

万企达 (830850) 批发与零售

—国内办公设备行业龙头型企业

投资评级 持有 评级调整 无 收盘价 12.91 元

投资要点:

※ 公司销售网络遍布全国的国内办公设备行业龙头型企业

公司自成立以来,一直致力于打印机、复合机和多功能一体机等文件处理设备、耗材以及视频会议设备等的销售及服务业务,通过自有及合作的销售服务网络,为上游设备制造商销售文件处理设备、耗材以及视频会议设备等产品并提供与销售设备相关的技术支持和营销支持等服务,为下游销售服务商提供销售管理软件开发服务,同时为下游客户提供设备售后维护、技术支持等相关服务,并为部分视频会议用户提供软件系统集成等综合服务。目前,公司在南京、北京、上海、武汉、福州、郑州、青岛、乌鲁木齐等全国 26 个城市设立 26 家全资子公司、分公司,业务范围已覆盖了华北、华中、华东、华南、东北、西南、西北部地区,形成了全国性的销售服务网络。公司与全球多家大型办公设备品牌厂家达成代理合作协议,代理的品牌涵盖了爱普生、富士施乐、三星等打印机、多功能一体机品牌,夏普、东芝、理光、京瓷、柯尼卡美能达、富士施乐等复合机品牌,以及夏普等液晶触摸屏品牌。在进行线下销售的同时,公司积极谋求与电商合作,公司已与苏宁易购、京东商城等建立了战略合作关系。

※ 公司已形成多品牌代理、多区域销售覆盖的销售及服务提供商

对于成功实现多品牌经营、多区域发展的销售及服务提供商来说,在同行业中逐步形成了显著的竞争优势。首先,上游设备制造商之间的充分市场化竞争为下游有一定规模的销售及服务提供商提供了进一步发展壮大的机会;其次,随着行业竞争的不断加剧,规模较小的单品牌及单区域文件处理设备以及视频会议设备销售及服务提供商的市场空间将不断缩小,大型的多品牌、多区域及多层次的文件处理设备以及视频会议设备销售及服务提供商的市场份额将不断扩大,并成为行业利润的主要分享者。

※ 估值与投资建议

根据公司发展规划,2015 年公司销售收入将保持 5 亿元人民币以上的规模。。我们假设,公司 2015 年将实现营业收入 5 亿元,假设 2015 年销售净利率为 5%,2015 年净利润 2500 万,对应 2015 年动态 PE 为 31 倍,作为新三板的公司,从流动性等方面的因素考虑,我们认为,公司的估值偏高。

发布时间:2015 年 04 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	15.62/4.5
上证指数/深圳成指	4441.64/14818.64
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	5
股息率	

基础数据

流通股(百万股)	18
总股本(百万股)	58
流通市值(百万元)	230
总市值(百万元)	760
每股净资产(元)	
净资产负债率	

股东信息

大股东名称	童伟
持股比例	44.95%
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: zoucui@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)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 公司销售网络覆盖全国主地区	3
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司的主要产品及消费群体	4
第 2 部分 行业及公司竞争力分析	5
2.1 行业稳步增长，集中度有待进一步提高	5
根据目前行业现状，其未来发展具有以下特点：	5
2.2 公司竞争力分析	6
2.3 公司发展战略	7
第 3 部分 估值与投资建议	10
第 4 部分 风险提示	10

图表目录

图 1 公司及其子公司、分公司签约下级经销商布局	3
图 2 公司股权结构图	4
图 3 公司 2014 年大事记	9
表 1 公司产品及服务的主要消费群体	5

第 1 部分 公司概况

公司自成立以来，一直致力于打印机、复合机和多功能一体机等文件处理设备、耗材以及视频会议设备等的销售及服务业务，通过自有及合作的销售服务网络，为上游设备制造商销售文件处理设备、耗材以及视频会议设备等产品并提供与销售设备相关的技术支持和营销支持等服务，为下游销售服务商提供销售管理软件开发服务，同时为下游客户提供设备售后维护、技术支持等相关服务，并为部分视频会议用户提供软件系统集成等综合服务。

1.1 公司销售网络覆盖全国主地区

目前，公司在南京、北京、上海、武汉、福州、郑州、青岛、乌鲁木齐等全国 26 个城市设立 26 家全资子公司、分公司，业务范围已覆盖了华北、华中、华东、华南、东北、西南、西北部地区，形成了全国性的销售服务网络。公司与全球多家大型办公设备品牌厂家达成代理合作协议，代理的品牌涵盖了爱普生、富士施乐、三星等打印机、多功能一体机品牌，夏普、东芝、理光、京瓷、柯尼卡美能达、富士施乐等复合机品牌，以及夏普等液晶触摸屏品牌。在进行线下销售的同时，公司积极谋求与电商合作，公司已与苏宁易购、京东商城等建立了战略合作关系。

图 1 公司及其子公司、分公司签约下级经销商布局



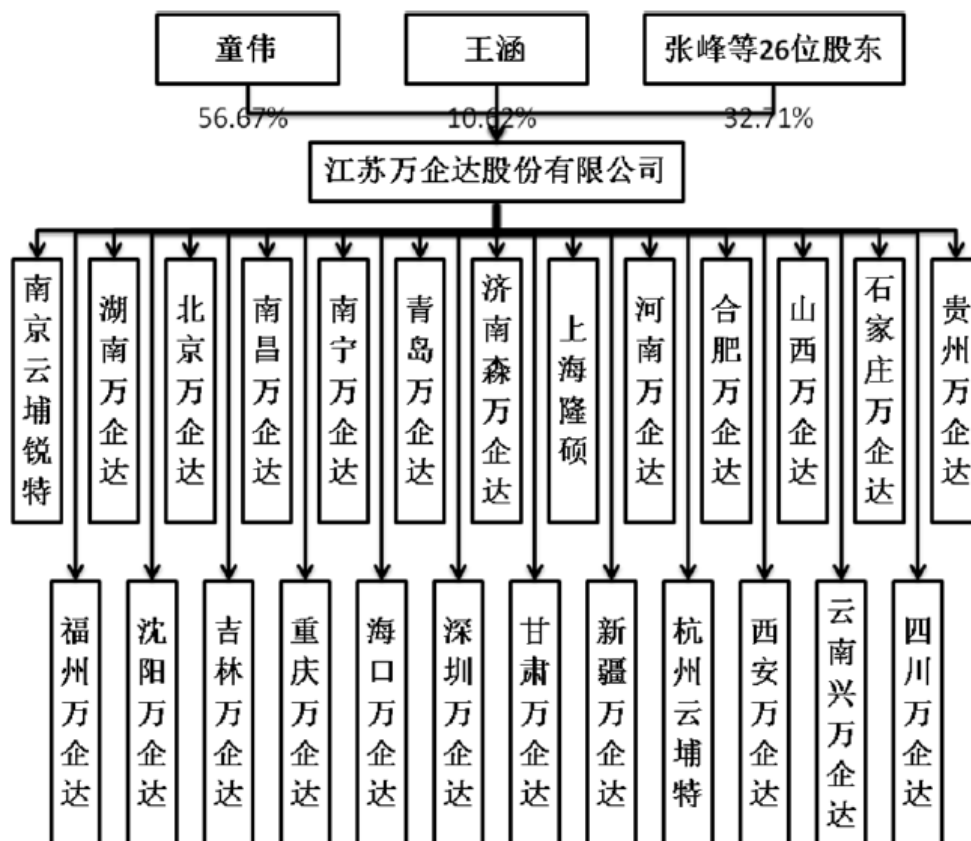
资料来源：WIND 国元证券研究中心

公司作为国内最大的办公设备及耗材销售服务供应商之一，经过数年的建设，构架了覆盖全国的销售服务网络，并在这个网络的基础上，通过分销、直销、电商业务等模式，为用户提供全系列文件处理设备及耗材、视频会议设备和标准化服务。

1.2 公司股权结构

童伟控制公司 56.67%的股份，为公司的控股股东。近两年，童伟近两年，童伟控制公司股份均超过 50%，为公司实际控制人，未发生变化。

图 2 公司股权结构图



资料来源:公司年报、国元证券研究中心

1.3 公司的主要产品及消费群体

公司的产品覆盖几乎所有的办公设备及耗材，以及系统集成及软件服务，主要消费群体面向党政府机关、科研院所，工厂学校中小企业等大部分办公及家庭场所。

表 1 公司产品及服务的主要消费群体

产品类别	产品或服务	功能和用途	消费群体
办公设备 及耗材	文件处理设备 及耗材	文件处理设备包括打印机、复合机和一体机等。打印机和复合机用于计算机内信息在纸质媒介上的输出，复印机则具备纸质媒介上信息拷贝的功能。一体机、碎纸机是其他相关设备。	中小企业、党政机关、工厂院校、家庭等需要文件处理的终端客户
	视频会议设备	视频会议设备包括液晶触摸显示屏、计算机及其配套软件。主要用于会议文件的显示和编辑、会议视频的播放和互动。	科研院校、党政机关、中小企业等需要会议或教学显示的终端客户
系统集成 及其他	系统集成	系统集成包括为匹配视频会议设备而为用户提供的软硬件配套。	科研院校、党政机关、中小企业等需要会议或教学显示的终端客户
软件销售 及服务	云埔锐特城市 联盟集中采购 软件 V1.0	采用移动互联网技术，实现了制造商和销售服务商之间多品种产品在移动互联网平台上的实时查询、订购、结算，成为制造商、销售服务商在业务上的有力工具。	办公设备制造商、销售服务商

资料来源：招股说明书 国元证券研究中心

第 2 部分 行业及公司竞争力分析

2.1 行业稳步增长，集中度有待进一步提高

近年来，我国文件处理设备销售及服务行业市场规模呈稳定增长态势，2012 年中国各种品牌复印机市场销售量约为 65.8 万台，与 2011 年同期相比增长 4.94% 左右；彩色复印（含多功能）设备市场销售量大约达到 84600 台左右，与 2011 年同期相比增长 35.8% 左右；多功能复合机市场年销售量大约达到 35.6 万台，与 2011 年同期相比增长近 21.9% 左右。

据中国文化办公设备制造行业协会信息显示，2012 年全国打印机生产企业 54 家，年总产量为 5059 万台，与 2011 年的 5518 万台同比减少 8.31%。与打印机市场状况相适应，国内复印（打印）用耗材行业也得到了相应的发展。从 2008 到 2012 年中国复印（打印）耗材市场销售额年均增长约 14.2%，由 2008 年的 357.2 亿元增长到 2012 年的 602.2 亿元。

在行业规模不断扩张的同时，我国文件处理设备以及视频会议设备销售及服务行业总体上仍呈现企业规模较小、经营区域单一、代理品牌单一的经营格局，文件处理设备以及视频会议设备经销商数量众多，行业集中度低。对单一品牌、单一区域市场的高度依赖在一定程度上影响了行业总体盈利水平的提升，对行业的总体服务水平也造成了不利的影响。越来越多的企业面临着发展瓶颈，难以实现多品牌、跨区域的规模化经营。

对于成功实现多品牌经营、多区域发展的销售及服务提供商来说，在同行业中逐步形成了显著的竞争优势。首先，上游设备制造商之间的充分市场化竞争为下游有一定规模的销售及服务提供商提供了进一步发展壮大的机会；其次，随着行业竞争的不断加剧，规模较小的单品牌及单区域文件处理设备以及视频会议设备销售及服务提供商的市场空间将不断缩小，大型的多品牌、多区域及多层次的文件处理设备以及视频会议设备销售及服务提供商的市场份额将不断扩大，并成为行业利润的主要分享者。

根据目前行业现状，其未来发展具有以下特点：

1、行业集中度将不断提高

现阶段我国文件处理设备以及视频会议设备经销商数量较多，企业规模普遍较小，行业集中度低，行业竞争激烈，文件处理设备以及视频会议设备经销商依赖设备的进销差价来获利的空间将越来越小。一些业务规模较小的企业由于抗风险能力差，生存状态不断恶化，这将为业内拥有规模优势的企业提供较好的行业整合机遇。

业内领先企业随着业务规模的扩大，逐步突破单一区域的销售限制。跨区域经营有利于销售及服务商建立覆盖全国主要市场的渠道体系，充分发挥协同效应，降低管理成本，在市场竞争中处于有利地位。

针对销售及服务商经营的文件处理设备以及视频会议设备品牌较为单一，对上游制造商存在严重的业务依赖，影响了这类销售及服务商的盈利能力。业内领先企业将不断增加代理产品的品牌数量，进行产品资源的整合，利用同一销售渠道实现多品牌营销策略，一方面有利于降低单位品牌的经营成本费用，实现规模效应；另一方面，也有利于增强我国文件处理设备以及视频会议设备销售及服务商与上游制造商之间的议价能力，提升行业的总体盈利空间和经营的安全边际。

2、服务质量将成为企业未来竞争成败的关键

打印机、复合机等文件处理设备，由于存在一定量的易损零配件且使用习惯存在差异等原因，因此需要专业技术和服务人员在设备销售后提供持续的、定期的维护和服务。

此外，伴随着终端客户类型的日益丰富，越来越多的终端客户对文件处理设备的功能提出了各种各样的个性化需求，如何更好地将终端客户的文件处理设备与其内部的办公流程管理、成本管理、文件安全管理等诸多其他方面管理程序有效结合起来，将需要文件处理设备服务商具备提供个性化的软件设计以及信息系统整体解决方案的能力。同时，投入使用的文件处理设备存量越来越大，为后续服务的增长提供了广阔的市场空间。

在未来的文件处理设备行业中，销售及服务商将不再单纯依靠进销差价和销售返利而获利，未来的竞争将围绕在如何为越来越大的存量市场终端客户提供更贴身的、更个性化的高质量服务开展，服务的质量将成为企业在未来竞争中成败的关键。

2.2 公司已经形成多品牌、全区域、多品牌等先发优势

1、公司规模优势

公司成立以来，一直致力于办公设备及相关产品的销售服务业务。经过多年的努力，公司已形成“多产品多品牌组合、全模式全区域覆盖”的业务格局，成功突破了代理的品牌限制、产品的类别限制、业务的地域限制、销售模式的行业限制。公司在积极与全球主要办公设备品牌厂商开展业务合作的基础上，在全国范围内全面布局，不断壮大公司业务发展的广度和深度，立足于更好地服务于市场、服务于客户，努力为客户“创造完美办公生活”。

多产品

公司不断新增代理产品、定制产品，公司的产品结构已完全涵盖了以打印机、复合机为主的文件处理设备类产品，以专业液晶触摸屏为主的视频会议设备类产品，以打印机、复合机耗材为主的消耗材料类产品，以及与租赁、分销模式相配套的软件。

(2) 多品牌

随着公司经营规模逐年扩大，产品不断丰富，公司不断新增代理品牌数量，拓宽代理品牌产品的类别。报告期内，公司新增了奔图、松下和格之格等国内外品牌，现代理的品牌产品涵盖了三星、富士施乐、奔图等打印机品牌，夏普、东芝、理光、京瓷、富士施乐、柯尼卡美能达等复合机品牌，夏普液晶触摸屏品牌，帝倍、统印、格之格等消耗材料品牌。公司已经完全具备能为客户的办公相关需求提供专业、便捷的销售支持和售后维修服务的能力。

(3) 全模式

公司在保持传统经营模式的同时，发展创新了租赁模式，将设备销售与耗材销售、维修服务结合起来，向全国省市县三级网络的万企服务网提供租赁模式的销售。公司还与京东商城、苏宁易购等电子商务平台展开合作，创新了办公设备行业分销、直销的传统经营模式，在为终端用户提供统一价格商品、标准化服务的同时，在电子商务模式的产业链上占据了终端落地服务的关键环节，从而实现了线上线下销售服务的全模式渗透。

（4）全区域

公司在不断新增代理品牌数量、不断增加销售服务产品类别的同时，努力推广全系列办公设备及消耗材料在全国范围内的业务。截至 2014 年 12 月 31 日，公司在南京、北京、上海等全国 28 个城市设立了 28 家全资子公司、分公司，并与超过 500 家地市级、县级销售服务商签订加盟合作协议，形成了三级覆盖、全国性的销售服务网络。

2. 公司服务优势

（1）标准化

公司通过发展、培训、考核和认证万企服务网加盟商的工程师，在全国的万企服务网中普及和推广“按印计费、全包服务”的标准化服务。报告期内，认证工程师人数已突破千人。

（2）全覆盖

报告期内，公司通过华北、华中、华东、华南、东北和甘肃、陕西、四川等西北部地区的子公司、分公司，及其签约的下级经销商，将标准化的办公设备服务覆盖到全国大部分地级市，并向县级市延伸。预计在 2015 年内，加盟商数量超过 1500 家，完成地市县三级城市的服务全面覆盖。

（3）及时性

公司针对办公设备及视频会议设备等需要门对门现场维护、维修服务、市场需求等特征，建立标准化服务流程，并将流程落实到“万企网租赁服务软件”上。在该流程中，终端用户的维修投诉传递到公司客服，客服将服务要求固化在服务单中，发送到签约销售服务商，并监督、跟进服务质量。公司服务流程实施以来，达到了“2 小时响应、8 小时到位、24 小时解决”的要求，确保了客户的服务需求及时得到满足。

3. 公司规模优势 作为一家具备全国性销售服务网络的办公设备销售服务企业，公司能够获取上游包括办公设备制造商在内的更多的产品代理权、独家的甚至定制的机型和配套耗材、更大的甚至是全国的销售区域、更优惠的合作政策和更长期稳定的合作关系，同时能够整合分销渠道中包括电子商务平台、各级销售服务商在内的企业资源，还能够争取下游包括大型企业、集团企业和中央政府集中采购等在内的大订单及其对应的行业客户资源。报告期内，公司与奔图达成定制机代理合作，并与三星合作，承接了中移动全国各地子公司、分公司的办公设备配送、安装、培训和售后服务。 4. 公司经营管理优势 2014 年 7 月 14 日，公司在全国中小企业股份交易系统挂牌以来，严格按照股转系统的各项要求来规范公司治理。并在组织机构设置、子公司设立、内控机制建立和实施等各方面严格执行公司规章制度，获得了中国质量认证中心颁发的 ISO9001:2008、GB/T 19001-2008 质量管理体系认证证书。2014 年 12 月，公司在第一财经首届新三板企业“华新奖”评选中荣获“最具成长前景奖”。

2.3 公司发展战略

通过遍布全国各地的子公司的宣传和组织，报告期内公司与超过 500 家销售服务商签订万企服务网加盟协议，并保持了稳定的合作。万企服务网加盟商数量随着公司业务不断发展而逐月增加，预计在下一个报告期将超过 1500 家，从而覆盖全国省地市县三级的大部分区域。公司及其全资子公司、万企服务网加盟商所形成的销售服务网络，是公司当前核心竞争力所在，各子公司、分公司在业绩承诺协议等的约束下，将为公司下一个

报告期的财务计划的完成提供有力保障。同时，公司将发挥优势、顺应趋势，大力发展软件销售服务、租赁模式销售和 O2O 销售服务。

万企网租赁服务软件的销售服务

在现有软件系统基础上，公司将结合最新物联网技术，努力拓展万企网租赁服务软件的性能，争取逐步实现销售服务商管理的自动化、办公设备的物联网化及维修服务的智能化，实现传统的商品销售模式到全新的软件服务模式的转变。

租赁模式销售

借鉴发达国家和经济发达地区的租赁模式经验，不断完善和升级现有租赁模式，并将租赁和服务落地到终端用户，配合按印付费、全包服务的推广，在全国范围实现办公设备的租赁销售。

(3) O2O 销售服务

电子商务的快速发展和普及是商业社会不可逆转的大趋势，公司将充分发挥覆盖全国的销售服务网络的核心优势，与各大电商平台进行 O2O 合作，将资金占用大、利润微薄的销售环节逐步转移到线上去，将利润高、发展空间巨大的耗材与服务落实到线下来。

图 3 公司 2014 年大事记



2014 年 7 月，万企达在全国中小企业股份转让系统挂牌。11 月公司股票转做市交易，交投活跃，成交量当月排名做市股票前十位。



2014 年 7 月，万企达联手三星中国，在南京召开了万企服务网全国大会，全面进军 A4 中高速产品。



2014 年 8 月，万企达投资设立广州、呼和浩特子公司，截至 12 月 31 日，由 28 家子公司构成的核心网络完成对全国的覆盖。



2014 年度，万企达与奔图、松下达成合作，定制奔图 P2090 打印机、M6002 多功能机，总代理松下 1665 等多功能一体机产品。



2014 年 9-12 月，万企达于全国各地召开 24 场软件+租赁创新模式巡回宣传会议，到会加盟商共约 1090 家。



2014 年 9 月，公司研发的“万企网租赁服务软件”系统成功上线并通过软件认证，截至年末，软件销售额突破 300 万元。

资料来源:公司公告 国元证券研究中心

第 3 部分 估值与投资建议

根据公司发展五年规划，下个报告期内，公司将实施以下计划并达到相应的目标：1. 稳定销售量、保持一定传统办公设备销售市场占有率 公司将继续保持行业龙头地位，通过打印机、多功能一体机、复印机等批发零售业务建立和稳固与上游设备制造商以及下游销售服务网络的合作。预计下一个报告期内，公司销售收入将保持 5 亿元人民币以上的规模。2. 转变业务模式，从批发逐步转向租赁、以及软件研发、销售和服务，确保净利润保持高增长目标 公司在大力发展加盟商网络的基础上，将继续保持租赁模式的推广，通过省地市县三级同价的万企服务网政策，大力扶持加盟商实现销售模式向租赁、抄表模式转型，并通过持续不断地升级软件系统，为加盟商提供和终端用户提供新模式所需的低成本的信息和技术服务。预计下一个报告期内，公司软件销售和服务收入带来的净利润占比将提高到 50%，实现批发向软件研发销售转型。3. 保持公司核心竞争力，在完成万企服务网全覆盖的基础上，实现万企服务网的标准化、智能化服务。

根据公司的发展规划，我们假设，公司 2015 年将实现营业收入 5 亿元，假设 2015 年销售净利率为 5%，2015 年净利润 2500 万，对应 2015 年动态 PE 为 31 倍，作为新三板的公司，从流动性等方面的因素考虑，我们认为，公司的估计偏高。

。

第 4 部分 风险提示

1、无法持续获得设备制造商销售代理权的风险

公司与主要供应商之间的经销协议一般为一年一签或三年一签，虽然公司目前业务发展情况良好，与主要供应商之间的合作关系稳固，且有多家供应商表达合作意向，但是仍不能排除因公司未来经营情况下滑、主要供应商销售政策改变或公司与供应商的谈判策略变动等原因，公司未与主要供应商续签经销协议。因此，公司存在无法持续获得供应商销售代理权的风险。

2、签约销售服务商提供的销售服务难以规范的风险

在办公设备销售方面，尽管规范的授权代理商的发展很快，但是由于存在多级分销层次，且对终端用户实现销售的分销商的销售人员数量较多，其服务水平、服务意识通过有效的培训达到规范化、标准化存在一定难度，服务水平难免存在差异。因此，公司打造的全国覆盖的办公设备销售服务网络，地市县三级的签约销售服务商存在服务较难统一、规范的风险。

3、无法获得销售返利的风险

办公设备制造商一般均会结合采购指标完成情况等因素给予公司一定比例的销售返利，同时还会给予淡季促销、直销大单等协议中没有明确约定返利比例的其他临时性返利。因此，办公设备制造商所执行的返利政策对公司的经营业绩构成了一定的影响。销售返利实质是公司进销差价的组成部分，是供应商为巩固销售合作关系、稳定零售价格体系而采取的一种商业惯例，本身具有一定的粘性。公司通过不断新增代理产品和代理品牌，扩大合作的办公设备制造商的范围，降低对任何单一供应商的依赖程度，在一定程度上化解了部分供应商返利政策变动给公司所带来的经营业绩的影响。尽管如此，如果未来办公设备制造商的销售返利政策发生趋势性的变化，或者公司未来的业务发展不再能满足届时签订的代理商协议中约定的取得销售返利的条件，公司存在无法获得部分或者全部销售返利的风险。

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	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
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	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
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	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
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
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。

免责条款：

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