

# 交通运输行业周报

## 快递产粮区加盟商集体涨价，民航暑运旅客量创新高

优于大市

### 核心观点

**航运：**本周航运景气度继续回落，油运方面，超大型油轮 VLCC 运价略有回升，本周 Poten 发布的 VLCC 运价收于 14800 美元/天，但是仍在盈亏平衡点之下，考虑到年内运力增长有限，而美降息后有望激活全球的石油消费需求，我们坚定看好 VLCC 船型的旺季运价弹性，龙头船企有望迎来戴维斯双击，继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周主要航线全线大幅下挫，市场整体仍较为担忧经济衰退，但是考虑到美国或将较快迎来降息，或对美线贸易货量存在拉动效应，且联盟对运力投放具有约束性作用，我们认为短期无需过度悲观，考虑到三季报有望继续实现较快环比增长，建议继续关注中远海控。

**航空：**由于暑运正式收官，本周整体和国内客运航班量环比下降明显，整体/国内客运航班量环比分别为-8.3%/-8.8%，相当于 2019 年同期的 99.9%/105.5%，国际客运航班量环比下降 5.0%，相当于 2019 年同期的 74.7%，近期国际油价大跌，油价已经明显低于去年同期水平。今年民航暑运表现整体呈现量升价跌的态势，根据航班管家数据，暑运民航旅客运输量 1.42 亿人次，同比 23 年增长 12.4%，同比 19 年增长 17.9%，其中，国内客流量同比 23 年增长 8.3%，同比 19 年增长 21.7%，国际客流量同比 23 年增长 80.0%，同比 19 年下降 7.4%；暑运国内机票（经济舱）均价 904 元（含燃油附加费），同比 2019 年上升 2.9%，同比 2023 年下降 13.8%。投资建议方面，建议投资者继续关注民航暑运下半场以及中秋国庆双节期间的表现，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，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航和春秋航空。

**快递：**1) 在监管层反内卷的指导下，9 月 1 日以来，快递产粮区加盟商在义乌、潮汕、深莞等地区针对不同客户均实现了不同程度的提价，现阶段产粮区涨价主要体现在加盟商端，总部层面还未涨价，此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机，本轮涨价持续性值得期待，如果持续较长时间，后续快递总部盈利也将受益。2) 在消费降级背景下，快递需求增长一直呈现较强韧性，根据国家邮政局数据，7 月快递行业件量同比增速实现 22.2% 的快速增长，维持较高景气度。3) A 股快递上市公司已披露中报业绩，快递板块业绩整体表现稳中向好，其中，顺丰控股得益于精益管理，成本优化效果显著带动二季度归母净利润同比增长 18%，表现超预期；通达系中，中通快递调整后净利润和圆通速递归母净利润同比均实现 10% 左右的稳健增长，韵达股份由于投资收益大幅增加、归母净利润同比增速超过 20%，申通快递由于基数低、归母净利润实现了高增长，极兔速递中国区快递业务的 EBITDA 实现扭亏为盈。投资建议方面，9 月份即将迎来快递旺季，行业涨价幅度及上市公司四季度业绩表现值得期待，考虑到快递龙头估值目前处于底部，投资性价比凸显，建议投资者中短期把握旺季提价催化下的投资机会，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。

**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，在宏观经济增长乏力以及消费疲软的背景下，公司二季度收入增速环比有所下滑，但公司积极应对环境变化，通过调整价格策略、产品创新以及运营模式变革，保证了快运核心业务（剔除京东物流的贡献）的稳健增长，2024 年上半年，快运核心业务实现货量 603.36 万吨，同比增长 7.67%。今年二季度德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，分拨中心已经从去年底的

### 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

- 《交运行业 2024 年 9 月投资策略暨中报小结-中报业绩披露完毕，看好快递及油运的旺季表现》——2024-09-03
- 《交通运输行业周报-中通快递中报业绩稳增长，暑运客流增长显著》——2024-08-26
- 《交通运输行业周报-美国数据超预期带动航运景气度回升，7 月快递需求延续景气》——2024-08-21
- 《交通运输行业 8 月投资策略-油运接近重置价值，关注民航暑运下半场表现》——2024-08-12
- 《交通运输行业周报-嘉友国际员工持股计划彰显信心，高股息板块表现强劲》——2024-08-05

190 个减少至今年年中的 165 个，我们预计下半年京东物流贡献的关联业务有望贡献增量利润。我们认为公司 2024 年仍然有望实现 30% 以上的利润增长，目前仅 13 倍，仍然具备投资价值。2) 另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际中报实现归母净利 7.6 亿元，同比增长 50.7%，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。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：**近期，第二十届中央委员会第三次全体会议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，《决定》中提出，1) 推进能源、铁路、等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革；2) 深化综合交通运输体系改革，推进铁路体制改革。我们认为未来随着铁路市场化改革和体制改革的持续推进，铁路运输公司的盈利能力有望进一步优化，板块估值水平有望提升，建议重点关注高铁核心线路的运营公司京沪高铁。

**投资建议：**我们看好短期旺季有涨价预期催化的价值股。推荐中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、顺丰控股、中远海能、招商轮船、德邦股份、招商南油、中远海控、嘉友国际、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 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600026.SH	中远海能	优于大市	13.4	56,221	1.29	1.44	10.4	9.3
601919.SH	中远海控	优于大市	11.9	180,685	1.82	1.85	6.5	6.4
002352.SZ	顺丰控股	优于大市	36.3	174,962	2.14	2.77	17.0	13.1
2057.HK	中通快递	优于大市	169.0 港币	136,947 港币	12.33	14.57	13.7	11.6
600233.SH	圆通速递	优于大市	15.8	54,401	1.27	1.5	12.4	10.5
603056.SH	德邦股份	优于大市	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 .....	15
铁路公路板块 .....	18
物流板块 .....	19
投资建议 .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

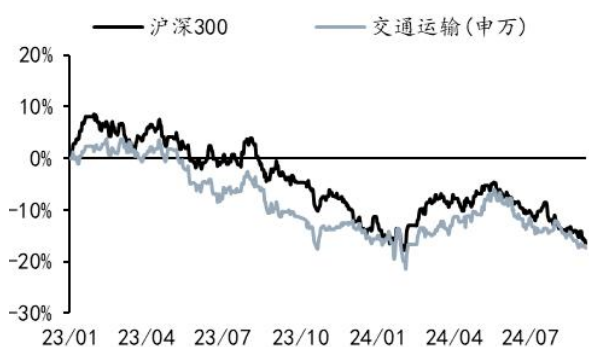
图 1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势 .....	5
图 2: 本周各子板块表现 (2024.09.02-2024.09.06) .....	5
图 3: 本月各子板块表现 (2024.09.01-2024.09.06) .....	5
图 4: 本年各子板块表现 (2024.01.01-2024.09.06) .....	5
图 5: BDTI .....	8
图 6: BCTI .....	8
图 7: CCFI 综合指数 .....	9
图 8: SCFI 综合指数 .....	9
图 9: SCFI (欧洲航线) .....	9
图 10: SCFI (地中海航线) .....	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 .....	13
图 16: 民航客机引进数量 (数据截至 2024 年 7 月 31 日) .....	13
图 17: 快递行业周度件量跟踪数据 (亿件) .....	17
图 18: 快递行业月度业务量及增速 .....	17
图 19: 快递行业月度单票价格及同比 .....	17
图 20: 快递公司月度业务量同比增速 .....	18
图 21: 快递公司月度单票价格同比降幅 .....	18
图 22: 快递行业季度市场份额变化趋势 .....	18
表 1: 本周个股涨幅榜 .....	6
表 2: 本周个股跌幅榜 .....	6

## 本周回顾

本周 A 股市场震荡下行，上证综指报收 2765.81 点，下跌 2.69%，深证成指报收 8130.77 点，下跌 2.61%，创业板指报收 1538.07 点，下跌 2.68%，沪深 300 指数报收 3231.35 点，下跌 2.71%。申万交运指数报收 1953.80 点，相比沪深 300 指数跑赢 1.78pct。

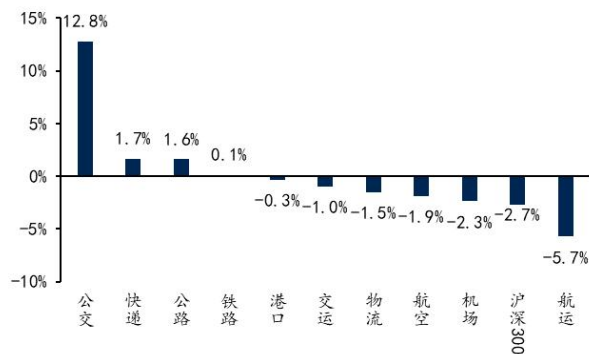
当周交运子板块中公交、快递板块表现较好，主要因为萝卜出行的催化以及快递提价预期的催化。个股方面，涨幅前五名分别为大众交通（+20.5%）、申通快递（+15.7%）、锦江在线（+15.0%）、新宁物流（+14.3%）、盛航股份（+6.9%）；跌幅榜前五名为招商轮船（-11.2%）、中远海发（-8.5%）、中远海能（-8.2%）、中谷物流（-6.9%）、东方嘉盛（-5.6%）。

图1: 2023 年初至今交运及沪深 300 走势



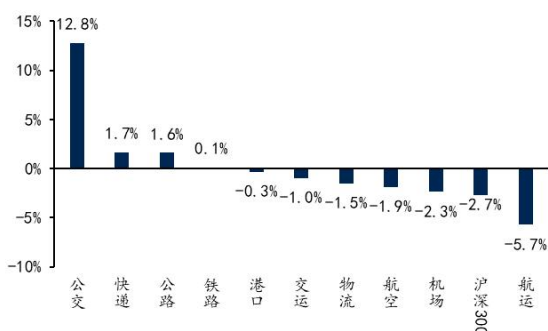
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 本周各子板块表现 (2024.09.02-2024.09.06)



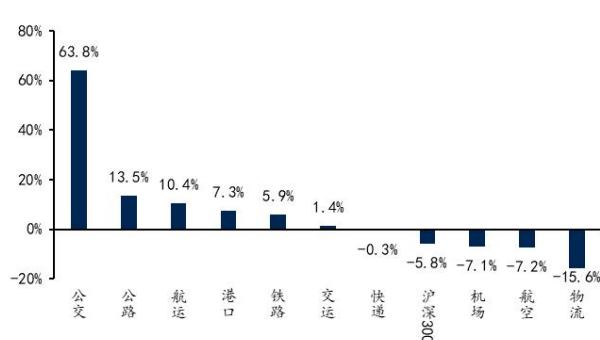
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 本月各子板块表现 (2024.09.01-2024.09.06)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 本年各子板块表现 (2024.01.01-2024.09.06)



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	11.44	20.5%	20.5%	285.9%
2	002468.SZ	申通快递	10.52	15.7%	15.7%	35.4%
3	600650.SH	锦江在线	12.39	15.0%	15.0%	30.2%
4	300013.SZ	新宁物流	2.55	14.3%	14.3%	-32.5%
5	001205.SZ	盛航股份	15.40	6.9%	6.9%	-5.3%
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	11.44	20.5%	20.5%	285.9%
2	002468.SZ	申通快递	10.52	15.7%	15.7%	35.4%
3	600650.SH	锦江在线	12.39	15.0%	15.0%	30.2%
4	300013.SZ	新宁物流	2.55	14.3%	14.3%	-32.5%
5	001205.SZ	盛航股份	15.40	6.9%	6.9%	-5.3%
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	11.44	20.5%	20.5%	285.9%
2	000099.SZ	中信海直	14.76	-4.5%	-4.5%	68.4%
3	603871.SH	嘉友国际	17.45	2.2%	2.2%	56.9%
4	600012.SH	皖通高速	16.03	6.3%	6.3%	51.8%
5	201872.SZ	招港 B	10.83	6.3%	6.3%	50.0%

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	601872.SH	招商轮船	6.67	-11.2%	-11.2%	16.9%
2	601866.SH	中远海发	2.16	-8.5%	-8.5%	-6.5%
3	600026.SH	中远海能	13.40	-8.2%	-8.2%	12.2%
4	603565.SH	中谷物流	7.75	-6.9%	-6.9%	1.8%
5	002889.SZ	东方嘉盛	15.57	-5.6%	-5.6%	-15.0%

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9月6日，BDTI报870点，较上周下行11点，约1.2%，其中超大型油轮VLCC的运价本周小幅回升，但仍处盈亏平衡点之下，Poten发布的中东-远东VLCC TCE收于14800美元/天，较上周回升2000美元/天。成品油方面，本周BCTI报585点，较上周下降29点，约4.7%。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。

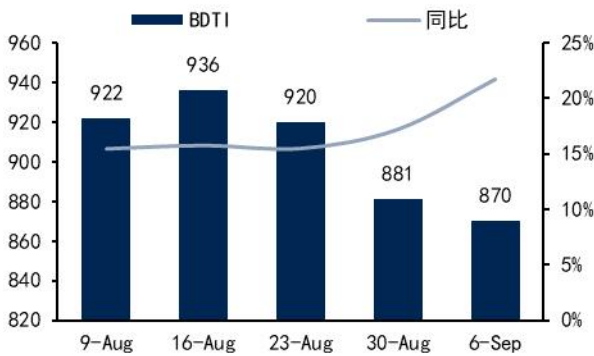
**2024年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。**根据全球船坞的排期表，2024年全球将仅剩1艘VLCC可以下水，叠加Suezmax船型无订单可以交付、Aframax预计运力增长率仅为1.2%，全球原油运输运力增长率仅为0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，届时运价有望出现2023年3月及6月的跳涨情况。

**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。

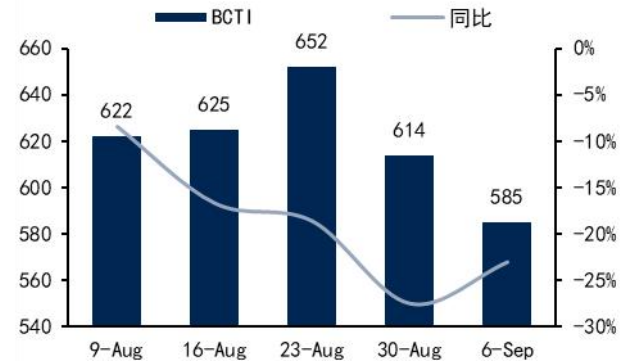
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

图5: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: BCTI



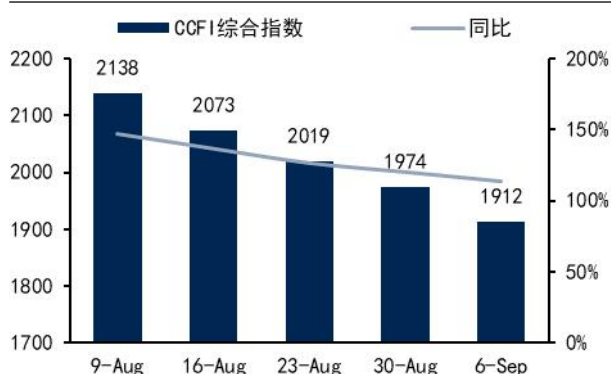
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面，航线运价本周继续下跌，截至 9 月 6 日，CCFI 综合指数报 1912 点，环比下跌 3.1%，SCFI 报 2727 点，环比下跌 3.0%。具体来看，本周主干线仍维持下跌，欧洲航线/地中海线报 3459/3823 美元/TEU，环比分别跌 10.8%/6.4%，美西/美东报 5605/7511 美元/FEU，环比分别下跌 8.7%/11.0%。小航线则涨跌互现，红海线报 1509 美元/TEU，下跌 14.1%，澳新航线本周报 2268 美元/TEU，环比上涨 1.5%，南美线报 7523 美元/TEU，下跌 2.3%。从当前情况来看，红海危机对欧线需求增速的一次性冲击已经基本反应，随着运力的逐步投放，阶段性的供不应求效应正在减弱，但是由于红海问题的长期化，且本轮高景气周期中欧线大船的占比较低，我们预计欧线或将在回落后持稳于较红海危机前更高的水平。美线方面，市场目前仍较为担忧美国经济衰退问题，但是美国未来或将较快进入降息阶段，或将重新激发消费端的活力，有望拉动对美线的货量形成拉动，且在今年库存已经相对较低的水平下，我们预计运价的下行空间相对有限。考虑到集运公司大概率三季度仍有望实现较大幅度的环比增长，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 半年度分红金额接近 50%净利润，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，EBIT Margin 始终保持行业领先，有望取得明显超越市场平均的收益率，继续重点推荐中远海控。

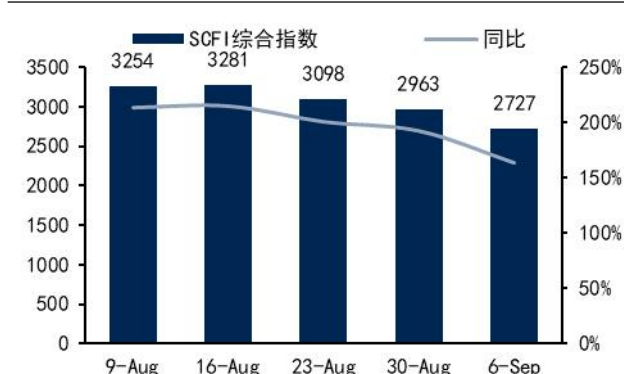


图7: CCFI 综合指数



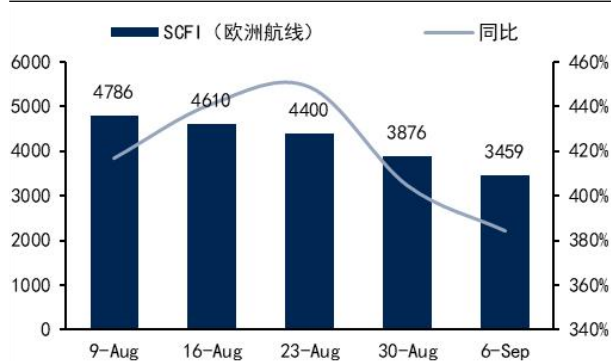
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)



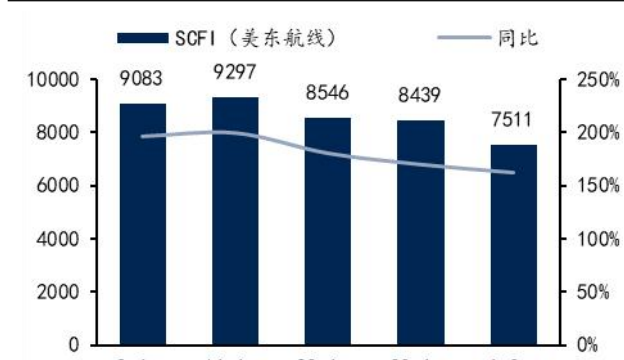
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

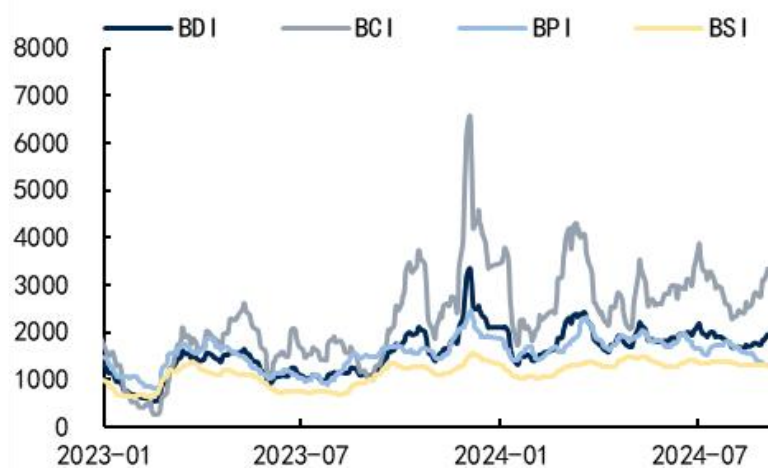
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，BDI 本周继续回升，报 1814 点，环比上周涨 7.0%，主要来自于 Cape 船型的拉动。分船型来看，与中国需求相关度最高的 Cape 船型相对强劲，BCI 涨 8.3%至 3356 点，但是 BPI 下跌 1.7%至 1294 点，BSI 相对平稳，下跌 3.5%至 1260 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

**民航数据每周跟踪更新。**由于暑运正式收官，本周整体和国内客运航班量环比下降明显，整体/国内客运航班量环比分别为-8.3%/-8.8%，相当于2019年同期的99.9%/105.5%，国际客运航班量环比下降5.0%，相当于2019年同期的74.7%，近期国际油价大跌，油价已经明显低于去年同期水平。今年民航暑运表现整体呈现量升价跌的态势，根据航班管家数据，暑运民航旅客运输量1.42亿人次，同比增长12.4%，同比19年增长17.9%，其中，国内客流量同比增长8.3%，同比19年增长21.7%，国际客流量同比增长80.0%，同比19年下降7.4%；暑运国内机票（经济舱）均价904元（含燃油附加费），同比2019年上升2.9%，同比2023年下降13.8%。

### 航空板块完成中报披露，航司上半年业绩整体表现承压。

**中国国航：**1H24 营业收入 795.20 亿元，同比增长 33.4%，归母净亏损 27.82 亿元，亏损同比收窄（1H23 为净亏损 34.51 亿元）；但 2Q24 单季度归母净亏损同比扩大 5.84 亿元至 11.08 亿元，主要因为 2Q 行业淡季需求承压，航司收益水平较弱，拖累盈利。

**南方航空：**1H24 营业收入 847.90 亿元，同比增长 18.0%，归母净亏损 12.28 亿元，亏损同比收窄（1H23 为净亏损 28.75 亿元）；但 2Q24 单季度归母净亏损同比扩大 10.07 亿元至 19.84 亿元，主要因为 2Q 民航需求承压，航司收益水平同比下降，且公司参股公司川航导致投资亏损 11.62 亿元，拖累季度盈利。

**东方航空：**1H24 营业收入 641.99 亿，同比增长 29.9%，归母净亏损 27.68 亿元，亏损同比收窄（1H23 为净亏损 62.49 亿元）；虽然二季度行业需求较弱，但由于去年二季度公司基数较低，Q2 单季归母净亏损同比缩窄 4.81 亿元至 19.65 亿元。

**春秋航空：**2024 年上半年营收 98.8 亿元（+23.0%），归母净利润 13.6 亿元（+62.3%），扣非净利润 13.6 亿元（+79.4%）；其中，二季度单季营收 47.1 亿元（+12.9%），归母净利润 5.51 亿元（+14.1%），扣非净利润 5.5 亿元（+31.1%）。从具体经营数来看，2024 年上半年，公司 ASK、RPK 分别同比增长 21.5%/26.1%，相较 2019 年同期分别增长 28.7%/28.2%，客座率为 91.3%，同比上涨 3.4pct，相较 2019 年同期下降 0.4pct。其中，二季度公司 ASK、RPK 分别同比增长 12.7%/15.9%，相较 2019 年同期分别增长 23.7%/24.0%，客座率为 91.4%，同比上涨 2.5pct，相较 2019 年二季度增加 0.2pct。2024 年上半年公司客公里收益为 0.393 元，同比下降 2.5%；国内/国际航线客公里收益相比 2019 年同期分别增长 7.9%/18.0%。

**航空上市公司公布 7 月经营数据：**1) 民航供给与需求继续修复，7 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+14.4%、+15.0%），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 101.7%、85.5%）；由于 7 月进入暑运旺季，7 月三大航国内线需求环比提升明显（国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化+16.1%、+14.9%、+15.7%）。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 57.4%/31.1%；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 88.6%/116.9%，客座率已经超过 2019 年同期水平（7 月春秋和吉祥的国内客座率分别为 93.93%/87.98%，相比 19 年同期变化了 +1.3pct/+0.3pct）。

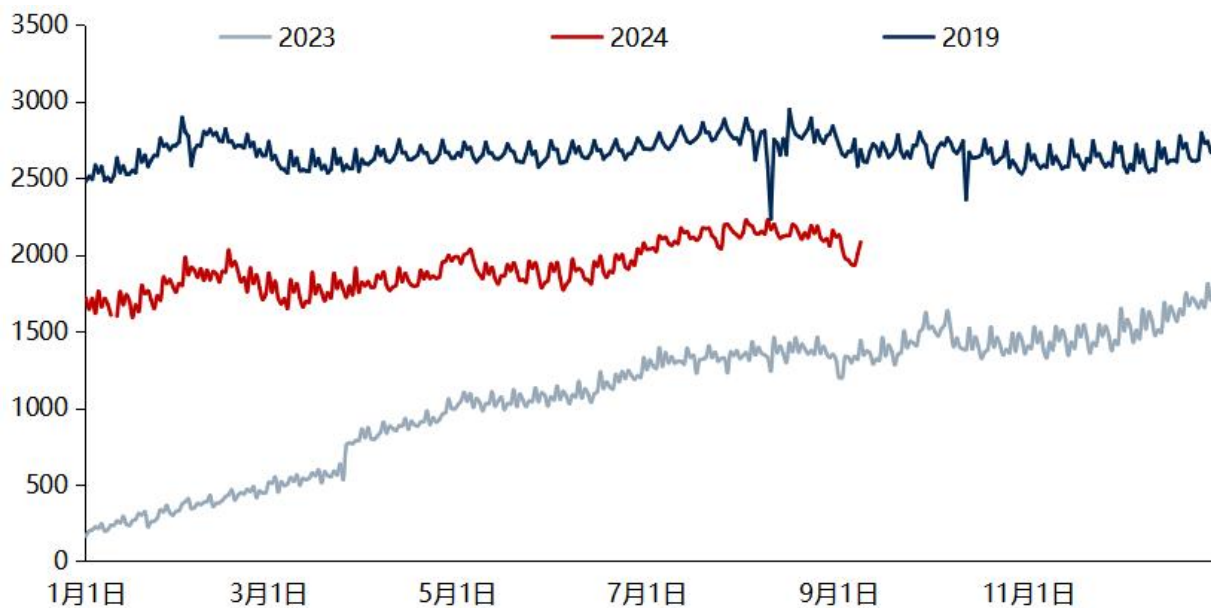
2024 年供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，2024 年航司盈利将继续向上突破。1) 需求方面，航空需求韧性较强，2024 年随着出境政策加速放宽，国际航空出行需求还将进一步回暖，民航整体客运量同比有望实现双位数的正增长。2) 供给方面，现阶段我国民航业引进机队的意愿较弱，叠加飞机制造商产能有限，我们认为 2024 年我国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。建议关注春运旺季民航经营表现，继续推荐春秋航空、中国国航。

图14: 民航国内航线客运航班量



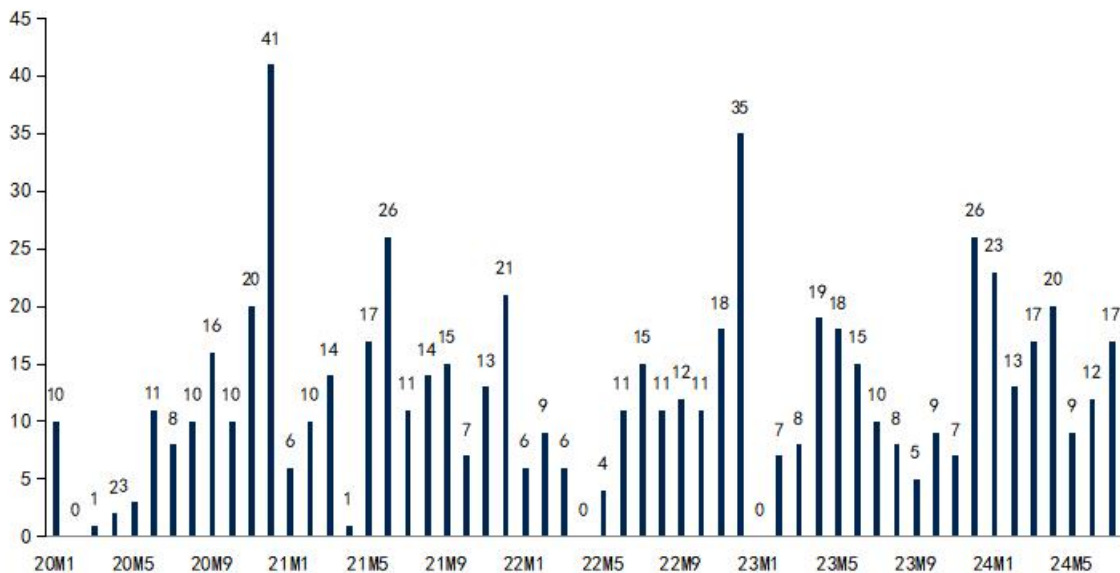
资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

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 7 月 31 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

### 机场板块披露中报，业绩基本符合预期。

- (1) 上海机场披露中报，2024H1 公司实现归母净利润 8.2 亿元，同比增长 515%。
- (2) 白云机场披露中报，2024H1 公司实现归母净利润 4.4 亿元，同比+177%，超过 2019 年同期水平。
- (3) 深圳机场披露中报，2024H1 公司实现归母净利润 1.74 亿，符合业绩预告净利润 1.46-1.96 亿。

**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

近期，快递产粮区加盟商集体涨价，后续旺季总部涨价节奏值得关注。8月22日，国家邮政局在上海召开规范市场秩序、提升服务质量专题会议，会议强调坚决防止“内卷式”恶性竞争。在反内卷大方针指导下，9月1日以来，义乌、潮汕、深莞等核心产粮区的加盟商联手涨价，1) 义乌地区是邮管局有规定最低价，目前反映该区域终端价格上调价格约2-3毛元左右，潮汕及深莞地区加盟商形成涨价联盟，目前反映该区域平均上调价格约4毛钱到6毛钱。2) 目前，产粮区涨价主要体现在加盟商端，总部层面还未涨价，后续建议紧密跟踪这轮涨价的持续性，我们认为乐观情况下此轮涨价有望持续到明年一季度，持续性好则会传导到总部涨价。3) 义乌地区对各家规定的最低价为：邮政1.4元/票、申通和极兔1.45元/票、圆通和韵达1.5元/票、中通1.55元/票，值得注意的是，此次中通的最低价限制与其他竞争对手的差价比以前要小，这有利于中通在产粮区稳住市场份额。4) 此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机，后续9月底十月初总部层面是否会再次进行旺季调价，快递总部会根据市场需求和竞争情况而定。

**快递板块完成中报披露，受益于需求景气，快递公司业绩整体表现稳中有升。**

**顺丰控股：**2024年二季度单季营收690.7亿元（同比+9.1%），归母净利润29.0亿元（同比+17.9%），扣非归母净利润24.9亿元（同比+13.8%）。2024年上半年，虽然宏观经济增长承压，但是公司不断拓展更多新兴产业客群和新场景，促使时效快递件量实现了10%的稳健增长，时效快递收入实现了5.6%的增长。此外，上半年经济快递业务和快运业务收入增长表现较优，剔除掉丰网业务的影响，公司经济快递收入同比增长达到15.6%，高于快递行业整体增速；得益于直营和加盟“双品牌”同步发力，公司快运业务收入同比增速达到16.1%。公司二季度盈利能力同比实现提升，主要得益于，1) 公司23年二季度剥离了短期无法盈利的丰网业务，聚焦盈利能力强的中高端物流；2) 公司坚持精益化资源规划和成本管控，通过营运变革提升效率以及继续推进多网融通来降本（2021年、2022年、2023年和2024H1多网融通降本分别超过6亿元、8亿元、11亿元和6亿元）；3) 快运业务和同城业务的经营也逐步成熟并进入盈利阶段。因此，我们看到公司2024年上半年和二季度的归母净利率分别为3.6%和4.2%，同比均有所提升（23年上半年和二季度归母净利率分别为3.4%和3.9%）。

**圆通速递：**24年二季度单季营收171.4亿元（+21.7%），归母净利润10.4亿元（+9.4%），快递业务归母净利润11.0亿元（+15.0%）。圆通2024年上半年业务量实现122.0亿件（同比+24.8%），超出行业增速1.7个百分点；其中二季度业务量实现66.4亿件（同比+24.7%），市场份额环比增加0.4个百分点至15.4%。今年一季度以来快递行业价格竞争整体可控，单价同比降幅显著收窄，圆通23Q3、23Q4、24Q1以及24Q2的单票快递价格分别为2.33元、2.42元、2.43元和2.26元，同比分别为-7.9%、-9.0%、-4.9%以及-3.9%。得益于单位成本持续优化，二季度公司快递主业实现单票归母净利约0.17元，同比基本持平，环比仅减少0.01元，表现稳健（23Q3、23Q4和24Q1分别为0.16元、0.18元、0.18元、0.17元）。

**韵达股份：**2024年二季度单季营收121.0亿元（+9.0%），归母净利润6.3亿元（+23.2%），扣非归母净利润4.5亿元（+0.7%）。2023年下半年以来，公司经营情况改善显著，2024年上半年，公司累计完成快递业务量109.2亿票，同比增长30.0%，远超行业23.1%的市场增速。在行业竞争较为激烈的背景下，韵达采取相对积极的价格策略以获取更多的市场份额，公司市场份额环比增加0.6个百分

点至 13.9%，一季度和二季度公司的单票快递价格分别约为 2.20 元和 2.02 元，同比降幅分别为 15.9%和 15.6%。由于核心成本费用优化显著，公司二季度单票扣非净利为 0.07 元，呈稳定态势（23Q2、23Q3、23Q4、24Q1、24Q2 分别为 0.09 元、0.04 元、0.08 元、0.08 元、0.07 元）。

**中通快递：**二季度单季公司实现营业收入 107.3 亿元，同比增长 10.1%；实现归母净利润 26.1 亿元，同比增长 3.3%；实现调整后净利润 28.1 亿元，同比增长 10.9%。2024 年二季度，公司继续专注于平衡增长策略，推进高数量向高质量转型，公司二季度实现业务量 84.5 亿件，同比增长 10.1%，增速有所放缓，由于二季度行业价格战较为激烈，因此导致公司市场份额较去年同期有所下降 2 个百分点至 19.6%，但仍然远高于同行竞争对手。由于高价值的非电商件比例增加带来的正面影响抵消掉了增量补贴和包裹重量减轻带来的单价下降，公司二季度核心快递服务单票价格为 1.24 元，同比基本持平。公司二季度单票运输成本和单票中转成本分别为 0.39 元和 0.26 元，同比变化分别为-6.8%和+4.6%。由于单票价格同比持平，最终公司二季度实现单票净利（调整后）0.33 元，同比持平，环比上涨 0.02 元，表现稳健。公司二季度资本开支为 12.8 亿元，同比下降明显（2023 年同期为 22.0 亿元），公司的资本开支高点已过，预计 2024 年全年资本开支水平会继续下降。

**极兔速递：**收入端，上半年极兔收入实现 48.6 亿美元，同比增长 20.6%，其中，快递服务收入实现 47.4 亿美元，同比增长 33.7%。件量端，上半年极兔件量实现 110.1 亿件，同比增长 38.3%，各细分市场均维持快速增长，中国区件量同比增长 37%至 88.4 亿件，市场份额提升至 11.0%，东南亚地区件量同比增长 42%至 20.4 亿件，市场份额提升至 27.4%，新市场件量同比增长 63.9%达到 1.4 亿件，市场份额提升至 6.1%。盈利端，各细分市场的盈利能力均呈现不同程度的改善，中国区业务 EBITDA 同比实现扭亏为盈，东南亚地区业务 EBITDA 同比实现 13%增长，新市场业务 EBITDA 同比实现大幅减亏，最终公司上半年实现净利润 3103 万美元，同比扭亏为盈。

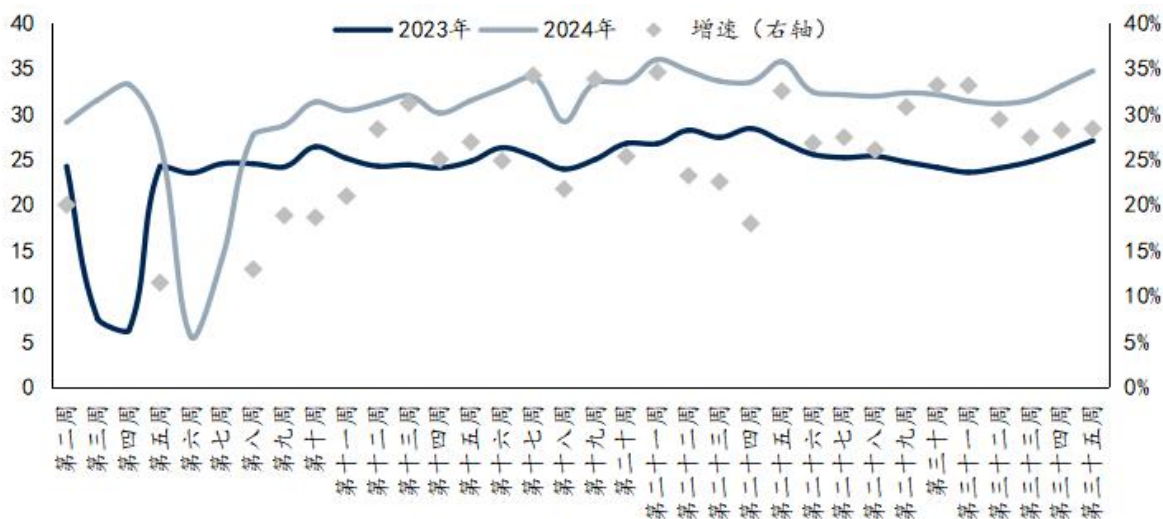
**快递 A 股上市公司发布 7 月经营数据。**1) 7 月份，顺丰控股速运物流业务量同比增长 16.65%，单价同比下降 5.8%；韵达股份业务量同比增长 27.8%，单价同比下降 10.0%；圆通速递业务量同比增长 26.5%，单价同比下降 3.7%；申通快递业务量同比增长 35.4%，单价同比下降 7.0%。2) 顺丰 7 月时效快递的收入增速维持稳健态势。圆通、韵达和申通中，三者的 7 月快递件量增速均明显高于行业，其中申通的增速表现更为亮眼；由于 7 月进入淡季，行业及通达系单价环比均呈小幅下滑，但今年 7 月单价的环比下降幅度均低于去年同期，圆通、韵达和申通 7 月单价环比变化分别为-0.01 元、-0.02 元、-0.01 元，今年快递行业价格竞争一直维持在良性状态。

**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。1-7 月行业累计件量增速达到 23%，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明显超过 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



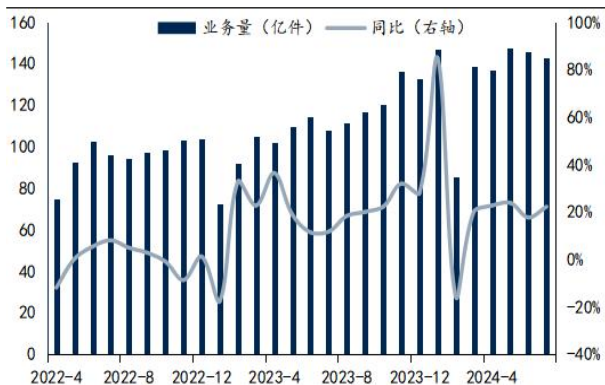
影响只会弊大于利。3) 投资建议方面, 现阶段正处快递淡季, 产粮区价格下调属于季节性正常波动, 我们认为行业竞争仍然处于缓和周期, 今年旺季提价表现值得期待, 目前快递龙头均处于估值低位(中通、圆通、韵达和申通 2024 年的 PE 估值分别为 11 倍、12 倍、11 倍和 14 倍), 向下风险可控, 建议投资者重点把握旺季催化下的投资机会, 推荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。中长期继续看好顺丰控股。

图17: 快递行业周度件量跟踪数据 (亿件)



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



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

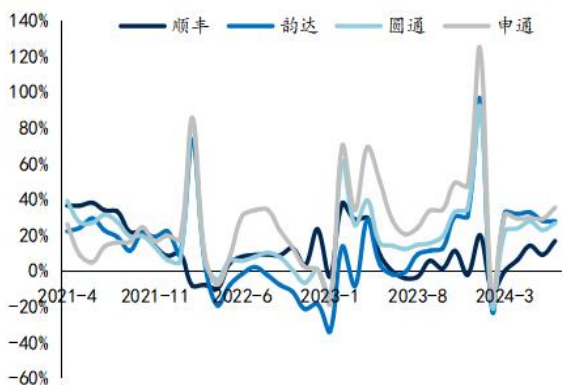
图19: 快递行业月度单票价格及同比



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

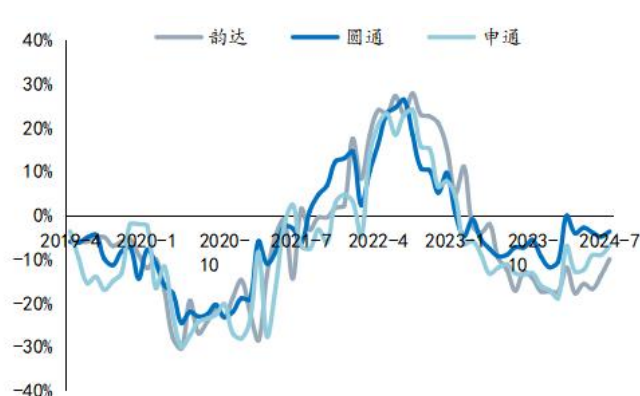
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 快递公司月度业务量同比增速



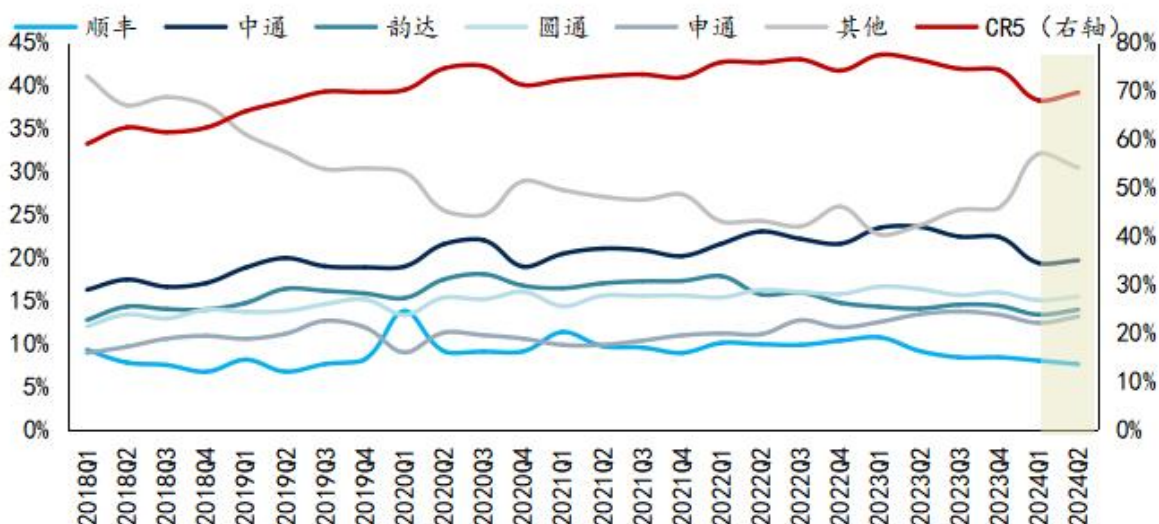
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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 7 月, 我国铁路运输旅客发送量 4.27 亿人, 同比增长 4.3%; 货运发送量 4.32 亿吨, 同比增长 4.2%。2024 年 7 月, 我国铁路运输旅客周转量 1675.02 亿人公里, 同比下降 3.2%; 货运周转量 2857.21 亿吨公里, 同比下降 4.2%。
- 2) **公路方面**, 2024 年 1 至 7 月我国公路客运量为 68.20 亿人次, 同比增长 10.1%; 公路货运量为 233.54 亿吨, 同比增长 3.6%。

## 物流板块

自下而上推荐德邦股份和嘉友国际：

1) **德邦股份公布了 2024 年中报业绩，业绩表现亮眼。**2024 年上半年公司实现营业收入 184.5 亿元 (+17.5%)，归母净利润 3.33 亿元 (+37.1%)。其中二季度单季公司实现营业收入 91.5 亿元 (+10.6%)，归母净利润 2.40 亿元 (+41.1%)。

**网络融合项目稳步推进，二季度收入实现双位数的同比增速。**在宏观经济增长乏力以及消费疲软的背景下，公司二季度收入增速环比有所下滑，但公司积极应对环境变化，通过调整价格策略、产品创新以及运营模式变革，保证了快运核心业务（剔除京东物流的贡献）的稳健增长，2024 年上半年，快运核心业务实现货量 603.36 万吨，同比增长 7.67%。今年二季度德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，分拨中心已经从去年底的 190 个减少至今年年中的 165 个，而短期加速融合也导致部分分拨场地提前退租，产生的违约金致使二季度营业外支出同比增长 62%至 0.42 亿元，我们预计下半年京东物流贡献的关联业务有望贡献增量利润。

**多方因素导致公司毛利率有所下滑，得益于精益管理，净利率同比提升显著。**从人工成本和运输成本来看，1) 受益于业务结构变化以及精益管理举措持续推进，2024 年上半年人工成本同比增长 0.86%，占收入比同比-6.44 pct；2) 由于业务结构变化以及持续增加运输资源投入，2024 年上半年运输成本同比增长 54.16%，占收入比同比+9.66 pct。而叠加上半年规模增长放缓以及两网融合短期会产生磨合成本的影响，导致公司上半年实现毛利率 7.62%，同比-1.25 pct。得益于公司持续推进科技赋能、流程优化和职能组织扁平化，2024 年上半年期间费用为 11.3 亿元，同比下降 3.6%，期间费用率为 6.1%，同比-1.3pcts。此外，今年上半年公司通过产业园售后租回获取利得，从而使得资产处置收益显著增长至 0.98 亿元（去年同期为 0.07 亿元）。最终，公司 2024 年上半年实现归母净利率 1.81%，同比+0.26 pct。

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.2/13.1/15.8 亿元，分别同比变化 +37%/+28%/+20%，当下股价对应 24 年利润 PE 估值约 13 倍，股价还有较大的上涨空间。

2) **嘉友国际发布 2024 年半年报，业绩表现优异。**嘉友国际 2024 上半年实现营业收入 46.4 亿元，同比+65.3%，实现归母净利润 7.6 亿元，同比+50.7%。其中 2024Q2 单季度，嘉友实现营业收入 26.5 亿元，同比+116.1%，实现归母净利润 4.5 亿元，同比+50.0%。

**中蒙矿产贸易较快增长，嘉友“身份转变”迎  $\alpha$  与  $\beta$  共振。**根据海关总署数据，24H1 我国自蒙古进口炼焦煤同比增长 32.8%至 2954 万吨，占我国炼焦煤进口总量的比重同比增加 2.4pct 至 51.6%，其中甘其毛都口岸进出口货运量达到 2097 万吨，创历史同期新高，累计进口煤炭 2029 万吨，同比增长 29.7%；累计进口铜精粉 49 万吨，同比增长 12.9%。此外，公司本身从原本的服务提供商转变为合作伙伴，上半年取得蒙古矿业 MMC 旗下 KEX 矿山 20 股权，并与 MMC 新签煤炭长协，形成了深度合作，探索出“资源+贸易+物流业务模式，预计公司焦煤物贸一体化规模有望明显提升。

完成收购非洲本土车队，非洲大物流版图成果初现，跨境物流业务有望形成新的增长点。2024年上半年，嘉友完成非洲本土知名跨境运输企业 BHL 车队的收购，并进一步深化非洲内陆运输业务网络布局、扩张车队规模、优化运输路线、建立中南部非洲不同国家的配货物流节点，以多种方式提高跨境车辆配载率，打造公路、口岸、物流节点、港口一体化的中南部非洲运输网络此外，为进一步提升公司口岸的竞争力，2024年6月，公司与中航国际签署赞比亚萨卡尼亚道路及口岸项目 EPC 总承包协议，项目正式进入建设期，建设内容包括赞比亚侧萨卡尼亚口岸、恩多拉至穆富利拉道路以及通往萨卡尼亚边境道路（合计约 60km）。项目建成后将贯通刚果（金）和赞比亚两国萨卡尼亚口岸，修建公路连接至赞比亚第二大城市恩多拉，打通刚果（金）铜矿带东南方向与赞比亚的矿产资源运输通道，有望成为刚果（金）矿物出口的主要路线，嘉友从公路到口岸再到车队的优势有望助力公司充分受益于中非贸易规模扩张的浪潮。

嘉友首次进行中期分红，每股派现金红利 0.3 元（含税），派息率 38%（较 23 年年度分红+5pct），积极回报股东。上半年以来，公司通过“资源+贸易+物流”的业务模式不断加强自身的竞争优势，煤炭全程供应链业务的占比提升有望助力公司中蒙业务持续增长，非洲跨境物流业务在收购车队、打通赞比亚侧口岸后亦有望迎来较快增长。

## 投资建议

**航运**，本周航运景气度继续回落，油运方面，超大型油轮 VLCC 运价略有回升，本周 Poten 发布的 VLCC 运价收于 14800 美元/天，但是仍在盈亏平衡点之下，考虑到年内运力增长有限，而美降息后有望激活全球的石油消费需求，我们坚定看好 VLCC 船型的旺季运价弹性，龙头船企有望迎来戴维斯双击，继续推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周主要航线全线大幅下挫，市场整体仍较为担忧经济衰退，但是考虑到美国或将较快迎来降息，或对美线贸易货量存在拉动效应，且联盟对运力投放具有约束性作用，我们认为短期无需过度悲观，考虑到三季报有望继续实现较快环比增长，建议继续关注中远海控。

**航空**，主要受运力供给充足、消费意愿偏弱、市场竞争加剧等多重因素综合影响，民航暑运呈现量增价降态势，根据航班管家数据，暑运民航旅客运输量 1.42 亿人次，同比 23 年增长 12.4%，同比 19 年增长 17.9%，其中，国内客流量同比 23 年增长 8.3%，同比 19 年增长 21.7%，国际客流量同比 23 年增长 80.0%，同比 19 年下降 7.4%；暑运国内机票（经济舱）均价 904 元（含燃油附加费），同比 2019 年上升 2.9%，同比 2023 年下降 13.8%。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。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。

**快递**，在监管层反内卷的指导下，9 月 1 日，快递产粮区加盟商在义乌、潮汕、深莞等地区针对不同客户均实现了不同幅度的提价，现阶段产粮区涨价主要体现在加盟商端，总部层面还未涨价，此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机，本轮涨价持续性值得期待，如果持续较长时间，后续快递总部盈利也将受益。在消费降级背景下，快递需求增长一直呈现较强韧性，根据国家邮政局数据，7 月快递行业件量同比增速实现 22.2% 的快速增长，维持较高景气度。投资建议方面，9 月份即将迎来快递旺季，行业涨价幅度及上市公司四季度业绩表现值得期待，考虑到快递龙头估值目前处于底部，投资性价比凸显，建议投资者中短期把握旺季提价催化下的投资机会，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 7 月，我国铁路运输旅客发送量 4.27 亿人，同比增长 4.3%；货运发送量 4.32 亿吨，同比增长 4.2%。2024 年 7 月，我国铁路运输旅客周转量 1675.02 亿人公里，同比下降 3.2%；货运周转量 2857.21 亿吨公里，同比下降 4.2%。2) **公路方面**，2024 年 1 至 7 月我国公路客运量为 68.20 亿人次，同比增长 10.1%；公路货运量为 233.54 亿吨，同比增长 3.6%。

**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够实现较快的业绩增长。

另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际中报实现归母净利 7.6 亿元，同比增长 50.7%，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。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。

**我们看好短期旺季有涨价预期催化的价值股。推荐中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、顺丰控股、中远海能、招商轮船、德邦股份、招商南油、中远海控、嘉友国际、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 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 $\pm 10\%$ 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 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 $\pm 10\%$ 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