

买入 (维持)

目标价: 7.20 港元
现价: 5.19 港元

预期升幅: 38.7%

市场数据

| 日期 | 2019-02-01 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元) | 5.19 |
| 总股本(亿股) | 50.36 |
| 流通股本(亿股) | 50.36 |
| 总市值(亿港元) | 261 |
| 流通市值(亿港元) | 261 |
| 净资产(亿元) | 168.1 |
| 总资产(亿元) | 284.5 |
| 每股净资产(元) | 3.34 |

数据来源: Wind

相关报告

《配方颗粒龙头迎来下半场的精彩，全产业链新征程开启》
2018-08-16

《配方颗粒快速增长，成药业务触底回升》2018-03-31

《配方颗粒稳定增长，产业链布局进一步完善》2017-08-22

《配方颗粒全年并表，业绩大幅提升》2017-03-23

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

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

研究助理:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

向秋静

xiangqijing@xyzq.com.cn

独董辞任不影响实际经营管理，区域布局有望再下一城

2019年02月01日

主要财务指标

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 8337.8 | 11463.2 | 15049.0 | 19408.2 |
| 同比增长(%) | 27.6% | 37.5% | 31.3% | 29.0% |
| 净利润(百万元) | 1170.4 | 1474.0 | 1859.1 | 2339.2 |
| 同比增长(%) | 21.0% | 25.9% | 26.1% | 25.8% |
| 毛利率(%) | 55.8% | 53.4% | 52.4% | 52.4% |
| 净利润率(%) | 14.0% | 12.9% | 12.4% | 12.1% |
| 净资产收益率(%) | 9.4% | 9.2% | 10.9% | 12.6% |
| 每股收益(元) | 0.26 | 0.29 | 0.37 | 0.46 |

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

事件:

- 近日，公司公告澄清收到原独立非执行董事周八骏先生非正式辞任通知，考虑已临近其任期，故接受其辞任，并计划另聘新独立董事接任其审核委员会委员、薪酬委员会委员及提名委员会委员职务。
- 近日，贵州省食品药品监督管理局发布中药配方颗粒研究试点企业的公示，子公司贵州同济堂进入公示名单，公示期至2019年2月3日止。

点评:

- **独立董事辞任不影响公司实际经营管理，维持“买入”评级。**根据公司公告，原非执独董周八骏先生任期结束后不予以续聘，并接受周八骏先生提前辞任并于当日生效。此前周八骏先生担任独立董事期间承担公司审核委员会委员、薪酬委员会委员及提名委员会委员等职务，公司将另聘新独立董事接任其职务，故不会对公司经营管理产生实质影响。
- **配方颗粒区域布局有望再下一城，全国布局战略持续铺展。**我们预计贵州同济堂将大概率将获批成为贵州省级试点企业。至此公司已在黑龙江、四川、福建、江苏、安徽、云南、陕西、重庆、湖北、贵州等广泛布局开展区域化配方颗粒产业合作。我们预计公司在仍将持续深化全国区域布局战略，以破除地方政策保护壁垒进一步增强区域市场渗透率。
- **盈利预测：**公司作为中药配方颗粒龙头，业绩稳健增长，先发优势已转化为强大护城河，有望成为行业全面开放的最大受益者。我们预计公司2018-2020年营业收入为114.6/150.5/194.1亿元，归母净利润为14.7/18.6/23.4亿元，EPS分别为0.29、0.37、0.46元，2019年2月1日股价对应PE为15倍、12倍、10倍。近期公司得到股东国药集团与平安人寿的大力支持，为未来迎接行业全面开放春风进一步做好准备，我们维持7.20港元的目标价，预期升幅为38.7%，维持“买入”评级。

风险提示: 并购整合不达预期，区域保护政策风险，市场竞争加剧风险



报告正文

事件

- 近日，公司公告澄清收到原独立非执行董事周八骏先生非正式辞任通知，考虑已临近其任期，故接受其辞任，并计划另聘新独立董事接任其审核委员会委员、薪酬委员会委员及提名委员会委员职务。
- 近日，贵州省食品药品监督管理局发布中药配方颗粒研究试点企业的公示，中国中药子公司国药集团同济堂（贵州）制药有限公司进入中药配方颗粒研究试点单位企业公示名单，公示期至 2019 年 2 月 3 日止。

点评

- **独立董事辞任不影响公司实际经营管理，维持“买入”评级。**根据公司公告，原非执独董周八骏先生任期结束后不予续聘，并接受周八骏先生提前辞任并于当日生效。此前周八骏先生担任独立董事期间承担公司审核委员会委员、薪酬委员会委员及提名委员会委员等职务，公司将另聘新独立董事接任其职务，故不会对公司经营管理产生实质影响。周八骏先生资历深厚，具备丰富行业经验，曾为国药控股（1099.HK）独立董事，因其年岁已高，我们认为此次辞任亦有相关考虑。国药集团入主中国中药以来作为核心力量推动公司完成了重要业务调整，并进一步引入战略投资者平安人寿，为公司股权结构多元化做出实际贡献，且国药集团本身也完成了股权多元化改革。国药集团体系下的港股上市公司多年来重视公司管制与合规，从未有不良记录。我们相信，上市公司坚持核心战略健康有序发展是公司实际控制人国药集团、战略投资者平安人寿与公司高管的共同诉求。此外管理层亦重申 18 年业绩指引，我们认为公司 18 年能够实现我们的预测净利润 14.7 亿元，维持“买入”评价。
- **配方颗粒区域布局有望再下一城，全国布局战略持续铺展。**根据 2019 年 1 月 28 日《贵州省药品监督管理局关于中药配方颗粒研究试点企业的公示》，公司旗下全资子公司贵州同济堂进入配方颗粒研究试点单位企业公示名单，我们预计贵州同济堂将大概率将获批成为贵州省级试点企业。此外公司另一子公司武汉中联已在上月正式获批成为湖北省中药配方颗粒试点生产企业，至此公司已在黑龙江、四川、福建、江苏、安徽、云南、陕西、重庆、湖北、贵州等广泛布局开展区域化配方颗粒产业合作。我们预计，公司在国家配方颗粒质量标准和全面开放政策到来之前，仍将持续深化全国区域布局战略，以破除地方政策保护壁垒。除全国层面的天江、一方之外，公司还将搭配区域品牌产品，进一步增强区域市场渗透率。

表 1、公司持续开展区域化配方颗粒产业合作

| 公司 | 地区 | 持股比例 | 交易金额(万元) | 产业 | 简介 |
|----|----|------|----------|----|----|
|----|----|------|----------|----|----|

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | | |
|----------|-----|-------|-----------------|-----------------|---------------------------------------|
| 双蓝星 | 黑龙江 | 51% | 4694 | 配方颗粒 | 黑龙江省级配方颗粒试点企业、中成药 |
| 四川三强 | 四川 | 51% | 7806 | 配方颗粒、饮片 | 四川省级配方颗粒试点企业、中药饮片 3000 吨、配方颗粒 500 吨 |
| 承天金岭 | 福建 | 51% | 6961.5 | 配方颗粒、饮片 | 福建省级配方颗粒试点企业、中药饮片 10000 吨、中药饮片 5000 吨 |
| 江康药业 | 江苏 | 51% | 3510 | 饮片 | 中药饮片 3600 吨 |
| 宏大饮片 | 安徽 | 51% | 5000 | 饮片 | 湖北省级配方颗粒试点企业、7 个全国独家中成药 |
| 中联药业 | 湖北 | 51% | 1800+26000 (注资) | 配方颗粒、中成药 | 一方制药与陕西圣济平康合作筹建的配方颗粒生产企业 |
| 陕西一方平康制药 | 陕西 | 区域子公司 | -- | 配方颗粒等 | 一方制药与陕西圣济平康合作筹建的配方颗粒生产企业 |
| 重庆天江药业 | 重庆 | 区域子公司 | -- | 配方颗粒等 | 天江药业子公司 |
| 云南天江一方药业 | 云南 | 区域子公司 | -- | 配方颗粒等 | 云南子公司 |
| 同济堂药业 | 贵州 | 区域子公司 | -- | 配方颗粒、饮片、中成药、国药馆 | 有望即将获批贵州省级配方颗粒试点企业 |

资料来源：公司公告，公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **合作平安推进仓储物流中心建设，国药集团内部重视程度提升。**公司与战略投资者平安合作的中药材仓储交易平台建设工作持续推进，近日与平安工业物流签署框架合作条例，将在安徽亳州和甘肃陇西等中药材集散地或药材主产区开展中药材仓储物流中心业务合作。未来公司将通过租赁方式使用，无需重资产投入，预计亳州中心将于 19 年底建成，未来有望借助仓储中心有效平滑上游中药材原材料价格波动带来的毛利变化。此外，公司在此前高管变动调整中获得实控人国药集团支持，新任的 4 名董事会成员与 5 位管理层此前都在国药集团担任要职，预计将实现稳定较快过渡。值得关注的是，原一方总经理程学仁升任副总裁，协助管理核心业务配方颗粒板块。我们预计管理层更替不会对公司业务管理层面产生影响，且在长期角度看，此次管理层改组扩充意味着公司在国药集团内部重视程度进一步提升，有利于公司把握未来变化的政策环境与持续外延扩张。

图 1、公司董事变动情况

| 改组前 | 姓名 | 董事会 | 职位 |
|-----|-----|-----|-----|
| 国药 | 吴宪 | 执董 | 董事长 |
| | 王晓春 | 执董 | 总裁 |
| 国药 | 赵东吉 | 执董 | 副总裁 |
| 国药 | 黄鹤 | 执董 | 副总裁 |
| 国药 | 刘存周 | 非执董 | |
| 国药 | 杨珊华 | 非执董 | |
| 国药 | 唐华 | 非执董 | |
| 平安 | 黄凯频 | 非执董 | |

| 改组后 | 姓名 | 董事会 | 职位 |
|-----|-----|-----|------------|
| 国药 | 吴宪 | 执董 | 董事长 |
| | 王晓春 | 执董 | 总裁 |
| 国药 | 杨文明 | 执董 | 副总裁 |
| 国药 | 杨珊华 | 非执董 | 集团总会计师 |
| 国药 | 荣岩 | 非执董 | 集团财务部主任 |
| 国药 | 杨秉华 | 非执董 | 集团党群工作部主任 |
| 国药 | 王刊 | 非执董 | 集团投资管理部副主任 |
| 平安 | 黄凯频 | 非执董 | |

董事名额未变：国药6名，平安和王晓春各1名，独董4名

图 2、公司管理层变动情况

| 改组前 | 姓名 | 职位 | 改组后 | 姓名 | 职位 |
|-----|-----|-----|-----|-----|-------------------|
| 国药 | 王晓春 | 总裁 | 国药 | 王晓春 | 总裁 |
| | 黄鹤 | 副总裁 | 国药 | 杨文明 | 副总裁 原现代制药党委副书记 |
| | 黄掌欣 | 副总裁 | 国药 | 张庆生 | 副总裁 大健康、总裁办 |
| 国药 | 张庆生 | 副总裁 | 国药 | 兰青山 | 副总裁 药材专家 中药研究院院长 |
| 国药 | 赵东吉 | 副总裁 | 国药 | 陈映龙 | 副总裁 挂职副市长 |
| | 司徒民 | CFO | 国药 | 赵东吉 | 副总裁 董秘、投资部 |
| | | | 国药 | 程学仁 | 副总裁 一方总经理 中医师 中药师 |
| | | | 国药 | 王兴凯 | CFO 原国药器械和国药器材CFO |
| | | | 国药 | 黄鹤 | 副书记 党建、工会主席 |
| | | | | 黄掌欣 | 总裁助理 生产、安全、环保 |
| | | | | 司徒民 | 协助工作对接 |

资料来源：公司公告，公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 盈利预测：**公司作为中药配方颗粒龙头，业绩稳健增长，先发优势已转化为强大护城河，有望成为行业全面开放的最大受益者。我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 114.6/150.5/194.1 亿元，归母净利润为 14.7/18.6/23.4 亿元，EPS 分别为 0.29、0.37、0.46 元，2019 年 2 月 1 日股价对应 PE 为 15 倍、12 倍、10 倍。近期公司得到股东国药集团与平安人寿的大力支持，为未来迎接行业全面开放春风进一步做好准备，我们维持 7.20 港元的目标价，预期升幅为 38.7%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**并购整合不达预期，区域保护政策风险，市场竞争加剧风险

附表

资产负债表

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 11384 | 14271 | 14396 | 16467 |
| 货币资金 | 4537 | 5423 | 3938 | 3471 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款及其他应收 | 3024 | 4240 | 5566 | 7178 |
| 存货 | 3552 | 4387 | 4711 | 5669 |
| 其他流动资产 | 271 | 221 | 181 | 149 |
| 非流动资产 | 13501 | 13866 | 14189 | 14454 |
| 可供出售金融资产 | 93 | 93 | 93 | 93 |
| 固定资产 | 2740 | 3226 | 3677 | 4076 |
| 商誉 | 3486 | 3486 | 3486 | 3486 |
| 无形资产 | 6704 | 6631 | 6546 | 6450 |
| 递延税资产 | 139 | 125 | 113 | 102 |
| 其他非流动资产 | 339 | 305 | 275 | 247 |
| 资产总计 | 24885 | 28137 | 28585 | 30921 |
| 流动负债 | 4695 | 5829 | 6105 | 7612 |
| 短期借款 | 639 | 511 | 409 | 327 |
| 应付税款 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 应付账款 | 3857 | 5119 | 5496 | 7086 |
| 即期递延补贴 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债 | 6375 | 4778 | 3637 | 2804 |
| 长期借款 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 其他 | 6342 | 4745 | 3604 | 2771 |
| 负债合计 | 11070 | 10608 | 9741 | 10417 |
| 股本 | 9810 | 9810 | 9810 | 9810 |
| 资本公积 | 1778 | 2627 | 6185 | 7301 |
| 未分配利润 | 848 | 884 | 1115 | 1404 |
| 少数股东权益 | 1378 | 1534 | 1733 | 1990 |
| 股东权益合计 | 13815 | 17530 | 18844 | 20504 |
| 负债及权益合计 | 24885 | 28137 | 28585 | 30921 |

现金流量表

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 1170 | 1474 | 1859 | 2339 |
| 折旧和摊销 | 390 | 435 | 472 | 526 |
| 营运资金的变动 | -574 | -770 | -1255 | -965 |
| 其他非现金调整 | 249 | -287 | 35 | 311 |
| 经营活动产生现金流量 | 1236 | 852 | 1111 | 2212 |
| 资本性支出 | 424 | -798 | -798 | -797 |
| 其他投资活动 | -31 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生现金流量 | 393 | -798 | -798 | -797 |
| 债务变动 | -764 | -1024 | -819 | -655 |
| 股本变动 | 1730 | 2084 | -744 | -936 |
| 其他融资活动 | -181 | -229 | -235 | -290 |
| 融资活动产生现金流量 | 786 | 831 | -1798 | -1881 |
| 现金净变动 | 2414 | 886 | -1485 | -466 |
| 外汇变动影响 | -31 | 0 | 0 | 0 |
| 现金的期初余额 | 2154 | 4537 | 5423 | 3938 |
| 现金的期末余额 | 4537 | 5423 | 3938 | 3471 |

利润表

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 8338 | 11463 | 15049 | 19408 |
| 营业成本 | -3686 | -5338 | -7165 | -9237 |
| 毛利 | 4652 | 6125 | 7884 | 10171 |
| 其他收益 | 120 | 80 | 90 | 97 |
| 其它净收入 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | -2437 | -3242 | -4235 | -5499 |
| 管理费用 | -552 | -782 | -1040 | -1371 |
| 营业利润 | 1786 | 2181 | 2699 | 3399 |
| 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -221 | -229 | -235 | -290 |
| 其他营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1567 | 1952 | 2464 | 3109 |
| 所得税 | -256 | -322 | -407 | -513 |
| 除税后净利润 | 1311 | 1630 | 2058 | 2596 |
| 非持续经营亏损 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东权益 | 141 | 156 | 199 | 257 |
| 归属母公司净利润 | 1170 | 1474 | 1859 | 2339 |
| EPS(元) | 0.26 | 0.29 | 0.37 | 0.46 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | |
| 成长性(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 27.6% | 37.5% | 31.3% | 29.0% |
| 营业利润增长率 | 22.8% | 31.7% | 28.7% | 29.0% |
| 净利润增长率 | 20.9% | 26.1% | 26.1% | 25.8% |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 55.8% | 53.4% | 52.4% | 52.4% |
| 净利率 | 14.0% | 12.9% | 12.4% | 12.1% |
| ROE | 9.4% | 9.2% | 10.9% | 12.6% |
| 偿债能力(%) | | | | |
| 资产负债率 | 44% | 38% | 34% | 34% |
| 流动比率 | 2.42 | 2.45 | 2.36 | 2.16 |
| 速动比率 | 1.67 | 1.70 | 1.59 | 1.42 |
| 营运能力(次) | | | | |
| 资产周转率 | 0.36 | 0.43 | 0.53 | 0.65 |
| 应收帐款周转率 | 2.90 | 3.16 | 3.07 | 3.05 |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 0.29 | 0.37 | 0.46 |
| 每股经营现金 | 0.28 | 0.17 | 0.22 | 0.44 |
| 每股净资产 | 2.53 | 2.74 | 3.48 | 3.74 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 16.86 | 15.21 | 12.06 | 9.58 |
| PB | 1.76 | 1.62 | 1.28 | 1.19 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

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% |
| | 行业评级 | 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 |
| | | 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

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.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、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、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、森浩集团股份有限公司、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、汇量科技有限公司和国际济丰包装集团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提供。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形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。