

周聚焦：新年伊始，快递和航司对 2023 年有何展望？

核心观点

- **周聚焦：新年伊始，快递和航司对 2023 年有何展望？**
- **快递：1) 业绩预告简述：行业降速，单价提升，各公司业绩分化。** a) 行业收入件量增速放缓明显，分别仅 2.3%和 2.1%。受益政策及竞争格局改善，22 全年单票收入同比 0.2%。b) 公司角度，22 年各季度快递企业业务量增速分化加剧，通达系单票收入始终保持正增速，顺丰产品结构调整单价前高后低。业绩方面通达系分化明显。2) 2023 展望：件量增速恢复，高质量发展成为共识。快递行业整体已迈向价值驱动的高质量发展时期，未来将是服务质量、客户体验、成本管控、业务创新等综合能力的竞争。a) 对于件量，基于经济活动复苏、消费需求回暖、快递企业履约能力修复，快递公司普遍预期 23 年行业增速显著回升，有望恢复两位数正增长；b) 对于价格，得益于监管政策引导、快递企业竞争策略转向高质量发展，消费者多元化快递需求、电商平台推出的专项快递服务等综合因素，快递公司普遍认为 23 年行业价格将保持相对稳定。c) 竞争策略上，稳定的加盟网络管理能力、产品定价能力、差异化服务能力、数智化能力以及降本增效能力是竞争的主要发力点。
- **航空：1) 业绩预告简述：业务量同比下滑，亏损加剧。** a) 全民航完成旅客运输量 2.5 亿人次，同比 21 年 4.4 亿人次下滑 43%，恢复至 19 年 6.6 亿人次的 38.1%。各家公司来看，普遍亏损扩大，经营数据显著下降。2) 2023 展望：经营数据快速恢复，节奏仍存不确定性。根据春秋投资者交流公告，a) 对于全年国际线复苏节奏判断：预计年末恢复至 8-9 成；b) 对于全年国内旅客恢复水平判断：国内旅客超过 19 年，具体增幅不能确定；c) 对于行业供需格局判断：下半年或逐步感觉到供给瓶颈；d) 对于春运表现和后续价格判断：春运符合预期，价格有进一步释放空间。
- **行业跟踪：1) 航空：日航班量 12787 班，恢复至 19 年 83%；2) 地铁：春节错峰影响，上海同比提高 39%，北京同比提高 90%；3) 快递：春节错峰影响，2 月以来日均揽收量同比上涨 42.2%；4) 公路货运：春节错峰影响，2 月以来整车货运指数同比大幅上涨；5) 铁路货运：2 月货运量同比去年日均减少 20.1%；6) 航空货运：民航货班量继续下滑，货运价格同比持续回落；7) 航运：SCFI 周下跌 2.22%，BDTI 周下滑 6.3%。**
- **行情回顾：本周（20230130-20230205）沪深 300 下跌 0.95%，交通运输板块下跌 0.44%，在申万 31 个一级行业中排名第 21。三级子行业中，航运（3.8%）、中间产品及消费品供应链服务（3.6%）和公路货运（3.6%）涨幅居前三，航空运输（-4.8%）、快递（-2.1%）和机场（-1.8%）跌幅居前。**

投资建议与投资标的

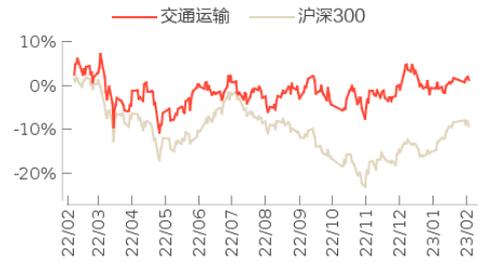
- **1) 出行链：基本面持续恢复、方向确立，把握出行复苏大机遇。** a) 航空：大周期的起点，迎接基本面快速上行期。建议关注龙头中国国航，以及民营航空吉祥航空、华夏航空，此外关注南方航空；b) 机场：静待客流恢复和价值重塑。建议关注上海机场、白云机场；
- **2) 快递：行业增速修复期，重视快递行业性机会，特别是相对低位的直营制快递。** 建议关注顺丰控股，顺周期品种，受益行业整体回暖；此外关注通达系快递行业价格竞争和头部企业经营分化趋势。建议关注圆通速递、韵达股份、申通快递。
- **3) 物流供应链：把握时代机遇，优选龙头公司。** 1) 初级产品物流供应链：服务能源安全和产业升级，把握细分市场龙头。建议关注嘉友国际、密尔克卫、兴通股份、盛航股份、宏川智慧、厦门象屿、中谷物流；2) 中间产品物流供应链：服务制造业升级和中国制造出海。建议关注福然德、中远海特、华贸物流、东航物流。

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、政策不及预期、油价和汇率大幅波动风险、相关假设测算偏差风险

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

| | |
|--------|------------------|
| 行业评级 | 看好（维持） |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 交通运输行业 |
| 报告发布日期 | 2023 年 02 月 06 日 |



证券分析师

刘阳 liuyang6@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522030001

相关报告

- 周聚焦：假期收官、春运过半，出行整体表现如何？ 2023-01-29
- 行业件量与单价均回升，直营网络韧性凸显，重视消费回暖下快递行业性机会：——快递行业 12 月数据点评 2023-01-20
- 航空 12 月数据：运量环比显著增长，大周期起点，把握疫情复苏关键布局期 2023-01-16
- 岁末展望，2023 年航空和快递或有怎样的表现？ 2022-12-27

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 周聚焦：新年伊始，快递和航司对 2023 年有何展望？ | 5 |
| 快递：件量增速恢复，高质量发展成为共识 | 5 |
| 业绩预告简述：行业降速，单价提升，各公司业绩分化 | 5 |
| 2023 展望：件量增速恢复，高质量发展成为共识 | 9 |
| 航空：经营数据快速恢复，节奏仍存不确定性 | 10 |
| 业绩预告简述：业务量同比下滑，亏损加剧 | 10 |
| 2023 展望：经营数据快速恢复，节奏仍存不确定性 | 13 |
| 行业跟踪 | 15 |
| 航空：日航班量 12787 班，恢复至 19 年 83% | 15 |
| 地铁：春节错峰影响，上海同比提高 39%，北京同比提高 90% | 15 |
| 快递：春节错峰影响，2 月以来日均揽收量同比上涨 42.2% | 16 |
| 公路货运：春节错期影响，2 月以来整车货运指数同比大幅上涨 | 17 |
| 铁路货运：2 月货运量同比去年日均减少 20.1% | 17 |
| 航空货运：民航货班量继续下滑，货运价格同比持续回落 | 18 |
| 航运：SCFI 周下跌 2.22%，BDTI 周下滑 6.3% | 19 |
| 行情回顾 | 20 |
| 投资建议 | 21 |
| 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：全快递行业当月快递收入（亿元） | 5 |
| 图 2：全快递行业当月业务量（亿件） | 5 |
| 图 3：全国快递服务企业当月单票收入（单位：元） | 5 |
| 图 4：全快递行业当月单票收入同比增速 | 5 |
| 图 5：各快递公司当季市场份额 | 6 |
| 图 6：各快递公司快递业务量季度同比增速 | 6 |
| 图 7：各快递公司当季单票收入（元/件） | 6 |
| 图 8：各快递公司单票收入季度同比增速 | 6 |
| 图 9：快递揽派件量（亿件） | 8 |
| 图 10：行业历年客运量（亿人次） | 10 |
| 图 11：航空机场 22 业绩预告汇总表（亿元） | 10 |
| 图 12：三大航 19-22 年合计客座率 | 11 |
| 图 13：国航 19-22 年客座率（%） | 11 |
| 图 14：南航 19-22 年客座率（%） | 11 |
| 图 15：东航 19-22 年客座率（%） | 11 |
| 图 16：春航 19-22 年客座率（%） | 12 |
| 图 17：吉祥 19-22 年客座率（%） | 12 |
| 图 18：春运民航总人次（万人次） | 12 |
| 图 19：春运总人次（万人次） | 12 |
| 图 20：全国航班量（班） | 12 |
| 图 21：国际航班量（班） | 12 |
| 图 22：中性假设下 2023 年民航客流量（亿人次） | 14 |
| 图 23：中性假设下 2023 年国内客流量（亿人次） | 14 |
| 图 24：中性假设下 2023 年国际+地区客流量（亿人次） | 14 |
| 图 25：全国航班量（班） | 15 |
| 图 26：国际航班量（班） | 15 |
| 图 27：四大城市地铁客流相比 19 年恢复进程 | 16 |
| 图 28：全国快递每日揽派量（亿件） | 16 |
| 图 29：公共物流园吞吐量指数 | 16 |
| 图 30：快递分拨中心吞吐量指数 | 16 |
| 图 31：全国整车货运流量指数 | 17 |
| 图 32：铁路货运量（万吨） | 17 |
| 图 33：全国货运航班数量（班） | 18 |
| 图 34：浦东离港航空货运价格指数 | 18 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 35: SCFI 指数..... | 19 |
| 图 36: CCFI 指数..... | 19 |
| 图 37: 原油运输指数 (BDTI) | 19 |
| 图 38: 成品油运输指数 (BCTI) | 19 |
| 图 39: BDI 指数..... | 20 |
| 图 40: CCBFI 指数..... | 20 |
| 图 41: 申万一级行业表现..... | 20 |
| 图 42: 交运子行业周涨幅..... | 21 |
| 图 43: 交运子行业年涨幅..... | 21 |
| | |
| 表 1: 快递公司 22Q4 业绩预告数据..... | 7 |
| 表 2: 各快递公司 2022 年业绩预告全年数据..... | 8 |
| 表 3: 快递公司已发布 2023 年全行业业务量预期..... | 9 |
| 表 4: 快递公司已发布 2023 年全行业价格预期..... | 9 |
| 表 5: 快递公司已发布 2023 年经营策略..... | 9 |

周聚焦：新年伊始，快递和航司对 2023 年有何展望？

开年首周，我们整理汇总了快递和航空公司业绩预告，及各家公司相关投资者交流情况，特别关注各家公司对 2023 年的经营展望。

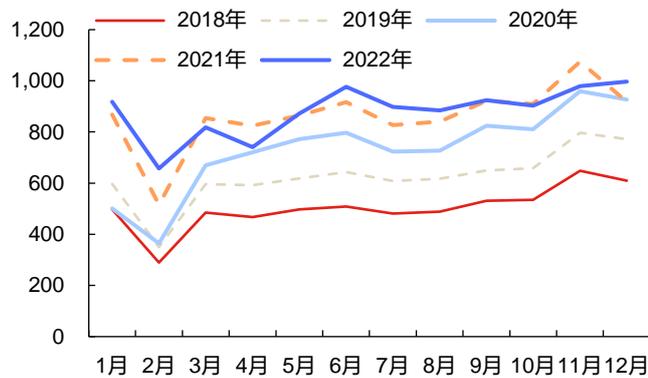
快递：件量增速恢复，高质量发展成为共识

业绩预告简述：行业降速，单价提升，各公司业绩分化

节后首周，各公司披露 2023 年业绩预告。

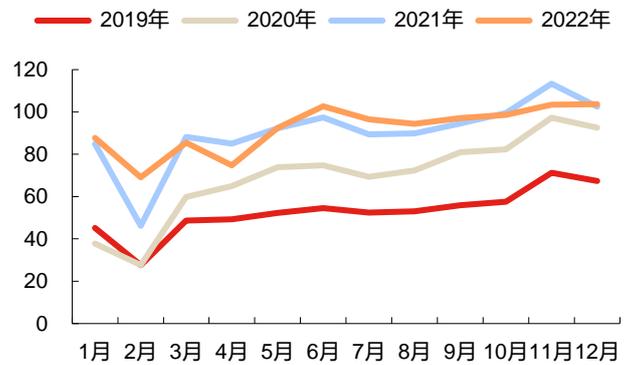
经营数据：2022 年快递行业全年实现业务收入 1.06 万亿元，同比+2.3%。受前期疫情防控政策、后期感染高峰冲击影响，22 全年业务量增速放缓显著，实现快递业务量 1105.8 亿件，同比+2.1%。受益政策引领下行业高质量发展，竞争格局改善，22 全年单票收入 9.56 元，同比+0.2%。

图 1：全快递行业当月快递收入（亿元）



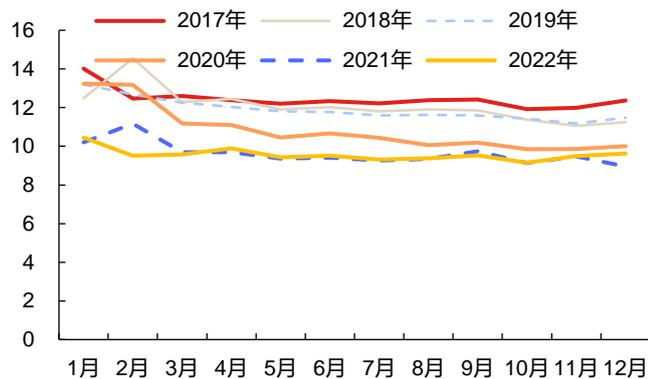
数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 2：全快递行业当月业务量（亿件）



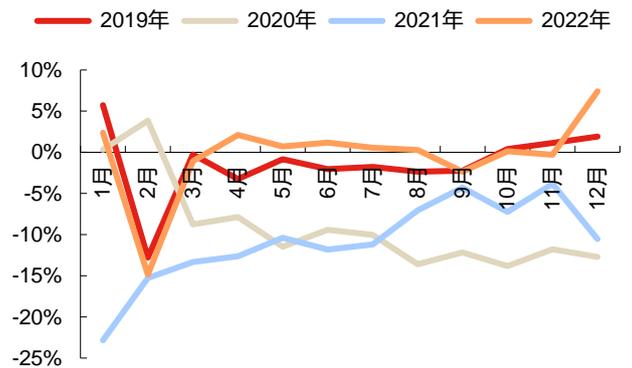
数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 3：全国快递服务企业当月单票收入（单位：元）



数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

图 4：全快递行业当月单票收入同比增速



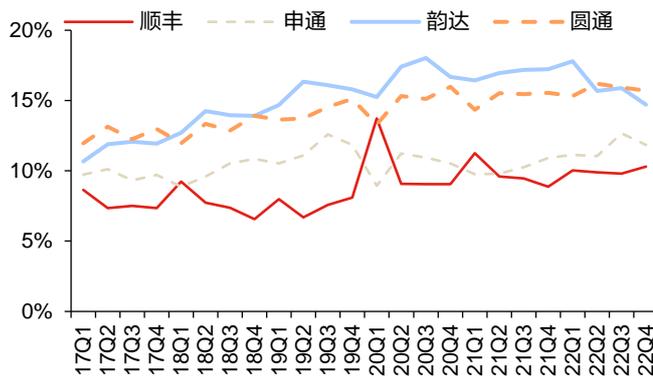
数据来源：国家邮政局、东方证券研究所

分季度来看，

行业分季度业务量增速：22Q1（10.47%）>Q3（5.16%）>Q2（-1.73%）>Q4（-3.02%）。在Q1\Q3疫情影响相对缓和的季度，快递行业仍能保持个位数到双位数的正增长。Q2受上海封城影响、Q4受全国多发散发封控及第一波感染潮冲击影响，拖累全年件量增速。

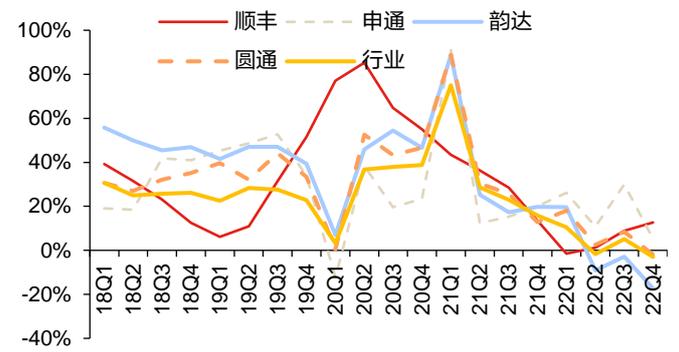
公司角度，22年各季度快递企业业务量增速分化加剧，市占率座次出现更替。22Q2圆通以16.2%的市场份额超越韵达（15.68%），连续3个季度保持行业市占率第二。到22Q4二者市占率差额扩大至1pct。22Q4市占率圆通（15.71%）>韵达（14.70%）>申通（11.84%）>顺丰（10.31%）。

图 5：各快递公司当季市场份额



数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

图 6：各快递公司快递业务量季度同比增速



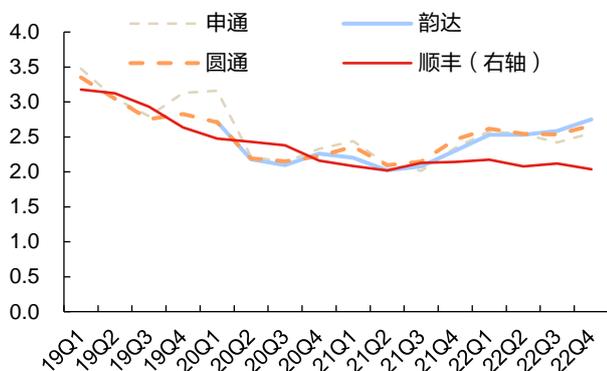
数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

行业分季度单票收入增速：22Q1（6.94%）>Q3（4.56%）>Q2（-0.58%）>Q4（-0.82%）。单价增速也呈现出Q2\Q4价格竞争压力较大，Q1\Q3则单价竞争格局相对缓和的局面。

公司角度，两通一达全年当季单票收入均保持正增速，反映出主要快递企业寻求高质量增长的一致性举措。顺丰由于产品结构调整，退货件、丰网电商件等相对低价产品占比增长，使其全年单价增速前高后低，呈逐季下滑态势，但到12月其单票收入下跌速度已有所收敛。

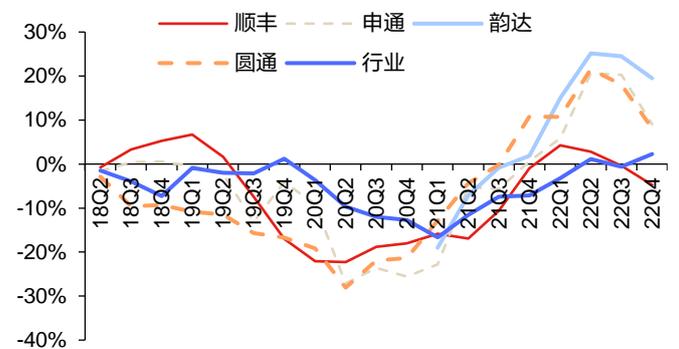
其中，单票收入相对高低亦出现更替：22Q3韵达以2.59元/件的季度单票收入超越圆通（2.53元/件）成为两通一达中单票收入最高的企业，并在后续季度中保持座次。

