

# 交通运输行业周报

## 油运投资性价比凸显，快递公司6月经营数据表现良好

优于大市

### 核心观点

**航运：**本周海运板块持续回调，主要来自于集运的拖累，但是油运板块实现触底回升。油运正处传统淡季，行业景气度相对较为低迷，但是由于VLCC的新交付断档及环保公约导致的效率损失，船舶资产仍在持续提价，为油运投资提供了较厚的安全垫，随着下半年逐步由淡转旺，运价有望随之大幅提升，届时龙头公司有望迎来戴维斯双击，建议积极布局，继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周航线在悲观预期下出现全线下跌的情况，当前以色列仍在与邻国持续爆发冲突，且考虑到巴以的根本矛盾难以解决，红海危机完全解除的可能性仍较低，换言之，复航苏伊士航线的可行性相对较低，当前货主的观望情绪有望在未来几周逐步消散，旺季货量有望形成回补，运价大概率维持在较高位置，并不排除集运运价在短暂回调后迎来二次上涨的可能性，建议继续重点关注中报业绩有望表现优异的中远海控。

**航空：**本周整体和国内客运航班量环比提升，整体/国内客运航班量环比分别为+1.6%/+1.6%，相当于2019年同期的107.8%/114.6%，国际客运航班量环比提升1.4%，相当于2019年同期的76.8%，油价略高于去年同期水平。民航暑运旺季开启，根据航班管家预计，2024年暑运期间（7月-8月）民航旅客运输量达1.35亿人次，较2023年同期增长7%、较2019年同期增长12.2%；据航旅纵横大数据显示，截至7月2日，2024年暑期（7月1日-8月31日）国内航线平均票价（不含税）约为967元，比去年同期下降约12%，相较2019年仍有明显提升，票价表现较为坚挺。今年航空有望延续去年“淡季更淡、旺季更旺”的消费态势，今年暑运旺季仍然值得期待。2024年我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024年航司盈利将继续大幅向上突破，继续推荐中国国航和春秋航空。

**快递：**快递行业及上市公司的6月跟踪数据已经发布。1) 在消费降级背景下，快递需求增长呈现较强韧性，由于今年电商618取消预售制，导致部分消费需求提前至5月发生，从而发现快递行业件量同比增速呈现“5月高6月低”的态势，5-6月快递行业累计件量同比增速仍然有20.7%。2) 圆通、韵达和申通中，三者的6月快递件量增速均明显高于行业，其中申通和韵达的增速表现更为亮眼；二季度累计来看，圆通、韵达、申通和极兔的件量增速分别为24.8%、30.8%、29.2%、30.6%；由于近两个月行业面临阶段性的价格竞争，6月旺季行业单票价格环比提价的幅度比去年低，圆通、韵达和申通6月单价环比变化分别为+0.02元、-0.03元、0.00元。我们预计2024年快递行业件量增速有望超过15%，仍然维持较高景气，而快递龙头估值仍处于偏低水平，投资价值凸显，中短期推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递，中长期继续看好顺丰控股。

**物流：**我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 自下而上看好德邦股份，一方面在于2022年京东物流收购德邦股份后，我国高端快运竞争格局就完成了出清，形成了“德邦+顺丰”的双寡头格局；另一方面德邦自今年4月开始整合两张快运网络，资源整合将确定性带动成本优化，未来两年盈利能力将持续提升。德邦经营稳健且自身的成长逻辑正在逐步兑现，即使在高端快运需求增长承压的背景下，我们预计公司未来两年仍然能够实现较快的业绩增长。2) 另自下而上推荐嘉友国际，公司一季度实现营业收入20.0亿元，同比+26.0%，实现归母净利润3.1亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。嘉友受益于我国蒙煤进口量大增以及与大客户绑定加深，蒙古业务核心竞争力持续

### 行业研究 · 行业周报

#### 交通运输

优于大市 · 维持

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《交通运输行业周报-航运回调无需过度担忧，上半年民航国际客运量恢复超八成》——2024-07-14
- 《交通运输行业2024年7月暨中期投资策略-把握边际改善与估值底部机会，积极看好航运与快递》——2024-07-12
- 《交通运输行业周报-压港加剧或继续推涨集运运价，关注航空暑运旺季表现》——2024-07-01
- 《交通运输行业周报-集运延续提价趋势，快递5月单价表现较稳》——2024-06-24
- 《交通运输行业周报-集运延续全线提价，端午前两日日均出行人次超2亿》——2024-06-11

加强，此外公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，非洲业务已逐步形成规模，中亚市场亦与多国合作逐步深入。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

**基础设施：**6月15日起，全国铁路将实行新的列车运行图。调图后，全国铁路安排图定旅客列车12690列，较现图增加205列；开行货物列车22595列，较现图增加74列，铁路客货运输能力、服务品质和运行效率进一步提升。值得注意的变化是，一是京广高铁全线按时速350公里高标运营，运输品质进一步提升。京广高铁武广段安全标准示范线全面建成，调图后京广高铁全线实现按时速350公里高标运营，运输能力总体提升4.2%；二是完善中西部地区列车开行结构，为中部地区崛起和西部大开发提供有力支撑；三是优化部分旅客列车运行方案，服务国家战略和区域经济社会发展。

**投资建议：**我们看好供需关系紧张的周期股以及下游相对景气的物流价值股。推荐中远海能、招商轮船、招商南油、中远海控、中通快递、韵达股份、申通快递、圆通速递、嘉友国际、德邦股份、顺丰控股、春秋航空、中国国航、京沪高铁。

**风险提示：**宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

### 重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘<br>(元) | 总市值<br>(百万元) | EPS   |       | PE    |       |
|-----------|------|------|------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |      |            |              | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 600026.SH | 中远海能 | 买入   | 14.3       | 68,031       | 1.29  | 1.44  | 11.1  | 9.9   |
| 601919.SH | 中远海控 | 买入   | 13.2       | 210,520      | 1.82  | 1.85  | 7.2   | 7.1   |
| 002352.SZ | 顺丰控股 | 买入   | 36.3       | 174,721      | 2.14  | 2.77  | 17.0  | 13.1  |
| 2057.HK   | 中通快递 | 买入   | 153.0 港币   | 124,369 港币   | 12.33 | 14.57 | 11.5  | 9.7   |
| 600233.SH | 圆通速递 | 买入   | 14.6       | 50,129       | 1.27  | 1.5   | 11.5  | 9.7   |
| 603056.SH | 德邦股份 | 买入   | 12.9       | 13,207       | 1.08  | 1.4   | 11.9  | 9.2   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

|                 |    |
|-----------------|----|
| 本周回顾 .....      | 5  |
| 分板块投资观点更新 ..... | 7  |
| 航运板块 .....      | 7  |
| 航空板块 .....      | 11 |
| 机场板块 .....      | 14 |
| 快递板块 .....      | 14 |
| 铁路公路板块 .....    | 18 |
| 物流板块 .....      | 18 |
| 投资建议 .....      | 19 |
| 风险提示 .....      | 21 |

## 图表目录

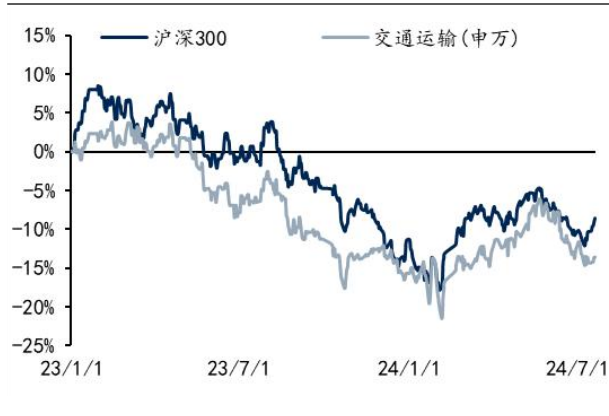
|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势 .....            | 5  |
| 图 2: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势 .....            | 5  |
| 图 3: 本周各子板块表现 (2024.07.15-2024.07.19) ..... | 5  |
| 图 4: 本月各子板块表现 (2024.07.01-2024.07.19) ..... | 5  |
| 图 5: BDTI .....                             | 8  |
| 图 6: BCTI .....                             | 8  |
| 图 7: CCFI 综合指数 .....                        | 9  |
| 图 8: SCFI 综合指数 .....                        | 9  |
| 图 9: SCFI (欧洲航线) .....                      | 9  |
| 图 10: SCFI (地中海航线) .....                    | 9  |
| 图 11: SCFI (美西航线) .....                     | 9  |
| 图 12: SCFI (美东航线) .....                     | 9  |
| 图 13: 散运运价表现 .....                          | 10 |
| 图 14: 民航国内航线客运航班量 .....                     | 12 |
| 图 15: 民航国际及地区线客运航班量 .....                   | 12 |
| 图 16: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 6 月 30 日) ..... | 12 |
| 图 17: 快递行业周度件量跟踪数据 .....                    | 16 |
| 图 18: 快递行业月度业务量及增速 .....                    | 16 |
| 图 19: 快递行业月度单票价格及同比 .....                   | 16 |
| 图 20: 快递公司月度业务量同比增速 .....                   | 17 |
| 图 21: 快递公司月度单票价格同比降幅 .....                  | 17 |
| 图 22: 快递行业季度市场份额变化趋势 .....                  | 17 |
| <br>  |    |
| 表 1: 本周个股涨幅榜 .....                          | 6  |
| 表 2: 本周个股跌幅榜 .....                          | 6  |

## 本周回顾

7月15日-19日当周A股市场整体上行，上证综指报收2982.31点，上涨0.37%，深证成指报收8903.23点，上涨0.56%，创业板指报收1725.49点，上涨2.49%，沪深300指数报收3539.02点，上涨1.92%。申万交运指数报收2043.92点，相比沪深300指数跑输1.16pct。

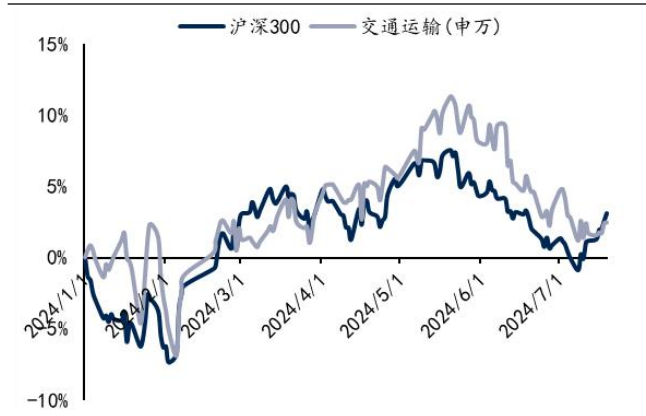
当周交运子板块中公交板块表现较好，主要因为与“萝卜快跑”智能网约车概念相关。个股方面，涨幅前五名分别为大众交通(+32.9%)、锦江在线(+30.6%)、江西长运(+17.5%)、东方嘉盛(+9.2%)、铁龙物流(+7.9%)；跌幅榜前五名为嘉诚国际(-8.9%)、中信海直(-5.9%)、青岛港(-5.8%)、炬申股份(-5.8%)、长航凤凰(-5.5%)。

图1: 2023年初至今交运及沪深300走势



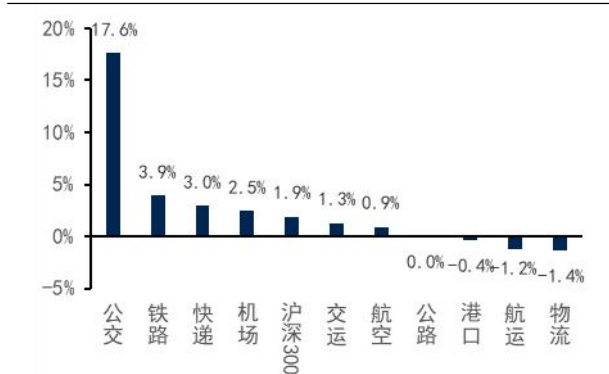
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 2024年初至今交运及沪深300走势



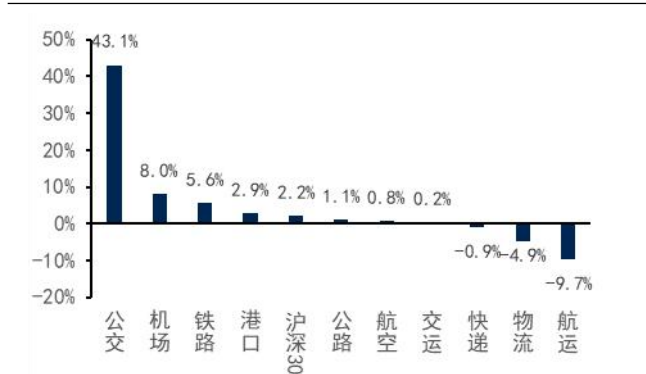
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本周各子板块表现 (2024.07.15-2024.07.19)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 本月各子板块表现 (2024.07.01-2024.07.19)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

**表1: 本周个股涨幅榜**

| 周涨幅前五 | 证券代码      | 证券简称 | 周收盘价  | 周涨幅   | 月涨幅    | 年涨幅    |
|-------|-----------|------|-------|-------|--------|--------|
| 1     | 600611.SH | 大众交通 | 5.58  | 32.9% | 100.0% | 87.2%  |
| 2     | 600650.SH | 锦江在线 | 13.54 | 30.6% | 91.2%  | 41.5%  |
| 3     | 600561.SH | 江西长运 | 4.57  | 17.5% | 25.5%  | -28.8% |
| 4     | 002889.SZ | 东方嘉盛 | 17.11 | 9.2%  | 2.5%   | -6.6%  |
| 5     | 600125.SH | 铁龙物流 | 6.31  | 7.9%  | 7.7%   | 6.3%   |
| 月涨幅前五 | 证券代码      | 证券简称 | 周收盘价  | 周涨幅   | 月涨幅    | 年涨幅    |
| 1     | 600611.SH | 大众交通 | 5.58  | 32.9% | 100.0% | 87.2%  |
| 2     | 600650.SH | 锦江在线 | 13.54 | 30.6% | 91.2%  | 41.5%  |
| 3     | 600561.SH | 江西长运 | 4.57  | 17.5% | 25.5%  | -28.8% |
| 4     | 002357.SZ | 富临运业 | 5.85  | 3.5%  | 15.1%  | -21.8% |
| 5     | 601188.SH | 龙江交通 | 3.36  | 6.7%  | 13.9%  | -14.9% |
| 年涨幅前五 | 证券代码      | 证券简称 | 周收盘价  | 周涨幅   | 月涨幅    | 年涨幅    |
| 1     | 600611.SH | 大众交通 | 5.58  | 32.9% | 100.0% | 87.2%  |
| 2     | 000099.SZ | 中信海直 | 14.92 | -5.9% | -8.1%  | 70.2%  |
| 3     | 603871.SH | 嘉友国际 | 17.42 | -4.0% | -1.5%  | 56.6%  |
| 4     | 601298.SH | 青岛港  | 9.32  | -5.8% | -2.5%  | 50.8%  |
| 5     | 601000.SH | 唐山港  | 4.87  | -1.0% | 3.6%   | 45.9%  |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**表2: 本周个股跌幅榜**

| 周跌幅前五 | 证券代码      | 证券简称 | 周收盘价  | 周涨幅   | 月涨幅    | 年涨幅    |
|-------|-----------|------|-------|-------|--------|--------|
| 1     | 603535.SH | 嘉诚国际 | 14.20 | -8.9% | -12.0% | -21.1% |
| 2     | 000099.SZ | 中信海直 | 14.92 | -5.9% | -8.1%  | 70.2%  |
| 3     | 601298.SH | 青岛港  | 9.32  | -5.8% | -2.5%  | 50.8%  |
| 4     | 001202.SZ | 炬申股份 | 10.49 | -5.8% | -7.4%  | -38.8% |
| 5     | 000520.SZ | 长航凤凰 | 2.22  | -5.5% | -3.9%  | -19.9% |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 分板块投资观点更新

### 航运板块

**油运方面**，本周原油和成品油运价景气度维持较低水平，截至7月19日，BDTI报1058点，较上周下降8点，约0.8%，其中超大型油轮VLCC的运价本周触底回升，Poten发布的中东-远东VLCC TCE收于16000美元/天，较上周回升400美元/天。成品油方面，本周BCTI报822点，较上周下降27点，约3.2%。当前油运行业正处淡季，但是上半年运价的相对强劲体现出当前行业运力已经偏紧，需求侧的略微波动均有可能带来运价的向上弹性，考虑到24年VLCC运力增长有限，供给的缺失有望带来行业“淡季不淡，旺季更旺”的格局，我们维持24-25年行业运价中枢继续抬升的观点。此外，结合当前的油价、运价、运输需求来看，每当原油价格下行，运输需求往往较为强烈，而油价一旦开始上涨，运输需求则会有所下降，或体现出全球大国均有较大的原油进口需求，但是高油价是短期补库的阻碍，因为我们认为，一旦原油供给出现放量，或大国争相开始补库，运价有望迅速提升。

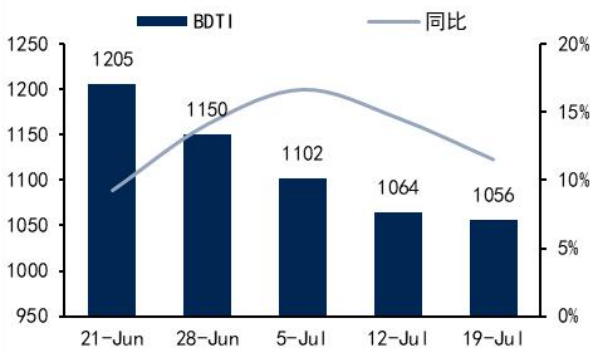
**2024年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。**根据全球船坞的排期表，2024年全球将仅剩1艘VLCC可以下水，叠加Suezmax船型无订单可以交付、Aframax预计运力增长率仅为1.2%，全球原油运输运力增长率仅为0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，届时运价有望出现2023年3月及6月的跳涨情况。

**环保政策对供给侧的制约或需重点关注。**当前时点，行业在新运力低增长的背景下出现了明显的老龄化状况，当前15岁以上VLCC占总体运力的比例已达28%，其中20岁以上船舶的比例达到14%。考虑到EEXI对现有运力的参数评估要求较高，20岁以上船舶的活跃度未来有望出现急剧下降的可能，其他年轻船龄的VLCC亦将面临发动机主机功率长期受限（EPL）、进坞安装节能装置导致运力短期缺失的情况，有效运力或出现较为明显的下降。此外，CII亦将对碳排放超标的运力形成限制，部分排名靠后的运力或将被迫进行整改、降速航行甚至永久退出。

**船舶资产不断提价，二手船价格上涨为油运提供安全垫。**行业供给侧的缺失以及潜在的需求回升有望大幅提升船舶资产的回报率，且由于当前船舶坞位紧张，新造船和二手船价格纷纷大幅上涨，由于船舶建造需要较长时间，二手船作为“现货”，较新造船“期货”涨幅更大。截至上半年末，全球新船价格指数达187.2，同比+9.5%，二手船价格指数（5年船龄船体）47.82，同比+16.59%，二手船价格指数（10年船龄船体）35.57，同比+22.86%，造就油运船东的重置价值不断提升，为油运行业构建了较高的安全边际。

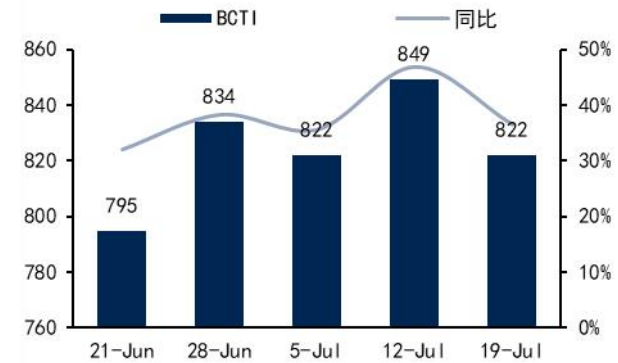
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

图5: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: BCTI



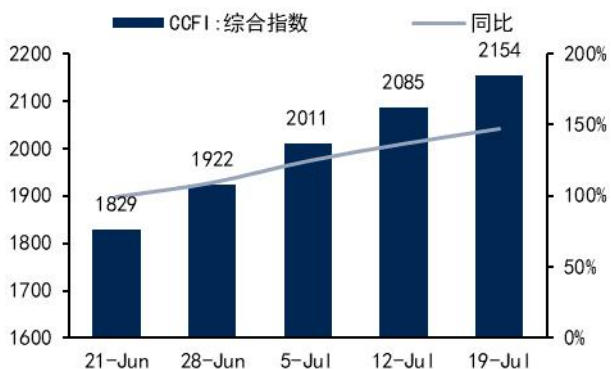
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面, 航线运价本周由涨转跌, 截至 7 月 19 日, CCFI 综合指数报 2154 点, 环比上涨 3.3%, 但是 SCFI 报 3542 点, 环比下跌 3.6%。具体来看, 本周所有航线均有所下跌, 本周欧洲航线/地中海线报 5000/5361 美元/TEU, 环比分别跌 1.0%/1.2%, 美西/美东报 7124/9751 美元/FEU, 环比分别下跌 6.9%/1.3%。小航线方面, 红海线报 2193 美元/TEU, 下跌 3.5%, 澳新航线本周报 1385 美元/TEU, 环比下跌 1.4%, 南美线报 8212 美元/TEU, 下跌 6.3%。本周, 市场运价延续了上周的下跌趋势, 主要源自于对红海危机解除以及旺季需求不足的担忧, 但是我们认为, 旺季货量大幅提升的自然规律不易被打破, 短期运价的回调或更多源自于止战谈判期间货主的观望情绪, 但是即便巴以冲突得以缓解, 考虑到历史冲突的长期存在, 红海危机或并不能完全解除, 复航苏伊士航线的可行性仍相对较低, 预计运价短暂回调后仍将维持于较高位置, 并不排除旺季货量催化下的第二轮上涨行情。考虑到集运公司大概率中报业绩较为优异, 建议对龙头企业保持重点关注。

投资标的上, 中远海控或已具备较为显著的配置价值, 公司在上轮高景气周期中实现了资产负债表的修复, 2024 年度分红金额接近 50%净利润, 并回购股票进行注销, 积极回报股东的态度及较高的股息率对公司价值形成支撑, 作为一线船东, 公司在收入端和成本端均具备一定议价优势, 有望取得明显超越市场平均的收益率, 在红海事件的推动下, 一季度海控实现 67.6 亿元归母净利润, 开始释放较大业绩弹性, 继续重点推荐中远海控。

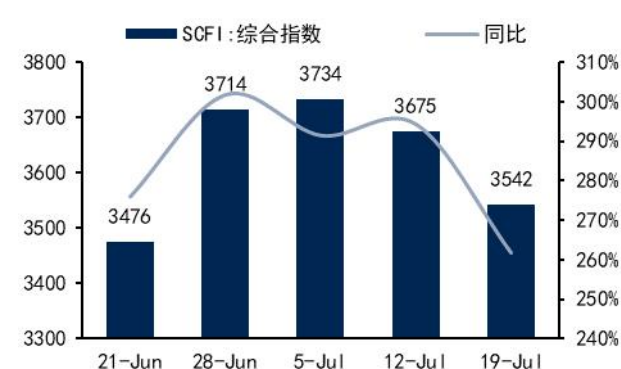


图7: CCFI 综合指数



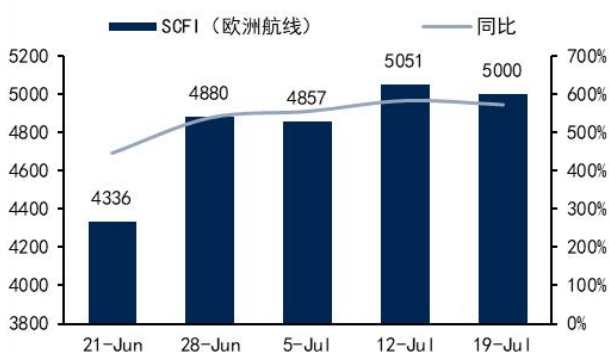
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



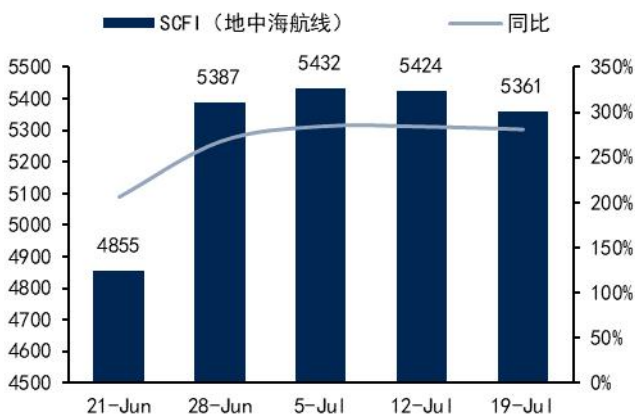
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



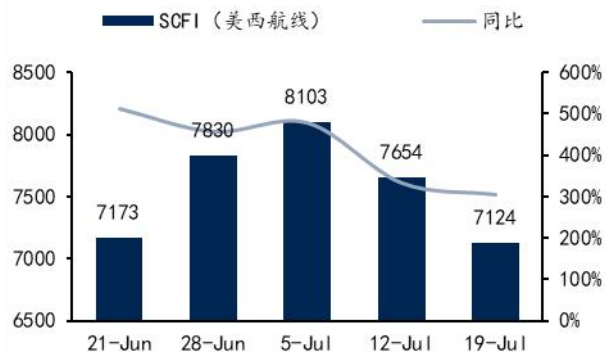
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



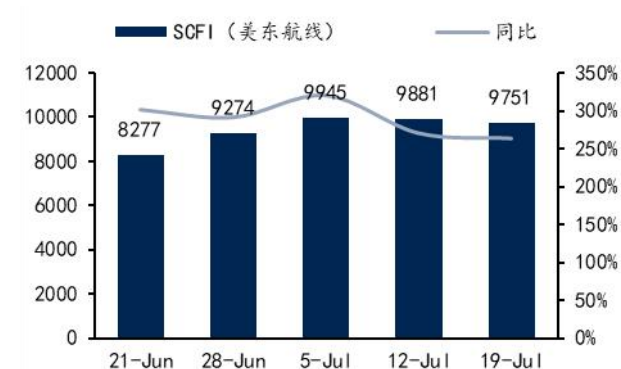
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

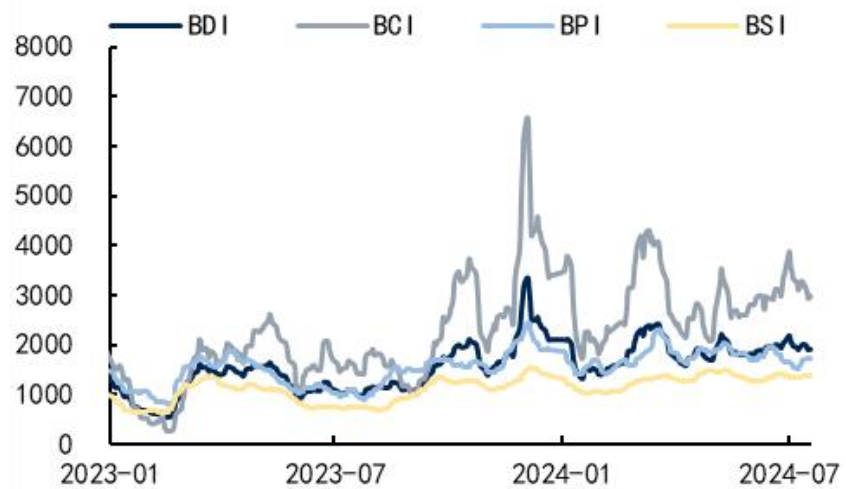
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，BDI 本周有所回落，报 1902 点，环比上周跌 4.8%，主要来自于 Cape 船型的拖累。分船型来看，与中国需求相关度最高的 Cape 船型相对疲软，BCI 跌 9.6%至 2978 点，小船则较为强劲，BPI 上涨 2.1%至 1714 点，BSI 回升 0.7%至 1374 点。年初至今散货运价表现相对较强，地缘政治因素及潜在的美联储降息预期是主要推动力，如后续我国对地产、基建投资的论调出现边际改善，需求有望得以释放，行业运价有望再次快速提升。

图13: 散运运价表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 航空板块

**关注航空暑运旺季表现。**民航暑运旺季开启，本周整体和国内客运航班量环比提升，整体/国内客运航班量环比分别为+1.6%/+1.6%，相当于2019年同期的107.8%/114.6%，国际客运航班量环比提升1.4%，相当于2019年同期的76.8%，油价略高于去年同期水平。根据航班管家预计，2024年暑运期间（7月-8月）民航旅客运输量达1.35亿人次，较2023年同期增长7%、较2019年同期增长12.2%；据航旅纵横大数据显示，截至7月2日，2024年暑期（7月1日-8月31日）国内航线平均票价（不含税）约为967元，比去年同期下降约12%，相较2019年仍有明显提升，票价表现较为坚挺。

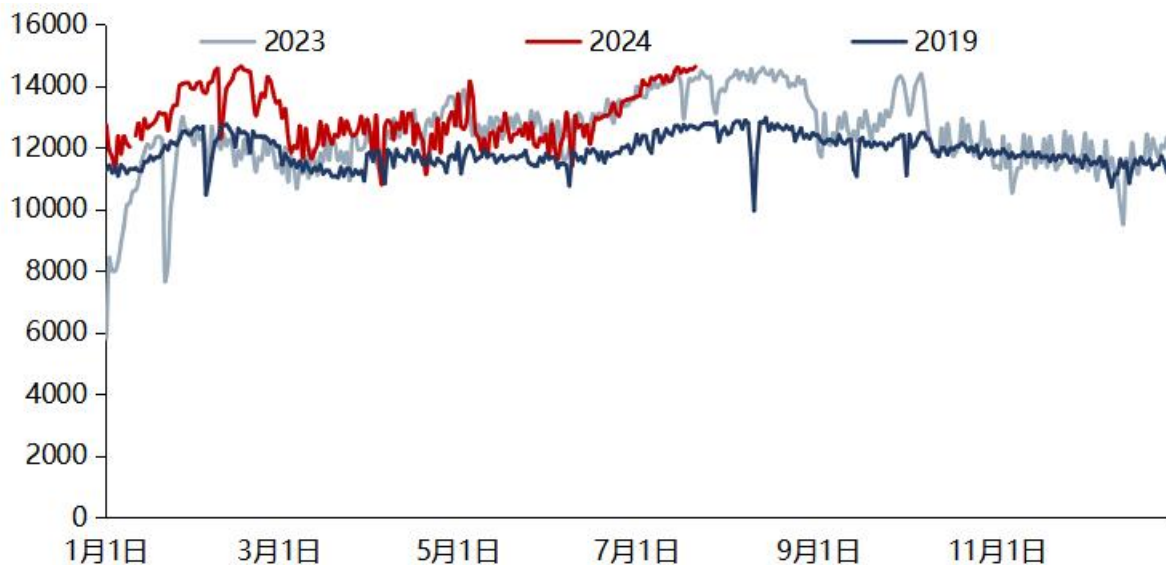
**航空上市公司公布6月经营数据：**1) 民航供给与需求继续修复，6月三大航整体客运量明显高于2019年同期水平，其中国内航线客运量表现更优（国航数据口径不可比，东航、南航国内客运量分别较2019年同期变化+7.9%、+12.4%），国际地区航线需求已恢复至2019年的八成以上（国航数据口径不可比，东航、南航客运量分别恢复至2019年同期的96.7%、84.2%）；由于5月有五一小长假，6月三大航国内线需求环比微幅下降（国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化-1.8%、-1.6%、-2.8%）。2) 民营航司中，春秋航空和吉祥航空的国内供需均实现较快恢复，国内航线客运量较19年同期分别提升40.3%/24.7%；春秋航空和吉祥航空的国际地区航线客运量分别恢复到2019年同期的77.1%/123.4%，客座率已经恢复至2019年同期水平（6月春秋和吉祥的国内客座率分别为92.92%/86.75%，相比19年同期变化了+0.2pct/+0.6pct）。

**各航司陆续发布半年报业绩预告，由于上半年航空国内航线需求及票价承压，航司业绩压力持续释放。**春秋航空、吉祥航空、华夏航空2024年上半年实现盈利，盈利金额预计分别为12.9亿元-13.4亿元（同比增长54%-60%）、4.5亿元-5.5亿元（同比增长621%-781%）、2200-3200万元（扭亏为盈），三大航及海航2024年上半年业绩均为亏损，亏损幅度相较去年同期均大幅收窄，国航、南航、东航以及海航归母净亏损规模预计分别为23-30亿元、10.6-15.8亿元、24-29亿元、6-6.7亿元。

**民航局公布2024年上半年行业经营数据，民航国际旅客需求恢复速度超预期。**上半年，全行业共完成旅客运输量3.5亿人次，同比增长23.5%，较2019年同期增长9%。其中，国内航线完成3.2亿人次，同比增长16.4%，较2019年同期增长12.4%；国际航线完成2967.3万人次，同比增长254.4%，客运规模恢复至2019年同期的81.7%。国际航空客运市场延续快速恢复态势，2024年2月以来，连续五个月恢复水平超过80%，受益于免签政策持续释放利好，国际航空旅客需求恢复速度超预期。

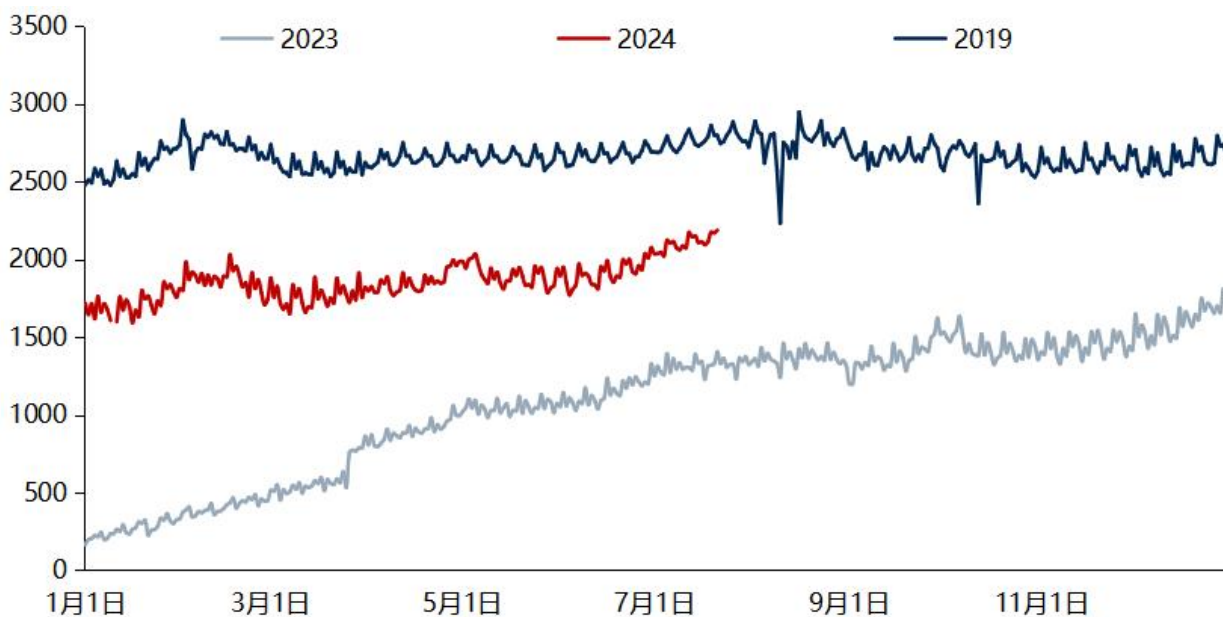
**2024年供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024年航司盈利将继续向上突破。**1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为2024年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。建议关注春运旺季民航经营表现，继续推荐春秋航空、中国国航。

图14: 民航国内航线客运航班量



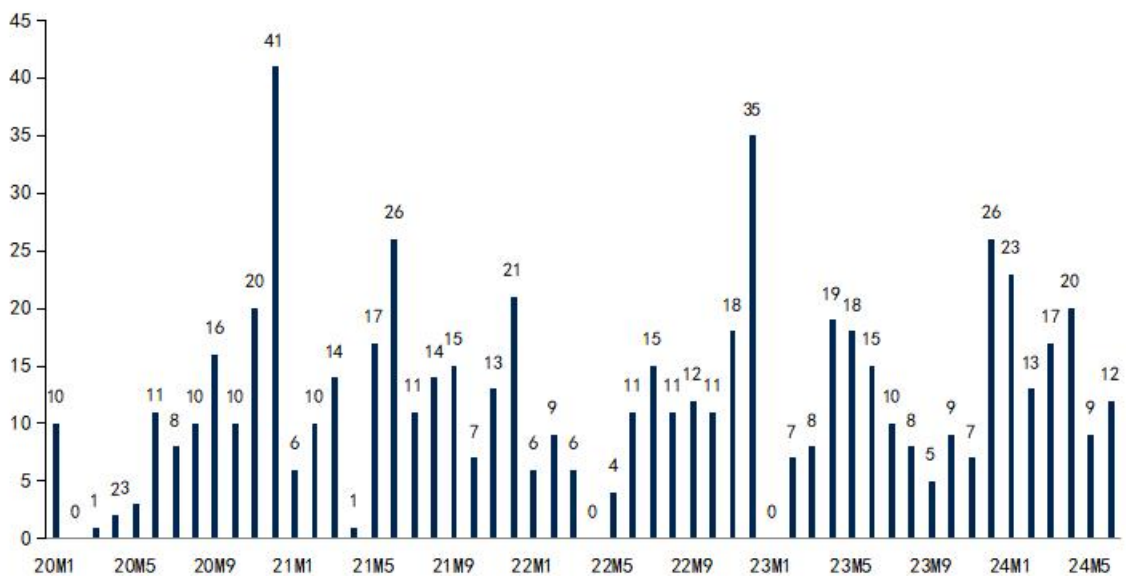
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

图15: 民航国际及地区线客运航班量



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

图16: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 6 月 30 日)



资料来源：民航休闲小站，国信证券经济研究所整理

## 机场板块

### 机场板块披露一季报，业绩基本符合预期。

- (1) 上海机场披露一季报，2024Q1 公司实现归母净利润 3.86 亿元，同比扭亏。
- (2) 白云机场披露 2023 年年报及 2024 年一季报，2024 年一季度公司归母净利润 1.88 亿元，同比增长 319%，基本符合预期。
- (3) 深圳机场披露 2024 年一季报，2024 年公司归母净利润 9458 万元，基本符合预期。

**国际航线仍有较大恢复空间，2024 年值得期待。**夏秋换季各机场国内航线计划航班量同比没有显著变化，其中首都机场、浦东机场、白云机场、深圳机场国内线周计划航班量同比 23 夏秋航季分别增长 4.0%、0.0%、3.5%、4.0%，增量航线主要为国际航线的恢复，上述机场国际（含货）周计划航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.9%、89.1%、73.5%、110.7%。随着国际客流的不断恢复，机场各项业务收入有望不断修复。

2023 年 12 月 26 日上海机场与首都机场公告免税补充协议，免税收入模式为保底销售提成和实际销售提成取高，我们测算综合扣点率约为 20%-25%，相比原始协议明显下滑。在免税渠道多样化的背景下，此次补充协议核心诉求为推动免税运营商提高经营效率，扩大整体销售额，巩固机场的免税业务竞争力。

**机场的渠道作用逐步凸显，商业价值或已开始提升。**近年高级奢侈品加速了对机场渠道的布局，进驻了多家国内外机场，如 2022 年泰国索万那普机场引入香奈儿、LV、卡地亚、DIOR 等多个顶奢品牌入驻，2021 年香奈儿开设仁川机场店从而替代多家市内免税店专柜，同时国内成都天府机场、深圳机场、重庆机场均迎来多家高奢品牌进驻，彰显出机场仍为高端消费的首选场所之一，中长期非航收入仍有较大潜力。

当前时点，机场免税业态在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间需要达成新的平衡。2022-2023 年部分机场免税招标机场端仍可获得 25%左右的提成比例，议价能力并没有被大幅削弱。随着出境团队游的恢复和洲际长航线的持续加班，枢纽机场国际航线客流量有望持续走高，拉动其业绩表现进一步回升。继续推荐上海机场、白云机场，关注深圳机场。

## 快递板块

**快递 A 股上市公司发布 6 月经营数据。**1) 6 月份，顺丰控股速运物流业务量同比增长 9.0%，单价同比下降 4.0%；韵达股份业务量同比增长 28.0%，单价同比下降 13.8%；圆通速递业务量同比增长 22.9%，单价同比下降 4.9%；申通快递业务量同比增长 29.0%，单价同比下降 9.1%。2) 顺丰时效快递的收入增速也呈现“5 月高 6 月低”的态势，5-6 月累计同比表现仍属稳健。圆通、韵达和申通中，三者的 6 月快递件量增速均明显高于行业，其中申通和韵达的增速表现更为亮眼；二季度

累计来看，圆通、韵达、申通和极兔的件量增速分别为 24.8%、30.8%、29.2%、30.6%；由于近两个月行业面临阶段性的价格竞争，6 月旺季行业单票价格环比提价的幅度比去年低，圆通、韵达和申通 6 月单价环比变化分别为+0.02 元、-0.03 元、0.00 元。

**快递需求增长呈现较强韧性。**虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-6 月行业累计件量增速达到 20%，由于去年快递行业件量基数呈现前低后高的态势，我们预计未来半年快递行业件量增速会呈现缓慢下降的趋势，2024 年全年快递行业件量增速将超过 15%，呈现较高景气度，快递需求增长表现超出今年年初预期。

**极兔速递发布二季度经营数据，申通快递发布 2024 年半年度业绩预告。**1) 2024 年二季度，极兔中国区的快递件量达到 48.94 亿件，同比增长 30.6%，增速在行业内仍然较为领先，但增速环比一季度来看还是有所放缓，包裹件量规模仍然低于申通。2) 申通业绩预告显示，2024 年上半年，归属于上市公司股东的净利润预计在 3.75 亿元至 4.75 亿元之间，同比增长 71.78%-117.59%，扣除非经常性损益后的净利润同样在 3.75 亿元至 4.75 亿元，同比增长 72.34%-118.30%。单二季度来看，申通快递扣非净利润预计在 1.89 至 2.89 亿元之间，单票快递利润在 0.03-0.05 元之间（环比估计基本持平），申通净利润同比实现高增长主要得益于去年同期利润为低基数、今年行业需求维持景气、今年行业价格竞争较为平稳以及公司自身经营持续改善。

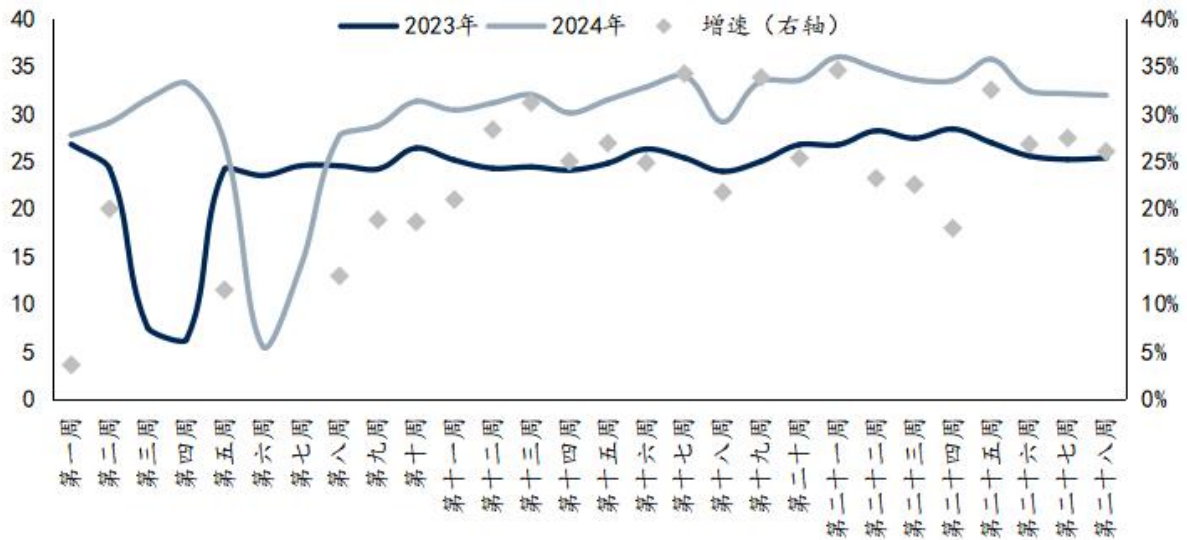
**快递行业及上市公司 5 月经营数据发布。**根据国家邮政局数据，5 月快递行业件量实现 23.8% 的增长，1-5 月快递行业累计件量实现了 24.4% 的快速增长，5 月单月行业单价环比下降 1.8%、同比下降 12.2%（降幅没有明显扩大趋势）。根据上市公司数据，顺丰 5 月时效快递业务同比增长有所回暖，主要得益于电商平台取消 618 预售导致出货节奏发生变化，大促带来的件量增长在 5 月有所体现；圆通、韵达、申通 5 月件量增速分别为 27.6%、32.7%、29.5%，三者增速均高于行业件量增速，5 月单价同比降幅分别为 3.9%、16.8%、9.05%，三者降幅环比来看仍属稳健。

**快递行业高质量发展大势所趋。**首先，将“是否送货上门”的服务选择权归还给消费者，3 月 1 日，《快递市场管理办法》正式实施，快递企业未经用户同意擅自使用智能快递箱、快递服务站等方式投递快件，将面临罚款。该新规是顺应中国快递业从“快速增长”转向“高质量发展”的大趋势，更多是强调消费者的“选择权”，而不是要求快递小哥必须送货上门。该新规的执行和落地会是循序渐进的，不会在短期一刀切，因为现在通达免快递企业估计超过一半的快递件都是放到快递柜或者驿站，如果短期一刀切严格执行该规定，大概率会导致快递网点成本大幅提升、快递员产能明显短缺、甚至出现经营瘫痪的情况。其次，将快递服务商的选择权归还给消费者，该归还过程也将是电商平台和电商卖家长期的优化升级方向，7 月 1 日，抖音已经卖出落地第一步，抖音电商在商家配置运费模版新增了“自选快递”选项，并配套支持设置加价策略，目前可选快递范围已接入顺丰速运，其余快递在陆续接入中。

**投资建议，**1) 需求方面，快递行业需求表现韧性较强。虽然经济和消费表现承压，但

是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。1-5月行业累计件量增速达到24%，由于去年快递行业件量基数呈现前低后高的态势，我们预计未来半年快递行业件量增速会呈现缓慢下降的趋势，2024年全年快递行业件量增速将超过15%，呈现较高景气度。2) 中短期行业竞争呈趋缓态势，一是因为快递上市公司的资本开支仍呈下降态势，且现阶段快递行业整体的资产利用率已经处于较优水平；二是因为各家为了兼顾市场份额、利润增长以及服务质量，价格竞争策略均趋于平稳；三是因为在各家龙头企业经营稳定（资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定）的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。3) 投资建议方面，现阶段正处快递淡季，产粮区价格下调属于季节性正常波动，我们认为行业竞争仍然处于缓和周期，今年旺季提价表现值得期待，目前快递龙头均处于估值低位（中通、圆通、韵达和申通2024年的PE估值分别为11倍、12倍、11倍和14倍），向下风险可控，建议投资者重点把握旺季催化下的投资机会，推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。中长期继续看好顺丰控股。

图17: 快递行业周度件量跟踪数据



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图18: 快递行业月度业务量及增速

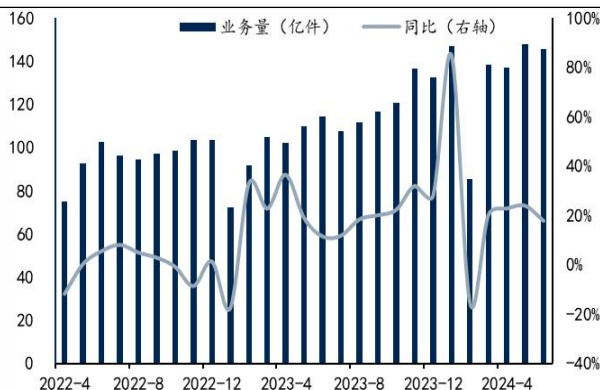
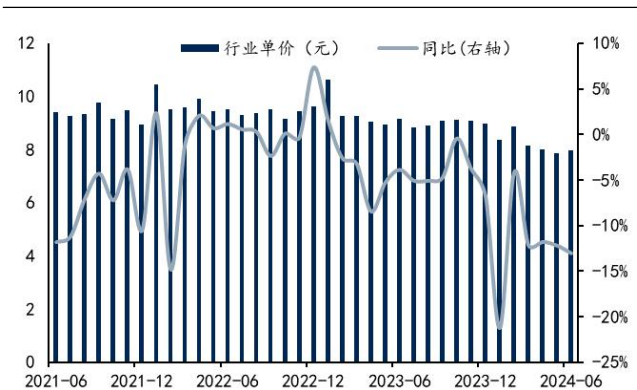


图19: 快递行业月度单票价格及同比



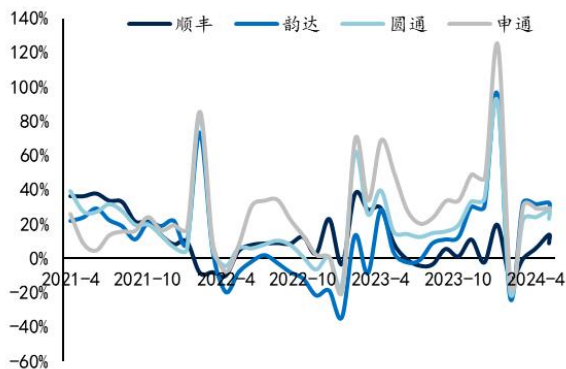


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：2024年1月以来单价同比降幅扩大明显，主要是因为部分邮政快递企业调整快递业务口径，将邮政快包业务纳入统计口径，低价快递产品占比扩大

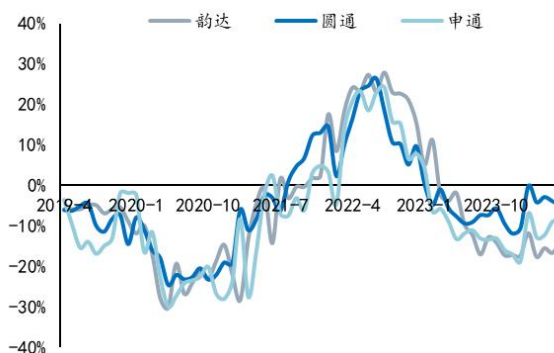
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：快递公司月度业务量同比增速



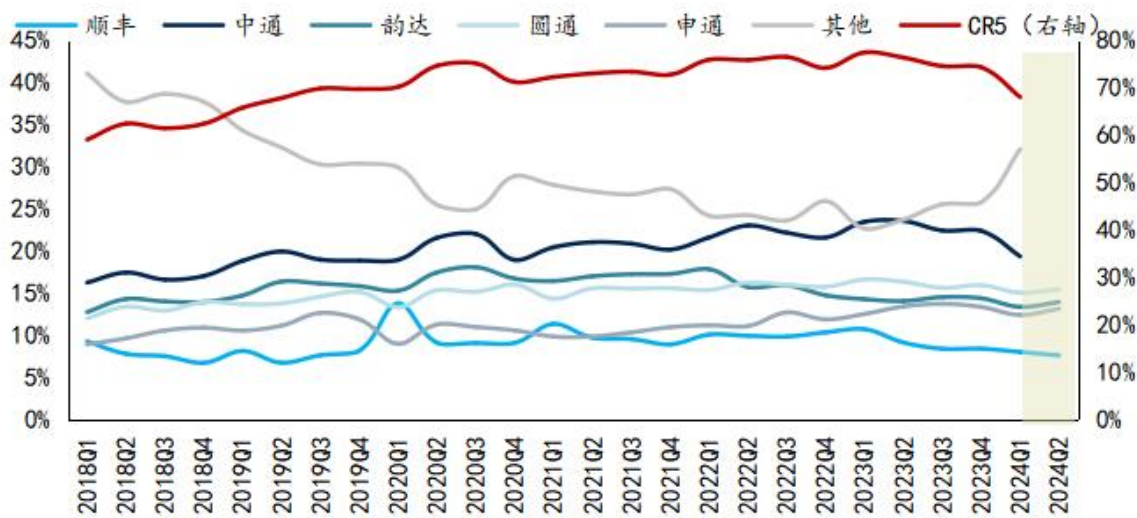
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：快递公司月度单票价格同比降幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：快递行业季度市场份额变化趋势



注：2024年快递行业件量统计口径扩大，从而导致龙头快递企业的市场份额与之前的数据不可比

资料来源：国家邮政局，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 铁路公路板块

1) **铁路方面**，2024 年 6 月，我国铁路运输旅客发送量 3.60 亿人，同比增长 10.2%；货运发送量 4.28 亿吨，同比增长 6.4%。2024 年 6 月，我国铁路运输旅客周转量 1268.70 亿人公里，同比增长 5.0%；货运周转量 2944.40 亿吨公里，同比增长 4.1%。  
2) **公路方面**，2024 年 1 至 5 月我国公路客运量为 48.37 亿人次，同比增长 12.4%；公路货运量为 162.23 亿吨，同比增长 4.4%。

## 物流板块

2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议研究有效降低全社会物流成本问题。会议中强调，物流是实体经济的“筋络”，联接生产和消费、内贸和外贸，必须有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率。物流降成本的出发点和落脚点是服务实体经济和人民群众，基本前提是保持制造业比重基本稳定，主要途径是调结构、促改革，有效降低运输成本、仓储成本、管理成本。优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。优化主干线大通道，打通堵点卡点，完善现代商贸流通体系，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式。统筹规划物流枢纽，优化交通基础设施建设和重大生产力布局，大力发展临空经济、临港经济。

### 自下而上推荐德邦股份和嘉友国际：

1) 德邦股份 2023 年下半年，公司推进与京东物流的网络融合项目：1) 通过资产收购，全面接管京东物流 83 个转运中心的部分资产，实现快运网络的进一步拓展；2) 京东物流将原独立运营的快运业务的中转、运输环节交由公司操作。2023 年京东物流贡献了 32.4 亿元的收入，从而带动公司全年收入实现了 15.6%的较快增速。剔除京东物流影响，在宏观经济增长承压的背景下，2023 年全年以及 2024 年一季度德邦内生的物流业务也仍然实现了个位数的稳健增长。

德邦股份与京东物流的协同效应将在 2024 年加速显现：一方面公司预计 2024 年京东物流有望贡献 50 亿元以上的增量收入，另一方面未来公司与京东物流的网络融合有望带来成本优化。现阶段正处于逻辑和业绩兑现期，如果网络融合达到预期效果，2024 年京东物流贡献业绩有望近一亿元。

而且，2022 年京东物流收购德邦股份后，我国高端快运竞争格局就完成了出清，形成了“德邦+顺丰”的双寡头格局，从而，2022 年下半年开始，可以看到高端快运市场的价格竞争明显趋缓，2024 年及以后，我们认为高端快运市场将维持良性竞争，也就意味着公司利润稳定性大大增大。

此外，德邦从 2021 年开始做精细化经营，通过优化流程管理以及投入运力来提升产品质量，通过提高自营车队占比、末端网点整合、优化组织结构等措施节省成本费用，未来利润稳定性大幅增强。

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.5/14.0/17.0 亿元，未来三年利润复合增速在 30%左右。当下股价对应 24 年利润 PE 估值约 14 倍，股价还有较大的上涨空间。

2) 嘉友国际发布一季报，实现营业收入 20.0 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。

我国对蒙古焦煤进口量大增，嘉友国际煤炭供应链业务充分受益。根据海关数据，2023 年我国自蒙古进口炼焦煤同比增长 110.6%至 5393 万吨，占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加 12.8pct 至 52.9%，其中，甘其毛都口岸进口煤炭 3651 万吨，同比上涨 102.4%。2024 年 Q1，甘其毛都口岸进口煤炭达 946 万吨，高基数下同比继续增长 23.1%。中蒙煤炭贸易规模的迅速扩大对公司供应链业务量形成支撑，2023 年公司主焦煤供应链贸易服务收入同比大幅增长 145.9%至 44.3 亿元，毛利润同比增长 66.4%至 5.2 亿元，我们预计随着 2024 年中盟煤炭贸易规模继续稳步扩大，嘉友煤炭供应链业务有望维持较快增长。

深度绑定大客户蒙古矿业公司（MMC），中蒙业务核心竞争力持续提升。2 月 22 日公司公告拟以自有资金向其大客户 MMC 的全资子公司收购煤炭公司 KEX 的 20%股权，并与 MMC 签署煤炭长期合作协议，约定公司十年内向其采购煤炭共计 1750 万吨，一方面有望为公司提供较为可观的投资收益，另一方面，与 MMC 的深度绑定有望带来公司中蒙业务核心竞争力继续增强。

非洲业务步入正轨，中亚市场持续布局，看好公司持续扩张业务版图、复制商业模式。公司以刚果（金）、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，在非业务已逐步形成规模，先后投资刚果（金）迪洛洛项目、赞比亚萨卡尼亚项目，打通萨卡尼亚口岸与恩多拉运输通道，同时收购非洲本土跨境运输企业，提升干线运输能力，前期卡萨项目已全面投运，并将以萨卡尼亚口岸保税库为节点，匹配车队资源，打造跨境物流产品，提升非洲市场份额。中亚市场方面，公司 1 月 16 日公告与乌兹别克斯坦国铁公司签署合作备忘录，为后续项目合作奠定基础。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

## 投资建议

**航运**，本周海运板块持续回调，主要来自于集运的拖累，但是油运板块实现触底回升。油运正处传统淡季，行业景气度相对较为低迷，但是由于 VLCC 的新交付断档及环保公约导致的效率损失，船舶资产仍在持续提价，为油运投资提供了较厚的安全垫，随着下半年逐步由淡转旺，运价有望随之大幅提升，届时龙头公司有望迎来戴维斯双击，建议积极布局，继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周航线在悲观预期下出现全线下跌的情况，当前以色列仍在与邻国持续爆发冲突，且考虑到巴以的根本矛盾难以解决，红海危机完全解除的可能性仍较低，换言之，复航苏伊士航线的可行性相对较低，当前货主的观望情绪有望在未来几周逐步消散，旺季货量有望形成回补，运价大概率维持在较高位置，并不排除集运运价在短暂回调后迎来二次上涨的可能性，建议继续重点关注中报业绩有望表现优异的中远海控。

**航空**，今年航空有望延续去年“淡季更淡、旺季更旺”的消费态势，今年暑运旺季仍然值得期待。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024 年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，

我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。2024 年我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续大幅向上突破。继续推荐中国国航和春秋航空。

**机场**，国际航线仍有较大恢复空间，2024 年值得期待。夏秋换季各机场国内航线计划航班量同比没有显著变化，其中首都机场、浦东机场、白云机场、深圳机场国内线周计划航班量同比 23 夏秋换季分别增长 4.0%、0.0%、3.5%、4.0%，增量航线主要为国际航线的恢复，上述机场国际(含货)周计划航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.9%、89.1%、73.5%、110.7%。随着国际客流的不断恢复，机场各项业务收入有望不断修复。

**快递**，我们认为中短期行业竞争有望维持平稳态势，一是因为快递上市公司的资本开支均呈下降态势，行业整体供需结构趋于均衡；二是因为在龙一中通快递坚持不做“亏损件”的竞争策略下，各家快递公司的价格竞争策略趋于温和；三是因为各家龙头企业经营稳定(资金充足、基础设施网络持续优化、加盟商网络稳定)的情况下，主动扩大价格战带来的影响只会弊大于利。投资建议方面，现阶段正处快递淡季，产粮区价格下调属于季节性正常波动，我们认为行业竞争仍然处于缓和周期，今年旺季提价表现值得期待，目前快递龙头均处于估值低位(中通、圆通、韵达和申通 2024 年的 PE 估值分别为 11 倍、12 倍、11 倍和 14 倍)，向下风险可控，建议投资者重点把握旺季催化下的投资机会，推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。中长期继续看好顺丰控股。

**铁路公路**，1) 2024 年 6 月，我国铁路运输旅客发送量 3.60 亿人，同比增长 10.2%；货运发送量 4.28 亿吨，同比增长 6.4%。2024 年 6 月，我国铁路运输旅客周转量 1268.70 亿人公里，同比增长 5.0%；货运周转量 2944.40 亿吨公里，同比增长 4.1%。2) 2024 年 1 至 5 月我国公路客运量为 48.37 亿人次，同比增长 12.4%；公路货运量为 162.23 亿吨，同比增长 4.4%。

**物流**，自下而上看好德邦股份，一方面在于 2022 年京东物流收购德邦股份后，我国高端快运竞争格局就完成了出清，形成了“德邦+顺丰”的双寡头格局；另一方面德邦自今年 4 月开始整合两张快运网络，资源整合将确定性带动成本优化，未来两年盈利能力将持续提升。德邦经营稳健且自身的成长逻辑正在逐步兑现，即使在高端快运需求增长承压的背景下，我们预计公司未来两年仍然能实现较快的业绩增长。

另自下而上推荐嘉友国际，公司一季度实现营业收入 20.0 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比+51.9%，环比+8.1%。嘉友受益于我国蒙煤进口量大增以及与大客户绑定加深，蒙古业务核心竞争力持续加强，此外公司以刚果(金)、赞比亚、安哥拉为核心的陆锁国物流模式取得较好成效，非洲业务已逐步形成规模，中亚市场亦与多国合作逐步深入。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。

我们看好供需关系紧张的周期股以及下游相对景气的物流价值股。推荐中远海能、招商轮船、招商南油、中远海控、中通快递、韵达股份、申通快递、圆通速递、嘉友国际、德邦股份、顺丰控股、春秋航空、中国国航、京沪高铁。

## 风险提示

宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                     |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上    |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上    |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点      |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上  |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上  |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032