

|    |                  |                   |                |
|----|------------------|-------------------|----------------|
| 医药 | 收盘价<br>港元 421.00 | 目标价<br>港元 530.00↓ | 潜在涨幅<br>+25.9% |
|----|------------------|-------------------|----------------|

2026年3月25日

## 科伦博泰生物 (6990 HK)

### 2026年核心品种放量可期，管线重磅数据读出临近；维持买入

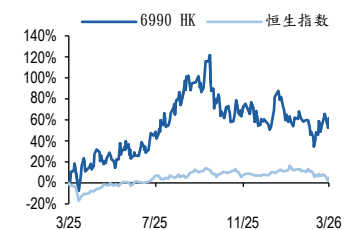
公司全年业绩表现符合预期，商业化产品销售收入受医保后价格调整影响略有波动，但纳入医保后2026年有望恢复强劲增长势头。我们认为，随着芦康沙妥珠一线数据的读出、各已上市产品适应症应用领域的持续拓展、商业化基础设施不断加强，短期临床和商业化催化剂依旧丰富。维持买入。

- ⊕ **全年业绩符合预期，2026年芦康沙妥珠销售额有望翻倍：**公司全年实现收入20.6亿元（人民币，下同），同比增长6%，符合我们及市场预期。其中：1) 商业化产品销售收入5.4亿元，低于公司此前8-10亿元的指引，主要受芦康沙妥珠、PD-L1及西妥昔N01纳入医保后价格调整带来的一次性影响；若剔除该影响，2H25产品销售收入实现环比增长；2) 许可及合作协议收入15.0亿元，合作收入逐步常态化。全年净亏损扩大至3.8亿元（2024年-2.7亿元），主因运营支出增加：SG&A费用同比+89%，源于公司营销与团队建设投入增大，目前商业化团队已超600人、覆盖1200+家医院，预计到2026年底将超800人、覆盖医院数翻倍；研发费用同比增长9%。展望2026年，管理层表示对于芦康沙妥珠纳入医保后的销售额翻倍有信心，预计其医保适应症收入占比将达到80%以上。
- ⊕ **核心产品重磅数据读出在即，全年催化剂丰富：**芦康沙妥珠一线重磅数据读出在即：1) 1L PD-L1 TPS≥1% NSCLC的III期数据：计划于2026年ASCO大会公布，届时还会提供鳞癌与非鳞癌的队列数据；2) 1L PD-L1 TPS<1% NSCLC的III期数据：计划于2026年ESMO大会公布。此外，多项早研管线稳步推进：PD-1/VEGF双抗正在探索与公司内部众多ADC资产的联用，CLDN18.2 ADC、Nectin-4 ADC、SKB518（潜在FIC ADC）等已进入II期。公司还在积极拓展新机制ADC，如SKB103（TAA+IO双靶点ADC）已启动实体瘤I/II期临床、SKB565（毒素与免疫激动剂双载荷ADC）已递交IND。
- ⊕ **维持买入评级：**基于2025年全年业绩，我们下调2026-27年芦康沙妥珠销售额预测，但维持其在中国市场64亿元的销售峰值不变。基于DCF模型，我们下调目标价至530港元（原549港元），对应5.1倍收入达峰时市销率及26%的潜在升幅，维持买入。

#### 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)   | 577.50    |
| 52周低位 (港元)   | 242.00    |
| 市值 (百万港元)    | 68,526.17 |
| 日均成交量 (百万)   | 0.64      |
| 年初至今变化 (%)   | 7.34      |
| 200天平均价 (港元) | 443.04    |

资料来源：FactSet

#### 丁政宁

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

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 盈利预测变动

| 百万美元  | 2026E |       |          | 2027E |       |          | 2028E |     |    |
|-------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|-----|----|
|       | 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  | 2,608 | 3,037 | -14.1%   | 4,193 | 4,650 | -9.8%    | 5,893 | -   | -  |
| 毛利润   | 1,870 | 2,235 | -16.4%   | 3,272 | 3,665 | -10.7%   | 4,811 | -   | -  |
| 毛利率   | 71.7% | 73.6% | -1.9ppts | 78.0% | 78.8% | -0.8ppts | 81.6% | -   | -  |
| 归母净利润 | (250) | 50    | NA       | 485   | 751   | -35.4%   | 1,481 | -   | -  |
| 归母净利率 | NA    | 1.6%  | NA       | 11.6% | 16.2% | -4.6ppts | 25.1% | -   | -  |

资料来源：FactSet，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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 科伦博泰生物：DCF 估值模型

| 人民币，百万          | 2025A        | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E  | 2032E  | 2033E  | 2034E  | 2035E  |
|-----------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入              | 2,058        | 2,608 | 4,193 | 5,893 | 7,891 | 9,831 | 11,859 | 14,364 | 17,032 | 19,462 | 22,221 |
| EBIT            | -495         | -287  | 536   | 1,702 | 3,136 | 4,722 | 6,439  | 8,480  | 10,623 | 12,620 | 14,813 |
| EBIT*(1-t)      | -332         | -67   | 689   | 1,679 | 2,896 | 4,240 | 5,693  | 7,420  | 9,230  | 10,913 | 12,761 |
| 加：折旧摊销          | 60           | 57    | 66    | 71    | 78    | 86    | 94     | 103    | 114    | 125    | 138    |
| 减：营运资金增加/（减少）   | -70          | -30   | -116  | -54   | -76   | -45   | -34    | -35    | -32    | -47    | -43    |
| 减：资本开支          | -126         | -128  | -121  | -147  | -177  | -191  | -207   | -236   | -263   | -281   | -321   |
| 自由现金流           | -468         | -168  | 518   | 1,549 | 2,721 | 4,090 | 5,545  | 7,252  | 9,048  | 10,710 | 12,535 |
| 永续增长率           | 3%           |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 自由现金流现值         | 26,904       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 终值现值            | 82,301       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 企业价值            | 109,205      |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 净现金             | 3,148        |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益          | 0            |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 股权价值（百万人民币）     | 112,353      |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 股权价值（百万港元）      | 123,588      |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 股份数量（百万）        | 233          |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| <b>每股价值（港元）</b> | <b>530.0</b> |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |

| WACC   |       |
|--------|-------|
| 无风险利率  | 4.0%  |
| 市场风险溢价 | 7.0%  |
| 贝塔     | 0.9   |
| 股权成本   | 10.3% |
| 税前债务成本 | 5.0%  |
| 税后债务成本 | 4.3%  |
| 预期债权比例 | 15.0% |
| 有效税率   | 15.0% |
| WACC   | 9.4%  |

资料来源：交银国际预测

图表 2：科伦博泰生物 (6990 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

2026 年 3 月 25 日

科伦博泰生物 (6990 HK)

图表 3：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/<br>评级发表日期 | 子行业      |
|-----------|--------|----|---------------|---------------|--------|------------------|----------|
| 6996 HK   | 德琪医药   | 买入 | 4.21          | 10.00         | 137.6% | 2026 年 03 月 24 日 | 生物科技     |
| LEGN US   | 传奇生物   | 买入 | 17.23         | 60.40         | 250.5% | 2026 年 03 月 18 日 | 生物科技     |
| 13 HK     | 和黄医药   | 买入 | 21.82         | 36.60         | 67.7%  | 2026 年 03 月 10 日 | 生物科技     |
| 6160 HK   | 百济神州   | 买入 | 166.60        | 229.20        | 37.6%  | 2026 年 03 月 02 日 | 生物科技     |
| 2595 HK   | 劲方医药   | 买入 | 28.10         | 51.00         | 81.5%  | 2026 年 01 月 23 日 | 生物科技     |
| 9995 HK   | 荣昌生物   | 买入 | 91.15         | 136.00        | 49.2%  | 2026 年 01 月 13 日 | 生物科技     |
| 9966 HK   | 康宁杰瑞制药 | 买入 | 8.16          | 13.00         | 59.3%  | 2025 年 12 月 10 日 | 生物科技     |
| 1530 HK   | 三生制药   | 买入 | 22.38         | 39.50         | 76.5%  | 2025 年 11 月 27 日 | 生物科技     |
| 6990 HK   | 科伦博泰生物 | 买入 | 421.00        | 530.00        | 25.9%  | 2026 年 03 月 25 日 | 生物科技     |
| 1952 HK   | 云顶新耀   | 买入 | 35.26         | 84.00         | 138.2% | 2025 年 09 月 01 日 | 生物科技     |
| 1801 HK   | 信达生物   | 买入 | 81.55         | 105.00        | 28.8%  | 2025 年 08 月 29 日 | 生物科技     |
| 2162 HK   | 康诺亚    | 买入 | 53.80         | 78.00         | 45.0%  | 2025 年 08 月 28 日 | 生物科技     |
| 9926 HK   | 康方生物   | 买入 | 120.00        | 183.00        | 52.5%  | 2025 年 08 月 27 日 | 生物科技     |
| 6821 HK   | 凯莱英    | 买入 | 74.60         | 113.80        | 52.5%  | 2026 年 03 月 20 日 | 医药研发服务外包 |
| 3759 HK   | 康龙化成   | 买入 | 18.40         | 32.50         | 76.6%  | 2026 年 03 月 20 日 | 医药研发服务外包 |
| 2268 HK   | 药明合联   | 买入 | 56.15         | 91.00         | 62.1%  | 2026 年 01 月 19 日 | 医药研发服务外包 |
| 1548 HK   | 金斯瑞生物  | 买入 | 10.83         | 28.75         | 165.5% | 2024 年 08 月 12 日 | 医药研发服务外包 |
| 2269 HK   | 药明生物   | 中性 | 33.88         | 34.00         | 0.4%   | 2025 年 08 月 21 日 | 医药研发服务外包 |
| AZN US    | 阿斯利康   | 买入 | 184.07        | 93.30         | -49.3% | 2024 年 07 月 18 日 | 跨国处方药企   |
| BMY US    | 百时美施贵宝 | 沽出 | 57.00         | 33.10         | -41.9% | 2024 年 07 月 18 日 | 跨国处方药企   |
| 1177 HK   | 中国生物制药 | 买入 | 5.90          | 8.50          | 44.0%  | 2026 年 01 月 29 日 | 制药       |
| 2096 HK   | 先声药业   | 买入 | 11.19         | 16.40         | 46.6%  | 2025 年 08 月 22 日 | 制药       |
| 3692 HK   | 翰森制药   | 买入 | 31.94         | 48.00         | 50.3%  | 2025 年 08 月 19 日 | 制药       |
| 600867 CH | 通化东宝   | 买入 | 8.36          | 14.00         | 67.5%  | 2024 年 04 月 01 日 | 制药       |
| 1093 HK   | 石药集团   | 中性 | 8.33          | 7.30          | -12.3% | 2025 年 11 月 21 日 | 制药       |
| 1276 HK   | 恒瑞医药   | 中性 | 63.95         | 69.50         | 8.7%   | 2025 年 10 月 28 日 | 制药       |
| 002422 CH | 科伦药业   | 中性 | 32.97         | 40.20         | 21.9%  | 2025 年 06 月 19 日 | 制药       |
| 6078 HK   | 海吉亚医疗  | 买入 | 11.30         | 18.00         | 59.3%  | 2025 年 03 月 31 日 | 民营医院     |
| 2273 HK   | 固生堂    | 买入 | 26.42         | 42.00         | 59.0%  | 2025 年 01 月 27 日 | 民营医院     |
| 1951 HK   | 锦欣生殖   | 中性 | 2.18          | 3.30          | 51.3%  | 2025 年 08 月 27 日 | 民营医院     |

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 3 月 24 日

## 财务数据

| 年结12月31日    | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入          | 1,933        | 2,058        | 2,608        | 4,193        | 5,893        |
| 主营业务成本      | (659)        | (579)        | (738)        | (921)        | (1,082)      |
| <b>毛利</b>   | <b>1,274</b> | <b>1,479</b> | <b>1,870</b> | <b>3,272</b> | <b>4,811</b> |
| 销售及管理费用     | (346)        | (654)        | (811)        | (1,363)      | (1,709)      |
| 研发费用        | (1,206)      | (1,320)      | (1,346)      | (1,373)      | (1,400)      |
| <b>经营利润</b> | <b>(279)</b> | <b>(495)</b> | <b>(287)</b> | <b>536</b>   | <b>1,702</b> |
| 财务成本净额      | 20           | (6)          | 37           | 35           | 40           |
| 其他非经营净收入/费用 | 116          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>税前利润</b> | <b>(143)</b> | <b>(501)</b> | <b>(250)</b> | <b>571</b>   | <b>1,742</b> |
| 税费          | (124)        | (26)         | 0            | (86)         | (261)        |
| 非控股权益       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>净利润</b>  | <b>(267)</b> | <b>(527)</b> | <b>(250)</b> | <b>485</b>   | <b>1,481</b> |
| 作每股收益计算的净利润 | (267)        | (382)        | (250)        | 485          | 1,481        |

| 截至12月31日     | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物     | 1,337        | 3,244        | 3,060        | 3,612        | 5,202        |
| 应收账款及票据      | 304          | 346          | 346          | 479          | 531          |
| 存货           | 111          | 241          | 124          | 151          | 172          |
| 其他流动资产       | 1,742        | 1,318        | 1,318        | 1,318        | 1,318        |
| <b>总流动资产</b> | <b>3,493</b> | <b>5,149</b> | <b>4,848</b> | <b>5,561</b> | <b>7,223</b> |
| 物业、厂房及设备     | 595          | 636          | 674          | 739          | 824          |
| 无形资产         | 3            | 1            | 12           | 12           | 13           |
| 其他长期资产       | 178          | 203          | 225          | 215          | 206          |
| <b>总长期资产</b> | <b>775</b>   | <b>840</b>   | <b>911</b>   | <b>967</b>   | <b>1,043</b> |
| <b>总资产</b>   | <b>4,268</b> | <b>5,989</b> | <b>5,759</b> | <b>6,528</b> | <b>8,266</b> |
| 短期贷款         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款         | 447          | 685          | 485          | 530          | 548          |
| 其他短期负债       | 363          | 320          | 320          | 320          | 320          |
| <b>总流动负债</b> | <b>810</b>   | <b>1,004</b> | <b>805</b>   | <b>850</b>   | <b>868</b>   |
| 长期贷款         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债       | 150          | 117          | 117          | 117          | 117          |
| <b>总长期负债</b> | <b>150</b>   | <b>117</b>   | <b>117</b>   | <b>117</b>   | <b>117</b>   |
| <b>总负债</b>   | <b>959</b>   | <b>1,121</b> | <b>922</b>   | <b>967</b>   | <b>985</b>   |
| 股本           | 227          | 233          | 233          | 233          | 233          |
| 储备及其他资本项目    | 3,081        | 4,634        | 4,604        | 5,328        | 7,047        |
| <b>股东权益</b>  | <b>3,309</b> | <b>4,867</b> | <b>4,837</b> | <b>5,561</b> | <b>7,280</b> |
| 非控股权益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>总权益</b>   | <b>3,309</b> | <b>4,867</b> | <b>4,837</b> | <b>5,561</b> | <b>7,280</b> |

资料来源：公司资料，交银国际预测

| 年结12月31日       | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 税前利润           | (143)        | (356)        | (250)        | 571          | 1,742        |
| 折旧及摊销          | 52           | 60           | 57           | 66           | 71           |
| 营运资本变动         | (405)        | (70)         | (82)         | (116)        | (54)         |
| 税费             | 0            | 0            | 0            | (86)         | (261)        |
| 其他经营活动现金流      | 65           | 196          | 184          | 204          | 198          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(430)</b> | <b>(170)</b> | <b>(92)</b>  | <b>639</b>   | <b>1,696</b> |
| 资本开支           | (81)         | (126)        | (128)        | (121)        | (147)        |
| 投资活动           | (741)        | 537          | 0            | 0            | 0            |
| 其他投资活动现金流      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(822)</b> | <b>411</b>   | <b>(128)</b> | <b>(121)</b> | <b>(147)</b> |
| 负债净变动          | (55)         | (43)         | 0            | 0            | 0            |
| 其他融资活动现金流      | 1,092        | 1,771        | 37           | 35           | 40           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>1,037</b> | <b>1,728</b> | <b>37</b>    | <b>35</b>    | <b>40</b>    |
| 汇率收益/损失        | 22           | (51)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>年初现金</b>    | <b>1,529</b> | <b>1,337</b> | <b>3,244</b> | <b>3,060</b> | <b>3,612</b> |
| <b>年末现金</b>    | <b>1,337</b> | <b>3,244</b> | <b>3,060</b> | <b>3,612</b> | <b>5,202</b> |

| 年结12月31日         | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E  | 2028E  |
|------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>每股指标(人民币)</b> |         |         |         |        |        |
| 核心每股收益           | (1.204) | (1.657) | (1.087) | 2.106  | 6.422  |
| 全面摊薄每股收益         | (1.204) | (1.657) | (1.087) | 2.106  | 6.422  |
| 每股账面值            | 14.558  | 20.872  | 20.742  | 23.848 | 31.221 |
| <b>利润率分析(%)</b>  |         |         |         |        |        |
| 毛利率              | 65.9    | 71.9    | 71.7    | 78.0   | 81.6   |
| 净利率              | (13.8)  | (25.6)  | (9.6)   | 11.6   | 25.1   |
| <b>盈利能力(%)</b>   |         |         |         |        |        |
| ROA              | (6.3)   | (8.8)   | (4.3)   | 7.4    | 17.9   |
| ROE              | (8.1)   | (10.8)  | (5.2)   | 8.7    | 20.3   |
| ROIC             | (8.1)   | (10.8)  | (5.2)   | 8.7    | 20.3   |
| <b>其他</b>        |         |         |         |        |        |
| 净负债权益比(%)        | 净现金     | 净现金     | 净现金     | 净现金    | 净现金    |
| 流动比率             | 4.3     | 5.1     | 6.0     | 6.5    | 8.3    |
| 存货周转天数           | 61.2    | 151.9   | 61.2    | 60.0   | 58.0   |
| 应收账款周转天数         | 57.4    | 61.3    | 48.4    | 41.7   | 32.9   |
| 应付账款周转天数         | 247.3   | 431.4   | 240.0   | 210.0  | 185.0  |

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9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**

2026年3月25日

**科伦博泰生物 (6990 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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

**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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司及南京埃斯顿自动化股份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及光大证券股份有限公司的已发行股本逾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。**