

2025 年 04 月 07 日

投资评级：看好（维持）

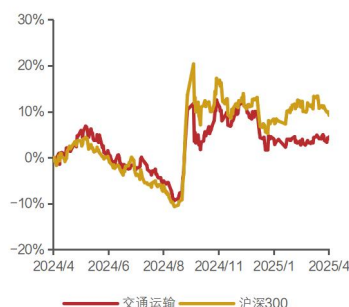
## 证券分析师

孙延  
SAC: S1350524050003  
sunyan01@huayuanstock.com  
王惠武  
SAC: S1350524060001  
wanghuiwu@huayuanstock.com  
曾智星  
SAC: S1350524120008  
zengzhixing@huayuanstock.com

## 联系人

张付哲  
zhangfuzhe@huayuanstock.com

## 板块表现：



## 关税对交运影响：内需与供应链重构迎来机遇

—交通运输行业周报（2025 年 3 月 31 日-2025 年 4 月 6 日）

## 投资要点：

## 一、行业动态跟踪

## ➤ 快递物流：

**1) 3 月 24 日-3 月 30 日全国物流保通保畅有序运行。**根据国务院物流保通保畅工作领导小组办公室监测汇总数据，3 月 24 日-3 月 30 日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路累计运输货物 8007.2 万吨，环比增长 0.67%；全国高速公路累计货车通行 5468.1 万辆，环比增长 0.09%；邮政快递累计揽收量约 38.24 亿件，环比增长 3.86%；累计投递量约 38.51 亿件，环比增长 4.45%。

**2) 关税政策对于公路：关注供应链重构带来的结构性机会。**我国公路行业目前处于平稳增长阶段，2025 年 1-2 月公路货运量 57.65 亿吨，同比+5.7%；公路人员流动量 113.93 亿人次，同比+4.8%。需求变化下或加速供应链重构，带来结构性机会。如国内大循环下西部制造崛起推动中西部货运量提升。

**3) 物流：关税政策或加大物流成本压力，加速“物流大一统”进程。**高关税导致货主利润压缩，物流企业或被迫承担部分成本转嫁，同时关税政策复杂化也会导致合规成本进一步提升，挤压中小物流商的生存空间。我们认为外界压力或加速“物流大一统”市场的形成，规模和技术将成为核心竞争力。关注：1) 掌握核心资源：深圳国际（大湾区核心仓储资源），兴通股份（化学品船运力资源）；2) 规模扩张：德邦股份（京东物流收购后规模持续增长）、安能物流（市占率加速提升）；3) 产业链整合：厦门国贸（大宗供应链整合），密尔克卫（化工物流整合）；4) “一带一路”出海方向。

## ➤ 航空机场：

**1) 航空板块受特朗普关税影响将是综合性的：**（1）油价大幅下行、内需政策值得期待。4 月 3 日，OPEC+宣布自今年 5 月起增产 41.1 万桶/日，远超市场预期；叠加特朗普超预期关税政策，4 月 3-4 日布油期货两天跌幅 12.5%，达 65.6 美元/桶，较今年 1 月高点跌幅 20.1%，油价下行将大幅改善航司经营压力。同时，关税政策重创外需下，如内需政策发力，将推动出行板块预期改善。（2）航空供应链高度全球化，关税推高飞机成本。如无豁免政策，美国波音、GE、普惠等或将受进口关税影响而成本上升，而加征关税带动通胀率上升后，会进一步推高制造商成本；2024 年，我国进口自美国的直升机、飞机和零件金额占比超过 50%，我国对美反制措施下，航司进口美国的飞机及航材面临 34%关税提升。而欧洲空客、罗罗的供应商也很难绕开美国，关税政策变化将对航空产业链构成极大不确定性。（3）航空物流：1 个月缓冲期后，需求面临下行。除整体货物需求受关税冲击外，“小额豁免”自 5 月 2 日起也被取消，1 个月缓冲期内是仅有的补库窗口期、短期内货量或激增，但其

后或将税负成本传导至消费端，抑制跨境电商货量需求。

**2) 南航挂牌转让 10 架 787-8。**据民航资源网，4 月 3 日，南航 10 架 787-8 飞机及 2 台 GENX-1B70 发动机在上海联合产权交易所挂牌，每架飞机转让底价约 3.6-3.8 亿元，每台发动机底价约 1.5 亿元。去年 11 月，南航曾发布公告，南航考虑向一家符合条件的买方出售 10 架自有的波音 787-8 型飞机和 2 台 GENx-1B70/P2 型备用发动机。

**3) 渤海租赁发布 2024 年业绩。**公司实现营业收入 384.31 亿元，同比增长 14.12%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比下降 29.45%。公司营收增长主要由飞机销售驱动；租金收入达 193 亿、与上年持平，而平均租金率同比提升 40bp。因巴巴多斯执行 OECD 最低税率 15% 导致集装箱子公司所得税费用一次性增加 2.71 亿，并计提商誉减值 13.91 亿，导致归母净利润大幅下滑。

**4) 4 月 5 日起国内航线燃油附加费下调。**据民航资源网，自 2025 年 4 月 5 日起，下调国内航线旅客运输燃油附加费征收标准。800 公里以上航线每位成人旅客收取 20 元燃油附加费，800 公里(含)以下航线每位旅客收取 10 元燃油附加费。相较于调整前分别降低了 20 元和 10 元，为近一年低点。

➤ **航运船舶：**

**1) 美国“对等关税”威胁全球贸易，中长期贸易重构或利好油运与亚洲内集运：**据克拉克森数据，美国持续扩大范围的关税与其引发的反制措施影响了全球海运贸易货量的 3.7%，对全球海运需求造成了重大威胁，其中，重点影响的货种包括汽车（货量占比约 25%）、LPG 与乙烷（货量占比分别约 13% 和 55%）、集装箱货物（货量占比约 11%）和粮食（货量占比约 6%）等。需要注意的是，本次“关税战”被影响的货量多集中于美国与亚洲的长途贸易，对全球海运吨海里需求的影响要比货量更大，达到 4.1%。

短期看，美国此次大范围加征关税迅速推高了美国经济出现衰退的可能性，威胁全球海运需求。较短的“宣布-生效”间隔（当地时间 4 月 2 日宣布，两类关税分别于 4 月 5 日和 9 日生效）难以形成较强的关税前“抢运”，集运短期运价难有较强短期波动。美国加税超预期和中国反击关税让市场对经济与航运需求的担忧大幅提升，美股航运公司股价在 4 月 3 日与 4 日出现大幅下降。

中长期看，美国高额关税或将导致全球贸易与供应链复杂化，原有的贸易路线和格局或将被迫拉长海运运距，或被替代贸易，或将对油运和亚洲内集运有一点利好。值得注意的是，主要作为能源和化工原料的 LPG 货物贸易是被本次关税升级影响最大的货种，高额的关税或将极大降低其在化工产业链中的经济性，从而被原油、LNG 等受关税影响较低的货种替代，利好相关海运贸易需求（建议关注中远海能、招商轮船、招商南油）。同时，全球地区对美海运贸易或将面临重构，供应链或将向关税“洼地”延伸，特别在东亚和东南亚地区。根据克拉克森测算，东亚和东南亚在本次美国加税下的平均加权加税分别达到 24% 和 31%，而新加坡和菲律宾分别仅被加税 10% 和 17%。地区内关税差异或将导致部分成品/组装环节或将向新加坡和菲律宾转移，加强亚洲区域内集装箱贸易（建议关注中远海控、招商轮船、锦江航运、海丰国际、德翔海运）。

与航运相比，港口受美国关税影响相对较小，然而，对于对美外贸依存度较大的港

口，短期货量或将承压。随着美国关税逐渐实施，由我国倡导的“一带一路”发展或将成为全球经济增长关键动力，相关国内外关键港口（招商港口、北部湾港、青岛港、中远海运港口）或将受益。

**2) 4月4日上海出口集装箱运价指数报1393点，环比上涨2.6%：**SCFI综合运价指数较上周环比上涨2.6%，至1393点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化+1.4%/-2.3%；上海-美西/美东运价分别环比变化+6.2%/+3.5%；上海-东南亚运价环比上涨2.8%。

**3) 本周原油轮大船运价下降：**BDTI指数较上周环比上涨5.1%，至1110点。VLCC TCE环比下降3.3%，其中中东/西非/美湾-中国TCE分别环比变化-7.3%/-4.7%/+1.8%；Suezmax TCE环比下降5.1%；Aframax TCE环比上涨14.9%。

**4) 本周成品油轮运价下降：**BCTI指数较上周环比下降12.3%，至717点。LR1中东-日本环比下降2.7%；MR-太平洋/新加坡-澳洲/大西洋分别环比变化-11.5%/-12.1%/-6.4%。

**5) 本周散运船运价下降：**BDI指数较上周环比下降4.3%，至1559点。其中，BCI/BPI/BSI分别环比变化-7.8%/+1.9%/-3.0%。

**6) 本周新造船价指数下降0.09点：**新造船船价指数较上周环比下降0.09点，为187.34点；油轮/散货船/干货船/气体船船价指数较上周环比变化-0.68点/-2.11点/+0.77点/持平；当月集装箱船价指数较上月环比下降0.17点。

**7) 本期PDCI上涨：**本期（3月22日至3月28日），新华泛亚航运中国内贸集装箱运价指数（XH·PDCI）报1242点，较上期（3月15日至3月21日）环比上涨3点，涨幅0.24%，其中，东北至华南/华北至华南/华南至东北/华南至华北指数分别环比-5.79%/+2.18%/+6.75%/-9.02%。

## 二、核心观点

- **航空：**1、行业供给长期低增长，需求有望受益宏观回暖，长期供需差趋势明朗带动板块弹性上行，短期订票数据有望回暖，当前处于预期反转阶段，具有配置价值。**重点关注公司：**华夏航空、中国国航、南方航空、中国民航信息网络、吉祥航空。2、飞机产业链 OEM&MRO 双产能困境推高二手飞机紧缺度，中期内难以有效缓解，美债降息背景下，航空租赁利差有望持续走阔。**重点关注公司：**渤海租赁、中银航空租赁、Aercap、AL。
- **快递：**当前快递需求坚韧，终端价格总体处在历史底部水平，下行空间有限。通达系快递受价格战影响估值下杀，当前板块龙头估值安全边际充分，可作为底部长期配置；顺丰、京东物流有望受益顺周期回暖以及持续降本，业绩弹性相对更大，业绩与估值存在双升空间。**建议关注：**1) 中通快递：行业长期龙头，经营稳定，股东回报已超8%；2) 圆通速递：份额显著增长，网络健康，智能化领先优势或二次打开；3) 申通快递：产能与服务双升，加盟商体系改善，阿里潜在行权；4) 韵达股份：件量增速回升，经营修复，业绩弹性释放。
- **供应链物流：**1、深圳国际：华南物流园转型升级提供业绩弹性，高分红下有望迎来

价值重估。2、快运格局向好，行业竞争放缓，行业具备顺周期弹性，建议关注：1) **德邦股份**：精细化管理及京东导流催化下盈利具备较强确定性；2) **安能物流**：战略转型及加盟商生态优化下公司盈利改善明显，规模效应释放下单位毛利有望持续提升。3、化工物流：市场空间较大，行业准入壁垒持续趋严，存在整合机会。化工需求改善下，龙头具备较大盈利弹性。关注：1) **密尔克卫**：物贸一体化的商业模式具备较强成长性；2) **兴通股份**：商业模式清晰，运力持续扩张下业绩确定性较强。

- **航运船舶**：1、油轮新造船订单有限叠加船队老化，供给紧张；而随着非 OPEC 产量的增加，油运需求同时受益于量\*距，叠加美国对伊俄委油贸制裁加强，油运未来三年景气度有望持续提升，旺季弹性亦将加强。2、散运供需双弱，环保法规对老旧船队运营的限制推动有效运力持续出清，叠加 2025 年底西芒杜铁矿投产与未来美联储降息后期对全球大宗商品需求的催化，预计散运市场将持续复苏。3、船舶绿色更新大周期刚刚启动，航运景气+绿色更新进度是需求核心驱动。造船产能在经过十余年行业低谷出清后，持续紧张，目前新单交期排至 2027/28 年，成为推动船价上涨的核心驱动。以钢价为核心的造船成本侧相对稳定，造船企业远期利润有望逐步增厚。建议关注：**招商轮船、中远海能、中国船舶**。

**风险提示**。1) 宏观经济下滑风险，将会对交运整体需求造成较大影响。2) 快递行业价格竞争超出市场预期。3) 油价、人力成本持续上升风险。运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

## 内容目录

---

1. 市场回顾 .....	8
1.1. A股板块指数回顾 .....	8
2. 子行业数据跟踪 .....	9
2.1. 快递物流 .....	9
2.2. 公路铁路 .....	11
2.3. 航空机场 .....	12
2.4. 航运船舶 .....	14
3. 风险提示 .....	15

---



## 图表目录

图表 1: 中信交运行业指数与其他行业指数对比 .....	8
图表 2: 上证综指、交运子板块行业指数 .....	8
图表 3: 社会消费品零售总额累计值及累计同比 .....	9
图表 4: 实物网购规模累计值及累计同比 .....	9
图表 5: 快递业务量及增速 .....	9
图表 6: 快递业务收入及增速 .....	9
图表 7: 顺丰快递业务量及增速 .....	10
图表 8: 顺丰单票收入及增速 .....	10
图表 9: 圆通快递业务量及增速 .....	10
图表 10: 圆通单票收入及增速 .....	10
图表 11: 韵达快递业务量及增速 .....	10
图表 12: 韵达单票收入及增速 .....	10
图表 13: 申通快递业务量及增速 .....	11
图表 14: 申通单票收入及增速 .....	11
图表 15: 公路客运量及同比增速 .....	11
图表 16: 公路货运量及同比增速 .....	11
图表 17: 铁路客运量及同比增速 .....	11
图表 18: 铁路货运量及同比增速 .....	11
图表 19: 民航客运量及增速 .....	12
图表 20: 民航货邮运输量及增速 .....	12
图表 21: 三大航整体 ASK、RPK、客座率走势 .....	12
图表 22: 南航、国航、东航客座率 (%) .....	13
图表 23: 春秋、吉祥客座率 (%) .....	13
图表 24: 上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比 .....	13
图表 25: 上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比 .....	14
图表 26: 克拉克森综合运价走势 .....	14
图表 27: 克拉克森新造船价走势 .....	14
图表 28: 原油运输指数 (BDTI) 指数走势 .....	15
图表 29: 成品油运输指数 (BCTI) 指数走势 .....	15
图表 30: 波罗的海干散货指数 (BDI) 走势 .....	15

---

图表 31： 中国出口集装箱运价指数（CCFI）走势 .....	15
----------------------------------	----

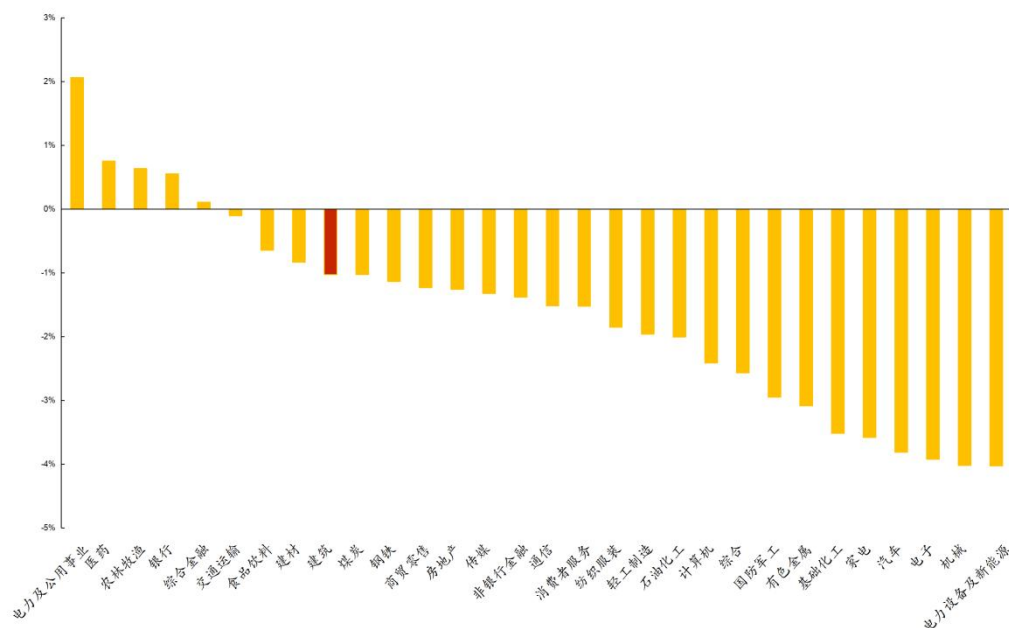
---

## 1. 市场回顾

2025 年 3 月 31 日至 2025 年 4 月 3 日，上证综合指数环比下降 0.94%，A 股交运指数环比下降 0.10%。交运各板块中物流综合（0.70%）、快递（1.65%）、公路（1.60%）、铁路（1.24%）、航运（-1.83%）、港口（0.47%）、航空（-2.69%）、机场（-0.82%）。

### 1.1. A 股板块指数回顾

图表 1：中信交运行业指数与其他行业指数对比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：上证综指、交运子板块行业指数

行业	本周	上周	周变化	年初至今涨幅	市盈率（TTM）	市净率（MRQ）
上证综合指数	3,342.01	3,373.75	-0.94%	-0.29%	13.81	1.24
交通运输	1,955.62	1,957.61	-0.10%	-4.05%	15.72	1.39
物流综合	1,414.51	1,404.70	0.70%	-0.26%	10.85	1.23
快递	935.10	919.92	1.65%	4.11%	18.95	2.01
公路	4,873.69	4,796.94	1.60%	-3.20%	15.58	1.28
铁路	2,759.59	2,725.70	1.24%	-6.33%	17.69	1.21
航运	2,322.85	2,366.18	-1.83%	-6.01%	7.15	1.13
港口	1,715.55	1,707.49	0.47%	-0.91%	12.94	1.04
航空	1,481.57	1,522.47	-2.69%	-10.00%	-242.93	3.26
机场	2,581.02	2,602.48	-0.82%	-4.32%	53.23	1.70

资料来源：Wind，华源证券研究所



## 2. 子行业数据跟踪

### 2.1. 快递物流

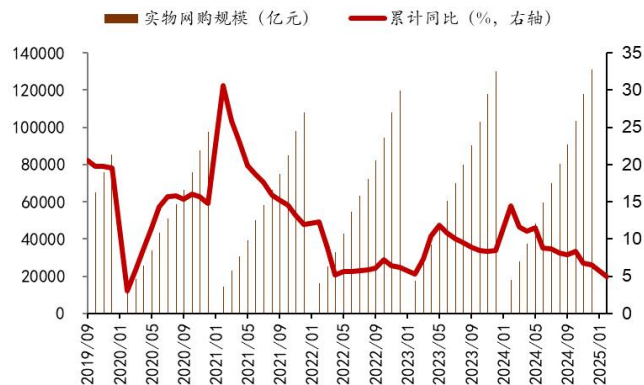
据国家统计局数据，2025 年 1-2 月社零数据为 83731 亿元，同比增长 2.98%；实物商品网上零售额为 18633 亿元，同比增加 2.34%；2025 年 2 月，全国快递服务企业业务量完成 135.9 亿件，同比增长 58.8%；业务收入完成 990.9 亿元，同比增长 30.4%。

图表 3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：实物网购规模累计值及累计同比



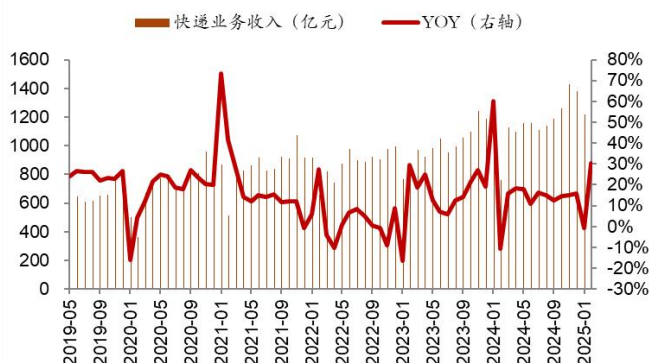
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：快递业务收入及增速

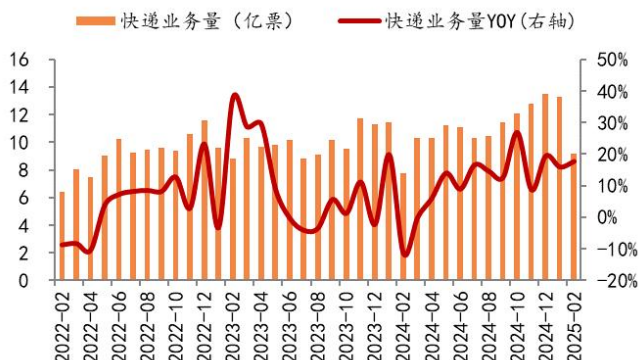


资料来源：Wind，华源证券研究所

2025 年 2 月，顺丰完成业务量 9.16 亿票，同比增长 17.74%；快递服务单票收入 14.35 元，同比下降 11.86%。圆通完成业务量 18.46 亿票，同比增长 48.75%；快递产品单票收入 2.32 元，同比下降 8.30%。韵达完成业务量 18.10 亿票，同比增长 69.95%；快递服务单票

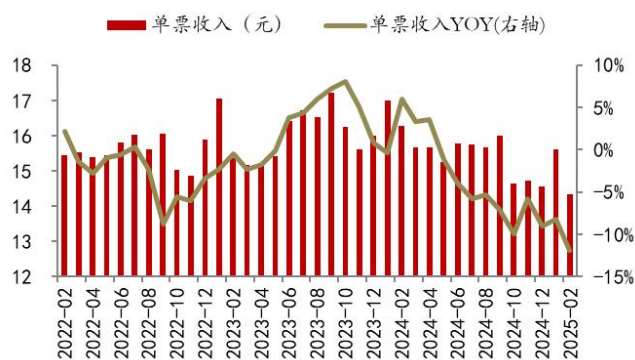
收入 1.95 元，同比下降 14.85%。申通完成业务量 16.99 亿票，同比增长 63.37%；快递服务单票收入 2.04 元，同比下降 9.33%。

图表 7：顺丰快递业务量及增速



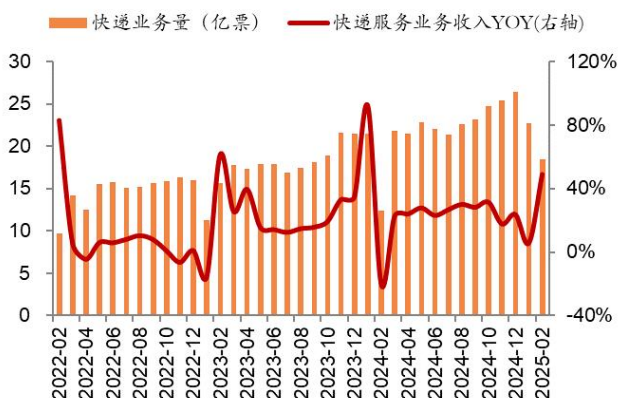
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：顺丰单票收入及增速



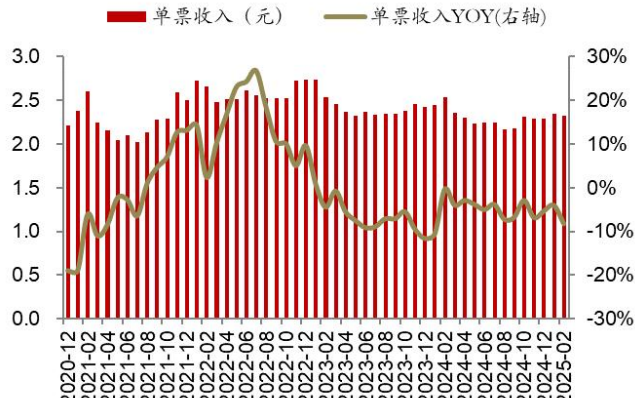
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：圆通快递业务量及增速



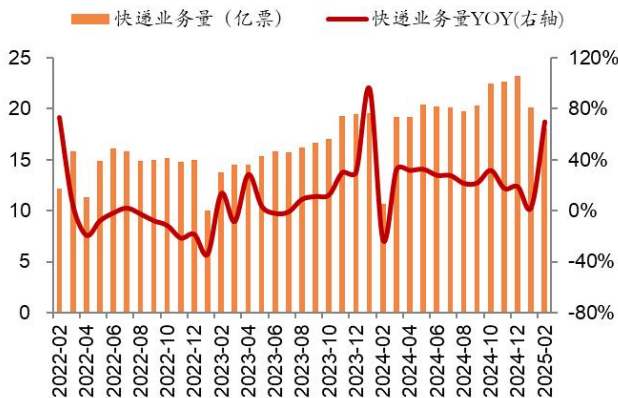
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：圆通单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：韵达快递业务量及增速



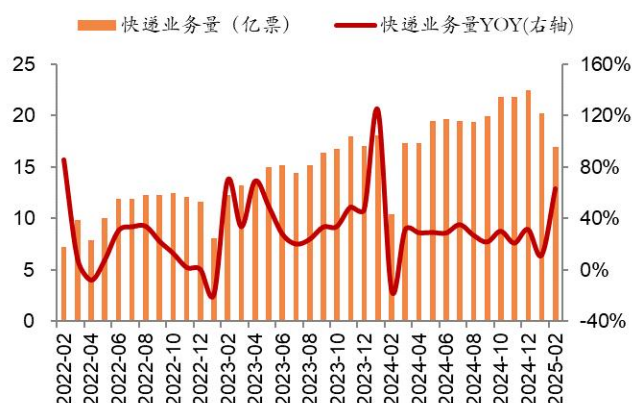
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：韵达单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：申通快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：申通单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2.2. 公路铁路

