

证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

兽用药品制造

永顺生物 (839729)

无评级

重大事件快评

2020 年 07 月 08 日

猪瘟疫苗突破者与领导者，禽流感疫苗指定生产企业

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司将于 2020 年 7 月 10 日进行公开发行网上申购，发行成功后将挂牌精选层。公司本次申请选择以净利润为为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”，公司市值按询价底价 8.0 元/股、全额发行后 7810 万股计算为 6.25 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 5072/8992 万元，加权平均净资产收益率 8.28/15.25%。公司本次拟公开发行不超过 120 万股，募集资金 2190 万元，投入“兽用生物制品的研制与开发项目”。

国信新三板观点：1) 公司为猪瘟疫苗细分领域突破者与领导者，高致病性禽流感疫苗指定生产企业；2) 研发能力突出且院所合作资源丰富；3) 2019/2020Q1 年实现收入 2.42/0.51 亿元，同比-15.15%/+10.76%，归母净利润 0.63/0.26 亿元，同比-38.64%/+50.76%，2019 年 EPS 为 0.83 元，PE 为 30.3 倍；4) 风险提示：下游畜禽养殖业波动；国家对强免疫苗采购政策变化；合作研发和技术引进不可持续；首次发行失败。5) 投资建议：公司深耕猪用疫苗和禽用疫苗领域，在兽用生物制品行业已具较高的知名度和影响力。公司拥有国内领先的科研队伍，并与诸多重要科研院所建立了良好的合作研发关系，取得了多项技术研究成果与奖项，在猪瘟、水产疫苗等领域填补国内技术空白，同时在研项目储备丰富。公司的猪用和禽用核心产品市场地位突出，在“非洲猪瘟”疫情冲击逐步缓解，下游需求呈现回暖的情况下存在较大业绩弹性。此外，公司积极向仍处于早期阶段的国内水产疫苗产业延伸布局，目前已取得 2 项一类新兽药注册证书，对应产品为国际首创，随持续发力投入有望获取新的业务增长点，推荐持续关注。

评论：

■ 猪瘟疫苗细分领域突破者与领导者，禽流感疫苗指定生产企业，研发能力突出且院所合作资源丰富

公司成立于 2002 年，是一家以兽用疫苗为主业，集研发、生产、销售和技术服务为一体的生物医药企业。公司当前通过合作研发、技术引进等方式获取疫苗技术，主攻猪用和禽用疫苗。

公司在专长领域内拥有突出的研发优势和丰富的院所合作资源。一方面，公司建立了一支由多名兽用生物制品行业专家领衔、多名硕士及以上学历人员组成的高端技术研发队伍，先后承担了国家“863”计划和国家科技支撑计划等各类国家级、省部级、市级、区级科技项目，并取得多项技术研究成果与奖项，另一方面，公司与中监所、中国动物卫生与流行病学中心、兰兽研、中国科学院南海海洋研究所、中山大学、华东理工大学等十余家科研机构与院所展开合作研发，当前已取得 16 项新兽药注册证书，其中一类证书有 2 项，二类证书有 1 项。同时公司拥有国家发明专利 9 项，其中获中国专利优秀奖 1 项。

公司与中国兽医药品监察所联合研发推出的猪瘟活疫苗（传代细胞源）为国内首创，突破了传统猪瘟活疫苗的诸多技术瓶颈，解决了传统苗易受外源病毒污染、产品效价低、质量不稳定和免疫效果不确切等问题，成为现阶段我国

防控猪瘟疫情的主流标杆产品，为我国相关领域技术的发展作出了较大贡献。此外，公司自 2004 年起公司便取得农业部指定的高致病性禽流感疫苗定点生产企业资格。

公司核心产品市场地位突出，2017 年和 2018 年，公司猪瘟疫苗产品全国市场份额排名均为行业第 1，高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗产品全国市场份额排名均为行业第 2，禽流感灭活疫苗产品全国市场份额排名均为行业第 6。

■ 前三大股东合计持股 71.1%，无控股股东及实控人，管理层拥有良好兽医学背景和丰富管理领导经验

公司无控股股东和实际控制人，前三大股东分别为现代农业集团、广东农科资产和动物卫生研究所，分别持有公司 39.7%、20.0%和 11.4%的股份，其中广东农科资产和动物卫生研究所均由广东省农业科学院全资控股。公司核心高管共 6 人，整体上看拥有良好的兽医学背景和丰富的管理领导经验，其中总经理兼董事林德锐和总经理助理杨傲冰均为公司核心技术人员，组织参与了多项新兽药注册证书的研发与申报工作，为公司研发工作的领军人物。公司董监高及其近亲共计持有公司 12.45%的股份，其中高管相关持股 6.13%。

表 1: 公司董事长、核心高管情况

人员	公司职务	个人履历
谭德明	董事长	1962 年出生，硕士学历，高级畜牧师。于华南农业大学畜牧专业获得学士学位，中山大学企业管理专业获得硕士学位。曾任广东广三保茅山种猪场技术部经理、茅山种猪场副场长、万丰猪场场长、中方总经理；畜牧总公司总经理助理、副总经理、总经理，2000 年至今在广东广三保先后任总经理、董事长，2000 年至今在现代农业集团先后任董事、副总经理、常务副总经理、总经理，2018 年起任公司董事长、法定代表人。
陈少阳	副董事长	1969 年出生，本科学历，高级经济师。于华南理工大学就读科技英语专业，于中国地质大学行政管理专业获得学士学位。曾任广东省康兴房地产开发公司职员、部门经理；广东省田园实业发展公司任部门副经理、经理。2006 年至今在广东省农业科学院先后任科长、副处长、处长，2015 年起在公司任副董事长
林德锐	董事、总经理	1978 年出生，硕士学历，高级兽医师。于华南农业大学兽医专业获得学士、硕士学位。曾任广东省生物药厂任人保科科长；2002 年起在永顺有限任综合部职员、生产部车间副主任、主任、生产部副经理，后在云南生物任副总经理、总经理、董事，2015 年获任公司副总经理，2017 年起任公司总经理、董事。
房宜康	副总经理	1956 年出生，大专学历，助理工程师。于佛山科技学院畜牧兽医管理专业就读。曾任广东省生物药厂任车间主任，2002 年起在永顺有限任生产部经理，2006 年任公司副总经理，2018 年起任公司任党总支书记、副总经理。
骆善军	常务副总经理	1966 年出生，本科学历，人力资源管理师。于仲恺农业技术学校畜牧兽医专业就读，后于佛山科学技术学院畜牧兽医专业获得学士学位。曾任广东省生物药厂人保科科长；2002 年至 2006 年在永顺有限任综合部经理，后在广州市广三保畜牧有限公司任行政与业务部经理，在广东广三保任阳江广三保、开平广三保筹建组副组长，在广宁广三保任书记、副总经理，在广州市广三保畜牧有限公司任总经理，2013 年起任公司副总经理，2018 年起任常务副总经理。
吴子舟	副总经理、董事会秘书	1984 年出生，硕士学历。于广东商学院工商管理专业获得学士学位，于英国谢菲尔德大学管理学院管理专业获得硕士学位、政治学院政治经济学专业获得硕士学位。曾在广东省粤旅集团有限公司企业经营管理部经理，2011 年起在本公司先后任综合部副经理、生产部副经理、物控部经理、董事会秘书，总经理助理兼董事会秘书，2015 年至今在本公司任副总经理、董事会秘书。
李秋红	财务负责人	1974 年出生，大专学历，高级会计师。于梅州市嘉应大学电脑与财会专业就读。曾在畜牧总公司下属分公司广东世昌有限公司会计、英维饲料会计、财务部副经理，财务部经理，2007 年起在公司任财务部副经理、经理，2017 年起在本公司任财务负责人。
杨傲冰	总经理助理	1968 年出生，硕士学历，高级兽医师。于华南农业大学兽医学院兽医专业获得学士学位，于预防兽医学专业获得硕士学位。1992 年至今在动物卫生研究所任研究人员（已于 2017 年办理离岗创业），2002 年其在公司先后担任研发部副经理、技术推广部副经理、经理、客户服务部经理、客户服务总监、技术服务总监，2018 年其任总经理助理。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营业务分析: 猪用活疫苗和禽用灭活疫苗为主要产品, 猪用活疫苗利润贡献较高, 三大核心产品收入占比超 85%

公司当前产品覆盖猪用和禽用疫苗，共 30 余个品种，包括单价苗、多价苗、多联苗和多联多价苗。猪用疫苗主要为猪瘟系列和猪蓝耳（高致病性猪繁殖与呼吸综合征）系列等，禽用疫苗主要系禽流感系列等。按产品性状分，公司产品又可分为猪用活疫苗、禽用灭活疫苗和其他疫苗产品，同时公司利用自身掌握的核心专利技术可获得一次性或提成式转让费收入。

表 2: 公司主要产品具体情况

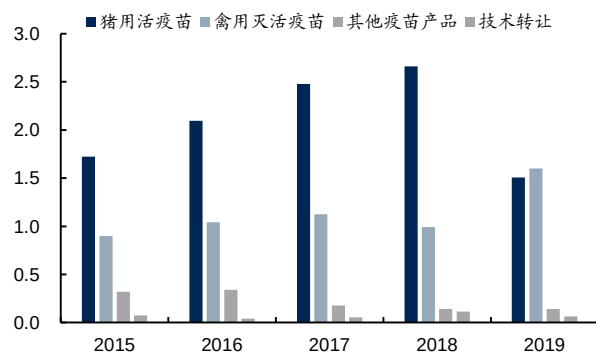
产品名称	具体产品及功能特点	产品图片样例
猪瘟活疫苗	猪瘟活疫苗 (传代细胞源): 国内首创, 生产稳定性高、批间差异小、能有效避免 BVDV/BDV 污染, 效价高; 单位猪瘟活疫苗 (传代细胞源) 的病毒含量为猪瘟活疫苗 (细胞源) 的 10 倍左右, 效价高, 副作用小 猪瘟活疫苗 (细胞源): 免疫原性强、免疫后产生免疫力快、价格低廉但批次间病毒含量不稳定、批间差异较大, 易受 BVDV/BDV 污染	
高致病性猪繁殖与呼吸综合征疫苗	高致病性猪繁殖与呼吸综合征疫苗 (GDr180 株): 免疫后无副反应; 对猪瘟苗无免疫抑制性; 无散毒风险; 临床效果好; 对新流行毒株保护力高 高致病性猪繁殖与呼吸综合征疫苗 (XA1-R 株): 有效抵御高致病性猪蓝耳病的威胁; 对经典蓝耳病有交叉保护作用; 减少免疫抑制; 减少带毒猪排毒、散毒; 提高成活率、出栏率	
重组禽流感病毒	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N1 Re-11 株+Re-12 株, H7N9H7-Re2 株): 免疫谱涵盖 H5 和 H7 亚型禽流感最主要基因型的流行毒株; 纯净高效价, 副反应小; 抗体产生快, 均匀度好, 水平高, 持续时间长 重组禽流感病毒 (H5+H7) 二价灭活疫苗 (H5N1Re-8 株+H7N9 H7-Re1 株): 流行毒株组合; 免疫谱基本涵盖 H5 和 H7 亚型禽流感, 当前最主要基因型的流行毒株; 超滤浓缩, 纯净高效价, 副反应小; 精准灭活, 安全稳定; 抗体产生快, 水平高, 持续时间长 重组禽流感病毒 H5 亚型三价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株): 流行毒株组合; 种毒优化, 免疫原性良好; 纯净高效价, 副反应小; 精准灭活, 安全稳定; 独特乳化工艺, 抗原均匀; 抗体产生快, 水平高, 持续时间长 重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗 (Re-6 株+Re-8 株): 流行毒株组合; 种毒优化, 免疫原性良好; 纯净高效价, 副反应小; 精准灭活, 安全稳定; 独特乳化工艺, 抗原均匀; 抗体产生快, 水平高, 持续时间长	
其他猪用活疫苗	猪伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株, 传代细胞源)、猪伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株)、猪瘟、猪丹毒、猪多杀性巴氏杆菌病三联活疫苗、猪巴氏杆菌病 (CA 株) 活疫苗、猪多杀性巴氏杆菌病活疫苗 (EO630 株)、猪败血性链球菌病活疫苗 (ST171 株)、猪支原体肺炎活疫苗 (RM48 株)、猪丹毒活疫苗 (GC42 株) 等	
其他禽用灭活疫苗	鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (LaSota 株+F 株)、鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (LaSota 株+M41 株+HP 株)、鸡新城疫灭活疫苗、鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征三联灭活疫苗 (LaSota 株+M41 株+Z16 株)、鸭病毒性肝炎二价 (1 型+3 型) 灭活疫苗 (YB3 株+GD 株) 等	

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

分产品收入及结构来看, 2019 年公司主营收入总额为 3.31 亿元 (-15.15%), 其中最主要的猪用活疫苗类产品收入 1.51 亿元 (-43.37%, 占比 45.4%), 降幅较大主要系致死率高且无针对性药物的“非洲猪瘟”于 2018 年 8 月传入中国后, 在直接病死和强制扑杀措施等因素影响下, 生猪存栏量和能繁母猪存栏量大幅减少, 导致疫苗需求下降较多, 原第二大品类禽用灭活疫苗类收入 1.60 亿元 (+61.42%, 占比 48.3%), 增长较多主要系疫苗种毒更换并推出更高单价的三价产品, 同时禽肉对猪肉产品的替代效应增加了养殖量, 其他疫苗收入 0.14 亿元 (+0.02%, 占比 4.3%), 技术转让收入 0.07 亿元 (-41.74%, 占比 2.0%), 因业务性质具有一定偶发性而各年收入存在较大差异。

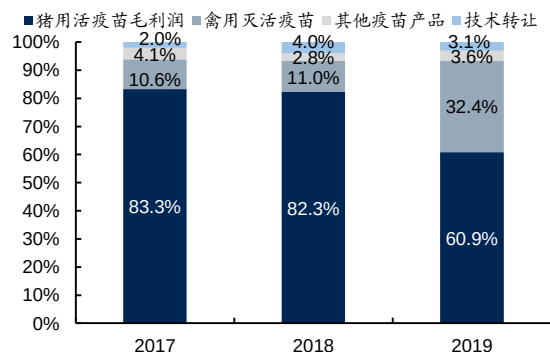
从毛利润结构来看, 2019 年猪用活疫苗毛利贡献最大达 60.9% (毛利率 85.0%), 禽用灭活疫苗毛利润占比 32.4% (毛利率 42.6%), 其他疫苗毛利润占比 3.6% (毛利率 52.6%) 技术转让毛利润占比 3.1% (毛利率 100%)。

图 1: 2015-2019 公司分产品主营收入 (亿元)



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017-2019 公司分产品毛利润占比

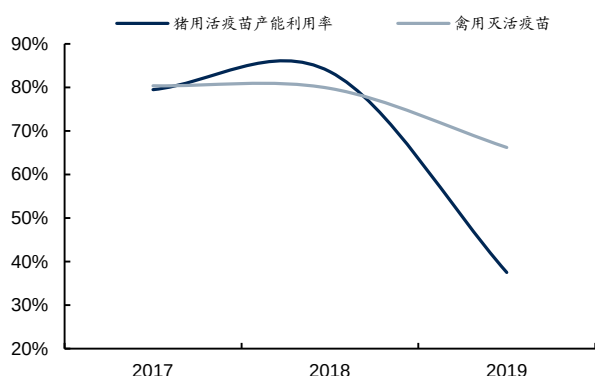


资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

在产能利用率方面, 猪用活疫苗 2017-2019 年产能利用率为 79.5%、83.6%和 37.5%, 去年同比下降主要系下游需求受到冲击, 禽用灭活疫苗分别为 80.4%、79.8%和 66.2%, 去年下降主要系产品升级。产销率方面, 猪用活疫苗 2017-2019

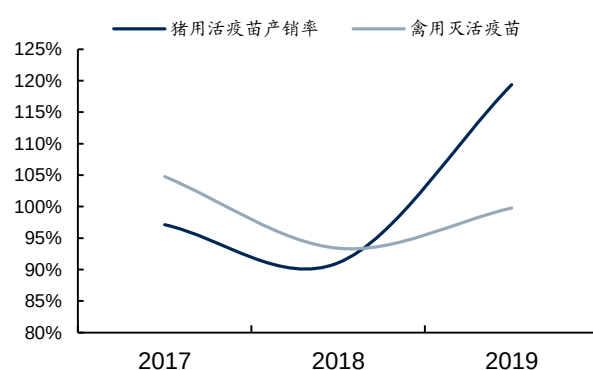
年分别为 97.1%、91.1%和 119.4%，禽用灭活疫苗分别为 104.8%、93.4%和 99.8%

图 3: 2015-2019 两大产品产能利用率



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017-2019 两大类产品销售率



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

公司三类核心产品, 即猪瘟疫苗、高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗和禽流感灭活疫苗在营收中的总占比持续处于 85%以上, 具体来看:

(1) 猪瘟疫苗作为公司拥有专利技术优势的关键产品 (主要是传代细胞源产品), 2017-2019 年营收分别为 1.83、2.02 和 1.09 亿元, 营收占比 47.8%、51.6%和 33.0%; 从业内来看, 2017-2018 年市场份额分别为 24.0%和 30.1%, 排名稳居第 1, 行业内其他 18 家具备生产猪瘟疫苗传代细胞源产品资质的企业, 其生产技术使用权均系公司和中监所联合授权。

(2) 高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗方面, 2017-2019 年营收分别为 0.46、0.43 和 0.22 亿元, 营收占比 12.0%、11.0%和 6.6%; 2017-2018 年市场份额分别为 11.8%和 9.8%, 在 28 家具该类产品批准文号的企业中排名第 2。

(3) 禽流感灭活疫苗方面, 2017-2019 年营收分别为 1.09、0.95 和 1.56 亿元, 营收占比 28.5%、24.4%和 47.1%; 禽流感疫苗为国家强制免疫品种, 由哈尔滨兽医研究所进行研发并享有专利权, 再转让给农业农村部指定的企业进行生产, 公司 2017-2018 年市场份额分别为 11.8%和 9.8%, 在 11 家定点企业中排名第 6。

表 3: 公司核心产品营收占比及市场份额

核心产品	2019 营收占比	2018 营收占比	2017 营收占比	2018 市场份额	市场排名	2017 市场份额	市场排名
猪瘟疫苗	33.0%	51.6%	47.8%	30.1%	1	24.0%	1
高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗	6.6%	11.0%	12.0%	11.8%	2	9.8%	2
禽流感灭活疫苗	47.1%	24.4%	28.5%	8.2%	6	8.6%	6
合计	86.6%	87.1%	88.2%	—	—	—	—

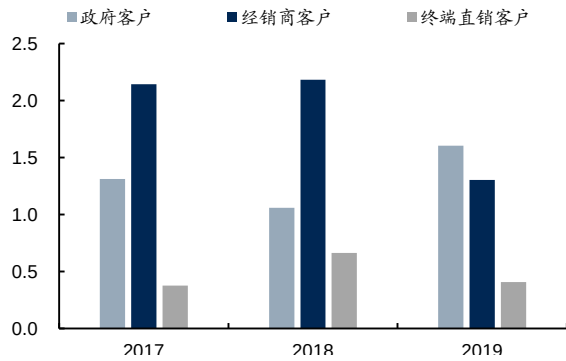
资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

公司客户可分为政府客户、经销商客户和终端直销客户三类:

(1) 政府客户主要为各地方兽医主管部门, 主要采购国家强制免疫要求的禽流感疫苗产品, 根据实际情况也会采购猪瘟疫苗等产品, 2019 年因禽类养殖量上升以及政府对常规猪瘟的重视度的同步提高, 销售额大幅增加 51.2%至 1.60 亿元, 占比达 48.4%。

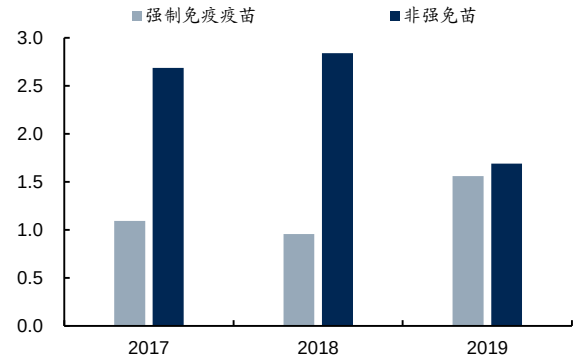
(2) 经销商客户和终端直销客户为市场化客户, 主要采购非强制免疫要求的猪用类疫苗产品, 其中经销商以买断模式进货再销售给当地的养殖企业和养殖户, 而终端直销客户主要为集团化、规模化企业, 由 2018 年初正式开始运作的公司大客户销售部主要负责, 2019 年公司对经销商和终端直销客户销售额同比分别下降 40.3%和 38.6%至 1.30 和 0.41 亿元, 营收占比分别为 39.3%和 12.3%。

图 5: 2017-2019 分不同客户类型收入 (亿元)



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2017-2019 产品分是否强制免疫收入情况 (亿元)



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

公司前五大客户主要为地方政府相关防疫部门和生猪养殖类公司, 2017-2019 年营收占比分别为 21.3%、22.0%和 26.6%, 具体情况如下:

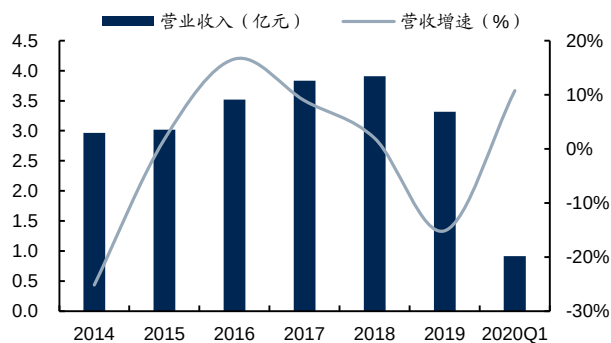
表 4: 公司前五大客户情况

排序	2019 客户名称	营收占比	主要产品	2018 客户名称	营收占比	主要产品	2017 客户名称	营收占比	主要产品
1	广东省动物防疫物资储备中心	10.02%	猪用疫苗、禽用疫苗	广东省动物防疫物资储备中心	6.27%	猪用疫苗、禽用疫苗	广东省动物防疫物资储备中心	9.80%	猪用疫苗、禽用疫苗
2	河北省动物疫病预防控制中心	4.82%	禽用疫苗	牧原食品股份有限公司	6.20%	猪用疫苗	牧原食品股份有限公司	3.82%	猪用疫苗
3	湖南省兽医局	4.39%	禽用疫苗	郑州金瑞畜牧科技有限公司	4.35%	猪用疫苗	郑州金瑞畜牧科技有限公司	2.90%	猪用疫苗
4	牧原食品股份有限公司	4.09%	猪用疫苗	广州顺生生物科技有限公司	2.70%	猪用疫苗、禽用疫苗	河北省动物疫病预防控制中心	2.90%	禽用疫苗
5	阜阳市农业农村局	3.29%	禽用疫苗	河北省动物疫病预防控制中心	2.52%	禽用疫苗	湖南省兽医局	1.91%	禽用疫苗
合计		26.61%		合计	22.04%		合计	21.33%	

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

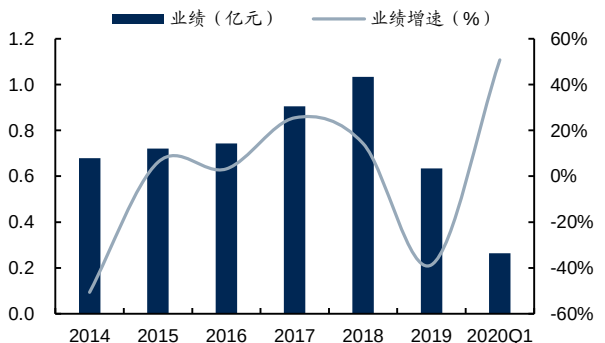
■ 公司财务情况

图 7: 2014-2020Q1 营业收入及增速



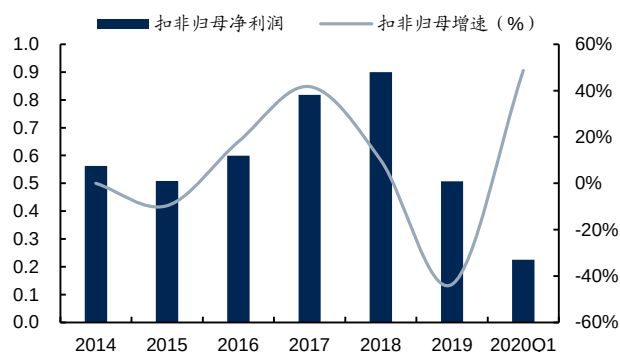
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2014-2020Q1 归母净利润及增速



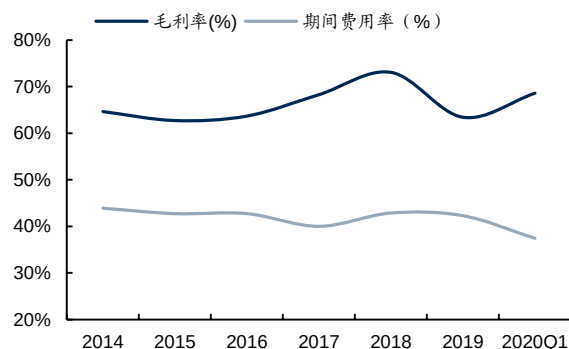
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2014-2020Q1 扣非归母及增速



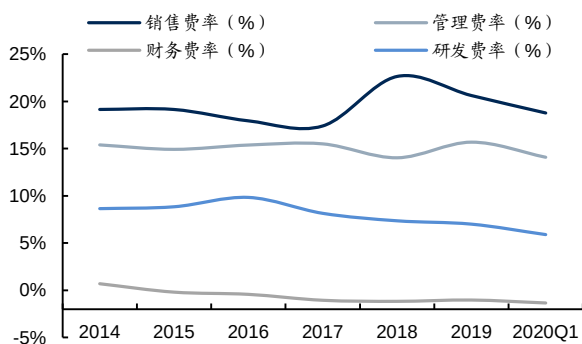
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2014-2020Q1 毛利率及期间费用率



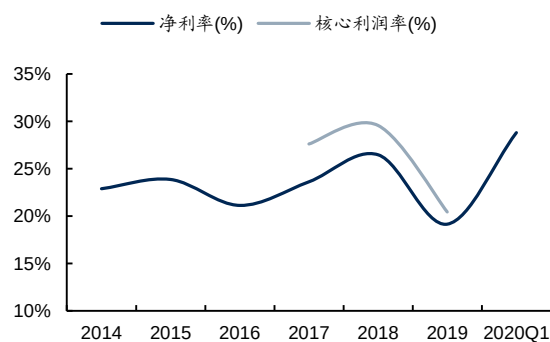
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2014-2020Q1 四项期间费用率



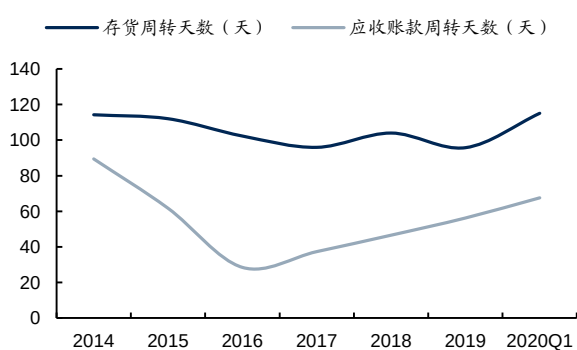
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2014-2020Q1 净利率及核心利润率



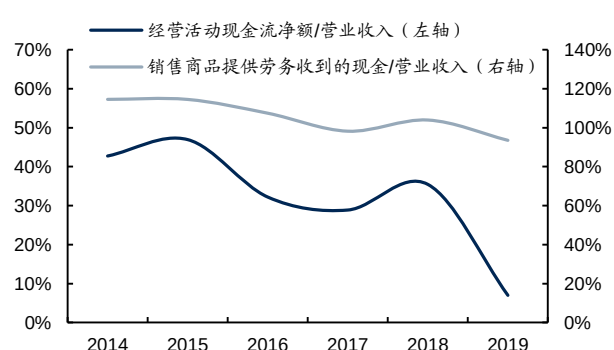
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 13: 2014-2020Q1 存货及应收周转天数

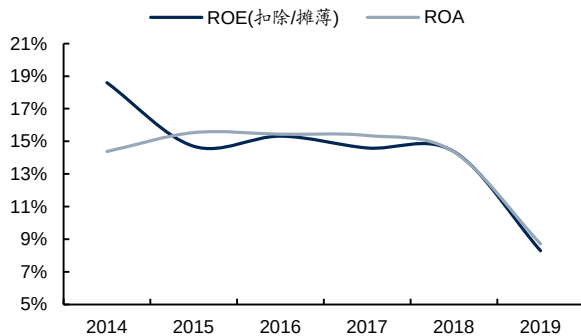


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

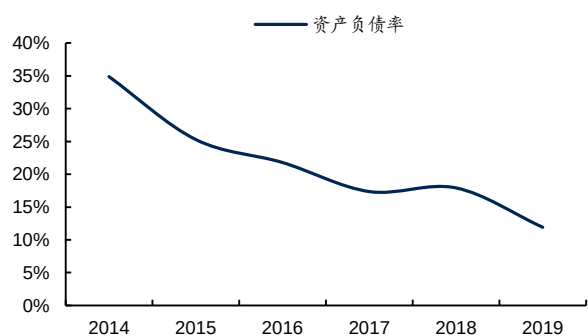
图 14: 2014-2020Q1 现金流情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2014-2020Q1 净资产收益率及总资产净利率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2014-2020Q1 资产负债率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 募投项目: 巩固猪用疫苗技术及产品优势, 拓展水产疫苗领域

公司本次拟募集资金 2190 万元, 将全部“投入兽用生物制品的研制与开发项目”, 一共包含 6 个子项目, 着重投入核心的猪用疫苗产品研发, 同时投入具有较大前景空间的水产疫苗产品研发, 以在保持猪用疫苗、禽用疫苗等领域特定产品与技术领先优势的情况下, 逐步拓展水产疫苗产品的技术研发与产业化推广, 丰富产品品类。

表 5: 募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资(万元)	募集资金投入额(万元)	拟建设周期
1	猪伪狂犬病毒变异株基因缺失疫苗(JM 株)的研制与开发	485	485	5
2	猪流行性腹泻弱毒活疫苗的研制与开发	435	435	5
3	猪流行性腹泻灭活疫苗的研制与开发	385	385	5
4	猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗(Bartha-K61 株悬浮培养)的研制与开发	335	335	5
5	鲈鱼弹状病毒疫苗的研制与开发	400	400	4
6	PCV2-Cap 蛋白在昆虫杆状病毒表达系统中的表达与免疫原性分析	150	150	5
合计		2190	2190	

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议

公司深耕猪用疫苗和禽用疫苗领域, 在兽用生物制品行业已具较高的知名度和影响力。公司拥有国内领先的科研队伍, 并与诸多重要科研院所建立了良好的合作研发关系, 取得了多项技术研究成果与奖项, 在猪瘟、水产疫苗等领域填补国内技术空白, 同时在研项目储备丰富。公司的猪用和禽用核心产品市场地位突出, 在“非洲猪瘟”疫情冲击逐步缓解, 下游需求呈现回暖的情况下存在较大业绩弹性。此外, 公司积极向仍处于早期阶段的国内水产疫苗产业延伸布局, 目前已取得 2 项一类新兽药注册证书, 对应产品为国际首创, 随持续发力投入有望获取新的业务增长点, 推荐持续关注。

■ 风险提示: 下游畜禽养殖业波动; 国家对强免疫苗采购政策变化; 合作研发和技术引进不可持续; 首次发行失败

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

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