

买入

2015年1月30日

收购天江药业项目落地，收购股权比例远超预期

- 收购总估值 92-102 亿人民币，对应 2014 年预测经营性利润 15 倍：**
 公司于 2015 年 1 月 27 日晚公布江阴天江药业 81.48% 股份，远超之前公告的 40.52% 的股份。收购总代价为 75.96-83.46 亿人民币，以 14 年经营性净利润的 15 倍进行估值，总估值不低于 92 亿人民币，不高于 102 亿人民币。主要款项将在先决条件(包括特别股东大会批准、审批机构批准等)达成后现金支付。
- 并购天江对公司 15 年 EPS 预计增厚-1.3—14.4%，16 年 EPS 预计增厚 31.8—43.1%：**此次并购的天江药业是中药配方颗粒的龙头企业，市场占有率高达 50% 以上，是国内仅有的具备生产资格的五家企业之一，远高于第二大竞争者康仁堂(市场份额约 19%)。从上海家化披露的公开数据可得，得益于比同行丰富的产品种类和深厚的技术积累，天江药业 09-13 年销售额复合增长率高达 69%，高于行业增长。天江药业 2014 年上半年的收入为 14.6 亿人民币，净利润为 2.8 亿人民币。我们预测并购天江对公司后 15 年 EPS 将增厚-1.3—14.4%，16 年 EPS 将增厚 31.8—43.1%。
- 市场空间广阔，未来行业增长有望提速：**中药配方颗粒相比传统煎煮中药，具备便于携带，操作简易，极大地节约了用药的时间成本和劳力，符合现代人生活习惯，潜在需求巨大。近几年市场增长迅速，2006 年市场规模近 2.28 亿人民币，至 2013 年市场规模已高达 42 亿，复合增长率达到 51.6%。经开拓者天江药业多年深入研究与谨慎探索，目前产品制备技术已成熟，已具备规范化、标准化、广覆盖的客观条件。未来行业有望放开限制，在严格的监管下试发放更多牌照，允许各级医院使用，纳入医保支付等等。一旦限制放开，对传统中药饮片及药材的替代将加速。目前国内饮片市场已达 1200 亿，中药配方颗粒占据其不到 5%，市场空间广阔，预计今后行业至少将保持 30% 增长。
- 上调目标价至 6.85 港元，维持买入评级：**我们基于多种假设条件做出预测，假定公司以 5 港币股权融资 53.84 亿人民币，债权融资 20 亿人民币，购得天江共 81.48% 股份，则 15/16 年 EPS 为 19.0/32.2 人民币分，以 16 年原中国中药 EPS13 倍及天江药业 EPS20 倍分开给予估值，得到 12 个月内的目标价 6.85 港元，较现价有 32.5% 的上升空间，维持买入评级。

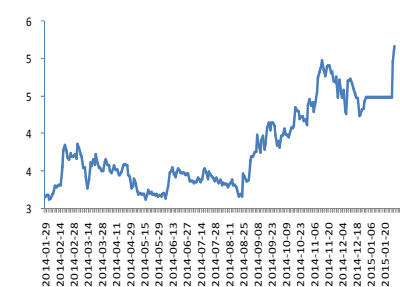
蓝宇
852-25321954
Yu.lan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	5.17 港元
目标价	6.85 港元 (+32.5%)
股票代码	0570
已发行股本	25.34 亿股
市值	131 亿港元
52 周高/低	5.28/3.1 港元
每股净资产	1.45 港元
主要股东	国药集团 (43.64%)

盈利摘要

截至12月31日全年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(千人民币)	1,031,766	1,394,613	2,687,781	3,096,243	3,564,018
增长	26.9%	10.0%	92.7%	15.2%	15.1%
归属股东盈利(千人民币)	168,526	198,463	407,786	462,021	533,443
每股盈利(人民币分)	9.45	9.68	16.09	18.23	21.05
增长	192.4%	2.4%	66.3%	13.3%	15.5%
市盈率@5.17港元(倍)	43.77	42.73	25.70	22.68	19.65
每股股息(分)	8.00	-	4.83	5.47	6.32
股息率	1.5%	0.0%	0.9%	1.1%	1.2%

资料来源：公司信息，第一上海预测
 注：暂未计入并入天江后收益

股价表现


资料来源：彭博

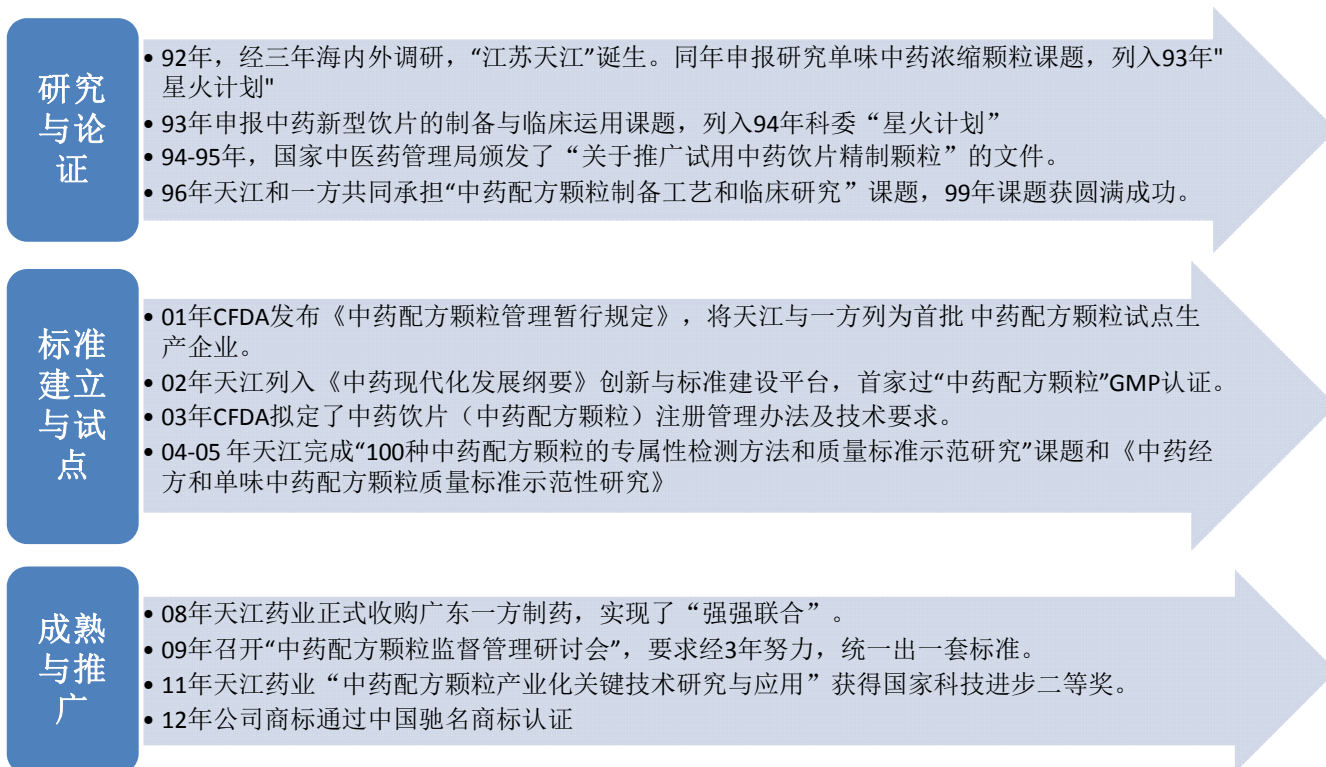
天江药业盈利预测

现代中药配方颗粒的领导者

天江药业是现代中药配方颗粒的领导者，公司自 1992 年成立并承担多项中药配方颗粒研究课题开始，一直是作为行业的先行者与探索者推动着行业的发展，为我国中药配方颗粒的诞生、发展及标准的制定做出了贡献。在这个过程中公司一共申请了发明专利 17 项，实用新型专利 1 项，拥有中药配方颗粒产业化关键技术自主知识产权，已出版产品临床疗效研究专著 2 部，质量控制技术相关专著 2 部，发表学术文章 305 篇。如今天江药业的市场份额已超过 50%，能够生产约 700 种单位药配方颗粒，是业内品种最多的中药配方颗粒制造企业（同行约能生产 500-600 种单位药配方颗粒）。

根据上海家化的公开报表，天江药业 2011-2013 年的收入分别是 12.5 亿、18.9 亿和 25 亿人民币，利润分别是 2.9 亿、4.1 亿和 5.5 亿人民币，2014 年上半年的收入为 14.6 亿人民币，净利润为 2.8 亿人民币，平均净利率高达 21.6%，账面净资产 2.2 亿人民币。公司此次公告收购天江药业 81.48% 的股份，以 14 年经营性净利润的 15 倍价格收购，且总估值在 92-102 亿人民币之间，对应的 14 年预测净利润在 6.13-6.8 亿人民币之间。我们保守预测天江药业今后增速将不低于 25%，大概率高于行业增速（30%以上）。

图表 1：天江药业与中药配方颗粒行业大事记



资料来源：公司资料、第一上海预测

图表 2: 天江药业 2009–2016 盈利情况 (14–16 年为预测)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
天江药业收入 (亿人民币)	3.04	7.80	12.47	18.92	25.08	32.08	40.10	50.13
净利润 (亿人民币)	0.59	2.11	2.93	4.18	5.46	6.47	8.09	10.11
收入同比增长	32%	156%	60%	52%	33%	28%	25%	25%
利润同比增长	47%	256%	39%	43%	30%	19%	25%	25%
净利润率	19.5%	27.1%	23.5%	22.1%	21.8%	20.2%	20%	20%

资料来源: 公司资料、第一上海预测

注: 2014–2016 年为预测

假定收购天江药业 81.48% 股权不同融资情况分析

交易对价

公告说明将以 14 年经营性净利润的 15 倍价格收购天江药业, 且总估值在 92–102 亿人民币之间, 我们假设最后以总估值 97 亿人民币收购, 对应 15 年净利润为 6.47 亿人民币, 总对价为 80.34 亿人民币 (含 1 亿控股权溢价)。

融资方式

我们预计, 公司将采取先内部现金融资, 再同时进行股权和债权融资以满足此次重大收购的资金需求。假设公司内部融资 6.5 亿人民币 (其中 1.395 亿人民币来自出售贵州中泰股权收益), 再通过股权与债权融资获得 73.84 亿人民币, 其中股权融资来自国药集团 22.4 亿人民币 (28 亿港元), 杨总与王总各 1.6 亿人民币 (2 亿港元), 天江管理团队共 6.66 亿人民币 (8.33 亿港元), 其中天江管理团队以其他所有投资者的 90% 的价格购得增发的股份。假设债权融资利率为 1–3 年贷款基准利率 6.0%。

天江药业 15–16 年利润预测

由于收购时间表具体仍不确定, 取决于有关政府部门的审批进度, 我们假设天江药业在 2015 年可为公司贡献半年收益, 2016 年起全年贡献。2015 与 2016 年加上并表之后天江药业归属母公司的净利润预计为 7.92 亿人民币与 13.57 亿人民币。如果有债权融资, 则并表后净利润仍要扣除抵税后的融资利息, 税率按高新企业所得税 15% 计算。由于时间表不明朗, 暂假设 15 年计息月份为 6 个月。

融资假设方案一

假设公司全部采用股权融资, 以 5 港元的价格一共融资 73.84 亿人民币 (92.3 亿港元)。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别减少 1.3% 与增加 31.8%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值, 得到 12 个月内目标价 6.65 港币。

融资假设方案二

假设公司除了向国药集团、中国中药管理层及原天江管理层股权融资以外, 其他全部采取债权融资, 股权融资价格仍是 5 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 10.7% 与增加 38.2%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值, 得到 12 个月内目标价 7.13 港币。

融资假设方案三

假设公司仅债权融资 20 亿人民币 (25 亿港元), 其他全部股权融资, 股权融资价格为 5.0 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 4.0% 与增加 34.6%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值, 得到 12 个月内目标价 6.85 港币。

融资假设方案四

假设公司仅债权融资 20 亿人民币 (25 亿港元), 其他全部股权融资, 股权融资价格为 4.5 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 0.3% 与增加 32.1%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值, 得到 12 个月内目标价 6.6 港币。

融资假设方案五

假设公司仅债权融资 20 亿人民币（25 亿港元），其他全部股权融资，股权融资价格为 5.5 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 7.1%与增加 36.7%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值，得到 12 个月内目标价 7.08 港币。

图表 3: 融资假设方案一

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	43.98	43.98
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.92	13.57
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	18.00	30.86
EPS较完成后增减 (人民币分)		-0.24	9.80
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	22.98	13.40

资料来源: 公司资料、第一上海预测

图表 4: 融资假设方案二

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	33.59	33.59
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	6.85	11.45
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	20.41	34.09
EPS较完成后增减 (人民币分)		2.17	13.04
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	20.27	12.13

资料来源: 公司资料、第一上海预测

图表 5: 融资假设方案三

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	38.98	38.98
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.41	12.55
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	19.00	32.20
EPS较完成后增减 (人民币分)		0.76	11.14
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	21.77	12.85

资料来源: 公司资料、第一上海预测

图表 6: 融资假设方案四

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	40.50	40.50
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.41	12.55
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	18.28	30.99
EPS较完成后增减 (人民币分)		0.05	9.94
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	22.62	13.35

资料来源: 公司资料、第一上海预测

图表 7: 融资假设方案五

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	37.74	37.74
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.41	12.55
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	19.62	33.25
EPS较完成后增减 (人民币分)		1.39	12.20
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	21.08	12.44

资料来源: 公司资料、第一上海预测

图表 8: 融资假设方案六

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	48.40	48.40
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	8.66	15.44
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	17.90	31.91
EPS较完成后增减 (人民币分)		-0.33	10.86
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	23.10	12.96

资料来源: 公司资料、第一上海预测

假定收购天江药业 100%股权不同融资情况分析

交易对价

公告说明将以 14 年经营性净利润的 15 倍价格收购天江药业，且总估值在 92-102 亿人民币之间，我们假设最后以总估值 97 亿人民币收购，对应 15 年净利润为 6.47 亿人民币，总对价为 98 亿人民币（含 1 亿控股权溢价）。

融资方式	我们预计，公司将采取先内部现金融资，再同时进行股权和债权融资以满足此次重大收购的资金需求。假设公司内部融资 6.5 亿人民币（其中 1.395 亿人民币来自出售贵州中泰股权收益），再通过股权与债权融资获得 91.5 亿人民币，其中股权融资来自国药集团 22.4 亿人民币（28 亿港币），杨总与王总各 1.6 亿人民币（2 亿港币），天江管理团队共 6.66 亿人民币（8.33 亿港币），其中天江管理团队以其他所有投资者的 90% 的价格购得增发的股份。假设债权融资利率为 1-3 年贷款基准利率 6.0%。
天江药业 15-16 年利润预测	由于收购时间表具体仍不确定，取决于有关政府部门的审批进度，我们假设天江药业在 2015 年可为公司贡献半年收益，2016 年起全年贡献。2015 与 2016 年加上并表之后天江药业归属母公司的净利润预计为 8.66 亿人民币与 15.44 亿人民币。如果有债权融资，则并表后净利润仍要扣除抵税后的融资利息，税率按高新技术企业所得税 15% 计算。由于时间表不明朗，暂假设 15 年计息月份为 6 个月。
融资假设方案六	假设公司全部采用股权融资，以 5 港元的价格一共融资 91.5 亿人民币（114.38 亿港币）。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别减少 1.9% 与增加 34.0%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值，得到 12 个月内目标价 7.01 港币。
融资假设方案七	假设公司除了向国药集团、中国中药管理层及原天江管理层股权融资以外，其他全部采取债权融资，股权融资价格仍是 5 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 14.4% 与增加 43.1%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值，得到 12 个月内目标价 7.86 港币。
融资假设方案八	假设公司仅债权融资 35 亿人民币（43.75 亿港币），其他全部股权融资，股权融资价格为 5.0 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 7.0% 与增加 38.9%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值，得到 12 个月内目标价 7.44 港币。
融资假设方案九	假设公司仅债权融资 35 亿人民币（43.75 亿港币），其他全部股权融资，股权融资价格为 4.5 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 3.2% 与增加 36.4%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值，得到 12 个月内目标价 7.15 港币。
融资假设方案十	假设公司仅债权融资 35 亿人民币（43.75 亿港币），其他全部股权融资，股权融资价格为 5.5 港元。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 10.0% 与增加 40.9%。以 16 年原中国中药 EPS 的 13 倍和天江药业 EPS 的 20 倍估值，得到 12 个月内目标价 7.69 港币。

图表 9: 融资假设方案七

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	33.59	33.59
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.15	12.42
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	21.30	36.98
EPS较完成后增减 (人民币分)		3.06	15.93
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	19.42	11.18

资料来源：公司资料、第一上海预测

图表 10: 融资假设方案八

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	39.65	39.65
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.77	13.66
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	19.60	34.45
EPS较完成后增减 (人民币分)		1.37	13.40
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	21.10	12.01

资料来源：公司资料、第一上海预测

图表 11: 融资假设方案九

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	41.24	41.24
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.77	13.66
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	18.84	33.12
EPS较完成后增减 (人民币分)		0.61	12.07
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	21.95	12.49

资料来源: 公司资料、第一上海预测

图表 12: 融资假设方案十

	2014E	2015E	2016E
股份数 (亿股)	25.34	38.35	38.35
完成前净利润 (亿人民币)	4.08	4.62	5.33
完成后净利润 (亿人民币)	4.08	7.77	13.66
完成前EPS (人民币分)	16.09	18.23	21.05
完成后EPS (人民币分)	16.09	20.27	35.62
EPS较完成后增减 (人民币分)		2.03	14.57
现价5.17HKD对应完成前PE	25.70	22.68	19.65
现价5.17HKD对应完成后PE	25.70	20.41	11.61

资料来源: 公司资料、第一上海预测

附录：主要财务报表

财务报表摘要

570.HK

损益表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
营业收入	1,031,766	1,394,613	2,687,781	3,096,243	3,564,018
毛利	564,013	825,779	1,636,859	1,870,131	2,138,411
销售及管理费用	-353,533	-576,937	-1,128,868	-1,300,422	-1,486,196
其他净收入	25,315	23,915	21,502	24,770	28,512
营运收入	235,795	272,757	529,493	594,479	680,727
财务开支	-19,389	-35,182	-46,423	-36,550	-36,550
税前盈利	216,406	237,575	483,070	557,929	644,177
所得税	-43,389	-38,218	-74,876	-86,479	-99,848
少数股东权益	-4,491	-894	-408	-9,429	-10,887
净利润	168,526	198,463	407,786	462,021	533,443
增长					
总收入 (%)	26.9%	10.0%	92.7%	15.2%	15.1%
净利润 (%)	297.8%	24.6%	142.0%	132.8%	30.8%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
现金	46,258	345,411	560,150	653,917	800,093
应收账款	442,786	1,016,832	957,292	1,102,772	1,269,376
存货	161,043	405,504	417,490	487,086	566,337
其他流动资产	164,404	10,403	10,403	10,403	10,403
总流动资产	814,491	1,778,150	1,945,335	2,254,177	2,646,210
固定资产	419,358	795,692	922,978	1,037,535	1,125,362
无形资产	73,691	997,351	897,616	807,854	727,069
其他非流动资产	246,680	1,495,277	1,495,277	1,495,277	1,495,277
总资产	1,554,220	5,066,470	5,261,206	5,594,843	5,993,918
应付帐款	205,812	595,763	604,640	705,434	820,212
短期借款	414,420	583,626	483,626	383,626	283,626
其他短期负债	29,020	84,999	84,999	84,999	84,999
总短期负债	649,252	1,264,388	1,173,265	1,174,059	1,188,837
其他长期负债	59,197	967,319	967,319	967,319	967,319
总负债	708,449	2,231,707	2,140,584	2,141,378	2,156,156
股东权益	845,771	2,834,763	3,120,621	3,453,465	3,837,762
每股权益	0.47	1.12	1.23	1.36	1.51

资料来源：公司公告，第一上海预测

注：暂未计入并入天江后收益

财务分析

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013预测	2014预测	2015预测	2016预测
盈利能力					
毛利率 (%)	54.7%	59.2%	60.9%	60.4%	60.0%
净利率 (%)	16.3%	14.2%	15.2%	14.9%	15.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	34.3%	41.4%	42.0%	42.0%	41.7%
实际税率 (%)	20.0%	16.1%	15.5%	15.5%	15.5%
财务状况					
负债/权益	0.84	0.79	0.69	0.62	0.56
收入/总资产	0.66	0.28	0.51	0.55	0.59
总资产/股本	8.85	21.55	22.38	23.80	25.50
盈利对利息倍数	12.16	7.75	11.41	16.26	18.62

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
税前盈利	216,406	237,575	483,070	557,929	644,177
非现金项调整	57,316	104,984	238,456	230,065	229,872
营运资金变动	-102,486	-530,617	56,432	-114,281	-131,078
支付所得税	-33,205	178,550	-74,876	-86,479	-99,848
经营活动净流入 (出) 现金	138,031	-9,508	703,082	587,233	643,123
购买固定资产支付现金	-39,952	-480,940	-219,584	-218,311	-200,363
其他投资活动支付现金	-96,070	-1,802,328	0	0	0
投资活动净流入 (出) 现金	-136,022	-2,283,268	-219,584	-218,311	-200,363
负债变动现金流入 (出)	118,930	802,294	-146,423	-136,550	-136,550
权益变动现金流入 (出)	-109,017	1,789,635	-122,336	-138,606	-160,033
融资活动净流入 (出) 现金	9,913	2,591,929	-268,759	-275,156	-296,583
现金变化	11,922	299,153	214,739	93,767	146,177
汇率影响	0	0	0	0	0
期初持有现金	34,336	46,258	345,411	560,150	653,917
期末持有现金	46,258	345,411	560,150	653,917	800,093

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。