

02696.HK 复宏汉霖

买入 (维持)

**复宏汉霖 2022 年中报点评：
商业化增长迅速，Biopharma 平台初现**

2022 年 8 月 22 日

市场数据

日期	2022.8.19
收盘价(港元)	15.86
总股本(百万股)	543
流通股本(百万股)	163
总市值(亿港元)	86.2
流通市值(亿港元)	25.9
净资产(亿元)	20.78
总资产(亿元)	81.84
每股净资产(元)	3.82

数据来源: WIND

相关报告

《复宏汉霖 2021 年年报点评: 商业化品种销售收入增长迅猛, 自研管线值得期待》2022-03-17

《复宏汉霖 2021 中报点评: 销售放量明显, 研发总投入维持, 效率提升》2021-08-20

《PD-1 进展迅速, 有望成为国内 MSI-H 首款治疗产品》2021-04-24

《曲妥珠单抗欧洲顺利获批, 研发逐步兑现》2020-07-30

海外医药研究

分析师:

张忆东
海外研究中心总经理
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC HK: BIS749
SAC: S0190510110012

联系人:

李博康
libokang@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额(百万元)	1,683	2,746	3,806	4,938
增长率(%)	186.3%	63.2%	38.6%	29.8%
净利润(百万元)	-981	-720	-861	-653
每股盈利(元)	-1.870	-1.371	-1.641	-1.244
市盈率(倍)	-7.3	-10.0	-8.3	-11.0

数据来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司收入增长迅速, 研发投入进一步加大:** 截至 2022 年 6 月 30 日止六个月, 公司总收入约人民币 1,289.4 百万元, 较截至 2021 年 6 月 30 日止六个月约人民币 633.6 百万元增加约人民币 655.8 百万元, 增长约 103.5%。该收入主要来自药物销售, 向客户提供的研究与开发服务及授权许可收入。同期, 公司确认研发临床开支约人民币 827.4 百万元, 较 2021 年 6 月 30 日止六个月约人民币 739.3 百万元增加约人民币 88.1 百万元或约为 11.9%; 公司持续加大对创新型研发项目投入以加速公司创新转型。
- **产品矩阵日益完善, 商业化团队日益壮大:** 目前, 公司已有 5 个产品成功于中国境内上市, 1 个产品成功于欧洲上市。其中, 公司自主研发的汉斯状(斯鲁单抗) 2022 年 3 月于国内获批, 2022 年 5 月其用于治疗小细胞肺癌获得美国 FDA 孤儿药资格认定。公司针对核心肿瘤和免疫治疗产品组建了一支超过 800 人的商业化团队, 持续推进各产品的商业化进程。
- **公司产能翻倍助力其市场放量:** 公司现有商业化总产能已达 48,000 升。松江基地(一) 24,000 升产能正式投入汉曲优商业化生产, 保障市场持续放量, 与拥有 24,000 升产能的徐汇基地形成规模效应。公司商业化生产基地及配套的质量管理体系已通过中国药监局、欧洲药品管理局、欧盟质量授权人、国际商业合作伙伴进行的实地核查及审计, 获得中国和欧盟 GMP 认证, 可为公司已上市的 5 款产品提供商业化生产, 实现中国和欧盟市场常态化供应。
- **盈利预测与估值:** 我们给出 2022-2024 年预测收入 27.46、38.06 和 49.38 亿元, 同比增长 63.18%、38.59% 和 29.75%; 预测净利润-7.20、-8.61 和 -6.53 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 研发进度及新产品销售不及预期, 市场竞争加剧, 人事变动风险。

报告正文

事件

- 截至 2022 年 6 月 30 日止六个月，公司总收入约人民币 1,289.4 百万元，较截至 2021 年 6 月 30 日止六个月约人民币 633.6 百万元增加约人民币 655.8 百万元，增长约 103.5%。该收入主要来自药物销售，向客户提供的研究与开发服务及授权许可收入。
- 截至 2022 年 6 月 30 日止六个月，公司确认研发临床开支约人民币 827.4 百万元，较 2021 年 6 月 30 日止六个月约人民币 739.3 百万元增加约人民币 88.1 百万元或约为 11.9%；公司持续加大对创新型研发项目投入以加速公司创新转型。
- 截至 2022 年 6 月 30 日止六个月，公司期内亏损约人民币 252.1 百万元，较截至 2021 年 6 月 30 日止六个月约人民币 393.8 百万元减少约人民币 141.7 百万元，主要是由于核心产品陆续商业化上市并持续销量扩大所致。

点评

复宏汉霖是一家国际化的创新生物制药公司，产品覆盖肿瘤、自身免疫疾病、眼科疾病等领域，目前已在中国上市 5 款产品，在全球上市 1 款产品，13 项适应症获批，4 个上市注册申请获得中国药监局受理。2022 年上半年度，复宏汉霖实现营业收入约人民币 12.894 亿元，较去年同期增长约 103.5%，主要来自多款产品陆续商业化带来的销售收入及授权许可收入等。在全速推进产品商业化布局的同时，2022 年上半年公司研发开支约人民币 8.274 亿元。

1. 中国市场销售增长强劲，商业网络全球化进一步加强

1.1. 汉曲优（曲妥珠单抗，HER2）：

2022 上半年度，公司抗肿瘤领域的核心产品汉曲优（曲妥珠单抗）于中国和欧洲销售规模稳健增长，实现国内销售收入约人民币 8.002 亿元，较去年同期涨幅约 178.2%。海外销售收入约人民币 1250 万元，海外授权许可收入约人民币 240 万元，基于与 Acoord 的合作。截止目前，汉曲优已在中国、英国、法国、德国、瑞士和澳大利亚等 30 多个国家获批上市。汉曲优是公司首款自建商业化团队主导在中国市场销售推广的产品。凭借 150mg/60mg 双规格、不含防腐剂等差异化优势，汉曲优满足临床灵活的用药需求，并实现即配即用且无需余液保存。截至目前，该产品于中国已惠及逾 7 万名患者。

1.2. 汉斯状（斯鲁利单抗，PD-1）：

该产品是公司首个获批上市的自主研发创新型产品，也是公司第 5 个上市的产品。2022 年 3 月，斯鲁利单抗获国家药监局批准上市，用于治疗经标准治疗失败的、不可切除或转移性微卫星高度不稳定（MSI-H）实体瘤，截至 2022 年 6 月底实现销售收入约人民币 7690 万元。此外，斯鲁利单抗联合化疗一线治疗广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）和一线治疗局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌（sqNSCLC）2 项适应症的上市注册申请也已获得国家药监局受理。该药联合化疗用于一线治疗食管鳞癌的 III 期研究已达到双主要研究终点，公司计划于 2022 年下半年递交该适应症的上市注册申请。

1.3. 汉利康（利妥昔单抗，CD20）：

该产品是中国首个生物类似药，也是中国获批适应症最多的利妥昔单抗，自 2019 年获批上市以来已惠及超 13 万名中国患者。汉利康（利妥昔单抗）由江苏复星团队负责中国的销售推广，2022 年上半年公司基于与江苏复星约定的利润分成安排获得销售收入约人民币 2.721 亿元，授权许可收入约人民币 930 万元。2022 年 2 月，汉利康新增类风湿关节炎适应症。

1.4. 公司四款已上市生物类似药以及两款在研产品均实现了 License-out

公司通过与海外药企商业化合作，进一步推动自研产品进军全球市场。

- 2022 年上半年度，复宏汉霖与 Getz Pharma、Eurofarma 和 Abbott 分别就汉达远（阿达木（TNF- α ）单抗注射液）、汉利康（利妥昔（CD20）单抗注射液）、汉曲优（注射用曲妥珠（HER2）单抗）和汉贝泰（贝伐珠（VEGF）单抗注射液）等产品达成合作，对外授权覆盖巴基斯坦、尼日利亚、巴西等亚非欧及拉美地区的 27 个新兴市场国家。
- 2022 年 6 月，复宏汉霖与 Organon 签署授权许可及供货协议，授予其帕妥珠单抗生物类似药 HLX11、地舒单抗生物类似药 HLX14 两款临床在研产品除中国以外全球范围内的独家商业化权益。根据协议，复宏汉霖将从交易中获得 5.41 亿美元的潜在收入，其中 7300 万美元为交易首付款。

表 1、公司上半年产品海外授权情况

对外授权方	标的产品	靶点	授权区域	交易金额
Organon	生物类似药 HLX11 生物类似药 HLX14	HER2、RANKL	全球（除中国）	5.41 亿美元（首付款 7300 万美元）
Eurofarma	汉利康、汉曲优、 汉贝泰	CD20、HER2、VEGF	16 个拉美地区国家 其中巴西（半独家）	5050 万美元（首付款 450 万美元）
Abbott	汉利康、汉曲优	CD20、HER2	巴西（半独家）	440 万美元（首付款 300 万美元）
Getz	汉达远	TNF- α	覆盖非洲、亚洲、 欧洲的 11 个国家	800 万美元（首付款 50 万美元）

资料来源：公司 2022 年度中期业绩推介材料，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 自主研发稳步推进，海外引进持续进行

2022 上半年，公司 10 项临床试验取得进展，5 个产品及 2 项联合疗法于全球范围内获得临床试验批准。截至目前，公司已累计在全球范围内获得超过 70 项临床试验批准，并同步在中国、欧盟、澳大利亚等国家和地区开展 20 多项临床试验。

• 汉斯状（斯鲁利单抗，PD-1）：

公司针对斯鲁利单抗积极拓展差异化优势，在全球同步开展 11 项联合疗法临床试验，广泛覆盖肺癌、食管癌、头颈癌和胃癌等高发大瘤种，全球入组患者超 3100 人。公司全面布局肺癌一线治疗，针对广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）适应症开展国际多中心 III 期临床试验（ASTRUM-005），于中国、土耳其、波兰、格鲁吉亚等国家开设研究中心，入组逾 30% 高加索人群，**该临床试验数据于 2022 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会以口头报告方式首次发布**。2022 年 4 月，斯鲁利单抗用于治疗小细胞肺癌（SCLC）获美国食品药品监督管理局孤儿药资格认定。基于 FDA 针对斯鲁利单抗治疗 ES-SCLC 递交上市申请的正向反馈及 FDA C 类咨询会议的讨论结果，公司将在美国启动一项桥接临床试验，并拟于 2023 年底前在美国递交相应的上市申请。目前全球尚无一线治疗 SCLC 的抗 PD-1 单抗获批，斯鲁利单抗有望成为全球首个一线治疗 SCLC 的抗 PD-1 单抗，填补未来五年 PD-1 抑制剂一线治疗小细胞肺癌的临床空白。

表 2、公司临床在研管线

产品	靶点	适应症	临床阶段								
			临床前	IND	1期	2期	3期	NDA	获批上市	全球商业合作伙伴	
HLX10 (斯鲁利单抗) ⁽¹⁾ +汉贝泰 [®]	+化疗 PD-1	转移性食道鳞状上皮癌 1L								★ 达到主要研究终点OS及PFS	
		胃癌 新辅助/辅助									
	+化疗 +放疗	局限期小细胞肺癌 1L									
		非鳞状非小细胞肺癌 1L									
	PD-1+VEGF	肝细胞癌 1L									
		转移性结直肠癌 1L									
		头颈部鳞状细胞癌 2L									
	+HLX07	PD-1+EGFR	鳞状非小细胞肺癌 1L								
	+HLX26	PD-1+LAG-3	实体瘤								
	HLX04-O ⁽²⁾	VEGF	湿性年龄相关性黄斑变性								essej.com
HLX11 (帕妥珠单抗) ⁽³⁾	HER2	乳腺癌 新辅助								Organon	
HLX14 (地舒单抗) ⁽⁴⁾	RANKL	骨质疏松症								Organon	
HLX22	+汉曲优 [®]	HER2+HER2	胃癌								
HLX07 ⁽⁵⁾	EGFR	实体瘤(非小细胞肺癌、食管癌等)									
HLX208 ⁽⁶⁾	BRAF V600E	转移性结直肠癌、非小细胞肺癌等实体瘤 LCH和ECD									
HLX05 (西妥昔单抗) ⁽⁷⁾	EGFR	转移性结直肠癌、头颈部鳞状细胞癌								Jingze	
HLX12 (雷莫芦单抗)	VEGFR2	胃癌、转移性非小细胞肺癌、转移性结直肠癌									
HLX26	LAG-3	实体瘤、淋巴瘤									
HLX35 ⁽⁸⁾	EGFR x 4-1BB	实体瘤								BINACEA	
HLX301 ⁽⁹⁾	PD-L1 x TIGIT	实体瘤									
HLX13 (伊匹木单抗)	CTLA-4	黑色素瘤、肾细胞癌、转移性结直肠癌									
HLX15 (达雷妥单抗)	CD38	多发性骨髓瘤									
HLX23 ⁽¹⁰⁾	CD73	实体瘤									
HLX53	TIGIT	实体瘤、淋巴瘤									

(1) 获中国、美国、欧盟等国家和地区临床许可
(2) 于中国、澳大利亚、美国、新加坡、欧盟等国家和地区获得新药临床试验许可
(3) 授予Organon中国(含港澳台地区)以外的全球商业化权利
(4) 授予Organon中国(含港澳台地区)以外的全球商业化权利
(5) 于中国、美国获得新药临床试验许可
(6) 拥有在中国(含港澳台地区)的商业化权利
(7) 授予上海晋泽在中国的商业化权利
(8) 授予Binacea中国(含港澳台地区)以外的全球范围独家商业化权利
(9) 于中国、澳大利亚批准开展临床研究
(10) 于美国获得新的临床试验许可

资料来源：公司 2022 年中报，兴业证券经济与金融研究院整理

• HLX11、HLX14:

截至 2022 年上半年，公司自主研发的 HLX11(帕妥珠单抗生物类似药)和 HLX14(地舒单抗生物类似药)的 III 期临床研究均在中国完成首例受试者给药。近期，HLX14 还被批准于澳大利亚开展国际多中心 III 期临床研究。

• HLX04-O:

公司与亿胜生物合作开发的 HLX04-O(抗 VEGF 单抗)国际多中心 III 期临床研究在欧盟国家拉脱维亚以及澳大利亚完成首例患者给药，亦获得中国、美国、欧盟、新加坡等多个国家和地区的临床试验许可。

• 其他:

2022 年上半年，HLX208(创新 BRAF V600E 小分子抑制剂)和 HLX07(创新抗 EGFR 单抗)两款产品均进入 II 期临床研究阶段，有潜力与公司自有管线的多个

产品产生协同效应。此外，公司继续全力推进 LAG-3、TIGIT、4-1BB、GARP 等多个创新靶点产品进入临床研究阶段。两款潜在 first-in-class 双抗 HLX301（创新抗 PD-L1×TIGIT 双抗）和 HLX35（创新抗 EGFR×4-1BB 双抗）在中国和澳大利亚分别完成 I 期临床研究首例受试者给药。公司自主开发的抗 TIGIT 的 Fc 融合蛋白 HLX53 和 H 药联合 HLX26（创新抗 LAG-3 单抗）用于治疗晚期/转移性实体瘤或淋巴瘤的 I 期临床试验申请亦于 2022 年上半年获国家药监局（NMPA）批准。

公司拥有中美两地创新中心，强化其转化医学能力，以抗体技术为核心，结合新型分子偶联技术，推进多种形式的抗体偶联药物平台的建设。此外，公司亦通过许可项目引进的方式，扩充潜力靶点。2022 年上半年度，公司与 Palleon Pharmaceuticals Inc. 宣布达成战略合作，共同开发和商业化两款创新型双功能抗体-唾液酸酶融合蛋白，将进一步提升公司在全球肿瘤治疗领域的竞争力。

3. 产能翻倍助力市场放量，Biopharma 生产一体化能力提升

公司持续进行一体化综合生产平台建设，进一步夯实公司全产业链布局，现有商业化总产能已达 48,000 升，2026 年总产能可达 144,000 升。2022 年上半年，公司持续推进产能扩增，松江基地（一）24,000 升产能正式投入汉曲优商业化生产，有力保障市场持续放量，与拥有 24,000 升商业化产能的徐汇基地形成协同和规模效应。公司商业化生产基地及配套的质量管理体系已通过中国药监局、欧洲药品管理局、欧盟质量授权人、国际商业合作伙伴进行的实地核查及审计，获得中国和欧盟 GMP 认证，可为公司已上市的 5 款产品提供商业化生产，并已实现中国和欧盟市场常态化供应。

为进一步满足产品的全球商业化生产需求，公司规划建设松江基地（二），一期项目规划总产能 96,000 升。其中，一期项目一阶段和二阶段设计产能 36,000 升，松江基地（二）首个项目工程批生产有望于 2022 年末达成。一期项目三阶段设计产能 60,000 升，已完成桩基工程，预计将于 2023 年完成主体结构封顶。

- **盈利预测与估值：**我们给出 2022-2024 年预测收入 27.46、38.06 和 49.38 亿元，同比增长 63.18%、38.59%和 29.75%；预测净利润-7.20、-8.61 和-6.53 亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度及新产品销售不及预期，市场竞争加剧，人事变动风险。

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	1,683	2,746	3,806	4,938
营业成本	-523	-720	-1,078	-1,154
毛利润	1,160	2,026	2,728	3,784
销售费用	-520	-676	-879	-1,143
行政开支	-281	-337	-404	-485
研发开支	-1,026	-1,436	-2,011	-2,815
其他收入及收益	-259	-259	-259	45
经营盈利	-926	-682	-826	-614
财务费用	-55	-37	-35	-39
税前盈利	-981	-720	-861	-653
所得税	-101	-101	-101	-101
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	-981	-720	-861	-653
折旧及摊销	148	186	225	0
EBITDA	-779	-497	-601	0
每股盈利(元)	-1.87	-1.37	-1.64	-1.24
成长性				
营业收入增长率	185.97%	63.18%	38.59%	29.75%
EBITDA 增长率	-0.88%	36.25%	-21.08%	41.92%
EPS 增长率	0.54%	26.67%	-19.65%	24.20%

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	707	-1,386	293	-316
应收账款	39	297	169	436
存货	276	444	634	520
其他流动资产	338	399	584	536
流动资产	1,361	-245	1,680	1,176
固定资产	989	1,180	1,335	1,455
无形资产	4,291	5,292	6,386	7,583
其他非流动资产	150	150	150	150
非流动资产	5,429	6,622	7,871	9,187
总资产	6,790	6,377	9,551	10,363
短期借款	1,426	1,569	1,726	1,898
应付账款	427	173	726	236
其他短期负债	608	602	1,142	917
流动负债	2,461	2,344	3,593	3,051
长期借款	774	852	937	1,030
其他固定负债	1,434	1,780	481	2,394
非流动负债	2,208	2,631	1,417	3,425
总负债	4,669	4,975	5,011	6,476
股东权益	2,121	1,401	4,540	3,887
负债权益合计	6,790	6,377	9,551	10,363

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	-55.06%	-24.84%	-21.70%	-12.43%
EBITDA/营业收入	-46.29%	-18.08%	-15.80%	-7.07%
净利率	-58.33%	-26.20%	-22.62%	-13.22%
营运表现				
SG&A/收入	47.60%	36.89%	33.72%	32.97%
研发开支/收入	60.98%	52.30%	52.83%	57.01%
所得税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存货周转天数	200.00	180.00	180.00	180.00
应收账款周转天数	25.20	22.07	22.07	22.07
应付账款周转天数	250.00	150.00	150.00	150.00
财务状况				
资产负债率	68.76%	78.03%	52.46%	62.49%
负债权益比	220.15%	355.08%	110.37%	166.58%
流动比率	0.55	-0.10	0.47	0.39
现金比率	0.29	-0.59	0.08	-0.10
利息保障倍数	-16.85	-18.23	-23.42	-15.74
净资产收益率	-46.27%	-51.36%	-18.97%	-16.79%

估值比率(倍)				
PE	-7.30	-9.96	-8.33	-10.98
PB	10.13	-5.17	24.43	-22.69

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	-981	-720	-861	-653
营运资金变化	1,257	-350	-402	1,145
融资成本	55	37	35	39
支付所得税	0	0	0	0
其他调整项	149	188	226	264
经营活动现金流	480	-844	-1,001	796
资本开支	-1,302	-1,387	-1,483	-1,589
其他投资活动	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,302	-1,387	-1,483	-1,589
已付股息	0	0	0	1
其他融资活动	268	139	4,163	182
融资活动现金流	268	139	4,163	183
净现金流	-554	-2,093	1,679	-609
期初持有现金	1,261	707	-1,386	293
汇率变动影响	0	0	0	0
期末持有现金	707	-1,386	293	-316

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.xyzq.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

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投资有限公司、成都经开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、江苏皋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有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、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、朗诗绿色生活服务股份有限公司、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、壑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有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、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、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