



2018.09.12

电商快递的春秋与战国

——快递进化论初探之二

	皇甫晓晗 (分析师)	郑武 (分析师)
	0755-23976795	0755-23976528
	huangfuxiaohan@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880518070005	S0880514030002

本报告导读:

电商快递集体上市两年，从倍受追捧到渐被冷落。我们花两年时间观察思考，首次发布电商快递行业报告，探讨行业的长期商业属性。

摘要:

- **电商快递与商务快递，是两种完全不同的商业模式。**与顺丰所代表的商务快递相反，通达系所代表的电商快递的需求，特征是低安全敏感度、低时效敏感和高价格敏感（“两低一高”）。需求的属性，决定了竞争的核心，也决定了商业模式。
- **电商快递竞争，成本效率是核心。**电商快递需求“两低一高”的属性，决定行业的关键成功要素（KSF）在于成本效率。如同零售，价格是电商快递虽非唯一，但却永恒的竞争手段。价格战背后是成本战，成本战背后是效率战。取得成本效率优势的企业，将逐步在份额和盈利能力上形成比较优势。
- **决胜成本效率：长期看规模，中期看投资，短期看管理。**规模决定长期竞争力。只有当龙头企业规模显著分化，才会有较难模仿的场景、流程和技术应用的分化，以及长期的成本效率优势。投资决定中期成本效率。投资是基于更高份额假设，将可变成本固化。业务管理是短期竞争优势。管理对成本的改善立竿见影，但在产品同质化的行业相对容易被仿效。持续地改善管理，大胆地投资明天，才有望建立长期的规模优势。
- **电商快递尚处于春秋后期，战国未至。**竞争格局的演进，或可划分为春秋与战国。春秋的主题是跑马圈地与苦练内功，增量博弈你追我赶，能力与份额却难以出现显著分化。战国的主题是巨人崛起，当行业增速下行，存量博弈此消彼长，优势企业拉开差距。电商快递的演进路径，不仅取决于快递。拼多多等社交电商延缓了战国的来临，菜鸟阻碍了服务和技术的差异化，增加了战国是否及何时来临的不确定性。
- **不忌讳价格战，不恐惧价格战。**阿里和京东大概永远不会结束价格战，我们也无法预测快递价格战的终结。过去十五年效率提升成本下降，通过降价回馈给消费者，电商快递保持了远高于社会均值的ROE。未来几年，效率也许加速提升，也许逼近战国奇点。短期投资电商快递，是一个寻找增速超预期的游戏。长期投资电商快递，是一个等待快递Costco出现的过程。毕竟只有个别公司，最终成为领导者。

相关报告

物流仓储：《时效城配崛起，快递版图重绘》

2018.06.08

目 录

1. 电商快递商业模式：寻找快递行业的 Costco.....	3
1.1. 需求属性：“两低一高”.....	4
1.2. 商业模式：高周转、低成本.....	5
2. 关键成功要素：成本效率.....	7
2.1. 长期优势看规模.....	7
2.2. 中期优势看投资.....	9
2.3. 短期优势看管理.....	10
3. 行业竞争的二阶段：春秋谋发展，战国迎决战.....	11
3.1. 春秋：跑马圈地与苦练内功.....	11
3.2. 战国：巨人崛起与生存之战.....	12
3.3. 昨日已消逝，明天是个谜.....	14

在国君交运快递进化论系列报告之一《时效城配崛起，快递版图重绘》中，我们探讨了新零售下正在崛起的时效城配，提出了快递行业的四象限新版图。

本篇报告，我们探讨以“三通一达”为代表的传统电商快递的商业模式与竞争演绎，即只讨论快递新版图的第二象限——非时效网络快递。

图 1：国君交运快递新版图（2018）



数据来源：国泰君安证券研究

本报告中，我们把顺丰、UPS 和 FedEx 代表的时效型网络快递简称为“商务快递”，把“三通一达”为代表的非时效型网络快递简称为“电商快递”。

与众不同的观点：

- 1、 电商快递的关键成功要素 (KSF) 在于成本效率。成本效率短期取决于管理，中期取决于投资，长期取决于规模。
- 2、 价格战就是成本效率之战。企业无需避讳价格战，如同零售，商业模式决定了，价格是电商快递永恒的竞争手段。价格战是快递企业提升效率、创造价值和赢得市场的必要竞争机制。
- 3、 快递巨头的竞争也许可以划分为春秋与战国两个阶段，目前处于春秋后期，仍以增量竞争为主，份额你追我赶。未来如果行业增速放缓，则可能进入巨人之战的战国时代。

1. 电商快递商业模式：寻找快递行业的 Costco

商业模式的差异，往往根源在于需求。电商快递的需求特质是“低安全敏感、低时效敏感、高价格敏感”，与商务快递恰好形成鲜明对照。

商务快递，最重要的壁垒并非来自极高固定成本的物理网络，而是在消费者心智中，建立的差异化服务品牌。例如邮政 EMS 买了飞机，但重树品牌仍然有待时日。有了服务品牌，才会有品牌溢价。有了品牌溢价，才有资本建立和维护具备服务品质比较优势的时效快递网络。

电商快递的商业模式，则体现为对规模经济和成本效率的极致追求。类似于零售界的 Costco，“高周转、低成本”形成竞争优势，只有形成显著的规模差，才足以构成竞争壁垒。

1.1. 需求属性：“两低一高”

需求属性是商业模式的根基。无论何种快递，客户需求都是在“安全、时效、价格”三者中平衡取舍。

商务快递的客户需求属性是高安全敏感、高时效敏感、低价格敏感（“两高一低”）；电商快递的需求属性是低安全敏感、低时效敏感、高价格敏感（“两低一高”）。

商务快递与电商快递需求属性的三项不同，是两者商业模式不同的根本原因。

表 1: 商务快递与电商快递需求属性对比

	商务快递		电商快递	
寄件人	公司/个人		卖家	
寄件内容	独特的文件/个人物品		标准化的电商商品	
	需求特征	原因	需求特征	原因
安全敏感度	高	物品不可复制，丢包损失不可控	低	商品可复制，丢包损失可控
时效敏感度	高	紧迫型需求无其他方式替代	低	紧迫型需求可选择其他购物渠道
价格敏感度	低	规模小，频次低，信息不对称	高	规模大，频次高，信息对称

数据来源：国泰君安证券研究

➤ 安全敏感度

需求的安全敏感度，指客户对丢包、毁损等物流事故的敏感程度。主要取决于寄送物品是否可复制。

商务快递寄送的主要是非标准化的文件与个人物品，一旦丢失，价值难以衡量，对丢包和毁损非常敏感；电商快递寄送的是大批量、标准化的商品，丢失可补发，对丢包和毁损敏感度较低。

举例来说，假设电商商品价格 200 元，丢包率万分之一，卖家平均发一万件货，丢失一件，那么长期而言，平均每件商品为丢包所付出的额外成本只有 0.02 元。换言之，假设 A 快递丢包率为 0.02%，B 快递为 0.01%，只要 A 快递价格比 B 便宜 0.03 元，卖家选择 A 快递总成本更低。

➤ 时效敏感度

商务快递的客户，寄送不可复制的物品时，常常会产生紧迫型或准时型需求，且无其他替代途径。

相比之下，可复制的商品有多种渠道可触达消费者。与线下购物、前置仓发货等方式相比，“单点发全国”的电商快递，所提供的本身便是一种较低时效、超低成本的触达方式。我们并不认为电商快递需要无穷尽地提升时效性，最佳时效性水平取决于消费者的选择，而消费者会根据需求场景与价格选择适当的购物方式。

➤ 价格敏感度

电商快递需求较低的安全敏感度与时效敏感度，产生了较高的价格敏感度。

卖家的高频发货放大了价格敏感度。因发货规模大、频次高，单件快递价格的小幅变动大幅影响卖家的物流成本。

电商快递行业无须避讳价格战，也不宜轻言价格战结束。沃尔玛在规模领先全球的时候，仍然强调第一宗旨是“天天低价”。客户的需求才是商业属性的真正来源。

由于需求属性存在显著差异，我们认为，无论是商务快递企业扩大电商业务份额，还是电商快递企业试水商务快递市场，也许都是一个艰难反复，并且漫长的过程。

1.2. 商业模式：高周转、低成本

商务快递的商业模式已被 UPS、FedEx、DHL、顺丰为代表的龙头企业所验证。其商业本质是用“差异化服务品牌+高额固定资产”构筑竞争壁垒。

而以通达系为代表的中国加盟制电商快递，靠“高周转、低成本”取胜，成为零售电商的物流基石。

商务快递以服务品牌为无形资产，在高安全敏感、高时效敏感的需求面前，具有差异化的获客能力。同时，为满足安全和时效所投入的品牌成本、固定资产、运营冗余所带来的高成本，可以被低价格敏感度的需求所接受。

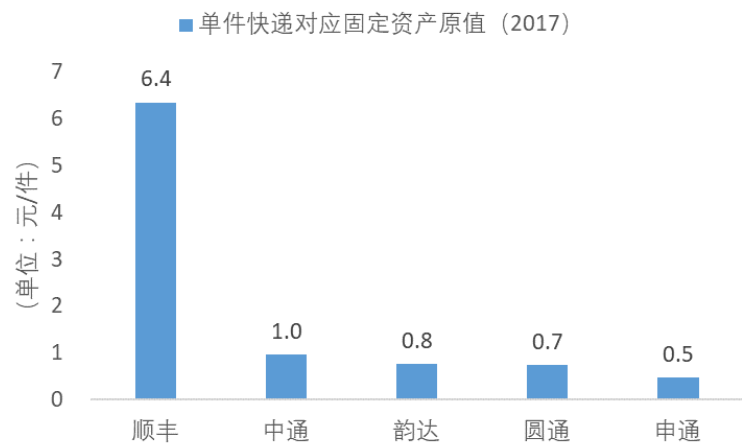
电商快递面对低履约风险、低时效敏感度的需求，选择加盟制、轻资产，从而获得较低的成本和价格，在高价格敏感度的需求面前，拥有较强的获客能力。较强的获客能力带来规模优势，规模优势带来更高的周转率和更低的成本。

类似的高周转商业模式，在许多行业都有出现。服装业的 Zara，手机业的小米，零售业 Costco，制造业的富士康，都是高周转模式的典范。

从顺丰与通达系的数据中，可以验证两个领域之间有明显的区别与侧重：

1. 资产：顺丰单件快递的固定资产投入是电商快递企业的 6 倍以上。此外，品牌作为一种无形资产，在会计报表上难以体现。但商务快递的品牌资产的形成更为漫长和困难，是获客与高定价的基础。

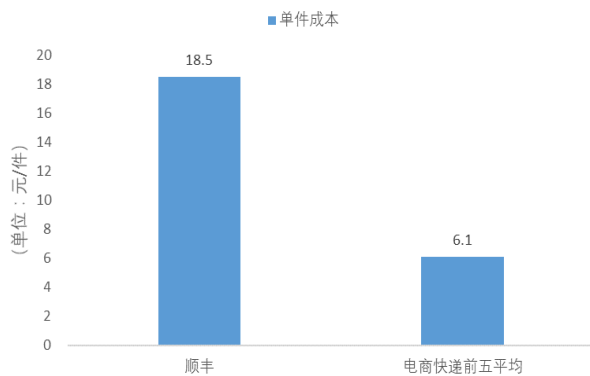
图 2：商务快递单件固定资产投入是电商快递的 6 倍以上



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

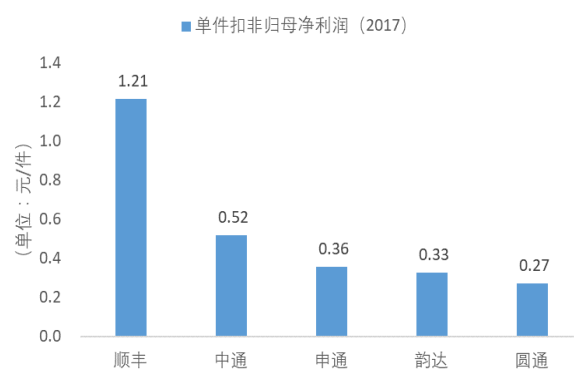
2. 成本利润：顺丰的单件成本是电商快递平均单件成本的 3 倍以上，但其单件扣非归母净利润是电商快递企业的 2-4 倍。时效的提升会带来成本的非线性上升，商务快递为了应对高安全敏感和高时效敏感的需求，所付出的成本远高于电商快递。高成本的稳定服务创造了差异化的品牌，品牌带来较高的定价与单件利润。

图 3：商务快递单件成本是电商快递的 3 倍以上



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究
备注：电商快递平均单件成本根据报表与调研数据估算得出

图 4：商务快递单件扣非归母净利润是电商快递的 2-4 倍

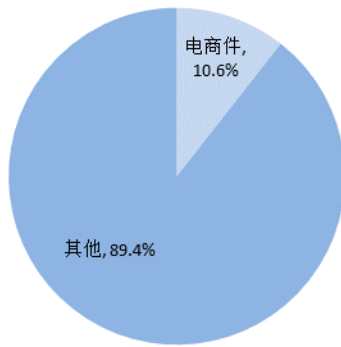


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 对应需求：顺丰作为商务快递的龙头企业，上市文件披露其电商件仅占业务量的 10.6%，中通作为电商快递的龙头企业，上市文件中

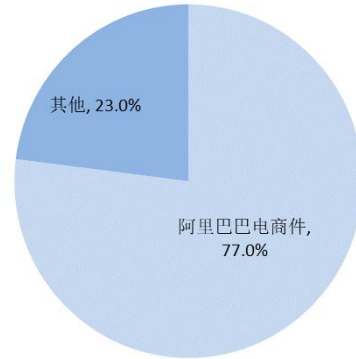
披露其阿里平台电商件占比 77%，考虑其他网购平台的业务量，其商务件占比约在 10% 上下。快递市场很大，不同性质的供给适配不同性质的需求，商务快递与电商快递各得其所。

图 5: 顺丰电商件业务量占比仅 10.6% (2015 年)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 中通阿里平台电商件占比 77% (2015 年)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

基于以上对商业模式的探讨, 我们认为, 电商快递的生态演进, 并不会简单复制北美商务快递的发展历史与演化逻辑。

电商快递在“高周转、低成本”的商业模式下, 所需的关键成功要素 (KSF), 是成本效率。

2. 关键成功要素: 成本效率

“两低一高”的需求属性, 使价格成为电商快递行业关键竞争手段。但价格战只是表象, 价格战背后是成本战, 成本战背后是效率战。

未来电商快递的龙头, 是成本效率表现最极致、最领先的企业。

我们将影响成本效率的因素按期限长短分为三类, 简单来说: 长期优势看规模, 中期优势看投资, 短期优势看管理。

2.1. 长期优势看规模

快递是规模经济极其显著的行业。规模又是“高周转、低成本”的商业模式运行的前提。

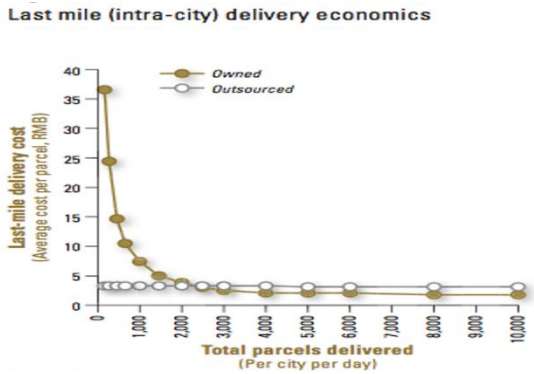
快递的三大环节, 收派、转运、干线运输都存在显著的规模经济。

- 收派环节, 随着同一区域内业务量密度的上升, 收派员的人效逐渐提升, 从而降低单件成本。一个小区派送 100 件快递自然会比十个小区派送 100 件快递更加经济。
- 转运中心、干线运输的车辆使用率随规模的上升而上升, 固定成本得到摊薄而使单件成本随之下降。以韵达为例, 2013 年至 2017 年,

业务量由 11 亿件增长至 47 亿件，单件干线运输成本由 1.93 元下降至 0.94 元，单件转运成本由 0.69 元下降至 0.39 元。

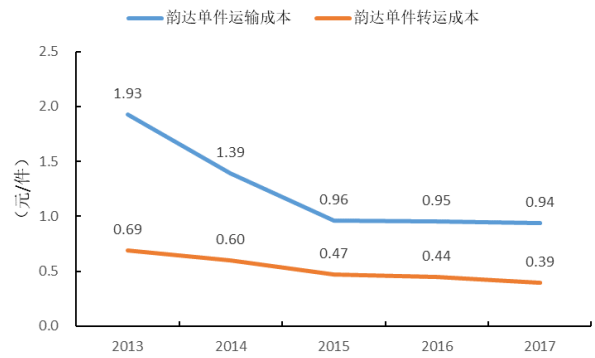
即其他条件相同情况下，规模大的电商快递企业成本效率更有优势。

图 7：“最后一公里”的规模经济



数据来源：A.T.Kearney analysis

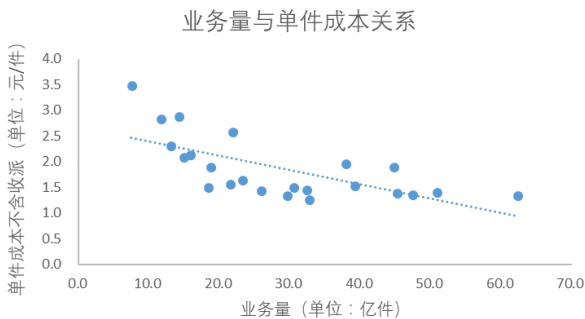
图 8：转运、干线运输的规模经济（以韵达为例）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

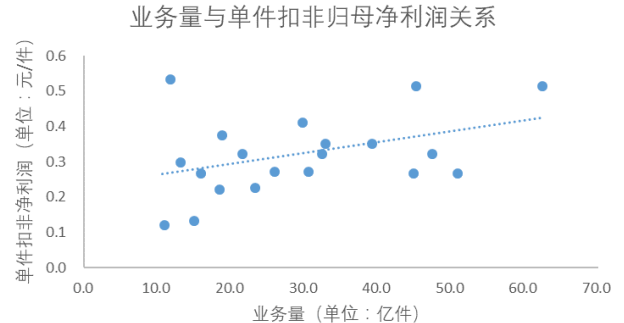
各家快递上市时间不长，我们利用有限的的数据做出两张散点图：业务规模与单件成本、单件利润的关系¹。从图中基本可以看出电商快递业务量规模与单件成本负相关，与单件利润正相关。

图 9：电商快递业务量规模与单件成本（不含收派）负相关



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究
备注：1.使用 2013-2017 年三通一达与百世物流的数据；2.申通的单件成本口径与其他几家不一致，为了对比，在数据处理时进行了口径的估算调整

图 10：电商快递业务量规模与单件扣非归母净利润正相关



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究
备注：使用 2013-2017 年三通一达数据，百世因尚未盈利暂未包括

业务量由 10 亿到 60 亿，平均单件成本下降了 1.5 元，若把收派成本也考虑在内，单件成本下降幅度应该更大。

1.5 元对于电商快递“高周转、低成本”的商业模式来说，堪称巨大。2017 年，三通一达四家平均扣非单件净利润仅有 0.37 元。这意味着，若电商快递企业与企业间规模差距拉大到一定程度，后发企业若要追赶规模，必须牺牲极高的利润和时间成本。

未来如果出现规模遥遥领先的企业，将有望进入更低成本—降价—更高获客能力—更大规模—更低成本的正向循环中。未来如果规模显著分

¹业务量与单件成本的对比是最能说明规模经济的指标，但各家企业单件成本口径并不相同，现有数据对比会产生偏差。考虑到收入端价格没有较大差异，对比业务量与单件利润的关系，结果也能够部分证实规模经济的存在。

化，后发企业追赶胜算逐渐缩小，龙头的地位趋于稳定。

因此，我们认为，在成本效率的决战中，规模是成本效率的首要指标，获得规模上大幅领先的企业，将在较长时间内占据竞争优势和主动权。规模的显著分化，是行业竞争格局走向稳定的前提和标志。

2.2. 中期优势看投资

对比规模相似的企业，我们也观察到了成本差异。这种差异往往来自于投资与管理的周期性。

我们这里所指的投资，是指对电商快递经营所需的土地、转运中心、车辆、自动化设备、IT 系统固定等资产的投资。管理改善的效果更加立竿见影，而投资目的是降低中长期的成本。

电商快递企业创立初期选择了在“轻资产、加盟制”模式，固定资产投资规模较小。2016 年纷纷上市以来，我们观察到电商快递企业加大投资，“由轻变重”。

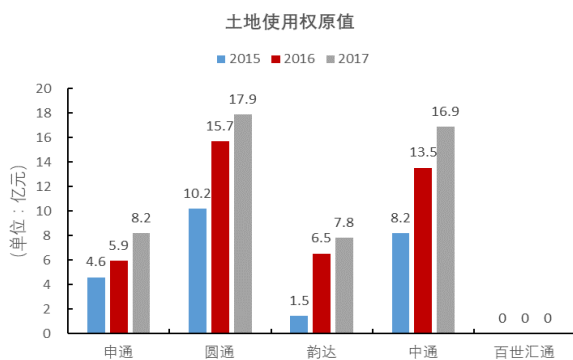
电商快递的“由轻变重”，并不意味着向商务快递市场的转变，而是以提高成本效率为目的进行投资。基于更高的市场份额假设，用当下的资本开支，降低未来的可变成本。

我们认为，投资决定企业的中期成本效率。

在上市后的两年时间里，不同企业已经体现出差异化的投资取向：

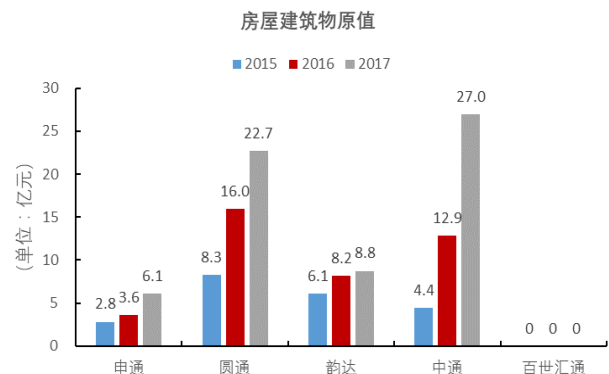
- 土地、转运中心投资：中通与圆通属于第一梯队；韵达与申通属于第二梯队，百世暂不投资土地与转运中心。

图 11: 电商快递企业土地使用权对比



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 12: 电商快递企业房屋建筑物对比



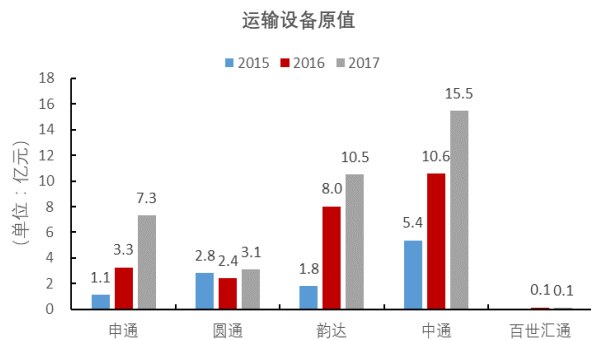
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

- 车辆投资：中通领先，韵达、申通排在第二梯队，圆通 2018 年前车辆的投资较少，百世不投车辆。

- 自动化等机器设备投资：韵达、中通、百世投资较为领先，圆通、

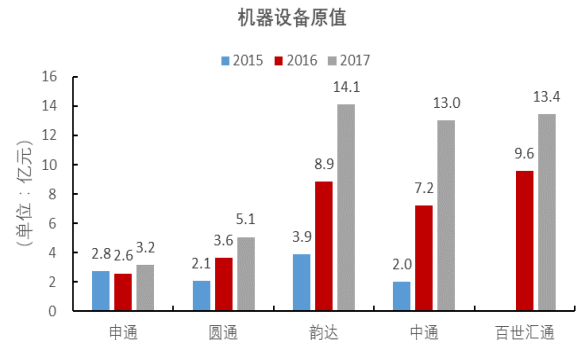
申通 2018 年前投入较少。

图 13: 电商快递企业运输设备对比



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究
备注: 此数据中不含圆通的飞机

图 14: 电商快递企业机器设备对比



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

总体来看,上市后的两年中,中通的投资力度全面领先,圆通重点投土地与转运中心,韵达重点投车辆与自动化,申通重点投土地与车辆,百世重点投自动化。

现有规模下,车辆与自动化设备的投资 1-2 年可基本完成,贡献立竿见影。而转运中心房地产投资耗资巨大,利在长远,但对短期成本下降贡献较为滞后。

各家企业过去数年投资侧重点的不同,也许是步骤选择上的差异,或者是业务逻辑判断的差异。

2.3. 短期优势看管理

管理很重要。2017 年,三通一达单件扣非归母净利润均值 0.37 元,若企业因管理差异导致单件成本方面差异 0.1 元,对应税后利润近 20%。细微的管理差异,产生显著的盈利差异。

管理看细节。经过十几年的发展与竞争,各家电商快递模式相近,差异体现在细节:加盟商的激励政策、汽车等设备的设计、司机的管理、设备的标准、派费的全网平衡和快递员的调度管理等等。

管理看老板。电商快递引入职业经理人,而老板仍然掌控加盟网络体系的利益分配。有业内专家复盘过去七八年排名的你追我赶,过程往往伴随着老板专注度的起伏。

管理有周期。管理带来的效果往往立竿见影,但相对于规模和投资,管理优势更容易产生波动。一方面,电商快递企业的集体上市,使管理方面的互相学习变得更加高效;另一方面,行业的高增速、竞争格局的快速演绎以及公司战略选择的多样性,也使得老板对于成本效率的专注度有所起伏,产生一定的管理周期。

3. 行业竞争的二阶段：春秋谋发展，战国迎决战

基于对电商快递商业模式与关键成功要素的理解，结合行业增速，我们将行业的竞争演绎划分为两个阶段，比作春秋与战国两个时期。

春秋时期的主题是跑马圈地和苦练内功。行业高速增长时期，因行业整体供不应求，产能扩张领先的第一梯队完成跑马圈地。行业中高速增长时期，第一梯队之间虽激烈竞争，但难分胜负，是各自苦练内功分享行业增量的时期。

从市场份额差异与行业增速观察，当前大概处于春秋后期。

战国时期的主题是巨人之战。若行业进入中低增速时期，存量竞争加剧，优势企业将有机会拉开差距。

由于电商产业链的高度寡头特征，我们尚没有能力判断，战国时代是否，以及何时到来。

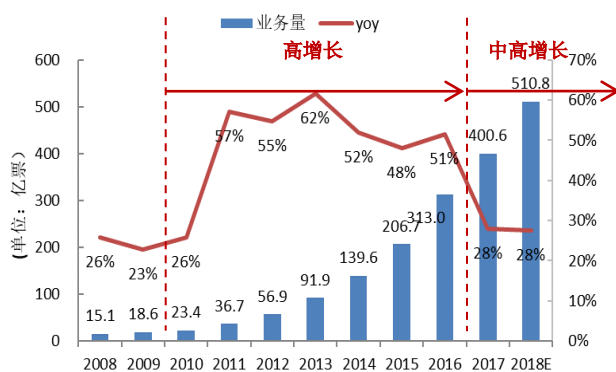
3.1. 春秋：跑马圈地与苦练内功

中国快递行业过去十年实现了 27 倍的增长，任何能够跟上行业需求增速的快递企业都已创造商业上的巨大成就。

2011-2016 年行业保持 50% 的高增长，五大民营电商快递与邮政及 EMS 跑马圈地形成第一梯队。

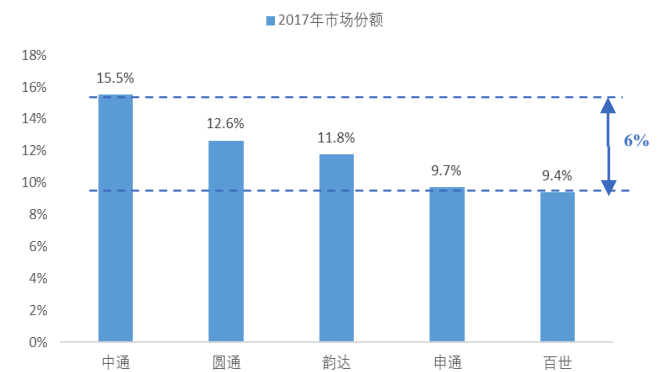
2017 年，五大民营上市电商快递公司业务量占全行业（电商快递+商务快递）的 60%。但五家公司中，第一名中通与第五名百世的市场份额相差仅 6%。加上未上市的邮政与 EMS，春秋六国确立。

图 15: 行业逐渐由高速增长步入中高速增长时期



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 16: 2017 年，电商快递第一名与第五名份额仅相差 6%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

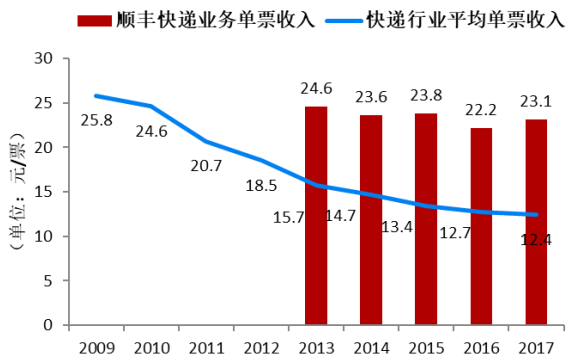
2017 年以来，行业增速虽有下降，却仍处于中高速增长阶段。这一时期仍以增量博弈为主，行业内第一梯队企业难以分化主要有两方面原因：

- 行业中高增速，增加领先企业的管理难度。领先企业若要拉大规模差距，首先要保证自身的产能增长远高于行业增速，才能使抢来的份额得以消化，且不影响成本效率。当行业维持中高增速时，在如此人力密集的行业，领先企业大幅超越行业增速需要的管理与投资挑战极大。
- 行业中高增速，减少落后企业的追赶难度。行业中高速增长阶段，市场仍然供不应求，份额落后企业能够分享市场的增量蛋糕，跟随行业提升效率。其次，市场份额尚未拉开差距，单位成本尚未拉开差距，容易发生战略与经营的相互学习模仿。同时，行业 ROE 较高，足以激励资本投入，扩张规模。

在增量博弈的市场中，竞争常存，却不及要害，是苦练内功与积蓄实力的拉锯战。

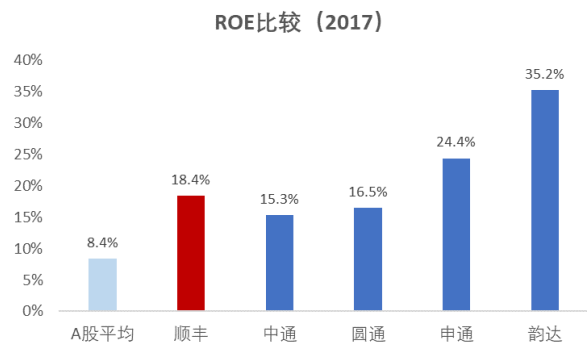
也正是在这一阶段，在行业的增长与企业苦练内功的过程中，价格竞争逼迫行业整体的成本效率持续改善。所以在经历了多年的价格下行之后，电商快递企业的 ROE，仍然显著高于 A 股平均水平。从股东回报的角度，春秋时期尚未出现明显伤害股东回报的价格战。

图 17: 过去几年，电商快递价格持续下行



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 18: 电商快递 ROE 仍处于较高水平



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

3.2. 战国：巨人崛起与生存之战

如果未来行业增速下行，双方的竞争难度都会相应变化，也许会推动行业逐入战国时期。

战国初期，随着行业增速放缓，在春秋时期未修炼好内功的企业开始面临价与量的双重挑战。随着存量市场重要性的提升，市场对企业的容错性下降。企业间的能力分化，更容易转化为可持续的规模分化。企业在春秋时期或跑马圈地或屯田养兵，无非是为了战国时代的生存与发展。

