

2025 年 09 月 29 日

国庆中秋假期出行有望迎来景气

—交通运输行业周报（2025 年 9 月 22 日-2025 年 9 月 28 日）

投资要点：

行业动态跟踪

➤ 快递物流：

1) “通达兔”快递企业宣布上调上海市电商快递价格，全国快递涨价区域已达 93%。

根据东方网，9 月 22 日极兔、中通、圆通、申通、韵达宣布上调上海地区快递收件价格，电商件单票价格上涨 0.2-0.4 元，本轮调价不涉及个人散件寄递。根据国家邮政局，2025H1 上海市规模以上快递业务量 26.6 亿件，占全国比重为 2.8%。上海市紧邻浙江省、江苏省，区域涨价将进一步巩固华东地区价格。我们认为快递行业本轮“反内卷”具有极强的现实意义，带动行业从“以价换量”的低水平内卷竞争，转向“以质取胜”的高质量发展，我们测算当前全国快递涨价区域已超过 90%，或将显著改善企业盈利。

➤ 航运船舶港口：

1) 8 月规模以上工业企业利润大增 20.4%，建议关注航运船舶板块顺周期机会：国家统计局 9 月 27 日发布的数据显示，1-8 月份，规模以上工业企业利润由 1-7 月份同比下降 1.7%转为增长 0.9%，扭转了自今年 5 月份以来企业累计利润持续下降态势。宏观政策发力显效、全国统一大市场纵深推进，叠加去年同期低基数等多重因素作用，是本次数据表现亮眼的主要原因。分行业来看，装备制造业“压舱石”作用明显，原材料制造业利润增长较快，消费品制造业利润由降转增。随着下游利润开始改善，特别是装备制造业与原材料制造业，有望对全球海运需求形成中长期支撑。建议关注航运船舶板块顺周期机会，重点关注基本面向好、产业趋势支撑、以及明显受益于国内需求的油运、散运与船舶行业相关标的。

2) 美国需求超预期与地缘事件支撑油价，OPEC+第二轮复产或加速：乌克兰对俄罗斯能源基础设施的袭击促使俄罗斯削减燃料出口，加上美国继续向多国施压，要求减少从俄罗斯进口原油，以及强于预期的美国经济数据提振，多个因素利多油价，国际油价周五（9.26）走高。本周，纽约商品交易所轻质原油期货主力合约价格累计上涨 4.85%，伦敦布伦特原油期货主力合约价格累计上涨 5.17%。全球需求复苏（美国经济数据超预期与亚洲买家持续补库）与油价维持较高水平或将促使 OPEC+ 在下一次会议（10 月 5 日）上宣布第二轮复产加速。

3) 本周上海出口集装箱运价指数下降：SCFI 综合运价指数较上周环比下降 7.0%，至 1115 点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化-7.7%/-9.3%；上海-美西/美东运价分别环比变化-10.8%/-6.7%；上海-东南亚运价环比下降 0.9%。

4) 本周原油轮运价略有下降：BDTI 指数较上周环比下降 0.95%，至 1129 点。VLCC TCE 环比下降 3.1%，其中中东/西非/美湾-中国 TCE 分别环比变化-3.1%/-2.3%/-4.0%；Suezmax TCE 环比下降 1.3%；Aframax TCE 环比下降 4.5%。

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

张付哲

SAC: S1350525070001

zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



5) 本周成品油轮运价下降：BCTI 指数较上周环比上涨 2.0%，至 625 点。LR1 中东-日本环比下降 16.4%；MR - 太平洋/新加坡-澳洲/大西洋分别环比变化 -2.1%/-4.5%/+15.1%。

6) 本周散货船大船运价上涨：BDI 指数较上周环比上涨 1.9%，至 2220 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化+6.5%/-5.4%/-0.5%。

7) 本周新造船价指数上涨：新造船船价指数较上周环比上涨 0.22 点，为 185.58 点。油轮/散货船/干货船/气体船船价指数较上周环比变化持平/持平/+0.78 点/持平；当月集装箱船价指数较上月环比持平。

8) 本周 PDCI 下跌：9 月 13 日至 9 月 19 日新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价指数（XH·PDCI）报 1040 点，较上期下跌 6 点，跌幅 0.57%，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-0.43%/+4.74%/-8.26%/-0.97%。

9) 中国港口货物吞吐量、集装箱吞吐量增长：2025 年 9 月 15 日-9 月 21 日中国港口货物吞吐量为 26464.7 万吨，较上周环比增长 0.14%，集装箱吞吐量为 666.4 万 TEU，较上周环比增长 0.18%。

➤ **航空机场：**

1) 东航获征地补偿 12.82 亿元。中国东航公告称，为配合上海浦东国际机场四期扩建工程航站区工程项目，公司及控股子公司上海航空拟分别与上海市浦东新区建设和交通委员会签署相关协议，由上海浦东新区人民政府征收公司及上海航空位于上海浦东国际机场机务维修区的地块和房屋等资产。本次被征收的地块和房屋等资产合计补偿金额约 12.82 亿元，截至 25H1，对应资产账面净值约 4.07 亿元。预计公司及上海航空将分 2 次、每次 50%获得现金补偿款项。

2) 国庆预售票价同比上行。据航班管家 Dast，截至本周四（9 月 25 日），2025 国庆假期预售机票裸票价为 819 元，比 2024、2019 年同期分别+9.1%、-2.1%；考虑到当前较高的燃油附加费、19 年同期无燃油附加费，全票价将高于 19 年同期。9 月以来，得益于出行需求转暖、停场运力影响在淡季重新显现，航空票价上行，预计国庆假期有望延续景气度。

3) 截至 9 月 26 日国庆中秋假期国内航线机票预订量同比增长 6%，民航局预计假期旅客运输量同比增长 3.6%。根据北京青年报，航旅纵横大数据显示，截至 9 月 26 日，2025 年国庆中秋假期机票预订量突破 1188 万张，其中国内航线机票预订量已突破 1019 万张，日均预订量较去年同期增长约 6%；出入境航线机票预订量超过 169 万张，日均预订量较去年同期增长约 12%。9 月 28 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，据预测，2025 年中秋国庆假期全民航市场的旅客运输量将达到 1920 万人次，同比去年同期增长 3.6%，创历史同期的最高水平。

➤ **公路铁路：**

1) 9 月 15 日—9 月 21 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，9 月 15 日—9 月 21 日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路运输货物 8060.6 万吨，环比增长 0.21%；全国高速公路货车通行

5882 万辆，环比增长 1.92%。

2) 2025 年国庆中秋假期全社会跨区域人员流动量预计同比增长 3.2%，全国铁路旅客发送人数预计创历史新高。9 月 28 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，交通运输部相关负责人介绍中秋国庆假期交通运输服务保障有关情况。根据交通运输部副部长李扬介绍，国庆中秋 8 天假期全社会跨区域人员流动量预计将达到 23.6 亿人次，平均每天大概 2.95 亿人次，比去年同期增长 3.2% 左右。自驾出行预计将达到 18.7 亿人次，占出行总量的八成左右，高峰时段高速公路车流量可能会突破日均 7000 万辆。预计假期期间日均货车流量会在 550-580 万辆，和去年同期基本持平，比平日的货运量可能会下降 30% 左右。预计“双节”期间全国铁路旅客发送人数将超过 2.19 亿人次，创历史新高，日均计划开行旅客列车约 1.3 万列，平均每天发送旅客 1825 万人次。

二、核心观点

- **快递：**当前电商快递行业需求坚韧，自上而下的“反内卷”带动快递价格上涨，释放企业盈利弹性，电商快递中长期迎来良性竞争机会；顺丰、京东物流有望受益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) 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；2) 申通快递：产能与服务双升，加盟商体系改善，阿里潜在行权；3) 中通快递：行业长期龙头，经营稳定，分红回购创造股东回报；4) 顺丰控股：需求坚韧增长，成本管控持续深化，经营潜力持续释放，在资本开支下行期股东回报不断提升。**
- **航运：**1、**看好原油运输**受益于 OPEC+增产周期与美联储降息周期的基本面向好，中东地缘不确定性或增强 VLCC 运价弹性。随着 OPEC+增产持续加速，预计 2025 年 Q4 油运市场景气度或有明显提升，**建议关注招商轮船、中远海能、招商南油；2、看好亚洲内集运需求中长期成长性**，全球供应链多元化是核心，美国关税刺激是催化剂。同时，集运小船运力青黄不接，有限新船难以满足存量替代和需求增量，市场景气度有望持续。**建议关注海丰国际、中谷物流、锦江航运。**3、**看好散运市场复苏**，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。**建议关注招商轮船、海通发展、海航科技、国航远洋。**
- **船舶：****船舶绿色更新大周期尚在前期**，航运景气+绿色更新进度是需求核心驱动。2024 年 10 月以来，受航运市场低迷、地缘事件冲击和环保法规待定等因素影响，新造船订单较弱，导致新造船价持续调整。造船产能在经过十余年行业低谷出清后，持续紧张。即便订单同比下滑，船厂订单仍饱满。展望后市，制约新造船市场活动的三重因素有望缓解或向好：油散市场景气度有望在 2025 年下半年开始提升、全球脱碳法规有望在 2025 年 10 月正式立法、地缘事件影响或在下半年有所缓和。同时，造船企业预计将进入利润兑现期。**建议关注中国船舶、中船防务、中国动力。**
- **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。**

- **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。
- **港口：**供应链陆海枢纽，格局趋稳重视红利。港口作为交通运输基础设施，经营模式稳定，现金流强劲。随着行业资本支出增速放缓，建议重点关注板块红利属性和枢纽港成长性，建议关注**招商港口、唐山港、青岛港、北部湾港。**
- **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. 航运船舶	11
2.3. 航空机场	12
2.4. 公路铁路	14
2.5. 港口	15
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: 圆通快递业务量及增速	10
图表 8: 圆通单票收入及增速	10
图表 9: 申通快递业务量及增速	10
图表 10: 申通单票收入及增速	10
图表 11: 顺丰快递业务量及增速	10
图表 12: 顺丰单票收入及增速	10
图表 13: 韵达快递业务量及增速	11
图表 14: 韵达单票收入及增速	11
图表 15: 克拉克森综合运价走势	11
图表 16: 克拉克森新造船价走势	11
图表 17: 原油运输指数 (BDTI) 指数走势	12
图表 18: 成品油运输指数 (BCTI) 指数走势	12
图表 19: 波罗的海干散货指数 (BDI) 走势	12
图表 20: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 走势	12
图表 21: 民航客运量及增速	13
图表 22: 民航货邮运输量及增速	13
图表 23: 三大航整体 ASK、RPK、客座率走势	13
图表 24: 南航、国航、东航客座率 (%)	13
图表 25: 春秋、吉祥客座率 (%)	13
图表 26: 上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港飞机起降架次同比	14
图表 27: 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 28: 公路客运量及同比增速	15
图表 29: 公路货运量及同步增速	15
图表 30: 铁路客运量及同比增速	15

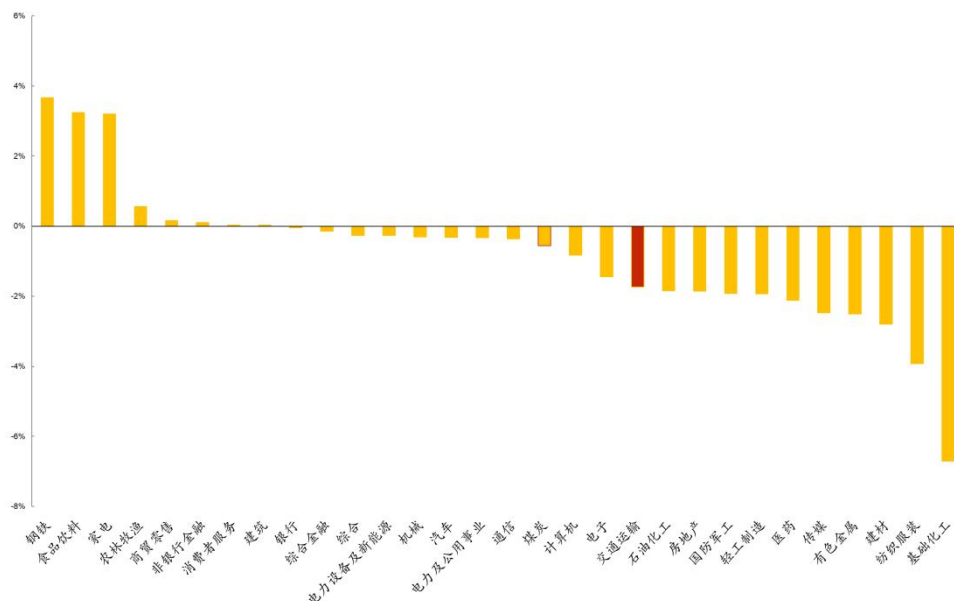
图表 31: 铁路货运量及同步增速	15
图表 32: 中国港口货物吞吐量走势	15
图表 33: 中国港口集装箱吞吐量走势	15

1. 市场回顾

2025 年 9 月 22 日至 2025 年 9 月 26 日，上证综合指数环比增长 0.21%，A 股交运指数环比下降 1.85%，跑输上证指数 2.06pcts。交运各板块中铁路(+0.15%)、公路(-0.41%)、航空(-1.14%)、机场(-1.59%)、港口(-2.04%)、快递(-3.05%)、物流综合(-3.22%)、航运(-3.28%)。

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	3,828.11	3,820.09	0.21%	14.21%	13.73	1.44
交通运输	2,029.09	2,067.31	-1.85%	-0.44%	13.61	1.37
铁路	2,604.85	2,600.84	0.15%	-11.58%	19.24	1.05
公路	4,400.77	4,418.89	-0.41%	-12.60%	14.41	1.26
航空	1,582.56	1,600.81	-1.14%	-3.87%	29.86	3.87
机场	2,665.75	2,708.91	-1.59%	-1.18%	37.95	1.65
港口	1,702.86	1,738.27	-2.04%	-1.65%	12.68	0.99
快递	1,002.23	1,033.76	-3.05%	11.59%	18.42	2.00
物流综合	1,569.92	1,622.21	-3.22%	10.70%	17.86	1.28
航运	2,658.82	2,749.12	-3.28%	7.59%	7.17	1.19

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

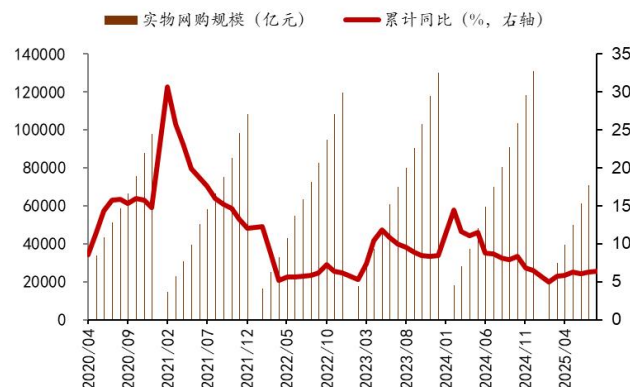
据国家统计局数据, 2025 年 8 月社零数据为 39668 亿元, 同比增长 3.4%; 实物商品网上零售额为 10173.9 亿元, 同比增长 7.1%; 2025 年 8 月, 全国快递服务企业业务量完成 161.5 亿件, 同比增长 12.3%; 业务收入完成 1189.6 亿元, 同比增长 4.2%。

图表 3: 社会消费品零售总额累计值及累计同比



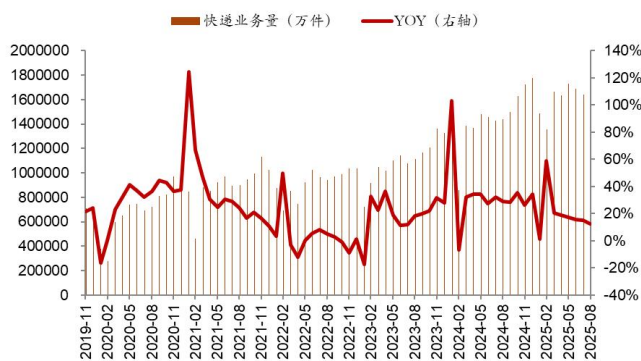
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 4: 实物网购规模累计值及累计同比



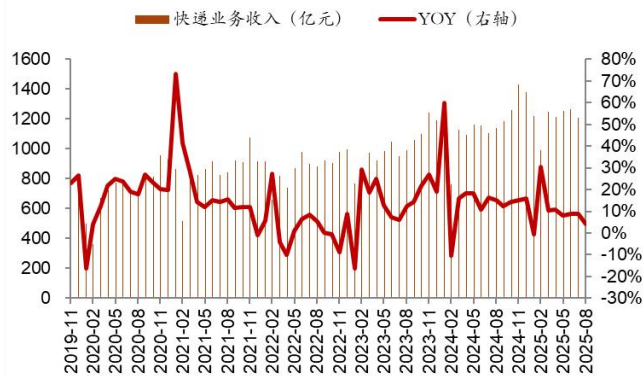
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 5: 快递业务量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

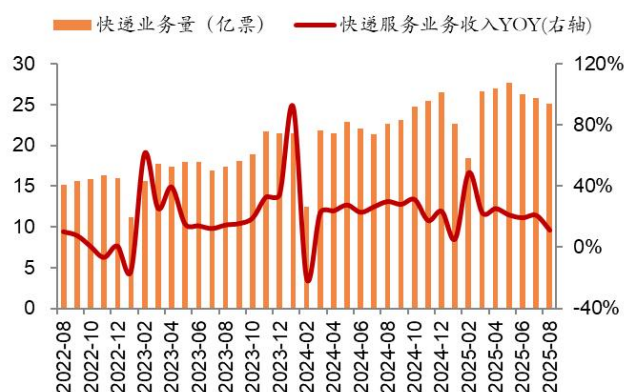
图表 6: 快递业务收入及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

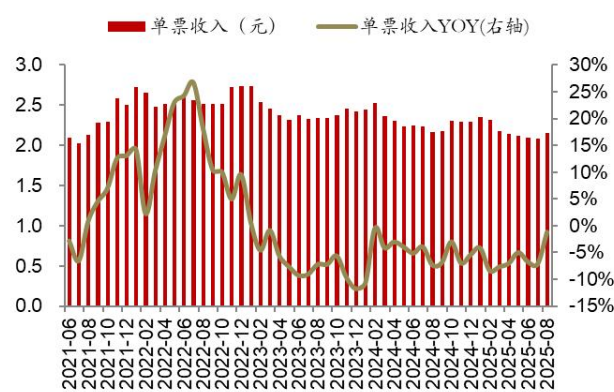
2025 年 8 月, 圆通完成业务量 25.11 亿票, 同比增长 11.08%; 快递产品单票收入 2.15 元, 同比下降 1.13%。申通完成业务量 21.47 亿票, 同比增长 10.92%; 快递服务单票收入 2.06 元, 同比增长 3.00%。顺丰完成业务量 14.06 亿票, 同比增长 34.80%; 快递服务单票收入 13.27 元, 同比下降 15.32%。韵达完成业务量 21.45 亿票, 同比增长 8.72%; 快递服务单票收入 1.92 元, 同比下降 3.52%。

图表 7：圆通快递业务量及增速



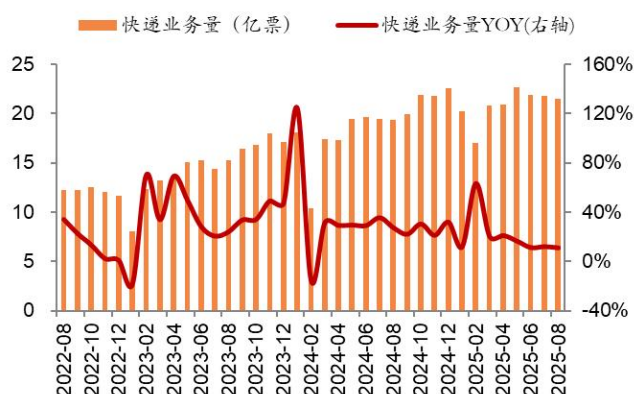
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：圆通单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：申通快递业务量及增速



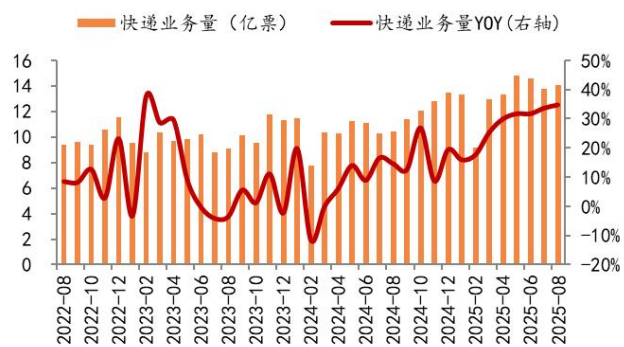
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：申通单票收入及增速



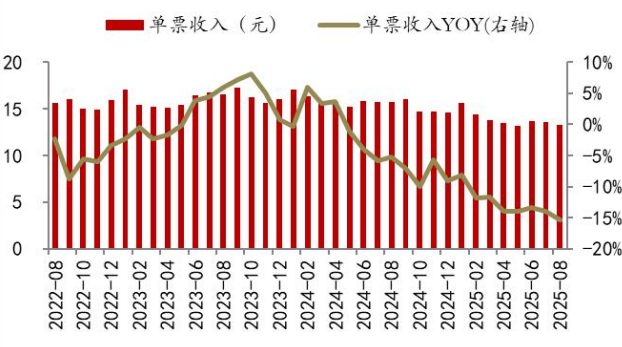
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：顺丰快递业务量及增速



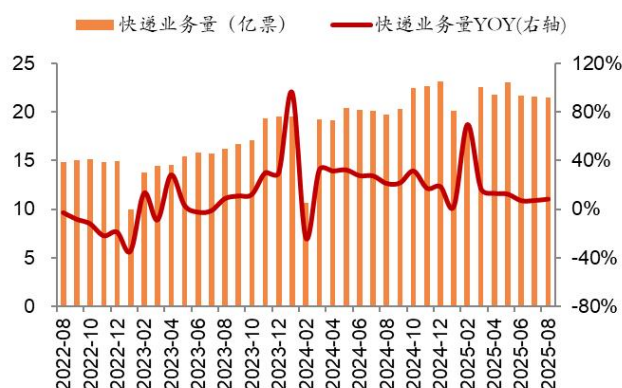
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：顺丰单票收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13: 韵达快递业务量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 韵达单票收入及增速



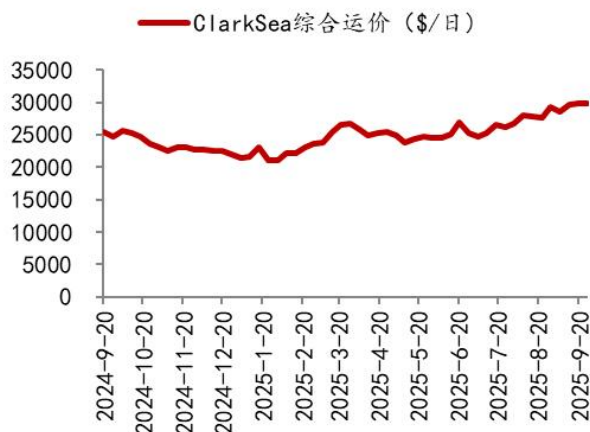
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.2. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 29732 美元/日, 较上周环比下降 0.52%, 克拉克森新造船指数为 185.58 点, 较上周环比增长 0.22 点。

本周原油运输指数 (BDTI) 为 1129 点, 较上周环比下降 0.95%, 成品油运输指数 (BCTI) 为 625 点, 较上周环比增长 2.02%, BDI 指数为 2220 点, 较上周环比增长 1.86%; CCFI 指数为 1087.41 点, 较上周环比下降 2.93%。

图表 15: 克拉克森综合运价走势



资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

图表 16: 克拉克森新造船价走势



资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

图表 17：原油运输指数（BDTI）指数走势



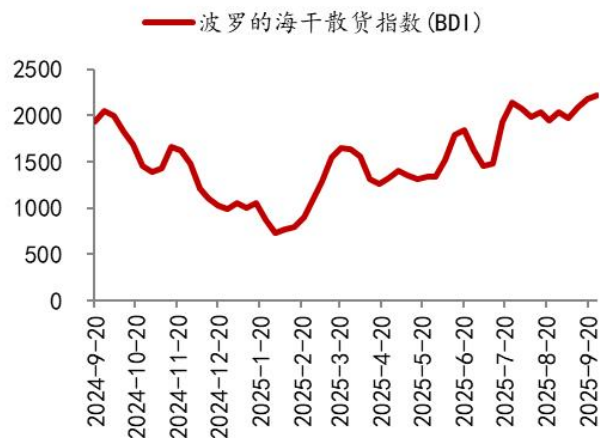
资料来源：Clarkson，华源证券研究所

图表 18：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 19：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 20：中国出口集装箱运价指数（CCFI）走势

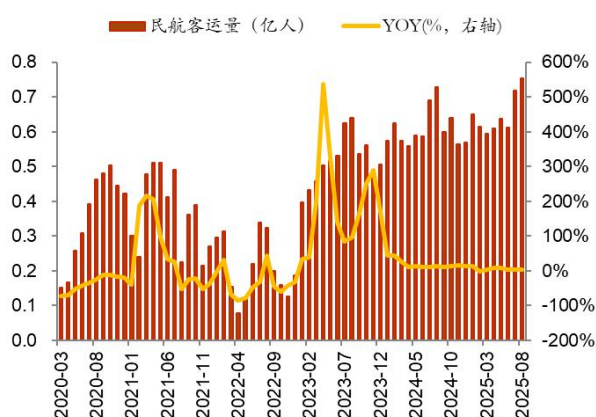


资料来源：Clarkson，华源证券研究所

2.3. 航空机场

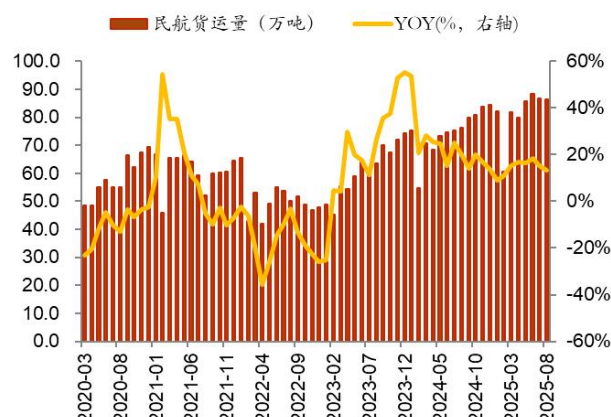
2025 年 8 月份,民航完成旅客运输量约 0.75 亿人次,同比+3.3%。完成货邮运输量 86.50 万吨,同比+13.2%。

图表 21：民航客运量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

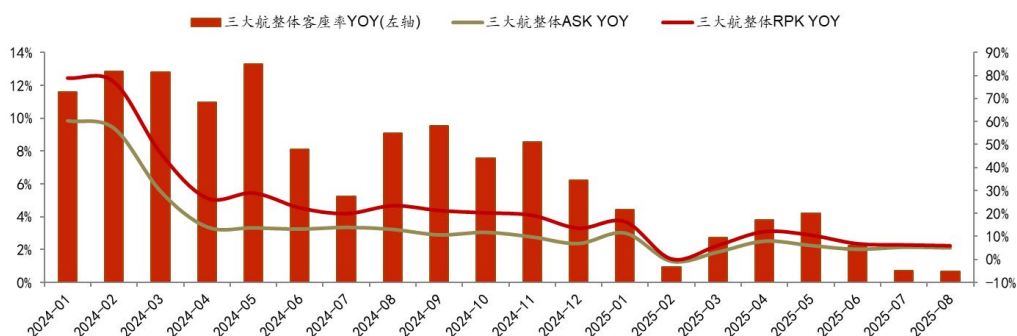
图表 22：民航货邮运输量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

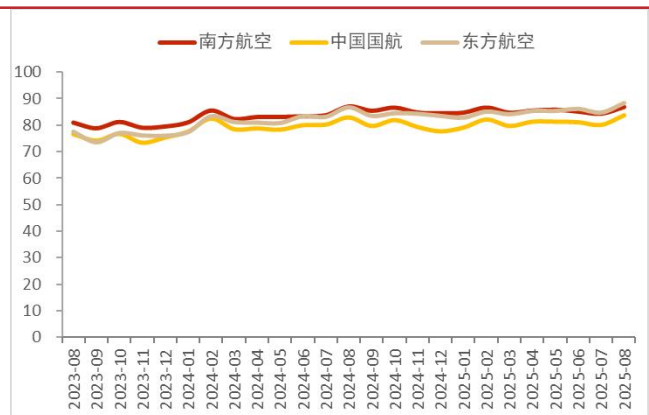
2025 年 8 月，三大航整体客座率为 86.26%，较 2025 年 6 月的 83.06%增长 3.20pcts，春秋航空以 93.87 %的客座率持续领跑行业。

图表 23：三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



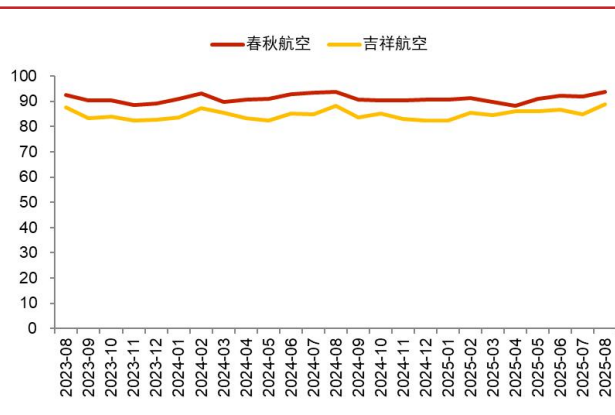
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 24：南航、国航、东航客座率 (%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 25：春秋、吉祥客座率 (%)

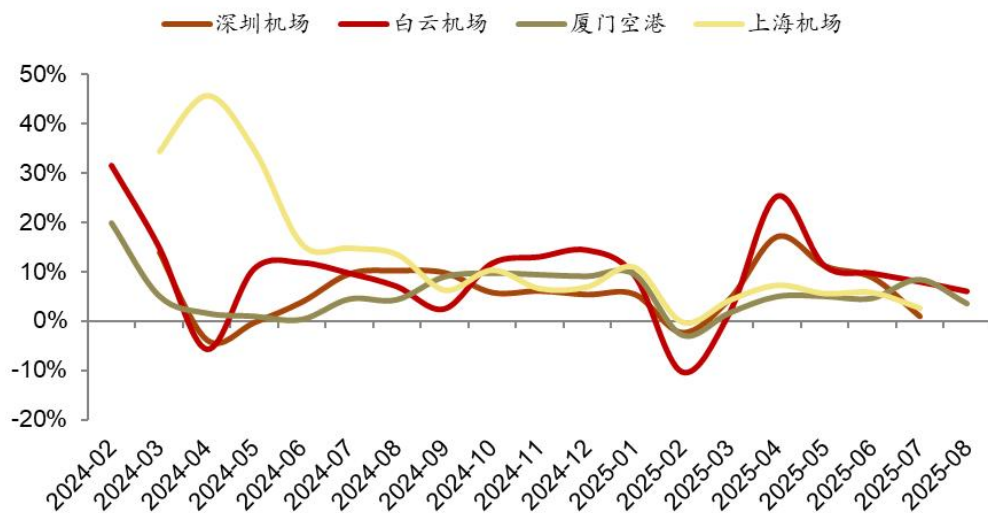


资料来源：Wind，华源证券研究所

2025 年 8 月份，厦门空港飞机起降同比+3.57%，旅客吞吐量同比+5.18%，货邮吞吐量同比+4.97%。白云机场飞机起降同比+5.96%，旅客吞吐量同比+4.33%，货邮吞吐量同比

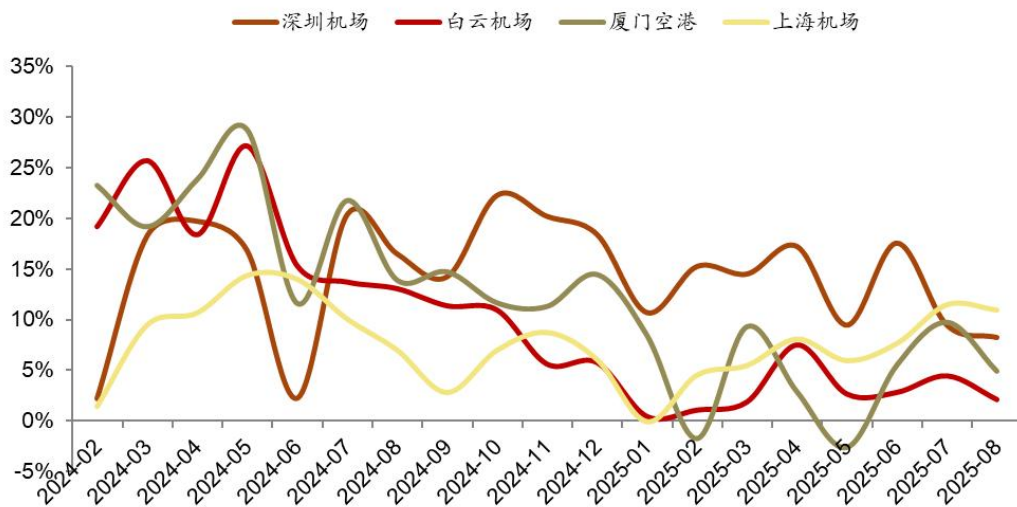
+2.13%。深圳机场飞机起降同比+1.41%，旅客吞吐量同比+4.07%，货邮吞吐量同比+8.25%。
上海机场飞机起降同比+3.49%，旅客吞吐量同比+6.90%，货邮吞吐量同比+10.97%。

图表 26：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 27：上海机场、白云机场、深圳机场、厦门空港货邮吞吐量同比

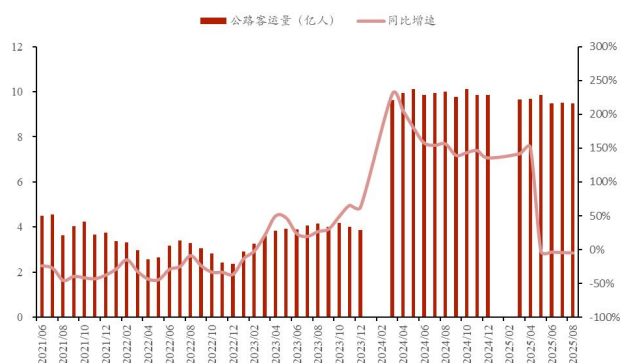


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.4. 公路铁路

2025 年 8 月公路客运量为 9.50 亿人，同比-5.09%；货运量为 37.48 亿吨，同比+3.88%。
2025 年 8 月铁路客运量为 5.05 亿人，同比+40.27%；货运量为 4.57 亿吨，同比+6.77%。

图表 28：公路客运量及同比增速



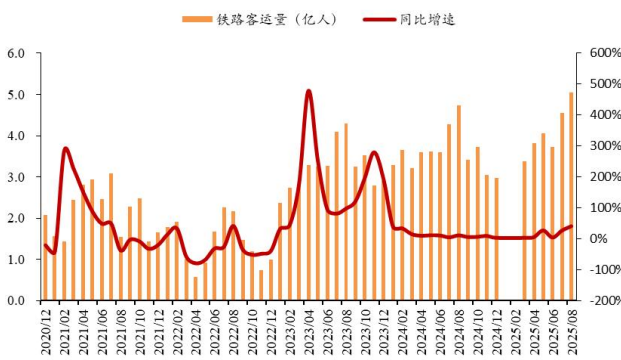
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：公路货运量及同步增速



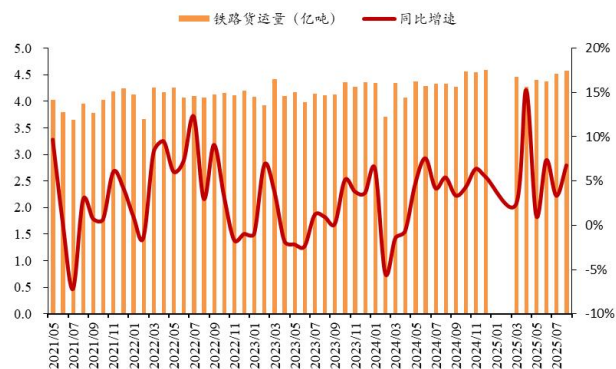
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 30：铁路客运量及同比增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 31：铁路货运量及同步增速

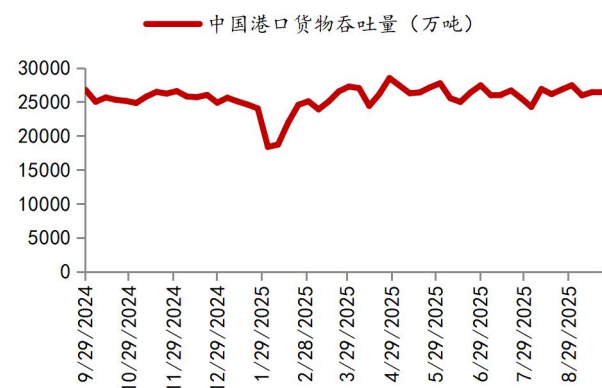


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.5. 港口

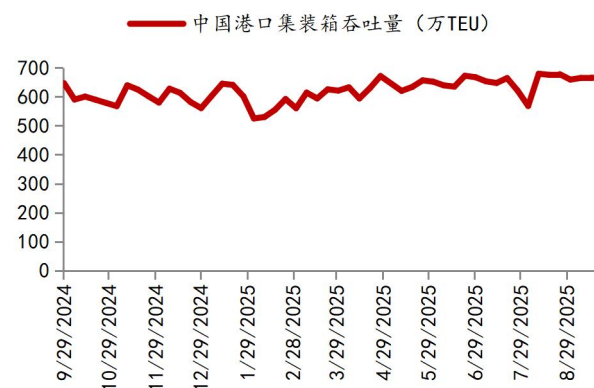
2025 年 9 月 15 日-9 月 21 日中国港口货物吞吐量为 26464.7 万吨，较上周环比增长 0.14%,集装箱吞吐量为 666.4 万 TEU，较上周环比增长 0.18%。

图表 32：中国港口货物吞吐量走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 33：中国港口集装箱吞吐量走势



资料来源：Wind，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。