# 中国生物制药 (1177 HK)

## 多款创新药纳入国家医保，70 亿美元 BD 验证早研平台价值

**买入 (维持)**

| | |
|---|---|
| 目标价 | 9.00 港元 |
| (此前目标价 | 8.70 港元) |
| 潜在升幅 | 63.3% |
| 当前股价 | 5.51 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) | 102,943.1 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 425.9 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 7.12/4.26 |
| 总股本 (百万) | 18683.0 |

资料来源： FactSet

**股东结构**

| | |
|---|---|
| 谢承润 | 21.7% |
| 郑翔玲 | 15.9% |

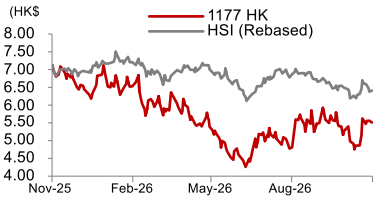
资料来源： 港交所

**股价表现**

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|---|---|---|
| 1 -月 | 5.0% | 6.9% |
| 3 -月 | 15.4% | 22.0% |
| 6 -月 | 2.2% | 11.7% |

资料来源： FactSet

**股份表现**




资料来源： FactSet

中国生物制药近期在创新药商业化与国际化两端继续取得突破。2026 年 11 月 14 日，国家医保局公布《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录（2026 年）》，中国生物制药的核心企业正大天晴有 3 款创新药首次纳入目录、2 款创新药的新增适应症纳入目录、以及 2 款创新药成功续约。公司近期与跨国药企勃林格殷格翰（BI）达成 3.58 亿美元首付款及近期付款、总潜在金额约 70 亿美元以及双位数销售分成的平台型 BD 合作，延续了公司 2026 年对外合作持续兑现的强劲趋势。医保扩容有望加快中国生物制药的创新产品商业转化，与 BI 的合作则验证公司的早研平台价值，夯实创新业务的长期增长基础。

- **医保目录扩容将推动公司创新药商业化放量。**在此次国家医保目录更新中，中国生物制药的贝莫苏拜单抗（PD-L1 单抗）、库莫西利（CDK2/4/6 抑制剂）及罗伐昔替尼（JAK/ROCK 双靶抑制剂）首次纳入，安罗替尼、派安普利单抗（PD-1 单抗）分别新增 5 项和 1 项适应症，依奉阿克（ALK/ROS1/c-MET 抑制剂）和安奈克替尼（ROS1/ALK/ c-MET 抑制剂）则成功续约。新版目录将于 2027 年 1 月 1 日实施。库莫西利为全球首个获批的 CDK2/4/6 抑制剂，治疗 HR+/HER2-晚期乳腺癌的一线/二线适应症均纳入支付范围。贝莫苏拜单抗有 5 项纳入医保，覆盖非小细胞肺癌巩固治疗、广泛期小细胞肺癌的一线治疗和肾细胞癌的一线治疗。安罗替尼新增 5 项医保适应症，其中 4 项为与贝莫苏拜单抗联用的“得福组合”。我们认为，本轮医保准入既支持新品放量，也强化安罗替尼作为公司联合用药基石的长期价值，叠加公司成熟的商业化团队和网络，其产品矩阵有望继续提升临床渗透率。
- **与 BI 的 70 亿美元 BD 验证早期研发平台价值。**与 BI 的合作涵盖 6 个临床前肿瘤资产，其中 5 个来自礼新医药（中国生物制药在 2025 年 7 月全资收购）、1 个来自北京泰德，以 ADC 为主并包括部分 TCE 产品。管理层表示 3.58 亿美元款项及近期付款预计自 2027 年起确认，其中绝大部分将计入 2027 年。礼新医药为中国生物制药的全资子公司，相关 BD 收入将全额计入上市公司业绩。本次合作标志双方由中国市场商业化协作升级至全球早研合作，也体现礼新医药收购后公司的赋能成效。公司在研管线持续成熟，聚焦全球 FIC 和 BIC 领域，预计每年新增约 20 个 IND。潜力管线包 EGFR/c-Met 双抗 ADC TQB6411、CLDN18.2 ADC LM-302、HER2/HER2 双抗 TQB2930、PD-1/IL-2 双抗 TQB6628、LPA/PCSK9 siRNA HJY-22、AT2R 拮抗剂 TRD205 等，BD 收入有望转为常态化，成为公司第二增长曲线。
- **维持“买入”评级。**考虑公司在 2026 年持续的 BD 交易兑现，我们上调预测，预计 2026E/27E/28E 收入同比增长 11.5%/13.2%/10.4%，经调整归母净利润同比增长 12.5%/19.4%/9.9%。我们将基于 DCF 模型的目标价从 8.70 港元上调至 9.00 港元（WACC: 9.98%，永续增长率：2.0%，维持不变）。

**财务资料**

| (截至 12 月 31 日) | FY24A | FY25A | FY26E | FY27E | FY28E |
|---|---|---|---|---|---|
| 销售收入 (百万人民币) | 28,866 | 31,834 | 35,480 | 40,153 | 44,339 |
| 同比增长 (%) | 10.2 | 10.3 | 11.5 | 13.2 | 10.4 |
| 调整后净利润 (百万人民币) | 3,457 | 4,541 | 5,110 | 6,098 | 6,702 |
| 同比增长 (%) | 33.5 | 31.4 | 12.5 | 19.4 | 9.9 |
| 调整后每股收益 (人民币) | 0.19 | 0.25 | 0.27 | 0.33 | 0.36 |
| 市场平均预估每股收益 (人民币) | na | na | 0.26 | 0.28 | 0.30 |
| 调整后市盈率 (倍) | 25.1 | 18.8 | 17.3 | 14.5 | 13.2 |

资料来源： 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

**图 1: 盈利预测调整**

| | 新预测 | | | 过往预测 | | | 差值 (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 人民币 百万元 | FY26E | FY27E | FY28E | FY26E | FY27E | FY28E | FY26E | FY27E | FY28E |
| 销售收入 | 35,480 | 40,153 | 44,339 | 36,284 | 37,427 | 41,156 | -2.22% | 7.28% | 7.74% |
| 毛利 | 29,597 | 33,587 | 37,170 | 30,228 | 30,838 | 33,905 | -2.09% | 8.91% | 9.63% |
| 运营利润 | 11,380 | 13,177 | 14,411 | 11,580 | 10,807 | 11,984 | -1.72% | 21.93% | 20.26% |
| 经调整净利润 | 5,110 | 6,098 | 6,702 | 5,019 | 5,187 | 5,763 | 1.81% | 17.58% | 16.30% |
| 经调整每股收益 (元) | 0.27 | 0.33 | 0.36 | 0.27 | 0.28 | 0.31 | 1.81% | 17.58% | 16.30% |
| 毛利率 | 83.42% | 83.65% | 83.83% | 83.31% | 82.40% | 82.38% | +0.11ppt | +1.25ppt | +1.45ppt |
| 运营利润率 | 32.08% | 32.82% | 32.50% | 31.91% | 28.87% | 29.12% | +0.16ppt | +3.94ppt | +3.38ppt |
| 经调整净利润率 | 14.40% | 15.19% | 15.12% | 13.83% | 13.86% | 14.00% | +0.57ppt | +1.33ppt | +1.11ppt |

资料来源：招银国际环球市场预测

**图 2: 招银国际与市场预测对比**

| | 招银国际环球市场预测 | | | 市场预测 | | | 差值 (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 人民币 百万元 | FY26E | FY27E | FY28E | FY26E | FY27E | FY28E | FY26E | FY27E | FY28E |
| 销售收入 | 35,480 | 40,153 | 44,339 | 36,327 | 38,902 | 42,202 | -2.33% | 3.22% | 5.06% |
| 毛利 | 29,597 | 33,587 | 37,170 | 30,197 | 32,251 | 35,004 | -1.99% | 4.14% | 6.19% |
| 运营利润 | 11,380 | 13,177 | 14,411 | 10,430 | 10,640 | 11,564 | 9.11% | 23.84% | 24.62% |
| 经调整净利润 | 5,110 | 6,098 | 6,702 | 4,828 | 5,087 | 5,519 | 5.83% | 19.88% | 21.44% |
| 经调整每股收益 (元) | 0.27 | 0.33 | 0.36 | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 3.59% | 18.26% | 20.78% |
| 毛利率 | 83.42% | 83.65% | 83.83% | 83.13% | 82.90% | 82.95% | +0.29ppt | +0.74ppt | +0.89ppt |
| 运营利润率 | 32.08% | 32.82% | 32.50% | 28.71% | 27.35% | 27.40% | +3.36ppt | +5.47ppt | +5.10ppt |
| 经调整净利润率 | 14.40% | 15.19% | 15.12% | 13.29% | 13.08% | 13.08% | +1.11ppt | +2.11ppt | +2.04ppt |

