

交运中小盘行业周报

快递 5 月数据如期修复，中小市值龙头估值回暖

超配

核心观点

航运：本周 CCFI 综合指数报 3252.50 点，环比涨 0.7%，其中美西航线报 2691.53 点，环比涨 1%，欧线报 5068.91 点，环比微跌 0.16 点。近期随着联盟停航控班及上海的复工复产，运价已经企稳回升，短期行业有望迎来货量潮汐催化，远期看，21 年由于船东对于运力扩张较为谨慎，22-23 年行业供需将延续错配状态，行业整体盈利能力仍将维持在较高水平，当前估值具备较强吸引力。

航空机场：民航至暗谷底已过，且国际线航班管控边际松动，未来我们终将会见到民航业再度绽放。连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。机场：当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递：全国疫情防控持续向好，快递物流也在加速恢复正常，快递“618”业务量增长趋势表现较好。在经济承压以及疫情严控的大背景下，快递行业的经营和需求还是具有韧性的，且今年快递龙头利润大幅修复的确定性高，我们继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股。近期，极兔日均单量已经突破且稳定在 4000 万件以上，建议关注极兔和百世两网融合完成后的经营表现。

物流&中小盘：精选物流行业优质个股，推荐密尔克卫。双星新材业绩连续环增，继续推荐；新增覆盖华依科技，推荐浙江自然、久祺股份、安利股份、宏华数科、华依科技，关注凯立新材、牧高笛。

投资建议：国内疫情防控整体向好，上海及江浙一带复工复产持续推进，供应链边际改善有望持续成为主导投资的主线。交运推荐二季度预期表现最好的密尔克卫以及受益于复工复产的快递板块标的-圆通、顺丰；近期成长股估值有所修复，中小盘继续看好业绩持续增长的双星新材、浙江自然以及长期受益数码印花的宏华数科。

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

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 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603713.SH	密尔克卫	买入	125.22	20594	3.90	6.04	32.1	20.7
688789.SH	宏华数科	买入	184.65	14033	4.23	6.45	43.6	28.6
002585.SZ	双星新材	买入	15.93	18420	1.92	2.78	8.3	5.7
601021.SH	浙江自然	买入	62.86	6357	3.05	3.98	20.6	15.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：黄盈

021-60893313

chuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

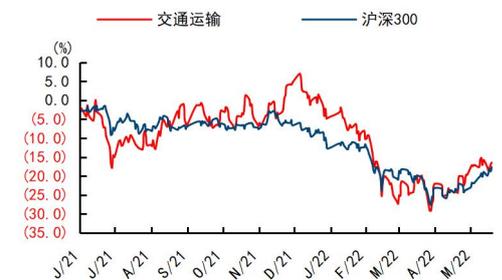
证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交运中小盘行业周报-快递需求回暖，出行逐步走出谷底》——2022-06-13

《交运中小盘行业周报-快递 5 月量同比转正，复产复工持续加速》——2022-06-06

《交运&中小盘 6 月投资策略-复工复产、中报主导，交运优选快递物流》——2022-05-29

《交运中小盘行业周报-快递复苏趋势良好，出行有望逐步恢复》——2022-05-22

《交运中小盘行业周报-上海快递有序复产，期待出行纾困政策落地》——2022-05-15

内容目录

本周回顾	4
投资观点综述	5
交运板块	5
中小盘	9
行业数据概览	17
近期重点报告回顾	19
航空 5 月数据点评：5 月客流环比显著改善，期待需求持续爬坡（2022-6-16）	19
投资建议	20
风险提示	20
免责声明	21

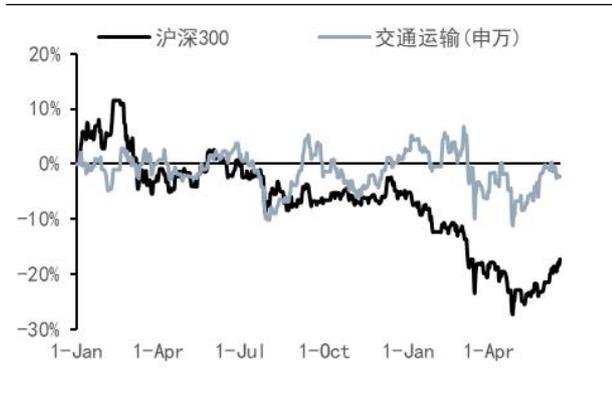
图表目录

图 1: 2021 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图 2: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图 3: 本周各子板块表现 (2022.6.13-2022.6.17)	4
图 4: 本月各子板块表现 (2022.6.1-2022.6.17)	4
图 5: BDI 走势	17
图 6: BPI 走势	17
图 7: BCI 走势	17
图 8: BSI 走势	17
图 9: CDFI 煤炭运价指数	17
图 10: 螺纹钢期货价格	17
图 11: 新加坡燃料油价格	18
图 12: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合	18
图 13: 原油运输指数 (BDTI)	18
图 14: 成品油运输指数 (BCTI)	18
图 15: 国际油价——布伦特原油	18
图 16: 国际油价——WTI 原油	18
图 17: CCFI 综合指数	19
图 18: SCFI 综合指数	19
图 19: SCFI (地中海航线)	19
图 20: SCFI (欧洲航线)	19
表 1: 本周个股涨幅榜	5
表 2: 本周个股跌幅榜	5

本周回顾

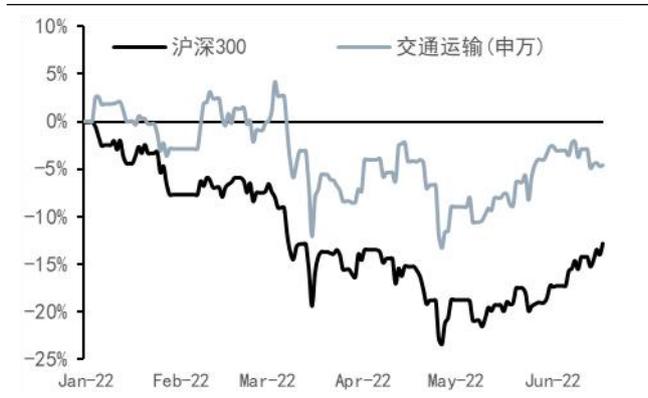
本周 A 股整体上涨，上证综指报收 3316.79 点，环比上涨 0.97%；深证成指报收 12331.14 点，环比上涨 2.46%；创业板指报收 2657.21 点，环比上涨 3.94%；沪深 300 指数报收 4309.04 点，环比上涨 1.65%。本周交运指数下跌 1.70%，相比沪深 300 指数跑输 3.36pct。

图1：2021 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

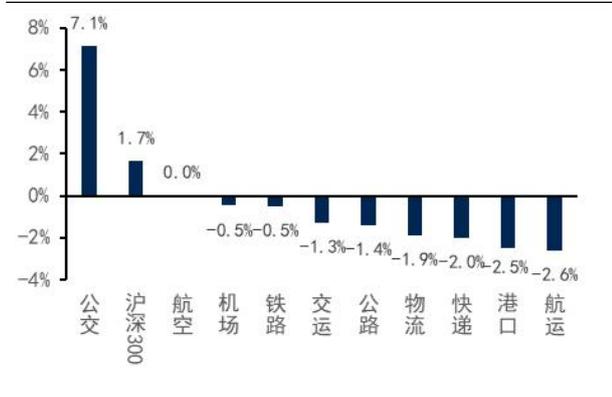
图2：2022 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

本周交运子板块涨幅最大的为公交板块，涨幅为 7.1%，其次为航空、机场，分别持平、下跌 0.5%。个股方面，涨幅前五名为海汽集团(+36.2%)、华鹏飞(+17.6%)、锦江在线(+13.6%)、飞马国际(+8.4%)、普路通(+7.4%)；跌幅榜前五名为招商轮船(-11.1%)、怡亚通(-10.7%)、中远海能(-10.6%)、瑞茂通(-9.3%)、东航物流(-8.7%)。

图3：本周各子板块表现（2022.6.13-2022.6.17）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：本月各子板块表现（2022.6.1-2022.6.17）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：本周个股涨幅榜

周涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603069.SH	海汽集团	38.61	36.2%	165.5%	165.5%
2	300350.SZ	华鹏飞	6.74	17.6%	18.5%	-10.8%
3	600650.SH	锦江在线	13.04	13.6%	9.5%	36.0%
4	002210.SZ	飞马国际	2.70	8.4%	3.8%	-19.9%
5	002769.SZ	普路通	7.54	7.4%	2.2%	12.7%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603069.SH	海汽集团	38.61	36.2%	165.5%	165.5%
2	300350.SZ	华鹏飞	6.74	17.6%	18.5%	-10.8%
3	601975.SH	招商南油	3.78	-7.4%	13.9%	88.1%
4	600650.SH	锦江在线	13.04	13.6%	9.5%	36.0%
5	601228.SH	广州港	3.82	-4.0%	8.2%	16.7%
年涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	603069.SH	海汽集团	38.61	36.2%	165.5%	165.5%
2	601975.SH	招商南油	3.78	-7.4%	13.9%	88.1%
3	600026.SH	中远海能	9.85	-10.6%	-3.2%	66.4%
4	600153.SH	建发股份	12.83	-8.2%	-3.8%	41.5%
5	601872.SH	招商轮船	5.61	-11.1%	-7.3%	36.8%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表2：本周个股跌幅榜

周跌幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	601872.SH	招商轮船	5.61	-11.1%	-7.3%	36.8%
2	002183.SZ	怡亚通	7.16	-10.7%	-13.7%	8.2%
3	600026.SH	中远海能	9.85	-10.6%	-3.2%	66.4%
4	600180.SH	瑞茂通	8.00	-9.3%	-3.3%	12.0%
5	601156.SH	东航物流	20.37	-8.7%	-9.1%	-4.0%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

交运板块

航运

本周 CCFI 综合指数报 3252.50 点，环比涨 0.7%，其中美西航线报 2691.53 点，环比涨 1%，欧线报 5068.91 点，环比微跌 0.16 点。中国新年带来的货量下降给予了美国港口喘息机会，因此 2 月以来供应链效率持续处于改善状态，叠加近期国内疫情较为严重影响制造业开工、美联储加息、地缘政治等影响，给予全球供应链进行修复的时间窗口较预期明显拉长，带来了货量和运价的双双回落。但是 5 月以来，随着联盟开启停航控班，叠加上海疫情及物流的逐步恢复，美线出现了较为明显的反弹，欧线亦已逐步企稳。由于当前即期运价已经与部分长协价较为接近，甚至低于部分长协价，我们有理由相信短期联盟将会为自己的利益及大客户的利益努力，即期运价进一步大幅下跌的空间已经不大。远期看，21 年由于船东预期疫情影响将会逐步消散，对于运力扩张较为谨慎，造船亦需要一定周期，

22-23 年行业供需仍将延续此前的错配状态，行业整体的盈利能力仍将维持在较高水平，当前估值仍具备较强吸引力。

虽然运价目前尚未开启反弹，集运行业或在近期迎来货量潮汐效应的运价催化：

从制造业的角度来看：在国内 20-21 年的优异表现下，全球制造业订单大量回流至中国，虽然近期我国疫情有所加剧，但是在强势的疫情管控下，工业生产受到的影响料将较为有限，且考虑到本轮疫情中国向全球证明了其供应链的完备性和韧性、品牌企业亦对制造商具有一定黏性，我国制造业预计仍将处于中长期的景气阶段，即便后续订单再度流失至东南亚，由于疫情管控对制造业开工的影响仍在，进程或将偏缓慢。

从供应链的角度来看：一方面，本轮疫情已经充分暴露了海外港口疏运体系效能低下的弊端，而集运的供应链比较复杂，除了航线、码头之外，还涉及到内陆汽车、火车、驳船的集疏运以及仓库、堆场的操作，同时集装箱还必须要匹配于各地的进出货物，如后续劳工谈判的进程不顺，供应链仍将持续面临较大压力，进而带动集运景气度回升。另一方面，考虑到生产具备连贯性，我们认为本次国内制造业受到的影响或主要在运输端，货量在短期的下滑后可能迎来一轮高峰，进而在疫情得到有效管控后对供应链形成潮汐式的冲击效应。

航空：至暗时刻已过，需求复苏开启

各航司披露 2022 年 5 月运营数据。尽管上海、北京疫情持续扰动，但随着上海疫情回落，月底接近于逐步放开，且其他各主要城市疫情基本平息，民航客流逐步恢复。5 月后半段民航补贴政策落地，为行业安全保驾护航，促进需求恢复，民航客流环比 4 月大幅改善。

政策层面目前坚持“动态清零”不动摇，但在具体执行上，不论是国际航线熔断观察期缩短，或是部分省市对归国人员集中隔离期缩短，还是国务院通报部分省市“过度防疫”，均体现出防疫政策边际松绑。我国大部分民航客流集中在核心城市机场，大型城市建立常态化核酸制度有利于疫情早期防控，防止外溢，民航需求的稳定性有望上一台阶，且如北京、上海疫情收尾顺利，暑运后半程景气度仍可期待。此外，5 月底国航公告拟对山航增资控股，行业整合有所突破，期待行业集中度改善，对市场格局产生正面影响。

长期来看，绝望中孕育希望，疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。供给端，2011-2019 年民航运输飞机数量年化增速 10.1%，而在经营压力较大的 2020-2021 年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为 2.2%、3.8%。2022 年，从各航司机队引进规划看，如不考虑 B737MAX 复飞，年内飞机引进数量仅为 3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

机场：国门边际放松，期待需求恢复

国际航线熔断观察期缩短，部分省市对归国人员集中隔离期缩短，“五个一”政策稍有放松，虽然大面积恢复国际航班仍需等待政策转向，但边际改善已经出现。

机场板块航空性收入与机场客流量直接挂钩，疫情前上海机场卫星厅，白云机场新航站楼均处于建成初期的产能爬坡期，疫情期间深圳机场 T3 卫星厅也已经投入使用，上述机场的航站楼资源的产能瓶颈已经突破，预计疫情消退后机场航空性业务量及收入有望恢复乃至超越疫情前同期水平。

枢纽机场业绩核心驱动力仍来自于非航收入，尤其是免税租金，枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变，且海南离岛免税有望壮大一批免税运营商，未来在下一次机场免税渠道经营权的争夺中机场或具备更强的议价权。我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点，但不改变机场方仍可获取高额租金的结论。伴随着疫情后客流恢复，枢纽机场业绩同样有望恢复乃至逐步超越疫情前水平。

当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到 2017 年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递

5 月疫情处于逐步恢复阶段，快递行业业务量也恢复至去年同期水平，实现 92.4 亿件，同比增长 0.2%。6 月 1 日起上海全市解封，进入全面复工复产阶段，6 月 3 日北京疫情疫情防控也转入动态清零阶段，全国疫情防控持续向好、快递物流也在加速恢复正常。快递进入“618”电商促销旺季，全国业务量增长趋势表现较好，6 月 3 日-5 日端午节放假期间全国揽收快递包裹约 9.4 亿件，与去年端午节同期相比增长 17%。在监管管控的大背景下，快递行业价格战一直维持缓和态势，3 月以来疫情导致快递经营成本上行，行业单票价格一直维持在高位，环比下降 4.0%，同比下降 4.9%，同比降幅维持在低位。

本周，圆通、韵达和申通公布了 5 月经营数据，业务量增速分别为+5.75%、-7.88%、+8.09%，其中韵达快递业务量恢复情况弱于圆通和申通，主要是因为 5 月韵达的北京长阳网点爆发疫情，短期受到的影响较大；由于疫情期间经营成本偏高，导致快递公司单票快递价格同比增长明显，分别为+23.24%、+23.27%、+23.19%。今年以来，极兔和百世快递的融合工作一直在有序推进，现阶段融合工作基本完成，极兔也已于近期成功全面对接淘系订单，极兔的日均单量已经突破且稳定在 4000 万件以上（根据 5 月经营数据，圆通、韵达和申通的日均件量分别为 5000 万件、4800 万件、3200 万件）。近期，中通快递公布了一季报，业务量实现了 17% 的较高速增长，单票快递价格同比增长了 9%，单票快递毛利为 0.46 元，同比增长了 26%、环比减少了 0.02 元，单票扣非净利为 0.20 元，同比增加了 0.03 元、环比减少了 0.08 元，符合预期；我们预计公司今年扣非净利润有望达到 60 亿元，盈利能力实现大幅修复。在监管管控的大背景下，快递行业价格战一直维持缓和态势，由于去年义乌地区价格上调幅度较大，导致今年义乌与以潮汕为代表的其他重点区域价格形成明显价差，近期行业调节不同区域之间的价差导致义乌价格有所回调，属于价格结构性调整，目前行业价格竞争仍然理性。由于疫情导致快递经营成本上行以及快递业务量的区域结构波动，韵达、圆通和申通单票价格同比均明显提升，分别为+24.0%、+16.4%、+20.7%。5 月北京长阳区域的韵达网点出现疫情，但此次快递链疫情与 4 月的山西太原疫情情况不一样，太原当时疫情出现在韵达的分拨中转中心，分拨中转中心直接被要求暂时运营静止，影响范围较大，而这次北京快递疫情仅出现在个别网点，影响范围非常有限，目前北京的快递分拨中心仍然在正常运营。我们认为疫情对快递物流行业的影响是一次性的，短期快递需求更多是受到抑制而非消失，我们认为疫情恢复后，快递需求有望迎来反弹。

投资建议上，（1）疫情对快递需求的影响有限、对快递公司利润的影响整体可控，短期需求更多是受到抑制而非消失，但是由于 2021 年基数高以及电商线上渗透速度逐步放缓，我们预计 2022 年快递行业需求增长将明显放缓。（2）在共同富裕的大背景下，快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量，且极兔收购百世中国地区快递业务后竞争格局实现了实质性的优化，我们认为 2022 年行业价格战大概率仍将维持缓和态势。（3）在今年全国疫情影响范围和持续时间可控的假设下，通达系公司单票利润有望实现明显回升，利润有望实现高速增长；对于顺丰来说，公司整体产能充足、将可以满足未来较长一段时间内的业务发展需要，我们预计 2022 年公司资本开支将开始出现下降、资产利用率将实现提升，公司将继续享受四网融通和精细化经营带来的成本优化效益，2022 年业绩有望实现大幅修复。继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股。

物流

密尔克卫公司快评：龙头化工服务商，继续看好长期价值

6 月 18 日凌晨，上海市金山区隆安东路一石化公司发生火灾。上海消防发布通报称，系石化公司乙二醇装置发生火情，已调派金山、奉贤、化工区等救援力量至现场进行扑救，目前正在全力救援中。此外，6 月 16 日 18 时 58 分，位于兰州新区秦川精细化工园区的甘肃滨农科技有限公司污泥干燥车间发生爆炸事故，爆炸造成人员伤亡。

1) 危化品事故历史多发，大量事故主因在于操作时未按规范；2) 行业监管在过去已经从严，集中度开始向头部企业集中，新国标若实施行业监管将更加有章可循，整体来看化工行业的监管从严将会是长期的主旋律。公司是化工物流行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于历史低位。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经出具，历史看公司可以做到不断开辟新的事业部，同时做到老事业部的挖深，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，维持公司2022-2024年6.4、9.9、13.5亿盈利预测不变，公司当前市值对应2022年业绩预测为32x，对应23年PE水平仅为21x，维持买入评级，持续推荐。。

中小盘

华依科技：汽车动力测试领域龙头供应商

专注汽车动力总成测试行业，产品、服务国内领先

公司的主要产品为汽车动力总成下线测试设备与测试服务。测试设备可覆盖燃油发动机、变速箱、涡轮增压器、水油泵、以及新能源动力总成，毛利率40%左右；测试服务在公司自有实验室中进行，毛利率约50%。

公司核心竞争力：设备性价比高，服务成长性强。

在设备端技术上，公司成功自研了发动机冷试设备，打破外商垄断，起草了国家冷试行业标准。公司产品各项参数均已达到国际水平且价格优势明显，容易实现进口替代。测试服务上，公司与主机厂具有多年合作经验，且公司在设备领域多年的深耕使得公司充分了解测试服务需求，叠加设备自有，可以在测试服务商获取超额利润。我们认为随着新能源车型的快速推出以及车企在推新时的节奏加快，未来测试服务将成为带动公司规模增长的核心看点之一。

开启惯性测试单元开发，把握智能驾驶机遇

在智能驾驶水平逐步提升的背景下，惯性测试单元IMU与卫星定位、视觉定位等组成系统，将填补卫星与视觉在加速度、角速度位移测量上的盲区，2022年起行业有望迎来蓬勃发展。公司2019年启动惯性测量单元的研发，为国内较早开启IMU研发的公司之一，IMU模块2022年起有望成为公司的全新发力点。

首次覆盖给予“买入”评级

预计公司2021-2023年净利润分别为0.67、1.06、1.53亿，对应当前市值PE分别47x、30x、21x，公司21-23年归母净利润复合增速54%，我们认为公司合理市值对应未来三年PEG在0.7-0.75x较为合理，给予2022年38-40.5x PE，市值在40.3-42.9亿元之间，相对于公司目前股价有26.8-35.1%溢价空间。首次覆盖给

予“买入”评级。

双星新材：新材料产能陆续释放，季度盈利持续新高

2021 年利润高增长，整体表现略超预期。21 年公司收入 59.3 亿元 (YOY+17.22%)，毛利率 32.8% (YOY 增加 10.43 个百分点)，净利润率达 23.4% (YOY 增加 9.12 个百分点)，归母净利润为 13.85 亿元 (YOY+92.3%)。业绩方面，公司此前发布预告，市场已有预期，但结合年报中披露的四大新材料板块营收、毛利表现，以及去年 30 万吨产能仅部分转固来看，我们认为公司整体表现仍略超我们预期。

传统包装膜持续收缩，新材料产能释放，助推利润持续提升。2020 年底公司产能 56 万吨，其中新材料光学级产能约为 20 万吨，2021 年公司新增 6 条线合计 30 万吨光学级产能，拉动整体产量至 52.4 万吨，同比增长 16.4%，销量 51 万吨，同比增长 3% (2020 年去库存导致销量高于产量)，收入增长 17.2%，毛利增长 71%，净利增长 92.3%；其中光学、新能源、热缩、信息四大新材料板块实现收入 40.86 亿，贡献 69% 收入，环比提升 15 个百分点；实现毛利 14.6 亿元，占整体毛利比重 74.7%，环比提升 14.5 个百分点；整体新材料板块毛利同比增长 112%，远高于公司整体 71% 的水平。

新材料产品提升、规模效应抵御原材料成本上涨，4Q21、2H21 毛利净利率环比表现稳健。公司 21 年 1Q-4Q 毛利率分别为 32.7%、34.7%、32.6%、31.8%，1H21 和 1H22 公司毛利率分别为 33.7%、32.2%；1Q-4Q 净利润率分别为 21.6%、24.1%、23.1%、24.3%，1H21 和 1H22 的净利润率分别为 22.9%、23.7%。不同于市场预期，虽然 2022 年原材料大幅波动，而公司毛利率、净利率保持稳健，其主要原因在于：1) 新材料占比提升，价格转嫁能力较强；2) 原材料带量采购，平抑毛利率波动；3) 新产能较同行有显著的规模和成本优势。

基膜和涂布产能持续释放、新材料占比提升，公司市占率及毛利净利指标有望持续领先行业。公司披露 1H2022 公司会继续投放 4 条合计 20 万吨产能，同时下半年 7 亿平方米新增涂布产能会逐步释放 (原先 3 亿平米，合计 10 亿平米)，据此我们认为：1) 新增产能会不断爬坡，产销量继续增加；2) 涂布产能进一步带来利润弹性。

风险提示：新冠疫情、俄乌局势带来的宏观不确定、产线安装达产低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

预计 2022-2024 年归母净利润 22.2/32.2/42 亿元 (22-23 年预测值上调幅度分别为 12%/17%)，同比增速 60.4/44.7/30.5%。双星 2021 年交付的 30 万吨产能中仍有部分产线处于爬产期，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间将会陆续投用，2022 年新材料利润贡献比重达 88%，预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，目前股价对应 22 年 PE 仅为 10.3 倍，远低于同行，建议“买入”。

久祺股份：自行车 ODM 制造龙头，发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”

中国是自行车制造第一大国，自行车电动化需求大势所趋

自行车品牌主要在欧美等发达国家及地区，而自行车制造主要在中国等发展中国家。中国已经成为了全球自行车制造和出口的第一大国，每年中国自行车的产量占到全球的近 7 成，出口额占到全球出口的近 5 成。每年全世界自行车需求规模保持在 1 亿辆左右的水平，欧洲、美国、中国是自行车的主要消费市场。随着现代人收入水平的提高和对健康生活的追求，且受益于疫情催化，近两年助力电动自行车在欧美销售增长尤为亮眼，现阶段，欧洲已经成为全球最大的助力电动车市场，2020 年销量超过 500 万辆，根据官方预测，2020 年至 2025 年欧洲助力电动车销量年复合增速有望维持在 20%以上。

公司是国内 ODM 模式出口的自行车制造龙头

公司深耕自行车制造二十余年，是国内主要的自行车制造出口商之一。我国自行车企业可分为三个梯队：一是拥有规模优势的大型自行车企业，具有较高的市场认知度和品牌知名度；二是研发设计能力强、销售渠道广泛、产业链整合能力强，以 ODM/OEM 等形式的出口型企业；三是行业内的众多中小企业，设备水平较低、缺乏自主创新能力。久祺股份属于第二梯队，凭借充足的经验、稳定的客户关系及供应链体系，规模越来越大，未来将有望向第一梯队进军。

公司发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”，高成长属性强

(1) 随着公司大力提高中高端自行车品类的生产能力，公司开始大力布局需求增长较快、产品附加值较高的助力电动自行车领域，未来公司的助力电动自行车业务将会保持较快的发展，该产品销量已经从 2018 年的 3.6 万辆增长至 2020 年的 11 万辆。

(2) 公司 2018 年开始正式开拓跨境电商渠道，通过跨境电商渠道直接将自有品牌自行车卖给终端消费者，一方面销售高速增长，另一方面加速自有品牌的建立。2020 年公司跨境电商和自有品牌的收入占比分别达到了 7.7%和 15.6%，未来还有较大提升空间。此外，随着高毛利率（2020 年 76%）的跨境电商业务收入占比提升，公司盈利能力也将明显提升。

投资建议：预计公司 21-23 年归母净利分别为 2.0 亿元、2.8 亿元、4.1 亿元，同比增 27.3%、41.3%、44.1%，给予 32-35 倍 PE 的目标估值，目标价 46.5-50.5 元，给予公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 26X、18X。

安利股份：产品升级正当时，高端材料迎来收获期

合成革制造老牌企业，深耕多年国内领军

安徽安利材料科技股份有限公司成立于 1994 年，主要生产经营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，是国内合成革行业领军企业。公司在合成革行业经营多年，下游需求主要包括沙发汽车、功能鞋服、电子、箱包等，客户包括大量头部品牌商如 Nike、苹果、丰田等。

突破环保型产品，下游应用空间更为宽广

公司所处市场为 PU 合成革市场，为合成革的主流产品。PU 合成革在代替真皮、PVC 合成革方面具有显著优势。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC（挥发性有机物），影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。

客户结构与利润率共同改善

随着产品优化，公司的客户结构发生显著改善，开始快速进入国际国内头部企业的供应商名单中，典型包括苹果、Nike 等，同时在新能源整车市场中与比亚迪、小鹏等展开合作。我们预计 2022 年公司客户与利润率的改善将更为明显。1H2021 面对原材料成本上行、海运成本高企等问题，公司上半年该产品毛利率从 20 年的 20.14% 提升至 25.41%，我们预计若后续原材料价格恢复正常，公司利润率上涨空间将会更大。公司当前已有 25% 产能为无溶剂产品产线。

风险提示：下游客户环保敏感度下降；客户开辟不及预期；产能扩张不及预期。

首次覆盖给予买入评级：公司当前市值对应明年的盈利预测仅 16.5 倍，成长性与估值性价比兼具。我们认为公司 2022 年在客户、产品以及盈利能力上的拐点将体现得更为清晰，并迎来连续数年的快速成长，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 22.9-25.0 元/股，首次覆盖给予买入评级。

牧高笛：露营渗透加速，关注品牌拐点

牧高笛披露 22Q1 季报，实现收入利润高增长

公司一季度实现营收 3.27 亿元（+56.06%），归母净利润 3677 万元（+73.38%），扣非归母净利润 3153 万元（+77.03%）。

大牧产品销售实现突破，毛利率提高印证产品结构优化

根据公司公布的一季度主要经营数据，可以发现公司在外销（ODM/OEM）与品牌业务收入上都取得了同比高增长。其中：

1) 外销（ODM/OEM）与其他业务：一季度实现收入 2.34 亿元，同比增长 43.95%；

毛利率 21.5%，较去年略有下降，主要受运费与原材料价格上涨的影响，但整体在合理范围内，符合预期。

2) 品牌业务：一季度实现收入 9292 万元，同比大增 98.2%；毛利率 35.6%，较去年提高 1.25pct。

品牌业务中主打露营产品的大牧部门销售表现尤为亮眼，得益于公司与露营地紧密合作，实现收入 7442 万元，同比大增 184%；实现毛利率 34.8%，公司 21 年底对露营装备的提价，以及率先布局精致露营产品的策略共同促成毛利率的提高。随着品牌收入占比提升，我们认为 22 年公司的盈利能力整体将再上一个台阶。

疫情反复下户外露营持续升温，多渠道推广品牌产品有望持续放量

一季度天猫户外帐篷成交额同比增长超 100%，其中大型帐篷、天幕等有两倍以上增长。1 至 4 月上旬，通过携程报名露营游的用户数量是 2021 全年的 5 倍以上，在营地的消费中，有 90% 是对设备端的需求。在行业欣欣向荣的同时，公司一季度上架了新款揽盛系列帐篷；同必胜客联名推出野餐露营周边；参与了奈良美智艺术展；并取得《一起露营吧》综艺节目的 IP 授权合作，大大增加了产品曝光度。我们认为公司通过立体的产品推广方式，可实现对目标客群的精准宣传，结合品牌自身优势，将取得超行业平均水平的增长。

投资建议

调高盈利预测，维持“增持”评级。我们认为在国内外露营行业高景气背景下，相关企业普遍受益。公司作为国内知名户外品牌，在产品开发、品牌宣传、盈利能力管理上表现突出。结合公司一季度各方面经营表现，我们上调公司 2022-2024 年 1.21/1.63/2.08 亿盈利预测，至 1.27/1.7/2.18 亿元。对应当前市值分别为 32、24、19x，维持“增持”评级。

凯立新材：全年业绩增 54%，强化研发拓展未来

凯立新材 2021 年全年实现营业收入 15.9 亿，同比增长 51.1%，实现归母净利润 1.63 亿，同比增长 54.3%。其中四季度营业收入 3.66 亿，同比增长 22.6%，归母净利润 3636 万，同比提高 23.2%。2022 年一季度营收小幅下滑，但利润实现大幅增长，超出市场预期。

全年营收高增长，四季度疫情及贵金属价格走低影响营收表现。公司的业务模式决定了营收增长一方面来自于催化剂销售量，一方面来自于贵金属价格波动。2021 年公司实现多相催化剂销售 12.4 万 Kg，同比提高 20.8%，均相催化剂销售 1.77 万 Kg，同比提高 530.9%。从招股书中更细分的产品结构我们大致可以推断 2021 年单价更高的均相催化剂直接销售量应出现明显增长，拉动营业收入提高 51.1% 至 15.9 亿。

2021 年贵金属价格同比走高，公司库存周转相对较快，采购成本水涨船高，叠加产品结构改变，全年营业成本 13.3 亿，同比提高 52.5%。公司毛利润更多取决于销售量及产品结构而非单位成本，受单位成本上升影响，毛利率出现小幅下降，全年毛利润 2.56

亿，同比增 43.8%，毛利润率 16.1%，同比下降 0.8pct。四季度因西安疫情及贵金属价格走低，公司营收利润环比出现下降，库存有所提高，一季度贵金属价格上涨及一季度后半段经营逐步恢复库存去化，营收及业绩有望逐步修复。

研发投入保持高增，业绩符合预期。2021 年公司销售费用率 0.59%，同比下降 0.10pct；管理费用率 1.47%，同比下降 0.08pct；研发费用保持高增，与收入增速同步，研发人员数量增长 13 人至 70 人，研发费用率 3.18%，同比提高 0.01pct；财务费用率 0.41%，同比下降 0.08pct。营业外收支方面，公司获得一定金额上市补贴，营业外收入 1651 万，同比有所提高。整体来看，公司业绩基本符合预期。

投资建议：维持“增持”评级

得益于下游医药、化工等领域持续增长，贵金属催化剂行业前景依旧向好。公司将进一步强化研发，在稳定存量市场的基础上锐意进取，拓展新客户，并力争在研项目逐步落地并投入市场化，募投项目有望在 2022 年底投产，驱动公司持续发展。自 2.35 亿、3.05 亿分别下调 22-23 年盈利预测至 2.16 亿、2.85 亿，增速为 32.9%、32.1%，引入 24 年预测，归母净利润 3.77 亿，增速为 32.1%，22-24 年 EPS 分别为 2.31 元、3.06 元、4.04 元，当前价格对应 22-24 年 EPS 的 PE 估值分别为 40X、30X、23X，维持“增持”评级。

浙江自然：户外运动新兴龙头，开启新一轮成长曲线

浙江自然披露 2021 年年报与 2022 年一季报

2021 年全年实现营收 8.42 亿元（+44.91%），归母净利润 2.2 亿元（+37.59%），扣非归母净利润 1.99 亿元（+44.93%）。公司 2022 年一季度实现营收 3.33 亿元，同比增长 46.61%，归母净利润 8497.99 万元，同比增长 37.82%，扣费净利润 7727.94 万元，同比增长 34.49%。

产品增长较快，充气床体现升级趋势。我们结合公司披露的 2021 年各大品类销量与收入数据，看到：

- 1) **充气床垫：**收入 6.36 亿，同比增 47%，占收入比重 76%，依旧为公司的拳头产品。从价格角度，单个充气床垫的价格由 2020 年的 113.14 元提升至 149.92 元，产品升级趋势明显；
- 2) **户外箱包：**收入 1.11 亿，同比增长 59.6%，其中新产品冰包边际贡献较大。户外箱包价格稳定，由 58.34 元增值 59.71 元；
- 3) **头枕坐垫：**收入 5571 万，同比增 37.4%，价格整体稳定；
- 4) **其他产品：**收入 4014 万，同比增 4.7%。

2021 年，公司第一大客户占公司收入比重 28.98%，前五大客户合计占比 44.2%，较为健康。

原材料价格上行，利润率维持稳定。公司 2021 年全年毛利率 38.8%，21Q4 毛利率 33.9%，

22Q1 毛利率 36.5%，我们判断 Q1 环比提升主因在于 21 年底公司向下游客户进行了一定的价格传导，以及 Q1 较四季度淡季的产能利用率提升。预计原材料的价格上涨将会是公司 Q1 利润率环比略有下滑的主要因素，以 TPU 粒子的主要原材料 TDI 价格为例，自 2021 年四季度开始重新进入上升通道，而后在 2-3 月维持 19000 元/吨以上的高位，4 月开始有所下滑；此外关键材料软泡聚醚的价格在 Q1 环比下降。

我们认为公司深耕行业多年，对原材料的价格具有相当强的把握能力，我们判断公司先前已有应对，且进行了适度的价格传导，因此 22Q1 利润率较 21Q4 环比已经有所提升。随着未来上游原材料的价格压力释放，我们认为公司随后的季度利润率有望环比上行。

产能扩张顺利，为持续成长打下坚实基础。公司自筹资金提前建设的募投项目投产，是 2021 与 22Q1 公司稳步成长的基础，2021 年底，固定资产由 20 年底的 2.46 亿增加至 3.50 亿，此外公司越南生产基地工程已经完工，未来也有望持续为公司成长提供动力。公司当前在手资金充沛，货币资金 4.43 亿，交易性金融资产 4.40 亿。

深耕户外行业，拥有长期竞争力。我们认为公司近几年的成长性将会具有持续性，中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，并非简单受益于海外疫情。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验，可将面料广泛应用于各类下游场景；2) 凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3) 就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言，海外消费者消费习惯成熟，需求多且稳定成长，且有面料改进、产品性能提升等需求；国内消费者处于消费习惯形成初期，但爆发力十足，我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

投资建议：维持“买入”评级

公司业绩增长非常扎实，我们维持公司 2022-2023 年 3.1、4.0 亿的盈利预测，新增 2024 年盈利预测 5.14 亿，对应当前市值 PE 分别为 20.6、15.8、12.4x，我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，维持“买入”评级。

宏华数科：全年增长平稳，长期看好数码印花渗透率提升

宏华数科披露 2022 年一季报

一季度公司实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 25.05%，实现归母净利润 7299 万元，同比增长 30.60%，实现扣非后净利润 7023 万元，同比增长 26.28%。公司业绩整体符合预期。

收入环比提升，利润率显著恢复

2022 年一季度，公司实现收入 2.76 亿元，环比 21Q4 增加 3565 万元，考虑春节影响，一季度收入表现较为突出。利润率方面，21Q1-22Q4 毛利率分别为 42%、44%、44%、41%与 45%，我们认为收入的提振有助于带来制造业生产的规模效应，毛利率亦有所改善，达到过去 5 个季度中的最高值，净利率趋势与毛利率趋势一致。

产能扩张正在进行时，定增项目确保未来数年产能充裕

公司固定资产 7950 万元，在建工程则由 2021 年底的 1.32 亿增长至 1.76 亿，产能扩张顺利。公司先前披露定增预案。本次发行拟募资不超过 10 亿，项目投资方向为 1) 年产 3520 套工业数码喷印智能化产线；2) 补充流动资金。项目建设周期为 24 个月。本次定增项目代表了公司对未来数码印花市场继续替代传统印花、行业蓬勃发展的乐观预期，公司 2021 年实现数码喷印设备产量 950 台，销量 833 台，公司 IPO 时募投项目为年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂，当前已完成厂房验收，正在开展地下管线建设与公用工程建设，生产设备也已进入调试阶段。公司 IPO 募投项目与本次定增项目结合，我们认为将保证未来数年公司设备与耗材的产能充足，为公司市占率的持续扩张提供动能

数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律

2019 年，全球数码喷墨印花工艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

我们维持公司 2022-2024 年 3.2、4.9、6.67 亿元的盈利预测，疫情影响均为短期，从长期看数码印花依然是纺织供应链变革的大潮。维持“买入”评级。

行业数据概览

图5: BDI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: BPI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: BCI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: BSI 走势



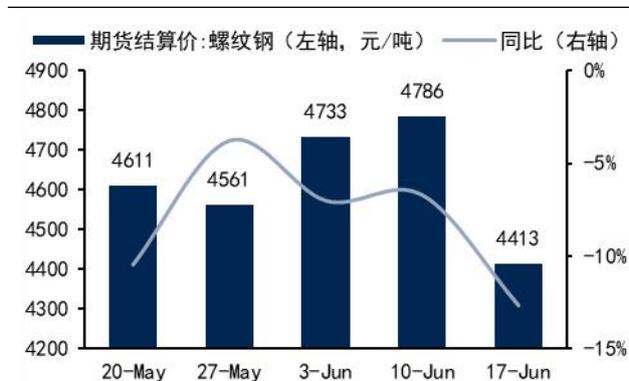
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: CDFI 煤炭运价指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 螺纹钢期货价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 新加坡燃料油价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图12: 海运煤炭运价指数 OCFI :综合



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 原油运输指数 (BDTI)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 成品油运输指数 (BCTI)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图15: 国际油价——布伦特原油



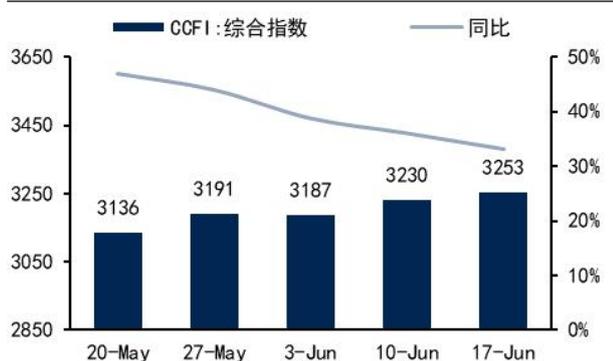
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: 国际油价——WTI 原油



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: CCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: SCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 19: SCFI (地中海航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 20: SCFI (欧洲航线)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

航空 5 月数据点评: 5 月客流环比显著改善, 期待需求持续爬坡 (2022-6-16)

各航司披露 2022 年 5 月运营数据。尽管上海、北京疫情持续扰动, 但随着上海疫情回落, 月底接近于逐步放开, 且其他各主要城市疫情基本平息, 民航客流逐步恢复。5 月后半段民航补贴政策落地, 为行业安全保驾护航, 促进需求恢复, 民航客流环比 4 月大幅改善。

政策层面目前坚持“动态清零”不动摇, 但在具体执行上, 不论是国际航线熔断

观察期缩短，或是部分省市对归国人员集中隔离期缩短，还是国务院通报部分省市“过度防疫”，均体现出防疫政策边际松绑。我国大部分民航客流集中在核心城市机场，大型城市建立常态化核酸制度有利于疫情早期防控，防止外溢，民航需求的稳定性有望上一台阶，且如北京、上海疫情收尾顺利，暑运后半程景气度仍可期待。此外，5月底国航公告拟对山航增资控股，行业整合有所突破，期待行业集中度改善，对市场格局产生正面影响。

长期来看，绝望中孕育希望，疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。供给端，2011-2019年民航运输飞机数量年化增速10.1%，而在经营压力较大的2020-2021年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为2.2%、3.8%。2022年，从各航司机队引进规划看，如不考虑B737MAX复飞，年内飞机引进数量仅为3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空。

投资建议

国内疫情防控整体向好，上海及江浙一带复产复工持续推进，供应链边际改善有望持续成为主导投资的主线。交运推荐二季度预期表现最好的密尔克卫以及受益于复工复产的快递板块标的-圆通、顺丰；近期成长股估值有所修复，中小盘继续看好业绩持续增长的双星新材、浙江自然以及长期受益数码印花的宏华数科。

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。

注：根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕20号）第十二条规定，我公司特披露：截至2022年06月17日，我公司以自有资金投资持有“嘉诚国际”（603535）1649299.0股。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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