

2025 年 12 月 01 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：



关注空客飞机维修影响，油运运价创新高

—交通运输行业周报（2025 年 11 月 24 日-2025 年 11 月 30 日）

投资要点：

行业动态跟踪

➤ 快递物流：

1) “通达系”持续推进快递无人车应用。根据韵达速递公众号，2025 年上半年韵达河北任丘网点陆续引进了 7 辆无人车，韵达北京门头沟网点也引进了 5 辆智能无人快递车，并已全面融入日常派送队伍，每辆车能装 400 余件包裹，充一次电能跑 200 公里左右。根据申通之声公众号，申通快递在东营已投入 12 辆无人车，其中申通快递东城区网点无人车服务约 30 个小区，每车日均运行 3-4 趟，主要负责从网点到驿站的快递运输。无人车可根据业务量数据提前匹配车辆运行频次，提高末端服务效率的同时，为快递员减负。

2) 极兔速递泰国网点首套自动化分拣系统落地。根据极兔节拍公众号，极兔联合自动化分拣技术领军企业，在曼谷 Wang Thonglang 区核心末端收派网点，正式落地首套工业级自动化分拣输送系统。极兔成为泰国快递行业首家在末端网点部署该类先进技术的企业。新型分拣设备通过 AI 视觉识别技术与智能摄像头精准读取包裹目的地编码，自动分流至 60 条专属分拣通道，分拣能力较传统模式提升超 100%，准确率高达 99% 以上；大幅减少人工干预，降低人为差错率的同时，单票包裹分拣耗时显著缩短。公司预计 2026 年将完成所有符合条件收派一体网点的自动化方案 100%全覆盖，以应对东南亚电商市场持续增长的包裹量需求。

➤ 航运船舶港口：

1) 11 月 VLCC 日均收益达到 12.0 万美元/日，为 2004 年以来最好 11 月表现：2025 年 11 月 21 日 VLCC 日均收益达到 120,248 美元/日，同比大涨 270.9%，为 2004 年（20.4 万美元/日）以来最好 11 月表现。展望后市，感恩节假期调整，圣诞节与元旦假期渐近，VLCC 货盘有望在 12 月上半月迎来集中发货，而运力持续偏紧的现实或将成为 VLCC 市场最有力的支撑。

2) 两艘俄“影子油轮”在黑海同日遭袭，或影响俄油黑海出口：当地时间 2025 年 11 月 28 日，黑海海域两艘隶属于俄罗斯“影子舰队”的油轮“凯罗斯”号与“维拉特”号均报告因外部原因发生爆炸或起火。两船分别遭英、美及欧盟制裁，事发时正执行从埃及经土耳其海峡至俄罗斯新罗西斯克港的石油运输任务。尽管爆炸原因尚未有明确结论，但已有迹象指向这些事件可能是乌方袭击，或影响俄罗斯原油黑海出口航线的航行安全。

3) 矿商季度冲量发货叠加华北港口天气恶劣推涨散运市场：近期散运市场持续走强，BDI 突破 2500 点创近两年新高，11 月 27 日远东干散货租金指数较上周同步上涨 6.4%，其中好望角型船运价领涨。需求端，澳矿商为季度冲量，三大矿商及部分 OP 集中释放 12 月装期铁矿货盘，叠加中国铁矿产量下降倒逼进口，运输需求短期激增；

供给端，华北港口恶劣天气拖累船舶周转，叠加太平洋好望角型船可用运力收紧，运力缺口进一步扩大。供需失衡推动运费及市场指数持续上行。

4) 本周上海出口集装箱运价指数上涨：SCFI 综合运价指数较上周环比上涨 0.7%，至 1403 点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化+2.7%/+8.6%；上海-美西/美东运价分别环比变化-0.8%/+1.8%；上海-东南亚运价环比持平。

5) 本周原油轮小船运价上涨：BDTI 指数较上周环比上涨 1.22%，至 1463 点。VLCC TCE 环比上涨 5.4%，其中中东/西非/美湾-中国 TCE 分别环比变化+9.9%/+4.2%/+0.9%；Suezmax TCE 环比下降 0.5%；Aframax TCE 环比上涨 4.3%。

6) 本周成品油轮运价上涨：BCTI 指数较上周环比上涨 13.9%，至 871 点。LR1 中东-日本环比上涨 34.7%；MR - 太平洋/新加坡-澳洲/大西洋分别环比变化+38.3%/+11.0%/+10.5%。

7) 本周散货船运价上涨：BDI 指数较上周环比上涨 6.1%，至 2371 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化+10.1%/+3.0%/+0.3%。

8) 本周新造船价指数下降：新造船船价指数较上周环比下降 0.34 点，为 184.34 点；油轮/散货船/干货船/气体船船价指数较上周环比变化+0.30 点/+0.22 点/-1.18 点/-0.17 点；当月集装箱船价指数较上月环比下降 0.59 点。

9) 本周 PDCI 上涨：11 月 15 日至 11 月 21 日新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价指数（XH·PDCI）报 1287 点，较上期上涨 16 点，涨幅 1.26%，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 -3.88%/+0.34%/+3.40%/+7.12%。

10) 中国港口货物吞吐量环比下降，集装箱吞吐量环比上升。2025 年 11 月 17 日-11 月 23 日中国港口货物吞吐量为 26401 万吨，较上周环比下降 0.62%，集装箱吞吐量为 679 万 TEU，较上周环比增长 5.39%。

➤ **航空机场：**

1) 约 6000 架 A320 需紧急维修。当地时间 28 日，空中客车公司一名发言人表示，约 6000 架空客 A320 飞机需要紧急更换一种易受太阳辐射影响的飞行控制软件。此前，10 月底美国捷蓝航空的一架飞机发生一起事故，促使空客采取行动。空客已与航空监管机构合作，发布《紧急运营商通告》（AOT）要求运营商立即采取预防性措施，以实施可用的软件和/或硬件防护，确保机队能够安全飞行。

2) 10 月民航运输规模增势良好。10 月，我国民航运输规模增势良好，共完成运输总周转量 146.0 亿吨公里、旅客运输量 6783.5 万人次、货邮运输量 91.7 万吨，分别同比增长 10.8%、5.8%、13.4%。国际航线旅客运输量、货邮运输量同比增速均超过 20%，货邮运输量月度历史首次突破“90 万吨”。

3) 中国商飞增资 88%。据天眼查 App 显示，近日中国商用飞机有限责任公司发生工商变更，注册资本由约 501.01 亿人民币增至约 940.98 亿人民币，增幅约 88%。从具体增资来看，仅中国中化股份有限公司没有增资，其余 8 家股东全部进行了增资。其中，国务院国有资产监督管理委员会增资金额最高，达 247.97 亿元，持股比

例由 49.8%增至 53.08%。

4) 12 月 5 日起，国内航线燃油附加费上调。11 月 28 日，机票销售平台飞常准 APP 接航司通知，自 12 月 5 日零时起，调整国内航线旅客运输燃油附加费征收标准：（1）800 公里(含)以下航段向每位成人旅客收取燃油费从 10 元上调至 20 元，800 公里以上航段向每位成人旅客收取燃油费从 20 元上调至 40 元；（2）儿童(含无成人陪伴儿童)、革命伤残军人和因公致残的人民警察等特殊旅客群体，国内航线旅客运输燃油附加费实行减半收取，即 800 公里以上航线，每位旅客收取人民币 20 元；（3）800 公里以下(含)航线，每位旅客收取人民币 10 元。

➤ **公路铁路：**

1) 11 月 17 日—11 月 23 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，11 月 17 日—11 月 23 日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路运输货物 8151.7 万吨，环比下降 0.34%；全国高速公路货车通行 5658.1 万辆，环比下降 2.16%。

2) 山东高速发布关于全资子公司出售资产暨关联交易的公告。山东高速股份有限公司全资子公司山东高速投资发展有限公司拟通过非公开协议转让方式将其持有的广东省高速公路发展股份有限公司（“粤高速 A”）9.68%股权，2.02 亿股股票转让给山东通汇资本投资集团有限公司，交易金额为 24.35 亿元。此次交易完成后，投资公司不再持有粤高速 A 股份。

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 |

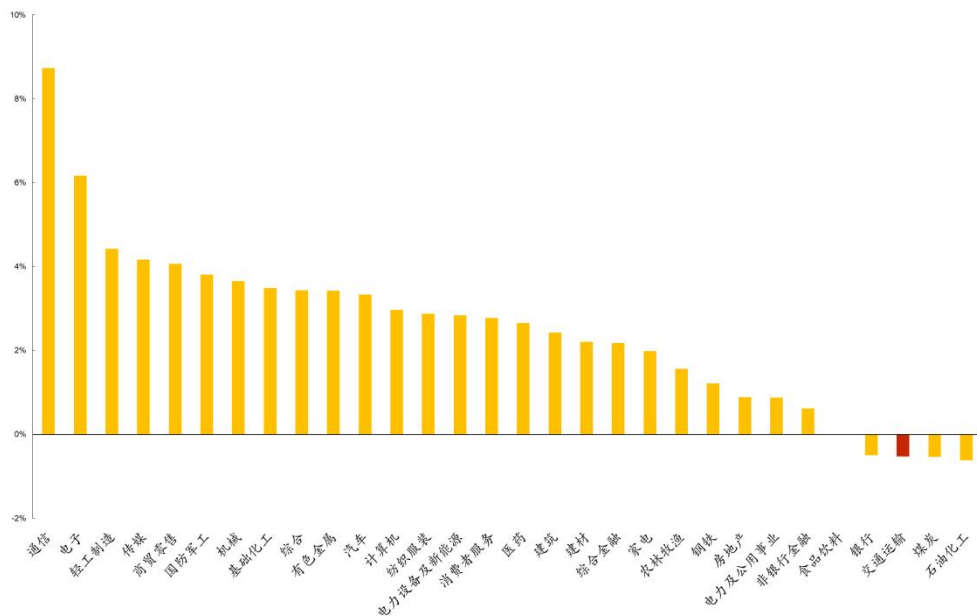
| | |
|---------------------------|----|
| 图表 31: 铁路货运量及同步增速 | 15 |
| 图表 32: 中国港口货物吞吐量走势 | 15 |
| 图表 33: 中国港口集装箱吞吐量走势 | 15 |

1. 市场回顾

2025 年 11 月 24 日至 2025 年 11 月 28 日，上证综合指数环比增长 1.40%，A 股交运指数环比下降 0.53%，跑输上证指数 1.93pcts。交运各板块中物流综合(+0.41%)、公路(+0.38%)、港口(-0.09%)、机场(-0.45%)、航运(-0.51%)、铁路(-0.63%)、快递(-0.84%)、航空(-1.97%)。

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 | 3,888.60 | 3,834.89 | 1.40% | 16.02% | 13.73 | 1.44 |
| 交通运输 | 2,055.93 | 2,066.87 | -0.53% | 0.87% | 13.61 | 1.37 |
| 物流综合 | 1,586.54 | 1,580.04 | 0.41% | 11.87% | 17.82 | 1.28 |
| 公路 | 4,586.74 | 4,569.56 | 0.38% | -8.90% | 14.41 | 1.26 |
| 港口 | 1,712.44 | 1,714.02 | -0.09% | -1.09% | 12.68 | 0.99 |
| 机场 | 2,881.59 | 2,894.66 | -0.45% | 6.82% | 37.95 | 1.65 |
| 航运 | 2,776.95 | 2,791.23 | -0.51% | 12.37% | 7.17 | 1.19 |
| 铁路 | 2,505.98 | 2,521.79 | -0.63% | -14.94% | 19.24 | 1.05 |
| 快递 | 935.29 | 943.20 | -0.84% | 4.13% | 17.88 | 1.81 |
| 航空 | 1,699.35 | 1,733.45 | -1.97% | 3.23% | 29.86 | 3.87 |

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

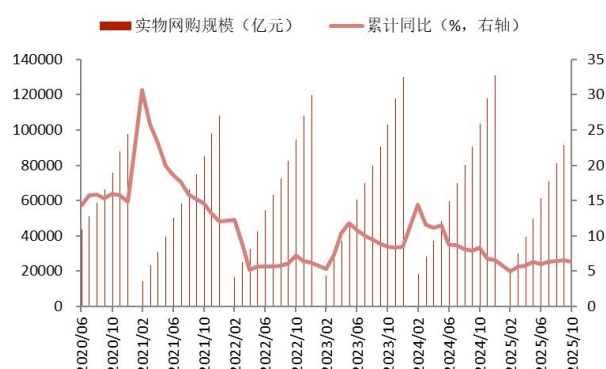
据国家统计局数据，2025 年 10 月社零数据为 46291 亿元，同比增长 2.90%；实物商品网上零售额为 12457 亿元，同比增长 4.85%；2025 年 10 月，全国快递服务企业业务量完成 176.0 亿件，同比增长 7.9%；业务收入完成 1316.7 亿元，同比增长 4.7%。

图表 3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



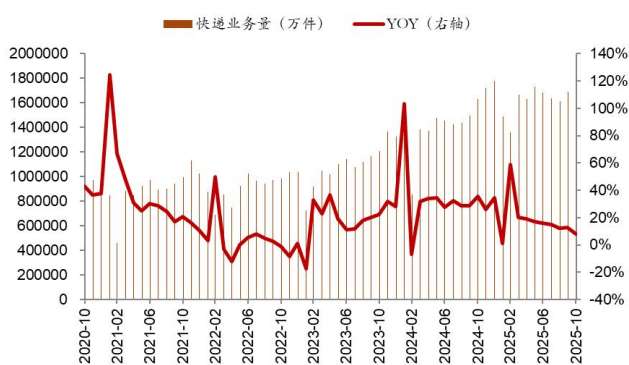
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：实物网购规模累计值及累计同比



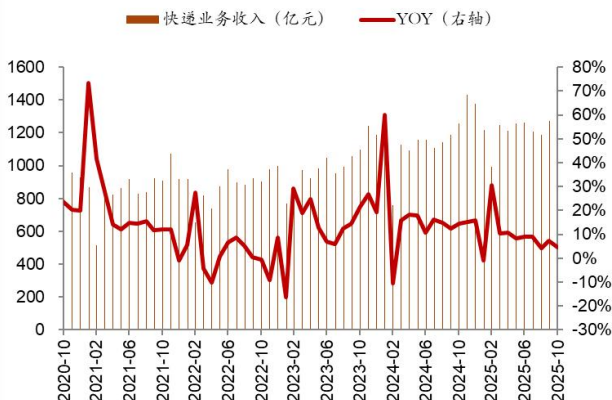
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：快递业务量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

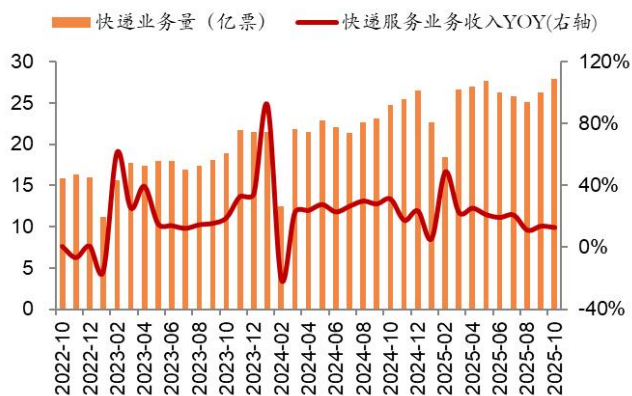
图表 6：快递业务收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

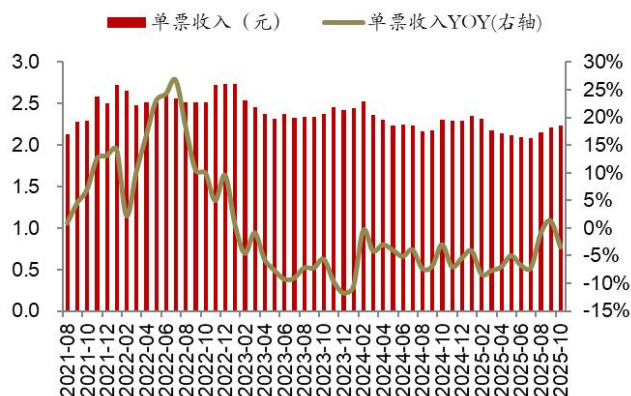
2025 年 10 月，圆通完成业务量 27.90 亿票，同比增长 12.78%；快递产品单票收入 2.23 元，同比下降 3.38%。申通完成业务量 22.73 亿票，同比增长 3.97%；快递服务单票收入 2.18 元，同比增长 7.39%。顺丰完成业务量 15.24 亿票，同比增长 26.26%；快递服务单票收入 13.18 元，同比下降 9.97%。韵达完成业务量 21.35 亿票，同比下降 5.11%；快递服务单票收入 2.11 元，同比增长 4.46%。

图表 7：圆通快递业务量及增速



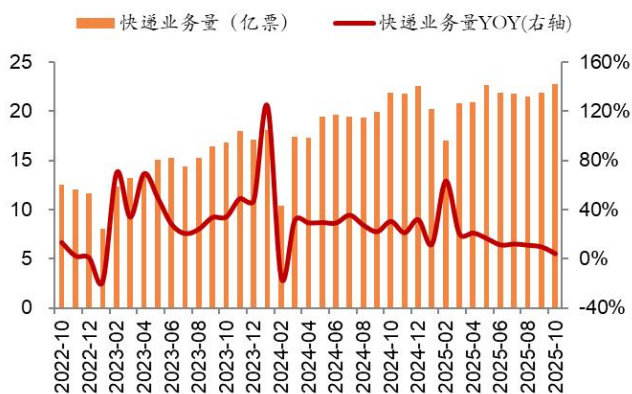
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：圆通单票收入及增速



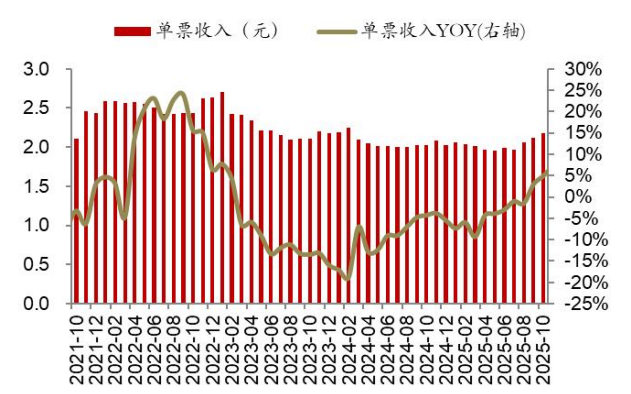
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：申通快递业务量及增速



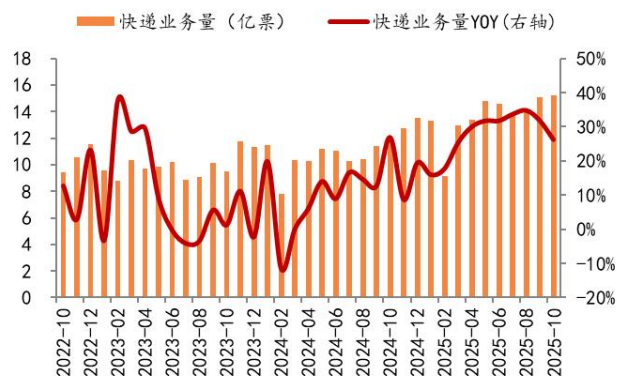
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：申通单票收入及增速



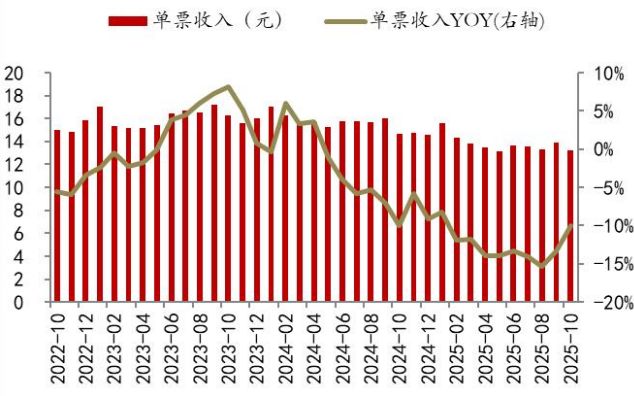
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：顺丰快递业务量及增速



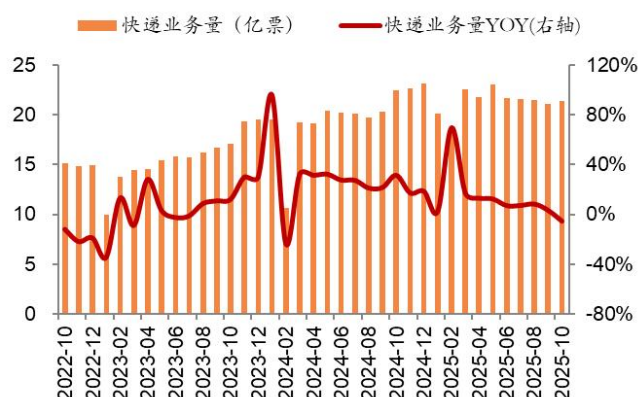
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：顺丰单票收入及增速



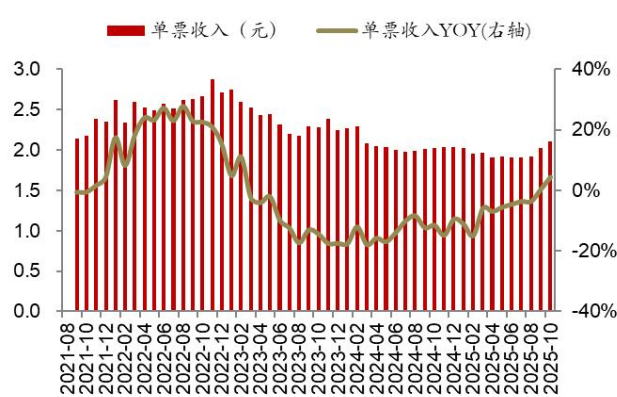
资料来源：Wind，华源证券研究所

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



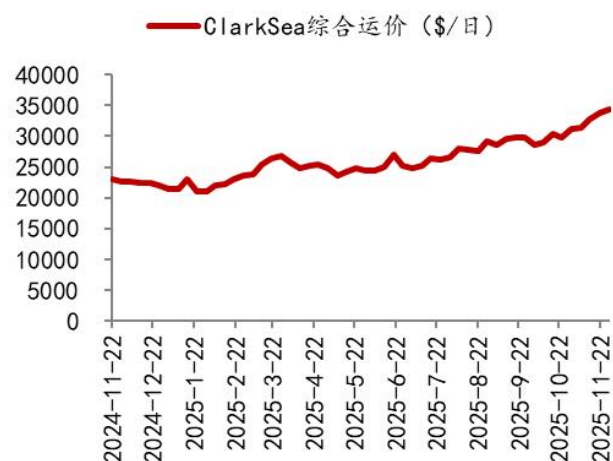
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.2. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 34434 美元/日, 较上周环比增长 2.11%, 克拉克森新造船指数为 184.34 点, 较上周环比下降 0.34 点。

本周原油运输指数 (BDTI) 为 1463 点, 较上周环比增长 1.22%, 成品油运输指数 (BCTI) 为 871 点, 较上周环比增长 13.94%, BDI 指数为 2371 点, 较上周环比增长 6.11%; CCFI 指数为 1121.80 点, 较上周环比下降 0.09%。

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



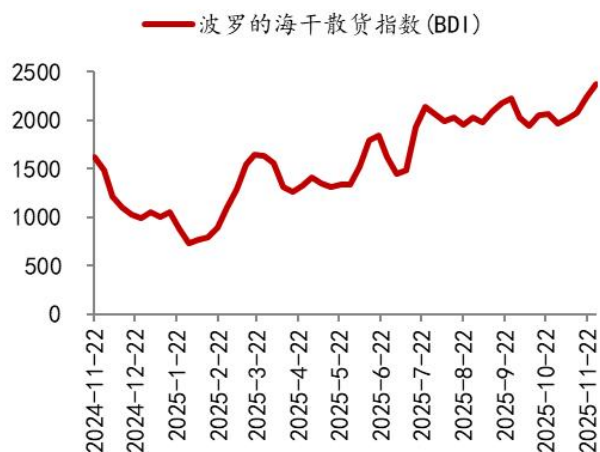
资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

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

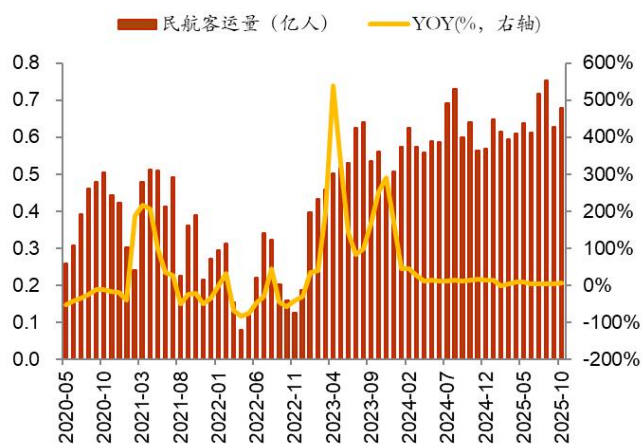


资料来源: Clarkson, 华源证券研究所

2.3. 航空机场

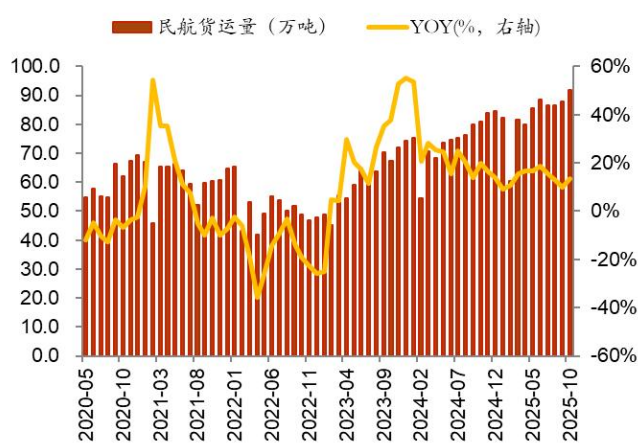
2025 年 10 月份, 民航完成旅客运输量约 0.68 亿人次, 同比+5.8%。完成货邮运输量 91.70 万吨, 同比+13.3%。

图表 21：民航客运量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

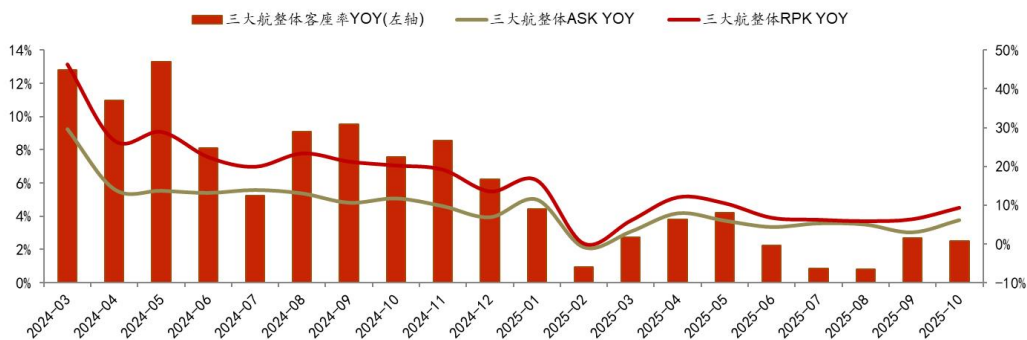
图表 22：民航货邮运输量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

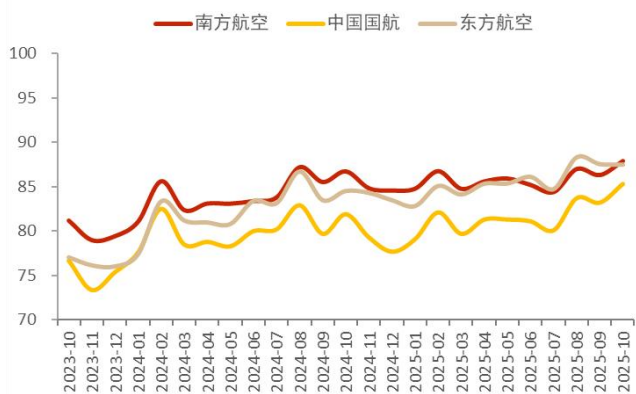
2025 年 10 月，三大航整体客座率为 86.88%，较 2025 年 9 月的 85.59% 上升 1.29pcts，春秋航空以 93.18% 的客座率持续领跑行业。

图表 23：三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



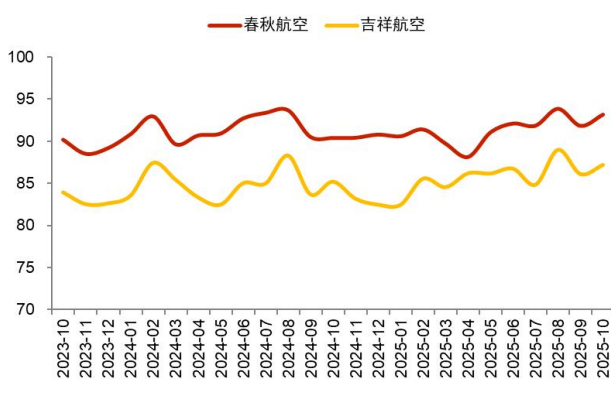
资料来源：Wind，华源证券研究所

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 (%)

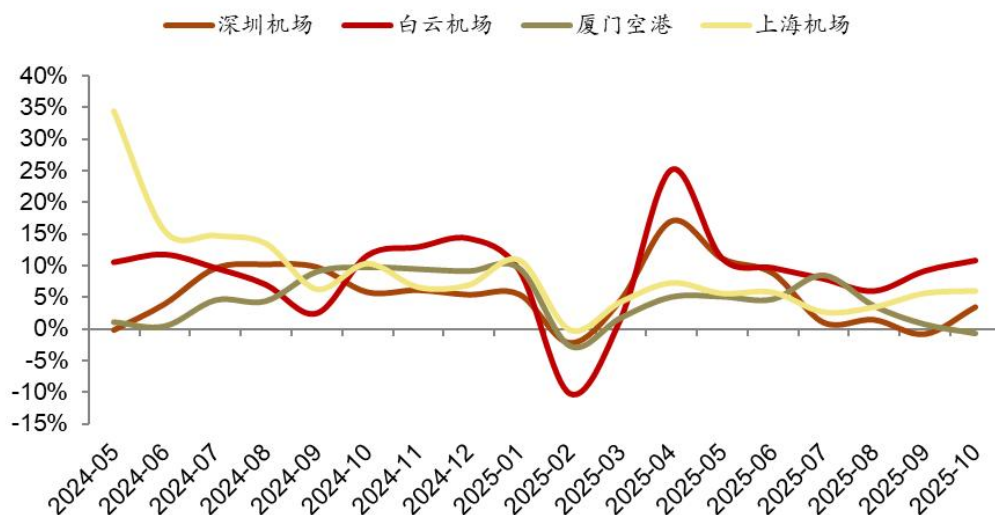


资料来源：Wind，华源证券研究所

2025 年 10 月份，厦门空港飞机起降同比-0.78%，旅客吞吐量同比+1.56%，货邮吞吐量同比-0.30%。深圳机场飞机起降同比+3.43%，旅客吞吐量同比+6.30%，货邮吞吐量同比

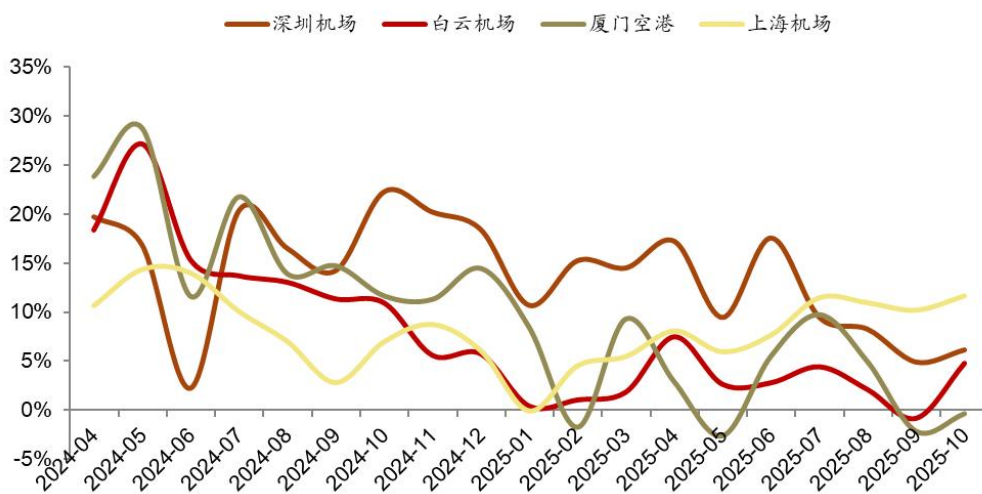
+6.15%。白云机场飞机起降同比+10.80%，旅客吞吐量同比+12.04%，货邮吞吐量同比+4.82%。上海机场飞机起降同比+6.04%，旅客吞吐量同比+12.46%，货邮吞吐量同比+11.68%。

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

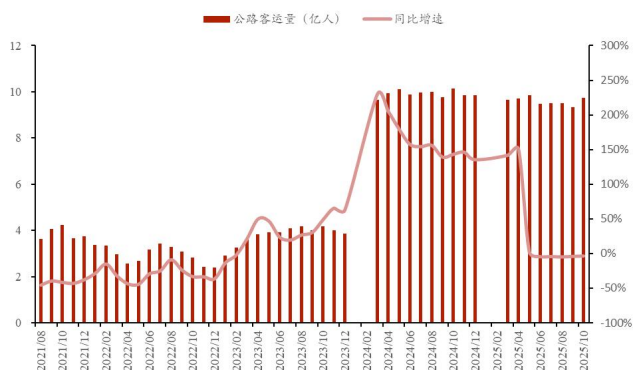


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.4. 公路铁路

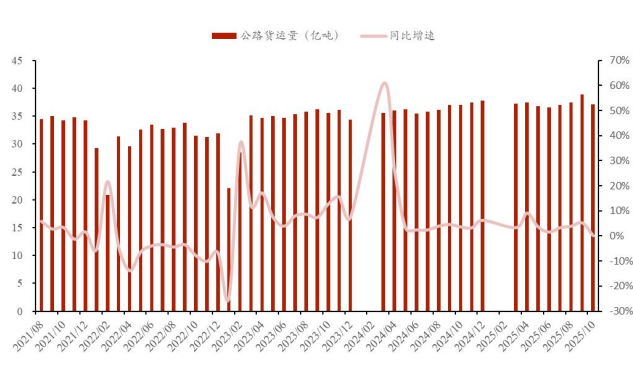
2025 年 10 月公路客运量为 9.75 亿人，同比-3.72%；货运量为 37.06 亿吨，同比+0.08%。
2025 年 10 月铁路客运量为 4.10 亿人，同比-13.39%；货运量为 4.58 亿吨，同比+5.80%。

图表 28：公路客运量及同比增速



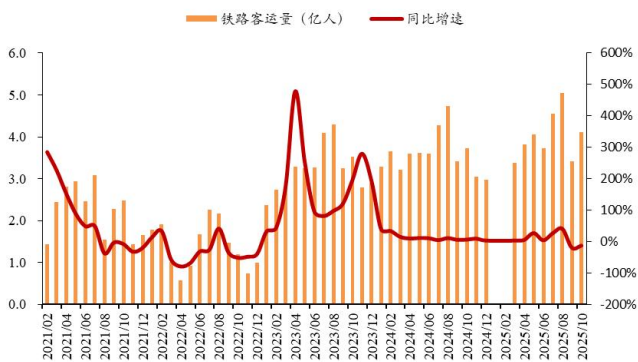
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：公路货运量及同步增速



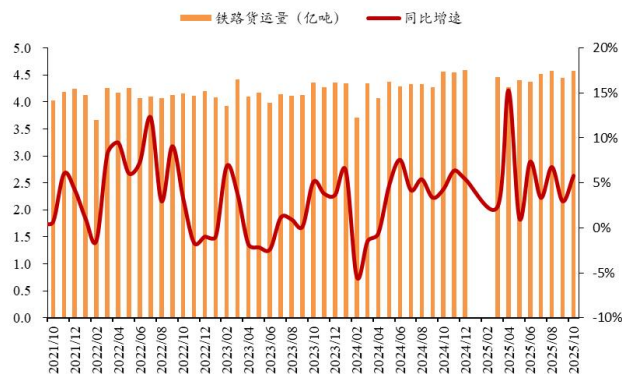
资料来源：Wind，华源证券研究所

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

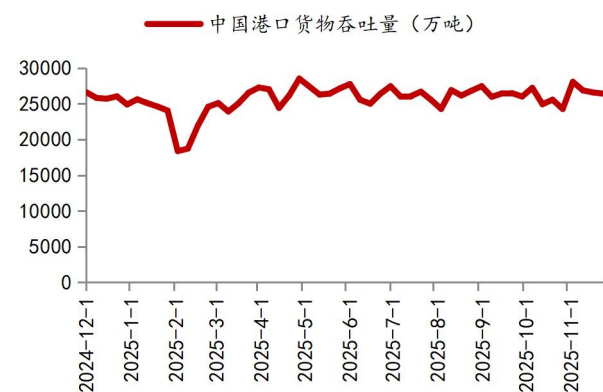


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.5. 港口

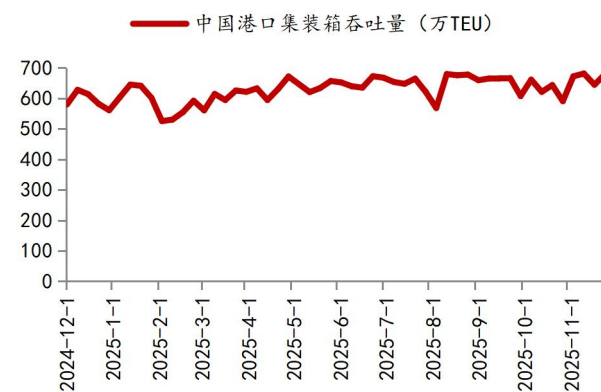
2025 年 11 月 17 日-11 月 23 日中国港口货物吞吐量 of 26401 万吨，较上周环比下降 0.62%，集装箱吞吐量为 679 万 TEU，较上周环比增长 5.39%。

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。