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

**图 3: DCF 估值分析**

| DCF 估值 (百万元人民币) | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | 2035E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 息税前利润 | 11,571 | 13,059 | 14,176 | 14,930 | 16,216 | 17,404 | 18,839 | 19,945 | 20,545 | 20,261 |
| 税率 | 18.00% | 18.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 息税前利润*(1-税率) | 9,488 | 10,708 | 11,766 | 12,392 | 13,459 | 14,446 | 15,637 | 16,554 | 17,052 | 16,816 |
| +折旧与摊销 | 1,148 | 1,146 | 1,143 | 1,140 | 1,137 | 1,134 | 1,130 | 1,127 | 1,123 | 1,119 |
| - 营运资金变化 | 302 | -1,046 | -933 | -1,374 | -1,780 | -2,028 | -2,393 | -2,304 | -2,124 | -1,913 |
| -资本支出 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -1,000 |
| **自由现金流** | **9,938** | **9,808** | **10,977** | **11,158** | **11,816** | **12,552** | **13,373** | **14,377** | **15,051** | **15,023** |
| **终值** | | | | | | | | | | **191,831** |

| | |
|---|---|
| **永续增长率** | **2.00%** |
| **加权平均资本成本 WACC** | **9.98%** |
| 股本成本 | 13.53% |
| 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 | 74,077 |
| 总现值 | 147,313 |
| 净负债 | -12,986 |
| 少数股东权益 | 15,684 |
| 股权价值 | 144,614 |
| 股份数（百万股） | 18,683 |
| DCF 每股价值 (RMB) | 7.74 |
| **DCF 每股价值 (HK$)** | **9.00** |

资料来源：招银国际环球市场预测。港元:人民币 = 0.86。

**图 4: DCF 估值敏感性分析（港元）**

| | | WACC | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 8.98% | 9.48% | 9.98% | 10.48% | 10.98% |
| | 3.00% | 11.42 | 10.50 | 9.72 | 9.03 | 8.44 |
| | 2.50% | 10.87 | 10.05 | 9.34 | 8.72 | 8.17 |
| **永续增长率** | 2.00% | 10.39 | 9.65 | **9.00** | 8.43 | 7.93 |
| | 1.50% | 9.98 | 9.30 | 8.71 | 8.18 | 7.71 |
| | 1.00% | 9.62 | 9.00 | 8.45 | 7.96 | 7.52 |

资料来源：招银国际环球市场预测

## 风险提示

1）在研药物临床开发失败或推进速度不及预期；2）对外授权交易落地节奏以及落地金额不及预期；3）国内市场竞争加剧可能造成已获批产品市占率提升不及预期或者价格下降；4）潜在生物类似药集采对生物类似药产品销售前景的负面影响；5）化学仿制药未来政策走向对化学仿制药业务带来的不确定性。

# 财务分析

| 损益表 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 年结 12 月 31 日（百万人民币） | | | | | | |
| **销售收入** | **26,199** | **28,866** | **31,834** | **35,480** | **40,153** | **44,339** |
| 销售成本 | (4,990) | (5,336) | (5,708) | (5,883) | (6,567) | (7,170) |
| **毛利润** | **21,210** | **23,530** | **26,127** | **29,597** | **33,587** | **37,170** |
| **运营费用** | **(15,470)** | **(17,249)** | **(19,003)** | **(18,216)** | **(20,410)** | **(22,759)** |
| 销售费用 | (9,193) | (10,078) | (10,993) | (10,133) | (11,324) | (12,674) |
| 行政费用 | (1,873) | (2,082) | (2,144) | (2,069) | (2,315) | (2,465) |
| 研发费用 | (4,403) | (5,089) | (5,866) | (6,015) | (6,770) | (7,620) |
| **运营利润** | **5,740** | **6,281** | **7,124** | **11,380** | **13,177** | **14,411** |
| 其他收入 | 613 | 23 | 520 | 1,200 | 1,000 | 1,000 |
| 其他费用 | 4,102 | 3,977 | 4,962 | 5,106 | 5,752 | 6,484 |
| 应占联营公司的（亏损）/ 溢利 | (526) | (118) | (151) | (100) | (100) | (100) |
| 利息支出 | (495) | (295) | (278) | (275) | (266) | (274) |
| **税前利润** | **9,435** | **9,867** | **12,176** | **17,311** | **19,563** | **21,522** |
| 所得税 | (797) | (493) | (1,629) | (2,180) | (2,445) | (2,498) |
| **税后利润** | **8,637** | **9,374** | **10,547** | **15,131** | **17,118** | **19,023** |
| 非控股权益 | (2,765) | (2,865) | (2,971) | (4,269) | (4,789) | (5,245) |
| 停业部门损益 | 485 | 1,580 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **净利润** | **6,357** | **8,089** | **7,576** | **10,862** | **12,329** | **13,779** |
| **调整后净利润** | **2,589** | **3,457** | **4,541** | **5,110** | **6,098** | **6,702** |
| 总股息 | 834 | 1,178 | 1,656 | 1,698 | 1,904 | 2,086 |

| 资产负债表 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 年结 12 月 31 日（百万人民币） | | | | | | |
| **流动资产** | **23,806** | **24,685** | **34,465** | **41,290** | **50,948** | **61,960** |
| 现金与现金等价物 | 9,452 | 9,570 | 12,181 | 19,308 | 27,920 | 37,999 |
| 应收账款 | 4,510 | 4,968 | 6,264 | 5,832 | 6,601 | 7,289 |
| 存货 | 1,993 | 2,373 | 2,257 | 2,386 | 2,663 | 2,908 |
| 预付款项 | 3,636 | 2,452 | 3,022 | 3,022 | 3,022 | 3,022 |
| 以公允价值计入损益的资产 | 2,812 | 4,951 | 10,147 | 10,147 | 10,147 | 10,147 |
| 其他流动资产 | 20,994 | 19,735 | 24,318 | 31,143 | 40,801 | 51,813 |
| **非流动资产** | **39,799** | **40,723** | **41,545** | **42,497** | **42,252** | **42,008** |
| 物业及厂房及设备（净额） | 8,081 | 8,691 | 8,700 | 8,830 | 8,947 | 9,052 |
| 使用权资产 | 1,831 | 1,597 | 1,534 | 1,457 | 1,384 | 1,315 |
| 递延税项 | 567 | 516 | 507 | 507 | 507 | 507 |
| 合资及联营公司投资 | 12,244 | 1,620 | 1,637 | 2,737 | 2,637 | 2,537 |
| 无形资产 | 2,229 | 2,145 | 3,556 | 3,378 | 3,209 | 3,049 |
| 商誉 | 680 | 916 | 3,496 | 3,496 | 3,496 | 3,496 |
| 以公允价值计入损益的资产 | 4,700 | 4,439 | 2,109 | 2,109 | 2,109 | 2,109 |
| 其他非流动资产 | 9,468 | 20,798 | 20,006 | 19,983 | 19,962 | 19,944 |
| **总资产** | **63,605** | **65,408** | **76,010** | **83,787** | **93,199** | **103,968** |
| | | | | | | |
| **流动负债** | **22,607** | **19,556** | **25,200** | **25,746** | **26,425** | **27,083** |
| 短期债务 | 11,136 | 7,602 | 8,395 | 8,895 | 9,395 | 9,895 |
| 应付账款 | 1,335 | 1,497 | 1,497 | 1,543 | 1,723 | 1,881 |
| 应付税款 | 272 | 318 | 696 | 696 | 696 | 696 |
| 其他流动负债 | 459 | 110 | 87 | 87 | 87 | 87 |
| 应计费用 | 9,406 | 10,028 | 14,524 | 14,524 | 14,524 | 14,524 |
| **非流动负债** | **2,828** | **3,078** | **8,724** | **8,724** | **8,724** | **8,724** |
| 长期债务 | 1,058 | 1,997 | 7,584 | 7,584 | 7,584 | 7,584 |
| 可转换债券 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延收入 | 782 | 238 | 286 | 286 | 286 | 286 |
| 其他非流动负债 | 972 | 843 | 854 | 854 | 854 | 854 |
| **总负债** | **25,435** | **22,634** | **33,924** | **34,470** | **35,149** | **35,807** |
| | | | | | | |
| 股本 | 415 | 414 | 414 | 414 | 414 | 414 |
| 留存收益 | 31,830 | 34,521 | 33,209 | 37,170 | 41,614 | 46,480 |
| 其他储备 | (1,770) | (2,975) | (2,951) | (3,951) | (4,451) | (4,451) |
| **股东权益总额** | **30,474** | **31,961** | **30,671** | **33,633** | **37,576** | **42,443** |
| 少数股东权益 | 7,695 | 10,813 | 11,415 | 15,684 | 20,473 | 25,718 |
| **总负债和股东权益** | **63,605** | **65,408** | **76,010** | **83,787** | **93,199** | **103,968** |

| 现金流量表 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 年结 12 月 31 日（百万人民币） | | | | | | |
| 经营现金流 | | | | | | |
| **税前利润** | **5,934** | **6,994** | **6,943** | **12,109** | **13,582** | **14,695** |
| 折旧摊销 | 1,074 | 1,321 | 1,212 | 1,148 | 1,146 | 1,143 |
| 税款 | (747) | (1,001) | (1,604) | (2,180) | (2,445) | (2,498) |
| 营运资金变化 | (431) | 100 | 2,624 | 348 | (866) | (774) |
| 其他 | 235 | (800) | 116 | 175 | 166 | 174 |
| **净经营现金流** | **6,066** | **6,615** | **9,292** | **11,600** | **11,583** | **12,739** |
| 投资现金流 | | | | | | |
| 资本开支 | (1,068) | (960) | (1,239) | (1,000) | (1,000) | (1,000) |
| 收购与投资 | (1,244) | (214) | (5,359) | (1,200) | 0 | 0 |
| 处理短期投资所得现金 | 1,740 | (1,985) | (5,260) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (185) | 1,450 | (556) | 200 | 200 | 200 |
| **净投资现金流** | **(757)** | **(1,709)** | **(12,414)** | **(2,000)** | **(800)** | **(800)** |
| 融资现金流 | | | | | | |
| 已支付股息 | (3,855) | (2,215) | (1,820) | (1,698) | (1,904) | (2,086) |
| 净借贷 | (1,712) | (2,735) | 6,399 | 500 | 500 | 500 |
| 股票回购 | (396) | (1,252) | (110) | (1,000) | (500) | 0 |
| 其他 | (586) | (113) | (312) | (275) | (266) | (274) |
| **净融资现金流** | **(6,549)** | **(6,315)** | **4,157** | **(2,473)** | **(2,171)** | **(1,860)** |
| 净现金流变动 | | | | | | |
| 年初现金 | 8,655 | 7,505 | 6,232 | 12,181 | 19,308 | 27,920 |
| 汇率变动 | 91 | 136 | 118 | 0 | 0 | 0 |
| **年末现金** | **7,505** | **6,232** | **7,385** | **19,308** | **27,920** | **37,999** |

| 增长率 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 销售收入 | (9.0%) | 10.2% | 10.3% | 11.5% | 13.2% | 10.4% |
| 毛利润 | (7.7%) | 10.9% | 11.0% | 13.3% | 13.5% | 10.7% |
| 经营利润 | (6.9%) | 9.4% | 13.4% | 59.8% | 15.8% | 9.4% |
| 净利润 | (6.5%) | 27.3% | (6.3%) | 43.4% | 13.5% | 11.8% |
| 调整后净利润 | (13.3%) | 33.5% | 31.4% | 12.5% | 19.4% | 9.9% |

| 盈利能力比率 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 毛利率 | 81.0% | 81.5% | 82.1% | 83.4% | 83.6% | 83.8% |
| 营业利益率 | 21.9% | 21.8% | 22.4% | 32.1% | 32.8% | 32.5% |
| 调整后净利润率 | 9.9% | 12.0% | 14.3% | 14.4% | 15.2% | 15.1% |
| 股本回报率 | 21.1% | 25.9% | 24.2% | 33.8% | 34.6% | 34.4% |

| 资产负债比率 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 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） | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.9 | 2.3 |
| 应收账款周转天数 | 63.7 | 59.9 | 64.4 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 存货周转天数 | 158.1 | 149.3 | 148.0 | 148.0 | 148.0 | 148.0 |
| 应付帐款周转天数 | 108.7 | 96.9 | 95.8 | 95.8 | 95.8 | 95.8 |

| 估值指标 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 年结 12 月 31 日 | | | | | | |
| 市盈率（调整后） | 34.0 | 25.1 | 18.8 | 17.3 | 14.5 | 13.2 |
| 市帐率 | 2.3 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.5 | 1.3 |
| 市现率 | 14.3 | 13.0 | 9.1 | 7.5 | 7.6 | 6.9 |
| 股息（%） | 1.0 | 1.4 | 2.0 | 1.9 | 2.2 | 2.4 |

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之分析员，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于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按照香港证券及期货事务监察委员会对其获发牌进行受规管活动的监管框架，编写和在香港发布报告。本报告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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，任何机构或个人未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式、以任何目的，直接或间接向特定读者以外的人士翻版、复制、转售、转发及或发布本报告的全部或部分内容，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，请与我们联络。

若本重要披露的中英文版本存在歧义，概以英文版本为准。

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之分析员，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个人。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篇制的报告。 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。