

002821.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 374.59

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	(4.3)	10.0	(17.7)	29.5
相对深证成指	12.8	18.9	(0.3)	40.5

发行股数(百万)	264
流通股(%)	88
总市值(人民币 百万)	99,020
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,157
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	36

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 3 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《凯莱英: 业绩稳定增长, 持续建设产能服务能力》20211027

《凯莱英: 业绩稳定增长, 服务能力与产能持续提升》20210816

《凯莱英: 兼顾“做深”与“做广”, 业绩实现稳定增长》20210416

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: 医疗服务

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

传统业务增长强劲, 新兴业务快速发展

公司 2021 年实现营业总收入 46.39 亿元 (+47.28%), 四季度收入 17.15 亿元 (+60.83%); 实现归母净利润实现 10.69 亿元 (+48.08%), 四季度实现归母净利润 3.74 亿元 (+73.45%)。

支撑评级的要点

- 业绩保持高速增长, 传统小分子业务增长强劲。公司 2021 年实现营业总收入 46.39 亿元, 同比增长 47.28%; 四季度收入 17.15 亿元, 同比增长 60.83%; 实现归母净利润实现 10.69 亿元, 同比增长 48.08%, 四季度实现归母净利润 3.74 亿元, 同比增长 73.45%。其中, 小分子临床前项目实现收入 17.23 亿元, 同比增长 37.58%; 小分子商业化项目实现 25.15 亿元, 同比增长 51.7%。公司与海外大制药公司合作持续深化, 参与美国五大跨国制药公司 II 期或 III 期临床阶段小分子候选药物超过 30%, 其中一家该比例达到 50%。同时, 公司在 2021 年获取首个来自日本大型制药公司的商业化项目订单。公司在海外中小创新药公司客户方面也取得了一定成果, 来自海外中小创新药公司收入同比增长 50.99%。
- 新兴业务实现快速发展, 业绩实现高速增长。2021 年公司动制剂、化学大分子、生物合成技术、生物大分子等新兴业务快速发展, 实现收入近 4 亿元, 同比增长 67.43%, 完成新兴服务类项目 327 个。其中, 公司生物大分子 CDMO 截至公司年报披露日, 在手订单达到 1.3 亿元人民币。
- 产能建设持续推进, 服务能力进一步提升。公司截至 2021 年底传统批次反应釜体积近 4,700m³, 截至公司年报披露日传统批次反应釜体积 5,000m³。2022 年底, 公司小分子传统批次反应釜产能计划较 2021 年底增长 46%。同时, 凯莱英持续加大连续性反应在各厂区的应用力度, 在敦化厂区凯莱英可以使用连续性反应实现某项目的关键原料 1.3 吨/天的生产, 若实现相同生产规模需要使用 180m³ 批次产能。在生物大分子业务方面, 公司金山已经初步形成研发和中试产能能力, 预计 2022 年年中将完成 2x2000L 一次性生物反应器抗体原液产能建设和 2x500L ADC 商业化偶联原液产能建设。

估值

- 预期公司 2022 年, 2023 年, 2024 年实现净利润 21.34 亿, 24.30 亿, 29.12 亿元, EPS 分别为 8.071 元, 9.194 元, 11.017 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; 汇率风险。

投资摘要

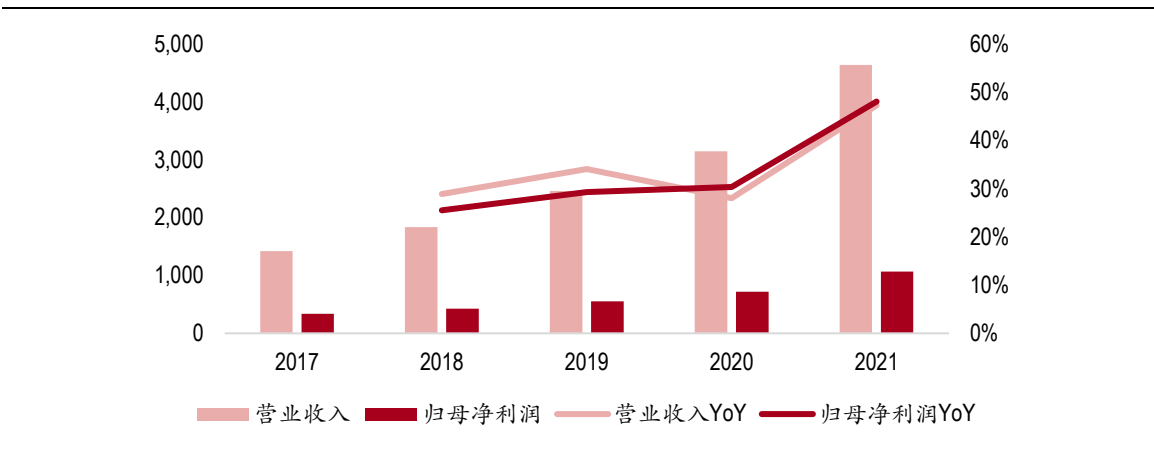
年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,150	4,639	9,181	10,435	12,563
变动(%)	28	47	98	14	20
净利润(人民币 百万)	722	1,069	2,134	2,430	2,912
全面摊薄每股收益(人民币)	2.978	4.065	8.071	9.194	11.017
变动(%)	24.4	36.5	98.6	13.9	19.8
全面摊薄市盈率(倍)	125.8	92.1	46.4	40.7	34.0
价格/每股现金流量(倍)	159.5	870.8	101.6	34.5	89.7
每股现金流量(人民币)	2.35	0.43	3.69	10.87	4.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.3	56.1	37.3	31.8	26.5
每股股息(人民币)	0.600	0.000	2.421	2.758	3.305
股息率(%)	0.2	n.a.	0.6	0.7	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩实现高速增长

公司 2021 年实现营业总收入 46.39 亿元，同比增长 47.28%，若剔除汇率影响因素，收入同比增长 56.13%；四季度收入 17.15 亿元，同比增长 60.83%，若剔除汇率影响因素，同比增长 66.61%。公司 2021 年归母净利润实现 10.69 亿元，同比增长 48.08%。

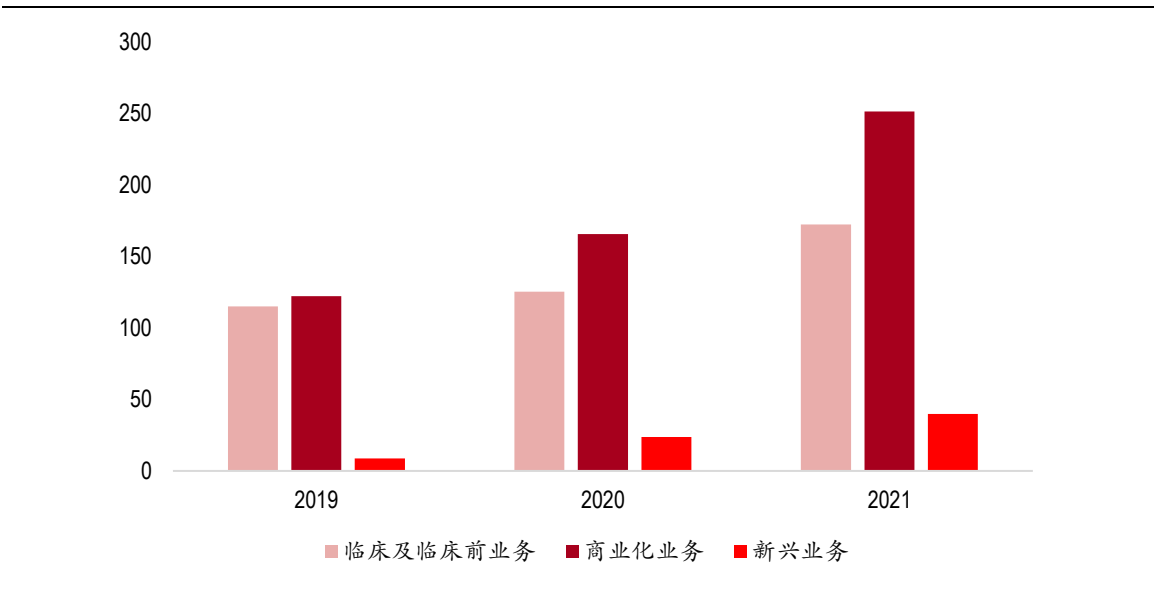
图表 1.凯莱英业绩情况（单位：百万人民币）



资料来源：万得，中银证券

公司 2021 年各项业务均表现出高景气度的增长：小分子临床前项目实现收入 17.23 亿元，同比增长 37.58%；小分子商业化项目实现 25.15 亿元，同比增长 51.7%；新兴服务实现收入 3.98 亿元。同比增长 67.43%。

图表 2.凯莱英各业务业绩情况（单位：百万人民币）

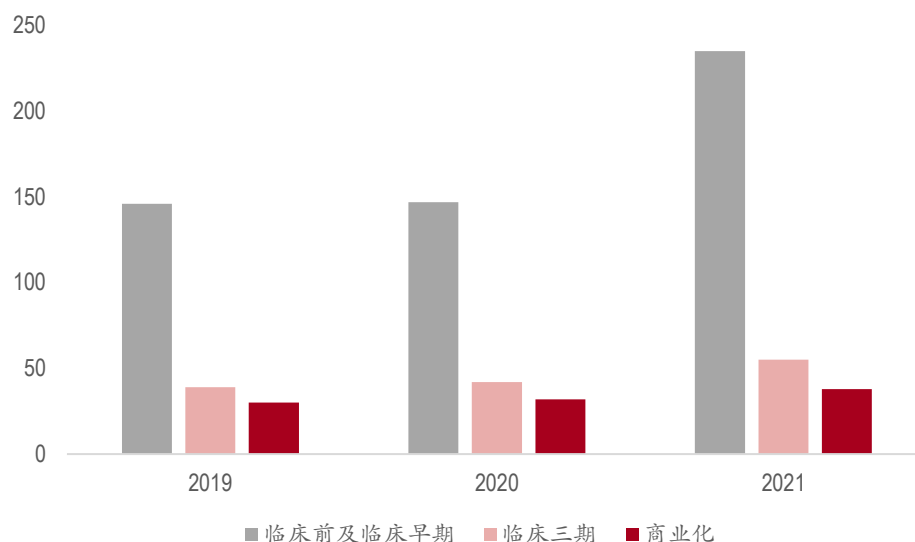


资料来源：凯莱英年报，中银证券

传统小分子业绩增长强劲

公司 2021 年小分子 CDMO 业务实现收入 42.38 亿元，同比增长 45.63%。2021 年公司确认收入的项目共计 328 个，其中临床前及临床早期项目 235 个，其中临床 III 期项目 55 个，商业化阶段项目 38 个。项目结构进一步优化，各阶段项目均与上年相比有所增长。

图表 3. 凯莱英小分子各阶段项目完成情况



资料来源：凯莱英年报，中银证券

公司与海外大制药公司合作持续深化，参与美国五大跨国制药公司 II 期或 III 期临床阶段小分子候选药物超过 30%，其中一家该比例达到 50%。同时，公司在 2021 年获取首个来自日本大型制药公司的商业化项目订单。

2021 年，公司在海外中小创新药公司客户方面也取得了一定成果。来自海外中小创新药公司收入持续提升，同比增长 50.99%，在收入中占比达到 22.69%。公司积极参与了 KRAS 等热门靶点创新药项目，同时与 PROTAC 技术领域最前沿的 Biotech 公司深度合作，知识的规模效应不断积累；尝试以 Snapdragon 及波士顿研发中心为抓手，推动开拓美国 Biotech 市场。

新兴业务实现高速发展

2021 年公司制剂、化学大分子、生物合成技术、生物大分子等新兴业务快速发展，实现收入近 4 亿元，同比增长 67.43%，完成新兴服务类项目 327 个。

公司 2021 年化学大分子业务收入同比增长 42.48%，合计开发新客户 14 家，承接新项目 23 个，推进到 Phase II 之后的项目合计超 20 个。寡核苷酸 CDMO 是公司重点推进的业务板块。公司一方面加快研发团队和能力建设，涵盖工艺开发、分析开发和工艺转移的研发团队，已承接多个 IND 到 Phase III 阶段的原料药 CMC 项目落地，项目类型涵盖含 GalNAc 缀合的反义寡核苷酸 (ASO)、小干扰核酸 (siRNA)、CpG 和核酸适配体 (Aptamer)。另一方面，自主设计和加工了多台实验室规模 (OS50) 和中试规模 (OS1000) 寡核苷酸合成仪，进一步快速扩充了产能，提高了平行完成多个项目并快速交付的能力。

2021 年，公司制剂业务实现同比增长 80.33%，其中超过 40% 来自美国、韩国等国外客户订单，承接 API+ 制剂项目 40 个。固体制剂板块有望在 2022 年初触发中国官方 NDA 审计，进一步拓展商业化生产的市场空间；无菌制剂业务中无菌滴眼液业务订单数量同比增长 300%，小核酸和多肽注射剂项目显著增加并且有多个项目成功进入临床阶段。新建喷雾干燥车间投入使用，有机溶剂处理量每年可以达到 200 吨，已成功完成多个项目生产；新建热熔挤出技术平台已于 2021 年 9 月初投入使用，帮助客户解决难溶性药物的增溶；滴眼液车间投入 GMP 使用，年产能可以达到 1,000 万支。

生物合成技术方面，公司在已有的酶技术平台和生产平台基础上持续深耕，承担蛋白质、多肽和核酸等重要药物领域的核心技术平台的搭建、新技术的开发及战略储备、客户服务的生产能力建设。订单广布工程酶、重组蛋白、多肽、药用酶，药用酶模块可以满足客户在口服药用蛋白产品在菌种库构建、临床前研究、临床样品制备及商业化生产等各个阶段的需求。公司在 2021 年完成 5,000L 厂房 cGMP 升级，并首次承接 BLA 的工艺表征项目及临床后期的研发生产项目。

公司 2021 年临床研究服务收入较上一年增长 83.71%，承接了多个从 CMC、药效药代药理毒理至临床前 IND 注册申报的一体化服务项目。2021 年公司临床业务新增签署 150 余个项目合同，其中 70 余个为创新药项目，近 30 个为细胞治疗药物项目，优势领域肿瘤、免疫、抗感染&传染类项目 60 余个。

在生物大分子 CDMO 业务方面，公司新增涉及抗体、ADC IND 项目、生物制品制剂灌装和工艺开发及目标产品表征分析型等多个项目。目前公司在上海金山已经初步形成研发和中试产能能力，已经具备 200 升/500 升一次性生物反应器产能。苏州业务版块质粒、mRNA 的工艺开发实验室已具备承接研发级别订单的能力。截至公司年报披露日，公司生物大分子 CDMO 在手订单达到 1.3 亿元人民币。

服务能力持续提升

持续建设研发平台

公司在 2021 年研发投入为 3.87 亿元，同比增长 49.64%，占营业收入的比重为 8.35%，位于全球行业前列。2021 年公司 30% 的临床 II 期或以后的临床阶段项目及商业化阶段项目中应用了连续性反应、生物酶技术等新兴技术，有效提升了经济效益和效率。公司继工艺科学中心 (CEPS, Center of Excellence for Process Science) 之后，正式组建连续科学技术中心 (CFCT, Center of Flow & Continuous Technology)、生物合成技术研发中心 (CBST, Center of Biosynthesis Technology) 和智能制造技术中心 (CIMT, Centre for Intelligent Manufacture Technology)，致力在发展不同方向尖端及未来关键性技术的同时相辅相成，为项目研发生产难点提供多维度的解决方案。

产能建设持续推进，服务能力不断提升

在小分子产能方面，公司子公司吉林凯莱英完成新厂房启用，凯莱英生命科学、凯莱英制药、吉林凯莱英制药等子公司根据发展需要，完成多个车间、厂房的升级改造。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。

截至 2021 年底，公司传统批次反应釜体积近 4,700m³，截至公司年报披露日，传统批次反应釜体积 5,000m³。2022 年底小分子传统批次反应釜产能计划较 2021 年底增长 46%。同时，凯莱英持续加大连续性反应在各厂区的应用力度，一方面完成多个车间、厂房的升级改造，另一方面在新建厂房中大力度增加连续性反应设备。在敦化厂区，凯莱英可以使用连续性反应实现某项目的关键原料 1.3 吨/天的生产，若实现相同生产规模需要使用 180m³ 批次产能。

在生物大分子业务方面，公司金山已经初步形成研发和中试产能能力，预计 2022 年年中将完成 2x2000L 一次性生物反应器抗体原液产能建设和 2x500L ADC 商业化偶联原液产能建设。目前，公司苏州业务版块质粒、mRNA 的工艺开发实验室已具备承接研发级别订单的能力，2022 年年中将具备质粒和 mRNA 的中试产能和 IND 及临床样品制备的服务能力。

2021 年财务摘要

图表 4. 凯莱英财务摘要 (单位: 百万)

	2021	2020	变动 (%)
营业收入	4638.83	3149.69	47.28
营业利润	1192.36	816.89	45.96
净利润	1069.26	722.05	48.09
归属于上市公司股东的净利润	1069.27	722.09	48.08
扣非后归属于上市公司股东的净利润	935.20	643.97	45.22
营业成本	2582.40	1683.50	53.39
毛利润	2056.44	1466.19	40.26
销售费用	99.56	84.25	18.17
管理费用	476.14	307.20	55.00
研发费用	387.48	258.93	49.64
财务费用	7.03	43.70	(83.92)
信用+资产减值损失	(22.38)	(25.75)	(13.09)
销售费用率(%)	2.1	2.7	(0.53)
管理费用率(%)	10.3	9.8	0.51
研发费用率(%)	8.4	8.2	0.13
财务费用率(%)	0.2	1.4	(1.24)
毛利率(%)	44.3	46.6	(2.22)
净利率(%)	23.1	22.9	0.13

资料来源: 万得, 中银证券

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; 汇率风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	3,150	4,639	9,181	10,435	12,563
销售成本	(1,708)	(2,607)	(5,061)	(5,759)	(6,937)
经营费用	(235)	(371)	(1,655)	(1,857)	(2,258)
息税折旧前利润	1,208	1,661	2,465	2,818	3,368
折旧及摊销	(157)	(205)	(204)	(230)	(255)
经营利润(息税前利润)	1,051	1,456	2,261	2,589	3,114
净利息收入/(费用)	(44)	(7)	92	104	126
其他收益/(损失)	(7)	47	28	29	26
税前利润	1,000	1,496	2,381	2,722	3,265
所得税	(92)	(124)	(248)	(283)	(353)
少数股东权益	(0)	(0)	0	8	(0)
净利润	722	1,069	2,134	2,430	2,912
核心净利润	907	1,372	2,134	2,430	2,912
每股收益(人民币)	2.978	4.065	8.071	9.194	11.017
核心每股收益(人民币)	3.742	5.216	8.071	9.194	11.017
每股股息(人民币)	0.600	0.000	2.421	2.758	3.305
收入增长(%)	28	47	98	14	20
息税前利润增长(%)	41	39	55	14	20
息税折旧前利润增长(%)	61	38	48	14	20
每股收益增长(%)	24	36	99	14	20
核心每股收益增长(%)	30	39	55	14	20

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,000	1,496	2,381	2,722	3,265
折旧与摊销	157	205	204	230	255
净利息费用	44	7	(92)	(104)	(126)
运营资本变动	(98)	(495)	(536)	169	(683)
税金	(278)	(426)	(248)	(283)	(353)
其他经营现金流	(255)	(673)	(735)	140	(1,254)
经营活动产生的现金流	569	113	975	2,874	1,104
购买固定资产净值	164	88	40	40	40
投资减少/增加	(121)	(98)	33	17	26
其他投资现金流	(1,144)	(2,196)	207	(87)	(89)
投资活动产生的现金流	(1,102)	(2,205)	280	(30)	(23)
净增权益	(146)	0	(640)	(729)	(874)
净增债务	10	378	(334)	1	2
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2,403	5,805	531	1	(96)
融资活动产生的现金流	2,268	6,211	(390)	(623)	(746)
现金变动	1,735	4,119	865	2,221	335
期初现金	435	2,125	6,234	7,099	9,320
公司自由现金流	(532)	(2,092)	1,255	2,844	1,081
权益自由现金流	(479)	(1,707)	829	2,741	958

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,125	6,234	7,099	9,320	9,655
应收帐款	1,025	1,839	3,199	2,729	4,533
库存	726	1,396	2,233	2,035	3,220
其他流动资产	154	841	387	599	572
流动资产总计	4,030	10,310	12,918	14,682	17,980
固定资产	2,206	3,291	3,138	2,960	2,757
无形资产	286	374	363	351	340
其他长期资产	591	989	729	841	930
长期资产总计	3,082	4,654	4,230	4,152	4,026
总资产	7,158	15,156	17,308	18,982	22,128
应付帐款	522	552	1,603	896	2,045
短期债务	10	375	50	50	50
其他流动负债	393	1,278	795	1,450	1,395
流动负债总计	925	2,205	2,449	2,396	3,489
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	238	341	263	281	295
股本	242	263	264	264	264
储备	5,894	12,838	14,331	16,033	18,071
股东权益	6,136	13,101	14,596	16,297	18,336
少数股东权益	(0)	0	0	8	8
总负债及权益	7,158	15,156	17,308	18,982	22,128
每股帐面价值(人民币)	25.31	49.81	55.22	61.65	69.36
每股有形资产(人民币)	24.13	48.38	53.84	60.32	68.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.72)	(22.27)	(26.67)	(35.07)	(36.33)

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.3	35.8	26.9	27.0	26.8
息税前利润率(%)	33.4	31.4	24.6	24.8	24.8
税前利润率(%)	31.7	32.2	25.9	26.1	26.0
净利率(%)	22.9	23.1	23.2	23.3	23.2
流动性					
流动比率(倍)	4.4	4.7	5.3	6.1	5.2
利息覆盖率(倍)	24.0	207.1	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)	3.6	4.0	4.4	5.3	4.2
估值					
市盈率(倍)	125.8	92.1	46.4	40.7	34.0
核心业务市盈率(倍)	100.1	71.8	46.4	40.7	34.0
市净率(倍)	14.8	7.5	6.8	6.1	5.4
价格/现金流(倍)	159.5	870.8	101.6	34.5	89.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.3	56.1	37.3	31.8	26.5
周转率					
存货周转天数	125.6	148.6	130.9	135.3	138.3
应收帐款周转天数	98.2	112.7	100.2	103.7	105.5
应付帐款周转天数	45.7	42.2	42.8	43.7	42.7
回报率					
股息支付率(%)	20.2	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.6	11.1	15.4	15.7	16.8
资产收益率(%)	17.5	12.0	12.5	12.8	13.5
已运用资本收益率(%)	3.9	2.7	3.8	3.9	4.2

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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士，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