

中国：制药

2015 年 08 月 27 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**23.8%**

 日期 **2015/08/26**

收盘价	RMB42.78
十二个月目标价	RMB53.00
前次目标价	RMB53.00
上海 A 股指数	3,066.6

信息更新：

- ▶ 由于毛利率高于预期，2015 年 2 季度每股收益人民币 0.26 元，较本中心估值高出 8%。
- ▶ 本中心 2015/16 年预估每股收益小幅上调 4%/3% 至人民币 1.07/1.43 元 (先前为人民币 1.03/1.39 元)。

本中心观点：

- ▶ Cyclophosphamide 今年于美国上市，2015 年上半年销售额人民币 2.27 亿元符合财测。
- ▶ 海外业务与 1.1 类新药有望带来强劲增长动能。

公司简介： 恒瑞医药开发各种药物及药物包装材料。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB77,536.1 百万元
六个月平均日成交量	RMB627.1 百万元
总股本股数 (百万股)	1,956.5
流通 A 股股数比例	38.7%
大股东：持股比例	连云港天宇投资有限公司, 0.2%
净负债比率	(47.0%)
每股净值 (2015F)	RMB5.09 元
市净率 (2015F)	8.40 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	6,203	7,452	9,281	11,478
营业利润 **	1,428	1,699	2,443	3,333
税后净利润 *	1,238	1,516	2,089	2,803
每股收益(元)	0.91	1.01	1.07	1.43
每股收益年增长率 (%)	4.5	10.6	6.0	34.2
每股股利(元)	0.09	0.00	0.10	0.13
市盈率 (倍)	47.0	42.5	40.1	29.9
股利收益率 (%)	0.2	0.0	0.2	0.3
净资产收益率 (%)	19.5	19.1	21.0	22.1

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
李 珮菁

+886 2 35187984

Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

姚 欣好

+886 2 3518 7966

lily.yao@yuanta.com

恒瑞医药 (600276 CH)

新产品带动下前景乐观

2015 年 2 季度每股收益人民币 0.26 元较本中心预估高 8%，重申买入评级：我们认为新产品与海外业务将为恒瑞带来强劲增长动能。公司预测新推出的 1.1 类新药 Imrecoxib 与 Apatinib 有望贡献 2015 年营收约 7%，且两者销售额均见快速增长。恒瑞今年申请将 Apatinib 纳入医保范围，并预期 Imrecoxib 将在 2015 年列入江苏省医保目录。Cyclophosphamide 于 2015 年 1 季度上市，恒瑞在美国与 Sandoz 合作营销该药。因此 2015 年上半年海外营收占比达 5.2%，且仍持续增长。国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 已于 2015 年上半年至恒瑞的生物药厂完成查厂，公司预期 PEG-GCSF 药品将在近期 (2015 年底前) 获得许可。

2015 年上半年营业利润人民币 12 亿元，同比增长 39.3%：恒瑞 2015 年上半年营收人民币 44 亿元 (同比增长率 25%，环比增长率 11.2%)，大致符合本中心预期。毛利率同比增长 2.4 个百分点至 82.7% 高于预期，主要受益于毛利率较高的新产品及海外销售带动。2015 年上半年营业费用占营收比重为 54.3%，与 2014 年上半年相当。我们将 2015/16 年每股收益估值由原先的人民币 1.03/1.39 元小幅上调至人民币 1.07/1.43 元。

恒瑞已将核心策略由开发学名药转至 1.1 类新药与外销，此举有望带动增长并拉高利润率。我们认为 Apatinib、Imrecoxib 及 Cyclophosphamide 将是公司未来两年的主要增长动能，PEG-GCSF 亦有望于 2015 年 4 季度取得许可后带来贡献，之后还将推出更多新产品，如 Fahmitinib 与 Repaglinide 等。公司已自 JPMD 取得 Irinotecan 在日本许可，不久即将上市。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

新产品及海外事业带动下前景乐观

2015年2季度财报符合预期，每股收益人民币0.26元，上半年税后净利润同比增长38.5%至人民币11亿元。

2015年2季度每股收益人民币0.26元，较本中心预估高出8%

恒瑞医药2015年2季度营收为人民币22亿元(同比增长22%)，上半年营业收入人民币44亿元(同比增长率25%、环比增长率11.2%)，大致符合本中心预期。海外事业营收达人民币2.27亿元，占总营收的5.2%，主要贡献来自于Cyclophosphamide在美国市场的销售。上半年毛利率同比增长2.4个百分点至82.7%，优于本中心预估，主要归功于毛利率较高的新产品及海外事业所带动。上半年每股收益为人民币0.54元，大致符合本中心预估的人民币0.52元。

股票估值与盈利预估调整

研究中心将2015/16年每股收益预估值小幅调升至人民币1.07/1.43元。目标价维持人民币53元不变，系依据现金流量折现估值(推算出目标价人民币55.4元；未来10年自由现金流量年复合增长率预估为10.8%、终期增长率5%、加权平均资金成本8.5%)与35倍2016年预估市盈率(或1.0倍2016年预估市盈率对增长比；推算出目标价人民币50.1元)，取平均计算而得。

海外事业贡献上半年营收的5.2%，营收占比持续提升

恒瑞医药与Sandoz合作，于2015年1季度在美国上市Cyclophosphamide。公司2015年上半年海外事业营收达人民币2.27亿元。Sandoz/恒瑞医药的产品是首个在美国销售的cyclophosphamide注射剂学名药，两家公司希望该产品能取得40%市占率。恒瑞预计2015年Cyclophosphamide注射剂的美国销售额将达人民币4亿元。公司预估在Cyclophosphamide及其他计划上市的药品支撑下，配方剂型产品外销营收将从2014年的人民币1,600万元增长至2015/16年的人民币5.5/8.4亿元，总营收占比有望达6-7%。

虽然Cyclophosphamide是恒瑞第四项获得美国FDA许可的产品，但先前三项产品均因营销策略不佳导致销售额偏低。该公司与销售伙伴合作成功后，目前也寻找其他营销合作伙伴，计划将Oxaliplatin重新上市。该产品先前已由恒瑞上市，但销售表现不佳，公司预计将与美国公司合作重新推出该药品。此外，恒瑞也向美国FDA申请Sevoflurane与Oxaliplatin注射剂药证，目前已进入审核阶段，预估将于2016年获得许可。

新药Cyclophosphamid在美国上市，带动海外销售额达人民币2.27亿元；Irinotecan于2015年上半年获得日本PMDA许可，不久后将上市。

图 1：恒瑞医药于美国上市的产品

药品名称	核准日期	适应症	情况
Irinotecan	2011	大肠癌	
Oxaliplatin 药片	2012	大肠癌末期	目前正与合作伙伴协商
Letrozole	2013	停经妇女初期乳癌	
Cyclophosphamide	2014	淋巴瘤、何杰金氏症、淋巴细胞性淋巴瘤、多发性骨髓瘤、急性白血病、蕈状肉芽肿、视网膜母细胞瘤	与 Sandoz 合作上市
Sevoflurane	审核中	吸入型麻醉剂	等待取得许可
Oxaliplatin 注射剂	审核中	末期大肠癌	等待取得许可

资料来源：公司资料、元大

恒瑞医药的 Irinotecan 已于 2015 年上半年获得日本药品和医疗器械综合管理局 (PMDA) 许可, 计划于不久后上市。公司两年前已向日本 PMDA 申请 Lelrozol 药片核准, 预计将于 2015 年下半年获得许可。

1.1 类新药带动中国营收增长

Apatinib 已于 2014 年 4 季度上市, 为中国市场营收的主要增长动能; PEG-GCSF 取得药证后预估将于 2015 年 4 季度上市。

Apatinib 于 2014 年 4 季度取得药证, 并已于 2015 年 1 季度上市。该药物获准用于治疗胃癌, 目前正在进行肝癌治疗的第三期临床试验。公司计划申请让 Apatinib 纳入医保范围, 并预估 Apatinib 在 2015 年可贡献人民币 2-3 亿元营收, 肝癌治疗的第三期临床试验可于明年底前完成。Imrecoxib 药片已于 2011 年获得核准, 但营收贡献仍低, 公司预估 Imrecoxib 药片今年可纳入江苏省医保目录。

PEG-GCSF 为用来刺激癌症病患体内白血球增生, 抵御感染的药物。CFDA 已于 2015 年上半年于恒瑞的生物制药厂(用来生产 PEG-GCSF 的药厂) 进行查厂, 预计 PEG-GCSF 可于 2015 年底前获得核准。

为了增加新药储备项目, 恒瑞与国际药厂合作, 于中国开发新药。

取得美国新药品在中国市场的销售权

恒瑞日前宣布将与 Tesaro 药厂合作, 取得 Rolapitant 在中国市场的药物开发与营销权。Rolapitant 为一强效 neurokinin-1 (NK-1) 抑制剂, 用于抑制化疗病患的呕吐反应, 目前正由美国 FDA 审查, 依据 PDUFA 提供的日标审定日, 预计将于 9 月 5 日获得美国销售许可。而在此授权案中, 恒瑞将负责中国市场的临床研究与营销。恒瑞与国际药厂合作的新策略应有利于其新药储备项目, 并提供长期增长动能。

图 2: 恒瑞医药 - 同业估值比较表

公司	代码	评级	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	市盈率 (倍)			每股收益增长率 (%)			营业毛利率 (%)		
					2014	2015 估	2016 估	2014	2015 估	2016 估	2014	2015 估	2016 估
江苏恒瑞	600276 CH	买入 (维持 评级)	RMB42.78	13,059.0	42.5	40.1	29.9	10.6	6.0	34.2	22.8	26.3	29.0
中国国内同业													
复星医药	600196 CH	未评级	20.38	7,147	22.2	18.7	15.8	29.6	18.4	18.7	9.8	13.3	13.5
上海医药	601607 CH	买入	16.72	6,548	17.4	14.8	12.3	16.6	17.7	20.4	3.7	4.0	4.3
国药股份	600511 CH	未评级	29.97	2,238	29.7	NA	NA	17.2	NA	NA	4.3	5.1	5.3
华东医药	000963 CH	未评级	68.99	4,671	39.6	26.6	20.8	31.8	49.2	27.5	6.9	7.0	7.8
海正药业	600267 CH	未评级	11.56	1,741	33.0	41.3	33.0	-2.8	-20.0	25.0	7.9	5.9	6.6
华海药业	600521 CH	未评级	22.32	2,736	65.6	40.3	30.2	-29.2	62.9	33.6	12.7	15.0	15.7
平均值					34.6	28.3	22.4	10.5	25.6	25.0	7.6	8.4	8.9
全球同业													
Pfizer	PFE US	未评级	31.34	193,285	21.8	15.2	13.4	-14.4	-8.9	14.0	26.7	36.9	36.4
Merck & Co.	MRK US	未评级	51.17	144,127	12.4	14.6	13.4	176.5	0.5	8.9	13.4	32.1	33.4
Actavis	ACT US	未评级	290.63	-	NA	16.3	16.6	-40.8	27.7	-1.8	-9.7	43.6	59.7
Teva	TEVA US	未评级	64.21	54,579	NA	12.2	11.9	140.3	NA	1.7	23.2	30.7	30.8
Mylan	MYL US	未评级	49.11	24,140	19.7	11.7	10.3	52.8	18.0	13.2	17.5	28.4	29.7
平均值					29.1	21.2	17.8	34.3	18.4	16.1	10.6	20.2	22.1

资料来源: 公司资料、元大、Bloomberg

注: 所有每股收益数字系以当地货币为单位

图 3：恒瑞医药 – 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	2,204	2,182	2,423	2,472	9,281	2,657	2,765	2,968	3,089	11,478
销货成本	(401)	(359)	(408)	(426)	(1,593)	(447)	(438)	(470)	(483)	(1,837)
营业毛利	1,803	1,823	2,015	2,046	7,687	2,210	2,328	2,498	2,606	9,642
营业费用	(1,158)	(1,227)	(1,421)	(1,438)	(5,244)	(1,413)	(1,497)	(1,692)	(1,707)	(6,309)
营业利润	645	596	594	608	2,443	797	831	806	899	3,333
业外利益	13	31	20	47	112	26	19	17	46	108
税前净利润	658	627	614	655	2,555	823	850	823	945	3,441
少数股东权益	(11)	(14)	(22)	(23)	(70)	(14)	(19)	(29)	(32)	(94)
所得税费用	(100)	(100)	(98)	(99)	(396)	(124)	(130)	(135)	(155)	(544)
归属母公司税后净利润	547	514	494	534	2,089	685	702	658	758	2,803
稀释每股收益 (人民币)	0.28	0.26	0.25	0.27	1.07	0.35	0.36	0.34	0.39	1.43
加权平均股数	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956	1,956
重要比率										
营业毛利率	81.8%	83.5%	83.2%	82.8%	82.8%	83.2%	84.2%	84.2%	84.4%	84.0%
营业利润率	29.3%	27.3%	24.5%	24.6%	26.3%	30.0%	30.1%	27.2%	29.1%	29.0%
税前净利润率	29.9%	28.7%	25.3%	26.5%	27.5%	31.0%	30.7%	27.7%	30.6%	30.0%
有效所得税率	15.2%	15.9%	16.0%	15.0%	15.5%	15.1%	15.3%	16.5%	16.4%	15.8%
季增率(%)										
营业收入	12.3%	(1.0%)	11.0%	2.0%	24.5%	7.5%	4.1%	7.3%	4.1%	23.7%
营业利润	65.4%	(7.6%)	(0.3%)	2.4%	43.8%	31.0%	4.3%	(3.0%)	11.5%	36.4%
税后净利润	37.3%	(6.1%)	(3.9%)	8.1%	37.8%	28.3%	2.5%	(6.2%)	15.1%	34.2%
稀释每股收益	5.60%	(6.12%)	(3.90%)	8.09%	6.02%	28.27%	2.49%	(6.18%)	15.14%	34.18%

资料来源：公司资料、元大预估

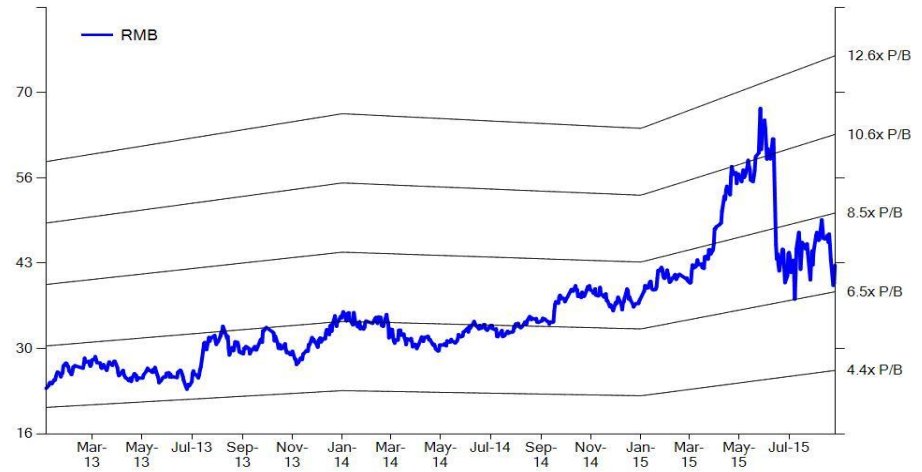
注：标“A”为元大汇整之历史资料

图 4：恒瑞医药 – 12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 5：恒瑞医药 - 12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	1,329	2,169	3,449	4,875	7,102
存货	338	430	551	671	668
应收帐款及票据	2,282	2,421	2,840	3,197	3,352
其他流动资产	564	392	360	476	482
流动资产	4,514	5,412	7,200	9,218	11,605
长期投资	1	1	0	0	0
固定资产	1,179	1,302	1,366	1,588	1,988
什项资产	198	505	521	535	549
其他资产	1,379	1,808	1,887	2,123	2,537
资产总额	5,893	7,220	9,087	11,342	14,142
应付帐款及票据	220	290	419	554	636
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	220	264	295	336	345
流动负债	440	554	715	890	981
长期借款	10	10	10	10	10
其他负债及准备	0	0	72	84	86
长期负债	10	10	82	94	96
负债总额	450	564	797	984	1,077
股本	1,237	1,360	1,505	1,956	1,956
资本公积	328	332	508	398	398
保留盈余	3,651	4,667	5,924	7,606	10,315
换算调整数	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)
归属母公司之权益	5,214	6,357	7,934	9,959	12,667
少数股权	228	299	355	399	399
股东权益总额	5,442	6,656	8,290	10,358	13,065

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	1,151	1,292	1,573	2,158	2,897
折旧及摊提	132	171	213	0	0
本期营运资金变动	(392)	56	(348)	(417)	(68)
其他营业资产	67	(154)	136	77	(33)
营运活动之现金流量	958	1,365	1,574	1,819	2,796
资本支出	(467)	(453)	(299)	(281)	(400)
本期长期投资变动	0	0	(1)	0	0
其他资产变动	0	1	2	(150)	0
投资活动之现金流量	(467)	(452)	(298)	(431)	(400)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(111)	(73)	4	(113)	(169)
融资活动之现金流量	(111)	(73)	4	(113)	(169)
本期产生现金流量	380	840	1,280	1,276	2,228
自由现金流量	491	912	1,276	1,388	2,396

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	5,435	6,203	7,452	9,281	11,478
销货成本	(965)	(1,264)	(1,446)	(1,593)	(1,837)
营业毛利	4,470	4,939	6,006	7,687	9,642
营业费用	(3,232)	(3,510)	(4,308)	(5,244)	(6,309)
营业利润	1,238	1,428	1,699	2,443	3,333
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	16	25	81	109	98
利息收入净额	16	25	81	109	98
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	92	25	20	2	10
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,346	1,479	1,800	2,555	3,441
所得税费用	(195)	(186)	(227)	(396)	(544)
少数股权净利	(74)	(54)	(57)	(70)	(94)
归属母公司之净利	1,077	1,238	1,516	2,089	2,803
税前息前折旧摊销前净利	1,370	1,599	1,912	2,443	3,333
每股收益 (RMB)	0.87	0.91	1.01	1.07	1.43
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.87	0.91	1.01	1.07	1.433

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	19.4	14.1	20.1	24.5	23.7
营业利润	20.4	15.4	18.9	43.8	36.4
税前息前折旧摊销前净	21.7	16.7	19.6	27.8	36.4
税后净利润	22.9	14.9	22.4	37.8	34.2
每股收益	11.73	4.47	10.63	6.02	34.18
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	82.2	79.6	80.6	82.8	84.0
营业利润率	22.8	23.0	22.8	26.3	29.0
税前息前 折旧摊销前净利率	25.2	25.8	25.7	26.3	29.0
税后净利率	19.8	20.0	20.3	22.5	24.4
资产报酬率	21.5	19.7	19.3	21.1	22.7
净资产收益率	20.7	19.5	19.1	21.0	22.1
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
净现金(负债)权益比(%)	24.4	32.6	41.6	45.6	53.2
利息保障倍数 (倍)	(80.7)	(58.0)	(21.3)	(22.4)	(34.1)
利息及短期债	(80.7)	(58.0)	(21.3)	(22.4)	(34.1)
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(58.2)	(54.5)	(19.5)	(16.6)	(28.5)
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	(58.2)	(54.5)	(19.5)	(16.6)	(28.5)
流动比率 (倍)	10.3	9.8	10.1	10.4	11.8
速动比率 (倍)	9.5	9.0	9.3	9.6	11.1
净负债 (RMB 百万元)	(1,319)	(2,159)	(3,439)	(4,865)	(7,092)
每股净值 (RMB)	4.22	4.67	5.27	5.09	6.47
评价指标 (倍)					
市盈率	49.1	47.0	42.5	40.1	29.9
股价自由现金流量比	107.7	63.8	50.5	60.3	34.9
市净率	10.1	9.2	8.1	8.4	6.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	38.6	36.4	33.7	34.3	25.1
股价营收比	9.7	9.4	8.6	9.0	7.3

资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

恒瑞医药 (600276 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/01/21	40.77	50.00	50.00	买入	李珮菁
2	2015/05/07	57.63	68.00	68.00	买入	李珮菁
3	2015/06/25	42.53	53.00	53.00	买入	李珮菁

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计:	417	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