

交运中小盘行业周报

民航航班量持续回升，看好消费复苏后的快递表现

超配

核心观点

航运：本周包含中国在内的远东国家继续拉动油运市场需求，VLCC 运输市场成交量较为平稳，运价稳中有升。当前时点虽逐步旺季转淡，但是我们对淡季运价并不悲观，从运输量上来看，一方面全球原油库存均在低位，补库存的需求有望集中爆发，另一方面来说，中国疫情政策的放开有望带动国内油品消耗量提升，对淡季的需求形成支撑；从运距来看，俄油限价的落地有望长期改变欧盟的石油进口来源，美国的大出大进亦带来了运距的拉长。且远期行业供给端的逻辑未出现明显改变，我们持续看好 23-24 年行业运价中枢抬升，标的上建议关注中远海能；集运方面，本周运价降幅趋缓，且主要航线中欧洲线、地中海线及澳新航线均出现了较为明显的回升，我们认为随着黑五接近，且中国新年带来的制造端供给短期缺失，有望为欧美去库存提供一定的时间窗口，中国新年后行业运价有望迎来新平衡，届时对业内公司的盈利预期及估值体系则有望更加明晰，建议关注中远海控。

航空机场：“新十条”出台后，民航国内客运航班量显著恢复至单日 7000 班左右，约为 19 年同期超 60% 的水平。乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短，中期看股价仍有明显空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空。

快递：12 月初以来疫情防控加速优化，全国快递日度揽收件量自 11 月 28 日的 2.5 亿件提升到了 12 月 14 日的 3.4 亿件。但是随着疫情放开的逐步深化，各地区在疫情传染高峰期，会出现用工紧张的状态，但是持续时间不长，估计两周左右，影响有限且是一次性的。展望疫情后时代的 2023 年，宏观经济和商务活动恢复、居民消费复苏、快递经营效率提升，叠加 22 年快递需求低基数，我们预测快递需求增长大概率恢复至双位数以上，首推顺丰控股和圆通速递，关注韵达股份、中通快递、申通快递以及德邦股份。

物流&中小盘：精选物流优质个股，推荐密尔克卫。推荐专注研发的智能仓储物流系统提供商兰剑智能、汽车惯导系统定点顺利的华依科技、三季度环比趋势改善的宏华数科，推荐微光股份、久祺股份，关注凯立新材、牧高笛。

投资建议：交运推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、中国国航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。中小盘推荐专注研发的智能仓储物流系统提供商兰剑智能、汽车惯导系统定点顺利的华依科技，推荐三季度环比趋势改善的宏华数科，推荐微光股份、久祺股份，关注牧高笛。

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	密尔克卫	买入	121.02	19904	3.92	5.52	30.9	21.9
600004	白云机场	买入	16.18	38294	-0.33	0.06	-49.0	269.7
601021	春秋航空	买入	66.79	65357	-2.30	0.12	-29.0	556.6
600233	圆通速递	买入	20.97	72150	1.05	1.25	20.0	16.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

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：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：黄盈

021-60893313

cnhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

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-出行政策优化不停步，快递件量快速复苏》——2022-12-11
 《交运行业 2023 年度投资策略-阴霾尽散！积极配置快递、出行！》——2022-12-04
 《交运行业 2023 年度投资策略-阴霾尽散！积极配置快递、出行！》——2022-12-02
 《2022 年 10 月交运行业数据观察-航空国际航线显著增量，油运旺季持续》——2022-12-02
 《交运中小盘行业周报-中通披露季报，三季度业绩强劲》——2022-11-28

内容目录

本周回顾	5
投资观点综述	6
航运	6
航空机场	10
快递板块	11
物流板块	12
铁路	13
中小盘	14
行业数据概览	19
近期重点报告回顾	22
快递行业点评-疫情防控优化，件量快速修复，投资价值显现！（2022-12-14）	22
航空 11 月数据点评-长夜已尽，当前航班量已显著复苏（2022-12-16）	22
投资建议	23
风险提示	23
免责声明	24

图表目录

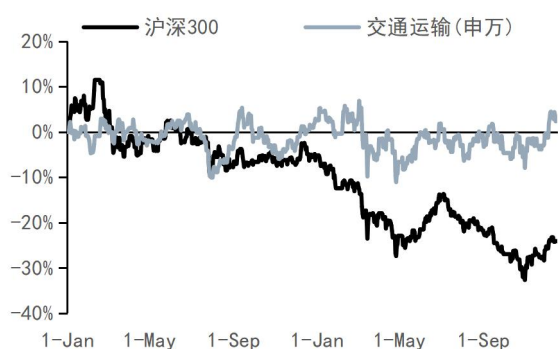
图1: 2021 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图2: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图3: 本周各子板块表现 (2022.12.12-2022.12.18)	5
图4: 本月各子板块表现 (2022.12.01-2022.12.18)	5
图5: BDTI	7
图6: BCTI	7
图7: CCFI 综合指数	9
图8: SCFI 综合指数	9
图9: SCFI (地中海航线)	9
图10: SCFI (欧洲航线)	9
图11: SCFI (美东航线)	9
图12: SCFI (美西航线)	9
图13: 民航国内线客运航班量	10
图14: 民航国际地区线客运航班量	11
图15: BDI 走势	19
图16: BPI 走势	19
图17: BCI 走势	19
图18: BSI 走势	19
图19: CDFI 煤炭运价指数	20
图20: 螺纹钢期货价格	20
图21: 新加坡燃料油价格	20
图22: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合	20
图23: 原油运输指数(BDTI)	21
图24: 成品油运输指数(BCTI)	21
图25: 国际油价——布伦特原油	21
图26: 国际油价——WTI 原油	21
图27: CCFI 综合指数	21
图28: SCFI 综合指数	21

表1：本周个股涨幅榜	6
表2：本周个股跌幅榜	6

本周回顾

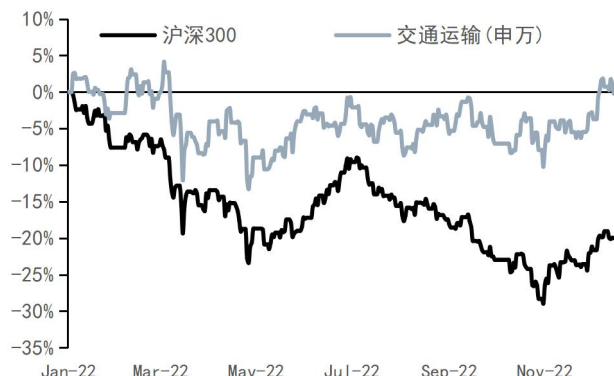
本周 A 股震荡收跌，上证综指报收 3167.86 点，环比跌 1.22%；深证成指报收 11295.03 点，环比跌 1.80%；创业板指报收 2373.72 点，环比跌 1.94%；沪深 300 指数报收 3954.23 点，环比跌 1.10%。本周交运指数下跌 0.28%，相比沪深 300 指数跑赢 0.82pct。

图1：2021 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

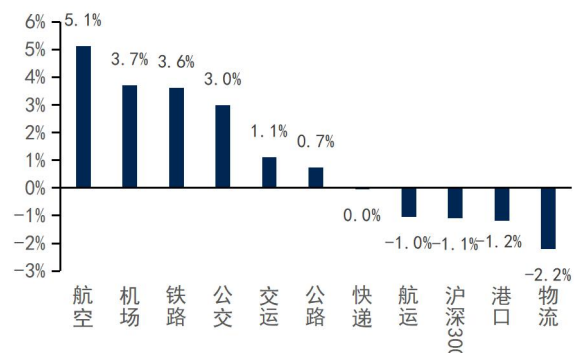
图2：2022 年初至今交运及沪深 300 走势



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航空板块，涨幅为 5.1%，其次为机场、铁路板块，涨幅分别为 3.7%，3.6%。个股方面，涨幅前五名分别为富临运业（+21.9%）、飞马国际（+20.6%）、天顺股份（+19.6%）、音飞储存（+13.8%）、春秋航空（+12.7%）；跌幅榜前五名为普路通（-7.8%）、华贸物流（-7.8%）、中远海特（-6.4%）、厦门象屿（-5.1%）、西部创业（-4.8%）。

图3：本周各子板块表现（2022.12.12-2022.12.18）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：本月各子板块表现（2022.12.01-2022.12.18）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

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	002357.SZ	富临运业	7.47	21.9%	27.3%	20.6%
2	002210.SZ	飞马国际	2.93	20.6%	24.7%	-13.1%
3	002800.SZ	天顺股份	26.65	19.6%	26.5%	80.3%
4	603066.SH	音飞储存	10.75	13.8%	15.6%	22.9%
5	601021.SH	春秋航空	66.79	12.7%	17.9%	17.6%
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	001317.SZ	三羊马	53.08	8.8%	36.5%	-37.7%
2	002357.SZ	富临运业	7.47	21.9%	27.3%	20.6%
3	002800.SZ	天顺股份	26.65	19.6%	26.5%	80.3%
4	002210.SZ	飞马国际	2.93	20.6%	24.7%	-13.1%
5	002120.SZ	韵达股份	14.50	1.5%	17.9%	-28.9%
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	600026.SH	中远海能	13.77	0.9%	-10.5%	132.6%
2	601975.SH	招商南油	4.28	-2.3%	-3.6%	112.9%
3	603069.SH	海汽集团	30.77	9.2%	14.8%	111.6%
4	603056.SH	德邦股份	20.60	-1.9%	9.2%	101.4%
5	002800.SZ	天顺股份	26.65	19.6%	26.5%	80.3%

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	002769.SZ	普路通	9.25	-7.8%	5.5%	38.2%
2	603128.SH	华贸物流	11.34	-7.3%	-6.5%	-15.0%
3	600428.SH	中远海特	6.54	-6.4%	-10.9%	31.1%
4	600057.SH	厦门象屿	10.58	-5.1%	-10.2%	31.9%
5	000557.SZ	西部创业	5.14	-4.8%	-1.5%	22.1%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

本周中央经济工作会议对扩大内需、促进消费做出了积极的表述，继续看好出行及快递板块表现。航空板块，“新十条”出台后民航需求迅速复苏，继续看好行业供需反转大趋势；快递板块，扩大内需有望带动快递需求增长明显回升，全面看好23年快递龙头的经营表现。

航运

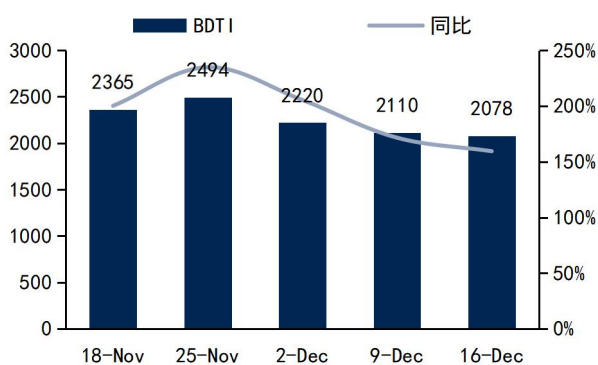
油运方面，本周原油运输运价较为平稳，截至12月16日，BDTI报2078点，较上周末下降32点，约1.5%，BCTI报2051点，较上周末上涨216点，约11.8%。VLCC运价较上周继续回升，中东-远东的TCE突破5万美金/天的水平。从VLCC的成交来看，目前来看原油的主要流向为中东-远东，除中国外，印度、韩国、越南、泰国本周亦从中东订购了原油，美湾的货盘量近期有所下降，整体成交量角度，本周VLCC POOL的成交共28单，较上周小幅回落，但是仍处在健康区间。往后看，虽然行业已经开始逐步由旺转淡，但是需求因素有望带来淡季不淡：

从运输量角度来看，近期国内对于疫情管控的政策有所放松，人员跨省及跨国的流动有望随之出现较为明显的回升，带来油品消耗量的提升，往后看中国需求的修复有望对淡季的运输量形成支撑；此外，当前全球原油库存的绝对量均处于较低位置，虽然可供使用天数较为合理，但是一旦需求有所修复，可能带来补库存的需求一触即发，在当前全球能源安全受到挑战的背景下，一个大型经济体的补库可能引发其他经济体的跟随，届时可能出现抢船抢油的情景。

从运距角度来看，一方面来说，本周欧盟对俄油的禁令已经正式生效，且欧盟对俄罗斯制裁的决心目前来看较为坚定，未来原油进口的来源或更改为运距明显更长的中东及美国，带来运距的拉长；另一方面来说，去年底以来，为抑制通胀，美国持续进行较大规模的原油出口以压低油价，在此期间消耗了较为大量的战略储备库存，但目前战略库存已经处于较低位置，如后续仍需维持该等规模的出口量，则可能需要加大原油的进口量，或带来西方石油运输的量距进一步提升。

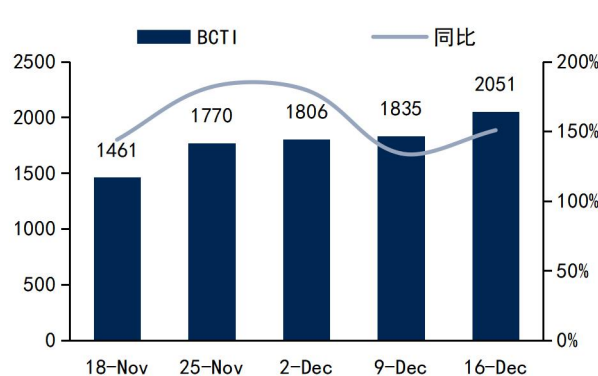
拉长看，行业 19 年末到 20 年初的高景气带来了 21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，且随着 EEXI 环保公约的执行，业内或有较大比例的船舶需要进坞改造，带来行业有效运力进一步下降，为行业中期景气度的延续打下良好基础。我们持续看好油运供需格局自 2023 年起实现中枢的持续抬升，建议关注中远海能。

图 5: BDTI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6: BCTI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

集运方面，截至 12 月 16 日，CCFI 综合指数报 1339.4 点，环比跌 5.0%，其中中美西航线报 894.6 点，环比跌 3.5%，欧线报 1894.0 点，环比跌 6.9%。但是更加偏重于现货市场的 SCFI 指数本周表现较强，报 1123.3 点，环比下降 1.3%，其中欧洲航线止跌反弹，SCFI 欧线、地中海线分别环比上涨 0.3%、0.5%。从指数层面来看，本周运价下滑的速率明显放缓，主要航线欧线、地中海线甚至出现了一定回升。当前来看，虽然欧美两大主要消费经济体的情况均不容乐观，但是圣诞节将近，如黑五对库存形成较大消耗，叠加中国新年将近，如消费数据保持一定韧性，集运亦有望在中国新年后迎来运价新平衡。

我们认为，运价能否进入一个新的平衡或为行业中长期价值的关键因素，其背后的原因有二，其一，如停航控班可以稳定运价，且联盟成员团结一致稳定运价，则行业运价有望在较长时间维度上稳定在较高水平上，带来行业中长期的盈利稳定性；另一方面来说，短期运价的下滑主要因素来自于欧美大型零售商的去库存需求，在当前美国耐用品消费需求并未出现大幅下滑的背景下，集运行业如可以通过短期的停航控班安然度过美零售商去库存、欧洲受能源问题影响的困难时刻，则有望以一个较好的运价基础迎接行业需求的回升。

中长期来看，我们对行业的需求并不悲观：

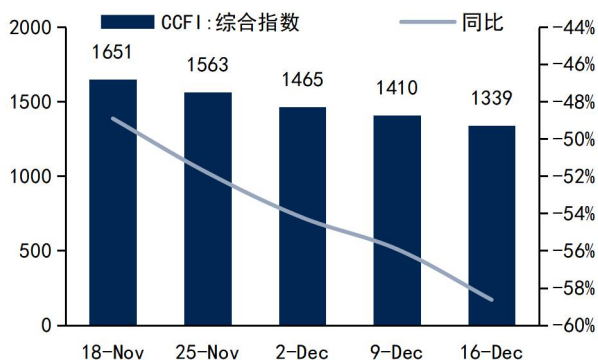
从消费需求的角度来看：当前美联储已经开始加息，并可能在年内保持鹰派，对全球的消费需求存在一定的抑制作用。但是我们认为这一改变对运输需求的影响在短期内不会显现，原因在于消费往往是一种习惯，即便宏观环境发生改变，消费者的感知往往滞后其改变，从而形成消费的韧性，历史上来看，历次美联储大幅加息对耐用品消费的影响较为有限，并且 CPI 上涨的同时，美国劳工薪酬亦在上涨，且与 CPI 的涨幅较为接近，对可支配收入的影响较为有限。

从库存需求的角度来看：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，一旦其中一环出现不顺，供应链全链路将面临较大压力。本轮疫情的冲击效应之下，由于对供应链再度陷入不稳定的恐惧，全球制造业、零售业企业或将同步提升自身的库存水平，供应链管理的中心亦将从以往的经济性，转而更为偏重安全性，安全库存的增加有望促使行业进入一个新的平衡。

供给端或对 23-24 年行业景气度形成较大制约：

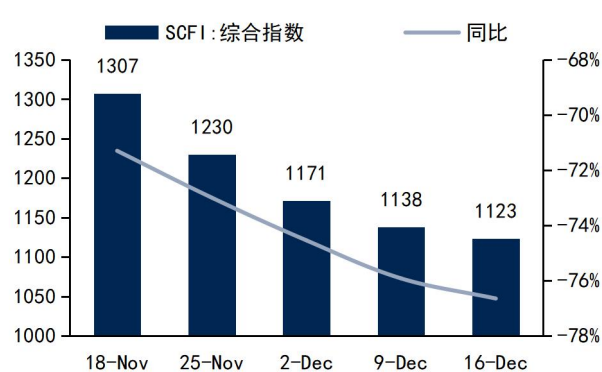
20H2 以来行业的高度景气以及供应链紊乱带来有效运力大幅下降的景象导致了主要集运船东再度加大了对船舶的资本开支，且 21-22 的拆船量出现了断崖式的滑坡。根据 Alphaliner 的预测，23-24 年的运力增速将高达 7.8% 和 8.4%，在当前全球经济仍存较大压力的状况下，运力的大幅增长对行业的景气度可能形成较大的制约。我们认为，短期运价或仍因供给因素承受较大压力，需进一步观察行业拆船数量何时出现回升，以及 EEXI 等环保因素对行业有效运力的影响。

图7: CCFI 综合指数



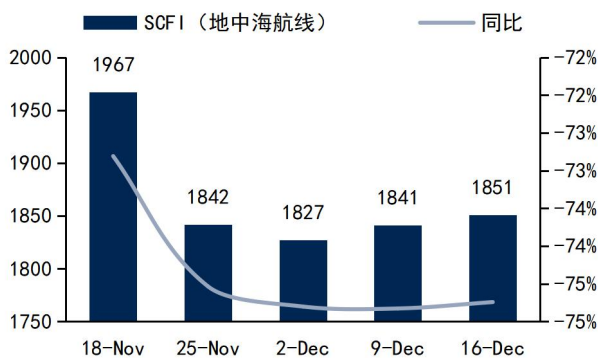
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



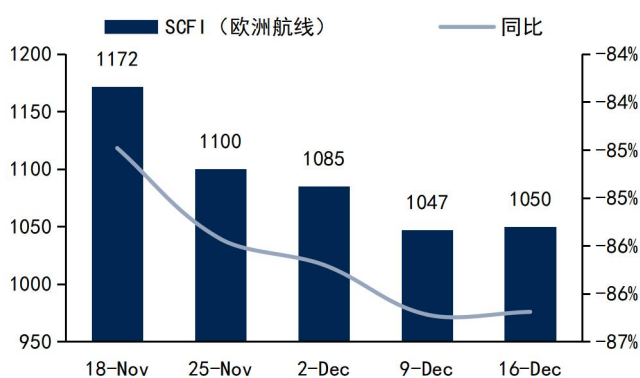
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (地中海航线)



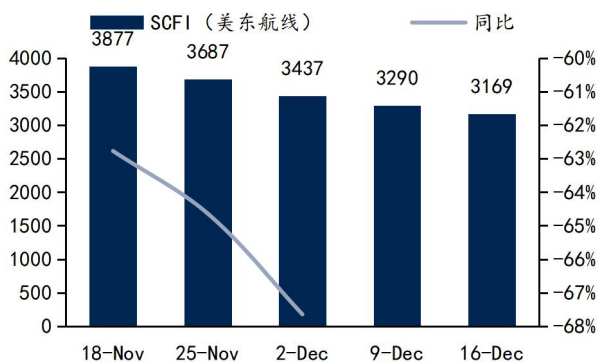
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (欧洲航线)



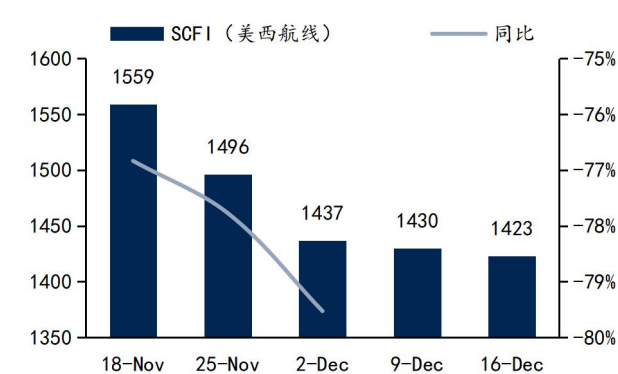
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

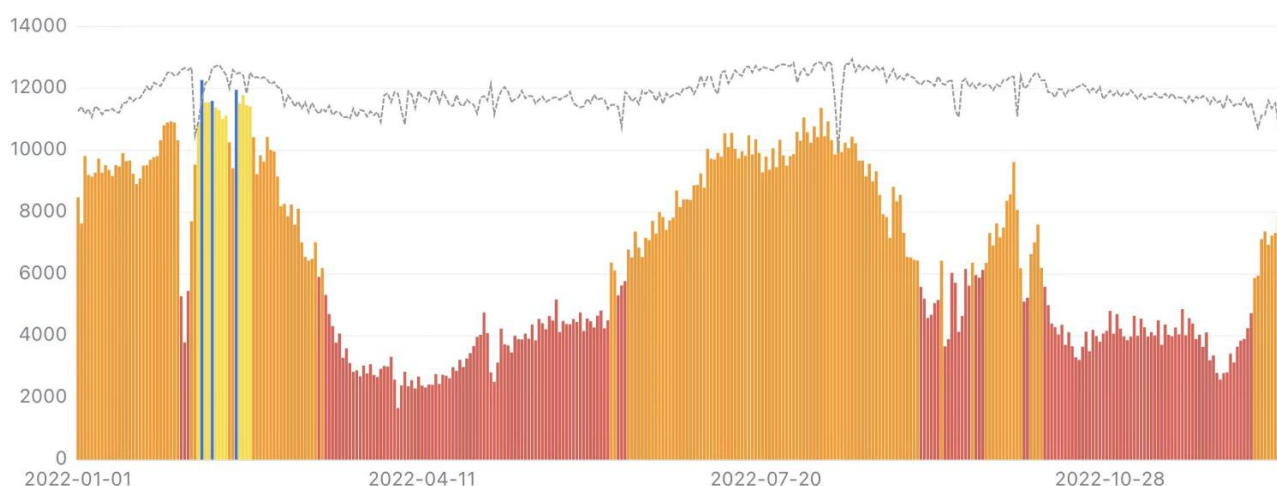
航空机场

各航司披露 2022 年 11 月运营数据，因疫情影响叠加政策尚未松绑，各航司运营数据整体低迷。随着“新十条”全面优化防控政策，民航国内线客运航班量迅速回升，12 月 14 日已经恢复至 7244 班，相比 11 月底不足 3000 班的水平已经翻倍，恢复至 2019 年同期的 60%以上。国际航线方面，目前我国单日国际、地区航线客运航班量已经恢复至 200 班左右，大概为疫情前 8%的水平。

民航局提出，考虑到民航各部门的安全保障能力，在 2023 年 1 月 7 日春运开始至 2023 年 1 月 31 日，单日最高航班量不超过 13667 班，其中国内客运航班不超过 11667 班，按照 2019 年同期日均客运航班量的 88%进行恢复。当前各地或陆续经历“第一波”冲击的阵痛期，但各地达峰速度或远超前期预期，而这或许也意味着更多城市可能于春节前度过高峰期。在供给的约束下，叠加三年的归家需求集中释放，如节前需求显著恢复，春运的景气度或更多体现于价格。

乘机出行的人群本就是最积极、最活跃的群体，“第九版”、“二十条”出台后，出行复苏的道路或有波折，但大势已定，无非是时间问题。当前我国选择在病毒毒力下降，居民疫苗接种率较高的时点选择优化防疫政策，我们阶段性受到的影响或远小于海外疫情政策转变初期，出行板块复苏至接近或超越疫情前的时间跨度可能更短。

图 13: 民航国内线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

图 14: 民航国际地区线客运航班量



资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

疫情期间我国经济仍保持正增长，我国民航理论需求增速或明显高于疫情前，但供给增速大幅放缓，理论供需缺口已经出现，叠加疫情期间票价改革仍在推进，我们持续看好民航需求复苏后票价显著上行。历史上民航业绩景气高点之时，国有大航的 PE 估值往往在 10 倍以上，民营航司更高，这或许说明市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。我们认为当前航空股股价并未完全反应供需反转的景气预期，仍有显著上涨空间，推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场板块：

海南机场控股子公司海南海岛商业管理有限公司与全球精品（海口）免税城有限公司签署《房屋租赁合同补充协议》，自 2022 年 1 月 1 日-2030 年 11 月 30 日，就全球精品免税店 3.75 万 m² 物业，降低一般商品月提成率 5%，自 8% 降低至 3%。

我们认为在国内政策显著优化之时，国际航线开放速度可能快于预期。我们认为机场的高净值旅客流量入口地位并未改变，伴随着机场客流复苏，免税租金仍将是未来驱动枢纽机场业绩增长的核心推手，未来机场免税销售额的重要性或大于扣点，继续看好枢纽机场业绩表现。枢纽机场的估值体系已经完成了从公用事业股向消费股的切换，未来也很难逆转，看好枢纽机场业绩回暖及长期投资价值，推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

快递板块

根据国家邮政局最新数据，11 月我国快递业务量收预计出现一定幅度下降，尤其是 11 月下旬，疫情多点散发，对行业在生产端的揽收和消费端的派送带来较大压

力。但 11 月底以来疫情防控措施加速优化，快递网点从此前暂停运营、快件积压，到迅速反弹、复苏提速。因此我们看到全国快递件量快速修复，全国日度快递揽收件量自 11 月 28 日的低点 2.5 亿件提升至了 12 月 15 日的 3.4 亿件。但是随着疫情放开的逐步深化，从北京为代表的华北区域可以观察到，在疫情传染高峰期，会出现三分之一的基层员工发烧请假，用工紧张的状态会持续一两周，但是持续时间不长，影响有限而且是一次性的。我们预计 12 月份快递需求增长将明显反弹，有望弥补 11 月的部分件量损失。

我们根据产业发展逻辑、历史数据趋势以及这三年的疫情具体情况，对明年我国的快递件量增长做了估算和预测，我们预计明年行业快递件量同比增速将重回双位数且明显优于 10%。具体来说，由于今年奥密克戎病毒的传播力强于 2020 年的新冠毒株，政府今年对疫情扩散地区的快递经营会进行管制（而 2020 年 4-12 月份全国快递一直维持正常经营），因此今年快递供给受限是导致快递业务量增速大幅放缓的主要原因之一。我们首先根据 2015-2021 年实物商品网上零售额的增速用指数趋势拟合出 2022 年和 2023 年的理论增速（假设快递经营供给没有受到疫情防控影响），然后用明年的理论实物商品网上零售额除以今年的实际值得到明年网购增速的预测值约 14%。其次，我们认为明年没有疫情防控因素干扰的情况下，快递业务量增速将和网购增速趋同，因此得出明年快递需求增速有望明显优于 10%。而且 22 年疫情导致部分区域快递加盟商、物流车队举步维艰，甚至退出市场，我们判断明年快递行业集中度有望进一步提升；叠加 2021 年二季度以来的监管干预下，快递行业的恶价格战一去不复返，我们认为快递价格良性竞争的态势在 23 年大概率会持续，单价甚至可能超市场预期。

聚焦到各上市公司自身情况，我们首先看好顺丰控股，原因有三，其一是在疫情管控放开、宏观经济和消费增长边际改善的背景下，我们认为时效快递增速有望明显优于今年；其二是公司今明两年已经进入资本开支下降通道，随着资源投入减少、优质业务量稳步提升，公司明年的盈利能力将继续提升；其三是鄂州机场的航空转运中心将于明年下半年投产运营，经营效果将逐步显现，有望形成强催化剂。其次看好圆通、韵达和中通，在疫情管控放开、宏观经济和消费增长边际改善的背景下，明年电商快递需求增长将修复明显，竞争将仍然维持缓和，圆通、韵达和中通作为龙头电商快递企业，量和利润增长情况有望好于行业，对应明年 PE 估值分别为 16X、17X、20X，均处于历史估值的低位水平。首推顺丰控股和圆通速递，关注韵达股份、中通快递、申通快递以及德邦股份。

物流板块

密尔克卫：三季度利润如期高增，收入受到货代与分销影响

三季度业绩较快增长。2022 年前三季度，公司实现营收 90.93 亿元（+52.84%），归母净利润 4.76 亿元（+58.06%），扣非归母净利润 4.63 亿元（+61.59%）。其中三季度单季营收 28.24 亿元（+13.53%），归母净利润 1.72 亿元（+46.33%），扣非归母净利润 1.67 亿元（+64.14%），公司业绩保持较快增长。

公司三季度收入或受到海运运价与分销业务影响，但公司高毛利业务增长势头依

旧较好，三季度利润率环比较大幅度提升，体现公司强大的抗风险能力。表征国际海运价格水平的 SCFI 指数在 22 年一季度达到季度均值顶点，Q2、Q3 各自有环比 13.2%、22.1% 的下滑。但即便受此影响，由于公司主要与下游大型客户长期合作，货代业务的单位利润波动相对较小，我们认为公司货代业务受到海运价格的影响幅度较为可控。分销方面，我们推测二季度疫情带来公司的扩张速度受到影响。但从利润率角度，公司三季度综合毛利率 11.9%，同比提升 2.6 个百分点，环比提升 1.3 个百分点，净利率达到 6.1%，同比提升 1.4 个百分点，环比提升 0.8 个百分点，利润率提升非常显著，背后体现了公司高毛利业务景气度较高。

扩张步履迅速，内生与外延并举。22 年三季度，公司继续稳扎稳打，扩展能力圈。内生方面，公司三、四季度分别完成上海奉贤、福建福州、山东青岛、内蒙古合计超过 16 万平方米（土地出让面积）的土地招拍，我们预计以上地块将为公司未来的中期业绩提供有力支撑。外延并购方面，公司 9 月完成 2.5 亿收购南京久帝化工 70% 股权的交割，南京久帝是陶氏、杜邦、东曹等化工巨头在华的主要经销商，21 年营收 5.6 亿。10 月完成对集惠瑞曼迪斯 100% 股权的收购，标志着公司在环保危废处理方面的业务进入上海市场，进一步完成对化工企业服务闭环能力的打造。

投资建议：维持“买入”评级。二季度疫情影响公司分销业务，导致分销团队拓展慢于规划，资金更多分配在物流业务，我们给予 2022-2024 年盈利预测 6.4、9.1、12.5 亿，增速分别为 49%、41%、38%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且盈利质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩仅为 25x，远低于公司的复合增长，维持买入评级，继续推荐。

铁路

大秦铁路三季报点评：货量保持高位，3Q 业绩同比增 25.2%

大秦铁路披露 2022 年三季报。2022 年三季度公司营业收入 198.3 亿，同比增长 4.25%，实现归母净利润 34.95 亿，同比增长 25.24%；前三季度营业收入 58.76 亿，同比增长 1.96%，实现归母净利润 108.10 亿，同比增长 5.44%。

货量高位稳定，营收小幅增长。三季度大秦线货运量 1.10 亿吨，同比增长 8.6%，客运板块由于疫情影响预计仍处于低位，大秦铁路八成收入来自于货运，货量上行带动公司实现小幅增长。

成本微幅提升，费用改善，业绩录得增长。三季度公司营业成本 151.47 亿，同比微增 1.2%，公司毛利润 46.85 亿，同比增 15.6%。费用端，公司各项费用整体低于去年，四项费用率合计 1.37%，同比下降 0.46pct。三季度公司投资收益为 6.06 亿，同比下降 1.41 亿，此外，考虑到公司去年三季度录得 3.3 亿元信用减值损失带来的低基数，公司归母净利润仍同比上升超过两成。

煤炭仍将长期主导我国能源结构，公司高股息率防御属性凸显。煤炭目前以及在未来相当长的时间内仍将是我国能源结构的主要组成部分，大秦铁路仍将是我国西煤东运的核心动脉，预计未来公司运量仍将保持平稳运行。公司前期公告中提

及除特殊情况外，每股派发现金股利原则上不低于 0.48 元/股，如顺利完成，预计 2022 年股息率仍在 7%以上，稳定的高股息使公司防御属性凸显，具备长期配置价值。

投资建议：考虑部分可转债转股造成盈利预测小幅变化，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 122.5 亿、124.4 亿、125.5 亿，同比增长 0.5%、1.6%、0.8%，维持“增持”评级。

中小盘

兰剑智能：专注研发的智能仓储物流系统提供商

兰剑智能是仓储物流自动化行业领军企业。公司始建于 1993 年，是国内领先的智慧物流系统解决方案提供商，目前产品已成功应用于医药、电商、烟草、电力、快运、机械、交通、服装、教育、军工等各个行业，是目前国内少数实现物流设备（多穿系统&堆垛机系统）整体出口海外发达国家的厂商，仓储物流设备系统销售占比约 88%，其余收入为设备系统销售的衍生服务。

仓储物流自动化行业长坡厚学，行业未来空间较大。在物流总需求提升与总费用下降的矛盾、用工招工难的矛盾，以及我国高端制造持续集群化发展、智能仓储物流设备国产替代趋势已起、制造业与物流业深度融合的催化下，我国智能仓储物流行业有望步入高速发展期。软件层面，虽然大多企业已经运用信息化软件，但是还缺乏系统性；硬件层面，目前我国仍有近一半企业尚未引入自动化设备，中性假设下，2025 年面向制造业的智能仓储物流设备市场空间有望超 2500 亿。

兰剑产品达到国际先进水平，技术优势、多行业的布局、背靠山东大学的工程师红利有望带动公司实现优于行业整体的增长。我们抓取了公司的设备参数并与国际巨头大福、德马泰克等公司的设备进行比较，我们发现公司产品与软件在国际上具备较强竞争力，部分核心参数甚至领先国际巨头，且公司在组织架构上独立设立了研究院，人员上核心技术团队稳定、董事长吴耀华现仍担任山大博导，为公司产品和技术的持续更新迭代打下基础。

兰剑在手订单饱满，超级工厂投产有望带来高增长。公司在手订单规模已连续三期稳定于 10 亿左右，其主要原因或在于其现有工厂仅可以支撑约 10 亿元规模的订单，随着 IPO 募投的超级工厂投产，公司产能有望翻番至 20 亿元规模，预计公司在手订单规模有望回归高速增长，打开公司盈利规模天花板，增速有望超越当前业内领先的今天国际和诺力股份。

盈利预测与估值：美欧日等制造强国均有本土的智能仓储物流巨头，中国作为制造业品类最为齐全的国家，具备较海外更广袤的发展空间，亦有望诞生本土相关领域的巨头，我们认为研发和营销能力或为企业能否走出来的关键，当前兰剑技术实力领先，亦在加大力度培养自身品牌和营销能力，有望持续高增长。我们预

计公司 2022-24 年归母净利润 94/139/181 百万元（+17%/47%/32%）。通过与同行公司 2023 年的估值比较，我们认为公司合理估值为 22.73-23.91X，对应目标价 42.96-45.18 元，相对目前股价有 24%-30%溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、原材料价格超预期上涨、公司研发转化率下降等。

微光股份：收入结构持续优化，原材料成本下行提升盈利能力

22 年三季度收入同比实现微增，利润同比实现较高增长。2022 年前三季度，公司实现营业收入 9.33 亿元（同比+17.4%），归母净利润 2.49 亿元（+47.2%），扣非归母净利润 2.28 亿元（同比+56.6%）；三季度单季公司实现营业收入 2.79 亿元（同比+3.5%），归母净利润 0.87 亿元（+31.3%），扣非归母净利润 0.80 亿元（同比+32.3%）。

ECM 电机收入实现高增长，收入结构持续优化。在国内外宏观经济增长承压且国内疫情反复的大背景下，公司三季度单季总收入同比能够实现 4%的正增长主要得益于下游冷链需求相对比较稳定以及公司采取“快研发、抢订单”的策略。其中，公司前三季度 ECM 电机销售收入同比增长约 80%（ECM 电机三季度单季的收入增速环比上半年有所回落），ECM 电机销售收入占比估计已经提升至 20%左右。此外，公司境外销售表现比国内更好，前三季度境外销售收入同比增长约 45%。

受益于原材料成本回落以及人民币贬值，公司利润同比实现较高增长。受益于原材料成本下行以及人民币贬值，公司三季度单季的毛利率同比和环比均有明显提升（21 年 Q3、22 年 Q2 和 22 年 Q3 毛利率分别为 31.6%、33.1%、35.2%），因此三季度利润同比增速明显优于收入增速。同时，人民币贬值还给公司带来了汇兑收益，公司前三季度财务费用为-1940 万元，较去年同期的 171 万元明显改善。

公司扩产稳步推进，增资控股新能源公司。公司在杭州和泰国布局的新产能项目推进顺利，其中，公司以自有资金人民币 4211 万元已经竞得用于杭州扩产的建设用地的使用权，子公司微光泰国也已完成设立登记且签订了土地购买协议。近期，公司董事会同意以自有资金对参股的优安时公司增资 4000 万元，本次增资完成后，公司持股比例由 20%增至 52%，优安时公司成为公司控股子公司。优安时公司干法磷酸铁锂产线已经落成，开始试生产，并对外送样形成小规模销售，公司增资将推动优安时公司快速实现规模生产。

风险提示：国内疫情变化；原材料价格波动；ECM 业务拓展低于预期。

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 3.38/4.25/5.29 亿元（22-24 年调整幅度 +0.5%/-2.5%/-3.1%），分别同比增长 33%/26%/24%。考虑到公司虽然短期需求受宏观经济波动影响，但长期成长逻辑不变，维持公司“买入”评级，现在股价对

应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 20X、15X。

牧高笛：期内利润短期受损，品牌业务仍具增长前景

牧高笛公布 2022 年三季报，单季收入增长稳健但利润承压。公司前三季度实现收入 11.58 亿（+60%）；归母净利润 1.3 亿元（+82.3%）；扣非归母净利润 1.32 亿元（+115.6%）。单三季度营收 2.91 亿元（+56%），归母净利润 1711 万元，同比减少 5%。

1) 外销与其他业务：Q3 单季收入 1.1 亿元，同比增长 14.4%，毛利率 19.6%环比下降但较去年同期高 1.7pct。海外通胀压力下需求受压制，Q2 海运费高企，叠加公司外汇套保上的亏损，净利润受到一定影响。

2) 品牌业务：小牧 Q3 收入 2159 万元，同比减少 11.6%。其中加盟店贡献 1785 万元同比减少 13%，在去库存背景下毛利率降至 20%。大牧 Q3 收入 1.51 亿，同比增长 157%。电商渠道收入 7163 万元；线下收入 7945 万元。公司增加小红书流量投放，销售费用率达 8.9%，短期拉低了净利率但有助于培育潜在消费者。

周边游热度不减，露营经济持续站在风口。动态清零与精准防控背景下，多地倡导假期就地过节，“秋天的第一场露营”受追捧。文化和旅游部数据显示，国庆期间跨省游和省内跨市游的游客比例分别下降了 14.4%和 9.5%；而前往城郊公园、周边乡村、城市公园的游客占比分别达 23.8%、22.6%和 16.8%。国庆长假期间郊野露营热度不减，携程《2022 年国庆假期旅游总结报告》显示，国庆期间露营旅游订单量同比增长超 10 倍，人均露营花费为 650 元左右，较中秋高约 30%。

产品矩阵再度丰富，营销推广力度持续加码。7 月以来，公司推出充气帐篷、黑胶天幕，丰富公司核心单品的款式功能，进一步推出摇曳露营、艺术家王略等联名款产品。渠道上，公司与中青旅遨游网达成合作，露营产品有望进一步铺开，同时积极参与 ISPO、淘宝造物节、Line Friends 内地露营大会、一帐露营会等活动，强化品牌曝光度。

风险提示：原材料成本增加；订单低于预期；行业需求不及预期。

投资建议：公司较早切入精致露营，持续在款式与功能上更新迭代，加大各渠道推广力度，重视品牌特殊性与消费者体验。作为国内户外品牌的头部企业，必然能享受行业红利。考虑到公司在渠道、流量的投放增长，以及通胀对需求的压制，我们下调 2022-2024 年 1.75/2.4/3.1 亿的盈利预测，至 1.55/2.27/2.93 亿。对应当前市值 PE 分别为 25、17、13X，维持“增持”评级。

浙江自然：出口与汇率短期冲击，期待长期成长兑现

浙江自然披露 2022 年三季度业绩。前三季度，公司实现收入 8.03 亿元，同比增长 20.82%，归母净利润 1.99 亿元，同比增长 8.84%，扣非净利润 2.04 亿元，同比增长 19.40%。单看三季度，实现营收 1.68 亿元，同比下滑 1.19%，归母净利润 2493 万，同比下滑 45.44%，扣非后净利润 3990 万，同比增长 2.67%。公司三季度公允价值变动损益影响归母净利润。

毛利率环比上升，汇率波动较大影响整体利润表现。公司 3Q22 毛利率 37.1%，环比上升 1.8 个百分点，同比下滑 0.9 个百分点，但毛利率水平达到 4Q21 以来的高点。三季度单季实现毛利额 6212 万元，同比下滑 4%。今年以来汇率波动幅度较大，公司出于中性原则，对汇率进行套期保值，但汇率的进一步剧烈波动导致 Q3 公司公允价值变动较大，单三季度公允价值变动净收益为-1871 万元，对整体业绩影响较大，剔除非经常性损益影响，公司三季度的扣非净利润 3990 万元，同比增长 2.68%。

深耕户外行业，我们认为公司成长具备韧性。公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长记。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，公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子；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。

风险提示：全球经济超预期下滑；国内户外运动行业渗透放缓；公司扩品类速度低于预期

投资建议：维持“买入”评级。公司短期受到出口景气度与汇率的双重夹击，我们将公司 2022-2024 年 3.1、4.0、5.14 亿盈利预测下调至 2.46、3.26、4.16 亿，对应当前市值 PE 分别为 19.6、14.8、11.6x，但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。

华依科技：车载惯导获奇瑞定点，平台化发展把握发展先机

华依科技公布 2022 年三季报，利润实现高增长。公司前三季度实现收入 2.33 亿元(+23.3%);归母净利润 2574 万元(+3.64%);三季度单季营收 1.62 亿元(+55.7%)，归母净利润 4540 万元，上年同期为 2275 万元，同比增长 99.6%。

与宁德比亚迪确认合作，IMU 惯导获奇瑞定点。三季度内，公司与比亚迪签订了约 5000 万元的混合动力专用发动机冷试测试台架订单；同时与宁德时代签订了战略框架协议，按其委托提供相关服务（有效期自 2022 年 09 月 01 日至 2024 年 08 月 30 日）。我们认为两份合作直接为公司带来效益的同时，更是对公司行业地位与产品服务能力的肯定。在自动驾驶惯导产品上，公司于 10 月 11 日收到奇瑞的

定点通知，实现从“0”到“1”的突破，利好公司的业务布局和持续发展。

定增方案落地，平台化发展把握行业先机。公司计划向不超过 35 名特定对象募集资金总额不超过 6.95 亿元，用于投资建设新能源汽车动力总成高性能测试中心、智能驾驶测试中心、德国新能源汽车测试中心、组合惯导研发及生产、氢能燃料电池测试研发中心等项目。公司在国内扩建实验室的同时，跟随车企客户产能建设脚步，在德国新建的新能源汽车测试中心，或将成为公司开拓海外市场的落脚点。此外，公司紧跟行业发展前景，布局智能驾驶测试服务与氢燃料汽车开发测试，平台化发展有助于巩固行业地位并增厚利润、开拓新客户。

风险提示：汽车行业增速不及预期；利润率受到市场竞争影响；产能扩张不及预期；惯导元件研发投产进度慢于预期；疫情影响生产与产品交付

投资建议：公司持续研发加强新能源汽车开发测试与服务能力，与比亚迪的合作四季度有望开始产生积极影响。在 2022-2024 年 IMU 产品分别至少实现 3/15/30 个车型配套的股权激励目标下，我们认为公司未来仍有扎实的成长能力。但疫情除了对公司的当期生产经营的影响，对后续的产品在客户验证、收入确认进度上也有影响。同时在定增项目中，新建实验室与测试台架的情况低于我们此前预期。本次下调公司 22-24 年 0.8/1.61/2.3 亿的盈利预测，至 0.7/1.25/2 亿，对应当前市值 PE 分别为 60.5、34、21X，维持“买入”评级。

宏华数科-三季度趋势改善，不改长期趋势

宏华数科披露 2022 年三季报。公司前三季度实现营收 6.97 亿元，同比下滑 0.82%，归母净利润 1.86 亿元，同比增长 14.32%，扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 15.16%。但三季度，公司实现营收 2.35 亿元，同比下滑 4.95 亿元，实现归母净利润 6334 万，同比增长 14.39%，实现扣非净利润 6642 万，同比增长 21.33%。公司营收与利润趋势环比二季度有所改善。

