

强于大市

交通运输行业 2025 年年度策略

— 财政政策发力关注顺周期内需，贸易风险增加关注全球供应链重塑

我们通过自上而下的分析框架总结出两条投资主线。宏观层面，明年国内或将是财政政策发力之年，同时，24年年底特朗普胜选，我们认为未来出口或出现分化，中美贸易摩擦风险增加，对美出口或将有所承压，全球供应链或迎来重塑，我国对东南亚、非洲和拉美等地区出口或增加。基于以上分析，我们首先推荐的是与顺周期内需相关的快递、危化品物流、内贸集运等板块。其次我们也建议关注“一带一路”等非洲及拉美地区出海投资机会以及具有一定防御属性的公路铁路港口板块。

支撑评级的要点

- 内需顺周期：**国内财政政策发力货币政策宽松，关注顺周期内需相关的快递、危化品物流、内贸集运等板块投资机会。12月中央召开的关于2025年的经济工作会议明确提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这预示着明年宏观政策或将明显发力稳经济，会议提到要大力提振消费，扩大内需，因此我们认为明年内需顺周期或是围绕全年的投资主线之一。对于快递行业，我们认为当前快递行业在小件化趋势下单价有所下降，但明年国内快递业务量或仍保持一定增长，快递仍然是交运行业中与顺周期内需紧密相关的板块。而危化品物流板块，首先是化学品船运力供给增速缓慢，根据交通运输部数据，2012-2023年运力CAGR为3.42%，老旧船占比较大，此次当前化工下游产业链价格和库存指标处于低位，看好未来政策发力促内需带动化工产业链景气度回升。内贸集运方面，今年三季度外贸集运景气度传导部分内贸船调往外贸，内贸集运运价四季度触底回升，看好明年内需恢复带来的运价弹性。
- 公路铁路港口：贸易风险增加叠加长端利率下行，中长期仍具备配置价值。**从基本面看，公路客运货运流量保持平稳增长，运价稳定现金流较好。铁路方面，今年货运量呈现前低后高，年底铁路货运保持高位运行，客运则继续回暖向好，铁路整体经营稳健抗风险能力较强。港口方面，累计货物吞吐量持续保持增长，集装箱外贸吞吐量增速较快。根据国家统计局数据，截至2024年10月，全国主要港口累计货物吞吐量达到145.06亿吨，同比+3.4%；全国主要港口累计外贸货物吞吐量达到45.06亿吨，同比+7.4%；全国主要港口集装箱累计集装箱吞吐量达到2.76亿TEU，同比+7.6%。港口今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。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，而长端利率下行叠加贸易风险增加的情况下这几类企业投资价值上升。
- 全球供应链重塑：特朗普当选后对美贸易风险增加，关注“一带一路”地区出海投资机会。**根据海关总署数据，2024年前11个月，中国与东盟各国贸易额达到6.30万亿元，东盟各国占中国进出口贸易总额比重从2023年15.6%提升到2024年前11个月的15.8%，整体呈现逐年提升的态势，2023年东盟各国占中国对“一带一路”沿线国家贸易额的33%。2023年中国向非洲国家出口额有所上升，近五年中国向拉美地区进出口额占比整体呈上升趋势，从商品结构看，中国从非洲、拉美主要进口矿石、燃料和金属，对非洲、拉美主要出口电气设备、机器和车辆。我们认为在全球供应链重塑的情况下国内工程设备出海有望带动外贸需求，同时建议把握矿产资源跨境物流投资机会。

相关研究报告

《航空新周期系列点评之一》20241213
 《交通运输行业周报》20241210
 《交通运输行业周报》20241203

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

- 一是顺周期内需相关的快递、危化品物流、内贸集运等板块投资机会。**推荐极兔速递、韵达股份，建议关注密尔克卫、兴通股份、盛航股份、保税科技、永泰运、宏川智慧、中谷物流、安通控股等。二是关注明年贸易风险增加叠加长端利率下行下具备防御属性的公路铁路港口板块。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、上港集团等。三是重视全球供应链重塑带来的对东南亚、非洲和拉美等地区的跨境物流机会。推荐中远海特、嘉友国际、华贸物流、厦门国贸，建议关注中国外运、海程邦达、中创物流。

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、国内财政政策及货币政策不及预期、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

一、投资策略：财政政策发力内需叠加出口分化，推荐快递物流、内贸集运以及全球供应链重塑机会	6
1.1 宏观背景：国内财政政策发力货币政策宽松，海外特朗普当选出口或出现分化	6
1.2 投资策略：推荐内需顺周期的快递、危化品物流、内贸集运，贸易风险增加的情况下推荐全球供应链重塑以及具备防御属性的公路铁路港口	7
二、内需顺周期：财政发力之年，推荐快递、危化品物流、内贸集运等板块	9
2.1 快递：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	9
2.2 危化品物流：内贸化学品航运供给缓慢增长，高壁垒催化龙头领航趋势	15
2.3 内贸集运：四季度运价触底回升，看好明年内需恢复带来运价弹性	21
三、公路铁路港口：贸易风险增加叠加长端利率下行，中长期仍具备配置价值	23
3.1 公路：客运货运流量保持平稳增长，运价稳定现金流较好	23
3.2 铁路：客运回暖向好货运保持高位运行，整体经营稳健抗风险能力较强	24
3.3 港口：累计货物吞吐量持续保持增长，集装箱外贸吞吐量增速较快	25
3.4 分红：长端利率下行，公路铁路港口企业股息率具吸引力	27
四、全球供应链重塑：特朗普当选后对美贸易风险增加，关注“一带一路”地区出海投资机会	29
4.1 东南亚：东盟占中国进出口总额比重逐年提升，对美贸易风险增加后出口或进一步分化 ..	29
4.2 非洲和拉美：工程设备出海带动外贸需求，把握矿产资源跨境物流投资机遇	30
五、投资建议	35
六、风险提示	37

图表目录

图表 1. “926”政治局会议通稿要点.....	6
图表 2. 12 月 9 日中央关于 2025 年经济工作的会议相关表述.....	6
图表 3. 中国 10 年和 30 年国债到期收益率.....	7
图表 4. 2015-2023 年中国网络零售额及增速.....	9
图表 5. 2021-06 至 2023-12 中国网络零售额及增速.....	9
图表 6. 中国国内主要电商 GMV 及增速.....	9
图表 7. 2019-2023 年电商直播市场规模.....	10
图表 8. 直播电商用户规模.....	10
图表 9. 2021 年各电商业态 GMV 份额.....	10
图表 10. 2022 年各电商业态 GMV 份额.....	10
图表 11. 2017-2021 年电商平台 GMV 占比变化情况.....	11
图表 12. 2019-2022 年直播电商 GMV 占比变化情况.....	11
图表 13. 短视频 APP 行业月度人均使用时长趋势.....	11
图表 14. 2022 年 6 月代表平台月活规模（亿人次）.....	11
图表 15. 快递业务量及同比增速（月）.....	12
图表 16. 行业月度累计件量同比增速（月）.....	12
图表 17. 快递业务收入及同比增速（月）.....	12
图表 18. 快递业务收入累计增速（月）.....	12
图表 19. 顺丰控股快递业务量及同环比增速（亿票，月）.....	13
图表 20. 顺丰控股快递业务收入及同环比增速（亿元，月）.....	13
图表 21. 韵达股份快递业务量及同环比增速（亿票，月）.....	13
图表 22. 韵达股份快递业务收入及同环比增速（亿元，月）.....	13
图表 23. 申通快递快递业务量及同环比增速（亿票，月）.....	13
图表 24. 申通快递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）.....	13
图表 25. 圆通速递快递业务量及同环比增速（亿票，月）.....	14
图表 26. 圆通速递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）.....	14
图表 27. 顺丰控股快递单票价格及同环比增速（元）.....	14
图表 28. 韵达股份快递单票价格及同环比增速（元）.....	14
图表 29. 申通快递快递单票价格及同环比增速（元）.....	14
图表 30. 圆通速递快递单票价格及同环比增速（元）.....	14
图表 31. 化学品船分类.....	15
图表 32. 有关化学品船运力调控的相关政策.....	16

图表 33. 新增运力审批流程与方法.....	17
图表 34. 新增运力评审内容与评分细则.....	17
图表 35. 2012-2023 年化学品船运力规模与数量变化情况.....	18
图表 36. 2012-2023 年化学品船平均船龄.....	18
图表 37. 2012-2023 年化学品船船龄结构情况（艘）.....	18
图表 38. 2012-2024 年获批化学品船运力.....	19
图表 39. 2012-2023 年新增、净增、获批化学品船运力（万 dwt）.....	19
图表 40. 石油化工行业全产业链.....	19
图表 41. 2020 年内贸化学品运输主要品类.....	20
图表 42. 化学原料及化学制品、纺织业当月 PPI 和产成品库存同比（%）.....	20
图表 43. 2018-2024 年中国化工产品价格指数 CCPI.....	21
图表 44. 化学原料及化学制品出口货值累计同比（%）.....	21
图表 45. 沿海省际运输集装箱船总运力及新增运力.....	21
图表 46. 沿海省际运输集装箱船新增船数及平均船龄.....	21
图表 47. 内河集装箱吞吐量及同比增速.....	22
图表 48. PDCI 运价指数和 CCFI 运价指数.....	22
图表 49. PDCI 分区域运价指数.....	22
图表 50. 中国公路当月客运量及同比.....	23
图表 51. 中国公路累计客运量及同比.....	23
图表 52. 中国公路当月货运量及同比.....	23
图表 53. 中国公路累计货运量及同比.....	23
图表 54. 中国公路物流运价指数（周）.....	24
图表 55. 高速公路货车通行量（万辆，周）.....	24
图表 56. 全国铁路当月客运量及同比.....	24
图表 57. 全国铁路累计客运量及同比.....	24
图表 58. 全国铁路当月货运量及同比.....	25
图表 59. 全国铁路累计货运量及同比.....	25
图表 60. 全国铁路货运量（万吨，周）.....	25
图表 61. 全国铁路货运周转量（亿吨公里，月）.....	25
图表 62. 全国主要港口当月货物吞吐量.....	26
图表 63. 全国主要港口累计货物吞吐量.....	26
图表 64. 全国主要港口当月集装箱吞吐量.....	26
图表 65. 全国主要港口累计集装箱吞吐量.....	26
图表 66. 全国主要港口外贸货物吞吐量.....	26
图表 67. 全国主要港口外贸货物累计吞吐量.....	26
图表 68. 高速公路相关企业分红率.....	27
图表 69. 高速公路相关企业股息率.....	27
图表 70. 铁路相关企业分红率.....	27
图表 71. 铁路相关企业股息率.....	27

图表 72. 港口相关企业分红率	28
图表 73. 港口相关企业股息率	28
图表 74. RCEP 签署国家	29
图表 75. 东盟占中国进出口总额比重逐年提升	30
图表 76. IMF 对 ASEAN-5 和世界平均经济增速的预测 (%)	30
图表 77. “一带一路”合作框架内东南亚已建成、已开工和勘察中铁路项目	30
图表 78. 2013-2023 年中国对非洲及拉丁美洲直接投资额	31
图表 79. 2013-2023 年中非进出口贸易额及占比	31
图表 80. 2013-2023 年中国-拉美国家进出口贸易额及占比	31
图表 81. 2022 年中国向沿线拉美国家进口商品结构	32
图表 82. 2022 年中国对沿线拉美国家出口商品结构	32
图表 83. 2022 年中国向沿线非洲国家进口商品结构	32
图表 84. 2022 年中国对沿线非洲国家出口商品结构	32
图表 85. 非洲沿线主要港口	32
图表 86. 中国在非洲投资建设的铁路项目	33
图表 87. 南美沿线主要港口	34
图表 88. 嘉友国际非洲跨境运输线路	34
图表 89. 2017-2024H1 嘉友国际多式联运服务营收及占比	34
图表 90. 报告中提及上市公司估值表	36

一、投资策略：财政政策发力内需叠加出口分化，推荐快递物流、内贸集运以及全球供应链重塑机会

1.1 宏观背景：国内财政政策发力货币政策宽松，海外特朗普当选出口或出现分化

国内方面，9月和12月两次重要会议定调明年货币及财政政策，促内需保外贸或是明年主要工作目标。首先是9月26日召开的政治局会议明确了当前经济运行出现一些新的情况和问题，强调要加大财政货币政策逆周期调节力度。然后在12月9日中央召开的关于2025年的经济工作会议时明确提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这预示着宏观政策将明显发力稳经济。一方面，财政政策要更加积极，或意味着接下来财政支出力度将明显加大，赤字率提升存在一定预期。另一方面，货币政策要适度宽松，关于货币政策的提法由此前的“稳健的货币政策”变为“适度宽松的货币政策”，这意味着2025年降准降息仍有空间。值得注意的是12月9日的会议提到了要大力提振消费，扩大内需，因此我们认为明年内需顺周期或是围绕全年的投资主线之一。

图表 1. “926”政治局会议通稿要点

涉及领域	相关表述
货币政策和财政政策	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。
房地产市场	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
资本市场	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。
民营经济	要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。
民生领域	要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强低收入人口救助帮扶。要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。

资料来源：新华社，中银证券

图表 2. 12月9日中央关于2025年经济工作的会议相关表述

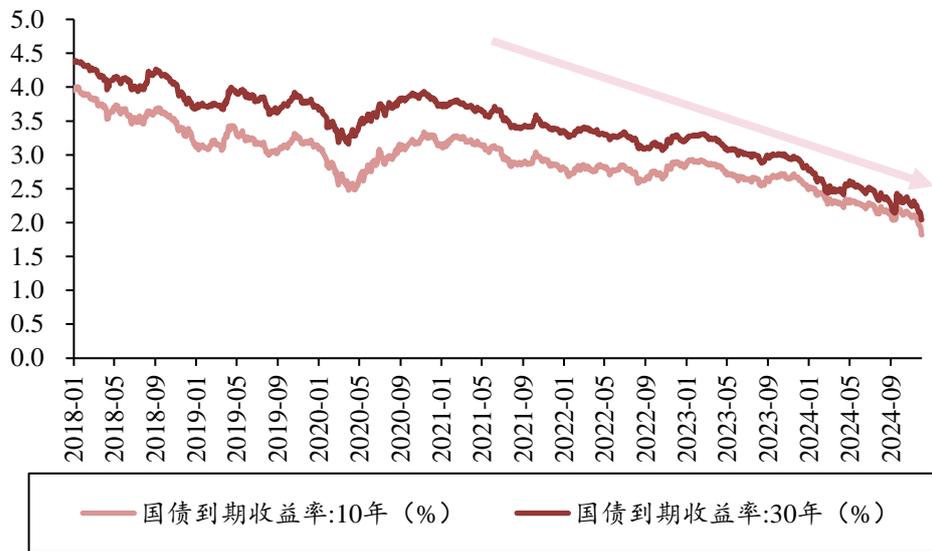
涉及领域	相关表述
货币政策和财政政策	实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。
房地产市场和资本市场 内需	稳住楼市和股市。 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
新质生产力	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。
外贸	要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。

资料来源：新华社，中银证券

国际方面，特朗普在年底美国大选中胜选，未来我国出口或出现分化。2024年11月6日，美国共和党总统候选人宣布胜选。11月25日，特朗普在社交媒体上发文，宣布将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%关税，并宣称这样做是为了迫使两国在边境安全问题上拿出行动。同时，特朗普还称要对所有从中国进口的商品，加征“额外”10%的关税。我们认为特朗普上台后全球贸易格局将产生更大的不确定性，尽管自由贸易协定会提供一定的贸易保护，使征收更高的关税变得更加困难，但增加关税的情况大概率还是会发生。对于我国出口而言，对美出口或明显受到影响，根据海关总署数据，2024年上半年，中美贸易额达到3226亿美元，占总贸易额的10.8%，同比减少0.2%，对越南、马来西亚、巴西、墨西哥的贸易额分别达到1238、1002、940、536亿美元，同比增长20.6%、10.6%、13.8%、12.2%。我们认为明年特朗普上台后出口分化会更加明显，我国或通过增加对东南亚及拉美地区的出口来对冲对美出口下降的风险。

长端利率持续下行，国内预期回报率下降。截至12月12日，国内10年期国债收益率为1.82%，30年期国债到期收益率为2.04%，10年期国债收益率已跌破2%，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 3. 中国 10 年和 30 年国债到期收益率



+3

资料来源: iFind, 中银证券

1.2 投资策略：推荐内需顺周期的快递、危化品物流、内贸集运，贸易风险增加的情况下推荐全球供应链重塑以及具备防御属性的公路铁路港口

1、关注顺周期内需相关的快递、危化品物流、内贸集运等板块投资机会。12月中央召开的关于2025年的经济工作会议明确提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这预示着明年宏观政策或将明显发力稳经济，会议提到要大力提振消费，扩大内需，因此我们认为明年内需顺周期或是围绕全年的投资主线之一。对于快递行业，我们认为当前快递行业在小件化趋势下单价有所下降，但明年国内快递业务量或仍保持一定增长，快递仍然是交运行业中与顺周期内需紧密相关的板块。而危化品物流板块，首先是化学品船运力供给增速缓慢，根据交通运输部数据，2012-2023年运力CAGR为3.42%，老旧船占比较大，此次当前化工下游产业链价格和库存指标处于低位，看好未来政策发力促内需带动化工产业链景气度回升。内贸集运方面，今年三季度外贸集运景气度传导部分内贸船调往外贸，内贸集运运价四季度触底回升，看好明年内需恢复带来的运价弹性。推荐极兔速递、韵达股份，建议关注密尔克卫、兴通股份、盛航股份、保税科技、永泰运、宏川智慧、中谷物流、安通控股等。

2.关注明年贸易风险增加叠加长端利率下行下具备防御属性的公路铁路港口板块。从基本面看，公路客运货运流量保持平稳增长，运价稳定现金流较好。铁路方面，今年货运量呈现前低后高，年底铁路货运保持高位运行，客运则继续回暖向好，铁路整体经营稳健抗风险能力较强。港口方面，累计货物吞吐量持续保持增长，集装箱外贸吞吐量增速较快。根据国家统计局数据，截至2024年10月，全国主要港口累计货物吞吐量达到145.06亿吨，同比+3.4%；全国主要港口累计外贸货物吞吐量达到45.06亿吨，同比+7.4%；全国主要港口集装箱累计集装箱吞吐量达到2.76亿TEU，同比+7.6%。港口今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。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，而长端利率下行叠加贸易风险增加的情况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、上港集团等。**

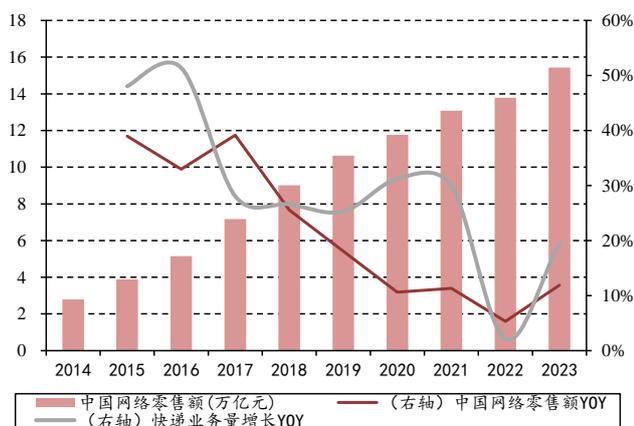
3.重视全球供应链重塑带来的对东南亚、非洲和拉美等地区的跨境物流机会。根据海关总署数据，2024年前11个月，中国与东盟各国贸易额达到6.30万亿元，东盟各国占中国进出口贸易总额比重从2023年15.6%提升到2024年前11个月的15.8%，整体呈现逐年提升的态势，2023年东盟各国占中国对“一带一路”沿线国家贸易额的33%。2023年中国向非洲国家出口额有所上升，近五年中国向拉美地区进出口额占比整体呈上升趋势，从商品结构看，中国从非洲、拉美主要进口矿石、燃料和金属，对非洲、拉美主要出口电气设备、机器和车辆。我们认为在全球供应链重塑的情况下国内工程设备出海有望带动外贸需求，同时建议把握矿产资源跨境物流投资机遇。**推荐中远海特、嘉友国际、华贸物流、厦门国贸，建议关注中国外运、海程邦达、中创物流。**

二、内需顺周期：财政发力之年，推荐快递、危化品物流、内贸集运等板块

2.1 快递：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

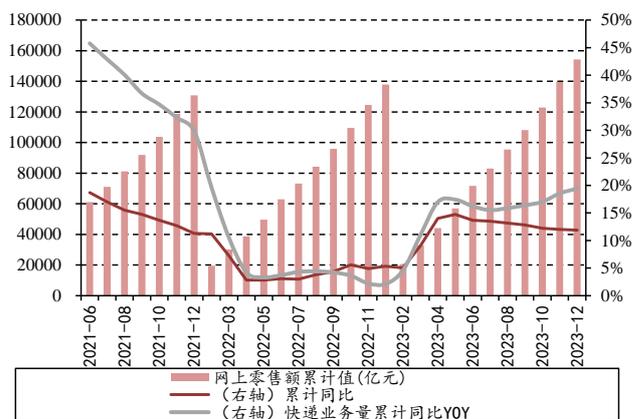
国内电商交易规模持续增长，2023年同比增速为11.90%。2023年度中国网络零售额达15.43万亿元，同比增速11.90%。2016-2022年，阿里（天猫&淘宝）、京东、拼多多等主要电商的GMV总额复合增速达到26%。2016-2022年，阿里巴巴GMV复合增速在18%左右，贡献了最主要的GMV份额，而拼多多、京东等平台的快速崛起带来了增量市场。

图表4. 2015-2023年中国网络零售额及增速



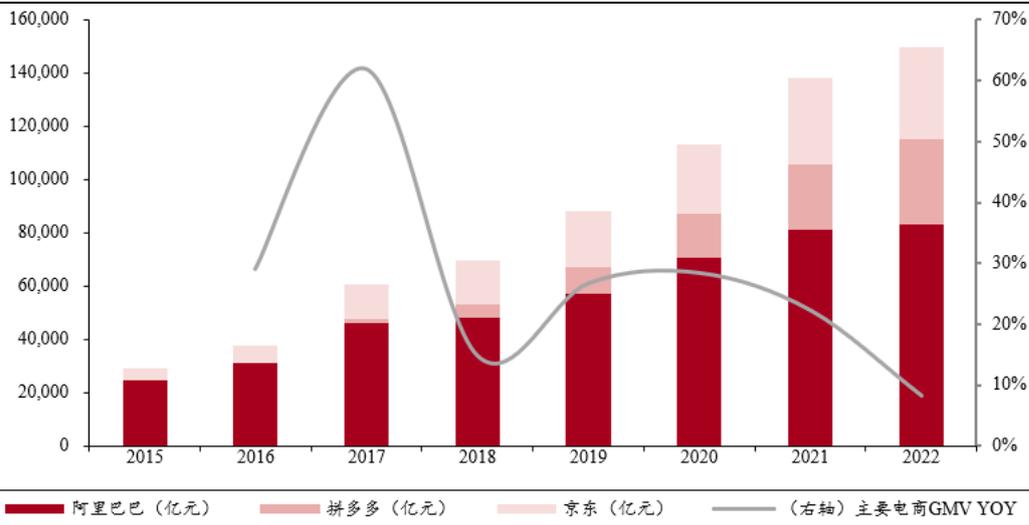
资料来源：国家统计局，中银证券

图表5. 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

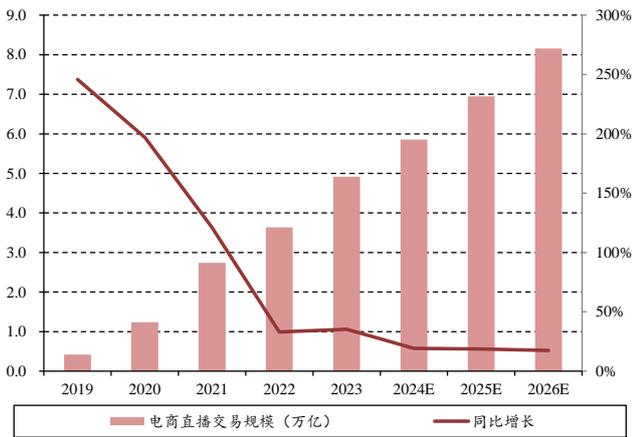
图表6. 中国国内主要电商GMV及增速



资料来源：各公司公告，中银证券

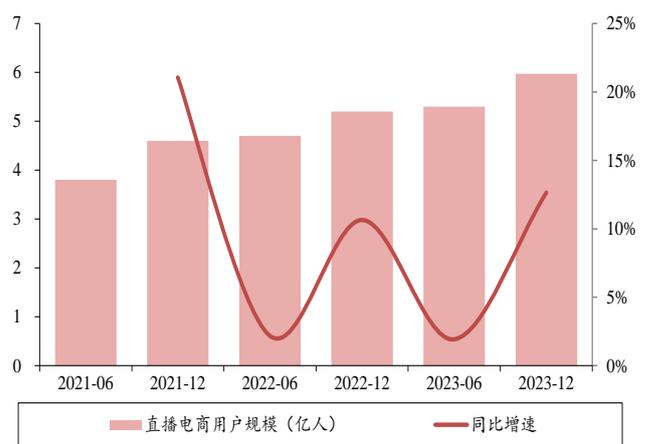
直播电商GMV份额增长迅速，2023年直播电商市场交易规模同比增长达35.2%。根据艾瑞咨询数据，中国的直播电商市场在2022年达到了3.64万亿元的规模，2023年达到了4.92万亿元，预计未来三年的年市场增长率能维持双位数增长，2025年预测规模将达到6.95万亿元。根据艾瑞咨询数据，截至2023年12月，我国电商直播用户规模已经达到5.97亿人，占网民整体的54.7%，直播电商的渗透率在不断提高。根据网经社数据，中国直播电商渗透率从2018年的1.6%增长至2023年的31.9%。可以看出，直播电商已经成为一种广泛受到用户喜爱的新兴购物方式，发达的物流网络是直播电商不断开拓下沉市场的基础，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

图表7. 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8. 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。**

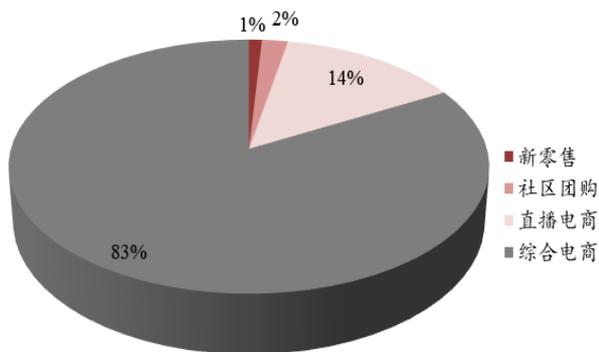
第一阶段以大型综合电商平台为主,淘系、京东、天猫在用户流量、全品类交易、渠道下沉方面贡献了主要增量与业务支撑。

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。

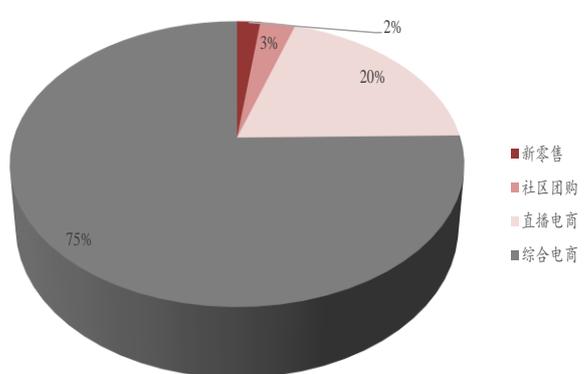
图表9. 2021年各电商业态GMV份额



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。

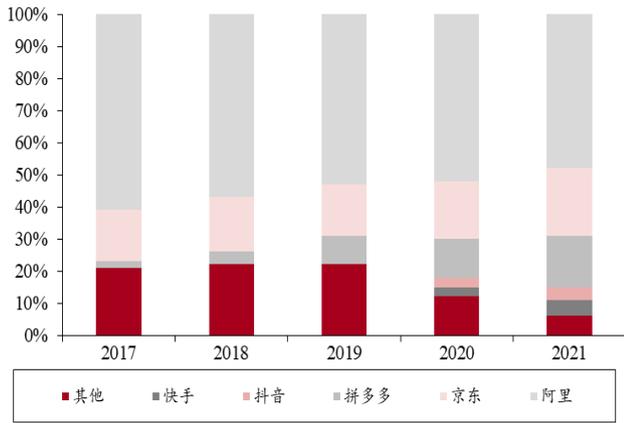
图表10. 2022年各电商业态GMV份额



资料来源: 星图数据, 中银证券

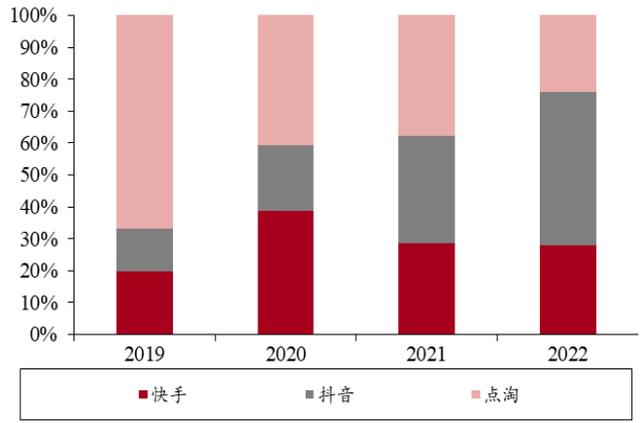
注: 新零售是将线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

图表11. 2017-2021年电商平台GMV占比变化情况



资料来源：星图数据，中银证券

图表12. 2019-2022年直播电商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%。

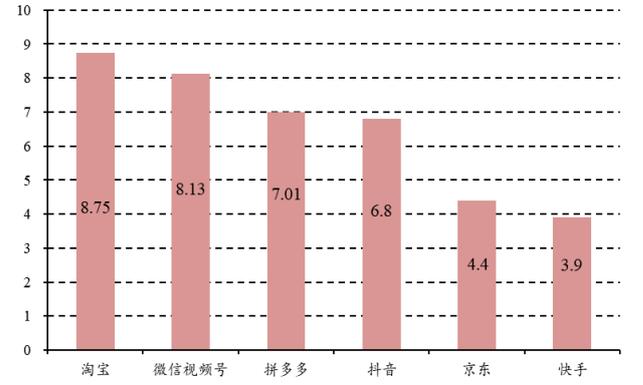
直播电商竞争白热化，更多平台加入份额争夺战。2022年6月，新兴的直播平台如微信视频号在月活量已经达到8.13亿，超越抖音的6.8亿，如果未来在用户时长和直播营业额方面加入竞争，直播电商的行业格局将发生变化，有可能给快递行业带来更多的流量。

图表13. 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14. 2022年6月代表平台月活规模(亿人次)



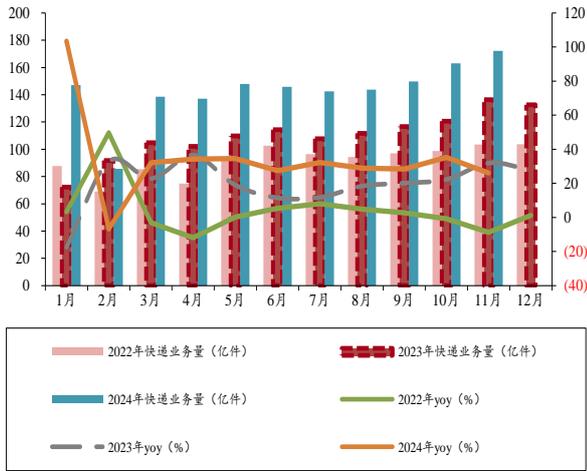
资料来源：星图数据，中银证券

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。

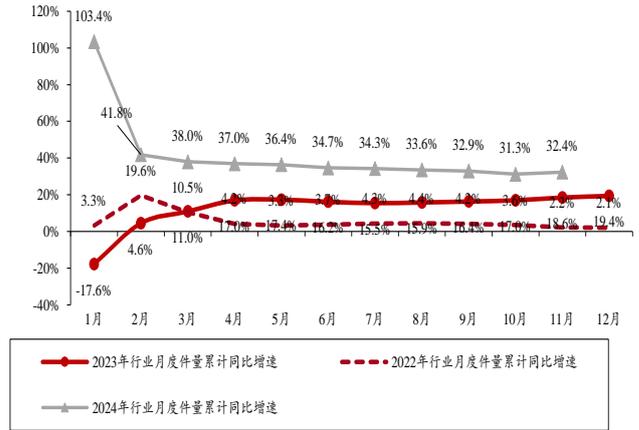
快递业务量保持较快增长，前十一个月同比增速超三成。截至今年11月，当月快递业务量172.10亿件，同比增加26.2%，环比增加5.5%，快递业务收入完成1429.90亿元，同比增加15.18%，环比增加13.67%；今年前11个月累计快递业务量1572.90亿件，同比增加32.4%，今年前11个月快递业务收入12654.60亿元，同比增加13.80%。

图表 15. 快递业务量及同比增速（月）



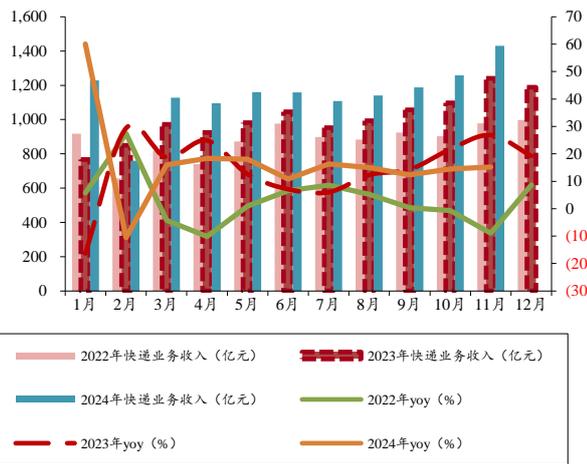
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 行业月度累计件量同比增速（月）



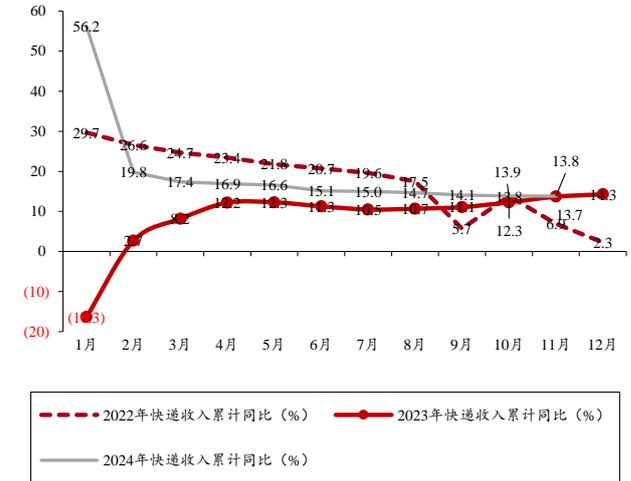
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 快递业务收入及同比增速（月）



资料来源：万得，中银证券

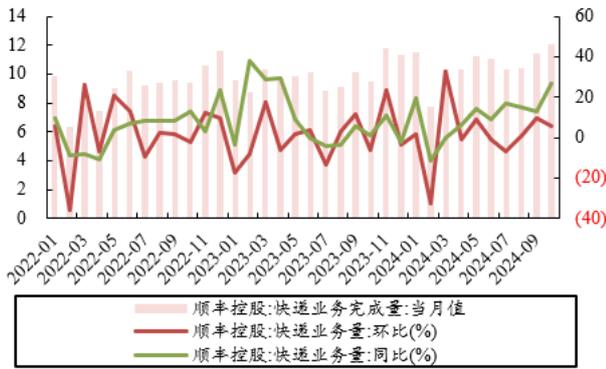
图表 18. 快递业务收入累计增速（月）



资料来源：万得，中银证券

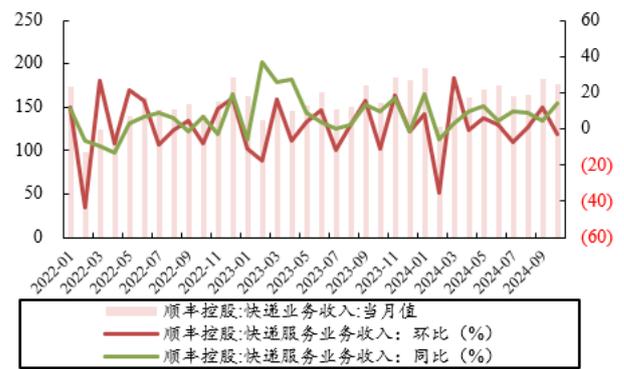
前10月通达系快递公司业务量增速较高，快递业务收入增速低于业务量增速，反映行业量增价减的态势。分公司来看，顺丰控股前10月快递业务量106.35亿票，同比上升10.9%，业务收入1675.20亿元，同比上升8.3%；圆通速递前10月快递业务量213.88亿票，同比上升26.6%，业务收入489.84亿元，同比上升20.6%；申通快递前10月快递业务量182.96亿票，同比上升30.7%，业务收入375.71亿元，同比上升19.6%；韵达股份前10月快递业务量191.93亿票，同比上升28.2%，业务收入394.64亿元，同比上升10.7%。

图表 19. 顺丰控股快递业务量及同环比增速（亿票，月）



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 顺丰控股快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



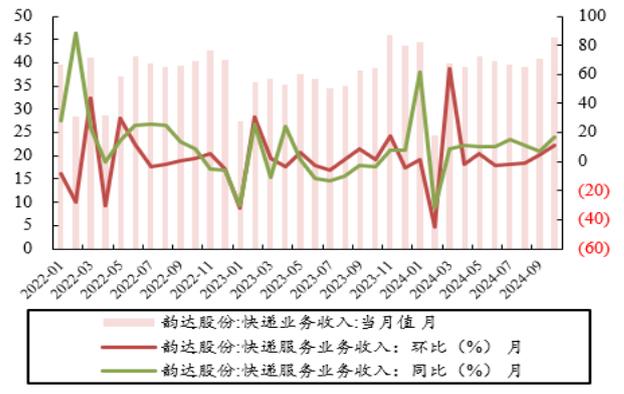
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 韵达股份快递业务量及同环比增速（亿票，月）



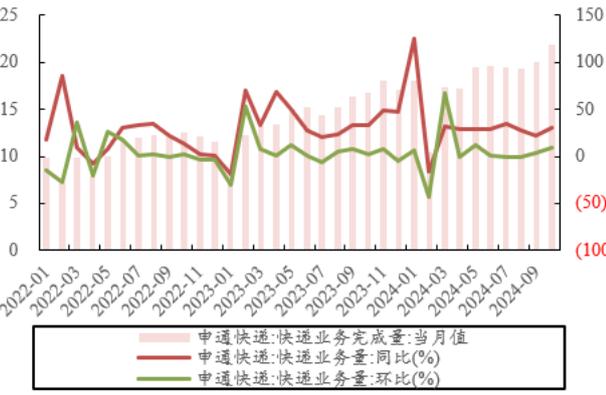
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 韵达股份快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



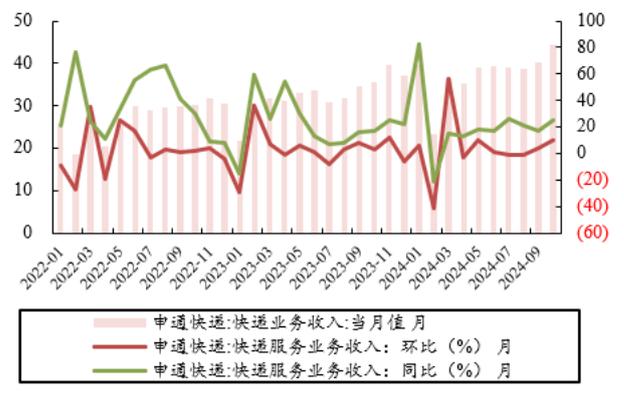
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 申通快递快递业务量及同环比增速（亿票，月）



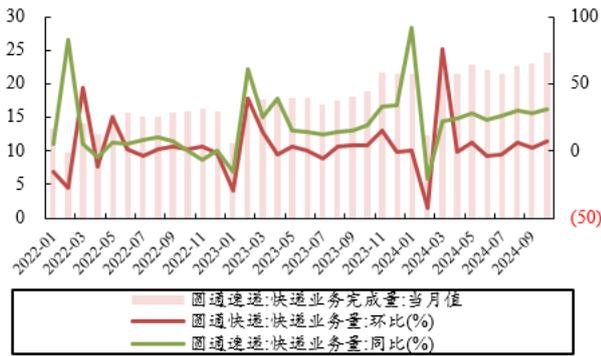
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 申通快递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



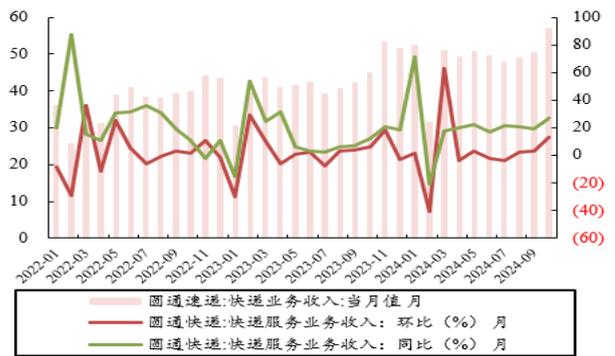
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 圆通速递快递业务量及同环比增速（亿票，月）



资料来源：万得，中银证券

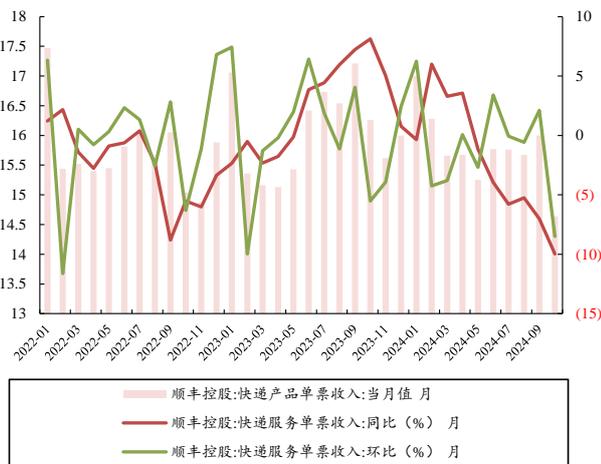
图表 26. 圆通速递快递业务收入及同环比增速（亿元，月）



资料来源：万得，中银证券

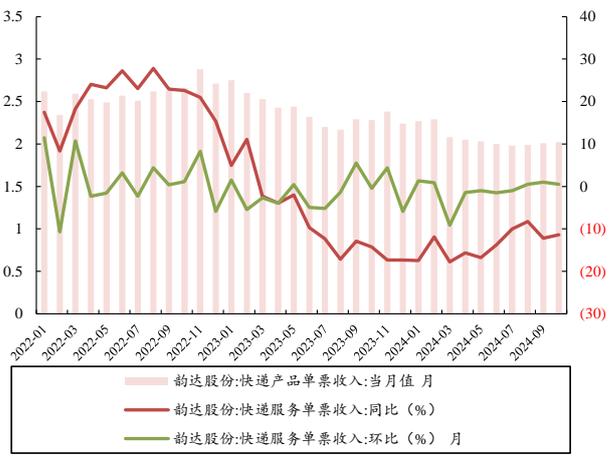
小件化趋势下快递行业单价有所下降，通达系单票价格降幅明显。顺丰控股今年前 10 个月单票价格 15.75 元，同比-2.3%；韵达股份前 10 个月单票价格 2.06 元，同比-13.6%；申通快递前 10 个月单票价格 2.05 元，同比-8.5%；圆通速递前 10 个月单票价格 2.29 元，同比-4.7%。在直播电商兴起以及电商小件化趋势下，单个包裹的价值量明显下降，使得快递行业单票价格随之下降，整体来看，电商件为主的通达系单票价格降幅更加明显，时效件业务较多的顺丰单票价格降幅相对较小。

图表 27. 顺丰控股快递单票价格及同环比增速（元）



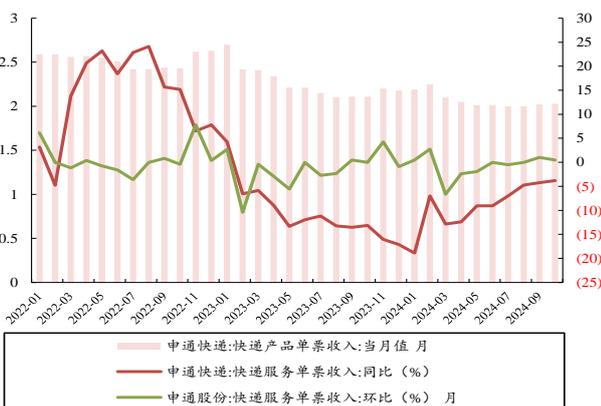
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 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 29. 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 30. 圆通快递快递单票价格及同环比增速（元）

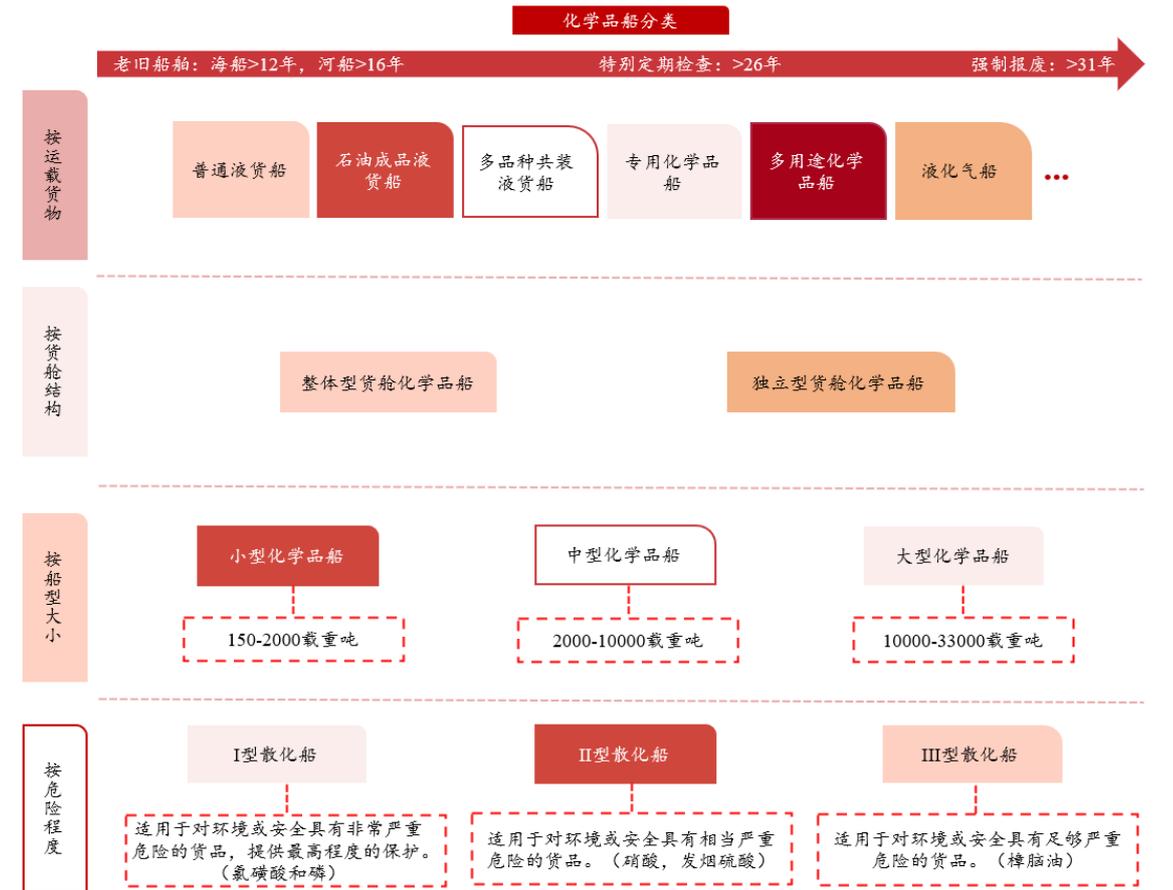


资料来源：万得，中银证券

2.2 危化品物流：内贸化学品航运供给缓慢增长，高壁垒催化龙头领航趋势

化学品船所载货物品种繁多性质各异,分类方法也各有不同。化学品船一般指用于运载各种有毒的、易燃的、易挥发或有腐蚀性化学物质的货船。通常船龄大于12年的海船和船龄大于16年的河船被视作老旧船,船龄超过26年的化学品船需要特别定期检查,船龄超过31年则会被强制报废。按船舶载重吨化学品船可分为大、中、小三种船型,分别对应10000-33000载重吨、2000-10000载重吨、150-2000载重吨;按运输货物危险程度化学品船可分为I型、II型、III型,分别对应非常严重危险、相当严重危险、足够严重危险。

图表 31. 化学品船分类



资料来源：交通运输部，国际船舶网，中银证券

新增经营主体需严格审批，行业经营资质要求较高形成壁垒。2011年2月，交通运输部发布的化学品船运力调控政策规定暂停批准新的沿海省际化学品船经营主体,该政策一直持续到2018年8月,在此期间,行业几乎无新进入者。根据2018年8月的最新政策,新增经营主体需采取专家综合评审的方式,还应符合《国内水路运输管理规定》相关要求,具有国内危化品运输相关经营资质的企业扩大经营范围(包括增加经营船舶种类或扩大经营船舶航行区域)优先。危化品航运行业由于具有一定负外部性,因此具有较高经营资质的企业扩大经营范围的这类审批会较为优先,无相关资质或资质一般的企业想进入该行业难度很大,因此行业具有较高的进入壁垒。

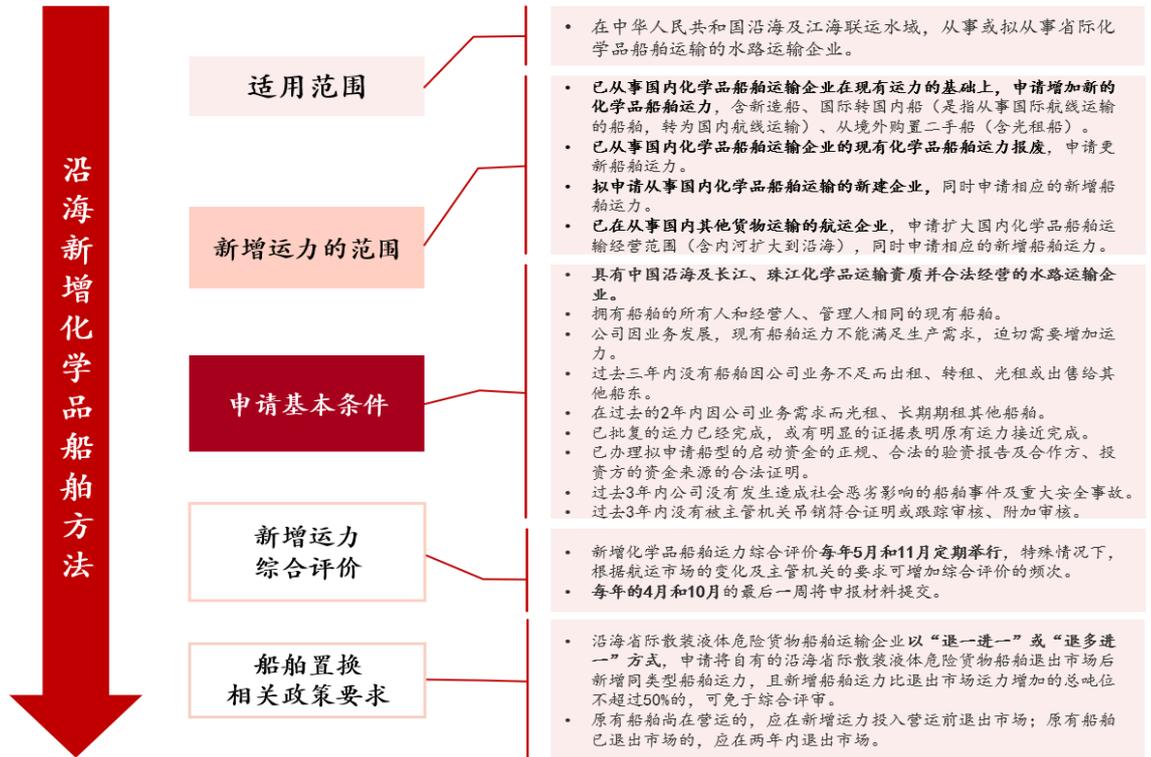
图表 32. 有关化学品船运力调控的相关政策

时间	政策名称	政策内容
2006/5/24	《关于暂停审批新增国内沿海跨省运输油船化学品船运力的公告》	2006年7月1日-12月31日，暂停批准新增国内沿海跨省运输油船、化学品船运力，原有船舶报废后更新运力除外。
2007/3/1	《关于国内沿海跨省运输油船化学品船运力调控政策的公告》	恢复国内沿海跨省运输油船、化学品船运力的审批，但批准新增国内沿海跨省运输成品油船、化学品船运力应同时满足一定条件。
2010/5/18	《关于加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	暂停批准新的经营者从事国内沿海省际化学品船、液化气船运输，但此前在我部批准筹建并在有效期内完成筹建、申请开业的除外。
2011/2/17	《关于继续实施国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	继续暂停批准新的经营者从事国内沿海省际化学品船、液化气船运输 ，但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建申请开业的除外。（2018年8月废止）
2011/7/18	《关于加强国内沿海化学品液化气运输市场宏观调控的公告》	原则上继续暂停批准新增经营者，但此前已经我部批准筹建并在有效期内完成筹建、申请开业的除外。新的投资者原则上应以收购现有国内沿海省际化学品、液化气船舶运输经营者的方式进入上述市场。
2017/7/25	《沿海省际危险品水路运输企业新增化学品船液化气船运力综合评价办法》	新增运力的范围：已取得国内沿海省际化学品、液化气运输经营资质的企业。分配细则：1.取得本次新增运力排序资格的企业，按照总得分高低进行排序，排序靠前的优先获得运力分配。2. 总得分最高的申请企业，最多可获得不超过本年度新增运力剩余规模 35% 的运力。
2018/8/31	《关于加强沿海省际散装液体危险货物船舶运输宏观调控的公告》	采取专家综合评审的方式，有序新增沿海省际散装液体危险货物船舶运输经营主体和船舶运力。 自有船舶以“退一进一”或“退多进一”方式，且新增船舶运力比退出市场运力增加总吨位不超过 50% 的，可免于综合评审。
2018/12/25	《沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场运力调控综合评审办法》	分配细则：1.最终得分为 60 分及以上的企业，按申请新增运力涉及的运输市场种类、分数高低进行综合评审分类排序。2.根据最终排序的先后顺序和企业申请情况，按照每轮次 1 艘的原则确定获得新增运力资格的企业及新增运力情况。
2021/12/13	《关于进一步明确沿海省际散装液体危险货物船舶运输市场宏观调控政策有关事项的公告》	船舶经营人以“退一进一”或“退多进一”方式申请更新运力，免于综合评审。其退出市场的船舶可包括：所有权登记为申请企业/企业的母公司/企业的子公司/融资租赁公司，且该船舶所有人拥有的所有权份额不低于 51% 的船舶。

资料来源：交通运输部，中银证券

新增运力通过按需审批或老船置换两种方式，评分制更有利于龙头企业运力扩张。新增运力需要通过采取专家综合评审并进行透明化的评分，总得分最高的申请企业，最多可获得不超过本年度新增运力剩余规模 35% 的运力，显然通过将打分标准量化并公开打分结果的方式更有利于管理和安全标准领先的龙头企业，分值占比较高的评审内容为企业绿色发展状况方面，包括船舶等级、违章处罚以及水污染物等，另有 25 分的扣分项，评分将由多名专家进行并取平均值最终通过排名决定新增运力审批是否通过。目前仅通过老船置换和按需审批两种方式进行运力引进，在现有制度下新增运力主要表现出两大重要特点，一是行业整体新增运力难度较大，这是由行业本身负外部性的属性所决定的。二是行业新增运力显现出向头部企业集中的情况，这是由行业发展的趋势所决定的，头部企业一般具有经营资质较高，运营经验丰富，风险控制能力较强的优势。

图表 33. 新增运力审批流程与方法



资料来源：兴通股份公司公告，中银证券

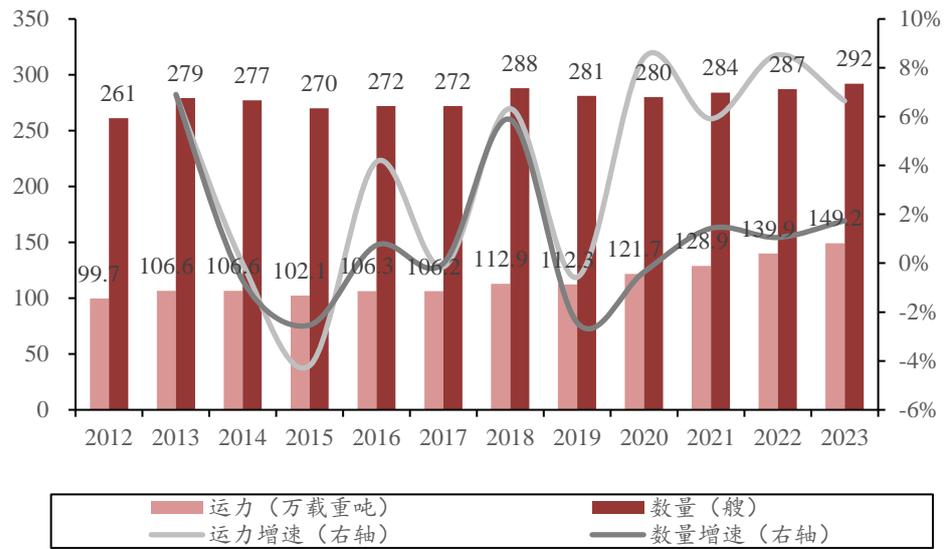
图表 34. 新增运力评审内容与评分细则

分值	评审内容	具体项目
22分	企业相关资质	安全管理体系建成情况 自有运力规模情况 船员及海务管理人员情况
43分	企业绿色发展情况	船舶入级情况 船舶事故情况 船舶违章处罚情况 船舶水污染物情况
20分	企业守法诚信情况	船舶安全诚信情况 企业信用信息情况
15分	企业生产经营情况	资产负债情况 近两年通过光租补充运力情况
(-25分)	扣分项目	发生一般或较大及以上安全事故 严重违反失信情况和被海事管理机构重点跟踪情况 安全管理体系跟踪审核情况

资料来源：交通运输部，中银证券

化学品船运力供给增速缓慢，2012-2023年运力CAGR为3.42%，老旧船占比较大。根据交通运输部数据，截至2023年年末，沿海省际化学品船（含油品、化学品两用船，下同）共计292艘、149.2万载重吨，同比增加5艘、9.3万载重吨，吨位增幅6.6%，2023年新增运力29艘、14.6万载重吨，共有24艘、5.3万载重吨船舶提前退出市场。2012年至2023年，化学品船运力CAGR为3.43%，增速较为缓慢。船龄方面，截至2023年年末，沿海省际运输化学品船平均船龄10.4年，较2022年底减少了0.4年。其中，老旧船舶（船龄12年以上）和达到特检船龄的船舶（船龄26年以上）分别有148艘、1艘，占总艘数的50.7%和0.3%，老旧船舶数量较2022年底增长了13艘，同比增长9.6%。

图表 35. 2012-2023 年化学品船运力规模与数量变化情况



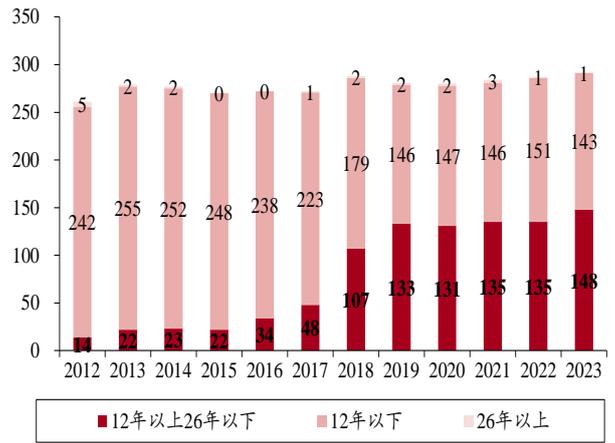
资料来源：交通运输部，中银证券

图表 36. 2012-2023 年化学品船平均船龄



资料来源：交通运输部，中银证券

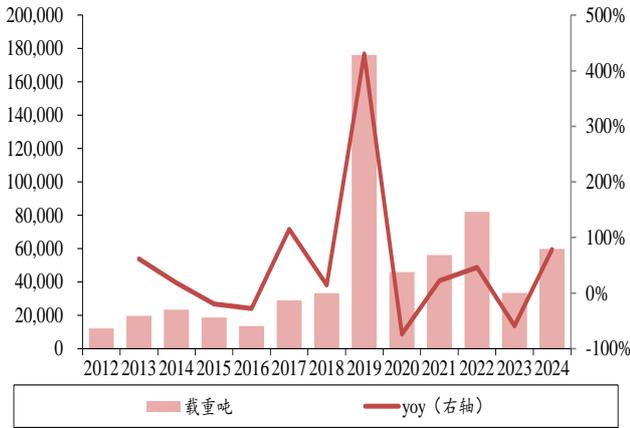
图表 37. 2012-2023 年化学品船船龄结构情况 (艘)



资料来源：交通运输部，中银证券

2023 年和 2024 年获批运力较 2022 年有所减少，未来新增运力相对有限。根据交通运输部发布的 2023 年和 2024 年化学船运力评选结果，2023 年和 2024 年分别获批 3.35 万 dwt 和 5.98 万 dwt，相较于 2022 年获批的 8.22 万 dwt 有所减少，其中兴通作为头部化学品船公司分别于 2023 年和 2024 年获批 3700dwt 和 10000dwt 的运力。

图表 38. 2012-2024 年获批化学品船运力



资料来源：交通运输部，中银证券

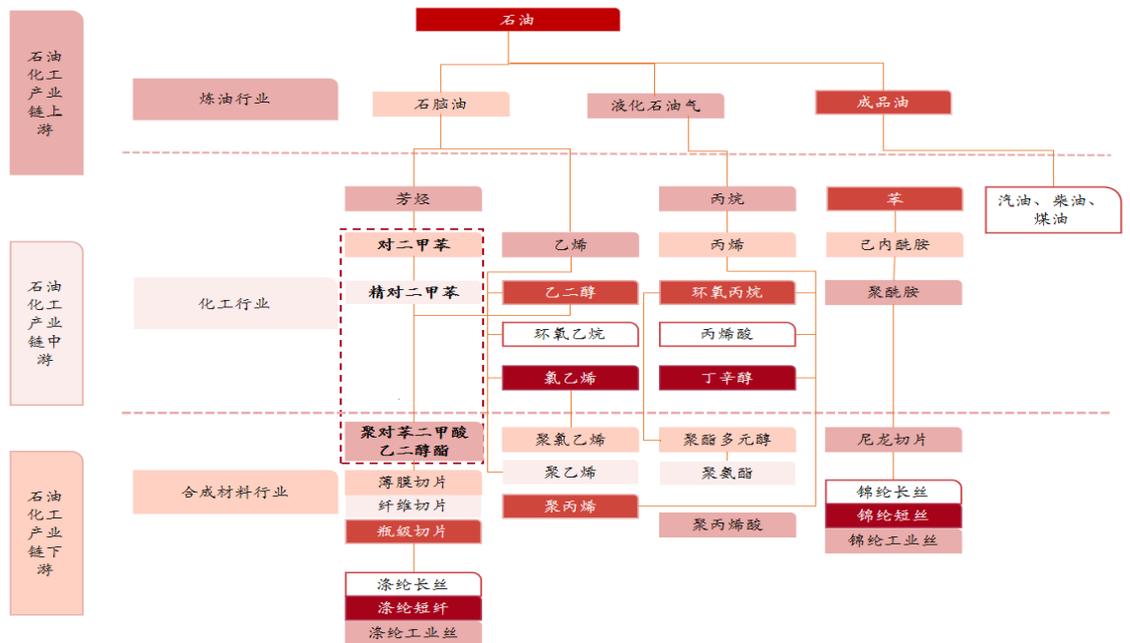
图表 39. 2012-2023 年新增、净增、获批化学品船运力 (万 dwt)



资料来源：交通运输部，中银证券

危化品运输主要面向石油化工产业，大型炼化企业是行业主要的下游客户。专业的运输服务保障了石油化工产业供应链畅通，是化工供应链服务的重要一环。炼化行业处于石油化工全产业链的中上游，炼化行业可细分为炼油和化工两部分，通过对炼油产品进一步加工，生成乙烯、丙烯和对二甲苯 (PX) 等基础化工原料，主要的需求传导结构是对二甲苯 (PX) — 精对二甲苯 (PTA) — 聚对苯二甲酸乙二醇酯 (PET) — 涤纶切片等合成材料，国内炼化基地大多位于沿海省份，在上下游链条的衔接中产生了大量的水路运输需求。

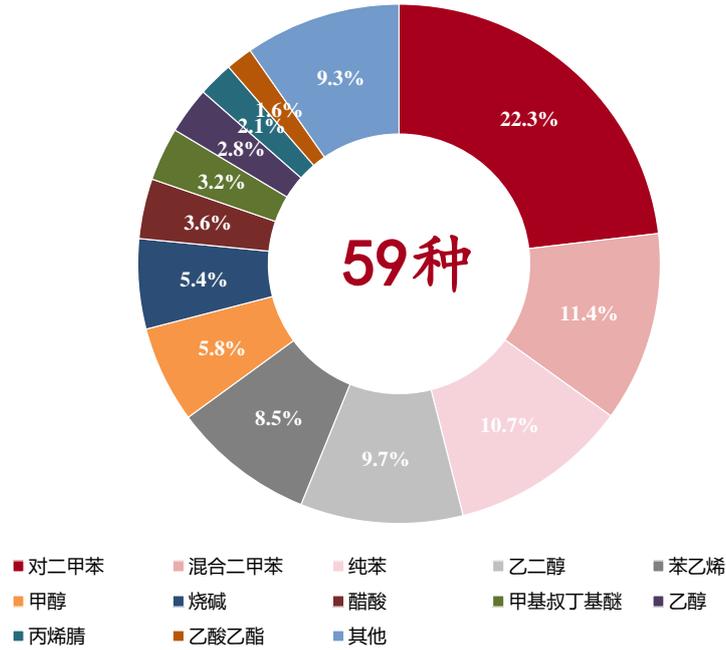
图表 40. 石油化工行业全产业链



资料来源：兴通股份招股说明书，中银证券

危化品运输主要运输品类为 PX、混合二甲苯、纯苯、乙二醇等，运输品类较多但主要运输品类相对集中。根据油化 52Hz 数据，危化品运输品类主要有 59 种，其中 2020 年前十大危化品运输品类分别为 PX、混合二甲苯、纯苯、乙二醇、苯乙烯、甲醇、烧碱、醋酸、甲基叔丁基醚、乙醇，前十大运输品类占比达到 83.4%，前五大运输品类占比达到 62.6%。危化品运输品类总体虽然较多，但主要运输品类集中度较高。

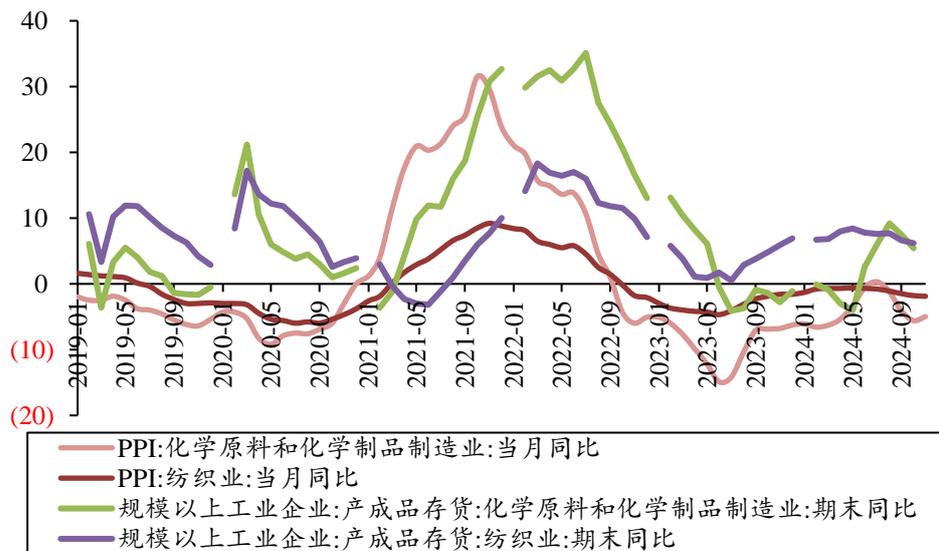
图表 41. 2020 年内贸化学品运输主要品类



资料来源：油化 52Hz，中银证券

当前化工下游产业链价格和库存指标处于低位，看好未来政策发力促内需带动化工产业链景气度回升。从化学原料及制品和纺织业的 PPI 数据和存货同比数据可以看出，当前化工产业链产成品价格仍然承压，库存水平相较于去年同期已有部分回升，2024 年年初至今，中国化工产品价格指数明显回落，截至 12 月 12 日，CCPI 指数为 4333 点，较今年年初的 4622 点明显回落，显示今年产业链整体需求较为疲软，价格承压，我们认为明年在财政政策发力促内需叠加货币政策相对宽松的情况下，未来化工产业链景气度有望逐步回升。

图表 42. 化学原料及化学制品、纺织业当月 PPI 和产成品库存同比 (%)



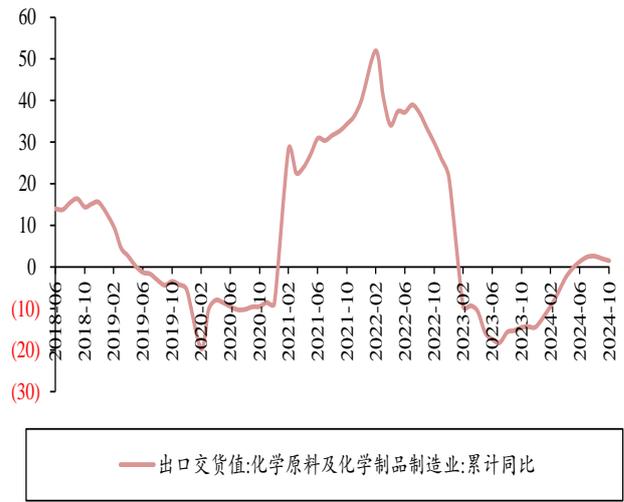
资料来源：iFind，中银证券

图表 43. 2018-2024 年中国化工产品价格指数 CCPI



资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2024.12.12

图表 44. 化学原料及化学制品出口货值累计同比 (%)

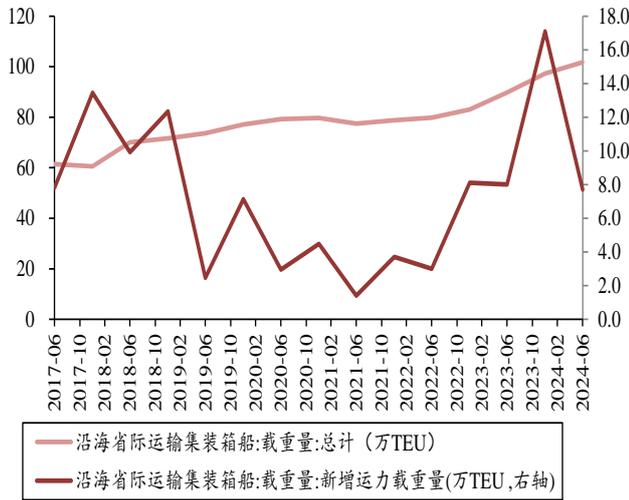


资料来源: iFind, 中银证券 注: 截至 2024.12.12

2.3 内贸集运：四季度运价触底回升，看好明年内需恢复带来运价弹性

沿海省际集装箱船总运力近两年有所增加，平均船龄在 7.9 年左右。截至 2024 年 6 月，沿海省际集装箱船总运力为 101.7 万 TEU，较 2022 年 6 月的 79.8 万 TEU 增加了 21.9 万 TEU，近两年沿海省际集装箱船总运力整体有所增加，今年上半年沿海省际集装箱船新增运力达到 7.7 万 TEU，2023 年下半年新增 17.1 万 TEU 的运力。从船龄来看，截至 2024 年 6 月，沿海省际集装箱船平均船龄为 7.9 年，由于老旧船舶逐步淘汰叠加新船运力增加，目前沿海省际集装箱船船龄整体有所下降。

图表 45. 沿海省际运输集装箱船总运力及新增运力



资料来源: iFind, 中银证券

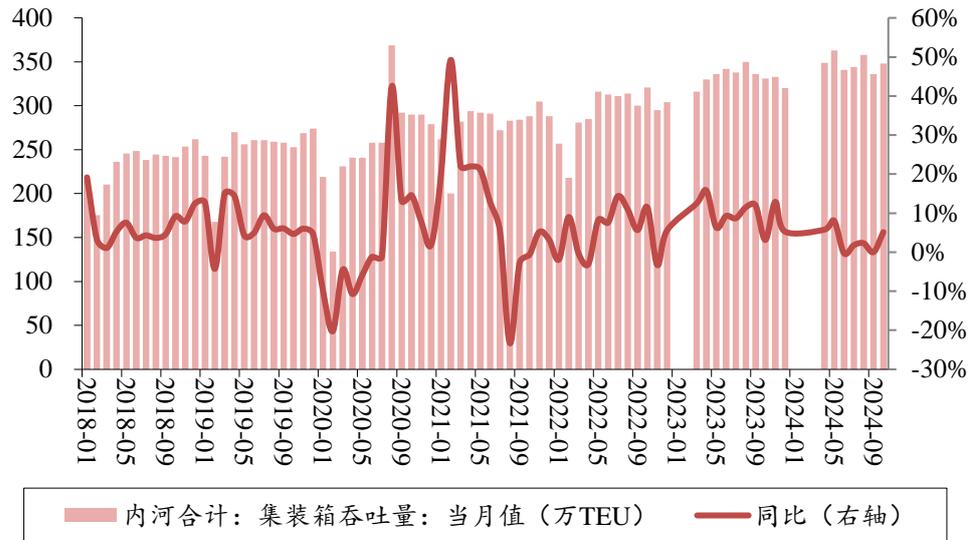
图表 46. 沿海省际运输集装箱船新增船数及平均船龄



资料来源: iFind, 中银证券

内河集装箱吞吐量稳步提升，未来吞吐量有望跟随国内内需增长。截至 2024 年 10 月，内河集装箱吞吐量为 348 万 TEU，同比+5.1%，今年二三季度吞吐量分别达到 1053 万 TEU 和 1038 万 TEU，同比分别增长 4.5% 和 1.4%，整体来看，国内内河集装箱吞吐量稳步提升，我们认为 2025 年内贸集运需求有望受益国内促内需政策发力。

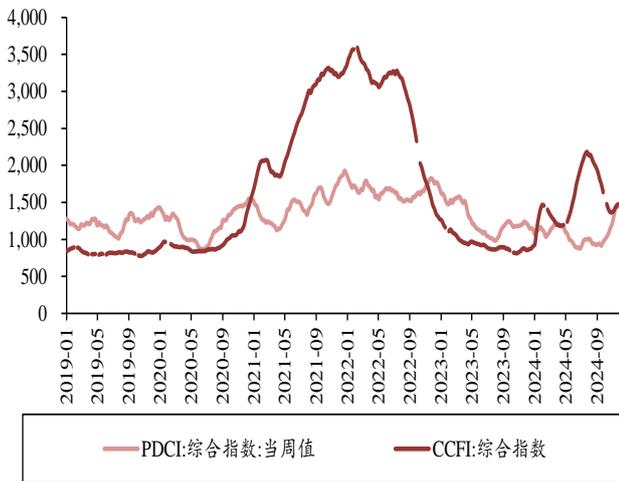
图表 47.内河集装箱吞吐量及同比增速



资料来源：iFind，中银证券

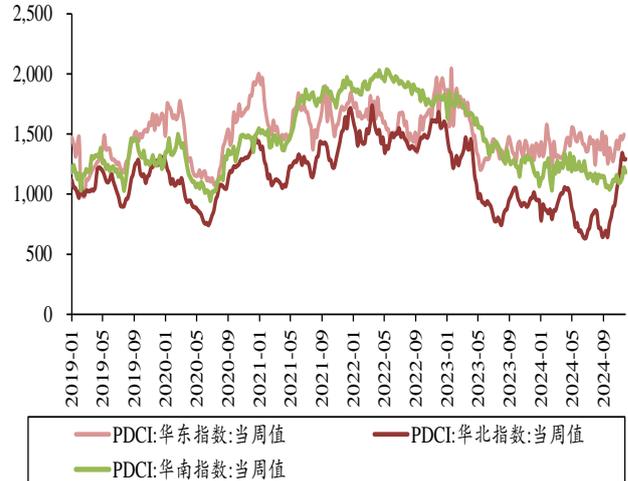
外贸集运景气度传导部分内贸船调往外贸，内贸集运运价四季度触底回升。今年上半年红海事件持续发酵，导致部分外贸集装箱船绕航好望角，叠加二季度末集运抢运潮，CCFI 运价指数从 4 月初的 1191 上涨到 8 月底的 1974 点，由于内贸运价指数 PDCI 在这期间处于低位，运输效益较差，故而部分内贸集运公司积极调配运力，三季度部分内贸船调往外贸，四季度内贸运力相对紧俏，内贸集运运价 PDCI 自 10 月初的 999 点上涨超过 40% 至 11 月底的 1467 点。

图表 48. PDCI 运价指数和 CCFI 运价指数



资料来源：iFind，中银证券

图表 49. PDCI 分区域运价指数



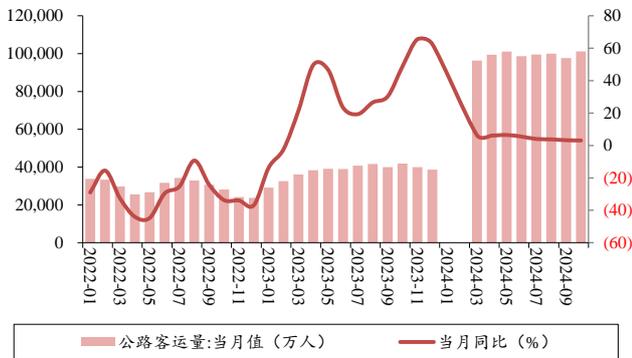
资料来源：iFind，中银证券

三、公路铁路港口：贸易风险增加叠加长端利率下行，中长期仍具备配置价值

3.1 公路：客运货运流量保持平稳增长，运价稳定现金流较好

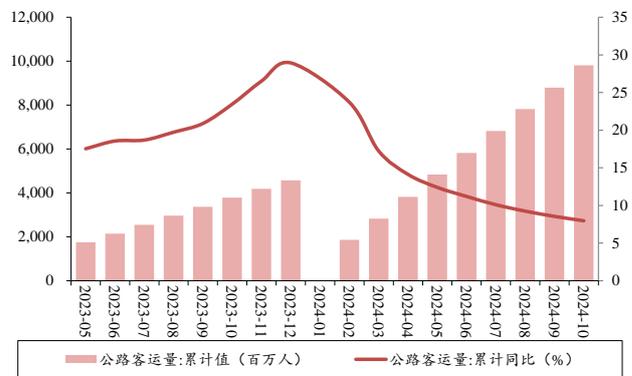
客货运流量保持平稳增长，运价稳定现金流较好。截至今年10月，公路客运量当月达到10.13亿人，同比+3.1%，公路客运量累计达到98.09亿人，同比+8.0%；公路货运量10月当月达到37.0亿吨，同比+4.3%，公路货运量累计达到343.7亿吨，同比+3.2%。截至2024年12月11日，中国公路物流运价指数为1059.61点，周环比+0.07%。根据交通运输部数据显示，12月1日-12月8日，全国高速公路累计货车通行5365.1万辆，环比增长1.68%。整体来看，公路客运和货运需求稳步增长，运价指数保持平稳。目前公路行业车流量已逐步恢复且收费价格基本稳定，这使得行业持续不断地实现稳定的现金流。

图表 50. 中国公路当月客运量及同比



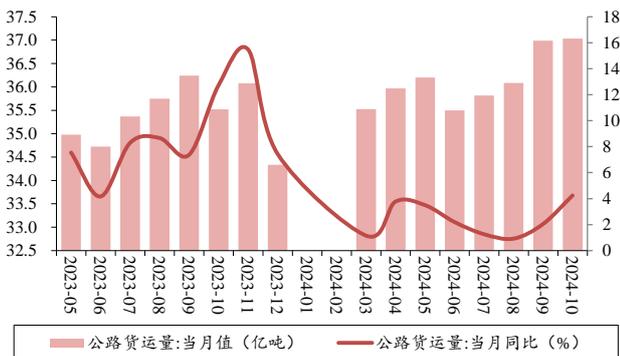
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 51. 中国公路累计客运量及同比



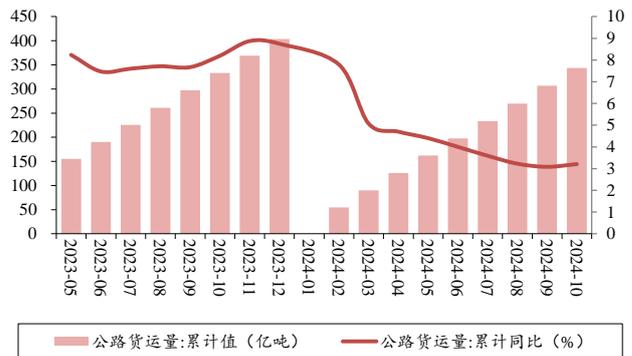
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 52. 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 53. 中国公路累计货运量及同比



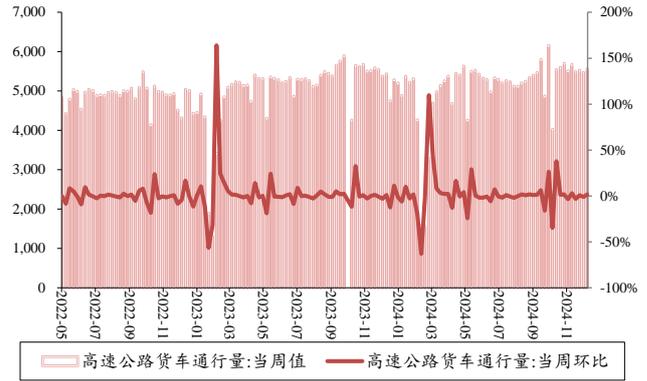
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 54. 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 55. 高速公路货车通行量（万辆，周）

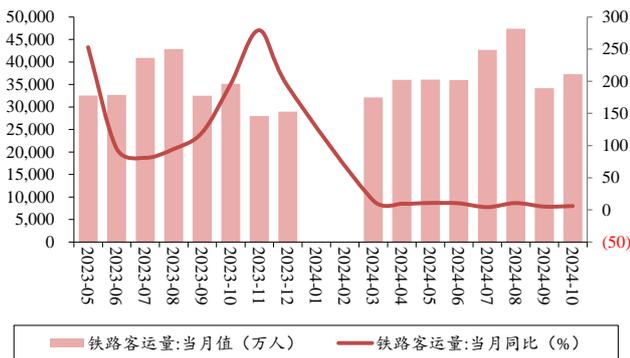


资料来源：交通运输部，中银证券

3.2 铁路：客运回暖向好货运保持高位运行，整体经营稳健抗风险能力较强

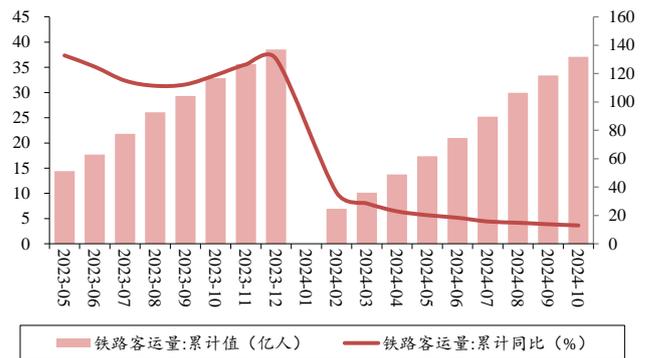
客运回暖向好货运保持高位运行，整体经营稳健抗风险能力较强。截至今年 10 月，铁路客运量当月达到 3.7 亿人，同比+6.0%，铁路客运量累计达到 37.1 亿人，同比+13.0%；铁路货运量 10 月当月达到 4.6 亿吨，同比+4.3%，铁路货运量累计达到 42.6 亿吨，同比+2.8%。根据交通运输部发布数据显示，2024 年 10 月，全国铁路货运周转量为 3194.5 亿吨公里，同比上升 0.15%。整体来看，今年前十个月铁路客运持续回暖，累计客运量同比实现两位数的增长，反映国内出行需求旺盛，与此同时，铁路货运量则呈现前低后高，3 月和 4 月表现相对较弱，发运量分别同比减少 1.5% 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%，三季度铁路货运发运量继续保持增长，整体来看铁路货运仍保持在高位运行。此外，根据国铁集团披露的 2024 年前三季度财务决算。前三季度，国铁集团实现营业总收入 9007 亿元，净利润盈利 129 亿元，从客运看，前三季度，全国铁路日均安排开行旅客列车 10792 列，同比增长 9.8%；累计发送旅客 33.3 亿人次，同比增长 13.5%，创历史同期新高，其中 10 月 1 日发送旅客 2144.8 万人次，创单日旅客发送量历史新高。货运方面，前三季度国家铁路货物发送量完成 29.3 亿吨、同比增长 1%，其中三季度国家铁路发送货物 10.04 亿吨，同比增长 3.8%，创单季度货物发送量历史新高，整体来看铁路板块经营较为稳健。

图表 56. 全国铁路当月客运量及同比



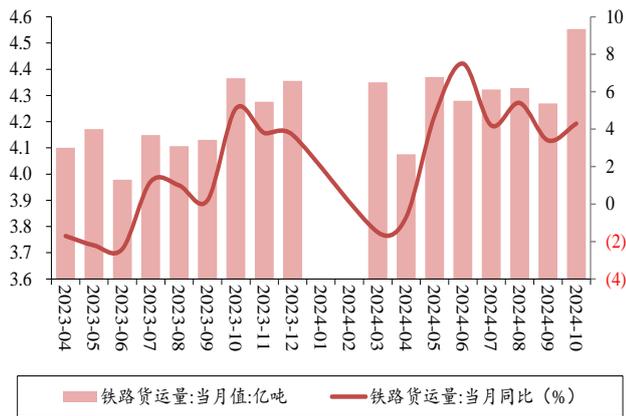
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 57. 全国铁路累计客运量及同比



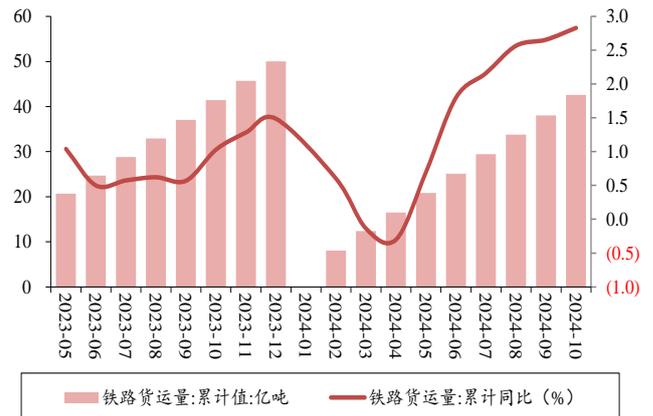
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 58. 全国铁路当月货运量及同比



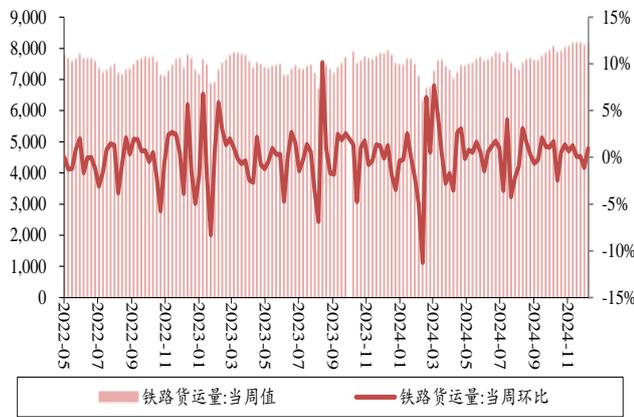
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 59. 全国铁路累计货运量及同比



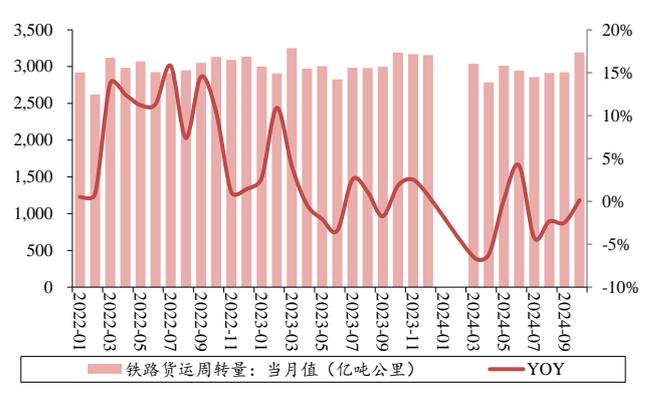
资料来源: 国家统计局, 中银证券

图表 60. 全国铁路货运量 (万吨, 周)



资料来源: 交通运输部, 中银证券

图表 61. 全国铁路货运周转量 (亿吨公里, 月)

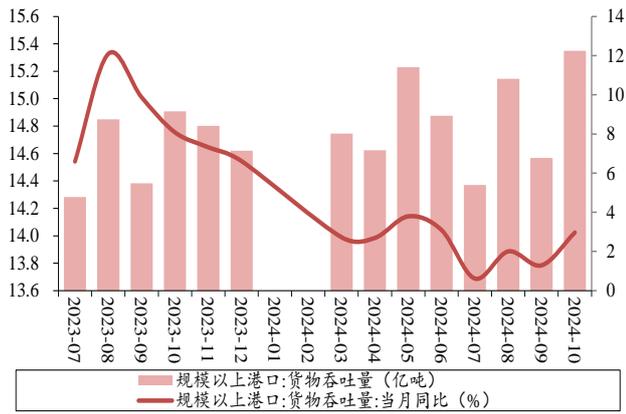


资料来源: 万得, 中银证券

3.3 港口: 累计货物吞吐量持续保持增长, 集装箱外贸吞吐量增速较快

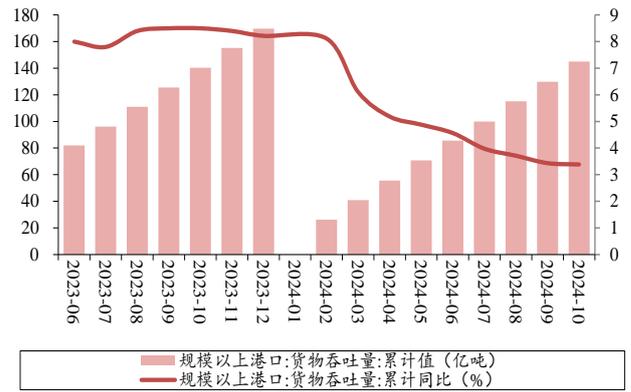
累计货物吞吐量持续保持增长, 集装箱外贸吞吐量增速较快。截至 2024 年 10 月, 全国主要港口当月货物吞吐量达到 15.35 亿吨, 同比+3.0%, 累计货物吞吐量达到 145.06 亿吨, 同比+3.4%; 全国主要港口外贸货物当月吞吐量达到 4.52 亿吨, 同比+5.5%, 累计外贸货物吞吐量达到 45.06 亿吨, 同比+7.4%; 全国主要港口集装箱当月吞吐量达到 2793 万 TEU, 同比+3.4%, 累计集装箱吞吐量达到 2.76 亿 TEU, 同比+7.6%。港口今年前 10 个月货物吞吐量持续保持增长, 同时, 外贸和集装箱吞吐量的增速相对较快, 港口企业的基本面稳中向好。

图表 62. 全国主要港口当月货物吞吐量



资料来源: 万得, 中银证券

图表 63. 全国主要港口累计货物吞吐量



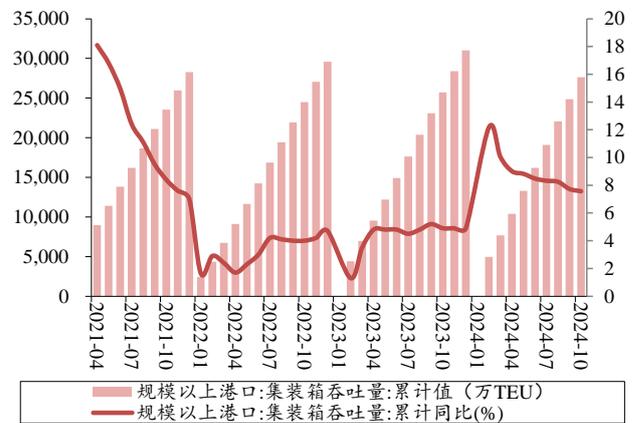
资料来源: 万得, 中银证券

图表 64. 全国主要港口当月集装箱吞吐量



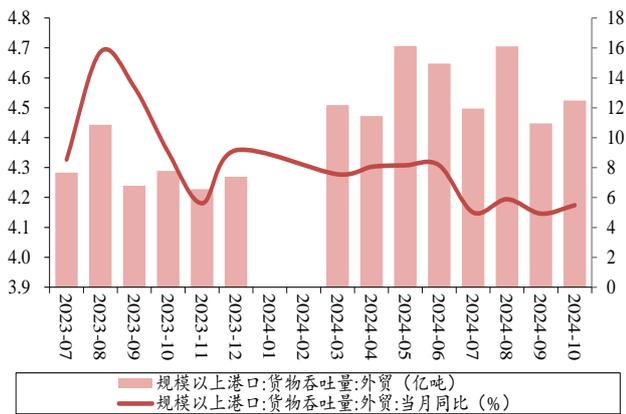
资料来源: 万得, 中银证券

图表 65. 全国主要港口累计集装箱吞吐量



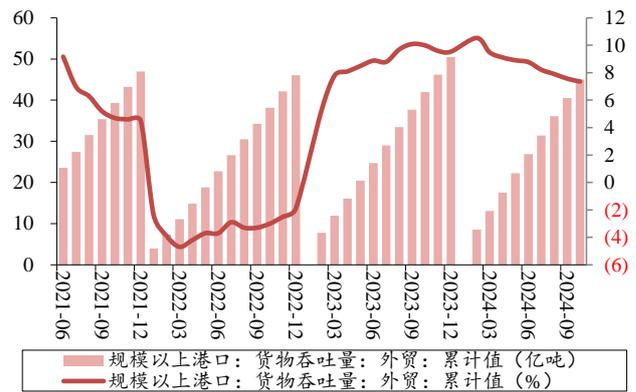
资料来源: 万得, 中银证券

图表 66. 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 67. 全国主要港口外贸货物累计吞吐量

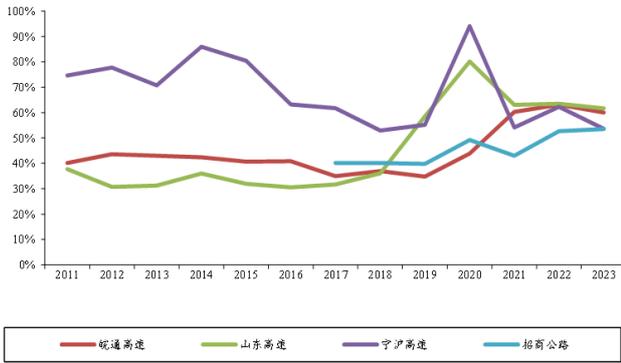


资料来源: 万得, 中银证券

3.4 分红：长端利率下行，公路铁路港口企业股息率具吸引力

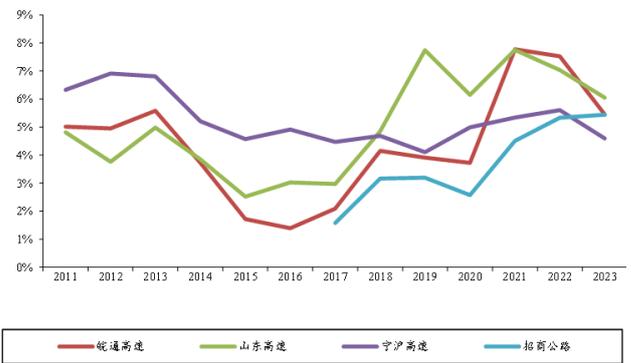
稳定持续的现金流为公路铁路以及港口企业的分红提供支撑，长端利率下行公铁港投资价值提升。近年来，主要的上市公路企业分红率稳步提升，2023年，皖通高速和山东高速分红率均超过60%，宁沪高速和招商公路分红率超过50%；山东高速2023年股息率达到6.1%，股息率较低的宁沪高速分红率也达到4.6%。铁路相关企业方面，大秦铁路2023年分红率达到58%，股息率为5.3%，京沪高速和铁龙物流分红率和股息率相对偏低。港口企业方面，唐山港的分红率自2020年开始大幅提高，2021年分红率接近100%，2023年也超过60%，2023年唐山港股息率达到5.7%；青岛港近三年来分红率稳定在40%左右的水平，近三年股息率均超过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 68. 高速公路相关企业分红率



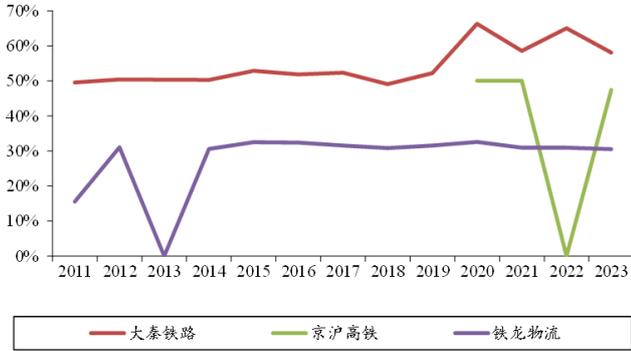
资料来源: iFind, 中银证券

图表 69. 高速公路相关企业股息率



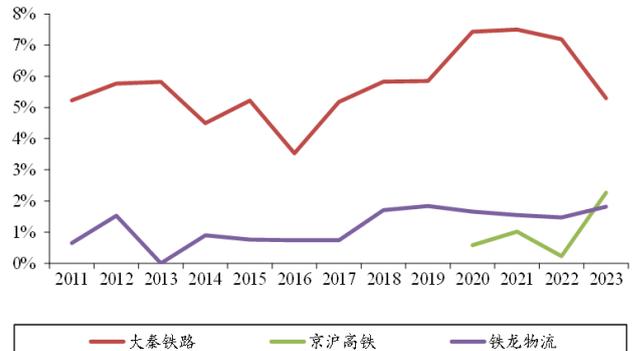
资料来源: iFind, 中银证券

图表 70. 铁路相关企业分红率



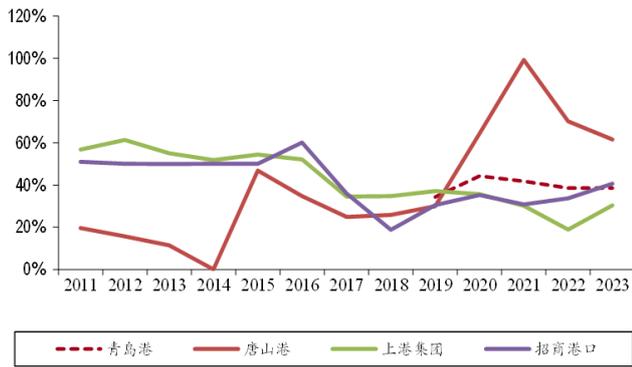
资料来源: iFind, 中银证券

图表 71. 铁路相关企业股息率



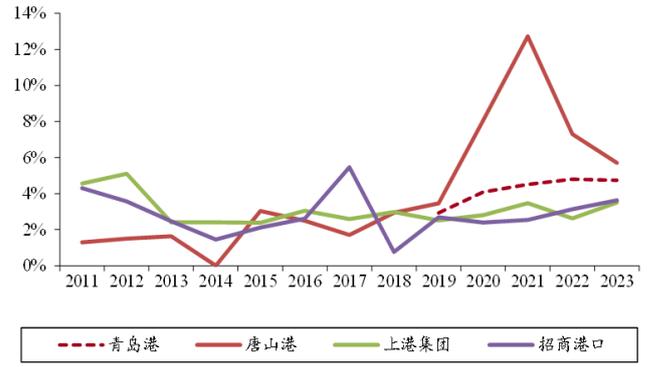
资料来源: iFind, 中银证券

图表 72. 港口相关企业分红率



资料来源: iFind, 中银证券

图表 73. 港口相关企业股息率



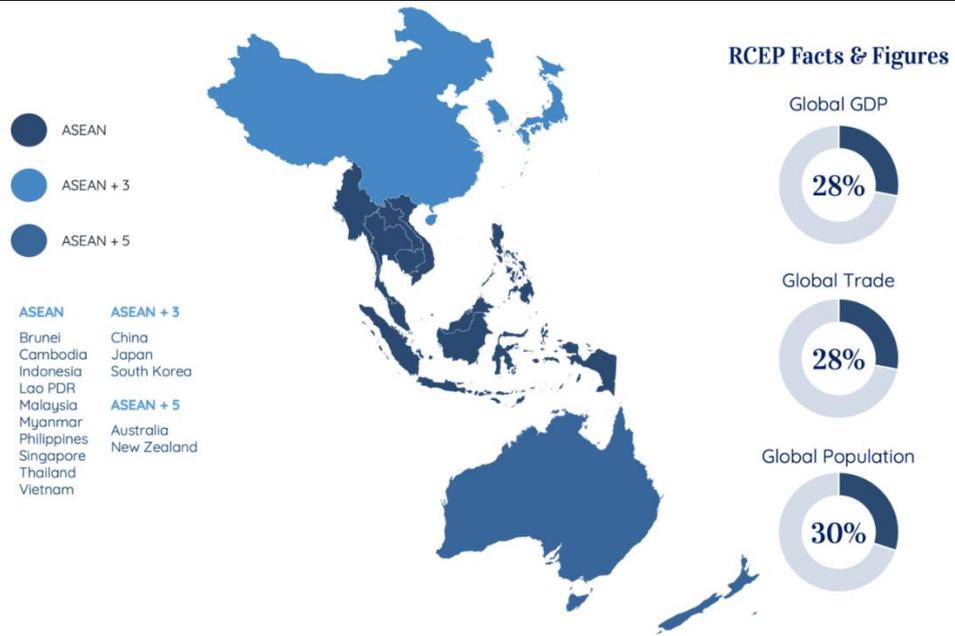
资料来源: iFind, 中银证券

四、全球供应链重塑：特朗普当选后对美贸易风险增加，关注“一带一路”地区出海投资机会

4.1 东南亚：东盟占中国进出口总额比重逐年提升，对美贸易风险增加后出口或进一步分化

中国—中南半岛经济走廊发展潜力大、友好往来历史悠久、互联互通基础较好。中国与东盟国家，特别是中南半岛国家历史上就是一衣带水的友好邻邦，具有数千年的贸易往来历史，东南亚各国与川、渝、滇、黔、桂等西南省份早就形成跨区域的经济贸易共同体，区域经济对国际贸易依赖性强。中国与东盟十国均已签署双边共建“一带一路”合作文件。2022年11月11日，在柬埔寨金边举行第25次中国—东盟领导人会议上，正式签署了《中国—东盟关于“一带一路”倡议与〈东盟互联互通总体规划 2025〉对接合作的联合声明》，彰显了双方对“一带一路”中国-中南半岛等经济走廊建设的信心和决心，为中国—东盟全面战略伙伴关系发展注入新动力。RCEP生效，中国-东盟双边贸易自由化再上新台阶。

图表 74. RCEP 签署国家



资料来源：MPG，中银证券

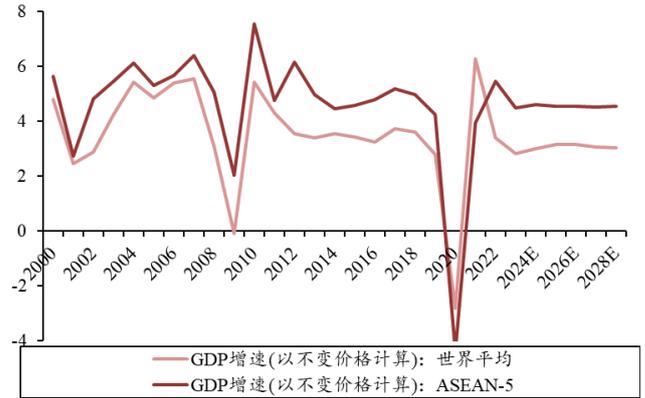
中国与东南亚各国之间的贸易蕴含着较大发展潜力。东南亚各国是国际公认的经济潜力较大的地区之一。IMF对东盟五国GDP增速预测自2000年以来大多数时候都高于世界平均GDP增速。中国与东盟各国贸易额快速上升，由2014年的2.95万亿元增长至2023年的6.51万亿元，根据海关总署数据，2024年前11个月，中国与东盟各国贸易额达到6.30万亿元，东盟各国占中国进出口贸易总额比重从2023年15.6%提升到2024年前11个月的15.8%，整体呈现逐年提升的态势，2023年东盟各国占中国对“一带一路”沿线国家贸易额的33%。

图表 75. 东盟占中国进出口总额比重逐年提升



资料来源: iFind, 中银证券

图表 76. IMF 对 ASEAN-5 和世界平均经济增速的预测 (%)



资料来源: 国际货币基金组织, 中银证券

“一带一路”倡议不断提升东南亚地区互联互通水平。铁路方面，泛亚铁路迈出历史性一步，中线中老段（中老铁路）顺利开通；此外，雅万高铁成功试运营，中泰铁路一期、马来西亚东海岸铁路、马来西亚南部铁路建设提速；中欧班列向东南亚扩展，东南亚到北亚、欧洲的物流新通道正式开启。公路方面，金港高速公路引领柬埔寨迈入“高速时代”，淡布隆跨海大桥便利文莱东西交通。空运方面，2019 年 11 月，中国与东盟签署航空运输协定第三议定书；疫情前双方航班量达每周 4468 班，其中货运 51 班。海运方面，作为“一带一路”的一部分，中国和马来西亚组成了“中马港口联盟”，马方力邀中方参与在马六甲海峡和巴生港口之间的加厘岛建设巴生第三港口；中国港湾中标柬埔寨贡布多功能港口启动期项目，建成后将成为柬埔寨第二个大型国际深水港。

图表 77. “一带一路”合作框架内东南亚已建成、已开工和勘察中铁路项目

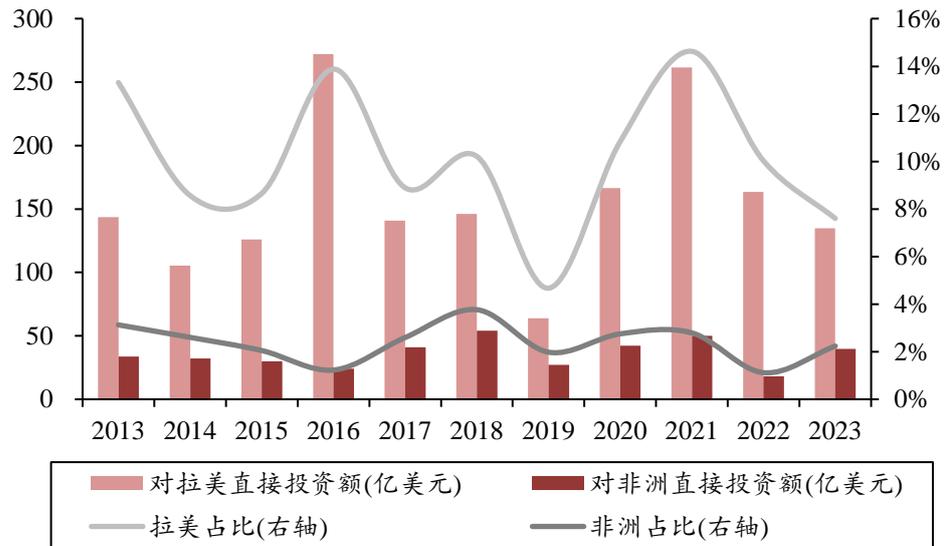
项目名称	目前状态	起终点	长度	设计时速
中老铁路老挝段	已建成通车	磨憨（老挝）-万象（老挝）	414km	160 km/h（客运） 120 km/h（货运）
雅万高铁	已建成，开通准备中	雅加达（印尼）-万隆（印尼）	142.3km	350km/h
中泰铁路	在建（一期）	曼谷（泰国）-呵叻（泰国） -廊开（泰国）	252km	250 km/h
马来西亚东海岸铁路	在建	哥打峇鲁（马来西亚）-巴生港口（马来西亚）	665km	160 km/h（客运） 80 km/h（货运）
马来西亚南部铁路	在建	金马士（马来西亚）-新山（马来西亚）	191.14km	160km/h
中缅铁路一期（木姐—曼德勒铁路）	勘测中	木姐镇（缅甸）-曼德勒	431km	160km/h

资料来源: “一带一路”网, 中银证券

4.2 非洲和拉美：工程设备出海带动外贸需求，把握矿产资源跨境物流投资机遇

拉美和非洲作为重要新兴市场，基建投资潜力较大。随着“一带一路”的倡议为中国与拉美和非洲的基础设施合作创造了新的机遇，拉美和非洲是两个关键的新兴市场，拥有较大的基础设施潜力，在基础设施方面的外来投资一直相当受欢迎。2023 年中国对拉美、非洲直接投资额分别为 134.8 亿美元、39.6 亿美元，分别占对外总投资额的 7.6%、2.2%，同比-18%、+119%。

图表 78. 2013-2023 年中国对非洲及拉丁美洲直接投资额



资料来源：国家统计局，中银证券

非洲拉美贸易额差异明显，商品进出口种类相似。从贸易额看，2023 年中国向非洲国家出口额有所上升，中国向非洲进口额有所下降，近五年中国向拉美地区进出口额占比整体呈上升趋势。2023 年，中国-非洲进出口额分别为 1093.1 亿美元、1727.8 亿美元，进出口占比分别为 4.3%、5.1%；中国-拉美进出口额分别为 2439.8 亿美元、2450.7 亿美元，进出口占比分别为 9.5%、7.3%。中国与沿线非洲国家和拉美国家均存在贸易顺差。

图表 79. 2013-2023 年中非进出口贸易额及占比



资料来源：国家统计局，中银证券

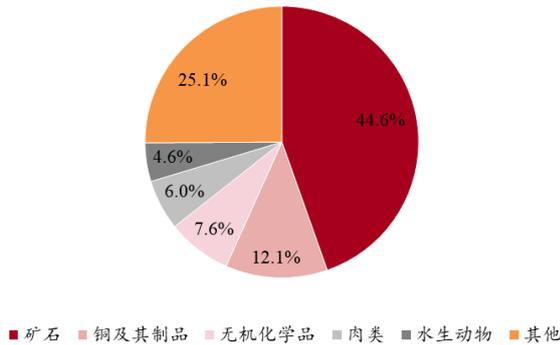
图表 80. 2013-2023 年中国-拉美国家进出口贸易额及占比



资料来源：国家统计局，中银证券

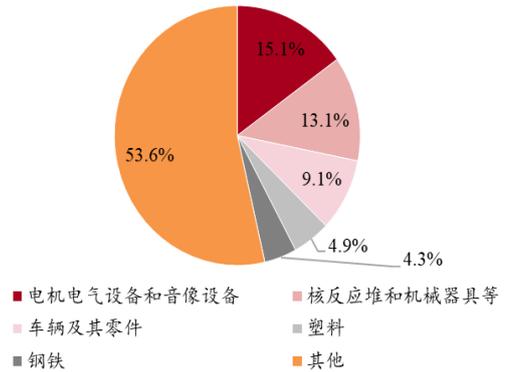
从商品结构看，中国从非洲、拉美主要进口矿石、燃料和金属，对非洲、拉美主要出口电气设备、机器人和车辆。进口方面，2022 年，中国从非洲进口前 3 大商品为矿物燃料、矿石、铜，共占 87.07%；中国从拉美进口的前 3 大商品为矿石、铜、无机化学品，共占 64.32%。出口方面，中国向非洲、拉美出口的前 3 大商品皆为电机电气设备和音像设备、核反应堆和机械器具等、车辆及其零件，分别共占 40.97%、37.21%。

图表 81. 2022 年中国向沿线拉美国家进口商品结构



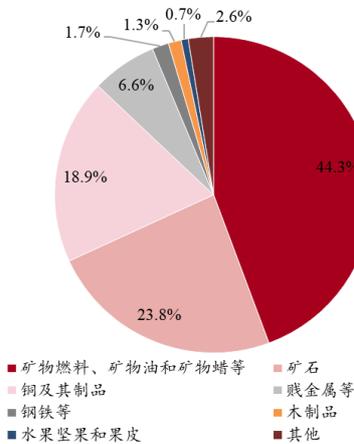
资料来源：海关总署，中银证券

图表 82. 2022 年中国对沿线拉美国家出口商品结构



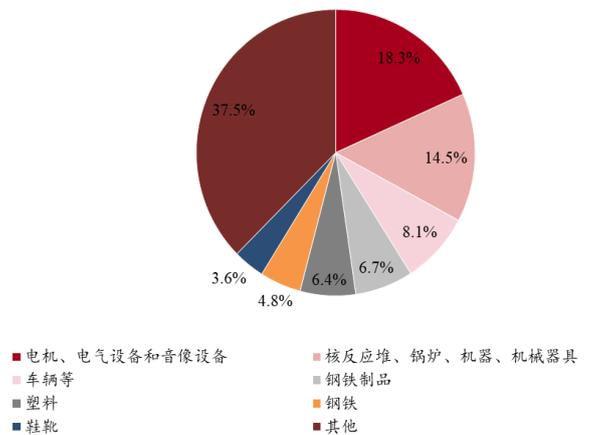
资料来源：海关总署，中银证券

图表 83. 2022 年中国向沿线非洲国家进口商品结构



资料来源：海关总署，中银证券

图表 84. 2022 年中国对沿线非洲国家出口商品结构



资料来源：海关总署，中银证券

中非贸易运输以海运为主，多式联运或成常态。非洲 54 个国家中有 38 个是沿海或岛屿国家，海岸线长超过 47,000 公里，港口数量众多。中非海运贸易设有北非、南非、东非、西非线 4 条航线，非洲 90% 以上的贸易通过海上运输进行。

图表 85. 非洲沿线主要港口

航线	国家	港口名称	吞吐能力	备注
东非线	埃塞俄比亚	阿萨布	203.9 万吨	
	吉布提	吉布提	69.2 万 TEU	招商港口控股
	肯尼亚	蒙巴萨	265 万 TEU	东非的最大港口之一
	坦桑尼亚	达累斯萨拉姆	75 万吨	中国港湾参与扩建
西非线	科特迪瓦	阿比让	3005 万吨	西非最大的集装箱港
	冈比亚	班珠尔	200 万吨	
	多哥	洛美	190 万 TEU	招商港口控股
北非线	摩洛哥	卡萨布兰卡	2000 万吨	
	摩洛哥	丹吉尔	8100 万吨	是非洲距欧洲最近的港口之一
	阿尔及利亚	阿尔泽		
南非线	南非	开普敦		
		德班	120 万 TEU	
	莫桑比克	约翰内斯堡		
		马普托	2670 万吨	

资料来源：搜航网，中银证券

中非交运网络建设持续推进，客货通行效率大幅提升。自中非“一带一路”合作以来，中非合作新增和升级铁路超过1万公里、公路近10万公里、桥梁近千座、港口近百个。其中蒙内铁路使肯尼亚与东非第一大港口蒙巴萨互通，自2017年建成以来，蒙内铁路累计发送旅客900多万人次，累计发送货物超2300万吨；吉达铁路连接埃塞俄比亚与吉布提，埃塞俄比亚的出口贸易依赖吉布提港，通车之后，原本需要一周的运输时间，直接被压缩到10个小时。

图表 86. 中国在非洲投资建设的铁路项目



资料来源：俄罗斯卫星通讯社，中银证券

作为中非物流通道的重要补充，海铁联运和海空联运逐步常态化。2021年9月，国内首趟中非班列湘粤非铁海联运班列发出，从长沙经铁路运往广州南沙港，然后与广州至非洲大陆的海运航线无缝衔接，最终到达非洲肯尼亚蒙巴萨，中非铁海联运模式与江海联运模式相比，全程可缩短15天左右时间。2021年10月，“中国-吉布提-非洲”海空联运服务——中非海空快线已正式开通，海空联运相较于海运可节省一半时间，相较于空运可降低总成本的50%。未来铁海联运和海空联运将常态化开行，成为我国与非洲国家的重要物流通道。

中拉运输以海运为主，滚装航线增长迅速。据劳氏日报统计，2021年全球百大集装箱港口中中东地区占6席，分别为巴拿马的科隆港和巴尔博亚港、秘鲁的卡亚俄港、厄瓜多尔的瓜亚基尔港、牙买加的金斯顿港、智利的圣安东尼奥港，其中科隆港位列全球第39，2021年吞吐量达491.60万TEU。同时，中国-拉美航线不断开辟。2022年6月，天津港开通南美滚装新航线，出口到南美智利利尔奎港。2022年4月，广州港南沙汽车口岸迎来首条滚装南美准班轮航线，以广汽、东风等广州本土汽车品牌为主。

2024年11月，中拉之间的陆海新通道秘鲁钱凯港开始试运营。秘鲁对亚洲和大洋洲的大部分货运需经中美或北美中转，且吞吐量不能满足外贸升级的需求。钱凯港一期工程可以将秘鲁到中国的海运时间缩短至23天，节约20%以上的物流成本。钱凯港通过隧道与泛美公路相连，直达首都利马，来往的货物能便捷通达秘鲁以及拉美各国，极大提升贸易便利。未来巴西的大豆、铁矿石、冷冻肉类，哥伦比亚的咖啡、牛油果等等，或也将通过这一新航道源源不断地运往亚洲。这个便捷的出口通道将为整个拉美地区打开一扇门，将其纳入亚太经济一体化的新脉动。

图表 87. 南美沿线主要港口

航线	国家	港口名称	吞吐能力	备注
加勒比线	萨尔瓦多	阿卡胡特拉	15.63 万 TEU	世界第二大的自由贸易区，中国转口商品占 29.5%
	巴拿马	科隆	491.6 万 TEU	
	巴巴多斯	布里奇敦	70 万吨	
	巴拿马	巴尔博亚	177 万 TEU	
	圭亚那	乔治敦		
南美西	秘鲁	卡亚俄	约 500 万吨	秘鲁全国 3/4 的进口和 1/4 出口物资经由此港
	厄瓜多尔	埃斯梅拉达斯	建有炼油厂，年产约 300 万吨	
	智利	圣安东尼奥	927.5 万吨	中国港湾参与扩建
南美东	阿根廷	布宜诺斯艾利斯	654.5 万吨	
	法属圭亚那	卡宴		
	乌拉圭	蒙得维的亚	1579.6 万吨	吞吐乌拉圭全国 90% 的进出口贸易物资

资料来源：搜航网，中银证券

工程设备出海带动外贸需求，把握矿产资源跨境物流投资机遇。根据克拉克森统计，截至 2022 年年末，中远海特作为全球特种船运输龙头，规模仍在持续扩张，多用途及重吊船合计规模排名世界第一，纸浆船规模将排名第二，半潜船规模接近世界第一。全球风电新增装机快速增长驱动业绩持续增长。根据中远海特 2022 年公告，中远海特多用途及重吊船出口货物约 50% 为风电设备，30% 为工程机械，20% 为集装箱（主要南美航线），船队营收占比约 50%。南非和巴西是风电潜力较大的市场，也是中远海特航线覆盖的主要区域。南非是撒哈拉以南非洲最大的风电市场，依据 IEA 2020 年数据计算，煤炭发电仍占南非电力供应总量的 87.7%，风能和太阳能等可再生能源（未计入核能和水能）仅占 4.8%。南非政府发布的《低排放发展战略》预计到 2030 年，可再生能源电力的份额将达到 35-40%，2022-2030 年间需要增加 20.4GW 容量。中远海特有望在非洲和南美市场迎来业务量和业绩的增长。嘉友国际的主要业务包括跨境多式联运综合物流服务以及在此基础上拓展的供应链贸易服务。嘉友国际于 2018 年开始在非洲内陆国家和地区拓展以跨境口岸为中枢的跨境综合物流模式，2019 年，嘉友国际与刚果（金）政府签署《特许经营协议》建设卡萨项目。刚果（金）矿产资源丰富，有助于嘉友国际中非跨境多式联运业务开展。未来有望依托卡萨道路与陆港项目形成的影响力，进一步整合国际海运、空运、陆运物流资源，在非洲市场跨境综合物流领域逐步形成优势地位。目前嘉友国际 17 条跨境多式联运线路中非洲占 6 条。

图表 88. 嘉友国际非洲跨境运输线路

线路	运输方式	主要运输商品
中国-坦桑尼亚达累斯萨拉姆-赞比亚-刚果金	国际海汽联运	硫酸系统装置
美国巴尔的摩-南非德班-赞比亚	国际海汽联运	核心精密设备电弧炉
中国-南非德班-津巴布韦-赞比亚-刚果金	国际海汽联运	钢材及冶炼厂设备
中国-纳米比亚鲸湾-赞比亚-刚果金	国际海汽联运	焦亚硫酸钠、耗材
中国-纳米比亚鲸湾-赞比亚-刚果金	国际海汽联运	工程车辆
中国-纳米比亚鲸湾-赞比亚	国际海汽联运	北京福田汽车

资料来源：公司官网，中银证券

图表 89. 2017-2024H1 嘉友国际多式联运服务营收及占比



资料来源：iFinD，中银证券

五、投资建议

我们认为明年国内或将是财政政策发力之年，同时，24年年底特朗普胜选，我们认为未来出口或出现分化，中美贸易摩擦风险增加，对美出口或将有所承压，全球供应链或迎来重塑，我国对东南亚、非洲和拉美等地区出口或增加。基于以上分析，我们首先推荐的是与顺周期内需相关的快递、危化品物流、内贸集运等板块。其次我们也建议关注“一带一路”等非洲及拉美地区出海投资机会以及具有一定防御属性的公路铁路港口板块。

我们总结出以下几条投资主线：

1. 关注顺周期内需相关的快递、危化品物流、内贸集运等板块投资机会。12月中央召开的关于2025年的经济工作会议明确提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，这预示着明年宏观政策或将明显发力稳经济，会议提到要大力提振消费，扩大内需，因此我们认为明年内需顺周期或是围绕全年的投资主线之一。对于快递行业，我们认为当前快递行业在小件化趋势下单价有所下降，但明年国内快递业务量或仍保持一定增长，快递仍然是交运行业中与顺周期内需紧密相关的板块。而危化品物流板块，首先是化学品船运力供给增速缓慢，根据交通运输部数据，2012-2023年运力CAGR为3.42%，老旧船占比较大，此次当前化工下游产业链价格和库存指标处于低位，看好未来政策发力促内需带动化工产业链景气度回升。内贸集运方面，今年三季度外贸集运景气度传导部分内贸船调往外贸，内贸集运运价四季度触底回升，看好明年内需恢复带来的运价弹性。**推荐极兔速递、韵达股份，建议关注密尔克卫、兴通股份、盛航股份、保税科技、永泰运、宏川智慧、中谷物流、安通控股等。**

2. 关注明年贸易风险增加叠加长端利率下行下具备防御属性的公路铁路港口板块。从基本面看，公路客运货运流量保持平稳增长，运价稳定现金流较好。铁路方面，今年货运量呈现前低后高，年底铁路货运保持高位运行，客运则继续回暖向好，铁路整体经营稳健抗风险能力较强。港口方面，累计货物吞吐量持续保持增长，集装箱外贸吞吐量增速较快。根据国家统计局数据，截至2024年10月，全国主要港口累计货物吞吐量达到145.06亿吨，同比+3.4%；全国主要港口累计外贸货物吞吐量达到45.06亿吨，同比+7.4%；全国主要港口集装箱累计集装箱吞吐量达到2.76亿TEU，同比+7.6%。港口今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。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，而长端利率下行叠加贸易风险增加的情况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、上港集团等。**

3. 重视全球供应链重塑带来的对东南亚、非洲和拉美等地区的跨境物流机会。根据海关总署数据，2024年前11个月，中国与东盟各国贸易额达到6.30万亿元，东盟各国占中国进出口贸易总额比重从2023年15.6%提升到2024年前11个月的15.8%，整体呈现逐年提升的态势，2023年东盟各国占中国对“一带一路”沿线国家贸易额的33%。2023年中国向非洲国家出口额有所上升，近五年中国向拉美地区进出口额占比整体呈上升趋势，从商品结构看，中国从非洲、拉美主要进口矿石、燃料和金属，对非洲、拉美主要出口电气设备、机器和车辆。我们认为在全球供应链重塑的情况下国内工程设备出海有望带动外贸需求，同时建议把握矿产资源跨境物流投资机遇。**推荐中远海特、嘉友国际、华贸物流、厦门国贸，建议关注中国外运、海程邦达、中创物流。**

图表 90. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)	
					2023A	2024E	2023A	2024E
600428.SH	中远海特	买入	6.91	148	0.5	0.8	13.9	8.6
603871.SH	嘉友国际	买入	19.20	196	1.5	1.8	18.9	10.7
600755.SH	厦门国贸	增持	6.74	142	0.9	0.6	7.4	11.2
603128.SH	华贸物流	增持	6.82	91	0.5	0.5	14.7	13.5
002120.SZ	韵达股份	增持	7.94	219	0.6	0.7	13.5	11.2
1519.HK	极兔速递-w	买入	5.66	503	(0.9)	0.1	(16.3)	56.6
601598.SH	中国外运	未有评级	5.27	343	0.6	0.6	9.1	9.5
603836.SH	海程邦达	未有评级	14.04	26	0.7	-	16.7	-
603967.SH	中创物流	未有评级	10.58	34	0.7	0.8	14.1	13.2
603713.SH	密尔克卫	未有评级	53.77	84	2.7	3.8	19.2	14.2
603209.SH	兴通股份	未有评级	16.51	44	0.9	1.3	17.4	12.9
001205.SZ	盛航股份	未有评级	18.64	33	1.0	1.2	18.0	15.8
002930.SZ	宏川智慧	未有评级	12.23	51	0.6	0.6	17.1	22.1
001228.SZ	永泰运	未有评级	22.88	22	1.4	1.3	14.4	17.6
600794.SH	保税科技	未有评级	3.94	43	0.2	-	17.1	-
603565.SH	中谷物流	未有评级	9.34	215	0.8	0.8	12.5	12.0
600179.SH	安通控股	未有评级	3.09	121	0.1	-	21.4	-
600350.SH	山东高速	未有评级	9.41	481	0.7	0.6	14.6	14.5
600012.SH	皖通高速	未有评级	15.18	234	1.0	1.0	16.1	15.8
001965.SZ	招商公路	未有评级	12.35	916	1.0	0.9	13.5	13.5
600377.SH	宁沪高速	未有评级	14.24	654	0.9	0.9	16.7	15.8
601006.SH	大秦铁路	未有评级	6.88	1254	0.7	0.5	10.5	13.0
601816.SH	京沪高铁	未有评级	6.16	3015	0.2	0.3	26.1	23.1
601000.SH	唐山港	未有评级	4.53	273	0.3	0.3	14.2	13.3
601298.SH	青岛港	未有评级	8.19	509	0.8	0.8	11.0	10.2
001872.SZ	招商港口	未有评级	19.91	494	1.4	1.6	14.3	12.2
600018.SH	上港集团	未有评级	6.05	1395	0.6	0.7	10.6	9.1

资料来源: IFind, 中银证券

注: 股价截至 2024 年 12 月 13 日, 未覆盖公司每股收益和市盈率为参考 IFind 上的盈利预测一致预期平均值, 以 12 月 13 日港币对人民币汇率 0.9357 为基准

六、风险提示

- 1、美联储降息的不确定性风险。**美联储在 2025 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、国内财政政策及货币政策不及预期。**虽然当前政治局会议定调要实施更加积极的财政政策和相对宽松的货币政策，但未来政策落地仍有一定不及预期风险。
- 4、海外政策和监管风险。**对进出口贸易而言，关税政策较为影响两国进出口贸易额，明年特朗普上台后对外出口的贸易风险有所增加。
- 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 2025 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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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