

# 每日投资策略

## 行业及公司点评

### 行业点评

#### ■ 中国汽车行业 - 北京车展“出圈”，“以旧换新”落地

我们于4月25日（首日）参加了2024年北京国际车展。本次车展的总体感受：行业高度内卷，车型同质化严重，科技企业入场使得营销和流量变得更加重要；越野赛道开始变得拥挤；对新功能、新价值的探索成为车企亟需解答的课题。合资企业虽然仍缺乏有竞争力的产品，但也意识到中国市场的挑战而开始变得务实。我们在4月24日还参加了大众的中国资本市场日，我们认为，大众已经意识到了中国市场的挑战，然而在短期（2024-25年）仍然缺乏具有竞争力的车型，只能以降本为主，并不为2024-25年在中国的销量和盈利设定任何目标。大众与小鹏将于1Q26上市的合作车型仍基于MEB平台，大众为中国专门打造的CMP平台也将于2026年量产，目标单车成本下降40%。

“以旧换新”政策于4月26日正式出台，我们提升2024年全年零售销量100万台至2,245万台（从同比-1.0%提升至+3.5%），提升2024年批发销量113万台至2,763万台（从同比+2%提升至+6%）。我们回顾2022年和2015-17年的购置税减半刺激政策，主机厂的股价都在政策宣布约一个月后达到短暂的顶峰，平均涨幅分别为29%和21%。在2022年购置税减半政策中，长安、吉利和长城股价受益最多。此次刺激政策更加利好新能源车，比亚迪或受益最大。

投资建议：“以旧换新”政策落地短期将利好整体汽车产业链，特别是自主品牌。但是政策刺激带来的繁荣总是短暂的，无论是对于行业基本面还是公司股价，最终决定企业竞争格局和估值的仍然是产品竞争力和真实的市场需求。推荐关注吉利汽车，今年公司还将推出多款值得期待的新能源车型，包括极氪品牌两款、吉利品牌三款、领克品牌三款，电动化全面加速。虽然Mega的不及预期以及连带的L系列的连锁反应让投资者很难判断理想汽车短期的股价底部，但我们认为公司对产品定义的能力仍在，公司也有望从挫折中迭代成长，其1Q24业绩将为全年盈利能力定基调，届时或是买入的机会。  
([链接](#))

#### ■ 中国医药 - 行业持续反弹可期，政策环境全面改善

年初至今，MSCI中国医疗指数下跌23.1%，跑输MSCI中国指数25.2%。MSCI中国医疗指数的动态市盈率回调至24.7倍，已经低于12年历史均值。大部分龙头个股的动态市盈率仍然远低于历史平均水平。随着近期美国降息预期减弱，XBI指数也出现了大幅回调，自2月底以来跌幅达到16%。

### 招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

#### 环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	17,651	2.12	3.54
恒生国企	6,270	2.44	8.69
恒生科技	3,718	4.61	-1.22
上证综指	3,089	1.17	3.82
深证综指	1,728	1.78	-5.95
深圳创业板	1,824	3.34	-3.58
美国道琼斯	38,240	0.40	1.46
美国标普500	5,100	1.02	6.92
美国纳斯达克	15,928	2.03	6.11
德国DAX	18,161	1.36	8.41
法国CAC	8,088	0.89	7.23
英国富时100	8,140	0.75	5.26
日本日经225	37,935	0.81	13.36
澳洲ASX 200	7,576	-1.39	-0.20
台湾加权	20,121	1.32	12.21

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	29,776	0.96	-0.16
恒生工商业	9,904	2.79	7.26
恒生地产	16,139	3.35	-11.94
恒生公用事业	33,967	-0.15	3.32

资料来源: 彭博

#### 沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	20.07
深港通 (南下)	22.29
沪港通 (北上)	124.78
深港通 (北上)	123.99

资料来源: 彭博

我们预期创新药、创新器械的支持政策将持续落地，期待全国性政策出台。同时，我们预计各地将陆续推出医疗设备以旧换新的政策，刺激医疗设备的需求释放。我们预计，随着行业支持性政策陆续落地、行业监管常态化进行，新冠基数影响逐渐消退，中国医药行业有望回归健康增长。

我们继续看好创新药和器械龙头以及高成长医疗消费个股。我们认为，医药行业或将持续反弹，主要由于 1) 国内政策预期改善；2) 出海提供额外增长动力；3) GLP-1、ADC 等长期投资机会；4) 板块估值吸引。我们继续看好百济神州、固生堂、巨子生物、科伦博泰、信达生物、迈瑞医疗、联影医疗。  
([链接](#))

## 公司点评

### ■ 微软 (MSFT US; 买入; 目标价 471.90 美元) - AI 相关需求维持强劲，降本增效推动利润率稳步扩张

微软报出好于预期的 3QFY24 业绩：营收同比增长 17%至 619 亿美元，好于公司此前指引的 600-610 亿美元，且较彭博一致预期好 2%，主因智能云/个人计算板块营收分别较预期高 2%/3%；受益于经营杠杆改善及有效的成本管控，季度经营利润同比增长 23%至 276 亿美元，较市场一致预期的 262 亿美元高 5%。管理层强调 AI 相关需求仍维持强劲，并指引将持续提升 capex 相关的投资以满足需求。尽管面临来自 AI 业务的增量投资和相对更低利润率暴雪业务的并表影响，管理层预期 FY24 全年经营利润率将同比扩张 2pp。我们微调基于 DCF 的目标价至 471.9 美元（前值：473.6 美元），对应 33x FY25E PE，维持买入评级。( [链接](#) )

### ■ Alphabet (GOOG US; 买入; 目标价 185.5 美元) - 运营效率改善支撑 1Q24 盈利超预期；生成式 AI 发展处于正轨

Alphabet 公布 1Q24 业绩：总收入同比增长 15%至 805 亿美元，符合一致预期；净利润同比增长 57%至 237 亿美元，较一致预期高 21%，主要得益于公司的组织优化提升了经营效率。公司进一步提升股东回报水平，宣布每股 0.20 美元的季度股息以及 700 亿美元的新股票回购计划（约占市值的 4%）。我们看好公司 FY24-26 盈利增长前景，主因其稳健增长的核心搜索业务、AI 商业化机会以及公司在降本增效方面的举措。我们将 FY24-26 盈利预测上调 2-7%，目标价格上调至 185.5 美元，基于 27x FY24 PE（前值：172.2 美元，基于 26x FY24 PE）。维持买入评级。( [链接](#) )

### ■ 用友 (600588 CH; 持有; 目标价 12.11 元人民币) - 业务调整影响逐渐消退 用友发布了 1Q24 业绩：收入为 17 亿元人民币，同比增长 19% (1Q23: 15%)，较彭博一致预期高出 13%，得益于来自大型企业端的收入稳健增长。

归属于普通股东的净亏损为 4.53 亿元人民币，较彭博一致预期低 16%，而扣非归母净亏损同比减少 4,400 万元人民币至 4.51 亿元人民币，主因效益化经营下毛利率扩张及运营费用的有效管控。用友的业务调整影响正在逐渐消退，签约合同金额的同比增长预计将从 2Q24 开始加速，并随着收入增长的恢复和运营支出的优化，运营杠杆应持续释放，而云服务 ARR（年度经常性收入）贡献的增加仍是一个关键的观察指标。我们维持“持有”评级，新的目标价格为 12.11 元人民币（前值：12.33 元人民币）。（[链接](#)）

■ **歌尔股份 (002241 CH, 买入, 目标价: 17.56 元人民币) - 1Q24 盈利水平持续修复, 期待 FY24/25E VR/AR 及游戏机业务回暖**

歌尔股份 1Q24 收入、归母净利润分别同比-20%/+257%，基本符合市场先前预期。1Q24 收入增长依然较为疲软，主要是因为主要客户游戏机和头显产品销售同比下滑较大，例如索尼 PS5 以及 Meta Quest 3；而净利润同比增长幅度较大主要是因为 1Q23 低基数影响，以及毛利率表现同比恢复至 9.2%（对比 1Q23 毛利率 7.0%）。

展望 FY24 全年，我们认为公司的盈利修复将持续，基于毛利率的恢复、产能利用率温和提升，以及费用控制的成效。整体来看，我们预计公司 2024 年收入、归母净利润将同比增长+1%/+120%，毛利率水平同比进一步回升至 10.5%。尽管我们看到苹果、三星等头部公司 MR 产品发展进度较缓，但我们依然看好公司作为全球第一大 VR 代工厂未来的成长潜力。我们认为 AI 大模型对 AR/VR 应用的提振以及低价产品的推出有望推动 AR/VR 行业在 2024 年出货量好转。

我们维持目标价 17.56 元人民币，依然是基于 25x FY24E 市盈率倍数，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **三一重工 (600031 CH, 持有, 目标价: 14.8 元人民币) - 2023 年净利润低于预期; 1Q24 盈利仍然疲弱; 维持观望**

