

交通运输行业 4 月投资策略

快递物流业绩韧性强，关注 OPEC 扩产对油运需求的拉动

优于大市

核心观点

航运：本周油运企业均披露了 2024 年年报，业绩基本符合预期，即期市场方面，油运运价继续维持上涨趋势，主要因为 OPEC+ 发布涉及七国的减产补偿计划，此次安排涉及的月度减产规模介于 18.9 万桶/日至 43.5 万桶/日之间，该计划将延续至 2026 年 6 月，开启变相增产，消除了此前运价的抑制因素，虽然同时租家调整出货节奏，通过私下成交和公开市场租用老旧油轮给运价施加压力，但是在当前新运力断档的背景下，运价仍实现上涨，本周中东-宁波的运价约为 4.2 万美元/天。考虑到 2025 年新交付运力占存量运力比仅 0.5%，我们认为需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，继续维持 2025 年行业运价中枢抬升的观点，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，本周由于美线签约季的临近，航商推动停航控班提价，在货量未见明显改善的情况下美线出现大涨，但是美国上周刚刚发布了汽车关税，贸易的风险实际仍在升级当中，而欧洲的经济亦尚不明朗，建议观察提价的持续性。中期来看，行业供给格局或仍加剧恶化，年内集运船东的盈利能力或将承压。投资标的上，中远海控预计每股派发 2024 年末期现金红利人民币 1.03 元（含税），加上 2024 年中期已派发现金红利，预计 2024 年度派发现金红利约为公司 2024 年度实现的归属于上市公司股东净利润的 50%，对公司投资价值形成支撑，建议等待行业基本面触底。

航空：上周整体和国内客运航班量环比提升，整体/国内客运航班量环比分别为+1.3%/+1.2%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 107.0%/112.8%，国际客运航班量环比提升 2.0%，相当于 2019 年同期的 81.7%，近期国际油价明显低于去年同期水平。近期，三大航发布了 2024 年年报，受宏观经济增长承压以及消费疲软的影响，中国国航、南方航空以及中国东航全年票价同比降幅明显，从而导致全年分别亏损 2.4 亿元、17.0 亿元、42.3 亿元，得益于供需格局优化，利润同比均呈现不同程度的减亏。展望 2025 年，供需格局将继续优化，叠加局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”的指导，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，未来民航供需缺口将持续缩小，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：近期，顺丰控股发布了 2024 年年报，全年营收 2844.2 亿元（同比+10.1%），归母净利润 101.7 亿元（同比+23.5%），公司 24 年全年和四季度的归母净利率分别为 3.58%和 3.29%，同比分别提升了 0.45 pct 和 0.39 pct，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，回归且聚焦盈利能力强的中高端快递；2）同时，公司坚持精益化资源规划和成本管控，实施多网融通（2021-2024 年多网融通降本分别超过 6 亿元、8 亿元、11 亿元和 13 亿元）、营运模式变革以及革新组织架构和激励机制等降本增效措施；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，24 年快运业务仍然实现正毛利率、同城业务净利实现大幅提升。目前来看，加盟制快递市场仍然处于良性竞争阶段，今年行业价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐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以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递和申通快递，重点关注韵达股份。

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

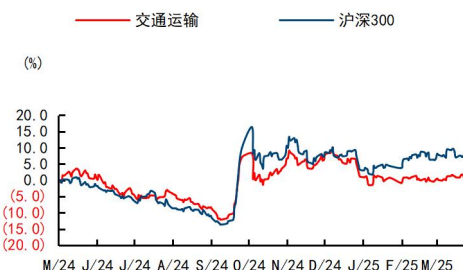
证券分析师：高晟

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-中通快递回归份额优先策略，VLCC 有望淡季不淡》——2025-03-25
- 《交通运输行业周报-民航局发布 2025 年夏秋航空计划，关注巴拿马运河港口交易》——2025-03-17
- 《交通运输行业周报-Cape 船型运价强劲，物流龙头陆续公布年报业绩》——2025-03-10
- 《交通运输行业 3 月投资策略-关注两会消费需求的潜在拉动，把握龙头配置价值》——2025-03-03
- 《交通运输行业周报-春运平稳收官，关注地缘政治问题对航运景气度的影响》——2025-02-24

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，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 2024 年收入和利润增速表现有所承压，但我们认为公司的经营低点已过，四季度经营表现环比显著企稳回升，随着宏观经济企稳以及京东物流关联业务量恢复较快增长，公司 2025 年收入及利润均有望实现双位数以上的较快增长，且未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，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一般，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。3) 自下而上推荐东航物流，近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品累计加征 20% 的关税且未来有可能会取消美国对价值低于 800 美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运运量可能造成一定负面影响，进而导致运价表现承压，但是我们认为整体影响可控，因为首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，最后我国也正在加速开拓新兴市场的对外贸易。由于今年中美贸易战存在不确定性，导致市场对公司今年业绩表现存在较大预期差，公司现阶段的股价及估值已经较为充分地反映了该不确定性风险，而我们认为由于跨境电商景气度仍在以及高端货物运输需求较为刚性，今年我国国际航空货运运价仍然有望稳步上行，公司仍然具备投资价值。

投资建议：我们看好经营稳健且业绩增长具有潜力的价值股。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、嘉友国际、德邦股份、招商南油、韵达股份、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	11.3	46,862	0.91	1.00	12.4	11.3
002352.SZ	顺丰控股	优于大市	42.0	208,328	2.92	1.59	20.7	17.4
2057.HK	中通快递	优于大市	156.9 港币	126,221 港币	2.08	2.42	12.9	10.9
600233.SH	圆通速递	优于大市	13.0	44,635	12.18	14.4	10.3	8.6
603056.SH	德邦股份	优于大市	14.8	15,073	1.26	1.5	14.9	11.5

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	12
机场板块	15
快递板块	15
铁路公路板块	19
物流板块	19
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

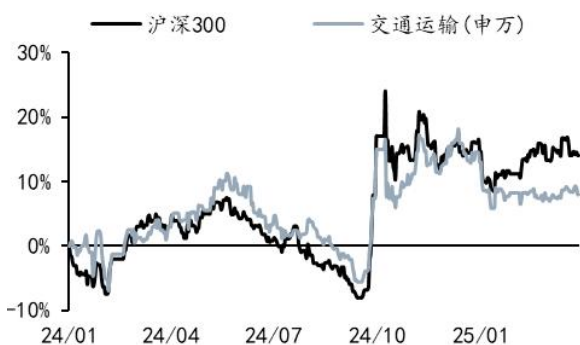
图 1: 2024 年初至今交运及沪深 300 走势	5
图 2: 本周各子板块表现 (2025.03.24-2025.03.28)	5
图 3: 本月各子板块表现 (2025.03.01-2025.03.28)	5
图 4: 本年各子板块表现 (2025.01.01-2025.03.28)	5
图 5: BDTI	8
图 6: BCTI	8
图 7: CCFI 综合指数	10
图 8: SCFI 综合指数	10
图 9: SCFI (欧洲航线)	10
图 10: SCFI (地中海航线)	10
图 11: SCFI (美西航线)	10
图 12: SCFI (美东航线)	10
图 13: 散运运价表现	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	14
图 16: 民航客机引进数量 (数据截至 2025 年 2 月 28 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	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 3351.31 点，下跌 0.40%，深证成指报收 10607.33 点，下跌 0.75%，创业板指报收 2128.21 点，下跌 1.12%，沪深 300 指数报收 3915.17 点，上涨 0.01%。申万交运指数报收 2155.44 点，相比沪深 300 指数跑输 0.40pct。

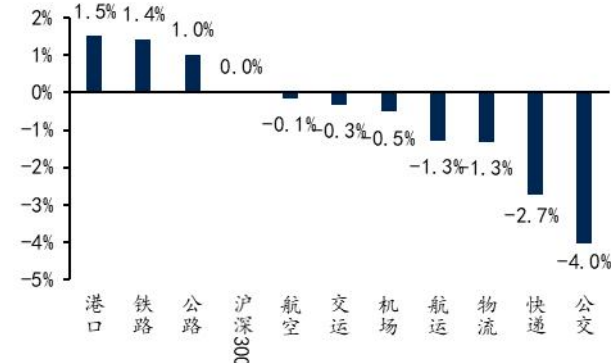
当周交运子板块中，港口板块表现较好，主要来自于红利风格的占优。个股方面，涨幅前五名分别为唐山港（+10.0%）、青岛港（+9.8%）、山东高速（+5.7%）、吉祥航空（+5.4%）、宁沪高速（+4.3%）；跌幅榜前五名为炬申股份（-14.7%）、海南高速（-14.7%）、海峡股份（-12.6%）、天顺股份（-9.9%）、凤凰航运（-9.7%）。

图1：2024 年初至今交运及沪深 300 走势



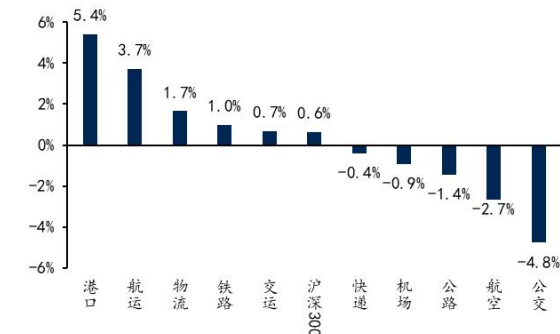
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：本周各子板块表现（2025.03.24-2025.03.28）



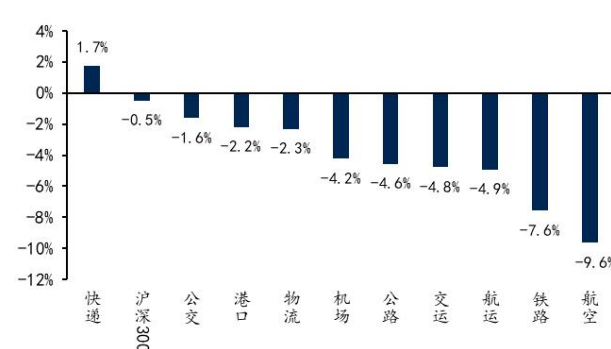
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：本月各子板块表现（2025.03.01-2025.03.28）



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（2025.01.01-2025.03.28）



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	601000.SH	唐山港	4.61	10.0%	12.7%	-2.1%
2	601298.SH	青岛港	9.65	9.8%	11.7%	5.9%
3	600350.SH	山东高速	10.60	5.7%	4.1%	3.1%
4	603885.SH	吉祥航空	13.33	5.4%	1.8%	-2.7%
5	600377.SH	宁沪高速	14.88	4.3%	-2.2%	-2.8%
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	601000.SH	唐山港	4.61	10.0%	12.7%	-2.1%
2	001317.SZ	三羊马	33.12	-1.2%	12.5%	19.3%
3	603066.SH	音飞储存	12.92	4.2%	11.8%	21.5%
4	601298.SH	青岛港	9.65	9.8%	11.7%	5.9%
5	002210.SZ	飞马国际	2.45	-4.7%	10.9%	-7.9%
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	300873.SZ	海晨股份	21.50	-6.1%	0.0%	27.1%
2	603066.SH	音飞储存	12.92	4.2%	11.8%	21.5%
3	603813.SH	原尚股份	13.90	-8.7%	-2.2%	19.9%
4	001317.SZ	三羊马	33.12	-1.2%	12.5%	19.3%
5	002010.SZ	传化智联	5.39	-2.5%	6.9%	19.0%

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	001202.SZ	炬申股份	15.70	-14.9%	10.4%	13.0%
2	000886.SZ	海南高速	6.48	-14.7%	-10.7%	-16.6%
3	002320.SZ	海峡股份	6.11	-12.6%	-6.0%	-6.7%
4	002800.SZ	天顺股份	10.04	-9.9%	-3.9%	-2.7%
5	000520.SZ	长航凤凰	4.38	-9.7%	-8.4%	-6.4%

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，本周中远海能、招商轮船、招商南油分别披露 2024 年报，业绩表现基本符合预期：

- 1) 中远海能 2024 年实现营收 64.75 亿元，同比增长 4.50%；实现归母净利润 19.21 亿元，同比增长 23.38%。其中 Q4 单季度营业收入为 61.00 亿元，环比增长 11.05%；归母净利润为 6.21 亿元，环比下降 23.13%。
- 2) 招商轮船 2024 年实现营收 257.99 亿元，同比下降 0.32%；实现归母净利润 51.07 亿元，同比增长 5.09%。其中 Q4 单季度营业收入为 65.03 亿元，环比增长 7.28%；归母净利润为 17.38 亿元，环比增长 99.29%。
- 3) 招商南油 2024 年实现营收 64.75 亿元，同比增长 4.50%；实现归母净利润 19.21 亿元，同比增长 23.38%。其中 Q4 单季度营业收入为 14.67 亿元，环比下降 0.89%；归母净利润为 2.65 亿元，环比下降 39.10%。

即期市场方面，随着中东货盘释放，原油和成品油运价景气度明显回升，截至 3 月 28 日，BDTI 报 1105 点，较上周上涨 115 点，约 11.6%，其中超大型油轮 VLCC 的运价继续稳中向好，中东-宁波航线的 TCE 运价约为 4.2 万美元/天，较上周提升约 2000 美元/天。成品油方面，本周 BCTI 报 789 点，较上周下降 59 点，约 7.0%。本周 OPEC+ 发布涉及七国的减产补偿计划，此次安排涉及的月度减产规模介于 18.9 万桶/日至 43.5 万桶/日之间，该计划将延续至 2026 年 6 月，开启变相增产，消除了此前运价的抑制因素，但是同时租家调整出货节奏，通过私下成交和公开市场租用老旧油轮给运价施加压力，运价开始震荡。小船方面，印度正加速采购俄罗斯油推涨了小船运价。考虑到当前美国制裁进一步趋严、OPEC+ 不再继续减产且 VLCC 船型 2025 年新交付运力占存量运力比仅 0.5%，我们认为需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，继续维持 2025 年行业运价中枢抬升的观点，建议逢低配置。

行业大型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，截至 2025 年 1 月，全球 VLCC 订单占现有运力的比例约为 9%，处于历史较低位置，且由于大型船坞位置紧张，2025 年全年 VLCC 运力增长大概率仅为 0.5%，如考虑到拆解及环保限速因素，行业仍将处于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，届时运价有望出现跳涨情况。

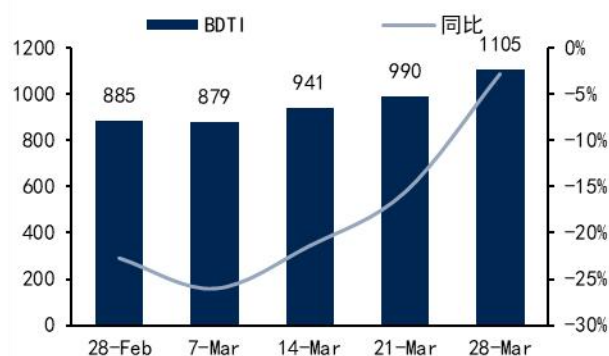
环保政策对供给侧的制约或需重点关注，需求结构变化有望激发老旧船船东的拆船诉求。当前时点，行业在新运力低增长的背景下出现了明显的老龄化状况，当前 20 岁以上 VLCC 占总体运力的比例已超 17%，其中 25 岁以上船舶的比例达到 2%。考虑到 EEXI 对现有运力的参数评估要求较高，20 岁以上船舶的活跃度未来有望出现急剧下降的可能，其他年轻船龄的 VLCC 亦将面临发动机主机功率长期受限（EPL）、进坞安装节能装置导致运力短期缺失的情况，有效运力或出现较为明显

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。此外，值得注意的是，此前由于黑市需求较好，大量老旧船舶被投入黑市从而抑制了拆船，如后续制裁推进“黑转白”，运力的结构性失衡问题或将逐步显著。

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。

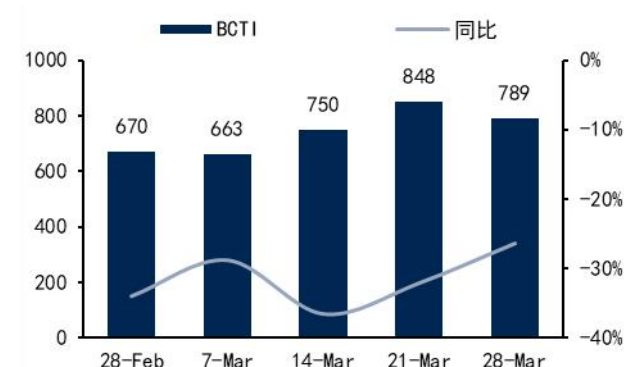
全球油运供需格局改善的逻辑并未出现变化，供给侧船舶老龄化及新订单缺失带来的船舶资产提价为油运企业提供了较大安全垫，且运价的向上弹性及中枢均有望持续上移，继续重点推荐中远海能、招商轮船、招商南油！

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，本周即期运价有所反弹，截至 3 月 28 日，CCFI 综合指数报 1112 点，环比下跌 3.1%，SCFI 报 1357 点，环比上涨 5.0%。具体来看，本周欧洲航线相对平稳，欧洲航线/地中海线报 1318/2076 美元/TEU，环比分别下跌+0.9%/-5.4%，美西/美东报 2177/3194 美元/FEU，环比分别上涨 16.3%/11.4%。小航线涨跌互现，红海线报 1188 美元/TEU，上涨 12.2%，澳新航线本周报 828 美元/TEU，环比上涨 9.7%，南美线报 1669 美元/TEU，下跌 0.7%。本周为美线签约季临近的时间点，航商主动停航控班挺价，在未见货量明显提升的情况下推动了运价大幅上涨，但是美国上周宣布了汽车的关税，目前贸易的风险实则仍在升级，欧洲目前的经济前景亦尚不明确，本轮涨价能否持续目前仍存在较大的不确定性，存在运价较快回落的可能性。中期来看，红海危机对欧线需求增速的一次性冲击已在 2024 年完全反应，随着运力的逐步投放，阶段性的供不应求效应逐步减弱，如未来回归苏伊士航线，或缩减全球集运周转需求近 8-10%，欧线运价或因此大幅承压。美国方面，当前的经济数据暂不支持快速降息，或导致美国消费仍继续承压，特朗普上台后关税存在的不确定性亦对需求形成压制，行业盈利能力或将持续承压。

投资标的上，中远海控业绩表现优异，1 月 10 日发布年报预报，2024 年度预计实现归母净利润 490.82 亿元，同比增长约 105.71%；实现扣非归母净利润约 489.89 亿元，同比增长约 106.25%，其中，单四季度预计实现归母净利润 109.58 亿元，同比+62.22%。公司积极回报投资者，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。假设海控维持此前的分红政策，对应 1 月 10 日收盘价，海控预计股息率约为 7.14%。

图7: CCFI 综合指数



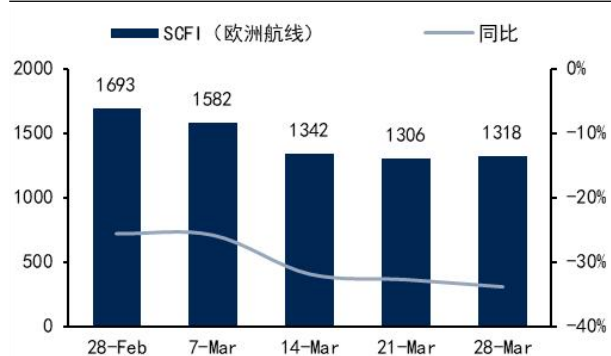
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: SCFI 综合指数



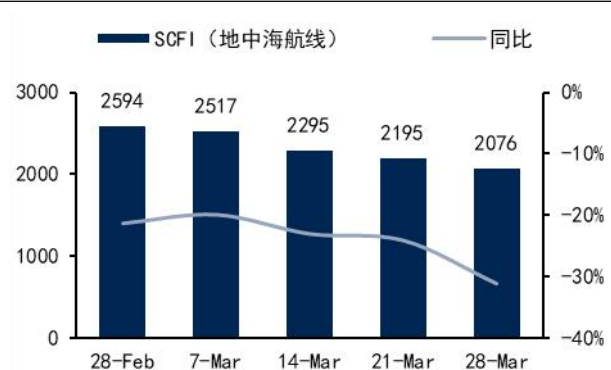
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: SCFI (欧洲航线)



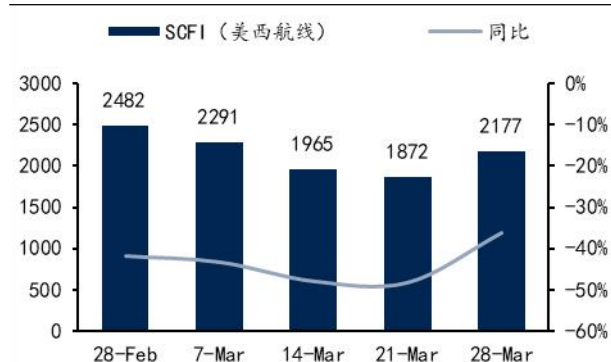
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

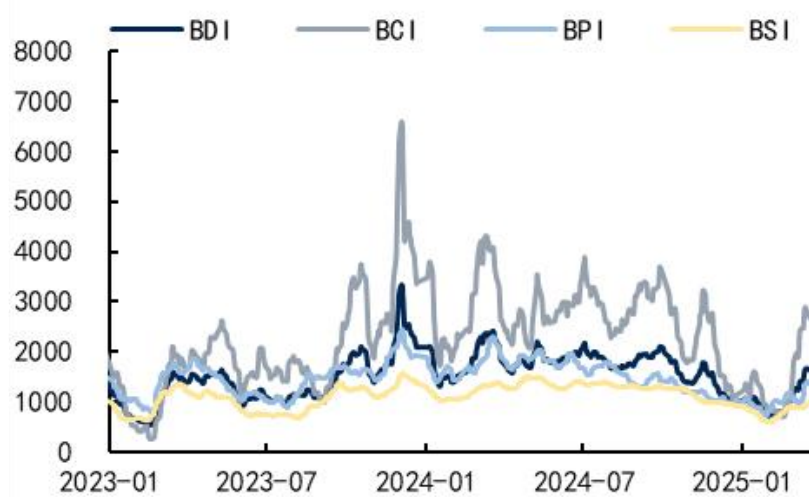
图12: SCFI (美东航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

散货方面，截至 3 月 21 日，BDI 报 1602 点，环比下跌 2.5%。分船型来看，本周 Cape 船型表现较弱，BCI 下跌 7.6%至 2472 点，小船型表现分化，BPI 上涨 8.9%至 1497 点，BSI 本周报 995 点，环比下跌 1.7%。近期散运运价剧烈波动，与南美粮季、中国经济政策的关联较大，考虑到散运供给侧老龄化严重，散货运价中长期来看或维持高波动性，不乏上行机会，建议积极关注。

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

近期航空业务量和票价表现。本周整体和国内客运航班量环比提升，整体/国内客运航班量环比分别为+3.5%/+3.9%，整体/国内客运航班量分别相当于2019年同期的105.9%/111.9%，国际客运航班量环比提升1.6%，相当于2019年同期的80.3%，近期国际油价小幅低于去年同期水平。春运结束后，2月中旬以来票价呈现淡季的正常回调，3月含油票价同比仍然有双位数下滑。

三大航陆续发布了2024年年报，业绩均实现同比减亏：

1) **中国国航**，2024年公司营业收入1666.99亿元，同比增长18.1%，实现归母净利润-2.37亿元，同比减亏，其中单四季度公司营业收入385.5亿元，同比增长8.21%，实现归母净利润-15.99亿元，同比减亏。2024年四季度，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15.6%、19.4%以及12.6%，且分别为2019年同期的132.8%、121.7%以及122.2%；客座率恢复至79.68%，同比提升了4.5pct，相较2019年减少了0.4pct。2024年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，全年国内航线的客公里收益同比下降9.7%，四季度单位RPK营业收入为0.55元，同比下降9.4%，相较2019年下降4.3%。

2) **南方航空**，2024年公司营业收入1742.24亿元，同比增长8.9%，实现归母净利润-16.96亿元，同比大幅减亏，其中单四季度公司营业收入395.63亿元，同比下降2.2%，实现归母净利润-36.61亿元，同比减亏。2024年四季度，公司旅客运输量、旅客周转量(RPK)、可用座公里(ASK)分别同比上升9.1%、上升13.8%以及上升6.4%，且分别恢复至2019年同期的106.1%、106.2%以及102.3%；客座率恢复至85.40%，同比提升了5.6pct，相较2019年提升了3.2pct。2024年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，全年国内航线客公里收益同比下降11.1%，四季度单位RPK营业收入同比下降14.0%，相较2019年下降1.0%。

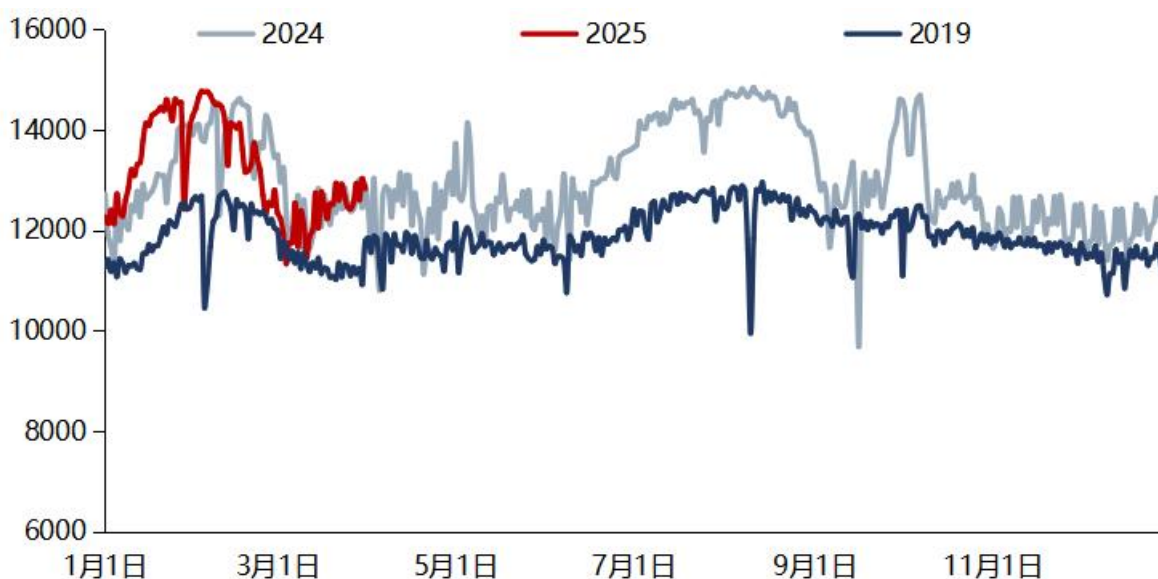
3) **中国东航**，2024营业收入1321.20亿，同增16.1%，归母净亏损42.26亿，相比2023年净亏损81.90亿明显缩窄；其中4Q24虽然淡季票价较弱，但油价同比明显下降，公司归母净亏损40.88亿，相比4Q23的归母净亏损55.61亿仍有一定程度改善。

航空上市公司公布2月经营数据：1) 1-2月累计来看，民航供给与需求同比增长较为稳健，中国国航、南方航空以及中国东航客运量同比增速分别为+1.3%、+4.5%以及+6.5%，其中由于国际航线低基数，国际航线增速表现更优，三大航国内航线客运量同比增速分别为-1.8%、+1.9%以及+3.0%，三大航国际航线客运量同比增速分别为24.3%、26.2%以及29.4%。客座率方面，国航、南航、东航国内客座率维持修复态势，分别为82.3%、86.4%以及85.8%，相较2024年同期水平分别变化+0.9pct、+2.3pct、+4.1pct。2) 民营航司中，由于春秋航空和吉祥航空将更多供给投放到了海外，其国内供需呈现下降态势、而国际供需实现高速增长，国内航线客运量较2024年同期分别下降1.5%/7.9%；春秋航空和吉祥航空的国际地区航线客运量较2024年同期分别提升60.1%/53.0%；客座率维持在较优水平，春秋和吉祥的国内客座率分别为92.6%/87.4%，相比2024年同期变化了+0.1pct、+0.1pct。

供需缺口将持续缩小，航司盈利将继续修复。需求方面，2024年我国民航客运量同比增长17.9%（相较2019年增长10.5%），其中国内航线的客运量实现了12.6%的较

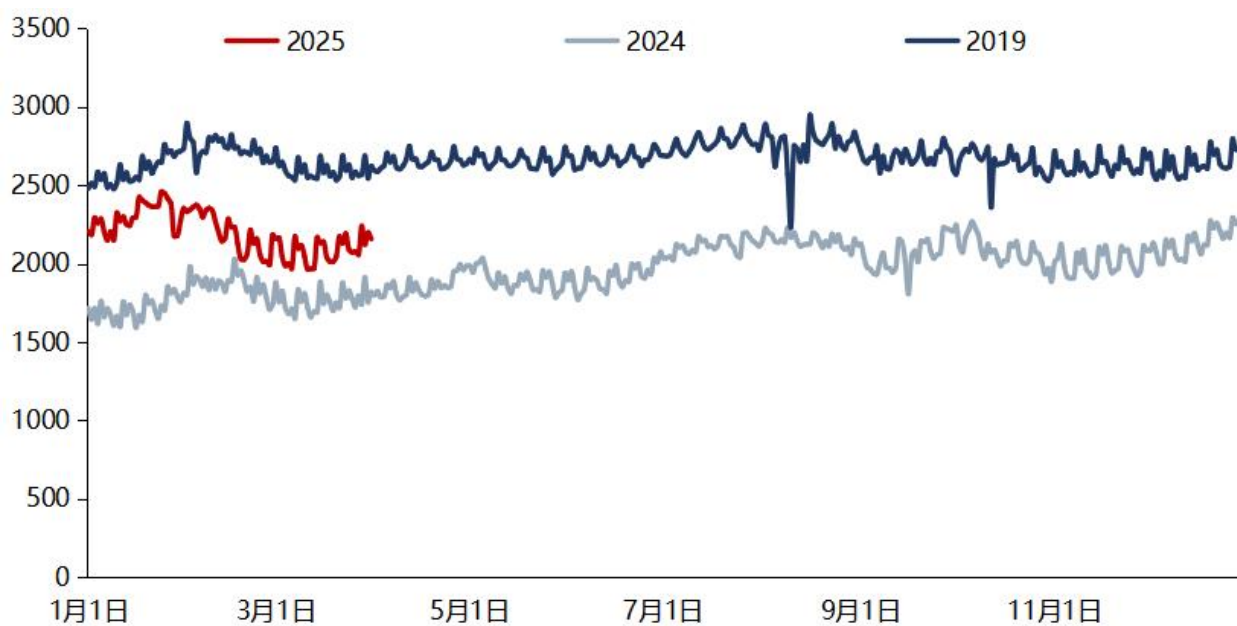
快速增长（相较 2019 年增长 14%），我们预计 2025 年我国民航客运量仍然能实现中高个位数的增长；供给方面，2024 年国内航空公司所引进的客机数量 214 架，截至 2023 年底，各航空公司累计在册的客机数量为 4096 架，考虑到还有老旧客机退出，因此 2024 年的民航客机数量增速仅为中低个位数，而 2024 年我国民航飞机日利用率为 8.5 小时（2019 年为 9.1 小时），我们预计 2025 年民航运力供给为中低个位数增长态势。投资建议方面，民航客运经营底部已过，建议持续跟踪民航经营数据表现，我们认为未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基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。

图14: 民航国内航线客运航班量



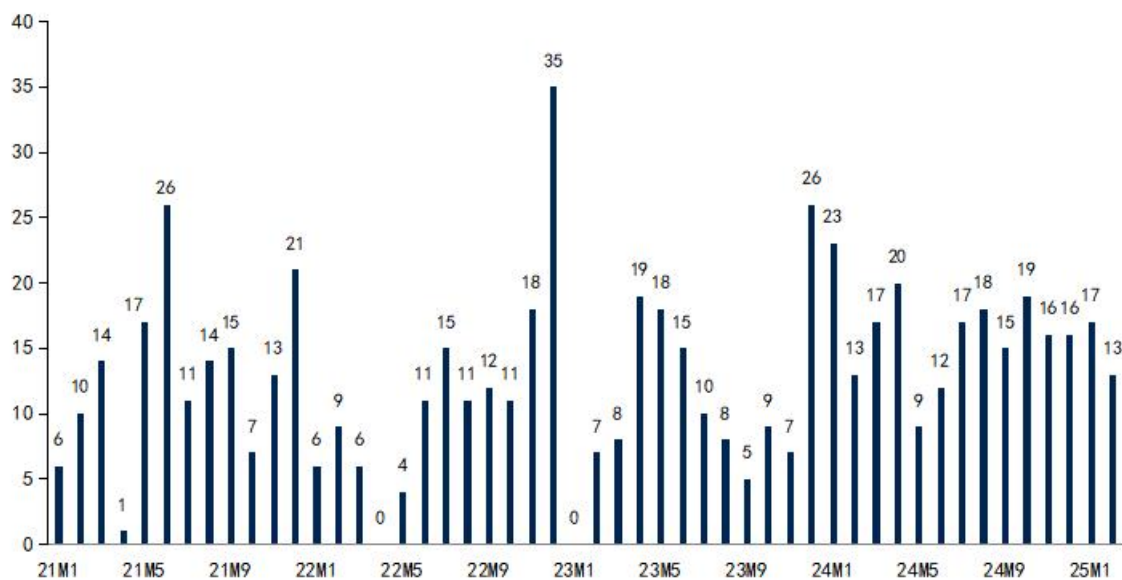
资料来源：飞常准，国信证券经济研究所整理

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 2025 年 2 月 28 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

顺丰控股发布了 2024 年年报，业绩表现亮眼。2024 年全年营收 2844.2 亿元（同比+10.1%），归母净利润 101.7 亿元（同比+23.5%），扣非归母净利润 91.5 亿元（同比+28.2%）；2024 年四季度单季营收 775.6 亿元（同比+11.8%），归母净利润 25.5 亿元（同比+29.6%），扣非归母净利润 24.0 亿元（同比+51.3%）。

1) 收入方面, 受宏观经济增长承压影响, 2024 年公司时效快递业务实现营业收入 1222.1 亿元, 同比增长 5.8% (2023 年同比增速为 9.2%); 经济快递、快运和供应链及国际三大业务的收入增速分别为 8.8% (剔除丰网影响, 同比增速为 11.8%)、13.8% 以及 17.5%。

2) 盈利能力方面, 公司 23 年二季度剥离了短期无法盈利的丰网业务, 回归且聚焦盈利能力强的中高端快递; 同时, 公司坚持精益化资源规划和成本管控, 实施多网融通 (2021-2024 年多网融通降本分别超过 6 亿元、8 亿元、11 亿元和 13 亿元)、营运模式变革以及革新组织架构和激励机制等降本增效措施; 此外, 快运业务和同城业务的经营也逐步成熟并进入盈利阶段, 24 年快运业务仍然实现正毛利率、同城业务净利实现大幅提升。因此, 我们看到公司 24 年全年和四季度的归母净利率分别为 3.58% 和 3.29%, 同比分别提升了 0.45 pct 和 0.39 pct。

3) 24 年全年公司资本开支为 99 亿元, 同比下降 27%, 资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升, 预计 2024 年资本开支的收入占比将继续下降。公司经营韧性强, 主要体现在产品矩阵丰富、网络基础设施完善、顺应下游企业降本需求、顺应企业出海大势以及资源精益化管理等各个方面, 我们认为公司有望平稳穿越经济周期。

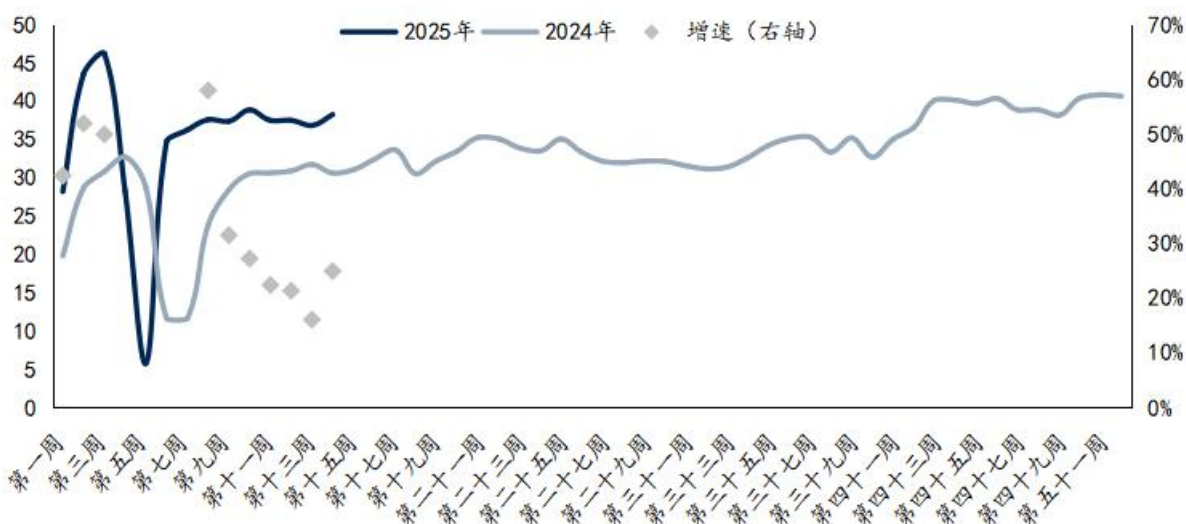
中通快递发布了 2024 年全年业绩。2024 年全年营收 442.8 亿元 (同比+15.3%), 归母净利润 88.2 亿元 (同比+0.8%), 调整后净利润 101.5 亿元 (同比+12.7%); 2024 年四季度单季营收 129.2 亿元 (同比+21.7%), 归母净利润 23.8 亿元 (同比+8.7%), 调整后净利润 27.3 亿元 (同比+23.4%)。2024 年全年, 由于快递行业增量主要来自于低价电商件以及公司推进高数量向高质量转型, 公司全年实现业务量 340 亿件, 同比增长 12.6%, 增速有所放缓 (2023 年为 23.8%), 且低于行业件量增速, 因此导致公司 2024 年市场份额较下降至 19.4% (可比口径下, 估计份额下降了约 1.9 个百分点), 但份额仍然远高于竞争对手。由于高价值的散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, 公司全年的核心快递服务单票价格为 1.28 元, 同比提升 2.73%。由于公司将越来越多的退货件计入直客范围, 导致四季度核心快递服务的单票价格同比提升明显, 升幅达到 10.3%。公司已经重新锚定发展重心, 2025 年的首要任务是实现超过行业平均业务量增速的目标。公司全年实现单票净利 (调整后) 0.30 元, 同比持平, 其中, 单四季度单票净利 (调整后) 0.28 元, 同比增加 0.03 元、环比增加 0.01 元, 表现亮眼。公司 2024 年资本开支为 59 亿元, 预计 2025 年全年资本开支水平会继续下降。

快递上市公司发布了 2 月数据。圆通、韵达和申通件量增速分别为 48.8%、70.0%、63.4%; 由于春节结束后行业价格会有正常的季节性回调, 价格环比有所下降, 符合预期, 圆通、韵达和申通的单票价格环比变化分别为 -0.03 元、-0.07 元、-0.02 元。2 月顺丰经营表现仍然稳健, 件量增速为 17.7%, 其中时效快递收入增速也维持稳健的个位数正增长。

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。2024 年全年行业件量增速达到 21.5%, 呈现较高景气度。2) 短期来

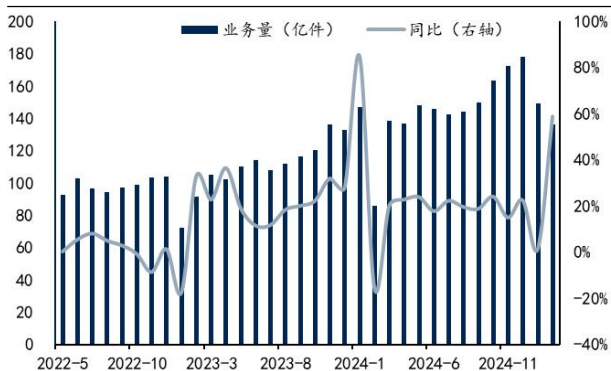
看，四季度行业竞争维持温和态势，双十一结束后，快递行业价格回调属于季节性正常调价，我们预计四季度通达兔上市公司的盈利能力将维持相对稳定。但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业价格变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。3）投资建议方面，快递上市公司四季度旺季业绩表现稳健，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

图17：快递行业周度件量跟踪数据（亿件）



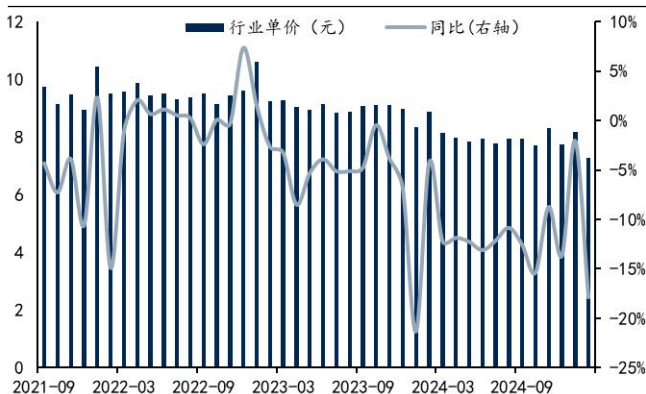
资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

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

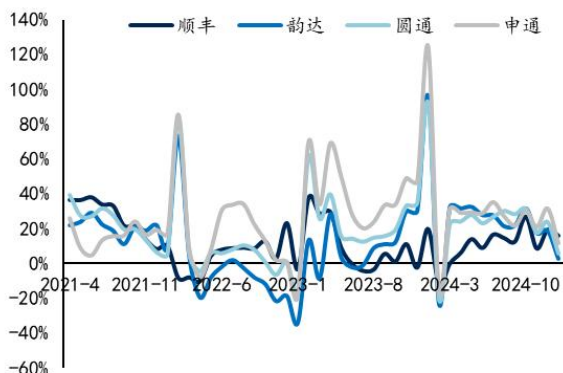
图19：快递行业月度单票价格及同比



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

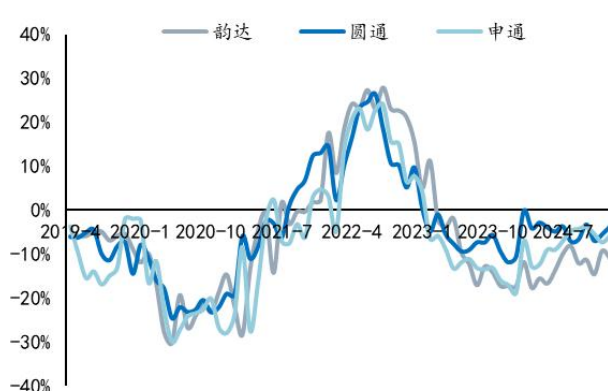
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: 快递公司月度业务量同比增速



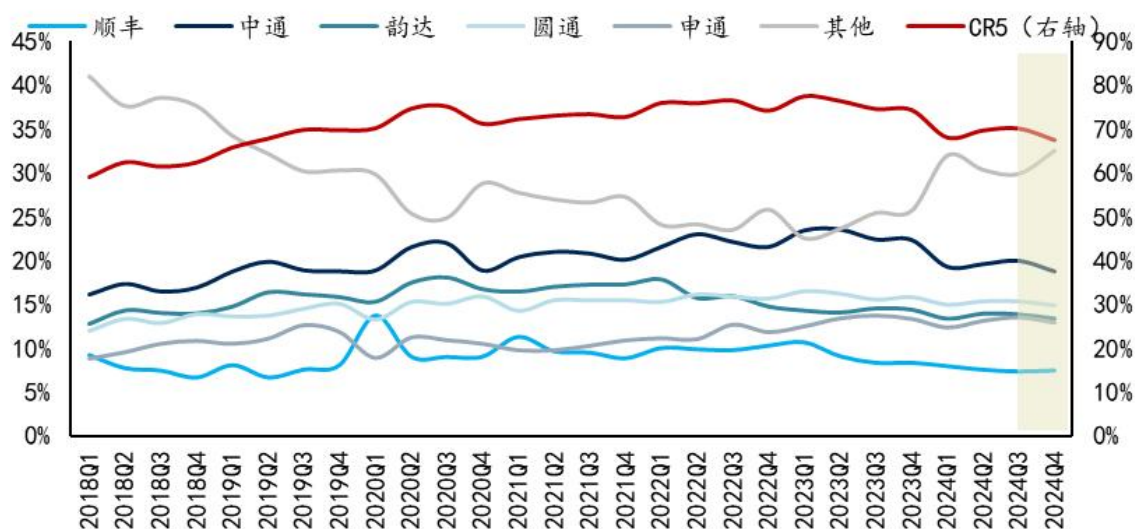
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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, 2025 年前两个月, 全国铁路发送旅客 7.38 亿人次, 同比增长 6.4%, 其中动车组发送旅客 5.44 亿人次, 占全国铁路旅客发送量的 73.8%, 同比增长 5.9%。全国铁路旅客周转量完成 2897.52 亿人公里, 同比增长 2.9%, 其中动车组旅客周转量 1923.47 亿人公里, 同比增长 4.5%。2025 年 1 月, 我国铁路货运发送量 4.23 亿吨, 同比下降 2.7%, 铁路货运周转量 2884.72 亿吨公里, 同比下降 7.7%。2) 公路方面, 2025 年前两个月, 我国公路客运量为 186.25 亿人次, 同比增长 0.7%; 公路货运量为 576.46 亿吨, 同比增长 5.7%。

物流板块

自下而上推荐德邦股份、嘉友国际以及东航物流:

1) 德邦股份发布 2024 年业绩快报, 公司四季度经营表现回暖。2024 年公司实现了营业收入 403.8 亿元, 同比增长 11.3%, 归母净利润 8.6 亿元, 同比增长 15.4%, 其中, 四季度公司实现收入双位数增长(三季度收入增速为 1.03%), 归母净利润实现 3.44 亿元, 同比增长 26%(三季度同比下降 19.4%), 表现符合预期。得益于服务质量提升优化产品性价比以及产品升级创新渗透下沉市场, 公司收入实现了双位数稳健增长; 而得益于公司精细化管理以及网络融合项目带来的降本增效, 净利率同比仍然有所提升。

公司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, 且四季度贡献的增量利润规模实现了继续提升。

我们预计公司 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。

3）东航物流是我国航空货运领军者，资源禀赋优势明显。东航物流深耕航空货运行业二十年，已经成为我国民航货运市场的龙头企业，其市场份额占比近 20%，2021 年公司成为完成混改并成功上市的“航空物流第一股”。公司竞争优势明显，一是拥有 14 架 B777 宽体全货机，“单一机队”可以实现经营效率最优化；二是全货机业务拥有优质的国际航线布局，且欧美长航线布局持续加密；三是独家经营东航股份客机腹舱的货运业务；四是在全球第三大航空货运枢纽的上海两场，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，2023 年东航物流在上海两场货邮处理量的份额占比达到 53.6%。

受益于跨境出口电商的高景气，我国国际航空货运市场供需格局呈紧平衡态势，运价中枢稳步向上。1) 需求方面，我们预计 2024 年我国国际空运货量将实现双位数增长，一是得益于 SHEIN、TEMU 等平台的快速发展将带动跨境电商空运货量高增长，二是得益于上半年全球制造业景气度修复以及存在阶段性补库存需求，我国国际航空普货运输需求有所回暖。2) 供给方面，由于飞机制造商产能仍受限以及国际客运航班恢复进度较慢，我们预计今年我国国际航空货运市场的运力增速仅为个位数。3) 我国国际航空货运市场供需格局呈紧平衡态势，运价中枢有望稳步向上，近期上海浦东出境航空货运运价指数仍然明显高于去年同期。

地面服务业务是利润基石，航空速运业务有望享受运价弹性，综合物流业务打开成长天花板。依托旗下的“天网”及“地网”资源，公司逐渐形成了航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务板块。1) 地面服务业务规模发展稳健，且其拥有的资源壁垒保障了高毛利，从而该业务成为了公司的利润基石；2) 航空速运业务的收入和利润表现与航空货运运价变化息息相关，未来运价上行有望带来业绩弹性；3) 综合物流业务是公司顺应全球互通互联以及跨境电商规模快速发展的大趋势，利用自身的核心资源打通上下游服务链条，从而推出的新业务，具有较强成长性，2018-2023 年该业务收入复合增速约 36%。

我们认为美国最新关税政策对我国航空国际货运的影响整体可控。近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品加征 10% 的关税且未来可能会取消美国对价值低于 800 美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运运量可能造成一定负面影响，进而导致运价表现承压，但是我们认为整体影响可控，因为 1) 首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，2) 其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，3) 我国正在加速开拓新兴市场的对外贸易。

盈利预测与估值：预计 24-26 年归母净利润 29/35.4/41.2 亿元(+17%/+22%/+16%)，EPS 分别为 1.83/2.23/2.59 元，当前股价对应 PE 为 8/7/6 倍，预计公司合理估值 19.2-21.2 元，相对目前股价有 30% 左右溢价，给予“优于大市”评级。

投资建议

航运，本周油运企业均披露了 2024 年年报，业绩基本符合预期，即期市场方面，油运运价继续维持上涨趋势，主要因为 OPEC+ 发布涉及七国的减产补偿计划，此次安排涉及的月度减产规模介于 18.9 万桶/日至 43.5 万桶/日之间，该计划将延续至 2026 年 6 月，开启变相增产，消除了此前运价的抑制因素，虽然同时租家调整出货节奏，通过私下成交和公开市场租用老旧油轮给运价施加压力，但是在当前新运力断档的背景下，运价仍实现上涨，本周中东-宁波的运价约为 4.2 万美元/天。考虑到 2025 年新交付运力占存量运力比仅 0.5%，我们认为需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，继续维持 2025 年行业运价中枢抬升的观点，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，本周由于美线签约季的临近，航商推动停航控班提价，在货量未见明显改善的情况下美线出现大涨，但是美国上周刚刚发布了汽车关税，贸易的风险实际仍在升级当中，而欧洲的经济亦尚不明朗，建议观察提价的持续性。中期来看，行业供给格局或仍加剧恶化，年内集运船东的盈利能力或将承压。投资标的上，中远海控预计每股派发 2024 年末期现金红利人民币 1.03 元（含税），加上 2024 年中期已派发现金红利，预计 2024 年度派发现金红利约为公司 2024 年度实现的归属于上市公司股东净利润的 50%，对公司投资价值形成支撑，建议等待行业基本面触底。

航空，1) 需求方面，航空需求韧性较强，国内航空出行需求有望维持稳健增长态势，而国际航班供给继续恢复，国际航空出行需求还将进一步回暖，因此预计 2025 年民航整体客运量同比有望实现高个位数的正增长。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 2025 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，2024 年国内航司压价并没有带来较好的收益效果，预期 2025 年行业开始重视票价和收益管理，2025 年主流航司业绩释放可期。未来民航供需缺口将持续缩小，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，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。2024 年全年快递行业件量达到 1745 亿件，同比增速约 21%，呈现较高景气度。我们认为直播卖货等新兴购物形式将支撑快递需求维持较快增长态势，预计 2025 年行业件量增速有望达到 15% 左右。2) 竞争方面，由于中通快递今年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，今年行业价格竞争可能存在反复，建议紧密跟踪行业竞争格局以及价格的变化，而且行业长期竞争格局向好趋势不改。3) 投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然较低，已经较为充分释放了市场对行业竞争格局尚未出清前价格战反复的担忧，推荐长期投资价值显著的顺丰控股、中通快递和圆通速递，重点关注申通快递和韵达股份。

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，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 2024 年收入和例如你增速表现均低于预期，但我们认为公司的经营低点已过，四季度经营表现环比显著企稳回升，随着宏观经济企稳以及京东物流关联业务量恢复较快增长，公司 2025 年收入及利润均有望实现双位数以上的较快增长，且未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，

公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。

2) 自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利润 10.89 亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，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。

3) 自下而上推荐东航物流，近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品累计加征 20% 的关税且未来可能取消美国对价值低于 800 美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运运量可能造成一定负面影响，进而导致运价表现承压，但是我们认为整体影响可控，因为首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，最后我国也正在加速开拓新兴市场的对外贸易。由于今年中美贸易战存在不确定性，导致市场对公司今年业绩表现存在较大预期差，公司现阶段的股价及估值已经较为充分地反映了该不确定性风险，而我们认为由于跨境电商高景气度仍在以及高端货物运输需求较为刚性，今年我国国际航空货运运价仍然有望稳步上行，公司仍然具备投资价值。

我们看好经营稳健且业绩增长具有潜力的价值股。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、嘉友国际、德邦股份、招商南油、韵达股份、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