

交运行业 2024 年 11 月投资策略

快递三季度业绩表现稳中向好，关注航运年末提价

优于大市

核心观点

航运：航运板块三季报表现明显分化，总体来看，集运受益于 Q2 高景气的滞后效应，业绩表现强劲，但是由于 Q3 即期运价的明显下滑，CCFI 指数或于 Q4 承压，我们预计集运 Q4 业绩或出现较大比例环比下滑，建议持续关注。油运方面，成品油运 Q3 表现相对较强，但是原油运输表现疲软，主要源自于 OPEC+ 自愿性减产以及中国进口需求不足导致的供需双弱。考虑到当前油运具备较强的供给侧约束，预计需求侧如出现向上边际变化，运价或具备较强向上弹性，我们仍看好 24-25 年油运的潜在向上弹性。即期市场方面，油运目前受制于供需双弱的格局，运价仍处地位运行，旺季效应仍未体现，但是由于冬季采暖需求的客观存在，我们预计运价年内或仍有一轮上行，继续看好油运龙头的业绩弹性，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周各大航商继续推进提价计划，为年末的欧线长协谈判做准备，值得注意的是，欧线已连续两周出现双位数上涨，其余航线的运价同步出现修复，但是提价的持续性仍将取决于需求、停航控班幅度、船东信心等多个因素，我们认为，由于行业的供给相对过剩，且前期的供给侧扰动带来了年内运价高景气，当前行业运价或仍存较大压力。投资标的上，中远海控作为一梯队船东，对上下游均具备较强议价权，盈利能力业内领先，具有价值属性，建议持续关注。

航空：航空板块三季度业绩表现整体承压，由于 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢，民航客运市场供给仍然过剩，导致行业票价同比下滑显著，因此导致航空上市公司三季度业绩同比均出现不同程度的下滑，其中，中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空以及吉祥航空三季度的归母净利润分别同比下滑 2%、24%、28%、32 以及 27%。本周整体和国内客运航班量环比有所回升，整体/国内客运航班量环比分别为-4.6%/-4.8%，相当于 2019 年同期的 98.2%/102.9%，国际客运航班量环比下降 3.5%，相当于 2019 年同期的 76.9%，近期国际油价明显低于去年同期水平。投资建议方面，中长期维度来看，我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，航司盈利能力将持续修复，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、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：快递板块三季度业绩表现稳中向好，1) 顺丰控股通过精益化管理（四网融通、运营模式变革等等）实现降本增效，从而使得三季度毛利率同比提升 2.16 个百分点、归母净利率同比提升 0.65 个百分点，最总公司三季度归母净利润同比增长 35%至 35 亿元；2) 通达系上市公司得益于行业需求维持较高景气以及 9 月产粮区涨价，三季度业绩同比均实现不同程度的正增长，单票快递净利环比仅为微幅下滑，表现符合预期，其中，圆通和韵达归母净利润同比增长分别为 18%和 24%，申通归母净利润达到 2.15 亿元（去年同期约为盈亏平衡）。现阶段，行业竞争短期趋于缓和，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幅度的提价，快递总部 9 月也陆续收紧了产粮区的返利政策，10 月份部分地区也落地执行了旺季涨价政策，四季度通达免上市公司的盈利能力有望企稳回升。投资建议方面，行业旺季提价政策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仍然偏低，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，中长期看好顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股。

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，

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

行业研究 · 行业月报

交通运输

优于大市 · 维持

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

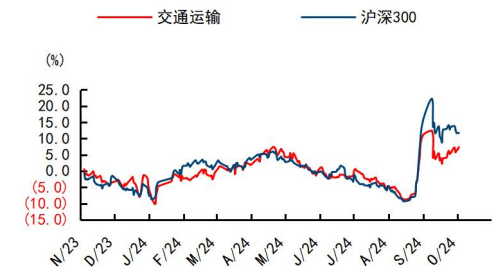
证券分析师：高晟

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-进入财报披露密集期，关注集运提价趋势》——2024-10-28

《交通运输行业周报-集运停航控班开始推进，9月快递行业件量同比增长约18.5%》——2024-10-21

《交通运输行业周报-顺丰发布中期及特别分红，关注集运联盟提价进展》——2024-10-14

《交运行业 2024 年 10 月投资策略-把握顺周期物流板块的投资机会，关注财政政策对油散的需求影响》——2024-10-09

《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》——2024-09-09

由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司三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（推出经济大票新产品）以及运营模式变革（新模式帮助公司拓展产业带专业市场），保证了快运核心业务（剔除京东物流的影响）实现货量340.97万吨，同比增长9.37%，货量增速环比有所提升（2024H1为7.67%）。今年德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，三季度分拨中心数量同比已经减少了40多个，面积同比减少约10%，我们估计三季度京东物流贡献的关联业务已经开始贡献增量利润，且预计四季度贡献的增量利润规模还将继续提升。我们认为公司通过降本增效仍然有望保证未来2年净利润实现较快增长，目前估值便宜，仍然具备投资价值。2）另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利10.89亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现平平，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，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：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：我们看好业绩稳健且具有顺周期属性的价值股以及短期有旺季涨价预期催化的个股。推荐中通快递、顺丰控股、圆通速递、韵达股份、申通快递、德邦股份、中远海能、招商轮船、招商南油、嘉友国际、中远海控、中国国航、春秋航空、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	13.1	63,070	0.91	1.12	14.4	11.7
601919.SH	中远海控	优于大市	14.6	246,433	2.92	1.59	5.0	9.2
002352.SZ	顺丰控股	优于大市	44.7	218,318	2.08	2.42	21.5	18.5
2057.HK	中通快递	优于大市	179.7	147,239	12.18	14.4	13.6	11.5
600233.SH	圆通速递	优于大市	16.4	56,815	1.26	1.5	13.0	10.9
603056.SH	德邦股份	优于大市	14.3	15,096	0.86	1.11	16.7	12.9

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

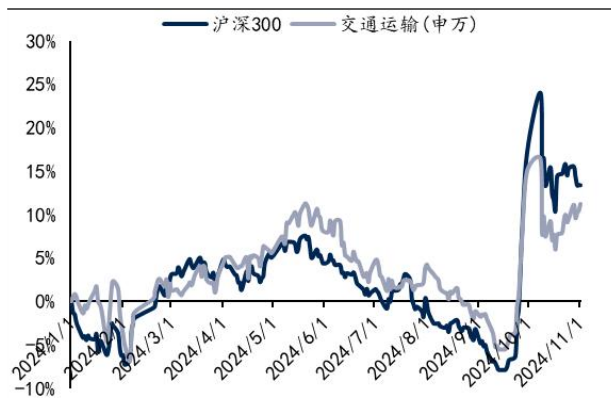
图 1: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图 2: 本周各子板块表现 (2024.10.28-2024.11.01)	5
图 3: 本月各子板块表现 (2024.11.01-2024.11.01)	5
图 4: 本年各子板块表现 (2024.01.01-2024.11.01)	5
图 5: BDTI	9
图 6: BCTI	9
图 7: CCFI 综合指数	10
图 8: SCFI 综合指数	10
图 9: SCFI (欧洲航线)	10
图 10: SCFI (地中海航线)	10
图 11: SCFI (美西航线)	10
图 12: SCFI (美东航线)	10
图 13: 散运运价表现	11
图 14: 民航国内航线客运航班量	13
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 9 月 30 日)	14
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	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	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

上周 A 股市场震荡下跌，上证综指报收 3272.01 点，下跌 0.84%，深证成指报收 10455.50 点，下跌 1.55%，创业板指报收 2123.74 点，下跌 5.14%，沪深 300 指数报收 3890.02 点，下跌 1.68%。申万交运指数报收 2219.25 点，相比沪深 300 指数跑赢 3.22pct。

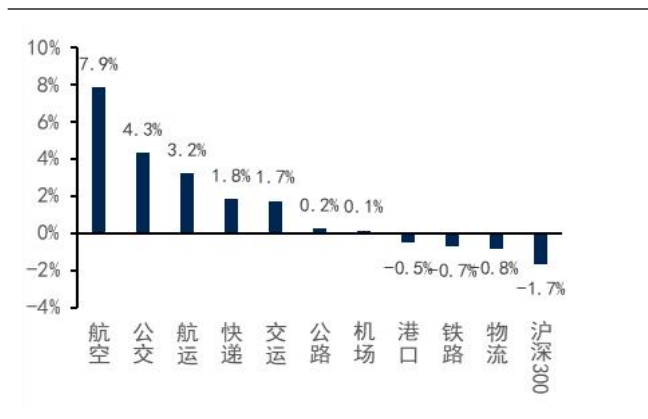
上周交运航空板块表现较好，主要因为航空上市公司三季报业绩表现好于预期。个股方面，涨幅前五名分别为长航凤凰（+31.7%）、海航控股（+28.8%）、怡亚通（+16.8%）、中远海特（+13.1%）、海南高速（+12.6%），跌幅榜前五名为海晨股份（-9.7%）、飞力达（-8.2%）、厦门象屿（-7.8%）、唐山港（-7.2%）、密尔克卫（-7.0%）。

图1：2024 年初至今交运及沪深 300 走势



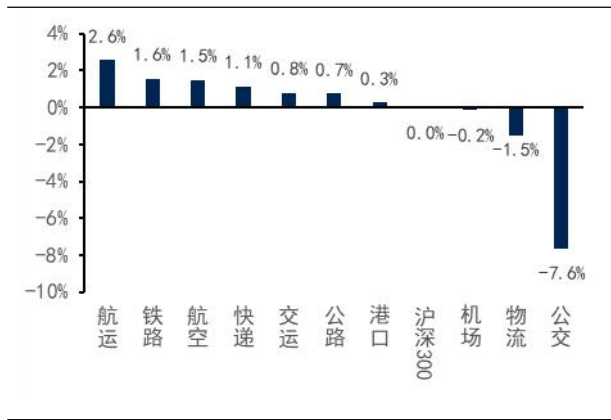
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：本周各子板块表现（2024.10.28-2024.11.01）



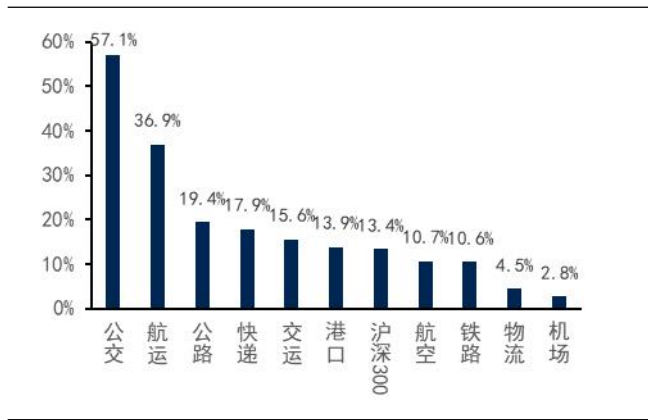
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：本月各子板块表现（2024.11.01-2024.11.01）



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（2024.01.01-2024.11.01）



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	000520.SZ	长航凤凰	5.77	31.7%	-10.0%	108.3%
2	600221.SH	海航控股	1.52	28.8%	10.1%	10.9%
3	002183.SZ	怡亚通	5.63	16.8%	-9.9%	26.1%
4	600428.SH	中远海特	7.69	13.1%	5.2%	49.8%
5	000886.SZ	海南高速	5.79	12.6%	-2.9%	42.9%
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	600221.SH	海航控股	1.52	28.8%	10.1%	10.9%
2	603117.SH	万林物流	7.93	-0.1%	10.0%	139.6%
3	601919.SH	中远海控	15.44	4.8%	5.9%	69.5%
4	600428.SH	中远海特	7.69	13.1%	5.2%	49.8%
5	600190.SH	锦州港	1.54	4.8%	4.8%	-45.8%
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	9.29	8.4%	-10.0%	213.4%
2	000099.SZ	中信海直	24.46	11.0%	-7.3%	179.0%
3	603117.SH	万林物流	7.93	-0.1%	10.0%	139.6%
4	000520.SZ	长航凤凰	5.77	31.7%	-10.0%	108.3%
5	603871.SH	嘉友国际	20.24	-5.3%	3.5%	84.8%

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	300873.SZ	海晨股份	18.15	-9.7%	-5.5%	-21.6%
2	300240.SZ	飞力达	6.52	-8.2%	-5.0%	-3.1%
3	600057.SH	厦门象屿	5.81	-7.8%	-1.4%	-9.7%
4	601000.SH	唐山港	4.38	-7.2%	0.2%	31.2%
5	603713.SH	密尔克卫	55.75	-7.0%	-2.3%	5.6%

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

航运板块完成三季报披露，集运油运的季报表现明显分化：

- 1) **中远海控**前三季度实现营业收入 1747.37 亿元，同比+29.80%，实现归母净利润 381.24 亿元，同比+72.73%，实现扣非归母净利润 380.59 亿元，同比+73.13%。其中，单三季度实现营业收入 735.13 亿元，同比+72.00%，实现归母净利润 212.54 亿元，同比+285.70%，实现扣非归母净利润 212.39 亿元，同比+288.62%。
- 2) **中远海能**前三季度实现营业收入 171.44 亿元，同比+3.68%；归母净利润 34.15 亿元，同比-8.05%；扣非归母净利润 33.49 亿元，同比+0.77%。其中，单三季度实现营业收入 54.93 亿元，同比增长 10.80%；归母净利润 8.08 亿元，同比下滑 10.93%；扣非归母净利润 7.32 亿元，同比下滑 19.00%。
- 3) **招商轮船**前三季度实现营业收入 92.96 亿元，同比+1.44%；归母净利润 33.69 亿元，同比-10.35%；扣非归母净利润 32.88 亿元，同比-9.11%。其中，单三季度实现营业收入 60.62 亿元，同比增长 0.48%；归母净利润 8.72 亿元，同比下滑 11.67%；扣非归母净利润 8.43 亿元，同比下滑 4.40%。
- 4) **招商南油**前三季度实现营业收入 50.08 亿元，同比+7.76%；归母净利润 16.56 亿元，同比+37.62%；扣非归母净利润 13.88 亿元，同比+16.85%。其中，单三季度实现营业收入 14.80 亿元，同比-0.73%；归母净利润 4.36 亿元，同比+20.90%；扣非归母净利润 3.60 亿元，同比+0.41%。

总体来看，集运受益于 Q2 高景气的滞后效应，业绩表现强劲，但是由于 Q3 即期运价的明显下滑，CCFI 或于 Q4 承压，我们预计集运 Q4 业绩或出现较大比例环比下滑，建议持续关注。油运方面，成品油运 Q3 表现相对较强，但是原油运输表现疲软，主要源自于 OPEC+ 自愿性减产以及中国进口需求不足导致的供需双弱。考虑到当前油运具备较强的供给侧约束，预计需求侧如出现向上边际变化，运价或具备较强向上弹性，我们仍看好 24-25 年油运的潜在向上弹性。

即期市场:

油运方面，本周原油和成品油景气度低位运行，截至 11 月 1 日，BDTI 报 957 点，较上周下降 79 点，约 7.6%，其中超大型油轮 VLCC 的运价有所回升，Poten 发布的中东-远东 VLCC TCE 收于 26600 美元/天，较上周下降 5000 美元/天。成品油方面，本周 BCTI 报 524 点，较上周下降 28 点，约 5.1%。当前油运正处由淡转旺的时间点，虽然目前运价仍处相对较低为止，但是考虑到 24 年 VLCC 运力增长有限，我们维持 24-25 年行业运价中枢继续抬升的观点，随着旺季逐步开启以及地缘政治的影响，我们依旧看好油运的旺季向上弹性。

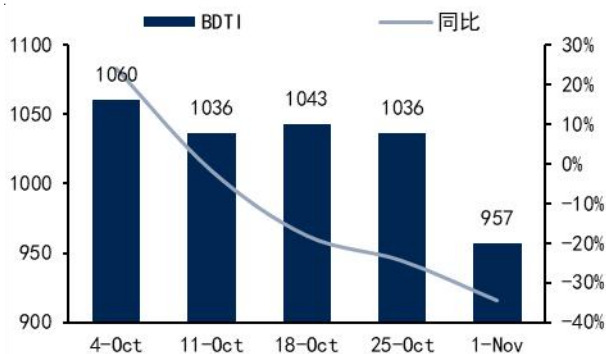
2024 年原油运力新增较为有限，需求的恢复有望带来较强的运价向上弹性。根据全球船坞的排期表，2024 年全球将仅剩 1 艘 VLCC 可以下水，叠加 Suezmax 船型无订单可以交付、Aframax 预计运力增长率仅为 1.2%，全球原油运输运力增长率仅为 0.6%。如考虑到拆解及环保限速因素，行业或正式进入总体运力负增长时代。较低的供给弹性有望赋予行业更高的运价向上动力，如中东逐步恢复产量或欧美石油消费需求回升、补库存力度增强，均有望带来行业需求出现较大边际变化，届时运价有望出现 2023 年 3 月及 6 月的跳涨情况。

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。

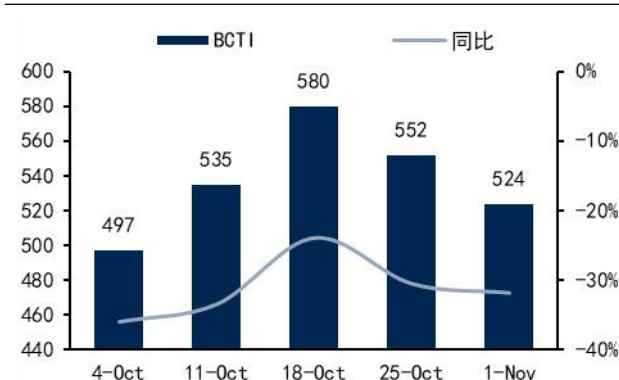
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

图5: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: BCTI

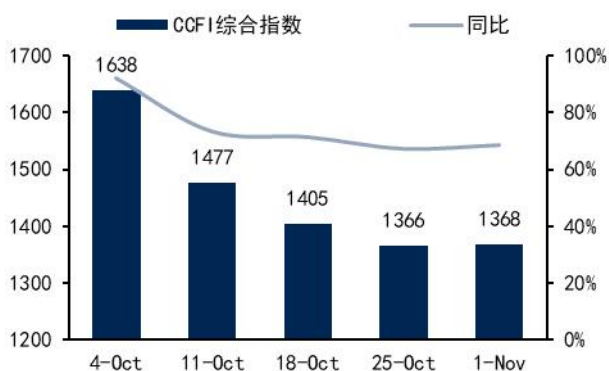


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面, 本周即期运价出现回升, 截至 11 月 1 日, CCFI 综合指数报 1368 点, 环比+0.1%, SCFI 报 2303 点, 环比上涨 5.4%。具体来看, 本周欧洲航线继续涨幅领先, 欧洲航线/地中海线报 2442/2907 美元/TEU, 环比分别大涨 9.7%/13.8%, 美西/美东报 4826/5258 美元/FEU, 环比分别上涨 0.9%/3.1%。小航线同步继续回升, 红海线报 1507 美元/TEU, 上涨 5.6%, 澳新航线本周报 2145 美元/TEU, 环比上涨 4.2%, 南美线报 6359 美元/TEU, 上涨 1.2%。本周, 大型班轮公司的提价计划继续推进, 欧线运价连续两周实现双位数大涨彰显联盟的控价能力, 为年底的欧线长协谈判打下较好的基础, 我们预计未来几周内, 各大班轮公司仍将继续推进停航控班, 并逐步减少主干线的运力投放, 但是否提价成功或将取决于需求、停航幅度、船东心态等多方面因素, 建议紧密跟踪。中期来看, 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, 假期期间美东港口的罢工问题得以解决, 叠加当前美国消费力仍处于修复阶段, 考虑到美国耐用品库存已经处于相对较低位置, 预计运价或将维持一定韧性, 但当前压力仍存。

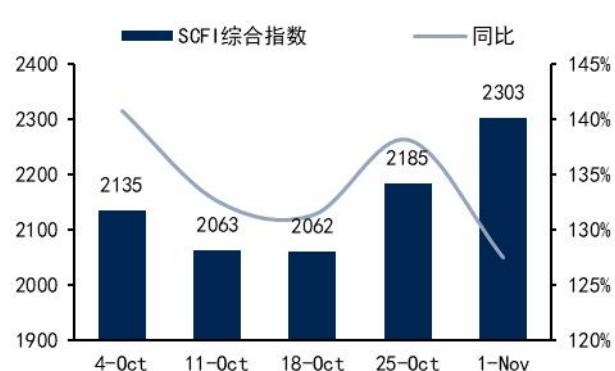
投资标的上, 中远海控业绩表现优异, 前三季度实现归母净利润 381.24 亿元, 同比+72.73%, 其中, 单三季度实现归母净利润 212.54 亿元, 同比+285.70%。并积极回报投资者, 2024 半年度分红金额接近 50%净利润, 作为一线船东, 公司在收入端和成本端均具备一定议价优势, EBITMargin 始终保持行业领先, 有望取得明显超越市场平均的收益率, 建议关注是否具备弱 β 下的价值 α 投资机会。

图7: CCFI 综合指数



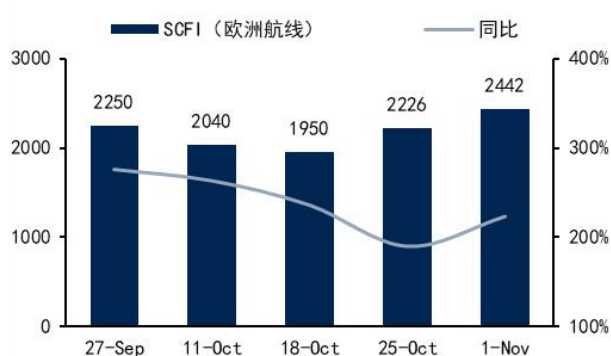
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



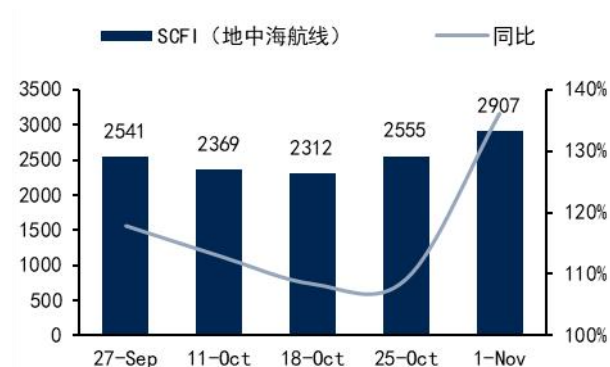
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



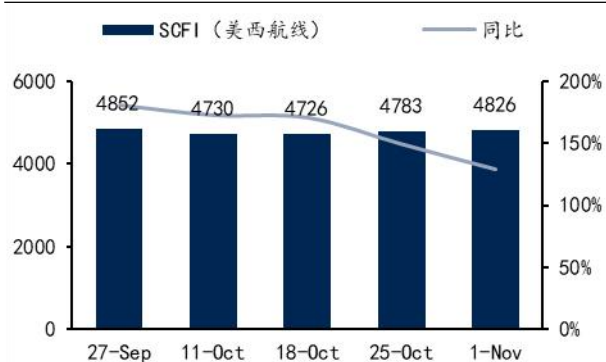
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: SCFI (地中海航线)



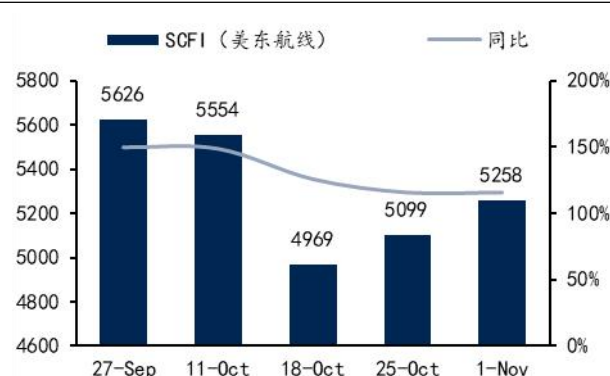
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: SCFI (美西航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

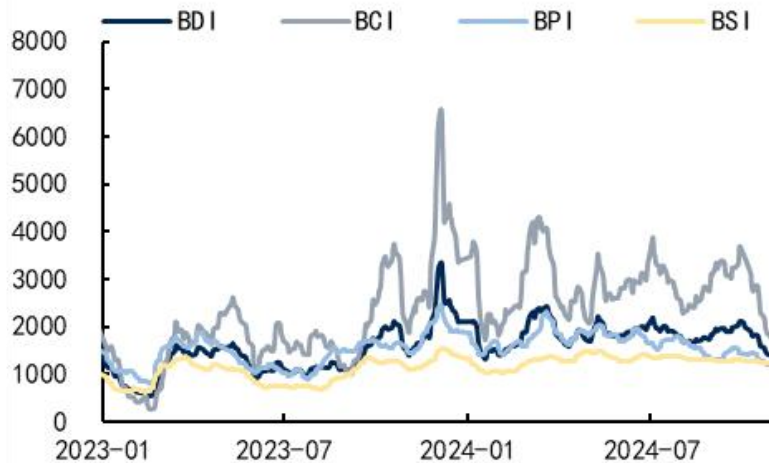
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，散运运价本周虽继续回落，但是跌幅明显收窄，截至 11 月 1 日，BDI 报 1378 点，环比跌 2.3%。分船型来看，与中国需求相关度最高的 Cape 船型相对强劲，BCI 跌 0.4%至 1848 点，BPI 跌 0.2%至 1199 点，但 BSI 仍快速下跌，本周报 1163 点，环比跌幅 6.2%。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，如后续我国财政政策发力，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。本周整体和国内客运航班量环比有所回升，整体/国内客运航班量环比分别为-4.6%/-4.8%，相当于 2019 年同期的 98.2%/102.9%，国际客运航班量环比下降 3.5%，相当于 2019 年同期的 76.9%，近期国际油价明显低于去年同期水平。

航空上市公司完成三季报披露，航空板块三季度业绩表现整体承压，由于 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢，民航客运市场供给仍然过剩，导致行业票价同比下滑显著，因此导致航空上市公司三季度业绩同比均出现不同程度的下滑：

1) 中国国航 2024 年前三季度公司营业收入 1281.5 亿元，同比增长 21.5%，实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 72.1%，其中单三季度公司营业收入 486.3 亿元，同比增长 6.0%，实现归母净利润 41.4 亿元，同比下降 2.3%。2024 年三季度，公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别同比增长 14.4%、20.7%以及 12.5%，且分别为 2019 年同期的 141.6%、128.4%以及 130.2%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，单位 RPK 营业收入为 0.62 元，同比下降 12.2%，相较 2019 年提升 0.3%。

2) 南方航空 2024 年前三季度公司营业收入 1346.6 亿元, 同比增长 12.7%, 实现归母净利润 19.65 亿元, 同比增长 48.9%, 其中单三季度公司营业收入 498.7 亿元, 同比增长 4.6%, 实现归母净利润 31.9 亿元, 同比下降 23.9%。2024 年三季度, 公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别同比增长 11.8%、18.7% 以及 11.4%, 且分别恢复至 2019 年同期的 110.1%、110.7% 以及 108.4%。2024 年行业供给仍然过剩, 导致公司收益水平表现承压, 单位 RPK 营业收入为 0.59 元, 同比下降 11.8%, 相较 2019 年提升 3.0%。

3) 中国东航 2024 年前三季度公司营业收入 1025.85 亿元, 同比增长 19.78%, 实现归母净利润-1.38 亿元 (去年同期为-25.96 亿元)。其中单三季度公司营业收入 383.86 亿元, 同比增长 6.23%, 实现归母净利润 26.3 亿元, 同比下降 28.2%。2024 年三季度, 公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别同比增长 15.66%、26.12% 以及 14.3%, 且分别恢复至 2019 年同期的 112.72%、116.62% 以及 113.69%。2024 年行业供给仍然过剩, 导致公司收益水平表现承压, 单位 RPK 营业收入为 0.57 元, 同比下滑 15.72%, 相较 2019 年下滑 4.91%。

4) 春秋航空 2024 年前三季度, 公司实现营业收入 159.8 亿元, 同比+13.3%, 归母净利润 26.0 亿元, 同比-2.7%。其中 24Q3, 公司实现营业收入 61.0 亿元, 同比+0.5%, 归母净利润 12.4 亿元, 同比 23 年-32.4%。24Q3, 公司 ASK、RPK 同比 23Q3 分别+10%、+11%, 同比 19Q3 分别+30%、+31%。2024 年行业供给仍然过剩, 导致公司收益水平表现承压, 单位 RPK 收入为 0.442 元, 相较 19 年+5%, 同比 23 年-9%。

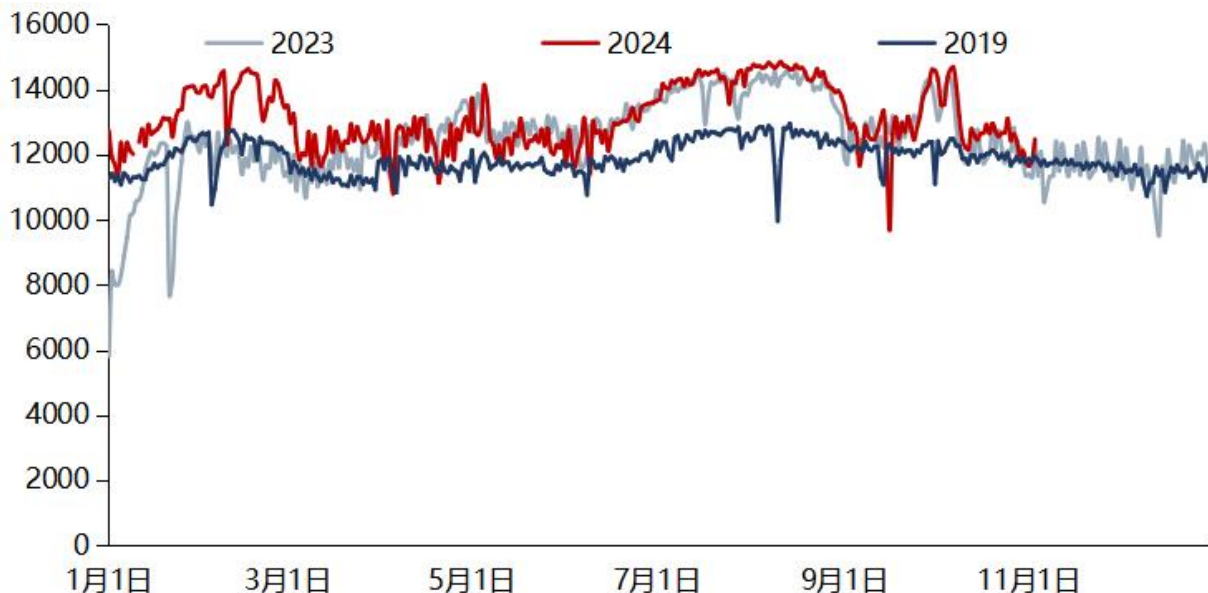
5) 吉祥航空 2024 年前三季度公司营业收入 174.92 亿元, 同比增长 10.15%, 实现归母净利润 12.71 亿元, 同比增长 10.12%, 其中单三季度公司营业收入 65.36 亿元, 同比下降 0.2%, 实现归母净利润 7.82 亿元, 同比下降 27.21%。2024 年三季度, 公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别同比增长 4.73%、12.69% 以及 13.42%, 且分别恢复至 2019 年同期的 128.15%、138.46% 以及 140.45%。2024 年行业供给仍然过剩, 导致公司收益水平表现承压, 单位 RPK 营业收入为 0.51 元, 同比下降 11.44%, 相较 2019 年下降 4.48%。

航空上市公司公布 9 月经营数据: 1) 民航供给与需求继续修复, 9 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+9.8%、+10.8%), 国际地区航线需求已恢复至 2019 年的九成以上 (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 104.8%、92.7%); 由于进入淡季, 9 月三大航国内线需求环比下降 (国航、东航、南航国内客运量环比上月分别变化-17.0%、-17.8%、-15.7%)。客座率方面, 东航、南航国内客座率维持修复态势, 相较 2019 年同期水平分别变化+3.7 pct、+3.7 pct。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 33.4%/17.2%; 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 75.7%/131.3%, 客座率与 2019 年同期水平相近 (8 月春秋和吉祥的国内客座率分别为 91.88%/87.41%, 相比 19 年同期变化了 -0.4pct/-0.7pct)。

供需缺口将持续缩小, 航司价格竞争意愿较弱, 航司盈利将继续修复。 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

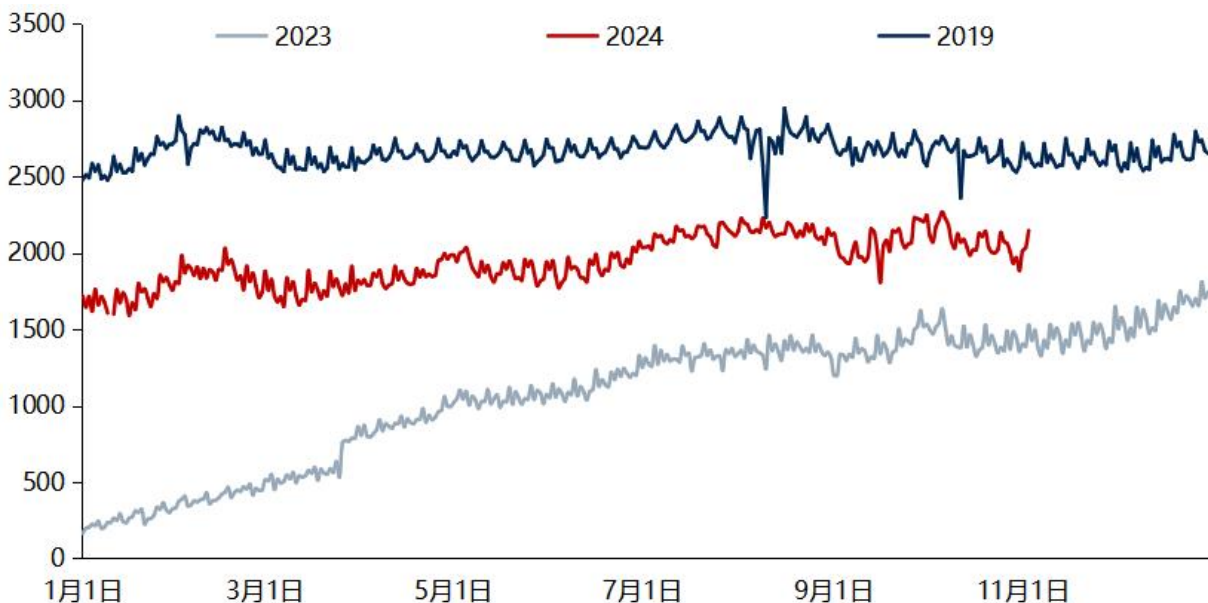
国客运机队增速将继续维持低个位数，且随着国际航线的进一步恢复，民航供给结构还将继续改善。3) 竞争方面，疫情期间航司亏损严重，疫情放开后各大航司急需盈利回血，未来几年行业价格竞争概率大幅降低。建议关注春运旺季民航经营表现，继续推荐春秋航空、中国国航。

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 9 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

机场板块披露三季报，业绩基本符合预期。

- (1) **上海机场**前三季度实现营业收入 91.91 亿元，同比增长 16.16%；归母净利润 12.02 亿元，同比增长 141.87%。
- (2) **白云机场**前三季度实现营业收入 53.00 亿元，同比增长 15.04%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 143.71%。
- (3) **深圳机场**前三季度实现营业收入 34.65 亿元，同比增长 13.92%；归母净利润 3.27 亿元，同比增长 99.38%。

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股上市公司完成三季报披露，快递板块三季度业绩表现稳中向好：

1) 顺丰控股 2024年前三季度营收2068.6.1亿元(同比+9.4%)，归母净利润76.2亿元(同比+21.6%)，扣非归母净利润67.4亿元(同比+21.6%)；2024年单三季度单季营收724.5亿元(同比+12.1%)，归母净利润28.1亿元(同比+34.6%)，扣非归母净利润26.0亿元(同比+41.0%)。公司单三季度实现毛利润102.43亿元，同比增长32.30%，毛利率为14.14%，同比提升2.16个百分点，归母净利率为3.88%，同比提升0.65个百分点。公司盈利能力持续提升主要得益于，1)公司坚持精益化资源规划与成本管控，多网融通降本进入常态化阶段，营运模式变革降本增效效果开始显现，从而实现业务增长与规模效益双提升的良性循环；2)公司优化管理机制，激发组织活力，加大授权增强激励，提高全员经营意识和市场竞争力，促进全员价值贡献和创收。

2) 圆通速递 2024前三季度公司实现营业收入493.7亿元，同比+21.1%；归母净利润29.3亿元，同比+10.2%；经营性现金流40.8亿元，同比+7.2%。2024Q3：24Q3公司实现营业收入168.1亿元，同比+22.1%，实现归母净利润9.4亿元，同比+18.1%，扣非归母净利润9.2亿元，同比+22.03%。虽然三季度淡季行业价格竞争较为激烈，但公司三季度单票快递净利表现仍然比较稳定，为0.15元(24Q1和24Q2分别为0.18元、0.17元)。

3) 韵达股份 2024前三季度公司实现营业收入355.1亿元，同比增加8.14%；归母净利润14.1亿元，同比+20.9%；归母扣非净利润11.7亿元，同比+20.9%。24Q3公司实现营业收入122.6亿元，同比+8.84%，实现归母净利润3.7亿元，同比+24.2%，实现扣非归母净利润3.4亿元，同比+88.4%。虽然三季度淡季行业价格竞争较为激烈，但公司三季度单票扣非净利表现仍然比较稳定，为0.06元(24Q1和24Q2分别为0.08元、0.07元)。

4) 申通快递 2024 年前三季度营收 334.9 亿元 (+14.2%)，扣非归母净利润 6.39 亿元 (+204.8%)；24 年三季度单季营收 119.2 亿元 (+16.3%)，扣非归母净利润 2.02 亿元 (去年同期盈亏平衡)。虽然三季度淡季行业价格竞争较为激烈，但公司三季度单票扣非净利表现仍然比较稳定，为 0.03 元 (24Q1 和 24Q2 分别为 0.04 元、0.04 元)。

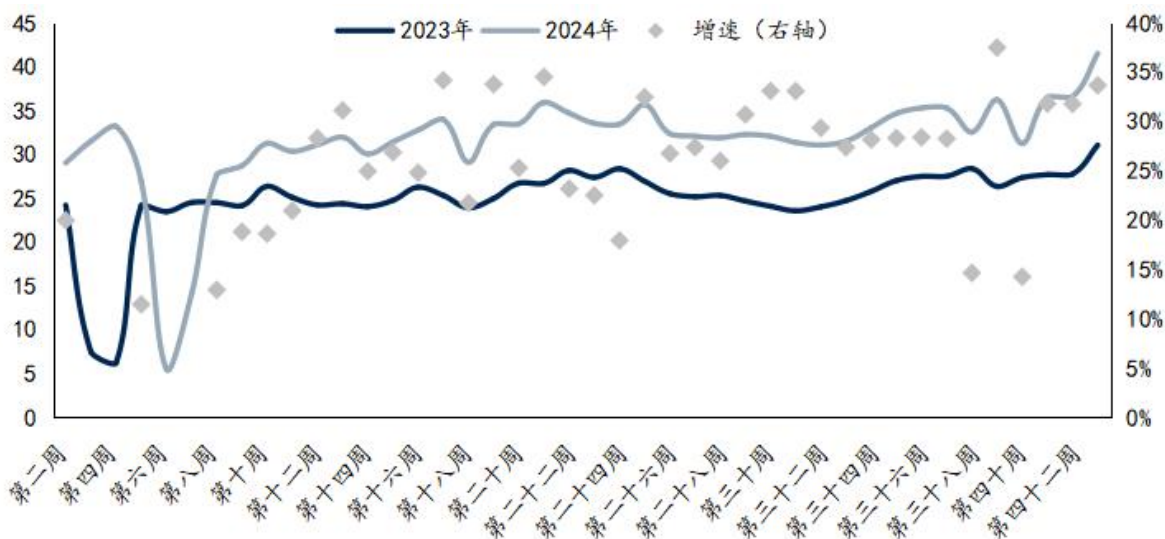
快递 A 股上市公司发布 9 月经营数据。1) 行业层面：虽然经济和消费表现承压，但是由于消费降级趋势明显，抖音、拼多多等电商平台销售表现仍然亮眼，而且该类电商平台的无购物车模式导致线上消费订单碎片化，从而支撑快递行业件量呈现较快增长态势。由于去年快递行业件量基数呈现前低后高的态势，9 月行业件量增速预计回落至 18.5%，2024 年全年快递行业件量增速将明显超过 15%，呈现较高景气度。2) 公司层面：顺丰 9 月时效快递的收入增速表现仍然稳健。圆通、韵达和申通中，三者的 9 月快递件量增速均高于行业，其中圆通的增速表现更为亮眼；三季度累计数据来看，圆通、韵达、申通和极兔的件量增速分别为 28.1%、23.7%、27.9%、18.7%；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，由于此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机，涨价持续性较好促使涨价已经传导至总部，因此可以看到通达公司 9 月单价表现均企稳回升，圆通、韵达和申通 9 月单价环比变化分别为 +0.01 元、+0.02 元、+0.02 元。

顺丰控股发布中期分红及特别分红。1) 为回报广大股东长期以来的大力支持，公司拟在港股发行上市完成前，对全体股东（即 A 股股东）实施一次性的特别现金分红，以实际行动践行以投资者为本的理念，与股东共享公司的经营发展成果。具体为每 10 股派发 10 元，预计特别分红总额约 48 亿元。2) 为了进一步提升股东回报，增强股东获得感，公司拟提高现金分红频次，实施 2024 年中期分红。具体为每 10 股派发 4 元，预计中期分红总额约 19.2 亿元，占今年上半年归母净利润的 40%，正如此前公告的《未来五年（2024 年-2028 年）股东回报规划》所述，分红比例在 2023 年度 35% 的基础上稳步提高。综上，按照现在股价，2024 年顺丰控股股息率有望超过 4%。

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。1-9 月行业累计件量增速达到 22.0%，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) 中短期行业竞争将呈趋缓态势，一是因为在监管层“反内卷”的方向指导下，行业不再面临恶性价格战的风险，二是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；三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；四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，9 月份产粮区加盟商的终端价格已经修复至合理水平，且涨价持续性较好，快递总部盈利也将受益于此轮涨价，10 月份快递行业又逐步进入传统旺季，旺季的总部涨价政策以及四季度快递上市公司的业绩表现值得期待，目前快递龙头估值仍然偏低，向下风险可控，建议投资者把握旺季催化下的投资机会，推

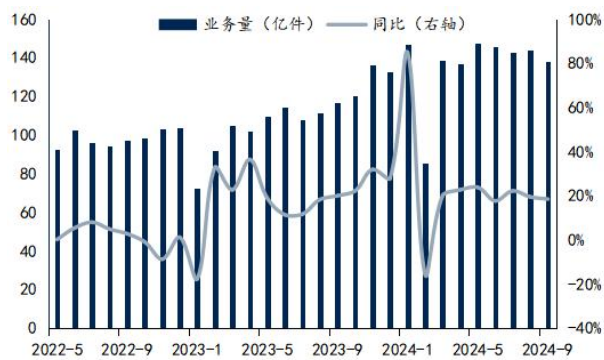
荐中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递，且中长期继续看好顺周期价值股顺丰控股。

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

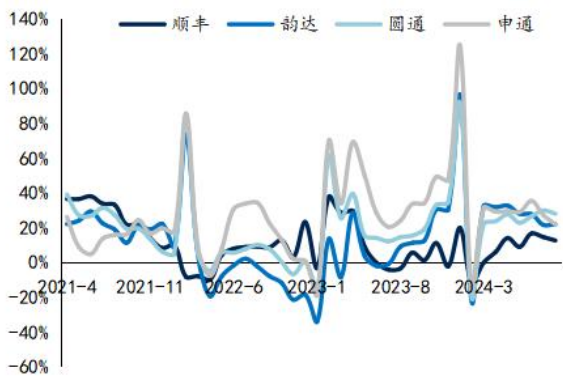


注：2024年1月以来单价同比降幅扩大明显，主要是因为部分邮政快递企业调整快递业务口径，将邮政快包业务纳入统计口径，低价快递产品占比扩大

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

图21: 快递公司月度单票价格同比降幅

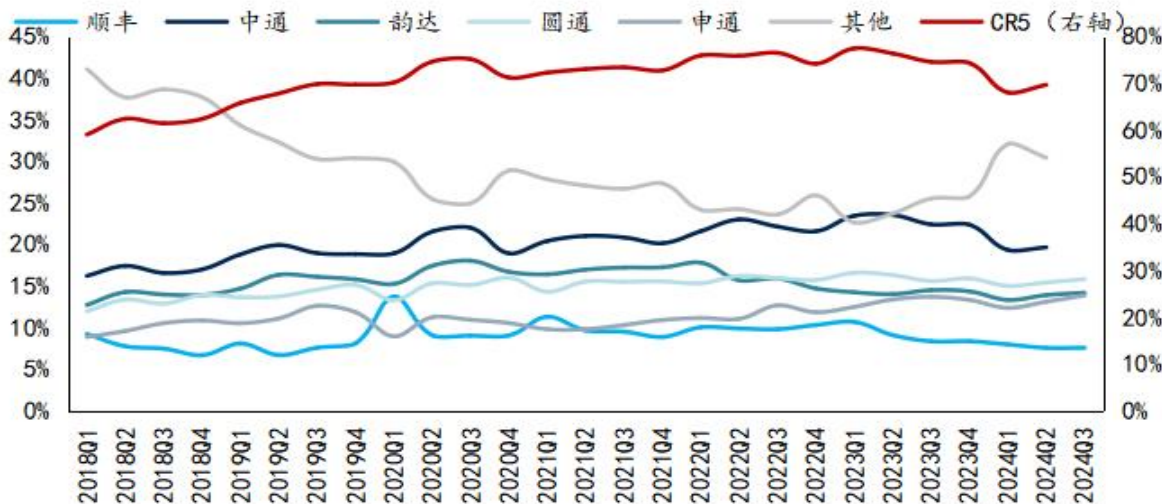


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



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 9 月, 我国铁路运输旅客发送量 3.42 亿人, 同比增长 5.1%; 货运发送量 4.27 亿吨, 同比增长 3.4%。2024 年 9 月, 我国铁路运输旅客周转量 1229.46 亿人公里, 同比下降 1.3%; 货运周转量 2922.98 亿吨公里, 同比下降 2.5%。2) **公路方面**, 2024 年 1 至 9 月我国公路客运量为 87.97 亿人次, 同比增长 8.6%; 公路货运量为 306.61 亿吨, 同比增长 3.1%。

物流板块

自下而上推荐德邦股份和嘉友国际：

1) 2024 年三季度公司业绩表现承压。2024 年前三季度公司实现营业收入 283.0 亿元 (+11.2%)，归母净利润 5.17 亿元 (+9.71%)。其中三季度单季公司实现营业收入 98.5 亿元 (+1.0%)，归母净利润 1.84 亿元 (-19.4%)。

三季度收入增速环比下滑，网络融合项目稳步推进。由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司三季度收入增速环比有所下滑（2024 年 Q1、Q2、Q3 收入增速分别为 25.3%、10.58%以及 1.03%），但公司积极应对环境变化，通过调整价格策略、产品创新（推出经济大票新产品）以及运营模式变革（新模式帮助公司拓展产业带专业市场），保证了快运核心业务（剔除京东物流的影响）实现货量 340.97 万吨，同比增长 9.37%，货量增速环比有所提升（2024H1 为 7.67%）。今年德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，三季度分拨中心数量同比已经减少了 40 多个，面积同比减少约 10%，我们估计三季度京东物流贡献的关联业务已经开始贡献增量利润，且预计四季度贡献的增量利润规模还将继续提升。

多方因素导致公司盈利能力同比有所下降。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 年三季度人工成本同比减少 4.23%，占收入比同比-2.05 pct；2) 由于业务结构变化以及持续增加运输资源投入，2024 年三季度运输成本同比增长 12.30%，占收入比同比+4.44 pct。而叠加三季度公司降价抢量以及政府补贴减少的影响，导致公司上半年实现毛利率 7.42%，同比-0.63 pct，实现归母净利率 1.87%，同比-0.47 pct。但是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，三季度公司期间费用为 5.18 亿元，同比下降 14.9%，期间费用率为 5.26%，同比-0.99 pct。

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.8/11.4/14.0 亿元，分别同比变化 +18%/+30%/+23%，当下股价对应 25 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 年三季报，业绩表现略低于我们此前预期，但横向比较仍较为优异。嘉友国际 2024 前三季度实现营业收入 65.44 亿元，同比+46.12%，实现归母净利润 10.89 亿元，同比+44.23%。其中 2024Q3 单季度，嘉友实现营业收入 19.04 亿元，同比下滑 16.98%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比+31.18%。三季度业绩表现环比出现一定下滑，我们推测是三季度中国焦煤需求相对疲软所致，但是非洲业务的强劲带来公司业绩仍实现较快增长。

中蒙矿产贸易较快增长，嘉友“身份转变”迎 α 与 β 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，航运板块三季报表现明显分化，总体来看，集运受益于 Q2 高景气的滞后效应，业绩表现强劲，但是由于 Q3 即期运价的明显下滑，CCFI 指数或于 Q4 承压，我们预计集运 Q4 业绩或出现较大比例环比下滑，建议持续关注。油运方面，成品油运 Q3 表现相对较强，但是原油运输表现疲软，主要源自于 OPEC+ 自愿性减产以及中国进口需求不足导致的供需双弱。考虑到当前油运具备较强的供给侧约束，预计需求侧如出现向上边际变化，运价或具备较强向上弹性，我们仍看好 24-25 年油运的潜在向上弹性。即期市场方面，油运目前受制于供需双弱的格局，运价仍处地位运行，旺季效应仍未体现，但是由于冬季采暖需求的客观存在，我们预计运价年内或仍有一轮上行，继续看好油运龙头的业绩弹性，推荐中远海能、招商轮船、招商南油。集运方面，本周各大航商继续推进提价计划，为年末的欧线长协谈判做准备，值得注意的是，欧线已连续两周出现双位数上涨，其余航线的运价同步出现修复，但是提价的持续性仍将取决于需求、停航控班幅度、船东信心等多个因素，我们认为，由于行业的供给相对过剩，且前期的供给侧扰动带来了年内运价高景气，当前行业运价或仍存较大压力。投资标的上，中远海控作为一梯队船东，对上下游均具备较强议价权，盈利能力业内领先，具有价值属性，建议持续关注。

航空，航空板块三季度业绩表现整体承压，由于 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢，民航客运市场供给仍然过剩，导致行业票价同比下滑显著，因此导致航空上市公司三季度业绩同比均出现不同程度的下滑，其中，中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空以及吉祥航空三季度的归母净利润分别同比下滑 2%、24%、28%、32 以及 27%。投资建议方面，从中长期维度来看，我国民航供需缺口将持续缩小，航司价格竞争意愿较弱，航司盈利有望持续向上突破，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、东方航空、南方航空以及春秋

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幅度的提价，由于此次涨价是政策推动、加盟商自发响应以及叠加旺季契机，涨价持续性较好促使涨价已经传导至总部，快递总部9月也陆续收紧了产粮区的返利政策，四季度通达免上市公司的盈利能力有望企稳回升。2) 在消费降级背景下，快递需求增长一直呈现较强韧性，9月快递行业件量同比增速仍然达到18.7%，维持较高景气度。投资建议方面，行业旺季提价政策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仍然偏低，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，中长期继续看好顺周期属性强且成本持续优化的顺丰控股。

物流，我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司三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（推出经济大票新产品）以及运营模式变革（新模式帮助公司拓展产业带专业市场），保证了快运核心业务货量同比增长9.37%。今年德邦和京东快运两张网络的融合项目加速推进，我们估计三季度京东物流贡献的关联业务已经开始贡献增量利润，且预计四季度贡献的增量利润规模还将继续提升。我们认为公司通过降本增效仍然有望保证未来2年净利润实现较快增长，目前估值便宜，仍然具备投资价值。

另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利10.89亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现平平，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，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。

我们看好业绩稳健且具有顺周期属性的价值股以及短期有旺季涨价预期催化的个股。推荐中通快递、顺丰控股、圆通速递、嘉友国际、韵达股份、申通快递、德邦股份、中远海能、招商轮船、招商南油、中远海控、中国国航、春秋航空、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