

## 物流 II 行业

### 1-2 月快递量同增 21.9%，加盟快递市占率大幅提升

#### ● 1-2 月快递量同增 21.9%，CR8 继续提升至 81.3%

1-2 月，全国快递业务量达 72.8 亿件，同比增长 21.9%；其中，同城业务完成 14.6 亿件，同比下降 1.0%；异地业务完成 56.5 亿件，同比增长 30.1%；国际/港澳台业务完成 1.8 亿件，同比增长 9.9%。从整体增速和异地件增速来看，快递行业增长韧性犹在。1-2 月快递品牌 CR8 达 81.3%，同比提升 1.5pcts。

价格方面，全国快递均价 13.0 元/件，同比下降 1.30%，环比 12 月增长 1.75 元 (+15.58%)。分业务类型看，同城件单价为 7.2 元/件，同比下降 14.6%；异地件单价为 8.6 元/件，同比下降 3.7%，国际/港澳台件单价为 55.4 元/件，同比增长 0.9%。1-2 月实物商品网上零售额达 10900.8 亿元，同比增长 19.50%。

#### ● 申通、圆通、韵达合计市占率提升 6.46pcts 至 37.3%

根据公司公布的 2 月经营数据，申通、圆通、韵达、顺丰 1-2 月累计实现快递量 7.61 亿件、9.53 亿件、10.02 亿件、6.31 亿件，同比增长 53.43%、43.47%、46.92%、7.31%。加盟快递增速远高于行业平均水平，市场份额大幅提升，其中申通市占率同比提升 2.15pcts 至 10.45%，圆通市占率同比提升 1.97pcts 至 13.09%，韵达市占率同比提升 2.34pcts 至 13.76%。

价格方面，申通、圆通、韵达、顺丰 1-2 月平均单价分别为 3.45 元、3.42 元、3.56 元、23.95 元，同比变化-1.73%、-10.53%、76.28%、6.09%。考虑到申通去年同期尚未收购加盟中转资产；圆通自 18H2 起将网点中转费支出（补贴）改为净值计入报表，收入端相应调减；而韵达 2019 年开始快递服务收入增加派费收入项目，因此三家公司的同比口径均存在不一致的情况。那么环比来看，申通、圆通、韵达、顺丰 2 月单价相对于 1 月变化 +0.18 元、-0.08 元、0.00 元、-2.57 元。

#### ● 快递行业保持稳健增长，龙头份额提升加速格局演进

整体来看，快递行业增速平稳，基本符合我们此前的预期。预计 2019 年 1 季度增速大概率在 21-23% 之间。从公司层面来看，三家 A 股加盟快递 1-2 月的增速均高于行业增速 20 个百分点以上，市场份额大幅提升，说明头部企业的规模、成本优势正加速放大，预计大部分中小快递的增速已经趋 0，行业格局的集中化趋势正快速推进。

从此前各家公司的年报或业绩预告中可看出，加盟快递的成本管控差异仍较为明显，2019 年，三通一达都将加速调整产能、优化成本；目前，百世、圆通、中通、申通均已引入阿里巴巴作为战略投资人，上市快递公司在手现金充裕，能够支撑短期内的运营投入。预计 2019Q2 有望看到快递公司在成本端的优化成果。建议关注当前成本优势突出的韵达股份，以及管理改善带动基本面逐月改善的申通快递。

#### ● 风险提示：电商增速大幅放缓、价格战恶化、人力、运输成本上涨

### 行业评级

买入

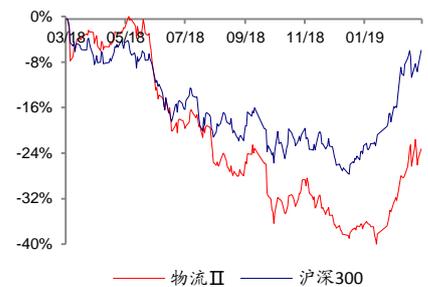
前次评级

买入

报告日期

2019-03-19

### 相对市场表现



分析师：

关鹏



SAC 执证号：S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

### 相关研究：

顺丰控股 (002352.SZ) :快 2019-03-17

递收入同增 19.92%，多元业务投入致利润短期承压

申通快递 (002468.SZ) :阿 2019-03-13

里 47 亿入股申通，助力精细化管理完善

申通快递 (002468.SZ) :重 2019-03-06

归正轨，蓄势待发

联系人：

曾靖珂 021-60750602

zengjingke@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码      | 评级 | 货币  | 股价        | 合理价值  | EPS(元) |       | PE(x) |       | EV/EBITDA(x) |       | ROE(%) |       |
|------|-----------|----|-----|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
|      |           |    |     | 2019/3/19 | (元/股) | 2018E  | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E        | 2019E | 2018E  | 2019E |
| 中通快递 | 002468.SZ | 买入 | 人民币 | 23.23     | 26.91 | 1.34   | 1.35  | 17.34 | 17.21 | 13.19        | 10.90 | 23.3   | 19.0  |
| 韵达股份 | 002120.SZ | 增持 | 人民币 | 37.69     | 37.5  | 1.56   | 1.50  | 24.16 | 25.13 | 17.76        | 14.46 | 22.0   | 17.5  |
| 圆通速递 | 600233.SH | 增持 | 人民币 | 13.45     | -     | 0.63   | 0.75  | 21.51 | 17.95 | 14.75        | 12.06 | 16.1   | 16.2  |
| 德邦股份 | 603056.SH | 增持 | 人民币 | 18.67     | -     | 0.69   | 0.83  | 27.10 | 22.62 | 12.54        | 10.18 | 15.9   | 16.0  |
| 顺丰控股 | 002352.SZ | 增持 | 人民币 | 35.65     | 37.29 | 1.03   | 1.13  | 34.61 | 31.55 | 18.61        | 15.84 | 11.5   | 12.0  |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 1-2 月快递量同增 21.9%，加盟快递市占率大幅提升.....     | 5 |
| 1-2 月快递量同增 21.9%，CR8 继续提升至 81.3%..... | 5 |
| 申通、圆通、韵达合计市占率提升 6.46PCTS 至 37.3%..... | 5 |
| 快递行业保持稳健增长，龙头份额提升加速格局演进.....          | 6 |

## 图表索引

|  |   |
|--|---|
| 表 1: 2019 年 2 月快递行业量价数据 .....                      | 5 |
| 表 2: 加盟快递公司市场份额持续提升 .....                          | 6 |
| 表 3: 快递公司 2019 年 2 月经营数据 .....                     | 6 |
| 表 4: 国内外快递可比公司 PE\PB 估值情况 (股价统计截至 2019.3.19 收盘) .. | 7 |

## 1-2月快递量同增 21.9%，加盟快递市占率大幅提升

### 1-2月快递量同增 21.9%，CR8 继续提升至 81.3%

邮政局公布2019年2月快递数据：2月，全国快递业务量达27.6亿件，同比增长38.8%，快递单价12.7元/件，同比下降12.8%，环比1月下降0.5元（-3.8%）。考虑到春节影响，我们重点来看1-2月的汇总数据：

**1-2月，全国快递业务量达72.8亿件，同比增长21.9%**；其中，同城业务完成14.6亿件，同比下降1.0%；异地业务完成56.5亿件，同比增长30.1%；国际/港澳台业务完成1.8亿件，同比增长9.9%；从整体增速和异地件增速来看，快递行业增长韧性犹在。1-2月快递品牌CR8达81.3%，同比提升1.5pcts。

**价格方面，全国快递均价13.0元/件，同比下降1.30%，环比12月增长1.75元（+15.58%）**。分业务类型看，同城件单价为7.2元/件，同比下降14.6%；异地件单价为8.6元/件，同比下降3.7%，国际/港澳台件单价为55.4元/件，同比增长0.9%。1-2月实物商品网上零售额达10900.8亿元，同比增长19.50%。

表 1：2019 年 2 月快递行业量价数据

|        | 单量    |      |      |      |      | 单价        |          |      |      |          |
|--------|-------|------|------|------|------|-----------|----------|------|------|----------|
|        | (亿件)  | 当月值  | 同比   | 环比   | 累计同比 | (元/件)     | 当月值      | 同比   | 环比   | 累计同比     |
| 全国     | 27.6  | 39%  | -31% | 22%  |      | 12.7      | -13%     | 2%   | -1%  |          |
| 同城     | 5.4   | -3%  | -41% | -1%  |      | 7.3       | -20%     | -9%  | -15% |          |
| 异地     | 21.4  | 57%  | -28% | 30%  |      | 8.4       | -17%     | -1%  | -4%  |          |
| 国际/港澳台 | 0.8   | 14%  | -10% | 10%  |      | 46.8      | -10%     | -18% | 1%   |          |
| 东部     | 21.9  | 39%  | -32% | 20%  |      | 12.8      | -13%     | 3%   | -1%  |          |
| 中部     | 3.6   | 49%  | -24% | 33%  |      | 11.2      | -16%     | -4%  | -6%  |          |
| 西部     | 2.1   | 22%  | -30% | 20%  |      | 14.5      | -7%      | 2%   | 1%   |          |
|        | 收入    |      |      |      |      | 竞争        |          |      |      |          |
|        | (亿元)  | 当月值  | 同比   | 环比   | 累计同比 | (亿元)      | 当月值      | 同比   | 环比   | 累计同比     |
| 全国     | 350.2 | 21%  | -30% | 20%  |      | 实物商品网上销售额 | 10900.80 |      |      | 19.50%   |
| 同城     | 39.5  | -23% | -46% | -15% |      |           |          |      |      |          |
| 异地     | 179.8 | 31%  | -29% | 25%  |      |           |          |      |      |          |
| 国际/港澳台 | 38.5  | 3%   | -26% | 11%  |      |           |          |      |      |          |
| 东部     | 279.0 | 21%  | -30% | 20%  |      | 快递品牌 CR8  | 81.30    |      |      | 1.50pcts |
| 中部     | 40.3  | 26%  | -27% | 25%  |      |           |          |      |      |          |
| 西部     | 30.9  | 14%  | -28% | 22%  |      |           |          |      |      |          |

数据来源：wind，公司月度经营公告，广发证券发展研究中心

### 中通、圆通、韵达合计市占率提升 6.46pcts 至 37.3%

根据公司公布的2月经营数据，中通、圆通、韵达、顺丰1-2月累计实现快递量7.61亿件、9.53亿件、10.02亿件、6.31亿件，同比增长53.43%、43.47%、46.92%、7.31%。加盟快递增速远高于行业平均水平，市场份额大幅提升，其中申通市占率

同比提升2.15pcts至10.45%，圆通市占率同比提升1.97pcts至13.09%，韵达市占率同比提升2.34pcts至13.76%。

表 2: 加盟快递公司市场份额持续提升

|           | 顺丰   | 韵达    | 圆通    | 申通    | 中通    | 百世    | 合计    | CR8   | 其余两家  |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2015Q1    |      |       |       |       | 13.5% | 5.8%  |       | 77.7% |       |
| 2015Q2    |      |       |       |       | 14.4% | 6.8%  |       | 77.7% |       |
| 2015Q3    |      |       |       |       | 14.0% | 6.6%  |       | 76.9% |       |
| 2015Q4    |      |       |       |       | 14.8% | 7.5%  |       | 77.1% |       |
| 2016Q1    |      |       |       |       | 14.3% | 6.5%  |       | 76.4% |       |
| 2016Q2    |      |       |       |       | 14.5% | 6.8%  |       | 77.3% |       |
| 2016Q3    |      |       |       |       | 14.0% | 6.7%  |       | 76.6% |       |
| 2016Q4    | 7.7% | 10.3% |       | 10.0% | 14.6% | 7.4%  |       | 76.5% |       |
| 2017Q1    | 8.7% | 10.7% | 12.9% | 9.7%  | 15.5% | 7.5%  | 65.0% | 77.0% | 12.0% |
| 2017Q2    | 7.4% | 11.9% | 13.1% | 10.1% | 15.3% | 9.4%  | 67.3% | 78.4% | 11.1% |
| 2017Q3    | 7.4% | 12.1% | 12.2% | 9.4%  | 15.2% | 10.0% | 66.4% | 78.9% | 12.5% |
| 2017Q4    | 7.4% | 11.9% | 13.0% | 9.7%  | 15.9% | 10.0% | 68.0% | 79.8% | 11.8% |
| 2018Q1    | 9.2% | 12.7% | 12.0% | 8.9%  | 16.1% | 9.6%  | 68.5% | 80.7% | 12.2% |
| 2018Q2    | 7.7% | 14.3% | 13.4% | 9.6%  | 17.4% | 10.5% | 72.9% | 82.2% | 9.3%  |
| 2018Q3    | 7.5% | 14.0% | 12.9% | 10.5% | 16.6% | 10.8% | 72.2% | 81.2% | 9.0%  |
| 2018Q4    | 6.7% | 13.9% | 13.9% | 10.8% | 16.6% | 11.7% | 73.7% | 80.8% | 7.1%  |
| 2018年1-2月 | 9.8% | 11.4% | 11.1% | 8.3%  |       |       |       |       |       |
| 2019年1-2月 | 8.7% | 13.8% | 13.1% | 10.4% |       |       |       |       |       |

数据来源: wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

价格方面, 申通、圆通、韵达、顺丰1-2月平均单价分别为3.45元、3.42元、3.56元、23.95元, 同比变化-1.73%、-10.53%、76.28%、6.09%。考虑到申通去年同期尚未收购加盟中转资产; 圆通自18H2起将网点中转费支出(补贴)改为净值计入报表, 收入端相应调减; 而韵达2019年开始快递服务收入增加派费收入项目, 因此三家公司的同比口径均存在不一致的情况。

那么环比来看, 申通、圆通、韵达、顺丰2月单价相对于1月变化+0.18元(+5.33%)、-0.08元(-2.33%)、0.00元(0.00%)、-2.57元(-10.34%)。

表 3: 快递公司 2019 年 2 月经营数据

|          | 申通    |        | 圆通    |         | 韵达    |         | 顺丰     |         |
|----------|-------|--------|-------|---------|-------|---------|--------|---------|
|          | 2月    | 同比     | 2月    | 同比      | 2月    | 同比      | 2月     | 同比      |
| 快递收入(亿元) | 8.96  | 77.66% | 10.03 | 39.74%  | 12.20 | 202.73% | 49.47  | -16.62% |
| 单量(亿件)   | 2.51  | 81.34% | 2.98  | 62.77%  | 3.43  | 75.00%  | 2.22   | -16.85% |
| 单价(元)    | 3.56  | -2.20% | 3.36  | -14.15% | 3.56  | 72.82%  | 22.28  | 0.27%   |
|          | 1-2月  | 同比     | 1-2月  | 同比      | 1-2月  | 同比      | 1-2月   | 同比      |
| 快递收入(亿元) | 26.22 | 50.78% | 32.61 | 28.36%  | 35.69 | 159.00% | 151.11 | 13.85%  |
| 单量(亿件)   | 7.61  | 53.43% | 9.53  | 43.47%  | 10.02 | 46.92%  | 6.31   | 7.31%   |
| 单价(元)    | 3.45  | -1.73% | 3.42  | -10.53% | 3.56  | 76.28%  | 23.95  | 6.09%   |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 快递行业保持稳健增长, 龙头份额提升加速格局演进

整体来看, 快递行业增速平稳, 基本符合我们此前的预期。预计2019年1季度增

速大概率在21-23%之间。上半年是行业加速产能调整和优化的阶段，中小快递将加速出清，因此短期或存在快递量增速放缓的情况，但我们认为这不会大幅影响中长期增长趋势，行业当前的增速表现稳健。

从公司层面来看，三家A股加盟快递1-2月的增速均高于行业增速20个百分点以上，市场份额大幅提升，说明头部企业的规模、成本优势正加速放大，预计大部分中小快递的增速已经趋0，行业格局的集中化趋势正快速推进。

从此前各家公司的年报或业绩预告中可看出，加盟快递的成本管控差异仍较为明显，2019年，三通一达都将加速调整产能、优化成本；目前，百世、圆通、中通、申通均已引入阿里巴巴作为战略投资人，几家上市快递公司在手现金充裕，能够支撑短期内的运营投入，但决定公司能否突围的关键仍然在自身的现金创造能力。预计2019Q2有望看到快递公司在成本端的优化成果。建议关注当前成本优势突出的韵达股份，以及管理改善带动基本面逐月改善的申通快递。

表 4: 国内外快递可比公司 PE/PB 估值情况 (股价统计截至 2019.3.19 收盘)

| 公司名称   | 公司代码      | 单位  | 股价        |       | EPS   |       |       | PE    |       |       |       | PB    |
|--|-----------|-----|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  |           |     | 2019/3/19 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | (LF)  |
| A 股: 采用 wind 一致预期 EPS, 统计截止 2019 年 3 月 19 日收盘。                                       |           |     |           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 申通快递   | 002468.SZ | 人民币 | 23.23     | 0.97  | 1.39  | 1.47  | 1.76  | 29.96 | 16.77 | 15.76 | 13.22 | 4.19  |
| 圆通速递   | 600233.SH | 人民币 | 13.45     | 0.51  | 0.62  | 0.76  | 0.90  | 34.50 | 21.53 | 17.81 | 14.99 | 3.70  |
| 德邦股份   | 603056.SH | 人民币 | 18.67     | 0.64  | 0.72  | 0.91  | 1.15  |       | 25.79 | 20.59 | 16.27 | 4.74  |
| 顺丰控股   | 002352.SZ | 人民币 | 35.65     | 1.12  | 1.03  | 1.20  | 1.45  | 53.14 | 31.80 | 29.62 | 24.52 | 4.31  |
| 韵达股份   | 002120.SZ | 人民币 | 37.69     | 1.31  | 1.45  | 1.52  | 1.86  | 47.34 | 25.97 | 24.71 | 20.22 | 5.65  |
|  |           |     | 平均水平      |       |       |       |       | 39.20 | 23.97 | 20.94 | 17.25 | 4.52  |
| 美股: 采用彭博一致预期 GAAP EPS, 统计截止 2019 年 3 月 18 日收盘。FedEx2018E 为 2019 财年预测值, UPS2018E 为实际值 |           |     |           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 中通快递   | ZTO.N     | 美元  | 18.88     | 0.65  | 0.85  | 0.91  | 1.06  | 23.27 | 18.54 | 20.66 | 17.79 | 2.97  |
| 百世集团   | BEST.N    | 美元  | 5.15      | -0.49 | -0.19 | 0.17  | 0.54  |       |       | 30.12 | 9.59  | 3.20  |
| FedEx  | FDX.N     | 美元  | 182.40    | 16.79 | 14.06 | 17.22 | 19.81 | 16.27 | 11.31 | 10.59 | 9.21  | 2.47  |
| UPS  | UPS.N     | 美元  | 110.69    | 5.61  | 5.51  | 7.56  | 8.29  | 19.83 | 13.46 | 14.64 | 13.35 | 31.52 |
|  |           |     | 平均水平      |       |       |       |       | 19.79 | 14.44 | 19.00 | 12.49 | 10.04 |

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心, 可比公司 EPS 采用 wind 或 bloomberg 一致预期

## 风险提示

电商增速大幅放缓、价格战恶化、人力、运输成本上涨

## 广发交通运输行业研究小组

关鹏：分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。  
孙瑜：联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sunny@gf.com.cn。  
曾靖珂：联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                         | 上海市                            | 香港                                    |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦<br>35楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北<br>街2号月坛大厦18<br>层 | 上海市浦东新区世纪<br>大道8号国金中心一<br>期16楼 | 香港中环干诺道中<br>111号永安中心14楼<br>1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                      | 200120                         |                                       |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn                |                                 |                             |                                |                                       |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。