

交运数据看经济:港口货量增速靠内需, 快递增长亮点在中西部

▶**港口数据偏周期属性, 2019年上半年港口吞吐量增长靠内需, 内需靠基建相关的大宗商品。**2019年上半年港口货物吞吐量, 沿海主要港口同比+3.1%而内河主要港口+18%, 分化明显。特别地, 外贸货物吞吐量仅+2.5%, 运输需求靠内需拉动。此外, 按照过往的数据, 在内河港口的货物吞吐量中, 跟房地产和基建相关的煤炭、金属矿石、钢铁、矿建材料和水泥占比比沿海高, 达到了四分之三左右。其中煤炭有一部分是用于发电, 并不全部与房地产和基建直接相关, 但即便剔除这一因素, 我们仍推断2019年上半年, 与房地产和基建相关的需求拉动了内河主要港口货物吞吐量的增长继而拉动了全国的货物吞吐量的增速。其中, 广西和湘鄂皖赣中部地区的内河货物吞吐量增速较快。

▶**快递数据偏消费属性, 快递需求增长的亮点在中西部地区。**

2019年上半年, 全国规模以上快递业务量达到277亿件, 同比+26%, 增速相较2018年下降1个百分点。除沿海的苏浙和闽粤外, 单从快递的量来说, 位于地理或者经济的中西部的湘鄂赣豫皖以及黔桂滇琼地区的增速是位于全国前列的。其中中部的湘鄂赣豫皖地区增速达35%, 排名第一。上海北京等地快递业务量出现负增长。此外, 中西部地区的人均快递量增速排名靠前, 表明该地区消费情况日益活跃。

▶**参照上述两组数据, 无论是周期还是消费, 未来中西部地区将是增量研究的一个重点。**中西部地区未来发展的因素或许包括但不限于以下几点: 1) 沿海地区地价的上涨带来的产业往中西部转移; 2) 中西部地区自身交通条件的持续改善; 3) 中西部地区劳动力工作习惯的改变, 从沿海务工到本地就业。

风险提示: 宏观经济下行、经济结构调整转型不达预期。

评级及分析师信息

行业评级: 推荐

行业走势图



分析师: 丁一洪

邮箱: dingyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070001

联系电话: 0755-83025232

分析师: 卓乃建

邮箱: zhuonj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100003

联系电话: 0755-83025232

研究助理: 李承鹏

邮箱: licp1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话: 0755-83025232

分析师: 洪奕昕

邮箱: hongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080004

联系电话: 0755-83025232

正文目录

| | |
|---|----|
| 1. 根据地理、交通、资源和人口等特点，我们按照 12 个区域来分析交运数据..... | 3 |
| 2. 2019H1 港口货物吞吐量，沿海同比+3.1%而内河+18%，分化明显，外贸吞吐量仅+2.5%，周期品需求靠内需拉动..... | 4 |
| 2.1. 煤炭、金属矿石、矿建材料等在港口货物吞吐量中占比高，集中体现周期品的需求..... | 4 |
| 2.2. 2019 年 H1 内河港口吞吐量增速显著高于沿海吞吐量..... | 5 |
| 2.3. 外贸货物增速低迷拖累沿海港口吞吐量，内需推动内河港口货物吞吐量增长..... | 8 |
| 3. 从快递量看消费，中西部地区是增长亮点..... | 10 |
| 3.1. 总体依然保持高增速，中西部地区增速显著高于其他地区..... | 10 |
| 3.2. 中西部地区人均快递量增速排名靠前，揭示该地区消费日益活跃潜力大..... | 11 |
| 4. 风险因素..... | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1 2017 年沿海主要港口金属矿、煤炭、矿建材料、石油、钢铁及其他货物吞吐量占比分别为 16.8%/17.5%/7.3%/9.9%/44.8%..... | 5 |
| 图 2 2016 年内河主要港口煤炭、石油及天然气、金属矿石、钢铁、矿建材料、水泥、其他货物吞吐量占比分别为 20.3%/3.5%/13.4%/4.7%/30.9%/6.9%/20.3%..... | 5 |
| 图 3 2019 年 H1 内河、沿海港口货物吞吐量同比增速分别为+18.0%/+3.1%..... | 6 |
| 图 4 2019 年 H1 内河、沿海港口集装箱吞吐量同比增速分别为+11.6%/+4.4%..... | 6 |
| 图 5 2019 年 H1 各省内河主要港口货物吞吐量..... | 6 |
| 图 6 2019 年 H1 各省内河主要港口货物吞吐量增速..... | 6 |
| 图 7 2019 年 H1 各省内河主要港口集装箱吞吐量..... | 7 |
| 图 8 2019 年 H1 各省内河主要港口集装箱吞吐量增速..... | 7 |
| 图 9 2019 年 H1 各地区内河主要港口货物吞吐量..... | 7 |
| 图 10 2019 年 H1 各地区内河主要港口货物吞吐量增速..... | 7 |
| 图 11 2019 年 H1 各地区内河主要港口集装箱吞吐量..... | 7 |
| 图 12 2019 年 H1 各地区内河主要港口集装箱吞吐量增速..... | 7 |
| 图 13 2019 年 H1 沿海、内河主要港口外贸货物吞吐量占比分别为 42%/10.1%..... | 9 |
| 图 14 2019 年 H1 全国、沿海主要港口外贸货物吞吐量增速分别为+2.5%/+2.7%..... | 9 |
| 图 15 2019 年 H1 铁矿石进口量为 5 亿吨，同比-5.9%..... | 9 |
| 图 16 2019 年 H1 煤炭进口量为 15449 万吨，同比+5.8%..... | 9 |
| 图 17 2019 年 H1 原油进口量为 2.4 亿吨，同比+2.4%..... | 9 |
| 图 18 2019 年 H1 成品油进口量 1678 万吨，同比+1.7%..... | 9 |
| 图 19 2019 年 H1 基础设施建设固定资产投资完成额、房地产施工面积、房屋新开工面积同比分别为 +4.1%/+8.8%/+10.1%..... | 10 |
| 图 20 2019 年 H1 铁矿石、粗钢产量同比增速分别为+5.6%/+9.9%..... | 10 |
| 图 21 2019 年 H1 重点港口煤炭运量 4 亿吨，同比+7.9%..... | 10 |
| 图 22 2019 年 H1 内贸、内河主要港口集装箱吞吐量增速分别为+12.6%/+11.6%..... | 10 |
| 图 23 2019 年 H1 湘鄂赣豫皖地区规模以上快递业务量增速 35%，排名第一..... | 11 |
| 图 24 2018 年沪、苏浙、京人均快递单量排前三，和其它地区的差异巨大..... | 12 |
| 图 25 2018 年黔桂滇琼、冀津鲁辽、湘鄂赣豫皖地区人均快递量增速排名前三..... | 12 |

类似电力数据，交通运输数据是一种客观中性的数据，对于分析经济的趋势、验证各种观点有独特的价值。

我们挑选出 2019 年上半年港口吞吐量的数据和快递的量的数据（我们不考虑价而只考虑量），发现以下有意思的情况：

- 1) 2019 年上半年港口外贸吞吐量很低迷，但是内贸支撑了全国总吞吐量的增长。
- 2) 内河吞吐量的增长或许反映了中部地区基建需求还是强劲的。
- 3) 快递量的增长在一些传统的劳动力资源丰富的中西部省份格外明显。

通过分析港口及快递两组数据，我们认为无论是周期还是消费，未来中西部地区将是增量研究的一个重点。中西部地区未来发展的因素或许包括但不限于以下几点：

- 1) 沿海地区地价的上涨带来的产业往中西部转移；
- 2) 中西部地区自身交通条件的持续改善；
- 3) 中西部地区劳动力工作习惯的改变，从沿海务工到本地就业。

1. 根据地理、交通、资源和人口等特点，我们按照 12 个区域来分析交运数据

我们根据地理、交通、资源、人口等各种因素，全国按照 12 个区域来分析交运数据。由于港澳台数据在可得性上存在难度，暂不纳入分析范围。

北京和上海我们单独列示。无论从人口增速，还是发电量、用电量、机场货邮吞吐量等数据的特征来看，北京和上海都是和周边地区有明显区别的。津冀鲁辽四个省都是环渤海省份，特别是津冀是环北京。苏浙毗邻上海，但是又和上海不同。

湘鄂赣豫皖五省是传统的劳动力输出省份，近年来迎来沿海产业的转移和劳动力的回流，经济越发有活力。

陕蒙宁新四省区是新兴的资源省份。传统的煤炭大省山西，我们视为存量的资源省份。黑龙江和吉林，由于煤炭资源已经进入衰竭周期，发展工业的成本逐渐增加，我们一并考虑研究。其次，综合考虑地理和经济，我们还划分了川渝地区、甘青藏地区和黔桂滇琼地区。

表 1 根据地理、交通、资源和人口等特点，我们按照 12 个区域来分析交运数据（由于港澳台数据在可得性上存在难度，暂不纳入分析范围）

| 省份及直辖区 | 区域特征 |
|-----------|--------------|
| 京 | 首都 |
| 沪 | 上海 |
| 津、冀、鲁、辽 | 环渤海地区 |
| 苏、浙 | 长三角地区 |
| 闽、粤 | 大珠三角地区 |
| 湘、鄂、赣、豫、皖 | 中部劳动力资源丰富的地区 |
| 陕、蒙、宁、新 | 新兴资源优势地区 |
| 晋 | 存量资源地区 |
| 黑、吉 | 煤炭资源衰竭地区 |

川、渝
甘、青、藏
黔、桂、滇、琼

西部人口聚集区
西部
西南

资料来源：华西证券研究所

2.2019H1 港口货物吞吐量，沿海同比+3.1%而内河+18%， 分化明显，外贸吞吐量仅+2.5%，周期品需求靠内需拉动

2019 年 H1, 全国主要港口货物吞吐量 67.13 亿吨，同比+7.3%，其中外贸货物吞吐量为 21.14 亿吨，同比仅+2.5%。同期，内河港口与沿海港口货物吞吐量增速分化明显，内河主要港口货物吞吐量 22.18 亿吨，同比+18%，而沿海主要港口货物吞吐量的增速仅+3.1%。

考虑以下两点：

第一、外贸货物在沿海港口货物吞吐量中占比高达 40%左右，在内河中只占比 10%左右，这个比例多年保持相对稳定，所以判断是内需拉动了内河货物吞吐量的增长，继而拉动了全国的货物吞吐量的增速。

第二、除石油外，按照 WIND 2017 年的数据，仅金属矿石、煤炭、矿建材料和钢铁四项，在沿海主要港口的货物吞吐量中占比即达到约 45%。同样，按照 WIND 2016 年的数据，在内河港口的货物吞吐量中，跟房地产和基建相关的煤炭、金属矿石、钢铁、矿建材料和水泥占比比沿海更高，达到了约 76%。虽然超过一半的煤炭是用于发电的，但是即使剔除这部分，基建相关度也很高。

所以我们推断，2019 年上半年，与房地产和基建相关的需求拉动了内河主要港口货物吞吐量的增长继而拉动了全国的港口货物吞吐量的增速。

2.1. 煤炭、金属矿石、矿建材料等在港口货物吞吐量中占比高， 集中体现周期品的需求

从货物结构来看，按照 WIND 数据，2017 年沿海主要港口货物中，煤炭、金属矿石、石油、矿建材料、钢铁以及其他货物吞吐量占比 17.5%/16.8%/9.9%/7.3%/3.7%/44.8%。除石油外，仅金属矿石、煤炭、矿建材料和钢铁四项，在沿海主要港口的货物吞吐量中占比即达到 45.3%。

同样，根据 WIND 数据，2016 年内河主要港口矿建材料、煤炭、金属矿石、水泥、钢铁、石油及天然气、其他货物吞吐量占比分别为 30.9%/20.3%/13.4%/6.9%/4.7%/3.5%/20.3%。按照 2016 年的数据，在内河港口的货物吞吐量中，跟基建直接相关的煤炭、金属矿石、钢铁、矿建材料和水泥占比比沿海更高，达到了 76.2%。

图 1 2017 年沿海主要港口煤炭、金属矿石、石油、矿建材料、钢铁以及其他货物吞吐量占比分别为 17.5%/16.8%/9.9%/7.3%/3.7%/44.8%



资料来源：Wind, 华西证券研究所

图 2 2016 年内河主要港口矿建材料、煤炭、金属矿石、水泥、钢铁、石油及天然气、其他货物吞吐量占比分别为 30.9%/20.3%/13.4%/6.9%/4.7%/3.5%/20.3%



资料来源：Wind, 华西证券研究所

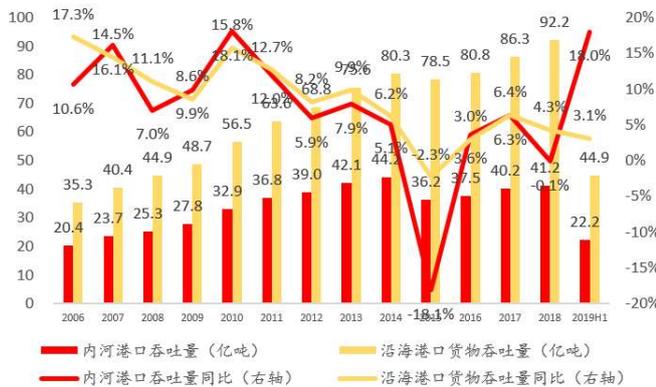
2.2. 2019 年 H1 内河港口吞吐量增速显著高于沿海吞吐量

2019 年 H1，全国主要港口实现货物吞吐量 67.13 亿吨，同比+7.3%，其中外贸货物吞吐量为 21.14 亿吨，同比+2.5%；全国主要港口实现集装箱吞吐量 12699 万标准箱，同比+5.1%。2019 年上半年，内河港口及沿海港口吞吐量增速分化明显，内河主要港口共完成货物吞吐量 22.18 亿吨，同比+18%，完成集装箱吞吐量 1441 万标准箱，同比+11.6%；沿海主要港口共完成货物吞吐量 44.95 亿吨，同比+3.1%，完成集装箱吞吐量 11258 万标准箱，同比+4.4%。

无论是货物吞吐量增速还是集装箱吞吐量增速，沿海都低于全国总量的增长水平。

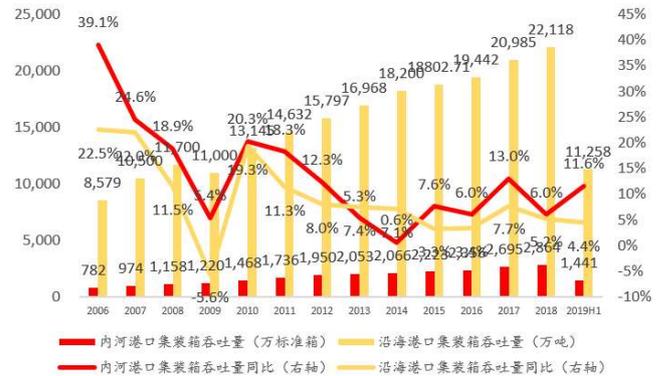
从历史数据上来看，除 2015 年内河港口吞吐量大幅下降外，沿海及内河港口吞吐量增速在 2007-18 年间基本保持同步，2019 年上半年首次出现内河港口吞吐量增速明显领先沿海港口。

图3 2019年H1内河、沿海港口货物吞吐量同比增速分别为+18.0%/+3.1%



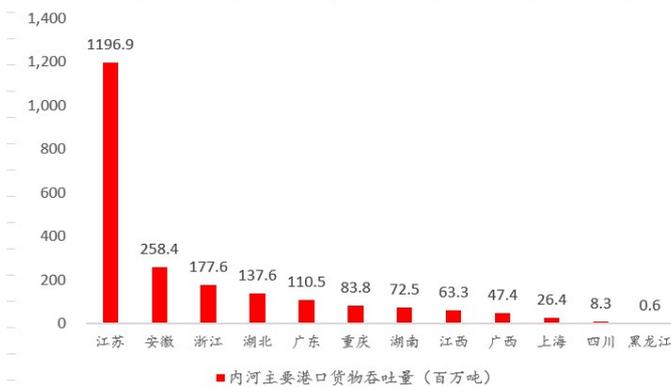
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 2019年H1内河、沿海港口集装箱吞吐量同比增速分别为+11.6%/+4.4%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 2019年H1各省内河主要港口货物吞吐量



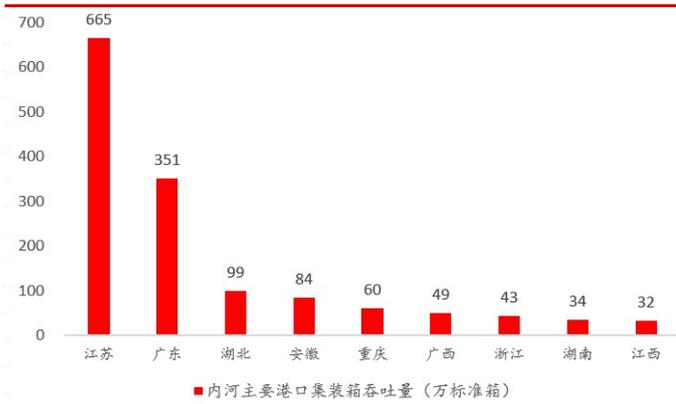
资料来源: 交通运输部, 华西证券研究所

图6 2019年H1各省内河主要港口货物吞吐量增速



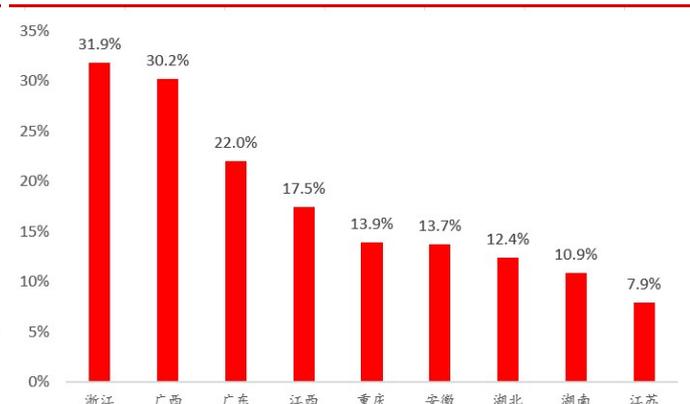
资料来源: 交通运输部, 华西证券研究所

图 7 2019 年 H1 各省内河主要港口集装箱吞吐量



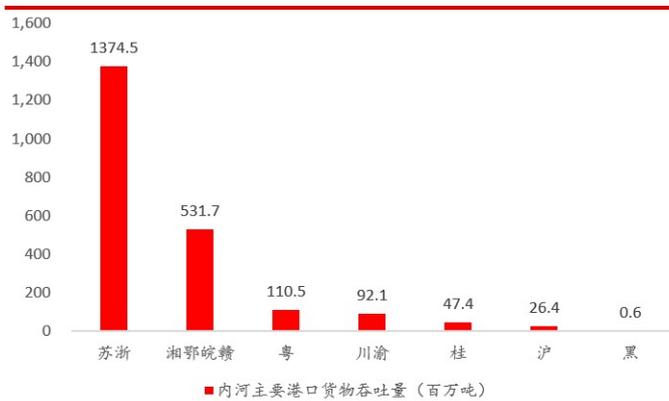
资料来源：交通运输部，华西证券研究所

图 8 2019 年 H1 各省内河主要港口集装箱吞吐量增速



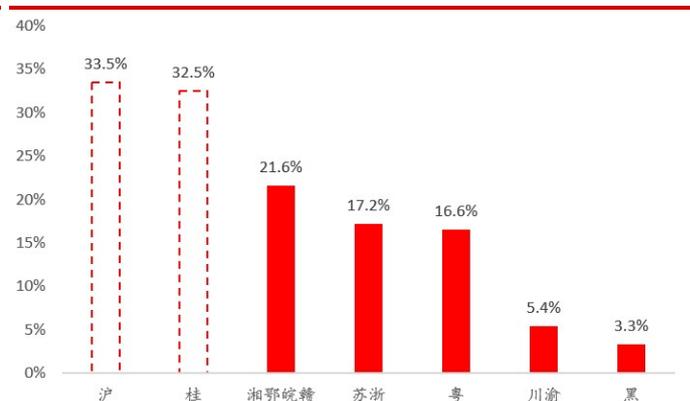
资料来源：交通运输部，华西证券研究所

图 9 2019 年 H1 各地区内河主要港口货物吞吐量



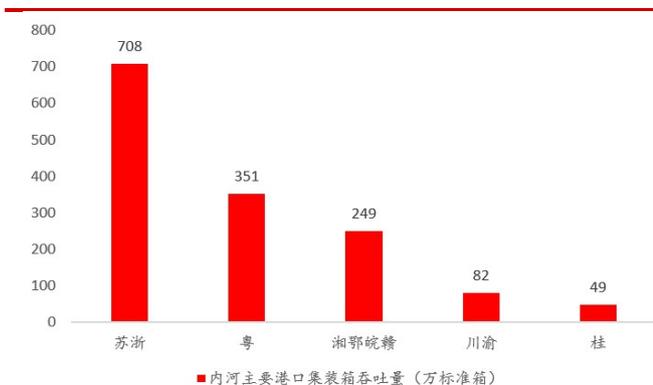
资料来源：交通运输部，华西证券研究所

图 10 2019 年 H1 各地区内河主要港口货物吞吐量增速



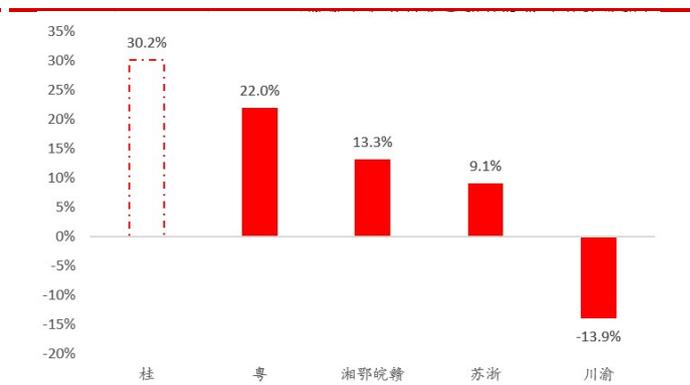
资料来源：交通运输部，华西证券研究所

图 11 2019 年 H1 各地区内河主要港口集装箱吞吐量



资料来源：交通运输部，华西证券研究所

图 12 2019 年 H1 各地区内河主要港口集装箱吞吐量增速



资料来源：交通运输部，华西证券研究所

2.3. 外贸货物增速低迷拖累沿海港口吞吐量，内需推动内河港口货物吞吐量增长

2019 年 H1 沿海、内河主要港口外贸货物吞吐量占比分别为 42.0%/10.1%，沿海主要港口外贸货物占比较高，受外贸的影响较大。

2019 年 H1 全国主要港口外贸货物吞吐量增速仅为+2.5%，显著低于全国总体货物吞吐量水平（+7.3%）。

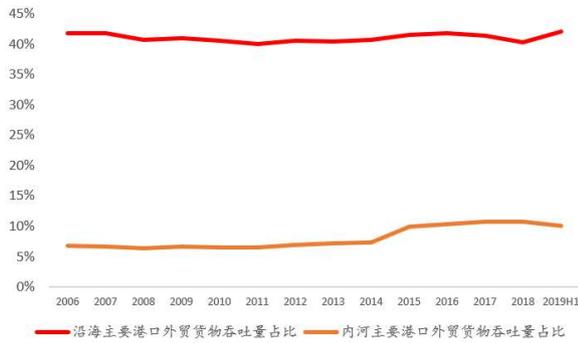
内河货物吞吐量中外贸货物占比小，主要受内需影响。内河主要港口货物吞吐量中，矿建材料、金属矿石及煤炭吞吐量占比较高。我们判断，矿建材料吞吐量主要受国内基础设施建设及房地产开工建设原料需求影响，2019 年 H1 全国基础设施建设投资、房屋施工面积、房屋新开工面积同比增速分别为+4.1%/+8.8%/+10.1%，我们认为国内需求的增长推动了港口矿建材料吞吐量的同比增长。

金属矿石方面，2019 年 H1 全国粗钢产量为 4.92 亿吨，同比+9.9%，铁矿石产量为 4.07 亿吨，同比+5.6%。我们认为尽管铁矿石进口量同比有所下降，但需求及国内铁矿石产量的增长推动内河港口金属矿石吞吐量增长。

煤炭方面，2019 年 H1 重点港口煤炭吞吐量为 4 亿吨，同比+7.9%。

集装箱方面，受益于部分港口“散改集”以及国内需求推动，2019 年 H1 内贸集装箱吞吐量增速显著高于外贸，内河集装箱吞吐量增速显著高于沿海港口。2019 年 H1 内贸集装箱吞吐量为 3524 万标准箱，同比+12.6%，内河主要港口吞吐量为 1441 万标准箱，同比+11.6%。

图 13 2019 年 H1 沿海、内河主要港口外贸货物吞吐量占比分别为 42%/10.1%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 2019 年 H1 全国、沿海主要港口外贸货物吞吐量增速分别为+2.5%/+2.7%



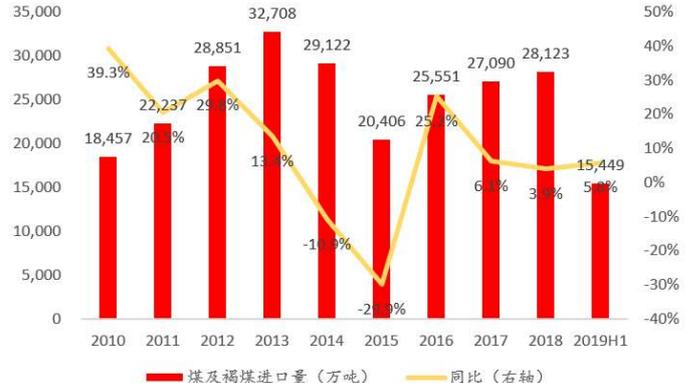
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 2019 年 H1 铁矿石进口量为 5 亿吨, 同比-5.9%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 2019 年 H1 煤炭进口量为 15449 万吨, 同比+5.8%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 2019 年 H1 原油进口量为 2.4 亿吨, 同比+2.4%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 2019 年 H1 成品油进口量 1678 万吨, 同比+1.7%



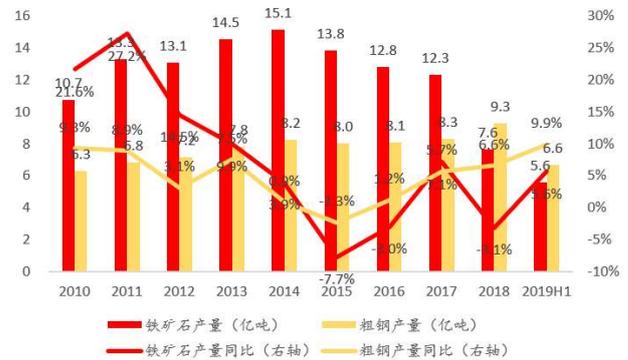
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 2019 年 H1 基础设施建设固定资产投资完成额、
房地产施工面积、房屋新开工面积同比分别为
+4.1%/+8.8%/+10.1%



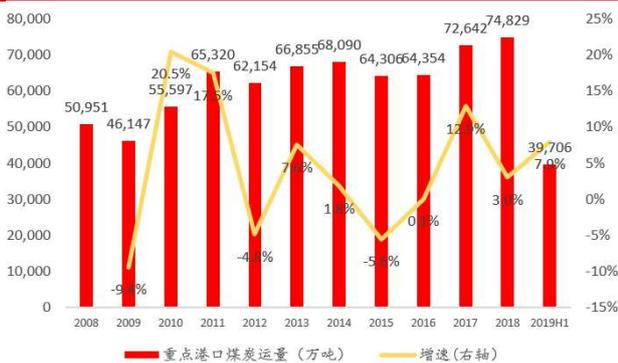
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 2019 年 H1 铁矿石、粗钢产量同比增速分别为
+5.6%/+9.9%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 2019 年 H1 重点港口煤炭运量 4 亿吨, 同比+7.9%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 2019 年 H1 内贸、内河主要港口集装箱吞吐量增
速分别为+12.6%/+11.6%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 从快递量看消费，中西部地区是增长亮点

2019 年上半年，全国规模以上快递业务量达到 277 亿件，同比+26%，增速相较于 2018 年下降 1 个百分点。其中享有人口红利的湘鄂赣豫皖地区增速达 35%，排名第一，上海北京等地快递业务量出现负增长。

我们认为人均快递量显示了一个地区消费的活跃程度，而人均快递量的变动趋势则在一定程度上揭示了该地区消费活跃趋势。结合 2017、2018 年数据看，我们判断中西部地区的消费情况日趋活跃。

3.1. 总体依然保持高增速，中西部地区增速显著高于其他地区

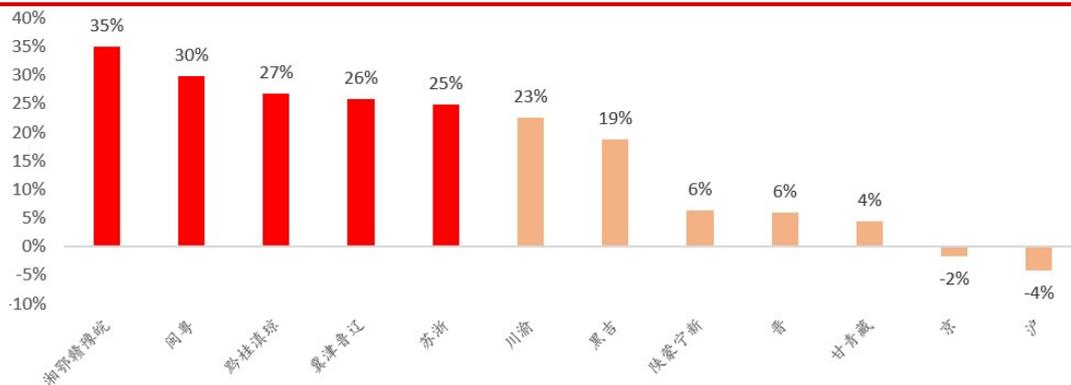
2019 年上半年，全国规模以上快递业务量达到 277 亿件，同比+26%，相比 2018 年全年增速下降了 1 个百分点，但仍然高增长。

上半年，全国 31 个省（自治区、直辖市），快递业务量排名前五的地区分别为安徽（+41%）、河南（+40%）、云南（+37%）、吉林（+35%）、江苏（+34%），而北京、上海等地区出现负增长，分别为-2%、-4%。

过去几年北京、上海地区的快递业务量增速持续下滑。2015 至 2019H1 北京规模以上快递业务量增速分别为+27%、+39%、+16%、-3%、-2%；2015 至 2019H1 上海规模以上快递业务量增速分别为+33%、+52%、20%、12%、-4%。

除沿海的苏浙和闽粤外，单从快递的量来说，位于地理或者经济的中西部的湘鄂赣豫皖以及黔桂滇琼地区的增速是位于全国前列的。

图 23 2019 年 H1 湘鄂赣豫皖地区规模以上快递业务量增速 35%，排名第一



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 中西部地区人均快递量增速排名靠前，揭示该地区消费日益活跃潜力大

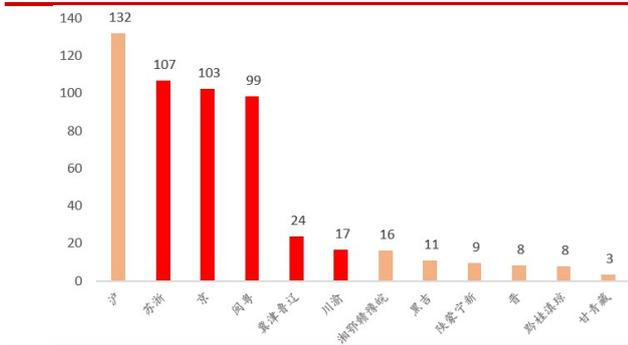
我们以地区的快递业务量除以该地区的常住人口数计算人均快递量，我们认为人均快递量显示了一个地区的消费活跃程度，而人均快递量的增速变化则反应了该地区的消费活跃程度的变化趋势。

我们按区域进行划分，并以 2018 年数据为例，人均快递量排名前三的分别为上海、苏浙、北京，分别为 132 单、107 单、103 单，而中西部地区的人均快递量普遍靠后，但是空间巨大。但是从人均快递量的增速情况看，黔桂滇琼、冀津鲁辽、湘鄂赣豫皖地区排名前三，分别为+44%、+40%、+35%。

同时，人均快递增速的排名情况与快递业务量增速的排名情况基本一致，考虑人口数据相对稳定，所以我们预计 2019H1 人均快递增速排名第一的为湘鄂赣豫皖地区。

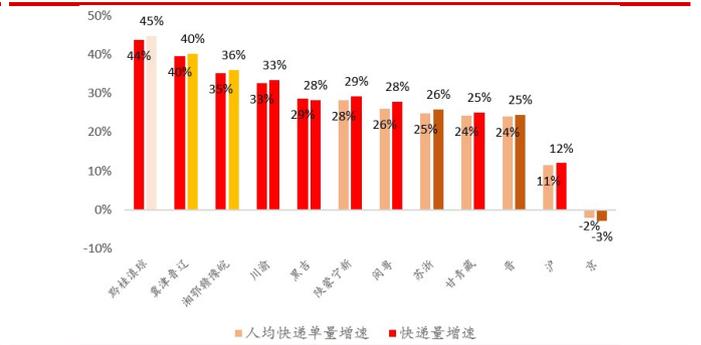
从人均快递业务单量的增速情况看，我们推测中西部地区的消费将越发活跃。

图 24 2018 年沪、苏浙、京人均快递单量排前三，和其他地区的差异巨大



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 2018 年黔桂滇琼、冀津鲁辽、湘鄂赣豫皖地区人均快递量增速排名前三



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 风险因素

宏观经济下行、经济结构调整转型不达预期。

分析师与研究助理简介

丁一洪：华西证券煤炭交运研究团队首席分析师，上海财经大学法律硕士，南开大学金融学学士。曾从事烟花制造和出口贸易以及银行信贷工作。曾任国泰君安证券研究所煤炭行业首席分析师，国泰君安证券研究所交通运输行业研究员，中国建设银行海南省分行信贷客户经理。

卓乃建：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学法律硕士，CPA，持有法律职业资格证书。先后在立信会计师事务所、安永华明会计师事务所、东方花旗证券、光大证券、太平洋证券从事审计、投行和研究工作，2019年7月加入华西证券。

洪奕昕：华西证券煤炭交运研究团队分析师，上海财经大学财务管理硕士。曾就职于申万宏源证券资产管理部和国泰君安证券研究所，任煤炭行业分析师。

李承鹏：华西证券煤炭交运研究团队研究助理，英国Swansea University 工学硕士。曾就职于太平洋证券研究院，2019年7月加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。