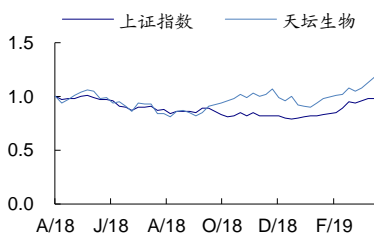


**证券研究报告—动态报告**
**医药保健**
**制药与生物**
**天坛生物(600161)**
**买入**
**2018 年年报点评**

(维持评级)

2019 年 04 月 04 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	871/871
总市值/流通(百万元)	22,563/22,563
上证综指/深圳成指	3,216/10,341
12个月最高/最低(元)	26.01/16.80

**相关研究报告:**

《天坛生物-600161-重大事件快评: 效益改善提供成长动力, 新建基地保障增长空间》——2018-11-19  
 《天坛生物-600161-2018 年半年报点评: 采浆量稳步提升, 渠道优势明显》——2018-08-24  
 《天坛生物-600161-2017 年年报点评: 表现稳健的千吨血制品国家队》——2018-04-03  
 《天坛生物-600161-2017 年三季报点评: 血制品企稳, 静待重组完成》——2017-11-01  
 《天坛生物-600161-2017 年半年报点评: 业绩稳步提升, 静待三大所注入》——2017-08-29

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-82133263  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**采浆与产能利用率稳步提升**
**● 血制品业务稳步增长**

2018 年营收 29.31 亿 (+18.03%, 调整后), 归母净利润 5.09 亿 (-56.57%), 减少因 17 年产生 7.8 亿投资收益, 扣非归母净利润 5.06 亿 (+22.19%), 经营性现金流 6.78 亿 (+389.6%), 业绩稳步增长。血制品业务净利润 7.36 亿 (+15.47%), 归母净利润 5.09 亿 (+16.78%)。从单季度看, 18Q4 营收 8.74 亿 (+87.2%), 环比增长 4.6%; 归母净利润 1.13 亿 (-15.9%), 环比减少 27.8%; 净利润减少因销售费用大幅上涨。

**● 采浆增速领先行业, 终端覆盖迅速扩张**

18 年采浆 1568.07 吨 (+11.86%), 高于行业平均增幅约 5pp, 上市公司权益浆量超千吨。云南寻甸浆站和巧家浆站开始采浆, 湖北鄖西分站、石首分站、湖南岳阳分站和永昌浆站获批建站, 公司浆站(含分站)数量达到 57 家, 其中在营浆站 49 家, 预计未来三年采浆年增量在 200 吨以上。公司三级医院及其他医疗机构、药店覆盖数量大幅增加, 总数达 11,779 家, 同比增长 248%; 药店覆盖 3686 家, 同比增长 370%。公司已基本覆盖除港澳台地区外的各省市地区主要的重点终端, 终端数量居国内领先地位。

**● 新建产能解开成长桎梏, 在研产品提供成长动力**

公司投资 14.5 亿元兴建的永安血制设计产能 1200 吨, 预计于 2020 年 3 月完成竣工验收; 另拟新建设计产能为 1200 吨的云南基地, 未来产能合计超 3000 吨。成都蓉生的重组 VIII 因子已获得临床批件, 第四代层析法静丙获得药品补充申请受理号, 预计可在今年开展临床, 为公司提供未来成长动力。

