

康臣藥業(1681 HK)

被低估了的中成藥製造商

- ❖ **首次覆蓋康臣藥業，目標價 8.60 港元。**康臣藥業的核心產品尿毒清顆粒，已完成慢性腎病循證醫學臨床試驗，療效顯著。目前該產品市場滲透率仍然較低，且尿毒清顆粒在最新的國家醫保目錄中從醫保乙類藥物升級為甲類，未來尿毒清顆粒將保持高於行業的增長速度。玉林製藥方面，考慮到玉林製藥的品牌效應以及康臣的高效執行能力，我們認為玉林製藥將給公司添加新的增長動力。因此，我們預計 2016-19 年，公司將保持 19.6% 的核心淨利潤年複合增速。基於玉林的產品組合以及公司完整的產品組合，我們認為目前公司股價估值較低，因此首次覆蓋康臣藥業，給予目標價 8.60 港元（現金流折現模型，WACC：9.4%，終值增長率：3%）。我們的目標價對應著 2017/18 年預測市盈率 15.9x/13.9x，較目前股價仍有 18.3% 的上浮空間。
- ❖ **腎病中成藥市場領先地位，療效顯著。**尿毒清顆粒已經驗證了其治療慢性腎病療效顯著，但目前市場滲透率仍然較低，在慢性腎病患者中滲透率僅為 1.3%。該藥已被列入國家基藥目錄，且在最新的國家醫保目錄中從醫保乙類藥品升級為甲類。因此，我們認為尿毒清顆粒將維持一個高於行業的增速，預計 2016-19 年收入的年複合增速達 12.1%。
- ❖ **醫用成像對比劑產品穩定增長。**康臣的釷噴酸葡胺注射液目前擁有核磁共振醫用成像對比劑市場 21.4% 的市場份額，我們認為隨著國內核磁共振機器安裝數目的增多，該產品將維持穩定的增長。此外，公司將於 2018 上半年推出的一款 X 光醫用成像劑，碘帕醇注射液。我們認為未來新產品碘帕醇注射液的成長將帶動醫用成像對比劑業務未來三年的增長。
- ❖ **知名品牌中成藥恢復增速。**玉林製藥是國內知名的中成藥品牌。自收購以來，康臣藥業加強了玉林製藥內部的運營和管理，我們認為玉林製藥擁有完整的產品組合以及品牌效應，未來增長潛力較大。在康臣的有效整合下，我們相信未來玉林製藥將於 2017/18/19 年分別錄得 111.3%/17.8%/15.7% 的收入增長。
- ❖ **預計 2016-19 年核心淨利潤年複合增速達 19.6%。**受益於玉林製藥的全年業績並表以及公司核心產品的內生增長，我們預計康臣 2017-19 年收入年複合增速達 22.2%。然而，由於玉林製藥較高的增速以及較低的利潤率，我們預計公司未來三年利潤將輕微承壓。因此，核心淨利潤增速將稍低於收入增速，預計核心淨利潤於 2016-19 年錄得 19.6% 的年複合增速。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	831	1,223	1,673	1,941	2,232
核心淨利潤 (百萬人民幣)	251	309	407	459	528
核心 EPS (人民幣)	0.26	0.32	0.46	0.53	0.61
EPS 變動 (%)	76.1	25.9	43.1	14.4	15.0
市盈率 (x)	24.2	19.2	13.4	11.7	10.2
市帳率 (x)	3.3	3.1	2.9	2.5	2.1
股息率 (%)	1.2	1.5	2.6	3.0	3.4
權益收益率 (%)	15.3	17.5	22.1	21.3	21.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$8.60
潛在升幅	+18.3%
當前股價	HK\$7.27

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	6,349
3個月平均流通(百萬)	13.00
52周內高/低(港元)	7.70/3.63
總股本(百萬)	872.8

資料來源：彭博

股東結構

安鬱寶和公司管理層	41.07%
遠東宏信	9.24%
景林投資	6.67%
流通股	43.02%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-1.4%	-4.2%
3月	9.1%	2.7%
6月	16.1%	0.0%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.chinaconsun.com

投資紀要

被低估了的中成藥製造商

首次覆蓋康臣藥業，目標價 8.60 港元。康臣藥業的核心產品尿毒清顆粒於國內口服腎病中成藥市場中處於領先地位，其治療慢性腎病療效顯著。尿毒清顆粒目前市場滲透率仍然較低，在最新的國家醫保目錄中該產品已升級為醫保甲類藥品，我們認為未來幾年尿毒清顆粒將保持高於行業的增長速度。公司通過收購玉林製藥獲得國內知名中成藥品牌。受益於玉林製藥的品牌效應以及銷售團隊的重新整合，我們認為玉林製藥將為康臣添加新的增長動力。此外公司新產品 X 光醫用成像對比劑於 2018 上半年推出市場，我們預計公司 2016-19 年核心淨利潤年複合增速將維持 19.6%。目前公司股價估值較低，因此首次覆蓋康臣藥業，給予目標價 8.60 港元（現金流折現模型，WACC:9.4%，終值增長率：3%）。我們的目標價對應著 2017/18/19 年預測市盈率 15.9x/13.9x/12.1x，較目前股價仍有 18.3% 的上浮空間。

腎病中成藥市場領先地位，療效顯著。尿毒清顆粒已驗證其減緩了慢性腎病的病程發展，且延遲了病人進入腎透析的時間。該產品於 2015 年國內慢性腎病藥物市場擁有 10.8% 的市占率，在慢性腎病患者中滲透率僅為 1.3%，市場滲透率仍然較低。我們認為尿毒清顆粒未來增長空間巨大，且該產品已被列入國家基藥目錄，在最新的國家醫保目錄中從醫保乙類藥品升級為甲類。因此，我們認為尿毒清顆粒將維持一個高於行業的增速，預計 2016-19 年收入的年複合增速達 12.1%。

醫用成像對比劑產品穩定增長。康臣的釔噴酸葡胺注射液用於增強核磁共振成像的清晰度和對比度。釔噴酸葡胺注射液是核磁共振成像領域最常用的醫用成像對比劑，於 2016 年擁有該領域 21.4% 的市場份額，我們認為隨著國內核磁共振機器安裝數目的增多，該產品將繼續維持穩定增長。此外，公司將於 2018 上半年推出的一款 X 光醫用成像劑，碘帕醇注射液。目前 X 光醫用成像對比劑市場，只有兩個生產供應商，整個市場被原研製造商壟斷。我們認為未來新產品碘帕醇注射液的推出將帶動公司醫用成像對比劑業務未來三年的增長。

知名品牌中成藥恢復增速。玉林製藥是中國商務部 2006 年首批認定的“中華老字號大小”企業，2007 年商務部又授予其“中國馳名商標”稱號。自收購以來，康臣藥業加強了玉林製藥內部的運營和管理，實施多層級的成本管控，重整了公司銷售團隊。玉林製藥經過連續兩年的收入倒退後，2016 年公司收入錄得 31% 的同比增長。我們認為玉林製藥憑藉完整的產品組合以及較高的品牌知名度，未來增長潛力可期，且在康臣的有效整合下，我們相信玉林製藥於 2017/18/19 年收入將分別錄得 111.3%/17.8%/15.7% 的增長。

預計公司總收入於 2017/18/19 年將分別增長 36.7%/16.0%/15.0%。受益於玉林製藥的全年業績並表以及公司核心產品的內生增長，我們預計康臣藥業 2017 收入同比增長 36.7% 至 16.7 億人民幣。基於公司三塊業務的內生增速，我們預計未來 2018/19 年收入將分別增長 16%/15% 至 19.4 億/22.3 億人民幣。

由於玉林製藥業務增長較快，公司利潤率將輕微承壓。2016 年由於公司合併玉林製藥半年的報表，公司毛利率、經營利潤率以及核心淨利率分別從 2015 年的 80.7%、35.4%、30.2% 下降至 2016 年的 74.5%、32.6%、25.2%。由於 2017 年玉林製藥經營效率的改善，我們預計公司 2017 全年的各項利潤率將維持在 2016 年的水準。由於玉林製藥業務增長較快速且毛利較低，我們預計公司利潤率輕微承壓。我們預計公司 2017/18/19 年毛利率分別為 74.7%/74.2%/73.7%，核心淨利率分別為 24.3%/23.7%/23.7%。

預計公司核心淨利潤於 2017/18/19 年分別增長 31.8%/12.8%/15.0%。考慮到公司未來利潤率將受壓以及 2017 上半年用於回購的計息負債產生的利息支出，預計公司核心淨利潤增速稍低於收入增速。我們預計公司核心淨利潤於 2017/18/19 年將分別增長 31.8%/12.8%/15.0%至 4.1 億/4.6 億/5.3 億人民幣。

投資風險。1) 尿毒清顆粒滲透率增速低於預期。2) 核心產品大幅度降價。3) 研發管線相對較弱。4) 玉林製藥增速低於預期。

估值

首次覆蓋康臣藥業，目標價 8.6 港元

公司於處方和非處方藥市場擁有強勁的產品組合，我們認為康臣藥業是一家於港股市場未被關注的優質中成藥製造商。公司的尿毒清顆粒已完成循證醫學臨床試驗，產品市占率仍然很低且已升級為醫保甲類藥品，未來尿毒清顆粒將保持高於行業的增長速度。玉林製藥方面，玉林擁有較強的品牌知名度以及銷售團隊的重新整合，預計玉林製藥未來將給公司帶來更多增長動力。此外公司新產品 X 光醫用成像對比劑於 2018 上半年推出市場，我們預計公司 2016-19 年核心淨利潤年複合增速將達 19.6%。公司擁有較強的品牌效應且盈利預期可見，我們認為公司目前股價估值較低，因此首次覆蓋康臣藥業，給予目標價 8.60 港元。

我們的目標價通過 5 年現金流折現模型而來，WACC 為 9.4%，終值增長率為 3%，詳細模型請參考下圖。

圖 1: 康臣藥業現金流折現模型

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬	人民幣百萬
淨利潤	459	528	606	687	771
折舊和攤銷	75	84	95	108	124
稅後淨利息	3	(3)	(8)	(14)	(19)
資本性開支	(140)	(168)	(201)	(242)	(290)
營運現金流	(128)	(102)	(117)	(119)	(155)
自由現金流	270	341	374	420	430
終值					6,984
	270	341	374	420	7,414
公司價值	5,855				
減：負債和優先股	566				
銀行存款和保證金	1,068				
股權價值	6,356				
股本數量	872				
每股價值（人民幣）	7.29				
每股價值（港元）	8.60				
無風險利率	3.9%				
Beta	0.7				
風險溢價	8.2%				
股權成本	9.9%				
債權成本	5.0%				
WACC	9.3%				
終值增長率	3.0%				

來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 敏感性分析

終值增長率 / WACC	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%
1.5%	9.00	8.40	7.80	7.40	6.90	6.60	6.20
2.0%	9.60	8.80	8.20	7.70	7.20	6.80	6.50
2.5%	10.30	9.40	8.70	8.10	7.60	7.10	6.70
3.0%	11.10	10.10	9.30	8.60	8.00	7.50	7.00
3.5%	12.10	10.90	9.90	9.10	8.40	7.90	7.40
4.0%	13.40	11.90	10.70	9.80	9.00	8.30	7.70
4.5%	15.00	13.20	11.70	10.60	9.60	8.80	8.20

來源：公司，招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 港元	市值 百萬港元	市盈率(x)			市賬率(x)			EV/EBITDA (x)			股本回報率(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
康臣藥業	1681	7.27	6,349	10.8	12.7	10.8	1.9	2.1	1.8	6.8	7.8	6.4	18.1	22.1	23.6
麗珠製藥	1513	61.00	41,059	30.1	14.5	23.7	3.8	2.9	2.7	17.5	20.4	17.4	14.5	19.7	11.8
白雲山	874	23.25	37,800	16.7	17.2	15.3	1.7	1.7	1.6	18.4	10.5	8.8	11.7	10.4	11.2
中國中藥	570	4.17	18,479	14.8	13.1	11.0	1.2	1.2	1.1	9.1	8.7	7.4	8.5	9.3	10.4
神威藥業	2877	7.34	6,070	11.1	12.8	12.3	1.2	0.9	0.9	4.4	N/A	N/A	10.8	7.1	7.4
培力控股	1498	3.15	780	28.3	10.9	N/A	2.0	1.3	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	12.1	N/A
平均				20.2	13.7	15.6	2.0	1.6	1.6	12.7	13.2	11.2	10.5	11.7	10.2

來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	831.1	1,223.5	1,672.6	1,941.0	2,231.6
醫科藥物	645.2	734.5	829.5	931.2	1,040.4
顯影劑	121.5	125.0	126.3	149.7	189.1
其他	64.5	86.6	130.0	169.0	202.9
玉林產品	-	277.6	586.8	691.0	799.2
銷售成本	(160.5)	(312.5)	(422.4)	(501.0)	(587.6)
毛利	670.6	911.0	1,250.2	1,440.0	1,644.0
其他收益	5.4	4.4	5.1	4.7	4.9
銷售費用	(259.0)	(374.4)	(496.1)	(581.5)	(659.7)
行政費用	(91.7)	(103.5)	(155.8)	(171.5)	(200.8)
研發開支	(31.3)	(38.2)	(58.5)	(67.9)	(78.1)
息稅前收益	293.9	399.4	544.9	623.8	710.3
應占聯營公司利潤	(4.7)	3.9	-	-	-
淨財務收入 / (支出)	27.1	1.8	3.2	(3.6)	3.2
非經常性收入	(1.6)	(1.6)	-	-	-
稅前利潤	314.8	403.5	548.1	620.1	713.5
所得稅	(65.1)	(83.8)	(113.8)	(128.8)	(148.2)
非控制股東權益	-	(12.1)	(27.2)	(32.1)	(37.1)
淨利潤	249.7	307.5	407.0	459.3	528.2
核心淨利潤	250.9	308.8	407.0	459.3	528.2
息稅折攤前收益	306.9	430.0	582.9	667.0	757.5

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	957.7	1,369.1	1,503.8	1,568.4	1,652.0
物業、廠房及設備	223.8	411.4	575.6	669.6	782.6
無形資產	-	489.6	460.2	430.8	401.4
商譽	-	320.6	320.6	320.6	320.6
聯營公司權益	-	-	-	-	-
其他非流動資產	97.3	147.3	147.3	147.3	147.3
流動資產	960.2	1,390.0	1,955.7	2,147.5	2,388.7
現金及現金等值物	490.0	672.7	1,067.8	1,112.3	1,230.3
應收貿易款項	399.2	576.3	697.8	809.8	894.0
存貨	71.0	141.0	190.1	225.4	264.4
其他流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	229.4	546.7	676.9	682.8	686.4
銀行貸款	-	-	104.3	90.6	72.5
應付貿易賬款	201.2	483.3	509.1	528.8	550.4
其他流動負債	28.1	63.5	63.5	63.5	63.5
非流動負債	51.8	151.3	613.0	513.5	441.1
銀行貸款	-	-	461.7	362.3	289.8
其他非流動負債	51.8	151.3	151.3	151.3	151.3
淨資產總值	1,636.8	2,061.1	2,169.6	2,519.6	2,913.3
少數股東權益	-	300.6	327.8	359.9	397.0
股東權益	1,636.8	1,760.5	1,841.8	2,159.7	2,516.3

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	293.9	399.4	544.9	623.8	710.3
折攤和攤銷	19.2	40.4	65.3	75.2	84.3
營運資金變動	(101.3)	46.4	(144.7)	(127.7)	(101.5)
稅務開支	(62.8)	(62.1)	(113.8)	(128.8)	(148.2)
其他	35.0	25.1	-	-	-
經營活動所得現金淨額	184.0	449.2	351.6	442.6	544.9
資本開支	(17.3)	(25.0)	(200.0)	(139.9)	(167.9)
收購子公司	(641.3)	134.0	-	-	-
其他	202.8	(17.1)	17.4	21.8	23.6
投資活動所得現金淨額	(455.8)	91.9	(182.6)	(118.1)	(144.3)
債務變化	-	-	566.0	(113.2)	(90.6)
發行新股	(53.5)	(81.1)	(221.3)	-	-
派息	(28.0)	(114.5)	(104.5)	(141.3)	(171.6)
收購非控股權益	-	-	-	-	-
利息開支	(0.4)	(162.7)	(14.2)	(25.5)	(20.4)
融資活動所得現金淨額	(81.9)	(358.3)	226.1	(280.0)	(282.5)
現金淨變動	(353.7)	182.7	395.1	44.5	118.0
年初現金及現金等值物	843.7	490.0	672.7	1,067.8	1,112.3
匯兌差額	-	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	490.0	672.7	1,067.8	1,112.3	1,230.3

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
腎科藥物	77.6	60.0	49.6	48.0	46.6
顯影劑	14.6	10.2	7.6	7.7	8.5
其他	7.8	7.1	7.8	8.7	9.1
玉林產品	-	22.7	35.1	35.6	35.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	80.7	74.5	74.7	74.2	73.7
息稅折攤前利潤率	36.9	35.1	34.8	34.4	33.9
稅前利率	37.9	33.0	32.8	32.0	32.0
淨利潤率	30.0	25.1	24.3	23.7	23.7
核心淨利潤率	30.2	25.2	24.3	23.7	23.7
有效稅率	20.7	20.8	20.8	20.8	20.8
增長（%）					
收入	13.7	47.2	36.7	16.0	15.0
毛利	17.3	35.9	37.2	15.2	14.2
息稅折攤前利潤	22.2	40.1	35.6	14.4	13.6
經營利潤	24.6	35.9	36.4	14.5	13.9
淨利潤	18.2	23.2	32.4	12.8	15.0
核心淨利潤	18.6	23.1	31.8	12.8	15.0
資產負債比率					
流動比率（x）	4.2	2.5	2.9	3.1	3.5
平均應收賬款周轉天數	131.8	137.9	137.3	141.7	139.3
平均應付帳款周轉天數	86.6	69.8	80.1	84.1	84.5
平均存貨周轉天數	141.5	123.8	143.0	151.4	152.1
淨負債/權益比率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	15.3	17.5	22.1	21.3	21.0
資產回報率	13.0	11.1	11.8	12.4	13.1
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.25	0.32	0.46	0.53	0.61
核心每股盈利（人民幣）	0.26	0.32	0.46	0.53	0.61
每股股息（港元）	0.08	0.10	0.16	0.18	0.21
每股帳面值（人民幣）	1.88	2.02	2.11	2.48	2.89

資料來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。