

证券研究报告

2022年07月03日

行业报告 | 行业深度研究

交通运输

——2022年中期交通运输行业投资策略

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

1. 航运：集运景气持续，油运缓慢复苏

疫后航运周期反转，预期领先于运价。我们认为周期惯性较强，繁荣或低迷持续的时间将更长。随着运价波动，下半年预期或将出现反复。此外，建议关注景气度持续上升的滚装船运输和危化品航运。

2. 航空：从复苏时间，到复苏空间

全球疫情影响减弱、本土疫情缓解，航空客运量正在恢复，投资的焦点将从复苏时间变为复苏高度。考虑GDP和人均收入增长带来的潜在需求大幅增长、飞机运力低增长，未来航司的盈利有望超预期。

3. 供应链：价格 β 向下，货量 α 有韧性

大宗商品价格和国际运价的预期向下，抑制供应链公司估值。建议聚焦市场份额快速提升的头部公司，业绩有望持续较快增长，估值或有上升空间。

4. 风险提示： 全球经济增速下滑，大宗商品价格下跌，疫情反复。

重点推荐

重点标的推荐

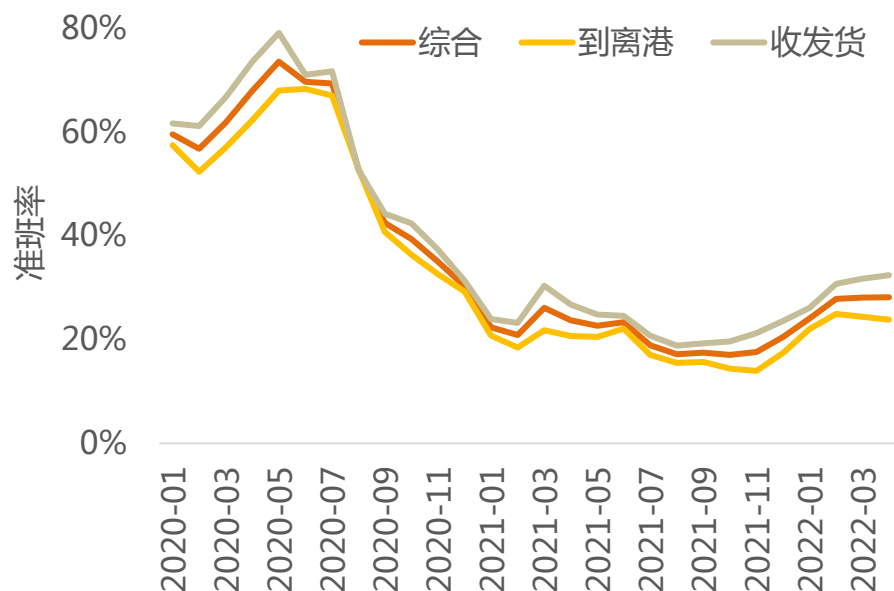
股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2022-06-30	评级	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601111.SH	中国国航	11.61	买入	-1.15	-0.53	0.22	0.48	-10.10	-21.91	52.77	24.19
603885.SH	吉祥航空	17.99	买入	-0.25	-0.24	0.18	0.44	-71.96	-74.96	99.94	40.89
600004.SH	白云机场	14.91	增持	-0.17	-0.17	0.43	0.52	-87.71	-87.71	34.67	28.67
001205.SZ	盛航股份	19.80	买入	1.08	1.43	1.90	2.29	18.33	13.85	10.42	8.65
603209.SH	兴通股份	22.72	买入	1.00	1.25	1.59	2.00	22.72	18.18	14.29	11.36
601919.SH	中远海控	13.90	买入	5.58	8.23	4.35	1.92	2.49	1.69	3.20	7.24
603871.SH	嘉友国际	16.90	买入	1.08	1.39	2.00	2.24	15.65	12.16	8.45	7.54
002352.SZ	顺丰控股	55.81	买入	0.87	1.33	1.86	2.17	64.15	41.96	30.01	25.72
600018.SH	上港集团	5.83	买入	0.63	0.62	0.61	0.60	9.25	9.40	9.56	9.72
601000.SH	唐山港	2.58	买入	0.35	0.35	0.35	0.35	7.37	7.37	7.37	7.37

资料来源：Wind，天风证券研究所

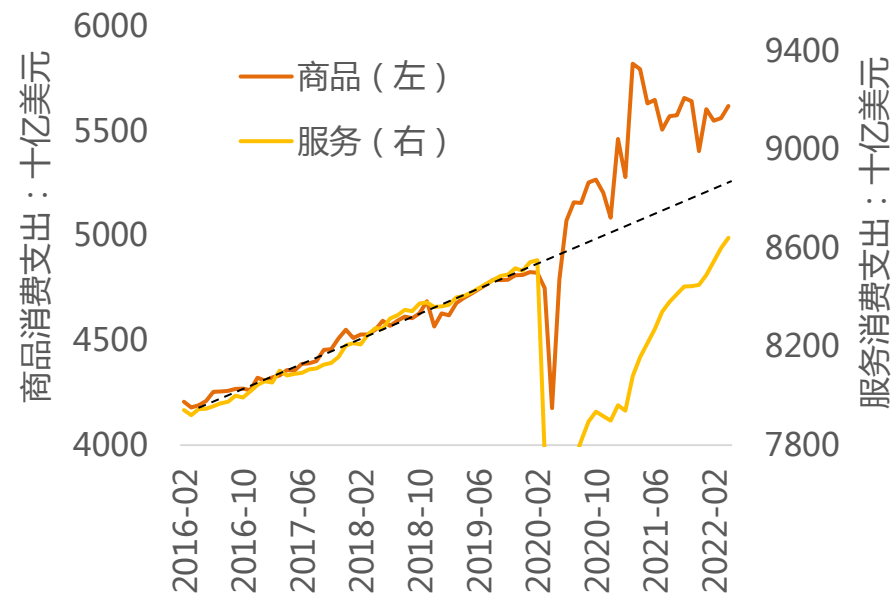
1.1 集运：市场预期高景气将结束

- 供给：随着疫情影响减弱，码头工人、集卡司机等回到工作岗位，港口吞吐能力回升，港口拥堵有所缓解，在港等泊集装箱船运力下降，有效运力供给增加。
- 需求：疫后商品消费替代服务消费逆转，高通胀抑制商品消费，进口替代国产逆转，零售增速回落可能引发去库存。

■ 集装箱班轮运输的准班率有所回升，有效运力增加



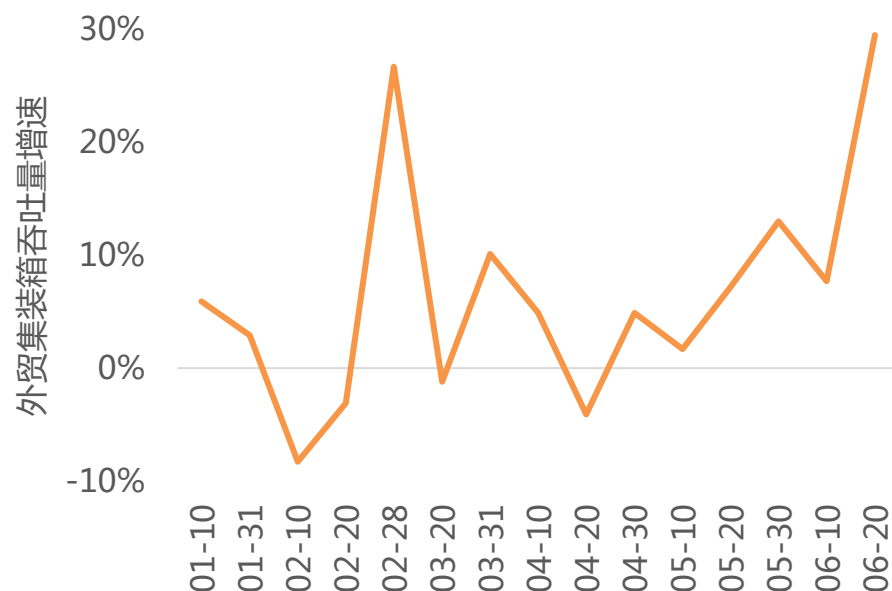
■ 美国居民服务消费快速恢复，将替代商品消费



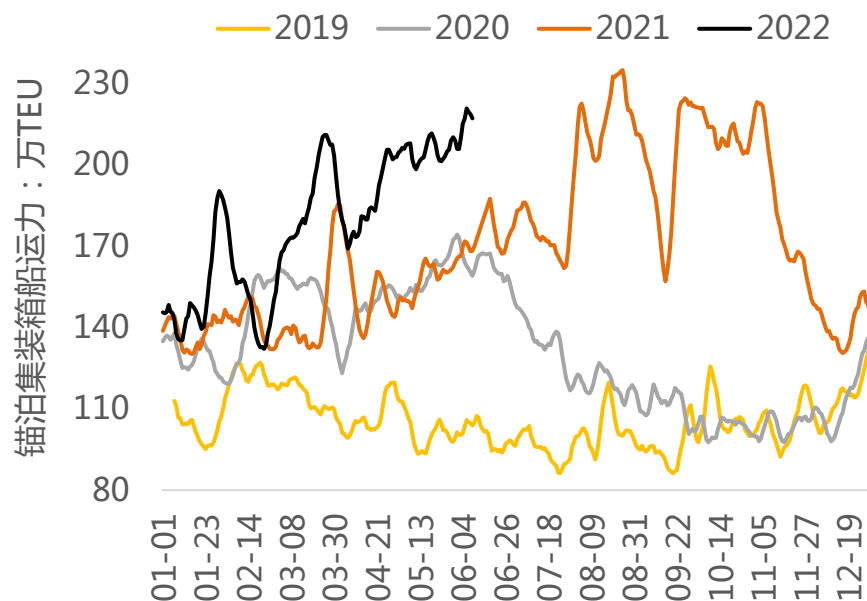
1.1 集运：我们认为Q3或将延续高景气

- 需求：旺季货量环比增加，上海复工增加货量，韩国罢工结束出口恢复，美国居民收入和零售快速增长带动集运需求，零售增加将继续带动补库存。
- 供给：欧洲罢工、东亚夏季台风、美西劳工谈判都可能引发阶段性港口拥堵。

■ 中国八大枢纽港外贸集装箱吞吐量加速增长



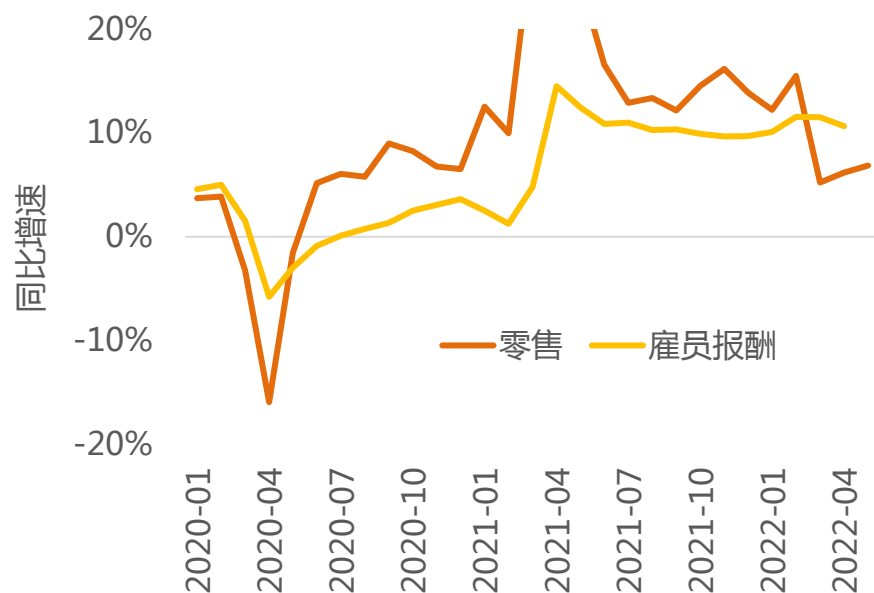
■ 全球集装箱港口的拥堵有所反复



1.1 美国消费需求强劲

- 美国零售额仍在持续增长，2022年3-4月增速回落是高基数所致。
- 零售增长的驱动力是居民收入增长，2021年4月以来雇员报酬保持10%左右增速。
- 美国居民的超额储蓄也将支撑零售增长，2020年以来累计消费支出/可支配收入较低。

■ 美国雇员报酬高增长支撑商品高增长



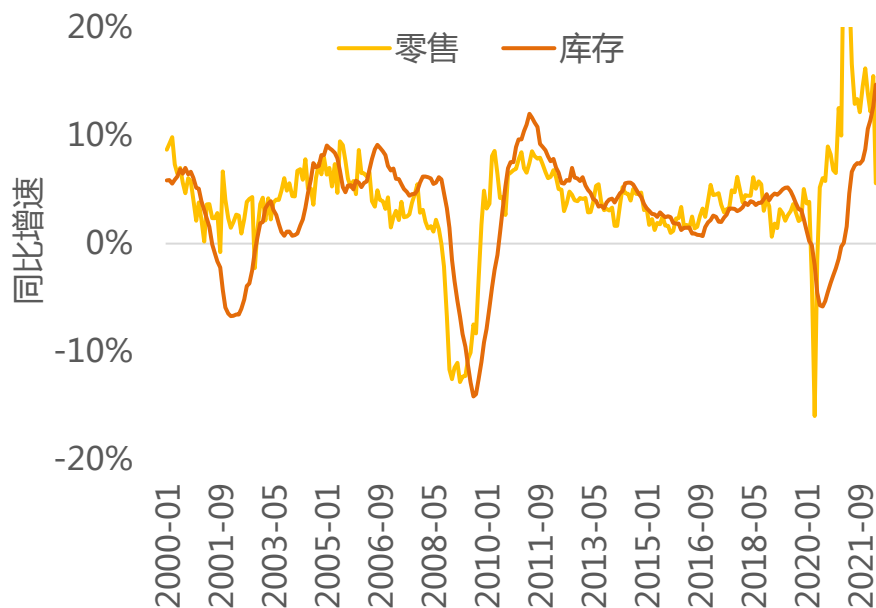
■ 美国居民的消费增长潜力较大



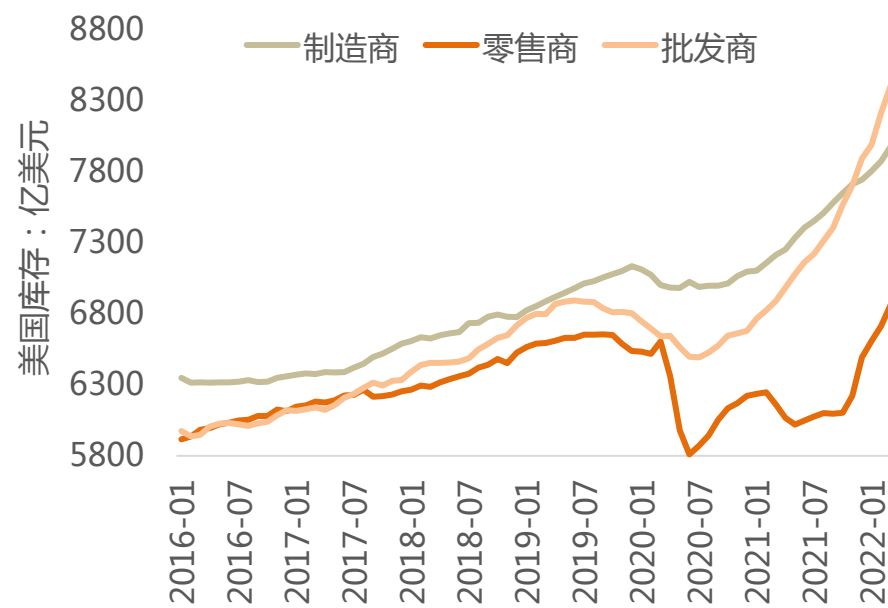
1.1 美国有望继续补库存

- 美国零售变化领先库存6个月左右，三季度有望继续补库存。
- 回顾历史，零售负增长时，才会出现去库存。当前零售仍在快速增长。
- 美国制造商、批发商、零售商库存都在上升过程中。供应链紊乱导致更高的库存。

■ 美国库存滞后于零售6个月左右波动



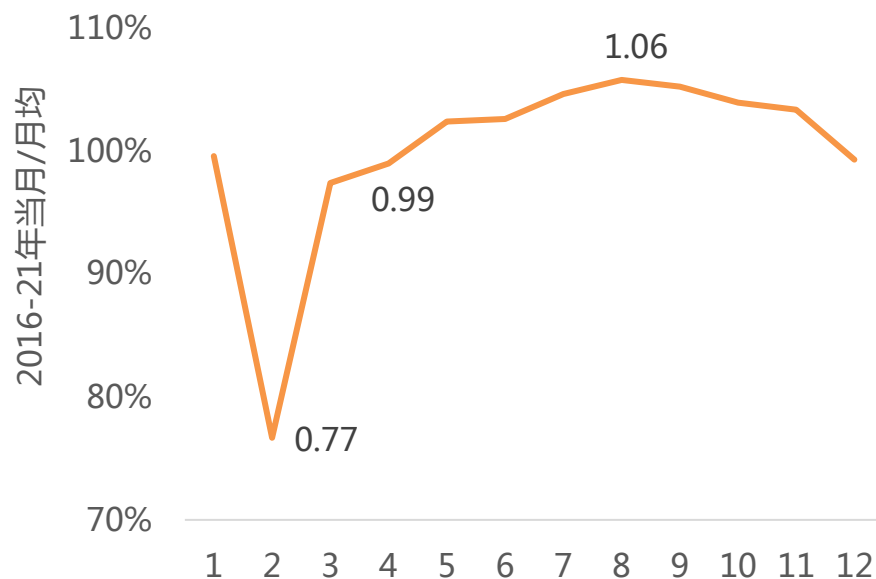
■ 美国贸易库存都已经创历史新高



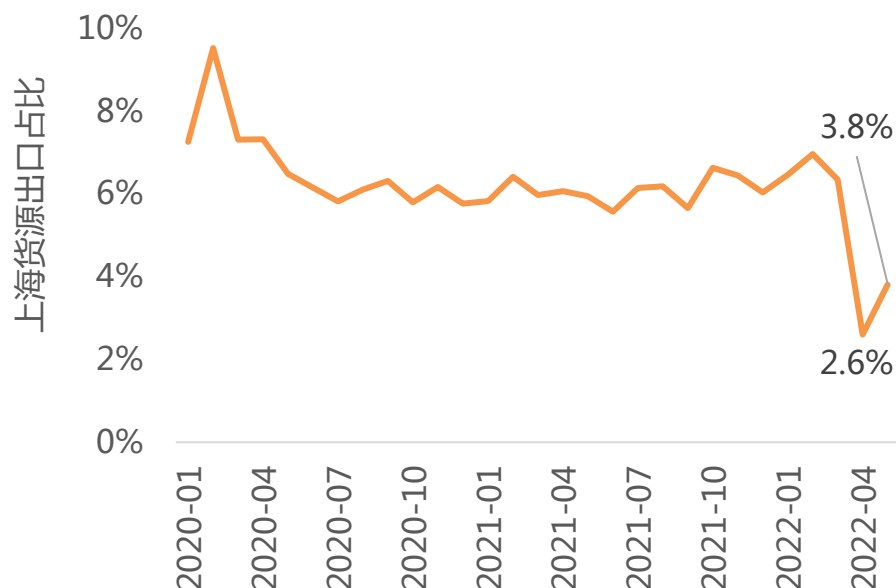
1.1 旺季和复工推升需求

- 2016-21年平均看，8月份港口集装箱吞吐量比4月份高7%左右。
- 上海本地货源出口占全国的6%左右，复产复工将带动集运需求增长。

■ 中国沿海港口集装箱吞吐量具有明显季节性



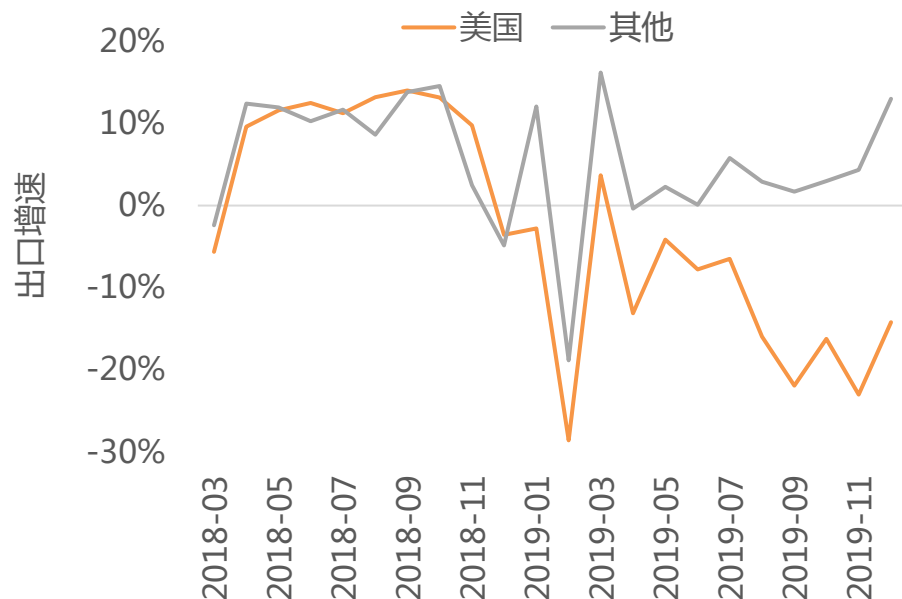
■ 上海复产复工将带动集运需求增长



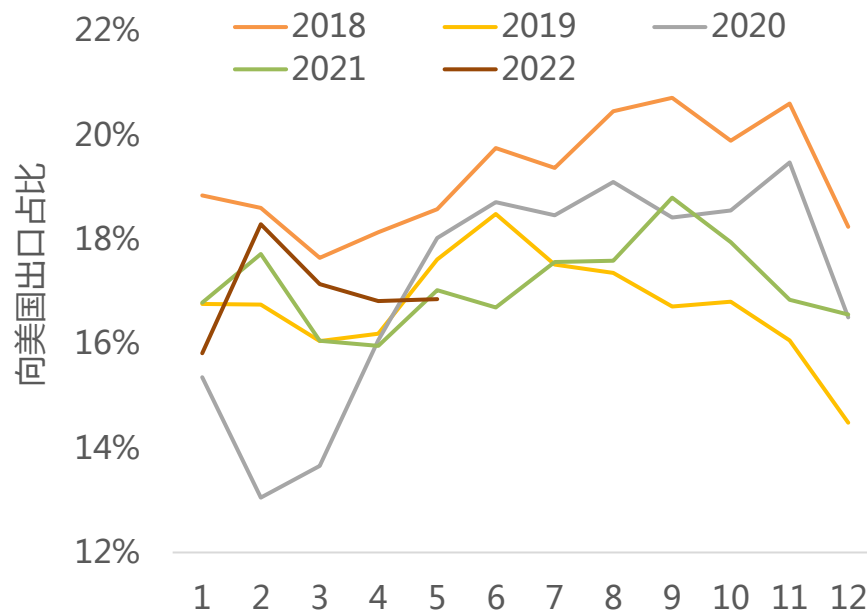
1.1 美国关税变化的影响

- 2018年开始美国对中国出口商品加征关税，导致中国对美国的出口增速下降。
- 2022年中国出口中，美国的占比仍然低于2018年。如果美国降关税，占比有望回升。

■ 美国加征关税导致2019年中国对美国的出口增速下滑



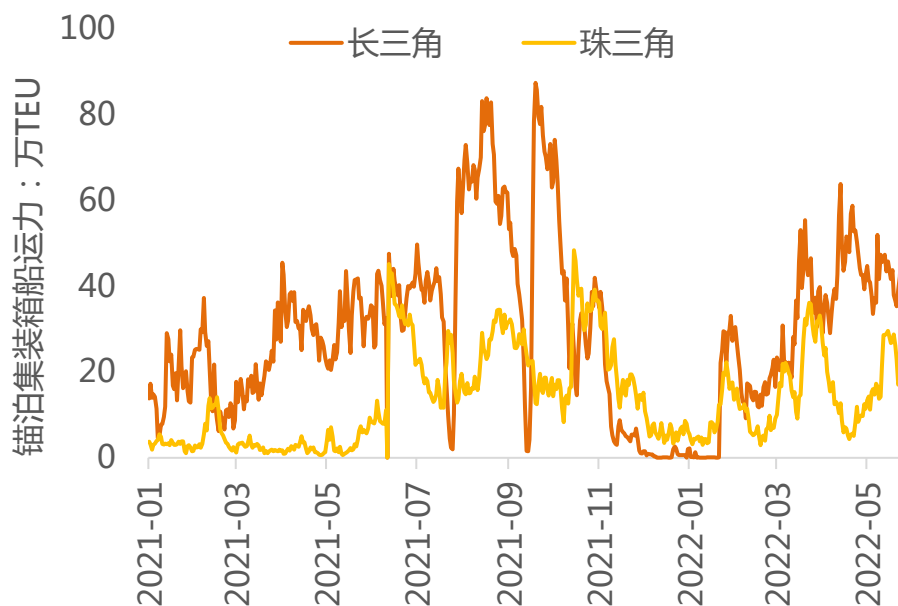
■ 中国出口中，美国的占比仍然低于2018年水平



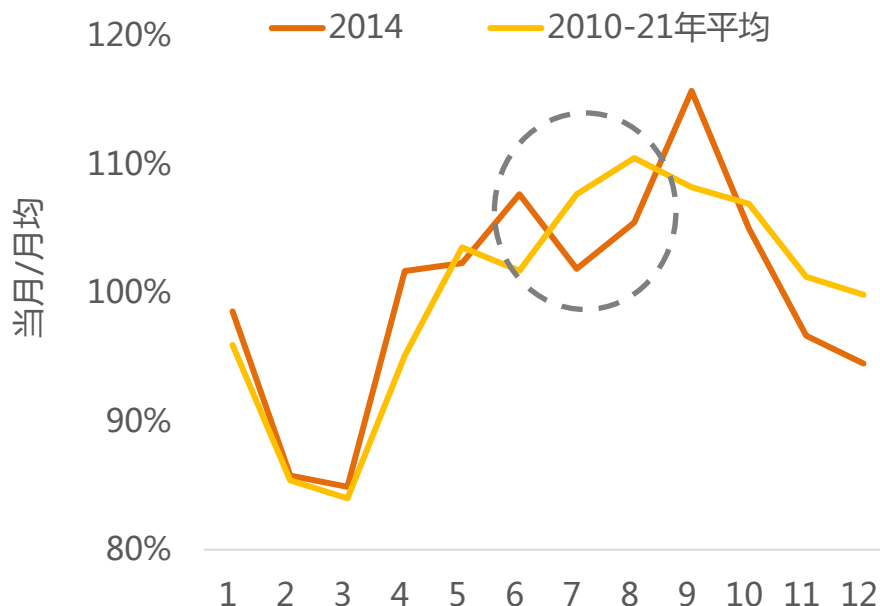
1.1 夏季港口拥堵或加剧

- 三季度旺季货量回升，增加港口的作业压力。
- 2021年夏季2次台风都导致上海港和宁波港暂停作业，港口阶段性拥堵。
- 2022年7月美西港口劳工合同到期，存在罢工风险，港口拥堵可能再次加剧。

■ 2021年台风导致上海和宁波港口阶段性拥堵



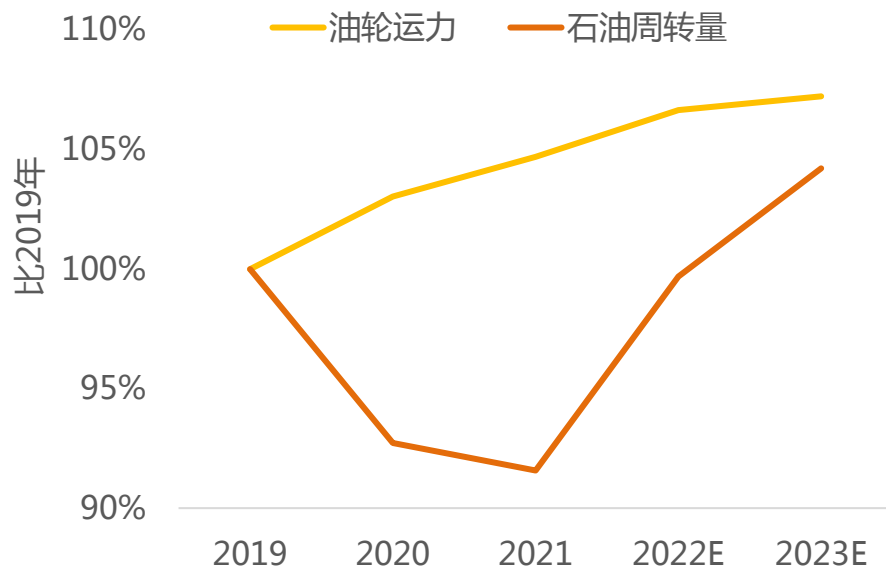
■ 2014年7月消极怠工导致LA/LB的吞吐量下降



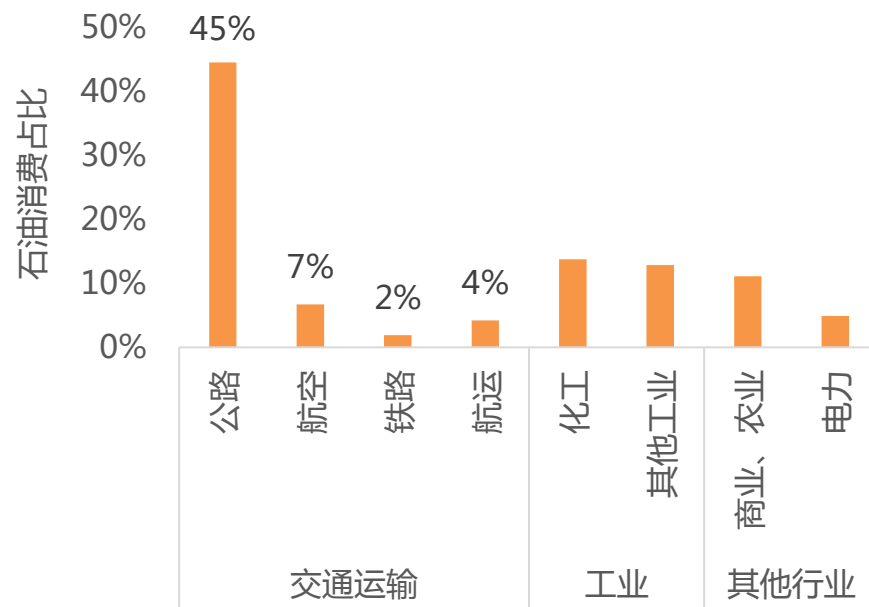
1.2 油运：疫后将复苏

- 2022年疫情影响减弱，石油消费和运输需求恢复，带动行业复苏。
- 全球石油消费60%左右用于交通运输，疫后交通运输正在恢复。

■ 疫情以来，油轮运力持续增长，石油周转量逐渐恢复



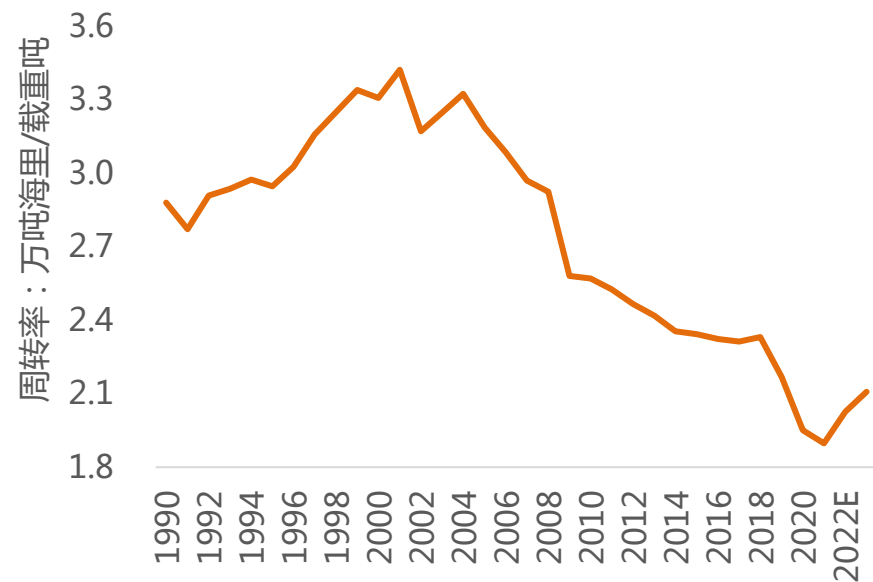
■ 2019年全球石油消费60%左右用于交通运输行业



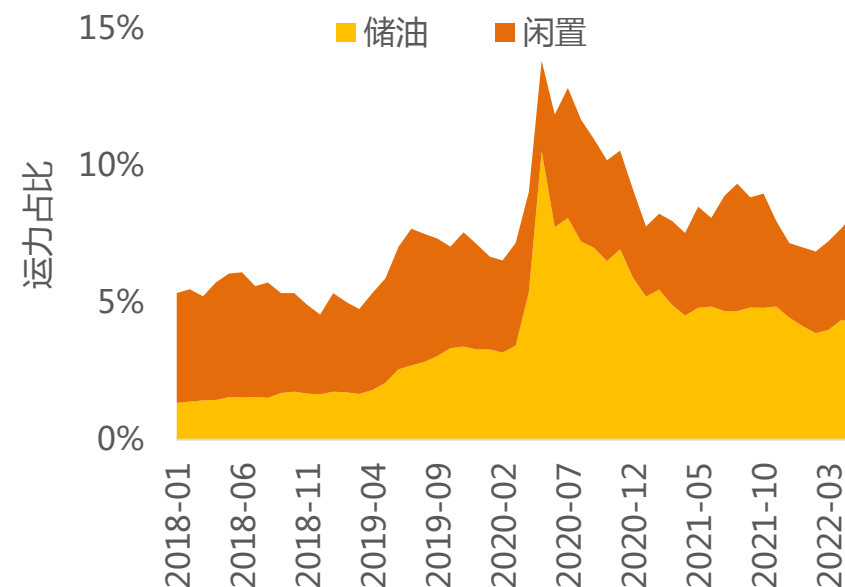
1.2 油运：复苏将是缓慢的过程

- 油轮运力周转率处于历史低位，说明运力较为充足。
- 2022年5月，储油和闲置油轮运力各占4%左右，处于历史较高水平。

■ 油轮运力周转率低，说明运力充足



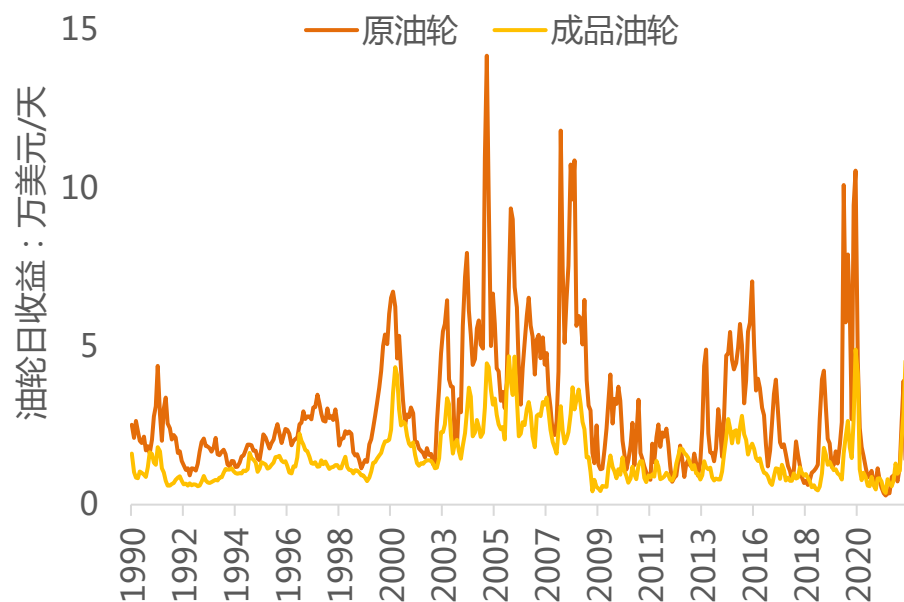
■ 油轮的储油和闲置运力比例还较高



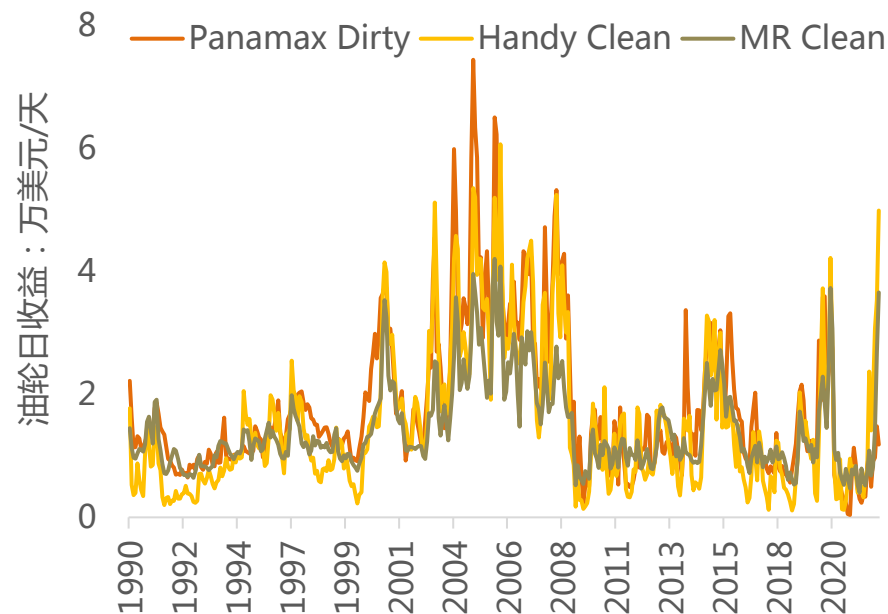
1.2 油轮替代使运价趋同

- 长期看，原油轮和成品油轮的运价趋同，吨位相近油轮的运价趋同。
- 原因是油轮之间的替代性：新下水原油轮可以运输成品油，成品油轮可直接运输原油。

■ 长期看，原油和成品油轮的运价波动趋同



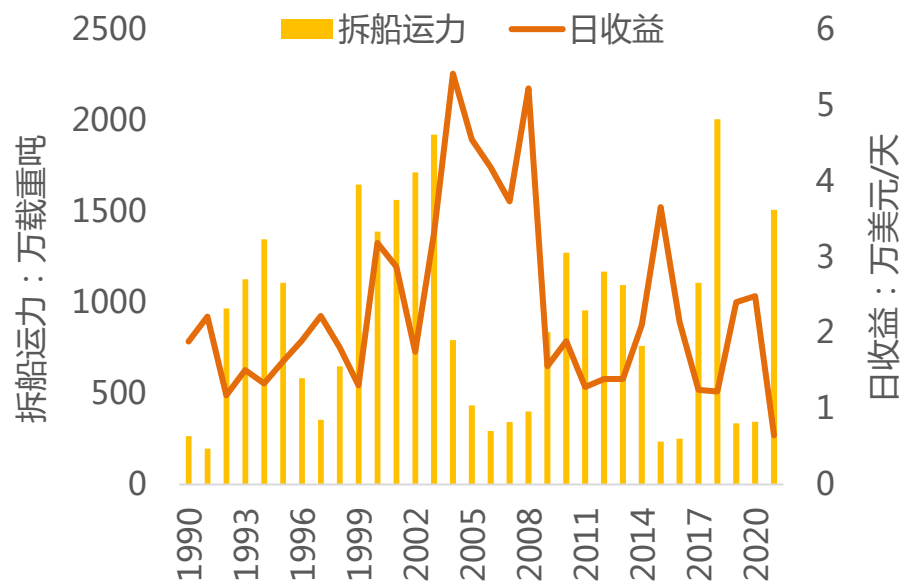
■ 长期看，吨位大小相近油轮的运价趋同



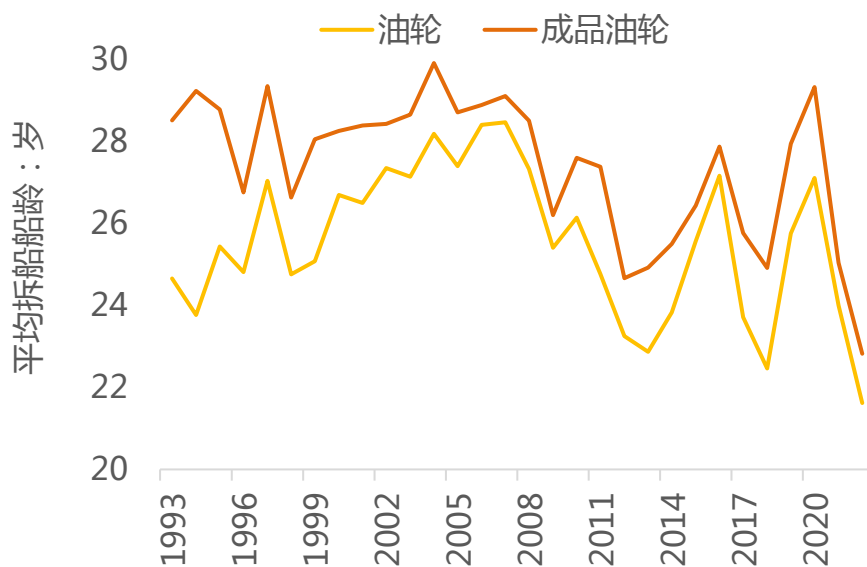
1.2 运价上涨，拆船将减少

- 决定拆船的核心因素是运价预期：即多运营一段时间的运费收入是否超过成本。
- 历史上看，拆船运力与日收益相关性最高，呈现明显的负相关。
- 2022年上半年运价上涨，预计2022年拆船运力将减少，类似于2020年。
- 油轮拆船船龄的波动区间大，说明船龄较大并不一定需要马上拆船。

■ 油轮的拆船运力和日收益明显负相关



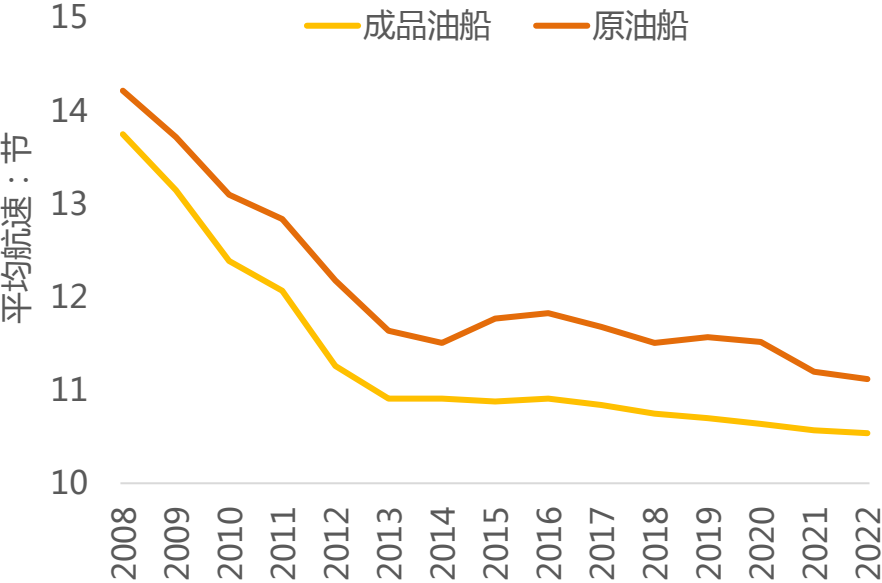
■ 油轮拆船船龄的波动区间大、灵活性高



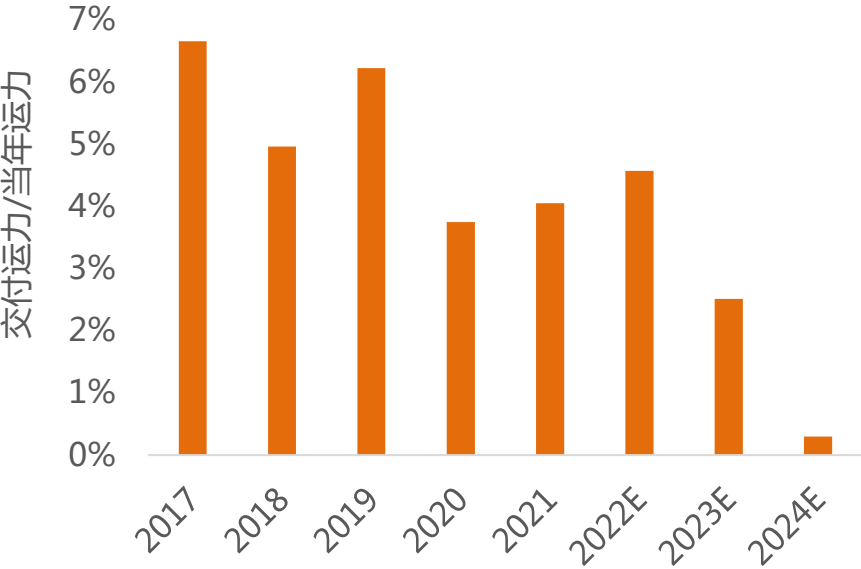
1.2 2023年开始供给减少，运价压力减轻

- 根据IMO《国际防止船舶造成污染公约》(MARPOL)附则VI修正案，EEXI和CII将于2022 年 11 月1 日生效，并将自2023 年1 月 1 日起开始约束适用的船舶，将限制部分船舶航速。
- 2023年计划交付运力运力，较往年减少。

油轮的平均航速处于历史低位



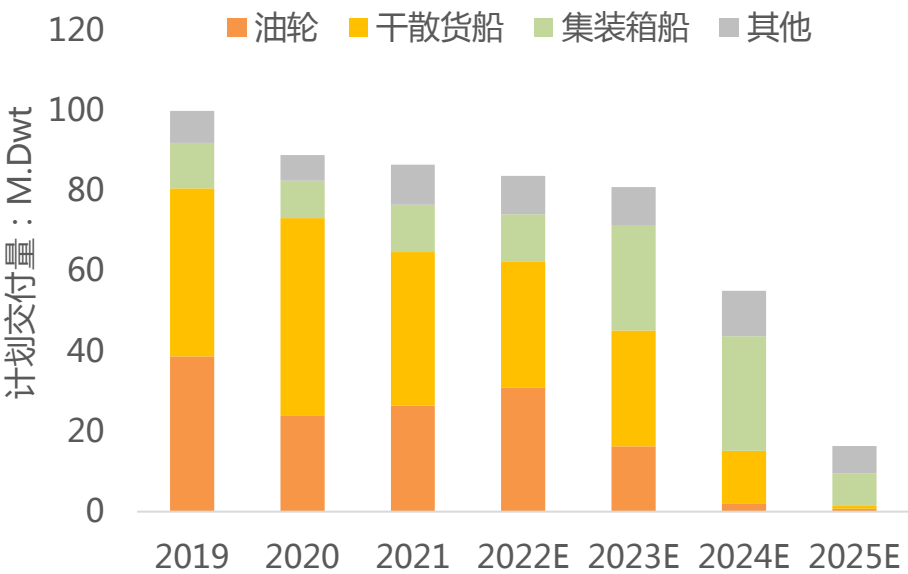
2023年开始，油轮的预期交付运力大幅下降



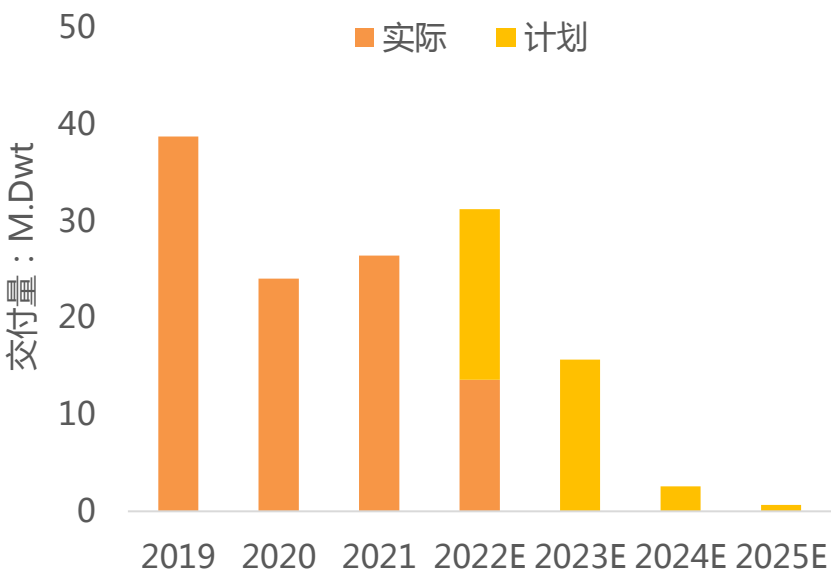
1.2 2024年计划交付量还能增加

- 2024年计划交付量明显减少，说明还有空余船台，2024年还能增加交付船舶。
- 2022-23年油轮计划交付量基本确定，2024年计划交付量仍然可能增加。

从计划交付量看，2024年还有较多造船产能

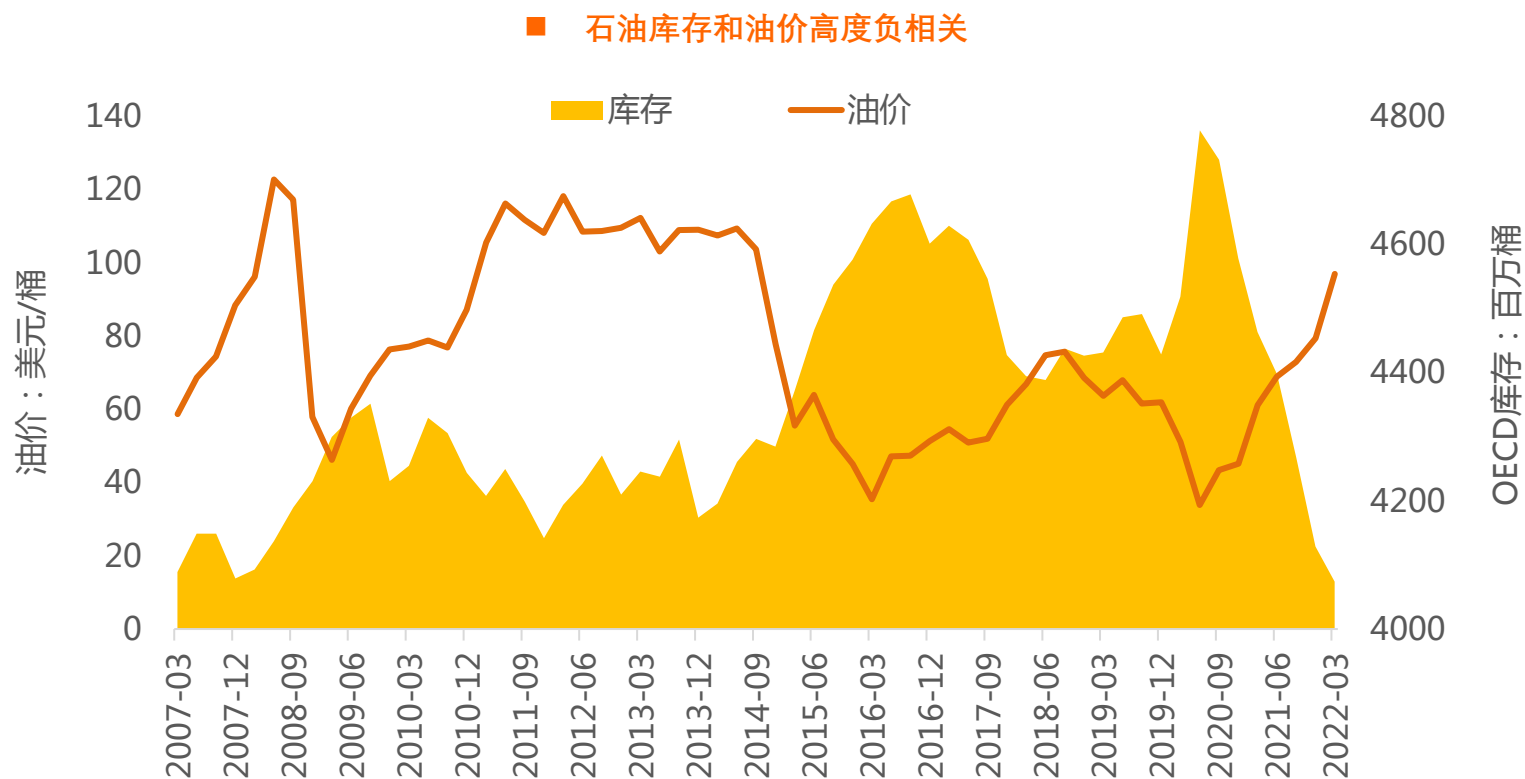


2022-23年油轮计划交付量确定，2024年可能会增加



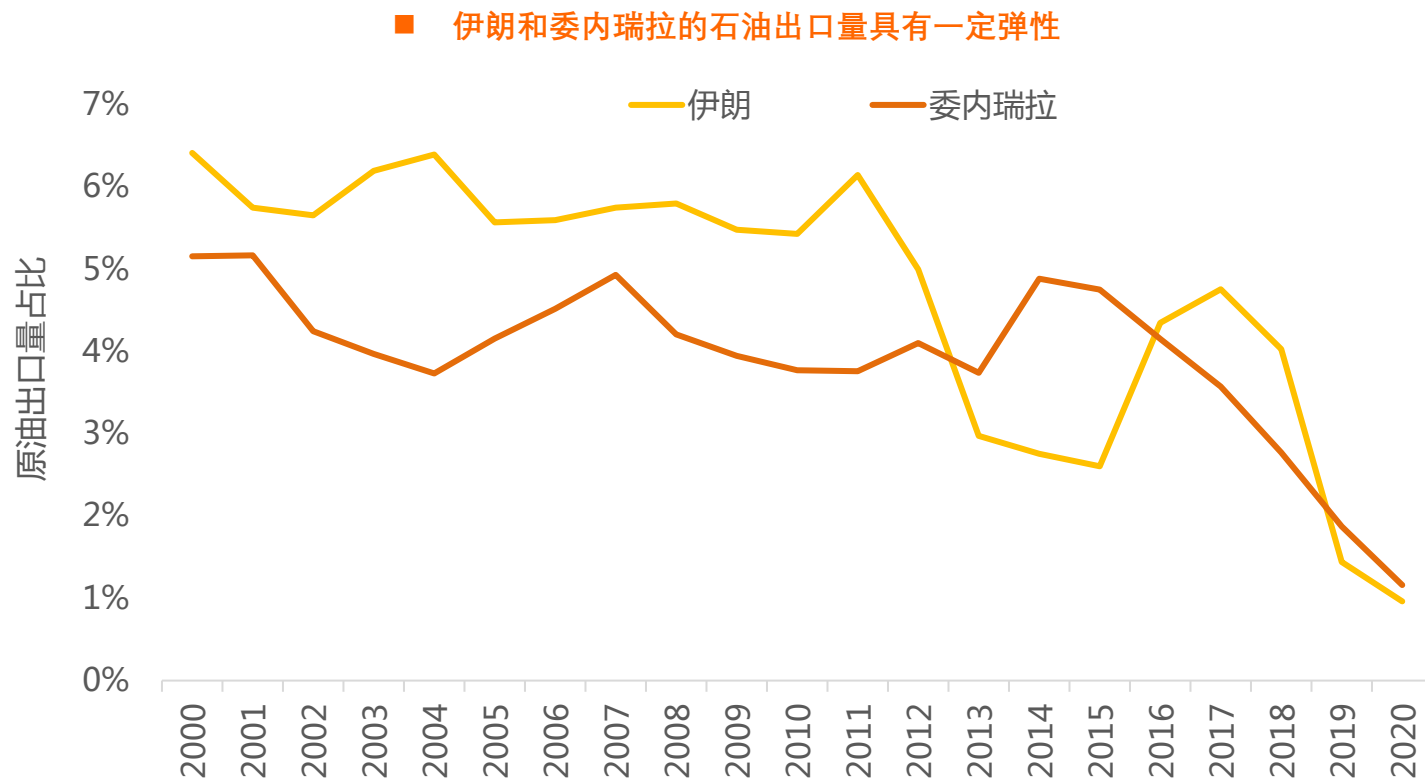
1.2 油价下跌才会补库存

- 历史上石油库存和油价负相关：油价越高，库存越低。
- 当前库存和油价都接近2012-13年水平，说明库存较为合理。
- 未来石油补库存，大概率要等到油价大幅下跌时。



1.2 伊朗和委内瑞拉出口弹性

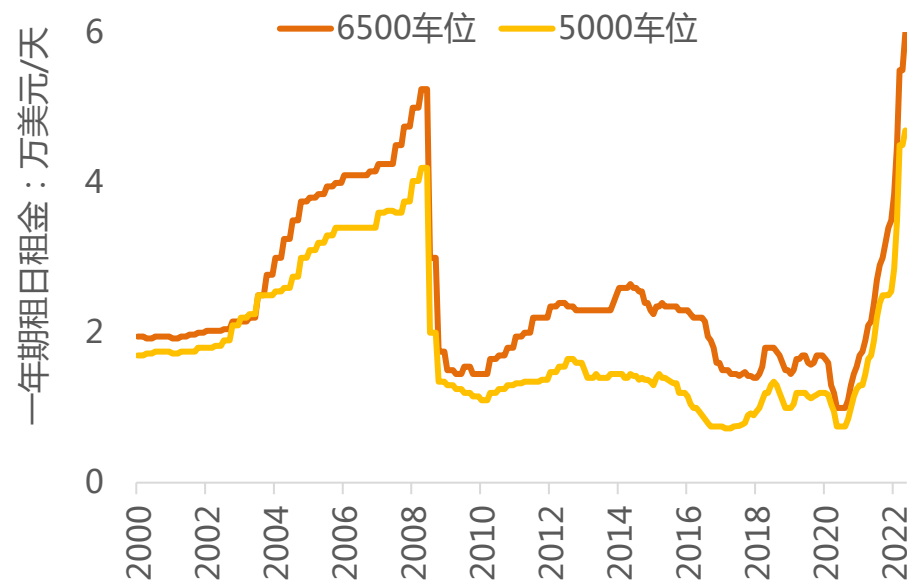
- 如果伊朗和委内瑞拉解除石油出口制裁，那么出口量有望大幅回升。
- 如果两国原油出口量都回到2016-17年水平，那么全球出口量有望增加6%左右。



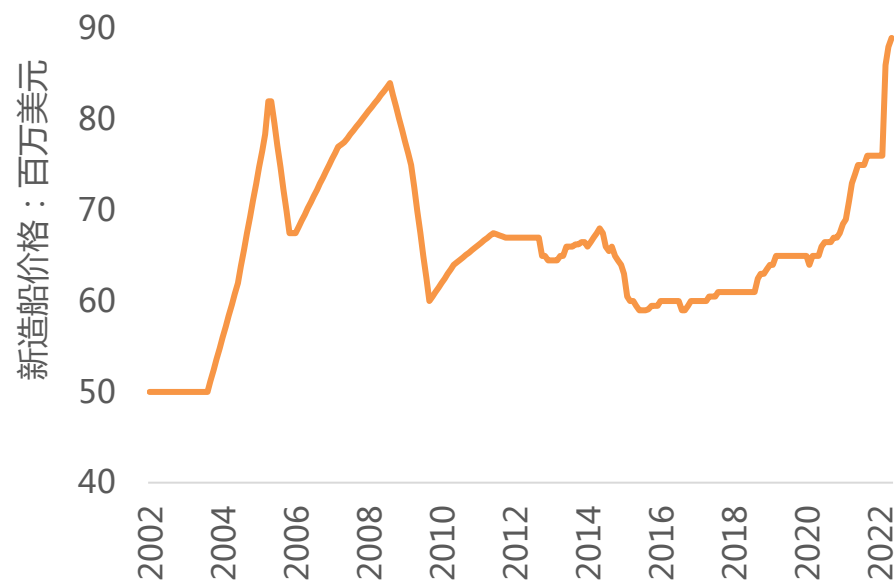
1.3 滚装船运价涨6倍，繁荣期来临

- 2020年下半年以来，滚装船运价（一年期租日租金）持续上涨，并创历史新高。
- 滚装船新造船价格也大幅上涨，并创历史新高。滚装船航运已经进入繁荣期。

■ 2022年3月滚装船一年期租金创历史新高



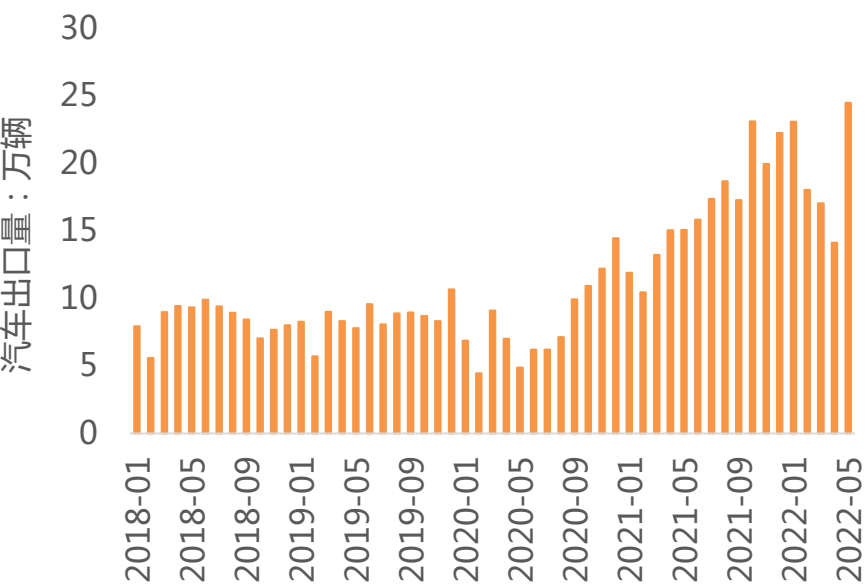
■ 2022年3月7000车位滚装船造价创历史新高



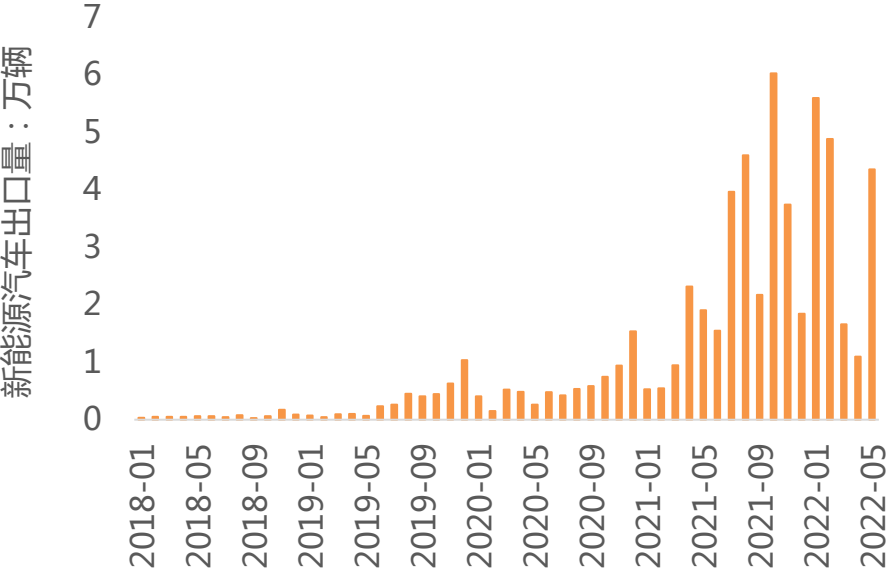
1.3 中国汽车出口量大幅增长

- 2020年下半年以来，中国汽车出口量呈现上升趋势，2021年出口量增长50%。
- 新能源汽车占比大幅提升，2021年新能源汽车出口量增长3倍以上。
- 能源汽车往往更大、更重，需要占用滚装船更多空间和载重吨。

■ 2021年开始，中国汽车出口量大幅增长



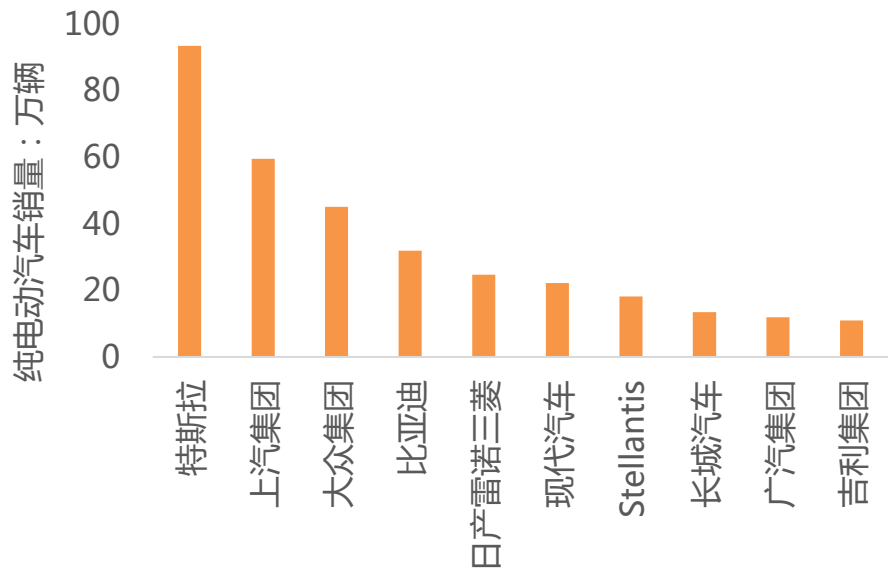
■ 2021年开始，中国新能源汽车出口量成倍增长



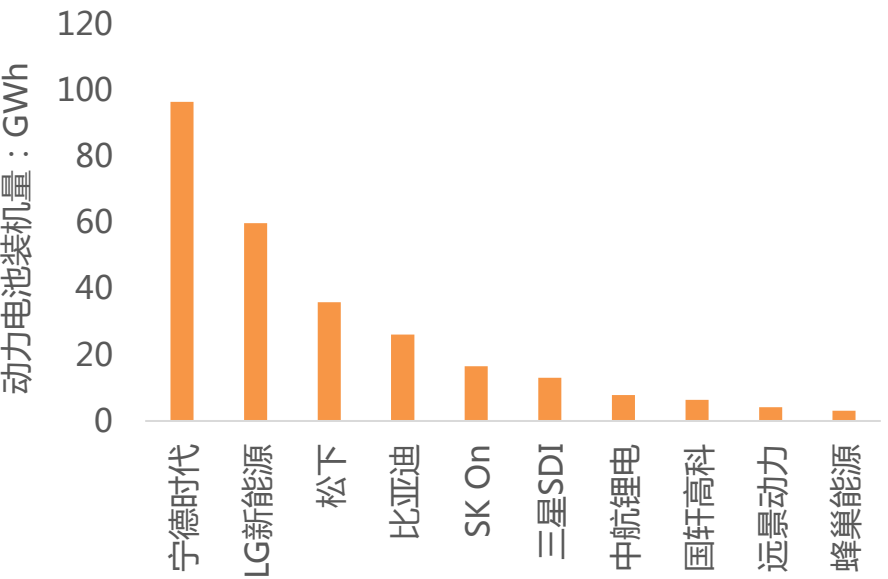
1.3 中日韩有望成为全球汽车出口中心

- 新能源汽车产业链高度聚集在中日韩，未来有望成为新能源汽车出口中心。
- 中国的新能源汽车核心“三电”技术和整车技术达到国际领先水平。
- 2021年中国的新能源汽车产销量都占全球一半左右，未来占比有望继续上升。

■ 2021年全球纯电动汽车销量前十企业7家在中日韩



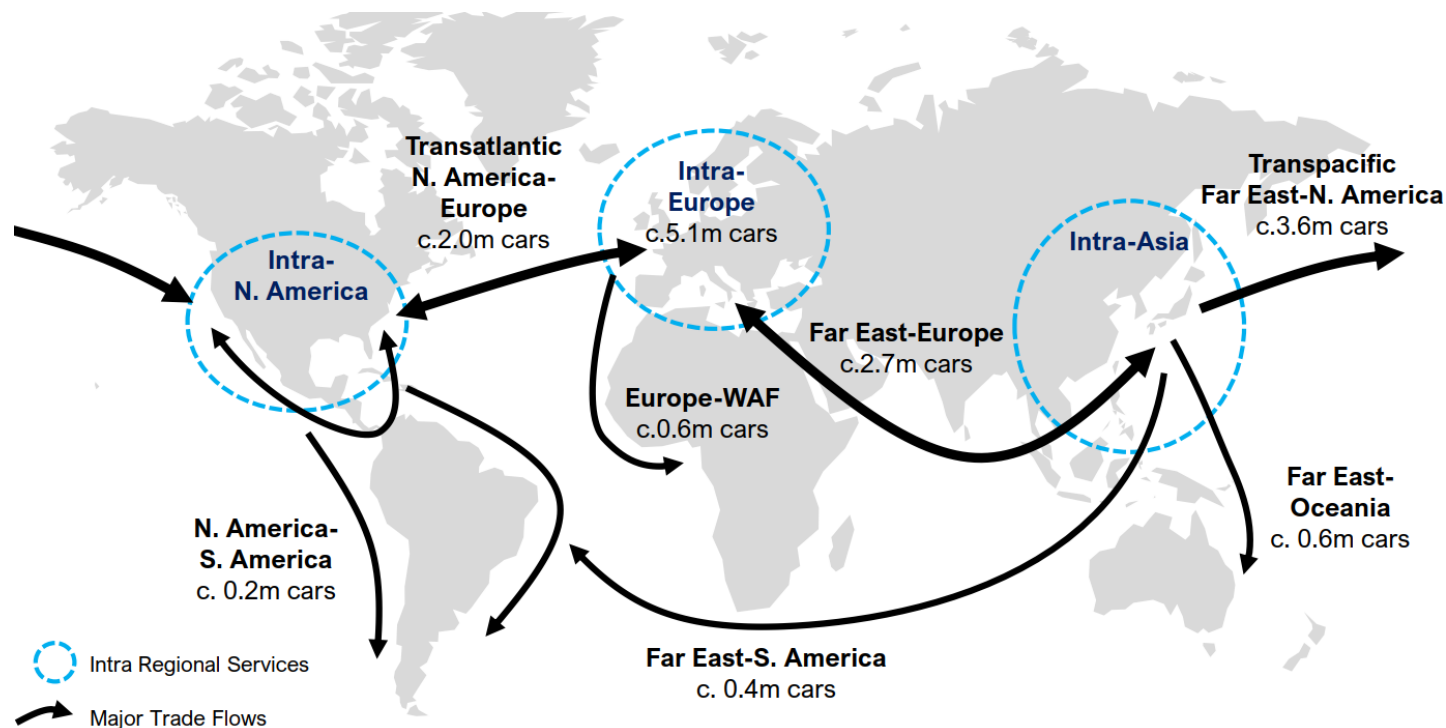
■ 2021年全球动力电池装机量前十企业都在中日韩



1.3 全球汽车贸易格局变化

- 东亚、西欧、北美都是全球汽车制造、消费、出口中心，相互之间汽车海运贸易活跃。
- 未来东亚有望成为全球汽车出口中心，平均海运距离将变长，带动滚装船运输需求增长。

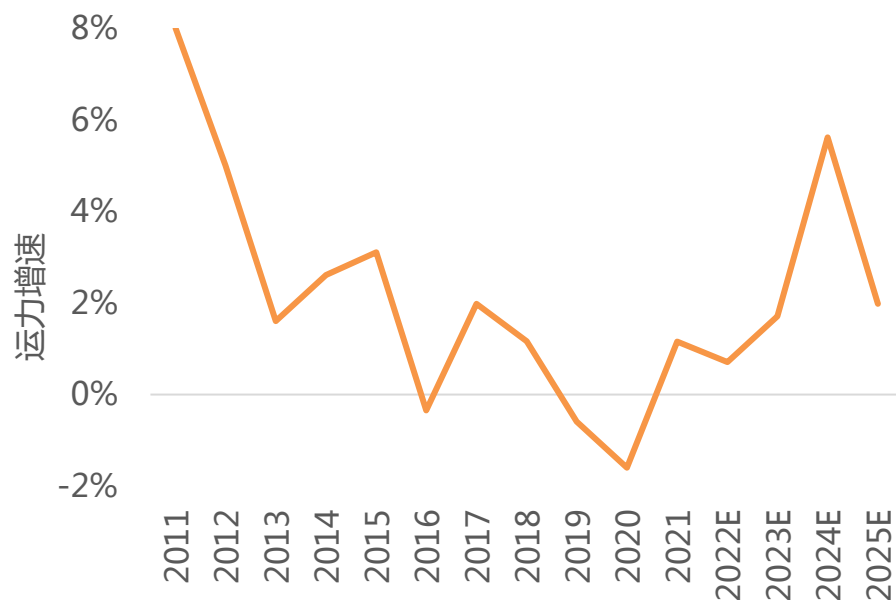
■ 全球汽车出口格局将从北美、西欧、东亚三足鼎立，变成以东亚为中心



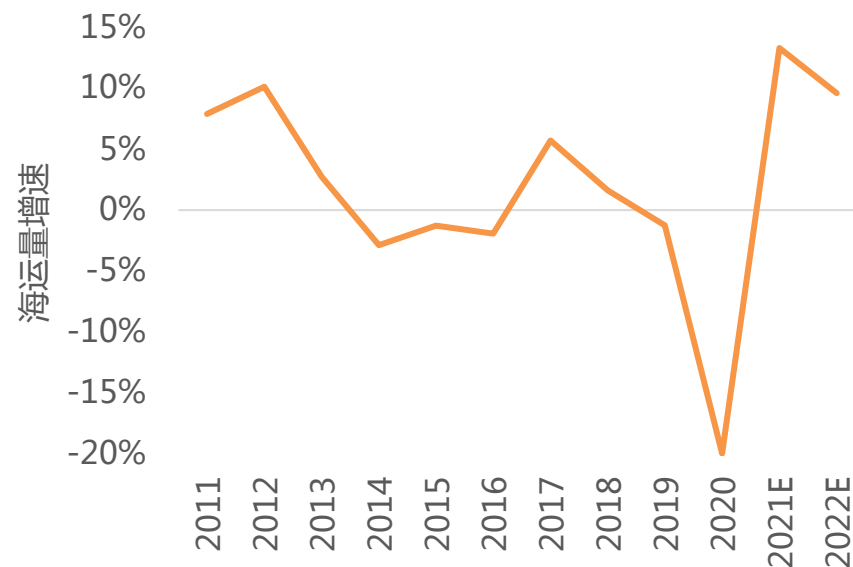
1.3 行业有望持续高景气

- Clarkson预计2022和2023年全球滚装船的计划交付量较少，即使没有拆船，运力也或将低增长。
- 随着疫情影响减弱、汽车缺芯问题逐步缓解，全球汽车产销量有望进一步恢复，带动汽车进出口量进一步增长。

■ 预计2022和2023年全球滚装船运力将低增长



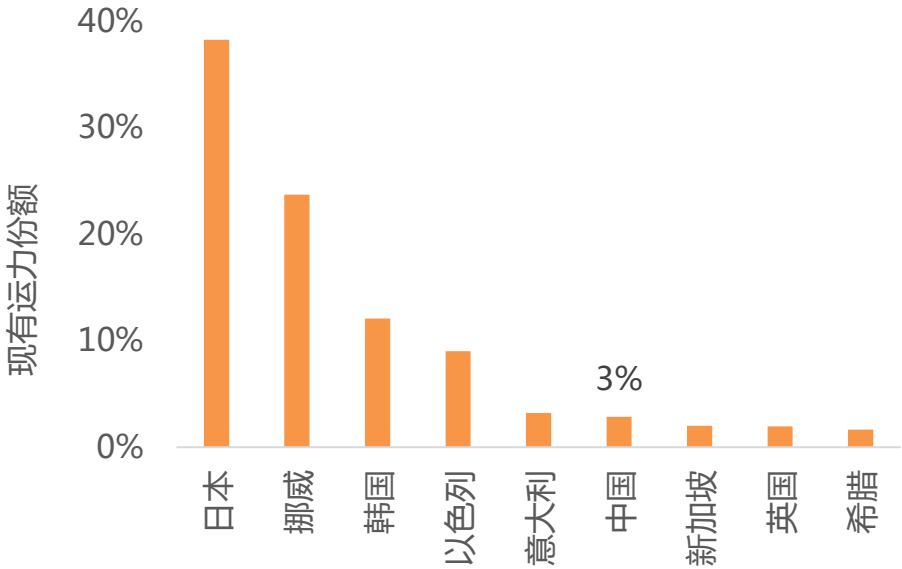
■ 2022年全球汽车海运出口量有望进一步增长



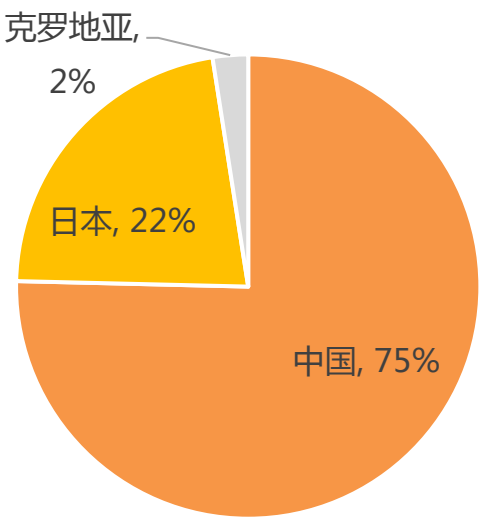
1.3 中国公司盈利发展机遇

- 2021年11月，中国的滚装船运力占全球3%左右，未来随着中国汽车出口增长，比例有望大幅提升。
- 中国在滚装船造船领域占据优势，给未来中国滚装船企业运力扩张带来便利。
- 滚装船运价大幅上涨，给中国滚装船运输企业扩张运力提供了良好的经营环境。

■ 2021年11月，中国的滚装船运力份额仅3%左右



■ 2021年11月，滚装船新造船在手订单主要在中国船厂



1.3 中国主要滚装船运输公司

- 中国的滚装船企业规模还较小，发展潜力大。
- 国内市场的集中度较高，头部公司具有发展优势。
- 滚装船业务在国内上市公司中占比偏低，建议关注中远海特、长久物流。

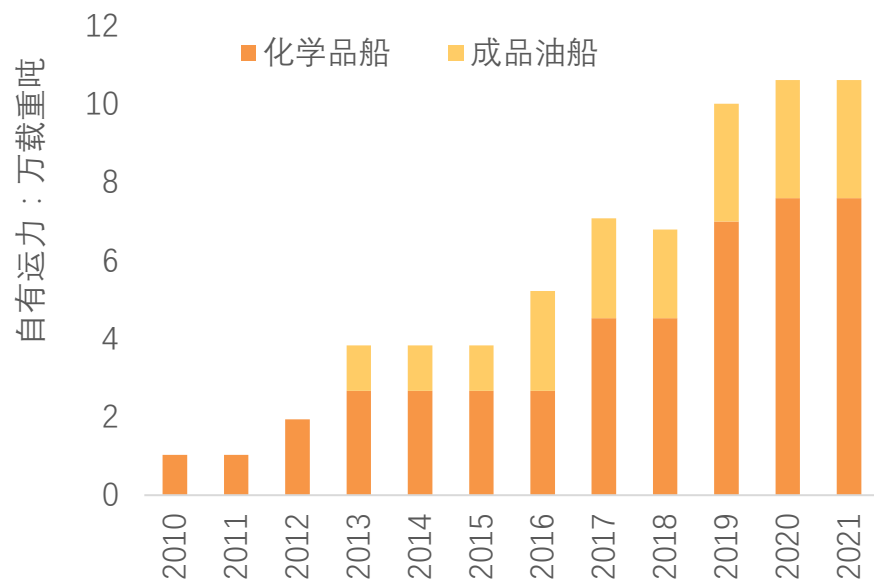
■ 2021年国内主要上市公司的滚装船运输业务占比

公司	权益运力： 万车位	收入：亿元			归母净利润：亿元		
		整体营收	滚装船	比例	整体净利润	滚装船	比例
招商轮船	2.50	244	10.77	4.4%	36	0.43	0.8%
中远海特	2.48	88	4.50	5.1%	3	0.29	9.5%
上汽集团	3.22	7,798	13.87	0.2%	245	0.55	0.2%
上港集团	0.25	343	1.09	0.3%	147	0.04	0.0%
长久物流	0.49	45	2.11	4.7%	1	0.08	9.8%

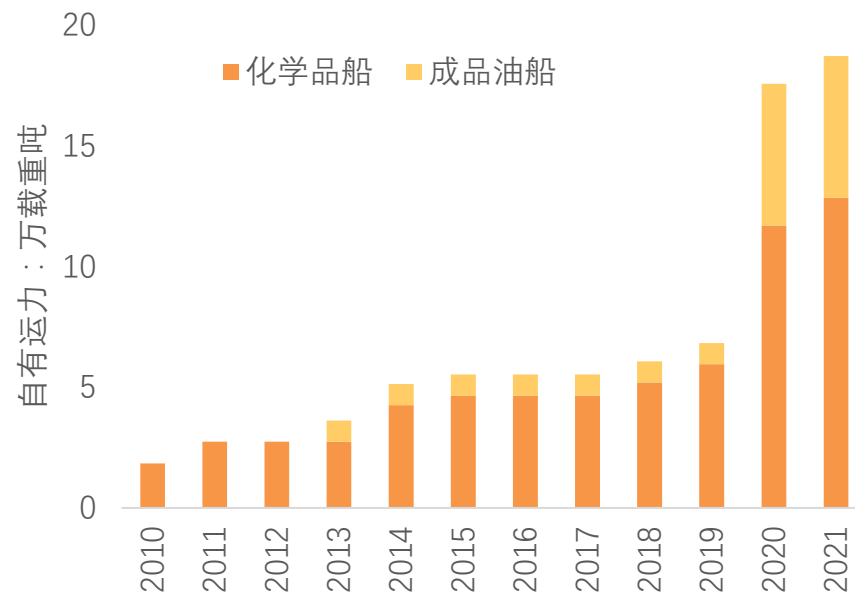
1.4 内贸危化品航运高增长

- 2010-20年，盛航股份和兴通股份的运力规模增长10倍，成为内贸危化品航运龙头。
- 盛航股份的运力增长更加平稳，兴通股份的运力急剧增长。

■ 盛航股份的运力稳步增长



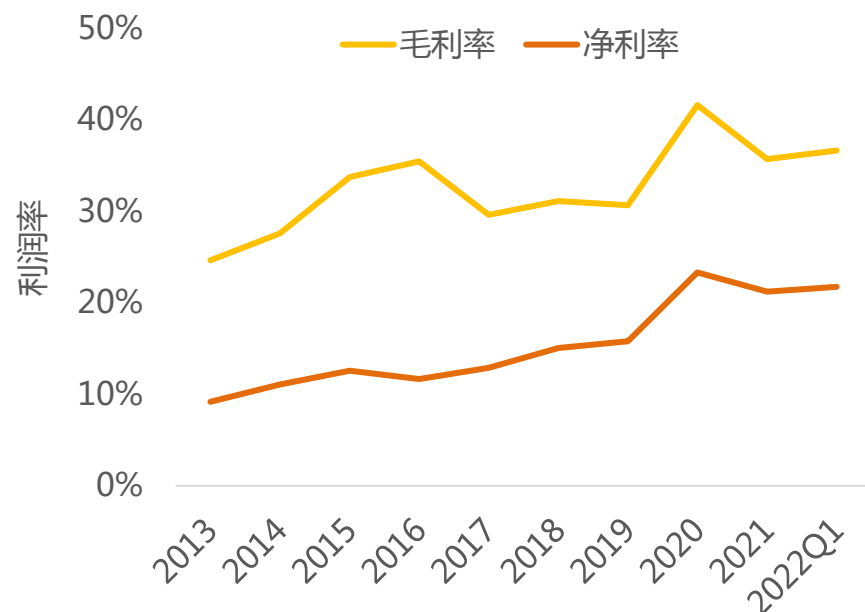
■ 2020年兴通股份运力急剧增长



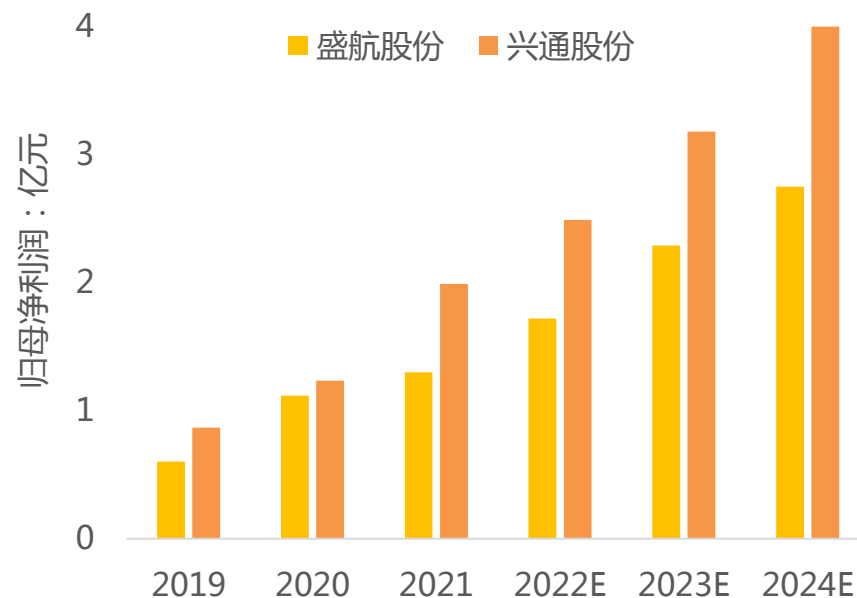
1.4 内贸危化品航运景气度提升

- 行业高门槛导致运力供给受限，供需紧平衡推动企业盈利能力呈上升趋势。
- 盛航股份和兴通股份上市后，募投项目实施将推动运力和盈利增长。

■ 盛航股份的毛利率和净利率呈上升趋势



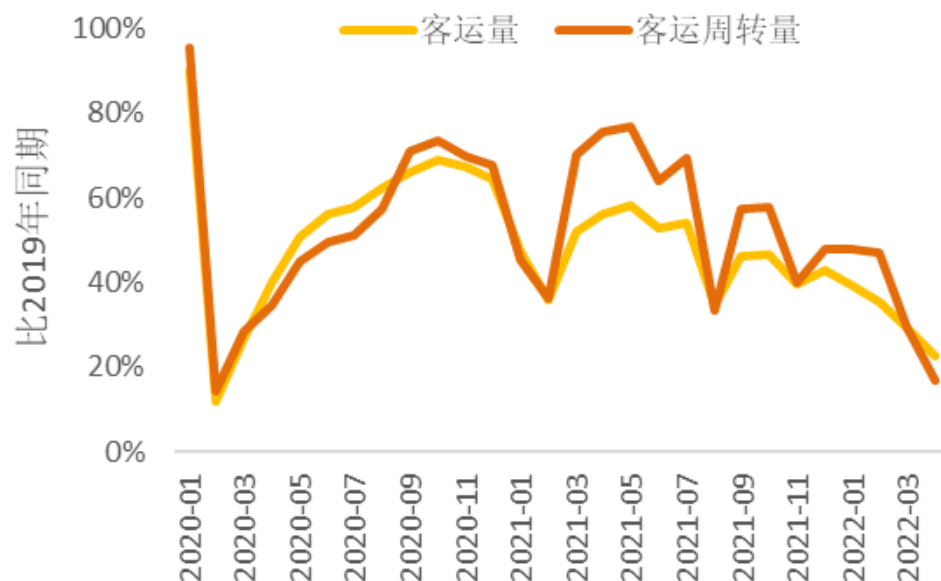
■ 盛航股份和兴通股份净利润有望快速增长



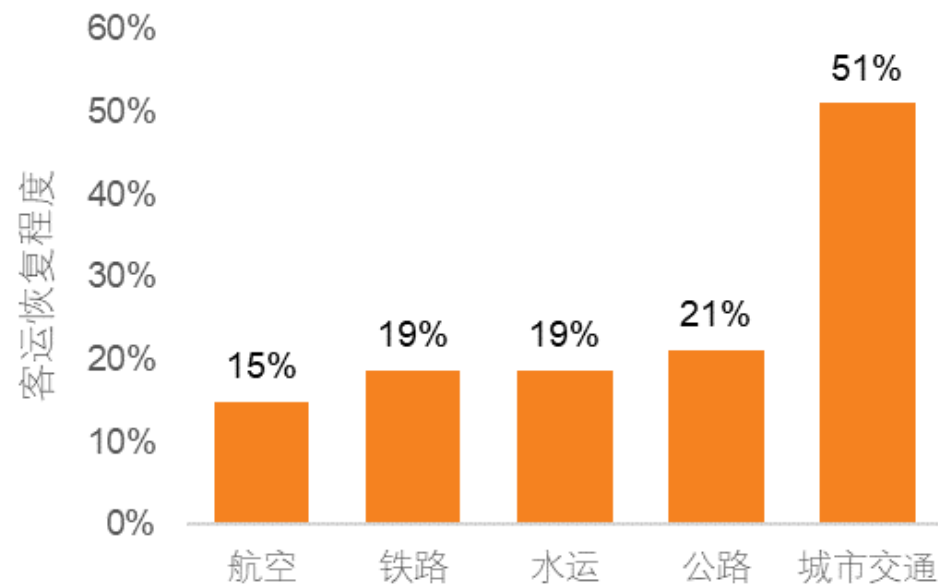
2. 客运量触底，反弹可期

- 疫情爆发以来，客运量在波动中恢复，2022年以来整体恢复程度较低
- 受疫情反复影响，2022年4月份客运量恢复程度接近疫情以来最低点
- 2022年4月份，航空、铁路、水运、公路客运恢复程度差异不大，城市公共交通恢复程度最高

■ 2022年前4月客运量恢复波动下降



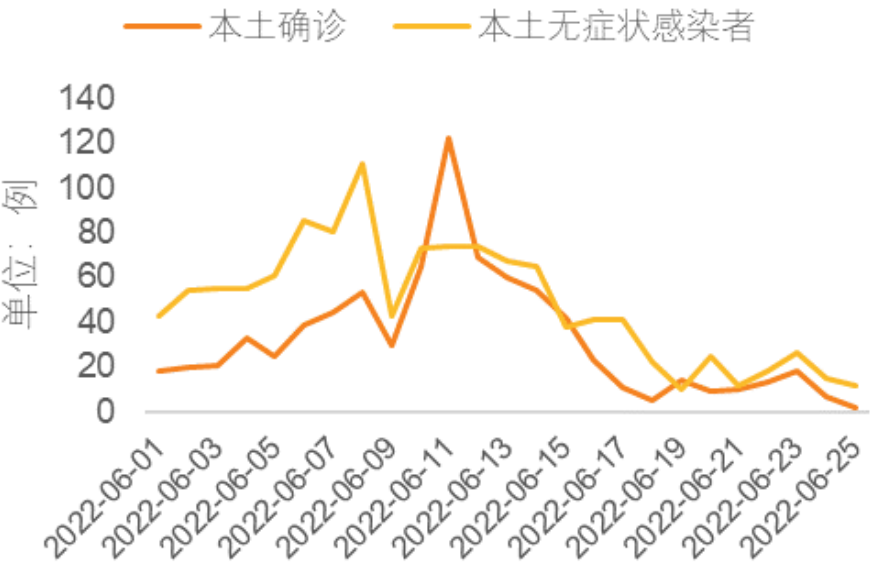
■ 2022年4月各种交通方式客运量恢复程度很低



2. 客运量触底，反弹可期

- 全国疫情形势持续向好，新增感染者人数继续下降
- 出行政策边际放松：“九不准”，常态化核酸检测要求、人员流动、入境隔离、跨省旅行等限制放松
- 暑运、中秋、国庆等传统出行旺季有望带动2022年下半年客运量较大程度反弹

■ 2022年6月中旬以来，全国新增新冠感染者持续减少



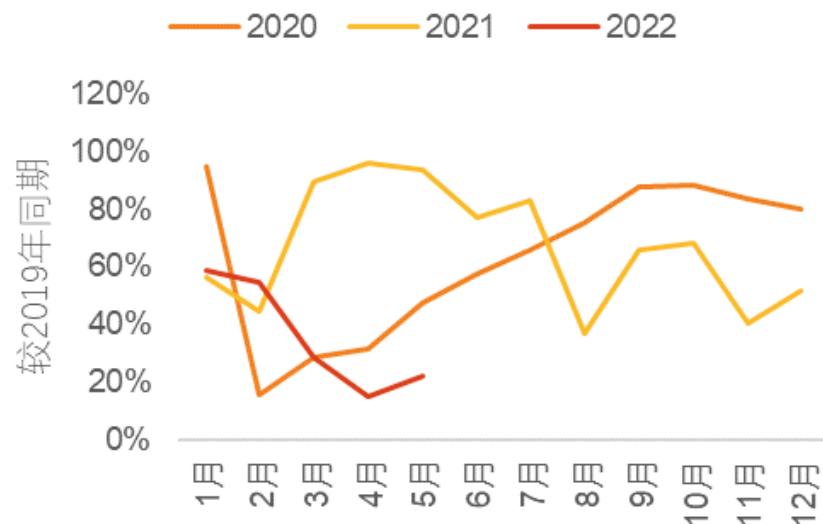
■ 2022年5月起出行限制逐渐放松

出行政策变化	具体规定
常态化核酸检测要求放松或取消	一、二线城市如上海、武汉延长常态化核酸检测周期，众多低风险地区（如江西和江苏低风险城市、合肥等）取消常态化核酸检测要求
人员流动限制放松	江浙皖等多地对沪政策放宽；江苏、江西、青海、浙江、甘肃等放松对来返本省人员的核酸检测要求；取消通信行程卡“星号”标记
入境隔离时间缩短	入境人员管控时间由“14+7”变为“7+3”
多地恢复跨省旅行团业务	20 余省份恢复跨省团队游，仅北京、上海等个别中、高风险地区尚未恢复

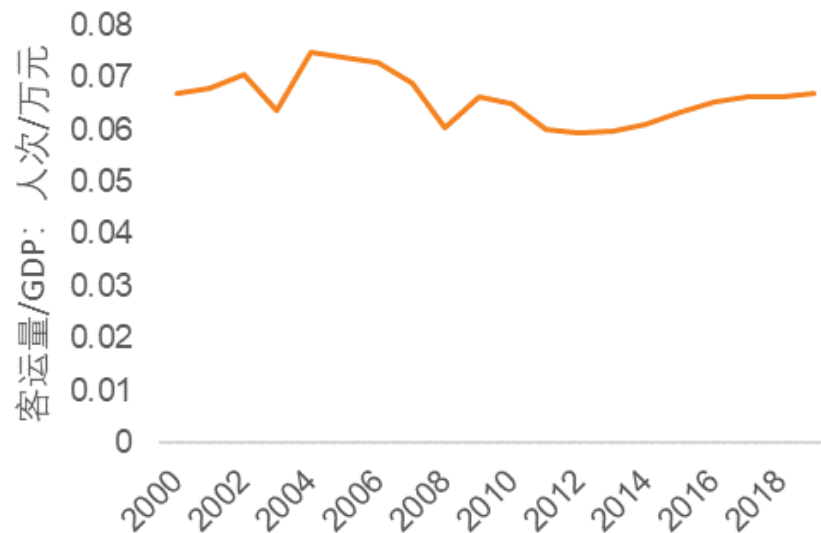
2.1 航空：潜在需求高增长

- 2022年2月以来国内疫情反复，民航客运量骤降，恢复程度很低
- 航空需求与经济发展水平密切相关，民航客运量与GDP的比值较为稳定
- 随着GDP增长，航空潜在需求仍将保持较快增长，我们预计“十四五”期间客运量年均增速在7%-8%

■ 2022年中国民航客运量远未恢复到疫情前水平



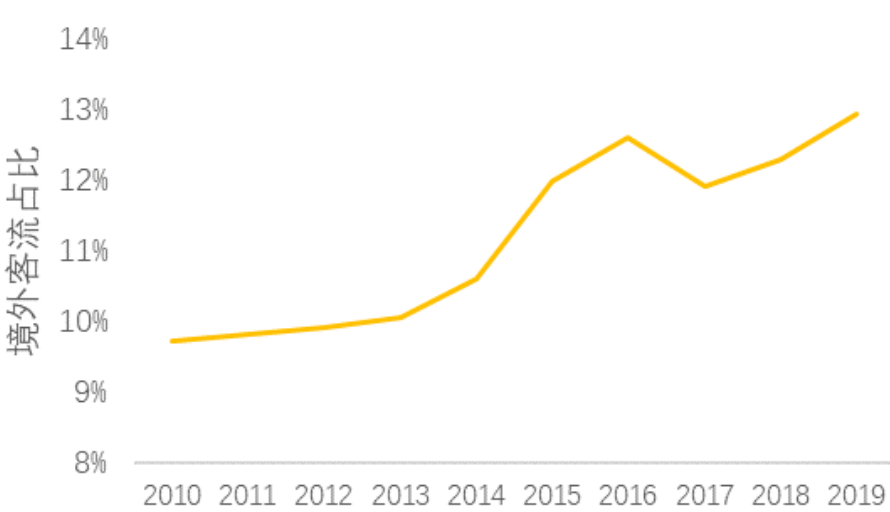
■ 民航客运量与GDP的比值较为稳定



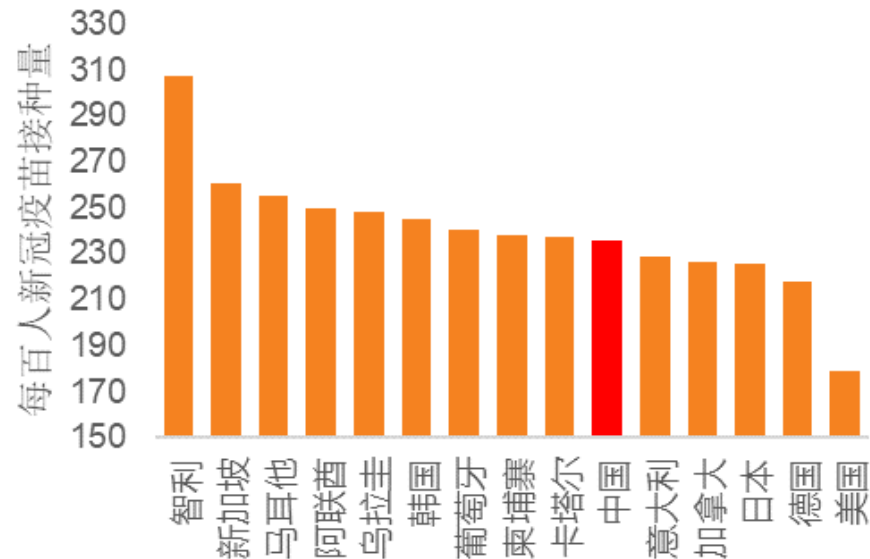
2.1 航空：国际航班正在恢复

- 5月底国常会要求有序增加国内国际航班，国际航班“五个一”政策、熔断政策边际放松，国际航班量有序增加
- 我国新冠疫苗接种率居世界前列，疫苗接种率的进一步提升有利于国际航线放开
- 我们认为国际航线有望于22年底或23年初进一步大规模放开

■ 疫情前境外航线客运量占比逐年提升



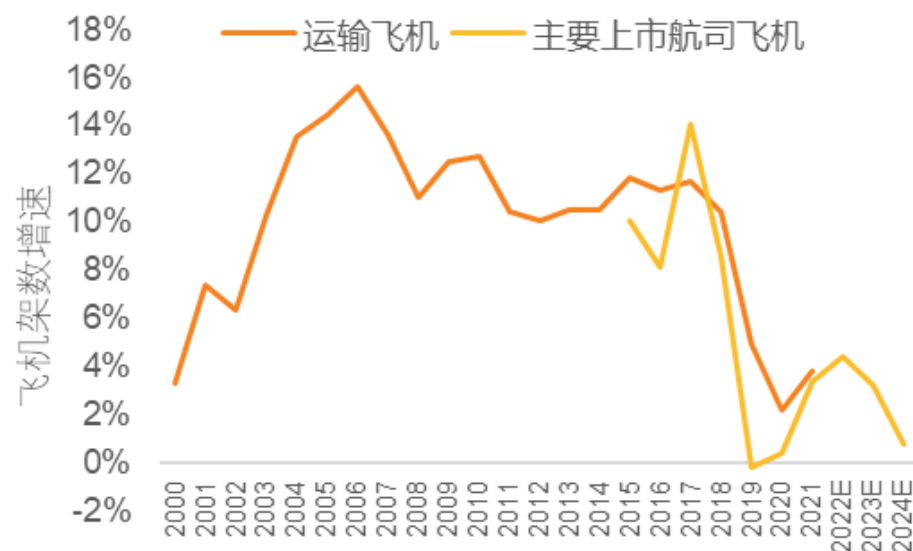
■ 我国新冠疫苗接种率居世界前列（截至2022.6.27）



2.1 航空：供给低增长，盈利弹性大

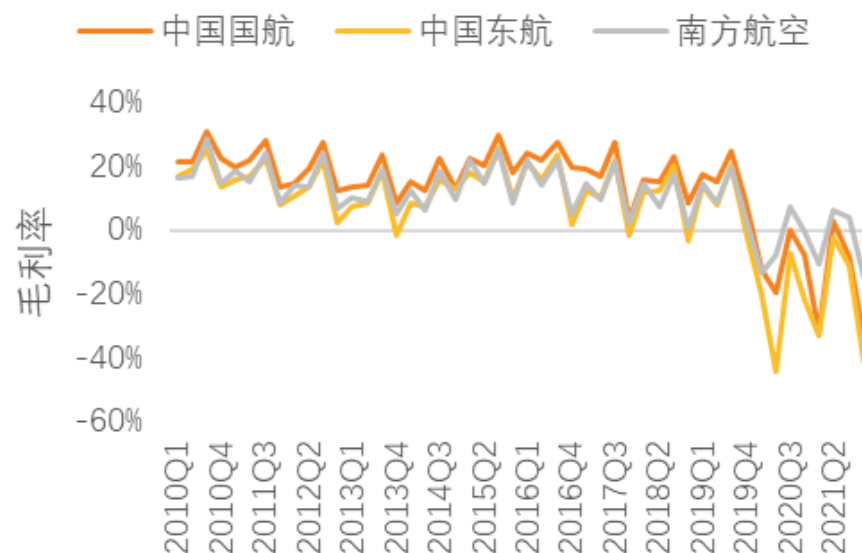
- 飞机数量是影响航空供给的最核心因素
- 疫情前中国民航飞机数量增速已开始放缓，2020年几乎零增长，21年开始有所反弹，但大多为积压飞机订单的释放，非主动增加
- 十四五期间主要上市航空公司飞机数量增长或将大幅减速
- 三大航固定成本占比高，毛利率波动大，盈利弹性也较大

■ “十四五”飞机增速将大幅放缓



注：主要上市航司包括国东南、海航、春秋、吉祥等6家航司

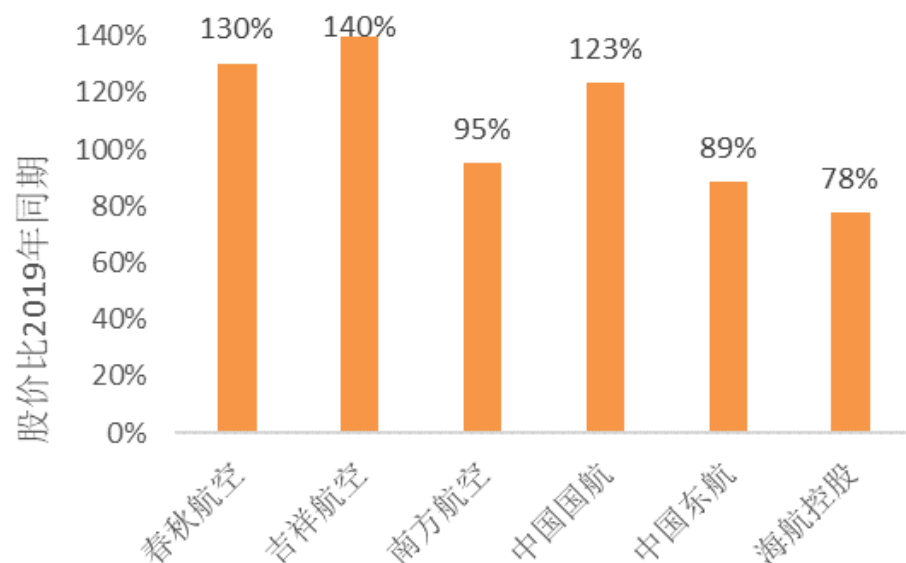
■ 三大航毛利率波动大



2.1 航空：从复苏时间，到复苏空间

- 全球疫情影响减弱、本土疫情缓解，航空客运量正在恢复，投资的焦点将从复苏时间变为复苏高度
- 考虑GDP和人均收入增长带来的潜在需求大幅增长、飞机运力低增长，上市航司疫后盈利有望创新高

■ 2022年6月30日航空公司股价已基本恢复



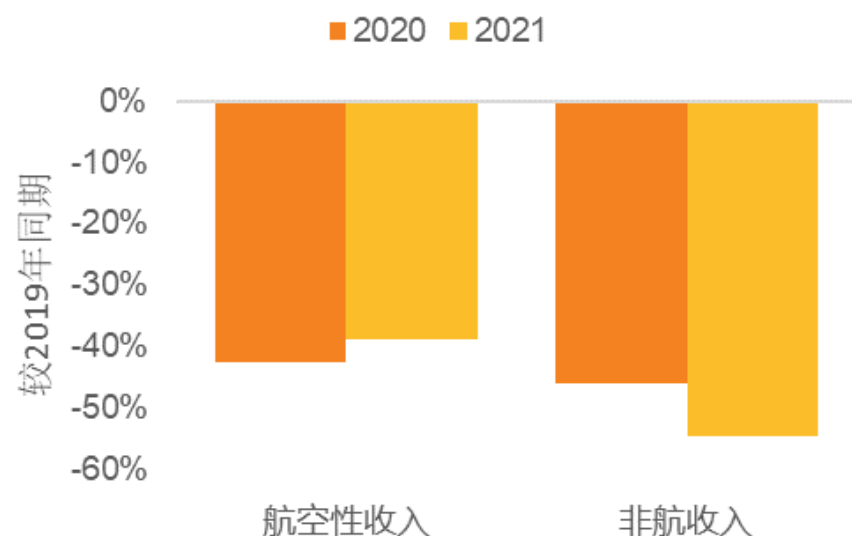
■ 08年金融危机后，2010-2011年国航盈利超预期



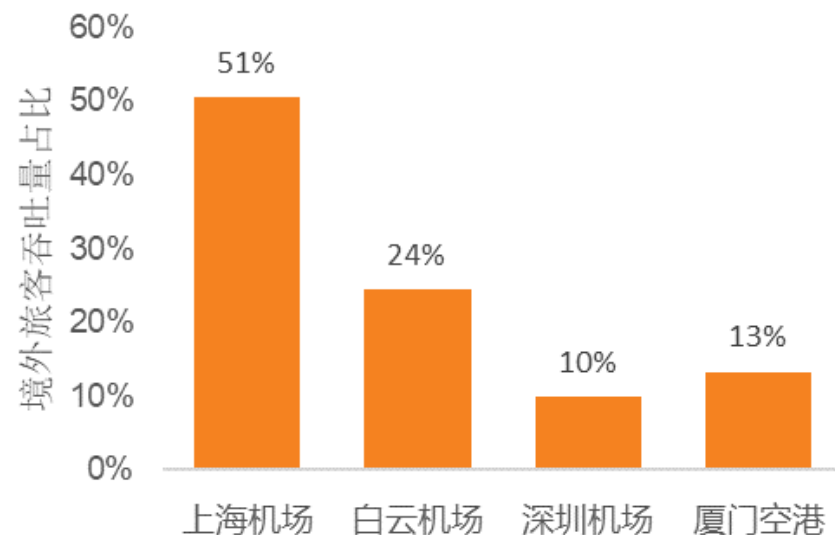
2.2 机场：国际航线恢复至关重要

- 非航收入下降幅度整体上大于航空性收入，主要是因为客流锐减导致免税/有税租金收入下降
- 深圳、厦门等国际客流占比较小的机场可通过国内客流的恢复实现盈利，上海机场、白云机场国际客流、免税收入占比高，需国际航班恢复才能实现盈利
- 免税补充协议和市内免税、海南离岛免税等的发展降低了非航收入弹性

■ 上市机场整体非航收入相比航空性收入下降幅度更大



■ 2019年上海机场、白云机场境外旅客占比高

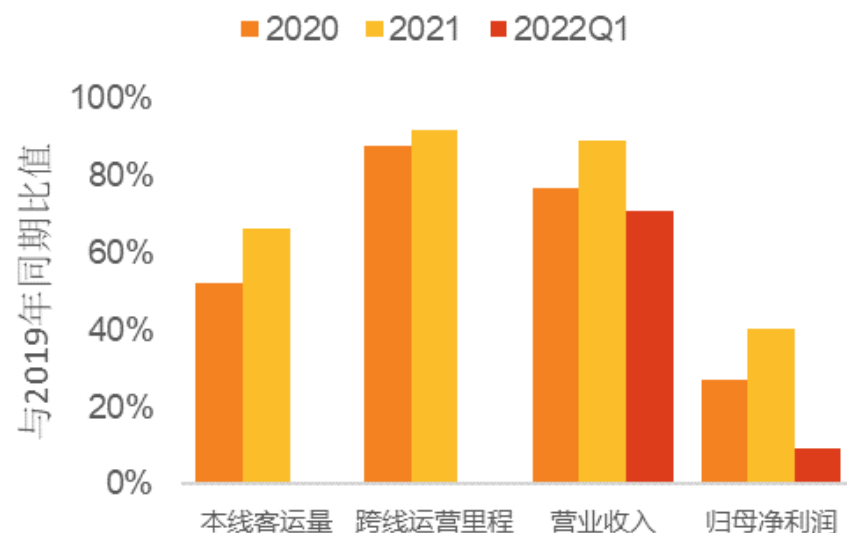


注：主要上市机场包括上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港

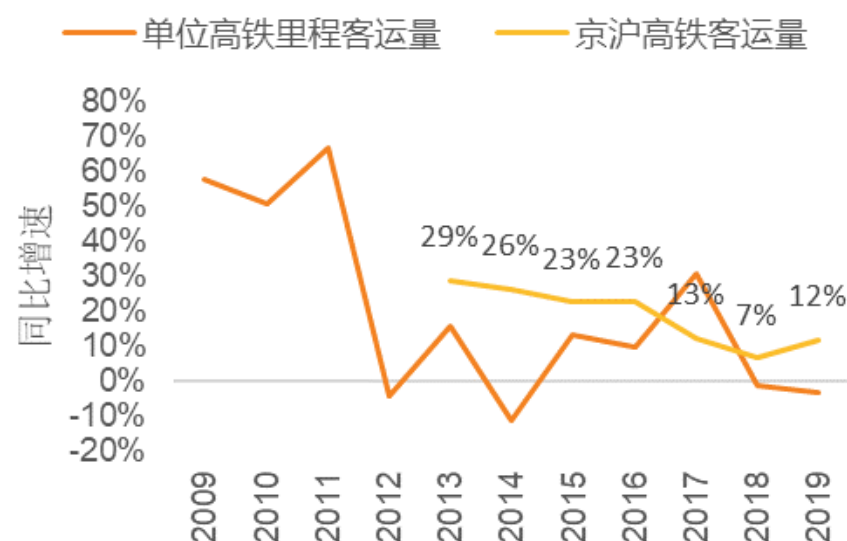
2.3 高铁：量价有望双升

- 受一季度冬奥会管控、上海疫情影响，京沪高铁营收和利润恢复程度降低；二季度受京、沪疫情影响，预计恢复程度将进一步降低
- 北京疫情趋稳，6月起上海全面复工复产，暑运旺季将至，京沪高铁客运量有望触底反弹
- 京沪高铁自 2020 年 12 月底开始采用浮动票价机制，目前有7档票价，可根据时刻和客座率具体情况进行调整

■ 22Q1京沪高铁营收和净利润恢复较差



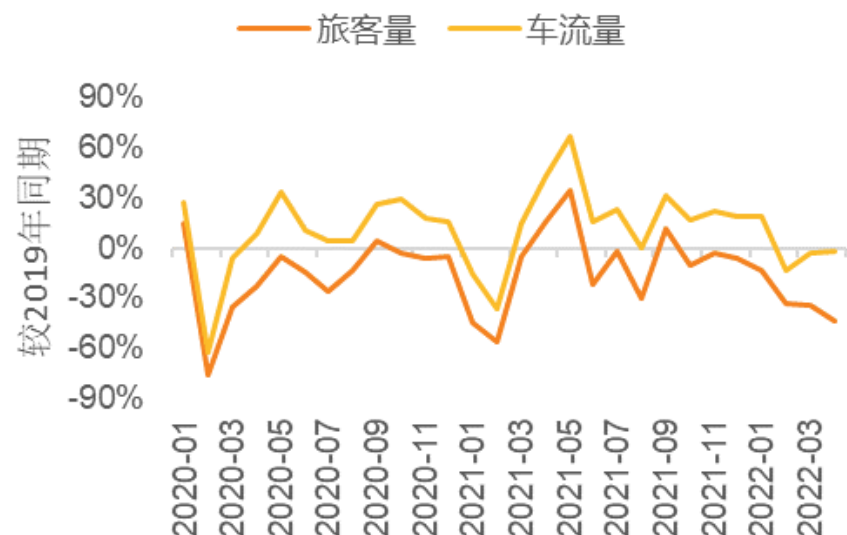
■ 疫情前京沪高铁客运量仍保持较快增长



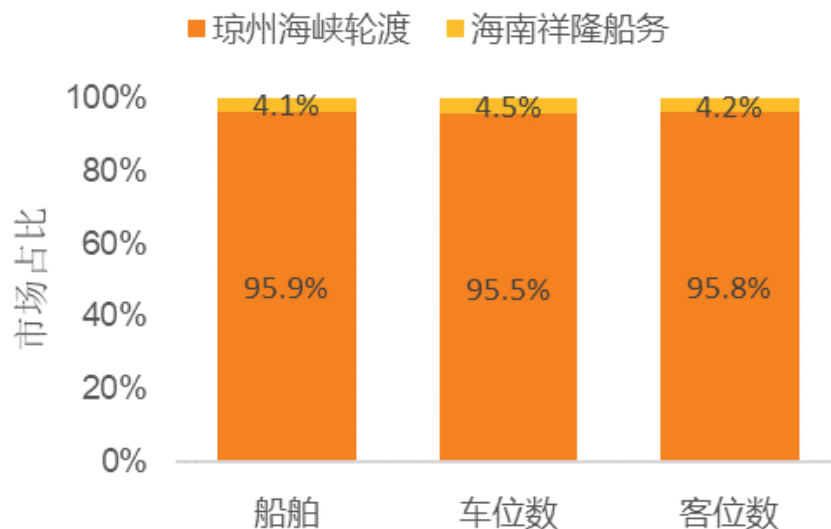
2.4 轮渡：市场集中度提升，运量弹性大

- 2022年以来琼州海峡车流量恢复较快，旅客量受疫情影响大幅下挫，5月起有望反弹
- 海峡轮渡与徐闻海峡重组为**琼州海峡轮渡**，海峡股份为实际控制人，市场集中度提升
- 受益于海南自由贸易港建设，海峡股份车流、客流、邮轮业务都有望快速增长
- 琼州海峡轮渡的运价弹性较低，近10年未涨价

■ 2022年4月琼州海峡车流量基本恢复，旅客量恢复较差



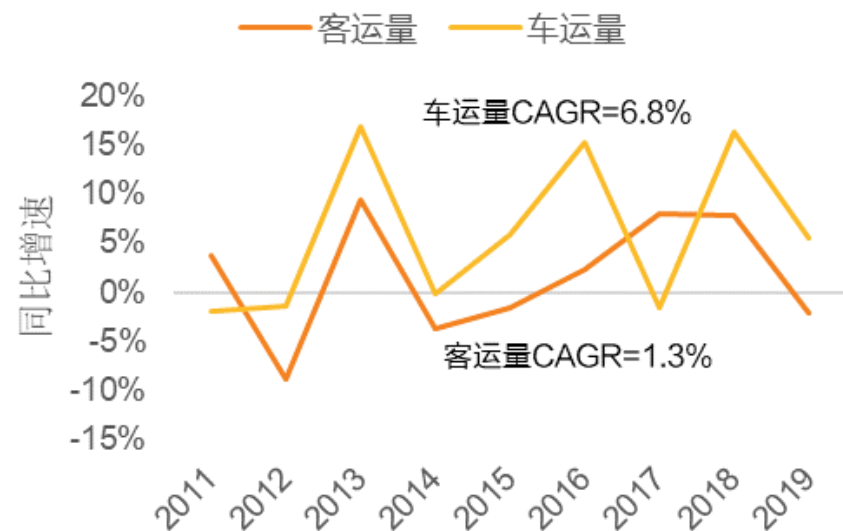
■ 资产重组后，琼州海峡轮渡公司的市场地位加强



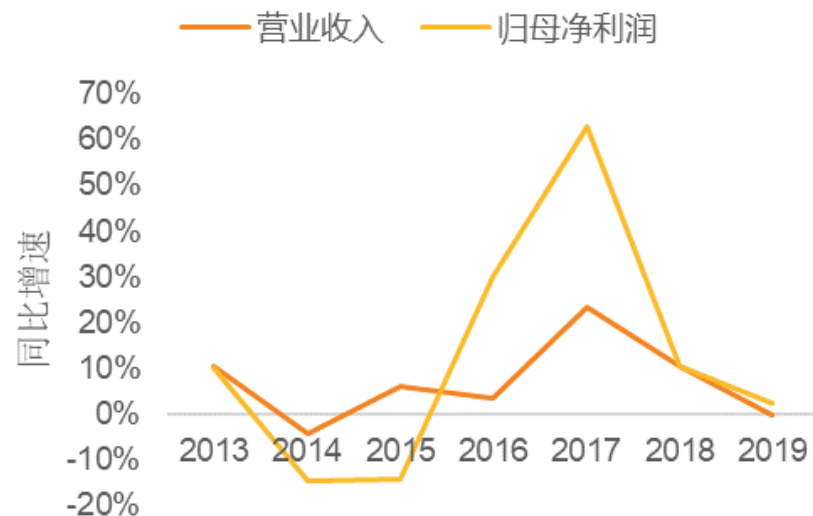
2.4 轮渡：布局新业务领域

- 渤海轮渡运量增速较低，疫情前收入和净利润增速也明显放缓
- 2020年，公司宣布切入跨境电商领域，或将筑造公司第二增长曲线

■ 疫情前渤海轮渡运量低增长，车运量增速相对较快



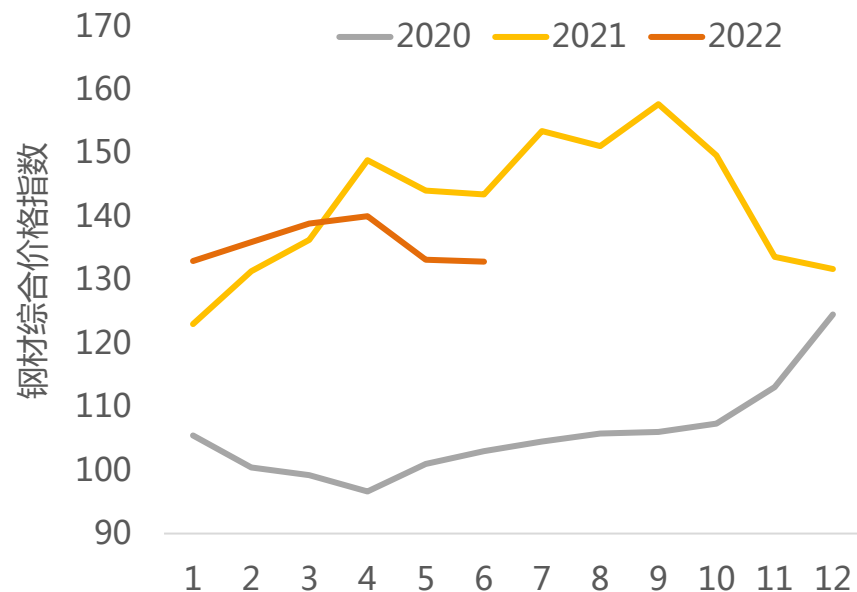
■ 疫情前渤海轮渡营收和净利润增速显著放缓



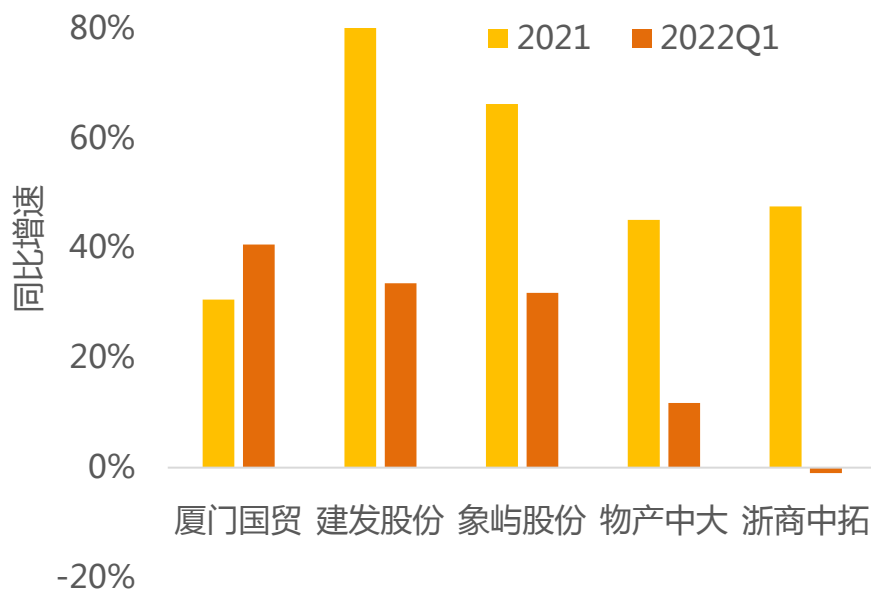
3.1 大宗供应链增速分化

- 大宗供应链龙头盈利增速保持20%左右、大宗品价格向下，预计多数公司Q2增速下滑。
- 2021年6月厦门国贸剥离房地产业务获得100多亿元现金，有望推动供应链业务高增长。
- 如果大宗供应链头部公司在逆势中，业绩仍然能保持较快增长，那么估值有望提升。

■ 2022Q2钢材价格下跌，拖累大宗供应链盈利增长



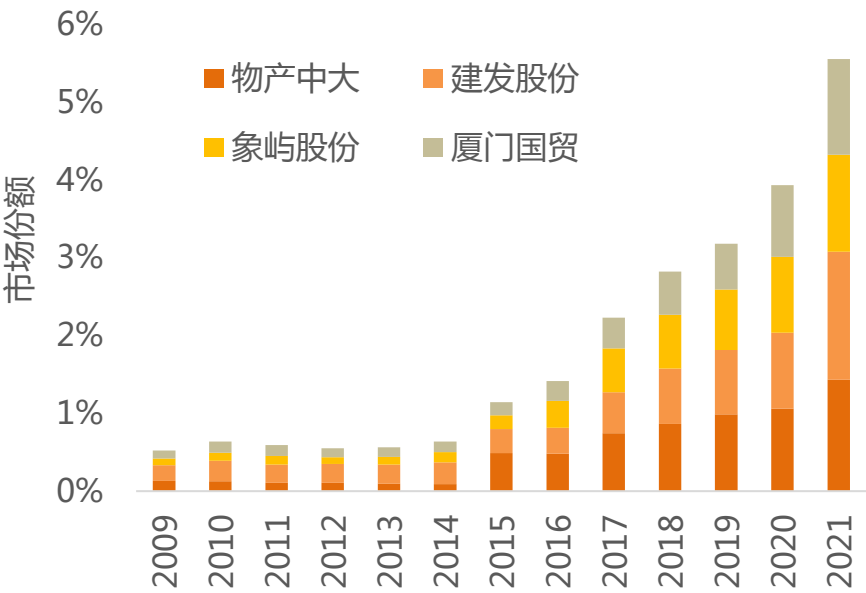
■ 大宗供应链龙头的盈利增速分化



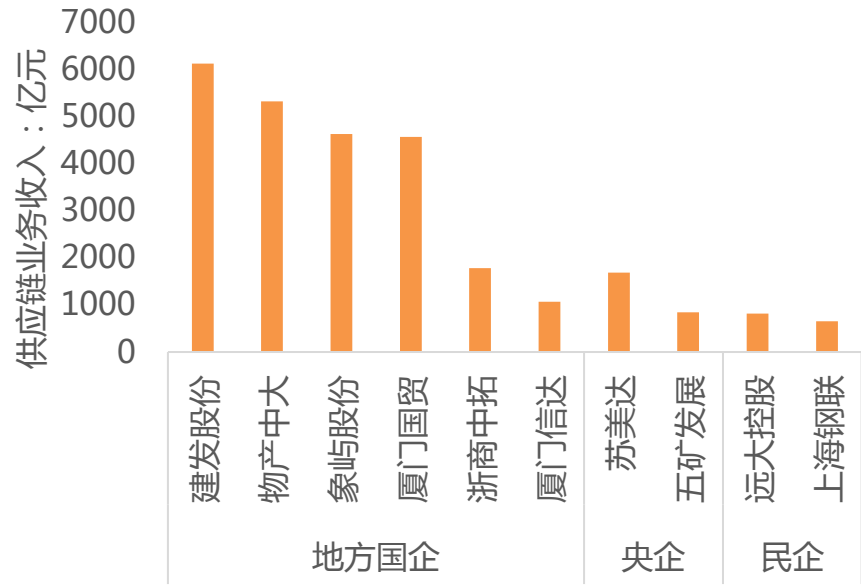
3.1 头部公司份额持续提升

- 头部公司批量采购、融资成本、周转效率、风控水平等优势明显，市场份额持续提升。
- 大宗供应链行业已经形成建发股份、厦门象屿、厦门国贸、物产中大等头部公司明显领先的竞争格局。

■ 四家头部大宗供应链企业的市场份额持续提升



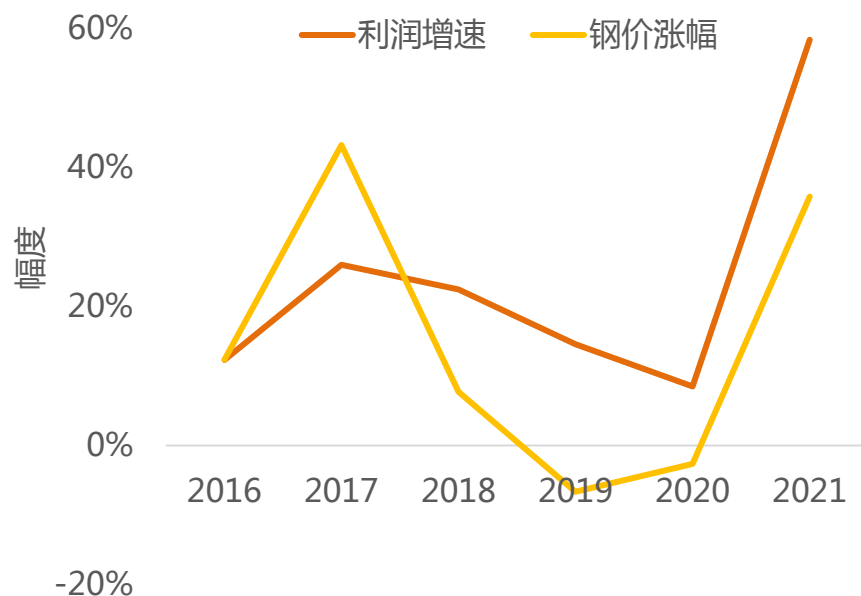
■ 2021年头部大宗供应链企业的规模优势明显



3.1 商品价格影响盈利增速

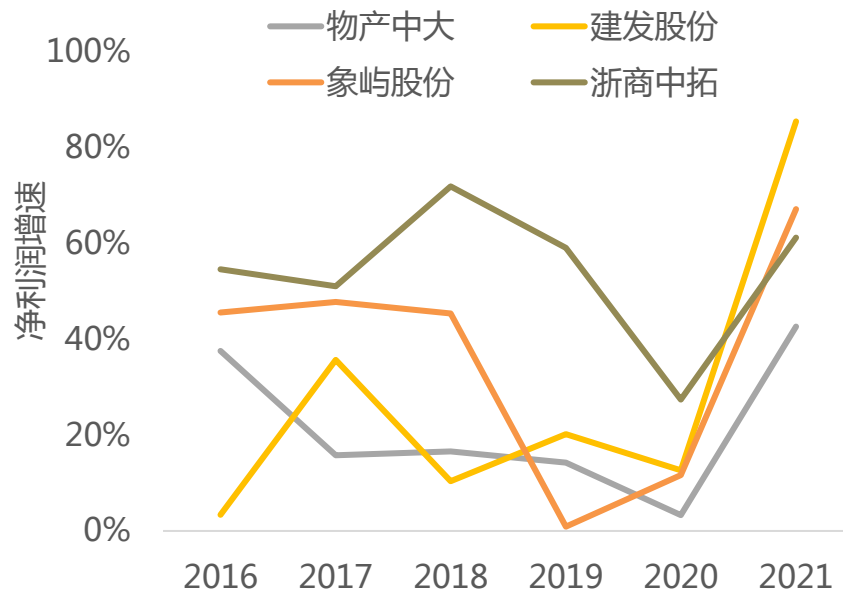
- 大宗供应链企业把货值计入营业收入，商品涨价推动营业收入增长。
- 收取服务费的模式下，利润率保持稳定，所以盈利随收入增长。
- 如果2022年商品价格同比下跌，那么大宗供应链头部公司盈利增速可能下滑。

■ 大宗商品涨价，头部大宗供应链企业净利润加快增长



注：头部企业包括建发股份，厦门象屿，厦门国贸，物产中大，浙商中拓。

■ 2016年以来，头部大宗供应链公司盈利快速增长

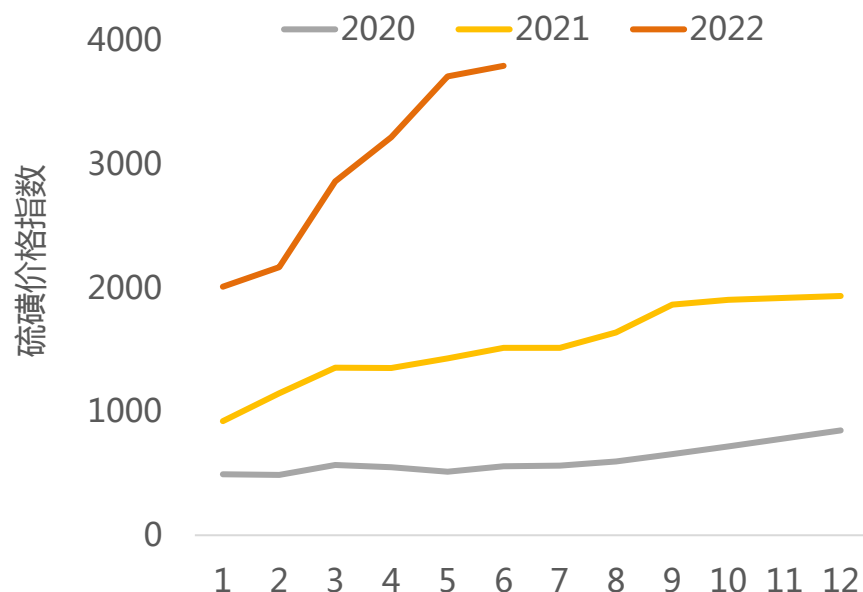


注：浙商中拓2019年归母净利润剔除中拓融资租赁股权变更贡献的0.9亿元。

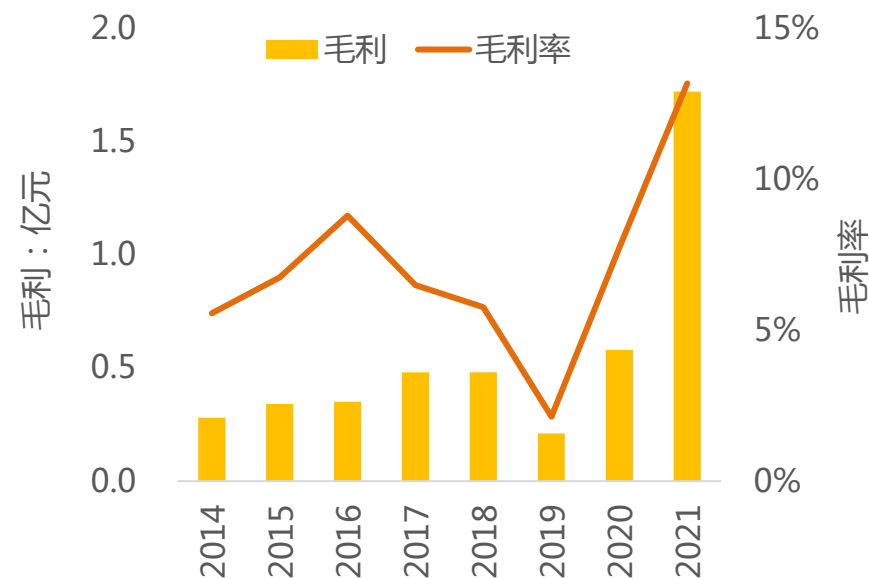
3.1 化工品供应链高增长

- 化工品供应链公司受益于商品涨价，盈利有望高增长。
- 上海雅仕的主营品种硫磺价格大幅上涨，公司业绩高增长，2022Q1净利润增长137%。

■ 硫磺价格大幅上涨，有望推动上海雅仕盈利增长



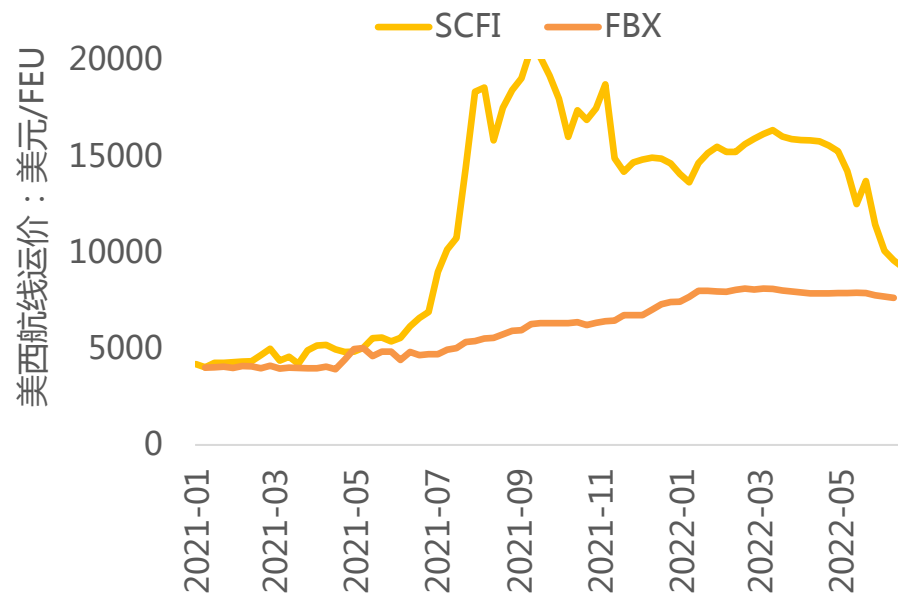
■ 供应链执行贸易业务的毛利率随硫磺价格波动



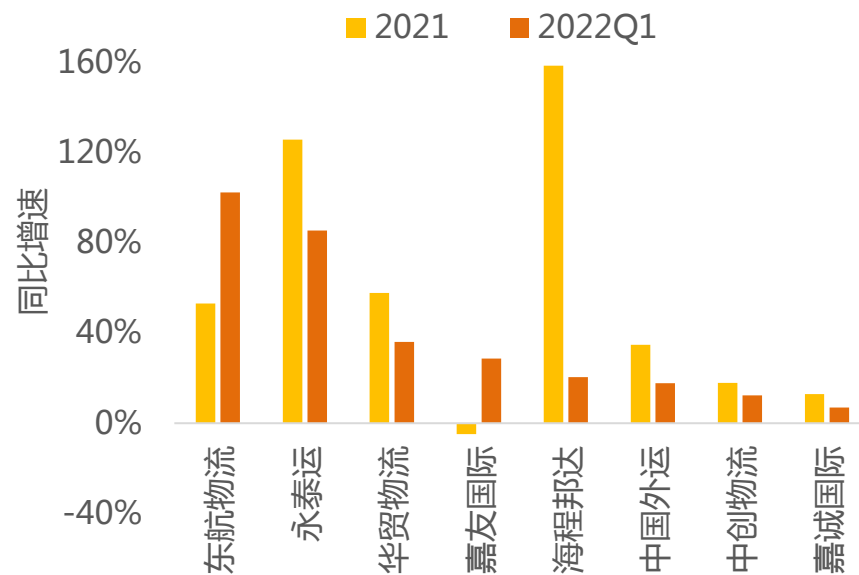
3.2 跨境物流增速分化

- 5月份开始，美西航线货代公司相对船公司的现货价溢价收窄，盈利能力下降。
- 4月份签订美线重签长协后，货代公司的长协价大幅上升，和现货价的差距收窄。

■ 5月份以来货代公司的溢价大幅收窄



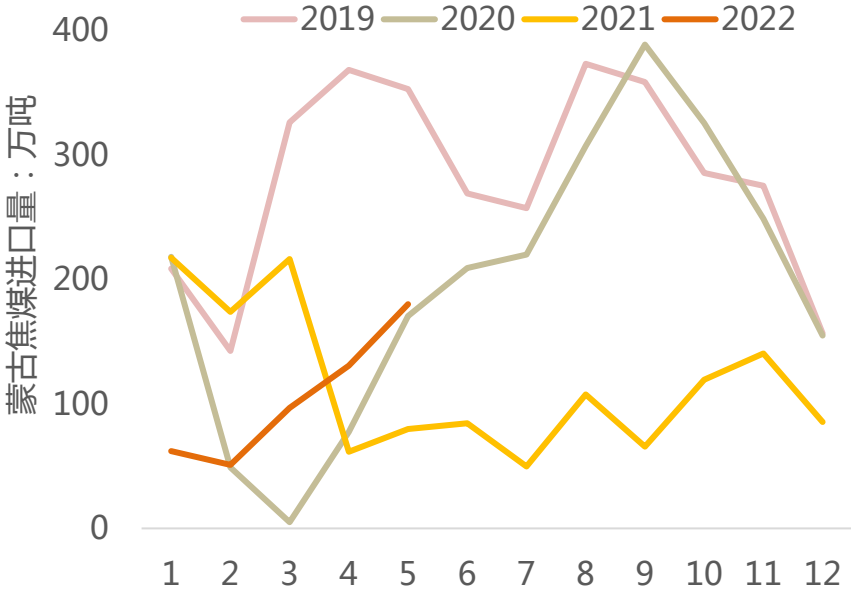
■ Q1跨境物流公司的盈利增速已经回落



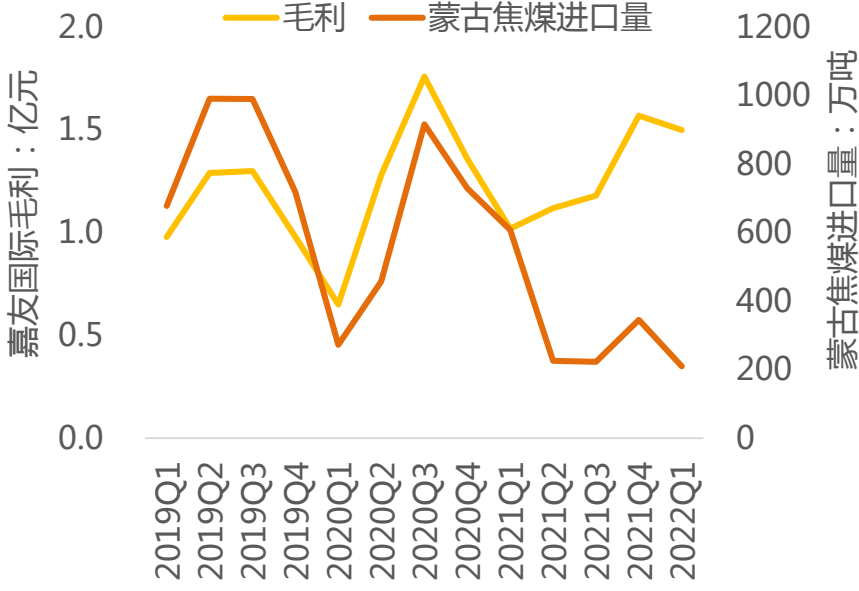
3.2 嘉友国际疫后恢复

- 中国进口蒙古焦煤数量快速恢复，嘉友国际的盈利有望大幅增长。
- 公司预告2022H1盈利增长70%-90%。随着蒙煤通关量回升、非洲跨境物流增长、非洲公路和陆港项目运营，公司盈利有望进入高增长阶段。

■ 中国从蒙古进口焦煤数量正在快速恢复



■ 嘉友国际的毛利和蒙古焦煤进口量正相关



- 全球经济增速下滑

全球经济下滑导致运输需求增速随之下滑，未来运量增长的高度受影响，产能利用率和价格将偏低，相关运输公司的盈利或将下滑

- 大宗商品价格下跌

大宗商品价格下跌会导致供应链企业营收收入下降，在收取服务费的模式下，利润率保持稳定，所以盈利随收入变化，那么大宗供应链头部公司盈利增速可能下滑

- 疫情超预期反复

如果疫情反复，政府防疫政策趋紧，不利于客货交通运输业务，上市公司业绩或将下滑

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

THANKS