

交通运输行业 2023 年 2 月投资策略

年后看好疫后复苏节奏加快，推荐油运及优质物流标的

超配

核心观点

航运：本周油运市场成交量较好，春节后中国需求恢复的逻辑逐步兑现，叠加美湾货盘释放，虽然运价仍在低位震荡，但我们认为随着俄成品油禁令于下周开始生效，以及地缘政治问题频发，淡季大概率不淡，供需格局的改善有望带来 23-24 年行业运价中枢抬升，推荐中远海能；集运运力投放造成的压力仍较为明显，且经济或对需求有压制，建议关注中远海控。

航空机场：春运步入后期，国内客流恢复至 19 年同期九成左右。20-22 年民航飞机引进速度大幅放缓，23 年预计飞机引进仍难以加速，行业理论供给仍将保持低增速。伴随着疫情褪去、疫苗药物研发加速，叠加消费刺激政策可能陆续出台，民航需求稳步复苏是大概率事件，枢纽机场也将显著受益于国际线客流显著复苏带来的业绩修复。推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、上海机场、白云机场。

快递：2 月初以来，日均快递件量已经快速恢复至春节前 3.5 亿件左右的水平，由于春节错期影响，建议关注 1-2 月的快递累计数据表现。本周，顺丰和韵达公布了 2022 年度业绩预告，其中，顺丰四季度单季实现扣非归母净利润 13.9-15.9 亿元，同比在持平上下，在四季度疫情影响且嘉里物流盈利下滑的背景下，我们认为公司利润表现已属不错。韵达四季度单季实现扣非归母净利润 5.4-7.2 亿元，得益于持续优化基础网络、改善客户结构，四季度单票快递净利恢复至 0.12-0.16 元，实现环比、同比双升，表现略超预期。

物流：密尔克卫近期收到《中国证监会行政许可申请受理单》，公司 GDR 发行事项获得受理。后续 GDR 若发行顺利，对公司海外扩张的国际化路线将大有帮助，公司当前估值水平较低、23 年成长性持续。

嘉友国际 20-22 期间受中蒙贸易不畅影响，业务量较快下滑，但是期间公司将自身供应链业务从国内段拓展至全程，实现了单位价值量的大幅提升，23 年疫情影响不再，公司有望迎量价齐升，我们预计公司单吨毛利有望较疫情前提升 5 倍。此外，公司投资的非洲路港资产已于 2022 年开始试运营，有望带来可观收益。预计 22-25 年公司复合增速近 30%，当前估值对应 23 年不足 15X。

投资建议：我们继续看好快递、出行板块、嘉友国际的疫后复苏。推荐密尔克卫、顺丰控股、嘉友国际、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。

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	121.92	20042	3.92	5.52	31.1	22.1
002352	顺丰控股	买入	57.71	282502	1.32	1.90	43.7	30.4
601021	春秋航空	买入	59.94	58654	-2.30	0.12	-26.1	499.5
603871	嘉友国际	买入	24.96	12481	1.20	1.65	20.8	15.1
600233	圆通速递	买入	20.62	70960	1.05	1.25	19.6	16.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

交通运输

超配 · 维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：黄盈

021-60893313

cnhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

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

《2022 年 12 月交运行业数据观察-疫情峰值扰动已过，看好疫后复苏弹性》——2023-01-31
 《民航快递春节数据点评-国内航线恢复九成，节后数据表现强劲！》——2023-01-29
 《交运中小盘行业周报-上海机场收购日上部分股权，新增推荐嘉友国际》——2023-01-16
 《交通运输——2023 年春节专题系列二-2023 年需要密切关注的的数据-剖析快递业恢复双位数增长》——2023-01-12
 《交运中小盘行业周报-密尔克卫 GDR 发行获得受理，航空快递快速恢复》——2023-01-08

内容目录

本周回顾	4
投资观点综述	6
航运	6
航空机场	9
物流板块	11
投资建议	12
风险提示	12

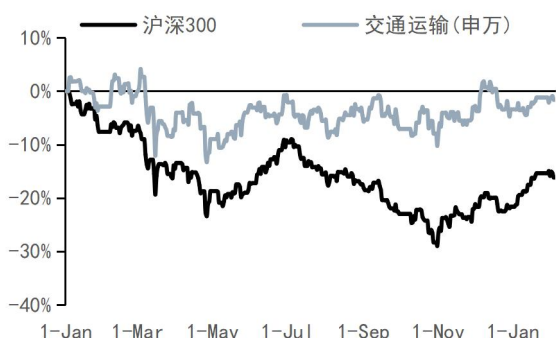
图表目录

图 1: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图 2: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势	4
图 3: 本周各子板块表现 (2023.01.30-2023.02.03)	4
图 4: 本月各子板块表现 (2023.02.01-2023.02.03)	4
图 5: BDTI	7
图 6: BCTI	7
图 7: CCFI 综合指数	8
图 8: SCFI 综合指数	8
图 9: SCFI (欧洲航线)	8
图 10: SCFI (地中海航线)	8
图 11: SCFI (美西航线)	8
图 12: SCFI (美东航线)	8
图 13: 春运旅客运输量 (万人次)	9
图 14: 春运民航旅客量 (万人次)	9
图 15: 全国快递日度揽收件量变化趋势	10
表 1: 本周个股涨幅榜	5
表 2: 本周个股跌幅榜	5
表 3: 各航司机场 2022 年业绩预告情况	9

本周回顾

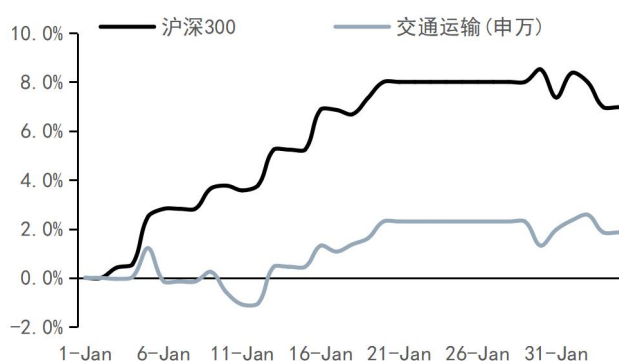
节后首周，A股市场高开低走，上证综指报收 3263.41 点，跌幅为 0.04%，深证成指报收 12054.30 点，涨幅为 0.61%，创业板指报收 2580.11 点，跌幅为 0.23%，沪深 300 指数报收 4141.63 点，跌幅为 0.95%。申万交运指数本周下跌 0.44%，相比沪深 300 指数跑赢 0.52pct。

图1：2022 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

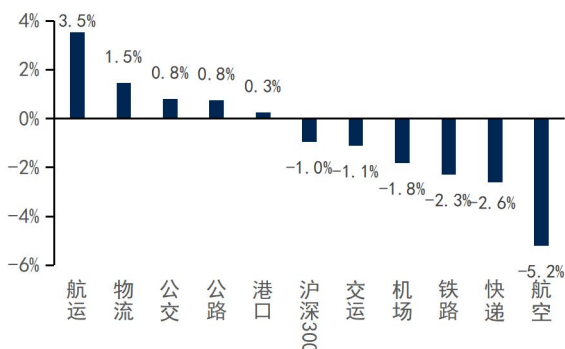
图2：2023 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

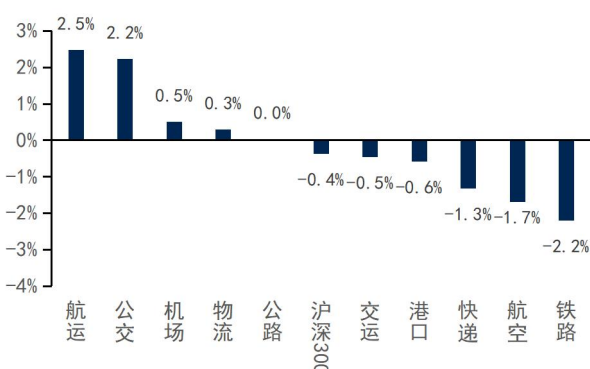
本周交运子板块走势分化，航运、物流、公交板块涨幅靠前，涨幅分别为 3.5%、1.5%、0.8%。个股方面，涨幅前五名分别为海南高速（+18.3%）、天顺股份（+11.5%）、韵达股份（+11.4%）、嘉友国际（+10.7%）、中远海特（+10.5%）；跌幅榜前五名为南方航空（-8.9%）、吉祥航空（-7.7%）、中国国航（-6.8%）、万林物流（-6.4%）、华夏航空（-6.3%）。

图3：本周各子板块表现（2023.01.30-2023.02.03）



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（2023.02.01-2023.02.03）



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	000886.SZ	海南高速	5.68	18.3%	18.1%	17.1%
2	002800.SZ	天顺股份	26.47	11.5%	7.6%	5.0%
3	002120.SZ	韵达股份	14.92	11.4%	0.9%	3.8%
4	603871.SH	嘉友国际	24.96	10.7%	4.9%	10.4%
5	600428.SH	中远海特	7.14	10.5%	6.3%	19.8%
月涨幅前五	证券代码	证券简称	周收盘价	周涨幅	月涨幅	年涨幅
1	000886.SZ	海南高速	5.68	18.3%	18.1%	17.1%
2	603069.SH	海汽集团	26.88	4.4%	8.8%	2.0%
3	002769.SZ	普路通	9.20	9.8%	8.0%	11.4%
4	002800.SZ	天顺股份	26.47	11.5%	7.6%	5.0%
5	600106.SH	重庆路桥	5.35	8.7%	7.4%	7.9%
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	15.09	5.4%	5.7%	25.2%
2	601872.SH	招商轮船	6.79	7.1%	6.3%	21.5%
3	600428.SH	中远海特	7.14	10.5%	6.3%	19.8%
4	000755.SZ	山西路桥	6.38	2.2%	-1.5%	17.9%
5	601975.SH	招商南油	4.63	4.0%	4.5%	17.5%

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	600029.SH	南方航空	7.15	-8.9%	-2.5%	-5.9%
2	603885.SH	吉祥航空	15.22	-7.7%	-0.2%	-5.9%
3	601111.SH	中国国航	10.03	-6.8%	-2.9%	-5.4%
4	603117.SH	万林物流	3.09	-6.4%	-3.1%	11.2%
5	002928.SZ	华夏航空	12.26	-6.3%	-1.4%	-11.4%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

投资观点综述

交运板块：

航空机场方面，截至 2 月 4 日，春运第 29 天，民航国内线客流量恢复至 2019 年同期约 90%，继续看好民航业量价恢复，看好枢纽机场价值回归。

快递方面，2 月初以来，日均件量已经快速恢复至春节前的 3.5 亿件左右，建议关注 1-2 月的快递累计数据表现。在疫情反复、油价大涨的 2022 年，顺丰、圆通和韵达 2022 年业绩均表现良好，其中圆通和韵达甚至略超预期，已属不易。我们看好 2023 年快递需求反弹趋势，快递公司估值又处低位，首推顺丰和圆通。

新增推荐标的嘉友国际，中蒙煤炭贸易的修复有望带来公司供应链贸易业务量价齐升，中非路产项目已于 22 年投产，23 年起有望贡献可观收益，预计公司 22-25 年复合增速近 30%，当前估值对应 23 年不到 15X。

我们继续看好快递、出行板块、嘉友国际的疫后复苏，推荐密尔克卫、顺丰控股、嘉友国际、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。

航运

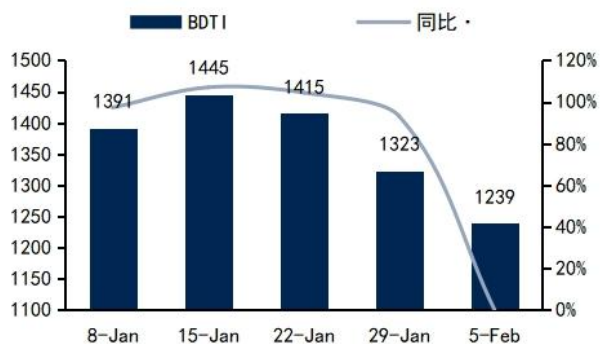
油运方面，本期运价指数表现平淡，截至 2 月 3 日，BDTI 报 1239 点，较上周下降 6.3%，BCTI 报 629 点，较上周末下跌 4.6%。VLCC 报价方面，Poten 发布的中东-远东 VLCC TCE 为 27600 美元/天，回升至海能、招商等一线船东的盈亏平衡点之上。成交量方面，VLCC POOL 本周共成交 21 单，货盘结构仍以远东-中东为主，但是值得注意的是本周出现了 5 单美湾货盘，如后续美湾货盘可以持续释放，有望对需求及运价形成较强支撑。

2023 油运需求或淡季不淡。石油运输量方面，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在“第一波冲击”后较疫情期间更为活跃，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；从运距角度来看，一方面来说，欧盟对俄原油的禁令已经正式生效，**对俄成品油的禁令亦将在下周开始生效**，未来油品进口的来源或转变为运距明显更长的中东及美国，行业的平均运距大概率因此拉长；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，此间消耗了较为大量的战略储备库存，无论是补充战略储备或维持 22 年大进大出的格局，均将带来西方石油运输量回升。

供给侧压力将从 2023 年开始减小。拉长看，行业 19 年末到 20 年初的高景气带来了

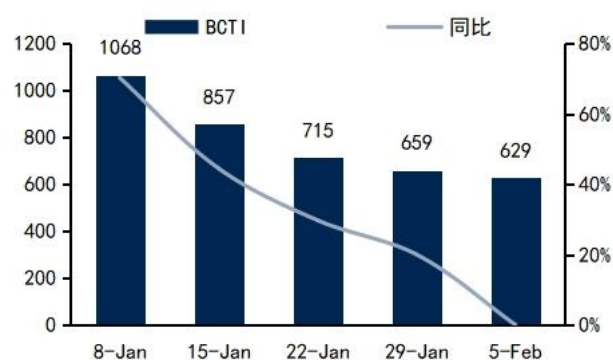
21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，且随着 EEXI 环保公约的执行，业内或有较大比例的船舶需要进坞改造，带来行业有效运力进一步下降，为行业中期景气度的延续打下良好基础。我们持续看好油运供需格局自 2023 年起实现中枢的持续抬升，建议关注中远海能。

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 2 月 3 日，CCFI 综合指数报 1110.0 点，环比 1 月 20 日（后同）跌 4.4%，SCFI 报 1006.9 点，环比跌 2.2%。主流航线当中，欧洲线报 961 美元/TEU，环比跌 5.2%，地中海线报 1754 美元/TEU，环比跌 3.4%，美西、美东线分别报 1363、2706 美元/FEU，跌 2.8%和 2.9%。其他的波斯湾、澳新等航线运价大幅下跌，但是南美航线明显回升，我们认为船东仍在积极调配运力以达到新的运力均衡。但是当前欧美经济前期不乐观，需求较为疲软，且 22 年初为集运运价历史高点，同比来看或压力较大。

行业更大的挑战在供给端，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



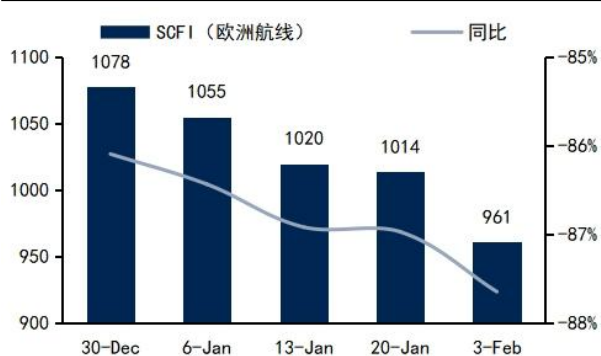
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



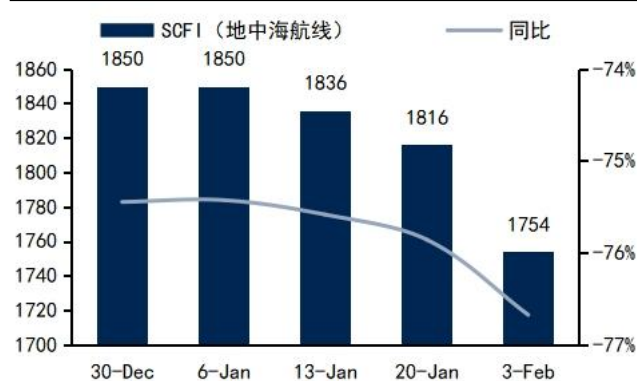
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

图12: SCFI (美东航线)

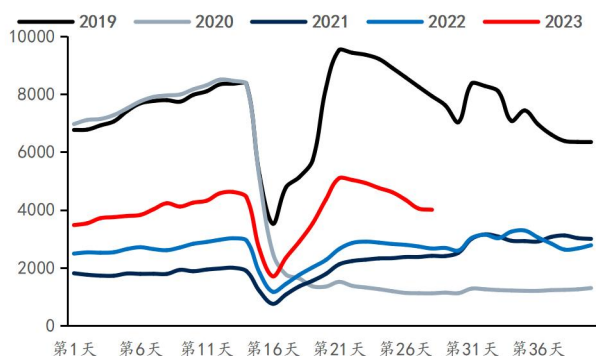


资料来源: 上海航运交易所, 国信证券经济研究所整理

航空机场

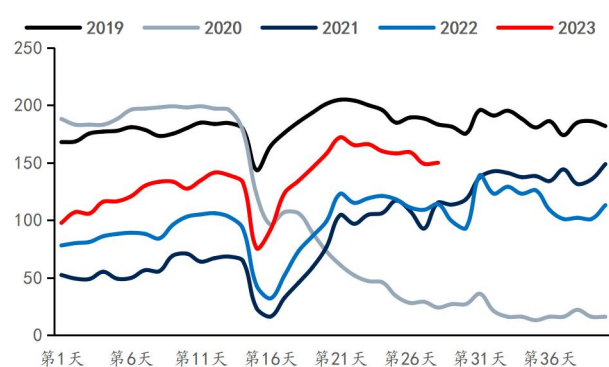
春运进入后半程，截至 2023 年 2 月 3 日，春运前 28 天，春运旅客量累计 11.09 亿人次，同比增 56.7%，恢复至 2019 年同期的 52.7%。其中民航客流合计 3743 万人次，同比增 44.3%，恢复至 2019 年同期的 73.4%，其中国内航线客流恢复比例应该在 85%左右。春运客流整体呈现前低后高走势，其中正月初六前后返程高峰，民航国内线客流恢复比例在 95%左右。

图13: 春运旅客运输量（万人次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 春运民航旅客量（万人次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

各航空公司、机场披露 2022 年业绩预告，受制于疫情影响全年客流显著下滑，行业整体录得亏损。

表3: 各航司机场 2022 年业绩预告情况

	单位：百万	1-3Q22	年报预告下沿	年报预告上沿	年报预告中值	4Q22E
601111.SH	中国国航	-28103.3	-39500.0	-37000.0	-38250.0	-10146.7
600029.SH	南方航空	-17587.0	-33200.0	-30300.0	-31750.0	-14163.0
600115.SH	中国东航	-28116.0	-39000.0	-36000.0	-37500.0	-9384.0
600221.SH	海南航空	-20838.9	-22000.0	-18500.0	-20250.0	588.8
601021.SH	春秋航空	-1737.3	-2600.0	-2350.0	-2475.0	-737.7
603885.SH	吉祥航空	-2972.9	-4230.0	-3570.0	-3900.0	-927.1
002928.SZ	华夏航空	-1508.8	-1980.0	-1700.0	-1840.0	-331.2
600009.SH	上海机场	-2102.6	-2990.0	-2840.0	-2915.0	-812.4
600004.SH	白云机场	-627.2	-1220.0	-998.2	-1109.1	-481.9
000089.SZ	深圳机场	-889.8	-1175.8	-1075.8	-1125.8	-236.0
600897.SH	厦门空港	24.3	21.0	31.0	26.0	1.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议上：春运客流迅速回升，铁路、民航国内线客流相比 2019 年的复苏比例目前已经超过九成，我们持续看好 2023 年出行客流复苏趋势。

20-22 年民航飞机引进速度大幅放缓，23 年考虑到全行业整体或盈亏平衡，资产负债表修复仍需时日，飞机引进难以加速，行业理论供给仍将保持低增速。伴随着疫情褪去、疫苗药物研发加速，叠加消费刺激政策可能陆续出台，民航需求稳步复苏是大概率事件，枢纽机场也将显著受益于国际线客流显著复苏带来的业绩修复。随着疫情防控政策的彻底优化，未来交运出行板块的股价驱动力或逐步从量的恢复转变为价格的上行。2023 年量的恢复尚不完整，价格的坚挺或意味着 2024 景气周期的全面到来。继续看好民航业周期反转的大方向和枢纽机场的投资价值，推荐春秋航空、吉祥航空、中国国航、上海机场、白云机场。

快递板块

春节假期是快递业一年当中的淡季，由于春节错期影响，根据交通运输部公布的日度数据，估计 1 月快递件量同比下滑约 14.5%。2 月初以来，日均件量已经快速恢复至春节前的 3.5 亿件左右，建议关注 1-2 月的快递累计数据表现。本周，顺丰和韵达公布了 2022 年度业绩预告，其中，顺丰四季度单季实现扣非归母净利润 13.9-15.9 亿元，同比在持平上下，在四季度疫情影响且嘉里物流盈利下滑的背景下，我们认为公司利润表现已属不错。韵达四季度单季实现扣非归母净利润 5.4-7.2 亿元，公司四季度持续优化基础网络、改善客户结构，从而促使四季度单票快递净利恢复至 0.12-0.16 元，实现环比、同比双升，盈利恢复速度略超预期。

图15: 全国快递日度揽收件量变化趋势



资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

本周，顺丰发布了 2022 年度业绩预告，公司四季度单季实现归母净利 15.8-17.8 亿元，实现扣非归母净利 13.9-15.9 亿元，同比在持平上下，在四季度疫情影响且嘉里物流盈利下滑（由于国际空运价格下行）的背景下，我们认为公司利润表现已属不错。全年看，预计归母净利润为 60.5 亿元-62.5 亿元，同比增长 42%-46%，预计归母扣非净利润为 52.5 亿元-54.5 亿元，同比增长 186%-197%。

尽管 2022 年度受到部分网点因疫情阶段性封控、燃油价格较大幅度上涨、国际空运海运价格下行等影响，公司坚持可持续健康发展的经营基调，采取了一系列精益经营及管理举措，使得 2022 年度业绩仍实现较好增长：（1）在收入端，持续提升服务质量与产品竞争力，优化产品结构，精细客户分层管理，进一步夯实多元化和差异化的物流服务能力，凭借直营网络在疫情期间确保高品质服务和收入稳定增长；（2）在成本端，坚持精益化资源规划与成本管控，注重提升资源投产效率，持续多网融通扩大资源共享效益；（3）自 2021 年第四季度起合并嘉里物流联网有限公司的业绩。

本周，韵达发布了 2022 年业绩预告，四季度单季实现扣非归母净利润 5.4-7.2 亿元，四季度单票快递净利恢复至 0.12-0.16 元，实现环比、同比双升，主要得益于：（1）随着快递行业逐步进入传统旺季，一方面网上实物商品的消费需求和消费者信心快速恢复，货品种类更加丰富，促使优质快递包裹的业务量和价格环比稳中向好；（2）另一方面，公司坚持“以客户为中心”，深入推进“网格仓”等末端基础设施建设，不断优化路由规划，不断提升全网服务能力、运营效率，快递服务履约交付质量稳步回复，积极改善客户结构和包裹结构。

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，公司 2023 年有三大看点，一是时效快递增速回暖，二是资本开支继续下降、经营成本继续优化，三是鄂州机场航空转运中心投入运营。而且在疫情传染的扰动下，顺丰直营模式优势将更加凸显，叠加公司估值处于历史相对低位，因此给予重点推荐。其次看好圆通速递，圆通管理改善的逻辑仍然持续，其 2023 年利润维持较快增长的确定性高，且 2023 年 15 倍 PE 的低估值提供了安全边际。此外，建议紧密关注韵达股份的经营修复速度和德邦股份的需求、价格表现。

物流板块

密尔克卫近期收到《中国证监会行政许可申请受理单》，公司 GDR 发行事项获得受理。后续 GDR 若发行顺利，对公司海外扩张的国际化路线将大有帮助。此外前期七部门联合发布《关于加强互联网销售危险化学品安全管理的通知》，要求相关企业必须取得危化品生产企业安全生产许可证或经营许可证及相关备案。以上行为进一步规范化学品相关交易行业，对危化品相关管理从生产、物流到分销形成了全生命周期的闭环，利于市场份额向头部规范性企业集中，推荐当前估值水平较低、23 年成长性持续的危化品服务龙头密尔克卫。

嘉友国际 20-22 期间受中蒙贸易不畅影响明显，但是期间公司将自身供应链业务从国内段拓展至全程，实现了单位价值量的大幅提升，23 年疫情影响不再，公司有望迎量价齐升，我们预计公司单吨毛利有望较疫情前提升 5 倍。此外，公司投资的非洲路港资产已于 2022 年开始试运营，有望带来可观收益。预计 22-25 年公司复合增速近 30%，当前估值对应 23 年不足 15X。

投资建议

航空机场方面，截至 2 月 4 日，春运第 29 天，民航国内线客流量恢复至 2019 年同期约 90%，继续看好民航业量价恢复，看好枢纽机场价值回归。

快递方面，2 月初以来，日均件量已经快速恢复至春节前的 3.5 亿件左右，建议关注 1-2 月的快递累计数据表现。在疫情反复、油价大涨的 2022 年，顺丰、圆通和韵达 2022 年业绩均表现良好，其中圆通和韵达甚至略超预期，已属不易。我们看好 2023 年快递需求反弹趋势，快递公司估值又处低位，首推顺丰和圆通。

新增推荐标的嘉友国际，中蒙煤炭贸易的修复有望带来公司供应链贸易业务量价齐升，中非路产项目已于 22 年投产，23 年起有望贡献可观收益，预计公司 22-25 年复合增速近 30%，当前估值对应 23 年不到 15X。

我们继续看好快递、出行板块、嘉友国际的疫后复苏，推荐密尔克卫、顺丰控股、嘉友国际、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。

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