行业观点

● 计算机

国元证券公司研究-中科创达(300496.SZ)2020 年年度报告点评：坚持“技术+生态”战略，营业收入快速增长

事件：

公司于 2021 年 3 月 15 日晚发布《2020 年年度报告》。

点评：

? 智能软件业务稳健成长，智能网联汽车与智能物联网业务高速增长

2020 年，公司继续坚持“技术+生态”的平台发展战略，实现营业收入 26.28 亿元，同比增长 43.85%；实现扣非归母净利润 3.66 亿元，同比增长 113.95%；经营活动产生的净现金流为 3.41 亿元，同比增长 140.02%；销售毛利率提升 1.59 个百分点，达到 44.22%。分业务来看，智能软件业务实现收入 11.62 亿元，同比增长 20.24%，其中来自芯片厂商的收入为 3.52 亿元，同比增长 2.53%，来自终端厂商的收入为 7.13 亿元，同比增长 72.58%；智能网联汽车业务实现收入 7.70 亿元，同比增长 60.09%；智能物联网业务实现收入 6.95 亿元，同比增长 83.40%。

? 持续加大研发投入，加深前沿技术的研发深度与广度

2020 年，公司研发投入为 4.80 亿元，同比增长 41.59%，研发投入占营业收入的比例为 18.27%，研发投入资本化的比例为 16.11%，两个比例均较 2019 年有所下降。截至 2020 年底，公司拥有超过 1000 项自主研发的技术专利及软件著作权，研发人员达到 6800 人，占公司总人数比例为 92.20%。作为一家技术驱动型企业，公司坚持自主创新，在智能网联汽车领域，公司确立了智能座舱、智能驾驶、智能网联以及工具链+解决方案和服务的布局，带动了公司智能网联汽车业务持续快速增长；在智能物联网领域，公司发布了多款新一代 SoM 及开发平台产品，如 RB5 机器人开发平台、专为边缘计算应用场景设计和研发的 TurboX EB5 等。

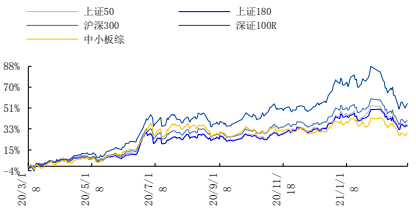
? 积极构建产业生态圈，携手上下游合作伙伴共同成长

公司注重与行业内全球领先企业的合作创新，与产业链内包括芯片、终端、运营商、软件与互联网厂商等建立了多渠道、多方位的合作关系。在智能网联汽车领域，公司与广汽、上汽、一汽等头部车厂合作的深度和广度均有提升。2020 年 6 月，公司与滴滴合作研发的 DMS、ADAS 等智能安全驾驶方案正式发布，打通了智能座舱和智能驾驶两大技术领域，为行业提供了稳定且值得信赖的智能安全驾驶方案；在智能物联网领域，公司与施耐德电气和亚马逊云服务(AWS)携手合作，依托各自领域的技术优势联合发布融合智能工业视觉平台，助力智慧工业降本增效，赋能工业高质量发展。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5100.86	0.42	1.94	-2.12
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	13809.77	1.22	1.82	-4.57
中小板综	12345.39	1.02	1.85	-3.00
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	5 日	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	5 日	本年
有研粉	67.85	538.89	0.00	0.00
中环装	8.96	25.49	54.48	23.25
美瑞新	74.34	24.52	50.03	54.62
易天股	43.41	22.08	42.23	13.49
帝科股	56.28	21.53	9.03	-19.02

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
欧菲光	8.13	-19.90	-23.88	-38.32
退市工	0.77	-18.95	0.00	-17.20
中材节	10.17	-14.18	11.27	65.91
兴化股	6.74	-13.26	42.49	98.82
长源电	5.00	-12.59	18.20	23.15

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

？投资建议与盈利预测

公司在智能操作系统领域拥有世界领先的技术，在万物互联时代拥有广阔的成长空间，持续高成长可期。预测公司 2021-2023 年营业收入为 36.82、49.99、65.78 亿元，归母净利润为 6.22、8.59、11.93 亿元，EPS 为 1.47、2.03、2.82 元/股，对应 PE 为 73.50、53.19、38.31 倍。过去三年，公司 PE 主要运行在 60-160 倍的区间，预测未来三年归母净利润 CAGR 为 39.09%，高景气度无忧，估值水平有望维持，维持公司 2021 年 110 倍的目标 PE，目标价为 161.70 元，维持“买入”评级。

？风险提示

研发投入效果不及预期；智能物联网业务拓展不及预期；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-久远银海(002777.SZ)2020 年年度报告点评：医保 IT 成绩突出，智慧民生前景可期

事件：

公司于 3 月 14 日收盘后发布《2020 年年度报告》。

点评：

？疫情影响逐步消退，2020 年第四季度业绩增速显著恢复

2020 年，公司积极应对新冠疫情的影响，加大定制软件开发项目实施、统筹与交付，全年实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 13.50%；实现扣非归母净利润 1.69 亿元，同比增长 15.87%；实现经营活动现金流量净额 2.08 亿元，同比增长 21.67%，经营质量持续改善。2020 年第四季度，公司业绩增速显著恢复，单季度实现营业收入 6.55 亿元，同比增长 25.78%；实现扣非归母净利润 0.92 亿元，同比增长 38.96%。分行业来看，全年医疗医保业务实现营业收入 4.77 亿元，同比增长 23.66%，收入占比提升至 41.32%；智慧城市与数字政务实现营业收入 6.23 亿元，同比增长 10.44%。

？加大研发投入保障未来可持续成长，盈利能力有望不断提升

公司聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市三大战略方向，持续加大研发投入。2020 年，公司研发投入为 1.87 亿元，同比增长 51.93%，研发投入占营业收入的比例为 16.18%，提升 4.09 个百分点，研发投入资本化的比例为 19.00%。截至 2020 年底，公司共有研发人员 712 人，占员工总数的比例达到 31.46%。从盈利能力来看，公司加强软件和运维生产过程控制，提升技术服务能力与效率，医疗医保业务毛利率为 60.69%，提升 0.59 个百分点；智慧城市与数字政务业务毛利率为 49.48%，提升 4.16 个百分点。

？医保 IT 竞争优势明显，连续中标省级新医保项目

2020 年，公司持续加大市场拓展，深度参与新一代医保信息化建设，加强与各类政府机构、金融机构、医疗机构、主流云计算厂商等的业务合作，实现了业绩的稳定增长。公司全年共中标 12 个省份新一代医保信息化平台建设项目（青海、广东、贵州、 海南、新疆、陕西、广西、山西、河北、重庆、甘肃、天津）。其中，中标 5 个省份（贵州、新疆、广西、山西、天津）新一代医保信息化平台建设核心业务系统项目。此外，公司承建的国家局新一代医保信息化建设平台顺利推进，其中第二包“跨省异地就医管理子系统”于 2020 年 5 月顺利上线，第八包“基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统”已于 2020

年 11 月完成终验。

? 投资建议与盈利预测

公司在省市级新一代医保 IT 建设中优势明显，已经迎来高景气周期，同时，民政业务发展顺利，未来空间较大。预测公司 2021-2023 年营业收入为 15.19、19.07、23.33 亿元，归母净利润为 2.61、3.39、4.39 亿元，EPS 为 0.83、1.08、1.40 元/股，对应 PE 为 23.69、18.24、14.09 倍。过去三年公司的 PE 主要运行在 30-70 倍之间，预期未来三年归母净利润 CAGR 为 33.01%，维持公司 2021 年 35 倍的目标 PE，对应目标价为 29.05 元，维持“买入”评级。

? 风险提示

新冠肺炎疫情反复；省市级医保系统招投标进度低于预期；金民工程进度低于预期；行业竞争加剧。

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

重点报告

《隐形正畸悄然变美，冠军赛道未来可期》

——隐形正畸行业深度报告

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001）

报告要点：

?“医美”+消费+非医保的正畸市场需求旺盛，矫治率低

我国错颌畸形发病率高达 74%，患病人群 10.36 亿人，基数庞大。2019 年我国正畸案例提升 288.21 万例，CAGR15.3%。目前主力正畸人群集中在 6-19 岁（功能性需求）和 20-40 岁（爱美需求+ 经济基础），但矫治率仅为 0.43%，需求远未得到满足，矫治率仍具有大幅提升空间。2019 年我国正畸市场规模达到 475 亿元，CAGR20.7%。预计未来 10 年，我国正畸市场仍将保持 14%CAGR，有望在 2030 年达到 2000 亿元。“医美”+消费+非医保属性的正畸处在时代风口。

?隐形正畸市场方兴未艾，千亿蓝海市场万众期待

隐形正畸具备美观度高、卫生、舒适度高、节省医生对患者椅旁就诊时间和复诊频次、提升椅旁周转率、提前预知矫治效果等优势广受青睐。国内隐形正畸市场仍在萌芽阶段，从病例数看，2019 年中国隐形矫治病例数 30.39 万例，5 年 CAGR 58.8%，占比从 2015 年的 2.9%提升至 10.5%，相较于美国 33.1%的渗透率，国内隐形正畸仍大有可为。口腔保健意识崛起、颜值经济盛行，中国隐形矫治需求快速增长，2019 年行业整体市场规模 100 亿元市场，CAGR57.2%，远超全球平均水平。我们预计 2030 年、远期整体隐形正畸市场规模分别为 1032 亿元和 2084 亿元，仍有 10-20 倍空间，千亿蓝海市场万众期待。

?百花齐放却二分天下，先发优势塑造护城河

当前竞争市场龙头脱颖而出，时代天使和隐适美分别占据 41.3%和 40%市场份额，格局相对稳定。我们认为先发优势极为重要，体现在：医生资源的获取和维系；依托数据库累积学习提升的适应症范围和治疗精准度；优势正畸产品，与之相匹配的数字化系统、服务系统等。

?时代天使十年沉淀，从追随者到领先者

背靠深耕口腔产业链的松柏集团，在富有远见且经验丰富的管理团队带领下，时代天使拥有冠军版、

标准版、COMFOS、儿童版全面产品组满足不同消费者需求，优质医学和技术服务为医生不断赋能，行业领先的专有技术及数据平台，强大的品牌认知度以及深刻的学术影响和建立在严格质量保证体系上的强大智能制造能力，使得案例数稳步提升，18、19 和 20 年前三季度分别完成 7.77、12.01 和 10.17 万案例。同时期分别实现营收 4.89 亿元、6.46 亿元（+32.2%）、6.01 亿（+23.9%），创造调整后净利润 0.93 亿元、1.30 亿元（+41%）、2.04 亿元（+75.1%）。公司 20 年前三季度毛利率 70.8%，净利率 33.9%，业务持续景气增长，盈利能力加强，财务状况良好。

?投资建议

隐形正畸兼具“医美”+消费+非医保属性，市场仍有 10-20 倍提升空间，当前竞争格局稳定，龙头护城河高。建议持续关注隐形正畸赛道，全球龙头爱齐科技、本土领军者时代天使科技。

?风险提示

新冠疫情影响；知识产权纠纷，专利保护不足；研发技术无法提升及研发人员流失；销售不及预期；竞争格局加剧；产品价格下降等风险。

《品牌表现分化，珀莱雅、薇诺娜、润百颜高增长》

——化妆品行业 2021 年 2 月数据跟踪

李典（执业证书：S0020516080001），联系人：杨柳

报告要点：

？春节错位影响下，2 月化妆品类消费增速趋缓

2021 年 2 月淘系平台化妆品类（美容护肤+彩妆）成交额为 147.39 亿元，同比增长 11.30%，其中美容护肤/彩妆类成交额分别为 98.72 与 48.67 亿元，分别同比增长 1.96%与 36.76%。

？美容护肤行业、彩妆行业 TOP20 品牌淘系成交额数据跟踪

美容护肤品牌：2021 年 2 月销售额 TOP20 店铺以国际品牌为主导，销售额排名前三的是兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛；国产品牌中韩束、珀莱雅、自然堂等 8 个品牌进入前 20。彩妆品牌：2 月销售额排名前三的品牌为花西子、完美日记、圣罗兰，此外奢貌、尔木萄、卡姿兰、橘朵、真绣文多个国产品牌进入前 20。

？上市公司旗下重点品牌 2 月天猫旗舰店数据跟踪

珀莱雅成交额 7773 万元，同比增长 121%，其中烟酰胺面膜、睡眠面膜、粉底液等百元以内爆品维持稳定的 8w+高销量；彩棠成交额 1544 万元，同比增长 1796%，其中爆品高光修容盘销售额占比 50%+，妆前乳占比近 14%；佰草集成交额 465 万元，同比-65%，仍在调整期；玉泽成交额 4106 万元，同比-1%，主要由于上年同期直播销售占比高基数较高；丸美成交额 1117 万元，同比-27%，其中线上爆品蝴蝶绷带眼膜、小红笔眼霜销售占比分别约 29%与 16%；御泥坊成交额 2610 万元，同比增长 39%，其中爆品氨基酸泥浆面膜销售占比达 27%；润百颜成交额 2848 万元，同比增长 229%，次抛产品占比为 42%；夸迪成交额 5223 万元，同比增长 24066%，其中爆品轻龄霜、面膜和次抛产品销售占比分别为 37%、32%和 20%；薇诺娜成交额 4525 万元，同比增长 116%；瑷尔博士成交额 2337 万元，同比增长 130%；完美日记成交额 2.23 亿元，同比增长 17%，口红产品销售占比达 41%；小奥汀成交额

3147 万元，同比增长 27%。

？投资建议与盈利预测

维持行业“推荐”评级。关注化妆品品牌商珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、逸仙电商，电商代运营商壹网壹创、丽人丽妆及上游 ODM 龙头青松股份。

？风险提示

行业景气度下滑、品牌竞争加剧、渠道拓展不及预期。

《全年业绩稳健，一体化优势彰显》

——璞泰来年报点评

满在朋（执业证书：S0020519070001），联系人：黄浦

事件：公司发布 2020 年年报，报告期内公司主营收入 52.66 亿元，同比增长 9.94%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 2.54%；扣非后归母净利润 6.24 亿元，同比增长 2.98%。Q4 营收 19.34 亿元，同比增长 49.11%，环比增长 32.56%；归母净利润 2.52 亿元，同比增长 30.97%，环比增长 15.42%。

？全年毛利率平稳，Q4 归母净利润环比增长 31%

公司全年毛利率维持 31.6%，同比提升 2.1pcts，主要由于负极毛利率同比提升 4.2pcts。Q4 营业收入 19.3 亿元，同比增长 49.1%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 30.97%，创历史新高。2020 年各项资产减值准备计入当期损益总额 1.24 亿元，其中商誉/存货/应收账款分别为 0.19/0.25/0.78 亿元。费用方面，公司全年期间费用率 14.3%，同比提升 0.7pct，其中财务费用率与销售费用率分别为 3.1%（+0.98pcts）、2.2%（-1.53pcts）。

？负极业务盈利基本稳定，一体化规模化优势彰显

2020 年负极业务 36.28 亿元，同比增长 18.84%，毛利率 31.09%。负极总体出货 6.29 万吨，同比增长 37.6%。尽管单吨售价降至 5.8 万元（YoY-13.4%），整体毛利率仍同比提升 4.2pcts。主要在于石墨化与碳化自供比例持续提升，叠加原材料针状焦高价库存消耗，成本单位价格下行。全年动力类销售占比超过消费类，出口占比由 2019 年 15.09%提升至 26.44%。公司 2020 年底具备产能 9 万吨，预计 21 年底达到 15 万吨产能，随着四川紫宸一体化项目建设，预计 22 年底再增 10 万吨一体化产能。公司负极龙头地位稳固，一体化规模化下成本优势将进一步凸显，市占率有望持续向上。

？隔膜 20Q4 毛利率企稳，锂电设备 21 年有望高速增长

1）隔膜及涂覆加工业务收入 8.10 亿元，同比 16.57%，毛利率 42.25%，同比下降 4.82pcts，主要由于上半年产能利用率不足及价格承压。全年涂覆隔膜加工量 7.07 亿平，同比增长 23.75%，其中预计 Q4 出货接近 3 亿平，产能利用率显著提升。2）锂电设备业务收入 4.64 亿元，同比-32.73%，主要因疫情交付延迟，以及内部交付占比提高导致。随着 2020 年下半年客户密集扩产，公司在手订单已达 15 亿元，2021 年有望实现高速增长。

？投资建议与盈利预测

预计公司 2020-2023 年营业收入为 77/104/138 亿元，同比增长 46%/34%/33%；归母净利润

10.7/14.0/18.3 亿元，同比增长 61%/31%/30%，EPS1.97/2.57/3.34 元，对应 PE44/34/26 倍，维持公司“买入”评级。

？风险提示：新能源汽车终端销量不及预期；原材料涨价导致毛利率承压；扩产进度不及预期。

《布局全产业链，游戏自研与垂直社区协同发力》

——心动公司（2400.HK）公司首次覆盖报告

李典（执业证书：S0020516080001），路璐（执业证书：S0020519080002）

报告要点：

？布局游戏全产业链，研发、发行与渠道兼具

心动公司以页游运营起家逐步转型为游戏研运+渠道多元化布局的全产业链公司。截止 2020H1，公司网络游戏 MAU 为 3047.40 万，同比增长 65.4%。旗下手游社区龙头 TapTap 平台 MAU 增至 2480 万，同比增长 51.9%。

？游戏业务：加码自研投入，品类覆盖全面，地域布局广泛

游戏研发层面，公司通过加强工作室布局、加大单品投入、强化辅助部门建设、完善开发工具等方式提升自研能力。品类方面，公司游戏组合覆盖全面，即包含 MMO、SLG、卡牌等商业化水平较高的品类，也包含大 DAU 类休闲竞技游戏，以及优质付费独立游戏，对平台形成良好的引流效果。出海方面，公司近年来海外收入增长迅速，海内外市场在游戏上线节奏与产品生命周期上形成有益互补。

？TapTap：优质内容连接用户与开发者，竞争优势突出，长期空间可观

1）竞争优势：厂商侧，依托广告变现，免费网游零抽成，提供良好开发环境，吸引更多游戏开发者，加固内容护城河；用户侧，提供全面、便捷的游戏社区功能，丰富社区内容生态，保障手游玩家体验，通过优质独占内容达到正向引流效果；2）发展策略：对标 Steam，TapTap 学习其在用户激励、大 DAU 游戏引流、国际化扩张方面的经验，并逐步补齐游戏自研能力，初步具备了成为手游行业 Steam 的潜质；3）长期空间：代际切换背景下，平台依托优质独占内容和运营能力的正向协同效应不断提升在 Z 世代用户中的渗透率，吸收增量用户，后续随着用户获取信息密度提升逐步放开新广告位，提升用户广告价值。行业来看，精品化趋势下社区作为沟通渠道的价值凸显，云游戏提高游戏厂商对社区分发的需要。

？投资建议与盈利预测

移动游戏行业高速增长，公司作为在海内外布局全产业链企业，有望从需求侧驱动力更迭与内容供给精品化的双重机遇中充分受益，未来围绕精品游戏研运与 TapTap 社区生态建设两大方向协同发展，增长潜力巨大。我们预计 2020/2021/2022 年公司实现归母净利润 0.47/0.87/4.11 亿，对应 EPS 0.10/0.19/0.90 元，给予公司 2021 年 9.64 倍 PS，对应目标市值 312.64 亿人民币，对应 373.34 亿港币，目标价 82 港币。首次覆盖给予“买入”评级。

？风险提示

现有游戏流水下滑，新游流水表现不及预期，新游上线时间延后，TapTap 用户增速不及预期。

重要新闻

- 美联储维持联邦基金利率区间于0%-0.25%不变，符合市场预期。在政策声明中称，将超额准备金利率（IOER）维持在0.1%不变；将继续每月增持至少800亿美元的国债和至少400亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展；委员们一致同意此次的利率决定；新冠疫情仍将对经济构成巨大风险；整体金融条件仍然宽松；认为通胀上扬将是暂时性的。美联储点阵图显示，预计将维持利率在当前水平直至2023年，与去年12月一致。
- 拼多多发布2020年第四季度及全年财务报告。财报显示，2020年第四季度营收265.5亿元，市场预期192.16亿元，上年同期为107.93亿元；第四季度净亏损13.76亿元，市场预期净亏损7.18亿元，上年同期净亏损17.52亿元。2020年全年实现营收594.92亿元，同比增长97%；全年净亏损71.8亿元，上年同期净亏损69.68亿元。2020年GMV为16676亿元，同比增66%。截至2020年底，拼多多年活跃买家数达到7.884亿，超过阿里巴巴，成中国用户规模最大电商平台。
- 公布财报的同时，拼多多创始人黄峥发布2021年度致股东信，宣布经董事会批准后将董事长职位交棒给现任CEO陈磊。在不再担任董事长和拼多多管理职位后，黄峥1:10的超级投票权也将失效，名下股份的投票权将委托拼多多董事会以投票的方式来进行决策。黄峥明确承诺，个人名下的股票在未来3年内继续锁定，不出售。
- 针对“求职者简历被售卖”等违规行为，北京市人社局约谈智联招聘和猎聘网，要求两家涉事企业立即彻查彻改。同时，北京市人社局暂停两家企业为新企业用户提供的线上购买简历服务，并对两家企业开展立案调查。

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