

# 周聚焦：春运收官，公商务出行持续超预期；关注快递行业价格变化

## 核心观点

- 春运收官，民航高铁恢复迅速，小客车流量创历史新高。**春运 2 月 15 日结束，总体客流恢复至 2019 年同期的 53.5%，铁路、公路、民航分别恢复至 2019 年同期的 85.5%、47.5% 和 76%。小客车流量比 2019 年同期增长 17.2%，创历史新高。
- 航空：民航客流快速复苏，公商务出行超预期。**1) 1 月各航司经营数据大幅好转，国内收入客公里接近 19 年，分区域来看，国内恢复良好，吉祥国际+地区航线表现亮眼。客座率同环比大幅回升，较 19 年差距显著缩窄；2) **商务客提前快速回暖，或带动行业恢复超预期。**近期公商务出行火爆。主要公商务机场北上广深成出港人次已超过 19 年同期，恢复率远超行业平均，主要商务航线客座率和票价表现良好，此外高等级酒店入住率和平均房价均超过 19 年。**展望后续，基于商务出行提前回暖，固有的 3-4 月公商务旺季更可期待，后续伴随国际客流恢复、因私出行转暖，数据有望持续超预期并最终会在下半年展现供需弹性。**
- 快递：1 月春节错峰下行业同比低增速，关注行业价格变化。**1) **行业：受春节错峰影响，1 月行业收入与件量增速同比显著降低**，预计快递业务量同比下滑 13.9%，单票收入同比下滑 1.0%；2) **公司：直营网络节假日凸显保供优势，通达系单票收入仍保持坚挺；3) 关注快递行业价格变化，短期开启激烈价格竞争或较难，中长期行业分化进程仍需观察。**本周快递板块受降价通知影响下跌较多。我们认为**短期基于业务恢复、货种季节性变化、提高产能利用率等目的，各公司出台一定政策激励较为正常，但基于监管环境和当前行业现状，大规模新一轮严重的价格竞争由此开启或较难；中长期来看，快递总体进入分化期**，部分公司将从竞争中突围，但同时分化过程中或伴随着各类形式的竞争和变动，其中的机会和变化需要持续关注。
- 行业跟踪：**1) **航空：**日航班量 12717 班，较 19 年下降 15.9%；2) **地铁：**北京恢复至 19 年同期 111%，深圳恢复至 19 年同期 188%；3) **快递：**2 月以来日均揽收量上涨 39.6%；4) **公路货运：**2 月以来整车货运指数同比上涨 42.25%；5) **铁路货运：**2 月货运量同比去年日均减少 18.2%；6) **航空货运：**民航货班量节后持续恢复，货运价格同比持续回落；7) **航运：**SCFI 周下跌 2.06%，BDTI 周上涨 4.6%。
- 行情回顾：**本周（20230213-20230218）沪深 300 下跌 1.75%，交通运输板块下跌 2.09%，在申万 31 个一级行业中排名第 20。三级子行业中，航空（2.2%）、公路货运（0.9%）和机场（0.2%）涨幅居前三，快递（-7.7%）、仓储物流（-3.2%）和跨境物流（-3.1%）跌幅居前三。

## 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：**大周期启动，公商务出行快速回升，迎接基本面快速上行期。公商务出行提前回暖，传统 3-4 月公商务旺季更可期待，后续伴随换季国际客流持续恢复、因私出行转暖，数据有望持续超预期并最终展现供需弹性。持续看好航空大周期兑现。建议关注龙头中国国航，以及民营航空春秋航空、吉祥航空、华夏航空，此外关注南方航空、东方航空；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。
- 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：服务能力安全和产业升级，把握细分市场龙头。建议关注嘉友国际、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

### 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 20 日



### 证券分析师

刘阳

liuyang6@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522030001

### 相关报告

|                        |            |
|------------------------|------------|
| 航空 1 月数据：运量同环比显著提升，公   | 2023-02-17 |
| 商务出行提前快速回暖，复苏有望超预期     |            |
| 周聚焦：节后商旅出行提前快速回暖，关     | 2023-02-12 |
| 注后续恢复进程                |            |
| 周聚焦：新年伊始，快递和航司对 2023 年 | 2023-02-06 |
| 有何展望？                  |            |

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 周聚焦：春运收官，公商务出行持续超预期；关注快递行业价格变化 .....         | 5  |
| 春运收官，民航高铁恢复迅速，小客车流量创历史最高 .....               | 5  |
| 民航客流快速复苏，公商务出行超预期 .....                      | 8  |
| 快递：1月春节错峰下行业同比低增速，关注行业价格变化 .....             | 12 |
| <br>   |    |
| 行业跟踪 .....                                   | 17 |
| 航空：日航班量 12717 班，较 19 年同期下降 15.9% .....       | 17 |
| 地铁：北京恢复至 19 年同期 111%，深圳恢复至 19 年同期 188% ..... | 17 |
| 快递：2 月以来日均揽收量上涨 39.6% .....                  | 18 |
| 公路货运：2 月以来整车货运指数同比上涨 42.25% .....            | 19 |
| 铁路货运：2 月货运量同比去年日均减少 18.2% .....              | 19 |
| 航空货运：民航货班量节后持续恢复，货运价格同比持续回落 .....            | 20 |
| 航运：SCFI 周下跌 2.06%，BDTI 周上涨 4.6% .....        | 21 |
| <br>   |    |
| 行情回顾 .....                                   | 22 |
| <br>   |    |
| 投资建议 .....                                   | 23 |
| <br>   |    |
| 风险提示 .....                                   | 24 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：春运每日总发送旅客人次（万人次） .....             | 5  |
| 图 2：春运每日民航总发送旅客人次（万人次） .....           | 5  |
| 图 3：春运每日铁路总发送旅客人次（万人次） .....           | 5  |
| 图 4：春运每日公路总发送旅客人次（万人次） .....           | 5  |
| 图 5：春运每日小客车流量（万辆） .....                | 5  |
| 图 6：各交通方式客运量/车流量节前节中节后较 19 年恢复水平 ..... | 6  |
| 图 7：全国航班量（班） .....                     | 6  |
| 图 8：国际航班量（班） .....                     | 6  |
| 图 9：上市航司国内旅客运输量（万人次） .....             | 7  |
| 图 10：汽车保有量和汽车驾驶人数量（亿） .....            | 7  |
| 图 11：上市航司 1 月经营数据汇总（%） .....           | 8  |
| 图 12：三大航 19-23 年合计客座率 .....            | 9  |
| 图 13：国航 19-23 年客座率（%） .....            | 9  |
| 图 14：南航 19-23 年客座率（%） .....            | 9  |
| 图 15：东航 19-23 年客座率（%） .....            | 9  |
| 图 16：春航 19-23 年客座率（%） .....            | 10 |
| 图 17：吉祥 19-23 年客座率（%） .....            | 10 |
| 图 18：不同等级机场进港人次较 19 年恢复率（人次） .....     | 10 |
| 图 19：前 30 大机场进港人次恢复率（人次） .....         | 11 |
| 图 20：主要商务航线客座率 .....                   | 11 |
| 图 21：航空业季节性特征描述 .....                  | 12 |
| 图 22：目前可直飞申根成员国航线 .....                | 12 |
| 图 23：全国快递服务企业当月业务量同比增速（单位：%） .....     | 13 |
| 图 24：全国快递服务企业当月单票收入（单位：元） .....        | 13 |
| 图 25：2023 年 1 月行业和公司数据 .....           | 13 |
| 图 26：各公司当月业务量同比增速对比 .....              | 14 |
| 图 27：各公司当月单票收入对比（单位：元/件） .....         | 14 |
| 图 28：各公司当月单票收入增速对比 .....               | 15 |
| 图 29：全行业每日快递揽派量（亿件） .....              | 15 |
| 图 30：快递行业月度件量（亿件） .....                | 16 |
| 图 31：各公司当月单票收入对比（元/件） .....            | 16 |
| 图 32：各公司当月单票收入增速对比 .....               | 16 |
| 图 33：全国航班量（班） .....                    | 17 |
| 图 34：国际航班量（班） .....                    | 17 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 35：四大城市地铁客流相比 19 年恢复进程..... | 17 |
| 图 36：全国快递每日揽派量.....           | 18 |
| 图 37：公共物流园吞吐量指数.....          | 18 |
| 图 38：快递分拨中心吞吐量指数.....         | 18 |
| 图 39：全国整车货运流量指数.....          | 19 |
| 图 40：铁路货运量（万吨）.....           | 19 |
| 图 41：全国货运航班数量（班）.....         | 20 |
| 图 42：浦东离港航空货运价格指数.....        | 20 |
| 图 43：SCFI 指数.....             | 21 |
| 图 44：CCFI 指数.....             | 21 |
| 图 45：原油运输指数（BDTI）.....        | 21 |
| 图 46：成品油运输指数（BCTI）.....       | 21 |
| 图 47：BDI 指数.....              | 22 |
| 图 48：CCBFI 指数.....            | 22 |
| 图 49：申万一级行业表现.....            | 22 |
| 图 50：交运子行业周涨幅.....            | 23 |
| 图 51：交运子行业年涨幅.....            | 23 |

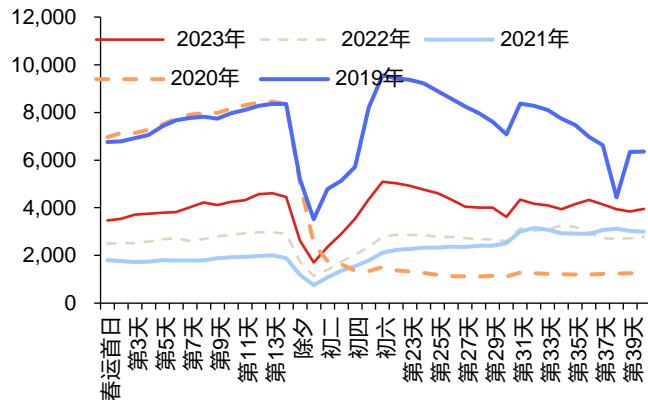
## 周聚焦：春运收官，公商务出行持续超预期；关注快递行业价格变化

### 春运收官，民航高铁恢复迅速，小客车流量创历史新高

40天春运于2月15日收官。根据交通运输部统计，全社会人员流动量约**47.33亿人次**。其中，营业性客运量约**15.95亿人次**，比2022年同期增长50.5%，恢复至2019年同期的53.5%；铁路、公路、水路、民航分别发送旅客**3.48亿、11.69亿、2245.2万和5523万人次**，分别比2022年同期增长37.4%、55.8%、37.1%和39%，分别恢复至2019年同期的85.5%、47.5%、55.1%和76%。

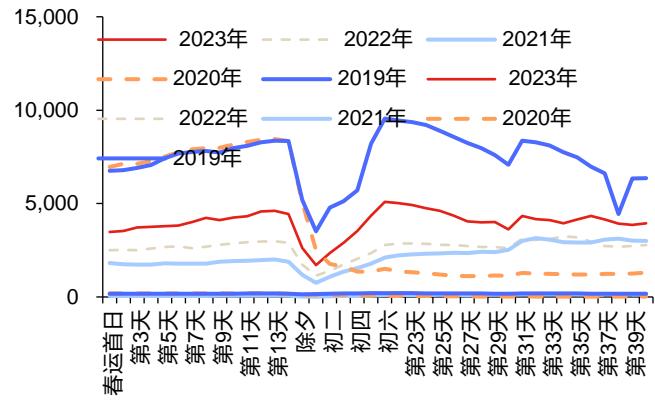
全国高速公路小客车流量累计**11.84亿辆次**，载客量约为**31.38亿人次**，比2022年同期增长18.6%，比2019年同期增长17.2%。

图1：春运每日总发送旅客人次（万人次）



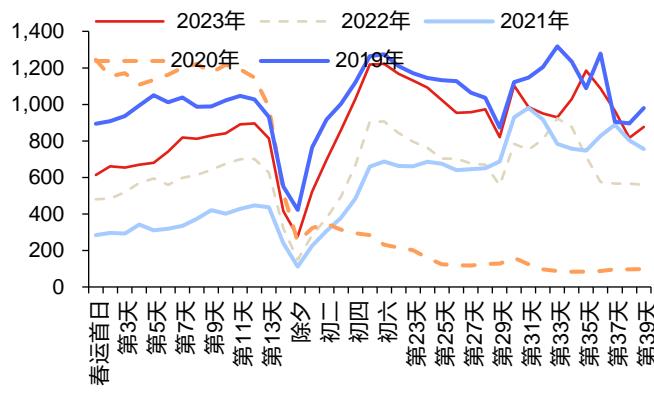
数据来源：交通运输部、东方证券研究所

图2：春运每日民航总发送旅客人次（万人次）



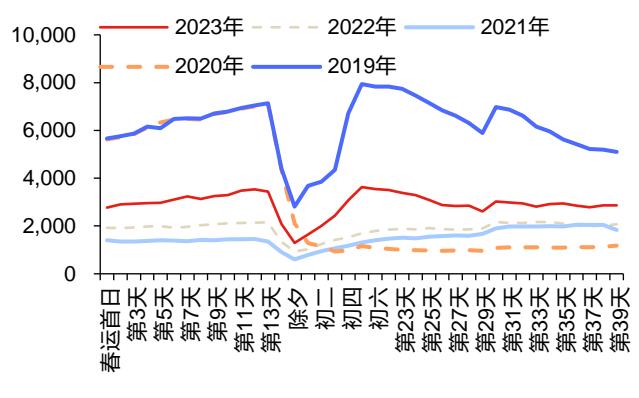
数据来源：交通运输部、东方证券研究所

图3：春运每日铁路总发送旅客人次（万人次）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

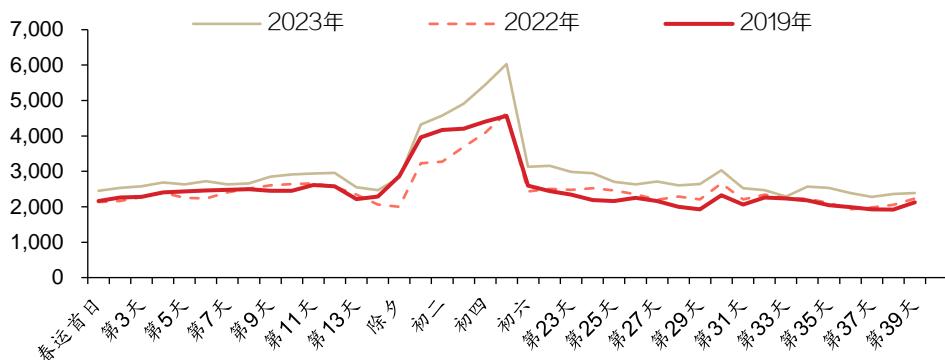
图4：春运每日公路总发送旅客人次（万人次）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

图5：春运每日小客车流量（万辆）

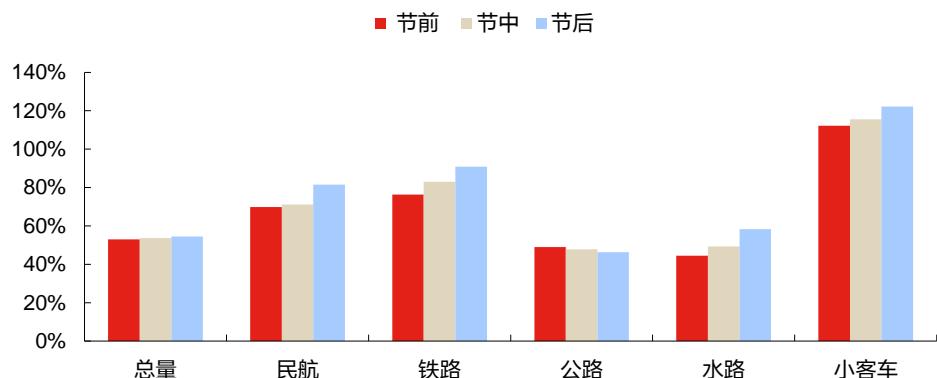
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

以节前（腊月十六-廿八）、节中（除夕-正月初六）和节后（初七-廿五）拆分来看，节后返程除公路客流外，民航需求恢复水平显著提升。

图 6：各交通方式客运量/车流量节前节中节后较 19 年恢复水平



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

春运前，交通运输部预测春节期间客流总量约为 20.95 亿人次（日均 5238 万人次），恢复到 2019 年同期（29.8 亿人次）的 70.3%。此外民航局预测春运航空客运量恢复至 19 年的 73%。

相较预测值，总体呈现总量数据恢复程度低于预测，而同时民航数据略高于预测，铁路数据表现突出，而小客车流量高增长为最大亮点。

1 ) 总量数据低于预测，主要由于占比超过 70%的公路客流低于预期。由于社会进步带来的汽车保有量增加、航空高铁等出行方式替代，长周期营运性公路客流呈下降态势。

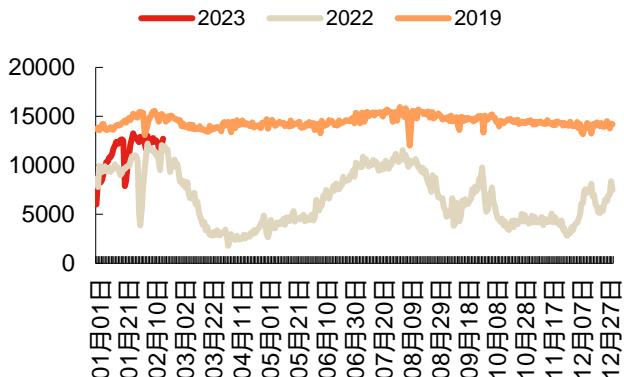
2 ) 民航铁路恢复迅速，其中民航恢复至 19 年的 76%，铁路恢复至 85.5%，均明显好于总量。铁路恢复水平明显好于民航，主要由于国内需求恢复水平更高，而过往占比约 12-13%的国际+地区客流恢复仍处于较低水平。剔除国际+地区影响，民航总体恢复水平与铁路接近。

航班量来看，2 月 17 日，全民航执行客运航班量 12717 架次，恢复至 2019 年同期 84.1%，国际航班方面 291 班，同比增长 263.8%，恢复至 19 年同期 13.5%。

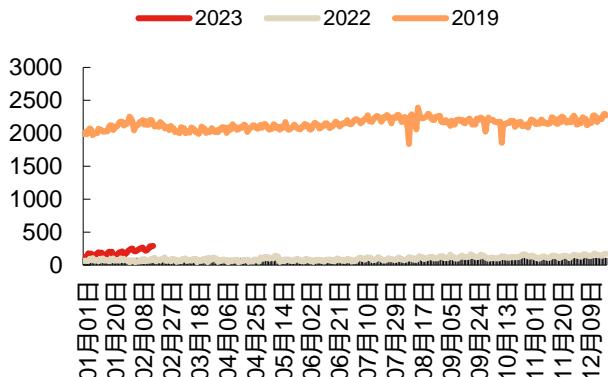
图 7：全国航班量（班）

图 8：国际航班量（班）

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。



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

参考上市航司 1 月经营数据，6 家上市航司 1 月运送国内旅客 2938 万人次，恢复至 19 年同期 83.4%，与铁路基本相仿。

图 9：上市航司国内旅客运输量（万人次）



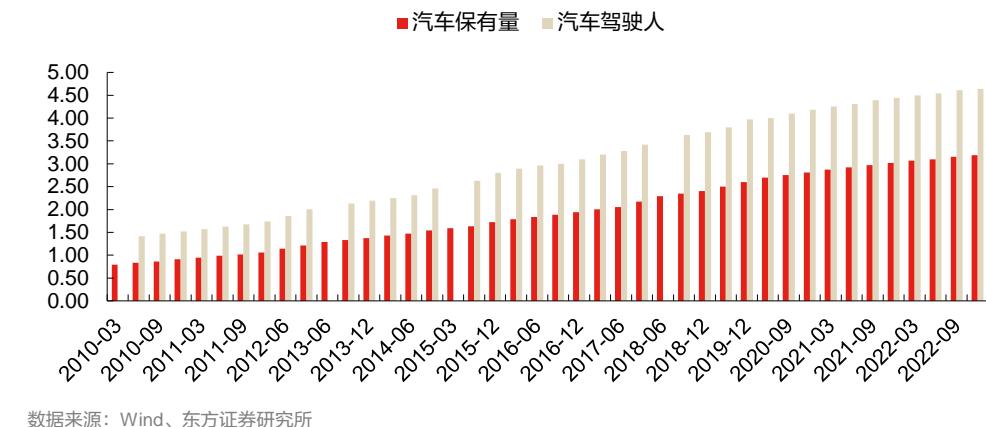
数据来源：Wind、东方证券研究所

3 ) 高速公路小客车流量创历史新高。春节期间公众选择自驾出行意愿显著增强，春运期间自驾出行人数创历年最高，1 月 27 日（正月初六）高速公路小客车流量达 6029.1 万辆次，为历史峰值。

我们认为小客车流量超预期有 2 方面因素：

- a ) 疫情担忧下，自驾返乡成为趋势，此外同样是由于疫情担忧，部分旅客并未返乡而是“就地过年”（一定程度导致春运数据缺口），在假期期间选择自驾出游；
- b ) 从长周期维度，私家车渗透率持续提升，替代其他出行方式。18 年末（对应 19 年春节）国内汽车保有量达到 2.4 亿辆，汽车驾驶人 3.69 亿人，而 22 年末汽车保有量 3.19 亿辆，汽车驾驶人 4.64 亿人，分别较 18 年末分别增长 32.9% 和 25.7%。疫情期间国内汽车渗透率持续提升，本身对于其他交通方式乃至民众春节过节习惯构成影响。

图 10：汽车保有量和汽车驾驶人数量（亿）



## 民航客流快速复苏，公商务出行超预期

**行业数据：**1月民航旅客运输量快速恢复。民航局披露，1月完成旅客运输量 3977.5 万人次，同比增长 34.8%，恢复至 19 年同期的 74.5%。国际航班方面，上周（2月 6 日-12 日）实际执行 795 班，比“乙类乙管”政策发布前一周（1月 2 日-8 日，482 班）增长 65%。通航城市对、通航国家和执飞航空公司数量分别恢复到疫情前 25%、64% 和 80%，客运航班量总体恢复至疫情前的 9%。

**航司经营：**1月各航司经营数据大幅好转，国内收入客公里接近 19 年。

**三大航：**1月合计 ASK 同比上升 23.3%，较 19 年下降 32.31%，较 2022 年 12 月环比上升 90.4%，RPK 同比上升 34.7%，较 19 年下降 40.54%，较 2022 年 2 月环比上升 109.2%。

**春秋：**ASK、RPK 同比回升 22% 和 6.3%，较 19 年下降 9% 和 14.2%，环比 2022 年 12 月分别上升 33.7% 和 52.3%；

**吉祥：**ASK、RPK 同比回升 10.1% 和 30.6%，较 19 年下降 3.8% 和 13.7%，环比 2022 年 12 月分别上升 52.5% 和 79.5%；

**分区域来看，国内恢复良好，吉祥国际+地区航线表现亮眼。**三大航中国航南航国内 RPK 较 19 年仅个位数下滑，分别为 -6.2% 和 -4.3%，东航为 -16.9%；春秋国内 RPK 较 19 年同期增长 27.3%，吉祥小幅下滑 4.2%。

**国际和地区航线**三大航+春秋普遍仍仅 19 年的 1-2 成，吉祥表现亮眼，国际 RPK 较 19 年下滑 71.7%，地区 RPK 仅下滑 7.0% 几乎完全恢复。

图 11：上市航司 1 月经营数据汇总 (%)

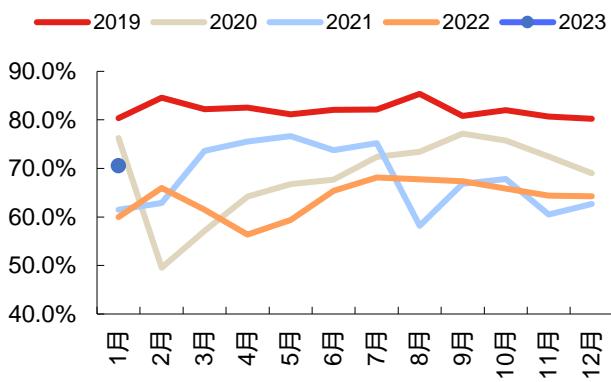
|    | 1月 | ASK   |       | RPK    |       | 客座率  |      |       |
|----|----|-------|-------|--------|-------|------|------|-------|
|    |    | 同比    | 较19年  | 同比     | 较19年  | 绝对值  | 同比   | 较19年  |
| 国航 | 整体 | 38.4  | -34.1 | 62.2   | -42.4 | 69.9 | 10.3 | -10.0 |
|    | 国内 | 35.5  | 5.8   | 57.9   | -6.2  | 70.6 | 10.0 | -9.0  |
|    | 国际 | 152.1 | -92.0 | 419.8  | -97.0 | 58.2 | 30.0 | -21.9 |
|    | 地区 | 32.0  | -64.0 | 57.7   | -72.2 | 63.3 | 10.3 | -18.6 |
| 南航 | 整体 | 25.4  | -25.1 | 44.6   | -32.3 | 72.7 | 9.7  | -7.8  |
|    | 国内 | 22.1  | 4.3   | 40.0   | -4.3  | 72.7 | 9.3  | -6.6  |
|    | 国际 | 114.3 | -87.0 | 198.7  | -88.7 | 72.4 | 20.5 | -10.8 |
|    | 地区 | 284.0 | -72.1 | 585.8  | -76.5 | 61.8 | 27.2 | -11.5 |
| 东航 | 整体 | 17.2  | -34.0 | 42.7   | -44.2 | 68.3 | 12.2 | -12.4 |
|    | 国内 | 14.1  | -2.6  | 38.7   | -16.9 | 68.4 | 12.1 | -11.8 |
|    | 国际 | 152.2 | -91.4 | 260.0  | -93.0 | 66.6 | 19.9 | -15.1 |
|    | 地区 | 51.8  | -75.2 | 78.7   | -78.0 | 72.6 | 10.9 | -9.3  |
| 春秋 | 整体 | -22.0 | -9.0  | -6.3   | -14.2 | 85.0 | 14.2 | -5.2  |
|    | 国内 | -24.5 | 34.6  | -9.0   | 27.3  | 85.4 | 14.6 | -4.9  |
|    | 国际 | 758.7 | -91.1 | 1447.7 | -92.7 | 74.2 | 33.0 | -15.8 |
|    | 地区 | 92.2  | -81.6 | 94.4   | -84.4 | 77.6 | 0.9  | -13.6 |
| 吉祥 | 整体 | 10.1  | -3.8  | 30.6   | -13.7 | 74.1 | 11.6 | -8.5  |
|    | 国内 | 4.1   | 6.3   | 24.5   | -4.2  | 74.8 | 12.2 | -8.2  |
|    | 国际 | 449.3 | -62.9 | 533.5  | -71.7 | 61.5 | 8.2  | -19.1 |
|    | 地区 | 262.2 | -8.0  | 291.3  | -7.0  | 82.3 | 6.1  | 1.0   |

数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

### 客座率同环比大幅回升，较 19 年差距显著缩窄。

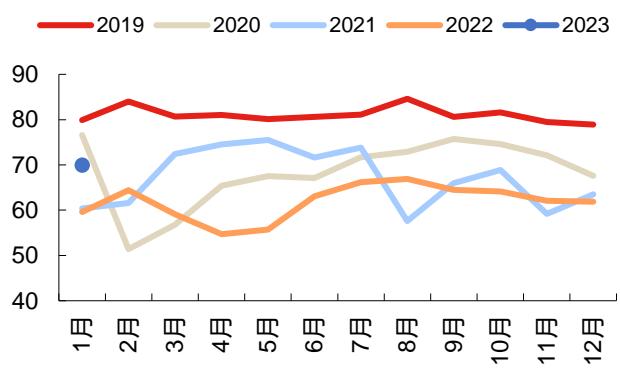
1 月客座率：春秋（85.0%，同比+14.2%，环比+10.4%，较 19 年-5.2%）>吉祥（74.1%，同比+11.6%，环比+11.1%，较 19 年-8.5%）>南航（72.7%，同比+9.7%，环比+6.1%，较 19 年-7.8%）>国航（69.9%，同比+10.3%，环比+8%，较 19 年-10.0%）>东航（68.3%，同比+12.2%，环比+5.1%，较 19 年-12.4%）。

图 12：三大航 19-23 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 19-23 年客座率（%）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

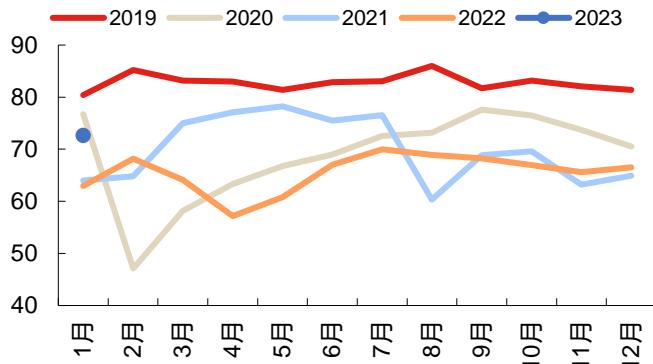
图 14：南航 19-23 年客座率（%）



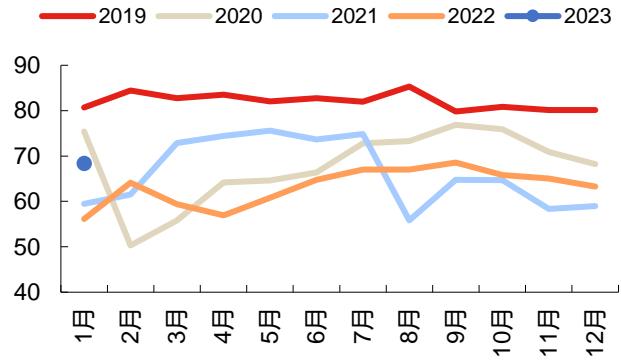
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15：东航 19-23 年客座率（%）

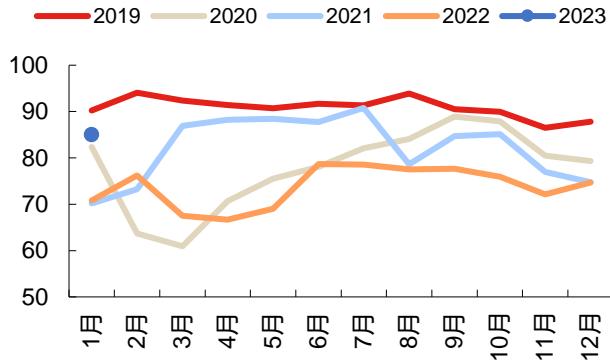




数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**图 16：春航 19-23 年客座率 (%)**


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**图 17：吉祥 19-23 年客座率 (%)**


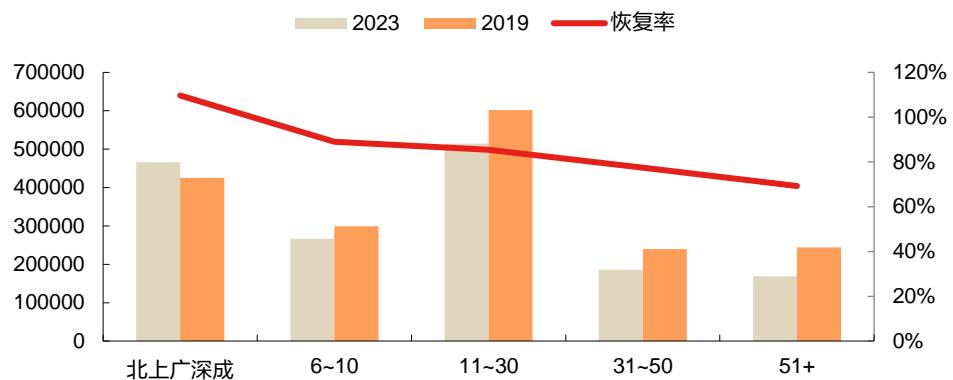
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**商务客提前快速回暖，或带动行业恢复超预期。**近期公商务出行火爆，头部机场恢复率显著高于行业平均，北上广深互飞航线客座率和票价表现良好，高等级酒店入住率和平均房价均超过19年。

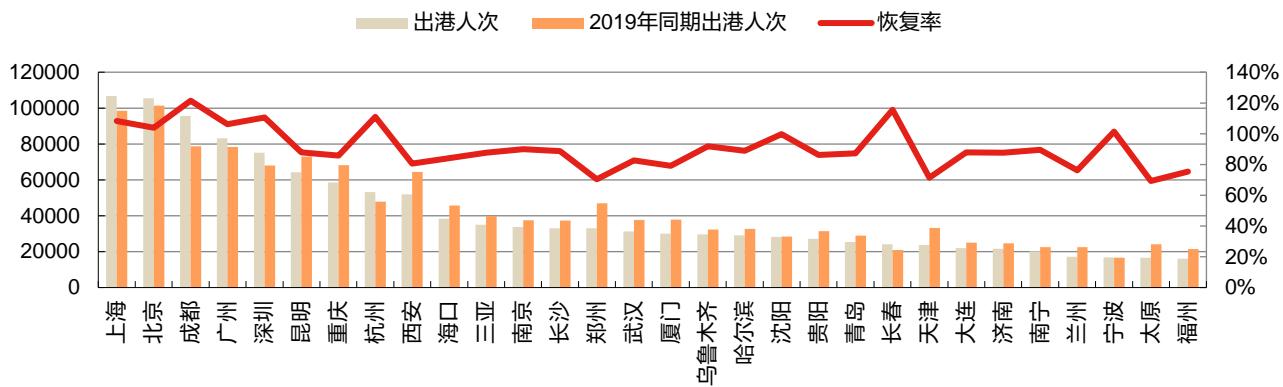
**主要公商务机场普遍恢复率更高，商旅恢复趋势强劲。**

以2月17日（星期五）为例，将全国机场分位北上广深成、6-10名、11-30名、31-50名和50名以上5大构成，北上广深成出港人次已超过19年同期，恢复率遥遥领先其他城市，且总体呈现越低线城市，恢复率越低的趋势。

**图 18：不同等级机场进港人次较 19 年恢复率 (人次)**

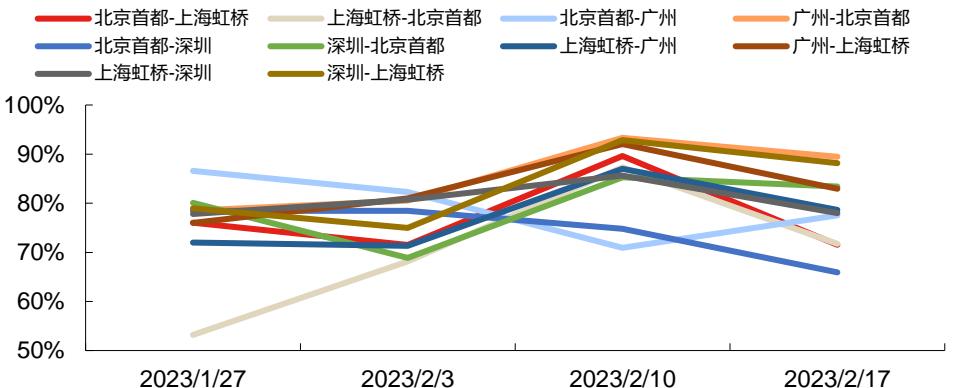


数据来源：航班管家、东方证券研究所

**图 19：前 30 大机场进港人次恢复率 (人次)**


数据来源：航班管家、东方证券研究所

典型商务航线来看，节后第二-第三周客座率上升明显，第三周略有回落，主要由于春运结束后部分客流回落，但大部分航线客座率仍处于 80% 以上较高水平。

**图 20：主要商务航线客座率**


数据来源：航班管家、东方证券研究所

相比往年今年商旅出行恢复明显更早且强劲。如吉祥航空 2021 年年报针对航空季节性特征描述，通常春运过后会经历需求淡季，而在 3 月底公商务市场逐步回暖，4 月则为公商务活动旺季。而有关分析师的申明，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。

**此次自节后商旅出行即快速恢复，并与节后返程客流叠加，有望带动客流持续复苏超预期。建议持续关注后续客流恢复进程和量价变化。**

图 21：航空业季节性特征描述

| 月份     | 市场特点                               |
|--------|------------------------------------|
| 1-2月   | 春运，不同年份也可提前至上年12月，单向航空旺季，近年单向性逐步减弱 |
| 3月     | 春运过后的需求淡季，月底公商务市场逐步回暖              |
| 4月     | 从月中旬开始公商务活动旺季                      |
| 5月     | 相对偏淡，月底临近高考，客源减少                   |
| 6月     | 淡季，高考、中考结束之后需求逐步走暖                 |
| 7-8月   | 公商务叠加暑期旅游，航空需求旺季                   |
| 9-10月  | 公商务活动较为密集，“十一”长假和秋游需求              |
| 11-12月 | 天气转冷，旅客出行意愿降低，航空淡季。但部分南方旅游航线走暖。    |

数据来源：吉祥航空 2021 年报、东方证券研究所

**国际航线方面**，2月17日，欧盟轮值主席国瑞典发布声明称，申根区成员国已经同意，即日起逐步取消针对自中国出发旅客的入境防疫要求。去哪儿平台显示，目前已有超过半数申根成员国可直飞前往。

2月11日起，韩国恢复向自中国入境者发放短期签证，韩国维持其他对自中国入境者的防疫措施。

图 22：目前可直飞申根成员国航线

### 去哪儿：超过半数申根成员国可直飞前往



| 国家  | 城市    | 出发地 |    |    |    |    |    |
|-----|-------|-----|----|----|----|----|----|
|     |       | 巴黎  | 北京 | 上海 | 广州 |    |    |
| 德国  | 法兰克福  | 北京  |    | 南京 | 上海 | 杭州 | 成都 |
|     | 柏林    | 北京  |    |    |    |    | 广州 |
| 比利时 | 布鲁塞尔  | 北京  |    |    |    |    |    |
| 荷兰  | 阿姆斯特丹 | 上海  |    | 杭州 | 厦门 | 广州 |    |
| 葡萄牙 | 里斯本   | 杭州  |    |    |    |    |    |
| 西班牙 | 马德里   | 北京  |    | 重庆 |    |    |    |
| 意大利 | 罗马    | 杭州  |    | 温州 | 成都 | 重庆 | 广州 |
|     | 米兰    | 北京  |    | 天津 | 南京 | 温州 |    |
| 奥地利 | 维也纳   | 北京  |    | 上海 |    |    |    |
| 希腊  | 雅典    | 北京  |    |    |    |    |    |
| 丹麦  | 哥本哈根  | 北京  |    | 上海 |    |    |    |
| 芬兰  | 赫尔辛基  | 郑州  |    | 上海 |    |    |    |
| 瑞典  | 斯德哥尔摩 | 北京  |    |    |    |    |    |
| 瑞士  | 日内瓦   | 北京  |    |    |    |    |    |
| 匈牙利 | 布达佩斯  | 北京  |    | 上海 |    |    |    |

\*标黄城市直飞机票价格较低；数据截至2月17日15时，具体机票价格以去哪儿平台实际搜索结果为准

数据来源：去哪儿网、东方证券研究所

展望后续，基于商务出行提前回暖，固有的3-4月公商务旺季更可期待，后续伴随国际客流恢复、节后因私出行转暖，数据有望持续超预期并最终会在下半年展现供需弹性。

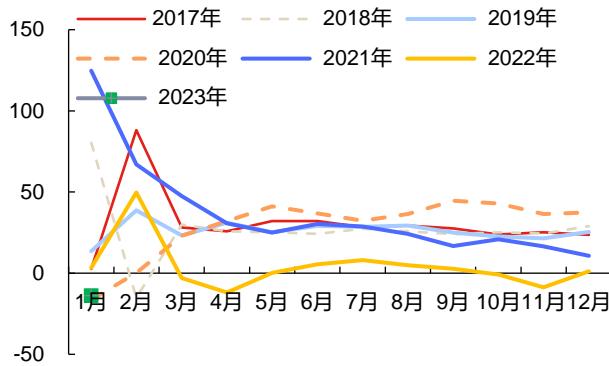
## 快递：1月春节错峰下行业同比低增速，关注行业价格变化

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。

**行业：受春节错峰影响，1月行业收入与件量增速同比显著降低**

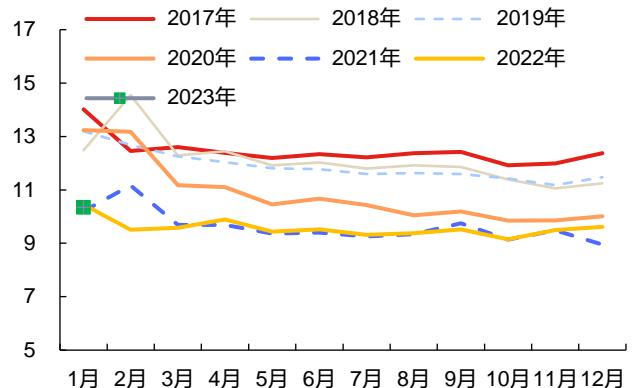
- 1) 1月快递业务收入预计 782.0 亿元，同比-14.8%，环比-21.6%。
- 2) 1月快递业务量预计 75.6 亿件，同比-13.9%，环比-27.1%。
- 3) 1月平均单票收入预计 10.35 元，同比-1.0%，环比+7.6%。

图 23：全国快递服务企业当月业务量同比增速（单位：%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 24：全国快递服务企业当月单票收入（单位：元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

**上市公司：直营网络节假日凸显保供优势，通达系单票收入仍保持坚挺**

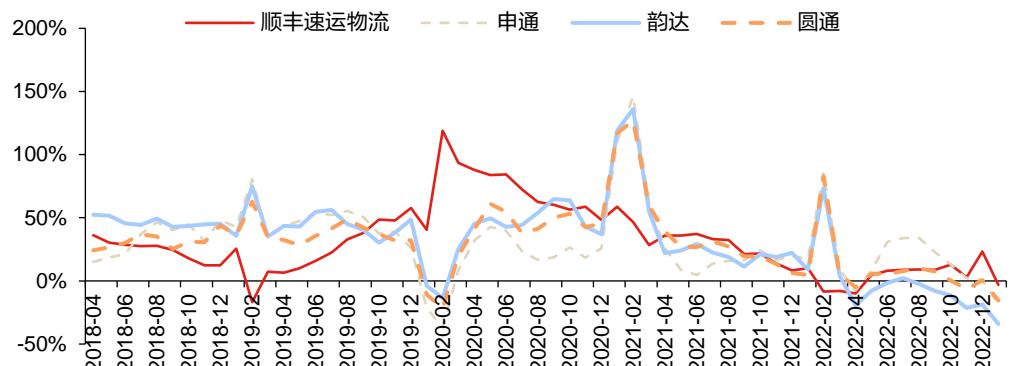
- 1) 收入端：顺丰当月快递业务收入增速连续 2 个月领跑，1月快递业务收入增速顺丰（-5.5%）>圆通（-15.2%）>申通（-15.3%）>韵达（-30.5%）；
- 2) 件量端：直营网络节假日凸显保供优势，顺丰件量增速大幅领先同业，预计市场份额环比提高 1.5pct。1月业务量同比增速：顺丰（-3.2%）>圆通（-15.6%）>申通（-18.5%）>韵达（-34.0%）。1月当月市场份额圆通持续领先，圆通（14.8%）>韵达（13.2%）>顺丰（12.7%）>申通（10.7%）。
- 3) 顺丰单票收入结构性降幅持续收窄，通达系单票收入维持增长。1月顺丰单票收入 17.06 元，同比-2.4%，环比 7.4%，春节调价叠加结构性降幅收窄，顺丰单票降幅可控；韵达单票收入 2.75 元，同比 5.0%，环比 1.5%；圆通单票收入 2.74 元，同比 0.5%，环比持平；申通单票收入 2.70 元，同比 4.3%，环比 2.7%。

图 25：2023 年 1 月行业和公司数据

| 2023年1月公司数据       |       |        |        |       |        |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|--------|
|                   | 当月值   | 同比     | 环比     | 累计    | 累计同比   |
| <b>快递业务收入（亿元）</b> |       |        |        |       |        |
| 顺丰                | 163.2 | -5.5%  | -11.1% | 163.2 | -5.5%  |
| 申通                | 21.7  | -15.3% | -28.8% | 21.7  | -15.3% |
| 韵达                | 27.5  | -30.5% | -32.3% | 27.5  | -30.5% |
| 圆通                | 30.7  | -15.2% | -29.8% | 30.7  | -15.2% |
| 行业（预测）            | 782.0 | -14.8% | -21.6% | 782.0 | -14.8% |
| <b>快递业务量（亿件）</b>  |       |        |        |       |        |
| 顺丰                | 9.6   | -3.2%  | -17.2% | 9.6   | -3.2%  |
| 申通                | 8.1   | -18.5% | -30.6% | 8.1   | -18.5% |
| 韵达                | 10.0  | -34.0% | -33.3% | 10.0  | -34.0% |
| 圆通                | 11.2  | -15.6% | -29.6% | 11.2  | -15.7% |
| 行业（预测）            | 75.6  | -13.9% | -27.1% | 75.6  | -13.9% |
| <b>单票收入（元/件）</b>  |       |        |        |       |        |
| 顺丰                | 17.06 | -2.4%  | 7.4%   | 17.06 | -2.4%  |
| 申通                | 2.70  | 4.3%   | 2.7%   | 2.69  | 3.9%   |
| 韵达                | 2.75  | 5.0%   | 1.5%   | 2.75  | 5.3%   |
| 圆通                | 2.74  | 0.5%   | 0.0%   | 2.74  | 0.5%   |
| 行业（预测）            | 10.35 | -1.0%  | 7.6%   | 10.35 | 0.0%   |
| <b>市场份额</b>       |       |        |        |       |        |
| 顺丰                | 12.7% | 1.4%   | 1.5%   | 0.8%  | -10.5% |
| 申通                | 10.7% | -0.6%  | -0.5%  | 0.7%  | -10.6% |
| 韵达                | 13.2% | -4.0%  | -1.2%  | 0.8%  | -16.4% |
| 圆通                | 14.8% | -0.3%  | -0.5%  | 0.9%  | -14.2% |

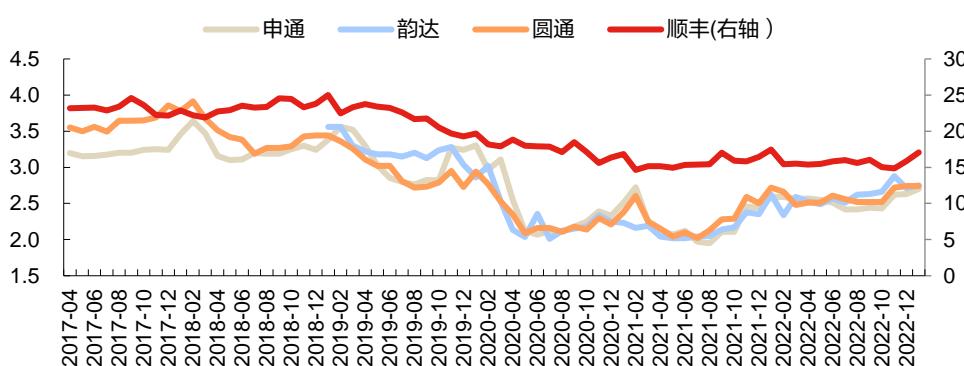
数据来源：公司公告、交通运输部、东方证券研究所

图 26：各公司当月业务量同比增速对比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

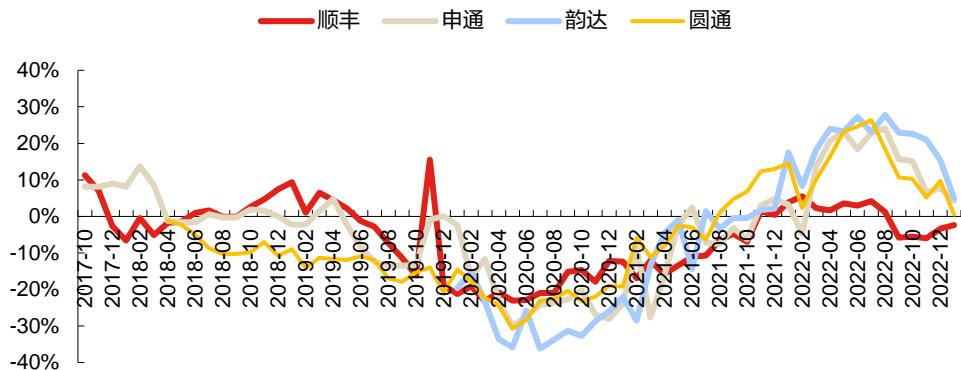
图 27：各公司当月单票收入对比（单位：元/件）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

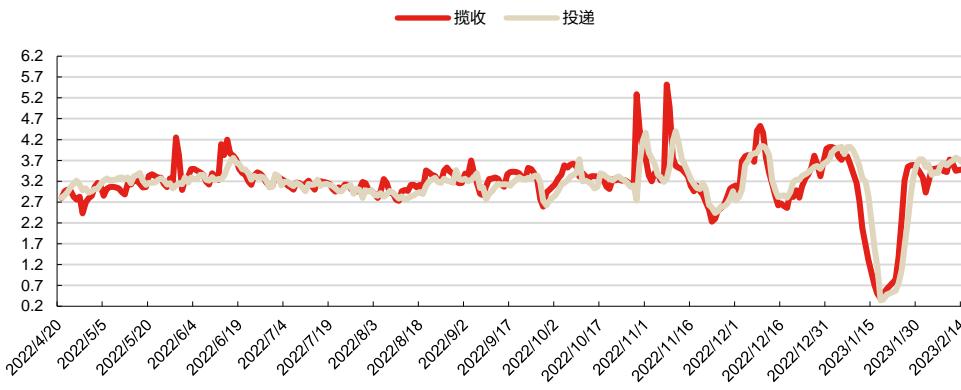
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 28：各公司当月单票收入增速对比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 29：全行业每日快递揽派量（亿件）



数据来源：交通运输部、东方证券研究所

**关注快递行业价格变化。短期开启激烈价格竞争或较难，中长期行业分化进程仍需观察。**

本周快递行业受中通降价影响，板块下跌较多。我们认为：

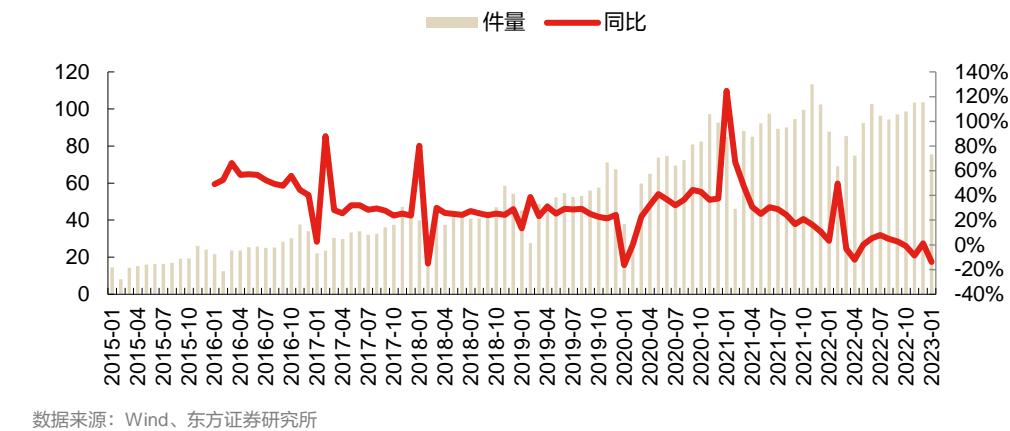
**短期来看**，基于疫情结束业务恢复，及全年消费和件量增速回暖预期，各行业主体出台一定政策激励增量、提高产能利用率及适应件量重量变化的季节性调整较为正常，预计其他公司也将出台类似政策。**但我们认为大规模新一轮严重的价格竞争由此开启或较难**：

**1 ) 行业监管政策强调高质量发展。**如年初全国邮政管理工作会议中指出“……着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和行业发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出稳增长、强监管、优服务、保畅通”，“**要坚持依法监管，有效服务行业持续健康发展**”。

**2 ) 基于上述监管环境，及当前行业发展阶段，对于各行业主体而言，试图依赖短期价格竞争策略快速获取市场份额已不现实。**一方面行业增速显著放缓，大规模价格竞争边际效应大为降低，另一方面如龙头中通在2月初全国网络工作会议中指出2023年“中通将坚定地推进高质量发展，

做强主业、拓展生态、建设渠道，满足社会需求，创造更大价值”，而对于在 20-21 快速起网并引发价格战的极兔，目前或正寻求上市，并无余力开启价格战。

图 30：快递行业月度件量（亿件）



因此我们认为短期开启较为激烈价格战或较难，更多是业务拓展层面，基于市场需求、网络调整、货种变化等的正常价格政策，总体竞争相对温和，对各主体预计最终影响均较小。

中长期来看，我们认为快递总体进入分化期，部分公司将从竞争中突围，但同时分化过程中或伴随着各类形式的竞争和变动，其中的机会和变化需要持续关注。

正如我们在年度策略中所写，我们观察其他行业的发展演变史，对于同质化程度较高、容易产生价格战的行业如啤酒和空调，行业从成长期向成熟期过渡时，通常会出现稳量、增价、降本、增效的表现，行业内企业盈利诉求提升，倾向于追求良性竞争。而行业最终格局的形成，尤其是寡头格局的形成依然离不开价格战，且价格战往往发生在行业成本下行、行业内有企业优先获得高效经营优势的时候。

当前的快递行业正符合前述特征，即行业从成长期向成熟期过渡时，通常会出现稳量、增价、降本、增效的表现，行业内企业盈利诉求提升，倾向于追求良性竞争。21 年年中以来，政策推动+行业自发，推动行业竞争趋于缓和，各公司单票价格显著回升。

图 31：各公司当月单票收入对比（元/件）

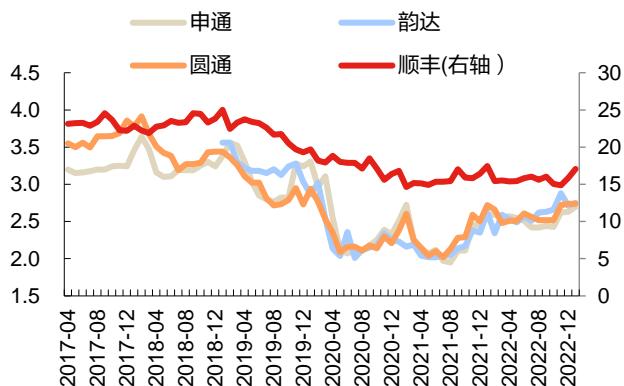
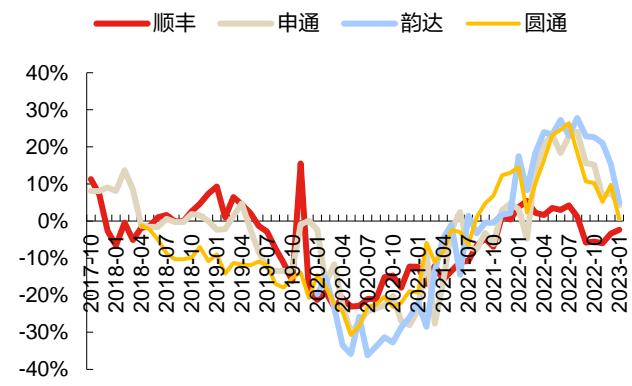


图 32：各公司当月单票收入增速对比



展望后续，快递行业在增速降档、发展阶段转换的当下，我们认为当前竞争趋缓意味着格局稳固。在新的历史时期和发展阶段下，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，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。“同质化”最终将得到解决，但其过程仍待观察，在部分阶段或呈现较为激烈的竞争和行业格局变化。

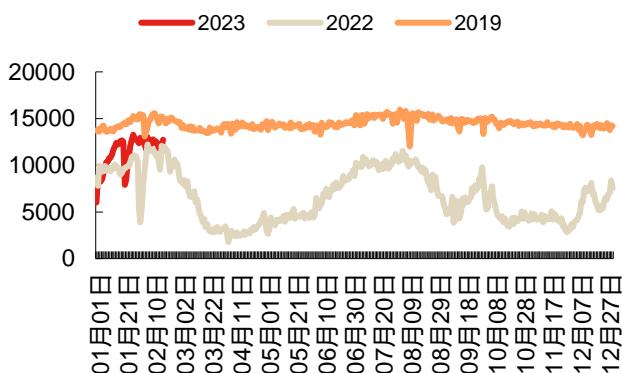
## 行业跟踪

### 航空：日航班量 12717 班，较 19 年同期下降 15.9%

2月17日，全民航执行客运航班量 12717 架次，同比 2022 年下降 8.8%，同比 2019 年下降 15.9%，环比上周同期下降 0.47%，航班执飞率为 76.24%。

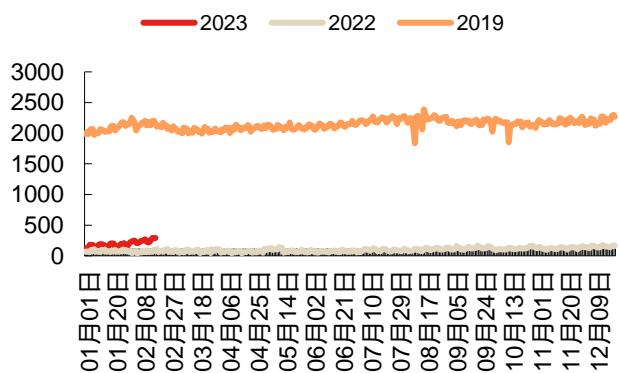
国际航班方面，2月17日执行国际+地区航班 291 班，同比增长 263.8%，较 19 年下滑 86.5%。

图 33：全国航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 34：国际航班量（班）

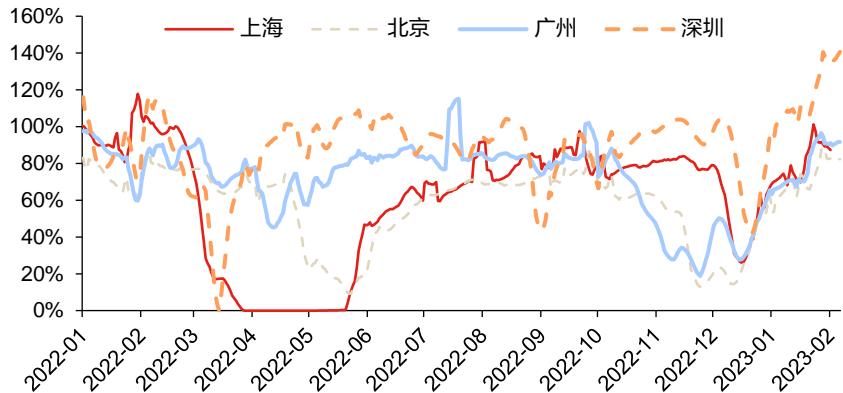


数据来源：航班管家、东方证券研究所

### 地铁：北京恢复至 19 年同期 111%，深圳恢复至 19 年同期 188%

2月16日的7日平均地铁客流量：上海 984.19 万人次，同比上涨 0.3%，为 19 年同期的 116%；北京 954.29 万人次，同比上涨 24%，为 19 年的 111%；广州 840.33 万人次，同比上涨 18%，为 19 年同期的 115%；深圳 749.10 万人次，同比上涨 45%，为 19 年的 188%；

图 35：四大城市地铁客流相比 19 年恢复进程

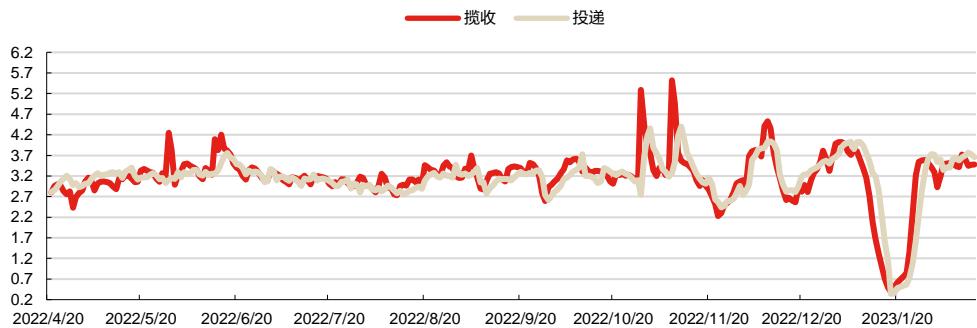


数据来源：WIND、东方证券研究所

## 快递：2月以来日均揽收量上涨 39.6%

截止 23 年 2 月 17 日，今年 2 月以来日均快递揽收量为 3.45 亿件，同比去年 2 月日均值上涨 39.6%。

图 36：全国快递每日揽派量

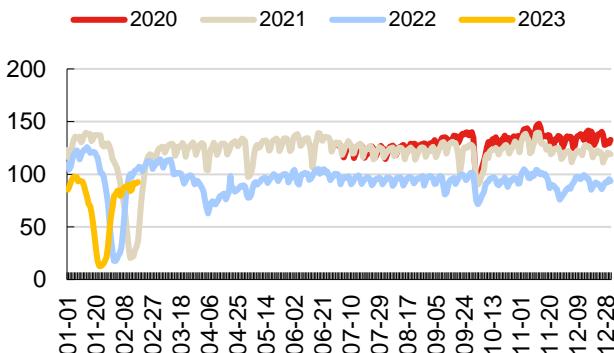


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

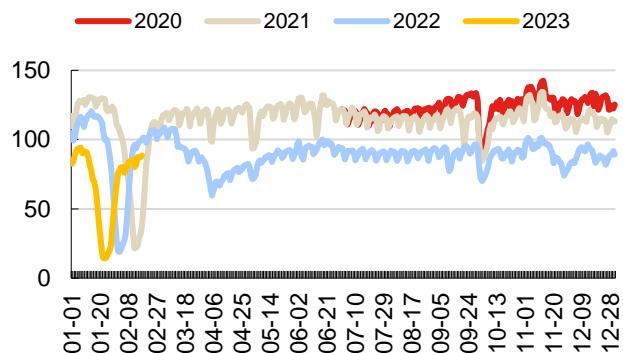
2 月 17 日，全国公共物流园吞吐量指数 92.64 点（以 19 年为基数 100），环比 1.42%，2 月以来均值 86.19，同比 31.43%；主要快递分拨中心吞吐量指数 88.49 点（以 19 年为基数 100），环比 1.67%，2 月以来均值 82.39，同比 28.57%；

图 37：公共物流园吞吐量指数

图 38：快递分拨中心吞吐量指数



数据来源：G7、东方证券研究所

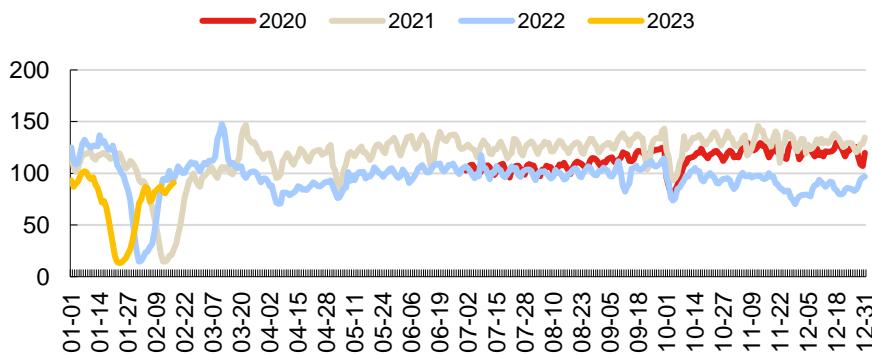


数据来源：G7、东方证券研究所

## 公路货运：2月以来整车货运指数同比上涨 42.25%

整车货运流量指数来看，2月 17 日全国整车货运流量指数（以 19 年为基数 100）90.97 点，环比 1.98%，2 月以来均值 82.32，同比 42.25%；

图 39：全国整车货运流量指数

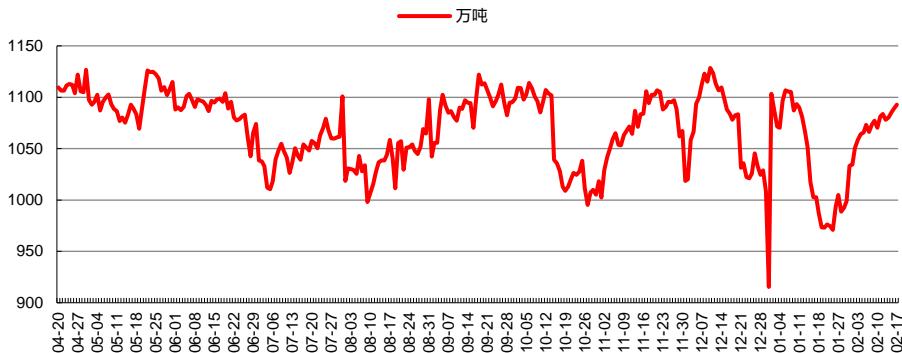


数据来源：G7、东方证券研究所

## 铁路货运：2月货运量同比去年日均减少 18.2%

同比去年 2 月日均值，今年 2 月以来日均铁路货运量降低 18.2%。

图 40：铁路货运量（万吨）

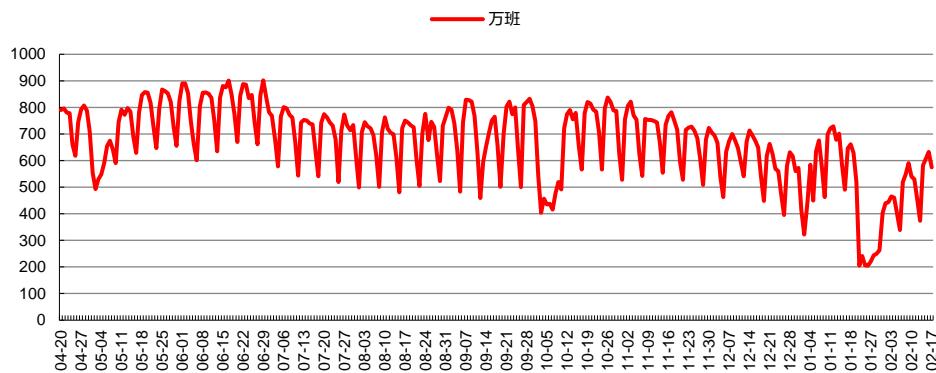


数据来源：交通运输部、东方证券研究所

## 航空货运：民航货班量节后持续恢复，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 17 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 27.6%。

图 41：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 2 月 13 日，上海浦东离港航空货运价格指数 4305.00 点，周环比下跌 6.3%，同比下跌 34.9%。

图 42：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 2.06%，BDTI 周上涨 4.6%

**集装箱：**2月17日SCFI收于974.66点，周环比-2.06%；2023年以来均值1016.5点，同比减79.80%；CCFI收于1094.05点，周环比-3.45%，2023年以来均值1159.2点，同比-67.1%。

**油运：**2月17日原油运输指数BDTI收于1261.00点，周环比4.6%，2023年以来均值1331.1点，同比增长92.3%；成品油运输指数BCTI收于1084点，周环比23.9%，2023年以来均值836.32点，同比增长39%。

**干散货：**2月17日BDI收于538.0点，周环比-10.6%，2023年以来均值788.47点，同比下滑53.5%。

**沿海散货：**2月17日CCBFI收于1016.27点，周环比1.9%，2023年以来均值1014.71点，同比-7.1%。

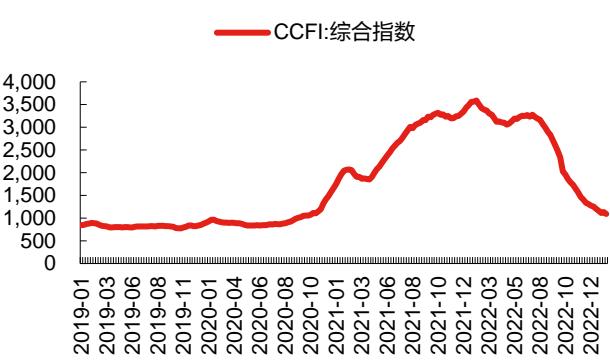
图 43：SCFI 指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

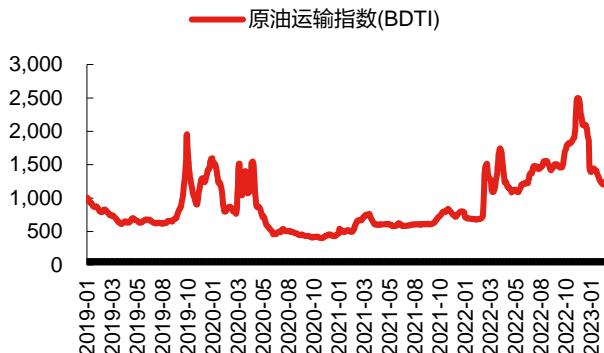
图 45：原油运输指数 (BDTI)

图 44：CCFI 指数

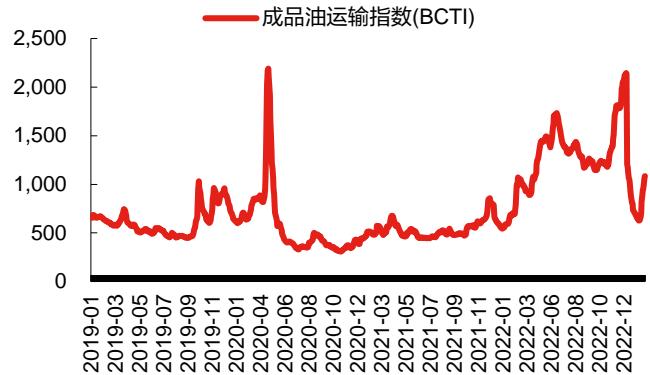


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 46：成品油运输指数 (BCTI)



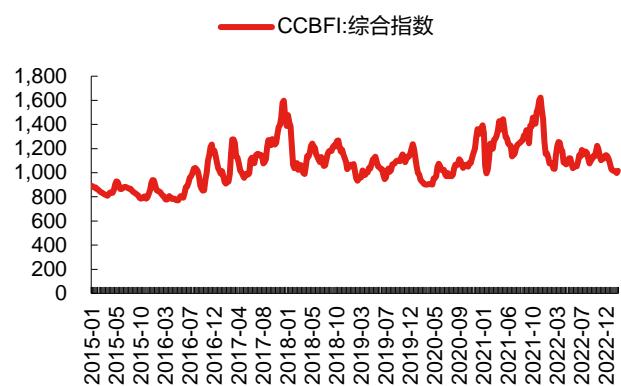
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 47：BDI 指数**


数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 48：CCBFI 指数**

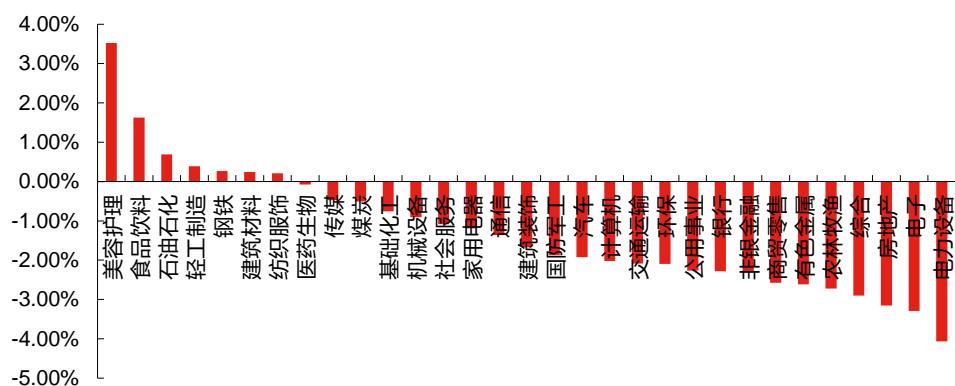

数据来源：Wind、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 行情回顾

本周（20230113-20230118）沪深300下跌1.75%，交通运输板块下跌2.09%，在申万31个一级行业中排名第20。

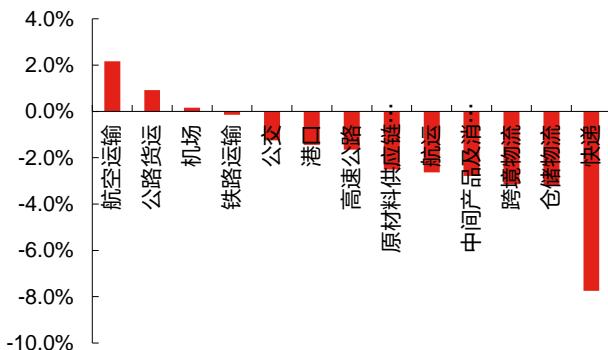
**图 49：申万一级行业表现**


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。

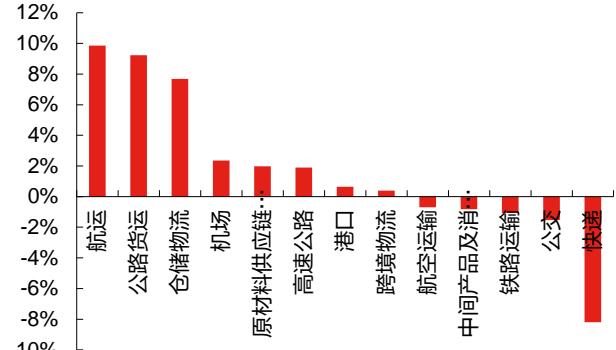
三级子行业中，航空（2.2%）、公路货运（0.9%）和机场（0.2%）涨幅居前三，快递（-7.7%）、仓储物流（-3.2%）和跨境物流（-3.1%）跌幅居前三。

图 50：交运子行业周涨幅



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 51：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吉祥航空（11.18%）、长航凤凰（6.18%）和中国国航（5.73%），跌幅前三分别为圆通速递（-12.40%）、韵达股份（-11.73%）和厦门港务（-6.75%）。

## 投资建议

1 ) 出行链：基本面持续恢复，把握出行复苏大机遇。

a ) 航空：大周期启动，公商务出行快速回升，迎接基本面快速上行期

公商务出行提前回暖，传统 3-4 月公商务旺季更可期待，后续伴随换季国际客流持续恢复、因私出行转暖，数据有望持续超预期并最终展现供需弹性。持续看好航空大周期兑现。

建议关注龙头中国国航(601111, 未评级)，以及民营航空春秋航空(601021, 未评级)、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)、中国东航(600115, 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)；

### 3 ) 物流供应链：把握时代机遇，优选龙头公司

在当前国际局势动荡、能源安全威胁等背景下，**物流供应链版本的“自主可控”和“国产替代”将成为行业发展主线之一，也是制造业产业升级下的必然趋势**。各细分领域产业趋势明确，兼具确定性和成长性。

#### 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业出海

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。

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有兴通股份（603209.SH）股票达到相关上市公司已发行股份1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 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.dfq.com.cn](http://www.dfq.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。