

## 市场数据(美元)

收盘价: 19.38 美元  
 目标价: 23 美元  
 纽交所综合指数: 12580  
 纳斯达克: 7895.99  
 标普 500: 2888.68

## 价格战未完结, 但公司有望录得更稳定盈利能力

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	4.53	5.33	6.51	8.04	9.88
营业额(亿元)	130.56	176.87	225.14	283.92	357.66
同比增长 (%)	34%	35%	27%	26%	26%
毛利率 (%)	33%	38%	35%	34%	34%
净利率 (%)	24%	25%	22%	22%	22%
市盈率 (倍)	30	25	21	17	14

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 19 年上半年营收 99.98 亿元, 同增 29.1%; 调整后净利润 23.42 亿元, 同增 26.4%。二季度营收 54.23 亿元, 同增 29.2%; 调整后净利润为 13.76 亿元, 同增 25.6%。H1 营收符合预期, 利润增速超预期。

### 经营分析

- **竞争策略从防御状态转向进攻, 市场份额继续扩大。**①公司价格策略效果显著, Q2 业务量 31.07 亿件, 同增 46.8%, 增速同比/环比大幅提升 5.1/5.2pct。②上半年业务量同增 44.6%至 53.71 亿件, 市占率 19.3%, 与韵达差距进一步拉大至 3.7pct (18 年底为 3.0pct)。③我们预计 19/20/21 年公司件量同增 40%/33%/30%, 隐含假设市场份额分别达 19%/21%/23%。
- **单票快递成本降幅达 9.7%, 载装率提升贡献主要运输成本降幅。**①单票运输、分拣成本分别同降 8.3%/6.1%, 我们测算自有车辆占比提升/大车占比提升/装载率提升贡献运输成本降幅分别为 1.4%/3.7%/3.2%, 预计全年单票运输成本降幅可达 10%左右。②自动分拣设备数达 155 套, 同时大件自动分拣设备逐步上线; 分拨中心人均能效不断提升, Q2 同比约+25.7% (18 年为 4274 件/天/人, 同比+63%), 预计单票转运成本全年降幅 5%左右。
- **展望: 价格战未完结, 但公司有望录得更稳定盈利能力。**①主要电商将战略重点均放在下沉市场和存量市场深度开发, 平台帝国疆持续扩大。②美国: UPS 发起价格战 5 年后, 尾部企业陆续退出, 期间 UPS 盈利能力较其他快递公司更加稳定, 而对客户议价能力低、成本管控能力低、对经济周期敏感者更宜出局。③中国: 末端派费构成二次约束, 网络稳定性牵一发而动全身。价格竞争的方式已经逐渐从成本挖掘转向派费下调, 但派费下调将对派件为主的网点构成盈利压力, 影响全网稳定性。中通优化增量补贴和个性化网络政策体系, 提高末端网点市场竞争力, 支撑中通运营效率持续领先。

### 投资建议

- 基于更激烈的价格竞争环境和公司防御转进攻的竞争策略, 我们下调原 19 年/20 年盈利预测 5%和 7%, 预计中通 19/20/21 年归母净利 (GAAP) 为 51.27 亿元/63.36 亿元/77.84 亿元 (原预测 19/20 年为 53.73 亿元和 68.44 亿元), 经调整净利润 (Non-GAAP) 为 52.07 亿元/63.36 亿元/78.94 亿元, 对应 EPS (GAAP) 为 6.51/8.04/9.88 元 (原预测 19/20 年为 6.98 元和 8.89 元), 对应当前股价 PE 为 21/17/14 倍, 维持“买入评级”。

### 风险提示

- 电商增速下滑导致快递需求下降, 行业竞争加剧, 加盟商网点不稳定。

### 相关报告

- 1.《业务量增速维持高位, 单票成本持续改善-中通快递三季报业绩点评》, 2018.11.19
- 2.《规模持续领先, 全网运营效率成就长跑冠军-中通快递首次覆盖》, 2018.9.14

徐君 联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

## 内容目录

上半年营收符合预期，利润增速超预期.....	3
竞争策略从防御状态转向进攻，市场份额继续扩大.....	3
单票快递成本降幅达 9.7%，大车占比、载装率提升贡献主要运输成本降幅.....	3
账上现金充裕，竞争弹药充足.....	5
全年展望：价格战未完结，但公司有望录得更稳定的盈利能力.....	6
拼多多完成下沉市场教育，行业增速或超预期.....	6
价格战或是持久战，但价格战期间盈利能力表现不一.....	7
末端派费构成二次约束，网络稳定性牵一发而动全身.....	9
估值与投资建议.....	9
风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1：中通快递件量增长 19Q2 明显提速.....	3
图表 2：中通与韵达市占率对比.....	3
图表 3：中通 Q2 单票运输成本下降 8.3%.....	4
图表 4：中通单票收入与单票成本持续下行.....	4
图表 5：中通自有车辆、大车分别占总干线车辆的 85.3%、54.3%.....	4
图表 6：大车占比提升、载装率提升贡献运输成本主要降幅。.....	4
图表 7：大车占比提升对单票运输成本下降的敏感性分析.....	5
图表 8：自有车辆占比提升对单票运输成本下降的敏感性分析.....	5
图表 9：中通分拨中心员工数增速远低于件量增速.....	5
图表 10：中通 Q2 单票转运成本下降 6.1%.....	5
图表 11：中通 19Q2 账上现金 163.7 亿元，占比 40.4%.....	6
图表 12：中通经营性活动现金流净额持续领先.....	6
图表 13：中通 Q2 资本性开支同比增长 9.9%至 8.12 亿元.....	6
图表 14：1982 年、1992 年两次价格战均由 UPS 首先主导.....	7
图表 15：美国价格战期间市占率演变（1985-1994-2001）.....	7
图表 16：UPS 价格战期间持续保持稳定增长.....	8
图表 17：UPS 在美国价格战期间盈利能力更加稳定.....	8
图表 18：竞争结果：退出、合并.....	9

## 上半年营收符合预期，利润增速超预期

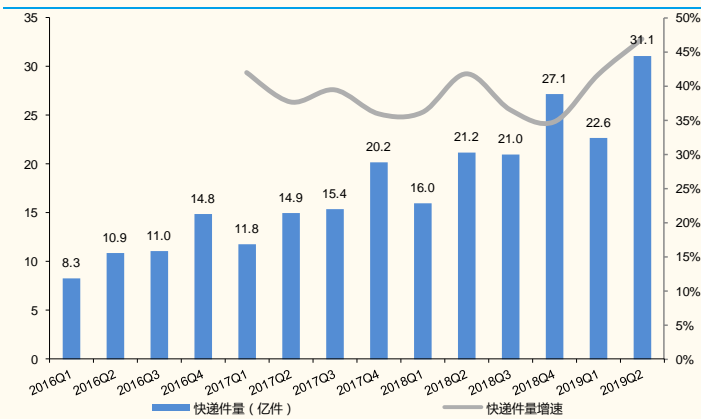
### 竞争策略从防御状态转向进攻，市场份额继续扩大

公司 2019 年上半年营收 99.98 亿元，同增 29.1%；其中，二季度营收同增 29.2%至 54.23 亿元。

快递服务收入同增 30.0%至 47.64 亿元；其中直客收入 6.51 亿元，同增 60.2%；跨境业务收入 3.50 亿元，同增 16.0%。

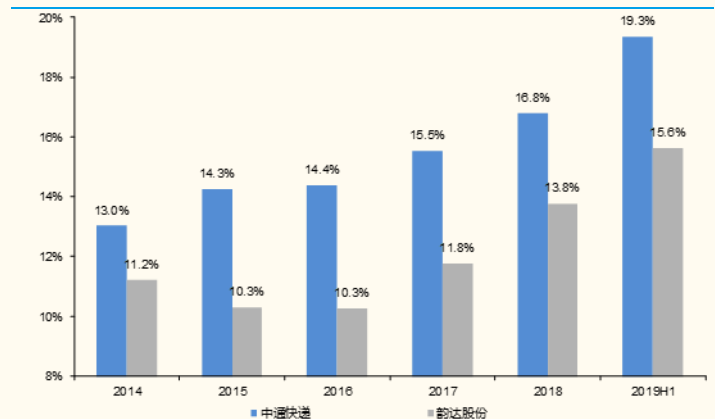
扣除跨境业务收入后，单票收入下降 11.3%至 1.63 元。价格策略效果显著，Q2 业务量 31.07 亿件，同增 46.8%，增速同比/环比大幅提升 5.1/5.2pct，市场份额达 19.9%，同比/环比提升 2.5/1.3pct。上半年业务量同增 44.6%至 53.71 亿件，市占率 19.3%，与韵达差距进一步拉大至 3.7pct（18 年底为 3.0pct）。

图表 1：中通快递件量增长 19Q2 明显提速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：中通与韵达市占率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

注：剔除货代业务

### 单票快递成本降幅达 9.7%，大车占比、载装率提升贡献主要运输成本降幅

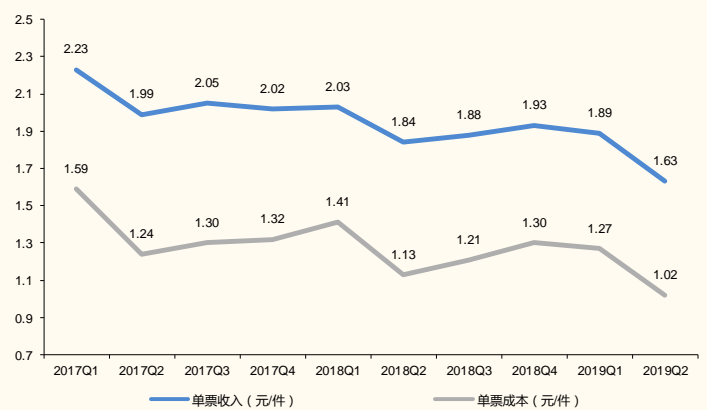
剔除货代业务后，Q2 单票快递成本约 1.02 元，同比减少 9.7%。单票运输成本从上年同期的 0.60 元下降至 0.55 元。运输成本优势主要源于自建大运力运输车队、规模效应以及运输路径的持续优化。根据我们测算：1) Q2 自有车辆占比同增 4.5pct 至 85.3%，带来运输成本同比降低约 1.4%；2) 15-17 米大车占比同增 11pct 至 54.3%，带来运输成本同比降低约 3.7%。大车占比提升、载装率提升贡献运输成本主要降幅。

图表 3：中通 Q2 单票运输成本下降 8.3%



来源：公司公告，国金证券研究所

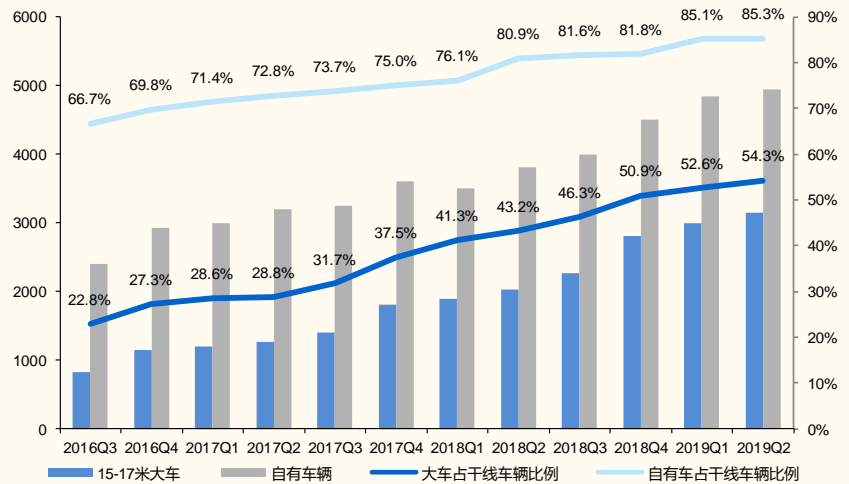
图表 4：中通单票收入与单票成本持续下行



来源：公司公告，国金证券研究所

注：剔除货代业务

图表 5：中通自有车辆、大车分别占总干线车辆的 85.3%、54.3%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：大车占比提升、载装率提升贡献运输成本主要降幅。

	大车比例	大车运力	小车运力	合计运力	运力增幅	运输成本计算 (假设大车成本为小车的70%)	剔除运力提升影响	单票运输成本降幅
2018Q 2	43%	0.86	0.57	1.43	/	1.172	/	/
2019Q 2	54%	1.08	0.46	1.54	1.077	1.216	1.129	-3.7%
	自有车比例	自有车	外包车	运输成本计算 (假设自有车成本为外包车的75%)	单票运输成本降幅			
2018Q 2	81%	0.81	0.19	80.9%*75%+ 19.1%	/			
2019Q 2	85%	0.85	0.15	85.3%*75%+ 14.7%	-1.4%			

来源：公司公告，国金证券研究所

假设 2019 年全年自有车比例提升至 90%，大车比例提升至 60%，预计全年单票运输成本降幅可达 10%。载装率提升和大车占比提升贡献主要降幅，更加考验管理能力和规模效应，而非学习效应。

图表 7：大车占比提升对单票运输成本下降的敏感性分析

	大车比例	大车运力	小车运力	合计运力	运力增幅	运输成本计算（假设大车成本为小车的70%）	剔除运力提升影响	单票运输成本降幅
2017	38%	0.76	0.62	1.38	/	$0.76*0.7+0.62$	/	/
2018	51%	1.02	0.49	1.51	1.09	$1.02*0.7+0.49$	$(1.02*0.7+0.49)/1.09$	-4.1%
敏感性分析								
2018	51%	1.02	0.49	1.51	/	1.20	/	/
2019	54%	1.08	0.46	1.54	1.02	1.22	1.19	-1.0%
	57%	1.14	0.43	1.57	1.04	1.23	1.18	-1.9%
	60%	1.20	0.40	1.6	1.06	1.24	1.17	-2.8%
	63%	1.26	0.37	1.63	1.08	1.25	1.16	-3.7%
	65%	1.30	0.35	1.65	1.09	1.26	1.15	-4.2%
	67%	1.34	0.33	1.67	1.11	1.27	1.15	-4.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

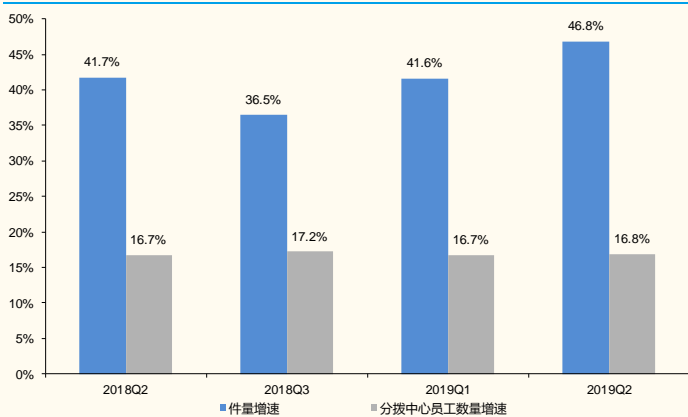
图表 8：自有车辆占比提升对单票运输成本下降的敏感性分析

	自有车比例	自有车	外包车	运输成本计算（假设自有车成本为外包车的75%）	单票运输成本降幅
2018	82%	82%	18%	$82%*75%+18%$	/
2019	86%	86%	14%	$86%*75%+14%$	-1.3%
	87%	87%	13%	$87%*75%+13%$	-1.6%
	88%	88%	12%	$88%*75%+12%$	-1.9%
	89%	89%	11%	$89%*75%+11%$	-2.2%
	90%	90%	10%	$90%*75%+10%$	-2.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

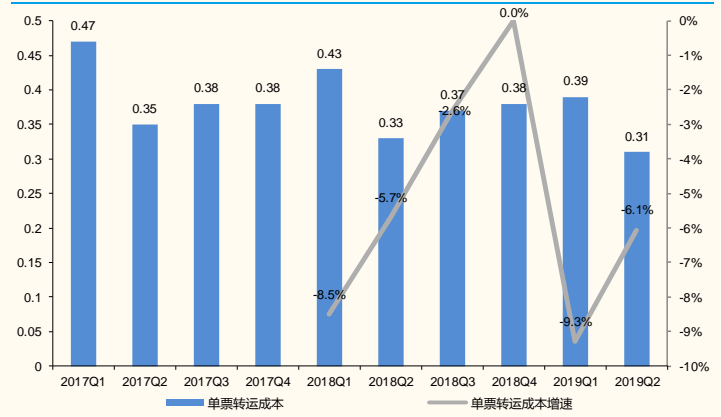
单票分拣成本从上年同期的 0.33 元下降至 0.31 元。中通持续加大智能化产能投入，自动分拣设备数达 155 套，同比+142.2%/环比+19.2%。同时大件自动分拣设备逐步上线；分拣中心人均能效不断提升，Q2 同比约+25.7%（18 年为 4274 件/天/人，同比+63%）。

图表 9：中通分拨中心员工数增速远低于件量增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：中通 Q2 单票转运成本下降 6.1%



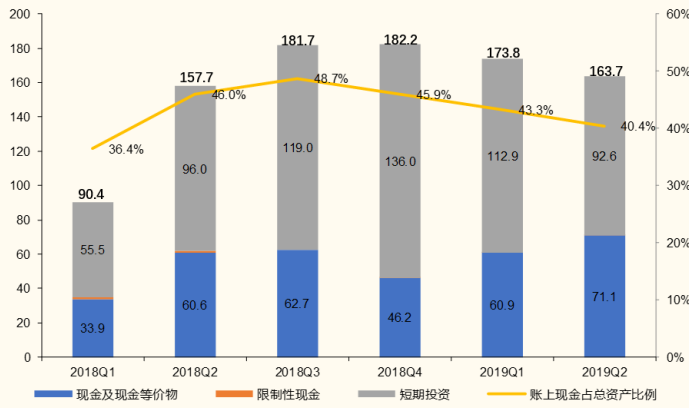
来源：公司公告，国金证券研究所

### 账上现金充裕，竞争弹药充足

中通 2019Q2 账上现金 163.7 亿元，占总资产的 40.4%，其中现金及现金等价物 71.1 亿元，限制性现金 0.01 亿元，短期投资 92.6 亿元。经营性现金流净额持续领跑通达系，Q2 达到 26.26 亿元。

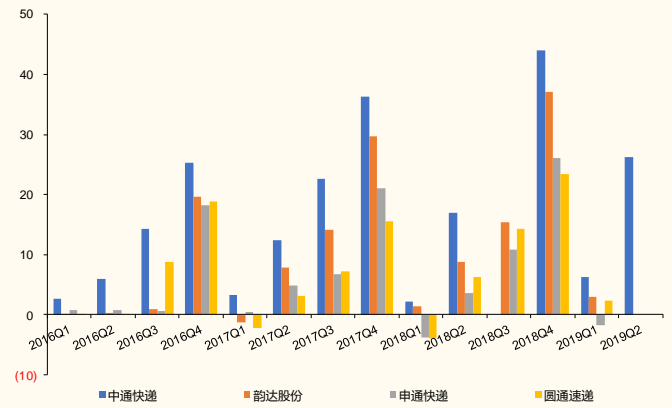
充足的账面现金叠加稳健的现金流支撑公司未来资本开支。Q2 投入 8.12 亿元，同比增长 9.9%，其中厂房、设备和车辆 7.29 亿元，土地使用权 0.83 亿元。中通 19 年预计资本开支 60-80 亿，其中 65%-70% 土地、15%-20% 投入自动化设备、10%-15% 投入车辆，上半年资本开支已投入 17.34 亿元。

图表 11：中通 19Q2 账上现金 163.7 亿元，占比 40.4%



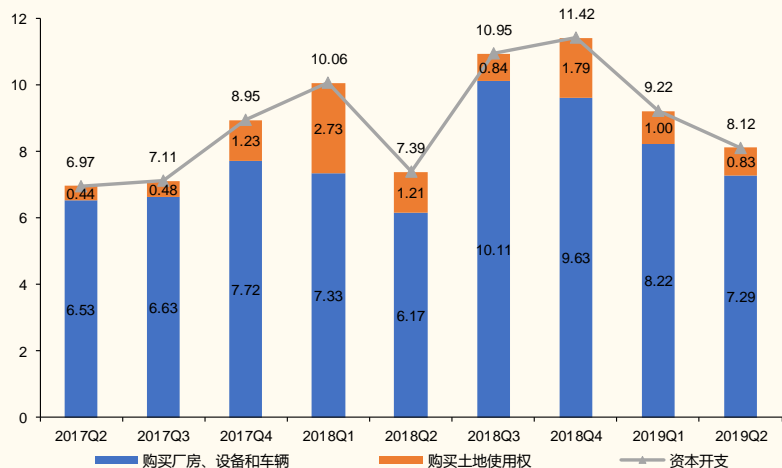
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：中通经营性活动现金流净额持续领先



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：中通 Q2 资本性开支同比增长 9.9% 至 8.12 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

全年展望：价格战未完结，但公司有望录得更稳定的盈利能力

拼多多完成下沉市场教育，行业增速或超预期

电商行业推进市场下沉、引流方式多元化以及线上线下联动，背后原因是流量成本高企的背景下各家加紧对下沉市场流量的争夺，哪怕细分领域流量都志在必得。

从阿里、京东 Q2 披露的数据来看，阿里与京东新用户中均有将近七成来自于三四五线城市和乡村等下沉市场，而二者的战略重点也移至低线市场电商服务。根据易观数据，拼多多与淘宝的用户重合度高达 72.4%，预计这一比例



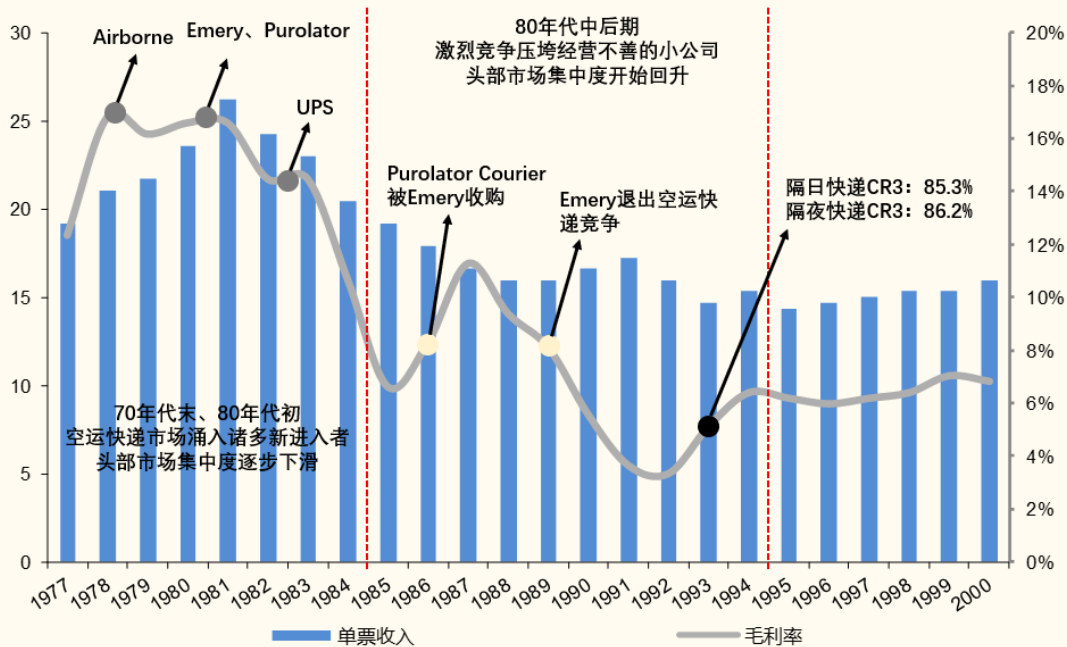
在 Q2 仍有所增加。下沉市场红利尚存，阿里、京东等电商平台对低线电商市场的二次开发，有望为电商系快递提供持续增量。

今年以来层出不穷的各类电商节对网购需求增长的推动有目共睹，从商务部与邮政局联合推出的“双品节”、到电商平台的“618”、“88 购物节”、“818 狂欢节”，电商促销活动极大程度刺激“买买买”频次。同时京东 Plus、淘宝 88 等会员制度通过提供特权服务，促进互联网生态系统协同，以尊享感、优质消费体验来引导客户多频次消费，挖掘存量客户价值。

**价格战或是持久战，但价格战期间盈利能力表现不一**

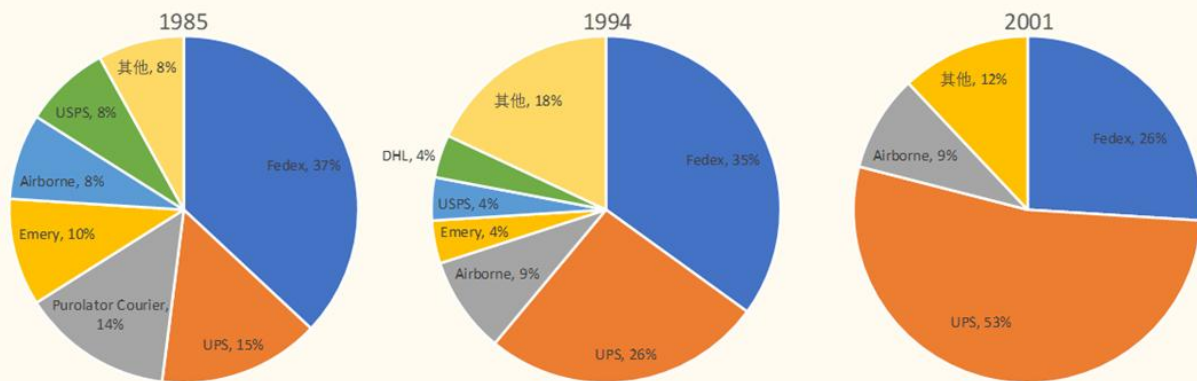
物流，作为全社会的成本中心，其个性化的溢价空间并不高。即使是以商务件需求为主的美国快递市场，也是通过价格战的方式完成市场出清。而价格战结束的标志是 UPS 在 1995 年再一次降价，但是行业竞争对手并未跟上，随后竞争格局趋于稳定。龙头企业开始消化早期资本开支带来的货运能力的提升。

图表 14：1982 年、1992 年两次价格战均由 UPS 首先主导



来源：Bloomberg，国金证券研究所

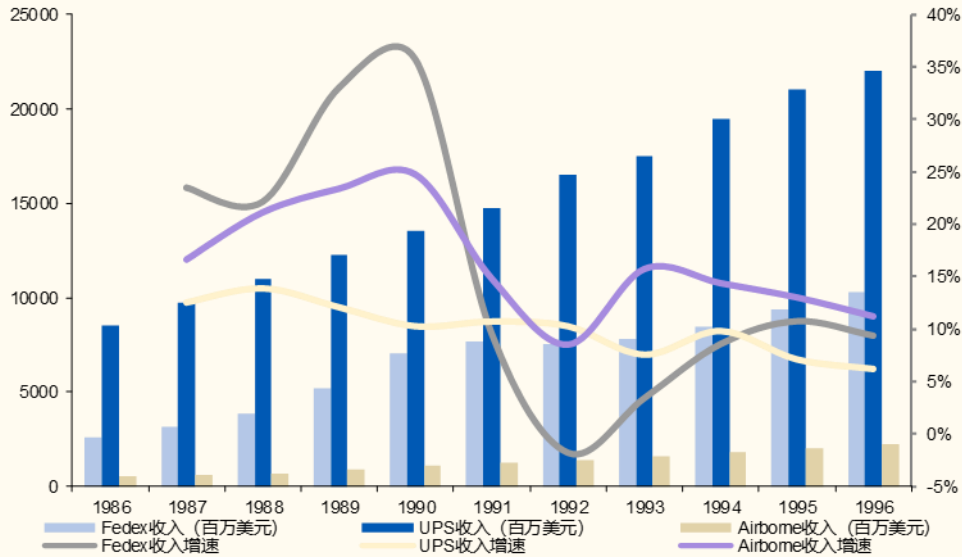
图表 15：美国价格战期间市占率演变 (1985-1994-2001)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

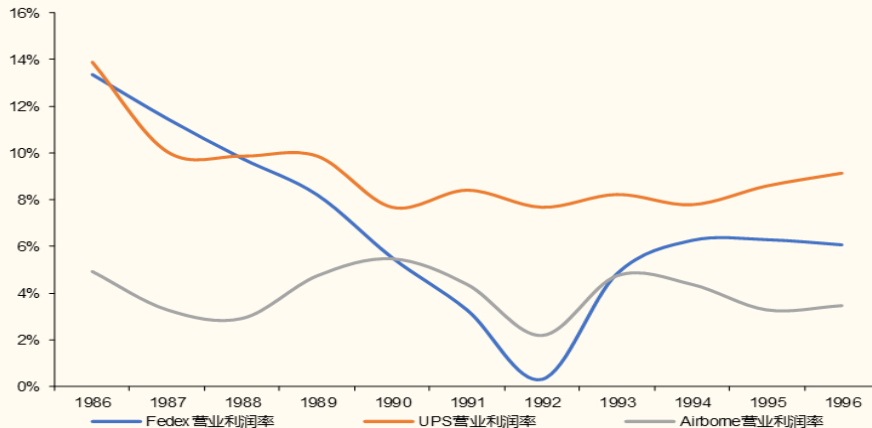
龙头在价格战期间盈利能力更加稳定。1982年、1992年两次价格战均由UPS首先主导，其他竞争对手随后跟上，对B端大客户定价对标UPS进行。期间，FedEX和Airborne受到经济周期影响较大，而UPS的盈利能力则更加稳定，表现出一定的抗周期性。在龙头主导的价格战期间，挑战者需要产能增速更快、价格和成本降幅更大，才有可能实现追赶，盈利波动性自然增加。

图表 16: UPS 价格战期间持续保持稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17: UPS 在美国价格战期间盈利能力更加稳定

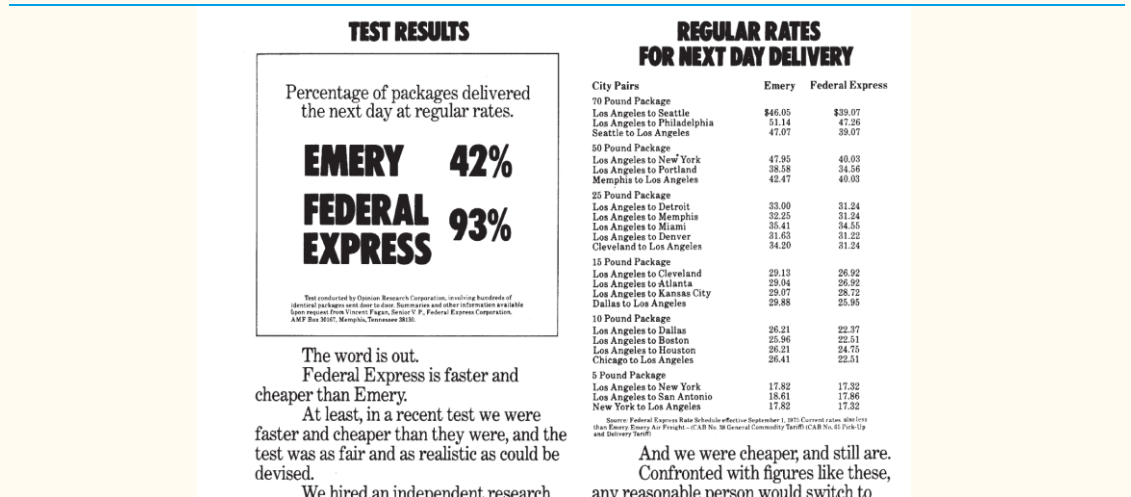


来源：公司公告，国金证券研究所

对客户议价能力低、成本管控能力低、对经济周期敏感者更宜出局。价格战期间，首先出局的是连续亏损、大客户账期长的 Purolator (1986)，第二个出局的是大客户依赖严重、信息系统研发落后的 Emery (1989)，第三个是成本居高不下，受宏观经济波动影响大的 Airborne。而 Fedex 和 UPS 则各自占据各自的优势细分市场。



图表 18：竞争结果：退出、合并



来源：公开资料，国金证券研究所

### 末端派费构成二次约束，网络稳定性牵一发而动全身

与美国相同，快递行业需要将规模优势发挥至极致；与美国不同，中国电商快递的加盟制模式下，总部承担了最具规模效应和成本挖掘空间的干线中转环节，加盟商承担了成本较刚性的收派环节。

在实地调研中，我们发现在部分地区价格竞争的方式已经逐渐从成本挖掘转向派费下调。但派费下调将对派件为主的网点构成盈利压力，进而影响全网稳定性。我们认为，末端用工成本相对刚性，派费下调难言可持续性。维持派费稳定、提升末端派件效率将对各公司的网络稳定性、价格战持久性形成二次约束。

年初以来，中通推出普惠网络政策，优化增量补贴和个性化网络政策体系，通过加大末端的增量激励力度、平衡派费机制，保障快递员同业中派费最高，维持末端网点在行业激烈竞争中的稳定性、提高末端网点的市场竞争力。

### 估值与投资建议

**快递业务收入：**综合考虑目前电商件量增速和公司当前更加积极的竞争政策，我们认为公司 2019 年的件量为 119 亿件/+40%。下半年价格竞争趋势延续，我们预计全年单票价格为 1.65 元/件，对应全年营业收入 225 亿元/+27%。

我们预计 20/21 年件量同比 33%/30%，隐含假设市场份额分别为 21%/23%。

**快递业务成本：**我们预计 2019 年全年自有车比例提升至 90%，大车比例提升至 60%，预计全年单票运输成本降幅为 10%至 0.62 元/件，20/21 年降幅分别为 5%/3%。载装率提升和大车占比提升贡献主要降幅。我们预计中转成本的降幅空间小于运输成本，2019 年下降 5%至 0.35 元/件，20/21 年降幅分别为 3%/3%。

基于更激烈的价格竞争环境和公司防御转进攻的市场竞争策略，我们下调原 19 年/20 年盈利预测 5%和 7%，预计中通快递 19/20/21 年归母净利润

(GAAP) 为 51.27 亿元/63.36 亿元/77.84 亿元 (原预测 19/20 年为 53.73 亿元和 68.44 亿元), 经调整净利润 (Non-GAAP) 为 52.07 亿元/63.36 亿元/78.94 亿元, 对应 EPS (GAAP) 为 6.51/8.04/9.88 元 (原预测 19/20 年为 6.98 亿元和 8.89 亿元), 对应当前股价 PE 为 21/17/14 倍。

作为中国电商快递的龙头公司, 中通理当享有估值溢价, 但纽交所上市和较大的流通盘稀释了估值。根据我们测算, 中通未来三年的营业收入、净利年复增速分别为 26%和 23%, 以 PEG 估值, 认为合理 PE 中枢在 25 倍左右, 给予 19 年中通快递目标价 23 美元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

电商增速下滑导致快递需求下滑, 行业竞争加剧, 加盟商网点不稳定。

**附录：利润表预测摘要**

	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>快递业务量 (百万件)</b>	4499	6219	8525	11935	15874	20636
YOY	53%	38%	37%	40%	33%	30%
<b>单票快递收入 (元/件)</b>	2.08	1.96	1.81	1.65	1.57	1.53
YOY	3.48%	-5.77%	-7.65%	-8.84%	-4.85%	-2.55%
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>97.78</b>	<b>130.56</b>	<b>176.87</b>	<b>225.14</b>	<b>283.92</b>	<b>357.66</b>
YOY	<b>60%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>27%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>
<b>其中：快递服务收入</b>	<b>93.58</b>	<b>121.89</b>	<b>154.30</b>	<b>196.93</b>	<b>249.21</b>	<b>315.72</b>
<b>货代营收</b>		2.7	12.79	15.35	18.42	22.10
<b>配件销售收入</b>	4.2	5.92	8.28	10.76	13.46	16.15
<b>其他收入</b>	0	0.05	1.5	2.10	2.84	3.69
<b>营业成本 (亿元)</b>	63.46	87.14	109.30	145.80	187.26	237.60
YOY	59%	37%	25%	33%	28%	27%
<b>快递单票成本 (元/件)</b>	1.39	1.34	1.28	1.22	1.18	1.15
yoy	3%	-3%	-5%	-5%	-3%	-2%
<b>其中：单票运输成本</b>	<b>0.83</b>	<b>0.77</b>	<b>0.68</b>	<b>0.62</b>	<b>0.59</b>	<b>0.57</b>
<b>YOY</b>	<b>5%</b>	<b>-7%</b>	<b>-12%</b>	<b>-9%</b>	<b>-5%</b>	<b>-3%</b>
<b>单票中转成本</b>	<b>0.43</b>	<b>0.39</b>	<b>0.38</b>	<b>0.36</b>	<b>0.35</b>	<b>0.34</b>
<b>YOY</b>	<b>7%</b>	<b>-9%</b>	<b>-3%</b>	<b>-5%</b>	<b>-3%</b>	<b>-3%</b>
<b>单票其他成本 (元/件)</b>	0.13	0.18	0.22	0.24	0.24	0.24
YOY	-19%	38%	22%	9%	0%	0%
<b>货代业务成本 (亿元)</b>		2.61	12.40	14.86	17.83	21.39
<b>配件业务成本 (亿元)</b>	2.84	3.67	5.22	6.89	8.61	10.33
<b>综合毛利率 (%)</b>	35%	33%	38%	35%	34%	34%
<b>货代毛利率 (%)</b>		3.40%	3.07%	3.20%	3.20%	3.20%
<b>快递毛利率 (%)</b>	33%	31%	29%	26%	25%	25%
<b>配件毛利率 (%)</b>	32.40%	38.00%	37.00%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>销售及管理费用(亿元)</b>	7.06	7.80	12.11	19.85	23.82	28.58
<b>营业利润(亿元)</b>	27.26	35.62	55.47	59.49	72.84	91.47
<b>营业利润率 (%)</b>	28%	27%	31%	26%	26%	26%
<b>利息收入 (亿元)</b>	0.01	1	4	2	2	2
<b>利润总额(亿元)</b>	27.27	36.62	59.47	61.49	74.84	93.47
<b>所得税 (亿元)</b>	7.83	6.29	10.05	10.22	12.48	15.63
<b>有效税率 (%)</b>	28.71%	17.18%	16.90%	16.90%	16.90%	16.90%

未确认的投资损失(亿元)	0.37	0.16				
净利润 ( 亿元 )	20.52	31.59	43.88	51.27	62.36	77.84
YOY	54%	54%	39%	15%	22%	25%
GAAP 归母净利润(亿元)	19.20	31.60	43.83	51.27	62.36	77.84
YOY	47%	65%	39%	15%	22%	25%
Non-GAAP 归母净利 ( 亿元 )	20.33	32.30	42.01	52.07	63.36	78.94
YOY	58%	59%	30%	21%	23%	25%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.03	4.53	5.33	6.38	7.79	9.75

来源：公司公告、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-14	买入		22.00~22.00
2	2018-11-19	买入		N/A

来源：国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH