

快递行业2020年中期投资策略： 水大鱼大，强者恒强

安信证券研究中心 交通运输行业

明兴 / 孙延

SAC执业证书编号 S1450518040004 / S1450520040004

2020年6月8日



目录

一、需求端：网购渗透率加速提升，快递需求恢复超预期

二、供给端：集中度提升，高竞争壁垒铸就护城河

三、展望与思考

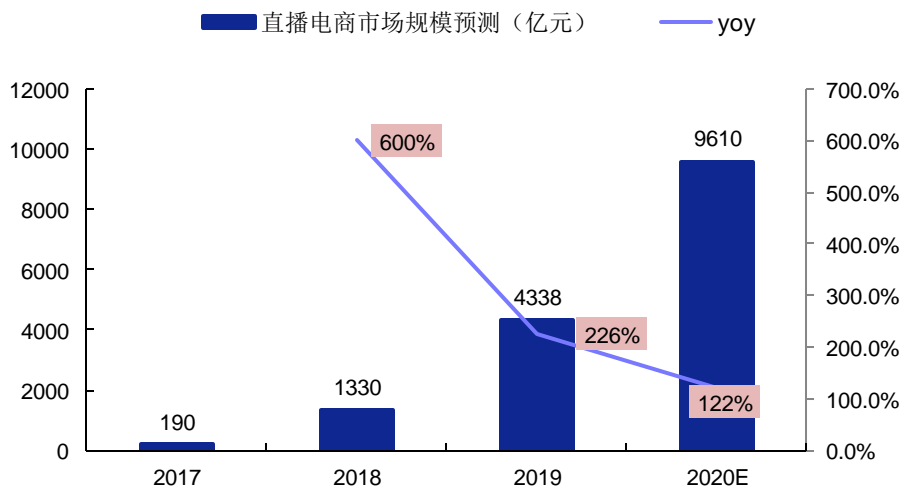
四、投资建议

附录：快递企业2019年报及2020Q1季报总结

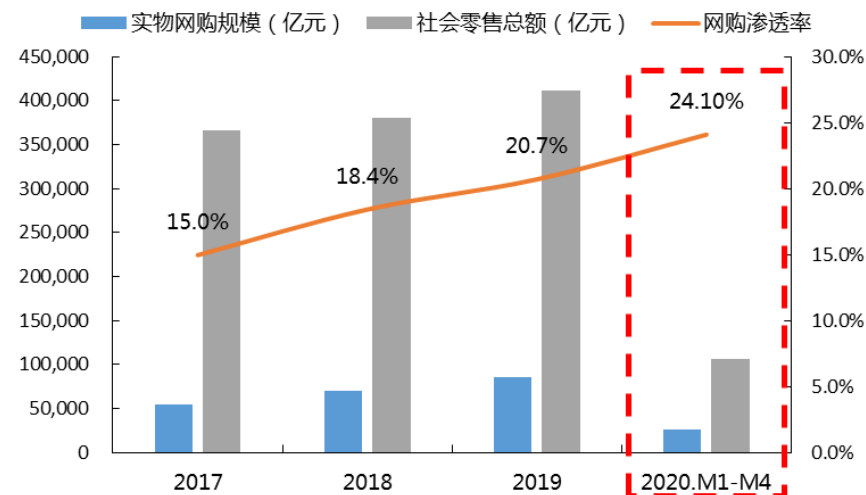
需求端：直播电商推动网络消费，网购渗透率有望加速提升

- 随着**社交电商、小程序、短视频**等电子商务新模式新业态的快速发展，作为兼具**娱乐性与商业性**的**直播电商**正成为新兴的线上购物方式，此次新冠疫情期间，以**淘宝、京东、拼多多**为代表传统电商平台以及**抖音、快手**为代表新兴社交电商平台纷纷强势入局。
- 直播电商在激发消费潜力方面将发挥重要作用：根据艾媒咨询预测，2020年中国直播电商销售规模将达**9160亿元**，同比增长**122%**；同时，疫情影响下，消费模式加速向线上转型，2019年线上网购社零占比**20.7%**，到2020年1-4月该占比加速提升至**24.1%**。

图：直播电商市场规模预测



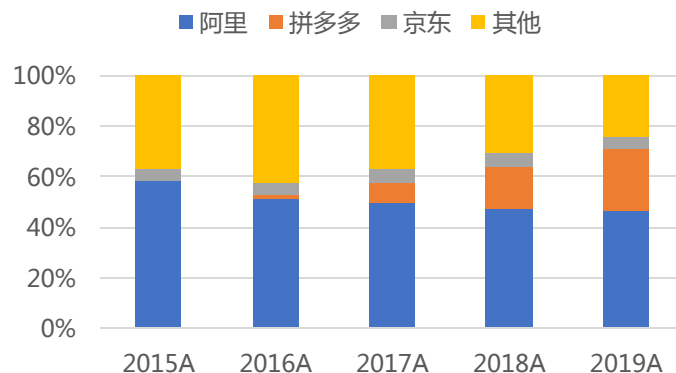
图：线上网购社零占比加速提升



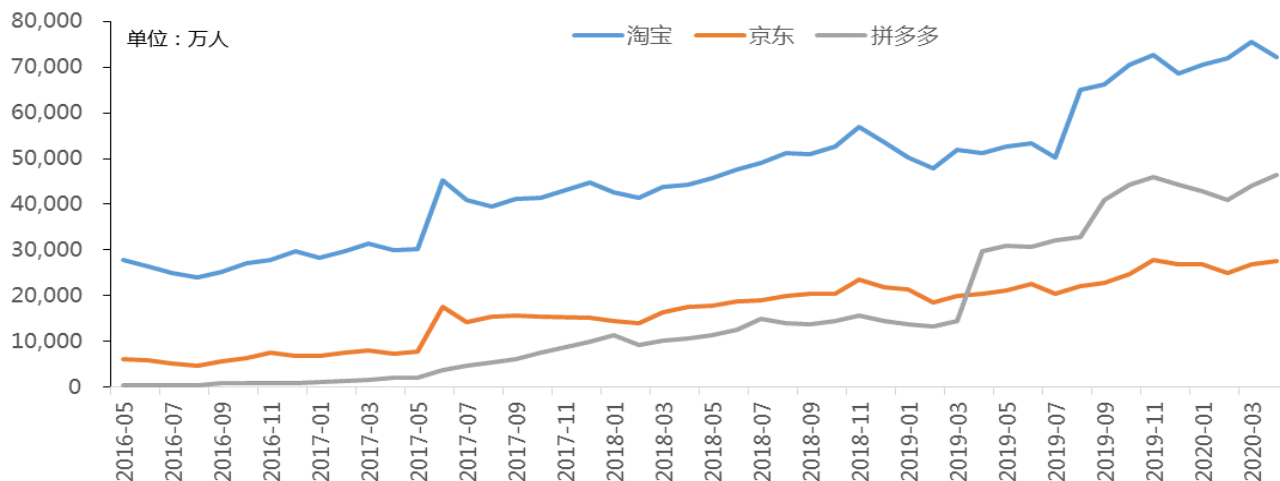
需求端：拼多多等电商平台崛起，快递客户更多元化

- 拼多多、抖音、快手等社交电商崛起，快递企业面对的电商客户更加多元化，有望摆脱对单一平台的过度依赖，快递之于电商平台的战略价值将凸显；根据我们测算，2019年拼多多产生快递包裹量行业占比约25%，贡献行业增量超过50%。