然而，电商的发展与变化增加了行业演进的复杂性与不确定性。坦率地讲，以我们目前的认知程度，难以判断战国时期的起止时间，甚至难以论断战国时期一定会到来。拼多多与阿里的发展是两个重要变量：

➤ 拼多多的崛起延缓了战国时期的来临。

我们上篇报告《时效城配崛起，快递版图重绘》中对电商战略的转向做了较为详细的分析，即电商巨头面对品类瓶颈和流量红利的衰减，已开始布局线上线下结合的新零售业态，攻克占零售市场 40% 的食品生鲜品类。

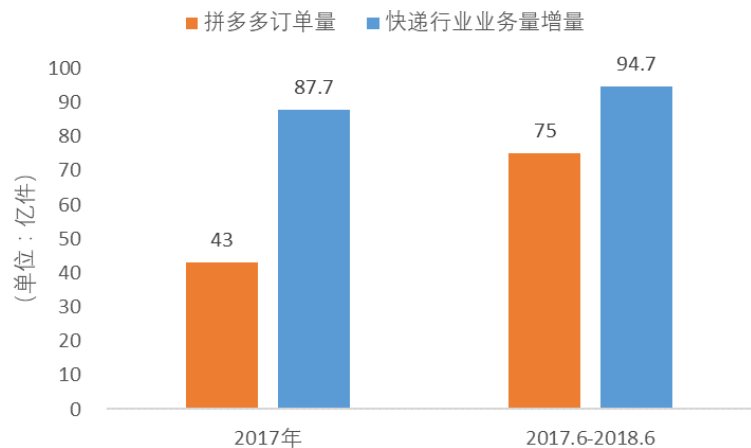
电商巨头已感受到原有市场增长的压力，而 2016-2017 年出人意料的是拼多多的崛起——以微信为平台，开发了新的流量红利。

社交电商具有“病毒式传播，爆发式增长”的特征。成立仅两年的 2017 年，拼多多订单量已占快递行业增量的 50%。考虑到部分取消订单、平台间的互相渗透订单，50% 大概有所高估，但毋庸置疑的是，拼多多为 2017-18 年的快递市场贡献了极为重要的增量。

未来社交电商增速难以预判。“病毒性传播”的病毒二字，生物学上有两重含义：其一是病毒的指数式传播，其二是病毒传播的自限性。

事实上，拼多多和微商都在演变和进化。社交电商，延长了电商快递的高增长阶段，延缓了战国时代的来临。

图 19：2017 年，拼多多订单量或许贡献快递行业增量的 50%



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

➤ 阿里的寡头地位与菜鸟的垂直介入，增加了战国时代的不确定性。

阿里和菜鸟对于快递行业战国时期竞争格局的影响主要体现在两方面：

1. 对集中度的影响。在电商快递的六强中，阿里先后投资了圆通、百世和中通，既有市场份额领先者，也有后来居上者。阿里究竟希望电商快递规模显著差异，还是保持春秋六霸的份额均衡，我们尚无从判断。选前者，可以享受更大的规模经济带来的更低物流成本；选后者，有利于保持接近完全竞争的生态，降低

长期物流成本。

2. 对差异化的影响。从电子面单，到菜鸟裹裹，再到快递员星计划，阿里一直是快递行业标准的推动者。阿里掌握大数据，并提供了基础的 IT 应用。菜鸟一方面加速了行业服务质量的提升，但另一方面，也许会导致电商快递的竞争难以差异化。

3.3. 昨日已消逝，明天是个谜

本篇报告作为快递进化论初探系列之二，以我们当下有限的认知，对电商快递的商业模式、竞争优势和发展阶段进行的初步探讨。电商快递服务的同质性与行业增速的不稳定性，给我们的研究带来极大困难。我们用两年时间观察、思考与等待，也未能完成方向明晰的沙盘推演。

2016 年四季度资本市场追捧电商快递股的时候，许多人认为单件盈利几毛钱的电商快递不会再打价格战。2018 年部分快递股下跌 60-70% 之后，许多人认为严酷的价格战即将来临。

生活往往比剧本更精彩，行业演进比研究报告更出人意料。从研究角度，本报告只是一个开始，从投资角度，赔率和概率都很重要。

与本项研究中指点和帮助过我们的师长与朋友，分享电影《功夫熊猫》中我们很喜爱的一句话：“昨日已消逝，明天是个谜，今日要珍惜。”
(Yesterday is history, tomorrow is mystery, but today is a gift.)

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海 银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中 心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		