

《快递：竞争加剧，龙头为王》

虞楠（交通运输行业首席分析师）

SAC号码：S0850512070003

罗月江（交通运输行业分析师）

SAC号码：S0850518100001

2019年12月20日

1. 2019年股价及基本面走势回溯
2. 2020年竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

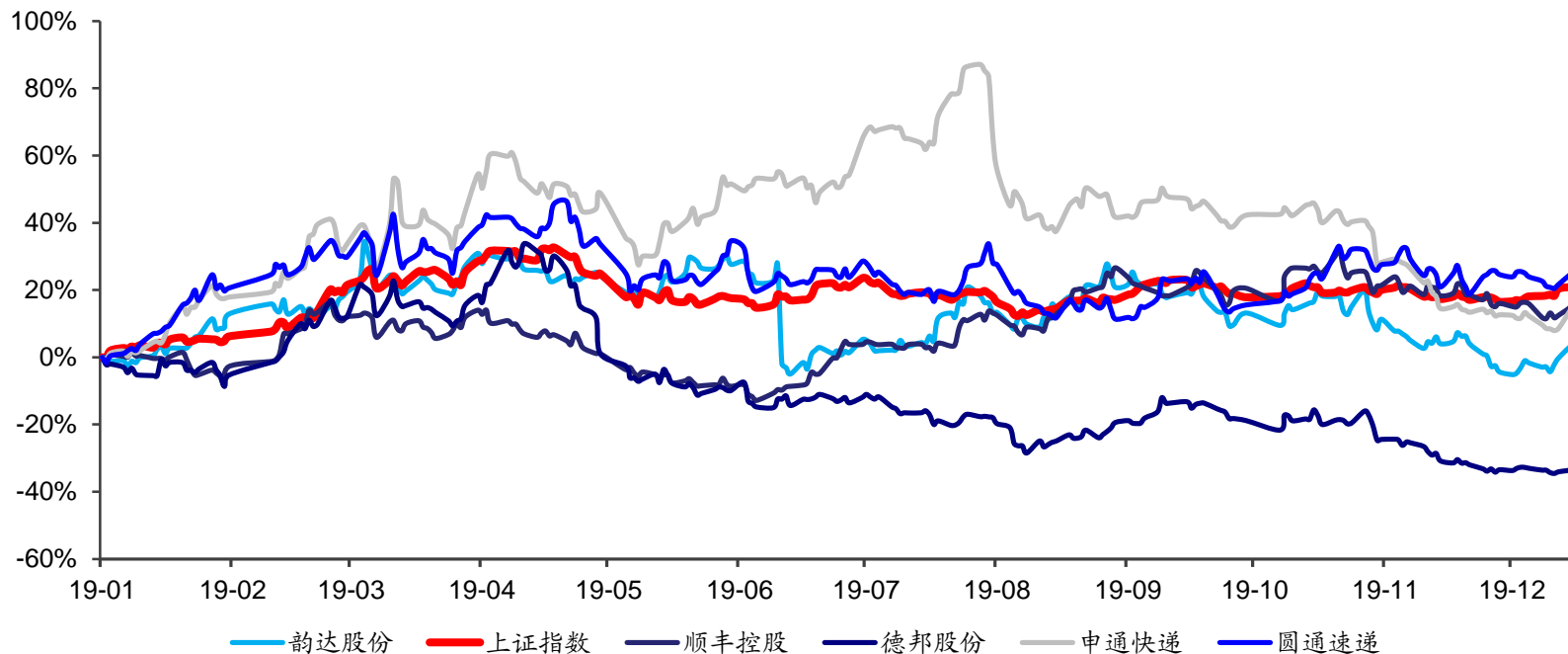
第一节要点:

- **股价表现：相对大盘有较高收益率**
- **竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧**

1.1. 股价：相对大盘有较高收益率

年初至今（12月19日），韵达股份和圆通速递相对大盘有正的收益，涨幅分别为**13.30%**和**6.16%**；韵达股份、圆通速递、顺丰控股、申通快递、德邦股份绝对收益分别为**34.28%**、**27.13%**、**18.38%**、**17.38%**、**-30.17%**。

图1 A股主要快递公司相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，海通证券研究所

第一节要点:

- 股价表现: 相对大盘有较高收益率
- 竞争格局: 行业中速增长, 龙头竞争加剧

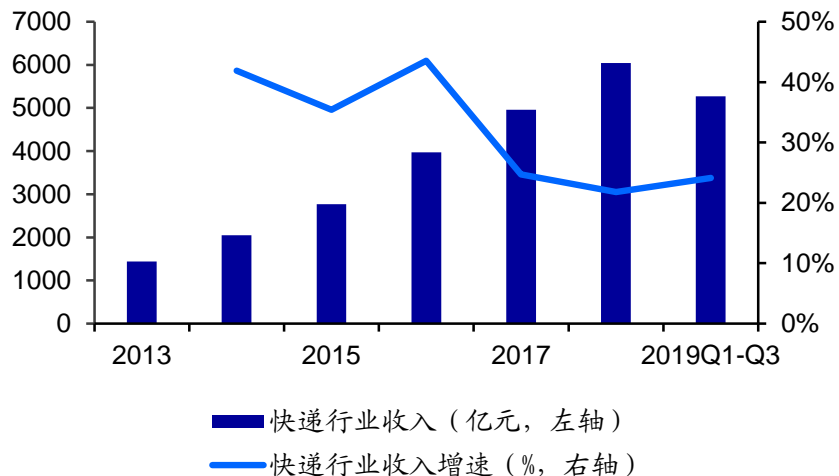
1.2.竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



2019年快递行业业务量增速呈现出中速增长态势。19Q1-19Q3行业业务量同比增速为**26.4%**（2018年同期为26.8%），19Q1-19Q3行业收入同比增速为**24.10%**（2018年同期为24%）。2013-2018年行业业务量复合增速为**40.73%**，2013-2018年行业收入复合增速为**33.17%**。

国家邮政局预计：12月快递业务量将超过65亿件，同比增长20.3%；**2019年快递业务量将达到632亿件，同比增长约24.6%**。

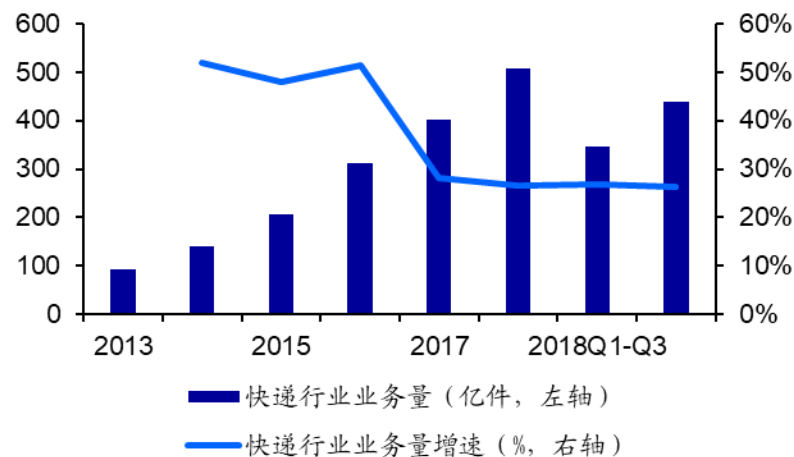
图2 2013-2019Q3快递行业收入



资料来源：国家邮政局官网，海通证券研究所
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图3 2013-2019Q3快递行业业务量



资料来源：国家邮政局官网，海通证券研究所

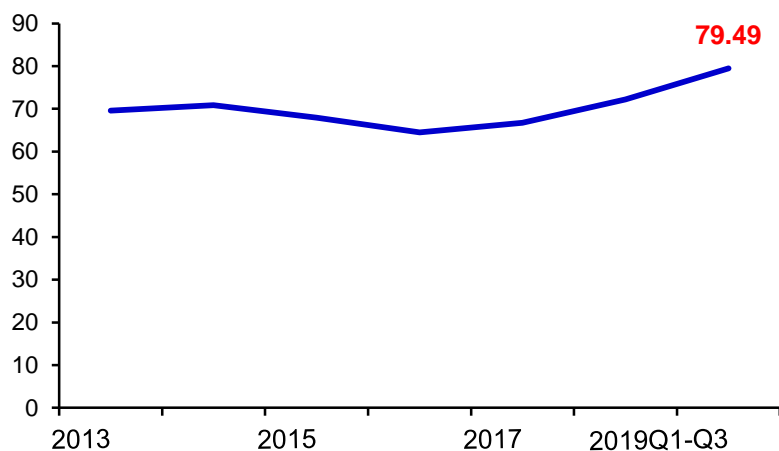
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2.竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



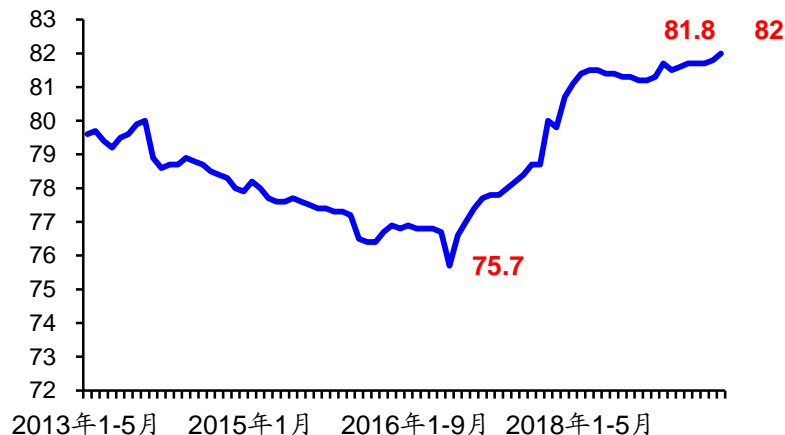
2016年底至2019Q3，二线快递公司的份额逐渐减少，2019前三季度，快递行业CR8提升至81.8，CR6提升至79.49。2018年，国有、外资快递企业业务量比重合计为13.8%，而2019年前三季度，通达系快递业务量增速均高于行业增速，我们认为2019年国有、外资快递企业业务量占比合计将低于2018年，但2020年在2019年基础上继续降低的空间有限。预计2020年，通达系公司之间份额之战将更激烈。

图4 上市快递公司市场份额 (%)



资料来源：国家邮政局官网，顺丰控股、圆通速递、申通快递、韵达股份月度经营数据公告、中通快递、百世集团定期报告，海通证券研究所

图5 快递服务品牌集中度指数CR8



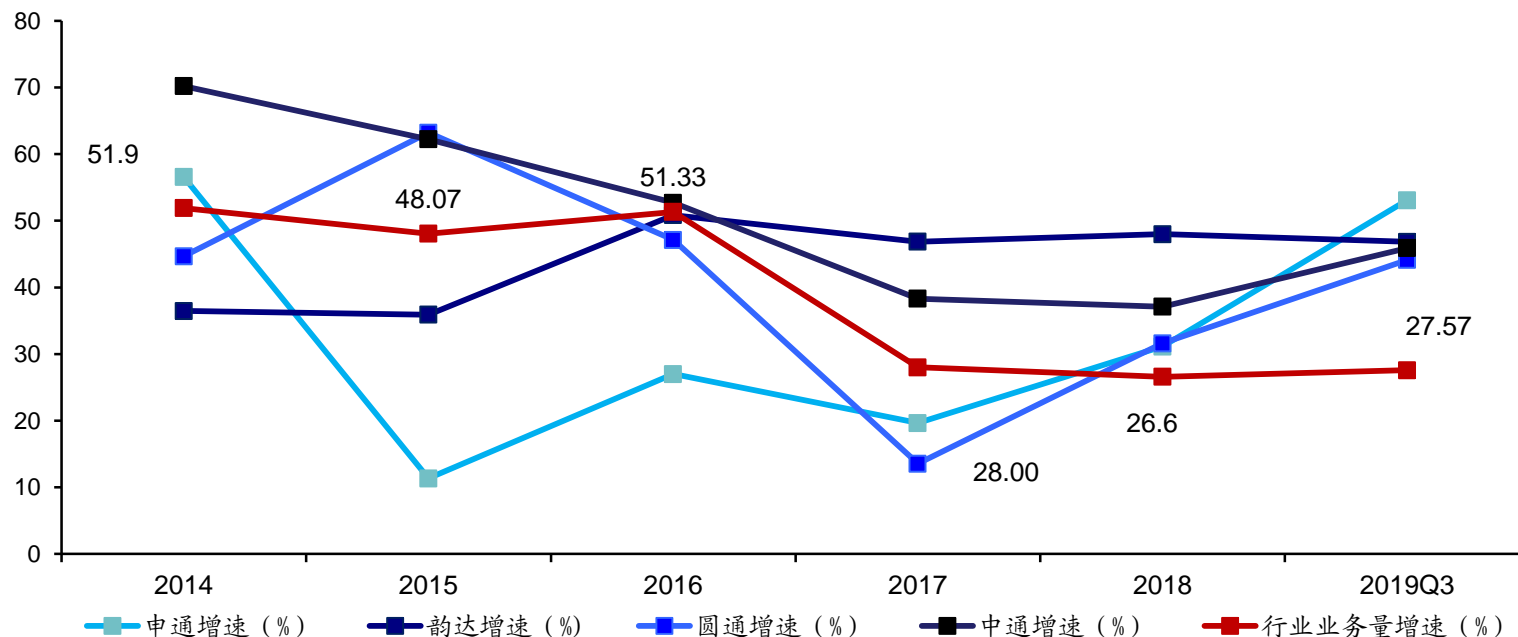
资料来源：国家邮政局官网，海通证券研究所

1.2. 竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



在行业业务量增长降速后，通达系快递公司表现出较强的增长韧性，2018年至今，通达系快递公司业务量增速均高于行业增速。

图6 主要快递公司2014-2019Q3业务量增速（%）



资料来源：中通快递招股说明书，顺丰控股、申通快递、韵达股份、鼎泰新材、艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书，圆通速递、中通快递定期报告，国家邮政局官网，海通证券研究所

1.2.竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



2014年至今，中通快递、百世集团业务量增速长期高于行业业务量增速。

表1主要快递公司2013-2019Q3业务量及增速明细

	申通 (亿件)	申通增 速(%)	韵达 (亿件)	韵达增 速(%)	圆通 (亿件)	圆通增 速(%)	顺丰 (亿件)	顺丰增 速(%)	中通 (亿件)	中通增 速(%)	百世 (亿件)	百世增 速(%)	行业 (亿件)	行业业 务量增 速(%)
2013	14.73		11.49		12.84		10.97		10.67		3.22		91.9	61.51
2014	23.06	56.56	15.68	36.45	18.57	44.68	16.1	46.76	18.16	70.2	7.35	128.2	139.6	51.9
2015	25.68	11.34	21.31	35.9	30.32	63.22	16.69	22.30	29.46	62.22	14.02	90.64	206.70	48.07
2016	32.60	27.00	32.14	50.84	44.60	47.12	25.80	31.03	44.98	52.68	21.66	54.45	312.80	51.33
2017	38.98	19.64	47.20	46.86	50.64	13.54	30.52	18.29	62.20	38.30	37.69	74.06	400.60	28.00
2018	51.12	31.12	69.85	47.99	66.65	31.62	38.69	26.77	82.25	37.1	54.7	45.1	507.1	26.6
2019Q1	12.78	45.23	17.84	41.48	16.57	39.64	9.82	7.32	22.64	41.6	13	41	121.5	22.5
2019Q2	17.33	48.63	25.50	47.06	21.45	32.08	10.45	10.93	31.10	46.98	19.07	48.98	156.09	28.36
2019Q3	20.36	53.08	25.99	46.84	23.49	44.11	12.24	28.84	30.58	45.9	18.91	37.91	161.50	27.57

资料来源：中通快递、百世集团招股说明书，顺丰控股、中通快递、韵达股份、鼎泰新材、艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书，圆通速递、中通快递、百世集团定期报告，国家邮政局官网，海通证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1.2.竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



2019年1-9月，**申通快递**和**韵达股份**月度业务量增速交替成为行业第一（中通快递和百世快递在美股上市，不公布月度数据）。**顺丰控股**今年5月开始推出**特惠专配**等新产品，带动经济产品收入规模及市场占有率加速提升，公司业务量增速于8月追上行业增速，10月达到行业第一。

表2主要快递公司月度业务量保持高增长

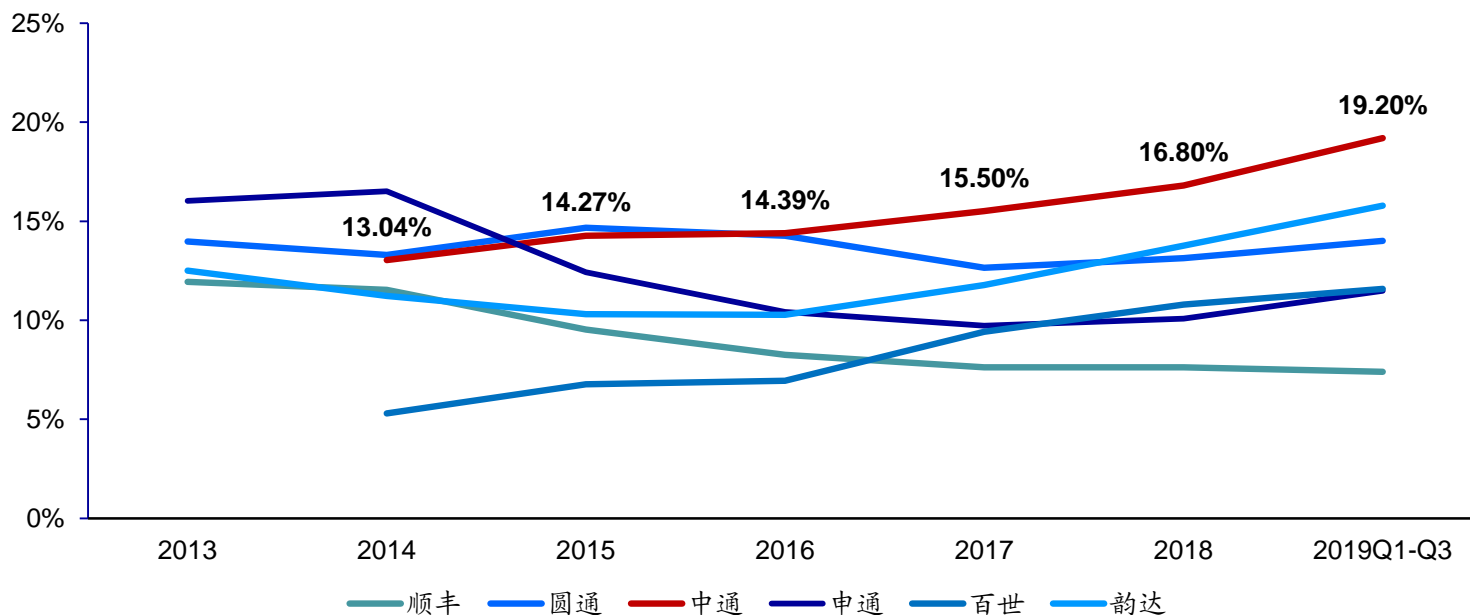
月度	申通快递 (亿件)	申通增速 (%)	韵达股份 (亿件)	韵达增速 (%)	顺丰控股 (亿件)	顺丰增速 (%)	圆通速递 (亿件)	圆通增速 (%)	行业业务 量(亿件)	行业增 速 (%)
2019年1月	5.1	42.96	6.59	35.60	3.21	27.41	6.55	36.13	45.20	13.50
2019年2月	2.51	81.34	3.43	75.00	2.22	-16.85	2.98	62.77	27.60	38.70
2019年3月	5.17	34.46	7.82	35.06	3.51	14.33	7.04	34.77	48.60	23.30
2019年4月	5.16	43.71	7.92	43.48	3.25	6.56	6.68	32.28	42.90	31.10
2019年5月	5.97	47.50	8.68	43.00	3.46	10.19	7.18	28.20	52.30	25.20
2019年6月	6.2	54.42	8.9	54.78	3.74	15.79	7.59	35.9	54.60	29.10
2019年7月	6.36	52.23	8.79	56.13	3.69	22.59	7.71	41.54	52.50	28.60
2019年8月	6.75	55.57	8.33	45.12	4.01	32.78	7.67	48.85	53.00	29.30
2019年9月	7.25	50.64	8.87	40.57	4.54	37.99	8.11	42.19	56.00	25.00
2019年10月	7.02	37.38	8.65	30.27	4.38	48.47	8.61	36.94	57.60	22.70

1.2. 竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



2019年，龙头份额战持续，2019前三季度，中通快递、韵达股份、圆通速递市场份额分别达到**19.20%**、**15.79%**、**14.01%**。

图7 主要快递公司市场份额（按业务量）



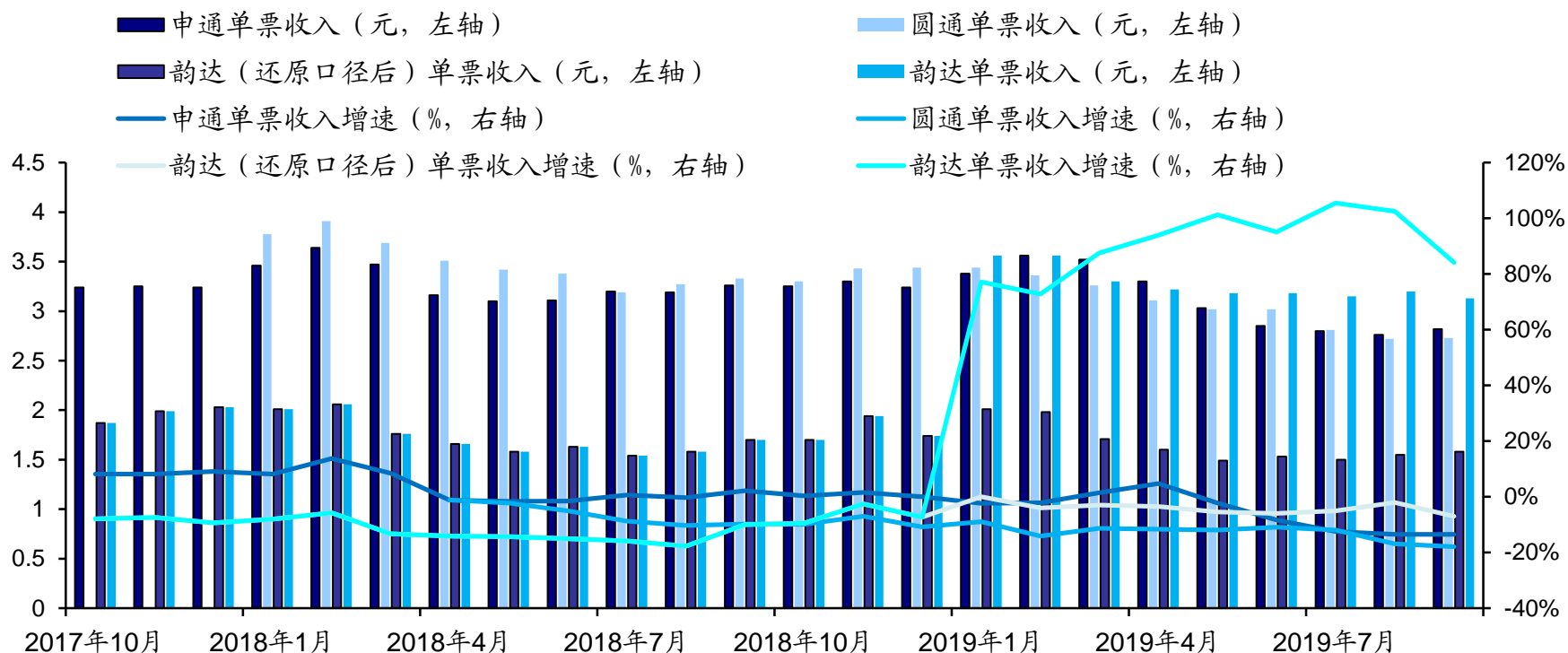
资料来源：鼎泰新材、大杨创世、艾迪西、新海股份资产重组说明书，中通快递、百世集团招股说明书，各公司定期报告，海通证券研究所

1.2.竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



2019年，通达系快递公司价格竞争仍然激烈。

图8 通达系快递公司单票收入情况



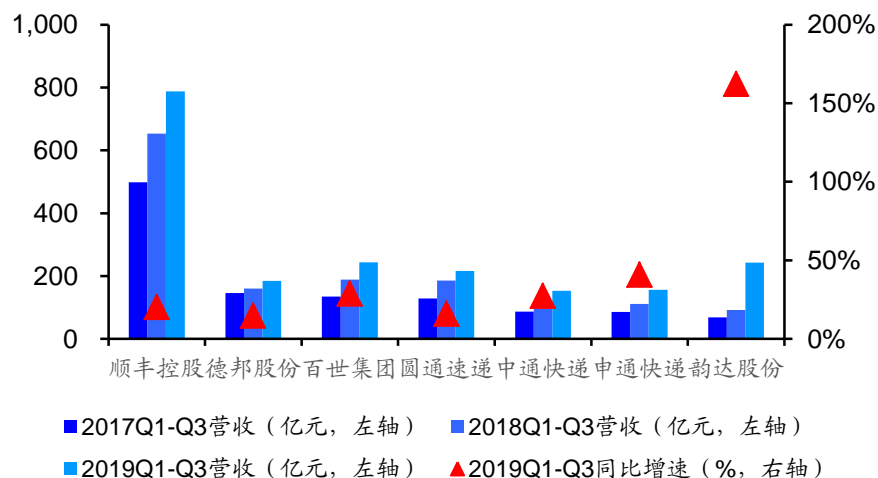
资料来源：各公司定期财报及月度经营数据公告，海通证券研究所

1.2. 竞争格局：行业中速增长，龙头竞争加剧



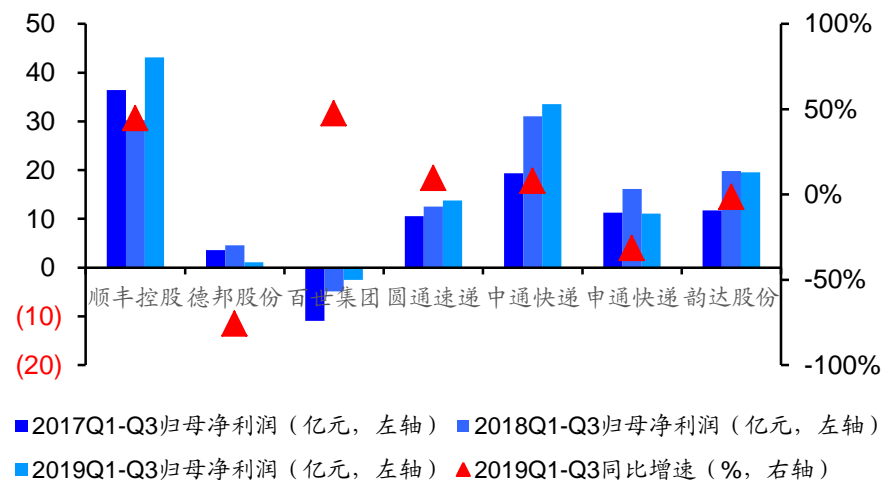
2019年Q1-Q3，顺丰控股、德邦股份、中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份归母净利润同比增速分别为：44.77%、-75.70%、7.95%、9.75%、-31.35%、-1.29%。（中通快递、申通快递、韵达股份2018Q3出售丰巢科技股权，获得较高投资收益。）

图9 通达系快递公司三季报收入情况



资料来源：各公司定期财报及月度经营数据公告、wind，海通证券研究所
注：韵达股份2019年开始将派费计入收入

图10 通达系快递公司三季报归母净利润情况



资料来源：各公司定期财报及月度经营数据公告、wind，海通证券研究所
注：中通快递、百世集团为净利润数据，其他公司为归母净利润数据

1. 2019年股价及基本面走势回溯
2. 2020年竞争格局预判及投资建议
3. 风险提示

第二节要点:

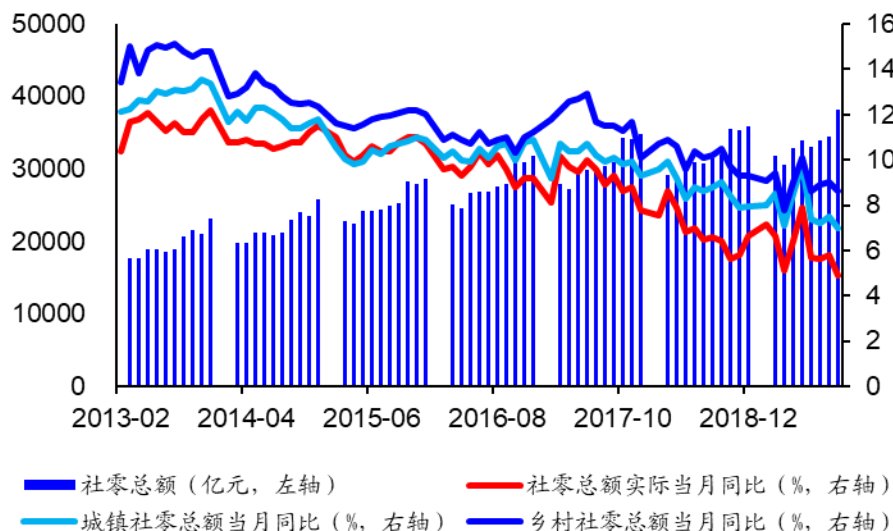
- 竞争格局：竞争加剧，行业整合
- 投资建议：强者恒强，龙头为王

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

2019年，社会消费品零售总额增速放缓。网上零售额占社零比重达到23.6%，实物商品网上零售额占社零比重达到18.4%。

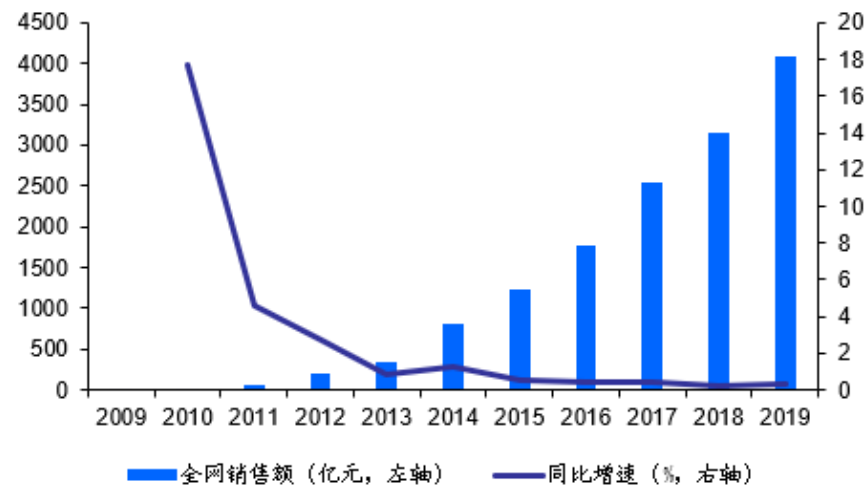
2019年双11全网销售额达到4101亿元，同比增长30.47%，相比2018年同期增速提升6.72个百分点。

图11 月度社会消费品零售总额及增速



资料来源：国家统计局、wind，海通证券研究所

图12 历年双11全网销售规模及增速



资料来源：国家统计局、星图数据公众号，海通证券研究所

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

2018-2019年，拼多多等新兴电商平台对快递行业，特别是对电商件占较大份额的加盟制快递公司（中通快递、韵达股份、申通快递、圆通速递等）业务量增长有较大支撑作用。

2019年5月，顺丰推出特惠专配产品，再度发力电商件市场。

表3 主要电商年度GMV情况（亿元）

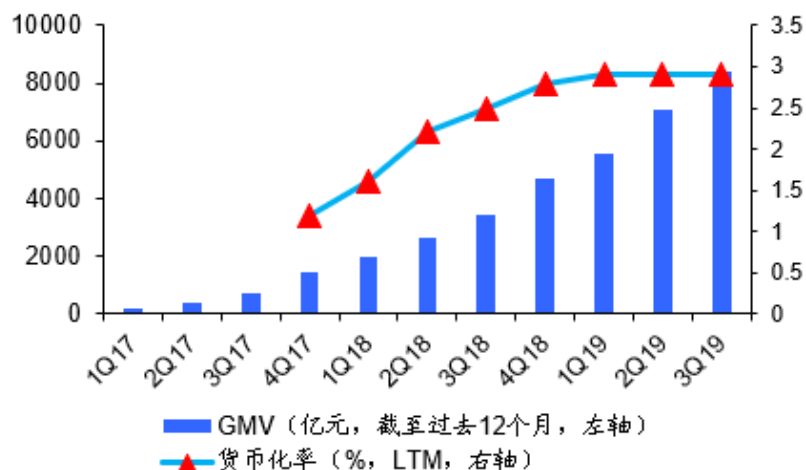
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
阿里巴巴	6634	10772	16776	24437	30924	37670	48200	57270	
yoy (%)		62.4	55.7	45.7	26.5	21.8	28.0	18.8	
京东					5906	9392	12945	16769	
yoy (%)						59.0	37.8	29.5	
拼多多							1412	4716	
yoy (%)								234.0	
苏宁易购（线上）	59	183	261	258	503	805	1267	2084	1714.37
yoy (%)	195.0	210.8	42.3	-1.1	94.9	60.1	57.4	64.5	24.3

资料来源：各公司定期财报，海通证券研究所

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

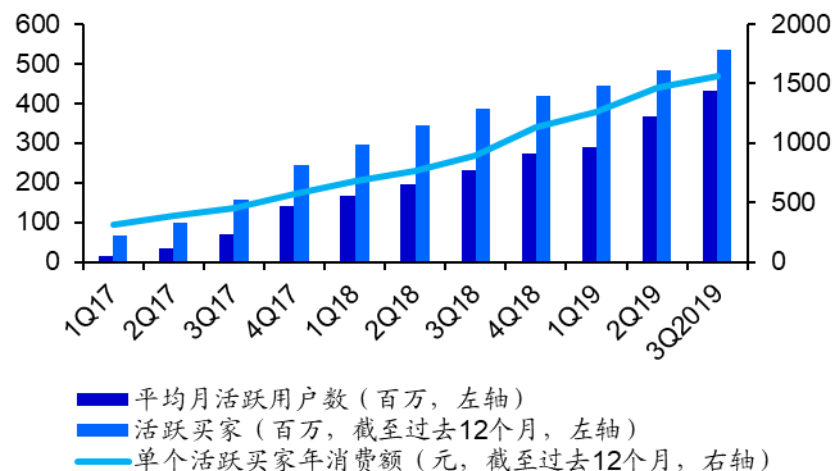
主要电商GMV增速有放缓趋势，拼多多作为消费降级群体聚集媒介，显示出强大增长动力。基于2019年的高基数，我们预计2020年拼多多等新兴电商平台对加盟制快递公司业务量增速的支撑能力将减弱。

图13 拼多多季度GMV及货币化率



资料来源：拼多多招股说明书及定期财报，海通证券研究所

图14 拼多活跃用户数、活跃买家数及单个活跃买家年消费额



资料来源：拼多多招股说明书及定期财报，海通证券研究所

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

行业整合：一线快递巨头入局，二线快递加速洗牌，三线继续边缘化

一般我们依据业务量情况把**通达系**（中通快递、韵达股份、圆通速递、申通快递、百世集团）、**顺丰控股**以及未上市的**EMS**、**京东物流**定义为**一线快递公司**。把**德邦快递**、**天天快递**、**优速快递**、**速尔快递**、**品骏快递**、**宅急送**、**苏宁易购**、**跨越速运**定义为**二线快递公司**。

图15 一二三线快递公司划分



2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

一线快递巨头入局：

2019年3月，阿里巴巴46.6亿元入股申通快递控股股东设立的子公司德殷德润，间接持有申通快递14.65%股份。

2019年8月，阿里巴巴与申通快递控股股东及实控人签署购股权协议，若在未来三年内行权，则阿里将间接持有申通快递46%股份。

表4 阿里入股一线快递相关情况

时间	公司	投资方式
上市前	百世集团	上市前获阿里系6轮融资，截至2019Q3阿里持股29.08%
2015年	圆通速递	阿里创投、云锋新创截至2019Q3合计持股16.33%
2018年	中通快递	13.8亿美金获得10%左右股权，截至2019Q3持股7.30%
2019年	申通快递	46.64亿元获得14.65%股权
未来三年	申通快递	99.82亿元获得31.35%股权，与前次合计46%股权

资料来源：中通快递官网、申通快递公司公告（2019年3月11日、2019年8月1日）、物流时代周刊、wind，海通证券研究所“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合



二线快递加速洗牌：

2017年，苏宁物流全资收购天天快递，开启了天天快递转型升级的新征程。2018年，苏宁将原有物流业务与天天快递进行整合。

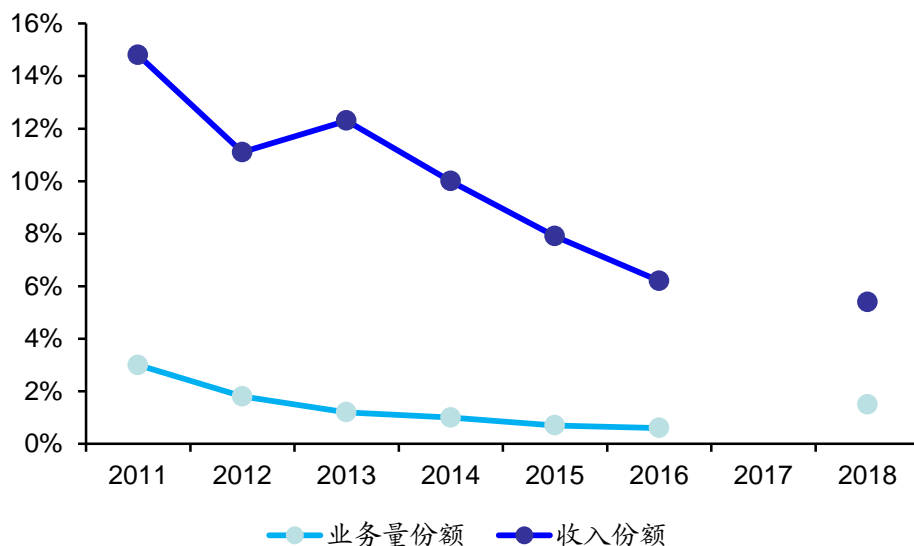
2019年11月25日，唯品会宣布与顺丰达成业务合作，唯品会将终止旗下自营快递品骏的快递业务，并委托顺丰提供配送服务。

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

三线快递继续边缘化：

目前在我国，三线快递主要以外资快递为主。2011-2018年，外资快递合计业务量份额和收入份额呈现下降趋势。外资快递2011年业务量份额和收入份额为3%和14.8%，2018年两项份额降至1.5%和5.4%。

图16 2011-2018外资快递市场份额情况



资料来源：2011-2018年邮政行业发展统计公报，海通证券研究所

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

主要快递公司基本情况对比：2019H1，主要快递公司网络覆盖相对上市时期进一步完善，县级以上覆盖率进一步提升。

图17 主要快递公司2016年底、2018年、2019H1服务站点、门店数量变化

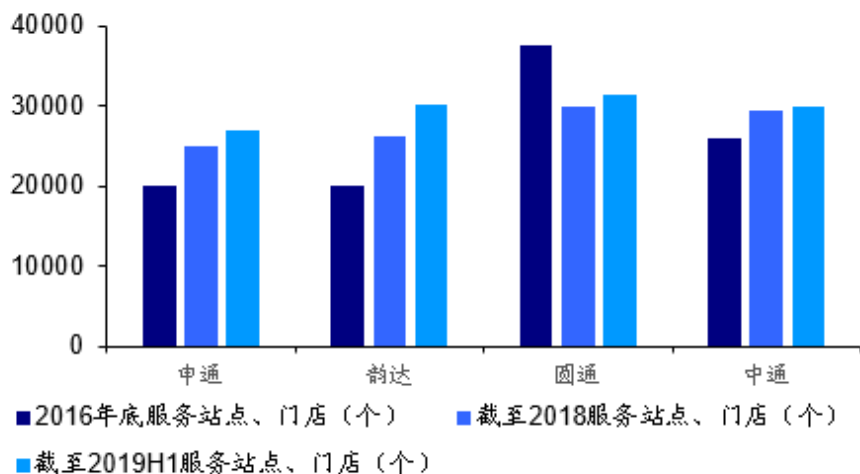
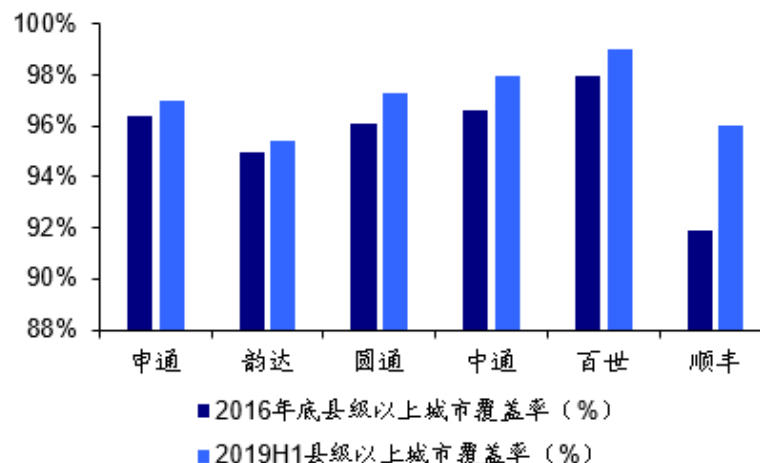


图18 主要快递公司截至2016年底、2019H1县级以上覆盖率



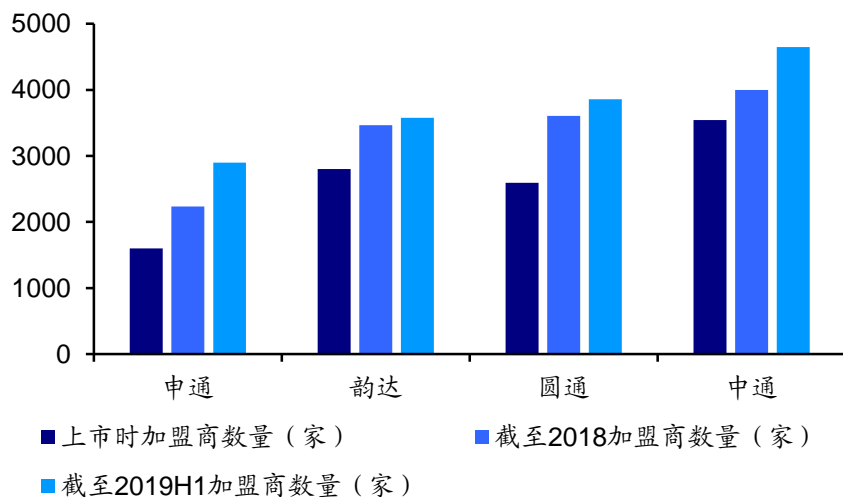
资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书，中通快递、百世集团招股说明书，中通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递、百世集团2018年报、2019半年报，海通证券研究所

资料来源：中通快递、韵达股份、圆通速递、顺丰控股2016年年报、2019年半年报，中通快递、百世集团招股说明书、2019年半年报，海通证券研究所
注：中通快递2019H1县级以上覆盖率98.1%为2018年年底数据

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

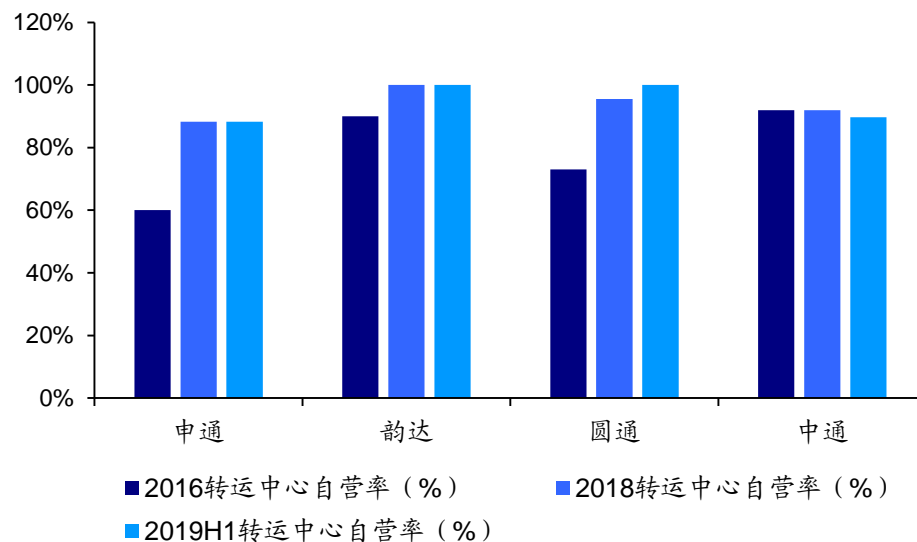
主要快递公司**基本情况**对比：2019H1，主要快递公司加盟商数量进一步增多，转运中心自营比例均达到较高水平。

图19 主要快递公司上市时、2018年、2019H1加盟商数量变化



资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、中通快递招股说明书，申通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递2018年年报、2019半年报，海通证券研究所

图20 主要快递公司上市时、2018年、2019H1转运中心自营比例变化

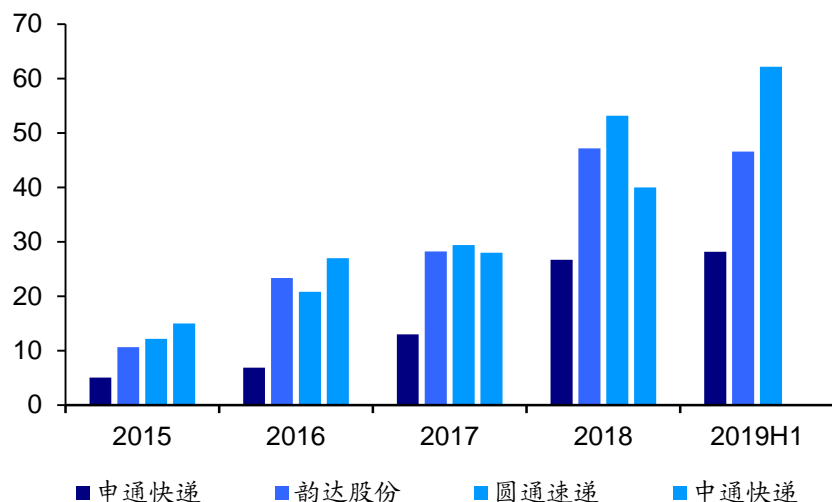


资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、中通快递招股说明书，申通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递2018年年报、2019半年报，海通证券研究所
注：圆通快递2019H1为估算数据

2.1.竞争格局：竞争加剧，行业整合

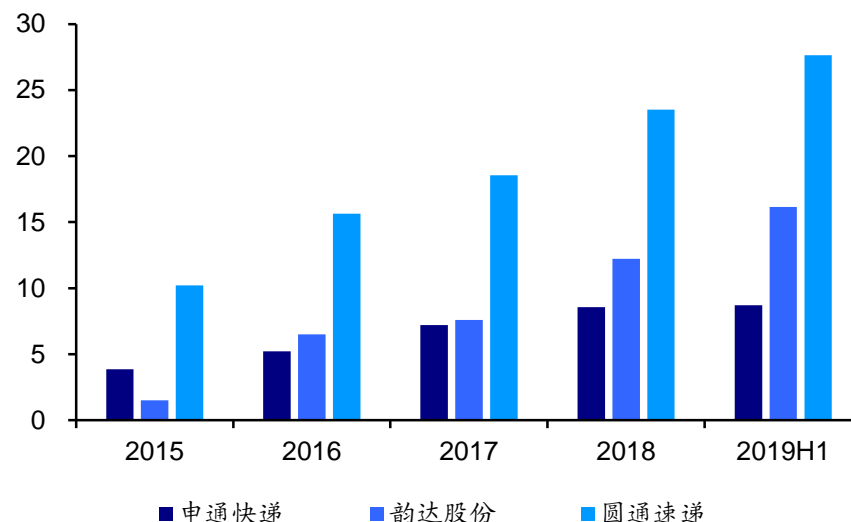
主要快递公司**核心资产**对比：圆通速递在固定资产和无形资产上有较好储备。韵达股份在无形资产上迅速追赶。

图21 主要快递公司2015-2019H1固定资产情况（亿元）



资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、中通快递招股说明书，中通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递2016-2018年年报、2019半年报，海通证券研究所

图22 主要快递公司2015-2019H1无形资产情况（亿元）



资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书，中通快递、韵达股份、圆通速递2016-2018年年报、2019半年报，海通证券研究所

2.1. 竞争格局：竞争加剧，行业整合

主要快递公司核心资产对比：韵达股份注重在机器设备、电子设备上加大投入；圆通速递注重在房屋建筑上加大投入。

表5 主要快递公司固定资产细项（亿元）

		运输设备	机器设备	房屋建筑	电子设备	办公设备	飞机及相关物
申通快递	2015	2.43	1.81	0.46	0.33		
	2016	2.08	1.37	3.1	0.31		
	2017	5.26	1.56	5.42	0.7		
	2018	10.47	8.32	6.91	0.96		
	2019H1	10.76	8.48	8.1	0.81		
韵达股份	2015	1.29	3.15	5.53	0.63	0.01	
	2016	7.82	7.89	6.71	0.89	0.0083	
	2017	6.99	12.41	7.46	1.32	0.0076	
	2018	8.55	25.08	10.09	3.44	0.0073	
	2019H1	9.47	24.97	9.15	2.95	0.0068	
圆通速递	2015	1.40	1.74	7.56	0.68	0.80	
	2016	0.94	3.14	14.82	0.65	0.15	1.069
	2017	1.17	4.18	20.75	0.8	0.21	2.29
	2018	5.55	8.91	32.17	1.44	0.18	4.89
	2019H1	16.21	18.94	35.3	11.21	20.04	49.22

资料来源：艾迪西、新海股份、大杨创世资产重组说明书、中通快递招股说明书，中通快递、韵达股份、圆通速递、中通快递2016-2018年年报、2019半年报，海通证券研究所

注：以上各项均为期末账面价值，标红为该品类当年的最大值

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

韵达股份前文对比过通达系快递公司业务量增速、市占率等运营情况及核心资产数据，我们认为韵达股份在加盟制快递公司中的综合实力仅次于中通快递。2015-2018年，韵达股份华南地区收入占比相对较低（同行在华南地区的收入占比均高于20%）目前，韵达股份正在积极弥补短板，2019H1，该比例提升至16.58%，我们预期华南地区收入占比提升的趋势将延续，公司货源分布将更平衡。

表6 韵达股份收入分区域占比

	华东	华北	华中	华南	西南	西北	东北
2015	69.68%	10.82%	3.16%	8.48%	1.86%	1.17%	1.49%
2016	64.47%	10.01%	2.86%	10.25%	2.23%	1.54%	1.80%
2017	58.48%	11.42%	3.81%	8.43%	3.81%	2.41%	3.18%
2018	57.01%	9.29%	3.51%	7.15%	4.52%	1.86%	3.41%
2019H1	50.61%	9.33%	5.56%	16.58%	3.17%	1.19%	5.39%

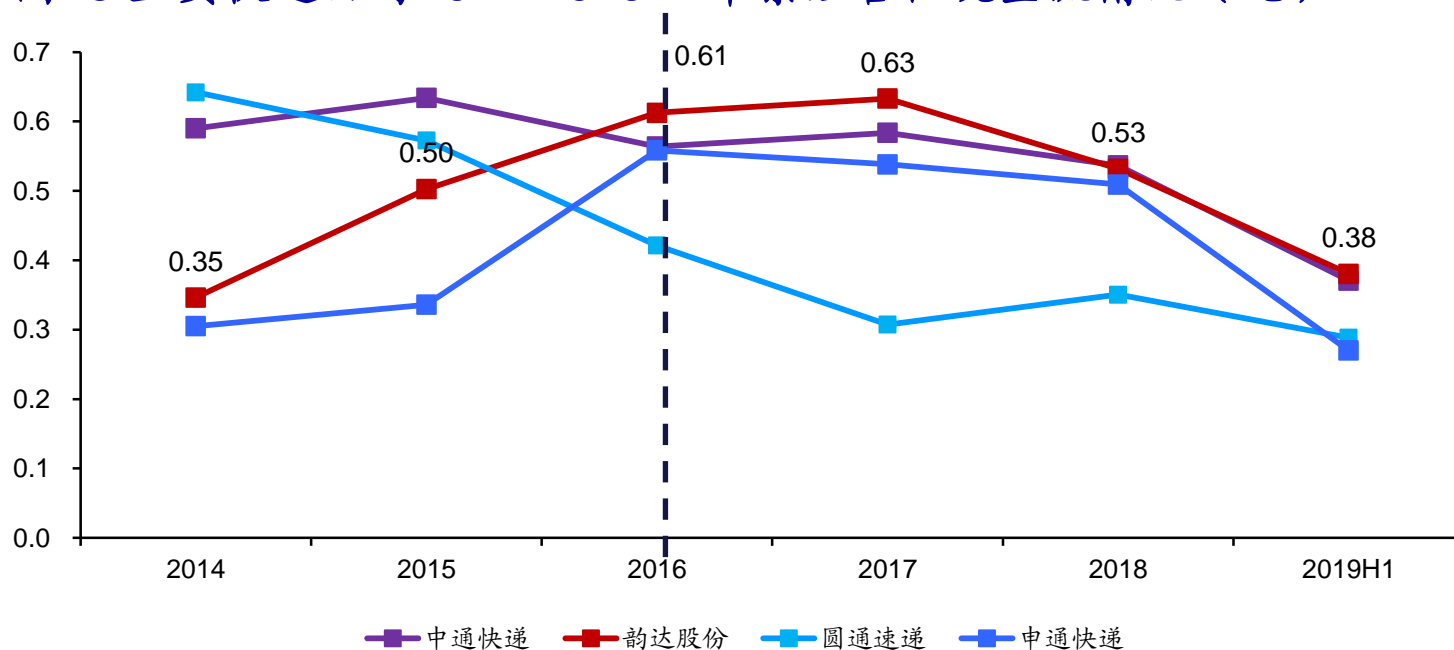
资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份2016-2018年年报、2019年半年报，海通证券研究所

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

韵达股份 我们认为韵达股份市场份额提升、利润高速增长的关键在于公司进入了**产能扩张—业务量提升—成本降低—利润提升**的良性循环，而优质的现金创造能力是进入良性循环的重要条件。

韵达股份单票经营性现金流从**2016**年开始超越同行。

图23 主要快递公司2014-2019H1单票经营性现金流情况（元）



资料来源：新海股份资产重组说明书、韵达股份2016-2018年年报、2019年半年报，海通证券研究所

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王



风险提示

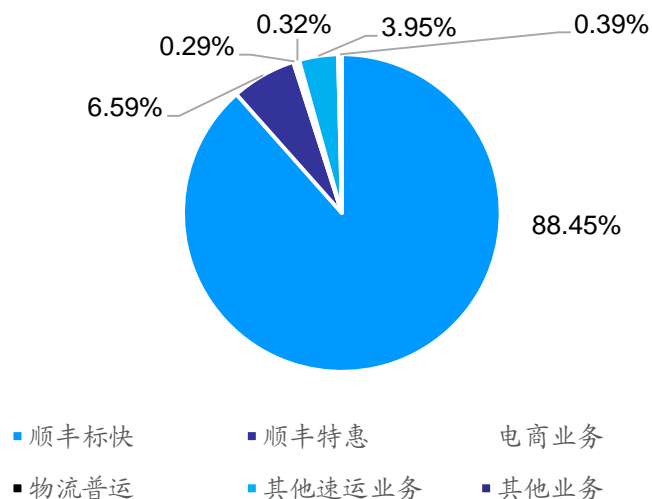
- 1、快递行业整体业务量增速下滑；
- 2、价格战愈演愈烈；
- 3、华南地区收入占比提升困难，导致全国货量不均衡，对降低全网运输成本造成困难；
- 4、人力成本上升带来中心操作成本下降空间有限。

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

顺丰控股 从2013年到2019年上半年，顺丰控股的收入结构发生了巨大变化，顺丰标快（对应现在的时效产品）收入占比从88.45%下降到53.45%。新产品（快运、冷运及医药业务、同城配、国际业务等）收入合计占比达到18.80%。

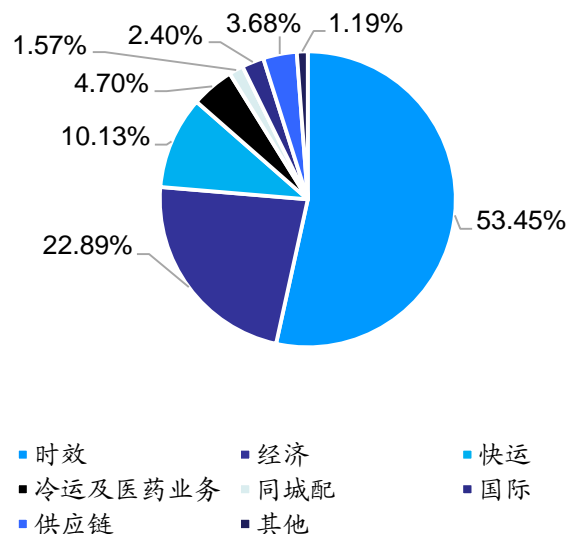
2019年5月，公司推出特惠专配产品，带动经济件业务量总体提升。

图24 顺丰控股2013年收入构成（按产品）



资料来源：鼎泰新材资产重组说明书，海通证券研究所

图25 顺丰控股2019H1收入构成（按产品）

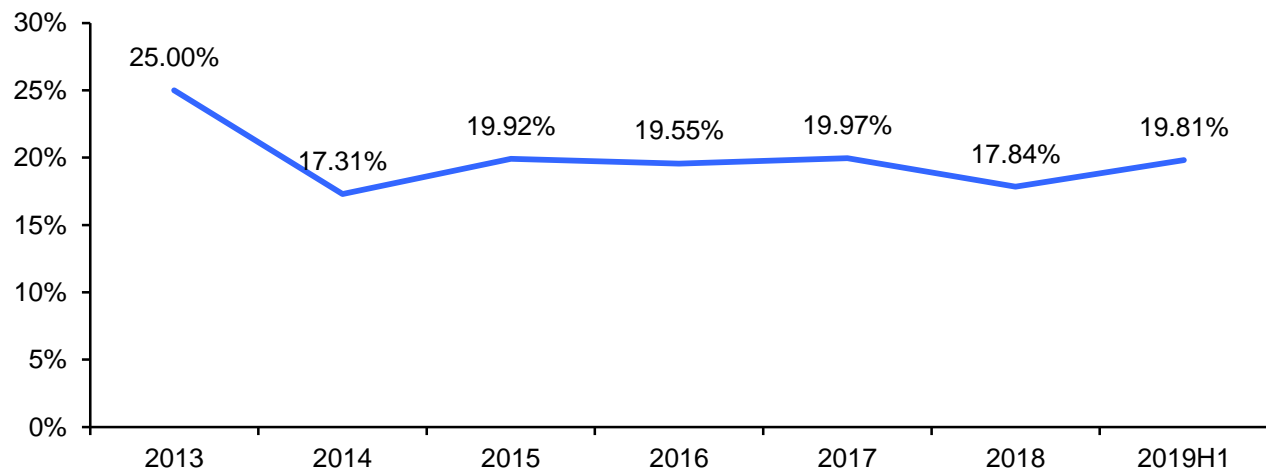


资料来源：顺丰控股2019年半年报，海通证券研究所

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

顺丰控股 我们认为，公司推出的特惠专配产品，单价低于普通经济件，在该产品业务量大幅提升，现有产能不能满足其发展的情况下，需要新增资本开支时，可能在短期内拉低公司主营业务毛利率。2020年，特惠专配业务的发展前景以及对公司毛利率的长远影响需要结合**速运业务“收、派、转、运”环节经营效率的变化**以及各项业务的协同情况考虑。

图26 顺丰控股2013-2019H1毛利率情况



资料来源：鼎泰新材资产重组说明书、顺丰控股2016-2018年年报、2019年半年报，海通证券研究所

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

风险提示

- 1、快递行业整体业务量增速下滑；
- 2、特惠专配业务拓展所需大量资本开支导致单票成本迅速提升，毛利率下滑；
- 3、新业务短期内无法实现盈利；
- 4、人力成本上升带来中心操作成本下降空间有限。

2.2.投资建议：强者恒强，龙头为王

表8 主要快递公司估值情况

简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
韵达股份	002120	688	30.91	1.58	1.27	1.54	1.86	19.24	24.39	20.07	16.60
圆通速递	600233	357	12.56	0.67	0.74	0.87	1.04	14.86	17.06	14.49	12.09
申通快递	002468	290	18.92	1.34	1.19	1.41	1.69	12.29	15.91	13.38	11.19
顺丰控股	002352	1701	38.54	1.03	1.29	1.51	1.79	31.76	29.89	25.44	21.50
德邦股份	603056	109	11.38	0.73	0.52	0.71	0.96	22.68	21.71	16.01	11.90

资料来源：wind一致性预测（收盘价为2019年12月19日），海通证券研究所

风险提示：

- 1、宏观经济增速不达预期；
- 2、新兴电商平台带来的业务量增速不达预期；
- 3、人力成本大幅增加；
- 4、价格战愈演愈烈。

分析师声明

虞楠 罗月江

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

交通运输团队：

首席分析师

虞楠

SAC执业证书编号：S0850512070003

电话：021-23219382

Email: yun@htsec.com

分析师

罗月江

SAC执业证书编号：S0850518100001

电话：010-56760091

Email: lyj12399@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司经营范围包括证券投资咨询业务。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>