仅供内部参考，请勿外传！

广发研究 GF RESEARCH

Transportation & Warehousing

交通运输行业 2026 年中报总结

把握航运结构性机会，关注物流修复与航空配置价值

许可	陈宇	周延宇	李然	钟文海
SAC 执证号：S0260523120004 SFC CE.no: BUY008	SAC 执证号：S0260524100002 SFC CE.no: BLW740	SAC 执证号：S0260523120008	SAC 执证号：S0260523120009	SAC 执证号：S0260523120011
0755-88285832	021-38003771	0755-82534236	0755-82298505	021-38003630
xuke@gf.com.cn	shchenyu@gf.com.cn	zhouyanyu@gf.com.cn	liran@gf.com.cn	zhongwenhai@gf.com.cn

请注意，周延宇,李然,钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

航运：2026H1 航运板块分化加剧：集运整体承压但 Q2 边际改善，中远海控归母净利润 Q1yoy -50%、Q2 yoy+29%，锦江航运增收不增利；油运景气高位，中远海能、招商南油 H1 归母净利润 yoy+143%/+42%；综合/特种船需求旺盛，招商轮船 H1 归母净利润 yoy+228%，中远海特逐季加速；散货弹性显著，海通发展 H1 归母净利润 yoy+503%。极端天气与地缘扰动下油、散、集运均有机会，板块具备配置价值。

物流：26H1 物流各细分板块表现虽有分化，但环比修复趋势较为清晰。快递行业业务量增速回落至个位数，但电商快递受益于定价中枢上移，Q2 业绩普遍提速。跨境物流受益于地缘扰动下空海运运价上行，华贸物流、东航物流 Q2 归母净利润同比+17%、+13%，中国外运扣非归母净利润+24%；嘉友国际受益蒙煤景气 Q2 归母净利润同比+35%。化工物流外贸运价维持高位；大宗供应链内需承压下公司表现分化，厦门象屿、厦门国贸、浙商中拓 Q2 归母净利润 yoy+4%/+69%/+348%。展望后市，结合基本面与估值位置，建议关注化工物流、快递及跨境物流的修复机会。

航空：2026H1 行业需求增速快于运力投放，六家样本航司 ASK、RPK 分别同比增长 2.50%、4.76%，客座率提升 1.8 个百分点至 85.7%，带动各航司收入普遍增长；但航空煤油出厂价均值同比上涨 38.4%，其中 Q2 同比上涨约 90%，成本压力集中释放，Q2 各航司归母净利润均同比下滑。人民币升值缓解了部分财务压力，但尚不足以抵消油价上涨对毛利率和利润的拖累。展望后市，全球飞机供应链偏紧对中长期运力增速形成约束，国内需求改善仍待宏观催化，国际需求则受益于免签政策扩围及出入境客流增长。机场：随着国际客流占比提升及机场产能利用率提高，免税、有税商业等非航收入有望逐步修复，为一线机场利润增长释放弹性，同时需关注新增产能投产及资本开支对成本和现金流的影响。

基础设施：二线标的有结构性超预期表现，等待大宗贸易服务节点的触底回升。铁路方面，铁路出行需求保持稳健，雄商高铁开通后或为京福安徽公司带来增量客流，但新通道对既有线路的引流与分流效果仍需持续观察。公路方面，一线公司整体符合预期，越秀交通基建业绩修复已启动；高速公路车流弱复苏开启，流量区域分化之下发达地区韧性更强。

投资建议：反内卷和内需复苏是我们建议关注的两个方向。（1）反内卷：电商快递、化工物流包括嘉友国际均有望受益于整体反内卷政策的推行，无论是快递单价或是资源品价格均有望触底反弹，从而改善相关公司的经营。（2）内需复苏：①油、散：旺季前较高的产能利用率或给旺季高弹性提供更高的置信度，关注招商轮船；②航空：中长期运力供给约束延续，客座率提升形成支撑，静待需求改善及油价压力缓解释放盈利弹性，关注华夏航空、春秋航空、吉祥航空、海航控股。

风险提示。经济大幅波动、业务增速不及预期，重点关注公司业绩不及预期等。

相关研究

交通运输行业:跨境物流景气上行，油散韧性与航空修复共振	2026-08-06
交通运输行业:市场风格切换下交运板块配置回落，底部布局正当时	2026-08-03
交通运输行业:多场景分层兑现，智驾产业迈入规模化成长周期	2026-07-27

仅供内部参考，请勿外传！

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
圆通速递	**600233.SH**	CNY	16.89	2026/08/24	增持	18.87	1.89	2.17	8.94	7.78	5.03	4.46	16.40	16.70
申通快递	**002468.SZ**	CNY	14.33	2026/09/01	增持	15.04	1.50	1.72	9.55	8.33	4.03	3.63	17.30	16.60
韵达股份	**002120.SZ**	CNY	6.87	2026/08/28	增持	7.58	0.76	0.82	9.04	8.38	3.94	3.78	9.40	9.30
顺丰控股	**002352.SZ**	CNY	31.75	2026/09/01	增持	32.92	2.19	2.47	14.50	12.85	5.08	4.91	10.80	11.40
东航物流	**601156.SH**	CNY	18.96	2026/08/31	买入	28.37	1.89	2.21	10.03	8.58	4.43	3.92	13.90	14.80
招商轮船	**601872.SH**	CNY	18.69	2026/08/31	增持	19.92	1.99	1.23	9.39	15.20	6.77	10.33	30.00	16.80
华夏航空	**002928.SZ**	CNY	6.42	2026/08/27	买入	7.85	0.15	0.52	42.80	12.35	3.76	2.69	4.90	14.10
中远海能	**600026.SH**	CNY	19.75	2026/08/30	增持	26.11	2.18	1.85	9.06	10.68	5.15	5.75	22.10	16.90
吉祥航空	**603885.SH**	CNY	10.28	2026/09/05	增持	13.69	0.20	0.68	51.40	15.12	3.93	3.04	3.50	11.00
春秋航空	**601021.SH**	CNY	44.22	2026/08/31	增持	52.13	1.86	3.26	23.77	13.56	7.34	5.18	9.10	13.80
海航控股	**600221.SH**	CNY	1.30	2026/08/25	买入	1.50	-0.01	0.03	-	43.33	4.19	3.46	-5.90	22.40
京沪高铁	**601816.SH**	CNY	4.84	2026/06/04	增持	6.24	0.31	0.34	15.61	14.24	8.56	8.12	7.10	7.50
嘉友国际	**603871.SH**	CNY	13.94	2026/08/28	买入	15.93	1.06	1.21	13.15	11.52	9.89	8.66	21.40	21.60
海通发展	**603162.SH**	CNY	14.13	2026/04/16	增持	15.14	0.95	1.25	14.87	11.30	12.40	10.29	16.20	17.90

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

仅供内部参考，请勿外传！

目录索引

一、物流：边际修复，关注化工物流、快递、跨境物流机会.....6
（一）业绩复盘.....6
（二）未来展望.....8
二、航运：2026 下半年航运具备板块配置机会.....9
（一）业绩复盘：集运景气偏弱，特种船、油散市场大幅改善.....9
（二）未来展望.....11
三、航空：26H1 油价高位运行，利润承压.....12
（一）业绩复盘.....12
（二）未来展望.....17
四、机场：国际客流持续修复推动业绩改善.....18
（一）业绩复盘.....18
（二） 未来展望.....20
五、基础设施：二线标的有结构性超预期表现.....20
（一）铁路客运.....20
（二）高速公路.....21
六、风险提示.....23
（一）宏观方面.....23
（二）行业方面.....23
（三）公司方面.....23

仅供内部参考，请勿外传！

图表索引

图 1：快递行业业务量月度增速 7
图 2：快递行业月度单价 7
图 3：快递企业月度业务量同比增速 7
图 4：快递企业月度单票收入 7
图 5：BAI80（上海）空运运价指数 8
图 6：3#精煤甘其毛都口岸自提价 8
图 7：休斯顿-远东化学品船运价 8
图 8：液体化工市场总库存 8
图 9：VLCC、MR 景气同步走高 10
图 10：BDI 景气中枢逐步攀升 10
图 11：集运公司在短暂走弱后再度冲高 11
图 12：内贸集运由持续下跌转为底部震荡 11
图 13：2026 年 H1 各航司营业收入增长 15
图 14：除海航外，各航司归母净利润走低 15
图 15：2026 年 H1 各航司单位 ASK 营业成本 15
图 16：2026 年 H1 各航司单位客公里营业收入 15
图 17：26 年 Q2 各航司 ASK（供给）数据 16
图 18：26 年 Q2 各航司 RPK（需求）数据 16
图 19：26 年 Q2 各航司营业收入增长 17
图 20：Q2 各航司归母净利润均同比下滑 17
图 21：26 年 Q2 各航司单位 ASK 营业成本 17
图 22：26 年 Q2 各航司单位客公里营业收入 17
图 23：中间价：美元兑人民币 18
图 24：布伦特原油期货结算价格（美元/桶） 18
图 25：各主要机场 26H1 营收稳步修复 18
图 26：主要机场 26H1 利润分化 18
图 27：上海、白云、深圳机场、美兰空港飞机起降架次基本恢复至 19 年同期水平 19
图 28：上海、白云、深圳机场、美兰空港客流超 19 年同期水平 19
图 29：上海、白云、深圳、首都机场、美兰空港国际客流稳步修复 19
图 30：货邮吞吐稳步提升 19
图 31：26Q2 全国铁路客运量同比增长 4.6%（单位：亿人次） 21
图 32：26Q2 全国铁路客运周转量同比增长 3.6%（单位：亿人公里） 21
图 33：全国高速公路货车通行量 22

表 1：物流行业 2026 年半年报收入、业绩汇总（单位：亿元） 7

仅供内部参考，请勿外传！

表 2：航运行业 2026 年半年报收入、业绩汇总（单位：亿元） 10
表 3：2026H1 上市航司供需数据 14
表 4：机场板块 2026H1 主要生产数据表现概览 20
表 5：铁路 2026H1 业绩汇总（单位：亿元） 21
表 6：高速公路 2026 年半年报收入、业绩汇总（单位：亿元） 22

仅供内部参考，请勿外传！

（本文如无特别说明，数据来源均为 iFind 或 Wind）

一、物流：边际修复，关注化工物流、快递、跨境物流机会

（一）业绩复盘

结合 2026 年一、二季度财务数据来看，物流行业各板块表现虽有分化，但环比修复似乎是共同的趋势。

细分来看：

快递：26H1，快递行业业务量增长中枢下移，回到个位数的同比增速，但电商快递行业受益于行业定价中枢的上行，上半年均有较出色的业绩表现。国内电商快递方面，26Q2，**中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份**季度归母净利润同比增速分别为 57%、85%、165%、146%，并且相较于 26Q1 处于环比提速态势。反映了国内电商快递行业定价机制的逐步成熟，各企业的定价能力均有明显修复。海外快递方面，**极兔速递**的业绩表现依旧亮眼，受益于保持高景气的东南亚电商市场以及持续加速增长的拉美电商市场，26H1 归母净利润同比增速达到 175%。直营物流方面，稳定的国内基本面创造了相对稳健的经营基本面，但由于去年同期存在一次性收益，**顺丰控股** 26H1 归母净利润同比下降 4%。

跨境物流：26H1，受复杂的地缘局势影响，国际贸易供应链处于混乱时期，国际空运、海运的运价均有上行表现，推升国际货代、干线运输相关企业的经营业绩，26Q2，**华贸物流、东航物流**归母净利润同比增速分别为 17%、13%，**中国外运**扣非归母净利润同比增速为 24%，剔除去年一次性收益影响，公司利润也实现同比增长。跨境资源品方面，受益于蒙煤市场的景气修复，**嘉友国际**上半年的业绩实现较快增长，其中 26Q2 归母净利润同比增速为 35%，同样实现了环比提速。

化工物流：从化工行业的角度看，内贸相关的需求整体景气度偏弱，但外贸市场同样受益于地缘局势，供给扰动情况明显，外贸化学品海运运价保持高位。其中，**密尔克卫**、**兴通股份**、**盛航股份** 26Q2 归母净利润同比分别增长 10%、64%、104%，均实现环比提速。

大宗物流：大宗供应链企业表现分化，内需整体承压的背景下，更考验公司的海外资源以及整体运营能力。**厦门象屿**、**厦门国贸**、**浙商中拓** 26Q2 归母净利润同比分别增长 4%、69%、348%，均实现了季度环比增长。

展望后市，考虑经营基本面以及估值位置，化工物流、快递、跨境物流或有机会。

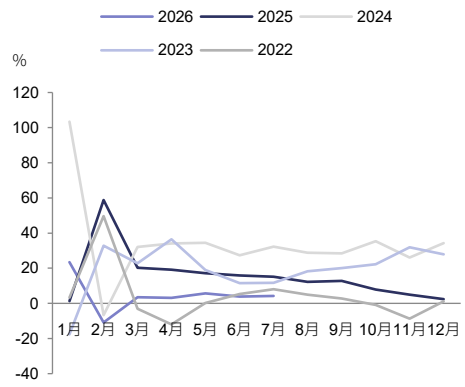
仅供内部参考，请勿外传！

表 1：物流行业 2026 年半年报收入、业绩汇总（单位：亿元）

板块	公司	2026H1 营收	YoY	2026H1 归母净利润	YoY	2026Q2 营收	YoY	2026Q2 归母净利润	YoY	2026Q1 营收	YoY	2026Q1 归母净利润	YoY
快递	顺丰控股	1555.06	6%	55.02	-4%	813.64	6%	29.76	-15%	741.42	6%	25.26	13%
	中通快递	278.32	22%	51.69	31%	145.50	23%	30.51	57%	132.82	22%	21.18	6%
	圆通速递	388.93	8%	31.75	73%	201.25	7%	17.97	85%	187.69	10%	13.78	61%
	申通快递	324.91	30%	10.35	128%	168.04	29%	5.76	165%	156.86	31%	4.59	94%
	韵达股份	264.39	6%	9.98	89%	138.63	10%	5.11	146%	125.76	3%	4.87	52%
	极兔速递	521.11	32%	16.98	175%	--	--	--	--	--	--	--	--
	京东物流	1246.83	27%	32.92	28%	641.02	24%	24.12	13%	605.81	29%	8.80	95%
跨境物流	中国外运	464.52	-8%	17.25	-11%	249.03	-7%	10.43	-20%	215.49	-9%	6.81	6%
	华贸物流	98.01	12%	2.21	-3%	54.67	14%	1.29	17%	43.34	9%	0.92	-22%
	东航物流	142.53	27%	14.18	10%	77.35	34%	8.40	13%	65.18	19%	5.78	6%
	嘉友国际	39.66	-3%	7.31	30%	20.34	14%	4.03	35%	19.33	-16%	3.28	25%
化工物流	密尔克卫	79.70	13%	3.81	8%	42.26	14%	1.97	10%	37.44	12%	1.84	7%
	兴通股份	10.19	29%	2.13	57%	5.51	36%	1.02	64%	4.68	22%	1.11	51%
	盛航股份	8.02	13%	0.73	34%	3.98	17%	0.33	104%	4.04	9%	0.39	4%
	宏川智慧	6.72	14%	0.24	-295%	3.23	21%	0.05	-116%	3.49	8%	0.18	-12%
大宗物流	物产中大	2898.77	0%	19.85	-3%	1556.74	0%	10.14	-4%	1342.03	1%	9.71	-1%
	厦门象屿	2090.45	2%	10.66	3%	1099.24	3%	5.45	4%	991.21	2%	5.21	2%
	厦门国贸	1962.04	29%	4.26	-19%	1093.03	35%	1.72	69%	869.01	23%	2.54	-40%
	浙商中拓	1259.04	17%	2.52	22%	698.18	24%	0.65	348%	560.86	11%	1.87	-3%

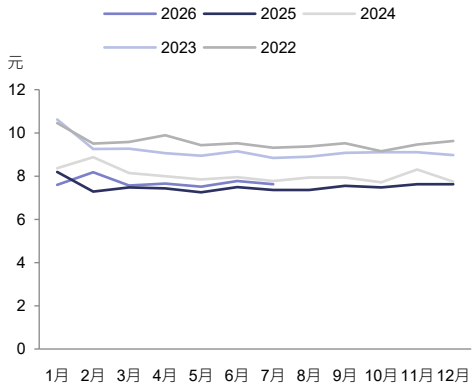
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 1：快递行业业务量月度增速



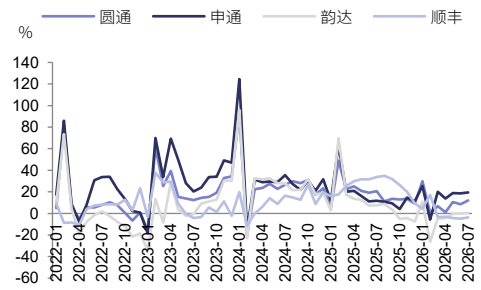
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 2：快递行业月度单价



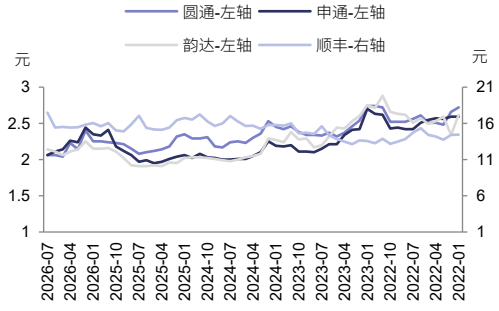
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 3：快递企业月度业务量同比增速



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

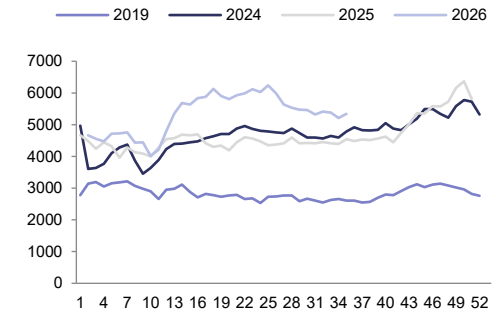
图 4：快递企业月度单票收入



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

图 5：BAI80（上海）空运运价指数



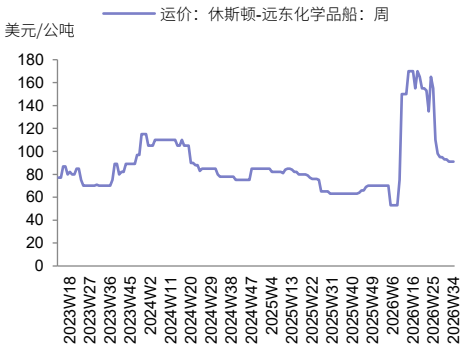
数据来源：TAC、广发证券发展研究中心

图 6：3#精煤甘其毛都口岸自提价



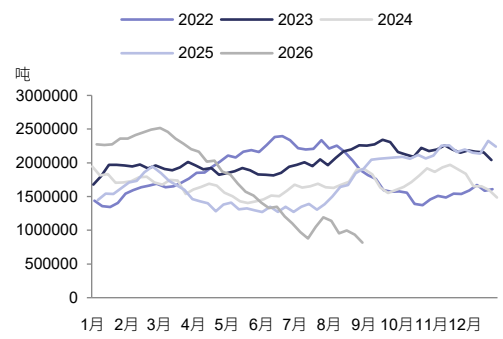
数据来源：钢联数据、广发证券发展研究中心

图 7：休斯顿-远东化学品船运价



数据来源：克拉克森、广发证券发展研究中心

图 8：液体化工市场总库存



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）未来展望

化工物流：传统化工主业底部企稳，待库存周期与新兴业务共振向上。

当前化工行业库存处于历史底部，短期的核心变量仍为霍尔木兹海峡的通行状态，通过资本开支收缩或经营结构的优化调整等，化工物流企业的传统主业基本企稳。同时，在拥有客户资源、供给能力、资金能力、服务能力的基础上，化工物流企业已选择切入新兴行业寻找增长点。长期看，化工物流资产仍具备稀缺性，随着未来行业需求的改善，化工物流企业有望迎来预期与估值的修复。

电商快递：利润兑现驱动现金流改善，板块安全边际充分。

国内快递在行业反内卷政策引导与市场竞争格局趋稳的背景下，快递行业定价机制逐步成熟，公司定价能力逐步增强，各电商快递公司半年报业绩均实现高速增长，利润的兑现逐步驱动公司现金流改善。向后展望，短期临近旺季，行业或有进一步提价的可能，长期而言，快递行业目前 PE 估值处于低位，板块安全边际充分，现金流的改善有望强化板块价值属性。海外快递方面，极兔速递新市场业务仍然处于高速增长期，未来三年将是公司利润率与市占率共振改善的关键阶段，公司业绩预计维持高增，估值中枢也有望向未来切换。

仅供内部参考，请勿外传！

跨境物流：出口基本面与资源品运输均维持强势。

上半年地缘冲突扰动区域运力枢纽，供给受到影响，同时较强出口基本面推升运输需求，供需错配对运价形成一定支撑，东航物流在高油价阶段依然兑现了良好的经营基本面。若局势缓和使油价回落，长期受限的空运供给仍有望与结构性增长的出口需求共振，推动公司兑现利润弹性。资源品运输方面，预计蒙煤的景气度仍将保持高位，嘉友国际蒙古区域的利润或将保持稳定，同时随着非洲项目的逐步兑现，有望推动公司业绩预期与估值中枢同步提升。

二、航运：2026 下半年航运具备板块配置机会

（一）业绩复盘：集运景气偏弱，特种船、油散市场大幅改善

结合 2026 年一、二季度财务数据来看，航运市场各板块表现分化加剧。其中，集运板块整体承压，油运和散货板块则呈现出强劲的增长态势。

细分来看：

集运：整体承压，但二季度普遍边际改善。全球化布局的中远海控上半年归母净利润同比-23%，主要受一季度拖累（Q1 同比-50%），二季度盈利大幅修复（Q2 同比+29%）；营收端一季度同比-11%、二季度转正同比+18%。中谷物流上半年归母净利润同比+1%（Q1 同比-4%、Q2 同比+6%）。锦江航运（亚洲区域内航线）上半年营收同比+10%但归母净利润同比-5%（Q1 同比-6%、Q2 同比-5%），呈增收不增利，表现相对弱势。

油运：景气高位运行，业绩高速增长。中远海能上半年归母净利润同比+143%（Q1 同比+207%、Q2 同比+104%）；招商南油上半年同比+42%（Q1 同比+52%、Q2 同比+33%）。虽然同比增速逐季有所回落，但整体仍维持高位增长，行业景气度处于历史高位。

综合/特种船：需求旺盛，业绩持续高增。招商轮船业绩增速较快，上半年归母净利润同比+228%（Q1 同比+219%、Q2 同比+233%）。中远海特上半年归母净利润同比+66%，且增速逐季抬升（Q1 同比+18%、Q2 同比+101%），显示业务需求持续向好、景气度上行。

散货：景气兑现，业绩弹性显著。受益干散货运价上行，海通发展上半年归母净利润同比+503%，其中二季度同比大增 1528%；国航远洋上半年实现扭亏为盈，归母净利润 1.24 亿元（去年同期为亏损）。

航运展望：在极端天气与地缘影响的背景下，2026 年下半年油、散、集运或均有一定机会，整个板块具备配置价值。

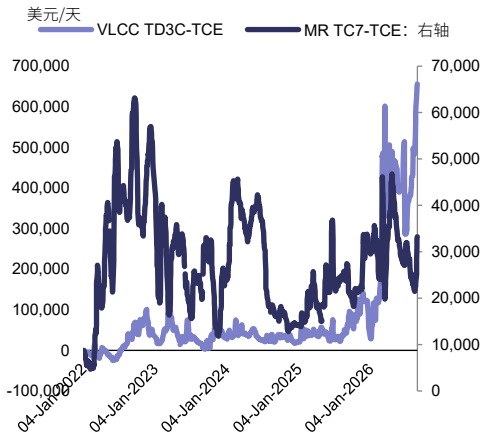
仅供内部参考，请勿外传！

表 2：航运行业 2026 年半年报收入、业绩汇总（单位：亿元）

时间		26Q1				26H1				26Q2			
板块	公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
集运	中远海控	517.97	-11%	58.77	-50%	1,119.22	3%	134.19	-23%	601.25	18%	75.42	29%
	中谷物流	25.79	0%	5.27	-4%	54.57	2%	10.83	1%	28.79	4%	5.56	6%
	锦江航运	17.32	4%	3.35	-6%	37.22	10%	7.51	-5%	19.90	16%	4.16	-5%
油运	中远海能	73.03	27%	21.73	207%	151.46	30%	45.45	143%	78.43	33%	23.72	104%
	招商南油	15.68	14%	4.32	52%	33.09	19%	8.12	42%	17.40	24%	3.80	33%
综合	招商轮船	85.56	53%	27.63	219%	196.51	56%	69.60	228%	110.95	59%	41.96	233%
	中远海特	65.47	26%	4.06	18%	144.46	34%	13.71	66%	78.99	42%	9.65	101%
散货	海通发展	13.43	67%	2.10	211%	34.71	93%	5.23	503%	21.27	114%	3.13	1528%
	国航远洋	2.38	20%	0.29	-	6.41	47%	1.24	-	4.03	70%	0.95	-

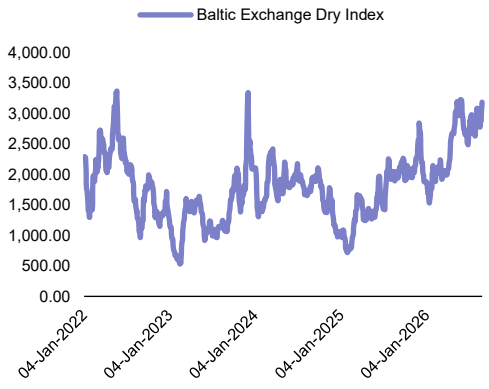
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 9：VLCC、MR 景气同步走高



数据来源：克拉克森、广发证券发展研究中心

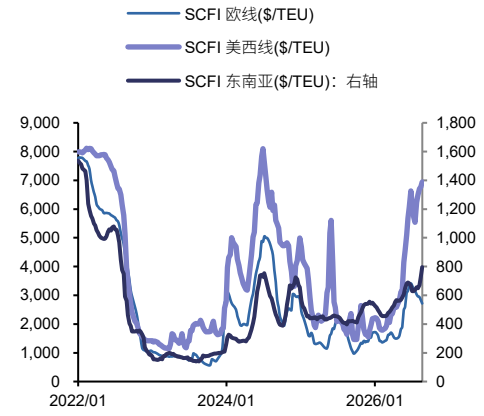
图 10：BDI景气中枢逐步攀升



数据来源：克拉克森、广发证券发展研究中心

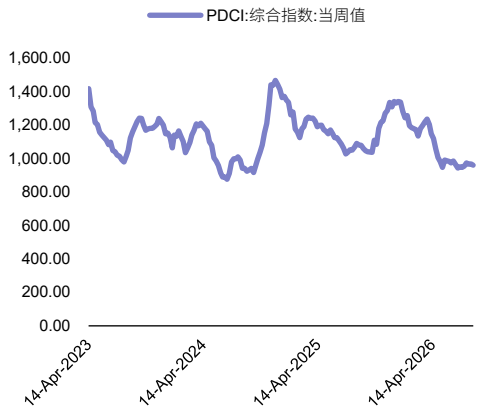
仅供内部参考，请勿外传！

图 11：集运公司在短暂走弱后再度冲高



数据来源：克拉克森、广发证券发展研究中心

图 12：内贸集运由持续下跌转为底部震荡



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

（二）未来展望

油运：补库、套利与地缘风险共振，Q4 旺季前景乐观。

2026 年下半年油运市场的核心矛盾，已从单纯的地缘风险交易，逐步转向真实货量改善与有效运力受限共同驱动。进入 8 月，波斯湾—中国 VLCC TCE 持续上涨，创 6 月底以来新高；阿芙拉型油轮运价也曾快速反弹，显示油轮各船型景气正在扩散。

需求端，远东补库已经启动，三桶油和地炼均在争抢现货。同时贸易商转售具备一定套利空间，即使承担高额运费，采购和转运需求依然具备经济性，为 VLCC 运价提供了基本面支撑。

供给端，霍尔木兹与曼德海峡通行风险尚未完全消除。绕航、等待、战争险及班期不确定性持续损耗有效运力；若霍尔木兹通行进一步恢复，前期被压制的补库需求可能集中释放，反而形成阶段性的运力争夺。展望 Q4，传统旺季、远东补库、低价原油套利与地缘溢价有望形成共振，油运景气仍处于向上阶段。

散货：需求温和修复，长航线增量支撑中期景气。

2026 年下半年干散货市场整体处于温和复苏阶段，短期运价仍可能随货盘节奏波动，但中期供需逻辑持续改善。7 月以来，好望角型 TCE 开始回暖，铁矿石、煤炭及铝土矿货盘改善，叠加太平洋市场矿商询盘恢复，对大船需求形成支撑。

需求端的主要催化来自西非资源出口和长航线货量增长。几内亚铝土矿出口保持较高景气，中国及其他地区进口需求较强；随着西芒杜铁矿项目逐步推进，几内亚至中国等长距离航线有望持续增加吨海里需求。相较传统澳洲—中国航线，西非航线运输距离更长，对好望角型船舶运力的消耗更加明显，是未来一至三年散运需求增长的重要来源。与此同时，海外煤炭及区域性小宗散货需求仍能为巴拿马型、超灵便型船舶提供结构性支撑。

供给端相对刚性，新船交付和有效运力增速有限，因此货量边际改善容易转化为较大的运价弹性。综合来看，下半年散运可能呈现“短期震荡、重心温和上移”的走势，好望角型船舶弹性预计强于中小船型。需要跟踪中

仅供内部参考，请勿外传！

国铁矿石进口节奏、西非出货量、煤炭货盘及西芒杜投产进度，继续推荐海通发展，关注招商轮船散运业务的业绩弹性。

集运：拥堵支撑旺季运价，但需警惕供给压力回归。

2026 年下半年集运市场的短期交易逻辑，已经由“旺季涨价留存率验证”重新切换至“港口拥堵、旺季货量与船司控舱”共振，显示主要远洋航线现货价格重新走强。

本轮上涨除美国补库需求及船司控舱外，上海、宁波等港口在台风后出现的班期紊乱成为重要增量因素。码头恢复作业后，船舶集中回港、堆场压力上升、甩柜及延误持续，阶段性冻结了有效运力，有利于船司提高装载率并维持现货价格。与此同时，红海及曼德海峡通行风险仍使部分船舶保持绕航，对全球集装箱船有效运力形成额外消耗。

但从中期看，集运仍面临较大的新船交付压力，港口拥堵也属于可逆因素。一旦拥堵消化、旺季结束或船司控舱力度下降，运价可能重新进入留存率验证阶段。因此，下半年集运更适合把握阶段性景气和区域结构性机会。

特种船：汽车船维持高景气，细分市场分化延续。

2026 年下半年特种船市场预计维持结构性景气，其中汽车船表现明显强于多用途船。

需求端，中国整车及新能源汽车出口保持较强韧性，同时工程机械等 High & Heavy 货源持续吸收 PCTC 运力。供给端，大量汽车船被长期合约锁定，市场可灵活调配的现货运力相对有限，因此即使新船逐步交付，短期供需仍不宽松。汽车出口目的地更加多元、运输距离拉长，也有助于提升吨海里和单船周转需求。

不过，特种船内部仍存在明显分化。MPP 多用途船运价尚未同步大幅上涨，表明当前景气主要集中于汽车船，而非所有特种船型的全面复苏。展望下半年，汽车船高位期租有望继续支撑中远海特的盈利修复和估值提升；多用途船则需要等待工程项目货、风电设备及大型机械出口进一步改善。总体判断是“汽车船景气延续、MPP 等待催化”。

三、航空：26H1 油价高位运行，利润承压

（一）业绩复盘

1. 26 上半年客座率提升支撑收入增长，油价上涨加剧盈利压力

供需结构持续改善，需求增速快于运力投放。2026H1，六家 A 股上市航司（除华夏航空）ASK、RPK 分别恢复至 2019 年同期的 113.37%、117.27%。分航线看，国内、国际和地区航线 ASK 分别恢复至 2019 年同期的 118.30%、105.29%和 78.82%，RPK 分别恢复至 121.41%、110.72%和 79.27%。与 2025H1 相比，六家 A

仅供内部参考，请勿外传！

股上市航司 ASK、RPK 分别增长 2.50%、4.76%，客座率提升 1.8 个百分点至 85.7%；其中国内航线供需分别增长 1.31%、2.25%；国际航线分别增长 5.78%、11.48%，客座率同比提升 4.3 个百分点至 84.3%。签证便利化和入境免签政策扩围有望继续支撑国际航空需求。公司层面，2026H1 国航、南航、东航营业收入分别同比增长 10.54%、9.72%和 11.09%，海航、吉祥航空、华夏航空分别增长 7.36%、9.16%和 3.29%；春秋航空受运力投放及飞机利用率提升带动，营业收入同比增长 19.72%，增速领先。

油价大幅上涨，单位成本及毛利率普遍承压。2026H1 航空煤油出厂价格同比上涨 38.4%，显著增加航司燃油成本。尽管部分航司通过提升飞机日利用率、优化航线结构等方式摊薄固定成本，但相关改善尚不足以抵消油价上涨的影响。2026H1 国航、南航、东航、海航、春秋航空和吉祥航空单位 ASK 营业成本分别同比增长 11.50%、12.71%、13.08%、14.67%、7.97%和 14.51%。受成本增幅高于收入增幅影响，上述航司毛利率分别同比下降 2.55、6.37、3.44、4.67、3.49 和 4.85 个百分点。收入端，2026H1 国航、南航、东航、海航、春秋航空、吉祥航空和华夏航空单位 RPK 收入分别同比增长 3.48%、6.13%、6.52%、7.25%、1.45%、6.26%和 6.99%。总体来看，营业收入增长仍难以覆盖单位成本上升，行业毛利空间受到明显挤压。

人民币升值释放汇兑红利，但不足以抵消油价上涨和票价承压的影响。2026H1 人民币兑美元平均汇率同比升值 3.10%，升值幅度较 2025H1 的 0.41%进一步扩大，叠加利息支出及债务结构变化，多数航司财务费用明显下降。国航、南航、东航、吉祥航空和华夏航空财务费用分别同比下降 31.30%、40.97%、41.21%、24.37%和 35.88%，其中海航由财务费用转为财务收益；春秋航空由于美元负债敞口相对有限，汇率升值带来的改善幅度较小，财务费用同比增长 17.11%。利润端，国航和东航归母净利润分别同比增亏 4.80 亿元和 7.48 亿元，南航同比增亏 21.63 亿元；民营航司表现分化，海航归母净利润同比增加 2.13 亿元至 2.70 亿元，是唯一实现利润同比增长的上市航司，春秋航空、吉祥航空和华夏航空归母净利润则分别同比下降 10.81%、70.27%和 82.64%。总体来看，票价改善、客座率提升及人民币升值对行业盈利形成一定支撑，但油价大幅上涨，导致多数航司毛利率和归母净利润承压。

仅供内部参考，请勿外传！

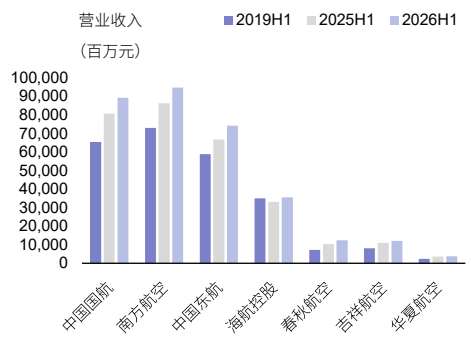
表 3：2026H1 上市航司供需数据

上市航空合计（国/南/东/海/春秋/吉祥）					
（百万）	2026.1～6	2025.1～6	变化 (%)	2019.1~6	变化 (%)
客运					
可用座位公里	670,095	653,537	2.5	591,089	13.37
收入客公里	574,452	548,351	4.76	489,863	17.27
客座率（%）	85.7	83.9	1.8pp	82.9	2.9pp
国内					
可用座位公里	465,964	459,944	1.31	393,885	18.30
收入客公里	402,722	393,851	2.25	331,717	21.41
客座率（%）	86.4	85.6	0.8pp	84.2	2.2pp
国际					
可用座位公里	193,714	183,130	5.78	183,988	5.29
收入客公里	163,256	146,438	11.48	147,455	10.72
客座率（%）	84.3	80.0	4.3pp	80.1	4.1pp
地区					
可用座位公里	10,418	10,445	-0.26	13,216	-21.18
收入客公里	8,474	8,036	5.46	10,691	-20.73
客座率（%）	81.3	76.9	4.4pp	80.9	0.5pp
货运					
货运载运吨公里	10,518	9,509	10.6	8,437	11.9

数据来源：各航司月度经营数据公告、广发证券发展研究中心

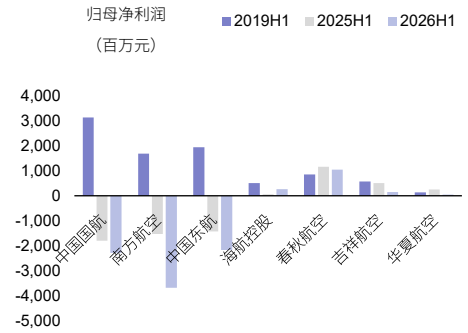
仅供内部参考，请勿外传！

图 13：2026 年 H1 各航司营业收入增长



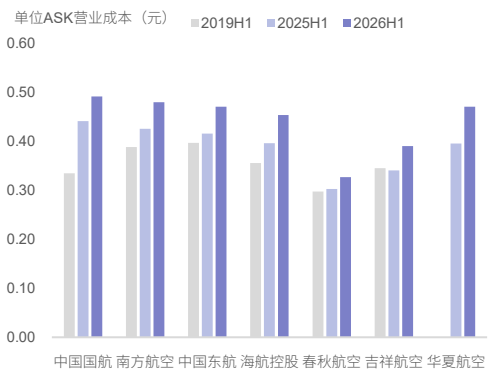
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 14：除海航外，各航司归母净利润走低



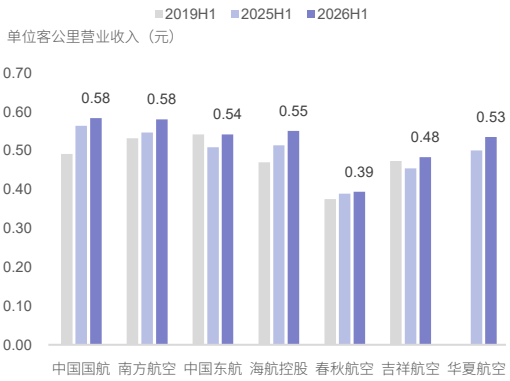
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 15：2026 年 H1 各航司单位 ASK 营业成本



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 16：2026年H1各航司单位客公里营业收入



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2. 26Q2 供需同比转负，油价高位拖累盈利

营收保持增长，Q2 盈利普遍承压。2026Q2，国航、南航、东航、海航、春秋航空、吉祥航空和华夏航空分别实现营业收入 447.31 亿元、468.97 亿元、371.74 亿元、170.44 亿元、62.66 亿元、61.01 亿元和 19.05 亿元，同比分别增长 9.81%、9.36%、11.25%、10.09%、25.64%、14.14%和 3.77%，较 2019 年同期分别增长 36.55%、32.83%、29.39%、3.91%、78.55%、55.25%和 55.05%。尽管各航司 Q2 收入均保持同比增长，但盈利表现普遍下滑：国航、南航、东航、海航、春秋航空、吉祥航空和华夏航空分别实现归母净利润 -40.00 亿元、-51.77 亿元、-38.12 亿元、-14.55 亿元、0.59 亿元、-2.90 亿元和-0.91 亿元，分别同比减少 42.38 亿元、43.91 亿元、33.76 亿元、12.40 亿元、4.32 亿元、4.51 亿元和 2.59 亿元。三大航及海航亏损扩大，吉祥航空和华夏航空由盈转亏，春秋航空虽然仍保持盈利，但利润同比明显收窄，反映油价上涨等成本压力在 Q2 集中释放。

供需同比小幅回落，客座率升至同期高位。2026Q2，六家上市航司（除华夏）合计 ASK、RPK 分别同比下

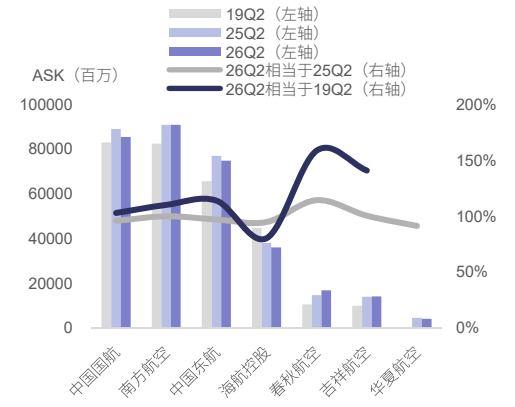
仅供内部参考，请勿外传！

降 1.78%、0.23%；其中国内航线 ASK、RPK 分别同比下降 3.32%、3.08%，国际航线分别增长 2.39%、7.45%，地区航线分别下降 7.75%、2.49%。国际航线仍保持增长。由于运力收缩幅度大于旅客周转量降幅，行业整体客座率同比提升 1.3 个百分点至 85.6%，较 2019 年同期提升 3.0 个百分点，升至同期较高水平。按营业收入除以 RPK 测算，国航、南航、东航、海航、春秋航空、吉祥航空和华夏航空单位 RPK 营业收入分别同比增长 9.77%、10.66%、12.51%、15.12%、7.27%、12.16%和 18.17%。

油价上涨显著推高单位成本，多数航司毛利率由正转负。2026Q2，国内航空煤油出厂价均值同比上涨 90%，航司燃油成本压力明显增加。按营业成本除以 ASK 测算，国航、南航、东航、海航、春秋航空、吉祥航空和华夏航空单位 ASK 营业成本分别同比增长 29.4%、27.7%、30.2%、29.5%、22.4%、29.0%和 37.1%；同期单位 ASK 营业收入分别同比增长 14.45%、9.34%、14.50%、16.05%、9.76%、13.53%和 13.54%，收入端改善不足以覆盖成本上涨。国航、南航、东航、海航、吉祥航空和华夏航空 Q2 毛利率分别降至-6.98%、-6.10%、-8.15%、-8.57%、-1.98%和-14.83%，均由上年同期的正值转负；春秋航空毛利率由上年同期的 11.27%下降至 1.05%。

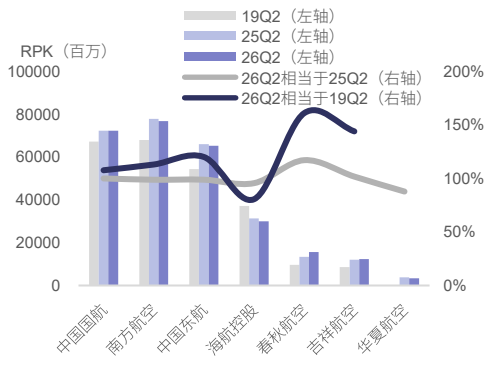
人民币升值及利息收支变化改善多数航司财务费用。2026Q2 人民币兑美元平均汇率同比升值 1.57%，上年同期升值 0.27%，对美元负债规模较大的航司形成一定利好。国航、南航、东航、吉祥航空和华夏航空财务费用分别同比下降 29.82%、46.02%、45.15%、22.82%和 37.24%；海航由上年同期的 8.63 亿元财务费用转为 1.15 亿元财务收益，同比改善 9.78 亿元。财务费用下降在一定程度上缓解了经营端成本上涨的影响，但不足以扭转多数航司利润下滑的趋势。春秋航空财务费用同比增长 32.20%，主要由于其美元负债敞口相对较小、汇率变动影响有限，同时利息收入减少、利息费用小幅增加。

图 17：26 年 Q2 各航司 ASK（供给）数据



数据来源：各航司月度生产经营数据公告、广发证券发展研究中心

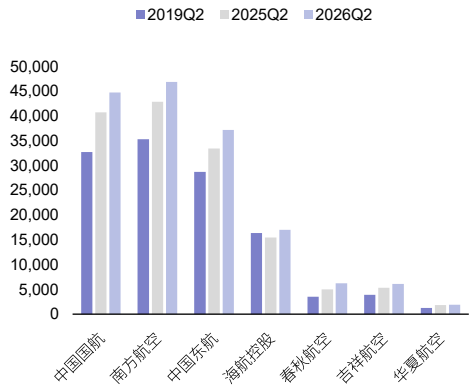
图 18：26年Q2各航司RPK（需求）数据



数据来源：各航司月度生产经营数据公告、广发证券发展研究中心

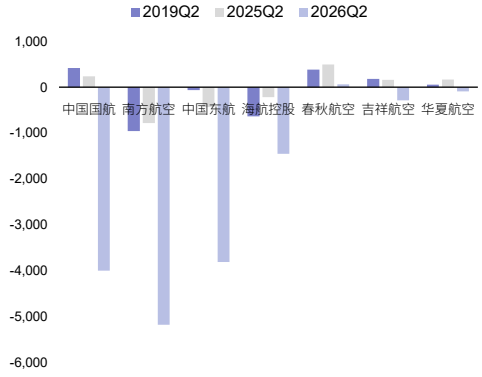
仅供内部参考，请勿外传！

图 19：26 年 Q2 各航司营业收入增长



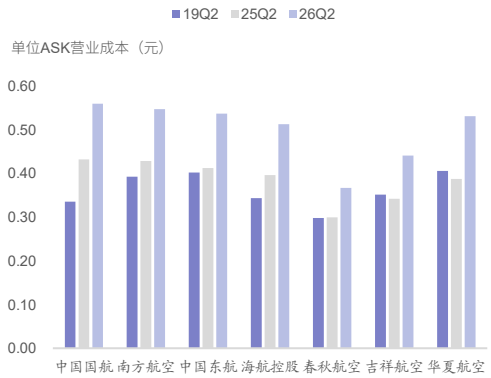
数据来源：ifind、广发证券发展研究中心

图 20：Q2各航司归母净利润均同比下滑



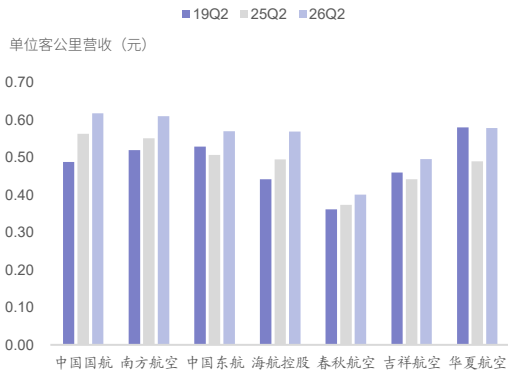
数据来源：ifind、广发证券发展研究中心

图 21：26 年 Q2 各航司单位 ASK 营业成本



数据来源：各航司月度生产经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 22：26年Q2各航司单位客公里营业收入



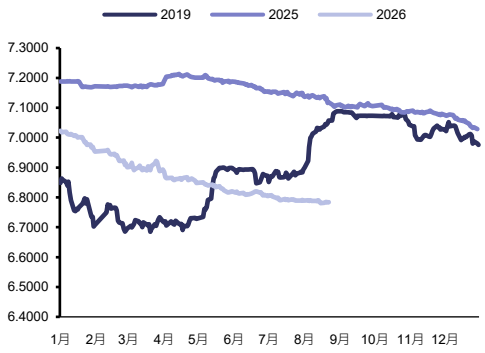
数据来源：各航司月度生产经营数据公告、广发证券发展研究中心

（二）未来展望

展望后市，需求端及油价仍是行业价格修复利润改善的关键因素：需求端一方面国内航空市场需求加速回暖或仍待内需政策进一步发力，另一方面中国免签政策的进一步开放，则为国际航线复苏提供了新的增长引擎；油价端 Q3 美伊局势升级油价再度冲高，后续仍要紧密跟踪油价变化。长期看，全球飞机供应链偏紧，新机交付节奏放缓，行业中长期供给收缩逻辑不改，需求端国内稳健、国际韧性持续验证。当前板块股价与估值仍处低位，关注逆向布局机会，建议关注华夏航空、春秋航空、吉祥航空、中国国航（A、H）、海航控股。

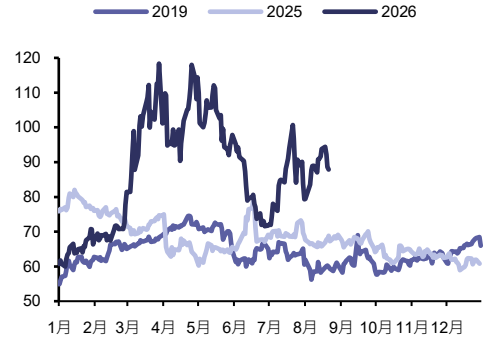
仅供内部参考，请勿外传！

图 23：中间价：美元兑人民币



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 24：布伦特原油期货结算价格（美元/桶）



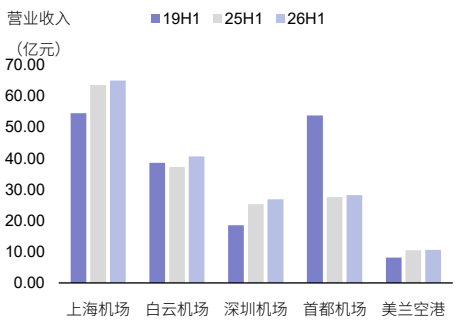
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、机场：国际客流持续修复推动业绩改善

（一）业绩复盘

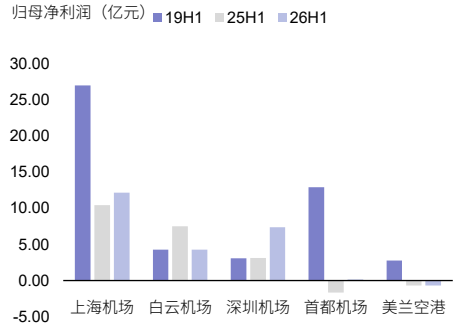
国际及地区客流延续恢复，机场收入普遍增长，但利润表现有所分化。2026H1，上海机场、白云机场、深圳机场、首都机场、美兰空港营业收入分别同比增长 2.4%、9.0%、6.1%、2.3%、1.2%。其中，上海机场归母净利润同比增长 16.5%，主要受上海两场航空业务量增长、投资收益增加及财务费用下降带动；深圳机场归母净利润同比增长 136.0%，但扣非归母净利润仅增长 2.8%，主要受非流动资产处置等非经常性收益影响；白云机场归母净利润同比下降 43.1%，主要因 T3 航站楼等三期扩建工程投运后成本较快增长；首都机场税后净利润由上年同期亏损 1.64 亿元转为盈利 0.17 亿元。与 2019H1 相比，白云机场归母净利润已基本恢复，深圳机场归母净利润已超过同期水平，但扣非归母净利润仍未恢复；上海机场、首都机场、美兰空港利润仍明显低于 2019H1。

图 25：各主要机场 26H1 营收稳步修复



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 26：主要机场26H1利润分化

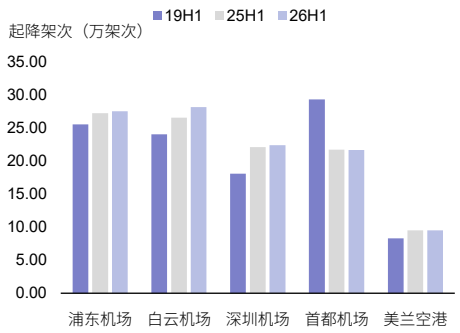


数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

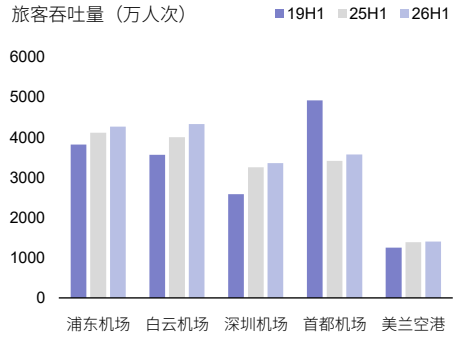
生产数据稳步修复，国际客流呈现结构性亮点。2026H1，浦东机场、虹桥机场、白云机场、深圳机场飞机起降架次分别同比增长 1.2%、1.2%、5.9%和 1.2%，首都机场同比下降 0.3%，美兰空港基本持平；旅客吞吐量分别同比增长 3.7%、2.0%、8.2%、3.2%、4.7%、1.3%，客流增速均高于起降架次增速。分航线看，浦东机场、虹桥机场、白云机场、深圳机场、首都机场、美兰空港国际及地区旅客吞吐量分别同比增长 4.3%、6.0%、20.3%、3.7%、11.2%、29.5%，白云机场、深圳机场、美兰空港国际及地区旅客吞吐量均已超过 2019 年同期水平，国际客流结构持续优化。

图 27：上海、白云、深圳机场、美兰空港飞机起降架次基本恢复至 19 年同期水平



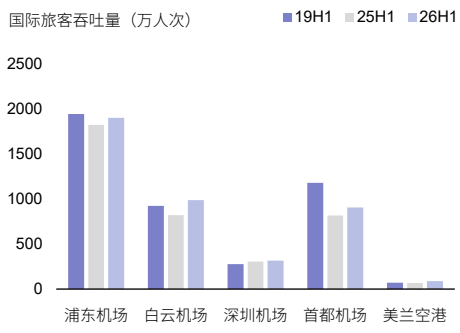
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 28：上海、白云、深圳机场、美兰空港客流超19年同期水平



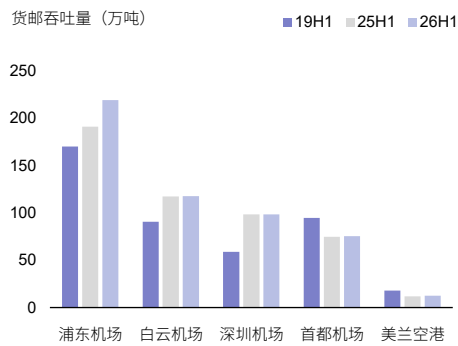
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 29：上海、白云、深圳、首都机场、美兰空港国际客流稳步修复



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 30：货邮吞吐稳步提升



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

表 4：机场板块 2026H1 主要生产数据表现概览

业务指标	旅客吞吐量（万人次）									飞机起降架次（万架次）			货邮吞吐量（万吨）		
分项统计	总体			国内			地区及国际			总体			总体		
机场	2026H1	YoY	Vs 2019	2026H1	YoY	Vs 2019	2026H1	YoY	Vs 2019	2026H1	YoY	Vs 2019	2026H1	YoY	Vs 2019
上海两场	6,779	3%	-	4,705	3%	-	2074	4%	-	416,868	1%	-	240.5	14%	-
浦东	4,269	4%	12%	2,371	3%	26%	1898	4%	-2%	275,531	1%	8%	219.1	15%	29%
虹桥	2,510	2%	-	2,334	2%	-	176	6%	-	141,337	1%	-	21.4	4%	-
白云机场	4,333	8%	22%	3,349	5%	27%	985	20%	7%	281,400	6%	17%	117.8	0%	30%
深圳机场	3,362	3%	30%	3,045	3%	32%	317	4%	14%	223,676	1%	24%	98.3	0%	67%
首都机场	3,576	5%	-27%	2,672	3%	-25%	904	11%	-35%	216,706	0%	-26%	75.4	1%	-20%
美兰空港	1,408	1%	13%	1,321	0%	12%	87	29%	27%	95,570	0%	14%	12.5	7%	-30%

数据来源：ifind、公司财报、广发证券发展研究中心

（二） 未来展望

疫情后，机场公司持续推进降本增效，运营效率有所提升。展望未来，随着客流由恢复性增长逐步转向常态化增长，机场产能利用率有望进一步提高。同时，国际及地区旅客占比回升、客流结构优化，叠加居民消费及入境消费需求回暖，有望带动一线机场免税、有税商业等非航收入进一步修复，为利润增长打开弹性。建议持续关注一线机场盈利潜力的兑现，以及后续扩建项目投产、资本开支和新增折旧摊销对利润及现金流的影响。

五、基础设施：二线标的有结构性超预期表现

（一）铁路客运

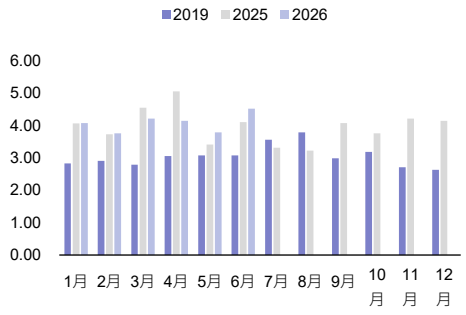
1．业绩复盘

26Q2 全国铁路客货运输增速出现结构性差异。客运方面，26Q2 全国铁路客运量累计同比增长 4.6%，客运周转量累计同比增长 3.6%。2026H1 京沪高铁、广深铁路归母净利润分别同比增长 7.2%、7.3%，但 Q2 表现有所分化，京沪高铁归母净利润增长 8.2%，广深铁路同比下降 4.7%。



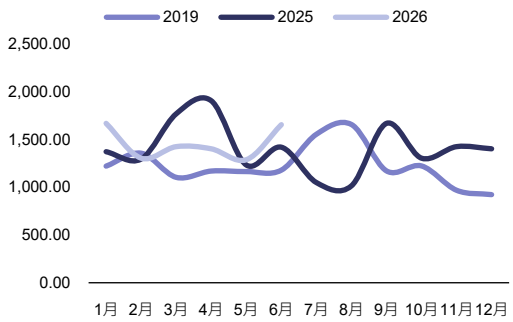
仅供内部参考，请勿外传！

图 31：26Q2 全国铁路客运量同比增长 4.6%（单位：亿人次）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 32：26Q2全国铁路客运周转量同比增长3.6%（单位：亿人公里）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 5：铁路 2026H1 业绩汇总（单位：亿元）

		2026H1				26Q2			
板块	公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
客运铁路	京沪高铁	218.4	3.9%	67.7	7.2%	112.8	4.6%	36.3	8.2%
	广深铁路	147.9	5.9%	11.9	7.3%	74.0	4.6%	6.1	-4.7%

数据来源：ifind、广发证券发展研究中心

2. 未来展望

行业层面，需求动能的重启仍需等待宏观的发力催化。个股方面，京沪高铁主线客流基础稳固，高油价有望强化高铁相对航空的性价比优势；雄商高铁已进入运行试验阶段，开通后有望为京福安徽公司带来增量客流，但其对京沪主线的协同与分流效果仍需观察。

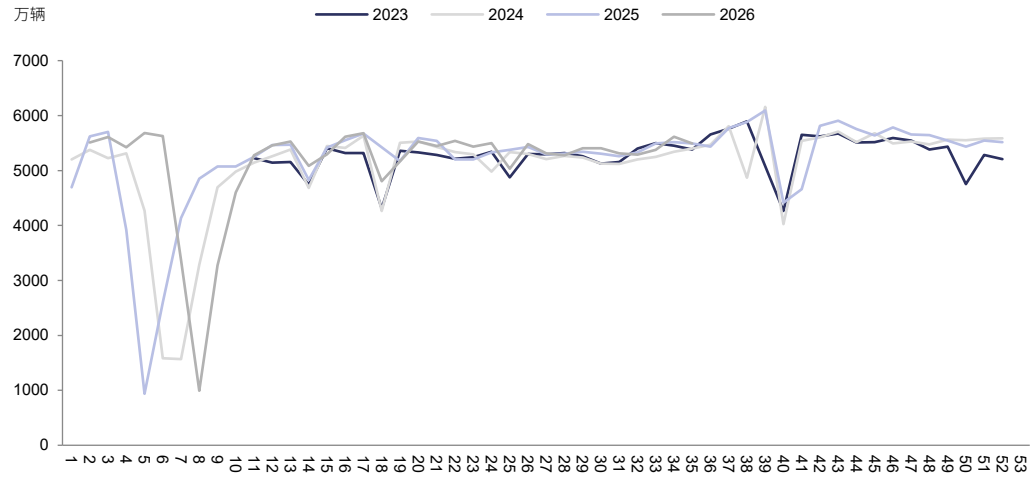
（二）高速公路

1．业绩复盘

高速公路开启弱复苏，基本面企稳态势已经确立。据交通运输部，2026 年第 35 周，全国高速公路货车通行 5495.5 万辆，wow-2.14%，yoy+0.05%。

仅供内部参考，请勿外传！

图 33：全国高速公路货车通行量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

高速公路板块 Q2 业绩普遍符合预期，高速板块呈现典型的区域分化，经济发达地区、未有改扩建或平行分流的路产表现出相对更强的韧性。26Q2，一线序列的粤高速、招商公路、皖通高速、山东高速、宁沪高速归母净利润同比增速分别为 0%、7%、15%、-16%、-6%，二线序列的深高速、福建高速、赣粤高速、四川成渝归母净利润同比增速分别为-15%、-15%、转亏、16%。

表 6：高速公路 2026 年半年报收入、业绩汇总（单位：亿元）

时间		2026H1				2026Q2				2026Q1			
板块	公司	营收	YoY	归母净利润	YoY	营收	YoY	归母净利润	YoY	营收	YoY	归母净利润	YoY
高速公路	粤高速A	21.19	0%	8.50	-20%	10.41	-3%	3.98	0%	10.78	3%	4.52	-31%
	招商公路	71.85	27%	26.05	4%	36.28	27%	12.56	7%	35.57	27%	13.49	1%
	皖通高速	32.27	-14%	10.07	5%	16.53	80%	4.71	15%	15.74	-44%	5.36	-3%
	山东高速	109.64	2%	15.78	-7%	63.32	1%	7.43	-16%	46.32	4%	8.35	3%
	宁沪高速	92.93	-1%	25.03	3%	47.66	3%	11.37	-6%	45.28	-5%	13.66	13%
	深高速	36.53	-7%	9.19	-4%	18.94	-12%	4.10	-15%	17.59	-1%	5.09	7%
	福建高速	14.41	-3%	5.09	-7%	7.06	-5%	2.53	-15%	7.35	-1%	2.56	4%
	赣粤高速	26.60	-14%	2.08	-73%	11.63	-24%	-0.67	-120%	14.98	-4%	2.75	-36%
	四川成渝	49.45	20%	8.99	7%	25.34	11%	4.43	16%	24.11	30%	4.57	0%

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

2．未来展望

公路方面，作为基础设施板块的红利代表，近期受市场偏好影响，估值波动率上升。向后展望，经济发达地区、未有改扩建或平行分流的路产有望兑现稳定的盈利表现，仍将会是红利资产配置的优选方向，持续看好相关一线资产的配置价值。

仅供内部参考，请勿外传！

六、风险提示

（一）宏观方面

经济大幅波动、地缘政治冲突、能源危机、欧美深度衰退、油汇大幅波动、大规模自然灾害、新一轮公共卫生事件反复等。

（二）行业方面

业务增速不及预期、重大政策变动、竞争加剧、行业事故等。

（三）公司方面

现金流断裂导致破产、低价增发导致股份被动大幅稀释、成本管控不及预期、重点关注公司业绩不及预期等。

仅供内部参考，请勿外传！

广发交通运输行业研究小组

许 可 ：首席分析师，西南财经大学硕士，7 年证券从业经验，2 年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。

陈 宇 ：联席首席分析师，南开大学本硕，7 年交运行业研究经验，1 年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。

周延宇 ：资深分析师，毕业于兰州大学，5 年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。

李 然 ：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5 年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

钟文海 ：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3 年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。

分析师及联系人



许可

SAC 执证号：S0260523120004
SFC CE No. BUY008
xuke@gf.com.cn



陈宇

SAC 执证号：S0260524100002
SFC CE No. BLW740
shchenyu@gf.com.cn



周延宇

SAC 执证号：S0260523120008
zhouyanyu@gf.com.cn



李然

SAC 执证号：S0260523120009
liran@gf.com.cn



钟文海

SAC 执证号：S0260523120011
zhongwenhai@gf.com.cn

请注意，周延宇,李然,钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传！

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

仅供内部参考，请勿外传！

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。