下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业动态

1-8 月份全国铁路客货运量持续增长

铁路公路

核心观点

1）客运方面，1-8月份全国铁路累计完成旅客发送量33.21 亿人，同比增长 3.9%；完成旅客周转量 11811.84 亿人公里，同比增长 1.2%。7月1日至8月 31 日暑运期间，全国铁路累计发送旅客 9.54 亿人，同比增长 1.2%。

2）货运方面，1-8 月份，全国铁路累计完成货物发送量 34.92 亿吨，同比增长 0.7%；完成货物周转量 25249.61 亿吨公里，同比增长 5.8%。从分品类运输情况看，1-8 月份，全国铁路累计发送煤炭 18.30 亿吨、集装箱 7.39 亿吨、化肥及农药 3579 万吨，同比分别增长 1.0%、7.5%、12.5%，货物运输畅通有序。

3）固定资产投资方面，1-8 月份全国铁路固定资产投资完成 5118 亿元，同比增长 1.5%，铁路建设科学有序推进。

行业动态信息

行业综述：从交运各子板块相对沪深300的表现来看，本周（9月14日-9月18日）交运板块整体下跌，其中：铁路板块跌幅为1.43%，公路板块跌幅为0.41%。

铁路公路：1-8 月份全国铁路客货运量持续增长

1-8 月份全国铁路客货运量持续增长。客运方面，1-8 月份全国铁路累计完成旅客发送量 33.21 亿人，同比增长 3.9%；完成旅客周转量 11811.84 亿人公里，同比增长 1.2%。7 月 1 日至 8 月 31 日暑运期间，全国铁路累计发送旅客 9.54 亿人，同比增长 1.2%。货运方面，1-8 月份，全国铁路累计完成货物发送量 34.92 亿吨，同比增长0.7%；完成货物周转量 25249.61 亿吨公里，同比增长 5.8%。从分品类运输情况看，1-8 月份，全国铁路累计发送煤炭 18.30 亿吨、集装箱 7.39 亿吨、化肥及农药 3579 万吨，同比分别增长 1.0%、7.5%、12.5%，货物运输畅通有序。固定资产投资方面，1-8月份全国铁路固定资产投资完成 5118 亿元，同比增长 1.5%，铁路建设科学有序推进。

京雄快线正式启动全线贯通试运行。京雄快线起自雄安城际站，全长约 86 公里，横跨雄安新区、廊坊市及北京市，共设置 8 座车站，分别为雄安航站楼站、金融岛站、大学站、雄州站、雄安站、昝岗站、霸州开发区站、永清临空站，是国内首条设计时速 200 公里、采用公交化运营模式的轨道快线，线路到达大兴机场后接入北京地铁大兴机场线，贯通运营至北京草桥站，待丽泽站开通后贯通运营至丽泽。

维持　　强于大市

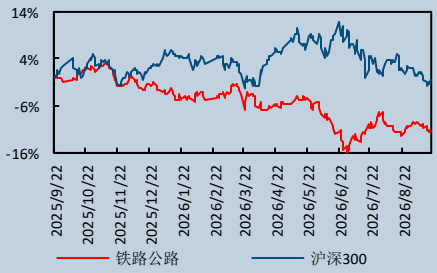
梁骁
liangxiaobj@csc.com.cn
010-56135284
SAC 编号:S1440524050005

韩军
hanjunbj@csc.com.cn
SAC 编号:S1440519110001
SFC 编号:BRP908

宗枫
zongfeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525120004
SFC 编号:BYO066

发布日期：　2026 年 09 月 22 日

市场表现



相关研究报告

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、行情综述：铁路板块与公路板块均下跌 1
1.1 A 股市场：铁路板块与公路板块均下跌 1
1.2 港股及海外市场：铁路板块下跌、公路板块上涨 2
二、行业动态：1-8 月份全国铁路客货运量持续增长 3
2.1 铁路运输： 1-8 月国家铁路累计旅客运输量同比增长 3.9% 3
2.2 高速公路：2026 年 7 月全国高速公路货运量同比增长 1.5% 4
2.2.1 五一假期全国高速公路总流量同比增长 3.4%左右 4
2.2.2 2026 年 7 月全国高速公路货运量同比增长 1.5% 4
2.2.3 差异化收费持续推进，高速公路企业盈利弹性空间有望打开 5
三、投资评价和建议 6
风险分析 6

图目录

图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益 1
图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%） 1
图 3: 铁路公路板块涨跌幅股票表现（单位：%） 1
图 4: A 股铁路板块主要标的表现及估值情况 2
图 5: 港股及海外市场铁路板块主要标的表现及估值情况 2
图 6: 铁路客运量与货运量同比增速（%） 3
图 7: 铁路客运周转量与货运周转量同比增速（%） 3
图 8: 铁路行业主要公司经营数据（货运量单位：万吨，旅客发送量单位：万人） 4
图 9: 2020 年以来中国高速公路车流量 4
图 10: 2023 年以来中国高速公路车流量 4
图 11: 全国整车货运流量约为 2019 年日均值的 4.81% 5
图 12: 江西整车货运流量约为 2019 年日均值的 31.93% 5

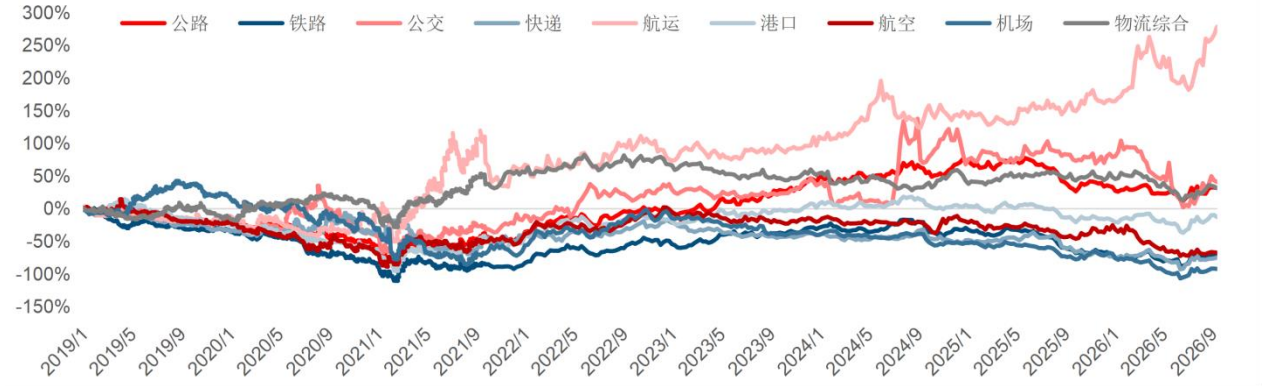
下载日志已记录，仅供内部参考

一、行情综述：铁路板块与公路板块均下跌

1.1 A 股市场：铁路板块与公路板块均下跌

从交运各子板块相对沪深 300 的表现来看，本周（9 月 14 日-9 月 18 日）交运板块整体下跌，其中：铁路板块跌幅为 1.43%，公路板块跌幅为 0.41%。

图 1: 交通运输行业各子板块与沪深 300 的超额收益



数据来源：Wind，中信建投

图 2: 交通运输行业涨跌幅股票排名前十（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	瑞茂通	19.4	三羊马	-8.4
2	富临运业	6.0	大众交通	-8.2
3	圆通速递	5.1	北部湾港	-7.6
4	招商轮船	4.2	厦门象屿	-6.7
5	新宁物流	3.9	德新科技	-6.6
6	招商南油	3.8	锦江在线	-6.1
7	青岛港	3.3	海晨股份	-5.7
8	南京港	2.8	凤凰航运	-4.7
9	中远海能	2.6	三峡旅游	-4.7
10	中远海发	2.5	皖通高速	-4.4

数据来源：Wind，中信建投

图 3: 铁路公路板块涨跌幅股票表现（单位：%）

排名	证券简称	涨幅	证券简称	跌幅
1	招商公路	1.2	五洲交通	-4.7
2	皖通高速	1.2	重庆路桥	-3.5
3	四川成渝	1.0	山西路桥	-2.7
4	福建高速	0.8	吉林高速	-2.1
5	东莞控股	0.7	大秦铁路	-2.1
6	宁沪高速	0.5	赣粤高速	-2.1
7	湖南投资	0.2	龙江交通	-1.7
8			铁龙物流	-1.7
9			现代投资	-1.7
10			山东高速	-1.5

数据来源：Wind，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4: A 股铁路板块主要标的表现及估值情况

细分行业	上市公司	股票代码	市值（亿元）	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE（TTM）	PB	EV/EBITDA
铁路运输	广深铁路	601333.SH	201.94	-0.64%	4.87%	14.52	0.77	4.42
	京沪高铁	601816.SH	2323.97	-1.25%	-5.92%	17.05	1.12	10.71
	大秦铁路	601006.SH	933.56	-2.08%	-6.18%	15.46	0.57	5.80
	铁龙物流	600125.SH	68.93	-1.68%	-16.95%	12.96	0.90	4.12
高速公路	招商公路	001965.SZ	674.07	1.22%	1.94%	14.31	0.91	9.58
	宁沪高速	600377.SH	590.87	0.48%	8.80%	13.65	1.54	9.82
	山东高速	600350.SH	483.46	-1.48%	6.51%	15.66	1.09	11.05
	深高速	600548.SH	186.86	-0.85%	-4.99%	18.62	0.90	9.31
	皖通高速	600012.SH	259.47	1.20%	11.82%	14.18	2.13	8.86
	粤高速 A	000429.SZ	248.05	0.00%	11.83%	16.58	2.38	6.79
	四川成渝	601107.SH	165.44	1.02%	3.07%	11.55	0.90	15.18
	东莞控股	000828.SZ	104.99	0.70%	-3.11%	12.48	1.03	9.54
	赣粤高速	600269.SH	88.98	-2.06%	-23.53%	12.30	0.46	4.69
	福建高速	600033.SH	100.72	0.82%	-9.36%	11.05	0.81	3.10
	中原高速	600020.SH	85.85	-0.52%	-7.37%	13.16	0.55	13.75
	城发环境	000885.SZ	75.38	-1.26%	-11.71%	6.19	0.79	6.85
	山西路桥	000755.SZ	68.82	-2.70%	-2.51%	14.65	1.25	9.20
	楚天高速	600035.SH	58.93	-0.27%	-1.31%	10.26	0.66	9.88
	现代投资	000900.SZ	54.03	-1.66%	-9.23%	15.90	0.43	16.20
	重庆路桥	600106.SH	59.01	-3.48%	-28.60%	101.52	1.11	31.31
	五洲交通	600368.SH	66.00	-4.65%	8.95%	11.91	0.91	10.17
	吉林高速	601518.SH	52.56	-2.11%	3.29%	10.82	0.92	2.88
	龙江交通	601188.SH	37.34	-1.72%	-17.82%	20.76	0.83	6.18
	湖南投资	000548.SZ	22.81	0.22%	-15.41%	79.37	1.11	11.99

数据来源：Wind，Bloomberg，中信建投；注：不包含预测数据

1.2 港股及海外市场：铁路板块下跌、公路板块上涨

图 5: 港股及海外市场铁路板块主要标的表现及估值情况

细分行业	上市公司	股票代码	市值（亿美元）	周涨跌幅	年初至今涨幅	PE（TTM）	PB	EV/EBITDA
铁路运输	联合太平洋(UNION PACIFIC)	UNP.N	1678.14	-0.68%	23.97%	22.89	9.09	15.19
	加拿大国家铁路	CNI.N	736.52	-1.95%	23.63%	21.92	4.69	13.43
	CSX 运输	CSX.O	887.34	-2.15%	33.34%	27.53	6.75	16.94
	加拿大太平洋铁路	CP.N	780.45	-0.50%	21.30%	28.73	2.34	15.66
	诺福克南方(NORFOLK SOUTHERN)	NSC.N	716.43	-0.41%	11.89%	27.18	4.61	14.90
	港铁公司	0066.HK	261.67	0.12%	15.24%	8.99	1.07	0.00
	广深铁路股份	0525.HK	29.91	-7.13%	7.11%	9.04	0.50	0.00
	沧港铁路	2169.HK	2.75	0.00%	-34.15%	29.75	2.40	17.01
高速公路	江苏宁沪高速公路	0177.HK	87.51	2.09%	8.23%	9.60	1.13	0.00
	浙江沪杭甬	0576.HK	46.68	1.76%	-9.87%	6.08	0.66	8.81
	深圳国际	0152.HK	16.67	5.75%	-34.16%	8.50	0.37	8.64
	深圳高速公路股份	0548.HK	27.67	-4.18%	-5.60%	12.77	0.64	0.00
	安徽皖通高速公路	0995.HK	38.43	0.90%	25.62%	12.10	1.89	9.47
	四川成渝高速公路	0107.HK	24.50	0.85%	-3.27%	8.78	0.65	16.16
	越秀交通基建	1052.HK	7.23	-0.44%	-25.88%	8.83	0.43	6.75
	湾区发展	0737.HK	8.54	1.26%	12.87%	11.25	1.30	8.35

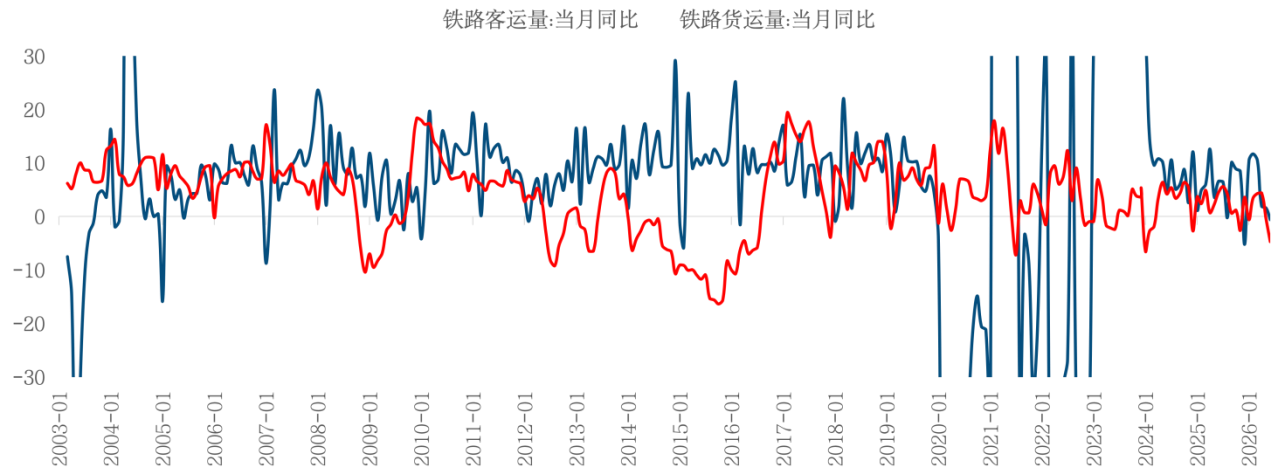
数据来源：Wind，Bloomberg，中信建投；注：不包含预测数据

下载日志已记录，仅供内部参考

二、行业动态：1-8 月份全国铁路客货运量持续增长

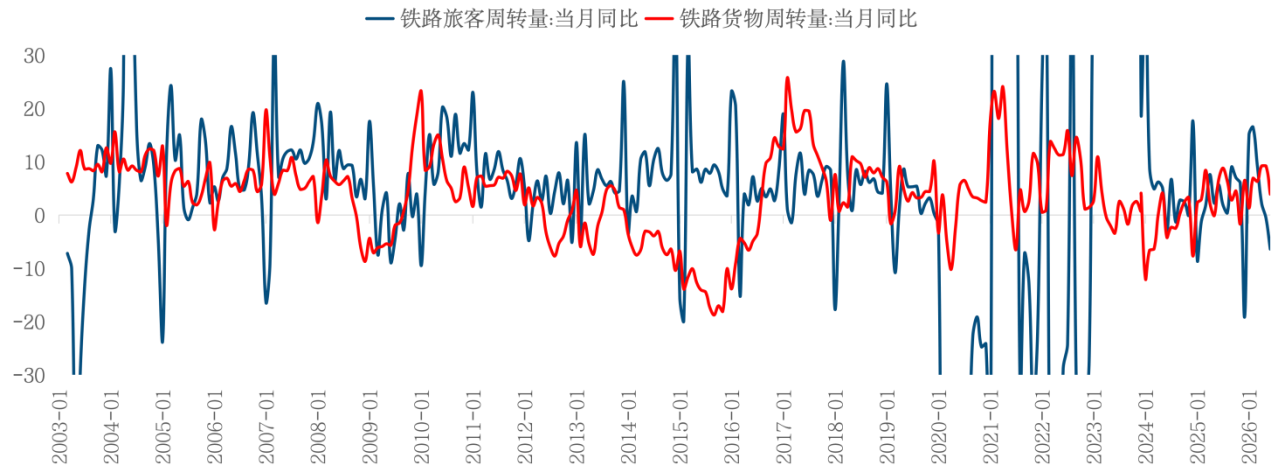
2.1 铁路运输：1-8 月国家铁路累计旅客运输量同比增长 3.9%

图 6: 铁路客运量与货运量同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投

图 7: 铁路客运周转量与货运周转量同比增速（%）



数据来源：Wind，中信建投

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8: 铁路行业主要公司经营数据（货运量单位：万吨，旅客发送量单位：万人）

			2025 8月	2025 9月	2025 10月	2025 11月	2025 12月	2026 1月	2026 2月	2026 3月	2026 4月	2026 5月	2026 6月	2026 7月	2026 8月
大秦铁路		货运量	3,230	3,305	3,251	3,722	3,443	3,128	2,804	3,754	3,116	3,885	3,689	3,153	3,091
		增速	3.03%	3.25%	-4.70%	1.75%	-1.68%	5.00%	1.37%	6.44%	1.76%	17.87%	13.79%	-0.82%	-4.30%
广深铁路	旅客发送量 总体	旅客发送	600.6	419.5	519.9	434.2	470.0	506.9	717.3	511.0	611.1	583.7	513.5	628.3	740.8
		增速	-19.39%	-22.88%	-8.47%	-4.63%	0.40%	-31.13%	55.39%	4.28%	3.71%	-3.96%	7.56%	8.40%	23.35%
		货运量	834.9	739.2	752.0	777.8	868.1	776.3	518.9	776.8	858.1	858.2	771.2	743.6	851.3
		增速	20.44%	2.87%	-3.84%	0.83%	10.90%	26.70%	-4.21%	5.63%	14.75%	8.02%	5.91%	-5.48%	1.96%
	旅客发送量	广深城际	228.9	149.4	224.7	191.5	211.7	223.3	246.2	219.6	255.0	248.8	218.1	244.2	278.6
		增速	-5.89%	-24.60%	-3.43%	2.77%	10.30%	-3.09%	36.52%	20.27%	13.44%	5.76%	18.85%	12.55%	21.75%
		直通车	9.8	6.6	8.4	7.6	9.5	8.6	9.5	8.4	9.8	8.8	7.6	8.6	10.6
		增速	-5.34%	-8.28%	-0.64%	-0.74%	0.41%	-6.13%	12.06%	13.89%	2.12%	12.11%	4.36%	-0.76%	8.94%
		长途车	361.9	263.6	286.8	235.1	248.8	275.0	461.6	283.0	346.3	326.1	287.8	375.5	451.5
		增速	-26.37%	-22.19%	-12.26%	-10.02%	-6.72%	-44.61%	69.20%	-5.69%	-2.41%	-10.58%	0.42%	6.08%	24.75%
	货运量	货物接运	686.7	612.4	630.5	662.8	732.9	648.3	419.7	669.8	716.5	716.9	660.7	645.9	731.2
		增速	19.06%	4.52%	-1.11%	3.20%	10.58%	28.66%	-2.78%	12.15%	16.61%	11.29%	9.30%	-0.57%	6.48%
		货物发送	148.2	126.8	121.6	115.0	135.1	128.0	99.2	107.0	141.6	141.3	110.5	97.7	120.1
		增速	27.27%	-4.40%	-15.90%	-10.96%	12.66%	17.61%	-9.86%	-22.55%	6.16%	-5.97%	-10.67%	-28.73%	-18.99%

数据来源：Wind，中信建投

2.2 高速公路：2026 年 7 月全国高速公路货运量同比增长 1.5%

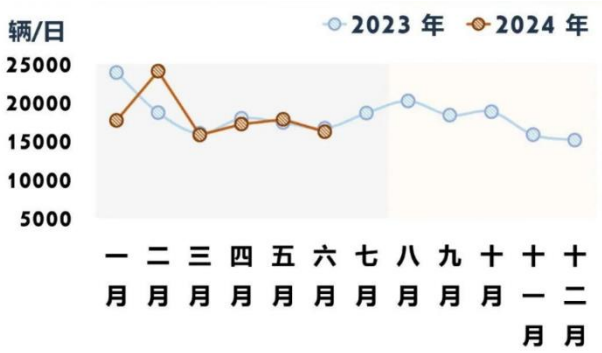
2.2.1 五一假期全国高速公路总流量同比增长 3.4%左右

图 9: 2020 年以来中国高速公路车流量



数据来源：交通运输部规划研究院，中信建投

图 10: 2023 年以来中国高速公路车流量

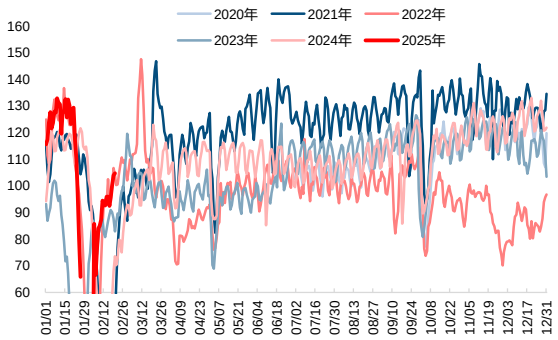


数据来源：交通运输部规划研究院，中信建投

2.2.2 2026 年 7 月全国高速公路货运量同比增长 1.5%

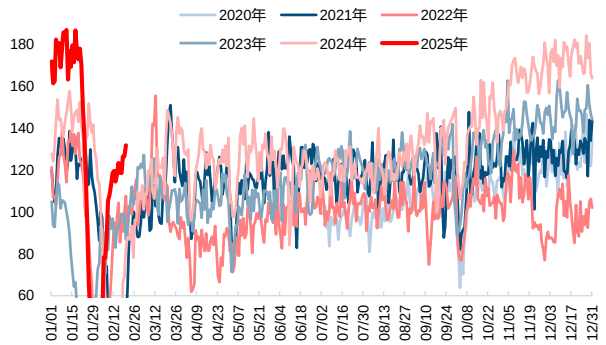
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11: 全国整车货运流量约为 2019 年日均值的 4.81%



数据来源：G7 易流，中信建投；注：单位为%，均为与 19 年比值

图 12: 江西整车货运流量约为 2019 年日均值的 31.93%



数据来源：G7 易流，中信建投；注：单位为%，均为与 19 年比值

2.2.3 差异化收费持续推进，高速公路企业盈利弹性空间有望打开

差异化收费政策出台，高速公路企业盈利弹性空间有望打开。2021 年 6 月 2 日，交通运输部、国家发展改革委、财政部三部委联合发布了《全面推广高速公路差异化收费实施方案》（交公路函〔2021〕228 号），要求各地于 6 月底前制定差异化收费方案，9 月底前组织实施差异化收费，并于 12 月中旬形成总结评估报告上报。当前部分省份路段已经发布试行期（1 年）高速公路差异化收费政策。

方案具体内容包括：（一）分路段差异化收费。利用价格杠杆，均衡路网交通流量分布，提高区域路网整体运行效率。（二）分车型（类）差异化收费。继续深化分车型（类）差异化优惠政策。（三）分时段差异化收费。针对波峰波谷明显的路段，执行差异化收费，引导车辆错峰出行。（四）分出入口差异化收费。针对不同的出入口实行差异化收费，实现精准调流降费。（五）分方向差异化收费。针对资源省份货物单向运输特征明显的高速公路，可对上行方向和下行方向实施差异化收费。（六）分支付方式差异化收费。完善 ETC 电子支付优惠模式，加大 ETC 电子支付优惠力度。**坚持以现行收费标准为基础、差异化下浮的原则。将现行政府定价调整为指导价，以现有政府定价收费标准为上限，赋予高速公路经营管理单位一定的定价自主权。**

下载日志已记录，仅供内部参考

三、投资评价和建议

当下高股息以三类资产为主——高股息中的成长股，代表皖通高速；高股息的估值提升股，代表以长江电力、中国神华为主的电力能源股；一般高股息股，代表银行股。

所有高股息的锚分三梯度：第一梯度以中国十年国债收益率为锚，第二梯度以长江电力为主的永续资产股息率为锚，第三梯度以美国十年国债收益率为锚。从低到高，依次分布，长江电力股息率之于十年国债需要风险溢价，高速公路、煤炭相较于长江电力需要风险溢价，内外资本流动以中美利差为锚，港股高股息需要较美国十年国债收益率与一年内美元存款风险溢价。港股与A股又以红利税给予折价。

高股息策略结束了吗？目前年内高股息资产的股息率大多回归至 5%甚至以下，实质上仍然需要结合 EPS 增长率，若 EPS 仍有 5%以上增长，不考虑税收和摩擦成本，隐含回报率在 10%。同时还需要考虑大类资产的预期回报率比较，如果某些板块短期股价大幅拉升，在存量市场博弈下，拉平后的涨幅使得高股息的吸引力再次体现，而全年对低利率环境的假设，也使得高股息的投资策略应该是年度为主。同时，对未来不确定性，高股息得益于商业模式的稳定性值得享受一定的估值溢价。

以上是我们之前的策略观点，而更新的观点主要是港股的资金来源发生了很大变化，一方面跨境 ETF 规模在扩大，另一方面外资通过 ETF 方式也在进入港股市场，这给港股铁公基资产带来更多的资金流。而在 A 股层面，行业因子或者基本面因子当下并不是决定股价的主要矛盾。我们比较了过去两年 ETF 在铁公基各个标的中的配置比例。研究发现，ETF 持股比例超过主动规模，多数高股息标的甚至沪深 300 权重股很多都已经被指数资金所定价。**我们认为驱动 2026 年红利资产的因素：（1）全市场预期的回报率是否会回落到 20%以内；（2）美联储降息的速度与空间；（3）红利资产本身的基本面变化，如高速公路、高铁等价格体系的修正。我们仍然看好优质红利资产如皖通高速、京沪高铁等核心资产。**

风险分析

高铁建设速度不及预期

近年来高铁建设快速发展的过程中，部分地区存在盲目建设高铁、地铁现象，出现“重高速轻普速、重投入轻产出”等情况，导致铁路企业面临较大的经营问题，债务压力倍增。若部分建成高铁经营问题较大，或将导致高铁建设速度放缓，全国高铁组网进程放慢，从而导致全国高铁网络不平衡性持续性超出预期，带来高铁企业业绩提升放缓。

能源价格大幅提升风险

受国际原油价格波动影响，能源价格存在大幅度上涨的风险。其次，俄乌冲突带来国际能源市场不稳定性增加，导致国内能源安全保障面临一定压力，能源价格存在大幅提升风险，带来铁路企业成本大幅上涨。

其他运输方式的竞争风险

高速铁路具有准点率高、载客量大、经济舒适、受自然气候影响小等优点。2016-2019 年京沪高铁持续优化列车开行方案，客座率稳步提高、列车开行质量不断提升，与公路客运、航空客运形成了差异化竞争的局面。

下载日志已记录，仅供内部参考

但是，如果未来公路网持续扩张完善、航空客运准点率和服务水平不断提高，仍可能影响旅客出行选择，如果出现大幅影响旅客周转量的情况，将对公司的经营产生一定负面影响。

清算政策调整的风险

由于铁路行业“全程全网”的业务特点，需要不同铁路运输企业之间相互提供路网服务。为建立铁路运输企业之间公平、公正、公开的清算秩序，原铁道部、原铁路总公司先后制定了《铁路运输进款清算办法》（铁财〔2005〕16 号）《中国铁路总公司关于明确有关财务清算事项的通知》（铁总财〔2016〕230 号）等相关规定。2016-2018 年，清算政策保持了基本稳定，确保了铁路运输进款清算的顺利进行，京沪高铁也实现了良好的经济效益。未来随着生产要素价格水平提高、路网服务质量提升、行业特点及供求关系变化，国铁集团清算项目、清算范围、清算价格可能出现调整，如果出现不利变化，将对公司的经营业绩产生一定影响。



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

梁骁

交运行业分析师，南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策，2022年加入中信建投证券研究发展部，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/跨境物流/铁路货运/航空物流，具有丰富的交运物流行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，工作地北京。

韩军

全球交通运输及全球能源首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。10 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

宗枫

中信建投证券全球能源与运输分析师，长期关注产业周期、资本开支与公司基本面变化。北京外国语大学金融与英语双学位；复旦大学国际工商管理硕士，并参与麻省理工学院（MIT）暑期项目。曾就职于德勤中国，担任高级审计员，参与多家大型A+H 上市公司审计工作；后任职于一级市场风险投资机构，负责早期项目挖掘与投资决策。具有两年证券行业研究经验，2025年加入中信建投证券。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk