

三生製藥(1530 HK)

生物製藥行業佔據有利地位

❖ **2017年業績符合我們預期。**公司總收入同比增長33.5%至37.3億人民幣，淨利潤同比增長31.3%至9.35億人民幣。核心淨利潤（剔除匯兌損益、資產處置損益和公允價值變動）同比增長34.8%至8.697億元人民幣。總收入低於我們預期3.7%，高於市場預期1.3%，核心淨利潤分別低於我們及市場預測1.8%/3.8%。核心產品特比澳、益賽普、益比澳和賽博爾都取得了較滿意的成績，增長好於我們的預期。糖尿病產品增速不及預期主要是由於公司業務整合低於預期，且“兩票制”帶來收入記錄方式改變。公司毛利率同比下降3.7ppt，核心淨利率同比下降2.5ppt，主要是由於整合了低利潤的糖尿病業務。公司業績基本符合預期。

❖ **特比澳和益賽普仍然是主要的增長動力。**隨著納入最新一輪的國家醫保目錄，兩種產品在2017年都取得了令人滿意的增長：特比澳同比增長27.4%。據管理層透露，益賽普全年同比增長僅9.5%（假設2016年全年業績合併），但第四季度新醫保目錄實施後，益賽普增幅超過25%。在新醫保目錄支援下以及兩種產品的滲透率不斷提高，我們認為預計未來幾年兩款產品收入增長將達到20-25%。

❖ **rhEPO 產品增長穩定。**2017年，高端產品益比奧同比增長4.0%，低端產品賽博爾同比上漲57.6%，兩款產品合計同比增長10.7%。我們預計益比奧將放棄價格競爭激烈的低端市場，憑藉產品品質捍衛高端市場銷售，賽博爾專攻低端市場。在這一中高端市場策略下，我們認為重組人血小板生成素 rhEPO 產品將繼續維持高單位數增長。

❖ **百達揚為糖尿病業務增添動力。**長效 GLP-1 受體激動劑預計將於今年5月18日推出。公司糖尿病產品線擁有胰島素（優泌林）和長短效 GLP-1 產品，產品線齊全滿足不同患者的需求。目前糖尿病業務部銷售團隊共有627人，其中100人專注於 GLP-1 的學術推廣，其他人員負責胰島素產品促銷活動。

❖ **預計二季度重新提交賽普汀新藥上市申請 NDA。**管理層在審查了臨床試驗資料後發現與先前的結果相比藥效沒有差異，因此計畫向國家藥監局重新提交賽普汀新藥上市申請。賽普汀是一種抗 HER2 單抗，用於治療乳腺癌。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	2,797	3,734	5,365	6,469	7,840
核心淨利潤(百萬人民幣)	645	870	1,168	1,560	1,948
核心 EPS (人民幣)	0.26	0.34	0.46	0.61	0.77
EPS 變動 (%)	22.9	34.2	34.1	33.6	24.9
市盈率 (x)	58.9	43.9	32.7	24.5	19.6
市帳率 (x)	5.9	5.2	4.5	3.8	3.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6
權益收益率 (%)	10.9	12.6	13.6	15.4	16.1
淨財務杠杆率 (%)	35.2	26.3	18.2	1.0	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$20.70
（前目標價）	HK\$15.30
潛在升幅	+15.5%
當前股價	HK\$17.92

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)	45,495.2
3個月平均流通(百萬)	131.0
52周內高/低(港元)	18.46/ 9.2
總股本(百萬)	2,538.8

資料來源：彭博

股東結構

公司管理層	25.3%
CITICPE	26.5%
JPMorgan	7.1%
流通股	41.1%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	14.3%	17.0%
3月	13.1%	9.5%
6月	41.2%	27.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Ernst & Young

公司網站: www.3sio.com

❖ 輕微上調 2018/19 年核心淨利潤以反映最新的業務發展。我們將 2018 年收入下調 4.4%，以反映（1）CDMO 業務收購延遲，（2）糖尿病業務增長較慢，及（3）核心業務增長變強。由於同樣的原因上調了 2019 收入預測 0.4%，2018 年核心淨利潤下調了 1.5%，2019 年核心淨利上調了 4.6%。總體來看，我們預計 2017-2020 年公司收入複合年增長率為 28.0%，核心淨利潤複合年增長率為 30.8%。

❖ 維持買入評級，新目標價 20.7 港元。鑒於核心產品強勁增長、新產品上市及 CDMO 業務的新進展，我們相信三生製藥在快速發展的生物製藥行業中佔據有利位置。基於我們 DCF 模型及最新的財務預測，我們維持對公司的買入評級，目標價上調至 20.70 港元。目前三生估值為 2018/19 年預測市盈率 32.7x / 24.5x，我們的目標價對應著 2018/19 年預測市盈率 37.8x / 28.3x。

圖 1: 2017 利潤表

	2H16	2H17	按年增長	2016	2017	按年增長	2017E	差距
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	
特比漢	360	482	34.1%	765	975	27.4%	941	3.6%
益賽普	481	573	19.2%	786	1013	28.8%	987	2.6%
益比漢	330	361	9.4%	677	705	4.0%	684	3.0%
賽博爾	54	86	57.5%	96	151	57.6%	150	0.3%
百泌達	0	46	N/A	0	131	N/A	170	-23.0%
優泌林	0	197	N/A	0	197	N/A	412	-52.1%
萬晟	131	150	14.8%	223	272	21.7%	279	-2.6%
其他	137	133	-3.0%	250	291	16.5%	254	14.7%
收入	1,492	2,028	35.9%	2,797	3,734	33.5%	3,878	-3.7%
銷售成本	(231)	(427)	85.0%	(402)	(676)	68.1%	(676)	0.0%
毛利	1,262	1,601	26.9%	2,395	3,058	27.7%	3,202	-4.5%
其他收入	64	71	10.8%	97	71	-27.3%	101	-29.8%
銷售開支	(228)	(228)	0.0%	(1,017)	(1,333)	31.0%	(1,445)	-7.7%
行政開支	(140)	(140)	0.0%	(223)	(315)	41.3%	(317)	-0.6%
其他開支	(143)	(161)	12.6%	(254)	(311)	22.5%	(344)	-9.8%
經營利潤	814	1,142	40.3%	998	1,170	17.2%	1,197	-2.2%
非經營項目	67	66	-2.7%	(12)	66	N/A	0	N/A
淨財務費用	(124)	(120)	-3.4%	(124)	(120)	-3.4%	(103)	16.6%
應佔聯營公司利潤	(4)	(9)	159.4%	(12)	(14)	18.6%	(9)	69.4%
稅前利潤	754	1,078	43.1%	850	1,102	29.6%	1,086	1.5%
稅項	(73)	(84)	14.6%	(136)	(178)	30.8%	(206)	-13.9%
少數股東權益	1	8	N/A	(2)	11	N/A	6	71.6%
淨利潤	426	578	35.8%	713	935	31.3%	886	5.6%
核心淨利潤	372	526	41.4%	723	870	20.4%	886	-1.8%
毛利率	84.5%	79.0%	-5.6ppt	85.6%	81.9%	-3.7ppt	82.6%	-0.7ppt
經營利潤率	54.5%	56.3%	+1.8ppt	35.7%	31.3%	-4.4ppt	30.9%	+0.5ppt
核心淨利率	24.9%	25.9%	+1.0ppt	25.8%	23.3%	-2.5ppt	22.8%	+0.4ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 財務預測變化

	2H16	2H17	按年增長	2016	2017	按年增長	2017E	差距
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	
特比澳	360	482	34.1%	765	975	27.4%	941	3.6%
益賽普	481	573	19.2%	786	1013	28.8%	987	2.6%
益比澳	330	361	9.4%	677	705	4.0%	684	3.0%
賽博爾	54	86	57.5%	96	151	57.6%	150	0.3%
百泌達	0	46	N/A	0	131	N/A	170	-23.0%
優泌林	0	197	N/A	0	197	N/A	412	-52.1%
萬晟	131	150	14.8%	223	272	21.7%	279	-2.6%
其他	137	133	-3.0%	250	291	16.5%	254	14.7%
收入	1,492	2,028	35.9%	2,797	3,734	33.5%	3,878	-3.7%
銷售成本	(231)	(427)	85.0%	(402)	(676)	68.1%	(676)	0.0%
毛利	1,262	1,601	26.9%	2,395	3,058	27.7%	3,202	-4.5%
其他收入	64	71	10.8%	97	71	-27.3%	101	-29.8%
銷售開支	(228)	(228)	0.0%	(1,017)	(1,333)	31.0%	(1,445)	-7.7%
行政開支	(140)	(140)	0.0%	(223)	(315)	41.3%	(317)	-0.6%
其他開支	(143)	(161)	12.6%	(254)	(311)	22.5%	(344)	-9.8%
經營利潤	814	1,142	40.3%	998	1,170	17.2%	1,197	-2.2%
非經營項目	67	66	-2.7%	(12)	66	N/A	0	N/A
淨財務費用	(124)	(120)	-3.4%	(124)	(120)	-3.4%	(103)	16.6%
應佔聯營公司利潤	(4)	(9)	159.4%	(12)	(14)	18.6%	(9)	69.4%
稅前利潤	754	1,078	43.1%	850	1,102	29.6%	1,086	1.5%
稅項	(73)	(84)	14.6%	(136)	(178)	30.8%	(206)	-13.9%
少數股東權益	1	8	N/A	(2)	11	N/A	6	71.6%
淨利潤	426	578	35.8%	713	935	31.3%	886	5.6%
核心淨利潤	372	526	41.4%	723	870	20.4%	886	-1.8%
毛利率	84.5%	79.0%	-5.6ppt	85.6%	81.9%	-3.7ppt	82.6%	-0.7ppt
經營利潤率	54.5%	56.3%	+1.8ppt	35.7%	31.3%	-4.4ppt	30.9%	+0.5ppt
核心淨利率	24.9%	25.9%	+1.0ppt	25.8%	23.3%	-2.5ppt	22.8%	+0.4ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
三生製藥	1530	17.92	45,495	58.9	43.9	32.7	5.9	5.2	4.5	37.3	26.6	20.9	10.9	12.6	13.6
復星醫藥	2196	50.00	138,968	19.1	30.2	25.4	2.5	3.9	3.5	27.0	41.3	34.9	13.9	13.6	15.0
石藥集團	1093	21.95	137,034	23.5	48.8	37.9	5.0	10.9	8.1	14.9	32.3	25.0	22.3	23.5	22.7
中國生物製藥	1177	15.92	134,129	21.2	45.2	38.6	4.6	9.1	7.1	10.7	29.3	21.3	23.0	23.9	24.1
麗珠醫藥	1513	66.95	46,209	30.1	32.0	27.0	3.8	3.0	2.7	17.5	21.1	19.5	14.5	29.1	10.3
綠葉製藥	2186	7.72	25,283	15.3	21.5	19.1	2.1	2.8	2.4	11.9	14.9	13.6	14.7	13.6	13.8
復旦張江	950	11.20	6,626	14.7	25.0	23.4	2.3	3.6	3.3	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
李氏大藥房	1349	3.72	3,434	38.6	18.6	16.1	6.3	2.9	2.5	28.5	12.6	10.5	17.6	14.9	15.4
平均				23.2	31.6	26.8	3.8	5.2	4.2	17.1	25.2	20.8	17.5	19.0	16.5

來源: 彭博, 招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	2,797.3	3,734.3	5,365.0	6,469.3	7,840.1
益賽普	786.2	1,012.9	1,228.1	1,480.8	1,794.7
特比澳	765.0	974.8	1,245.5	1,566.9	1,929.0
益比澳	772.8	855.3	913.2	969.1	1,033.2
糖尿病產品	-	328.2	862.1	1,029.0	1,225.0
CDMO	-	-	463.9	579.8	724.8
其他	473.3	563.1	652.2	743.7	833.6
銷售成本	(402.3)	(676.2)	(1,129.7)	(1,247.4)	(1,466.7)
毛利	2,395.0	3,058.1	4,235.3	5,221.9	6,373.4
其他收益	97.1	70.6	67.7	79.9	91.1
銷售費用	(1,017.2)	(1,332.7)	(1,903.3)	(2,296.5)	(2,785.3)
行政費用	(301.2)	(315.1)	(450.0)	(543.0)	(658.6)
研發開支	(243.0)	(257.3)	(417.9)	(474.8)	(593.0)
其他開支	(11.9)	(53.2)	(38.7)	(39.1)	(39.5)
息稅前收益	918.8	1,170.4	1,493.0	1,948.3	2,388.1
應佔聯營公司利潤	(12.2)	(14.4)	(10.1)	(5.1)	-
淨財務收入 / (支出)	(123.8)	(119.6)	(72.1)	(41.8)	(4.6)
非經常性收入	67.2	65.6	-	-	-
稅前利潤	850.1	1,102.0	1,410.8	1,901.5	2,383.5
所得稅	(135.8)	(177.6)	(225.7)	(304.2)	(381.4)
非控制股東權益	(1.7)	11.0	(17.2)	(37.0)	(54.0)
淨利潤	712.6	935.4	1,167.8	1,560.2	1,948.1
核心淨利潤	645.4	869.7	1,167.8	1,560.2	1,948.1
息稅折攤前收益	1,089.4	1,425.6	1,803.2	2,328.0	2,776.5

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	8,798.1	8,476.8	10,208.4	9,975.0	9,739.9
物業、廠房及設備	1,762.8	1,759.7	2,266.4	2,234.0	2,200.0
無形資產	2,288.5	2,253.5	2,551.4	2,358.2	2,165.0
商譽	4,126.2	3,923.6	4,858.6	4,858.6	4,858.6
其他非流動資產	620.6	540.0	532.1	524.2	516.3
流動資產	2,240.7	5,276.2	5,897.9	7,899.4	10,337.3
現金及現金等值物	677.6	2,398.6	2,740.0	4,432.7	6,465.9
應收貿易款項	926.5	1,783.3	1,988.3	2,250.0	2,567.0
存貨	262.4	376.5	451.9	499.0	586.7
可供出售投資	362.2	704.6	704.6	704.6	704.6
其他流動資產	12.0	13.2	13.2	13.2	13.2
流動負債	1,143.6	2,195.8	2,392.7	2,615.0	2,902.6
銀行貸款	518.5	1,087.5	1,171.1	1,249.2	1,335.9
應付貿易賬款	560.9	970.5	1,083.7	1,227.9	1,428.9
其他流動負債	64.3	137.9	137.9	137.9	137.9
非流動負債	3,128.8	3,927.5	3,954.3	3,902.8	3,815.8
銀行貸款	2,540.7	1,046.8	1,073.5	1,022.1	935.1
可換股債	-	-	-	-	-
其他非流動負債	588.2	608.9	608.9	608.9	608.9
淨資產總值	6,766.3	7,629.6	9,759.4	11,356.6	13,358.8
少數股東權益	243.8	232.9	1,194.8	1,231.8	1,285.8
股東權益	6,522.5	7,396.8	8,564.6	10,124.8	12,073.0

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	918.8	1,170.4	1,493.0	1,948.3	2,388.1
折攤和攤銷	170.6	251.6	306.6	376.0	384.7
營運資金變動	3.5	(563.8)	(167.1)	(164.6)	(203.7)
稅務開支	(122.2)	(177.6)	(225.7)	(304.2)	(381.4)
其他	33.7	291.2	(10.1)	(5.1)	0.0
經營活動所得現金淨額	1,004.3	971.8	1,396.7	1,850.5	2,187.8
資本開支	(116.4)	(125.3)	(110.4)	(142.5)	(149.7)
收購子公司	(4,216.5)	-	(983.2)	-	-
可供出售投資變動	281.5	(340.7)	-	-	-
其他	(329.6)	(58.5)	51.4	71.7	109.0
投資活動所得現金淨額	(4,381.0)	(524.5)	(1,042.3)	(70.8)	(40.7)
債務變化	2,542.0	(924.9)	110.4	26.7	(0.3)
發行新股	-	2,340.0	-	-	-
派息	-	-	-	-	-
利息開支	168.2	(141.4)	(123.5)	(113.6)	(113.5)
融資活動所得現金淨額	2,710.2	1,273.8	(13.1)	(86.9)	(113.9)
現金淨變動	(666.5)	1,721.0	341.4	1,692.7	2,033.2
年初現金及現金等值物	1,299.4	677.6	2,398.6	2,740.0	4,432.7
匯兌差額	44.7	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	677.6	2,398.6	2,740.0	4,432.7	6,465.9

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
益賽普	28.1	27.1	22.9	22.9	22.9
特比澳	27.3	26.1	23.2	24.2	24.6
益比澳	27.6	22.9	17.0	15.0	13.2
糖尿病產品	-	8.8	16.1	15.9	15.6
CDMO	-	-	8.6	9.0	9.2
其他	16.9	15.1	12.2	11.5	10.6
總額	83.0	85.0	88.0	87.0	86.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	85.6	81.9	78.9	80.7	81.3
息稅折攤前利潤率	38.9	38.2	33.6	36.0	35.4
稅前利率	30.4	29.5	26.3	29.4	30.4
淨利潤率	25.5	25.0	21.8	24.1	24.8
核心淨利潤率	23.1	23.3	21.8	24.1	24.8
有效稅率	16.0	16.1	16.0	16.0	16.0
增長 (%)					
收入	67.2	33.5	43.7	20.6	21.2
毛利	67.3	27.7	38.5	23.3	22.1
息稅折攤前利潤	81.5	30.9	26.5	29.1	19.3
經營利潤	76.7	27.4	27.6	30.5	22.6
淨利潤	35.4	31.3	24.9	33.6	24.9
核心淨利潤	37.6	34.8	34.3	33.6	24.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.0	2.4	2.5	3.0	3.6
平均應收賬款周轉天數	97.9	87.1	103.1	97.1	93.6
平均應付賬款周轉天數	45.3	42.3	90.0	99.1	104.3
平均存貨周轉天數	177.1	180.0	172.4	133.8	139.1
淨負債 / 權益比率 (%)	35.2	26.3	18.2	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	10.9	12.6	13.6	15.4	16.1
資產回報率	6.5	6.8	7.3	8.7	9.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.28	0.37	0.46	0.61	0.77
核心每股盈利 (人民幣)	0.26	0.34	0.46	0.61	0.77
每股股息 (港元)	-	-	-	-	1.00
每股帳面值 (人民幣)	2.57	2.91	3.37	3.99	4.76

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。