三季度收入环比改善趋势明显，毛利额同比增长。公司三季度收入规模 2.35 亿，同比二季度增长 26.3%，改善较大，下滑幅度大幅收窄。反应公司从二季度华东疫情之后恢复趋势较好。毛利率方面，三季度毛利率 46.6%，环比二季度下滑 0.3 个百分点，维持稳定，但毛利率同比上升 2.91 个百分点，我们预计毛利率的显著提升，与公司出口业务相对强劲以及外销业务采用美元欧元等外币结算相关。受到收入趋势改善与毛利率较高的拉动，公司三季度毛利额同比增长 1.39%。

在建工程显著增长，产能扩张进度顺利。公司三季度末在建工程 2.51 亿，较 2021 年末增加近 1.2 亿。根据半年报，IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”已完成全部基坑围护、地下室工程，1#厂房工程、2#厂房工程、1#配套楼、仓库工程正在装修中，配套工程形象进度完成 60-80%，预计 2022 年四季度土建工程达到预定可使用状态。项目投产后有望为后续的需求回复提供足够支持，同时有望加强规模效应、有助于降本增效。

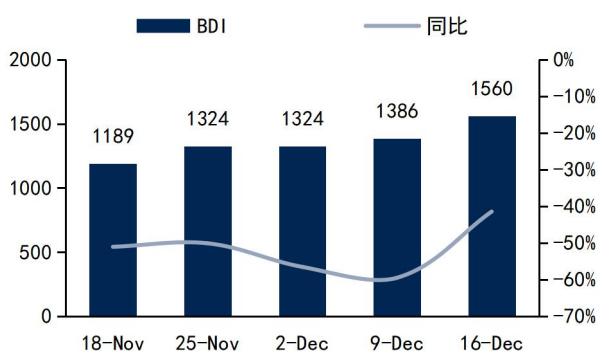
数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律。2019 年，全球数码喷墨印花工艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

风险提示：宏观经济超预期波动；数码印花渗透率提升低于预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们维持公司 2022-2024 年盈利预测为 2.81、3.98、5.99 亿，疫情和下游影响为短期，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。

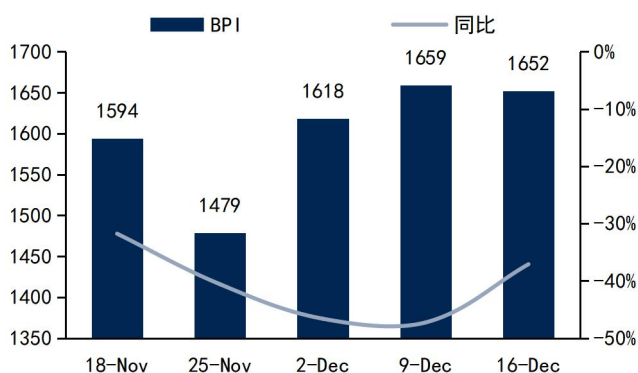
行业数据概览

图 15: BDI 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

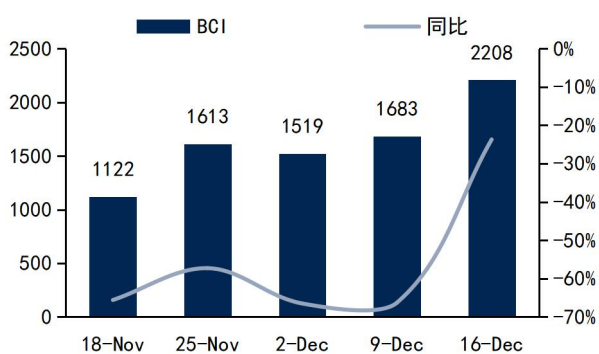
图 16: BPI 走势



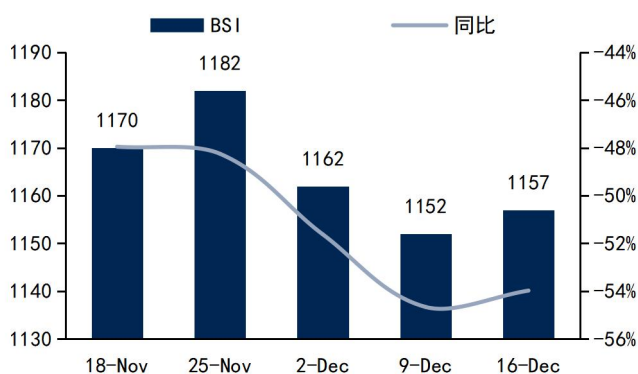
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 17: BCI 走势

图 18: BSI 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理



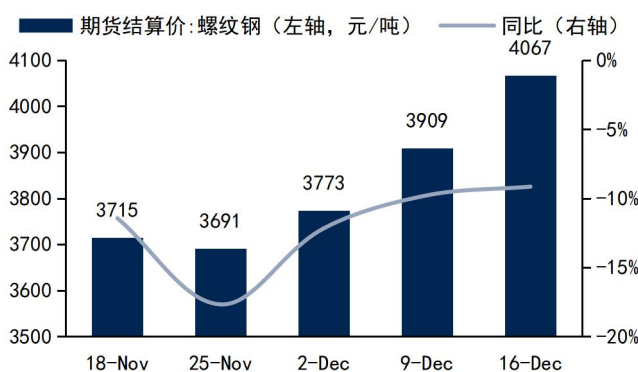
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19: CDFI 煤炭运价指数



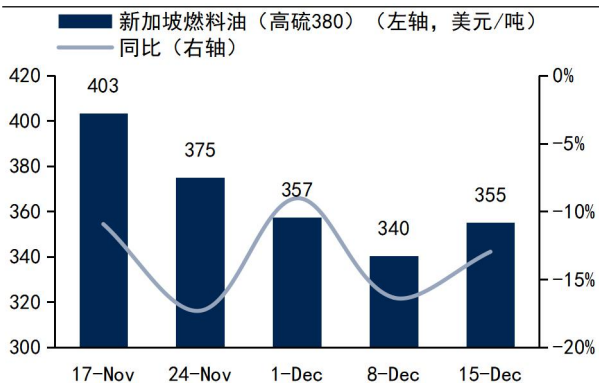
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图20: 螺纹钢期货价格



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图21: 新加坡燃料油价格



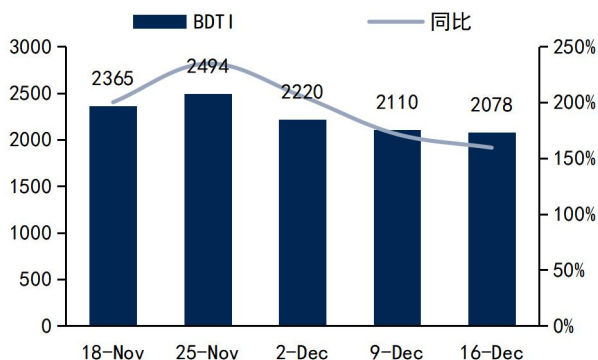
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图22: 海运煤炭运价指数 OCFI: 综合



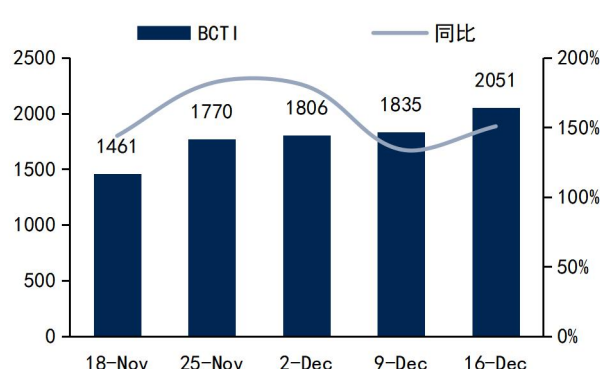
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图23: 原油运输指数 (BDTI)



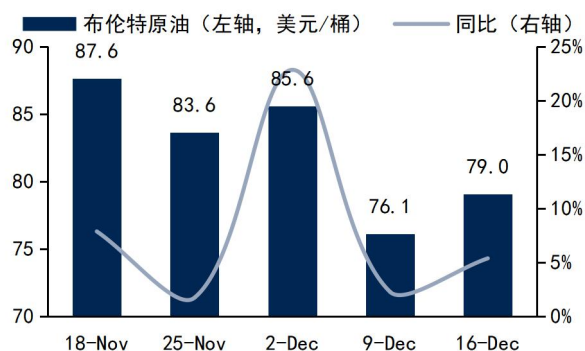
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图24: 成品油运输指数 (BCTI)



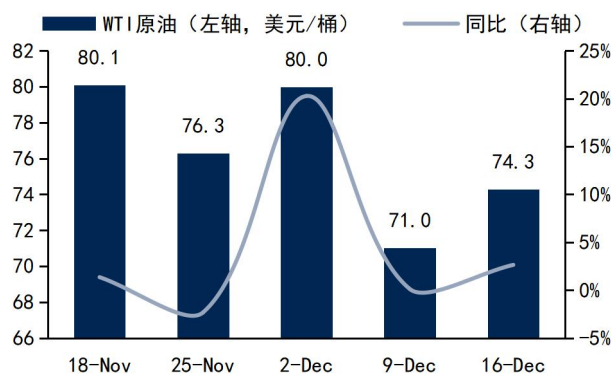
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 国际油价——布伦特原油



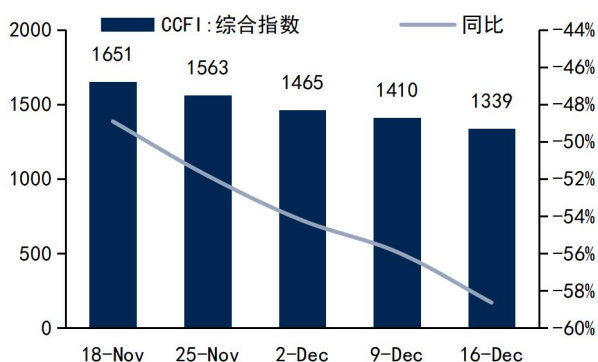
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图26: 国际油价——WTI 原油



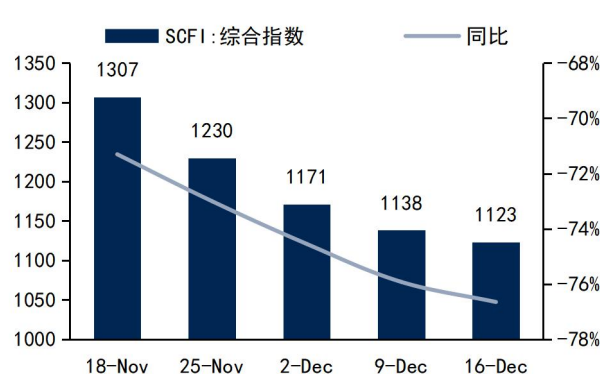
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图27: CCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图28: SCFI 综合指数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

快递行业点评-疫情防控优化，件量快速修复，投资价值显现！ (2022-12-14)

根据交通运输部数据，全国快递日度揽收件量自 11 月 28 日的 2.5 亿件逐步提升至 12 月 13 日的 4.36 亿件。

1) 11 月我国快递业务量收预计出现一定幅度下降，尤其是 11 月下旬，疫情多点散发，对行业在生产端的揽收和消费端的派送带来较大压力。但 11 月底以来疫情防控措施加速优化，快递网点从此前暂停运营、快件积压，到迅速反弹、复苏提速。因此我们看到全国快递件量快速修复，全国日度快递揽收件量自 11 月 28 日的低点 2.5 亿件提升至 12 月 13 日的 4.36 亿件，去年 12 月份日均件量为 3.42 亿件，我们预计 12 月份快递需求增长将明显反弹，有望弥补 11 月的部分件量损失。

2) 我们根据产业发展逻辑、历史数据趋势以及这三年的疫情具体情况，首先拟合出了明年实物商品网上零售额的增速，然后认为明年没有疫情防控因素干扰的情况下，快递业务量增速将和网购增速趋同，预计明年行业快递件量同比增速将重回双位数且明显优于 10%。

聚焦到各上市公司自身情况，我们首先看好顺丰控股，原因有三，其一是在疫情管控放开、宏观经济和消费增长边际改善的背景下，我们认为时效快递增速有望明显优于今年；其二是公司今明两年已经进入资本开支下降通道，随着资源投入减少、优质业务量稳步提升，公司明年的盈利能力将继续提升；其三是鄂州机场的航空转运中心将于明年下半年投产运营，经营效果将逐步显现，有望形成强催化剂。其次看好圆通、韵达和中通，在疫情管控放开、宏观经济和消费增长边际改善的背景下，明年电商快递需求增长将修复明显，竞争将仍然维持缓和，圆通、韵达和中通作为龙头电商快递企业，量和利润增长情况有望好于行业，对应明年 PE 估值分别为 16X、17X、20X，均处于历史估值的低位水平。重点推荐顺丰控股，继续看好圆通速递、韵达股份以及中通快递。

航空 11 月数据点评-长夜已尽，当前航班量已显著复苏 (2022-12-16)

各航司披露 2022 年 11 月运营数据，因各地疫情抬头，防控虽有松动但尚未全面解封，各航司国内航线业务量数据迎来全面复苏起跳之前的深蹲，国际航线则伴随着加班复航的持续推进，同比显著放量，实现明显增长。

步入 12 月，随着“新十条”全面优化防控政策，民航国内线客运航班量迅速回升，12 月 14 日已经恢复至 7244 班，相比 11 月底不足 3000 班的水平已经翻倍，恢复至 2019 年同期的 60%以上。国际航线方面，目前我国单日国际、地区航线客运航

班量已经恢复至 200 班左右，大概为疫情前 8%的水平，

民航局提出，考虑到民航各部门的安全保障能力，在 2023 年 1 月 7 日春运开始至 2023 年 1 月 31 日，单日最高航班量不超过 13667 班，其中国内客运航班不超过 11667 班，按照 2019 年同期日均客运航班量的 88%进行恢复。当前各地或陆续经历“第一波”冲击的阵痛期，但各地达峰速度或远超前期预期，而这或许也意味着更多城市可能于春节前度过高峰期。在供给的约束下，叠加三年的归家需求集中释放，如节前需求显著恢复，春运的景气度或更多体现于价格。

中长期看，历经三年的漫漫长夜后，民航终将迎来属于自己的舞台。我们继续看好我国民航业在供需反转、票价改革等因素叠加下迎来全新的景气周期，看好票价上涨和业绩全面创历史新高。此外，历史上民航业绩景气高点之时，国有大航的 PE 估值往往在 10 倍以上，民营航司更高，这或许说明市场把一部分消费及成长属性体现在航空股的估值体系中。我们认为当前航空股股价并未完全反应供需反转的景气预期，仍有显著上涨空间，继续推荐航空股的趋势性机会。

风险提示：宏观经济超预期下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

投资建议

交运板块：

本周中央经济工作会议对扩大内需、促进消费做出了积极的表述，继续看好出行及快递板块表现。航空板块，“新十条”出台后民航需求迅速复苏，继续看好行业供需反转大趋势；快递板块，扩大内需有望带动快递需求增长明显回升，全面看好 23 年快递龙头的经营表现。推荐密尔克卫、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、上海机场、中国国航、春秋航空、吉祥航空、中远海能。

中小盘：推荐专注研发的智能仓储物流系统提供商兰剑智能、汽车惯导系统定点顺利的华依科技，推荐三季度环比趋势改善的宏华数科，推荐微光股份、久祺股份，关注凯立新材、牧高笛。

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。

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提及的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