

## 首次覆盖：立足山东打造教材教辅品牌， 高分红回馈投资者

601019 CH  
Shandong Publishing & Media  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb13.16

Yuncong Mao  
yc.mao@htisec.com

Xiaowen Sun  
xw.sun@htisec.com

Xingguang Chen  
xg.chen@htisec.com

Monique Shan  
monique.f.shan@htisec.com

### 投资要点：

- 公司主营业务集“编、印、发、供”于一体**，下属 20 家子公司，包括人民社、明天社 2 家一级出版社，形成了以出版、发行业务为核心，上游印刷加工、物资贸易为补充，全产业链一体化经营的格局，并融合移动媒体、互联网媒体、数字出版、研学文旅等新兴业态业务，是现代化的大型综合文化产业经营实体。
- 教材教辅业务基本面稳固**。教材教辅的核心目标群体为在校学生，相比于面向普通大众的一般图书，教材教辅属于刚需市场，受宏观经济的影响较小。山东在校学生数仍处于增长阶段，且高年级学生占比持续提升，公司立足山东建设教材体系，品牌优势显著。2020-2023 年，公司教材教辅发行收入分别为 55.4 亿元、60.10 亿元、65.18 亿元和 68.80 亿元，复合增长率达 7.49%；自编教材教辅收入及租型教材教辅收入复合增长率分别为 11.91%和 9.13%
- 积极推出精品图书，创新业务增加新看点**。公司深入实施“双品双效”战略，打造优质精品图书，并积极发力短视频等渠道。2023 年，公司共出版图书 15841 种、音像电子出版物 141 种、期刊 8 种，图书产品再版重印率 78.5%。创新业务方面，公司大力发展研学文旅业务，推出研学营地，打造品牌研学课程体系，优化延伸文旅产业链，积极布局中高端文旅及老年文旅。2024 年上半年，公司研学文旅业务较快发展，营业收入同比增长超过 60%。同时，公司加快数字化转型，持续推进智慧校园建设工程、课后延时服务、数字化创新项目等。
- 并购及高分红贡献亮点，彰显投资价值**。2021-2023 年，公司分红金额及分红比例逐年增长。我们认为，公司有望继续提升分红比例，推动分红金额维持稳定。并购方面，2023 年公司宣布，为避免公司与控股股东山东出版集团有限公司所属企业的同业竞争或潜在的同业竞争，做强公司出版主业、拓展新的经济增长点，根据公司发展需要，公司以现金 7268.08 万元收购出版集团持有的全资子公司山东老干部之家杂志社有限公司 100%股权。
- 盈利预测与估值**。我们预计公司 2024-2026 年总营收预计 128.45 亿元、138.29 亿元和 146.58 亿元，同比增速分别为 5.7%、7.7%和 6.0%；归母净利润分别为 15.25 亿元、16.11 亿元和 16.97 亿元，同比增速分别-35.8%、5.6%和 5.4%；对应全面摊薄 EPS 分别为每股 0.73 元、0.77 元和 0.81 元。参考可比公司，我们给予公司 2024 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 13.16 元/股，“优于大市”评级。
- 风险提示**：纸张成本上涨风险，AI 应用、教育服务等业务转型不及预期，图书内容监管趋严。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11231	12154	12845	13829	14658
(+/-)YoY(%)	3.1%	8.2%	5.7%	7.7%	6.0%
净利润(百万元)	1684	2376	1525	1611	1697
(+/-)YoY(%)	9.8%	41.1%	-35.8%	5.6%	5.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.81	1.14	0.73	0.77	0.81
毛利率(%)	39.0%	37.1%	36.9%	36.6%	36.5%
净资产收益率(%)	12.5%	16.0%	9.9%	10.0%	10.1%

资料来源：公司年报(2022-2023)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 公司发展历程：省属地方出版龙头.....	5
2. 公司主营业务：教材教辅稳步发展，创新业务贡献新看点.....	5
2.1 教材教辅业务：需求刚性+在校学生数增长，共同助力业务发展.....	6
2.2 一般图书业务：打造精品图书，积极拓展渠道.....	9
2.3 创新业务：以研学文旅与数字化为抓手，助力公司转型.....	10
3. 高分红增强投资价值，并购构建发展主线.....	10
3.1 分红.....	10
3.2 并购.....	11
4. 盈利预测与估值.....	11
5. 风险提示.....	12
附表 前十大股东：.....	13
财务报表分析和预测.....	14

## 图目录

图 1	公司股权结构（截至 2024Q3） .....	5
图 2	2019-2023 年公司营业总收入及同比情况 .....	6
图 3	2019-2023 年公司利润总额及同比情况 .....	6
图 4	2019-2023 年公司归母净利润及同比情况 .....	6
图 5	2019-2023 年公司扣非归母净利润及同比情况 .....	6
图 6	2024 年 1-6 月重点二级细分类码洋同比增长率 .....	7
图 7	2001-2023 山东出生人口数 .....	7
图 8	2019-2023 山东在校学生数估算 .....	7
图 9	2020-2023 年公司教材教辅发行业务收入及同比 .....	8
图 10	2020-2023 年公司教材教辅出版业务收入及同比 .....	8
图 11	2017-2023 年图书零售市场规模 .....	9
图 12	2017-2023 年线下及网上书店销售收入占比 .....	9
图 13	2020-2023 年公司一般图书发行业务收入及同比 .....	9
图 14	2020-2023 年公司一般图书出版业务收入及同比 .....	9

## 表目录

---

表 1	山东出版主要控股参股公司.....	5
表 2	山东各教育阶段在校人数估算.....	8
表 3	主要出版公司 2021-2023 年年度分红总额及分红比例.....	11
表 4	公司分项主营业务收入预计 (百万元) .....	12
表 5	可比公司估值表 .....	12

## 1. 公司发展历程：省属地方出版龙头

公司主营业务集“编、印、发、供”于一体，下属 20 家子公司，包括人民社、明天社 2 家一级出版社，形成了以出版、发行业务为核心，上游印刷加工、物资贸易为补充，全产业链一体化经营的格局，并融合移动媒体、互联网媒体、数字出版、研学文旅等新业态业务，是现代化的大型综合文化产业经营实体。

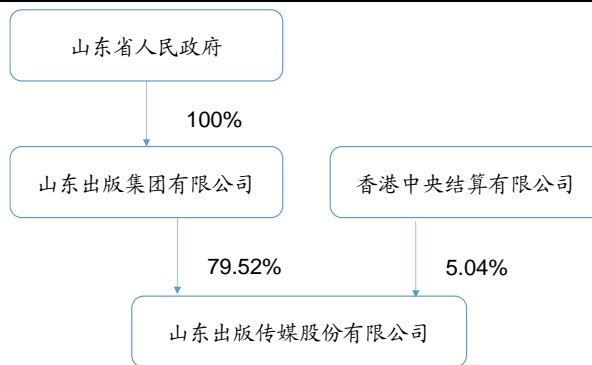
表 1 山东出版主要控股参股公司

公司名称	业务性质	主要产品或服务	注册资本 (万元)
山东人民出版社有限公司	出版发行	一般图书、教材教辅	5000
山东教育出版社有限公司	出版发行	一般图书、教材教辅	10000
明天出版社有限公司	出版发行	一般图书、教材教辅	7000
山东科技出版社有限公司	出版发行	一般图书、教材教辅	6000
山东新华书店集团有限公司	发行	一般图书、教材教辅销售	60000
山东省印刷物资有限公司	贸易	出版物资	84000
山东出版对外贸易有限公司	贸易	木浆、平行进口车	10000

资料来源：公司 2024 年中报，HTI

公司于 2017 年上市，控股股东及实际控制人为山东出版集团有限公司，截止至 2024Q3，山东出版集团持股比例为 79.52%。山东出版集团前身为成立于 1951 年的山东人民出版社，2008 年底实施全系统建制转企，转制后的山东出版集团系由山东省人民政府作为出资人的国有独资公司，2011 年集团作为主发起人，联合其全资子公司新地投资，以发起设立的方式设立公司。山东出版集团集编辑、印刷、发行、物资供应、对外贸易完整产业链于一体的全流程、整环节、新业态大型综合性文化企业，并先后投资文化地产、文化金融、艺术品经营等产业新领域，是山东省经济规模最大的国有文化产业集团。

图 1 公司股权结构 (截至 2024Q3)



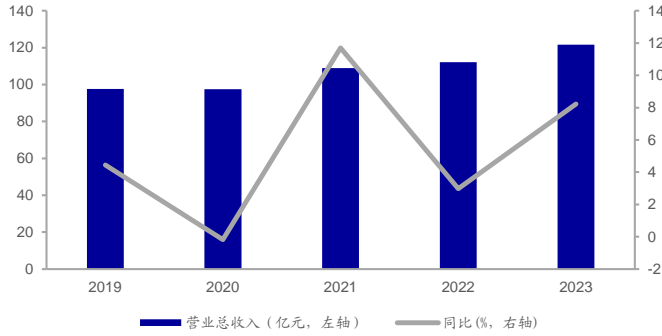
资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年三季度报，HTI

## 2. 公司主营业务：教材教辅稳步发展，创新业务贡献新看点

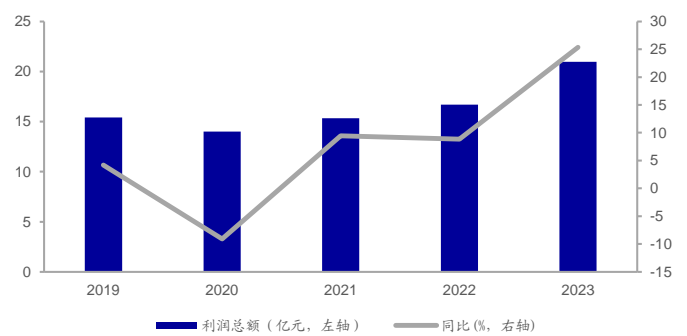
2019-2022 年公司营收收入分别为 97.67 亿元、97.50 亿元、108.91 亿元和 112.31 亿元，同比增速分别为 4.45%、-0.18%、11.70% 和 3.12%；归母净利润分别为 15.44 亿元、14.02 亿元、15.33 亿元和 16.84 亿元，同比增速分别为 3.98%、-9.23%、9.34% 和 9.82%。

2023 年，公司营收收入 121.54 亿元，同比增长 8.23%，其中教材教辅收入 100.33 亿元，同比增长 7.07%，一般图书收入 18.64 亿元，同比增长 3.50%；归母净利润 23.76 亿元，同比增长 41.12%，受到确认非流动性资产处置损益及所得税政策调整影响；扣非归母净利润 15.74 亿元，同比增长 6.53%。

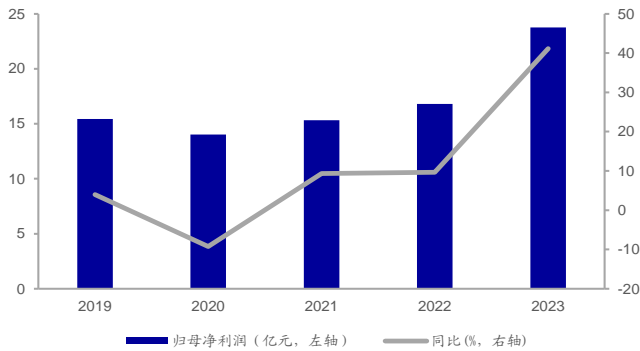
根据财政部、国家税务总局、中央宣传部《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》的规定，自2024年1月1日起，公司及所属相关子公司不再享受企业所得税减免。2024前三季度，公司营业收入85.15亿元，同比增长5.76%；利润总额13.22亿元，同比增长5.28%；归母净利润9.69亿元，同比下降22.68%，主要系公司市场教辅收入下滑以及税收政策变化导致所得税费用同比增加所致；扣非归母净利润8.99亿元，同比下降23.36%。

**图2 2019-2023 年公司营业总收入及同比情况**


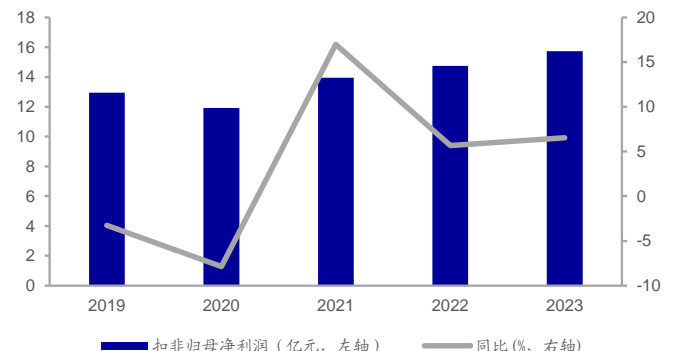
资料来源：Wind, HTI

**图3 2019-2023 年公司利润总额及同比情况**


资料来源：Wind, HTI

**图4 2019-2023 年公司归母净利润及同比情况**


资料来源：Wind, HTI

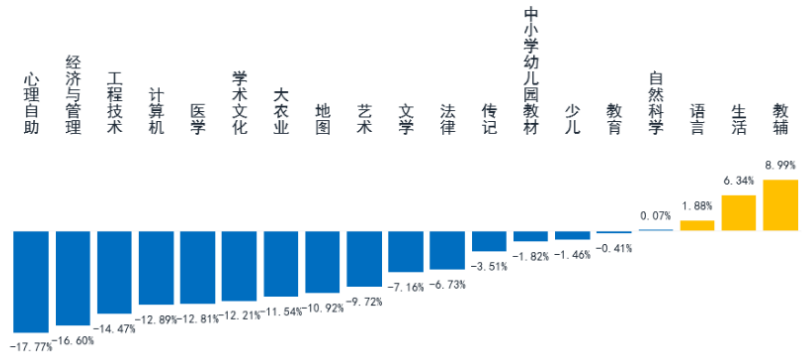
**图5 2019-2023 年公司扣非归母净利润及同比情况**


资料来源：Wind, HTI

## 2.1 教材教辅业务：需求刚性+在校学生数增长，共同助力业务发展

教材教辅的核心目标群体为在校学生，相比于面向普通大众的一般图书，教材教辅属于刚需市场，受宏观经济的影响较小。根据北京开卷公众号数据，2024上半年整体图书零售市场呈现负增长，码洋同比下降6.20%，而在二级细分类中，教辅类码洋同比增幅最大，达8.99%。同时，教辅类在短视频电商渠道中码洋比重同比增加最多，2024上半年占到28.55%的码洋比重。

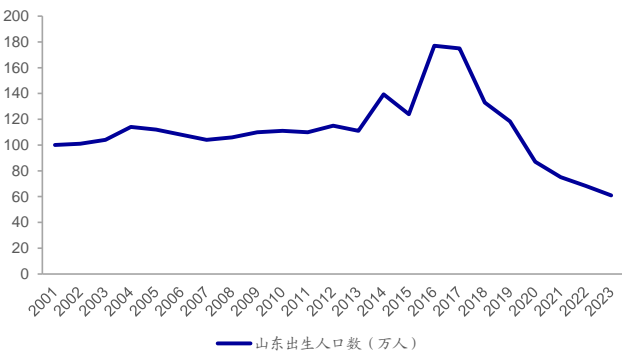
图6 2024年1-6月重点二级分类码洋同比增长率



资料来源：北京开卷微信公众号，HTI

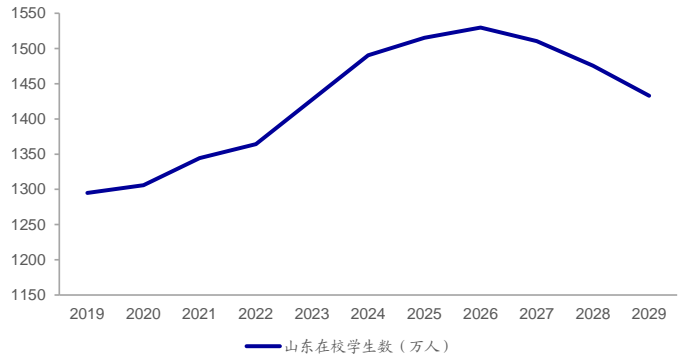
从需求量的角度，出生人数及在校学生人数是影响教材教辅行业发展的重要因素。某一年度小学一年级至高中三年级的在校学生人数，将由前18年至前7年的出生人口数决定，如2025年的在校学生数，将受2007年-2018年，共计12年的出生人口数影响。根据山东省出生人口数进行估算，我们认为，受益于2016年-2017年开放二胎政策带来的生育高峰，山东省在校人数目前仍保持增长，并约于2026年达到峰值。

图7 2001-2023 山东出生人口数



资料来源：Wind，HTI

图8 2019-2029 山东在校学生数估算



资料来源：Wind，HTI

同时，按照教育阶段对于学生人数进行进一步划分，出生人口数下降对于小学学生人数的传导相对较快，而对于高年级学生的影响暂时有限，山东省初高中学生数在中短期仍有望实现持续增长。根据估算，山东省中小学学生人数在2026年后有所下降，初高中学生人数则始终保持增长态势。至2029年，初中/高中在校人数占比将由2026年的22.0%/21.4%增长至30.7%/23.4%。

由于初高中学生的学习科目相较小学学生显著增加，我们认为，更多学生升入高年级，将推动相应教材及目录教辅需求增长，进而削弱小学学生数量下降带来的负面影响。同时，随着中高考的临近，竞争压力的加剧也有望推动高年级学生家长购买市场类教辅，进一步提升整体市场需求，推动公司教材教辅收入增长。



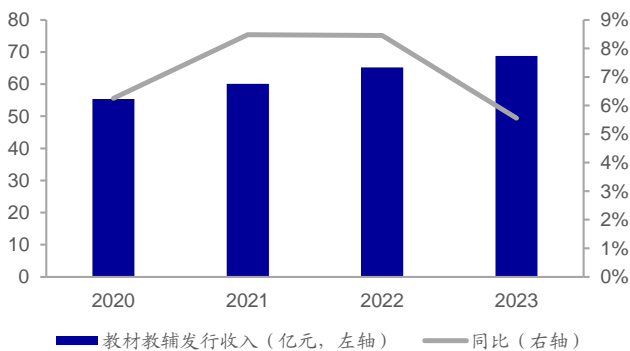
**表 2 山东各教育阶段在校人数估算**

	小学		初中		高中	
	人数(万人)	占比	人数(万人)	占比	人数(万人)	占比
2019	656	50.7%	334	25.8%	305	23.6%
2020	663	50.8%	324	24.8%	319	24.4%
2021	696	51.8%	318	23.7%	330	24.5%
2022	710	52.1%	320	23.5%	334	24.5%
2023	776	54.4%	327	22.9%	324	22.7%
2024	841	56.5%	331	22.2%	318	21.3%
2025	859	56.7%	336	22.2%	320	21.1%
2026	867	56.7%	336	22.0%	327	21.4%
2027	814	53.9%	365	24.2%	331	21.9%
2028	765	51.9%	374	25.4%	336	22.8%
2029	657	45.8%	440	30.7%	336	23.4%

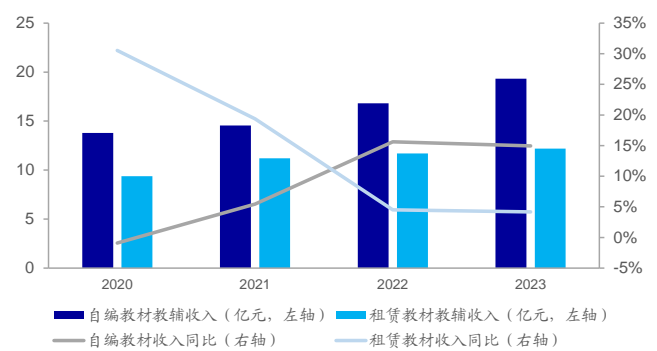
资料来源: Wind, HTI

**基本面稳固, 推动公司教材教辅业务稳定发展, 为公司盈利提供有力支撑。**发行方面, 公司所属子公司书店集团, 具有覆盖全省市、县、乡(镇)的网络渠道和服务体系, 门店卖场、物流仓储、配送服务、社会资源、质量信誉配套完整, 功能齐全。2020-2023年, 公司教材教辅发行收入分别为 55.4 亿元、60.10 亿元、65.18 亿元和 68.80 亿元, 同比增速分别为 6.25%、8.48%、8.45%和 5.56%, 复合增长率达 7.49%。

出版方面, 公司教材教辅可分为自编及租型两类, 前者由公司组织编写、拥有专有出版权, 后者由公司通过签订协议、支付版权使用费的方式向版权所有人取得代理权, 并负责宣传推广、印制、发行和售后服务等工作, 目前公司是人民教育出版社、人民音乐出版社等主流教材出版单位的山东省独家代理商。2020-2023年, 公司自编教材教辅收入分别为 13.79 亿元、14.54 亿元、16.81 亿元和 19.33 亿元, 同比增速分别为-0.91%、5.45%、15.61%和 14.96%, 复合增长率为 11.91%; 租型教材教辅收入分别为 9.38 亿元、11.20 亿元、11.71 亿元和 12.19 亿元, 同比增速分别为 30.54%、19.36%、4.52%和 4.17%, 复合增长率为 9.13%。

**图9 2020-2023 年公司教材教辅发行业务收入及同比**


资料来源: 公司 2020-2023 年年报, HTI

**图10 2020-2023 年公司教材教辅出版业务收入及同比**


资料来源: 公司 2020-2023 年年报, HTI

**立足山东建设教材体系, 品牌优势显著。**公司旗下明天社、教育社、人民社、科技社等出版子公司分别在学前教育、中小学教育、高等教育和继续教育、职业教育等全年龄段教育内容的研究与教材、教辅及教育读物等方面形成优势, 联合打造山东教育出版品牌, 发挥协同优势。截至 2023 年, 国标教材方面, 公司有“鲁版”国家课程教材共 15 科、18 种、118 册; 地方课程教材方面, 公司所属 5 家出版单位编写出版了《中华优秀传统文化》《安全教育》《环境教育》《人生规划》《信息技术》等 50 种地方教材; 职业教育教材建设方面, 公司以科技社职业教育教材出版为基础, 建立了山东省职业教育出版中心。

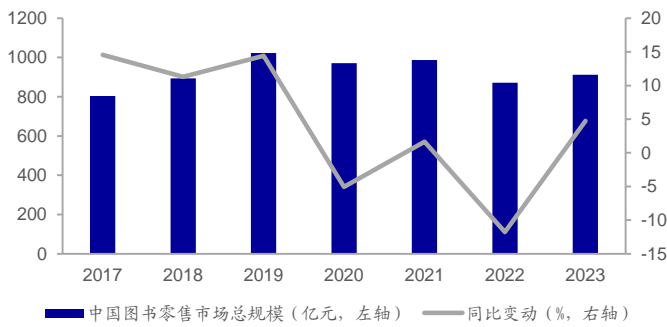


持续提供优质教育服务，积极拓展教材教辅品类。2023年，公司新增《跨学科阅读》《中小学信息科技》《生命安全与健康教育》等42个品种（系列），共455册；延续、拓展或更名113个品种。科技社《化学（通用基础模块）》《数控铣削编程与加工》《电动汽车原理与检修》等16种职业教育教材入选国家级规划教材。2024H1公司新增《奋斗之路——中国共产党历史简读》《强国有我 思政学堂》等62个品种（系列），延续、拓展或更名《小学英语同步听力训练（五四制）》等38个品种。新版《义务教育教科书（五·四学制）物理》《义务教育教科书（五·四学制）生物学》通过审定，《生态环境教育》顺利通过教育部门审查并投入使用。

## 2.2 一般图书业务：打造精品图书，积极拓展渠道

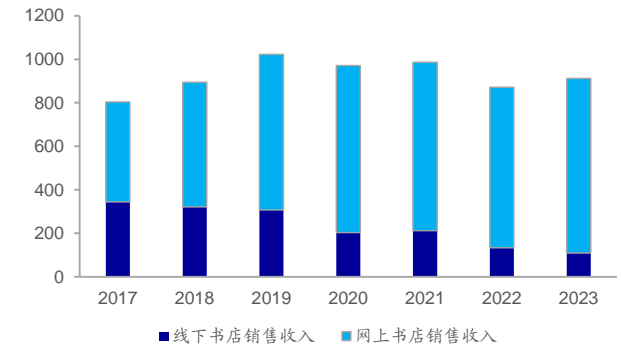
自2020年疫情之后，图书零售市场一直处于波动发展状态。从出版行业来看，2023年前三季度整体零售市场仍呈现负增长，但同比降幅相比半年度进一步收窄，主要是受网店渠道的带动，网店渠道从第二季度之后即转为正向增长。在大促背景下，第四季度网店渠道正向增幅进一步扩大，由此带动整个图书零售市场实现正向增长。2024Q1，图书零售市场码洋同比下降5.85%，2024Q2进入网店大促期后，整体图书零售市场同比依然呈现负增长。

图11 2017-2023年图书零售市场规模



资料来源：北京开卷微信公众号，HTI

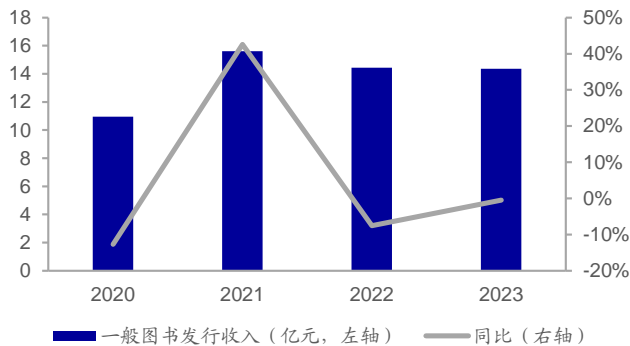
图12 2017-2023年线下及网上书店销售收入占比



资料来源：北京开卷微信公众号，HTI

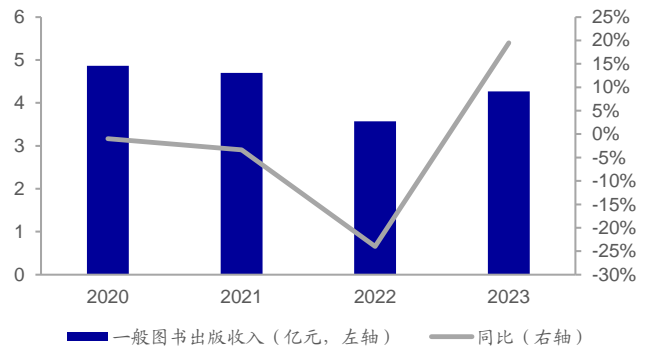
受到宏观经济及整体图书零售市场的影响，公司一般图书出版收入呈现波动态势。2020-2023年，公司一般图书发行收入分别为10.95亿元、15.61亿元、14.43亿元和14.37亿元，同比增速分别为-12.74%、42.60%、-7.55%和-0.45%，复合增长率为9.48%；2020-2023年公司一般图书出版收入分别为4.86亿元、4.70亿元、3.57亿元和4.27亿元，同比增速分别为-0.98%、-3.37%、-23.99%和19.50%，复合增长率为-4.25%。

图13 2020-2023年公司一般图书发行业务收入及同比



资料来源：公司2020-2023年年报，HTI

图14 2020-2023年公司一般图书出版业务收入及同比



资料来源：公司2020-2023年年报，HTI

**公司深入实施“双品双效”战略，打造优质精品图书。**2023年，公司共出版图书15841种、音像电子出版物141种、期刊8种，图书产品再版重印率78.5%，多项图书获得国家级大奖或入选国家重点出版物出版规划项目等。2024年上半年，共出版图书7111种、音像电子出版物148种、期刊8种，图书产品再版重印率77.2%。同时，公司持续推进“双品双效”工程，打造精品力作，进一步提升出版品牌影响力与核心竞争力。2024H1公司共获得国家级重要奖项、入选精品出版工程、重点工程27项。

**聚焦畅销书出版，拓展营销渠道。**开卷监测数据显示，2023年，公司有3种图书监控销量超过100万册。同时，公司在短视频渠道持续发力。在开卷短视频渠道的市场份额上升明显，实洋占有率2.8%，较上年同期增加1.44个百分点。公司近三年来单品种实洋品种效率均高于市场平均水平(1.00)。2023年，实洋占有率1.39%、品种效率1.32；动销品种数24915种，较上年增加756种，动销品种占有率为1.05%。

## 2.3 创新业务：以研学文旅与数字化为抓手，助力公司转型

公司创新业态主要包括数字版权、研学文旅、智慧教育、融媒体、数字出版及教育服务供应等融合创新业务，依托山东出版数字融合产业研究院、山东新华文旅发展集团、山东东方教育科技公司等相关单位，充分发挥现有渠道和资源优势，利用新技术、新模式加速推进出版产业的融合创新转型，与传统出版行业深度融合，培育和运营相关文化领域及技术服务，进一步增强公司的核心竞争力。

**研学文旅业务：发挥资源优势，多点发力新业务。**2024年2月，公司所属新华书店集团牵头成立中国新华书店协会研学教育专业工作委员会、全国新华研学协作共同体，进一步巩固和提升公司在全国研学文旅领域的地位、优势和影响力。公司举措包括：1) 扩大特色研学营地集群优势，搭建智慧营地系统，探索“营地+培训”“营地+赛事”等多种“营地+”运营模式，提升运营效率和品牌知名度。2) 打造品牌研学课程体系，举办研学课程设计大赛遴选优秀研学课程。3) 优化延伸文旅产业链，积极布局中高端文旅及老年文旅。2024年上半年，公司研学文旅业务较快发展，营业收入同比增长超过60%。

**数字化：推进教育出版主业数字化转型升级。**1) 持续实施智慧校园建设工程：公司融合教辅出版和大数据技术的“作业+学情诊断大数据反馈”项目平稳有序推进；“星火阅读融媒体平台”内容不断丰富，用户不断增长；“星火阅读”主题少先队活动课列入中共山东省委宣传部、山东省教育厅联合印发的《2024年山东省青少年“阅读之光”系列读书活动方案》。2) 积极推进课后延时服务：“鲁出书社”阅读项目开发小程序和网站，开通各平台账号并进行试点直播，加大课程设计研发力度，进一步丰富产品体系，优化课程内容。3) 推进数字化创新项目：公司充分发挥出版融合创新资金扶持优势，推动公司出版单位从单纯的图书出版社转变为具有图书出版特色的综合服务平台。“高等数学融合出版项目”建设“鲁科高数”资源库，通过运营小程序、新媒体平台账号加强推广，带动线下高等数学产品线纸质图书销售；互联网数字资源审核项目，审核并出版数字资源数量、审核时长不断增长；顺应银发经济发展趋势，积极拓展老年服务业务，打造了数字化平台“轻龄家”，不断丰富平台内容，优化平台适老化体验和功能。

## 3. 高分红增强投资价值，并购构建发展主线

### 3.1 分红

2021-2023年，公司分红金额分别为7.30亿元、8.14亿元、11.69亿元，分红比例分别为47.65%、48.43%、49.19%，都表现出逐年增长趋势。2024年1月24日，国务院国资委产权管理局负责人谢小兵在新闻发布会上表示，“引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。”我们认为，公司有望继续提升分红比例，推动分红金额维持稳定。

目前，公司属于中证红利指数成分股。2023年12月调整后，指数成分股的三年平均股息率门槛值为2.56%。根据指数编制规则，我们选取2021年12月16日至今各公司现金分红总额，并以11月22日公司总市值估算公司三年平均股息率，结果显示公司股息率为4.19%，仍高于2023年门槛值，有望继续入选中证红利指数，维持市场关注度，助力公司发展。

表 3 主要出版公司 2021-2023 年年度分红总额及分红比例

公司代码	公司简称	年度分红总额 (亿元)			分红比例 (%)		
		2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年
601801.SH	皖新传媒	3.38	3.68	5.97	52.86	51.99	63.81
601921.SH	浙版传媒	7.11	7.78	8.67	53.99	55.02	57.43
600373.SH	中文传媒	9.21	10.16	10.55	45.09	52.65	53.66
601098.SH	中南传媒	11.67	10.78	9.88	77.04	77.01	53.26
603230.SH	内蒙新华	0.23	0.53	1.59	10.06	19.80	50.53
<b>601019.SH</b>	<b>山东出版</b>	<b>7.30</b>	<b>8.14</b>	<b>11.69</b>	<b>47.65</b>	<b>48.43</b>	<b>49.19</b>
600757.SH	长江传媒	4.49	3.88	4.85	64.38	53.25	47.79
601811.SH	新华文轩	3.95	4.20	7.16	30.23	30.04	45.32
600229.SH	城市传媒	1.11	1.32	1.78	39.86	39.34	43.75
600551.SH	时代出版	1.40	1.21	2.42	38.96	35.17	43.63
601928.SH	凤凰传媒	12.72	12.72	12.72	51.79	61.12	43.11
601900.SH	南方传媒	2.91	4.15	4.76	36.01	43.94	37.10
000719.SZ	中原传媒	3.38	3.89	4.30	34.63	37.67	30.94
603999.SH	读者传媒	0.26	0.26	0.30	30.47	30.15	30.51
601999.SH	出版传媒	0.33	0.23	0.34	30.39	30.70	30.47
605577.SH	龙版传媒	0.44	0.49	0.36	10.03	10.23	10.32

资料来源：Wind, HTI

### 3.2 并购

2023年1月17日，国资委秘书长、新闻发言人彭华岗提出，推动专业化整合，有利于有效解决中央企业之间的同质化竞争、重复建设等问题，打造主责主业更加聚焦、业务结构更加清晰、核心能力更加突出的优势企业。今后一个时期，国资委将以“进、退、整、合”为着力点，加强重点示范项目协调推动，不断加大专业化整合力度。2024年4月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》指出，推动上市公司提升投资价值。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具，鼓励上市公司加强产业整合。

公司现金储备丰富，政策推动下，资源整合加速，2023年公司宣布，为避免公司与控股股东山东出版集团有限公司所属企业的同业竞争或潜在的同业竞争，做强公司出版主业、拓展新的经济增长点，根据公司发展需要，公司以现金7268.08万元收购出版集团持有的全资子公司山东老干部之家杂志社有限公司100%股权。我们认为，通过收购母公司集团旗下的出版社，有望丰富公司出版、发行资源，做大做强图书主业。

## 4. 盈利预测与估值

我们认为，公司是山东地区出版发行行业的龙头，在稳步发展主营业务的同时积极开展创新业务推动公司转型。我们对公司主营业务收入预测如下：1) 公司持续巩固行业内地位，并通过持续铺展线上营销渠道，提升传统业务的规模与盈利能力，推动2024-2026年发行业务收入实现6.25%/5.77%/4.88%增长。2) 公司不断完善教材教辅体系，并积极推动重点工程、打造精品图书，有望推动2024-2026年出版业务收入实现12.54%/12.04%/9.19%增长。

我们预计公司 2024-2026 年总营收预计 128.45 亿元、138.29 亿元和 146.58 亿元，同比增速分别为 5.7%、7.7%和 6.0%；归母净利分别为 15.25 亿元、16.11 亿元和 16.97 亿元，同比增速分别-35.8%、5.6%和 5.4%；对应全面摊薄 EPS 分别为每股 0.73 元、0.77 元和 0.81 元。参考可比公司，我们给予公司 2024 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 13.16 元/股，“优于大市”评级。

表 4 公司分项主营业务收入预计 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
发行	8891.59	9447.70	9993.01	10480.61
YOY (%)	4.94%	6.25%	5.77%	4.88%
出版	3689.24	4151.76	4651.73	5079.44
YOY (%)	11.94%	12.54%	12.04%	9.19%
总营业收入	12154.32	12844.78	13828.53	14658.38
YOY (%)	8.23%	5.68%	7.66%	6.00%

资料来源: wind, HTI

表 5 可比公司估值表

简称	代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
浙版传媒	601921.SH	7.73	0.70	0.49	0.53	11	16	14
皖新传媒	601801.SH	6.94	0.50	0.42	0.49	14	16	14
中南传媒	601098.SH	12.02	0.91	0.78	0.83	13	15	14
均值						13	16	14

注: 收盘价为 2024 年 11 月 22 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, HTI

## 5. 风险提示

纸张成本上涨风险, AI 应用、教育服务等业务转型不及预期, 图书内容监管趋严。

公司拥有出版物(纸质图书、电子音像制品和期刊)编辑、印刷复制、发行及零售、物资贸易全产业链传统业务,并融合移动媒体、互联网媒体、数字出版等新兴业态业务,公司主营业务集“编、印、发、供”于一体,形成了以出版、发行业务为核心,上游印刷加工、物资贸易为补充,全产业链一体化经营的格局。是现代化的大型综合文化产业经营实体。

附表 前十大股东:

股东名称	占总股本比例(%)
山东出版集团有限公司	76.8100
香港中央结算有限公司(陆股通)	4.5600
山东出版投资有限公司	1.5700
全国社会保障基金理事会转持一户	1.2600
中国教育出版传媒集团有限公司	0.9400
中国工商银行股份有限公司-融通内需驱动股票型证券投资基金	0.4800
严永兴	0.2700
黄浩玮	0.2400
中国新闻出版传媒集团有限公司	0.2400
睿远基金-兴业国际信托有限公司-睿远基金-兴业信托单一资产管理计划	0.1800
合计	86.5500

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>12154</b>	<b>12845</b>	<b>13829</b>	<b>14658</b>
每股收益	1.14	0.73	0.77	0.81	营业成本	7644	8110	8765	9308
每股净资产	7.12	7.40	7.71	8.04	毛利率%	37.1%	36.9%	36.6%	36.5%
每股经营现金流	1.16	0.62	0.82	0.83	营业税金及附加	79	81	87	92
每股股利	0.56	0.43	0.46	0.48	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1327	1413	1521	1612
P/E	9.09	14.16	13.41	12.73	营业费用率%	10.9%	11.0%	11.0%	11.0%
P/B	1.45	1.40	1.34	1.29	管理费用	1520	1606	1729	1833
P/S	1.78	1.68	1.56	1.47	管理费用率%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
EV/EBITDA	6.99	7.15	6.48	5.92	EBIT	1503	1893	2007	2111
股息率%	<b>5.4%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.7%</b>	财务费用	-128	-131	-131	-143
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.1%	-1.0%	-0.9%	-1.0%
毛利率	37.1%	36.9%	36.6%	36.5%	资产减值损失	-77	0	0	0
净利润率	19.5%	11.9%	11.6%	11.6%	投资收益	45	40	43	46
净资产收益率	16.0%	9.9%	10.0%	10.1%	<b>营业利润</b>	<b>2021</b>	<b>1984</b>	<b>2092</b>	<b>2205</b>
资产回报率	10.4%	6.4%	6.5%	6.6%	营业外收支	77	40	46	49
投资回报率	11.3%	9.1%	9.2%	9.3%	<b>利润总额</b>	<b>2098</b>	<b>2025</b>	<b>2138</b>	<b>2254</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1848	2093	2218	2333
营业收入增长率	8.2%	5.7%	7.7%	6.0%	所得税	-274	506	535	563
EBIT 增长率	2.9%	25.9%	6.0%	5.2%	有效所得税率%	-13.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	41.1%	-35.8%	5.6%	5.4%	少数股东损益	-4	-7	-7	-7
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2376</b>	<b>1525</b>	<b>1611</b>	<b>1697</b>
资产负债率	35.0%	34.8%	35.0%	34.9%					
流动比率	1.94	1.93	1.92	1.93	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
速动比率	1.56	1.57	1.55	1.55	货币资金	6871	6882	7453	8031
现金比率	1.03	1.01	1.03	1.06	应收账款及应收票据	1517	1872	1988	2107
<b>经营效率指标</b>					存货	2057	2105	2275	2416
应收账款周转天数	44.21	42.50	44.93	45.27	其它流动资产	2434	2289	2163	2039
存货周转天数	87.58	92.37	89.93	90.70	流动资产合计	12878	13148	13879	14593
总资产周转率	0.56	0.55	0.57	0.58	长期股权投资	50	100	150	200
固定资产周转率	3.36	3.27	3.26	3.23	固定资产	3772	4085	4387	4677
					在建工程	302	302	302	302
					无形资产	841	831	822	812
					非流动资产合计	9975	10505	10833	11149
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>资产总计</b>	<b>22854</b>	<b>23653</b>	<b>24712</b>	<b>25743</b>
净利润	2376	1525	1611	1697	短期借款	80	85	72	76
少数股东损益	-4	-7	-7	-7	应付票据及应付账款	3368	3530	3815	4052
非现金支出	484	200	211	222	预收账款	18	19	21	22
非经营收益	-748	-208	-214	-228	其它流动负债	3178	3177	3318	3420
营运资金变动	314	-221	113	52	流动负债合计	6645	6812	7226	7570
<b>经营活动现金流</b>	<b>2422</b>	<b>1289</b>	<b>1713</b>	<b>1737</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-60	-329	-319	-308	其它长期负债	1346	1409	1413	1420
投资	-2410	49	104	102	非流动负债合计	1346	1409	1413	1420
其他	67	-108	51	54	<b>负债总计</b>	<b>7991</b>	<b>8221</b>	<b>8639</b>	<b>8991</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2403</b>	<b>-387</b>	<b>-164</b>	<b>-152</b>	实收资本	2087	2087	2087	2087
债权募资	0	62	-9	12	归属于母公司所有者权益	14865	15442	16090	16775
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-3	-10	-17	-23
其他	-854	-952	-969	-1018	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>22854</b>	<b>23653</b>	<b>24712</b>	<b>25743</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-854</b>	<b>-889</b>	<b>-978</b>	<b>-1006</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-836</b>	<b>12</b>	<b>571</b>	<b>578</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 22 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI



**APPENDIX 1****Summary****Investment Highlights:**

The company integrates publishing, printing, distribution, and supply, with 20 subsidiaries, including two primary publishers. It operates a comprehensive cultural industry, incorporating emerging sectors like mobile media and digital publishing. The fundamentals of the textbook business are stable, targeting students, a necessity market less affected by the economy. Student numbers in Shandong are growing, enhancing the company's brand advantage. From 2020 to 2023, textbook revenue was 5.54 billion, 6.01 billion, 6.52 billion, and 6.88 billion RMB, with a compound growth rate of 7.49%. Self-compiled and rental textbook revenues grew at 11.91% and 9.13%, respectively. The company promotes quality books and innovative channels like short videos. In 2023, it published 15,841 books and 141 audio-visual products, with a reprint rate of 78.5%. The study tourism business grew over 60% YoY in early 2024. The company is advancing digital transformation and smart campus projects. Mergers and high dividends highlight investment value. From 2021 to 2023, dividends increased annually. In 2023, the company acquired a subsidiary for 72.68 million RMB to avoid competition with its parent group. Profit forecast and valuation: 2024-2026 revenue is expected at 12.85 billion, 13.83 billion, and 14.66 billion RMB, with growth rates of 5.7%, 7.7%, and 6.0%. NPATs is projected at 1.53 billion, 1.61 billion, and 1.70 billion RMB, with growth rates of -35.8%, 5.6%, and 5.4%. The 2024 PE valuation is 18x, with a target price of 13.16 RMB per share, rated Outperform.

**Risk Warning:** Risks include rising paper costs, weaker than expected AI and education service transitions, and stricter content regulations.



## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，毛云聪，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuncong Mao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，孙小雯，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaowen Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈星光，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xingguang Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，单飞，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Monique Shan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

600551.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600551.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 600551.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600551.CH.

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

### 评级分布 Rating Distribution

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

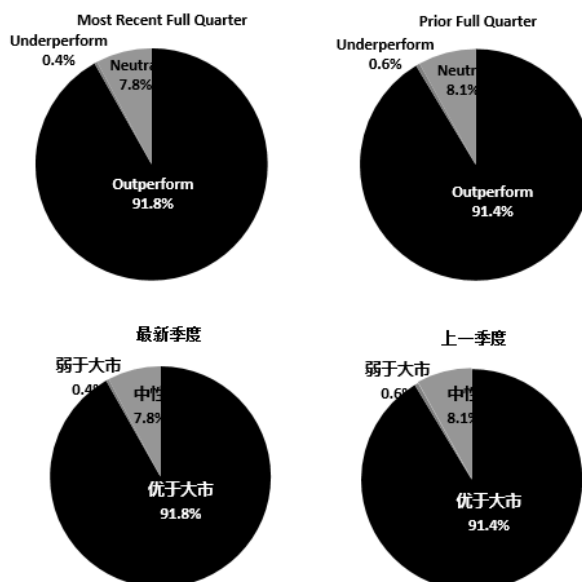
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

## Ratings Distribution



#### 截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

**Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):**

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISGL, HTSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知:



除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：**海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：**本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话：(212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔

省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)）第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided

---

to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---



## Shandong Publishing & Media - 601019 CH

