

航运

证券研究报告
2021年07月21日

交运看出口：近好远隐忧

投资评级

行业评级 强于大市(首次评级)
上次评级 强于大市

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

高晟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521040001
gaosheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《航运-行业投资策略:变革元年，航运业的冰与火之歌》 2019-12-11
- 《航运-行业深度研究:集运：三周期叠加向上，拥抱时间红利》 2019-11-22
- 《航运-行业投资策略:运价涨近 10 倍，高弹性油轮板块有望超预期！》 2019-10-13

● 高频指标看，近期集运需求旺盛

从集运运价、运量、运力等高频指标看，短期集运需求旺盛。周度的 SCFI、FBX 和 WCI 运价上涨，意味着供需紧张。旬度的中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量呈现较快增长，周度的上海港主要出口航线装载率接近 100%，反映出口需求旺盛。周度的全球集装箱船舶靠港量回升，洛杉矶港锚地集装箱船数量下降，反映有效运力供给增加。有效供给增长、装载率接近 100%、运价持续上涨，都说明需求旺盛。

● 前瞻指标看，港口拥堵缓解需求释放

全球集装箱港口拥堵有所缓解，推动有效运力增加，集运需求将得到释放，运量有望较快增长。集运需求的前瞻指标：出口订舱饱满、远期运价略有升水、美国商品零售高增长，意味着未来集运需求旺盛。2021 年港口拥堵成为集运瓶颈，限制了运量。二季度以来美西港口拥堵缓解，7 月份以来因疫情引发的华南港口拥堵正在缓解。随着疫苗接种普及，下半年国内外港口拥堵有望继续缓解，集运有效运力将增加，积压的货物有望完成出运，集装箱吞吐量和集运运量有望继续增长。

● 出口逻辑看，疫情的促进作用在逆转

疫情对出口的促进作用正在逆转。疫情爆发以来，居民商品消费替代服务、欧美用进口商品替代国产、中国出口替代外国和欧美补库存，推动外贸和集运需求高增长。随着疫情缓解，服务消费和国外生产在恢复，三个替代作用正在逆转，叠加高运价和人民币升值抑制出口，中国的出口份额大幅回落。美国制造商、批发商、零售商（剔除机动车及部件）的库存已经明显超过疫情前水平，未来补库存空间有限。未来如果疫情明显缓解，外贸和集运需求将受到抑制。

投资建议：1、短期关注高景气度的集运龙头中远海控。2、中期关注受益于拥堵缓解的集装箱港口，如上港集团。

风险提示：全球疫情反复，经济复苏推迟，新造船大量增加

内容目录

1. 高频指标：短期需求旺盛	4
1.1. 运价：SCFI、FBX 和 WCI	4
1.2. 运量：港口吞吐量和装载率	5
1.3. 运力：船舶靠港量和准班率	6
2. 前瞻指标：供给瓶颈缓解	7
2.1. 需求：远期价格和 PMI	7
2.2. 供给：港口拥堵和疫情	8
2.3. 消费：居民收入和零售	8
3. 出口逻辑：疫情作用逆转	9
3.1. 服务消费替代商品	9
3.2. 本国制造替代进口	10
3.3. 国外出口替代中国	11
3.4. 补库存的空间有限	12
4. 投资建议	13
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：SCFI 大幅上涨，中国出口需求旺盛	4
图 2：FBX 大幅上涨，全球主要航线供需紧张	4
图 3：CCFI 大幅上涨，真实成交的运价大幅上涨	4
图 4：中国集装箱货物进出口量占全球比重高	4
图 5：中国沿海港口集装箱吞吐量与出口金额增速趋同	5
图 6：八大枢纽港吞吐量占沿海港口的 80%左右	5
图 7：中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量和出口金额变化趋势相同	5
图 8：5 月份以来外贸集装箱吞吐量增速大幅波动	5
图 9：2021 年欧洲和美国航线平均装载率高于往年	6
图 10：7 月中旬中国主要出口航线装载率高	6
图 11：中国的远洋船舶靠港量	6
图 12：全球的集装箱船舶靠港量	6
图 13：洛杉矶港锚地等泊集装箱船数量	6
图 14：洛杉矶港离港集装箱船的平均在港天数	6
图 15：2020 年四季度开始集运主干航线准班率大幅下降	7
图 16：集装箱船闲置运力比例处于历史低位	7
图 17：远期运价交易显示三季度运价略有升水	7
图 18：PMI 新出口订单略微领先出口增速	7
图 19：加州疫情缓解后，洛杉矶港拥堵也在缓解	8
图 20：全球疫情新增确诊和新增死亡阶段性下降	8

图 21: 欧美发达国家疫苗完全接种比例接近 50%.....	8
图 22: 港口拥堵导致运力周转率低、运价创新高.....	8
图 23: 美国商品零售略微领先于远东—北美航线运量变化.....	9
图 24: 美国商品零售与居民收入同步变化.....	9
图 25: 随着疫情缓解, 商品消费对服务的替代在减少.....	9
图 26: 商品消费中, 弹性大的耐用消费品高增长.....	9
图 27: 全球主要机场的旅客量恢复程度还偏低.....	10
图 28: 美国的出入境旅游服务还远未恢复.....	10
图 29: 美国生产和消费的增速差有望收窄.....	10
图 30: 欧盟生产和消费的增速差有望收窄.....	10
图 31: 全球主要集装箱海运航线运价大幅上涨.....	10
图 32: 洛杉矶港进口集装箱单箱货值在 4 万美元/TEU 左右.....	10
图 33: 疫情爆发以来美元指数大幅下降.....	11
图 34: 疫情爆发以来人民币对美元和欧元都明显升值.....	11
图 35: 2021 年中国对美日欧的出口份额都回落.....	11
图 36: 美国进口来源: 亚洲和北美相互替代.....	12
图 37: 欧盟进口来源: 中国和美加相互替代.....	12
图 38: 美国制造商和批发商补库存的空间不大.....	12
图 39: 除了机动车和部件, 零售商的补库存空间也不大.....	12
图 40: 美国零售商的机动车及部件补库存空间大.....	12
图 41: 美国的机动车及部件主要来自国产.....	12

1. 高频指标：短期需求旺盛

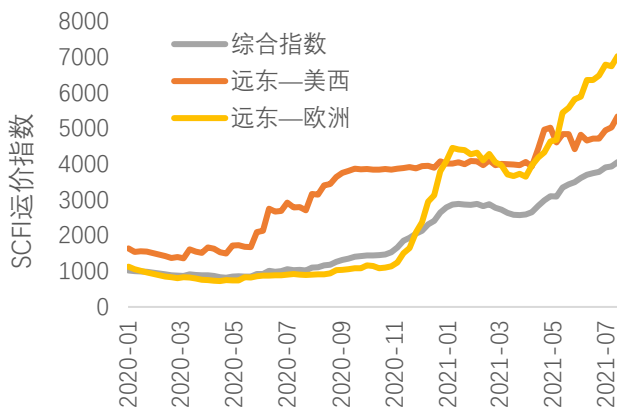
从集运运价、运量、运力等高频指标看，短期需求旺盛。SCFI、FBX 和 WCI 反映每周的集运供需情况，运价上涨意味着供需紧张。旬度的中国八大枢纽港集装箱吞吐量和周度的上海港集运干线装载率，反映出口运量，呈现较快增长。周度的集装箱船舶靠港量和洛杉矶港集装箱船舶瓶颈在港时间，反映运力供给，近期有所回升。

1.1. 运价：SCFI、FBX 和 WCI

运价是同步指标，反映需求变化。由于短期供给较为稳定，运价变化往往由需求主导，所以短期运价波动反映需求变化。短期运价上涨，往往意味着需求增加。但是疫情之后港口拥堵频发，需要结合供给和运量才能较好判断需求变化。

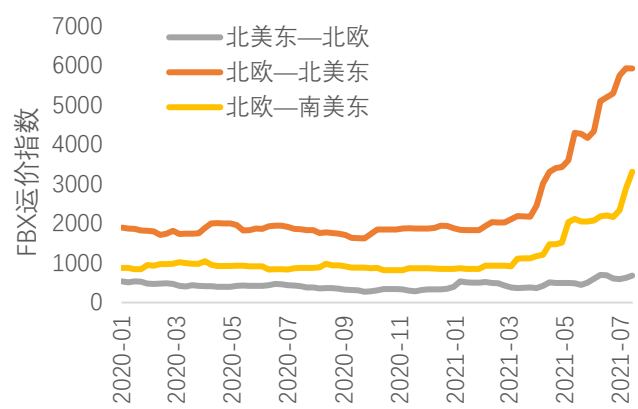
反映即期运价波动的指标主要有 SCFI、FBX 和 WCI。SCFI 是上海出口集装箱运价指数，反映中国主要集装箱港口出口到全球主要港口的航线，大型船公司和货代当周的市场报价，价格较为权威、灵敏。FBX 是采用 1200 多家国际物流公司和货主真实的价格计算，贴近市场实际成交价格，而且涵盖全球主要航线。WCI 是采用 30 家货代和无船承运人的真实价格计算，提供全球 8 条主要航线的运价。

图 1：SCFI 大幅上涨，中国出口需求旺盛



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

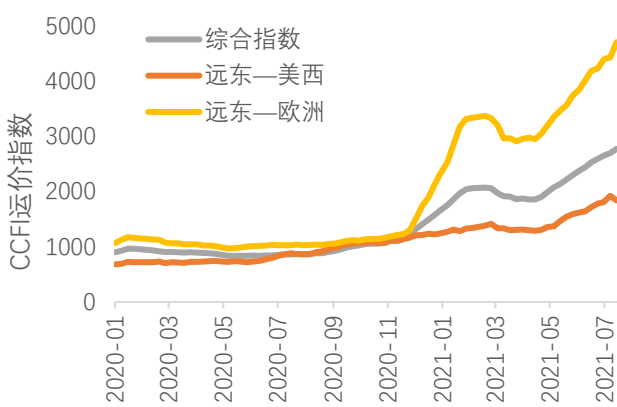
图 2：FBX 大幅上涨，全球主要航线供需紧张



资料来源：Freightos，天风证券研究所

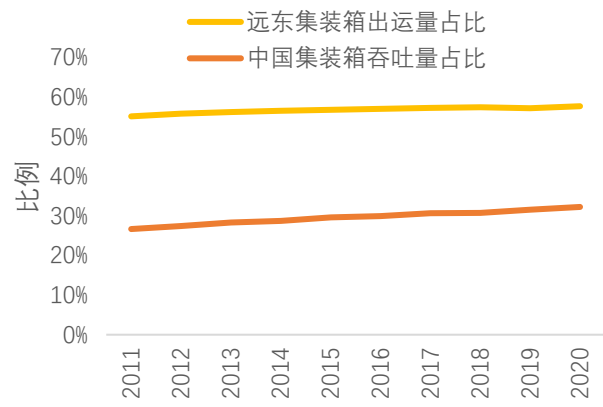
中国出口航线运价较为重要。一是出口货量大于进口货量，出口运价才能较好反映需求变化。同一区域主要港口出口运价接近，中国出口航线运价能代表远东地区出口航线运价。2020 年中国港口集装箱吞吐量占全球 30%左右，远东地区集装箱出运量占全球近 60%，所以中国出口航线运价能代表全球集装箱运价。

图 3：CCFI 大幅上涨，真实成交的运价大幅上涨



资料来源：Wind，上海航运交易所，天风证券研究所

图 4：中国集装箱货物进出口量占全球比重高



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

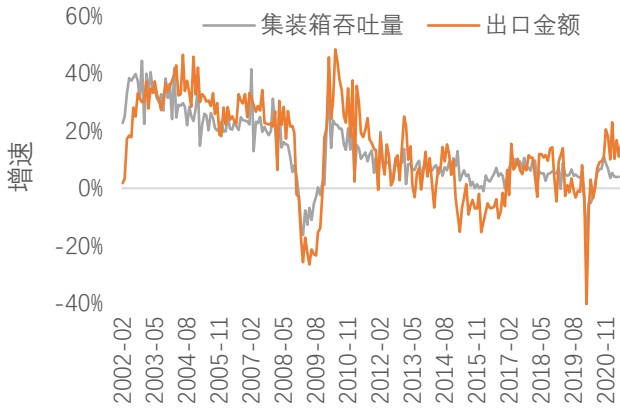
CCFI 是实际成交价，略有滞后。CCFI 是根据实际完成运输的收入和货量计算得到的，涵盖

了长协价格，比报价更加准确，但是该价格相比 SCFI 有滞后性，对供需的反映不够灵敏。

1.2. 运量：港口吞吐量和装载率

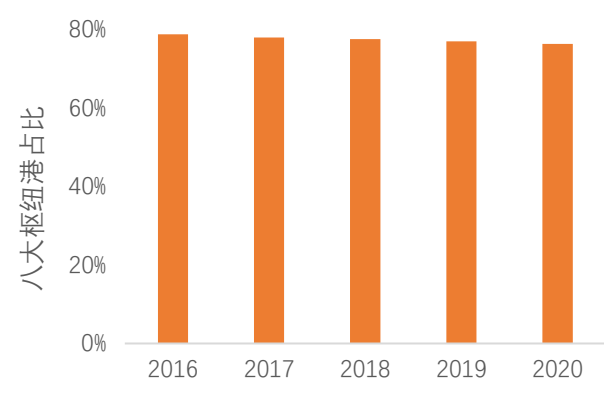
港口集装箱吞吐量变化情况与出口变化趋势相同。2002-2020 年，中国沿海港口集装箱吞吐量增速，与以美元计价的出口金额增速，两者变化趋势相同，但是部分时间段增速存在差异。因此能根据吞吐量变化趋势，判断出口变化方向。

图 5：中国沿海港口集装箱吞吐量增速与出口金额增速趋同



资料来源：Wind，交通部，海关总署，天风证券研究所

图 6：八大枢纽港吞吐量占沿海港口的 80%左右

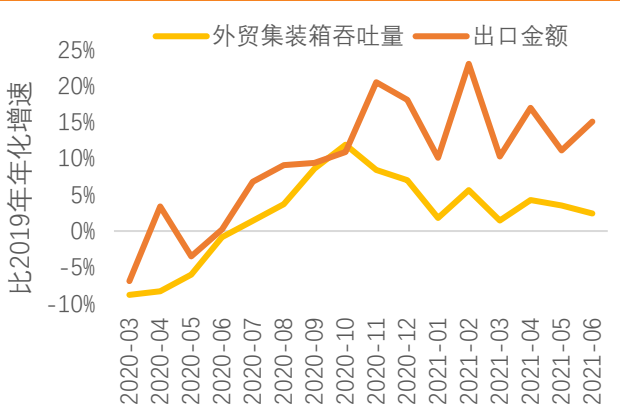


资料来源：Wind，交通部，天风证券研究所

高频的八大枢纽港集装箱吞吐量增速反映出出口增速变化。沿海港口集装箱吞吐量月度发布、且发布时间晚，而八大枢纽港集装箱吞吐量旬度发布、且发布时间早。八大枢纽港集装箱吞吐量占沿海港口的 80%左右，其增速与出口增速趋势相同。

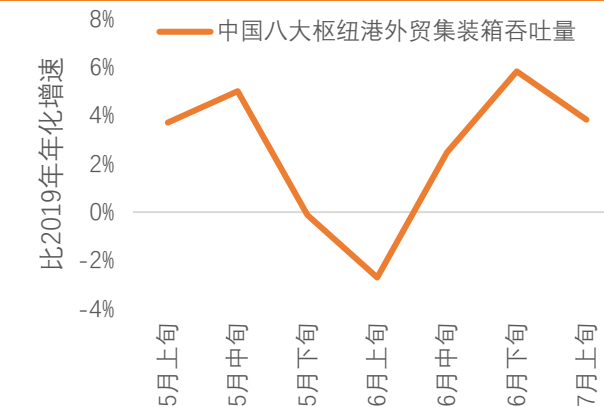
华南疫情影响 6 月上旬吞吐量，中下旬已经恢复。疫情导致 5 月底和 6 月初深圳港吞吐量减少，广州港也受到影响，八大枢纽港集装箱吞吐量下滑。6 月下旬疫情影响消退，吞吐量恢复。

图 7：中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量和出口金额变化趋势相同



资料来源：Wind，中国港口协会，海关总署，天风证券研究所

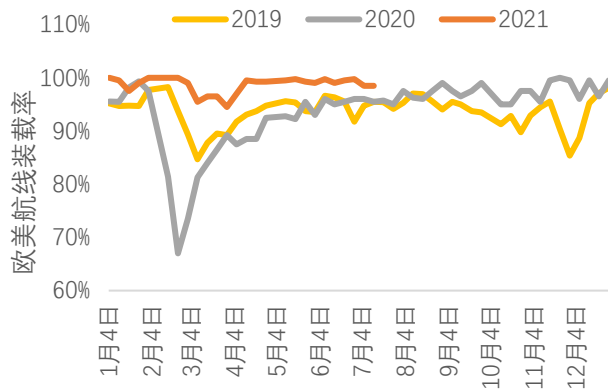
图 8：5 月份以来外贸集装箱吞吐量增速大幅波动



资料来源：中国港口协会，天风证券研究所

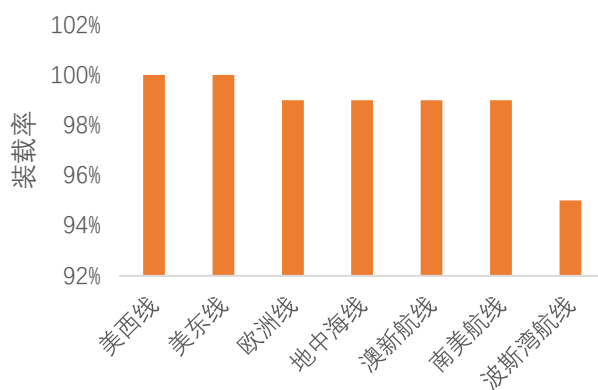
集运干线装载率接近 100%，需求旺盛。装载率是更能反映短期供需的高频指标。2021 年供需关系紧张，装载率高于往年水平。7 月中旬主要航线装载率接近 100%，说明需求旺盛、供给不足。

图 9：2021 年欧洲和美国航线平均装载率高于往年



资料来源：上海航运交易所，天风证券研究所

图 10：7 月中旬中国主要出口航线装载率高

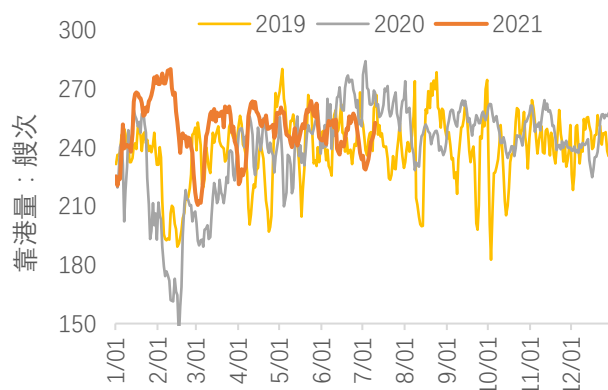


资料来源：上海航运交易所，天风证券研究所

1.3. 运力：船舶靠港量和准班率

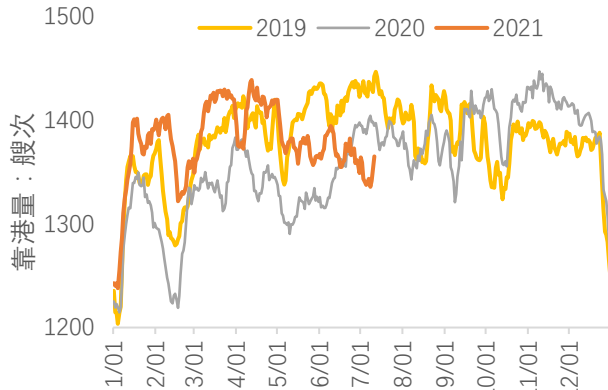
5 月份以来运力供给不足。运力供给不仅取决于总运力，还受运力周转率的影响，表现为集装箱航线周班运力、船舶靠港量。周度的中国远洋船舶靠港量和全球集装箱船靠港量，都显示 5 月份以来有效运力供给不足。

图 11：中国的远洋船舶靠港量



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

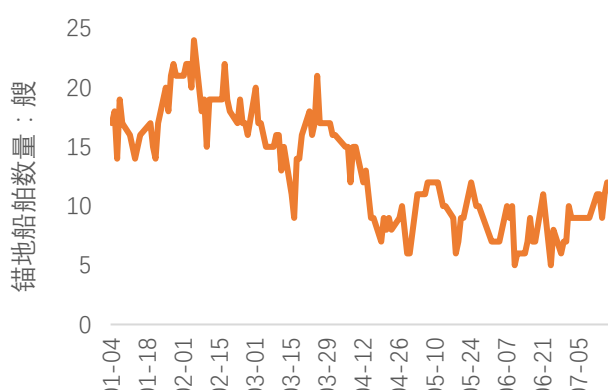
图 12：全球的集装箱船舶靠港量



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

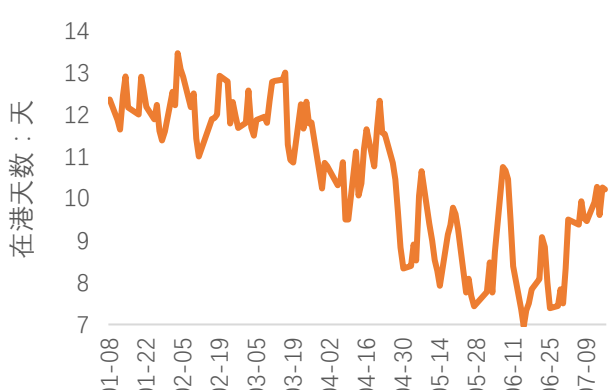
港口拥堵限制有效运力供给。港口拥堵导致船舶在锚地等待靠泊，影响船舶周转率，导致有效运力减少。国外拥堵较为严重的是洛杉矶和长滩港（两个港口相邻，共用锚地），尽管较年初拥堵缓解，但是 7 月中上旬仍然存在拥堵。华南疫情发生后，6 月份珠三角和长三角港口锚地都停了大量集装箱船，7 月份数量减少、拥堵缓解。

图 13：洛杉矶港锚地等泊集装箱船数量



资料来源：洛杉矶港，天风证券研究所

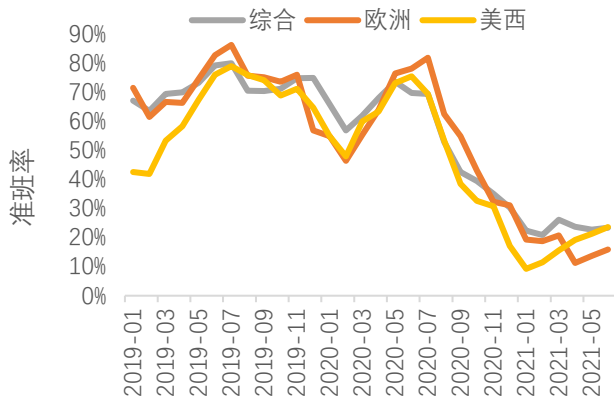
图 14：洛杉矶港离港集装箱船的平均在港天数



资料来源：洛杉矶港，天风证券研究所

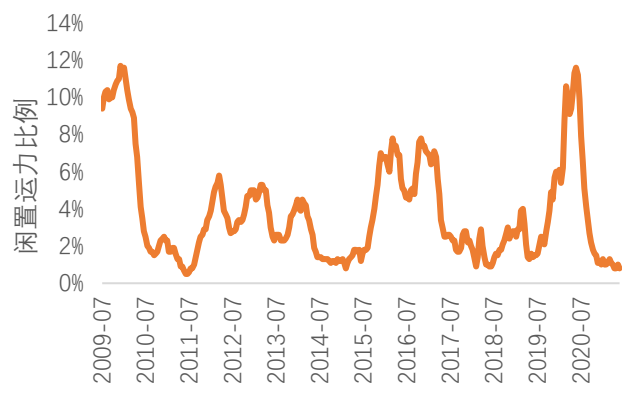
全球港口拥堵此起彼伏，准班率在低位。准班率能间接衡量港口拥堵情况，2020 年四季度开始的港口拥堵仍在持续，运力供给受到抑制。集装箱船闲置运力比例从 2020 年四季度开始处于低位，说明闲置产能极少。

图 15：2020 年四季度开始集运主干航线准班率大幅下降



资料来源：上海航运交易所，天风证券研究所

图 16：集装箱船闲置运力比例处于历史低位



资料来源：Alphaliner，天风证券研究所

2. 前瞻指标：供给瓶颈缓解

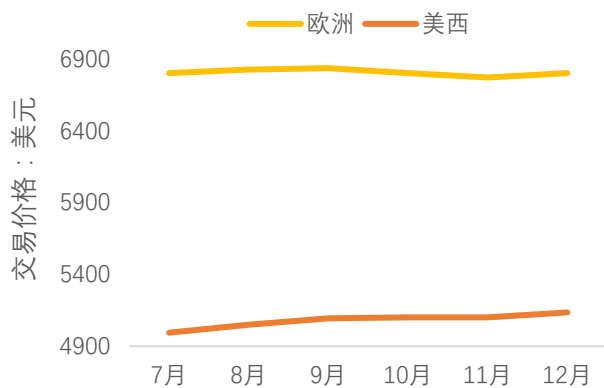
运力有瓶颈，港口拥堵成为运量的前瞻指标。往年集运需求的前瞻指标是出口订舱、远期价格、PMI 出口新订单、欧美居民消费等。2021 年港口成为集运瓶颈，拥堵缓解意味着有效运力增加，集装箱吞吐量及集运运量将增加。7 月份以来，因疫情引发的华南港口拥堵正在缓解。

2.1. 需求：远期价格和 PMI

货主订舱能反映未来的需求情况。通过调研班轮公司和货代公司，可以了解到未来一段时间的订舱情况。如果未来一段时间订舱饱满，那么说明货量充足，运力供给决定运量。但是订舱情况缺乏数据统计，需要频繁调研。

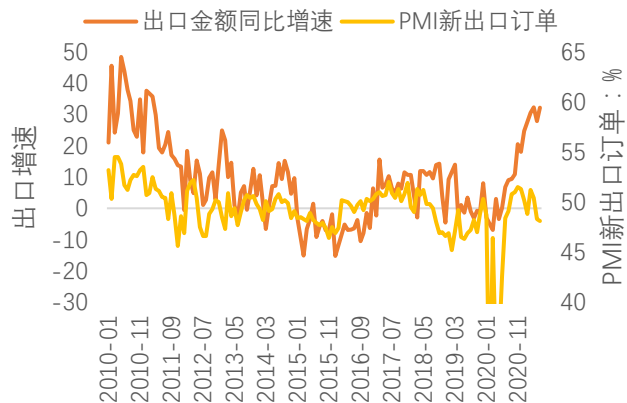
远期舱位交易价格也能反映需求。上海航运运价交易公司推出的上海出口集装箱运费远期交易系统，具有未来月份的运费报价，能反映未来供需情况。8、9 月份价格相对 7 月份略有升水，意味着需求向好。但是集装箱运费远期交易成交量偏小，待集装箱运价期货推出后，远月合约价格的指示意义有望更高。

图 17：远期运价交易显示三季度运价略有升水



资料来源：上海航运运价交易公司，天风证券研究所

图 18：PMI 新出口订单略微领先出口增速



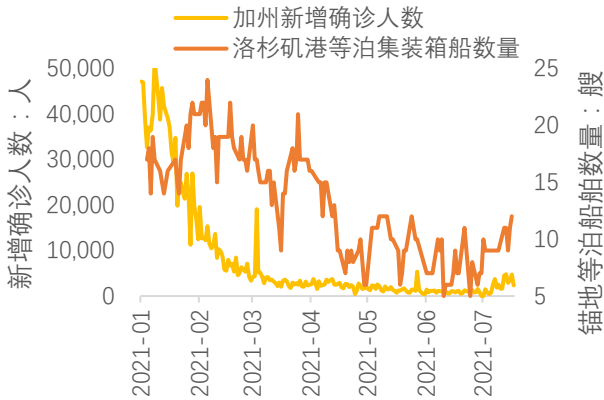
资料来源：Wind，天风证券研究所

新出口订单领先于出口变化。企业先接订单，再生产形成出口，所以新订单是领先指标。从 PMI 新出口订单和出口增速看，前者略有领先。

2.2. 供给：港口拥堵和疫情

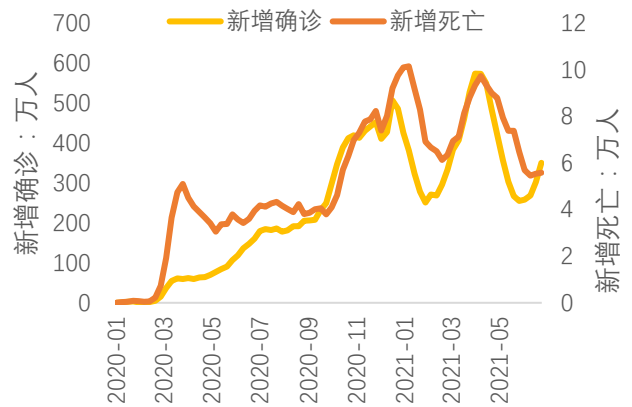
供给有瓶颈，港口拥堵成为运量的领先指标。集装箱船舱位供不应求，瓶颈在港口拥堵。短期内如果拥堵缓解，有效运力增加，运量也有望增加。港口拥堵和当地的疫情相关，疫情缓解则港口拥堵有望滞后缓解。7月份华南疫情缓解，深圳、广州港锚地等泊的集装箱船数量大幅减少，吞吐量有望回升。

图 19：加州疫情缓解后，洛杉矶港拥堵也在缓解



资料来源：Wind，洛杉矶港，天风证券研究所

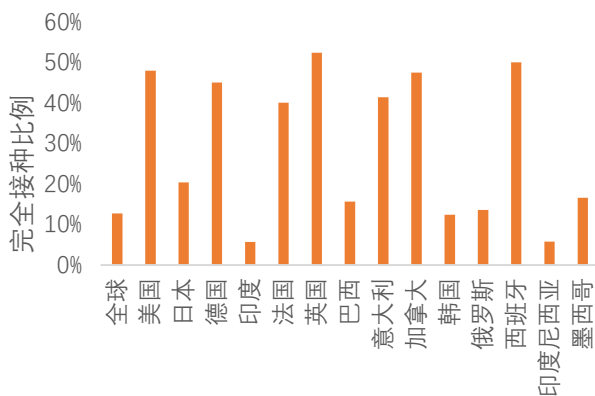
图 20：全球疫情新增确诊和新增死亡阶段性下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

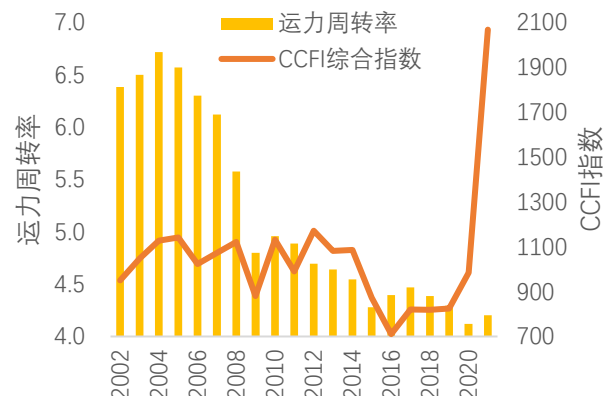
全球疫情正在缓解。全球新冠病毒的新增确诊和新增死亡人数出现阶段性下降。欧美发达国家疫苗完全接种比例已经接近 50%，疫情对港口作业的影响将减弱。

图 21：截止 7 月 19 日，欧美发达国家疫苗完全接种比例接近 50%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：港口拥堵导致运力周转率低、运价创新高

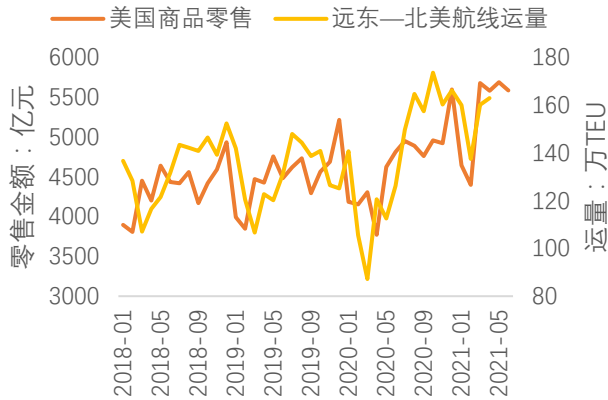


资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

2.3. 消费：居民收入和零售

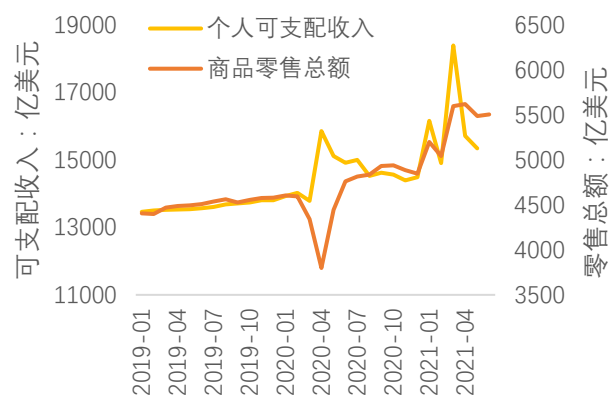
美国零售指标领先于远东-北美航线运量变化。零售商根据销量和库存变化来采购，表现为运量略有滞后。而零售取决于居民收入，包括薪酬收入和补贴。我们预计疫情缓解后，居民补贴会下滑，对零售有负面影响。

图 23：美国商品零售略微领先于远东—北美航线运量变化



资料来源：Wind, Alphaliner, 天风证券研究所

图 24：美国商品零售与居民收入同步变化



资料来源：Wind, 天风证券研究所

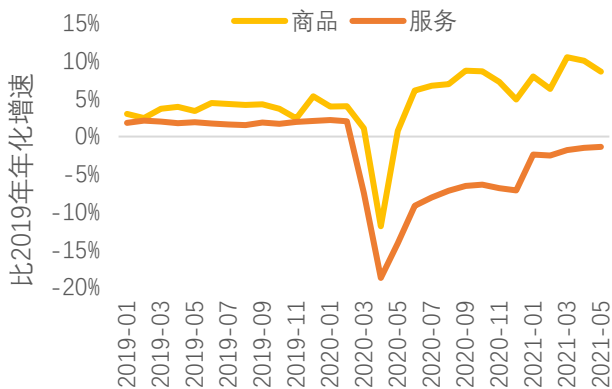
3. 出口逻辑：疫情作用逆转

疫情对出口的作用正在逆转。疫情爆发以来，居民商品消费替代服务、欧美用进口商品替代国产、中国出口替代外国以及补库存，推动外贸和集运需求高增长。随着疫情缓解，三个替代作用正在逆转，未来补库存空间有限，外贸和集运需求将受到抑制。

3.1. 服务消费替代商品

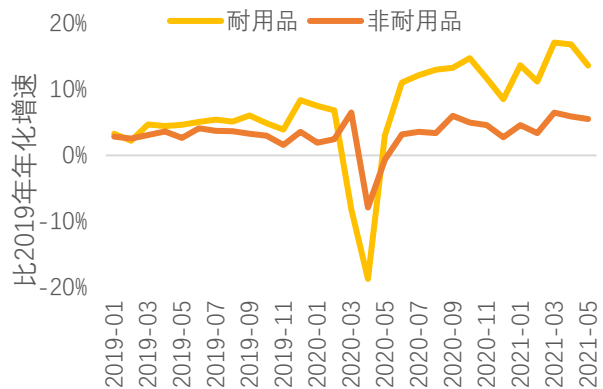
疫情缓解后，商品消费替代服务将逆转。疫情限制了出行，服务消费受阻，居民增加了商品消费的比例，尤其是耐用品消费。随着疫苗接种比例提高，居民出行正在放开，服务消费的比例有望回升，替代部分商品消费。

图 25：随着疫情缓解，商品消费对服务的替代在减少



资料来源：Wind, 天风证券研究所

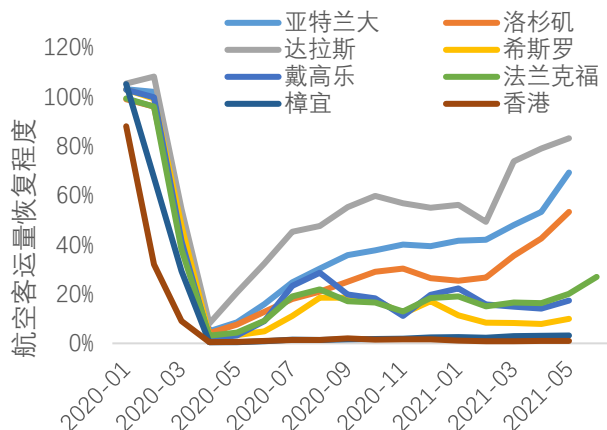
图 26：商品消费中，弹性大的耐用消费品高增长



资料来源：Wind, 天风证券研究所

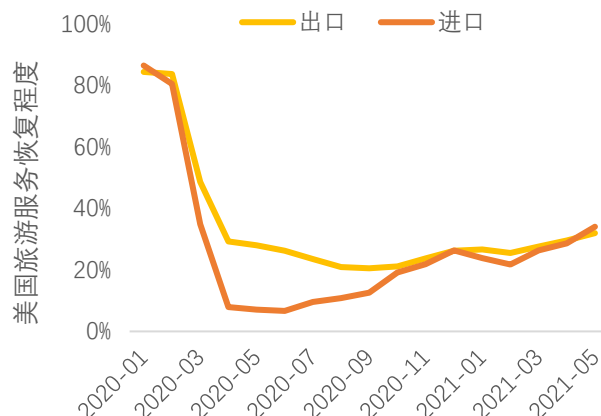
交通、旅行等行业恢复程度还较低。全球主要机场的旅客吞吐量还未明显恢复，尤其是中小国家和地区的机场。美国出入境旅游的恢复程度还较低。疫苗接种率达到 70%以后，服务消费有望进一步恢复。

图 27：全球主要机场的旅客量恢复程度还偏低



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：美国的出入境旅游服务还远未恢复

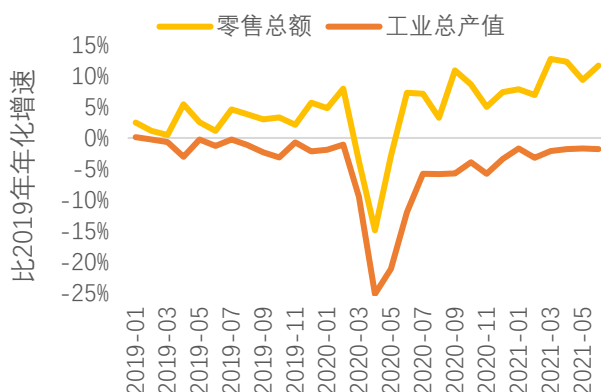


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 本国制造替代进口

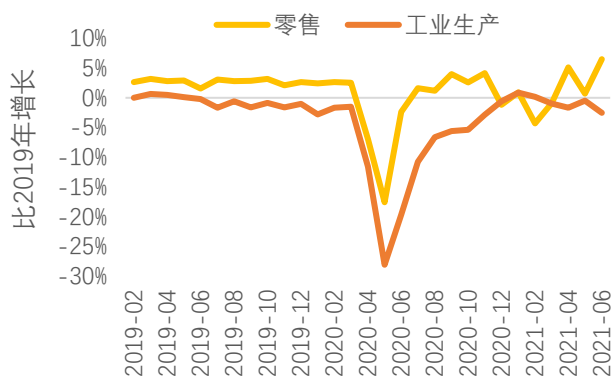
国外生产有望恢复，替代部分进口。疫情导致欧美国家生产受影响，而东亚疫情控制较好，东亚的出口替代了欧美的本国生产。随着疫情缓解，欧美的生产在恢复，将替代部分进口。

图 29：美国生产和消费的增速差有望收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

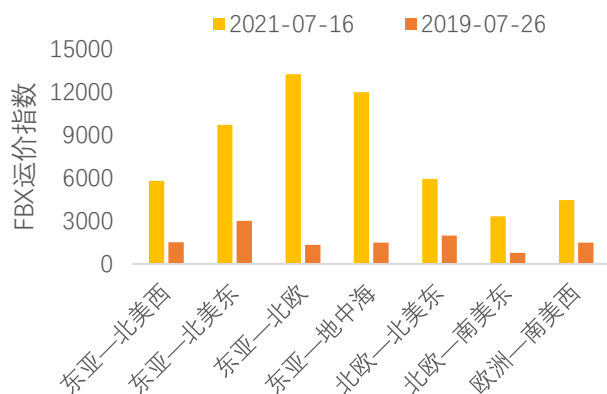
图 30：欧盟生产和消费的增速差有望收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

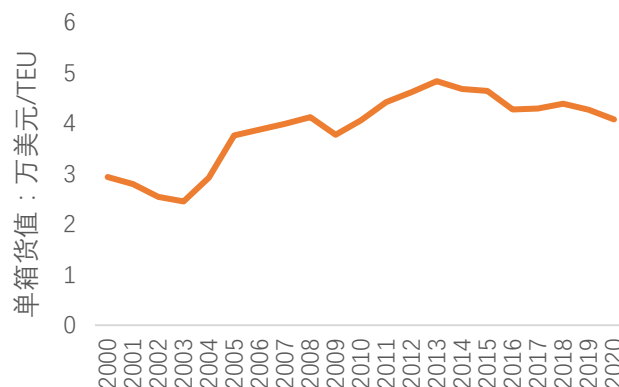
运费高涨加速欧美本国替代。疫情发生后，全球集装箱海运价格大幅上涨，主干航线海运费占货值的比例高达 10%，远高于 2019 年 2%左右的水平。海运费挤压进出口制造商和贸易商的利润，抑制国际贸易。

图 31：全球主要集装箱海运航线运价大幅上涨



资料来源：Freightos，天风证券研究所

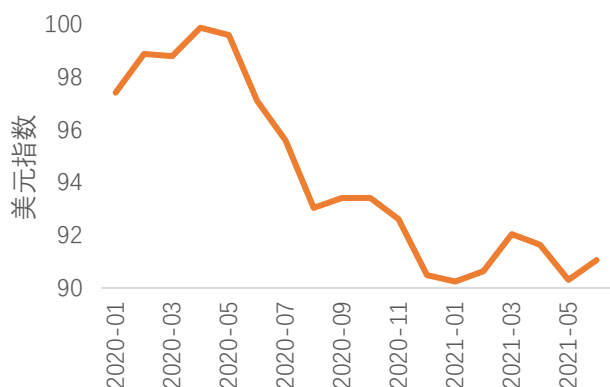
图 32：洛杉矶港进口集装箱单箱货值在 4 万美元/TEU 左右



资料来源：洛杉矶港，天风证券研究所

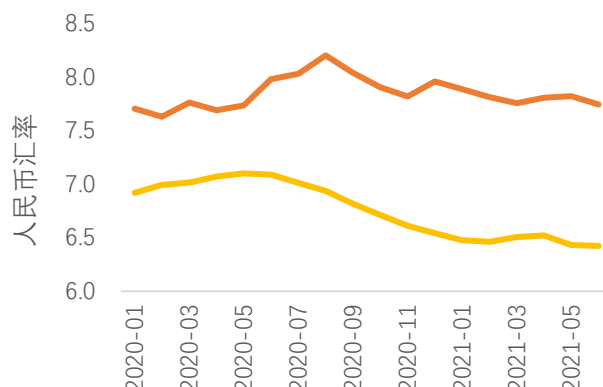
货币贬值加速欧美本国替代。从 2020 年初疫情爆发至今，美元指数大幅下降，意味着美国商品进口成本上升。美元和欧元兑人民币汇率也下降，中国出口商品价格更高，抑制出口。

图 33: 疫情爆发以来美元指数大幅下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 疫情爆发以来人民币对美元和欧元都明显升值

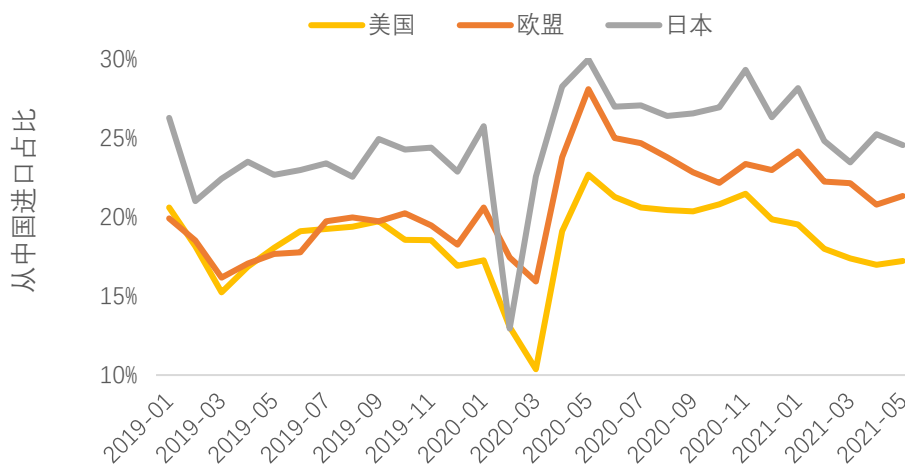


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 国外出口替代中国

中国的出口份额回落。2020 年二季度开始，中国的出口份额大幅上升。随着疫情缓解，2021 年开始中国的出口份额大幅回落。到 2021 年 5 月，中国在美国的进口中占比，已经低于 2019 年 5 月，在欧盟和日本的占比还较高。

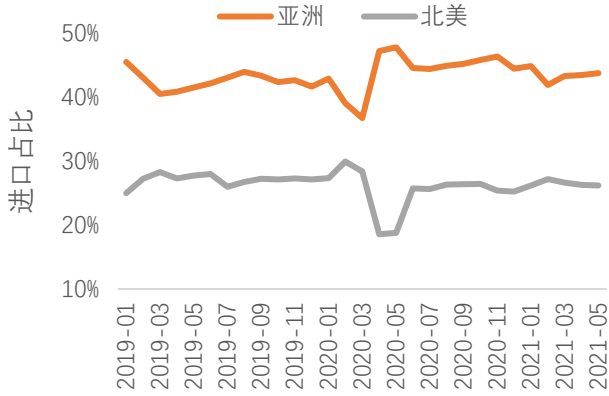
图 35: 2021 年中国对美日欧的出口份额都回落



资料来源: wind, 天风证券研究所

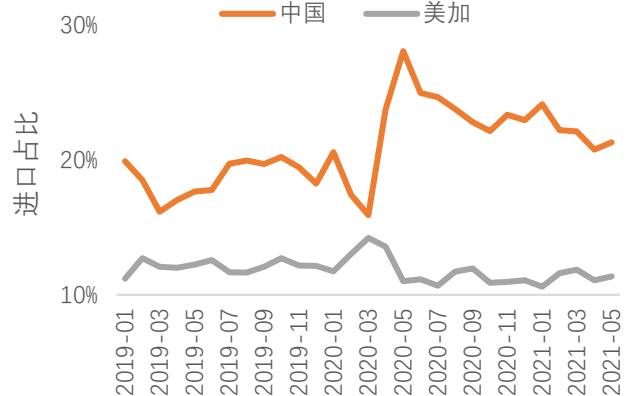
疫情爆发后，中国和欧美的出口存在替代关系。在美国的进口来源地中，亚洲和北美存在替代关系；在欧盟的进口来源地中，中国和美国、加拿大也存在替代关系。随着疫情缓解，北美对亚洲、美加对中国的出口替代将增加，而远东到欧美航线的高运价，加剧了这种替代。

图 36：美国进口来源：亚洲和北美相互替代



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：欧盟进口来源：中国和美加相互替代

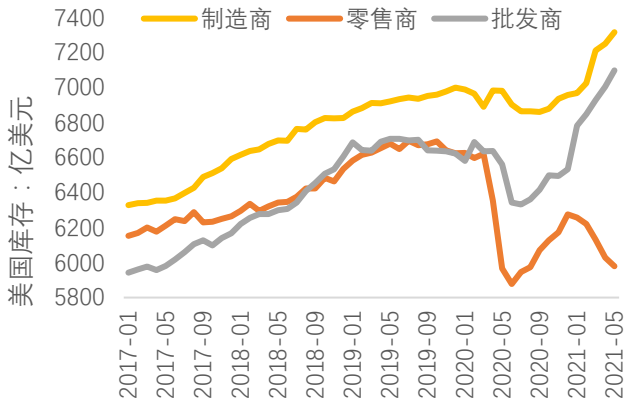


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 补库存的空间有限

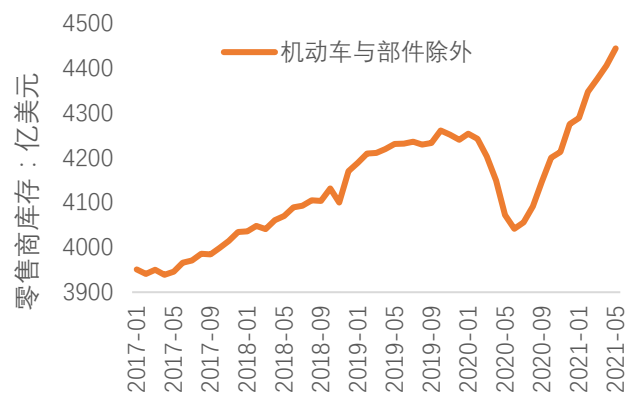
美国补库存的空间比较有限。到 2021 年 5 月，美国制造商和批发商的库存已经大幅超过疫情期，补库存基本完成；零售商的库存仍然远低于疫情前，但是剔除机动车与部件后，零售商的库存也已经远超疫情前水平。

图 38：美国制造商和批发商补库存的空间不大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：剔除了机动车和部件，零售商的补库存空间也不大



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

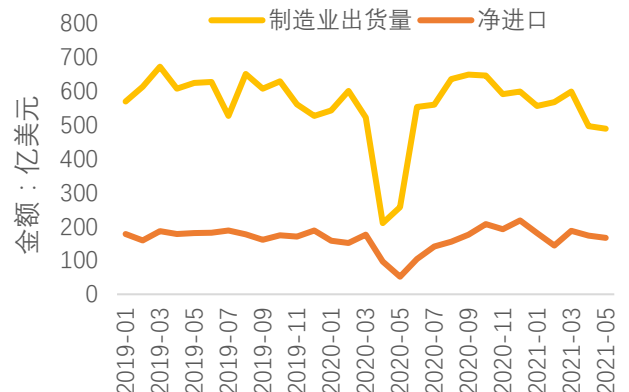
美国零售商补库存将主要来自本国汽车制造行业。美国零售商的机动车及部件库存大幅低于疫情前水平，尤其是 2021 年开始继续大幅下降，这与汽车行业芯片短缺密切相关。美国的机动车及部件主要来自本国生产，随着芯片短缺缓解，产值有望增加，而进口的作用相对有限。

图 40：美国零售商的机动车及部件补库存空间大



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 41：美国的机动车及部件主要来自国产



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 投资建议

短期关注高景气度的集运龙头中远海控。三季度疫情影响持续叠加旺季，集运需求旺盛；同时全球主要港口仍然存在拥堵，运力供给受限，预计行业维持高景气。但是随着疫情缓解、四季度淡季来临，行业有景气度下滑风险。

中期关注受益于拥堵缓解的集装箱港口。港口收费的价格较为稳定，拥堵导致吞吐量受影响。随着集运行业回归正常，受高运价抑制的集运需求将释放，带动吞吐量增长。在集装箱港口中，关注集装箱货物占比高、ROE 较高、PB 较低的上港集团。

5. 风险提示

全球疫情反复

新冠疫情持续时间超出市场预期，疫苗接种进度不及预期。海外疫情引发的更多变异病毒传播或将全球服务业复苏的时间再次推迟，集运需求持续高增长；同时疫情导致港口拥堵，持续限制有效运力供给。

经济复苏推迟

疫情持续、通货膨胀等可能影响全球经济复苏进程。全球流动性宽松已经引起大宗商品价格大幅上涨，如果未来持续宽松可能引发滞胀，如果收紧可能中断经济复苏。全球经济复苏存在不确定性，未来的集运需求也存在不确定性。

新造船大量增加

新造船订单大量增加，将导致 2023 年运力较快增长。如果港口拥堵缓解，存量运力周转率上升将进一步增加运力供给，导致集运行业景气度下降。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com