行业观点

● 计算机

国元证券公司研究-大华股份(002236.SZ)2020 年年度报告点评：高质量发展成效显著，经营现金流大幅改善

事件：

公司于 2021 年 3 月 23 日晚发布《2020 年年度报告》。

点评：

？营业收入稳健增长，经营性净现金流大幅改善

2020 年，公司实现营业收入 264.66 亿元，同比增长 1.21%；Q1-Q4 分别实现营业收入 35.02、63.37、63.28、103.00 亿元，同比增速分别为-19.47%、-1.89%、12.56%、5.95%，经营活动受疫情的影响基本消除。2020 年，公司实现归母净利润 39.03 亿元，同比增长 22.42%；Q1-Q4 分别实现归母净利润 3.18、10.51、14.56、10.78 亿元，同比增速分别为 0.50%、13.93%、128.07%、-17.79%。公司精耕细作成效显著：全年毛利率为 42.70%，提升 1.58 个百分点；经营性净现金流为 44.02 亿元，同比大幅增长 174.99%。

？企业数字化改造需求持续释放，To B 业务全年收入增长 23.63%

分地区来看，1）境内营收为 159.79 亿元，同比下降 3.00%，主要原因是上半年受到新冠疫情影响；2）境外营收为 104.87 亿元，同比增长 8.38%。境内分业务版块来看，B 端业务表现优异：1）To G 营收为 56.72 亿元，同比下降 4.27%，上半年疫情防控形势严峻，部分政府项目受到影响，下半年以来持续回暖；2）To B 营收为 67.57 亿元，同比增长 23.63%，主要得益于企业数字化改造需求持续释放，公司智能化产品与解决方案价值快速提升，视频能力深入到各行各业的业务应用中，以视频为核心的智慧物联领域的市场空间进一步扩大；3）其他板块营收为 35.51 亿元，同比下降 30.15%，主要原因是中小企业等客户受到疫情冲击影响较大。

？精细化管理实现高质量发展，一系列经营策略保障长期发展

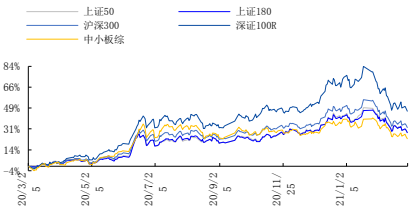
2020 年，公司坚持精细化管理和高质量发展的经营理念，并落实一系列经营策略：1）加大研发投入：公司全年研发投入为 29.98 亿元，同比增长 7.28%，占营收 11.33%；2）市场牵引业务：国内 SMB 业务及海外业务持续下沉，激活市场，保障业务价值落地；3）软件、交付能力下沉：全年落地 8 个区域软件开发中心，在广西、贵州等地开展省区交付业务直管试点，并向其他省区推广复制；4）发展创新业务，建设合作生态：公司创新业务不断拓展新的高速增长点；联合合作伙伴打造生态链；5）保障供应链安全：公司加大关键物料备货，设计替代方案，实现供应链的多元化和自主可控。

？投资建议与盈利预测

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	涨跌幅 5 日	涨跌幅 本年
沪深 300	5009.25	-	-	-3.88
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	13607.27	-	-	-5.97
中小板综	12148.69	-	-	-4.55
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	涨跌幅% 5 日	涨跌幅% 本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	涨跌幅% 5 日	涨跌幅% 本年
九联科	22.43	462.16	0.00	0.00
华骐环	55.74	31.90	61.85	-29.19
晶瑞股	38.00	26.20	35.23	11.01
广信材	15.08	24.01	21.51	-10.18
楚天龙	7.99	20.15	0.00	5.55

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	涨跌幅% 5 日	涨跌幅% 本年
亿纬锂	56.88	-31.26	-31.40	-30.42
C 线上	89.36	-25.22	0.00	-55.65
退市秋	0.76	-20.83	0.00	-20.00
爱施德	8.15	-20.02	-22.31	9.40
长城退	0.33	-19.51	-28.26	-65.26

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

伴随着 AI 等技术的规模化落地，视频能力已经深入到各行各业的业务应用中，行业的市场空间进一步扩大，公司有望充分受益。预测公司 2021-2023 年营业收入为 325.52、390.07、457.19 亿元，归母净利润为 43.79、53.60、66.55 亿元，EPS 为 1.46、1.79、2.22 元/股，对应 PE 为 15.16、12.39、9.97 倍。考虑到：公司过去三年的 PE 主要运行在 13-33 倍之间、预期未来三年归母净利润 CAGR 为 19.47%、经营质量改善明显等因素，上调公司 2021 年的目标 PE 至 22 倍，目标价为 32.12 元。维持“买入”评级。

？风险提示

新冠肺炎疫情反复；企业数字化改造需求释放不及预期；海外市场拓展不及预期；创新业务发展不及预期；市场竞争加剧等。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

● 计算机

国元证券公司研究-金山办公(688111.SH)2020 年年度报告点评：付费用户数高增长，长期成长空间广阔

事件：

公司于 2021 年 3 月 23 日晚发布《2020 年年度报告》。

点评：

？授权与订阅业务齐头并进，盈利能力与质量大幅提升

2020 年，公司实现营业收入 22.61 亿元，同比增长 43.14%。其中：1）办公软件产品使用授权业务收入 8.03 亿元，同比增长 61.90%，政府及企业市场继续保持高速增长；2）办公服务订阅业务收入 11.09 亿元，同比增长 63.18%；3）互联网广告推广业务收入 3.49 亿元，同比减少 13.61%，公司主动调整广告策略，减少使用中对用户的打扰，提升跨端协作体验。2020 年，公司实现扣非归母净利润 6.12 亿元，同比增长 94.59%；经营性现金流净额为 15.14 亿元，同比大幅增长 158.57%。

？月活用户数量持续提升，累计年度付费个人会员数量大幅增长

1）月活用户方面：截至 2020 年年底，公司主要产品（不含金山文档）月度活跃用户（MAU）已达到 4.74 亿，同比增长 15.33%。WPS office PC 版月度活跃用户数 1.85 亿；移动版月度活跃用户数 2.82 亿；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近 0.1 亿。2）付费情况方面：2020 年，公司累计年度付费个人会员数达到 1962 万，同比大幅增长 63.23%。3）云办公方面：2020 年，个人及“WPS+”用户通过公有云服务上传云端文件数量已达 898 亿份，同比增长 79.24%，云办公用户粘性持续增加。

？公司各项战略持续推进，协作赋能产品优势逐步凸显

分业务来看，1）国内政企业务：公司持续推进企业级客户云化进程；加强适配国产软硬件，WPS 汇集 260 家生态合作伙伴，与 14 家高市占率的生态厂商签订战略合作协议；孵化 WPS+中小微活跃企业超过 20 万家；继续加大对教育领域的布局投入。2）个人增值业务：提升会员渗透率及使用粘性，超级会员增速显著提高。3）广告业务：丰富广告业务结构，优化展示策略，提升用户体验。4）金山文档业务：疫情催生协作办公的旺盛需求，疫情后超三分之二的用户续用。5）海外业务：新增覆盖俄罗斯、中东、北美南美及非洲地区，目前为全球 220 个国家和地区的用户提供产品及服务。6）人工智能及词霸业务：自主研发的 OCR 和机器翻译技术达到了国内第一梯队的水平；词霸产品用户量保持平稳。

？投资建议与盈利预测

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，未来成长空间较为广阔。预测公司 2021-2023 年营业收入为 33.38、45.57、60.72 亿元，归母净利润为 11.38、15.87、22.51 亿元，EPS 为 2.47、3.44、4.88 元/股，对应 PE 为 119.95、85.97、60.62 倍。公司目前营业收入快速增长，研发等费用投入较多，采用 PS 估值法较为合理。上市以来，公司 PS 主要运行在 40-120 倍之间，考虑到近期科技股估值调整较为明显，下调公司 2021 年的目标 PS 至 60 倍，对应的目标价为 434.40 元，维持“买入”评级。

？风险提示

付费用户数量增长低于预期；国产化替代进程低于预期；其他公司进入办公软件市场，市场竞争加剧。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

重点报告

《皮肤学级护肤龙头，打造美丽健康大集团》

——贝泰妮(300957)首次覆盖报告

李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

?皮肤学级护肤龙头，主品牌薇诺娜 2020 年双十一登顶国货美妆榜首

公司以“薇诺娜”品牌为核心，依托团队滇虹药企背景，联合昆明医科第一附属医院、中科院昆明植物研究所，打造出国内 TOP1 针对敏感肌的护肤品牌。根据欧睿数据，薇诺娜 2019 年在中国皮肤学级护肤品市场排名第 1，市占率达 20.54%。2020 年双十一薇诺娜天猫旗舰店累计成交金额破 7 亿，位列天猫国货美妆第一名，成为唯一跻身美妆类前十的国货品牌。

?行业：皮肤学级护肤市场增速快，行业壁垒高，竞争格局优

2019 年皮肤学级市场规模达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率 23.2%（同期护肤市场增速仅为 10.1%）。根据我们测算，2019 年皮肤学级护肤市场的覆盖购买人数规模仅为 4151 万，预计到 2025 年整个皮肤学级赛道市场规模有望扩容至 403 亿。竞争格局上，皮肤学级护肤品通常需要持续的医研共创，产品有效性要求高，行业进入壁垒较高，市场 CR5 超 60%，竞争格局更优，头部品牌优势明显。

?公司看点：医研共创成就高功效高口碑大单品，通过电商渠道实现放量

研发端：公司拥有医药、化学背景深厚的研发人员，同时合作权威皮肤科专家与植物研究所，背靠植物王国昆明，聚焦青刺果、马齿苋等云南特色的植物成分提取，打造专利技术，并通过临床实验验证效果。产品端：产品实力强劲，形成“明星系列（占比近 40%）+明星大单品（占比 18%）+多产品线布局”的布局，大单品“舒敏保湿特护霜”高口碑高销量，推动品牌高复购（薇诺娜天猫旗舰店复购率高达 30%）。渠道端：以线下医院、药店渠道为根基、积极捕捉线上渠道红利放大品牌优势，实现快速扩张。营销端：优质的“医学级护肤”品牌故事奠定核心优势，通过医生在线问诊、KOL 内容营销、超头直播、明星代言等多元化营销放大品牌优势。

?投资建议与盈利预测

公司是国内皮肤学级护肤细分赛道的绝对龙头，兼具高壁垒与高成长性。除主品牌薇诺娜外，公司尝试孵化“WINONA Baby”“Beauty Answers”等定位母婴、医美赛道的子品牌，有望逐步构建“健康美丽”的多品牌矩阵。预测公司 2021-2023 年 EPS 为 1.82/2.49/3.24 元/股，对应 PE 为 26/19/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

?风险提示

行业景气度下滑、行业竞争加剧、品牌和销售平台相对集中的风险。

《PDF 行业领军者，云化打开新空间》

——福昕软件(688095)首次覆盖报告

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

？快速成长中的全球领先 PDF 电子文档解决方案提供商

公司是 PDF 行业内全球市场份额仅次于 Adobe 的领军企业，目前已建立起一整套拥有完全自主知识产权的 PDF 技术体系，为用户提供覆盖 PDF 文档全生命周期的软件产品与解决方案，包括：PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档处理解决方案、PDF 工具及在线服务四大产品线。2017-2020 年，公司营业收入保持快速增长的态势，CAGR 达 28.65%，归母净利润 CAGR 高达 68.35%。2020 年，公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 27.35%；实现扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 49.86%。

？2021 年 PDF 文档相关业务 TAM 可达 75 亿美元，成长空间巨大

Adobe 公司公开文件显示，2020 年 PDF 文档相关业务潜在市场规模(TAM)可达 53 亿美元，2021 年可达 75 亿美元。作为行业龙头，Adobe 公司 2019 年实现的营业收入占其预计的 2020 年 TAM 的比例仅为 23%，PDF 文档相关业务未来仍有较大的市场空间。随着我国信息技术的快速发展，互联网用户群体规模仍将呈增长态势，为软件产业奠定坚实的用户基础，PDF 电子文档作为人们日常办公的基础软件、通用软件之一，市场发展前景良好。

？差异化竞争，前瞻布局云化趋势，打造核心竞争力

通过与 Adobe 进行差异化经营，公司取得了众多客户的认可，具体策略包括：产品特性差异化；产品价格差异化；客户服务差异化；提供灵活的授权模式；采取灵活的销售模式。公司优先进行 PDF 的水平扩充与垂直扩充，垂直应用扩充包括在 AEC 领域的 PDF 应用。此外，公司坚定推进云化战略，将大量人力投入于产品云化项目，致力于在未来将桌面端收入全部转化为云端和移动端收入。云化是公司弯道超车的重要方向，产品上云后将增加文档协同、电子签名、电子图纸等特色服务，未来发展前景广阔。

?投资建议与盈利预测

公司凭借产品性价比及服务优质等差异化经营策略，有望充分受益于 PDF 行业的发展。预测公司 2020-2022 年营业收入为 4.70、6.25、7.99 亿元，归母净利润为 1.23、1.68、2.18 亿元，EPS 为

2.55、3.50、4.53 元/股，对应 PE 为 98.93、71.95、55.53 倍。上市以来，公司 PE 主要运行在 80-140 倍之间，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 62.5 倍，给予公司 2021 年 100 倍的目标 PE，目标价为 350.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

?风险提示

新冠肺炎疫情反复；行业竞争加剧；国内市场拓展不及预期；PDF 产品研发及渠道拓展不及预期；海外经营风险。

《业绩维持高增长，管线布局+产能扩充有序进行》

——博瑞医药(688166)公司点评报告

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：朱琪璋

事件：

2021 年 3 月 22 日，公司发布 2020 年年度报告：2020 全年实现营收为 7.85 亿元，同比增长 56.09%；实现归母净利润为 1.70 亿元，同比增长 52.93%；实现扣非归母净利润为 1.57 亿元，同比增长 53.86%。

国元观点：

? 全年业绩表现亮眼，海外收入高速增长

公司全年业绩表现亮眼，实现营收 7.85 亿元（+56.09%），实现归母净利润 1.70 亿元（+52.93%），其中 Q3 营收同比增长 100.82%。疫情期间公司积极拓展海外市场，外销收入为 4.08 亿元，同比大幅增长 76.35%，主要系芬净类产品、子囊霉素等海外加速放量所致；内销收入同比增长 38.29%，主要系国内恩替卡韦原料药纳入集采，下游制剂客户采购需求加大所致。分收入类别看，技术服务收入为 0.47 亿元（-40.60%）；权益分成收入为 0.66 亿元（+76.42%），主要由于下游合作客户的卡泊芬净、阿尼芬净等制剂销量增长带动公司分成收入稳定增长；产品销售收入为 6.70 亿元（+73.52%），以原料药为主（占比 94.6%），其中抗病毒类（恩替卡韦等）和免疫抑制剂类（吡美莫司等）原料药贡献主要增速，分别同比增长 201.3%和 68.56%，制剂销售收入为 0.36 亿元（+69.53%），主要包括磺达肝癸钠和醋酸卡泊芬净两个品种。2020 年毛利率为 54.95%（-9.1pct），仍维持较高水平。

? 费用率持续摊薄，研发投入加大，现金流表现优异

公司经营质量持续提升，研发投入持续加码。销售费用率和管理费用率分别为 2.21%（-0.81pct）和 10.07%（-2.0pct）；研发费用率为 17.93%，维持较高水平。经营现金流净额为 1.55 亿元（+153.42%），主要系营收大幅增加、营运成本控制良好。应收账款为 1.77 亿元，较 2019 年略有下降，在营收高增长的情况下体现了公司对营运资本的高效管理。

? 国内外多产品研发注册快速推进，产能持续扩充打开快速成长空间

产品国内外研发申报稳步推进，持续打造稀缺性产品管线，不断拓宽护城河。2020 年，公司国内市场多个原料药和制剂产品申报进展顺利：卡泊芬净原料药和制剂获批上市；米卡芬净制剂获批上市且一致性评价申请获得受理；恩替卡韦等 4 个制剂、泊沙康唑等 3 个原料药处于申报注册中；创新药 BGC0228 准备申报 IND。在国际注册方面，公司恩替卡韦和米卡芬净钠原料药分别获得欧洲 CEP 证书和 FDA 批准，艾日布林等多个原料药产品已向欧美日韩监管机构提交注册申请。同时，公司积极布局补铁剂、吸入制剂、ADC 创新药物等前景广阔、壁垒极高的管线，持续构筑核心竞争力。此外，公司多个原料药和高端制剂生产基

地在建设中，建成达产后有望保障公司核心品种的稳定放量，前瞻性满足在研品种未来增厚业绩的产能需求。

？投资建议与盈利预测

预计公司 21-23 年营收为 11.36/ 16.42/ 23.90 亿元，增速为 44.60%/ 44.59%/ 45.58%，归母净利润为 2.59/ 3.98/ 6.02 亿元，增速为 52.30%/ 53.65%/ 51.45%，EPS 为 0.63/ 0.97/ 1.47 元/股，PE 为 71/ 46/ 31 倍，维持“增持”评级。

？风险提示

研发进度不及预期；疫情恢复不及预期；行业政策风险；产能建设不及预期。

发布全人源胶原蛋白技术，新品牌“美丽法则”落地

——丸美股份（603983）公司事件点评

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐熠雯

事件：

2021 年 3 月 20 日，公司举行“丸美生物科技抗衰创新论坛”，并发布新品牌“美丽法则”及其独家应用的“全人源胶原蛋白技术”。

点评：

？推出新品牌“美丽法则”，聚焦抗衰功效，打造科学背书的护肤品牌

公司推出新品牌“美丽法则”，定位科学家护肤品牌，主打全人源胶原蛋白技术，具备生物科学+皮肤学专家背书。品牌首批上线了包括面膜、精华、眼霜等品类在内的 5 个 SKU，定价 200-350 元区间，人群定位年轻客群。渠道端，品牌以互联网为核心，初期主攻线上，后逐步覆盖全渠道。营销端，品牌将以涂抹面膜作为突破口，通过全域传播，打造“美丽法则=胶原蛋白=高效抗衰”的消费者认知。该品牌初步目标为 2021 年销售过亿。

？发布全人源胶原蛋白专利原料，夯实自身上游研发能力

“全人源胶原蛋白”为丸美生物与基因工程药物国家工程研究中心，联合多名高校科学家共同首创研发，其氨基酸序列与人体自身胶原蛋白序列 100%一致，可实现“0 风险、高活性、好吸收、强功效”的胶原蛋白表达。经测试，受试者连续使用全人源胶原蛋白产品 14 天后鱼尾纹数量减少 30%，鱼尾纹体积、面积、长度也均显著下降，且在 100%的高浓下，对皮肤也没有刺激性。公司继 1 月发布丸美独有成分“TriMedFil 肌源粹因”后，再推出强研发背景的抗衰成分，积极夯实上游研发能力，强化产品力，有望提升品牌长期竞争力。

？投资建议与盈利预测

公司是少数主品牌定位于中高端的国产化妆品公司，差异化的主打眼霜和抗衰符合行业消费升级高端化的大趋势。2021 公司持续补齐电商运营能力，将天猫店铺收归自营，同时加强多品牌布局。推出“美丽法则”的同时，公司希望未来 3 年可构建含 10 个品牌的品牌矩阵，未来 10 年打造成包含约 30 个品牌的美妆集团，包括全资品牌、合资品牌、投资品牌三类。预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.32/1.55/1.82 元/股，对应 PE 43x/37x/31x，维持“买入”评级。

？风险提示

行业景气度下滑，行业竞争加剧，新品牌发展不及预期。

重要新闻

- 多项税费优惠政策继续延长，惠及多个行业。财政部、税务总局公告，延长部分税收优惠政策执行期限，包括设备、器具扣除有关企业所得税政策等；延续实施应对疫情部分税费优惠政策，包括电影等行业税费支持政策、个体工商户复工复业增值税政策、新冠疫情防控有关个人所得税及税收政策等。
- 据中证报，上市公司年报披露正酣，又有百亿私募隐形重仓股曝光。去年四季度，冯柳新晋风华高科，一举成为其第八大流通股东；高瓴旗下证券私募礼仁投资持续加仓上海机电；社保基金和险资则风格相对稳健，化工、有色以及银行等金融周期股，都是其重仓较多的方向。
- 数字人民币测试进程正在提速，六大国有银行已开始推广数字人民币货币钱包。在国有银行营业网点中，客户只需要提出申请，便可以申请白名单，在央行数字人民币 APP 中以设立银行子钱包方式参与测试。
- 短视频第一股快手发布港股上市以来首份年报。快手 2020 年营收 587.8 亿元，同比增长 50.2%；归属于股东净亏损为 1166.35 亿元，调整后净亏损 79.5 亿元。快手巨额亏损并不是来自业务，是因包含可转换可赎回优先股公允价值变动的 1068.45 亿。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
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	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 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	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
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	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 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。

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备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

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，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：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	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188