

# 时代出版 (600551)

## —基于内容出版的多元化转型值得期待

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 24.26 元

### 投资要点:

#### ※ 安徽省内最大的图书出版商和文化内容提供商

公司 2008 年实施了重大资产重组, 通过定向发行股份方式购买安徽出版集团的旗下的出版、印刷等文化传媒类资产, 资产重组后, 公司主营业务由电子信息、光电一体化、环保化工等转变为出版传媒、印刷复制以及与其密切相关的高科技研发与成果转化。公司的第一大股东也变为安徽出版集团, 在全国率先以出版业务整体上市, 成为出版主营业务净资产收益率最高, 极具成长潜力和投资价值的文化传媒类企业。

#### ※ 出版主业稳健增长, 经营成果突出

公司 2005 年出书品种为 2490 种, 截至 2014 年年报统计数据, 公司的出书品种已经达到了 10568 种, 2014 年出书品种为 2005 年的 4.25 倍。9 年共 3 亿元出版发展基金支持重大出版工程和“走出去”工程; 9 年共出版图书 7 万种, 其中新版图书 2.6 万种, 再版重印图书 4.4 万种, 再版率达 63%, 承担国家重大出版工程 300 余种; 动漫图书《虹猫蓝色七侠传》系列销售突破 1600 万册, 创全国之最。

#### ※ 多元化拓展新媒体业务, 积极拥抱“互联网+”

在巩固公司省内教材业务的同时, 在教育从线下转到线上的必然趋势下, 公司也积极拥抱互联网, 发展在线教育。基于内容出版发展多元化新媒体业务: 1) 时代教育在线: 数字教育出版模式的转型探索; 2) 时光流影 TIMEFACE: 立足出版 打造跨界社交平台; 3) 时代漫游“豚宝宝”: 文化、教育、玩具融合发展的新典范; 4) 强化立体出版概念, 稳步拓展影视业务。

#### ※ 盈利预测与投资建议

从相关上市公司的估值水平来看, 公司目前估值水平相对合理, 相对整体 A 股(剔除大于 500 数值的公司)2015 年 72 倍的动态 PE 来说, 公司具有绝对高的安全边际, 给予“推荐”的投资评级。

发布时间: 2015 年 5 月 11 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	25.83/14.61
上证指数/深圳成指	4333.58/14944.88
50 日均成交额(百万元)	290.61
市净率(倍)	3.35
股息率	0.96%

### 基础数据

流通股(百万股)	505.83
总股本(百万股)	505.83
流通市值(百万元)	12271.32
总市值(百万元)	12271.32
每股净资产(元)	7.25
净资产负债率	64.88%

### 股东信息

大股东名称	安徽出版集团有限责任公司
持股比例	56.79%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员: 邹翠利  
 执业证书编号: S0020511030012  
 电话: 021-51097188-1922  
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5364	6705	8381	10476
营业收入增长率	24%	25%	25%	25%
净利润(百万元)	390	445	523	636
净利润增长率	12%	14%	18%	22%
EPS(元)	0.77	0.88	1.03	1.26
ROE	10.6%	11.1%	11.9%	13.1%
P/E	31.64	27.73	23.58	19.41
P/B	3.37	3.09	2.81	2.54

## 目 录

图表目录 .....	2
第 1 部分 公司概况 .....	3
1.1 公司上市以来的经营回顾.....	3
1.2 公司股权结构 .....	3
1.3 公司行业影响力 .....	5
第 2 部分 公司优势分析 .....	6
2.1 出版主业稳健成长，经营成果突出.....	6
2.2 积极响应国家文化“走出去”战略，“走出去”硕果累累.....	7
2.3 多元化拓展新媒体业务，积极拥抱“互联网+”.....	10
第 3 部分 盈利预测与投资建议 .....	12
3.1 盈利预测 .....	12
3.2 投资建议 .....	12

## 图表目录

图 1 公司上市以来的经营情况（单位：百万元 %） .....	3
图 2 公司的实际控制关系 .....	4
图 3 公司 2005 年-2014 年出书品种 .....	7
图 4 2006-2014 年公司出版物共获国家三大奖 76 项 .....	7
图 5 集团“走出去”区域分布图 .....	8
图 6 2005-2014 年公司版权输出品种 .....	9
图 7 2005-2014 年公司出版实物出版额 .....	9
图 8 2005-2014 年文化产品及装备进出口额 .....	10
图 9 公司新业态发展成果 .....	11
表 1 公司旗下参股及控股子公司 .....	4
表 2 公司行业影响力 .....	6
表 3 与公司业务相关的上市公司估值（单位：倍） .....	13
表 4 盈利预测表 .....	14

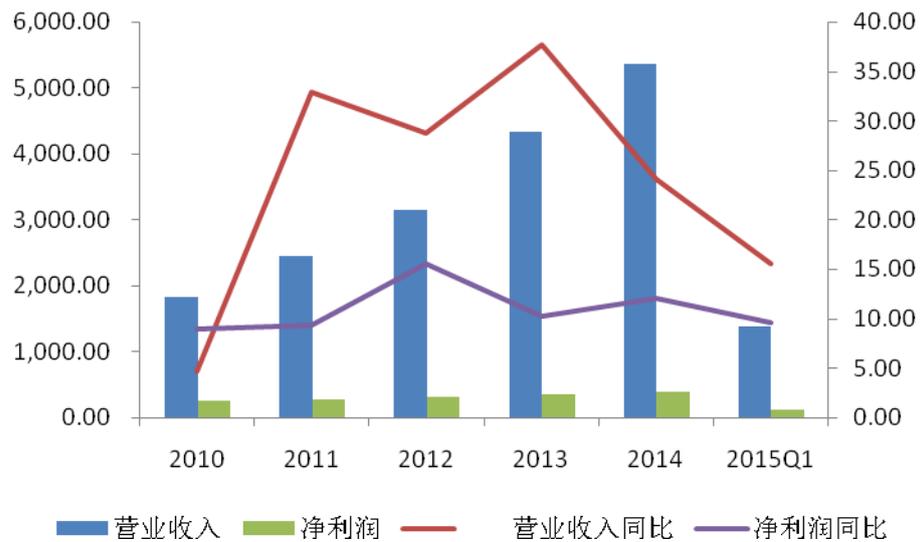
## 第 1 部分 公司概况

公司 2008 年实施了重大资产重组，通过定向发行股份方式购买安徽出版集团的旗下的出版、印刷等文化传媒类资产，资产重组后，公司主营业务由电子信息、光电一体化、环保化工等转变为出版传媒、印刷复制以及与其密切相关的高新科技研发与成果转化。公司的第一大股东也变为安徽出版集团，在全国率先以出版业务整体上市，成为出版主营业务净资产收益率最高，极具成长潜力和投资价值的文化传媒类企业。

### 1.1 公司上市以来的经营回顾

公司的主营业务为教材教辅及一般出书出版印刷。自上市以来，公司营业收入与净利润保持稳步增长。同时，在上市后，公司以自身优势为出发点，不断实现多元化，收入结构较上市之初发生了较大的变化。总的来说，公司自上市以来，利用上市主体的优势，主营业务的经营在同类企业中取得了较好的成绩。

图 1 公司上市以来的经营情况（单位：百万元 %）



资料来源：WIND 国元证券研究中心

### 1.2 公司股权结构

公司控股股东为安徽出版集团，持有公司 56.79% 的股权，安徽出版集团属于安徽省人民政府 100% 控股，因此，公司的实际控制人为安徽省人民政府。

图 2 公司的实际控制关系



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

上市公司旗下共有 52 家子公司，公司旗下出版社共 9 家 100%控股的出版社，涵盖了教育、少儿、文艺等几乎所有的出版领域，从公司的控股参股公司分布来看，公司的业务结构已经从单纯的出版业务，发展为数字、影视，幼教等领域。

表 1 公司旗下参股及控股子公司

被参控公司	直接持股比例	营业收入	净利润
安徽教育出版社	100.00	23,350.32	7,009.22
安徽新华印刷股份有限公司	95.48	52,120.86	1,680.03
安徽少年儿童出版社	100.00	23,510.79	4,049.23
时代新媒体出版社有限责任公司	100.00		639.64
时代出版传媒投资研发中心(上海)有限公司	72.60		138.57
北京时代华文书局有限公司	100.00		60.41
安徽旭日光盘有限公司	96.00		518.26
时代国际出版传媒(上海)有限责任公司	100.00		65.91
安徽时代雅视影视文化传媒有限公司	72.73		
安徽时代出版发行有限公司	100.00		108.69
安徽时代创新科技投资发展有限公司	100.00		1,050.02
安徽文艺出版社	100.00		1,032.33
安徽美术出版社	100.00		1,779.77
安徽科学技术出版社	100.00		521.31
黄山书社	100.00		2,521.70
安徽时代艺术品文化传播有限责任公司	60.00		
安徽人民出版社	100.00		578.35
安徽出版印刷物资有限公司	100.00		3,253.05
北京云景文化传媒有限公司	51.00		
安徽时代人民文化发展有限公司	100.00		
安徽时代漫游教育科技有限公司	70.00		
安徽唐科贸易有限公司	100.00		
安徽时代文化科技创业园管理有限公司	100.00		
合肥时代教育培训学校	100.00		

安徽新华票证印务有限责任公司			
安徽时代物资股份有限公司		138,250.46	1,315.16
合肥科大立安安全技术股份有限公司	19.28	12,154.11	678.43
安徽科技音像有限公司			
安徽时代新跨越教育管理有限公司			
上海大科物业管理有限公司			
合肥华丰印务有限公司		6,622.96	104.63
合肥时代教育职业培训学校	100.00		
安徽新德国际印务有限公司			
时代迈迈教育出版传媒武汉有限责任公司			
安徽中科中佳科学仪器有限公司			
合肥杏花印务股份有限公司		12,103.58	358.40
安徽时代漫游文化传媒股份有限公司	10.00		
安徽新华印刷设备技术服务有限公司			
安徽红蜻蜓杂志社			
安徽铭品泰文化传媒有限公司			
安徽芜湖新华印务有限责任公司		7,562.72	297.44
安徽时代创新物业管理有限公司			
安徽时代中佳科贸有限责任公司			
上海市中科大进修学院			
北京时代尚联文化传媒有限公司			
安徽画报社	100.00		
合肥优优文化传播有限公司			
安徽青苹果杂志社			
安徽时代辐化有限公司			
安徽时代聚能技术有限公司			
安徽时代可一出版物发行有限公司			
安徽教育网络出版有限公司			

资料来源：WIND 国元证券研究中心

### 1.3 公司行业影响力

公司自上市以来，斩获多项行业奖项，在主营业务、文化走出去、体制改革、上市公司等多方均获得了行业的认可，在业内树立了良好的形象，公司所获荣誉将为公司未来的业务拓展及转型提供便利。

表 2 公司行业影响力

2007-2013 年获“国家文化出口重点企业”
2008、2010、2011、2012、2013 年获“全国文化企业 30 强”
2008-2012 年获“全国文化体制改革优秀企业”
2008 年获“证券融资先进单位”
2009 年获“典型并购重组案例提名奖”
2009 年 4 家出版社入选“全国百佳图书出版单位”，入选比例、数量分列全国同行第 3、4 名
2009 年获“中国版权产业最具影响力企业”
2009 年获数字出版“全国出版示范企业”和“优秀作品”
2009 年获“典型并购重组案例提名奖”
2009-2013 年获“中国服务业企业 500 强”
2010、2012、2013 年获“中国上市公司诚信企业 100 强”
2010 年获“中国上市公司最具竞争力 100 强”
2010 年获“投资者关系管理 100 强”和“IR 进步奖”
2010 年获国家“高技术产业化示范工程”称号
2010 年获“安徽质量奖”
2010 年获“全国新闻出版行业文明单位”称号
2010、2011 年获“优秀省级认定企业技术中心”称号
2011 年获得中国上市公司综合实力 100 强
2011 年获得中国上市公司最具投资价值 10 强
2011 年获得首批“现代服务业创新发展示范企业”称号
2011 年获全国“新闻出版走出去先进单位”称号
2012 年获“国家认定企业技术中心”称号
2013 年获中国上市公司环境责任十佳企业
2013 年获安徽省产学研联合示范企业
2013 年获中国出版政府奖“先进出版单位”奖
2013 年被新闻出版广电总局认定为首批数字出版转型示范单位
2013 年获“中国上市公司最具社会责任感企业”称号

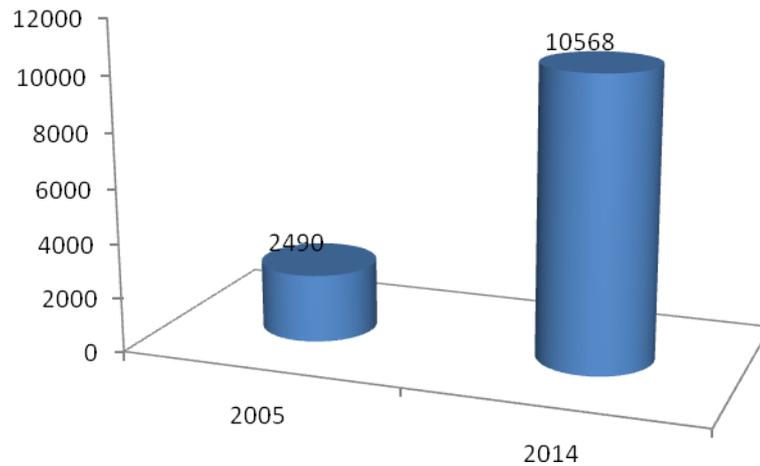
资料来源：公司调研 国元证券研究中心

## 第 2 部分 公司优势分析

### 2.1 出版主业稳健成长，经营成果突出

公司 2005 年出书品种为 2490 种，截至 2014 年年报统计数据，公司的出书品种已经达到了 10568 种，2014 年出书品种为 2005 年的 4.25 倍。9 年共 3 亿元出版发展基金支持重大出版工程和“走出去”工程；9 年共出版图书 7 万种，其中新版图书 2.6 万种，再版重印图书 4.4 万种，再版率达 63%，承担国家重大出版工程 300 余种；动漫图书《虹猫蓝色七侠传》系列销售突破 1600 万册，创全国之最。

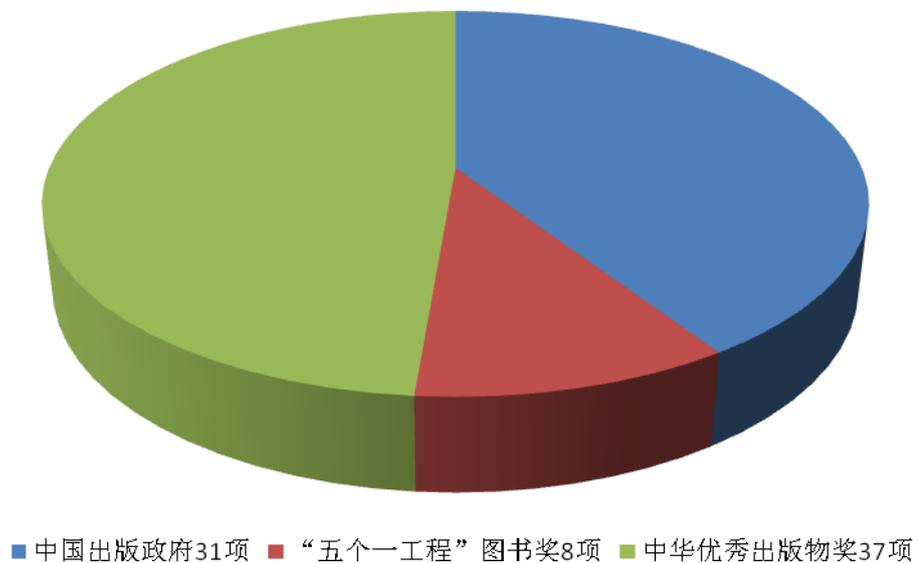
图 3 公司 2005年-2014年出书品种



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

四家出版社综合实力进入全国同类前五名,另有三家出版社进入全国前十名,2009-2014年,43个项目获得国家出版基金资助,资助总额5224.01万元,占安徽省获资助总数的80%以上,是唯一一家入选国家出版基金工作“集团标杆”的出版企业;2001年在北京成立时代华文书局。2013年5月,北京时代华文书局获批出版资质,时代出版成为全国第一家在外地设立出版机构并获得出版资质的出版集团。

图 4 2006-2014年公司出版物共获国家三大奖 76项



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

## 2.2 积极响应国家文化“走出去”战略,“走出去”硕果累累

集团公司积极响应国家文化“走出去”战略,大力拓展文化及文化装备等文化消费品的出口与国际合作,集团“走出去”发展涉及版权输出、合作出版、出版实物出口、文化及电

子传媒产品出口、境外创办实体、文化装备出口 6 大板块，辐射 100 多个国家和地区，主要全作国际项目有：1、与斯洛伐克 UMC 公司全作，设立出版传媒产业园，生产数字传媒产品；2、与俄罗斯奥廖尔州国家公务员学院合作建立新时代印刷公司并开民用工业设备升级项目，成为全行业唯一走出去并运营良好的印刷企业；3、与韩国三星公司作生产液晶光电项目；4、与全球最大的纸浆生产供应商之一智利 AROCO 公司合作，为集团长期提供稳定的纸浆资源；5、与澳大利亚大使馆合作举办澳大利亚文学周、成为中澳重要的文化交流活动与波兰马尔少维克出版社合作成立波兰时代-马尔少维克集团；6、开展图书、光盘与电子产品出口捆绑销售项目使中国文化产品直接进入欧美主流社会家庭；7、与法国、美国、波兰、埃及等地的境外文化出版机构开展图书合作项目、以双语同时出版《中法建交始末》《世界文化遗产概览》《中国红》《中国道路》《小康之路》等大型图书；8、与日本著名的学习研究社合作，为日本教务省提供《三国演义》漫画本，进入日本中小学图书馆；9、与黎巴嫩数字未来公司合作筹建合资公司，大力推动中国文化进入西亚。

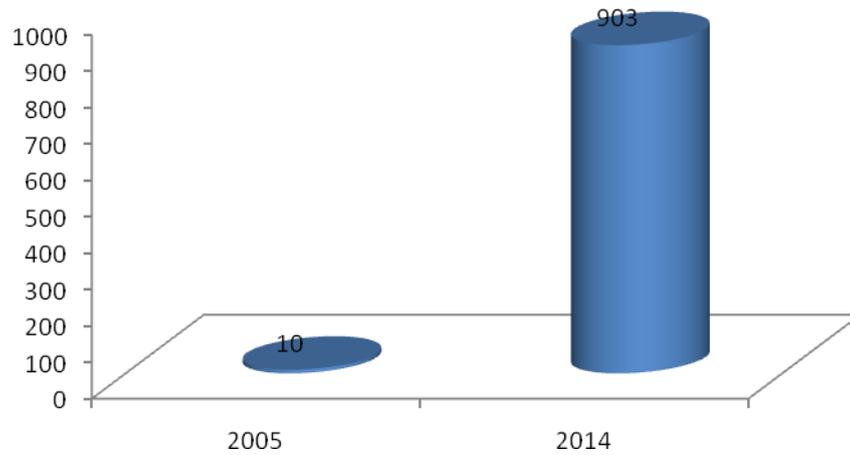
**图 5 集团“走出去”区域分布图**



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

集团公司与全球 50 多个国家和地区开展版权输出合作，9 年达成出版协议 4005 种，非华语地区占 57.3%。版权输出品种，从 2005 年的 10 种，到 2014 年已经达到 903 种，是 2005 年时的 9 倍。

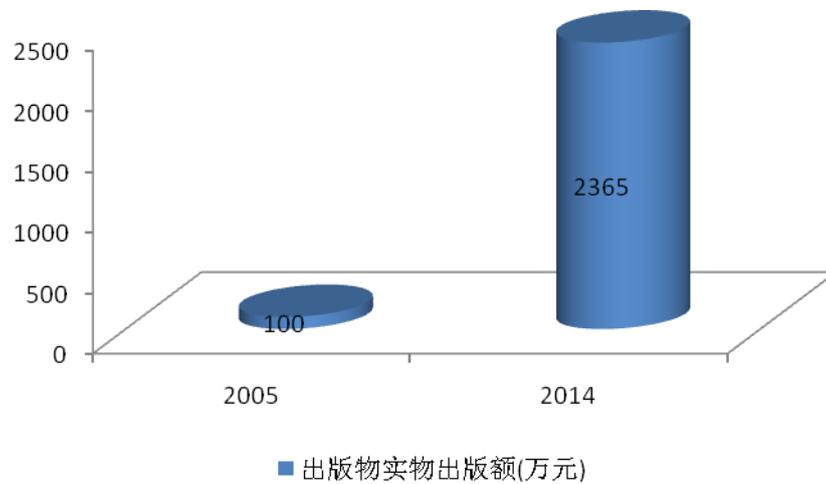
图 6 2005-2014 年公司版权输出品种



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

出版实物出口总计 1.93 亿元，欧美占 51.2%，2005 年出版实物出口额仅为 100 万元，2014 年已经达到 2355.84 万元，是 2005 年的 23 倍。

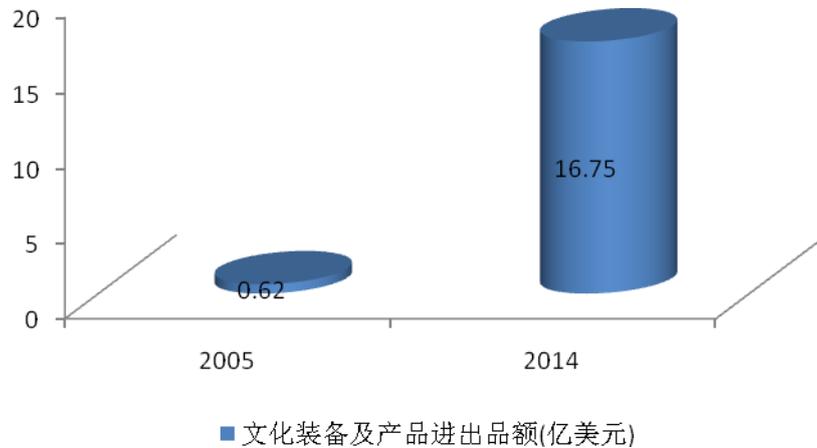
图 7 2005-2014 年公司出版实物出版额



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

文化装备及制造与进出口从无到有，共达 61.25 亿美元，2014 年文化产品及装备进出口额已经为 2005 年时的 27 倍。

图 8 2005-2014 年文化产品及装备进出口额



资料来源:公司公告 国元证券研究中心

在俄印刷厂每年销售收入 5500 万元人民币，利润率由建厂时的 1.5% 增长至 9%，2014 年印刷贸易额出口额超 2200 万元，每个出版社均设有对外合作部门，专职国际出版合作。

### 2.3 多元化拓展新媒体业务，积极拥抱“互联网+”

在巩固公司省内教材业务的同时，在教育从线下转到线上的必然趋势下，公司也积极拥抱互联网，发展在线教育。公司代理人民教育出版社“人教数字校园”教学平台，并积极将该平台与公司“时代教育在线”数字平台相融合，被人教社授予年度“开拓先锋”奖。

#### (1) 时代教育在线：数字教育出版模式的转型探索

公司积极打造数字教育平台——时代教育在线，依托丰富的教育内容和出版资源，根据不同需求，为老师、学生和家长提供网络学习资源和交流平台，形成从内容到服务的“一站式”出版运营模式。时代教育在线在聚集名校、名师优质教学资源的基础上，打造“智慧校园”应用产品，为老师提供微课等教学资源的个性化应用，为学生提供“翻转课堂”应用，为家长提供孩子学习动态，实现日常教学与专属网络学习空间的有效结合，实现学生与老师之间的教学互动，创新教学模式。通过为学校搭建学校网络社区，实现教育资源和信息的“校校通”、“班班通”和“人人通”。目前时代教育在线拥有正版电子图书近 5 万种、试题 15 万余道、多媒体教育资源容量近 5T。凭借优质资源和创新设计，时代教育在线得到了安徽省教育主管部门的充分认可，其参建的安徽省基础教育资源应用平台，目前已覆盖安徽省 16 个地市近 2 万所学校，初期已有 30 万教师和 15 万学生试用。

#### (2) 时光流影 TIMEFACE：立足出版 打造跨界社交平台

公司重点打造的跨界互联网社交数字平台——“时光流影 TIMEFACE”，融入图片、文字、视频、音频，打造不断聚集文化资源、积累与传输内容、互动交流信息的出版传媒数据库，满足用大数据和云计算生产传媒产品的需要，着眼云编辑、云出版、云印刷一体化生产，自主研发的 POD 技术（自出版）“半秒一键成书”，填补按需出版和印刷产业空白。目前注册用户不断增长，日点击量 5 万多次，日上传图片数万张，日最高印刷 2000 多本时光书，出版内容资源大量积聚。与安徽联通、安徽移动、安徽电信等三大运营商展开全方面合作，在 9 个国家和地区设有“海外时光站”。

报告期内，“时光流影”成功入选由中国出版协会权威发布的《2014 年度出版业年度报告》“2014 中国出版业十件大事”和《中国新闻出版报》评选的“2014 年出版发行年度创新十强项目”。“时光流影”2.0 版本已于 2015 年 1 月 16 日上线，开通微信时光书功能，实现将微信朋友圈个人记录内容一键打印，任意排版，个性定制。微信时光书是“时光流影”平台依托核心“一键成书”功能的延伸产品，平台成功将计算机网络技术、数据库技术、自动排版和印刷技术融为一体，实现个人社交软件和平台数据的挖掘和整合。此功能产品的开发极大丰富了平台的功能模块，给用户带来全新的使用体验，受到广大用户的积极使用和一致好评。未来该平台还将推出时光圈，增加平台的社交及互动功能。

**图 9 公司新业态发展成果**



资料来源：公司调研 国元证券研究中心

**(3) 时代漫游“豚宝宝”：文化、教育、玩具融合发展的新典范**

公司所属时代漫游围绕产品创新与渠道开拓，开发完成国内领先的同时适配于移动互联网终端和传统数字终端的幼儿全媒体电子教材“豚宝宝系列”。“豚宝宝系列”是一套基于触控感应与智能交互技术开发的幼儿园全媒体教材，以优越的课程品质、独

有的交互式教学体验受到行业和市场的高度关注和认可。截止报告期末，“豚宝宝”互动电子课程深度合作的优质幼教经销代理客户有 50 家左右，覆盖全国 13 个省及直辖市，遍及安徽、四川、山东、河南、吉林、贵州、山西、黑龙江、陕西、江西、山西、江苏、上海等地的 500 多家终端园所。同名 IPTV 产品覆盖江苏、上海等 7 省（市）。目前，时代漫游正在积极开发衍生产品“豚宝宝妙趣盒”，把玩具、纸书、动画和交互软件融为一体，包装成全媒体家庭教育套餐的创意之作。2014 年已完成三个系列 22 个品种的周边系列产品。2015 年将以妙趣盒升级产品的形态面世并实现全网运营。不仅如此，时代漫游力争打造线上线下互动融合的商业模式，策划早教中心，实现线下实体店的落地运营。

#### （4）强化立体出版概念，稳步拓展影视业务

2014 年，公司参与投资拍摄的电视剧《我的老婆大人是八零后》正式开拍，该剧时代特色鲜明，生活气息浓郁，加上张嘉译、李小冉、杜淳等一线明星加盟，引起网友和观众的广泛关注，未播先火，被网友推荐为“2015 最值得期待的电视剧”，该剧目前已处于后期制作阶段。大型纪录片《天下徽商》、纪录片《抗战名将录》、传记电影《吕玉兰》和《班超》等一批影视剧都处于筹拍或开拍阶段，影视产业板块初步形成。公司未来将推动各类精品图书、重点图书与影视的互动运营，重点挖掘、策划、开发影视版权资源。

## 第 3 部分 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

根据我们对公司的调研分析，公司目前主业稳定，新业务拓展方向也非常多元化，但新业务未来三年对公司盈利的贡献依然是非常有限的，因此，我们认为，公司未来三年的增长仍将保持相对稳定的现有增速，同时期待新业态的拓展给公司带来的弹性的释放。

根据我们的预测，我们预计，公司 2015/2016/2017 年将实现基本每股收益分别为 0.88/1.03/1.26 元，对应 2015/2016/2017 动态 PE 分别为 30/24/20 倍。

### 3.2 投资建议

从相关上市公司的估值水平来看，公司目前估值水平相对合理，相对整体 A 股（剔除大于 500 数值的公司）2015 年 72 倍的动态 PE 来说，公司具有绝对高的安全边际。

表 3 与公司业务相关的上市公司估值（单位：倍）

证券代码	证券简称	2015	2016	2017
000793.SZ	华闻传媒	30	26	24
300148.SZ	天舟文化	78	62	50
600373.SH	中文传媒	31	24	19
600551.SH	时代出版	30	24	20
600633.SH	浙报传媒	47	40	34
600757.SH	长江传媒	32	27	
600880.SH	博瑞传播	55	41	36
601098.SH	中南传媒	26	21	17
601801.SH	皖新传媒	28	24	19
601928.SH	凤凰传媒	32	27	20

资料来源:WIND 国元证券研究中心

我们认为，公司目前的在值水平，没有隐含任何改革和业务转型所带来的爆发性预期，目前估值合理，给予“推荐”的投资评级。



资料来源：国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)