图：主流电商平台包裹量占快递行业比例变化



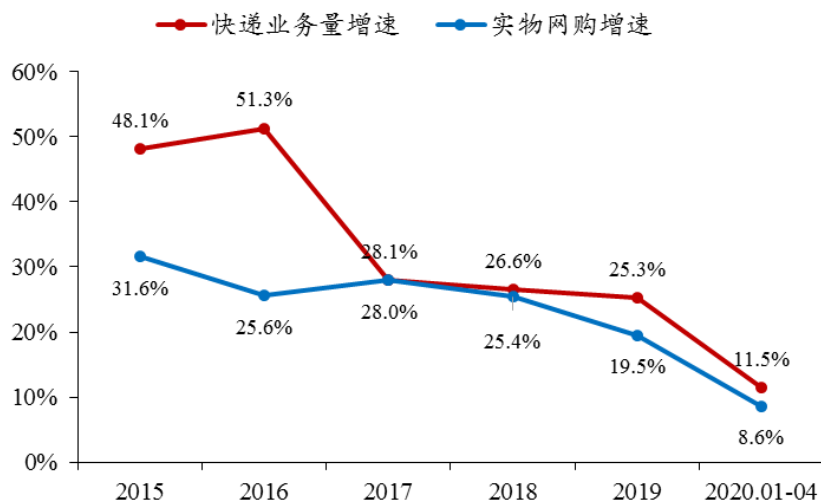
图：拼多多移动APP活跃用户人数规模仅次于淘宝



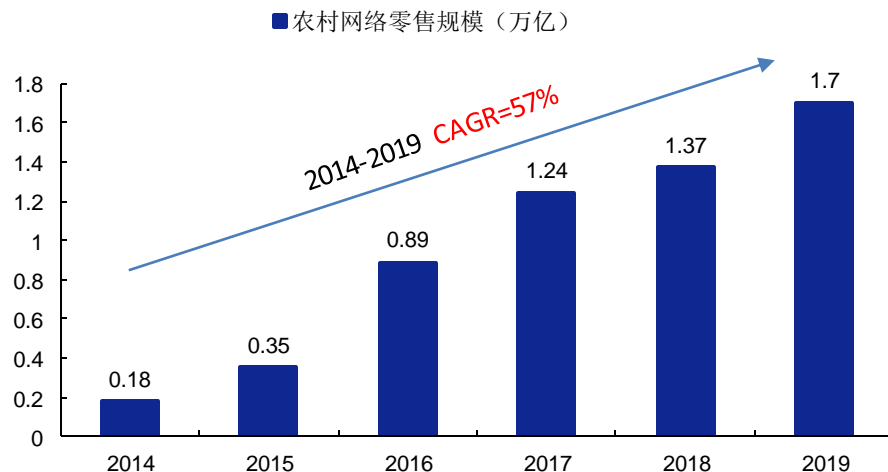
需求端：下沉红利仍在，农村电商获政策支持

- **行业客单价走低**：拼多多等平台上的低价产品占比提升，快递业务量规模增速快于网购增速；
- **农村网络购物**零售额增速保持快速增长，下沉市场成为主流电商新的发力点。2020年的《政府工作报告》明确提出，“**支持电商、快递进农村，拓展农村消费**”，财政部亦提出2020年将大力发展农村电子商务，促进形成农产品进城和工业品下乡畅通、线上线下融合的农产品流通体系和现代农村市场体系。

图：快递业务量增速总体快于实物网购增速



图：农村网购市场近年快速增长



需求端：上调2020年行业业务量增速至23%

- 行业需求恢复超预期**：考虑到疫情防控常态化下，大量消费需求仍向线上转移（2020年4月快递业务量增速达32%），我们上调2020年行业业务量增速至+23.2%（前期我们预测值为19%）。
- 长期看线上渗透率仍有提升空间**：随着线上渗透率的进一步提升，我们预计2020-2024年快递业务量年均复合增速为18%。

表：2020-2024年快递业务量拆分预测

快递业务量预测总表	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
全国快递业务量（亿件）	312.8	400.6	507.1	635.2	782.7	948.2	1124.5	1325.9	1541.1
YOY	51.3%	28.1%	26.6%	25.3%	23.2%	21.1%	18.6%	17.9%	16.2%
电商快递量（亿件）	227.75	296.92	394.97	514.00	655.42	814.53	984.17	1178.57	1386.38
YOY	54.8%	30.4%	33.0%	30.1%	27.5%	24.3%	20.8%	19.8%	17.6%
阿里（亿件）	159.77	197.00	239.80	292.98	339.61	393.51	451.95	509.31	568.80
YOY	33.1%	23.3%	21.7%	22.2%	15.9%	15.9%	14.9%	12.7%	11.7%
拼多多（亿件）	5.19	32.84	84.30	157.93	244.08	337.06	441.78	565.82	700.28
YOY		533.5%	156.6%	87.4%	54.5%	38.1%	31.1%	28.1%	23.8%
京东（亿件）	15.93	21.23	26.37	31.96	38.18	46.64	53.32	61.93	71.32
YOY	55.1%	33.2%	24.2%	21.2%	19.5%	22.2%	14.3%	16.2%	15.2%
其他电商（亿件）	46.86	45.84	44.50	31.13	33.55	37.31	37.13	41.51	45.98
YOY	177.3%	-2.2%	-2.9%	-30.1%	7.8%	11.2%	-0.5%	11.8%	10.8%
非电商快递量（亿件）	85.05	103.68	112.13	121.20	127.26	133.63	140.31	147.32	154.69
YOY	42.9%	21.9%	8.1%	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

目录

一、需求端：网购渗透率加速提升，快递需求恢复超预期

二、供给端：集中度提升，高竞争壁垒铸就护城河

三、展望与思考

四、投资建议

附录：快递企业2019年报及2020Q1季报总结

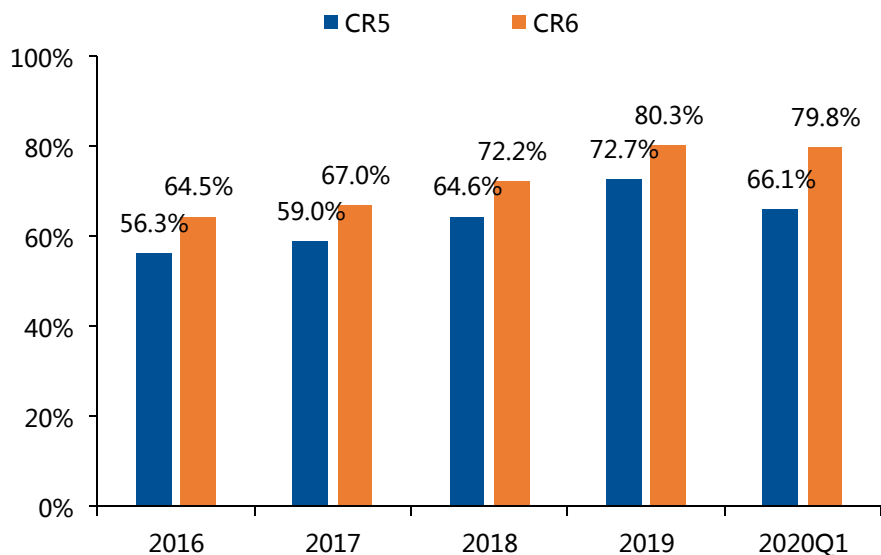
供给端：龙头份额持续增长，市场集中度进一步提升

- 行业集中度大幅提升：2019年，六家上市快递企业市场份额（业务量口径）达到**80.3%**，环比18年提升**8.1pct**，头部快递企业份额差距逐步拉大。
- 二三线快递企业加速退出。

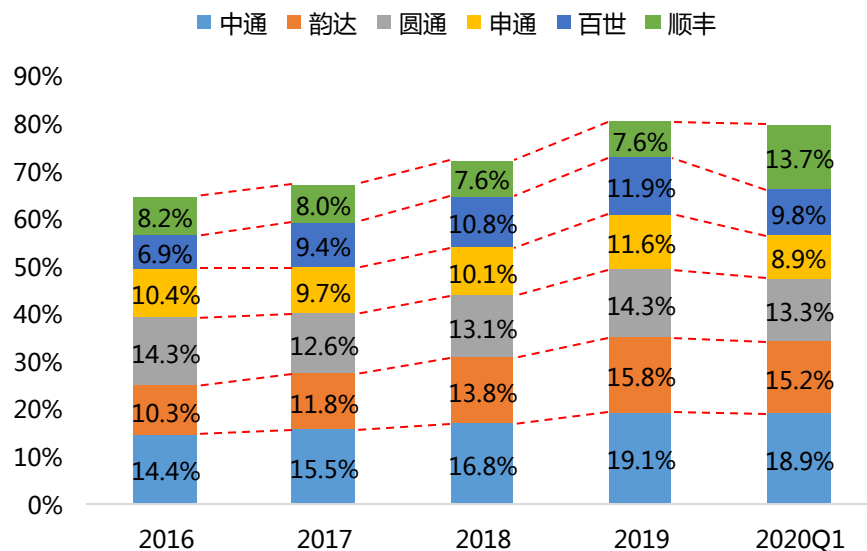
图：二三线快递企业逐步退出



图：行业集中度进一步提升（业务量口径）



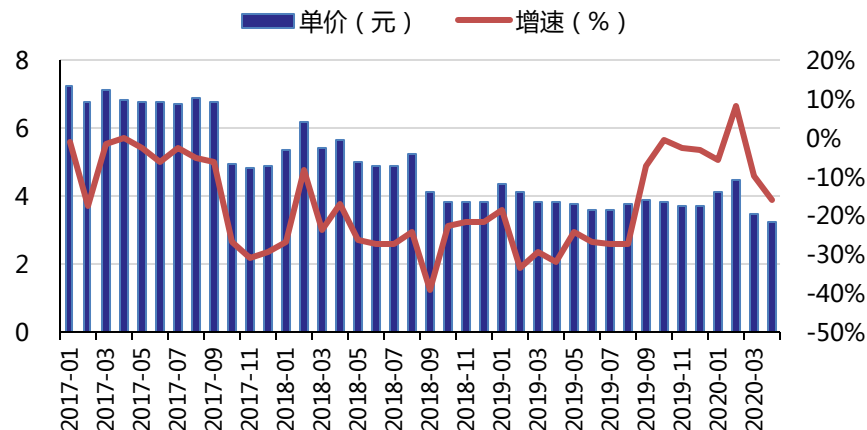
图：快递龙头企业市场份额（业务量）变化



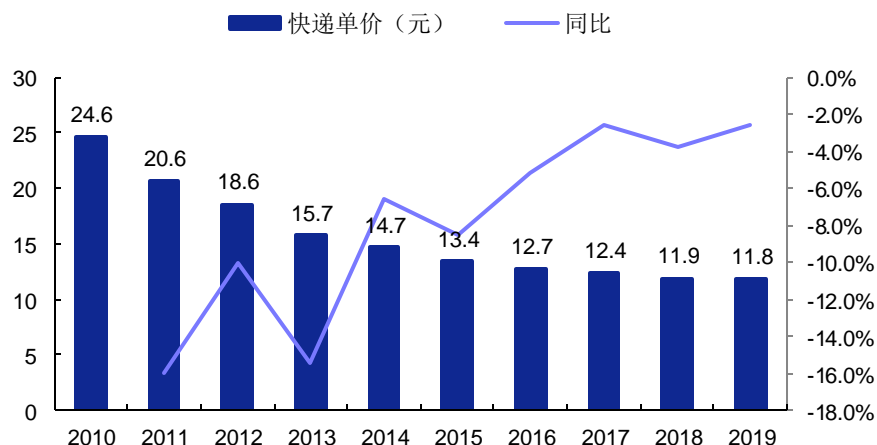
供给端：竞争加剧，快递企业分化加快

- 全行业单价持续下降，义乌等产粮区价格竞争激烈：
2019年行业单价11.9元，同比下降2.6%，2020年以来义乌地区价格降幅扩大。
- 2020年以来快递企业单票收入降幅有所扩大：持续追求市场份额形势下，2020Q1各大快递企业单票降幅在20%左右，为近年最大降幅。中长期看，激烈的市场竞争将加速行业出清。

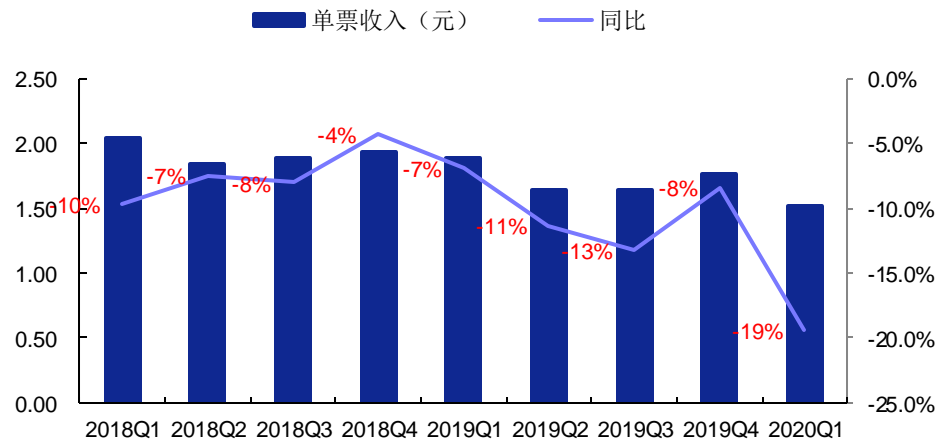
图：义乌地区快递单价及同比变化



图：行业价格竞争持续



图：中通快递单价及同比变化情况



供给端：极兔、众邮，新入局者对行业格局影响如何？

- 通达系凭借成本优势构筑高护城河，行业激烈竞争背景下，极兔、众邮快递难以撼动通达系地位，可能寻求差异化突围；
- 1) 对于极兔：在流量上有望获得OPPO的支持，另外在末端派送网络亦可能与OPPO庞大的线下门店展开合作，尤其在3-5线城市，未来观察其是否有新的竞争策略；
- 2) 对于众邮：或得到京东电商平台的商流支撑，我们预计会首先服务于京喜（京东旗下社交电商平台）以及京东平台第三方卖家，然后实现业务拓展。

图：极兔速递网络发展规模

东南亚七国人口	现有自营网点	现有加盟网点	现有自有车辆
5.5亿+	4500+	1000+	3500+
现有分拨中心	现有员工	东南亚每月收派包裹	
100+	60000+	5500万	

图：众邮快递网络规模

网络资源	数量
分拨中心（个）	180+
干线线路（条）	1500+
车辆（辆）	4700+
三方协作网点（个）	10000+

目录

一、需求端：网购渗透率加速提升，快递需求恢复超预期

二、供给端：集中度提升，高竞争壁垒铸就护城河

三、展望与思考

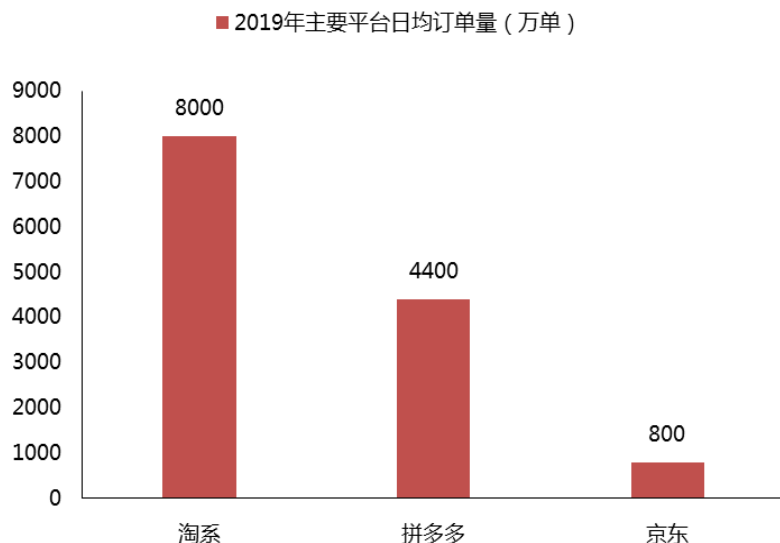
四、投资建议

附录：快递企业2019年报及2020Q1季报总结

阿里、京东、拼多多等电商平台将加速物流布局

- 疫情后，快递物流对于电商平台的重要性再次凸显。阿里物流平台菜鸟网络正在由“轻”变“重”，从一家“科技物流”公司开始向“物流科技”转变；京东平台加速下沉（众邮快递）以及物流的加速开放；拼多多提出开发“新物流”技术平台，并与国美展开合作；
- 对于电商平台而言，国内电商快递企业已然具备战略投资价值，而对于快递企业，聚焦主业，不断提升精细化管理能力与物流服务品质，成为巨头电商平台生态体系内重要的战略合作伙伴不失为一种好的选择。

图：2019年主要电商平台日均订单量（测算值）



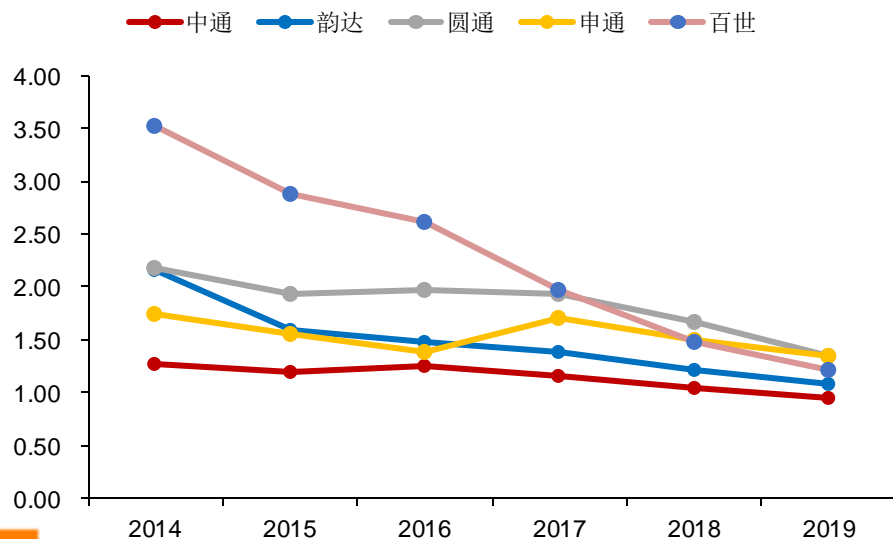
图：阿里巴巴对快递上市企业持股情况（截止2020一季报）

	入股时间	持股比例	备注
百世快递	2008/06	30.03%	第一大股东
圆通速递	2015/05	9.9%	第二大股东
中通快递	2018/05	8.7%	第三大股东
申通快递	2019/07	14.65%	间接持有
韵达股份	--	2%	第七大股东

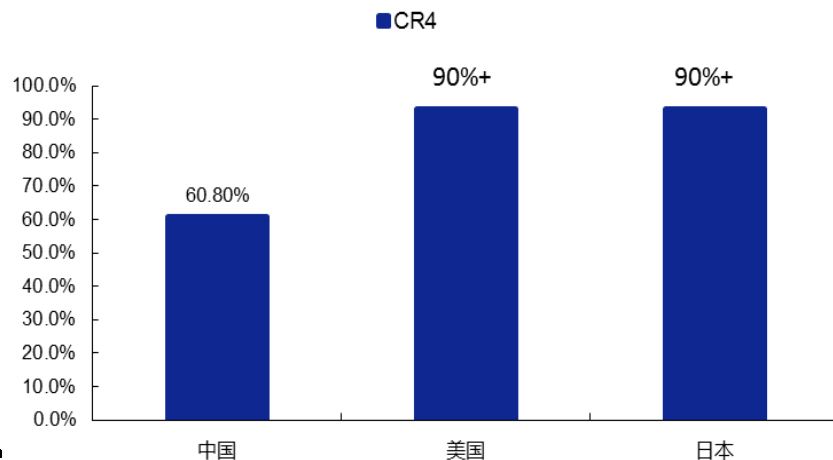
电商快递企业如何摆脱价格战“囚徒困境”？

- **快递业竞争面临着“囚徒困境”**：在市场份额没有完全拉开情况下，领先企业难以通过提价缓解竞争（因为一旦提价，竞争对手可通过维持低价抢占份额），而领先企业维持低价竞争时，竞争对手也不会主动提价，从而形成囚徒困境，博弈的最优解即所有企业都采取低价竞争策略。
- 破解“囚徒困境”的关键，我们认为一方面是**集中度提升**，尤其是领先企业与竞争对手拉开较大差距后具备定价权；另一方面，聚焦成本领先战略的通达系，也在**向差异化竞争探索**（推出高端时效产品、开展冷链、仓配业务等）。对于电商快递企业，我们预计集中度的提升将更快到来。

图：快递企业单票成本仍有下降空间（剔除派费，元）



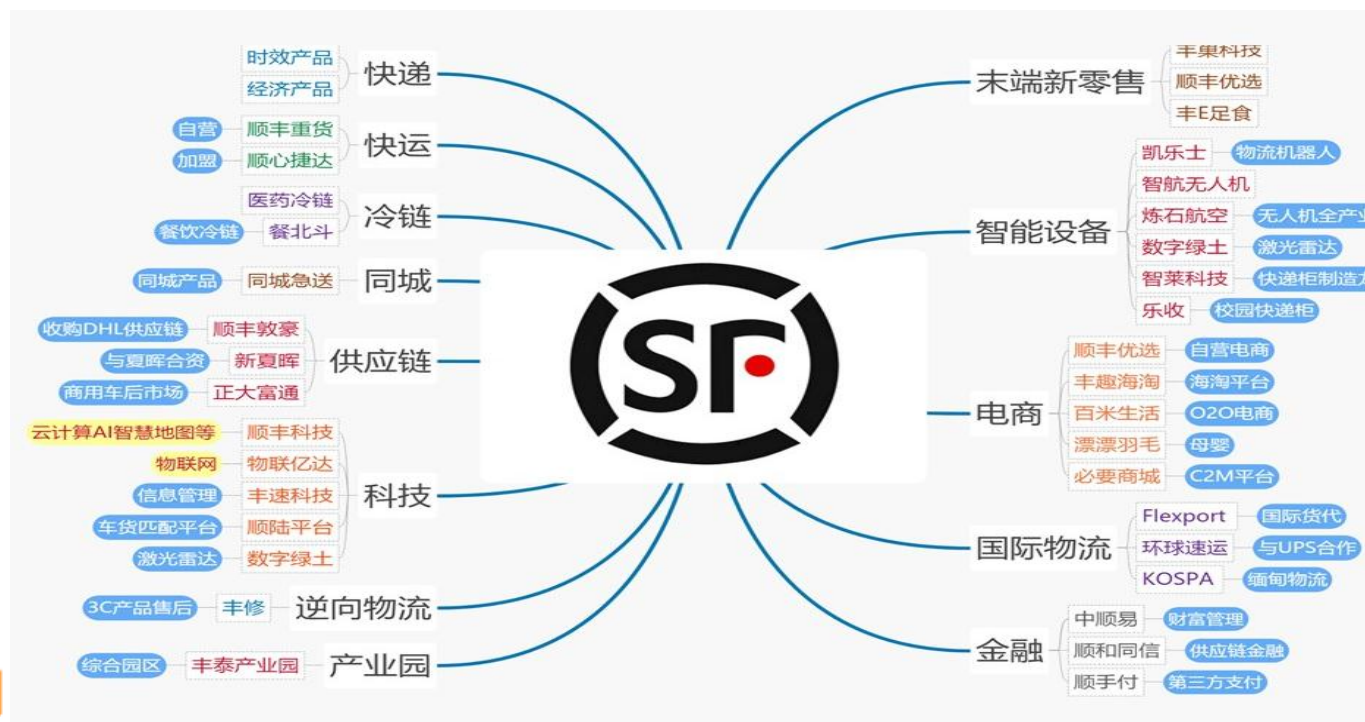
图：中国快递业CR4(业务量口径)仍有较大提升空间



顺丰品牌形象提升，快递业务加速下沉，供应链业务在摸索中前进

- 对于顺丰，其自身直营网络价值在此次抗击新冠疫情中得到充分体现，品牌形象提升，顺丰通过差异化发展战略，除了在商务件领域继续保持主导地位外，顺丰加速向中高端电商件、产业物流端（B端）、国际供应链布局，逐步迈向综合物流服务商，尽管短期资本开支带来盈利水平波动，我们持续看好公司中长期竞争力。

图：顺丰生态布局



目录

一、需求端：网购渗透率加速提升，快递需求恢复超预期

二、供给端：集中度提升，高竞争壁垒铸就护城河

三、展望与思考

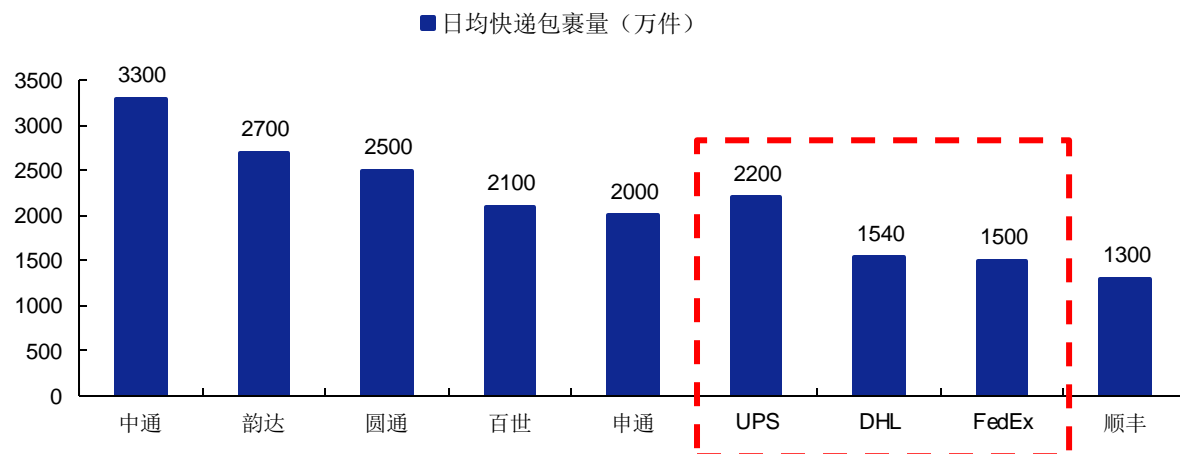
四、投资建议

附录：快递企业2019年报及2020Q1季报总结

投资建议：水大鱼大，强者恒强

- **水大鱼大，中国快递业市场空间广阔：**中国拥有全球最大的物流市场（2019年社会物流总费用14.6万亿元），我国已经成为世界上发展最快、最具活力的新兴寄递市场，包裹快递量占全世界包裹快递总量的50%以上；长期看，我们认为中国快递业广阔的市场空间，将孕育全球快递业巨头；当前电商的蓬勃发展以及电商平台的分散化，都将使快递企业受益。
- **通达系淡化短期业绩，关注长期格局演进，强者恒强：**我们认为电商快递激烈的市场竞争，一方面给当期业绩带来较大压力，但同时，也在加速行业整合出清，未来剩者为王，行业龙头迎来长线布局机会。

图：全球主要快递物流企业日均包裹处理量对比（2019）



投资建议：水大鱼大，强者恒强

- 重点推荐行业龙头：
- 1) 顺丰控股：品牌优势突出，具备高护城河；2020H2公司时效件在消费升级驱动下，有望维持高增长，随着电商件持续放量带来产能利用率提升，公司业绩有望逐季度改善。
- 2) 韵达股份：公司作为A股电商快递龙头，精细化管理能力突出，市场份额紧追中通。
- 3) 圆通速递：低估值+成本改善较为明显。
- 4) 美股我们重点推荐电商快递龙头中通快递（ZTO.N）。
- 同时重点关注市值底部的申通快递（阿里入股有望带来差异化定位）以及德邦股份（关注韵达战略入股后变革）。

表：重点快递公司盈利预测情况（2020.6.7）

公司	市值（亿元）	净利润（亿元）					PE	
		2019A	2020E	yoy	2021E	yoy	2020E	2021E
顺丰股份	2224	57.97	64.0	10.40%	80.0	25.00%	34.7	27.8
中通快递	1920	52.92	54.8	3.55%	63.0	14.96%	35.0	30.5
韵达股份	809	26.47	28.07	6.04%	32.62	16.21%	28.8	24.8
圆通速递	465	16.78	21.11	25.80%	23.03	9.10%	22.0	20.2
申通快递	285	14.08	12.82	-8.95%	14.16	10.45%	22.2	20.1

风险提示

- 1) 行业需求下行风险。快递的核心驱动力来自电商，电商网购规模增速若出现大幅下滑将导致快递业务量需求不及预期，而快递业务收入作为公司核心主业将受到需求波动影响。
- 2) 价格竞争超出市场预期。行业若发生大规模价格战，将侵蚀上市公司利润；同时派费下调后，快递公司网点的稳定性值得关注。
- 3) 成本持续上升风险。运输、人工成本作为公司的主要成本，可能面临油价上升、人工成本大幅攀升的风险。

目录

一、需求端：网购渗透率加速提升，快递需求恢复超预期

二、供给端：集中度提升，高竞争壁垒铸就护城河

三、展望与思考

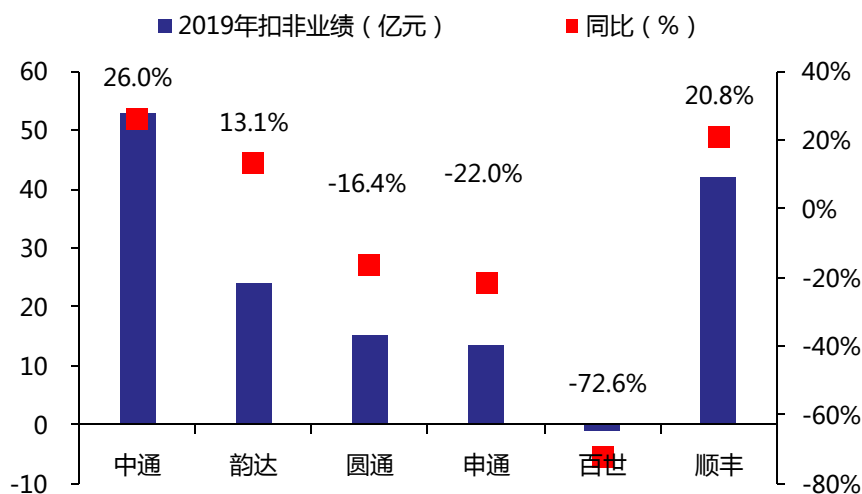
四、投资建议

附录：快递企业2019年报及2020Q1季报总结

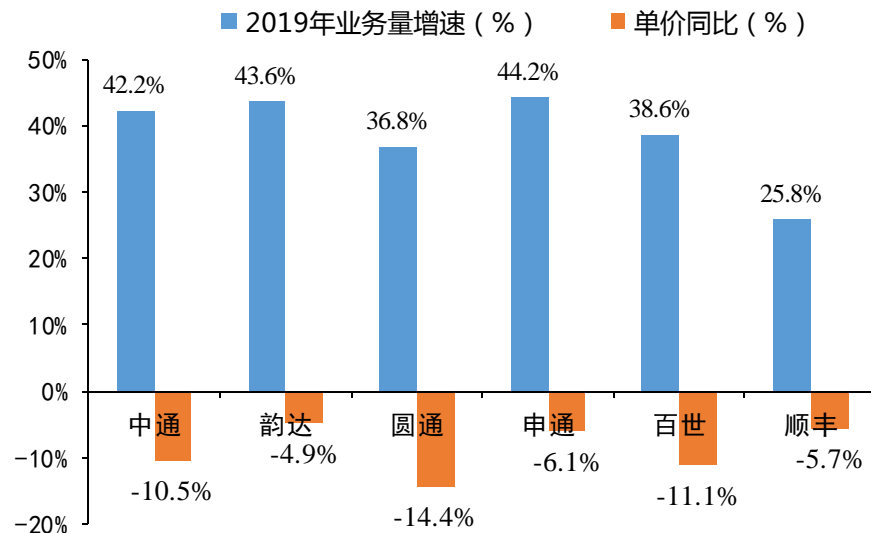
龙头业绩分化，竞争策略呈现差异化

- 2019年上市快递企业业绩出现分化：中通、韵达、顺丰保持较快增长；圆通、申通、百世扣非业绩出现负增长。
- 业绩分化的背后主要是竞争策略的差异。从2019年单票收入与件量增速表现看，各家快递公司均在份额与利润之间做出权衡，龙头企业盈利能力相对更优；顺丰单票降幅高于同行，主要系经济件占比提升。

图：2019年上市快递企业业绩表现



图：2019年快递企业业务量增速与单价变化



注：中通与百世为美股上市企业，业绩采用Non-GAAP净利润

资本开支持续，快递网络趋于完善

- 转运中心直营率稳步提升，均高于**90%**；自有车辆比例不断提升，大运力车辆成为采购主力。
- 一级加盟商和终端网点个数亦不断增加，快递网络趋于完善。

表：快递企业2019网络情况

	业务量 (亿件)	日均业务量(万 件)	转运中心数 (个)	直营个数 (个)	直营率 (%)	一级加盟商 (家)	终端网点数 (个)	主干线运输车辆 (辆)
中通	121.2	3321	91	82	90%	4800+	30000	自有6450
韵达	100.3	2748	59	59	100%	3728	27466	-
圆通	91.2	2497	-	73	-	4180	32005	5500(自有1555辆)
百世	75.8	2076	88	88	100%	9807	42400	-
申通	73.7	2019	68	61	90%	3500	25500	5200(自有3650辆)
顺丰	48.3	1324	174	174	100%	-	17832自营	43000台干线合计数；自有未披露

资本开支持续，快递网络趋于完善

- 顺丰重资产模式，固定资产高于通达系快递企业；中通固定资产（土地+运输设备）领先通达系快递企业。

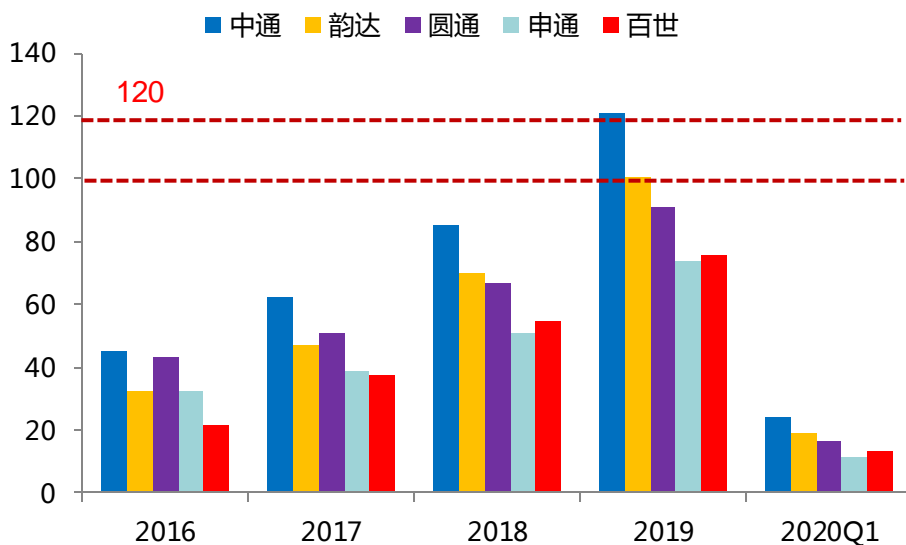
表：2016-2019三通一达期末各项固定资产账面价值

公司	项目（亿元）	房屋建筑	机器设备	运输设备	电子设备	飞机及发动机	其他	合计
韵达股份	2016	7.82	7.89	6.71	0.89	-	0.01	23.32
	2017	6.99	12.42	7.46	1.32	-	0.01	28.2
	2018	8.55	25.08	10.09	3.44	-	0.01	47.17
	2019	10.58	36.39	11.00	6.43	-	0.01	64.41
顺丰股份	2016	37.21	16.01	14.87	8.79	27.04	12.86	116.78
	2017	32.43	15.86	14.39	8.45	32.67	15.16	118.96
	2018	32.72	17.64	18.58	11.86	39.38	19.49	139.67
	2019	66.79	21.42	15.75	12.61	52.17	20.30	189.04
中通快递	2016	12.87	7.20	10.59	1.53	-	8.47	40.66
	2017	26.97	13.00	15.46	2.08	-	7.22	64.73
	2018	35.87	24.36	23.19	3.09	-	3.85	90.36
	2019	55.94	37.79	33.67	4.63	-	-7.32	124.71
圆通速递	2016	14.82	3.14	0.94	0.65	1.01	0.22	20.78
	2017	20.75	4.18	1.16	0.80	2.12	0.39	29.4
	2018	32.17	8.90	5.55	1.44	4.42	0.65	53.13
	2019	42.90	15.31	6.26	2.20	4.73	0.78	72.18
申通快递	2016	3.10	1.37	2.08	0.31	-	0.01	6.87
	2017	6.08	3.08	7.33	1.80	-	-0.01	18.28
	2018	10.47	8.32	6.91	0.96	-	0.01	26.67
	2019	15.35	14.31	9.22	1.05	-	0.00	39.93

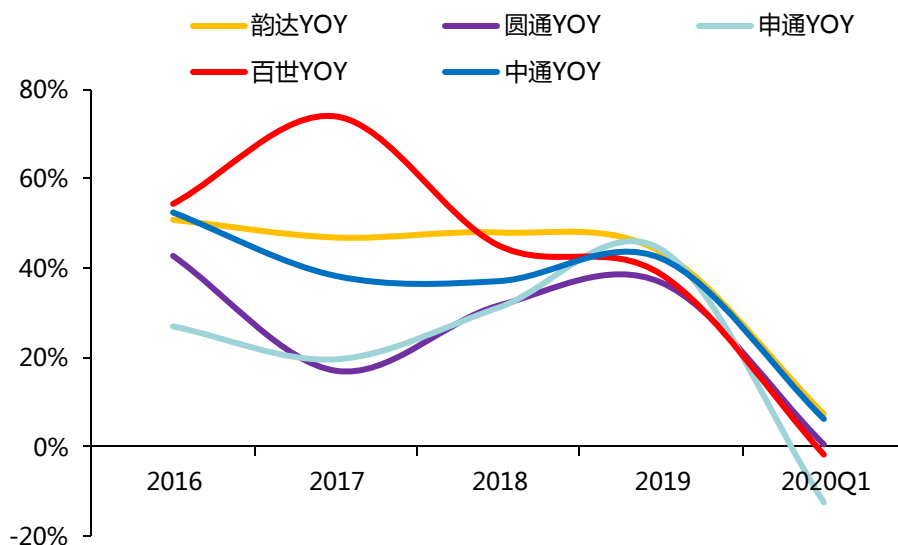
件量维持快速增长，2020Q1份额分化

- 2019年上市快递企业业务量增速仍保持较快增长，业务量平均增速**40.5%**；2020Q1业务量增速受疫情影响较大，4月件量回归高增长。
- 2020Q1龙头市场份额出现分化**：Q1市场份额中通18.9%，同比+0.3pct；韵达15.2%，同比+0.5pts；圆通13.3%，同比-0.3pts；申通8.9%，同比-1.6pts。

图：快递企业业务量对比（亿件）



图：快递企业业务量增速对比（%）



单票收入持续下降，价格拐点尚未显现

- 受行业价格战影响，上市快递企业单票收入持续下降。
- 2019年剔除派费后，中通/韵达/圆通/申通/百世单票收入分别为1.62/1.63/1.35/1.35/1.36元。（假设圆通派费收入1.6元/票）

表：快递企业单票收入对比

公司	中通				韵达				圆通				申通				百世			
单位：元	2017	2018	2019	2020Q1	2017	2018	2019	2020Q1	2017	2018	2019	2020Q1	2017	2018	2019	2020Q1	2017	2018	2019	2020Q1
单票收入	1.96	1.81	1.62	1.42	1.94	1.72	3.19	2.72	3.68	3.44	2.95	2.71	3.22	3.27	3.07	3.16	3.39	3.24	2.88	2.56
单票面单收入	/	/	/	/	0.73	0.67	0.73	/	0.87	/	/	/	0.74	0.64	0.41	/	/	/	/	/
单票中转收入	1.96	1.81	1.62	1.42	1.21	1.05	0.91	/	1.41	/	/	/	0.98	0.92	0.95	/	/	/	/	/
单票派送收入	/	/	/	/	/	/	1.55	/	1.40	/	/	/	1.65	1.70	1.71	/	1.32	1.61	1.52	1.16

注：韵达从2019年开始将派费纳入核算当中；各家在收入口径上存在一定差异

单票成本持续改善，落后企业快速追赶

- 受益中转和运输优化，快递企业单票成本处于持续改善的趋势中
- 2019年剔除派费后，中通/韵达/圆通/申通/百世单票成本分别为0.95/1.09/1.29/1.07/1.23元。

表：快递企业单票成本对比

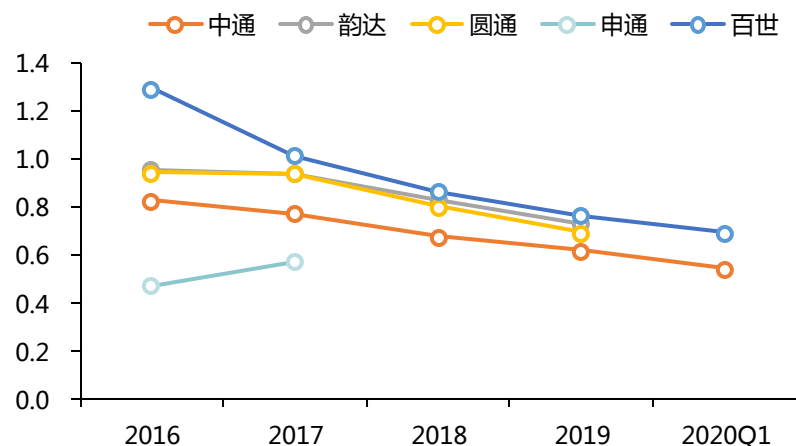
公司	中通				韵达				圆通				申通				百世			
单位：元	2017	2018	2019	2020 Q1	2017	2018	2019	2020 Q1	2017	2018	2019	2020 Q1	2017	2018	2019	2020 Q1	2017	2018	2019	2020 Q1
单票成本	1.16	1.06	0.95	0.94	1.38	1.22	2.83	/	3.29	3.03	2.6	/	2.63	2.74	2.76	/	3.3	3.09	2.74	2.65
单票面单成本	/	/	/	/	0.02	0.002	0.0004	/	0.01	0.03	0.03	/	0.07	0.05	0.04	/	0.37	0.18	0.13	0.15
单票派送成本	/	/	/	/	/	/	1.73	/	1.37	1.37	1.31	/	1.62	1.69	1.69	/	1.31	1.61	1.52	1.4
单票转运成本	1.16	1.06	0.95	0.94	1.36	1.22	1.09	/	1.91	1.64	1.26	/	0.94	1	1.03	/	1.61	1.3	1.1	1.1
其中：运输费	0.77	0.68	0.62	0.54	0.94	0.83	0.73	/	0.93	0.80	0.69	/	0.57	/	/	/	1.01	0.86	0.76	0.69
其中：操作费	0.39	0.38	0.34	0.4	0.42	0.38	0.37	/	0.47	0.44	0.36	/	0.37	/	/	/	0.6	0.44	0.34	0.41
其中：网点中转费	/	/	/	/	/	/	/	/	0.51	0.40	0.21	/	/	/	/	/	/	/	/	/

注：韵达从2019年开始将派费成本纳入核算，申通单票成本未进行全网模拟测算。

运输成本：自有车辆增加，线路优化，包裹轻量化

- 上市快递企业单票运输成本持续改善：
 - 上市快递企业自有车辆、大运力车辆稳步增加；
 - 线路进行优化、直跑等创新方式运用；
 - 快递包裹小型化、轻型化，降低单位运输成本。

图：快递企业单票运输成本对比（元/票）



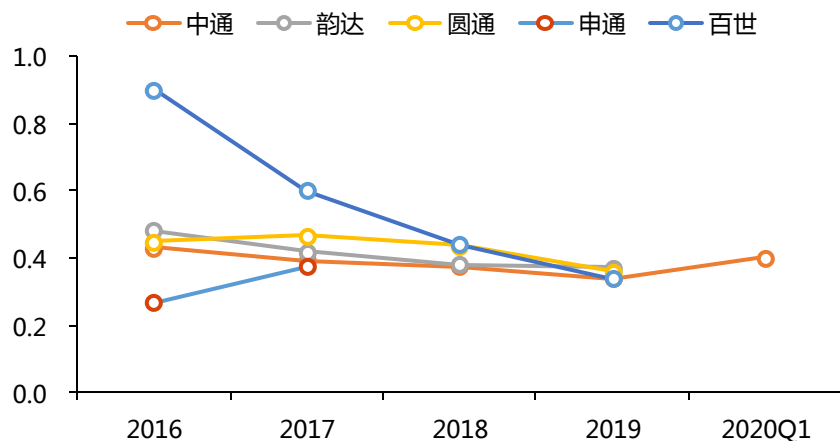
表：快递企业运输车辆对比

公司	2015	2016	2017	2018	2019
中通	3600+	4170 (自有2900辆)	4380 (自有3600辆)	5500 (自有4500辆)	7700 (自有6450辆)
圆通	/	/	/	5100 (自有1199辆)	5500(自有1555辆)
申通	15000	/	3485(自有1618辆)	4478(自有2941辆)	5200(自有3650辆)
韵达	8400+	/	/	未披露	/
顺丰	15000	/	/	34904，自有17156辆	43000

中转成本：转运中心自动化、智能化水平提升

- 随着自动分拣设备的投入运用，上市快递公司单票中转中心操作成本持续下降；
- 从中转中心数量看，顺丰中转中心个数远超行业竞争对手；韵达中转中心数量行业最少。

图：快递企业中转中心操作成本对比（元/票）



表：快递企业中转中心个数对比（个）

公司	2015	2016	2017	2018	2019
圆通	82	82	82	82	79
中通	74	75	82	82	91
申通	82	80+	86	88	68
韵达	54+	/	54	65	59
百世	/	/	/	106	88
顺丰	/	/	/	201	174

盈利质量：竞争加剧，单票扣非净利下滑

- 行业竞争激烈，2019年上市快递企业单票扣非净利均下滑；
- 2019年中通单票扣非净利下降10%，幅度小于同行。

表：快递企业单票扣非归母净利对比（元/票）

单票扣非归母净利（元/票）	2016	2017	2018	2019	2020Q1
中通	0.48	0.52	0.49	0.44	0.27
YOY	16.0%	8.3%	-5.8%	-10.2%	-37.31%
韵达	0.36	0.33	0.31	0.24	0.14
YOY	9.9%	-9.0%	-6.3%	-21.3%	-51.5%
圆通	0.30	0.27	0.28	0.17	0.14
YOY	9.1%	-9.8%	1.9%	-38.9%	-34.7%
申通	0.36	0.36	0.34	0.18	0.02
YOY	31.0%	-2.0%	-5.4%	-45.9%	-93.1%
百世	-0.63	-0.24	-0.08	-0.02	-0.54
YOY	-16.6%	-61.9%	-66.7%	-75.0%	249%

分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

公司地址

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034