

2020 年业绩预告

2020 年四季度药品销售额同比增长 23%；2021-22 年管线项目应会有进展；目标价下调至 12 港元

■ **2020 年四季度营收将同比增长 21%；肿瘤产品将推动 2021 年增长。**我们预测石药集团 2020 年营收将达到 257 亿元人民币，同比增长 21%；药品销售额达到 213 亿元人民币，同比增长 23%。假设石药集团的利润率保持不变，我们预计 2020 年净利润将增长 19.7%。我们认为，肿瘤产品可能成为石药集团在 2021-22 年的主要增长动力，特别是考虑到恩必普在 2020 年国家医保目录 (NRDL) 谈判中可能降价约 52% 以及其专利将在 2022-23 年到期。多美素、津优力和克艾力的销售额合计应在 2021 年贡献约 90 亿元人民币的销售额，同比增长 32%。在管线产品的商业化方面，预计注射用两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物将在 2021 年一季度获得 ANDA 批准，而米托蒽醌注射液可能在 2021 年三季度上市，两个产品在 2021 年可能合计贡献 4-5 亿元人民币的营收。

■ **2021-23 年管线产品的销售额将增加；2021 年潜在产品可能获得许可引进 (License-in)。**石药集团目前有 6-8 个产品处于 III 期临床或已注册临床试验。预计公司将在 2021 年下半年或 2022 年上半年提交 PI3K 抑制剂、RANKL 抑制剂和伊立替康脂质体注射液的 NDA 申请。预计石药集团在 2022-23 年间每年会提交 3-4 个 NDA 申请。根据我们的假设，创新产品和高端仿制药的销售将在 2021-23 年间合计贡献 27/75/170 亿元人民币收入，从而抵消恩必普注射液的专利到期和白蛋白紫杉醇注射液集采后的进一步降价。考虑到蔡董事长在 2020 年第三季度业绩电话会议后表示公司拥有充足的在手现金 (2020 年上半年为 74 亿元人民币) 和完成了内部管理重组，我们也预计石药集团将更加积极主动地在其产品组合中引入新产品。

■ **维持“买入”评级；因派发红股，目标价下调至 12 港元。**考虑到疫情和恩必普专利到期的因素，我们将 2020-22 年销售额分别下调-6/-13/-21%。随着创新药销售占比的上升，毛利率可能进一步提高，因此净利润调整幅度低于销售额，我们将 2020-22 年净利润下调-2/-9/-15%。估值基于 1.1x PEG 不变，考虑到 2020 年 10 月 15 日公司“5 送 3”派发红股，我们将目标价下调-39.5% 为 12 港元，存在 36.4% 的上行空间，维持“增持”评级。

■ **下行风险：**管线产品进度低于预期，以及 2022-23 年恩必普销售下滑幅度高于预期等。

证券研究报告

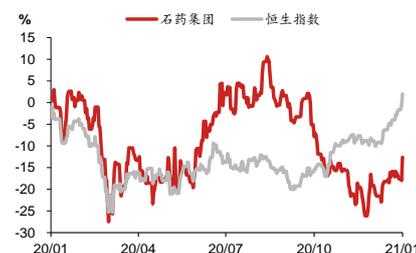
2021 年 01 月 21 日

评级(维持)	增持
目标价(下调)	12.00 港元
收盘价(2021/1/21)	8.80 港元
潜在上行空间	+36.4%

基本数据

总股本(百万股)	11973
流通股本(百万股)	11973
总市值(亿港元)	1060
流通市值(亿港元)	1060
52 周最高/最低价(港元)	10.72/7.03
30 日日均成交额(百万港元)	472

股价走势图



分析师

医药研究团队

吴文华

wenhua.wu@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120005

沈泽宇 研究助理

zeyu.shen@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120050004

王雨 研究助理

yu.wang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120010025

盈利预测

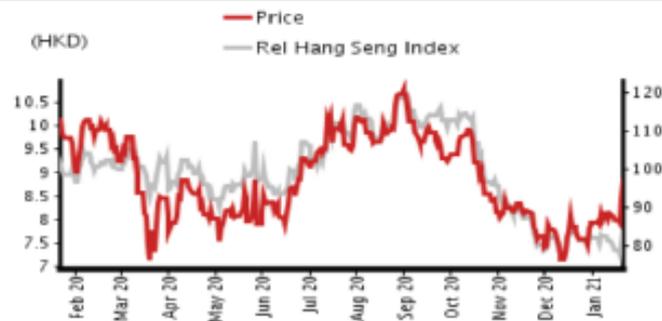
盈利预测简表

	2019A	2020E		2021E		2022E	
	实际	上次	本次	上次	本次	上次	本次
营业收入(百万元)	22,103	27,335	25,658	34,490	29,917	43,540	34,460
净利润(百万元)	3,714	4,521	4,445	5,727	5,197	7,216	6,106
经调整净利润(百万元)	3,714	4,521	4,445	5,727	5,197	7,216	6,106
EPS (摊薄)	0.60	0.72	0.62	0.92	0.43	1.16	0.51
EPS 增速 (%，摊薄)	20.6	21.7	3.3	26.7	-29.5	26.0	17.5
P/E (x, 摊薄)	13.5	-	13.3	-	2.6	-	17.4
EV/EBITDA (x)	18.5	-	14.1	-	1.6	-	10.7
PB (x)	2.6	-	4.4	-	3.8	-	3.5
股息率 (%)	1.9	-	1.2	-	9.8	-	1.5
ROE (%)	22.2	22.4	22.1	23.9	21.9	25.0	21.8
净资本负债率 (%)	净现金						

资料来源：公司数据、野村东方国际证券

石药集团核心数据

Relative Performance Chart



Performance

(%)	1M	3M	12M		
Absolute (HKD)	12.9	-1.8	-11.4	M cap (USDm)	13,670.1
Absolute (USD)	12.9	-1.8	-11.2	Free float (%)	100.0
Rel to Hang Seng Index	1.0	-22.4	-14.3	3-mth ADT (USDm)	78.6

Income statement (CNYmn)

Year-end 31 Dec	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Revenue	17,717	22,103	25,658	29,917	34,460
Cost of goods sold	-5,979	-6,102	-6,418	-6,885	-7,242
Gross profit	11,737	15,911	19,240	23,032	27,219
SG&A	-7,914	-11,311	-13,757	-16,616	-19,617
Employee share expense	0	0	0	0	0
Operating profit	3,823	4,600	5,482	6,416	7,601
EBITDA	4,481	4,982	6,558	7,607	8,911
Depreciation	-621	-247	-922	-1,042	-1,159
Amortisation	-37	-134	-153	-148	-150
EBIT	3,823	4,600	5,482	6,416	7,601
Net interest expense	-77	-32	-3	-3	-3
Associates & JCEs	45	58	58	58	58
Other income					
Earnings before tax	3,791	4,626	5,538	6,472	7,657
Income tax	-734	-993	-1,074	-1,255	-1,531
Net profit after tax	3,057	3,733	4,464	5,217	6,126
Minority interests	22	-19	-19	-19	-19
Other items					
Preferred dividends					
Normalised NPAT	3,080	3,714	4,445	5,197	6,106
Extraordinary items					
Reported NPAT	3,080	3,714	4,445	5,197	6,106
Dividends	-826	-952	-1,139	-1,332	-1,565
Transfer to reserves	2,254	2,763	3,306	3,866	4,542

Valuations and ratios

Reported P/E (x)	15.9	13.5	13.3	2.6	17.4
Normalised P/E (x)	15.9	13.5	13.3	2.6	17.4
FD normalised P/E (x)	15.9	13.5	13.3	2.6	17.4
Dividend yield (%)	1.7	1.9	1.2	9.8	1.5
Price/cashflow (x)	12.5	13.4	14.7	2.0	18.1
Price/book (x)	3.1	2.6	4.4	3.8	3.5
EV/EBITDA (x)	19.9	18.5	14.1	1.8	10.7
EV/EBIT (x)	23.2	20.0	16.9	1.9	12.6
Gross margin (%)	66.3	72.0	75.0	77.0	79.0
EBITDA margin (%)	25.3	22.5	25.6	25.4	25.9
EBIT margin (%)	21.6	20.8	21.4	21.4	22.1
Net margin (%)	17.4	16.8	17.3	17.4	17.7
Effective tax rate (%)	19.4	19.3	19.4	19.4	20.0
Dividend payout (%)	26.8	25.6	25.6	25.6	25.6
ROE (%)	22.1	22.2	22.1	21.9	21.8
ROA (pretax %)	23.8	22.7	23.7	25.7	28.4
Growth (%)					
Revenue	36.0	24.8	16.1	16.6	15.2
EBITDA	30.3	11.2	31.6	16.0	17.1
Normalised EPS	31.9	20.6	3.3	-29.5	17.5
Normalised FDEPS	31.9	20.6	3.3	-29.5	17.5

Cashflow statement (CNYmn)

Year-end 31 Dec	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
EBITDA	4,481	4,982	6,558	7,607	8,911
Change in working capital	33	-1,349	-1,216	164	-1,778
Other operating cashflow	-609	130	-1,318	-1,108	-1,286
Cashflow from operations	3,905	3,763	4,023	6,663	5,846
Capital expenditure	-1,717	-2,000	-1,800	-2,000	-2,000
Free cashflow	2,187	1,763	2,223	4,663	3,846
Reduction in investments	-259	276	0	0	0
Net acquisitions					
Dec in other LT assets	-99	-1,064	7	-21	-21
Inc in other LT liabilities	178	123	0	0	0
Adjustments	-1,823	-259	-77	-49	-49
CF after investing acts	184	837	2,153	4,593	3,776
Cash dividends	-826	-952	-1,139	-1,332	-1,565
Equity issue					
Debt issue	-810	-1,386	326	-91	-189
Convertible debt issue					
Others	1,233	1,283	0	0	0
CF from financial acts	-402	-1,055	-813	-1,423	-1,753
Net cashflow	-218	-217	1,340	3,170	2,023
Beginning cash	4,553	4,336	4,118	5,458	8,629
Ending cash	4,336	4,118	5,458	8,629	10,651
Ending net debt	-4,265	-4,095	-5,435	-8,606	-10,628

Balance sheet (CNYmn)

As at 31 Dec	FY18	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Cash & equivalents	4,336	4,118	5,458	8,629	10,651
Marketable securities	2,301	2,025	2,025	2,025	2,025
Accounts receivable	2,065	2,259	2,760	3,092	3,649
Inventories	3,045	2,536	3,249	2,957	3,570
Other current assets	2,057	2,759	3,106	3,490	3,901
Total current assets	13,803	13,697	16,599	20,193	23,797
LT investments	127	127	127	127	127
Fixed assets	6,692	8,459	9,337	10,295	11,136
Goodwill	141	189	189	189	189
Other intangible assets	807	1,136	1,037	936	834
Other LT assets	1,647	2,711	2,704	2,725	2,746
Total assets	23,217	26,318	29,992	34,465	38,829
Short-term debt	71	23	23	23	23
Accounts payable	4,540	4,803	4,881	5,507	5,419
Other current liabilities	2,637	1,411	1,678	1,839	1,531
Total current liabilities	7,247	6,237	6,582	7,170	6,973
Long-term debt	0	0	0	0	0
Convertible debt	0	0	0	0	0
Other LT liabilities	441	563	563	563	563
Total liabilities	7,688	6,800	7,145	7,733	7,536
Minority interest	477	1,056	1,060	1,060	1,060
Preferred stock					
Common stock	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899
Retained earnings	4,153	7,562	10,888	14,773	19,334
Proposed dividends					
Other equity and reserves					
Total shareholders' equity	15,052	18,462	21,787	25,672	30,233
Total equity & liabilities	23,217	26,318	29,992	34,465	38,829
Liquidity (x)					
Current ratio	1.90	2.20	2.52	2.82	3.41
Interest cover	49.5	141.9	1,986.4	2,324.7	2,754.2
Leverage					
Net debt/EBITDA (x)	net cash				
Net debt/equity (%)	net cash				
Per share					
Reported EPS (CNY)	49.38c	59.56c	61.53c	43.41c	51.00c
Norm EPS (CNY)	49.38c	59.56c	61.53c	43.41c	51.00c
FD norm EPS (CNY)	49.38c	59.56c	61.53c	43.41c	51.00c
BVPS (CNY)	2.41	2.96	1.82	2.14	2.52
DPS (CNY)	0.13	0.15	0.10	0.11	0.13
Activity (days)					
Days receivable	41.3	35.7	35.8	35.7	35.7
Days inventory	158.9	164.5	164.9	164.5	164.5
Days payable	241.4	275.3	276.1	275.3	275.3
Cash cycle	-41.2	-75.1	-75.4	-75.1	-75.1

资料来源：公司数据，野村东方国际证券

财务数据分析及预测

图表 1: 石药集团财务预测调整

人民币百万元	2020 财年	2021 财年	2022 财年
此前的收入预测	27,335	34,490	43,540
新收入预测	25,658	29,917	34,460
百分比变动 (%)	-6%	-13%	-21%
此前的净利预测	4,521	5,727	7,216
新净利预测	4,445	5,197	6,106
百分比变动 (%)	-2%	-9%	-15%

资料来源: 野村东方国际证券

图表 2：管线概览

高级仿制药名称	产品名称 (英文)	所属疾病类别	上市时间	当前状态	批准时间
孟鲁司特钠片	Montelukast sodium tablets	呼吸系统	2020	商品药	2021 年 2 月
孟鲁司特钠咀嚼片	Montelukast sodium chewable tablets	呼吸系统	2020	商品药	2021 年 3 月
盐酸美金刚片	Memantine hydrochloride tablets	精神病学与神经病学	2020	商品药	2021 年 3 月
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	Duloxetine enteric-coated capsules	精神病学与神经病学	2020	商品药	2021 年 7 月
利伐沙班片	Rivaroxaban tablet	心脑血管疾病 (CCV)	2020	商品药	2021 年 3 月
欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊 (美国)	Omega-3-acid ethyl esters 90 soft capsules (US)	心脑血管疾病 (CCV)	2020	商品药	2021 年 4 月
门冬氨酸鸟氨酸原料及注射液	Ornithine aspartate API & injection	消化与新陈代谢	2020	商品药	2021 年 7 月
阿卡波糖片	Acarbose tablets	消化与新陈代谢	2020	商品药	2021 年 6 月
注射用硼替佐米	Bortezomib injectable lyophilized powder	肿瘤	2020	商品药	2021 年 7 月
塞来昔布胶囊	Celecoxib capsules	麻醉药	2020	商品药	
索磷布韦片	Sofosbuvir tablets	抗感染	2021	等待 ANDA 批准	
磷酸奥司他韦胶囊	Oseltamivir phosphate capsules	抗感染	2021	等待 ANDA 批准	
恩替卡韦片	Entecavir tablets	抗感染	2021	等待 ANDA 批准	
注射用厄他培南 (美国)	Ertapenem for injection (US)	抗感染	2021	待 FDA 批准	
沙库巴曲缬沙坦钠片	Sacubitril/Valsartan sodium tablets	心脑血管疾病 (CCV)	2021	等待 ANDA 批准	
阿哌沙班片	Apixaban tablets	心脑血管疾病 (CCV)	2021	等待 ANDA 批准	
坎地沙坦酯氨氯地平片	Candesartan amlodipine tablets	心脑血管疾病 (CCV)	2021	等待 ANDA 批准	
乙磺酸尼达尼布软胶囊	Nintedanib esilate soft capsules (US)	心脑血管疾病 (CCV)	2021	等待 ANDA 批准	
磷酸西格列汀片	Sitagliptin phosphate tablets	消化与新陈代谢	2021	临床试验批准	
利格列汀片	Linagliptine tablets	消化与新陈代谢	2021	等待 ANDA 批准	
苯甲酸阿格列汀片	Alogliptin tablets	消化与新陈代谢	2021	等待 ANDA 批准	
埃索美拉唑镁胶囊 (美国)	Esomeprazole magnesium capsules (US)	消化与新陈代谢	2021	待 FDA 批准	
达沙替尼片	Dsatinib tablets	肿瘤	2021	等待 ANDA 批准	
甲苯磺酸索拉非尼片	Sorafenib tosylate tablets	肿瘤	2021	等待 ANDA 批准	
马来酸阿法替尼片	Alfatinib maleate tablets	肿瘤	2021	等待 ANDA 批准	

甲磺酸伊马替尼片 (美国)	Imatinib mesylate tablets (US)	肿瘤	2021	待 FDA 批准	
盐酸帕罗西汀缓释片 (美国)	Paroxetine extended-release tablets (US)	精神病学与神经病学	2021	待 FDA 批准	
普瑞巴林胶囊	Pregabalin capsules	精神病学与神经病学	2021	等待 ANDA 批准	
拉考沙胺片	Lacosamide tablets	精神病学与神经病学	2021	等待 ANDA 批准	
帕利哌酮缓释片	Paliperidone extended-release tablets	精神病学与神经病学	2021	等待 ANDA 批准	
卡马西平缓释片 (美国)	Carbamazepine extended-release tablets (US)	精神病学与神经病学	2021	待 FDA 批准	
帕利哌酮缓释片 (美国)	Paliperidone extended-release tablets (US)	精神病学与神经病学	2021	待 FDA 批准	
硝苯地平控释片	Nifedipine extended-release tablets	心脑血管疾病 (CCV)	2022	等待 ANDA 批准	
达比加群酯胶囊	Dabigatran etexilate capsules	心脑血管疾病 (CCV)	2022		
阿加曲班注射液	Argatroban injection	心脑血管疾病 (CCV)	2022		
氢溴酸伏硫西汀片	Vortioxetine hydrobromide tablet	精神病学与神经病学	2022	等待 ANDA 批准	
加巴喷丁胶囊	Gabapentin capsules	精神病学与神经病学	2022	等待 ANDA 批准	
盐酸普拉克索缓释片	Pramipexole extended-release tablets	精神病学与神经病学	2022	等待 ANDA 批准	
盐酸多奈哌齐片	Donepezil hydrochloride tablets	精神病学与神经病学	2022	等待 ANDA 批准	
拉考沙胺注射液	Lacosamide injection	精神病学与神经病学	2022	等待 ANDA 批准	
普瑞巴林胶囊	Pregabalin hard capsule	精神病学与神经病学	2022	等待 ANDA 批准	
培唑帕尼片	Pazopanib tablet	肿瘤	2022		
来那度胺胶囊	Lenalidomide capsules	肿瘤	2022		
瑞戈非尼片	Regorafenib tablets	肿瘤	2022	临床试验批准	
甲磺酸仑伐替尼胶囊	Lenvatinib mesylate capsules	肿瘤	2022	等待 ANDA 批准	
利拉鲁肽注射液	Liraglutide injection	消化与新陈代谢	2022		
达格列净片	Dapagliflozin tablets	消化与新陈代谢	2022		
艾索美拉唑镁肠溶胶囊	Esomeprazole magnesium enteric- coated capsules	消化与新陈代谢	2022		
帕拉米韦注射液	Peramivir injection	抗感染	2022		

巴洛沙韦片	Baloxavir tablets	抗感染	2022		
富马酸丙酚替诺福韦片	Tenofovir alafenamide fumarate tablets	抗感染	2022	等待 ANDA 批准	
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	Moxifloxacin hydrochloride in sodium chloride injection	抗感染	2022	等待 ANDA 批准	
枸橼酸托法替布片	Tofacitinib citrate tablets	自身免疫	2022	临床试验批准	
阿普斯特片	Apremilast tablets	自身免疫	2022	临床试验批准	
唑来膦酸注射液	Zoledronic acid injection	其他	2022	等待 ANDA 批准	
注射用帕瑞昔布钠	Parecoxib sodium injectable lyophilized powder	其他	2022	等待 ANDA 批准	
多索茶碱葡萄糖注射液	Doxofylline and Glucose large volume parenteral solution	其他	2022	等待 ANDA 批准	

资料来源：公司数据，Pharmcube，野村东方国际证券

图表 3：核心创新药&处方药管线

创新药	产品名称(英文)	靶点	适应症	上市时间	当前状态
注射用两性霉素 B 脂质体	Amb Liposome injection	-	真菌感染	2021	等待 ANDA 批准
盐酸米托蒽醌脂质体注射液	Mitoxantrone hydrochloride injectable liposome	-	T 细胞淋巴瘤	2021	等待 ANDA 批准
Duvelisib 胶囊	Duvelisib hard capsule	PI3K inhibitor	CLL / SLL / FL	2022	II 期
SYSA1802	SYSA1802	PD1	实体瘤	2022	
JMT103 注射液	JMT103	RANKL	高钙血症，骨转移	2022	I / II 期
盐酸伊立替康脂质体注射液	Iritonecan liposome injection	Top I	胰腺癌	2022	等待 ANDA 批准
SKLB1028 胶囊	SKLB1028	FLT3	急性粒细胞白血病	2023	III 期
DBPR108 片	DBPR108	DPP4 inhibitor	II 型糖尿病	2023	III 期
注射用 M701	M701	EpCAM/CD3	腹膜水	2023	I 期
奥马珠单抗	Omalizumab	IgE	哮喘	2023	I 期

资料来源：公司数据，Pharmcube，野村东方国际证券

附录

相关研究

《石药集团 (1093.HK): 在研产品的商品化能力被低估: 重磅产品持续增长, 在研品种未来 3 年陆续上市》

2020.09.04

《石药集团 (1093.HK): 业绩符合预期, 管线研发稳步推进: 二季度业绩符合预期, 管线研发稳步推进》

2020.08.28

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com
王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraoi-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraoi-sec.com
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 12 个月内公司股价跑赢同期指数基准。
	中性	预期未来 12 个月内公司股价表现与同期指数基准一致。
	减持	预期未来 12 个月内公司股价跑输同期指数基准。
行业评级	强于大市	预期未来 12 个月内行业指数超越同期股市指数基准。
	中性	预期未来 12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准持平。
	弱于大市	预期未来 12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准。

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职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，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。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推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、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。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现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。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/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。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责声明具有修改权和最终解释权。