

强于大市

交通运输行业周报

局部疫情扰动未造成民航出行明显下滑，8 月以来国际航线稳步修复

海口市临时性静态管理时间延长至 13 日晚上 20 时，13 日起，海口美兰国际机场国内客运航班全面恢复常态化运行。航空出行市场扰动中修复，建议持续动态参与航空出行板块困境反转机会。

■ 核心观点：

①局部疫情扰动未造成民航出行明显下滑，8 月以来国际航线稳步修复。8 月 12 日 0—24 时，全国新冠肺炎本土确诊病例 646 例（海南 594 例）。我们认为，自 8 月 6 日三亚市实行静态管理后，海南省再无一例病例外溢到外省市，且根据最新防控措施，静态管控影响时间约为一周左右，说明新政策下新冠防控对出行的影响边际效应明显减弱，根据航班管家数据，预计下一周三亚航班量能恢复到暑运高峰期的 50% 左右。航司方面：8 月 12 日起，国航陆续恢复北京至伦敦、上海往返伦敦、北京往返首尔、北京往返法兰克福、北京往返东京航线；8 月以来，东航恢复了杭州-马尼拉，杭州-吉隆坡，青岛-大阪等多条国际航线；南航计划于 2022 年 8 月 17 日起恢复广州-伦敦航线，截至目前，南航国际航班已增加至每周 59 班（往返计为 2 班），通航国家增至 28 个。②7 月份，全国快递服务企业业务量完成 96.5 亿件，同比增长 8.0%；业务收入完成 898.2 亿元，同比增长 8.6%。1-7 月，全国快递服务企业业务量累计完成 608.6 亿件，同比增长 4.3%；业务收入累计完成 5880.4 亿元，同比增长 3.7%。

■ 行业高频动态数据跟踪：

①航空物流：8 月上旬航空货运班次环比回落近 10%，国际客改货航班微降
②航运港口：BDI 指数保持下跌态势，成品油运价格持续上涨。③快递物流：7 月主要上市快递公司件量同比呈现回升趋势，申通同比增速超 40%。④即时物流：高温酷暑天气，上海外卖平台发“解暑降温消费券”覆盖超市百货类商家。⑤航空出行：国内散发疫情防控有序，国际航线稳步开放。⑥公路铁路：8 月首周中国公路物流运价指数为 1040.05 点，比上周回升 0.06%。⑦交通新业态：快狗打车上半年网络货运订单增超 50%，公司最新月活环比正增长。

■ 投资建议：

动态参与航空出行板块困境反转机会。近期新冠防控方案优化，国际线航班有序增加，民航反弹趋势强劲。建议近期关注国内航空市场恢复预期增强带来的航空行业系统机会，长期关注细分航空出行市场的龙头。建议继续关注国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），关注低成本航司春秋航空（601021.SH）、支线龙头华夏航空（002928.SH）。

建议积极布局跨境物流供应链赛道机会。全球地缘政治格局发生深刻变化，产业布局与供应链演绎变革，未来中国与一带一路国家贸易有望持续增加。因此，中蒙俄、中非、中国与东盟等区域的跨境物流需求有望稳步增加。长期来看，要积极开展中国与一带一路国家开展跨境物流机会。重点推荐开展跨境矿石物流业务的嘉友国际（603871.SH），建议关注布局东南亚市场且深耕高景气制造业赛道的供应链服务商的海晨股份（300873.SZ）。

■ 风险提示：

新冠疫情反复发生、疫情防控政策变化、交通运输政策变化等产生的风险。

相关研究报告

《油运行业动态跟踪点评：油运复苏迹象明显，VLCC-TCE 运价时隔 1 年半首次转正》

20220810

《国际航线熔断措施优化，国际出行修复迎新曙光：新冠疫情对交通运输行业影响分析之三》 20220808

《交通运输行业周报：国内疫情呈现多地散发态势，短期扰动航空市场修复节奏但不影响长期复苏趋势》 20220808

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

目录

1 本周行业热点事件点评.....	5
1.1 局部疫情扰动未造成民航出行明显下滑，8月以来国际航线稳步修复.....	5
1.2 7月快递行业业务收入累计完成 898 亿元 同比增长 8.6%	7
2 行业高频动态数据跟踪.....	8
2.1 航空物流高频动态数据跟踪	8
2.2 航运港口高频动态数据跟踪	10
2.3 快递物流动态数据跟踪	12
2.4 即时物流动态数据跟踪	14
2.5 航空出行高频动态数据跟踪	16
2.6 公路铁路高频动态数据跟踪	17
2.7 交通新业态动态数据跟踪.....	18
3 交通运输行业上市公司表现情况	20
3.1 A 股交通运输上市公司发展情况	20
3.2 交通运输行业估值水平	20
4 投资建议.....	23
5 风险提示.....	24

图表目录

图 1-1. 全国本土当日新增新冠病例（日）	5
图 1-2. 北京当日新增新冠病例（日）	5
图 1-3. 国内航班计划及执飞架次（日）	5
图 1-4. 高速公路货车通行量（日）	5
图 1-5. 国内主要机场进出港执飞航班量及执行率（周）	6
图 1-6. 国内主要机场计划航班量（周）	6
图 2-1. 亚洲出入境航空货运指数（月）	8
图 2-2. 亚洲出入境航空货运价格指数（月）	8
图 2-3. 亚太至欧美航空货运平均价格指数（月）	8
图 2-4. 上海至欧美国家主要城市航空货运价格（月）	8
图 2-5. 货运航班执行量（日）	9
图 2-6. 货运航班理论业载量（月）	9
图 2-7. 国际线全货机和客改货航班架次变化（日）	9
图 2-8. 国际线出港客改货航班（日）	9
图 2-9. CCFI、SCFI 综合指数（周）	10
图 2-10. BDI 指数（日）	10
图 2-11. BDTI、BCTI 指数（日）	11
图 2-12. PDCI 综合指数（周）	11
图 2-13. 八大枢纽港集装箱吞吐量（旬）	12
图 2-14. 重点监测港口煤炭吞吐量（日）	12
图 2-15. 全国主要港口外贸货物吞吐量（月）	12
图 2-16. 全国主要港口集装箱吞吐量（月）	12
图 2-17. 快递业务量及同比增速（月）	13
图 2-18. 行业月度累计件量同比增速（月）	13
图 2-19. 快递业务收入及同比增速（月）	13
图 2-20. 快递业务量累计增速（月）	13
图 2-21. 典型快递上市公司单票价格（月）	14
图 2-22. 典型快递上市公司单票价格同比变化（月）	14
图 2-23. 快递行业集中度指数 CR8（月）	14
图 2-24. 典型快递上市公司市场占有率（月）	14
图 2-25. 顺丰同城月活用户数（月）	15
图 2-26. 达达快送月活用户数（月）	15
图 2-27. 美团优选月活用户数（月）	15

图 2-28. 生鲜电商即时配送月活用户数（月）	15
图 2-29. 我国国内航班计划及执飞架次（日）	16
图 2-30. 我国国际航班计划及执飞架次（日）	16
图 2-31. 美国国际航班计划及执飞架次情况（日）	16
图 2-32. 部分国家国际航班执飞架次情况（日）	16
图 2-33. 中国公路物流运价指数（周）	17
图 2-34. 高速公路货车通行量（日）	17
图 2-35. 全国铁路货运量（日）	18
图 2-36. 全国铁路货运周转量（月）	18
图 2-37. 运满满月活用户数（月）	18
图 2-38. 货拉拉月活用户数（月）	18
图 2-39. 快狗打车月活用户数（月）	19
图 2-40. 滴滴出行月活用户数（月）	19
图 2-41. 嘀嗒出行月活用户数（月）	19
图 2-42. 网约车市场格局变化（月）	19
图 3-1. 2022 年初以来交通运输各子行业表现	20
图 3-2. 交通运输行业估值（PE）及溢价情况	21
图 3-3. 交通运输行业与其他行业估值（PE）对比	21
图 3-4. 交通运输子行业估值（PE）对比	21
图 3-5. 不同市场交通运输行业指数估值（PE）对比	22

1 本周行业热点事件点评

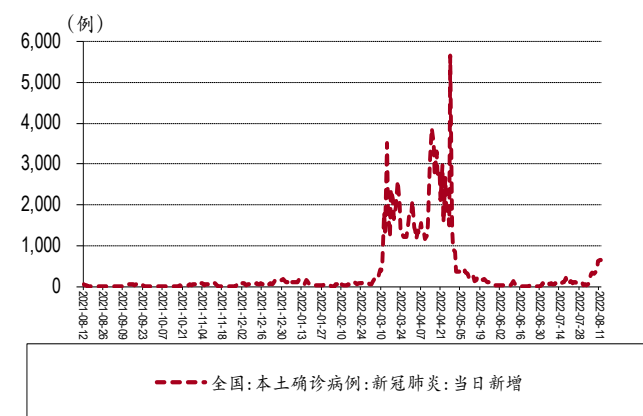
1.1 局部疫情扰动未造成民航出行明显下滑，8 月以来国际航线稳步修复

事件：海口市临时性静态管理时间延长至 13 日晚上 20 时，13 日起，海口美兰国际机场国内客运航班全面恢复常态化运行。

我们的观点：一是国内疫情呈现多地散发态势，航空出行市场修复受到扰动。8 月 12 日 0—24 时，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增新冠肺炎本土确诊病例 646 例（海南 594 例，广东 12 例，江西 9 例，浙江 7 例，四川 5 例，重庆 4 例，西藏 4 例，内蒙古 2 例，福建 2 例，青海 2 例，新疆 2 例，上海 1 例，江苏 1 例，广西 1 例）。我们认为，自 8 月 6 日三亚市实行静态管理后，海南省再无一例病例外溢到外省市，且根据最新防控措施，静态管控影响时间约为一周左右，说明新政策下新冠防控对出行影响的边际效应明显减弱，根据航班管家数据，预计下一周三亚航班量能恢复到暑运高峰期的 50% 左右。航司方面：8 月 12 日起，国航陆续恢复北京至伦敦、上海往返伦敦、北京往返首尔、北京往返法兰克福、北京往返东京航线；8 月以来，东航恢复了杭州-马尼拉，杭州-吉隆坡，青岛-大阪等多条国际航线；南航计划于 2022 年 8 月 17 日起恢复广州-伦敦航线，截至目前，南航国际航班已增加至每周 59 班（往返计为 2 班），通航国家增至 28 个。

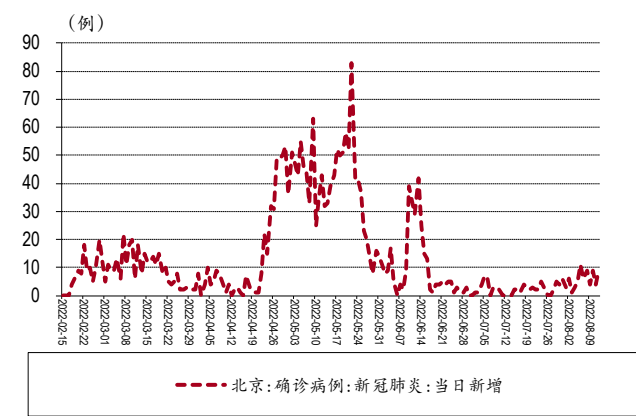
货运物流受新冠疫情及管控措施的影响边际减弱，逐步进入伴疫情常态均衡状态。根据交通运输部发布数据显示，本周（8.06-8.12）日均高速公路货车通行量 698.74 万辆，周环比-1.78%，本周，公路物流需求总体平稳，运力供给略有回调，运价指数波动较小。

图 1-1. 全国本土当日新增新冠病例（日）



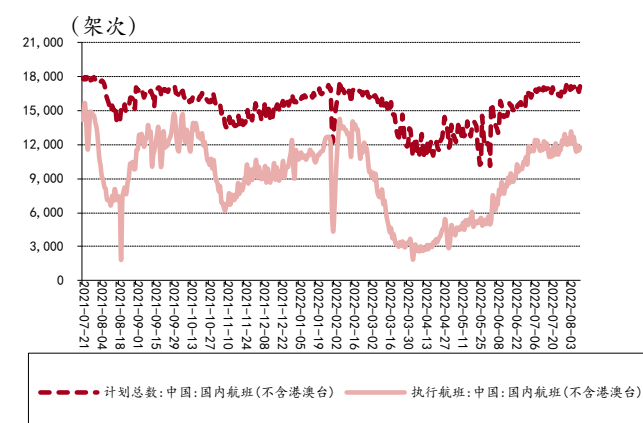
资料来源：万得，中银证券

图 1-2. 北京当日新增新冠病例（日）



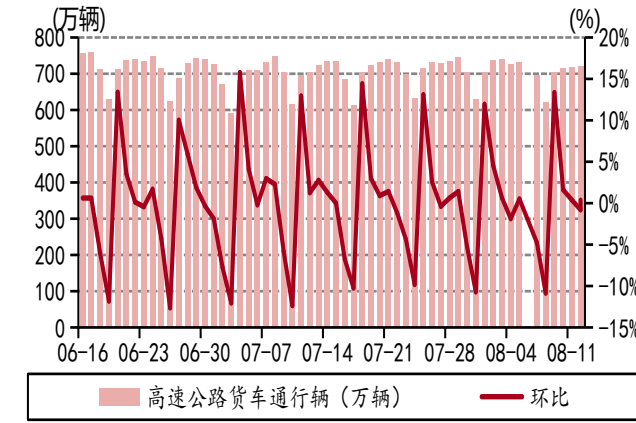
资料来源：万得，中银证券

图 1-3. 国内航班计划及执飞架次（日）



资料来源：万得，中银证券

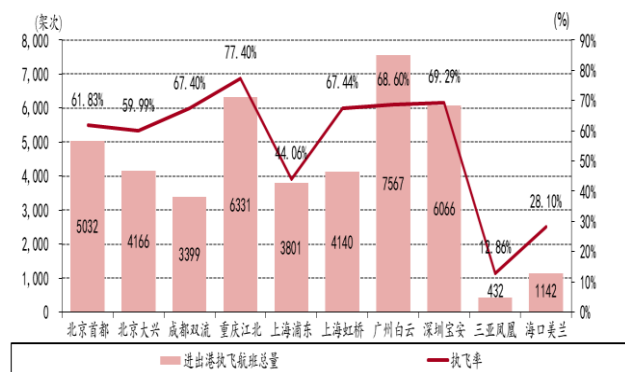
图 1-4. 高速公路货车通行量（日）



资料来源：交通运输部，中银证券

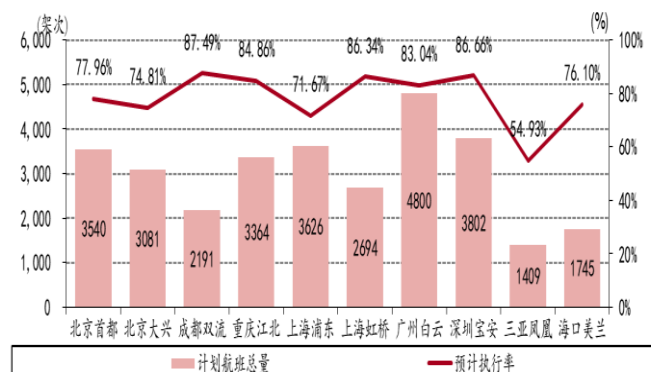
二是三亚凤凰航班锐减，白云机场日均旅客量仍保持第一位。本周（8.06-8.12）白云机场进出港航班执飞总量达 7557 架次，执飞率为 68.67%。本周（8.06-8.12）各枢纽机场国内航班量环比变化：首都+3.84%，浦东+20.97%，白云+3.22%，双流+15.57%，宝安+9.08%，虹桥+14.81%，海口-62.81%，三亚-84.55%。受暑运客流增长影响，今年 7 月白云机场共起降航班 3.1 万架次，日均起降 1002 架次；共接送旅客 325.7 万人次，日均 10.5 万人次。单日最高峰的 7 月 8 日，接送旅客量达 12.67 万人次。今年 1-7 月共接送旅客约 1560 万人次，在全国机场中排名第一。

图 1-5. 国内主要机场进出港执飞航班量及执行率（周）



资料来源：万得，中银证券

图 1-6. 国内主要机场计划航班量（周）



资料来源：万得，中银证券

三是民航局调整国际航班机组隔离 14+7 为 7+3、上海全市疫情风险区清零，叠加航空燃油附加费下调和国际定期客运航线熔断措施优化，多重利好因素助力疫后航空市场修复长期趋势。8 月 3 日，民航局发布了《运输航空公司、机场疫情防控技术指南（第九版）》，将国际/地区入境航班均评定为高风险航班，根据国际/地区航班机组人员执勤类型实施分级分类精准管控，将入境后 14 天集中隔离缩短为 7 天集中隔离，7 天健康监测缩短为 3 天健康监测。此外，2022 年 8 月 7 日零时起，上海全市疫情风险区“清零”，全市实施常态化防控措施，叠加国内航线燃油附加费下调，预计长三角民航客运将得到进一步修复。同时，8 月 7 日，民航局优化调整了国际定期客运航线熔断措施，传递了国际线逐步优化开放的趋势信号。我们认为，暑运期间，三亚、新疆等暑运客流重要流向地疫情爆发，一定程度上阻碍了民航客运修复，但从疫情好转后客流的反弹趋势中可以看出，国内民航市场强劲的修复动能和未来有望进一步扩大的市场需求，同时国际线政策优化、疫苗接种率提升及新冠口服审批进展推进，国际航空市场恢复也值得期待。

投资建议：动态参与航空出行板块的反转机会。建议继续关注国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），关注低成本航空公司春秋航空（601021.SH）、支线龙头华夏航空（002928.SH）。估值角度来看，关注南方航空（600029.SH）、中国东航（600115.SH）、白云机场（600004.SH）。

1.2 7月快递行业业务收入累计完成 898 亿元 同比增长 8.6%

事件：8月12日，国家邮政局公布 2022 年 7 月邮政行业运行情况

我们的观点：一是 7 月快递行业营收 898 亿元，同比增长 8.6%。1-7 月，全国快递服务企业业务量累计完成 608.6 亿件，同比增长 4.3%；业务收入累计完成 5880.4 亿元，同比增长 3.7%。7 月份，全国快递服务企业业务量完成 96.5 亿件，同比增长 8.0%；业务收入完成 898.2 亿元，同比增长 8.6%。

二是异地业务和中西部业务增速领跑。1-7 月，同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的 12.0%、86.3%和 1.7%；业务收入分别占全部快递业务收入的 6.6%、49.1%和 10.8%。同城快递业务量比重同比下降 1.2pct，异地快递业务量比重同比上升 1.6pct，国际/港澳台业务量比重同比下降 0.4pct。1-7 月，东、中、西部地区快递业务量比重分别为 77.1%、15.4%和 7.5%，业务收入比重分别为 77.4%、13.3%和 9.3%。东部地区快递业务量比重同比下降 1.5pct，快递业务收入比重下降 1.1pct；中部地区快递业务量比重上升 1.2pct，快递业务收入比重上升 0.6pct；西部地区快递业务量比重上升 0.3pct，快递业务收入比重上升 0.5pct。

投资建议：关注物流快速全赛道布局的顺丰控股（002352.SZ）和 A 股快递公司中市占率相对领先的韵达股份（002120.SZ）和圆通速递（600233.SH）。

2 行业高频动态数据跟踪

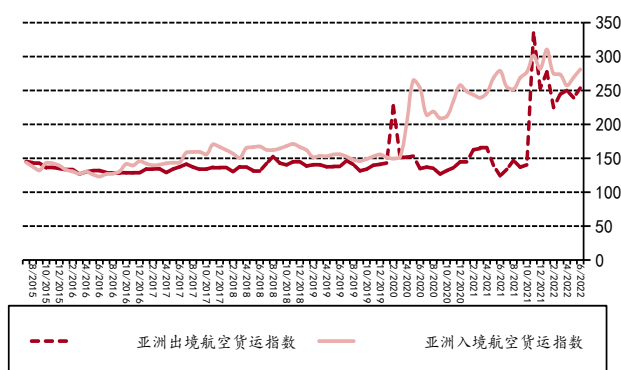
2.1 航空物流高频动态数据跟踪

2.1.1 价格：亚太至欧美航空货运价格呈现下降趋势

2022 年以来跨境航空货运需求有所减弱，6 月以来国内疫情反弹，制造业、物流、机场等领域运行受到一定程度影响，同时海外需求总体疲软，航空运价保持平稳。根据彭博数据显示，2022 年 6 月，亚洲出境航空货运价格指数为 253.5，月环比+14.2%；亚洲入境航空货运价格指数为 281.2，月环比+12%。据 Drewry 航空货运价格数据显示，2022 年 6 月，上海-北美、上海-欧洲航空货运价格分别为 8.7 美元/公斤、9.3 美元/公斤，月环比-12.74%、-0.01%，同比+21.68%、+19.85%。我们认为，亚太-美洲航线运力两年来一直稳定在疫情新常态的正常水平：较疫情前的明显变化为，整体运力比例中货机远远高于客机腹舱运力。此外，八月上旬至八月中旬，随着中国国际航线逐步修复，预计客机腹舱运力有所增加。

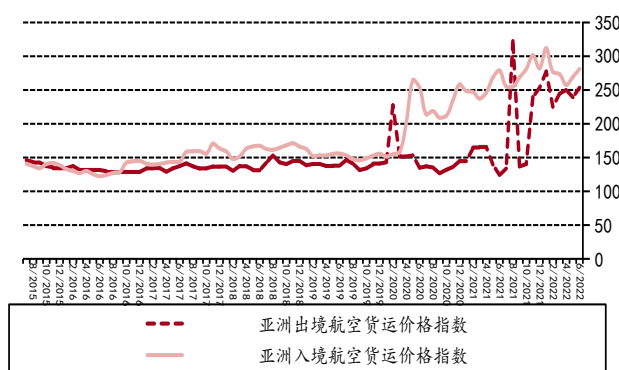
受新冠新型变异毒株奥密克戎出现影响，国际客机腹舱运力恢复预期持续延后，叠加国家民航局“客改货”调整等因素影响，航空运力总体呈现紧张局面，目前航空货运价格处于相对高位水平，但受海外需求有所回落，叠加 4 月以来国内多地疫情反弹，制造业、物流、机场等领域运行受到一定程度影响，航空运价呈现环比回落趋势。中长期来看，我国跨境电商物流行业具备高成长性，市场空间广阔，电商产品出口运输需求仍有释放动力，同时高端制造、国际海鲜冷链需求稳步增加，航空物流仍处于长期成长赛道。

图 2-1. 亚洲出入境航空货运指数（月）



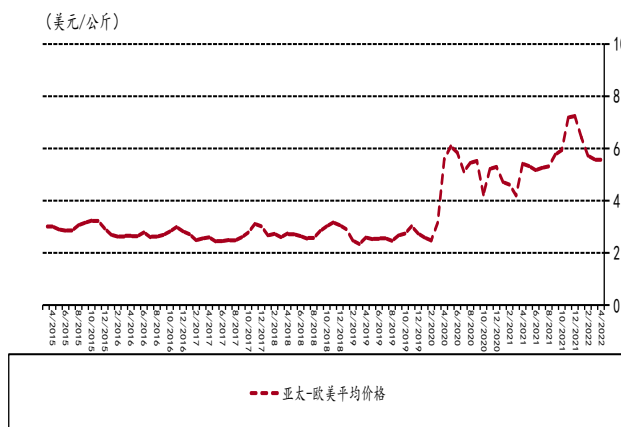
资料来源：Bloomberg，中银证券

图 2-2. 亚洲出入境航空货运价格指数（月）



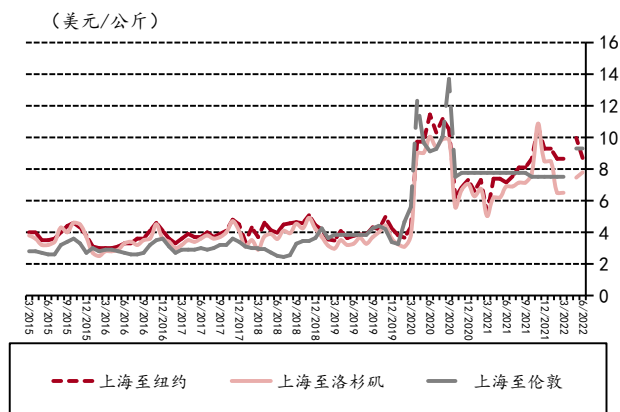
资料来源：Bloomberg，中银证券

图 2-3. 亚太至欧美航空货运平均价格指数（月）



资料来源：Bloomberg，Drewry，中银证券

图 2-4. 上海至欧美国家主要城市航空货运价格（月）



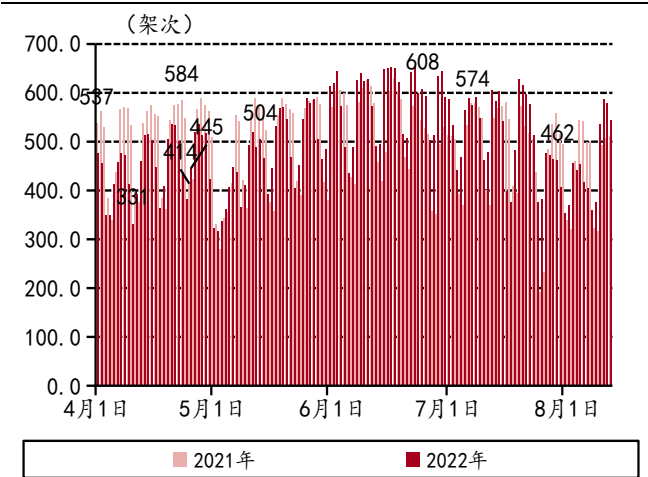
资料来源：Bloomberg，Drewry，中银证券

2.1.2 量：8月上旬航空货运班次环比回落近10%，国际客改货航班微降

8月航空货运航班架次月环比均有所回落，月环比回落近10%。根据航班管家数据显示，2022年8月1日至12日，日均执飞货运航班460架次，同比+3.12%，月环比-9.44%。

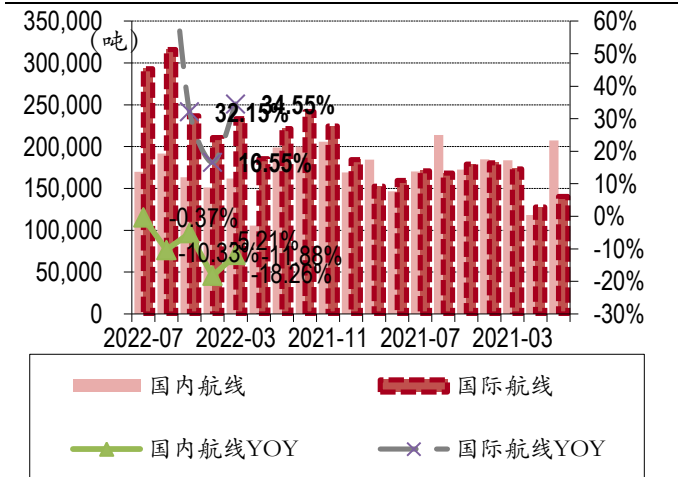
2022年7月国际货运运力同比增长超70%。根据航班管家数据显示，2022年1月至7月，航空货运执飞航班架次分别同比+7.9%、+11.46%、+1.35%、-5.54%、+5.26%、+18.60%、+19.36%。其中：国内航线架次同比-7.07%、-10.61%、-14.98%、-20.61%、-10.22%、-11.35%、-3.99%，国际航线架次同比63.68%、64.23%、44.44%、29.54%、41.14%、+103.38%、+73.87%。执飞货机理论业载量同比+18%、+18%、+11%、-2%、+13%、+31%、+34%，其中：国内航线理论业载量同比-4%、-11%、-12%、-18%、-5%、-10%、-0.37%，国际航线理论业载量同比58%、45%、35%、17%、32%、+86%、+71.47%。

图 2-5. 货运航班执行量（日）



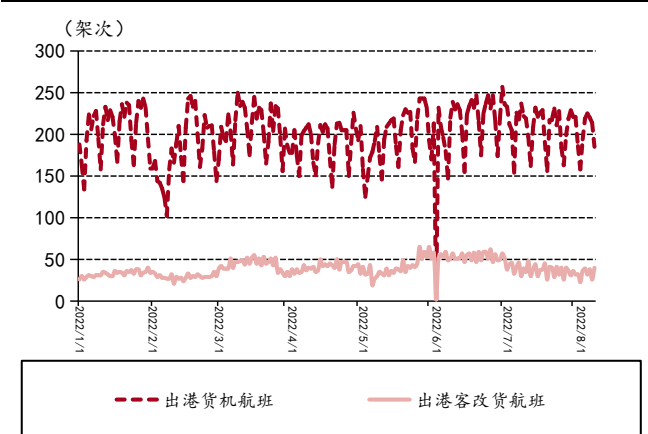
资料来源：航班管家，中银证券

图 2-6. 货运航班理论业载量（月）



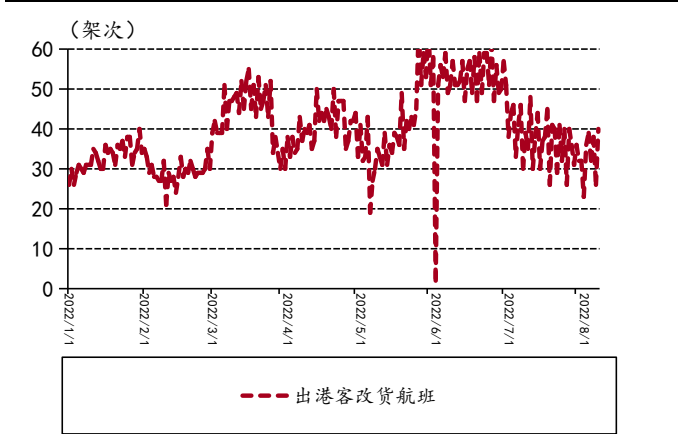
资料来源：航班管家，中银证券

图 2-7. 国际线全货机和客改货航班架次变化（日）



资料来源：OAG，中银证券

图 2-8. 国际线出港客改货航班（日）



资料来源：OAG，中银证券

6、7月民航货运恢复程度较高，6月民航货邮运输总体规模已恢复至2019年同期的89.7%，8月以来货机航班月环比微降。根据OAG数据显示，2022年8月1日至7日，国际进出港货运航班3177架次，日均454架次；其中出港货机航班234架次（日均33架次），出港客改货航班234架次（日均33架次），进港货机航班1311架次（日均187架次）。2022年6月国际货运航班环比回升明显，4-7月国际进出港货运航班分别为8325、8963、12690、14840架次，日均255、289、423、478架次；其中出港货机航班5961、6121、6334、6474架次（日均193、197、211、209架次），出港客改货航班1248、1274、1551、1144架次（日均41、41、52、37架次），进港货运航班日均架次为1083、1341、3920、6106（日均36、43、131、197架次）。

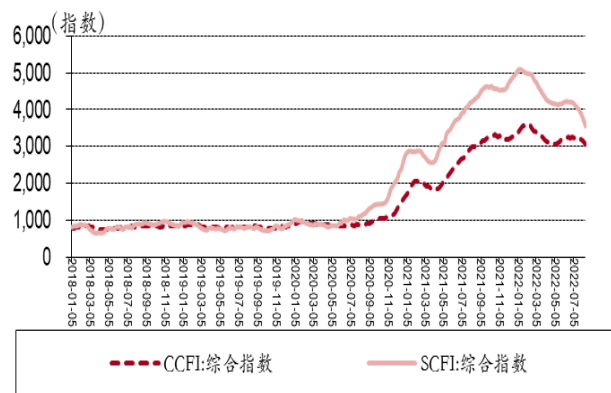
2.2 航运港口高频动态数据跟踪

2.2.1 价：BDI指数保持下跌态势，成品油运价格持续上涨

集运：SCFI指数报收3562.67点，8月集运价格保持回落态势。2022年8月12日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收3562.67点，周环比-4.73%，同比-16.79%；中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收3073.28点，周环比-2.85%，同比+3.18%。

我们认为，国内疫情多点散发，全面恢复持续受到扰动，叠加海外通胀压力加剧，需求明显下滑，集运价格呈现稳中回落态势。总体来看，疫情仍然是影响航运需求和供给的重要变量之一，全球经济复苏取决于疫情发展进程及各国防疫措施，目前国外采取相对比较宽松防疫措施，有利于恢复经济活动秩序，国外港口拥堵有望持续改善，但经济复苏仍需时间，集运面临供给逐步改善但需求提升不足的局面，集运运价将大概率逐步呈现回落态势。

图 2-9. CCFI、SCFI 综合指数（周）



资料来源：万得，中银证券

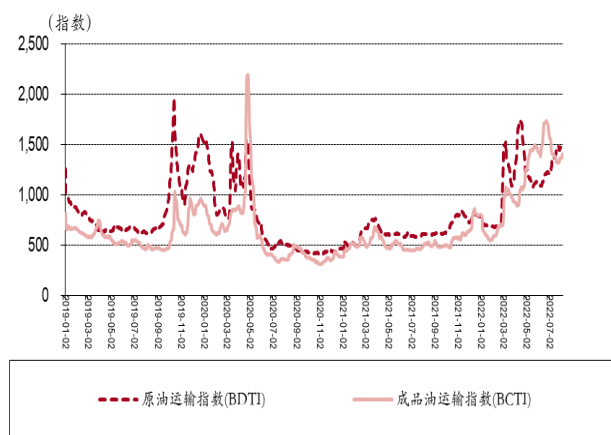
图 2-10. BDI 指数（日）



资料来源：万得，中银证券

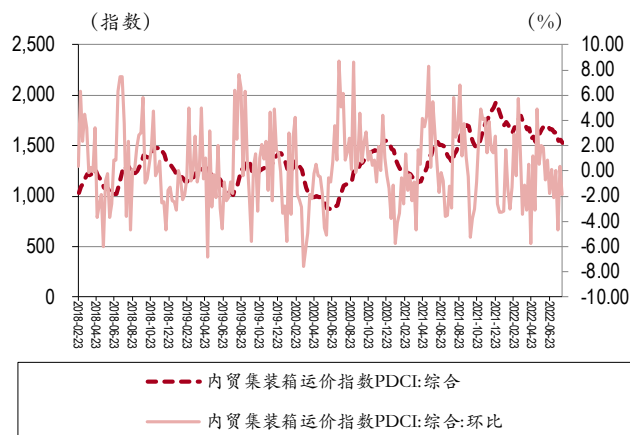
干散货：BDI指数保持持续下跌态势，报收1477.00点。2022年8月12日，波罗的海干散货指数（BDI）报收1477.00点，周环比-9.65%，同比-57.84%，BDI指数环比、同比均呈现下跌态势，由于全球经济面临着较大下行风险，消费者信心减弱和供应链拥堵，今年全球海运集装箱需求将放缓，港口与仓库的库存持续增加。我们认为，印尼48家煤矿因未履行国内市场义务而无法出口煤炭，加上欧盟禁止俄罗斯煤炭进口，这使得未来几个月里印度和中国更有可能从俄罗斯购买煤炭。头号煤炭出口国印度尼西亚占到2021年全球煤炭运输量的近三分之一，占到干散货需求的8%。供应格局变化将推动全球煤炭运输的平均航行距离和整体散货需求上升。

图 2-11. BDTI、BCTI 指数（日）



资料来源：万得，中银证券

图 2-12. PDCI 综合指数（周）



资料来源：万得，中银证券

油运：成品油运价格持续上涨，BCTI 指数报收 1423 点。2022 年 8 月 12 日，原油运输指数 (BDTI)、成品油运输指数 (BCTI) 分别报收 1475 点、1423 点，周环比+0.38%、+3.29%，同比+142.60%、+178.47%，油运价格相比 2021 年同期大幅上涨。总体而言，俄乌冲突影响全球贸易格局，俄罗斯石油出口或将由欧洲转向亚洲，欧洲国家寻求美湾、西非等地原油供应以替代缺口，更长的运距或将利好油轮运价。然而全球经济增长前景悲观引发原油需求放缓的担忧，全球原油海运贸易量下降将对运价上升形成压力，运价存在震荡回落风险。

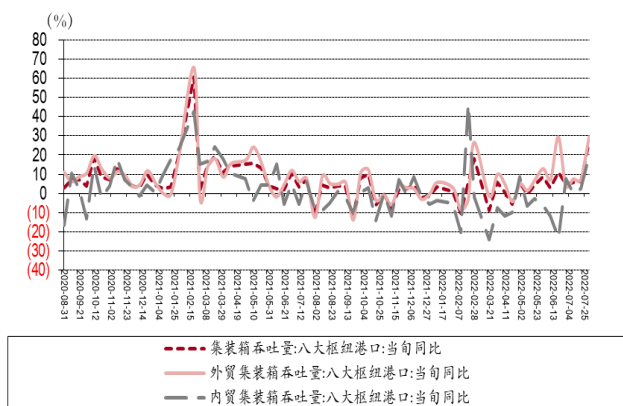
内贸集运：内贸集运价格周环比微降，PDCI 指数报收 1530 点。2022 年 8 月 5 日，中国内贸集装箱运价指数 (PDCI) 为 1530 点，周环比-1.86%，同比+8.51%。

2.1.2 量：8 月上旬八大枢纽港口集装箱吞吐量增速放缓，长江枢纽港口吞吐量增速放缓

8 月上旬，沿海八大枢纽港口集装箱吞吐量同比增长 0.8%。其中，外贸业务同比增加 0.2%；内贸同比增长 2.7%。本期集装箱吞吐量增速明显放缓，一是由于华南地区港口因台风影响临时性停工；二是据长三角港口反馈进入 8 月以来外贸货源增长乏力，集装箱班轮航线舱位相对充足且运价下行；三是国家统计局发布的 7 月份制造业新订单指数为 48.5%，降至临界点以下，表明制造业市场需求有所回落。

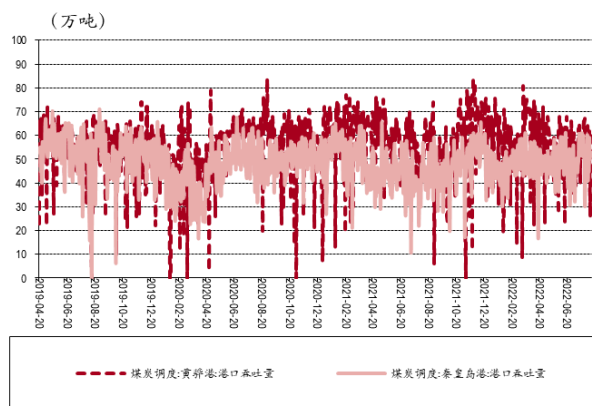
8 月上旬，长江枢纽港口生产持续回升。南京、武汉、重庆三港货物吞吐量合计同比增加 8.4%，其中重庆增长 28.3%；三港集装箱吞吐量合计增加 6.8%。上旬，江浙沪等地出现阶段性高温，沿海电厂日耗持续攀升，煤炭市场需求增加。本期，秦皇岛港与神华黄骅港煤炭吞吐量同比增加 13.3%，其中秦皇岛港同比增长 17%。港口库存总体充足且环比增加，8 月 10 日，两港库存同比增加 26%，较 7 月 31 日增加 3.1%，其中秦皇岛港库存 535 万吨。

图 2-13. 八大枢纽港集装箱吞吐量（旬）



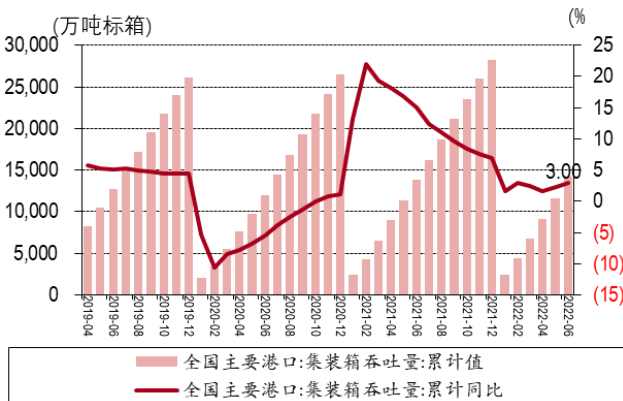
资料来源：万得，中银证券

图 2-14. 重点监测港口煤炭吞吐量（日）



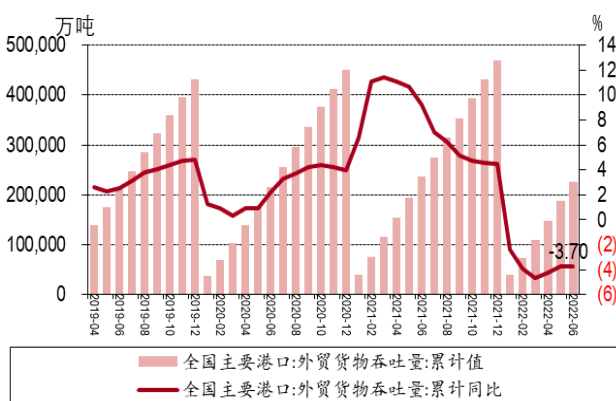
资料来源：万得，中银证券

图 2-15. 全国主要港口外贸货物吞吐量（月）



资料来源：万得，中银证券

图 2-16. 全国主要港口集装箱吞吐量（月）



资料来源：万得，中银证券

2.3 快递物流动态数据跟踪

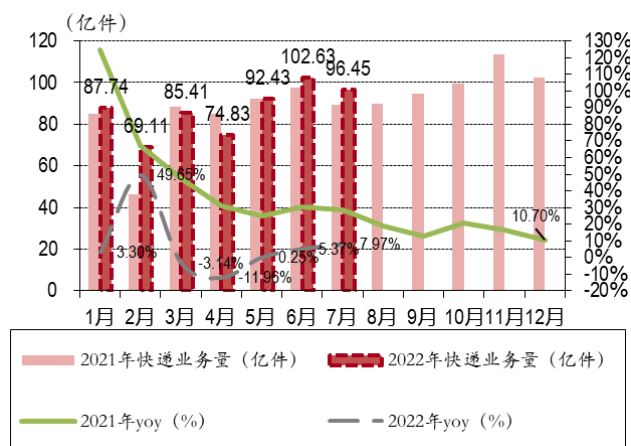
2.3.1 快递业务量及营收

8 月日均快递业务量环比 7 月略有下降。交通运输部发布物流保畅通通数据显示，2022 年 8 月 1 日至 12 日，邮政揽收快递包裹 36.21 亿件（日均 3.02 亿件），投递快递包裹 34.95 亿件（日均 2.92 亿件）。我们认为，进入 8 月以来，受传统业务淡季影响叠加多地疫情散发，一定程度上造成了快递件量下降。

8 月 12 日，国家邮政局公布了 2022 年 7 月邮政行业运行情况。7 月份，全行业业务收入完成 1134.2 亿元，同比增长 13.3%；业务总量完成 1207.4 亿元，同比增长 10.9%。7 月份，全国快递服务企业业务量完成 96.5 亿件，同比增长 8.0%；业务收入完成 898.2 亿元，同比增长 8.6%。此外，各大快递公司也陆续发布上半年业绩报告，从快递业“半年报”可以看出，随着需求逐步恢复，快递市场正在回暖。

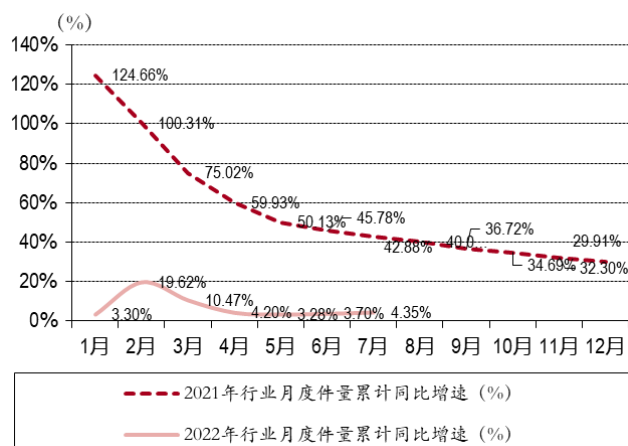
2022 年 7 月主要上市快递公司件量同比呈现回升趋势，申通同比增速超 40%。2022 年 7 月，韵达、圆通、申通、顺丰的件量规模分别为 17.14 亿件、16.72 亿件、12.88 亿件、11.20 亿件，同比分别+10.37%、+19.69%、+44.23%、+31.61%。较 6 月行业件量增速（+8%），韵达、圆通、申通、顺丰等上市公司同比增速均跑赢行业水平。

图 2-17. 快递业务量及同比增速（月）



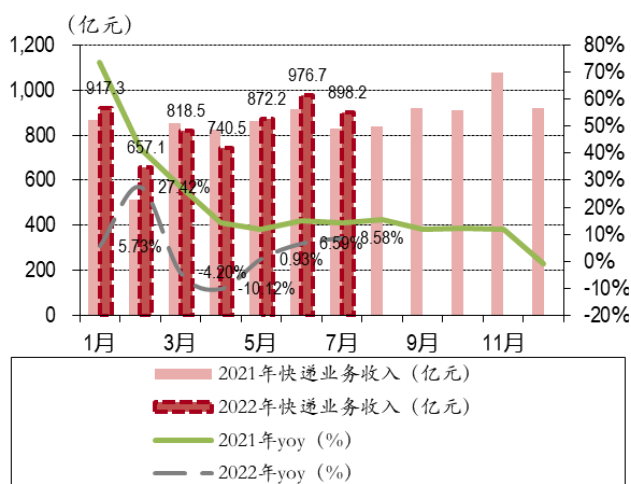
资料来源：万得，中银证券

图 2-18. 行业月度累计件量同比增速（月）



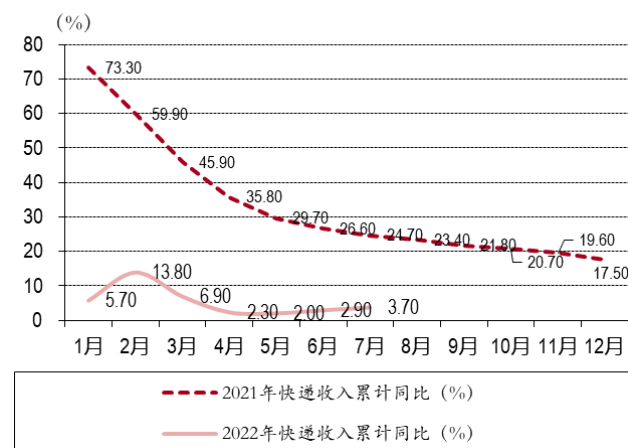
资料来源：万得，中银证券

图 2-19. 快递业务收入及同比增速（月）



资料来源：万得，中银证券

图 2-20. 快递业务量累计增速（月）

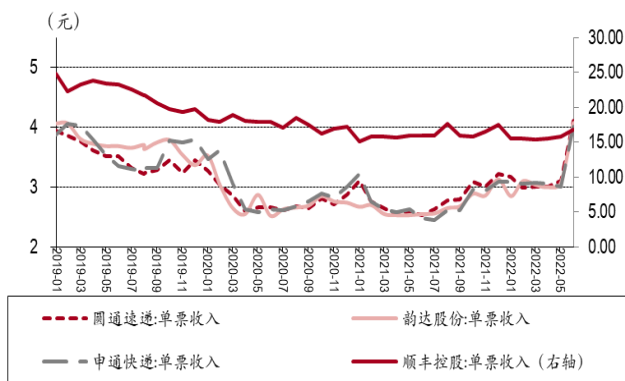


资料来源：万得，中银证券

2.3.2 快递价格

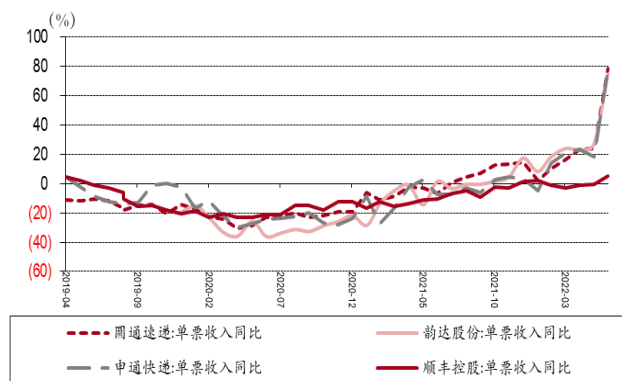
通达系快递单价同比增速超 70%，顺丰单价同比小幅回升。2022 年 7 月，圆通、韵达、申通、顺丰的单票价格分别为 3.61 元/票、3.57 元/票、3.51 元/票、16.81 元/票，同比分别+78.71%、+75.00%、+78.17%、+5.33%。我们认为，随着电商去中心化、极兔和百世整合带来行业格局优化、政策引领高质量发展等深刻变化，快递行业经营导向和投资导向均发生了较大转变，利润率从下行触底到显著回升，市场竞争进一步缓解。电商快递已经步入格局均衡阶段，可预见的时间内不再具备价格战的基础，企业经营从“量”竞争转变到“质”的竞争。

图 2-21. 典型快递上市公司单票价格（月）



资料来源：万得，中银证券

图 2-22. 典型快递上市公司单票价格同比变化（月）



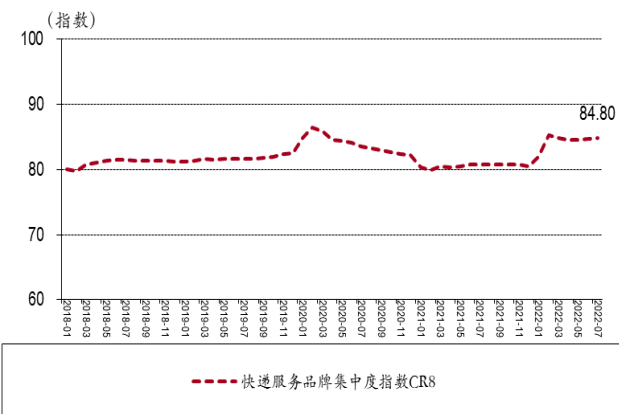
资料来源：万得，中银证券

2.3.3 快递行业市场格局

7 月快递业 CR8 为 84.8，市场集中度进一步提升。2022 年 7 月，快递行业 CR8 为 84.8，较 7 月（84.7）环比略微提升，处于阶段性高位。当前，价格监管政策生效、竞争格局进一步出清的逻辑继续，一线头部公司市场份额整体回升，头部电商快递业务量优势有望增厚业绩。

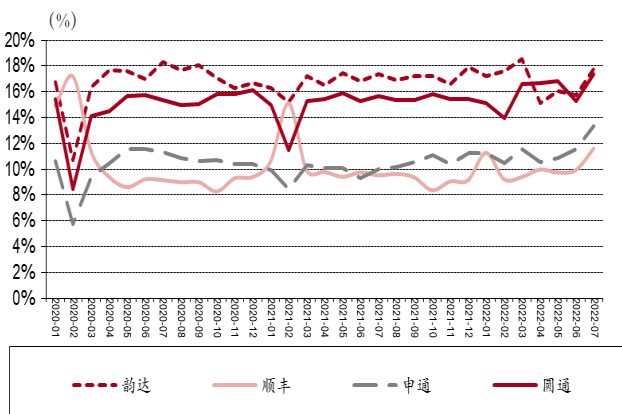
7 月韵达和圆通市占率超过 17%，达到阶段性高位。2022 年 7 月，韵达、顺丰、申通、圆通的市占率分别为 17.77%、11.61%、13.35%、17.33%。环比 6 月，韵达、顺丰、申通、圆通的市占率均有所上升，其中韵达市占率上升最高，达 2.04pct。

图 2-23. 快递行业集中度指数 CR8（月）



资料来源：万得，中银证券

图 2-24. 典型快递上市公司市场占有率（月）



资料来源：万得，中银证券

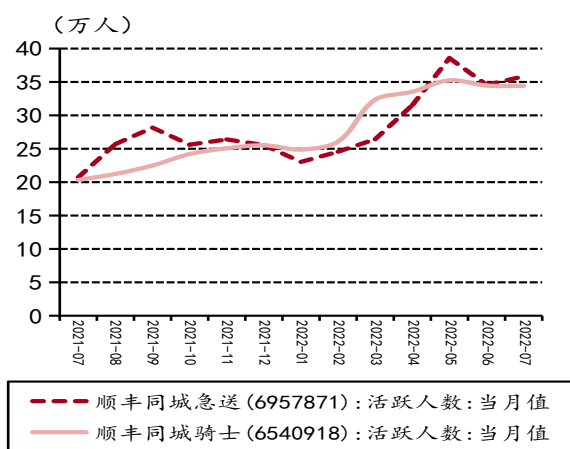
2.4 即时物流动态数据跟踪

高温酷暑天气，上海外卖平台发“解暑降温消费券”覆盖超市百货类商家。为迎合市场需求，帮助市民们降温消暑，美团外卖将在 8 月 13 日至 8 月 31 日为上海市民发放夏日冰品优惠券，助推上海夏日消费经济发展。数据显示，最近一个月内夏日最受欢迎的“消暑三件套”——雪糕、啤酒和饮料销售非常火爆，相较上月分别增长了 10%、16%、25%，部分品类销量甚至飙升了 47 倍。美团外卖数据数据显示，每天凌晨 0 点-2 点是啤酒销量第一个高峰，占全天销量近 10%。晚上 6-11 点销量占全天超 5 成，销量最高峰出现在晚上 6-9 点。其中，上海地区最近一个月销量增速最高的品牌是乌苏啤酒，上涨近 72%。从订单来源来看，上海市民更偏爱从“世纪华联超市”购买。啤酒销量 TOP10 商家中，世纪华联超市占 8 家，销量增速最快的店铺，环比增速最高达 4708%。我们认为，世纪华联外卖订单量最高的原因是其送达耗时最短，从中可以看出，同城配送竞争核心依然是“时效”，在各商超平台商品同质化较为明显时，配送的时效和质量保证成为影响人们选择的首要因素。

伴疫情时代下，生活物资的即时配送需求将呈现台阶式上升趋势，城市群周边前置仓储网络优化完善、仓储物流自动化智能化水平提升有望加速，居民生活物资需求将进一步转移至线上，支撑于必需生活用品的即时配送物流需求有望持续提升。根据通联数据显示，7月美团优选月活用户数为800.66万人，环比+4.64%。2022年7月，盒马、京东到家、每日优鲜、叮咚买菜的月活用户数分别为1958.45、774.63、73.27、725.37万人，同比+13.93%、-26.69%、-35.48%、-16.22%。可见，生鲜电商自有物流运力已经率先呈现增长态势，其未来成长性一定程度取决于疫情进展及防控措施的动态变化。

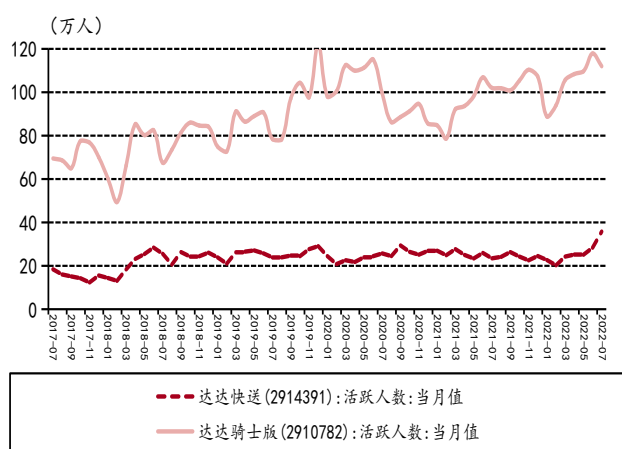
未来受疫情影响形成的生活方式惯性影响，即时配送第三方物流有望进入成长赛道。根据通联数据显示，2022年7月顺丰同城急送、顺丰同城骑士月活用户数分别为35.84、34.42万人，同比+72.81%、+69.31%，月环比+3.64%、-0.15%；7月达达快送、达达骑士版月活用户数分别为35.80、111.98万人次，同比+52.67%、+9.77%，月环比+26.28%、-5.01%。

图 2-25. 顺丰同城月活用户数（月）



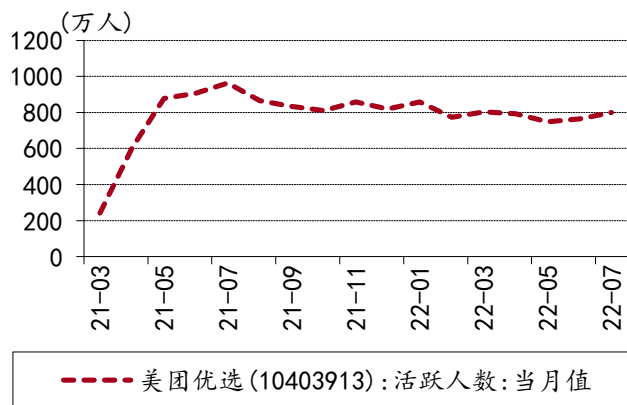
资料来源：通联数据，中银证券

图 2-26. 达达快送月活用户数（月）



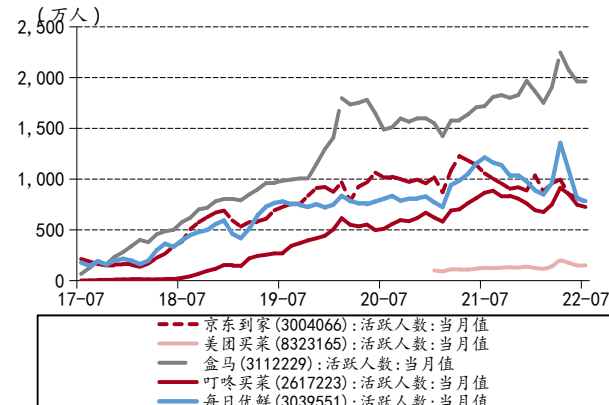
资料来源：通联数据，中银证券

图 2-27. 美团优选月活用户数（月）



资料来源：通联数据，中银证券

图 2-28. 生鲜电商即时配送月活用户数（月）



资料来源：通联数据，中银证券

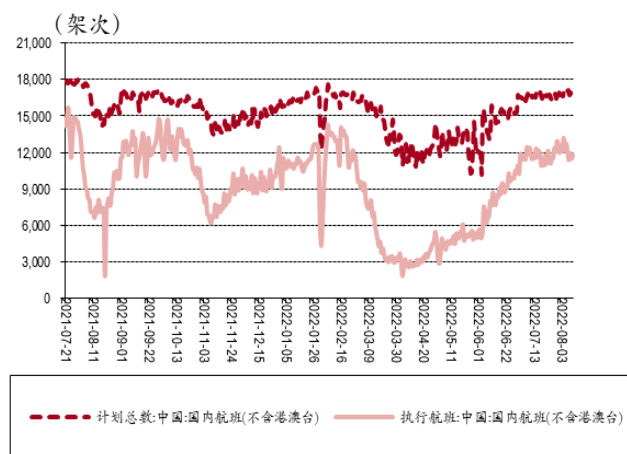
2.5 航空出行高频动态数据跟踪

2.5.1 我国航空出行修复进程

受三亚静态管理影响，暑期周航班量有所回落，但仍然超过去年同期近 50%。数据显示，截至 2022 年 8 月 12 日，本周(8 月 6 日至 8 月 12 日)国内日均执飞航班 11915 架次，周环比-4.33%，同比+56.38%。8 月，国内航班日均执飞起降 12135 架次，同比+43.39%。**2022 年上半年民航客运量同比减少近五成。**根据中国民航局数据显示，2022 年上半年，累计民航客运量为 1.18 亿人次，同比-51.9%，相比疫情前(2019 年同期)-63.35%。**2021 年民航客运量恢复至疫情前七成。**2021 年受新冠疫情影响国内民航客运总量有所下降，民航客运总规模为 4.4 亿人，同比下降 33.22%。

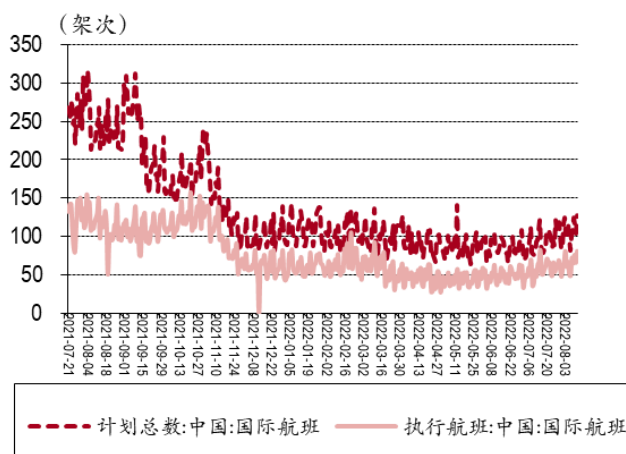
国内散发疫情防控有序，国际航线稳步开放。根据航班管家数据显示，本周(8 月 6 日至 8 月 12 日)我国国际航班日均执飞航班 66 架次，周环比+4.55%，同比-45.88%。航司方面：8 月 12 日起，国航陆续恢复北京至伦敦、上海往返伦敦、北京往返首尔、北京往返法兰克福、北京往返东京航线；8 月以来，东航恢复了杭州-马尼拉，杭州-吉隆坡，青岛-大阪等多条国际航线；南航计划于 2022 年 8 月 17 日起恢复广州-伦敦航线，截至目前，南航国际航班已增加至每周 59 班(往返计为 2 班)，通航国家增至 28 个。

图 2-29. 我国国内航班计划及执飞架次(日)



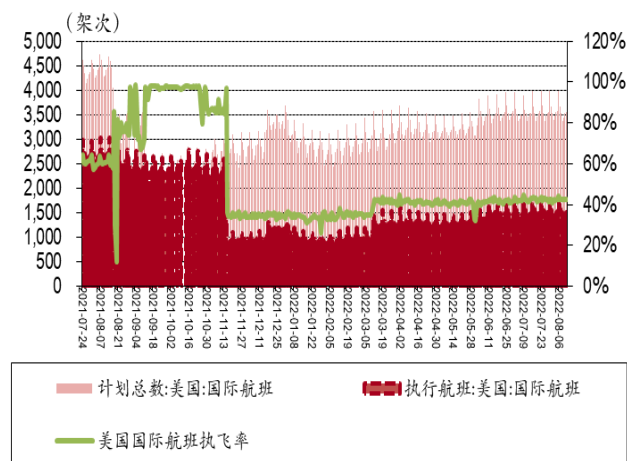
资料来源：万得，中银证券

图 2-30. 我国国际航班计划及执飞架次(日)



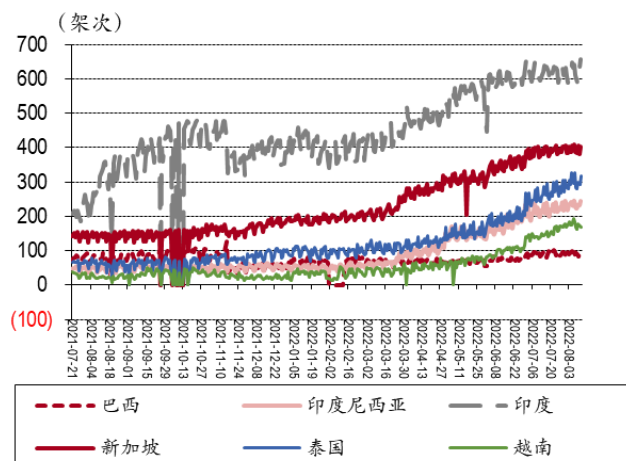
资料来源：万得，中银证券

图 2-31. 美国国际航班计划及执飞架次情况(日)



资料来源：万得，中银证券

图 2-32. 部分国家国际航班执飞架次情况(日)



资料来源：万得，中银证券

2.5.2 国外航空出行修复进程

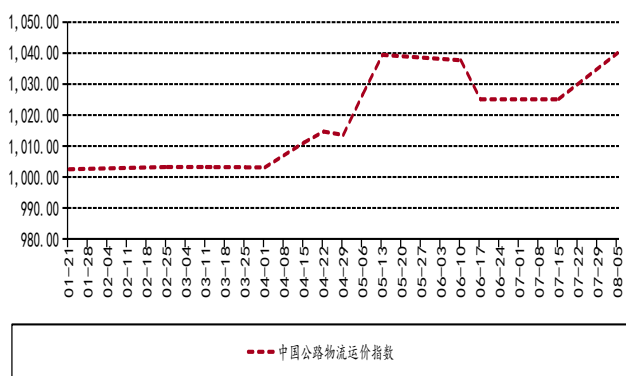
美国国际航班执飞架次呈现平稳恢复态势。数据显示，截至 2022 年 8 月 12 日，本周（8 月 6 日至 8 月 12 日）美国国际航班日均执飞航班 1530 架次，周环比+0.86%，同比-4.74%。2022 年 8 月美国国际航班日均执飞 1505 架次，同比-39.26%。相比 2021 年美国国际航线也出现了的大幅下滑现象，特别是 2021 年 11 月中旬出现断崖式下降，主要原因是当时奥密克戎病毒在美国迅速蔓延，造成航司取消和延迟大量航班。与此同时，进入 2022 年，新加坡、印度、泰国等国家国际航班呈现恢复态势。

2.6 公路铁路高频动态数据跟踪

2.6.1 公路整车货运流量变化

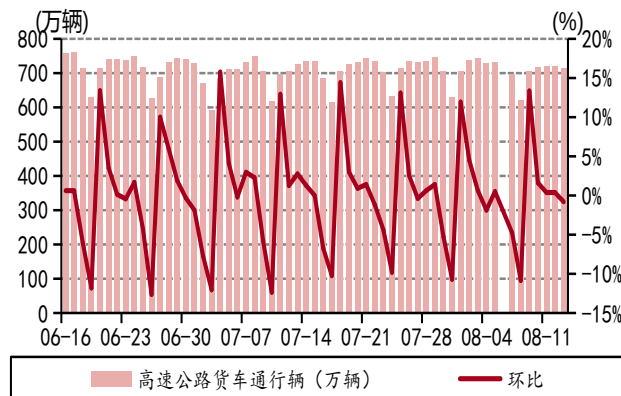
2022 年 8 月 1 日-8 月 5 日中国公路物流运价指数为 1040.05 点，比上周回升 0.06%。综合来看，进入 8 月份受传统淡季和季节性因素影响，公路运输市场供需两端有所放缓，传统公路运输需求依旧偏弱，但近期疫情反复和油价持续高位短期因素叠加效应逐步显现，运输成本持续推高，带动运价指数持续回升，7 月当月已回升至年内最高水平，物流企业经营压力整体依旧较大。8 月以来高速公路货车通行量周环比基本持平。根据交通运输部发布数据显示，本周（8.06-8.12）日均高速公路货车通行量 698.74 万辆，周环比-1.78%，本周，公路物流需求总体平稳，运力供给略有回调，运价指数波动较小。从后期走势看，近期运输市场处于传统淡季，运价指数可能小幅震荡回落。从后期走势看，随着下半年应对“三重压力”宏观政策力度有所加强，短期因素影响逐步减弱，经济回升动力仍有上升空间，公路运输市场供需可能有所改善，运价指数或将小幅震荡回升。

图 2-33. 中国公路物流运价指数（周）



资料来源：中国物流与采购联合会，中银证券

图 2-34. 高速公路货车通行量（日）

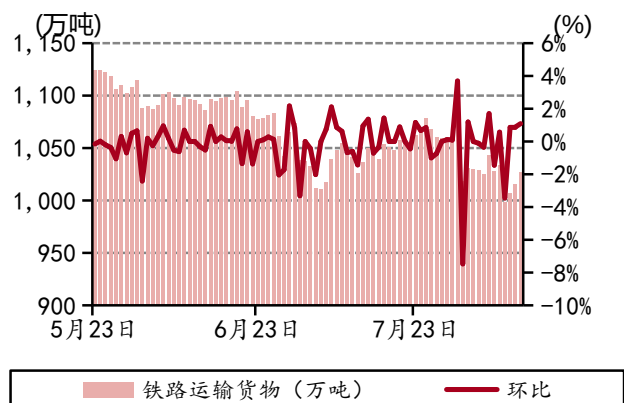


资料来源：交通运输部，中银证券

2.6.2 铁路货运量变化

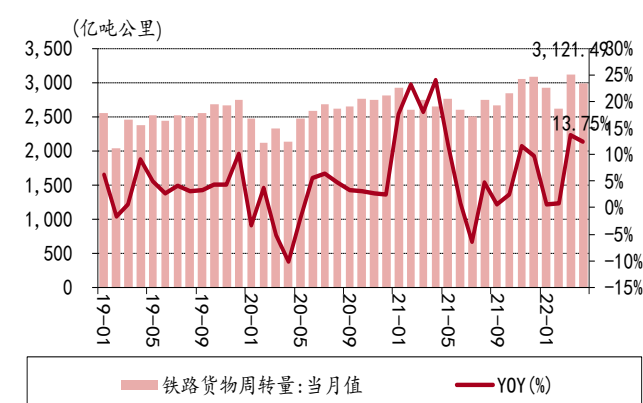
7 月份，全国铁路运输呈现客运继续回暖向好、货运持续高位运行良好态势。7 月，全国铁路累计发送旅客 2.24 亿人次，日均 722.8 万人次，日均环比增加 170.4 万人次、增长 30.9%，高峰日发送旅客 838.3 万人次；累计发送货物 4.1 亿吨，日均 1322 万吨，日均同比增加 145 万吨，增长 12.3%。进入 8 月以来，铁路货运量保持下跌态势。根据交通运输部发布数据显示，8 月 1 日至 12 日，铁路运输货物日均 1023.78 万吨，月环比-2.39%，同比-19.65%（2021 年 8 月日均 1274.19 万吨）。

图 2-35. 全国铁路货运量（日）



资料来源：交通运输部，中银证券

图 2-36. 全国铁路货运周转量（月）



资料来源：万得，中银证券

2.7 交通新业态动态数据跟踪

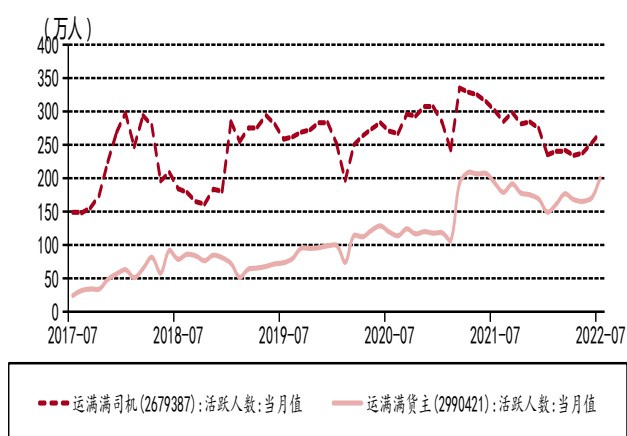
2.7.1 网络货运运行情况

快狗打车上半年网络货运订单增超 50%，公司最新月活环比正增长，受此影响股票大涨 24%。根据通联数据，7月快狗打车活跃人数为 122.69 万人，环比-10.46%。1-6 月月均活跃人数为 121.25，同比-5.33%。

网络货运行业运具备良好成长性，22 年上半年网络运单同比增长超 50%。据交通运输部数据显示，截至 2022 年 6 月底，全国共有 2268 家网络货运企业(含分公司)，整合社会零散运力 515.6 万辆，整合驾驶员 462.3 万人。上半年，全国网络货运企业共上传运单 4291 万单，同比增长 51.4%。

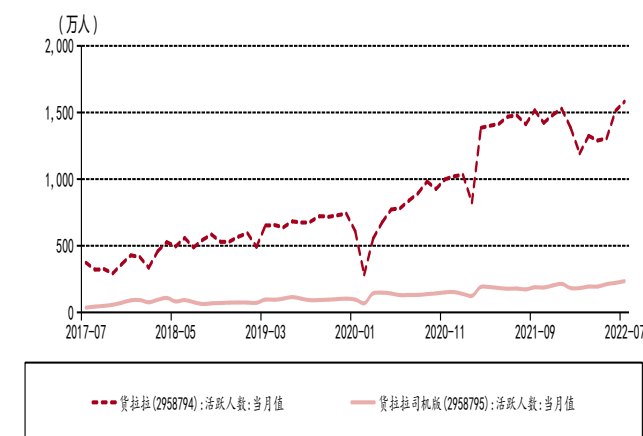
网络货运渗透率 30%，具备进一步提升空间。截至 2021 年 12 月 31 日，网络货运行业整合社会运力 360 万辆，渗透率 30.72%，相比 2021 年前三季度 25.35%渗透率进一步提升 5 个点（2020 年交通运输部统计公报显示，营运货车总数为 1171.54 万辆）。我们认为，发展网络货运有助于提高公路货运效率，货主、司机、平台具有显著需求，随时商业模式逐步优化，网络货运渗透率有望进一步提升。

图 2-37. 运满满月活用户数（月）



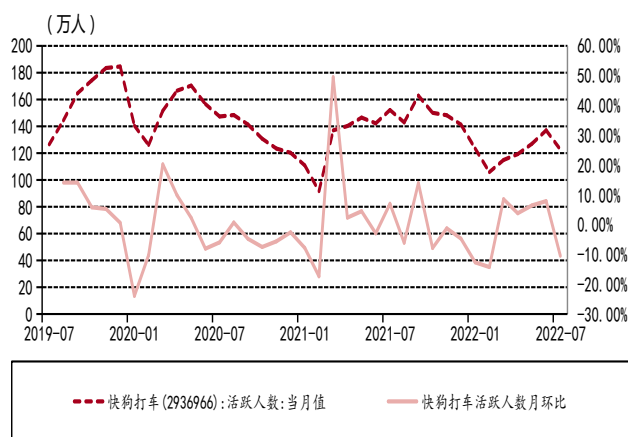
资料来源：通联数据，中银证券

图 2-38. 货拉拉月活用户数（月）



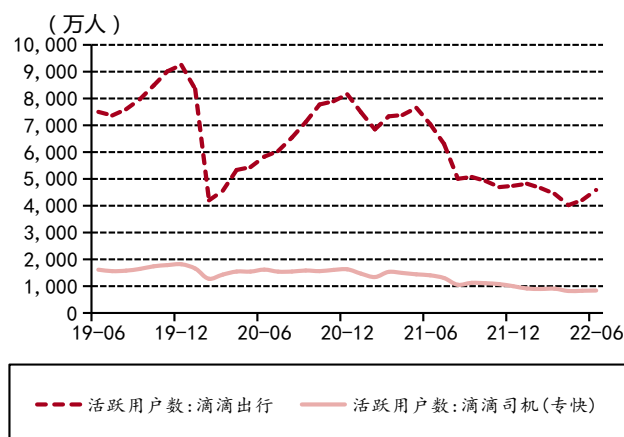
资料来源：通联数据，中银证券

图 2-39. 快狗打车月活用户数（月）



资料来源：通联数据，中银证券

图 2-40. 滴滴出行月活用户数（月）



资料来源：通联数据，中银证券

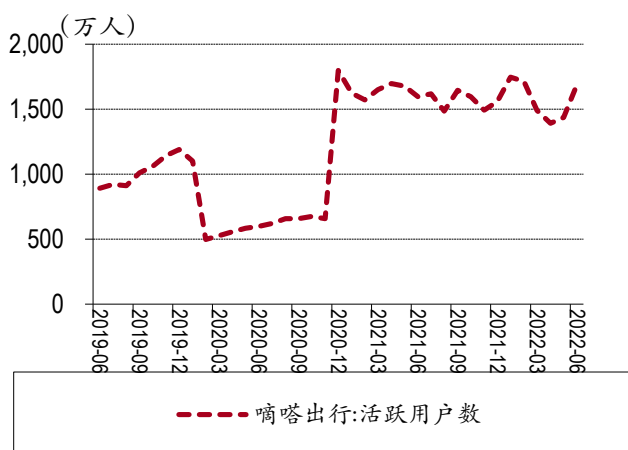
2.7.2 网约车运行情况

蔚来、华为、腾讯等加入网约车混战，网约车竞争格局或发生改变。在大厂争相入局之后，蔚来汽车也有加入网约车“混战”的迹象。近日，根据信息显示，烟台蔚来汽车销售公司成立，其经营范围有汽车销售、巡游出租汽车经营服务、网络预约出租汽车经营服务等。不只是新玩家入局，老玩家也在加强布局。比如，原本已经退出网约车市场的美团打车，再次重新上线；高德打车跟进补贴，推出免佣金等活动；T3出行也加大营销和补贴力度；曹操出行也加大了补贴；面对庞大的汽车市场，车企也纷纷心动。威马汽车曾推出以威马EX5为主的“即客行”；小鹏汽车推出出行品牌“有鹏出行”，已经投入部分小鹏G3车型试运营。今年8月，理想汽车爆出密集申请了多个“李想出行”商标，而现在蔚来也加入了混战。我们认为，虽然网约车市场规模庞大，下沉市场潜在增量用户仍具有挖掘空间，但各个平台能否在多变的市场格局中胜出，仍待时间去检验。

2022年6月网约车订单量为6.36亿单，月环比上涨。根据交通运输部发布数据显示，2022年6月，网约车监管信息交互平台共收到订单信息6.36亿单，较5月（5.27亿单）环比+20.7%。2022年4月，受国内疫情持续反复影响，市内出行需求持续下降，创历史新低，随着暑期到来疫情封控逐步解除，网约车订单量回升明显。

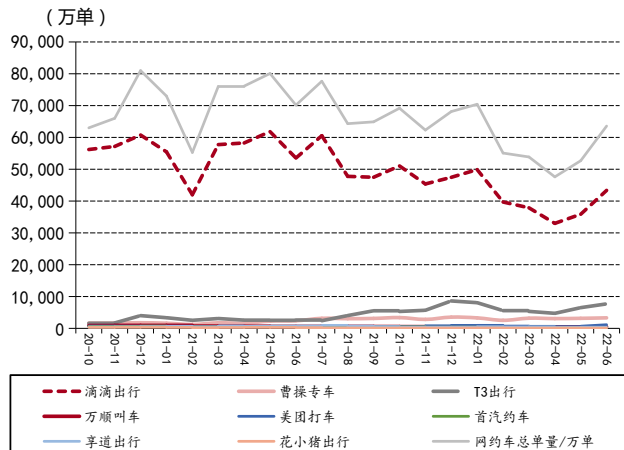
典型网约车平台月活用户规模持续萎缩。根据通联数据显示，2022年6月，滴滴出行和滴滴司机（专快）月活用户数分别为4,587.15、836.82万人，同比-34.86%、-40.41%，月环比+8.89%、+0.95%；嘀嗒出行月活用户数为1,685.78万人，同比+5.50%，月环比+17.28%。

图 2-41. 嘀嗒出行月活用户数（月）



资料来源：通联数据，中银证券

图 2-42. 网约车市场格局变化（月）



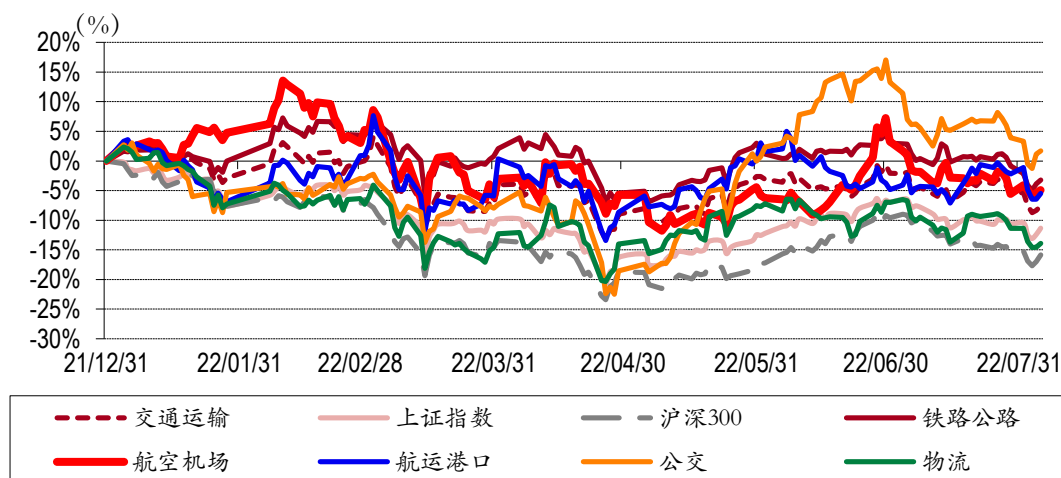
资料来源：交通运输部，中银证券

3 交通运输行业上市公司表现情况

3.1 A 股交通运输上市公司发展情况

A 股交运上市公司为 135 家，占比 2.77%；交运行业总市值为 30041.90 亿元，占总市值比例为 3.24%。截至 8 月 12 日，目前市值排名前 10 的交通运输上市公司：顺丰控股（002352.SZ）2437 亿元、京沪高铁（601816.SH）2269 亿元、中远海控（601919.SH）2093 亿元、上海机场（600009.SH）1369 亿元、上港集团（600018.SH）1281 亿元、中国国航（601111.SH）1253 亿元、南方航空（600029.SH）976 亿元、大秦铁路（601006.SH）925 亿元、中国东航（600115.SH）794 亿元、圆通速递（600233.SH）684 亿元。

图 3-1. 2022 年初以来交通运输各子行业表现



资料来源：万得，中银证券

本周情况：本周（8 月 8 日至 8 月 12 日），上证综指、沪深 300 涨幅分别+1.55%、+0.82%，交通运输指数+2.62%；交通运输各个子板块来看，铁路公路+1.34%、航空机场+2.83%、航运港口+3.95%、公交+1.73%、物流+2.26%。本周交运板块均呈现上涨趋势，航运港口板块上涨幅度最大达 3.95%。

本周交运个股涨幅前五：盛航股份（001205.SZ）+20.44%、海晨股份（300873.SZ）+19.98%、中远海特（600428.SH）+17.89%、兴通股份（603209.SH）+15.90%、音飞储存（603066.SH）+10.97%。

年初至今：2022 年初以来，上证综指、沪深 300 累计涨幅分别-9.97%、-15.17%，交通运输指数-5.18%；交通运输各个子板块来看，铁路公路-1.93%、航空机场-2.21%、航运港口-1.73%、公交+3.46%、物流-11.93%。其中，公交板块有所上涨，物流板块跌幅最大。

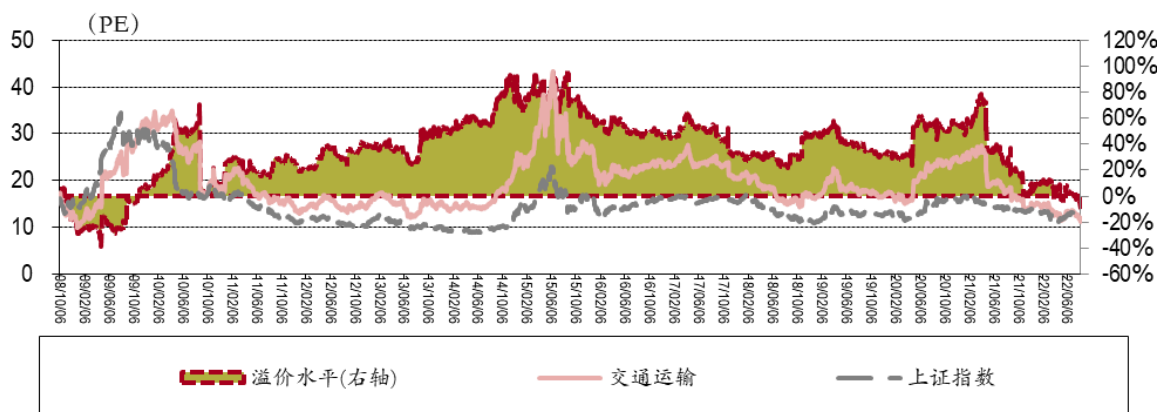
年初至今交运个股累计涨幅前五：中远海能（600026.SH）+118.92%、招商南油（601975.SH）+88.06%、海汽集团（603069.SH）+85.01%、招商轮船（601872.SH）+75.20%、盛航股份（001205.SZ）+61.31%。

3.2 交通运输行业估值水平

3.2.1 国内交通运输行业估值水平

截至 2022 年 8 月 12 日，交通运输行业市盈率为 11.68 倍（TTM），上证 A 股为 12.76 倍，交通运输行业相与上证综指的估值水平相当。

图 3-2. 交通运输行业估值 (PE) 及溢价情况

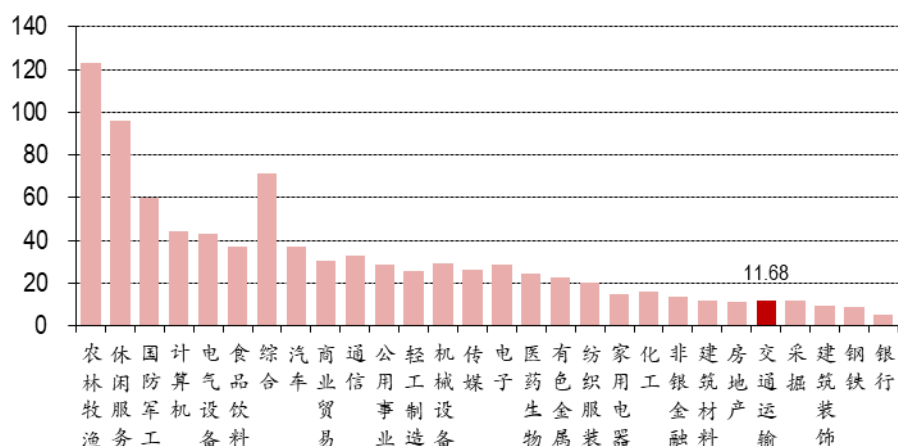


资料来源：万得，中银证券

3.2.2 与市场其他行业相比交运行业估值水平偏低

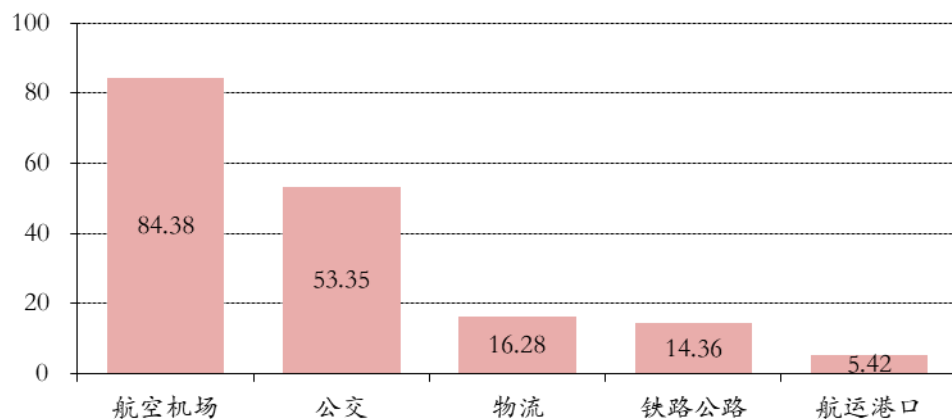
在市场 28 个一级行业中，交通运输行业的市盈率为 11.68 倍（2022.8.12），处于偏下的水平。由于交通运输已经是一个相对成熟的行业，叠加疫情反复压制交运行业，估值水平处于低位水平。

图 3-3. 交通运输行业与其他行业估值 (PE) 对比



资料来源：万得，中银证券

图 3-4. 交通运输子行业估值 (PE) 对比

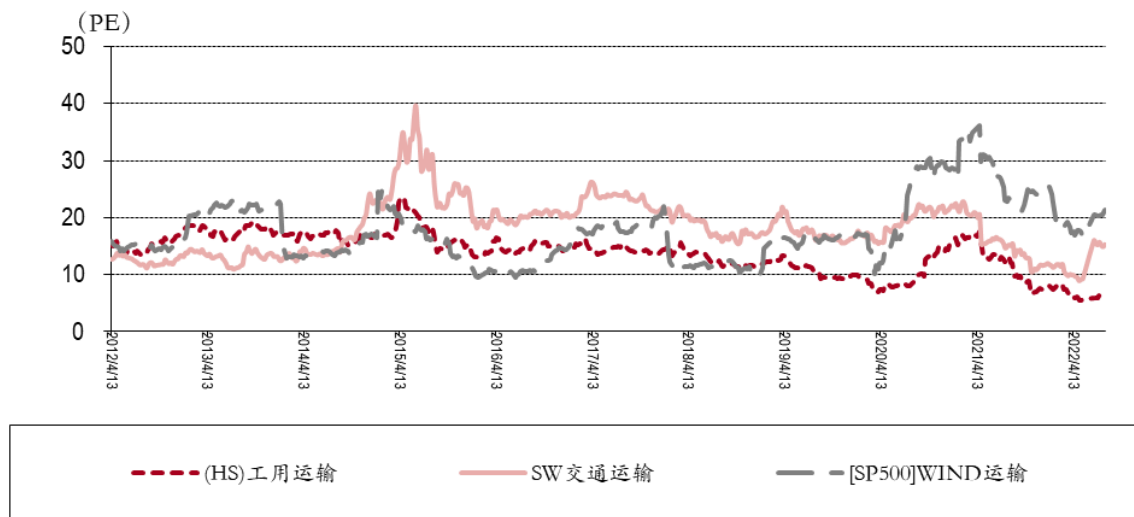


资料来源：万得，中银证券

3.2.3 与国外（境外）交运行业估值比较

我们选择[HS]工用运输指数 [SP500]Wind 运输指数与交通运输指数进行对比，截至 2022 年 8 月 12 日，上述指数的市盈率分别为 6.20 倍、21.36 倍、15.31 倍。本周 A 股、港股交通运输上市公司估值均处于相对低位，美股交通运输上市公司估值相对较高。

图 3-5. 不同市场交通运输行业指数估值（PE）对比



资料来源：万得，中银证券

4 投资建议

一是国内多地疫情散发扰动航空市场修复节奏，但不影响长期复苏趋势，动态参与航空出行板块困境反转机会。近期海南三亚、浙江义乌等地先后出现疫情反弹，一定程度影响了暑运航空市场修复进程。但近期民航局调整国际航班机组隔离 14+7 为 7+3、上海全市疫情风险区清零、航空燃油附加费下调、国际定期客运航线熔断措施优化、国内新冠口服药价格获批等系列事件传递出积极信号，新冠对出行的影响效应将逐步递减，航空市场修复长期趋势已经形成。建议关注国内航空市场恢复预期增强带来的航空行业系统机会，长期关注细分航空出行市场的龙头。建议继续关注国际业务占比较大的中国国航（601111.SH）和依托出入境客流开展免税业务的上海机场（600009.SH），关注低成本航司春秋航空（601021.SH）、支线龙头华夏航空（002928.SH）。估值角度来看，关注南方航空（600029.SH）、中国东航（600115.SH）、白云机场（600004.SH）。

二是建议积极布局跨境物流供应链赛道机会。全球地缘政治格局发生深刻变化，产业布局与供应链演绎变革，未来中国与一带一路国家贸易有望持续增加。因此，中蒙俄、中非、中国与东盟等区域的跨境物流需求有望稳步增加。长期来看，要积极关注关注中国与一带一路国家开展跨境物流机会。重点推荐开展跨境矿石物流业务的嘉友国际（603871.SH），建议国际布局东南亚且深耕高景气制造业赛道的供应链服务商的海晨股份（300873.SZ）。

三是战略性看好跨境电商（国际航空）物流赛道。短期来看，随着海外疫情进入常态化，叠加通胀压力加剧，消费需求明显回落，航空货运运力进入相对均衡阶段，航空货运价格回落至新平台期，跨境电商物流赛道景气相比之前略有回落。但长期来看，跨境电商、全球优质食品、高端制造产品的进出口物流需求稳健增长，高时效的航空物流需求具有长期成长性。政策角度来看，“十四五”期间国家强化全球供应链安全，重点发展国际物流和冷链物流，航空物流未来政策支持进一步加强。建议关注跨境电商（国际航空）物流赛道重点标的华贸物流（603128.SH）、东航物流（601156.SH）、中国外运（601598.SH）。

四是持续关注即时配送产业链投资机会。国内疫情反弹下，阶段性静态管控措施有望稳步推广，将催化提升生活日常物资的线上消费渗透率，进一步强化家庭居民对即时配送物流的需求。我国即时配送物流行业 2016-2020 年期间快速增长，形成千亿规模市场，目前仍保持着 30% 左右的增长率。即时配送需求刺激下，发挥支撑作用的城市前置仓效率升级有望加速。一是建议关注即时配送第三方运力顺丰同城（9699.HK）、顺丰控股（002352.SZ）、达达集团；二是建议关注具备完善仓配供应链服务能力的京东物流（2618.HK）、致力推进公路货运数字化转型的传化智联（002010.SZ）、提供智慧仓储物流综合解决方案的音飞储存（603066.SH）。

五是关注价格逐步改善下，市占率领先的电商快递。多重政策面因素利好下，快递单价呈现同比上涨态势，未来快递公司的服务水平提升、用户体验改善将成为竞争重点。在此背景下，行业有望迎来盈利修复、价值重估的新局面。而快递一线龙头公司因具备更为扎实的资源底盘、网络规模，以及更高的运送时效、服务水平，伴随着新竞争格局到来，或将成为最大受益者。结合近期市占率动态变化，建议关注中通快递（2057.HK）、圆通速递（600233.SH）、韵达股份（002010.SZ）投资机会。

5 风险提示

新冠疫情反复发生、疫情防控政策变化、航空需求不及预期，快递价格竞争加剧，交通运输政策变化等产生的风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371