

若红海事件长期化，对航运船舶市场的潜在影响

评级：推荐(维持)

祝玉波(证券分析师)

S0350523120005

zhouyb01@ghzq.com.cn

李跃森(证券分析师)

S0350521080010

liys05@ghzq.com.cn

◆ 红海局势逐渐紧张，影响世界航运大动脉

苏伊士运河，俗称“世界航运的十字路口”，每年通过超过1万亿美元的货物，处理着全球约12%的货物运输，30%的集装箱贸易和近10%的原油贸易。曼德海峡是苏伊士运河的咽喉，绕行航程增4成。从2023年11月中旬胡赛武装开始袭击商船以来，红海地区局势持续升级。班轮公司在经过多次尝试后，选择放弃通行红海，绕行好望角。1月12日英美空袭胡赛后，部分油轮公司也宣布暂停红海航线。

◆ 集运亚丁湾通行量大减，运价大涨

从亚丁湾通行量上看，集运大量绕行，油轮绕行渐现。红海危机后，箱船大量绕行导致亚丁湾通行量暴跌85%；原油油轮和成品油轮分别下降20%/27%；散货船下降5%。从运价上看，集运运价大幅上涨，但散油市场尚未有明显反映。

◆ 红海长期化利好船东收益

①集运：集运基本上，2024-2025年大量新船交付是主要矛盾。目前在手订单近为现有船队的26%，即便叠加环保法规和老旧船舶淘汰，2024-2025年供给增长分别为7.3%和5.2%；需求受去库周期结束和经济复苏影响，仍有3%左右的年增长。红海是远东-欧地线重要的通道。一旦远东-欧地线运力全部绕行，将增加11.9%的TEU海里运力需求，将大幅改善2024年集运基本面。假设红海事件持续至2024年Q1/2024年H1/2024年全年，我们预计对应2024年中远海控归母净利润为154/216/278亿元，红海事件对集运公司业绩影响弹性较大。

②油运：原油油轮中期供给逻辑坚实，在手订单近为现有船队的5%，叠加环保法规和老旧船舶淘汰，2024-2025年供给增长接近于0；需求受运距拉长和东南亚/南亚新投产炼化产能推动，仍有约3%的年增长。通过红海航线的船舶主要为苏伊士型与阿芙拉型，服务于俄罗斯与亚洲、中东与欧洲贸易。一旦完全绕行，原油油轮运力需求将增加7.3%，直接利好Suezmax和Aframax市场，VLCC将受益于中型船需求外溢与绕行后的船型替代。

VLCC供需差持续拉大，红海事件推高峰值。2024-2025年，VLCC供给在有限新船交付和环保法规对航速的限制下将略下降；亚洲炼厂新产能和美洲原油出口增加支撑需求增长；VLCC运价中枢将持续提高，利好原油油轮公司利润。假设红海事件持续至2024年Q1/2024年H1/2024年全年，我们预计对应2024年中远海能归母净利润为74.8/76.5/82.4亿元，红海事件对油运公司业绩影响弹性较大。

◆ 船东利润增厚，利好绿色订单释放

绿色船舶更新需求广阔，订单释放节奏决定船价上行斜率。2023-2027年，IMO和欧盟将先后出台并实施一系列短中期环保法规。若严格执行，将迫使船东淘汰老旧船舶、使用高能效船舶，持续刺激船东订造绿色新单的需求。产能紧张赋能船价上行，成本低位利好船厂利润。

◆ **投资建议：**若红海长期化，持续绕行造成运力短缺，提振航运运价，增厚远洋航运公司利润。面对逐年加严的环保法规，航运公司从红海事件获得的额外利润或将转为资本开支，利好绿色订单释放，推动船价大幅上涨，利好造船龙头企业业绩。维持航运与船舶行业“推荐”评级。

◆ 风险提示：

- 1)宏观方面：经济大幅波动；地缘政治冲突；
- 2)行业方面：重大政策变动；
- 3)公司方面：成本管控不及预期；重点关注公司业绩不及预期等。

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
航运港口	-0.2%	-0.1%	-3.5%
沪深300	-4.2%	-11.3%	-18.3%

相关报告

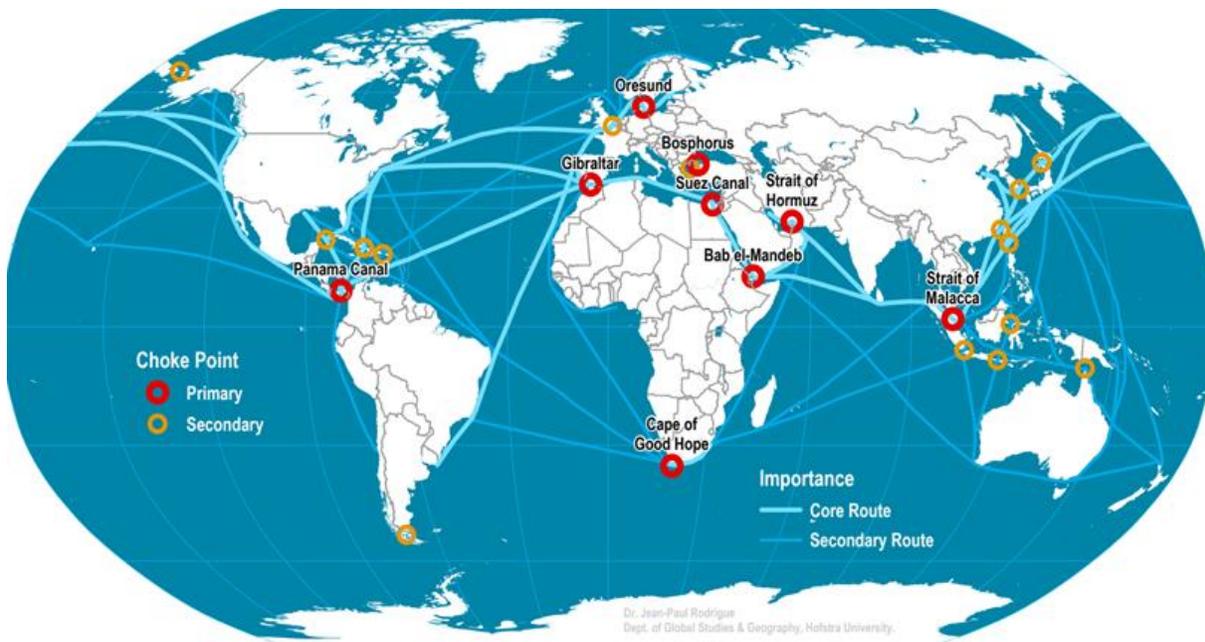
《航运港口事件点评：航运大动脉或再阻塞，运价上行风险陡增（推荐）*航运港口*许可，李然》——2023-12-17

《内贸化学品航运投资框架*航运港口*周延宇，许可》——2022-11-06

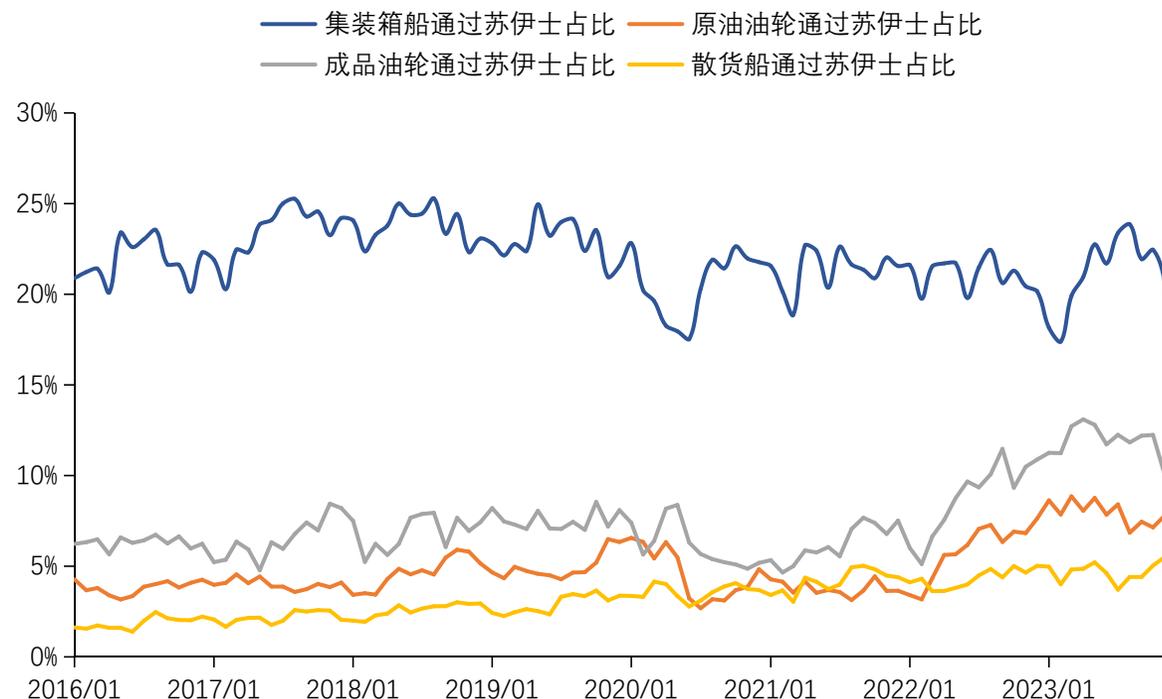
一、红海局势逐渐紧张

- ◆ 苏伊士运河，俗称“世界航运的十字路口”，每年通过超过1万亿美元的货物，处理着全球约12%的货物运输，30%的集装箱贸易和近10%的原油贸易。
- ◆ 苏伊士运河近些年来的重要程度进一步加强。分船型来看，大多数情况下，占比超过20%的全球集装箱船队需要通过苏伊士运河；在俄乌冲突爆发（2022年2月）后，原油油轮和成品油轮的运力通行比例从2021年的3.8%/6.2%，提升到2023年的7.9%/11.8%；巴拿马运河从2023年7月以来受气候原因导致通行量下降，开始出现拥堵，并情况持续加重，部分散货船开始绕行苏伊士运河，其船队通行比例从2023年7月的3.7%增长至12月的5.6%（2022年12月仅为5.0%）。

图表：苏伊士运河是远东-欧美核心航线上的关键节点



图表：苏伊士运河对于各类船型而言变得愈发重要



曼德海峡是苏伊士运河的咽喉，绕行航程增4成

图表：曼德海峡是苏伊士运河的咽喉，紧邻也门胡赛武装控制区

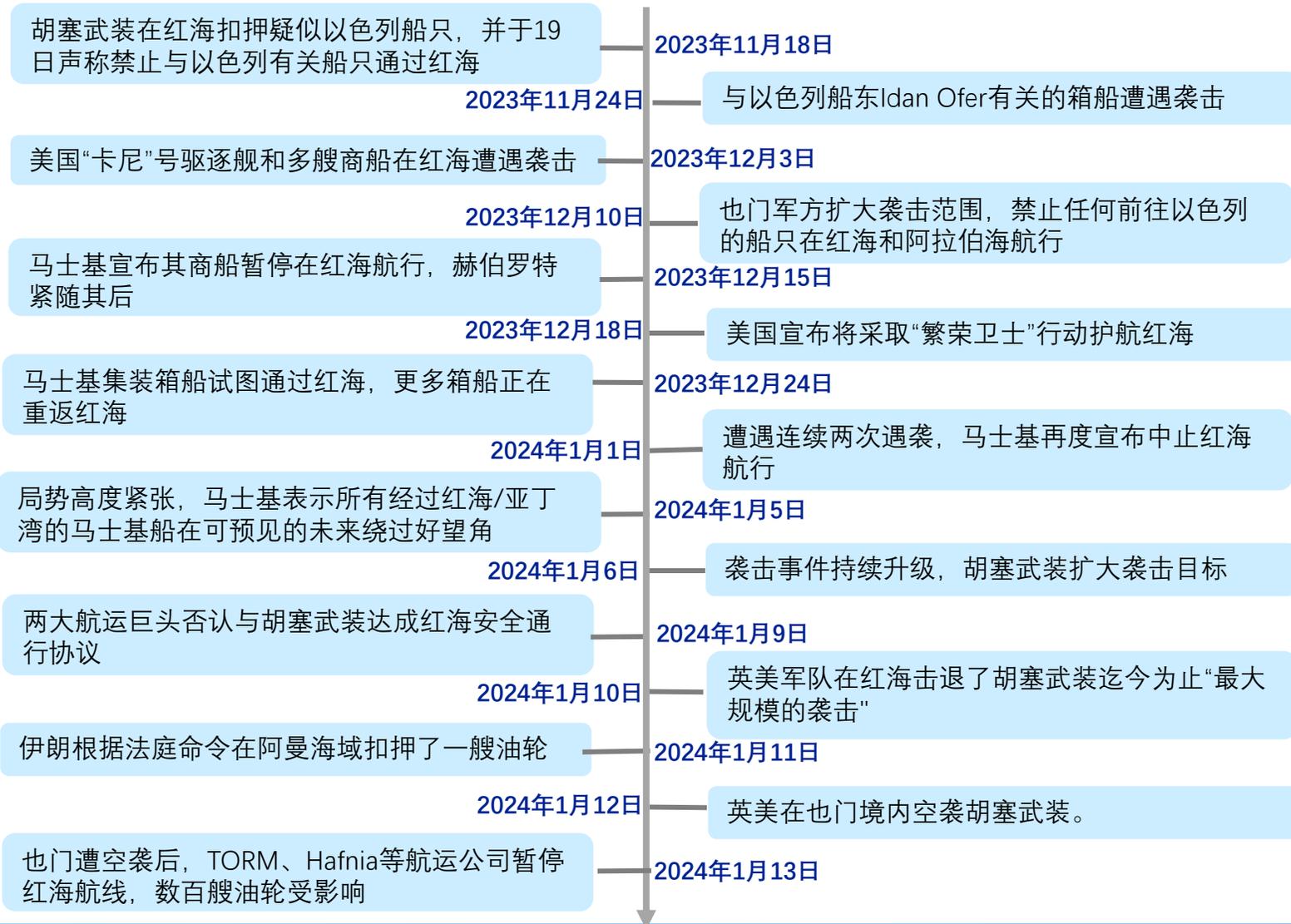


图表：以亚欧航线为例，绕行将增加接近40%的运力需求



红海局势持续升温，威胁亚欧航线安全

图表：从2023年11月中旬胡塞武装开始袭击商船以来，红海地区局势持续升级。班轮公司在经过多次尝试后，仍选择绕行好望角。12日英美空袭胡赛后，油轮公司也宣布暂停红海航线。



图表：近期袭击/疑似袭击事件不仅发生在红海和曼德海峡区域，也发生在阿拉伯海区域

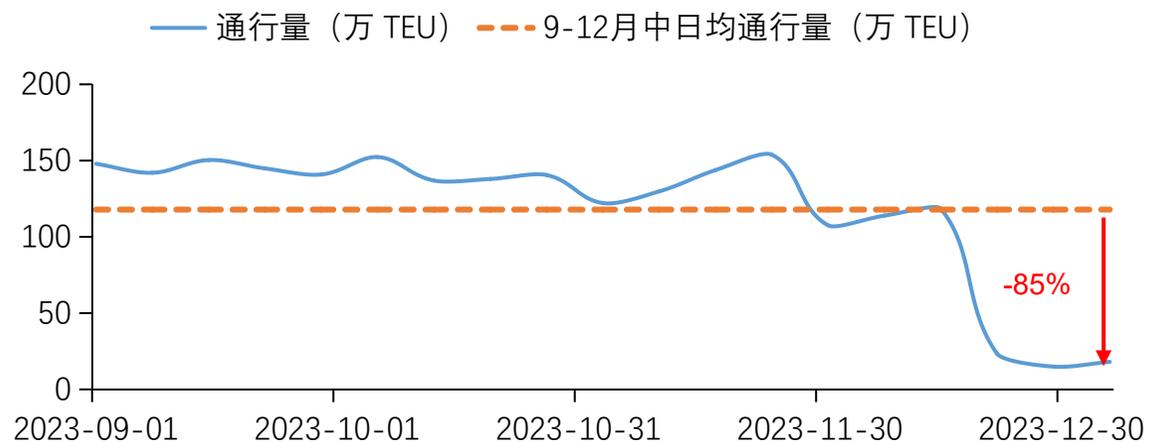


注：红色为袭击，橙色为疑似袭击，黄色为警报，白色为预警

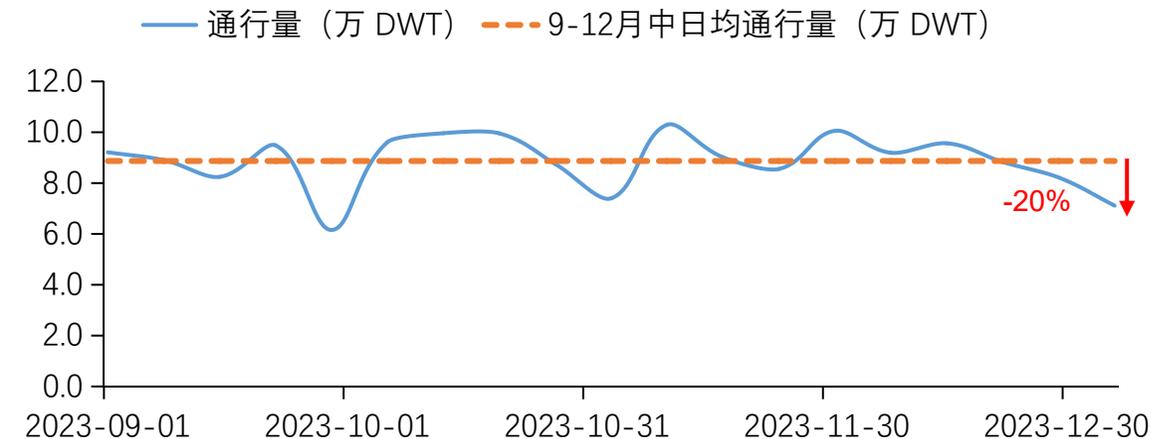
二、集运亚丁湾通行量大减，运价大涨

通行量：集运大量绕行，油轮绕行渐现

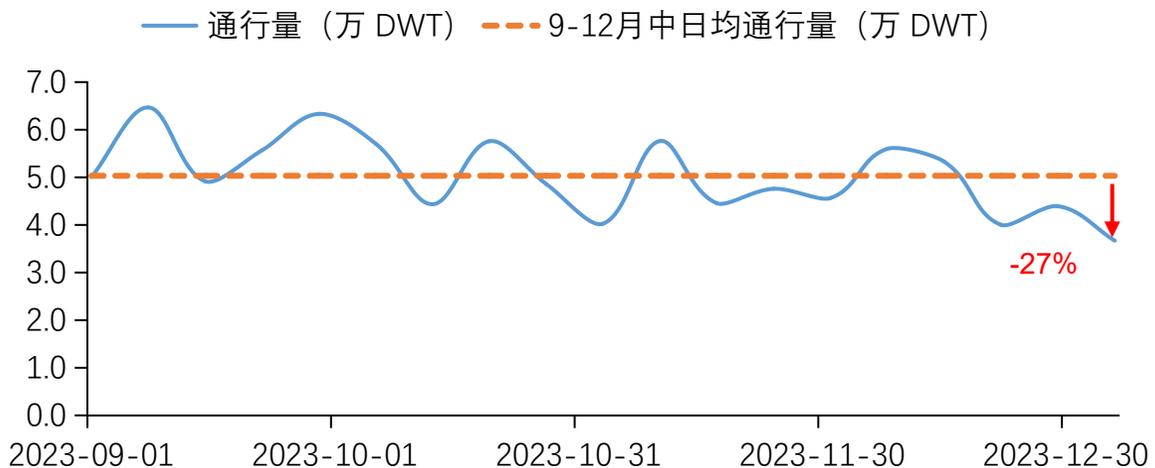
图表：红海危机后，箱船大量绕行导致亚丁湾通行量暴跌85%



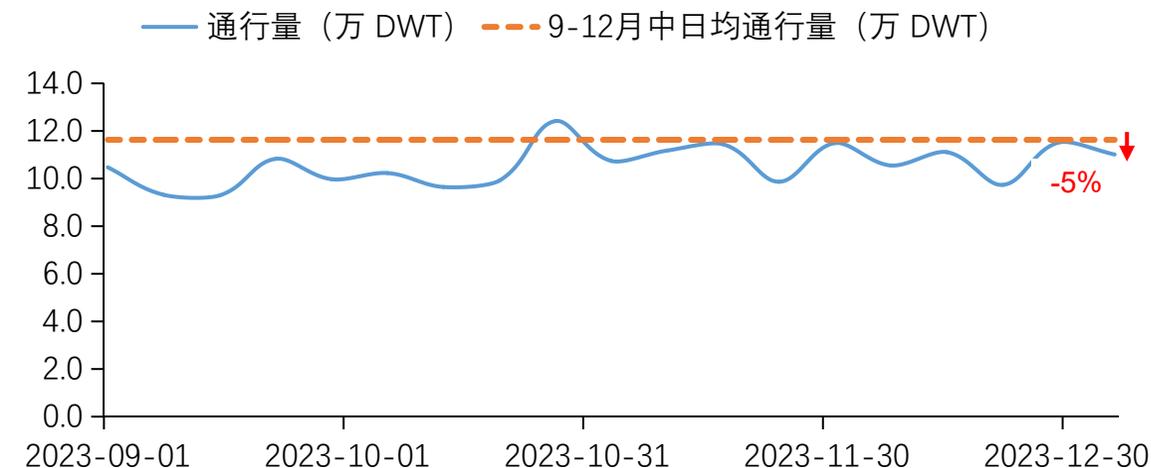
图表：原油油轮亚丁湾通行量下降20%



图表：成品油油轮亚丁湾通行量下降27%

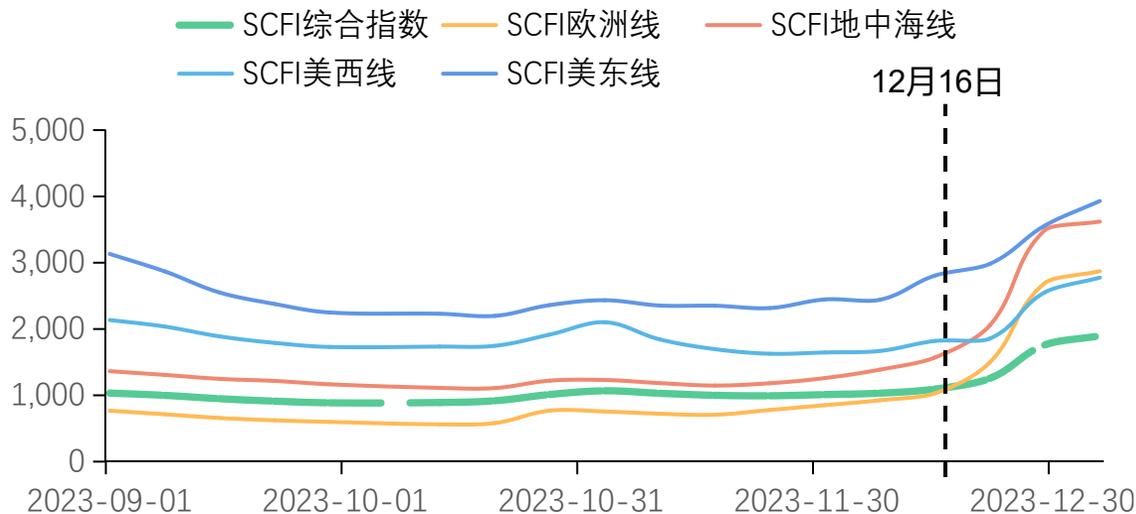


图表：散货船亚丁湾通行量下降5%

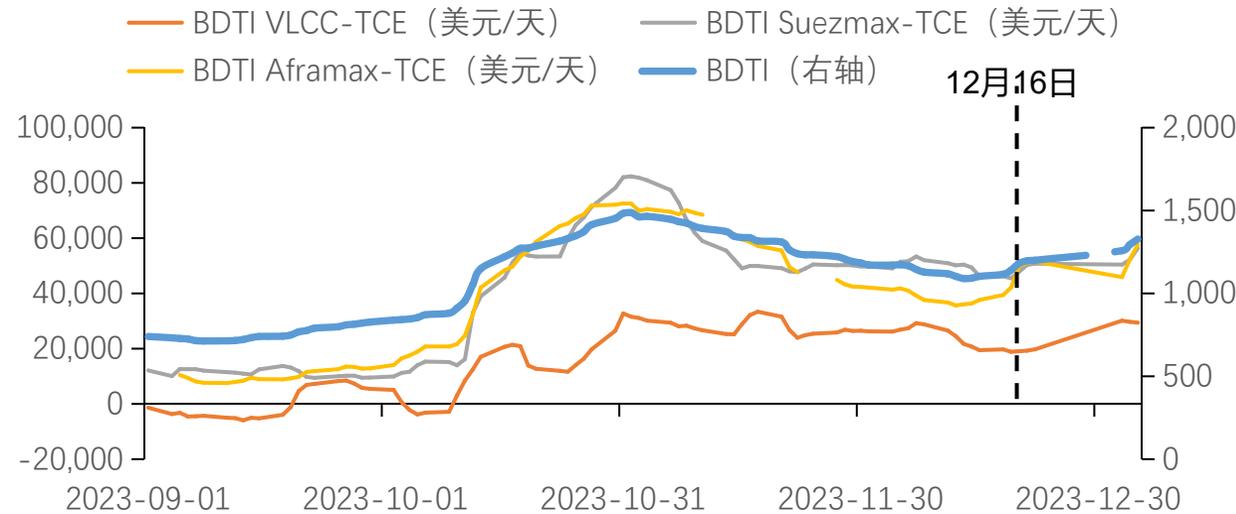


运价：集运运价大幅上涨，但散油市场尚未有明显反映

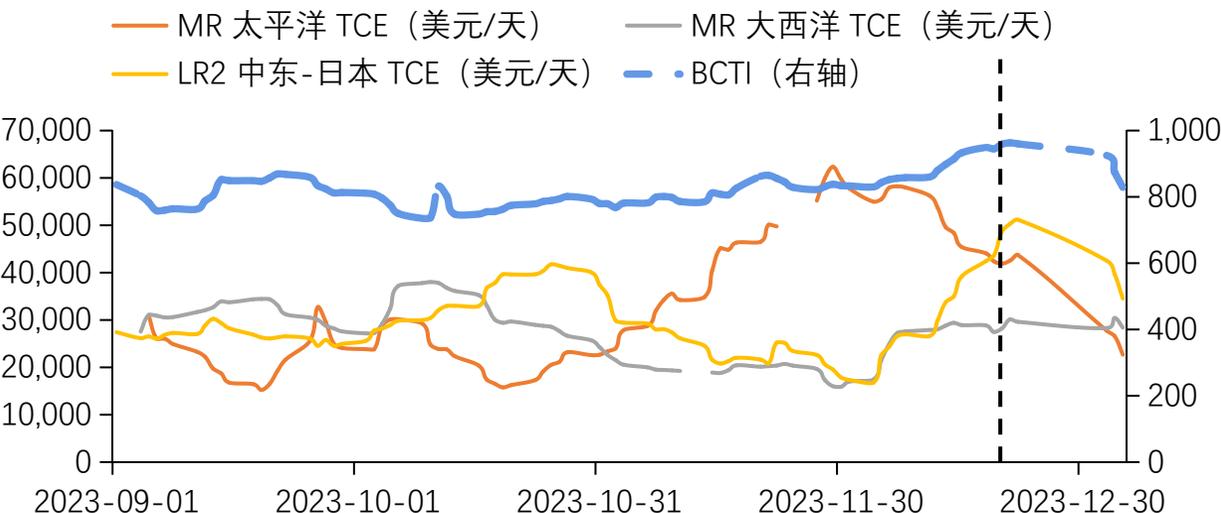
图表：集运欧线运价猛增，带动其余航线运价大幅增长



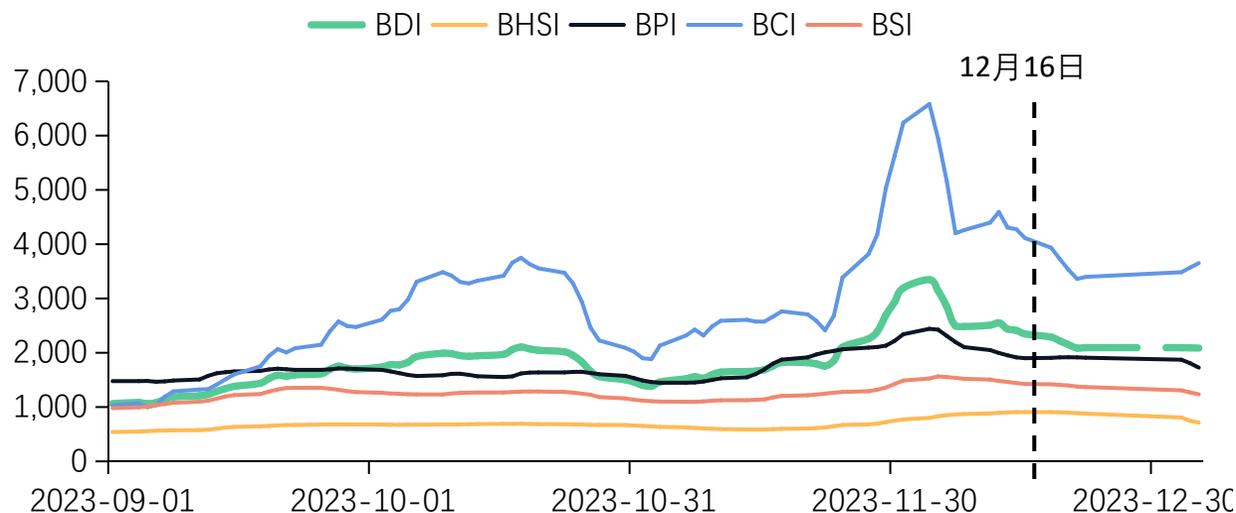
图表：原油油轮运价稳中有增



图表：成品油轮运价平稳



图表：散货船运价较为稳定

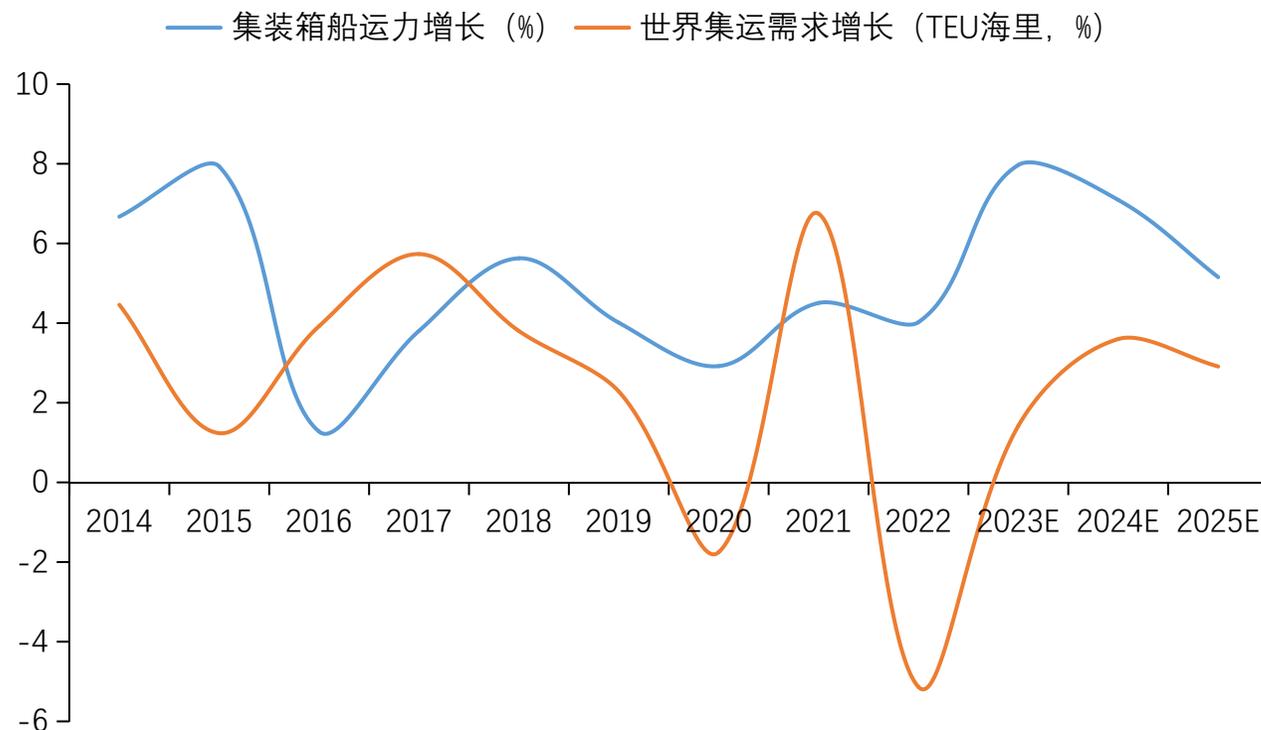


三、红海长期化利好船东收益

集运基本面：红海长期化将大幅改善2024年市场

- ◆ 集运基本面上，无法忽略2024-2025年大量新船交付。目前在手订单近为现有船队的26%，即便叠加环保法规和老旧船舶淘汰，2024-2025年供给增长分别为7.3%和5.2%；需求受去库周期结束和经济复苏影响，仍有3%左右的年增长。
- ◆ 红海是远东-欧地线重要的通道。一旦远东-欧地线运力全部绕行，将增加11.9%的吨TEU运力需求，将大幅改善2024年集运基本面。

图表：集运大量在手订单是供需基本面上的主要矛盾。订单大部分为12k TEU以上的大型箱船。



运量需求	百万TEU			需求预测			
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2024 %	2025 %
美线 - 东向	23.8	22.0	21.1	22.5	23.1	6.5%	2.6%
欧地线 - 西向	17.1	15.4	16.5	16.8	17.0	1.5%	1.4%
欧美线 - 回程	14.2	12.7	12.6	12.9	13.1	2.5%	2.1%
大西洋线 - 往返	8.3	8.1	7.4	7.9	8.0	6.3%	1.9%
远洋干线	63.5	58.3	57.6	60.0	61.3	4.2%	2.1%
东西向支线	21.9	21.8	23.5	24.2	25.1	3.1%	3.7%
南北线	33.6	32.8	33.7	34.9	36.2	3.5%	3.7%
亚洲线	63.6	63.0	62.3	64.6	66.7	3.7%	3.2%
其他	25.3	24.4	23.9	24.8	25.7	3.6%	3.9%
总运量 (百万TEU)	207.9	200.3	201	208.5	215	3.7%	3.1%
<i>yoy</i>	6.6%	-3.7%	0.4%	3.7%	3.1%		
总运量 (十亿TEU海里)	1040	987	1001	1037	1067	3.6%	2.9%
<i>yoy</i>	6.7%	-5.1%	1.4%	3.6%	2.9%		

集运运力	百万TEU			供给预测			
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2024 %	2025 %
<3k TEU	4.5	4.7	4.9	4.9	4.7	-0.1%	-5.3%
3-8k TEU	6.5	6.6	6.9	7.2	7.2	5.1%	-0.1%
8-12k TEU	5.9	6.1	6.1	6.2	6.4	1.8%	3.5%
12-17k TEU	4.4	4.8	5.6	6.8	8.1	21.6%	19.1%
17k+ TEU	3.4	3.6	4.3	4.6	4.9	8.5%	6.4%
船队总运力	24.8	25.8	27.8	29.8	31.3	7.3%	5.2%
<i>yoy</i>	4.5%	4.0%	7.8%	7.3%	5.2%		

中远海控业绩预测：红海长期化大幅改善运价，略微损害货量

- ◆ 假设红海事件在2024全年持续，我们预计2024年集运公司将利用自身高市占额，借助事件提价，直至事件结束。跨太平洋线与欧地线的即期与长协运价将均有较大提升，其他航线也会受到外溢影响。较高的运价也会损害最终货主收益，会对货量造成一定影响。

图表：假设红海事件在2024年全年持续，2024年集运运价与中远海控货量预测

年份	2022	2023	2024
1.1 货运量 (万TEU)	2441.17	2398.76	2399.42
yoy	-9.29%	-1.74%	0.03%
其中：			
跨太平洋	450.83	405.75	393.57
yoy	-9.81%	-10.00%	-3.00%
占比	18.47%	16.91%	16.40%
亚欧（包括地中海）	454.21	431.50	409.92
yoy	-11.39%	-5.00%	-5.00%
占比	18.61%	17.99%	17.08%
亚洲区内（包括澳大利亚）	817.90	842.44	867.71
yoy	-4.39%	3.00%	3.00%
占比	33.50%	35.12%	36.16%
其他国际（包括大西洋）	270.35	262.24	262.24
yoy	-5.01%	-3.00%	0.00%
占比	11.07%	10.93%	10.93%
中国大陆	447.88	456.84	465.97
yoy	-16.85%	2.00%	2.00%
占比	18.35%	19.04%	19.42%

年份	2022	2023	2024
1.4 即期运价（去程，美元/TEU）			
跨太平洋	3592.48	1035.92	2830.00
yoy	6.83%	-71.16%	173.19%
亚欧（包括地中海）	4472.02	842.34	2216.93
yoy	0.00%	-81.16%	163.19%
亚洲区内（包括澳大利亚）	1620.55	730.75	833.33
yoy	24.54%	-54.91%	14.04%
其他国际（包括大西洋）	2337.56	1304.02	1098.00
yoy	-13.00%	-44.21%	-15.80%
中国大陆(人民币/TEU)	2383.81	2253.18	2256.33
yoy	-2.67%	-5.48%	0.14%
1.6 长协运价（去程，美元/FEU）			
跨太平洋	6675.00	1500.00	3000.00
yoy	180.07%	-77.53%	100.00%
亚欧（包括地中海）	7500.00	1150.00	1800.00
yoy	200.00%	-84.67%	56.52%

中远海控业绩预测：全年利润大幅增厚

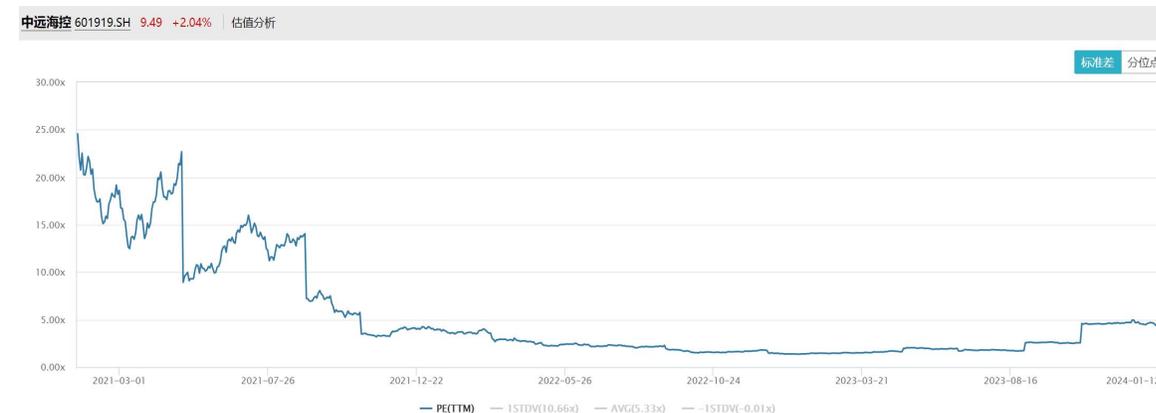
- ◆ 假设红海事件持续至2024年Q1/2024年H1/2024年全年，我们预计对应2024年中远海控归母净利润为154/216/278亿，红海事件对集运公司业绩影响弹性较大。

图表：假设红海事件在2024全年持续，中远海控分航线业务预测

年份	2022	2023	2024
3.4 集装箱航运业务(分航线, 百万元)	366546.62	167170.48	186340.62
yoy	17.50%	-54.39%	11.47%
其中:			
跨太平洋	115103.51	40028.37	51287.72
yoy	34.46%	-65.22%	28.13%
占比	31.40%	23.94%	27.52%
亚欧 (包括地中海)	97279.51	36487.54	43643.39
yoy	4.04%	-62.49%	19.61%
占比	26.54%	21.83%	23.42%
亚洲区内 (包括澳大利亚)	89478.21	50459.31	60739.59
yoy	22.33%	-43.61%	20.37%
占比	24.41%	30.18%	32.60%
其他国际 (包括大西洋)	51759.78	27719.24	20156.01
yoy	11.05%	-46.45%	-27.29%
占比	14.12%	16.58%	10.82%
中国大陆	12925.61	12476.03	10513.92
yoy	-1.21%	-3.48%	-15.73%
占比	3.53%	7.46%	5.64%

图表：中远海控盈利预测与历史估值水平

2024预测情景	红海事件	红海事件	红海事件
	持续整年	持续半年	持续Q1
营业收入 (百万元)	212,687	195,734	178,591
归母净利润 (百万元)	27,802	21,633	15,395
P/E	5.49	7.06	9.92

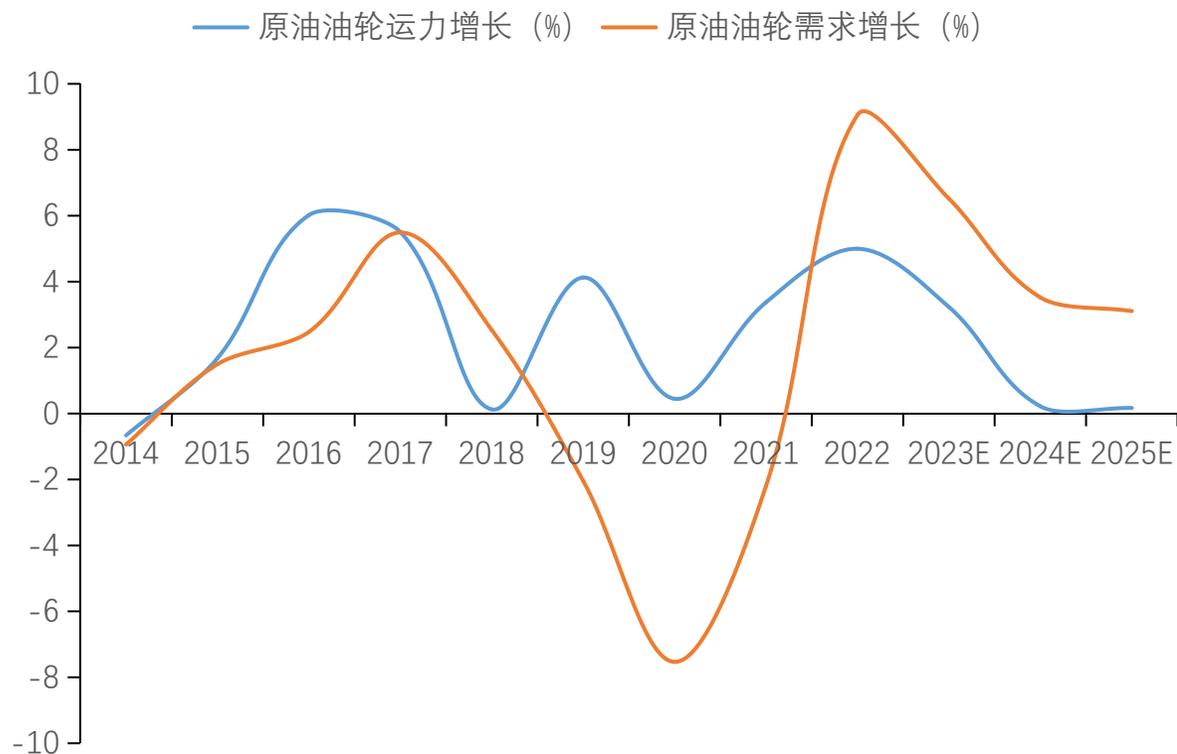


注：数据截至2024.1.12

原油油轮基本面：中期供给逻辑坚实，事件打开向上弹性

- ◆ 原油油轮中期供给逻辑坚实，在手订单仅为现有船队的5%，叠加环保法规和老旧船舶淘汰，2024-2025年供给增长接近于0；需求受运距拉长和东南亚/南亚新投产炼化产能推动，仍有约3%的年增长。
- ◆ 通过红海航线的船舶主要为苏伊士型与阿芙拉型，服务于俄罗斯与亚洲、中东与欧洲贸易。一旦完全绕行，原油油轮运力需求将增加7.3%，直接利好Suezmax和Aframax市场，VLCC将受益于中型船需求外溢与绕行后的船型替代。

图表：原油油轮中期供给逻辑坚实，运力供给紧张持续。



运量需求	百万 Dwt			需求预测			
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2024 %	2025 %
VLCC	173.7	183.0	192.9	201.8	209.3	4.6%	3.7%
Suezmax	68.9	76.4	82.8	85.1	87.9	2.7%	3.4%
Aframax	46.4	56.1	60.7	61.6	62.7	1.5%	1.7%
总需求	292.6	319.1	339.9	351.9	362.8	3.5%	3.1%
yoy	-2.2%	9.1%	6.5%	3.5%	3.1%		

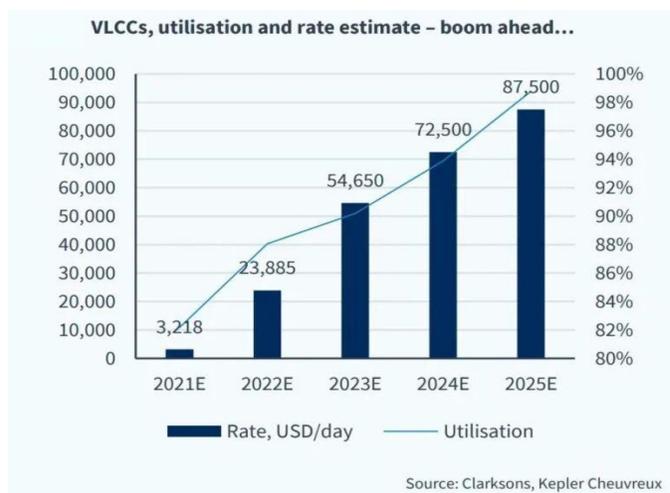
油运运力	百万 DWT			供给预测			
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2024 %	2025%
VLCC	241.5	255.8	266.8	266.3	265.2	-0.2%	-0.4%
Suezmax	88.2	92.5	93.8	94.6	97.0	0.8%	2.6%
Aframax	68.9	70.5	71.9	73.1	72.9	1.6%	-0.2%
总供给	403.2	423.3	437	438	438.7	0.2%	0.2%
yoy	3.4%	5%	3.2%	0.2%	0.2%		
均值	2020	2021	2022	2023.10	2023.11	2023	同比
平均航速 (节)	11.5	11.2	11.2	11.5	11.5	11.5	2%
yoy	-0.4%	-2.8%	0.4%	0.7%	0.3%		
储油运力 (% dwt)	7.9%	6.5%	5.7%	3.5%	3.1%	4.1%	

VLCC基本面：供需差持续拉大，事件打开向上弹性

- ◆ VLCC供需差持续拉大，红海事件推高峰值。2024-2025年，VLCC供给在有限新船交付和环保法规对航速的限制下将略下降；亚洲炼厂新产能和美洲原油出口增加支撑需求增长；VLCC运价中枢将持续提高，利好原油油轮公司利润。
- ◆ 假设红海事件持续至2024年Q1/2024年H1/2024年全年，我们预计对应2024年中远海能归母净利润为74.8/76.5/82.4亿元，红海事件对油运公司业绩影响弹性较大。

图表：VLCC供需差持续拉大，未来运价中枢将持续向上。红海事件长期化将进一步打开向上弹性。

需求：	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
海上原油运输需求 (百万桶/天)	37.1	36.9	39.6	40.8	41.9	43.0
yoy	-7.83%	-0.47%	7.42%	2.95%	2.64%	2.59%
海上运输需求占全球原油产量比重	39.41%	38.73%	39.69%	40.13%	40.46%	
VLCC原油运输需求 (百万桶/天)	18.7	17.3	18.6	19.8	20.7	21.4
yoy	-5.08%	-7.49%	7.51%	6.45%	4.55%	3.38%
VLCC原油运输需求占总海上原油运输比	50.43%	46.87%	46.91%	48.51%	49.41%	49.79%
中东-远东 (20天)	8.5	9.1	10.3	10.6	10.7	10.9
中东-其他亚洲区域 (4天)	3.3	2.5	2.7	2.7	3	3.3
中东-北美 (40天)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
拉美-亚洲 (37天)	1.5	1.2	1.2	1.5	1.6	1.7
西非-亚洲 (30天)	1.9	1.8	1.5	1.4	1.2	1.2
北美-亚洲 (50天)	0.9	1	1.1	1.3	1.6	1.8
其他	1.9	1.2	1.3	2	2.1	2.2
航距综合系数	19.72	20.83	20.49	20.17	20.25	20.28
yoy	1.37%	5.66%	-1.62%	-1.60%	0.43%	0.15%
VLCC原油运输需求 (dwt)	182.2	172.2	175	187	196.20	209.20
yoy	-4.36%	-5.49%	1.63%	6.86%	4.92%	6.63%
供给：						
全球VLCC载重吨 (百万载重吨) (期末值)	247.01	255.86	262.14	279.74	279.8	278.4
VLCC艘数 (年末值)	801	830	850	888	891	895
VLCC交付数 (本期发生额)			40	24	3	4
VLCC拆船数 (本期发生额)	4	14	3	0	0	0
单艘载重吨	0.308	0.308	0.308	0.308	0.308	
浮舱存储载重吨	18.2	16.6	13.9	9.9	5	5
全球VLCC有效运力 (百万载重吨)	230.2	241.5	255.8	266.8	266.3	265.2
yoy	0.51%	4.92%	5.90%	4.32%	-0.20%	-0.40%
需求-供给增速差	-4.87%	-10.41%	-4.27%	2.53%	5.12%	7.02%



图表：红海长期化下中远海能盈利预测

2024预测情景	红海事件持续整年	红海事件持续半年	红海事件持续Q1
预测运价 (美元/日)	80,000	73,000	71,000
营业收入 (百万元)	27,511	26,703	26,472
归母净利润 (百万元)	8,244	7,648	7,478
P/E	7.55	8.13	8.32

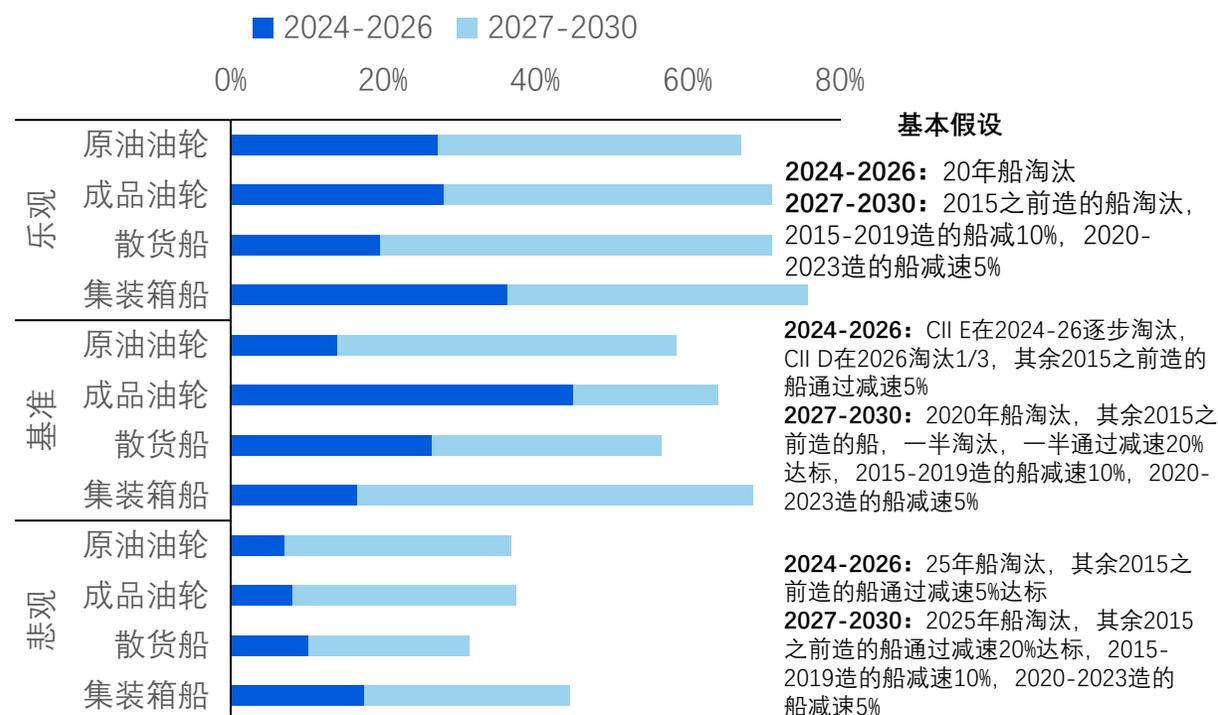
四、船东利润增厚，利好绿色订单释放

◆ **航运船队绿色更新迫在眉睫。** 2023-2027年，IMO和欧盟将先后出台并实施一系列短中期环保法规。若严格执行，将迫使船东淘汰老旧船舶、使用高能效船舶，持续刺激船东订造绿色新单的需求。

图表：IMO与EU环保措施在2023-2027年接连实施，船东脱碳压力持续增加



图表：在不同场景下，我们预计2030年环保法规分别会导致约70%/60%/35%的船舶退出合规市场



注：退出合规市场包括因法规减速、转向非国际市场或拆船等情形。

2024年第一周船价指数大涨

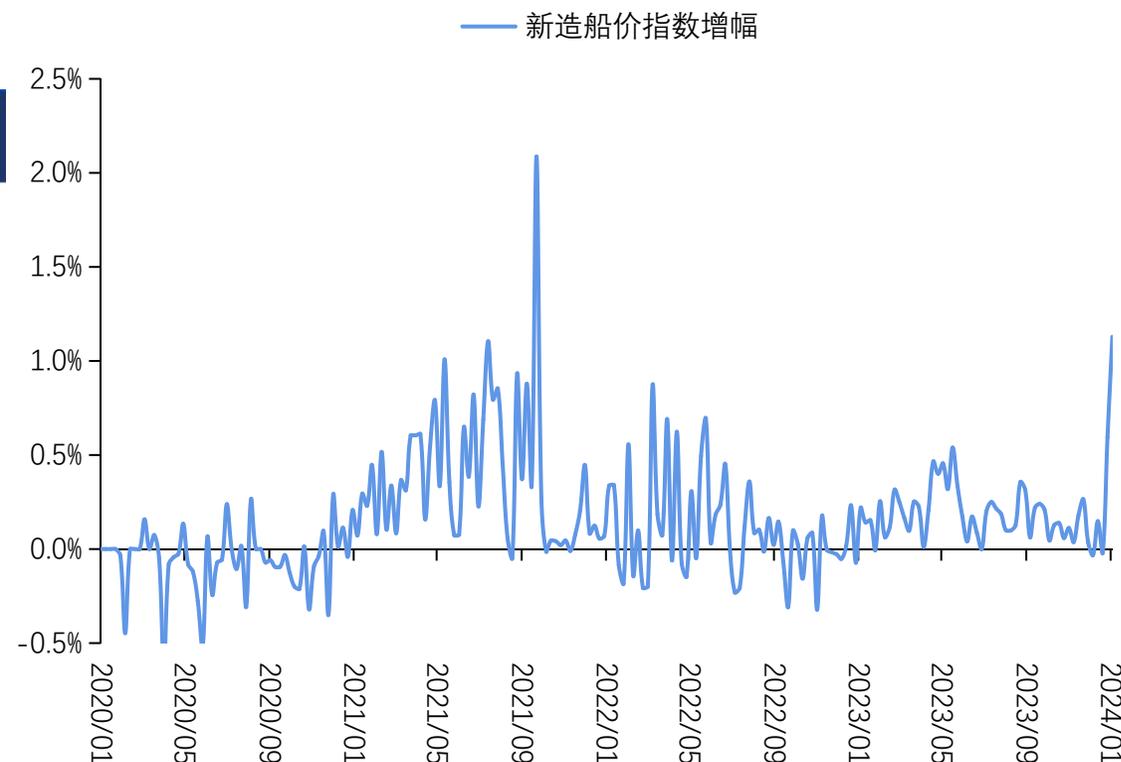
- ◆ 西方双旦假期归来第一周，受集装箱船推动，克拉克森新造船价指数上涨1.1%，至180.4点；油轮船价指数上涨0.4%，至209.4点；散货船价指数上涨0.4%，至165.9点；气体船价指数上涨0.2%；当月集装箱船价指数上涨6.6%，至112.1点。
- ◆ 若红海事件长期化，航运船东利润的大幅增厚或将推动船东加快绿色订单的下单步伐，利好新造船价进一步上涨。

图表：上周各船型周新造船价指数均有增长

市场指标	本期	上期	环比	同比	近一年趋势
新造船价格指数	180.4	178.4	+1.1%	+11.2%	
油轮	209.4	208.5	+0.4%	+8.9%	
散货船	165.9	165.2	+0.4%	+6.6%	
集装箱船 (月度)	112.1	105.2	+6.6%	+9.7%	
气体船	198.4	198.1	+0.2%	+12.7%	

注：数据截至2024.1.5

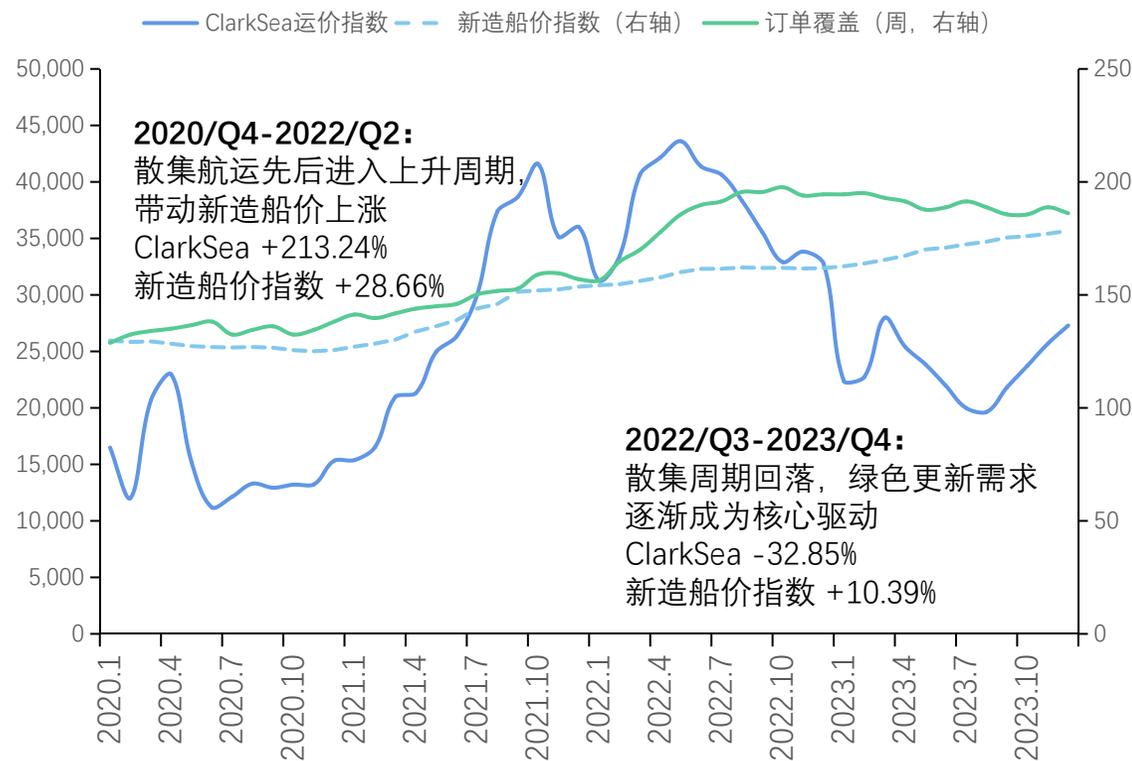
图表：2024年第一周新造船价指数涨幅创2021年9月以来新高



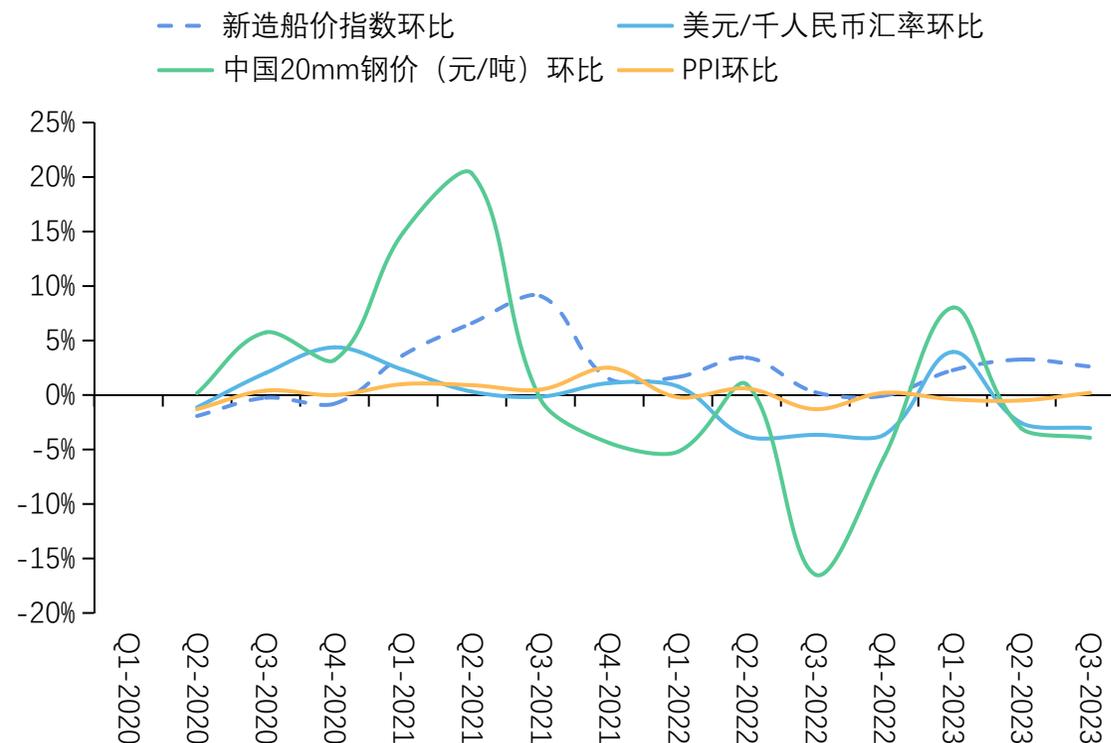
产能紧张赋能船价上行，成本低位利好船厂利润

- ◆ 2020Q4以来，新造船价增长驱动力从市场驱动逐渐转向绿色更新需求。由于船厂产能紧张，绿色新单（使用可替代燃料主机的新造船订单）的持续释放让新造船价在海运市场大幅下滑的背景仍能维持持续增长，订单覆盖率保持高位。
- ◆ 2022Q3以来，船舶制造成本持续处于低位。钢价、汇率持续下降，新造船价则因产能紧张而持续上涨，利好船厂营收与利润改善。

图表：产能紧张下，船价主要驱动力从市场驱动向绿色更新驱动转变



图表：2022Q3以来，PPI较稳定，船价与钢价、汇率趋势出现背离，利好船厂业绩



投资策略及行业评级：

若红海长期化，持续绕行造成运力短缺，提振航运运价，增厚远洋航运公司利润。面对逐年加严的环保法规，航运公司从红海事件获得的额外利润或将转为资本开支，利好绿色订单释放，推动船价大幅上涨，利好造船龙头企业业绩。维持航运与船舶行业“推荐”评级。

重点关注个股：

远洋航运公司：中远海能、中远海控、招商轮船、招商南油、国航远洋、海通发展

造船龙头企业：中国船舶、中船防务、中国重工、扬子江

风险提示：

- 1)宏观方面：经济大幅波动；地缘政治冲突；
- 2)行业方面：重大政策变动；
- 3)公司方面：成本管控不及预期；重点关注公司业绩不及预期等。

交运小组介绍

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流，以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，5年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

分析师承诺

祝玉波, 李跃森, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 交运研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597