

東陽光藥(1558 HK)

毛利率大幅改善彌補收入增速放緩

❖ **收入增速不及預期，毛利率改善支撐利潤增長。**2017 上半年公司收入同比增長 19.2%至 6.62 億人民幣，可威產品佔總收入的 84.1%，可威顆粒和膠囊銷售分別錄得 17.1%和 29.2%的同比增速。其他產品增長 11.3%至 1.06 億人民幣。公司毛利率提高 6.2 個百分點至 81.6%，經營利潤率提高 6.1 個百分點至 54.4%。收入增長以及毛利率改善帶動淨利潤同比增長 40.4%至 3.02 億人民幣。公司上半年收入增長低於我們和市場的預期，但毛利率的提高和淨利潤增速高於我們和市場的預期。

❖ **核心產品可威銷售不及預期。**從過往三年公司收入變化可以看出可威銷售受季節性影響，上半年收入一般佔據全年收入的 55%-60%。今年上半年公司收入僅錄得 6.62 億人民幣，僅是我們和市場全年預測收入的 51.5%和 52.4%。可威的銷售增速從 2016 上半年的 70.1%、2016 下半年的 50.6%及 2016 全年的 62.2%放緩至今年上半年的 20.8%。管理層解釋可威銷售放緩因為：1) 廣東銷售大省增速放緩，2) 福建省公司棄標，3) 北京、深圳地區公司重組銷售團隊導致銷售疲弱。由於 2017 年流感爆發在 6-8 月份且期延續時間較長，公司管理層仍然有信心實現全年銷售增速 40%的目標。

❖ **毛利率顯著改善。**2017 上半年公司毛利率提高 6.1 個百分點至 81.6%，原因有：1) 部分原料藥從外購轉為自產導致原料藥成本下降，2) 可威的專利費減少。可威顆粒的毛利率從 2016 上半年的 78.1%、2016 下半年的 81%提高至 2017 上半年的 84%；可威膠囊的毛利率從 2016 上半年的 69.8%、2016 下半年的 73.3%提高至 2017 上半年的 75.9%。此外，銷售費用率從 2016 上半年的 25.4%下降到 2017 上半年的 22.8%。今年下半年公司會加強學術推廣，銷售費率會略有上升，管理層表示全年的銷售費用率會控制在 20%左右。

❖ **分別上調 2017/2018 年淨利率 3.3%/2.4%。**我們將公司 2017/2018 年收入預測下調了 6.7%/6.3%，以反映今年上半年公司收入增速低於預期。然而由於公司毛利率的強勁改善以及財務開支的減少，我們將 2017/2018 年預測毛利率分別上調 5 個百分點/5.1 個百分點至 80.8%/80.7%，淨利率上調 4 個百分點/3.5 個百分點至 41.2%/40.8%。因此，淨利率預測上調了 3.3%/2.4%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	693	942	1,201	1,477	1,739
核心淨利潤(百萬港元)	292	381	495	602	709
核心 EPS (港元)	0.87	0.84	1.10	1.34	1.57
EPS 變動 (%)	93.1	-3.1	30.0	21.7	17.7
市盈率 (x)	18.8	19.4	14.9	12.3	10.4
市帳率 (x)	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9
股息率 (%)	0.9	1.8	1.0	1.2	1.4
權益收益率 (%)	12.4	15.5	17.6	18.0	17.9
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

買入 (維持)

目標價	HK\$22.70
(前目標價)	HK\$20.80)
潛在升幅	+19.1%
當前股價	HK\$19.06

吳永泰, CFA

電話: (852) 3761 8780

郵件: cyrusng@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	8,616
3 個月平均流通(百萬)	13.1
52 周內高/低(港元)	20.95/13.82
總股本(百萬)	450.8

資料來源：彭博

股東結構

東陽光集團	50.04%
流通股	49.96%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-4.5%	-7.3%
3 月	11.0%	2.2%
6 月	21.4%	7.0%

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.hec-changjiang.com

維持買入評級，最新目標價 22.7 港元。儘管上半年可威銷售不及預期，我們仍看好流感爆發期具有壟斷地位的可威。從毛利率的提升可以看出公司成本控制已顯現成果。我們的最新目標價是基於 5 年的現金流折現模型（WACC: 11.2%，終值增長率: 3.0%）。我們的目標價代表著 2017/2018 年預測市盈率的 17.8 倍/14.6 倍，較當前股價仍有 19.1% 的升幅空間。

