

审慎增持 (维持)

09969.HK 诺诚健华-B

港股通 (沪/深)

目标价: 18.97 港元

现价: 12.18 港元

近期进展更新及未来重要看点梳理

2022年08月15日

预期升幅: 55.75%

市场数据

日期	2022.08.15
收盘价(港元)	12.18
总股本(百万股)	1,500
流通股本(百万股)	1,500
总市值(亿港元)	182.66
流通市值(亿港元)	182.66
净资产(亿元)	56.59
总资产(亿元)	73.98
每股净资产(元)	3.74

数据来源: Wind

相关报告

《奥布替尼首年销售交出满意答卷, SLE上取得初步亮丽数据》20220324
《奥布替尼顺利进入国家医保目录, 未来多方面催化剂强劲》20211205
《biopharma 雏形已现, 国际化进展喜人》20210828
《引进CD19单抗 Tafasitamab, 积极进军DLBCL等大适应症》20210817
《奥布替尼重磅授权老牌MS药企 Biogen, 全球销售空间大幅提升》20210713
《奥布替尼多项注册临床同步推进, 资本人才产能多重突破》20210329
《奥布替尼两项淋巴瘤适应症获批, 纳入港股通期待估值修复》20201228
《奥布替尼治疗MS临床获批, 产品空间大幅扩容》20201103

海外医药研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

主要财务指标

会计年度	2021年实际	2022年预测	2023年预测	2024年预测
营业收入(百万元)	1,043.03	553.70	1,092.87	1,753.62
增长率(%)	76368.70%	-46.91%	97.37%	60.46%
净利润(百万元)	-66.68	-655.22	-450.11	-267.00
每股盈利(元)	-0.05	-0.44	-0.30	-0.18

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **科创板 IPO 申请已获得证监会批准:** 科创板二次上市能进一步补充公司的研发和运营资金的同时, 也有望进一步丰富公司的投资人结构以及提升公司股票的流动性。
- **预计奥布替尼 2022 年上半年销售额达到 2021 全年水平, 看好国内中长期市场领先地位:** 根据公司最新的科创板注册稿, 上半年营业收入预计为 2.36~2.89 亿元人民币。我们预计其中绝大部分来自于奥布替尼的销售额, 达到或超过去年全年水平。
- **除了奥布替尼的商业化情况, 我们认为公司未来还有 5 大重要看点。**
- **未来重要看点 1:** SLE 有望成为奥布替尼首个进入注册性临床阶段的自免适应症, 全球范围内奥布替尼治疗 SLE 有望成为同类首创。
- **未来重要看点 2:** Tafasitamab (CD19) 已在博鳌开出首方, 国内有望成为淋巴瘤重磅用药。
- **未来重要看点 3:** 国际化, 奥布替尼治疗 MS 的全球 2 期 MRCT 进行中, 具备同类最佳潜力。
- **未来重要看点 4:** 国际化, 美国奥布替尼治疗 MCL 的 2 期临床有望今年完成入组, 淋巴瘤部分权益对外授权可期。
- **未来重要看点 5:** 在手现金充沛, 能支持公司在合适时机进行 BD 合作。
- 详见正文。

风险提示: 奥布替尼研发进度和销售低于预期, 国际化进展不及预期, 其他品种研发进度不及预期。

报告正文**● 科创板 IPO 申请已获得证监会批准**

近期，证监会已同意公司科创板 IPO 的申请，该批复自同意注册之日（7 月 15 日）起 12 个月有效。科创板二次上市能进一步补充公司的研发和运营资金的同时，也有望进一步丰富公司的投资人结构以及提升公司股票的流动性。

● 预计奥布替尼 2022 年上半年销售额达到 2021 全年水平，看好国内中长期市场领先地位

根据公司最新的科创板注册稿，上半年营业收入预计为 2.36~2.89 亿元人民币。我们预计其中绝大部分来自于奥布替尼的销售额，达到或超过去年全年水平（2.14 亿元人民币）。

近日，奥布替尼治疗复发难治性边缘区淋巴瘤（r/r MZL）的适应症申请获得 CDE 受理，有望成为国内首个治疗 r/r MZL 的 BTK 抑制剂。根据流行病学统计，在中国，MZL 约占非霍奇金淋巴瘤的 8%，仅次于弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）和滤泡性淋巴瘤（FL），并且在 BTK 抑制剂目前获批的淋巴瘤适应症中（CLL/SLL、MCL、MZL、WM）发病率位于第一。

根据 Insight 数据库统计，目前国内三款已获批的 BTK 抑制剂在淋巴瘤的适应症上布局基本一致，仅有进度上的差异。但在自免适应症上，奥布替尼具有明显领先优势，适应症布局多达 6 项（多发性硬化、系统性红斑狼疮、免疫性血小板减少症、血小板减少性紫癜、视神经脊髓炎、类风湿），而泽布替尼仅有 2 项、伊布替尼仅有 1 项。

图 1、国内已上市 BTK 抑制剂适应症布局情况（从左到右：奥布替尼、泽布替尼、伊布替尼）

慢性淋巴细胞白血病	NDA Approval	NDA Approval	NDA Approval
套细胞淋巴瘤	NDA Approval	NDA Approval	NDA Approval
小淋巴细胞淋巴瘤	NDA Approval	NDA Approval	NDA Approval
边缘区淋巴瘤	NDA	Ph II	Ph III
华氏巨球蛋白血症	NDA	NDA Approval	NDA Approval
弥漫性大B细胞淋巴瘤	Ph III	Ph III	Ph III
多发性硬化	Ph II	-	-
非霍奇金淋巴瘤	Ph II	-	Ph III
滤泡性淋巴瘤	Ph II	Ph II	Ph III
免疫性血小板减少症	Ph II	Ph II	-
血小板减少性紫癜	Ph II	-	-
中枢神经系统淋巴瘤	Ph II	Ph II	Ph II
系统性红斑狼疮	Ph I/II	-	-
视神经脊髓炎	Ph Unknown	-	-
类风湿关节炎	IND Approval	-	-
狼疮性肾炎	-	Ph II	-
嗜血细胞性淋巴瘤组织细胞增多症	-	Ph III	-
移植后抗宿主病	-	-	Ph III
纵隔大B细胞淋巴瘤	-	Ph II	-

资料来源：Insight 数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

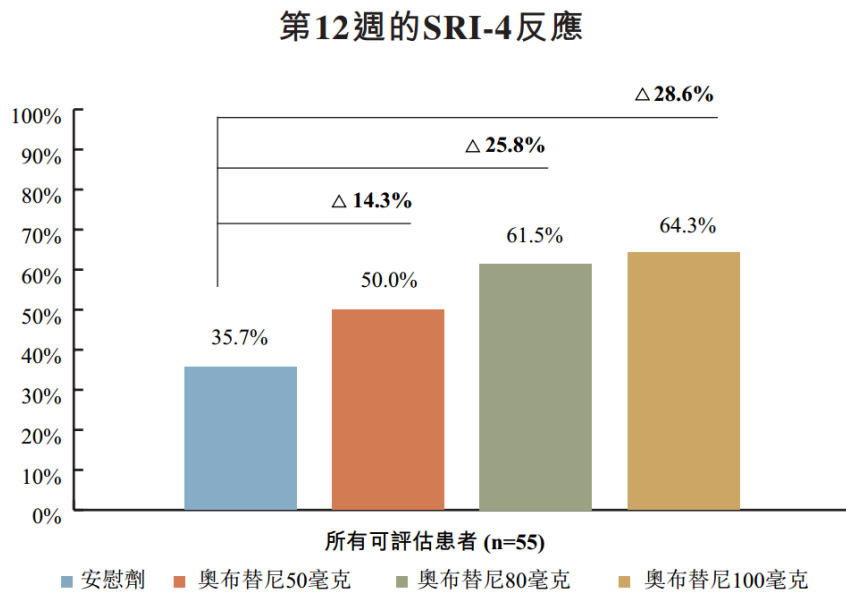
- **未来重要看点 1：SLE 有望成为奥布替尼首个进入注册性临床阶段的自免适应症，全球范围内奥布替尼治疗 SLE 有望成为同类首创**

1b/2a 期临床结果显示在 12 周的 SRI-4 上，对照组和三个剂量组分别为 35.7%/50.0%/61.5%/64.3%，展现了不错的剂量效应关系。该数据已被今年 6 月的 EULAR（欧洲风湿病学大会）纳入重磅研究（总共仅 6 篇）。我们预计奥布替尼治疗 SLE 有望在 2022 年内进入到注册性临床阶段。

结合上述奥布替尼在自免领域的适应症开发布局情况，若多个自免适应症能陆续推进注册临床及商业化阶段，奥布替尼的销售潜力有望大大提升。

目前全球范围内，还有 3 款 BTKi 治疗 SLE 处于 2 期临床阶段。目前未看到罗氏进一步的开发计划，默克由于 2 期折戟已终止进一步开发。艾伯维则联用 JAK1 抑制剂，2 期数据有望在 2022 年内读出。基于初步的疗效数据和全球良好竞争格局，奥布替尼治疗 SLE 有望成为同类首创。

图 2、奥布替尼治疗 SLE 的 1b/2a 期临床数据



资料来源：年报公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、全球范围内 BTKi 治疗 SLE 的临床疗效情况

药物	公司	进度	样本量	入组基线	SRI-4	数据公布时间	试验编号	后续进展预期
Fenebrutinib +SoC vs 安慰剂 +SoC	Roche	II 期	259	SLEDAI \geq 8	48 周 52% (200mgBID) 51% (150mgQD) 44% (对照组)	2021.5.27	NCT02908100	管线内无 SLE 进度，推测项目已终止
Evobrutinib +SoC vs 安慰剂+SoC	Merck	II 期	469	SLEDAI \geq 6	52 周 52% (75mgQD) 48% (50mgBID) 56% (25mgQD) 46% (对照组)	2020.11.7	NCT02975336	管线内无 SLE 进度，推测项目已终止
Elsubrutinib+ Upadacitinib +SoC vs 安慰剂 +SoC	Abbvie	II 期	325	SLEDAI \geq 6			NCT03978520	2022 年内数据读出
Orelabrutinib + SoC vs 安慰剂 +SoC	诺诚健华	II 期	60	SLEDAI \geq 5	12 周 64% (100mgQD) 62% (80mgQD) 50% (50mgQD) 36% (对照组)	2022.3.22	NCT04305197	2022 年内进入下一阶段

资料来源：Clinicaltrials，相关公司官网，wiley，兴业证券经济与金融研究院整理

- **未来重要看点 2: Tafasitamab (CD19) 已在博鳌开出首方, 国内有望成为淋巴瘤重磅用药**

7月, Tafasitamab 联合来那度胺治疗复发/难治 DLBCL 在博鳌乐城开出首个处方。另一方面, 公司预计陆续在年内递交中国澳门、中国香港以及大湾区的上市申请, 有望在 2023 年在大湾区实现销售。与此同时, 公司积极推进注册性桥接试验, 我们预计 Tafasitamab 有望在 2024 年获得 CDE 批准在大陆上市。考虑 Tafasitamab 的突出疗效数据、广阔的 DLBCL 患者群体 (占 NHL 的 45.8%) 以及更多的适应症拓展潜力 (海外, 一线 DLBCL、r/r FL、r/r MZL 等均处于注册性临床阶段), 该品种有望在国内成为淋巴瘤重磅治疗药物。

注: 根据 Incyte 指引, 仅美国地区, r/r DLBCL 单适应症的销售峰值在 5-7.5 亿美金。

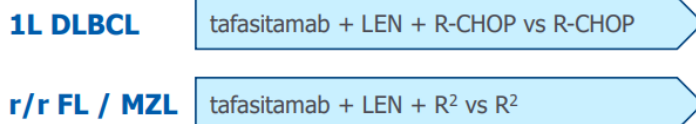
图 3、r/r DLBCL 的疗效数据比较 (非头对头)

公司名称	适应症	药品名称	研发阶段	ORR (%)	CR (%)	mDOR (m)	mPFS (m)	mOS (m)
Incyte/ 诺诚健华	CD19	Tafasitamab + Lenalidomide	已获批上市 (中国境外)	57.5	40	43.9	11.6	33.5
ADC Therapeutics	CD19 ADC	Loncastuximab tesirine	II	59	41	4.8	5.5	11.6
罗氏	CD79b ADC	Polatuzumab vedotin + BR vs BR	II	45 vs 18	40 vs 18	12.6 vs 7.7	9.5 vs 3.7	12.4 vs 4.7
安进/ 百济神州	CD19/CD3	Blinatumomab	II	43	19	11.6	3.7	5.0
再生元制药 /再鼎医药	CD20/CD3	Mosunetuzumab	Ib	35	19	N/A	N/A	N/A
罗氏	CD20/CD3	Glofitamab	Ib	38	31	N/A	N/A	N/A
其他	BCL2	Venetoclax	I	18	12	N/A	1.0	8.0

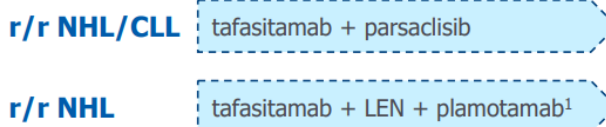
资料来源: 公司推介 ppt, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、Tafasitamab 海外联合用药开发方案情况

Key Pivotal programs



Key Proof-of-concept programs



资料来源: Incyte 推介 ppt, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **未来重要看点 3: 国际化, 奥布替尼治疗 MS 的全球 2 期 MRCT 进行中, 具备同类最佳潜力**

目前, 奥布替尼治疗复发缓解型多发性硬化患者 (RRMS) 的全球 2 期 MRCT 进行中, 预计招募 160 人, 有望在 2023 年内完成。若顺利完成概念验证, 有望在 2023 年内进入 3 期临床阶段。

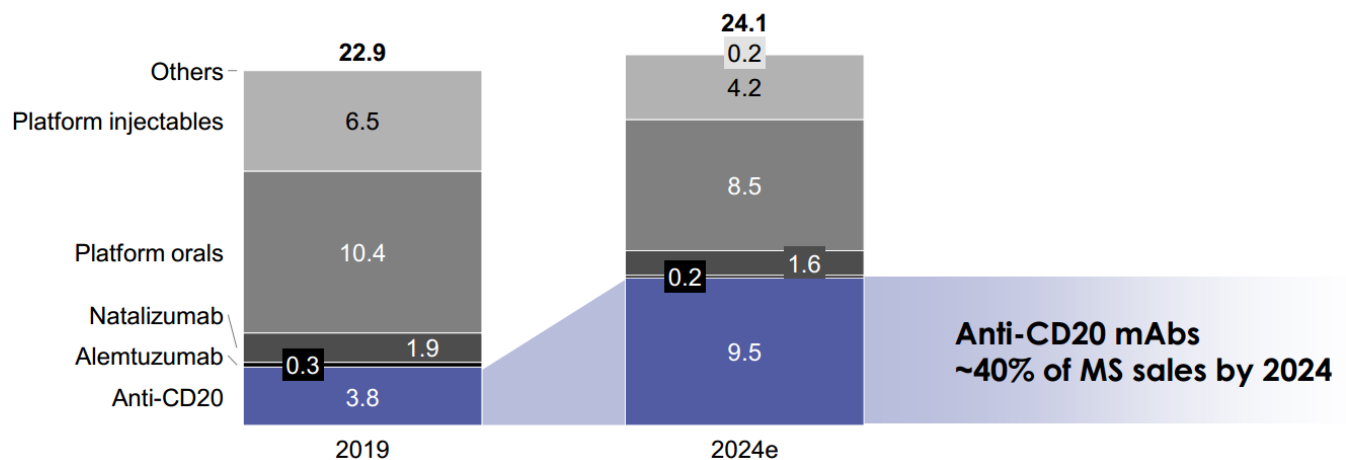
图 5、奥布替尼治疗 RRMS 的全球 2 期 MRCT 试验设计

Study Type ⓘ	Interventional (Clinical Trial)
Estimated Enrollment ⓘ	160 participants
Allocation:	Randomized
Intervention Model:	Parallel Assignment
Masking:	Quadruple (Participant, Care Provider, Investigator, Outcomes Assessor)
Primary Purpose:	Treatment
Official Title:	A Randomized, Double-Blind, Placebo-Controlled Phase 2 Study of Orelabrutinib in Patients With Relapsing-Remitting Multiple Sclerosis to Evaluate Efficacy, Safety, Tolerability, Pharmacokinetics, and Biological Activity
Actual Study Start Date ⓘ	March 1, 2021
Estimated Primary Completion Date ⓘ	July 1, 2023
Estimated Study Completion Date ⓘ	March 1, 2024

资料来源: Clinicaltrials, 兴业证券经济与金融研究院整理

尽管 MS 全球市场广阔, 获批药物不少, 但仍然存在较大的未满足临床需求; BTK 抑制剂有望通过填补需求抢夺存量和带来增量市场。根据 Sanofi 统计, 2019 年全球 MS 药物市场规模接近 230 亿美金, 预计 2024 年超过 240 亿美金。其中 CD20 单抗有望占据 4 成市场份额。尽管 MS 治疗药物获批的不少, 但仍然存在较大的未满足临床需求, 主要包括 (1) 良好的安全性 (2) 低治疗负担 (3) 更显著的复发率降低水平 (4) 复发型 MS (RMS) 中, 减缓残疾的发生 (5) 进展性疾病中的疗效不足。

图 6、2024 年 MS 治疗药物全球市场情况



资料来源: Sanofi, 兴业证券经济与金融研究院整理

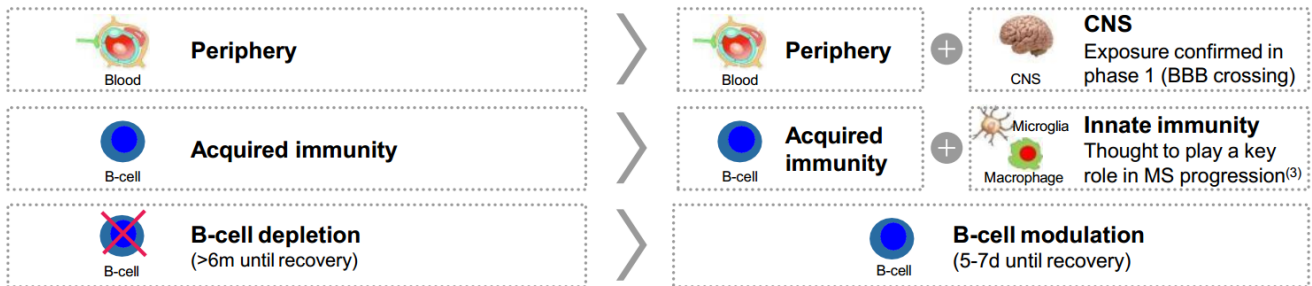
图 7、MS 治疗存在的未满足临床需求

Treatment dimensions (unmet need)	Time of launch						
	'90s	Platform injectables	Platform orals	Natalizumab	Alemtuzumab	Anti-CD20	BTKi ('168) target profile
Safety		✓	✓			⊖	✓
Low treatment burden			✓		⊖		✓
RR reduction vs. platform therapies				✓	✓	✓	✓
Slowing disability in RMS				⊖	⊖	⊖	✓
Efficacy in progressive disease						⊖	✓

资料来源：Sanofi，兴业证券经济与金融研究院整理

目前来看，CD20 单抗是已获批药物类型中最具市场潜力的一类药物，但 BTK 抑制剂有望通过双重机制（外周+中枢神经，获得性免疫+固有免疫）达到更佳的疗效，同时得益于 B 细胞调节而非耗竭作用而拥有更好的安全性。

图 8、BTK 抑制剂（Tolebrutinib）治疗 MS 相较于 CD20 单抗的优势



资料来源：Sanofi，兴业证券经济与金融研究院整理

全球已有四款 BTK 抑制剂进入 3 期临床阶段，但奥布替尼有望凭借良好的血脑屏障穿透能力成为同类最佳。公司已在 CNSL 患者中观察到奥布替尼具有良好的穿透血脑屏障的能力。奥布替尼在 150 毫克的剂量下给药 2 小时后 CSF 药物浓度达到 20.1ng/mL，远高于 Tolebrutinib 在 1 期临床试验中最高剂量 120 毫克下所报道的 CSF 药物浓度 1.87ng/mL（非头对头）。

表 2、BTK 抑制剂治疗 MS 的全球进度

公司	产品	进度	NDA 时间 (预计)
Sanofi	Tolebrutinib	3 期临床	2024
德国默克	Evobrutinib	3 期临床	2024
罗氏	Fenebrutinib	3 期临床	2025+
诺华	Remibrutinib	3 期临床	2025
Biogen/诺诚健华	奥布替尼	2 期临床	

资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、奥布替尼与 Tolebrutinib (SAR442168) 的比较

产品名称	酶活性 IC ₅₀ (nM)	剂量	CSF, 2h (ng/mL)	C _{max} (ng/mL)	AUC (hr*ng/mL)
奥布替尼	1.6	150mg	20.1	1,279 ⁽¹⁾	~7,000 ⁽¹⁾
Evobrutinib ¹	8.9	75mg	-	252	345
SAR442168 ²	-	120mg	1.87	21.6 ⁽²⁾	56.6 ⁽²⁾

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

- **未来重要看点 4：国际化，美国奥布替尼治疗 MCL 的 2 期临床有望今年完成入组，淋巴瘤部分权益对外授权可期**

公司预计今年完成在美国的 MCL 2 期临床患者入组工作。2021 年 6 月，奥布替尼治疗 r/r MCL 获得 FDA 的 BTD 认定（突破性疗法）。BTB 有望加速产品的上市进程，我们预计 2024 年奥布替尼治疗 MCL 的适应症有望在美国获得批准上市。在此之前，我们认为公司有希望寻求奥布替尼淋巴瘤领域的合作伙伴，以进一步扩大奥布替尼海外商业化潜力。

- **未来重要看点 5：在手现金充沛，能支持公司在合适时机进行 BD 合作**

截至 2021 年 12 月 31 日，公司流动资产合计约 64 亿元人民币，其中货币资金约 60 亿人民币。公司在手现金相对充沛，有望在合适的时候展开 BD 合作，例如对内引进临近商业化阶段的品种。

- **公司产品管线更新**

8 月，奥布替尼：r/r MZL 的 sNDA 获受理。ICP-488 (Tyk2 JH2)：首例受试者给药。

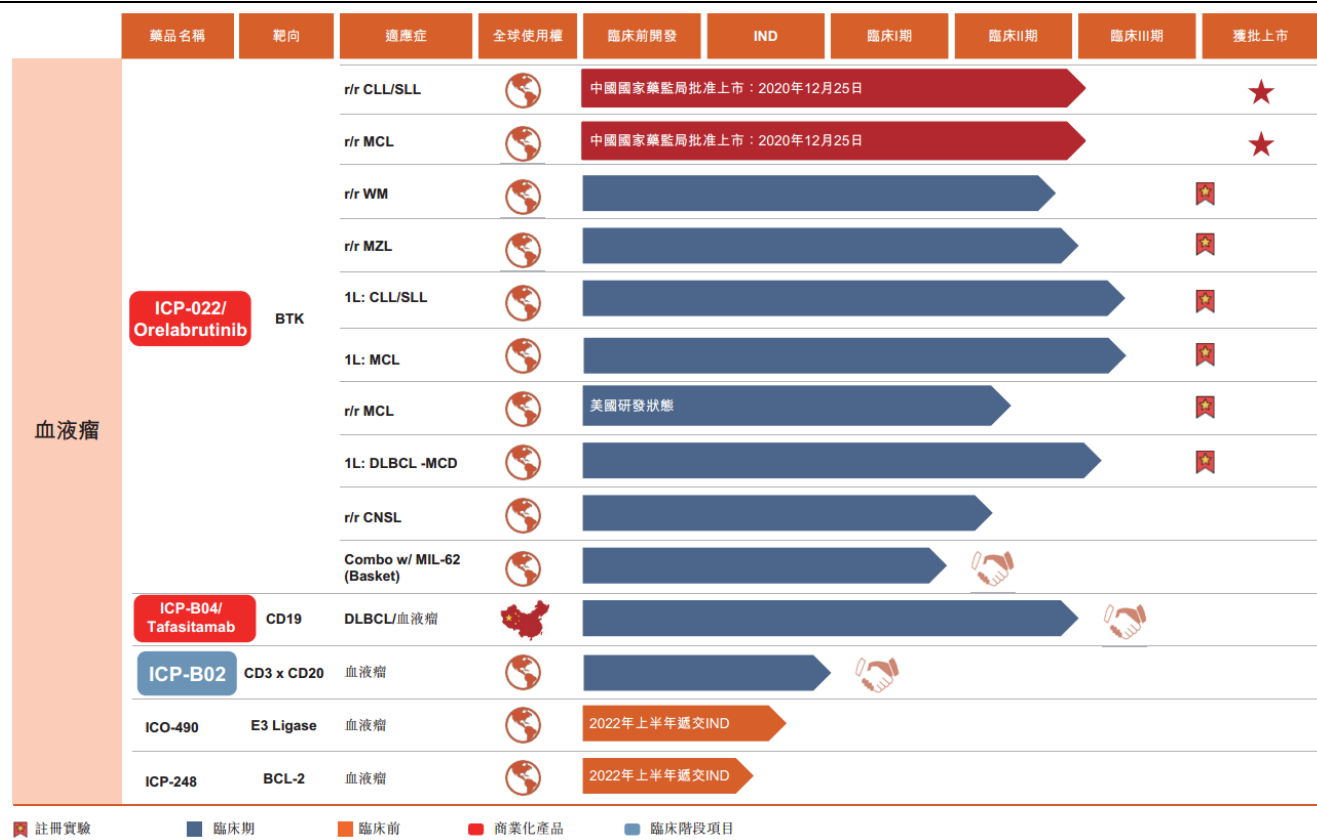
7 月，ICP-248 (Bcl-2)：IND 申请获受理。ICP-490 (E3 ligase)：获批临床（淋巴瘤）。

6月, ICP-189 (SHP2): 首例患者给药。ICP-B05 (CCR8): IND 申请获受理。

5月, Tafasitamab (CD19): 2期临床申请获批。

3月, ICP-033 (RTK): 首例患者给药。

图 10、公司在研管线 (血液瘤, 截至 2022 年 3 月)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司在研管线（实体瘤和自免，截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示：** 奥布替尼研发进度和销售低于预期，国际化进展不及预期，其他品种研发进度不及预期。

附表

损益表				
单位：人民币百万元				
会计年度	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
营业收入	1,043	554	1,093	1,754
营业成本	-66	-72	-109	-175
毛利润	977	482	984	1,578
销售费用	-298	-360	-492	-701
行政开支	-140	-168	-201	-242
研发开支	-722	-800	-960	-1,152
其他收入及收益	165	193	221	252
经营盈利	-17	-653	-448	-265
财务费用	-3	-2	-2	-2
税前盈利	-20	-655	-450	-267
所得税	-47	0	0	0
少数股东损益	-2	-1	0	0
净利润	-67	-655	-450	-267
折旧及摊销	27	30	33	35
EBITDA	9	-623	-415	-230
每股盈利(元)	-0.05	-0.44	-0.30	-0.18
成长性				
营业收入增长率	76368.70%	-46.91%	97.37%	60.46%
EBITDA 增长率	—	—	—	—
EPS 增长率	—	—	—	—

资产负债表				
单位：人民币百万元				
会计年度	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金	5,312	4,089	3,912	3,898
应收账款	45	-45	45	-45
存货	10	20	30	45
其他流动资产	1,050	1,358	1,358	1,358
总流动资产	6,417	5,422	5,345	5,256
非流动资产				
固定资产	430	452	463	467
无形资产	170	123	117	75
其他非流动资产	380	75	75	75
总资产	7,398	6,072	6,001	5,874
流动负债				
短期借款	0	0	0	0
应付账款	85	-85	85	-85
其他短期负债	245	264	313	367
总流动负债	329	180	398	282
长期借款	0	0	0	0
其他固定负债	1,409	280	375	565
总负债	1,739	460	773	847
股东权益	5,659	5,612	5,228	5,027
负债权益合计	7,398	6,072	6,001	5,874

财务分析				
会计年度	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力				
经营利润率	-2%	-118%	-41%	-15%
EBITDA/营业收入	1%	-113%	-38%	-13%
净利率	-6%	-118%	-41%	-15%
营运表现				
SG&A/收入	42%	95%	63%	54%
研发开支/收入	69%	144%	88%	66%
所得税率	0%	0%	0%	0%
股息支付率	0%	0%	0%	0%
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	0	0	0	0
财务状况				
资产负债率	24%	7%	12%	14%
负债权益比	31%	8%	15%	17%
流动比率	19	31	14	19
利息保障倍数	-7	-344	-237	-123

现金流量表				
单位：人民币百万元				
会计年度	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
除税前溢利	-20	-655	-450	-267
营运资金变化	179	14	118	-35
融资成本	3	2	2	2
支付所得税	0	0	0	0
其他调整项	144	-1,105	99	35
经营活动现金流	306	-1,744	-232	-264
资本开支	-58	-47	-38	-31
其他投资活动	995	-308	0	0
投资活动现金流	938	-355	-38	-31
已付股息	0	0	0	0
其他融资活动	3,344	31	93	182
融资活动现金流	3,344	31	93	182
净现金流	4,588	-1,223	-177	-13
期初持有现金	2,820	5,312	4,089	3,912
汇率存款变动影响	0	0	0	0
期末持有现金	5,312	4,089	3,912	3,898

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

余克清：

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开区产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏阜开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、西安航天城市发展控股集团集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、堃博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限

责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：(852) 35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk