

# 强于大市

# 交通运输行业 2024 年度策略

从产业景气趋势中寻找胜率，从顺周期困境反转中寻找赔率

我们通过自上而下的分析框架总结出四条投资主线。宏观层面，24年10年美债收益率下降海外流动性改善以及中美两国即将进入主动补库的共振是大概率事件。中观行业方面，当前国内进入产业结构调整阶段，智能电动车行业在我国房地产行业调整周期发挥重要作用，属于国家政策支持和民间资本投资活跃的景气赛道，同时以 Temu 和 Shein 等为代表的跨境电商平台正快速增长，此外从库存周期看，大宗商品和化学品正处于周期底部。基于此我们推荐胜率较高的汽车产业供应链物流和跨境电商物流，赔率较高的大宗商品供应链和危化品物流。

## 支撑评级的要点

- 国内产业转型汽车电动智能化趋势较好，关注汽车产业供应链物流投资机遇。** 2023年11月，理想汽车共交付新车约41030辆，月度交付量突破四万辆大关。截至2023年11月，前11个月理想汽车累计交付325677辆新车，提前达成2023年30万辆销量目标，11月交付量同比增长172.9%，环比增长1.50%。2023Q4，华为问界品牌智能汽车广受关注，根据CNMO最新数据显示，截至12月第一周，华为AITO品牌问界M7车型周销量一路上涨，首次超过理想L7。同时，11月27日，华为高管宣布当前M7车型预定量已超10万台。小米汽车量产同样受到广泛关注，2021年小米集团进军智能电动汽车业务，根据小米集团2023年三季报，当前汽车等创新业务投入已达17亿元，未来五年研发投入仍将保持高位。
- 跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇。** 国内跨境电商“四小龙”包括 Temu、Shein、Aliexpress、TikTok Shop。根据 SensorTower 最新报告显示，2023年 Temu 和 SHEIN 下载量增长强劲，同时包揽美国、欧洲、拉丁美洲和中东市场电商应用增长榜亚军，超越 Amazon、Shopee 成为全球最受欢迎的两大电商应用。据 36 氪，TIKTOK 电商为 2024 年定下了 500 亿美金的 GMV 目标，相较于 2023 年 200 亿美金的目标数字，增长幅度超过一倍。2022 年 SHEIN 的 GMV 达 300 亿美元，相比 2021 年 200 亿美元增长 50%，跨境出海的高景气度有望为国内传统货代企业提供新增量，看好跨境电商物流这一成长赛道。
- 大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业深度回调后迎布局良机。** 2023 年大宗商品供应链行业的上市企业普遍受到大宗商品市场价格波动和需求疲软的影响，主要龙头企业供应链业务业绩承压，股价深度回调，但头部公司的核心价值未变。截至 2022 年末，我国大宗供应链市场规模已经接近 55 万亿元，CR4 市占率也在稳步提升，2022 年 CR4 市占率为 4.18%，大宗供应链行业市场规模依旧庞大，当前市占率仍然较低，未来市占率有较大提升空间。同时近年各个龙头公司继续围绕更高成长性的品种做延伸，我们预计随大宗商品价格修复及需求释放，供应链业务或将明显修复，叠加上市公司规模持续扩张、资源有效整合、持续降本增效，产业不断深入行业上下游，经营业绩有望回暖，当前大宗供应链企业已计入较多悲观预期，具备良好的赔率。
- 危化品物流受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复。** 截至 2023 年 11 月，化学原料及化学制品出口较去年有所回落，出口金额累积为 4951.1 亿元，与上年同期相比下降 6.4%，2023 年 Q1，CCFI 与 SCFI 指数回落至疫情前水平。2023 年 7 月与 8 月，运价水平有止跌反弹迹象，回升幅度较为缓慢，出口疲软明显拖累了化工物流企业的货代业务。从库存周期来看，目前国内处于被动去库阶段，今年上半年有望迎来主动补库，2023 年 7 月，产成品存货同比增长为 1.6%，达到 2020 年以来最低点；2023 年 6 月，PPI 当月同比为 -5.4%，为近年最低值。当前化工物流企业受到行业景气度承压股价明显回调，我们看好今年行业景气度改善修复带来的投资机会。

## 相关研究报告

《交通运输行业周报》20240108  
 《交通运输行业周报》20231225  
 《交通运输行业周报》20231218

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

交通运输

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

联系人：刘国强

guoqiang.liu\_01@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070018

## 投资建议

- 一是汽车产业供应链物流投资机会。重点推荐海晨股份、长久物流、中远海特，建议关注福然德。二是跨境电商物流投资机遇，重点推荐华贸物流，建议关注中国外运、东航物流、极兔速递、海程邦达、中创物流。三是底部或将迎来修复的大宗商品供应链物流，重点推荐厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓，建议关注物产中大。四是危化品物流困境反转的投资机遇。建议关注密尔克卫、兴通股份、盛航股份、宏川智慧、永泰运、保税科技。**

## 评级面临的主要风险

- 美联储降息的不确定风险、地缘政治风险、国内主动补库不及预期、海外政策和监管风险、国内经济复苏力度不及预期、逆全球化加剧风险。**

## 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、投资策略：中美库存周期共振叠加 10 年美债收益率下行，推荐汽车供应链和跨境电商物流以及大宗供应链化工物流 .....</b> | <b>6</b>  |
| 1.1 宏观背景：中美库存周期共振，海外 10 年美债收益率下行 .....                               | 6         |
| 1.2 投资策略：推荐胜率较高的汽车供应链和跨境电商物流，赔率较好的大宗供应链和化工物流 .....                   | 8         |
| <b>二、汽车产业供应链：新能源车产销两旺为传统整车物流注入新增量，第三方整车物流及定制化物流有望受益.....</b>         | <b>10</b> |
| 2.1 产业趋势：中国成为全球第一大汽车生产和出口国，国内汽车产业电动智能化加速发展..                         | 10        |
| 2.2 汽车产业供应链市场：关注上游汽车生产物流供应链，下游整车国内及国际物流 .....                        | 12        |
| 2.3 重要催化：造车新势力交付屡创新高，华为问界小米汽车入局引关注.....                              | 15        |
| <b>三、跨境电商物流：跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇 .....</b>                       | <b>17</b> |
| 3.1 电商市场：全球电商市场规模扩大，中国电商加速出海 .....                                   | 17        |
| 3.2 物流市场：协同增长，竞争格局格外分散 .....   | 21        |
| 3.3 趋势判断：海外仓为关键资产，货代资源禀赋天然优势 .....                                   | 23        |
| <b>四、大宗供应链：大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业回调后迎布局良机.....</b>            | <b>25</b> |
| 4.1 大宗供应链企业 2024 年业绩有望修复，当前位置估值股息率具备较好吸引力 .....                      | 25        |
| 4.2 行业发展空间庞大，市场集中度有较大提升空间 .....                                      | 26        |
| 4.3 商业模式可复制性强，多元化商品匹配多需求客户，行业成长性值得关注 .....                           | 27        |
| 4.4 主次结合的多元收益分类保障行业稳定收益，降低盈利波动穿越周期.....                              | 29        |
| <b>五、危化品物流：受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复.....</b>          | <b>32</b> |
| 5.1 出口和国内需求疲软致业绩走弱股价深度回调，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复 .....                 | 32        |
| 5.2 内贸危化品航运：大炼化时代驱动行业发展，高壁垒催化龙头领航趋势 .....                            | 34        |
| 5.3 危化品物流：行业高增长、高壁垒、集中度加速 .....                                      | 40        |
| <b>六、投资建议 .....</b>  | <b>43</b> |
| <b>七、风险提示 .....</b>  | <b>45</b> |

图表目录

图表 1. 近 10 年中国库存周期.....6

图表 2. 近 10 年美国库存周期.....6

图表 3. 本轮去库大宗商品价格仍处于高位.....7

图表 4. 本轮补库周期房地产开发投资预期较弱.....7

图表 5. 美国国债 10 年收益率大幅回落利好风险资产.....7

图表 6. 美国国债 10 年收益率与交运各子板块走势.....8

图表 7. 2014-2022 年全球汽车产销量及增速.....10

图表 8. 2022 年全球乘用车与商用车销量分布（万辆）.....10

图表 9. 2022 年全球汽车生产格局（分国家）.....10

图表 10. 2017 年 11 月-2023 年 11 月我国汽车出口数量.....11

图表 11. 2018-2022 年中国与日本、德国汽车出口量对比.....11

图表 12. 2018-2023 年汽车出口结构（分车型）.....12

图表 13. 2018-2023 年乘用车出口结构（分车型）.....12

图表 14. 2018-2023 年新能源车出口情况.....12

图表 15. 2018-2023 年乘用车出口情况.....12

图表 16. 智能汽车全球供应链图.....13

图表 17. 全球供应链和价值链网络机构.....13

图表 18. 2012-2022 中国物流总支出及占 GDP 比重.....14

图表 19. 2015-2022 中国外包物流支出及渗透率.....14

图表 20. 2014-2020 年中国汽车物流市场规模.....15

图表 21. 理想汽车销售数据（月）.....15

图表 22. 小鹏汽车、蔚来汽车月度交付量（辆）.....15

图表 23. 2023-10-01 至 2023-12-03 华为 AITO 问界 M7 与理想汽车 L7 周交付量(辆)  
.....16

图表 24. 蔚来智能驾驶技术累计验证里程与城市.....16

图表 25. 跨境电商贸易流程与传统贸易流程对比.....17

图表 26. 全球电商交易规模增长及电商零售渗透率提升.....17

图表 27. 全球零售市场增速与全球电商市场增速.....17

图表 28. 2022 年全球主要地区人口规模及网购用户渗透率.....18

图表 29. 2023 年全球主要地区电子商务收入预测.....18

图表 30. 东南亚数字经济商品交易额（GMV）.....18

图表 31. 东南亚六国数字经济商品交易额预测（亿美元）.....19

图表 32. 2013-2022 年中国跨境电商进出口交易规模.....19

图表 33. 2013-2022 年中国跨境电商 B2B 及 B2C 交易规模.....19

图表 34. 我国跨境电商细分市场规 模（亿元）.....19

图表 35. 跨境电商主要经营模式及代表公司.....20

图表 36. 中国跨境电商出海“四小龙”.....20

|   |    |
|---|----|
| 图表 37. 2021 年跨境电商成本结构.....                    | 21 |
| 图表 38. 跨境电商出口物流市场规模（亿元）.....                  | 21 |
| 图表 39. 跨境电商出口物流-直邮模式.....                     | 21 |
| 图表 40. 跨境电商出口物流-海外仓模式.....                    | 21 |
| 图表 41. 跨境电商物流细分模式及相关物流商.....                  | 22 |
| 图表 42. 跨境电商物流全链路参与者众多、参与环节重叠.....             | 23 |
| 图表 43. 货代主要竞争对手.....                          | 23 |
| 图表 44. 2023 年前三季度主要大宗供应链企业归母净利润同环比（%）.....    | 25 |
| 图表 45. 公司收盘价较 2023 年初涨跌幅.....                 | 25 |
| 图表 46. 2023 年初至今股价或指数较当年高点回落.....             | 25 |
| 图表 47. 大宗供应链主要品类存货当月同比增速（%）.....              | 26 |
| 图表 48. 2018-2023 年主要大宗供应链企业 PB 估值.....        | 26 |
| 图表 49. 主要大宗供应链企业股息率（TTM）.....                 | 26 |
| 图表 50. 中国大宗供应链市场规模以及 CR4 市场占有率.....           | 27 |
| 图表 51. 国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收（亿元）.....         | 27 |
| 图表 52. 厦门象屿连接海外的网络化物流服务体系.....                | 27 |
| 图表 53. 建发股份供应链运营网络.....                       | 27 |
| 图表 54. 浙商中拓产业链一体化服务模式.....                    | 28 |
| 图表 55. 厦门象屿“大宗商品采购超市”&“大宗商品服务超市”.....         | 29 |
| 图表 56. 大宗供应链企业服务收益分类.....                     | 29 |
| 图表 57. 厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系.....           | 30 |
| 图表 58. 厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台.....             | 30 |
| 图表 59. 厦门象屿农业产业级互联网平台.....                    | 31 |
| 图表 60. 2023 年前三季度主要危化品物流企业归母净利润同环比（%）.....    | 32 |
| 图表 61. 2018-2023 年 CCFI 和 SCFI 集装箱运价综合指数..... | 32 |
| 图表 62. 公司收盘价较 2023 年初涨跌幅.....                 | 33 |
| 图表 63. 2023 年初至今股价或指数较当年高点回落.....             | 33 |
| 图表 64. 化学原料及化学制品、纺织业当月 PPI 和产成品库存同比（%）.....   | 33 |
| 图表 65. 2018-2023 年中国化工产品价格指数 CCPI.....        | 34 |
| 图表 66. 化学原料及化学制品出口货值累计同比（%）.....              | 34 |
| 图表 67. 2018-2023 年主要危化品物流企业 PE 估值.....        | 34 |
| 图表 68. 危化品物流企业未来三年净利润复合增速预测.....              | 34 |
| 图表 69. 化学品船分类.....                            | 35 |
| 图表 70. 有关化学品船运力调控的相关政策.....                   | 36 |
| 图表 71. 新增运力审批流程与方法.....                       | 37 |
| 图表 72. 新增运力评审内容与评分细则.....                     | 37 |
| 图表 73. 2012-2022 年化学品船运力规模与数量变化情况.....        | 38 |
| 图表 74. 2012-2022 年化学品船平均船龄.....               | 38 |
| 图表 75. 2012-2022 年化学品船船龄结构情况.....             | 38 |



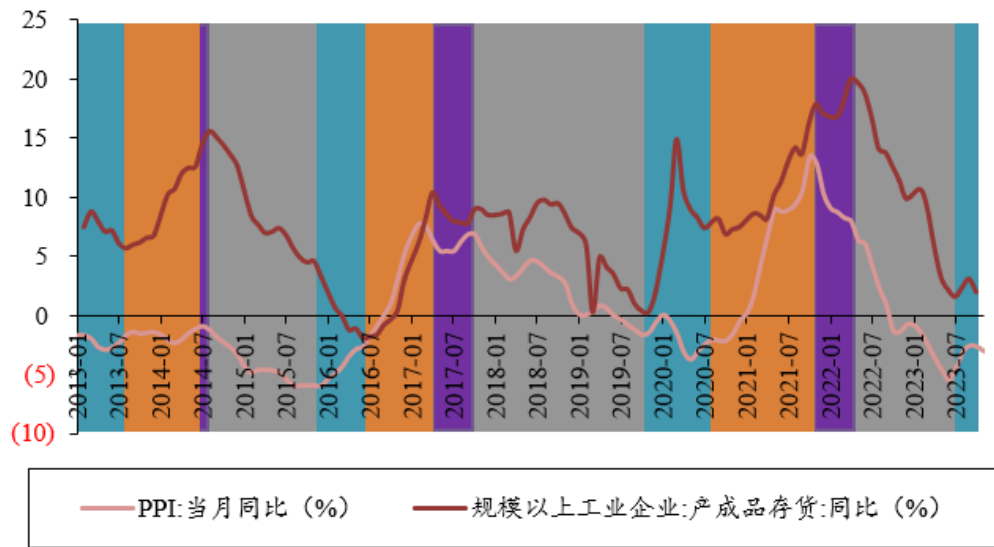
|  |    |
|--|----|
| 图表 76. 石油化工行业全产业链.....                             | 39 |
| 图表 77. 2020 年内贸化学品运输主要品类.....                      | 39 |
| 图表 78. 我国多种化学品自给率.....                             | 40 |
| 图表 79. 苯乙烯进口数量及同比变化（月度）.....                       | 40 |
| 图表 80. 2021 年世界化工品销售额（十亿欧元）.....                   | 40 |
| 图表 81. 2013-2023 年化学品表现消费量增速对比.....                | 41 |
| 图表 82. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资(不含农户)完成额累计同比(%)<br>..... | 41 |
| 图表 83. 2015-2025 年危化品物流行业规模及预测.....                | 42 |
| 图表 84. 东部地区乙烯产量与全国对比.....                          | 42 |
| 图表 85. 2022 年化工物流 Top100 企业分布.....                 | 42 |
| 图表 86. 报告中提及上市公司估值表.....                           | 44 |

## 一、投资策略：中美库存周期共振叠加 10 年美债收益率下行，推荐汽车供应链和跨境电商物流以及大宗供应链化工物流

### 1.1 宏观背景：中美库存周期共振，海外 10 年美债收益率下行

当前中美库存周期均处于被动去库阶段，预计 2024 年上半年有望迎来补库共振。根据产成品存货同比增速和 PPI 当月同比增速可将库存周期划为四个阶段，分别为主动补库、被动补库、主动去库、被动去库，从中美最新数据显示，PPI 和产成品存货同比增速均显现触底反弹的趋势，从库存周期来看，在经历了自 2022 年二季度开始的主动去库以来，当前中美两国已进入被动去库阶段，我们预计 2024 年上半年中美库存周期有望迎来补库共振。

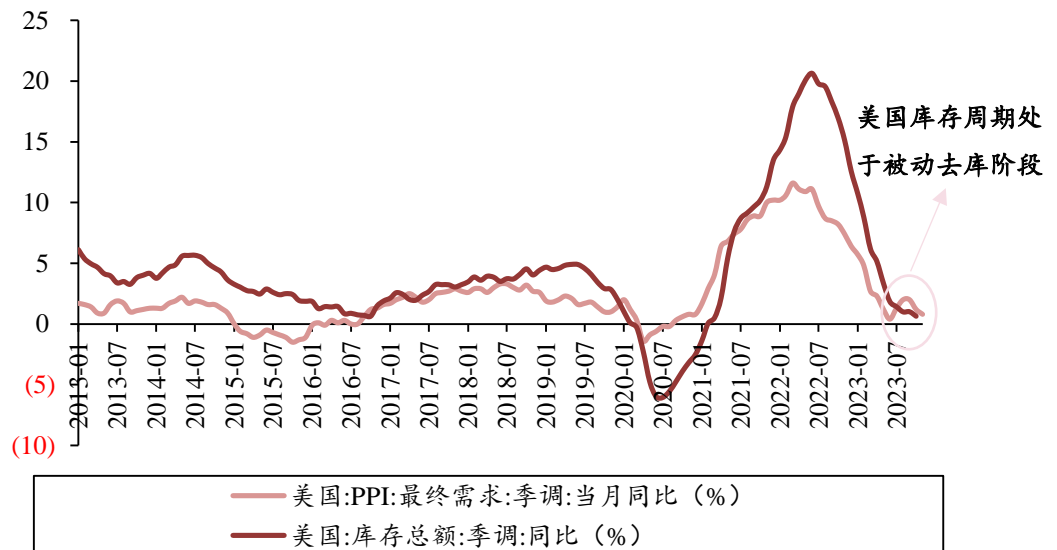
图表 1. 近 10 年中国库存周期



注：蓝色为被动去库，橙色为主动补库，紫色为被动补库，灰色为主动去库  
库存周期：主动去库→被动去库→主动补库→被动补库

资料来源：iFind，中银证券

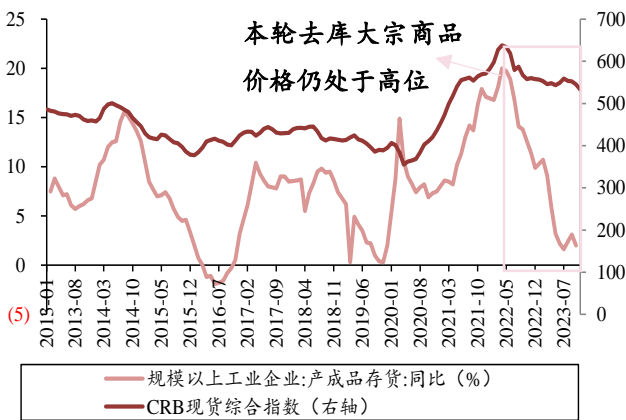
图表 2. 近 10 年美国库存周期



资料来源：iFind，中银证券

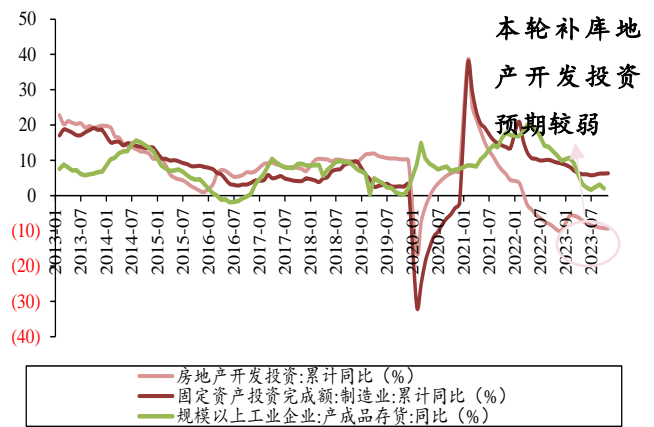
地产开发投资预期较弱或影响本轮补库周期幅度，大宗商品价格仍处于高位则影响本轮补库周期部分商品的价格弹性。从历史数据看地产开发投资和大宗商品价格指数均与产成品库存水平有较好的相关性，除去2020年疫情因素影响，在2022年4月到2023年三季度这一轮去库当中，地产开发投资持续回调，截至2023年11月，国内房地产开发投资累计同比增速为-9.4%，从历史上看，库存周期反弹幅度较强往往跟随着地产开发投资较强，当前国内处于经济发展动能转化时期，地产的深度回调或影响本轮补库的周期幅度，不过从制造业投资来看，截至2023年11月，制造业投资累计同比6.3%，我们预计新旧动能转化过程中制造业投资或能部分对冲地产投资压力。从大宗商品价格来看，在去库过程中大宗商品价格仍处于较高水平意味着后续步入补库周期部分商品的价格上涨幅度或相对有限。

图表 3. 本轮去库大宗商品价格仍处于高位



资料来源: iFind, 中银证券

图表 4. 本轮补库周期房地产开发投资预期较弱



资料来源: iFind, 中银证券

美联储加息进入尾声 10 年美债收益率大幅回落, 无风险利率下行利好沪深 300 和中证 500 指数反弹。截至 12 月 18 日, 10 年美债收益率报收 3.95%, 较 10 月 19 日高点的 4.98% 已大幅回落。12 月 13 日, 根据美联储 FOMC 货币政策会议纪要显示, 美联储决定 12 月放缓加息步伐, 将联邦基金利率目标区间继续维持在 5.25% 至 5.50% 之间。美联储主席鲍威尔表示, 政策利率正处于或接近其峰值, 美联储不太可能进一步加息, 同时美联储在会议上讨论了降息时机, 最新会议纪要及鲍威尔讲话整体偏鸽, 点阵图数据显示, FOMC 委员们对 2024 年的政策利率中位预期为 4.6%, 隐含着今年降息 75 个基点的含义, 超出之前 50 个基点的预期。我们认为今年 10 年美债收益率将步入下行通道, 作为权益市场的估值锚, 无风险利率下行利好沪深 300 以及中证 500 指数反弹。

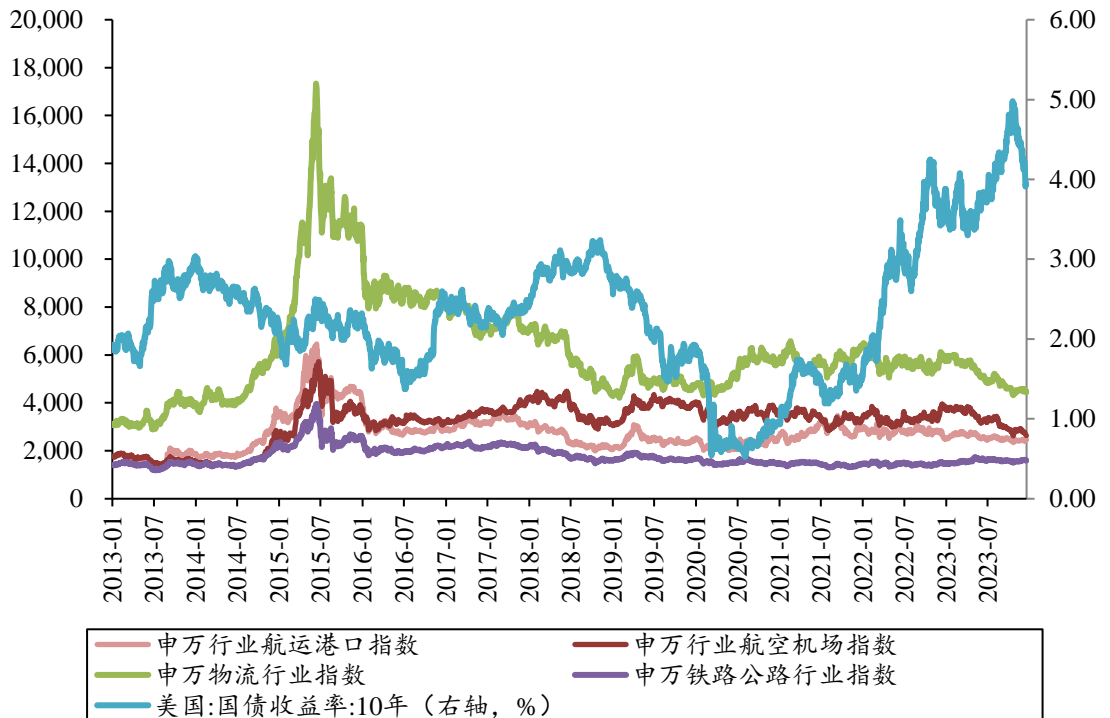
图表 5. 美国国债 10 年收益率大幅回落利好风险资产



资料来源: iFind, 中银证券

从交运子板块当中来看，物流成长板块受益或更明显。从交运子板块历史走势来看，物流板块的走势波动较大，公路铁路板块的走势波动较小。10年美债收益率下行风险偏好恢复利好成长类板块反弹，交运板块当中物流板块的成长属性相对较高，公路铁路板块的防御属性较高，因此我们认为在海外流动性和风险偏好恢复的情况下物流成长板块受益或更明显。

图表 6. 美国国债 10 年收益率与交运各子板块走势



资料来源: iFind, 中银证券

## 1.2 投资策略：推荐胜率较高的汽车供应链和跨境电商物流，赔率较好的大宗供应链和化工物流

**国内产业转型汽车电动智能化趋势较好，关注汽车产业供应链物流投资机遇。**2023年11月，理想汽车共交付新车约41030辆，月度交付量突破四万辆大关。截至2023年11月，前11个月理想汽车累计交付325677辆新车，提前达成2023年30万辆销量目标，11月交付量同比增长172.9%，环比增长1.50%。2023年四季度，华为问界品牌智能汽车广受关注，根据CNMO最新数据显示，截至12月第一周，华为AITO品牌问界M7车型周销量一路上涨，首次超过理想L7。同时，11月27日，华为高管宣布当前M7车型预定量已超10万台。小米汽车量产同样受到广泛关注，2021年小米集团进军智能电动汽车业务，根据小米集团2023年三季报，当前汽车等创新业务投入已达17亿元，未来五年研发投入仍将保持高位。

**跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇。**国内跨境电商“四小龙”包括Temu、Shein、Aliexpress、TikTok Shop。根据SensorTower最新报告显示，2023年Temu和SHEIN下载量增长强劲，同时包揽美国、欧洲、拉丁美洲和中东市场电商应用增长榜冠亚军，超越Amazon、Shopee成为全球最受欢迎的两大电商应用。据36氪，TIKTOK电商为2024年定下了500亿美金的GMV目标，相较于2023年200亿美金的目标数字，增长幅度超过一倍。2022年SHEIN的GMV达300亿美元，相比2021年200亿美元增长50%，跨境出海的高景气度有望为国内传统货代企业提供新增量，看好跨境电商物流这一成长赛道。



大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业深度回调后迎布局良机。2023 年大宗商品供应链行业的上市企业普遍受到大宗商品市场价格波动和需求疲软的影响，主要龙头企业供应链业务业绩承压，股价深度回调，但头部公司的核心价值未变。根据厦门象屿年报，截至 2022 年末，我国大宗供应链市场规模已经接近 55 万亿元，CR4 市占率也在稳步提升，2022 年 CR4 市占率为 4.18%，大宗供应链行业市场规模依旧庞大，当前市占率仍然较低，未来市占率有较大提升空间。同时近年各个龙头公司继续围绕更高成长性的品种做延伸，我们预计随大宗商品价格修复及需求释放，供应链业务或将明显修复，叠加上市公司规模持续扩张、资源有效整合、持续降本增效，产业不断深入行业上下游，经营业绩有望回暖，当前大宗供应链企业已计入较多悲观预期，具备良好的赔率。

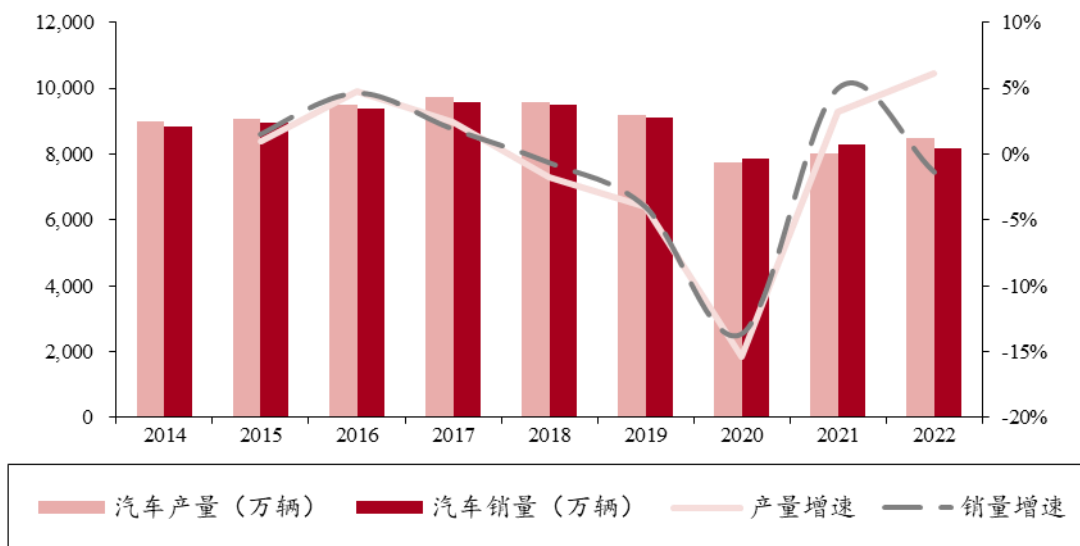
危化品物流受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复。截至 2023 年 11 月，化学原料及化学制品出口较去年有所回落，出口金额累积为 4951.1 亿元，与上年同期相比下降 6.4%，2023 年 Q1，CCFI 与 SCFI 指数回落至疫情前水平。2023 年 7 月与 8 月，运价水平有止跌反弹迹象，回升幅度较为缓慢，出口疲软明显拖累了化工物流企业的货代业务。从库存周期来看，目前国内处于被动去库阶段，今年上半年有望迎来主动补库，2023 年 7 月，产成品存货同比增长为 1.6%，达到 2020 年以来最低点；2023 年 6 月，PPI 当月同比为 -5.4%，为近年最低值。当前化工物流企业受到行业景气度承压股价明显回调，我们看好今年行业景气度改善修复带来的投资机会。

## 二、汽车产业供应链：新能源车产销两旺为传统整车物流注入新增量，第三方整车物流及定制化物流有望受益

### 2.1 产业趋势：中国成为全球第一大汽车生产和出口国，国内汽车产业电动智能化加速发展

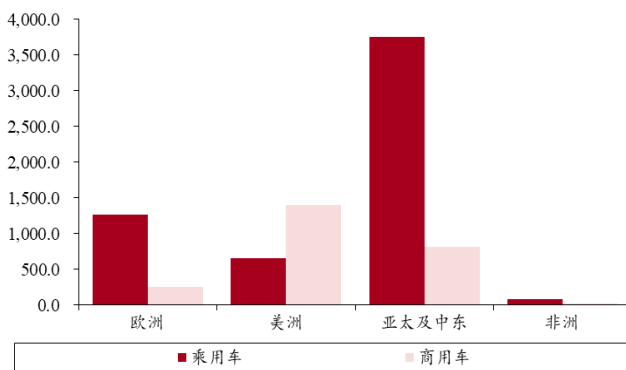
中国作为全球第一大汽车生产国，近年来全球汽车生产份额进一步向国内集中。2019 年受市场需求影响，全球汽车产量下降；2020 年，在疫情形势影响下，全球汽车产量进一步下滑至 7762.16 万辆；2022 年，全球汽车生产情况有所回暖，同比增加了 6.08%，根据中汽协统计，2022 年主要汽车生产国中国生产汽车 2702.1 万辆，占全球 31.8%。从分布上来看，2022 年，全球汽车生产 90% 以上都集中于亚洲、北美及欧洲三大洲，其中亚洲汽车生产量占全球 60.41%，北美洲占比 17.81%，欧洲占比 16.94%。对比国家层面，由于过去两三年全球受到疫情影响，汽车产量大幅下降，全球汽车生产份额进一步向中国集中。同时，根据国际汽车制造商协会 OICA 的数据，截至 2022 年我国汽车产量占世界产量的比例从 2000 年的 3.54% 上升至 31.78%，连续 14 年蝉联全球第一。从车型来看，商用车主要集中在美洲，乘用车主要集中在亚太及中东地区。可以看出，中国由于其庞大的人口规模优势及各项汽车生产技术的突破，2022 年全球汽车生产份额进一步向中国集中，全球最大的汽车生产基地将继续扩大规模。

图表 7. 2014-2022 年全球汽车产销量及增速



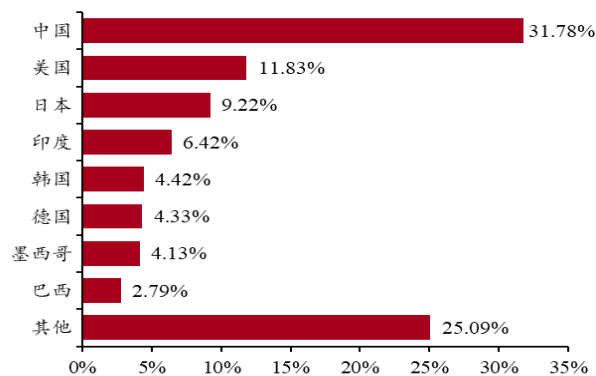
资料来源: iFind, 中银证券

图表 8. 2022 年全球乘用车与商用车销量分布 (万辆)



资料来源: OICA, 中银证券

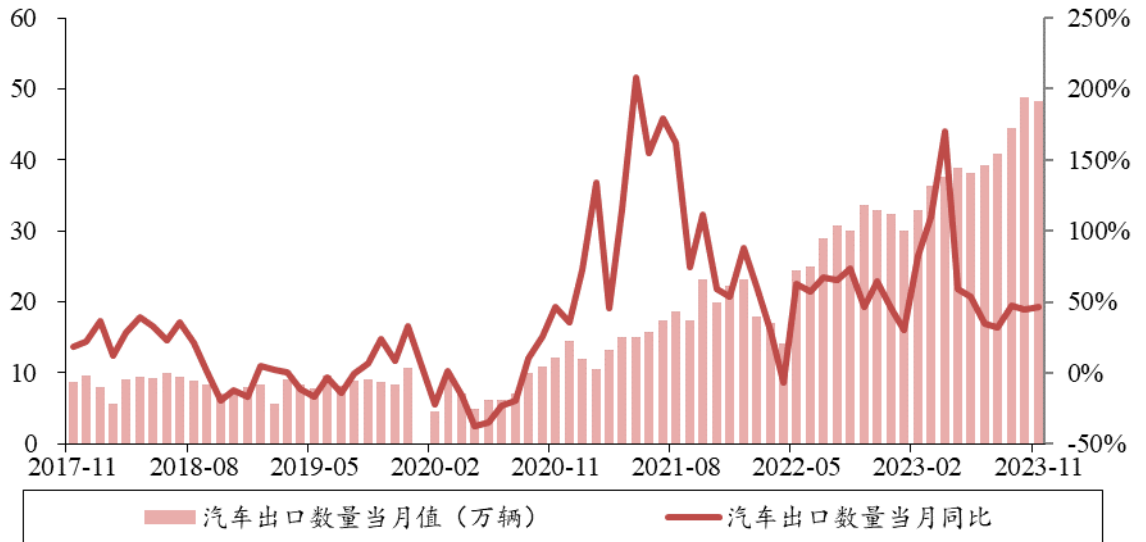
图表 9. 2022 年全球汽车生产格局 (分国家)



资料来源: OICA, 中银证券

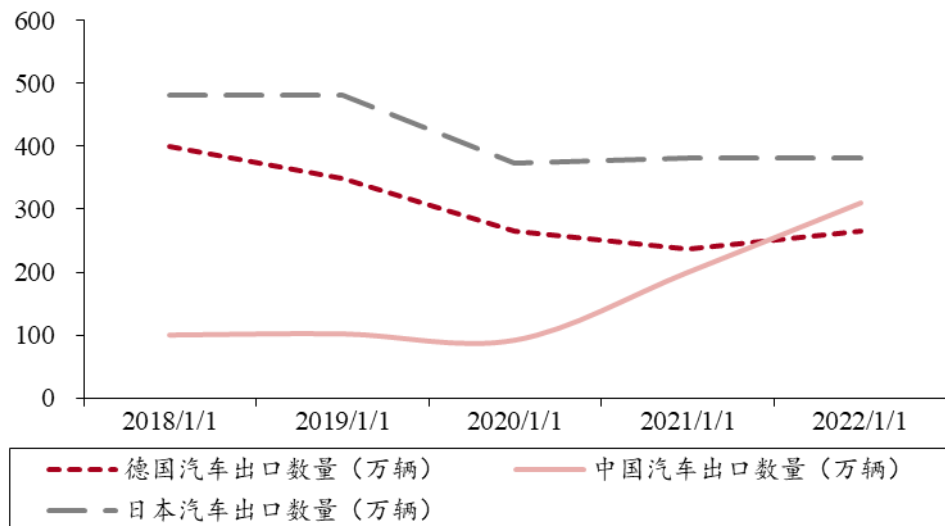
根据中汽协数据，2023年我国汽车出口接近500万辆创新高，首次超越日本跃居全球第一大汽车出口国。自2017年以来，中国汽车出口市场表现相对较强。特别是2019年以来，随着全球新冠疫情的爆发，中国汽车产业链的韧性较强的优势充分体现，中国汽车出口市场近两年增长速度较快。从海关角度看，2022年的出口市场销量311.1万台，同比增长54.4%，已成为世界汽车出口数量排名第二的国家，仅次于日本。2023年一季度我国汽车出口总数量达到了99.4万辆，同比增长71.08%。

图表 10. 2017年11月-2023年11月我国汽车出口数量



资料来源：中汽协，中银证券

图表 11. 2018-2022年中国与日本、德国汽车出口量对比



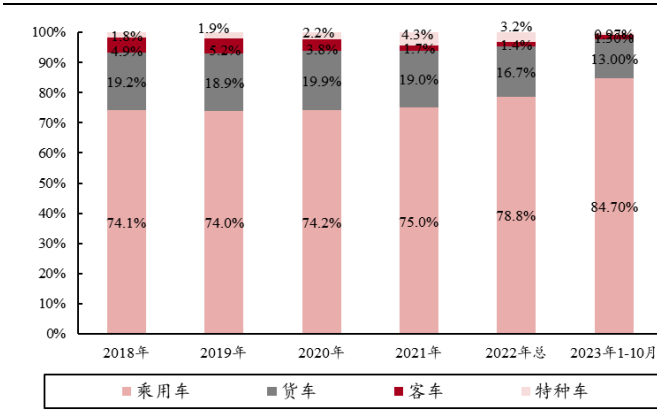
资料来源：中国汽车工业协会，德国汽车工业联合会，日本自动车工业协会，中银证券

对比日本汽车市场和汽车出口情况，首先从汽车生产来看，日系车凭借其较高的性价比、节油性能、优秀的做工在全球赢得了较大市场。由于疫情席卷全球，日本汽车的产销受到了严重影响。根据日本汽车工业协会数据，2020年日本汽车产量为806.79万辆，同比下降16.7%。销量为459.86万辆，同比下降11.5%。疫情带给日本汽车的负面影响仍旧持续着，2022年日本汽车产量为783.55万辆，与上一年持平，相对疫情前的水平大幅下降。销量为438.56万辆，同比下降1.4%。同时，2022年，丰田仍旧是日本汽车销售冠军品牌，占总销售量的29.7%。

其次从日本汽车出口市场来看，在全球汽车消费逐渐放缓的背景下，日本出口规模逐渐下降。2020年，疫情席卷全球，消费者购车欲望下滑叠加出口运输不畅，日本汽车出口数量大幅下降，2020年日本汽车出口量为374.1万辆，同比下降22.4%，2021年和2022年出口量也尚未回到疫情前水平，2022年出口量为381.3万辆。

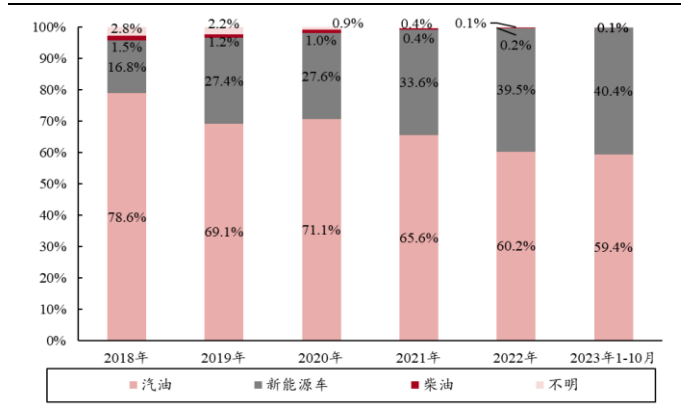
从中国汽车出口车型分布来看，我国汽车出口以乘用车为主，新能源车出口异军突起。2023年1-10月，乘用车出口量为359.2万台，同比增长72.69%，同期新能源车出口为145.1万台，同比增长70.17%，占乘用车出口的40.4%，较2022年提升了0.9个百分点，占汽车出口的34.22%，较2022年全年提升了3.14个百分点。总体来看，汽车出口主要以乘用车为主，同时新能源车出口保持强势增长，其出口量在乘用车出口量占比中逐步提升。

图表 12. 2018-2023 年汽车出口结构（分车型）



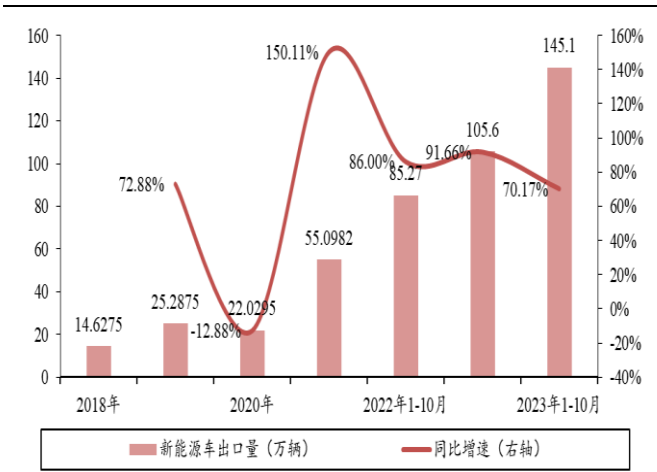
资料来源：乘联会，中银证券

图表 13. 2018-2023 年乘用车出口结构（分车型）



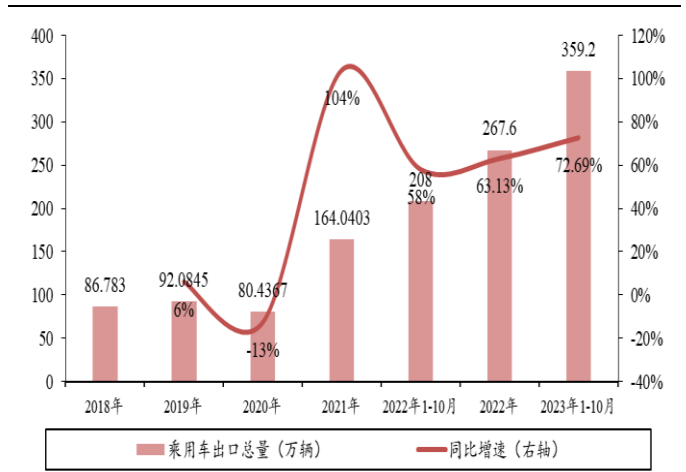
资料来源：乘联会，中银证券

图表 14. 2018-2023 年新能源车出口情况



资料来源：乘联会，中银证券

图表 15. 2018-2023 年乘用车出口情况



资料来源：乘联会，中银证券

## 2.2 汽车产业供应链市场：关注上游汽车生产物流供应链，下游整车国内及国际物流

根据中国贸促会研究院的分析，我们整理出智能汽车产业全球供应链的上中下游相关产业的产业图谱。上游主要包括关键原材料及零部件的生产和加工，例如动力电池、电控系统和智能驾驶部分的操作系统、高精地图等；中游包括整车制造、智能驾驶舱集成和智能驾驶系统开发，其中以特斯拉、宝马、佛吉亚等公司具备明显优势；下游则包括汽车销售和智能服务。除此之外，相关产业包括如充电站、智能化道路建设、大数据云平台等基础设施的生产和加工，以及后市场端汽车金融、汽车保险等领域的协同产业。



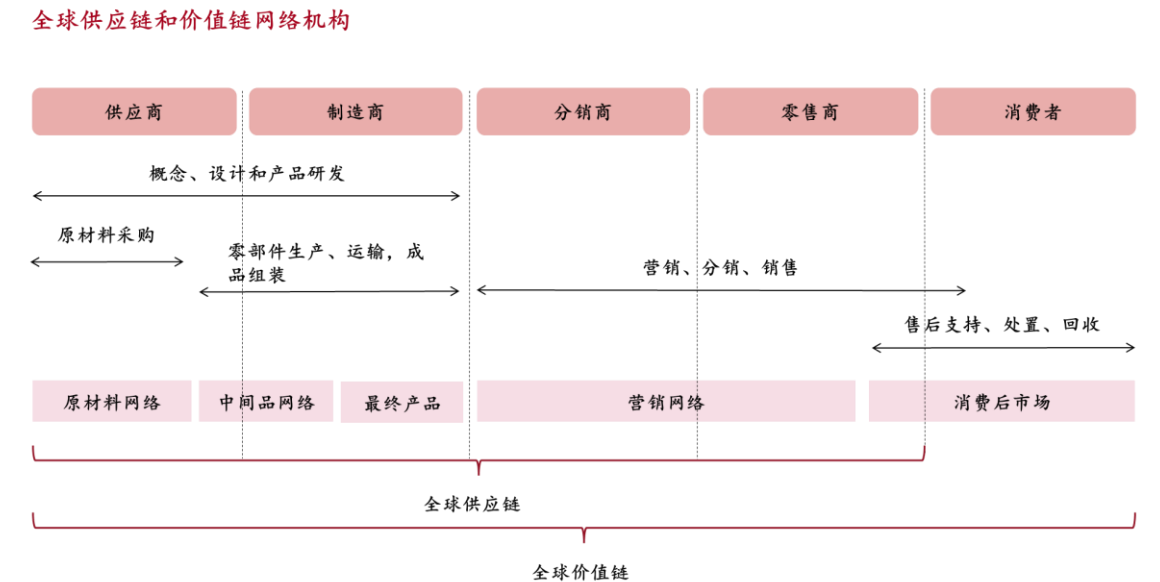
图表 16. 智能汽车全球供应链图



资料来源：中国贸促会研究院，中银证券

智能汽车的全球供应链是从“供应商”，依次经“制造商”、“分销商”，最终到达“零售商”的关键链路。其中依次包括原材料采购、产品研发和零部件生产组装的生产端和营销分销的销售端，而全球价值链则额外添加后置链路，即参与消费市场的消费者，其中也包括零售商或车企对消费者提供的售后支持、处置回收等服务。

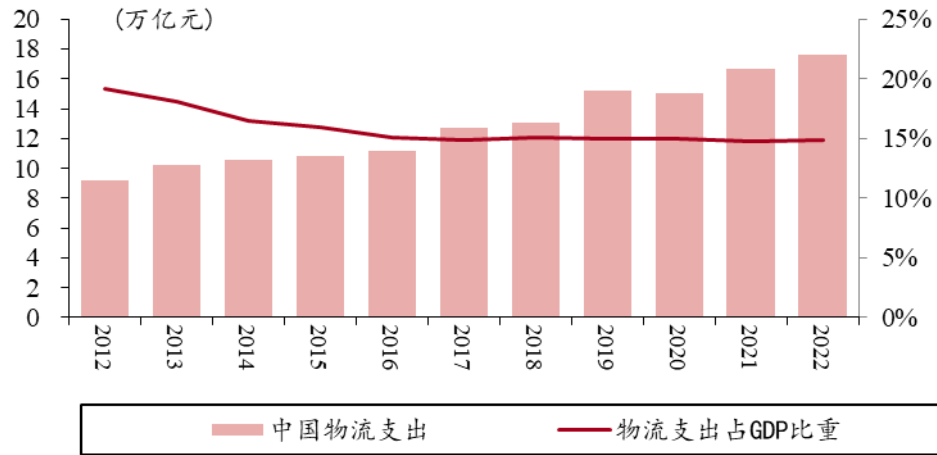
图表 17. 全球供应链和价值链网络机构



资料来源：中国贸促会研究院，中银证券

从中国智能汽车产业供应链的市场格局分析，当前我国仍具备较大的汽车物流市场规模和持续的产业发展升级能力。根据国家统计局数据，我国社会物流费用占 GDP 占比总体呈下降趋势，但仍远高于欧美发达国家的水平，反映我国物流效率还有较大提升空间。2022 年中国物流成本 17.8 万亿元，占 GDP 比重 14.7%。对标发达国家来看（8~9%），若通过系列专业化、数字化措施推动物流行业提质增效，假设占比为 12%，中国的物流成本约有万亿级下降空间。在这样的背景下，作为物流行业发展的高阶形式，致力于优化效率、助企业实现降本增效的供应链行业市场较大，前景广阔。

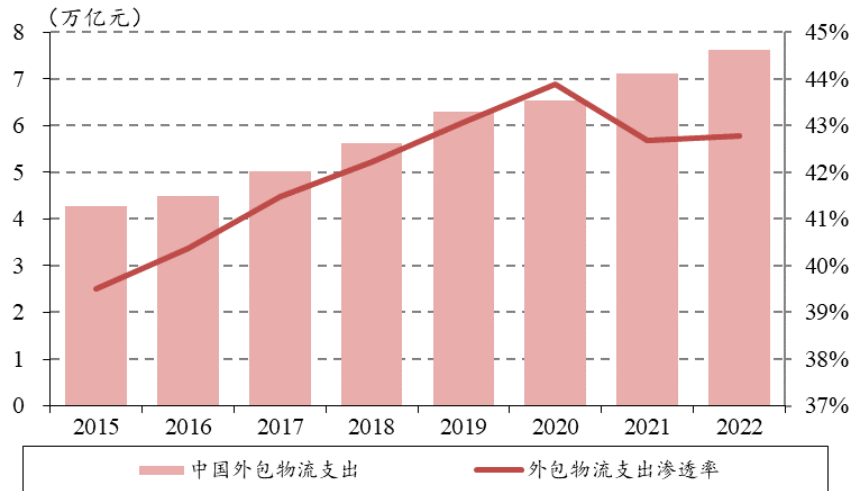
图表 18. 2012-2022 中国物流总支出及占 GDP 比重



资料来源: 国家统计局, iFind, 中银证券

外包物流是一种战略性、长期性、合作互利的运营方式，当前渗透率水平仍具提升空间。外包物流具有业务专业、运营成本低、服务质量高等优点，它是供应链管理背景下新型的企业合作方式，通过这种合作，能够集中企业的资源，提升核心竞争力。根据灼识咨询数据，2022年，在我国17.8万亿元的社会物流总成本中，外包物流(第三方物流)的规模为7.6万亿元，占比达42.8%。近年来我国外包物流行业渗透率稳步增长，2015至2022年，中国外包物流行业渗透率由39.5%增长至42.8%。

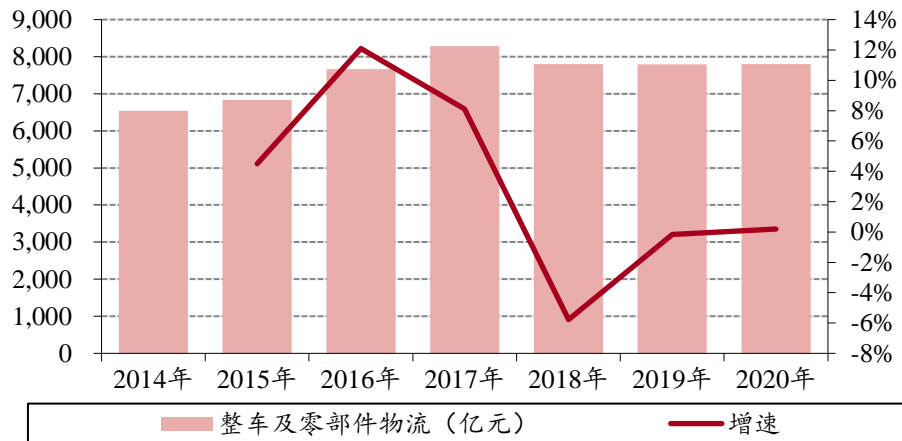
图表 19. 2015-2022 中国外包物流支出及渗透率



资料来源: iFind, 中银证券

我国汽车物流市场快速发展，市场规模较大。汽车物流以汽车产业相关产品为服务目标，实现原材料、汽车零部件、汽车整车以及售后配件等的实体流动和空间转移，为整个汽车产业链提供物流支持。2020年中国汽车物流市场规模达7805.1亿元，较2019年增加了15.7亿元，同比增长0.2%，其中，零部件物流4946.1亿元，整车物流2859亿元。

图表 20. 2014-2020 年中国汽车物流市场规模

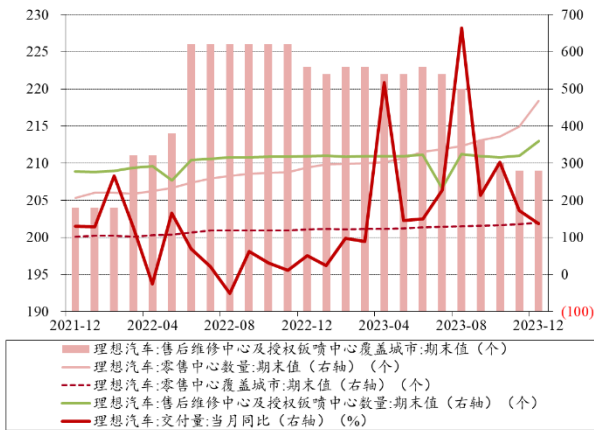


资料来源: 万得, 中银证券

### 2.3 重要催化: 造车新势力交付屡创新高, 华为问界小米汽车入局引关注

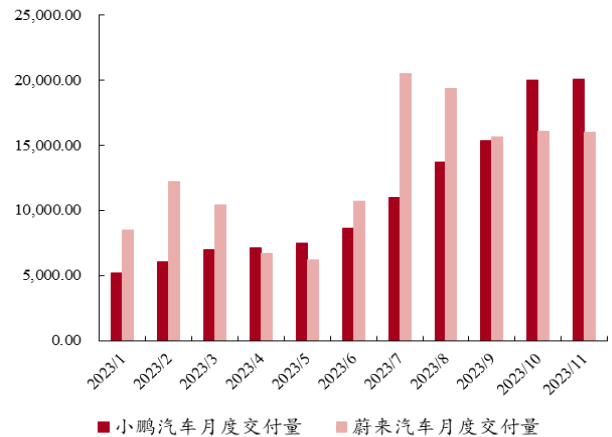
我国当前智能汽车、新能源汽车的市场发展形势较好, 蔚来、小鹏、理想等新势力车企交付量屡创新高, 华为问界、小米汽车跨界入局智能汽车市场。2023年11月, 理想汽车共交付新车约41030辆, 月度交付量突破四万辆大关。截至2023年11月, 前11个月理想汽车累计交付325677辆新车, 提前达成2023年30万辆销量目标, 11月交付量同比增长172.9%, 环比增长1.50%。同时, 小鹏汽车与蔚来汽车在2023年的新车交付量也表现良好, 持续保持月度交付量增长趋势。

图表 21. 理想汽车销售数据 (月)



资料来源: 万得, 中银证券

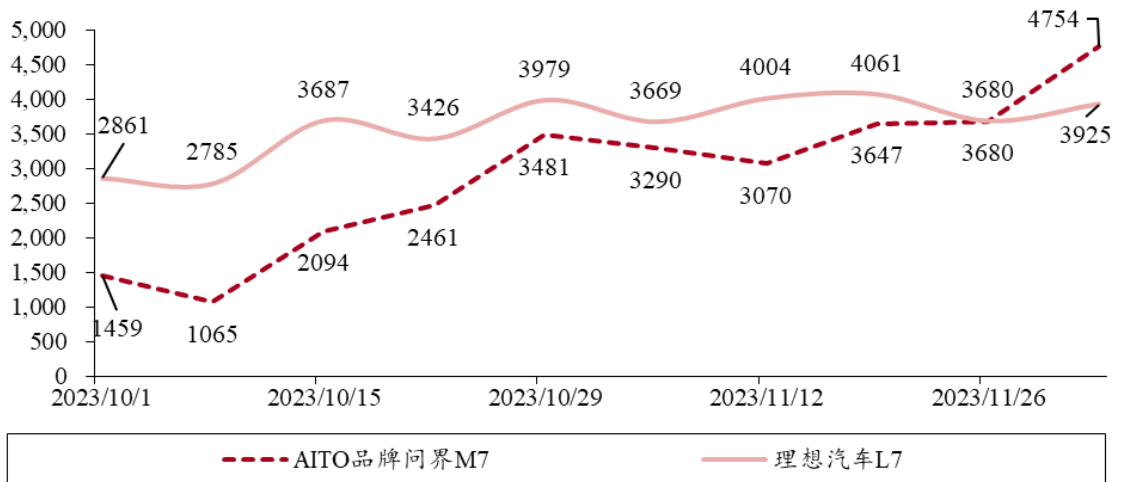
图表 22. 小鹏汽车、蔚来汽车月度交付量 (辆)



资料来源: IFIND, 中银证券

华为问界品牌智能汽车广受关注, 小米汽车量产进入倒计时。根据CNMO透露, 最新数据显示, 截至12月第一周, 华为AITO品牌问界M7车型周销量一路上涨, 首次超过理想L7。同时, 11月27日, 华为高管宣布当前M7车型预定量已超10万台。小米汽车量产同样受到广泛关注, 2021年小米集团进军智能电动汽车业务, 根据小米集团2023年三季报, 当前汽车等创新业务投入已达17亿元, 未来五年研发投入仍将保持高位。

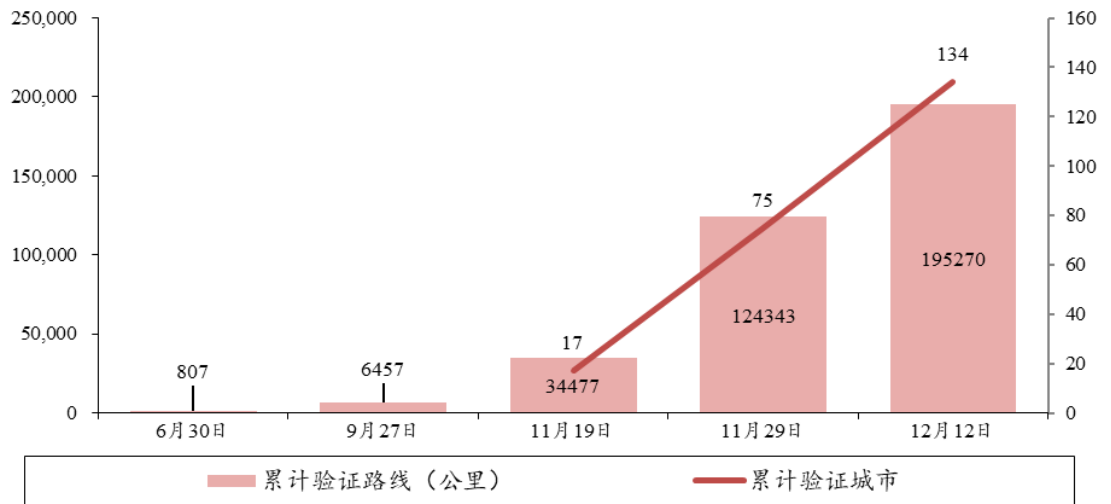
图表 23. 2023-10-01 至 2023-12-03 华为 AITO 问界 M7 与理想汽车 L7 周交付量 (辆)



资料来源: CNMO, 中银证券

智能汽车的智能驾驶、智能科技等相关技术保持充足发展, 蔚来汽车智能驾驶领航路线验证预计年底实现遍布全国 200 城。根据蔚来智能驾驶研发副总裁任少卿披露, 截至 12 月 12 日, 蔚来智能驾驶当前已累计验证路线约 19.53 万公里, 遍布 134 座城市。蔚来全域领航辅助 NOP+ 当前可支持车辆在城区道路上依据设定的导航路线, 自主完成一系列驾驶任务, 并具备避险能力。蔚来智能驾驶研发副总裁任少卿预计蔚来于年底前完成 25 万公里城区领航路线验证, 遍布 200 座城市, 当前已有蔚来先锋领航用户在全国多个城市开启 NOP+ 的试用。

图表 24. 蔚来智能驾驶技术累计验证里程与城市



资料来源: 万得资讯, 中银证券

传统车企大力推进智能汽车业务的拓展, 智能汽车的高质量发展将有望成为车企供应链行业的关键增量因素。12 月 15 日, 一汽大众 ID.7 VIZZION 正式上市, 新车定位纯电动中型轿车, 共推出四款车型。12 月 16 日, 吉利银河 E8 车型正式开启预售, 共推出五个版本, 且公司给予用户高额预定补贴, 新车将于 2024 年 1 月正式上市并交付。我们认为, 新兴智能汽车车企、跨界车企与传统车企对于智能汽车业务的高额投入与市场对其的广泛关注, 有效呈现了智能汽车行业的重要性, 未来有望成为汽车整车物流供应量行业的关键增量因素。

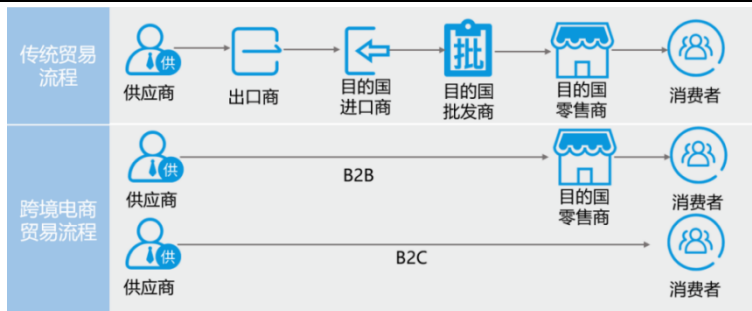


## 三、跨境电商物流：跨境“四小龙”出海景气度高，跨境电商物流迎新机遇

### 3.1 电商市场：全球电商市场规模扩大，中国电商加速出海

跨境电商是指不同国别或地区间的交易双方通过互联网及相关信息平台实现交易，线下开展物流进出口业务操作的电子商务应用模式。相比国际传统贸易，跨境电商缩短了供应商与终端消费者间的多个环节，跳过进口商和出口商，直接与国外零售商或者消费者贸易，扩大了企业利润空间。

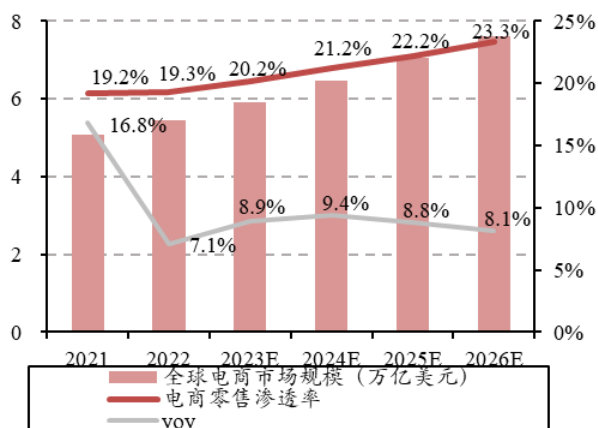
图表25. 跨境电商贸易流程与传统贸易流程对比



资料来源：中交发展研究，中银证券

全球电商市场规模持续扩大，增速放缓。据 eMarket 数据，2022 年全球电子商务增长率为 7.1%，增速放缓，预计 2023-2026 年全球电商市场交易规模将持续增长，但增速分别放缓至 8.9%/9.4%/8.8%/8.1%。此前，全球电商市场发展较好，疫情期间其增速更是远超零售市场，随着疫情带来的电商红利结束，未来两者增速差距将缩小。虽然预计增速有所放缓，但由于基数庞大，且电商零售渗透率将持续提升，因此未来全球电商市场仍将有可观的增量。2025 年，全球电商市场将突破 7 万亿美元，达 2019 年的两倍。

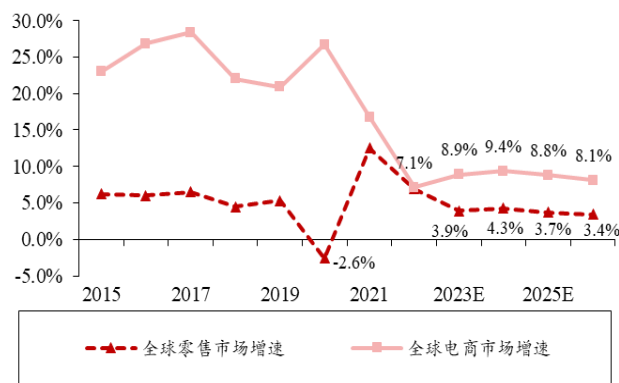
图表26. 全球电商交易规模增长及电商零售渗透率提升



资料来源：eMarketer，中银证券

注：电商零售渗透率=全球电商交易规模/全球零售交易规模

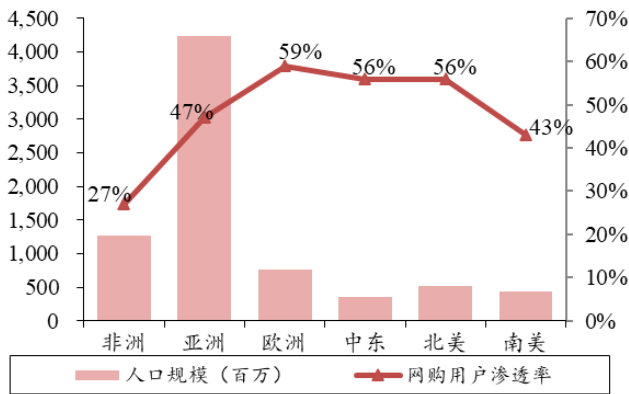
图表27. 全球零售市场增速与全球电商市场增速



资料来源：eMarketer，中银证券

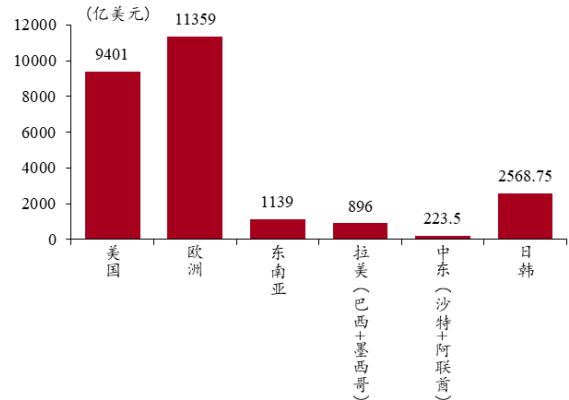
跨境电商市场作为全球电商市场一部分，对比全球电商市场规模实现同比增长。据 Vantage Market Research 报告显示，全球跨境电子商务市场预计 2028 年将突破 3 万亿美元，2022-2028 年内增长 25.1%。欧美市场是相对而言的成熟市场，2023 年预计美国电商收入为 9401 亿美元，2023-2027 收入年增长率为 11.44%，欧洲电子商务市场以每年 8.55% 速度增长，预计 2027 年商品总值达 15024 亿美元；亚洲地区有望受益于人口红利以及网购渗透率的提升，东南亚的电商红利仍在持续释放。

图表28. 2022年全球主要地区人口规模及网购用户渗透率



资料来源: eMarketer, 中银证券

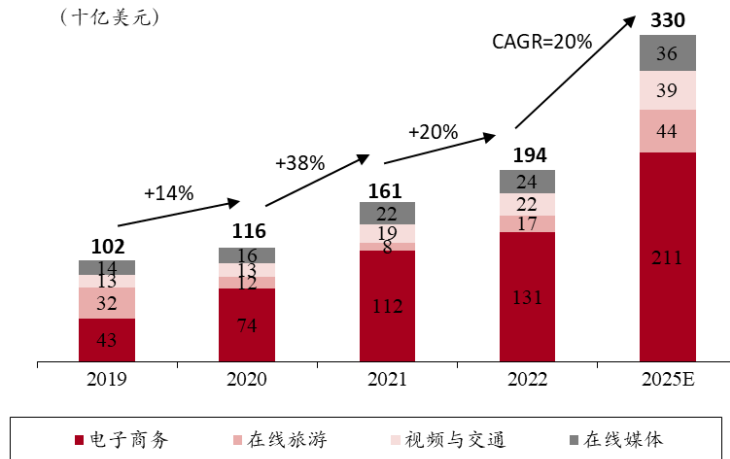
图表29. 2023年全球主要地区电子商务收入预测



资料来源: Statista, Businesswire, 中银证券

东南亚地区 11 个国家中，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南展现出较大的发展潜力。Statista 预计 2023 年东南亚零售电商销售额增幅 18.6%，远高于全球电商预计增长幅度 8.9%。《2022 年东南亚数字经济报告》显示，东南亚数字经济商品交易总额 2019-2022 年分别增长 14%、38%、20%，2022 年已达 1940 亿美元规模。由于疫情时期电商膨胀的时代过去，预计 2022-2025 年 CAGR 为 20%，整体仍保持高速增长。

图表30. 东南亚数字经济商品交易额 (GMV)

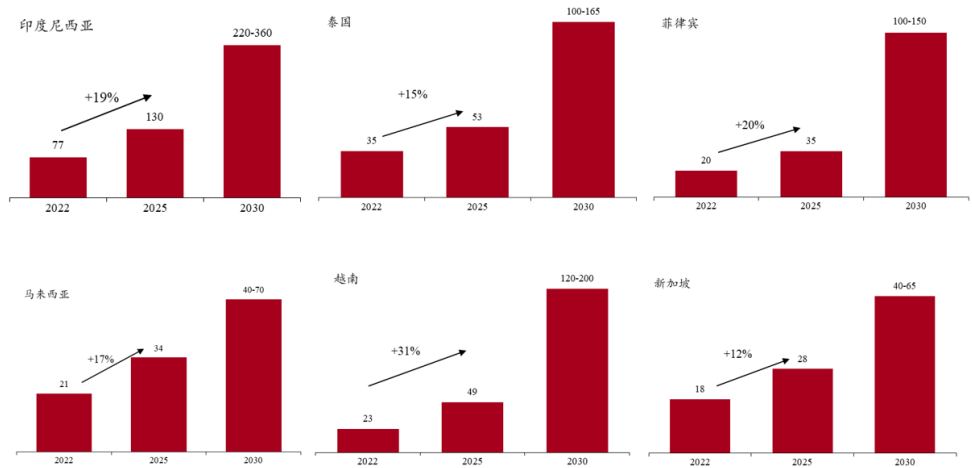


资料来源: 《2022 年东南亚数字经济报告》，淡马锡，中银证券

注: 东南亚数字商品经济统计包含电商、网约车、网络媒体和在线旅游四个模块，2022 年电子商务占比接近 70%

印度尼西亚作为东南亚六国中规模最大的市场，预计 2022-2025 年 CAGR 预计为 20%，为跨境电商带来最大的发展机遇。越南将成为增长最快的市场，预计 2030 年市场规模将达 120-200 亿美元，为 2022 年的 6-10 倍左右。整体来看，东南亚六国市场增长前景乐观，电子商务作为数字经济的核心贡献力量，展现出较大的发展潜力，除新加坡外，增速高于其他四个模块，占比还将进一步提升。

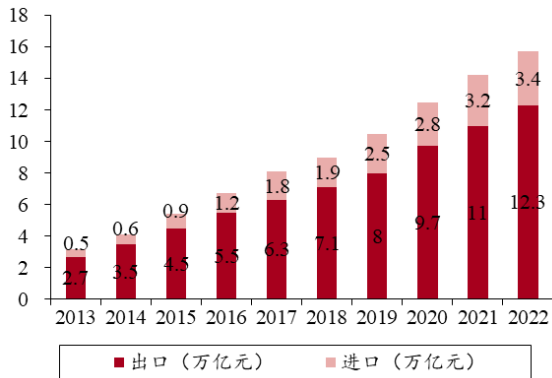
图表31. 东南亚六国数字经济商品交易额预测 (亿美元)



资料来源:《2022年东南亚数字经济报告》, 淡马锡, 中银证券

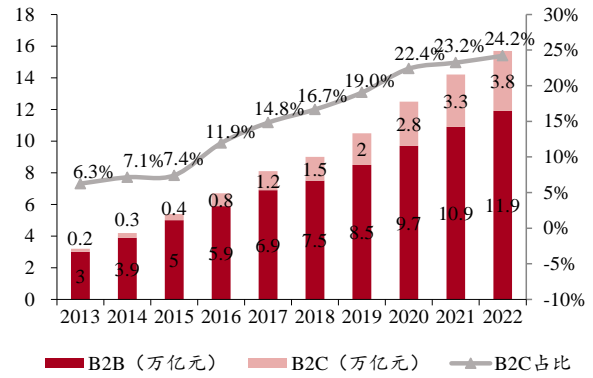
我国跨境电商以出口为主, B2B 仍为主要交易模式。2022 年中国跨境电商市场规模达 15.7 万亿元, 同比增长 10.6%, 占我国贸易进出口总值比例为 37.3%。其中, 出口跨境电商市场规模 12.3 万亿元, 占比 78.34%, 总体来看进出口结构稳定, 跨境出口业务占主导地位。从交易模式来看, 2022 年 B2C 交易规模为 3.8 万亿元, 占比 24.2%, B2B 交易规模为 11.9 万亿元, 占比 75.8%。B2C 交易模式迅速兴起, 2017-2022 年 B2C 交易规模 CAGR 为 25.93%, 份额由不到 10% 提升至 24.2%, 但 B2B 模式的主导地位不会轻易改变。

图表32. 2013-2022年中国跨境电商进出口交易规模



资料来源: iFind, 中银证券

图表33. 2013-2022年中国跨境电商B2B及B2C交易规模



资料来源: 中交研究, 中银证券

假设中国跨境电商进出口规模未来按照 2017-2022 年的复合增长率增长, B2C 占比每年提升 1pct, 以市场规模=进口额 (出口额) \* 交易模式占比, 可预测的 2023-2024 年各个细分市场规模。后文对跨境电商物流的相关讨论, 主要基于 B2B 出口市场和 B2C 出口市场。

图表34. 我国跨境电商细分市场规模 (亿元)

| 市场规模  | B2B 出口 | 占比 (%) | B2B 进口 | 占比 (%) | B2C 出口 | 占比 (%) | B2C 进口 | 占比 (%) | 合计    |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 2022  | 9.32   | 59.4   | 2.58   | 16.4   | 2.98   | 19.0   | 0.82   | 5.2    | 15.70 |
| 2023E | 10.52  | 67.0   | 2.89   | 18.4   | 3.54   | 22.6   | 0.97   | 6.2    | 17.92 |
| 2024E | 11.86  | 75.6   | 3.24   | 20.6   | 4.21   | 26.8   | 1.15   | 7.3    | 20.46 |

资料来源: 中银证券测算

**B2B 交易模式下，跨境电商按经营模式可以分为自营和平台。**自营模式下，卖家需从货源开始，建立一套自主采购仓储配送体系为买家供货，赚取采购与销售的差价，该模式下对商品品质的把控更到位、对客户资源直接掌控、自主制定平台规则，但品类较有限、经营模式较重，因此采取该模式的多为本身从事大宗商品贸易的企业。而平台模式下，第三方平台本身不供货，而以流量为背书，整合物流、支付、运营等吸引卖家入驻，主要靠收取佣金与服务费、广告费、金融服务等盈利，代表平台有阿里巴巴、敦煌网等。

**B2C 模式下，主要也有独立站和第三方平台两种经营模式。**两者主要区别在于货源不同，平台模式下货源来自于入驻的分散卖家，而独立站模式以 SHEIN 为代表，需要平台自己与供货商对接，通过对供应链严格管理、销售信息的反馈分析、再选品形成“小单快反”。

图表35. 跨境电商主要经营模式及代表公司

|     |      |  |
|-----|------|--|
| B2B | 自营模式 | 大多数为从事大宗商品贸易企业将原有出口订单线上化而自建的网站   |
|     | 平台模式 |    |
| B2C | 独立站  |   |
|     | 平台模式 |  |

资料来源：各公司网站，中银证券整理

全球跨境电商市场上中国企业的力量不可小觑。Amazon 作为全球最早成立的美国电商平台，在用户量、全球运营经验、物流等各个方面形成了深厚的优势，短时间难以超越。但中国跨境电商平台也找到了自己的拓展路径，试图与 amazon、eBay、Shopee 等抢占外国市场。SHEIN 应用程序在美国下载量已超过 TikTok、Instagram、Twiteer 等巨头，领先于 amazon，2022 年 SHEIN 的 GMV 达 300 亿美元，相比 2021 年 200 亿美元增长了足足 50%，SHEIN 也由服装向其他类别拓展。

图表36. 中国跨境电商出海“四小龙”



资料来源：粤贸全球，中银证券整理

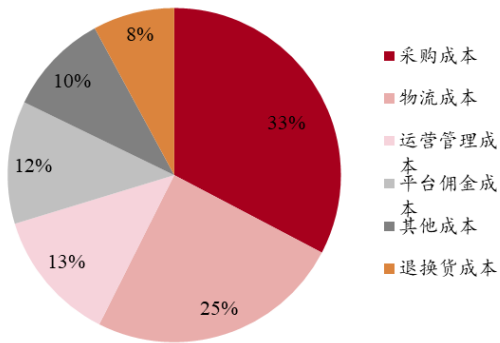
注：包裹数推算=GMV÷订单均价÷换算系数，2022 日均包裹数



## 3.2 物流市场：协同增长，竞争格局格外分散

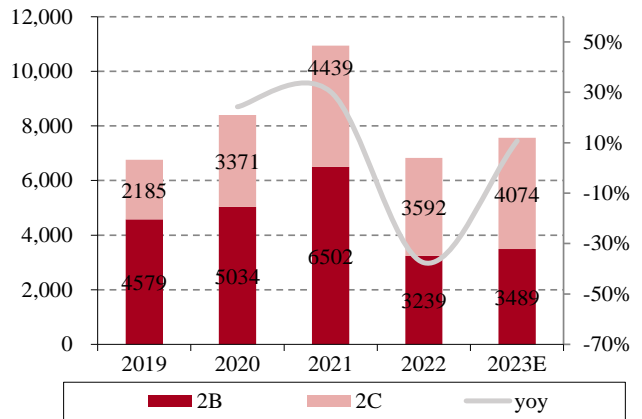
跨境电商成本结构中，物流成本一般占比 20%-30%，相较境内电商物流费用较高。根据探迹大数据研究，中国 2021 年跨境电商物流成本比例为 25%，仅次于采购成本 33%。跨境电商物流费用反映了跨境物流市场的规模。据运联研究院测算，2022 年，我国跨境电商出口物流市场规模约为 6831 亿元，其中 B2B 物流市场规模约为 3239 亿元，占比为 47.4%，B2C 物流市场规模为 3592 亿元，占比 52.6%。继 2021 年疫情催生全球线上购物狂热、全球供应链紧张情况下的超速发展后，2022 年跨境电商物流市场降温回归常态，未来将同步跨境电商市场稳步增长，预计 2023 年增速约为 10%。

图表37. 2021年跨境电商成本结构



资料来源：探迹大数据，中银证券

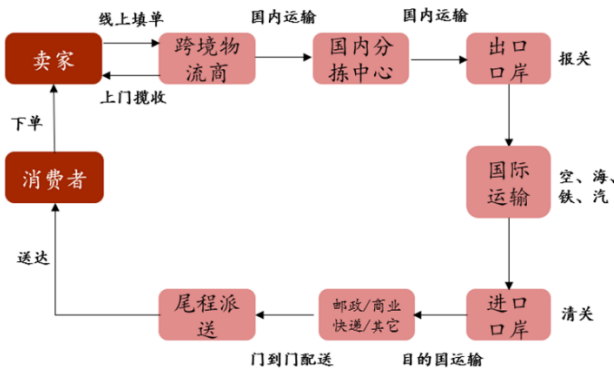
图表38. 跨境电商出口物流市场规模（亿元）



资料来源：运联研究，中银证券

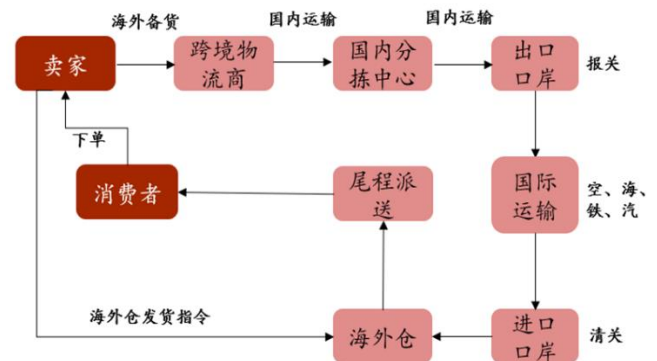
跨境电商出口物流主要有直邮和海外仓两种途径。直邮业务是商家根据实时订单发货，由一个或多个跨境物流服务商完成货品门到门的全流程跨境物流。而海外仓则是商家采取备货模式，提前委托跨境物流服务商将货品配送至海外仓，待消费者下单后，再由目的国物流服务商进行尾程配送。

图表39. 跨境电商出口物流-直邮模式



资料来源：燕文物流招股书，中银证券整理

图表40. 跨境电商出口物流-海外仓模式



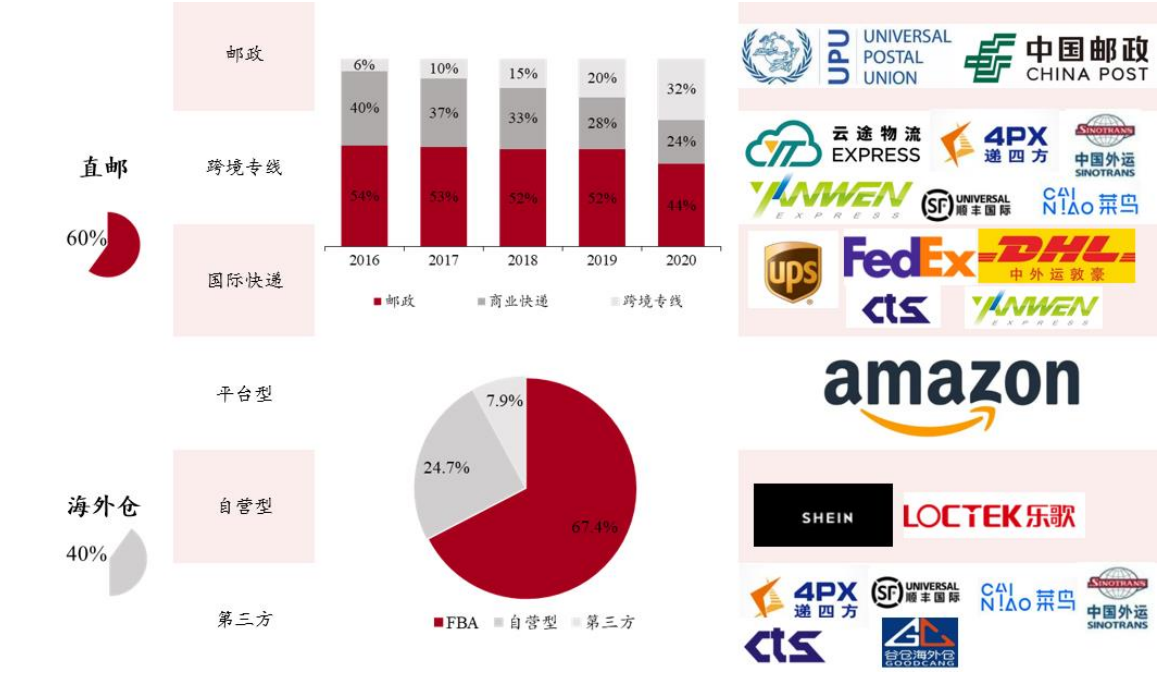
资料来源：燕文物流招股书，中银证券整理

根据艾瑞咨询 2019 年数据，直邮模式和海外仓大概占比为 60%和 40%。由于海外仓模式具有商品配送时效优势以及供应链优势，我们认为 2019-2022 海外仓占比相对有所提升。

直邮模式下，有国际邮政、国际快递、跨境专线三种细分模式。国际邮政小包是中国邮政基于 192 个成员国的万国邮政联盟，针对 2kg 以下货物提供的一种经济类直发寄递服务，是目前跨境电商卖家采用最多的一种模式。国际邮政小包费用低但速度较慢、丢失率高，适用于价值低、重量轻、时效要求不高的货物。国际快递是指消费者下单后商品采用空运运输，由快递公司全程配送的物流模式，速度较快、丢失率低因此价格相对较高。国际专线是指货物集中后通过航空专线（主要）、海运专线、铁路专线等运输到国外再由合作物流商或自己进行派送的物流模式，专线物流运作较成熟，时效介于邮政和国际快递之间。

海外仓根据运营主体不同划分为平台型、自营型、第三方。平台型海外仓是指由跨境电商平台提供的包括仓储、拣货打包、派送、收款、客服与退货等综合物流服务的海外仓库，典型代表有亚马逊的 FBA 仓。自营海外仓一般为资金实力雄厚、物流体系完善的大型企业自建仓库，具备“订单-分拣-包装-配送”完整物流配送链条。中小企业自建海外仓困难，第三方海外仓为跨境电商提供清关、质检、接受订单、分拣、发货等服务。

图表 41. 跨境电商物流细分模式及相关物流商



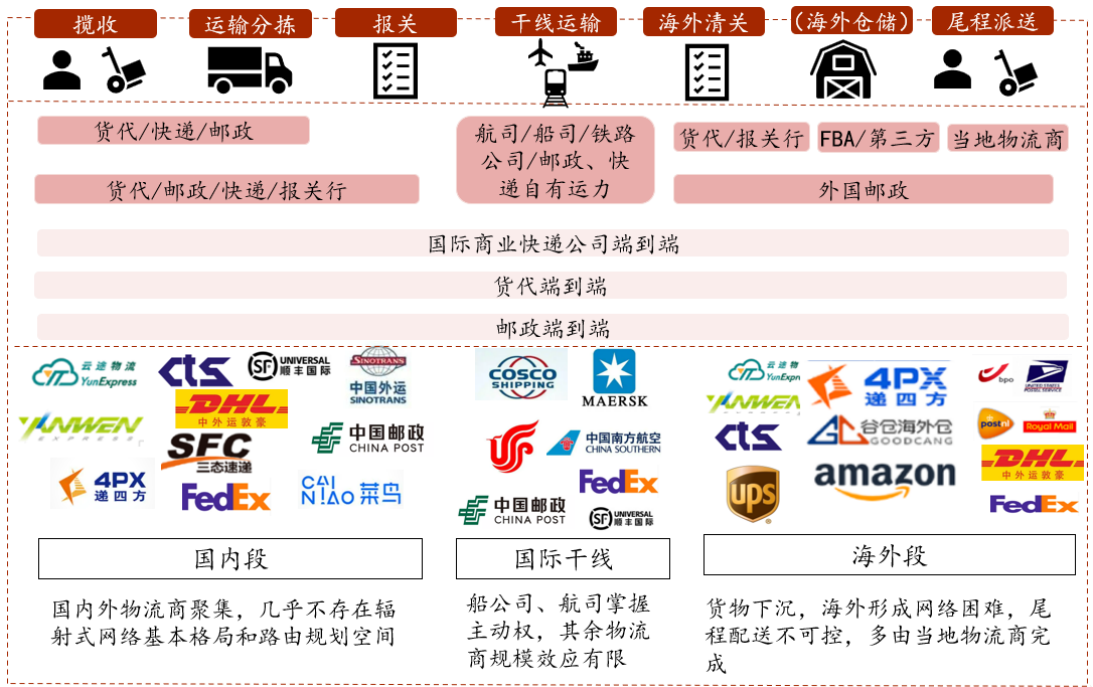
资料来源: 艾瑞咨询, 跨境眼, 各公司网站, 中银证券整理

**多方入局, 竞争格局格外分散。**据运联研究院 2023 年发布《2022 年度跨境电商物流 top50》, 营收口径 top10 依次为纵腾集团、中国外运、递四方、顺丰国际、燕文物流、港中旅华贸、菜鸟、万邑通、递一、申通国际, 其中仅前三名营收突破百亿。营收口径 CR3 为 4.23%, CR5 为 6.07%, CR10 为 8.12%, 而前 20 名合计营收也仅仅达到全行业的 13.8%, 行业格局分散。究其原因, 我们认为有以下两点:

一是参与者类型众多, 货代、航空货运公司、快递公司为主要玩家。货代又可以分为开展跨境电商业务的传统货代以及专门提供跨境电商物流解决方案的新型货代, 前者代表企业有中国外运、华贸物流, 后者代表企业有燕文物流、递四方、云途物流。航空货运公司以干线运输服务为核心中间节点, 向产业链两头延伸, 提供跨境电商物流服务, 代表企业有马士基、中国南方航空等; 快递公司, 比如顺丰、申通、圆通, 也纷纷开辟国际业务条线, 布局海外网络。各方参与者在物流链条中有自己的优势环节和劣势环节, 服务环节并不固定, 但都争相提供物流一体化解决方案, 把握前端和尾程物流。

二是产业链长且呈哑铃状, 纵向整合困难。国内段, 大量物流商能提供揽收、集货、运输的服务, 遵循靠近卖家集群或产业集群的原则并考虑与出货口岸的距离进行布局, 但几乎不存在辐射式网络的基本格局和路由规划。国际干线运输段, 船公司以及航空公司行业格局较集中, 对想要采购的分散的其他物流商议价能力强, 且会通过减并航线、多港挂靠等手段保障规模效应, 相比之下, 其余物流商能享受的规模效应有限。目的国运输段, 货流逐渐分散, 多数物流商对于国外仓点、网点的布局不完善, 本土化过程漫长, 面临当地物流商的竞争, “最后一公里”仍无法形成主动。

图表 42. 跨境电商物流全链路参与者众多、参与环节重叠



资料来源：各公司网站，中银证券整理

传统货代与专注跨境电商物流的新型货代未来将面临更加激烈的竞争。货代将与电商平台、运力公司、国内快递巨头、邮政以及国际快递巨头 5 方共同竞争市场份额。由于销售模式的可复制性较强，难以形成竞争壁垒，跨境电商之间的竞争逐渐由销售转向供应链竞争，电商平台为了降低物流成本、提高运输时效，逐步开始布局海外仓、配送站。上游企业拥有重资产核心运力，不断通过收购进行端到端的全链路布局。顺丰、圆通等国内快递巨头加速出海，加大重资产投入，海外布局正在完善过程中。全球邮政基于“最后一公里”的网络优势进行商业化，其转型对于整个跨境电商物流市场或是不小的冲击。国际快递巨头目前优势明显，由于当下大多数跨境物流服务商重在通过资源整合提供服务，因此难免向国际快递巨头采购，同时国际快递巨头也在不断升级自己的运输方案。

图表 43. 货代主要竞争对象



资料来源：晓生研究院，中银证券整理

### 3.3 趋势判断：海外仓为关键资产，货代资源禀赋天然优势

一是看好现有海外仓资源丰富或重点推进海外仓布局的跨境物流商。

原因有三：第一，海外仓作为海外重资产强化规模效益，有利于塑造竞争壁垒。传统的货物代理模式下，比起快递公司，货代很少兴建重资产，为数不多的重资产大多布局在国内头程运输段，享受的规模效益有限。海外仓同时具有“重资产”和“海外”两重属性，意味着不仅存在基础规模效应，还将由于海外建设困难、运营难度高而减少发生类似国内快递公司之间的价格战的可能，从而使得规模效应充分释放。2022 年跨境电商物流营收第一、第三的纵腾集团、递四方均有丰富的海外仓资源。

**第二，海外仓资源是企业服务进阶的关键。**纵腾集团依托“谷仓”开展合同物流业务，递四方依托海外仓提供行业解决方案，海外仓或成解决方案中不可缺少的一环。从谷仓为快消行业、3C 行业、家具家电行业提供定制化方案物流示意图中可以看出，针对不同行业的方案中仓储都占据关键地位。尤其是对于大卖家客户，拥有海外仓是切入其供应链、与之深度合作的关键。

**第三，通过海外仓辐射“最后一公里”。**头程物流，我国快递、货代等都对运输车队、中转仓库等进行了全面的布局，竞争优势很难突出。但尾程物流始终连着“最后一公里”被迫交付国际商业快递或邮政的困境，拥有海外仓资源的企业可以以海外仓为中心形成配送网络，将配送权逐步收回。

**二是看好大货代资源禀赋。**中国外运、华贸物流等传统大货代已深耕行业多年，上下游资源丰富、整合能力突出，跨境电商物流业务可与其他传统业务产生协同效应。2021 年华贸物流通过收购杭州佳成国际正式进军跨境电商物流，佳成国际在前端揽收、关务、海外段尾程服务能力较强，但受限运力资源与资金实力，干线能力薄弱。华贸物流能填补佳成国际干线运输的劣势，而佳成国际和华贸物流可以结合传统贸易普货、邮政小包以及电商大件货物进一步构建物流产品。至今，佳成国际拥有自营国际专线 20 多条，海外仓联盟 12 家，7 月 26 日华贸物流公告称拟挂牌转让佳成国际 25% 的股权，双方协同互补仍在持续深化。

**三是看好客户结构优势。**SHEIN 强化供应链小单快反模式，TEMU、TikTok 等推出全新全托管模式，未来跨境商品的物流选择权将逐渐向平台集中，与大型跨境电商平台深入合作的跨境物流商更具优势。但如果平台客户比重过大，平台自建物流趋势下也将面临一定风险。



## 四、大宗供应链：大宗商品有望随中美补库周期共振迎来修复，头部大宗供应链企业回调后迎布局良机

### 4.1 大宗供应链企业 2024 年业绩有望修复，当前位置估值股息率具备较好吸引力

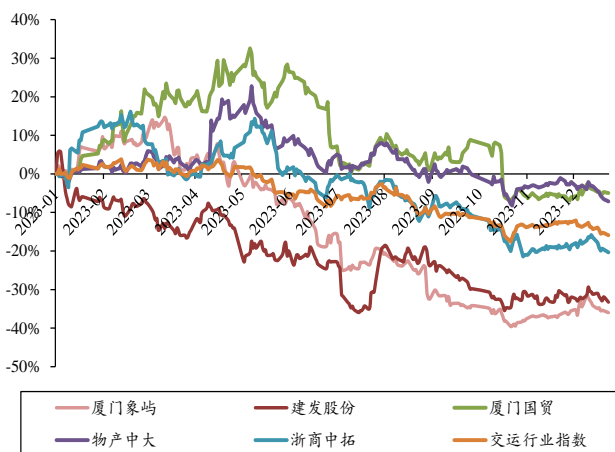
大宗供应链企业 2023 年经营业绩明显承压，主要公司股价明显回调。从 2023 年 Q2 开始，大宗供应链企业的经营状况明显恶化，主要企业的归母净利润同环比增速明显承压，以厦门象屿为例，23Q2 和 Q3 归母净利润同比减少 61.66% 和 64.09%，环比减少 36.84% 和 16.02%。2023 年年初至今主要大宗供应链企业股价明显回调，截至 2023 年 12 月 25 日，厦门象屿股价较年初下跌 36.0%，较当年高点回落 44.2%，主要企业较高点回落幅度超过交运指数回落幅度。

图表 44. 2023 年前三季度主要大宗供应链企业归母净利润同环比 (%)

| 公司   | 23Q1    |         | 23Q2    |         | 23Q3    |         |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      | 同比      | 环比      | 同比      | 环比      | 同比      | 环比      |
| 厦门象屿 | 17.16   | 17.89   | (61.66) | (36.84) | (64.09) | (16.02) |
| 建发股份 | (21.07) | (70.58) | (33.78) | 41.65   | 16.41   | (10.75) |
| 厦门国贸 | 5.16    | (42.23) | (23.11) | 13.35   | (44.16) | (65.63) |
| 物产中大 | (6.36)  | 38.49   | (7.30)  | (6.01)  | (28.94) | (6.54)  |
| 浙商中拓 | 58.95   | (17.93) | (35.62) | (27.14) | (69.89) | (66.85) |

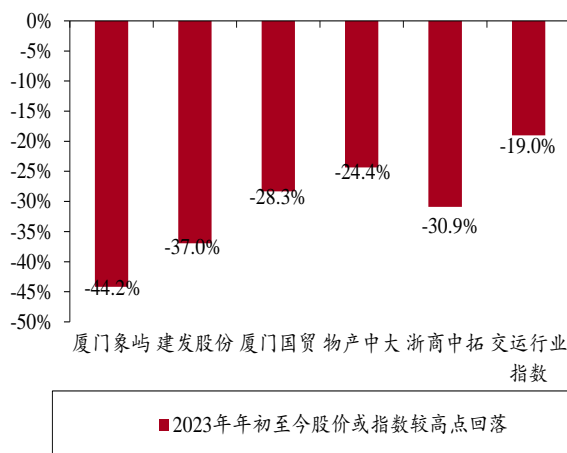
资料来源：iFind，中银证券 注：建发股份 23Q3 同环比数据为剔除掉红星美凯龙重组收益数据

图表 45. 公司收盘价较 2023 年初涨跌幅



资料来源：iFind，中银证券 注：截至 2023.12.25

图表 46. 2023 年初至今股价或指数较当年高点回落

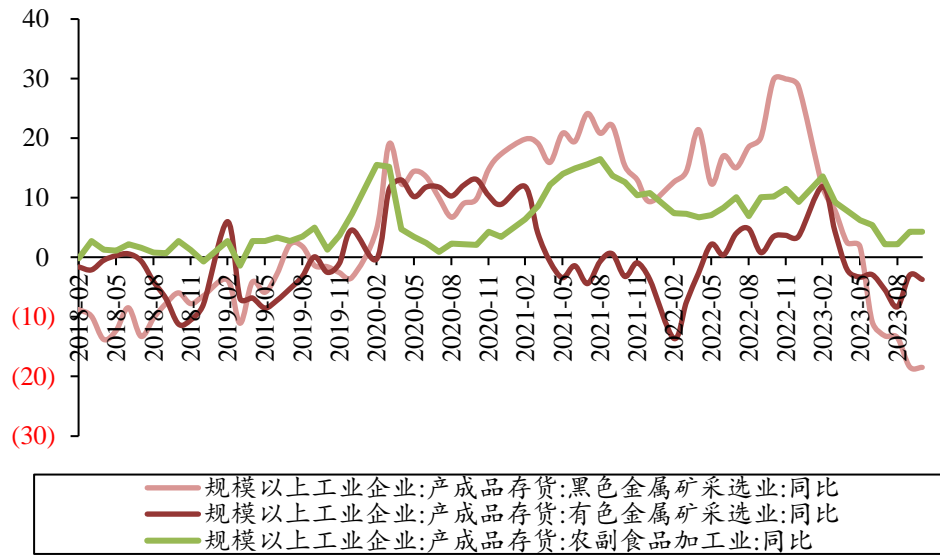


资料来源：iFind，中银证券 注：截至 2023.12.25

当前大宗供应链主要产品品类库存处于低位，看好今年补库存和需求改善对企业业绩的提振，主要公司当前估值和股息率具备良好吸引力。从黑色金属、有色金属、农副产品的库存情况可以看出，在经历了主动去库和被动去库后，当前的库存水平处于低位，我们预计 2024 年上半年这三种主要产品类有望迎来主动补库，看好今年补库存和需求改善带来的大宗供应链企业业绩修复。估值方面，截至 2023 年 12 月 25 日，厦门象屿、建发股份、厦门国贸、物产中大、浙商中拓当前 PB 估值分位数分别为 19.2%、5%、2.5%、0.2%、0.3%，五家公司 PB 估值处于近年来低位，同时五家公司对应的股息率分别为 9.4%、8.5%、9.6%、3.4%、6.9%，当前位置主要企业估值和股息率吸引力较高。

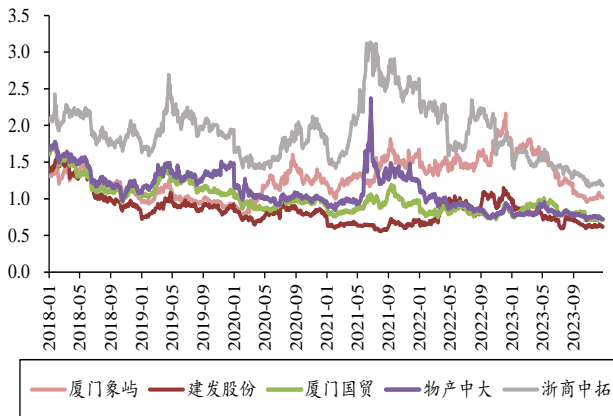


图表 47. 大宗供应链主要品类存货当月同比增速 (%)



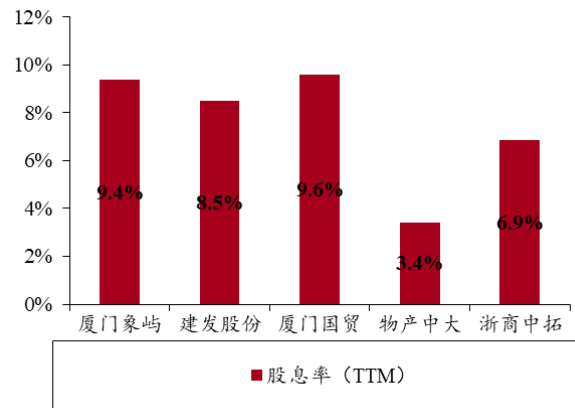
资料来源: iFind, 中银证券

图表 48. 2018-2023 年主要大宗供应链企业 PB 估值



资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

图表 49. 主要大宗供应链企业股息率 (TTM)



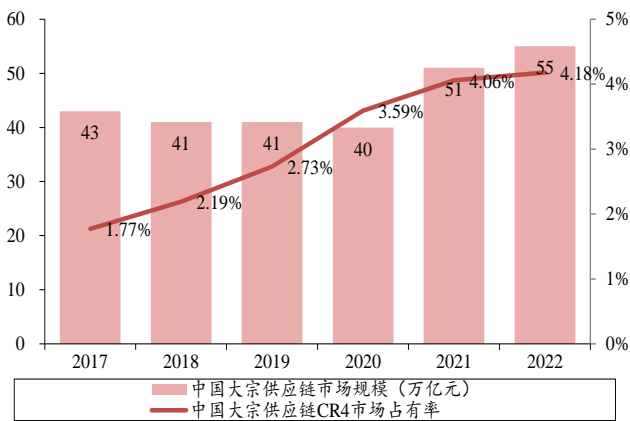
资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

## 4.2 行业发展空间庞大，市场集中度有较大提升空间

大宗供应链行业市场规模庞大，市占率有较大提升空间。随着我国大宗商品的贸易量逐年递增，中国已连续多年成为全球大宗商品消费和进口的第一大国。中国 GDP 在“十三五”期间平均每年增长 6.7%，而中国的大宗商品社会销售总额保持了平均增长 5.9%，二者之比，弹性系数为 0.88。按照这个弹性系数去估算，未来 GDP 每增长 1 个百分点，即大宗商品增长 0.88 个百分点，按 2020 年大宗商品的销售额 80 万亿计算，大宗商品销售增长额是 65000 亿左右。

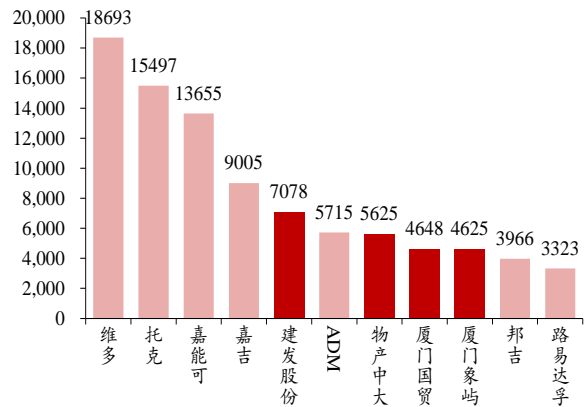
当前大宗供应链市场空间广阔，格局红利显著，预计龙头份额将持续提升。目前规模大小的界定主要参考大宗工业企业营业收入与大宗商品进口额合计值（各个大宗供应链企业主营业务，如石化产品、煤炭、黑色金属、有色金属、纸制品业、农副食品加工业、橡胶行业等品类）。厦门象屿在 2022 年年报中披露显示，截至 2022 年末，我国大宗供应链市场规模已达 55 万亿元，CR4 市占率也在稳步提升，2022 年 CR4 市占率为 4.18%。

图表 50. 中国大宗供应链市场规模以及 CR4 市场占有率



资料来源: iFinD, 厦门象屿公司公告, 中银证券

图表 51. 国内外头部大宗供应链企业 2021 年营收 (亿元)



资料来源: iFinD, 各公司公告, 中银证券

对标国外，国内行业龙头份额仍有较大提升空间，示范效应加强有助于活跃整个行业。制造业变革使得优质大宗供应链企业价值进一步凸显。由于我国幅员辽阔，能源物资空间分布不均，地区经济发展水平也存在较为明显的差异，因此地方中小企业在相关原材料、半成品、成品的采购分销方面存在不同的难题，理论上需要一类专营机构来解决此类难题。大宗供应链企业便在这个链条中起着中转轴承的作用。当前宏观经济增速提升，制造业的利润存在收窄的预期，中小企业的融资，降成本的需求增强，更要求大宗商品供应链企业在此时发挥中流砥柱的作用。我们认为，现存的大宗供应链企业都是经过行业出清大浪淘沙的优质企业，市场需求将会持续向头部企业集中，龙头企业有望依托其降本增效的价值，获取更高的市场份额。

### 4.3 商业模式可复制性强，多元化商品匹配多需求客户，行业成长性值得关注

行业增长机会 1: 服务模式具备可复制性，可套用多个行业。

当前大宗供应链龙头企业通过积极转型都形成了自身的服务模式，具备强复制性，成为品类组合管理与扩张的基础。并且最近几年各个龙头公司在围绕更高成长性的品种做延伸。如新能源、再生资源品类的增速远高于黑色金属、煤炭等品类，向这一类品类的延伸有利于拉动业务流量增长。从国内大宗供应链龙头的实践来看：

图表 52. 厦门象屿连接海外的网络化物流服务体系



资料来源: 厦门象屿公司公告, 中银证券

图表 53. 建发股份供应链运营网络



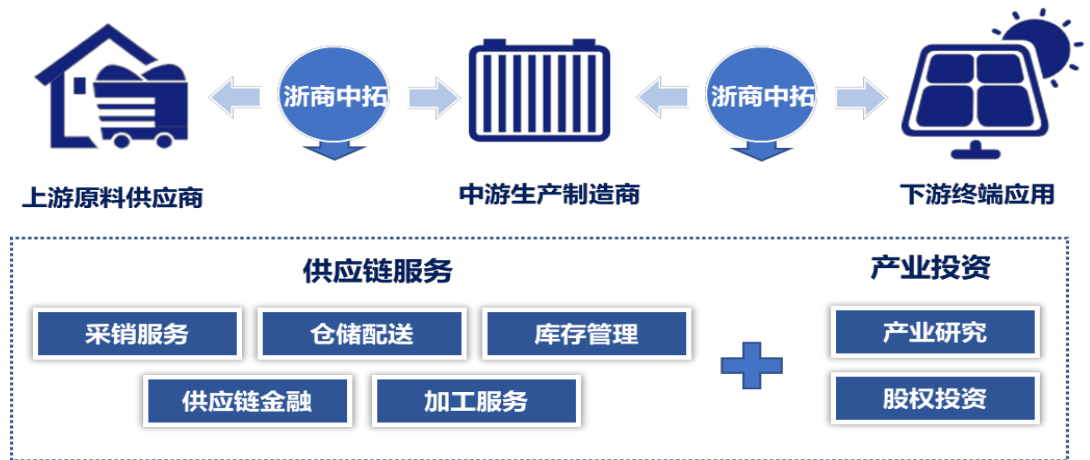
资料来源: 建发股份公司公告, 中银证券

厦门象屿专注锂电和光伏两大新能源赛道，钴、锂、镍等新能源原材料品类快速增长，2018-2021年新能源供应链净利润复合增长超100%。锂电产业链，象屿以“上整资源、下拓渠道、中联物流”为经营理念，致力于打通“海内外矿山资源获取、国内半成品委外加工、下游客户长协供应锁定”的全产业链运营通路。其中上游端，公司已完成印尼镍资源板块和刚果金钴资源板块战略布局；下游端，公司已与华友钴业、中伟股份、格林美、盛屯矿业、国轩高科等企业形成紧密合作；中游端，公司具备全程物流服务能力（国际海运、进口清关、保税仓储等），能够实现“买得到、运得回”。2022年，公司新能源供应链制造业企业客户服务量占比达90%以上，光伏产业链、锂电、镍钴板块实现主流磷酸铁锂正极材料厂商合作全覆盖，碳酸锂供应量全国前五，锂盐经营量全国第三，钴进口量全国占比超10%。光伏板块，服务覆盖产业链多品种辅材，运用多环节、全产品服务等方式，形成了涵盖海内外采销、EPC渠道、电站开发、物流服务的多维业务生态。

浙商中拓成功搭建起光伏产业链探索一体化服务模式。浙商中拓目前在光伏产业链以轻资产的供应链管理为主，已完成从硅片、支架、组件、电池片到光伏电站自上而下的业务布局，为产业链上的生产型企业客户提供原材料采购、库存管理、物流配送、加工服务、供应链金融、行情信息等供应链服务。2022年浙商中拓新能源业务共实现营业收入140亿元，同比增长172%。光伏产品交易量累计超过11GW，储能产品交易量累计超过550MWh。

同时，国内废钢等再生资源市场空间广阔，处于加速规范化发展阶段，再生资源配套的供应链服务需求量同样高于基本金属类工业品总体水平。浙商中拓采用“基地+贸易”模式，大力拓展再生资源供应链市场。即在交易业务平稳推进的同时，充分整合上游资源，深度绑定终端客户，投资实体基地汇聚流量，构建集收购、金融、加工、配送、销售为一体的模式。建发股份更进一步将产品品类深入到如汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。物产中大汽车供应链业务同样在行业领先。

图表 54. 浙商中拓产业链一体化服务模式



资料来源：浙商中拓公司公告，中银证券

## 行业增长机会2：多元化商品匹配多需求客户

供应链龙头企业通过丰富经营的大宗商品类型，有助于完善产业布局、更具有针对性地匹配客户的需求。品类丰富度提升能够满足制造业企业多元化商品采销需求。例如钢厂客户除了大量需要钢材作为原材料之外，更需要铜、钴、镍等其他辅助金属来进行运营，这样匹配客户多样化需求有利于增强客户黏性。另外，通过品类多元化可以平滑大宗商品的周期波动。黑色金属、有色金属、能源化工、农产品等不同品类的价格周期不同，光伏、储能供能、风电等战略新兴产业所处的产业周期不同；从风控角度，品类多元化有利于平滑周期性、避免单一品类比例过高带来的风险并且不同品类的利润率水平不同。高利润率的农产品业务量增长有利于提升综合盈利水平。例如，区别于黑色金属矿产等品类高周转、低毛利的特征，农产品周期波动性相对较低、利润率水平更高。

图表 55. 厦门象屿“大宗商品采购超市”&“大宗商品服务超市”



资料来源：厦门象屿公司公告，中银证券

#### 4.4 主次结合的多元收益分类保障行业稳定收益，降低盈利波动穿越周期

头部大宗供应链企业的转型不仅仅将之前风险较高的价差收益大部分转换为风险低，链条稳定的服务收益，并且通过进一步衍生至金融和互联网等方面，既丰富了收益来源，也增强了收益的稳定性。

图表 56. 大宗供应链企业服务收益分类

| 服务收益分类  | 信息简介   |
|---------|--|
| 物流服务费   | 物流是大宗供应链的核心服务环节之一，供应链企业一方面基于自有仓储、运力资源获取物流收入，另一方面则是凭借供应链采销业务积累的货量，向“公、铁、水”运输企业、仓储企业、港口码头等获得更优惠的运费、仓储费、码头费用，在外协物流资源的“批发价”基础上向客户收取物流服务费 |
| 代理采销服务费 | 即受客户委托代为采购、分销大宗商品，不承担市场价格波动风险、赚取相对稳定的代理手续费   |
| 加工服务费   | 目前国内大宗供应链企业加工业务以钢材等大宗商品的粗加工环节为主，在服务收益中总体占比较低。  |
| 产业咨询服务费 | 国内头部企业均设立产业研究院等咨询机构，配套自身供应链业务发展的同时，可以对外提供套期保值业务咨询等增值服务   |

资料来源：厦门象屿公司公告，中银证券

#### 收益分类1：物流服务收益

在众多服务收益分类中，物流能力是大宗供应链服务最核心要素之一，具有先占性和稀缺性，公司网络化物流体系能够形成差异化多式联运服务能力。大宗供应链行业物流服务能力的核心价值在于：物流成本与周转优势实现差异化服务引流。大宗供应链业务盈利依赖于高周转，而自主可控的网络化物流能力能够促进商品采销环节的周转率。对制造业客户而言，其流通环节的核心需求在于“买到货、买到价格合适的货、并且最终按需进行定时、定量的稳定原材料配送”，优质的第三方物流服务能够帮助其提高商品流通效率，加快库存周转、提升供应链稳定性。对大宗供应链企业而言，物流能力有助于降低自身仓储运输成本、提升核心环节资产周转率。同时物流在当前大宗供应链服务环节中相对差异化，能够形成一定客户粘性与竞争壁垒，吸引更多客户在公司供应链平台上采销商品、实现引流，同时客户业务量增加进一步反哺物流的规模效应，实现良性循环。



图表 57. 厦门象屿覆盖全国、连接海外的网络化物流服务体系

| 项目   | 资源能力  |
|------|---|
| 铁路运输 | 11 个铁路货运场站（自有 10 个、托管 1 个），覆盖中西部大宗商品集散枢纽，配套 47 条铁路专用线（其中在建线路 8 条）、逾 250 万平方米集装箱堆场和仓库、约 3 万个自备集装箱，年发运能力超 3500 万吨，居行业前列，形成“山东、河南—新疆”“陕西—云贵川”等优质煤炭、铝产品运输线路。  |
| 公路运输 | 线下自有运输车辆超 1000 辆，整合车辆超 8 万辆；线上开发网络货运平台，整合车辆 4 万辆。与中远海系、日照港、连云港、青岛港等优质港航企业达成战略合作，2023 年上半年实现沿海及长江流域运量超 1100 万吨。截至 2023 上半年，公司自有集散两用船舶一艘，网络水运平台整合社会船舶 850 余艘，2023 年上半年内委托量超 700 万吨。形成“自有+合作”相结合的水运运力配置。 |
| 水路运输 |   |
| 仓储集群 | 7 大粮食收购平台，仓容能力约 1,300 万吨，其中自建粮食仓容约 1,000 万吨，配备 9 条铁路专用线；46 个自有及包租管理的仓库，面积约 160 万平方米；堆场约 8 个，面积逾 50 万平方米。  |

资料来源：iFinD，厦门象屿公司公告，中银证券

**物流具备天然的风控属性。**大宗供应链风控，控的是资金、货权、货损、货物处置渠道等，若业务过程中大宗商品始终处于公司自主可控（自建/自管）的仓储节点与物流路径的体系之内，则货权与资金相对更为安全，大宗供应链企业对于商品流通的管控力更强。**物流核心节点资源具备先占性与稀缺性。**相较于信息、金融、采销渠道等服务，重资产投入的物流资源具备先占性和稀缺性，仓储、铁路场站等核心节点一定程度上是先占先得，后来者在物流节点的可得性和购置成本方面存在劣势；国内以铁路货运为代表的物流资源整合需要与当地各部门进行相对长时间的协调与对接，后来者短期内快速构建起来的难度较大。“公、铁、水、仓”各环节成线成网后，高覆盖度、多点触达的多式联运物流能够发挥较强的网络效应，形成一定壁垒。

### 收益分类 2：金融服务收益

**金融收益：**国企平台优势之外，体系化能力更为重要。金融收益的核心在于自身资金实力与多样化金融服务大宗供应链企业依托主体信用评级优势、国企平台优势、智能化信息科技体系和庞大的业务流量数据沉淀，为产业链上下游客户提供供应链金融服务，获取利润。**具体形式**包括：预付款管理、应收款管理、融资租赁、商业保理等服务。

图表 58. 厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台

### 厦门国贸“国贸云链”智慧供应链综合服务平台



资料来源：厦门国贸公司公告，中银证券



**龙头公司内部金融板块对供应链业务形成协同，提供多样化金融服务。**头部企业中，物产中大、厦门国贸均开展独立的金融板块业务，包括：一是期货、证券、资产管理等牌照业务；二是融资租赁、商业保理、小额贷款等类金融业务。具体来看，我们认为金融板块对于供应链业务的协同在于：期货板块，提供产业研究支持以及更高效的期现管理。例如中大期货、国贸期货均设有相关产业研究院，通过期货经纪等业务积累了较为丰富的专业研究机制，对于大宗商品产业链上下游价格、产销、库存等具备较深的认知，支持大宗供应链业务的开展。基于现货端供应链的产业优势和期货端的金融业务经验，更好地发挥套期保值等期现管理手段。

**金融中介服务收益：**部分龙头企业在探索发挥“风控中介”作用，以供应链服务及风控能力为基础，数字化技术为支撑，获取中介服务收益。本质上是供应链企业作为中小企业客户与银行之间的可信数据桥梁，为银行端输出货物风险监控与货物处置变现的能力，为中小制造业客户解决融资难的问题。

### 收益分类3：产业投资收益

**产业投资收益：**大宗供应链头部企业通过投资参股垂直产业链上下游的制造业企业，以股权加强商权，实现“资源引流”，即绑定目标客户、获取稳定的上游商品采购货源与下游分销渠道，实现自身供应链业务量的增长、各环节协同效应和议价权的提升，同时获取投资收益。“股权换商权”具备较强的产业链上下游业务协同，大宗供应链企业通过股权投资介入。上游端资源型企业参与供应链经营商品的上游开发和管理，进而获得商品优先购买权以及更低的采购成本，保障后续业务开展的稳定货源供应；中游制造型企业，参与经营商品具体的生产加工环节，实现低成本的货源获取与分销渠道，例如投资冷轧厂，既能获得热轧卷板的稳定销售渠道，也能获得冷轧卷板的稳定货源，且采购价格均比外部客户更有利。

图表 59. 厦门象屿农业产业级互联网平台



资料来源：厦门象屿公司公告，中银证券

## 五、危化品物流：受出口和国内需求疲软影响景气度承压，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复

### 5.1 出口和国内需求疲软致业绩走弱股价深度回调，关注后续国内经济修复海外补库带来的业绩修复

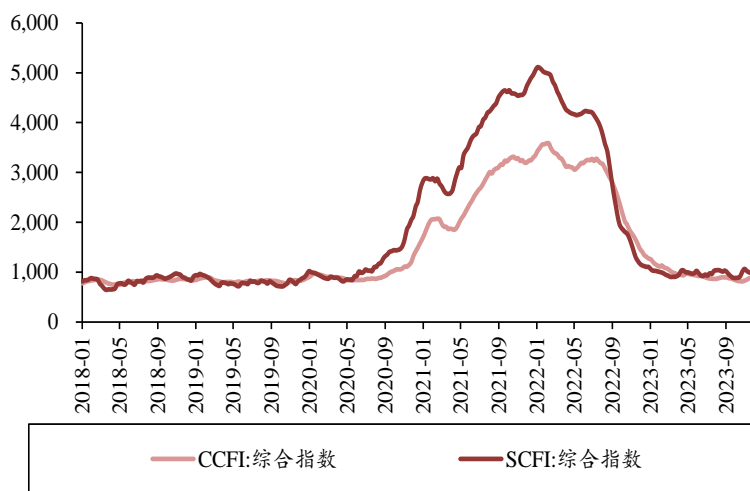
危化品综合物流和航运企业 2023 年经营业绩明显承压，主要公司股价深度回调。2023Q2 和 Q3 危化品综合物流企业和航运公司业绩走弱，主要企业的归母净利润同环比增速明显承压，密尔克卫和永泰运货代业务受海运运价走弱明显承压，兴通股份和盛航股份在 23Q2 和 Q3 经营状况有所恶化，归母净利润环比出现下降。在行业景气度承压的情况下部分公司股价也出现深度回调，截至 2023 年 12 月 25 日，密尔克卫较年初下跌 57.0%，较当年高点回落 63.2%，兴通股份较年初下跌 54.4%，较当年高点回落 60.0%。

图表 60. 2023 年前三季度主要危化品物流企业归母净利润同环比 (%)

| 公司   | 23Q1    |         | 23Q2    |         | 23Q3    |         |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|      | 同比      | 环比      | 同比      | 环比      | 同比      | 环比      |
| 密尔克卫 | (19.61) | (16.65) | (14.37) | 35.84   | (13.28) | 2.46    |
| 兴通股份 | 57.32   | 55.89   | 11.23   | (22.02) | (16.47) | (25.01) |
| 盛航股份 | 15.81   | 32.11   | (16.80) | (6.54)  | (35.49) | (32.49) |
| 永泰运  | (24.44) | (21.98) | (25.91) | 70.91   | (63.88) | (40.45) |
| 宏川智慧 | 26.99   | 75.61   | 29.78   | 32.45   | 34.17   | (11.58) |

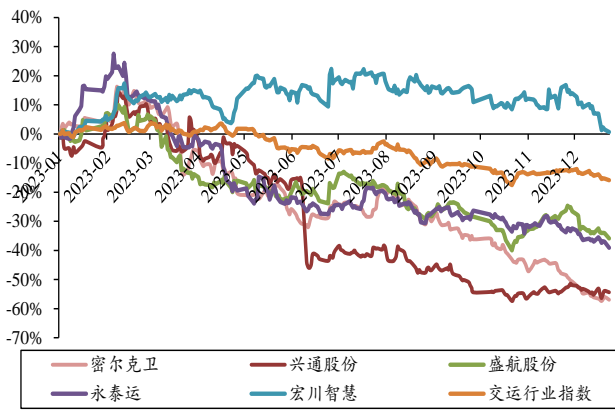
资料来源：iFind，中银证券

图表 61. 2018-2023 年 CCFI 和 SCFI 集装箱运价综合指数



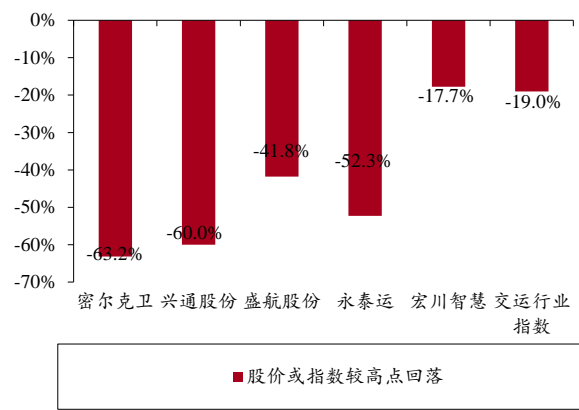
资料来源：iFind，中银证券

图表 62. 公司收盘价较 2023 年初涨跌幅



资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

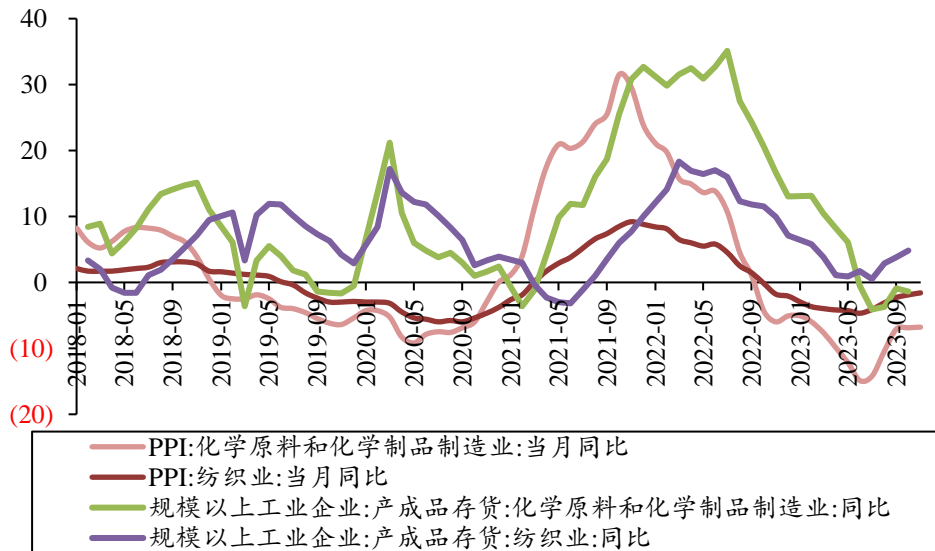
图表 63. 2023 年初至今股价或指数较当年高点回落



资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

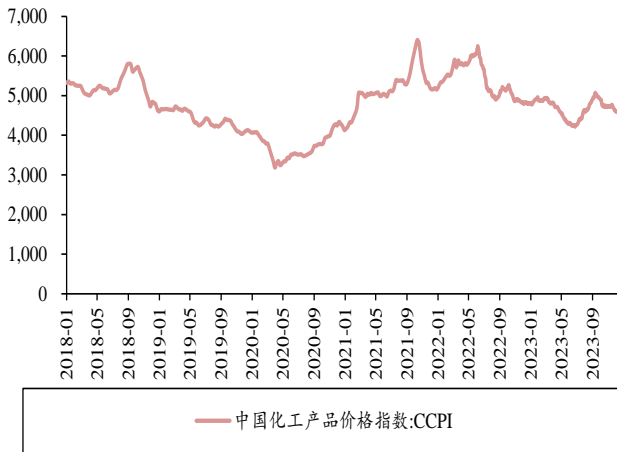
当前化学原料及制品和纺织业逐步处于去库末期，纺织服装出口逐步企稳，看好今年补库存和需求改善对企业业绩的提振。从化学原料及制品和纺织业的 PPI 数据和存货同比数据可以看出，当前两个行业处于被动去库的位置，我们预计今年上半年开始或将逐步进入主动补库阶段，同时大宗商品价格指数虽然较 2022 年高点回落不少，但 2023 年 12 月价格指数已较当年 7 月的低点有所反弹。出口方面，化学原料及制品的出口货值同比增速在触底之后企稳回升，我们看好今年补库存和出口改善带来的危化品物流企业的业绩修复。估值方面，截至 2023 年 12 月 25 日，密尔克卫、兴通股份、盛航股份、永泰运、宏川智慧当前 PE 估值分位数分别为 0.2%、3.3%、2.3%、29.4%、12.1%，五家公司 PE 估值处于近年来低位，同时五家公司 23-25 年 iFind 归母净利润一致预期复合增速分别为 16.7%、34.0%、26.7%、9.3%、37.3%，当前部分公司股价深度回调具备良好的赔率。

图表 64. 化学原料及化学制品、纺织业当月 PPI 和产成品库存同比 (%)



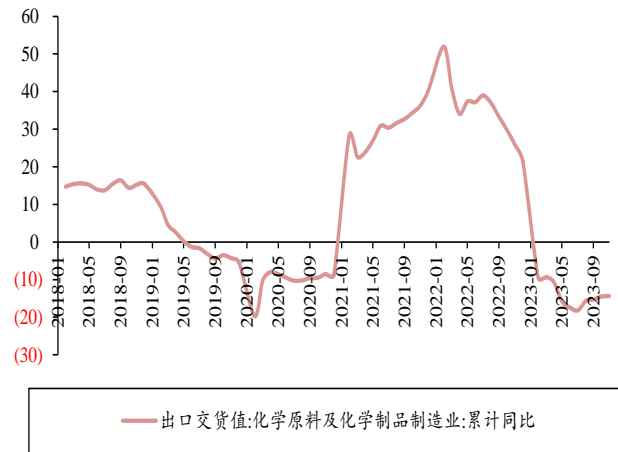
资料来源: iFind, 中银证券

图表 65. 2018-2023 年中国化工产品价格指数 CCPI



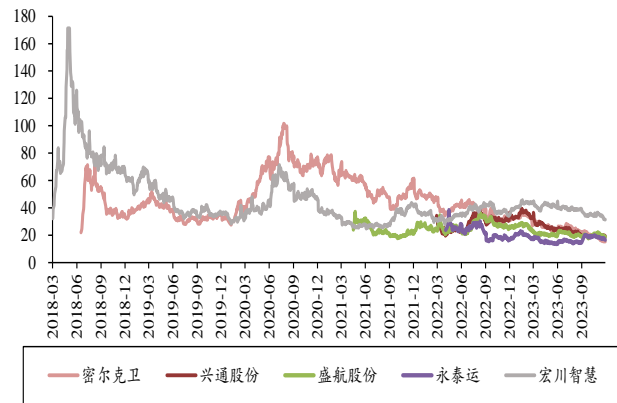
资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

图表 66. 化学原料及化学制品出口货值累计同比 (%)



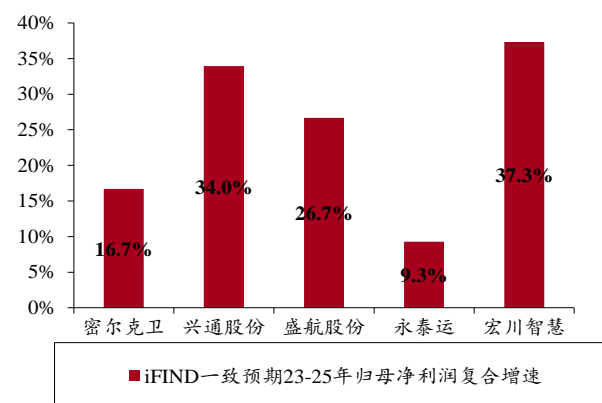
资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

图表 67. 2018-2023 年主要危化品物流企业 PE 估值



资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

图表 68. 危化品物流企业未来三年净利润复合增速预测

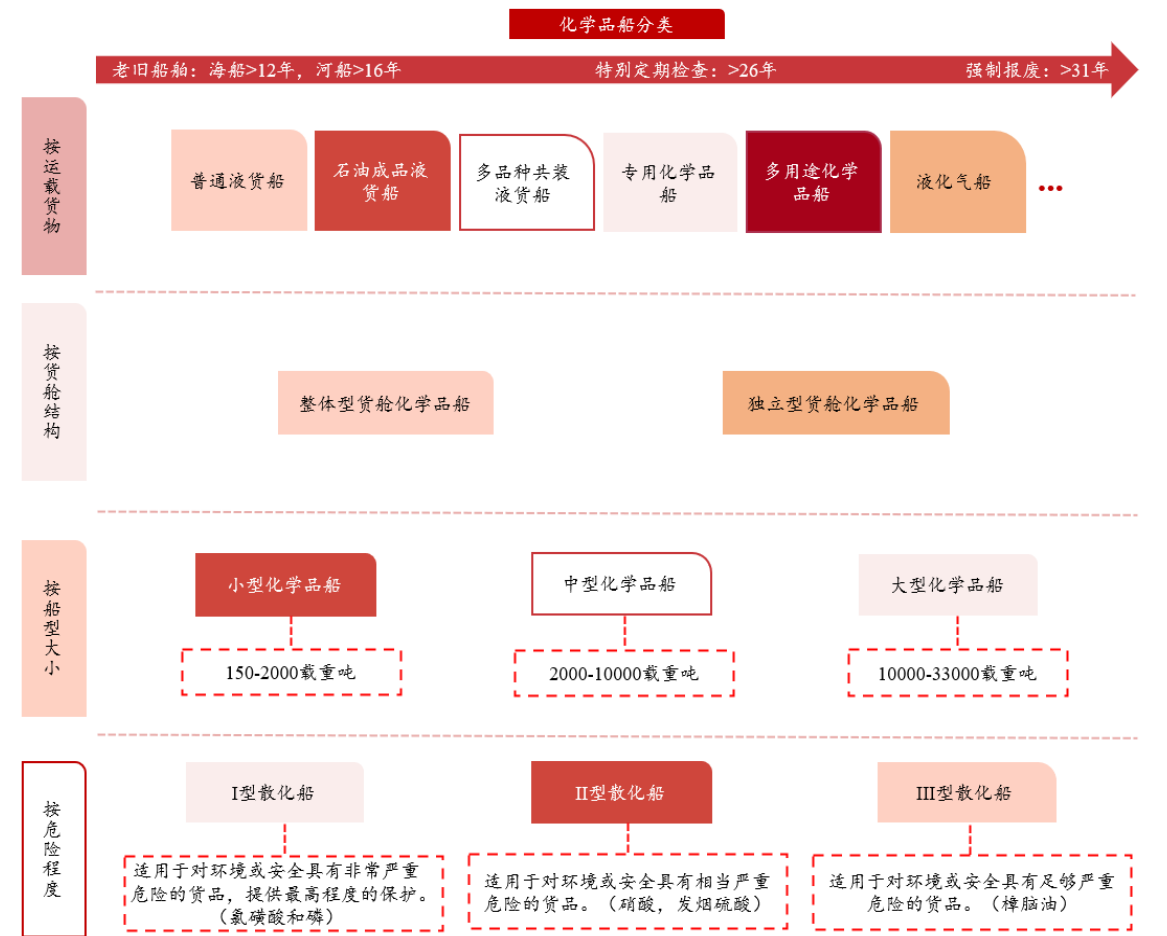


资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2023.12.25

## 5.2 内贸危化品航运: 大炼化时代驱动行业发展, 高壁垒催化龙头领航趋势

化学品船所载货物品种繁多性质各异, 分类方法也各有不同。化学品船一般指用于运载各种有毒的、易燃的、易挥发或有腐蚀性化学物质的货船。通常船龄大于 12 年的海船和船龄大于 16 年的河船被视作老旧船, 船龄超过 26 年的化学品船需要特别定期检查, 船龄超过 31 年则会被强制报废。按船舶载重吨化学品船可分为大、中、小三种船型, 分别对应 10000-33000 载重吨、2000-10000 载重吨、150-2000 载重吨; 按运输货物危险程度化学品船可分为 I 型、II 型、III 型, 分别对应非常严重危险、相当严重危险、足够严重危险。

图表 69. 化学品船分类



资料来源: 交通运输部, 国际船舶网, 中银证券

**新增经营主体需严格审批, 行业经营资质要求较高形成壁垒。**2011年2月, 交通运输部发布的化学品船运力调控政策规定暂停批准新的沿海省际化学品船经营主体, 该政策一直持续到2018年8月, 在此期间, 行业几乎无新进入者。根据2018年8月的最新政策, 新增经营主体需采取专家综合评审的方式, 还应符合《国内水路运输管理规定》相关要求, 具有国内危化品运输相关经营资质的企业扩大经营范围(包括增加经营船舶种类或扩大经营船舶航行区域)优先。**危化品航运行业由于具有一定负外部性, 因此具有较高经营资质的企业扩大经营范围的这类审批会较为优先, 无相关资质或资质一般的企业想进入该行业难度很大, 因此行业具有较高的进入壁垒。**



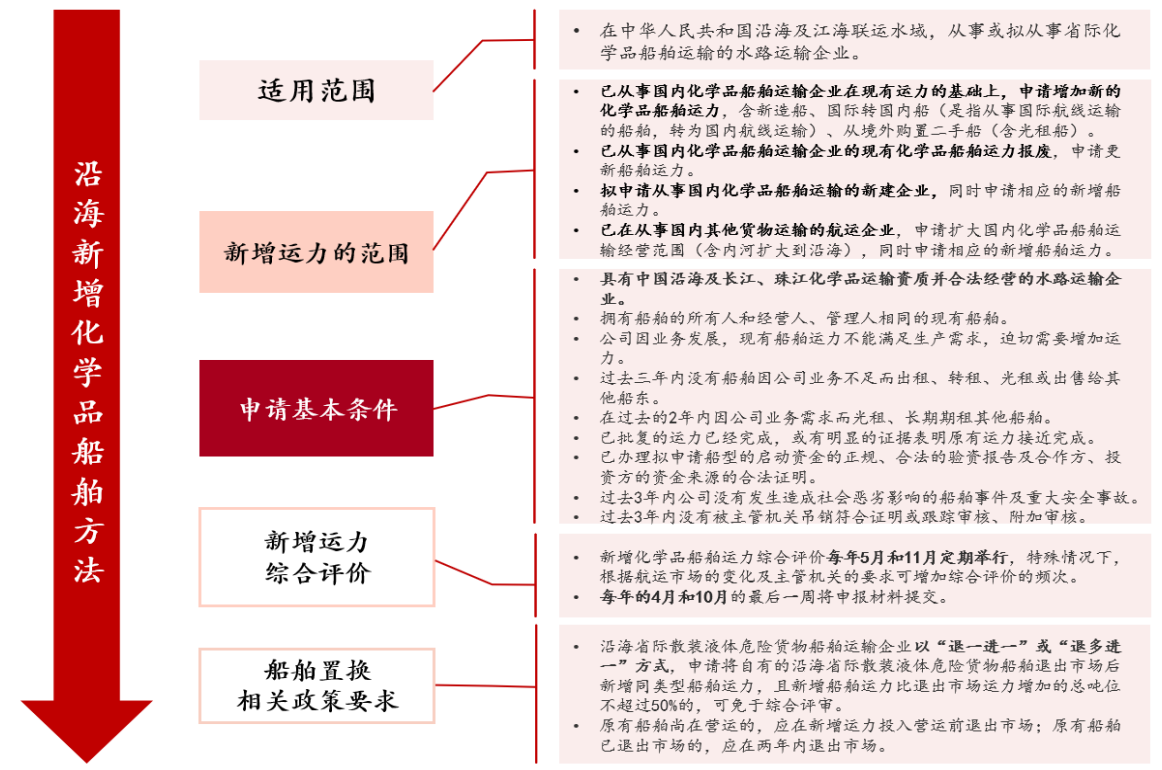
图表 70. 有关化学品船运力调控的相关政策

| 时间         | 政策名称                                     | 政策内容  |
|------------|--|---|
| 2006/5/24  | 《关于暂停审批新增国内沿海跨省运输油船化学品船运力的公告》            | 2006年7月1日—12月31日，暂停批准新增国内沿海跨省运输油船、化学品船运力，原有船舶报废后更新运力除外。   |
| 2007/3/1   | 《关于国内沿海跨省运输油船化学品船运力调控政策的公告》              | 恢复国内沿海跨省运输油船、化学品船运力的审批，但批准新增国内沿海跨省运输成品油船、化学品船运力应同时满足一定条件。   |
| 2010/5/18  | 《关于加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》              | 暂停批准新的经营者从事国内沿海省际化学品船、液化气船运输，但此前在我部批准筹建并在有效期内完成筹建、申请开业的除外。  |
| 2011/2/17  | 《关于继续实施国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》            | <b>继续暂停批准新的经营者从事国内沿海省际化学品船、液化气船运输</b> ，但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建申请开业的除外。（2018年8月废止）   |
| 2011/7/18  | 《关于加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》              | 原则上继续暂停批准新增经营者，但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建、申请开业的除外。新的投资者原则上应以收购现有国内沿海省际化学品、液化气船舶运输经营者的方式进入上述市场。                                   |
| 2017/7/25  | 《沿海省际危险品水路运输企业新增化学品船液化气船运力综合评价办法》        | 新增运力的范围：已取得国内沿海省际化学品、液化气运输经营资质的企业。分配细则：1.取得本次新增运力排序资格的企业，按照总得分高低进行排序，排序靠前的优先获得运力分配。2.总得分最高的申请企业，最多可获得不超过本年度新增运力剩余规模 35%的运力。 |
| 2018/8/31  | 《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输宏观调控的公告》            | <b>采取专家综合评审的方式，有序新增沿海省际散装液体危险货物船舶运输经营主体和船舶运力。</b> 自有船舶以“退一进一”或“退多进一”方式，且新增船舶运力比退出市场运力增加总吨位不超过 50%的，可免于综合评审。                 |
| 2018/12/25 | 《沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场运力调控综合评审办法》           | 分配细则：1.最终得分为 60 分及以上的企业，按申请新增运力涉及的运输市场种类、分数高低进行综合评审分类排序。2.根据最终排序的先后顺序和企业申请情况，按照每轮次 1 艘的原则确定获得新增运力资格的企业及新增运力情况。              |
| 2021/12/13 | 《关于进一步明确沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控政策有关事项的公告》 | 船舶经营人以“退一进一”或“退多进一”方式申请更新运力，免于综合评审。其退出市场的船舶可包括：所有权登记为申请企业/企业的母公司/企业的子公司/融资租赁公司，且该船舶所有人拥有的所有权份额不低于 51%的船舶。                   |

资料来源：交通运输部，中银证券

**新增运力通过按需审批或老船置换两种方式，评分制更有利于龙头企业运力扩张。**新增运力需要通过采取专家综合评审并进行透明化的评分，总得分最高的申请企业，最多可获得不超过本年度新增运力剩余规模 35%的运力，显然通过将打分标准量化并公开打分结果的方式更有利于管理和安全标准领先的龙头企业，分值占比较高的评审内容为企业绿色发展状况方面，包括船舶等级、违章处罚以及水污染物等，另有 25 分的扣分项，评分将由多名专家进行并取平均值最终通过排名决定新增运力审批是否通过。目前仅通过老船置换和按需审批两种方式进行运力引进，在现有制度下新增运力主要表现出两大重要特点，一是行业整体新增运力难度较大，这是由行业本身负外部性的属性所决定的。二是行业新增运力显现出向头部企业集中的情况，这是由行业发展的趋势所决定的，头部企业一般具有经营资质较高，运营经验丰富，风险控制能力较强的优势。

图表 71. 新增运力审批流程与方法



资料来源：兴通股份公司公告，中银证券

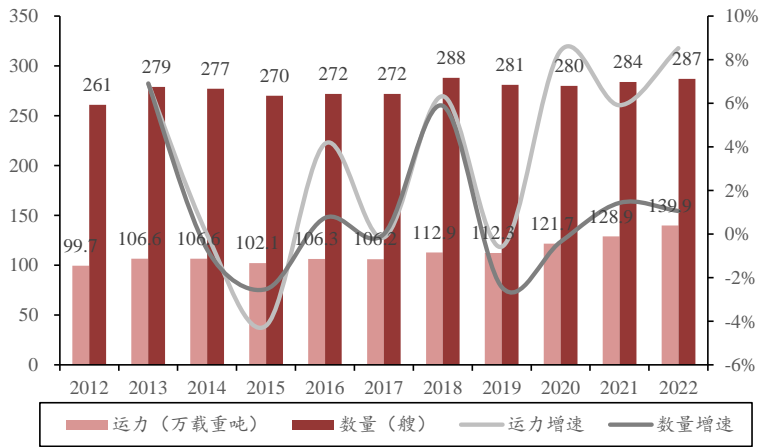
图表 72. 新增运力评审内容与评分细则

| 分值     | 评审内容     | 具体项目   |
|--------|----------|--|
| 22分    | 企业相关资质   | 安全管理体系建成情况<br>自有运力规模情况<br>船员及海务管理人员情况                    |
| 43分    | 企业绿色发展情况 | 船舶入级情况<br>船舶事故情况<br>船舶违章处罚情况<br>船舶水污染物情况                 |
| 20分    | 企业守法诚信情况 | 船舶安全诚信情况<br>企业信用信息情况                                     |
| 15分    | 企业生产经营情况 | 资产负债情况<br>近两年通过光租补充运力情况                                  |
| (-25分) | 扣分项目     | 发生一般或较大及以上安全事故<br>严重违反失信情况和被海事管理机构重点跟踪情况<br>安全管理体系跟踪审核情况 |

资料来源：交通运输部，中银证券

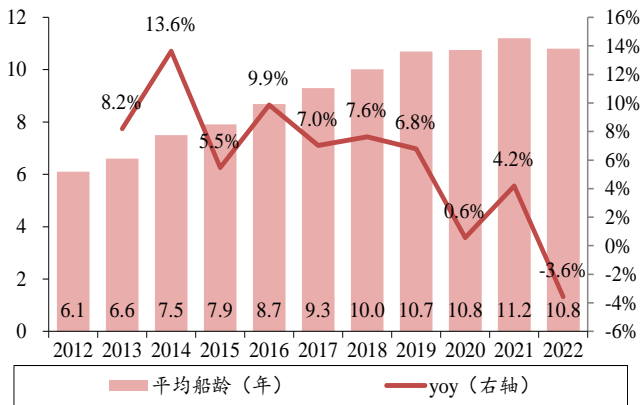
化学品船运力供给增速缓慢，2012-2022年运力CAGR为3.13%，老旧船占比较大。根据交通运输部数据，截至2022年年末，沿海省际化学品船（含油品、化学品两用船，下同）共计287艘、139.9万载重吨，同比增加3艘、11.0万载重吨，吨位增幅8.5%，2012年至2022年，化学品船运力CAGR为3.13%，增速较为缓慢。船龄方面，2022年化学品船平均船龄为10.8年，截止2022年年末，船龄在12年以上26年以下的老旧船有135艘，占比接近一半。

图表 73. 2012-2022 年化学品船运力规模与数量变化情况



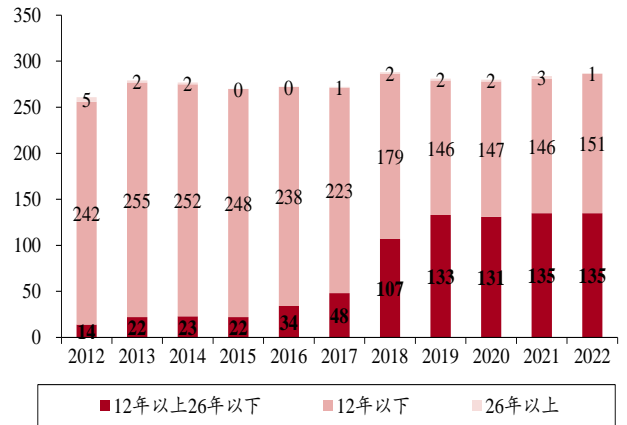
资料来源：交通运输部，中银证券

图表 74. 2012-2022 年化学品船平均船龄



资料来源：交通运输部，中银证券

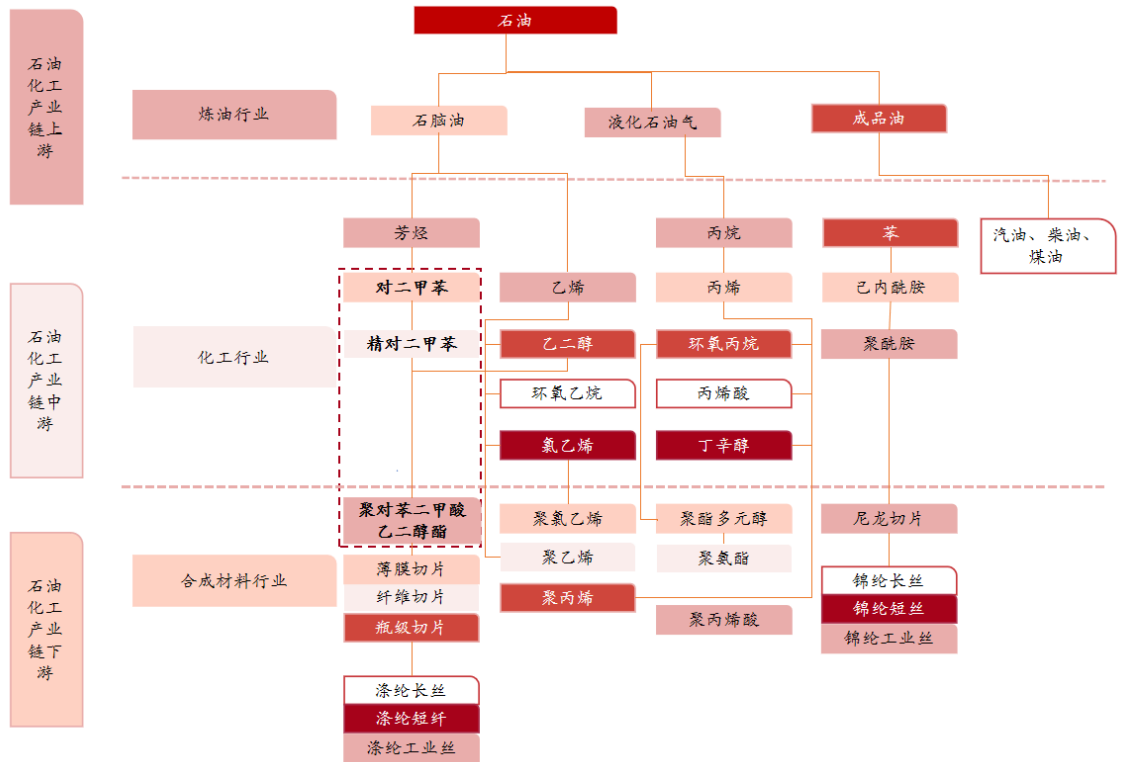
图表 75. 2012-2022 年化学品船船龄结构情况



资料来源：交通运输部，中银证券

危化品运输主要面向石油化工产业，大型炼化企业是行业主要的下游客户。专业的运输服务保障了石油化工产业供应链畅通，是化工供应链服务的重要一环。炼化行业处于石油化工全产业链的中上游，炼化行业可细分为炼油和化工两部分，通过对炼油产品进一步加工，生成乙烯、丙烯和对二甲苯（PX）等基础化工原料，主要的需求传导结构是对二甲苯（PX）—精对二甲苯（PTA）—聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）—涤纶切片等合成材料，国内炼化基地大多位于沿海省份，在上下游链条的衔接中产生了大量的水路运输需求。

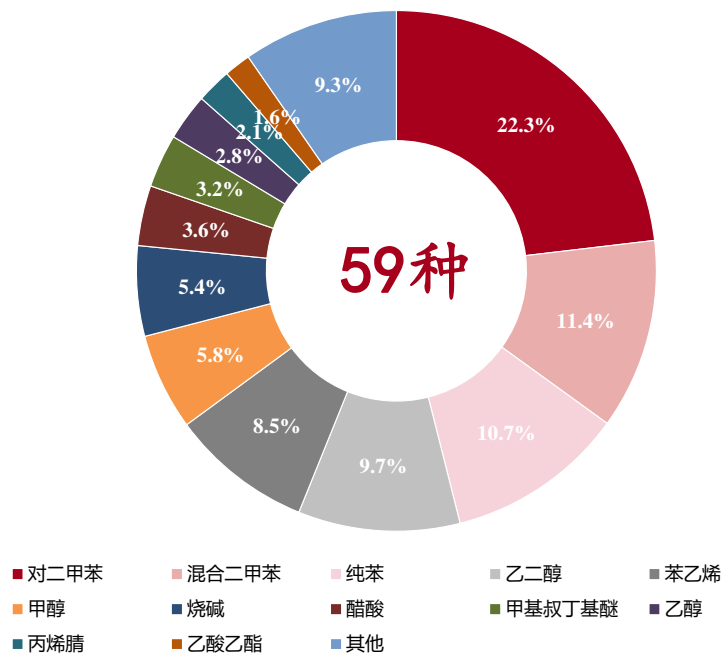
图表 76. 石油化工行业全产业链



资料来源：兴通股份招股说明书，中银证券

危化品运输主要运输品类为 PX、混合二甲苯、纯苯、乙二醇等，运输品类较多但主要运输品类相对集中。根据油化 52Hz 数据，危化品运输品类主要有 59 种，其中 2020 年前十大危化品运输品类分别为 PX、混合二甲苯、纯苯、乙二醇、苯乙烯、甲醇、烧碱、醋酸、甲基叔丁基醚、乙醇，前十大运输品类占比达到 83.4%，前五大运输品类占比达到 62.6%。危化品运输品类总体虽然较多，但主要运输品类集中度较高。

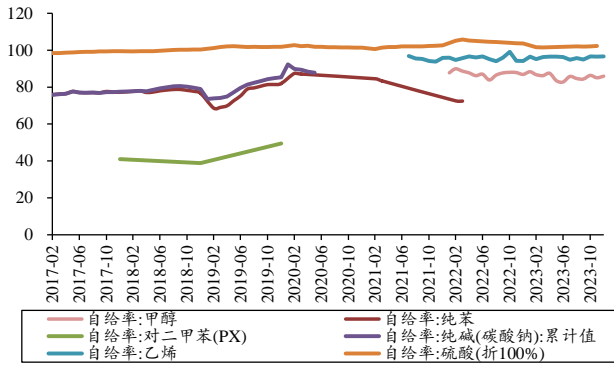
图表 77. 2020 年内贸化学品运输主要品类



资料来源：油化 52Hz，中银证券

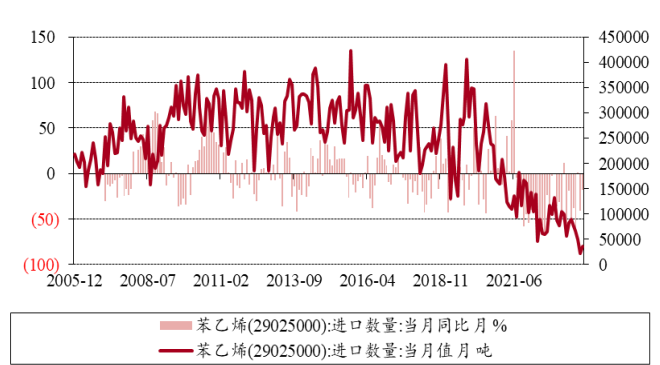
核心产品产能产量增加推动自给率升高，国产替代进口趋势下产量存在上升空间。我国炼化行业供给存在结构性不均衡，成品油产能过剩靠出口消化，而受环保约束以及供给侧改革影响，我国多种液体化工品新增产能有限，对外依存度高企。以PX为例，PX是生产PTA的原料，近十年我国PTA产量增长拉动PX需求，但PX国内产量不足，依赖于从日本、韩国和中国台湾进口，进口依存度连续多年高达50%以上。苯乙烯、乙二醇等主要液体化工品进口近年也明显走低，但自给率仍有一定上升空间。

图表 78.我国多种化学品自给率



资料来源: iFind, 中银证券

图表 79.苯乙烯进口数量及同比变化(月度)

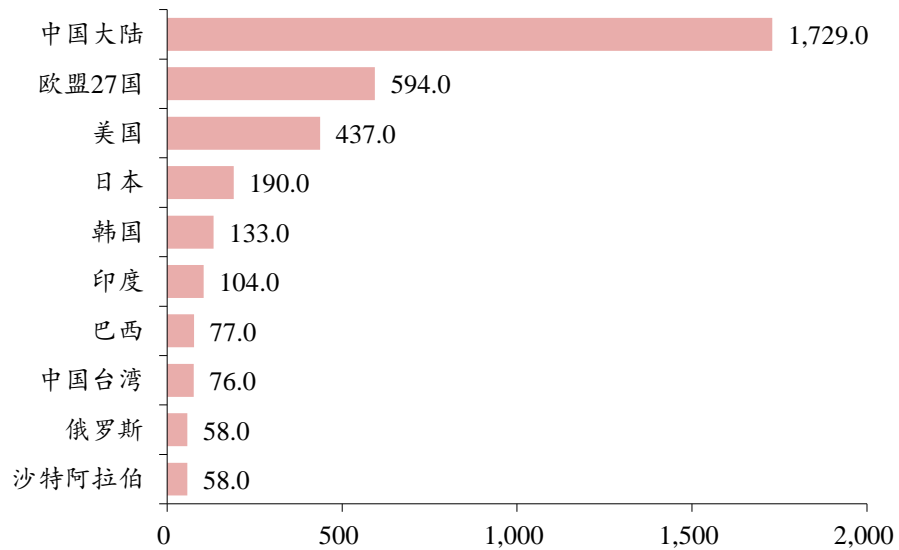


资料来源: iFind, 中银证券

### 5.3 危化品物流: 行业高增长、高壁垒、集中度加速

中国是世界上最大的化工品生产国。2020年,我国氨纶产能为89.4万吨,位居世界第一。纯碱、合成树脂、甲醇、第三代制冷剂、轮胎、玻璃纤维等几十种大宗化工品产量稳居全球第一。据 Cefic 测算,中国2021年化学品销售额为17,290亿欧元,占全球化学品总销售额(40,260亿欧元)的43%。欧盟27国是世界第二大化学品生产源,销售额为5,940亿欧元,其次是美国,销售额为4,370亿欧元。日本和韩国在化学品销售额方面位列前五,销售额分别为1900亿欧元和1330亿欧元。

图表 80. 2021 年世界化工品销售额(十亿欧元)

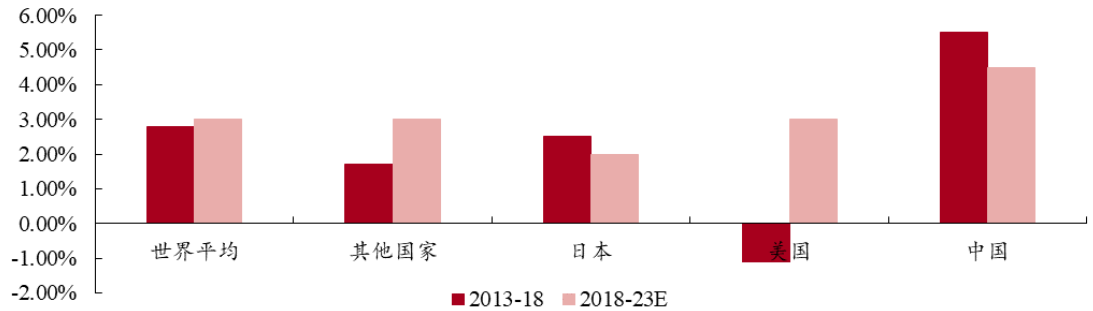


资料来源: Cefic, 中银证券

中国还是世界上最大的化工品消费国。2013-2023年间,中国化学品消费类增量贡献了全球化学品消费量增量的一半以上,化学品绝对消费量也超过世界总和的三分之一。2018-2023年间,中国化工品表现消费量保持且将保持4-5%的较高增速,超过世界平均1-2个百分点。



图表 81. 2013-2023 年化学品表现消费量增速对比



资料来源: Bain&Company, 中银证券

中国在化工品行业的资本支出方面处于领先地位。Cefic 报告显示, 中国 2021 年的化学品资本支出为 1090 亿欧元, 这一数字相较于 2011 年几乎翻番。国家统计局数据显示, 自 2004 年开始记录化学原料及化学制品制造业固定资产投资后, 除部分年份(如疫情首年的 2020 年)外, 该行业固定资产投资均保持同比正增长。

图表 82. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资(不含农户)完成额累计同比 (%)



资料来源: iFind, 中银证券

买卖双方庞大加之中国化工品市场的独有状况, 推动中国危化品物流业持续增长。随着中国经济的快速发展和工业化进程的加速, 化工产品在各个领域的需求不断增加。这一需求的增长促使了危化品物流业的蓬勃发展, 成为支撑中国化工行业发展的重要支柱。据测算, 2015-2025 年, 危化品物流业市场总规模预计 CAGR 为 9.2%, 至 2025 年, 全行业市场规模将达 2.85 万亿元人民币。

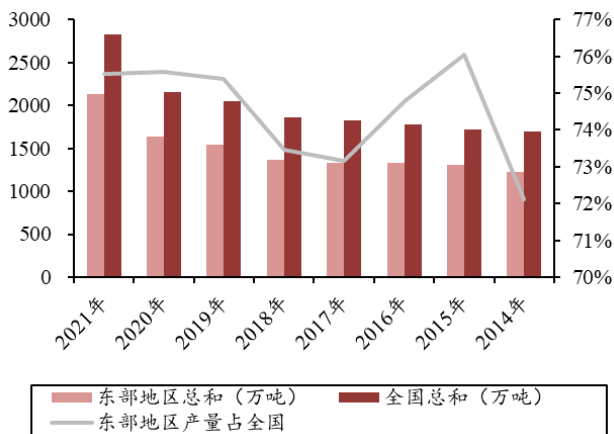
图表 83. 2015-2025 年危化品物流行业规模及预测



资料来源：中物联危化品物流分会，中银证券

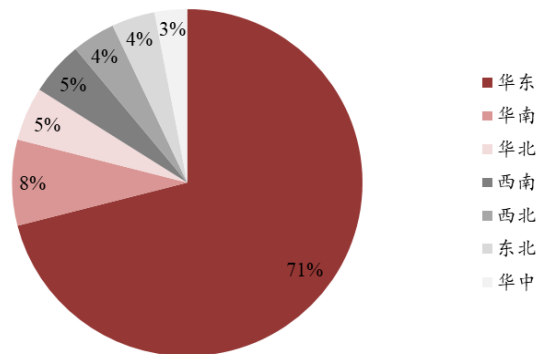
中国化工品生产和消费具有较强的地区不匹配性。我国化工品生产端主要集中在沿海地区，而应用和消费端较为分散，分布全国各地及海内外。以乙烯为例，2021 年，东部地区七省三市（北京市、天津市、河北省、辽宁省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省）乙烯产量为 2134.22 万吨，占全国乙烯产量总和的 75.53%。危化品物流企业分布整体符合这一趋势，2022 年化工物流 Top100 企业中，有 71% 分布于华东地区。此类生产和消费的不匹配性决定了区域间较强的物流需求。

图表 84. 东部地区乙烯产量与全国对比



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 85. 2022 年化工物流 Top100 企业分布



资料来源：中国物流协会危化品物流分会，中银证券

## 六、投资建议

基于从产业景气趋势中寻找胜率，从顺周期困境反转中寻找赔率，我们总结出以下四大投资主线：

**1、关注汽车产业供应链物流投资机会。**当前汽车电动智能化发展趋势较好，在我国新一轮产业结构转型当中，电动智能汽车充当非常重要的角色，2023年前11个月理想汽车累计交付325677辆新车，提前达成2023年30万辆销量目标。2023年四季度，华为问界品牌智能汽车广受关注，根据CNMO最新数据显示，截至12月第一周，华为AITO品牌问界M7车型周销量一路上涨，首次超过理想L7。我们看好新一轮产业结构转型中汽车产业供应链物流的投资机遇，**重点推荐海晨股份、长久物流、中远海特，建议关注福然德。**

**2.推荐跨境电商物流投资机会。**国内跨境电商“四小龙”包括Temu、Shein、Aliexpress、TikTok Shop。根据SensorTower最新报告显示，2023年Temu和SHEIN下载量增长强劲，同时包揽美国、欧洲、拉丁美洲和中东市场电商应用增长榜冠亚军，超越Amazon、Shopee成为全球最受欢迎的两大电商应用。据36氪，TIKTOK电商为2024年定下了500亿美金的GMV目标，相较于2023年200亿美金的目标数字，增长幅度超过一倍。2022年SHEIN的GMV达300亿美元，相比2021年200亿美元增长50%，跨境出海的高景气度有望为国内传统货代企业提供新增量，看好跨境电商物流这一成长赛道。**重点推荐华贸物流，建议关注中国外运、东航物流、极兔速递、海程邦达、中创物流。**

**3 重视在底部或将迎来修复的大宗商品供应链物流。**2023年大宗商品供应链行业的上市企业普遍受到大宗商品市场价格波动和需求疲软的影响，主要龙头企业供应链业务业绩承压，股价深度回调，但头部公司的核心价值未变。截至2022年末，我国大宗供应链市场规模已经接近55万亿元，CR4市占率也在稳步提升，2022年CR4市占率为4.18%，大宗供应链行业市场规模依旧庞大，当前市占率仍然较低，未来市占率有较大提升空间。同时近年各个龙头公司继续围绕更高成长性的品种做延伸，我们预计随大宗商品价格修复及需求释放，供应链业务或将明显修复，叠加上市公司规模持续扩张、资源有效整合、持续降本增效，产业不断深入行业上下游，经营业绩有望回暖，当前大宗供应链企业已计入较多悲观预期，具备良好的赔率。**重点推荐厦门象屿、建发股份、厦门国贸、浙商中拓，建议关注物产中大。**

**4.关注危化品物流困境反转的投资机遇。**当前危化品物流受出口和国内需求疲软影响景气度承压，截至2023年11月，化学原料及化学制品出口较去年有所回落，出口金额累积为4951.1亿元，与上年同期相比下降6.4%，2023年Q1，CCFI与SCFI指数回落至疫情前水平。2023年7月与8月，运价水平有止跌反弹迹象，回升幅度较为缓慢，出口疲软明显拖累了化工物流企业的货代业务。从库存周期来看，目前国内处于被动去库阶段，今年上半年有望迎来主动补库，2023年7月，产成品存货同比增长为1.6%，达到2020年以来最低点；2023年6月，PPI当月同比为-5.4%，为近年最低值。当前化工物流企业受到行业景气度承压股价明显回调，我们看好今年行业景气度改善修复带来的投资机会。**建议关注密尔克卫、兴通股份、盛航股份、宏川智慧、永泰运、保税科技。**

图表 86. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级   | 股价<br>(元) | 市值<br>(亿元) | 每股收益(元/股) |       | 市盈率(x) |       |
|-----------|------|------|-----------|------------|-----------|-------|--------|-------|
|           |      |      |           |            | 2022A     | 2023E | 2022A  | 2023E |
| 600428.SH | 中远海特 | 买入   | 5.41      | 116        | 0.4       | 0.6   | 14.1   | 8.6   |
| 300873.SZ | 海晨股份 | 增持   | 22.39     | 52         | 1.6       | 1.4   | 14.6   | 15.7  |
| 603569.SH | 长久物流 | 买入   | 12.59     | 74         | 0.0       | 0.3   | 410.4  | 44.0  |
| 603128.SH | 华贸物流 | 增持   | 7.09      | 93         | 0.7       | 0.6   | 10.4   | 11.2  |
| 600057.SH | 厦门象屿 | 买入   | 6.62      | 149        | 1.2       | 0.8   | 5.6    | 7.9   |
| 600153.SH | 建发股份 | 买入   | 9.43      | 283        | 2.1       | 3.9   | 4.5    | 2.4   |
| 600755.SH | 厦门国贸 | 增持   | 6.89      | 151        | 1.6       | 1.2   | 4.2    | 5.7   |
| 000906.SZ | 浙商中拓 | 增持   | 7.24      | 50         | 1.4       | 1.4   | 5.0    | 5.2   |
| 605050.SH | 福然德  | 尚未评级 | 11.99     | 58         | 0.62      | 0.8   | 19.1   | 14.6  |
| 601598.SZ | 中国外运 | 尚未评级 | 5.20      | 335        | 0.6       | 0.5   | 9.4    | 9.7   |
| 601156.SH | 东航物流 | 尚未评级 | 14.58     | 238        | 2.3       | 1.4   | 6.5    | 10.2  |
| 1519.HK   | 极兔速递 | 尚未评级 | 14.86     | 1,190      | -         | -     | -      | -     |
| 603836.SH | 海程邦达 | 尚未评级 | 16.65     | 37         | 1.4       | -     | 13.3   | -     |
| 603967.SH | 中创物流 | 尚未评级 | 10.31     | 36         | 0.7       | -     | 14.7   | -     |
| 600704.SH | 物产中大 | 尚未评级 | 4.41      | 229        | 0.8       | 0.8   | 5.8    | 5.6   |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 尚未评级 | 49.92     | 82         | (0.2)     | 3.8   | 13.6   | 13.2  |
| 603209.SH | 兴通股份 | 尚未评级 | 16.26     | 45         | 0.7       | 1.0   | 21.7   | 16.6  |
| 001205.SZ | 盛航股份 | 尚未评级 | 16.65     | 29         | 1.0       | 1.1   | 17.0   | 14.9  |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 尚未评级 | 19.38     | 88         | 0.5       | 0.7   | 39.1   | 26.2  |
| 001228.SZ | 永泰运  | 尚未评级 | 31.02     | 32         | 2.8       | 2.2   | 10.8   | 14.4  |
| 600794.SH | 保税科技 | 尚未评级 | 4.15      | 49         | 0.1       | 0.2   | 30.2   | 20.2  |

资料来源: IFind, 中银证券

注: 股价截止 2023 年 12 月 25 日, 公司每股收益和市盈率参考 IFind 上的盈利预测一致预期平均值

## 七、风险提示

- 1、美联储降息的不确定性风险。**美联储在 2024 年降息的时间点和降息次数存在不确定性，若降息不及预期或导致全球资本的流动性和风险偏好降低。
- 2、地缘政治风险。**当前巴以冲突以及俄乌冲突尚未结束，国际形势变化较快，不排除可能存在的黑天鹅事件对投资者风险偏好产生不利影响。
- 3、国内主动补库不及预期。**虽然当前国内 PPI 以及产成品库存均已触底，但受到房地产行业整体较为低迷的情况下可能会影响到这一轮补库的强度。
- 4、海外政策和监管风险。**对国内跨境电商平台来说，若遇到部分国家打压排斥平台的发展，或对整个跨境电商行业产生不利影响。
- 5、国内经济复苏力度不及预期。**当前我国消费和出口表现较为疲软，CPI 处于低位，若 2024 年国内经济复苏力度不及预期或对企业盈利能力产生一定不利影响。
- 6、逆全球化加剧风险。**逆全球化思潮阻碍了全球贸易，不利于世界各国互联互通，我国是一个出口大国，逆全球化加剧或对我国出口形成不利影响。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371