

2013年10月28日



三泰电子 (002312.SZ)

计算机设备行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

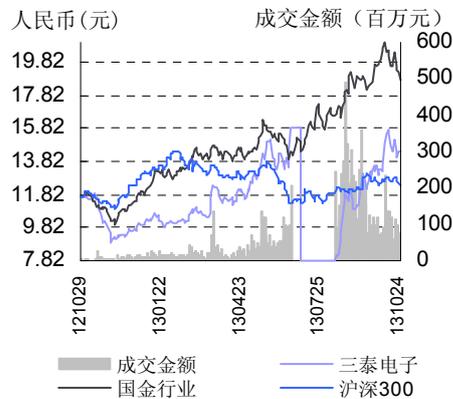
市价(人民币): 14.74元

目标(人民币): 19.74元

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)	249.06
总市值(百万元)	53.30
年内股价最高最低(元)	15.83/7.82
沪深300指数	2365.95
中小板指数	5959.85



马云: “去年淘宝双十一节做了191亿,这是一个奇迹,但是更大奇迹居然在一天内运出7800万件包裹,这个数字背后是无数人把自己全家老小发动起来,把这些货送出去,…”

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130513050001
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

郑宏达 分析师 SAC 执业编号: S1130513080002
(8621)60753908
zhenghd@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

物流爆发和人口红利结束带来速递易历史机会

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.302	0.305	0.230	0.181	0.111
每股净资产(元)	3.89	4.26	2.24	2.29	2.27
每股经营性现金流(元)	-0.20	-0.11	-0.24	0.03	0.12
市盈率(倍)	30.79	32.62	62.61	79.58	130.29
行业优化市盈率(倍)	27.22	21.32	70.01	70.01	70.01
净利润增长率(%)	2.15%	5.61%	50.24%	-21.32%	-38.92%
净资产收益率(%)	7.77%	7.15%	10.27%	7.90%	4.87%
总股本(百万股)	177.45	185.92	369.86	369.86	369.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电商快递需求的持续爆发和人口红利消失的矛盾将带来智能物流配送行业的历史性投资机会:** 目前全国快递行业日均快件发送量2500万个,未来几年将超过日均1亿个的业务量,物流爆发和人口红利结束之间的矛盾使得目前粗放的快递使用方式难以为继。更加智能和集约的物流配送网络呼之欲出,马云创办菜鸟网络便是出于这个考虑。三泰电子速递易已经下定决心,我们预计其在未来4-5年内将在全国铺设4万个智能快递网点,我们通过大量的调研认为可靠性较高,届时速递易将形成明显的规模效应。
- **速递易未来将是重要的社区O2O线下平台:** 一旦速递易形成规模,线下平台便自然形成。除快件投递外,可以实现快件收取、广告、精准营销、电商配送渠道等增值业务收入。未来结合自身银行业务供应商的经验,亦有参与社区金融的可能性。
- **速递易业务的研究角度类似于互联网行业:** 由于速递易业务的投入期较长,收获期远在三年之后。目前投资者对速递易的研究角度应该类似于互联网行业,扩张速度、用户规模、产品粘性成为最重要的考虑因素。目前阶段,速递易的最重要观察目标是网点扩张速度。

投资建议和估值

- 三泰电子决心在智能物流配送这个领域长期投入,其产生的社会价值会在未来期的利润和当前的市值中逐步体现,这也是资本市场激励民营企业从事社会服务运营业的良性循环途径。
- 虽然目前三泰电子的估值已经包含了速递易推广速度较快的预期,但是公司的推广决心以及行业的景气程度仍有可能超出投资者预期。
- 首次覆盖,给予“买入”评级,目标价19.74元。

风险

- 速递易推广进度不达预期; 速递易的议价能力低于预期; 市场风格转换,对烧钱模式公司产生风险厌恶。

内容目录

从马云的菜鸟网络说起.....	5
电商爆发和人口红利的消失带来菜鸟网络的构想.....	5
智能和集约物流由骨干网和接入网组成，接入网是百花齐放的领域.....	6
速递易最后 100 米网络面临历史性的机遇.....	7
速递易是什么.....	7
速递易本质上是对快递资源的一种更节约的使用方式，节约就是创造价值..	9
速递易能否盈利.....	9
速递易未来能力更强的核心假设.....	9
最大的核心竞争力-规模优势，正在形成中.....	10
产业资本已经摩拳擦掌、跃跃欲试，把握邮政服务民营化的确定性趋势 ...	10
速递易和便利店代收服务、物业代收服务共同构成最后 100 米快件接收网络，竞争关系不明显.....	10
一旦形成规模，速递易将是众多 O2O 应用的重要入口.....	11
速递易规划包含线上线下多个平台.....	11
速递易不仅仅是快递分发，收件的价值更大.....	11
速递易可以成为各类电商的广告、销售和服务终端.....	11
社区金融的可能性.....	12
速递易收入、成本、费用测算（2014 年毛利转正，2015 年净利转正，2016 年现金流转正）.....	13
核心假设.....	13
预计 2017 年速递易业务实现营业收入 11.24 亿元，实现净利润 2.60 亿元	13
毛利率 2015 年 1 月转正.....	14
净利率 2016 年 9 月转正.....	14
净现金流 2017 年转正.....	15
速递易收入预测简易表格.....	15
速递易业务研究规范.....	16
速递易业务具有典型的互联网特征.....	16
速递易业务三阶段与各阶段观察重点.....	16
传统业务简单描述.....	16
电子回单系统、银行 ATM 监控、银行综合安防、银行 BPO（业务流程外包）.....	16
分部估值和 APV 估值.....	17
分部估值.....	17
APV 估值.....	17
最近三年盈利预测.....	18
投资建议.....	19

风险	19
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1: 国家统计局快递业务量数据表明行业已经爆发.....	5
图表 2: 快递业务收入规模已达 1000 亿元.....	5
图表 3: 中国岗位空缺与求职人数比率持续攀升	6
图表 4: 双 11 购物节在即, 快递公司必然再次爆仓.....	6
图表 5: 赶集网和各快递公司网站招聘网站给出的平均薪酬水平	6
图表 6: 根据赶集网统计数据, 各城市快递员平均月薪水平快速上涨	6
图表 7: 智能快递物流网络的构成.....	7
图表 8: 最后 100 米的覆盖网络将由多元化的主体组成	7
图表 9: 深圳某小区 90 个柜子规模的速递易实拍 (触摸屏主机、监控、二维码扫描、非接支付、投币)	8
图表 10: 触摸式的操作界面, 简单易用	8
图表 11: 草根调研数据	8
图表 12: 目前全社会对快递的使用方式过于浪费, 速递易本质上是更加节约的快递使用方式	9
图表 13: 按照 2014 年初平均每个点 70 个柜子和日周转率为 1, 单次收费 0.4 元的中性假设, 不考虑任何增值业务, 速递易离盈里也不会很远	9
图表 14: 规模增长、快递业务供需持续失衡、进驻小区难度持续降低、增值业务提升、研发费用摊薄是我们判断速递易业务未来拥有更强盈利能力的核心假设	10
图表 15: 速递易模式并不孤立, 产业资本已经跃跃欲试 (猫屋、智莱科技、云瀚科技、顺丰)	10
图表 16: 速递易每个柜子的表面都可以粘贴广告, 触摸屏可以实现更多的广告推送.....	12
图表 17: 拉卡拉更换大屏终端花了 4 年时间, 速递易的起点很高	12
图表 18: 云瀚科技的智能储物柜成为自在生活网卖菜的社区终端渠道.....	12
图表 19: 三泰电子未来参与社区银行的可能性.....	13
图表 20: 预计 2017 年速递易业务将实现营业收入 11.24 亿元, 税后净利润 2.60 亿元	14
图表 21: 预计毛利率 2015 年 5 月转正.....	14
图表 22: 预计净利率 2016 年 9 月转正.....	15
图表 23: 2018 年中累计净现金流转正, 期间最大缺口达 6.2 亿元	15
图表 24: 速递易业务收入预测简易表格.....	15
图表 25: 速递易业务三阶段与各阶段观察重点.....	16

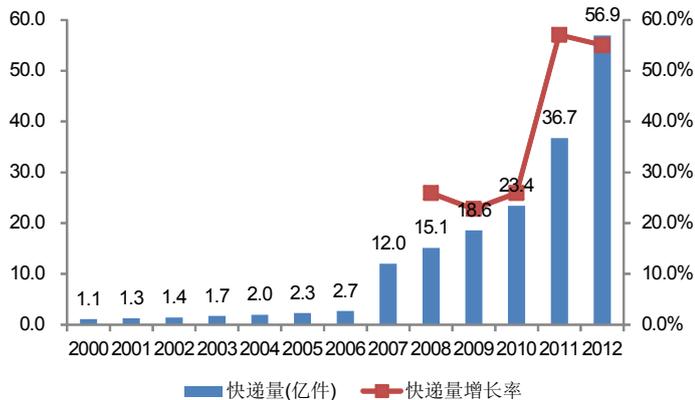
图表 26: 我们预计主营业务未来三年的利润贡献分别为 8000 万元、1 亿元和 1.2 亿元	17
图表 27: 取 $Ka=11.96\%$, TV 增长率为 2.5%, 公司的 APV 估值为每股 19.74 元	17
图表 28: 分别取 $Ka=10.96\%$ 、 11.96% 和 12.96% , TV 增长率为 2%、2.5%和 3%, APV 估值敏感性测试	18
图表 29: 最近三年营业收入预测	18
图表 30: 最近三年 EPS 预测 (速递易处于投入期)	18
图表 31: 销售预测表 (由于项目太多, 隐藏部分次要项目)	20

从马云的菜鸟网络说起

电商爆发和人口红利的消失带来菜鸟网络的构想

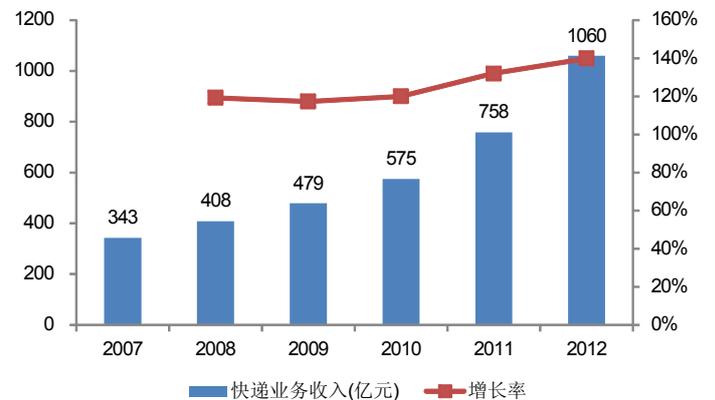
- 2013年5月底，阿里巴巴集团、银泰集团联合复星集团、富春集团、顺丰集团、三通一达（申通、圆通、中通、韵达），以及相关金融机构共同宣布，“中国智能物流骨干网”（简称CSN）项目正式启动，合作各方共同组建的“菜鸟网络科技有限公司”正式成立。
- 菜鸟网络是马云的二次创业，马云将其定位为“万一被我们搞成了，我觉得今生无悔”的重大事业。
- 电商出身的马云之所以对智能物流兴趣，主要是其看到了物流行业的持续爆发以及快递行业刘易斯拐点的来临。
- 马云说：**去年淘宝双十一节做了191亿，这是一个奇迹，但是更大奇迹居然在一天内运出7800万件包裹，这个数字背后是无数人把自己全家老小发动起来，把这些货送出去，没有让中国物流搞瘫。但是长此以往中国未来怎么解决这个问题，因为现在中国每天2500万包裹左右，十年后预计每年2亿包，今天中国的物流体系没有办法支撑未来2亿。**
- 统计局历年的快递发送数量和快递行业业务收入数据表明，行业已处于爆发阶段，2012年快递业务量已经达到56.9亿件（按照马云的表述2013年已经接近100亿件），2012年行业的收入规模已经达到1060亿元。
- 注：快递业务量2006年及以前为邮政特快专递，2007年起为规模以上（年业务收入200万元以上）快递服务企业业务量。由于统计口径与统计时间不同，该数据仍小于马云5月所说的日均2500万包括数量。

图表1：国家统计局快递业务量数据表明行业已经爆发

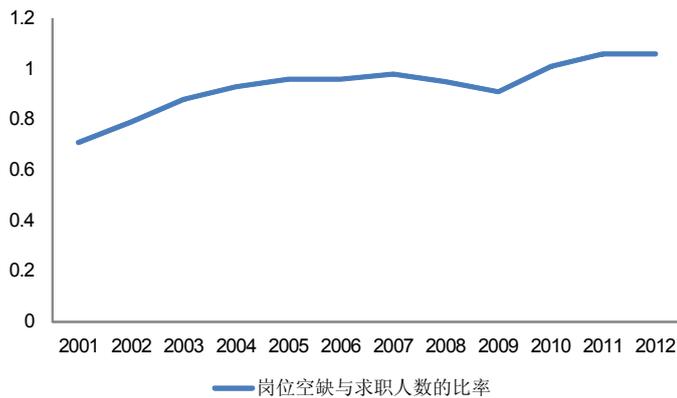


来源：国家统计局,国金证券研究所

图表2：快递业务收入规模已达1000亿元



- 与快递业务量爆炸式增长相矛盾的是，中国的劳动力供给已经进入刘易斯拐点。相关研究已经汗牛充栋，我们不再赘述。

图表3: 中国岗位空缺与求职人数比率持续攀升

来源: 中国人力资源市场信息监测中心, 互联网, 国金证券研究所

图表4: 双11购物节在即, 快递公司必然再次爆仓

- 从赶集网和各快递公司网站的招聘信息中我们可以大致看出, 目前一二线城市快递员的薪资水平均已上升至高位, 并有继续快速攀升的势头。
- 我们判断, 快递员平均月薪过万元并不是很遥远的事情。

图表5: 赶集网和各快递公司网站招聘网站给出的平均薪酬水平

快递公司招聘信息 (2013.7-2013.9)				
转正后平均薪资 (元/月)	东莞	广州	北京	上海
顺丰速递	3000-5000 (自行车), 5000-7000 (面包车)	4000-5500	3000-6000	3000-5000
申通快递	4800-10000	5000-8000	3000-5000	4000-6000
圆通快递	3000-5000	3000-5000	3000-5000	3000-5000
京东	4000-6000	5000-8000	4000-8000	5000-8000

来源: 赶集网, 各公司网站, 国金证券研究所

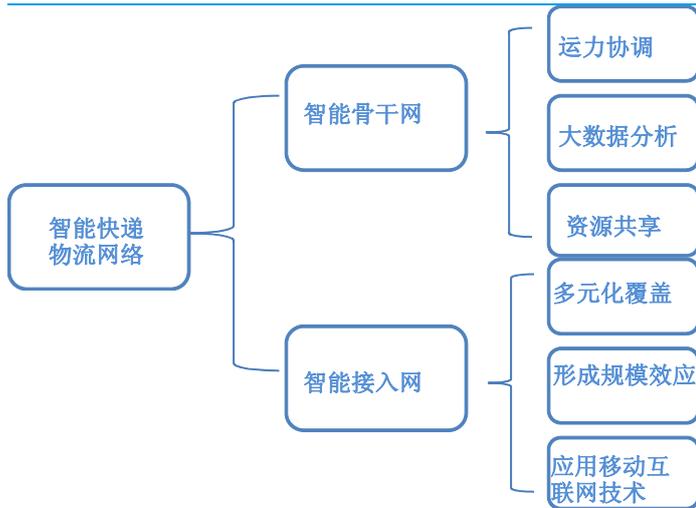
图表6: 根据赶集网统计数据, 各城市快递员平均月薪水平快速上涨

快递员平均月薪 (元)			
	Nov-12	Mar-13	Jun-13
全国平均	缺乏数据	3077	3577
深圳	3764	3365	4769
上海	2976	3017	3896
广州	2931	2948	3894
北京	2809	2838	4379

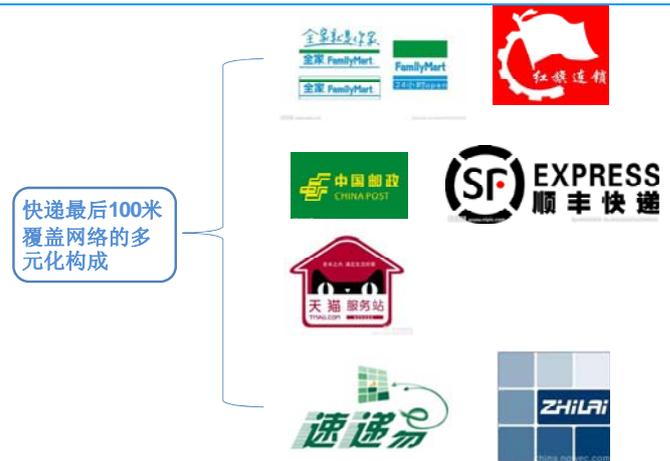
智能和集约物流由骨干网和接入网组成, 接入网是百花齐放的领域

- 解决物流的效率问题, 需要更加智能和集约的快递物流网络。在快递运输和分发的途径上均可通过模式创新、技术创新和资源整合等方式提高效率。
- 和通信网络类似, 我们可以将智能集约快递物流网络分为智能骨干网和智能接入网。
 - 智能骨干网主要完成快递包裹在城市之间、城市内各区域之间运输, 实现快递公司和运输公司之间的系统, 以及快递公司之间的资源和数据共享。
 - 智能接入网主要实现最后 100 米的覆盖作用, 其可综合利用现有的邮政系统、便利店网络、智能快件箱等途径, 同时利用移动互联网和物联网等技术手段, 实现终端用户的接收和投递包括需求。

图表7: 智能快递物流网络的构成



图表8: 最后 100 米的覆盖网络将由多元化的主体组成



来源: 国金证券研究所

速递易最后 100 米网络面临历史性的机遇

速递易是什么

- 速递易是三泰电子全资子公司我来啦网格信息技术有限公司的创业项目，其基本思路是在全国各城市展开智能快件箱业务。
- 通过在小区内安装智能快件箱，可以解决快递日常派送遇到的几类问题
 - 小区过大，快递员挨户上门寄送难以完成巨量的派送任务。
 - 业主不在家，业务员和业主互相等待，等待和沟通成本很高。
 - 工作日期间，业主只能将快递寄到公司，将快递带回家成为一种负担。
 - 部分物业可替业主收快件，但是快件丢失容易引起纠纷。快件处理成为物业公司的一大难题。
- 因为提高了快递的派件效率，当速递易到达一定规模后，快递公司、快递员愿意为使用速递易的柜子支付一定的费用。同时，由于使用速递易为业主带来了便利，所以业主也愿意为超时使用速递易柜子，支付超时费用。最后，由于速递易减轻了小区物业的快递负担，物业原则上不会阻挠速递易的布点。
- 下图为我们在深圳某小区草根调研实拍的速递易柜子一角（该小区速递易共有 90 个柜子）

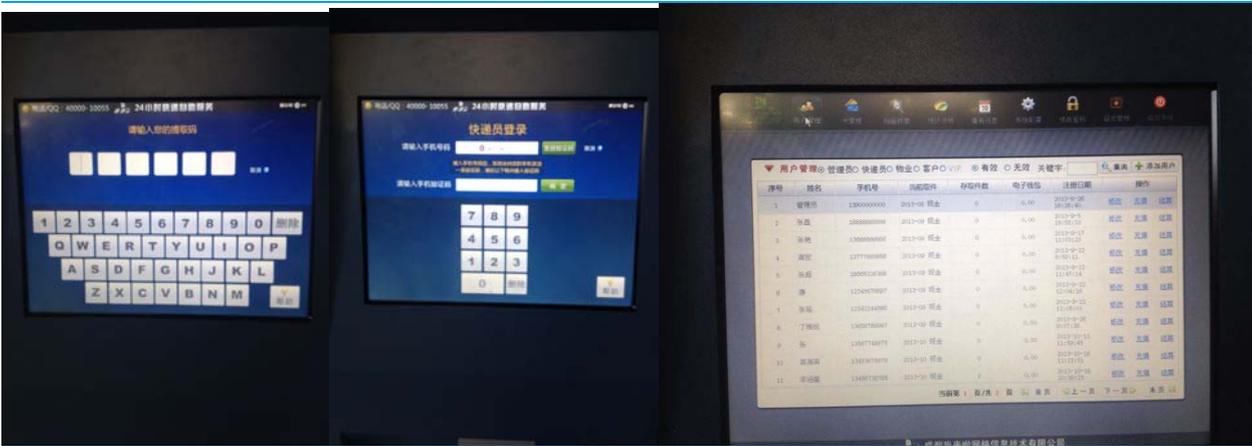
图表9: 深圳某小区 90 个柜子规模的速递易实拍 (触摸屏主机、监控、二维码扫描、非接支付、投币)



来源: 国金证券研究所

- 触摸式的操作界面, 简单易用。

图表10: 触摸式的操作界面, 简单易用



来源: 国金证券研究所

- 我们将实地调研的小区数据列举如下

图表11: 草根调研数据

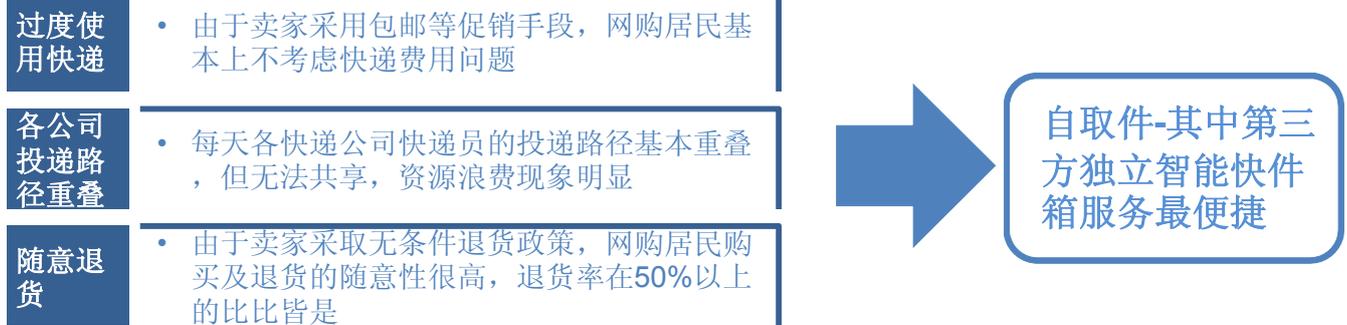
项目	数据	备注
小区情况	3栋楼, 1400户	深圳市福田区
速递易规模和周转	90个柜子, 日周转率在0.95左右	统计数据30天完成约2600个包裹投递
收费情况	目前免费, 但具备收取0.3-0.5元潜力	成都收取0.4-0.5元
使用速递易的网购人数	800人以上	1个月内统计手机号780个
使用速递易的快递元数量	70以上	1个月内统计的快递元身份66名
若收费是否使用	愿意使用	快递员表示投递效率是最重要的考虑因素

来源: 国金证券研究所

速递易本质上是对快递资源的一种更节约的使用方式，节约就是创造价值

- 速递易本质上是由于人口红利消失，用户迫于成本快速上升而对自身使用快递方式的一种调整。这个调整使得用户对快递业务的使用走向更加文明和集约的方式。
- 我们将过去及现在用户使用快递过程中的明显浪费支出列举如下

图表12：目前全社会对快递的使用方式过于浪费，速递易本质上是更加节约的快递使用方式

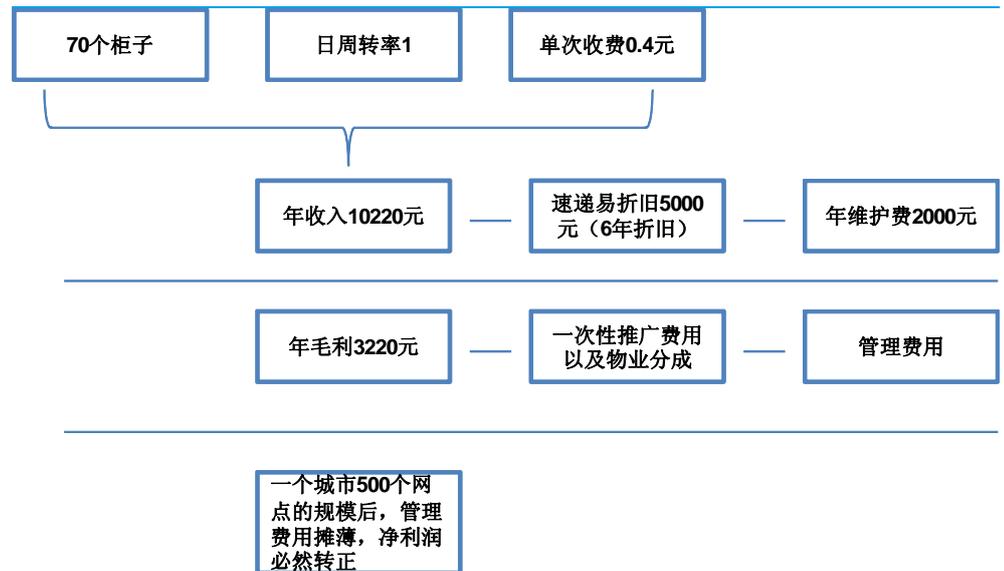


来源：国金证券研究所

速递易能否盈利

- 我们简单测算就知道速递易一定会盈利

图表13：按照2014年初平均每个点70个柜子和日周转率为1，单次收费0.4元的中性假设，不考虑任何增值业务，速递易离盈里也不会很远



来源：国金证券研究所

速递易未来能力更强的核心假设

- 在后续章节中，我们将对速递易业务的盈利能力做全面的测算。我们之所以如此看好速递易业务，是因为我们认为随着速递易规模的扩大，以及快递业务的供需失衡加剧，速递易的单点盈利能力将大大加强。

图表14: 规模增长、快递业务供需持续失衡、进驻小区难度持续降低、增值业务提升、研发费用摊薄是我们判断速递易业务未来拥有更强盈利能力的核心假设

速递易快速布局	快递供需持续失衡	进驻小区难度降低	其他增值业务提升	研发费用率摊薄
<ul style="list-style-type: none"> 规模是所有运营能够盈利的立足之本 决心和速度是公司拉开与对手差距真正走上良性循环轨道的方法 	<ul style="list-style-type: none"> 速递易单点平均箱子数、日周转率、单次使用价格持续增长 	<ul style="list-style-type: none"> 布点速度可提升 单位推广费降低 物业分成金额不用快速增长 	<ul style="list-style-type: none"> 随着网点规模的扩大，速递易的平台属性凸显 除快递业务外，其他O2O业务可带来更丰厚的增值收入 	<ul style="list-style-type: none"> 在未来的一段时间内，速递易需要大笔增加研发投入。 但随着规模效应出现，研发费用率长期将持续摊薄

来源：国金证券研究所

最大的核心竞争力-规模优势，正在形成中

- 速递易业务是典型的运营业，所有的运营业都是规模经济。到达一定的规模后，速递易的扩张难度会下降、议价能力会提高、研发费用率会摊薄、增值业务才有可能性。
- 因此，速递易的所有产品功能、规划以及构想都不能成为其核心竞争力，其未来最大的竞争力正在形成之中，这就是规模优势。
- 进入 10 月后，速递易已经进入了明显的加速扩张阶段。这点可以通过草根调研以及各地分公司的招聘广告获得佐证。

产业资本已经摩拳擦掌、跃跃欲试，把握邮政服务民营化的确定性趋势

- 同时，从草根调研的情况来看，速递易本身并不孤立。天猫猫屋、深圳智菜科技、云瀚科技、顺丰快递都在社区内布置各种各样的柜子。速递易正处于各类社区终端野蛮扩张的加速期。
- 这些各种类型的社区箱子本质上是一种邮政服务，但是国有背景的中国邮政难以有效的响应市场需求，基础服务业也需要越来越多机制灵活、吃苦耐劳、节约成本的民营企业参与。

图表15: 速递易模式并不孤立，产业资本已经跃跃欲试（猫屋、智菜科技、云瀚科技、顺丰）



来源：国金证券研究所

速递易和便利店代收服务、物业代收服务共同构成最后 100 米快件接收网络，竞争关系不明显

- 最后 100 米快件分发网络百花齐放，智能快件箱只是其中的一种模式。传统的物业代收、便利店代收服务仍将持续发挥作用。
- 相较于从前快递员每一件快件送上门的服务，这些快递服务站都将一部分劳动转移给了用户，从而提高了整个邮政体系的效率。

- 但是如果具体区分，物业代收和便利店代收都需要人工参与，而我们的核心假设就是人工是越来越贵的。智能快件箱虽然一次性投入较大，但是最终会体现出巨大的成本优势。
- 虽然智能快件箱的单次使用费会持续提升，但是其提升幅度仍然小于其他人工参与的模式。
- 在快件物流需求爆发的情况下，无论是智能快件箱还是便利店，都无法处理所有的快件包裹。它们的作用也仅限于送达成本最高的包裹，快递公司本就不能在这类包裹上盈利。只要能快速完成任务，快递公司的支付意愿会逐年提升。
- 目前便利店发快递普遍的收费在每份 0.5 元-0.8 元，而收快递则高达每份 0.8 元-1.0 元。这样的收费标准远高于速递易目前也高于未来几年内的涨价后的收费水平。速递易智能快件箱的使用周转率提升没有悬念。

一旦形成规模，速递易将是众多 O2O 应用的重要入口

速递易规划包含线上线下多个平台

- 一旦速递易形成规模后，将成为一个社区最后一百米网络终端平台，或开放或封闭。若开放，则可与所有的快递公司、电商、零售、餐饮等企业进行合作，成为其深入社区的神经末梢网络。这是线下平台。
- 同时，速递易扎根小区业主身边，具有很强的用户粘性。速递易很容易通过快件查询、二维码扫描、电子帐户充值等各种功能，将线下流量转变为线上流量（独立 APP 或者微信、微博等大平台上的小平台），从而形成速递易的线上平台。
- **同时具有线上、线下，独立的和嵌入微信、微博的综合立体 O2O 平台是速递易的最终面貌。**

速递易不仅仅是快递分发，收件的价值更大

- 目前速递易主要用作协助快递公司和快递员分发快件。若收费，每件能够收费 0.5 元以内。
- 但我们仔细分析快递的“收件-运输-派件”的全流程，对快递公司来说，实现销售的环节在“收件”环节。
- **因此“收件”环节的渠道能够获得比派件更高的佣金回报。如果未来速递易和特定的快递公司合作，其智能快件箱将发挥收件的功能，每件可获得的佣金预计超过 1 元，至少是派件收入的 2 倍以上。**

速递易可以成为各类电商的广告、销售和服务终端

- 与分众传媒类似，深入社区的终端能够获得明显的广告收入。
- 速递易的智能储物柜占据整个墙面，广告位数量庞大，即使部分利用也能获得不菲收入。

图表16: 速递易每个柜子的表面都可以粘贴广告, 触摸屏可以实现更多的广告推送



来源: 国金证券研究所

- 大型的触摸屏更是加载广告和增值服务的良好媒介。拉卡拉由黑白屏 POS 更换为色屏综合终端用了 4 年的时间, 速递易起点很高。

图表17: 拉卡拉更换大屏终端花了 4 年时间, 速递易的起点很高



来源: 互联网, 国金证券研究所

- 除广告途径外, 速递易可以直接成为电商、零售或者餐饮行业的社区销售和投递渠道, 从而直接获得销售佣金。主打新鲜食品的“自在生活网”便通过云瀚科技在小区布置的智能储物柜经营卖菜等服务。

图表18: 云瀚科技的智能储物柜成为自在生活网卖菜的社区终端渠道

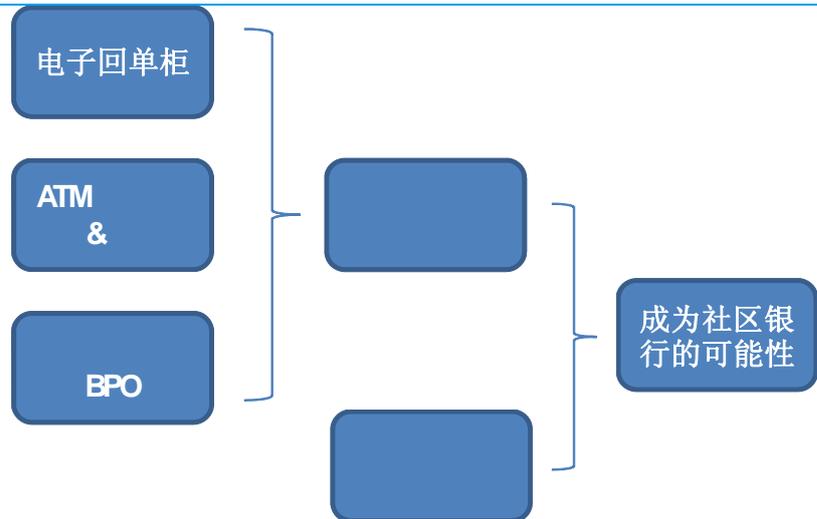


来源: 国金证券研究所

社区金融的可能性

- 速递易的终极、杀手级增值服务就是社区金融。即直接变身为其他银行的社区银行取到，甚至直接申请社区银行。
- 三泰电子的主业是银行的电子回单柜系统、银行 ATM 监控、综合安全监控，以及银行的全流程 BPO 业务。我们认为三泰本身对银行业务是完全了解，并且在操作层面可以胜任的。
- 若和速递易的社区最后 100 米网络结合，速递易至少成为社区银行渠道的可能性是比较大的。

图表19: 三泰电子未来参与社区银行的可能性



来源：国金证券研究所

速递易收入、成本、费用测算（2014 年毛利转正，2015 年净利转正，2016 年现金流转正）

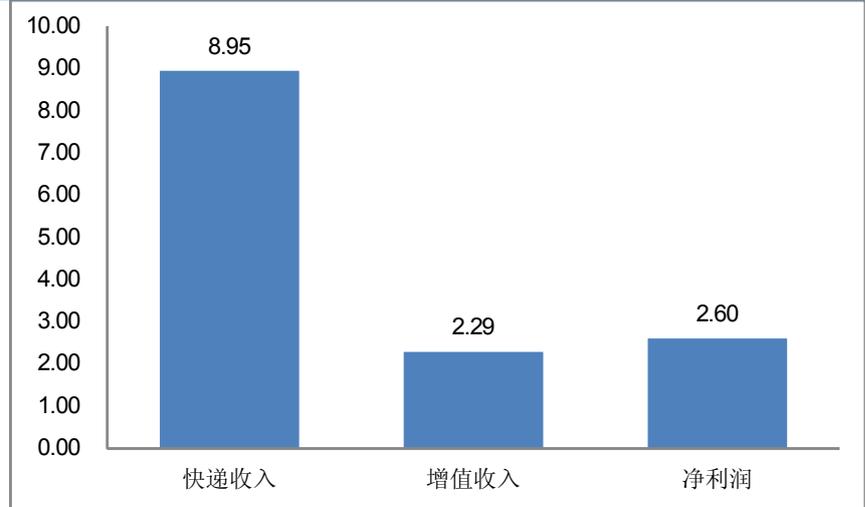
核心假设

- 快速扩张网点，数量：2013 年底超过 1000（一半以上在成都），2014 年底超过 5000（重庆、深圳、广州、上海、北京等 15 个城市逐步铺开），2015 年底超过 1.3 万，2016 年底超过 2.4 万，2017 年底达到 3.6 万。
- 单点快递箱平均数量逐月缓慢增长，由 2013 年底 65 个增长到 2017 年的 105 个。
- 每日周转次数缓慢提升，由 2013 年底 0.85 提升至 2017 年的 1.3。
- 平均单次投递收费涨价，由 2013 年底 0.3 元上升至 2017 年底的 0.65 元。
- 增值服务收入和快递业务收入配比系数，由目前的 0 上升至 2017 年底的 0.28。
- 其他一些列费用快速增长的假设。
- 成本和费用规模效应假设。

预计 2017 年速递易业务实现营业收入 11.24 亿元，实现净利润 2.60 亿元

- 根据我们的模型测算，2017 年速递易将实现快递业务收入 8.95 亿元、实现增值业务收入 2.29 亿元，速递易总收入 11.24 亿元。税前利润率将达到 27.3%，若按照 15% 的所得税率计算，税后净利率为 23.21%。对应税后净利润为 2.60 亿元。

图表20: 预计2017年速递易业务将实现营业收入11.24亿元, 税后净利润2.60亿元

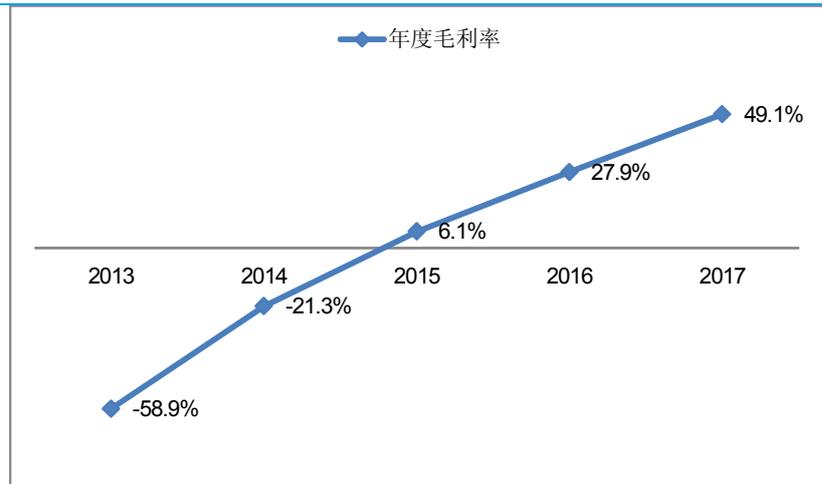


来源: 国金证券研究所

毛利率 2015年1月转正

- 我们测算, 2015年5月, 速递易业务的毛利率将转正, 此后一路攀升至2017年底接近50%。

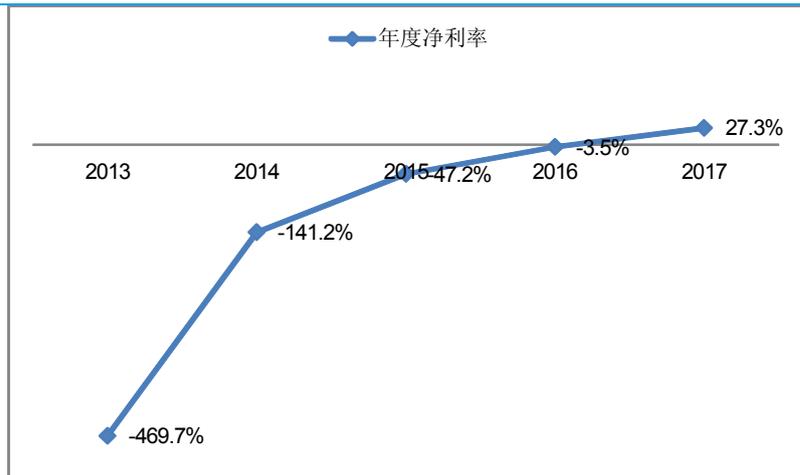
图表21: 预计毛利率2015年5月转正



来源: 国金证券研究所

净利率 2016年9月转正

- 我们测算, 2016年9月, 速递易业务净利率转正。

图表22: 预计净利率 2016 年 9 月转正

来源: 国金证券研究所

净现金流 2017 年转正

- 我们测算, 2017 年 5 月, 速递易业务净现金流转正。期间最大现金缺口约 6.2 亿元。
- 至 2018 年中, 累计净现金流转正。

图表23: 2018 年中累计净现金流转正, 期间最大缺口达 6.2 亿元

来源: 国金证券研究所

速递易收入预测简易表格

- 我们将模型中部分数据汇总成为速递易业务收入预测简易表格如下。

图表24: 速递易业务收入预测简易表格

	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-16	Dec-17	Dec-18
速递易数量	1,090.0	5,740.0	13,569.5	24,328.2	36,730.2	49,822.1
平均网点箱子数	65.0	73.2	82.5	93.0	104.8	104.8
周转次数	0.88	0.99	1.11	1.25	1.41	1.50
平均单次收费(元)	0.30	0.40	0.45	0.50	0.60	0.65
快递业务年收入(万元)	176.5	3,107.4	13,028.4	36,653.1	89,499.7	156,977.9
增值业务年收入(万元)	0.0	195.0	1,794.7	7,200.2	22,882.0	49,334.7
速递易年总收入(万元)	176.5	3,302.4	14,823.1	43,853.3	112,381.7	206,312.6
速递易综合年度收入毛利率	-58.9%	-20.7%	6.5%	27.7%	46.8%	54.0%
税前速递易快递业务净利率-年度(考虑增值业	-469.7%	-141.2%	-47.2%	-3.5%	27.3%	37.9%

来源: 国金证券研究所

速递易业务研究规范

速递易业务具有典型的互联网特征

- 速递易业务是明显的 B2C 业务、具有规模效应的特点、需要先跑马圈地后考虑盈利，一旦获得规模用户，可以以平台的身份和其他厂商合作。
- 这些都是互联网企业的经营模式。结合速递易今后的增值业务发展方向，我们认为速递易具备很明显的互联网企业特征。
- 互联网的研究重点在于用户数、粘性、以及变现潜力等，对于速递易的研究也应该把重心放在这些因素上。不应过于关注当期盈利。

速递易业务三阶段与各阶段观察重点

- 根据我们对速递易业务的模型，我们定性的将速递易分为三个阶段：1、2014 年-2015 年规模初步快速扩张阶段。2、2015 年-2016 年构建速递易单点盈利能力阶段。3、2016 年以后，构建增值业务盈利能力阶段。

图表25：速递易业务三阶段与各阶段观察重点

2013-2015年	2015-2016年	2016年以后
<ul style="list-style-type: none"> • 速递易规模初步扩张阶段 • 13年1000个点， 年底单月200个点 • 14年5000个点， 年中单月400个点 • 15年1.2万个点， 年中单月600个点 	<ul style="list-style-type: none"> • 构建单点盈利能力阶段 • 15年周转率开始提升 • 单次快递服务有涨价的能力 • 进驻小区难度逐渐降低 	<ul style="list-style-type: none"> • 构建增值业务盈利能力 • 15年开始看到成熟的可盈利的增值业务 • 16年看到增值业务产品成熟

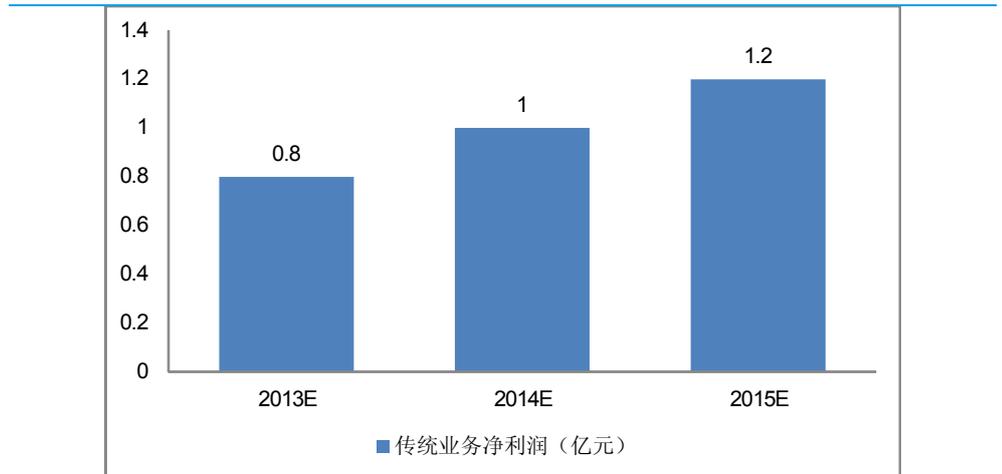
来源：国金证券研究所

传统业务简单描述

电子回单系统、银行 ATM 监控、银行综合安防、银行 BPO（业务流程外包）

- 三泰电子的主营业务主要是电子回单系统、银行 ATM 监控系统、综合安防系统和银行 BPO 业务。
 - 电子回单系统 2012 年收入规模为 2.06 亿元，公司市场份额第一名，份额进一步提升的难度较高，预计收入跟随行业稳定增长，预计 2013 年该业务营业收入 2.36 亿元。
 - 银行 ATM 监控和银行数字化网络监控项目 2012 年收入规模分别为 9139 万元和 1.39 亿元。行业集中度较低，但是公司亦无明显的份额扩张趋势，预计跟随行业稳定增长。我们预计 2013 年这两项业务的营业收入分别为 9596 万元和 1.53 亿元。
 - 近年来公司持续投入的银行 BPO 业务将在 2013 年迎来突破。2012 年 BPO 业务营业收入为 1.58 亿元，但 2013 年公司各大银行的 BPO 业务集体爆发，有望实现全年 5 亿元营业收入，贡献净利润约 5000 万元。但 BPO 业务的前景不能预测的过于远大，当规模达到 10 亿元以后，BPO 业务的管理瓶颈将出现。
- 我们预计三泰电子传统业务未来三年销售收入分别为 10.49 亿元、13.13 亿元、15.92 亿元。毛利率和净利率平稳下降，主营业务未来三年贡献的净利润分别为 8000 万元、1 亿元和 1.2 亿元。

图表26: 我们预计主营业务未来三年的利润贡献分别为 8000 万元、1 亿元和 1.2 亿元



来源: 国金证券研究所

分部估值和 APV 估值

分部估值

- 根据我们的测算, 公司传统业务未来三年呈现平稳增长态势。计算机行业目前的估值水平对应 2013 年业绩在 30 倍到 40 倍之间。我们保守的给传统 2013 年净利润 35 倍估值, 约 28 亿元。
- 根据我们的测算, 速递易业务至 2017 年税后净利润为 2.60 亿元。由于 2017 年速递易业务刚刚迎来利润率的拐点, 因此后续增长率仍然可以期待。给予速递易业务 2017 年终值 27 倍净利润估值, 约为 70.20 亿元; 按照 11.96% 的折现率, 折现至目前的估值水平为 44.7 亿元。
- 两部分加总估值约为 72.7 亿元, 对应每股估值 19.65 元。

APV 估值

- 取 $K_a=11.96\%$, TV 增长率为 2.5%, 对公司进行 APV 估值, 每股估值为 19.74 元。

图表27: 取 $K_a=11.96\%$, TV 增长率为 2.5%, 公司的 APV 估值为每股 19.74 元

I、APV												
每股价值	19.74		TV增长率	2.5%								
企业值	7,582.52		Ka	11.96%								
股票价值	7,300.22		债务	278.80								
			投资	15.84								
			少数股东权益	3.50								
会计年度截止日: 12/31	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV	合计
FCF	-128.78	-131.02	-209.16	-61.12	270.82	462.99	771.20	1,062.98	1,303.58	1,652.69	17,901.93	22,896.10
ITS	1.80	1.87	3.53	5.33	4.95	2.18	0.65	0.71	0.77	0.85	9.23	31.87
PV(FCF)	-115.02	-104.52	-149.02	-38.89	153.93	235.03	349.66	430.46	471.50	533.90	5,783.17	7,550.19
PV(ITS)	1.60	1.49	2.52	3.39	2.81	1.11	0.29	0.29	0.00	0.00	2.98	16.48

来源: 国金证券研究所

- 分别取 $K_a=10.96\%$ 、 11.96% 和 12.96% , TV 增长率为 2%、2.5%和 3%, APV 估值的敏感性测试如下

图表28: 分别取 $Ka=10.96\%$ 、 11.96% 和 12.96% , TV增长率为 2% 、 2.5% 和 3% , APV估值敏感性测试

敏感性-APV

Ka	TV计算方法			TV增长率 (%)		
	1. TV增长率 (%)			2. FCF/ITS 倍数 (x)		
低	10.96%			低	2.0%	40.00
中	11.96%			中	2.5%	30.00
高	12.96%			高	3.0%	20.00
TV增长率 (%)		2.0%			2.5%	3.0%
Ka	12.96%	11.96%	10.96%	12.96%	11.96%	10.96%
PV(FCF)	1,623.92	1,767.02	1,923.13	1,623.92	1,767.02	1,923.13
PV(ITS)	13.57	14.06	14.57	13.57	14.06	14.57
小计	1,637.48	1,781.08	1,937.70	1,637.48	1,781.08	1,937.70
TV的计算						
TV(FCF)	15,377.08	16,920.54	18,808.42	16,190.91	17,901.93	20,017.32
TV(ITS)	7.93	8.73	9.70	8.35	9.23	10.32
PV(TV(FCF))	4,544.88	5,466.13	6,646.33	4,785.42	5,783.17	7,073.52
PV(TV(ITS))	2.34	2.82	3.43	2.47	2.98	3.65
小计	4,547.23	5,468.95	6,649.76	4,787.89	5,786.15	7,077.16
非经营性资产	15.84	15.84	15.84	15.84	15.84	15.84
企业值	6,200.55	7,265.87	8,603.30	6,441.22	7,583.07	9,030.70
债务	278.80	278.80	278.80	278.80	278.80	278.80
少数股东权益	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
股票价值	5,918.26	6,983.58	8,321.00	6,158.92	7,300.78	8,748.41
发行在外股数	369.86	369.86	369.86	369.86	369.86	369.86
每股股票价值	16.00	18.88	22.50	16.65	19.74	23.65

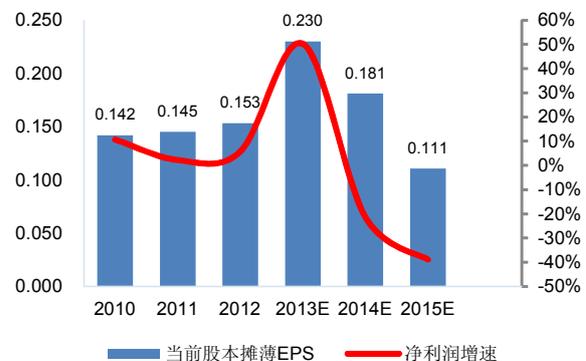
来源: 国金证券研究所

最近三年盈利预测

- 综合传统业务和速递易业务, 公司未来三年营业收入分别为 10.51 亿元、13.46 亿元和 17.40 亿元。由于速递易业务仍处于投入期间, 未来 EPS 分别为 0.23 元、0.18 元和 0.11 元。
- 预计 2013 年能够达到股权激励业绩目标, 2014 年和 2015 年业绩均可能出现下滑。
- 速递易业务的业绩拐点处于 2016 年, 爆发于 2017 年。具体速递易的盈利测算请参阅上文。

图表29: 最近三年营业收入预测


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表30: 最近三年 EPS 预测 (速递易处于投入期)


来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议

- 速递易业务是本报告的论述重点，也是公司未来市值空间上行的最大机会。当前时点处于物流爆发和人口红利结束的初期，未来快递业务供需矛盾将日益突出，最后 100 米智能终端的覆盖将是智能物流的最重要组成部分之一。
- 三泰电子决心在这个领域重金投入，产生的社会价值会在未来期的利润和当前的市值中体现，这也是激励民营企业从事社会服务业运营的良性循环途径。
- 虽然目前三泰电子的估值已经体现了速递易一定的预期，但是公司的推广决心以及行业的景气程度仍有可能超出投资者预期。
- 首次评级，给予公司“买入”评级，目标价 19.74 元。
- 我们认为，未来公司股价表现将很大程度上受速递易推广进度左右。

风险

- 速递易推广进度不达预期
- 速递易的议价能力低于预期
- 市场风格转换，对烧钱模式公司产生风险厌恶

图表31: 销售预测表 (由于项目太多, 隐藏部分次要项目)

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

项 目	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
电子回单系统								
销售收入 (百万元)	205.72	232.46	255.71	281.28	309.41	340.35	374.38	393.10
增长率 (YOY)	48.35%	13.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%
毛利率	39.95%	33.00%	31.00%	30.00%	29.70%	29.40%	29.11%	28.82%
销售成本 (百万元)	123.53	155.75	176.44	196.90	217.51	240.28	265.41	279.82
增长率 (YOY)	34.55%	26.08%	13.28%	11.59%	10.47%	10.46%	10.46%	5.43%
毛利 (百万元)	82.19	76.71	79.27	84.38	91.89	100.07	108.98	113.28
增长率 (YOY)	75.40%	-6.66%	3.33%	6.45%	8.90%	8.90%	8.90%	3.95%
占总销售额比重	31.55%	22.12%	18.99%	16.16%	13.82%	10.95%	8.93%	7.63%
占主营业务利润比重	37.63%	26.79%	24.48%	22.08%	17.19%	10.23%	6.81%	5.50%
银行数字化网络监控								
销售收入 (百万元)	138.89	152.78	168.06	184.86	203.35	223.68	246.05	270.66
增长率 (YOY)	19.49%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.70%	27.00%	26.73%	26.46%	26.20%	25.94%	25.68%	25.42%
销售成本 (百万元)	107.36	111.53	123.14	135.94	150.08	165.67	182.87	201.86
增长率 (YOY)	34.27%	3.88%	10.41%	10.40%	10.40%	10.39%	10.39%	10.38%
毛利 (百万元)	31.53	41.25	44.92	48.92	53.27	58.01	63.18	68.80
增长率 (YOY)	-13.09%	30.84%	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%
占总销售额比重	21.30%	14.54%	12.48%	10.62%	9.08%	7.20%	5.87%	5.25%
占主营业务利润比重	14.44%	14.41%	13.87%	12.80%	9.96%	5.93%	3.95%	3.34%
ATM监控系统								
销售收入 (百万元)	91.39	95.96	105.56	116.11	127.72	140.49	154.54	170.00
增长率 (YOY)	47.69%	5.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	49.92%	54.00%	55.00%	55.00%	54.45%	53.91%	53.37%	52.83%
销售成本 (百万元)	45.77	44.14	47.50	52.25	58.18	64.76	72.07	80.18
增长率 (YOY)	31.23%	-3.55%	7.61%	10.00%	11.34%	11.31%	11.29%	11.26%
毛利 (百万元)	45.62	51.82	58.06	63.86	69.54	75.73	82.47	89.81
增长率 (YOY)	68.94%	13.58%	12.04%	10.00%	8.90%	8.90%	8.90%	8.90%
占总销售额比重	14.01%	9.13%	7.84%	6.67%	5.70%	4.52%	3.69%	3.30%
占主营业务利润比重	20.89%	18.10%	17.93%	16.71%	13.01%	7.74%	5.15%	4.36%
BPO业务								
销售收入 (百万元)	158.09	500.00	700.00	910.00	1,046.50	1,151.15	1,208.71	1,269.14
增长率 (YOY)	194.39%	216.28%	40.00%	30.00%	15.00%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	17.68%	15.00%	14.00%	13.00%	12.87%	12.74%	12.61%	12.49%
销售成本 (百万元)	130.14	425.00	602.00	791.70	911.82	1,004.48	1,056.24	1,110.66
增长率 (YOY)	154.03%	226.57%	41.65%	31.51%	15.17%	10.16%	5.15%	5.15%
毛利 (百万元)	27.95	75.00	98.00	118.30	134.68	146.67	152.46	158.49
增长率 (YOY)	1031.50%	168.33%	30.67%	20.71%	13.85%	8.90%	3.95%	3.95%
占总销售额比重	24.24%	47.58%	51.99%	52.28%	46.74%	37.03%	28.83%	24.63%
占主营业务利润比重	12.80%	26.19%	30.27%	30.95%	25.19%	14.99%	9.53%	7.69%
速递易								
销售收入 (百万元)	0.00	1.76	33.02	148.23	438.53	1,123.82	2,063.13	2,888.38
增长率 (YOY)	N/A	N/A	1771.12%	348.86%	195.84%	156.27%	83.58%	40.00%
毛利率	0.00%	-58.92%	-20.66%	6.52%	27.66%	46.82%	53.95%	53.41%
销售成本 (百万元)	0.00	2.80	39.85	138.57	317.23	597.67	950.02	1,345.62
增长率 (YOY)	N/A	N/A	1320.65%	247.74%	128.94%	88.40%	58.95%	41.64%
毛利 (百万元)	0.00	-1.04	-6.82	9.67	121.30	526.15	1,113.10	1,542.76
增长率 (YOY)	N/A	N/A	556.13%	-241.65%	1155.05%	333.74%	111.56%	38.60%
占总销售额比重	0.00%	0.17%	2.45%	8.52%	19.59%	36.15%	49.20%	56.06%
占主营业务利润比重	0.00%	-0.36%	-2.11%	2.53%	22.69%	53.79%	69.55%	74.87%
销售总收入 (百万元)	652.11	1050.97	1346.35	1740.49	2239.01	3108.37	4193.21	5152.31
销售总成本 (百万元)	433.73	764.63	1022.55	1358.26	1704.40	2130.16	2592.81	3091.83
毛利 (百万元)	218.38	286.34	323.79	382.23	534.62	978.21	1600.39	2060.48
平均毛利率	33.49%	27.25%	24.05%	21.96%	23.88%	31.47%	38.17%	39.99%

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	373	439	657	1,051	1,346	1,740	货币资金	565	503	470	200	200	200
增长率		17.5%	49.9%	59.9%	28.1%	29.3%	应收款项	202	289	419	599	691	746
主营业务成本	-241	-278	-436	-765	-1,023	-1,358	存货	40	76	80	126	154	205
%销售收入	64.5%	63.4%	66.4%	72.8%	76.0%	78.0%	其他流动资产	11	19	15	25	33	43
毛利	133	160	221	286	324	382	流动资产	817	887	984	950	1,077	1,194
%销售收入	35.5%	36.6%	33.6%	27.2%	24.0%	22.0%	%总资产	91.7%	85.1%	77.4%	75.3%	72.0%	66.3%
营业税金及附加	-4	-7	-14	-21	-27	-35	长期投资	0	14	16	17	16	16
%销售收入	1.2%	1.6%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	50	91	228	250	358	546
营业费用	-62	-69	-82	-104	-132	-154	%总资产	5.6%	8.7%	17.9%	19.8%	23.9%	30.3%
%销售收入	16.6%	15.7%	12.5%	9.8%	9.8%	8.8%	无形资产	24	32	38	43	43	43
管理费用	-41	-43	-68	-84	-116	-170	非流动资产	74	155	287	311	419	607
%销售收入	10.9%	9.8%	10.4%	8.0%	8.6%	9.8%	%总资产	8.3%	14.9%	22.6%	24.7%	28.0%	33.7%
息税前利润 (EBIT)	26	42	56	78	49	23	资产总计	891	1,043	1,271	1,261	1,496	1,801
%销售收入	6.9%	9.5%	8.6%	7.4%	3.6%	1.3%	短期借款	74	175	229	89	243	478
财务费用	1	-1	-10	-7	-10	-23	应付款项	115	137	142	186	232	286
%销售收入	-0.4%	0.3%	1.5%	0.7%	0.8%	1.3%	其他流动负债	15	23	43	104	121	142
资产减值损失	-2	-1	-1	-6	-1	-1	流动负债	204	335	414	379	595	907
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	50	6	50	50	50	51
投资收益	0	0	-1	0	0	0	其他长期负债	0	7	12	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	254	348	476	429	645	958
营业利润	25	39	45	65	38	0	普通股股东权益	637	691	792	829	848	841
营业利润率	6.8%	8.9%	6.8%	6.2%	2.8%	n.a	少数股东权益	0	4	3	3	3	3
营业外收支	31	20	25	33	39	47	负债股东权益合计	891	1,043	1,271	1,262	1,497	1,802
%税前利润	56	59	70	98	77	47	比率分析						
利润率	15.1%	13.4%	10.6%	9.3%	5.7%	2.7%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-4	-6	-14	-13	-10	-6	每股指标						
所得税率	7.0%	9.3%	20.2%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.444	0.302	0.305	0.230	0.181	0.111
净利润	53	53	56	85	67	41	每股净资产	5.386	3.893	4.260	2.242	2.293	2.273
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.007	-0.203	-0.110	-0.238	0.029	0.117
归属于母公司的净利润	53	54	57	85	67	41	每股股利	0.000	0.095	0.101	0.130	0.130	0.130
净利率	14.1%	12.2%	8.6%	8.1%	5.0%	2.4%	回报率						
							净资产收益率	8.24%	7.77%	7.15%	10.27%	7.90%	4.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.89%	5.15%	4.46%	6.75%	4.47%	2.27%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	投入资本收益率	3.13%	4.33%	4.19%	6.96%	3.71%	1.48%
净利润	53	53	56	85	67	41	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	29.56%	17.54%	49.87%	59.86%	28.11%	29.27%
非现金支出	11	16	20	26	35	64	EBIT增长率	-30.31%	63.14%	35.06%	37.68%	-37.24%	-52.02%
非经营收益	2	-2	10	-16	-25	-20	净利润增长率	10.63%	2.15%	5.61%	50.24%	-21.32%	-38.92%
营运资金变动	-64	-104	-106	-183	-66	-41	总资产增长率	11.19%	16.99%	21.95%	-0.75%	18.62%	20.40%
经营活动现金净流	1	-36	-20	-88	11	43	资产管理能力						
资本开支	-29	-79	-143	-15	-102	-205	应收账款周转天数	152.2	196.1	188.6	200.0	180.0	150.0
投资	0	-14	-4	-1	0	0	存货周转天数	54.2	76.0	65.1	60.0	55.0	55.0
其他	-260	42	172	0	0	0	应付账款周转天数	106.6	102.5	69.2	60.0	50.0	40.0
投资活动现金净流	-289	-51	26	-16	-102	-205	固定资产周转天数	47.8	44.6	57.8	43.6	63.3	88.5
股权募资	0	5	57	0	0	0	偿债能力						
债权募资	35	57	98	-152	154	237	净负债/股东权益	-69.25%	-46.33%	-24.06%	-7.31%	10.89%	39.02%
其他	-39	0	-50	-15	-62	-75	EBIT利息保障倍数	-18.2	38.0	5.8	11.3	4.8	1.0
筹资活动现金净流	-4	61	105	-166	91	161	资产负债率	28.51%	33.33%	37.43%	34.03%	43.11%	53.15%
现金净流量	-293	-26	111	-270	0	0							

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	2	4
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.60	1.40

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

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 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 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% 以下。

特别声明:

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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD