

|    |                |                 |                |
|----|----------------|-----------------|----------------|
| 医药 | 收盘价<br>港元 2.83 | 目标价<br>港元 4.80个 | 潜在涨幅<br>+69.7% |
|----|----------------|-----------------|----------------|

2024年7月11日

## 中国生物制药 (1177 HK)

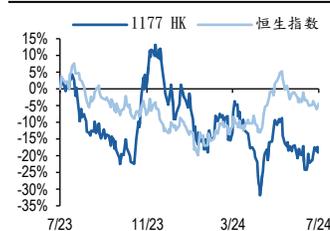
### 短期业绩增速复苏确定性强，创新产品密集上市中，重申买入

- 1H24 业绩复苏弹性较大，药价治理影响整体有限：**我们与管理层更新了近期运营情况，要点如下：1) **1H24 业绩增速复苏确定性高**，我们预计收入和净利润增长均在 **10%以上**，主要得益于肿瘤领域新产品销售的持续放量，以及外科领域核心品种持续的强劲增长。2) **维持全年达成5个BD交易的指引 (2H24 预计完成4个)**，倾向于中后期/近商业化品种。3) **全年派息率在30%以上**，回购将在中报披露后继续。4) 近期药价治理对销售影响有限，公司在零售和院内渠道间不存在价格歧视，以大品种泽普思为例，零售渠道价格约在9-10元/贴，与院内渠道价格无明显差异。
- 重点品种更新：成熟品种：**1) **氟比洛芬凝胶贴膏** 得益于零售端发力，全年有望录得20%销售增长，省级集采后量增足以弥补降价，整体影响偏正面；2) **安罗替尼** 近期获批一线 SCLC 适应症 (联合 PD-L1)，销售有望稳健增长，随着联用方案在更多适应症上获批，我们看好峰值销售超过60亿的潜力；3) **天晴甘美** 在联盟集采中面临降价压力，销售将有小幅下降。  
**新品种：**1) **生物类似药** 表现强势，贝伐珠、利妥昔、曲妥珠等关键产品快速抢占市场份额；2) **三代升白药艾贝格司亭α** 纳入医保后快速放量；3) 今年医保谈判重点关注刚获批的 **ROS1 和 ALK 抑制剂**。公司预计全年创新药对总收入贡献有望达43%，但研发费用率将大致持平。
- 创新研发成果集中兑现如期而至：**2025年有望上市 CDK2/4/6、KRAS G12C、雷莫芦、帕妥珠、凝血因子 VIIa、与 BI 合作的 MDM2-p53 等新产品，同时 PD-(L)1+安罗替尼组合有更多适应症将在2024-25年递交上市申请，持续巩固实体瘤领域领先地位。肝病领域的 PPAR 和 FGF21，呼吸领域的 ROCK2 有望从2025年底起相继取得注册性/重要 PoC 研究结果。海外方面，公司正重点推进 CDK2/4/6、双抗 FS222 的开发和授权工作。
- 重申买入评级：**我们上调公司2024-26年净利润预测2-3%，以反映更强的业绩增速复苏能见度，并维持 DCF 目标价4.80港元和买入评级，对应2025年25倍PE和2024-26年1.4倍PEG。我们看好其仿制药集采影响基本出清后，创新研发驱动下一阶段中长期高增长的确定性。

### 个股评级

#### 买入

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 52周高位 (港元)   | 3.88      |
| 52周低位 (港元)   | 2.34      |
| 市值 (百万港元)    | 51,894.02 |
| 日均成交量 (百万)   | 45.94     |
| 年初至今变化 (%)   | (18.44)   |
| 200天平均价 (港元) | 2.94      |

资料来源: FactSet

### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

### 财务数据一览

| 年结12月31日      | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万人民币)    | 26,026 | 26,199 | 29,395 | 33,831 | 38,671 |
| 同比增长 (%)      | -3.1   | 0.7    | 12.2   | 15.1   | 14.3   |
| 净利润 (百万人民币)   | 2,544  | 2,332  | 2,844  | 3,400  | 3,935  |
| 每股盈利 (人民币)    | 0.14   | 0.13   | 0.15   | 0.18   | 0.21   |
| 同比增长 (%)      | -82.5  | -7.9   | 20.2   | 19.6   | 15.7   |
| 前EPS预测值 (人民币) |        |        | 0.15   | 0.18   | 0.21   |
| 调整幅度 (%)      |        |        | 3.4    | 3.2    | 2.0    |
| 市盈率 (倍)       | 19.3   | 20.9   | 17.4   | 14.6   | 12.6   |
| 每股账面净值 (人民币)  | 1.58   | 1.62   | 1.65   | 1.74   | 1.84   |
| 市账率 (倍)       | 1.67   | 1.63   | 1.60   | 1.52   | 1.43   |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中国生物制药财务预测变动

| 人民币百万      | 2024E  |        |         | 2025E  |        |         | 2026E  |        |         |
|------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
|            | 新预测    | 前预测    | 变动      | 新预测    | 前预测    | 变动      | 新预测    | 前预测    | 变动      |
| 营业收入       | 29,395 | 29,493 | 0%      | 33,831 | 33,751 | 0%      | 38,671 | 38,337 | 1%      |
| 毛利润        | 23,885 | 23,964 | 0%      | 27,557 | 27,492 | 0%      | 31,576 | 31,304 | 1%      |
| 毛利率        | 81.3%  | 81.3%  | 0.0 ppt | 81.5%  | 81.5%  | 0.0 ppt | 81.7%  | 81.7%  | 0.0 ppt |
| 归母净利润 (亏损) | 2,844  | 2,750  | 3%      | 3,400  | 3,297  | 3%      | 3,935  | 3,859  | 2%      |

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 中国生物制药 DCF 估值

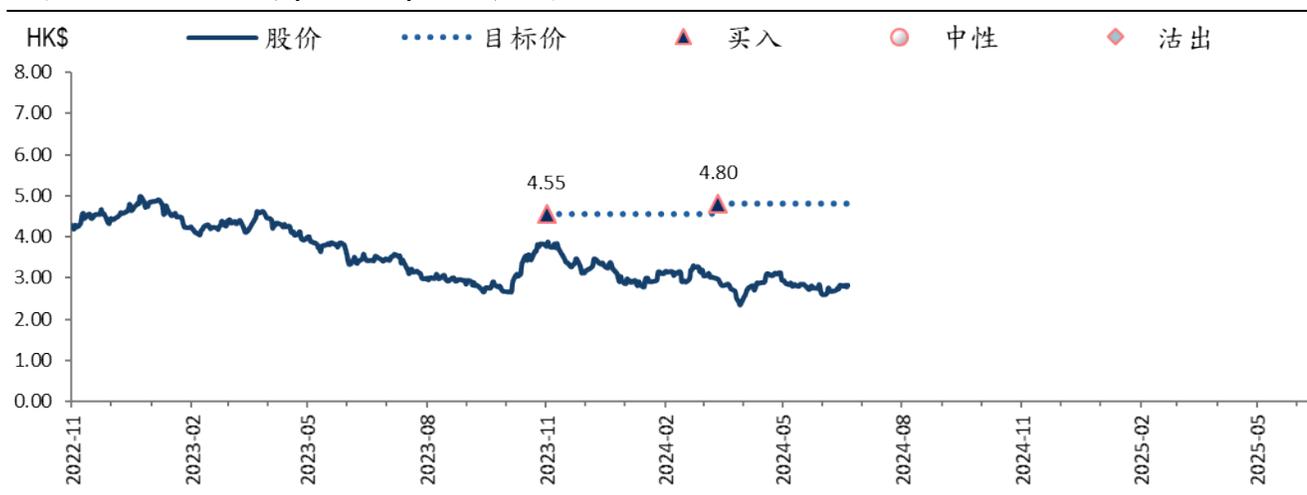
| 人民币, 百万          | 2023A       | 2024E  | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   | 2030E   | 2031E   |  |
|------------------|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 收入               | 26,199      | 29,395 | 33,831  | 38,671  | 43,030  | 46,543  | 49,525  | 52,002  | 53,819  |  |
| EBIT             | 5,439       | 6,376  | 7,652   | 8,716   | 9,615   | 10,311  | 10,868  | 11,242  | 11,457  |  |
| EBIT* (1-t)      | 4,623       | 5,419  | 6,504   | 7,408   | 8,173   | 8,764   | 9,238   | 9,555   | 9,738   |  |
| 加: 折旧摊销          | -           | 124    | 243     | 356     | 463     | 568     | 676     | 790     | 915     |  |
| 减: 营运资金增加/ (减少)  | (4,690)     | (881)  | (1,404) | (1,406) | (1,458) | (1,262) | (1,456) | (1,367) | (1,533) |  |
| 减: 资本开支          | (362)       | (438)  | (535)   | (661)   | (813)   | (982)   | (1,166) | (1,359) | (1,554) |  |
| 自由现金流            | (429)       | 4,225  | 4,808   | 5,697   | 6,365   | 7,089   | 7,291   | 7,620   | 7,566   |  |
| 永续增长率            | 2%          |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 自由现金流现值          | 36,281      |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 终值现值             | 55,221      |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 企业价值             | 91,503      |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 净现金              | 482         |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 少数股东权益           | (10,539)    |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 联营&合营公司股权价值      | 600         |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 股权价值 (百万人民币)     | 82,045      |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 股权价值 (百万港元)      | 90,250      |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 股份数量 (百万)        | 18,791      |        |         |         |         |         |         |         |         |  |
| <b>每股价值 (港元)</b> | <b>4.80</b> |        |         |         |         |         |         |         |         |  |

| WACC   |        |
|--------|--------|
| 无风险利率  | 3.00%  |
| 市场风险溢价 | 7.00%  |
| 贝塔     | 1.1    |
| 股权成本   | 10.70% |
| 税前债务成本 | 5.00%  |
| 税后债务成本 | 4.30%  |
| 预期债权比例 | 20.00% |
| 有效税率   | 15.00% |
| WACC   | 9.40%  |

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 中国生物制药 (1177 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

| 股票代码      | 公司名称   | 评级 | 收盘价<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业      |
|-----------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|----------|
| LEGN US   | 传奇生物   | 买入 | 47.32         | 70.00         | 47.9%  | 2024年06月18日      | 生物科技     |
| 6160 HK   | 百济神州   | 买入 | 89.20         | 126.00        | 41.3%  | 2024年05月17日      | 生物科技     |
| 1952 HK   | 云顶新耀   | 买入 | 19.64         | 41.00         | 108.8% | 2024年05月17日      | 生物科技     |
| 13 HK     | 和黄医药   | 买入 | 27.75         | 40.00         | 44.1%  | 2024年05月17日      | 生物科技     |
| 1801 HK   | 信达生物   | 买入 | 38.35         | 48.00         | 25.2%  | 2024年05月17日      | 生物科技     |
| 2162 HK   | 康诺亚    | 买入 | 32.50         | 72.00         | 121.5% | 2024年05月17日      | 生物科技     |
| 9995 HK   | 荣昌生物   | 买入 | 15.76         | 56.00         | 255.3% | 2024年03月28日      | 生物科技     |
| 9926 HK   | 康方生物   | 买入 | 38.30         | 70.00         | 82.8%  | 2024年03月19日      | 生物科技     |
| 1548 HK   | 金斯瑞生物  | 买入 | 9.58          | 27.75         | 189.7% | 2024年03月12日      | 生物科技     |
| 6996 HK   | 德琪医药   | 买入 | 0.69          | 4.40          | 538.3% | 2023年08月28日      | 生物科技     |
| 9966 HK   | 康宁杰瑞制药 | 中性 | 2.31          | 7.40          | 220.2% | 2023年11月16日      | 生物科技     |
| 2268 HK   | 药明合联   | 买入 | 16.00         | 42.00         | 162.5% | 2024年02月02日      | 医药研发服务外包 |
| 2269 HK   | 药明生物   | 中性 | 11.12         | 16.20         | 45.7%  | 2024年03月27日      | 医药研发服务外包 |
| 6078 HK   | 海吉亚医疗  | 买入 | 27.25         | 49.00         | 79.8%  | 2024年03月28日      | 医疗服务     |
| 1177 HK   | 中国生物制药 | 买入 | 2.83          | 4.80          | 69.7%  | 2024年07月11日      | 制药       |
| 1093 HK   | 石药集团   | 买入 | 6.12          | 11.00         | 79.7%  | 2024年05月27日      | 制药       |
| 002422 CH | 科伦药业   | 买入 | 31.35         | 40.00         | 27.6%  | 2024年04月29日      | 制药       |
| 600867 CH | 通化东宝   | 买入 | 7.64          | 14.00         | 83.3%  | 2024年04月01日      | 制药       |
| 2096 HK   | 先声药业   | 买入 | 5.65          | 11.50         | 103.5% | 2024年02月19日      | 制药       |
| 600276 CH | 恒瑞医药   | 中性 | 40.60         | 45.50         | 12.1%  | 2024年04月18日      | 制药       |
| 3692 HK   | 翰森制药   | 中性 | 16.02         | 16.00         | -0.2%  | 2024年03月27日      | 制药       |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年7月10日

## 财务数据

| 年结12月31日    | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入          | 26,026        | 26,199        | 29,395        | 33,831        | 38,671        |
| 主营业务成本      | (4,488)       | (4,990)       | (5,510)       | (6,274)       | (7,094)       |
| <b>毛利</b>   | <b>21,539</b> | <b>21,210</b> | <b>23,885</b> | <b>27,557</b> | <b>31,576</b> |
| 销售及管理费用     | (11,709)      | (11,067)      | (12,258)      | (14,006)      | (15,913)      |
| 研发费用        | (4,164)       | (4,403)       | (4,946)       | (5,733)       | (6,757)       |
| 其他经营净收入/费用  | (299)         | (301)         | (305)         | (167)         | (190)         |
| <b>经营利润</b> | <b>5,366</b>  | <b>5,439</b>  | <b>6,376</b>  | <b>7,652</b>  | <b>8,716</b>  |
| 财务成本净额      | (429)         | (495)         | (493)         | (503)         | (513)         |
| 应占联营公司利润及亏损 | 331           | (41)          | (238)         | (237)         | (135)         |
| 其他非经营净收入/费用 | 431           | 992           | 1,077         | 1,167         | 1,256         |
| <b>税前利润</b> | <b>5,699</b>  | <b>5,895</b>  | <b>6,721</b>  | <b>8,078</b>  | <b>9,324</b>  |
| 税费          | (697)         | (797)         | (1,034)       | (1,277)       | (1,453)       |
| 非控股权益       | (2,459)       | (2,765)       | (2,844)       | (3,400)       | (3,935)       |
| <b>净利润</b>  | <b>2,544</b>  | <b>2,332</b>  | <b>2,844</b>  | <b>3,400</b>  | <b>3,935</b>  |
| 作每股收益计算的净利润 | 2,544         | 2,332         | 2,844         | 3,400         | 3,935         |

| 截至12月31日     | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物     | 8,655         | 9,452         | 12,919        | 16,718        | 21,220        |
| 应收账款及票据      | 4,638         | 4,510         | 5,154         | 5,783         | 6,507         |
| 存货           | 2,329         | 1,993         | 2,193         | 2,368         | 2,558         |
| 其他流动资产       | 10,313        | 7,850         | 8,027         | 8,602         | 9,230         |
| <b>总流动资产</b> | <b>25,935</b> | <b>23,806</b> | <b>28,293</b> | <b>33,471</b> | <b>39,514</b> |
| 物业、厂房及设备     | 7,760         | 8,081         | 7,480         | 7,295         | 7,123         |
| 无形资产         | 1,252         | 2,229         | 1,858         | 2,161         | 2,464         |
| 合资企业/联营公司投资  | 13,198        | 12,244        | 12,054        | 11,864        | 11,756        |
| 其他长期资产       | 15,920        | 17,246        | 17,687        | 17,861        | 18,035        |
| <b>总长期资产</b> | <b>38,129</b> | <b>39,799</b> | <b>39,078</b> | <b>39,180</b> | <b>39,377</b> |
| <b>总资产</b>   | <b>64,064</b> | <b>63,605</b> | <b>67,371</b> | <b>72,652</b> | <b>78,891</b> |
| 短期贷款         | 6,217         | 11,136        | 11,359        | 11,586        | 11,818        |
| 应付账款         | 1,637         | 1,335         | 1,473         | 1,449         | 1,583         |
| 其他短期负债       | 12,296        | 10,136        | 10,136        | 10,136        | 10,136        |
| <b>总流动负债</b> | <b>20,151</b> | <b>22,607</b> | <b>22,968</b> | <b>23,171</b> | <b>23,537</b> |
| 长期贷款         | 3,934         | 1,058         | 1,079         | 1,101         | 1,123         |
| 其他长期负债       | 2,036         | 1,770         | 1,770         | 1,770         | 1,770         |
| <b>总长期负债</b> | <b>5,970</b>  | <b>2,828</b>  | <b>2,849</b>  | <b>2,871</b>  | <b>2,893</b>  |
| <b>总负债</b>   | <b>26,121</b> | <b>25,435</b> | <b>25,817</b> | <b>26,042</b> | <b>26,430</b> |
| 股本           | 415           | 415           | 415           | 415           | 415           |
| 储备及其他资本项目    | 29,332        | 30,060        | 30,600        | 32,256        | 34,172        |
| <b>股东权益</b>  | <b>29,747</b> | <b>30,474</b> | <b>31,015</b> | <b>32,671</b> | <b>34,587</b> |
| 非控股权益        | 8,197         | 7,695         | 10,539        | 13,939        | 17,875        |
| <b>总权益</b>   | <b>37,944</b> | <b>38,170</b> | <b>41,554</b> | <b>46,610</b> | <b>52,462</b> |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 年结12月31日       | 2022           | 2023         | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润           | 5,215          | 5,410        | 6,721          | 8,078          | 9,324          |
| 折旧及摊销          | 909            | 0            | 124            | 243            | 356            |
| 营运资本变动         | (196)          | (4,690)      | (881)          | (1,404)        | (1,406)        |
| 其他经营活动现金流      | 337            | 119          | (351)          | (584)          | (831)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>6,265</b>   | <b>838</b>   | <b>5,614</b>   | <b>6,333</b>   | <b>7,441</b>   |
| 资本开支           | (1,546)        | (362)        | (438)          | (535)          | (661)          |
| 其他投资活动现金流      | (2,525)        | 0            | 0              | 0              | 0              |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(4,071)</b> | <b>(362)</b> | <b>(438)</b>   | <b>(535)</b>   | <b>(661)</b>   |
| 负债净变动          | 9,753          | 2,043        | 244            | 249            | 254            |
| 权益净变动          | 0              | 0            | 0              | 0              | 0              |
| 股息             | (1,268)        | (1,196)      | (1,459)        | (1,745)        | (2,019)        |
| 其他融资活动现金流      | (11,672)       | (495)        | (493)          | (503)          | (513)          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(3,186)</b> | <b>351</b>   | <b>(1,708)</b> | <b>(1,999)</b> | <b>(2,279)</b> |
| 汇率收益/损失        | 47             | (31)         | 0              | 0              | 0              |
| <b>年初现金</b>    | <b>9,600</b>   | <b>8,655</b> | <b>9,452</b>   | <b>12,919</b>  | <b>16,718</b>  |
| <b>年末现金</b>    | <b>8,655</b>   | <b>9,452</b> | <b>12,919</b>  | <b>16,718</b>  | <b>21,220</b>  |

| 年结12月31日         | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>每股指标(人民币)</b> |       |       |       |       |       |
| 核心每股收益           | 0.137 | 0.126 | 0.151 | 0.181 | 0.209 |
| 全面摊薄每股收益         | 0.134 | 0.123 | 0.148 | 0.177 | 0.205 |
| 每股账面值            | 1.581 | 1.621 | 1.650 | 1.739 | 1.841 |
| <b>利润率分析(%)</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率              | 82.8  | 81.0  | 81.3  | 81.5  | 81.7  |
| EBITDA利润率        | 24.1  | 20.8  | 22.1  | 23.3  | 23.5  |
| EBIT利润率          | 20.6  | 20.8  | 21.7  | 22.6  | 22.5  |
| 净利率              | 9.8   | 8.9   | 9.7   | 10.1  | 10.2  |
| <b>盈利能力(%)</b>   |       |       |       |       |       |
| ROA              | 4.0   | 3.7   | 4.2   | 4.7   | 5.0   |
| ROE              | 6.7   | 6.1   | 6.8   | 7.3   | 7.5   |
| ROIC             | 5.3   | 4.6   | 5.3   | 5.7   | 6.0   |
| <b>其他</b>        |       |       |       |       |       |
| 净负债权益比(%)        | 3.9   | 7.2   | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 流动比率             | 1.3   | 1.1   | 1.2   | 1.4   | 1.7   |
| 存货周转天数           | 189.4 | 145.8 | 145.3 | 137.8 | 131.6 |
| 应收账款周转天数         | 65.1  | 62.8  | 64.0  | 62.4  | 61.4  |
| 应付账款周转天数         | 133.2 | 97.6  | 97.6  | 84.3  | 81.5  |

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年7月11日  
中国生物制药 (1177 HK)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**