

# 强于大市

# 交通运输行业 2024 年下半年展望

## —周期为矛，价值为盾

我们认为当前国内宏观经济运行指标整体有待提升，海外地缘政治风险犹存叠加下半年美国大选，不确定因素较多，我们推荐拥有不确定风险溢价的航运板块和拥有资源垄断属性的安全类资产，包括公路铁路以及港口。

### 支撑评级的要点

- 展望：当前国际局势持续动荡，国内宏观经济指标有待提升。**去年 10 月哈马斯对以色列发动袭击，随后以色列开始一系列军事行动反击。7 月 31 日，哈马斯发表声明，其领导人伊斯梅尔·哈尼亚在位于伊朗首都德黑兰的住所内遭以色列空袭身亡。当前海外地缘政治风险仍然持续。此外，下半年美国将迎来大选，6 月 28 日，特朗普在与拜登进行电视辩论时承诺当选后会将对进口商品加征关税，尤其是对中国商品的加征幅度高达 60%。同时国内宏观经济指标有待提升，制造业 PMI 连续 3 月处于收缩区间，7 月国内 PMI 为 49.4%，连续三月处于收缩区间。6 月国内 CPI 同比增长 0.2%，PPI 同比下降 0.8%。在海外持续动荡以及国内宏观经济较为疲软的情况下，我们推荐拥有不确定风险溢价的航运板块和拥有资源垄断属性的安全类资产，包括公路铁路以及港口。
- 航运：散运和油运中期供需格局较好，三季度为行业传统旺季。**散运中期供需格局较好，同时三季度是散运传统旺季，当前可以积极关注。根据 Drewry 数据，2023-2028 年，预计全球干散货海运贸易量年复合增长率为 +2.7%，超过 2018-2023 年水平 1.4 个百分点。2023-2028 年，预计海运运输量年复合增长率为 3.0%，较 2018-2023 年 CAGR 高出 0.5 个百分点，需求提升的原因主要有红海绕行持续干扰、贸易路径变化。从供给端来看，由于新船交付减少，拆解增加，Drewry 预计 2023-2028 年船队保有量年复合增长率将放缓至 +1.7%。油运方面，二季度由于炼厂检修，原油和成品油运价走势相对较弱，同时上半年油轮的新增订单有所增加，截至 2024 年 6 月，全球油轮手持订单量达到 7861.3 万载重吨，同比增长 126.5%，今年上半年新签订单量达到 1742.6 万载重吨，较去年同期增长 179.4%，虽然今年上半年油轮新船订单有所增加，但手持订单占比仍处于较低的位置，我们看好贸易格局重构后运距拉长继续助力油运市场。
- 公路铁路港口：现金流稳定分红可观，资源垄断叠加公用事业属性助力行业跨越周期。**从基本面看，公路客运和货运需求稳步增长，运力供给小幅趋缓，运价指数保持平稳。铁路方面，今年上半年铁路客运持续回暖，累计客运量同比实现近两成的增长，反映国内出行需求旺盛，与此同时，铁路货运量则呈现前低后高，3 月和 4 月表现相对较弱，发运量分别同比减少 1.5% 和 0.7%，5 月和 6 月恢复增长，发运量分别同比增长 4.7% 和 7.5%，铁路货运仍保持在高位运行。港口方面，货物吞吐量持续保持增长，外贸及集装箱吞吐量增速较快。截至 2024 年 6 月，全国主要港口累计货物吞吐量达到 85.63 亿吨，同比 +4.6%；全国主要港口累计外贸货物吞吐量达到 26.89 亿吨，同比 +8.8%；全国主要港口累计集装箱吞吐量达到 1.62 亿 TEU，同比 +8.5%，港口企业的基本面稳中向好。我们认为稳定持续的现金流为公路铁路以及港口企业的分红提供支撑，预期回报率下降下这几类企业投资价值上升。
- 快递：东南亚和新兴国家快递市场仍处于发展初期，关注快递出海投资机遇。**根据弗若斯特沙利文数据，2018-2022 年，东南亚跨境电商交易额为 128/201/256/388/497 亿美元，复合年增长率为 40.4%。同期快递包裹年复合增长率为 36%，于 2022 年达到 111.48 亿件，预计 2023-2027 年的复合年增长率为 15.5%。2022 年东南亚快递行业 CR5 为 47.9%，相对分散，市场整合潜力高，极兔的市占率为 22.5%，2023 年公司在东南亚区域市占率从 22.5% 提升 2.9pct 至 25.4%，连续四年保持第一。新兴市场方面，根据弗若斯特沙利文的数据，2018-2022 年，新市场（沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及）的电商零售市场交易额为 324/380/475/661/857 亿美元，复合年增长率为 27.5%。同期，新市场平均快递包裹量复合年增长率为 19.5%，并在 2022 年达到 30.96 亿件，预计 2023-2027 年的复合年增长率为 17.6%。新市场的数字基础设施建设普遍相对滞后，导致整体电商市场的渗透率较低，该地区居民的人均可支配收入较高，对电商的需求较大，未来空间大。

### 相关研究报告

《交通运输行业周报》20240812  
 《交通运输行业周报》20240806  
 《交通运输行业周报》20240729

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

证券分析师：刘国强

guoqiang.liu\_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524070002

### 投资建议

- 一是拥有不确定风险溢价的航运板块。重点推荐招商轮船、中远海特，建议关注海通发展、太平洋航运、中远海能、招商南油。二是预期回报率下降背景下公路铁路和港口投资机会。建议关注山东高速、皖通高速、招商公路、宁沪高速、大秦铁路、京沪高铁、唐山港、青岛港、招商港口、上港集团。三是关注快递出海投资机遇。重点推荐极兔速递、中通快递、韵达股份、申通快递、顺丰控股。**

### 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：推荐具有地缘政治风险溢价的航运板块，国内预期回报率下降公路铁路港口投资价值提升</b> .....	<b>5</b>
1.1 宏观背景：海外地缘政治风险持续，国内预期回报率下降 .....	5
1.2 投资策略：推荐具有地缘政治风险溢价的航运板块，国内预期回报率下降公路铁路港口投资价值提升 .....	6
<b>二、航运：三季度传统旺季，关注供需格局较好的油运和散运</b> .....	<b>7</b>
2.1 集运：运价在二季度呈现淡季不淡，后续或面临高位回落压力 .....	7
2.2 散运：散运新船订单比例处于低位，贸易路径变化提升海运吨公里需求 .....	8
2.3 油运：中期供需格局仍然较好，关注下半年旺季运价表现 .....	9
<b>三、公路铁路港口：确定性较高的安全性资产，国内预期回报率下降后配置价值凸显</b> .....	<b>10</b>
3.1 公路：客货流量持续保持增长，运价平稳经营现金流较好 .....	10
3.2 铁路：客运回暖向好货运高位运行，经营稳健抗风险能力较强 .....	11
3.3 港口：货物吞吐量持续保持增长，外贸及集装箱吞吐量增速较快 .....	12
3.4 分红：预期回报率下降的背景下，公路铁路港口企业分红率和股息率具吸引力 .....	13
<b>四、快递：业务量保持较快增长，关注快递出海投资机遇</b> .....	<b>15</b>
4.1 直播电商兴起推动国内快递业务量增长，小件化趋势下快递单价有所下降 .....	15
4.2 东南亚和新兴市场电商快递增速较快，关注快递出海投资机遇 .....	19
<b>五、风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1. 国内 CPI、PPI、PMI.....	5
图表 2. 中国 10 年和 30 年国债到期收益率.....	6
图表 3. SCFI、CCFI 综合指数（周）.....	7
图表 4. CCFI 美东航线和欧洲航线指数（周）.....	7
图表 5. CCFI 地中海和东南亚航线指数（周）.....	7
图表 6. PDCI 综合指数（周）.....	7
图表 7. BDI 指数（日）.....	8
图表 8. BDI、BPI、BCI、BSI、BHSI 指数（日）.....	8
图表 9. 2018-2028E 全球散运贸易量和运输量.....	8
图表 10. 2019-2029E 干散货船队运力规模和运力利用率.....	8
图表 11. 波罗的海运费指数:原油(BDTI).....	9
图表 12. 波罗的海运费指数:成品油(BCTI).....	9
图表 13. 全球油船手持订单量.....	9
图表 14. 全球油船新增订单量.....	9
图表 15. 中国公路当月客运量及同比.....	10
图表 16. 中国公路累计客运量及同比.....	10
图表 17. 中国公路当月货运量及同比.....	10
图表 18. 中国公路累计货运量及同比.....	10
图表 19. 中国公路物流运价指数（周）.....	11
图表 20. 高速公路货车通行量（万辆，周）.....	11
图表 21. 全国铁路当月客运量及同比.....	11
图表 22. 全国铁路累计客运量及同比.....	11
图表 23. 全国铁路当月货运量及同比.....	11
图表 24. 全国铁路累计货运量及同比.....	11
图表 25. 全国铁路货运量（万吨，周）.....	12
图表 26. 全国铁路货运周转量（亿吨公里，月）.....	12
图表 27. 全国主要港口当月货物吞吐量.....	12
图表 28. 全国主要港口累计货物吞吐量.....	12
图表 29. 全国主要港口当月集装箱吞吐量.....	12
图表 30. 全国主要港口累计集装箱吞吐量.....	12
图表 31. 全国主要港口外贸货物吞吐量.....	13
图表 32. 全国主要港口外贸货物累计吞吐量.....	13
图表 33. 高速公路相关企业分红率.....	13
图表 34. 高速公路相关企业股息率.....	13
图表 35. 铁路相关企业分红率.....	14
图表 36. 铁路相关企业股息率.....	14
图表 37. 港口相关企业分红率.....	14

图表 38. 港口相关企业股息率.....	14
图表 39. 2015-2023 中国网络零售额及增速 .....	15
图表 40. 2021-06 至 2023-12 中国网络零售额及增速 .....	15
图表 41. 中国国内主要电商 GMV 及增速 .....	15
图表 42. 2019-2023 年电商直播市场规模.....	16
图表 43. 直播电商用户规模.....	16
图表 44. 2021 年各电商业态 GMV 份额 .....	16
图表 45. 2022 年各电商业态 GMV 份额 .....	16
图表 46. 2017-2021 电商平台 GMV 占比变化情况.....	17
图表 47. 2019-2022 直播电商 GMV 占比变化情况.....	17
图表 48. 短视频 APP 行业月度人均使用时长趋势 .....	17
图表 49. 2022 年 6 月代表平台月活规模（亿人次） .....	17
图表 50. 快递业务量及同比增速（月） .....	18
图表 51. 行业月度累计件量同比增速（月） .....	18
图表 52. 快递业务收入及同比增速（月） .....	18
图表 53. 快递业务收入累计增速（月） .....	18
图表 54. 顺丰控股快递单票价格及同环比增速（元） .....	19
图表 55. 韵达股份快递单票价格及同环比增速（元） .....	19
图表 56. 中通快递快递单票价格及同环比增速（元） .....	19
图表 57. 圆通快递快递单票价格及同环比增速（元） .....	19
图表 58. 2018-2027E 东南亚快递市场的市场规模.....	20
图表 59. 2018-2027E 新市场电商市场规模.....	21
图表 60. 2018-2027E 新市场快递市场的市场规模.....	21



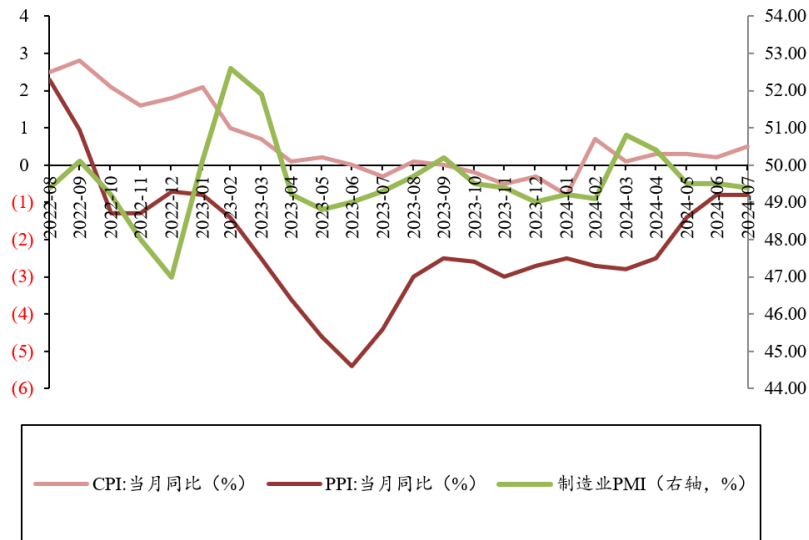
## 一、投资策略：推荐具有地缘政治风险溢价的航运板块，国内预期回报率下降公路铁路港口投资价值提升

### 1.1 宏观背景：海外地缘政治风险持续，国内预期回报率下降

当前国际局势持续动荡，美国下半年将迎来总统选举。去年10月哈马斯对以色列发动袭击，随后以色列开始一系列军事行动反击。7月31日，哈马斯发表声明，其领导人伊斯梅尔·哈尼亚在位于伊朗首都德黑兰的住所内遭以色列空袭身亡。巴以冲突的延续给各方造成了更多的不确定性，现在伊朗和美国如果被卷入冲突中，将意味着事态的失控，而以色列也面临着多条战线的风险，当前海外地缘政治风险仍然持续。此外，下半年美国将迎来大选，6月28日，特朗普在与拜登进行电视辩论时承诺当选后会对进口商品加征关税，尤其是对中国商品的加征幅度高达60%。如果特朗普当选总统，未来出口这一链条或有较大不确定性。

国内宏观经济指标有待提升，制造业PMI连续3月处于收缩区间。7月国内PMI为49.4%，连续三月处于收缩区间。6月国内CPI同比增长0.2%，PPI同比下降0.8%。从宏观经济指标来看，当前国内整体经济恢复态势较为疲软，消费和生产指标自2023年4月以来整体处于低位运行状态。

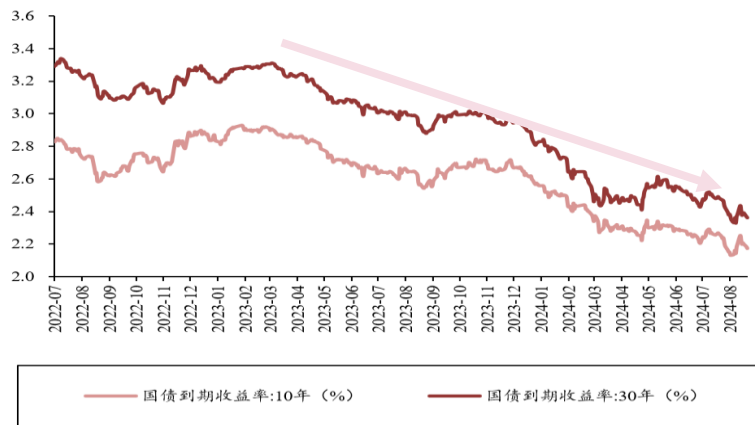
图表 1. 国内 CPI、PPI、PMI



资料来源: iFind, 中银证券

长端利率持续下行，国内预期回报率下降。截至8月20日，国内10年期国债收益率为2.17%，30年期国债到期收益率为2.36%，从10年和30年期国债收益率近两年的走势来看，自2023年3月开始，国内长端利率持续下行，反映当前国内预期回报率下降。

图表 2. 中国 10 年和 30 年国债到期收益率



资料来源: iFind, 中银证券

## 1.2 投资策略: 推荐具有地缘政治风险溢价的航运板块, 国内预期回报率下降公路铁路港口投资价值提升

关注具有地缘政治风险溢价的航运板块, 重点推荐散运和油运。散运中期供需格局较好, 同时三季度是散运传统旺季, 当前可以积极关注。根据 Drewry 数据, 2023-2028 年, 预计全球干散货海运贸易量年复合增长率为+2.7%, 超过 2018-2023 年水平 1.4 个百分点。2023-2028 年, 预计海运运输量年复合增长率为 3.0%, 较 2018-2023 年 CAGR 高出 0.5 个百分点, 需求提升的原因主要有红海绕行持续干扰、贸易路径变化(长程贸易占比的提升, 铝土矿、谷物等)。从供给端来看, 由于新船交付减少, 拆解增加, Drewry 预计 2023-2028 年船队保有量年复合增长率将放缓至+1.7%。叠加因环保新规生效导致的减速慢行, 运力利用率预计在 2024-2025 年显著升高, 2025 年之后, 随着新船交付量提高, 利用率或逐步下降。油运方面, 二季度由于炼厂检修, 原油和成品油运价走势相对较弱, 同时上半年油轮的新增订单有所增加, 截至 2024 年 6 月, 全球油轮手持订单量达到 7861.3 万载重吨, 同比增长 126.5%, 今年上半年新签订单量达到 1742.6 万载重吨, 较去年同期增长 179.4%, 虽然今年上半年油轮新船订单有所增加, 但手持订单占比仍处于较低的位置, 我们看好贸易格局重构后运距拉长继续助力油运市场。重点推荐招商轮船、中远海特, 建议关注海通发展、太平洋航运、中远海能、招商南油。

预期回报率下降的情况下推荐现金流稳定分红可观的公路铁路和港口。从基本上来看, 公路客运和货运需求稳步增长, 运力供给小幅趋缓, 运价指数保持平稳。铁路方面, 今年上半年铁路客运持续回暖, 累计客运量同比实现近两成的增长, 反映国内出行需求旺盛, 与此同时, 铁路货运量则呈现前低后高, 3 月和 4 月表现相对较弱, 发运量分别同比减少 1.5% 和 0.7%, 5 月和 6 月恢复增长, 发运量分别同比增长 4.7% 和 7.5%, 铁路货运仍保持在高位运行。港口方面, 货物吞吐量持续保持增长, 外贸及集装箱吞吐量增速较快。截至 2024 年 6 月, 全国主要港口累计货物吞吐量达到 85.63 亿吨, 同比+4.6%; 全国主要港口累计外贸货物吞吐量达到 26.89 亿吨, 同比+8.8%; 全国主要港口累计集装箱吞吐量达到 1.62 亿 TEU, 同比+8.5%。港口今年上半年货物吞吐量持续保持增长, 同时, 外贸和集装箱吞吐量的增速明显较快, 港口企业的基本面稳中向好。我们认为稳定持续的现金流为公路铁路以及港口企业的分红提供支撑, 预期回报率下降下这几类企业投资价值上升。建议关注山东高速、皖通高速、招商公路、宁沪高速、大秦铁路、京沪高铁、唐山港、青岛港、招商港口、上港集团。

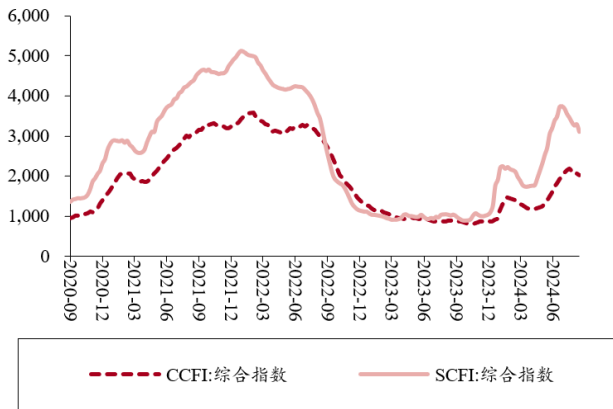
东南亚和新兴国家快递市场仍处于发展初期, 关注快递出海投资机遇。根据弗若斯特沙利文数据, 2018-2022 年, 东南亚跨境电商交易额为 128/201/256/388/497 亿美元, 复合年增长率为 40.4%。同期快递包裹年复合增长率为 36%, 于 2022 年达到 111.48 亿件, 预计 2023-2027 年的复合年增长率为 15.5%。2022 年东南亚快递行业 CR5 为 47.9%, 相对分散, 市场整合潜力高, 极兔的市占率为 22.5%, 2023 年公司在东南亚区域市占率从 22.5% 提升 2.9pct 至 25.4%, 连续四年保持第一。新兴市场方面, 根据弗若斯特沙利文的数据, 2018-2022 年, 新市场(沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及)的电商零售市场交易额为 324/380/475/661/857 亿美元, 复合年增长率为 27.5%。同期, 新市场平均快递包裹量复合年增长率在 19.5%, 并在 2022 年达到 30.96 亿件, 预计 2023-2027 年的复合年增长率为 17.6%。新市场的数字基础设施建设普遍相对滞后, 导致整体电商市场的渗透率较低, 该地区居民的人均可支配收入较高, 对电商的需求较大, 未来空间大。重点推荐极兔速递、中通快递、韵达股份、申通快递、顺丰控股。

## 二、航运：三季度传统旺季，关注供需格局较好的油运和散运

### 2.1 集运：运价在二季度呈现淡季不淡，后续或面临高位回落压力

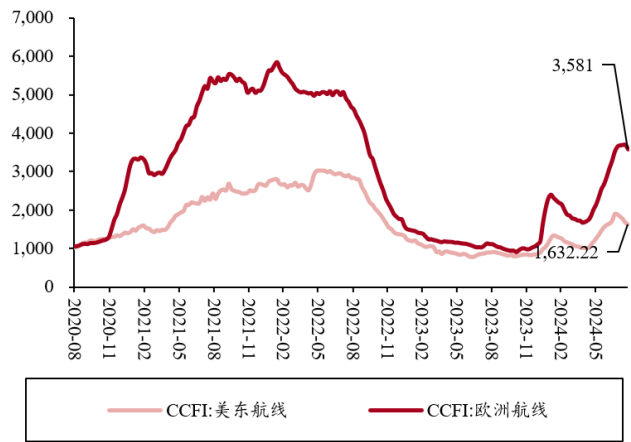
运价在二季度呈现淡季不淡，后续或面临高位回落压力。截至 2024 年 8 月 16 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）报收 3281.36 点，周环比+0.84%，同比+214.45%；2024 年 8 月 16 日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）报收 2073.41 点，周环比-3.04%，同比+137.07%。集运在 5-7 月由于红海绕航以及堵港等因素导致船队效率损失，运价呈现淡季不淡，根据 BIMCO 预计，2024 年集装箱运输量将增长 5.0-6.0%，2025 年将增长 3.0-4.0%。但后续随着新船订单交付叠加红海事件影响边际减弱，今年四季度集运运价或有一定压力，根据 BIMCO 数据，集运 2024 年的运力将同比增长 10.9%，2025 年将再增长 4.8%。

图表 3. SCFI、CCFI 综合指数（周）



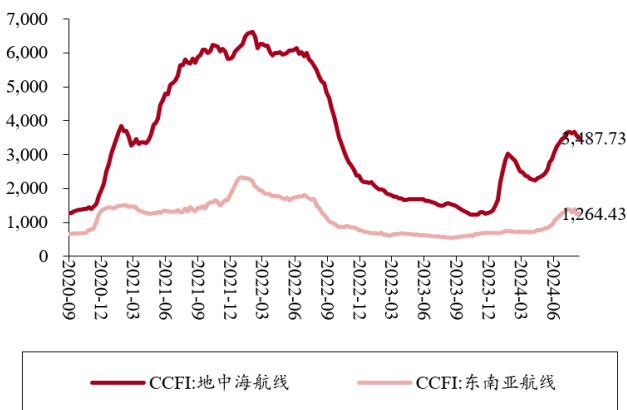
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CCFI 美东航线和欧洲航线指数（周）



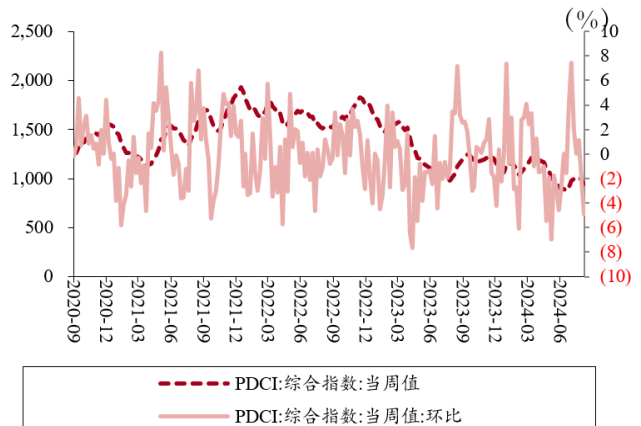
资料来源：万得，中银证券

图表 5. CCFI 地中海和东南亚航线指数（周）



资料来源：万得，中银证券

图表 6. PDCI 综合指数（周）

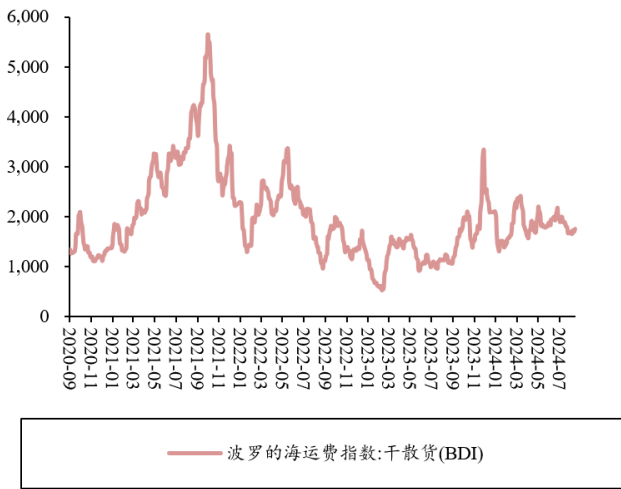


资料来源：万得，中银证券

## 2.2 散运：散运新船订单比例处于低位，贸易路径变化提升海运吨公里需求

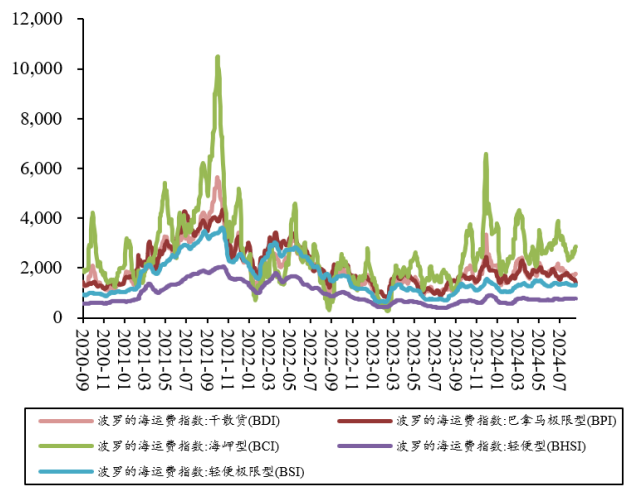
散运新船订单比例处于低位，贸易路径变化提升海运吨公里需求。截至2024年8月20日，波罗的海干散货指数(BDI)报收1,735点，周环比+3.89%，同比+56.31%，分船型看，巴拿马型、海岬型、轻便型、轻便极限型运价指数分别报收1,521/2,691/755/1,309点，周环比-2.69%/+8.64%/-0.13%/+1.32%，同比+4.46%/+113.74%/+51.00%/+44.48%。根据Drewry数据，2023-2028年，预计全球干散货海运贸易量年复合增长率为+2.7%，超过2018-2023年水平1.4个百分点。**2023-2028年，预计海运运输量年复合增长率为3.0%**，较2018-2023年CAGR高出0.5个百分点，需求提升的原因主要有红海绕行持续干扰、贸易路径变化(长程贸易占比的提升，铝土矿、谷物等)。从供给端来看，由于新船交付减少，拆解增加，**Drewry预计2023-2028年船队保有量年复合增长率将放缓至+1.7%**。叠加因环保新规生效导致的减速慢行，运力利用率预计在2024-2025年显著升高，2025年之后，随着新船交付量提高，利用率或逐步下降。综合来看，散运中期供需格局较好，同时三季度是散运传统旺季，当前可以积极关注。

图表 7. BDI 指数 (日)



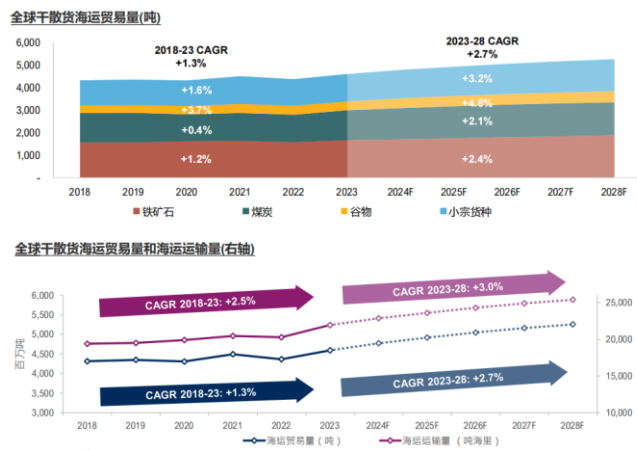
资料来源：万得，中银证券

图表 8. BDI、BPI、BCI、BSI、BHSI 指数 (日)



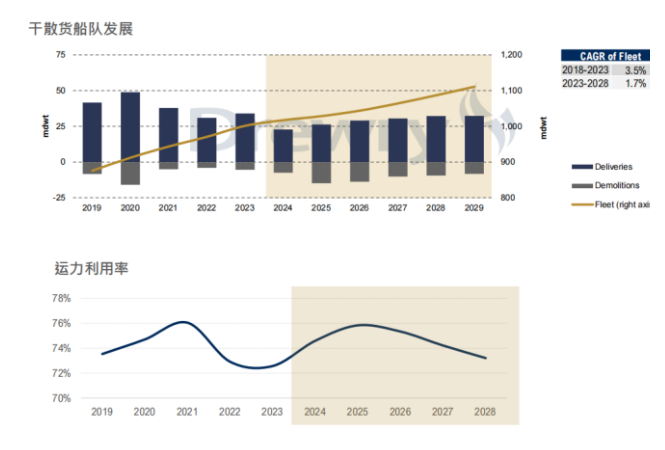
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2018-2028E 全球散运贸易量和运输量



资料来源：Drewry，中银证券

图表 10. 2019-2029E 干散货船队运力规模和运力利用率



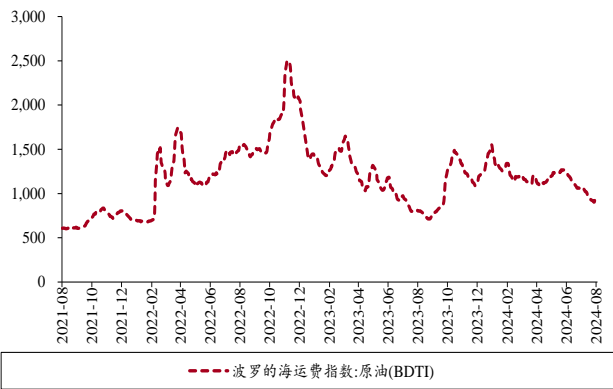
资料来源：Drewry，中银证券



## 2.3 油运：中期供需格局仍然较好，关注下半年旺季运价表现

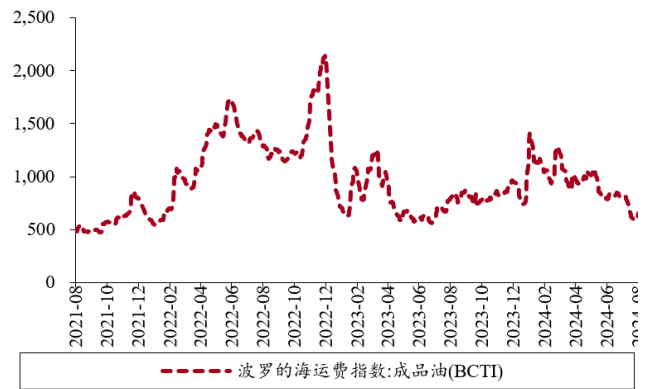
中期供需格局仍然较好，关注下半年旺季运价表现。截至2024年8月20日，BDTI报收943点，周环比+4.31%，同比+17.29%。整体来看，二季度由于炼厂检修，原油和成品油运价走势相对较弱，同时上半年油轮的新增订单有所增加，截至2024年6月，全球油轮手持订单量达到7861.3万载重吨，同比增长126.5%，今年上半年新签订单量达到1742.6万载重吨，较去年同期增长179.4%。短期来看，原油船订造需求或好于成品油船，根据克拉克森数据，截至今年上半年，原油轮手持订单占船队比重约为8.5%，显著低于20年以上船龄船舶运力占比（16.3%），而成品油轮订现有手持订单占船队比重（约为17%）已高于20年以上船龄船舶运力占比（约为15.5%），原油船需求有望进一步走高，成品油船订单释放节奏或将一定程度放缓。虽然今年上半年油轮新船订单有所增加，但手持订单占比仍处于较低的位置，我们看好贸易格局重构后运距拉长继续助力油运市场。

图表 11. 波罗的海运费指数:原油(BDTI)



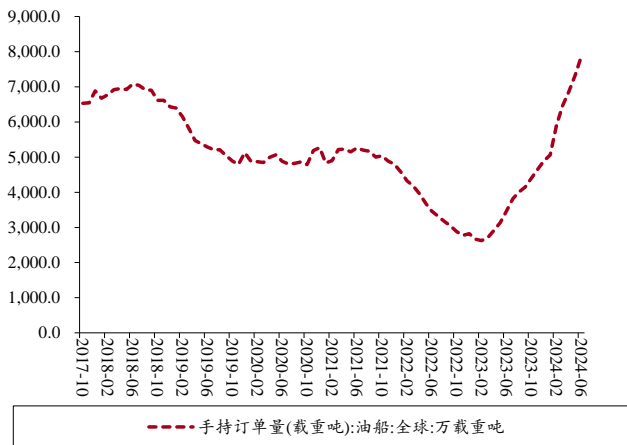
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 波罗的海运费指数:成品油(BCTI)



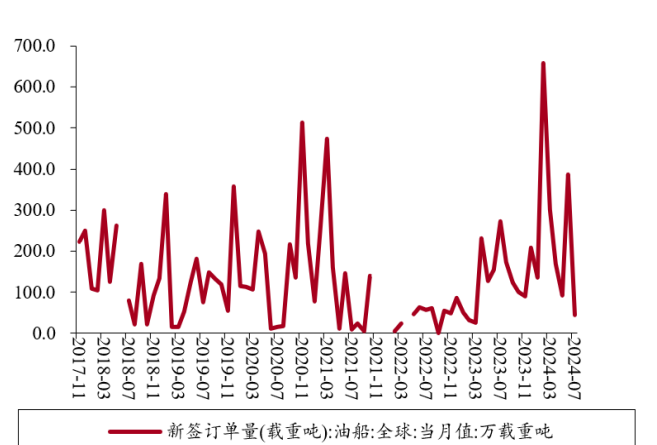
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 全球油船手持订单量



资料来源：国际船舶网，中银证券

图表 14. 全球油船新增订单量



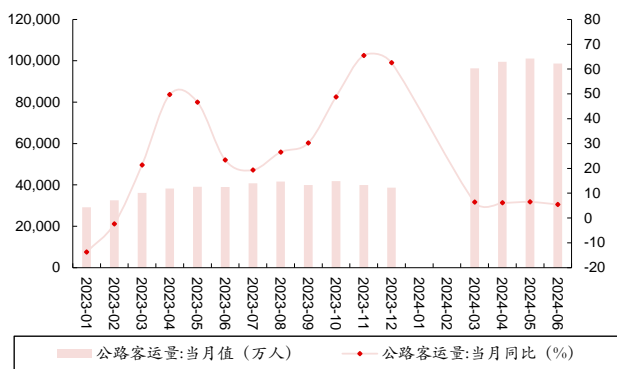
资料来源：国际船舶网，中银证券

## 三、公路铁路港口：确定性较高的安全性资产，国内预期回报率下降后配置价值凸显

### 3.1 公路：客货流量持续保持增长，运价平稳经营现金流较好

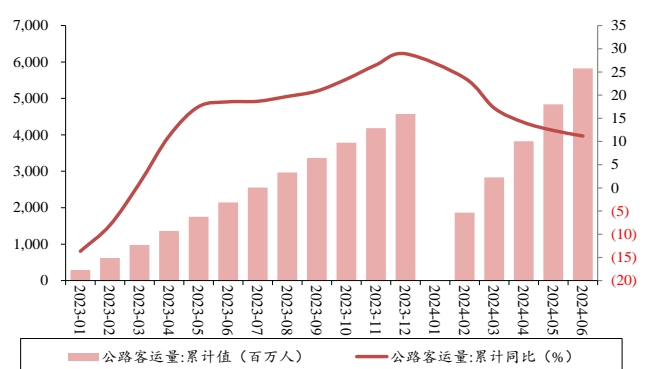
客货流量持续保持增长，运价平稳经营现金流较好。截至今年6月，公路客运量当月达到9.87亿人，同比+5.5%，公路客运量累计达到58.24亿人，同比+11.2%；公路货运量6月当月达到35.5亿吨，同比+2.2%，公路货运量累计达到197.7亿吨，同比+4.0%。截至2024年8月21日，中国公路物流运价指数为1042.58点，周环比+0.08%。根据交通运输部数据显示，8月18日-8月25日，全国高速公路累计货车通行5341.5万辆，环比增长1.76%。整体来看，公路客运和货运需求稳步增长，运力供给小幅趋缓，运价指数保持平稳。

图表 15. 中国公路当月客运量及同比



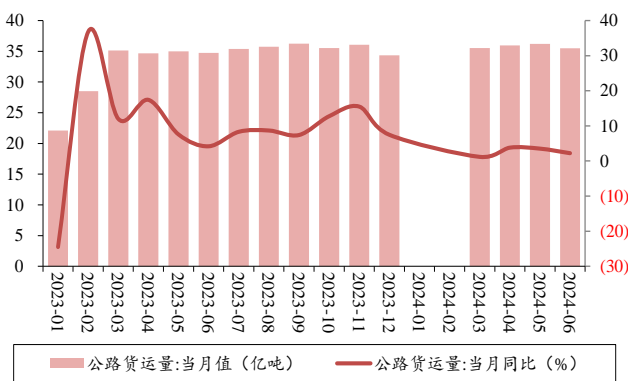
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 16. 中国公路累计客运量及同比



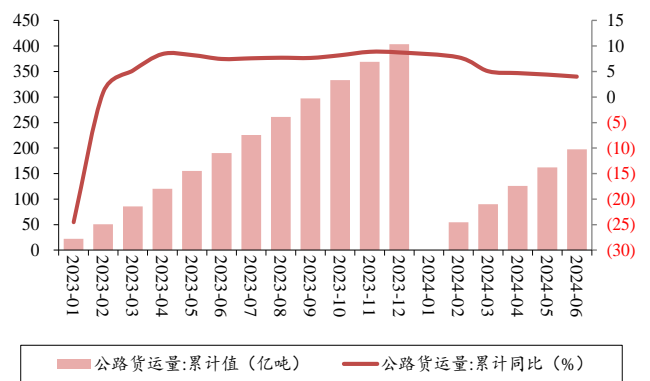
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 17. 中国公路当月货运量及同比



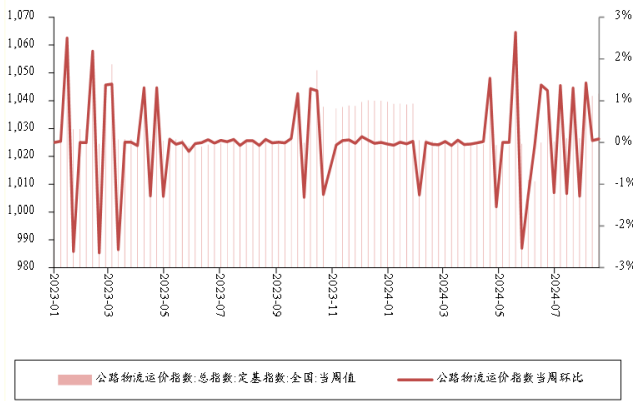
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 18. 中国公路累计货运量及同比



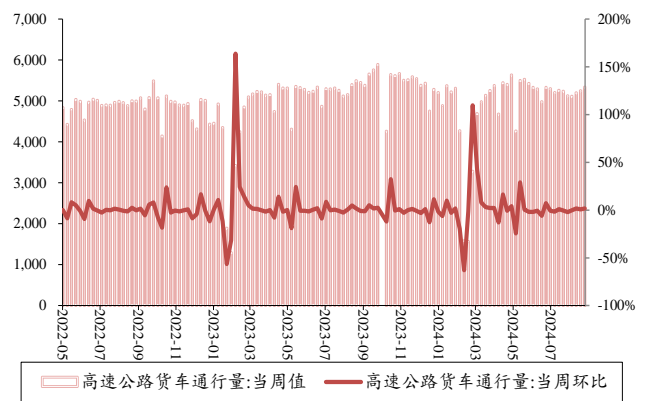
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19. 中国公路物流运价指数（周）



资料来源：中国物流与采购联合会，中银证券

图表 20. 高速公路货车通行量（万辆，周）

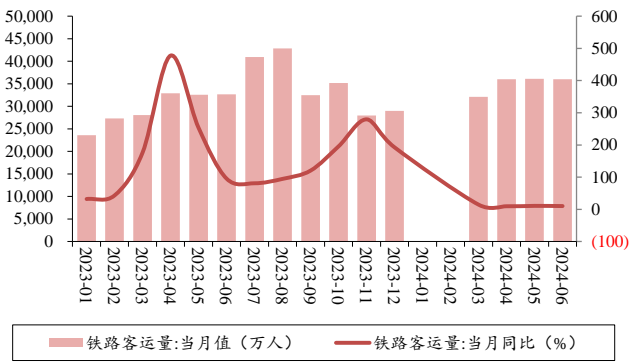


资料来源：交通运输部，中银证券

### 3.2 铁路：客运回暖向好货运高位运行，经营稳健抗风险能力较强

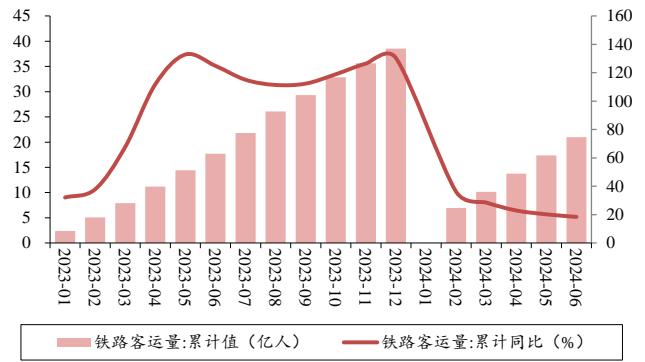
客运回暖向好货运高位运行，经营稳健抗风险能力较强。截至今年6月，铁路客运量当月达到3.6亿人，同比+10.2%，铁路客运量累计达到21.0亿人，同比+18.4%；铁路货运量6月当月达到4.3亿吨，同比+7.5%，铁路货运量累计达到25.1亿吨，同比+1.8%。根据交通运输部发布数据显示，2024年6月，全国铁路货运周转量为2944.4亿吨公里，同比上升4.2%。整体来看，今年上半年铁路客运持续回暖，累计客运量同比实现近两成的增长，反映国内出行需求旺盛，与此同时，铁路货运量则呈现前低后高，3月和4月表现相对较弱，发运量分别同比减少1.5%和0.7%，5月和6月恢复增长，发运量分别同比增长4.7%和7.5%，铁路货运仍保持在高位运行。

图表 21. 全国铁路当月客运量及同比



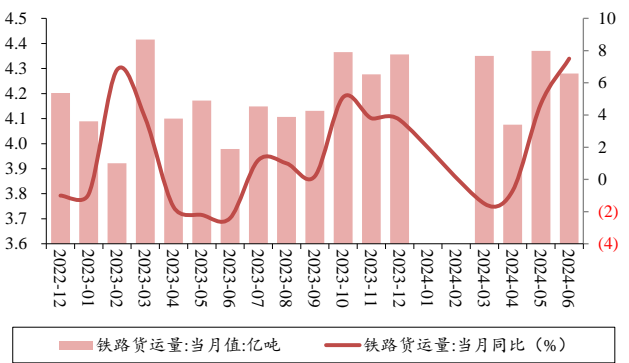
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 22. 全国铁路累计客运量及同比



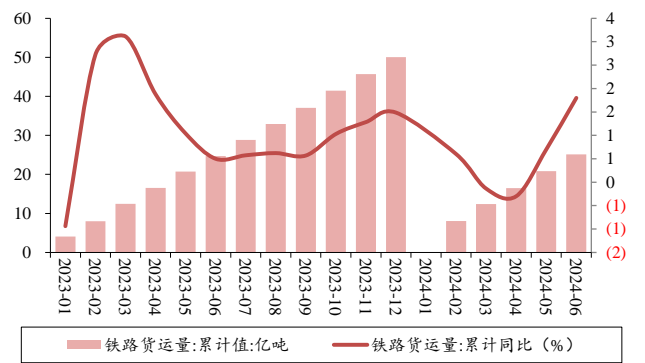
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 23. 全国铁路当月货运量及同比



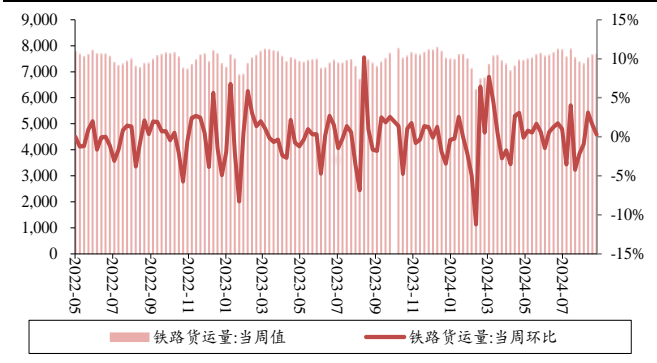
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 24. 全国铁路累计货运量及同比

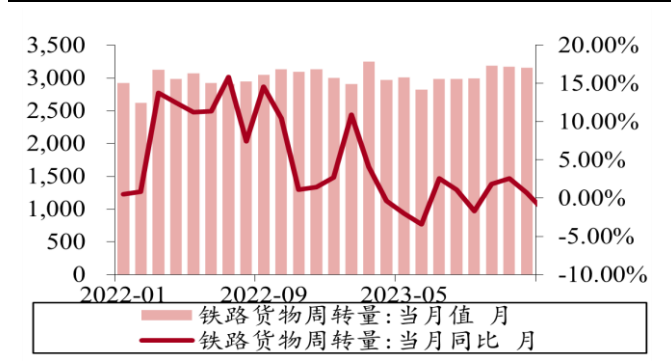


资料来源：国家统计局，中银证券

图表 25. 全国铁路货运量 (万吨, 周)



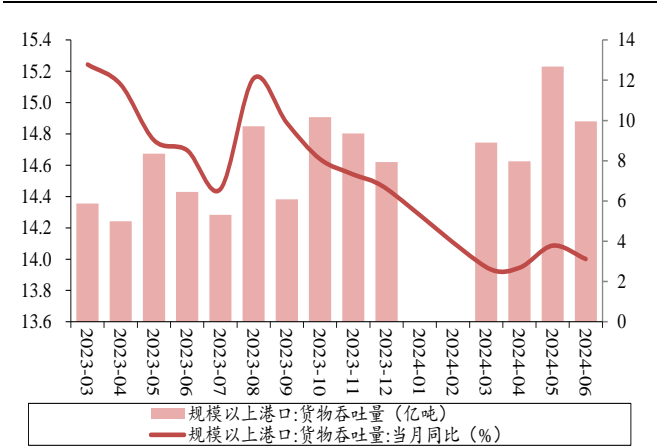
图表 26. 全国铁路货运周转量 (亿吨公里, 月)



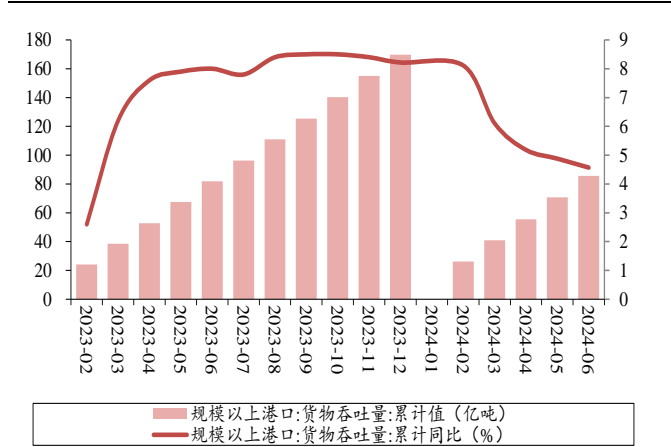
### 3.3 港口: 货物吞吐量持续保持增长, 外贸及集装箱吞吐量增速较快

货物吞吐量持续保持增长, 外贸及集装箱吞吐量增速较快。截至 2024 年 6 月, 全国主要港口当月货物吞吐量达到 14.88 亿吨, 同比+3.1%, 累计货物吞吐量达到 85.63 亿吨, 同比+4.6%; 全国主要港口外贸货物当月吞吐量达到 4.65 亿吨, 同比+8.2%, 累计外贸货物吞吐量达到 26.89 亿吨, 同比+8.8%; 全国主要港口集装箱当月吞吐量达到 2900 万 TEU, 同比+8.8%, 累计集装箱吞吐量达到 1.62 亿 TEU, 同比+8.5%。港口今年上半年货物吞吐量持续保持增长, 同时, 外贸和集装箱吞吐量的增速相对较快, 港口企业的基本面稳中向好。

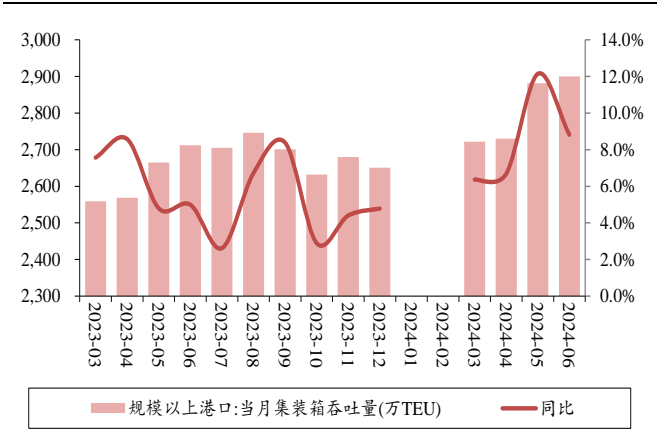
图表 27. 全国主要港口当月货物吞吐量



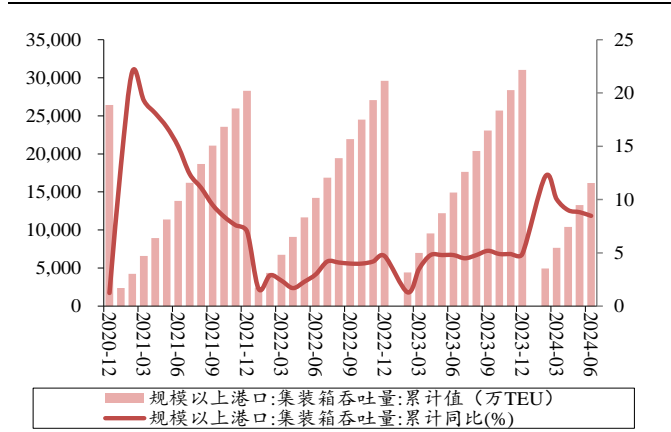
图表 28. 全国主要港口累计货物吞吐量



图表 29. 全国主要港口当月集装箱吞吐量

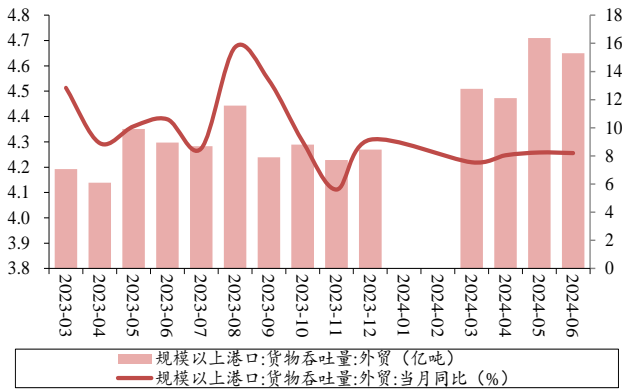


图表 30. 全国主要港口累计集装箱吞吐量



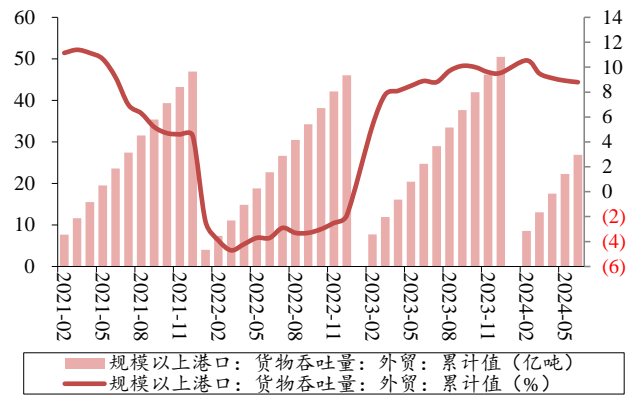


图表 31. 全国主要港口外贸货物吞吐量



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 全国主要港口外贸货物累计吞吐量

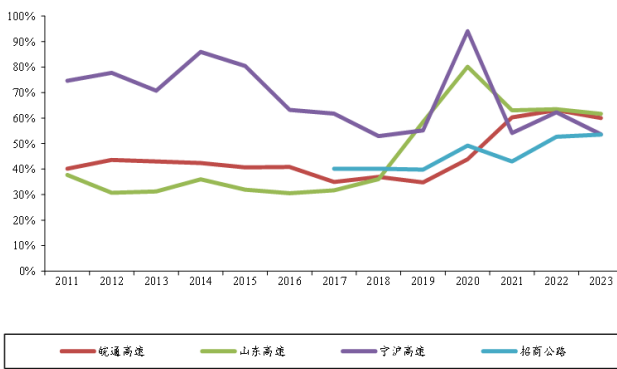


资料来源：万得，中银证券

### 3.4 分红：预期回报率下降的背景下，公路铁路港口企业分红率和股息率具吸引力

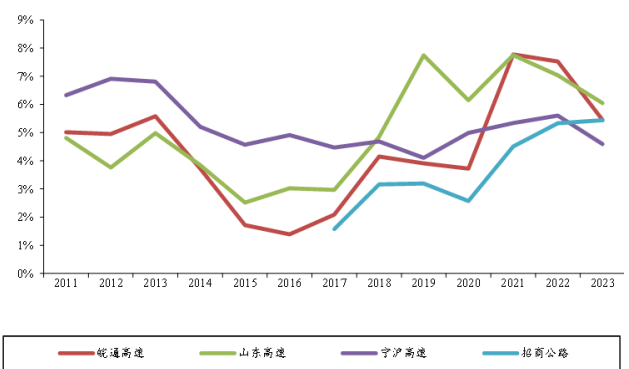
稳定持续的现金流为公路铁路以及港口企业的分红提供支撑，预期回报率下降下这几类企业投资价值上升。近年来，主要的上市公路企业分红率稳步提升，2023年，皖通高速和山东高速分红率均超过60%，宁沪高速和招商公路分红率超过50%；山东高速2023年股息率达到6.1%，股息率较低的宁沪高速分红率也达到4.6%。铁路相关公司方面，大秦铁路2023年分红率达到58%，股息率为5.3%，京沪高速和铁龙物流分红率和股息率相对偏低。港口企业方面，唐山港的分红率自2020年开始大幅提高，2021年分红率接近100%，2023年也超过60%，2023年唐山港股息率达到5.7%；青岛港近三年来分红率稳定在40%左右的水平，近三年股息率均超过4.5%，上港集团和招商港口分红率相对偏低，2023年股息率分别为3.5%和3.6%。整体来看，公路铁路以及港口企业具有较强的垄断经营属性，在预期回报率下降的背景下，其稳定持续的现金流以及分红使得其投资价值提升。

图表 33. 高速公路相关企业分红率



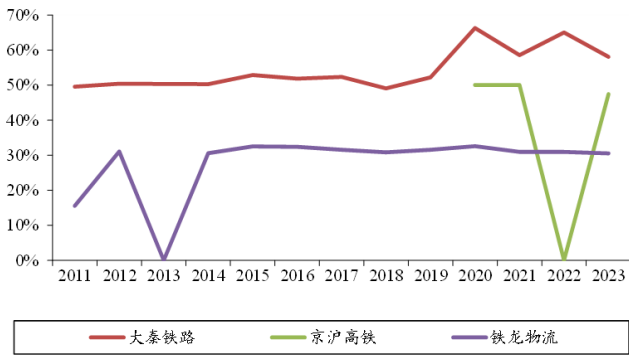
资料来源：iFind，中银证券

图表 34. 高速公路相关企业股息率



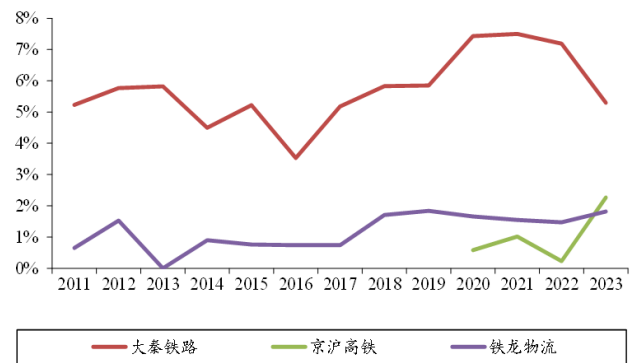
资料来源：iFind，中银证券

图表 35. 铁路相关企业分红率



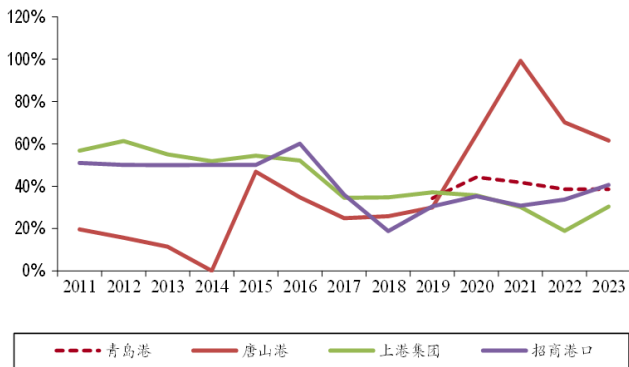
资料来源: iFind, 中银证券

图表 36. 铁路相关企业股息率



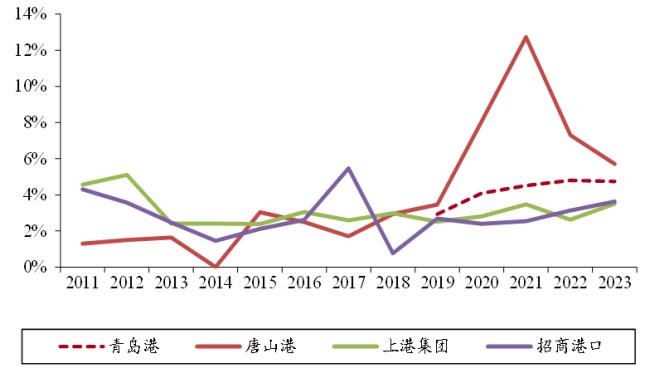
资料来源: iFind, 中银证券

图表 37. 港口相关企业分红率



资料来源: iFind, 中银证券

图表 38. 港口相关企业股息率



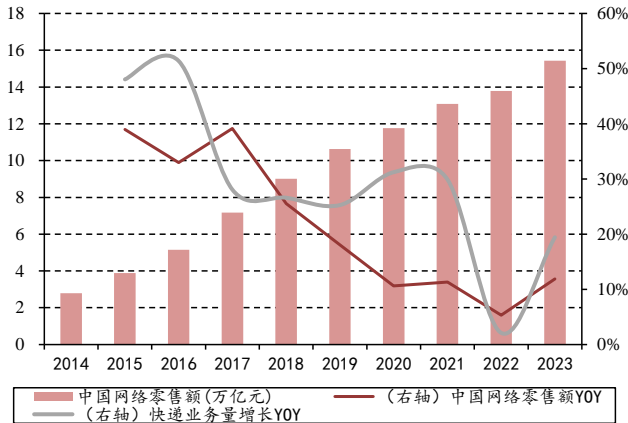
资料来源: iFind, 中银证券

## 四、快递：业务量保持较快增长，关注快递出海投资机遇

### 4.1 直播电商兴起推动国内快递业务量增长，小件化趋势下快递单价有所下降

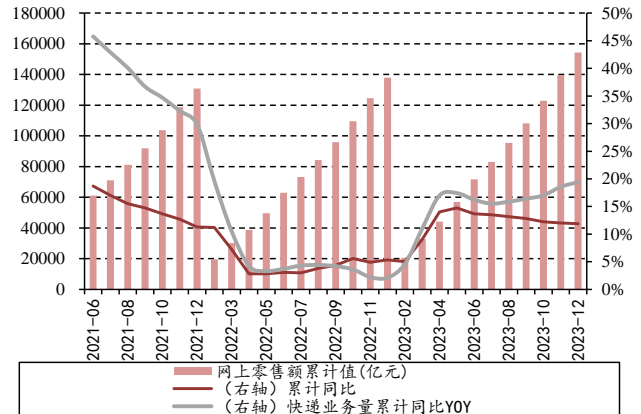
国内电商交易规模持续增长，2023年同比增速为11.90%。2023年度中国网络零售额达15.43万亿元，同比增速11.90%。2016-2022年，阿里（天猫&淘宝）、京东、拼多多等主要电商的GMV总额复合增速达到26%。2016-2022年，阿里巴巴GMV复合增速在18%左右，贡献了最主要的GMV份额，而拼多多、京东等平台的快速崛起带来了增量市场。

图表39. 2015-2023中国网络零售额及增速



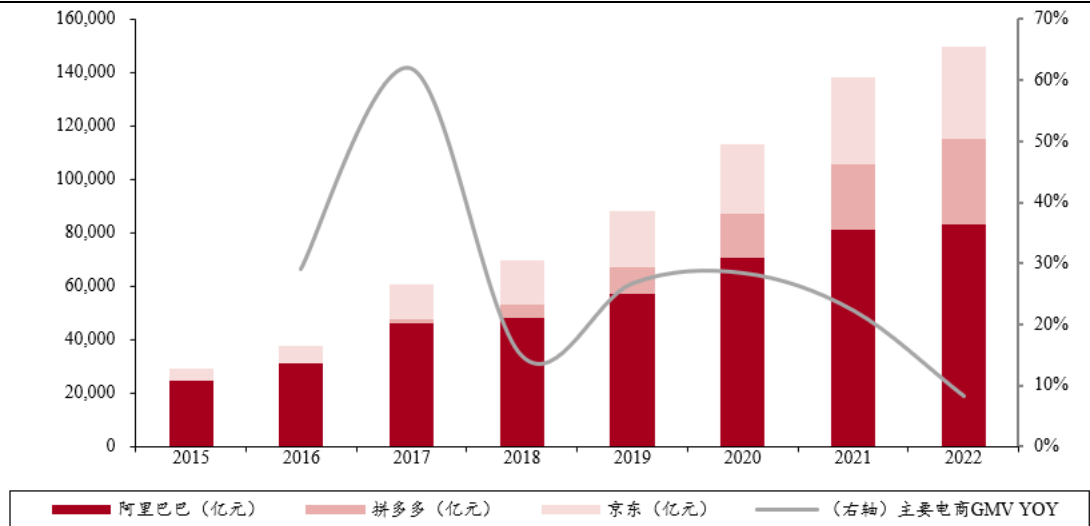
资料来源：国家统计局，中银证券

图表40. 2021-06至2023-12中国网络零售额及增速



资料来源：国家统计局，中银证券

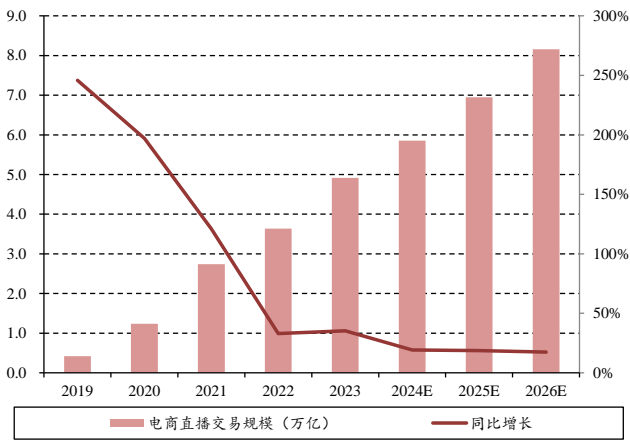
图表41. 中国国内主要电商GMV及增速



资料来源：各公司公告，中银证券

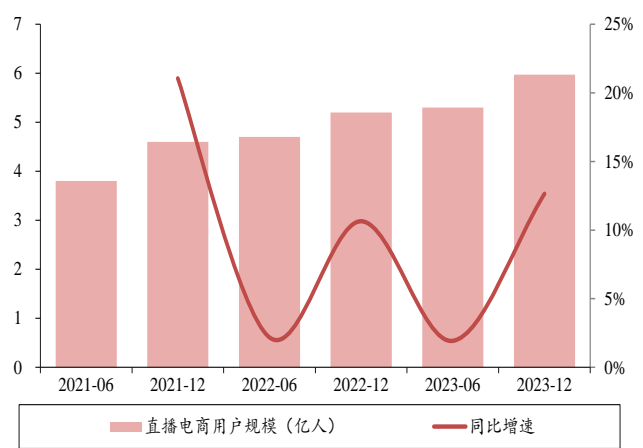
直播电商GMV份额增长迅速，2023年直播电商市场交易规模同比增长达35.2%。根据艾瑞咨询数据，中国的直播电商市场在2022年达到了3.64万亿元的规模，2023年达到了4.92万亿元，预计未来三年的年市场增长率能维持双位数增长，2025年预测规模将达到6.95万亿元。根据艾瑞咨询数据，截至2023年12月，我国电商直播用户规模已经达到5.97亿人，占网民整体的54.7%，直播电商的渗透率在不断提高。根据网经社数据，中国直播电商渗透率从2018年的1.6%增长至2023年的31.9%。可以看出，直播电商已经成为一种广泛受到用户喜爱的新兴购物方式，发达的物流网络是直播电商不断开拓下沉市场的基础，直播电商较大的市场为快递行业提供了新增量。

图表42. 2019-2023年电商直播市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

图表43. 直播电商用户规模



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

**电商是快递行业的重要增长动力。**随着我国经济稳步恢复,消费线上化趋势强化固化,电子商务经济继续保持着蓬勃的发展态势呈现出了全新的、平台多元化的网络购物新生态。**未来新型电商有望形成快递件量新的支撑点。**

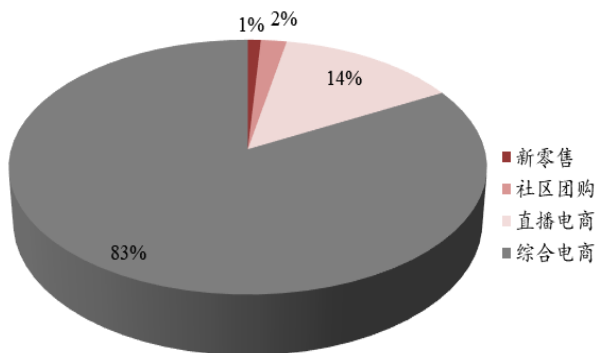
**第一阶段以大型综合电商平台为主,**淘系、京东、天猫在用户流量、全品类交易、渠道下沉方面贡献了主要增量与业务支撑。

**第二阶段以新型电商平台拼多多“团购社交电商”为主导的购物模式,**拼多多以社交工具为渠道快速传播团购的新模式,靠着低价吸引新客户,这大量释放了快递行业的包裹量。

**第三阶段为基于直播带货的综合“兴趣电商”平台,**以快手、抖音、哔哩哔哩等平台为主。根据星图数据,2022年主流直播视频平台GMV均达到万亿级别,阿里巴巴年GMV超过8万亿;京东GMV近3.5万亿;拼多多2022年GMV达3.2万亿。随着电商行业蓬勃发展以及电商的结构变化,长期来看直播电商单件“小件化”和“GMV均衡化”的特点将促进快递包裹量稳步释放。

**相比传统电商平台,短视频电商在价格、用户来源方面更具优势,直播电商在持续重塑快递格局。**2021年全年来看,综合电商平台地位稳固,GMV份额占比达到83%;其次是直播电商,占比达到了14%;而新零售和社团团购板块占比较小。2022年直播电商进一步侵蚀综合电商份额,GMV份额占比达到了20%;而综合电商下降了7pct。

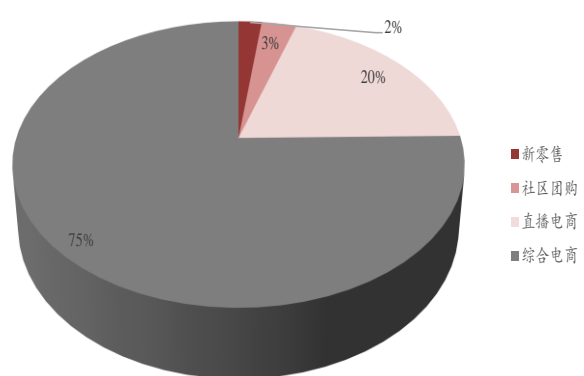
图表44. 2021年各电商业态GMV份额



资料来源: 星图数据, 中银证券

注: 新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

图表45. 2022年各电商业态GMV份额

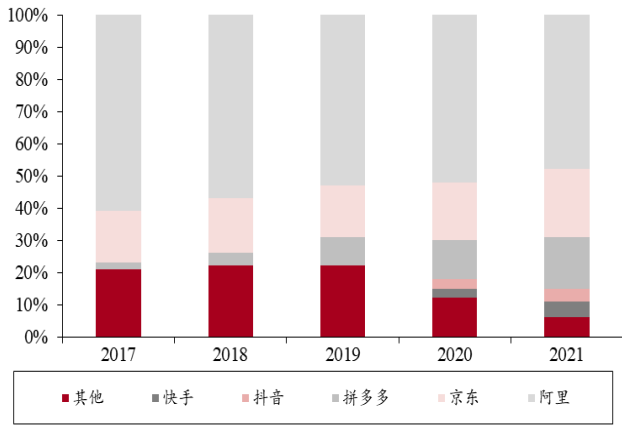


资料来源: 星图数据, 中银证券

注: 新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

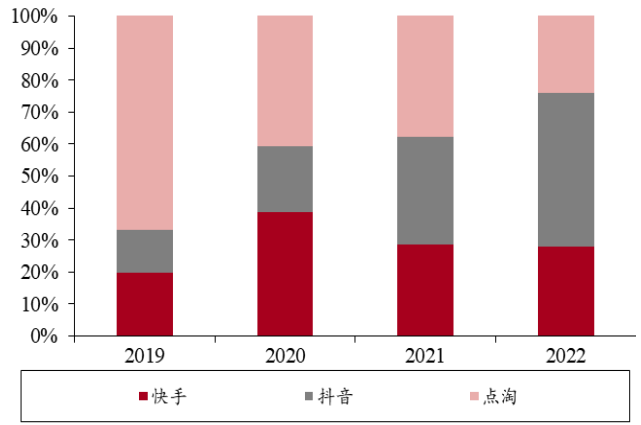


图表46. 2017-2021电商平台GMV占比变化情况



资料来源：星图数据，中银证券

图表47. 2019-2022直播电商GMV占比变化情况

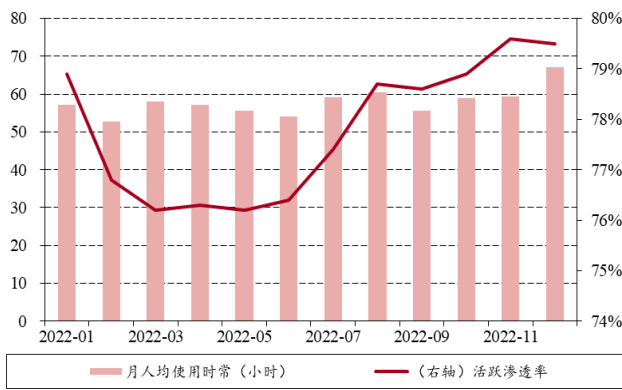


资料来源：星图数据，网经社，中银证券

**抖音增长迅速，2022年市场份额接近快手、点淘两者之和，优势持续扩大。**抖音平台2022年电商成交额达到1.5万亿元，GMV占比48%；快手平台成交交易额为8750亿元，GMV占比28%；点淘平台成交交易额为7500亿元，年GMV占比24%。

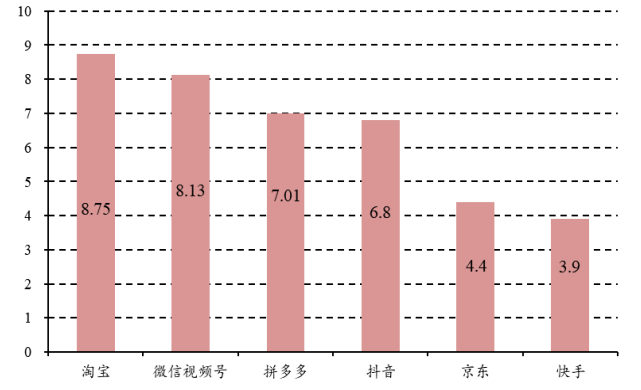
**直播电商竞争白热化，更多平台加入份额争夺战。**2022年6月，新兴的直播平台如微信视频号在月活量已经达到8.13亿，超越抖音的6.8亿，如果未来在用户时长和直播营业额方面加入竞争，直播电商的行业格局将发生变化，有可能给快递行业带来更多的流量。

图表48. 短视频APP行业月度人均使用时长趋势



资料来源：星图数据，中银证券

图表49. 2022年6月代表平台月活规模(亿人次)



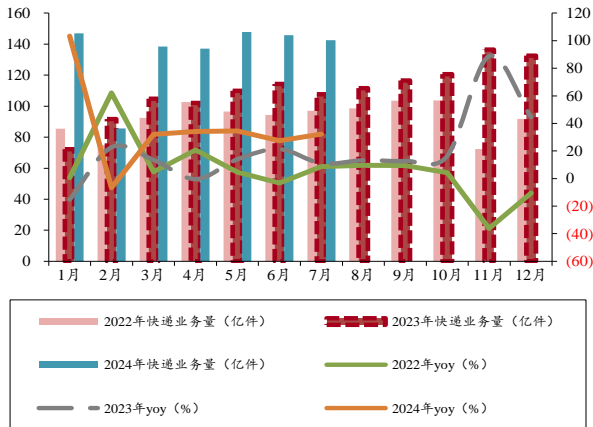
资料来源：星图数据，中银证券

**随着活跃渗透率的增长，直播电商平台所带来的下沉市场红利将得到进一步释放。**短视频平台在兴趣电商、直播带货等赛道的布局效果显著，持续抢占用户的注意力，用户活跃度与使用时长稳步提升，日均使用时长超过1.9小时。

**快递企业与直播平台的接入将带来额外的增量。**直播平台份额之争将利好各快递企业。直播平台为了实现服务上的差异化，在物件配送方面进行了产品分层提升竞争力，抖音就推出了快递服务“音需达”，由抖音联合快递公司提供送货上门、末端优先派送、优先转运等服务。目前音需达接入了中通、圆通、韵达和顺丰等第三方快递企业，音需达等直播电商服务可以借助第三方快递点快速推广并下沉，将服务推向更具潜力的二三线市场，快递公司也能够借此扩大自身的业务量。

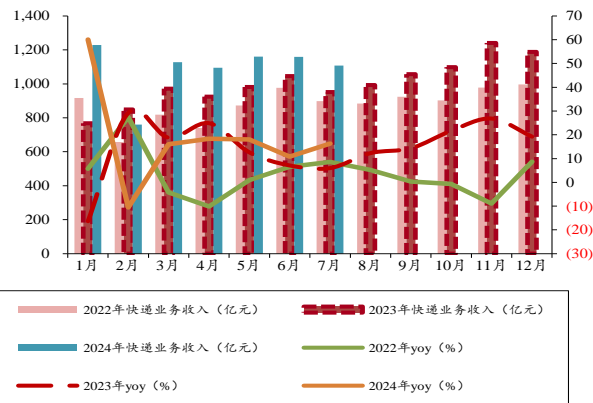
**快递业务量保持较快增长，上半年同比增速超二成。**截至今年7月，当月快递业务量142.56亿件，同比增加32.31%，快递业务收入完成1107.70亿元，同比增加16.31%；今年前7个月累计快递业务量944.18亿件，同比增加34.31%，今年前7个月快递业务收入7637.77亿元，同比增加15.00%。

图表 50. 快递业务量及同比增速（月）



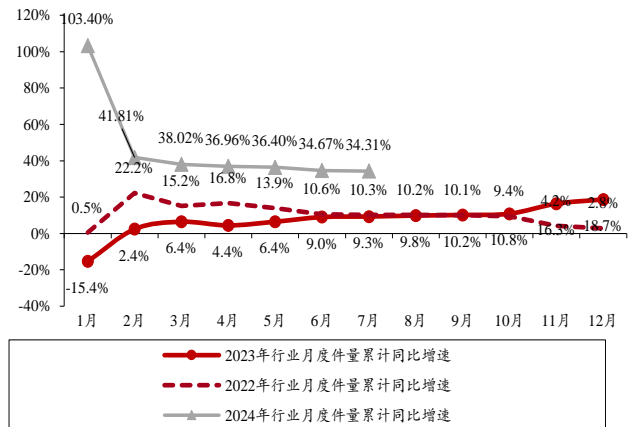
资料来源：万得，中银证券

图表 52. 快递业务收入及同比增速（月）



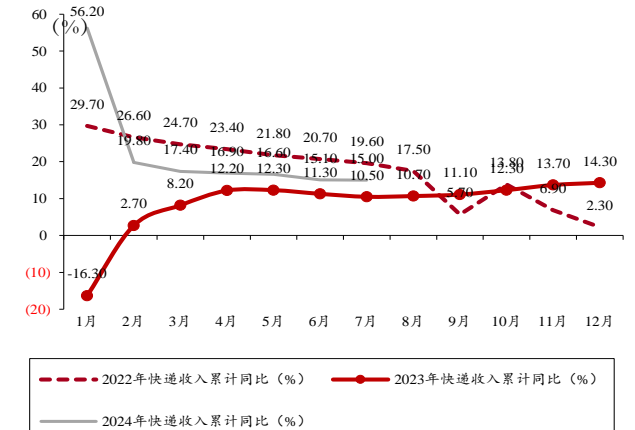
资料来源：万得，中银证券

图表 51. 行业月度累计件量同比增速（月）



资料来源：万得，中银证券

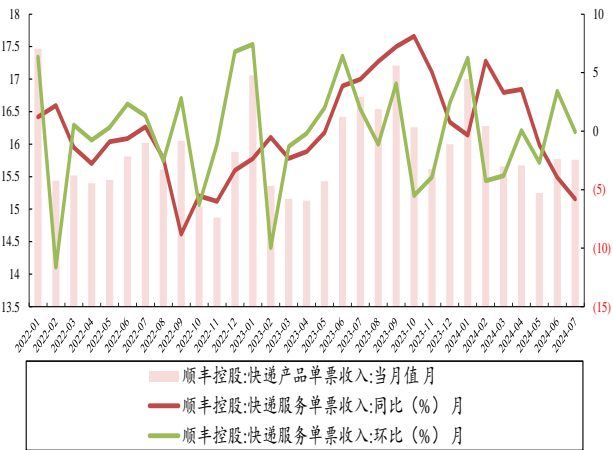
图表 53. 快递业务收入累计增速（月）



资料来源：万得，中银证券

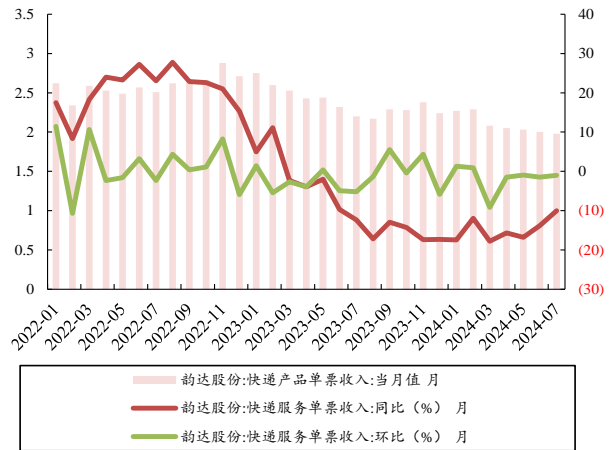
小件化趋势下快递行业单价有所下降，通达系单票价格降幅明显。截至今年7月，顺丰控股当月单票价格 15.76 元，同比-5.80% (-0.97 元)，环比-0.06% (-0.01 元)；韵达股份当月单票价格 1.98 元，同比-10.00% (-0.22 元)，环比-1.00% (-0.02 元)；申通快递当月单票价格 2.00 元，同比-6.98% (-0.15 元)，环比-0.50% (-0.01 元)；圆通速递当月单票价格 2.24 元，同比-3.86% (-0.09 元)，环比-0.44% (-0.01 元)。在直播电商兴起以及电商小件化趋势下，单个包裹的价值量明显下降，使得快递行业单票价格随之下降，整体来看，电商件为主的通达系单票价格降幅更加明显，时效件业务较多的顺丰单票价格降幅相对较小。

图表 54. 顺丰控股快递单票价格及同环比增速（元）



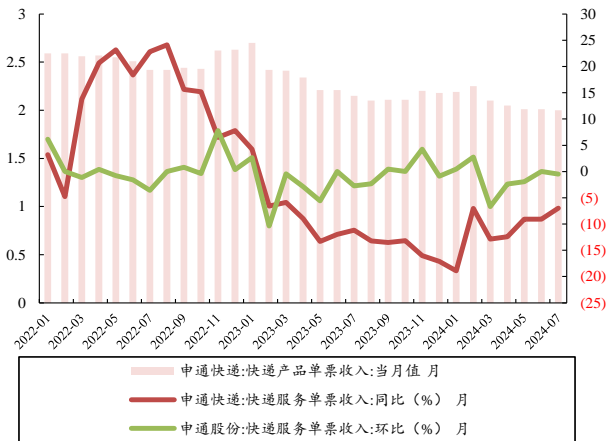
资料来源：万得，中银证券

图表 55. 韵达股份快递单票价格及同环比增速（元）



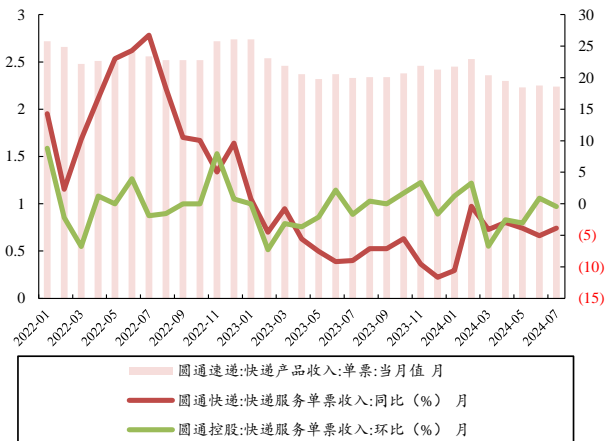
资料来源：万得，中银证券

图表 56. 申通快递快递单票价格及同环比增速（元）



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 圆通快递快递单票价格及同环比增速（元）

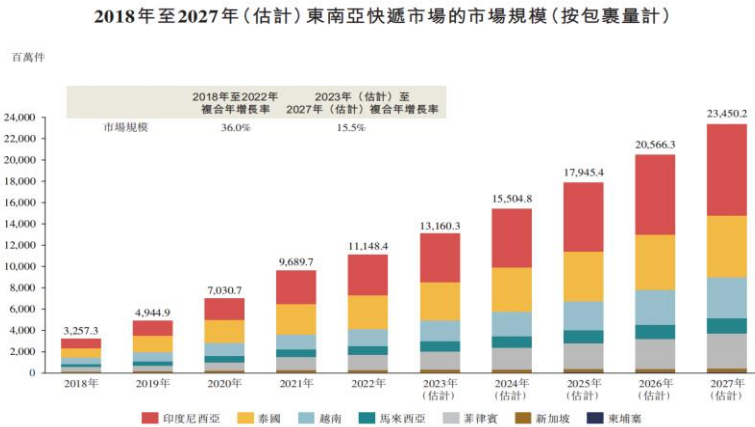


资料来源：万得，中银证券

## 4.2 东南亚和新兴市场电商快递增速较快，关注快递出海投资机遇

东南亚市场电商快递增速较快，快递行业整合空间大。根据弗若斯特沙利文数据，2018-2022 年，东南亚跨境电商交易额为 128/201/256/388/497 亿美元，复合年增长率为 40.4%。同期快递包裹年复合增长率为 36%，于 2022 年达到 111.48 亿件，预计 2023-2027 年的复合年增长率为 15.5%。2022 年东南亚快递行业 CR5 为 47.9%，相对分散，市场整合潜力高，极兔的市占率为 22.5%，2023 年公司在东南亚区域市占率从 22.5% 提升 2.9pct 至 25.4%，连续四年保持第一。

图表 58.2018-2027E 东南亚快递市场的市场规模



资料来源: 极兔速递招股说明书, 弗若斯特沙利文

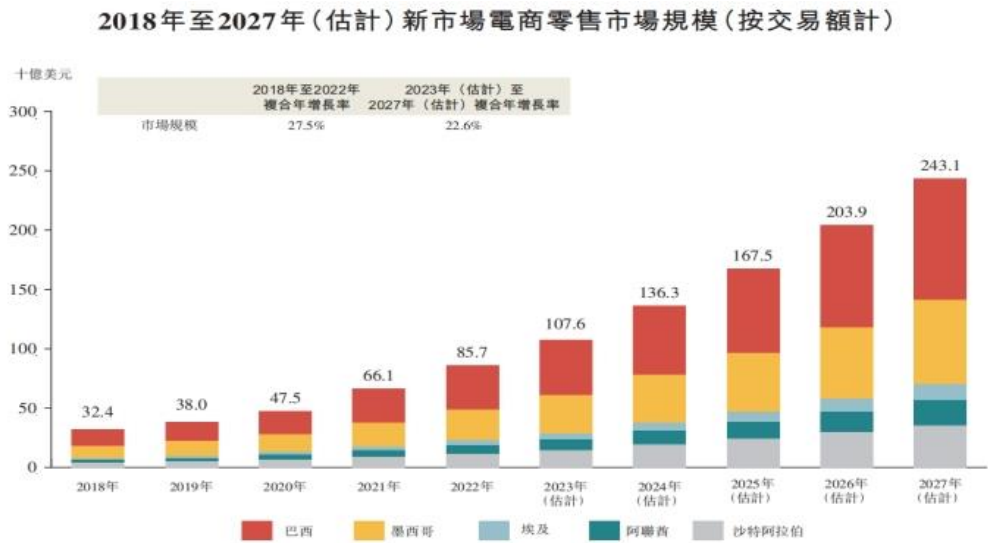
电商市场中, 按平台看, **Shopee 占据半壁江山**。根据 Momentum Works 数据, 2022 年东南亚电商市场 GMV 为 995 亿美元, 其中, Shopee 的 GMV 达到了 479 亿美元, 占据了近一半的市场份额。Lazada, Tokopedia 紧随其后, GMV 分别为 201/184 亿美元。与此同时, Bukalapak, Tiktok Shop 与 Blibli 也有一定竞争力。**按区域看, 印尼市场份额最高**。根据谷歌、淡马锡和贝恩联合发布的 2023 年东南亚互联网报告, 2023 年东南亚电商市场的 GMV 为 1390 亿美元。其中, 印尼电商 GMV 约为 620 亿美元、泰国为 220 亿美元、越南和菲律宾均约为 160 亿美元、马来西亚约为 130 亿美元、新加坡约为 80 亿美元。由于印尼在 2023 年 6 月出台电商限制措施并加强进口管制, 我们预计该地区电商与物流服务或将受到一定冲击。相反, 越南和菲律宾由于积极开放的电商政策, 保持了稳定甚至超预期的增长态势。

东南亚物流市场分为六大派系: **第四方物流、市场货运物流、第三方物流、科技第三方物流、仓储及平台自营物流**。第四方物流企业如 Andalin、Quincus 等, 提供一整套物流供应链解决方案。市场货运物流企业如 Ritase、Haulio 等, 进行货物运输、端到端配送等业务。第三方物流企业如 Pos Indonesia、JNE 等, 提供快递运输、仓储、存货管理及最后一公里派送等服务。科技第三方物流企业如 Ninja Van、J&T Express 等, 在业务细分、业务创新等领域有突出进展。仓储企业如 Shipper、Boxme 等, 提供仓储服务。平台自营物流领域, 如 Shopee、Lazada 等, 拥有自营物流体系。一些物流企业拥有“多项主营业务”, 可属多种派系, 如 Waresix、Shipper 等。

**电商起步较晚但增速快, 带动物流需求增长**。根据弗若斯特沙利文的数据, 2018-2022 年, 新市场(沙特阿拉伯、阿联酋、墨西哥、巴西和埃及)的电商零售市场交易额为 324/380/475/661/857 亿美元, 复合年增长率为 27.5%。同期, 新市场平均快递包裹量复合年增长率在 19.5%, 并在 2022 年达到 30.96 亿件, 预计 2023-2027 年的复合年增长率为 17.6%。新市场的数字基础设施建设普遍相对滞后, 导致整体电商市场的渗透率较低。尽管如此, 该地区居民的人均可支配收入较高, 对电商的需求较大, 未来空间大。根据公司年报, 2023 年, 极兔在新市场取得了三倍增长的成绩, 其在新市场的市场份额从 2022 年的 1.6% 提升到 2023 年的 6.0%, 包裹量为 2.3 亿件, 同比增长 369.0%, 全年收入同比增长 299.7% 至 3.27 亿美元。

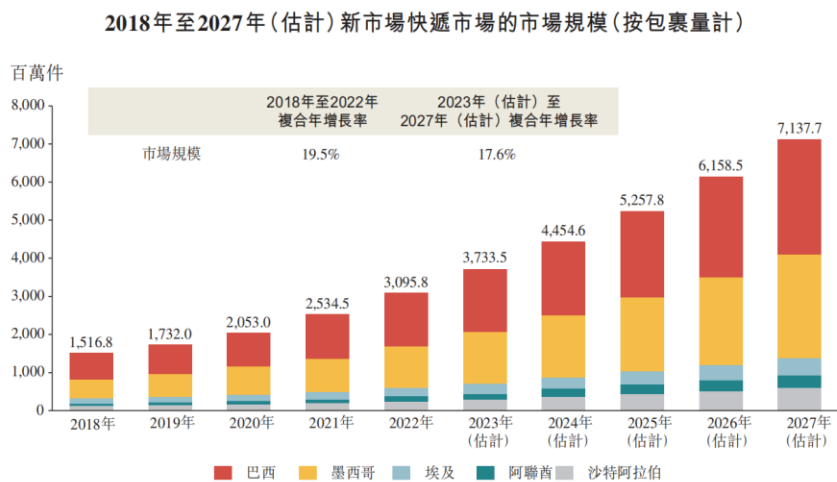


图表 59.2018-2027E 新市场电商市场规模



资料来源: 极兔速递招股说明书, 弗若斯特沙利文

图表 60.2018-2027E 新市场快递市场的市场规模



资料来源: 极兔速递招股说明书, 弗若斯特沙利文

**本土电商平台与全球性电商平台并存。**根据巴西零售与消费者协会数据, 2022 年的巴西电商市场中, 美容多/Americanas/Magazine Luiza/Via/亚马逊的收入分别为 805/443/205/205/146 亿雷亚尔, 合计占据了 78% 的市场份额, 居于主导地位。根据 eMarketer 发布的《2022 年全球电子商务预测报告》显示, 在墨西哥, 主流电商平台主要包括 Mercado Libre Mexico、Amazon Mexico、沃尔玛墨西哥站点、Coppel 以及 Liverpool。2022 年 Mercado Libre 的流量在墨西哥居于首位, 亚马逊墨西哥站的流量年增长率也高达 51%, 而 Coppel 以及 Liverpool 也具有一定的竞争力。

**快递行业相对分散, 竞争激烈。**新市场的基础设施较为落后, 电商市场和物流行业均起步较晚。目前呈现出本土快递平台与联邦快递 UPS、DHL 和 Aramex Express 等国际巨头之间的竞争格局。极兔作为初入者, 新市场的占有率较低。伴随着电商市场的高增速与布局效应显现, 未来会有较大提升。目前处于领先地位的有巴西的 Braspress、TNT Express 和 RTE Rodonaves、墨西哥的 Estafeta Express、埃及的 Egypt Express、阿联酋的 Emirates Post 以及沙特阿拉伯的 Saudi Post。

## 五、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士，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