研究报告 Research Report

30 May 2023

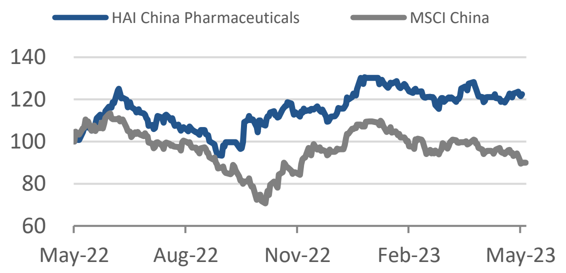
中国药品 China Pharmaceuticals

中药行业焕然新生，估值体系亟待重建

Chinese Medicine Industry Rejuvenated, Valuation System Needs to be Rebuilt

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
迈瑞医疗	Outperform	华兰生物	Outperform
恒瑞医药	Outperform	达仁堂	Outperform
药明康德	Outperform	丽珠集团	Outperform
片仔癀	Outperform	大参林	Outperform
云南白药	Outperform	恩华药业	Outperform
华东医药	Outperform	贝达药业	Outperform
华润三九	Outperform	国药股份	Outperform



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

Presentation: 中药行业报告: 乘政策东风，传统与创新联结硕果（Chinese medicine industry report: ride the policy east wind, traditional and innovative joint fruit）(1 Mar 2023)

中药饮片联合采购政策解读专家会会议纪要（Minutes of expert call on the joint procurement policy on Tradition Chinese Medicine herbal pieces）(8 Nov 2022)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- **中药在医药板块具有特殊性，符合国家战略方向。**中药是具备中国特色的医药板块，中药国企更加具备代表性。我们认为当前政策高度重视中医药产业链发展，中药国企作为中药发展重要力量，近年在国企改革与业务与众多支持性政策扶持下，盈利能力显著提升。但我们目前诸多中药企业，特别是国企的价值没有得到充分体现，估值体系亟需重建。
- **中药行业具备明显中国特色，引入“中特估值”有望带动行业走向合理估值。**2023 年 3 月 3 日国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署，会议提出“以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑”；2022 年 11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上提出“中国特色估值体系”，指出要“深入研究成熟市场估值理论的适用场景，结合中国特色做创新，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，促进市场资源配置功能更好发挥”。我们认为国内医药行业的中药板块具有明显中国特色，在国际上也无法找到对标市场。近年来国企改革、股权激励等系列举措出台后，中药行业不断释放增长潜力，我们认为中药临床应用价值更加明确、内部机制理顺后成长路径更加清晰、品牌价值高，引入“中特估值”的估值体系后有望引领中药行业的估值走向更加合理的水平。
- **行业走向规范化，中药临床应用价值的置信度不断提升。**中药具有上千年历史底蕴，拥有众多经典名方，在多病种治疗方面有显著效果。但我们认为过去中药注射剂等相关事件的负面影响，使得市场对中药行业的长期成长性存在疑问。近年来部分临床疗效好，成分品种相对单一，被验证安全有效的中药注射剂品种被逐步取消相关限制，相关负面影响逐步消除。此外，近年来国家药监局加大对中药注册审查力度，加强对于中药质量管理，2015 年“722 事件”之后，药品临床试验与相关注册逐步更加规范，2023 年 2 月 10 日，国家发布《中药注册管理专门规定》，对规定实施之日起满 3 年后申请药品再注册时禁忌、不良反应、注意事项中仍为“尚不明确”的药品不予再注册。我们认为中药行业走向规范，产品的应用价值逐步得到验证，置信度有望逐步提升。
- **政策支持叠加企业改善，行业发展趋势明朗，成长性逐步凸显。**近年来国家出台多项政策支持中药行业发展，在审评端给予中药创新药支持，在支付端推进中药纳入医保以及进入国家基药目录，同时中药集采的降幅也较为温和。而企业自身方面，中药国企积极推进落实国企改革方案，部分中药国企实现股权变更梳理，落实混合所有制改革，董监高等管理层通过更加市场化制选举，同时多个中药企业陆续发布股权激励计划，激发员工积极性，系列高效改革方案为中药上市企业注入增长新动能，我们认为机制理顺后的中药企业成长性更好。

孟科含 Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

Roger Chen
roger.m.chen@htisec.com

- **中药品牌历史源远流长，品牌价值高，存续久期长，应当给予比普通消费品更高的估值。**中药国企品牌价值巨大，拥有历史深厚积淀。根据咨询公司 Brand Finance 统计数据，2021 年中医药品牌价值前 5 名企业中有 4 家企业均为中药国企，分别为广药集团、云南白药、华润三九与同仁堂，其中广药集团品牌力估值高达 14.6 亿美金。同时部分中药企业拥有高品牌价值产品，如片仔癀与云南白药拥有国家绝密级保密配方。我们认为中药企业品牌影响力源远流长，具有较强的生命力与持续增长潜能，在估值体系中应将这部分企业的品牌价值予以体现。

风险提示：改革推进不及预期，集采降价不及预期，中药材原材料持续涨价的风险。

目 录

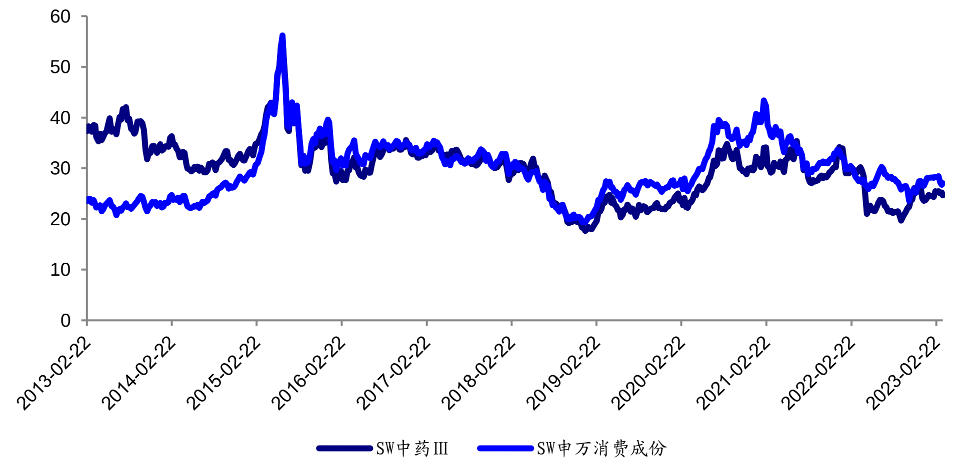
图目录

表目录

1. 中国特色医药子板块，引入“中特估值”有望合理重估

中药是中华千年瑰宝，拥有悠久的发展历史，是具有中国特色的医药子板块。我们认为中药行业看重产品、渠道和品牌，具有明显的消费属性，估值体系可以与消费行业进行类比。从过去十年市盈率变化情况来看，中药指数与消费指数具有较高相关度，消费指数市盈率相较于十年前有所提升，但中药指数市盈率出现明显下滑。目前两者估值水平差异相较于十年前有较大变化，我们认为中药指数相比之下估值水平明显偏低。

图1 过去十年 SW 消费指数与 SW 中药指数市盈率变化情况（倍）



资料来源：Wind，HTI

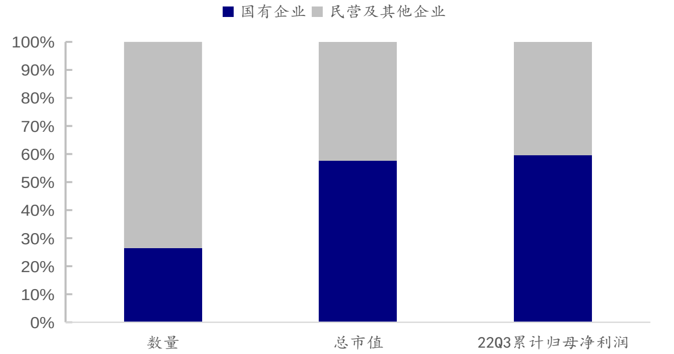
中药企业普遍采用相对估值法，国内中药上市公司市值前五名均为国有企业，排名前 20 名中有 12 家为中药国企。国有企业的利润在中药板块中占比超过 50%，占据了重要战略地位，但与中药民营企业相比 PE 水平明显偏低。近年来国企改革、股权激励等系列举措出台后，中药行业不断释放增长潜力，我们认为中药临床应用价值更加明确、内部机制理顺后成长路径更加清晰、品牌价值高，引入“中特估值”的估值体系后有望引领中药行业的估值走向更加合理的水平。

表 1 中药上市公司市值 TOP20

排序	证券代码	证券简称	总市值（亿元）[2023.03.17 收盘价]	是否国企
1	600436.SH	片仔癀	1716	是
2	000538.SZ	云南白药	971	是
3	600085.SH	同仁堂	698	是
4	000999.SZ	华润三九	569	是
5	600332.SH	白云山	515	是
6	002603.SZ	以岭药业	488	否
7	000423.SZ	东阿阿胶	296	是
8	600518.SH	ST 康美	290	否
9	600566.SH	济川药业	280	否
10	600329.SH	达仁堂	227	是
11	600535.SH	天士力	223	否
12	603858.SH	步长制药	220	否
13	600129.SH	太极集团	211	是
14	300026.SZ	红日药业	195	是
15	000623.SZ	吉林敖东	181	否
16	600771.SH	广誉远	178	是
17	002317.SZ	众生药业	171	否
18	600557.SH	康缘药业	171	否
19	600422.SH	昆药集团	161	是
20	600572.SH	康恩贝	153	是

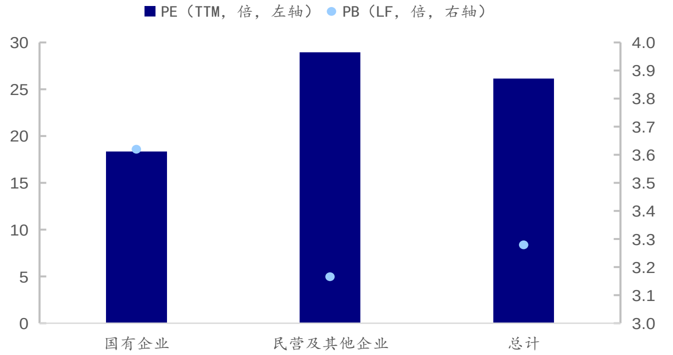
资料来源：Wind，HTI

图2 中药板块国企利润占比较高



资料来源：Wind，HTI

图3 中药国企 PE 估值显著偏低



资料来源：Wind，HTI

2. 行业走向规范化，置信度不断提升

2.1 中药注射剂监管力度加大，临床使用走向规范化

中药注射剂由于安全性问题曾在临床使用中造成严重不良后果。中国第一款中药注射剂柴胡注射液诞生于自上世纪 40 年代，此后中药注射剂的发展历经波折。根据时代财经百家号，2006年出现使用鱼腥草注射液致死事件，当年6月，国家药品不良反应监测中心共接到鱼腥草注射液不良反应报告 5488 例，严重药品不良反应 258 例，死亡 44 人，鱼腥草注射液当即停售。此后刺五加注射液、茵栀黄注射液、生脉注射液、红花注射剂、喜炎平注射液也都因为一系列使用安全问题引发过风波。

近年国家开始不断加强对于中药注射液的监管。2017 年 10 月，国家《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中要求严格药品注射剂审评审批，开展药品注射剂再评价，一些知名大品种的销量出现明显萎缩。据界面新闻百家号援引中康 CMH 的数据显示，在 2017 年-2020 年之间，参麦注射液的销售量由 4500 万盒下降至 2500 万盒；柴胡注射液的销售量由 183 万盒下降至 81 万盒；生脉注射液由 1200 万盒下降至 507 万盒；喜炎平注射液由 7000 万盒下降至 3300 万盒；注射用血栓通（冻干）由 1.32 亿盒下降至 6500 万盒。

使用规范化加速中药注射剂负面影响出清。根据界面新闻百家号，2017版医保目录开始对中药注射剂严格限制使用规范，26 个中药注射剂品种限二级以上医院使用，部分附加病症限制。2019 版医保目录中，继续针对中药注射剂做调整，剔除了部分品种，如生脉注射液、三七皂苷注射制剂、银杏叶注射制剂等，扩大受限品种至 33 个。2021 版医保目录中，受限品种继续增加。我们认为中药注射剂因为历史原因，在临床试验等注册审批环节存在不完善之处，导致产品安全性监管出现问题，由此对整个中药行业声誉以及产品可靠性造成负面影响。从 2017 年之后，针对中药注射剂审批、使用规范等系列严格政策的出台保证了中药产品使用的安全性，根据步长制药 2021 年年度报告，步长制药大单品丹红液在进入 2021 年医保目录后，二级及以上医院使用限制被解除。我们认为随着临床注册监管力度加大，在临床应用价值高的注射剂品类将逐步被取消相关限制。

2.2 “历史最严”临床试验数据审查促进中药审批流程更加规范

2023 年 2 月 10 日国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，对中药说明书修改进行了明确规定。其中规定中药说明书禁忌、不良反应、注意事项中任何一项在本规定施行之日起满 3 年后申请药品再注册时仍为“尚不明确”的，依法不予再注册。我们认为该规定对中药再注册提出更高要求，加速了行业的优胜劣汰。同时该管理规定对于中药注册分类、上市审批以及中药创新药上市等方面进行了更加详细规范的规定，将有效促进中药行业良性稳健发展。

3. 政策支持叠加企业改善，行业发展趋势明朗

3.1 自上而下：国家出台多项政策，支持中药传承创新

党的十八大以来，习近平总书记高度重视中医药工作，作出一系列重要指示批示，为新时代中医药发展指明了前进方向、提供了根本遵循。2019 年 10 月，国务院发布中医药传承创新顶层设计文件《关于促进中医药传承创新发展的意见》，为新时代中医药事业传承创新发展指明了方向。2021 年以来，中医药政策落地迎来爆发期，国家对中医药支持的政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段，具有较强的连贯性。我们认为，国家促进中医药领域发展的相关政策不断落地，中医药的重要性不断提升，在中西医并重的方针下，优质中药仍有广阔的发展空间。

表 2 近年中医药行业发展支持政策

发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
2019 年 10 月	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系，大力推动中药质量提升和产业高质量发展，加强中医药人才队伍建设，促进中医药传承与开放创新发展，改革完善中医药管理体制机制
2020 年 12 月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	结合药品监管工作实际，全面落实“四个最严”的要求，从深化改革、传承精华、坚守底线、创新发展四个方面，促进中医药创新发展。
2021 年 1 月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出 28 条举措，指出，要遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。
2021 年 6 月	国家卫生健康委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	综合医院是提供中医药服务的重要平台，是中医药传承创新的重要阵地，加强综合医院中医药工作对促进中西医协同发展具有重要意义。
2021 年 12 月	国家中医药管理局和国家医保局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	要求完善适合中医药特点的支付政策。
2022 年 3 月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	制定“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施。《规划》的发展目标明确，到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

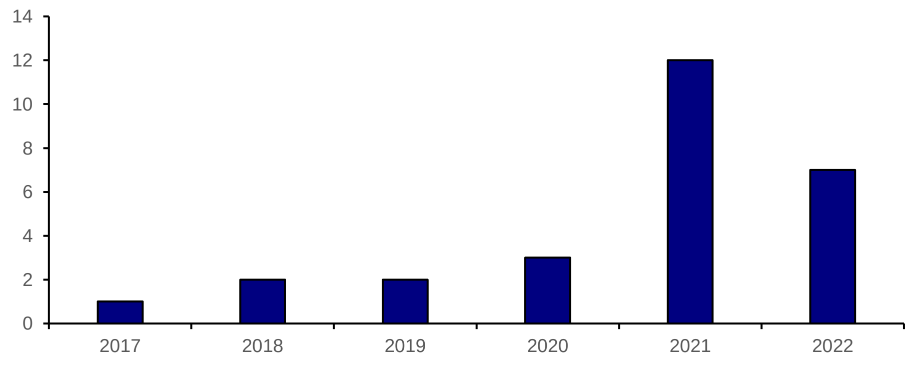
资料来源：中国政府网，国家医疗保障局网站，新华社，HTI

3.1.1 审评端：中药研发指导意见明确，创新产品不断涌现

“三结合”审评证据构建完善中药创新审批体系。2020年6月2日，习近平总书记在专家学者座谈会上强调要改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。2020年9月，国家药监局发布《中药注册分类及申报资料要求》，将中药注册分类化繁为简，并将中药创新药单列，拓宽了改良型新药范畴，鼓励中药二次开发。新注册分类充分体现了中药的研发规律及特色，淡化原注册分类管理中“有效成份”和“有效部位”含量要求，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性。2021 年 2月，国务院印发的《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》通过调整中药注册分类，开辟具有中医药特色的注册申报路径，构建“三结合”的审评证据体系等创新举措，在保持中药传统优势的基础上，进一步加大以临床价值为导向的中药创新研制力度，激发创新要素向传统中医药领域聚集，我们认为这为中药产业优化结构、转换动能注入新的活力。

审批制度改革初显成效，2021年中药新药获批创新高。近年来，国家药监局在中药创新药的注册分类及申报、审批流程等方面就已经给予了政策支持。包括对具有人用经验的中药复方制剂适当减免药效学试验；中药创新药处方来源于经典名方或国医大师、名老中医等具有丰富临床经验的中医临床专家经验方，且提取工艺仅为水提的，可简化工艺研究，豁免非临床有效性研究等。根据米内网数据显示，2021年国家药监局累计批准12款中药新药上市，数量创近5年新高，其中1.1类新药有 7 个，包括康缘药业的银翘清热片、一力制药的虎贞清风胶囊、方盛制药的玄七健骨片、凤凰制药的芪蛭益肾胶囊、天士力的坤心宁颗粒、以岭药业的苏夏解郁除烦胶囊、健民集团的七蕊胃舒胶囊。

图4 2017-2022年中药新药获批数量情况（个）



资料来源：赛柏蓝微信公众号援引米内网，HTI

2022年中药新药再有突破，经典名方实现破冰。2022年共有 7 款中药创新药获批，其中 5 款为 1 类创新药，分别是参葛补肾胶囊（1.1 类）、芪胶调经颗粒（1.1 类）、淫羊藿素软胶囊（1.2 类）、广金钱草总黄酮胶囊（1.2 类）、黄蜀葵花总黄酮口腔贴片（1.2 类）。此外，2022年中药经典名方有 2 个品种批准上市，分别为苓桂术甘颗粒与散寒化湿颗粒，其中苓桂术甘颗粒为首个按古代经典名方目录管理的中药复方制剂，实现中药3.1类新药“零的突破”。

表 3 2022 年获批中药创新药

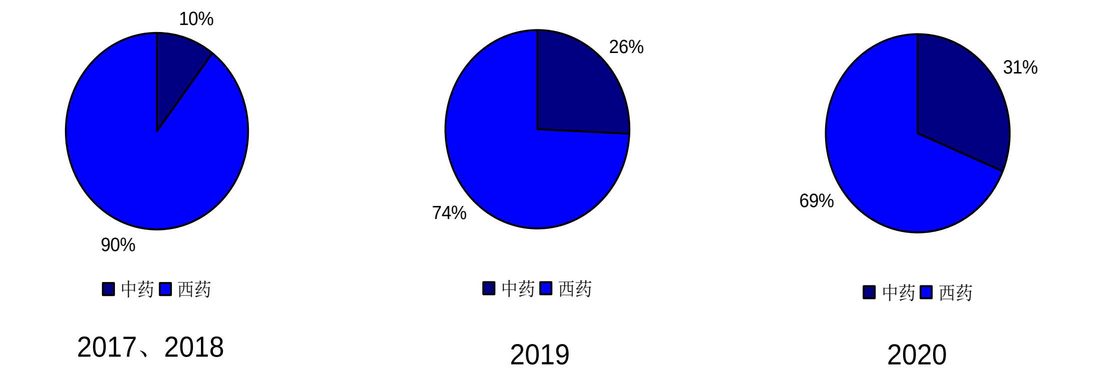
药品名称	企业名称	注册分类	批准文号	功能主治
参葛补肾胶囊（太子神悦胶囊）	华春药业	1.1	国药准字 Z20220008	用于治疗气阴不足、心脾两虚证的轻、中度抑郁症
芪胶调经颗粒	安邦制药	1.1	国药准字 Z20220007	益气补血、止血调经
淫羊藿素（阿可拉定）软胶囊	珅诺基	1.2	国药准字 Z20220002	适用于不适合或患者拒绝接受标准治疗、且既往未接受过全身系统性治疗的、不可切除的肝细胞癌
广金钱草总黄酮胶囊	光谷人福	1.2	国药准字 Z20220003	清热祛湿、利尿排石
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	康恩贝	1.2	国药准字 Z20220006	治疗口腔溃疡
苓桂术甘颗粒	康缘药业	3.1	国药准字 C20220002	温阳化饮，健脾利湿
散寒化湿颗粒	康缘药业	3.2	国药准字 C20220001	用于寒湿郁肺所致疫病

资料来源：赛柏蓝微信公众号援引米内网，药智网微信公众号，安邦之爱百家号，新京报百家号，中国非处方药物协会，HTI

3.1.2 支付端：中成药纳入医保比例攀升，集采降幅温和

中药医保入围与中标率逐年提升。2021 年 12 月 31 日，国家医保局、中医药管理局发布关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见，将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，提高中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，并指出中医医疗机构可暂不实行 DRG 付费，在医保终端覆盖范围、医疗服务、产品价格和支付方式上都给予了较大的支持。回顾 2017-2020 年，医保谈判药品中中药占比从 10%提升至 31%，中药纳入医保的比例逐年攀升，2021 年中药医保入围后的中标率（84%）高于西药入围后的中标率（53%）。

图5 2017-2020 年医保谈判药品类别分布格局



资料来源：医药魔方，华经产业研究院，华经情报网百家号，HTI

中成药集采降幅温和，独家品种普遍降幅更低。根据健康界数据显示，2018 年以来的国家七批药物集采历史数据显示，药品平均降幅在 48%-59%之间，而 2021 年以来湖北、广东、北京与山东实施省际中成药集采或联采，平均价格降幅在 23%-44%，中药集采价格平均降幅相对较低。独家品种普遍比非独家品种降幅更低，我们认为中药原材料价格会传导影响中药材农业脱贫，独家品种众多难以分组，适应症多难以划分，诸多因素使得中药集采未来不会对行业产生类似于化药、生物制剂类似的较大降幅震动。

表 4 2021 年以来中成药集采试点情况

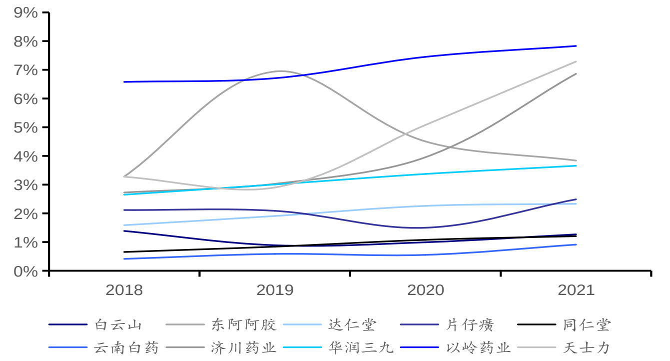
地区	中药集采试点情况汇总
湖北	2021 年下半年，按照国家医保局工作安排，湖北曾牵头 19 省份组成省际联盟开展中成药集中带量采购工作，开辟了药品集采新领域，有 157 家企业的 182 个产品参与竞价，采购规模近 100 亿元，最终 97 家企业、111 个产品中选，中选率达 62%，拟中选价格平均降幅 42.27%，最大降幅 82.63%。根据 19 省联盟年度需求量测算，预计每年可节约药品费用超过 26 亿元。
广东	2021 年 12 月底，广东等 6 省开展中成药集采，涉及 132 种中成药，包括了 32 个中药独家品种，共涉及企业产品品规 257 个，药价降幅达到 40%以上的 64 个。从最小制剂单位来看，有 122 个拟中选/备选品种价格不足 1 元，本次中成药集采中选品种平均降幅 32.5%，最高降幅 90.9%，独家产品拟中标平均降幅为 21.8%。
北京	2022 年 7 月，北京市医疗保障局日前发布《关于开展 2022 年北京市中成药带量采购有关工作的通知》，宣布启动本轮中成药带量采购，公布 84 个采购药品目录。本轮中成药带量采购药品主要分为两类：一类是包括银杏叶、双黄连等市场竞争较为充分的 64 个药品，以上 64 个药品被纳入带量联动药品范围；另一类是包括复方丹参等市场竞争相对不足的 20 个药品，以上 20 个药品则被纳入到带量谈判药品范围。平均降价幅度约为 23%左右，除银杏胶囊等竞争激烈品种，总体降价幅度相对温和，尤其是独家品种降价幅度小，例如连花清瘟颗粒 10 包规格中标价 23.3 元（降价 1%），15 包中标价 34.95 元（降价 1%）。
山东	2022 年 11 月，山东省第三批（中成药专项）集中带量采购 67 个药品划分为 15 个品种组竞争，全部产生拟中选结果，平均降价 44.31%，最高降幅 87.97%，本次中成药集中带量采购周期为 2 年。

资料来源：健康界，广东省药品交易中心，北京医保局，赛柏蓝，HTI

3.2 自上而下：国企混改引入市场化机制，加大激励调动员工积极性

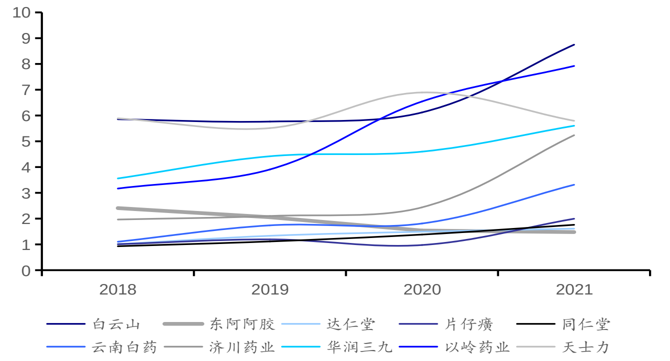
政策引领加强中医药人才培育，中药企业整体研发投入提升。2022 年 10 月，国家中医药管理局发布《“十四五”中医药人才发展规划》，要求完善人才培育体系，加强中医药高层次专业人才队伍建设，促进中药传承创新与人才供给。2022 年前三季度，中药企业研发投入合计 64.13 亿元，相较于 2021 年同期的 56.44 亿元增长了 13.63%，其中 52 家中药企业研发投入实现正增长，占比为 69.33%。2018 至 2021 年，大部分中药企业的研发投入呈增长态势。

图6 2018-2021 年部分中药企业研发费用（亿元）



资料来源：Wind，HTI

图7 2018-2021 年部分中药企业研发费用占营业收入比重



资料来源：Wind，HTI

中药国企混改加速落地，传统老店焕发新生机。2020 年 6 月 30 日，习近平总书记主持召开中央深改委第十四次会议，审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，方案提出要完善国资监管体制，深化混合所有制改革；健全市场化经营机制，提高国企核心竞争力。广誉远、太极集团、达仁堂实际控制人发生变更，部分中药国企实现股权变更梳理，落实混合所有制改革，董监高等管理层通过更加市场化制选举。 2023 年政府工作报告指出，要“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。2023 年 1 月，国资委将央企考核体系的经营指标由“两利四率”调整为“一利五率”，进一步加强对国企盈利能力和创现能力的考核。我们认为随着国企改革的不断深化，中药企业执行力提升，盈利能力有望得到改善。

表 5 中药部分国企混改及股权激励落地时间表

企业名称	混改时间及过程
云南白药	2018 年，国企混改落地，云南省国资委与新华都成为并列第一大股东； 2019 年 10 月，公布第一期员工持股计划； 2020 年 6 月，公布首批股权激励方案； 2021 年 3 月，公布员工持股计划。
太极集团	2020 年 10 月，发布增资协议，引入中国医药有限公司，国务院国资委为实际控制人; 2021 年 5 月，完成董监高换届。
达仁堂（原中新药业）	2021 年 3 月，公司股权变化，天津国资委不再为公司实控人，津沪深公司间接控股; 2022 年 5 月，正式更名为津药达仁堂。
广誉远	2021 年 6 月，晋创投资转为控股股东，实际控制人由郭家学变更为山西省国资委。
同仁堂	2021 年 6 月，同仁堂集团召开国企改革三年行动推进会，成立改革工作领导小组、制定了行动方案和任务清单，完善体制机制; 2021 年 12 月，新任董事长上任。
华润三九	2021 年 12 月，公布限制性股票激励计划。
江中药业	2021 年 6 月，公布限制性股票激励计划。

资料来源：云南白药股东权益变动公告，云南白药员工持股计划，太极集团增资协议公告，太极集团管理层变更公告，中新药业关于变更证券简称公告，广誉远实控人变更公告，同仁堂官网，中国北京同仁堂官微，华润三九限制性股票激励计划，江中药业限制性股票激励计划，HTI

陆续推出股权激励，未来业绩增长指引清晰。近年来多个中药企业陆续推出股权激励方案，给出未来几年更加清晰的业绩增长指引。其中，部分中药企业还会结合自身的发展情况和业务特点制定额外的激励考核指标，例如济川药业设置了 BD 引进产品的指标，康缘药业设置了非注射剂产品营业收入增长的指标。我们认为股权激励方案出台将有效激发上市公司团队的能动性，有利于公司朝着既定目标快速前行。

表 6 部分中药企业股权激励考核指标

企业名称	激励考核指标
华润三九	1.以 2020 年业绩为基数，2022-2024 每年归母扣非净利 CAGR 不低于 10%，且不低于同行业平均或对标企业 75 分位水平；
	2.2022-2024 年归母扣费净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；
	3.2022-2024 总资产周转率分别不低于 0.69/0.70/0.72。
江中药业	1.2022-2024 年投入资本回报率分别不低于 12.74%/12.75%/12.76%，且不低于对标企业 75 分为水平或同行业平均值；
	2.较 2020 年，2022-2024 年归母净利润 CAGR 不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；
	3.2022-2024 年研发投入强度分别不低于 2.96%/2.98%/3.00%。
羚锐制药	以 2020 年净利润为基数，2021 年-2023 年净利润增长率分别不低于 20%/44%/65.6%。
达仁堂	1.以 2018 年业绩为基数，2020-2022 年每股收益分别不低于 0.8/0.86/0.92 元且不低于同行业对标企业 75 分位水平；
	2.2020-2022 年净利润增长率分别不低于 9.7%/17.9%/27.1%，且不低于同行业对标企业 75 分位水平；
	3.2020-2022 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 92%。
奇正藏药	分别以 2020/2021 年营业收入为基数，2021/2022 年营业收入增长率低于 15%，当期限售股份不予解锁；大于等于 15%，解锁比例 100%。
仁和药业	2021/2022 年净利润较 2020 年增长分别不低于 10%/20%（包含）。
桂林三金	1. 2021 年主营业务收入不低于 173970 万元；
	2. 2022 年主营业务收入不低于 192495 万元；或前两个解锁期累计主营业务收入达到 366465 万元，视作两期全部完成；
	3. 2023 年主营收入不低于 212472 万元，或任意解锁期未完成，累计主营业务收入达到 578937 万元，视作全部完成；
济川药业	1.公司 2023 年度净利润不低于 22 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个；
	2.公司 2024 年度净利润不低于 25 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个。
康缘药业	1.（1）以公司 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 22%，或以公司 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 24%；（2）以公司 2021 年非注射剂产品营业收入为基数，2022 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%;
	2.（1）以公司 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%，或以公司 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 22%；（2）以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数，2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23%;
	3.（1）以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 18%，或以公司 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20%；（2）以公司 2023 年非注射剂产品营业收入为基数，2024 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。
新天药业	1.2021 年以 2020 年营业收入为 基数，2021 年营业收 入增长 27%;
	2.2022 年以 2020 年营业收入为 基数，2022 年营业收 入增长 61%；或以 2021 年营业收入为 基数，2022 年营业收 入增长 27%;
	3.2023 年以 2020 年营业收入为 基数，2023 年营业收 入增长 100%；或以 2022 年营业收入为 基数，2023 年营业收入增长 27%。

资料来源：华润三九、江中药业、羚锐药业、达仁堂、奇正藏药、仁和药业、桂林三金、济川药业、康缘药业、新天药业股票激励计划及草案，HTI

4. 中药品牌历史源远流长，品牌价值高

中药企业价值被明显低估，估值体系有待改善。目前大部分中药上市国企相对估值指标市盈率水平较低，但相关企业均具备较高的盈利水平，同时中药国企品牌价值巨大，拥有历史深厚积淀。品牌为公司经营持续注入增长动能，未来拥有较大增长潜力。例如同仁堂起源于 1669 年，至今已有近 350 余年历史。2021 年中医药品牌价值前 5 名企业中有 4 家企业均为中药国企，分别为广药集团、云南白药、华润三九与同仁堂。其中广药集团品牌价值高达 14.6 亿美元位居第一。同时部分中药企业拥有高品牌价值产品，如片仔癀与云南白药拥有国家绝密级保密配方。我们认为中药企业品牌影响力源远流长，具有较强的生命力与持续增长潜能，在估值体系中应将这部分企业的品牌价值予以体现。

图8 2021 年中医药药品牌力价值排行榜前 5 名

资料来源：广药白云山公司官方微信公众号，HTI

表 7 代表性中药国企市值及主营产品

成立时间	企业名称	总市值(亿元)[2023.03.17 收盘价]	主营产品
1956	片仔癀	1716.44	片仔癀系列及茵胆平肝胶囊、心舒宝片、增乳膏、安宫牛黄丸等
1971	云南白药	971.38	云南白药系列及普药、牙膏产品
1669	同仁堂	697.53	安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸等
1985	华润三九	569.48	999 感冒灵、三九胃泰、999 皮炎平（红）、澳诺钙、易善复等
1973	白云山	539.11	消渴丸、滋肾育胎丸、小柴胡颗粒等中药，枸橼酸西地那非片、头孢克肟系列、阿莫西林系列等西药
1952	东阿阿胶	296.47	阿胶系列（阿胶浆、阿胶糕、阿胶粉）、燕真卿真好燕窝
1914	达仁堂	279.60	速效救心丸、京万红软膏、舒脑欣滴丸、紫龙金片、清肺消炎丸、藿香正气软胶囊、通脉养心丸、胃肠安丸、清咽滴丸、海马补肾丸、安宫牛黄丸
1972	太极集团	211.06	藿香正气口服液、小金片、急支糖浆、复方板蓝根颗粒、通天口服液等中药，注射用头孢唑肟钠、洛芬待因缓释、盐酸吗啡缓释片等西药
1996	红日药业	195.27	血必净注射液、清肺散结丸、“全成分”中药配方颗粒等中药，盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液等西药
1541	广誉远	178.17	龟龄集、定坤丹大蜜丸、定坤丹水蜜丸、定坤丹口服液、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等
1951	昆药集团	160.57	参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等中药，草乌甲素软胶囊、玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊等西药

资料来源：Wind，各公司 2021 年年报，各公司官网，百度百科，HTI

5. 风险提示

改革推进不及预期，集采降价不及预期，中药材原材料持续涨价的风险。

APPENDIX 1

Summary

Chinese medicine has special characteristics in the pharmaceutical sector, which is in line with the national strategic direction. Chinese medicine is a pharmaceutical sector with Chinese characteristics, and Chinese medicine SOEs are even more representative. We believe that the current policy attaches great importance to the development of the Chinese medicine industry chain, and Chinese medicine SOEs, as an important force in the development of Chinese medicine, have significantly improved their profitability in recent years under the support of SOE reform and business and numerous supportive policies. However, the value of many of our current Chinese medicine companies, especially SOEs, is not fully reflected and the valuation system is in urgent need of reconstruction.

The Chinese medicine industry has obvious Chinese characteristics, the introduction of "Chinese special valuation" is expected to drive the industry to a reasonable valuation. 2023 March 3, the State-owned Assets Supervision and Administration Commission held a meeting to mobilize state-owned enterprises to carry out value creation action against world-class enterprises, the meeting proposed "value creation as the key grasp On November 21, 2022, Yi Huiman, Chairman of the SFC, proposed a "valuation system with Chinese characteristics" at the annual meeting of the Financial Street Forum in 2022. On November 21, 2022, at the annual meeting of Financial Street Forum, Yi Huiman, chairman of the SFC, proposed a "valuation system with Chinese characteristics", pointing out that it is necessary to "thoroughly study the applicable scenarios of valuation theories in mature markets, make innovations with Chinese characteristics, grasp the valuation logic of different types of listed companies, and promote the better functioning of market resource allocation. We believe that the Chinese medicine sector of the domestic pharmaceutical industry has obvious Chinese characteristics and cannot find a benchmark market in the international arena. In recent years, the Chinese medicine industry has been releasing growth potential after the introduction of a series of initiatives such as state-owned enterprise reform and equity incentive, and we believe that the Chinese medicine industry is expected to lead the valuation of the Chinese medicine industry to a more reasonable level after the introduction of the valuation system of "Chinese special valuation" with clearer clinical application value, clearer growth path after the rationalization of internal mechanism and high brand value. The valuation system is expected to lead the valuation of the Chinese medicine industry to a more reasonable level.

The industry is moving towards standardization, and the confidence level of the clinical application value of Chinese medicine is increasing. Chinese medicine has a history of thousands of years and has many classical prescriptions, which have significant effects in the treatment of many diseases. However, we believe that the negative impact of past events related to Chinese medicine injections and others have made the market question the long-term growth of the Chinese medicine industry. In recent years, some of the Chinese medicine injection varieties with good clinical efficacy, relatively single variety of ingredients and proven safe and effective have been gradually removed from the relevant restrictions, and the related negative impact has been gradually eliminated. In addition, in recent years, the State Drug Administration has increased its efforts to review the registration of TCM and strengthen the quality management of TCM. We believe that the Chinese medicine industry is going to be regulated, and the application value of the products will be verified gradually, and the confidence level is expected to increase gradually.

Policy support overlapped with enterprise improvement, industry development trend is clear, and growth is gradually highlighted. In recent years, the state has issued a number of policies to support the development of the Chinese medicine industry, giving support to innovative Chinese medicine at the review end, promoting the inclusion of Chinese medicine into medical insurance and into the national base drug catalog at the payment end, while the rate of reduction of Chinese medicine collection is also relatively mild. As for the enterprises themselves, Chinese medicine SOEs have actively promoted the implementation of SOE reform programs, some Chinese medicine SOEs have realized equity changes and implemented mixed ownership reforms, and the senior management of directors and supervisors have been elected through a more market-oriented system, while several Chinese medicine enterprises have released equity incentive plans to motivate their employees. We believe that the growth of TCM companies will be better after the mechanism is rationalized.

Chinese medicine brands have a long history, high brand value and long duration, and should be valued higher than ordinary consumer products. Chinese medicine SOEs have great brand value and a deep history. We believe that the brand influence of Chinese medicine enterprises has a long history and strong vitality and continuous growth potential, and the brand value of these enterprises should be reflected in the valuation system.

Risks: The reform promotion is not as expected, the price reduction of collection is not as expected, and the risk of continuous price increase of raw materials of Chinese herbal medicine.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孟科含，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Roger Chen，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Roger Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

香港华润(集团)有限公司上海代表处, 600085.CH, 国药集团容生制药有限公司, 600535.CH 及 600557.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

香港华润(集团)有限公司上海代表处, 600085.CH, 国药集团容生制药有限公司, 600535.CH and 600557.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

600557.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

600557.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 600085.CH 及 600535.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600085.CH and 600535.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

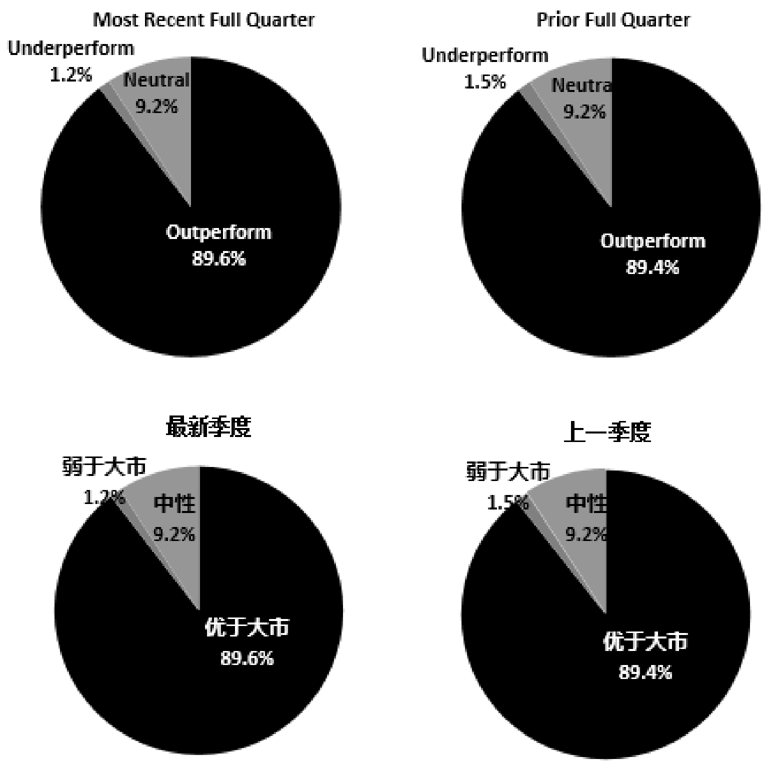
Outperform: The stock’s total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock’s total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock’s total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock’s listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

	Outperform	**Neutral** (hold)	**Underperform**
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性，准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称"本公司"）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造

成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（"SEC"）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（"FINRA"）的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章）（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5％。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真:+91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人： Prasanna Chandwaskar； 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.