

# 圆通速递 (600233.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

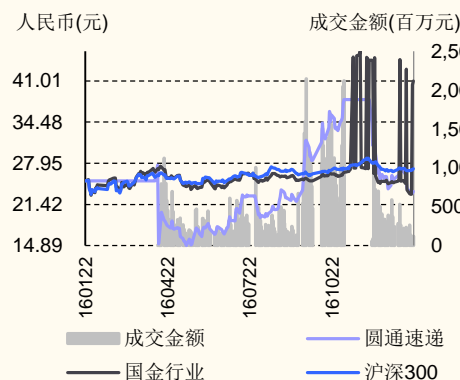
市场价格(人民币): 23.49元

## 稳步推进战略布局, 未来或将开启新一轮价格战

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 330.00      |
| 总市值(百万元)     | 66,270.68   |
| 年内股价最高最低(元)  | 38.03/14.89 |
| 沪深300指数      | 3354.89     |
| 上证指数         | 3123.14     |



### 相关报告

- 《战略布局唯快不破, 定增85亿加码主业-圆通速递公司点评》, 2016.12.4
- 《业绩有望超预期, 毛利率稳步回升-圆通速递公司点评》, 2016.10.26
- 《圆通借壳获证监会核准批复, 成就民营快递第一股-大杨创世公司点...》, 2016.9.14
- 《圆通借壳方案过会, 艾迪西与新海股份有望估值修复-大杨创世公司...》, 2016.8.1
- 《具有比价优势, 市值成长空间更大-大杨创世公司点评》, 2016.7.8

沙沫

联系人  
(8621)60230253  
shamo@gjqz.com.cn

苏宝亮

分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjqz.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014    | 2015   | 2016E     | 2017E    | 2018E    |
|-------------|---------|--------|-----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.037   | 0.044  | 0.502     | 0.741    | 1.026    |
| 每股净资产(元)    | 6.31    | 6.48   | 20.94     | 28.07    | 32.46    |
| 每股经营性现金流(元) | 0.35    | 0.62   | 3.68      | 4.53     | 6.47     |
| 市盈率(倍)      | 303.98  | 568.88 | 46.81     | 31.70    | 22.89    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 28.34   | 56.27  | 47.78     | 47.78    | 47.78    |
| 净利润增长率(%)   | -80.76% | 19.90% | 19321.79% | 47.70%   | 38.47%   |
| 净资产收益率(%)   | 0.58%   | 0.68%  | 18.14%    | 11.41%   | 13.67%   |
| 总股本(百万股)    | 165.00  | 165.00 | 2,821.23  | 2,821.23 | 2,821.23 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 2017年1月19日, 国金交运团队组织对圆通速递进行调研, 与公司董秘、证代进行深入沟通, 调研简报如下:

### 经营分析

- 终端网点下沉社区, 机队建设需伴随市场培养:** 公司收入组成为向加盟商收取的面单费(每单约0.8-0.9元)、中转费(按每件重量及派送距离决定)及派送费(每单1-1.5元); 目前根据市场竞争程度, 公司依旧会给与加盟商一定程度补贴, 所以中转费毛利为负。公司启动“大众创业、天下加盟”项目, 通过妈妈驿站的形式将终端网点下沉社区, 有效解决快递最后一公里问题, 同时直面终端客户, 引入更多业务流量, 终端网点可以销售日常用品来延长收益链条。在干线方面, 公司一直重视机队建设, 以提供高速高效的快递运输服务。但是由于飞机引进不仅需要一次性的采购成本, 后续维修及保养也需要大量支出; 所以机队建设速度不是越快越好, 需要伴随着相应市场培养来吸收相应成本。现公司自有货机5架, 均是客改货, 预计2017年底公司机队规模将达到11架。
- 布局局域型商务件网络, 探索多元化产品:** 现在公司产品结构依旧是电商件占主导地位, 占比约为70%, 商务件约占比15%。未来在开展商务件网络布局上, 考虑业务分布及成本管控, 相比较全网覆盖, 局域型网络将更为合适。在多元化业务开展方面, 大件电商将是短期发展趋势。大件电商业务需要的网络及仓配与公司现有资源相匹配, 所以公司可以以更快捷的速度及更低廉的成本开展该业务。在零担业务方面, 由于行业复杂度及专业性很高, 开展此项业务的前期投入多及培养时间长, 兼并收购相关成熟企业或是较好选择。
- 未来或将开启新一轮价格战:** 如果未来市场增速开始下降, 设计产能富裕, 有可能再次诱发价格战。所以这两年谁储备的好, 就有可能在价格战中存活下去。公司现在处于投入与培养阶段, 战略需要一步步落地。这涉及到资本支出与短期收益的平衡问题。现在市场需求依旧保持较高增长, 收入端快递价格降幅也在不断缩小, 公司致力于管控成本提升效率, 所以未来单从经营层面看, 公司快递业务收益预计会保持较高增速。但是在推动长远战略项目上需要大量的资本开支, 有可能会拖累短期利润率。所以在短期收益与长期战略投入上, 公司需要合理平衡。

### 投资建议

- 我们预计公司 2016-2018 归母净利润分别为 14.2/20.9/28.9 亿元，EPS 为 0.5/0.74/1.03 元/股。
- 圆通速递 2016 业绩有望超预期；去年一季度基数低，2017 一季度业绩同比有望大幅增长。圆通作为行业龙头，高效推进战略布局。定增扩大原有业务规模及提升服务质量，股权激励计划彰显公司发展信心，公司极有可能在下轮竞争中脱颖而出。给与“买入”评级。

### 风险

- 行业增速不及预期，行业竞争激烈等。

## 内容目录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 终端网点下沉社区，机队建设需伴随市场培育.....    | 4 |
| 圆通 - A 股第一快递股.....           | 4 |
| 经营模式.....                    | 4 |
| 终端网点下沉社区，快递柜发展仍需观察.....      | 5 |
| 机队规划需伴随市场培育.....             | 5 |
| 布局局域型商务件网络，短期看好大件电商发展空间..... | 5 |
| 未来有可能发生新一轮价格战.....           | 5 |
| 盈利预测.....                    | 6 |

## 图表目录

|                   |   |
|-------------------|---|
| 图表 1：圆通运营模式.....  | 4 |
| 图表 2：圆通收入构成.....  | 4 |
| 图表 3：圆通成本构成.....  | 4 |
| 图表 4：单件收入及毛利..... | 5 |
| 图表 5：收入及毛利预测..... | 6 |

## 终端网点下沉社区，机队建设需伴随市场培育

### 圆通 - A 股第一快递股

- 大杨创世于 2016 年 3 月 23 日发布借壳重组预案开始，历经 6 个月，于 10 月 18 日圆通速递正式更名上市，成为登录国内 A 股第一家民营快递企业。

### 经营模式

- 圆通的经营模式为直营+加盟。一般快递企业运营主要分为揽件、运输中转及派件，其中揽件与派件由加盟商完成，中转由加盟或直营的中转中心完成。业务流程一般为终端加盟商向客户揽收派件收取快递费用，揽件加盟商向公司总部支付面单费（约 0.8-0.9 元）/中转费（按距离长度、重量计费）/派件费（约 1-1.5 元），公司总部向终端派件加盟商支付派件费。根据业务流程，总部收入主要是向加盟商收取的（1）面单采购费；（2）对使用直营中转中心及干线网络收取的中转费；（3）代派件方收取派件费（但对利润及毛利贡献不大）。
- 从公司收入来看，单件面单费呈下降趋势，主要是由于电子面单逐步取代纸质面单。电子面单的成本主要是手持打印机、纸、墨等消耗品，成本较低，所以即使在单位面单费用下降的情况下单位面单毛利依旧上升。2015 年末公司电子面单占比约 51%，现在预计约有 90% 左右。

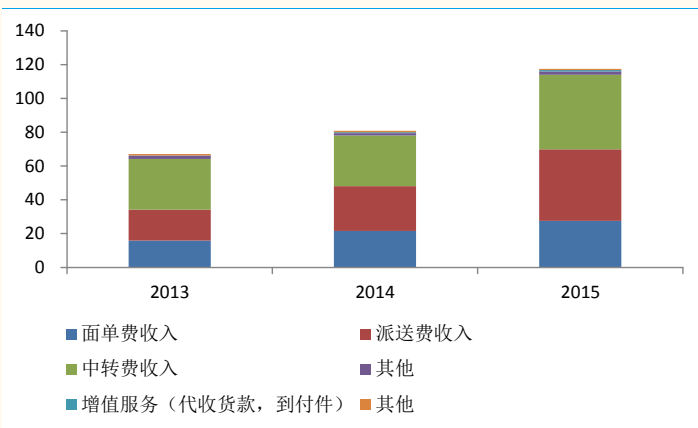
中转费主要是向加盟商提供的干线运输及分拣业务所收取的费用，该业务单件毛利是负值，且亏损逐年增大。这是公司给与加盟商一定的补贴，主要考虑在现在激烈的市场竞争环境下，加盟商可以稳定现有市占率，平时公司还会给与加盟商其他形式的补贴，如平衡基金、扶持派费等。

图表 1：圆通运营模式



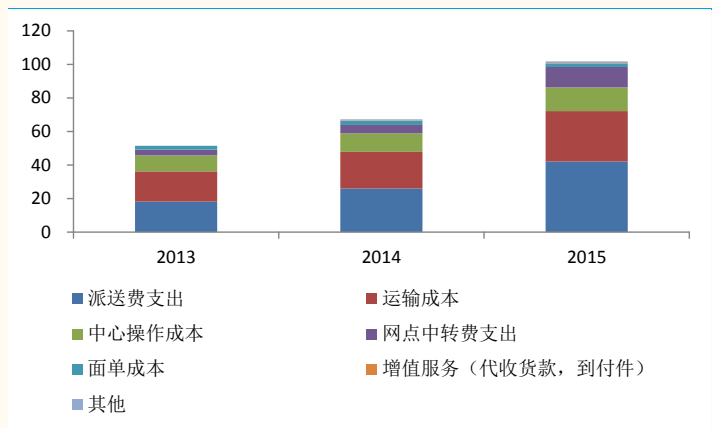
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：圆通收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：圆通成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：单件收入及毛利

| 单件收入（元/件） | 2013  | 2014  | 2015  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 面单费       | 1.24  | 1.16  | 0.91  |
| 派送费       | 1.43  | 1.43  | 1.40  |
| 中转费       | 2.34  | 1.62  | 1.46  |
| 单件毛利      |       |       |       |
| 面单费       | 0.86  | 0.88  | 0.93  |
| 中转费       | -0.04 | -0.26 | -0.28 |

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 终端网点下沉社区，快递柜发展仍需观察

- 2016 年 5 月 19 日，圆通速递正式启动“大众创业，天下加盟”项目。该项目计划面向连锁企业、个体商户、个体农杂货铺、残疾人、下岗工人、大学生等合作伙伴，通过妈妈驿站的形式服务社区，提供代收代派代寄的快递服务。该加盟模式可以使公司的快递服务进一步下沉至社区，有效的解决快递最后一公里问题；同时可以直面终端客户，吸取更多业务流量。而终端网点通过流量导入，也可以销售日常用品来延长收益链条。
- 短期内，快递柜发展还不明朗，现在主要面临的问题是经营及盈利模式不明确，快递柜需要收费，而且还有日常保养及维护费用，包裹大小不一，均是现在智能快递柜发展所面临的问题。

#### 机队规划需伴随市场培育

- 在机队计划上，航空投入要伴随着产品升级、时效性需求提高，要配合速递产品培养进度以吸收大量相关成本支出。飞机自有货机均为客改货，购买成本较低，但是由于飞机引进除了一次性的采购成本，后续维修及保养也需要大量支出。现在公司货机 5 架，2017 年年底预计达到 11 架，接下来的投入速度还是要看市场培养情况。

#### 布局局域型商务件网络，短期看好大件电商发展空间

- 现公司快递业务中依旧电商件占主要成分，占比约为 70%，剩余 30%由散件及商务件构成（约 15%）。
- 在商务件市场中，区域内业务量（如上海到江浙一带）比长距离业务量（如上海到北京）更多且更集中。所以相比较全网布局，局域型网络更加适合商务件，既满足时效性的考虑、又在很大程度上节省成本。
- 在多元化业务发展方面，公司比较看好大件电商的发展，大件电商在仓配与网络上和公司现有网络相似，直接开战这项业务无论从管理成本或资本投入上都会较便宜。对于零担业务，相比较现有快递网络还是有一定的差异，需要更专业化的管理能力，倘若需要快速进入该市场，兼并收购会是更好的选择。

#### 未来有可能发生新一轮价格战

- 现在市场依旧处于需求比较旺盛的阶段，在双十一期间分拣中心处理的业务量约为设计产能的 3 倍。如果未来市场增速开始下降，设计产能富裕，有可能再次诱发价格战。所以现在这两年谁储备的好，就有可能在价格战中存活下去。
- 公司现在处于投入与培养阶段，战略需要一步步落地。这涉及到资本支出与短期收益的问题。现在市场需求依旧保持较高增长，收入端快递价格降幅也在不断缩小，近几年公司也致力于管控成本提升效率，所以未来单从经营层面看，公司快递业务收益预计会保持较高增速。但是在推动长远战

略项目上需要大量的资本开支，有可能会拖累短期利润率。在短期收益与长期战略投入上，公司需要合理平衡。

### 盈利预测

- 我们预计公司 2016-2018 归母净利润分别为 14.2/20.9/28.9 亿元，对应业务量同比增速为 49%、44%及 38%。

图表 5：收入及毛利预测

| 单件收入（元/件） | 2013  | 2014  | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 面单费       | 1.24  | 1.16  | 0.91   | 0.81   | 0.74   | 0.73   |
| 电子面单      | 0.80  | 0.75  | 0.75   | 0.73   | 0.72   | 0.71   |
| 纸质面单      | 1.24  | 1.20  | 1.07   | 1.05   | 0.95   | 0.95   |
| 电子占比      | 1%    | 9%    | 51%    | 75%    | 90%    | 90%    |
| 纸质占比      | 99%   | 91%   | 49%    | 25%    | 10%    | 10%    |
| 派送费       | 1.43  | 1.43  | 1.40   | 1.4    | 1.41   | 1.42   |
| 中转费       | 2.34  | 1.62  | 1.46   | 1.4    | 1.38   | 1.35   |
| 快递业务量（亿件） | 12.84 | 18.57 | 30.30  | 45.0   | 65.0   | 90.0   |
| 业务量增速     |       | 45%   | 63%    | 49%    | 44%    | 38%    |
| 快递收入（亿元）  | 64.25 | 78.10 | 114.04 | 162.45 | 229.65 | 315.36 |
| 毛利率       | 21%   | 17%   | 13%    | 14%    | 14%    | 14%    |
| 快递业务      | 22%   | 16%   | 13%    | 14%    | 14%    | 14%    |
| 其他        | -23%  | 39%   | 21%    | 24%    | 24%    | 24%    |

来源：公司公告，国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)      |            |            |            |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |               |               |               |
|-------------------|------------|------------|------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                   | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E         | 2017E         | 2018E         |                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
| <b>主营业务收入</b>     | <b>808</b> | <b>919</b> | <b>908</b> | <b>16,909</b> | <b>23,737</b> | <b>32,409</b> | 货币资金            | 322          | 303          | 327          | 3,501         | 9,901         | 8,047         |
| 增长率               |            | 13.6%      | -1.2%      | 1762.7%       | 40.4%         | 36.5%         | 应收款项            | 116          | 112          | 105          | 301           | 410           | 542           |
| 主营业务成本            | -593       | -722       | -704       | -14,508       | -20,312       | -27,746       | 存货              | 230          | 308          | 256          | 32            | 45            | 61            |
| %销售收入             | 73.4%      | 78.5%      | 77.5%      | 85.8%         | 85.6%         | 85.6%         | 其他流动资产          | 489          | 470          | 468          | 2,466         | 2,662         | 2,822         |
| 毛利                | 215        | 197        | 204        | 2,401         | 3,425         | 4,664         | 流动资产            | 1,157        | 1,193        | 1,155        | 6,300         | 13,018        | 11,471        |
| %销售收入             | 26.6%      | 21.5%      | 22.5%      | 14.2%         | 14.4%         | 14.4%         | %总资产            | 85.4%        | 80.1%        | 75.9%        | 61.2%         | 59.8%         | 44.5%         |
| 营业税金及附加           | -6         | -4         | -6         | -34           | -45           | -62           | 长期投资            | 38           | 99           | 191          | 88            | 88            | 88            |
| %销售收入             | 0.7%       | 0.4%       | 0.6%       | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 固定资产            | 140          | 151          | 138          | 2,282         | 6,122         | 10,828        |
| 营业费用              | -79        | -95        | -102       | -73           | -95           | -123          | %总资产            | 10.3%        | 10.2%        | 9.1%         | 22.2%         | 28.1%         | 42.0%         |
| %销售收入             | 9.8%       | 10.3%      | 11.3%      | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          | 无形资产            | 17           | 18           | 19           | 1,369         | 2,275         | 3,137         |
| 管理费用              | -54        | -55        | -57        | -490          | -665          | -843          | 非流动资产           | 198          | 296          | 367          | 3,989         | 8,745         | 14,323        |
| %销售收入             | 6.7%       | 6.0%       | 6.2%       | 2.9%          | 2.8%          | 2.6%          | %总资产            | 14.6%        | 19.9%        | 24.1%        | 38.8%         | 40.2%         | 55.5%         |
| 息税前利润 (EBIT)      | 76         | 43         | 40         | 1,804         | 2,620         | 3,636         | <b>资产总计</b>     | <b>1,355</b> | <b>1,489</b> | <b>1,523</b> | <b>10,289</b> | <b>21,763</b> | <b>25,794</b> |
| %销售收入             | 9.4%       | 4.6%       | 4.4%       | 10.7%         | 11.0%         | 11.2%         | 短期借款            | 0            | 8            | 20           | 0             | 0             | 0             |
| 财务费用              | 4          | 9          | 20         | -174          | -157          | -177          | 应付款项            | 59           | 104          | 79           | 1,777         | 2,490         | 3,399         |
| %销售收入             | -0.5%      | -1.0%      | -2.2%      | 1.0%          | 0.7%          | 0.5%          | 其他流动负债          | 60           | 103          | 112          | 289           | 412           | 551           |
| 资产减值损失            | 1          | -1         | -4         | 0             | 0             | 0             | 流动负债            | 119          | 216          | 212          | 2,066         | 2,902         | 3,950         |
| 公允价值变动收益          | 0          | 1          | 1          | 0             | 0             | 0             | 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 100           | 200           | 300           |
| 投资收益              | 0          | 0          | 0          | 40            | 50            | 60            | 其他长期负债          | 0            | 2            | 1            | 80            | 100           | 120           |
| %税前利润             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 2.3%          | 1.9%          | 1.7%          | <b>负债</b>       | <b>119</b>   | <b>217</b>   | <b>213</b>   | <b>2,246</b>  | <b>3,202</b>  | <b>4,370</b>  |
| 营业利润              | 81         | 52         | 57         | 1,670         | 2,514         | 3,519         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,021</b> | <b>1,041</b> | <b>1,070</b> | <b>7,803</b>  | <b>18,321</b> | <b>21,184</b> |
| 营业利润率             | 10.0%      | 5.6%       | 6.2%       | 9.9%          | 10.6%         | 10.9%         | 少数股东权益          | 215          | 231          | 240          | 240           | 240           | 240           |
| 营业外收支             | 3          | 0          | 2          | 100           | 100           | 100           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,355</b> | <b>1,489</b> | <b>1,523</b> | <b>10,289</b> | <b>21,763</b> | <b>25,794</b> |
| 税前利润              | 84         | 52         | 59         | 1,770         | 2,614         | 3,619         | <b>比率分析</b>     |              |              |              |               |               |               |
| 利润率               | 10.4%      | 5.7%       | 6.5%       | 10.5%         | 11.0%         | 11.2%         |                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
| 所得税               | -30        | -25        | -26        | -354          | -523          | -724          | <b>每股指标</b>     |              |              |              |               |               |               |
| 所得税率              | 35.5%      | 47.3%      | 44.9%      | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         | 每股收益            | 0.191        | 0.037        | 0.044        | 0.502         | 0.741         | 1.026         |
| 净利润               | 54         | 27         | 32         | 1,416         | 2,091         | 2,895         | 每股净资产           | 6.187        | 6.309        | 6.485        | 20.939        | 28.071        | 32.457        |
| 少数股东损益            | 22         | 21         | 25         | 0             | 0             | 0             | 每股经营现金净流        | 0.533        | 0.352        | 0.620        | 3.682         | 4.529         | 6.466         |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>32</b>  | <b>6</b>   | <b>7</b>   | <b>1,416</b>  | <b>2,091</b>  | <b>2,895</b>  | 每股股利            | 0.150        | 0.100        | 0.000        | 0.050         | 0.050         | 0.050         |
| 净利率               | 3.9%       | 0.7%       | 0.8%       | 8.4%          | 8.8%          | 8.9%          | <b>回报率</b>      |              |              |              |               |               |               |
|                   |            |            |            |               |               |               | 净资产收益率          | 3.09%        | 0.58%        | 0.68%        | 18.14%        | 11.41%        | 13.67%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | 总资产收益率          | 2.33%        | 0.41%        | 0.48%        | 13.76%        | 9.61%         | 11.22%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | 投入资本收益率         | 3.98%        | 1.75%        | 1.64%        | 17.72%        | 11.17%        | 13.39%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | <b>增长率</b>      |              |              |              |               |               |               |
|                   |            |            |            |               |               |               | 主营业务收入增长率       | -5.57%       | 13.62%       | -1.17%       | 1762.65%      | 40.38%        | 36.54%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | EBIT 增长率        | -38.72%      | -44.07%      | -7.00%       | 4451.54%      | 45.27%        | 38.78%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | 净利润增长率          | -37.64%      | -80.76%      | 19.90%       | 19321.79%     | 47.70%        | 38.47%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | 总资产增长率          | -0.81%       | 9.91%        | 2.25%        | 575.72%       | 111.51%       | 18.52%        |
|                   |            |            |            |               |               |               | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |               |               |               |
|                   |            |            |            |               |               |               | 应收账款周转天数        | 62.7         | 43.3         | 42.0         | 2.5           | 2.5           | 2.5           |
|                   |            |            |            |               |               |               | 存货周转天数          | 131.8        | 136.1        | 146.4        | 0.8           | 0.8           | 0.8           |
|                   |            |            |            |               |               |               | 应付账款周转天数        | 23.2         | 29.4         | 38.0         | 22.0          | 22.0          | 22.0          |
|                   |            |            |            |               |               |               | 固定资产周转天数        | 62.9         | 60.2         | 55.6         | 27.7          | 55.7          | 71.3          |
|                   |            |            |            |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |               |               |               |
|                   |            |            |            |               |               |               | 净负债/股东权益        | -26.93%      | -23.74%      | -31.89%      | -42.29%       | -52.27%       | -36.16%       |
|                   |            |            |            |               |               |               | EBIT 利息保障倍数     | -20.6        | -4.7         | -2.0         | 10.4          | 16.7          | 20.5          |
|                   |            |            |            |               |               |               | 资产负债率           | 8.79%        | 14.60%       | 13.97%       | 21.83%        | 14.71%        | 16.94%        |

来源：公司年报、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 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2016-04-27 | 增持 | 17.71 | 20.00~22.00 |
| 2  | 2016-07-08 | 买入 | 20.67 | N/A         |
| 3  | 2016-08-01 | 买入 | 21.94 | 24.00~26.00 |
| 4  | 2016-09-14 | 买入 | 22.10 | N/A         |
| 5  | 2016-10-26 | 买入 | 33.59 | N/A         |
| 6  | 2016-12-04 | 买入 | 38.03 | N/A         |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD