

驱动仍在, 风险收窄, 拐点确立, 价值重估

——韵达股份六问六答

✍ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003
☎ : 021-80106013
✉ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

通过对行业以及公司基本面的分析, 我们7月6日发布《韵达股份深度: A股加盟制快递龙头, 价格风险收窄前景可期》深度报告, 上调韵达股份评级至“买入”。

本报告针对部分当下市场有关电商快递的6个热点问题再次进行针对性解答, 继续看好价格风险收窄、估值底部拐点或已确立、安全边际充足的A股加盟制快递龙头韵达股份。

投资要点

一、如何看待快递行业的增长? 实体网购驱动, 头部公司规模仍维持相对高增

上游驱动方面, 国家统计局实体网购统计口径或低估带货形式的增量。直播带货属于新兴网购营销模式, 赛道体量大、增速高, 规模较小的企业及个体户可能因统计偏差及误差等原因未被计入口径, 因此统计局口径实体网购零售额增速或有低估。**行业格局方面**, 行业仍处于龙头集中过程, 龙头有超额增长, 2014年顺丰及四通一达合计单量市占率51.6%, 至2020年合计单量市占率83.2%, 累计提升31.6个百分点。

二、快递价格战前景如何? 将回归良性, 估值压制因素解除

我们认为价格战看两个层次: 1) 第一个层次: 良性博弈。龙头基于低成本优势压低价格出清尾部企业的价格博弈属于良性竞争, 带来龙头份额集中的同时并不影响现金流增长。2018-2019年期间快递行业正是处于良性博弈阶段, 龙头市值相对稳定。2) 第二个层次: 恶性竞争。资本介入之下, 行业中部分企业甚至将票单价降至大幅低于成本线水平, 导致龙头经营现金流受损。2020年至今快递行业正是处于恶性竞争阶段, 此阶段市场情绪承压, 龙头市值下杀。

当前政策定调催化下, 行业恶性价格竞争初见拐点曙光, 博弈有望回归良性。因此, 压制市场情绪的风险因素消退, 公司市值也有望反弹修复。

三、价格战缓和的驱动因素? 政策或强化, 单价或持平

政策端, 监管推进, 龙头或得到保障。我们认为, 在遏制低价恶性价格战及保护末端快递小哥合法权益两方面政策综合下, 网络建设不完善、规模效应弱、经营管理能力差的尾部企业将因无法低价抢量而进一步强化对成本端压力的恶性循环, 最终带来市场出清, 低成本、高规模龙头格局稳固。**数据端**, 剔除口径差异单价或已持平。5月韵达票单价2.02元, 同比微降0.98%, 但考虑到去年同期疫情期间派费收入增值税减免, 口径有所差异, 若剔除口径差异单价或已持平。

四、如何看待韵达的价值? 估值锚切换带来相对低估

市场对快递行业的估值仍停留在利润锚阶段, 但我们认为行业同质化竞争期间, 利润并不是加盟制短期首要目标, 利润锚阶段性失效。相应地我们认为, 当前估值高度应更多取决于未来壁垒深度, 因此估值锚不妨脱离单纯的利润估值体系, 增加在规模角度的考量, 更具前瞻视角。

评级

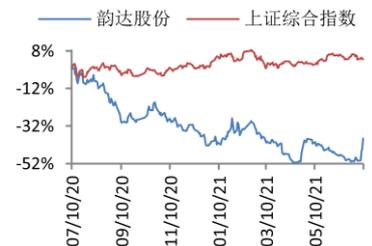
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥16.15

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.08
4Q/2020	0.13
3Q/2020	0.12
2Q/2020	0.12



公司简介

公司是国内领先的快递综合服务提供商, 采用“枢纽分拨自营与末端网络加盟”的快递经营模式, 在快递核心业务基础上积极嫁接周边产业链。

相关报告

- 《韵达股份深度报告: A股加盟制快递龙头, 价格风险收窄前景可期》2021.07.06
- 《快递行业专题报告: 5月单价降幅持续收窄, 韵达日均单量突破5000万票》2021.06.20
- 《快递行业深度研究: 略过当下, 未来可期》2021.04.26
- 《快递行业热点五问五答: 驱动仍在, 龙头为王》2020.05.06

报告撰写人: 匡培钦

□ 五、如何看待韵达当前的估值位置？当前正在相对底部

我们从 PB、PS 角度看，韵达快递日均单量由 2017 年四季度的 1645 万件，增长到 2021 年 5 月份的 5200 万件，增长 216%，年复合增长 39% 左右。但随着运输网络布局的完善，当前 PB 为 3.20 倍，较 3 年均值低 50% 左右；当前 PS 为 1.29 倍左右，较 3 年均值低 63% 左右。结合我们提出的估值逻辑中对快递单量规模给予的关注，我们认为韵达当前还正是处在相对底部。

□ 六、后续如何跟踪催化？关注单价、政策、业绩

我们认为，后续可跟踪以下三个方面：1) 关注 6 月份快递票单价走势；2) 行业监管政策推进程度；3) Q2 及往后业绩恢复情况。整体上，多重催化在前，看好 A 股加盟制龙头韵达股份价值修复空间。

□ **风险提示：行业政策推进不及预期；快递价格战超预期；实体网购渗透增长不及预期。**

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	33500	43610	53141	64552
(+/-)	-2.63%	30.18%	21.85%	21.47%
净利润	1404	1794	2246	2590
(+/-)	-48.10%	27.73%	25.18%	15.35%
每股收益 (元)	0.48	0.62	0.77	0.89
P/E	33.34	26.10	20.85	18.08

正文目录

1. 如何看待快递行业的增长？实体网购驱动，头部公司规模仍维持相对高增	4
1.1. 实体网购统计口径导致增量或有低估	4
1.2. 快递行业集中度仍在提升，龙头具备超额增长	5
2. 快递价格战前景如何？将回归良性，估值压制因素解除	7
3. 价格战缓和的驱动因素？政策或强化，单价或持平	8
4. 如何看待韵达的价值？估值锚切换带来相对低估	9
5. 如何看待韵达当前的估值位置？当前正在相对底部	9
6. 后续如何跟踪催化？关注单价、政策、业绩	10

图表目录

图 1: 我国直播电商方兴未艾，逐步进入爆发期	4
图 2: 实体网购零售额 21 年 5 月累计同比增长 20%	4
图 3: 累计实体网购渗透率 21 年 5 月 22.6%	4
图 4: 中国直播电商 GMV 2020E-2025E 复合增速 39.2%	5
图 5: 我国 MCN 机构数量 2019 年达 20000 家	5
图 6: 快递行业集中度稳步提升	5
图 7: 2021 年 5 月快递累计 CR4 指数 52.1% (自行测算)	5
图 8: 快递单月单量同比增速情况	6
图 9: 韵达 5m19-5m21 单量 CAGR 领先行业	6
图 10: 2020 年起价格战伤及韵达经营现金流后，随即带来市值下杀	7
图 11: 2020 年以来 A 股加盟制快递筹资活动现金流入明显增加	7
图 12: 韵达股份 2021 年 5 月票单价同比微降 0.98%	8
图 13: 加盟制快递估值借鉴互联网思路从单量规模角度价值分析	9
图 14: 韵达股份单量及估值情况	10
图 15: 快递上市企业单季度归母净利润同比变动情况	10
表 1: 头部企业对比	9
表附录: 三大报表预测值	11

1. 如何看待快递行业的增长？实体网购驱动，头部公司规模仍维持相对高增

1.1. 实体网购统计口径导致增量或有低估

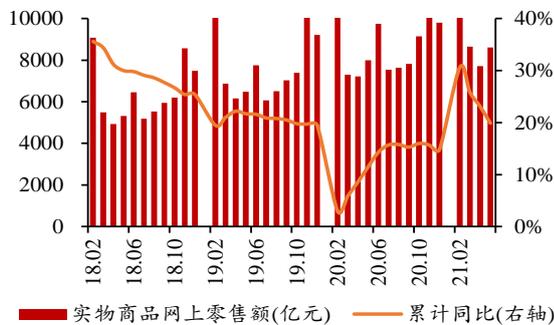
国家统计局实体网购统计口径或低估带货形式的增量。根据国家统计局，网上零售额统计主要分为规模较大、规模较小及无营业执照三个部分，对于规模较大的限额以上企业单位及个体经营户（收入 2000 万元及以上的批发企业、500 万元及以上的零售业企业、200 万元及以上的住宿和餐饮业企业），实行全额调查；对于规模较小、但有营业执照的限额以上企业单位及个体经营户，通过抽样调查进行统计；对于无营业执照、无法包含在统计名录内的企业，通过大数据挖掘及与有关电商平台合作搜集网购信息。直播带货属于新兴网购营销模式，规模较小的企业及个体户可能因统计偏差及误差等原因未被计入口径。

图 1：我国直播电商方兴未艾，逐步进入爆发期



资料来源：36 氪研究院，浙商证券研究所

图 2：实体网购零售额 21 年 5 月累计同比增长 20%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

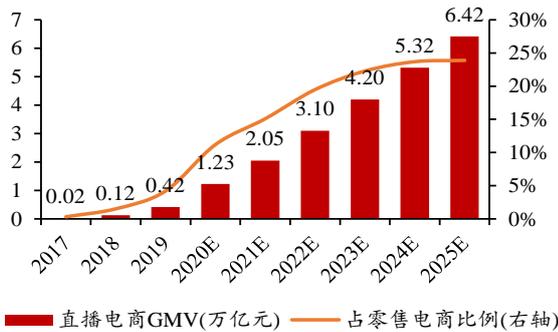
图 3：累计实体网购渗透率 21 年 5 月 22.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

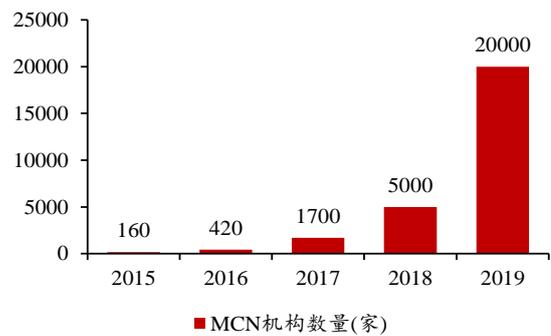
直播带货新模式维持高增长，格局依然分散。一方面，市场大且增速高，根据小葫芦及艾媒咨询联合发布《2020 直播电商白皮书》，随着短视频平台布局渗透率及用户认可度提升，预计 2020 年我国直播电商交易总额 1.23 万亿元，到 2025 年进一步增长至 6.42 万亿元，2020-2025 复合增速 39.2%，高增长态势进一步延续。另一方面，机构众多、格局分散，根据毕马威与阿里研究院联合发布《迈向万亿市场的直播电商》，MCN 机构进入爆发式增长期，机构数量至 2019 年上涨至 20000 家，是 2018 年机构数量的 4 倍。

图 4：中国直播电商 GMV 2020E-2025E 复合增速 39.2%



资料来源：《2020 直播电商白皮书》，浙商证券研究所

图 5：我国 MCN 机构数量 2019 年达 20000 家

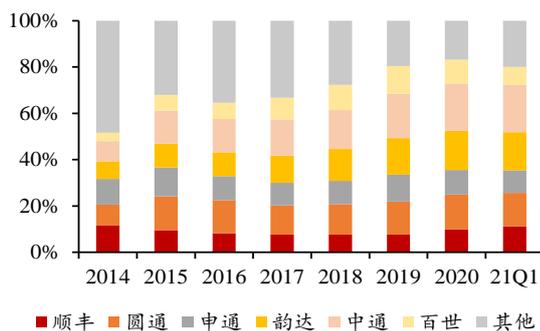


资料来源：《迈向万亿市场的直播电商》，浙商证券研究所

1.2. 快递行业集中度仍在提升，龙头具备超额增长

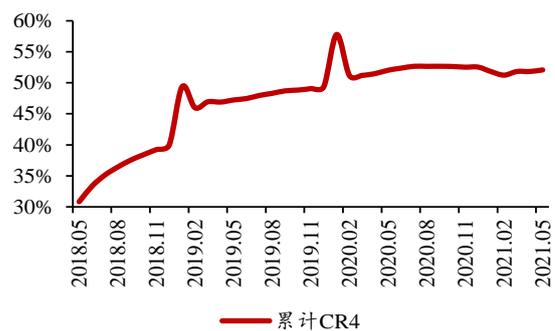
件量向头部企业集中，带来相对行业的超额增长。2014 年顺丰及四通一达合计单量市占率 51.6%，至 2020 年合计单量市占率 83.2%，提升 31.6 个百分点，此外若以顺丰、韵达、圆通、韵达单量累计市占率来看，2021 年 5 月 A 股快递累计 CR4 为 52.1%，较上年同期提升 0.04pts，较 2019 年同期提升 4.84pts。件量头部化趋势之下，韵达 5m19-5m21 单量复合增速 38.6%，相对行业 33.4% 的复合增速有 5.2 个百分点的超额增长。

图 6：快递行业集中度稳步提升



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

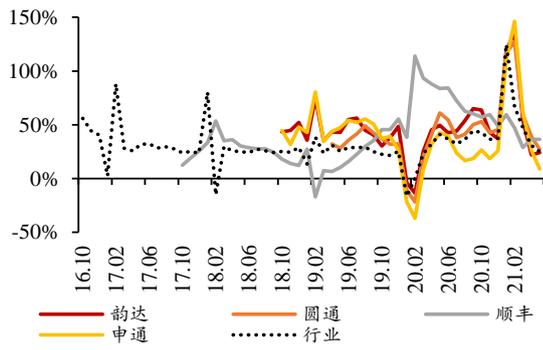
图 7：2021 年 5 月快递累计 CR4 指数 52.1% (自行测算)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

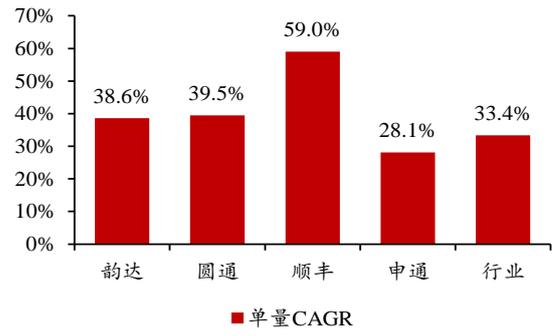
备注：为顺丰、韵达、圆通、韵达单量累计市占率总和

图 8：快递单月单量同比增速情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：韵达 5m19-5m21 单量 CAGR 领先行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

