

审慎增持 (维持)

目标价: 17.8 港元

现价: 15.0 港元

预期升幅: 18.7 %

市场数据

日期 2019.3.21

| | |
|-----------|--------|
| 收盘价(港元) | 15.0 |
| 总股本(百万股) | 6236.3 |
| 流通股本(百万股) | 6236.3 |
| 总市值(亿港元) | 935.5 |
| 流通市值(亿港元) | 935.5 |
| 净资产(亿港元) | 171.0 |
| 总资产(亿港元) | 263.8 |
| 每股净资产(港元) | 2.83 |

相关报告

《石药集团(1093.HK): 创新药加速成长, 管线再添新明星》20181121
 《石药集团(1093.HK): 业绩蕴含惊喜, 管线日新月异》20180823
 《一季度业绩超预期, 管线布局日益丰富》20180531
 《白蛋白紫杉醇首仿获批, 重磅在研仿制药即将落地》20180214

海外医药研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

01093.HK 石药集团

硕果累累, 战略推进顺利

2019年3月22日

主要财务指标

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 21,029 | 25,911 | 31,318 | 38,388 |
| 同比增长(%) | 36.0% | 23.2% | 20.9% | 22.6% |
| 净利润(百万港元) | 3,655 | 4,552 | 5,669 | 7,010 |
| 同比增长(%) | 31.9% | 24.5% | 24.6% | 23.6% |
| 毛利率(%) | 66.2% | 68.3% | 70.3% | 72.0% |
| 净利润率(%) | 17.3% | 17.6% | 18.2% | 18.3% |
| 净资产收益率(%) | 21.4% | 22.4% | 23.4% | 23.7% |
| 每股收益(港元) | 0.59 | 0.73 | 0.89 | 1.09 |

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **业绩强劲增长, 研发和销售费用投入显著增加。**公司2018年销售总收入达到210.28亿港元, 较去年同比增长36.0%, 创新药(尤其是肿瘤药)、普药和VC板块增长均比较亮眼; 净利润为36.54亿港元, 较去年同比增长31.9%, 研发费用和销售费用投入的大幅增加导致净利率较去年同比下降0.5 ppts, 经营溢利率较去年同比下降0.9 ppts。
- **创新药板块保持快速增长, 肿瘤业务再次翻番。**创新药实现收入103.44亿港元, 占比进一步提升至49.2%, 较去年同比增长57.2%。其中恩必普收入48.72亿港元, 同比增长36.5%, 主要受益于销售终端下沉和加强学术推广; 肿瘤药品收入23.06亿港元, 同比增长123.3%, 实现翻倍增长, 其中新产品白蛋白紫杉醇首年收入4.3亿港元, 超出领导层预期。公司正积极推进新产品进入国家医保目录。目前白蛋白紫杉醇渗透率低, 产品销量在2019年有望继续保持快速增长。
- **普药品种丰富, 受带量采购政策影响小。**2018年普药收入62.09亿, 占比29.5%, 较去年同比增长29.6%, 主要受益于产品结构优化和通过一致性评价产品的顺利上市销售。前次4+7城市药品集中采购涉及公司的3个普药产品, 但不涉及核心品种, 预期政策短期内对公司业绩的影响甚微。
- **大幅提高研发开支, 积极引进新产品。**2018年总研发开支为15.83亿港元, 较去年同比增长94.2%。目前公司在5个新药研究领域有300个在研品种。未来3至5年有望获得15个生产批件, 其中1)玄宁(美国)和两性霉素B脂质型有望在2019-2020年获批上市; 2)公司获得CD20单抗的独家代理权, 产品有望于2020年获批上市; 3)公司引进的海外新药PI3K获FDA批准上市, 产品有望快速进入中国市场。
- **盈利预测和估值:**我们预计公司19-20年核心业务仍能维持稳步发展, 考虑到原料药价格下行, 我们略调低了19-20年的预测, 预计收入分别为259.1亿、313.2亿港元, 增速分别为23.2%、20.9%, 下调幅度约为1.9%、7.3%; 净利润为45.5亿、56.7亿港元, 增速分别为24.5%、24.6%, 下调幅度约为2.3%、6.1%。提高目标价至17.8港元, 对应19年的24.4倍市盈率, PEG约等于1, 较当前价格有18.7%的空间, 维持审慎增持评级。

风险提示: 医保控费压力加大, 原料药价格下行

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- **业绩强劲增长,研发和销售费用投入显著增加。**2018年销售总收入达到210.28亿港元,较去年同比增长36.0%,增长主要受益于创新药业务中恩必普的销量增长和肿瘤线的加速推广;毛利为139.12亿港元,较去年同比增长48.9%;净利润为36.55亿港元,较去年同比增长31.9%,研发费用和销售费用投入的大幅增加导致净利率较去年同比下降0.5 ppts,经营溢利率较去年同比下降0.9 ppts;实现基本每股收益为0.59港元,较去年同比增长28.7%。

图1: 2014-2018年营业收入及收入增长率

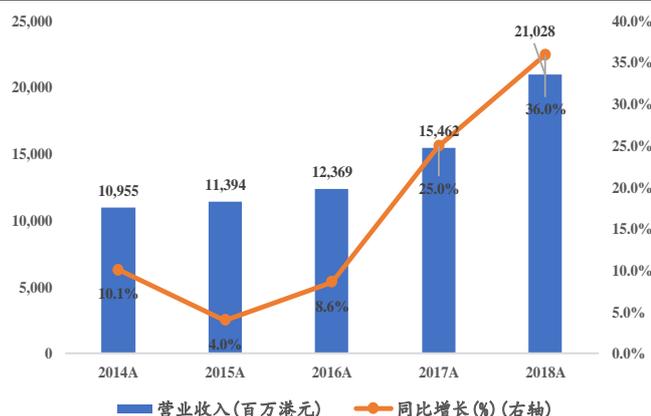
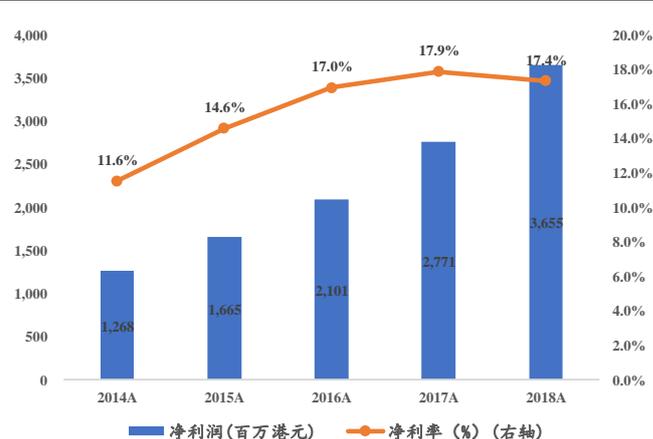


图2: 2014-2018年净利润及净利率



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3: 2014-2018年毛利及毛利率

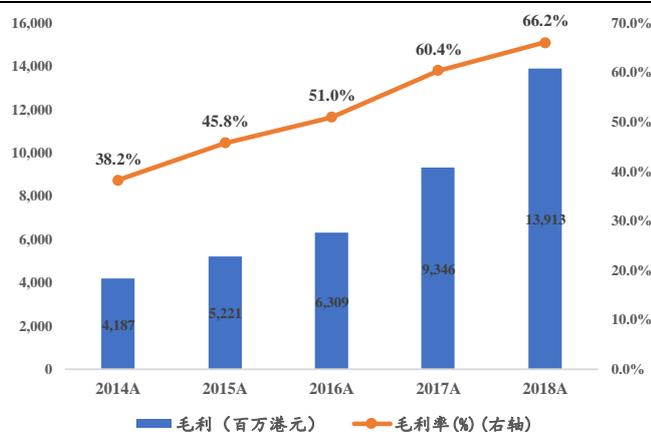


图4: 2014-2018年经营溢利及溢利率



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **创新药板块保持快速增长,肿瘤业务再次翻番。**2018年成药业务实现收入165.53亿港元,较去年同比增长45.5%,占总收入的78.7%。其中,创新药业务实现收入103.44亿港元,在总收入中占比进一步提升至49.2%,较去年同比增长57.2%,增长的主要原因在于:公司扩大各大品种的专线销售队伍规模、加强学术推广力度、增加学术会议数量、加快对重点城市和重点医院市场的开拓力度,以及对县级和基层市场的渗透。
- **核心品种恩必普实现收入48.72亿港元,同比增长36.5%,主要受益于:**
 - 1) 2017年9月,恩必普注射剂新纳入国家新医保目录,提高患者的药

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

物可及性、支付能力,从而在第一个完整会计年度实现了销量大幅提升;
2) 公司推动产品在县级市场及社区医疗机构的销售,产品的基层市场渗透率得到提高;

3) 公司在 2018 年举办了 15,000 场学术会议; 恩必普连续获得多个指南和权威机构的明确推荐意见。

- 欧来宁实现收入 20.17 亿港元, 较去年同比增长 54.1%, 玄宁实现收入 11.48 亿港元, 较去年同比增长 71.2%。快速增长主要受益于: 2018 年欧来宁和玄宁的销售方式从代理销售逐步转变为自营销, 截至 2018 年末, 欧来宁和玄宁已分别实现 9 个和 14 个省份的自营销。预期在 2019 年, 随着公司自营销队伍规模的进一步扩大, 两种药品的销量有望保持持续增长。

图 5: 截至 2018 年末不同业务收入占总收入的比重

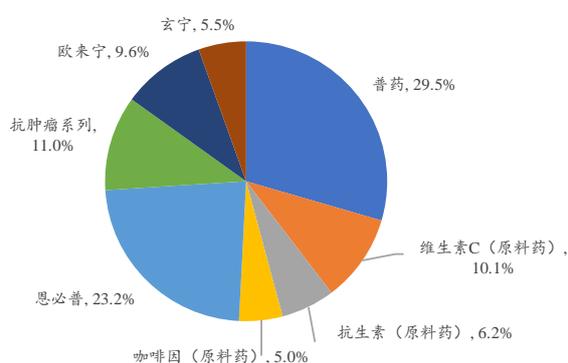
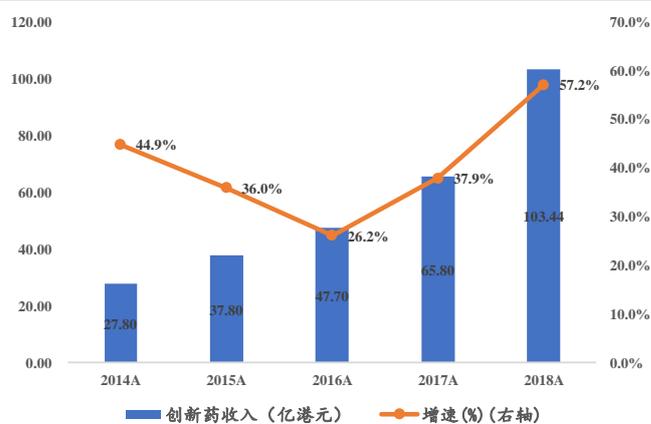


图 6: 2014-2018 年创新药收入及增速



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7: 恩必普销售收入、增速及占比变动

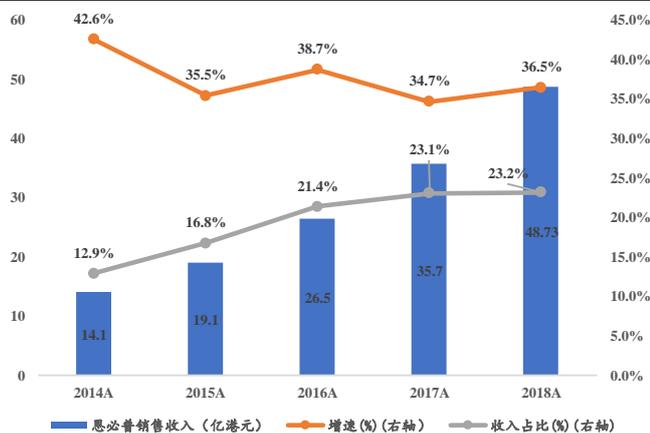
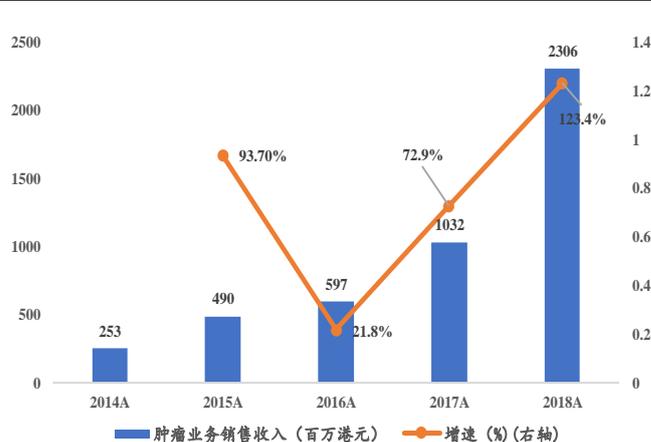


图 8: 肿瘤药物销售收入及增速



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 肿瘤药品实现收入 23.06 亿港元, 较去年同比增长 123.3%, 实现翻倍增长。其中主力药品多美素实现收入 9.47 亿港元, 较去年同比增长 81.1%, 津优力收入 7.61 亿港元, 较去年同比增长 102.8%。2018 年肿瘤销售团队较去年扩大一倍至约 1,400 人, 销售团队规模的扩大有效地提高了产品的销量。随着销售队伍规模的进一步扩大和医院覆盖率的提升, 2019 年肿瘤主力药品的市场份额将有望进一步增加。于 2018 年 3 月上市的新

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

肿瘤线产品白蛋白紫杉醇首年收入 4.3 亿港元，超出领导层预期。公司正在积极推进新产品进入省级医保目录，目前白蛋白紫杉醇已经进入四个省份（湖北、宁夏、江苏、湖南）的医保目录和山东省的大病医保目录，加上目前白蛋白紫杉醇市场渗透率低、适应症广，2019 年白蛋白紫杉醇销售额有望保持快速增长。

- **普药品种丰富，受带量采购政策影响小。**2018 年普药实现收入 62.09 亿，占比 29.5%，较去年同比增加 29.6%。增长主要受益于：

1) 公司继续优化产品结构，加大非抗生素类产品的推广力度及拓展慢性疾病的口服产品线，采用分线销售方式，一个治疗领域成立一个专门的销售队伍，提高产品销量。

2) 公司积极推进仿制药质量及疗效一致性评价工作：目前公司已通过一致性评价的品种有：阿奇霉素片、盐酸曲马多片、卡托普利片、盐酸二甲双胍片、和阿莫西林胶囊。正在审评中的产品有：阿奇霉素胶囊和盐酸雷尼替丁片（皆于 2019 年 3 月 13 日进入审评中心）、头孢氨苄片和头孢氨苄胶囊。公司计划与核心经销商建立战略合作、扩大及下沉终端市场，积极为普药产品增加市场份额。

前次 4+7 城市药品集中采购涉及公司的 3 个普药产品，但不涉及核心品种，预期政策短期内对公司业绩的影响甚微。

- **大幅拓展销售，提高研发开支，积极引进新产品。**2018 年分销及销售支出约为 73.28 亿港元，较去年同比增长 67.7%，销售费用率进一步提升至 34.9%。主要原因是：

1) 公司扩充现有创新药的销售队伍，并为新上市的创新药品白蛋白紫杉醇成立专线销售队伍；

2) 加大创新药和普药的市场营销及学术推广力度；

3) 对若干成药采用自营销售模式而扩充队伍。

2018 年总研发开支为 15.83 亿港元，较去年同比增长 94.2%。目前公司在 5 个新药研究领域有 300 个在研品种，其中新靶点大分子生物药和小分子新药分别为 30 和 40 个。公司围绕生物大分子、小分子和新制剂都做了大量布局，其中不乏前沿的新抗体和新靶点发现，ADC 产品和双靶点产品。未来 3 至 5 年公司有望获得 15 个生产批件，其中：

1) 玄宁（美国）和两性霉素 B 脂质型有望在 2019-2020 年获批上市；

2) 公司获得 CD20 单抗（目前处于 III 期临床实验阶段）的独家代理权，药品有望于 2020 年获批上市；

3) 公司引进的海外新药 PI3K 获 FDA 批准上市（目前处于 III 期临床实验阶段），未来有望快速进入中国市场。

其他的还有 PD1、米托蒽醌等。

同时公司 2018-2019 年继续积极通过投资或产品引进来补充和丰富研发管线：

1) 2018 年 10 月，公司获得神州细胞工程有限公司的抗 CD20 单克隆抗体注射液的独家开发和商业化的权利；

2) 2018 年 11 月，参与劲方医药 1.2 亿人民币 A 轮融资；

3) 2018 年 12 月，公司以 1500 万元首付款获得天境生物长效重组 GLP-1 Fc 融合蛋白（TG103）在中国的独家开发权；

4) 2019年1月,公司以0.25亿元首付款收购英创医药5个小分子肿瘤新药的独家开发和商业化的权利;

5) 2019年1月,公司以2.5亿元收购永顺100%股权,其拥有针对2个单抗药的3个新药临床试验批件。

6) 2019年2月,公司以0.24亿元首付款收购上海药物研究所的4个小分子肿瘤药的独家开发和商业化的权利。

图9: 2014-2018年分销及销售费用、增速及费用率

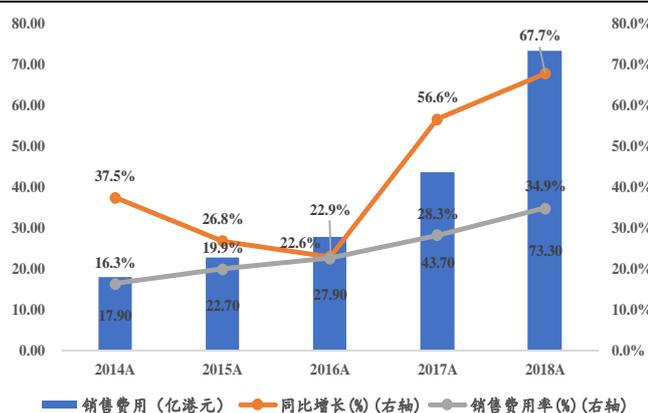
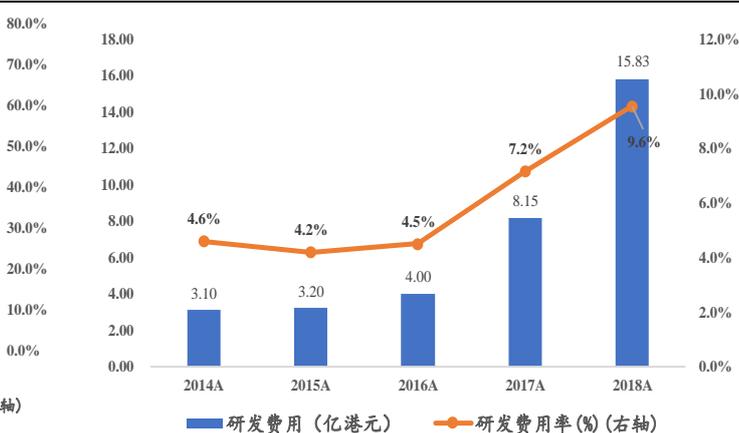


图10: 2014-2018年研发费用及研发费用率



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理
 注: 研发费用率=研发费用/成药收入

- 原料药业务有一定压力, 但占比已降至低水平:** 2018年7月以来, 维生素C原料药价格已经比上一年同期下降40%以上, 考虑到长单对价格的反映滞后, 降价影响将更多在2019年反映。7ACA价格较为稳定, 咖啡因价格反而有一定的回落。考虑到三板块18年经营利润占比仅为23%, 且维生素C设备已完成折旧摊销, 盈利能力比历史情况更好。另外新诺威已完成创业板上市, 现金流获得改善。整体压力可控。
- 盈利预测和估值:** 我们预计公司19-20年核心业务仍能维持稳步发展, 但考虑到原料药价格的持续下行, 我们略调低了19-20年的预测, 预计收入分别为259.1亿、313.2亿港元, 增速分别为23.2%、20.9%, 下调幅度约为1.9%、7.3%; 净利润为45.5亿、56.7亿港元, 增速分别为24.5%、24.6%, 下调幅度约为2.3%、6.1%。另外预计新诺威上市将带来不错的一次性投资收益, 我们暂不将其纳入预测。考虑到行业和历史估值水平, 提高目标价至17.8港元, 对应19年的24.4倍市盈率, PEG约等于1, 较当前价格有18.7%的空间, 维持审慎增持评级。
- 风险提示:** 医保控费压力加大, 原料药价格下行

附表

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 15,686 | 20,516 | 24,475 | 29,744 |
| 现金及现金等价物 | 7,532 | 11,933 | 15,218 | 19,751 |
| 应收款项 | 2,893 | 3,211 | 3,565 | 3,957 |
| 其他应收款 | 304 | 289 | 275 | 261 |
| 存货 | 3,461 | 3,440 | 3,612 | 3,792 |
| 其他流动资产 | 1,496 | 1,643 | 1,805 | 1,983 |
| 非流动资产 | 10,697 | 10,866 | 11,034 | 11,200 |
| 可供出售投资 | 764 | 764 | 764 | 764 |
| 联营投资 | 144 | 195 | 246 | 298 |
| 无形资产 | 917 | 794 | 701 | 635 |
| 固定资产 | 7,605 | 7,865 | 8,094 | 8,293 |
| 商誉 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| 土地使用权 | 599 | 580 | 560 | 541 |
| 其他非流动资产 | 509 | 509 | 509 | 509 |
| 总资产 | 26,383 | 31,382 | 35,509 | 40,944 |
| 流动负债 | 8,235 | 8,364 | 8,497 | 8,656 |
| 短期借款 | 80 | 100 | 100 | 100 |
| 应付款项 | 7,053 | 7,138 | 7,243 | 7,372 |
| 预收账款 | 1,102 | 1,126 | 1,154 | 1,184 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 500 | 2,177 | 2,167 | 2,158 |
| 长期借款 | 0 | 1,687 | 1,687 | 1,687 |
| 其他 | 500 | 490 | 480 | 471 |
| 负债合计 | 8,735 | 10,541 | 10,664 | 10,814 |
| 股本 | 12,922 | 12,922 | 12,922 | 12,922 |
| 资本公积 | 4,183 | 7,361 | 11,345 | 16,606 |
| 未分配利润 | 17,105 | 20,283 | 24,267 | 29,529 |
| 少数股东权益 | 542 | 558 | 578 | 602 |
| 股东权益合计 | 17,647 | 20,841 | 24,845 | 30,130 |
| 负债及权益合计 | 26,383 | 31,382 | 35,509 | 40,944 |

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 除所得税前溢利 | 4502 | 5702 | 7111 | 8792 |
| 折旧和摊销 | 745 | 932 | 943 | 957 |
| 营运资本的变动 | 83 | -348 | -570 | -611 |
| 其他经营活动 | -646 | -1143 | -1389 | -1722 |
| 经营活动产生现金流量 | 4684 | 5143 | 6095 | 7416 |
| 资本性支出 | -2506 | -1049 | -1059 | -1071 |
| 其他投资活动 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生现金流量 | -2488 | -1049 | -1059 | -1071 |
| 借款变动 | -907 | 1707 | 0 | 0 |
| 发行股份 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | -665 | -1400 | -1750 | -1812 |
| 融资活动产生现金流量 | -1572 | 307 | -1750 | -1812 |
| 现金净变动 | 624 | 4401 | 3285 | 4532 |
| 现金的期初余额 | 3828 | 4451 | 8852 | 12138 |
| 现金的期末余额 | 4451 | 8852 | 12138 | 16670 |

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业额 | 21,029 | 25,911 | 31,318 | 38,388 |
| 销售成本 | -7,116 | -8,212 | -9,287 | -10,735 |
| 毛利 | 13,913 | 17,700 | 22,031 | 27,654 |
| 其他收入 | 347 | 207 | 0 | 0 |
| 销售费用 | -7,328 | -9,017 | -11,024 | -14,204 |
| 管理费用 | -780 | -985 | -1,159 | -1,382 |
| 其他费用 | -1,614 | -2,228 | -2,725 | -3,263 |
| 经营溢利 | 4,538 | 5,677 | 7,124 | 8,805 |
| 财务费用 | -88 | -26 | -64 | -64 |
| 应占子公司溢利 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 除所得税前溢利 | 4,502 | 5,702 | 7,111 | 8,792 |
| 所得税开支 | -873 | -1,135 | -1,422 | -1,758 |
| 除税后净利润 | 3,629 | 4,567 | 5,689 | 7,034 |
| 少数股东权益 | -26 | 16 | 19 | 24 |
| 归属母公司净利润 | 3,655 | 4,552 | 5,669 | 7,010 |
| EPS (港元) | 0.59 | 0.73 | 0.91 | 1.12 |

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业额增长率 | 36.0% | 23.2% | 20.9% | 22.6% |
| 归母净利润增长 | 31.9% | 24.5% | 24.6% | 23.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| EBITDA/营业额 | 25.4% | 25.7% | 25.9% | 25.6% |
| 毛利率 | 66.2% | 68.3% | 70.3% | 72.0% |
| 净利率 | 17.3% | 17.6% | 18.2% | 18.3% |
| ROE | 21.4% | 22.4% | 23.4% | 23.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 33.1% | 33.6% | 30.0% | 26.4% |
| 流动比率 | 1.90 | 1.90 | 2.45 | 2.88 |
| 速动比率 | 1.30 | 2.26 | 2.67 | 3.21 |

| | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 0.88 | 0.90 | 0.94 | 1.00 |
| 应收帐款周转率 | 8.05 | 8.49 | 9.24 | 10.21 |
| 应付账款周转率 | 1.47 | 1.61 | 1.86 | 2.19 |
| 存货周转率 | 2.24 | 2.38 | 2.63 | 2.90 |
| 每股资料 | | | | |
| 每股收益 | 0.59 | 0.73 | 0.91 | 1.12 |
| 每股经营现金流 | 0.75 | 0.82 | 0.98 | 1.19 |
| 每股净资产 | 2.74 | 3.25 | 3.89 | 4.73 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 25.62 | 20.57 | 16.52 | 13.36 |
| PB | 5.47 | 4.62 | 3.86 | 3.17 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知悉的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。