

证券研究报告

2024年07月05日

行业报告 | 行业专题研究

交通运输

# 供给新格局，运价新周期

## ——交运行业首席联盟培训

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 邹嫚



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 摘要

### 1. 航运航空：从运力增长，到周转效率

2020年以来航运周期上行，都是运力周转效率下降所致，并非运力总量紧缺。这背后是贸易全球化受阻、地缘政治冲突加剧。未来航空周期上行，也可能受飞机周转效率下降驱动。

### 2. 港口公路：从扩建产能，到收购整合

随着需求增长放缓，公路、港口、铁路新建产能需求下降，存量产能整合成为主流，并决定盈利能力。各省份港口整合、上市高速公路公司路产收购、轮渡市场整合，能推升ROE和PB，带来较多投资机会。

### 3. 快递物流：快递估值修复，供应链盈利改善

快递需求超预期之下，供给侧存在“龙头竞争策略转向、尾部企业受自身经营约束、监管思路转向”三重约束，今年快递竞争或趋缓，关注行业估值修复的同时重视个股 $\alpha$ 。

2024年以来CRB现货综合小幅回升，未来有望随库存周期继续上行，或将带动原材料供应链行业复苏。同时基于龙头份额提升，一旦商品价格上涨，量价齐升有望带来较大盈利弹性。

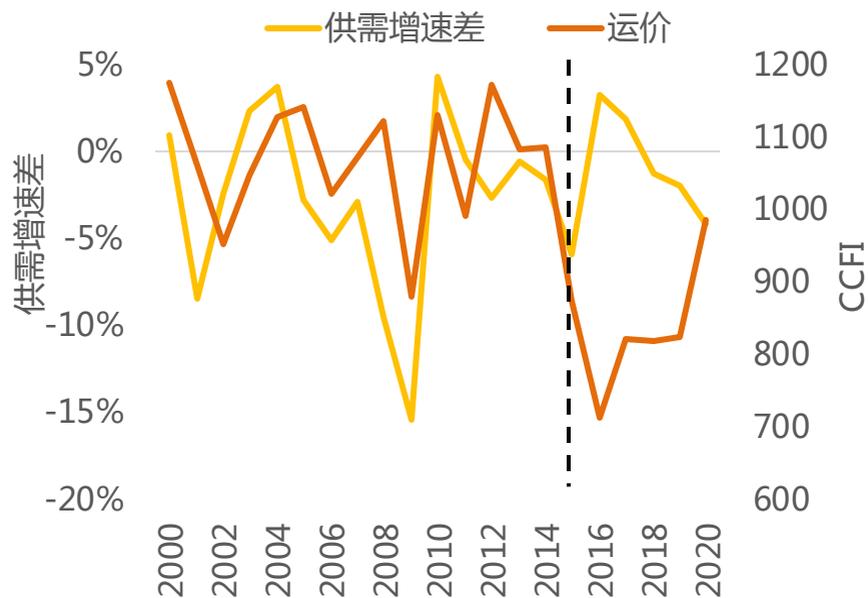
### 4. 风险提示：全球经济增速下滑，大宗商品价格下跌，燃油价格大幅上涨

# 1.1 集运：运价随供需周期波动

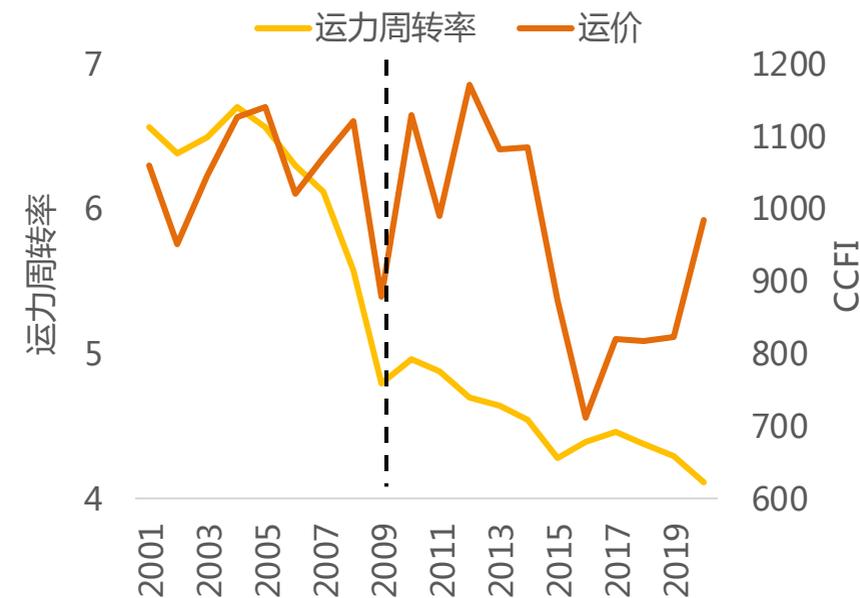
## 传统框架

- 供需失衡导致运价波动，2000-2015年集运运价取决于供需增速差。
- 产能利用率（运力周转率）决定运价中枢，2000-2009年两者同向波动。

■ 2000-2015年，集运运价与供需增速差相关



■ 2000-2009年，集运运价与运力周转率相关



# 1.1 集运：堵港、绕航影响周转率

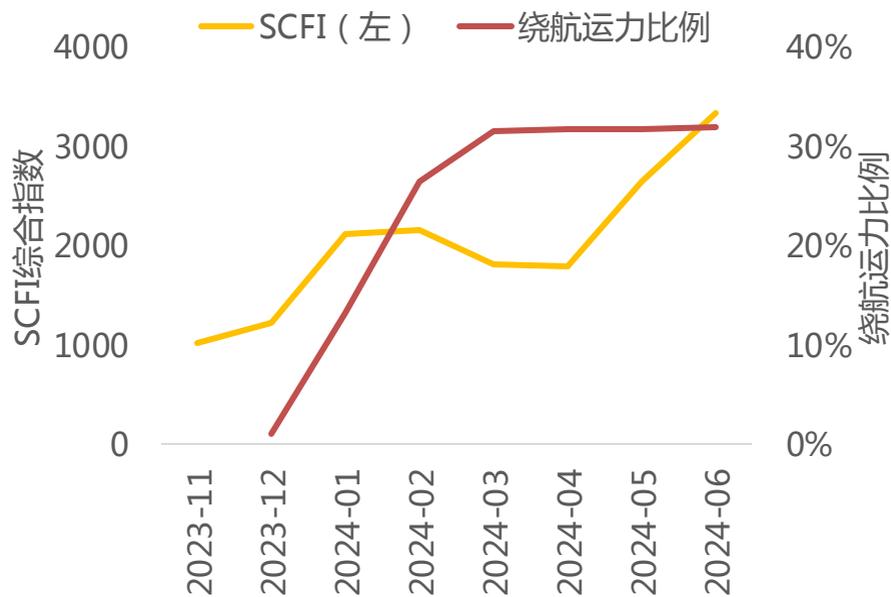
## 新型框架

- 闲置运力：船公司在运价低迷时主动闲置运力，阻止运价下跌。
- 港口拥堵：港口拥堵抑制船舶运力周转效率，促使运价上涨。
- 船舶绕航：胡塞武装袭击船舶导致红海通行受阻，集装箱船大量绕航。

■ 港口拥堵抑制船舶运力供给，导致运价大幅上涨



■ 2023年底以来，集装箱船绕航导致运价大幅上涨

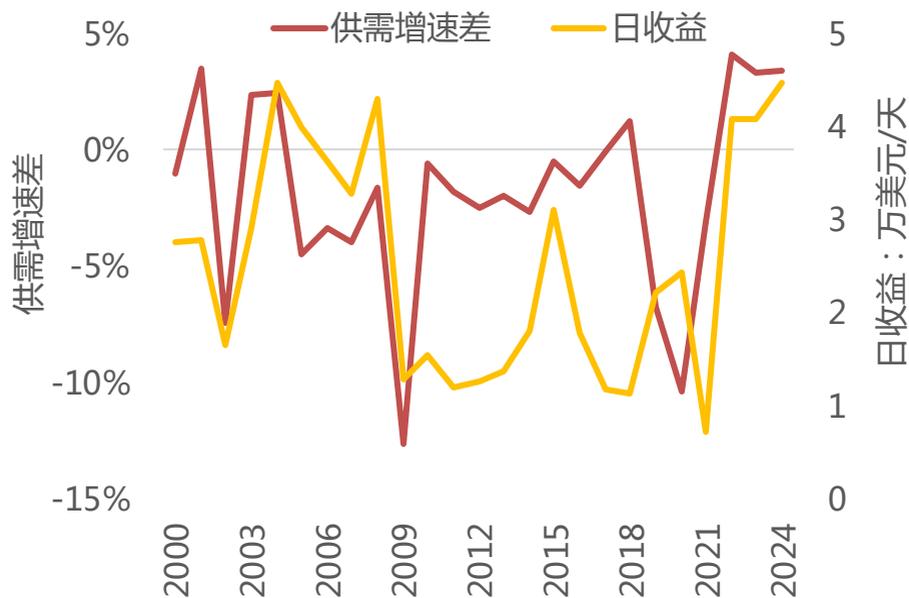


# 1.2 油运：运价随供需周期波动

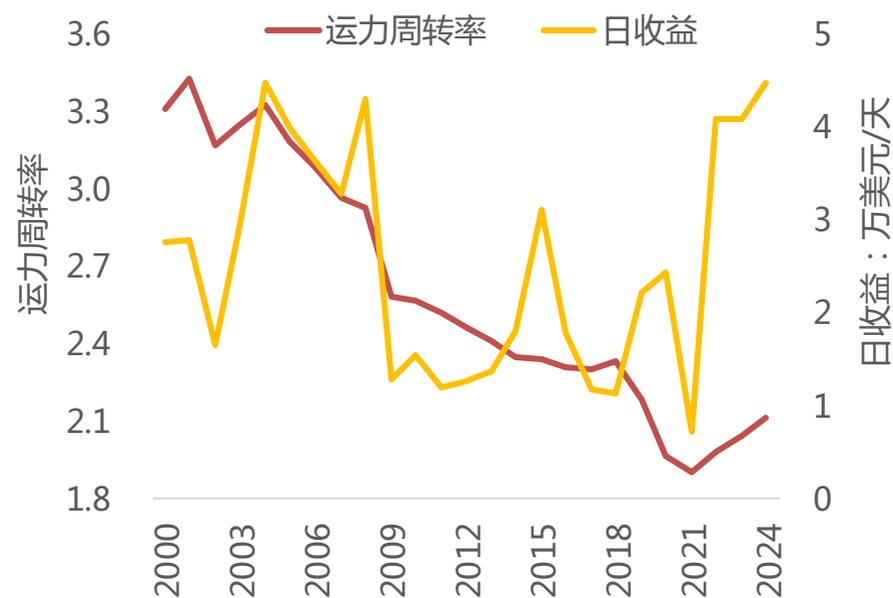
## 传统框架

- 供需失衡导致运价波动，2000-2009年油轮日收益（运价）取决于供需增速差。
- 产能利用率（运力周转率）决定日收益中枢，2000-2009年两者同向波动。

■ 2000-2009年，油轮日收益与供需增速差相关



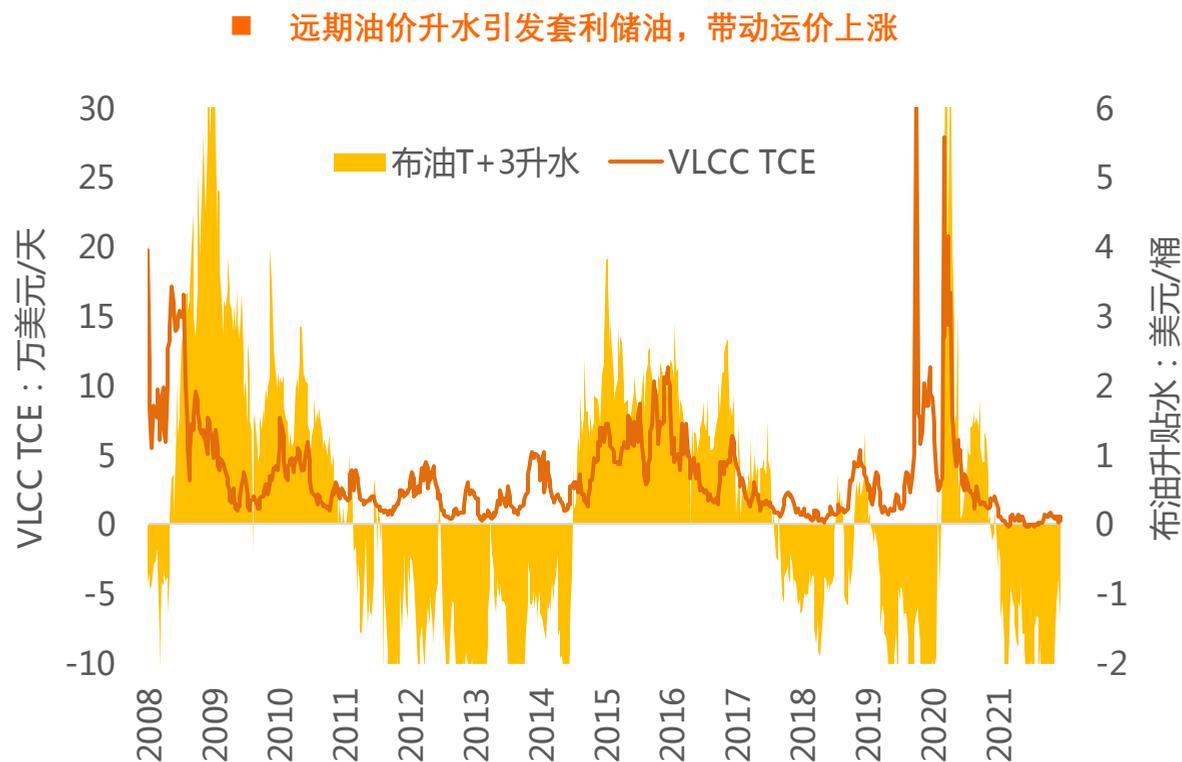
■ 2000-2009年，油轮日收益与运力周转率相关



# 1.2 油运：储油、灰船影响周转率

## 新型框架

- 套利储油：油价升水引发套利储油，占用运力，运价取决于油价升水幅度。
- 灰色船舶：部分参与伊朗、俄罗斯等石油运输的油轮，租船受限导致周转效率偏低。



# 1.3 航运需求韧性，供给脆弱性

- 航运需求的韧性和航运全程的脆弱性，导致运价经常向上波动。

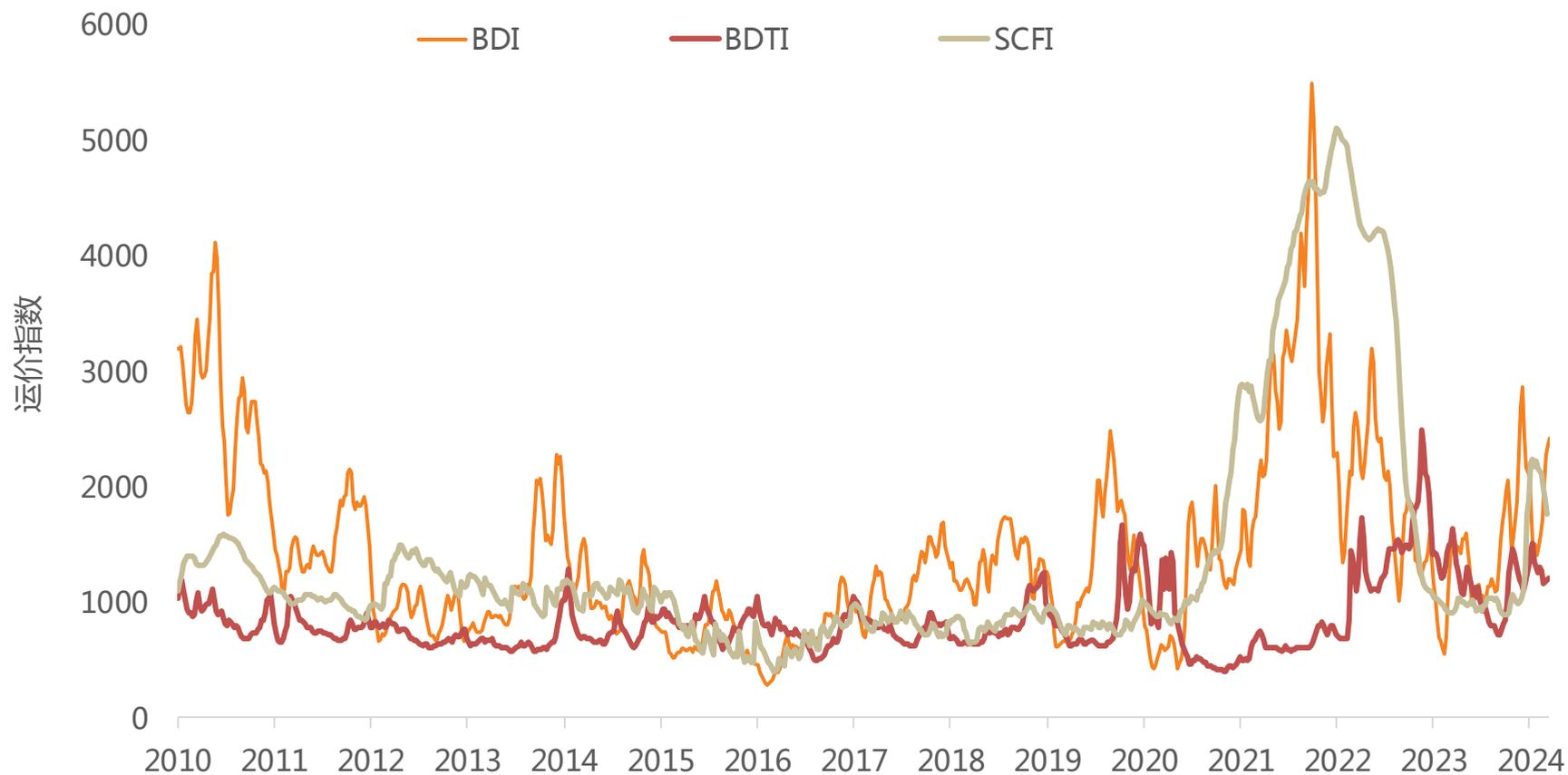
■ 2023年12月-2024年2月全球海运航线热力图



# 1.3 运价大幅波动

- 干散货货运、集装箱航运、油品航运运价等经常向上波动，且幅度较大。

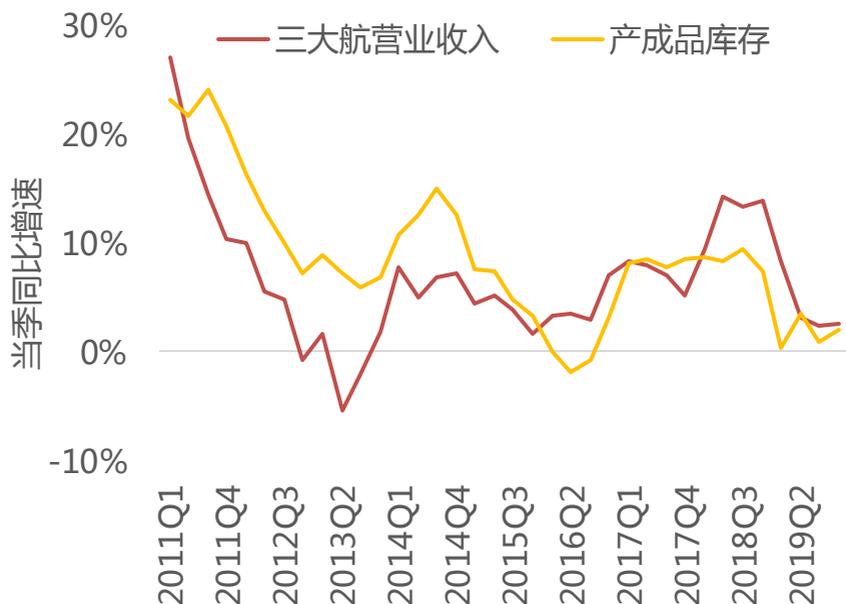
■ 干散货、石油、集装箱航运运价大幅波动



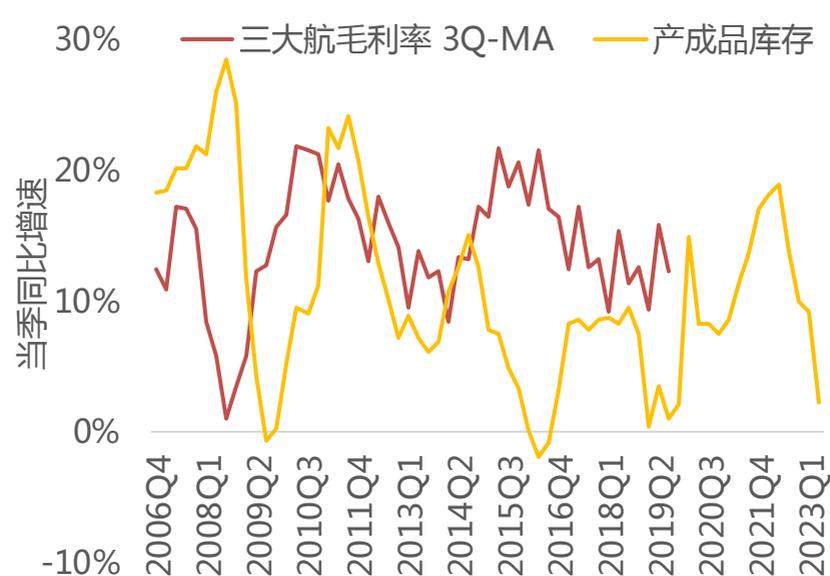
# 1.4 航空周期与库存周期相关

- 航空收入周期与库存周期相关。三大航毛利率周期与库存周期相关：2007-2010年毛利率领先波动，2011-2013年同步波动，2015-2017年出现背离，原因是油价大幅下跌。

■ 航空周期和库存周期高度相关



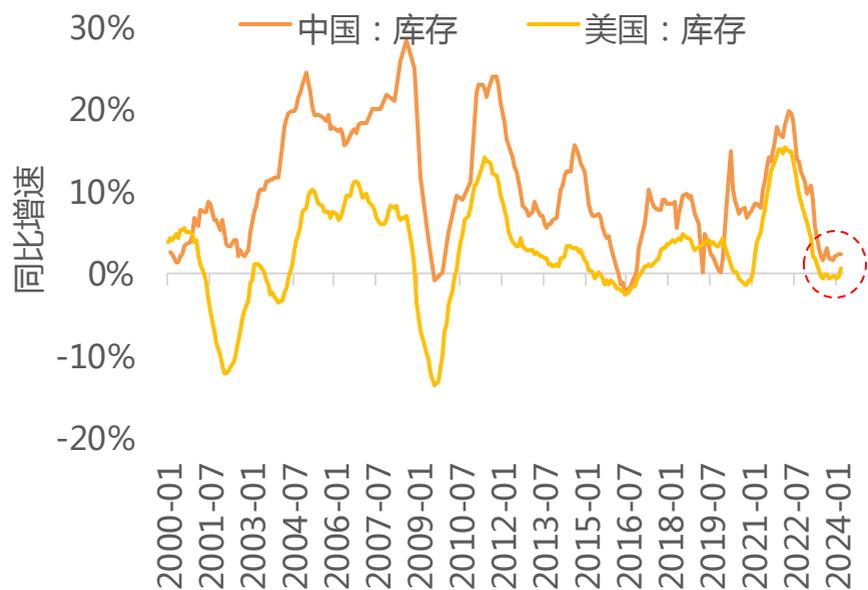
■ 三大航毛利率与库存周期相关



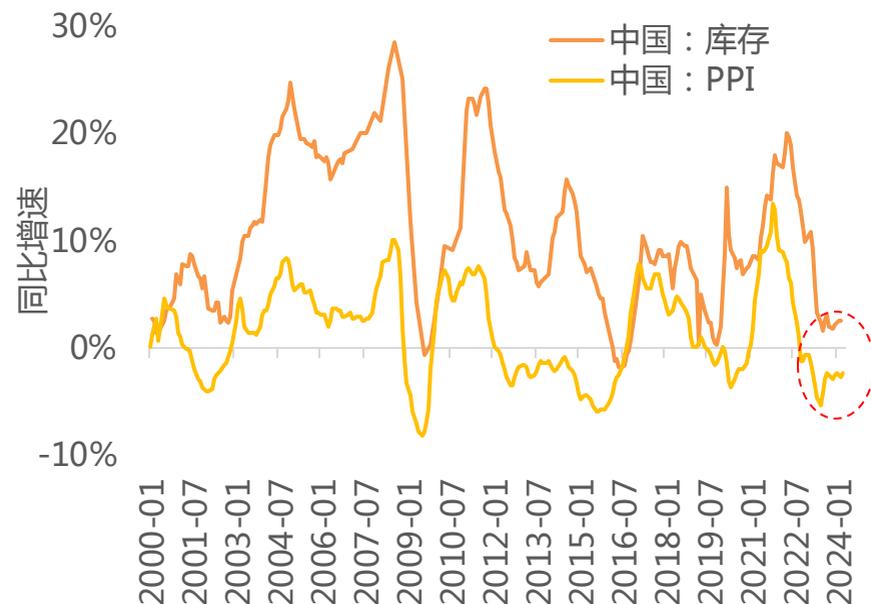
# 1.4 库存周期有望回升

- 2024年库存周期有望回升。
- 一旦库存周期回升，有望持续2年左右，航空收入增速和毛利率有望随之回升，即迎来周期复苏。

■ 中国和美国的库存周期都在历史低位震荡，有望回升



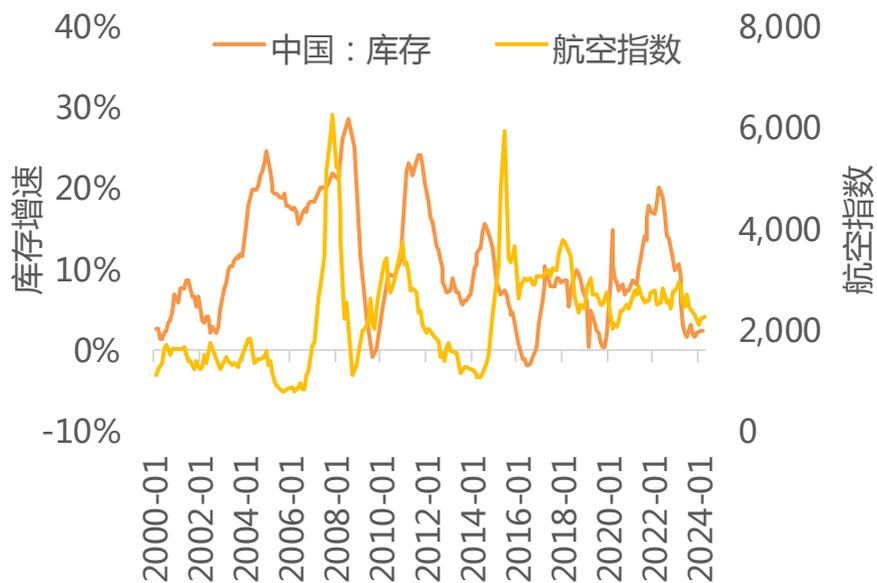
■ 中国库存的领先指标PPI处于历史相对底部，开始回升



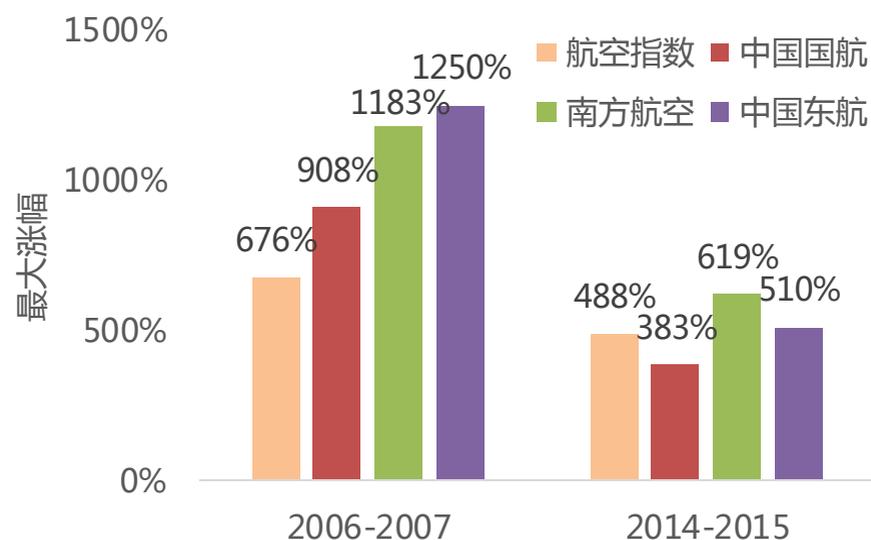
# 1.4 航空：周期复苏徐徐将至

- 在库存周期上行阶段，航空股股价往往上涨。
- 在两轮股票牛市中，航空股股价最大涨幅高达数倍。

## ■ 航空指数与库存周期相关，略有领先



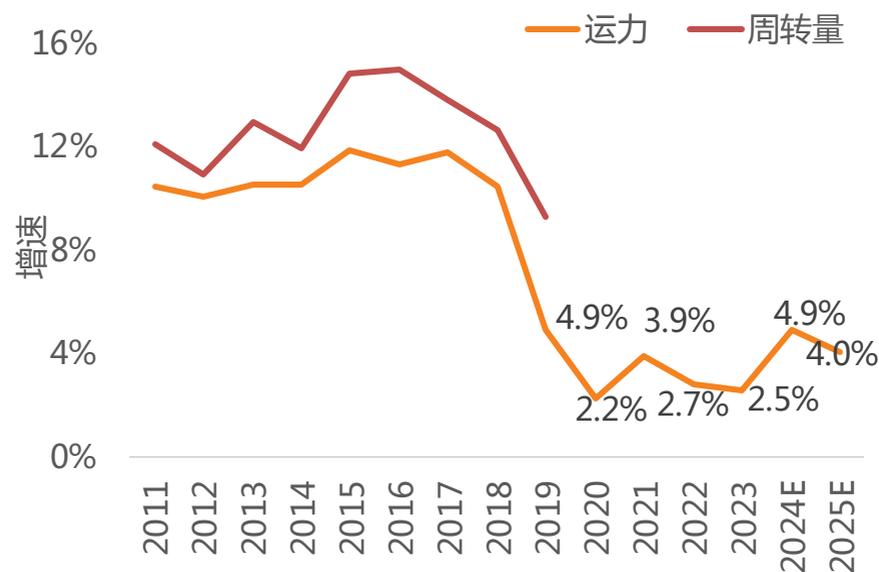
## ■ 在两轮股票牛市中，航空股股价最大涨幅高达数倍



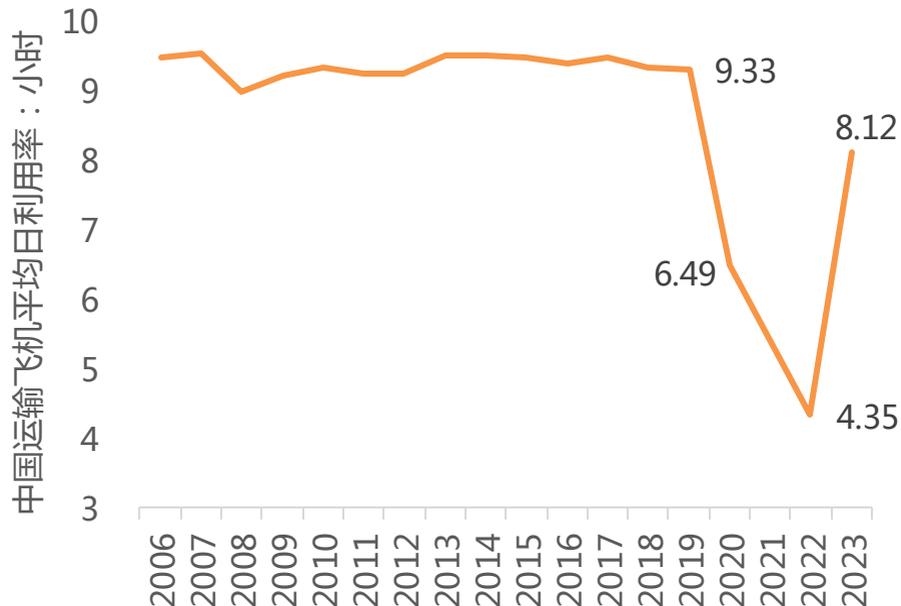
# 1.4 航空：供给强约束

- **航空：供给强约束。**一方面，我们预计2024-25年，中国民航飞机数量有望持续低增长；另一方面，受贸易全球化受阻、地缘政治冲突加剧等因素影响，疫后中国运输飞机周转效率下降，未来恢复速度或将不及预期。

■ 2019-25年，中国运输飞机数量或将持续低增长



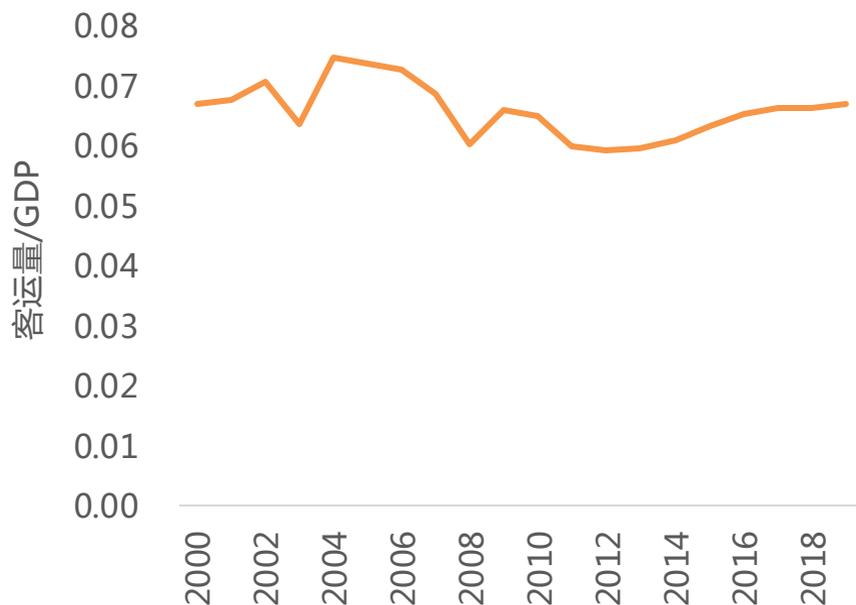
■ 疫后中国运输飞机周转效率有所下降



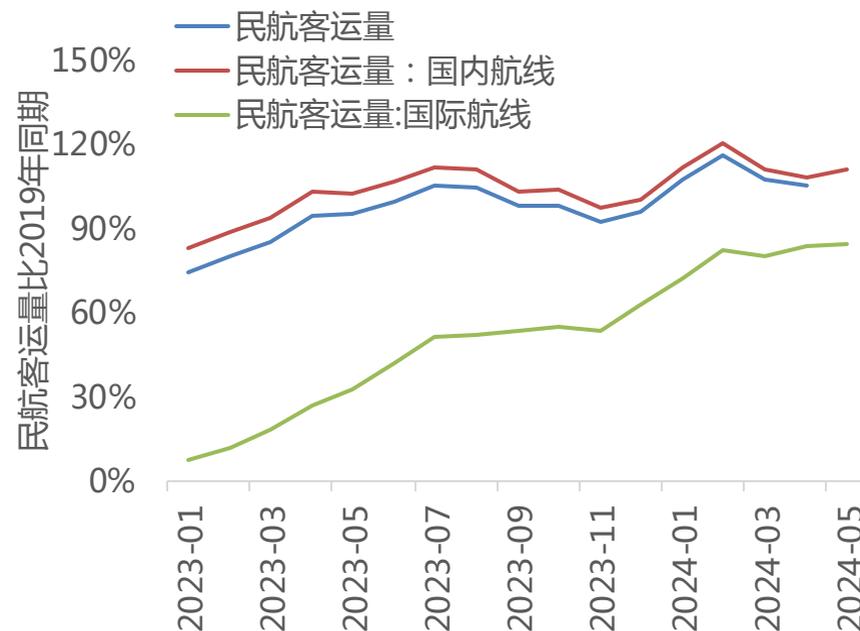
# 1.4 航空：需求逐步释放

- **航空：需求逐渐释放。**航空潜在需求随名义GDP增长，2024-25年，疫情影响逐渐消退，航空需求有望进一步释放。
- 我们认为，未来供需差有望驱动周期上行幅度加大。

■ 中国的民航客运量/GDP趋于稳定，在0.066上下波动



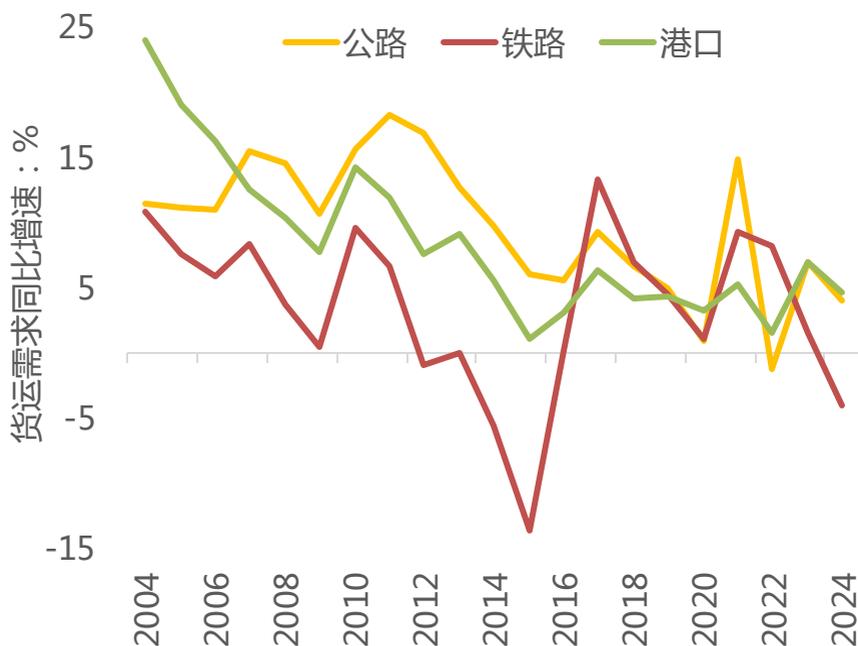
■ 2024年初，中国民航客运量已稳定超过2019年水平



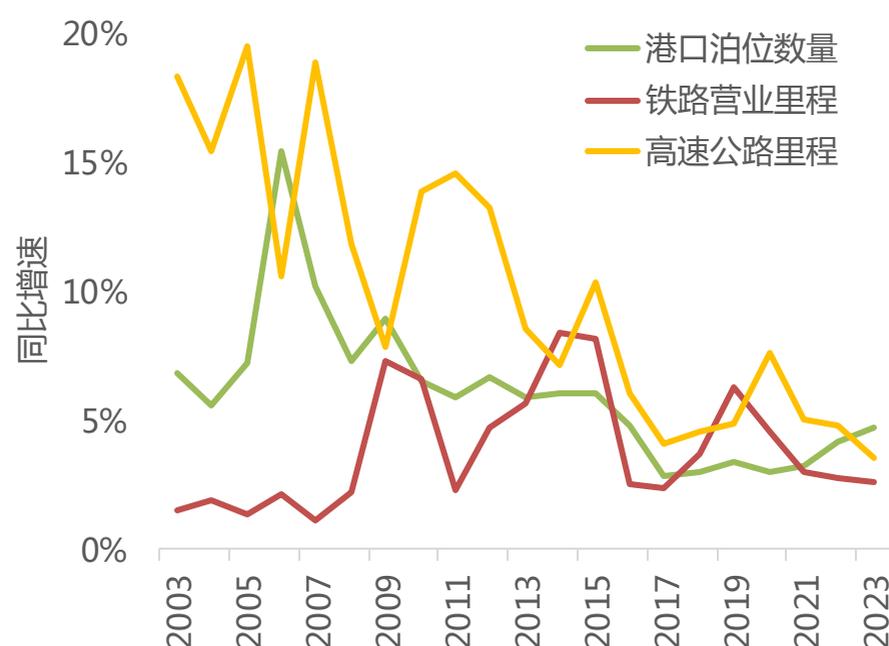
## 2.1 需求增速放缓，扩产速度下降

- 传统逻辑：公路、铁路、港口的价格比较稳定，需求增长带动扩产，收入和利润增长。
- 但是需求增速趋势性放缓，导致扩产也随之放缓，收入和利润增速放缓。

■ 公路、铁路、港口的货运需求增速趋势性放缓



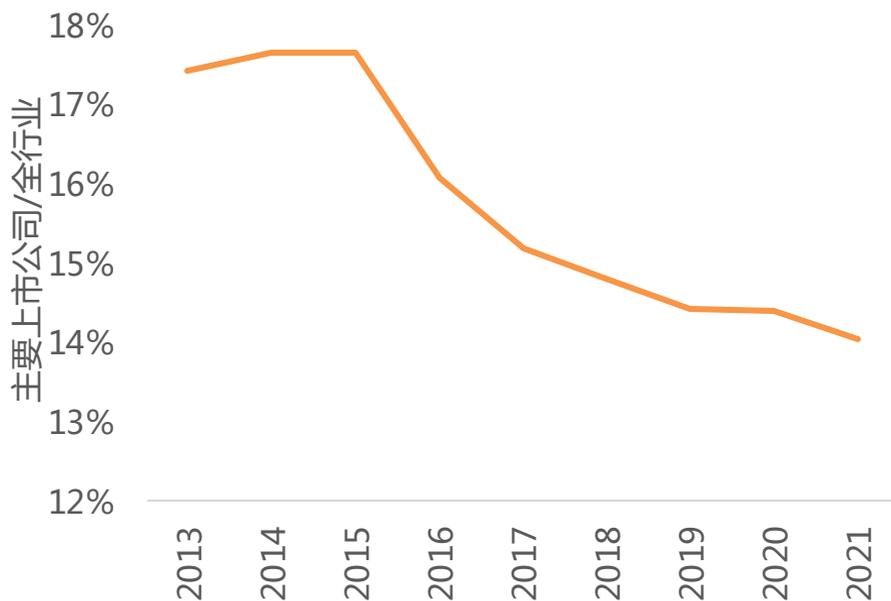
■ 公路、铁路、港口的产能增速趋势性放缓



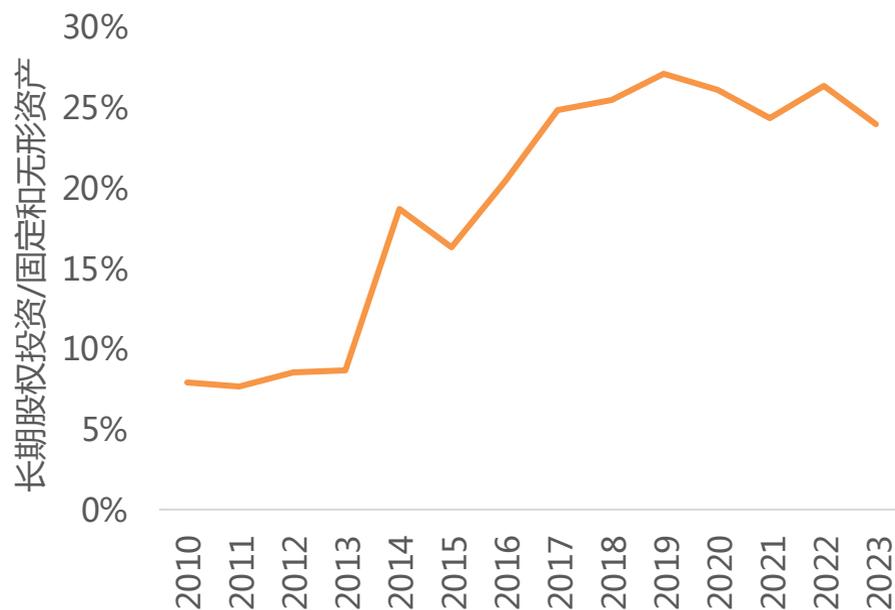
## 2.2 公路：自建比例减少，收购比例增加

- 随着高速公路建设成本上升和收益率下降，上市高速公路公司的建设积极性下降，通行费收入占全行业比例下降。
- 但是对存量路产股权投资增加，长期股权投资与公路资产的比例上升。

■ 主要上市高速公路公司的通行费收入占全行业比例下降



■ 主要上市高速公路公司的长期股权投资比例增加



## 2.3 港口：整合推升费率，资产或将注入

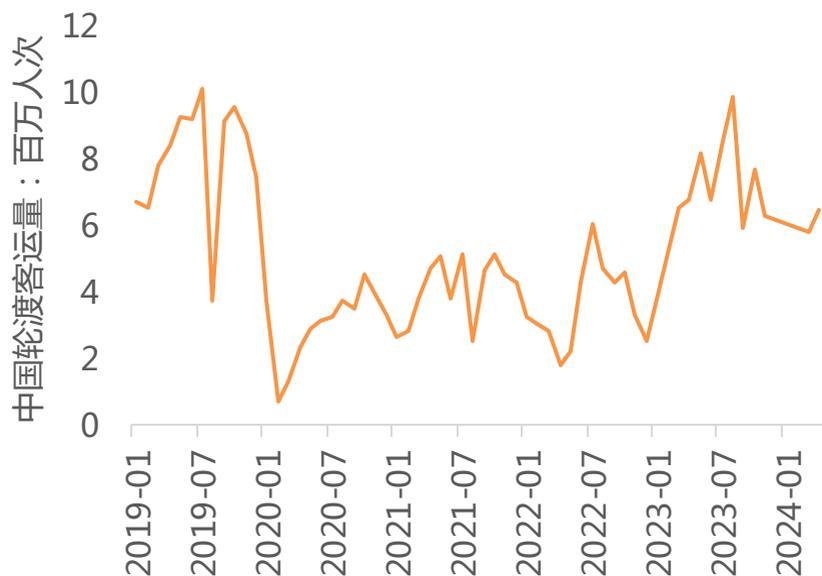
- 各省港口整合后，低价竞争减少，费率有望回升。
- 为解决同业竞争问题，非上市码头资产有望注入上市公司。

时间	港口整合事件
<u>2009年7月</u>	成立河北港口集团，以秦港股份为主体，集港口建设、开发，国有资产运营、管理及投融资于一身
<u>2017年7月</u>	《加快推进津冀港口协同发展工作方案（2017—2020年）》主要任务：优化津冀港口布局和功能分工，加快港口资源整合
<u>2018年12月</u>	《唐山市港口资源整合重组实施方案》，计划分两阶段将唐山港口实业集团和曹妃甸港集团战略重组为唐山港集团有限责任公司
<u>2019年10月</u>	成立唐山港口集团有限责任公司，拟整合唐山港京唐港区、曹妃甸港区
<u>2021年2月</u>	《天津十四五规划和2035年远景目标纲要》：加强与环渤海港口的协同联动，组建环渤海港口联盟，打造具有国际竞争力的东北亚世界级港口群
<u>2021年4月</u>	河北港口集团与天津港集团签署《世界一流津冀港口全面战略合作框架协议》，目标是构建世界一流津冀港口群
<u>2022年7月</u>	唐山市国资委持有的唐山港口实业集团100%股权被无偿划转至河北港口集团
<u>2022年8月</u>	河北省与国家开发投资集团签署战略合作框架协议，携手推进河北港口资源整合和转型升级。

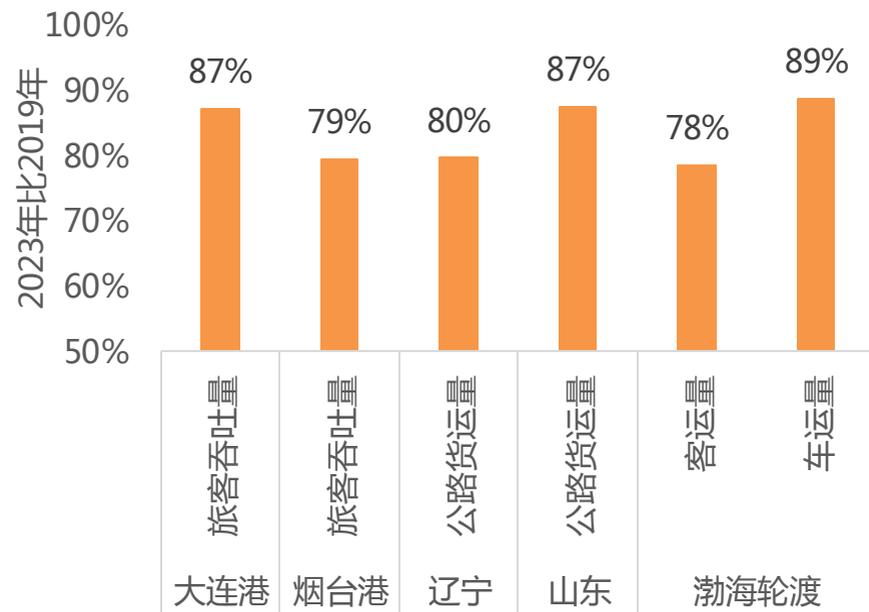
## 2.4 轮渡：客流缓慢恢复，市场运量下降

- 轮渡客运量逐渐恢复，疫后市场运量有所下降。

### ■ 2023年以来，中国轮渡客运量逐渐恢复



### ■ 疫后市场运量不及疫情前水平

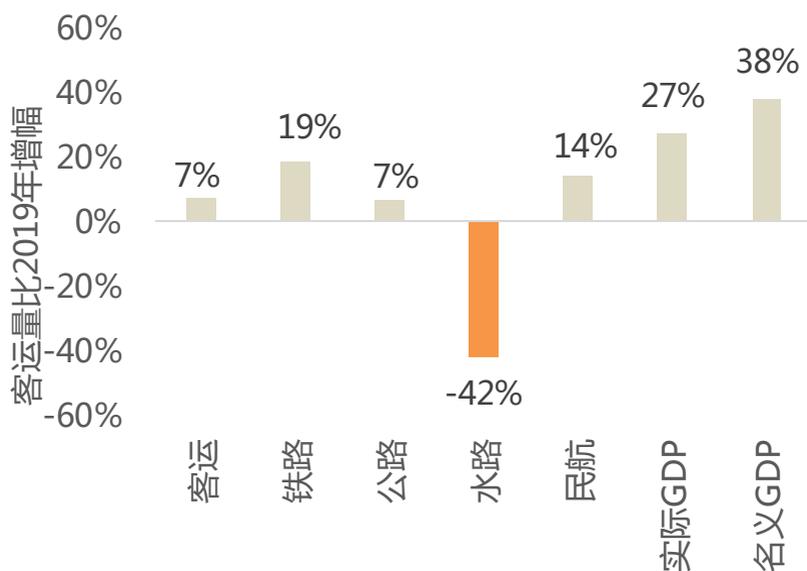


注：2019年渤海轮渡车客运量包括威海海大客运

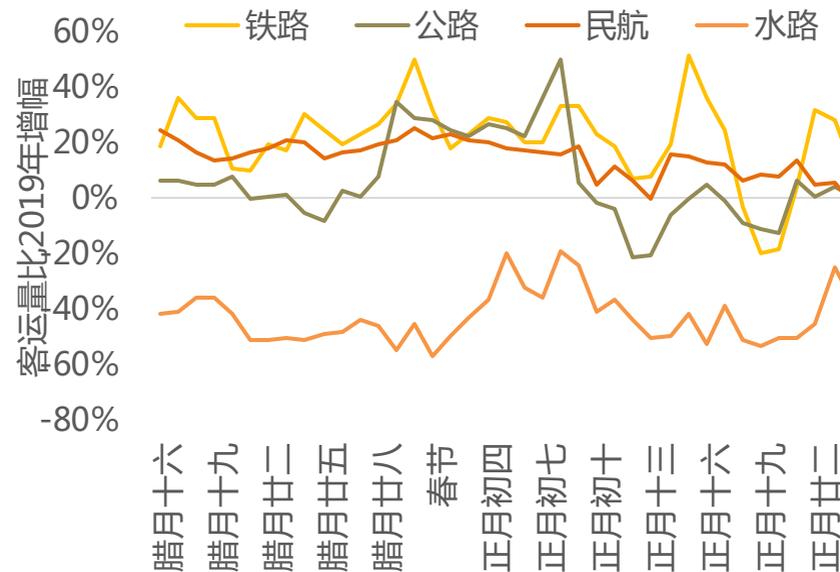
## 2.4 居民出行结构发生改变

- 疫情导致我国居民出行结构发生改变。

### ■ 2024年春运期间的水路客运量远小于2019年



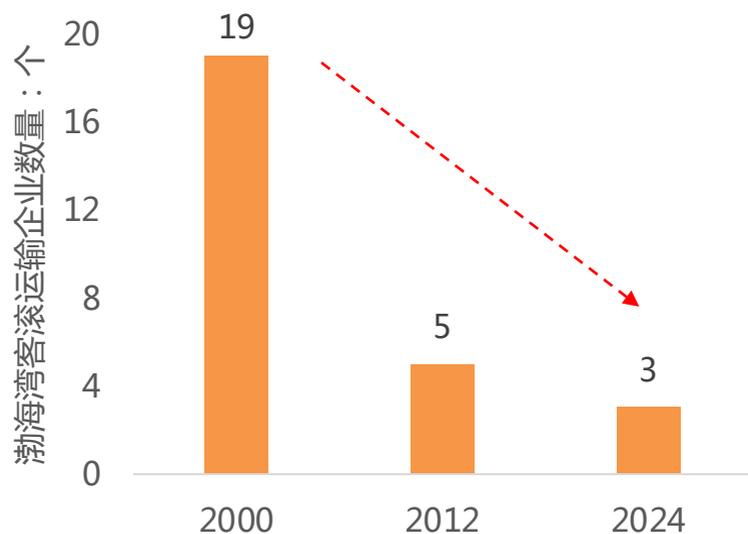
### ■ 2024年春运期间任一天的水路客运量均不及2019年



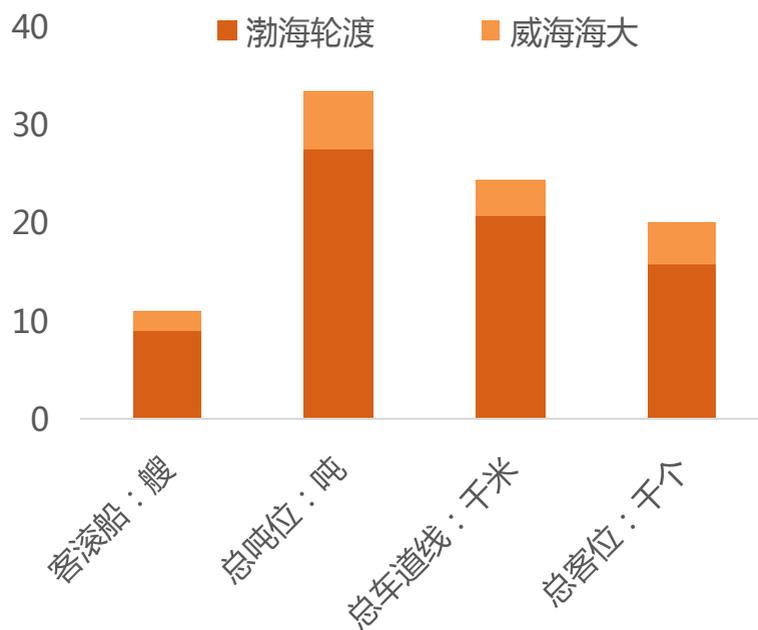
## 2.4 轮渡：市场整合成为主旋律

- 轮渡市场整合提速，票价中枢有望提高，推升ROE和PB，带来较多投资机会。

### ■ 渤海湾客滚运输行业竞争格局改善

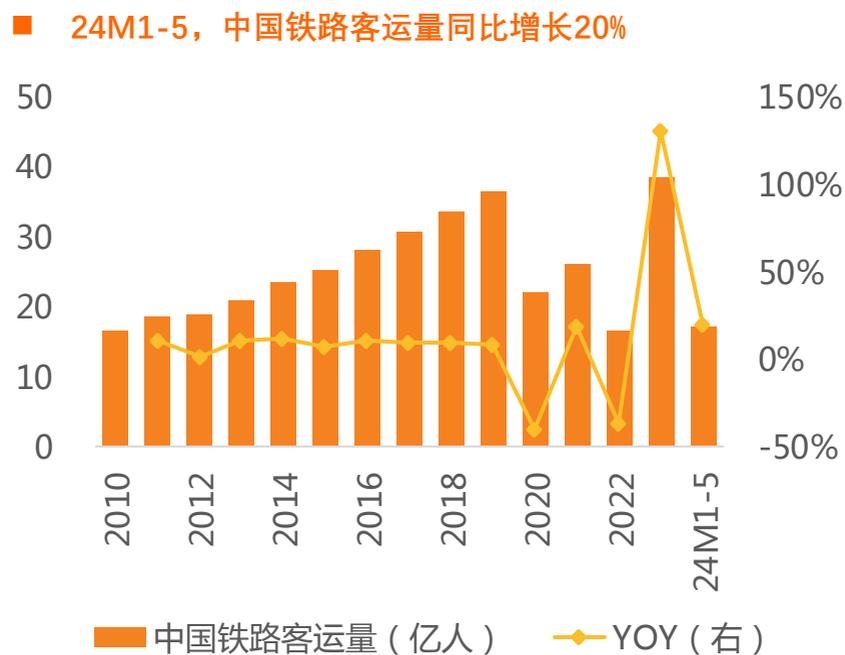
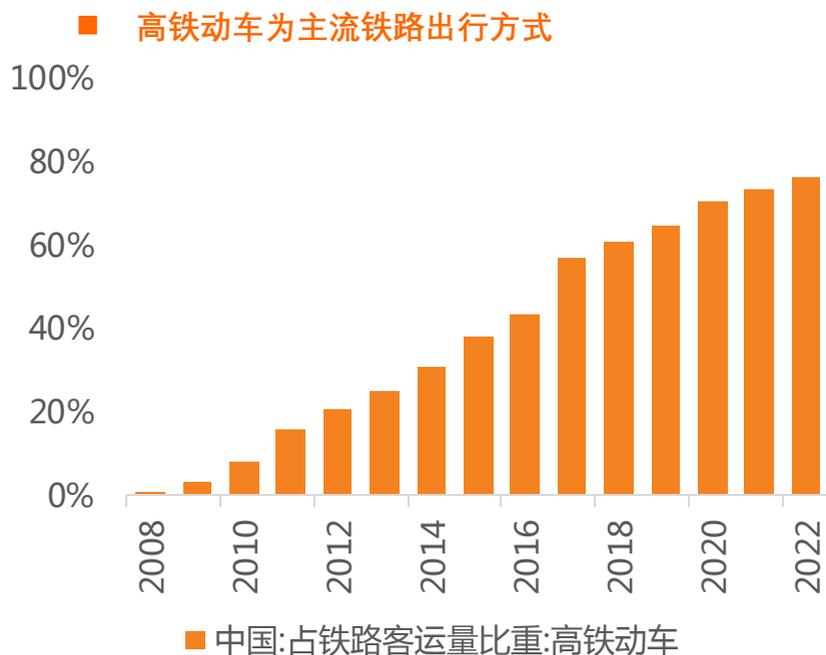


### ■ 收购威海海大助力客滚运输主业运力增加



## 2.5 铁路：高铁动车成主流，铁路客运强势复苏

- 高铁动车已逐渐成为主流出行的铁路方式，随着高铁网络加速建设，高铁动车出行占比有望持续提升。
- 疫情对铁路出行造成明显影响；23年以来呈现加速修复态势，24M1-5，我国铁路客运量同比增长20%。



## 2.5 铁路：票价改革推进，增大盈利弹性

- **高铁动车票价市场化改革持续推进。**2017年，铁总基于地区经济发展、人流量、可替代交通工具情况，首次在东南沿海高铁调价。此后，各地铁路局集团陆续开始优化调整高铁动车票价，基本的思路均为建立灵活定价机制和浮动折扣策略。2024年5月中国铁路通知，京广高铁武广段，沪昆高铁沪杭段、杭长段，杭深铁路杭甬段4条高铁运行的时速300公里及以上动车组列车将于6月15日实行市场化票价机制。

- **高铁市场市场化定价持续推进**

时间	政策
2007	规定了旅行速度达到每小时110公里以上的动车组列车软座票价基准价，如二等座票为每公里0.2805元，可上下浮动10%
2015.12	从2016年1月1日起，对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节
2017.4	中国高铁将第一次跨省调价。东南沿海时速200~250公里的动车组高铁（D字头）列车部分车票将调整，执行票价是根据各车次的客流状况呈现差异化，有涨有降。
2018.3	自2018年4月28日起，对28条城际铁路部分动车组列车票价，实行不同形式、不同幅度的折扣优惠，最大折扣幅度由前期试点的10%提高到20%；
2018.5	从2018年7月5日起，对6段线路上运行时速200-250公里的高铁动车组公布票价进行优化调整，铁路相关企业可根据情况在限价内实行票价下浮，最大折扣幅度6.5折，执行票价有升有降
2019.11	包括中国铁路上海局集团公司、成都局集团公司、兰州局集团公司、广州局集团公司、南宁局集团公司等，均发布消息对所属高铁动车组列车执行票价优化调整。以上海局集团公司为例，涉及400多趟列车，最大折扣幅度5.5折，总体上是有所升有所降。
2020.10	自12月23日起，对京沪高铁、成渝高铁运行时速300~350公里高铁动车组列车进行票价优化调整，改变固定执行票价方法，建立灵活定价机制，执行票价有升有降
2023.4	2023年5月30日起，沪宁、宁杭、胶济、南广、柳南等多条高铁线路票价优化调整，建立灵活定价机制，实行有升有降、差异化的折扣浮动策略，执行票价有升有降。
2024.5	自6月15日起，对京广高铁武广段、沪昆高铁沪杭段、沪昆高铁杭长段、杭深铁路杭甬段上运行的时速300公里及以上动车组列车公布票价进行优化调整，实行浮动票价。以沪昆高铁沪杭段为例，上海虹桥-杭州东二等座6月15日起公布票价为87元，较目前的公布票价73元，上涨约19.18%。

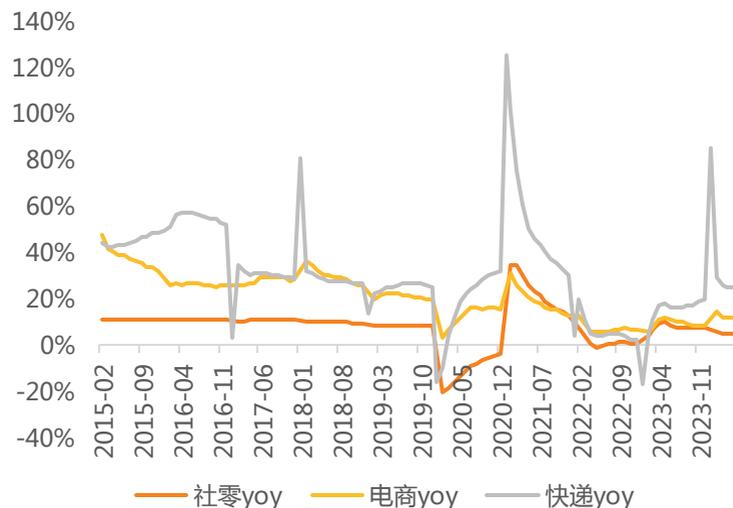
## 3.1 快递：需求端，低预期与强韧性

- 根据邮政局和交通运输部数据，24年前五个月快递业务量累计完成655.91亿件，同比增长24.4%（按可比口径计算），远高于年初国家邮政局预测2024年增速8%。
- 高增速背后主要系电商实物消费韧性凸显，2024年5月，中国社零总额累计同比增长4.1%，我国实物商品网上零售额累计同比增长11.5%，高出社零增速7.4pcts；同时由于消费降级驱使之下，单票商品价值呈下行趋势，快递业务量实现高于实物电商零售额的增速。

■ 24M1-5，快递业务量同比增长24.4%



■ 快递业务量增速 > 实物电商零售额增速 > 社零增速



# 3.1 快递：监管思路转向，有望推动行业高质量发展

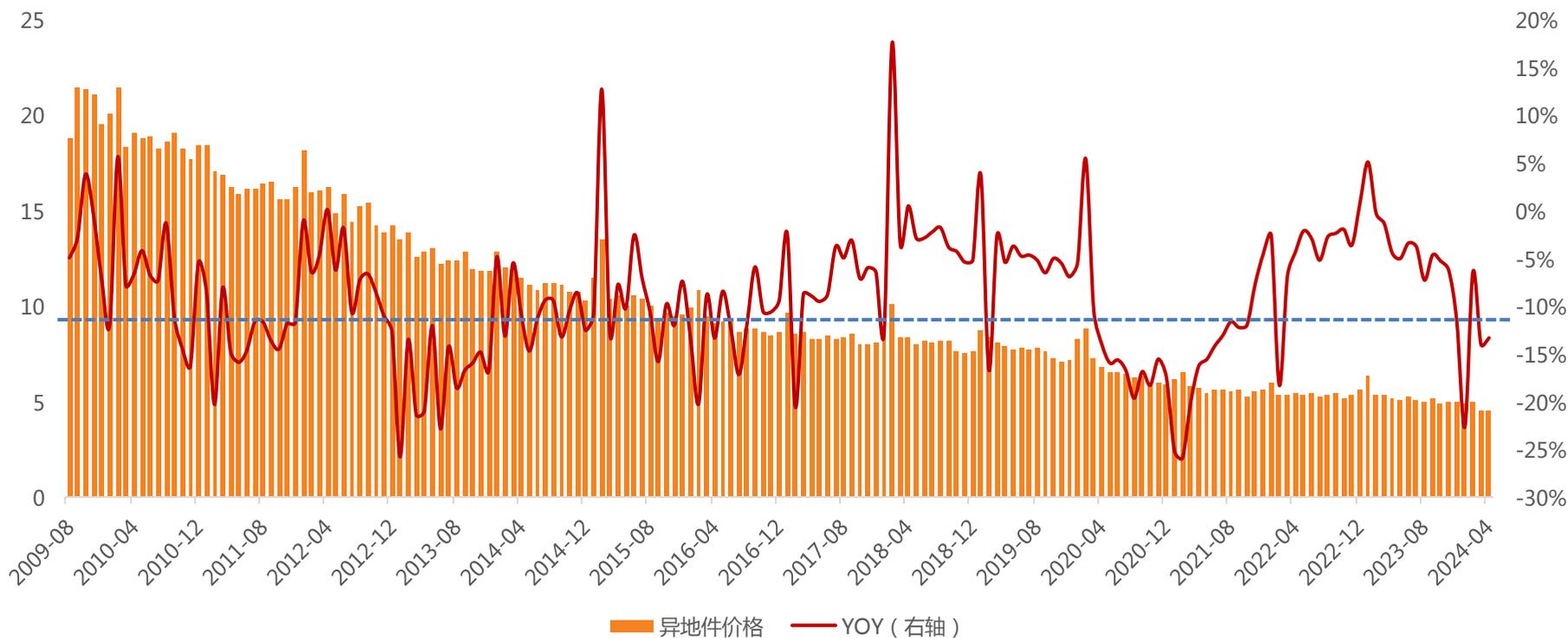
## ■ 2022年以来不同主体发布的快递监管政策（不完全梳理）

时间	发布主体	名称	具体内容
2021年12月29日	中国快递协会	《快递企业末端派费核算指引》	快递员派费应为“当地最低工资标准*倍数/（日派件数*26天）”，倍数应为2~3倍。
2022年1月7日	国家邮政局	《快递市场管理办法（修订草案）》	第二十七条 经营快递业务的企业及其从业人员，不得从事下列行为： ... <b>（二）无正当理由以低于成本价格提供快递服务；</b>
2022年3月1日	浙江省人民代表大会常务委员会	《浙江省快递业促进条例》	<b>第三十六条 快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务</b> ...
2022年4月27日	甘肃省邮政管理局	《甘肃省邮政条例（修改草案）》	第十一条... 在城镇老旧小区改造中，将信报（包）箱及智能快件箱（柜）的建设纳入改造内容。汽车站、火车站、办公楼、写字楼、综合商业体等，可以根据需要设置信报（包）箱、智能快件箱（柜）等邮政、快递末端服务设施。在设置上述服务设施时，产权单位应当予以支持。智能快递箱（柜）由快递企业、经营智能快递箱（柜）的企业建设、经营，或者和物业管理企业合作建设、经营。还可以由地方政府出资建设，委托企业运营，并给予运营补贴。  第三十七条 快递企业及其从业人员不得有下列行为：（一）企业之间相互串通操纵市场价格或无正当理由以低于成本价格提供快递服务，损害其他快递企业或者用户的合法权益；（二）冒用他人名称、品牌、商标标识和企业标识，扰乱市场经营秩序；（三）伙同电商企业虚构交易，误导用户消费；（四）积压、扣押、隐匿、毁弃、暴力分拣快件，私自开拆快件，无故拒绝、拖延、中断快递服务。
2022年7月1日	福建省邮政管理局	《福建省邮政条例》	第五十条 设区的市快递行业协会应当组织当地快递企业，根据当地职工平均工资水平，结合快件收派人员正常劳动时间内平均派送数量、劳动强度等因素，对末端派费进行具体核算确定最低派费标准，并建立动态调整机制。省快递行业协会应当进行指导。邮政管理部门应当会同相关部门进行督促

# 3.1 快递：监管思路转向，有望推动行业高质量发展

- 2021以来监管趋严推动行业均价抬升。
- 结合快递监管政策我们认为，从监管的角度出发，“市场份额/定价”是操作目标，对价格战进行干预（“无正当理由不得低于成本价格提供快递服务”）是中介目标，而保障快递员权益和网络平稳运行是监管的最终目标。

## ■ 行业单价与降幅（元/件）

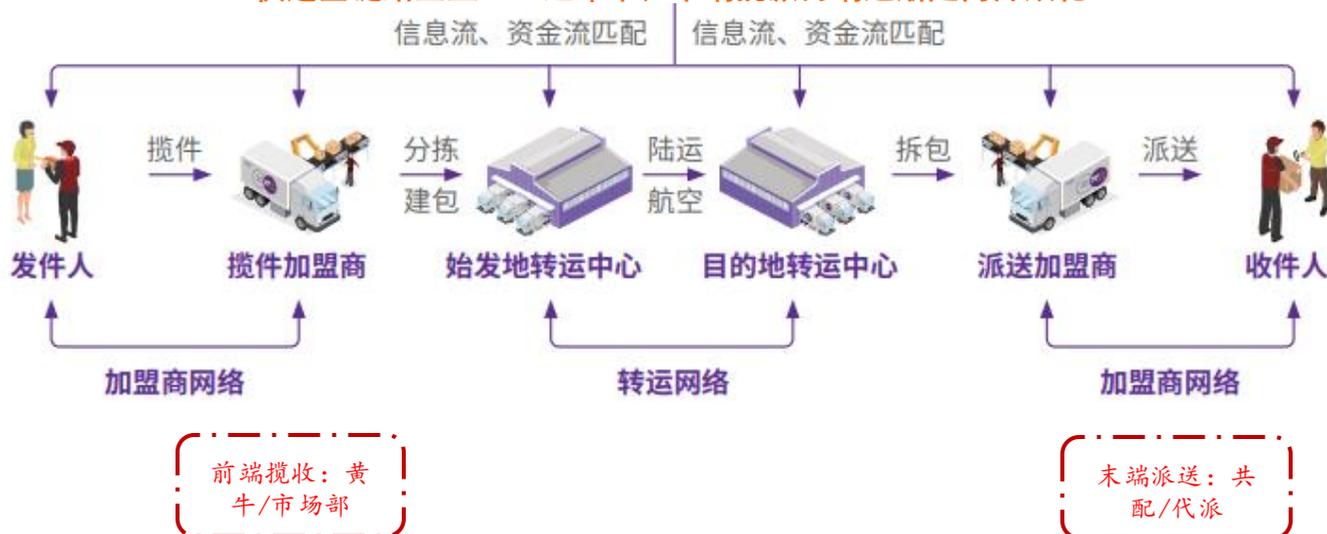


# 3.1 快递：监管思路转向，有望推动行业高质量发展

## 行业监管新变化：快递新规和快递员社保逐步推行

- 由交通运输部新修订的《快递市场管理办法》自2024年3月1日起施行。其中，《办法》规定，经营快递业务的企业有下列情形之一的，由邮政管理部门责令改正，予以警告或者通报批评，可以并处1万元以下的罚款；情节严重的，处1万元以上3万元以下的罚款：**（一）未经用户同意代为确认收到快件的；（二）未经用户同意擅自使用智能快件箱、快递服务站等方式投递快件的...**
- 1月19日，国家邮政局召开全国快递行业推进劳动合同制度动员部署电视电话会议，明确“采取切实措施保障劳动合同制度和社保缴纳的可持续性”，行动方案按照“一年初见成效、两年进步明显、三年巩固提高”的目标分步骤分阶段组织实施。

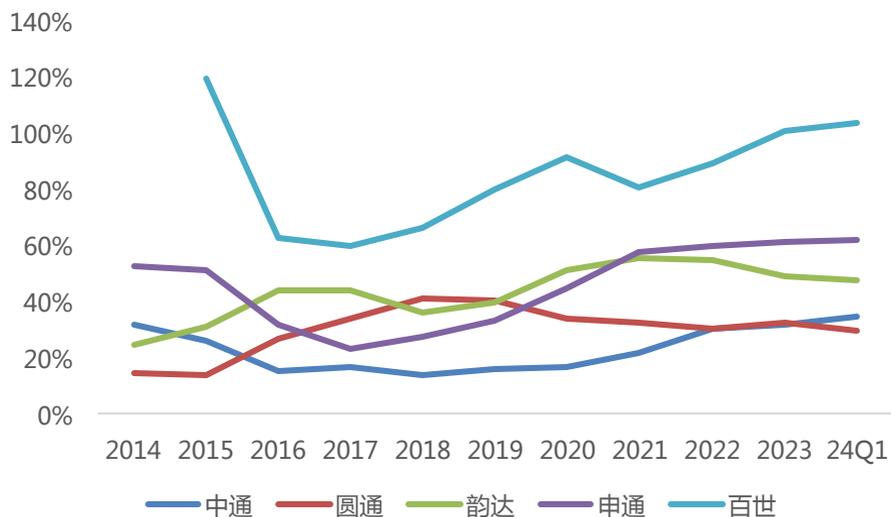
### ■ 快递全链路企业——近年来，末端揽派两端逐渐走向开放化



# 3.1 快递：2024年，价格竞争有望趋缓

- **中通2024年竞争策略转向**：将战略重心转移到服务质量上，在保持合理的业务规模和良好的利润水平的同时，打造差异化产品服务。公司接受市场份额在一定范围内回落，公司维持件量增速指引15%-18%，并预计行业增速在15%-20%。
- **韵达、申通面临各自经营上的压力**：韵达末端网络仍处于持续改善中；申通产能利用率居于高位，资产负债率具备一定压力。
- **我们认为，基于龙头竞争策略转向+尾部企业受自身经营约束+监管思路转向，今年快递行业价格竞争有望趋缓，背后或意味着行业出清减缓。**

■ 各家加盟制快递公司的资产负债率 (%)



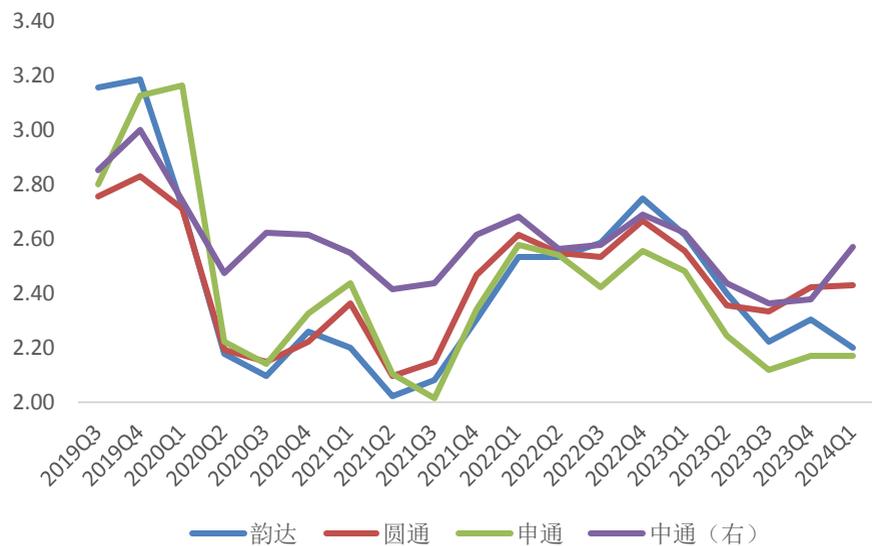
■ 各家价格同比趋势改善/企稳

	单票价格				单票价格同比增速			
	韵达	圆通	申通	中通	韵达	圆通	申通	中通
2020Q1	2.72	2.71	3.16	1.43	-21%	-19%	-9%	-20%
2020Q2	2.18	2.19	2.22	1.21	-32%	-28%	-27%	-21%
2020Q3	2.09	2.15	2.14	1.33	-34%	-22%	-24%	-13%
2020Q4	2.26	2.22	2.33	1.33	-29%	-21%	-26%	-20%
2021Q1	2.20	2.36	2.44	1.27	-19%	-13%	-23%	-12%
2021Q2	2.02	2.09	2.10	1.15	-7%	-4%	-5%	-4%
2021Q3	2.08	2.15	2.01	1.17	-1%	0%	-6%	-12%
2021Q4	2.30	2.46	2.34	1.33	2%	11%	1%	0%
2022Q1	2.53	2.61	2.58	1.38	15%	11%	6%	9%
2022Q2	2.53	2.55	2.54	1.28	25%	22%	21%	11%
2022Q3	2.59	2.53	2.42	1.30	25%	18%	20%	10%
2022Q4	2.75	2.66	2.55	1.39	19%	8%	9%	5%
2023Q1	2.61	2.55	2.48	1.33	3%	-2%	-4%	-4%
2023Q2	2.40	2.35	2.25	1.17	-5%	-8%	-11%	-8%
2023Q3	2.22	2.33	2.12	1.11	-14%	-8%	-13%	-14%
2023Q4	2.30	2.42	2.17	1.12	-16%	-9%	-15%	-19%
2024Q1	2.20	2.43	2.17	1.29	-16%	-5%	-12%	-3%

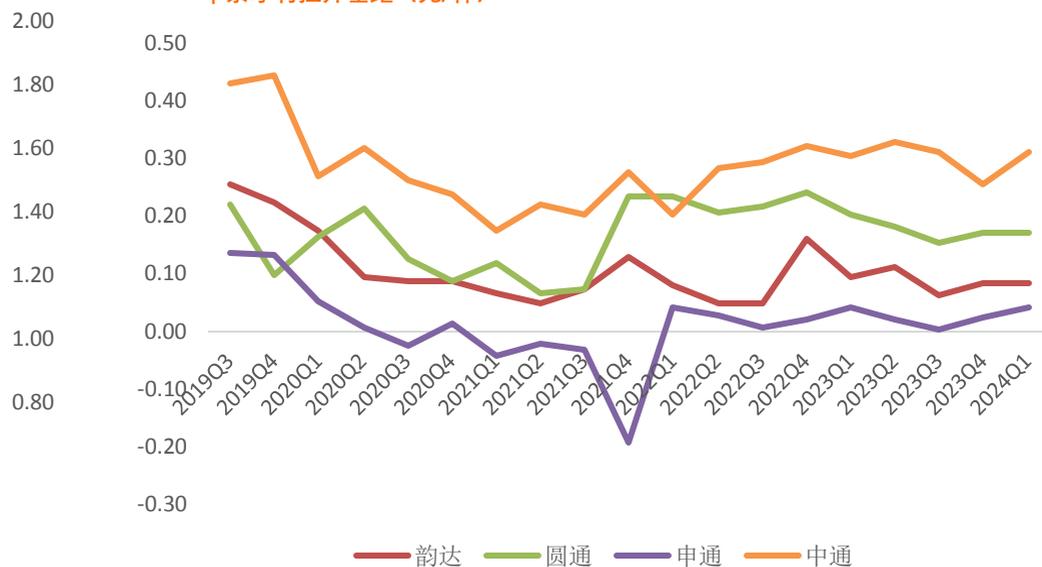
## 3.1 快递：出清减缓、竞争分层

- 通达系内部出现了价格走势的分化，龙头定价能力初步体现，中通快递率先调整战略，将重点转向服务质量的提升，2023Q3以来单票收入环比提升，前端市场的溢价力差距拉大；而低价竞争仍然存在，我们认为电商快递内部也出现竞争分层趋势。
- 从盈利上看，头部企业的单票净利与后位企业进一步拉开差距。

■ 单票收入拉开差距（元/件）



■ 单票净利拉开差距（元/件）

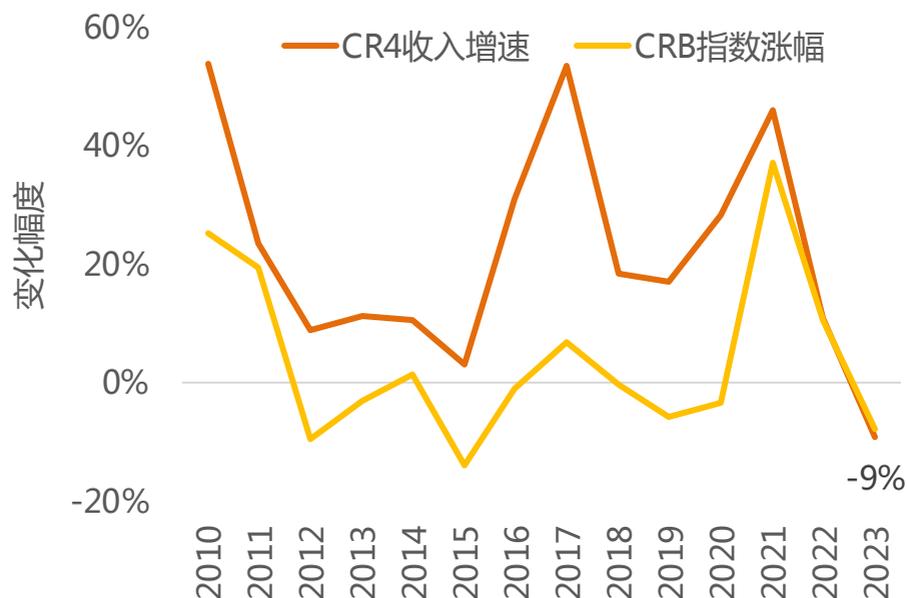


注：中通为经调整后利润

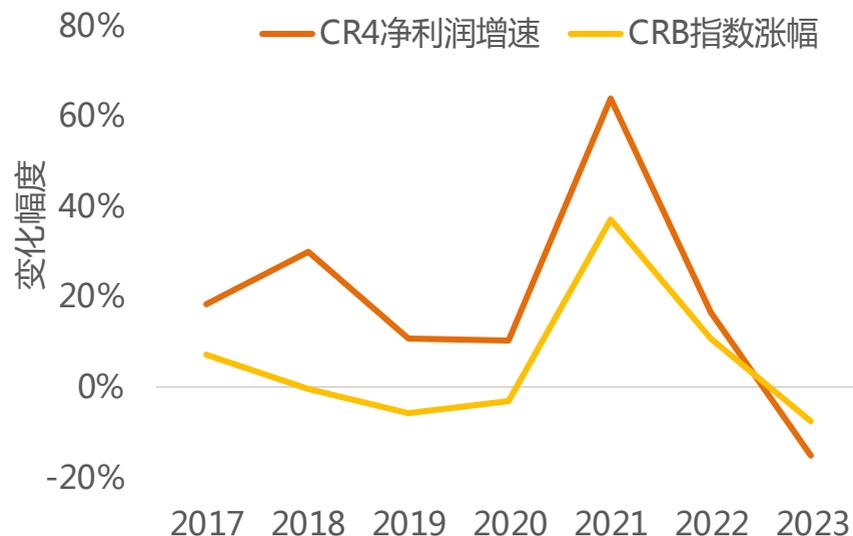
## 3.2 大宗供应链：收入与利润增速处于周期历史相对低位

- 原材料供应链公司的贸易货值计入营业收入。大宗商品价格波动，导致原材料供应链公司的营业收入波动。
- 2023年大宗商品价格同比下跌，导致原材料供应链头部公司利润下滑。

■ 原材料供应链CR4公司的业务收入增速与CRB指数相关



■ 2023年，原材料供应链CR4公司的净利润增速在周期历史相对低位

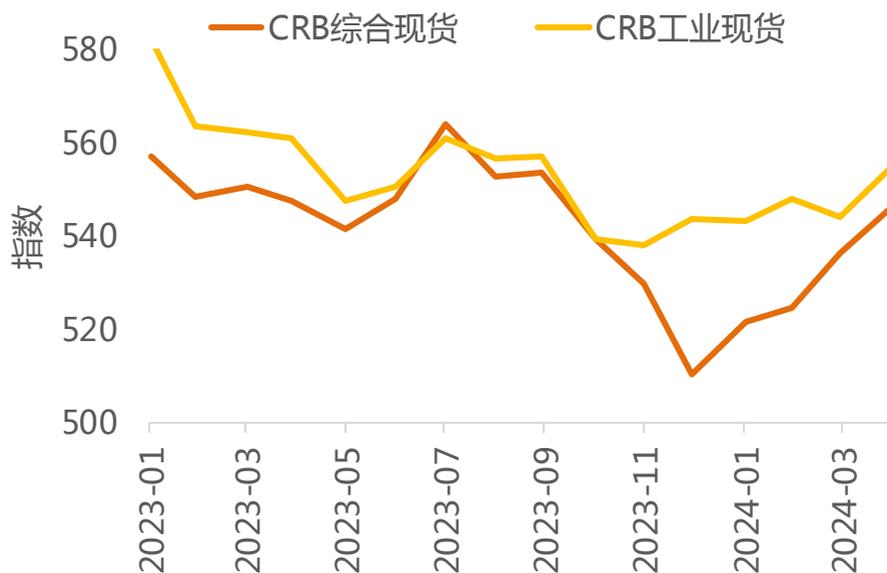


注：CR4公司包括物产中大、建发股份、厦门象屿、厦门国贸

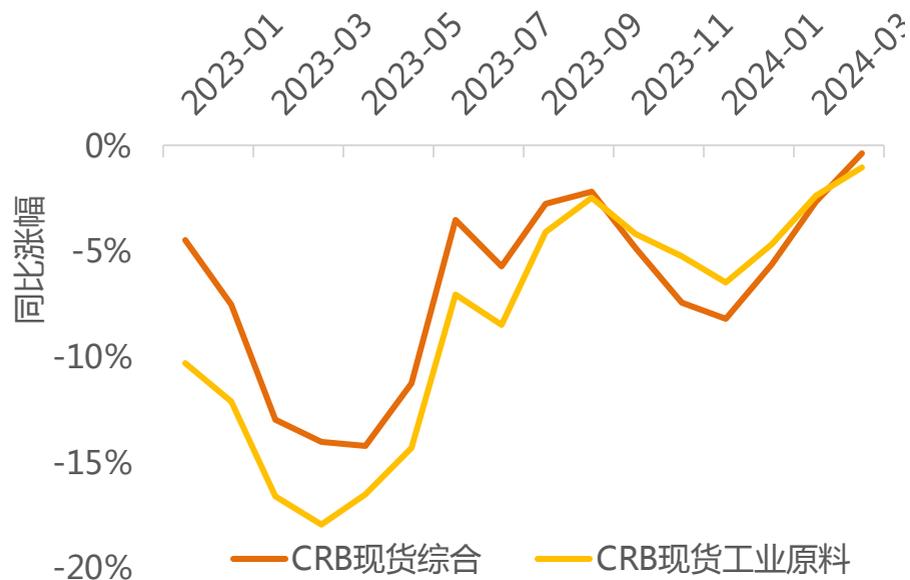
## 3.2 大宗供应链：商品价格开始回升，有望带动盈利与估值修复

- 2024年以来，大宗商品价格开始回升，同比降幅收窄。
- 原油、铜、铝等商品价格同比涨幅较大，动力煤、玉米、大豆等商品价格仍然同比大幅下跌。

■ 2024年以来，大宗商品价格开始回升



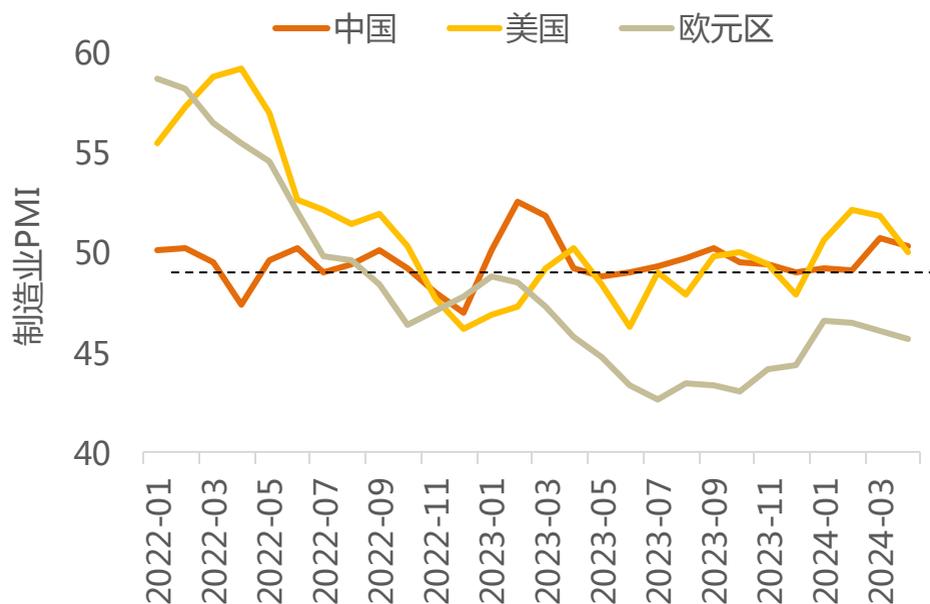
■ 2024年以来，大宗商品价格同比降幅明显收窄



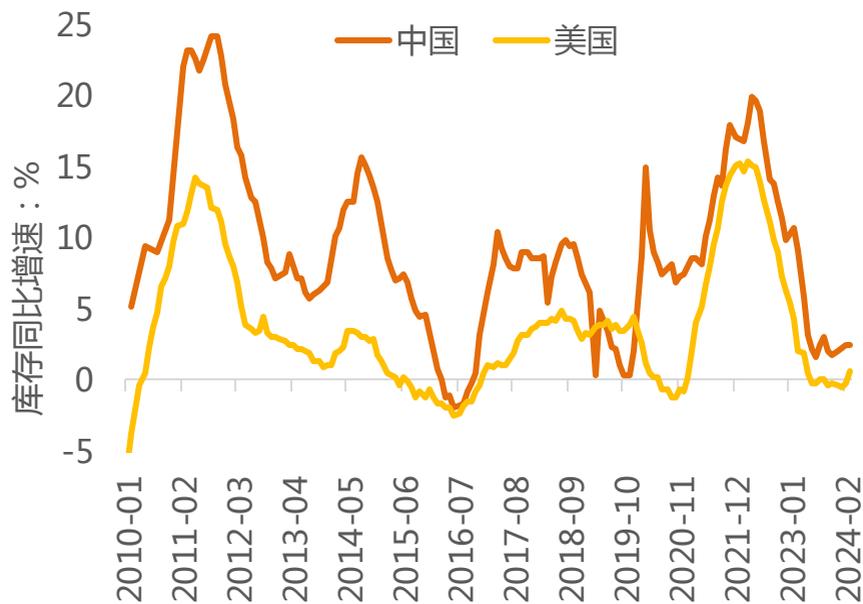
## 3.2 大宗供应链：商品价格开始回升，有望带动盈利与估值修复

- 2024年初，中国和美国制造业PMI已经重回扩张区间，欧洲也在回升。
- 中国 and 美国的库存周期处于历史相对底部区域，有小幅回升迹象。
- 如果经济复苏，大宗商品或将涨价，带动原材料供应链公司盈利改善。

■ 中国和美国制造业PMI回到扩张区间



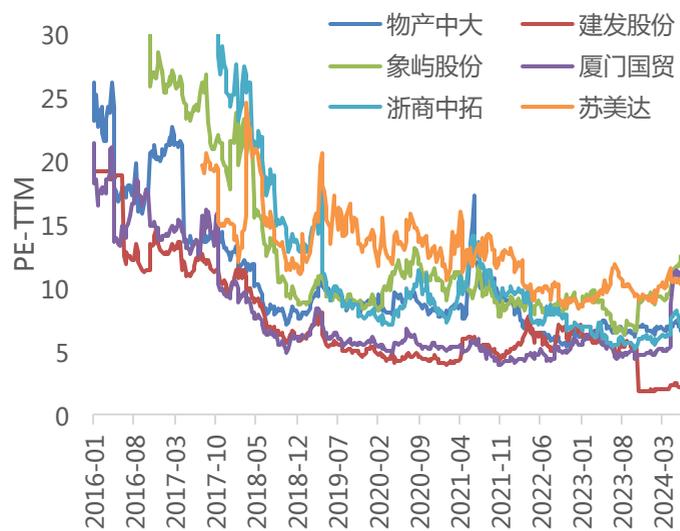
■ 中国 and 美国的库存周期有望回升



## 3.2 大宗供应链：商品价格开始回升，有望带动盈利与估值修复

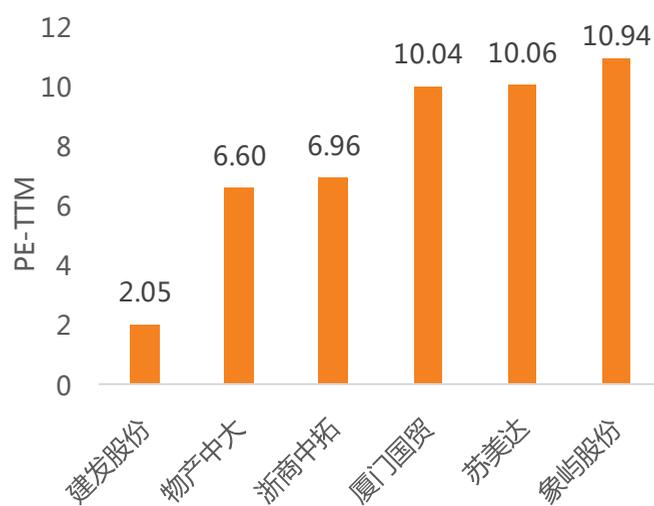
- 头部原材料供应链公司的PE估值处于历史较低水平。
- 2024年7月初头部原材料供应链公司PE在10倍左右，隐含的投资回报率较高。
- 头部原材料供应链公司的2023年股息率在5%左右，价值有较强支撑。

■ 头部原材料供应链公司的PE处于历史相对低位



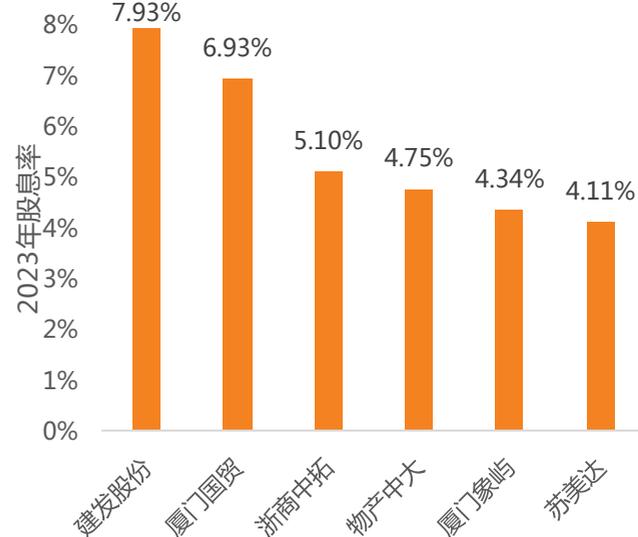
注：数据截至2024年6月29日

■ 部分头部原材料供应链公司的PE在10倍左右



注：数据截至2024年7月2日

■ 部分头部原材料供应链公司的股息率较高

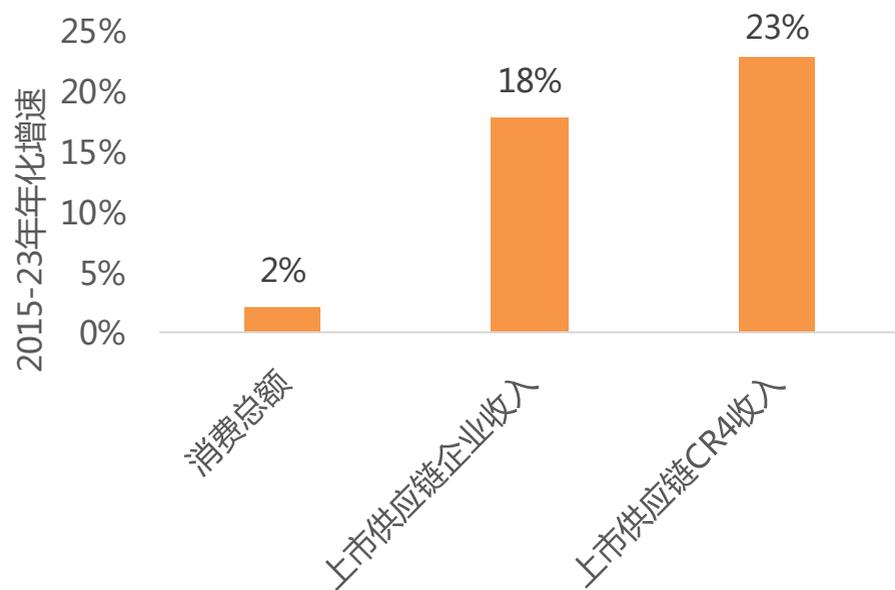


注：数据截至2024年7月2日

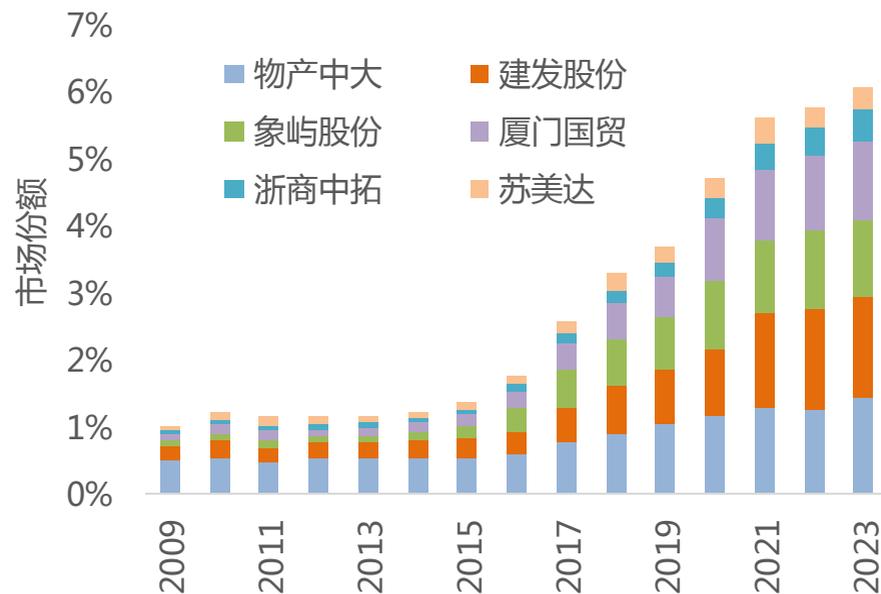
## 3.2 大宗供应链：龙头提份额，弹性较大

- 2016年以来，上市头部原材料供应链公司的市场份额明显提升。
- 我们认为原因：一是供给侧改革推动大宗商品行业集中度提高，分销环节的集中度也提高；二是头部原材料供应链公司利用竞争优势扩大市场份额。

■ 原材料供应链行业的市场集中度提升



■ 头部原材料供应链公司的市场份额提升



- 全球经济增速下滑

交通运输需求与全球经济密切相关。如果全球经济下滑，那么航空、航运、铁路、公路等运量都可能下滑，运价也可能下降，企业的盈利将恶化。

- 大宗商品价格下跌

大宗商品价格下跌往往意味着需求疲弱，航运、铁路、公路的运量都可能下降，供应链物流的营收增速也将下降，企业盈利将受影响。

- 燃油价格大幅上涨

航空、航运、公路等运输的燃油成本都较高，如果燃油价格上涨，或将侵蚀运输企业的利润；如果增加的燃油成本转嫁给客户，或将导致运量下滑。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS