

2026 年 01 月 12 日

全国邮政会议召开，地缘再显油运价值

—交通运输行业周报（2026 年 1 月 5 日-2026 年 1 月 11 日）

投资要点：

一、行业动态跟踪

➤ 快递物流：

1) 2026 年全国邮政工作会议在京召开，预计 2026 年行业需求增速 8%，明确高质量发展方向，强调发挥政府作用。1 月 7 日，2026 年全国邮政工作会议在北京召开。预计 2026 年，行业仍将保持稳步上升态势，快递业务量将完成 2140 亿件，同比增长 8%左右。会议指出，“十五五”时期，全行业要摆脱对规模和速度的传统路径依赖，将发展重心切换到质的有效提升和量的合理增长上来。前瞻性应对存量市场竞争带来的新挑战，引导企业摒弃“以价换量”旧模式，着力遏制无序非理性竞争。针对行业治理中的现实问题，必须更好发挥有为政府作用，加强政府监管，不断提升行政效能，健全法规标准政策体系，推动总部企业履行网络的统一管理责任，持续提升企业合规化水平。

2) 极兔速递发布 2025 年第四季度经营数据汇报，东南亚及新市场包裹量同比增速均超过 70%，全球网络布局持续强化。2025Q4，公司总体实现包裹量 84.6 亿件，同比增长 14.5%。其中东南亚/新市场/中国包裹量 24.4/1.3/58.9 亿件，同比+73.6%/+79.7%/-0.4%。2025 年全年，极兔东南亚/新市场/中国包裹量 76.6/4.0/ 220.7 亿件，同比+ 67.8%/ +43.6%/+11.4%。极兔在东南亚与新市场的业务持续增长，主要受惠于电商传统旺季及其稳健的业务策略。2025 年，公司持续投入基础设施建设和资源调配，对各市场的网络合作伙伴和网点进行策略性优化，并对转运中心进行升级，提升运营效益。

3) 江西省邮政管理局组织召开快递行业“反内卷”座谈会，要求保护快递员合法权益，规范差异化派费。2026 年 1 月 5 日左右，江西省邮政管理局组织召开全省快递行业“反内卷”座谈会，各主要品牌快递企业省区总部负责人参会。会议要求协调总部政策，督促快递企业总部制定合理派费标准，健全派费核算与发放机制，切实保障快递员群体合法权益；规范派费标准，不以快件收件地为依据设置差异化派费，确保全省执行统一派费标准；提升应急能力，指导企业探索设立维稳风险金，健全欠薪、网络中断等突发情况应急处置机制；强化动态管理，对存在困难的末端网点“一企一策”开展帮扶，化解劳资纠纷，保障服务网络稳定。

4) 密尔克卫发布公告宣布公司实控人提前终止减持。2025 年 9 月 26 日，公司披露了《密尔克卫智能供应链服务集团股份有限公司股东减持股份计划公告》。公司实际控制人、控股股东陈银河先生以及公司实际控制人、股东李仁莉女士计划通过大宗交易、集中竞价交易方式分别减持公司股份数量不超过 237.18 万股，即减持不超过公司总股本的 1.50%。截至 2026 年 1 月 7 日，公司实际控制人、控股股东陈银河先生与实际控制人、股东李仁莉女士未减持公司股份并决定提前终止本次减

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

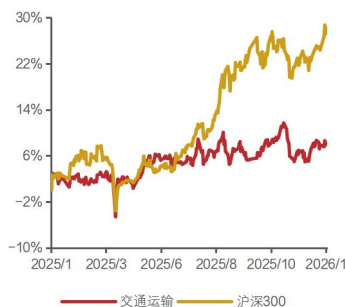
张付哲

SAC: S1350525070001

zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



持计划。

5) 德邦股份发布公告宣布紧急停牌。2026 年 1 月 9 日，公司发布公告宣布紧急停牌，因公司间接控股股东京东卓风拟筹划与公司相关的重大事项。

➤ **航空机场：**

1) 中国石化与中国航油重组。经报国务院批准，中国石油化工集团有限公司与中国航空油料集团有限公司实施重组。

2) 西部航空大股东换人。据企查查信息，日前西部航空注册资本增加 15.5 亿元，达到 30.42 亿元，新增两个股东。重庆盛翱鸿巍企业管理合伙企业（有限合伙）注资 9.5 亿元，获得西部航空 31.2316% 的股份，成为新的最大股东。重庆瀚翼盛航企业管理合伙企业（有限合伙）注资 6 亿元，获得西部航空 19.7252% 的股份，成为第二大股东。西部航空原来的 4 个股东未进行增资，持股比例被稀释。

3) 2025 年民航总体盈利 65 亿元。1 月 6 日，2026 年全国民航工作会议在京召开。会议披露 2025 年民航行业总体盈利 65 亿元，经营效益持续向好。全年完成运输总周转量 1640.8 亿吨公里、旅客运输量 7.7 亿人次、货邮运输量 1017.2 万吨，同比分别增长 10.5%、5.5%、13.3%；全行业飞机日利用率 9.1 小时，正班客座率 85.1%、载运率 73.4%，均较上年有所提高。

4) 2025 年 11 月航空客运需求增长 5.7%。国际航协（IATA）发布 2025 年 11 月全球航空数据，全球客运需求同比增长 5.7%，载客率达 83.7%；总运力同比增长 5.4%，11 月载客率 83.7%，同比增 0.3 个百分点，创历年 11 月份新高。其中，国际需求同比 2024 年 11 月增长 7.7%，运力增长 7.1%；国内需求与运力均同比增长 2.7%。除非洲地区外，其他地区的客运量增幅均略有下降。理事长沃尔什指出供应链承压与飞机订单积压问题，亟须在 2026 年得到有效缓解。

➤ **航运船舶港口：**

1) 伊朗骚乱持续蔓延，特朗普“威胁”或成介入的开始，关注后续伊朗局势发展：近期，伊朗全国多地爆发大规模示威，抗议严重的通货膨胀和货币暴跌问题。抗议已扩散到伊朗一半以上的省份。当地时间 2026 年 1 月 8 日，伊朗首都德黑兰出现全国性互联网中断。美国总统特朗普称密切关注伊朗骚乱事件，若再有人死亡将对伊朗进行“严厉打击”。伊朗局势整体仍较紧张，我们判断可能的未来走势或有三种：1) 伊朗骚乱整体可控，美国或以色列借口袭击伊朗，影响伊朗原油出口的同时，导致中东地区风险升高，或将推高油价与 VLCC 运价的风险溢价；2) 伊朗内部情况逐渐失控，美国借伊朗内部问题封锁伊朗原油出口，可能导致伊朗原油出口停滞，或将迫使买家转向合规油市采购，合规油运市场或可受益；2) 若伊朗内乱加强，波及临近的霍尔木兹海峡航行安全，可能推高油价与 VLCC 运价的风险溢价。建议关注后续伊朗局势发展，或将对油运市场有较大影响。

2) 韩国船东看好 VLCC 市场，正大肆收购租用较旧运力：韩国船东 Sinokor Maritime 近期在年底假期前后集中开展 VLCC 资产运作，其已累计收购约 15 艘船龄 15 年上下的二手 VLCC，同时固定或延长至少 14 艘同类船舶的期租合约，涉及船舶总数或

达 30 艘。此举是阶段性的集中操作，反映出韩国市场对 VLCC 板块的显著看好与策略性布局。

3) 本周集装箱运价整体微降：SCFI 综合运价指数较上周环比下降 0.5%，至 1647 点。其中，上海-欧洲/地中海运价分别环比变化+1.7%/+2.8%；上海-美西/美东运价分别环比变化+1.4%/+3.1%；上海-东南亚运价环比下降 4.4%。

4) 本周原油轮运价整体走弱，VLCC 逆势上涨：BDTI 指数较上周环比下降 1.7%，至 1186 点。VLCC TCE 环比上涨 10.5%，其中中东/西非/美湾-中国 TCE 分别环比变化+27.7%/+12.5%/-0.2%；Suezmax TCE 环比下降 8.6%；Aframax TCE 环比下降 0.9%。

5) 本周成品油轮运价下降，部分航线上涨：BCTI 指数较上周环比下降 4.7%，至 717 点。LR1 中东-日本环比上涨 4.7%；MR - 太平洋/新加坡-澳洲/大西洋分别环比变化+1.6%/+0.2%/+19.2%。

6) 本周散货船运价指数下降：BDI 指数较上周环比下降 4.7%，至 1794 点。其中，BCI/BPI/BSI 分别环比变化-6.2%/+2.4%/-6.5%。

7) 本周新造船价整体略降：新造船船价指数较上周环比下降 0.20 点，为 185.27 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/-0.44 点/-0.17 点；当月集装箱船价指数较上月环比下降 0.53 点。

8) 本期 PDCI 下降：12 月 27 日至 1 月 2 日，新华·泛亚航运中国内贸集装箱运价指数（XH·PDCI）报 1337 点，环比下跌 5 点，跌幅 0.37%；其中东北至华南/华北至华南/华南至东北/华南至华北流向指数分别环比+1.19%/+1.44%/-1.91%/-8.05%。

9) 中国港口货物吞吐量环比下降，集装箱吞吐量环比增长。2025 年 12 月 29 日-2026 年 1 月 4 日中国港口货物吞吐量为 25495 万吨，较前一周环比下降 0.65%，集装箱吞吐量为 649 万 TEU，较前一周环比增长 6.27%。

