

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

2025 年海运行业分析

联合资信 公用评级四部



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、行业概况

海运行业是国际贸易和全球经济运行的核心支柱产业，是交通运输行业的重要子集。海运行业主要指以船舶为载体进行的海洋运输活动，可分为船舶营运业和船舶租赁业。船舶营运指船舶经营人以自有船舶或租用船舶经营海上航线客、货运输的行业，其经营的可以是定期、定航线的班轮运输和不定期、不定航线追随货源而安排航线的租船运输。船舶租赁是指出租人将自有船舶出租给承租人使用，由承租人分期支付船舶租金的一种经营模式。

海运行业在国际贸易中发挥着至关重要的作用，全球超过 80% 的国际贸易货物通过海运进行，海运行业的发展状况直接影响到全球贸易的健康和稳定。海运行业也面临着一些挑战，包括环保法规的日趋严格、油价的波动、货物运输需求的不稳定、船舶运力供给的波动、地缘政治与经济波动等，上述因素均对行业的运营和盈利能力产生了较大的影响。

二、行业运行情况

根据联合国贸易与发展会议及克拉克森研究公司公布数据，近年来，全球海运贸易量持续增长。2022—2024 年，全球海运贸易量分别为 120 亿吨、123 亿吨和 125 亿吨¹。按照运输货物不同，全球海运货种以干散货、油品和集装箱为主，其占全球船舶运力的比例分别约为 52%、28% 和 16%，因此海运行业运行与国际干散货、油品和集装箱贸易形势及相关船舶运力息息相关。目前国际惯例将海运市场分为干散货航运、油品航运以及集装箱航运。

1. 干散货航运

2024 年，全球干散货海运贸易量继续稳步回升，运力继续释放，市场处于明显“磨底”阶段。2025 年国际干散货市场呈现“供需双弱”格局，短期内市场处于紧平衡状态，地缘政治影响将主导运价波动。

干散货航运的主要运输货种为铁矿石、煤炭及粮食等大宗货物，以不定期船点对点运输为主，运价受大宗商品市场影响波动较大。

2021 年，受益于经济复苏带来的全球贸易需求增长，以及全球主要国家宽松的货币政策，全球干散货现货市场明显复苏，干散货海运贸易量约为 53.79 亿吨，同比增长 4.0%；同时运力增速放缓，叠加港口拥堵，全球干散货市场供需失衡，运价大幅提升，2021 年全年 BDI 均值为 2943 点，较上年增长 176.1%，但呈现高波动性，2021

¹ 联合国贸易与发展会议（UNCTAD）发布的《2024 年世界海运述评》预计 2024 年全球海运贸易将增长 2%。

年 10 月 7 日达到 5650 点的近十年高位。

2022 年，全球经济增速放缓，印尼、印度、俄罗斯等国限制粮食、煤炭等出口，我国煤炭、铁矿石进口需求减弱，国际干散货航运总量出现收缩。2022 年，全球干散货海运贸易量 52.52 亿吨，同比下降 2.7%；同时港口拥堵情况逐步缓解，运力得到释放，BDI 有所回撤，2022 年 BDI 均值为 1934 点，较 2021 年全年均值下跌 34.28%。

2023 年，全球干散货海运需求恢复增长，干散货海运贸易量 55.08 亿吨，同比增长 3.6%；运力方面，2023 年运力释放明显，截至 2023 年底全球干散货船队运力共计 13557 艘、10.03 亿载重吨，较上年增长 3%；运价方面，2023 年 BDI 均值较 2022 年下跌 28.7%至 1379 点，整体回调至 2019 年水平。

2024 年，全球干散货海运贸易量继续稳步回升，同比增长 3.3%；运力方面，截至 2024 年底全球干散货船队运力共计 14032 艘、10.32 亿载重吨，较上年增长约 3%，增速与 2023 年持平；运价方面，2024 年 BDI 均值较 2023 年上涨 27.3%至 1755 点。从 BDI 指数变化来看，整体波动幅度开始减小，市场处于明显“磨底”阶段，2024 年上半年因运力紧张和区域供需错配推动运价上涨，整体底部支撑有力，下半年受中国需求疲软和巴拿马运河限制影响回落，短期震荡后波动下滑，呈现“淡季不淡、旺季不旺”态势。

2025 年国际干散货市场呈现“供需双弱”格局：需求端受中国房地产疲软、欧盟能源转型拖累，运力端因环保政策及船队老龄化增速受限；短期内，因基本面仍处于持续改善状态，市场处于紧平衡状态，区域冲突（如红海航线风险）及政策调整（美国港口费、欧盟碳税）仍将主导运价波动；另一方面，新一轮关税政策的变化可能会从进出口成本、贸易量、海运航线等方面对海运行业及全球贸易格局带来新的冲击和挑战。

图表 1 波罗的海干散货运价指数 (BDI) 趋势图 (单位: 点)



数据来源: Wind, 联合资信整理

2. 油品航运

2024 年全球原油海运量较上年变化不大, 油轮运力净增长保持低位, 运输需求增速放缓。未来油品运价受全球经济形势及地缘政治影响较大, 运价或维持震荡; 贸易格局重构与环保政策成为长期驱动因素。

油品运输方面, 石油、天然气以及化工品等属于大宗商品范围, 是全球经济活动的核心物料, 为工业生产、设备制造、居民消费等提供重要的基础, 同时也是国际贸易的重要组成部分, 因能源资源分布和消费区域的不匹配, 进而形成了全球贸易流。

油品运输方面, 2021 年, 受 OPEC 主要产油国持续控制产能、墨西哥湾原油产量和出口量下降、美国等原油消费大国联合释放原油战略储备等多因素影响, 原油现货市场货盘稀少, 运力持续过剩, 运价底部徘徊。2022 年, 俄乌冲突导致石油贸易格局改变, 同时受部分国家控制油价上涨以抗通胀有关政策影响, BDTI 大幅攀升并创两年以来新高; 2022 年全球原油海运量约同比上升 5%。2023 年, OPEC 主要产油国超预期减产、美湾及俄罗斯原油出口量保持高位、巴以冲突等因素导致全球石油贸易格局发生变化, 2023 年全球原油海运量约同比上升 3%; 年底全球原油油船运力为 4.62 亿吨, 较上年增长 1.98%, 全年 BDTI 大幅震荡。

2024 年, 全球经济和贸易进一步复苏, 带动石油需求和供给小幅增长, 全年原油海运量与 2023 年基本持平, 因红海危机导致航线绕行, 平均航行距离增加; 2024 年原油轮船队运力仅增长 0.2%, 油轮运力供给增长缓慢, 老旧运力拆解延缓、平均拆解船龄不断延后, 油轮运力净增长保持低位; BDTI 整体呈现震荡走势, 红海危机初期推升运价, 但后期航线绕行常态化, 市场情绪趋稳, 运价回调, BDTI 全年走势震

荡下行。

OPEC+政策调整及红海局势反复可能带来原油运价短期反弹，但长期需求增速有限，未来油品运价受全球经济形势及地缘政治影响较大，运价或维持震荡。近年来，国际局势变迁与能源地缘格局变化显著，国际能源贸易寻求采用多元化货币组合进行贸易结算，未来人民币、欧元等货币在能源贸易中的份额或将提升；另一方面，区域贸易紧张局势升级，2025 年中美关税政策变化直接冲击中美原油贸易量，并造成运价波动及航线转移等；加之环保法规的日益严格，对企业顺应全球环保趋势、实现可持续发展提出新的挑战。

图表 2 原油运输指数（BDTI）趋势图（单位：点）



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 集装箱航运

2024 年，全球集装箱航运市场呈现量价齐升态势，集装箱船队规模持续扩大，但红海船舶绕航叠加港口拥堵，有效缓解市场供给压力。未来集装箱航运市场将持续面临贸易韧性、国际形势、地缘风险等因素的博弈。

集装箱航运业务主要来自轻工制造业、大众消费品等，运输方式以班轮为主。2020

以来由于供需错配以及港口拥堵等特殊原因叠加，国际集装箱海运市场出现异常大幅波动。

2021 年全球经济复苏，国际贸易迅速恢复增长；2022 年后，受俄乌冲突、通货膨胀、欧美库存高企等多重因素影响，全球集装箱运输市场需求增长疲软，2021—2023 年全球集装箱贸易量分别为 2.07 亿 TEU、2.01 亿 TEU 和 2.01 亿 TEU，较上年增速分别为 6.5%、-3.1%和 0.3%。2024 年，全球集装箱航运市场需求呈现复苏态势，加之红海问题等影响，全球贸易量同比增长 5.9%至 2.13 亿 TEU。

运力方面，全球集装箱运力持续提升，据 AXS-Alphaliner 统计，2022—2024 年年底，全球集装箱船总运力分别为 2637.53 万 TEU、2851.93 万 TEU 和 3064.74 万 TEU，年均复合增长 7.79%。

集装箱运价方面，2020 年以来，CCFI 呈现“过山车”式波动，2020 年—2022 年上半年，因船舶延误及港口拥堵，全球集装箱运输供应持续紧张，集装箱运价大幅走高；2021 年全年，CCFI 均值为 2615.54 点，较上年增长 165.69%；2022 年 2 月 11 日 CCFI 达 3587.91 点，创历史新高；2022 年下半年以来，受港口拥堵问题改善叠加集装箱运力持续增长等因素影响，集装箱运价持续走低；2023 年全年 CCFI 平均值为 941.99 点，较 2020 年均值下降 3.62%，较 2019 年均值上升 14.27%，总体表现好于 2019 年。2024 年，全球经济延续温和复苏态势，带动全球集装箱航运市场运输需求攀升；全球集装箱航运市场新船运力交付约 300 万 EU，同比增幅超过 10%，尽管新船交付运力增长显著，但红海船舶绕航叠加港口拥堵，消化吸收了部分运力，有效缓解市场供给压力；随着供需关系趋紧，市场运价反弹回升，全年集装箱航运市场景气度明显回升；2024 年全年 CCFI 平均值为 1550.59 点，较 2023 年均值大幅增长超过 60%，但较 2022 年均值下降约 45%，过往三年集装箱运价波动明显。未来，供给增长、红海危机持续动荡及国际贸易摩擦增加了集装箱运输市场的不确定性。

图表3 中国出口集装箱运价指数（CCFI）趋势图（单位：点）



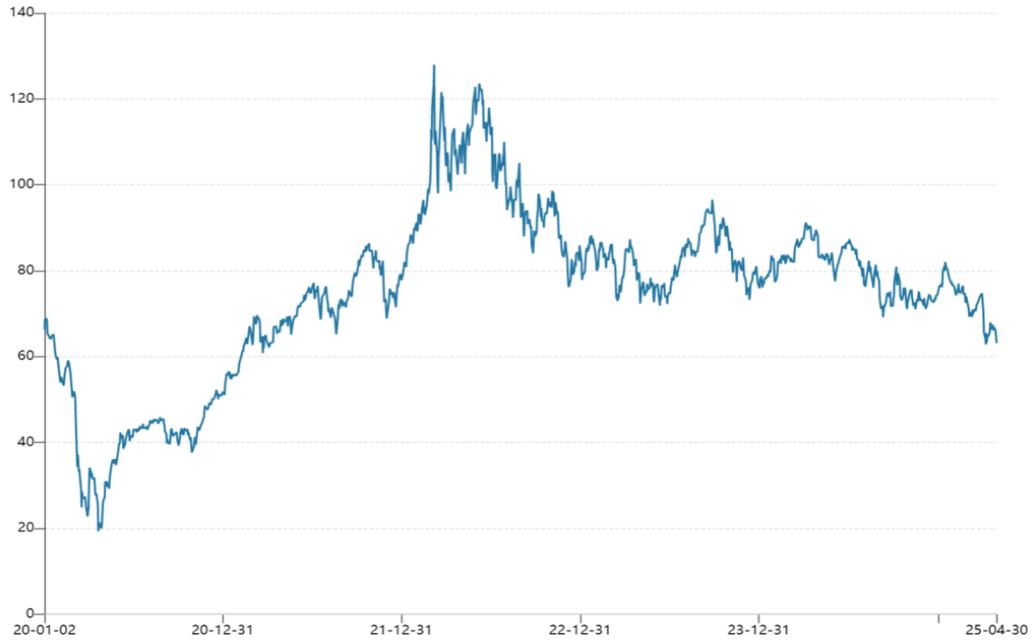
数据来源：Wind，联合资信整理

4. 航运成本

受复杂的宏观环境影响，近年来原油价格震荡下行。未来，地缘政治风险、OPEC+政策调整及全球需求变化等因素加剧了原油市场价格的不确定性，对航运公司成本控制提出了更高要求。

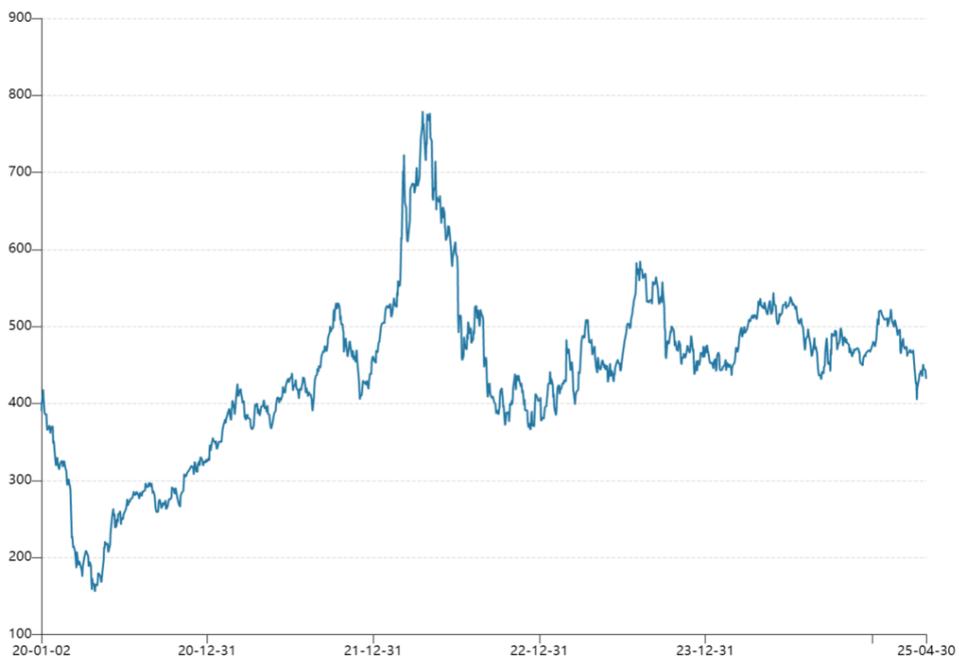
燃油成本为航运企业营业成本中最主要的成本支出之一，燃油价格的波动将影响航运企业的盈利水平；燃油价格在很大程度上受到国际市场原油价格波动的影响。原油价格方面，2020年5月起，受全球主要原油供应国减产及原油需求开始回升影响，原油价格开始触底反弹，于2022年上半年升至2014年以来经济通胀调整后的最高价格；2022年下半年，美国和国际战略石油储备释放计划增加了原油供应，原油价格有所回落；2023年，受到地缘政治、能源转型、金融动荡等多方面复杂因素影响，原油价格大幅波动；2024年以来，国际油价走势呈现出先扬后抑的特征，上半年OPEC+延续减产政策及地缘扰动带来价格上涨，下半年美联储降息，市场预期经济下滑，需求弱化，油价不断回落。2022—2024年，布伦特原油期货价格全年平均值分别约为99.04美元/桶、82.64美元/桶和79.86美元/桶。由于全球市场持续受地缘政治冲突、OPEC+政策调整、全球需求疲软及库存变化等因素影响，原油市场价格存在较大的不确定性。

图表 4 布伦特原油期货结算价趋势图（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 5 新加坡 IFO380 燃油价格趋势图（单位：美元/吨）



数据来源：Wind，联合资信整理

三、行业发展政策

近年来，国家层面出台系列政策，核心目标在于驱动海运企业完善治理架构、实现发展理念向高质量发展转型，并加速技术革新与服务创新。这些政策的落地实施，为行业现代化与国际化水平的系统性提升奠定了基础。我国海运行业政策体系已形成绿色智能化加速发展、全产业链协同、与国际规则接轨等核心趋势。

图表 6 近年来海运行业相关的重要政策

发布时间	发布单位	文件内容	核心内容及主旨
2020/02	交通运输部、发展改革委、工业和信息化部、财政部、商务部、海关总署、税务总局	《关于大力推进海运业高质量发展的指导意见》	到 2025 年，基本建成海运业高质量发展体系； 到 2035 年，绿色智能水平和综合竞争力居世界前列； 到 2050 年，全面实现海运治理体系和治理能力现代化。
2021/02	中共中央、国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	强化国际航运中心辐射能力，完善海上国际运输通道，保障原油、铁矿石、粮食、液化天然气等国家重点物资国际运输，拓展国际海运物流网。
2022/01	中共中央、国务院	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》	优化国际海运航线网络布局，提高中韩陆海联运效率，推动中欧陆海快线健康发展，扩大“丝路海运”品牌影响。
2022/12	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	优化国际海运航线，强化国际航空货运网络，支持优化海外仓全球布局，加快构建高效畅通的多元化国际物流干线通道，形成内外联通、安全高效的物流网络。
2022/12	国务院	《“十四五”现代物流发展规划》	加密国际海运航线，打造国际航运枢纽港，提升国际航运服务能力，强化国际中转功能，拓展国际金融、国际贸易等综合服务。
2023/12	央行、交通运输部、银保监会	《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》	提高海运信贷和保险供给，降低融资成本，支持国际海运物流网络建设。
2023/12	交通运输部等	《关于加快推进现代航运服务业高质量发展的指导意见》	修订《海商法》《国际海运条例》，完善航运法律体系；建设上海国际航运中心。
2023/12	工业和信息化部、国家发展改革委、财政	《船舶制造业绿色发展行动纲要	到 2025 年，船舶制造业绿色发展体系初步构建，绿色船舶产品供应能力进一

	部、生态环境部、交通运输部	《(2024—2030年)》	步提升,船用替代燃料和新能源技术应用与国际同步,液化天然气(LNG)、甲醇等绿色动力船舶国际市场份额超过50%。
2024/11	交通运输部、国家发展改革委	《交通物流降本提质增效行动计划》	推进“丝路海运”港航贸一体化发展,加快西部陆海新通道、空中丝绸之路建设。

数据来源:联合资信根据公开资料整理

《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》作为政策里程碑,其影响主要体现在优化国际海运航线网络布局,提升中韩陆海联运跨境物流效率,并促进中欧陆海快线稳健发展。通过这些战略举措,显著增强中国海运行业的全球竞争力,并深度拓展“丝路海运”品牌的国际影响力。此外,政策体系进一步强调创新驱动战略,涵盖技术创新、产品与服务模式创新等多维度。政府旨在通过引入高标准与先进技术(如环保燃料技术、智能化航运技术),构建绿色、智能的海运体系,并提出港航贸一体化发展的物流降本提质增效行动,推动行业实现可持续、高质量发展。

随着全球航运减排进程加速,国际海事组织(IMO)2025年会议提出全球首个针对航运业的将强制性排放限制和温室气体定价相结合的框架,对我国政策对接国际标准、应对国际认证体系提出要求。

四、行业周期性与竞争性

(一) 行业周期性

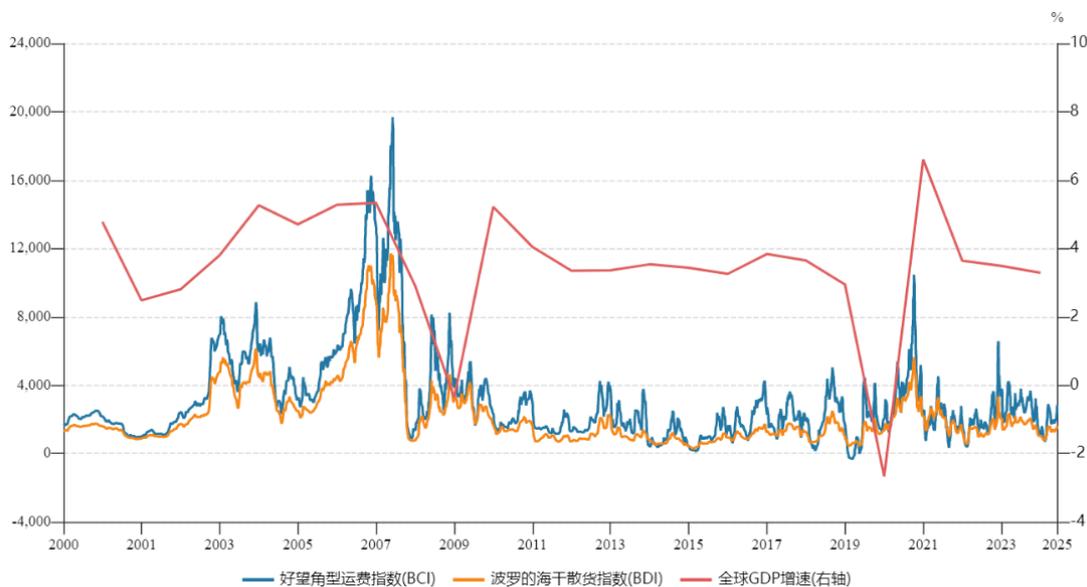
海运行业与全球经济发展息息相关,数十年来反复出现周期性特征,但由不同的宏观环境因素所驱动。近年来,行业需求端与供给端的固有波动加之新的政策与风险变量,导致海运行业发展的不确定性增加。

从需求端来看,海运需求与全球经济增长密切相关。全球经济繁荣时,贸易活动频繁,对海运的需求随之增加;反之亦然。从供给端来看,造船周期长也是导致海运行业周期性发展的因素之一,船司在运价上行期订购大量船舶,而船舶交付时可能正好面临运价下行周期,船舶交付周期与经济周期错配,导致供给增加与需求减弱的矛盾,加剧市场波动。

2000—2008年,全球GDP增速保持在较高水平,海运行业进入繁荣扩张期,BDI指数2008年创历史高点。但随之而来的金融危机导致经济快速萎缩,全球经济进入“长期停滞”,运力过剩问题爆发;经过2009—2019年的调整与转型期,全球经济发生结构性变化,中国成为最大海运需求国,中国远洋海运集团有限公司(以下简称“中

国远洋海运集团”)船队规模跃居世界第一。2020—2021年,全球经济经历大型冲击与报复性复苏,港口拥堵及供需失衡等造成运价迅速提升。2022—2023年,地缘冲突、红海危机等不断动荡,全球能源贸易及经济格局进入重构期,2023年全球海运贸易增长2.4%。2024年以来,全球经济逐渐恢复,航运贸易指数趋于平稳;但面对不同区域的贸易紧张局势、政治风险、全球贸易格局变换及关税政策变化等因素,全球贸易的发展前景存在不确定性,环保成本传导也或将成为海运行业发展的新增重要变量。

图表7 海运指数及全球经济增速(单位:点)



数据来源: Wind, 联合资信整理

(二) 行业集中度与竞争性

海运行业属于资本、技术密集型行业,班轮形式较依赖规模经济,经多轮并购已形成寡头垄断,行业集中度高。根据 Alphaliner 排名,截至 2025 年 2 月 20 日,全球前十大班轮公司市场份额占比合计达 83.8%,排名前五分别为地中海航运(640.61 万 TEU,运力市场份额占比 20.1%)、马士基航运(452.58 万 TEU,占比 14.2%)、达飞轮船(387.50 万 TEU,占比 12.2%)、中国远洋海运集团(334.10 万 TEU,占比 10.5%)及赫伯罗特(235.65 万 TEU,占比 7.4%)。此外,由于节约成本及提升竞争力的需要,各大集运公司龙头联盟不断重组,形成联盟体系²,新的联盟和服务网络将显著提升

² 截至 2025 年 4 月底,集运公司形成的主要联盟包括:

双子星联盟(Gemini)由马士基和赫伯罗特联手,于 2025 年 2 月成立;

海洋联盟(Ocean Alliance)不变(达飞轮船、中国远洋海运集团、长荣海运和东方海外(国际)有限公司),联盟合作期限延长至 2032 年;

航运服务的效率，加剧差异化竞争。2023年7月，国际海事组织（IMO）审议修订了航运温室气体排放初始战略及碳排放目标；新一轮科技革命和产业变革加速演进，清洁能源动力、人工智能大数据等新技术在海事领域深化应用，船舶行业加快向高端化、绿色化、智能化的方向发展。

干散货及油品运输具备货主集中、承运人分散的特点，其航运市场集中度方面则远低于集装箱航运。从船舶运力看，干散货海运行业进入门槛相对较低，竞争格局较为分散。全球前十大干散货船东运力合计约占据15%的市场份额，全球前十大油轮船东运力合计约占据22%的市场份额。

国内海运行业呈现显著的寡头垄断特征，龙头企业中国远洋海运集团覆盖航运-港口-物流全产业链，船舶数量和吨位均遥遥领先，其航运各板块主要通过各下属上市子公司开展。招商局集团有限公司主要通过招商局能源运输股份有限公司（以下简称“招商轮船”）在能源运输领域深耕。两大国有航运集团不仅在船队规模和国际航线上占据重要地位，也在各细分市场形成全面布局。

图表 8 海运行业国内各领域主要头部企业

类型	头部企业	竞争特征
集装箱航运	中远海控	联盟化（海洋联盟、双子星联盟）
干散货运输	招商轮船、中远海运	分散竞争
油轮运输	中远海能、招商轮船	高壁垒
特种船运输	中远海特	市场相对独立、周期性波动较小

数据来源：联合资信根据公开资料整理

截至2024年底，中国远洋海运集团经营船队综合运力1.3亿载重吨/1535艘，排名世界第一；其中，集装箱船队规模338.8万TEU/542艘，居世界前列；干散货船队运力4982.6万载重吨/468艘，油、气船队运力3280万载重吨/251艘，均居世界第一。

截至2024年底，招商轮船共有自有船220艘，载重吨3823.26万吨，租入船50艘，载重吨214.26万吨；散货船队运力1855.95万载重吨/93艘，油轮船队运力1664.65万载重吨/60艘，LNG船队运力192.57万载重吨/22艘。

海洋网联船务 ONE、韩新海运 HMM 和阳明海运将在新联盟 Premier Alliance 下继续紧密合作，自 2025 年 2 月起合作期限五年；原 2M 联盟（地中海航运、马士基航运）于 2025 年 1 月解散，地中海航运独立运营，并与 Premier Alliance 在亚欧航线上进行合作。

五、行业增长性与风险表现

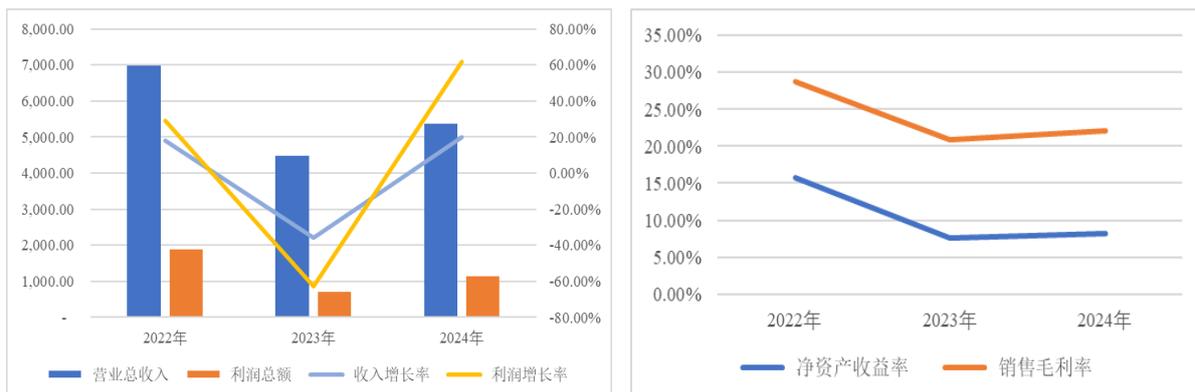
本报告选取国内船队运力规模居前且可公开获取数据的 11 家航运企业作为研究样本。

海运行业头部企业竞争格局稳定，盈利表现受全球经济与地缘政治影响显著，变动趋势与海运指数及全球经济增速变动趋势保持一致。得益于持续较强的盈利能力及经营获现能力，主要样本企业利用经营现金积累逐步偿付有息债务，目前样本企业债务负担整体处于较低水平，长短期偿债能力指标表现均很强。

（一）行业增长性和盈利能力分析

海运行业呈现资本与技术密集型特征，近年来，行业内头部企业竞争格局稳定，在收入及盈利表现方面，行业整体受全球经济形势与国际地缘政治局势等影响显著。2022 年，集装箱运输价格处于较高水平，带动航运整体收入上行；2023 年，全球航运市场回归疲弱态势，各主要企业营业总收入规模及盈利水平均出现明显下滑；2024 年，伴随全球经济复苏与服务贸易活跃度提升，全球贸易保持增长，带动全球航运市场运输需求攀升，市场运价处于相对高位，各主要企业收入、利润均有所回升，但行业平均盈利水平仍低于 2022 年。整体看，行业内各主要企业收入及盈利表现与全球海运指数、全球经济增速变动趋势保持一致。

图表 9.1 海运行业样本企业收入和盈利情况（单位：亿元）



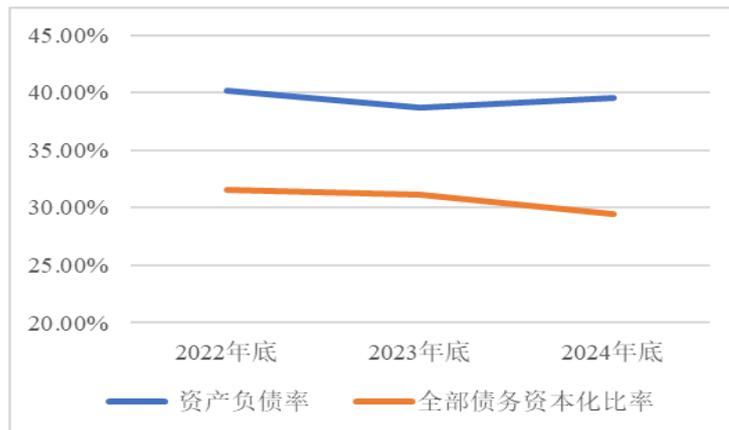
数据来源：联合资信根据公开资料整理

（二）行业杠杆水平

近年来，随着样本企业利润的持续积累，样本企业权益资本稳步增长，同时头部企业基于业务拓展需求积极扩充运力，整体看，样本企业平均资产负债率维持稳定。

得益于航运业务持续较强的盈利能力及经营获现能力，样本企业利用经营现金积累逐步偿付有息债务，行业全部债务资本化比率持续下降，债务负担整体处于较低水平，财务稳健性提升。

图表 9.2 海运行业样本企业财务杠杆水平

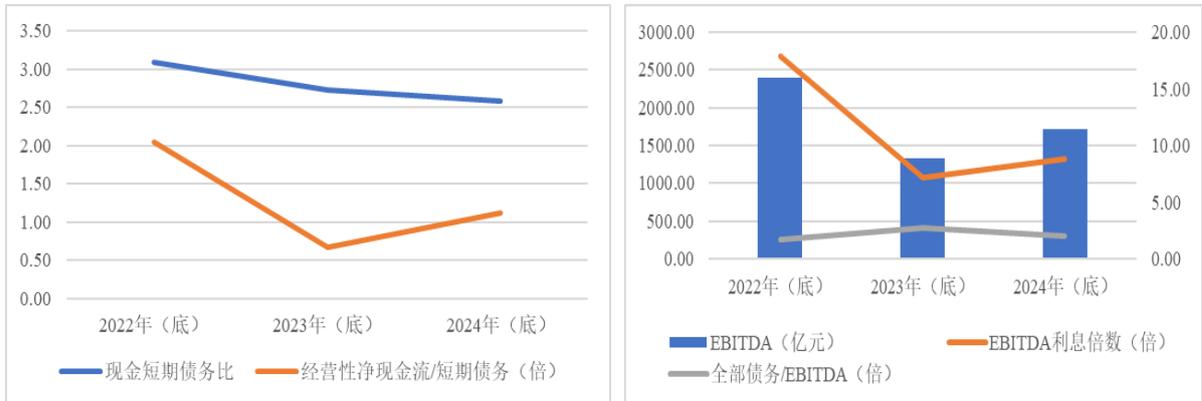


数据来源：联合资信根据公开资料整理

（三）行业偿债能力

短期偿债能力指标表现方面，2022 年以来，样本企业普遍持有充裕的现金类资产（货币资金占总资产的比重均超过 20%），近年来，随着企业使用自有资金逐步偿付有息债务，各企业现金类资产规模持续减少，但对短期债务的覆盖能力仍很强；受海运行业各年度整体行情波动影响，样本企业近年来经营活动现金净流入规模波动较大，与收入变动趋势一致，导致经营性净现金流对短期债务的覆盖倍数有所下滑，但 2024 年已回升至 1 倍以上。整体看，海运行业样本企业短期偿债能力很强。

长期偿债能力指标表现方面，2022—2024 年，受利润波动下降影响，样本企业 EBITDA 总额呈波动下降趋势，其对利息支出及全部债务的覆盖程度均随之变化，但各年 EBITDA 利息倍数始终高于 7 倍，全部债务/EBITDA 均低于 3 倍，长期偿债能力指标仍很强。

图 9.3 海运行业样本企业偿债能力指标


数据来源：联合资信根据公开资料整理

六、行业展望

海运行业的发展前景与全球经济、贸易格局呈现深度联动特征。全球化进程构建的基础性需求仍将持续支撑行业发展，但不同货种面临差异化的市场周期。整体看，干散货及油品贸易需求受全球经济形势、贸易政策、贸易壁垒、地缘政治及国际格局等因素影响较大，市场不确定性增加；集装箱航运市场受经济复苏动能不足、国际形势变化等导致全球需求疲软，未来供给过剩趋势明显，运价上涨动能不足。从竞争格局看，头部航运公司仍将占据主导地位，而数字化转型与绿色航运正重构行业竞争要素，对企业加速推进船舶新能源改造和智能化系统升级等提出新的要求，以应对日趋严格的环保监管和技术迭代挑战。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。