

证券研究报告

航运

2022年06月14日



国海证券

SEALAND SECURITIES

# 航运行业投资框架

评级：推荐(维持)

国海证券研究所

许可(分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

李然(分析师)

S0350521100001

lir03@ghzq.com.cn

**1、行业属性：同是周期，属性不同。**航运三大细分板块集运、油运、干散货运均属成熟的周期性行业，运价弹性巨大，但货品的不同导致三个子板块在竞争格局和周期自变量上存在差异。① 竞争格局：集运相较油运和干散货运格局更头部集中且稳固，或存在周期向价值的切换；② 周期自变量：从波动率看，从弱到强的排序依次是集运、干散货运、油运，波动率强弱对应各行业周期自变量的多寡，集运运价由供需决定，干散货运兼受供需和金融影响，油运则供需、金融、政治三周期叠加。

**2、周期复盘：寿命定长度，供给定弹性，需求定方向。**供给端特点决定周期长度和强度。**周期长度：**主流船舶的使用年限在20年以上，因此航运是典型的长周期行业，每轮大周期之间相隔超过10年。**周期强度：**需求大幅增长能推动景气上行，但判断周期强弱需要看供给周期的位置。每轮大周期启动之前都能够观测到较大程度的供给受限，例如船舶短缺或者船舶利用效率急剧下滑。历史上需求虽激增，但供给充裕，导致运价上行幅度小且不持续的案例多有发生。

**3、周期位置：集运高点，散货爬坡，油运衰退后期。****集运：**高景气却极低估值，反馈的是市场对明年供需可能恶化的担忧。现在主要矛盾在格局逻辑能否兑现，若景气下行期集运运价仍能保持在较为合理的位置上，届时极有可能迎来一轮价值重估。**散货：**供需紧平衡，供给端船队老龄化、散货船改集运船、堵港三重因素并未改善，需求侧受稳增长和煤炭航线重构刺激进一步增长，景气有望继续爬坡。**油运：**多因素催化下供给会出现多年的显著趋紧或向下，为接下来可能出现历史级别行情打下基础。需求端确定性向上，但增长节奏和幅度尚未确定。拐点位置不好说，但已运行至衰退后期。

**4、周期强度：供给（存量+增量）受限，或有历史级别行情。****存量：**目前散货、油运船队老龄化程度较高，且基本没有新增运力。同时IMO环保政策日趋严格，对供给端形成较强限制。**增量：**船坞产能过去10年未曾扩张，但订单已经排期到2024年。意味着散货、油运景气上行期较难进行运力扩张，因此景气上行的持续性大概率强于以往。

**投资建议：**重点关注油运、干散货运，维持推荐评级。相关标的：招商轮船、中远海能。

**风险提示：**疫情反复；IMO监管不及预期；产油国增产不及预期；政策性风险；全球经济大幅下滑；恶劣天气超预期。

## 一、行业属性

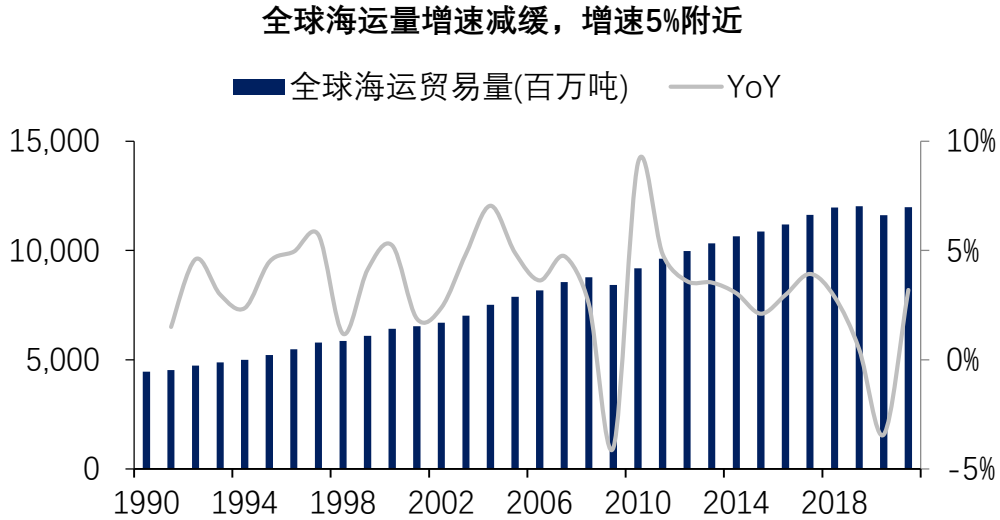
# 1 海运三大细分行业：集运、干散货运、油运

图表：按照运输货物不同，海运行业可以大致分为国际集装箱运输、国际干散货运、国际油运（下简称集运、干散货运、油运）

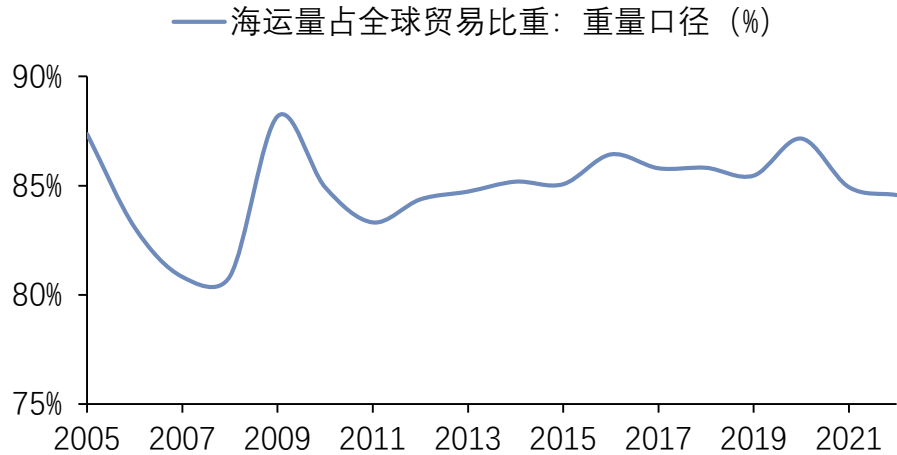
类型	国际集装箱班轮运输	国际干散货运	国际油运(主要是原油)
相同点	1、短期供给刚性，进入门槛低的特点共同决定航运各细分板块均属于 <b>周期行业</b> ； 2、均已进入生命周期的 <b>成熟中后期</b> ；		
不同点	1、竞争格局；2、上下游议价；3、运价核心影响因素		
全球海运贸易量市场份额 (载重量份额) (2021)	13.20%	42.77%	29.00%
货物类型	纺织、机电设备等制成、半制成品	煤炭、粮食、铁矿石	油、液化天然气
上下游特征	货主分散，承运人集中	货主集中，承运人分散	货主集中，承运人分散
航线模式	全球航线、轴辐式网络	点对点	点对点
运输方式	班轮	不定期租船	不定期租船
1、竞争格局	集运集中度高且头部相对稳定，干散油运集中度相对较低		
服务对象	工业品制造商和消费者	大型资源和工业生产者	大型资源和工业生产者
2、上下游议价	上下游相对松散，集运相对集中	上下游相对集中，而干散、油运相对分散	
3、运价核心影响因素	供需	1、供需；2、金融	1、供需；2、政治；3、金融

## 2 相同点：成熟的周期行业，运价弹性巨大

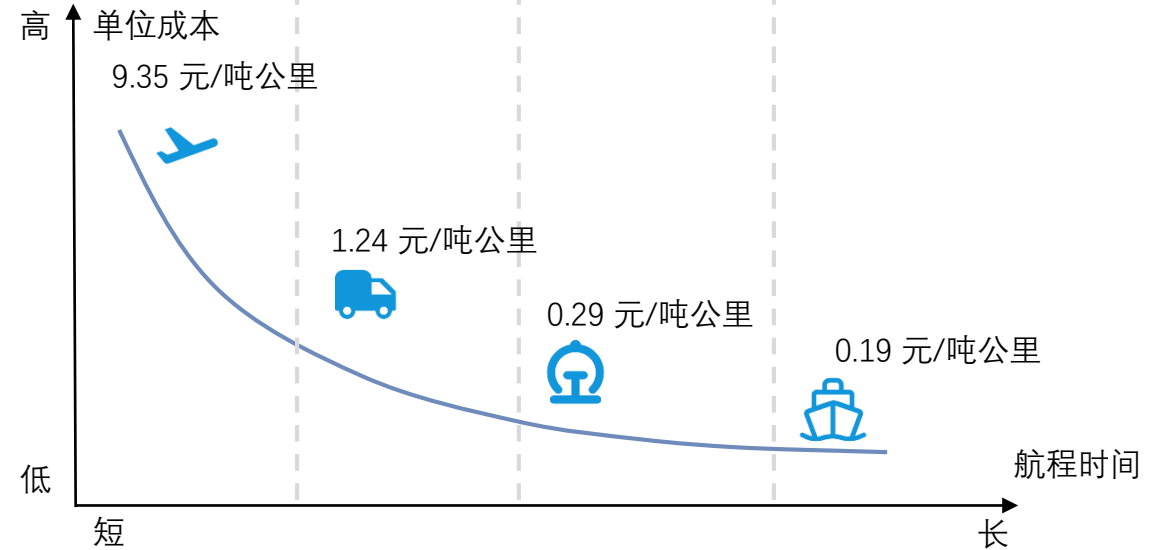
图表：海运已经是相当成熟的行业，最年轻的集运也已经存在60多年



海运渗透率已见顶，常年占总贸易量85%附近



图表：海运是最经济的一种运输方式，运价占货值比率低，向上的弹性较大

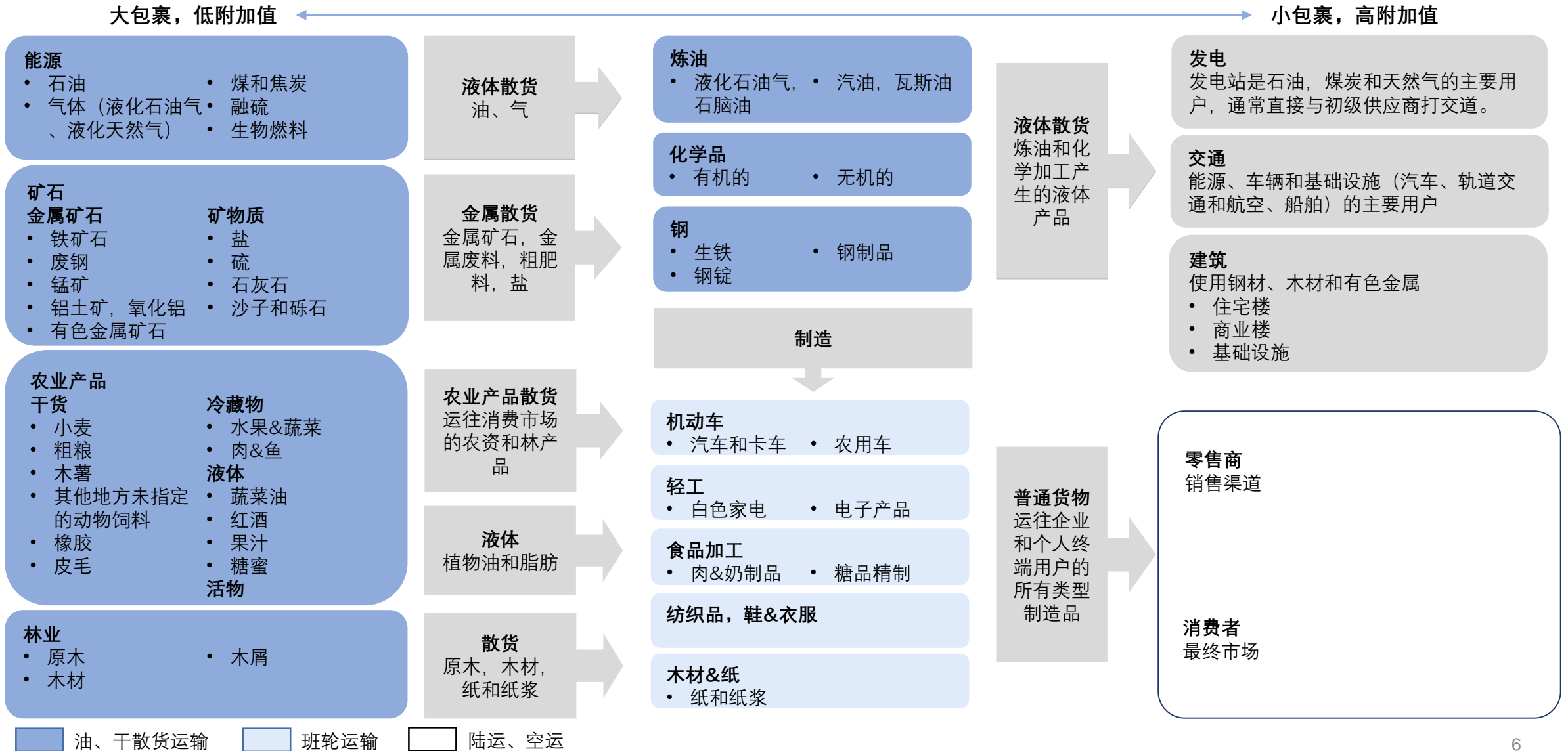


图表：集运为例，此前常态下运费占货值比重处于非常低的水平

产品类别	运价占商品零售价格比重 (\$1383 per TEU)
衣服 (低价)	1.23%-0.53%
衣服 (中档)	0.55%-0.08%
运动鞋	0.79%-0.11%
自行车	1.15%-0.58%
玩具 (低品质)	4.61%-0.38%
消费类电子产品 (小)	1.63%-0.64%
消费类电子产品 (大)	3.95%-1.98%
电器 (小)	6.16%-2.77%
电器 (大)	9.22%-4.26%
家具 (已组装)	13.83%-1.84%
家具 (扁平包装)	3.95%-0.77%
汽车零部件	5.53%-0.74%

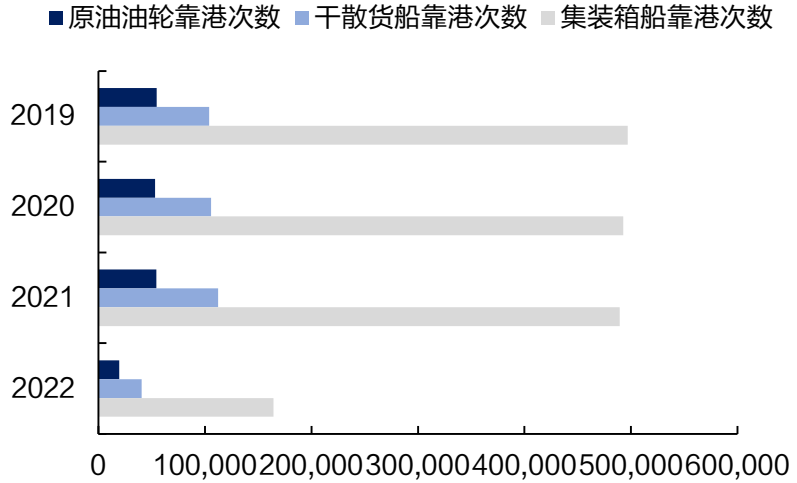
# 3.1 不同点①：货物分布决定竞争格局

图表：海运贯穿全球贸易链条，油、干散货运送上游资源品，集装箱运送中、下游制成品

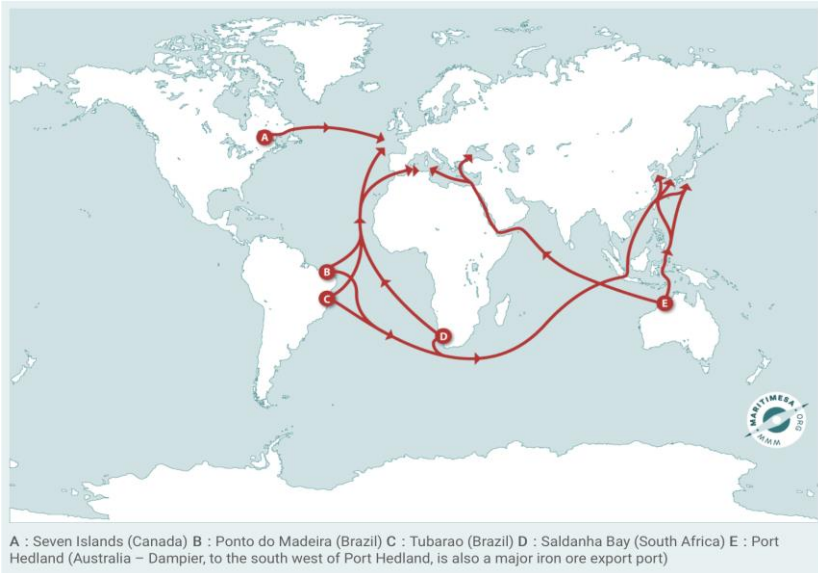


# 3.1 不同点①：货物分布决定竞争格局

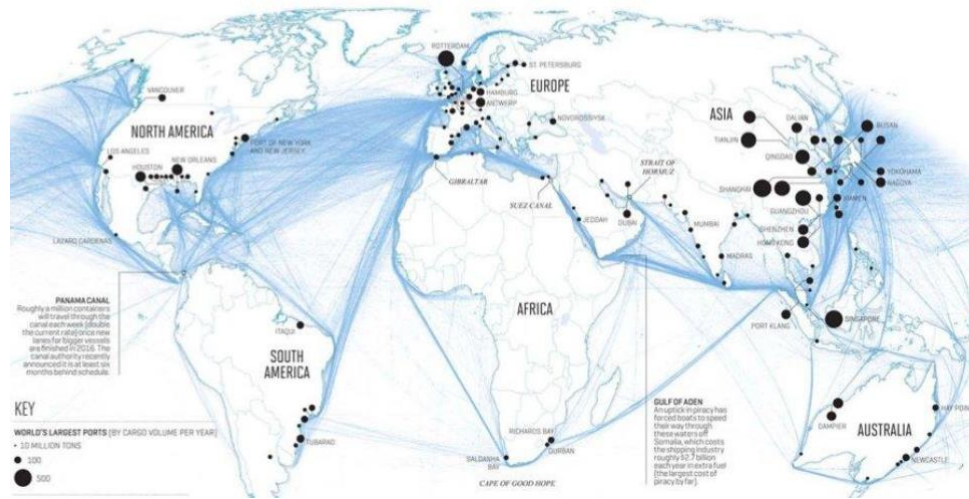
图表：集装箱船靠港次数显著高于散货船和油轮



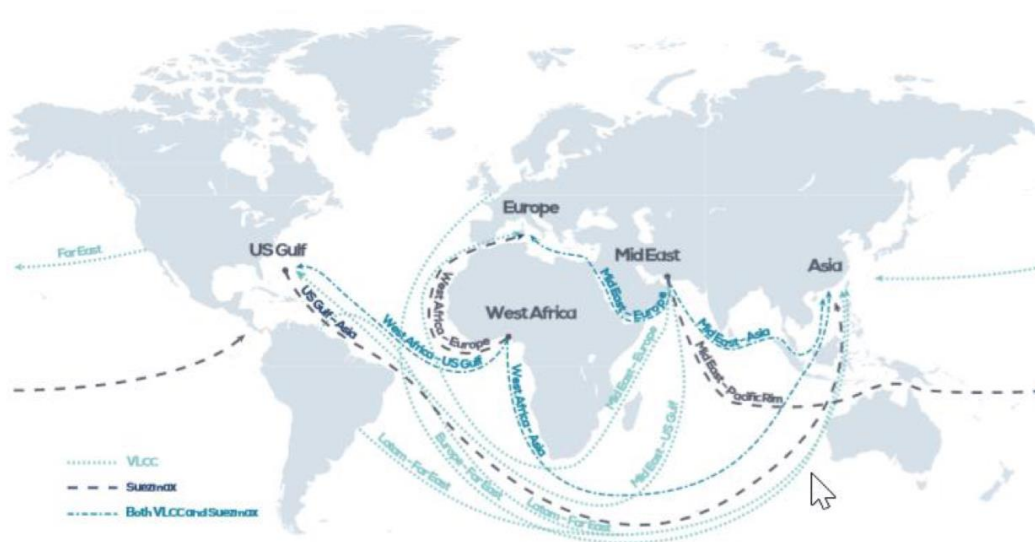
图表：世界主要铁矿石（占比最大散货）海运路线



图表：集运主要海运路线数量显著多于油运和干散货运



图表：世界原油主要海运路线



产销地复杂程度：  
集运 > 散货 ≈ 油运；

原因：  
1、制造业全球分工，全球充分参与，航线复杂度较高；  
2、资源品分布点较为集中，航线相对简单；

产销地分布决定了：  
1、航线模式：  
集装箱→轴辐式网络；  
散货、油→点对点网络；

2、运输模式：  
集装箱→班轮；  
公交车模式，固定航次和时刻表。

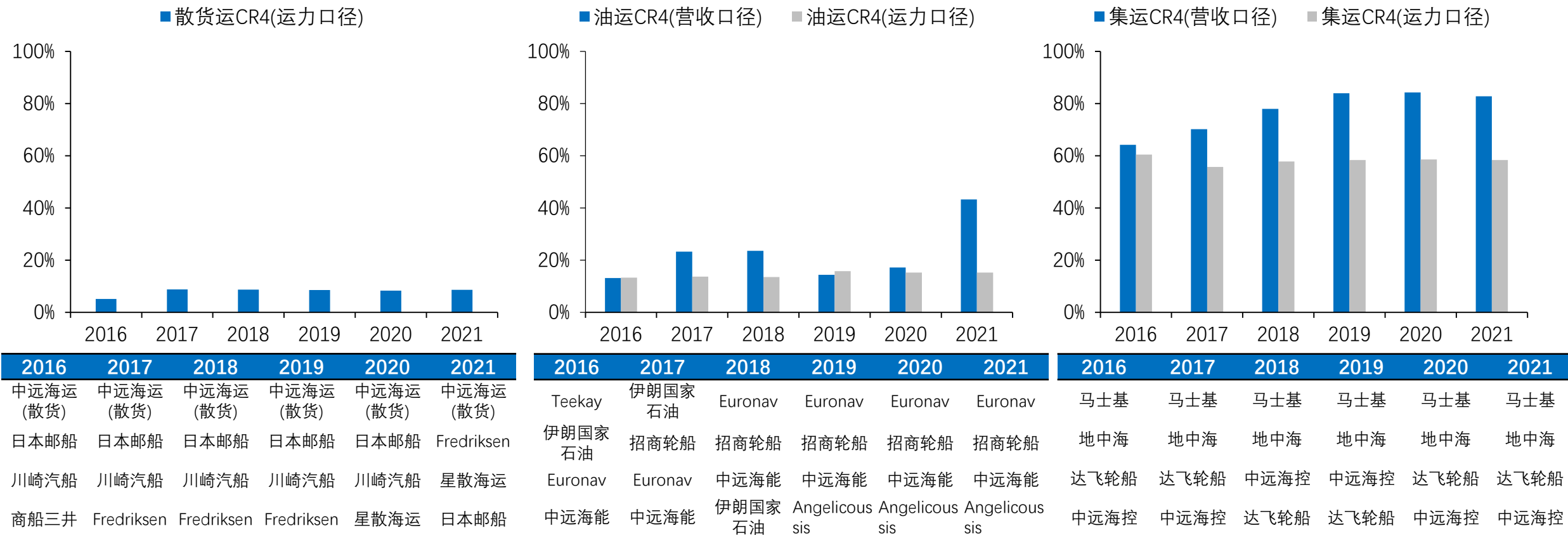
干散、油→不定期租船；  
出租车模式，产生需求再相应满足。

3、装载率：  
资源品流向相对单一，油品和散货运输主要为单向运输，较集运空载航行率高、载重量利用率低。

# 3.1 不同点①：货物分布决定竞争格局

- 集运商业模式具备头部集中的基础。网络模式来看，轴辐式网络较点对点网络运营难度更高，各船东更容易形成装载率和成本方面的差异，从而实现行业头部集中。各细分行业CR4（运力、营收口径）来看，集运的头部集中趋势最明显且稳定。

图表：集运头部格局的稳定程度和持续集中的趋势都显著优于散货和油运



注：各年运力口径top4

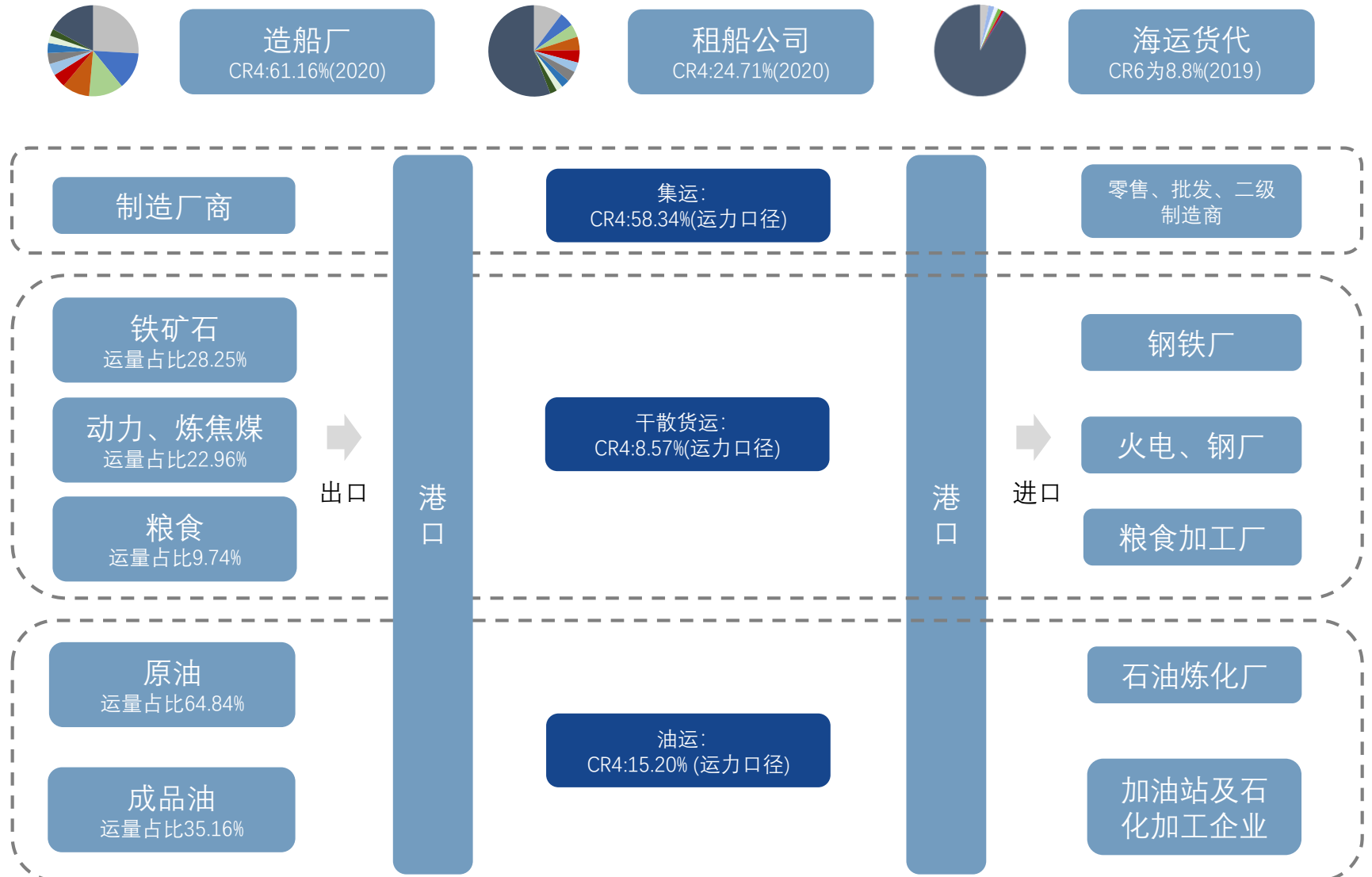


## 3.2 不同点②：货物类型决定产业链地位

### 运力供给方和渠道：

- ① 造船集中度高，但在产业链中无显著议价能力；
- ② 租船、货代长尾分布，集中度很低。

图表：海运产业链分布以及上下游集中度情况



### 1、集运产业链：

上下制造、零售商相对分散。

### 2、干散货运产业链：

上游资源品分布集中，导致主要出口方整体集中度较高，且部分存在价格联盟。

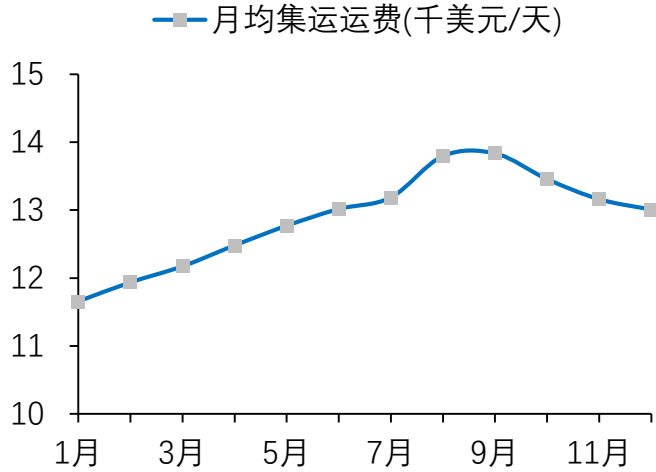
### 3、原油产业链：

全球80%以上油轮码头及85-90%油品货源都掌握在大石油公司手中，议价权较大。

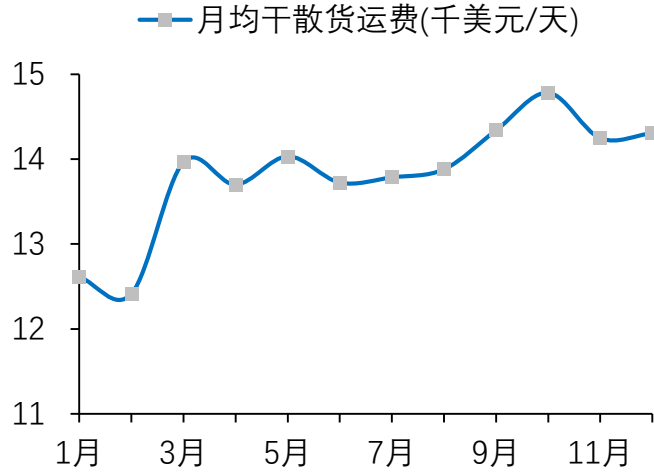
注：图中运力口径集中度数据为2021年，运量占比为2021年海运量占比

### 3.3 不同点③：不同货物特征下季节性

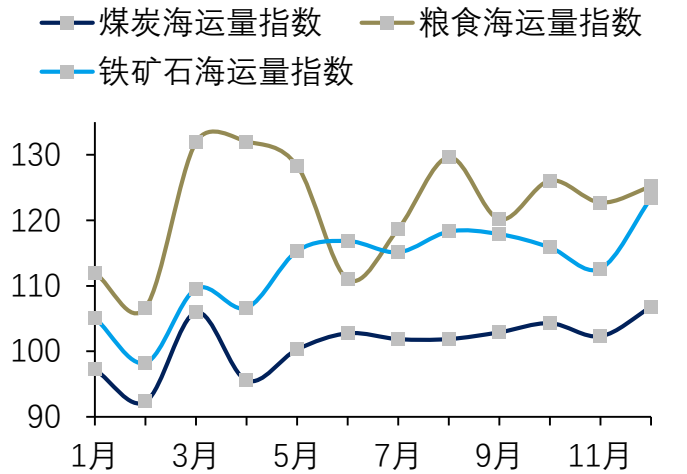
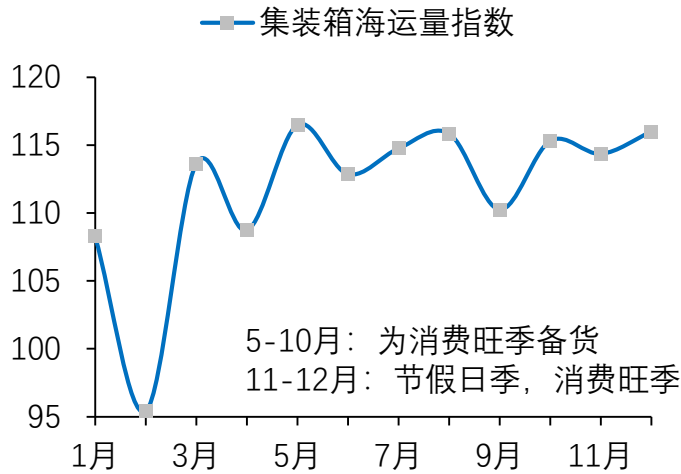
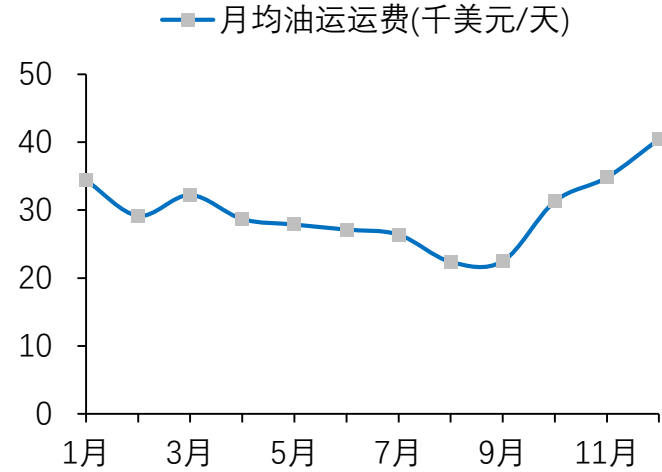
图表：集运的旺季出在8-10月



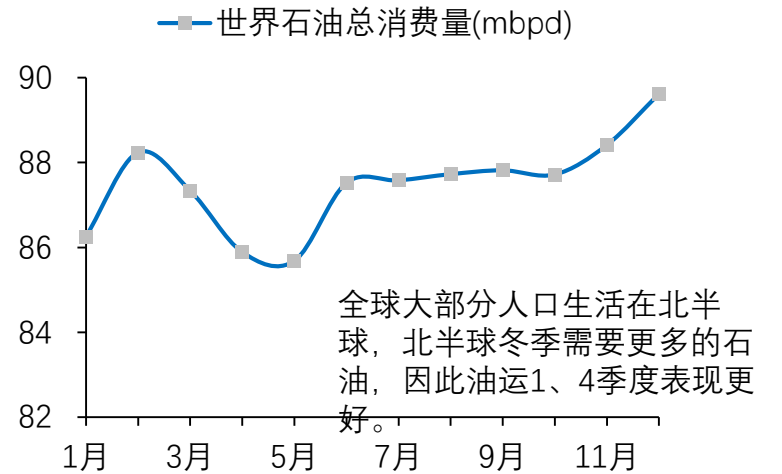
图表：干散货运Q1-Q3景气爬坡，Q4开始下行



图表：1、4季度是油品消费和运输的旺季



需求端：下半年是铁矿石和煤炭需求旺季。  
供给端：一季度巴西、澳大利亚恶劣天气高发，影响港口作业。



注：汇总1997年至今数据统计

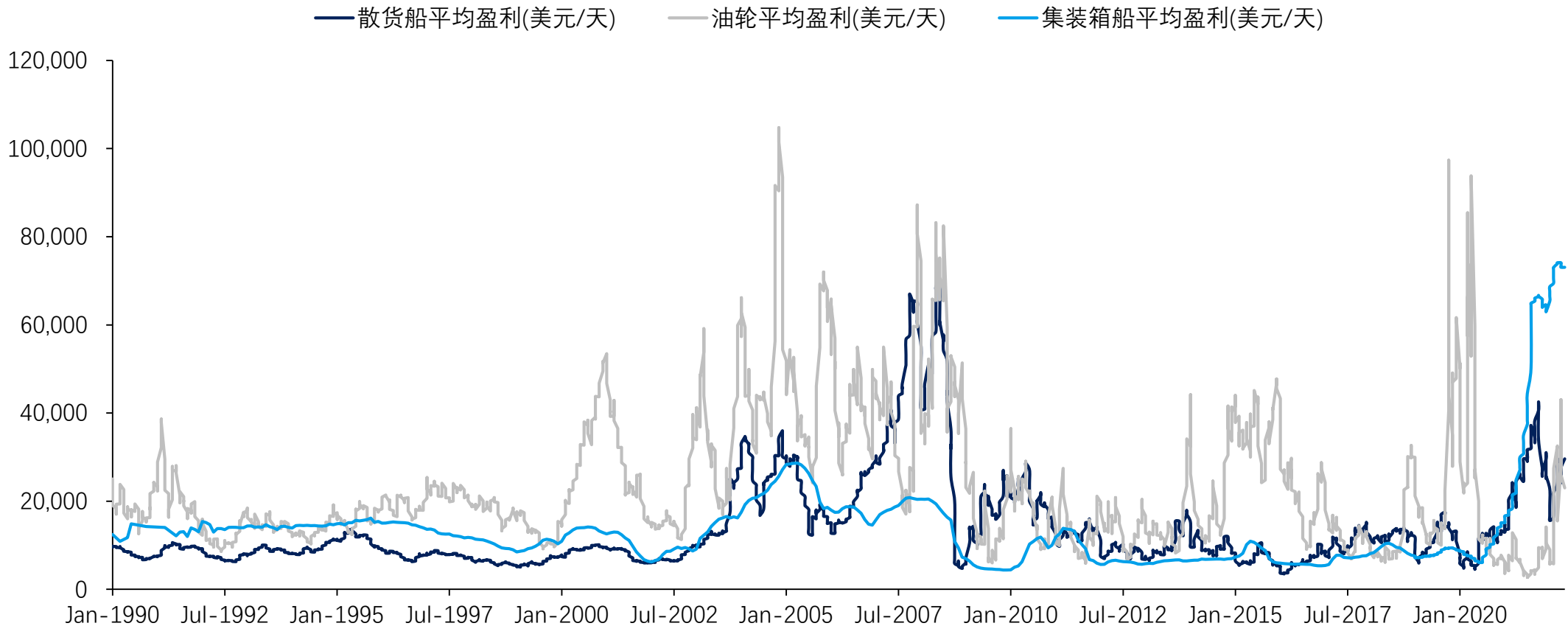
资料来源：克拉克森，WIND，国海证券研究所

### 3.3 不同点③：不同货物特征下周周期性

盈利周期性（振幅和波动频率）由弱到强依次是集运，干散货运，油运。

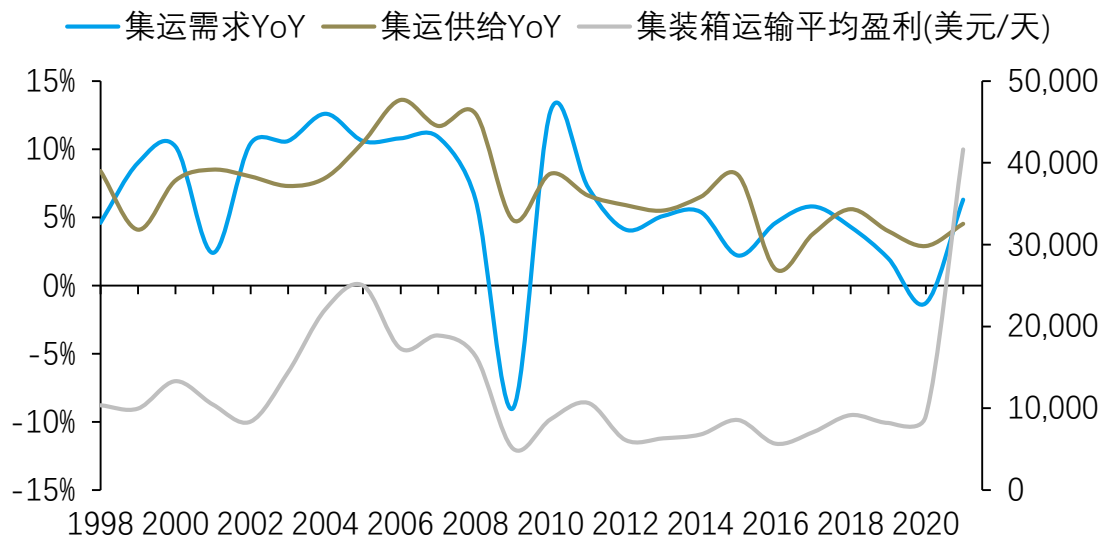
- 集运：影响因素相对偏少，且需求端增长相对平稳。
- 干散货运：则同时受供需、金融影响，且需求侧受经济周期影响较大。
- 油运：供需、金融、政治三周期叠加，且有浮舱推波助澜，波动率最大。

图表：集运的周期属性相对更弱，波动程度来看，油运 > 干散货运 > 集运

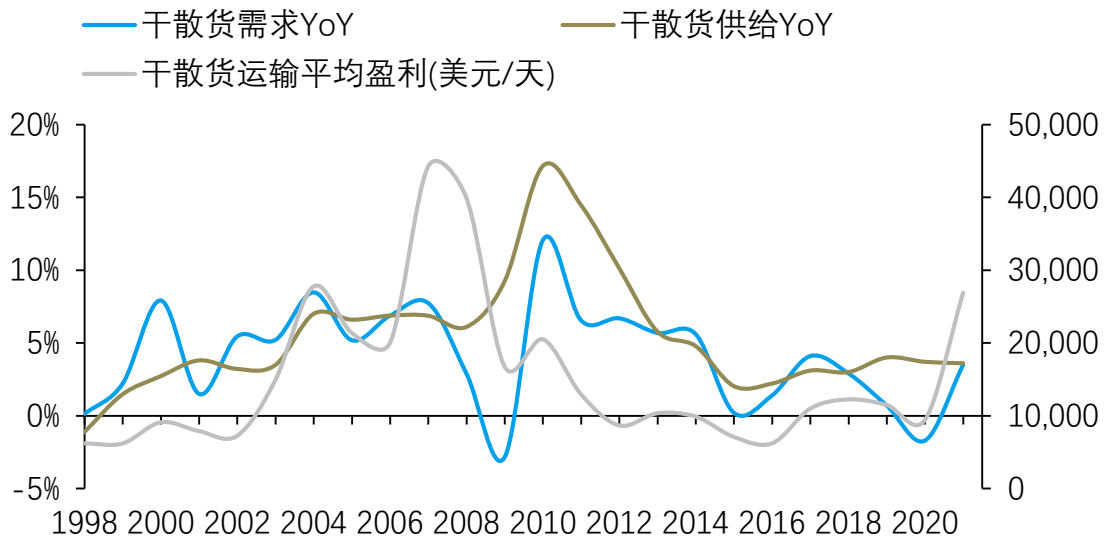


### 3.3 不同点③：供需周期决定价格波动

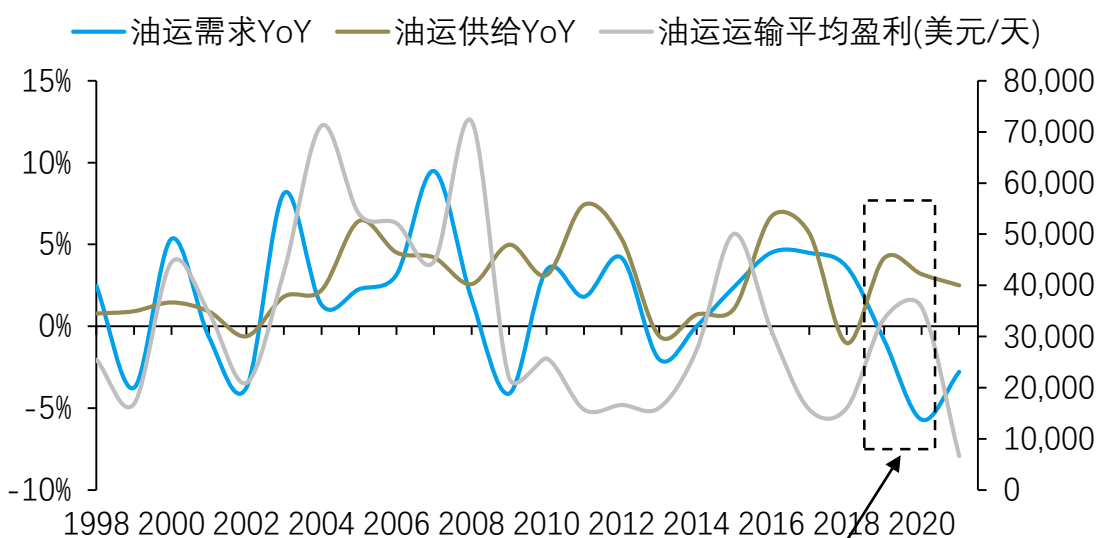
图表：2020年前集运运价波动基本严格与供需周期相关



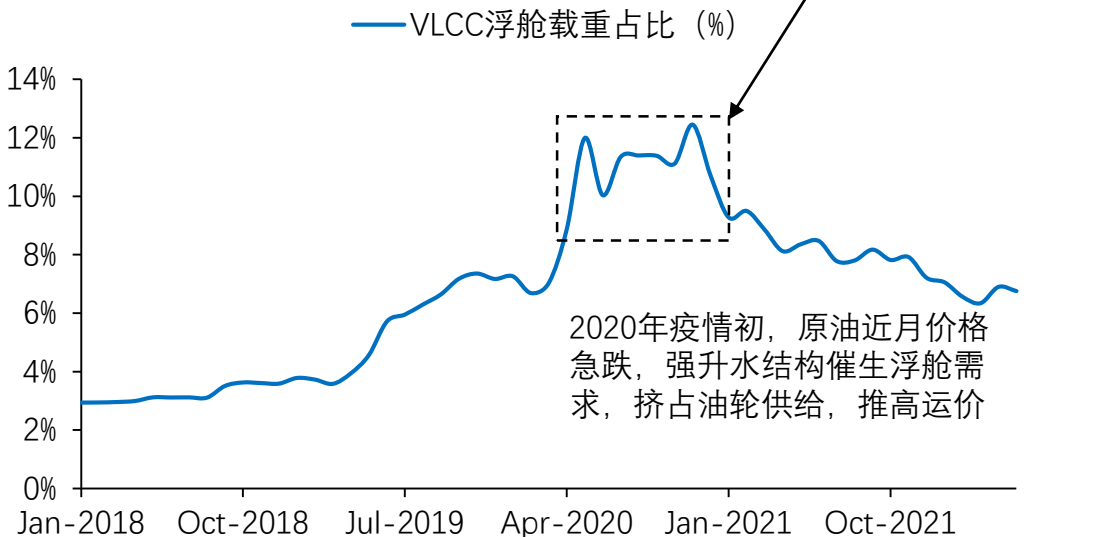
图表：干散货运价波动遵循供需关系，但波幅时大时小



图表：油运运价波动基本遵循供需关系，但偶有异常点发生



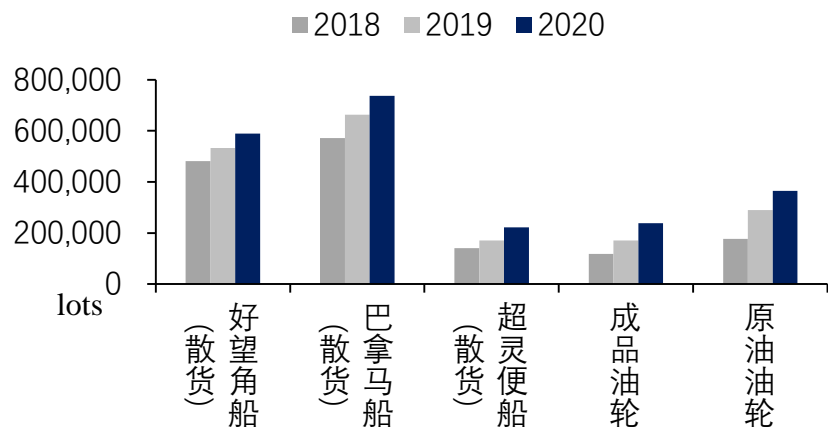
图表：浮舱是油运供需调节器，时常会放大供需错配的幅度



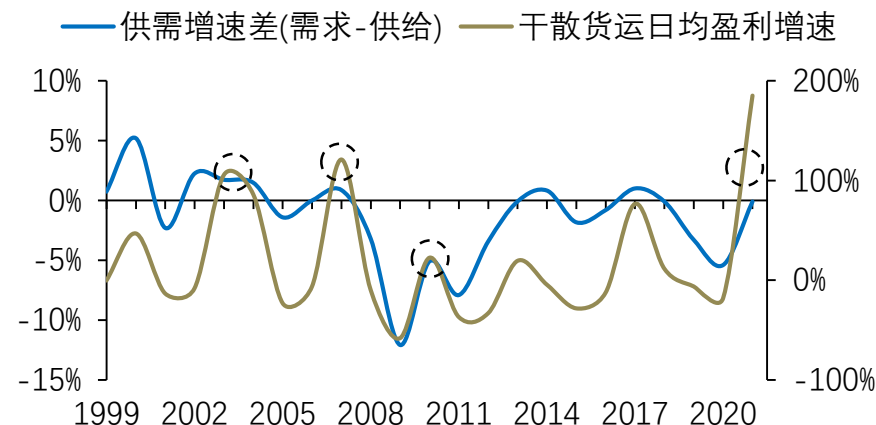
### 3.3 不同点③：金融工具推波助澜（油、干散货运）

- FFAs是目前全球成交最活跃的航运金融衍生品，但仅有油、散衍生品，集运产品尚未问世。因此金融工具会对油、散货运输的运价进行趋势加强，其中又以散货运输金融衍生品交易量最大，金融属性最强。

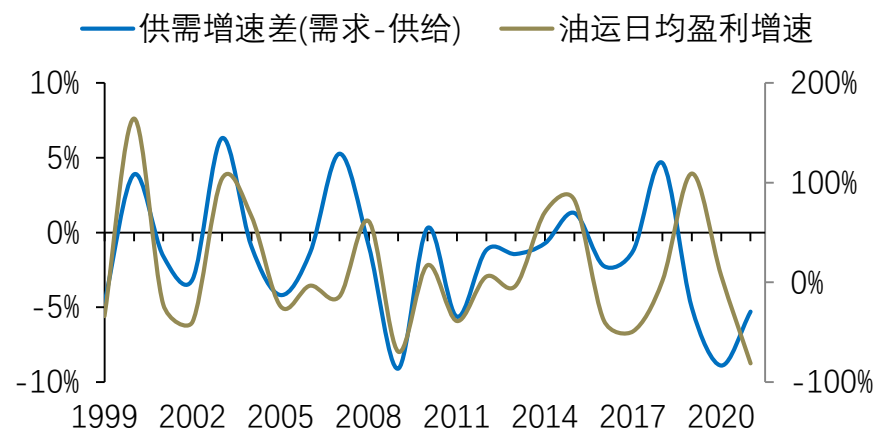
图表：干散货运和油运的运价金融衍生品交易量持续上升



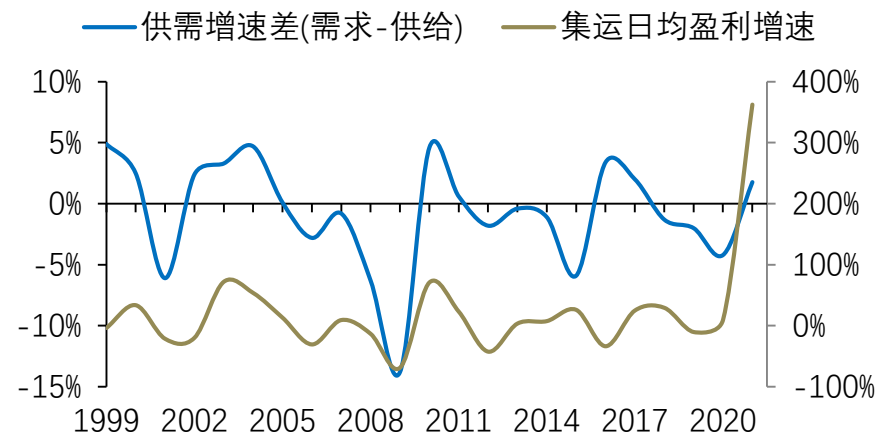
图表：干散货运运价波动在流动性好的年份会被放大



图表：油运运价受流动性影响较干散货运小一些



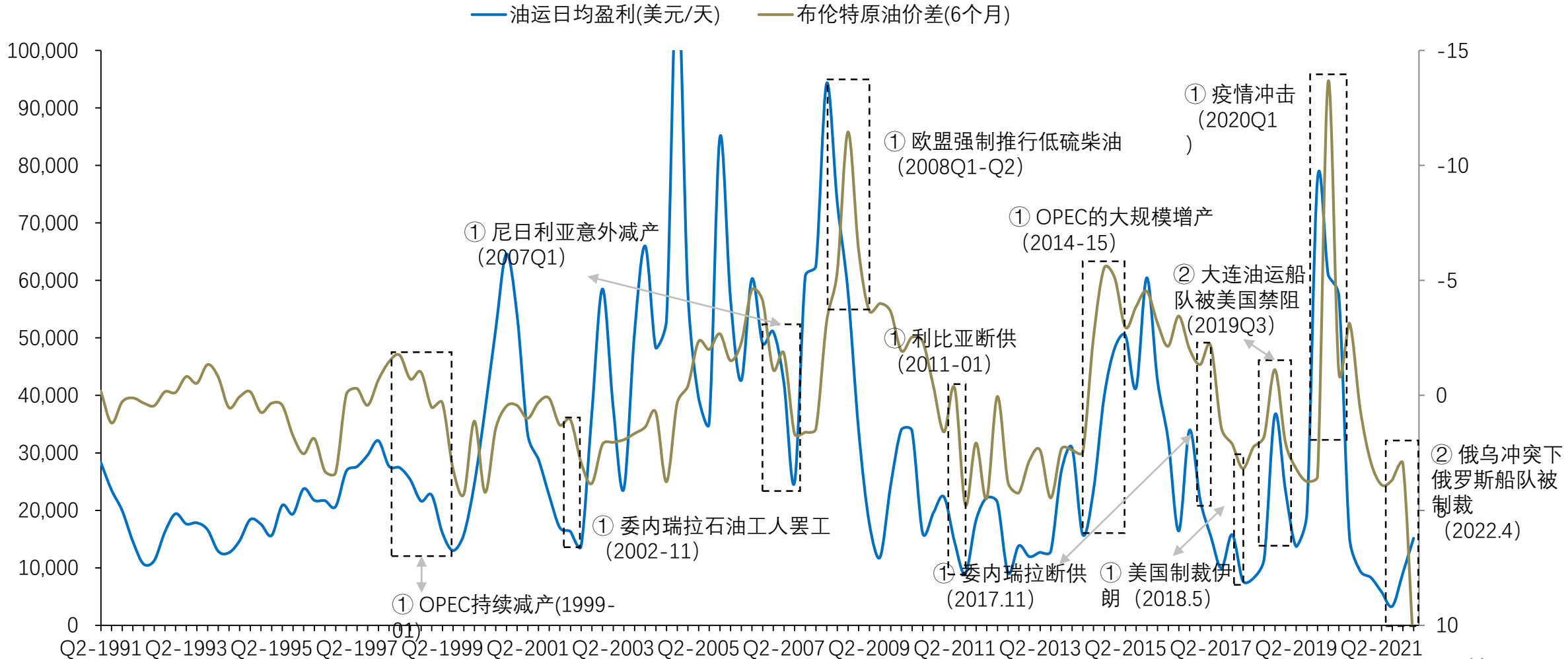
图表：集运运价波动相对稳定，与流动性强弱关联并不大



### 3.3 不同点③：油运周期还受国际政治因素影响

- 国际政治因素是油运周期波动率大的主因之一。其影响路径有二：① 通过影响油价，传导至油运；② 直接影响油轮的准入。

图表：油运价格与原油月差走势基本相反，即原油贴水，刺激浮舱和补库需求，导致油轮供不应求，推升运价；相反原油升水，则原油去库，运价下滑

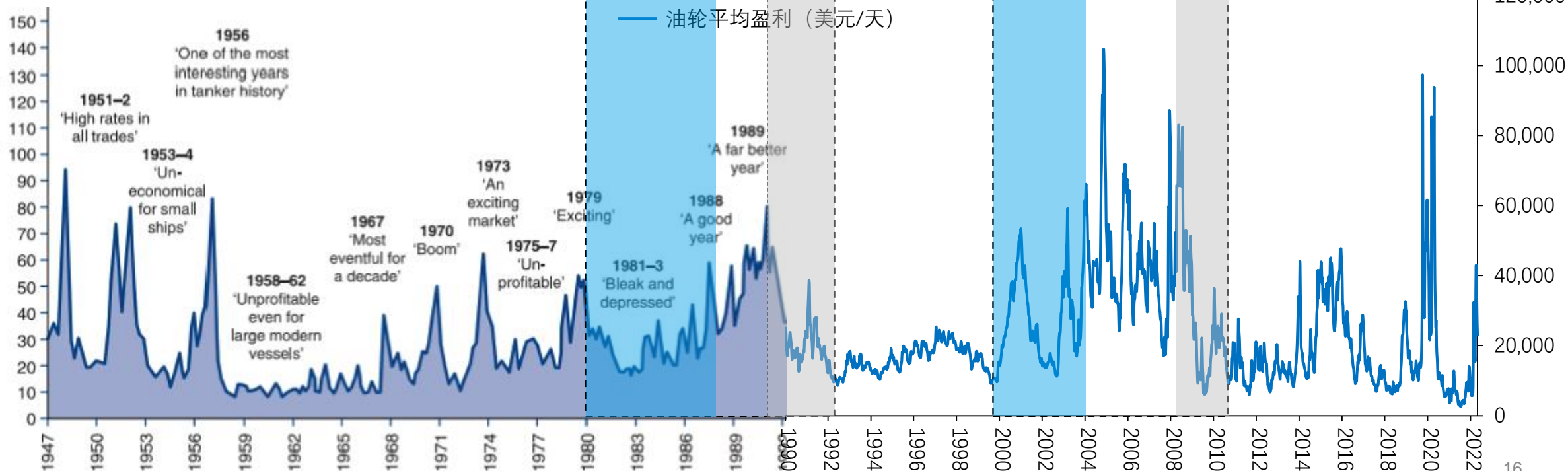
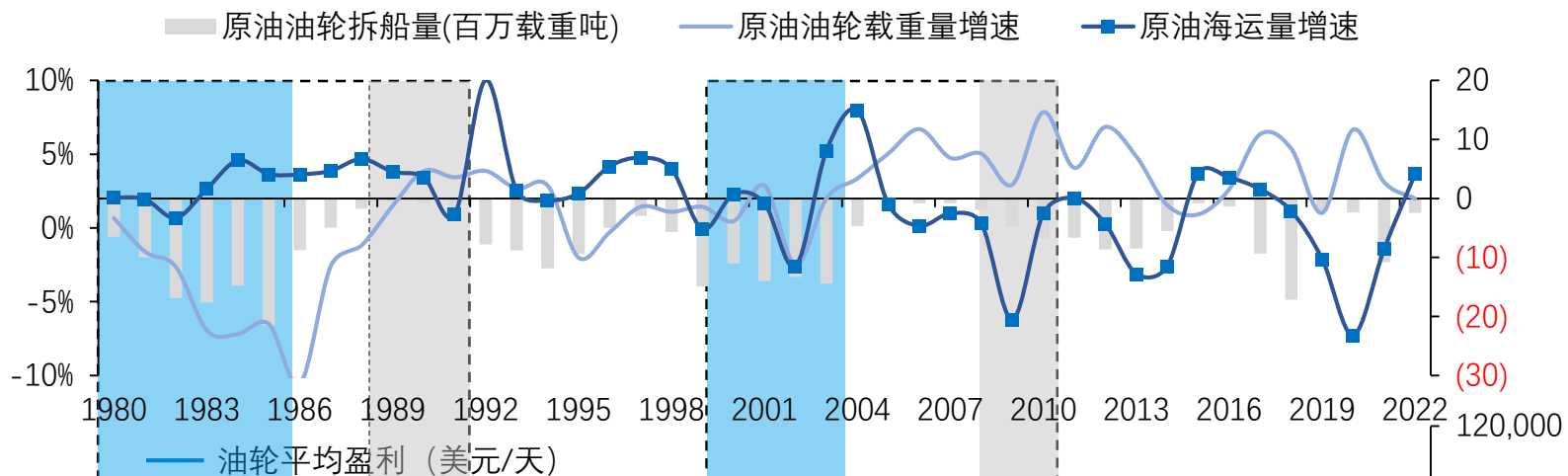


## 二、周期复盘

# 1 周期复盘：供给紧张是大周期启动的先决条件

- 油运周期复盘：1947-2022年长周期来看，共有两轮持续较久的景气上行期。分别是：1、1980-1990；2、2000-2010；这两轮景气周期的启动之前都出现过密集拆船的情况。需求侧早期出现过加速上涨，但持续性较弱。

图表：油运共有两波持续性较强的景气上行期，均发生于大幅度拆船之后，而景气下行均位于供给增速高点

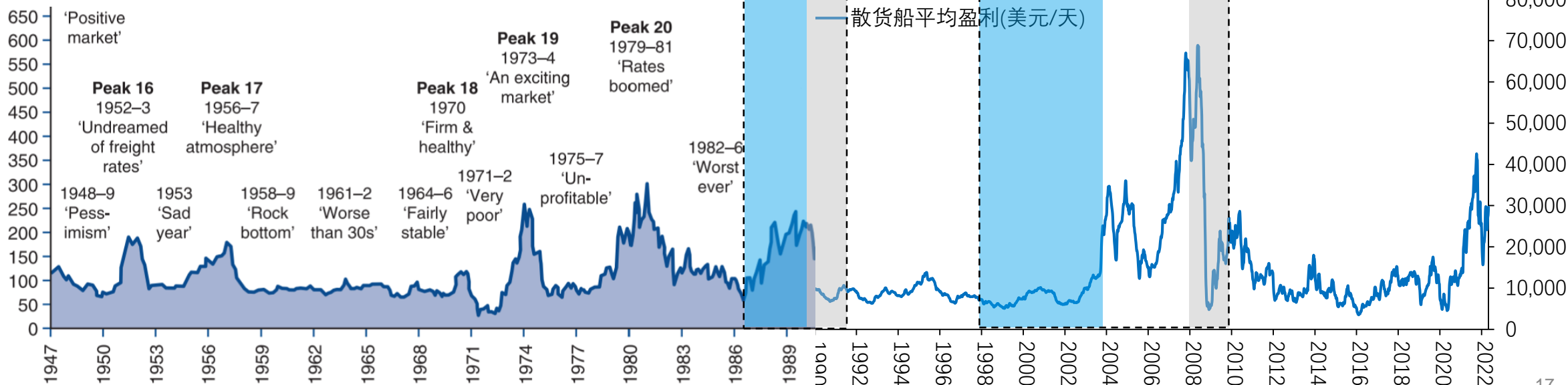
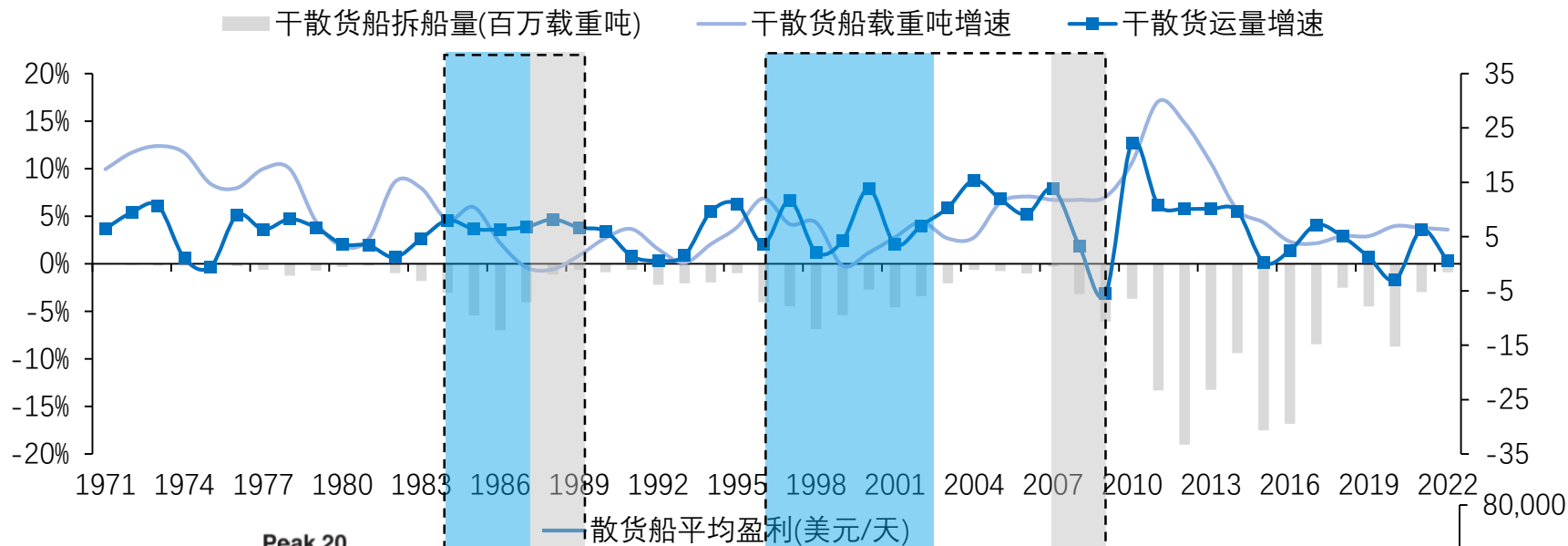




# 1 周期复盘：供给紧张是大周期启动的先决条件

图表：散货共有两波持续性较强的景气上行期，均发生于大幅度拆船之后，而景气下行均位于供给增速高点

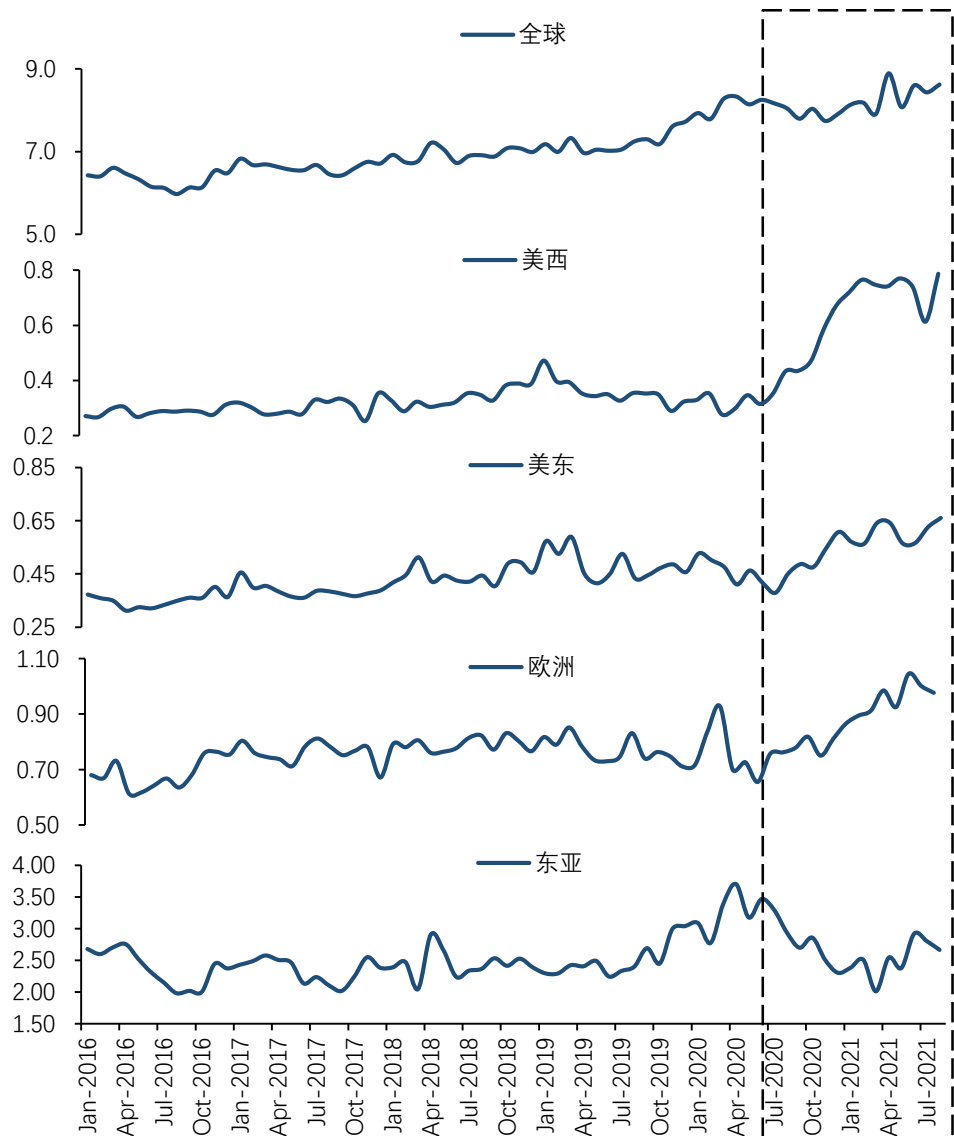
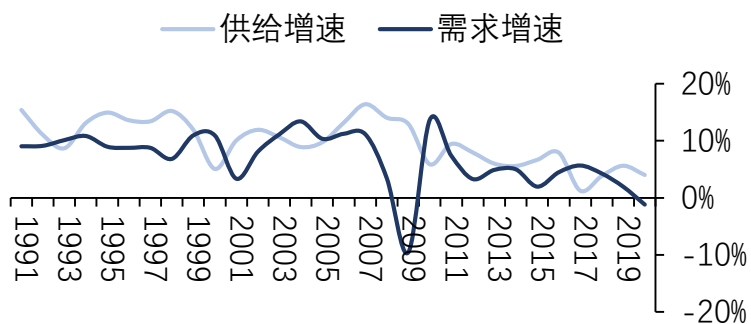
- 干散货运周期复盘：**  
 1947-2022年长周期来看，持续性强的景气上行期有：1、1986-1990年；2、2000-2010年；景气上行期前出现了大量拆船和干散货船载重吨增速下行。其中2000-2010年行情中出现需求增速中枢持续性上移。



# 1 周期复盘：供给紧张是大周期启动的先决条件

图表：集运历史相对短暂，大行情仅有成长早期和新冠疫情期，其中2021年行情的特征就是因为供给端受限严重导致运价快速上行

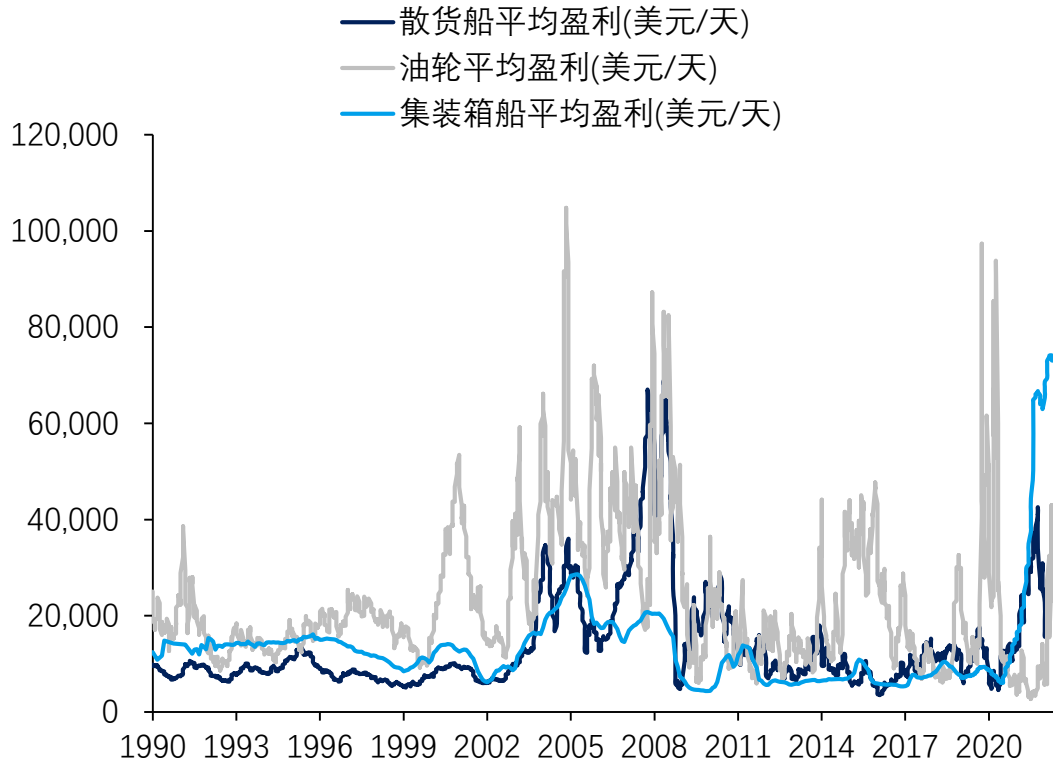
高速成长期（周期性不够强）  
1966-1984是集运的快速渗透期。集运极大减少了小批量运输的成本，逐步被世界各国接受，以欧美为发源国开始逐步向外扩散。



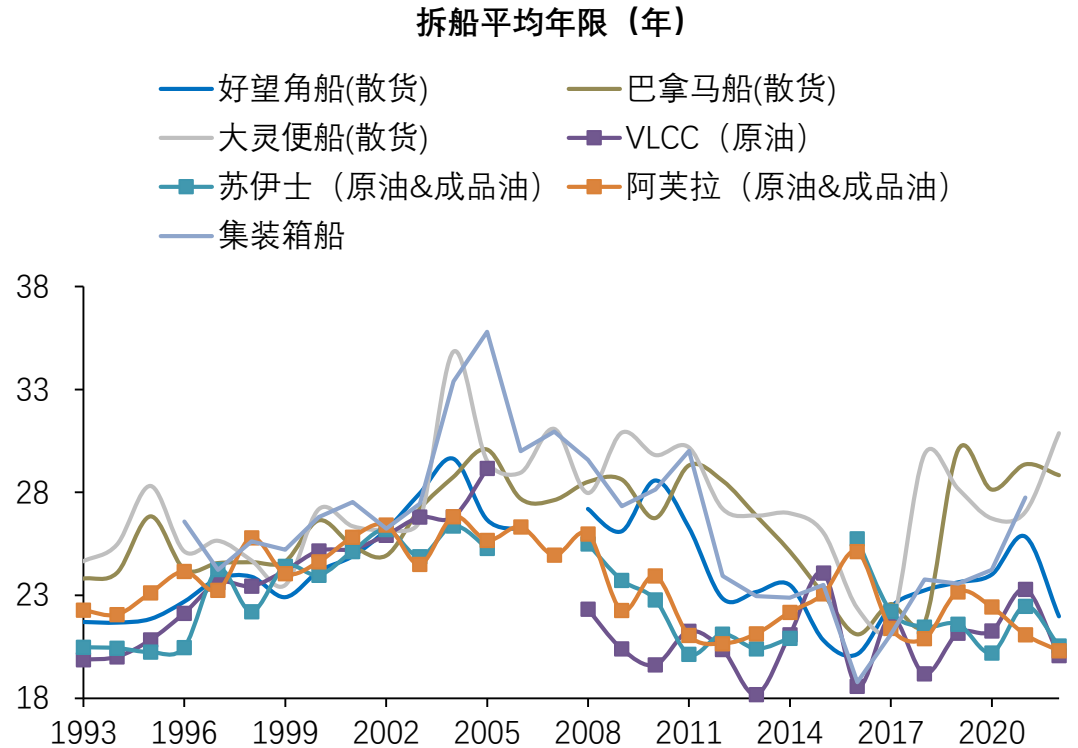
## 2.1 供给周期：资产寿命决定周期长度

- 航运的周期特征是：周期长，波幅大。其决定因素是供给的伸缩性，供给短期增加刚性（造船周期2年），长期退出刚性（船只寿命20-30年），导致景气上行期，其供给并不能较快匹配平缓运价。且景气下行周期，船舶也很难快速退出市场。
- 油轮去产能最为刚性，其中VLCC尤甚。对比拆船年限，即便在景气高点油轮拆船年限也低于干散货和集装箱船。油轮内部对比，由于VLCC多用于远洋跨区域航线，船龄要求一般高于区域航线和内贸航线，其产能利用率一般超过15岁便开始下滑。

图表：每一轮景气期后，就有长达10年以上蛰伏，但高点往往是日常的数倍



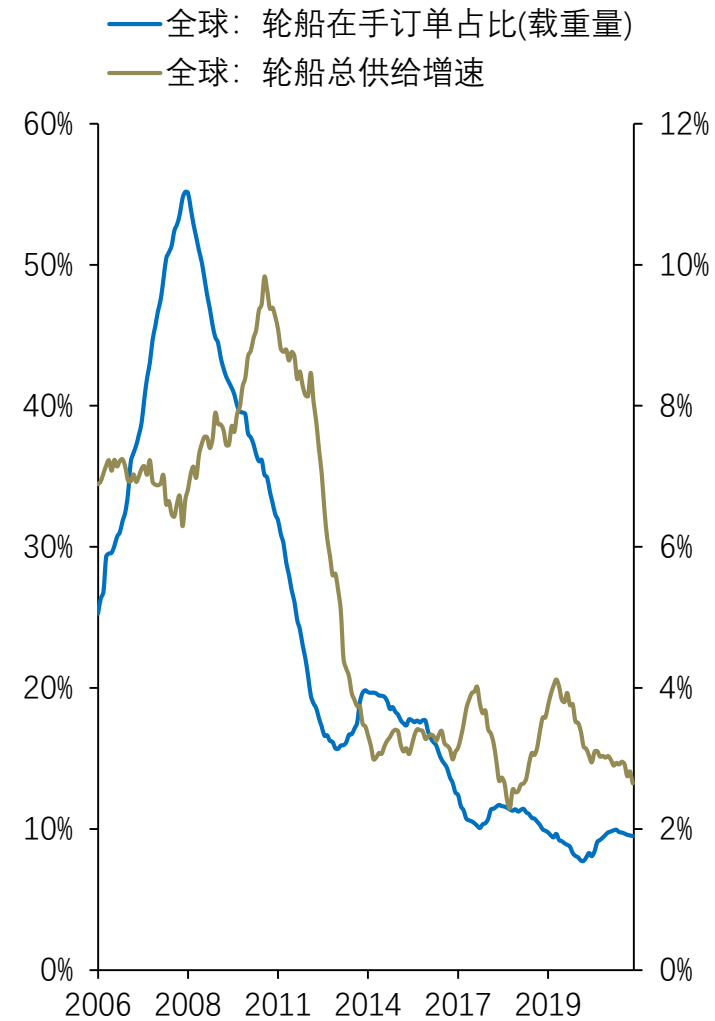
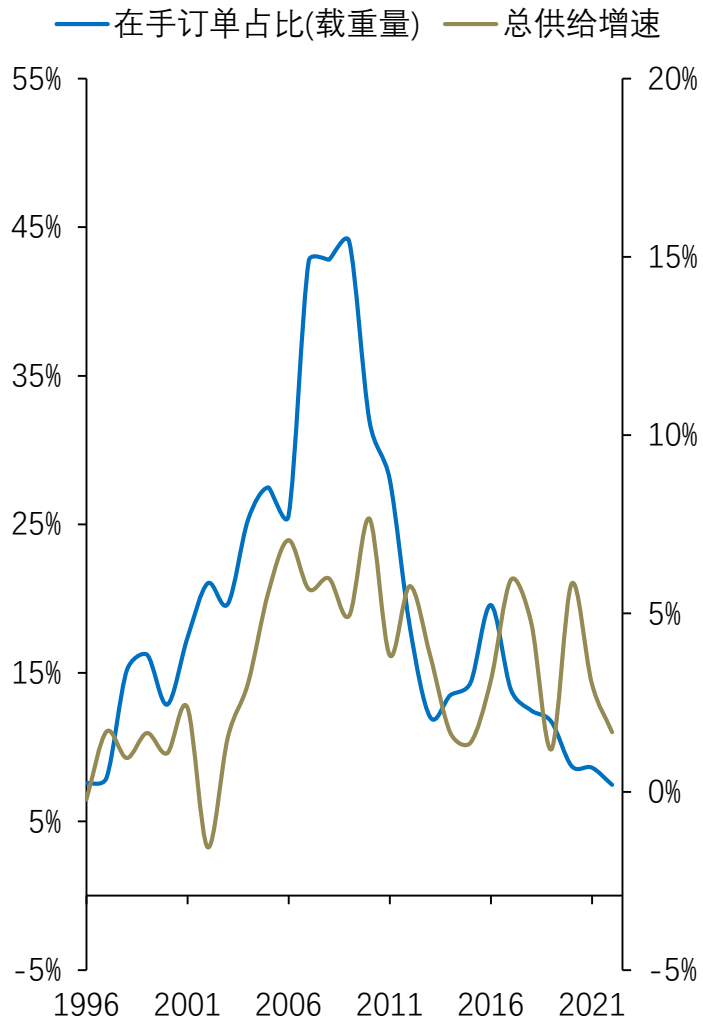
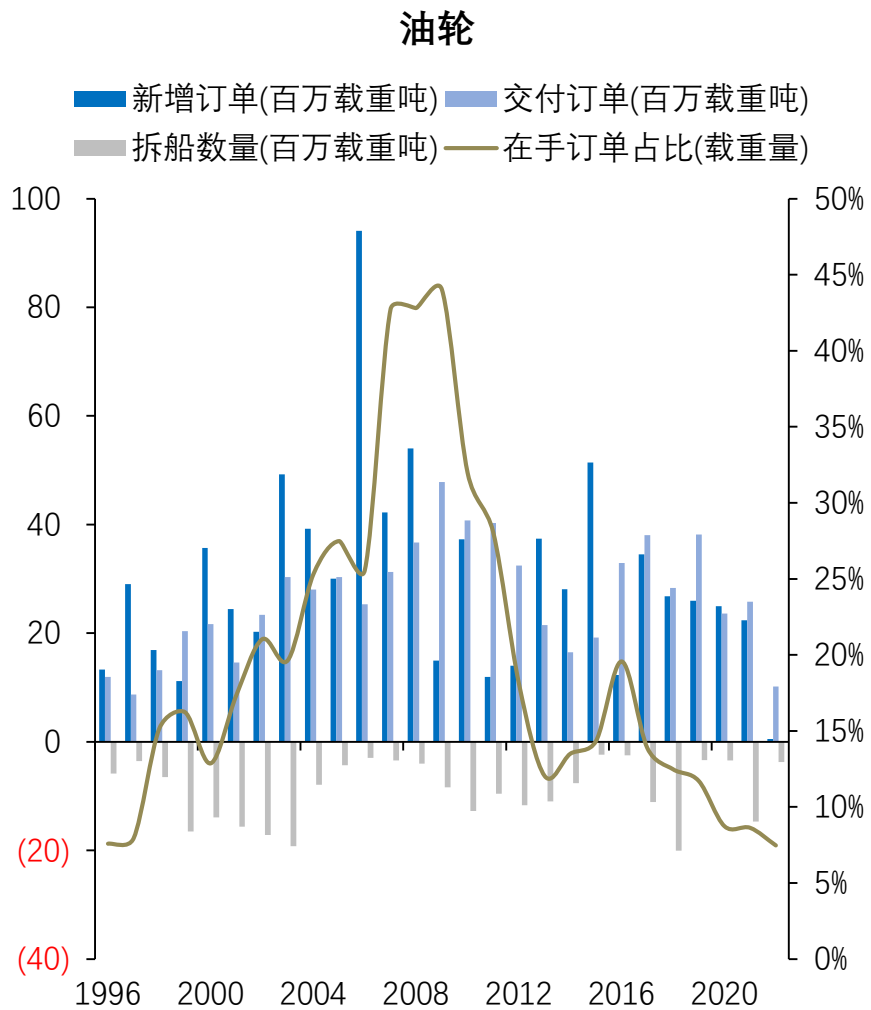
图表：油轮拆船年限较集装箱和干散船更为年轻，其供给刚性更加显著



## 2.2 供给周期：增量看新订单→在手订单→交付订单

图表：以油轮为例，供给增量的演变顺序是从新订单到在手订单再到交付订单。在新订单领先在手订单1年，在手订单领先交付1年

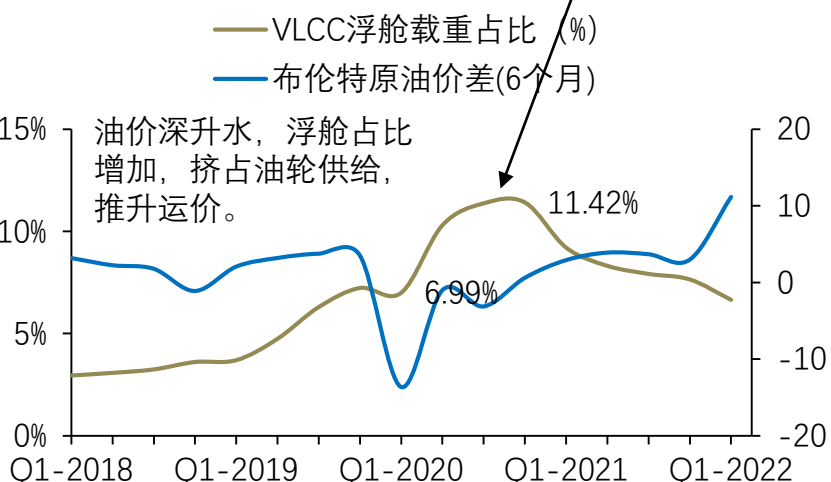
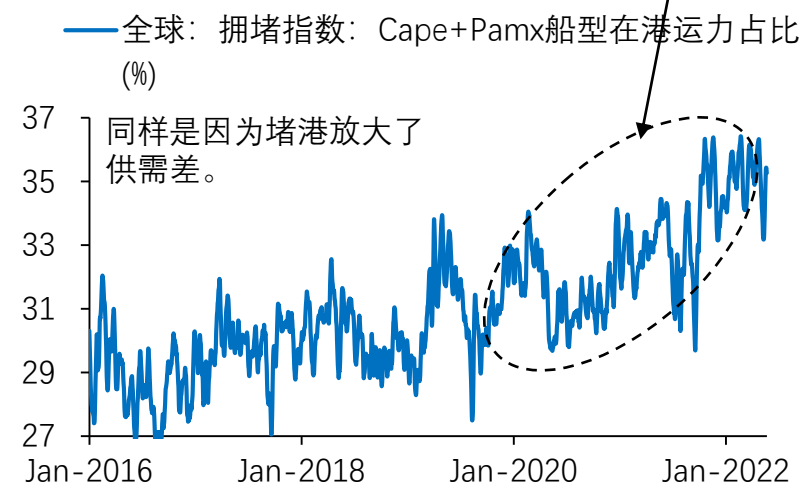
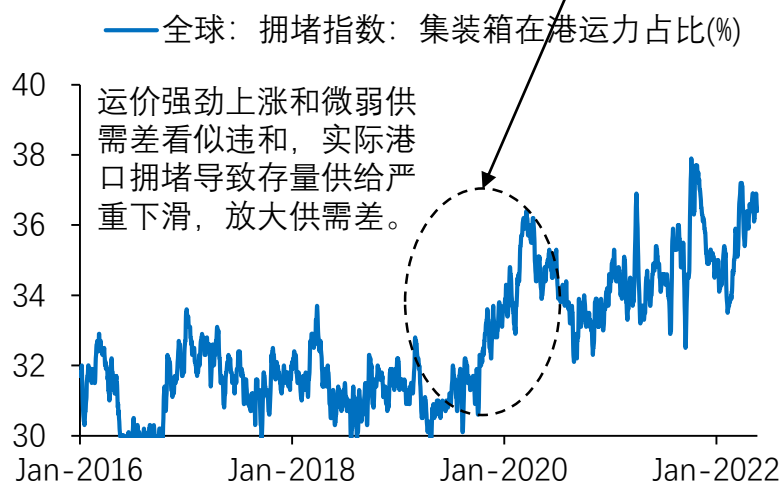
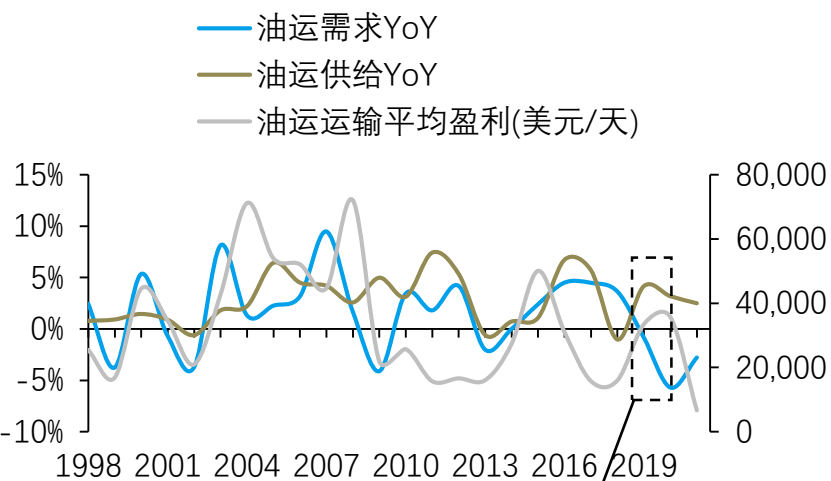
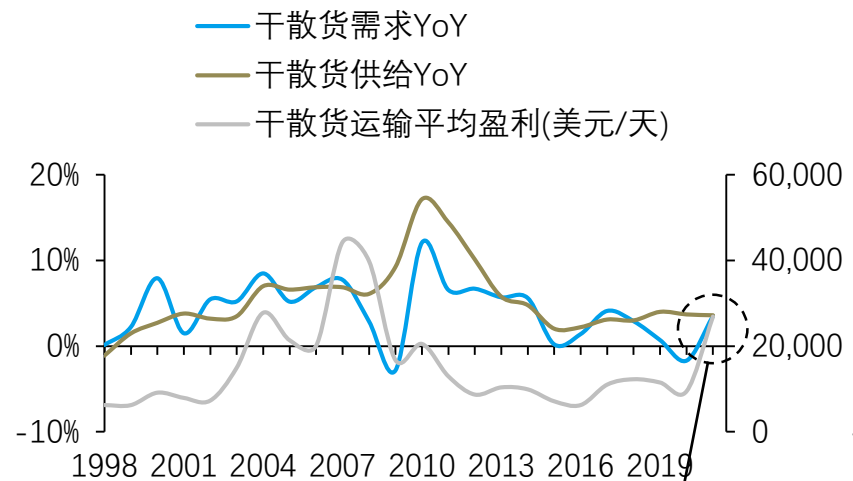
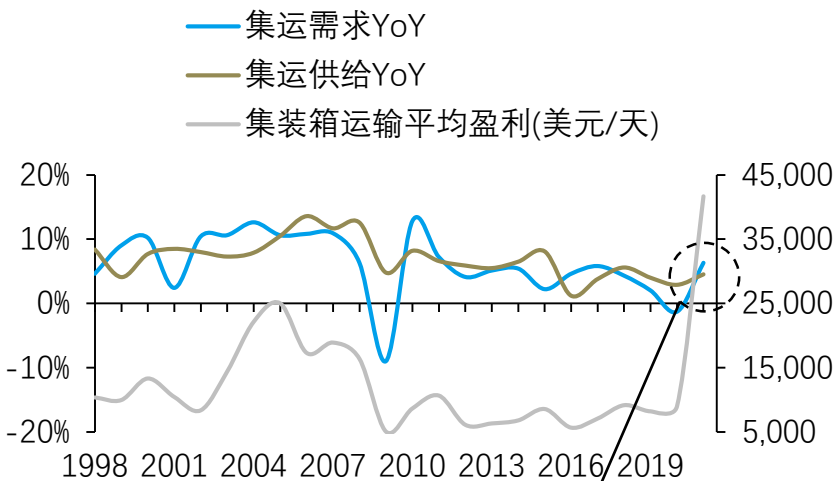
图表：在手订单占比是总供给增速的先行指标



# 2.2 供给周期：存量看船周转率（集、散→堵港；油→浮舱）

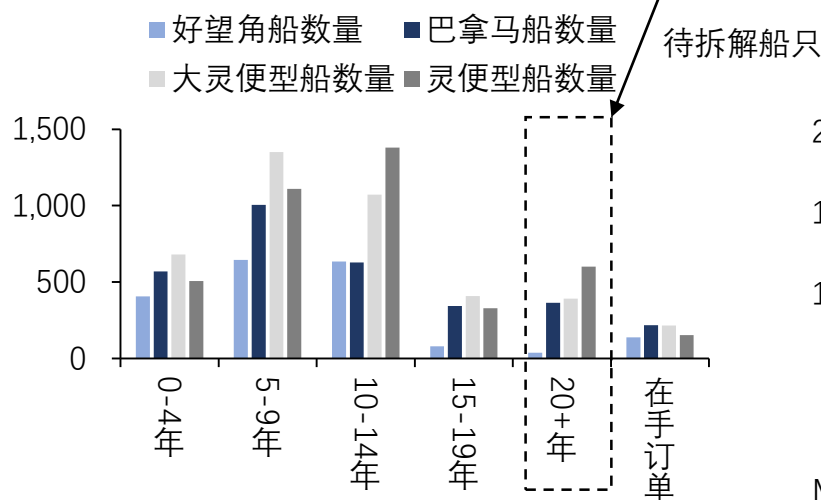
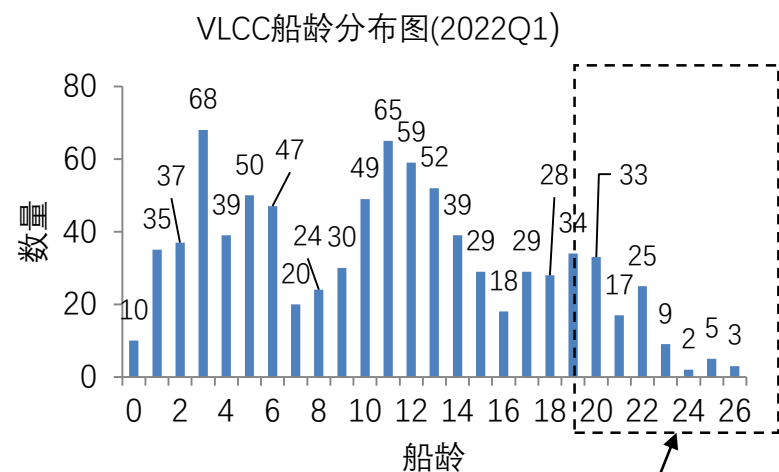
图表：港口运营效率是制约集运和散货船存量供给的重要外生变量

图表：浮舱存储是油运调节存量供给的主要方式

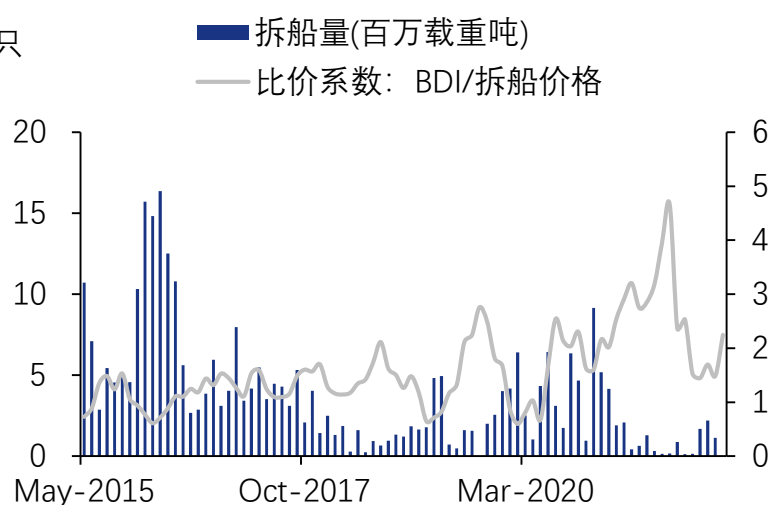
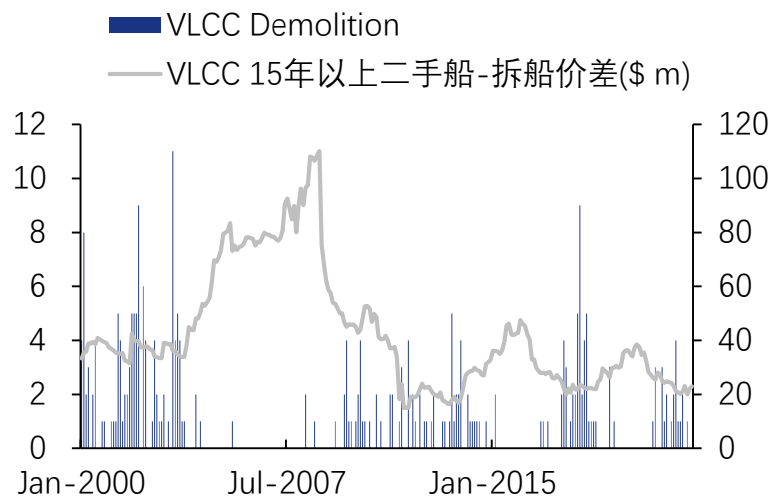


# 2.2 供给周期：出清看资产生命周期，拆船性价比和政策环境

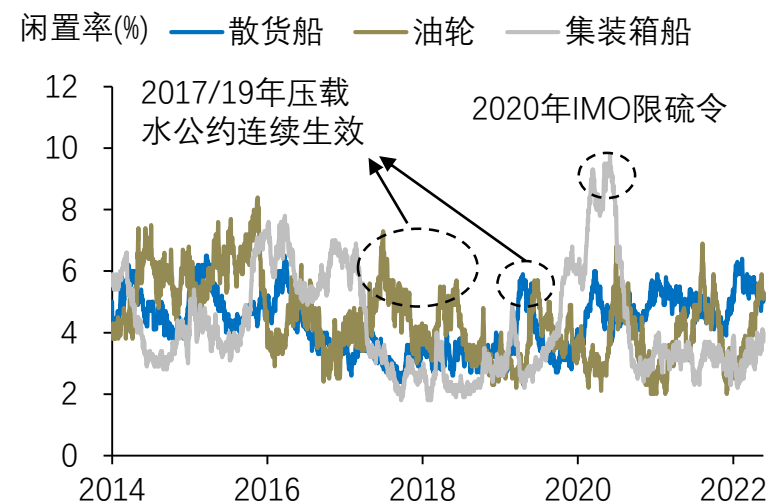
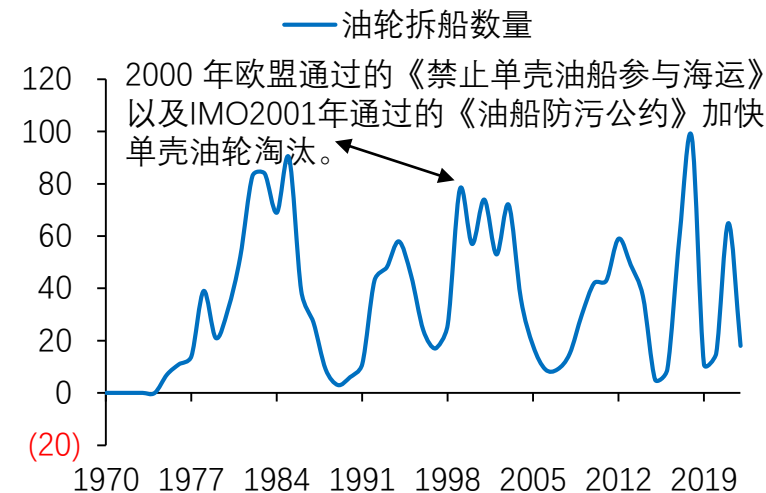
图表：老龄化程度决定拆船中枢



图表：拆船性价比决定中枢上下浮动的幅度



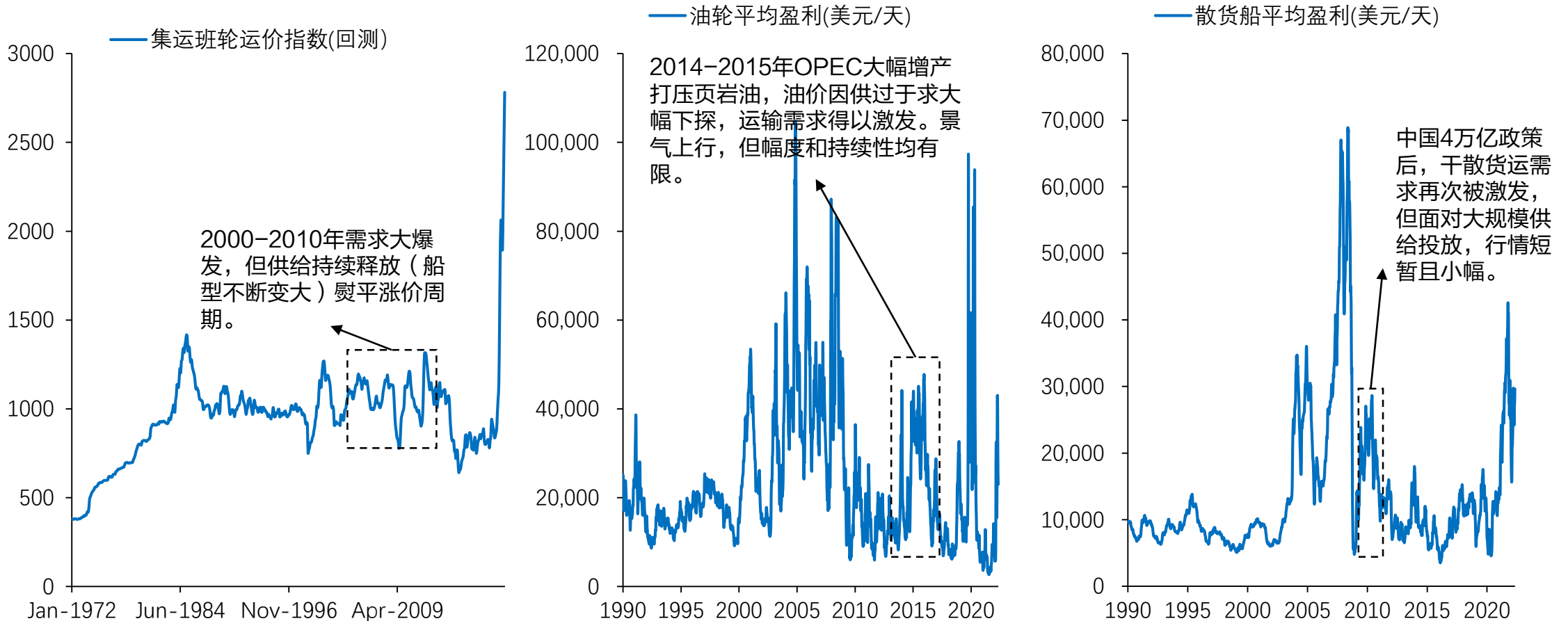
图表：环保政策是约束供给的外生冲击（偶发）



### 3 周期复盘：需求决定周期走向，但对周期强度影响较小

- 需求侧大幅增长能够推动景气上行，但周期强度需要供给侧的配合。历史上需求激增，但供给端充裕，从而运价上行幅度小且不持续的案例多有发生。

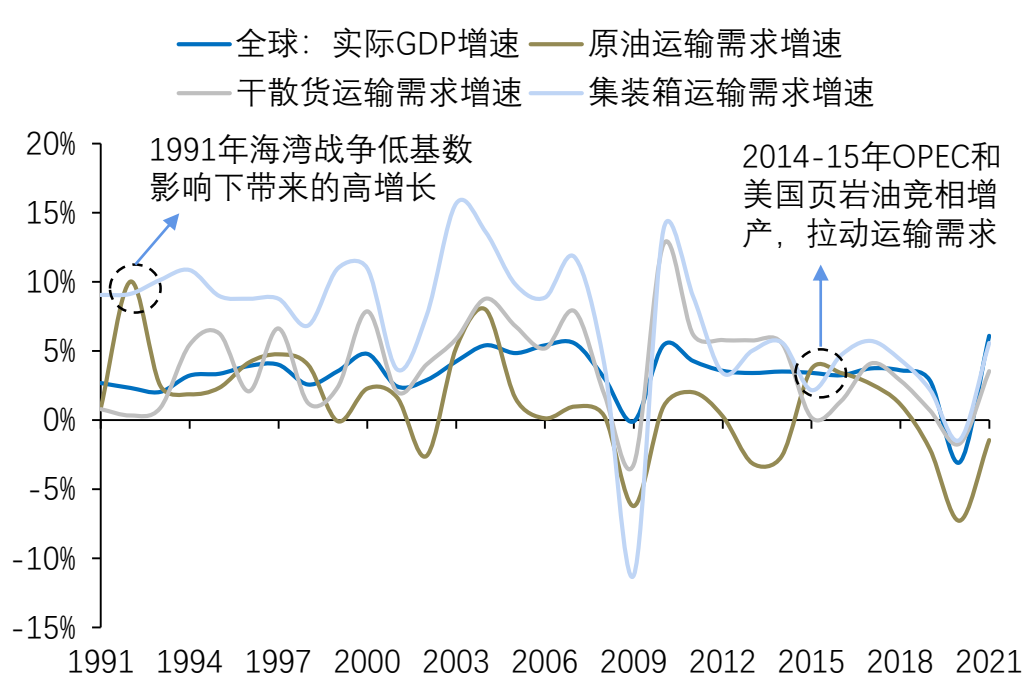
图表：航运历史上多次出现需求主导的景气周期，但供给端不配合的话往往强度和持久度都较为受限。



# 3.1 需求周期-运量：与全球经济增长趋同

- 航运贯穿全球贸易链条，干散货船和油轮运输上游资源品，集装箱船运输中下游制成品，因此航运需求跟经济增速息息相关。对比各细分板块需求增速与实际GDP增速，干散货运和集运的相关性更强，油运在多数年份跟GDP走势一致，但部分年份会因为国际政治因素出现偏离。**

图表：航运各细分板块需求增速与GDP增速趋势性相关，且弹性较GDP增速更大，其中干散货运和集装箱运输表现非常明显。



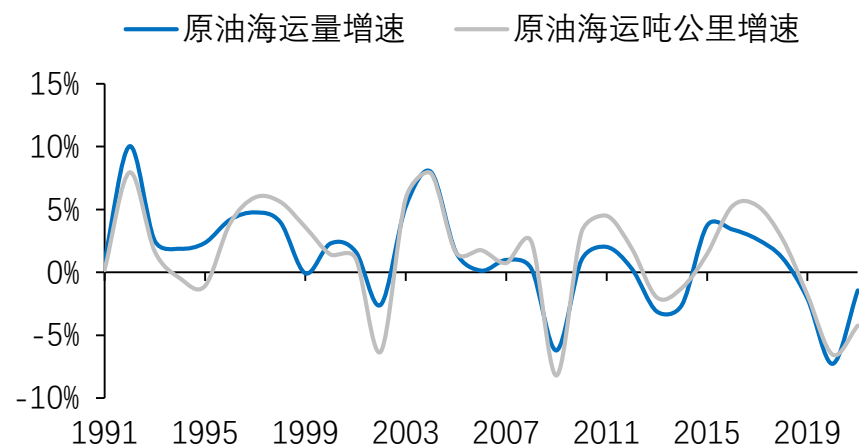
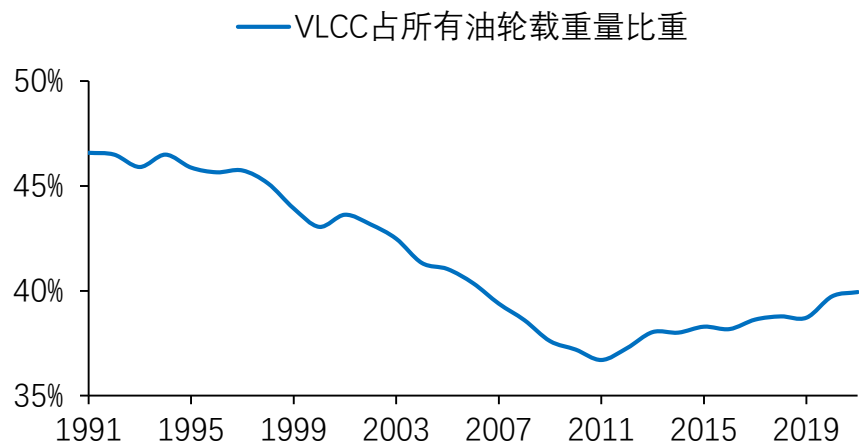
相关系数	全球：实际GDP增速	原油运输需求增速	干散货运输需求增速	集装箱运输需求增速
全球：实际GDP增速	1.00	0.45	0.74	0.65
原油运输需求增速	0.45	1.00	0.26	0.62
干散货运输需求增速	0.74	0.26	1.00	0.70
集装箱运输需求增速	0.65	0.62	0.70	1.00



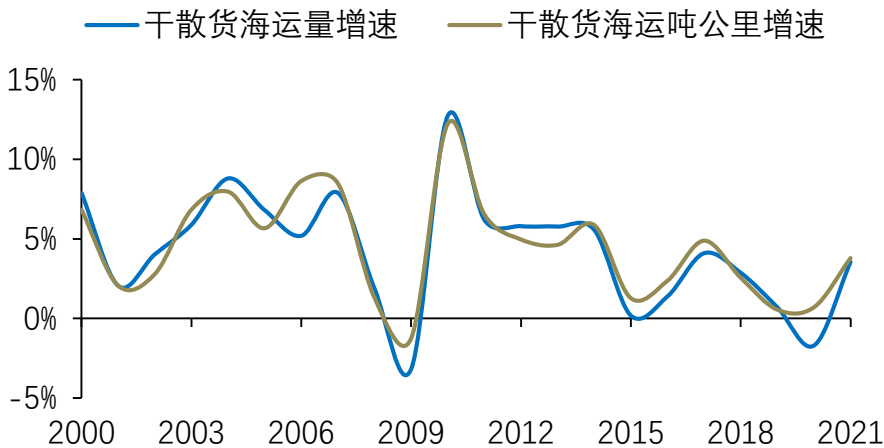
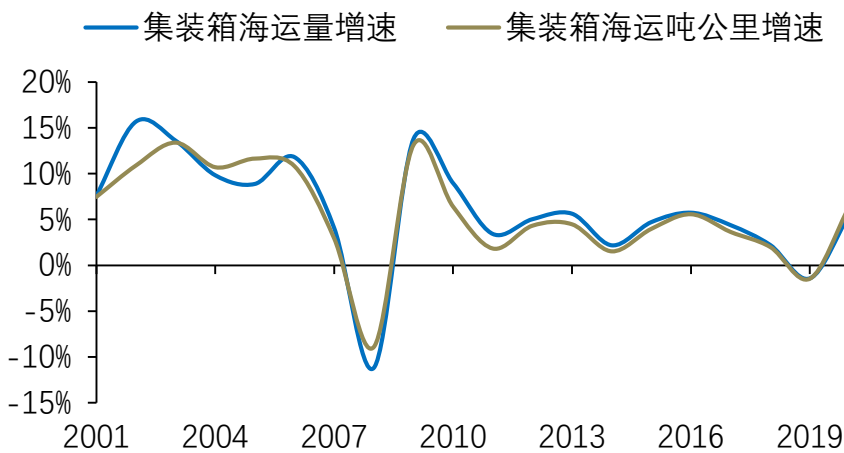
# 3.1 需求周期-运距：看贸易格局演变

- **贸易格局影响运距。**目前贸易线路已经是多年试验出的经济最优解，未来任何贸易格局的改变都可能会拉长运距，催生需求。

图表：页岩油开发进程伴随着远洋航线的进一步开拓，远洋运输的VLCC占比回升，吨公里增速开始显著跑赢运量



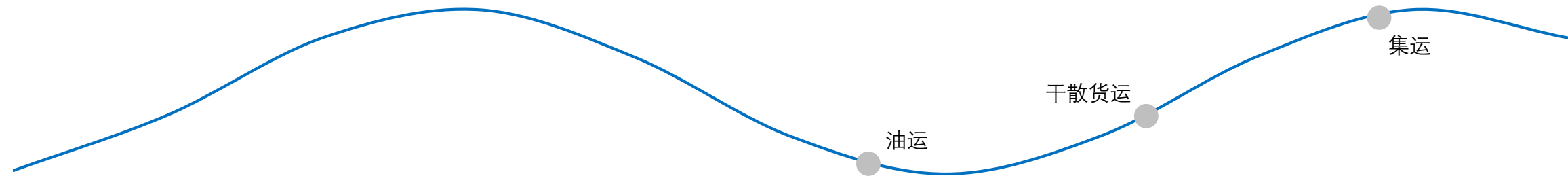
图表：2000年后，消费、制造、原材料国际贸易格局并无显著变化，因而集装箱和散货运吨公里需求和运量需求走势基本一致



### 三、周期位置&走势

# 1 周期位置：集运景气高点，散货复苏初期，油运衰退后期

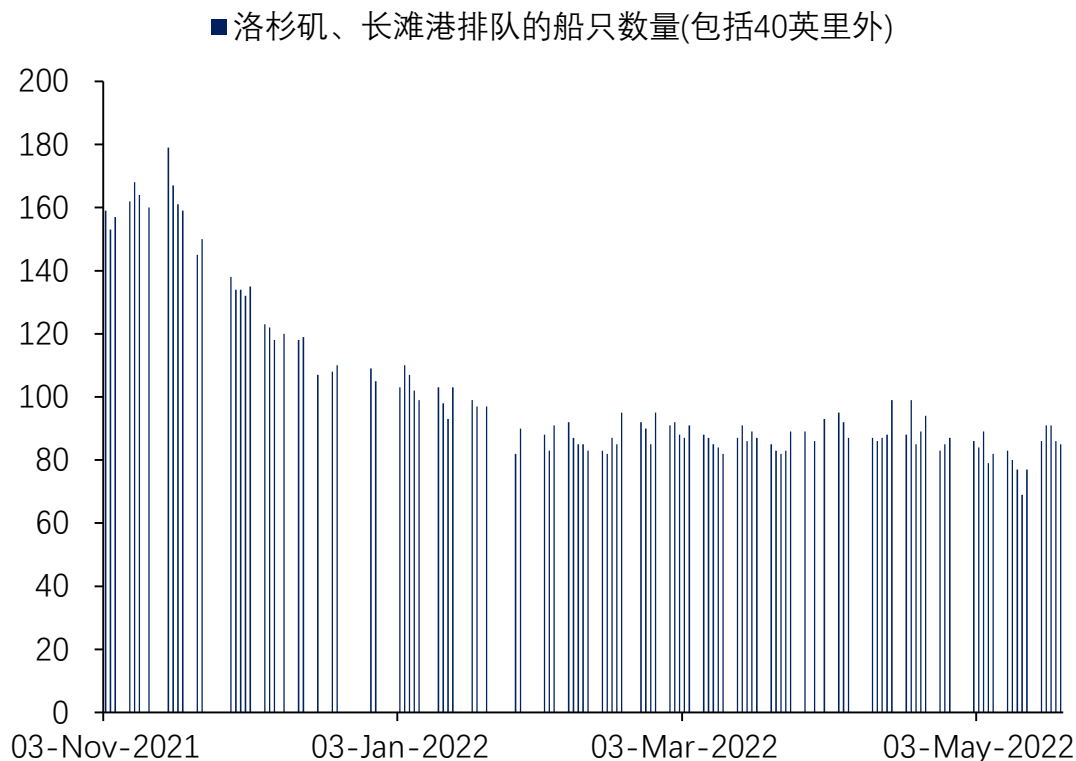
图表：2022年5月，集运、散货、油运三个子行业的景气度分别处于高点，爬坡和衰退后期



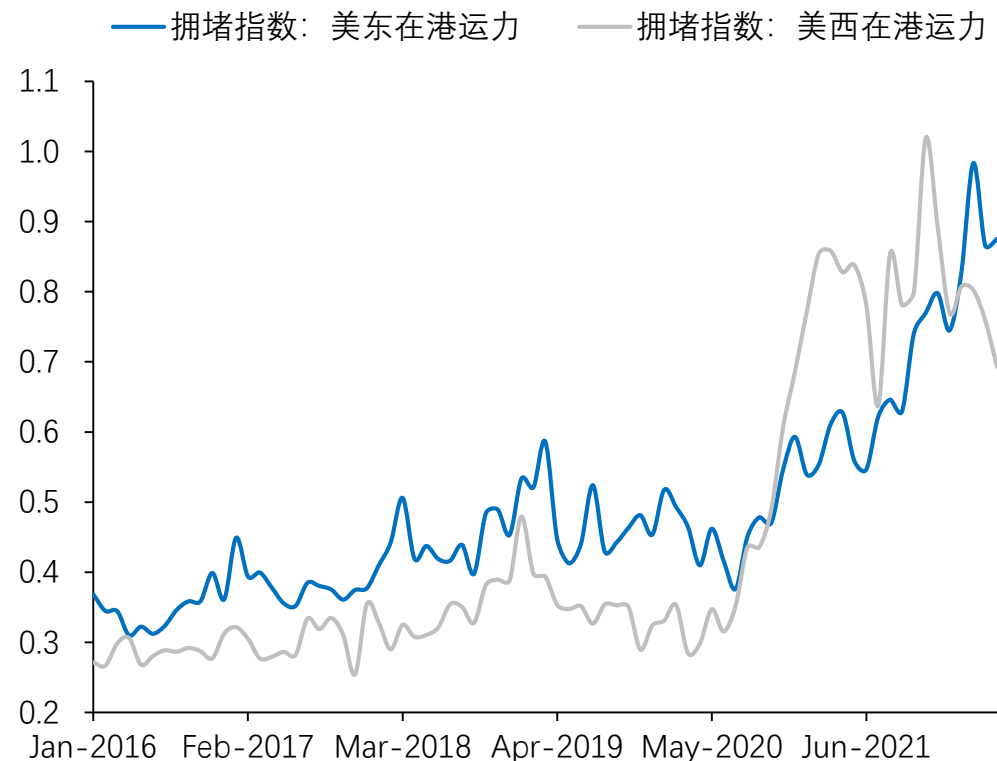
## 2.1 周期走势-集运：有望维持全年高景气

- 集运运价的主要矛盾仍在供给端。美国西港口排队船只数虽有所下滑，但美国港口拥堵的问题仍未有实质性好转，部分船公司改变航向去美东靠港，导致美东港口拥堵日益严重。一、二季度向来是集运淡季，淡季仍未能解决堵港问题，考虑到即将进入旺季，因而我们判断集运有望2022全年维持较高的景气度。

图表：洛杉矶、长滩港口拥堵情况高点下行，但开始在较高水平上延续



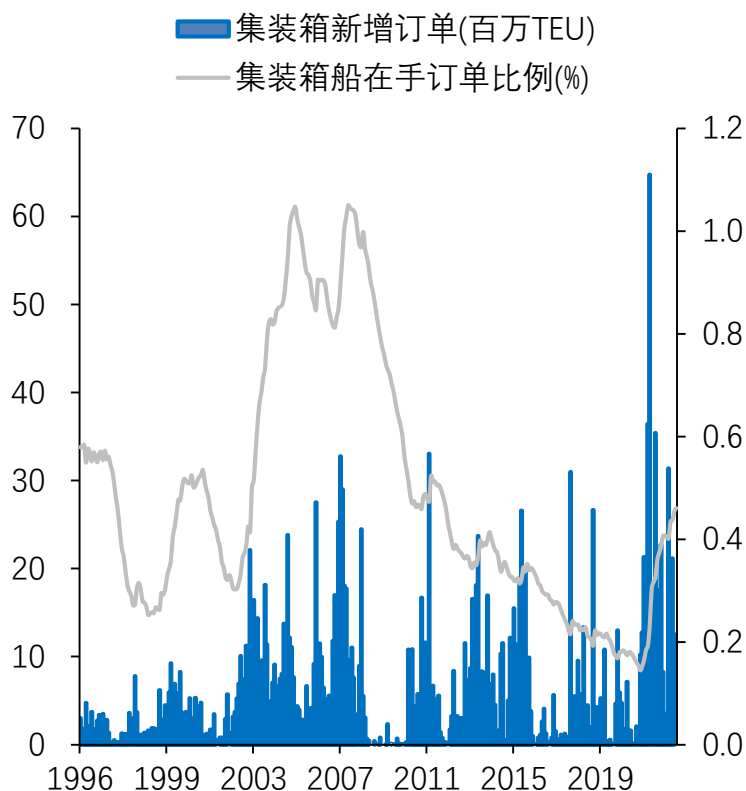
图表：美西港口拥堵系数下行时，美东拥堵运力日益走高，整体来看，供给侧依然受限



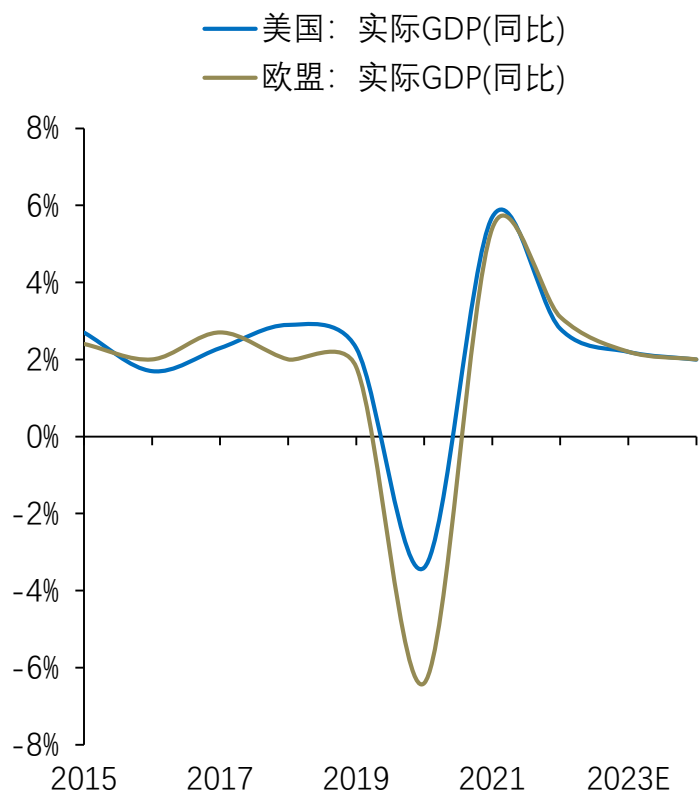
## 2.1 周期走势-集运：当下主要矛盾是格局逻辑能否兑现

- 2023年集装箱运输的供需格局大概率同比恶化，那么在供需差缩窄甚至可能会演变出供过于求局面的过程中，联盟的运力自律能否再一次生效，起到稳定运价的作用，是接下来给集装箱运输行业估值的主要矛盾。

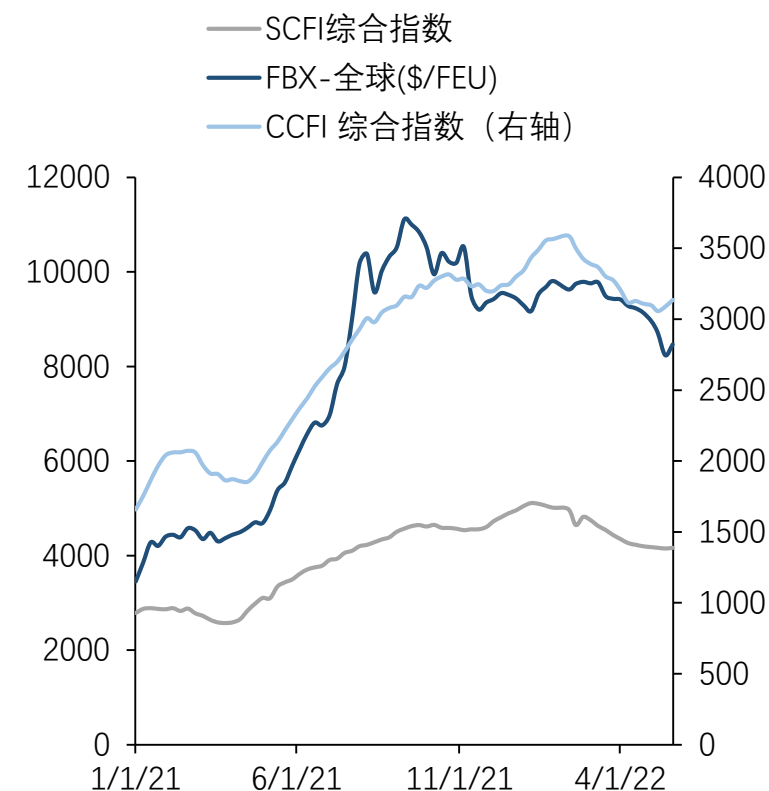
图表：在手运力占比2020-2021年快速提升，预计2022年开始陆续投产



图表：美国、欧盟2023年经济增速放缓是大概率事件



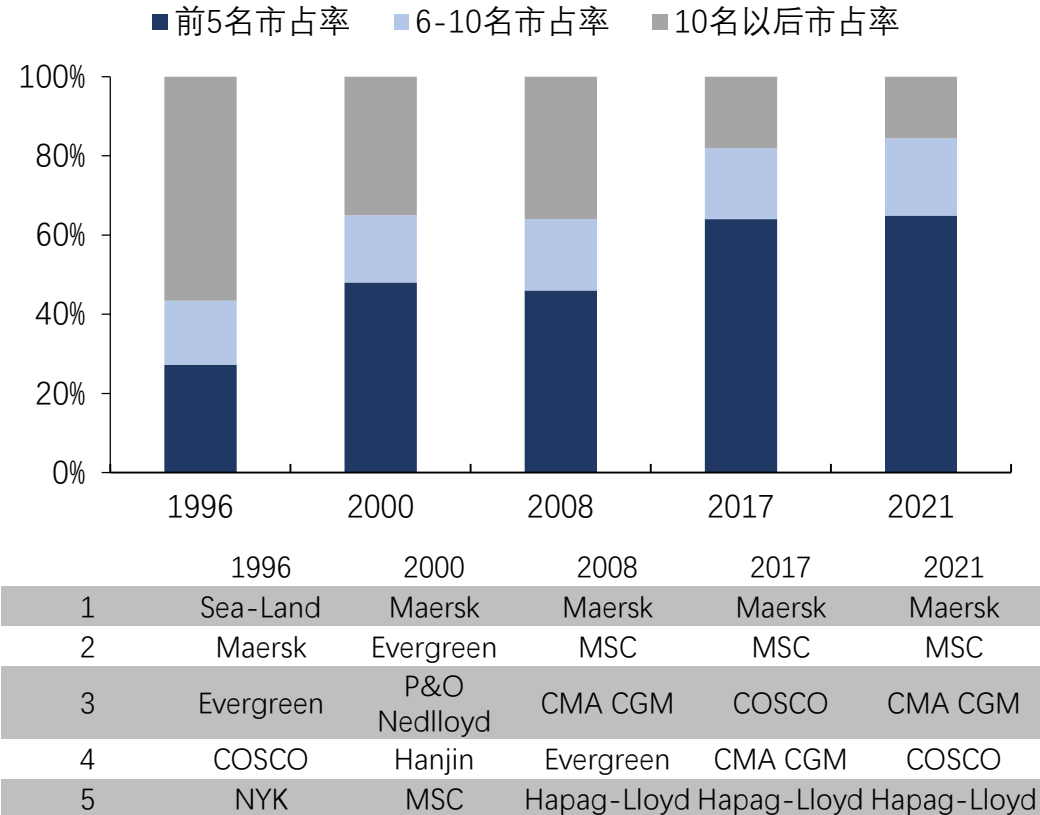
图表：各类集装箱运价指数出现高位震荡，且略有下滑的情况



## 2.1 周期走势-集运：当下主要矛盾是格局逻辑能否兑现

- 集运头部行业稳定的格局已经延续多年，且2020年后全行业出现过几次停航保价。集装箱运输行业出现了行业格局能对运价产生影响的迹象，但这能否持续还需要在一轮下行周期去验证。如果集运行业的格局逻辑能够在2023年供需关系出现恶化的情况下得到验证，那届时行业价值或将得到重估。

图表：集中度提升到较高位置，且头部2017年后格局非常稳定



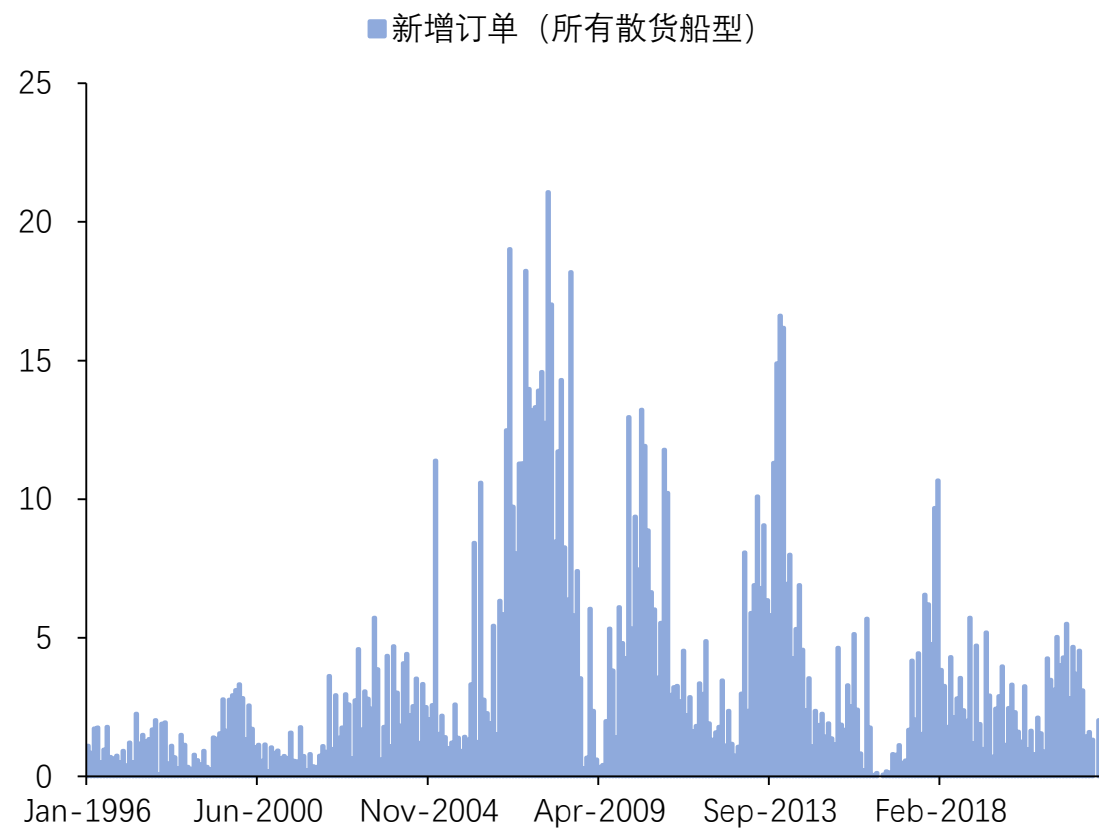
图表：2020年后集装箱航司出现过两次停航保供稳定运价的现象



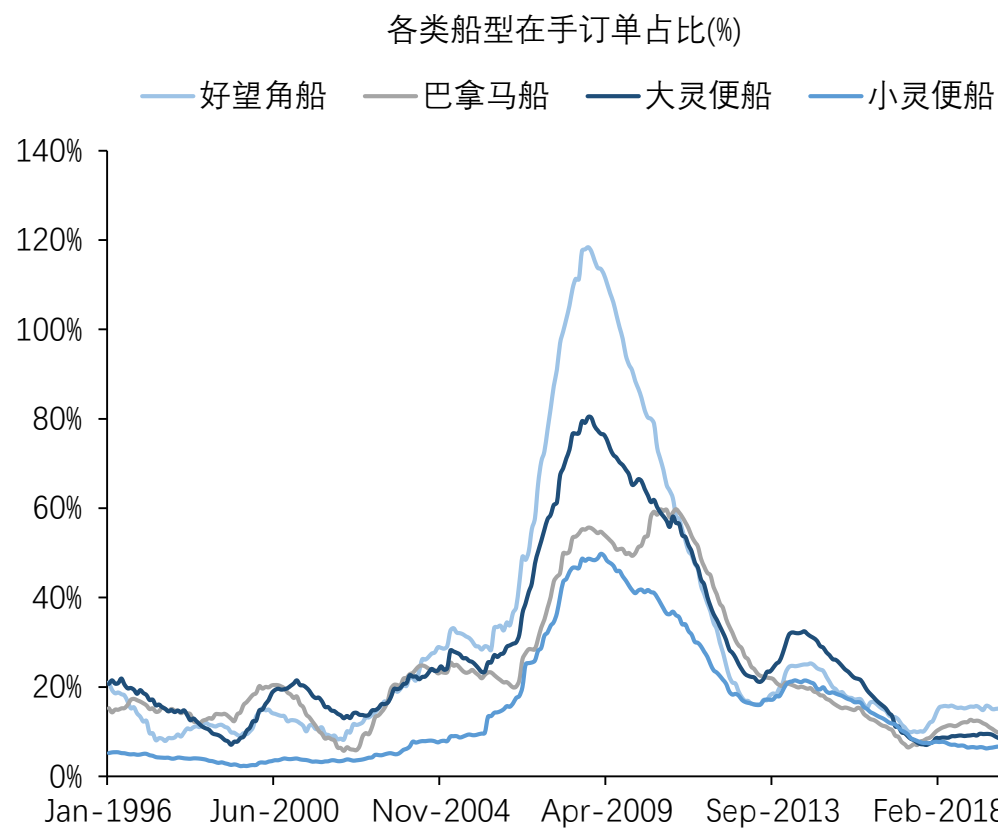
## 2.2 周期走势-散货：供给驱动的景气周期

- 供给端持续萎缩。无论是在手订单，还是新增订单均处于历史低位，且仍持续在收缩。且预计供给中期会进一步收紧。

图表：散货船新增订单数量逐步下滑，整体位于历史低位



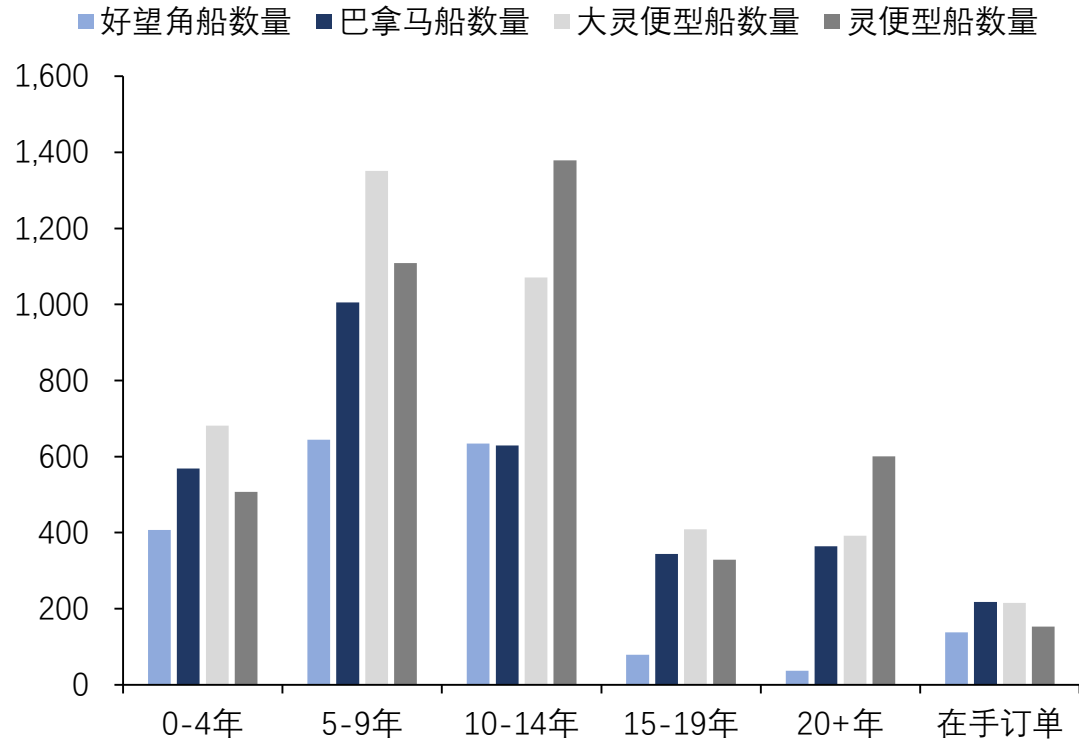
图表：散货船在手订单数同样处于历史低位



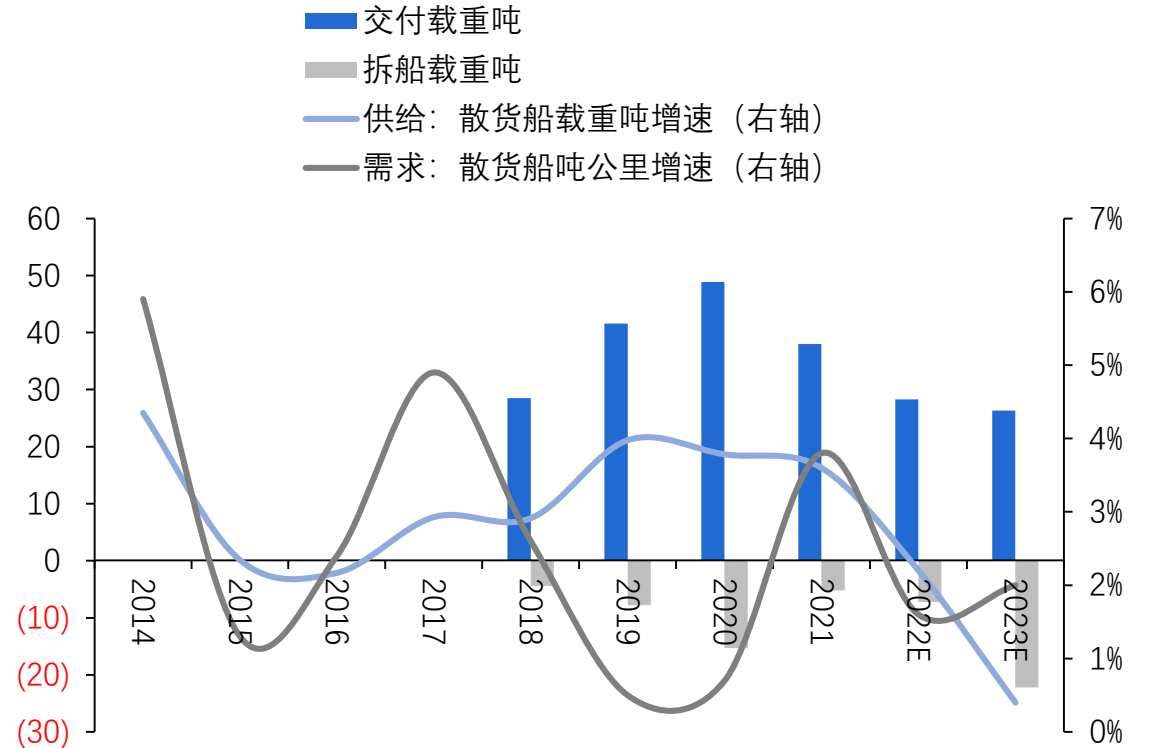
## 2.2 周期走势-散货：供给驱动的景气周期

- 供给中期收紧的推力：老龄化船队叠加环保政策。
- 大部分干散货船的燃油效率不高，约70%散货船不符合IMO碳排放标准，在不增加资本支出的情况下降低燃油消耗和排放的唯一方法就是降低航速。
- 高低硫油价较大、2023年IMO实行减碳细则的背景下，预计散货船队供给会因航速减缓进一步收缩。

图表：散货船队老龄化较为严重，其中小船型更为突出



图表：预计2023年会形成较大幅度的供不应求

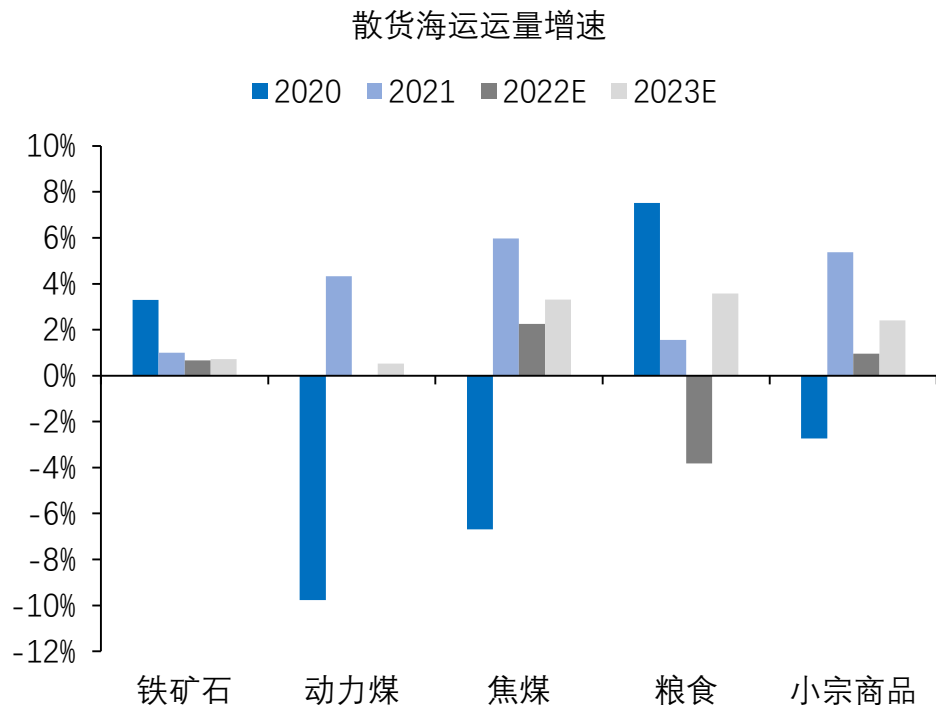




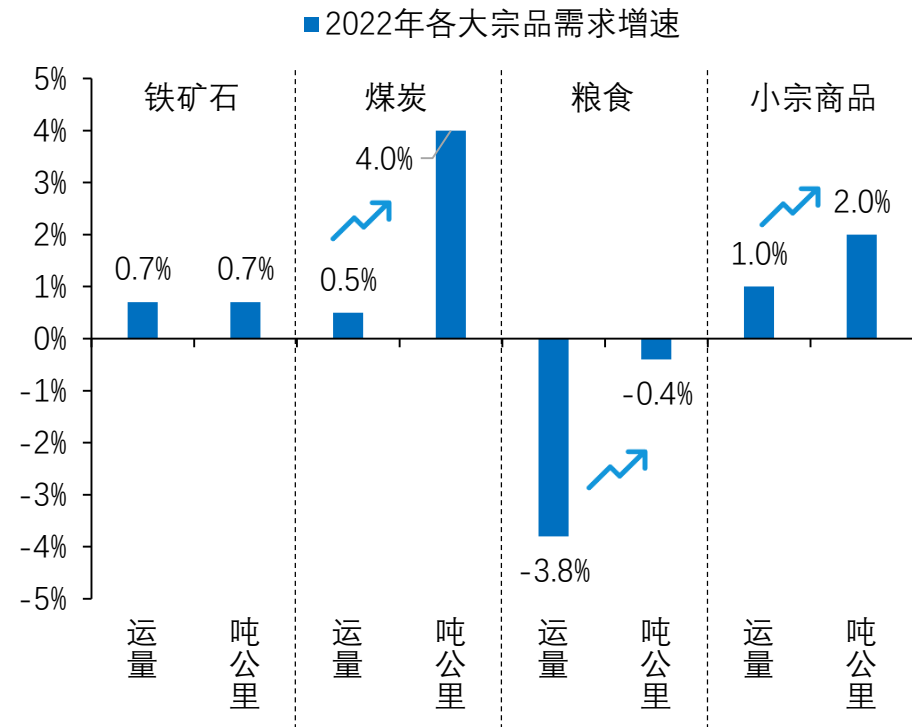
## 2.2 周期走势-散货：供给驱动的景气周期

- 考虑到IMF 对 2022 年和 2023 年的全球 GDP 增长预测均下调至 2.9%。2022年下半年以及2023年散货需求预计仍会正增长，但是增速可能偏低。
- **俄乌冲突重塑航线的刺激散货运输吨公里需求缓解贸易量增长放缓影响。**① 欧洲需要澳大利亚或者印尼的煤炭去替代俄罗斯煤炭，这会对煤炭运输吨公里需求产生强烈刺激。② 俄乌冲突影响乌克兰的粮食出口，美国和澳大利亚的粮食出口可能会进一步增加。

图表：除粮食外，其他散货今明两年的货运量大大概率仍正增长



图表：煤炭和粮食都可能受俄乌冲突影响重构贸易格局，拉长航线

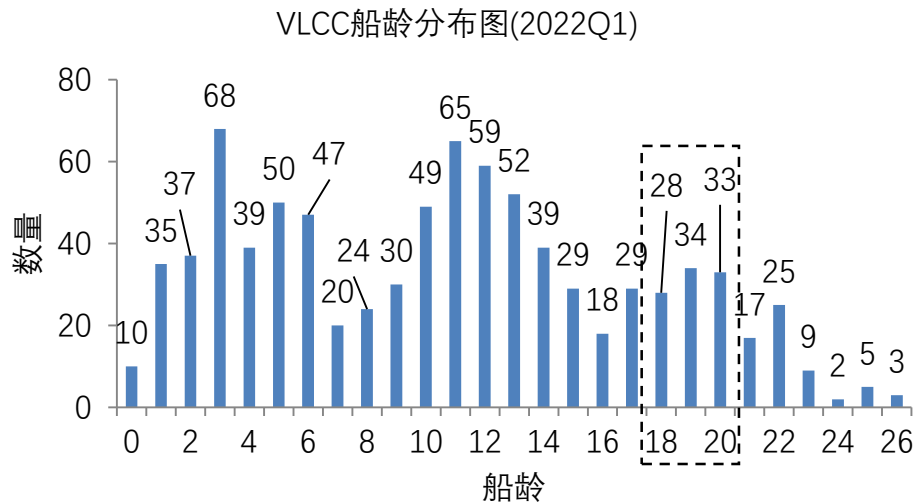


# 2.2 周期走势-油运：衰退后期，或有一轮历史级别行情

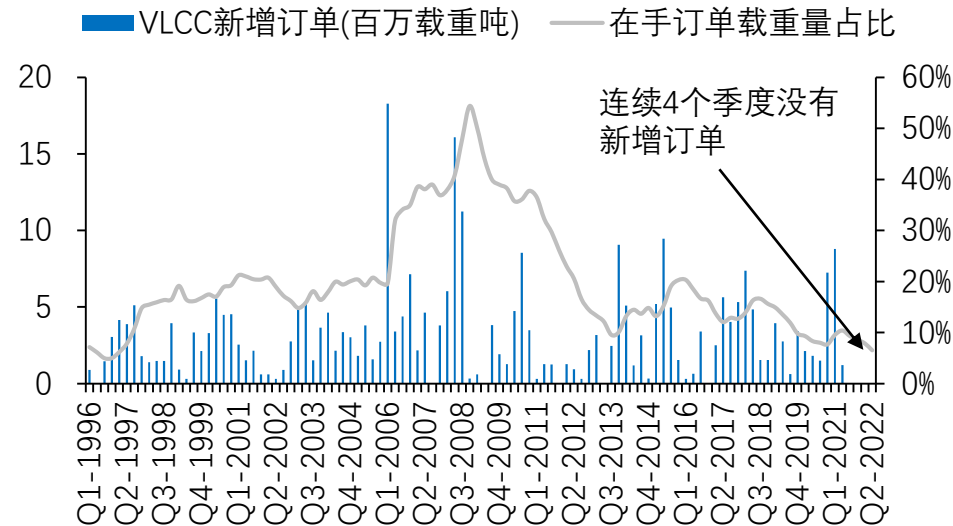
图表：未来3年年均有30艘及以上VLCC进入待拆解队伍

## 供给打下行情基础

1、底层逻辑：  
上一轮VLCC投产高峰在2003-2010年，20年一拆船，行业自身到了出清期



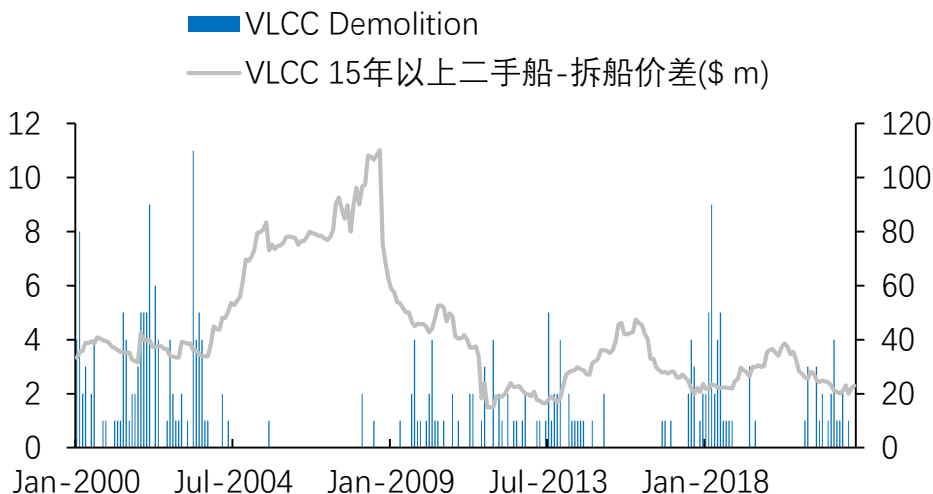
图表：VLCC已经连续4个季度没有新增订单，且在手订单占比接近历史最低位



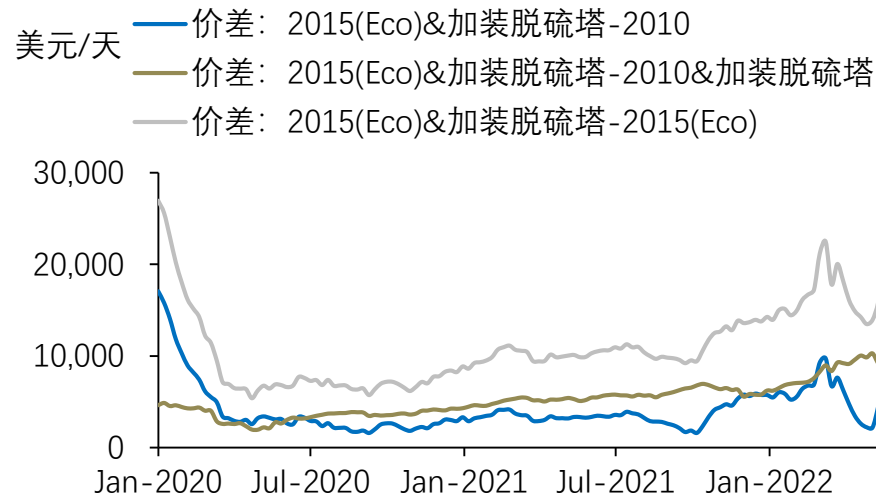
图表：未来3年年均有30艘及以上VLCC进入待拆解队伍

## 2、催化剂：

- ① 拆船性价比历史新高；
- ② IMO环保政策趋严下，老旧船只的性价比进一步下滑；

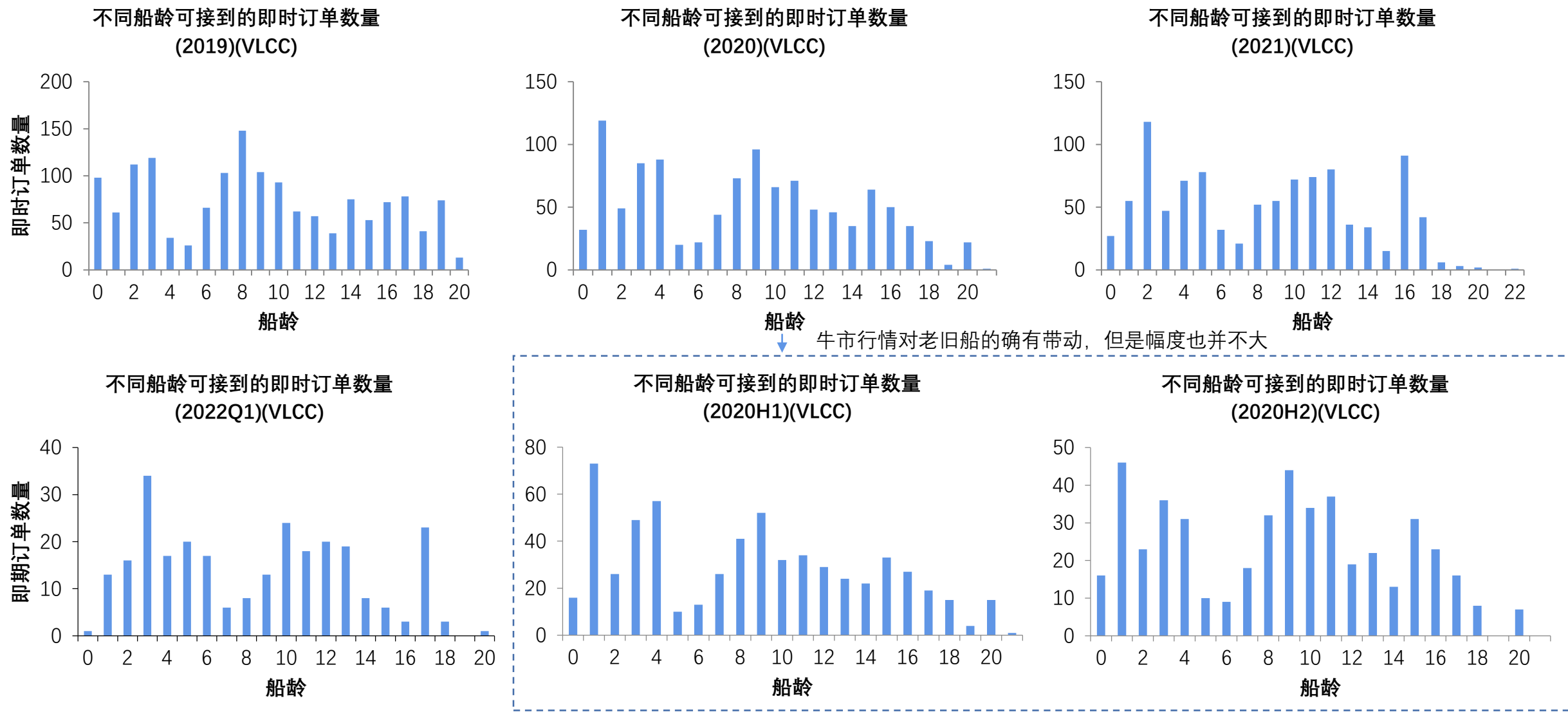


图表：环保船或者加装脱硫塔的船与普通船的价差逐步走扩



## 2.2 周期走势-油运：衰退后期，或有一轮历史级别行情

图表：2019年后船龄20年以上的VLCC能够接到的订单越来越少



## 2.2 周期走势-油运：衰退后期，或有一轮历史级别行情

### 需求复苏节奏决定拐点位置

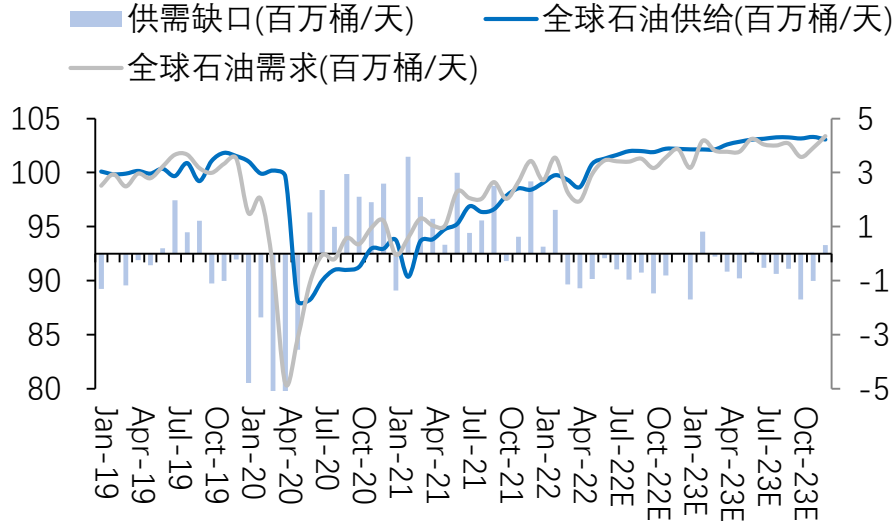
1、疫情常态化；OPEC和美国页岩油正常复产，年底有望恢复疫情前水平。

2、补库需求；目前原油库存历史低位，随着原油产量增多，可能产生补库需求。

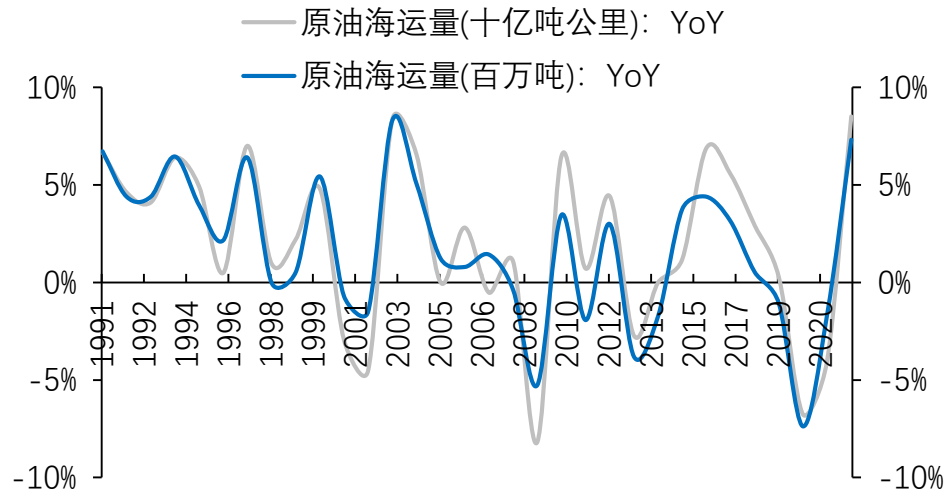
3、催化剂：  
① 航线拉长；俄乌冲突下，欧洲为能源安全问题丰富自身原油进口方，拉长运距。

② 伊朗&委内瑞拉制裁或可能放松；缩减黑市船队，增加原油需求。

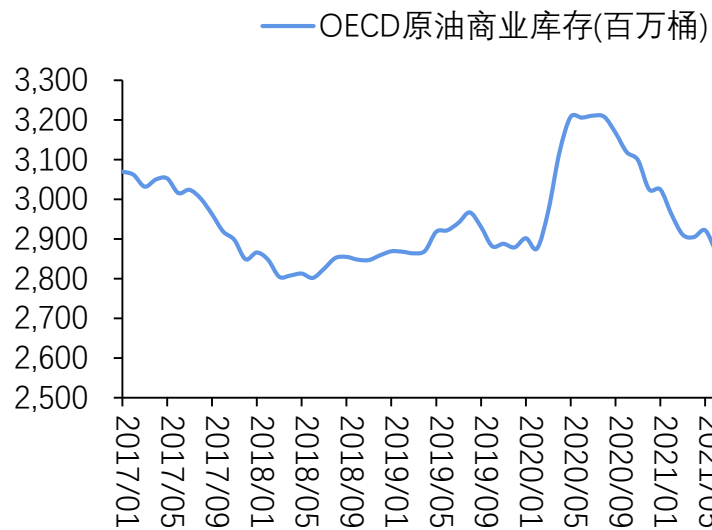
图表：疫情常态化下，原油需求带动供给复苏，运输需求同样将会到来



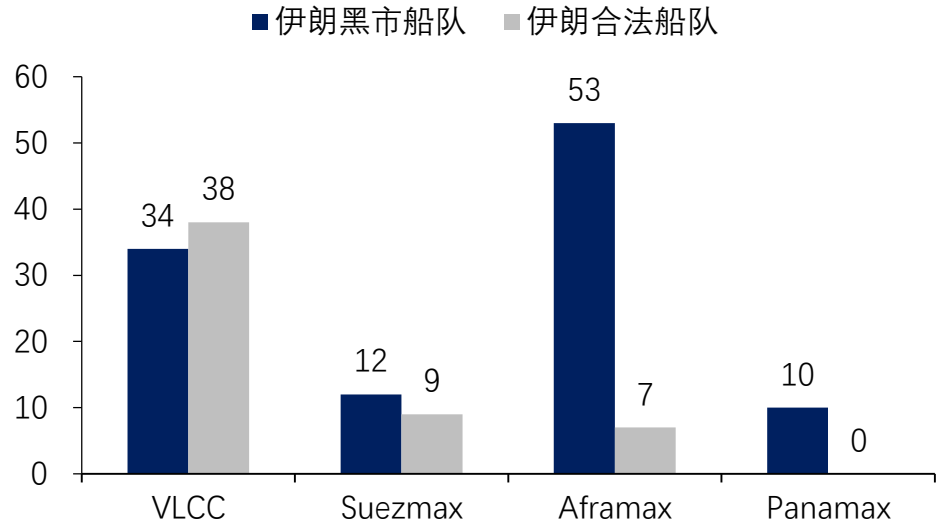
图表：中国、欧洲为能源安全寻求进口多元化的趋势下，航线会进一步拉长



图表：需求率先复苏下，原油库存下滑至较低位置，后续根据原油月差情况判断，或会产生补库需求



图表：伊朗和委内瑞拉的原油有望加入合法贸易的市场催生需求

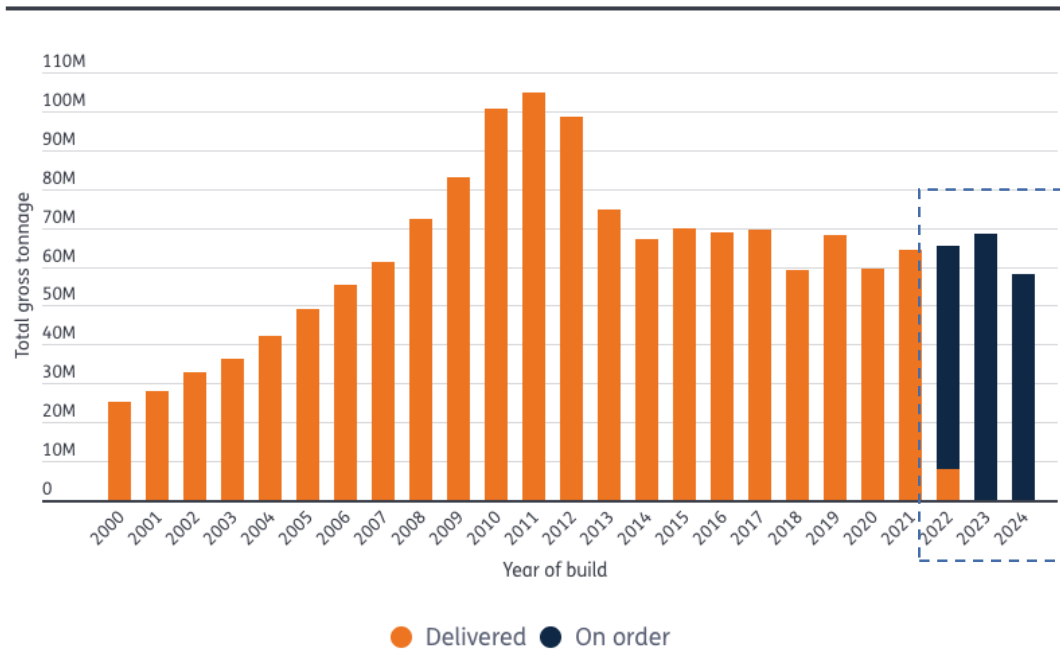


## 2.3 周期强度-油运&散货：持续性较以往更强

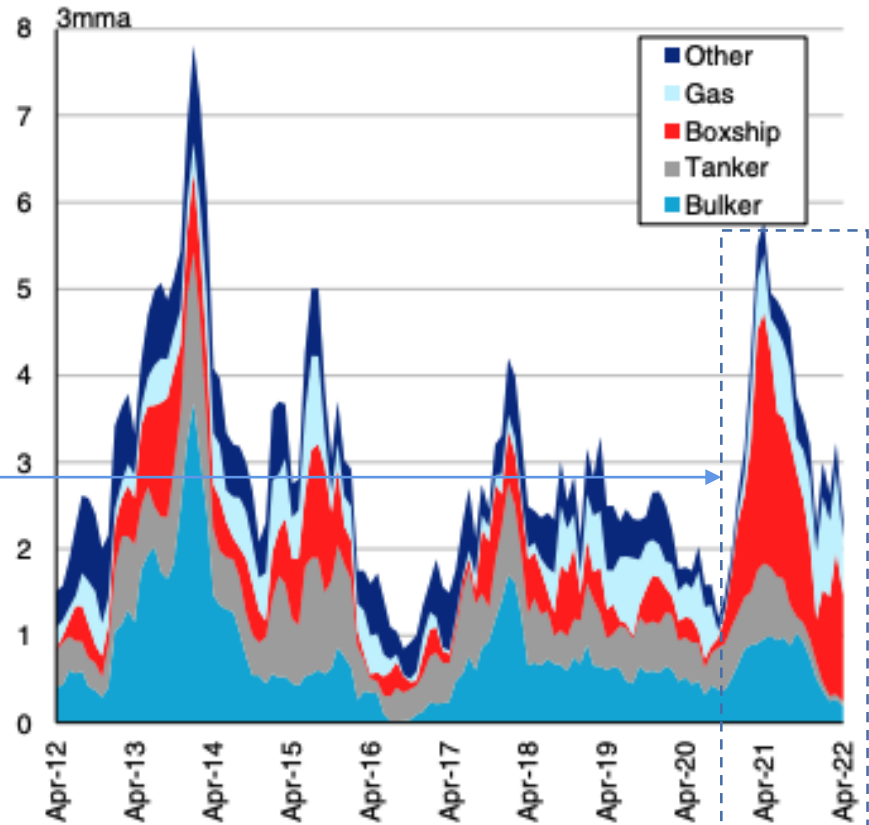
- 直至2024年的船坞产能已经被订单填满，原因是过去两年LNG和集装箱景气度较高，新下订单量较大。在这种情况下，即使散货和油运有显著的景气上行，也较难在景气周期进行运力扩张。

图表：船坞过去10年同样未扩产能，目前看，至2024年的船坞产能已经被预订，在手订单主要是集装箱和LNG船

### Global shipbuilding output since 2000



### Contracting Trends (m. CGT)



## 四、风险提示

**风险提示：**疫情反复；IMO监管不及预期；产油国增产不及预期；政策性风险；全球经济大幅下滑；恶劣天气超预期。

## 交运小组介绍

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6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，经济学硕士，覆盖机场、航空、本地出行板块。

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

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。

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，李然，本报告中的分析师均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分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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。

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597