



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2024年1月4日  
行业：交通运输  
增持（维持）

# 绝对收益凸显价值，周期行业具备动能

## ——**——** 交运行业2024年度策略总结

分析师：王亚琪 SAC编号：S0870523060007

# 主要观点

## 高股息率赛道

- ◆ 2023年高股息受到市场青睐，在交运子版块整体表现分化的情况下，铁路、公路和港口三个板块表现较为显著。我们认为，2024年高股息率赛道的确定性较高，仍然具备配置价值。建议关注：招商公路、粤高速A、大秦铁路、唐山港。

## 周期赛道

- ◆ 航运：目前全球油轮运力老龄化严重、船台挤占、存量新造船订单极为有限、船东新造船下单意愿不强，因此我们认为油运市场的供给约束确定性较高，供需结构性的改善有望推动运价中枢上扬。建议关注：招商轮船。
- ◆ 航空：展望2024年，我们认为，航司业绩拐点已至，结构性改善推动航司业绩弹性释放，尤其是利好政策的持续出台或将加速推动国际航线的复苏，且随着我国航司过剩运力回归国际航线后，国内航线的供给压力有望缓解，国内票价或将形成支撑。建议关注：中国国航。

## 物流赛道

- ◆ 快递：我们认为，2024年件量增速预计将保持在10%-15%之间；价格方面，长期来看业务量和单票盈利水平是决定龙头企业盈利空间的关键指标，龙头之间的价格竞争或将有所持续。我们判断规模和服务是决定中长期投资机会的抓手。建议关注：顺丰控股、中通快递。
- ◆ 非快递物流：我们看好板块中通过拓展业务打开成长空间的公司，建议关注：长久物流、海晨股份。

**风险提示：**经济复苏不及预期；旅客出行需求不及预期；国际航线修复不及预期；国际地缘冲突加剧；消费需求不及预期等。



# 重点关注公司汇总

表1 交运行业重点关注公司2022年及2023年三季度业绩汇总（单位：亿元、%、倍）

赛道	公司	营业收入				归母净利润				PE	
		2022	YOY	2023Q3	YOY	2022	YOY	2023Q3	YOY	2022	2023Q3
高股息率	招商公路	83.0	-3.8%	65.8	19.2%	48.6	-2.3%	43.6	19.7%	9.88	10.73
	粤高速A	41.7	-21.2%	36.9	12.2%	12.8	-24.9%	13.6	13.9%	12.80	12.15
	大秦铁路	757.6	-3.7%	608.0	3.5%	112.0	-8.1%	111.1	2.8%	8.87	9.75
	唐山港	56.2	-7.5%	44.5	1.1%	16.9	-19.1%	16.1	16.4%	9.61	11.41
周期	中国国航	529.0	-29.0%	1054.8	150.6%	-386.2	-132.1%	7.9	102.8%	N/A	N/A
	招商轮船	297.1	21.7%	190.2	-11.8%	50.9	40.9%	37.6	-2.8%	8.93	10.52
物流	顺丰控股	2674.9	29.1%	1890.1	-5.1%	61.7	44.6%	62.6	40.1%	45.80	25.07
	中通快递-W	353.8	16.3%	278.0	9.0%	68.1	43.2%	65.6	41.1%	22.46	16.21
	长久物流	39.6	-12.1%	28.6	1.0%	0.2	-79.1%	0.9	2866.8%	274.14	79.67
	海晨股份	18.0	22.7%	13.6	3.5%	3.6	15.8%	2.5	-25.3%	17.48	15.43

资料来源：iFinD, 上海证券研究所



# 目录

## Content

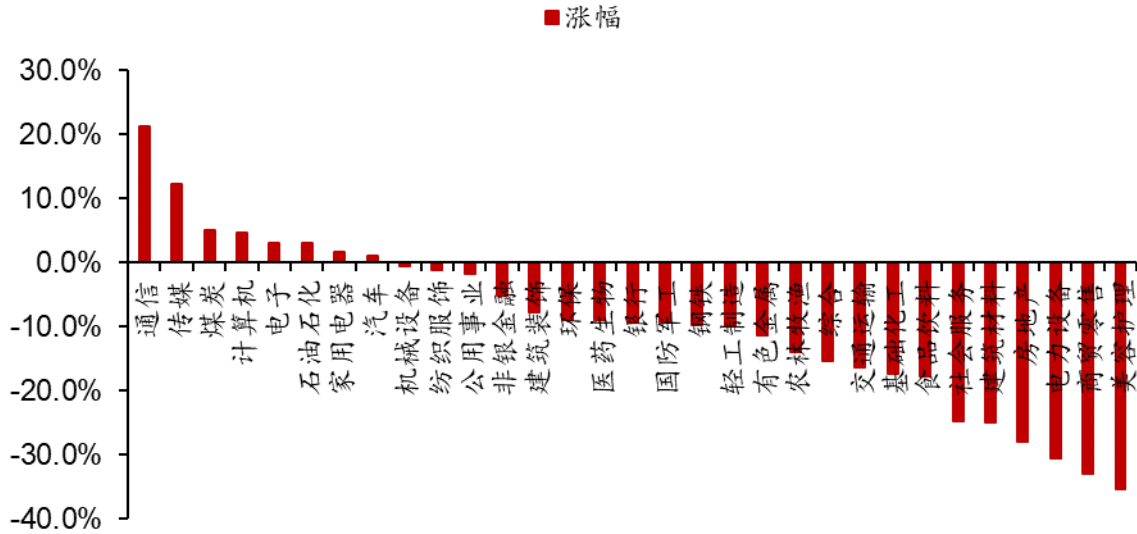
---

- 一、行情回顾：SW交运指数年跌幅16.4%，在31个申万一级行业中排名第23位
- 二、高股息率赛道：高股息率确定性高，公路铁路港口仍具备配置价值
- 三、周期赛道：航司业绩拐点已至，结构性改善推动业绩弹性释放
- 四、物流赛道：快递件量需求韧性凸显，规模和服务决定中长期投资机会
- 五、风险提示

# 一、行情回顾：SW 交运指数年跌幅16.4%，在31个申万一级行业中排名第23位

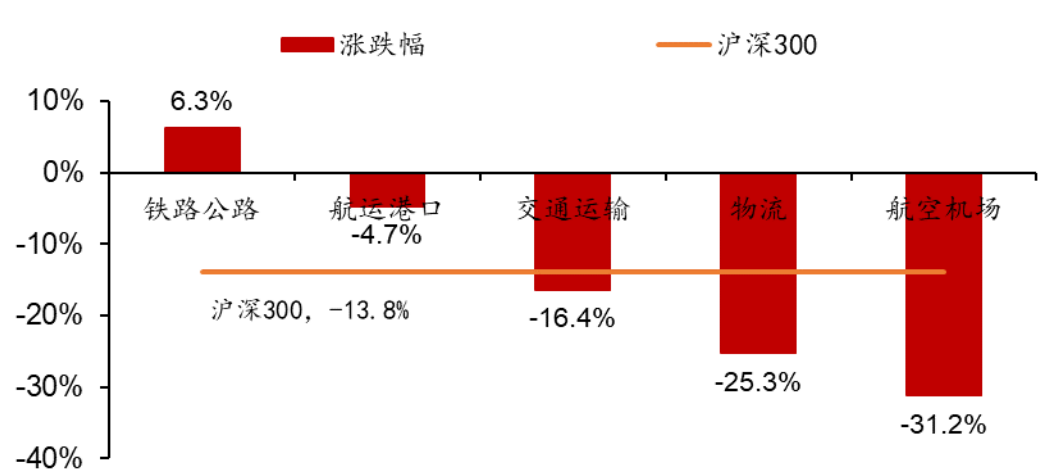
- ◆ 截至2023年12月27日，SW交运指数跑输大盘：截至12月27日，上证指数报收2914.6点，年初至今跌幅为5.7%；深证成指报收9191.7点，跌幅为16.6%；沪深300报收3336.4点，跌幅为13.8%；创业板指1809.8点，跌幅为22.9%；SW交运指数报收1977.9点，跌幅为16.4%，在31个申万一级行业中排名第23位。
- ◆ 子板块中，铁路公路的涨幅靠前，年初至今涨幅为6.3%，其次分别为航运港口、物流和航空机场，跌幅分别为4.7%、25.3%和31.2%。

图1 申万31个一级行业年初至今涨跌幅（单位：%）（截至2023年12月27日）



资料来源：iFind, 上海证券研究所

图2 交运子板块年初至今涨跌幅（单位：%）（截至2023年12月27日）



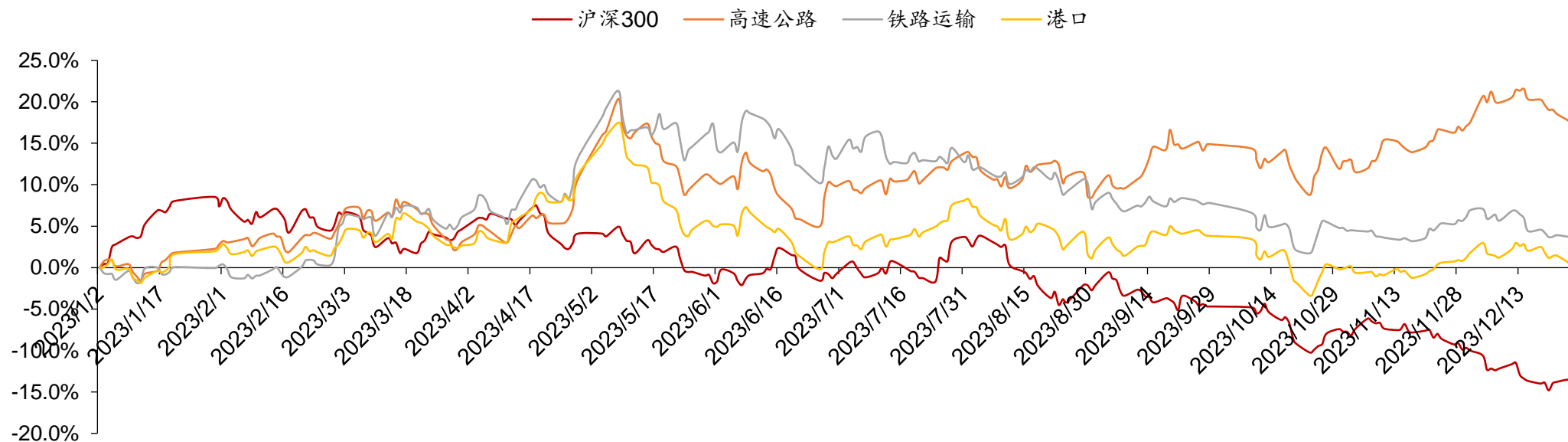
资料来源：iFind, 上海证券研究所



## 二、高股息率赛道：高股息率确定性高，公路铁路港口仍具备配置价值（1/4）

◆ 2023年高股息受到市场青睐，在交运子版块整体表现分化的情况下，铁路、公路和港口三个板块在“高股息低估值”逻辑下表现较为显著。我们认为，2024年高股息率赛道的确定性较高，仍然具备配置价值。截至2023年12月27日，高速公路、铁路运输及港口年涨跌幅分别为17.7%、3.6%及0.1%。建议关注：招商公路、粤高速A、大秦铁路、唐山港。

图3 沪深300、高速公路、铁路运输及港口年初至今涨跌幅（单位：%）（截至2023年12月27日）



资料来源：iFinD，上海证券研究所



## 二、高股息率赛道：高股息率确定性高，公路铁路港口仍具备配置价值（2/4）

表2 港口、公路及铁路板块中2020-2022年分红比例及股息率前五家公司（以各板块中2022年股息率从高到低排序）

板块	股票	分红比例			股息率		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
港口	唐山港	64.3%	56.7%	70.1%	8.1%	12.7%	7.3%
港口	青岛港	44.3%	42.0%	38.6%	4.1%	4.5%	4.8%
港口	招商港口	35.4%	30.8%	33.7%	2.4%	2.5%	3.1%
港口	上港集团	35.7%	30.1%	18.9%	2.8%	3.5%	2.6%
港口	秦港股份	35.9%	30.1%	30.3%	2.3%	2.0%	2.6%
高速公路	皖通高速	41.5%	60.2%	63.1%	3.7%	7.8%	7.5%
高速公路	山东高速	89.7%	63.0%	67.6%	6.1%	7.8%	7.0%
高速公路	宁沪高速	94.0%	55.5%	62.2%	5.0%	5.3%	5.6%
高速公路	粤高速A	70.1%	70.1%	70.1%	4.8%	7.7%	5.5%
高速公路	招商公路	49.2%	43.0%	52.7%	2.6%	4.5%	5.3%
铁路运输	大秦铁路	65.5%	58.6%	65.0%	7.4%	7.5%	7.2%
铁路运输	铁龙物流	32.6%	31.0%	30.9%	1.7%	1.6%	1.5%
铁路运输	中铁特货	0.0%	26.5%	39.6%	0.0%	0.4%	0.9%
铁路运输	三羊马	0.0%	67.4%	50.7%	0.0%	0.5%	0.2%
铁路运输	京沪高铁	50.0%	50.1%	N/A	0.6%	1.0%	0.2%

资料来源：iFinD，上海证券研究所



## 二、高股息率赛道：高股息率确定性高，公路铁路港口仍具备配置价值（3/4）

### ◆ 建议关注

#### 1) 招商公路：

► **综合性公路投资运营服务商，且为行业内唯一一家央企公路上市公司：**公司为中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商。截至2023年6月底，公司投资经营的总里程达 13060 公里。

► **优质核心资产具备稳定成长性：**公司旗下控股路产京津塘高速、甬台温高速等均占据重要的地理位置，多属于国省道主干线。此外，公司参股多家优质收费公路公司，A、H 两地参股的公路上市公司累计达 15 家。我们认为，公司旗下路产区位优势明显且盈利能力优异，成长较为稳定，同时参股其他收费公路公司，打开公司发展空间。

#### 2) 粤高速A：

► **2023年分红率不低于70%，股息率优势较为明显：**根据公司的《未来三年股东回报规划（2021年度-2023年度）》，2023年公司分红比例仍将不低于70%。根据iFinD相关数据统计，2016-2022年期间公司均保持超过70%的分红比例，且2022年股息率达5.47%，在公路上市公司中具备较高的股息率优势。

► **成本管控能力优越，公司旗下路产毛利率维持较高水平：**截至2023年6月底，公司旗下路产佛开高速公路、京珠高速广珠段及广惠高速毛利率分别为67.1%、71.2%及68.2%，较上年同期分别变动6.1pct、4.1pct及-1.2pct。





## 二、高股息率赛道：高股息率确定性高，公路铁路港口仍具备配置价值（4/4）

### 3) 大秦铁路：

►煤源地优势预计推动大秦线高位运行，主业有望稳健发展：公司运输的货品以动力煤为主，主要承担晋、蒙、陕等省区的煤炭外运任务。我们认为，随着大秦铁路主要货源地煤炭资源集中度持续提升，叠加公司主要客户为大型煤炭产销企业且与公司保持着长期、稳定的合作关系，煤源地的优势预计将持续推动大秦铁路煤炭运输量维持在高位运行。

►高股息凸显配置价值：2018-2022年期间，公司连续5年每年分红0.48元/股，且股息率保持在板块中领先的地位。我们认为，虽然公司目前没有发布明确的未来股东回报规划，但基于公司自上市以来稳定的分红表现，未来大概率仍将延续较高的分红比例。

### 4) 唐山港：

►公司分红比例及股息率均处于领先地位：根据公司未来三年（2022-2024年）股东回报规划，每年现金分红的比例将不低于净利润的30%，而2021-2022年公司分别分红0.35元/股及0.2元/股，分红比例分别高达99.3%及70.1%，且2021-2022年公司股息率分别为12.7%及7.3%，处于可比公司中领先地位。

►经济腹地广阔，公司港口区位优势突出：公司所在的京唐港区是津冀港口群中距渤海湾出海口最近之点，且经济腹地辐射唐山市以及华北、西北等内陆地区，对公司货运运输量形成支撑。



#### ◆ 油运：

►油运供给侧约束性较强，供需结构性改善逻辑不变：目前全球油轮运力老龄化严重、船台挤占、存量新造船订单极为有限、船东新造船下单意愿不强，因此供给侧的约束性较强。根据招商轮船2023年半年度报告，预计2023年原油油轮船队规模仅增长2.0%，2024年将进一步放缓至0.2%，运力供给处于相对低位，叠加碳排放EEXI指标实施后将限制部分船舶主机功率，进一步限制运力供给。

#### ◆ 干散：

►短期内或受益于巴拿马运河通航困境：目前巴拿马运河气候干旱，导致船闸运行所需的淡水供应严重不足，运河通行能力大幅下降。而巴拿马运河是南北美洲对亚欧贸易的关键航线枢纽之一，关联着全球约5%的贸易量。据悉，巴拿马运河管理局（PCA）自2023年秋天开始就采取限行措施，将通行船只从过去的每天36~38艘减少到了22艘，到明年2月份还将进一步减少至18艘。我们认为，短期内巴拿马运河通航困境将有效压缩市场供给侧，若航运公司选择绕道，则将拉长运距、进一步收缩有效运力。



#### ◆ 建议关注

##### 1) 招商轮船：

➤ **多元业务组合，协同效应持续发挥：**经过近年来的收购整合后，公司目前形成了以油气运输和干散货运输为双核心的油、散、气、车、集全船型船队布局。我们认为，多元化的业务布局不仅提升了公司的全供应链服务能力，也使得公司经营业绩更为稳健。

➤ **油轮板块的权益艘数世界第一：**公司拥有世界领先的自有 VLCC 船队，权益艘数世界第一，船队船型船龄结构优于大部分同行企业。截至2023年6月底，公司拥有运营中的VLCC油轮共52艘，平均船龄为8.1年。我们认为，未来几年油运运价中枢持续抬升的确定性较高，公司或将受益于行业景气度上行。



### 三、周期赛道：航司业绩拐点已至，结构性改善推动业绩弹性释放（1/2）

◆ **23Q3主要航司业绩显著改善，均实现扭亏为盈**：2023年前三季度，国航/南航/东航/吉祥/春秋营收分别累计录得1054.8/1194.9/855.4/158.8/141.0亿元，分别同比增长150.6%/70.3%/138.6%/144.8%/113.5%；归母净利润分别累计录得7.9/13.2/-26.1/11.3/26.8亿元。单季度来看，截至2023年三季度，五家航司均实现扭亏为盈。

表3 2023年Q1-Q3主要航司单季度营业收入、归母净利润及其增速（单位：亿元、%）

	国航			南航			东航			吉祥			春秋		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
营业收入	250.7	345.5	458.6	340.6	377.8	476.6	222.6	271.6	361.1	44.4	48.9	65.5	38.6	41.7	60.7
YOY	94.1%	213.1%	152.9%	58.6%	95.3%	62.4%	75.8%	306.1%	118.9%	78.7%	428.7%	112.8%	63.6%	222.3%	105.8%
归母净利润	-29.3	-5.2	42.4	-19.0	-9.8	42.0	-38.0	-24.5	36.4	1.7	-1.0	10.7	3.6	4.8	18.4
YOY	67.1%	95.0%	148.9%	57.8%	86.0%	168.8%	51.0%	77.7%	138.8%	130.7%	92.3%	199.4%	181.4%	159.7%	473.9%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

◆ **国际航线静待恢复，政策端利好消息频出**：根据民航局数据，2023年1-11月旅客运输量累计完成56869.6万人，同比增长144.1%，恢复至2019年同期的93.7%；其中，国际航线的旅客吞吐量累计完成2506.5万人，同比增长1513.9%，恢复至2019年同期的36.9%，恢复程度仍然较低。政策端，自11月9日起，中美间直飞定期客运航班再次增班，2023/2024冬春航季将增至每周70班，双方航空公司每周各运营35班。我们认为，利好政策的持续出台有望加速推动国际航线的复苏，且随着我国航司过剩运力回归国际航线后，国内航线的供给压力有望缓解，国内票价或将形成支撑。



◆ 建议关注

1) 中国国航：

➤中国唯一的载旗航空公司，具有国内航空公司的品牌价值：公司是中国唯一载国旗飞行的民用航空公司以及世界领先的航空联盟——星空联盟成员、2008年北京奥运会和残奥会官方航空客运合作伙伴等，具有国内航空公司的品牌价值。

➤国际客流量修复节奏仍存在预期差，公司国际航线占比为三大航首位：以2019年RPK口径计算，国航国际航线RPK占总RPK的37.1%，位居三大航首位。我们认为，2024年国际航线有望加速修复，国航更具业绩弹性。

➤定位中高端公商务主流旅客市场，具备票价优势：我们认为，公司凭借在北京两场的主基地优势定位于中高端公商务主流旅客市场，在一线城市公商务票价方面具备一定优势。此外，截至2023年6月底，公司客公里收益位居三大行首位。

表4 2021-2023年主要航司客公里收益及座公里收益（单位：元）

	2021年					2022年					2023年半年度				
	国航	南航	东航	吉祥	春秋	国航	南航	东航	吉祥	春秋	国航	南航	东航	吉祥	春秋
客公里收益	0.56	0.49	0.53	0.41	0.31	0.63	0.59	0.60	0.49	0.36	0.61	0.56	0.60	0.50	0.40
座公里收益	0.38	0.35	0.36	0.31	0.25	0.40	0.39	0.38	0.33	0.27	0.43	0.42	0.43	0.40	0.35

资料来源：中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空、春秋航空，上海证券研究所



◆ **2024年件量增速预计保持在10%-15%之间，长期来看龙头之间价格竞争或将有所延续：**根据邮政局数据，2023年1-11月快递业务量累计完成1188.2亿件，同比增长18.6%；快递业务收入累计完成10885.2亿元，同比增长13.7%。我们认为，全年的快递业务量同比增幅有望保持在17%左右，2024年件量增速预计将保持在10%-15%之间；价格方面，23Q4的单票收入在旺季的支撑下有望保持稳定，短期内行业竞争有望放缓，但长期来看业务量和单票盈利水平是决定龙头企业盈利空间的关键指标，龙头之间的价格竞争或将有所持续。

### ◆ 建议关注

#### 1) 中通快递：

对比“通达系”之间的市占率，中通不仅常年稳居行业龙头的地位，且与第二名之间市占率保持着较大的差距，从2016年的0.1%增长至2023年前三季度的7.0%，凸显出强者恒强。在此前《中通快递深度报告：行稳致远，进而有位》（2023年7月5日）的报告中，我们从三个方面梳理了中通长期保持行业龙头地位的原因：

- ▶ 中通具备单票成本优势，既有利于增厚公司利润，又给予公司份额扩张的主动权。
- ▶ 中通资本开支常年位居“通达系”首位，且房屋、运输设备等核心资产规模明显高于其余“通达系”公司，为公司构筑起较强的护城河。
- ▶ 中通重视网络合作伙伴，首创共享机制让加盟商变成股东，激励加盟商重视公司利益、共享公司经营成果。

我们认为，“规模为王”是快递行业的核心竞争优势，叠加优越的成本管控能力，才能在价格竞争中抢占先机；中通在件量和单票盈利能力两个维度均位居“通达系”首位，中长期来看有望进一步拉开差距。



### 2) 顺丰控股：

作为直营快递龙头企业，顺丰在快递行业里也几经波折，但近年来的业绩也一步步向市场证明了公司的韧性。在此前菜鸟自营快递菜鸟速递推出后，市场也一度担忧顺丰“中高端物流市场”未来会被分食，但我们认为，服务品质是中高端市场的重要抓手，而时效件作为顺丰的护城河，是其在激烈的竞争中获得差异化优势的重中之重。

展望2024年，我们认为公司具备以下看点：

- ▶ **聚焦核心主业，持续强化优势业务：**顺丰不断调整优化公司的产品结构，低毛利产品逐步退出，高毛利产品占比提升。2023年5月，公司出售了加盟模式运营的丰网速运，深度聚焦国内中高端快递、国际快递等核心业务。在传统优势业务继续保持领先的同时，新业务领域也逐步从培育期进入到了盈利期，对公司整体盈利提升起到了积极作用。
- ▶ **鄂州货运枢纽未来可期：**顺丰作为中国最大的货运航空公司、中国航空货运最大货主，上半年运营的全货机数量已经达到99架，国内航线超过2400条，国际航线超过3000条，航空总货量超过99万吨，国内货量占全国航空货邮运输总量的35.2%。随着鄂州机场投运，公司有望利用鄂州枢纽打造轴辐式航空网络，进一步提升高时效服务的覆盖城市并通过增加大型飞机以降低航空单位成本。
- ▶ **估值处于近五年底部位置。**



### 3) 长久物流：

► **整车运输需求回暖，传统主业有望持续修复：**整车业务作为公司核心业务，2022年整车运输及配套业务分别占总收入的77.0%及4.4%。我们认为，公司多年深耕汽车物流行业，积累了丰富的公路运输经验，且拥有十余年的水运和铁路运输业务的操作管理经验，具备较强的公铁水多式联运的运输能力和成本管控能力。此外，公司于2023年10月购入7000车大型滚装船“久洋兴”轮，海运运力大幅提升，为公司国际业务打开增长空间。

► **布局新能源，打开第二条成长曲线：**2023年公司全面发力新能源业务，收购了广东迪度并与多家企业达成战略合作关系。我们认为，通过收购广东迪度，公司顺利的切入了动力电池回收行业；此外，迪度在梯次利用及电力储能领域拥有深厚的资源、技术、渠道优势，而长久则积累了丰厚的物流经验，且回收和销售端均具备一定的渠道优势，因此两者的合作有望形成较强的联动优势。

### 4) 海晨股份：

► **传统业务聚焦电子、新能源高景气行业：**公司是国内制造业供应链物流服务领先企业之一，下游客户主要是电子信息产品、新能源汽车、新材料等行业的制造性企业。消费电子行业目前仍然处在调整周期中，我们预计今年上半年行业外部环境整体预期会有进一步改善。

► **收购盟立自动化，打开成长空间：**2023年10月，公司发布公告称收购盟立自动化（昆山）有限公司100%的股权，收购价格为1.8亿元。盟立自动化是行业领先的自动化公司之一，长期服务于半导体、光电面板、智能仓储和电子商务等行业客户，拥有较好的产品竞争力和品牌影响力。我们认为，公司对于盟立自动化的收购可以提升公司在自动化领域的技术积累和产品能力，同时将业务范围从原有的智能仓储自动化领域，进一步扩展至光电面板、半导体等行业的自动化领域。





- 1. 经济复苏不及预期：**宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，快递、航空、机场等板块复苏承压。
- 2. 旅客出行需求不及预期：**若旅客出行需求复苏不及预期，将影响航空和机场市场需求端的修复。
- 3. 国际航线修复不及预期：**若国际航线航权谈判、机场地面服务能力不足等原因导致国际航线修复不及预期，则可能影响航空和机场市场的恢复节奏。
- 4. 国际地缘冲突加剧：**若俄乌冲突恶化、中美贸易摩擦增多等，将可能导致宏观经济下滑。
- 5. 消费需求不及预期：**若消费需求复苏不及预期，将影响快递物流市场需求端的修复。



# 行业评级与免责声明

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



# 行业评级与免责声明

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