圖 1: 2017 上半年利潤表

	1H16 人民幣 百萬	1H17 人民幣 百萬	YoY Change
可威	461	557	20.8%
顆粒	318	372	17.1%
膠囊	143	185	29.2%
其他	95	106	11.3%
總收入	556	662	19.2%
銷售成本	(136)	(122)	-10.8%
毛利	419	541	28.9%
其他收入/虧損	17	(5)	N/A
銷售費用	(110)	(118)	7.1%
行政費用	(31)	(33)	6.6%
研發開支	(26)	(24)	-7.0%
經營利潤	269	360	34.2%
非經營性項目	0	0	N/A
淨財務費用	(4)	(2)	-45.1%
稅前利潤	264	358	35.5%
所得稅	(49)	(63)	27.3%
少數股東權益	0	-	N/A
淨利潤	215	302	40.4%
核心淨利	215	302	40.4%
	0		
毛利率	75.5%	81.6%	+6.2ppt
經營利潤率	48.3%	54.4%	+6.1ppt
淨利率	38.7%	45.6%	+6.9ppt

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 2: 預測變化

	2017E			2018E		
	舊 百萬人民幣	新 百萬人民幣	變化	舊 百萬人民幣	新 百萬人民幣	變化
可威	1,049	976	-7.0%	1,322	1,226	-7.2%
顆粒	777	698	-10.2%	980	874	-10.8%
膠囊	272	278	2.1%	342	353	3.1%
其他	238	225	-5.4%	255	251	-1.7%
總收入	1,287	1,201	-6.7%	1,577	1,477	-6.3%
銷售成本	(312)	(231)	-26.0%	(385)	(285)	-25.9%
毛利	975	970	-0.5%	1,192	1,192	0.0%
其他收入/虧損	9	6	-34.7%	11	7	-34.4%
銷售費用	(323)	(322)	-0.5%	(394)	(393)	-0.2%
行政費用	(90)	(84)	-6.7%	(110)	(103)	-6.3%
研發開支	571	570	-0.1%	699	703	0.6%
經營利潤	14	18	28.3%	18	20	10.4%
非經營性項目	(105)	(106)	0.5%	(129)	(130)	0.8%
淨財務費用	0	13	N/A	0	9	N/A
稅前利潤	479	495	3.3%	588	602	2.4%
所得稅						
少數股東權益	75.7%	80.8%	+5.0ppt	75.6%	80.7%	+5.1ppt
淨利潤	44.3%	47.5%	+3.1ppt	44.3%	47.6%	+3.3ppt
核心淨利	37.2%	41.2%	+4.0ppt	37.3%	40.8%	+3.5ppt

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 3: 現金流折現模型

	2017E 人民幣 百萬	2018E 人民幣 百萬	2019E 人民幣 百萬	2020E 人民幣 百萬	2021E 人民幣 百萬
淨利潤	495	602	709	799	907
折舊和攤銷	40	47	51	55	60
稅後淨利潤	(15)	(16)	(22)	(30)	(40)
資本開支	(225)	(134)	(94)	(101)	(107)
營業資本變化	36	(50)	(111)	(76)	(76)
自由現金流	331	448	532	647	744
終值					9,387
企業價值	7,441				
債券和優先股	90				
銀行存款和保證金	1,454				
股權價值	8,804				
股數	451				
每股價值 (人民幣)	19.5				
每股價值 (港幣)	22.7				
無風險利率	3.6%				
Beta	0.8				
風險溢價	10.3%				
股權成本	11.9%				
債權成本	6.0%				
WACC	11.2%				
終值增長率	3.0%				

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 4: 敏感性分析

終值增長率 / WACC	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
1.5%	23.6	22.4	21.2	20.3	19.3	18.5	17.8
2.0%	24.7	23.3	22.0	21.0	20.0	19.1	18.3
2.5%	25.8	24.3	22.9	21.8	20.7	19.7	18.8
3.0%	27.2	25.5	23.9	22.7	21.4	20.4	19.4
3.5%	28.8	26.8	25.1	23.7	22.3	21.1	20.1
4.0%	30.7	28.4	26.4	24.9	23.3	22.0	20.8
4.5%	32.9	30.2	28.0	26.2	24.4	22.9	21.7

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
東陽光藥	1558	19.06	8,616	19.4	14.9	12.3	3.0	2.6	2.2	13.1	10.1	7.9	15.5	17.6	18.0
復星醫藥	2196	29.20	84,921	19.1	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	20.1	27.5	22.9	13.9	13.9	14.9
石藥集團	1093	12.32	74,586	23.5	27.2	21.8	5.0	6.2	5.2	14.9	17.7	14.2	22.3	24.1	25.4
中國生物製藥	1177	6.51	48,253	21.2	22.3	19.6	4.6	4.3	3.6	10.7	11.8	10.2	23.0	22.0	20.7
白雲山	874	19.20	47,245	16.7	16.6	15.2	1.7	1.4	1.3	12.3	N/A	N/A	11.7	8.8	9.3
麗珠醫藥	1513	42.70	29,333	30.1	20.2	16.8	3.8	2.3	2.1	19.5	14.0	11.9	14.5	12.7	12.8
三生製藥	1530	9.75	24,753	24.1	23.6	18.0	2.6	2.9	2.5	16.7	16.2	12.8	11.7	12.9	14.9
綠葉製藥	2186	4.32	14,347	15.3	11.6	10.2	2.1	1.7	1.4	11.9	8.5	7.3	14.7	15.0	15.0
復旦張江	1349	4.07	3,757	38.6	20.1	17.4	6.3	3.3	2.8	28.5	13.5	10.7	17.6	16.0	15.9
李氏大藥房	950	6.20	3,660	14.7	13.0	11.7	2.3	2.0	1.7	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
平均				22.6	19.2	16.3	3.4	2.9	2.5	16.0	15.6	12.8	16.2	15.9	16.5

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

東陽光藥 (1558.HK) 2017 年中期業績會
2017.08.18

1、2017 年上半年可威增速放緩原因

1) 公司銷售隊伍管理改革，導致深圳、北京等地區銷售不及預期；2) 福建掉標影響，銷售下滑 44%；3) 2017 上半年廣東銷售增長 5%，增速放緩。

2、2017 年下半年成本費用指引？

2017 年下半年，成本不會有太大變化。2017 年上半年銷售成本略有下降，主要由於生產可威的原料藥從外購轉為自己生產，自行生產相比外購成本節約 50%-60%。下半年是流感淡季，公司會加強學術推廣，銷售費用會上升，全年銷售費用佔比維持在 20%。

3、2017 年上半年心血管藥物銷售增速較快原因？

心血管銷售團隊進行了人員調整專業化程度更高。心血管藥物屬於低價藥，上半年各地銷售價格上調，所以銷售額增長較快。

4、2017 年下半年可威和爾同舒銷售指引？

可威產品銷售預期保持不變，7-8 月份的香港和廣東疫情導致可威的銷量增加，從 7-8 月份可威銷售資料看增長比較樂觀。爾同舒銷售團隊在搭建中，公司維持爾同舒全年銷售目標 +100% 增速不變，毛利率維持在中報水準。

5、可威進入國家醫保後銷售預期？

可威顆粒進醫保有於公司開發醫院管道，可威顆粒是門診兒童用藥，醫保用藥佔比不大。

6、可威產品銷售隊伍規模？

2017 年上半年可威產品銷售人數 400 多，截至 8 月份銷售人員擴充到 600 多，全年規劃銷售隊伍 800-1000 人。

7、未來新市場的佈局？

未來公司會拓展華東、西南、北京、西北市場，現主要增長來自於華東、西南（成都、重慶）、西北西安。

8、研發管線上依米他韋和二代、三代胰島素臨床進度？

鹽酸依米他韋目前已獲得中國二期和三期臨床批件，已經進入臨床二期研究；與太景合作的扶拉瑞韋，爭取 2017 年底或 2018 年初進入二期臨床研究；胰島素產品臨床進展與上市時預期進度一致。

9、公司股票何時納入深港通名單？

今年 8 月份公司沒有進入深港通，與成交量有關，2018 年有望納入深港通名單。

10、羅氏抗流感新藥 S033188 對公司奧司他韋的影響？

該產品預計於 2021 年上市，上市後定價會較高，該藥尚未開展幼兒藥品的臨床試驗，若適應症擴展到 12 歲以下兒童，產品的劑型、用量都要調整，該產品較難於 2020-2021 年上市，所以對可威顆粒沒什麼影響。

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	692.9	941.5	1,200.7	1,477.5	1,739.5
可威	453.8	736.3	975.6	1,226.4	1,447.7
爾同舒	36.5	44.6	51.6	59.2	67.6
其他	202.6	160.6	173.5	191.9	224.2
銷售成本	(178.3)	(214.2)	(231.0)	(285.4)	(339.5)
毛利	514.6	727.3	969.7	1,192.0	1,399.9
其他收益	20.3	38.5	5.9	7.2	8.5
銷售費用	(77.3)	(180.9)	(238.8)	(290.9)	(337.7)
行政費用	(41.3)	(68.5)	(82.9)	(101.7)	(119.5)
研發開支	(52.3)	(64.2)	(84.1)	(103.4)	(121.8)
息稅前收益	364.0	452.2	569.8	703.2	829.5
淨財務收入/(支出)	(22.7)	0.9	17.7	20.1	27.0
非經常性收入	(26.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	314.7	453.1	587.5	723.3	856.5
所得稅	(49.0)	(72.5)	(105.8)	(130.2)	(154.2)
非控制股東權益	0.0	0.0	13.2	9.2	6.5
淨利潤	265.8	380.6	494.9	602.3	708.8
核心淨利潤	292.3	380.6	494.9	602.3	708.8
息稅折攤前收益	363.2	479.6	613.6	750.3	878.4

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	767.5	929.6	1,354.2	1,470.0	1,524.2
物業、廠房及設備	462.5	495.7	689.8	786.4	838.3
預付款	294.6	422.5	242.1	169.9	181.1
其他非流動資產	10.4	11.4	422.3	513.8	504.8
流動資產	1,809.9	1,901.5	2,067.4	2,464.0	3,027.9
現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	1,278.9	1,564.1	2,023.5
應收貿易款項	260.6	337.1	426.8	526.4	620.8
存貨	154.6	110.6	120.1	131.9	142.0
其他流動資產	41.1	241.6	241.6	241.6	241.6
流動負債	271.2	284.3	230.6	222.3	227.5
銀行貸款	105.0	70.0	62.0	64.4	65.4
應付貿易賬款	156.0	182.4	136.7	126.0	130.2
其他流動負債	10.2	31.9	31.9	31.9	31.9
非流動負債	163.4	89.0	119.7	121.7	122.5
銀行貸款	90.0	20.0	50.7	52.7	53.5
其他非流動負債	73.4	69.0	69.0	69.0	69.0
淨資產總值	2,142.8	2,457.8	3,071.2	3,590.1	4,202.0
少數股東權益	0.0	0.0	253.7	244.5	238.1
股東權益	2,142.8	2,457.8	2,817.5	3,345.5	3,964.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	364.0	452.2	569.8	703.2	829.5
折攤和攤銷	25.7	27.4	39.7	46.9	51.4
營運資金變動	(51.0)	(134.1)	35.7	(49.9)	(111.5)
稅務開支	(56.6)	(72.5)	(105.8)	(130.2)	(154.2)
其他	5.3	0.1	0.0	0.0	0.0
經營活動所得現金淨額	287.4	273.2	539.4	570.0	615.3
資本開支	(28.0)	(276.1)	(224.8)	(134.5)	(94.4)
其他	(315.6)	41.1	(128.2)	(72.4)	35.2
投資活動所得現金淨額	(343.6)	(235.0)	(353.0)	(206.9)	(59.1)
債務變化	(250.1)	(105.0)	22.7	4.4	1.8
上市所得淨額	1,598.6	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	0.0	(67.6)	(135.2)	(74.3)	(90.4)
利息開支	(25.2)	(7.2)	(7.1)	(8.0)	(8.2)
融資活動所得現金淨額	1,323.3	(179.8)	(119.6)	(77.9)	(96.7)
現金淨變動	1,267.1	(141.6)	66.8	285.2	459.4
年初現金及現金等值物	86.6	1,353.7	1,212.1	1,278.9	1,564.1
匯兌差額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	1,278.9	1,564.1	2,023.5

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 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可威	65.5	78.2	81.3	83.0	83.2
爾同舒	5.3	4.7	4.3	4.0	3.9
其他	29.2	17.1	14.4	13.0	12.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.3	77.2	80.8	80.7	80.5
息稅折攤前利潤率	52.4	50.9	51.1	50.8	50.5
稅前利率	45.4	48.1	48.9	49.0	49.2
淨利潤率	38.4	40.4	41.2	40.8	40.7
核心淨利潤率	42.2	40.4	41.2	40.8	40.7
有效稅率	15.6	16.0	18.0	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	57.2	35.9	27.5	23.0	17.7
毛利	60.3	41.3	33.3	22.9	17.4
息稅折攤前利潤	68.1	32.1	27.9	22.3	17.1
經營利潤	97.7	24.2	26.0	23.4	18.0
淨利潤	96.4	43.2	30.0	21.7	17.7
核心淨利潤	116.0	30.2	30.0	21.7	17.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	6.7	6.7	9.0	11.1	13.3
平均應收賬款周轉天數	112.5	115.9	116.1	117.8	120.4
平均應付賬款周轉天數	88.5	47.1	44.3	42.0	34.4
平均存貨周轉天數	93.5	51.4	35.1	31.1	28.7
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	12.4	15.5	17.6	18.0	17.9
資產回報率	10.3	13.4	14.5	15.3	15.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.79	0.84	1.10	1.34	1.57
核心每股盈利(人民幣)	0.87	0.84	1.10	1.34	1.57
每股股息(港元)	0.15	0.30	0.16	0.20	0.24
每股帳面值(人民幣)	4.8	5.5	6.2	7.4	8.8

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。