

2014 年 08 月 04 日

物流业的聚合与变革

——申银万国 2014 跨界产业投资策略会（物流会场）会议纪要

中性（维持）

相关研究

《千亿市场空间：钢贸电商 O2O——物流视角看 O2O 系列报告之二》
2014-07-21

《聚变——物流视角看 O2O：以钢贸电商为例》2014-7-16

《生鲜宅配的大时代——物流视角看 O2O 系列报告之一》2014-06-12

证券分析师

张西林 A0230512070001
zhangxl@swsresearch.com
谢平 A0230514070001
xieping@swsresearch.com
吴一凡 A0230513080007
wuyf@swsresearch.com

联系人

吴一凡
(8621)23297469
wuyf@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本期投资提示：

- **国际视角看中国物流业空间巨大。**仅从快递件数看，中国每人每年平均快递件数为 6.8 件（2013 年数据），而日本和台湾的数据分别为 40 件和 10 件。当然，日本快递市场发展到现在已经 30 余年，台湾亦有 13 余年；中国的快递业务大发展，若从电商启动来看尚不足 10 年。而从物流企业的运营效率看，我们比较了德邦和嘉里大荣的净利润率情况后发现：两者的净利润率相差近 10 个百分点，台湾企业的人均收入是国内企业的近 3 倍。
- **电商供应链体系下，重点包括 5 个方面：**组织体系，流程体系，系统体系，采销体系和仓配体系。而做好电商供应链的几个关键在于 5 个方面，包括：可得性、成本控制、客户满意度、订单满足率、库存控制。**在此基础上，与会嘉宾认为通过以下途径将带来高效的电商供应链：**第一，数据及系统功能带来的精益化；第二，可视化、预测能力、柔性化、适时化；第三，完整的供应链体系构架；第四，供应链+电商复合型将才；第五，系统带来的优化；第六，全库存战略+拉动型策略；第七，产品流经营转为资金流、信息流、平台流；第八，供应链带动资源、流程网络和战略。另外，电商供应链的可能有如下潜在难题：第一，线上与线下供应链条；第二，可视化与节点控制；第三，广度与深度；第四，差异化与标准化；第五，可得性与库存。
- **钢贸电商 O2O 市场空间达千亿元。**（1）“信用背书人”缺失催生第三方钢贸电商 O2O 企业。贷款利率飙升以及钢贸贷款违约成为钢贸电商发展的契机，第三方或资质较好的钢材生产商成为融资信用背书人的最佳人选。参与钢贸电商 O2O 的企业通过线下提供丰富的增值服务模式，包括仓储/切割加工/运输/供应链金融等。（2）参考工业企业物流费用率和日本钢铁业物流费用率，我们认为钢铁电商 O2O 可以使得钢铁行业物流成本费用率下降 1.6%-5.3%，对应的物流成本下降的金额（钢贸电商 O2O 的市场空间）为 1158~3782 亿元，即对应单吨为 122~397 元。
- **圆桌论坛重点从一级市场、二级市场和行业嘉宾视角探讨电商落地配、冷链物流等的投资机会（详见正文纪要）。**

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1.国际视角看中国物流业空间巨大	2
2.供应链视角看电商	4
3.钢贸电商 O2O 有千亿市场空间	7
4.物流业的聚合与变革	11

图表目录

图 1: 经典供应链模型以生产企业的计划为核心	4
图 2: 电商供应链体系的组织结构图	5
图 3: 电商供应链体系下的系统框架	5
图 4: 电商供应链体系下的流程	6
图 5: 电商供应链体系下仓配体系	6
图 6: O2O 对生产流通企业供应链环节改造的理论模型	8
图 7: 垫资模式的基本流程	9
图 8: 保兑仓业务的基本流程	9
图 9: 物流资源的重新配置过程	9
表 1: 中国人均年快递件数为 6.8 件	2
表 2: 日本快件市场三分天下	2
表 3: 台湾最大 2 家宅配公司净利润率为 3.49%和 7.18%	3
表 4: 台湾货代企业惨淡经营	3
表 5: 台湾统一 7/11 所属物流全覆盖	3
表 6: 相较于嘉里大荣德邦的净利润率提升空间非常大	4
表 7: 生产资料电商 O2O 依赖线下增值服务	8
表 8: 钢贸电商提供丰富多样的线下增值服务	10

以下纪要基于申万交运最大努力进行的整理，主要信息未经参会嘉宾审核仅供参考。第一部分的主要信息及数据来自于台湾嘉宾报告 PPT——《聚变：大物流浪潮下的聚合与变革》，第二部分的主要信息及数据来自于资深电商物流嘉宾的报告 PPT——《供应链视角看电商》，第三部分的主要信息及数据来自于申万交运研究报告 PPT——《聚变——物流视角看 O2O，以钢贸为例》，第四部分的主要信息及数据来自于物流会场的圆桌论坛。在此感谢各位与会嘉宾的精彩分享，当然文责自负。

1. 国际视角看中国物流业空间巨大

国际视角看中国物流业空间巨大。仅从快递件数看，中国每人每年平均快递件数为 6.8 件（2013 年数据），而日本和台湾的数据分别为 40 件和 10 件。当然，日本快递市场发展到现在已经 30 余年，台湾亦有 13 余年；中国的快递业务大发展，若从电商启动来看尚不足 10 年。而从物流企业的运营效率看，我们比较了德邦和嘉里大荣的净利润率情况后发现：两者的净利润率相差近 10 个百分点，台湾企业的人均收入是国内企业的近 3 倍。

表 1：中国人均年快递件数为 6.8 件

	全年件数	人口	每人每年平均件数	从成立到现在
日本	48 亿	1.2 亿	40	37 年
台湾	2.5 亿	2300 万	10	13 年
中国	92 亿	13.6 亿	6.8	na.

资料来源：申万研究、中国数据来自于“全国邮政管理工作会议”

表 2：日本快件市场三分天下

单位：亿件	佐川	邮局	YAMATO
1999	1	3.7	8.4
2004	9.7	14.3	10.6
2010	11.6	16.2	12.6
2013	13.9	18.6	15.3

资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

表 3：台湾最大 2 家宅配公司净利润率为 3.49%和 7.18%

公司名称	营业收入:新台币亿元	营收成长率:%	税后纯益:新台币亿元	获利率:%	备注
统一速达	80.22	15.69	2.8	3.49	宅配运输
台湾宅配通	25.77	1.02	1.85	7.18	宅配运输

资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

表 4：台湾货代企业惨淡经营

公司名称	营业收入:新台币亿元	营收成长率:%	税后纯益:新台币亿元	获利率:%	备注
中菲行国际物流	141.72	-6.11	1.31	0.92	国际货代
台骅国际投资控股	83.24	-3.7	1.05	1.26	国际货代
捷讯	23.38	-16.59	0.28	1.2	国际货代
台湾航空货运承揽	22.27	-3.22	-0.11	-0.49	国际货代

资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

表 5：台湾统一 7/11 所属物流全覆盖

名称	物流中心数	营业额亿元	获利率%
捷盟常温物流	12	29.61	7.36
统昶低温物流	16	28.82	9.99
大智通文化物流	1	13.97	3.36
捷盛运输	1	30.23	1.52

资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

表 6：相较于嘉里大荣德邦的净利润率提升空间非常大

公司	营业额：亿元	车辆数辆	员工人数	获利率:%	人均收入：万元/人/年
德邦	92.6	6000	62829	2↓	14.7
嘉里大荣	16	2000	3600	11.7	44

资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

2.供应链视角看电商

电商供应链体系下，重点包括 5 个方面：组织体系，流程体系，系统体系，采销体系和仓配体系。而做好电商供应链的几个关键在于 5 个方面，包括：可得性、成本控制、客户满意度、订单满足率、库存控制。

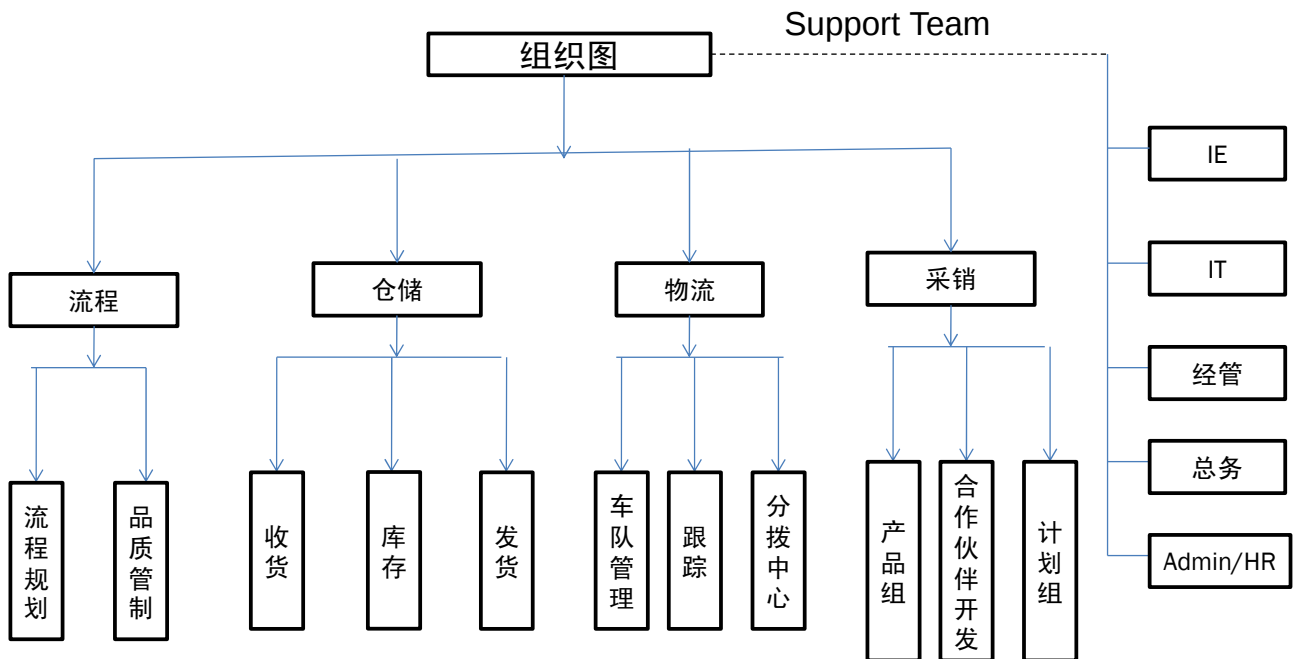
在此基础上，与会嘉宾认为通过以下途径将带来高效的电商供应链：第一，数据及系统功能带来的精益化；第二，可视化、预测能力、柔性化、适时化；第三，完整的供应链体系构架；第四，供应链+电商复合型将才；第五，系统带来的优化；第六，全库存战略+拉动型策略；第七，产品流经营转为资金流、信息流、平台流；第八，供应链带动资源、流程网络 and 战略。另外，电商供应链的可能有如下潜在难题：第一，线上与线下供应链条；第二，可视化与节点控制；第三，广度与深度；第四，差异化与标准化；第五，可得性与库存。

图 1：经典供应链模型以生产企业的计划为核心



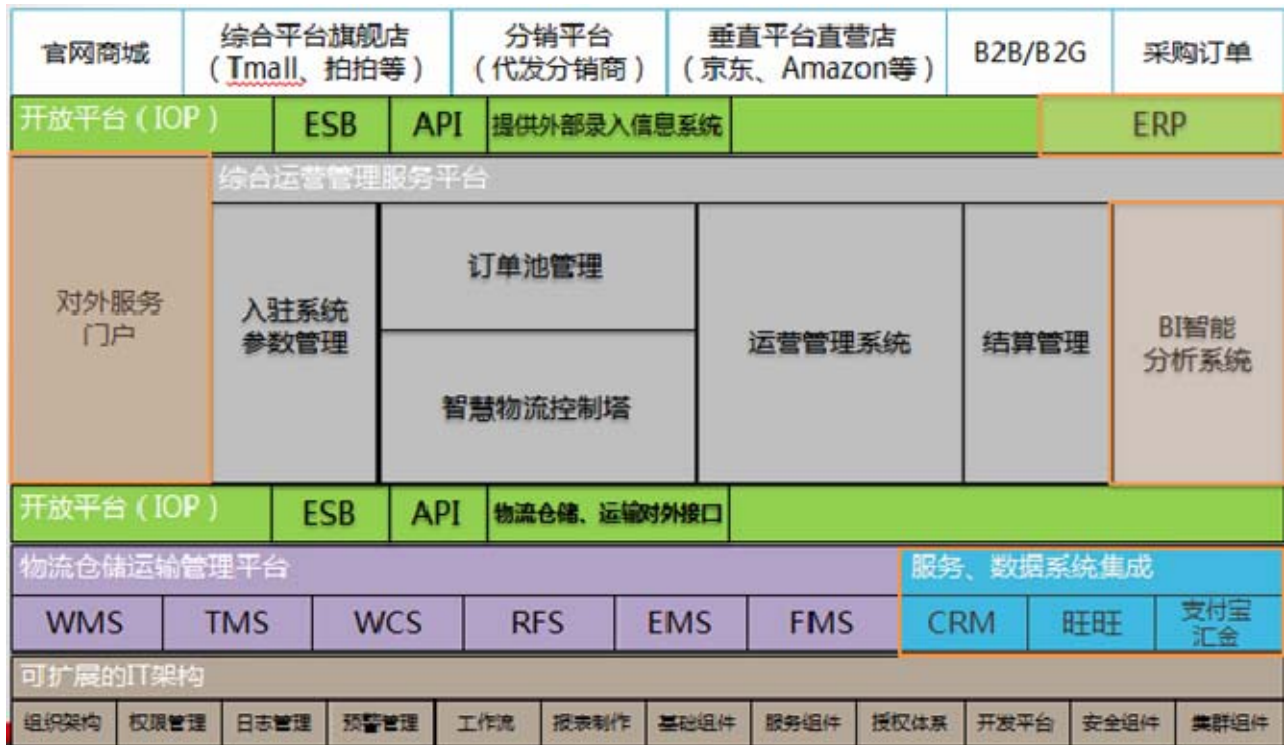
资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

图 2：电商供应链体系的组织结构图



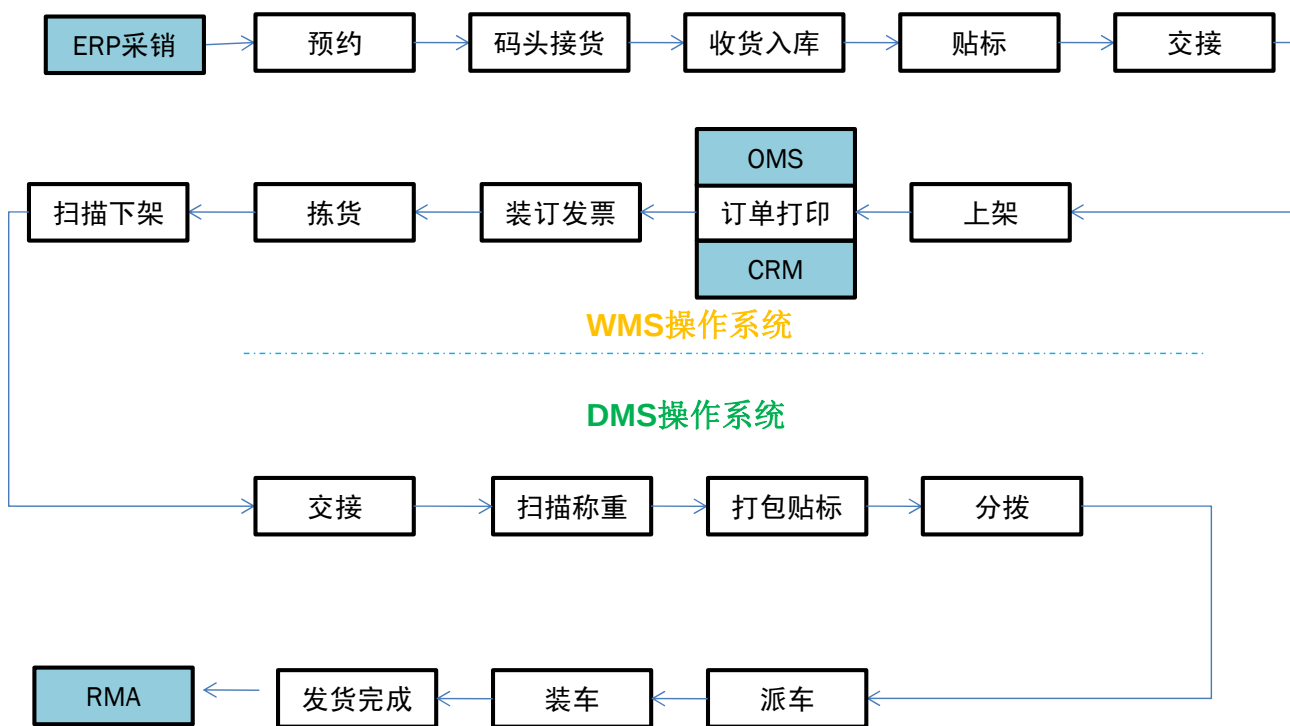
资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

图 3：电商供应链体系下的系统框架



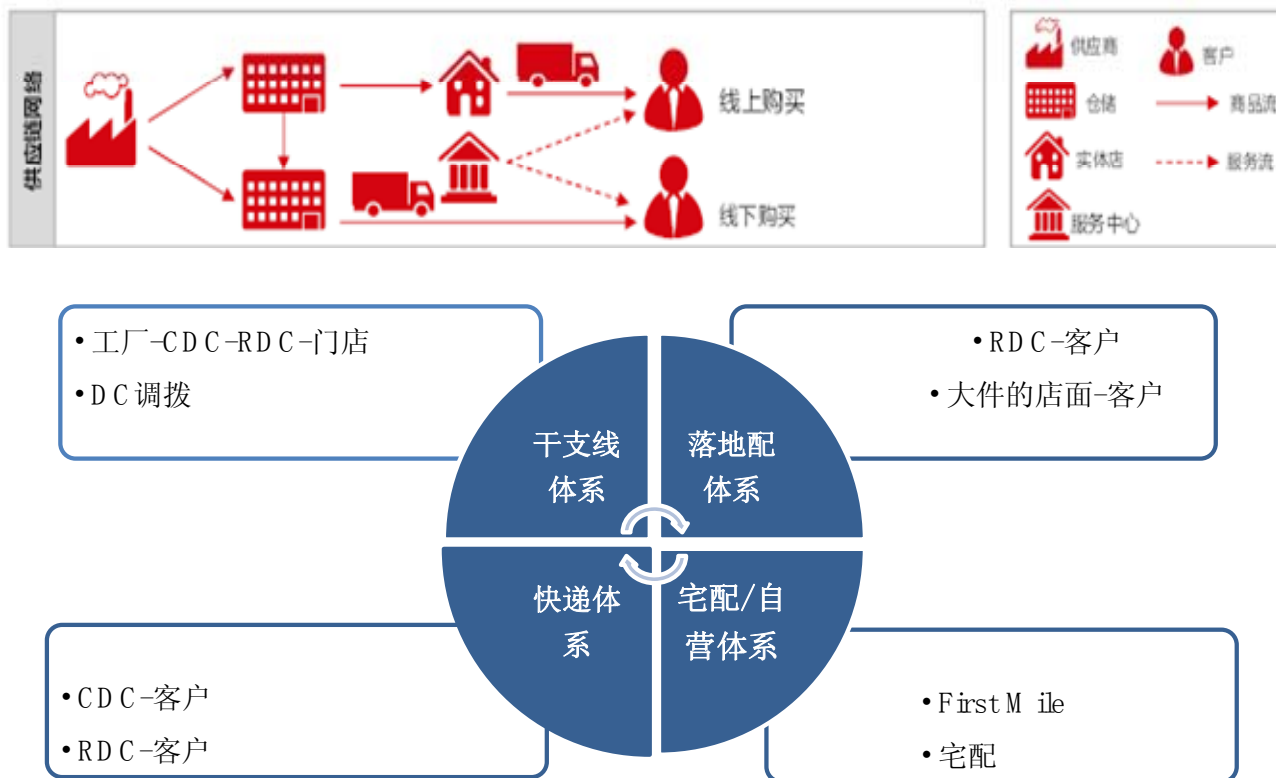
资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

图 4：电商供应链体系下的流程



资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

图 5：电商供应链体系下仓配体系



资料来源：申万研究，嘉宾 PPT

3. 钢贸电商 O2O 有千亿市场空间

完整内容可参考申万研究于 2014 年 7 月 21 日发布的深度研究报告：《千亿市场空间：钢贸电商 O2O——物流视角看 O2O 系列报告之二》。

钢贸电商：O2O 大有可为。（1）生产成本低企倒逼流通领域变革，我们正处于流通领域变革的时代。传统生产要素成本高企企业利润增量有限，租金 2007Q3 以来累计上涨 64%，工资 2001 年以来累计上涨 3 倍，流通成本占销售金额比例趋高。（2）互联网经济下游客户的选择更市场化、更个性化。B2C 到 C2B 使得规模化地满足个性需求成为可能。（3）生产资料流通效率存在进一步提升的空间：2013 年中国物流总费用同比增长 8.9%至 10.2 万亿元，对应中国物流费用率为 18%，远高于同期美国的 8.5%和日本的 8.7%。我们认为 O2O 是流通领域重塑变革、提升效率的主要驱动力。（4）钢铁行业利润微薄且流通成本高。2012 年钢材产量 9.52 亿吨，实现利润 1229.43 亿元，行业物流成本 7870.37 亿元，129.2 元单吨利润对应 826.8 元/吨的物流成本。

钢贸电商 O2O 落地盈利依赖线下增值服务。微观视角的改造过程体现在全供应链的各个环节，最后表现为：资金使用效率提升、集约化/规模化操作、在开拓“肥尾”市场的同时因规模效应降低运输/仓储成本。（1）物流企业线下仓储服务拥有信息优势，高级供应链金融模式是信用背书业务做垫款、代理采购等。线下供应链金融的潜在市场空间巨大，自下而上我们测算供应链金融可创造百亿利润空间，据此测算的投入资金投入年化回报率为 9.7%。（2）线下物流增值服务利润来源于集约化和规模化。配送中心的地理位置和资源整合能力决定其竞争优势库存有效管理可减少资金占用，通过线上 C2B 方式的互联网销售有望降低库存的资金占用运输费用。参考日本在 1991 年至 2010 年 20 年物流成本下降的空间，我们认为运输成本费用率有 2 个百分点的下降空间。

钢贸电商 O2O 市场空间达千亿元。（1）“信用背书人”缺失催生第三方钢贸电商 O2O 企业。贷款利率飙升以及钢贸贷款违约成为钢贸电商发展的契机，第三方或资质较好的钢材生产商成为融资信用背书人的最佳人选。参与钢贸电商 O2O 的企业通过线下提供丰富的增值服务模式，包括仓储/切割加工/运输/供应链金融等。（2）参考工业企业物流费用率和日本钢铁业物流费用率，我们认为钢铁电商 O2O 可以使钢铁行业物流成本费用率下降 1.6%-5.3%，对应的物流成本下降的金额（钢贸电商 O2O 的市场空间）为 1158~3782 亿元，即对应单吨为 122~397 元。

钢贸电商 O2O 组合：大浪淘沙，以时间换空间。钢贸电商硬实力包括地理位置（交通仓储条件）/切割加工能力/供应链金融服务能力，具体进程和落地则有赖于公司背景/团队执行力。目前钢贸 O2O 相关公司总市值 429 亿元，对应 2500 亿市场空间，我们看好钢贸电商 O2O 的发展趋势。基于目前行业发展仍处于初期，行业格局

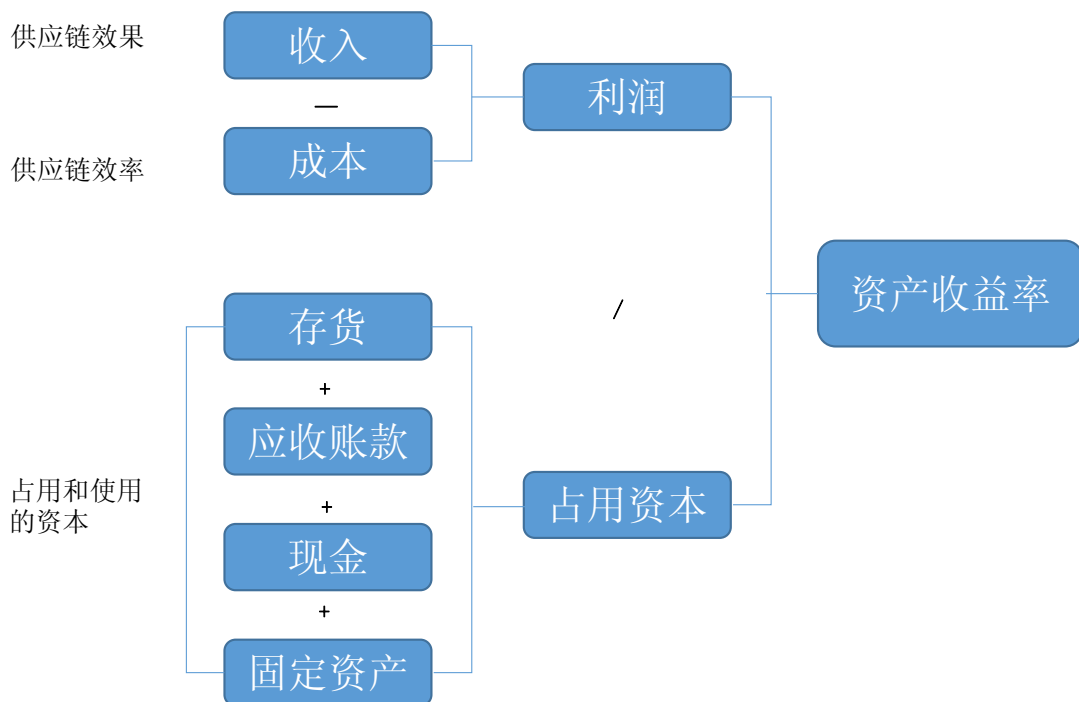
并未稳定，我们建议以组合形式配置钢贸电商 O2O 标的，以时间换空间。钢贸电商 O2O 组合包括沙钢股份、欧浦钢网、物产中拓、上海钢联、五矿发展和芜湖港。

表 7：生产资料电商 O2O 依赖线下增值服务

项目	消费资料	生产资料	备注
客单价	低	高	书：几十元一本，但一吨钢材 3000 多元
潜在客流量	分散且大	相对较小	消费资料 13 亿人均是潜在市场参与者
决策流程	简单	复杂	生产资料决策流程长，且有代理/审批等
SKU	数量极大	相对简单	商品/服务种类
增值及线下服务要求	少	相对较多	资金流/信息流/货物流等
标准化程度	相对较低	相对较高	个体需求差异化
重复购买率	高	低	可以理解为购买周期

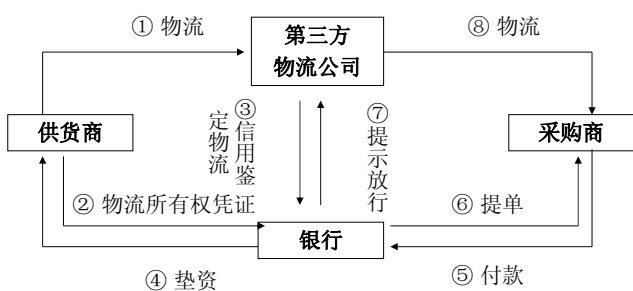
资料来源：申万研究

图 6：O2O 对生产流通企业供应链环节改造的理论模型



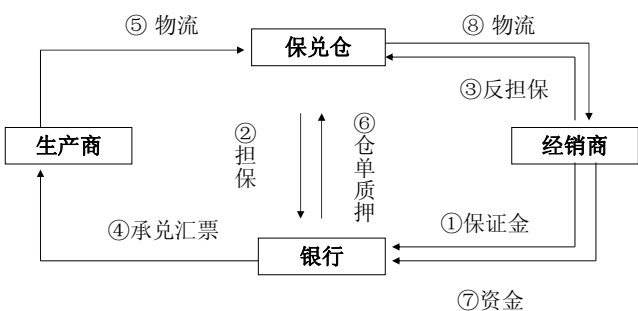
资料来源：供应链管理（见脚注 1），申万研究

图 7：垫资模式的基本流程



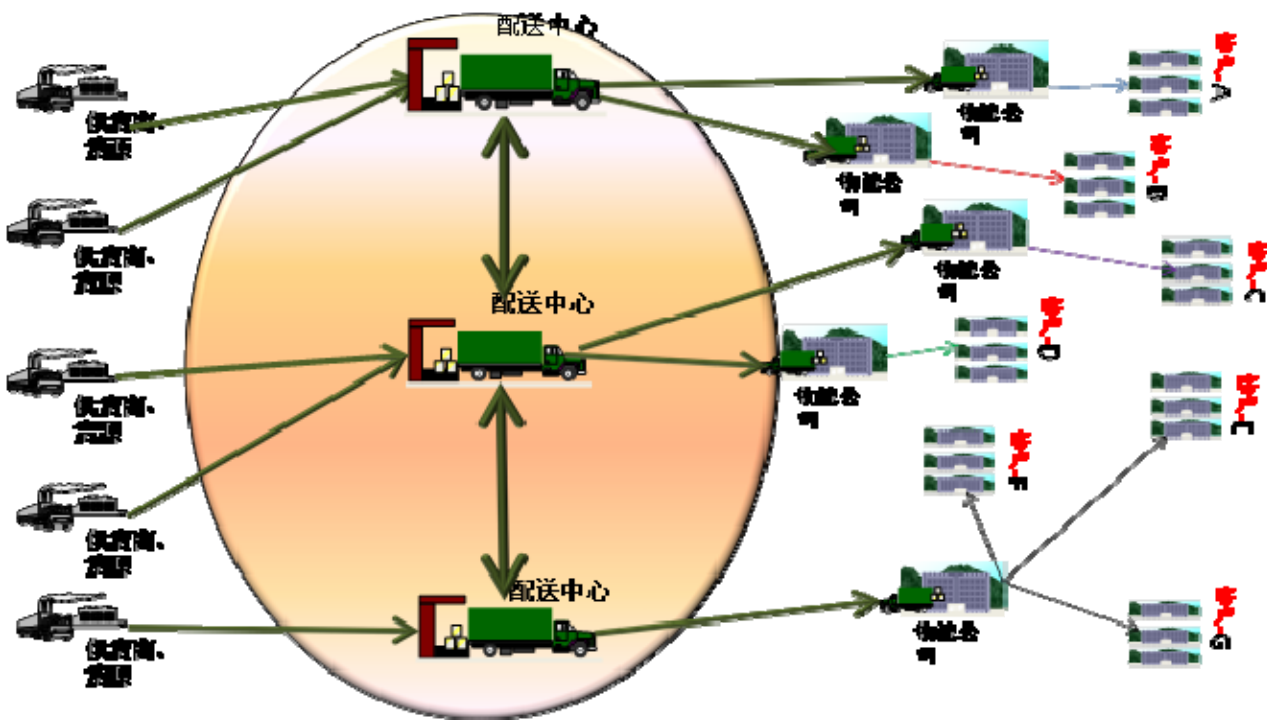
资料来源：申万研究

图 8：保兑仓业务的基本流程



资料来源：申万研究

图 9：物流资源的重新配置过程



资料来源：申万研究，根据网络资料整理

表 8：钢贸电商提供丰富多样的线下增值服务

钢贸电 商	公司背景	运输条件	仓库资源	合作银行	加工能力	备注
欧浦钢 网	国家 AAAAA 级	欧浦交易	八大区域共 77 座仓	11 家银行合		
	物流企业,实际控	中心位于	库, 仓储能力 150 万	作,如工行/农	30 台, 年加工能	线下向线上转型
	制人陈礼豪	广东乐从	吨	行/招行等	力达 200 万吨	拓展业务
玖隆在 线		三乐路				
		5-50 吨不				
	沙钢股份持有股	等运载能	四个地区 4 个仓库,玖	农行/建行/华	玖隆本部船板 30	依托于玖隆物流
	权,大股东为沙钢	力的车队,	隆本部 160 万吨,江阴	夏/中行/交行	万吨,热卷剪切	园开展业务,园区
	股份实际控制人	具备水运	150 万吨,德清 10-15	等 8 家金融机	35 万吨,冷轧剪	投资约 250-300
中拓钢 铁网	沙钢集团	和陆运能	万吨,东海分库 80 万	构	切 25 万吨	亿元, 2014 年初
		力	吨			上线
	物产中拓旗下钢				公司原有钢铁贸	
	贸电商公司,实际		钢材年吞吐能力达	工行/建行/银	易业务, 涉及螺	2013/4/28 中拓
	控制人为浙江物		500 万吨(未披露仓储	联等金融机构	纹钢、线材、中	钢铁网新版本正
鑫益联	产集团		能力)		厚板、薄板、圆	式上线
					钢、带钢、钢坯、	
					冷轧产品等	
鑫益联		自有船队/			五矿原有钢铁流	
	五矿发展	车队等海	全国主要口岸设有	北京/中行/平	通及制品业务,	2014 年 1 月 7 日
		陆运输能	50 家分支机构	安/中信等	具体产能未知	上线

力

上海钢联	互联网平台综合				公司成立于
	23 个省市自治区拥				
	运营商,实际控制	na.	na.	na.	2000 年,以钢材
	有网点				
斯迪尔	人为朱军红				咨询为主
					2003 年成立,起
	淮矿物流 2012		工行/农行/中		初致力于致力于
	在东北三省、江浙沪				
斯迪尔	年重组公司,芜湖		行/建行/交行		钢铁电商研究,
	na.	皖闽等地自有或租用		na.	
	港(淮南矿业集		等 14 家金融机		重组后专注于大
	26 个仓库				
	团)为实际控制人		构		宗生产资料的现
					货电子交易领域

资料来源：申万研究，公司公告，公司网站；注：“na”代表未找到相关数据

4.物流业的聚合与变革

此次物流会场的圆桌论坛，我们邀请了投资物流业的一级市场嘉宾、物流从业者等参与交流，探讨物流行业的聚合与变革。嘉宾的多元化也是史上少见，以下内容以原滋原味的形式展现，表达偏口语化各位请谅解。

关于物流服务网络向下线城市拓展（快递企业代表）：从企业发展角度，网络变革广度、深度持续深化。以公司目前实力做，小件市场基本没有空间，只能从广度着手。深度上，已经做到镇乡一级，从以往一天几十单但目前几万单。接下来，物流市场差异化、规模化会得到市场认可，以及延伸服务，如调试、安装等会逐步体现市场价值。落地配竞争非常激烈，利润率很低，价格杀得厉害。现在需要在服务、区域上进行选择，以及把三四线城市占下来，是落地配企业发展的重要力量。

关于落地配企业的差异化竞争（落地配企业代表）：关于落地配，看好垂直化的路子，和顺丰拼硬的拼不过，打的就是顺丰调不过来头的一点，比如做物流定制化产品。关于客户的选择，电商不作为主要客户群，因为从烧钱到压钱，电商压的就是物流的钱，所以找到了一些不是特别看重价格而是看重服务的客户，比如银行等。银行

不会因为少几元钱的成本把年消费额上百万元的客户丢失。现在的 COD 联盟宅配联盟，感觉只联不盟，还没有做到联合起来对抗甲方的地位。落地配整体毛利 5%，高一点在西部 8%，西藏青海新疆等地，因为竞争少。应该尽量不参与价格竞争，而参与和甲方客户的合作，提供比落地配高一点的服务。比如针对客户的住宅情况等做一些标签，而标签可以给银行定制服务。另外信用卡的问题是收到卡不开卡，如果能配合客户开卡，而这些落地配做，快递公司做不了。

关于冷链物流发展方向（冷链物流专家）：冷链要做流通型的冷链，以城市物流为主体，获利率和营业额比较高，运输量比较大，仓库型应该有业主投资比较好，政府投资产业园区，国企投资比较热，第三方民企投资比较谨慎。锦江低温，深圳等地都因需求而建造投资。天津东疆等地港口物流都比较合理，渔港类的一窝蜂投资比较可怕。

关于冷链物流投资机会（专注于冷链物流投资的 PE 代表）：看好中国冷链未来的发展，比较了台湾和日本的市场。过度的竞争也是我们担心的问题，现在看到了市场空间出来了，但未来什么会推动？1）国家政策，比如食品安全对运输环节的追責，冷藏车用棉被的现象要改变。2）需求，人均 GDP 超过 4000 美元就具备了需求。中国一二线城市名义 GDP 已经达到。未来 80、90 一代的习惯会形成一周去一到两次超市，买足够多半成品等的模式 3）新模式，新科技。电商与智能化烹饪的技术。比如未来电饭煲引入智能系统，可以自动做好，只需要放入半成品。这样半成品的扩张就会推动冷链。首先看好这个市场，其次基金公司会对行业起到很强的推动效果，资金方可以实现聚的能力。痛点 1：收费单一，价格战。2：融资问题。并购基金可以以股权+债权的模式帮助企业完成聚的整合。希望打造综合体，由生鲜水果肉品的交易市场（提供交易服务），交易对手和买方提供信息流，商品信息；然后建立冷库，气调库，存储，分解和配送服务。商家目的是卖出产品，供应链角度解决了信息流和物流问题，还剩下资金流，希望有冷库和交易市场的情况下，建立结算体系。形成综合体来实现市场价值，市场结算，物流结合在一起。

关于物流行业投资思路（PE 代表）：以 PE 投资的角度，看做大物流，从中国的投资来说，还有很长的路要走。目前关注的，关于电商认可的是客户粘性做的好、服务好的配送企业。冷链看好，但比较认可的是三流合一的结合。舟山渔港的恶性竞争，是仓储的单独服务，同质化的服务，所以竞争力偏弱。仓储来说，更看好区域上，甲方产品方有适当的结合。比较看好，仓储和物流以及产品方有一定的股权纽带关系，而不是纯粹的第三方，落地配有一定的第三方意思。比如 3C 产品中，电子产品更看重某些品类批发商的结合，获取的收益率和客户的关系更紧密，单纯的存储不看好。

Q：京东商城自营商品没有新鲜水果销售，是否与物流成本太高有关？

A: 京东有做生鲜，比如车厘子等产品。但生鲜冷链宅配没有办法做到全国，只能做到个别地区。生鲜宅配是未来宅配的重要发展方向，台湾和日本证明了，65%都是生鲜，并且毛利高。宅配企业能够提供给客户许多增值服务，所以压价的甲方也不多。京东目前与全国便利店在进行合作，把生鲜通过便利店的体系送到店铺，这种模式是最便宜的做法，但是还有待观察，因为全国便利店的执行力如何，还未可知，有待时间证明。

Q: 看到 PPT 一些台湾大企业知名企业毛利率比较低，1-3%，营业额大，但是毛利率低，是不是还不如存银行？

A: 那些企业大多是货代企业，最近日子比较惨淡。风光的时候也有 8-10%。我认为，零担 8-10%，宅配 3.5-5%，物流业的整体利润率 8-10%是合理的，达不到就应该分析原因。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|----------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。