

交通运输行业月度报告（2019年7月）——

高速公路 ETC 之争愈演愈烈

■高速公路 ETC 早期发展缓慢，政策强推加速普及率提升，2019 年下半年进入爆发期。我国 ETC 系统从上世纪 90 年代引入，受制于标准缺位、场景单一、经济性不强等因素，目前普及率偏低，截至 3 月底用户总量约 8072 万，汽车安装率 34%。近年来国家多个部委密集发布政策，围绕 ETC 推广痛点对症下药，包括完成 ETC 全国联网、拓宽应用场景、鼓励车载设备免费安装和通行费优惠等措施，促进 ETC 的推广进入高潮阶段。5 月份交通部明确要求 2019 年底汽车的 ETC 设备安装率要达到 80%，意味着增量将超过 1 亿辆，下半年成为 ETC 支付大干快上的关键期。

■对于金融机构而言，ETC 所创造的衍生业务价值预计将高于显性收入。1) 显性收入：高速公路、停车场、加油站和车险等场景的规模合计约 2.91 万亿元，有机会直接贡献交易手续费收入和资金沉淀收益，但我们测算这两项显性收入的潜在规模较小；2) 交叉营销机会：ETC 客户具备高净值、高粘性两大特征，有助于金融机构开展客群分析和精准营销，提升存款、贷款、保险和理财等金融产品的营销成功率和利润空间；3) 银行还可借 ETC 支付巩固客户关系并缓解第三方支付加速渗透的焦虑：目前 ETC 普及率仍有提升空间，且消费者出行呈现刚需和高频属性，若银行能提升自身在 ETC 支付市场的份额，则有助于巩固客户关系并小幅缓解第三方支付加速渗透的焦虑。

■竞争优势方面，银行和第三方支付机构各有千秋。具体内容请查阅 PDF 版本报告。如需全文请联系招商银行研究院研究管理团队。

■行业要闻。1) 6 月中国快递发展指数报告出炉，电商促销和下沉市场促进高增长；2) 中国国家铁路集团正式挂牌，铁路资产证券化和混改有望提速；3) 2019 年上半年武汉高标仓空置率小幅上升，电商向自建库迁移对总需求造成负面影响。

王海量

行业研究员

☎：0755-83076585

✉：hailiang_wang@cmbchina.com



目录

1. 高速公路 ETC 成金融机构必争之地.....	1
1.1 高速公路 ETC 系统工作原理.....	1
1.2 高速公路 ETC 早期发展缓慢，政策强推加速普及率提升.....	2
1.3 ETC 对于金融机构的重要性：衍生业务价值预计高于显性收入.....	4
1.4 ETC 竞争花落谁家：银行和第三方支付机构各有千秋.....	6
2. 行业要闻.....	7
2.1 6 月中国快递发展指数报告出炉，电商促销和下沉市场促进高增长.....	7
2.2 中国国家铁路集团正式挂牌，铁路资产证券化和混改有望提速.....	7
2.3 2019 年上半年武汉高标仓空置率小幅上升.....	8
3. 行业重点数据.....	10



图目录

图 1: 车载电子标 OBU.....	1
图 2: 路侧单元 RSU.....	1
图 3: ETC 工作原理.....	1
图 4: 中国、日本、韩国高速公路 ETC 普及率.....	2
图 5: 中国 ETC 普及率偏低原因.....	2
图 6: 2019 年以后政策推广 ETC 的力度明显加大.....	4
图 7: ETC 交易手续费测算.....	5
图 8: ETC 创造交叉营销机会.....	5
图 9: ETC 有望成为平衡第三方支付突破口.....	5
图 10: 招商银行开放 ETC 一站式服务, 并发布视频版申领攻略.....	6
图 11: 公路客运量及同比增速.....	10
图 12: 公路旅客周转量及同比增速.....	10
图 13: 公路货运量及同比增速.....	10
图 14: 公路货运周转及同比增速.....	10
图 15: 铁路客运量及同比增速.....	11
图 16: 铁路旅客周转量及同比增速.....	11
图 17: 铁路货运量及同比增速.....	11
图 18: 铁路货运周转及同比增速.....	11
图 19: 港口货物吞吐量及同比增速.....	12
图 20: 港口集装箱吞吐量及同比增速.....	12
图 21: 民航客运量及同比增速.....	13
图 22: 民航旅客周转量及同比增速.....	13
图 23: 民航货邮运输量及同比增速.....	13
图 24: 民航货邮周转量及同比增速.....	13
图 25: 6 月邮政行业收入及业务量.....	14
图 26: 规模以上快递收入及同比增速.....	14
图 27: 规模以上快递业务量及同比增速.....	14

1. 高速公路 ETC 成金融机构必争之地

1.1 高速公路 ETC 系统工作原理

ETC，其英文全称为 Electronic Toll Collection，即电子不停车收费系统。ETC 主要由车载电子标（OBU）、路侧单元（RSU）构成。

OBU：车载单元，通常安装在车辆挡风玻璃内侧，后视镜背后位置。

RSU：路侧单元，一般挂在 ETC 车道的正上方 5.5m 高度。

在车辆经过收费节点时，车载设备（OBU+ETC 卡）与的 RSU 进行通讯，实现车辆识别、信息读写，并自动从绑定的金融 IC 卡、银行账户上扣除相应费用，达到车辆不停车即可完成交费的目的。

图 1：车载电子标 OBU



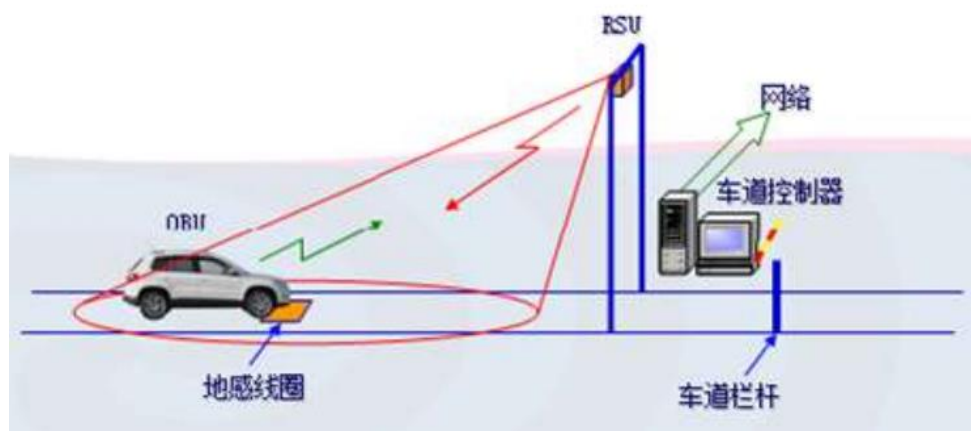
图 2：路侧单元 RSU



资料来源：金溢科技，国金证券，招商银行研究院

资料来源：金溢科技，国金证券，招商银行研究院

图 3：ETC 工作原理



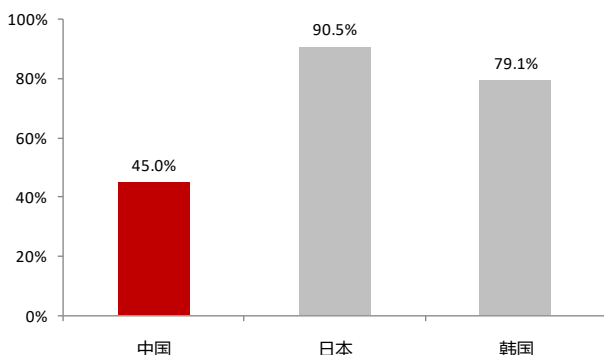
资料来源：中国产业信息网，国金证券，招商银行研究院

1.2 高速公路 ETC 早期发展缓慢，政策强推加速普及率提升

我国 ETC 系统从上世纪 90 年代引入，但整体普及进度缓慢。1998 年，交通部组织交通公路科学研究所等单位进行不停车收费系统的研究，并开展示范工程建设，国内 ETC 系统正式启动。就目前情况而言，由于全国标准缺位、应用场景单一、经济性不强等因素，我国 ETC 的普及率仍然偏低。截至今年 3 月底，全国 ETC 用户的总量为 8072 万，汽车安装率仅为 34%，高速公路 ETC 支付使用率约 45%。

- **各省标准不统一：**2015 年以前全国的 ETC 车道布局方案未实现统一，车辆的 ETC 装置无法跨区域使用。我国的 ETC 在早期发展过程中，基本上由各省自主决定布局方案，标准并不一致，导致 ETC 无法实现跨省应用。
- **ETC 应用场景单一：**目前 ETC 主要用于高速公路通行缴费，而对停车、加油、违章、缴费、维修保养、保险等更为高频的汽车生活服务场景覆盖不足。
- **消费者自发安装意愿不强：**虽然安装车载装置 OBU 的价格并不高，但对于个体消费者而言，使用 ETC 缩短的通行时间仅 10-30 秒左右，加上使用频次较低，因此自发安装 ETC 的动力不强。

图 4：中国、日本、韩国高速公路 ETC 普及率



资料来源：招商银行研究院根据网络资料整理

图 5：中国 ETC 普及率偏低原因

原因	具体情况
全国标准缺位	2015 年以前全国的 ETC 车道布局方案未实现统一，车辆的 ETC 装置无法跨区域使用
应用场景单一	主要用于高速公路场景，对停车、加油等汽车生活服务场景覆盖不足
经济性不强	车载装备存在安装成本，使用频次较低，单次使用对效率提升效果不明显

资料来源：招商银行研究院

但是，从全社会角度来看，普及 ETC 能产生明显的经济效益，因此政策积极性较高。大面积推广 ETC 能提高全网高速公路的通行效率、加快智慧公路建设、降低运营成本、促进节能环保等。在此背景下，近年来我国包括国务院、发改委、交通部在内的各级政府部门均在积极推广 ETC 系统，ETC 系统的普及已成大局。总结来看，政策的指向尤为明确，基本上都围绕前期痛点对症下药，推动 ETC 普及工作进入高潮阶段。



- **完成全国联网以解决标准不统一的问题：**2007 年开始，交通运输部编制了 ETC 系列国家标准和行业技术要求，开展京津冀和长三角区域 ETC 联网示范工程建设，并分阶段扩大 ETC 联网范围。到 2015 年底，我国高速公路电子 ETC 正式实现全国联网。
- **拓宽场景解决应用单一问题：**除了高速公路以外，国家政策积极鼓励 ETC 在停车场等涉车领域应用，并规定在 2020 年 12 月底前，基本实现机场、火车站、客运站、港口码头等大型交通场站停车场景 ETC 服务全覆盖。
- **ETC 免费便捷安装提升消费者积极性：**推进车载装置 OBU 免费安装全覆盖；利用银行网点、汽车主机厂、4S 店、高速公路服务区和收费站出入口广场等车辆集中场所，增加安装网点；通行时给予 ETC 车辆不少于 5% 的费用优惠。

根据交通部的目标，2019 年 12 月底，全国 ETC 用户数量将突破 1.8 亿，高速公路收费站 ETC 全覆盖，ETC 车道成为主要收费车道，货车实现不停车收费，汽车安装率达到 80% 以上，高速公路 ETC 收费率 90% 以上，所有人工收费车道支持移动支付等电子收费方式。

交通部目标意味着，2019 年下半年将成为 ETC 系统大干快上的关键时期。数据显示，目前全国汽车保有量突破 2.4 亿，已经安装 ETC 的车辆用户约 8073 万，到今年年底 ETC 装载量若达到 80%，则需要安装 ETC 车载终端的新增车辆总数会超过 1 亿辆。



图 6：2019 年以后政策推广 ETC 的力度明显加大

时间	发布机构	政策名称	相关内容
2019年5月	国家发改委、交通运输部	《加快推进高速公路电子不停车快捷收费应用服务实施方案》	到2019年12月底，全国ETC用户数量突破1.8亿，高速公路收费站ETC全覆盖，高速公路不停车快捷收费率达到90%以上，力争2019年底前基本取消全国高速公路省界收费站
2019年5月	国务院办公厅	《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》	2019年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用ETC比例达到90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖
2019年5月	交通运输部	《大力推动高速公路ETC发展应用工作的通知》	2019年年底，各省(区、市)汽车ETC安装率达到80%以上，通行高速公路的车辆ETC使用率达到90%以上，从2019年7月1日起，严格落实对ETC用户不少于5%的车辆通行费基本优惠政策
2019年3月	国务院	《2019年政府工作报告》	两年内基本取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费
2018年9月	交通运输部	《关于开展取消高速公路省界收费站试点工作的通知》	将山东、江苏作为全国取消高速公路省界收费站工作的试点省份
2016年4月	交通运输部	《交通运输信息化“十三五”发展规划》	高高速公路ETC系统覆盖率，加快长江经济带高速公路ETC系统建设，拓展ETC应用领域，开展基于大数据的路网运行研判和分析评价，实现跨部门、跨区域的路网协同运行管理
2014年3月	交通运输部	《关于全国高速公路ETC联网工作的通知》	基本实现全国ETC联网，建立全国ETC联网运营管理机制，建成较为完善的ETC基础设施网络，建立统一规范的ETC客服体系，建立多元化的用户发展模式

资料来源：招商银行研究院

1.3 ETC 对于金融机构的重要性：衍生业务价值预计高于显性收入

ETC 通行手续费的显性收入主要来自于各收费场景交易手续费收入以及**资金沉淀利息**。按照先后次序，我们认为未来 ETC 支付有可能逐步在以下场景分别推广，分别是高速公路的通行收费、停车场的停车收费、加油站的油品销售以及车险销售，以上场景的年收费规模分别为 5000 亿元/4000 亿元/1.26 万亿元/7500 亿元左右，合计约 2.91 万亿元。假设未来 ETC 在这些场景的支付比例都达到 100%的比例，且假设交易手续费率为 0.5%，则全国的 ETC 支付手续费规模约为 150 亿元。除手续费以外，2.91 万亿元的 ETC 收费也将成为金融机构的沉淀资金并创造利息收入。

长远来看，ETC 支付所创造的衍生业务价值预计将高于手续费收入。相比于目前已达到百万亿级别的支付市场规模，我们认为 2.91 万亿元的 ETC 支付规模对金融机构的直接贡献有限。金融机构通过 ETC 绑定，实现客户价值的深度挖掘和金融业务的交叉营销将是附加值更高的路径。通过 ETC 支付所绑

定的客户天然具备两大营销基础：1) 高净值：ETC 用户基本都是车主，多为中产阶层，金融机构向其交叉营销贷款、保险、理财和存款等业务时，转化率更高且利润空间更大；2) 高粘性：ETC 装备一旦安装后客户一般不轻易更换，因此这类客户往往粘性更高，有利于金融机构对客户保持长期关注，实现精准服务。

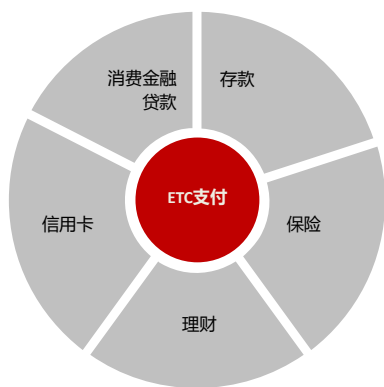
对于银行而言，ETC 支付还有助于巩固客户关系和缓解第三方支付加速渗透的焦虑。在 ETC 全面推广之前，高速公路的电子支付体系包括 ETC 支付、二维码、电子车牌等，主流路线不明确。国家政策强推背景下，ETC 支付在出行领域的重要性显著增强。首先，消费者出行呈现刚需属性和高频属性，且 ETC 客户具有高粘性，我们认为若银行能够在推广 ETC 时获得较高的市场份额，则有助于维护现有客户以及拓展新增客群；其次，目前银行与第三方支付机构在 ETC 布局方面不相上下，若银行能取得先机，则可以小幅缓解第三方支付加速渗透的焦虑。

图 7：ETC 交易手续费测算

汽车收费项目	项目支付规模	ETC支付推广进度判断	潜在手续费规模
高速公路通行费	约5000亿元	已经推进	约25亿元
停车场收费	约4000亿元	较快	约20亿元
加油站销售额	约1.26万亿元	较快	约60亿元
车险收入	约7500亿元	中等	约40亿元

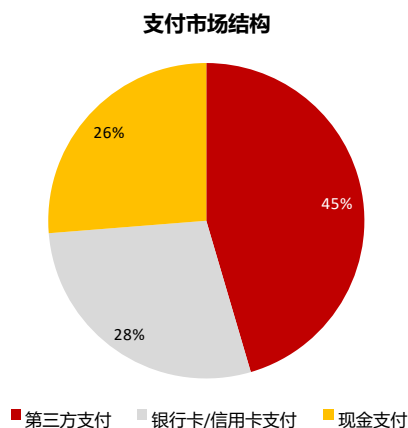
资料来源：国家统计局，中国城市公共交通协会，北京清华同衡规划设计研究院，招商银行研究院

图 8：ETC 创造交叉营销机会



资料来源：招商银行研究院

图 9：ETC 有望成为平衡第三方支付的突破口



资料来源：益普索，招商银行研究院

1.4 ETC 竞争花落谁家：银行和第三方支付机构各有千秋

（具体内容请查阅 PDF 版本报告。如需全文请联系招商银行研究院研究管理团队。）

图 10：招商银行开放 ETC 一站式服务，并发布视频版申领攻略

招行的ETC服务

【渠道多样】

线上通过“招商银行App”完成一站式申请，线下可在招行网点咨询办理。

【使用便利】

车主用户只需要申请一网通用户绑定ETC即可办理。

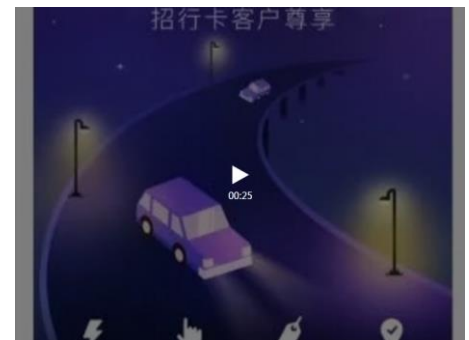
【优惠尊享】

享受通行费95折优惠，另外尊享招商银行提供的一系列洗车、加油等其他优惠。

【场景互通】

招商银行致力于服务高速公路、停车、加油等涉车场景，ETC多场景应用便利车主出行。

申领攻略



资料来源：“招商银行 APP”公众号，招商银行研究院

2. 行业要闻

2.1 6月中国快递发展指数报告出炉，电商促销和下沉市场促进高增长

7月9日，国家邮政局发布2019年6月中国快递发展指数报告。1) 单6月份数据：全国快递业务量54.61亿件，同比增长29.1%；快递业务收入643.20亿元，同比增长26.5%。2) 1—6月累计数据：全国快递业务量预计完成277.59亿件，同比增长25.7%；快递业务收入预计完成3396.7亿元，同比增长23.7%。

简评：

电商促销和下沉市场促进快递行业高速增长。

1) **电商促销**：6月18日前后，快递业务量迎来新高峰。根据国家邮政局监测数据，6月1日~18日全行业共揽收快件31.9亿件，同比增长26.6%；最高日处理量超过2.43亿件，同比增长54.8%，比日常处理量高出27.9%。

2) **下沉市场**：国内产业向中部地区迁移迹象明显，驱动中部地区快递业务量同比增长33.8%，增速较行业平均值高8.8pct；农村消费潜力加速释放，农村网络零售额和农产品网络零售额均比行业整体增速快近5pct，农村快递业务量增速比城市高近10pct。

单票收入下行趋势未见明显改善。根据量价数据测算，2019年6月快递单票价格为11.78元/件，同比下跌2.1%，环比下跌0.3%；年初至今快递平均单价约12.24元/件，同比下跌1.6%，单票收入下降趋势未见明显改善。分类型来看，同城件价格跌幅最大，近2个月跌幅均在15%左右，我们预计是受到互联网即时配送企业影响；异地业务单价降幅有所收窄，或与单月业务结构变化有关，后续仍需持续跟踪。

市场份额持续向一线快递企业集中。2019年1-6月快递品牌的集中度指数（收入口径）CR8为81.7%，同比上升0.2ppt，环比上升0.1ppt。我们认为市场份额仍在快速向龙头公司集中，表现在上市公司营收增速明显高于行业。随着快递大格局相对稳定，一线龙头企业的份额将可能出现分化，具体表现将由各自的成本管控和服务质量决定。5月申诉率由低到高分别为中通、韵达、百世、申通、圆通、顺丰、邮政、德邦。

2.2 中国国家铁路集团正式挂牌，铁路资产证券化和混改有望提速

近日，经国务院批准同意，中国铁路总公司（以下简称“中铁总”）改制成立中国国家铁路集团有限公司（以下简称“中国铁路”）。

简评:

中国铁路改革“三步走”落定，铁路集团逐步迈入现代化公司治理体系。2017年以来中铁总的改革分成三部分进行。第一步是将包括中铁总所属的非运输类企业进行公司制改革；第二步是让全国18家铁路局进行公司制改革；第三步是铁总本身进行公司制改革。铁路集团的正式挂牌意味着铁总改革“三步走”顺利落定。根据经济日报报道，更名后中国铁路将成为国有独资公司，承担国家规定的铁路运输经营、建设和安全等职责，负责铁路运输统一调度指挥；将进一步完善董事会、监事会、经理层等公司制组织架构，成为一家采用现代企业制度经营管理的公司，实现政企分开、政资分开。

中国铁路的业务经营将往市场化和多元化方向发展。2017年以来，铁路系统先后实施了铁路局公司制改革、铁路总公司机关内设机构改革、试点市场化工资决定机制改革等一系列措施，为推动铁路高质量发展提供了重要体制机制保障，推动铁路事业呈现良好发展态势，经营效益不断向好。多元化方面，目前中国铁路除了铁路运营主业以外，还涉足酒店经营、旅游经营、工业制造、土地开发、餐饮服务、共享汽车等，充分体现差异化、前瞻性的布局理念。

铁路混改和资产证券化有望进一步提速。2018年以来铁路系统混改提速明显，如先后组建国铁吉讯公司、成立中铁顺丰国际快运有限公司、实施京沪高铁、中铁特货IPO等，增强竞争能力和盈利能力。今年年初中铁总工作会议提出将继续推动股份制改造，包括扩大优质存量资产债转股，降低资产负债率等（2018年集团54.2%的资金来自于贷款），随着本次挂牌完成，相关工作有望加速推进。

2.3 2019年上半年武汉高标仓空置率小幅上升

7月12日，世邦魏理仕（CBRE）发布武汉市高标仓分析报告。2019年上半年，武汉市高标仓空置率为13%，同比上涨4.1个百分点；租金为25.2元/平方米/月，环比下跌0.3%。

简评:

电商向自建库迁移对总需求造成负面影响，区域市场存在分化。2019年上半年，武汉市高标仓存量面积（租赁物业口径）保持不变，截至6月底约237万平米。需求方面，第三方物流和批发零售商成为上半年新增需求的主要来源，但由于电商自建库逐步交付，导致高标仓吸纳量减少，是整体空置率攀升和租金下降的主要因素。区域表现存在分化，东西湖等核心市场保持活跃，但黄陂、汉南、江夏等地区的空置率均有所上升。

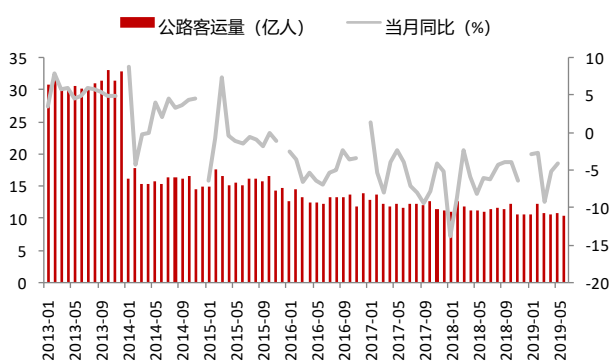
存量消化仍需时日，短期内高标仓空置率仍有上升可能。随着安博、嘉里、普洛斯、万纬等开发商持续加码武汉仓储物流市场，2019-2021年武汉高标仓市场新增投放预计将保持快速增长。根据仲量联行统计，下半年武汉市核心区仍将迎来多个高标仓的交付使用，全年新增面积占存量比重约为18%；未来两年将在2019年底的基础上继续增加27%的供应。我们认为，市场供应密集上量和电商退租可能将持续影响供需结构，造成空置率攀升。

3. 行业重点数据

公路板块

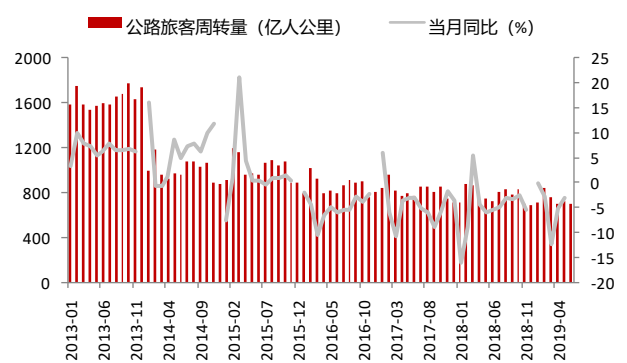
2019年6月，公路客运持续下滑，客运量为10.39亿人次，同比下降4.9%，旅客周转量为700.91亿人公里，同比下降3.4%；公路货运方面表现则较为稳定，完成公路货运量35.9亿吨，同比增长5.5%，实现货运周转量6538亿吨公里，同比增长5.9%。

图 11：公路客运量及同比增速



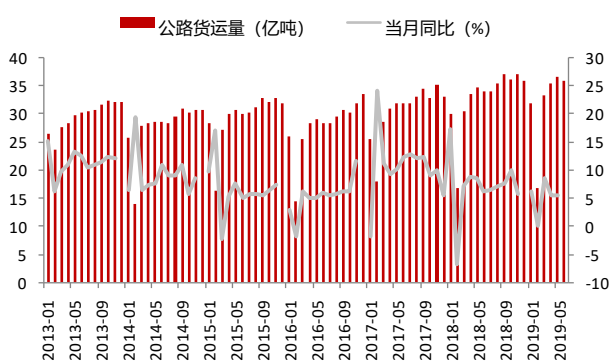
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：公路旅客周转量及同比增速



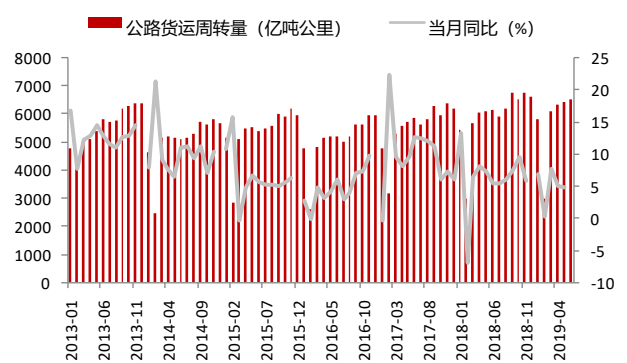
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 13：公路货运量及同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 14：公路货运周转及同比增速

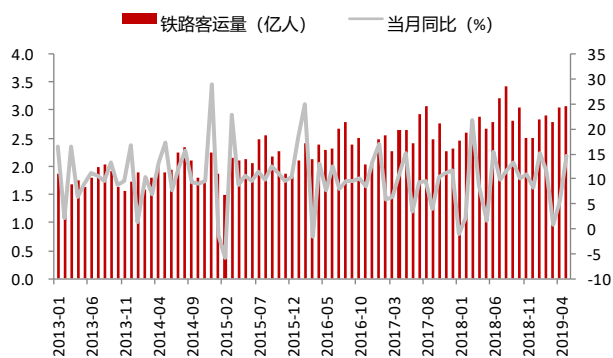


资料来源：Wind，招商银行研究院

铁路板块

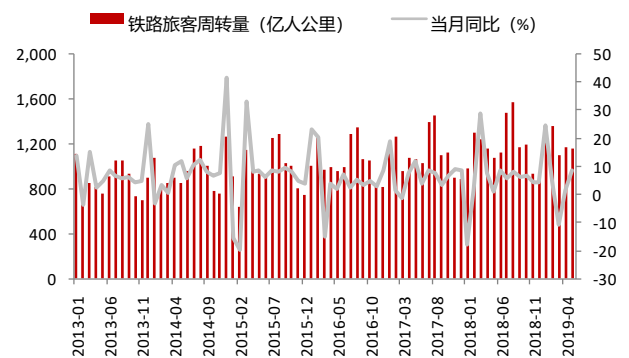
客运方面，5月客运量为3.08亿人次，同比增长14.8%，旅客周转量为1165亿人公里，同比增长8.6%；货运方面，完成货运量3.62亿吨，同比增长6.8%，实现货物周转量2539亿吨公里，同比增长4.9%。

图 15: 铁路客运量及同比增速



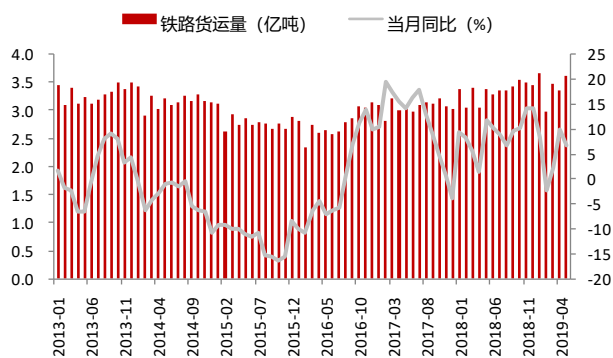
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 16: 铁路旅客周转量及同比增速



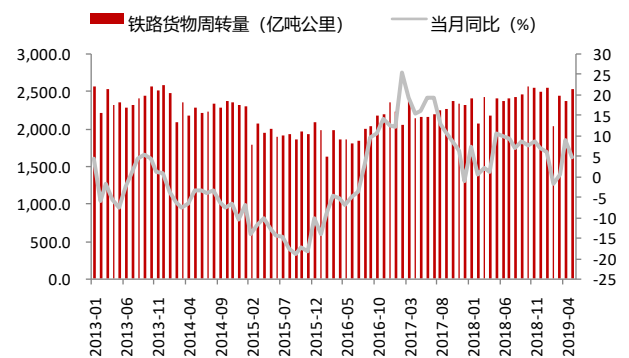
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 17: 铁路货运量及同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 18: 铁路货运周转及同比增速



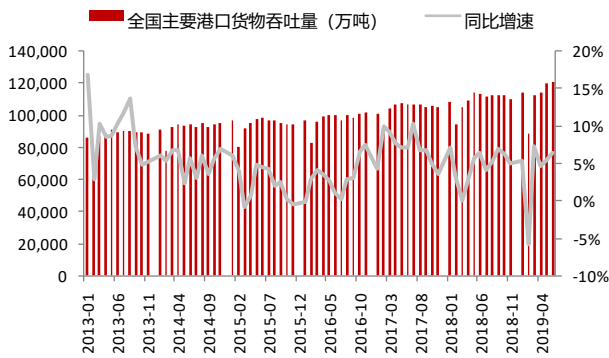
资料来源: Wind, 招商银行研究院

港口板块

2019年4月,我国主要港口完成货物吞吐量12.13亿吨,同比增长6.5%;完成集装箱吞吐量2232万标准箱,同比增长4.7%。

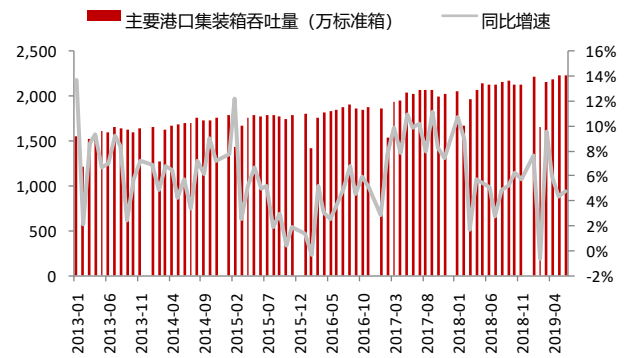


图 19: 港口货物吞吐量及同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 20: 港口集装箱吞吐量及同比增速



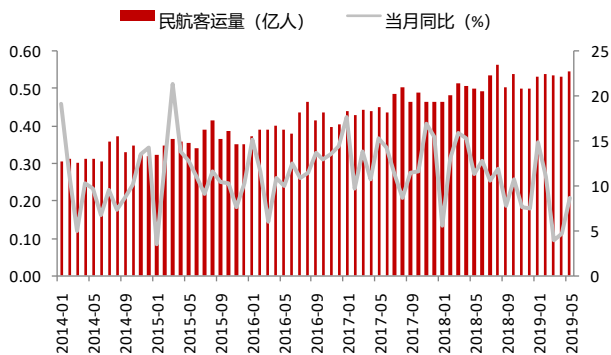
资料来源: Wind, 招商银行研究院

航空板块

5月航空运输市场增速保持平稳增长，完成运输总周转量 107.8 亿吨公里，同比增长 7.9%。客运市场增速环比略有回升，完成旅客运输量 5451 万人，同比增长 8.7%，增速较上月提升 4.0pct；货运增长总体略有下降，完成货邮运输量 62 万吨，同比下降 0.4%。

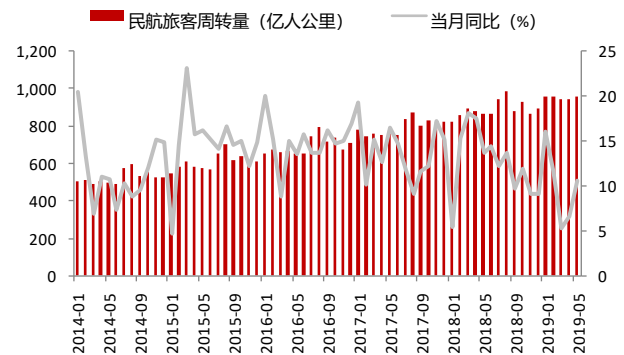


图 21：民航客运量及同比增速



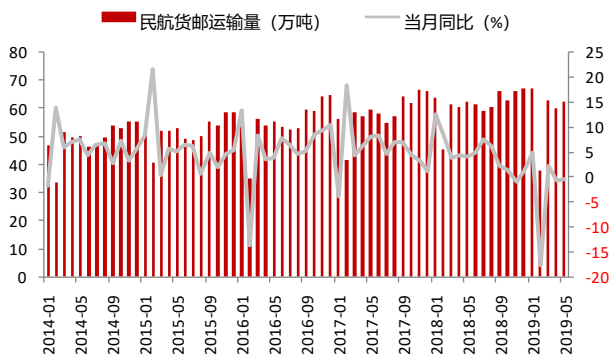
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 22：民航旅客周转量及同比增速



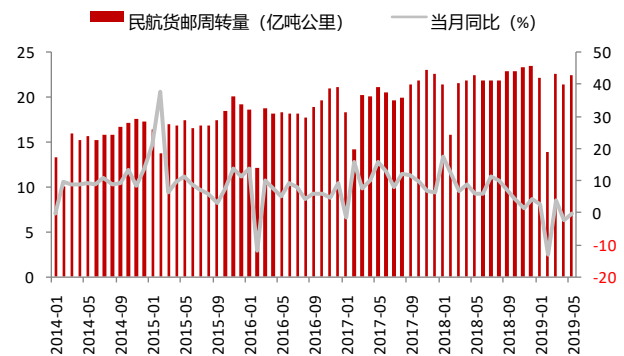
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 23：民航货邮运输量及同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 24：民航货邮周转量及同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

快递板块

6月邮政行业业务收入为817亿元，同比增长22.0%；业务总量完成1369亿元，同比增长35.8%。其中，全国快递服务企业业务收入完成643亿元，同比增长26.5%；业务量完成55亿件，同比增长29.1%。

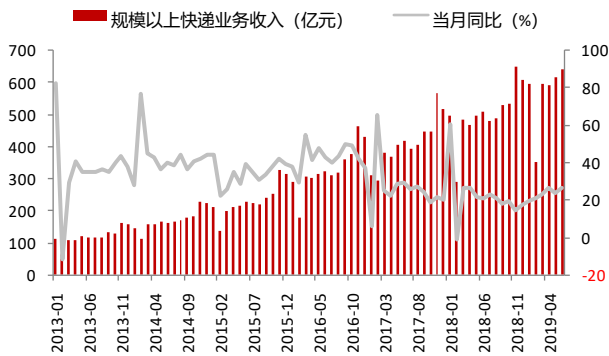


图 25：6 月邮政行业收入及业务量

指标名称	单位	6月		同比增长	
		累计	当月	累计	当月
一、邮政行业业务收入	亿元	4,529	817	21.1%	22.0%
1、邮政寄递服务	亿元	209	33	7.1%	8.9%
2、快递业务	亿元	3,397	643	23.7%	26.5%
二、邮政行业业务总量	亿元	7,159	1,369	29.5%	35.8%
1、邮政寄递服务	亿件	119	20	0.5%	1.1%
2、快递业务	亿件	278	55	25.7%	29.1%
- 同城	亿件	51	9	-0.2%	-3.3%
- 异地	亿件	220	44	33.9%	38.8%
- 国际/港澳台	亿件	6	1	21.2%	41.6%

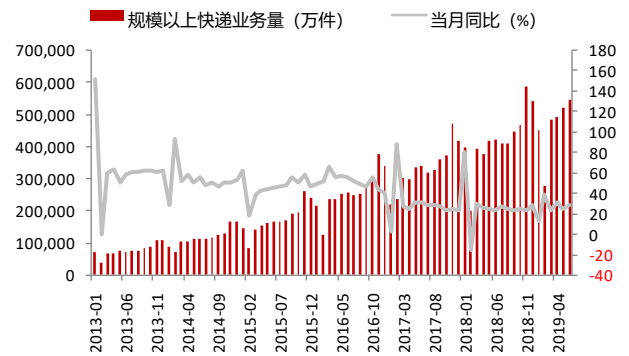
资料来源：国家邮政局，招商银行研究院 注：邮政行业业务收入中未包括邮政储蓄银行直接营业收入

图 26：规模以上快递收入及同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 27：规模以上快递业务量及同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