

## 证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

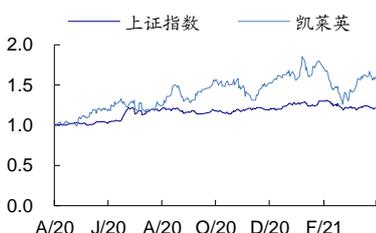
**凯莱英(002821)**
**买入**

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 17 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)	243/233
总市值/流通(百万元)	71,145/65,333
上证综指/深圳成指	3,399/13,680
12 个月最高/最低(元)	344.87/181.20

## 相关研究报告:

《凯莱英-002821-2020 年三季报点评: 业绩符合预期, 维持高速增长》——2020-10-26  
 《凯莱英-002821-2020 年半年报点评: 业绩恢复高速增长, 毛利率显著提升》——2020-08-10  
 《凯莱英-002821-2019 年年报点评: 业绩持续高速增长, 漏斗效应显著》——2020-04-10

**证券分析师: 陈益凌**

电话: 021-60933167  
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**联系人: 李虹达**

电话: 0755-81982970  
 E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

**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**

## 业绩符合预期, 加快新业务布局

**● 业绩符合预期, 持续稳健增长**

凯莱英 2020 年全年营收 31.50 亿元 (+28.04%), 归母净利润 7.22 亿元 (+30.37%), 扣非归母净利润 6.44 亿元 (+31.79%)。剔除汇兑波动损益、股权激励摊销费用等影响, 归母净利润同比增长 41.84%。其中四季度单季度营收 10.67 亿元 (+48.69%), 单季度归母净利润 2.16 亿元 (+15.22%), 单季度扣非归母净利润 1.87 亿元 (+24.27%)。业绩符合预期, 持续稳健增长。

**● 商业化收入及订单快速增长, 盈利能力提升**

公司 2020 年临床阶段 CDMO 实现收入 11.80 亿元 (+17.8%), 商业化阶段 CDMO 实现收入 16.58 亿元 (+35.6%), 技术开发服务收入 3.10 亿元 (+31.6%)。订单可持续性增强, 各业务板块订单数量及金额稳步提升, 全年完成技术开发服务、临床阶段 (III 期临床)、商业化阶段订单分别为 413、241 (42)、32 个。受益于产能利用率提升、新技术应用带来成本下降, 毛利率提升 1.05pp 至 46.55%。

**● 持续推进新业务布局, 加快产能建设**

积极拓展在制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等领域研发和生产能力建设, 也通过布局临床研究服务探索新的能力边界。2020 年公司新业务收入占比从 2017 年的 2.6% 提升到 2020 年的 6.92%。加大产能建设, 小分子与大分子产能同步发力, 凯莱英制药三期 API 厂房、吉林凯莱英新厂房等均有望 2021 年完工。加大连续性反应设备在新旧车间中的应用, 有望进一步提升生产效率和降低成本。

**● 风险提示: 行业景气度降低, 订单持续性不及预期等**
**● 投资建议: 业绩稳健增长, 盈利能力提升。维持“买入”评级。**

受益于新技术的应用和产能利用率提升, 盈利能力显著改善。公司持续加强产能建设和研发投入, CDMO 领域龙头地位稳固。小幅上调盈利预测, 预计 2021~2023 年归母净利润达到 9.85/13.35/17.83 亿 (此前 21~22 年预测为 9.75/12.83 亿), 同比增长 36.4%/35.6%/33.5%, 对应当前股价 PE 为 71/52/39X, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,460	3,150	4,200	5,495	7,138
(+/-%)	34.1%	28.0%	33.3%	30.8%	29.9%
净利润(百万元)	554	722	985	1,335	1,783
(+/-%)	29.3%	30.4%	36.4%	35.6%	33.5%
摊薄每股收益(元)	2.39	2.98	4.05	5.50	7.34
EBIT Margin	30.3%	25.1%	25.7%	27.1%	28.0%
净资产收益率(ROE)	18.2%	12.0%	14.4%	16.8%	18.9%
市盈率(PE)	119.6	96.1	70.7	52.1	39.0
EV/EBITDA	120.5	74.4	54.7	39.7	30.1
市净率(PB)	21.75	11.58	10.21	8.77	7.38

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

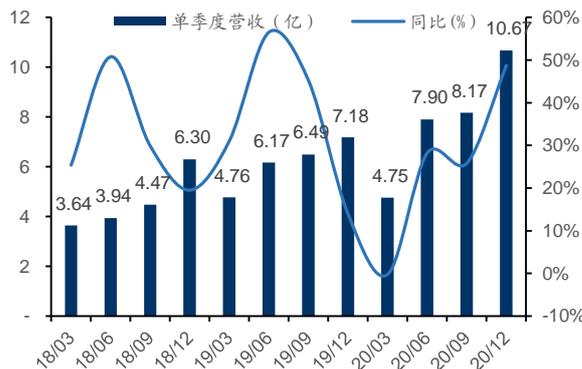
业绩符合预期,持续稳健增长。凯莱英 2020 年全年营收 31.50 亿元(+28.04%), 归母净利润 7.22 亿元(+30.37%), 扣非归母净利润 6.44 亿元(+31.79%)。剔除汇兑波动损益、股权激励摊销费用等影响, 归母净利润同比增长 41.84%。其中四季度单季度营收 10.67 亿元(+48.69%), 单季度归母净利润 2.16 亿元(+15.22%), 单季度扣非归母净利润 1.87 亿元(+24.27%)。业绩符合预期, 持续稳健增长。

图 1: 凯莱英营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 凯莱英单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 凯莱英扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 凯莱英单季扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

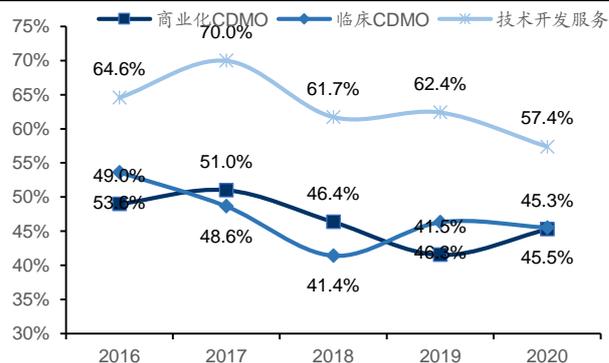
商业化阶段收入快速增长, 漏斗效应成效显著。公司 2020 年临床阶段 CDMO 实现收入 11.80 亿元(+17.8%), 商业化阶段 CDMO 实现收入 16.58 亿元(+35.6%), 技术开发服务收入 3.10 亿元(+31.6%)。“漏斗效应”下商业化阶段 CDMO 项目快速增长, 收入增长较快。临床阶段 CDMO 毛利率基本保持稳定, 达 45.5% (-0.8pp), 商业化阶段 CDMO 毛利率提升显著, 达 45.3% (+3.7pp), 预计主要受益于产能利用率提升及新技术的应用带来成本下降。

图 5: 凯莱英分板块收入构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 凯莱英分板块毛利率变化

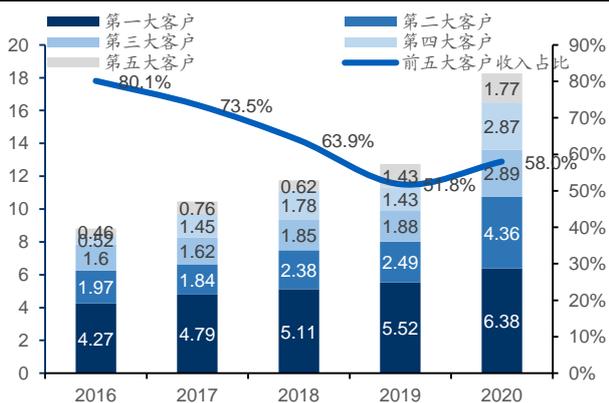


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**长尾客户占比持续提升, 大客户订单保持高粘性。**公司近年来积极推进国内外中小创新药公司服务, 订单和项目稳步增长, 海外中小企业和国内制药公司贡献收入占比分别提升到 22.2%和 11.8%。

- 大型药企客户保持较高粘性, 部分跨国药企订单规模同比实现翻倍增长, 公司服务美国五大制药公司创新药项目数量占其临床中后期管线的比例提升到 27%。前五大客户合计收入贡献达到 58%, 较 2019 年有所提升, 但较 2016 年的 80.1%仍有显著下降, 客户多元化程度持续提升。
- 海外中小型制药、Biotech 贡献收入 6.99 亿元 (+30.22%), 公司近年来在海外市场口碑和影响力持续提升, 长尾客户数量提升显著。
- 国内客户贡献收入 3.71 亿元 (+69.05%), 保持快速增长态势。公司首个 MAH 项目再鼎医药的尼拉帕利进入商业化生产, 公司全流程服务和黄医药的索凡替尼于 2020 年底获批上市, 形成了较好的示范效应。

图 7: 凯莱英前五大客户收入及占比 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 凯莱英按客户类型收入构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**订单可持续性, 商业化订单规模快速增加。**公司全年完成技术开发服务、临床阶段 (III 期临床)、商业化阶段订单分别为 413、241 (42)、32 个, 均保持稳健增长。商业化订单增速较快, 漏斗效应下前期订单持续向商业化阶段转化, 订单持续性较高, 订单规模快速放大。

图 9: 凯莱英分板块订单数量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

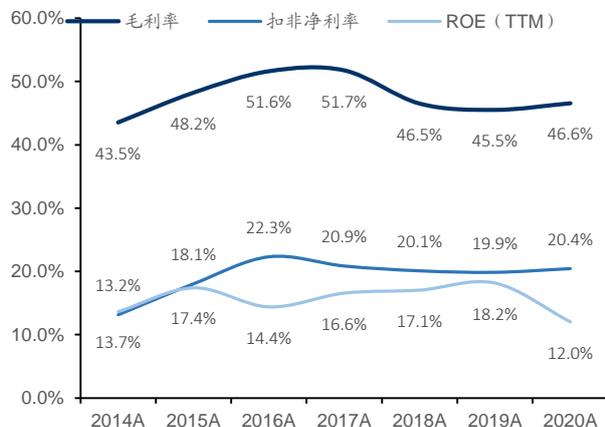
图 10: 凯莱英分板块订单金额 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

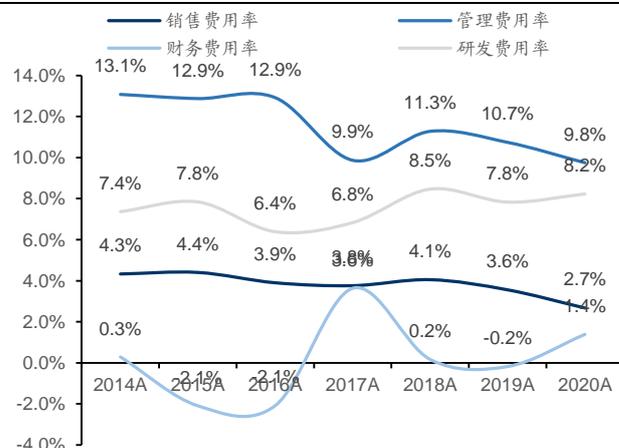
毛利率企稳回升, 费用率基本稳定。公司 2020 年销售毛利率达 46.55% (+1.05pp), 2017 年以来公司由于加大新业务和新市场拓展, 毛利率呈阶段性下降趋势, 受益于产能利用率提升、新技术降低成本等因素, 2020 年毛利率企稳回升。公司销售费用率 2.68% (-0.88pp), 管理费用率 17.97% (-0.60pp), 均稳中有降, 研发费用率 8.22% (+0.39pp), 保持较高的研发投入强度。财务费用率 1.39% (+1.57pp), 主要受汇率波动影响较大。期间费用率合计 22.04% (+0.09pp), 基本保持稳定。销售净利率 22.92% (+0.41pp), 主要受毛利率提升影响。ROE 有所降低, 主要受到 2020 年定增扩大导致净资产规模增加影响。

图 11: 凯莱英毛利率、净利率变化情况



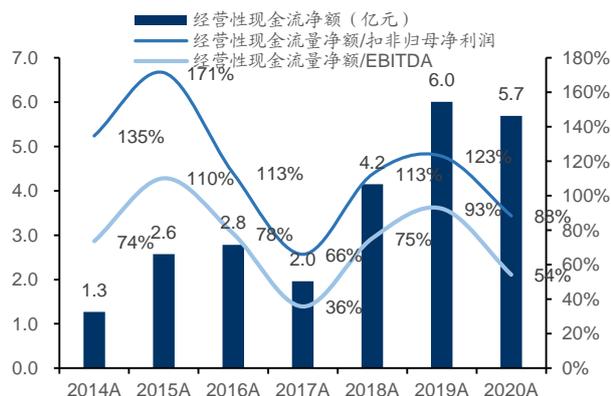
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 凯莱英三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 管理费用率包含研发费用

经营性现金流同比略有下降, 存货及应收账款周转率有所降低。2020 年公司经营活动现金流量净额 5.7 亿元, 同比降低 5.26%。存货周转率与应收账款周转率均略有下降, 预计一方面受疫情影响导致发货和回款效率受到部分影响; 另一方面预计由于销售规模快速增加、在手订单旺盛, 导致应收账款和存货规模增加。

**图 13: 凯莱英经营性现金流情况**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 14: 凯莱英存货及应收账款周转天数**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**加大新业务拓展, 发力制剂、大分子、ADC 等新领域。**公司近年来积极拓展新业务, 加快在制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等领域研发和生产能力建设。此外也通过布局临床研究服务探索新的能力边界。2020 年公司新业务收入占比从 2017 年的 2.6% 提升到 2020 年的 6.92%。

- **化学合成大分子:** 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。技术能力持续提升, 2020 年先后完成了第 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。
- **生物酶技术平台:** 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。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。全面建设药用蛋白 (酶) 领域的研发生产能力, 升级后具备  $2 \times 5000L$  的 GMP 发酵生产能力, 承接了首个国外临床后期药用酶生产项目。
- **制剂业务:** 承接“API+制剂”项目 28 个, 收入同比增长 183.07%。固体制剂板块成功帮助客户完成 NDA 注册批生产并开始稳定性研究; 注射剂板块交付多个临床项目; 滴眼液业务交付首个项目。
- **生物大分子:** 上海金山的生物大分子研发实验室建设了符合 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。未来有望进一步拓展分析开发平台、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 中试生产平台等业务, 提供一站式 CDMO 服务。

**加大产能建设, 小分子与大分子产能同步发力。**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。多个车间安装了连续性反应设备, 有望进一步提升生产效率和降低成本。预计 2021 年底公司反应釜总体积较 2019 年底有望增长超过 80%。

### 盈利预测：考虑到盈利能力改善，小幅上调盈利预测

整体来看公司订单结构较好，客户粘性较高。广泛的技术开发服务与临床阶段客户积累将为商业化阶段提供更为充足的订单来源。

- 随着漏斗效应逐步体现，未来临床阶段项目持续向商业化阶段导入，订单规模将大幅放大，预计未来三年商业化阶段收入有望保持 30% 以上的增速。
- 2020 年临床阶段收入增速略有放缓，预计受到疫情部分影响，未来仍有望保持 25~30% 的增长。
- 随着公司产能利用率的持续提升和新技术的应用，预计毛利率仍有望保持提升态势。期间费用预计基本保持稳定。

考虑到行业高景气度及盈利能力改善，小幅上调盈利预测。小幅上调 2021/2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测。预计 2021~2023 年归母净利润达到 9.85/13.35/17.83 亿(此前 21~22 年预测为 9.75/12.83 亿, 上调 1.03%/4.05%), 同比增长 36.4%/35.6%/33.5%。

表 1: 凯莱英收入及盈利预测

亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入								
产品	11.03	14.23	18.35	24.60	31.50	42.00	54.95	71.39
定制研发生产	10.44	12.94	16.31	22.24	28.38	37.89	49.61	64.45
商业化阶段	6.20	7.66	10.44	12.23	16.58	22.55	30.44	40.48
临床阶段	4.24	5.28	5.86	10.02	1.80	15.34	19.17	23.97
技术开发服务	0.60	1.28	2.02	2.36	3.10	4.09	5.32	6.92
其他业务	0.00	0.01	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
收入增速								
产品	32.7%	29.0%	29.0%	34.1%	28.0%	33.3%	30.8%	29.9%
定制研发生产	32.2%	23.9%	26.0%	36.4%	27.6%	33.5%	31.0%	29.9%
商业化阶段	93.1%	23.5%	36.3%	17.1%	35.6%	36.0%	35.0%	33.0%
临床阶段	-9.6%	24.5%	11.0%	71.0%	17.8%	30.0%	25.0%	25.0%
技术开发服务	46.3%	113.3%	57.8%	16.6%	31.6%	32.0%	30.0%	30.0%
其他业务						0.0%	0.0%	0.0%
毛利								
产品	5.69	7.36	8.53	11.19	14.66	19.96	26.52	34.91
定制研发生产	5.31	6.48	7.27	9.72	12.88	17.50	23.17	30.41
商业化阶段	3.03	3.91	4.84	5.08	7.51	10.37	14.15	19.03
临床阶段	2.27	2.57	2.43	4.64	5.37	7.13	9.01	11.38
技术开发服务	0.39	0.90	1.25	1.47	1.78	2.46	3.35	4.50
其他业务	0.00	-0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)								
产品	51.6%	51.7%	46.5%	45.5%	46.5%	47.5%	48.3%	48.9%
定制研发生产	50.9%	50.0%	44.6%	43.7%	45.4%	46.2%	46.7%	47.2%
商业化阶段	49.0%	51.0%	46.4%	41.5%	45.3%	46.0%	46.5%	47.0%
临床阶段	53.6%	48.6%	41.4%	46.3%	45.5%	46.5%	47.0%	47.5%
技术开发服务	64.6%	70.0%	61.7%	62.4%	57.4%	60.0%	63.0%	65.0%
其他业务	0.0%	0.0%	72.6%					
销售费用率(%)	3.9%	3.8%	4.1%	3.6%	2.7%	3.0%	3.1%	2.9%
管理费用率(%)	12.9%	9.9%	11.3%	10.7%	9.8%	9.5%	10.0%	9.8%
研发费用率(%)	6.4%	6.8%	8.5%	7.8%	8.2%	8.2%	8.1%	8.2%
财务费用率(%)	-2.1%	3.6%	0.2%	-0.2%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%
归母净利润	2.53	3.41	4.28	5.54	7.22	9.85	13.35	17.83
增速(%)	64.6%	35.0%	25.5%	29.3%	30.4%	36.4%	35.6%	33.5%
净利率(%)	22.9%	24.0%	23.3%	22.5%	22.9%	23.4%	24.3%	25.0%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

**投资建议：业绩稳健增长，盈利能力提升。维持“买入”评级。**受益于新技术的应用和产能利用率提升，盈利能力显著改善。公司持续加强产能建设和研发投入，CDMO 领域龙头地位稳固。小幅上调盈利预测，预计 2021~2023 年归母净利润达到 9.85/13.35/17.83 亿（此前 21~22 年预测为 9.75/12.83 亿），同比增长 36.4%/35.6%/33.5%，对应当前股价 PE 为 71/52/39X，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业景气度降低，订单持续性不及预期等

**表 2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 210416	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
002821	凯莱英	286.35	695	2.98	4.05	5.50	7.34	96.2	70.7	52.1	39.0	18.2	2.0	买入
603259	药明康德	134.65	3300	1.21	1.59	2.14	2.82	111.5	84.7	62.9	47.7	10.7	2.6	买入
300347	泰格医药	134.10	1170	2.01	2.04	2.68	3.35	66.9	65.7	50.0	40.0	19.9	3.5	买入
300759	康龙化成	146.50	1164	1.48	1.79	2.39	3.29	99.3	82.0	61.2	44.6	7.0	2.7	买入
300363	博腾股份	53.22	289	0.60	0.81	1.10	1.47	89.0	65.8	48.5	36.1	6.1	1.9	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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2125	1768	1554	1530	营业收入	3150	4200	5495	7138
应收款项	1025	1247	1631	2119	营业成本	1683	2204	2843	3648
存货净额	726	859	1096	1408	营业税金及附加	24	39	48	61
其他流动资产	154	190	248	323	销售费用	84	126	169	208
<b>流动资产合计</b>	<b>4030</b>	<b>4064</b>	<b>4530</b>	<b>5379</b>	管理费用	566	753	946	1225
固定资产	2206	3092	3997	4946	财务费用	44	(48)	(41)	(38)
无形资产及其他	286	274	263	251	投资收益	(10)	(2)	(4)	(5)
投资性房地产	366	366	366	366	资产减值及公允价值变动	(21)	(13)	(19)	(17)
长期股权投资	270	360	449	539	其他收入	100	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7158</b>	<b>8156</b>	<b>9606</b>	<b>11483</b>	营业利润	817	1112	1507	2012
短期借款及交易性金融负债	10	3	3	6	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(2)
应付款项	522	568	725	931	<b>利润总额</b>	<b>814</b>	<b>1111</b>	<b>1506</b>	<b>2010</b>
其他流动负债	393	484	617	794	所得税费用	92	126	171	228
<b>流动负债合计</b>	<b>925</b>	<b>1056</b>	<b>1346</b>	<b>1730</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>722</b>	<b>985</b>	<b>1335</b>	<b>1783</b>
其他长期负债	238	282	325	327					
<b>长期负债合计</b>	<b>238</b>	<b>282</b>	<b>325</b>	<b>327</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1163</b>	<b>1338</b>	<b>1671</b>	<b>2057</b>	净利润	722	985	1335	1783
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	资产减值准备	16	11	10	11
股东权益	5995	6818	7935	9426	折旧摊销	157	219	306	384
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7158</b>	<b>8156</b>	<b>9606</b>	<b>11483</b>	公允价值变动损失	21	13	19	17
					财务费用	44	(48)	(41)	(38)
					营运资本变动	(448)	(198)	(337)	(479)
					其它	(16)	(11)	(10)	(11)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>452</b>	<b>1018</b>	<b>1322</b>	<b>1706</b>
					资本开支	(721)	(1116)	(1228)	(1351)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(789)</b>	<b>(1206)</b>	<b>(1318)</b>	<b>(1441)</b>
					权益性融资	2394	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(118)	(161)	(218)	(292)
					其它融资现金流	(131)	(7)	0	2
					<b>融资活动现金流</b>	<b>2026</b>	<b>(168)</b>	<b>(218)</b>	<b>(289)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1689</b>	<b>(357)</b>	<b>(214)</b>	<b>(24)</b>
					货币资金的期初余额	435	2125	1768	1554
					货币资金的期末余额	2125	1768	1554	1530
					企业自由现金流	(309)	(141)	60	325
					权益自由现金流	(441)	(105)	97	361

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.98	4.05	5.50	7.34
每股红利	0.49	0.66	0.90	1.20
每股净资产	24.73	28.06	32.66	38.79
ROIC	16%	17%	21%	22%
ROE	12%	14%	17%	19%
毛利率	47%	48%	48%	49%
EBIT Margin	25%	26%	27%	28%
EBITDA Margin	30%	31%	33%	33%
收入增长	28%	33%	31%	30%
净利润增长率	30%	36%	36%	33%
资产负债率	16%	16%	17%	18%
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
P/E	96.1	70.7	52.1	39.0
P/B	11.6	10.2	8.8	7.4
EV/EBITDA	74.4	54.7	39.7	30.1

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