

2024年08月20日

招商轮船 (601872.SH)

买入 (首次覆盖)

——油散双核航运龙头，油旺散苏周期共振

投资要点:

证券分析师

孙延

S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲

zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年08月19日

收盘价(元) 8.26

年内最高/最低
(元) 9.95/5.60

总市值(亿元) 672.68

- **油散双核的综合航运龙头。**招商轮船是以油气能源运输、干散货运输为双核心主业的航运公司，业务包括国际原油运输、干散货运输、LNG运输、集装箱运输、内外贸滚装运输。核心主业油运、散运业务常年贡献大部分营收和毛利润；公司油运船队以油轮VLCC为核心，散货船队是以Capesize为主的多元化船队。
- **原油油运市场展望：供给有限、需求量距双增，市场景气度有望持续提升。**需求端：我们预计未来全球原油产量持续增加支撑海运量增长，同时产油国格局变化拉长运距，有望提振需求；供给端：有限船厂产能被大量集装箱船订单挤占，我们预计原油油轮交付量在2024-25年非常有限。VLCC基本面情况在原油油轮三大分船型中最为乐观。
- **散货市场展望：供需双弱，环保出清或将推动市场逐渐复苏。**需求端：我们预计四大货种运量增速稳中有升；供给端：新船交付量相对稳定，潜在拆船量增加，预计各个船型供给增速有限；CII评级从2023年开始实施后，散货船整体较差的CII年度表现导致不合规船舶被迫合规性降速，同时CII逐年趋严的要求也让我们预计实际运力供给有望因降速或改装而持续减少。
- **投资建议：**招商轮船作为油散双核的航运龙头，油运进入上行期，散运进入复苏期，双主业有望共振，预计公司未来利润持续向好。我们预计2024-2026年分别实现营业收入294.51、300.99、319.99亿元；实现归母净利润69.34、78.47、91.07亿元，当前股价对应的PE分别为9.70、8.57、7.39倍；首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**分红不及预期；美联储降息不及预期；中国经济增长不及预期；环保及节能减排政策不及预期；航运市场波动；经济制裁和出口管制；汇率波动风险。

盈利预测与估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,881.01	29,450.87	30,098.53	31,998.53
增长率(%)	-12.88	13.79	2.20	6.31
归母净利润(百万元)	4,836.97	6,933.83	7,846.62	9,106.84
增长率(%)	-4.92	43.35	13.16	16.06
摊薄每股收益(元)	0.59	0.85	0.96	1.12
ROE(%)	13.11	17.14	17.68	18.61
P/E	9.80	9.70	8.57	7.39
P/B	1.30	1.66	1.52	1.37
P/S	1.85	2.28	2.23	2.10

投资案件

投资评级与估值

招商轮船是油散双核航运龙头，随着原油油运景气度持续向上、散运市场因环保出清持续复苏，看好行业景气度提升推动公司业绩持续上行。基于行业最新的供需关系和宏观因素，我们预计 2024-2026 年分别实现营业收入 294.51、300.99、319.99 亿元；实现归母净利润 69.34、78.47、91.07 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 9.70、8.57、7.39 倍。由于公司油运业务持续向好，同时另一主业散货运输的市场正在复苏，有望散油共振，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 油轮运输：预计招商轮船业务收入随着运价上升稳步提升，我们预计 2024~2026 年油轮运输业务收入分别为 104.25/115.07/116.60 亿元，同比 +13.76%/+10.38%/+1.33%，归母净利润分别为 37.54/48.49/50.90 亿元，同比 +44.66%/+29.17%/+4.97%；
- 2) 散货运输：预计收入利润随散运市场进入复苏期而增长，我们预计 2024~2026 年收入分别为 87.7/92.2/104.7 亿元，同比 +23.33%/+5.08%/+13.59%，归母净利润分别为 19.64/22.56/30.72 亿元，同比 +101.85%/+14.87%/+36.17%；
- 3) 其他业务：我们预计 2024~2026 年收入分别为 72.73/68.29/72.22 亿元，同比 -2.74%/-6.10%/5.75%，归母净利润分别为 12.16/7.42/9.45 亿元，同比 -4.18%/-38.98%/+27.36%；

投资逻辑要点

招商轮船是油散双核航运龙头，随着原油油运景气度持续向上、散运市场因环保出清持续复苏，看好行业景气度提升推动公司业绩持续上行。多元化航运业务及优于行业的船龄船型结构，让公司在面临板块景气度轮动时，其业绩兼顾韧性与弹性。我们认为，公司当前股价尚未完全反映今年预期业绩，且未来业绩具有成长性，配置价值凸显。

核心风险提示

分红不及预期；美联储降息不及预期；中国经济增长不及预期；环保及节能减排政策不及预期；航运市场波动；经济制裁和出口管制；汇率波动风险。

目录

1.油散双核的综合航运龙头.....	5
2.油运景气持续，散货有望复苏，双周期共振.....	7
3.盈利预测与投资建议.....	10
4.风险提示.....	11

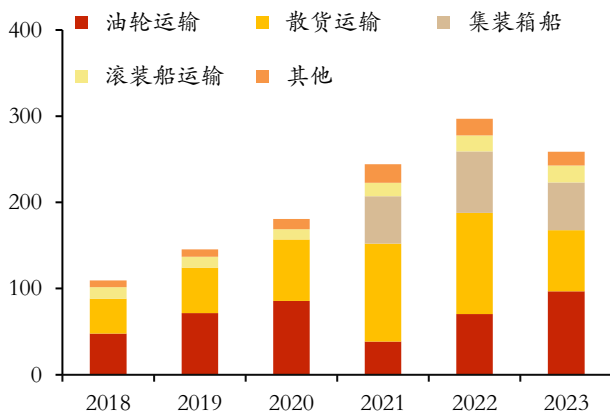
图表目录

图 1: 散、油贡献营业收入超六成 (单位: 亿元)	5
图 2: 散、油运贡献毛利润超五成 (单位: 亿元)	5
图 3: 招商轮船船队规模 (单位: 万 DWT)	5
图 4: 公司船队船龄和环保表现优于全球平均	6
图 5: 公司油散主业 TCE 表现优于行业平均 (单位: 美元/天)	6
图 6: 与安通控股重组前公司股权结构	6
图 7: 预计与安通控股重组后公司股权结构	6
图 8: 干散货指数 BDI、原油指数 BDTI 周期性明显	7
图 9: 供给旺季通常在 Q4.....	8
图 10: 北美引领非欧佩克地区助力原油增产	8
图 11: CII 实施后, 散货船降速明显同时 BDI 指数上升	9
图 12: CII 评级下不合规的散货船数量较多, 预计到 2026 年船队 CII 评级进一步下滑	9
表 1: 2023 年末招商轮船散、油船队规模	5
表 2: 原油油运市场供给紧张、需求量距双增, 市场景气度持续提升, 特别是 VLCC	8
表 3: 散运市场供需双弱, 进入复苏期	9
表 4: 招商轮船估值模型核心假设	10
表 5: 利润表.....	12
表 6: 现金流量表.....	12
表 7: 资产负债表.....	13

1.油散双核的综合航运龙头

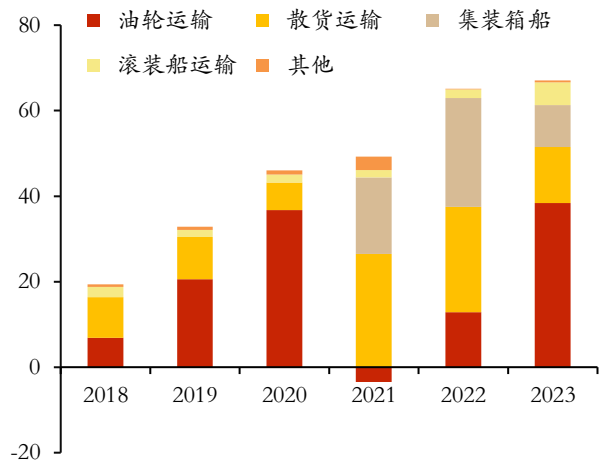
招商轮船是以油气能源运输、干散货运输为双核心主业的航运公司。业务包括国际原油运输、干散货运输、LNG 运输、集装箱运输、内外贸滚装运输。核心主业油运、散运业务常年贡献大部分营收和毛利润；公司油运船队以油轮 VLCC 为核心，散货船队是以 Capesize 为主的多元化船队。

图 1：散、油贡献营业收入超六成（单位：亿元）



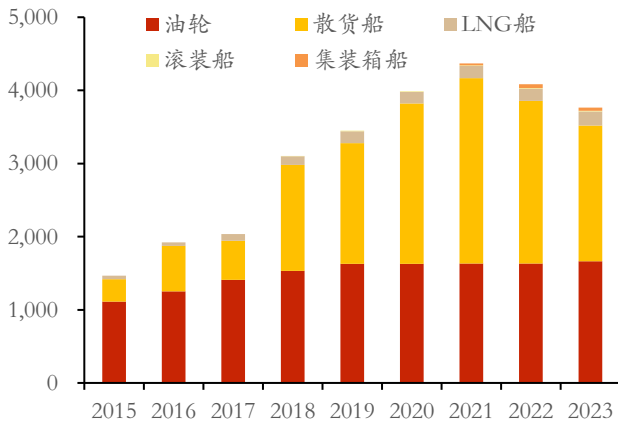
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 2：散、油运贡献毛利润超五成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 3：招商轮船船队规模（单位：万 DWT）



资料来源：公司公告，华源证券研究

表 1：2023 年末招商轮船散、油船队规模

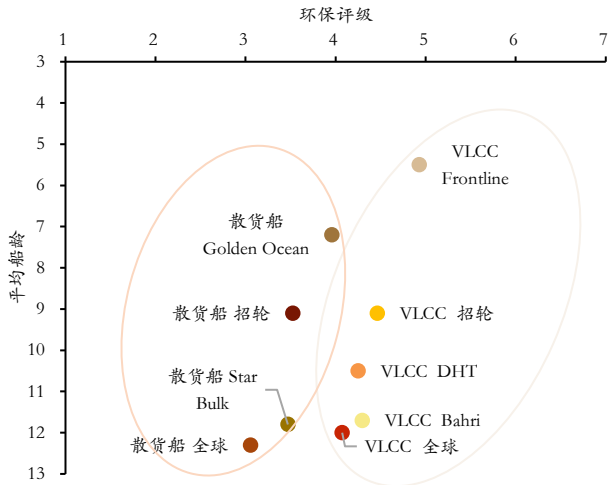
分类	现有船舶			订单船舶	
	船舶艘数	总载重吨 (万吨)	平均船龄	船舶艘数	总载重量 (万吨)
油轮小计	57	1664.65	9.1	6	88.05
Aframax	5	53.58	15.2	5	57.5
VLCC	52	1611.07	8.6	1	30.55
气体船小计	22	192.57	7.5	30	243.02
LNG	22	192.57	7.5	30	243.02
散货船小计	93	1855.95	8.6	4	32.8
VLOC	34	1313.16	6.2		
Capesize	16	286.89	13.1		
Kamsarmax				4	32.8
Panamax	6	45.78	10.9		
Ultramax	20	125.73	7.6		
Supramax	10	57.95	12		
Handysize	7	26.44	6.7		

资料来源：公司公告，华源证券研究

多元化航运业务及优于行业的船龄船型结构，让公司在面临板块景气度轮动时，其业绩兼顾韧性与弹性。2021-23 年，公司船队规模逐渐成型，在面对集散与油轮周期先后轮动时，公司利润仍可维持在 36-50 亿元左右。若航运景气度全面提升，特别是油散市场，

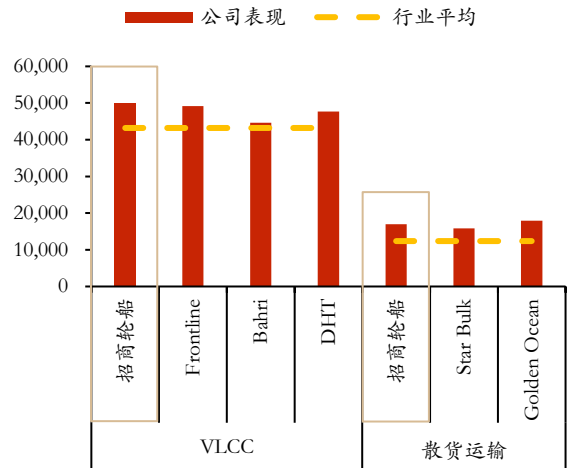
我们预计公司业绩亦有可观弹性。

图 4：公司船队船龄和环保表现优于全球平均



资料来源：VesselsValue, 克拉克森, 华源证券研究

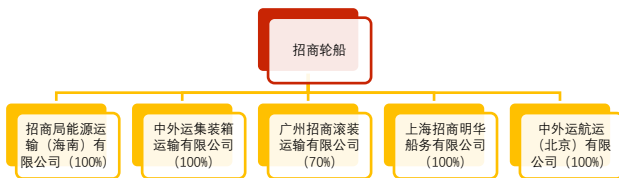
图 5：公司油散主业 TCE 表现优于行业平均 (单位：美元/天)



资料来源：公司公告, 克拉克森, 华源证券研究

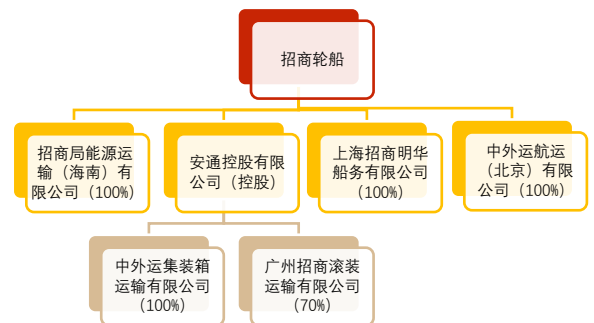
2024 年 6 月 21 日晚, 安通控股与招商轮船先后发布公告, 宣布招商轮船计划分拆旗下子公司中外运集装箱运输有限公司和广州招商滚装运输有限公司, 并通过与安通控股重组的方式实现借壳上市。重组后, 招商轮船预计将成为安通控股的控股股东。

图 6：与安通控股重组前公司股权结构



资料来源：公司公告, 华源证券研究

图 7：预计与安通控股重组后公司股权结构



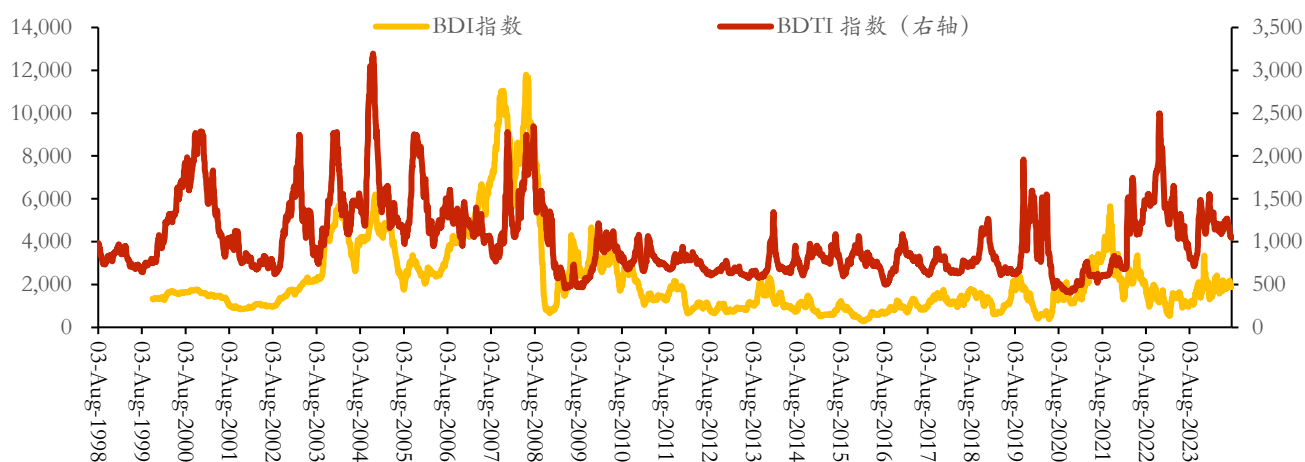
注：重组仍在进行中

资料来源：公司公告, 华源证券研究

2.油运景气持续，散货有望复苏，双周期共振

散运、油运周期复盘：航运行业是 β 显著的周期性行业，且季节性明显。油运、散运运价由市场供需关系主导，由于船舶建造、退出的周期长导致航运市场运力供给增加、减少的刚性大，运价走势呈现周期性特征。

图 8：干散货指数 BDI、原油指数 BDTI 周期性明显



资料来源：克拉克森，华源证券研究

原油油运市场展望：供给有限、需求量距双增，市场景气度有望持续提升。需求端：我们预计未来全球原油产量持续增加支撑海运量增长，同时产油国格局变化拉长运距，有望提振油运需求；供给端：有限船厂产能被大量集装箱船订单挤占，我们预计原油油轮交付量在 2024-25 年非常有限。其中，VLCC 基本面情况在三大分船型中最为乐观。

表 2: 原油油运市场供给紧张、需求量距双增, 市场景气度持续提升, 特别是 VLCC

运量需求	百万 Dwt		需求预测				
	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2024%	2025%
VLCC	172.0	178.7	186.7	191.1	201.0	2.40%	5.20%
Suezmax	68.1	75.2	78.8	80.6	80.7	2.30%	0.10%
Aframax	44.8	53.3	57.4	58.4	57.9	1.80%	-0.90%
总需求	288.5	310.5	326.1	333.3	342.3	2.20%	2.70%
yoy	-3.00%	7.60%	5.00%	2.20%	2.70%		

油运运力	百万 Dwt		供给预测				
	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2024%	2025%
VLCC	241.5	255.8	268.3	267.5	268.4	-0.30%	0.30%
Suezmax	88.2	92.7	94.3	94.1	97.4	-0.20%	3.50%
Aframax	68.9	70.7	72.9	73.4	73.8	0.70%	0.50%
总供给	403.2	423.7	440	439.4	443.8	-0.10%	1.00%
yoy	3.90%	5.10%	3.80%	-0.10%	1.00%		

f 代表预测值, e 代表估计值

资料来源: 克拉克森, 华源证券研究

VLCC 短期市场展望: OPEC+6 月减产持续预计让 Q3 运价回归淡季, 非 OPEC 增产叠加 OPEC+释产利好 Q4 旺季运价表现。2024 年 6 月, OPEC+宣布减产持续, 并有望在 Q4 开始逐步释放自愿性减产, 预计其 Q4 产量约 35.74 百万桶/日, 较 Q2 产量环比增长 0.27 百万桶/日。同时, 以美国为首的非 OPEC 地区增产有望在 Q4 释放, 预计 Q4 产量 41.56 百万桶/日, 较 Q2 产量环比增长 0.91 百万桶/日。总计 1.18 百万桶/日原油供给增量有望利好 VLCC 的两条核心航线, 美湾/中东-远东, 边际需求增量相当于 2024 年 VLCC 运量的 5.8%。

图 9: 原油供给旺季通常在 Q4

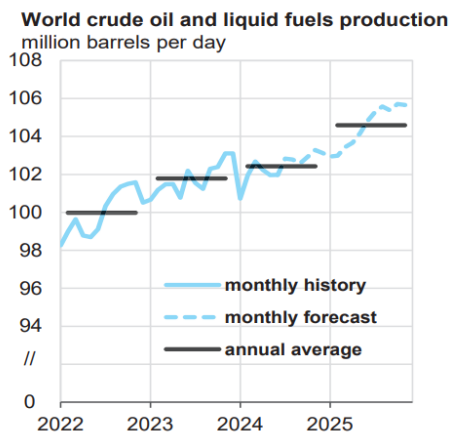
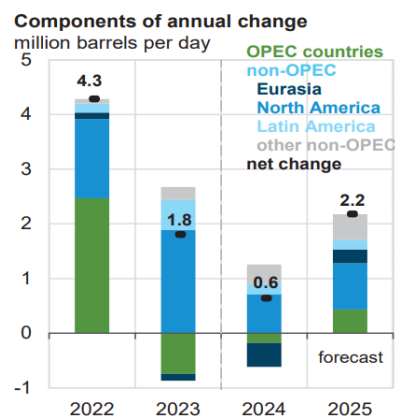


图 10: 北美引领非欧佩克地区助力原油增产



资料来源：EIA，华源证券研究

资料来源：EIA，华源证券研究

散货市场展望：供需双弱，环保出清有望推动市场逐渐复苏。需求端：我们预计四大货种运量增速稳中有升；供给端：新船交付量相对稳定，潜在拆船量增加，预计各个船型供给增速有限；CII 评级从 2023 年开始实施后，散货船整体较差的 CII 年度表现导致不合规船舶被迫合规性降速，同时 CII 逐年趋严的要求也让我们预计实际运力供给有望因降速或改装而持续减少。

表 3：散运市场供需双弱，进入复苏期

运量需求	百万 Dwt			需求预测			
	2021	2022	2023	2024f	2025f	2024%	2025%
铁矿石	1529	1478	1543	1585	1576	2.70%	-0.60%
煤炭	1226	1228	1314	1318	1306	0.30%	-1.00%
谷物	531	516	523	535	553	2.20%	3.30%
大宗散货	3286	3221	3381	3438	3434	1.70%	-0.10%
小宗散货	2199	2114	2134	2205	2269	3.30%	2.90%
总需求	5484	5335	5514	5643	5703	2.30%	1.10%
Yoy	3.40%	-2.70%	3.40%	2.30%	1.10%		

散运运力	百万 Dwt			供给预测			
	2021	2022	2023	2024f	2025f	2024%	2025%
Capesize	376.9	384.4	394.1	401.2	406.2	1.80%	1.30%
Panamax	244.6	245.6	254.1	263.1	271	3.50%	3.00%
Handymax	220.8	227.7	235.4	245.1	254.8	4.10%	4.00%
Handsize	111.9	115.6	119.3	124.3	128.8	4.20%	3.60%
船队供给	954.3	973.2	1003	1033.7	1060.9	3.10%	2.60%
yoy	3.60%	2.00%	3.10%	3.10%	2.60%		
CII 调整				-2.40%	-1.80%		
总供给	3.60%	2.00%	3.10%	0.70%	0.80%		

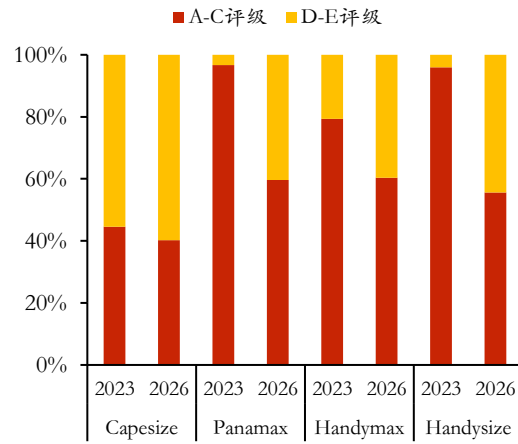
f 代表预测值

资料来源：克拉克森，华源证券研究

图 11：CII 实施后，散货船降速明显同时 BDI 指数上升
图 12：CII 评级下不合规的散货船数量较多，预计到 2026 年船队 CII 评级进一步下滑



资料来源：克拉克森，华源证券研究



资料来源：克拉克森，华源证券研究

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 油轮运输：预计招商轮船业务收入随着运价上升稳步提升，我们预计 2024~2026 年油轮运输业务收入分别为 104.25/115.07/116.60 亿元，同比+13.76%/+10.38%/+1.33%，归母净利润分别为 37.54/48.49/50.90 亿元，同比+44.66%/+29.17%/+4.97%；
- 散货运输：预计收入利润随散运市场进入复苏期而增长，我们预计 2024~2026 年收入分别为 87.7/92.2/104.7 亿元，同比+23.33%/+5.08%/+13.59%，归母净利润分别为 19.64/22.56/30.72 亿元，同比+101.85%/+14.87%/+36.17%；
- 其他业务：我们预计 2024~2026 年收入分别为 72.73/68.29/72.22 亿元，同比-2.74%/-6.10%/5.75%，归母净利润分别为 12.16/7.42/9.45 亿元，同比-4.18%/-38.98%/+27.36%；

表 4：招商轮船估值模型核心假设

(亿元)	2024E	2025E	2026E
总营业收入	294.51	300.99	319.99
yoy	11.62%	2.20%	6.31%
油轮运输	104.25	115.07	116.60
yoy	13.67%	10.38%	1.33%
散货运输	87.7	92.2	104.7
yoy	23.33%	5.08%	13.59%
其他业务	72.73	68.29	72.22
yoy	-2.74%	-6.10%	5.75%

归母净利润	69.34	78.47	91.07
yoy	43.35%	13.17%	16.06%
油轮运输	37.54	48.49	50.90
yoy	44.66%	29.17%	4.97%
散货运输	19.64	22.56	30.72
yoy	101.85%	14.87%	36.17%
其他业务	12.16	7.42	9.45
yoy	-4.18%	-38.98%	27.36%

资料来源：公司公告，华源证券研究

盈利预测与投资建议：招商轮船是油散双核航运龙头，随着原油油运景气度持续向上、散运市场因环保出清持续复苏，看好行业景气度提升推动公司业绩持续上行。基于行业最新的供需关系和宏观因素，我们预计 2024-2026 年分别实现营业收入 294.51、300.99、319.99 亿元；实现归母净利润 69.34、78.47、91.07 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 9.70、8.57、7.39 倍。由于公司油运业务持续向好，同时另一主业散货运输的市场正在复苏，有望散油共振，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

- 1) **公司分红不及预期：**公司分红不及预期可能会影响公司股价。
- 2) **美联储降息不及预期：**若美联储降息不及预期，可能导致受金融因素影响的散运市场恢复不及预期。
- 3) **中国经济增长不及预期：**宏观经济是航运需求的重要影响因素。若增长不及预期，可能导致需求疲软等问题。
- 4) **环保及节能减排政策不及预期：**短期内法规弱约束，减排政策不及预期可能无法对供给侧有力出清。
- 5) **航运市场波动：**航运市场波动可能会影响公司业绩和盈利。
- 6) **经济制裁和出口管制：**出口管制和经济制裁可能会减少贸易量，订单减少。
- 7) **汇率波动风险：**人民币汇率的波动不仅是航运市场影响因素之一，也会影响以人民币结算的公司业绩。

表 5: 利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25881.01	29450.87	30098.53	31998.53
营业成本	19176.68	20810.89	20429.28	20996.78
营业税金及附加	16.83	20.62	23.01	23.17
销售费用	94.22	97.19	99.33	107.41
管理费用	963.35	971.88	993.25	1055.95
财务费用	1049.35	688.73	662.27	554.38
其他费用/(-收入)	3.94	2.70	3.12	3.45
营业利润	5272.40	7959.46	8953.62	10378.44
营业外净收支	142.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	5414.59	7959.46	8953.62	10378.44
所得税费用	492.96	958.33	1028.38	1170.02
净利润	4921.64	7001.13	7925.23	9208.42
少数股东损益	84.67	67.30	78.61	101.58
归属于母公司净利润	4836.97	6933.83	7846.62	9106.84

资料来源: Wind, 华源证券研究

表 6: 现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8917.30	8801.97	10437.77	11827.95
净利润	4836.97	6933.83	7846.62	9106.84
少数股东损益	84.67	67.30	78.61	101.58
折旧摊销	2832.51	2592.96	2949.68	3154.54
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	594.14	-511.03	-167.19	-154.45
投资活动现金流	-4716.34	-2913.13	-2167.04	-1900.43
资本支出	-4293.74	-3605.89	-2865.33	-2588.39
长期投资	-759.02	0.00	0.00	0.00
其他	336.42	692.76	698.29	687.97
筹资活动现金流	-10376.35	-5698.07	-5688.61	-6762.47
债务融资	-7278.93	-1491.27	-1000.00	-1500.00
权益融资	47.48	20.25	0.00	0.00
其它	-3144.90	-4227.05	-4688.61	-5262.47
现金净增加额	-6137.71	197.91	2582.12	3165.05

资料来源: Wind, 华源证券研究

表 7：资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4953.35	5151.26	7733.38	10898.44
应收款项	1156.82	1289.22	1308.61	1400.90
存货净额	1313.26	1373.40	1349.44	1395.00
其他流动资产	3659.00	4073.47	4149.43	4403.36
流动资产合计	11082.43	11887.35	14540.85	18097.70
固定资产	40446.74	41083.89	42464.88	44928.95
在建工程	3429.01	4134.22	2956.18	278.14
无形资产及其他	2217.31	2264.52	2314.18	2363.65
长期股权投资	5219.17	5219.17	5219.17	5219.17
资产总计	62394.66	64589.15	67495.26	70887.60
短期借款	4989.66	5989.66	5989.66	5489.66
应付款项	2788.86	2671.37	2647.09	2767.65
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	4748.68	3471.33	3399.80	3516.59
流动负债合计	12527.20	12132.37	12036.56	11773.90
长期借款及应付债券	12140.26	11140.26	10140.26	9140.26
其他长期负债	388.12	341.69	341.69	341.69
长期负债合计	12528.38	11481.94	10481.94	9481.94
负债合计	25055.58	23614.31	22518.50	21255.84
股本	8143.81	8143.81	8143.81	8143.81
股东权益	37339.08	40974.84	44976.76	49631.76
负债和股东权益总计	62394.66	64589.15	67495.26	70887.60

资料来源：Wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirixue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangzqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数