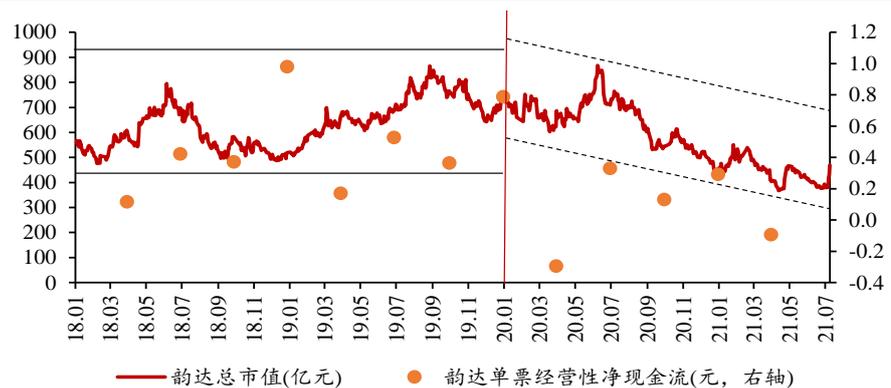
2. 快递价格战前景如何？将回归良性，估值压制因素解除

我们认为价格战看两个层次：

- 1) **第一个层次：良性博弈。**龙头基于低成本优势压低价格出清尾部企业的价格博弈属于良性竞争，带来龙头份额集中的同时并不影响现金流增长。2018-2019 年期间快递行业正是处于良性博弈阶段，韵达单票经营净现金流依然为正，相应地市值在约 500-800 亿元区间相对稳定。
- 2) **第二个层次：恶性竞争。**资本介入之下，行业中部分企业甚至将票单价降至大幅低于成本线水平，导致龙头经营现金流受损、“造血能力”下降，需通过大量外部融资实现“输血”。2020 年至今快递行业正是处于恶性竞争阶段，此阶段伤及企业现金流、市场情绪承压，韵达股份开始出现单票经营净现金流转负的情况，相应地市值由 2020 年初约 733 亿元急剧下跌至当前约 419 亿元。

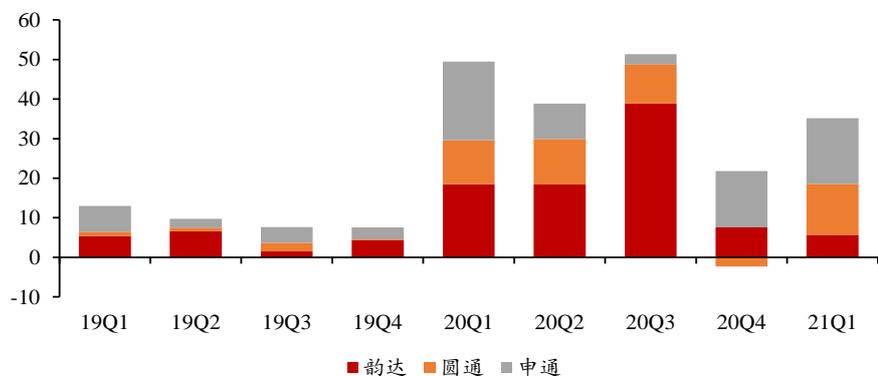
当前政策定调催化下，行业恶性价格竞争初见拐点曙光，博弈有望回归良性。因此，压制市场情绪的风险因素消退，公司市值也有望反弹修复。

图 10：2020 年起价格战伤及韵达经营现金流后，随即带来市值下杀



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：2020 年以来 A 股加盟制快递筹资活动现金流入明显增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 价格战缓和的驱动因素？政策或强化，单价或持平

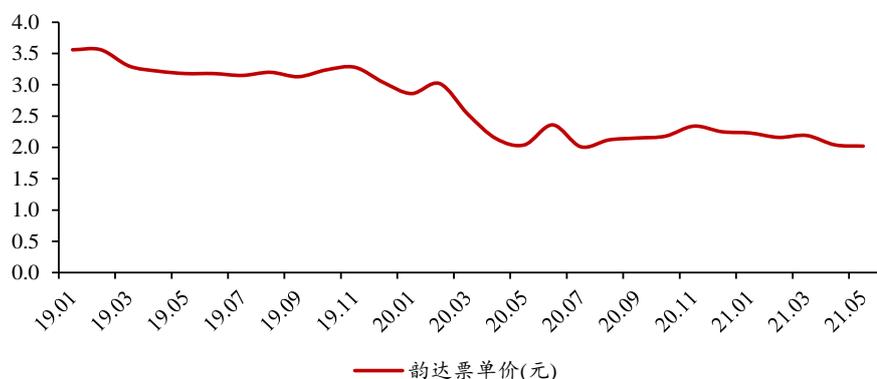
政策端，监管推进，龙头或得到保障。我们认为政策定调总体上有两大方向：

- 1) 一方面，要求遏制低价恶性竞争。2021年4月，浙江省政府第70次常务会议审议通过了《浙江省快递业促进条例（草案）》，规定快递经营者不得以低于成本的价格提供快递服务；电子商务平台经营者不得利用技术手段阻断快递经营者正常服务；平台型快递经营者不得禁止或者附加不合理条件限制其他快递经营者进入。待审批流程完成政策落地后，定会形成强监管。特别地，根据九州物流网，宁波市邮管局要求被约谈的快递企业下达的指标数不得高于30%增速，各品牌要统一派费标准，义乌、广东件的派费不得低于1元并不得低于2年前的派费标准。
- 2) 另一方面，要求保护末端快递员权益。2021年6月，国家邮政局局长马军胜就规范快递市场秩序、保障小哥合法权益问题与义乌一线从业者深入座谈，再次强调要切实保障末端快递小哥合法权益，行业非理性竞争进一步改善可期。2021年7月，七部委联合印发《关于做好快递员群体合法权益保障工作的意见》，提出要制定《快递末端派费核算指引》和《快递员劳动定额标准》，建立行业工资集体协商机制，引导电商平台和快递企业加强协同，进一步明确企业总部管理责任。

两方面政策综合下，网络建设不完善、规模效应弱、经营管理能力差的尾部企业将因无法低价抢量而进一步强化对成本端压力的恶性循环，最终带来市场出清，低成本、大规模龙头格局稳固。

单价端，从表观数据看，韵达2021年5月票单价2.02元，同比微降0.98%，降幅较4月收窄3.69个百分点。此外，根据财政部、税务总局《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》，疫情期间对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入免征增值税，因此去年同期疫情期间派费收入因增值税减免而存在口径差异，若剔除口径差异单价或已持平。

图 12：韵达股份 2021 年 5 月票单价同比微降 0.98%



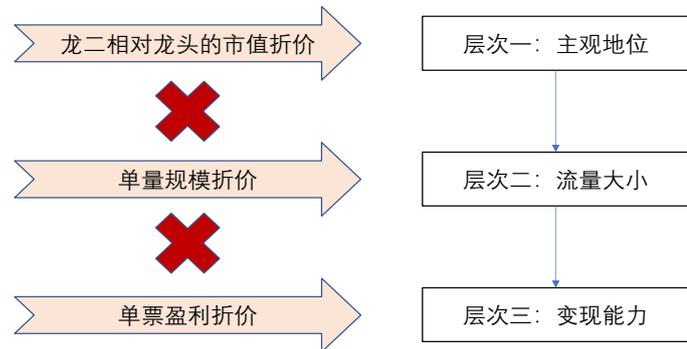
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 如何看待韵达的价值？估值锚切换带来相对低估

市场对快递行业的估值仍停留在利润锚阶段，但我们认为行业同质化竞争期间，利润并不是加盟制短期首要目标，利润锚阶段性失效。相应地我们认为，当前估值高度应更多取决于未来壁垒深度，因此估值锚不妨脱离单纯的利润估值体系，增加在规模角度的考量，更具前瞻视角。我们从格局位置、流量大小及变现能力三个层次出发进行判断。总体上认为，韵达在单价、规模、服务及成本等维度已经出现明显的边际变化，成效显现后将赋予标的较大投资弹性。

图 13：加盟制快递估值借鉴互联网思路从单量规模角度价值分析

类比互联网企业估值的通达系估值逻辑：



资料来源：《互联网公司估值方法介绍》、浙商证券研究所

对标龙头角度看，2020 年中通快递单量 44.75 亿件，韵达股份 36.03 亿件，韵达单量为中通 80.51%，从盈利角度看，2020 年中通快递剔除货代以外业务单件毛利 0.334 元左右，韵达股份单件毛利 0.202 元左右，韵达单件毛利为中通 60.39%。但从市值角度看，2021/07/09 收盘价韵达股份市值仅为中通快递市值 29.6% 左右。

表 1：头部企业对比

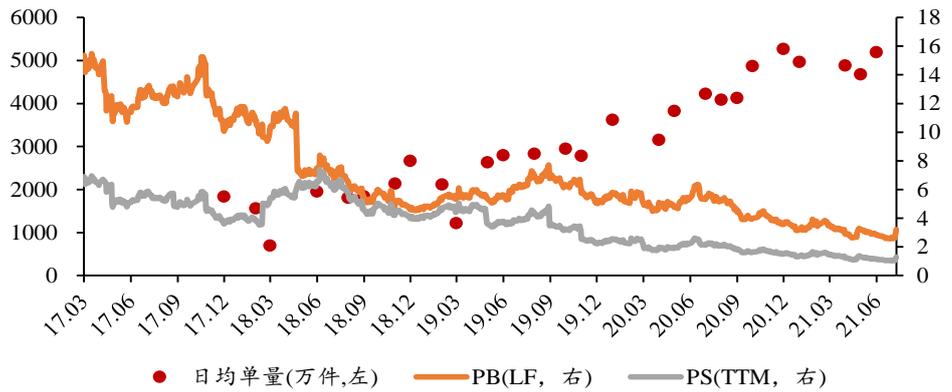
	韵达股份	中通快递	韵达/中通
2021Q1 单量(亿件)	36.03	44.75	80.51%
2020 年单量(亿件)	141.44	170.03	83.19%
2020 快递相关毛利(亿元)	28.59	56.87	50.27%
2020 单件毛利(元/件)	0.202	0.334	60.39%
市值(人民币亿元, 2021/07/09)	469	1583	29.62%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

5. 如何看待韵达当前的估值位置？当前正在相对底部

我们从 PB、PS 角度看，韵达快递日均单量由 2017 年四季度的 1645 万件，增长到 2021 年 5 月份的 5200 万件，增长 216%，年复合增长 39% 左右。但随着运输网络布局的完善，当前 PB 为 3.20 倍，较 3 年均值低 50% 左右；当前 PS 为 1.29 倍左右，较 3 年均值低 63% 左右。结合我们提出的估值逻辑中对快递单量规模给予的关注，我们认为韵达当前还正是处在相对底部。

图 14: 韵达股份单量及估值情况



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

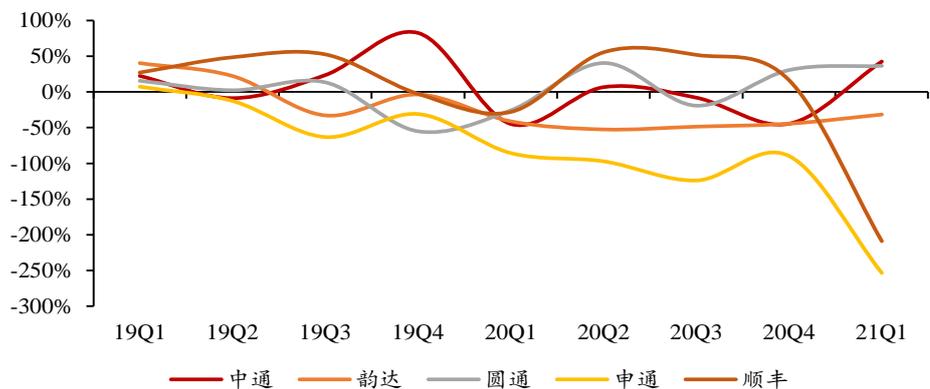
6. 后续如何跟踪催化? 关注单价、政策、业绩

其一, 关注 6 月份快递票单价走势。行业层面, 2021 年 5 月单月行业票单价 9.37 元, 自 1 月份以来同比降幅收窄 12.46pts; 公司层面, 2021 年 5 月单月韵达票单价 2.02 元, 自 1 月份以来同比降幅收窄 21.05pts, 降幅收窄幅度高出行业 8.59 个百分点。后续建议关注 6 月份票单价走势。

其二, 行业监管政策推进程度。如前文所述, 政策定调总体上有遏制恶性价格竞争及维护末端快递小哥权益两大方向, 我们认为政策推进落地后将加速尾部网络建设不完善、规模效应弱、经营管理能力差的企业出清。后续建议关注行业监管政策落地情况。

其三, Q2 及往后业绩恢复情况。受行业整体竞争格局等因素压制, 韵达扣非 ROE 由 18Q1 的 6.69% 下降至 21Q1 的 1.24%, 价格战边际拐点出现叠加成本端提质增效, 建议关注 21Q2 及往后业绩利润恢复情况。

图 15: 快递上市企业单季度归母净利润同比变动情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	13587	12929	12953	13496
现金	4010	4000	3800	4310
交易性金融资产	6505	4502	6002	5670
应收账款	677	608	630	605
其它应收款	320	215	227	254
预付账款	101	89	106	99
存货	130	89	106	108
其他	1844	3425	2083	2451
非流动资产	15913	17351	18895	20091
金融资产类	0	279	93	124
长期投资	92	92	92	92
固定资产	9481	10929	12102	12994
无形资产	2552	3107	3702	4238
在建工程	1919	1696	1516	1293
其他	1869	1249	1390	1350
资产总计	29501	30279	31848	33587
流动负债	9435	9005	8949	8836
短期借款	1660	1686	1216	1227
应付款项	4348	4100	4461	4303
预收账款	122	790	751	554
其他	3304	2429	2520	2751
非流动负债	5608	5485	5520	5538
长期借款	0	0	0	0
其他	5608	5485	5520	5538
负债合计	15043	14490	14469	14374
少数股东权益	80	94	112	133
归属母公司股东权	14378	15695	17267	19080
负债和股东权益	29501	30279	31848	33587
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2184	2125	5666	4183
净利润	1424	1808	2264	2611
折旧摊销	1453	1596	1835	2063
财务费用	45	279	265	246
投资损失	(229)	(252)	(277)	(305)
营运资金变动	(1186)	(1999)	1728	(486)
其它	676	693	(149)	54
投资活动现金流	(5861)	(1405)	(4457)	(2662)
资本支出	(3420)	(2700)	(2700)	(2600)
长期投资	4	(282)	187	(30)
其他	(2445)	1577	(1944)	(32)
筹资活动现金流	5530	(730)	(1409)	(1012)
短期借款	949	26	(470)	11
长期借款	0	0	0	0
其他	4581	(756)	(939)	(1023)
现金净增加额	1852	(10)	(200)	510

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	33500	43610	53141	64552
营业成本	30320	39665	48498	59403
营业税金及附加	64	102	102	133
营业费用	229	262	319	355
管理费用	1008	948	978	963
研发费用	205	266	324	355
财务费用	45	279	265	246
资产减值损失	0	26	11	17
公允价值变动损益	106	97	97	97
投资净收益	229	252	277	305
其他经营收益	1772	2411	3018	3482
营业利润	11	0	0	0
营业外收支	31	0	0	0
利润总额	1752	2411	3018	3482
所得税	328	603	755	870
净利润	1424	1808	2264	2611
少数股东损益	20	14	18	21
归属母公司净利润	1404	1794	2246	2590
EBITDA	3228	4296	5133	5811
EPS (最新摊薄)	0.48	0.62	0.77	0.89
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-2.63%	30.18%	21.85%	21.47%
营业利润	-51.62%	36.07%	25.18%	15.35%
归属母公司净利润	-48.10%	27.73%	25.18%	15.35%
获利能力				
毛利率	9.50%	9.05%	8.74%	7.98%
净利率	4.25%	4.15%	4.26%	4.05%
ROE	10.03%	11.86%	13.54%	14.16%
ROIC	9.00%	11.65%	13.38%	13.84%
偿债能力				
资产负债率	50.99%	47.86%	45.43%	42.80%
净负债比率	11.04%	11.63%	8.41%	8.54%
流动比率	1.44	1.44	1.45	1.53
速动比率	1.43	1.43	1.44	1.52
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.46	1.71	1.97
应收帐款周转率	49.07	66.53	81.72	97.38
应付帐款周转率	7.50	10.64	12.80	15.41
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.62	0.77	0.89
每股经营现金	0.75	0.73	1.95	1.44
每股净资产	4.96	5.41	5.96	6.58
估值比率				
P/E	33.34	26.10	20.85	18.08
P/B	3.26	2.98	2.71	2.45
EV/EBITDA	11.38	9.33	7.47	6.57

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>