

中国生物制药 (1177 HK)

PDE3/4 抑制剂 II 期临床数据亮眼，市场潜力巨大

中国生物制药在欧洲呼吸学会 2025 年会上公布了其 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 的 II 期临床结果，临床结果显示 TQC3721 可快速改善患者肺功能和症状。240 例中重度中国慢阻肺 (COPD) 受试者在接受 TQC3721 治疗 4 周后，3mg/6mg 组受试者 FEV₁ (第一秒用力呼气量) 峰值较安慰剂组分别高 100ml/147ml，在 LAMA 和 LABA/LAMA 亚组中，6mg 组的 FEV₁ 峰值相比安慰剂组分别高 239ml 和 109ml。6mg 组受试者的 FEV₁ AUC_(0-12h) (0-12 小时 FEV₁ 曲线下面积) 比安慰剂组高 87ml，SCRQ (圣乔治评分) 评分较安慰剂组改善 5.09 个单位。TQC3721 展现出良好的安全性和耐受性，临床实验中未观察到明显的消化系统、心血管系统及肝肾功能方面的副作用。作为全球研发进度第二以及当下唯一处在临床 III 期的 PDE3/4 抑制剂，我们认为 TQC3721 具备成为重磅炸弹级别药物的潜力，同时也拥有重磅对外授权潜力。

■ **临床数据表明 TQC3721 具备同类最佳潜力。** TQC3721 6mg 组在 4 周治疗后的 FEV₁ 峰值比安慰剂组高 147ml，与恩司芬群 12 周临床数据 (146/147ml。非头对头数据比较，下同) 一致，FEV₁ AUC_(0-12h) 比安慰剂高 87ml，也与恩司芬群 12 周数据 (87/94ml) 处在同一水平。值得注意的是，TQC3721 临床试验的全部受试者均已接受 COPD 药物治疗，其中 30% 的受试者使用了 LAMA (长效抗胆碱能药物)，70% 同时使用 LABA (长效 β₂ 受体激动剂) 和 LAMA 药物，而恩司芬群的临床实验中药 38% 的受试者为初治患者。因此，TQC3721 的临床入组的患者基线更差。考虑到实际生活中 COPD 患者普遍使用 LABA、LAMA 或 ICS (吸入型糖皮质激素) 药物，我们认为 TQC3721 的 FEV₁ 数据表明其在提高 COPD 患者真实临床获益上有巨大潜力。临床数据也显示，在使用了 LAMA 药物的亚组中，TQC3721 6mg 组的 FEV₁ 峰值相比安慰剂组高 239ml，明显高于恩司芬群的 135ml。

■ **PDE3/4 药物市场潜力巨大，竞争格局良好。** COPD 是最常见呼吸道疾病之一，全球患病人数近 4.8 亿，中国患病人数超过 1 亿，作为全球第三大死亡原因，COPD 严重冲击全球经济和医疗系统。Verona 的恩司芬群于 2024 年 6 月获得 FDA 批准，是 20 多年来 FDA 批准的首个全新机制 COPD 药物，也是至今唯一获批的 PDE3/4 抑制剂。恩司芬群 1Q25/2Q25 销售额为 0.71/1.03 亿美元，环比分别增长 95%/44%。默沙东在今年 7 月宣布以 100 亿美元收购 Verona，体现 PDE3/4 抑制剂巨大的市场潜力。作为全球进度第二且唯一处在 III 期临床的 PDE3/4 抑制剂，我们认为 TQC3721 具备重磅海外授权潜力。

■ **维持买入评级。** 维持基于 DCF 的目标价 9.40 港元 (WACC: 10.01%，永续增长率: 2.0%)。我们预计中国生物制药 2025E/26E/27E 收入增速为 +19.1%/+4.4%/+10.6%，经调整净利润增速为 +81.3%/-30.0%/+11.3%。出于谨慎考虑，我们暂未考虑潜在对外授权对收入和利润的贡献。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	26,199	28,866	34,380	35,901	39,719
同比增长 (%)	(9.0)	10.2	19.1	4.4	10.6
调整后净利润 (百万人民币)	2,589	3,457	6,267	4,385	4,881
同比增长 (%)	(13.3)	33.5	81.3	(30.0)	11.3
调整后每股收益 (人民币)	0.14	0.19	0.33	0.23	0.26
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	0.19	0.20	0.21
调整后市盈率 (倍)	51.8	38.8	21.6	30.9	27.7

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价 9.40 港元
潜在升幅 20.5%
当前股价 7.80 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	146,333.6
3 月平均流通量(百万港元)	1,221.3
52 周内股价高/低(港元)	9.01/2.81
总股本 (百万)	18760.7

资料来源：FactSet

股东结构

谢承润	21.6%
郑翔玲	15.8%

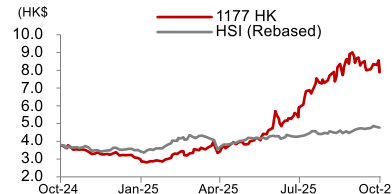
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-11.3%	-11.6%
3 - 月	31.8%	20.4%
6 - 月	126.7%	78.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 格索雷塞与其他 KRAS G12C 抑制剂的有效性和安全性对比

公司	中国生物制药			Verona (Merck)/优锐医药				
药物	TQC3721			恩司芬群				
临床阶段	II			III				
试验号	CTR20242692; NCT06527144			ENHANCE-CHINA; CTR20230006; NCT05743075	ENHANCE-1; NCT04535986		ENHANCE-2; NCT04542057	
治疗周期	4 周			12 周				
背景治疗	全部受试者均接受背景治疗 (LAMA : LABA/LAMA = 3 : 7)			约 46%受试者接受背景治疗 (LAMA 或 LABA) , 约 38%同时使用 ICS	约 69%受试者接受背景治疗 (LAMA 或 LABA) , 约 21%同时使用 ICS		约 54%受试者接受背景治疗 (LAMA 或 LABA) , 约 15%同时使用 ICS	
受试者群体	中国			中国	全球			
总样本量	240			526	760		789	
剂量	3mg	6mg	安慰剂	3mg	3mg	安慰剂	3mg	安慰剂
样本量	81	79	80		477	283	498	291
FEV ₁ 较基线/ml	194	241	86		204	57	195	48
FEV ₁ 较安慰剂组 /ml	100	147		174	147		146	
FEV ₁ AUC _(0-12h) 较安慰剂组/ml		87		110	87		94	
SGRQ 评分较安慰剂组		-5.09			-2.3 (24 周)		-0.5 (24 周)	
亚组分析: FEV ₁ 较安慰剂组/ml								
LAMA 组	73	239			135			
LABA/LAMA 组	109	109						
链接	链接			链接	链接 1 , 链接 2			

资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 2: 全球临床阶段 PDE3/4 抑制剂的研发布局 (截至 2025 年 10 月 12 日)

药品名称	靶点	研发机构	全球最高 研发阶段	美国最高 研发阶段	中国最高 研发阶段
恩司芬群 (ensifentrine)	PDE4;PDE3	优锐医药;Verona Pharma (Merck);Ligand Pharmaceuticals;Vernalis	批准上市	批准上市	III 期临床
TQC3721	PDE4;PDE3	正大天晴	III 期临床		III 期临床
HSK39004	PDE4;PDE3	海思科	II 期临床		II 期临床
HRS-9821	PDE4;PDE3	恒瑞医药; GSK	I 期临床		I 期临床

资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 3: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	34,380	35,901	39,719	34,380	35,901	39,719	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	28,515	29,480	32,655	28,515	29,480	32,655	0.00%	0.00%	0.00%
运营利润	9,309	8,458	9,676	9,309	8,458	9,676	0.00%	0.00%	0.00%
经调整净利润	6,267	4,385	4,881	6,267	4,385	4,881	0.00%	0.00%	0.00%
经调整每股收益 (元)	0.33	0.23	0.26	0.33	0.23	0.26	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	82.94%	82.11%	82.21%	82.94%	82.11%	82.21%	Oppt	Oppt	Oppt
运营利润率	27.08%	23.56%	24.36%	27.08%	23.56%	24.36%	Oppt	Oppt	Oppt
经调整净利润率	18.23%	12.21%	12.29%	18.23%	12.21%	12.29%	Oppt	Oppt	Oppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	34,380	35,901	39,719	33,260	36,251	40,249	3.37%	-0.96%	-1.32%
毛利	28,515	29,480	32,655	27,493	30,021	33,401	3.72%	-1.80%	-2.24%
运营利润	9,309	8,458	9,676	7,823	8,404	9,241	18.99%	0.65%	4.70%
经调整净利润	6,267	4,385	4,881	5,048	4,688	5,134	24.15%	-6.47%	-4.93%
经调整每股收益 (元)	0.33	0.23	0.26	0.27	0.26	0.28	23.73%	-9.76%	-8.39%
毛利率	82.94%	82.11%	82.21%	82.66%	82.81%	82.99%	+0.28ppt	-0.70ppt	-0.77ppt
运营利润率	27.08%	23.56%	24.36%	23.52%	23.18%	22.96%	+3.56ppt	+0.38ppt	+1.40ppt
经调整净利润率	18.23%	12.21%	12.29%	15.18%	12.93%	12.76%	+3.05ppt	-0.72ppt	-0.47ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 5: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
息税前利润	8,527	7,745	8,938	10,271	11,765	13,561	15,738	18,348	21,007	23,493
税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息税前利润*(1-税率)	7,248	6,583	7,598	8,730	10,000	11,527	13,377	15,596	17,856	19,969
+折旧与摊销	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321
-营运资金变化	-652	-330	-720	-677	-770	-925	-1,115	-1,319	-1,251	-1,054
-资本支出	-750	-750	-750	-750	-750	-750	-750	-750	-750	-750
自由现金流	7,167	6,824	7,449	8,624	9,801	11,173	12,833	14,849	17,176	19,486
终值										247,898

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	10.01%
股本成本	13.57%
债务成本	4.00%
市场风险系数 β	1.05
无风险利率	2.50%
市场风险溢价	10.50%
目标负债率	35.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	95,458
总现值	159,757
净负债	-16,252
少数股东权益	12,879
股权价值	163,130
股份数 (百万股)	18,761
DCF 每股价值 (RMB)	8.70
DCF 每股价值 (HK\$)	9.40

资料来源：招银国际环球市场预测。港元:人民币 = 0.92。

图 6: DCF 估值敏感性分析

	WACC				
	9.01%	9.51%	10.01%	10.51%	11.01%
3.00%	12.21	11.15	10.25	9.47	8.79
2.50%	11.55	10.61	9.80	9.09	8.47
永续增长率 2.00%	10.99	10.14	9.40	8.76	8.18
1.50%	10.50	9.73	9.05	8.46	7.93
1.00%	10.07	9.37	8.74	8.19	7.70

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	28,780	26,199	28,866	34,380	35,901	39,719
销售成本	(5,796)	(4,990)	(5,336)	(5,865)	(6,421)	(7,064)
毛利润	22,985	21,210	23,530	28,515	29,480	32,655
运营费用	(16,817)	(15,470)	(17,249)	(19,206)	(21,022)	(22,979)
销售费用	(10,359)	(9,193)	(10,078)	(11,259)	(12,355)	(13,470)
行政费用	(2,205)	(1,873)	(2,082)	(2,164)	(2,338)	(2,546)
研发费用	(4,253)	(4,403)	(5,089)	(5,783)	(6,330)	(6,963)
运营利润	6,168	5,740	6,281	9,309	8,458	9,676
其他收入	509	613	23	2,750	1,100	800
其他费用	(306)	(301)	(1,112)	(662)	(594)	(617)
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(153)	(526)	(118)	(120)	(120)	(120)
利息支出	(439)	(495)	(295)	(242)	(213)	(194)
税前利润	5,779	5,032	4,778	11,034	8,631	9,545
所得税	(776)	(797)	(493)	(1,736)	(1,387)	(1,533)
税后利润	5,003	4,234	4,285	9,298	7,245	8,012
非控股权益	(2,459)	(2,765)	(2,865)	(2,952)	(3,143)	(3,474)
停业部门损益	0	485	1,580	0	0	0
净利润	2,544	1,954	3,000	6,346	4,102	4,538
调整后净利润	2,986	2,589	3,457	6,267	4,385	4,881
总股息	1,920	834	1,178	2,066	1,414	1,563

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	25,935	23,806	24,685	32,423	38,862	45,903
现金与现金等价物	12,066	9,452	9,570	16,596	22,558	28,709
应收账款	4,638	4,510	4,968	5,652	5,902	6,529
存货	2,329	1,993	2,373	2,400	2,627	2,890
预付款项	1,663	3,636	2,452	2,452	2,452	2,452
以公允价值计入损益的资产	4,543	2,812	4,951	4,951	4,951	4,951
其他流动资产	21,392	20,994	19,735	27,472	33,911	40,952
非流动资产	38,129	39,799	40,723	39,932	39,140	38,349
物业及厂房及设备 (净额)	7,760	8,081	8,691	8,407	8,123	7,838
使用权资产	1,492	1,831	1,597	1,513	1,429	1,345
递延税项	505	567	516	516	516	516
合资及联营公司投资	13,198	12,244	1,620	1,400	1,180	960
无形资产	1,252	2,229	2,145	1,971	1,796	1,621
商誉	663	680	916	916	916	916
以公允价值计入损益的资产	4,105	4,700	4,439	4,439	4,439	4,439
其他非流动资产	9,156	9,468	20,798	20,770	20,741	20,713
总资产	64,064	63,605	65,408	72,354	78,002	84,252
流动负债	20,151	22,607	19,556	19,615	19,763	19,934
短期债务	9,663	11,136	7,602	7,602	7,602	7,602
应付账款	1,637	1,335	1,497	1,556	1,704	1,875
应付税款	107	272	318	318	318	318
其他流动负债	589	459	110	110	110	110
应计费用	8,153	9,406	10,028	10,028	10,028	10,028
非流动负债	5,970	2,828	3,078	3,078	3,078	3,078
长期债务	3,934	1,058	1,997	1,997	1,997	1,997
可转换债券	0	16	0	0	0	0
递延收入	832	782	238	238	238	238
其他非流动负债	1,204	972	843	843	843	843
总负债	26,121	25,435	22,634	22,693	22,841	23,011
股本	415	415	414	414	414	414
留存收益	30,765	31,830	34,521	39,342	42,643	46,290
其他储备	(1,432)	(1,770)	(2,975)	(2,975)	(2,975)	(2,975)
股东权益总额	29,747	30,474	31,961	36,782	40,082	43,730
少数股东权益	8,197	7,695	10,813	12,879	15,080	17,511
总负债和股东权益	64,064	63,605	65,408	72,354	78,002	84,252

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	5,779	5,934	6,994	11,575	9,245	10,217
折旧摊销	1,047	1,074	1,321	1,321	1,321	1,321
税款	(892)	(747)	(1,001)	(1,736)	(1,387)	(1,533)
营运资金变化	(196)	(431)	100	(652)	(330)	(720)
其他	527	235	(800)	162	133	114
净经营现金流	6,265	6,066	6,615	10,671	8,982	9,400
投资现金流						
资本开支	(1,243)	(1,068)	(960)	(750)	(750)	(750)
收购与投资	(471)	(1,244)	(214)	0	0	0
处理短期投资所得现金	(248)	1,740	(1,985)	0	0	0
其他	(2,108)	(185)	1,450	300	300	300
净投资现金流	(4,071)	(757)	(1,709)	(450)	(450)	(450)
融资现金流						
已支付股息	(2,965)	(3,855)	(2,215)	(2,952)	(2,357)	(2,605)
净借贷	1,049	(1,712)	(2,735)	0	0	0
股票回购	(868)	(396)	(1,252)	0	0	0
其他	(403)	(586)	(113)	(242)	(213)	(194)
净融资现金流	(3,186)	(6,549)	(6,315)	(3,194)	(2,571)	(2,799)
净现金流变动						
年初现金	9,599	8,655	7,505	9,570	16,596	22,558
汇率变动	47	91	136	0	0	0
年末现金	8,655	7,505	6,231	16,596	22,558	28,709
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	7.1%	(9.0%)	10.2%	19.1%	4.4%	10.6%
毛利润	6.8%	(7.7%)	10.9%	21.2%	3.4%	10.8%
经营利润	19.8%	(6.9%)	9.4%	48.2%	(9.1%)	14.4%
净利润	(82.6%)	(23.2%)	53.6%	111.5%	(35.4%)	10.6%
调整后净利润	16.5%	(13.3%)	33.5%	81.3%	(30.0%)	11.3%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	79.9%	81.0%	81.5%	82.9%	82.1%	82.2%
营业利润率	21.4%	21.9%	21.8%	27.1%	23.6%	24.4%
调整后净利润率	10.4%	9.9%	12.0%	18.2%	12.2%	12.3%
股本回报率	8.5%	6.5%	9.6%	18.5%	10.7%	10.8%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	1.3	1.1	1.3	1.7	2.0	2.3
应收账款周转天数	56.2	63.7	59.9	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	134.4	158.1	149.3	149.3	149.3	149.3
应付帐款周转天数	104.9	108.7	96.9	96.9	96.9	96.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	53.8	51.8	38.2	21.6	30.9	27.7
市帐率	3.6	3.5	3.1	2.7	2.4	2.2
市现率	21.7	21.9	19.7	12.6	14.9	14.2
股息 (%)	1.4	0.6	0.9	1.5	1.1	1.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。