

## 快递行业 2018 年中报回顾

## 从干线、加盟商及区域角度看通达系格局变化

推荐（维持）

- **公司间增速差异收敛：1) Q2 收入利润增速较 Q1 有所放缓。**A 股 5 家上市公司合计收入 773 亿元，同比增长 29.9%，归属净利 52 亿元，同比增速 24.4%。其中 Q2 收入增速 27.5%，Q1 为 32.8%，利润端，Q2 增速 24% 亦低于 Q1 的 43%。2) 18H1 行业体量增速达 27.5%，较去年同期下降了 3.22pct，但仍保持较高景气。德邦、韵达、百世增速领跑行业，但百世增速明显下滑，顺丰因经济件与新业务拉动，增速显著提升。分季度看，行业 Q2 增速较 Q1 下降了 6pct，中通逆市提升明显；申通、圆通 6 至 7 月增速显著提升，与韵达增速差距缩小。
- **公司间盈利能力分化：成本领先者毛利率改善，成本落后者毛利率微降。**通达系中，就快递主业而言，中通、韵达毛利率同比提升，圆通、申通毛利率同比微降。通达系终端面临的价格竞争较为趋同，成本领先者的成本改善更易转化为总部毛利率改善，落后者的成本改善更多转化为对加盟商的“让利”。
- **从干线和加盟商层面看公司之间增速差异收敛：**  
**干线层面：高经营效率奠定终端的高性价比。**通达系快递在干线层面均采取了降本增效措施。中通干线转运中心直营化率提升、转运中心投资额、干线运输车辆自营率提升幅度、大车增加数量均在行业内较为显著。  
**加盟商层面：**  
**结构扁平化：**中通、圆通倾向于拆多拆细，加盟商平均体量逐渐趋同：加盟商平均体量：中通 > 中通 > 圆通 > 韵达，日均揽件量集中在 5000 件左右。  
**总部让利：**韵达在最高的单票成本降幅基础上，实现了最高的单票收费降幅，看好公司建立在效率提升基础上的份额扩张路径。与单票成本类似，中通的口径变化掩盖了单票收费的降幅，考虑到公司转运环节的口径本期明显增大，加盟商实质缴纳的单票收费降幅应高于公司的单票收费降幅，从最终经营结果看，公司业务量增速提升明显，证明成本的下降有效传导至加盟商，增强了加盟商的价格竞争力。  
**总部赋能：**在总部干线层面效率提升的同时，加盟商经营效率的提升也被日益重视。通达系快递均在半年报中重点提及了对加盟商层面的服务、支持、管理。
- **从区域视角看公司之间增速差异收敛。**此前普遍认为经营效率高、盈利好、现金流充裕的龙头公司在行业价格竞争中主动权。但通达系快递的网络优势并非均衡分布，各快递公司均有强势区域和弱势区域，这会导致集中度将是偏向缓慢的过程，由此给各个企业的改善提供了时间。
- **投资建议：**快递行业具备成长性因素，近期市场对通达系竞争格局加剧和单票收入继续下滑存担忧。我们认为，实际情况或好于预期。从区域视角来看，通达系快递的网络优势并非均衡分布，各快递公司均有强势区域和弱势区域，下半年旺季到来，干线的供需结构望逐渐改善，单票收入同比继续调整的风险料将降低。重点关注有望从优秀走向卓越的龙头标的**顺丰控股**，估值最低**中通快递**（13 倍 PE）的估值修复，以及成本具备优势，近期调整较多的**韵达股份**。
- **风险提示：**1) 社保征收部门转换对劳动密集型行业的或有影响。2) 经济大幅下滑，消费大幅下降。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
顺丰控股	39.08	1.14	1.49	1.93	34.28	26.23	20.25	5.28	推荐
韵达股份	30.25	1.51	1.7	2.28	20.03	17.79	13.27	9.94	推荐
中通快递	16.28	1.24	1.51	1.9	13.13	10.78	8.57	3.69	推荐
圆通速递	11.59	0.66	0.79	0.95	17.56	14.67	12.2	3.56	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2018 年 09 月 07 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539  
 邮箱：wuyifan@hcyjs.com  
 执业编号：S0360516090002

## 证券分析师：刘阳

电话：021-20572552  
 邮箱：liuyang@hcyjs.com  
 执业编号：S0360518050001

## 联系人：肖祎

电话：021-20572553  
 邮箱：xiaoyi@hcyjs.com

## 联系人：王凯

电话：021-20572538  
 邮箱：wangkai@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	40	1.13
总市值(亿元)	5,520.94	1.05
流通市值(亿元)	2,306.17	0.61

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	-9.78	-25.63	-25.84	-25.84
相对表现	-7.07	-6.83	-11.42	-11.42



## 相关研究报告

《终端价格先于总部单票收入企稳——快递 4 月经营数据点评》

2018-05-22

《快递行业 7 月数据点评：上市公司连续 2 个月业务量增速跑赢行业，韵达领跑，申通圆通提速，顺丰单票收入同比提升》

2018-08-19

# 目 录

一、上市公司经营业绩变化：公司增速差距收敛.....	4
(一) Q2 收入、利润增速较 Q1 有所放缓.....	4
(二) 快递主业业绩增速：增速差距收敛.....	5
(三) 盈利能力：成本领先者毛利率向上、成本落后者毛利率微降.....	7
1、成本领先者毛利率改善，成本落后者毛利率微降.....	7
2、Q2 毛利率季节性环比改善.....	7
二、通达系快递的竞争优势对比：从干线降本提质到渠道让利赋能.....	8
(一) 干线层面：降本、提质.....	9
1、干线网络对比：.....	9
2、干线成本对比：.....	9
3、服务品质对比：.....	10
(二) 渠道层面：让利、赋能.....	11
1、加盟商结构对比：.....	11
2、让利，增强加盟商价格竞争力、盈利能力、稳定性.....	12
3、赋能，改善加盟商产能、资金、管理瓶颈.....	13
三、通达系快递的竞争优势对比：区域分布的不均衡导致区域增速分化.....	15
四、7 月数据回顾及投资建议.....	17
五、风险提示.....	19

# 图表目录

图表 1	上市公司整体收入增速（分年度）	4
图表 2	上市公司快递业务收入增速与业务量增速（2018H1）	4
图表 3	上市公司快递业务收入增速（分季度）	4
图表 4	上市公司快递业务收入增速（分月度）	4
图表 5	上市公司净利对比（2018H1）	5
图表 6	上市公司净利增速对比（2018H1）	5
图表 7	上市公司扣非净利增速对比（分季度）	5
图表 8	上市公司业务量增速（分年度）	6
图表 9	上市公司业务量增速（分季度）	6
图表 10	上市公司业务量增速（分月份）	6
图表 11	上市公司市场份额（分年度）	6
图表 12	上市公司市场份额（分季度）	6
图表 13	上市公司市场份额（分月度）	6
图表 14	通达系快递的快递主业毛利率变化趋势（2017H1、2018H1）	7
图表 15	上市公司毛利率变化趋势（整体，包括快递主业和其他业务，2017Q1-2018Q2）	7
图表 16	上市公司毛利率变化趋势（整体，包括快递主业和其他业务，2017Q1-2018Q2）	8
图表 17	上市公司毛利率、单票收入、业务量 2018Q2 与 2018Q1 环比	8
图表 18	快递公司对比分析框架	8
图表 19	通达系快递干线网络对比	9
图表 20	通达系快递单票干线成本对比（2018H1）	10
图表 21	通达系快递申诉率指标对比（2016 年-2018H1）	11
图表 22	通达系快递网络结构对比（一级加盟商层面、终端网点层面，2016 年-2018H1）	11
图表 23	通达系快递的单票收费对比（2018H1）	12
图表 24	通达系快递加盟商的平均年揽件毛利测算（2017 年）	14
图表 25	中通金融官网示意图	14
图表 26	通达系快递总部对加盟商的管理赋能（2018H1）	14
图表 27	上市公司收入的区域分布（2018H1，剔除国际业务）	15
图表 28	上市公司分区域收入增速（2018H1，剔除国际业务）	15
图表 29	通达系快递的分区域业务量分布（2018H1）	16
图表 30	通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）	16
图表 31	通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）	16
图表 32	2018 年 7 月上市公司业务量及收入增速	18
图表 33	2018 年 7 月行业增速	18

## 一、上市公司经营业绩变化：公司增速差距收敛

### (一) Q2 收入、利润增速较 Q1 有所放缓

#### 收入端：

上半年 A 股 5 家上市公司（顺丰、韵达、申通、圆通及德邦）合计收入 773 亿元，同比增长 29.9%，归属净利 52 亿元，同比增速 24.4%。其中 Q2 收入增速 27.5%，Q1 为 32.8%，利润端，Q2 增速 24% 亦低于 Q1 的 43%。

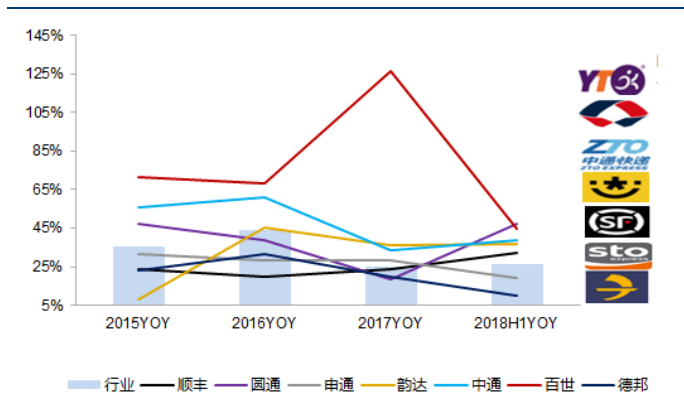
**快递主业角度**，2018H1 行业收入增速为 25.8%，因单票收入下滑 1.29%，略低于业务量增速 27.5%。

直营快递如德邦、顺丰单票收入稳定，收入增速接近业务量增速；通达系快递如韵达、中通、百世等收入增速均明显低于业务量增速。

圆通由于收购圆通国际，实现较高的收入增速，就快递主业增速而言，中通、韵达增速领先。百世增速较 2017 年明显下滑，顺丰由于经济件增速提升与新业务拉动，增速显著提升，圆通增速也较 2017 年显著改善；

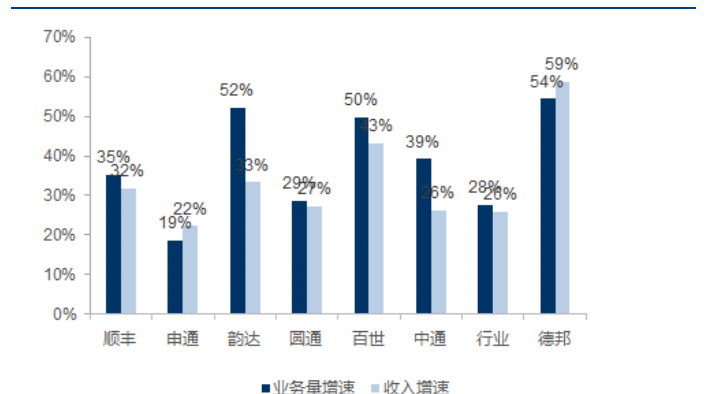
从季度看，行业 Q2 增速较 Q1 下降了 6pct，其中百世增速 Q2 较 Q1 显著下降，中通增速逆势提升。

图表 1 上市公司整体收入增速（分年度）



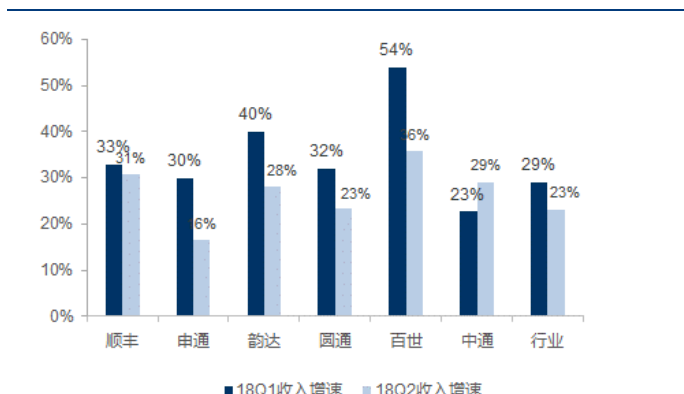
资料来源：Wind、华创证券

图表 2 上市公司快递业务收入增速与业务量增速（2018H1）



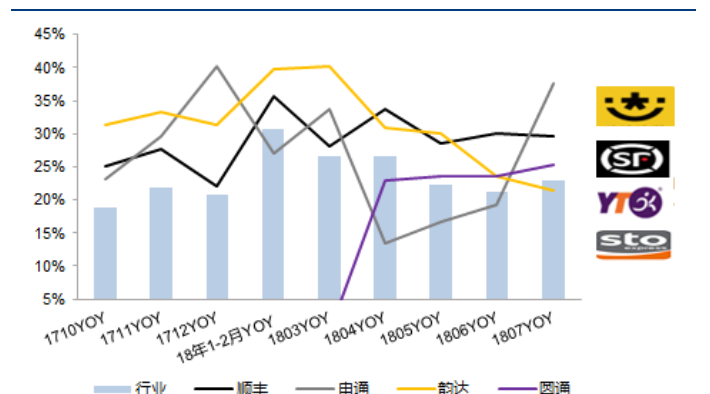
资料来源：Wind、华创证券

图表 3 上市公司快递业务收入增速（分季度）



资料来源：Wind、华创证券

图表 4 上市公司快递业务收入增速（分月度）



资料来源：Wind、华创证券

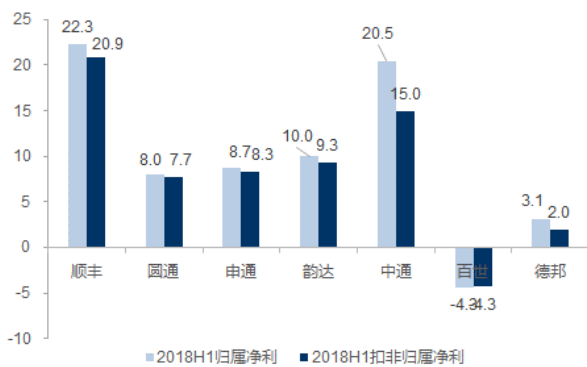
**利润端:**

规模: 顺丰利润体量最大, 中通领先通达系, 净利逐步接近顺丰。

增速: 德邦表现最为亮眼, 因毛利率提升了 3.2pct, 扣非归属净利增速达 590%。韵达、中通增速次之。顺丰由于新业务拖累, 利润增速低于收入增速。

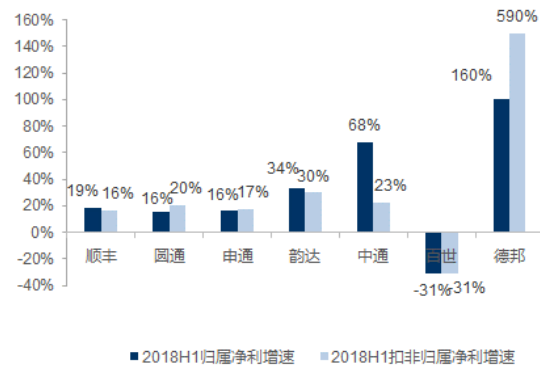
分季度看, 韵达、顺丰、圆通的扣非利润增速 Q2 低于 Q1, 而德邦、申通、中通 Q2 增速高于 Q1。

**图表 5 上市公司净利对比 (2018H1)**



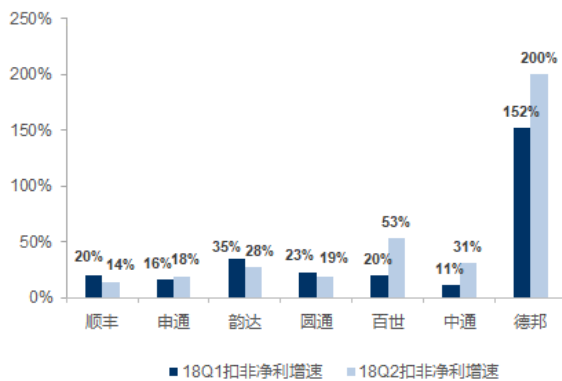
资料来源: Wind、华创证券

**图表 6 上市公司净利增速对比 (2018H1)**



资料来源: Wind、华创证券

**图表 7 上市公司扣非净利增速对比 (分季度)**



资料来源: Wind、华创证券

**(二) 快递主业业绩增速: 增速差距收敛**

**业务量:**

2018H1 行业件量增速达 27.5%, 较去年同期增速 30.7% 下降了 3.22pct, 但仍保持较高景气度区间。其中: 德邦、韵达、百世增速领跑行业, 百世增速较 2017 年明显下滑, 顺丰由于经济件增速提升与新业务拉动, 增速显著提升, 圆通增速也较 2017 年显著改善;

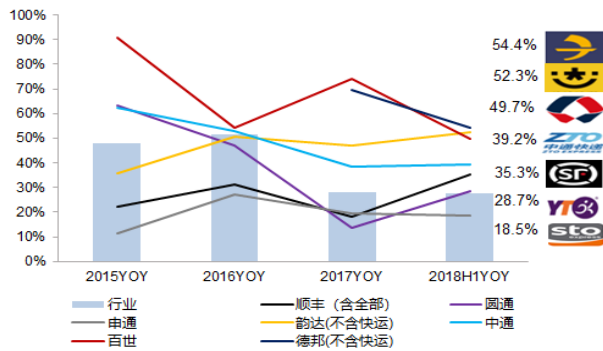
分季度看, Q2 增速较 Q1 下降了 6pct, 其中百世增速 Q2 较 Q1 显著下降 (从 66% 降至 40%), 中通增速逆势提升 (36% 提升至 42%)。按月度看: 申通、圆通 6 至 7 月增速显著提升, 与韵达增速差距缩小。

**市场份额:**



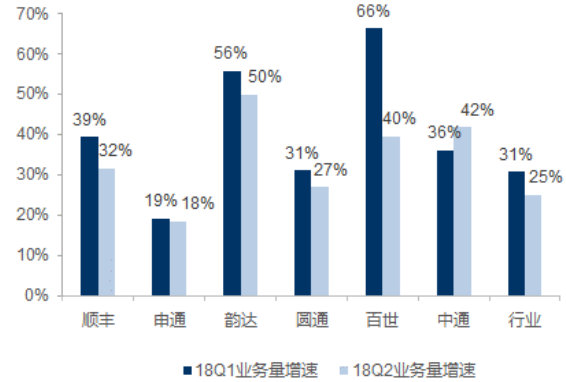
2018 年 6 月行业 CR8 指数为 81.5, 较 2017 年 12 月提升了 2.8pct。CR6 份额为 70.9%, 较 2017 年 12 月提升了 4.2pct; CR6 中, 中通行业龙头地位稳固, 韵达份额超越圆通、百世超越申通。但从 Q2 起, 圆通、申通的份额均有所提升。

图表 8 上市公司业务量增速 (分年度)



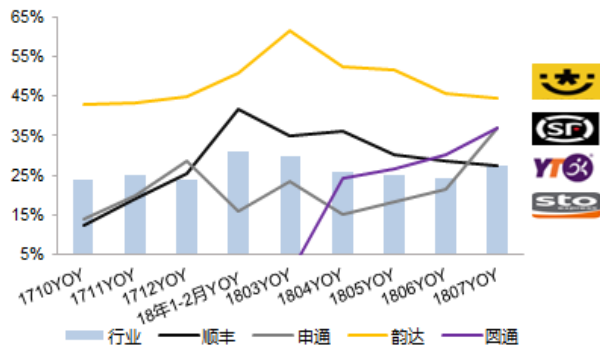
资料来源: Wind、华创证券

图表 9 上市公司业务量增速 (分季度)



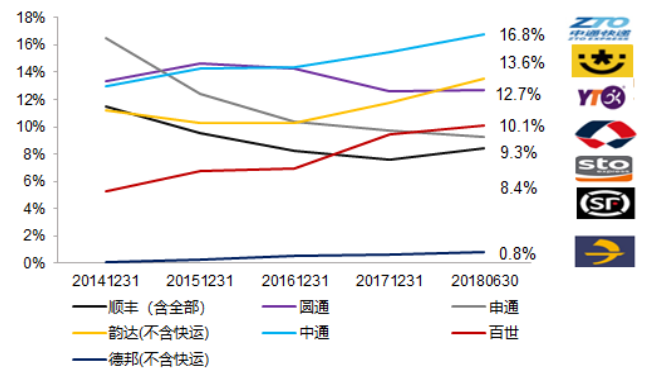
资料来源: Wind、华创证券

图表 10 上市公司业务量增速 (分月份)



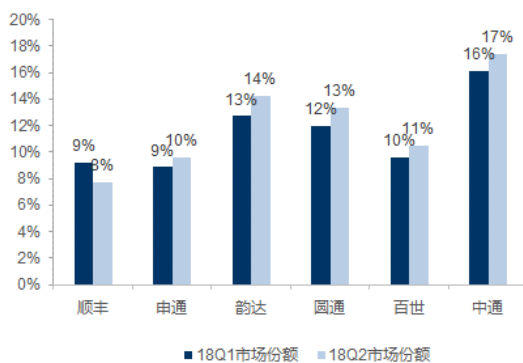
资料来源: Wind、华创证券

图表 11 上市公司市场份额 (分年度)



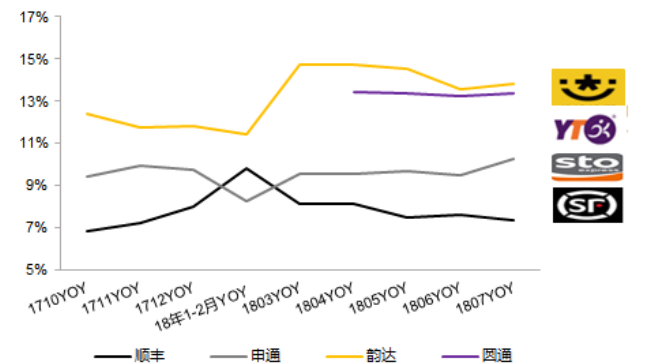
资料来源: Wind、华创证券

图表 12 上市公司市场份额 (分季度)



资料来源: Wind、华创证券

图表 13 上市公司市场份额 (分月度)



资料来源: Wind、华创证券

### （三）盈利能力：成本领先者毛利率向上、成本落后者毛利率微降

#### 1、成本领先者毛利率改善，成本落后者毛利率微降

与去年同期相比，7 家上市公司中，4 家毛利率同比下降（顺丰、韵达、申通、中通），3 家毛利率同比提升（圆通、德邦、百世）。

通达系快递中，剔除非主业影响，就快递主业而言，通达系龙头中通、韵达毛利率同比提升，圆通申通毛利率同比微降。在当前通达系快递竞争格局中，无论总部成本属于相对偏高或偏低位置，终端面临的价格竞争都较为趋同，因而成本领先者的成本改善更易转化为总部毛利率改善，成本落后者的成本改善更多转化为对加盟商的让利。

图表 1 通达系快递的快递主业毛利率变化趋势（2017H1、2018H1）

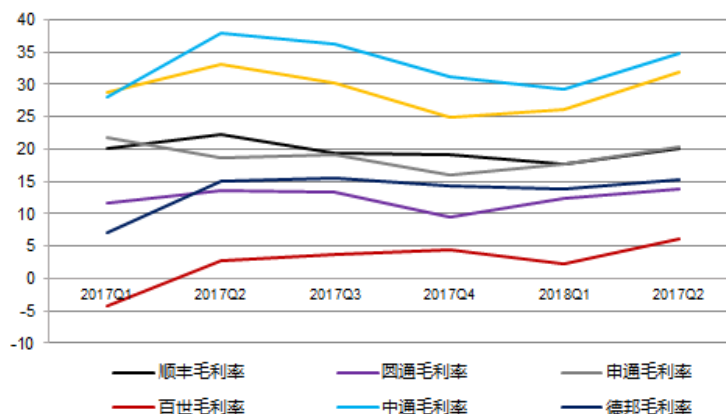
	2018H1	2017H1	变动比例（%）
圆通单票毛利	0.39	0.42	-6.24%
圆通毛利率	10.9%	11.6%	-0.65%
申通单票毛利	0.61	0.62	-1.96%
申通毛利率	19.0%	19.5%	-0.5%
韵达单票毛利	0.53	0.61	-12.1%
韵达毛利率	30.6%	30.5%	0.1%
中通单票毛利	0.78	0.78	0.3%
中通毛利率	43.1%	39.1%	4.1%

资料来源：Wind、华创证券

#### 2、Q2 毛利率季节性环比改善

上市公司 2018Q2 的毛利率均高于 2018Q1，2017 年也呈现出相同的趋势。我们认为，这主要是因 Q2 供需结构好于 Q1，产能利用率提升导致。从单票收入看，Q2 单票收入较 Q1 环比均有所下降（顺丰除外），Q2 业务量较 Q1 普遍多 20%-38%（顺丰仅多 2.95%）。

图表 2 上市公司毛利率变化趋势（整体，包括快递主业和其他业务，2017Q1-2018Q2）



资料来源：Wind、华创证券

图表 3 上市公司毛利率变化趋势（整体，包括快递主业和其他业务，2017Q1-2018Q2）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
顺丰毛利率	20.10%	22.19%	19.28%	19.05%	17.64%	20.10%
中通毛利率	21.78%	18.61%	19.16%	16.02%	17.69%	20.26%
韵达毛利率	28.67%	33.18%	30.16%	24.99%	26.01%	31.88%
圆通毛利率	11.70%	13.49%	13.23%	9.60%	12.31%	13.73%
百世毛利率	-4.23%	2.74%	3.77%	4.41%	2.19%	6.20%
中通毛利率	27.95%	37.82%	36.20%	31.25%	29.12%	34.71%
德邦毛利率	7.09%	14.94%	15.61%	14.33%	13.71%	15.32%

资料来源：Wind、华创证券

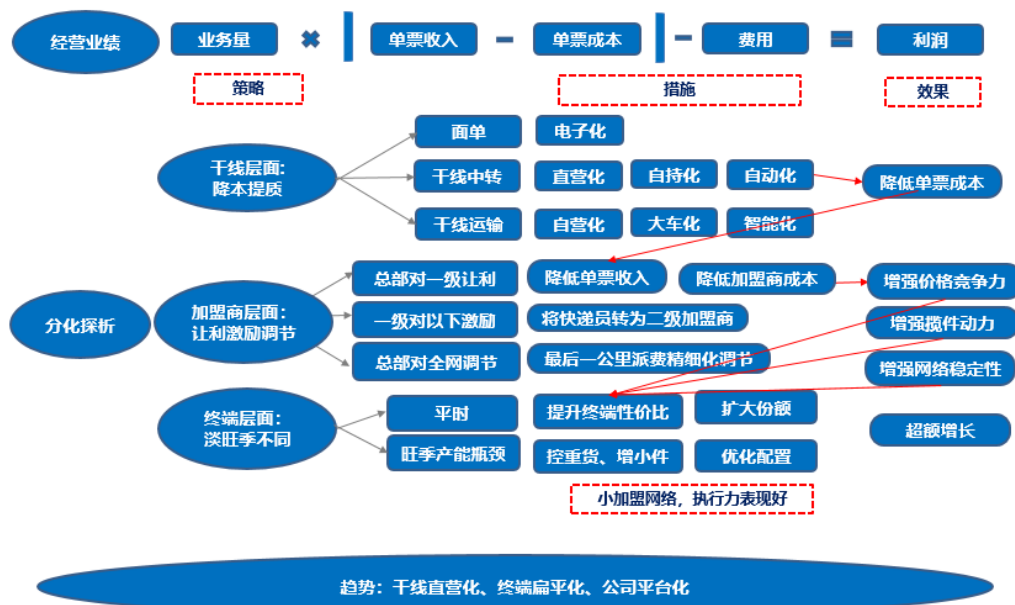
图表 4 上市公司毛利率、单票收入、业务量 2018Q2 与 2018Q1 环比

	顺丰	申通	韵达	圆通	百世	中通	行业
毛利率环比	2.46%	2.57%	5.87%	1.42%	4.01%	5.59%	
单票收入环比	3.3%	-10.7%	-14.7%	-11.5%	-3.8%	-10.1%	-5.5%
业务量环比	2.95%	32.50%	37.51%	36.59%	34.74%	32.33%	22.61%

资料来源：Wind、华创证券

## 二、通达系快递的竞争优势对比：从干线降本提质到渠道让利赋能

图表 5 快递公司对比分析框架



资料来源：华创证券

总结通达系龙头在当前阶段的经营策略，龙头公司超额成长路径可以归纳为：

**干线层面：**干线降本提质，降成本为让利于加盟商提供基础，提品质为加盟商拓展业务赋能



**渠道层面（加盟商层面）：**让利于加盟商，提升了加盟商的价格竞争力和稳定性；提升品质赋能于加盟商，提升加盟商的品质竞争力；调整加盟商利益机制，促进网络平衡、稳定发展。

**终端层面：**性价比优势构成了公司在终端市场的护城河，持续受益于电商快递市场高速增长。

通过干线、渠道（加盟商）、终端三个层面的良性互动，通达系快递龙头在快递主业赛道正进入加速成长路径：干线降本提质>让利赋能加盟商>加盟商的终端竞争力与稳定性提升>份额提升>规模扩大>成本优势巩固>份额持续扩大。据此，我们从干线、渠道（加盟商）、终端三个层面对通达系快递进行对比，看 18 年上半年竞争优势变化和后续改善空间。

## （一）干线层面：降本、提质

### 1、干线网络对比：

干线的高经营效率奠定终端的高性价比基础为了最大化降低终端成本、提升品质，通达系快递在干线层面均采取了降本增效措施。

干线中转效率提升的措施为：直营化、自持化、自动化。

干线运输效率提升的措施为：自营化、大车化、智能化、部分线路直跑化；

入网效率提升的措施为：面单电子化。

图表 6 通达系快递干线网络对比

公司	干线层面								
	干线中转				干线运输				
	直营化		自持化	自动化	自营化	大车化	智能化	部分直跑化	
直营个数	总个数	直营比例	土地规模						
圆通	64	未提及	—	账面值19.4亿元，土地面积超过5500亩	共布局完成自动化分拣设备15套，测算约对应8个转运中心	自有运输车辆达1,244辆，实际投入运营740辆	未提及	优化转运操作及路由规划	未提及
申通	50	68(2017年为86)	74%	账面值7.42亿元，土地面积超过1000亩	本期转运中心投资额11.53亿元	控制范围内干线运输车辆4,053辆，其中直属于杭州申瑞为2,347辆，干线运输车辆自营率为57.91%	控制范围内干线运输大车1,750辆，其中直属于杭州申瑞的车辆数为1,155辆。	干线运输线路2,231条，较2017年年底增加401条；公司开通路由达到9,453条，较2017年年底增长84.02%。	未提及
韵达	54	54	100%	账面值7.5亿元，土地面积超过1200亩	本期转运中心投资额4.79亿元	逐步提高自营比例，本期车辆投资额4.0亿元		2017年底干线运输线路2,231条，实现聪明的路由规划与智慧运输	允许部分线路直跑，2017年底网点自跑车日均发车250余趟次，班次占比约9.3%
中通	76	83	93%	土地面积超过4000亩	64条定制分拣线，安装自动化分拣线的中心数量占比接近50%	自有车辆数量超过3800辆，桐庐车队车辆数量超过900辆	控制范围内长途货车数量超过4700辆，其中超过2070辆是15-17米大车	干线运输线路1860条	鼓励部分线路直跑

资料来源：公司公告、华创证券

### 2、干线成本对比：

总部成本的高低直接决定了让利于加盟商的空间，干线成本的竞争力是终端价格竞争力的基础。

图表 7 通达系快递单票干线成本对比 (2018H1)

	圆通	申通	韵达	中通
单票成本	3.18	2.61	1.21	1.20
YOY	-1.0%	-5.0%	-12.6%	-10.1%
单票干线成本 (扣除派送环节)	1.29	0.96	1.21	1.20
YOY	-7.2%	-0.8%	-12.6%	-10.1%
单票面单成本	0.00	0.07		
YOY	-77.3%	-3.9%		
单票运输成本	0.84	0.49		0.66
YOY	-9.3%	2.3%		-19.1%
单票中转成本	0.44	0.41		0.37
YOY	0.7%	-3.8%		-7.4%

资料来源: 公司公告、华创证券

### 18H1 单票干线成本对比:

**中通成本继续领先:** 中通在 17 年成本领先的基础上继续改善, 本期成本继续领先。干线运输环节, 公司拥有规模最大的自有车队数量 (3800 辆) 和大车数量 (2070 辆), 在直营化、自营化基础上, 公司可以实现中央线路优化, 此外公司领先的业务规模有助于车辆装载率提升; 干线中转环节, 公司拥有接近 93% 的直营率 (以转运中心个数计算), 并且过去 5 年累计资本支出为同业最高, 最早投资土地以保障分拨中心建设的合理性, 在直营化、土地自持化基础上, 公司拥有 64 条定制的自动化分拨流水线, 转运中心的自动化比例领先。面单环节, 2018Q2 公司面单电子化率达 97%。

**韵达成本接近中通:** 2018H1 韵达单票干线成本下降幅度最高, 与公司 17 年单票收入降幅最高相呼应, 表明公司的终端价格竞争是以效率提升为前提的, 本期公司的干线成本和中通已经非常接近, 较 2017 年差距已经明显缩小, 看好公司建立在效率提升基础上的良性发展路径。

**圆通成本改善:** 2018H1 圆通单票干线成本降幅达 7.6%, 其中公司的运输成本与面单成本改善较明显, 中转成本略有上升, 我们认为, 因转运中心的直营化、自持化、自动化建设均需要时间, 中转成本的改善过程慢于运输成本, 预计公司下半年 (主要集中在 Q3, 10 月旺季来临前) 将会加快自动化建设, 中转成本的改善在下半年料将更加明显。

**申通口径改变掩盖成本改善:** 直观来看, 申通的单票干线成本仅下降 0.8%, 降幅最低。但需要注意到公司的财务口径和经营变化。就财务口径而言, 公司非直营的转运中心、非直营的干线运输, 均不计入公司的财务口径, 而圆通非直营的转运中心、非直营的干线运输, 均计入公司的财务口径。同期公司直营转运中心的个数、直营干线运输线路的数量, 均发生了显著的增长, 导致对应的财务口径也会提升。考虑到直营转运中心个数的增加 (直营化率约从 50% 提升至 74%, 个数约从 30 增加至 50 个), 单票中转成本实质为下降趋势; 单票运输成本类似。

**对标中通, 通达系的单票转运成本仍有下降空间:** 随着二通一达的干线逐渐采取与中通类似的措施, 该项成本也有望继续下降。

### 3、服务品质对比:

随着终端加盟商让利空间逐步压缩, 部分电商卖家的主要诉求从价格转为性价比, 具体表现为: 在价格带接近的快递商中倾向于选择品质较好的品牌。性价比竞争作为价格竞争和品质竞争的中间地带, 预计会持续较长一段时间。

从国家邮政局公布的公司申诉率看, 顺丰的申诉率持续保持领先, 通达系龙头中通韵达的指标领先于通达系, 申通

的指标于 2018Q2 逐月改善。

图表 8 通达系快递申诉率指标对比（2016 年-2018H1）

	2016 年均值	2017 年均值	2018 年 6 月值
圆通	8.46	5.72	0.57
申通	16.70	12.12	0.40
韵达	10.36	2.20	0.26
中通	7.57	2.68	0.52
百世	7.84	4.20	0.30

资料来源：国家邮政局，华创证券

## （二）渠道层面：让利、赋能

### 1、加盟商结构对比：

从 2017 年与 2016 年的同比数据看，“小加盟商”增长更快，单个加盟商件量增长：中通>韵达>圆通>申通。

2018 年上半年，申通圆通均倾向于将加盟商拆多拆细。

我们对 2018 年上半年各公司的一级加盟商进行了对比。

**加盟商数量均有增长：**各公司加盟商数量均有不同程度的环比增长，加盟商数量环比增幅：圆通>中通>申通>韵达，圆通申通正在将逐渐向“小加盟商”方向调整。

**加盟商平均体量逐渐趋同：**加盟商平均体量：申通>中通>圆通>韵达，日均揽件量集中在 5000 件左右。本期圆通与中通的排序有变化，由于圆通不断将加盟商拆细，中通加盟商平均体量增长更快，本期中通的加盟商平均体量已经超过圆通。

图表 9 通达系快递网络结构对比（一级加盟商层面、终端网点层面，2016 年-2018H1）

公司	一级加盟商层面						终端网点层面		
	2017年		2018H1		环比		2017年	2018H1	环比
	加盟商个数	单个加盟商体量 (日均揽件件量)	加盟商个数	单个加盟商体量 (日均揽件件量)	加盟商个数增长	加盟商体量变化	终端网点数量		数量变化
顺丰	无	-	无	-	-	-	14000 (近3.3万个合作点)	13000 (近3万个合作点)	8%
圆通	3000	4990	3281	4697.9	9%	-6%	未提及	未提及(2016年为37713)	-
申通	1846	5785	2012	5572.0	9%	-4%	24000.00	24000.00	8%
韵达	3379	3827	3400	4826.8	1%	26%	20423.00	19432.00	8%
中通	3800	4484	4000	5089.0	5%	13%	29500.00	29000.00	8%

资料来源：公司公告，华创证券

韵达呈现出“小加盟商”网络结构，导致具有较低的层级间交易成本和较强的全网执行力，具体表现在：

保证利益机制与经营策略精细、灵活调节并执行到位：17 年公司积极采取多种措施加强对加盟商及网点的管理管控，主要包括：完善区域之间和网点之间的利益分配和运营体系；根据日常管理与经营需要，强化对加盟网点的业务指

导和培训，建立健全相关管理指导制度；以问题为导向，及早排查问题、及时解决问题、不断总结方式方法，有效规避因个别加盟网点经营不善、管理不当、资金结算等因素导致的不必要的流失等，有效保障了公司服务网络的健康、稳定与平衡。

**确保旺季重货比例控制得力：**行业干线产能在旺季会接近瓶颈。在有限的产能扩展空间下，公司重点在优化产能配置效率，控制重货、泡货比例，提高小件快递比例。17Q4 公司通过更小的快递，实现了更高的件量增速，控制重货战略执行到位。

**确保快运业务顺利起网：**公司快运业务铺网和发展速度迅猛，于 2017 年 10 月正式起网，铺网和发展速度迅猛。截至 2017 年底，韵达快运已开通网点 2737 家，市级覆盖率达 96%，场地面积 15 万 m<sup>2</sup>，开通线路 257 条，快运业务量达 6.45 万吨，实现快运服务收入 2270.28 万元。快运与快递涉及到业务资源的共享问题，比如干线的转运中心、干线运输、末端客户资源、经营范围划分。公司对干线资源的控制力强，对加盟商的利益协调能力强，支撑了快运快递业务体系的融合。

**随着中通、圆通的一级加盟商拆多拆细，**一级加盟商层面的网络结构有望与韵达趋同，看好后续中通、圆通的利益机制精细化调节、旺季的重货比例控制。

## 2、让利，增强加盟商价格竞争力、盈利能力、稳定性

图表 10 通达系快递的单票收费对比（2018H1）

	圆通	申通	韵达	中通
总部对网点单票收费	3.57	3.22	1.74	1.82
YOY	-1.7%	0.6%	-12.5%	-9.2%
单票派送费	1.39（测算值）	1.75		
总部对网点单票收费 （扣除派送费）	2.18	1.47	1.74	1.82
YOY	-6.0%	-4.5%	-12.5%	-9.2%
<b>直营和直跑口径说明</b>	圆通干线转运中心大部分是直营，未直营转运中心个数较少且多位于偏远地区，并且经过非直营转运中心的中转费由总部收取，可以近似认为全直营。圆通于 2017 年下半年也开始允许部分加盟商直跑，但预计件量占比较小。	申通干线转运中心的直营比例本期有明显提升，并且经过非直营转运中心的中转费不经过总部，总部转运环节的口径本期明显增大，但无法准确测算。	韵达干线转运中心已经实现了 100% 直营，本期加盟商直跑的班次占比约 9%，近似认为直跑件量占比约 9%。	中通干线转运中心的直营比例达 93%，未直营转运中心个数较少且多位于偏远地区，近似认为直营件量占比接近 100%。中通于 2017 年下半年也开始允许部分加盟商直跑，但预计件量占比较小。
<b>直跑口径假设</b>	1%	-	9.0%	3.0%



	圆通	申通	韵达	中通
根据直营口径、直跑口径调整后	2.20	-	1.91	1.87
派费环节说明	圆通的单票成本中，包含网点中转费，实质是平衡派费和网点补贴。也是单票收费高于同行的部分原因。		韵达的单票派费，无论是普通派费还是平衡派费，都不进入总部财务口径。	中通的单票派费，无论是普通派费还是平衡派费，都不进入总部财务口径。

资料来源：公司公告、华创证券

**总部单票收费对加盟商的重要性：**总部降低对加盟商单票收费>直接降低加盟商成本>加盟商终端价格竞争力提升，加盟商的盈利能力与稳定性提升>促进件量增长和网络稳定。

**降幅比较：**韵达>中通>圆通，韵达在最高的单票成本降幅基础上，实现了最高的单票收费降幅，看好公司建立在效率提升基础上的份额扩张路径。中通的口径变化掩盖了单票收费的降幅，考虑到公司转运环节的口径本期明显增大，加盟商实质缴纳的单票收费降幅应高于公司的单票收费降幅。

**绝对值比较：**扣除派费后，圆通>中通>韵达；调整直跑口径后，圆通>韵达>中通。

备注：根据派费、直营口径、直跑口径调整后，圆通、韵达、中通的单票收费近似可比，但考虑到业务量区域分布的不均衡，收费标准内部分布的不均衡，货物重量运距的差异，总部财务口径外的普通派费、平衡派费，目前仍然不能精确的横向对比各公司对加盟商收费标准的高低。

### 3、赋能，改善加盟商产能、资金、管理瓶颈

近 5 年行业业务量复合增速为 42%，因加盟商资本开支意愿、资本开支能力低于总部，导致加盟商层面的产能增速低于需求增速，再投资场地、设备又需要资金，这导致加盟商层面不同程度的出现了产能、资金瓶颈。终端市场对于产品性价比诉求的不断提升，对加盟商层面的精细化管理能力，也提出了考验，加盟商层面也出现了管理瓶颈。

在总部干线层面效率提升的同时，加盟商经营效率的提升也被日益重视。今年上半年，我们发现通达系快递均在半年报中重点提及了对加盟商层面的服务、支持、管理。

#### 1) 改善加盟商资金瓶颈：

以通达系快递单个加盟商的平均揽件量计，假设单票揽件毛利为 0.5 元，则单个加盟商的年平均揽件毛利为 70-106 万元，假设单票揽件毛利为 0.2 元，则单个加盟商年揽件毛利为 28-42 万元。相对于该毛利规模，为扩大产能，加盟商需购置车辆、分拣设备、支付场地租金等，是一笔不低的开支。

加盟商多数是小微企业，融资渠道有限，如果资金无法支持产能扩张，就会面临产能瓶颈，甚至爆仓影响网络稳定。快递公司总部本身掌握加盟商的业务数据和财务数据，有助于准确识别风险和精准提供资金，在风险可控的前提下，为加盟商提供融资支持，既能促进加盟商业务发展，也能反过来促进自身平台业务量的增长

2017 年 11 月，中通快递官网推出金融板块，根据官网介绍，目前包含两个产品：融资租赁、应收保理，我们认为前者针对产能扩张带来的车辆设备融资需求，后者针对大客户拓展产生的应收账款融资需求。

2017 年 7 月，韵达成立了韵达商业保理有限公司，2018 年 6 月底，公司应收保理款利息达 53.96 万元，预计目前应收保理款余额较小。



图表 11 通达系快递加盟商的平均年揽件毛利测算（2017 年）

	单票毛利 假设 1 (元)	单个加盟商的平 均日均揽件量 (件)	单个加盟商的平 均年揽件毛利 (万元)	单票毛利 假设 2 (元)	单个加盟商的平 均日均揽件量 (件)	单个加盟商的平 均年揽件毛利 (万元)
圆通	0.5	4990	91	0.2	4990	36
申通	0.5	5785	106	0.2	5785	42
韵达	0.5	3827	70	0.2	3827	28
中通	0.5	4484	82	0.2	4484	33

资料来源: Wind、华创证券

图表 12 中通金融官网示意图



资料来源: 公司公告

## 2) 改善加盟商产能瓶颈:

近年来,在场地缺口、资本开支能力、资本开支意愿等三个因素共同影响下,加盟商在末端分拣环节,出现了不同程度的产能瓶颈。

针对加盟商的末端分拣问题,除了上述提到的融资支持外,圆通开始尝试末端分拣前置的做法。圆通半年报中提到,公司在干线分拨中心,采取增加分拣隔口、集中建包、操作前置等举措,帮助加盟商优化分拣派送模式。我们分析认为,因操作前置对分拣精细度、末端地址归类合理等要求较高,目前该做法预计覆盖面较小。

## 3) 改善加盟商管理瓶颈:

2018H1,为提升加盟商自身的管理效率,通达系快递从常态化制度、培训沟通、信息平台等多方面采取措施。

图表 13 通达系快递总部对加盟商的管理赋能(2018H1)

	制度/计划	培训沟通	信息平台
圆通	片区管理制度、巡视制度逐步推进、各省管理区应急处置机制	通过现场、视频、电话会议等方式为加盟商提供业务、财务管理、人力资源等方面的培训与服务	加盟商信息系统使用率、普及率逐步提升,实现了对加盟商路由规划、业务运营、服务质量的全方位可视与管控
申通	优化重点城市垂直考核办法,		完成系统开发,以支持点对点

	制度/计划	培训沟通	信息平台
	已开通 64 个站点垂直考核		结算, 可以针对不同的网点制
韵达	各省区管理制度: 实施“星火计划”, 助力加盟商提升服务	定期举办加盟商“战略研修班”, 提升加盟商的经营能力和盈利水平;	上线“韵掌柜”、“韵镖侠”APP 等移动办公工具
中通	绩效奖励机制、末位淘汰制	综合培训、就新系统和产品的培训、实地考察	中央管控 IT 系统连接所有网点, 定制化 IT 解决方案, 快递员定制的移动 APP

资料来源: 公司公告, 华创证券

### 三、通达系快递的竞争优势对比: 区域分布的不均衡导致区域增速分化

快递行业具备成长性因素, 但近期市场对通达系内部的竞争加剧和单票收入继续下滑存担忧。

我们认为, 龙头优势分布的不均衡, 旺季的供需不匹配, 均会使下半年的竞争格局好于预期。

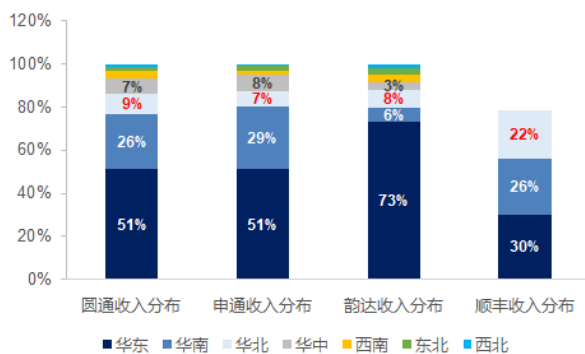
1) 通达系内部, 龙头的网络优势并非均衡分布, 各公司均有强势区域和弱势区域, 这会将导致龙头的集中度提升将是较长期的过程, 给参与者特别是申通的网络改善提供了时间。

2) 随着旺季到来, 干线的供需结构逐渐改善, 在旺季供不应求的情况下, 单票收入同比继续调整的风险将降低。

**收入分布的不均衡:** 顺丰收入的区域分布比较均衡, 华东、华南、华北的收入占比接近。通达系快递(圆通、申通、韵达), 华东收入占比均超过 50%, 其中韵达华东区占比高达 73%。

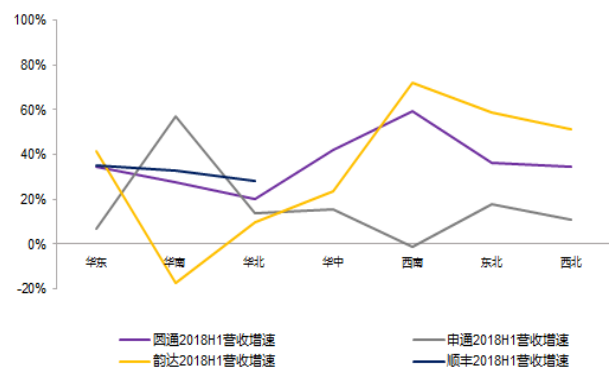
**整体收入增速与区域收入增速分化:** 各公司分区域的营收增速与整体的营收增速差异较大。华东区营收增速排序: 韵达>圆通>申通; 华南区营收增速排序: 申通>圆通>韵达; 华北区营收增速排序: 圆通>申通>韵达。

图表 14 上市公司收入的区域分布 (2018H1, 剔除国际业务)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 15 上市公司分区域收入增速 (2018H1, 剔除国际业务)



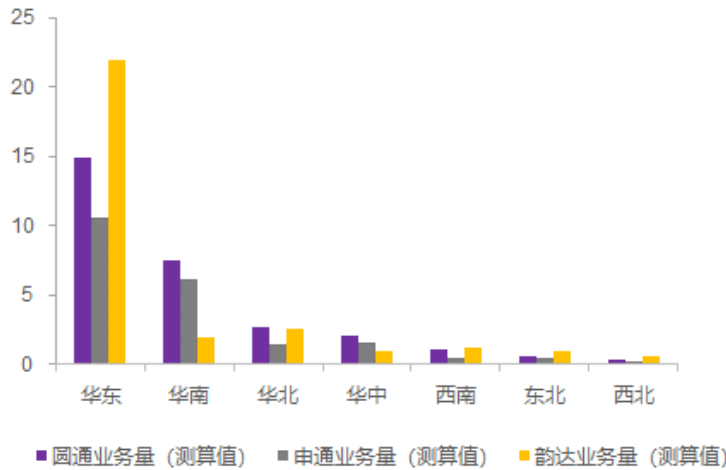
资料来源: 公司公告, 华创证券

**业务量分区域测算:** 为了使得各公司业务规模可比, 我们将各公司的收入除以单票收入, 近似测算了各公司在各区域的业务量。

**整体市场份额与区域市场份额的分化:** 分区域的业务量排序与整体的业务量排序差异较大。根据我们测算, 华东区业务量排序: 韵达>圆通>申通; 华南区业务量排序: 圆通>申通>韵达; 华北区业务量排序: 圆通>韵达>申通。

**区域增速与区域业务规模排序正相关：**我们发现，区域业务规模领先的公司倾向于在该区域获得更高的收入增速，在区域竞争中表现更强势。比如韵达在华东区业务量排序第 1，收入增速居于首位；申通在华南区业务量排序第 2 且十分接近第 1 位的圆通，收入增速居于首位；圆通在华北区业务量排序第 1，收入增速也居于首位。

图表 16 通达系快递的分区域业务量分布（2018H1）



资料来源：Wind、华创证券

图表 17 通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）

	圆通		申通		韵达	
	业务量(以单票收入近似测算)	营收增速	业务量(以单票收入近似测算)	营收增速	业务量(以单票收入近似测算)	营收增速
华东	14.9	35%	10.5	7%	21.91	41.76%
华南	7.5	27%	6.1	57%	1.93	-17.29%
华北	2.7	20%	1.4	14%	2.54	9.96%
华中	2.0	42%	1.5	15%	0.92	23.76%
西南	1.1	59%	0.4	-1%	1.21	72.23%
东北	0.6	36%	0.4	18%	0.90	58.54%
西北	0.3	34%	0.2	11%	0.93	51.49%

资料来源：Wind、华创证券

图表 18 通达系快递的区域增速与区域业务规模排序正相关（2018H1）

	圆通业务量排序	申通业务量排序	韵达业务量排序	圆通营收增速	申通营收增速	韵达营收增速
整体	2	3	1	27.42% (快递业务)	19%	33.29% (快递业务)
华东	2	3	1	35%	7%	42%
华南	1	2	3	27%	57%	-17%
华北	1	3	2	20%	14%	10%
华中	1	2	3	42%	15%	24%
西南	2	3	1	59%	-1%	72%

东北	2	3	1	36%	18%	59%
西北	2	3	1	34%	11%	51%

资料来源: Wind、华创证券

#### 四、7 月数据回顾及投资建议

**行业:** 7 月业务量完成 40.8 亿件, 同比增长 27.3%, 环比提升 3.1%; 业务收入完成 481.6 亿元, 同比增长 23%; 业务量增速为 4 月以来最高。单票价格 11.8 元, 同比下跌 3.44%, 环比下降 1.88%。1-7 月业务量累计完成 261.6 亿件, 同比增长 27.5%; 业务收入累计完成 3226.6 亿元, 同比增长 25.4%。

**韵达:** 7 月完成业务量 5.63 亿件, 同比增长 44.4%, 收入 8.68 亿元, 同比增长 21.4%, 单票收入 1.54 元, 同比下降 15.9%, 环比下降 5.3%。市占率 13.8%, 同比提升 1.63 个百分点, 环比提升 0.2 个百分点。

**圆通:** 7 月完成业务量 5.45 亿件, 同比增长 37%, 收入 17.38 亿元, 同比增长 25.2%, 单票收入 3.19 元, 同比下降 8.7%, 环比下降 5.7%。市占率 13.36%, 同比提升 0.95, 环比提升 0.14 个百分点。

**申通:** 7 月完成业务量 4.18 亿件, 同比增长 36.96%, 收入 13.36 亿元, 同比增长 37.56%, 单票收入 3.2 元, 同比增长 0.63%, 环比增长 2.8%。市占率 10.2%, 同比提升 0.7, 环比提升 0.7 个百分点。

**顺丰:** 7 月完成业务量 3.01 亿件, 同比增长 27.5%, 收入 70 亿元, 同比增长 29.6%, 单票收入 23.27 元, 同比增长 1.66%, 环比下降 1%。市占率 7.38%, 同比提升 0.01, 环比下降 0.26 个百分点。

1-7 月累计来看, **业务量增速:** 韵达 51% 领跑, 其次为顺丰 34.1%, 两者均跑赢行业增速 (27.3%), 申通快递增速 21.4%。

**行业: 国际业务维持高增速, 西部地区潜力仍较大, CR8 集中度稳定在高位, 但需观察行业竞争态势。**

1) 分类型看: 7 月, 国际及港澳台业务量增速 43.7% > 异地业务量增速 28% > 同城业务量增速 23.7%。从占比看, 国际占比 2.3%, 同城 23%, 异地 74.7%。

2) 分区域看, 西部业务量增速 34.3% > 中部业务量增速 30.6% > 东部业务量增速 26.2%。东部占比 80%, 西部占比 7.7%, 中部占比 12%。

3) 需观察行业竞争态势: CR8 指数稳定在 81.5 的高位, 但结束了连续 4 个月的环比提升, 同时行业单票价格同比跌幅扩大, 行业竞争态势有待继续观察。

**上市公司:** 业务量增速连续 2 个月均超行业, 韵达领跑, 申通圆通提速, 单票收入看, 顺丰、申通提升。

1) 从业务量增速看: A 股 4 家上市公司 6-7 月连续两个月业务量增速均超行业, 韵达仍以 44% 领跑, 其中申通与圆通均为 37% 的增速, 申通为去年 10 月公布月度数据以来新高 (除去今年 1-2 月春节错峰), 圆通为今年 4 月公布数据以来新高, 两者业务量增速呈现复苏态势。

2) 从单票收入看, 申通 7 月单票提升 0.63%, 系因近期收购转运中心并表导致, 而顺丰单票价格同比提升达 1.66%, 连续两个月同比提升, 可视为积极信号, 体现公司品牌溢价的护城河 (高于行业以及更稳定于行业)。韵达与圆通单票收入下降幅度较 6 月有所扩大。

图表 19 2018 年 7 月上市公司业务量及收入增速

公司业务量 (亿件)						
	当月值	份额	同比	超额增速	累计同比	
顺丰	3.0	7.4%	27.5%	0.2%	34.1%	
申通	4.2	10.2%	37.0%	9.7%	21.4%	
韵达	5.6	13.8%	44.4%	17.1%	51.0%	
圆通	5.5	13.4%	37.0%	9.7%		
公司单票收入 (元/件)						
	当月值	同比	环比	累计同比		
顺丰	23.3	1.7%	-1.0%	-2.0%		
申通	3.2	0.6%	2.8%	2.6%		
韵达	1.5	-15.9%	-5.3%	-12.9%		
圆通	3.2	-8.7%	-5.7%			
公司收入 (亿元)						
	当月值	同比	环比	累计同比		
顺丰	70.0	29.6%	-7.8%	31.4%		
申通	13.4	37.6%	7.1%	24.6%		
韵达	8.7	21.4%	-7.3%	31.5%		
圆通	17.4	25.2%	-8.1%			

资料来源: 公司公告、华创证券

图表 20 2018 年 7 月行业增速

行业收入 (亿元)						
	当月值	同比增速	去年同期增速	累计值	累计同比	
全国	481.6	23.0%	25.8%	3226.6	25.4%	
同城	73.7	25.8%	32.6%	493.7	33.3%	
异地	250.1	25.2%	25.0%	1639.1	24.9%	
国际/港澳台	47.4	17.0%	20.2%	335.6	19.7%	
东部	386.8	22.8%	23.7%	2591	24.3%	
中部	53.5	26.5%	33.9%	358.2	28.9%	
西部	41.4	20.7%	36.1%	277.5	31.5%	
行业业务量 (亿件)						
	当月值	同比增速	去年同期增速	累计值	累计同比	
全国	40.8	27.3%	28.4%	261.6	27.5%	
同城	9.2	23.7%	24.5%	60.1	25.8%	
异地	30.7	28.0%	29.9%	195.4	27.6%	
国际/港澳台	0.9	43.7%	31.3%	6.1	43.2%	
东部	32.8	26.2%	27.2%	210.1	26.4%	
中部	4.9	30.6%	33.3%	31.4	30.7%	
西部	3.1	34.3%	33.9%	20.1	34.4%	
行业单件 (元/件)						
	当月值	同比	去年同期增速			
全国	11.8	-3.4%	-2.0%			
同城	8.0	1.7%	6.5%			
异地	8.1	-2.2%	-3.8%			
国际/港澳台	53.6	-18.6%	2.4%			
东部	11.8	-2.7%	-2.8%			
中部	10.9	-3.2%	0.4%			
西部	13.2	-10.1%	1.7%			

资料来源: 公司公告、华创证券



**投资建议：**快递行业具备成长性因素，近期市场对通达系竞争格局加剧和单票收入继续下滑存担忧。我们认为，实际情况或好于预期。从区域视角来看，通达系快递的网络优势并非均衡分布，各快递公司均有强势区域和弱势区域，下半年旺季到来，干线的供需结构望逐渐改善，单票收入同比继续调整的风险料将降低。

重点关注有望从优秀走向卓越的龙头标的顺丰控股，估值最低的申通快递的估值修复，以及成本具备优势，近期调整较多的韵达股份。

## 五、风险提示

- 1) 社保征收部门转换对劳动密集型行业的或有影响。
- 2) 经济大幅下滑，消费大幅下降。

## 交通运输组团队介绍

### 组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名，2017 年金牛奖交运行业第五名。

### 分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 研究员：肖祎

香港城市大学经济学硕士。曾任职于华泰保险资管、中铁信托。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

### 助理研究员：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员。

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchuny@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500