

交运&中小盘 7 月投资策略

聚焦暑运出行复苏，看好疫后快递表现

超配

核心观点

航运：本周 CCFI 综合指数报 3271.07 点，环比涨 0.8%，其中美西航线报 2643.55 点，环比跌 1.2%，欧线报 5098.72 点，环比涨 1.5%。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：三大航披露飞机订单，其更多是对历史协议的落实，主要是对未来退租飞机的运力补充。2020-2021 年供给降速已成既定事实，未来运力低增长不代表运力无增长甚至负增长。长期看，我们终将见到民航业再度绽放，如有朝一日开放，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，推荐三大航、春秋、吉祥。机场：入境旅客隔离期限缩短，进出境航班量有望逐步修复。当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，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公用事业股估值体系，看好枢纽机场长期投资价值，推荐上机、白机。

快递：我们预计 6 月行业业务量增速有望回归双位数，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，部分快递龙头公司的二季度盈利环比一季度仍将实现正增长。我们继续推荐圆通速递、顺丰控股和韵达股份，短期建议关注快递公司的中报行情。

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：七月份各公司中报预告有望公布，且国内进一步放松对低风险地区人群流动限制，中报表现及出行复苏或是主导投资的主线。交运推荐出行板块受益标的国航、春秋、吉祥、白云机场，业绩表现最好的密尔克卫及受益于复工复产的快递板块标的—圆通、顺丰；中小盘继续看好业绩持续增长的的双星新材、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	139.30	22910	3.90	6.04	35.7	23.1
688789.SH	宏华数科	买入	163.14	12399	4.23	6.45	38.6	25.3
002585.SZ	双星新材	买入	18.29	21148	1.92	2.78	9.5	6.6
605080.SH	浙江自然	买入	62.97	6368	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·行业月报

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

cnhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

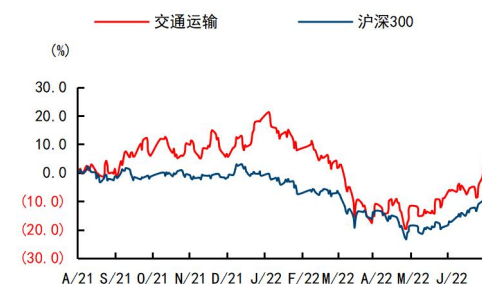
证券分析师：曾凡喆

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-航空出行加速复苏，快递量恢复趋势良好》——2022-06-26

《交通运输&中小盘 2022 年中期投资策略-复产预期叠加中报观察，优选护城河效应下的绩优股》——2022-06-23

《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》——2022-06-19

《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

内容目录

板块观点	4
航运	4
航空机场	5
快递板块	8
物流板块	8
中小盘	9
近期回顾	17
行业数据概览	18
近期重点报告回顾	20
防疫隔离期显著缩短，出行有望加速复苏（2022-6-29）	20
投资建议	22
风险提示	22
免责声明	23

图表目录

图 1: CCFI 综合指数	5
图 2: SCFI 综合指数	5
图 3: SCFI (地中海航线)	5
图 4: SCFI (欧洲航线)	5
图 5: 民航运输飞机数量	6
图 6: 2018-2021 年新增客机结构	6
图 7: 国内航线每日航班量	6
图 8: 2021 年初至今交运及沪深 300 走势	17
图 9: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	17
图 10: BDI 走势	18
图 11: BPI 走势	18
图 12: BCI 走势	18
图 13: BSI 走势	18
图 14: CDFI 煤炭运价指数	19
图 15: 螺纹钢期货价格	19
图 16: 新加坡燃料油价格	19
图 17: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合	19
图 18: 原油运输指数(BDTI)	19
图 19: 成品油运输指数(BCTI)	19
图 20: 国际油价——布伦特原油	20
图 21: 国际油价——WTI 原油	20
表 1: 本周个股涨幅榜	17
表 2: 本周个股跌幅榜	18

板块观点

航运

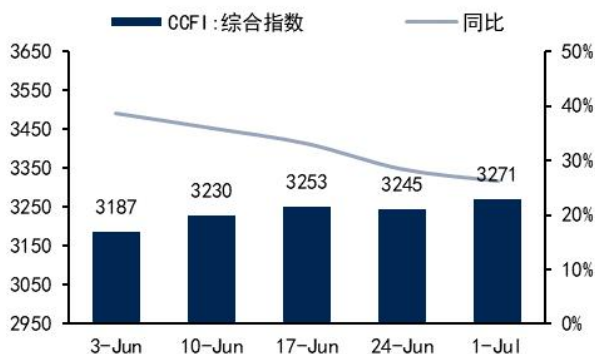
本周 CCFI 综合指数报 3190.95 点, 环比涨 1.8%, 其中美西航线报 2714.62 点, 环比涨 4.5%, 欧线报 5051.92 点, 环比涨 1.5%。中国新年带来的货量下降给予了美国港口喘息机会, 因此 2 月以来供应链效率持续处于改善状态, 叠加近期国内疫情较为严重影响制造业开工、美联储加息、地缘政治等影响, 给予全球供应链进行修复的时间窗口较预期明显拉长, 带来了货量和运价的双双回落。但是 5 月以来, 随着联盟开启停航控班, 叠加上海疫情及物流的逐步恢复, 美线出现了较为明显的反弹, 欧线亦已逐步企稳。伴随疫情影响逐步消散, 传动对于运力扩张较为谨慎, 22-23 年行业盈利能力仍将维持在较高水平, 当前估值具备较强吸引力。

虽然运价目前处于下行趋势之中, 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高景气阶段, 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

图1: CCFI 综合指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: SCFI 综合指数



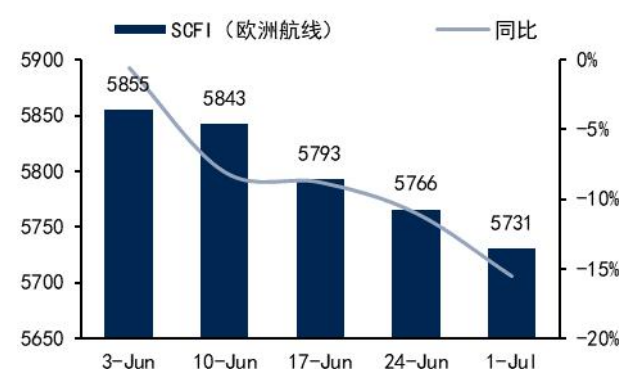
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空机场

航空: 飞机订单落地, 不改供需反转趋势

2022年7月1日, 三大航集中披露飞机订单, 国航、南航、东航分别公告引进96架、96架、100架A320NEO机型客机。本次订单为前期中航材确定采购的订单的落实, 相比于计划已有一定推迟。

东航在公告中提及, 引进100架A320NEO, 在2024年-2027年逐步引进, 其中置换同类机型需求为68架, 其余32架为净增运力。我们持续强调疫情期间民航供给增速相比疫情前10%左右的增速大幅降低, 后续运力增长或保持低位, 但绝非不增长或是负增长。2021年末我国民航运输飞机数量4051架, 本次订单分四天左右交付, 对民航供给的影响并不算大, 且在预期之内。

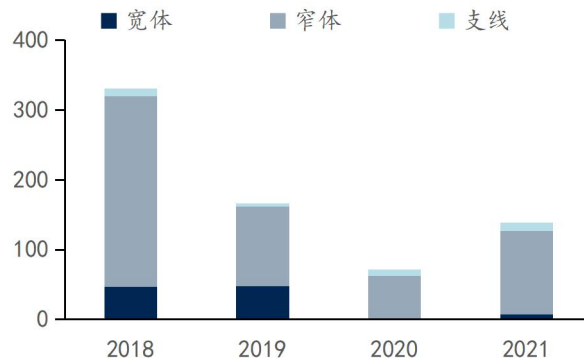
2020-2021 年我国民航运输飞机数量增速为 2.2%、3.8%，其中新增客机以窄体机为主，供给降速已成既定事实，需求因疫情影响受到显著冲击，但全面恢复后理论供需缺口已经出现，如有朝一日选择开放，继续坚定看好供需全面反转。

图5：民航运输飞机数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

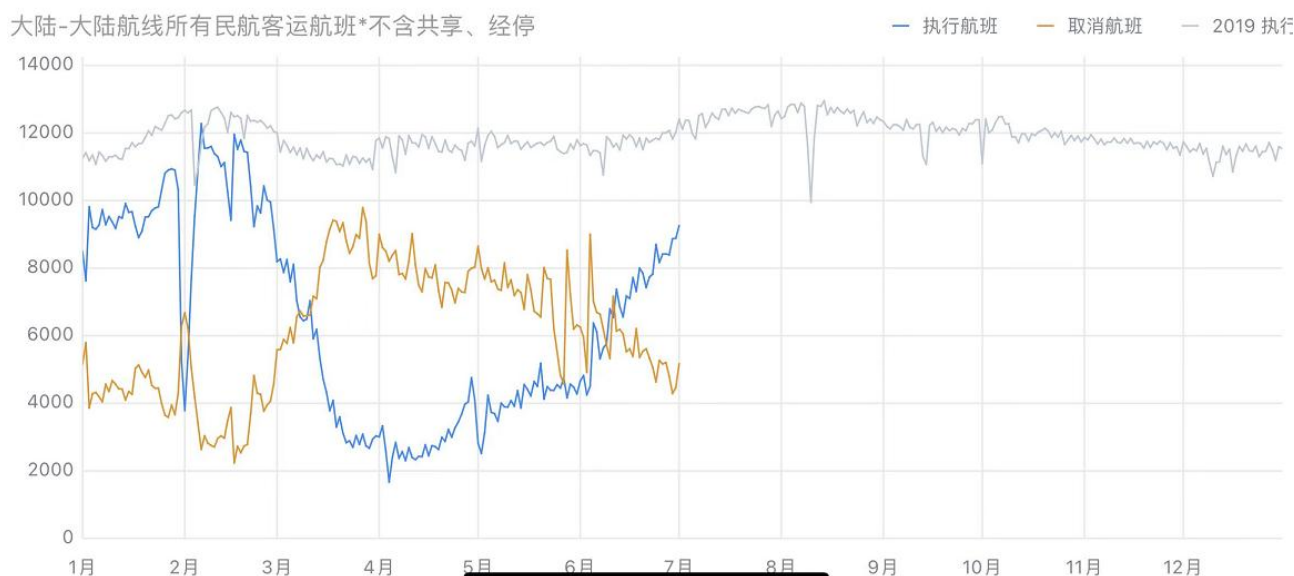
图6：2018-2021 年新增客机结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

目前我国民航国内线市场航班量处于爬坡期，也是常态化防疫措施进一步优化后的第一个旺季观察期，如需求恢复顺利，7月中旬后国内线航班量就有望接近甚至超越 2019 年同期水平，暑运后半段行业景气度值得期待。

图7：国内航线每日航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

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

白云机场公告免税补充协议，明显不同于上海机场的免税补充协议，白云机场的免税补充协议并未对客流恢复后的理论租金做出“封顶”限制。根据中国中免 2019 年年报，2019 年白云机场免税销售额为 19.22 亿，同比增长 117.46%，而按照进境免税 42%、T2 出境免税 35%的提成率大致估算，当年的实际租金收入已经远高于保底，因此在不调整销售提成率的前提下，客流系数及开业面积系数并不构成对白云机场租金收入的硬性限制，无需客流完全恢复至疫情前，白云机场便有望以销售提成的模式收取租金。

此外，本次协议将进境免税店的合作协议延长至 2029 年，根据历史免税协议，进境免税店不论是保底租金还是提成率均高于出境店，进一步保证了公司未来发展的稳定性。

我们认为本次协议调整对白云机场而言，相比于原协议虽然损失了近期部分保底租金，但在疫情导致国际线旅客量断崖式下跌的当下，与中免共担风险合情合理，且合同展期及扣点率的刚性在一定程度上消除了远期业绩预期的不确定性。维持“买入”评级。

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。

快递板块

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。6月26日上海静安、青浦、徐汇、崇明、杨浦、宝山等8个中风险调为低风险地区，前期由于商家担心中风险区物流不通产生的退货费用得自己承担，积压了较多未发货的订单，上海大范围降为低风险后，短期上海区域快递量又出现了爆发，我们认为6月行业快递件量增速有望恢复至双位数。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，5月单价环比下降4.0%，同比下降4.9%，同比降幅维持在低位。

近期，顺丰、圆通、韵达和申通公布了5月经营数据，受益于全国疫情防控逐步向好以及快递经营加速恢复，快递公司的5月经营数据也实现了大幅修复，顺丰5月公司速运物流业务量同比提升了4.4%，时效快递业务同比也实现了转正；韵达、圆通和申通5月业务量同比分别为-7.9%、+5.8%、+8.1%，其中由于韵达山西太原的物流园在4月爆发疫情以及北京长阳网点在5月又爆发疫情，其业务量恢复速度弱于其他同行；由于疫情导致快递经营成本上行，韵达、圆通和申通单票价格同比均明显提升，分别为+23.3%、+23.2%、+23.2%。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）。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；随着6月电商旺季结束，即将进入快递淡季三季度，我们认为行业价格环比出现微幅下调是属于季节性价格波动，不用过于担忧价格战重启。

投资建议上，（1）疫情对快递需求的影响有限，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。

物流板块

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 and 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。

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”

22 年一季度收入增长承压、业绩表现较优

2021 年全年营收 37.1 亿元（+62.3%），归母净利润 2.05 亿元（+30.9%）；21 年四季度单季营收 11.16 亿元（+24.8%），归母净利润 0.58 亿元（-5.5%）；2022 年一季度单季营收 7.74 亿元（+3.3%），归母净利润 0.42 亿元（+27.4%）。在疫情防控背景下，公司一季度业绩表现较优。

2021 年受益于海外疫情，电踏车业务发力，自主品牌稳定推进

近两年受海外疫情影响，个人短途出行交通工具需求旺盛，中国作为世界自行车出口大国，国内疫情率先得到有效控制，使国内自行车企业能够迅速扩大生产，满足全球市场需求。因此，我们看到久祺 2021 年 ODM 业务收入实现了同比 73% 的高增长；与此同时，公司近两年重点发力的两大新方向——电踏车和自主品牌也表现亮眼，2021 年，电踏车业务收入实现了同比 101% 的高增长，收入占比提升至 9.6%；自主品牌业务收入实现了同比 31% 的较高速增长。由于自主品牌业务是自己承担海运成本，海运费的大幅上涨导致 2021 年自主品牌业务的毛利率同比减少了 14.5 个百分点；ODM 业务的毛利率基本保持稳定。

2022 年一季度疫情导致收入增长承压，公司原材料成本下降保障盈利增长

一季度由于多地疫情封控管理，公司产品运输受阻，叠加俄乌战争的负面影响，导致一季度收入增长承压，同比增速为 3.3%。公司今年一季度原材料成本同比有所降低，带动可比毛利率同比提升，从而看到公司一季度归母净利润同比增长了 27%。由于物流运费的统计口径从费用调整至成本，因此我们将“营业成本+销售费用”加在一起来看，其占收入的比例同比减少了约 1 个百分点。虽然今年海外制造供应链开始逐步恢复，但是考虑到久祺长期以来积累的设计开发优势，以及近两年积累的自有品牌优势，在国内疫情影响可控的假设下，我们认为公司今年全年收入和利润仍有望实现较快增长。

投资建议：微幅调整盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.97/4.11/5.21 亿元（22-23 年调整幅度-2.2%/+0.2%），分别同比增长 45%/38%/27%。考虑到公司虽然短期受不确定性因素影响，但长期逻辑不变，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 18X、13X。

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：产品升级带动成长，户外产业持续向上

浙江自然披露 2021 年年报与 2022 年一季报

2021 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。

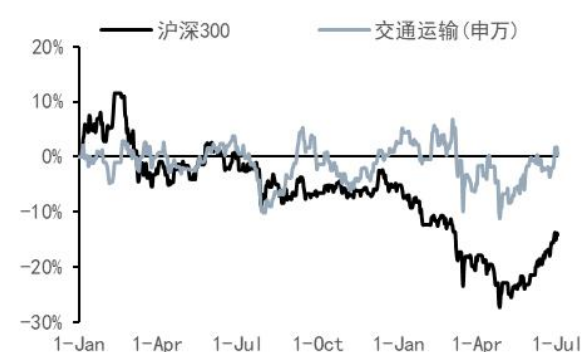
投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

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。

近期回顾

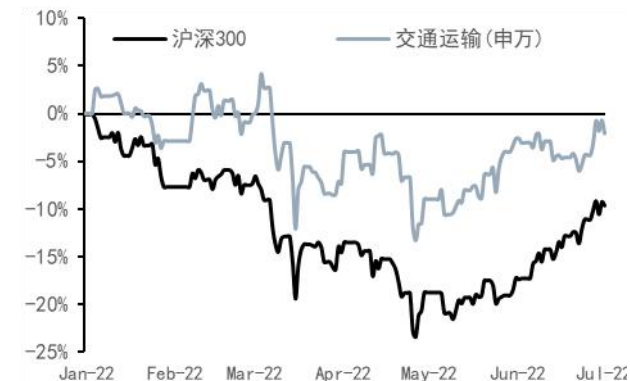
本周 A 股整体上涨，上证综指报收 3387.64 点，环比涨 1.13%；深证成指报收 12860.36 点，环比涨 1.37%；创业板指报收 2781.94 点，环比跌 1.50%；沪深 300 指数报收 4466.72 点，环比上涨 1.64%。本周交运指数上涨 2.36%，相比沪深 300 指数跑赢 0.73pct。

图8：2021 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9：2022 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机场板块，涨幅为 10.1%。个股方面，涨幅前五名为白云机场（+16.3%）、嘉友国际（+16.0%）、吉祥航空（+12.9%）、深圳机场（+12.4%）、建发股份（+11.6%）；跌幅榜前五名为华鹏飞（-9.5%）、海汽集团（-5.6%）、珠海港（-4.5%）、恒基达鑫（-4.5%）、广州港（-4.0%）。

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	600004.SH	白云机场	14.31	16.3%	-4.0%	18.7%
2	603871.SH	嘉友国际	18.59	16.0%	10.0%	27.7%
3	603885.SH	吉祥航空	17.87	12.9%	-0.7%	0.7%
4	000089.SZ	深圳机场	7.50	12.4%	-2.8%	2.5%
5	600153.SH	建发股份	13.13	11.6%	0.5%	44.8%
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	603871.SH	嘉友国际	18.59	16.0%	10.0%	27.7%
2	603535.SH	嘉诚国际	32.34	11.2%	6.1%	6.8%
3	600180.SH	瑞茂通	8.14	6.0%	5.4%	16.7%
4	603223.SH	恒通股份	22.92	7.8%	4.4%	-6.7%
5	603117.SH	万林物流	2.45	5.6%	3.4%	-38.4%
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	39.29	-5.6%	-10.0%	170.2%
2	601975.SH	招商南油	3.76	0.0%	-6.7%	87.1%
3	600026.SH	中远海能	9.88	2.8%	-4.4%	66.9%
4	600153.SH	建发股份	13.13	11.6%	0.5%	44.8%
5	601872.SH	招商轮船	5.63	-2.9%	-2.3%	37.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

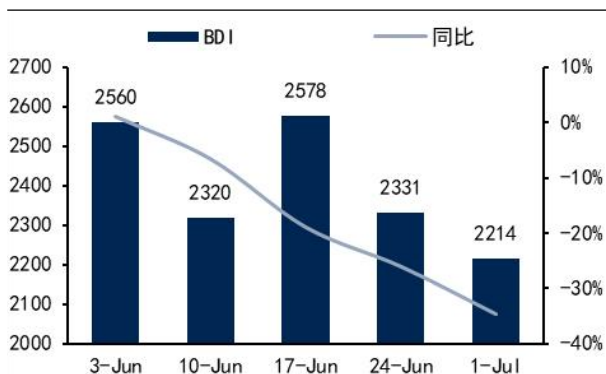
表2: 本周个股跌幅榜

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	300350.SZ	华鹏飞	6.40	-9.5%	-1.5%	-15.3%
2	603069.SH	海汽集团	39.29	-5.6%	-10.0%	170.2%
3	000507.SZ	珠海港	6.10	-4.5%	-3.9%	-5.6%
4	002492.SZ	恒基达鑫	5.76	-4.5%	-1.7%	-2.4%
5	601228.SH	广州港	3.63	-4.0%	-1.1%	10.9%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

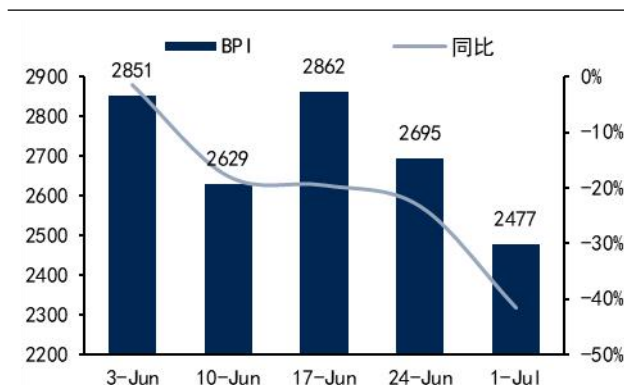
行业数据概览

图 10: BDI 走势



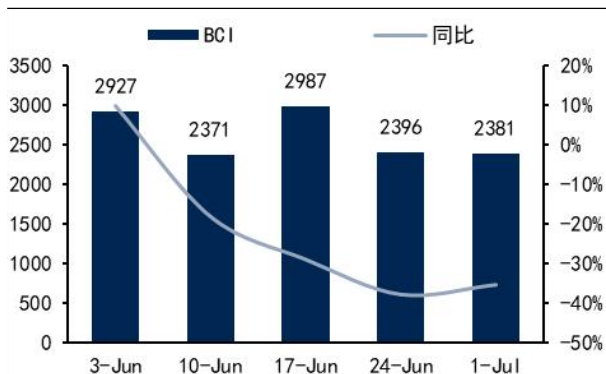
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: BPI 走势



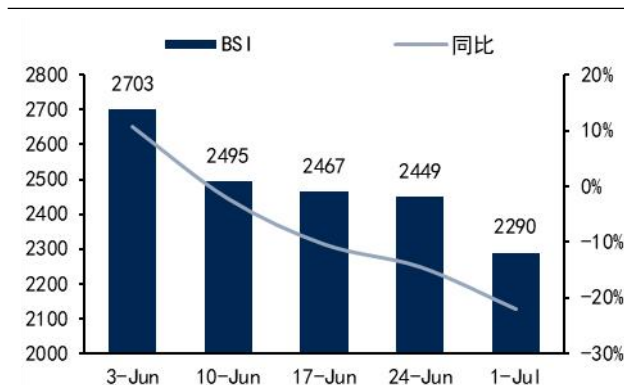
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: BCI 走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: BSI 走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: CDFI 煤炭运价指数



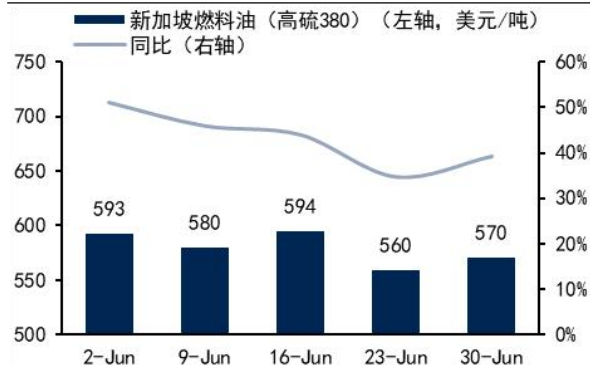
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 螺纹钢期货价格



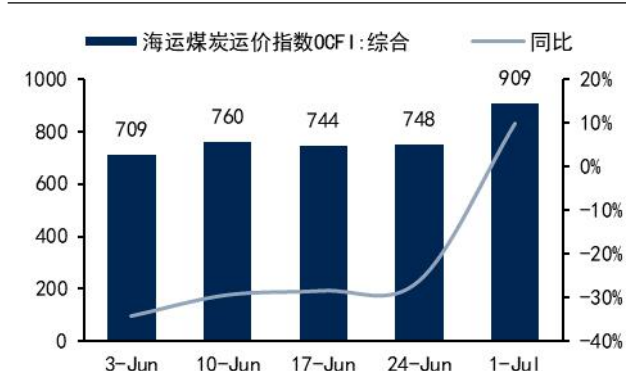
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 新加坡燃料油价格



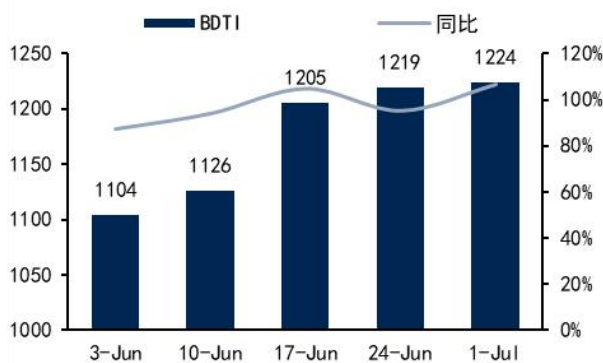
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合



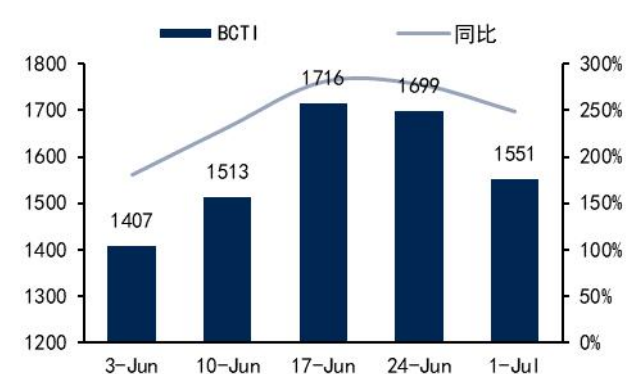
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 原油运输指数(BDTI)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 成品油运输指数(BCTI)



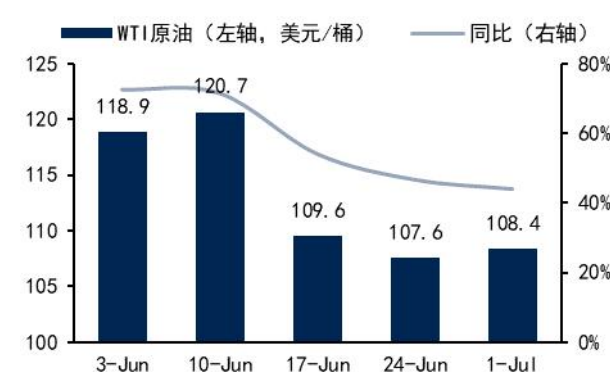
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 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 21: 国际油价——WTI 原油



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

防疫隔离期显著缩短，出行有望加速复苏（2022-6-29）

事件：

2022 年 6 月 28 日，国务院联防联控机制召开新闻发布会，国家卫健委介绍科学精准做好疫情防控工作有关情况，发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，提出考虑到疫情形势变化、病毒变异特点，参考 4-5 月七个试点城市政策优化工作及上海、吉林上半年的经验教训等因素对防控方案进行修订。修订主要内容有：

一是优化调整风险人员的隔离管理期限和方式。将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”，密接的密接管控措施从“7 天集中隔离医学观察”调整为“7 天居家隔离”。

二是统一封控管控区和中高风险区划定标准。以前有两类风险区划定标准，一类是高、中、低风险地区划定标准，一类是封控区、管控区、防控区划定标准。第九版防控方案将两类风险区域划定标准和防控措施进行了衔接对应，整合统一使用高中低风险区的概念，形成新的风险区划定及管控方案。

三是完善了疫情监测的要求。加密高风险职业人群的核酸检测频次，在基层医疗卫生机构增加抗原检测作为疫情监测的补充手段。同时，方案里还明确了不同场景下区域核酸检测策略，对省会城市和千万级人口以上城市、一般城市、农村地区，分别明确了发生疫情后区域核酸检测的启动、终止条件及相应的核酸检测策略。

国信交运观点：

国家层面近期持续调整防疫政策，兼顾科学防疫与生产生活。本次对密接人员、入境隔离人员的隔离管控期的缩短力度大，对于出行的信心提振强。全国一盘棋同心防疫，不各自为政一刀切，对出行的恢复及出行需求的稳定性均有望产生较大程度的强化。

随着各地疫情逐步消退，出行逐步恢复，国内线客运航班量已经从4月份的底部区域迅速反弹，目前已经达到每天8000班以上。暑运将至，预计北京上海四机场航班量有望显著回升。2022年6月28日首都两场的航班执行率约为35%，上海虹桥两场执行率提高至15%左右，如北京、上海市场完全恢复，则全国民航有望基本回归正常水平。目前我国民航国内线市场航班量处于爬坡期，也是常态化防疫措施进一步优化后的第一个旺季观察期，如需求恢复顺利，7月中旬后国内线航班量就有望接近甚至超越2019年同期水平，暑运后半段行业景气度值得期待。

长期来看，疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放，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。

机场板块业绩修复的核心变量是国际航线复航带来的航空性收入及免税租金收入的复苏。入境人员隔离期大幅缩短后，国际线有序复苏终可提上日程，边际改善已经出现。

白云机场免税合约补充协议坚持高扣点，利好国际客恢复后的租金空间，也为其他机场下次免税谈判带来想象空间。

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。

投资建议

七月份各公司中报预告有望公布，且国内进一步放松对低风险地区人群流动限制，中报表现及出行复苏或是主导投资的主线。交运推荐出行板块受益标的国航、春秋、吉祥、白云机场，业绩表现最好的密尔克卫及受益于复工复产的快递板块标的圆通、顺丰；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。

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 07 月 01 日，我公司以自有资金投资持有“嘉诚国际”（603535）1649299 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