

传媒/出版发行

2021H1 图书零售数据点评

维持评级

报告原因：数据点评

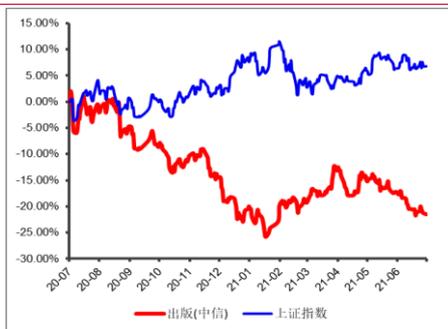
图书市场恢复性增长，主题出版、网文纸书等品类热销

看好

2021年7月20日

行业研究/点评报告

中信出版发行指数市场表现



【山证传媒】行业数据点评报告：图书零售市场全面复苏，主题出版将为亮点

【山证传媒】图书市场2020年复盘：网店驱动、实体回暖，20Q4市场销售增速回正

分析师：徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

报告要点

➢ **图书零售市场低基数效应下呈现恢复性增长。**2021年上半年图书零售市场继一季度回归两位数增长通道后继续保持增长，北京开卷监测数据显示，市场销售码洋规模为361.3亿元，同比增长11.45%。

➢ **网络渠道增速放缓，实体书店尚处恢复中。**网店渠道整体保持正向增长，但增速3.06%有所放缓，其中短视频电商在主播带货逻辑下销售头部更集中，平台电商销售较为均匀，自营电商品类更全面，销售偏尾部。实体店渠道延续一季度大幅增长态势，整体增幅达51.83%，但相较于2019年同期规模仍下滑20.08%，其中三线城市书店相较于2019年的降幅更低，再次验证了我们认为的低线及下沉市场更具增量潜力。

➢ **主题出版码洋占比显著上升，少儿回落但仍具潜力。**2021年上半年少儿、教材教辅、社科、文学四大品类合计码洋市场份额达87.08%。其中社科类图书码洋受主题出版热潮带动比重显著上升，码洋占比达27.18%，同比上升4.43pct，且占比高于2018年至2019年同期水平。少儿图书高基数下正常回落，市占率为27.73%，较2020年同期下降3.21pct；教材教辅稳健增长，码洋占比20.04%，较2020年同期上升0.69pct，较2019年同期上升4.43pct。文学类图书市场整体表现欠佳，但网文纸书销售再次迎来销售高峰。

➢ **图书整体定价小幅上涨，短视频电商渠道折扣最低。**据中金易云监测数据，2021年上半年图书市场整体定价为41.94元，较2020年同期增长1.79%。其中科学技术类平均定价最高，为64.84元，且增幅最大，较2020年同期增长13.34%。上半年实体店折扣率保持较高水平，上半年为91折；网店整体渠道折扣为57折，较2020年60折水平进一步下降，其中短视频电商折扣率最低为40折。中小学幼儿园教材及教辅等K12教育类、科学技术类等图书折扣水平普遍较高，马列、心理自助、教育、少儿和综合图书类的折扣水平低于网店整体。

➢ **投资建议：**2021年上半年图书零售市场低基数效应明显，市场整体呈现反弹，尤其在实体店强势复苏与主题出版、网文纸书热销等因素带动下为市场整体带来增量；疫情防控稳定下，中小学开学时间保持正常，预计上半年教材教辅市场继续保持稳定态势。因此我们延续对出版上市公司上半年业绩边际改善的预判。下半年主题出版热潮有望延续，带动社科类图书销售码洋增长；少儿图书、学生读物等有望受益于暑期档及下半年电商销售活动等获得恢复性增长；中长期来看，网络渠道维持低折扣水平下对线上增量用户及图书消费的刺激效应或会减弱，内容驱动及品质化、精准化渠道营销销售童书、教育及学生阅读等类型图书消费的人口红利有望延续，下沉市场的消费潜力或持续释放。目前CS出版行业整体市盈率仅11.5倍，处近一年估值6.34%分位点且显著低于行业整体估值，国有龙头出版集团及民营龙头图书公司21PE处于7倍-20倍区间。我们认为出版作为具有稳健业绩、分红持续的细分板块具有一定投资价值，而龙头出版集团、出版社及图书公司具有精品化内容矩阵优势及生产能力，建议关注中信出版、新经典、中国出版、中南传媒、凤凰传媒等。

➢ **风险提示：**图书销量下滑；盗版侵权风险；知识产权纠纷风险。

目录

一、 图书零售市场数据详评	4
二、 投资建议	12
三、 风险提示	12

图表目录

图 1：2021 年上半年图书零售市场码洋规模增速	4
图 2：2021 年上半年网店渠道码洋规模增速	4
图 3：2021 年上半年不同网店渠道销量码洋分布	5
图 4：2021 年上半年不同网店渠道销量码洋贡献	5
图 5：2021 年上半年实体书店渠道码洋规模增速	5
图 6：2019-2021 年上半年实体书店可销天数	5
图 7：2021 年上半年不同规模实体书店增速	6
图 8：2021 年上半年不同城市实体书店增速	6
图 9：2021H1 图书码洋结构及细分品类增长情况	6
图 10：2017 年至 2021 年主题出版码洋规模及占比	7
图 11：2021 年 1-5 月主题出版各细分类别码洋占比	7
图 12：近十五年我国中小学在校及普通小学招生人数	8
图 13：近二十年全国人口出生情况	8
图 14：2020 年成年与未成年国民人均阅读量	8
图 15：图书零售市场少儿图书码洋规模测算	8
图 16：2021 年 1-4 月小说类 TOP 500 畅销书构成	9
图 17：2021 年 1-4 月畅销网文纸质书上市年份	9
图 18：2021H1 各类别图书平均定价比较	9
图 19：2021H1 不同渠道折扣水平以及网店渠道细分品类销售折扣水平	10



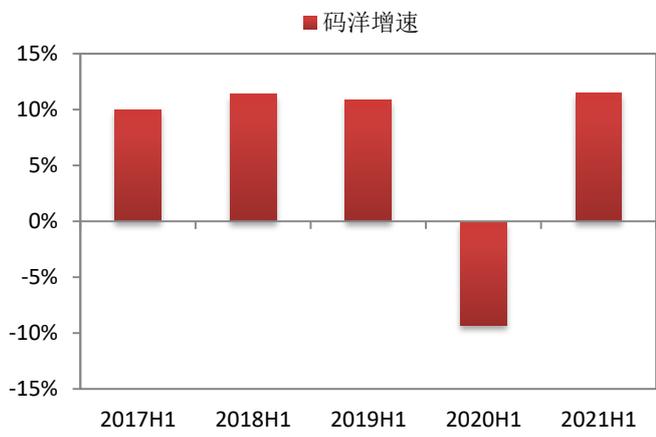
表 1：2021 年上半年零售渠道虚构类畅销图书 TOP10	10
表 2：2021 年上半年零售渠道非虚构类畅销图书 TOP10	11
表 3：2021 年上半年零售渠道少儿类畅销图书 TOP10	11
表 4：2021 年上半年零售渠道新书畅销图书 TOP10	11

一、图书零售市场数据详评

➤ 网店渠道增速放缓，实体书店低基数下大幅增长

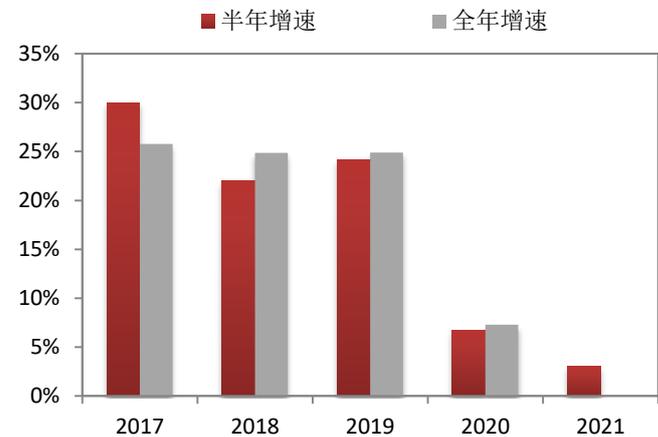
2021 年上半年北京开卷监测图书零售市场销售码洋规模为 361.3 亿元，同比增长 11.45%，继一季度回归两位数增长通道后继续保持增长，由于 2020 年同期基数较低，我们预计图书零售市场较 2019 年仍处于恢复阶段。渠道方面，网店渠道整体保持正向增长，但增速有所放缓，2021 年上半年销售码洋同比增长 3.06%，相较于此前 20% 以上增速有所回落，我们认为主要原因在于随着网店渠道规模扩张以及常态化的打折促销活动已基本透支了用户的消费增量，加之疫情后具有娱乐消费属性的大众休闲阅读尚未恢复到疫情前消费水平。

图 1：2021 年上半年图书零售市场码洋规模增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

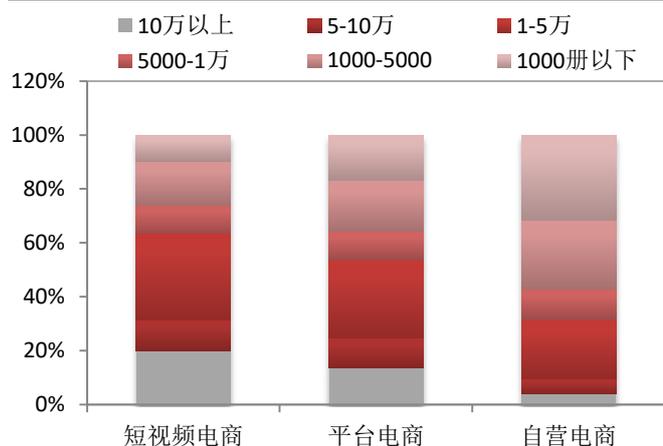
图 2：2021 年上半年网店渠道码洋规模增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

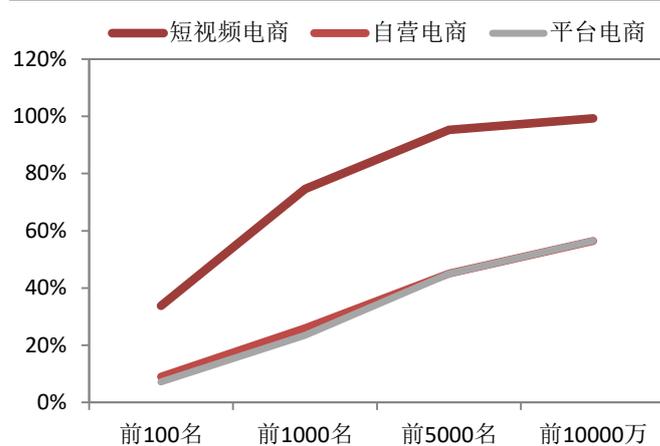
网店渠道多元化，包括自营电商、平台电商、社群电商、短视频电商等，不同网店渠道的销售呈现出不同的特点。其中短视频电商在主播带货逻辑下销售头部更集中，在流量效应下更易出爆款，上半年短视频电商销量在 10 万册以上的品种码洋占比更高，达 20.14%，销量前 100 名、前 1000 名的图书品种码洋贡献率达到 33.81%、74.67%；平台电商销售较为均匀，销量前 100 名的图书码洋贡献率在 7% 左右，而前 10000 名的贡献在 56% 左右；自营电商品类更全面，销售偏尾部，1000 册销量以下及 5000 册销量以下的码洋占比分别达 31.60%、25.48%。由此可见，电商的平台属性不同会使得各电商的营销逻辑存在差异。

图 3：2021 年上半年不同网店渠道销量码洋分布



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

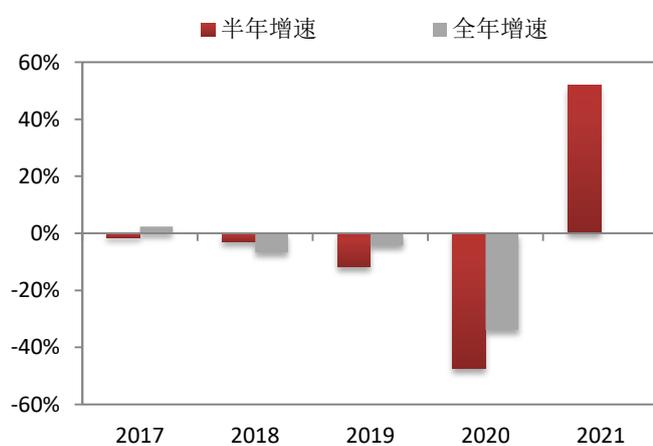
图 4：2021 年上半年不同网店渠道销量码洋贡献



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

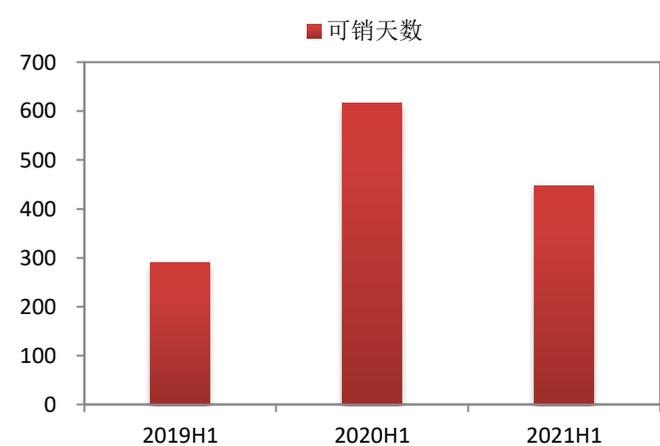
实体店渠道受益于 2020 年同期低基数影响，延续一季度大幅增长态势，2021 年上半年整体增幅达 51.83%，但相较于 2019 年同期规模仍下滑 20.08%，我们认为近年来由于消费习惯改变，实体书店规模面临小幅下滑态势，且疫情影响加剧了渠道分化。根据中金易云的监测数据，2021 年上半年实体渠道库存可销天数为 447 天，较 2020 年同期 616 天有所下降，库存周转大幅好转，但库存码洋较 2019 至 2020 年上半年有所上升，仍需关注。具体到不同规模书店增速，2021 年上半年不同规模书店销售较 2020 年同期均实现大幅增长，其中超大书城同比增幅最高，达 87.67%，中等书店增幅最低为 42.04%，主要是由于 2020 年同期超大书城受疫情影响销售更为明显，相对基数更低、反弹幅度更大。对于 2019 年同期，城市店与超大书店同比降幅更低，销售恢复能力更强。不同城市线方面，2021 年上半年不同城市线书店销售同样实现不同程度增长，其中一线城市书店同比大幅增长 81.52%，三线城市增幅最低为 43.24%，同样基于低基数逻辑。但对比 2019 年同期，三线城市书店的降幅更低，再次验证了我们认为的低线及下沉市场更具增量潜力。

图 5：2021 年上半年实体书店渠道码洋规模增速



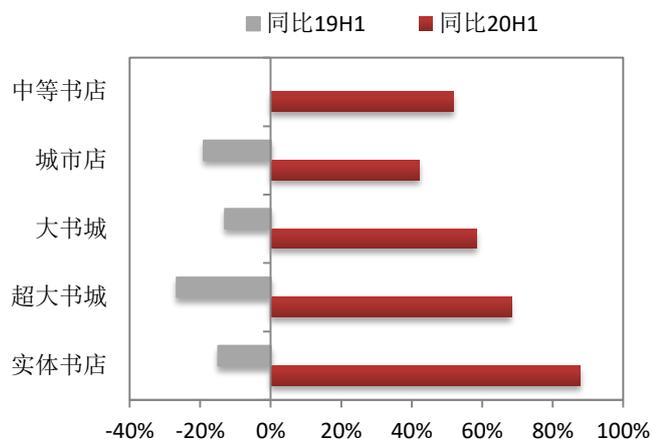
资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 6：2019-2021 年上半年实体书店可销天数



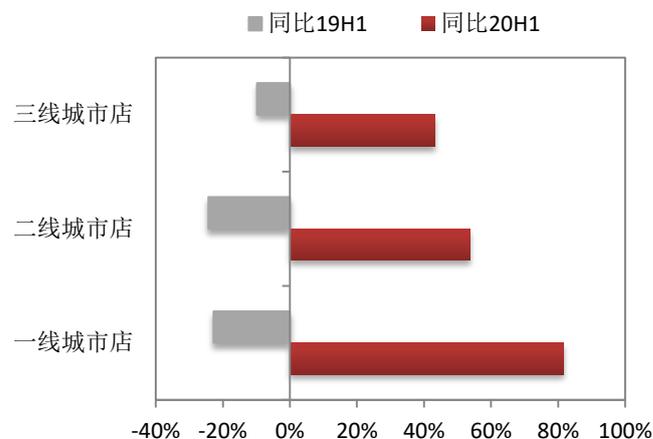
资料来源：中金易云，山西证券研究所

图 7：2021 年上半年不同规模实体书店增速



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 8：2021 年上半年不同城市实体书店增速

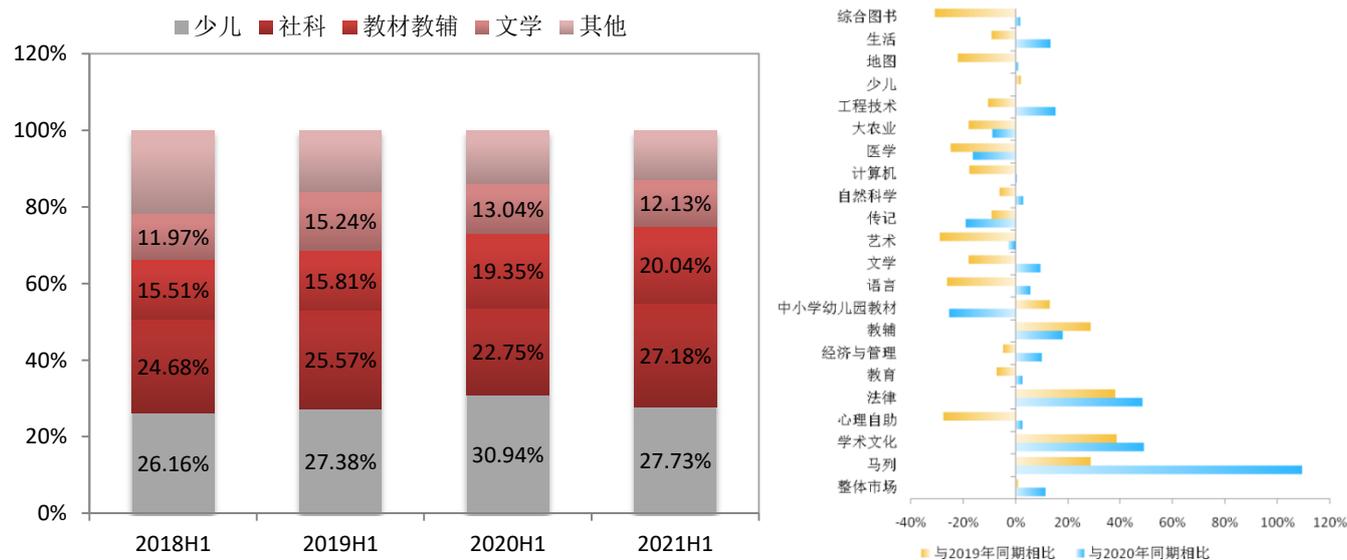


资料来源：中金易云，山西证券研究所

主题出版码洋占比显著上升，少儿回落但仍具潜力

图书市场结构方面，据北京开卷数据，2021 年上半年少儿、教材教辅、社科、文学为图书市场最主要的四大品类，合计码洋市场份额达 87.08%。其中社科类图书码洋受主题出版热潮带动比重显著上升，2021 年上半年占比达 27.18%，同比上升 4.43pct，且占比高于 2018 年至 2019 年同期水平。细分品类中，由于党史相关主题出版物热销，带动马列类、学术文化类码洋增长 109.46%、50%，码洋占比上升 2.66pct、2.08pct，此外法律类在《民法典》及相关图书销售带动下较 2020 年及 2019 年同期同样实现快速增长。

图 9：2021H1 图书码洋结构及细分品类增长情况

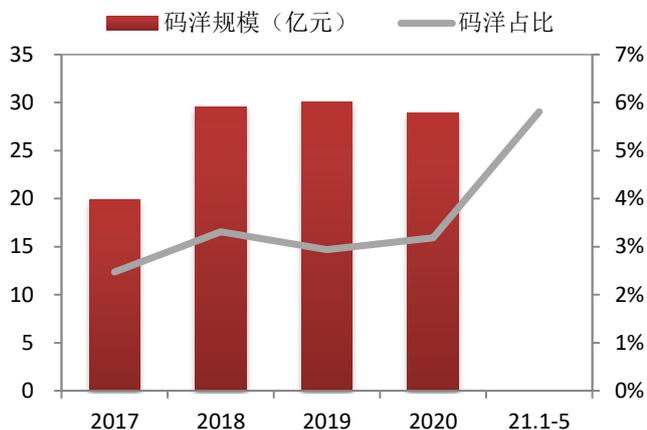


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

据北京开卷数据显示，近年来主题出版图书市场规模稳定上升，码洋规模由 2017 年的 19.84 亿元增长至 2020 年的 28.87 亿元，占大众图书市场码洋规模由 2.47% 上升至 3.18%。此外，主题出版选题日趋多元，

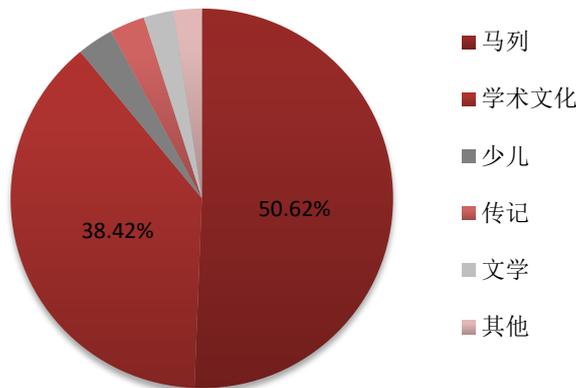
内容更加丰富，不仅对每年重要时间节点有所侧重，同时向传统文化、科技发展及社会纪实、人物传记等方面拓展新内容，带动了主题出版阅读的大众化。2021年1-5月，主题出版图书码洋占比上升至5.81%，动销品种及新书动销品种占比分别达1.51%和3.38%。

图 10：2017 年至 2021 年主题出版码洋规模及占比



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

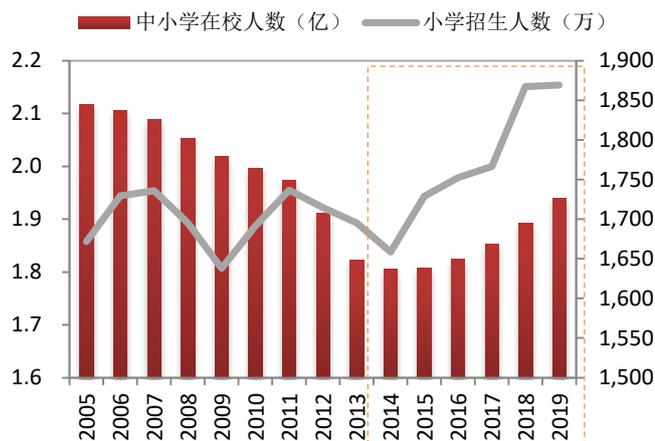
图 11：2021 年 1-5 月主题出版各细分类别码洋占比



资料来源：北京开卷，出版人，山西证券研究所

少儿图书仍为市场码洋占比最大的品类，上半年占比为 27.73%，较 2020 年同期下降 3.21pct，一方面源自 2020 年疫情期间亲子阅读、学生阅读需求带动少儿品类码洋逆势增长，今年属正常回落；另一方面上半年主题出版带动社科品类销量增长，导致少儿图书码洋占比下降。教材教辅品类码洋占比为 20.04%，较 2020 年同期上升 0.69pct，较 2019 年同期上升 4.43pct。2021 年上半年全国疫情控制良好，学校正常开学，保障教材教辅图书销售稳健增长。我们认为，少儿及教材教辅类有望持续为图书市场销售带来增量，从人口因素来看，近二十年我国人口出生率处于下滑态势，但 2011 年双独二胎及 2015 年全面二孩政策实施后，2012 至 2017 年迎来短暂的生育高峰，出生率明显上升；2014 年我国中小学在校人数触底反弹并持续增长，截至 2019 年底中小学在校人数达到 1.94 亿，小学生招生人数同样保持增长，2019 年底达到 1869.04 万人，为低幼图书及教育类图书销售带来销售人口红利；从阅读需求因素来看，我国未成年人图书阅读率显著高于成年群体，并且少儿图书、教材教辅对纸质阅读存在明显的依赖；从供给因素来看，少儿图书呈现形式与品种的多样化，内容精品化与 IP 品牌化趋势加强，内容供给丰富与渠道折扣优惠驱动下同样能带动少儿类图书销售增长。

图 12：近十五年我国中小学在校及普通小学招生人数



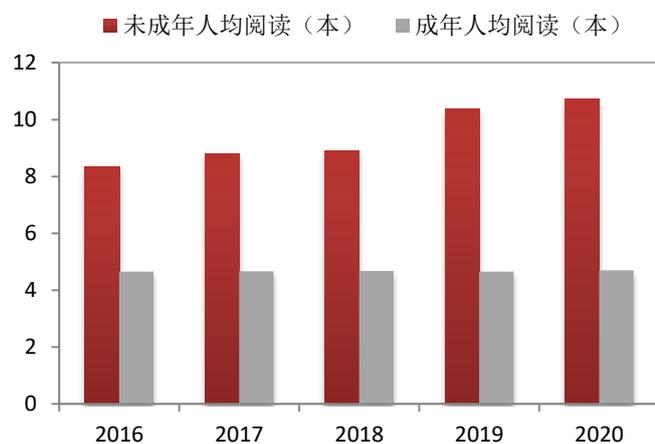
资料来源：国家统计局、教育部，山西证券研究所

图 13：近二十年全国人口出生情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 14：2020 年成年与未成年国民人均阅读量



资料来源：全国国民阅读调查报告，山西证券研究所

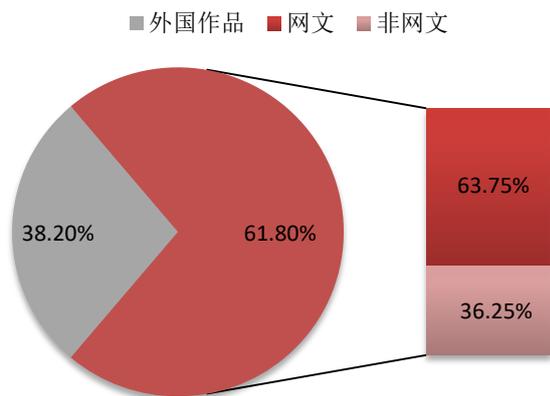
图 15：图书零售市场少儿图书码洋规模测算



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

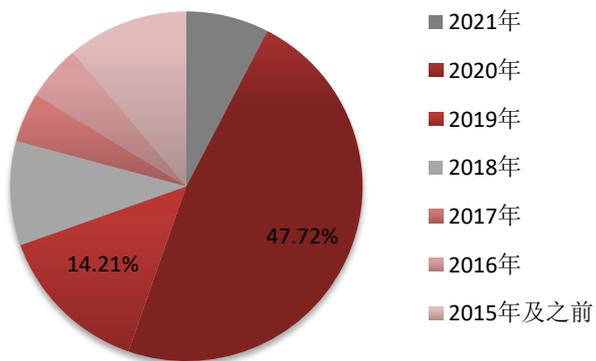
文学类图书市场整体表现欠佳，2021 年上半年码洋规模占比为 12.13%，较 2020 年及 2019 年同期下降 0.91pct、3.11pct，尚未从疫情影响中恢复。此外 2021 年上半年，文学类图书中网文纸书销售再次迎来畅销高峰，《难哄》《少年的你,如此美丽》《偷偷藏不住》《白日梦我》《偏偏宠爱》《阿也》等均进入虚构类畅销月榜头部排名。据北京开卷数据，1-4 月小说类畅销书 TOP 500 中网文纸书占比达 60%，其中 60% 以上为 2019 年后上市的新书，带动了本次网文纸书的热销，同时与 2015 年前后由于影视作品带动的网文纸书畅销情况不同，今年以来畅销的网文纸书多为知名作者已完结的经典作品，本身具有广泛的粉丝基础，并通过短视频等自媒体渠道“种草安利”及纸质图书出版后的营销，触及更多圈层读者带动相关纸质图书的销售，且相较于影视热点为驱动更具有销售的持续性。

图 16：2021 年 1-4 月小说类 TOP 500 畅销书构成



资料来源：北京开卷，山西证券研究所

图 17：2021 年 1-4 月畅销网文纸质书上市年份

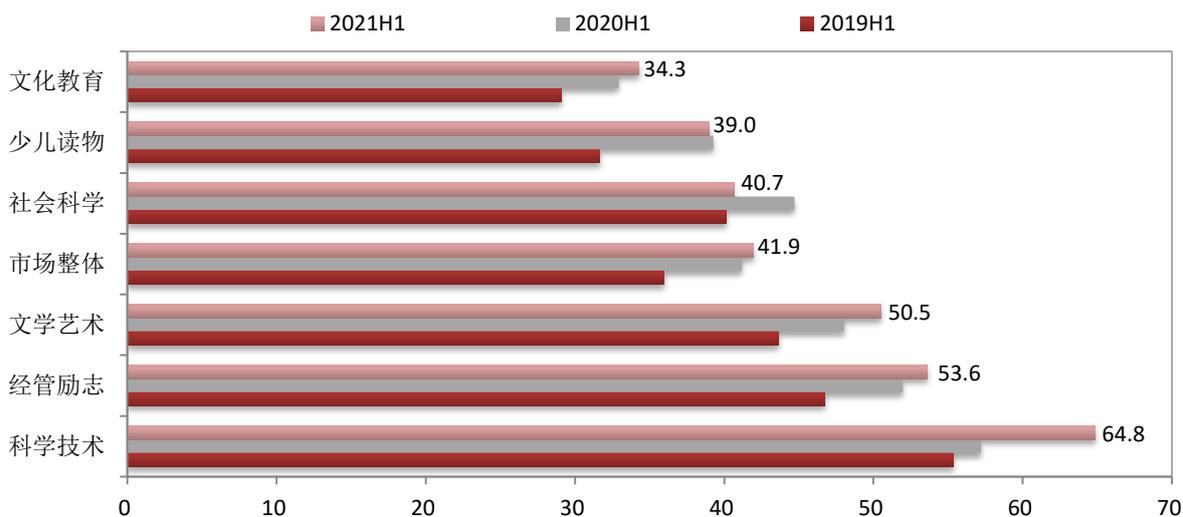


资料来源：北京开卷，山西证券研究所

➤ 图书整体定价小幅上涨，短视频电商渠道折扣最低

图书定价方面，根据中金易云监测数据，2021 年上半年图书市场整体定价为 41.94 元，较 2020 年同期增长 1.79%。从图书品类平均定价来看，科学技术类平均定价最高，为 64.84 元，其次为经管励志和文学艺术类，分别为 53.62 元和 50.51 元，文化教育类平均定价最低，为 34.28 元；从定价增幅来看，科学技术类 2021 年上半年定价较 2020 年同期增幅最高，同比增长 13.34%，主要归因为医学细分品类定价的大幅增长，其次为文学艺术类同比增长 5.10%，社会科学与少儿读物平均定价同比下降，降幅分别为 9.10% 和 0.79%。

图 18：2021H1 各类别图书平均定价比较

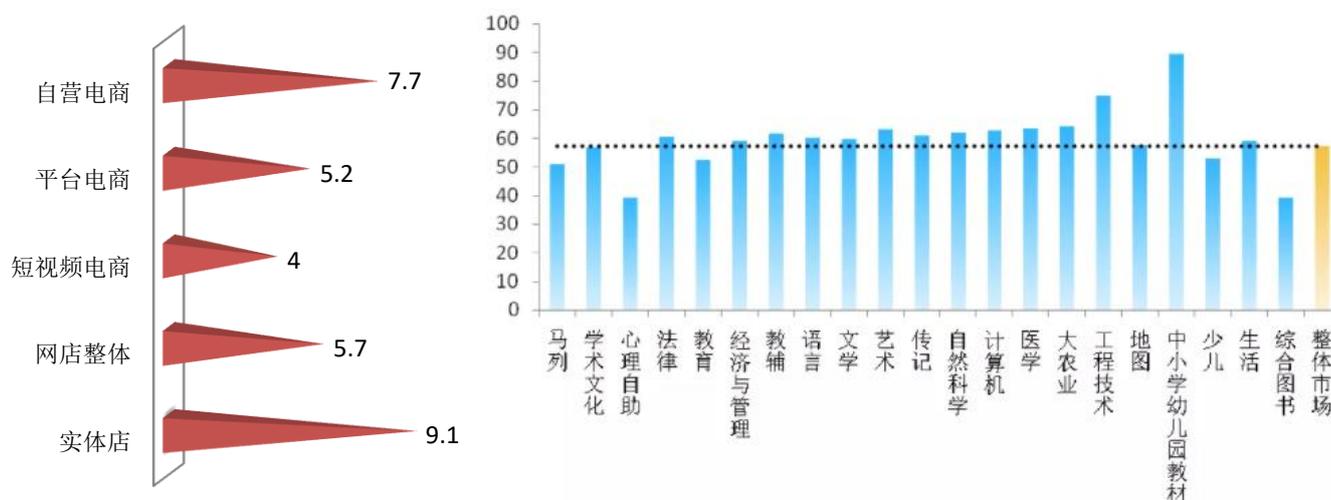


资料来源：中金易云，山西证券研究所

销售折扣方面，根据北京开卷监测数据，2021 年上半年网店整体渠道折扣为 57 折，较 2020 年 60 折水平进一步下降；实体书店折扣率保持较高水平，上半年为 91 折。其中对于不同网店渠道而言，折扣率

也存在差异，短视频电商折扣率最低，为 40 折，平台电商其次为 52 折，自营电商折扣较高为 77 折。从细分品类来看，中小学幼儿园教材及教辅等 K12 教育类，工程技术、大农业、计算机等科学技术类等图书折扣水平普遍较高，马列、心理自助、教育、少儿和综合图书类的折扣水平低于网店整体。其中马列、教育类主要源自考试图书通常采用低折扣促销的方式，而少儿、心里自助类在短视频电商等平台的码洋占比较高，在直播带货模式下低折扣组套销售更为普遍。

图 19：2021H1 不同渠道折扣水平以及网店渠道细分品类销售折扣水平



资料来源：北京开卷

➤ 经典图书、系列 IP、网文纸书、漫画知识为畅销主流

图书畅销情况方面，虚构榜 TOP 30 中以经典图书、学生推荐读物为主，《三体》三部曲稳居畅销榜前三位，新书中余华新作《文城》表现最为亮眼，上半年新书销量排名第 1、虚构类畅销排名第 7；网文纸书共有 38 本图书进入虚构类 TOP 100，《难哄》《偷偷藏不住（全 2 册）》《白色橄榄树》《白日梦我》等均进入畅销 TOP 30。非虚构畅销榜中，漫画知识类图书为销售热点，TOP 30 中有 6 个“半小时漫画”系列品种、5 个“如果历史是一群喵”系列品种入榜，受主题出版类图书热销影响，《苦难辉煌》、《毛泽东选集》1-4 卷、《为什么是中国》等均有入榜。少儿畅销榜中，继续以经典童书和系列畅销 IP 品种为主，TOP 30 中共计 19 个“米小圈”系列品种，新书中以中信出版少儿财商科普书《小狗钱钱》表现突出，销量进入畅销榜第 6。

表 1：2021 年上半年零售渠道虚构类畅销图书 TOP10

排名	书名	作者	出版社	定价
1	三体	刘慈欣	重庆出版社	28
2	三体 II-黑暗森林	刘慈欣, 姚海军	重庆出版社	32
3	三体 III-死神永生	刘慈欣, 姚海军	重庆出版社	38

4	云边有个小卖部	张嘉佳	湖南文艺出版社	42
5	红岩	罗广斌, 杨益言	中国青年出版社	36
6	百年孤独 (50周年纪念版)	加西亚·马尔克斯	南海出版社	55
7	文城	余华	北京十月文艺出版社	59
8	难哄	竹已	江苏凤凰文艺出版社	48
9	红楼梦 (上下)	曹雪芹, 无名氏	人民文学出版社	59.7
10	活着	余华	北京十月文艺出版社	35

资料来源：北京开卷，山西证券研究所

表 2：2021 年上半年零售渠道非虚构类畅销图书 TOP10

	书名	作者	出版社	定价
1	蛤蟆先生去看心理医生	罗伯特·戴博德	天津人民出版社	38
2	价值：我对投资的思考	张磊	浙江教育出版社	118
3	你当像鸟飞往你的山	塔拉·韦斯特弗	南海出版公司	59
4	半小时漫画中国史 (5)	陈磊	上海文汇出版社	49.9
5	半小时漫画中国史 (全新修订版)	陈磊	海南出版社	39.9
6	半小时漫画中国史 (4)	陈磊	海南出版社	49.9
7	半小时漫画中国史 (2)	陈磊	海南出版社	39.9
8	半小时漫画中国史 (3)	陈磊	海南出版社	39.9
9	学习高手	李拓远	北京联合出版社	55
10	正面管教 (修订版)	简·尼尔森	北京联合出版社	38

资料来源：北京开卷，山西证券研究所

表 3：2021 年上半年零售渠道少儿类畅销图书 TOP10

	书名	作者	出版社	定价
1	青铜葵花 (新版)	曹文轩	江苏凤凰少年儿童出版社	22
2	米小圈脑紧急转弯-机灵小神童	北猫	四川少年儿童出版社	16
3	米小圈脑紧急转弯-脑力挑战赛	北猫	四川少年儿童出版社	16
4	米小圈脑紧急转弯-智慧者游戏	北猫	四川少年儿童出版社	16
5	米小圈脑紧急转弯-密码大发现	北猫	四川少年儿童出版社	16
6	小狗钱钱	博多·舍费尔	中信出版社	39.8
7	米小圈脑紧急转弯-谁是聪明人	北猫	四川少年儿童出版社	16
8	没头脑和不高兴 (注音版)	任溶溶	浙江少年儿童出版社	18
9	米小圈脑紧急转弯-古堡大冒险	北猫	四川少年儿童出版社	16
10	米小圈脑紧急转弯-“吃一顿”饭庄	北猫	四川少年儿童出版社	16

资料来源：北京开卷，山西证券研究所

表 4：2021 年上半年零售渠道新书畅销图书 TOP10

	书名	作者	出版社	定价
1	文城	余华	北京十月文艺出版社	59
2	趣读三十六计 (漫画版) (上中下)	韩晶	北京联合出版社	158
3	把自己当回事	杨天真	四川少年儿童出版社	56
4	碎嘴许美达的生活碎片	许美达	中国大百科全书出版社	58
5	全球高考 (收藏版礼盒)	木苏里	北京燕山出版社	180

6	父与子全集（作为故事版）（彩色注音版）	埃·奥·卜劳恩	中国和平出版社	98
7	在峡江的转弯处：陈行甲人生笔记	陈行甲	人民日报出版社	48
8	刘攀西方现代思想讲义	刘攀	新星出版社	79
9	非自然死亡：我的法医笔记	刘晓辉	台海出版社	52
10	烟与镜	尼尔·盖曼	江苏凤凰文艺出版社	48

资料来源：北京开卷，山西证券研究所

二、投资建议

2021年上半年图书零售市场低基数效应明显，市场整体呈现反弹，尤其在实体书店强势复苏与主题出版、网文纸书热销等因素带动下为市场整体带来增量；疫情防控稳定下，中小学开学时间保持正常，预计上半年教材教辅市场继续保持稳定态势。因此我们延续对出版上市公司上半年业绩边际改善的预判。下半年主题出版热潮有望延续，带动社科类图书销售码洋增长；少儿图书、学生读物等有望受益于暑期档及下半年电商销售活动等获得恢复性增长；中长期来看，网络渠道维持低折扣水平下对线上增量用户及图书消费的刺激效应或会减弱，内容驱动及品质化、精准化渠道营销销售童书、教育及学生阅读等类型图书消费的人口红利有望延续，下沉市场的消费潜力或持续释放。目前CS出版行业整体市盈率仅11.5倍，处近一年估值6.34%分位点且显著低于行业整体估值，国有龙头出版集团及民营龙头图书公司21PE处于7倍-20倍区间。我们认为出版作为具有稳健业绩、分红持续的细分板块具有一定投资价值，而龙头出版集团、出版社及图书公司具有精品化内容矩阵优势及生产能力，建议关注中信出版（经济管理类市占率达15%以上，少儿图书业务增长迅速），新经典（策划出版《你当像鸟飞往你的山》《文城》等畅销新书，再次验证头部内容生产实力），中国出版（出版图书品类丰富，市场份额第一）以及教材教辅业务增长稳健、在多个大众图书细分市场具有优势的中南传媒、凤凰传媒等。

三、风险提示

图书销量下滑；盗版侵权风险；知识产权纠纷风险。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