**● 风险提示**

静丙学术推广不及预期, 产品降价超预期, 新产能投产不及预期。

**● 投资建议: 效益提升短期业绩, 浆量保证长期成长, 推荐“买入”**

长期来看, 公司采浆量行业领先, 20~21 年永安血制投产后可释放投浆量, 同时 VIII 因子、重组 VIII 因子、层析法静丙等的上市会显著提升吨浆净利润。我们预计公司 19~21 年净利润 6.28/7.58/10.91 亿, 对应 EPS 0.72/0.87/1.25, 对应当前股价 PE 为 35.9/29.8/20.7, 由于 2021 年业绩快速提升, 且对标海外血制品龙头壁垒较高, 估值长期存在溢价, 给以 2021 年 25~30xPE, 合理估值为 31.25~37.5 元, 继续推荐“买入”。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,765	2,931	3,296	3,759	4,674
(+/-%)	-15.8%	66.0%	12.4%	14.0%	24.4%
净利润(百万元)	1180	509	628	758	1091
(+/-%)	350.7%	-56.8%	23.2%	20.7%	44.0%
摊薄每股收益(元)	1.76	0.58	0.72	0.87	1.25
EBIT Margin	34.1%	32.6%	34.4%	34.8%	39.4%
净资产收益率(ROE)	38.8%	15.1%	16.3%	17.2%	20.9%
市盈率(PE)	14.7	44.3	35.9	29.8	20.7
EV/EBITDA	25.3	21.5	18.8	16.3	11.8
市净率(PB)	5.71	6.69	5.87	5.11	4.31

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 回顾：整合完成效率改善，永安工厂进展顺利

**永安工厂进展顺利。**子公司成都蓉生永安血制建设项目于2018年3月30日开工建设，9月30日血制车间结构封顶，11月30日质检大楼、办公楼结构封顶。工程进展顺利，预计2020年3月可望投产。项目设计产能1200吨，包含白蛋白、丙球类和因子类产品。血制生产车间建设符合中国GMP和欧盟GMP标准。永安工厂投产后凝血类、特免等小品种有望进一步丰富，提升公司吨浆收入和利润，在2021年有望大幅改善。

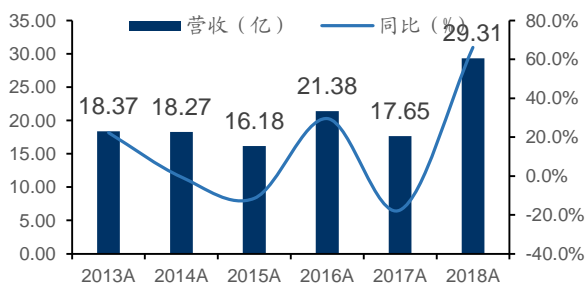
**贵州血制剩余20%股权整合完成。**成都蓉生以9,060万元的价格向国药集团广东环球制药有限公司收购贵州血制20%股权，收购完成后，成都蓉生持有贵州血制100%股权。上述收购事项于2018年11月完成工商变更手续。

**云南基地拟投入建设。**云南生物制品产业化基地项目拟投入17亿建设1200吨产能血制品生产基地。项目规划建设总周期3—5年，资金来源以自有资金、银行借贷或股权融资等方式解决。设计投浆能力系基于未来公司产能瓶颈的初步预测并结合云南省政府对公司的产业支持确定。

### 财报分析：未来资本开支维持高位，渠道景气度高

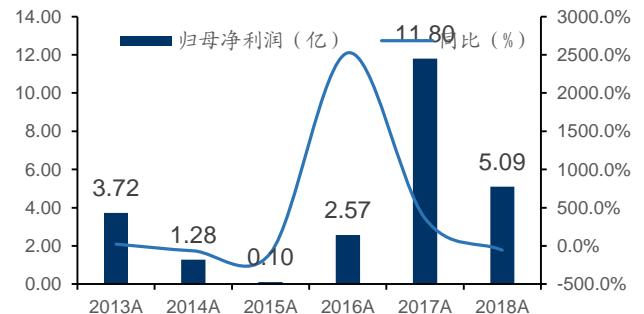
**血制品业务稳步增长。**2018年营收29.31亿(+18.03%，调整后)，归母净利润5.09亿(-56.57%)，减少因17年产生7.8亿投资收益，扣非归母净利润5.06亿(+22.19%)，经营性现金流6.78亿(+389.6%)，业绩稳步增长。血制品业务净利润7.36亿(+15.47%)，归母净利润5.09亿(+16.78%)。从单季度看，18Q4营收8.74亿(+87.2%)，环比增长4.6%；归母净利润1.13亿(-15.9%)，环比减少27.8%；净利润减少因销售费用大幅上涨。

图 1：天坛生物营收情况（亿元）



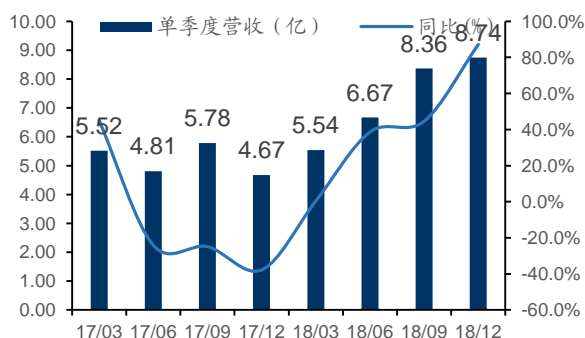
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：天坛生物归母净利润情况（亿元）



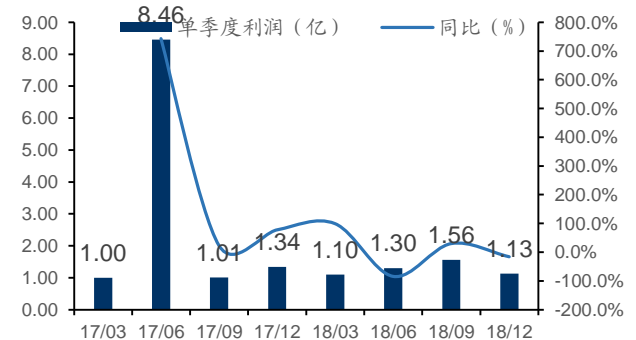
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：天坛生物单季度营收情况（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

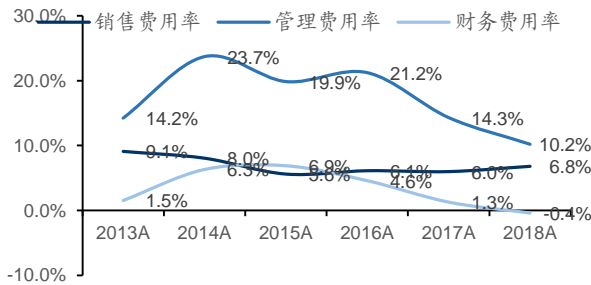
图 4：天坛生物单季度归母净利润情况（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

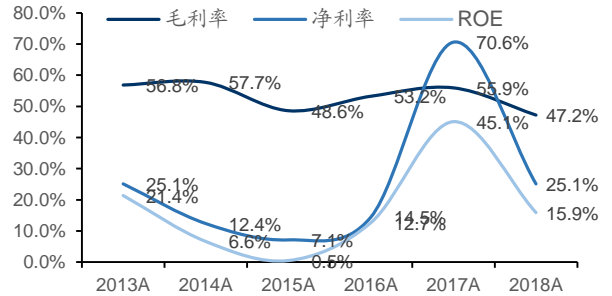
销售费用率上涨,管理费用率下降,毛利率下降。18年公司销售费用2亿(+68%),销售费用率为6.8%(+0.8pp),其中血制品业务销售费用增加1.25亿。管理费用率10.2%(-4.1pp),管理费用率下降主要是因为剥离疫苗业务。从披露的血制品毛利率47.14%(-3.42pp)来看,2018年价格下降影响较大。

图 5: 天坛生物三费率情况



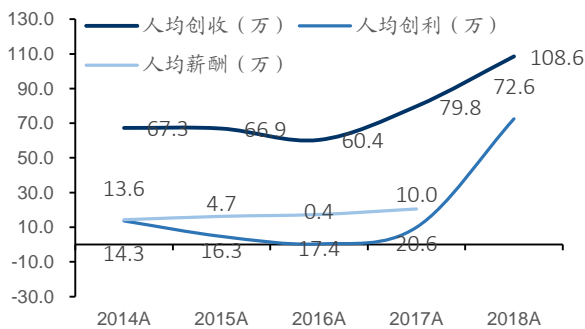
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 天坛生物毛利率、净利率、ROE 情况



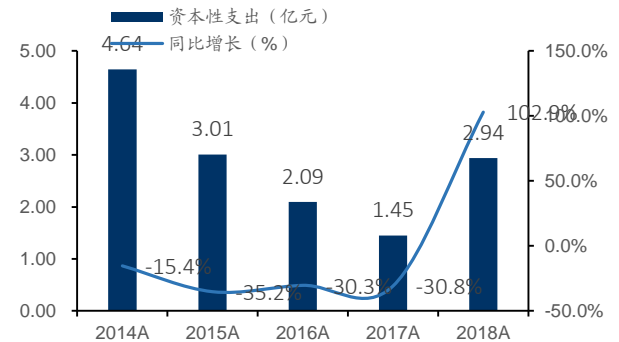
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 天坛生物人效情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

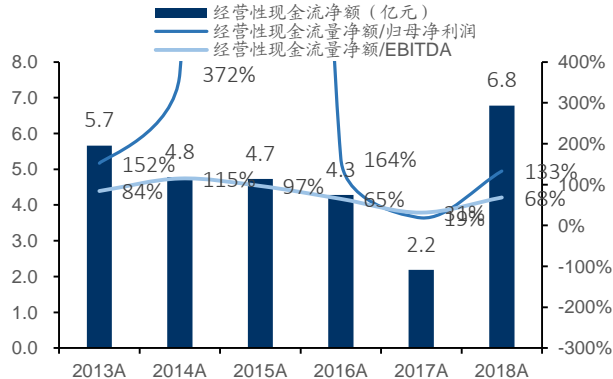
图 8: 天坛生物资本开支情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

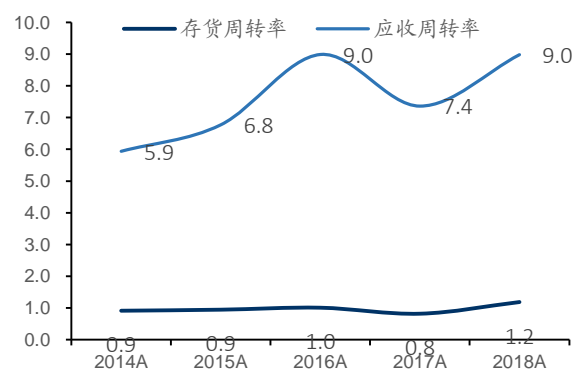
天坛生物未来资本开支可能大幅增加。永安血制 14.5 亿的投入粗略估算 17~18 年 9 亿, 仍有 6.5 亿在未来 1 年半内投入。叠加云南工厂 17 亿在未来 3 年的投入, 合计约有 24 亿待投入, 未来三年每年资本开支将维持在 8 亿左右。公司利润体量也在 8 亿左右, 但是考虑分红可能每年 1 亿, 潜在需要外部融资。

图 9: 天坛生物现金流情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

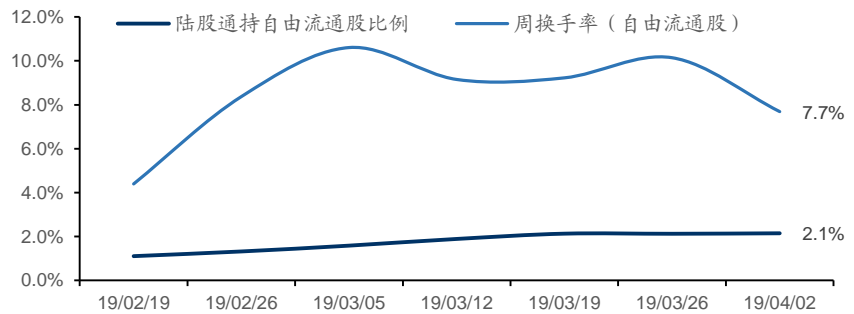
图 10: 天坛生物存货与应收周转率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

应收账款与存货周转率快速提升，行业景气度高。从应收账款和存货周转率来看，应收账款周转率快速提升为 9，相当于销货时间仅略微超过一个月，已经达到 2016 年量价齐升时的水平。存货周转率同样升高至最高水平，考虑到血制品的原材料待检测、批签发等周期本身很长，现在生产端是用最快的水平开足马力备货生产。

图 11: 天坛生物陆股通持股持续增加



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

陆股通持股持续增加。天坛生物入选了 MSCI，从过去一个半月的陆股通自由流通盘持股来看，比例由 1.1 提升至 2.1%。未来预计仍有望逐渐随外资配置增加而提升。

### 经营分析: 19~20 年采浆量叠加效率改善维持 20%左右利润成长

采浆效率逐步提升，未来仍有 8 浆站获批待采。公司 2018 年共有 49 家在营浆站，以及还有 8 家浆站获批待采，我们通过公告梳理，测算估计除了原兰州所浆站可能改善不大，其他几大血制的单站采浆都在稳步增加，说明公司的增效改革，统一血浆浆源管理方式是卓有成效的。考虑到尚有的 8 家获批待采浆站分布在四川、湖北、甘肃等省，估计平均浆量有望达到 30~40 吨（合计上限 320 吨），且现有浆站仍有提升空间（10%就相当于 150 吨），两个云南浆站刚刚获批采浆，估计可望平均达到 60 吨，总共可以支持 600 吨的未来三年采浆内生增长。

表 1: 成都蓉生和四大血制批签发情况 (千瓶)

公司	品种	2015	2016	2017	2018	增速	2016	2017	2018
成都蓉生	白蛋白	1,419.8	1,565.1	1,943.9	1,718.8		10.2%	24.2%	-11.6%
	静丙	953.2	1,166.3	1,460.5	1,507.8		22.4%	25.2%	3.2%
	乙免	110.4	294.6	322.9	349.5		166.8%	9.6%	8.2%
	破免	403.9	343.1	545.4	358.3		-15.1%	59.0%	-34.3%
上海血制	白蛋白	290.6	378.6	376.5	532.8		30.3%	-0.5%	41.5%
	静丙	183.4	323.8	244.7	411.9		76.5%	-24.4%	68.3%
	纤原		5.1	1.7	1.8		/	-65.7%	5.7%
武汉血制	白蛋白	479.8	316.5	680.7	669.1		-34.0%	115.1%	-1.7%
	静丙	251.9	222.6	402.3	329.5		-11.7%	80.7%	-18.1%
	狂免	676.1	485.4		646.7		-28.2%	-100.0%	/
	破免	51.0	70.4	60.3	140.2		38.0%	-14.3%	132.3%
兰州血制	白蛋白	324.1	252.6	282.2	389.8		-22.1%	11.7%	38.1%
	静丙	211.4	228.9	202.4	293.0		8.3%	-11.6%	44.7%
贵州血制	白蛋白	13.5	110.3	78.7	320.7		715.5%	-28.7%	307.6%
	静丙	28.9	49.4	95.3	235.2		70.8%	93.0%	146.7%

资料来源: 中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

**表 2: 天坛生物采浆情况估计**

时间	2014 A	2015 A	2016 A	2017 A	2018 A
采浆量合计	966	1023	1171	1403	1568
原成都蓉生	527	584	683	786	800
上海所	129	137	162	186	280
武汉所	181	194	202	225	312
兰州所	110	88	99	110	100
贵州中泰	18	20	25	76	76
原成都蓉生 + 贵州中泰	545	605	708	862	876
浆站数量	38	41	45	47	49
原成都蓉生	15	18	19	20	20
上海所	6	6	7	7	9
武汉所	8	8	9	9	10
兰州所	7	7	8	9	8
贵州中泰	2	2	2	2	2
单站采浆量	25	25	26	30	32
原成都蓉生	35	32	36	39	40
上海所	22	23	23	27	31
武汉所	23	24	22	25	31
兰州所	16	13	12	12	13
贵州中泰	9	10	13	38	38

资料来源:供公司公告、国信证券经济研究所估计、灰色为估计值

**批签发稳中有升，四大血制贡献主要增量。**2018 年天坛共批签发白蛋白 363 万瓶 (+8.0%)，静丙 278 万瓶 (+15.5%)，稳中有升。成都蓉生受限于产能，批签发基本持平，四大血制合计批签发白蛋白 191 万瓶 (+34.9%)，静丙 127.0 万瓶 (+34.38%)，贡献主要增量。

**表 3: 天坛生物 2015-2018 年主要产品批签发情况 (千瓶)**

批签发	2015	2016	2017	2018	增速	2016	2017	2018
白蛋白	2,527.8	2,623.1	3,362.1	3,631.2		3.8%	28.2%	8.0%
静丙	1,628.9	1,991.0	2,405.2	2,777.3		22.2%	20.8%	15.5%
乙免	110.4	317.2	322.9	349.5		187.3%	1.8%	8.2%
狂免	676.1	485.4		646.7		-28.2%	-100.0%	/
破免	454.9	413.5	605.7	498.5		-9.1%	46.5%	-17.7%
纤原		5.1	1.7	1.8		/	-65.7%	5.7%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

**估值模型：2021 年业绩永安工厂完整投产业绩跳升。**预计 2019~2021 年净利润 CAGR 为 29%，给以 2021 年利润 25~30X 估值，合理估值在 280~330 亿，对应股价为 31.25~37.5 元。

核心假设：

**1) 采浆量维持 15%左右复合增速。**公司采浆量增速高于行业平均，年增量超过 200 吨，2020 年超过 2000 吨。

**2) 19~20 相对固定的管理费用、制造费用随营收占比下降提升净利润水平。**四大血制吨浆净利润低主要原因在于固定成本部分占比太高，未来随着成都蓉生调拨血浆，固定成本降低、优化管理提高效率、产品结构优化改善吨浆收入、产率提升等多方面因素提升吨浆净利润水平。

**3) 2021 年永安血制投产：**2021 年蓉生 1200 吨新产能投产，多种小品种投产、层析法静丙提升收率（这里保守估计，不考虑层析法静丙单价的提升），蓉生本部利润大幅提升。

4) 考虑固定资产折旧增加影响。由于未来三年公司永安与云南工厂累计估计有 15~20 亿在建工程投入并转固，因此新增折旧会在 2021 年开始反向影响制造费用。

5) 财务费用改善 2~3 千万利润。账面现金充沛，未来利润足够应对资本开支，财务费用小幅改善。

**表 4: 天坛生物估值模型**

公司整体	2016 A	2017 A	2018 A	2019E	2020E	2021E
营收	22.35	24.83	29.31	32.96	37.59	46.74
yoy		11%	18%	12.45%	14.04%	24.35%
归母净利润	1.16	11.73	5.09	6.28	7.58	10.91
			-57%	23%	21%	44%
扣非归母净利润	2.45	4.14	5.06	6.28	7.29	10.66
反推扣非血制品净利润	3.52	5.96	7.28	8.69	10.50	15.39
采浆量	1171	1403	1568	1790	2000	2200
投浆量	1100	1229	1444	1624	1843	2050
yoy		12%	18%	12%	13%	11%
吨浆收入 (万)	203	202	203	203	203	228
吨浆扣非净利润 (万)	32	48	50	54	57	76
吨浆原材料成本 (万)			107	107	107	107
吨浆制造费用 (万)	40.9	36.7	34.1	32.5	31.9	33.1
制造费用+人工费用 (亿)	4.50	4.50	4.92	5.28	5.87	6.78
转固资产 (亿)				3.00	6.00	9.00
转固带来折旧摊销增加				0.20	0.40	0.60
人工费用 (亿)	1.16	1.16	1.47	1.54	1.62	1.70
不考虑新增折旧的制造费用 (亿)		3.34	3.45	3.54	3.65	3.88
管理费用 (亿)			1.95	2.00	2.00	2.00
吨浆管理费用			13.5	12.3	10.9	9.8
财务费用 (亿)			-0.10	-0.35	-0.39	-0.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

**投资建议: 效益提升短期业绩, 浆量保证长期成长, 推荐“买入”。**由于成都蓉生老产能满产, 公司短期业绩增长点在于四大血制品浆和产能利用率的提升。长期来看, 公司采浆量行业领先, 20~21 年永安血制品投产后可释放投浆量, 同时 VIII 因子、重组 VIII 因子、层析法静丙等的上市会显著提升吨浆净利润, 二者叠加会使公司业绩迎来跳升。我们预计公司 19~21 年净利润 6.28/7.58/10.91 亿, 对应 EPS 0.72/0.87/1.25, 对应当前股价 PE 为 35.9/29.8/21.4x, 由于 2021 年业绩快速提升, 且对标海外血制品龙头壁垒较高估值长期存在溢价, 给以 2021 年 25~30xPE, 合理估值为 31.25~37.5 元, 继续推荐“买入”。

**表 4: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 19-4-1	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	(18A)	(19E)	
002007	华兰生物	44.9	420	1.22	1.64	1.88	2.18	36.9	27.4	23.8	20.6	20%	1.3	买入
300294	博雅生物	30.91	134	1.08	1.44	1.84	2.12	28.6	21.4	16.8	14.6	-	0.8	买入
600161	天坛生物	25.9	226	0.58	0.72	0.87	1.25	44.3	35.9	29.8	20.7	16%	1.2	买入
002252	上海莱士	10.51	523	0.17	-0.30	-	-	-35.6	-	-	-	-	-	无评级
002880	卫光生物	49.13	53	1.43	1.45	-	-	33.9	-	-	-	-	-	无评级
000403	振兴生化	28.61	78	0.08	0.37	0.83	1.13	76.5	34.5	25.3	34.5	-	0.2	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1250	1505	1848	1930	营业收入	2931	3296	3759	4674
应收款项	447	502	573	712	营业成本	1548	1717	1951	2260
存货净额	1709	1925	2168	2490	营业税金及附加	33	40	43	54
其他流动资产	28	31	36	44	销售费用	199	224	256	318
<b>流动资产合计</b>	<b>3433</b>	<b>3963</b>	<b>4624</b>	<b>5177</b>	管理费用	195	181	200	200
固定资产	987	1189	1657	2388	财务费用	(11)	(34)	(30)	(35)
无形资产及其他	287	276	264	253	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	360	360	360	360	资产减值及公允价值变动	1	0	(5)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(99)	(99)	(99)	(99)
<b>资产总计</b>	<b>5067</b>	<b>5788</b>	<b>6906</b>	<b>8178</b>	营业利润	868	1069	1234	1777
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	56	63	327	376	<b>利润总额</b>	<b>868</b>	<b>1069</b>	<b>1234</b>	<b>1777</b>
其他流动负债	426	474	534	612	所得税费用	132	163	154	222
<b>流动负债合计</b>	<b>482</b>	<b>537</b>	<b>861</b>	<b>988</b>	少数股东损益	226	279	322	464
长期借款及应付债券	231	231	231	231	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>509</b>	<b>628</b>	<b>758</b>	<b>1091</b>
其他长期负债	7	7	7	8					
<b>长期负债合计</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>239</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>720</b>	<b>775</b>	<b>1099</b>	<b>1228</b>	净利润	509	628	758	1091
少数股东权益	975	1171	1396	1721	资产减值准备	(18)	(0)	(0)	(1)
股东权益	3371	3842	4411	5229	折旧摊销	130	110	138	180
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5067</b>	<b>5788</b>	<b>6906</b>	<b>8178</b>	公允价值变动损失	(1)	0	5	1
					财务费用	(11)	(34)	(30)	(35)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1020)	(220)	6	(343)
每股收益	0.58	0.72	0.87	1.25	其它	181	196	226	325
每股红利	0.16	0.18	0.22	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>(218)</b>	<b>713</b>	<b>1133</b>	<b>1255</b>
每股净资产	3.87	4.41	5.06	6.00	资本开支	(633)	(300)	(600)	(900)
ROIC	21%	21%	23%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	16%	17%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(633)</b>	<b>(300)</b>	<b>(600)</b>	<b>(900)</b>
毛利率	47%	48%	48%	52%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	33%	34%	35%	39%	负债净变化	31	0	0	0
EBITDA Margin	37%	38%	38%	43%	支付股利、利息	(142)	(157)	(190)	(273)
收入增长	66%	12%	14%	24%	其它融资现金流	553	0	0	0
净利润增长率	-57%	23%	21%	44%	<b>融资活动现金流</b>	340	(157)	(190)	(273)
资产负债率	33%	34%	36%	36%	<b>现金净变动</b>	(511)	256	343	82
息率	0.6%	0.7%	0.8%	1.2%	货币资金的期初余额	1761	1250	1505	1848
P/E	44.3	35.9	29.8	20.7	货币资金的期末余额	1250	1505	1848	1930
P/B	6.7	5.9	5.1	4.3	企业自由现金流	(713)	551	689	550
EV/EBITDA	21.5	18.8	16.3	11.8	权益自由现金流	(129)	580	715	580

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032