2024年12月公路客运量为9.87亿人,同比+155.32%;货运量为37.74亿吨,同比+9.90%。

2024年12月铁路客运量为2.97亿人,同比+2.63%;货运量为4.59亿吨,同比+5.44%。

图表 15：公路客运量及同比增速



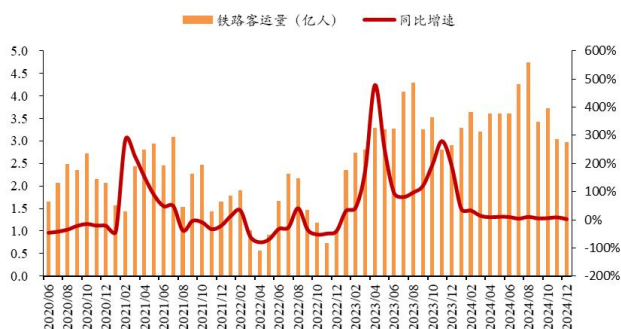
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：公路货运量及同比增速



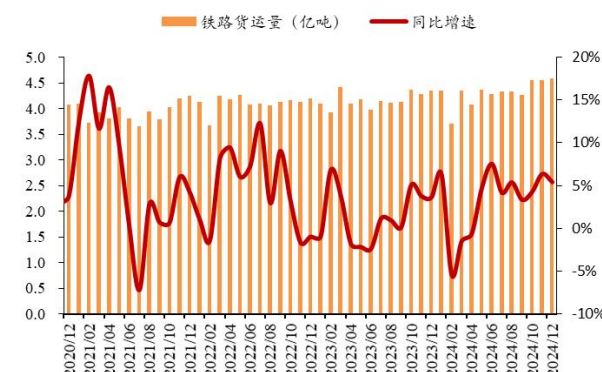
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 17：铁路客运量及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：铁路货运量及同比增速



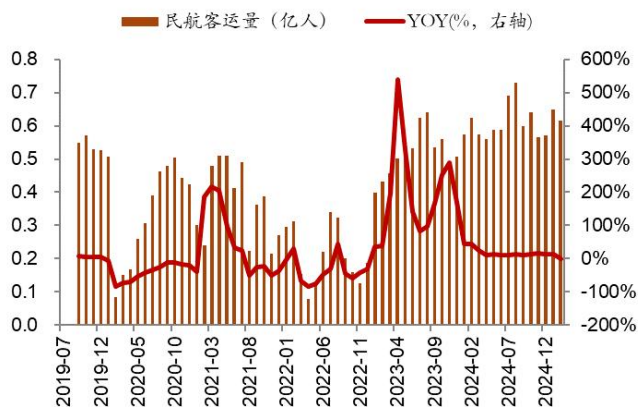
资料来源：Wind，华源证券研究所



## 2.3. 航空机场

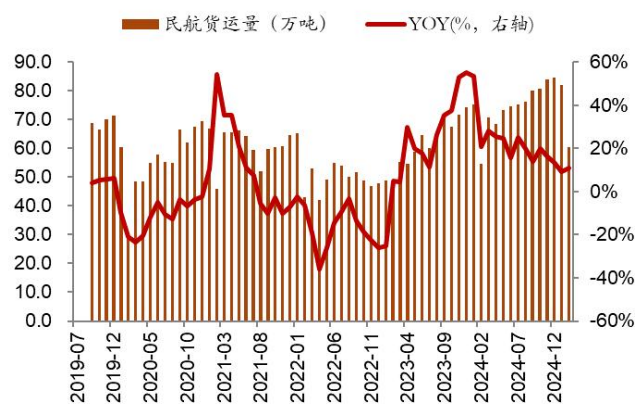
2025 年 2 月份,民航完成旅客运输量约 0.62 亿人次,同比-1.5%。完成货邮运输量 60.50 万吨,同比+10.8%。

图表 19: 民航客运量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

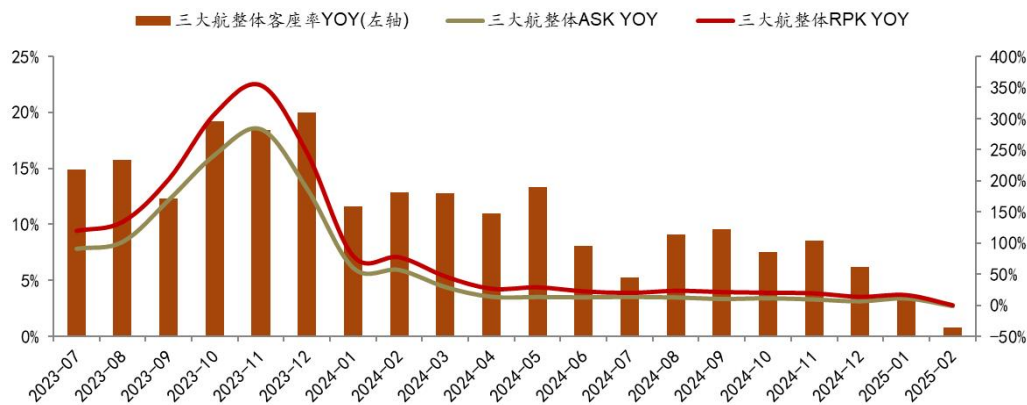
图表 20: 民航货邮运输量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

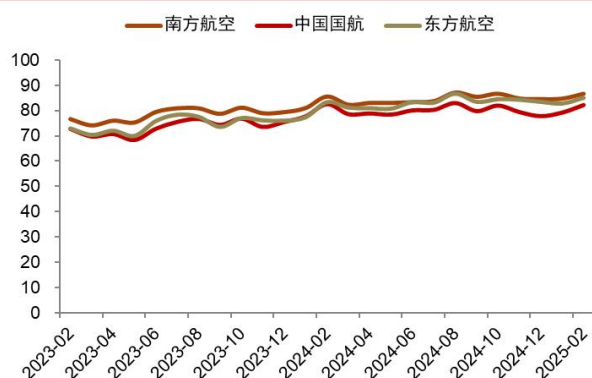
2025 年 2 月,三大航整体客座率为 84.68%,较 2025 年 1 月的 82.27%增加 2.40pct,春秋航空以 91.42%的客座率持续领跑行业。

图表 21: 三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



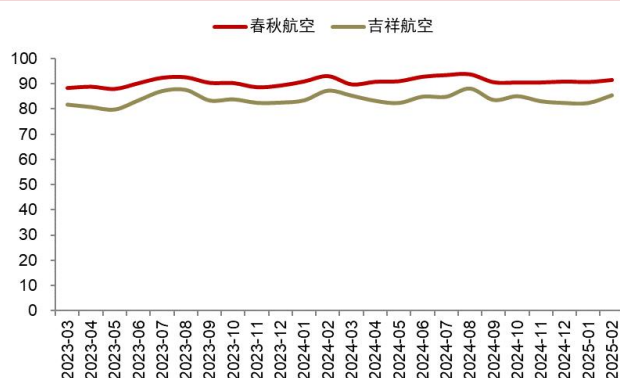
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 22：南航、国航、东航客座率 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

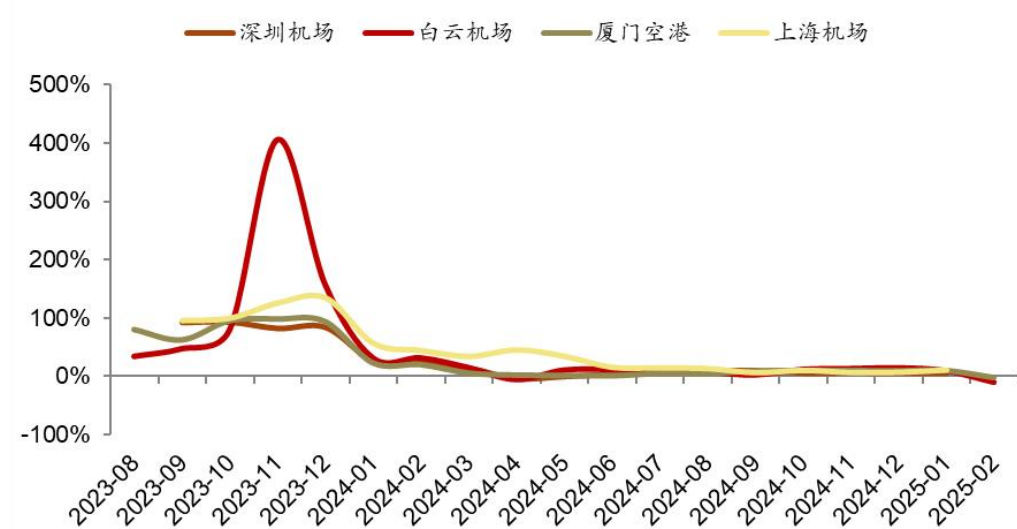
图表 23：春秋、吉祥客座率 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

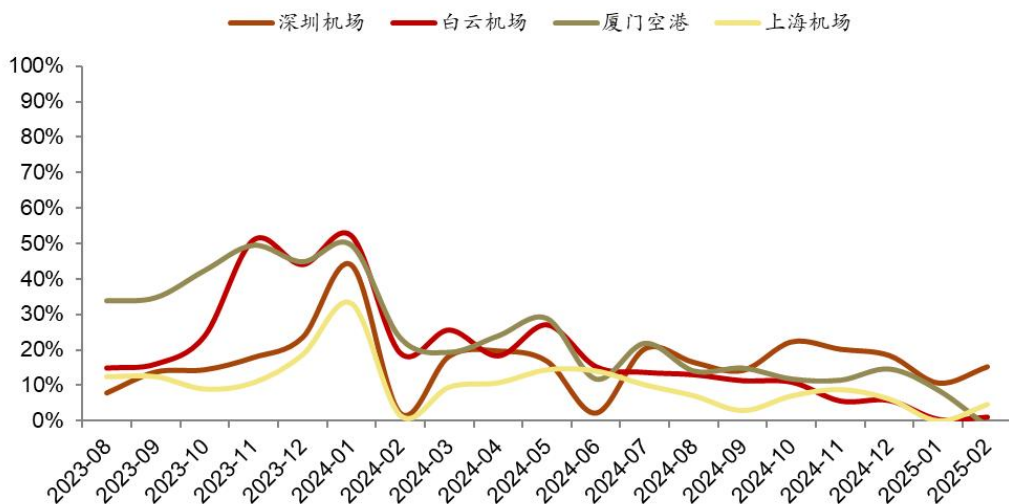
2025 年 2 月份，深圳机场飞机起降同比-2.26%，旅客吞吐量同比-0.47%，货邮吞吐量同比+15.27%。上海机场飞机起降同比-0.14%，旅客吞吐量同比+2.32%，货邮吞吐量同比+4.54%。2025 年 2 月份，厦门空港飞机起降同比-2.78%，旅客吞吐量同比-2.01%，货邮吞吐量同比-1.68%。白云机场飞机起降同比-10.32%，旅客吞吐量同比-7.97%，货邮吞吐量同比 1.10%。

图表 24：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 25：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比



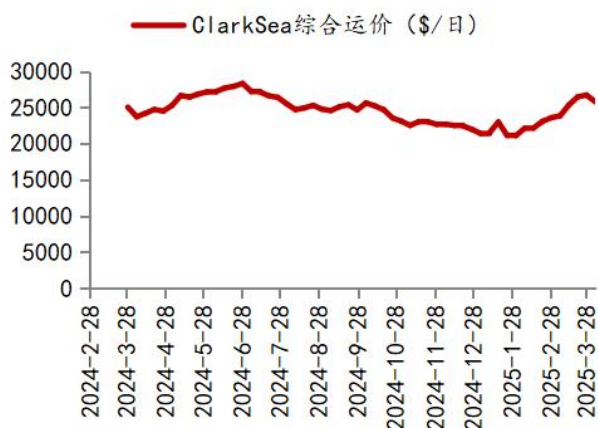
资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2.4. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 25777 美元/日，较上周环比下降 3.50%，克拉克森新造船指数为 187.34 点，较上周环比下降 0.09 点。

本周原油运输指数( BDTI )为 1110.25 点，较上周环比增长 5.12%，成品油运输指数( BCTI )为 717 点，较上周环比下降 12.29%，BDI 指数为 1559 点，较上周环比下降 4.34%；CCFI 指数为 1102.71 点，较上周环比下降 0.81%。

图表 26：克拉克森综合运价走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

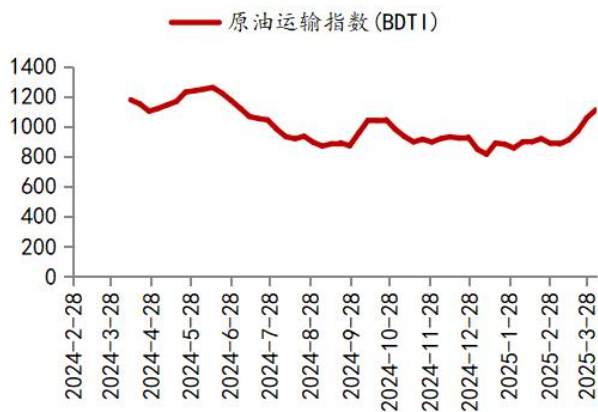
图表 27：克拉克森新造船价走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

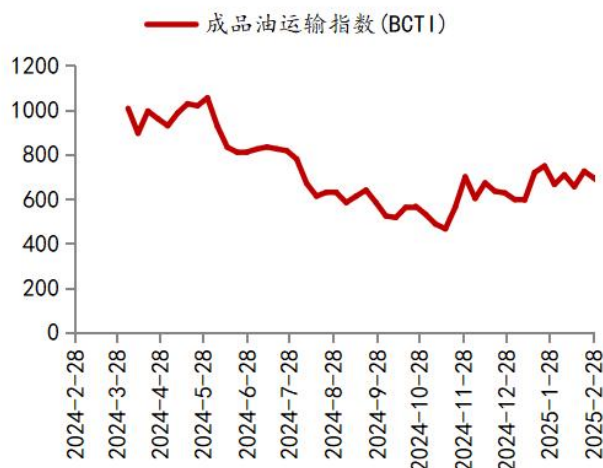


图表 28：原油运输指数（BDTI）指数走势



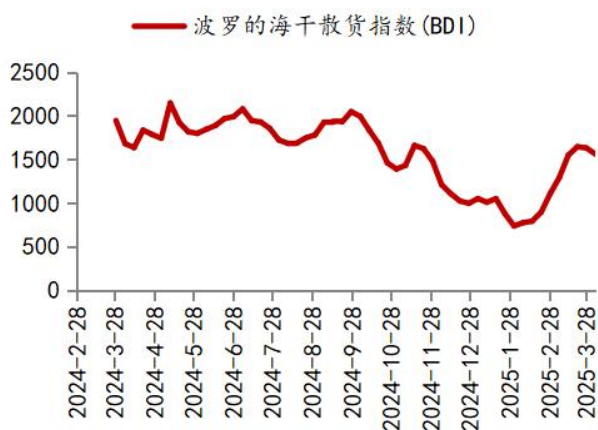
资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 29：成品油运输指数（BCTI）指数走势



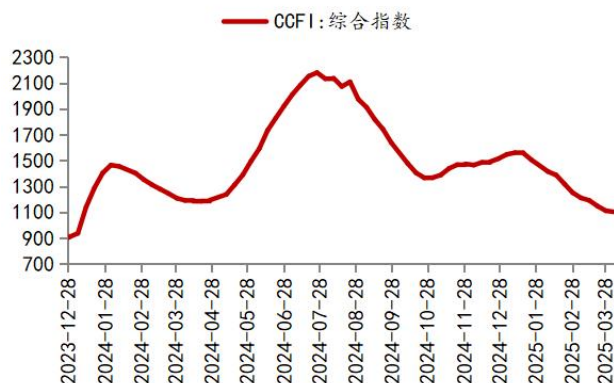
资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 30：波罗的海干散货指数（BDI）走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 31：中国出口集装箱运价指数（CCFI）走势



资料来源：Clarkson，华源证券研究所

### 3. 风险提示

- 1) 宏观经济下滑风险，将会对交运整体需求造成较大影响。
- 2) 快递行业价格竞争超出市场预期。目前快递行业价格战总体可控，但并不排除大规模价格战，侵蚀上市公司利润。
- 3) 油价、人力成本持续上升风险。运输、人工成本作为交通运输行业的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。