东兴证券 DONGXING SECURITIES

交通运输2023年度策略：疫后复苏仍是主线，预期兑现程度将决定股价走势

2022 年 11 月 29 日

看好/维持

交通运输 | 行业报告

分析师 | 曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519050005

投资摘要：

行业回顾与展望：疫后恢复期，重视预期兑现

今年交运股的业绩与股价出现了较明显的脱节，例如业绩巨亏的航空与机场版块年内都跑赢指数；业绩大幅提升的快递板块跑输大盘；业绩下半年才有起色的油运板块上半年股价就已一飞冲天等。股价与当期业绩背离的现象背后，是疫情导致当期业绩难以测算或不具备参考性。因此现阶段真正决定股价走势的不是当期的业绩，而是对疫情后业绩复苏的预期。

而随着疫情管控的逐步放开，疫情造成的不确定性下降，业绩指标的可参考性会不断提升。我们认为 2023 年交运板块整体风格从“重预期”到“重兑现”是大概率事件，市场终究需要用业绩说话。因此在选取标的，特别疫后复苏标的时，要重点关注业绩弹性以及业绩兑现的确定性。

快递：业绩分化，盈利指标权重上升，个股逻辑强于行业逻辑

快递行业从去年下半年开始进入盈利增长期。伴随价格竞争退潮的是业务量增长的放缓，以往“以价换量”的经营思路不再占据主流。疫情的影响下，今年通达系快递的业绩分化为上下两个梯队，单票市值走势与单票盈利走势同步，也拉开了较大差距。从股价表现看，市场对规模指标的关注度开始下降，转而开始考察公司是否能将规模优势转化为利润优势。

行业资本开支高点已过，开支的衰减意味着通过压低成本来提升竞争力的思路在现有业务规模下已经出现了明显的边际效应递减。在这一大背景，原本通达系总部层面的竞争会逐步下移到加盟商层面。为加盟商赋能，提升加盟商的管理效率将是后续行业竞争的主线，也是头部企业超额收益的主要来源。投资者在决策时，建议弱化对行业 β 的考量，而更多的关注个股 α。

航空：航司承压依旧严重，20 条出台有望带来转机

22 年航空业的形势较 20 与 21 年更为严峻，史无前例的持续深度亏损导致航司普遍陷入经营困难的局面，长期亏损导致航司的资产负债表出现明显的恶化。但另一方面，航空业今年股价跑赢大盘，三大航市值处于 18 年以来的较高水平，若考虑到三大航目前正在进行的增发，那么增发完成后市值还将进一步提升。

航空股业绩与股价不同步的主要原因在于，市场对于航空股的业绩弹性有较高的预期。在经历了长期疫情后，航企间的价格竞争被严重压制，行业供给端增长缓慢，这些都为疫情之后的业绩反弹提供了有利条件。二十条发布后，我国逐步放开的趋势已经相当明确，未来航空行业的走势更多会与政策面放开的进度与放开后航空股盈利的兑现情况直接挂钩。

油运：俄乌冲突加速油运市场结构性变化

海运方面重点关注原油与成品油运输板块。**需求方面，**整体运距的提升会有力地支撑需求增长。长期看，近年来原油西油东运的趋势明显，且运距加长；成品油方面，环保政策推行导致欧洲炼能缩减，炼能缺口转移至中东及远东，成品油贸易东油西运比例提升。短期看，俄乌冲突后对欧美国家对俄油的制裁则明显加速了上面的过程。冲突发生后，欧洲大幅减少了对俄油的进口，需要更多的运力确保非俄油的供应，油运运输距离进一步拉长。

供给方面，目前原油轮、成品油轮在手订单运力占比均在 5%左右，处于历史低点。由于造船产能紧张，原材料价格提升等因素，船东新造船意愿较低，且即使目前下单，交付也需要在 2025 年，导致未来 3 年内油轮运力的供给增量相当有限。

油运相关个股今年以来涨幅较大，股价中包含了对俄乌冲突以来行业基本面的持续改善的预期。但与往常周期股的短周期波动不同，本轮上行周期中未来 3 年左右行业的供给都受到较大限制，因而景气的持续时间存在较大的超预期可能，这使得后续行业股价还有继续向上的空间。

风险提示：行业政策变化、宏观经济增速下滑，疫情持续时间超预期，地缘政治风险等。

目 录

1. 2022 行业回顾：疫情持续时间超预期，细分板块业绩与股价出现脱节 4
1.1 细分板块景气度显著分化 4
1.2 疫情影响加剧导致行业“轻业绩，重预期” 5
2. 快递：企业业绩分化，盈利指标权重上升 6
2.1 价格增速下降，市场对盈利的关注超越对规模的关注 6
2.2 通达系盈利分化，圆通走出独立行情 7
2.3 疫情加速业绩分化，未来的行业竞争将重点考验加盟商网络稳定性 8
3. 航空：航司承压依旧严重，20 条出台有望带来转机 8
3.1 国内市场年初至今始终无法正常运营，航司现金流严重承压 8
3.2 股价主要反应政策预期，重点关注出行政策走向 10
4. 油运：俄乌冲突加速油运市场结构性变化 11
5. 总结与展望：疫后恢复期，重视预期兑现 12
6. 风险提示 13
相关报告汇总 14

插图目录

图 1： 集运高度景气，航空极度不景气（板块净利润，亿元） 4
图 2： 不同板块之间景气度差距较大 4
图 3： 交通运输行业今年整体跑赢行业，但背后逻辑各不相同 5
图 4： 油运受俄乌战争影响，股价先于业绩上涨 5
图 5： 集运利润创新高但股价跑输上证 5
图 6： 行业件量增速下行 6
图 7： 圆通与韵达件量增速明显下行 6
图 8： 通达系快递单件收入改善 6
图 9： 圆通盈利与韵达申通拉开差距 7
图 10： 圆通股价走出独立行情 7
图 11： 通达系单件盈利分化为两个梯队 7
图 12： 圆通单票市值水平随盈利分化，形成戴维斯双击 7
图 13： 通达系资本开支高峰期已过 8
图 14： 8-10 月三大航运力供给明显下滑 9
图 15： 10 月三大航国内运力投放仅相当于 19 年 50%左右 9
图 16： 航司为保证现金流而严格控制客座率 9
图 17： 前三季度三大航处于史无前例的深度亏损 9
图 18： 航司股价与盈利脱钩 10
图 19： 三大航市值处于 18 年以来较高水平 10
图 20： 新冠确诊人数迎来高峰 11
图 21： 三大航国际航线 ASK 明显提升 11

图 22： 对俄原油禁令会导致油运整体运距拉长 12
图 23： VLCC 运价持续提升（CTFI:CT1-TCE，中东-宁波） 12
图 24： 今年以来油运板块股价大幅跑赢大盘 12

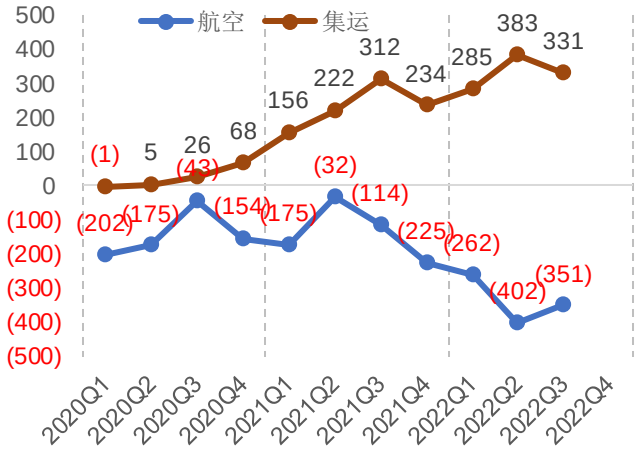
1. 2022 行业回顾：疫情持续时间超预期，细分板块业绩与股价出现脱节

2022 年行业受外部环境不确定性的影响较以往更为显著。国外方面，俄乌冲突为主的地缘政治因素抬头，大宗商品价格大幅波动；国内方面，疫情对居民的生产与生活造成了持续性的负面影响。多变的外部环境也很大程度影响了细分行业基本面及的股价走势。

1.1 细分板块景气度显著分化

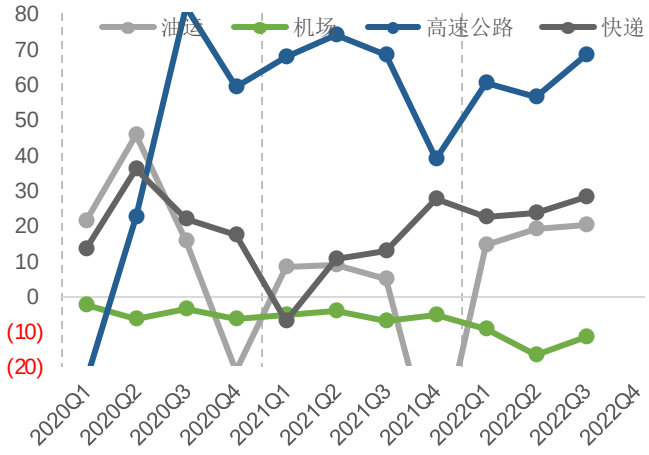
今年交运各子版块的景气度差异相当明显。举例来说，作为疫情收益板块的集装箱航运板块上半年处在极度景气的状态，下半年虽然运价下降，但盈利依旧可观；但作为疫情受损板块的航空业却录得有史以来最严重亏损。

图1：集运高度景气，航空极度不景气（板块净利润，亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：不同板块之间景气度差距较大



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

其他版块方面，各版块在疫情期间受到的影响各不相同：

机场：与航空一样受损非常严重，亏损创多年新高。

高速公路：受车流量下降及疫情导致的减免政策影响，今年业绩下滑。

油运：受疫情影响较小，主要受俄乌冲突影响，需求旺盛，运价大幅提升，业绩增长。

港口：由于集运景气，港口需求旺盛且装卸费提升，间接收益。

快递：受疫情负面影响，但政策出台遏制行业恶性价格竞争，反而使得盈利明显回升。

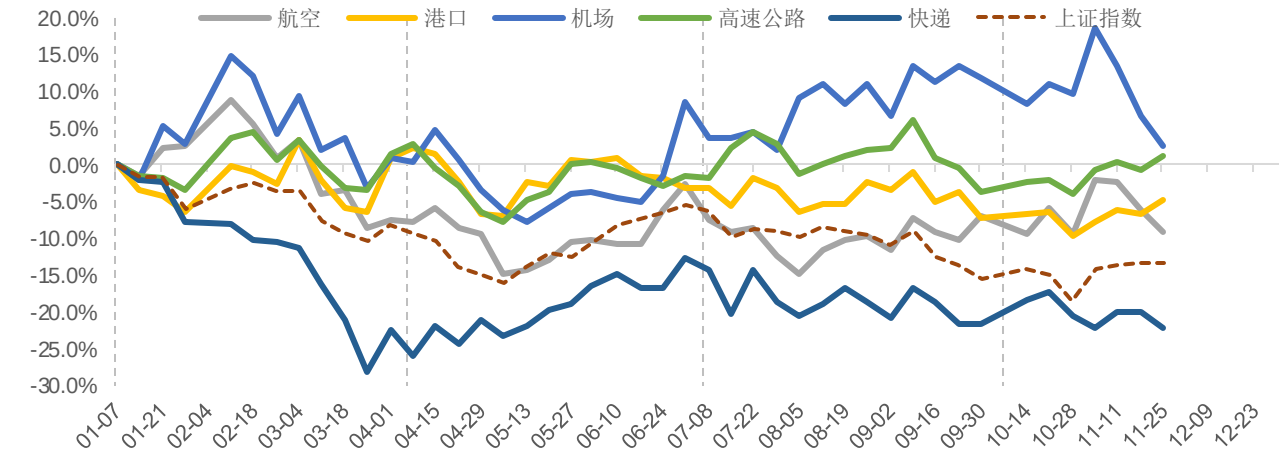
可以看到，不同子版块间的景气度分化相当明显。且大部分与疫情有一定的关联。疫情对行业当下以及未来股价的影响不可忽略。

1.2 疫情影响加剧导致行业“轻业绩，重预期”

比较有意思的是，今年交运股的业绩与股价出现了较明显的脱节。

交运行业今年整体跑赢上证，其中受疫情负面影响最严重，业绩巨亏的航空与机场版块年内跑赢指数；港口与高速公路作为业绩稳定的防御板块，在上证下跌的大背景下作为弱β板块跑赢同样大盘；反而是业绩明显提升的快递板块跑输大盘。

图3：交通运输行业今年整体跑赢行业，但背后逻辑各不相同

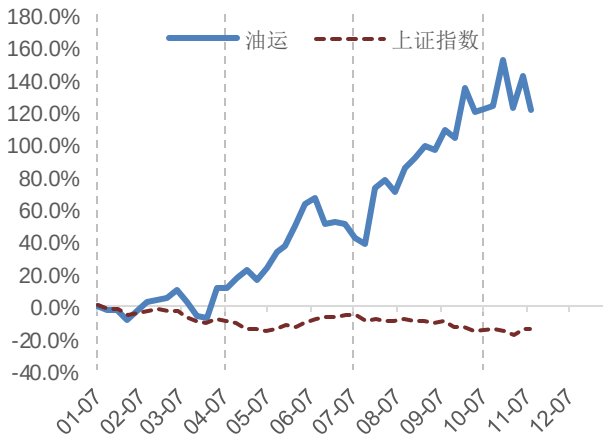


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

海运板块的对比就更加明显：景气高点的集运板块股价走势明显弱于上证，而业绩下半年才有起色的油运受俄乌冲突影响股价早已一飞冲天。

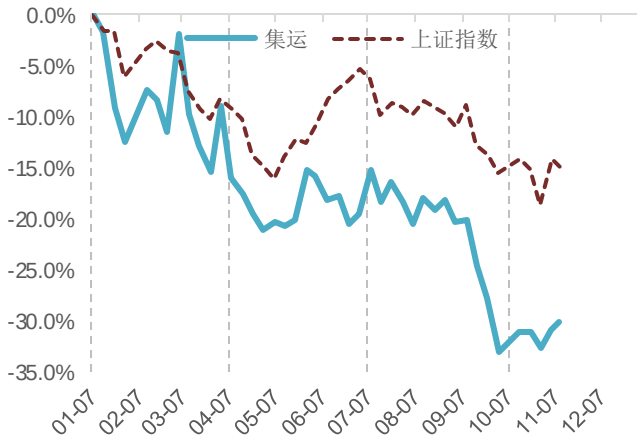
可以看出，由于疫情的影响，当前个股业绩的可预测性与可持续性都较低，进而导致当期业绩对于股价的影响权重降至一个比较低的水平，现阶段真正决定股价走势的是对疫后业绩复苏的预期。

图4：油运受俄乌战争影响，股价先于业绩上涨



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：集运利润创新高但股价跑输上证



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

而随着疫情管控的放开，市场对疫情后业绩兑现的要求会越来越高，市场很可能从“炒预期”到“炒兑现”，因此选取标的，特别疫后复苏标的时，要重点关注业绩兑现的确定性。

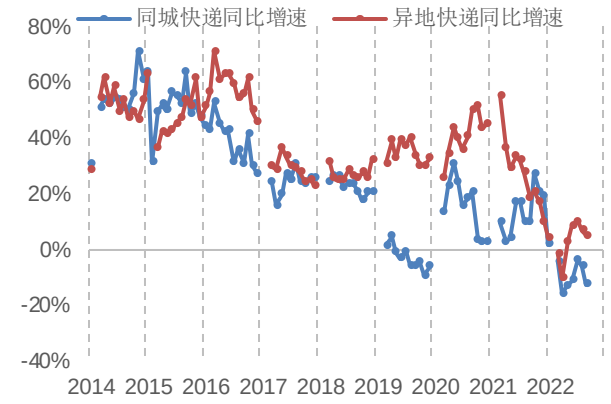
2. 快递：企业业绩分化，盈利指标权重上升

2.1 价格增速下降，市场对盈利的关注超越对规模的关注

由于邮管局出台政策干预快递业恶性价格竞争，快递行业从去年下半年开始进入盈利增长期。伴随价格竞争退潮的是行业业务量增长的放缓，以往“以价换量”的经营思路不再占据主流。可以看到，从 21 年下半年开始，行业件量增速就呈现快速下行趋势，今年增速则一直处于较低水平。这其中虽然有疫情影响的因素，但行业整体增速的下降却是不争的事实。

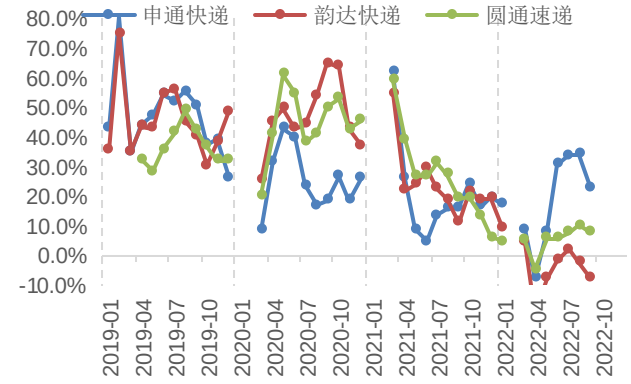
通达系企业的经营策略出现分化，除了申通逆势扩张主打份额提升外，中通、韵达和圆通都采取了较为稳妥的方案，着力于实现自身单件收入的提升。这本质上是对客户的筛选，也就是放弃一部分价格极度敏感的客户，以获得更好的利润表现。

图6：行业件量增速下行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

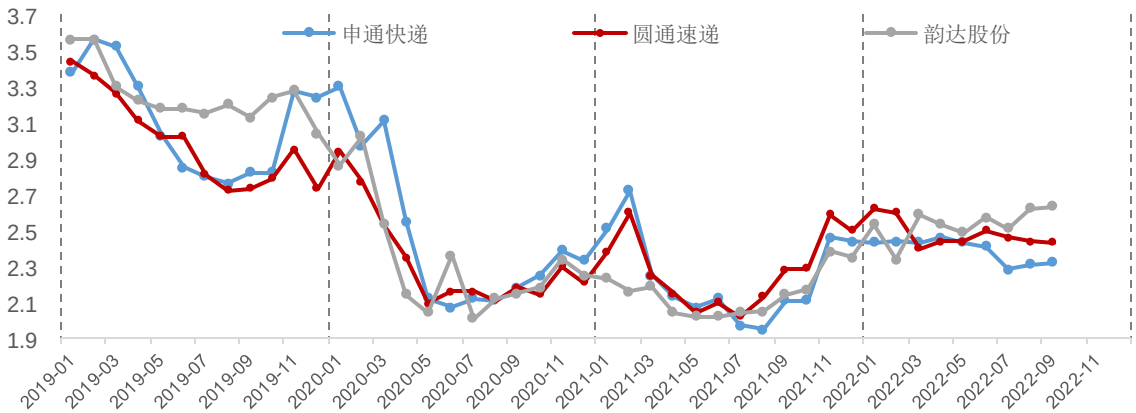
图7：圆通与韵达件量增速明显下行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

因此我们可以看到，在业务量增速快速下行的同时，行业单件收入在快速上升。通达系单件收入今年以来稳定在 2.5 元/件左右，明显高于 20-21 年的水平。单价方面韵达高圆通与申通，与件量增速的排名正好相反。

图8：通达系快递单件收入改善

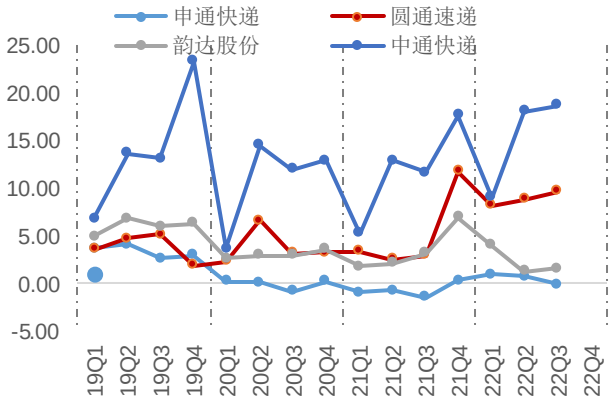


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 通达系盈利分化，圆通走出独立行情

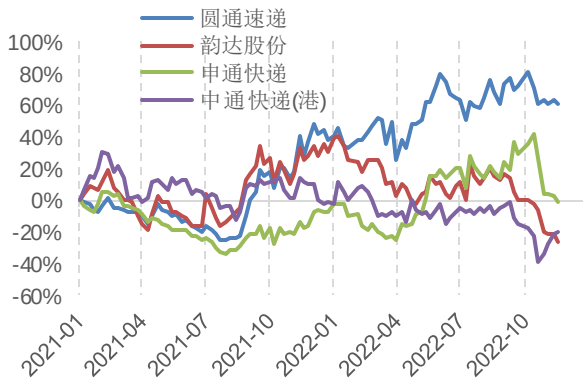
随着行业增速的下降，市场对规模指标的关注度也开始下降，转而开始考察公司是否能将规模优势转化为利润优势。这也解释了今年快递板块的行情走势。我们可以看到今年圆通的股价走出了独立行情，走势明显强于申通和韵达。而其能够走出独立行情的核心原因正是亮眼的利润表现。

图9：圆通盈利与韵达申通拉开差距



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

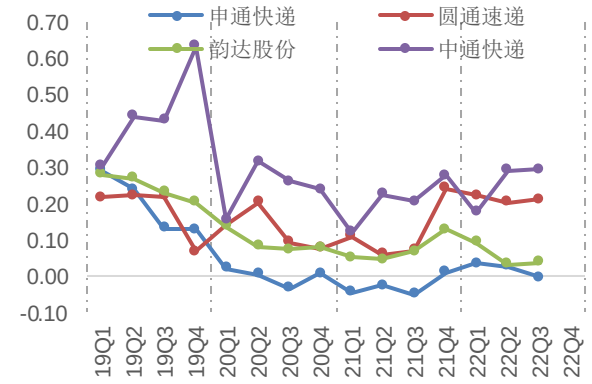
图10：圆通股价走出独立行情



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

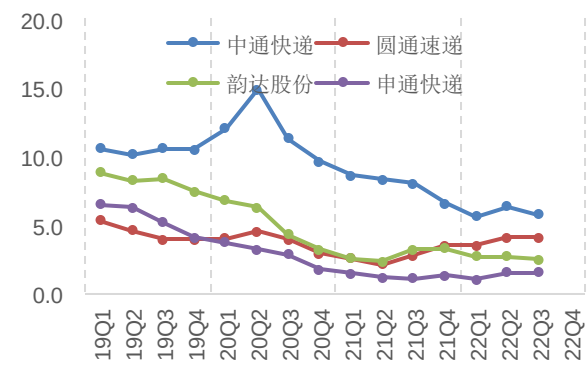
对比圆通与韵达的股价走势可以发现，两者股价走势的分化开始于今年年初，这与两者利润出现分化的时间点也基本吻合。由于韵达与圆通都采取了利润优先的经营策略，但圆通的规模增长与利润增长都强于韵达，导致了股价较大的分化。申通方面虽然盈利表现不及前两者，但确实实现了显著的市场份额提升（今年从 10%左右提升至 13%左右），因而股价表现也优于韵达。中通股价表现不佳主要受港股与美股大盘下跌拖累，但三季度业绩超预期后股价表现强势。

图11：通达系单件盈利分化为两个梯队



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：圆通单票市值水平随盈利分化，形成戴维斯双击



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

单件盈利方面，4 家上市通达系快递的分化已然非常明显。中通与圆通的单票净利润在 0.2 元以上，构成第一梯队，申通与韵达的单票净利润在 0.1 元以下，构成第二梯队。同时可以看到，各公司单票市值的走势与单票盈利走势较为一致，同样也说明了市场对企业的关注已经从业务量增长切换到盈利兑现。

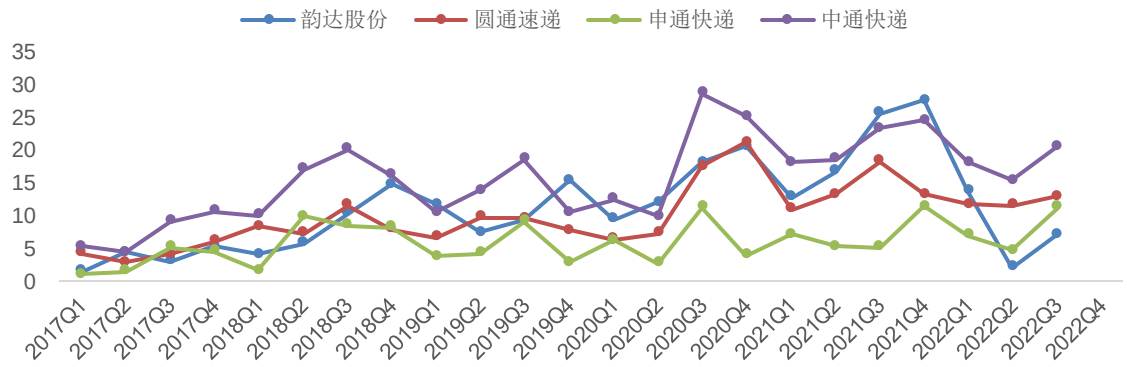
2.3 疫情加速业绩分化，未来的行业竞争将重点考验加盟商网络稳定性

值得注意的是，长期以来业绩走势较为趋同的快递行业在今年出现显著的盈利分化，我们认为这与疫情带来的经营压力有着不可分割的关系。

在疫情背景下，快递网络的稳定性持续受到考验。企业需要避免疫情导致的加盟商与快递员流失；需要应对疫情导致业务量不及预期带来的压力，需要在某些网点因疫情暂停服务时做出快速调整。

从行业角度看，疫情不一定会影响行业整体的利润，因为疫情下快递行业的重要性得到凸显，在产业链中的话语权得到提升，有机会获得更大的利润空间。但细分到企业层面，加盟商网络稳定性越强，面对突发情况应对越迅速的企业在疫情中获益会越明显，反之亦然。

图13：通达系资本开支高峰期已过



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

过去几年行业主要的竞争集中在基础设施层面，通过大量投资土地与自动化设备以降低成本，提升自身竞争优势。但从各家企业的资本开支曲线走势可以看出，除了申通还在补短板外，行业的资本开支高峰期已经过去。通过压低成本来提升竞争力的思路出现了明显的边际效应递减。

疫情中各家企业的表现让市场意识到，行业比拼低成本的时代已经过去，未来行业的盈利会更多的与加盟商网络的稳定性挂钩。稳定、高效的加盟商体系将是企业在同质化的竞争中获得超额收益的主要保障，也是为企业估值时必须要考虑的核心指标之一。

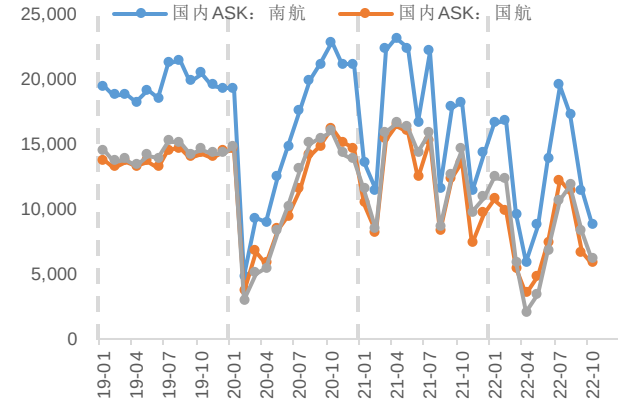
3. 航空：航司承压依旧严重，20 条出台有望带来转机

3.1 国内市场年初至今始终无法正常运营，航司现金流严重承压

22 年航空业的形势较 20 与 21 年更为严峻，变异病毒超强的传染性导致国内清零与经济发展难以兼得，防疫与经济两大指标出现冲突的情况下，航空业首当其冲的受到冲击。

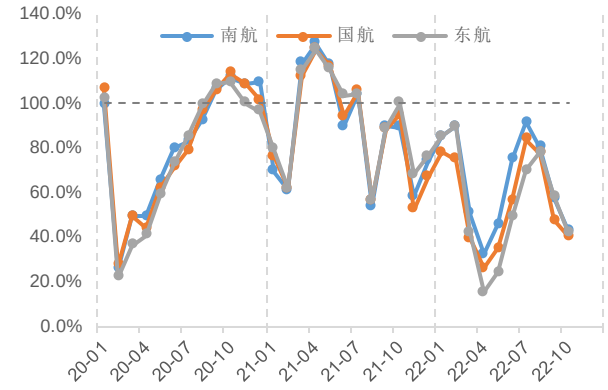
8 月开始，各航司运力供给出现明显下降，截至 11 月本报告发布日，航司运力供给依旧处于低位运行。需求不足导致航司三季度继续亏损。外部环境方面，油价与汇率对于航司来说也都不友好，导致三季度各家航司扣非后分别亏损：国航 87.9 亿、东航 95 亿、南航 65.7 亿、春秋 5.2 亿、吉祥 10.8 亿。

图14：8-10 月三大航运力供给明显下滑



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：10 月三大航国内运力投放仅相当于 19 年 40%左右

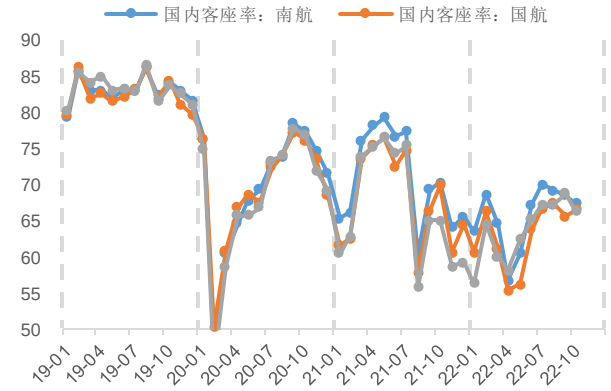


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

史无前例的持续性深度亏损导致航司普遍陷入经营困难的局面。三大航中除了南航依靠货运业务一定程度上控制了亏损外，东航与国航的财务情况都不乐观，长期亏损导致航司的资产负债表明显的恶化。

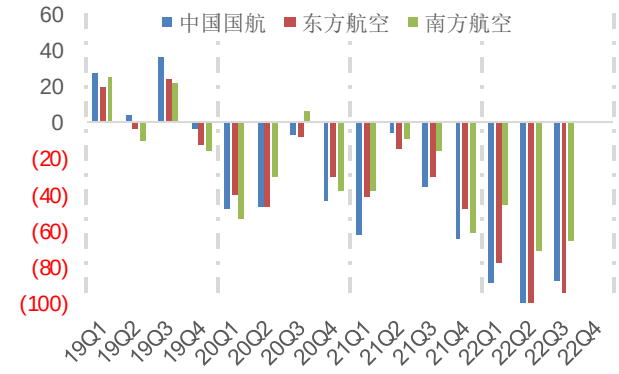
今年前三季度，东航与国航归母分别亏损了 281 亿和 280 亿，而东航与国航 3 季度末净资产已经分别降至 234 亿和 351 亿，四季度亏损还会导致净资产进一步下降，这也是航司普遍需要发布定增募集资金的原因。

图16：航司为保证现金流而严格控制客座率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：前三季度三大航处于史无前例的深度亏损



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

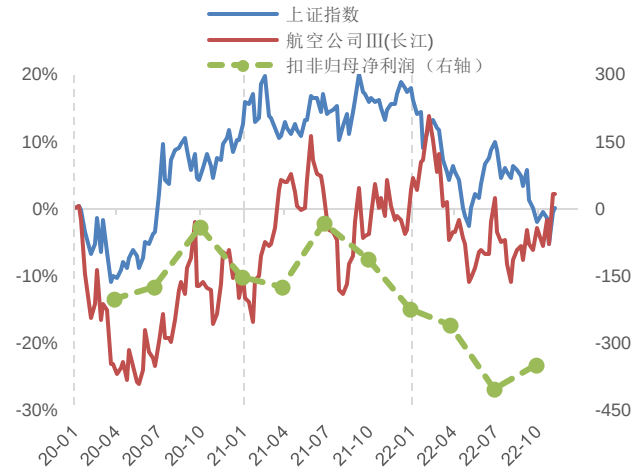
同时航司的资金周转压力也大幅提升，以东航为例，三季报披露公司货币资金 236 亿，位于多年来最高水平。但短期借款 498 亿，一年内到期的非流动负债 285 亿。持续的亏损导致航司流动比率与速动比率持续下降，由于主业造血能力受限，航司资金周转压力加大。

航司巨额亏损主要原因在于航空业固定成本占比较高。在需求不足的情况下，亏损很难避免。在这种情况下，控制亏损的方法主要是压缩航次成本，也就是航司会在客座率不足的时主动裁撤或合并航班，以保证每一班执飞的航班都至少能够保证现金流的平衡。这种经营策略的外在表现就是客座率波动的平抑，可以看到从 6 月开始，航司客座率稳定在 65%以上，波动明显缩小，这说明国内航司在严控供给上达成了共识。

3.2 股价主要反应政策预期，重点关注出行政策走向

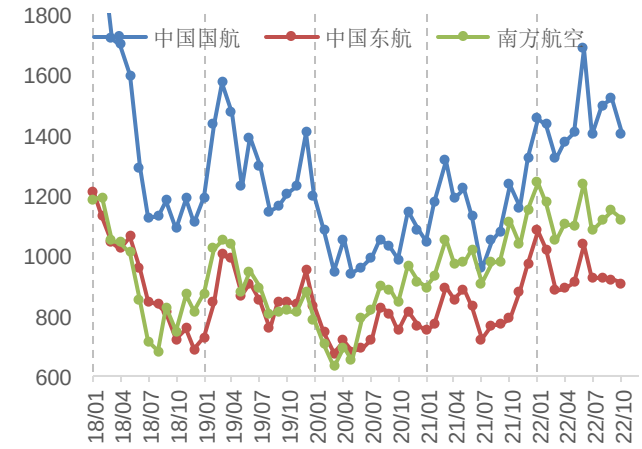
但相比于巨亏的业绩，航司 20 年至今的股价跑平上证，22 年年初至今则是跑赢上证指数，业绩与股价出现背离。如果从市值上看，目前三大航市值处于 18 年以来的较高水平，如果考虑到三大航目前正在进行的增发，那么增发完成后市值还将进一步提升。

图18：航司股价与盈利脱钩



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：三大航市值处于 18 年以来较高水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

景气度最低点的航空股缺维持着相对较高的市值水平，究其原因是在行业极度不景气的情况下，市场已经不关心当期的业绩，反而是将关注重心放到了疫情后业绩能恢复到什么程度，能否较疫情前有超预期的表现上面。

目前市场预期航空业具有较强业绩弹性的理由主要有以下几条:

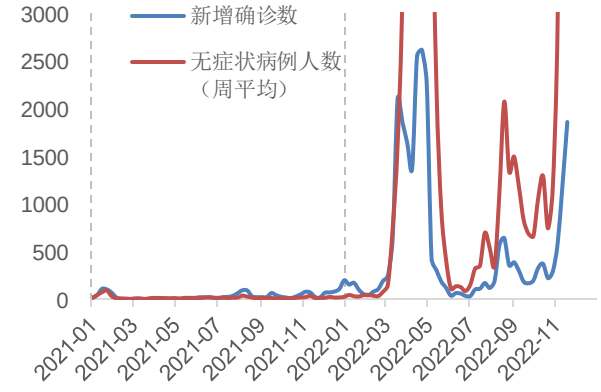
1. 飞机数量增长缓慢，新增订单主要用于更新换代需求。
2. 航司 3 年来一直处于深度亏损，一旦防疫政策放开，会以恢复盈利为第一要务，也就是保票价和保客座率，行业内部价格竞争会被压制在一个很低的水平。
3. 疫情后需求报复性反弹的可能性比较大。
4. 航司递延所得税资产体量巨大，很可能放开后 2-3 年内的企业所得税都可以进行冲抵

很明显的，目前的股价表现表明。市场对航空业在放开后盈利的恢复有较高的预期，因此未来航空行业的走势更多会与政策面放开的进度与放开后航空盈利的兑现情况挂钩。

11 月 11 日国务院联防联控机制发布的优化防控工作的二十条措施中，与航空直接相关的包括取消了入境航班熔断机制，登机前核酸阴性证明由 48 小时内 2 次改为 1 次，以及入境人员 7+3 改为 5+3。其余的优化措施实际上也将间接促进航空业需求的增长。应该说“20 条”发布后我国放开的趋势相当明确。

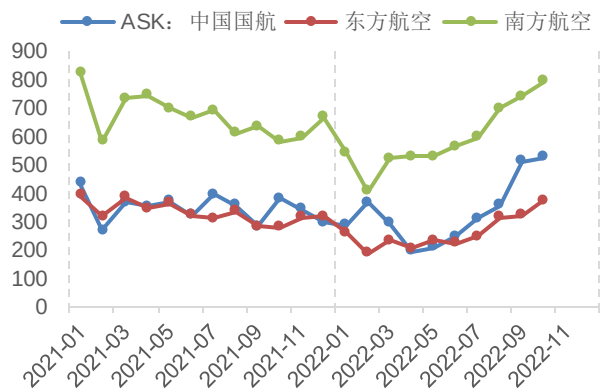
同时我国从 8 月开始明显放开了对国际航线的管制，8-10 月三大航国际航线运力投放持续提升。而随着航班换季，11 月运力投放较 10 月还有可能再迎来一次大的提升。换季后三大航国际线的运力投放有望回升至 19 年同期的 10%以上。

图20：新冠确诊人数迎来高峰



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：三大航国际航线 ASK 明显提升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

但另一方面，但新冠病例的激增也是不争的事实。从数据看，我国本轮疫情与 4 月上海疫情相比范围更广，新增确诊数还在持续增加。因此目前我国处于防疫与经济两个关键指标存在冲突的关键时期，为了在防疫与放开之间形成新的平衡，国内政策执行层面的调整必然需要花费一定时间。而只有政策执行稳定下来，才能重新激发居民长途出行的意愿，航空业才能获得稳定可控的经营环境。这种改变大概率要到明年才能兑现。

因此，目前对航空也最为关键的变量是政策的调整，特别是执行层面的调整。国家 11 月 11 日发布的进一步优化新冠肺炎疫情防控的二十条措施明确要求，要加大对“一刀切”“层层加码”等问题的整治力度，并在各地组织“整治疫情防控层层加码问题专班”，可以看出国家在放开问题上有着较强的决心。我们认为二十条措施的公布是行业的一个重要转折点，目前的困局将迎来转机。

4. 油运：俄乌冲突加速油运市场结构性变化

海运方面，我们重点关注原油与成品油运输。我们认为，需求端结构性增长叠加供给端收缩为未来几年油运良好的基本面奠定了基础。

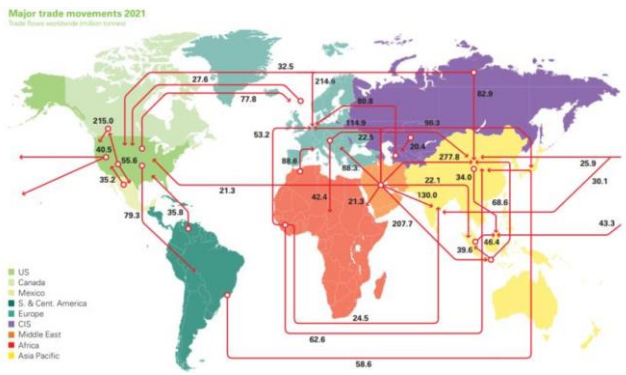
需求方面，虽然受到碳达峰等因素的影响，原油需求增长放缓，但运输结构层面较大的改变将会提升原油与成品油运输的整体运距，从而支撑需求：

长期看，近年来原油主要的出口增量来自美洲而非中东，进口增量则以远东及东南亚为主，西油东运的趋势明显，且运距加长；成品油方面，环保政策推行导致欧洲炼厂炼能缩减，炼能缺口转移至中东及远东，导致成品油贸易东油西运的趋势越发明显。亚太地区需求的增长以及欧洲炼能的转移共同导致了油运运距的提升。

短期看，俄乌冲突后对欧美国家对俄油的制裁明显加速了上面的过程。俄乌冲突前，俄国油气主要出口欧洲，冲突发生后，欧洲大幅减少了对俄油的进口，并从其他地区寻找替代供应，这一操作必然导致航程拉长。同时欧美对俄原油禁令将于 12 月 5 日正式生效，届时目前欧洲每天从俄进口的约 100 万桶石油也将被叫停，欧洲需要更多的运力确保非俄油的供应。

油运价格方面，以 VLCC 运价为例，俄乌冲突刚发生时，运价出现短期上涨但迅速回落。但随着俄乌冲突的长期化以及各种制裁的落地，运价自 6 月起持续上涨。目前 VLCC-TCE 快速升至 8 万美元/天，处于较高水平，预计四季度相关公司业绩同比将有明显提升。

图22：对俄原油禁令会导致油运整体运距拉长



资料来源：BP：《2022 年世界能源统计报告》，东兴证券研究所

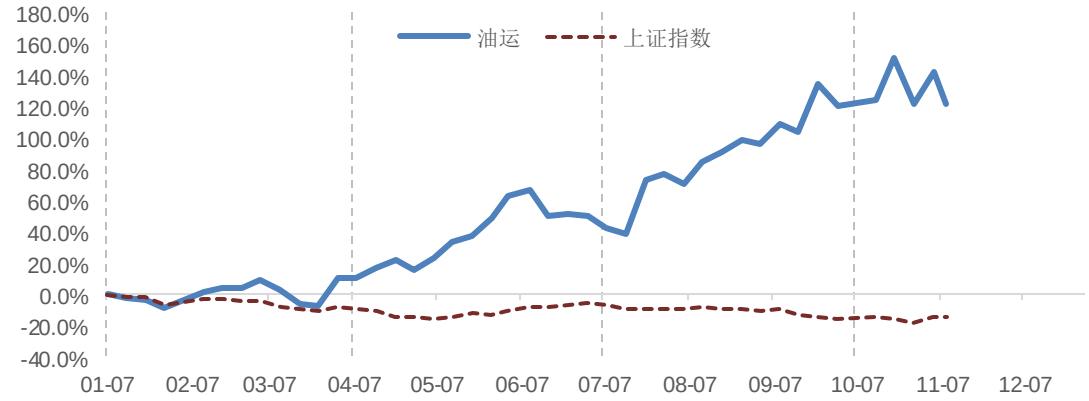
图23：VLCC 运价持续提升（CTFI:CT1-TCE，中东-宁波）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

供给方面，目前原油轮、成品油轮在手订单运力占比均在 5%左右，处于历史低点。新增订单方面，由于造船产能紧张，材料价格提升以及燃料技术不确定性等因素，船东新造船意愿较低，且即使目前下单，交付也需要在 2025 年。现有情况判断，后续油轮运力的新增供给相对有限，甚至成品油油轮船队规模可能出现负增长。

图24：今年以来油运板块股价大幅跑赢大盘



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

虽然油运相关个股今年以来涨幅较大，股价中包含了对俄乌冲突以来行业基本面的持续改善的预期。但与往常周期股的短周期波动不同，本轮上行周期中油运板块未来 3 年左右的供给都受到较大限制，因而景气的持续时间存在较大的超预期可能，这使得后续行业股价还有继续向上的空间。

5. 总结与展望：疫后恢复期，重视预期兑现

市场今年“重预期”的风格很大程度上源于疫情带来的巨大不确定性，当期业绩不具备参考意义。但随着疫情管控的逐步放开，疫情造成的不确定性下降，业绩指标的参考性会不断回升。我们认为 2023 年市场风格从“重预期”到“重兑现”是大概率事件，因此在选取标的，特别疫后复苏标的时，要重点关注业绩弹性以及业绩兑现的确定性。

6. 风险提示

行业政策变化、宏观经济增速下滑，疫情持续时间超预期，地缘政治风险等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	【东兴交运】快递业三季报点评：价格端维持稳定，疫情加速盈利分化	2022-11-25
行业普通报告	【东兴交运】快递 10 月数据点评：疫情影响下件量增速持续走弱，双 11 增速略低预期	2022-11-22
行业普通报告	航空机场 10 月数据点评：景气度处于低位，防疫 20 条有望带来行业转机	2022-11-17
行业普通报告	【东兴交运】航空业三季报点评：需求与油汇皆不友好，三季度航司承压依旧严重	2022-11-02
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 9 月数据点评：国际航线有序增开航班提振市场信心	2022-10-18
行业普通报告	【东兴交运】快递 8 月数据点评：义乌封控影响增速，行业单价稳中有升	2022-09-23
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 8 月数据点评：下半月受疫情影响较明显，预计 9 月数据并不乐观	2022-09-17
行业普通报告	【东兴交运】快递 7 月数据点评：进入淡季快递单价略降，义乌疫情影响可控	2022-08-19
行业普通报告	【东兴交运】航空机场 7 月数据点评：景气度持续回升，政策优化利好疫后恢复	2022-08-16
行业普通报告	【东兴交运】快递 6 月数据点评：疫情影响大体消退，申通市场份额快速提升	2022-07-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，6 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心，2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：
强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。
行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：
看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；
看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526