➤ 公路铁路：

1) 2025 年 12 月 29 日—2026 年 1 月 4 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，2025 年 12 月 29 日—2026 年 1 月 4 日，全国货运物流有序运行，其中：国家铁路运输货物 6728 万吨，环比下降 8.54%；全国高速公路货车通行 4696.4 万辆，环比下降 14.87%。

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) 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。随着原油增产持续，预计 2026 年油运市场景气度有望再上一层楼，**建议关注招商轮船、中远海能、招商南油**；2、**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**。3、**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**。
- **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提升、全球脱碳法规持续推进、地缘事件影响缓和。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: 公路货运量及同比增速	15
图表 30: 铁路客运量及同比增速	15

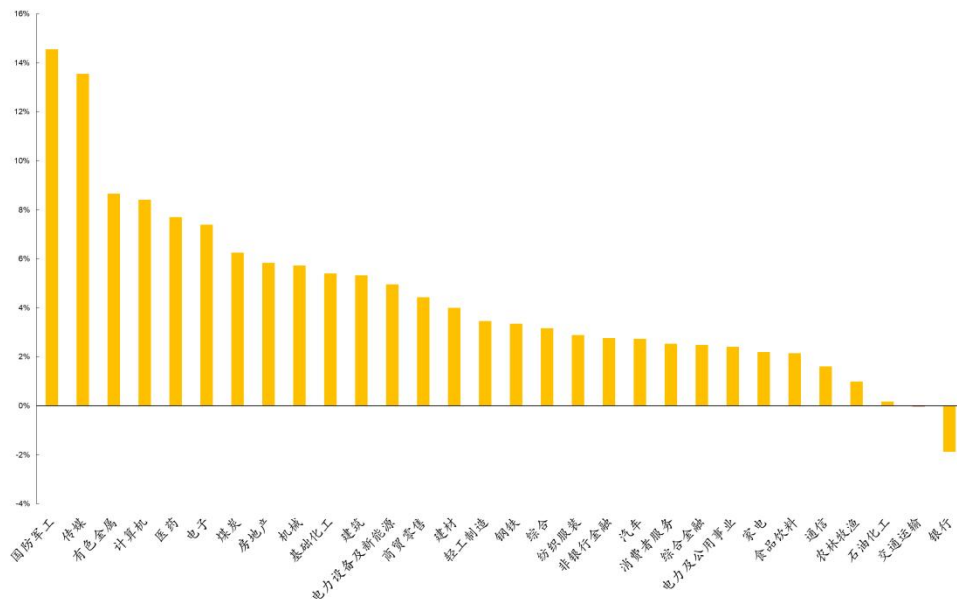
图表 31: 铁路货运量及同比增速	15
图表 32: 中国港口货物吞吐量走势	15
图表 33: 中国港口集装箱吞吐量走势	15

1. 市场回顾

2026 年 1 月 5 日至 2026 年 1 月 9 日，上证综合指数环比增长 3.82%，A 股交运指数环比下降 0.03%，跑输上证指数 3.85pcts。交运各板块中快递(+1.55%)、航运(+1.53%)、港口(+1.38%)、物流综合(+0.77%)、铁路(-0.68%)、公路(-0.88%)、航空(-1.76%)、机场(-2.95%)。

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	4,120.43	3,968.84	3.82%	22.93%	13.73	1.44
交通运输	2,104.34	2,105.01	-0.03%	3.25%	13.61	1.37
快递	934.80	920.53	1.55%	4.08%	18.34	18.34
航运	2,841.33	2,798.55	1.53%	14.98%	7.17	1.19
港口	1,747.77	1,724.03	1.38%	0.95%	12.68	0.99
物流综合	1,628.47	1,616.01	0.77%	14.83%	18.03	1.29
铁路	2,469.54	2,486.38	-0.68%	-16.18%	19.24	1.05
公路	4,499.08	4,539.20	-0.88%	-10.64%	14.41	1.26
航空	1,868.59	1,902.10	-1.76%	13.51%	29.86	3.87
机场	2,911.42	2,999.99	-2.95%	7.93%	37.95	1.65

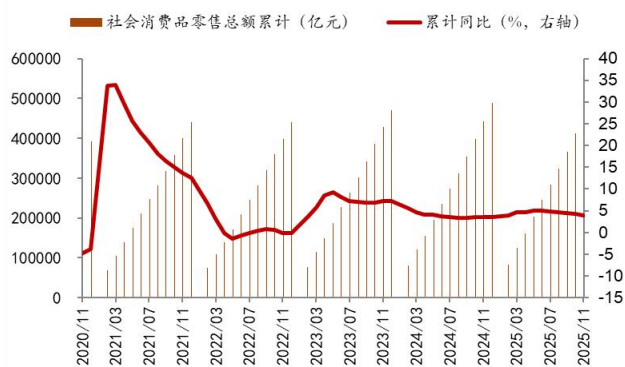
资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 子行业数据跟踪

2.1. 快递物流

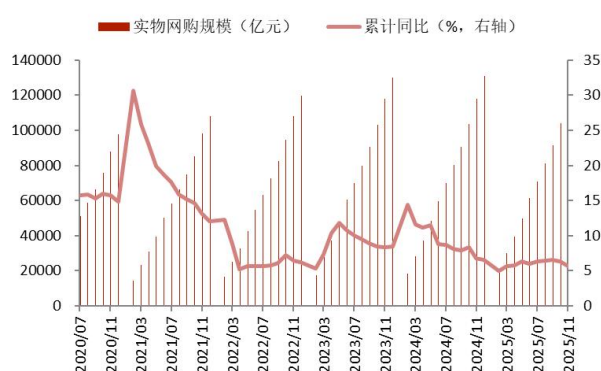
据国家统计局数据，2025 年 11 月社零数据为 43898 亿元，同比增长 1.3%；实物商品网上零售额为 14209 亿元，同比增长 1.51%；2025 年 11 月，全国快递服务企业业务量完成 180.6 亿件，同比增长 5.0%；业务收入完成 1376.5 亿元，同比下降 3.7%。

图表 3：社会消费品零售总额累计值及累计同比



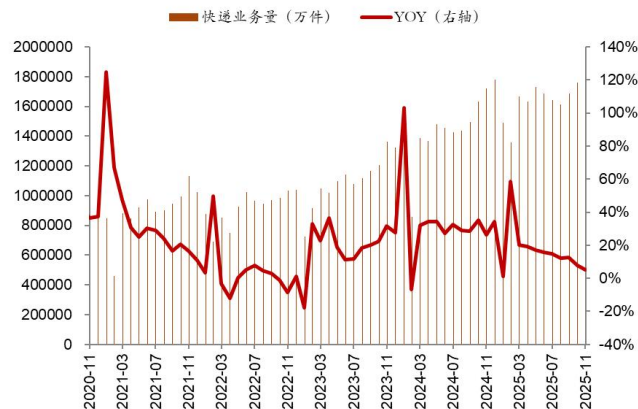
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：实物网购规模累计值及累计同比



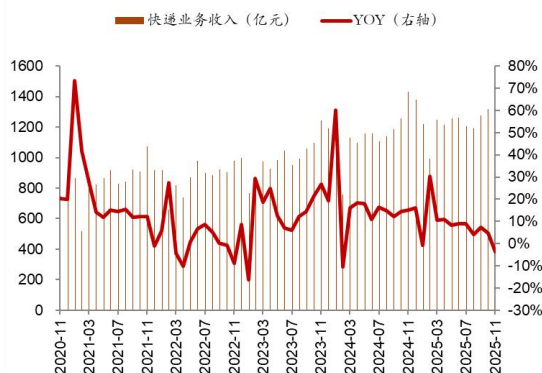
资料来源：Wind，华源证券研究所

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

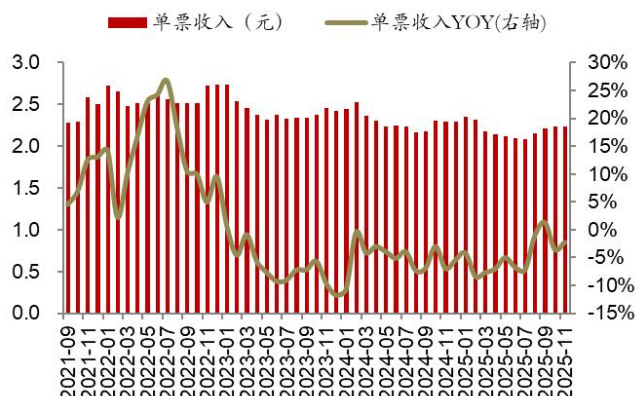
2025 年 11 月，圆通完成业务量 28.86 亿票，同比增长 13.55%；快递产品单票收入 2.24 元，同比下降 2.17%。申通完成业务量 25.02 亿票，同比增长 14.67%；快递服务单票收入 2.41 元，同比增长 15.87%。顺丰完成业务量 15.34 亿票，同比增长 20.13%；快递服务单票收入 13.47 元，同比下降 8.49%。韵达完成业务量 21.75 亿票，同比下降 4.19%；快递服务单票收入 2.16 元，同比增长 6.40%。

图表 7：圆通快递业务量及增速



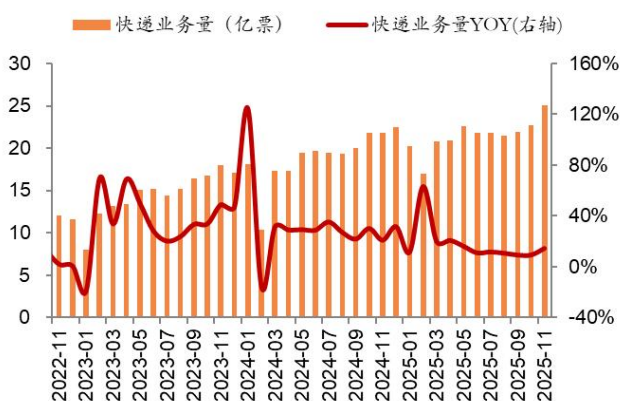
资料来源：Wind，华源证券研究所

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



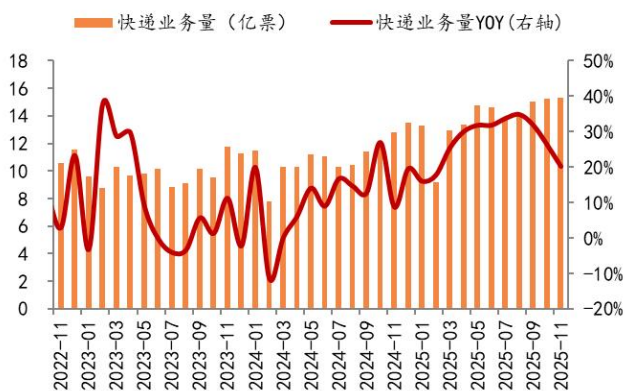
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：申通单票收入及增速



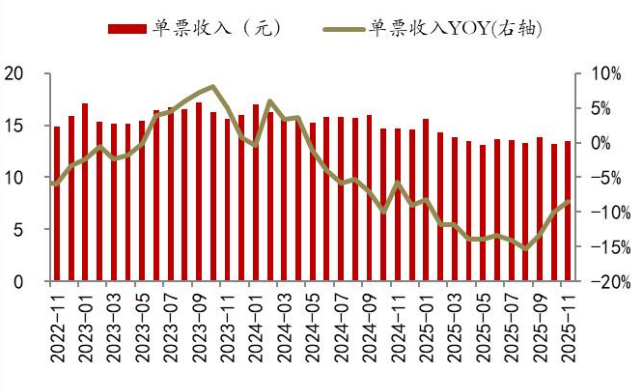
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：顺丰快递业务量及增速



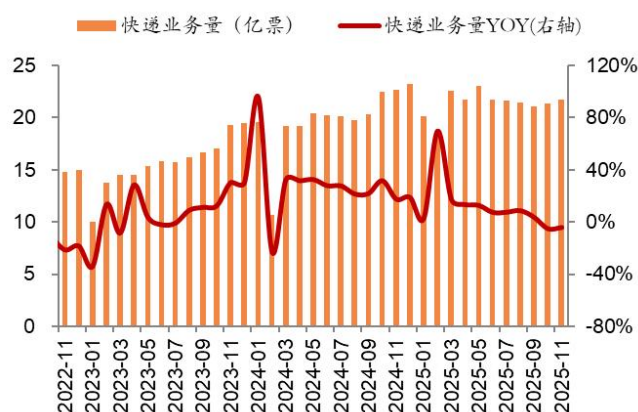
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：顺丰单票收入及增速



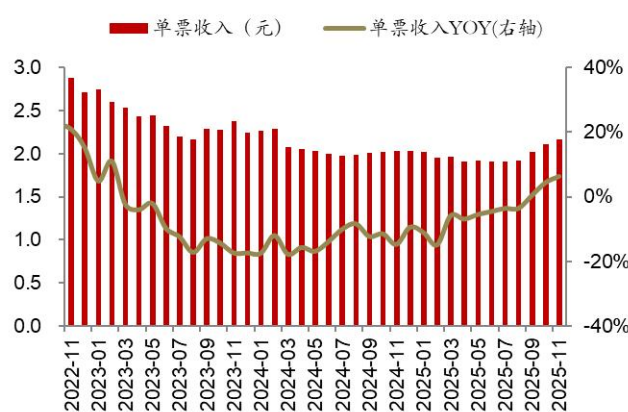
资料来源：Wind，华源证券研究所

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



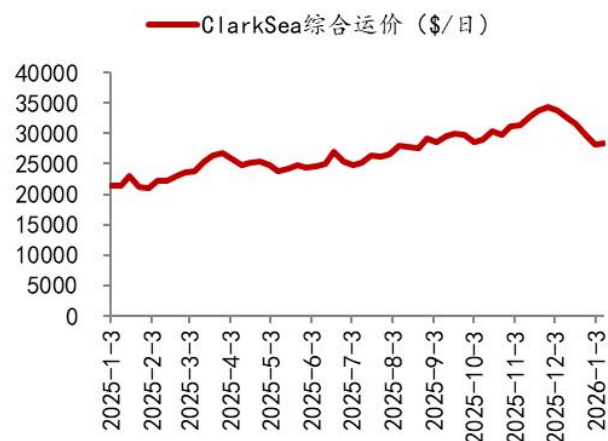
资料来源: Wind, 华源证券研究所

2.2. 航运船舶

本周克拉克森综合运价为 28364 美元/日, 较上周环比增长 0.98%, 克拉克森新造船指数为 185.27 点, 较上周环比下降 0.20 点。

本周原油运输指数 (BDTI) 为 1186 点, 较上周环比下降 1.72%, 成品油运输指数 (BCTI) 为 717 点, 较上周环比下降 4.65%, BDI 指数为 1794 点, 较上周环比下降 4.69%; CCFI 指数为 1,194.89 点, 较元旦节前一周环比增长 4.21%。

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

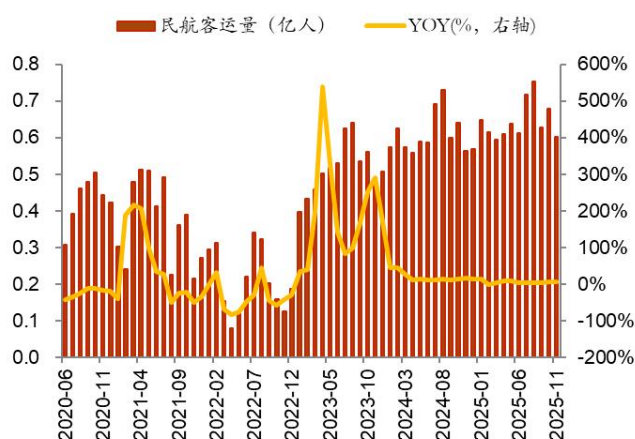


资料来源：Clarkson，华源证券研究所

2.3. 航空机场

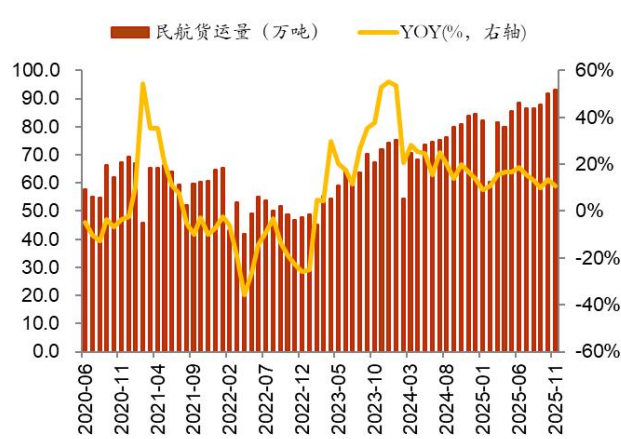
2025 年 11 月份，民航完成旅客运输量约 0.60 亿人次，同比+6.6%。完成货邮运输量 93.00 万吨，同比+10.8%。

图表 21：民航客运量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

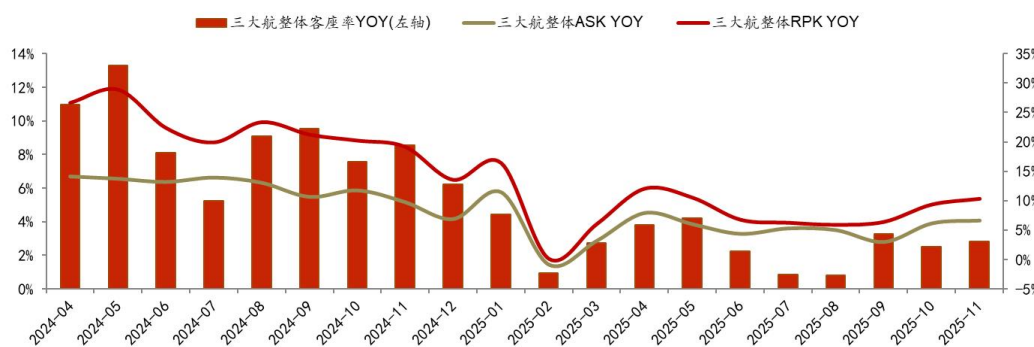
图表 22：民航货邮运输量及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

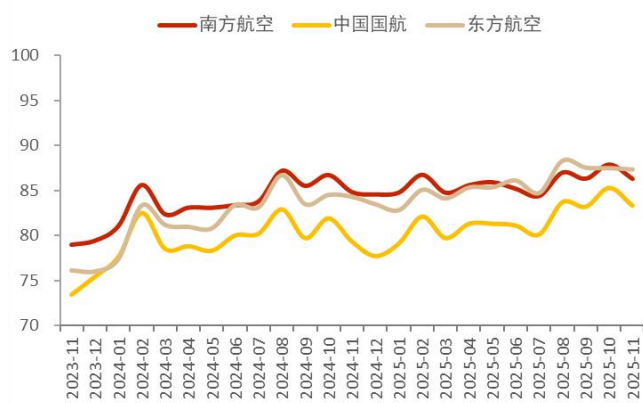
2025 年 11 月，三大航整体客座率为 85.57%，较 2025 年 10 月的 86.88% 下降 1.32pcts，春秋航空以 92.31 % 的客座率持续领跑行业。

图表 23：三大航整体 ASK、RPK、客座率走势



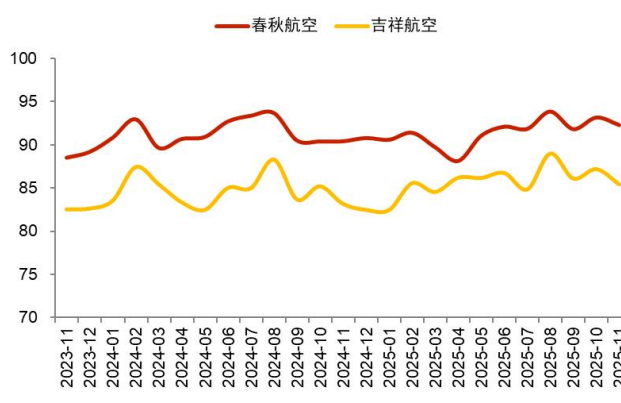
资料来源：Wind，华源证券研究所

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 (%)

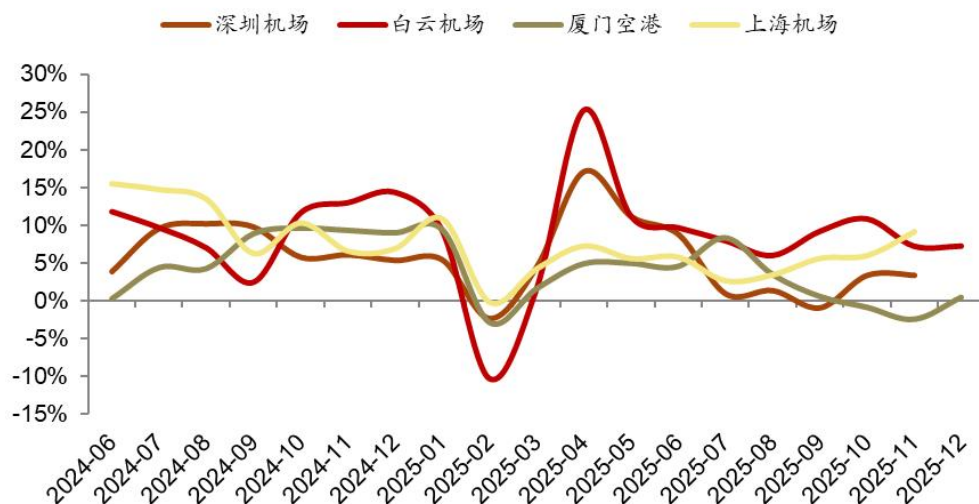


资料来源：Wind，华源证券研究所

2025 年 11 月份，深圳机场飞机起降同比+3.42%，旅客吞吐量同比+8.77%，货邮吞吐量同比+0.32%。上海机场飞机起降同比+9.21%，旅客吞吐量同比+15.47%，货邮吞吐量同

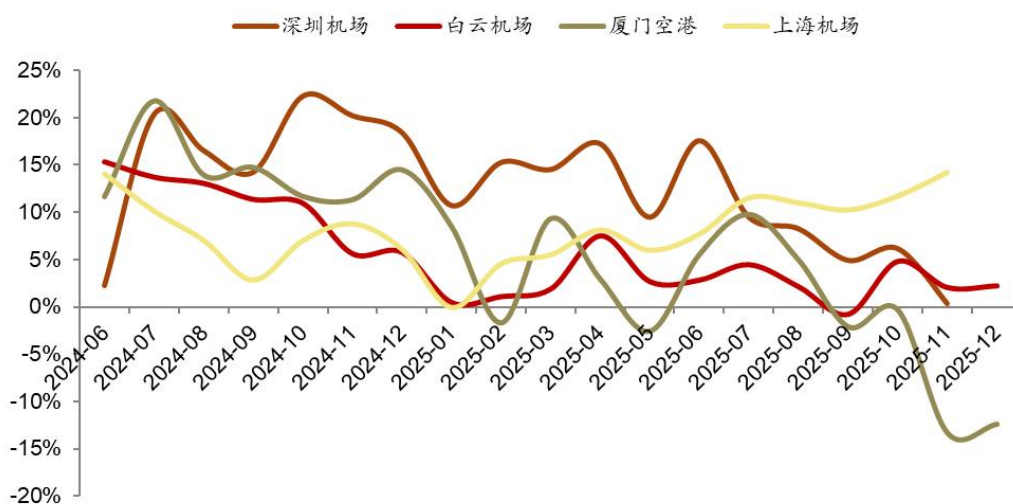
比+14.17%。2025 年 12 月份，厦门空港飞机起降同比+0.54%，旅客吞吐量同比+2.79%，货邮吞吐量同比-12.39%。白云机场飞机起降同比+7.21%，旅客吞吐量同比+12.27%，货邮吞吐量同比+2.23%。

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 11 月公路客运量为 9.61 亿人，同比-2.45%；货运量为 38.76 亿吨，同比+3.57%。2025 年 11 月铁路客运量为 3.31 亿人，同比-3.00%；货运量为 4.60 亿吨，同比+7.79%。

图表 28：公路客运量及同比增速



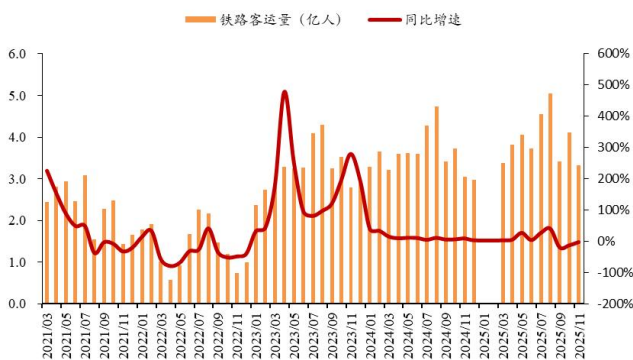
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：公路货运量及同比增速



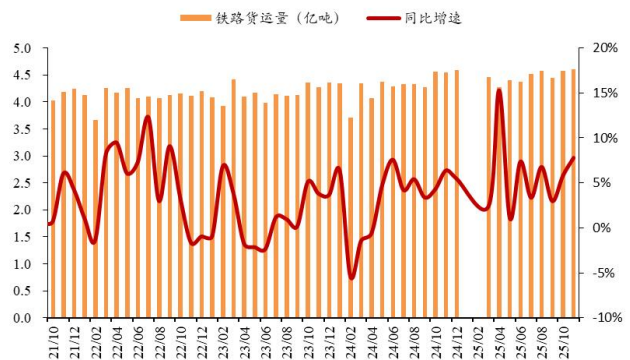
资料来源：Wind，华源证券研究所

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：铁路货运量及同比增速

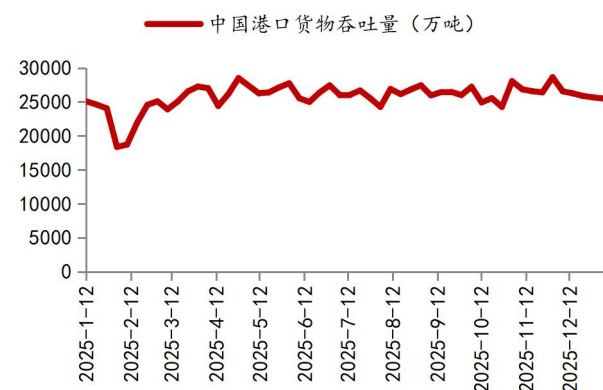


资料来源：Wind，华源证券研究所

2.5. 港口

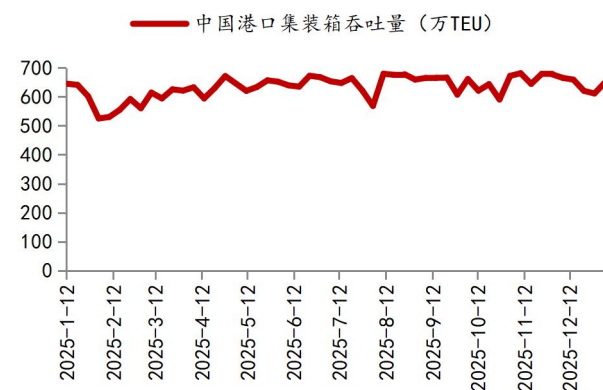
2025 年 12 月 29 日-2026 年 1 月 4 日中国港口货物吞吐量为 25495 万吨，较上周环比下降 0.65%,集装箱吞吐量为 649 万 TEU，较上周环比增长 6.27%。

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。