

2025 年 11 月 11 日

投资评级：看好（维持）

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：



航空客流持续走强，申通并购丹乌落地

— 交通运输行业周报（2025 年 11 月 3 日-2025 年 11 月 9 日）

投资要点：

行业动态跟踪

➤ 快递物流：

1) 国家邮政局再强调旗帜鲜明反对“内卷式”竞争。根据商务部官网，2025 年 11 月 6 日，第 11 届快递“最后一公里”大会在京举行，国家邮政局党组成员、副局长廖进荣发表讲话，强调要进一步提升服务品质，更好满足用户的知情权、选择权，进一步解决农村群众网购快递投递问题。要旗帜鲜明反对“内卷式”竞争，强化行业自律，积极推进差异化竞争，着力提升快递“最后一公里”服务核心竞争力。

2) 申通完成对丹乌物流的收购。2025 年 10 月 30 日，申通发布公告宣布收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》；2025 年 11 月 4 日，申通再次发布公告宣布公司全资子公司申通有限持有丹乌物流 100% 股权，丹乌物流及其下属控股子公司将纳入公司的合并报表范围。根据申通于 2025 年 7 月 26 日发布的《关于拟收购浙江丹乌物流科技有限公司 100% 股权暨关联交易的公告》，丹乌物流是菜鸟旗下的速递业务的运营主体，主要从事的业务是国内的品质快递以及逆向物流服务，2025 年 1-4 月，日均快递量超 400 万单，经测算客单价达到 6.2 元。收购完成后，申通市场份额或将实现提升，公司有望打造“加盟+直营”双网络，并借助丹乌的仓配能力和直营转运网络进一步切入中高端市场。

➤ 航运船舶港口：

1) 美国大豆重返中国市场，巴拿马型散货船迎黄金期：11 月 1 日，美国白宫发布《与中国就经贸关系达成协定》的情况说明书，自 11 月 10 日起，暂停实施特别港务费，减半芬太尼关税，以及对进口商品加征的对等关税的暂停期延长至 2026 年 11 月 10 日。随着中美经贸关系缓和，中国或将在 2025 年最后两个月购买至少 1200 万吨美国大豆，并有望在 2026-2028 年每年购买至少 2500 万吨；同时恢复购买美国高粱和硬木原木。美国对华大豆长航线贸易的恢复，将立即带动巴拿马型散货船需求。未来三个月美国货源窗口期完全打开，即便贸易量仅恢复至正常年份的三分之二，也足以对船舶利用率和市场情绪产生明显提振。

2) 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 3.6%，至 1495 点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化 -1.6%/+2.3%；上海-美西/美东运价分别环比变化 -16.4%/-17.2%；上海-东南亚运价环比上涨 6.4%。

3) 本周原油轮小船运价上涨：BDTI 指数较上周环比上涨 4.12%，至 1414 点。VLCC TCE 环比下降 0.0%，其中中东/西非/美湾-中国 TCE 分别环比变化 -1.3%/-0.2%/+1.7%；Suezmax TCE 环比上涨 8.3%；Aframax TCE 环比上涨 7.8%。

4) 本周成品油轮运价上涨：BCTI 指数较上周环比上涨 4.2%，至 644 点。LR1 中

东-日本环比下降 4.2%；MR-太平洋/新加坡-澳洲/大西洋分别环比变化 +1.3%/+2.1%/-16.9%。

5) 本周散货船运价上涨：BDI 指数较上周环比上涨 1.3%，至 1992 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化+6.0%/-4.1%/-2.3%。

6) 本周新造船价指数下降：新造船船价指数较上周环比下降 0.07 点，为 184.80 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/-0.26 点/-0.17 点；当月集装箱船价指数较上月环比下降 0.54 点。

7) 本周 PDCI 上涨：10 月 25 日至 10 月 31 日新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价指数 (XH·PDCI) 报 1216 点，较上期上涨 35 点，涨幅 2.96%，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 +8.07%/+8.04%/+2.54%/-1.63%。

➤ **航空机场：**

1) 中方延长对法国等国免签至 2026 年底，并对瑞典免签。根据外交部，中方决定将对法国等国的免签政策延长至 2026 年 12 月 31 日，此外中方或将于 2025 年 11 月 10 日至 2026 年 12 月 31 日对瑞典免签。市场数据也印证了免签政策对入境游的提振效应，根据去哪儿旅行数据显示，截至 11 月 3 日，2025 年通过去哪儿预订的、瑞典飞往中国的入境游国际机票订单量同比增长 37.4%，最受欢迎的国内城市 TOP10 是：上海、北京、广州、成都、杭州、深圳、郑州、昆明、重庆、沈阳。携程的数据显示，在今年国庆旅游市场中，法国等欧洲免签国家位居中国入境游重要客源国之列，其中法国赴华旅游订单较去年同期实现约四成增幅，这一趋势在免签政策延续的利好下有望得到进一步加强。

2) 2026 年春节假期将刺激更多出行需求。根据最新公布的 2026 年全国放假安排，2026 年春节假期将从 2026 年 2 月 15 日持续到 2 月 23 日，放足九天；此外，元旦也将从 1 月 1 日放假至 1 月 3 日，共 3 天。消息发出不到半小时，根据去哪儿旅行 App，元旦期间的火车票、春节期间的火车票和国际机票搜索量瞬时增长翻倍，且仍在冲高；春节期间出发的机票搜索量瞬时增长 3 倍。去哪儿旅行数据显示，已有上海、北京、广州、哈尔滨的旅客订购了春节前夕出发的机票，国内热门目的地包括海口、三亚、杭州等，出境游热门目的地包括中国香港、韩国首尔、日本东京等。从已预订的机票量来看，2026 年春节出行的机票量同比 2025 年增长 63%。

3) 国家移民管理局推出支持扩大开放服务高质量发展 10 项创新举措。国家移民管理局于 2025 年 11 月 3 日推出支持扩大开放的 10 项创新举措，分两批实施。10 项措施中有 6 项自 2025 年 11 月 5 日起实施，包括：扩大往来港澳人才签注政策试点实施范围；实施大陆居民申办往来台湾探亲签注“全国通办”；在部分与港澳台通航通行口岸推广应用智能通关；支持促进河套深港科技创新合作区深圳园区生产要素高效跨境流动；扩大 24 小时直接过境免办查验手续口岸范围；增加广东省 5 个口岸为 240 小时过境免签政策入境口岸；4 项措施自 2025 年 11 月 20 日起实施，包括：扩大内地居民换发补发出入境证件“全程网办”试点城市范围；为持探亲签注往来港澳地区的内地居民在港澳地区续办同类型探亲签注提供便利；扩大可签发一

次有效台湾居民来往大陆通行证口岸范围；实施外国人入境卡网上填报。

➤ **公路铁路：**

1) 10月27日-11月2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，10月27日-11月2日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路运输货物7856.2万吨，环比下降0.84%；全国高速公路货车通行5757.2万辆，环比下降2.49%。

2) 山东高速发布公司2025年度第五期中期票据发行情况公告。2025年11月6日，公司已完成2025年度第五期10亿元中期票据的起息发行工作，发行利率为1.92%，利率持续处于低位。

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中期，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：**展望后市，Q3业绩有望成为长期行情启动信号。当前，需求增速虽平稳但可持续、存量供给与增量供给双紧、油汇对成本端改善、“反内卷”成为行业共识等均形成明确趋势，建议提前布局。**建议关注华夏航空、中国国航、中国东航、海航控股。**
- **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

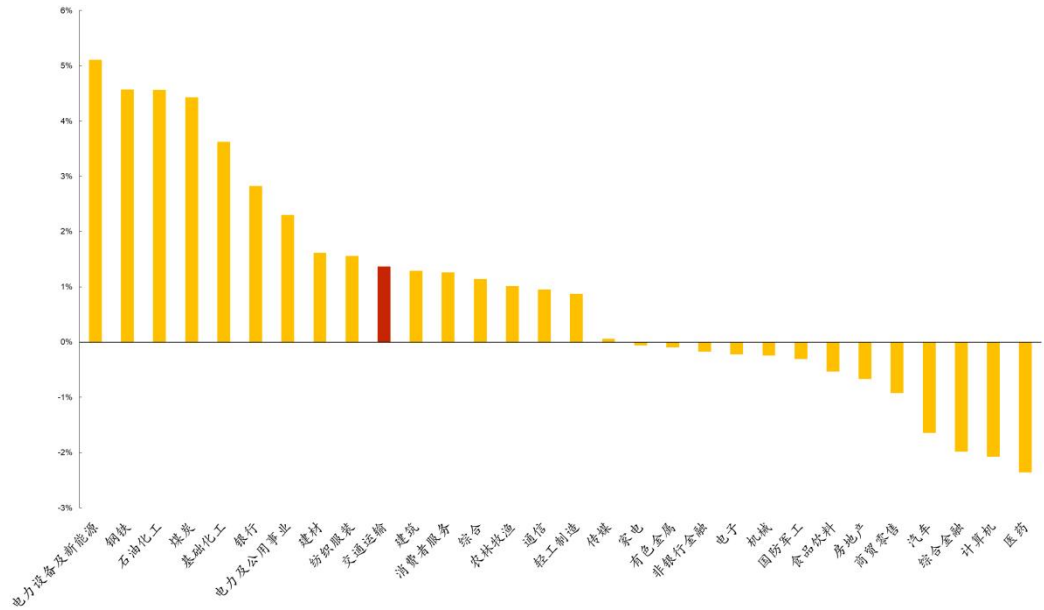
图表 31: 铁路货运量及同步增速	15
图表 32: 中国港口货物吞吐量走势	15
图表 33: 中国港口集装箱吞吐量走势	15

1. 市场回顾

2025年11月3日至2025年11月7日，上证综合指数环比增长1.08%，A股交运指数环比增长1.37%，跑赢上证指数0.29pcts。交运各板块中机场(+4.42%)、航空(+3.24%)、公路(+2.52%)、物流综合(+2.05%)、港口(+1.18%)、铁路(+0.38%)、航运(+0.36%)、快递(-1.26%)。

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	3,997.56	3,954.79	1.08%	19.27%	13.73	1.44
交通运输	2,136.20	2,107.37	1.37%	4.81%	13.61	1.37
机场	3,047.69	2,918.82	4.42%	12.98%	37.95	1.65
航空	1,747.27	1,692.48	3.24%	6.14%	29.86	3.87
公路	4,788.37	4,670.64	2.52%	-4.90%	14.41	1.26
物流综合	1,658.76	1,625.41	2.05%	16.96%	18.80	1.34
港口	1,785.24	1,764.38	1.18%	3.11%	12.68	0.99
铁路	2,583.97	2,574.28	0.38%	-12.29%	19.24	1.05
航运	2,910.04	2,899.66	0.36%	17.76%	7.17	1.19
快递	962.76	975.03	-1.26%	7.19%	18.42	1.87

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

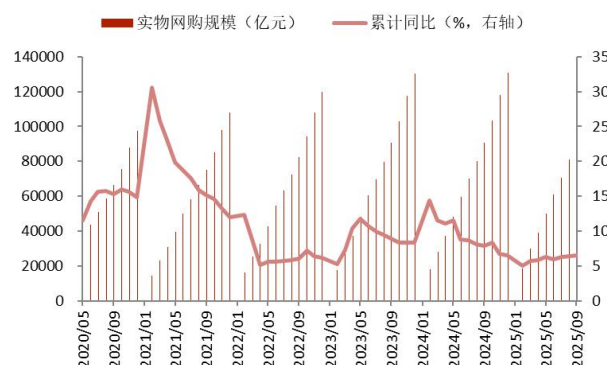
据国家统计局数据，2025年9月社零数据为41971亿元，同比增长3.0%；实物商品网上零售额为10563.1亿元，同比增长7.3%；2025年9月，全国快递服务企业业务量完成168.8亿件，同比增长12.7%；业务收入完成1273.7亿元，同比增长7.2%。

图表3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



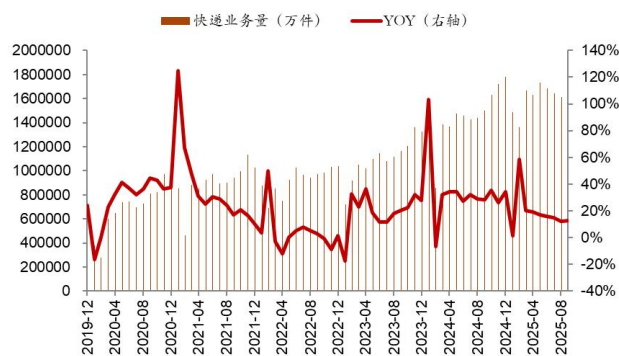
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表4：实物网购规模累计值及累计同比



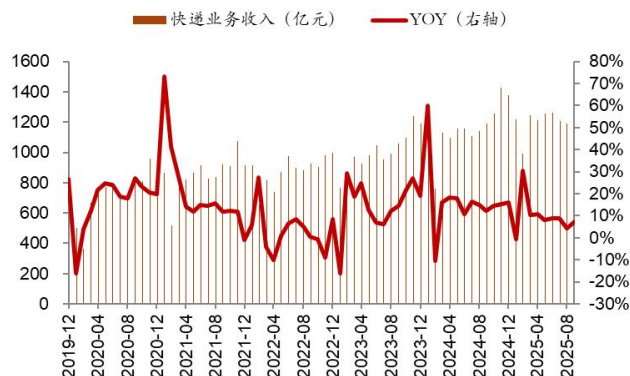
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表5：快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

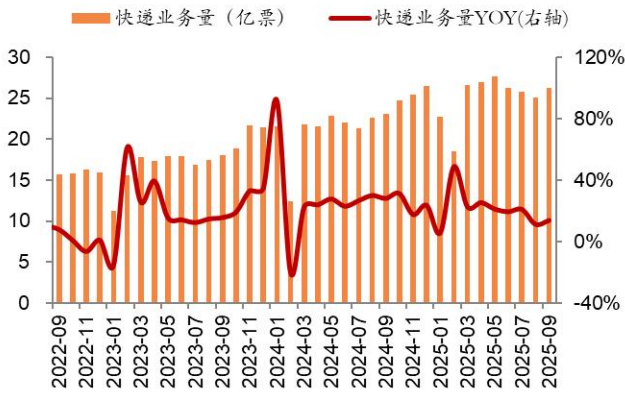
图表6：快递业务收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

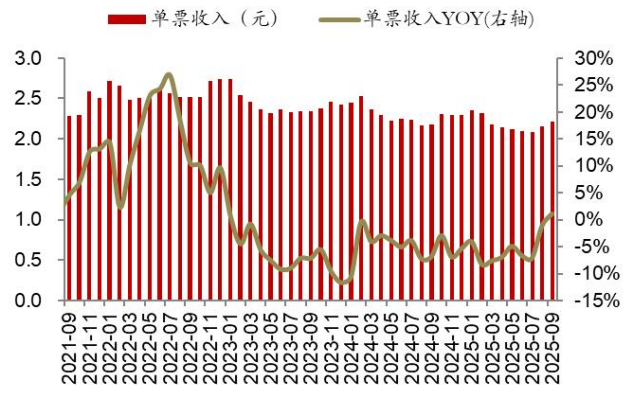
2025年9月，圆通完成业务量26.27亿票，同比增长13.64%；快递产品单票收入2.21元，同比增长1.09%。申通完成业务量21.87亿票，同比增长9.46%；快递服务单票收入2.12元，同比增长4.95%。顺丰完成业务量15.04亿票，同比增长31.81%；快递服务单票收入13.87元，同比下降13.31%。韵达完成业务量21.10亿票，同比增长3.63%；快递服务单票收入2.02元，同比增长0.50%。

图表 7：圆通快递业务量及增速



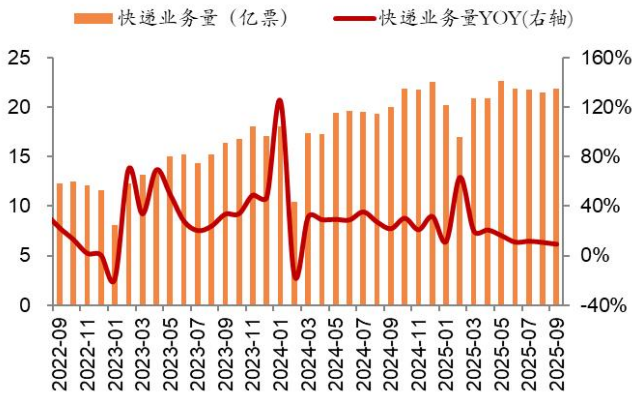
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：圆通单票收入及增速



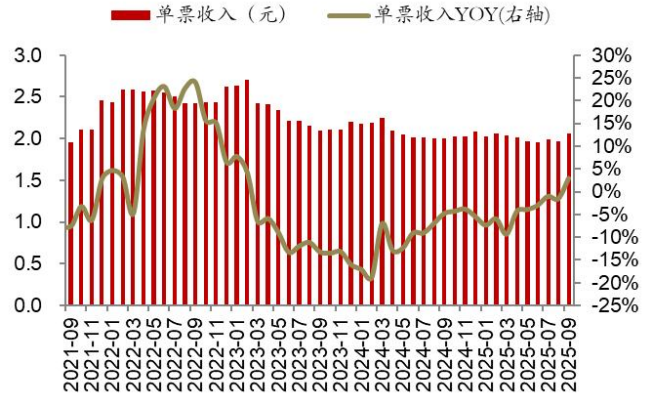
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：申通快递业务量及增速



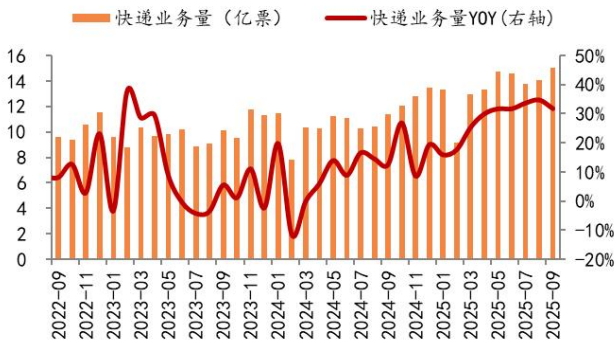
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：申通单票收入及增速



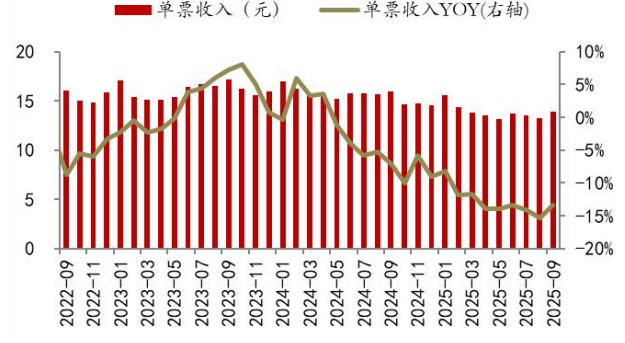
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：顺丰快递业务量及增速



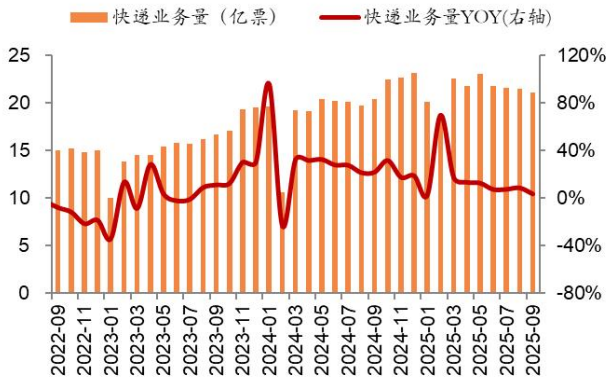
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：顺丰单票收入及增速



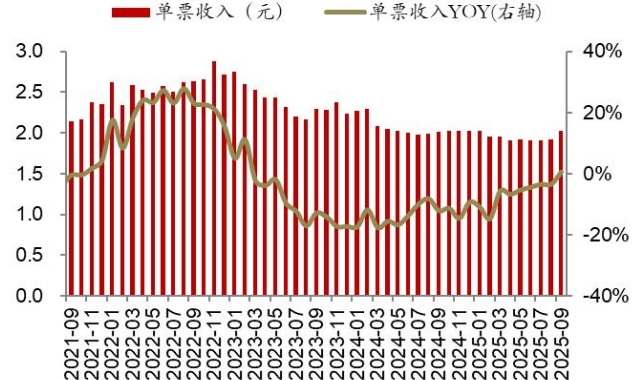
资料来源：Wind，华源证券研究所

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



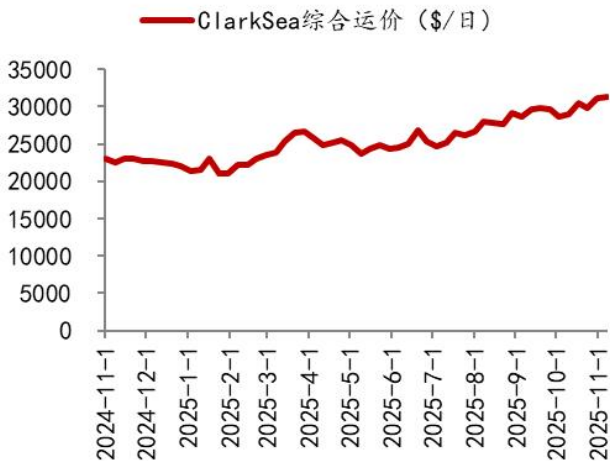
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.2. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 31365 美元/日, 较上周环比增长 0.48%, 克拉克森新造船指数为 184.80 点, 较上周环比下降 0.07 点。

本周原油运输指数 (BDTI) 为 1414 点, 较上周环比增长 4.12%, 成品油运输指数 (BCTI) 为 644 点, 较上周环比增长 4.23%, BDI 指数为 1992 点, 较上周环比增长 1.27%; CCFI 指数为 1058.17 点, 较上周环比增长 3.60%。

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



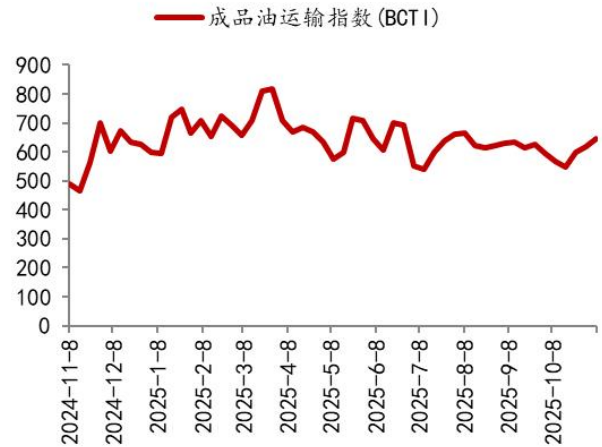
资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

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

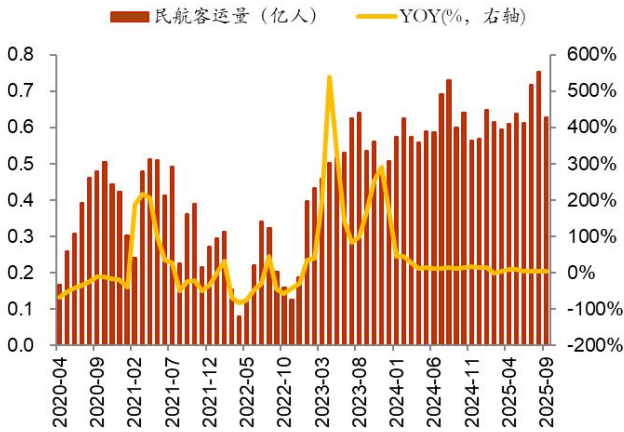


资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

2.3. 航空机场

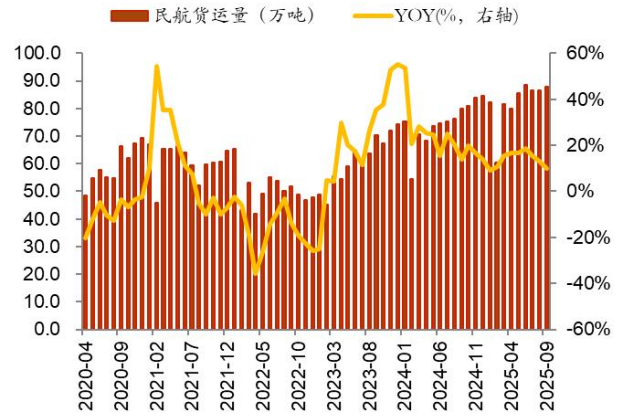
2025 年 9 月份, 民航完成旅客运输量约 0.63 亿人次, 同比+4.6%。完成货邮运输量 87.90 万吨, 同比+9.9%。

图表 21: 民航客运量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

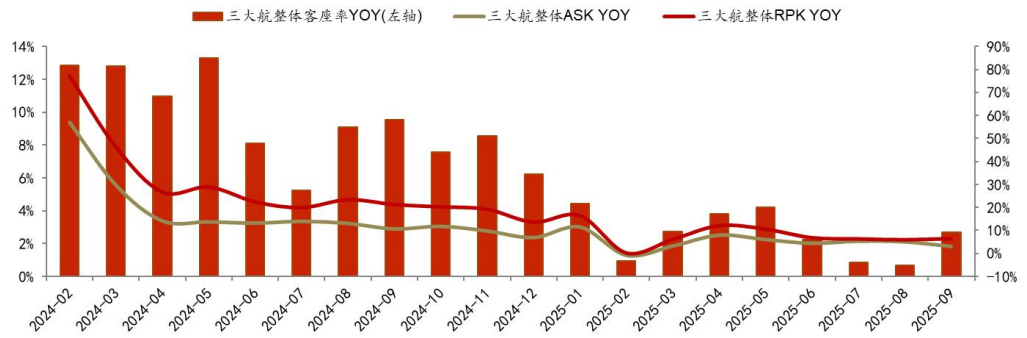
图表 22: 民航货邮运输量及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所

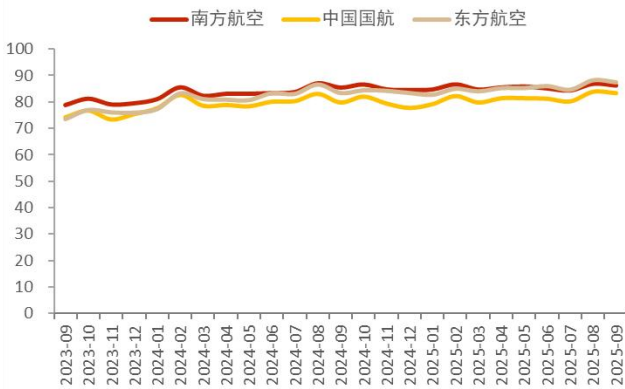
2025 年 9 月, 三大航整体客座率为 85.59%, 较 2025 年 8 月的 86.26% 下降 0.67pcts, 春秋航空以 91.84% 的客座率持续领跑行业。

图表 23: 三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



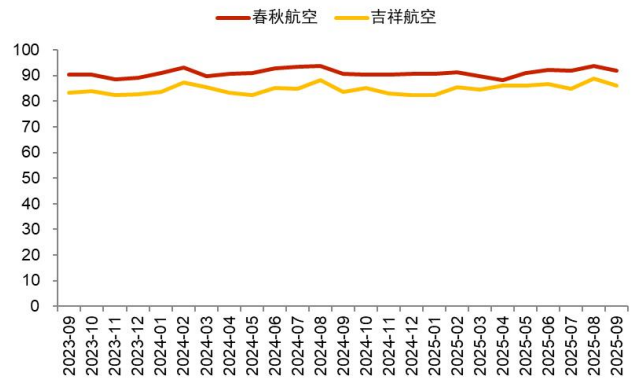
资料来源: Wind, 华源证券研究所

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 (%)

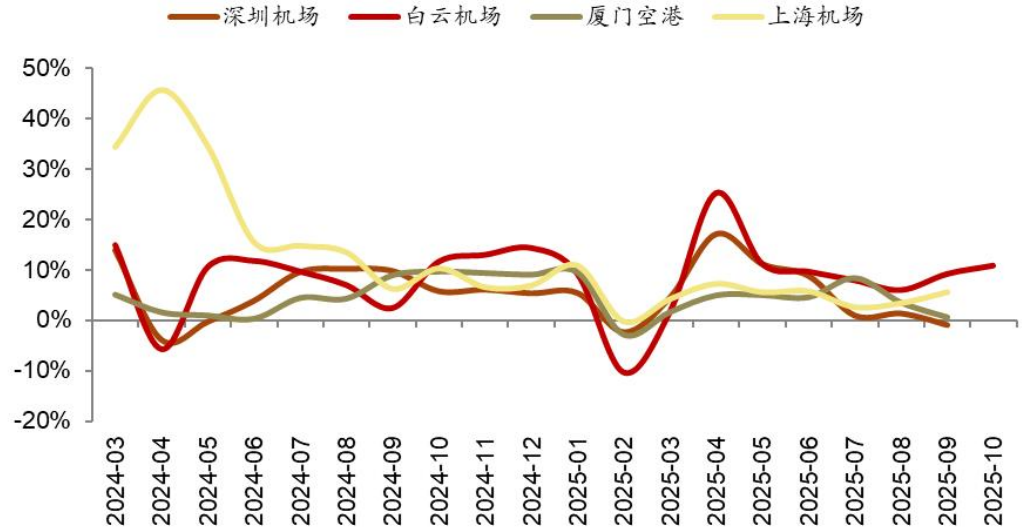


资料来源: Wind, 华源证券研究所

2025 年 9 月份, 厦门空港飞机起降同比+0.66%, 旅客吞吐量同比+3.05%, 货邮吞吐量同比-2.10%。深圳机场飞机起降同比-0.86%, 旅客吞吐量同比 3.18%, 货邮吞吐量同比

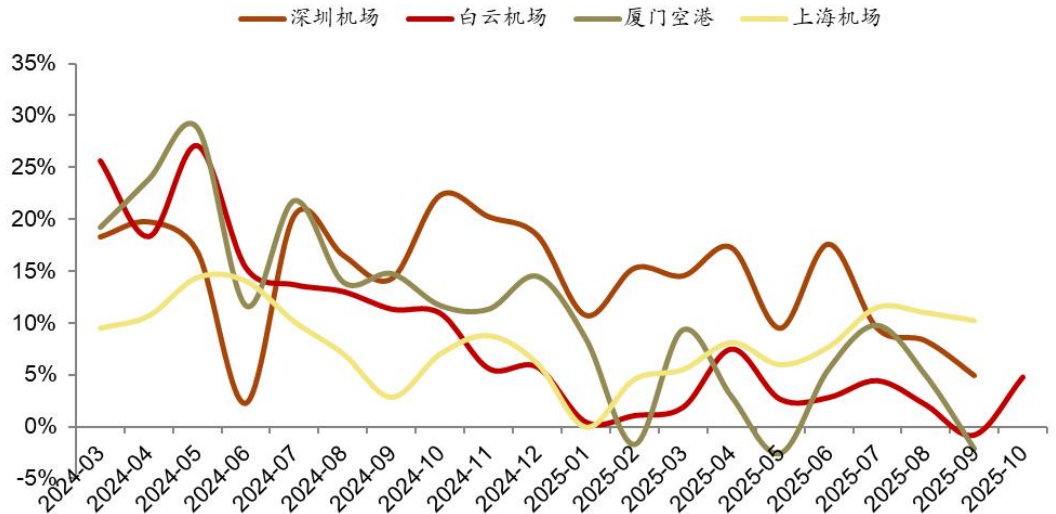
4.91%。上海机场飞机起降同比+5.66%，旅客吞吐量同比+11.69%，货邮吞吐量同比+10.22%。2025年10月份，白云机场飞机起降同比+10.80%，旅客吞吐量同比+12.04%，货邮吞吐量同比+4.82%。

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9月公路客运量为9.34亿人，同比-4.32%；货运量为38.91亿吨，同比+5.20%。2025年9月铁路客运量为3.41亿人，同比-20.12%；货运量为4.45亿吨，同比+2.97%。

图表 28：公路客运量及同比增速



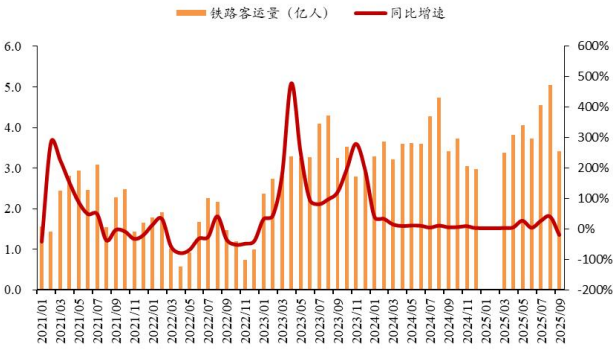
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：公路货运量及同步增速



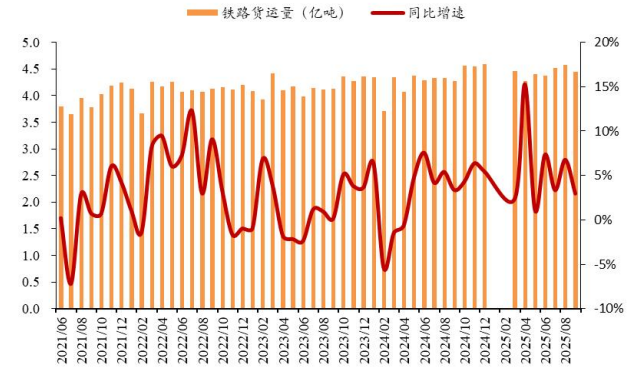
资料来源：Wind，华源证券研究所

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

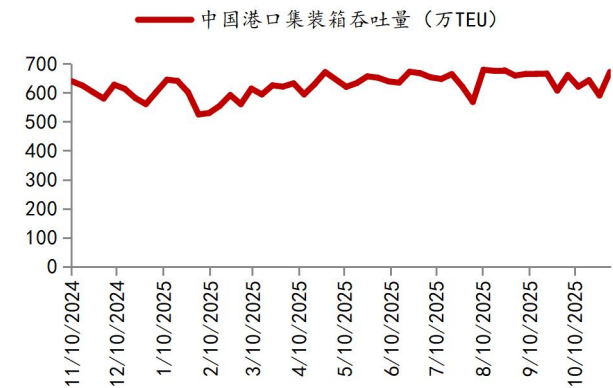
2025 年 10 月 27 日-11 月 2 日中国港口货物吞吐量为 28050 万吨，较上周环比增长 15.65%，集装箱吞吐量为 672 万 TEU，较上周环比增长 13.81%。

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。