图 7：各快递公司当季单票收入（元/件）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：各快递公司单票收入季度同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

财务数据：截止 2023 年 2 月 5 日，两通一达和顺丰均公布了其 22 年业绩预告。

单季度来看，22Q4：各快递公司预告的归母净利润均值，顺丰（16.8 亿元）>圆通（11.5 亿元）>韵达（6.4 亿元）>申通（0.8 亿元）。**扣非归母净利润同比增速，**申通（125%，扭亏为盈）>顺丰（-1%）>圆通（-6%）>韵达（-12%）。**单票扣非净利，**顺丰（0.47 元/件）>圆通（0.23 元/件）>韵达（0.14 元/件）、申通（0.04 元/件）。

22Q4 主要快递企业均实现正向盈利，但盈利同比增速普遍较低。主要系 10、11 月防疫政策放开前，全国疫情封控多发散发，影响终端揽派及中转运输，导致折旧摊销及固定的人工成本部分无法有效摊薄。12 月主要系疫情感染高峰冲击，快递企业人力短缺，临时用工等人工成本升高所致。23 年疫情冲击消减后，上述防疫相关成本有望降低，从而提振企业盈利。

表 1：快递公司 22Q4 业绩预告数据

| | 申通 | 顺丰 | 韵达 | 圆通 |
|--------------|------------|------------|------------|-------|
| | 22Q4E (均值) | 22Q4E (均值) | 22Q4E (均值) | 22Q4E |
| 快递服务收入 (亿元) | 92.2 | 482.0 | 123.6 | 127.9 |
| 同比 | 14.4% | 7.3% | -1.2% | 6.0% |
| 快递业务量 (亿件) | 36.2 | 31.5 | 44.9 | 48.0 |
| 同比 | 5.2% | 12.7% | -17.3% | -2.0% |
| 行业业务量 (亿件) | 305.8 | 305.8 | 305.8 | 305.8 |
| 市占率 | 11.8% | 10.3% | 14.7% | 15.7% |
| 单票收入 (元) | 2.5 | 15.3 | 2.8 | 2.7 |
| 同比 | 8.8% | -4.7% | 19.5% | 8.1% |
| 归母净利润 (亿元) | 0.8 | 16.8 | 6.4 | 11.5 |
| 同比 | 112.5% | -32.1% | -8.0% | 0.0% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 1.6 | 14.9 | 6.1 | 11.0 |
| 同比 | 125% | -1% | -12% | -6% |
| 单票扣非净利 (元) | 0.0 | 0.5 | 0.1 | 0.2 |
| 同比 | 124% | -12% | 6% | -4% |

数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

22 全年，归母净利润预告中枢，顺丰（61.5 亿元）>圆通（39.2 亿元）>韵达（14.1 亿元）>中通（3.0 亿元）。**扣非归母净利润同比增速中枢，**顺丰（192%）>申通（133%，扭亏为盈）>圆通（83%）>韵达（-5%）。

具体到各公司，

圆通：2022 年，公司持续推进全面数字化转型，以客户体验为中心，深化落实服务质量战略，打造差异化产品与服务体系，持续提高快件时效、改善服务质量，品牌溢价逐步提升；同时，公司大力推进全网一体数字化、标准化建设，多维度、全方位赋能网络，网络综合经营实力稳步提升，推动公司快递业务经营业绩实现快速增长。

韵达：2022 年以来，石油等大宗能源价格在一段期间内上行明显。同时，受国内疫情多发散发等超预期因素干扰，公司物流畅通、下游需求和成本费控受到冲击，对公司需求侧和供给侧均造成不利影响，导致公司业务量和经营业绩同比出现小幅下降。

申通：2022 年，公司启动了三年百亿级产能提升项目，推动常态吞吐能力站上日均 5000 万单量级，带动公司业务量及市场份额大幅增长。同时，公司坚持走高质量发展道路，通过深化数智运

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

营、改善时效及服务质量、推出按需配送服务等多项举措提升广大消费者体验，增强客户服务粘性，产品定价能力显著增强，经营业绩实现扭亏为盈。

顺丰：一方面，公司业绩受到合并嘉里物流影响。另一方面，尽管 2022 年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 22 年业绩仍实现较好增长。**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。**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。

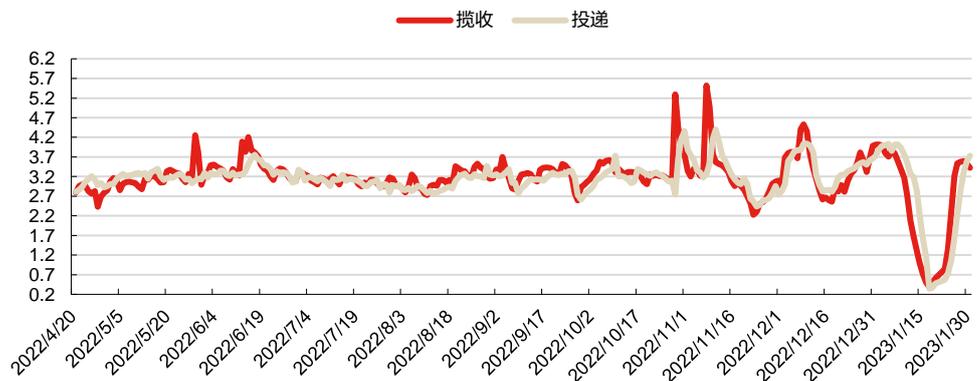
表 2：各快递公司 2022 年业绩预告全年数据

| 项目 | 申通 | | 韵达 | | 顺丰 | | 圆通 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| | 2022 下限 | 2022 上限 | 2022 下限 | 2022 上限 | 2022 下限 | 2022 上限 | |
| 快递服务收入 (亿元) | 326 | 326 | 458 | 458 | 1742 | 1742 | 453 |
| 同比 | 33% | 33% | 16% | 16% | 6% | 6% | 21% |
| 快递业务量 (亿件) | 129 | 129 | 176 | 176 | 111 | 111 | 175 |
| 同比 | 17% | 17% | -4% | -4% | 6% | 6% | 6% |
| 行业业务量 (亿件) | 1106 | 1106 | 1106 | 1106 | 1106 | 1106 | 1106 |
| 市占率 | 11.7% | 11.7% | 15.9% | 15.9% | 10.0% | 10.0% | 15.8% |
| 单票收入 (元) | 2.52 | 2.52 | 2.60 | 2.60 | 15.73 | 15.73 | 2.59 |
| 同比 | 13.5% | 13.5% | 15.9% | 15.9% | 0.2% | 0.2% | 14.6% |
| 归母净利润 (亿元) | 2.6 | 3.3 | 13.1 | 15.0 | 60.5 | 62.5 | 39.2 |
| 同比 | 128.6% | 136.3% | -11.4% | 1.7% | 42.0% | 46.0% | 86.4% |
| 扣非归母净利润 (亿元) | 2.8 | 3.5 | 12.4 | 14.2 | 52.5 | 54.5 | 37.8 |
| 同比 | 129% | 137% | -12% | 1% | 186% | 197% | 83% |
| 单票扣非净利 (元) | 0.02 | 0.03 | 0.07 | 0.08 | 0.47 | 0.49 | 0.22 |
| 同比 | 125% | 131% | -8% | 6% | 172% | 182% | 73% |

数据来源：国家邮政局、公司公告、东方证券研究所

1 月以来，快递件量受节日影响，经历了较大的“下滑-反弹”，由 1 月初每天 4 亿件左右，下滑至最低 0.39 亿件（正月初二），此后快速反弹，目前恢复至 3.5 亿件左右。2 月以来快递揽收件量同比 22 年 2 月均值增长 42.2%（有春节错期因素）。

图 9：快递揽派件量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

2023 展望：件量增速恢复，高质量发展成为共识

根据 22 业绩预告后，各快递公司发布的投资者调研活动公告，圆通、申通、韵达普遍认为高质量发展已成为行业共识。快递行业整体已迈向价值驱动的高质量发展时期，未来将是服务质量、客户体验、成本管控、业务创新等综合能力的竞争。

展望 2023 年行业业务量，基于经济活动复苏、消费需求回暖、快递企业履约能力修复，快递公司普遍预期 23 年行业增速显著回升，有望恢复两位数正增长。

表 3：快递公司已发布 2023 年全行业业务量预期

| 公司 | 2023 年行业业务量预期 |
|----|--|
| 圆通 | 得益于国家出台刺激和鼓励消费的各项政策，经济交流活动呈现稳步恢复态势。随着新兴社交平台、直播带货等模式蓬勃发展，以及农村等下沉市场的消费潜力持续释放，圆通预计 23 年快递行业增长仍具备较强韧性，业务量将保持双位数以上增长。 |
| 申通 | 随着疫情放开后带来的消费回暖及快递企业履约能力修复，申通预计 2023 年整个快递行业的单量增速将有望明显回升。 |
| 韵达 | 随着疫情低流行和防疫措施放开，韵达谨慎乐观预计行业会回到“消费需求逐步恢复正常，包裹释放逐步恢复正常，快递服务能力恢复正常”的经营环境。所以，在以需求为引导、投资创造就业、居民收入稳步增长大背景下，韵达预计 23 年行业寄递业务量增长可能有两位数。 |

数据来源：公司公告、东方证券研究所

展望 2023 年行业价格，得益于监管政策的持续引导、快递服务企业的竞争策略转向高质量发展，广大消费者日益增长的多元化快递需求、电商平台出于提高客户粘性的考虑而推出的专项快递服务等综合因素，快递公司普遍认为 23 年行业价格将保持相对稳定。

表 4：快递公司已发布 2023 年全行业价格预期

| 公司 | 2023 年行业价格预期 |
|----|---|
| 圆通 | 得益于监管政策的持续引导以及行业经营环境不断改善，主要快递服务企业的竞争策略由价格驱动向价值驱动转变，优化客户体验、提升综合竞争力将成为行业竞争主旋律，恶性价格竞争已不可持续，圆通预计 2023 年行业价格将保持相对稳定态势。 |
| 申通 | 快递行业将朝着高质量发展的目标迈进，出现大规模价格竞争的概率较小，因此申通预计 2023 年行业整体价格仍将保持相对平稳。 |
| 韵达 | 基于对行业发展环境变化的判断、广大消费者日益增长的多元化快递需求、电商平台出于提高客户粘性的考虑而推出的专项快递服务等综合因素考虑，韵达预计 23 年不太会出现比较大幅度的行业价格波动。淡季，出于供给需求关系变化以及网络均衡性考虑，市场价格可能有正常波动。旺季，快递企业为保障服务时效和质量，采购部分临时产能导致的临时成本上升，一般会与客户友好协商，通过终端价格向市场传递。 |

数据来源：公司公告、东方证券研究所

此外，从两通一达公布的 2023 年竞争策略来看，稳定的加盟网络管理能力、产品定价能力、差异化服务能力、数智化能力以及降本增效能力是各公司 23 年竞争的主要发力点。

表 5：快递公司已发布 2023 年经营策略

| 公司 | 2023 年经营策略 |
|----|---|
| 圆通 | 2023 年，公司将深化推进全面数字化转型，加强核心能力建设，以服务质量构筑品牌竞争力，着力提升加盟网络管理能力和效率，实现全网一体降本增效提质，增强公司综合竞争力。 |

申通 “打造中国质效领先的经济型快递”是公司接下来的发展战略目标，稳定的经济型快递网络、市场溢价能力以及差异化服务能力是公司在未来长久保持核心竞争力的关键。2023年，公司围绕这个目标将“用心服务年”确立为今年的发展主题，坚持“单量、体验服务、利润”三架马车并驾齐驱，打造公司的多元增长动力，不断夯实公司在快递行业的竞争地位。

韵达 随着公司服务质量和时效逐渐恢复到正常应有的水平，通过“网格仓建设”、“仓配协同”、“引客入仓”政策的持续推进，与加盟商一起开拓客户，通过产能利用率提高来实现边际效应提升，形成“有质量的包裹增长和边际效应提升”的双目标，实现“既要又要”的战略目标平衡。公司进行战略聚焦，快递周边业务可能会有一定的收缩优化，会形成费用优化

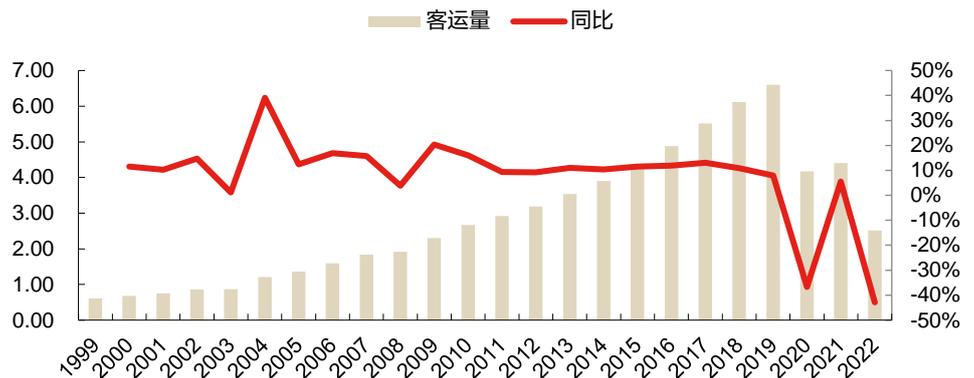
数据来源：公司公告、东方证券研究所

航空：经营数据快速恢复，节奏仍存不确定性

业绩预告简述：业务量同比下滑，亏损加剧

22年全年民航完成旅客运输量 2.5 亿人次，同比 21 年 4.4 亿人次下滑 43%，恢复至 19 年 6.6 亿人次的 38.1%。此外货邮吞吐量 607.6 万吨，恢复至 19 年的 80.7%。

图 10：行业历年客运量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

各家公司来看，普遍亏损扩大。

三大航普遍亏损超过 300 亿，同比均显著扩大，四季度业绩介于-90 亿至-150 亿之间，与 22Q2 接近；民营航司中，华夏航空亏损最少，全年-19.8~-17.0 亿，春秋次之-27.0~-24.5 亿，吉祥-42.3~-35.7 亿。

上市机场同样均亏损扩大，上海机场-29.9~-28.4 亿，白云机场-12.2~-10.0 亿，深圳机场-8.9~-11.8 亿。

图 11：航空机场 22 业绩预告汇总表（亿元）

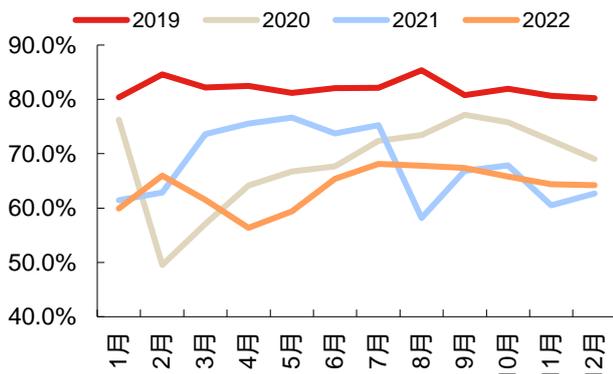
| | 21Q4 | 2021 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 2022Q1-Q3 | 年报预告下限 | 年报预告上限 | 22Q4E (取预告中值) |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|-----------|--------|--------|---------------|
| 中国国航 | -63.2 | -166.4 | -89.0 | -105.3 | -86.7 | -281.0 | -395.0 | -370.0 | -101.5 |
| 南方航空 | -59.8 | -121.0 | -45.0 | -69.9 | -61.0 | -175.9 | -332.0 | -303.0 | -141.6 |
| 中国东航 | -40.5 | -122.1 | -77.6 | -109.8 | -93.8 | -281.2 | -390.0 | -360.0 | -93.8 |
| 春秋航空 | -1.2 | 0.4 | -4.4 | -8.1 | -4.9 | -17.4 | -27.0 | -24.5 | -8.4 |
| 吉祥航空 | -4.5 | -5.0 | -5.4 | -13.5 | -10.8 | -29.7 | -42.3 | -35.7 | -9.3 |
| 华夏航空 | 0.3 | -1.0 | -4.5 | -5.0 | -5.6 | -15.1 | -19.8 | -17.0 | -3.3 |
| 上海机场 | -4.6 | -17.1 | -5.1 | -7.5 | -8.5 | -21.0 | -29.9 | -28.4 | -8.1 |
| 白云机场 | 0.8 | -4.1 | -0.8 | -4.3 | -1.1 | -6.3 | -12.2 | -10.0 | -4.8 |
| 深圳机场 | -0.5 | -0.3 | -3.0 | -3.2 | -2.7 | -8.9 | -11.8 | -10.8 | -2.4 |

数据来源：Wind、东方证券研究所

经营数据同比下降：全年三大航合计 ASK 同比下降 29.4%，较 19 年下降 58.0%，RPK 同比下降 34.7%，较 19 年下降 67.0%；**春秋** ASK 同比下降 21.2%，较 19 年下降 23.8%，RPK 同比下降 29.5%，较 19 年下降 37.6%；**吉祥** ASK 同比下降 31.1%，较 19 年下降 37.9%，RPK 同比下降 38.8%，较 19 年下降 51.2%。

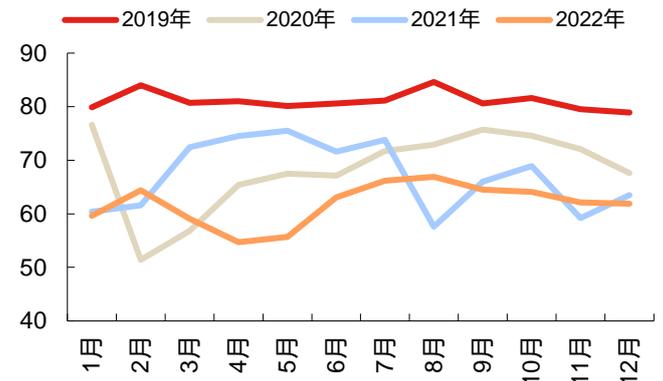
全年客座率表现，春秋保持领先：春秋（74.7%，同比-8.2%，较 19 年-16.2%）>吉祥（67.3%，同比-8.3%，较 19 年-17.9%）>南航（66.4%，同比-4.9%，较 19 年-16.5%）>东航（63.7%，同比-4.0%，较 19 年-18.3%）>国航（62.7%，同比-5.9%，较 19 年-18.3%）。

图 12：三大航 19-22 年合计客座率



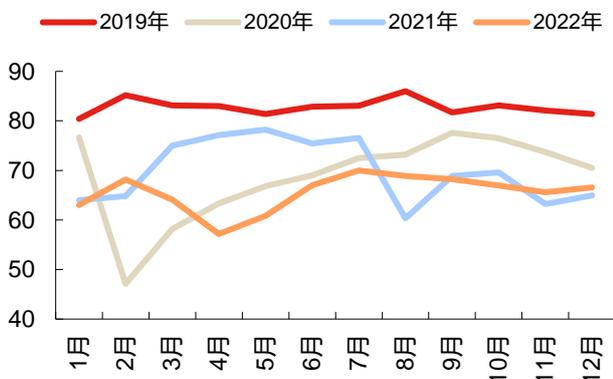
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 13：国航 19-22 年客座率 (%)



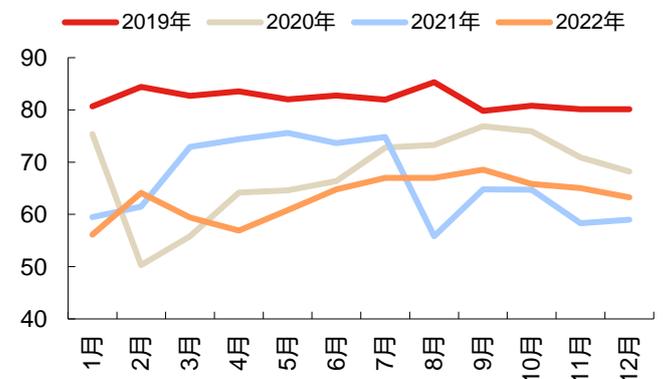
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 14：南航 19-22 年客座率 (%)



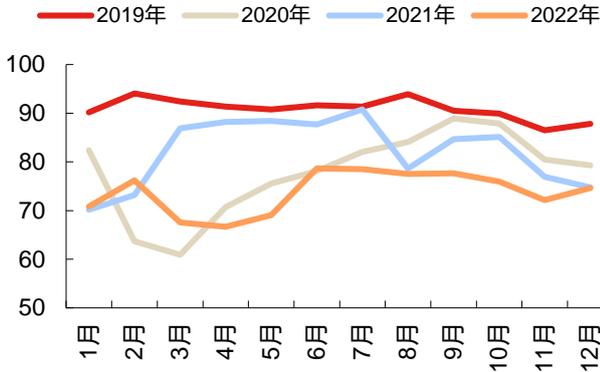
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 15：东航 19-22 年客座率 (%)



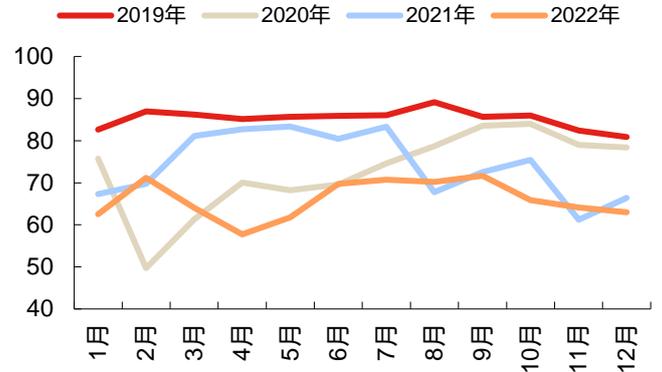
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 16：春航 19-22 年客座率 (%)



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

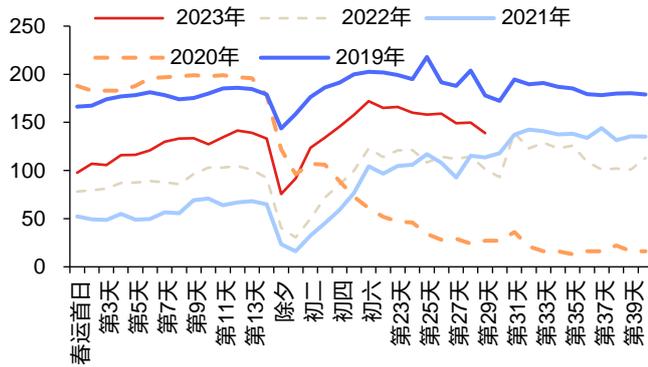
图 17：吉祥 19-22 年客座率 (%)



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

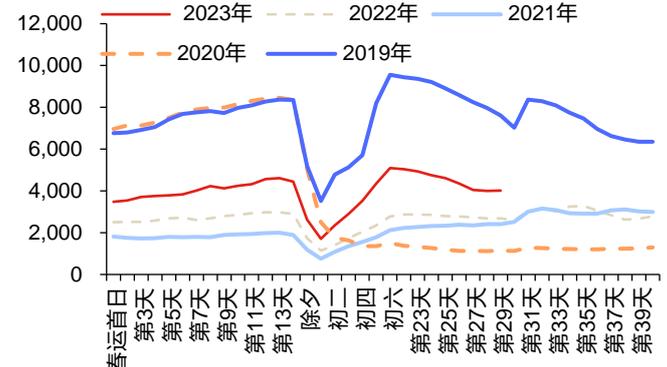
高频数据来看，根据交通运输部披露春运客运量数据，民航发送旅客 139 万人次，同比 2019 年下降 21.9%，同比 2022 年增长 37.1%；全国发送旅客总人数 4012.8 万人次，同比 2019 年下降 47.2%，同比 2022 年增长 49.9%；

图 18：春运民航总人次 (万人次)



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

图 19：春运总人次 (万人次)



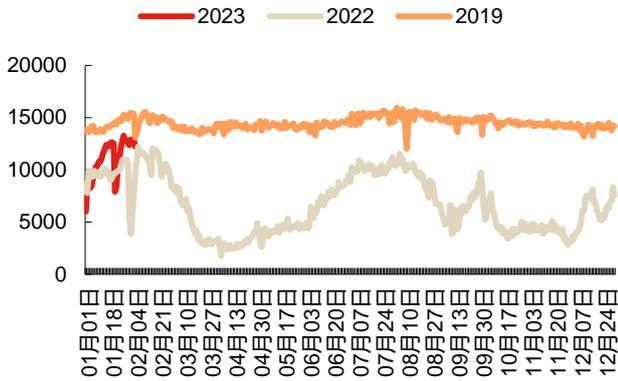
数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航班量来看，2月4日，全民航执行客运航班量 12221 架次，同比 2022 年上涨 27.1%，同比 2019 年下降 6.6%，环比上周同期-4.76%，航班执飞率为 75.98%。

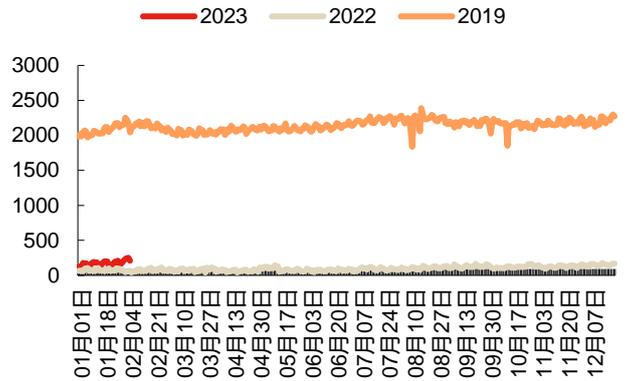
国际航班方面，2月4日执行国际+地区航班 211 班，同比增长 205.8%，较 19 年下滑 89.7%。

图 20：全国航班量 (班)

图 21：国际航班量 (班)



数据来源：航班管家、东方证券研究所



数据来源：航班管家、东方证券研究所

2023 展望：经营数据快速恢复，节奏仍存不确定性

仅春秋发布了近期投资者调研活动公告。

根据春秋业绩预告，随着各地疫情逐步过峰，国内积压需求得到较好的释放，**公司也迎来了疫情以来首个盈利的半程春运**。同时，随着解除“五个一”、一国一策以及入境后全员核酸检测和集中隔离等出入境管控措施，恢复受理审批中国公民因出国旅游、访友申请普通护照等出入境证件的办理申请，国际航空市场供需同步释放，**未来一段时间，预计国际航空运输生产将保持稳步恢复态势**。

此外在业绩预告说明会上，公司针对投资者关心的国内国际恢复进程、供需关系等给出前景展望：

■ 对于全年国际线复苏节奏判断：预计年末恢复至 8-9 成

公司自身国际航线恢复还不错，尤其是泰国。去年三季报给出的指引是公司年底国际线恢复 19 年 5-6 成，目前来看更乐观点，**希望能恢复至 8-9 成**。国际航线恢复进度偏慢主要是因为**境外地面保障的问题**，各个目的地国家不同程度都会面临这个问题。另外，若返程客人做核酸这个要求取消，国际航线应该会恢复更快些。

分区域来看，泰国恢复是最快的，可能会快速恢复到 19 年的水平甚至超过。日韩相对落后，日本前两天也恢复了短期签证签发，后续也有可能取消中国入境旅客的核酸检测，会加快日本出境航班的恢复，这样在二三季度日本的恢复也会跟上，韩国目前比较难判断，但韩国 19 年占公司的比重不是很高。总体判断是年底前公司国际线恢复 19 年的八到九成，泰国可能会超过 19 年，原来目的地比如日韩份额短期会下来一点，但是也有新的目的地增加起来，包括马来西亚吉隆坡等，**中长期看国际占比会逐步向着 19 年去恢复**。

■ 对于全年国内旅客恢复水平判断：国内旅客超过 19 年，具体增幅不能确定

春秋表示，国内部分，春运期间已经超过 19 年，全年来看，取决于国际恢复，**只能判断国内旅客量肯定会超过 19 年，但具体增幅不能确定**。

现在对于总需求的判断，还不明确，还需要看实际经济活动恢复情况，从现在销售情况，一般春节过后 2 月是比较弱的，到 3 月天气转好出行需求、包括公商务需求又会起来，现在看到春运后面两三周的销售，市场感受度来说还不错。销量在往上走，价格虽然环比有下降，但下降的幅度

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

是可控的，包括像广深的商务航线都在恢复，无论是价格还是量，尤其是量，看深圳最近的量恢复非常快，价格预计也会很快恢复到正常水平。**总需求现在跟经济活动直接相关，还是要观察数据**，航空是一个同步数据，经济活动如果比较好的话，航空肯定不会差。

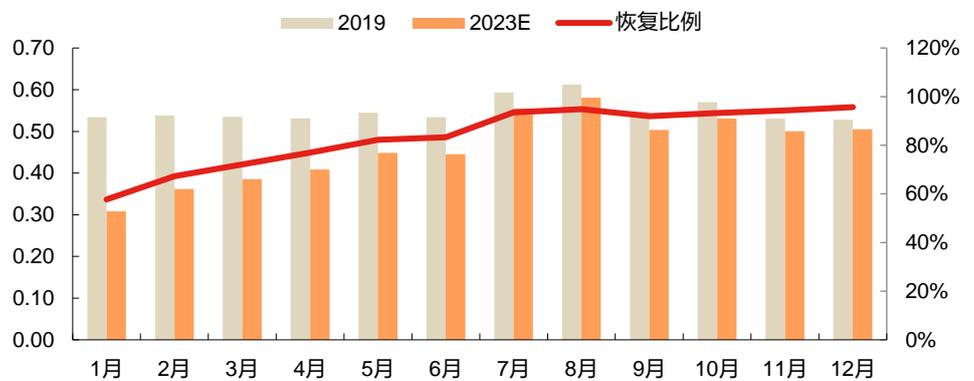
东方交运点评：我们在去年末《岁末展望，2023年航空和快递或有怎样的表现？》中，对于国内国际旅客恢复进程给出预测。我们预计：

中性假设下，明年总体客流恢复至19年的84%，其中国内恢复至89%，国际恢复至49%；

乐观假设下，明年总体客流恢复至19年的92%，其中国内恢复至97%，国际恢复至57%；

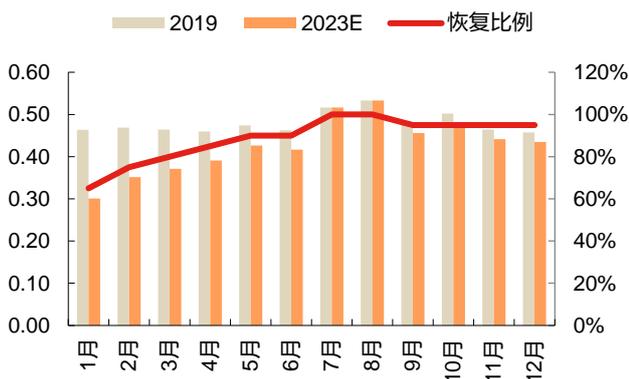
悲观假设下，明年总体客流恢复至19年的78%，其中国内恢复至84%，国际恢复至38%。

图 22：中性假设下 2023 年民航客流量（亿人次）



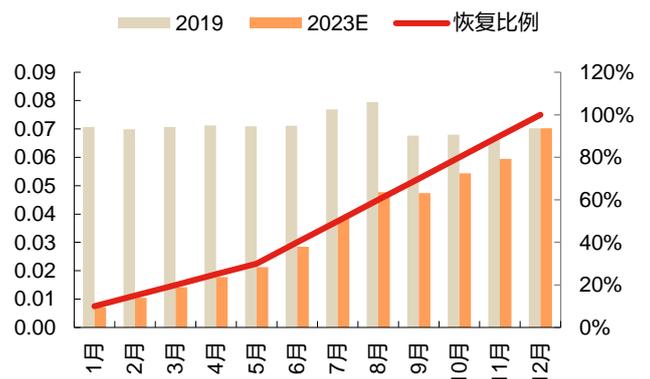
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 23：中性假设下 2023 年国内客流量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：中性假设下 2023 年国际+地区客流量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

中性假设下，国内旅客基本完全恢复甚至超过19年，国际+地区旅客预计年末恢复至接近19年水平，全年约恢复19年的50%，总体与公司判断接近。

■ 对于行业供需格局判断：下半年或逐步感觉到供给瓶颈

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

今年整体如果国际航线恢复不错，尤其远程航线恢复，下半年可能会逐步感觉到供给瓶颈，存量的利用率拉起来，新增的运力来不及填补，就会看到瓶颈。持续的时间有多长，取决于需求增速、各家航司今年年底和明年的引进速度以及退出的情况。

■ **对于春运表现和后续价格判断：春运符合预期，价格有进一步释放空间**

春运整体符合我们的目标，原本目标是盈利，现在来看是能够做到的，而且经营数据方面，除了航班量有一些遗憾，票价、客座率数据都还是不错的。

的确现在到了实际兑现的阶段，我们要关注数据，现在还不知道未来总需求会是怎样的情况，只能从目前预售情况看，短期还是可以的，全票价看消费端也是可以支持的，后续就看经济活动起来之后，整个行业是怎样的情况。但要记得 21 年 5 月和 7 月时总需求接近恢复的盛况，还是有信心的。

价格有可能比疫情前更高，至少在局部市场是有可能的。因为现在需求还没有完全释放出来，尤其是国际线，甚至国内市场需求也没有完全释放。

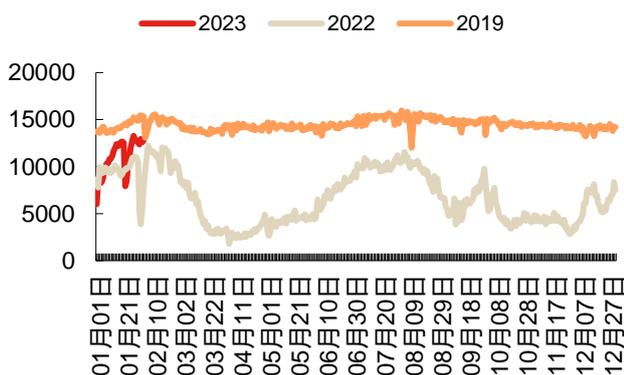
行业跟踪

航空：日航班量 12787 班，恢复至 19 年 83%

2月3日，**全民航执行客运航班量** 12787 架次，同比 2022 年上涨 64%，同比 2019 年下降 16.8%，环比上周同期下降 3.64%，航班执飞率为 78.39%。

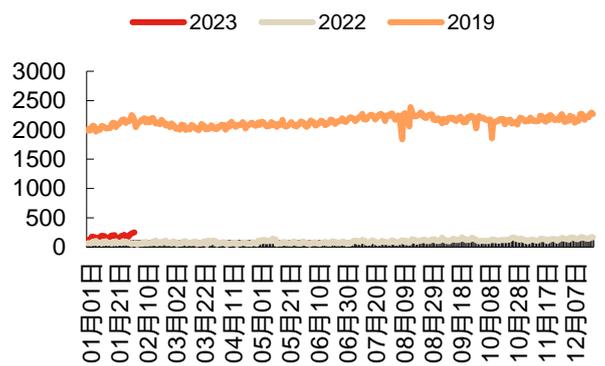
国际航班方面，2月3日执行国际+地区航班 251 班，同比增长 340.4%，较 19 年下滑 88.5%。

图 25：全国航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 26：国际航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

地铁：春节错峰影响，上海同比提高 39%，北京同比提高 90%

2月2日的7日平均地铁客流量：

上海 805.06 万人次，同比上涨 39%，为 19 年同期的 842%；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

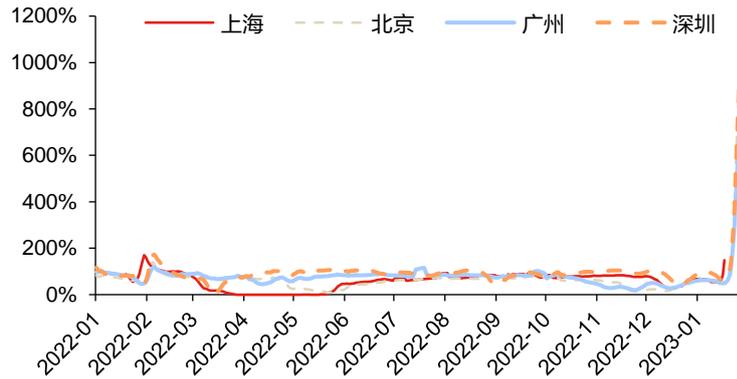
北京 750.32 万人次，同比上涨 90%，为 19 年的 1079%；

广州 690.05 万人次，同比上涨 83%，为 19 年同期的 753%；

深圳 530.47 万人次，同比上涨 132%，为 19 年的 1083%。

四大城市较 19 年恢复率较高主要系 23 与 19 年春节错峰影响。

图 27：四大城市地铁客流相比 19 年恢复进程

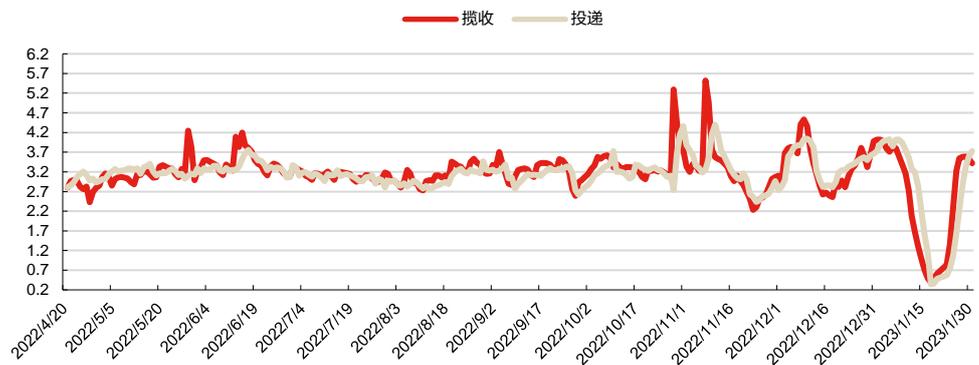


数据来源：WIND、东方证券研究所

快递：春节错峰影响，2 月以来日均揽收量同比上涨 42.2%

截止 23 年 2 月 3 日，今年 2 月以来日均快递揽收量为 3.51 亿件，同比去年 2 月日均值上涨 42.2%。

图 28：全国快递每日揽派量（亿件）

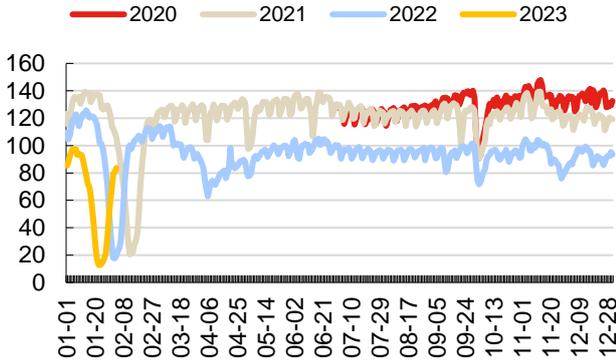


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

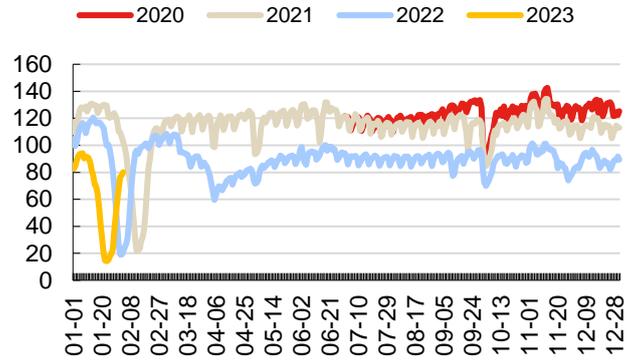
2 月 3 日，全国公共物流园吞吐量指数 83.64 点（以 19 年为基数 100），环比 3.04%，2 月以来均值 81.32，同比 340.62%；主要快递分拨中心吞吐量指数 80.04 点（以 19 年为基数 100），环比 2.63%，2 月以来均值 78.20，同比 295.30%；

图 29：公共物流园吞吐量指数

图 30：快递分拨中心吞吐量指数



数据来源：G7、东方证券研究所

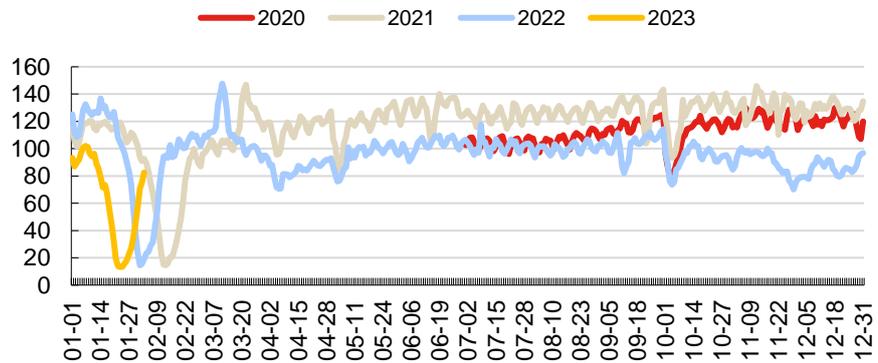


数据来源：G7、东方证券研究所

公路货运：春节错期影响，2月以来整车货运指数同比大幅上涨

从**整车货运流量指数**来看，2月3日全国整车货运流量指数（以19年为基数100）82.49点，环比10.31%，2月以来均值76.03，同比366.23%；

图 31：全国整车货运流量指数

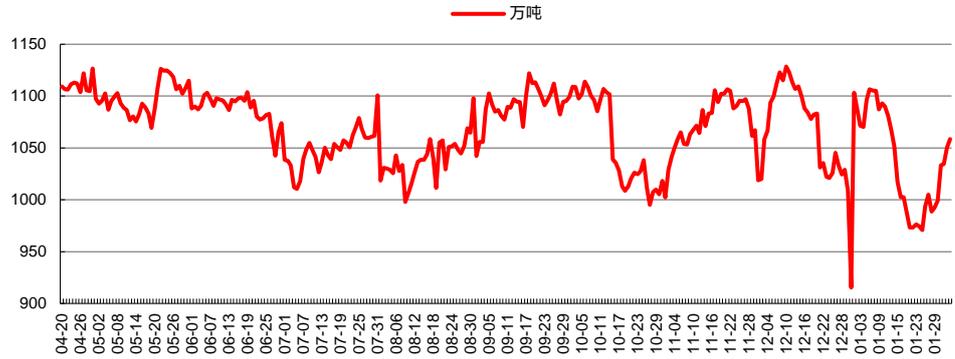


数据来源：G7、东方证券研究所

铁路货运：2月货运量同比去年日均减少20.1%

同比去年2月日均值，今年2月以来日均铁路货运量降低20.1%。

图 32：铁路货运量（万吨）

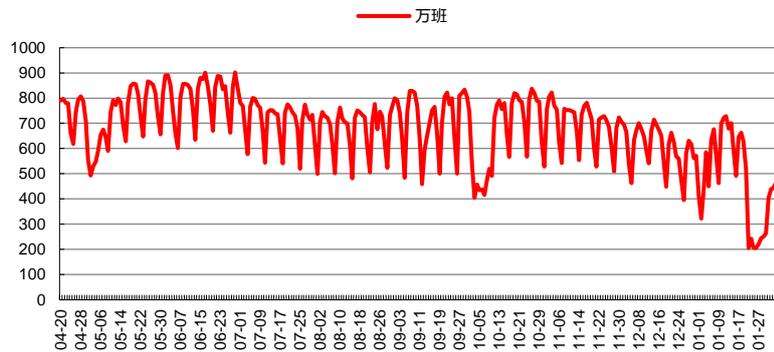


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航空货运：民航货班量继续下滑，货运价格同比持续回落

自 2022 年 4 月 20 日披露各货运方式保通保畅数据以来，2 月 3 日（十日移动平均）较 2022 年 4 月下旬均值（2022 年 4 月 20-30 日），民航货班下滑 59.1%。

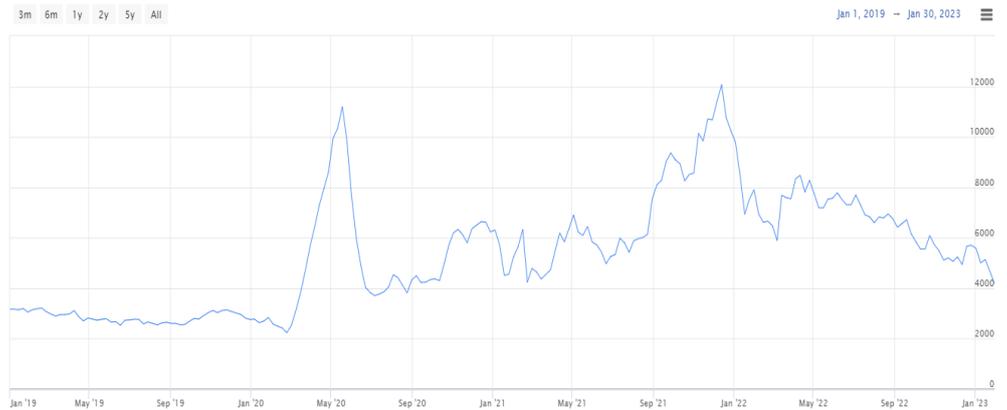
图 33：全国货运航班数量（班）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

航空货运价格方面，根据 TAC Index 数据，截至 2023 年 1 月 30 日，上海浦东离港航空货运价格指数 4191.00 点，周环比下跌 10.2%，同比下跌 47.0%。

图 34：浦东离港航空货运价格指数



数据来源：TAC Index、东方证券研究所

航运：SCFI 周下跌 2.22%，BDTI 周下滑 6.3%

集装箱：2月3日 SCFI 收于 1006.89 点，周环比-2.22%；2023 年以来均值 1032.30 点，同比减 79.63%；CCFI 收于 1110.00 点，周环比-4.36%，2023 年以来均值 1182.01 点，同比-66.3%。

油运：2月3日原油运输指数 BDTI 收于 1239.00 点，周环比-6.3%，2023 年以来均值 1377.9 点，同比增长 98.3%；成品油运输指数 BCTI 收于 629.00 点，周环比-4.6%，2023 年以来均值 820.21 点，同比增长 72.2%。

干散货：2月3日 BDI 收于 621.0 点，周环比-8.1%，2023 年以来均值 875.58 点，同比下滑 49.0%。

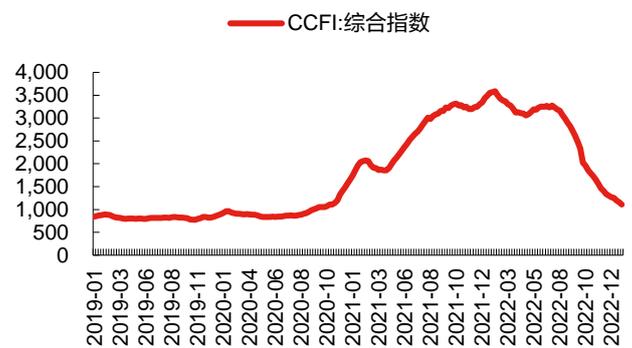
沿海散货：2月3日 CCBFI 收于 1006.82 点，周环比-0.9%，2023 年以来均值 1018.58 点，同比-8.3%。

图 35：SCFI 指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 36：CCFI 指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 37：原油运输指数 (BDTI)

图 38：成品油运输指数 (BCTI)



数据来源：Wind、东方证券研究所



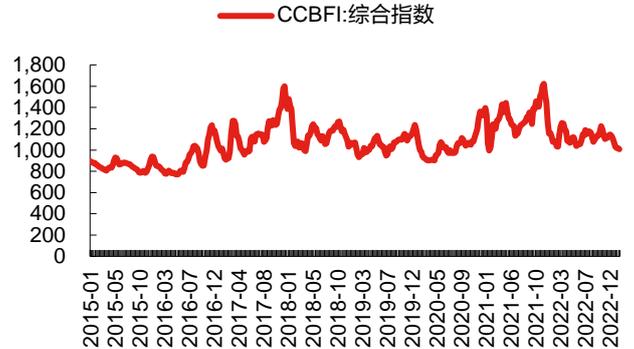
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 39：BDI 指数

图 40：CCBFI 指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

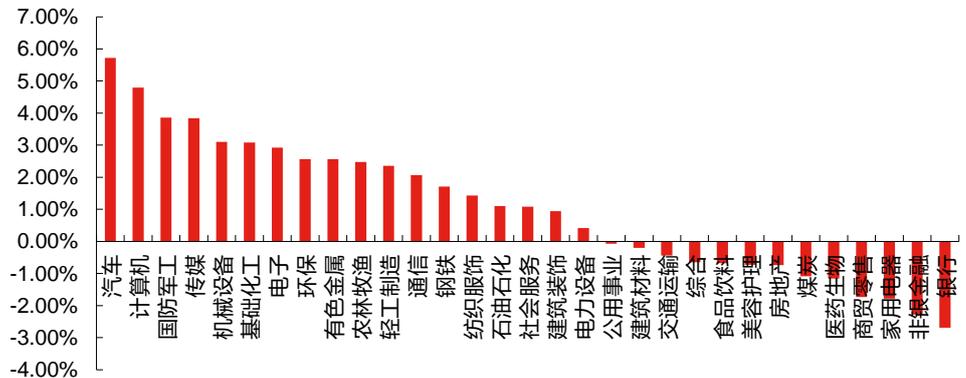


数据来源：Wind、东方证券研究所

行情回顾

本周（20230130-20230205）沪深 300 下跌 0.95%，交通运输板块下跌 0.44%，在申万 31 个一级行业中排名第 21。

图 41：申万一级行业表现

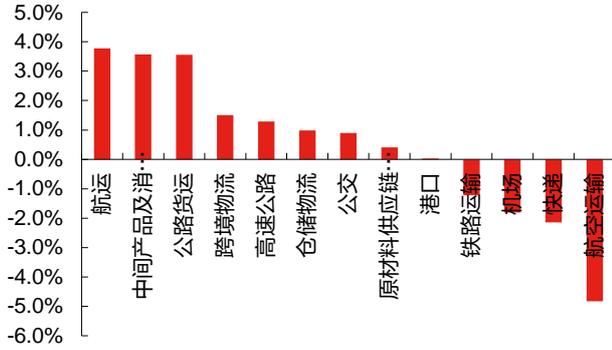


数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

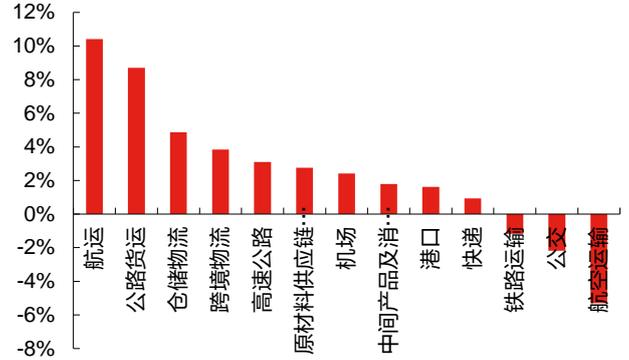
三级子行业中，航运（3.8%）、中间产品及消费品供应链服务（3.6%）和公路货运（3.6%）涨幅居前三，航空运输（-4.8%）、快递（-2.1%）和机场（-1.8%）跌幅居前。

图 42：交运子行业周涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 43：交运子行业年涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

本周个股涨幅前三分别为海南高速（18.33%）、天顺股份（11.50%）和韵达股份（11.43%），跌幅前三分别为南方航空（-8.92%）、吉祥航空（-7.7%）和中国国航（-6.78%）。

投资建议

展望今年，交运板块虽仍面临一定疫情反复压力，但在防控措施优化、宏观经济和消费环境转暖背景下，行业基本面表现较 2022 年将有显著改善。

1) 出行链：基本面持续恢复、方向确立，把握出行复苏大机遇。

a) 航空：大周期的起点，迎接基本面快速上行期

春运前半段民航相对良好的表现，彰显需求韧性，节后返程表现更可期待，叠加国际线逐步恢复和释放，行业基本面将迎来快速上行期。

行情演绎来看，在经历政策快速释放后，行业由政策演绎过渡到基本面演绎，而在基本面快速上行期，基本面与市场或迎来共振。

建议关注龙头中国国航(601111，未评级)，以及民营航空吉祥航空(603885，未评级)、华夏航空(002928，未评级)，此外关注南方航空(600029，未评级)

b) 机场：静待客流恢复和价值重塑

机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。基于头部机场的区位优势和在免税行业中的独特地位，我们看好机场枢纽价值重塑。行业快速修复期，建议关注上海机场(600009，未评级)、白云机场(600004，未评级)

2) 快递：行业增速修复期，重视快递行业性机会，特别是相对低位的直营制快递。

当前快递行业处于从成长竞争期向成熟发展期过渡的关键阶段，行业逐步从价格战后的利润修复走向盈利能力的持续提升。在新的历史时期和发展阶段下，行业虽短期出清较难，但企业间分化将加剧，快递企业的自身经营水平和管理能力，将越发成为企业之间的核心分化因素和定价差异点。

建议关注直营快递龙头顺丰控股(002352，未评级)，直营快递一方面受益于行业增速回暖，另一方面疫情下暴露出来的供应链可靠性和稳定性问题，或在修复期拥有更大的发展空间。公司成本管控效果逐步兑现，鄂州机场转运枢纽明年投运，将助力公司国内时效覆盖及国际空运网络布局加速兑现。

此外行业增速回暖，建议关注通达系快递。关注行业价格竞争变化和头部企业经营分化趋势。建议关注圆通速递(600233，未评级)、韵达股份(002120，未评级)、申通快递(002468，未评级)；

3) 物流供应链：把握时代机遇，优选龙头公司

物流供应链的强势上涨，背后实际上是在当前国际局势动荡、能源安全威胁等背景下的产物，是物流供应链版本的“自主可控”和“国产替代”预期推动，也是制造业产业升级下的必然趋势。从这一点延伸开，各类商品包括大宗商品、工业制造品和消费品等的供应链均将受益这一过程，细分领域机会值得重视。

a) 初级产品物流供应链领域：服务能源安全和产业升级，把握细分市场龙头

建议关注煤炭进口受益标的嘉友国际(603871，未评级)，油运板块中远海能(600026，未评级)、招商轮船(601872，未评级)、招商南油(601975，未评级)，化工综合物流服务商密尔克卫(603713，未评级)、永泰运(001228，未评级)，化工品供应链细分领域龙头兴通股份(603209，未评级)、盛航股份(001205，未评级)、宏川智慧(002930，未评级)；大宗供应链龙头厦门象屿(600057，未评级)，内贸集运龙头中谷物流(603565，增持)；

b) 中间产品物流供应链领域：服务制造业升级和中国制造出海

建议关注汽车板材供应链龙头福然德(605050，未评级)；跨境物流领域关注中远海特(600428，未评级)，华贸物流(603128，未评级)，东航物流(601156，未评级)；

风险提示

- 1、**宏观经济不及预期**：疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；
- 2、**疫情冲击超预期**：疫情对经济、客运出行乃至货运领域影响深远，后续客流货流恢复节奏和幅度或不及预期；
- 3、**政策不及预期**：行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；

- 4、**油价和汇率大幅波动风险**：国际局势波动，导致油价和汇率大幅波动造成相关企业受损风险；
- 5、**相关假设测算偏差风险**：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。