

物流行业政策终出台，预期中储将受益

事件：

中新网6月8日电 据中国政府网消息，温家宝8日主持召开国务院常务会议，研究部署促进物流业健康发展工作。

会议指出，2009年3月国务院印发《物流业调整和振兴规划》以来，物流业快速发展，产业发展水平不断提升。但随着《规划》的深入实施，一些不适应物流业发展的政策问题进一步显现，制约了产业发展。必须制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展。

(参阅：http://news.163.com/11/0608/16/761QE8RF00014JB5_2.html)

研究结论

- 此次促进物流业发展的政策确是最有针对性和最具备操作性的。2004年出台的物流政策，其初衷是通过改善物流各个环节中的行政体制，破除当时“煤电油运”等瓶颈行业对中国经济发展的阻碍，提高经济运行效益。而2009年国内出台的《物流业调整和振兴规划》则将侧重点主要放在拉动物流需求方面，通过对物流基础设施的投资建设，从而使得中国经济摆脱金融危机的泥潭。而此次出台的物流促进政策，则是直接将重点放在调整物流企业的差额税收和运输与仓储营业税率统一、加大对物流企业融资等真正阻碍物流行业发展的瓶颈上。
- 仓储业务与运输业务的营业税统一将有利于相关上市公司。目前，物流公司的运输业务执行3%的营业税，而仓储、代理等业务则执行5%的营业税率，在实际操作中给企业带来较多不便。本次政策明确了统一运输、仓储营业税率的方向，按照我们对2010年年报的数据，若仓储营业税率下调到3%，中储股份EPS将能够出现4%左右的增厚，而新宁物流的增厚将达到16%，恒基达鑫和保税科技的增厚在2%左右。
- 在政策推动的大背景下，拥有核心竞争力和快速扩张能力的物流企业有望成为中国的“UPS”。目前，中国物流行业依然还处于刚走出起步阶段的积累期，除了快递等少数几个细分子行业之外，其他行业的集中度非常低，竞争激烈，利润微薄。从海外物流企业成长的过往经验看，最重要两点是核心竞争力与快速扩张能力。随着国内物流行业的发展，集中度进一步提升，而具备核心竞争力和快速扩张能力的企业将能够获得更多市场，届时物流行业中也必将涌现中国的“UPS”，给投资者带来良好回报。
- 在此次《促进物流业健康发展工作》出台的背景下，我们建议短期关注受益明显，且估值不高的中储股份（未评级）、长期关注搭建全国供应链平台的怡亚通（未评级）。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

yangbf@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860207100115

联系人

赵俊

8621-63325888-5099

zhaojun1@orientsec.com.cn

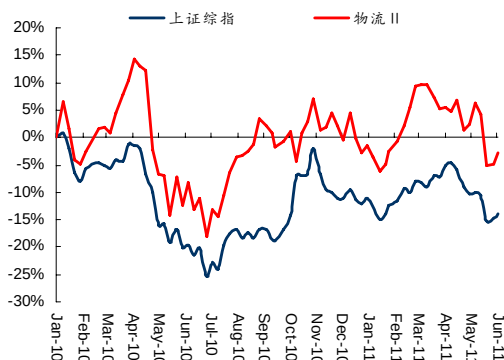
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A股

行业 交通运输

报告日期 2011年6月9日

行业表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	-5.2	-11.1	10.8
相对表现 (%)	-1.2	-4.6	3.2

资料来源：WIND

久盼的政策性利好终于出台

国务院：切实减轻物流企业税收负担 促物流业发展

中新网 6 月 8 日电 据中国政府网消息，温家宝 8 日主持召开国务院常务会议，研究部署促进物流业健康发展工作。会议指出，必须制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展。

会议指出，2009 年 3 月国务院印发《物流业调整和振兴规划》以来，物流业快速发展，产业发展水平不断提升。但随着《规划》的深入实施，一些不适应物流业发展的政策问题进一步显现，制约了产业发展。必须制定完善配套政策措施，促进物流业健康发展。

一要切实减轻物流企业税收负担。完善物流企业营业税差额纳税试点办法，扩大试点范围，尽快全面推广。研究解决仓储、配送和货运代理等环节与运输环节营业税税率不统一问题。完善大宗商品仓储设施用地的土地使用税政策。

二要加大对物流业的土地政策支持力度。科学制定物流园区发展规划，对纳入规划的物流园区用地给予重点保障。支持将工业企业旧厂房、仓库和存量土地资源用于发展物流业。

三要促进物流车辆便利通行。降低过路过桥收费，大力推行不停车收费系统。加强城市配送管理，解决城市中转配送难、配送货车停靠难等问题。

四要改进对物流企业的管理。放宽对物流企业资质的行政许可和审批条件，逐步减少行政审批，提高审批效率。

五要鼓励整合物流设施资源。支持大型优势物流企业对分散的物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加强联盟合作。引导行业系统内的仓储和运输设施开展社会化物流服务，支持商贸流通企业发展共同配送。

六要推进物流技术创新和应用。加强物流新技术自主研发，加快先进物流设备研制，制定和推广物流标准，适时启动物联网的应用示范。推进物流信息资源开放共享。

七要加大对物流业的投入。各级政府要加大对物流基础设施的投资扶持，积极引导银行业金融机构加大对物流企业的信贷支持，拓宽融资渠道。

八要促进农产品物流业发展。大力发展农超对接、农校对接、农企对接。完善农产品增值税政策，鼓励大型企业从事农产品物流业。加快建立主要品种和重点地区的冷链物流体系。加大对农产品批发市场、农贸市场的政府投入和政策扶持。严格执行鲜活农产品绿色通道政策和配送车辆 24 小时进城通行、便利停靠政策。加快发展粮食和棉花现代物流。

一看，政策能否真正落实

此次出台的政策并非首次对物流行业的大力推动。过去 10 年间已经出台的政策有，2004 年八部委联合出台的《关于促进我国现代物流业发展的意见》、2005 年国税总局出台对部分试点物流企业进行税收政策改革、2005 年开始的物流企业分类评估、2009 年金融危机时出台的《物流行业调整和振兴规划》。

图 1 2004 年以来对物流行业产生重大影响的政策措施

时间点	政策
2004 年	《关于促进我国现代物流业发展的意见》
2005 年	《物流企业分类与评估指标》
2005 年	《国家税务总局关于试点物流企业有关税收政策问题的通知》
2005 年	国务院关于促进流通业发展的若干意见
2009 年	《物流业调整和振兴规划》
2011 年	国务院常务会议，研究部署促进物流业健康发展工作
未来	完善物流企业营业税差额纳税试点办法，扩大试点范围
	统一仓储、配送和货运代理等环节与运输环节营业税税率
	降低大宗商品仓储设施用地的土地使用税
	加强城市配送管理，解决城市中转配送难
	加大对物流基础设施的投资扶持

资料来源：网络、东方证券研究所整理

但，此次促进物流业发展的政策确是最有针对性和最具备操作性的。2004 年出台的物流政策，其初衷是通过改善物流各个环节中的行政体制，破除当时“煤电油运”等瓶颈行业对中国经济发展的阻碍，提高经济运行效益。而 2009 年国内出台的《物流业调整和振兴规划》则将侧重点主要放在拉动物流需求方面，通过对物流基础设施的投资建设，从而使得中国经济摆脱金融危机的泥潭。而此次出台的物流促进政策，则是直接将重点放在调整物流企业的差额税收和运输与仓储营业税率统一、加大对物流企业融资等真正阻碍物流行业发展的瓶颈上。

图 2 2004、2009、2011 年物流促进政策对比

	2004年	2009年	2011年
政策	《关于促进我国现代物流业发展的意见》	《物流业调整和振兴规划》	国务院研究部署促进物流业健康发展工作
政策出台时间、点	中国经济快速发展前期	金融危机后	物流产业成为瓶颈
政策目的	提高经济运行质量和效益，优化资源配置，改善投资环境，增强综合国力和企业竞争力。	促进物流业自身平稳较快发展、产业调整升级，扩大消费和吸收就业的需要。	制定完善制约了物流产业发展的政策措施，促进物流业健康发展。
政策倾向	改善各环节的行政管理和税收方式、整顿市场秩序、鼓励企业实施第三方物流外包、增加物流基础设施投入	扩大物流需求、推进第三方物流发展、推动重点领域物流发展等。	改善制约物流行业发展的各种政策措施、改善基础设施不足、解决物流企业资金。
税收方面	提出了差额营业税的征收的想法，并且要求开展试点。允许符合条件的物流企业统一缴纳所得税。	加大政策支持力度，抓紧解决影响当前物流业发展的土地、税收、收费、融资和交通管理等方面的问题。	完善物流企业营业税差额纳税试点办法，扩大试点范围，尽快全面推广。研究解决仓储、配送和货运代理等环节与运输环节营业税税率不统一问题。完善大宗商品仓储设施用地的土地使用税政策。
基础投资方面	制定物流行业标准、推广先进物流设施、提高物流信息化水平	建设多式联运、物流园区工程、城市配送工程、制造业物流工程等	各级政府要加大对物流基础设施的投资扶持，积极引导银行业金融机构加大对物流企业的信贷支持，拓宽融资渠道。支持大型优势物流企业分散的物流设施资源进行整合，鼓励中小物流企业加强联盟合作。

资料来源：发改委、中新网、东方证券研究所整理

二看，政策兑现后对各公司的影响

此次较为务实的指导性政策推动下，虽然尚难以判断各政策出台的时间点。

完善物流企业营业税差额纳税试点

对于物流企业的营业税差额纳税，主要是指在物流企业将承揽的运输业务分给其他单位，并由承揽企业统一收取价款的，应以该企业取得的全部收入减去付给其他运输企业的运费后的预测作为营业额计算征收营业税。下图案例展示，在税改前，承揽企业需要缴纳总，包括分包企业的那部分收入，从而重复征税，在税改后，免除了承揽企业分包出去那部分营业税的缴纳。

目前，营业税差额征收已经有 400 多家企业进行试点，这与全国所有物流企业而言，占比非常较少。

图 3 营业税差额征收示意图

营业税差额纳税示意			
	收入	税改前营业税额	税改后营业税额
物流总包企业	100	3.0	1.5
分包商	50	1.5	1.5
整体	100	4.5	3.0

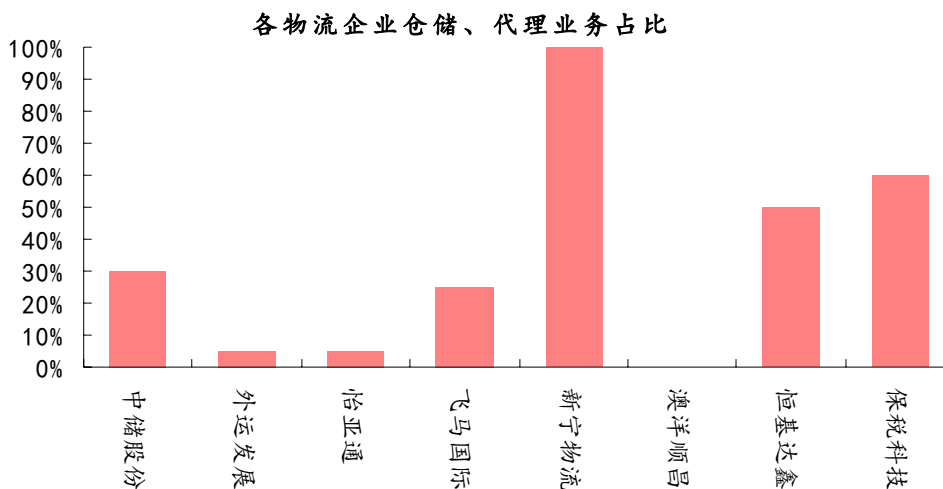
资料来源：东方证券研究所整理

统一仓储、运输、配送各环节的税率

目前，国内物流行业中，货物运输的营业税率为 3%，而仓储业务、货物代理业务的营业税率则高达 5%。我们认为，考虑到仓储业务的净利率相对较低，而 5% 的营业税则已经偏高，降低到与运输业务相同的 3% 的概率较大。

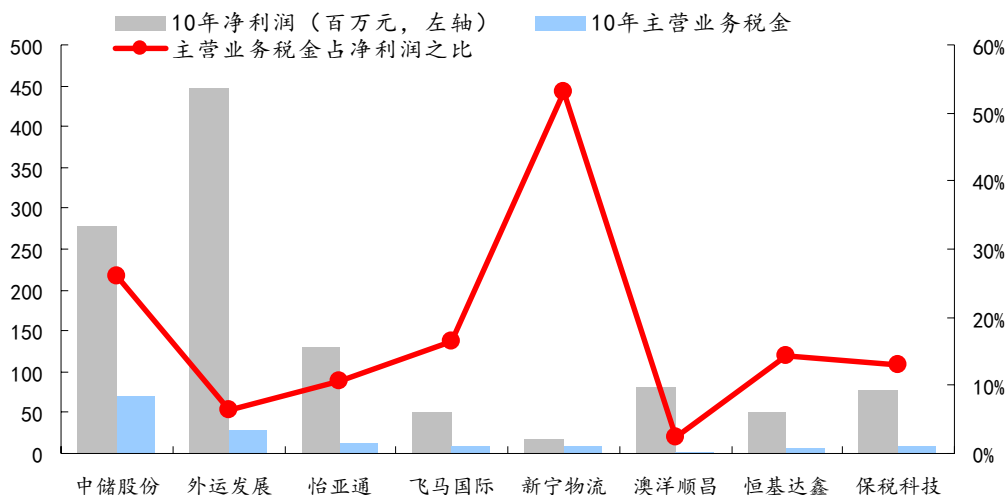
在各物流企业，新宁物流的全部业务均为仓储，其整体营业税率为 5%，中储股份的占比估计在 30%~40% 左右，飞马国际的占比在 25% 左右，而其他怡亚通、外运发展、澳洋顺昌等都相对较低。

图 4 各物流企业中仓储、代理业务占比



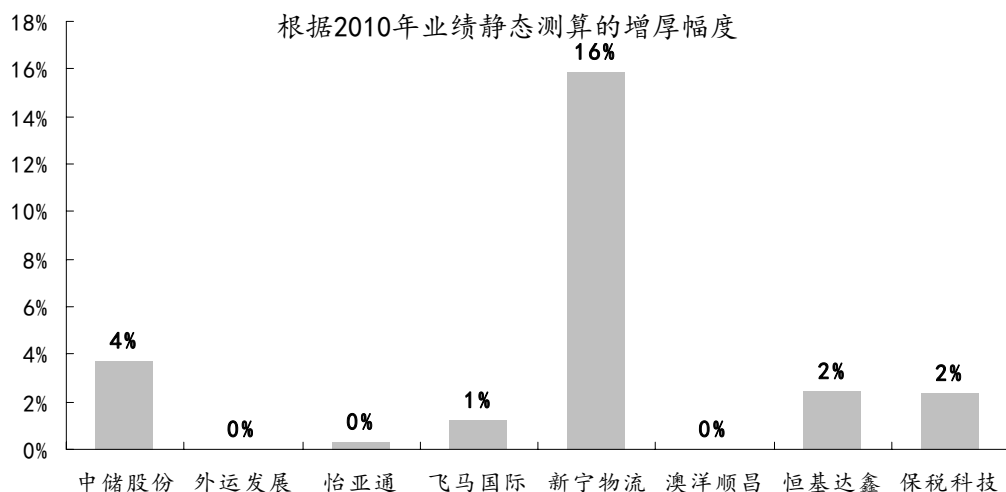
资料来源：各公司报表、东方证券研究所整理

按照营业税/净利润的口径计算，新宁物流营业税金占利润之比超过 50%，中储股份由于其仓储业务较大，占比超过 25%，而从事化工仓储的恒基达鑫与保税科技的占比则在 15% 左右。

图 5 营业税差额征收示意图


资料来源：各公司报表、东方证券研究所整理

若降低仓储业务营业税，新宁物流、中储股份受益明显。 仓储收入营业税为 3%，按照仓储部分税收降低 40%。考虑所得税影响，按照 2010 年各公司的营业税与净利润情况进行测算，我们发现，新宁物流的增厚达到 16%，最为明显，中储将会增厚 4% 左右，恒基达鑫与保税科技增厚在 2%~3% 之间，其余怡亚通、飞马国际、澳洋顺昌等增厚幅度均不大。

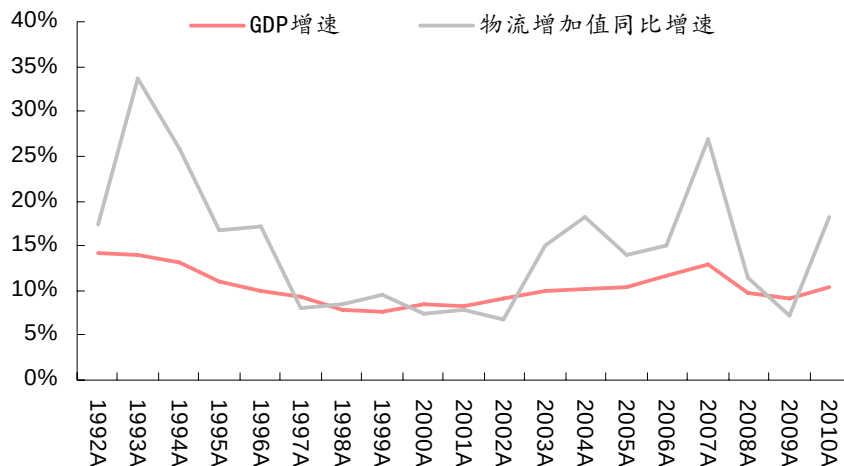
图 6 若降低仓储业务营业税，根据 2010 年收入与利润静态测算的增厚幅度


资料来源：各公司报表、东方证券研究所整理

三看，政策春风下，哪些公司将成为中国的“UPS”

随着国内经济在 2003 年开始的走强，以及 2004 年政策的推动，从 03 年开始，物流行业整体增加值同比增速一直维持在 15% 以上的高位，高出 GDP 增速 5 个百分点以上，显示出物流行业的快速发展。在 03 年-金融危机前，快递、零担、冷链物流等细分子行业同样出现爆发式增长。

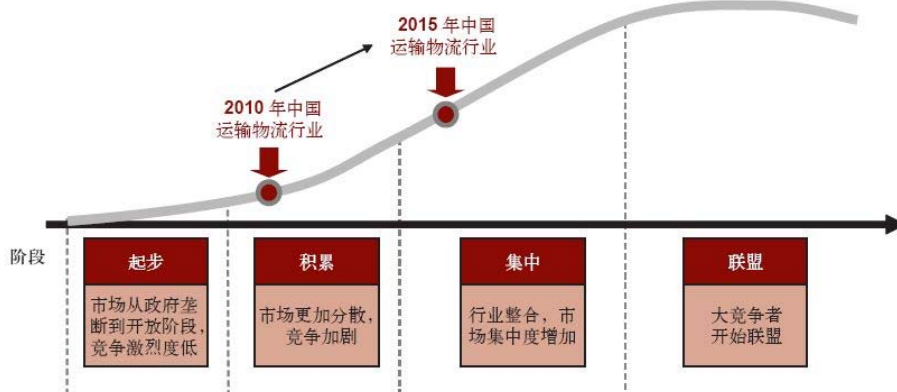
图 7 2003 年以来，物流行业就处于快速发展期



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

但，行业的增长并没有带来集中度提高。根据 AC 尼尔森的报告显示，中国的物流行业依然还在走出起步阶段的积累期，行业集中度较低，整体竞争激烈，利润微薄。

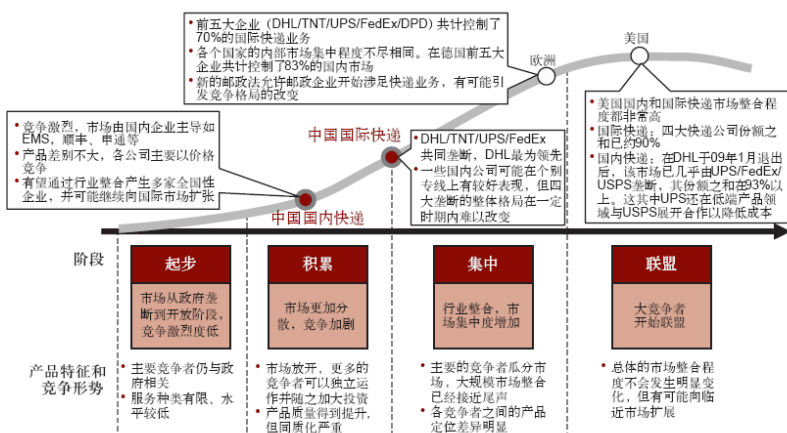
图 8 国内物流行业整体处于位置



资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所整理

快递行业发展相对较好，行业集中度也较高。

图 9 国内快递与发达国家对比

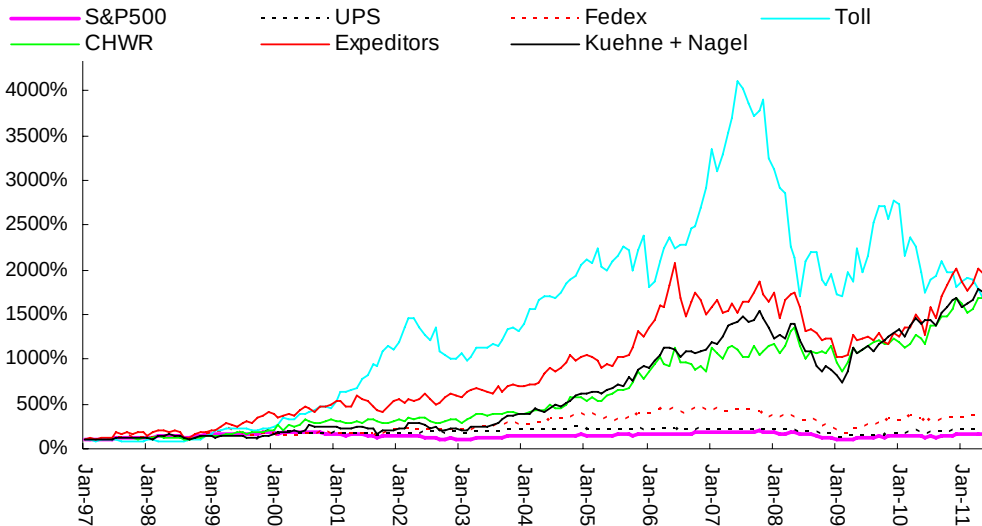


资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所整理

海外物流企业的发展路径值得借鉴

下图中，97 年以来。海外首要的物流企业其成长较好，如 Toll、C. H. Robinson、Expeditoer、德讯物流等企业均出现超过 10 倍的增长。

图 10 海外，物流企业超过大盘 10 倍以上屡见不鲜



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所整理

整理欧美物流企业的发展，无非是两条，一是需要具备核心竞争力的业务、二是能够实现快速布点和扩张。以 UPS、Fedex、DHL 为例，其通过利润相对丰厚的国际快递业务对全球进行网点布局，

然后利用其高端人才和收购，介入到合同物流、公路货运等业务，从而成为现在的 UPS。而利丰的做法则有些不同，其是从贸易起家，通过为欧美客户在亚洲寻找优质供应商奠定基础，进一步则通过并购竞争对手而成为亚洲首屈一指的供应链管理企业。在重资产运营的企业中，化工储罐领域的皇家孚宝（Vopak）非常令人瞩目，其通过安全、高效、低成本的服务，在全球各重要的油品贸易和中转地进行扩张，布点，从而形成现在占全球 10% 罐容的世界级石化仓储企业。

图 11 国际物流明星企业的发展路径以及国内追赶的代表企业

明星企业	发展路径	国内代表企业
UPS、Fedex、DHL、TNT	通过利润相对丰厚的国际快递业务对全球进行网点布局，然后利用其高端人才和收购，介入到合同物流、公路货运等业务	顺丰快递、圆通快递
利丰	其是从贸易起家，通过为欧美客户在亚洲寻找优质供应商奠定基础，进一步则通过并购竞争对手而成为亚洲首屈一指的供应链管理企业。	怡亚通
Vopak	传统的化工仓储企业，在世界各地提供安全、优质、低成本的化工仓储服务，从而成长为全球第一。	泰山石化、恒基达鑫、保税科技

资料来源：Wind、东方证券研究所整理

图 12 国内化工储罐企业与国际一流企业对比

	公司	总罐容	网络分布	海运	仓储	贸易	备注
第一梯队	Vopak（孚宝）	2,830	全球网络				世界最大的油品储罐运营商，在全世界拥有 2830 万立方米的储罐。年收入超过 10 亿美元。
	OilTanking	1,700	全球网络				世界第二大油品储罐运营商，在全世界拥有 1700 万立方米的储罐，并且将业务延伸到了海运、贸易等。
第二梯队	Horizon Terminal	530	区域网络				阿联酋迪拜政府的下属公司，拥有在新加坡、迪拜、西非等多处油品储罐设施。
	中化	300	国内网络				国内第四大油企，在舟山、珠海、扬州等地点都有布局，未来规划打造国内最大的油品储运企业
	泰山石化	142	福建、广州、上海				香港上市公司，在全国三个地点有布局，远期规划建设到 500 万方。
第三梯队	华海石油	80	烟台、南通				油品贸易仓储公司之一，其在烟台、南通都拥有一定规模的储罐。
	恒基达鑫	64	珠海、扬州				国内重要的油品仓储企业之一，珠海地区罐容最大。
	保税科技	29	张家港				国内重要的油品仓储企业之一，在张家港地区拥有较大的储罐规模。

资料来源：东方证券研究所整理

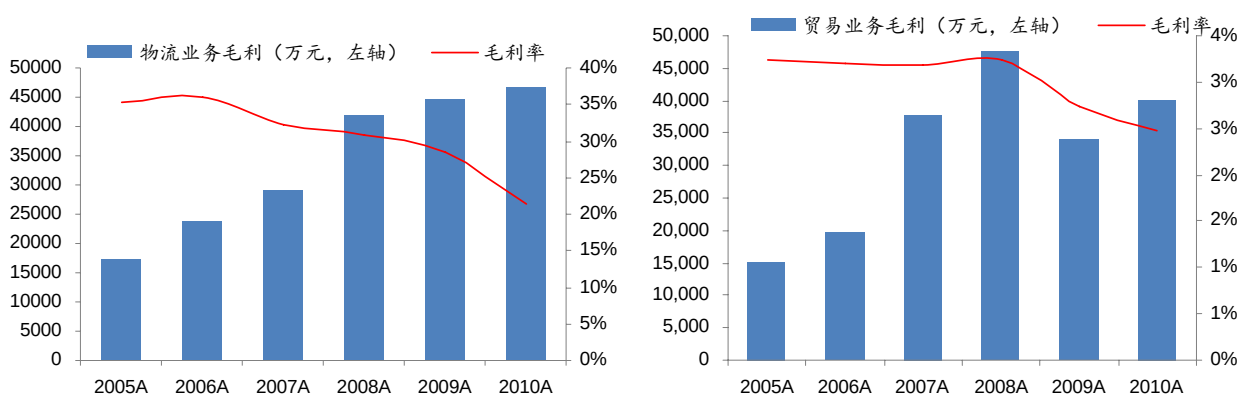
相关上市公司

短期关注中储股份（600787.SH、未评级）

中储股份是 A 股市场中规模最大的纯仓储物流企业，旗下仓储物流网络覆盖全国 20 多个省市自治区、共占地 641 万平方米，其中物流货场面积 245 万平方米、库房 118 万平方米、公司拥有各类物流设备接近 1000 台，铁路专用线 70 多公里。

过去几年大股东资产注入带来规模扩张以及传统仓储行业的景气度回升，推动中储各业务快速发展。2005 年中储的仓储业务收入仅 1.1 亿元，而到 2010 年则大幅增长到 3 亿元，从铁矿石和钢材贸易业务来看，其毛利也从 05 年 1.5 亿元左右大幅增长到 10 年的 4 亿元。

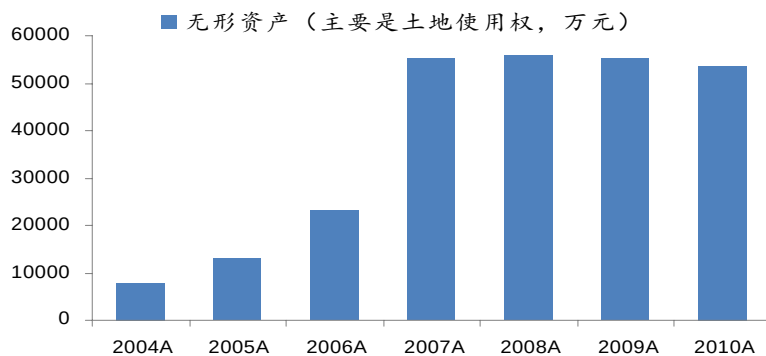
图 13 中储股份各项业务增长迅速



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

公司土地的隐蔽价值和仓储营业税下调是当前公司的看点。近几年来，房地产市场持续繁荣，推高了土地价格，加上公司土地逐步成为当地的市中心地带，从 2007 年开始，公司逐步对市中心的一些物流土地进行出售，这些土地的价值预计是最大的看点

图 14 中储股份历年无形资产



资料来源：东方证券研究所整理

营业税调整将给公司带来 4% 左右的增厚。按照 2010 年年报口径测算，预计将会营业税将会增厚公司 EPS 约 4% 左右。

表 1 中储股份盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	14,004	18,347	20,044	22,841	25,826
增长率(%)	-12.9	31.0	9.3	14.0	13.1
归属母公司股东的净利润(百万元)	183	278	369	457	561
增长率(%)	18.1	52.1	32.7	24.1	22.7
每股收益-摊薄(元)	0.217	0.331	0.439	0.545	0.668
市盈率	44.68	29.37	22.14	17.83	14.54

资料来源：Wind 一致预期、东方证券研究所整理

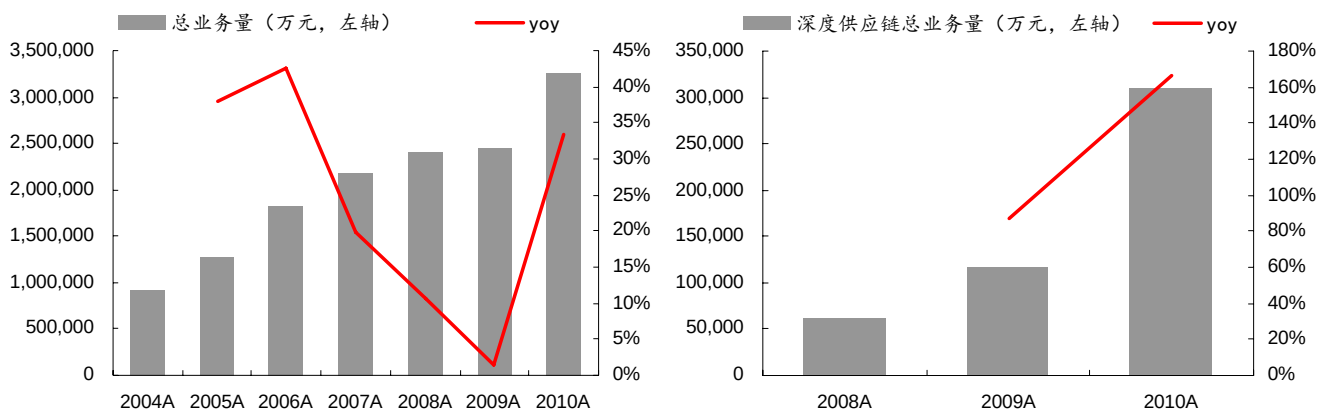
长期关注怡亚通（002183.SH、未评级）

怡亚通是典型的供应链管理企业。主要业务在三块：供应链服务、供应链金融、供应链地产。供应链服务就是目前所从事的深度供应链、广度供应链以及虚拟生产等等、供应链金融则主要包括垫资和套汇等、供应链地产主要是做实体物流仓储基地。

深度供应链业务快速扩张。2010 年公司深度供应链业务完成 32 亿元，相比 09 年增长了 2 倍，是公司几块业务中增长最高的。目前 380 个网点已经完成了 100 个的布局。公司在深度业务上的客户主要集中于快消、汽车后等行业中，大客户有如青啤、中粮、可口可乐、惠普等。

广度供应链业务是怡亚通发展的基石业务。广度业务包括采购执行、代理报关等，既有广度业务已经非常成熟，无论在盈利模式，还是客户上都比较稳定。2010 年，广度业务实现业务量超过 272 亿元同比增长 22%。

图 15 怡亚通各项业务增长迅速



资料来源：Wind、东方证券研究所整理

怡亚通对于物流平台的建设，是我们关注其最大的理由。对于物流企业而言，要实现快速增长或者说是全国性的布局，则必须要搭建平台。公司原本为华南地区的供应链管理企业，通过深度业务，公司将网络扩展到华东、华中、东北等，从而完成物流实体平台的搭建。随着到 2013 年 380 网点全部建成和宇商连锁的推出，未来的物流平台上将会容纳更多的货量和更复杂的品类，整体规模效应带来的成本节约，从而推动盈利实现大幅增长。

今明两年，考虑到公司在平台和相应人员上所进行的大幅扩张，其带来的人工和开办费等成本压力较大，而深度业务也尚处于投入期，也不能贡献多少利润，只能依靠广度和供应链金融等业务支撑业绩小幅增长。

表 2 怡亚通盈利预测

盈利预测综合值一览	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	2,649	6,054	20,301	33,947	27,693
增长率(%)	-7.8	128.5	236.1	67.2	-18.4
归属母公司股东的净利润(百万元)	77	131	202	266	370
增长率(%)	-48.9	70.6	54.0	31.7	39.2
每股收益-摊薄(元)	0.207	0.236	0.242	0.319	0.444
市盈率	32.69	28.74	27.99	21.25	15.27

资料来源：Wind 一致预期、东方证券研究所整理

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn