

交通运输

证券研究报告
2022年11月23日

汽车物流：复苏、繁荣、高成长

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

陈金海

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521060001

chenjinhai@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《交通运输-行业点评:疫情防控优化,出行和物流板块修复在即》
2022-11-13
- 2 《交通运输-行业专题研究:客运复苏,物流成长——首席联盟培训》
2022-08-02
- 3 《交通运输-行业深度研究:——2022年中期交通运输行业投资策略》
2022-07-03

汽车销量回升带动物流需求增长

一是中国汽车产业竞争力提升,汽车出口持续高增长。二是汽车更新替换高峰期或已来临,有望带来销量增长。三是疫情影响减弱后,出行需求回升和居民储蓄回落导致消费增加,都有望带动汽车销售增长。2021年中国汽车销量已经开始回升,汽车物流需求有望随之增长。

汽车出口高增长,航运大时代来临

2020年底以来,汽车出口高增长,带动全球汽车海运需求大幅增长,汽车船租金从底部上涨10倍左右。中国汽车产业竞争力提升,有望带动汽车出口和海运需求持续高增长,而预计2022-25年汽车船运力温和增长,所以汽车航运有望持续处于繁荣期。全球汽车出口增量主要来自中国,汽车船造船也主要在中国,所以中国的汽车航运公司有望迎来发展机遇。推荐中远海特:与上汽集团合作发展汽车船运输,纸浆船参与运汽车增加盈利弹性。

铁路汽车运量增长,盈利能力回升

2016-18年,公路汽车运输治超,推动铁路汽车运量大幅增长。2021年以来柴油价格大幅上涨,铁路竞争优势提升,运量有望增长、毛利率有望提升。中西部省市出口占比提升,带动中欧班列铁路运输需求增长。关注汽车铁路运输为主业、毛利率回升的中铁特货。

公路汽车运输有望逐渐复苏

一方面,汽车纯公路运输的比例企稳,随着汽车销量回升,运量有望增长。二是因2016-18年公路汽车运输治超而购置的合规运输车,开始进入报废期,过剩运力有望出清。三是2022年汽车公路运输的毛利率开始回升。关注主业为汽车公路运输、毛利率开始回升的长久物流。

新能源汽车制造物流有望高成长

新能源汽车销量高增长,带动入场物流、特有零部件物流高增长。制造业定制化物流服务,发展依赖核心客户的增长。部分主机厂汽车销量高增长,为之服务的物流公司有望随之高增长。新能源汽车特有的动力电池、需求量大的铝压铸零部件需求增长,带动物流需求增长。推荐海晨股份,关注福然德。

风险提示:全球汽车销量大幅下滑,欧美国家增加贸易壁垒,汽车船新造船订单大幅增长带来的交付压力和运力过剩风险,燃油价格大幅涨跌影响铁路和公路运输经济性,全球环保政策反复影响新能源汽车需求

内容目录

1. 汽车物流需求有望再度增长	5
1.1. 国产汽车崛起，出口量增长	5
1.2. 汽车更新替换高峰正在来临	6
1.3. 疫后汽车销量有望明显回升	7
1.4. 新能源汽车产业，全球领先	7
2. 水路汽车运输进入繁荣期	8
2.1. 中国汽车出口高增长	8
2.2. 汽车船租金屡创新高	10
2.3. 汽车船运输有望大发展	12
2.4. 推荐中远海特	13
3. 铁路汽车运量有望二次增长	13
3.1. 公路治超促使铁路运输崛起	14
3.2. 高油价增强铁路运输竞争力	14
3.3. 中欧班列，运输市场潜力大	15
3.4. 关注中铁特货	17
4. 公路汽车运输有望逐渐复苏	17
4.1. 运输需求有望恢复增长	17
4.2. 运力出清助推盈利恢复	18
4.3. 关注长久物流	18
5. 新能源汽车制造物流高成长	19
5.1. 新能源汽车厂物流需求增长	19
5.2. 特有零部件供应链需求增长	20
5.3. 推荐海晨股份，关注福然德	20
6. 风险分析	22

图表目录

图 1：2022 年第三季度中国单月汽车产量均创历史新高	5
图 2：2020 年以来中国自主品牌汽车的市占率呈上升趋势	5
图 3：疫后中国汽车产量恢复情况好于日本、韩国和德国	5
图 4：2020 年底以来中国汽车出口量高增长	5
图 5：疫情爆发前，韩国和德国的汽车产量已经大幅下滑	6
图 6：疫情爆发前，韩国和德国的汽车出口量已经大幅下滑	6
图 7：2008-2016 年中国汽车销量快速增长	6
图 8：中国汽车换购比例快速上升	6
图 7：2012-16 年上海乘用车报废寿命分布	6
图 8：2012-16 年上海商用车报废寿命分布	6
图 11：疫情爆发以来，客运量较 2019 年同期大幅下滑	7
图 12：疫情爆发以来，福建省高速公路客车流量偏低	7

图 13: 疫情导致 2020 年和 2022 年新增居民存款显著增加	7
图 14: 疫情导致居民交通和通信消费占比下降	7
图 15: 中国的新能源汽车产销量都快速增长	8
图 16: 中国的新能源汽车出口量快速增加	8
图 17: 2021 年全球纯电动汽车销量前十企业	8
图 18: 2021 年全球动力电池装机量前十企业	8
图 19: 中国汽车产品出口金额在全球占比提升	9
图 20: 2020 年以来, 中国汽车出口增速高于德国、日本、韩国	9
图 21: 2021 年下半年以来, 中国的新能源汽车出口量占 20% 左右	9
图 22: 2021 年全球纯电动汽车销量前十企业, 一半来自中国	9
图 23: 2022 年 1-9 月中国主要汽车厂的整车出口量	10
图 24: 2022 年 1-8 月中国汽车出口主要目的地	10
图 25: 全球汽车船运输主要航线	10
图 26: 2020 年以来全球汽车船租金大幅上涨, 屡创历史新高	11
图 27: 2021-23 年全球汽车船运力增速低于运量增速	11
图 28: 2024-25 年全球汽车船交付量将明显增加	11
图 29: 汽车船队中, 20 岁以上老龄船占比较高	11
图 30: 全球汽车船租金还未受集装箱船租金下跌影响	12
图 31: 南美航线运价相同时, 汽车船和集装箱船的对应租金	12
图 32: 中国汽车出口高增长, 其他主要出口国波动	12
图 33: 2021 年 11 月, 汽车船在手订单主要在中国船厂	12
图 34: 2021 年 11 月, 中国的汽车船运力份额较低	13
图 35: 2022 年初, 全球主要汽车船运输公司的运力份额	13
图 36: 2015-19 年中国汽车铁路运量大幅增长	14
图 37: 中国汽车通过铁路运输的比例明显提升	14
图 38: 中铁特货的汽车平均运输距离在 1500 公里左右	14
图 39: 2021 年中国汽车的铁路运输比例低于欧美	14
图 40: 2021 年以来, 国内柴油价格大幅上涨	15
图 41: 2022 年前三季度, 中铁特货的毛利率明显回升	15
图 42: 中欧班列运行线路示意图	16
图 43: 中欧班列的开行列数明显增加	16
图 44: 2010 年以来, 中西部省份的出口快速崛起	17
图 45: 长三角、珠三角、东北、华北等地出口占比下降	17
图 46: 中铁特货的业务主要是汽车物流	17
图 47: 2021 年汽车物流的毛利率处于历史低位	17
图 48: 2021 年开始, 汽车物流需求恢复增长	18
图 49: 2020 年汽车的纯公路运输比例企稳	18
图 50: 《车辆运输车治理工作方案》要求合规车比例上升	18
图 51: 国内主要汽车物流公司的运输车折旧年限	18
图 52: 长久物流的毛利主要来自整车运输	19
图 53: 2022 年, 长久物流的毛利率开始企稳回升	19

图 54: 传统主机厂中, 比亚迪和奇瑞的汽车销量快速增长	19
图 55: 部分造车新势力的汽车销量快速增长	19
图 56: 新能源汽车动力电池的装车量快速增长	20
图 57: 单辆汽车的铝用量有望大幅增长, 纯电动车增速更快	20
图 58: 海晨股份的新能源汽车业务收入占比快速提升	21
图 59: 海晨股份的新能源汽车业务收入随理想汽车销量增长	21
表 1: 2021 年国内主要汽车船运输公司及其运力规模	13
表 2: 铁路运输清算相关成本的定价标准	15
表 3: 2021 年国内主要整车物流上市公司的收入和利润	19
表 4: 福然德首发和增发项目进展和预期净利润	21
表 5: 2021 年国内主要汽车零部件物流上市公司的收入和利润	21

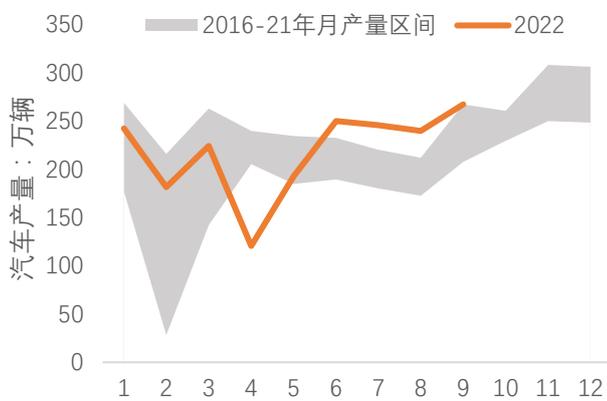
1. 汽车物流需求有望再度增长

中国的汽车物流需求有望再度增长，船舶、铁路、公路运输都将受益。一是中国汽车产业竞争力提升，汽车出口持续高增长。二是汽车更新替换高峰期或已来临，有望带来销量增长。三是疫情影响减弱后，出行需求回升和居民储蓄回落导致消费增加，都有望带动汽车销售增长。2021 年中国汽车销量已经开始回升，未来有望持续回升，带动汽车物流需求增长。汽车出口高增长已经带动汽车航运进入繁荣期，油价上涨促使铁路运输毛利率明显回升，公路运输的毛利率也已经见底回升。

1.1. 国产汽车崛起，出口量增长

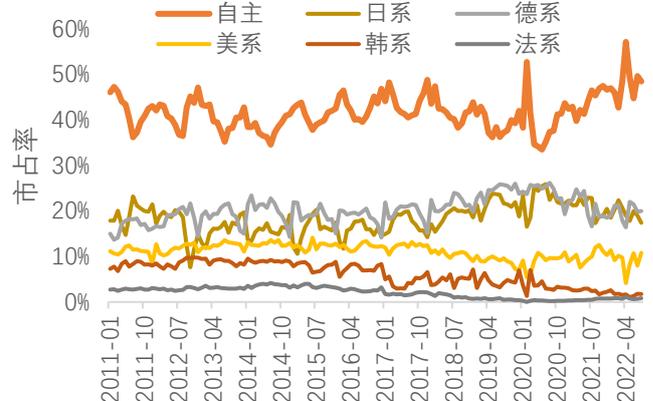
中国自主品牌汽车崛起，国内市场份额提升。2022 年三季度，中国汽车产量快速恢复，7 月、8 月、9 月月产量都创历史新高。自主品牌汽车的市场份额，自 2020 年以来大幅上升，而外资品牌的市场份额普遍下降。在全球最大的汽车市场，市场份额此消彼长，反映了自主品牌汽车的竞争力提升。

图 1：2022 年第三季度中国单月汽车产量均创历史新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

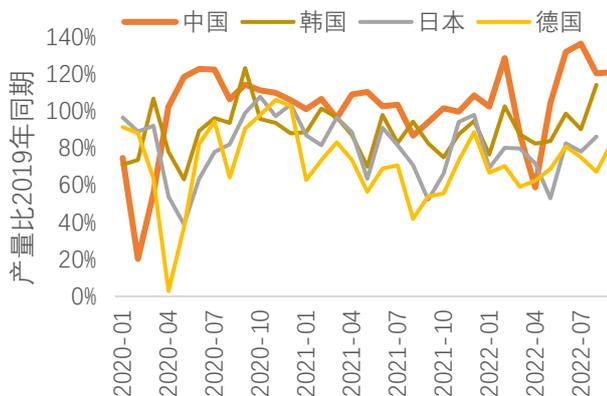
图 2：2020 年以来中国自主品牌汽车的市占率呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

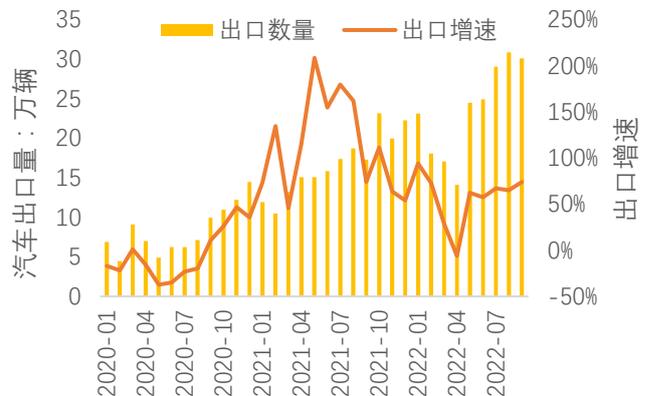
中国汽车产业竞争力增强，汽车出口量高增长。疫情爆发以来，中国汽车产量一度大幅下滑，之后快速恢复，多数月份超过 2019 年同期水平，而日本、韩国、德国多数月份低于 2019 年同期水平。中国汽车产量增长，带动出口量快速增长，2021 年出口量增长 101%，2022 年 1-9 月累计增长 57%。

图 3：疫后中国汽车产量恢复情况好于日本、韩国和德国



资料来源：Wind，天风证券研究所

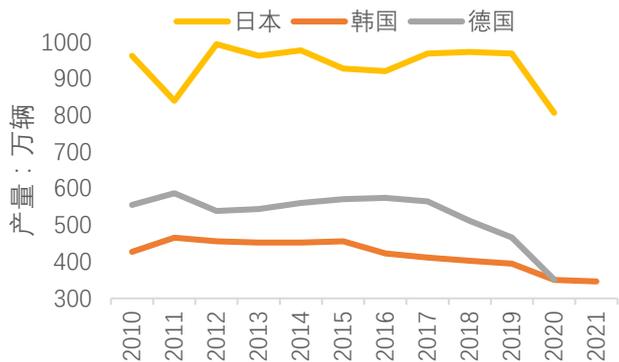
图 4：2020 年底以来中国汽车出口量高增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

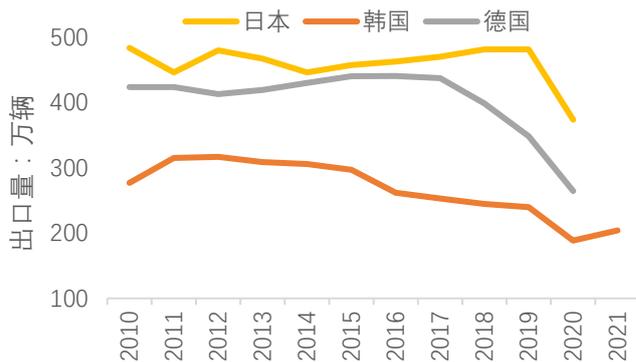
德国、韩国的汽车出口下滑，竞争力减弱。新冠疫情爆发前，德国和韩国的汽车产量已经明显下滑，出口量也大幅下滑，竞争力减弱已经开始显现。新冠疫情爆发后，缺芯片加速了日本、韩国、德国的汽车产量和出口量下滑。

图 5：疫情爆发前，韩国和德国的汽车产量已经大幅下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：疫情爆发前，韩国和德国的汽车出口量已经大幅下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 汽车更新替换高峰正在来临

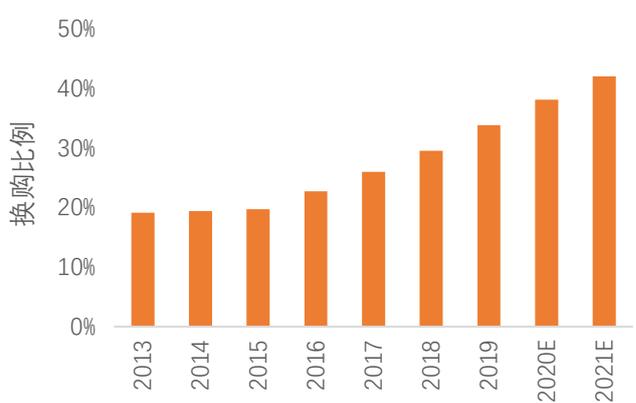
2020-30 年有望迎来汽车更新替换的高峰期。乘用车报废寿命主要集中在 10-15 年。2009-16 年乘用车销量大幅增长，所以 2020 年前后开始进入报废高峰期，有望持续到 2030 年左右。乘用车换购比例快速上升，也验证了更新替换高峰到来。

图 7：2008-2016 年中国汽车销量快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

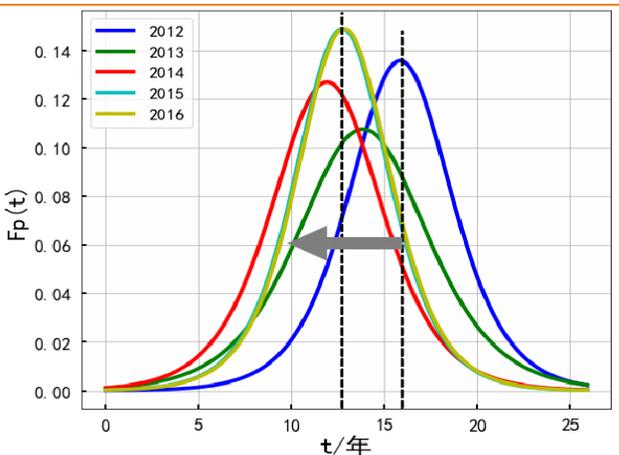
图 8：中国汽车换购比例快速上升



资料来源：叶芳.《浅析换购车用户的产品需求趋势》，国家信息中心，中国日报中文网，凤凰网，天风证券研究所

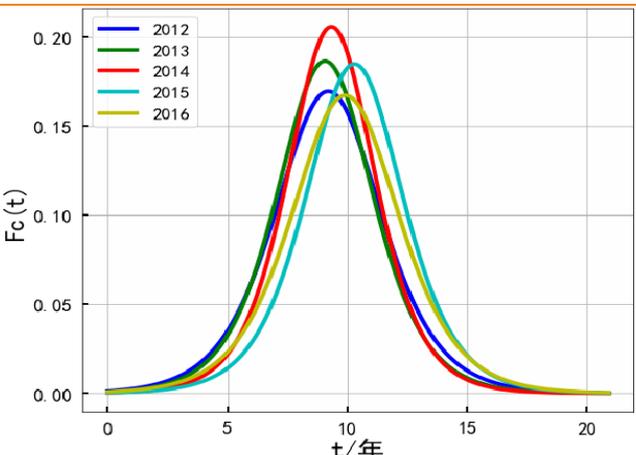
乘用车报废寿命集中在 10-15 年，商用车集中在 9 年左右。余林峰在《中国汽车报废量预测方法及其再利用价值研究》中，对上海市 2012~2016 年所有合法回收的报废车辆数据进行分析，发现乘用车报废年限集中在 10-15 年，商用车集中在 9 年左右。

图 9：2012-16 年上海乘用车报废寿命分布



资料来源：余林峰.《中国汽车报废量预测方法及其再利用价值研究》.上海交通大学，天风证券研究所

图 10：2012-16 年上海商用车报废寿命分布

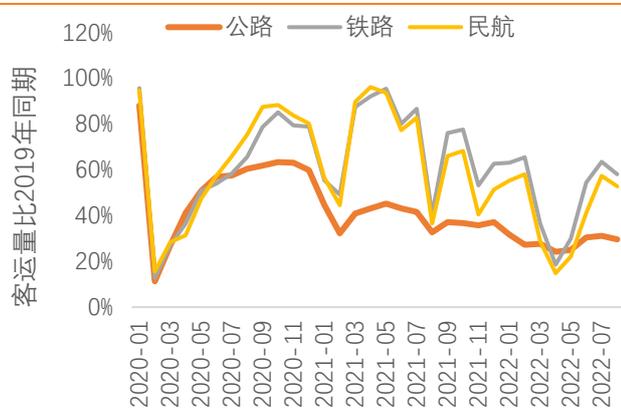


资料来源：余林峰.《中国汽车报废量预测方法及其再利用价值研究》.上海交通大学，天风证券研究所

1.3. 疫后汽车销量有望明显回升

疫后居民出行恢复，有望带动汽车销量增长。疫情爆发以来，公路、铁路、民航客运量较 2019 年同期明显下滑，其中公路客运量处于较低水平。福建省高速公路客车流量偏低，说明汽车出行受疫情影响。未来如果疫情消退，居民出行有望恢复并明显增长，带动汽车销量增长。

图 11: 疫情爆发以来，客运量较 2019 年同期大幅下滑



资料来源: Wind, 天风证券研究所

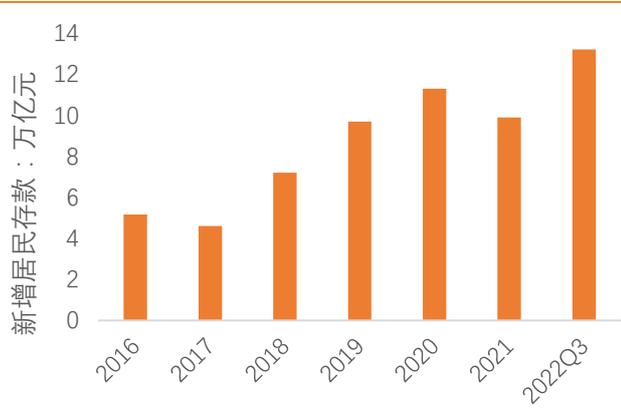
图 12: 疫情爆发以来，福建省高速公路客车流量偏低



资料来源: 福建省交通厅, 天风证券研究所

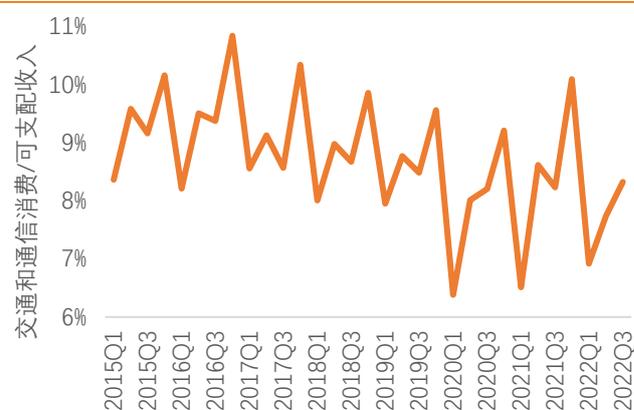
疫后居民减少储蓄、增加消费，有望带动汽车销量增长。在疫情爆发之初的 2020 年和疫情影响加重的 2022 年，居民新增存款额明显增加。同时居民的交通和通信消费支出/可支配收入明显下降。如果疫情影响消退，那么居民的消费有望增加，特别是交通和通信消费支出，汽车销量有望随之增长。

图 13: 疫情导致 2020 年和 2022 年新增居民存款显著增加



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 疫情导致居民交通和通信消费占比下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4. 新能源汽车产业，全球领先

中国新能源汽车产业具备先发优势和规模优势。从技术发展来看，新能源整车技术基本达到国际先进水平，我国纯电动汽车从续航里程、环境适应性、整车性能、整车能耗、智能化应用等方面已经取得全面进步。电池、电机、电控等核心“三电”技术也达到国际领先水平或与国际水平同步。从产品价格来看，我国新能源汽车出口价格不低于外资品牌，在西欧、北欧、中欧等市场的均价同样达到 3 万美元的水平。

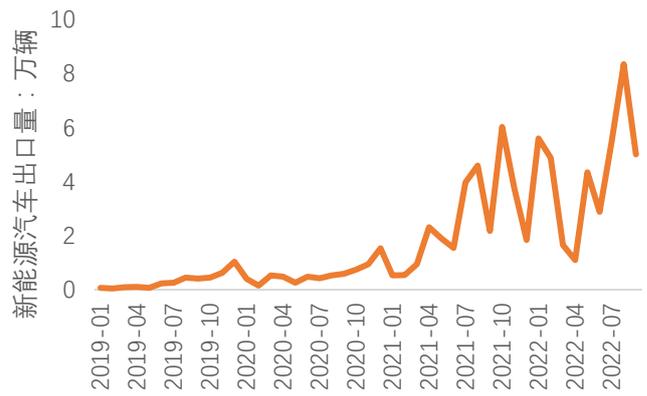
2021 年中国新能源汽车销量占全球一半左右。2021 年，全球电动汽车销量达到 660 万辆，占整体汽车市场份额近 9%。2021 年中国新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆，连续 7 年位居全球第一。在欧洲市场，2021 年电动汽车销量达到 230 万辆。

图 15：中国的新能源汽车产销量都快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

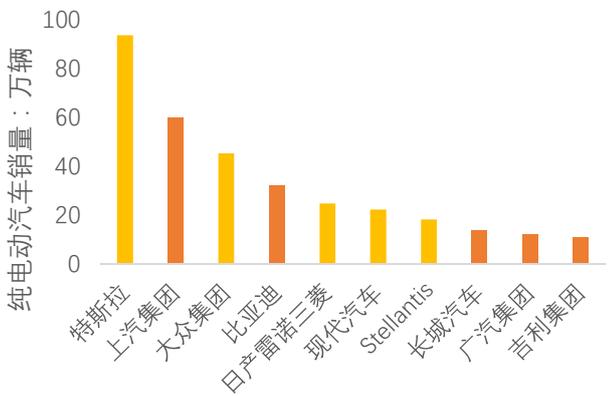
图 16：中国的新能源汽车出口量快速增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

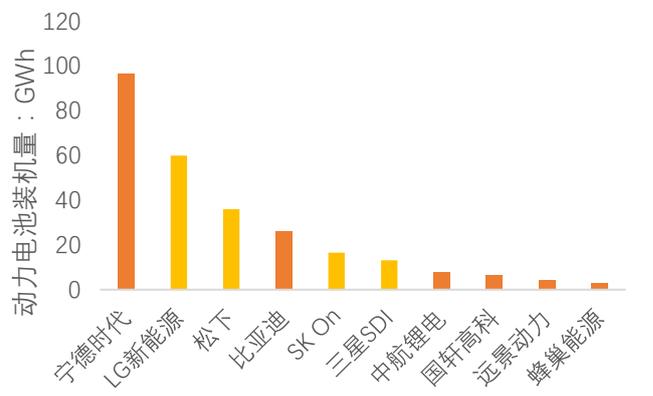
中国的新能源汽车和动力电池企业竞争力强。2021 年，全球纯电动汽车销量前十的车企中，一半来自中国；动力电池装机量前十的企业中，6 家来自中国。随着国内新能源车企的快速发展，未来排名有望进一步提高。

图 17：2021 年全球纯电动汽车销量前十企业



资料来源：Wind，MarkLines，天风证券研究所

图 18：2021 年全球动力电池装机量前十企业



资料来源：Wind，SNE Research，天风证券研究所

新能源汽车出口步伐加快。一方面，传统汽车企业调整出口战略，加快推动旗下新能源汽车产品出口。比如，上汽大通新能源车型出口挪威、英国、德国等欧洲国家，比亚迪已进入智利、厄瓜多尔、巴西、哥伦比亚等拉美地区。另一方面，新势力车企抓住全球新能源汽车发展的机遇并实现突破。2021 年，蔚来汽车发布挪威战略，爱驰、小鹏均已实现对欧洲出口，主要市场包括法国、德国、荷兰、比利时、挪威等。2021 年，新能源汽车（包括纯电动汽车和插电式混合动力汽车）出口 30.96 万辆，同比增长 3 倍以上。

2. 水路汽车运输进入繁荣期

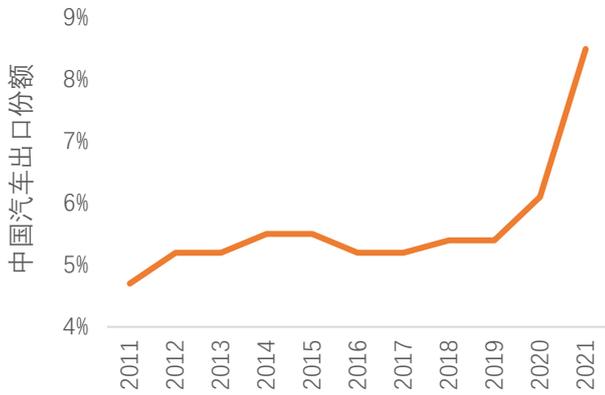
中国汽车出口高增长，汽车航运大时代来临。2020 年底以来，汽车出口高增长，带动全球汽车海运需求大幅增长，汽车船租金从底部上涨 10 倍左右。中国汽车产业竞争力提升，有望带动汽车出口和海运需求持续高增长，而预计 2022-25 年汽车船运力温和增长，所以汽车航运有望持续处于繁荣期。全球汽车出口增量主要来自中国，汽车船造船也主要在中国，所以中国的汽车航运公司有望迎来发展机遇。推荐中远海特：与上汽集团合作发展汽车船运输，纸浆船参与运汽车增加盈利弹性。

2.1. 中国汽车出口高增长

中国的汽车出口进入高速增长期。随着汽车产品质量、技术、品牌、服务的持续提升，中国汽车的国际竞争力不断增强，汽车出口快速增长。中国在经济型小轿车和 SUV、载货车及大中型客车、纯电动乘用车等领域具有一定的国际竞争优势。未来随着中国品牌竞争力

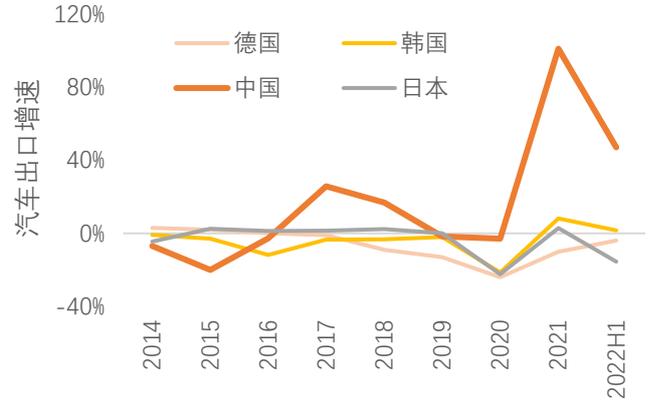
的提升、外资品牌出口潜力的释放以及新能源汽车出口的发力，中国汽车出口量有望持续较快增长，在全球汽车出口市场中的份额有望持续上升。

图 19：中国汽车产品出口金额在全球占比提升



资料来源：Wind，马胜、刘艳《中国汽车出口现状分析及趋势展望》，全球贸易观察，天风证券研究所

图 20：2020 年以来，中国汽车出口增速高于德国、日本、韩国

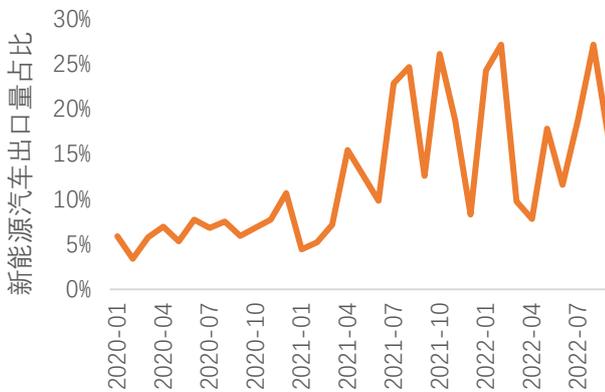


资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

德国、韩国的汽车出口下滑，竞争力减弱。新冠疫情爆发前，德国和韩国的汽车产量已经明显下滑，出口量也大幅下滑，竞争力减弱已经开始显现。新冠疫情爆发后，缺芯片加速了日本、韩国、德国的汽车产量和出口量下滑。

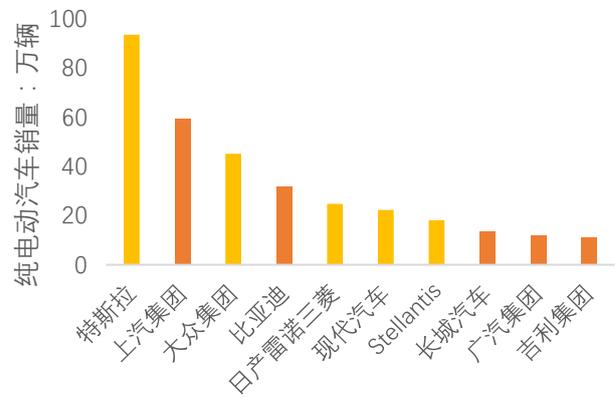
中国汽车出口以燃油车为主，说明汽车产业整体竞争力提升。2021 年下半年以来，中国新能源汽车出口量占总出口量的比例在 20% 左右，燃油车是出口的主力。汽车出口的增量主要来自传统燃油车，并非新能源汽车。这说明中国汽车产业整体竞争力提升，而非单单新能源汽车产业。

图 21：2021 年下半年以来，中国的新能源汽车出口量占 20% 左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2021 年全球纯电动汽车销量前十企业，一半来自中国

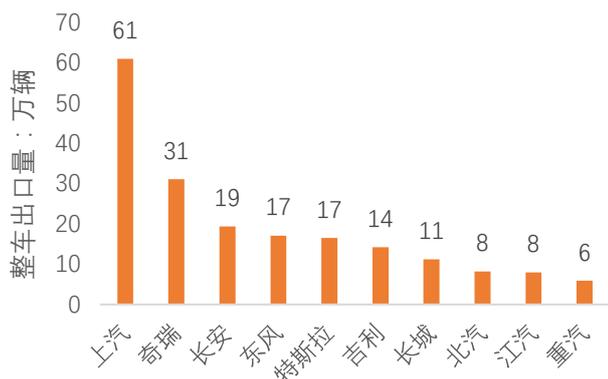


资料来源：Wind，MarkLines，天风证券研究所

中国新能源汽车产业竞争优势明显，有望带动出口高增长。中国纯电动汽车的续航里程、环境适应性、整车性能、整车能耗、智能化应用等方面已经取得全面进步。电池、电机、电控等核心“三电”技术也达到国际领先水平或与国际水平同步。2021 年中国新能源汽车产销分别完成 354.5 万辆和 352.1 万辆，连续 7 年位居全球第一，销量占全球一半左右。2021 年全球纯电动汽车销量前十企业，一半来自中国。

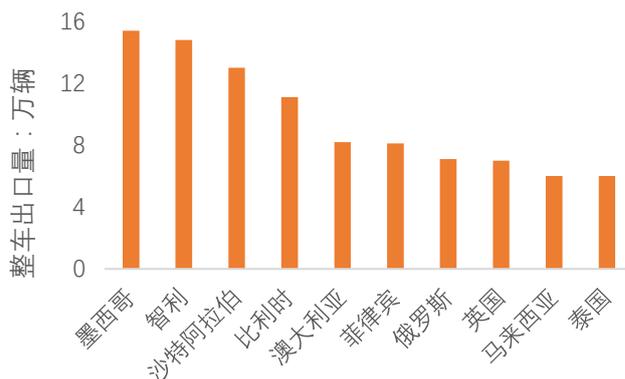
汽车出口的主力是内资汽车生产企业。2022 年 1-9 月，中国汽车出口 211.7 万辆，其中最大的出口企业上汽集团出口量为 61 万辆。特斯拉出口 17 万辆，占汽车出口总量的比例并不高。

图 23：2022 年 1-9 月中国主要汽车厂的整车出口量



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

图 24：2022 年 1-8 月中国汽车出口主要目的地

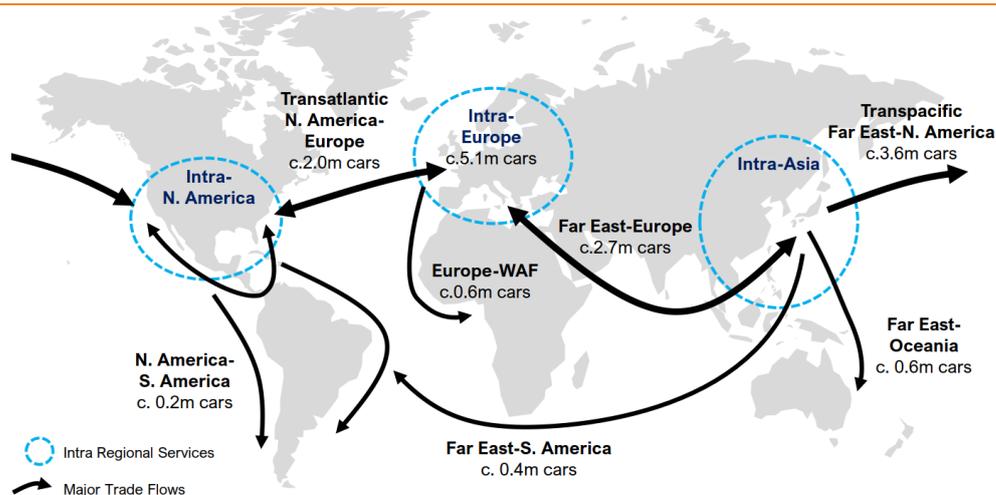


资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

汽车主要出口到拉美、东南亚、欧洲等地。中国的汽车出口目的地较为分散，2022 年 1-8 月出口量占比最高的墨西哥仅为 8.5%，对美国出口量未进前十。分出口目的区域看，拉美、东南亚、西欧的出口占比较高。

中国汽车产业崛起，汽车贸易格局有望重构。在全球汽车电动化、智能化的趋势中，中国汽车产业已经占据明显优势。随着产业链不断完善，中国的新能源汽车产业竞争力有望继续增强。我们认为，中国未来有望成为全球汽车出口中心，汽车出口量有望大幅增长，平均海运距离将变长，带动汽车船运输需求增长。

图 25：全球汽车船运输主要航线

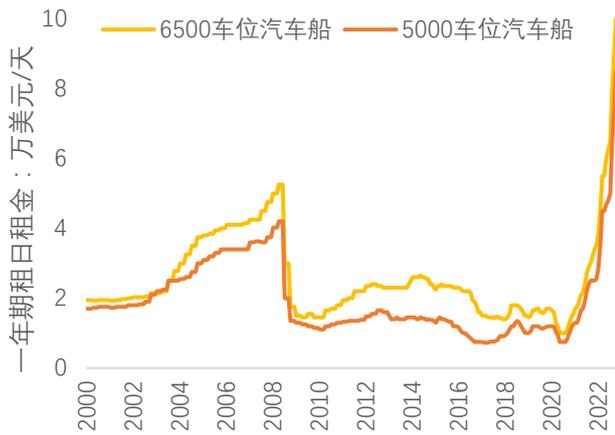


资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

2.2. 汽车船租金屡创新高

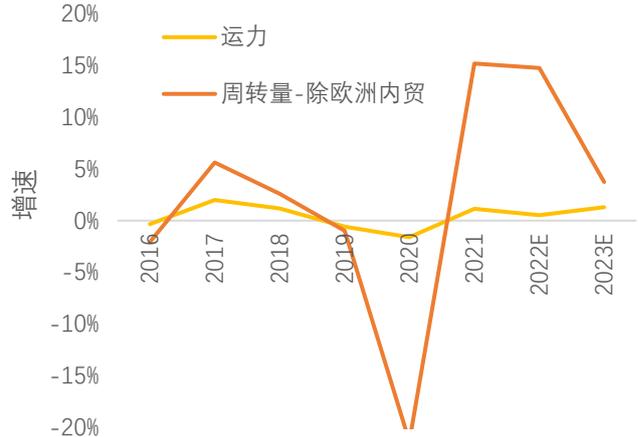
需求大幅增长，汽车船租金屡创历史新高。2020 年下半年以来，汽车船运价（一年期租的日租金）持续上涨，并创历史新高。2020 年下半年，疫情影响减弱，汽车船运输需求恢复带动运价大幅上涨。到 2022 年 3 月，运价突破 2008 年的高点，创历史新高。从 2020 年低点到 2022 年 10 月，汽车船运价上涨 10 倍左右，汽车船航运或已进入繁荣期。2022-23 年，汽车船供给紧缺有望加剧，运价有望进一步上涨。

图 26：2020 年以来全球汽车船租金大幅上涨，屡创历史新高



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

图 27：2021-23 年全球汽车船运力增速低于运量增速



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

2022-23 年汽车海运周转量增速有望高于运量增速。2021 年，中国对西欧、东欧、南美南部的汽车出口量大幅增加。海运出口到这三个地区的航线距离都超过 10000 海里，远高于中国出口到主要国家 7000 海里左右的运距，也高于其他主要汽车出口国 7000 海里左右的平均出口运距。这导致中国的平均出口运距变长，也导致全球的平均出口运距变长，出口周转量增幅高于出口量增幅。中国汽车出口持续高增长，未来平均运距有望继续拉长。

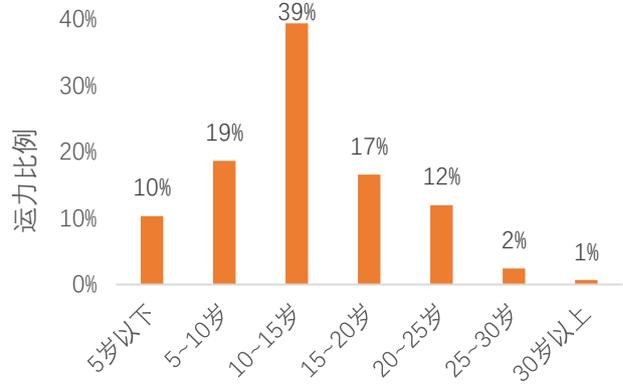
汽车船租金有望处于高位。我们预计 2022-25 年全球汽车船运力温和增长，年均“(计划)交付运力/总运力”在 3.3% 左右。现有汽车船队存在船龄老化问题，20 岁以上汽车船运力占比 15%，预计未来将逐渐拆解。需求方面，中国汽车出口持续高增长，带动全球汽车海运需求高增长，未来有望延续。所以全球汽车船租金有望持续处于高位。

图 28：2024-25 年全球汽车船交付量将明显增加



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

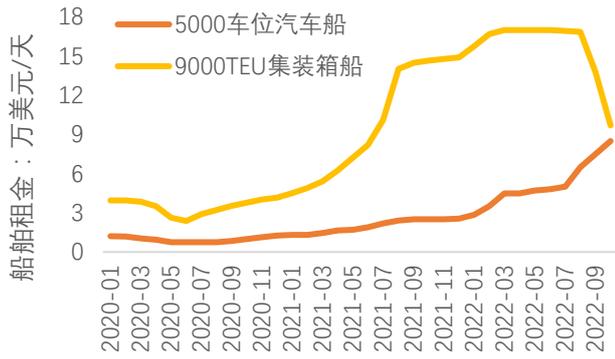
图 29：汽车船队中，20 岁以上老龄船占比较高



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

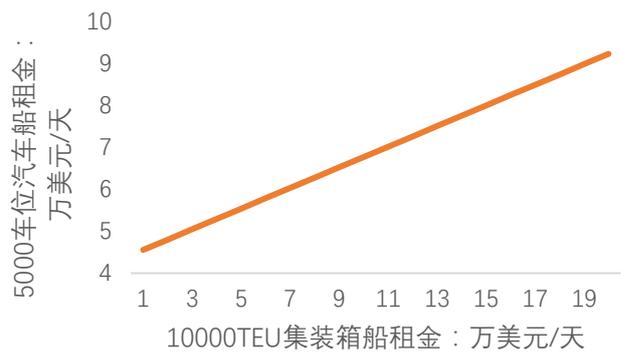
集运运价下跌，对汽车船影响有限。市场担心汽车海运需求被集运分流，汽车船景气度将下降。我们认为集运盈亏平衡时，汽车船仍然高盈利。汽车船为专门运输汽车建造，运输汽车的经济性好于集装箱船。以中远海特重点经营的南美航线（上海-智利圣安东尼奥）为例，现价租赁 5000 车位汽车船和 10000TEU 集装箱船用于运输出口汽车，综合考虑船舶、集装箱、燃油、汽车装箱掏箱成本等，发现汽车船的运输成本更低。如果假设集装箱船租金跌到 2018-19 年水平，即集运公司处于盈亏平衡附近，那么汽车船运价降至集运盈亏平衡时水平，汽车船租金仍将高于 5 万美元/天，远高于 1.2 万美元/天左右的成本，1 艘汽车船 1 年的净利润有望达到 0.65 亿元。

图 30：全球汽车船租金还未受集装箱船租金下跌影响



资料来源：Clarkson，天风证券研究所

图 31：南美航线运价相同时，汽车船和集装箱船的对应租金



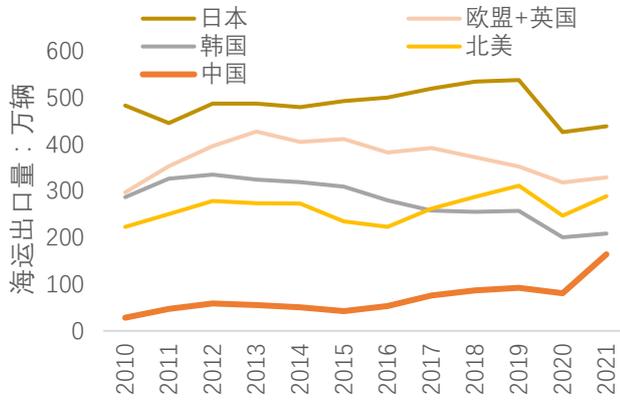
资料来源：Wind，Clarkson，中远海运，船视宝，天风证券研究所

汽车船的运输质量高于集装箱船。集装箱船运汽车，需要先把汽车装进集装箱，通常 1 个 40 英尺箱 (2TEU) 装载 2-4 辆轿车。如果装载 3-4 辆车，需要使用框架，并需要叉车配合。装完还要对汽车进行绑扎，这在狭窄的集装箱内不容易完成。船舶在海上航行过程中摇晃，可能导致车辆与集装箱刮擦、磕碰。而汽车船作为专业的船型，运输汽车更加安全、稳定。

2.3. 汽车船运输有望大发展

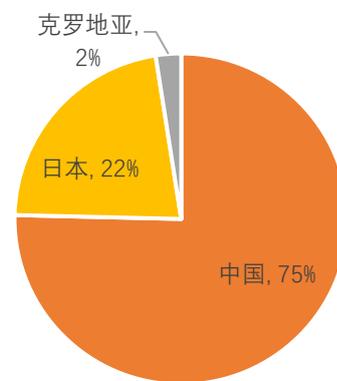
中国汽车船运输有望迎来发展机遇。一是中国的汽车出口量快速增长，给中国的汽车船企业带来大量新增运输需求。二是中国在汽车船造船领域占据优势，给运力扩张带来便利。三是 2021 年以来汽车船运价大幅上涨，给中国汽车船运输企业扩张运力提供了良好的经营环境。

图 32：中国汽车出口高速增长，其他主要出口国波动



资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

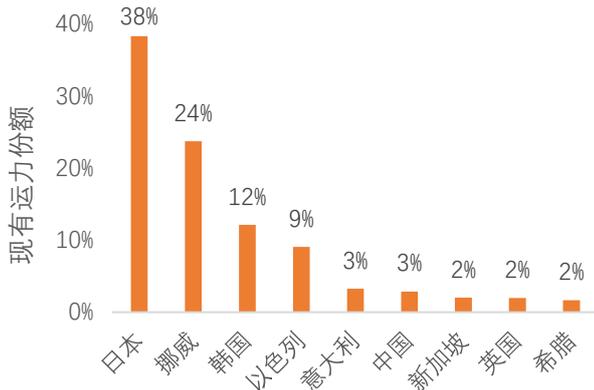
图 33：2021 年 11 月，汽车船在手订单主要在中国船厂



资料来源：Wind，Clarkson，天风证券研究所

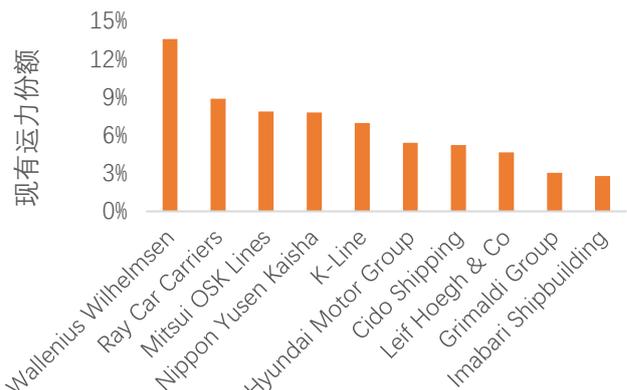
国内头部汽车船公司的增长空间大。2021 年中国汽车海运出口量占全球的 7%左右，而且在快速增长；但是汽车船运力仅占全球的 3%，说明大量的汽车出口运输由国外船公司来承担。全球汽车船运力前十的公司，没有一家来自中国。未来仅仅中国汽车出口运输需求，就有望给国内汽车船公司带来较大的增长空间。

图 34：2021 年 11 月，中国的汽车船运力份额较低



资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

图 35：2022 年初，全球主要汽车船运输公司的运力份额



资料来源：Wind, Clarkson, 天风证券研究所

2.4. 推荐中远海特

中远海特、上汽集团和上港集团都拥有汽车船队。截止 2021 年，经营汽车船运输业务的公司有安吉物流（上汽集团 100%控股）、招商滚装（招商轮船 70%控股）、中远海运滚装（中远海特 100%控股）、中世国际（长久物流 40%参股）等。国内市场的集中度较高，头部公司具有发展优势。

表 1：2021 年国内主要汽车船运输公司及其运力规模

控股股东	汽车船公司	持股比例	数量：艘	运力：万车位	权益运力：万车位	运力份额
中远海特	中远海运滚装	100%	5	2.46	2.48	18%
	安吉中远海特滚装	35%	1	0.06		
长久物流	新中南航运	28%	7	0.97	0.49	4%
	久格航运	51%	1	0.43		
上汽集团	安吉物流	100%	21	3.18	3.22	24%
	安吉中远海特滚装	65%	1	0.06		
招商轮船	广州招商滚装	70%	22	3.57	2.50	18%
上港集团	民生轮船	20%	15	1.26	0.25	2%
	全国		94	13.58		100%

资料来源：Wind, 中国船级社, Clarkson, 天风证券研究所

中远海特成立合资公司发展汽车出口运输业务。截止 2022 年 11 月，中远海特拥有汽车船 5 艘，新造船订单 6 艘。中远海特、上港物流、安吉物流对合资公司的持股比例分别为 42.5%、37.5%、20%。合资公司成立后，将购买或租赁中远海特所属从事国际运输业务的汽车船，并在各方股东的支持下，通过新建、购买或租赁等方式逐步扩充汽车船运力，满足经营发展的需要。

中远海特纸浆船开始装运出口汽车。8 月 18 日，中远海特 6.2 万载重吨纸浆船，采用自主创新研发的“可折叠商品车专用框架”，顺利装载 1100 多台汽车，实现汽车出口运输。纸浆船回程货物以纸浆为主，与汽车出口形成稳定的双向货源。截止 2022 年 8 月，中远海特经营纸浆船 19 艘，新造船订单 17 艘。未来中远海特纸浆船承运的出口汽车数量有望持续快速增长。

3. 铁路汽车运量有望二次增长

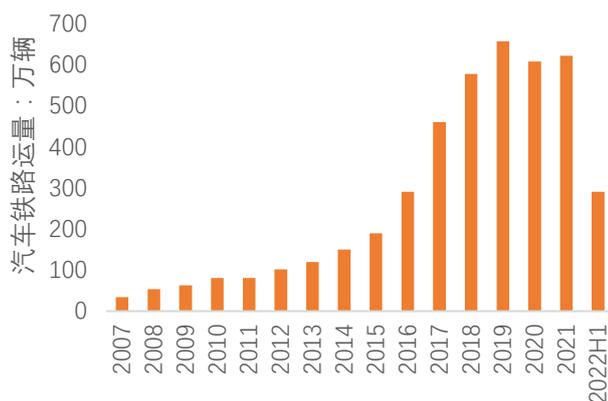
汽车铁路运量有望再度增长。2016-18 年，公路治超推动铁路汽车运量大幅增长。2021 年以来柴油价格大幅上涨，铁路竞争优势提升，运量有望增长、毛利率有望提升。中西部

省市出口占比提升，带动中欧班列铁路运输需求增长。关注汽车铁路运输为主业、毛利率回升的中铁特货。

3.1. 公路治超促使铁路运输崛起

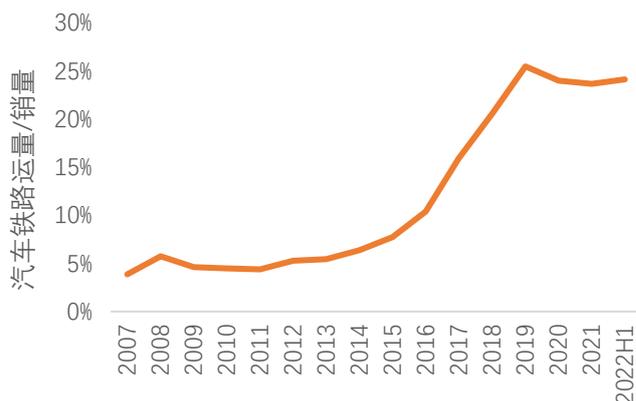
公路治超推动汽车的铁路运量大幅增长。2016年8月，交通部、发改委、工信部等印发《车辆运输车治理工作方案》，要求2016年9月21日起，全面禁止“双排车”通行；2018年7月1日起，全面禁止不合规车辆运输车通行。方案对合规运输车的长、宽、高都做了严格限制，导致单辆运输车的装载量减少，汽车公路运输的成本上升，铁路运输的竞争优势增强。2016年开始，铁路运输汽车的数量大幅增长，比例明显提高。

图 36：2015-19 年中国汽车铁路运量大幅增长



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，李樱灿,刘畅,陈佳眉.《我国铁路货运市场发展对策探讨》，中铁特货公司公告，天风证券研究所

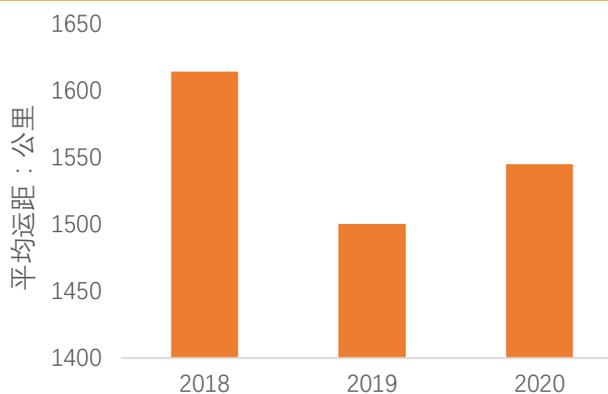
图 37：中国汽车通过铁路运输的比例明显提升



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，李樱灿,刘畅,陈佳眉.《我国铁路货运市场发展对策探讨》，中铁特货公司公告，天风证券研究所

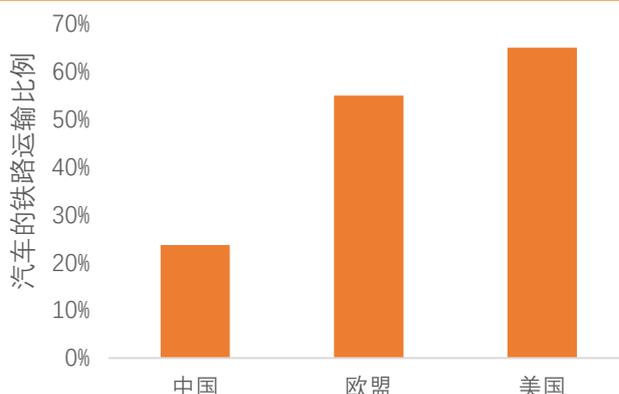
汽车的铁路运输比例和运距趋于稳定。2018年汽车运输车治超阶段性完成后，铁路运输汽车的比例小幅回落，趋于稳定。铁路在长距离运输上具备优势，中铁特货的汽车平均运距在 1500 公里左右波动。

图 38：中铁特货的汽车平均运输距离在 1500 公里左右



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，李樱灿,刘畅,陈佳眉.《我国铁路货运市场发展对策探讨》，中铁特货公司公告，天风证券研究所

图 39：2021 年中国汽车的铁路运输比例低于欧美



资料来源：巩伟《铁路开展商品汽车运输的思考》，天风证券研究所

对比欧美，中国的汽车铁路运输比例还有提升空间。2021年，中国的汽车铁路运输比例在 24% 左右，低于欧美发达国家水平。随着人工、燃油等成本上升，铁路运输的优势有望继续加强，运输比例有望继续提高。

3.2. 高油价增强铁路运输竞争力

油价大幅上涨，铁路运输相对公路的竞争力提升。2021年以来，国内柴油价格大幅上涨，公路运输的燃油成本随之上升。而铁路运输往往采用电力驱动，成本相对稳定，所以竞争优势增强。中铁特货的铁路运输清算相关成本主要按照原铁道部制定的《铁路专业运输公

司财务清算办法》(铁财[2003]143号)进行统一计算和结算,主要包括承运及发送服务费、到达作业服务费、线路使用费、机车牵引费、车辆挂运服务等。

表 2: 铁路运输清算相关成本的定价标准

项目	单价	
承运服务费	承运收入的 3%	
发送服务费 (元/吨)	3.5	
到达作业服务费 (元/吨)	1.5	
货运线路使用费 (元/辆公里)	一类线路	1.20 (国铁线路) / 2.40 (合资线路)
	二类线路	0.60 (国铁线路) / 1.20 (合资线路)
	三类线路	0.50 (国铁线路) / 1.00 (合资线路)
机车牵引费 (元/万总重吨公里)	内燃机车	222-642
	电力机车	145-195
线路使用费部分 (元/辆公里)	0.50-2.40	
车辆挂运服务费	机车牵引费部分 (元/万总重吨公里)	145-642
车辆编解服务费 (元/辆)	3	
货车修理费	按照国铁集团定期发布的国铁货车修理差异化结算清算单价表进行计价	

资料来源: Wind, 中铁特货招股说明书, 天风证券研究所

铁路运输的毛利率开始回升。一方面,铁路运输有望吸引部分公路货量,运量有望增加;另一方面,铁路运价有望随公路运价上涨。2022 年前三季度,中铁特货的整体毛利率明显回升。考虑到 2021 年中铁特货的汽车物流业务毛利占整体毛利的 130%,我们估计毛利率回升主要是汽车物流业务带动的。

图 40: 2021 年以来,国内柴油价格大幅上涨



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 2022 年前三季度,中铁特货的毛利率明显回升

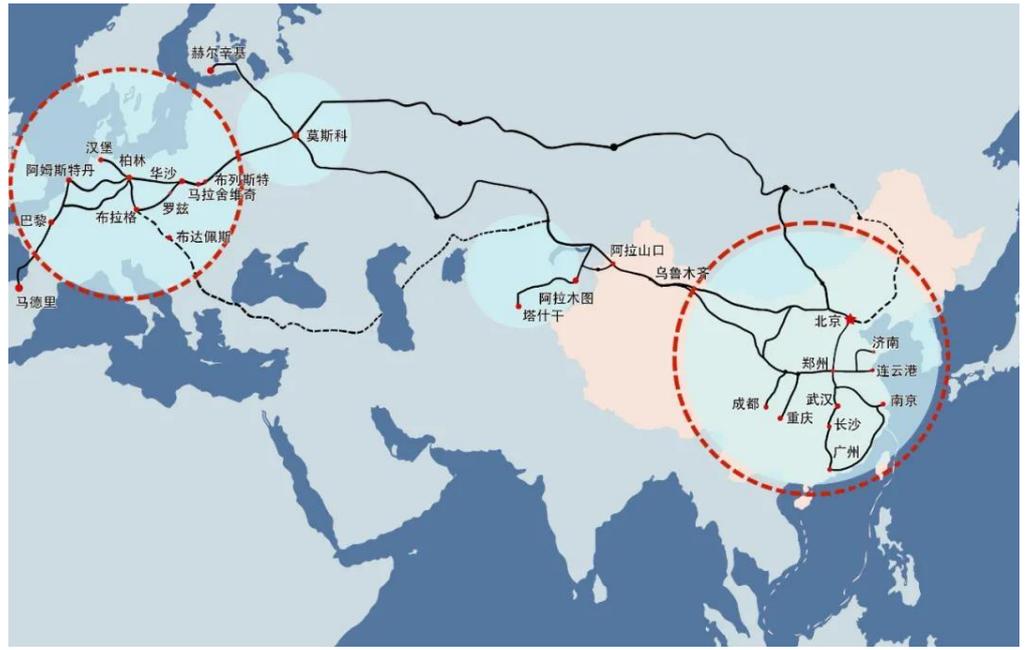


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 中欧班列, 运输市场潜力大

汽车船运力紧缺,中欧班列的汽车运量或将增长。2021 和 2022 年汽车海运需求增速远超过供给,运力紧缺,汽车船租金从 2020 年低点上涨 10 倍。中国大量汽车通过海运出口到欧洲,中欧班列是替代的运输方式。由于汽车船运力不足,商务部正在积极协调通过中欧班列来运输汽车。未来中欧班列的汽车运量有望大幅增长。

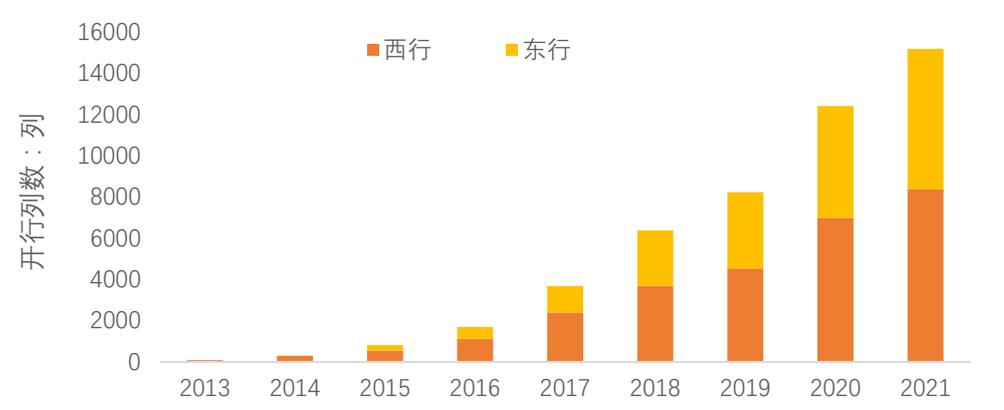
图 42：中欧班列运行线路示意图



资料来源：博尔塔拉蒙古自治州人民政府网站，天风证券研究所

中铁特货已经参与中欧班列运输出口汽车。2022 年 7 月 21 日，重庆-莫斯科首列中铁特货的汽车国际班列发车，采用铁路运输专用车（JSQ 车），全程运输时间为 18 天。2022 年 8 月 26 日，中欧班列（渝新欧）汽车铁路运输专用车国际班列采用 JSQ 车进行出口运输，较传统班列提升运能 50%，较海运而言节约时效近二分之一。

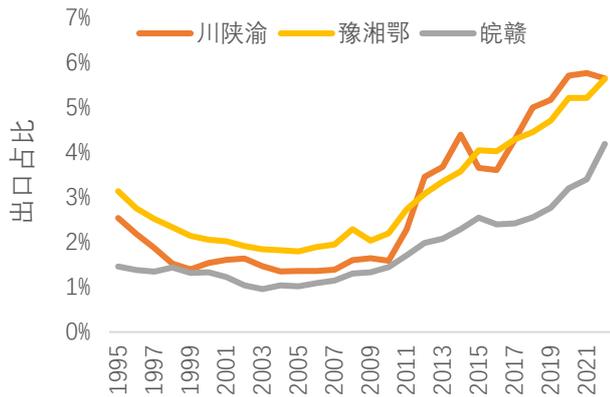
图 43：中欧班列的开行列数明显增加



资料来源：《中欧班列发展报告 2021》，天风证券研究所

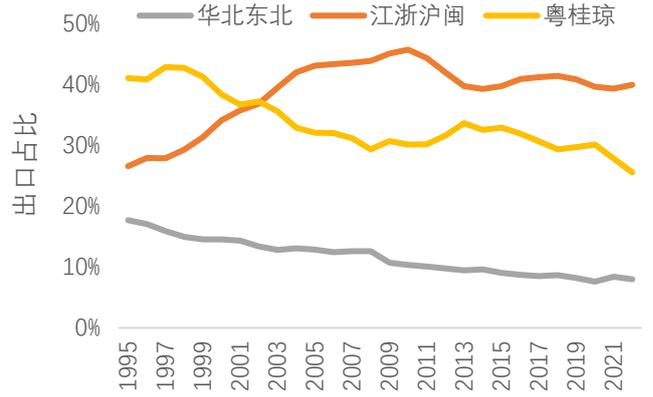
内陆省份出口崛起，铁路运输需求有望增加。长三角、珠三角、京津冀等沿海地区，出口主要通过海运，出口占全国的比例明显下降。而中西部内陆省份的出口占比快速上升，部分出口到欧亚大陆的货物，通过铁路运输更加经济。这种出口来源地的变化，有望推动中欧班列的需求增长。

图 44：2010 年以来，中西部省份的出口快速崛起



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

图 45：长三角、珠三角、东北、华北等地出口占比下降

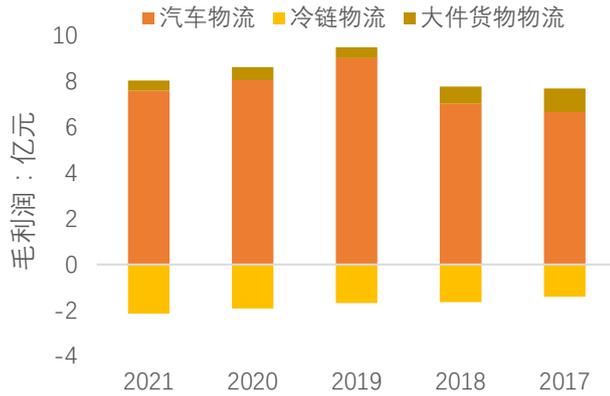


资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

3.4. 关注中铁特货

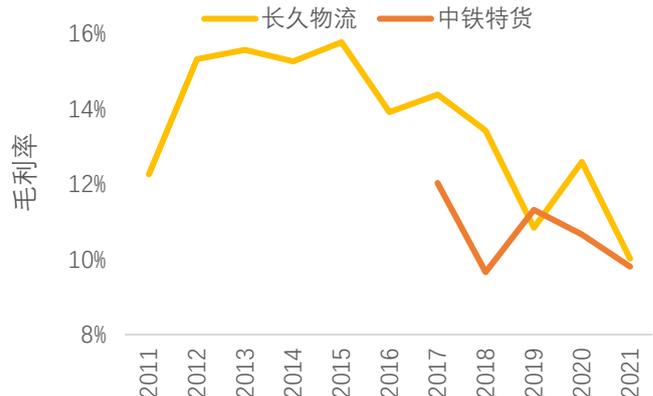
中铁特货的主要业务是汽车铁路运输。中国铁路集团的商品汽车运输业务由中铁特货负责经营管理。2017-21 年，中铁特货的毛利主要来自汽车物流业务。未来如果铁路运输汽车数量增加，中铁特货有望直接受益。

图 46：中铁特货的业务主要是汽车物流



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：2021 年汽车物流的毛利率处于历史低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

汽车物流业务的盈利能力处于低谷，未来有望回升。2016 年以来，汽车物流业务的毛利率明显下降，2021 年处于低位。我们认为原因：一是 2017 年以来汽车销量下滑，运输需求减少，运价下跌；二是公路汽车运输治超，合规车取代违规车，单辆车运输能力下降、运输成本上升，部分需求溢出到铁路和水路运输。未来如果汽车产销量回升，那么运输需求回升有望带动公路和铁路运输毛利率回升。

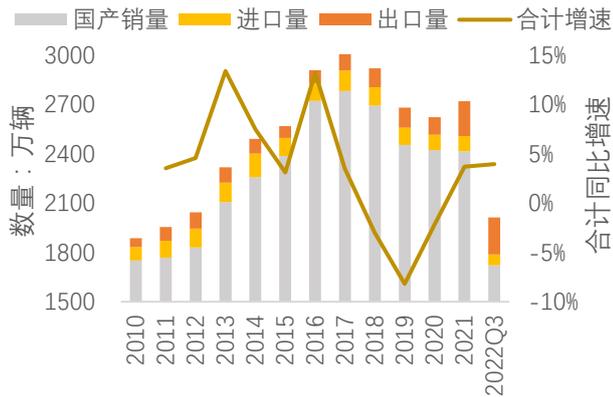
4. 公路汽车运输有望逐渐复苏

汽车公路运输有望复苏，盈利有望回升。一方面，汽车纯公路运输的比例企稳，随着汽车销量回升，运量有望增长。二是 2016-18 年公路治超期间购置的运输车，开始进入报废期，过剩运力有望出清。三是 2022 年汽车公路运输的毛利率开始回升。关注主业为汽车公路运输、毛利率开始回升的长久物流。

4.1. 运输需求有望恢复增长

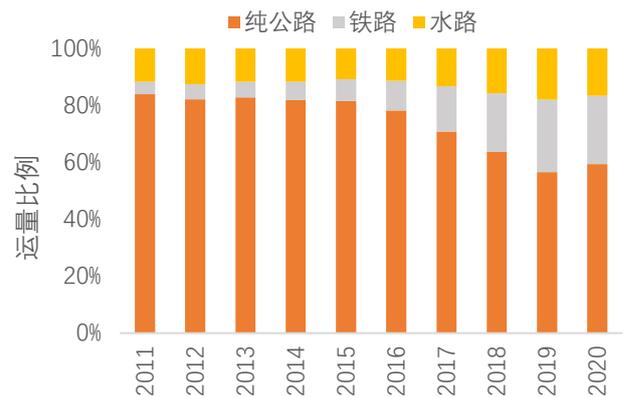
汽车运输需求恢复增长。随着国产汽车销量趋于稳定、汽车出口量大幅增长，国内汽车运输需求从 2021 年恢复增长。未来随着汽车出口量进一步增长，国内汽车运输需求有望继续增长。

图 48：2021 年开始，汽车物流需求恢复增长



资料来源：Wind，汽车工业协会，海关总署，天风证券研究所

图 49：2020 年汽车的纯公路运输比例企稳



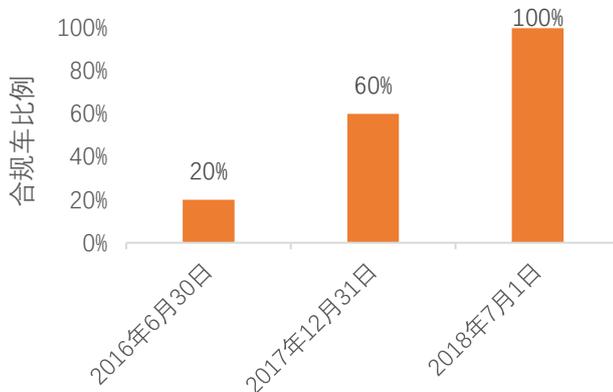
资料来源：Wind，罗戈网，张俊，《商品车内贸滚装运输行业的现状及未来发展》，天风证券研究所

汽车公路运输的比例趋于稳定。2016 年以来的公路汽车运输治超，导致 2016-2019 年公路运输量占比大幅下降。2020 年公路运输量占比有所回升。如果未来汽车公路运量占比稳定，那么整体运输需求增长，将带动公路运量增长。

4.2. 运力出清助推盈利恢复

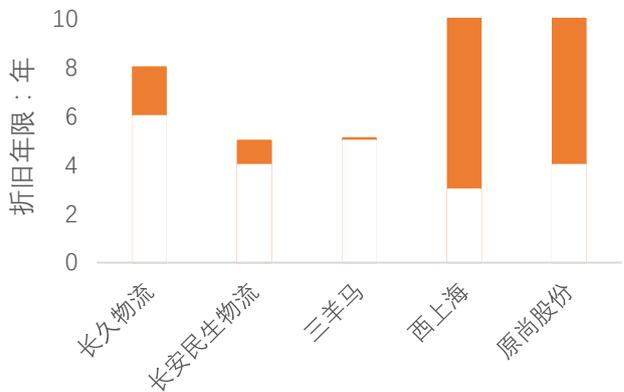
2016-2018 年不合规车陆续淘汰，合规车陆续购置。根据《车辆运输车治理工作方案》要求，截至 2018 年 6 月 30 日要求完成 100% 不合规车辆的更新改造，2018 年 7 月 1 日起将只有满足合规要求的中置轴轿运车和 6 位半挂车具备上路运营资格。除部分“单排车”具备改装成适合短途运输的 6 位半挂车外，其余大部分运输车都将报废和淘汰。汽车物流企业须在 2018 年 6 月底前大量购置合规车辆以符合政策要求以及满足市场运力需求。

图 50：《车辆运输车治理工作方案》要求合规车比例上升



资料来源：交通运输部，天风证券研究所

图 51：国内主要汽车物流公司的运输车折旧年限



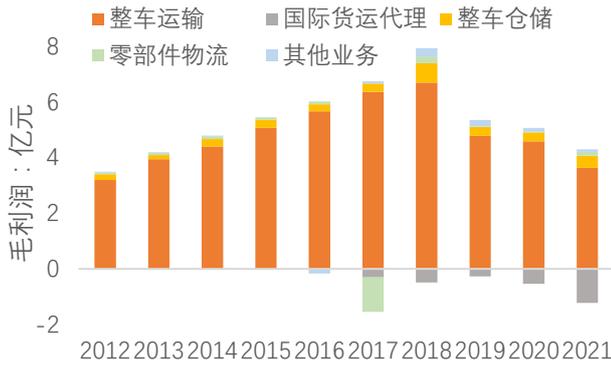
资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

2017-18 年购置的合规运输车将开始淘汰，有助于供给出清。重型货车的报废时间集中在 6-11 年，强制报废时间为 15 年，汽车物流公司的运输车折旧年限在 3-10 年。2017 年初购置的合规运输车，到 2022 年底已经运营了近 6 年，即将进入报废高峰期。2023-25 年大量的运输车有望报废，过剩运力有望出清，运价有望回升。

4.3. 关注长久物流

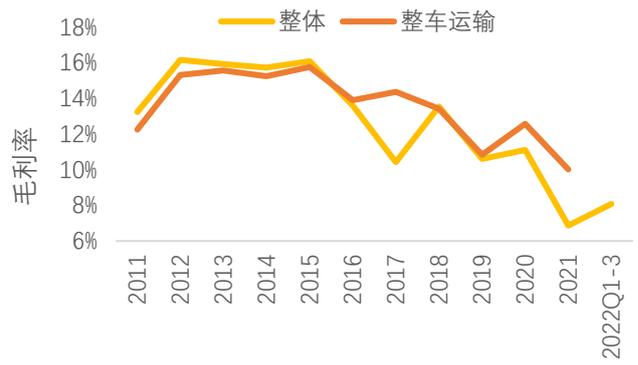
长久物流的主要业务是汽车公路运输。长久物流深耕于汽车物流行业，公路运输经验丰富，同时拥有十余年水运和铁路运输业务的操作管理经验，具备公路、铁路、水路多式联运的运输执行能力。长久物流的毛利主要来自整车运输，未来运输需求回升带来的盈利弹性较大。

图 52：长久物流的毛利主要来自整车运输



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：2022 年，长久物流的毛利率开始企稳回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2022 年长久物流的毛利率企稳回升。随着运输需求回升，长久物流的毛利率也开始回升。未来如果运输需求进一步恢复，长久物流的毛利率有较大提升空间。

表 3：2021 年国内主要整车物流上市公司的收入和利润

代码	公司	总营收：亿元	总毛利润：亿元	整车物流收入：亿元	整车物流毛利：亿元	主要业务
603569.SH	长久物流	44.87	3.08	37.98	4.07	汽车整车物流为主
1292.HK	长安民生物流	60.36	3.25	31.15	无	汽车整车和零部件物流
001317.SZ	三羊马	9.23	1.05	7.72	0.84	汽车整车和零部件物流
605151.SH	西上海	10.70	2.41	1.37	0.40	汽车零部件制造和物流，整车物流

资料来源：Wind，天风证券研究所

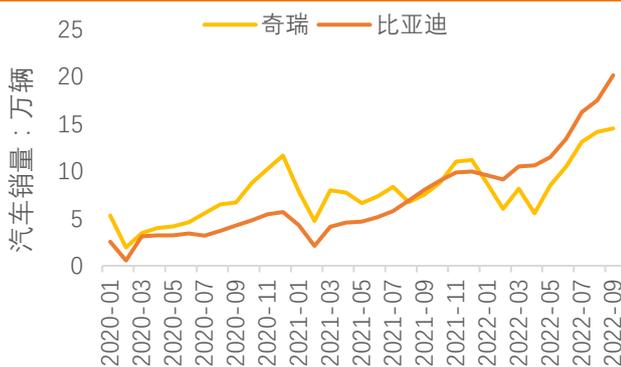
5. 新能源汽车制造物流高成长

新能源汽车销量高增长，带动入场物流、特有零部件物流需求高增长。制造业定制化物流服务的价格弹性较小、横向拓展难度大，业务发展依赖核心客户的增长。部分主机厂汽车销量高增长，为之服务的物流公司有望随之高增长，如理想汽车和海晨股份。新能源汽车特有的动力电池、需求量大的铝压铸零部件需求增长，带动相关物流公司业务高增长。推荐海晨股份，关注福然德。

5.1. 新能源汽车厂物流需求增长

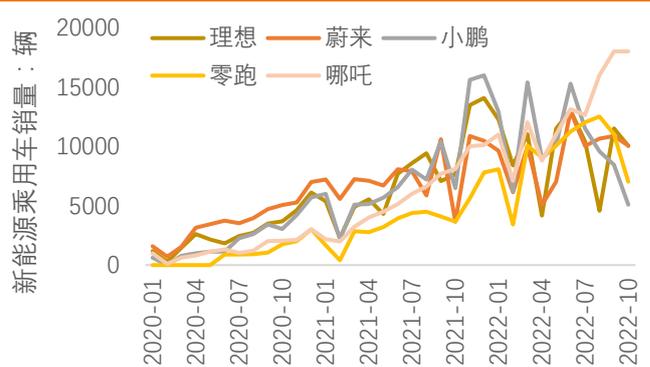
新能源汽车产销量高增长，带来制造相关物流需求增长。国内汽车整体产销量增速并不快，所以传统主机厂的物流需求增速也不快。但是新能源汽车产销量高增长，相应主机厂的物流需求高增长，较有代表性的新能源汽车主机厂是比亚迪和部分造车新势力。比如海晨股份为理想汽车提供供应链物流服务，这块业务收入呈现高增长。

图 54：传统主机厂中，比亚迪和奇瑞的汽车销量快速增长



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

图 55：部分造车新势力的汽车销量快速增长



资料来源：Wind，乘联会，天风证券研究所

定制化物流业务，重点看核心客户的成长。汽车制造物流服务往往定制化，与主机厂深度融合。由于主机厂之间竞争激烈，物流服务商横向拓展同类客户的难度较大。所以制造物流企业更看重核心客户的成长性，往往伴随着客户成长。

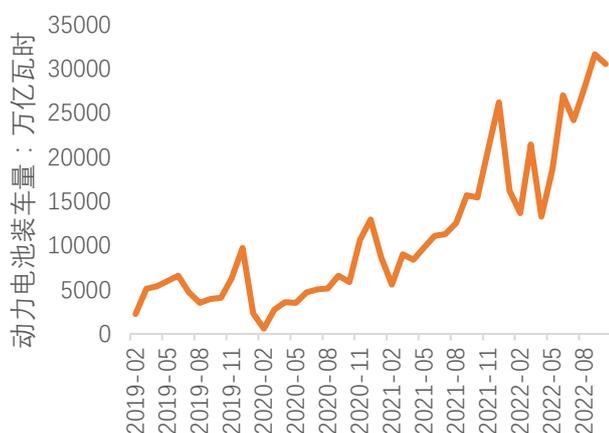
新能源汽车整车物流与传统燃油车的要求相似，难以带动整车物流需求快速增长。供给方面，新能源汽车物流所用的汽车船、运输车等运输工具与传统燃油车相同。需求方面，新能源汽车是对传统燃油车的替代，汽车整体销量温和增长，所以我们认为新能源汽车整车物流带来的机会有限。

5.2. 特有零部件供应链需求增长

动力电池供应链物流服务需求有望大幅增长。新能源汽车和传统燃油车的显著区别在于动力电池，物流需求有望大幅增长。动力电池属于危险品，需要相应的运输资质和车辆，所以专业从事动力电池物流的公司，有望获得大发展。

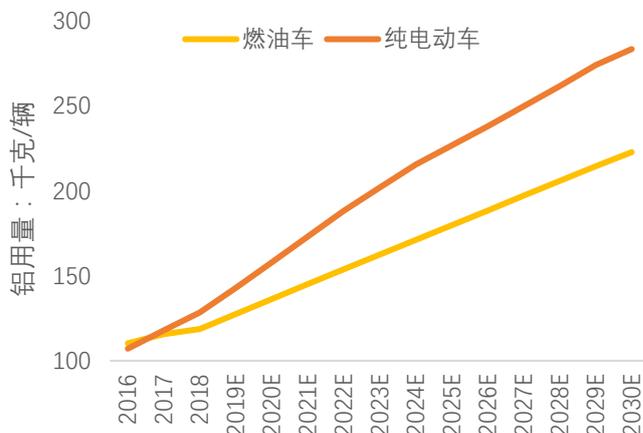
铝压铸零部件供应链物流服务有望大幅增长。汽车轻量化趋势下，会采用更多的铝压铸零部件。新能源汽车对轻量化有更高的要求，会采用更多的铝压铸零部件。所以从事汽车零部件铝压铸业务的公司，业务量有望大幅增长。

图 56：新能源汽车动力电池的装车量快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：单车汽车的铝用量有望大幅增长，纯电动车增速更快

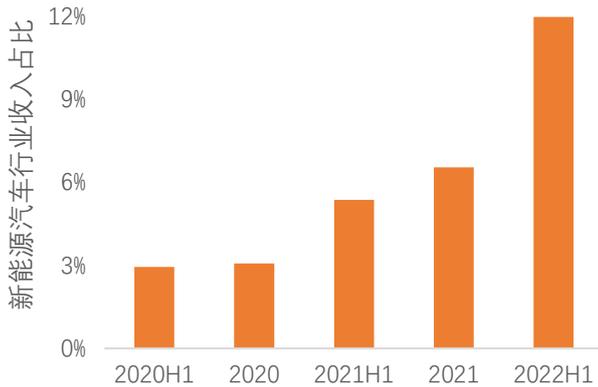


资料来源：国际铝业协会《中国汽车工业用铝量评估报告（2016—2030）》，天风证券研究所

5.3. 推荐海晨股份，关注福然德

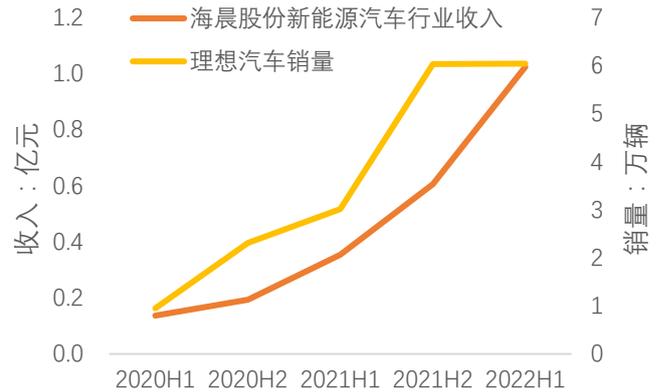
海晨股份新能源汽车业务快速增长。海晨股份为理想汽车提供入厂物流服务，包括总装和焊装车间零部件存储、一站式上线服务，售后仓分拣配送业务，作业流程信息化与主机厂无缝集成，以常州工厂为中心、覆盖 300km 范围城际运输循环取货服务。2020 年以来，海晨股份的新能源汽车行业收入随理想汽车销量快速增长，该业务收入的占比快速上升。未来随着新能源汽车销量继续增长，海晨股份新能源汽车业务收入有望继续增长。

图 58：海晨股份的新能源汽车业务收入占比快速提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：海晨股份的新能源汽车业务收入随理想汽车销量增长



资料来源：Wind，乘联会，天风证券研究所

福然德定增投资铝压铸业务，未来有望较快增长。2020 年，福然德归母净利润为 3.07 亿元。首发和增发项目达产后，有望推动利润大幅增长。其中新能源汽车铝压铸项目投产后，有望贡献 0.79 亿元净利润。

表 4：福然德首发和增发项目进展和预期净利润

类型	项目名称	投资额： 亿元	预计净利润： 亿元	建设期： 月	项目进度
增发	新能源汽车板生产基地项目	2.99	0.44	18	2021 年 11 月 25 日取得项目用地
	新能源汽车铝压铸建设项目	4.79	0.79	24	2022 年 2 月 23 日取得项目用地
首发	开封年剪切汽车钢板 24 万吨建设项目	2.50	0.70	36	2020 年 12 月部分达到预定可使用状态，投产后第 1 年开始生产销售，第 3 年达产。
	武汉加工配送中心建设项目	2.42	0.71	36	2020 年 6 月部分设备工程陆续达到预定可使用状态，投产后第 1 年开始生产销售，第 3 年达产。
	宁德汽车板加工配送中心建设项目	0.89	0.61	36	2020 年 12 月部分达到预定可使用状态，投产后第 1 年开始生产销售，第 3 年达产。
	上海加工配送中心产品升级优化项目	0.49	0.04	12	2020 年 11 月部分达到预定可使用状态，投产后第 1 年开始生产销售，第 3 年达产。

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

多数汽车零部件物流上市公司服务于传统主机厂。传统主机厂是国内造车市场的主力，为之服务的零部件物流公司也较多。由于新能源汽车是对传统燃油车的替代，这些公司增速往往平稳。只有部分以服务新能源汽车主机厂为主的零部件物流公司，业务有望高速增长。

表 5：2021 年国内主要汽车零部件物流上市公司的收入和利润

代码	公司	总营收： 亿元	总毛利润： 亿元	零部件物流 收入：亿元	零部件物流 毛利：亿元	主要业务
1292.HK	长安民生物流	60.36	3.25	22.62	未披露	汽车整车和零部件物流
603813.SH	原尚股份	4.90	1.22	3.96	未披露	汽车零部件物流为主
605151.SH	西上海	10.70	2.41	2.75	0.62	汽车零部件制造和物流为主
603569.SH	长久物流	44.87	3.08	1.09	0.13	汽车整车物流为主，零部件物流为辅
300873.SZ	海晨股份	14.68	4.23	0.96	未披露	电子信息行业物流为主，汽车行业物流为辅
605050.SH	福然德	99.53	5.48	59.54	未披露	汽车零部件供应链物流为主

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

6. 风险分析

全球汽车销量大幅下滑。新冠疫情、俄乌冲突、美国货币紧缩等都给全球经济带来不确定性。如果全球经济增速明显下滑，那么作为耐用消费品的汽车销量增速也可能大幅下滑，汽车海运贸易量将受影响，汽车船运输的景气度可能下降。

欧美国家增加贸易壁垒。中国的汽车产业已经具备强大竞争力，产品优势明显。但是欧美国家可能增加贸易壁垒抵御中国汽车出口，比如加征关税、核心零部件断供、金融制裁等。中国汽车出口竞争力可能因此下降，导致运输需求减少。

汽车船新造船订单大幅增长带来的交付压力和运力过剩风险。重吊船、汽车船、纸浆船都有较多的新造船订单，一旦交付将带来供给压力。如果 2022 年开始新造船订单大幅增加，那么 2024 年之后的交付压力将增大，行业可能运力过剩，从而导致景气度下降。

燃油价格大幅涨跌影响铁路和公路运输经济性。如果燃油价格大幅下跌，那么公路运输的经济性增强，部分运量将分流到公路运输，影响铁路运输的运量和运价，从而影响毛利率。反之，如果燃油价格大幅上涨，也会影响公路运输的运量、运价和毛利率。

全球环保政策反复影响新能源汽车需求。如果部分欧美国家放松或推迟环保政策要求，那么新能源汽车的经济性会下降，销量和海运量也可能下降，从而影响运输需求。

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com