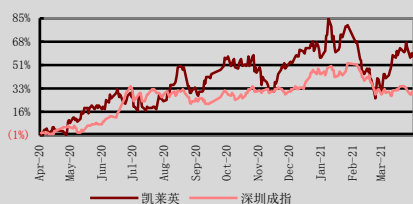


002821.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 293.23

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.6)	23.3	2.7	59.7
相对深证成指	6.2	22.2	11.7	28.4

发行股数(百万)	243
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	71,145
3个月日均交易额(人民币 百万)	750
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
ASYM-CHEM LABORATORIES, INCORPORATED	38

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年4月15日收市价为标准

相关研究报告

《凯莱英: 三季度持续高增长, 现金流毛利率向上转好》20191025

《凯莱英: 项目储备快速增长, 新订单及扩建产能加速放量》20190805

《凯莱英: Q1 同比改善业绩高增长, 全年更亮眼表现可期》20190423

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

凯莱英

兼顾“做深”与“做广”，业绩实现稳定增长

2020年凯莱英实现营业收入31.5亿元(+28.04%)，归母净利润7.22亿元(+30.37%)，毛利率为46.55%，与2019年相比有所提升。公司兼顾“做深”与“做广”，拓展服务深度与服务群体广度，大客户研发管线覆盖持续深化，国内市场加速发力。

支撑评级的要点

- 业绩实现稳定增长，各项业务持续向好。2020年凯莱英实现营业收入31.5亿元，同比增长28.04%，实现归母净利润7.22亿元，同比增长30.37%。公司第四季度单季度实现营业收入10.67亿元，创单季度历史新高，同比增长48.69%。2020年公司商业化阶段业务实现营业收入16.57亿元，同比增长35.58%，临床阶段业务实现营业收入11.80亿元，同比增长17.82%，技术服务实现营业收入3.10亿元，同比增长31.61%。2020年公司毛利率为46.55%，相比2019年有所提升，固定资产周转率为2.24，在同行业内保持领先水准。
- 兼顾“做深”与“做广”，拓展服务深度与服务群体广度。公司大客户研发管线覆盖持续深化，2020年来自海外大型制药公司所属药品的收入为20.79亿元，同比增长22.06%。海外大制药公司中存在订单规模相较2019年度实现翻倍增长的情形。国内市场加速发力，2020年来自国内的销售收入为3.71亿元，同比增长69.05%，有收入贡献的客户数量同比增长123.6%。公司2020年来自海外中小型制药公司、生物技术公司的收入为6.99亿元，与同期相比增长30.22%。
- 坚持技术平台与产能建设，新业务得到快速拓展。公司持续推进制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等“研发+生产”服务新业务发展，2020年实现相关收入达1.70亿元，同比增长53.51%。2020年公司API厂房二期建设项目完工并投产，三期API厂房已启动建设预计2021年下半年完工。吉林凯莱英制药的生产建设项目顺利进行，4号厂房多个车间已先后投入使用，其他新厂房及车间已启动建设预计2021年将分批完工。目前公司反应釜体积超过2,800m³，预计2021年底公司反应釜总体积相较2019年底增长超过80%。公司为进一步满足未来项目增长所带来的迫切产能需求启动镇江生产基地建设，预计2022年下半年一期投入使用。未来拟打造南北双中心，优化服务路径，覆盖更广泛的客户。

估值

- 根据公司业绩情况，我们调整盈利预期，预计2021年，2022年，2023年公司实现净利润分别为9.67亿，12.56亿，16.64亿，EPS分别为3.98元，5.18元，6.86元。（我们在2020年12月预期2021，2022年公司实现净利润分别为9.34亿元，12.48亿元，EPS分别为3,852元，5,147元）

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险；服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险；境外市场运营风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,460	3,150	4,133	5,482	7,273
变动(%)	34	28	31	33	33
净利润(人民币 百万)	554	722	967	1,256	1,664
全面摊薄每股收益(人民币)	2.40	3.08	3.984	5.177	6.858
变动(%)	29.3	30.4	33.9	29.9	32.5
原先预期摊薄每股收益(人民币)			3.852	5.147	
调整幅度(%)			3.4	0.6	
全面摊薄市盈率(倍)	128.5	98.5	73.6	56.6	42.8
价格/每股现金流量(倍)	118.4	125.0	49.8	164.2	36.4
每股现金流量(人民币)	2.48	2.35	5.89	1.79	8.05
企业价值/息税折旧前利润(倍)	94.4	72.8	59.3	45.2	33.7
每股股息(人民币)	0.477	0.477	0.797	1.087	1.509
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

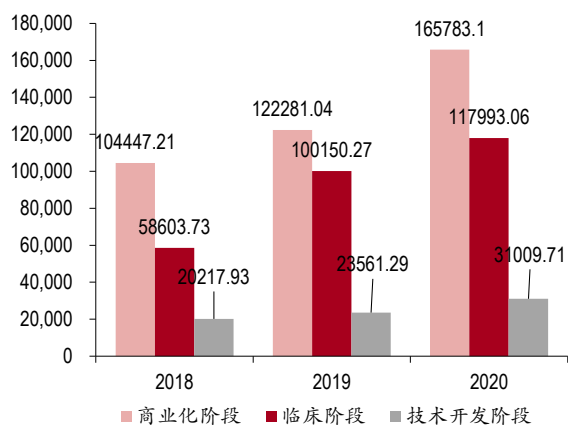
各项业务业绩持续向好发展

公司各项业务均实现稳定增长

公司 2020 年业绩实现稳定增长，四季度创单季度业绩历史新高。2020 年凯莱英实现营业收入 31.5 亿元，与同期相比增长 28.04%，实现归母净利润 7.22 亿元，与同期相比增长 30.37%。第四季度单季度实现营业收入 10.67 亿元，与同期相比增长 48.69%，为单季度历史新高。

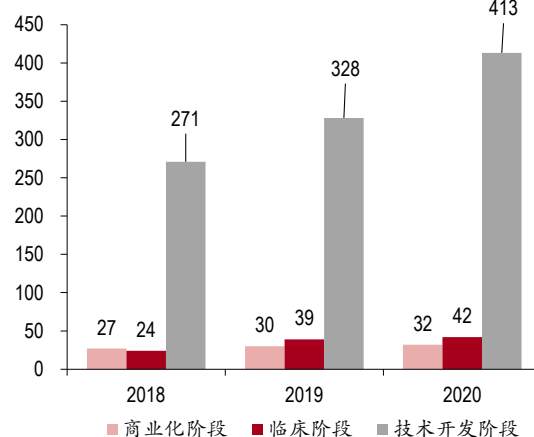
公司各项主要业务均实现稳定增长，各阶段项目数量持续增长。2020 年公司商业化阶段业务实现营业收入 16.57 亿元，与同期相比增长 35.58%；临床阶段业务实现营业收入 11.80 亿元，与同期相比增长 17.82%；技术服务实现营业收入 3.10 亿元，与同期相比增长 31.61%。在项目数量方面，公司商业化阶段项目数量为 32，与 2019 年相比增加 2 个；临床阶段项目数量为 241，与 2019 年相比增加 50 个；技术服务项目数量为 413 个，与 2019 年相比增加 85 个。

图表 1. 2018-2020 年公司主营业务各类型项目收入
(单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 2. 2018-2020 年公司各阶段项目数
(单位: 个)

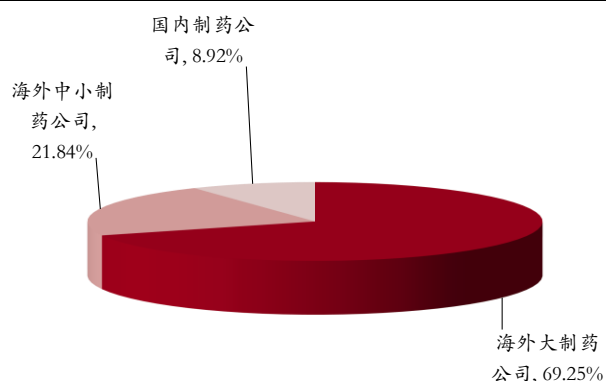


资料来源: 公司年报, 中银证券

兼顾“做深”与“做广”，拓展服务深度与服务群体广度

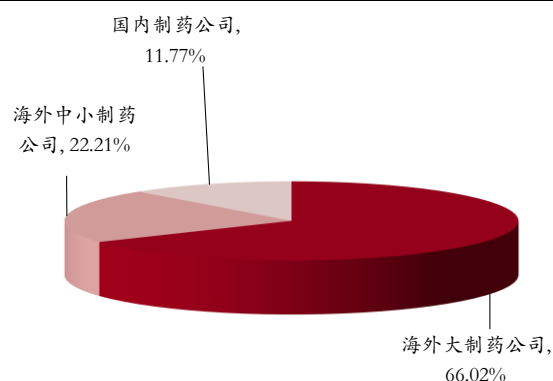
公司在服务客户方面兼顾“做深”与“做广”。在“做深”方面公司持续提高与包括欧美大型制药公司、中小创新药公司在内的战略客户合作的粘性与服务深度，逐渐实现服务链条的延伸。在“做广”方面，公司持续扩大客户群体，特别是中小创新药公司。2020 年公司海外大客户业务收入占比为 66.02%，海外中小制药公司客户收入占比为 22.21%，国内制药公司客户收入占比为 11.77%。其中国内制药公司客户收入占比相较 2019 年有所提升。

图表 3. 2019 年公司不同类型客户收入构成



资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 2020 年公司不同类型客户收入构成



资料来源：公司年报，中银证券

公司大客户研发管线覆盖持续深化，收入实现稳定增长。2020 年，公司来自海外大型制药公司所属药品的收入为 20.79 亿元，与 2019 年相比增长 22.06%，其中商业化阶段项目为 20 个。海外大制药公司中存在订单规模相较 2019 年度实现翻倍增长的情形，2020 年公司累计服务的美国五大制药公司创新药项目数量占上述制药公司公布的临床中后期研发管线的比例提升至 27%，某客户达到 50%。

国内市场加速发力，收入实现高速增长。2020 年公司来自国内的销售收入为 3.71 亿元，同比增长 69.05%，2020 年有收入贡献的客户数量同比增长 123.6%。首个 MAH 项目再鼎医药的则乐®(尼拉帕利)进入商业化生产，公司全流程服务和黄医药的苏泰达®(索凡替尼)于 2020 年底获批上市。

公司持续进行海外中小创新药公司客户的深耕，实现业绩稳定增长。公司 2020 年来自海外中小型制药公司、生物技术公司的收入为 6.99 亿元，与同期相比增长 30.22%。新客户特别是欧美 Biotech 客户开拓受到了新冠疫情的一定影响，但是公司凭借在小分子 CDMO 市场多年积累的市场口碑、核心能力，与早期临床项目研究中心的开拓，依然实现了海外中小型制药客户数量的稳步提升。

盈利能力稳步提升

公司 2020 年实现毛利率提高，固定资产周转率在行业内处于领先水平。公司上市后由于在拓展新市场、推进新业务的过程中始终保持较高投入，毛利率逐渐下降至 2019 年的 45.48%。由于公司持续提高运营效率与提高产能利用率、技术应用显著降低成本、新市场与新业务逐渐释放增长等原因，公司 2020 年公司毛利率回升至 46.55%。同时，CDMO 行业固定资产相对较重，公司始终保持良好的产能建设节奏，2020 年公司固定资产周转率为 2.24，在同行业内保持领先水准。

新业务实现快速推进

持续拓展新业务

公司持续进行业务拓展，持续进行相应产能拓展与技术平台建设。化学大分子业务板块方面，公司新建的 1,200 m² 研发中心、第 3 条毒素-连接体生产线和寡核苷酸中试车间相继投入使用。公司与国内小核酸技术和小核酸制药的主要开拓者瑞博生物建立合作关系，借鉴“交钥匙工程”模式，共同合作小核酸原料药公斤级商业化生产，进一步建设落实 Oligo 业务平台。生物工程方面，生物酶技术平台是公司核心技术平台之一。公司目前共有催化用酶 16 大类，酶库中酶的数量超过 1,600 个，具有自主知识产权的新酶超过 800 个。公司进一步提升固定化酶的研发生产能力，建立高通量固定化筛选技术平台、建设特异性固定酶载体的研发平台，保持在该领域的全球领先性。公司持续开拓生物合成新技术，建设无细胞合成蛋白质研发平台、多肽的生物合成研发平台，开拓蛋白质和多肽药物的合成新方法。制剂方面，公司建立口服缓控释制剂平台，口服固体制剂车间与滴眼剂研发及生产服务平台投入使用，新建喷雾干燥车间预计 2021 年 6 月投入使用。生物大分子业务方面，公司 2020 年重点组建了生物大分子的核心团队，建设了符合 GMP 要求的中试生产车间，现有一条 200L 和 500L 一次性反应器生产线和一条生产多种规格注射液及冻干粉针的西林瓶生产线，已完成了车间的施工建设及设备调试，具备承接项目的能力。未来将逐步构建分析开发平台、细胞株开发和筛选平台、原液工艺开发平台、制剂开发平台、无菌灌装和冻干工艺开发平台、GMP 中试生产平台等，提供一站式生物大分子 CDMO 服务。

报告期内，除高效支持公司小分子 CDMO 项目所需的酶催化服务外，生物工程部门作为独立技术平台和业务板块各项工作推进顺利。

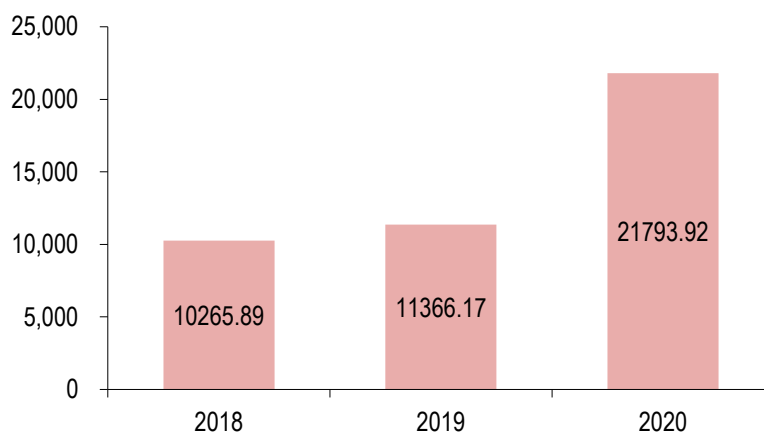
技术和生产平台建设稳步推进，建立口服缓控释制剂平台，包括肠溶包衣片和缓释骨架片，并成功完成多个项目的 IND 和临床供应；新建喷雾干燥车间扩充喷雾干燥产能，预计 2021 年 6 月投入使用，大幅提高喷雾干燥产能；引进国际顶尖制剂设备的口服固体制剂 3 车间投入使用，临床产品和商业化产品的产能大幅增加；建立并完善滴眼剂研发及生产服务平台，并投入使用。

新业务推进顺利，获得阶段性成果

公司依托小分子业务多年积累的客户基础、技术底蕴和运营管理平台体系，持续推进制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等“研发+生产”服务新业务发展。2020 年，公司相关收入达 1.70 亿元，同比增长 53.51%。化学大分子业务方面，公司 2020 年服务国内外客户 30 余家，50 余个项目，涵盖多肽、多糖、寡核苷酸、毒素-连接体、多肽-药物偶联体等。2020 年公司先后完成了第 1 个一期临床寡核苷酸原料药+无菌制剂生产项目、第 1 个多肽-药物偶联体工艺验证研究（PPQ）项目、第 1 个毒素-连接体工艺验证研究（PPQ）项目，签下首个国内多肽 NDA 订单，首个 ADC drug linker NDA 订单，另有 10 个项目推进或即将推进到临床 II 期。生物工程方面，公司累计服务客户接近 30 家，全年承接酶相关订单项目 50 余个，涵盖酶催化项目、酶粉定制生产项目、固定化酶定制生产项目和药用酶项目。固体制剂板块成功帮助美国某知名 Biotech 客户完成 NDA 注册批次的生产并开始稳定性研究，有望通过此项目触发首次美国 FDA 官方 NDA 审计，打开商业化生产的市场空间。

临床研究服务通过与冠勤医药的合并整合以及新业务模式探索，取得了快速进展。公司截至 2020 年末，临床板块累计服务客户数量达 87 个，其中新增细胞治疗及干细胞客户 14 个；包括抗感&传染、细胞治疗等多个重要治疗领域，助力客户完成 1 类放射增敏新药、1 类抗 HIV 融合抑制剂新药、1 类生物制品间充质干细胞项目获得临床试验默示许可；为国内首个核苷类抗艾滋病 1 类新药完成 II 期临床试验后，申请有条件上市；为 IPS 细胞、多个干细胞药物和生物制品完成临床前研究工作，进入 IND 申报阶段。公司 2020 来自化学大分子、制剂、生物酶、临床研究服务等新业务的收入达 4,800 万元，在总收入总占比 6.92%。

图表 5. “新业务” 销售收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 中银证券

持续进行产能与人才团队的建设

公司在持续提高现有基地生产能力的同时, 有序进行产能预增

持续提高现有基地产能, 有序进行产能预增。在各子公司已建成车间及规划方案中, 多个车间安装了连续性反应设备, 通过将连续性反应技术的规模化应用进一步提升反应效率与收率, 2020 年, 凯莱英制药 API 厂房二期建设项目完工并投产, 可从事临床及上市新药 API 的相关生产工作; 三期 API 厂房已启动建设, 预计 2021 年下半年完工。吉林凯莱英制药的生产建设项目顺利进行, 4 号厂房多个车间已先后投入使用, 其他新厂房及车间已启动建设, 预计 2021 年将分批完工。目前公司以天津为中心, 已覆盖辽宁阜新、吉林敦化等地区建立了多个小分子研发和生产基地, 反应釜体积超过 2,800m³ 预计 2021 年底公司反应釜总体积相较 2019 年底增长超过 80%。公司为进一步满足未来项目增长所带来的迫切产能需求启动镇江生产基地建设, 预计 2022 年下半年一期投入使用。未来拟打造南北双中心, 优化服务路径, 缩短服务半径, 覆盖更广泛的客户。

加强团队建设, 内部培养与外部引进相结合

公司持续加强高级人才引进和培养, 以内部培养与外部引进相结合的方式实现人才梯队持续扩容, 提高公司核心竞争力的持续。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司拥有员工 5,477 人, 海外跨国公司经验人员 121 人; 研发及分析人员 2,607 人, 占比 47.60%。2020 年, 公司共引进高级人才共计 88 人, 其中博士人才 59 人, 高级主管以上人才 10 人, 海归及外籍人才 46 人。公司 2020 年推出新一期的限制性股票激励计划, 向高级管理人员、中层管理人员、核心技术骨干共计 215 人授予 101.8 万股, 实现管理人员及核心技术团队与公司及股东利益一致, 进一步提升长期稳定性。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,460	3,150	4,133	5,482	7,273
销售成本	(1,364)	(1,708)	(2,231)	(2,961)	(3,931)
经营费用	(348)	(494)	(760)	(1,025)	(1,383)
息税折旧前利润	749	949	1,143	1,497	1,959
折旧及摊销	(4)	(157)	(164)	(176)	(189)
经营利润(息税前利润)	744	792	979	1,320	1,770
净利息收入/(费用)	4	(44)	27	35	43
其他收益/(损失)	77	92	86	65	68
税前利润	826	840	1,093	1,420	1,881
所得税	(70)	(92)	(126)	(163)	(216)
少数股东权益	0	0	(0)	(1)	(1)
净利润	554	722	967	1,256	1,664
核心净利润	554	722	966	1,256	1,664
每股收益(人民币)	2.40	3.08	3.984	5.177	6.858
核心每股收益(人民币)	2.40	3.08	3.983	5.176	6.858
每股股息(人民币)	0.477	0.477	0.797	1.087	1.509
收入增长(%)	34	28	31	33	33
息税前利润增长(%)	36	6	24	35	34
息税折旧前利润增长(%)	15	27	20	31	31
每股收益增长(%)	29	30	34	30	32
核心每股收益增长(%)	43	(1)	29	30	32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	826	840	1,093	1,420	1,881
折旧与摊销	4	157	164	176	189
净利息费用	(4)	44	(27)	(35)	(43)
运营资本变动	(85)	(98)	472	(541)	477
税金	(272)	(118)	(126)	(163)	(216)
其他经营现金流	132	(255)	(147)	(424)	(335)
经营活动产生的现金流	601	569	1,428	433	1,953
购买固定资产净值	4	164	155	75	65
投资减少/增加	(203)	(121)	33	7	10
其他投资现金流	(501)	(1,144)	(310)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(700)	(1,102)	(122)	(68)	(55)
净增权益	(116)	(116)	(193)	(264)	(366)
净增债务	0	10	(10)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	14	2,346	116	(68)	(178)
融资活动产生的现金流	(102)	2,268	(35)	(229)	(323)
现金变动	(201)	1,735	1,272	137	1,575
期初现金	630	435	2,125	3,397	3,533
公司自由现金流	(99)	(532)	1,307	366	1,898
权益自由现金流	(103)	(479)	1,269	331	1,855

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	435	2,125	3,397	3,533	5,108
应收帐款	670	1,025	1,249	1,797	2,324
库存	449	726	831	1,268	1,583
其他流动资产	85	154	111	174	173
流动资产总计	1,639	4,030	5,587	6,772	9,188
固定资产	1,632	2,206	2,201	2,103	1,983
无形资产	122	286	282	279	275
其他长期资产	360	591	481	500	524
长期资产总计	2,114	3,082	2,964	2,881	2,782
总资产	3,759	7,158	8,595	9,697	12,013
应付帐款	267	522	403	792	773
短期债务	0	10	0	0	0
其他流动负债	237	393	1,088	788	1,823
流动负债总计	504	925	1,491	1,580	2,596
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	209	238	194	214	216
股本	231	242	243	243	243
储备	2,894	5,894	6,667	7,659	8,957
股东权益	3,126	6,136	6,909	7,902	9,200
少数股东权益	0	(0)	0	1	2
总负债及权益	3,759	7,158	8,595	9,697	12,013
每股帐面价值(人民币)	12.88	25.29	28.48	32.57	37.92
每股有形资产(人民币)	12.99	24.13	27.31	31.42	36.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.88)	(8.72)	(14.00)	(14.56)	(21.05)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.4	30.1	27.7	27.3	26.9
息税前利润率(%)	30.3	25.1	23.7	24.1	24.3
税前利润率(%)	33.6	26.7	26.4	25.9	25.9
净利率(%)	30.7	23.7	23.4	22.9	22.9
流动性					
流动比率(倍)	3.3	4.4	3.7	4.3	3.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	18.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	3.6	3.2	3.5	2.9
估值					
市盈率(倍)	128.5	98.5	73.6	56.6	42.8
核心业务市盈率(倍)	94.1	95.2	73.6	56.6	42.8
市净率(倍)	22.8	11.6	10.3	9.0	7.7
价格/现金流(倍)	118.4	125.0	49.8	164.2	36.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	94.4	72.8	59.3	45.2	33.7
周转率					
存货周转天数	116.8	125.6	127.4	129.4	132.4
应收帐款周转天数	89.6	98.2	100.4	101.4	103.4
应付帐款周转天数	40.3	45.7	40.8	39.8	39.3
回报率					
股息支付率(%)	15.3	15.5	20.0	21.0	22.0
净资产收益率(%)	26.3	16.1	14.8	17.0	19.5
资产收益率(%)	19.6	12.9	11.0	12.8	14.4
已运用资本收益率(%)	4.8	3.9	3.7	4.2	4.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371