

油价上涨，快递企业成本影响几何？

——物流行业深度研究

研究所

证券分析师： 许可 S0350521080001
xuk02@ghzq.com.cn
证券分析师： 周延宇 S0350521090001
zhouyy01@ghzq.com.cn
联系人： 祝玉波 S0350121120080
zhouyb01@ghzq.com.cn
联系人： 钟文海 S0350121090029
zhongwh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
物流	-4.2%	-7.8%	-2.5%
沪深300	-6.4%	-14.8%	-16.0%

相关报告

《新物流时代系列之一：破茧成蝶，跨境电商重塑百年货代新格局（推荐）*物流*周延宇，许可》——2021-09-06

《快递行业投资框架：短期看政策、中期看格局、长期看成本（推荐）*交通运输*周延宇，许可》——2021-09-05

《圆通速递（600233）事件点评：业绩持续超预期，重申“买入”评级（买入）*物流*许可，周延宇》——2022-03-10

《交通运输行业月报：淡季不淡，重视政策框架下的电商快递投资机会（推荐）*交通运输*许可，李跃森，周延宇，李然》——2022-03-05

《稳增长政策下，干散货运的机遇（推荐）*交通运输*李然，许可》——2022-02-21

投资要点：

■ 油价波动将直接影响快递行业运输成本

快递企业成本结构拆分来看，运输成本为加盟制通达系的主要成本来源，运输成本占成本比重约为 26%，而燃油成本占运输成本的比重约为 25%；对于直营制企业顺丰而言，人工成本为其主要成本来源，运输成本占成本比重约为 11%，由于运输方式涉及陆运以及航空，燃油成本占顺丰运输成本的比重约为 30%。

■ 油价上涨对快递行业运输成本实际影响有限

在发改委的调控下，中国成品油价格变动幅度远小于原油价格变动幅度。相较 2022 年初，3 月 4 日的柴油价格上涨 15%，而原油价格已上涨 50%。

粗略测算下，10%的燃油价格上涨，对快递企业带来的全年成本影响约为 1-4 亿元，占当年归母净利润的 4%-14%，但实际影响大概率低于测算值，原因有三：

①单票收入修复带来的业绩弹性高于单票成本变化带来的影响。以圆通为例，2022 年 1 月，圆通单票收入同比上升 14.55%达到 2.72 元，环比增加 0.22 元，而若燃油价格上涨 10%，所增加的单票成本约为 0.13 元。

②快递行业是强规模效应行业，规模增长与精细化管理的持续推进，会带来装载率的提升、线路的优化等，有望摊薄新增燃油成本。

③行业格局稳定性持续巩固的支撑下，通达系与顺丰有望在未来通过涨价将变动成本压力传导至下游，成功通过涨价提升抗通胀能力。

■ 把握快递行业的投资机会，持续推荐头部快递企业

格局稳定性延续，重点推荐量价齐升的电商快递企业——圆通速递、中通快递、韵达股份、申通快递。2022 年 1-2 月电商快递企业单票

收入显著上涨，行业格局稳定性持续验证。看好电商快递企业在格局改善支撑下，现金流逐步修复，盈利能力稳步提升，把握电商快递行业板块性的投资机会。

持续推荐估值重回底部区间、新业务期权价值凸显的顺丰控股。展望 2022 年，顺丰时效件发展稳健，而新业务逐渐发展至平衡流量增长与盈利的新阶段。品牌协同与业务协同帮助顺丰新业务建立了优势地位、确定了盈利的方向，随着细分赛道格局拐点与增长红利逐步出现，长期看好顺丰在综合物流赛道的龙头地位和竞争优势。

- **行业评级及投资策略** 电商快递买格局、综合物流买布局，把握快递行业板块性的投资机会。维持行业“推荐”评级。
- **重点推荐个股** 圆通速递、中通快递、韵达股份、申通快递、顺丰控股。
- **风险提示** 行业增速不及预期、电商快递价格战重启、管理改善不及预期、成本管控不及预期、加盟商爆仓、时效件增速不及预期、并购整合不及预期、油价的不确定影响。

重点关注公司及盈利预测（中通快递股价单位为港币）

重点公司 代码	股票 名称	2022-03-11		EPS		PE			投资 评级
		股价	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
02057.HK	中通快递 -SW	215.20	5.04	5.97	8.03	36.74	29.20	21.71	买入
600233.SH	圆通速递	17.86	0.57	0.63	0.96	20.09	25.62	16.98	买入
002120.SZ	韵达股份	19.65	0.48	0.49	0.92	32.71	37.51	20.11	买入
002468.SZ	申通快递	7.79	0.02	-0.58	0.58	504.00		15.24	买入
002352.SZ	顺丰控股	53.69	1.64	0.95	1.83	53.80	66.83	34.66	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：2022 年 3 月 11 日港币对人民币汇率为 HKD/CNY=0.81）

内容目录

引言:	5
1、 油价波动直接影响快递行业陆路运输成本	6
1.1、 交通运输是原油的主要用途, 行业中又以陆运消耗为主	6
1.2、 快递行业成本结构拆分: 运输成本为加盟制的主要成本, 人工成本为直营制的主要成本	7
2、 油价上涨对快递行业运输成本实际影响有限	10
2.1、 国家发改委统一调控, 成品油价波动较小	10
2.2、 加盟制与直营制快递企业受油价上涨影响有限	10
3、 把握快递行业的投资机会, 持续推荐圆通速递、中通快递、韵达股份、申通快递、顺丰控股	14
3.1、 格局稳定性延续, 电商快递保持量价齐升	14
3.2、 持续推荐估值重回底部区间、新业务期权价值凸显的顺丰控股	16
4、 行业评级及投资策略	17
5、 重点推荐个股	17
6、 风险提示	18

图表目录

图 1: 交通运输行业一直是主要的原油消耗行业	6
图 2: 汽油和馏分油是交运行业的主要耗油类别	7
图 3: 加盟制快递企业成本主要由中转运输成本、中心操作成本与面单成本构成	8
图 4: 运输成本为电商快递企业成本的主要组成部分 (成本口径为 2020 年数据)	8
图 5: 顺丰成本拆分为收件成本、网点成本、中转成本、运输成本与派件成本	9
图 6: 燃油成本占运输成本的比重约为 25%	9
图 7: 原油价格与成品柴油价格均持续上涨	10
图 8: 成品柴油价格变动幅度小于原油	10
图 9: 全年来看, 油价上涨 5-15%, 业务量同比增长 5-30%, 给通达系带来的新增燃油成本约 0.5-6 亿元	12
图 11: 2022 年 1 月各企业单票维持上行趋势	14
图 12: 各企业业务量同比增速有望保持较高的增长中枢	15
图 13: 重视电商快递企业的业绩与市值弹性	15

引言:

2021 年以来,受全球新冠疫情、流动性泛滥、供给瓶颈等因素影响,原油价格快速上升,而近期俄罗斯与乌克兰的军事冲突,加剧了原油供给瓶颈的问题,原油价格加速上扬。截止 2022 年 3 月 7 日,布伦特原油与 WTI 原油期货结算价格分别升至 123.21 美元/桶与 119.40 美元/桶,较 2022 年初分别上涨 56.00%和 56.94%。

受国际原油价格影响,国内成品油价格有所上调,新一轮调价窗口已于 2022 年 3 月 3 日 24 时开启,国内汽、柴油价格每吨分别提高 260 元和 255 元,这是自去年 12 月底以来,国内成品油零售限价连续第五次上调。相较今年年初,国内汽、柴油价格每吨分别提高 1125 元和 1085 元,达到 9255 元/吨和 8210 元/吨,上涨 13.84%和 15.23%。

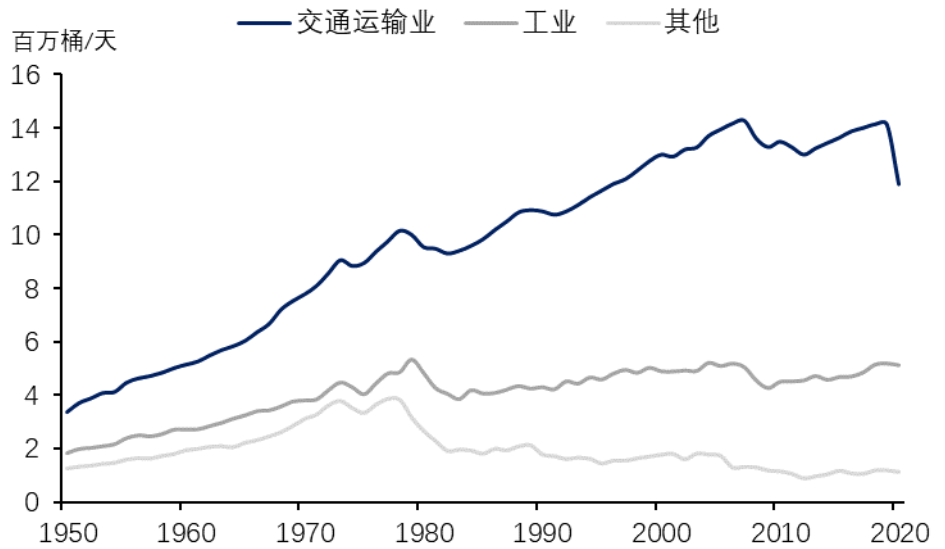
对以柴油消耗为主的公路货物运输行业,成品油价格波动将对成本造成直接影响。

1、油价波动直接影响快递行业陆路运输成本

1.1、交通运输是原油的主要用途，行业中又以陆运消耗为主

交通运输是原油产品的主要用途，在疫情爆发前的 2019 年，交通运输行业消耗所有石油产品的 68.84%。

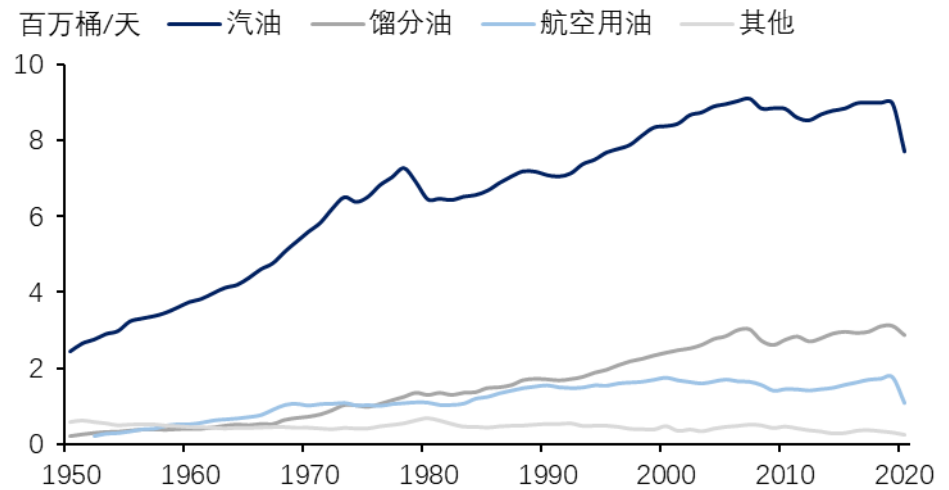
图 1：交通运输行业一直是主要的原油消耗行业



资料来源：EIA，国海证券研究所

而在交通运输行业中，陆运需求消耗的汽油与馏分油（主要为柴油）分别占总消耗量的 63.39%与 22.11%（2019 年），分列所有需求的第一与第二。

图 2：汽油和馏分油是交运行业的主要耗油类别



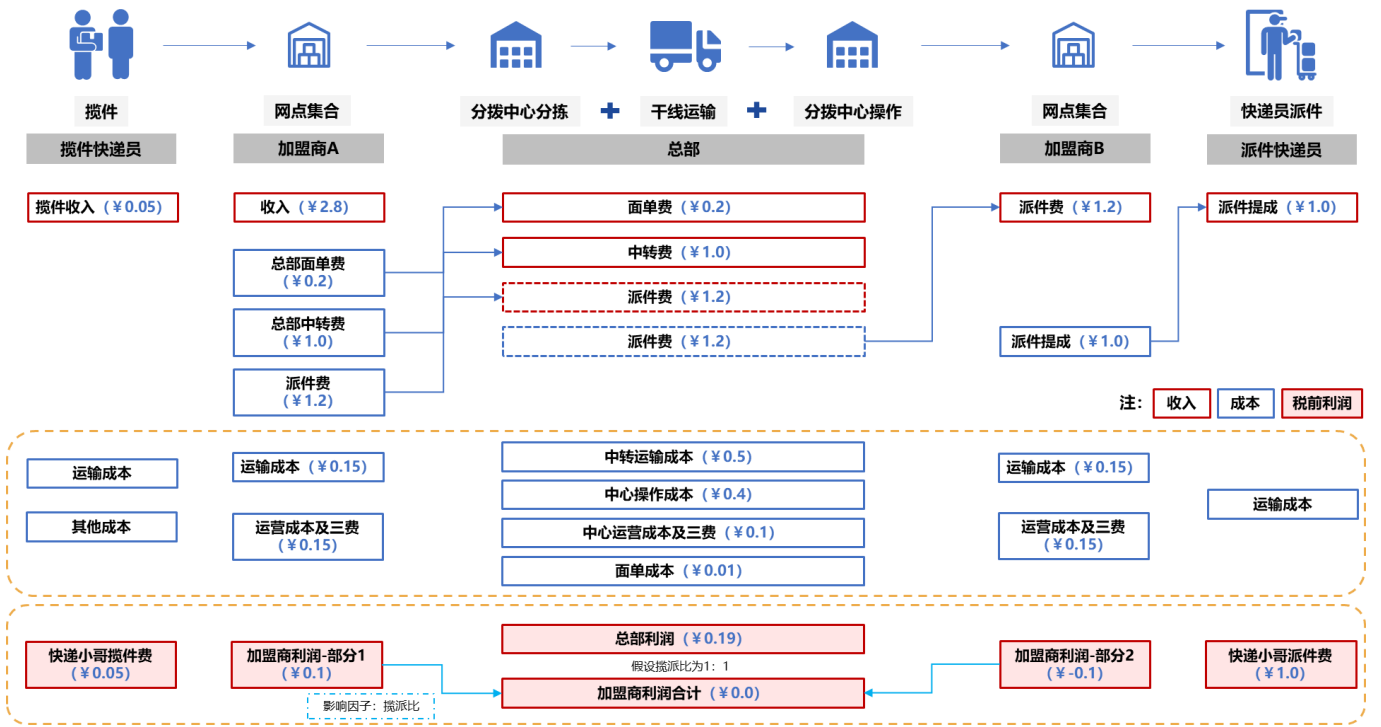
资料来源：EIA，国海证券研究所

1.2、快递行业成本结构拆分：运输成本为加盟制的主要成本，人工成本为直营制的主要成本

快递行业的业务链条由收、转、运、派四环节组成，而对于直营制与加盟制两种不同组织形式，其成本所产生的环节也有所不同。

① 从加盟制的通达系来看，电商快递企业的成本主要在核心的转运环节产生。

图 3: 加盟制快递企业成本主要由中转运输成本、中心操作成本与面单成本构成



资料来源：中通快递、圆通速递、韵达股份、中通快递公司公告，国海证券研究所

成本结构拆分来看，除派送费成本外，加盟制电商快递企业的成本由中转运输成本、中心操作成本与面单成本构成，其中运输成本为电商快递企业成本的主要组成部分。以 2020 年数据来看，中通、圆通、韵达与申通的运输成本占总快递成本的比重分别达到 44.88%、20.31%、25.48%与 17.76%，平均占比达到 25.98%。

图 4: 运输成本为电商快递企业成本的主要组成部分（成本口径为 2020 年数据）

申通	sto 申通快递 express	圆通	YT 圆通速递	韵达	韵达 EXPRESS	中通	ZTO 中通快递 ZTO EXPRESS
单票成本	0.95	单票成本	0.96	单票成本	0.89	单票成本	0.84
运输成本	0.42	运输成本	0.51	运输成本	0.55	运输成本	0.51
面单成本	0.03	中心操作成本	0.31	面单成本	0.01	中心操作成本	0.31
中心操作成本	0.50	面单成本	0.02	中心操作成本	0.33	物料销售成本	0.02
• 职工薪酬		网点中转费	0.12	• 职工薪酬			
• 折旧摊销				• 装卸扫描费			
• 其他中转成本				• 折旧摊销			
				• 办公及租赁			
				• 中转其他成本			

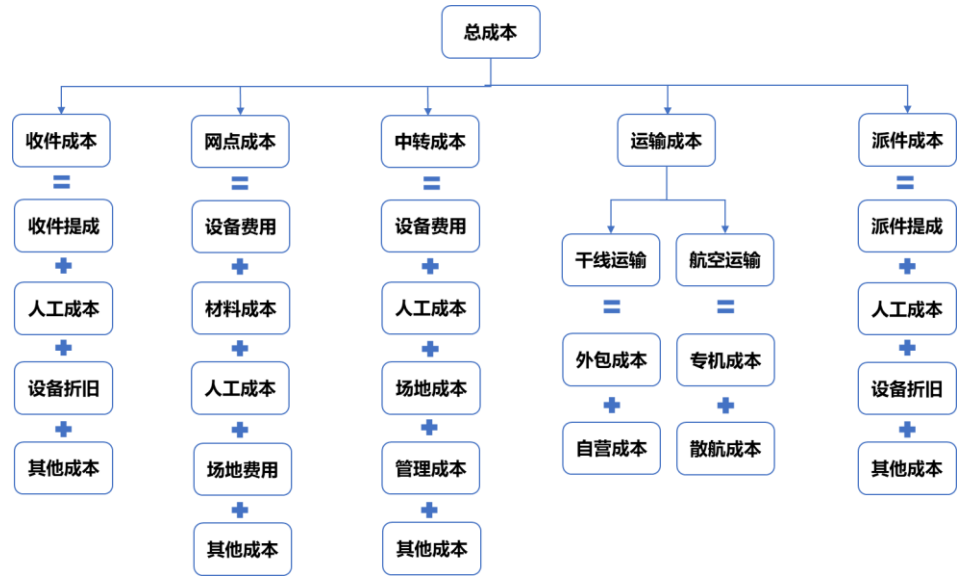
注：统一扣除派费；单位-元

资料来源：中通快递、圆通速递、韵达股份、中通快递公司公告，国海证券研究所

②从直营制的顺丰来看，全链路直营的运营模式使其成本产生于收、转、运、派四个环节。成本结构拆分来看，顺丰全环节的成本主要由收件成本、网点成本、

中转成本、运输成本与派件成本组成。从总营业成本口径来看，顺丰运输成本占总成本的比重为 11.07% (2020 年)，而贯穿所有业务环节的人工成本则占 72.89% (2020 年)，为主要成本来源。

图 5：顺丰成本拆分为收件成本、网点成本、中转成本、运输成本与派件成本

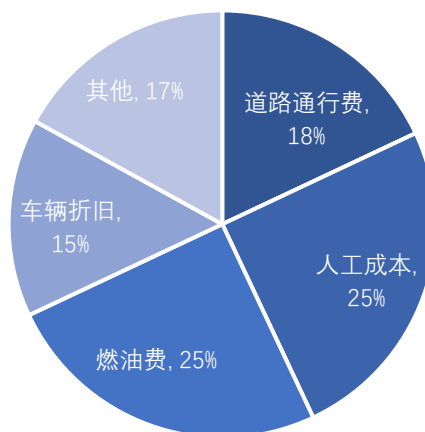


资料来源：国海证券研究所

聚焦运输成本，陆路运输成本主要由燃油成本、人工成本、道路通行费、折旧成本与其他成本组成，其中燃油成本占运输成本的比重约为 25%。

对于快递企业而言，干线运输车辆主要由 15 米至 17 米长的高运力挂车组成，高运力货车主要使用柴油，由企业集采，属于变动成本，成品柴油价格波动为影响燃油成本的主要因素。

图 6：燃油成本占运输成本的比重约为 25%



资料来源：全国道路货运车辆公共监管与服务平台，国海证券研究所

2、油价上涨对快递行业运输成本实际影响有限

2.1、国家发改委统一调控，成品油价波动较小

受全球新冠疫情、流动性泛滥、供给瓶颈等因素影响，2021 年来，原油价格不断上涨，近期地缘政治不稳定因素的影响，进一步推高了原油价格。截止 3 月 9 日，布伦特原油期货结算价达到 111.14 美元/桶，相较 2021 年初上涨 117.54%。

原油价格的上涨，势必会对中国成品油价格造成影响。中国成品油价格由国家发改委统一调控，根据《石油价格管理办法》，中国汽、柴油的价格根据国际市场原油价格变化每 10 日调整一次，采取阶梯式调价的方法：当原油价格低于每桶 40 美元时，按照每桶 40 美元以及正常加工利润率定价。当原油价格高于每桶 40 美元低于 80 美元时，按照正常的加工利润率定价。当原油价格高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至使用零利润率定价。当原油价格高于每桶 130 美元时，汽、柴油价格原则上不提价或少提价。

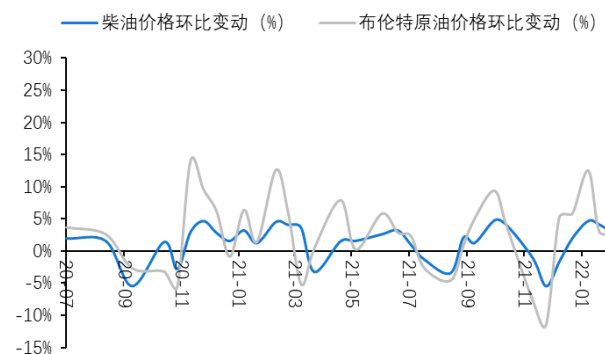
发改委统一调控下，中国成品油价格波动幅度小于原油价格波动幅度。2022 年 3 月 4 日，发改委上调柴油价格至 8210 元/吨，相较于上次调价上升 3.21%，相较 2021 年初上升 44.16%，涨幅远小于原油价格变动幅度（3 月 4 日原油价格相较 2021 年初上涨 131.18%）。每次调价的窗口期间，中国柴油价格的变动幅度明显小于原油价格的变动幅度，2021 年来成品柴油价格每次调价的变动范围在-5%至 5%。

图 7：原油价格与成品柴油价格均持续上涨



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：成品柴油价格变动幅度小于原油



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、加盟制与直营制快递企业受油价上涨影响有限

测算油价波动对快递行业成本端的影响程度，需将加盟制与直营制分开来看。

① 加盟制通达系：

由于柴油采购价格是快递企业的变动成本，历史情况来看，发改委每月调价 1-2 次，因此通过月度数据测算油价上涨影响。

2022 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 4 日，中国成品柴油价格共调价 5 次，平均价格为 7700 元/吨，相较 2021 年平均价格 6756 元/吨上涨 14%。以圆通快递为例，2021H1，圆通单票运输成本为 0.51 元，而燃油成本占运输成本的比重约为 25%，因此圆通的单票燃油成本约为 0.13 元，若全年维持相同的单票燃油成本水平，在假设装载率、分拣效率等指标不变的情况下，油价上涨 14%将使单票燃油成本上升 0.0182 元。2022 年 1-2 月，圆通共完成业务量 22.97 亿票，则粗略测算下总燃油成本将增加 $0.0182 \times 22.97 = 0.42$ 亿元，占 2022 年 1-2 月归母净利润的 7.71%。

近日布伦特原油的最高价格已超过中国石油价格管理方法的上限，而原油价格时刻处于波动的状态，全年来看，若中国柴油价格水平相较去年平均水平上涨 10%，同时 2022 年圆通业务量同比增速为 20%，达到 196.75 亿票，粗略测算下总燃油成本将增加 $0.13 \times 10\% \times 196.75 = 2.56$ 亿元，以 2022 年预测的归母净利润计算，新增燃油成本约占 7.80%。

以相同的方法测算通达系燃油成本波动，若中通、韵达与申通 2022 年业务量同比增速分别为 20%、20%与 15%，10%的油价上涨将分别带来新增成本 3.47 亿元、3.74 亿元与 1.27 亿元，以 2022 年预测的归母净利润计算，新增燃油成本分别占中通、韵达与申通归母净利润的 3.59%、14.02%与 14.30%。

图 9: 全年来看, 油价上涨 5-15%, 业务量同比增长 5-30%, 给通达系带来的新增燃油成本约 0.5-6 亿元

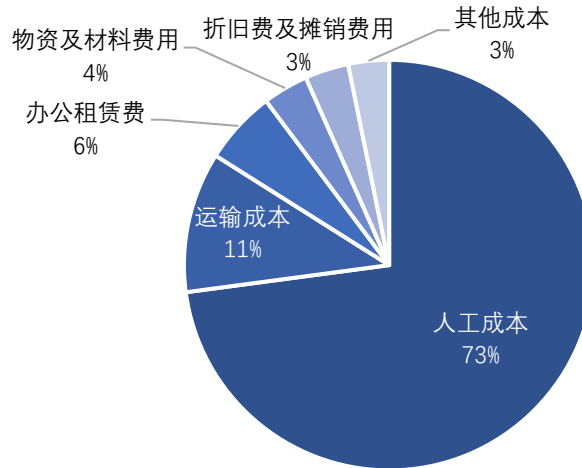
新增燃油成本敏感性测算					
核心假设: 中通、圆通、韵达2022年业务量同比增长10%-30%, 申通业务量同比增长5%-25%; 油价变动范围为同比增长1%-15%; 以此推算全年新增的燃油成本范围(单位: 亿元)。					
中通		油价变动幅度			
单位: 亿元		1%	5%	10%	15%
业务量同比增速	10%	0.32	1.59	3.18	4.77
	15%	0.33	1.66	3.33	4.99
	20%	0.35	1.74	3.47	5.21
	25%	0.36	1.81	3.62	5.42
	30%	0.38	1.88	3.76	5.64
圆通		油价变动幅度			
单位: 亿元		1%	5%	10%	15%
业务量同比增速	10%	0.23	1.17	2.34	3.52
	15%	0.25	1.23	2.45	3.68
	20%	0.26	1.28	2.56	3.84
	25%	0.27	1.33	2.66	4.00
	30%	0.28	1.39	2.77	4.16
韵达		油价变动幅度			
单位: 亿元		1%	5%	10%	15%
业务量同比增速	10%	0.34	1.71	3.43	5.14
	15%	0.36	1.79	3.58	5.37
	20%	0.37	1.87	3.74	5.61
	25%	0.39	1.95	3.89	5.84
	30%	0.41	2.03	4.05	6.08
申通		油价变动幅度			
单位: 亿元		1%	5%	10%	15%
业务量同比增速	5%	0.12	0.58	1.16	1.74
	10%	0.12	0.61	1.22	1.83
	15%	0.13	0.64	1.27	1.91
	20%	0.13	0.66	1.33	1.99
	25%	0.14	0.69	1.38	2.08

资料来源: 中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递公司公告, 国海证券研究所

② 直营制顺丰控股:

顺丰的成本产生于业务的所有流程, 人工成本是顺丰成本端的主要来源。运输成本方面, 2021H1, 顺丰运输成本达到 95.69 亿元, 占总成本的 10.84%。若 2021 年顺丰运输成本约为 190 亿元, 假设燃油成本占比约为 30%, 且顺丰中转运输方式有卡车与飞机, 假设卡车所使用的柴油占总燃油的 70%(顺丰以陆运为主, 2020 年航空发货量占公司总业务量约 11%), 则顺丰陆运用油成本约为 $190 \times 30\% \times 70\% = 39.9$ 亿元, 粗略测算下 10% 的油价上涨将是燃油成本增加约 3.99 亿元, 以 2022 年预测的归母净利润计算, 新增燃油成本约占 4.79%。

图 10: 运输成本占顺丰总成本的比重约为 10.84%



资料来源：顺丰控股公司公告，国海证券研究所

总结而言，10%的燃油价格上涨，对加盟制与直营制快递企业带来的全年成本影响约为 1 亿元到 4 亿元，占当年归母净利润的 4%-14%，但实际影响大概率低于测算值，主要原因有三：

①收入端的影响远高于成本端的影响，单票收入修复带来的业绩弹性远高于单票成本变化带来的影响。以圆通为例，2022 年 1 月，圆通单票收入同比上升 14.55% 达到 2.72 元，环比增加 0.22 元，而若燃油价格上涨 10%，所增加的单票成本约为 0.13 元。

②从成本端看，快递行业是强规模效应行业，业务量规模的不断增长有望摊薄新增燃油成本。受益于电商渗透率的持续提升以及快递小件化的趋势，头部企业业务量有望保持较高的增长中枢。业务量规模的持续提升，叠加快递企业精细化管理的不断推进，车辆装载率、线路规划等有望继续优化，进而再度降低单票成本。

③快递行业的产业链议价权不断增强，头部企业有望将成本压力向下传导。对比海外快递巨头的发展经验，在格局稳定的背景下，FedEx 和 UPS 均会通过征收燃油附加费的方法将油价上涨的压力传导给下游。在国内头部快递企业在产业链中的议价权不断增强、行业格局稳定性持续巩固的支撑下，通达系与顺丰有望在未来通过涨价将变动成本压力传导至下游，成功通过涨价提升抗通胀能力。

3、把握快递行业的投资机会，持续推荐圆通速递、中通快递、韵达股份、申通快递、顺丰控股

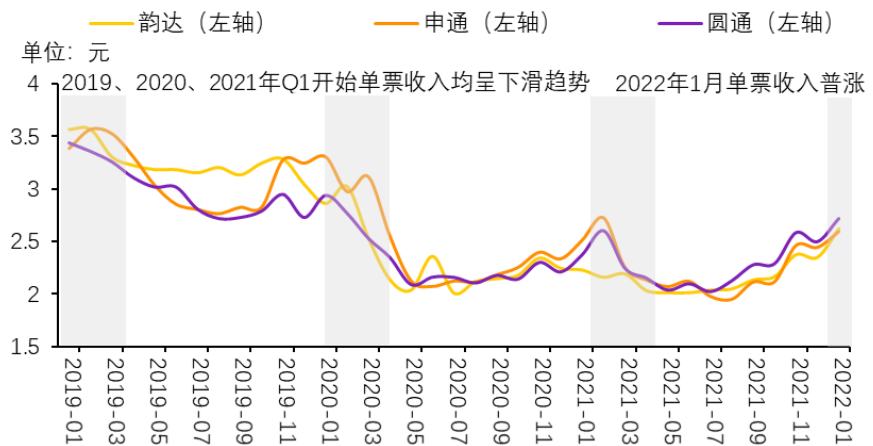
3.1、格局稳定性延续，电商快递保持量价齐升

2021 年以来，快递行业密集的监管政策，不仅成为了电商快递行业格局拐点的催化剂，同时强化了电商快递企业在产业链中的议价权，行业基于政策的新框架逐渐成型，新框架下电商快递企业成功向下游传递人工成本压力，单票盈利能力持续增强。

从 2022 年 1 月电商快递企业经营数据看，行业在为传统淡季的一季度中，整体呈现量价齐升的态势：

单票价格来看，2022 年 1 月各公司单票收入整体上行，圆通单票收入 2.72 元，YoY 14.55%，MoM 8.80%，连续六个月保持单价同比正增长；韵达单票收入 2.62 元，YoY 17.49%，MoM 11.49%，涨幅显著且连续三个月实现单票收入同比正增长；申通单票收入 2.59 元，YoY 3.19%，MoM 6.15%。据跟踪观察，2022 年 2 月，行业单票收入依旧保持韧性，并且 2022 年 3 月《浙江省快递业促进条例》正式立法实施，行业单票利润水平有望延续。

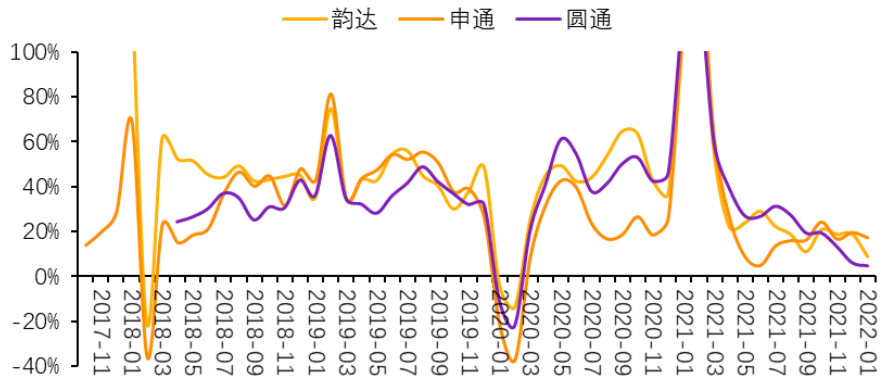
图 11：2022 年 1 月各企业单票维持上行趋势



资料来源：韵达股份、申通快递、圆通速递公司公告，国海证券研究所

业务量来看，各公司业务量增速均领先行业增速，2022 年 1 月圆通业务量同比增长 4.84%，达到 13.29 亿票；申通业务量同比增长 17.30%，达到 9.89 亿票，业务量增速保持行业领先；韵达业务量同比增长 9.09%，达到 15.12 亿票。受益于电商渗透率的提升及快递小件化的趋势，头部企业业务量有望保持较高的增长中枢。

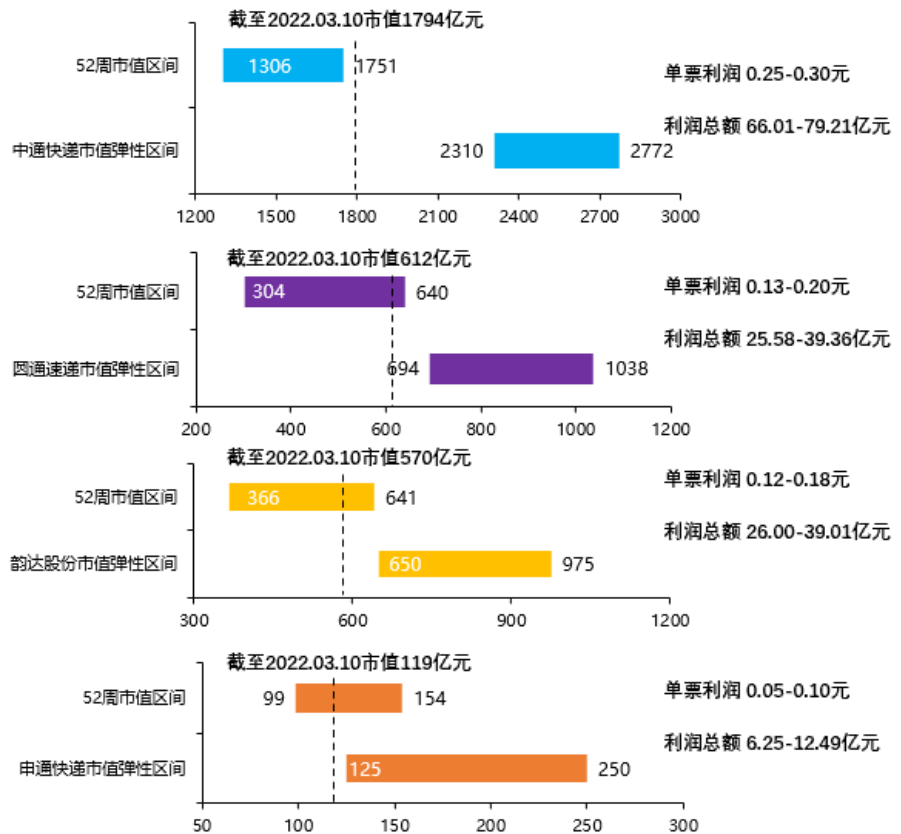
图 12: 各企业业务量同比增速有望保持较高的增长中枢



资料来源: 韵达股份、申通快递、圆通速递公司公告, 国海证券研究所

2022 年一季度是电商快递新框架下的第一个完整季度, 行业价格韧性持续, 格局稳定性继续验证, 头部企业有望迎来超预期的一季度业绩表现。全年来看, 行业单票价格有望维持高位, 单票成本在规模效应与精细化管理的帮助下持续优化, 头部快递企业有望增强自身的单票利润水平, 迎来较大的业绩弹性, 重视 2022 年全年电商快递行业业绩释放带来的板块性投资机会。

图 13: 重视电商快递企业的业绩与市值弹性



注: 横轴为总市值, 单位为亿元
中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递 2022 年的 PE 分别假设为 35、25、25 和 20

资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、持续推荐估值重回底部区间、新业务期权价值凸显的顺丰控股

2021年起，顺丰在高资本开支周期后，进入了产能爬坡期，随着产能利用率的逐步提升，顺丰毛利率逐季度修复。2021Q4，顺丰预计实现扣非归母净利润14.50亿元至16.00亿元，同比增长41%-56%，环比增长79%-98%，四季度利润完成正增长，盈利能力保持修复的趋势。

展望2022年，顺丰核心的时效件业务维持稳健的发展态势，而新业务逐渐发展至平衡流量增长与盈利的新阶段。新阶段下，顺丰通过四网融通项目与并购整合的推进，不断强化新业务的竞争实力，希望加快新业务扭亏为盈的步伐。

综合来看，品牌协同与业务协同的双重竞争优势已帮助顺丰新业务在各细分赛道建立了优势地位、决定了盈利的方向，但盈利的节奏仍需赛道格局与红利的配合。而在当下的中国物流市场，跨境物流有红利、电商快递与高端快运有格局、综合物流有布局，目前顺丰估值已回到底部区间，重视新业务期权价值的逐步显现，持续推荐综合物流巨头顺丰控股。

4、行业评级及投资策略

电商快递买格局、综合物流买布局。

电商快递行业多轮政策支持、格局拐点已现、业绩确定性较强。顺丰综合物流布局逐步完善，新业务将有节奏的进入变现期。把握快递行业板块性的投资机会。维持行业“推荐”评级。

5、重点推荐个股

重点推荐圆通速递、中通快递、申通快递、韵达股份、顺丰控股。

重点关注公司及盈利预测(中通快递股价单位为港币)

重点公司 代码	股票 名称	2022-03-11		EPS			PE			投资 评级
		股价	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
02057.HK	中通快递 -SW	215.20	5.04	5.97	8.03	36.74	29.20	21.71	买入	
600233.SH	圆通速递	17.86	0.57	0.63	0.96	20.09	25.62	16.98	买入	
002120.SZ	韵达股份	19.65	0.48	0.49	0.92	32.71	37.51	20.11	买入	
002468.SZ	申通快递	7.79	0.02	-0.58	0.58	504.00		15.24	买入	
002352.SZ	顺丰控股	53.69	1.64	0.95	1.83	53.80	66.83	34.66	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：2022 年 3 月 11 日港币对人民币汇率为 HKD/CNY=0.81）

6、风险提示

- 1) 行业增速不及预期;
- 2) 电商快递价格战重启;
- 3) 管理改善不及预期;
- 4) 成本管控不及预期;
- 5) 加盟商爆仓;
- 6) 时效件增速不及预期;
- 7) 并购整合不及预期;
- 8) 油价的不确定影响。

【交运小组介绍】

许可，交通运输行业首席，研究所培训总监，第十八届新财富交运研究入围，西南财经大学硕士，7年证券从业经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森，交通运输行业分析师，香港中文大学硕士，覆盖机场、航空、出行板块。

李然，交通运输行业分析师，中南财经政法大学硕士，覆盖机场、港口航运、出行板块。

周延宇，交通运输行业分析师，兰州大学金融学硕士，覆盖快递、快运、跨境物流、大宗物流板块。

祝玉波，交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，覆盖快递、快运、跨境物流、大宗物流板块。

钟文海，交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，覆盖快递、快运、跨境物流、大宗物流板块。

王航，交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）金融学硕士，覆盖机场、航空板块。

【分析师承诺】

许可，周延宇，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。