三一重工 2023 年净利润为 45.3 亿元人民币（同比增长 6%），比我们和市场预期低 12%。此外，由于收入增长乏力（同比-1%），1Q24 净利润仅同比增长 5%至 15.8 亿元人民币。我们仍对今年出口进一步放缓感到担忧，主要由于海外需求（特别是欧洲）转弱。我们维持 2024 年盈利预测，但考虑到中国市场可能温和复苏，因此将 2025 年盈利预测上调 8%。尽管如此，我们的 2024E/25E 新预测仍比市场共识低 24%/29%。我们维持持有评级，新目标价为 14.8 元人民币（此前为 12.3 元人民币），基于 24 倍 2024 年 P/E。（[链接](#)）

■ **广汽集团 (2238 HK, 买入, 目标价: 5.5 港元) - 1Q24 业绩符合预期**

1Q24 业绩基本符合预期：广汽 1Q24 收入和毛利率分别比我们的预测高出 2% 和 0.7 个百分点，但其对盈利的正面影响被高于预期的销管费用所抵消。

1Q24 对合联营公司的投资收益为 18 亿元，比我们的预测低约 1.5 亿元。因

此，1Q24 的净利润 12 亿元，比我们之前的预测低约 1.66 亿元。我们估计埃安 1Q24 的净亏损（100%口径）高于我们的预测约 1 亿元。

尽管公司今年对埃安的销量目标为 65 万辆，并实现单报表的盈亏平衡，但我们维持之前对埃安今年的预测：销量 50 万辆、净亏损约为 22 亿元（100%口径）。我们认为，对于埃安，今年品牌升级和海外扩张可能比盈利能力更为关键。

虽然受到价格战的影响，传祺 1Q24 仍然实现盈利，我们认为传祺 PHEV 的毛利率可能比预期更为稳健。管理层指引，传祺今年的净利润有望大幅增长。

1Q24 投资收益略低于预期，主要由于广汽丰田。广汽本田 1Q24 单车净利润与 2023 年持平，略高于我们的预期。由于没有广汽三菱重组的影响，我们维持今年对合联营企业投资收益的预测 83 亿元。

估值：我们维持 2024-2025 年的净利润预测分别为 54 亿和 48 亿元。传祺 PHEV 的稳健增长可能被部分投资者忽视。维持买入评级，目标价 5.5 港元，基于分部估值（埃安：3.3 港元，0.7x FY24-25E 平均 P/S；合联营企业：3x FY24-25E 平均 P/E）。（[链接](#)）

#### ■ 泰格医药 (300347 CH, 买入, 目标价: 66.82 元人民币) - 1Q24 需求显现出有意义的复苏态势

泰格医药 1Q24 收入同比下降 8%，剔除新冠疫苗相关收入，1Q24 收入与 1Q23 持平；扣非归母净利润同比下降 20.5%，主要由于公允价值和投资收益的减少。管理层预计 2Q24 扣非净利润将环比增长 25-30%。

需求显现出有意义的复苏态势。1Q 签单恢复双位数增长，其中 3 月相比 1-2 月提速，增长趋势在 4 月得到延续。跨国药企和本土有收入药企的订单占比显著增加，美国和澳洲订单持续强劲，国内 biotech 订单由于融资恢复出现恢复迹象。BD 端将继续加大拓展跨国和国内大药企的力度。

加强费用管控。基于公司的轻资产商业模式，泰格医药有多重手段管控费用，例如加大去中心化平台(DCT)的运用（1Q24 约 20%的项目运用 DCT vs 2023 年底的 17%），在特定疾病领域内搭建一体化团队，以及个别情况下跨部门调配人员。

维持国际化战略的优先发展地位。泰格医药的国际化战略是服务国内出海客户，以及国际临床 CRO 服务和资源获取能力不足的海外本土客户。泰格医药组建了美国本土 BD 团队，已有一些正在进行的美国本土客户的项目。公司在将继续增加美国和印度团队规模来增强国际运营能力。

我们持续看好公司在国内临床 CRO 领域的龙头地位以及海外业务潜力，维持买入评级，目标价 66.82 元。预计泰格医药 2024E/25E/26E 收入同比增长



11.3%/16.2%/20.6%，扣非归母净利润同比增长 11.9%/20.8%/25.6%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 30.5x/25.2x/20.1x。 ([链接](#))

## ■ 固生堂 (2273 HK, 买入, 目标价: 71.96 港元) - 1Q24 保持业务快速增长势头

固生堂更新了 1Q24 经营数据，1Q24 就诊人次约为 107 万，同比增长约 42.1%，其中新成立的门店 1Q24 就诊人次约为 7.4 万，贡献总就诊人次增长率中的 9.8%。管理层表示老店就诊人次增长达 32.2%。门诊人次的强劲增长部分得益于 23 年 1-2 月疫情导致的低基数，然而 23 年 3 月出现积压需求的集中爆发，造成一定的高基数，但 24 年 3 月门诊人次的增长仍超过 30%。同时，管理层表示 1Q24 客单价同比增长超过 2%。

线下门店扩张提速。23 年固生堂共收购 7 家门店，新开设 3 家分店。进入 24 年，公司的门店扩张明显加速。年初至今（截至 2024 年 4 月 26 日），固生堂并购 6 家门店（北京、昆山、苏州和宁波（3 家）），新建 1 家门店（上海），新增的门店进一步增强公司在长三角等经济发展水平靠前区域的门店密度。我们认为随着国民对中医药认可度的不断提高以及经济发达区域居民较强的医疗服务购买力，固生堂将会持续受益。1Q24 固生堂广州、北京和上海的门诊量增长速度均达到或者超过 50%，体现出公司业务在经济发达区域的强劲增长势头。管理层计划在 24 年新增 10-15 家门店，基于至今新增的 7 家门店，我们相信固生堂已为完成全年扩张目标打下坚实的基础。

业务发展天花板高。23 年固生堂占深圳门诊总量的 3.3%，占广州的 2.2%，占上海的 1.1%，占北京的 0.4%。固生堂的门诊量渗透率仍然较低，意味着业务渗透率天花板高。相较而言，固生堂网络内的中医师数量占深圳的 6.5%，占广州的 9.2%，占上海的 7.4%，占北京的 1.8%。固生堂门诊量渗透率远低于医师渗透率，也表明固生堂现有医生资源中的巨大待开发空间。

推出常态化股东回报规划。固生堂于 23 年 10 月派发了 0.41 港元/股的特别股息，合计金额为 8,976 万元人民币。此外，公司在 23 年 6 月批准了回购不超过 10% 股份的回购计划，23 年内累计回购了 4,292 万港元。23 年股息和回购金额相当于固生堂 23 年归母净利润的 51%。根据我们的统计，年初至今（截至 2024 年 4 月 26 日），公司已回购了约占年初总股本约 0.7% 的股份，累计金额超过 6,500 万港元，相当于我们预测的 2024 年归母净利润的 15%。基于公司良好的现金流表现，管理层计划在未来 3-5 年将每年的分红、回购的比例提高至净利润的 30-50%，以更好的回馈股东。

我们继续看好固生堂民营中医服务龙头地位以及发展空间，维持买入评级，目标价 71.96 港元。我们预计固生堂 2024E/25E/26E 收入同比增长 34.8%/32.9%/29.9%，经调整净利润同比增长 38.2%/36.6%/34.4%，对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 23.8x/17.5x/13.0x。 ([链接](#))

■ **联影医疗 (688271 CH, 买入, 目标价: 160.39 元人民币) - 高端市场持续拓展, 国际化战略快速推进**

2023 年公司实现营收 114.1 亿元, 同比增长 23.5%; 归母净利润 19.7 亿元, 同比增长 19.2%, 毛利率略微提升至 48.5% (+0.1ppts), 我们认为主要得益于中高端产品和服务收入占比的提高, 以及生产、物流等环节运营效率的提升。1Q24, 公司保持稳健增长, 实现营业收入 23.5 亿元, 同比增长 6.2%; 归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 10.2%。

设备销售稳步增长, 中高端产品表现亮眼。2023 年公司设备销售收入 99.3 亿元, 同比增长 21.1%, 各产线收入和销量均实现增长。CT 和 MR 产线中高端产品强劲增长, 带动公司 CT 和 MR 产品的平均出厂单价提升 (平均出厂单价以产品收入及销量估算)。

服务收入快速增长, 服务业务毛利率持续改善。2023 年服务收入同比增长 42.8% 至 10.7 亿元, 服务收入占比提升至 9.4% (+1.3ppt)。服务业务的毛利率上升至 61.7% (+5.9ppts), 我们认为主要是由于服务业务的快速拓展使得单位人工成本下降, 带动服务业务毛利率提升。随着公司装机量的增长, 服务收入有望持续快速增长

海外业务延续强劲增长势头。2023 年公司海外业务收入同比增长 54.7% 至 16.8 亿元, 海外收入占比提升至 14.7% (+1.1ppt), 其中亚太区域收入同比增长 78.6%, 占海外收入的 46.9%, 欧美区域收入同比增长约 43.0%, 占海外收入约 44.9%。公司 1Q24 海外业务收入同比增长近 50%, 海外收入占比超 15%。我们预计, 2024 年联影医疗的海外业务有望继续保持同比超 50% 的快速增长。

维持买入评级, 目标价 160.39 元人民币。我们认为“十四五”配置证规划及国务院推动设备以旧换新行动方案的陆续执行都将刺激国内大型医疗设备需求的释放。我们预计 23-26E 公司收入和净利润将保持年复合超 20% 的增长, 基于 9 年的 DCF 模型, 给予 160.39 元人民币的目标价 (WACC: 9.3%, 永续增长率: 4.0%)。 ([链接](#))

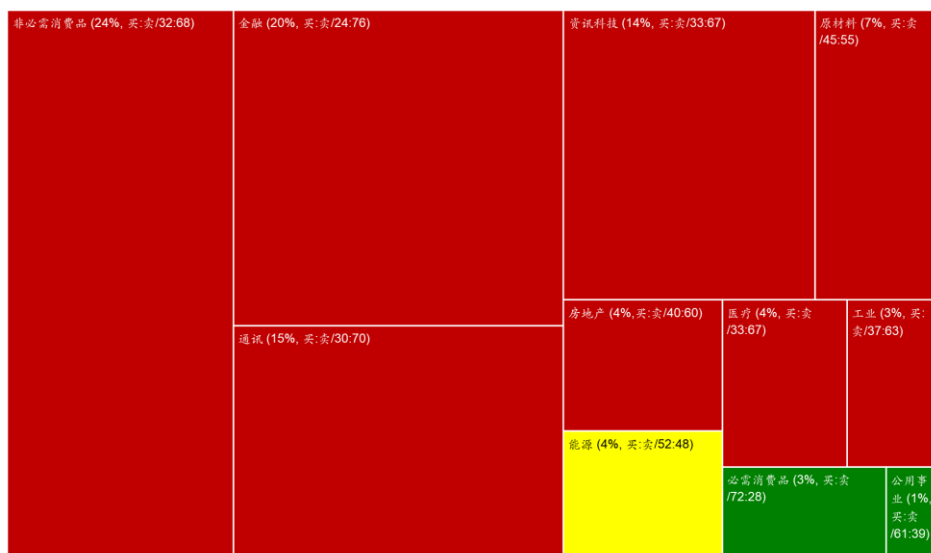
## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名称	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE (%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
<b>长仓</b>											
理想汽车	LI US	汽车	买入	25.04	48.00	92%	4.0	2.9	0.5	20.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.39	14.00	49%	14.2	13.0	1.1	8.0	2.9%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	16.40	22.00	34%	11.8	10.9	1.6	14.6	3.9%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	63.60	75.00	18%	15.3	13.3	3.1	21.6	1.4%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.54	5.34	18%	18.2	15.1	3.6	11.9	4.9%
海尔智家	6690 HK	可选消费	买入	26.95	31.24	16%	15.2	13.3	2.2	16.4	3.9%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.45	6.79	53%	57.8	46.4	12.6	22.4	0.8%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1709.43	2219.00	30%	23.6	21.0	8.2	37.7	2.2%
百济神州	BGNE US	医药	买入	153.58	268.20	75%	-14.7	-71.1	5.9	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	10.04	11.90	19%	7.4	6.7	0.9	12.3	5.9%
腾讯	700 HK	互联网	买入	348.40	445.00	28%	18.2	16.3	3.4	14.9	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	75.55	131.90	75%	1.2	1.2	0.2	8.0	1.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	129.31	155.40	20%	2.1	1.5	0.8	35.7	0.0%
亚马逊	AMZN US	互联网	买入	179.62	213.00	19%	N/A	N/A	7.1	18.9	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	561.23	644.50	15%	45.8	30.0	10.4	34.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	56.50	97.00	72%	16.2	11.7	3.9	19.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	35.35	46.00	30%	12.4	9.7	N/A	34.7	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	27.80	45.10	62%	5.6	N/A	0.7	13.8	5.9%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	2.36	2.42	3%	84.3	65.6	6.5	7.6	0.0%
小米集团	1810 HK	科技	买入	17.36	22.19	28%	24.8	24.1	2.4	7.6	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	25.05	46.51	86%	10.2	7.6	1.7	29.0	2.4%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	184.86	183.00	-1%	30.3	23.5	8.0	23.2	0.4%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	8.37	15.50	85%	N/A	116.3	3.5	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀国际环球市场（截至2024年4月26日）

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 26/4/2024

### 板块 (交易额占比, 交易额买卖比例)



注:

1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
2. 绿色代表当日买入股票金额 $\geq$ 总买卖金额的 55%
3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例 $>45\%$ 且 $<55\%$
4. 红色代表当日买入股票金额 $\leq$ 总买卖金额的 45%



## 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	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

### 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策。

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错误、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商投资者

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士。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属制的报告。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。