

证券研究报告—深度报告

交通运输

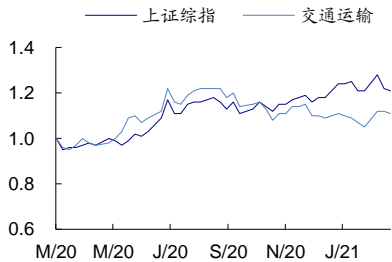
交运&中小盘 2021 年中报业绩
前瞻

超配

(维持评级)

2021 年 07 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

顺周期板块业绩亮眼, 关注小盘股
投资机会

相关研究报告:

《交运&中小盘行业周报: 监管保障快递员权益, 推荐双星&自然》——2021-07-12
《交运&中小盘行业周报: 广深疫情缓和, 推荐双星&自然》——2021-06-28
《2021 年 5 月快递行业数据点评: 单价降幅维持低位, 业务量增速也有所放缓》——2021-06-21
《交运&中小盘行业周报: 快递价格战缓和, 推荐双星&自然》——2021-06-21
《航空 5 月数据点评: 客流环比基本持平, 零散疫情后将再迎复苏》——2021-06-17

证券分析师: 姜明

电话:
E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

证券分析师: 黄盈

电话:
E-MAIL: huangying4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010003

证券分析师: 罗丹

电话:
E-MAIL: luodan4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520060003

证券分析师: 曾凡喆

电话:
E-MAIL: zengfanzhe@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030003

- **航运板块:** 我们认为集运的供需矛盾短期难以缓解, 即使在疫情阴霾下全球集装箱整体增速或将乏力, 但生产国中国为大本营的远东-欧洲、远东-美国航线依然会运力吃紧, 中远海控盈利会持续突破新高。
- **航空机场:** 广深疫情消退, 暑运开启, 关注基本面反弹带来的机会。短期海外运力回流带来的供给压力仍难完全消化, 航司分化延续, 中长期看, 连续运力低引进为周期全面景气创造先决条件, 理论供需差已经出现, 一旦国门放开消化宽体运力, 民航将迎来全面景气区间。推荐吉祥春秋、三大航, 关注华夏。上海机场收购事项短期有利于缓解国门关闭时浦东机场业绩压力, 长期影响仍需参考交易对价, 且收购解决同业竞争问题, 为后续融资提供便利。疫情消退后机场议价能力有望全面提升, 修复盈利预期。推荐上机、白机。
- **快递:** 考虑到电商继续向低线城市和农村渗透、线上销售模式不断考虑到电商继续向低线城市和农村渗透、线上销售模式不断创新, 我们预计 2021 年业务量增速有望超过 20%; 4 月以来监管部门有效规范行业的无序竞争, 短期价格战明显缓和, 但中长期来看, 最终价格战的拐点还是取决于竞争格局何时出现本质性的优化。建议把握中长期投资布局顺丰的时点; 关注中通快递、韵达股份和京东物流的投资机会。
- **中小盘:** 中报季即将来临, 看好二季度有望体现突出成长的中小盘个股, 重点推荐双星新材、浙江自然。
- **投资建议:** 伴随前期抱团股的回落, 市场更为看好中小盘股中的低估值、高增速品种, 全年疫情环节及经济复苏是主旋律, 短期则关注中报确定性增长及前期超跌品种, 推荐: 双星新材、浙江自然、先惠技术、顺丰控股、中国国航、春秋航空、上海机场、中通快递。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002585	双星新材	买入	21.33	247	1.03	1.43	20.7	14.9
605080	浙江自然	买入	62.04	63	2.18	2.97	28.5	20.9
688155	先惠技术	买入	136.31	104	2.66	4.07	51.2	33.5
002352	顺丰控股	买入	64.18	2950	1.15	1.52	55.8	42.2
601021	春秋航空	买入	55.01	510	1.55	2.9	35.5	19.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1 20 年回顾+21 年中报及全年前瞻	4
航运板块.....	4
航空板块.....	5
机场板块.....	6
快递板块.....	7
物流及中小盘个股.....	9
2 投资建议	11
3 风险提示	11
国信证券投资评级.....	12
分析师承诺.....	12
风险提示.....	12
证券投资咨询业务的说明.....	12

图表目录

图 1 : CCFI 综合指数.....	4
图 2 : SCFI 综合指数.....	4
图 3 : SCFI (地中海航线)	5
图 4 : SCFI (美东航线)	5
图 5 : SCFI (美西航线)	5
图 6 : SCFI (欧洲航线)	5
图 7 : 2020 年民航客流明显下降.....	6
图 8 : 2020 年各航司业绩预告情况	6
图 9 : 外部因素消退后, 民航需求增速有望全面回升.....	6
图 10 : 民航有望迎来景气区间.....	6
图 11 : 各机场客流走势 (万人次)	7
图 12 : 各机场业绩预告情况	7
图 13 : 我国实物商品网上月度零售额及增速 (亿元)	8
图 14 : 我国快递行业月度业务量及增速 (万件)	8
图 15 : 我国快递行业单价及同比 (元)	8
图 16 : 我国龙头快递企业业务量市占率变化趋势	8
表 1 : 2021 年中报及 2021 年年报业绩前瞻.....	11

1 20 年回顾+21 年中报及全年前瞻

航运板块

2020 年回顾：航运板块的最大变化来自于集运子行业，突入起来的新冠疫情导致集运发生如下变化：

- **海外订单回流国内：**过去十年印度、东南亚等过一直承接中国的出口加工业转移，相较于海外国家，国内无论从疫情控制，还是生产、供应链企业的复产复工都具备显著优势，结果是上述海外国家的订单因疫情无法按时交付而回流至国内，中国至欧、美主要消费国的需求超市场预期。
- **集运产业链去产能叠加疫情阶段周转效率下降，使得供需差进一步放大：**首先，受景气度低迷影响，集运 2010 年以来新订单及运力增速逐年下降，这导致 2021 年市场新增运力较少；同时疫情阶段，国内外港口、内陆物流网点操作效率明显下降，进一步导致运力、集装箱周转效率放缓，某种意义上可以理解为有效运力供给小于名义运力，供需剪刀差进一步放大。
- **防疫物资增量货源：**口罩、手套、药品等各类医疗物资成为 2020 年销量超预期的主要产品。

在上述因素的共同作用下，2020 年集运 CCFI 综合运价指数均值达 984.4 点，同比增长 19.5%，其中欧线运价增 15.5%、地中海线增长 35.4%、美西线增长 29.3%、美东先增长 18.2%；若从同现货运价挂钩更紧密的 SCFI 指数来看，综合运价指数年度均值增长 56%，欧洲和地中海线分别增长 58.5%、59.8%；美西和美东指数分别增长 79.9%和 37.1%；在运价大幅提振的带动下，中远海控、东方海外、海丰国际等上市公司业绩大幅反弹，其中中远海空 2020 年实现净利 99.3 亿元，同比增长 46.8%；扣非净利 96 亿，较 20 年增长 505.1%。

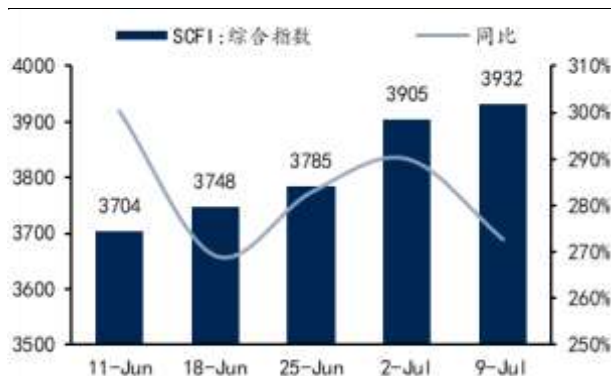
2021 年前瞻：全年来看，我们认为伴随疫苗的接种，供应链不畅、集装箱数量不足等状况会逐步改善，这也意味着现阶段的高运价难以长期维系；于此同时，船公司正利用现阶段强势地位逐步展开同年度客户的签约；这意味着 2021 年船公司的盈利能力依然会维持在较高水平，尤其是国内外疫情尚未完全褪去的当下，运费和季度盈利大概率会维持在高位；综上，主要标的中远海控 2021 年盈利大概率呈前高后低的态势，全年盈利依然会高于 2020 年。

图 1：CCFI 综合指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：SCFI 综合指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: SCFI (美东航线)



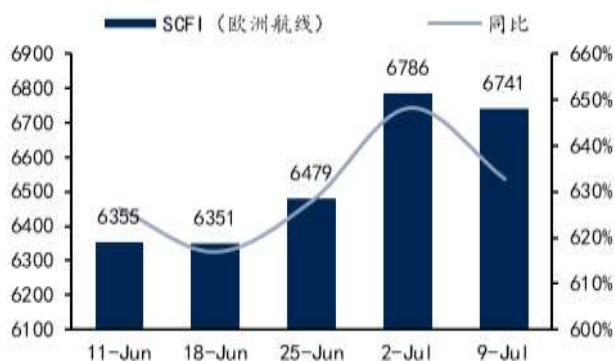
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

航空板块

2020 年回顾:

民航运营受疫情影响严重。2020 年新冠肺炎席卷全球, 疫情扰动下出行板块大幅受损, 民航业首当其冲, 全球范围内航空公司受到显著冲击, 业绩整体亏损。2020 年我国民航业同样损失惨重, 业务量来看, 全年旅客运输量 4.18 亿人次, 同比下降 36.7%; 业绩方面, 各航司业绩预告显示, 六大上市干线航司合计亏损约一十亿。

航司间表现差异化, 民营航司表现突出。海外疫情扩散后, 民航局出台“五个一”政策, 国际航线运投几近归零, 民营航司机队相对精简, 运力腾挪灵活, 且得益于利润率较高的先发优势, 加速增投国内线促使业务量恢复迅速, 充分消化了国际航线积压的运力, 并且收效显著, 春秋、吉祥在三季度均实现经营盈利, 吉祥四季度依旧实现盈利。大航则由于核心基地疫情反复, 宽体机运力消化压力大而整体持续亏损。

2021 年前瞻: 春运因就地过年政策影响客流全面下滑, 一季度各航司运营压力依然较大, 且静态看 2021 年依然是压力较大的一年, 但我们必须看到民航趋

势中积极的一面，即 2020 年民航机队规模有着极低的扩张速度，仅为 1-2%，远低于过去十年 10% 的增速中枢，2021 年各航司经营压力下叠加海航全面破产，行业机队扩张增速依然有望维持在 5% 以下，因此一旦疫苗接种促进需求全面复苏，供给紧张及需求回暖有望使民航迎来景气区间。由于一季度拖累，各航司 2021 年业绩仍可能差强人意，但下半年起经营情况有望显著改善，2022 年业绩全面恢复值得期待。

图 7：2020 年民航客流明显下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年各航司业绩预告情况



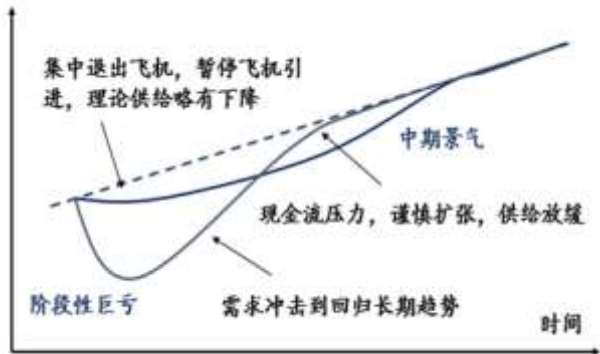
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：外部因素消退后，民航需求增速有望全面回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：民航有望迎来景气区间



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

机场板块

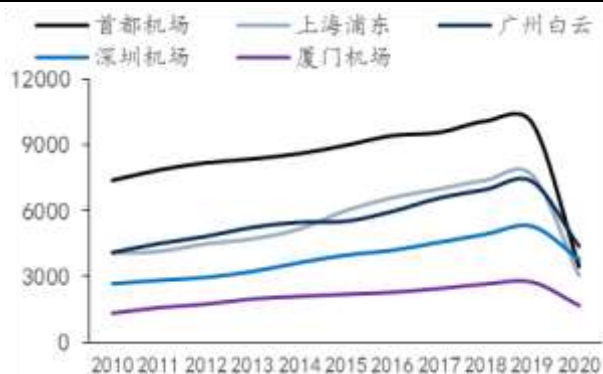
2020 年回顾：

机场运营受到疫情严重冲击。新冠肺炎影响民航需求，机场客流量全面走低，雪上加霜的是，由于海外疫情防控不力，民航局出台“五个一”政策，国际线客流几近归零，严重冲击免税、有税商业运营，机场租金收入大幅下滑，进而冲击业绩。根据各公司业绩预告，国际航线发达的三大枢纽全面亏损，深圳机场、厦门空港亦仅录得微利。

2021 年前瞻：上海机场与中免签署免税租金补充协议，新合约在疫情严重的阶段降低了机场方持续亏损的风险，但机场方也让渡了国际线复苏后的部分利益。新合约的签订体现了在疫情不可抗力下国际线客流严重下滑时机场方议价能力相比前期有显著下降，但居民消费升级及国家吸引海外消费回流的大方向并未改变，疫情终将消退，如国际客流恢复乃至超越疫情前的水平，机场的议价能

力有望全面回归，获取其应得的利益。2021 年国际客流仍难以全面恢复至疫情前的水平，因此三大枢纽机场业绩复苏力度相对有限，而未来一旦国际客流恢复至接近乃至超越 2019 年的水平，机场方与运营商之间有望重回谈判桌，各取所需实现共赢。

图 11: 各机场客流走势 (万人次)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 各机场业绩预告情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

快递板块

2020 年回顾:

快递行业需求旺盛。2020 年 4 月以来，由于国际疫情严峻且国内也仍然处于严格防控疫情的阶段，高端消费者无法出国消费且大部分消费者减少了线下实体店消费行为，因此产生了大量的高端、中端、低端的线上消费需求，从而拉动快递需求大幅增长。受益于疫情，我国快递行业 2020 年全年实现 833.6 亿件，同比增长 31.2%。

新入者搅局，极兔快速起网。今年以来，极兔快递、众邮快递和丰网的起网、对原本激烈的竞争环境带来了更大的冲击。其中极兔快递凭借原先在东南亚运营的基础、合作伙伴拼多多的货量支持、多次大规模融资、以及烧钱抢量的经营策略，已经完成了全国省市 100% 覆盖，布局全运输干线数量超过 1500 条，干线运输车辆超 2000 台；国内网点数也已超过 10000 家；2020 年底，日票量超过 2000 万。考虑到（1）极兔对于单一平台的依赖程度高；（2）烧钱抢量的策略不具有可持续性；（3）头部企业规模效应显著，已形成较高护城河：短时间内极兔快递对于头部快递企业并不能构成显著威胁，竞争力的成长性需要关注其烧钱模式转变后的策略。

价格战进入白热化阶段，头部五进三小格局初现端倪。基于电商件快递同质化竞争严重，降价仍为各大快递企业获取市场份额的主要手段。今年以来快递企业单票收入降幅明显，2020 年下半年，行业单票收入（剔除其他业务影响）同比均在 10% 以上。具体到公司三季度数据来看，中通快递单票快递收入为 1.25 元，同比下降 18.2%；韵达单票快递收入为 2.09 元，可比口径下同比下降约 24%；圆通单票快递收入为 2.15 元，同比下降 22.0%；申通单票收入为 2.14 元，同比下降 23.6%。申通、百世连续多月业务量增速跑低行业平均，自下而上整体获量能力有所下降，在今年强竞争环境下有所掉队，市占率环比开始出现下滑。在恶性价格战的背景下，通达系公司 2020 年的利润均出现了不同程度的下滑。

高端快递市场受益疫情，顺丰树立时效件标杆。疫情带来的消费习惯改变推动

了高端消费的线上化进程，此外国际疫情严重导致出境消费受阻，高端消费人群的消费渠道也限制在国内，同时高端品牌线下门店也主动开启线上服务，越来越多的高端品牌开始在电商平台上设立旗舰店。顺丰时效件受益于此，2020年时效件收入增速超过15%。高端市场单价较高，对于快递服务价格并不敏感，同时对快递时效和服务品质要求高，顺丰凭借时效件的服务品质优势获取了很大的高端市场份额，享受了今年疫情带来的快递需求红利。

2021 年前瞻：

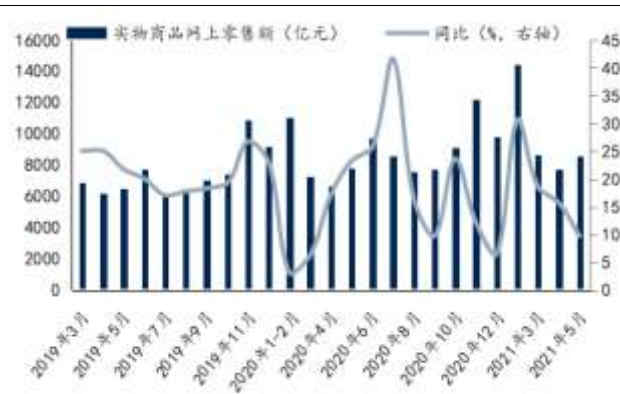
行业需求仍然维持高景气。考虑到全球疫情短期无法遏制、直播等新电商渠道方兴未艾以及电商继续向低线城市渗透，我们预计 2021 年我国快递行业业务量规模有望超过 1000 亿件，增速有望超过 20%。

价格战持续，但是激烈程度将明显缓和。主要原因在于：（1）截止 2020 年年底，百世和申通明显有掉队的趋势，但是还并没有被淘汰，而且顺丰的低端产品“丰网”也新加入竞争，因此我们认为价格战会持续。（2）但是今年 4 月以来，处于保障快递小哥以及消费者权益的目的，监管部门陆续出台相关指导意见规范快递行业的无序竞争，尤其在快递重镇义乌已经直接以最低指导价来控制恶性价格战，我们认为中短期，极兔快递的拓展速度将会有所放慢，通达系将不会一味的通过价格来抢夺市场，而会更多地考虑通过服务差异化来抢夺市场。

通达系竞争格局尚未出清，周期延长，静待拐点。未来 1-2 年中低端快递市场将通过价格和服务质量两方面进行竞争，逐步实现竞争格局优化后，胜出的龙头企业将享受量价齐升的红利，从而股价将享受戴维斯双击。

对于高端快递龙头顺丰，2021 年是其继续加速拓展业务、强化竞争壁垒的一年。但是由于 2020 年部分业务的经营数据基数以及整体业务的利润基数都较高，2021 年公司的业务及业绩增长短期面临一定压力。

图 13：我国实物商品网上月度零售额及增速（亿元）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 14：我国快递行业月度业务量及增速（万件）



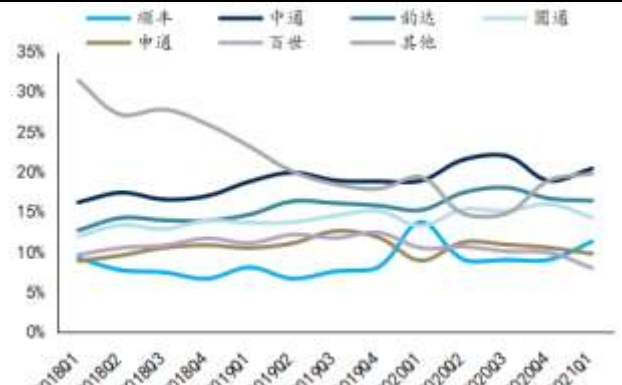
资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 15: 我国快递行业单价及同比 (元)



资料来源: 国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图 16: 我国龙头快递企业业务量市占率变化趋势



资料来源: 国家邮政局、公司公告、国信证券经济研究所整理

物流及中小盘个股

物流与中小盘个股方面，由于行业覆盖范围广，各公司所处子领域不同，导致各家公司的生命周期、景气度方面具有显著差异，我们当前看好的品种包括密尔克卫、嘉诚国际与先惠技术，三者回顾与前瞻如下。

2020 年回顾:

- **密尔克卫:** 公司作为化学品物流子行业的龙头，在 2020 年延续了先前的成长性，2018、2019、2020 前三季度累计归母净利润增速均超过 45%，公司在 2020 年完成了对湖南瑞鑫化工、大正信（张家港）物流、新能（张家港）能源的收购，同时与阿格蕾雅光电材料共设西南区域子公司，扩张步伐稳扎稳打。值得一提的是，2020 年并无大型项目并表贡献业绩，公司内生增长能力非常显著。
- **嘉诚国际:** 公司在 2020 年深化了由 2B 物流向 2C 物流的转型，全面拥抱跨境电商行业成长所带来的机遇。除一季度受到疫情影响外，Q2、Q3 公司业绩增速逐季改善，且跨境电商物流的高周转、高弹性特点带来了公司利润率的提升。考虑 Q4 通常为电商销售旺季，预计公司 2020 全年归母净利润 1.7 亿，同比增长 33.9%。
- **先惠技术:** 公司拳头产品为高自动化水平的动力电池模组与 PACK 产线，模组与 PACK 产线是当前锂电池生产中自动化水平较低的环节，但随着全球范围内新能源车销售渗透率的提升，下游车企快速释放产量，高自动化水平产线在规模效应、良率等方面领先传统产线，且能够有效缓解当前土地与人力资源紧张的局面。公司快速切入新能源车智能生产设备赛道，新能源车相关收入占比持续提升，2020 年已接近 75%，19-20 年新能源车相关收入增速分别为 80%、32%。由于疫情影响，公司 20 年利润同比下降，但预期 21 年将快速改善。

2021 年前瞻:

- **密尔克卫:** 公司的治理水平与执行能力，在公司上市前后数年的财报中已经体现得淋漓尽致，且我们复盘公司收购项目，往往收购后财务数据更为改善，体现了公司管理输出的能力卓绝。进入 2021 年，行业由乱到治的大逻辑并未发生变化，公司的战略也在继续执行，我们依然看好公司的阿尔法能力，考虑业绩基数逐步放大效应，预计公司全年业绩增长在 40-45% 之间。维持“买入”评级。
- **嘉诚国际:** 2021 年将是公司的变革之年，产能方面，嘉诚国际二期港 50 余万平方米即将投用，投产后公司产能将扩大接近 4 倍，预计将为公司带来极大的业绩弹性。除此之外，公司在海南项目落地，已收购 80 亩土地拟建设多功能数智物流中心，经营免税品物流服务，覆盖当前海南 5 家离岛免

税运营主体的 3 家（包括中免）。预计在 2023 年公司总计仓储产能约为 120 万平，预计 2021-22 年公司归母净利润 3.5、5.5 亿（本次海南物流中心暂不计入），对应当前股价 PE 为 35/17/11X，我们认为公司未来成长天花板尚远，且中期业绩的成长性与确定性双高，维持“买入”评级。

■ **先惠技术**：公司在设备的自动化率上领先行业，将在 21 年迎来需求与产能的双击，需求方面，全球动力电池需求放量拐点已现；产能上，公司过去受制于产能瓶颈，订单收入利润增长有限，但随着下游订单交付时间缩短，叠加公司 2021-22 年武汉、长沙、上海分别迎来新的产能投放，预计 22 年底将会是当前产能的数倍，接单能力大幅增强。公司 1 月披露订单金额已超过 20 全年，我们预计公司 21-22 年净利润 2.02、3.08 元，利润增速分别为 231.9%/52.7%/42.3%，给予“买入”评级。

■ **双星新材**：我们认为双星的确定性来自于以下几点，首先伴随面板产业链的国产替代、光伏产业的放量，都会对公司即将交付的新产能形成有效支撑；其次，在新材料领域的拉动下，BOPET 整体供需格局要好于 2014-2019 年的周期，因此传统板块的盈利也会强于过去几年；最后，公司已预告 21 上半年 5.4-5.8 亿的业绩，并将 21-23 年股权激励的利润条件设定为 11.5、15.1 和 18.7 亿元；综上，我们估算 21-23 年归母净利润分别为 11.9 亿元、16.5 亿元、21.6 亿元；归母净利润增速分别为 65%、39%、31%。给予“买入”评级。

■ **浙江自然**：我们认为公司的产品线拓展顺利，公司将基于当前的 TPU 面料技术之上，对户外运动所需品类进行大量拓展；公司多年积累的优质客户群体对公司的产品设计能力认可度高，新品类订单需求旺盛；产能释放顺利，足以支撑旺盛需求。预计公司 21-23 年净利润 2.2/3.0/3.9 亿元，利润增速分别为 37.9%、36.6%、30.8%。给予“买入”评级。

表 1：2021 年中报及 2021 年年报业绩前瞻

公司	净利润前瞻 (亿元)			净利润增速前瞻			PE (2021E)	市值 (7月12日)
	1H21	2Q21	2021 年	1H21	2Q21	2021 年		
中远海控	370.9	216.4	773.0	3162%	2458%	679%	4.3	3298
中国国航	-86.1	-24.0	-77.7	-8.8%	-48.2%	-46.1%	-12.1	938
南方航空	-52.8	-12.8	-38.3	-35.4%	-56.1%	-64.7%	-23.5	899
中国东航	-56.8	-18.7	-51.1	-33.6%	-59.4%	-56.8%	-13.1	671
东航物流	15.8	9.0	28.5	23.2%	-	20.2%	12.4	352
春秋航空	-0.6	2.2	12.1	-85.0%	-223.2%	-305.6%	41.7	504
吉祥航空	-2.1	0.7	4.2	-69.8%	-137.5%	-186.9%	67.0	283
上海机场	-7.5	-3.1	-11.5	93.8%	-33.3%	-9.4%	-77.9	894
白云机场	-2.4	-0.8	-2.7	-53.2%	-73.8%	-28.9%	-93.8	250
顺丰控股	6.5	16.5	53.7	-82.7%	-42%	-26.7%	54.5	2924
韵达股份	5.84	3.55	16.1	-14.2%	55.0%	14.6%	29.7	479
圆通速递	10.61	6.9	18.3	9.3%	-1.4%	3.6%	17.4	318
申通快递	0.1	1.0	1.5	-86%	733%	313%	77.5	116
中通快递	19.1	13.8	48.8	5%	32%	13.2%	39.0	1902
京东物流	-9.8	-6.5	-22.9	-	-	-	-	2387
密尔克卫	2.10	1.30	4.31	48.9%	47.7%	49.1%	39.2	169
嘉诚国际	1.30	0.90	3.52	60.1%	95.7%	117.8%	14.0	49
先惠技术	0.80	0.63	2.02	158.1%	110.0%	232.8%	51.0	103
双星新材	6.10	3.34	11.86	162.9%	131.9%	64.5%	20.8	247
浙江自然	1.37	0.75	2.20	44.2%	33.9%	37.5%	28.5	63

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

2 投资建议

伴随前期抱团股的回落，市场更为看好中小盘股中的低估值、高增速品种，全年疫情环节及经济复苏是主旋律，短期则关注中报确定性增长及前期超跌品种，推荐：双星新材、浙江自然、先惠技术、顺丰控股、中国国航、春秋航空、上海机场、中通快递。

3 风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032