

## 科济药业

02171.HK

无评级

2022年ASH更新：中国II期临床研究结果公布，  
CT053治疗CR率有待更长期随访数据

2022年12月19日

## 市场数据

市场数据日期	2022.12.19
收盘价(港元)	14.46
总股本(百万股)	572.39
流通股本(百万股)	572.39
总市值(亿港元)	82.8
流通市值(亿港元)	82.8
净资产(亿元)	27.91
总资产(亿元)	32.80
每股净资产(元)	4.88

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《科济药业(02171.HK)中报点评：管线进展顺利，全球化初现端倪，未来可期》2021-08-25

《科济药业(02171.HK)深度报告：科创济世——立足血液瘤，进军实体瘤》2022-07-05

分析师：

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

李博康

libokang@xyzq.com.cn

SAC: S0190522120003

请注意：李博康并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020	2021
营业收入(百万元)	0.03	-	27.05
同比增长	-	-	-
归母净利润(百万元)	-265.13	-1064.053	-4,744.42
同比增长	-	-301.33%	-345.88%
每股收益(元)	-1.34	-5.37	-12.26
每股经营现金流(元)	-	-	-0.90

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

## 事件：

- 最新II期临床数据显示具有良好的安全性和有效性。在2022年12月10-12日召开的ASH大会上展示CT053目前的II期临床结果，截至2022年8月16日，共有102例患者被招募，中位随访时间9个月。客观缓解率ORR 92.2%，完全缓解sCR/CR 45.1%，86.2%的患者部分缓解PR。未发生3级以上神经毒性，≥3级细胞因子释放综合征7例(6.9%)，出现一例因治疗相关导致的死亡。

## 点评：

- 卓越临床安全性及有效性表现，在BCMA CAR-T领域处于领先地位。安全性以及疗效，较同类其他竞品表现良好。且招募包括高危细胞遗传学及髓外病变患者，具备复发/难治多发性骨髓瘤高危因素，但仍显示出很好的临床获益。
- 随着随访时间的延长，sCR/CR有望进一步提升，疗效随时间逐渐显现。随访中位9.0个月的sCR/CR率为45.1%，中位12.1个月时上升至sCR/CR率56.7%。这表明随着随访时间延长，CT053的sCR/CR率上升，未来，随着随访期不断延长，有望看到疗效不断增加；参考I期sCR/CR率78.6%。

**风险提示：临床推进不及预期，销售不及预期，持续亏损及现金流压力。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 事件

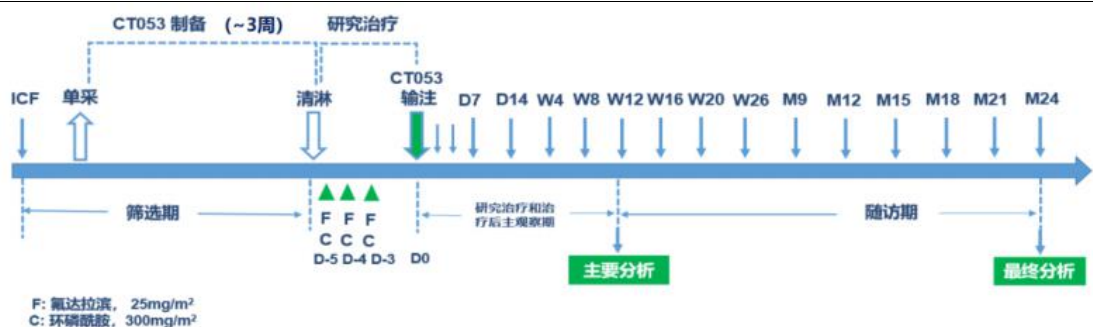
#### 1、研究背景

- B 细胞成熟抗原 (BCMA) 是多发性骨髓瘤的既定靶点, Zevorcabtagene autoleucel (zevor-cel 或 CT053) 是一种自体嵌合抗原受体(CAR)-T 细胞产品, 具有完全人源靶向 BCMA 特异性单链可变片段(25C2), 具有高结合亲和力和高单体比;
- 前期研究: 在 LUMMICAR STUDY-1 一期治疗的 14 名受试者的结果显示, 耐受性良好的安全性和早期、深度和持续的缓解, 客观缓解率(ORR)为 100%, 严格完全缓解/完全缓解(sCR/CR)率为 78.6%;
- 本次 2022 年 ASH 会议上更新的研究结果, 报告了 CT053 在正在进行的 LUMMICAR II 期研究中对至少 3 线治疗方案无效的中国复发/难治性多发性骨髓瘤患者的一致安全性和有效性结果。

#### 2、研究设计

- 一项评价泽沃基奥仑赛注射液(zevor-cel 或 CT053)在复发/难治性多发性骨髓瘤(R/RMM)患者中的安全性和疗效的开放性、多中心、I/II 期临床研究(LUMMICAR STUDY-1)。

图 1、II 期研究流程图



资料来源：ASH2022 年摘要，兴业证券经济与金融研究院整理

- **研究流程解析：**患者签署知情同意后，进行 T 细胞采集，进行 CT053 制备，此为筛选期；随后，对患者体内淋巴细胞进行清除，并进行氟达拉滨+环磷酰胺给药三天，此为给药前治疗；随后开始正式研究治疗，向患者输注 CT053，在第 12 周进行主要分析；最后为随访期，从第 12 周至第 24 月进行随访，最后进行最终分析。
- **纳入排除标准：**纳入年龄为 18-75 岁人群；患有复发/难治性多发性骨髓瘤；患者情况根据美国东部肿瘤协作组 (ECOG) 评分标准，评分为 0-1；接

受过至少 3 种治疗方案器官功能良好。

- **主要研究终点：**12 周时评估客观缓解率(ORR)，由独立评审委员会(IRC)评估。
- **次要研究终点：**研究者评估的 ORR；缓解持续时间(DOR)，无进展生存期(PFS)，总生存期(OS)，完全缓解(CR)，非常好的部分缓解(VGPR)，至缓解时间(TTR)，微小残留病灶率(MRD)；评价安全性以及耐受性指标，不良事件(AE)、严重不良事件(SAE)、特别关注的不良事件(AESI)等；评价药代动力学(PK)以及生物分布。

### 3、基线特征

- 研究一共招募 102 例复发/难治性多发性骨髓瘤，中位年龄为 59.5 岁；其中，38.2%的患者患有多发性骨髓瘤 3 期疾病；**45.1%的患者至少有一种高危细胞遗传学异常**；89.2%的患者为双耐药(对一种蛋白酶体抑制剂和免疫调节药物难治)；22.5%的患者为三耐药(对一种蛋白酶体抑制剂、免疫调节药物和抗 CD38 抗体难治)；23.5%的患者既往接受过自体干细胞移植。

图 2、基线特征情况

基线特征	受试者 (N=102)
年龄 (岁)，中位数 (范围)	59.5 (38-75)
性别，例数 (%)	
男	55 (53.9)
女	47 (46.1)
多发性骨髓瘤病史年限 (年)，中位数 (范围)	3.6(0.7,16)
既往治疗线数，中位数 (范围)	4.0(3,15)
既往抗肿瘤治疗方案数量，中位数 (范围)	6.0(3,17)
国际分期系统，例数 (%)	
I或II	63 (61.8)
III期	39 (38.2)
细胞遗传学高风险，例数 (%)	46 (45.1)
髓外浆细胞瘤，例数 (%)	11(10.8)
骨髓浆细胞，例数 (%)	100
<50%	83 (81.4)
≥50%	17 (16.7)
双耐药，例数 (%)	91 (89.2)
三耐药，例数 (%)	23 (22.5)
既往干细胞移植，例数 (%)	24 (23.5)

资料来源：ASH2022 年摘要，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- II 期的给药剂量为  $150 \times 10^6$  cells；其中 90.2% 发生细胞因子释放综合征 (CRS), 7 例患者 (6.9%) 发生  $\geq 3$  级 CRS: 5 例 (4.9%) 出现 3 级 CRS, 2 例 (2.0%) 出现 4 级 CRS; CRS 中位发生时间为 4.0 天 (范围 1-14 天), CRS 中位持续时间为 6.0 天 (范围 1-22 天); **未发现 3 级及以上神经毒性; 2 例患者发生免疫细胞治疗相关神经毒性综合征 (ICANS), 均为 1 级, 患者可以自愈且无后遗症, 均未使用托珠单抗和糖皮质激素; 治疗相关严重不良事件 (SAE) 的发生率为 37.3%, 包括血液学毒性和感染; 1 例伴随慢性肺炎病史的患者在 CAR-T 细胞输注后 5 个月因严重肺炎判断为治疗相关死亡。**

图 3、不良事件情况总结

不良事件	受试者 (N=102) 例数 (%)
治疗相关 AE (TRAE)	102 (100)
$\geq 3$ 级血液学 TRAE	102 (100)
细胞因子释放综合征 (CRS), 任何级别	92 (90.2)
1 级	54 (52.9)
2 级	31 (30.4)
3 级	5 (4.9)
4 级	2 (2.0)
$\geq 3$ 级神经系统 TRAE	0
ICANS, 任何级别	2 (2.0)
1 级	2 (2.0)
$\geq 3$ 级感染及侵袭类疾病 TRAE	30 (29.4)
治疗相关 SAE	38 (37.3)
TRAE 导致的死亡	1 (1.0)

资料来源: ASH2022 年摘要, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、有效性

截至 2022 年 8 月 16 日, 共有 102 例 R/RMM 患者, 中位随访时间为 9.0 个月 (范围 0.4-17.8);

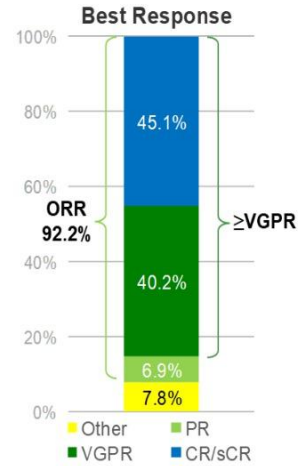
- 独立评审委员会 (IRC) 评估结果: ORR 为 92.2%; 85.3% (87/102) 的患者获得非常好的部分缓解以及更好的临床结果 ( $\geq$ VGPR), **45.1% (46/102) 的完全缓解率 (CR/sCR);**
- 研究者评估结果: 微小残留疾病 (MRD) 阴性 (在  $10^{-5}$  分之 1 的有核细胞敏感性水平), 达到 CR/sCR 的患者为 100%,  $\geq$ VGPR 的患者为 96.3%。
- 对于中位随访时间更长, 12.1 个月 (0.4, 17.8) 的 60 例 R/RMM 患者, **sCR/CR 率上升至 56.7% (34/60)。**随着随访持续时间的延长, 观察到

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

CR/sCR 上升。

图 4、疗效情况总结

最佳总体缓解	II期 n=60 (%) *	II期 n=102 (%) *
中位随访持续时间 (范围), 月	12.1(0.4,17.8)	9.0 (0.4-17.8)
ORR, 例数 (%) [95%置信区间]	55 (91.7) [81.61, 97.24]	94 (92.2) [85.13, 96.55]
sCR/CR, 例数 (%) [95%置信区间]	34 (56.7) [43.24,69.41]	46 (45.1) [35.22,55.26]
VGPR, 例数 (%)	19 (31.7)	41 (40.2)
PR, 例数 (%)	2 (3.3)	7 (6.9)
≥VGPR, 例数 (%) [95%置信区间]	53 (88.3) [77.43,95.18]	87 (85.3) [76.91,91.53]



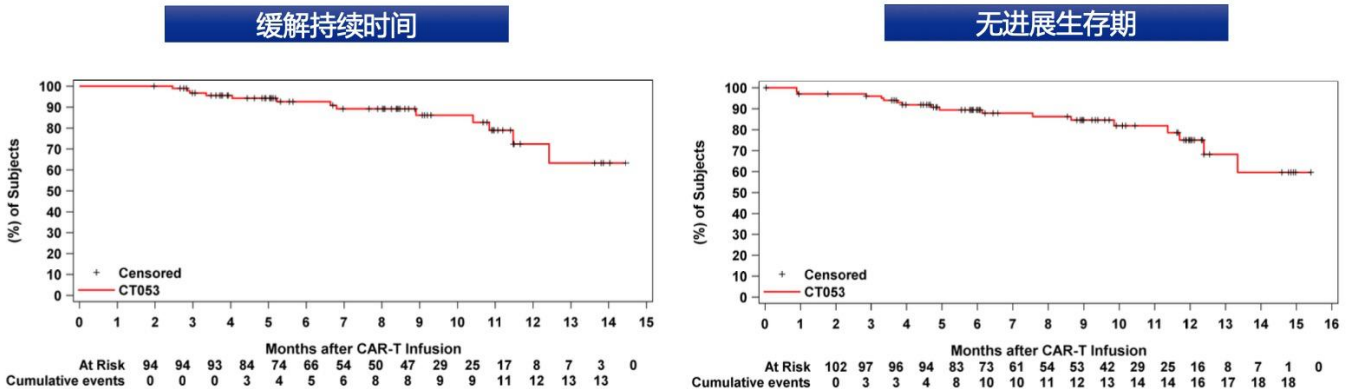
\*作为截止日期, 102例输注泽沃基奥仑赛的患者已完成至少3个月的随访或提前退出, 其中60例患者已完成至少6个月的随访/提前退出。

CR: 完全缓解; MRD: 微小残留病; ORR: 客观缓解率; PD: 疾病进展; PR: 部分缓解; sCR: 严格意义的完全缓解; VGPR: 非常好的部分缓解

资料来源: ASH2022 年摘要, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **长期随访结果:** 中位随访时间为 9 个月, 86.2%患者得到部分缓解以及更好的临床结果(≥PR);
- 中位缓解持续时间(DOR)未达到:6 个月和 9 个月 DOR 率分别为 92.6%(95%CI: 84.05, 96.63)、86.2%(95%CI:73.89, 9.91);
- 中位无进展生存期 (PFS) 未达到, 6 个月和 9 个月 PFS 率分别为 89.4%(95%CI:81.17, 94.18), 84.6%(95%CI:74.52, 90.87)。

图 5、缓解持续时间以及无进展生存期生存曲线



资料来源: ASH2022 年摘要, 兴业证券经济与金融研究院整理

点评

1、卓越临床安全性有效性表现，在 BCMA CAR-T 领域处于领先地位

- 在疗效方面，本公司产品 CT053 的最新的 II 期 sCR/CR 56.7%，同类药物 CT103A II 期 CR 46.20%，Carvykti II 期 sCR/CR 80.4%。且招募包括高危细胞遗传学患者(57.1%)及髓外病变患者(41.7%)，该类型患者具有影响复发/难治多发性骨髓瘤患者临床疗效的高危因素，但仍显示出很好的临床获益。
- 在安全性方面，无 ICANS $\geq 3$ ，未发现 3 级以上神经毒性，CRS $\geq 3$  7 例(6.9%)，出现 1 例因 TRAE 导致的死亡。同类药物 CT103A CRS $\geq 3$  2 例，ICANS $\geq 3$  1 例。同类药物 Carvykti II 期 CRS $\geq 3$  10%。

表 1、BCMA CAR-T 产品疗效及安全性对比

药物名称	Abecma (ide-cel)	Carvykti (cilta-cel)		CT053			CT103A		
研发公司	BMS/ 蓝鸟	传奇生物/杨森		科济药业			驯鹿医疗/信达生物		
抗原识别域来源	鼠源	美洲驼源		全人源			全人源		
适应症	成人 RR/MM 四线及以上治疗	成人 RR/MM 四线及以上治疗		成人 RR/MM			成人 RR/MM		
上市进度	已上市(2021.03)	已上市(2022.03)		计划于 2022 年上半年向 CDE 递交 NDA, 于 2023 年上半年向美国 FDA 提交 BLA			计划 2022 年 6 月向 NMPA 提交 BLA		
剂量	300-460 $\times 10^6$ (FDA 说明书推荐剂量)	患者体重 $\leq 100$ kg: 0.5-1 $\times 10^6$ CAR+ viable T 细胞/kg; 患者体重 $\geq 100$ kg: 0.5-1 $\times 10^8$ CAR+ viable T 细胞 (FDA 说明书推荐剂量)		150 $\times 10^6$ (21/24 用药)	100-150 $\times 10^6$ (给药剂量)	150-300 $\times 10^6$ (目标剂量)	1.0 $\times 10^6$ /kg (为推荐的 II 期剂量, RP2D)		
关键性	KarMMA 北美和欧洲, II 期, 单臂	CARTITUDE-1, 美国, Ib/II 期, 单臂	CARTITUDE-2, 全球, II 期, 多队列	研究者临床, 中国, I 期	LUMMICAR-1 中国, I 期, 单臂	LUMMICAR-2, 北美, Ib/II 期, 单臂	研究者临床, 中国, I 期, 单中心	ChiCTR180001813 中国, Ib/II 期, 单臂	
临床试验									
样本量/人	128	97	—	24	14	27	9	70	
既往治疗中位数数	6 (3-16)	6 (3-18)	2 (1-3)	6 (3-11)	5 (3-11)	5 (2-11)	4 (3-13)		
人种/人群/人	白人 (n=78)、亚洲人 (n=2)、黑人或非裔美国人 (n=6)、西班牙裔或拉丁裔 (n=8)、非西班牙裔或拉丁裔 (n=80)	白人(n=69; 71.1%)、黑人/非裔美国人 (n=17; 17.5%)、未报告/其他 (n=11; 11.3%)	队列 A 纳入了 20 例 1-3 线治疗后疾病进展且对来那度胺耐药的多发性骨髓瘤患者 (含 1 名院外治疗患者)	高危细胞遗传学患者 (57.1%)、髓外病变患者 (41.7%)	高危细胞遗传学患者 (35.7%)、髓外病变患者 (14.2%)	高危细胞遗传学患者 (55%)、髓外病变患者 (25%)	79 (全部患者)	11 (合并髓外)	13 (既往非人源 CAR-T 治疗后复发)
有效性	ORR 73% sCR 33% mPFS 8.8 个月 mOS 19.4 个月	ORR 97.9% sCR 80.4% mPFS 21.8 个月 mOS (18 个月) 81%	ORR 95% sCR/CR 80.4%	ORR 87.5% sCR/CR 79.2% mPFS 18.8 个月 mPFS (12 个月) 60.9%	ORR 100% sCR/CR 78.6% mPFS (12 个月) 85.7%	ORR 96.20% sCR/CR 28%	ORR 95% CR 58.2% mPFS (12 个月) 71%	ORR 100% CR 72.70%	ORR 77% CR 46.20%
安全性	黑框警告: CRS、NT、血细胞减少、噬血细胞淋巴组织细胞增生症/巨噬细	DLT 6% CRS $\geq 3$ 10.3% NT $\geq 3$ 5.2%	CRS $\geq 3$ 10% 无 NT $\geq 3$	无 CRS $\geq 3$ NT $\geq 3$ 1 例	无 DLT 无 CRS $\geq 3$ 无 ICANS $\geq 3$ (免疫效应细	无 DLT 无 CRS $\geq 3$ ICANS $\geq 3$ 1 例	CRS $\geq 3$ 2 例, (研究者临床阶段) ICANS $\geq 3$ 1 例		

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	胞活化综合征 CRS≥3 9% NT≥3 3%				胞相关神经毒性综合征)		
--	-------------------------------	--	--	--	-------------	--	--

资料来源：ASH, ASCO, Nature, NEJM, FDA 说明书, 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

注：统计时间截至 2022 年 6 月 6 日

## 2、II 期 sCR/CR 有望进一步提升，疗效随时间逐渐显现

- 102 例患者完成中位 9 个月的随访，sCR/CR 率 45.1%，60 例患者完成 12 个月的随访，sCR/CR 率 56.7%。这表明随着随访时间延长，CT053 的 sCR/CR 率上升，这是由于随着体内 CAR-T 的稳定扩增，清除肿瘤的作用在逐步显现，未来，随着随访期不断延长，我们期待看到疗效数据不断完善，参考 I 期 sCR/CR 率为 78.6%。

### 风险提示

1. 临床推进不及预期：临床推进速度可能受到各方面因素影响，存在不确定性；
2. 销售不及预期：由于细胞治疗产品的特殊性，可能存在销售推广不及预期的可能性；
3. 持续亏损及现金流压力：公司目前尚无商业化收入，以及未来的研发及临床推进需要持续投入。

### 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.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.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华立大学集团有限公司、旷世控股有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、埤博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京深水经济技术开发区集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏泉开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、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited.、岳阳市城市建设投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、兰溪市交通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、淮安市交通控股集团集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、香港国际(青岛)有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海(香港)国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、润歌互动有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团集团有限公司、新昌县文

通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、中国国际金融(国际)有限公司、中国国际金融股份有限公司、上饶投资控股国际有限公司、上饶投资控股集团有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、国晶资本bvi有限公司、中国国新控股有限责任公司、国贸控股(香港)投资有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、交银租赁管理香港有限公司、交银金融租赁有限责任公司、台州市黄岩经济开发集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、平度市城市开发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