究所

油运：3Q19 业绩有望大幅提升；重点关注四季度旺季行情

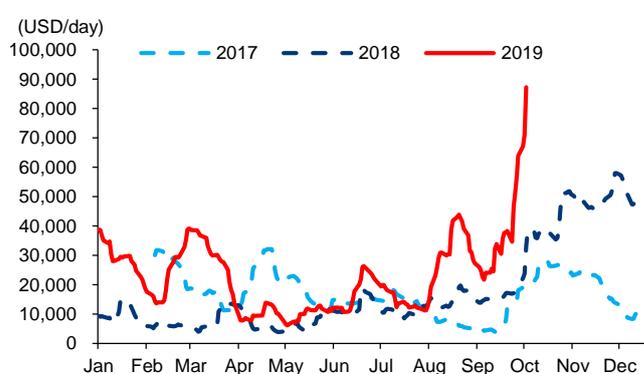
2019年第三季度，VLCC 中东至中国航线(TD3C)运费均值为26,103 美金/天，同比上涨87.7%，环比上涨108.4%。受益运价上涨，油运公司3Q19 业绩有望实现大幅提升。中长期看，受益全球原油需求稳步增长、长航距运输需求增加及环保条令实施带来的老旧船舶加速拆解，2019-2020年油运行业处于上行周期。我们预计2019年行业供给增速为5.6%，需求增速从去年的1.6%回升至4.5%。根据Clarksons 数据，目前行业新造船订单量处于历史低位，未来两年行业供给增速将出现明显放缓趋势。我们预计2020年行业供给增速将从今年的5.6%大幅下降至2.2%，而需求增速将进一步提升至6.3%。行业供需结构进一步改善，将有利整体运费水平的提高。

图表19：VLCC 市场：供需增速



资料来源：Clarksons，华泰证券研究所

图表20：VLCC 中东-中国航线运费 (TD3C TCE)



资料来源：波罗的海交易所，华泰证券研究所

重点关注

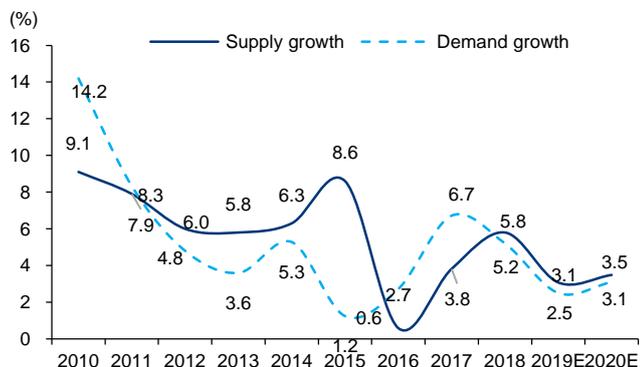
中远海能：受益行业运费水平提升，我们预计中远海能3Q19归母净利润为3.7亿元，同比实现扭亏为盈（上年同期净亏损5,300万元）。值得关注的是，9月25日公司全资子公司大连油运被美国加入伊朗制裁相关限制实体名单，将影响大连油运旗下的船舶运营。2019年上半年，大连油运贡献公司归母净利润的39%。我们假设最差情况，大连油运旗下船舶完全被限制使用，影响公司60%的VLCC运力，同时影响行业3%的船舶供给，推动行业运费水平上涨。截止目前，公司尚未对被制裁及对经营层面的实质影响给予评论或指引。

招商轮船：受益行业运费水平提升，我们预计招商轮船3Q19归母净利润为3.5亿元，同比增长4.3%。展望四季度，受益行业需求旺季及中远海能部分运力受限制而退出市场，行业整体运费水平和公司四季度业绩有望超市场预期。

集装箱运输：受宏观经济放缓及贸易摩擦影响，板块短期承压

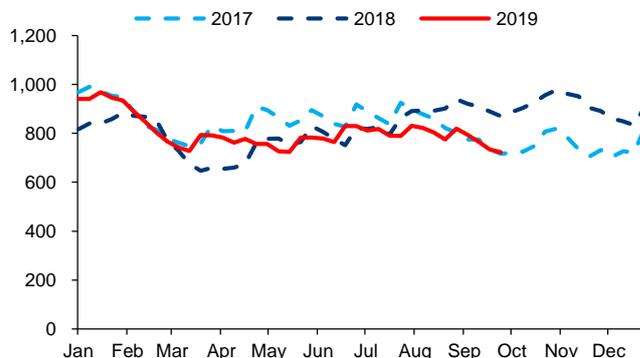
2019年第三季度，SCFI指数均值为790，同比下降9.9%。其中，上海至美西航线运价均值为1,484美金/天，同比下降27.9%；上海至欧洲航线运价均值为722美金/天，同比下降18.1%。货物吞吐量方面，根据CTS数据，2019年7-8月，全球共完成集装箱运输量2,917万标准箱，同比增长2.2%。其中，亚洲至美国、亚洲至欧洲货量同比上涨1.6%和2.9%，货量增速放缓。展望四季度，我们维持对集装箱运输板块的谨慎观点。建议密切关注近期中美谈判进展及后续对进出口贸易和集装箱运输的影响。

图表21： 集装箱运输市场：供需增速



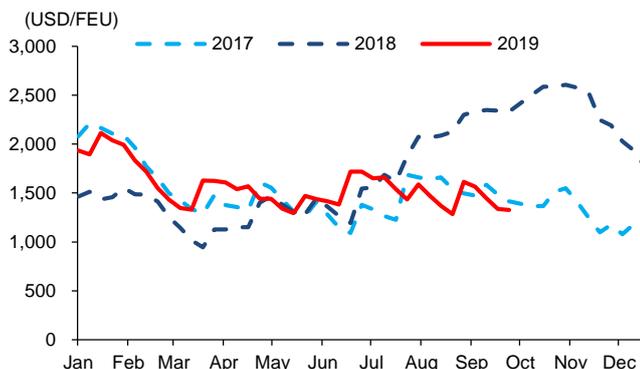
资料来源：Alphaliner，华泰证券研究所

图表22： 上海出口集装箱运价指数 (SCFI)



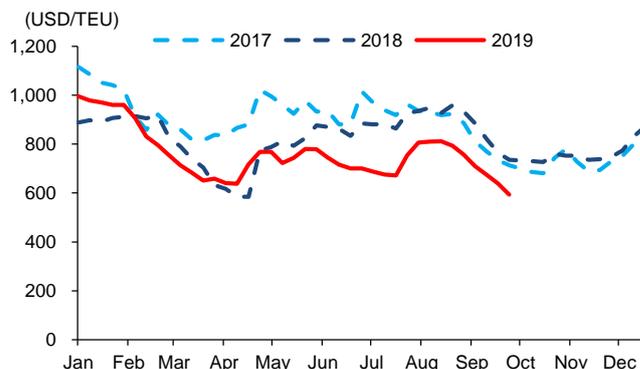
资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

图表23： 上海至美西集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

图表24： 上海至欧洲集装箱运价



资料来源：上海航运交易所，华泰证券研究所

重点关注

中远海控：我们预计公司 3Q19 归母净利润为 5.6 亿元，同比大幅下滑 31.9%，主要受运费大幅下降所致。鉴于集运业的高度集中性，在当前贸易形势不明朗的情况下，运力部署和价格策略变得愈加重要。考虑到正在进行的贸易谈判或将带来行业运力部署以及价格策略的变化，我们对行业发展保持谨慎观点。

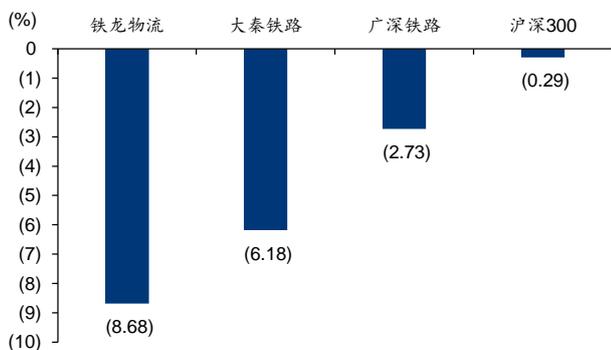
干散运输：3Q19 运费同比改善；四季度旺季运费有望进一步提升

今年一季度，受巴西矿难和澳洲飓风等异常天气影响，全球铁矿石出货量受限，影响干散运费水平。自今年 5 月起，伴随铁矿石出货量逐步恢复，运费逐步修复。第三季度，BDI 指数均值为 2,030，同比大幅上涨 26.32%。展望四季度，受益季节性旺季需求推动，我们预期运费水平有望进一步上行。中长期看，我们认为受益低硫环保条令的执行，老旧船舶有望加速淘汰，利好行业供给端改善。A 股无外贸干散运输对应标的公司，建议关注港股太平洋航运。

铁路：铁路法修订在即，关注改革主题机会

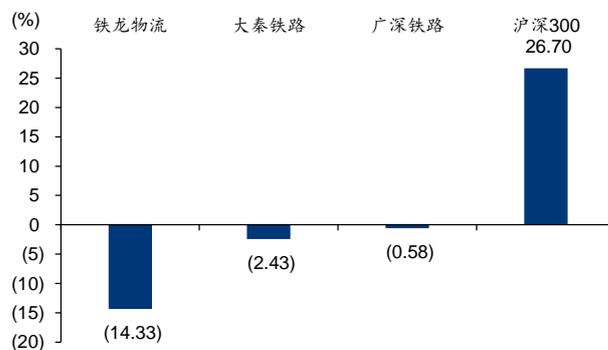
1月1日至9月30日，铁路上市公司均跑输沪深300指数。其中，7月1日至9月30日，大秦铁路下跌6.18%，主要受到东南沿海电煤需求不佳的拖累；广深铁路下跌2.73%，因普客提价低于预期，公司估值下折；铁龙物流下跌8.68%，主要反映中报业绩的下滑。

图表25：铁路上市公司 vs 沪深300 涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表26：铁路上市公司 vs 沪深300 涨跌幅（1月1日-9月30日）



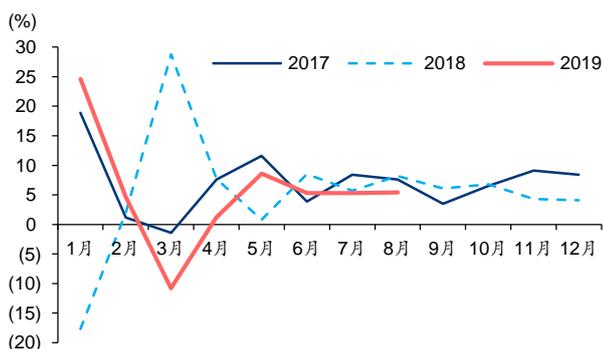
资料来源：Wind、华泰证券研究所

暑期客运量稳健增长，货运存在地区分化

暑期铁路客运量保持高个位数增长，动车组贡献全部增量。7-8月，国铁客运量同比增长10.4%，增速较二季度小幅提升1.2pct；其中，动车组占总客运量的62.5%，其发送旅客量同比提高16.9%，增速较二季度提升2.7pct；普通列车客运量基本持平。

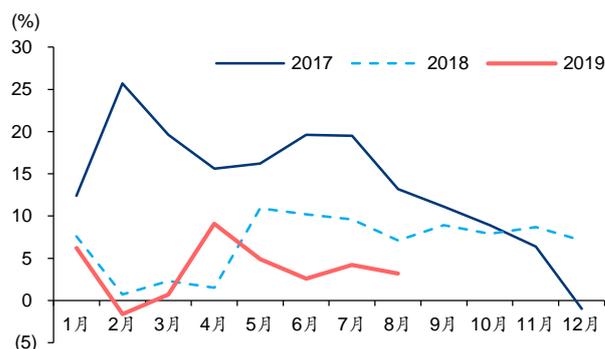
为完成“公转铁”目标，在一季度货运不景气的情况下，铁总陆续下浮太原局、沈阳局、西安局、呼和局等货运大局的部分线路的运费，随后二三季度货运量增速出现回升。7-8月，国铁货运量同比增长7.6%，增速较二季度略降0.7pct，较一季度提升4.7pct。

图表27：铁路旅客周转量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表28：铁路货物周转量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

铁路货运地区差异较大。西煤东运线路受经济低迷、水电挤压的负面影响，加上港口电厂库存高企，整体表现平淡。7-9月，大秦线货运量同比下滑7.8%。我们预计，大秦铁路7-9月归母净利润为38.57亿元，同比略降2.1%；大秦线货运量下滑拖累业绩，但唐港铁路并表利润增加以及财务费用降低预计弥补部分利润的下滑。我们预计，铁龙物流7-9月归母净利润为1.34亿元，同比略增2.9%；煤炭、铁矿石等大宗商品需求不佳，或继续影响沙鲛线和供应链业务的量与价；受益于“公转铁”，特种箱业务预计保持高增长。我们预计，广深铁路7-9月归母净利润为3.66亿元，同比增长18.1%，假设其成本结算节奏与去年同期一致。

关注铁路改革，土地开发和资产上市有望成为亮点

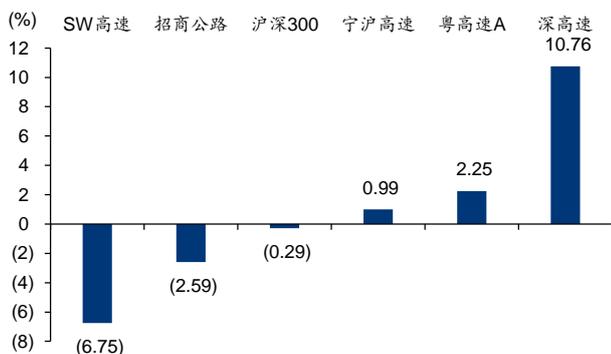
7月30日，国家铁路局就《中华人民共和国铁路法（修订草案）》向社会公开征求意见。《铁路法》自1991年生效以来，仅在2009、2015年进行两次小修。本次草案的修订幅度较大，主要有两个看点。铁路法草案鼓励铁路运输企业对既有铁路站场及毗邻区域实施土地综合开发利用。国务院曾在2013年、2014年发文支持铁路土地综合开发（详见《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》、《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》），但实际执行层面进展缓慢，主要因为土地开发需要地方政府与铁路部门配合，涉及复杂的利益博弈。我们认为，随着铁路法确立土地开发政策，其后续配套实施细则有望发布，理顺路地双方权责利益分配，利好铁路土地开发的推进。铁路法草案明确铁路运输企业应当承担公益性运输任务和公益性线路的经营任务，国家和地方人民政府承担公益性铁路建设投资主体责任，并对公益性铁路运营亏损予以补偿。

铁路改革大方向不变，建议投资者关注铁路主题投资机会，推荐市值破净且首笔铁路交储项目即将完成的广深铁路。国铁集团董事长陆东福在两会期间表示，京沪高铁、中铁特货正在筹备上市。我们认为，优质资产的上市有望提振铁路行业估值。

高速公路：收入受 ETC 折扣政策拖累

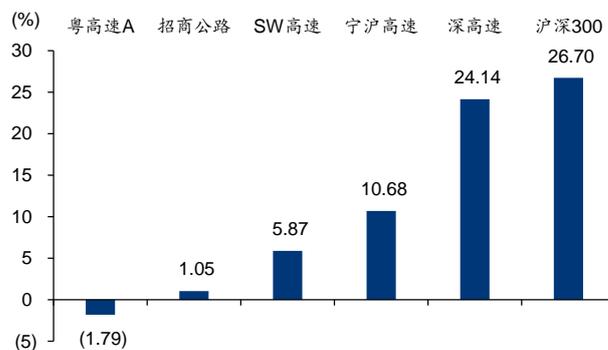
1月1日至9月30日，SW 高速公路指数跑输沪深 300 指数，深高速在个股中涨幅居前。7月1日至9月30日，深高速上涨 10.76%，主要受到中报业绩向好与高股息率驱动；粤高速 A、宁沪高速分别上涨 2.25%、0.99%，小幅跑赢沪深 300 指数，全球降息背景下，高股息标的吸引力在增强。

图表29：高速公路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30：高速公路上市公司 vs 沪深 300 涨跌幅（1月1日-9月30日）



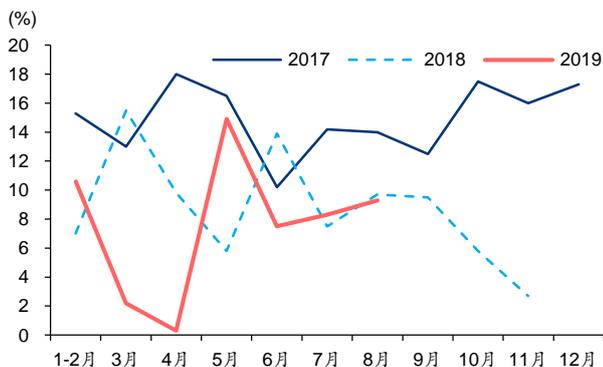
资料来源：Wind、华泰证券研究所

暑期车流量增速好于一二季度，但 ETC 折扣负面影响费率

暑期车流量数据较上半年明显好转。7-8月，高速公路客车、货车流量分别同比增长 8.8%、8.6%，增速较上半年分别提高 1.0pct、2.2pct。汽车销量是判断高速公路车流量的先行指标，乘用车销量增速略有好转。2019年7-8月，乘用车销量同比下降 5.9%，降幅较上半年缩窄 8.1pct；商用车销量同比下滑 4.5%，降幅与上半年略扩大 0.4pct。

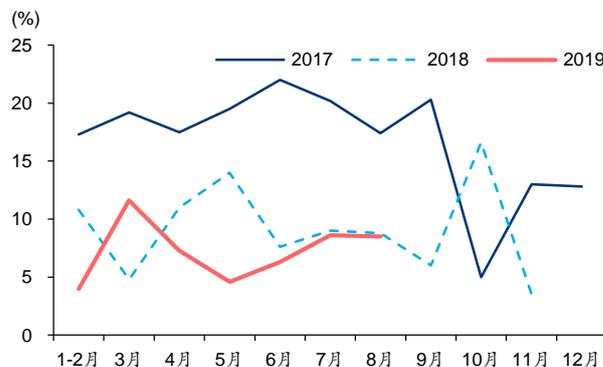
ETC 通行费折扣使收费标准承压。自 7 月 1 日起，全国各省推广 ETC 通行费 95 折优惠政策。广东省与江苏省原 ETC 优惠力度为 98 折，第三季度起，折扣力度升级为 95 折。受 ETC 优惠政策调整及 ETC 使用率提升的综合影响，我们测算，广东省 2019 年下半年、2020 年上半年、2020 年下半年的费率预计降低 2.54%、3.36%、0.82%，江苏省费率预计降低 2.51%、3.47%、0.96%。长期看，ETC 升级改造的影响呈中性，投资者对 ETC 优惠政策不必过于担忧，原因在于：1) ETC 使通行效率提升，降低拥堵，有利于提升高峰期车流量；2) 机器替代人工，人工成本预计逐步下降。

图表31：高速公路客车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32：高速公路货车流量同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33： 乘用车和商用车销量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34： 私家车保有量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

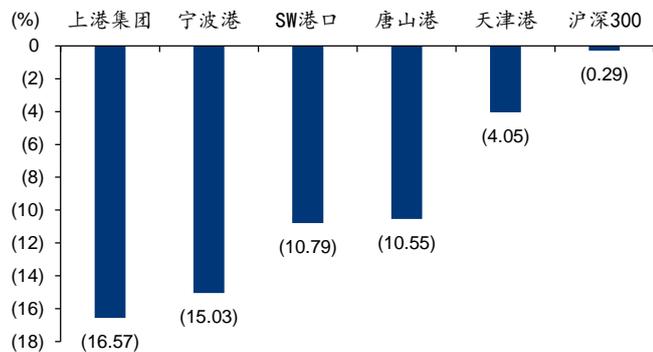
公路设施升级正当时，把握 ETC 产业链机会

7月4日，交通运输部李小平主持部务会，会议要求：“要坚决打赢取消高速公路省界收费站攻坚战，狠抓工程建设，大力推广ETC发行，加快推动重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等政策优化完善，加快推进相关法律法规修订，加强网络安全管理，推动做好存量债务置换、人员安置等工作。”我们认为，1) 取消省界站将利好居民出行和企业物流效率提升，促进车流量增长；2) 配套措施涉及多个政策调整，公路运营行业或面临短期波动。交通部在5月28日的新闻会明确表示，现行收费公路投资者和经营管理者合法权益不会受影响。高速公路设施升级有望带动产业链机会，关注ETC的OBU和RSU设备、高速公路入口计重设备、相关配套软件等上下游公司。

港口：受宏观经济影响，吞吐量增速放缓

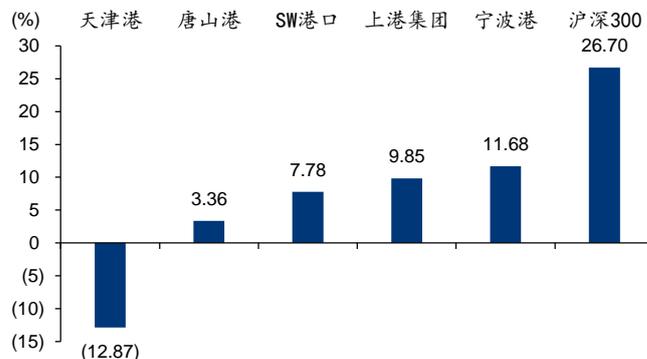
1月1日至9月30日，SW港口指数跑输沪深300指数。其中，天津港跌幅居前，下跌12.87%。7月1日至9月30日，SW港口指数跑输沪深300指数，上港集团和宁波港跌幅居前，分别下跌16.57%和15.03%，主因主题和资金轮动导致。由于港口板块受自贸区、“一带一路”和港口整合的主题驱动影响较多，股价波动较大。

图表35：主要港口上市公司 vs 沪深300涨跌幅（7月1日-9月30日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：主要港口上市公司 vs 沪深300涨跌幅（1月1日-9月30日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

受经济腹地、港口规模不同，个股业绩差异较大

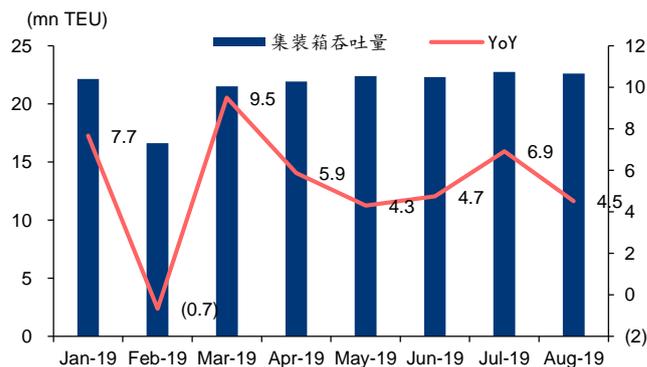
受宏观经济增速放缓及港口下调装卸费率的影响，我们预计2019年第三季度港口板块整体业绩增速将有所放缓。根据交通运输部数据，2019年7-8月，全国主要港口完成货物吞吐量23.8亿吨，完成集装箱吞吐量4,539万标准箱，同比分别增长6.3%和5.7%，吞吐量增速均有所放缓。由于受经济腹地、货源种类及港口其他增值服务产业发展程度不同，港口个股间业绩差异较大。

图表37：全国主要港口货物吞吐量及增速（2019年1-8月）



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

图表38：全国主要港口集装箱吞吐量及增速



资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

关注港口整合、“一带一路”等主题行情

上港集团:受益公司港口增值服务及投资收益的贡献,我们预计公司3Q19归母净利润19.1亿元,同比增长11.0%,其中来自投资收益的贡献约13亿元。受宏观经济影响,我们预期公司港口吞吐量增速将有所放缓,但港口增值服务及其他投资收益贡献将相对稳定。中长期看,受益于上海自贸港建设和港区的进一步开放发展,我们认为上海港有望吸引更多国际中转货源及扩大港区增值服务,进一步提升港口盈利能力。

天津港:我们预计公司3Q19归母净利润为2.5亿元,同比增长24.8%,主要受上年低基数影响。2017-2018年,由于环保管制,天津港限制“汽运煤”业务,港口吞吐量出现明显下滑。今年以来,通过对港口货源及业务结构的调整,公司积极发展集装箱装卸业务,港口盈利水平逐步修复。中长期看,我们认为天津港有望受益雄安新区及天津自贸区的加速发展,货物吞吐量及港口盈利能力有望进一步提升。

风险提示

(1) 经济低迷

航空、机场:经济增速放缓,可能令出行需求不达预期;航运、港口:全球经济下滑,可能使海运需求增长低于预期,需求下挫可能进而拖累运价;物流:需求不足可能导致快递业务量不及预期;铁路、公路:大宗商品需求下滑,可能使铁路公路货运量增速放缓。

(2) 贸易摩擦

航空:中美贸易摩擦,可能影响国际线补贴;航运、港口:中美冲突加剧,导致中美贸易量大幅下降,进而影响海运运量、港口吞吐量。

(3) 油价上涨

航空:油价大幅上涨,可能令运营成本大幅上升,侵蚀利润;物流、公路:油价上涨,可能使道路运输成本上涨。

(4) 人民币贬值

航空:人民币大幅贬值,可能产生大额汇兑损失,减损盈利。

(5) 竞争结构恶化和政策风险

航空:高铁提速,可能对航空分流效应加大;航运:IMO低硫令延期执行,老旧船舶拆解量低于预期,行业总体供给增长超预期;物流:价格竞争超预期,导致营收和盈利不及预期;机场:民航控准点率可能影响机场时刻容量;铁路、公路:公路降费、“公转铁”、治超载构成多重扰动;港口:环保限令执行力度高于预期,散杂货吞吐量大幅下滑。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com