

每日投资策略

宏观展望及行业/个股点评

宏观策略

■ 中国经济复苏进行中

2023年前两个月，中国经济稳定复苏。服务活动、房地产市场和基础设施投资均超出预期，但工业产出低于市场预期，因出口下滑、中小企业对扩产依然谨慎以及农民工返城比往常更晚。我们维持2023年中国GDP增长5.4%的预测，商品消费和服务业活动将是今年经济复苏的主要驱动力。我们将2023年固定资产投资增速预测从4.7%小幅上调至5%，因房地产市场复苏可能好于预期。2023年中国货物出口预计下降3.5%，因海外经济衰退和去通胀影响。美债收益率曲线大幅倒挂、近期美国区域银行倒闭以及全球银行股暴跌，都预示着美欧经济衰退可能即将到来。中国将继续保持宽松的流动性和信贷政策以提振内需。预计中国央行将在第二季度保持货币流动性基本平稳，下半年随着海外衰退和国内复苏放缓，可能再次放松流动性供应。

各部门复苏不同步

- **工业产出低于预期。**工业增加值(VAIO)同比增速从2022年的3.6%放缓至2M23的2.4%。出口大幅下滑、中小企业态度谨慎以及春节假期后农民工返城延迟均对工业产出造成影响。
- **服务活动和房地产市场表现好于预期，因快速重启和宽松信贷支持。**服务业产出指数在2022年同比下降0.1%后，在2M23同比上升5.5%。商品房销售面积(GFA)和新开工面积在2022年暴跌24.3%和39.4%后，2M23分别同比下降3.6%和9.4%。
- **商品零售略好于预期。社会零售额2022年同比下降0.2%后，2M23同比增长3.5%。**医药、餐饮、石油产品和食品等零售增速强劲。烟酒、服装、化妆品、黄金和珠宝等商品零售额显著回升，家具和建筑装饰材料也明显改善。但汽车、通讯设备、文化办公用品零售额进一步恶化，同比大幅下滑。
- **固定资产投资(FAI)好于预期，同比增速从2022年的5.1%上升至2M23的5.5%。**房地产开发投资继2022年下降10%后，2M23同比下降5.7%。基础设施投资在2022年同比增长11.5%后，2M23同比强劲回升12.2%。制造业投资增长稳健，从2022年的9.1%略微放缓至2M23的8.1%。
- **我们维持2023年中国GDP增长5.4%的预测，预计零售额和服务业GDP分别增长6.8%和6.2%**
- **商品消费和服务业是今年中国经济复苏的主要驱动力。**人流和物流在经济重启后迅速恢复，支撑交通、旅游、餐饮、酒店、休闲、服装和鞋类以及个人护理等领域消费强劲复苏。餐饮收入继去年12月同比下降14.1%后，2M23同比增长9.2%。2M23烟酒、服装鞋帽和化妆品零售额分别同比增长6.1%、5.4%和3.8%，而去年12月同比下降7.3%、12.5%和19.3%。
- **由于宽松信贷政策、信心改善及疫情期间积压的需求释放，房地产市场复苏好于预期。**这将利好家具、家电等配套耐用消费。随着经济进一步好转和厂商开始通过降价刺激需求，汽车销量也可能逐渐回升。随着消费者收入和信心进一步提高，消费电子可能是最后一个复苏的行业。
- **城镇就业状况和消费信心逐步改善。**2月城镇调查失业率较去年12月略有上升，由于多数中小企业对扩大产能和就业仍然持谨慎。我们注意到农村零售额在2M23同比增长4.5%，高于城市零售额3.4%的增幅。

我们将2023年固定资产投资增长预测从4.7%小幅上调至5%

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	19,540	1.52	-1.22
恒生国企	6,560	1.88	-2.16
恒生科技	3,866	2.00	-6.36
上证综指	3,263	0.55	5.63
深证综指	2,081	0.26	5.35
深圳创业板	2,337	-0.24	-0.40
美国道琼斯	31,875	-0.87	-3.84
美国标普500	3,892	-0.70	1.37
美国纳斯达克	11,434	0.05	9.24
德国DAX	14,735	-3.27	5.83
法国CAC	6,886	-3.58	6.36
英国富时100	7,344	-3.83	-1.44
日本日经225	27,229	0.03	4.35
澳洲ASX 200	7,069	0.86	0.43
台湾加权	15,388	0.18	8.84

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	33,016	2.00	1.76
恒生工商业	10,643	1.38	-2.50
恒生地产	24,441	0.78	-6.14
恒生公用事业	36,606	0.15	-0.60

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

	亿元人民币	
	净流入	净流出
沪港通(南下)	27.41	
深港通(南下)	24.73	
沪港通(北上)		27.91
深港通(北上)		23.64

资料来源: 彭博

- **房地产开发投资恢复快于预期，表现或好于市场共识（2023年同比下降3%-5%）。**
- **基础设施投资也好于预期。**按行业划分，2M23公用事业、铁路运输和公共设施管理的固定资产投资同比增长25.4%、17.8%和11.2%，而2022年的同比增幅分别为19.3%、1.8%和10.1%。中国正在加快构建新型电力系统，大规模投资于风光新能源基地、火电灵活性改造作为备份能源以及智能电网系统。同时，随着交通和人流量的显著改善，铁路运输和地铁等公共设施投资也在恢复。但水利、卫生和社会福利等固定资产投资增速明显放缓。展望未来，由于基数效应以及中央政府对地方政府隐性债务风险的担忧，基础设施投资增速可能从2022年的11.5%放缓至2023年的8%。
- **制造业投资增长符合预期。**分行业看，得益于中国低能源成本和供应链优势，化工和有色金属投资火热。中国继续巩固其供应链优势，并加快工厂和设备向智能化、绿色化和高端化升级，汽车、电气设备、计算机和电子设备、专用设备制造业投资保持强劲增长。展望未来，由于基数效应和海外经济衰退，我们预计制造业固定资产投资增速或从2022年的9.1%放缓至2023年的6%，但高端制造业投资可能保持强劲增长。

由于海外经济衰退和去通胀，预计2023年中国商品出口下降3.5%

- 继2022年同比增长5.5%后，2M23工业出口交货值同比下降4.9%。今年1-2月商品出口同比增长0.9%，低于2022年的7%。扣除价格因素后，前两个月出口量延续同比下降。
- 2023年全球经济将出现衰退和去通胀，美债收益率曲线大幅倒挂、近期美国少数小银行倒闭及全球银行股价暴跌为衰退的预警指标。
- 我们预计中国商品出口在2022年增长7%后，2023年将下降3.5%。四个季度的出口同比增长率预计分别为-9%、-6%、-3%和2.5%。

中国将维持宽松的信贷政策以支持内需恢复

- 虽然中国财政政策扩张力度低于预期，但信贷政策应该会非常宽松。央行必须维持宽松的信贷政策以缓解债务风险并促进增长。房地产开发商、地方政府融资平台和中小企业仍将面临流动性压力，而中国的GDP增长仍将低于潜在增速，经济重启后的再通胀效应相对温和。
- 过去两个月货币市场利率上升主要因为信贷扩张推升流动性需求，央行在新增信贷强劲和楼市好于预期的情况下引导货币市场流动性从非常充裕回归适度宽松。货币市场利率已升至央行逆回购利率之上，进一步上行空间应该有限。短期内货币市场利率可能会围绕逆回购再融资利率波动。由于今年下半年海外经济或进入衰退，国内复苏步伐可能放缓，预计央行可能会在2H23再次放宽流动性供应。（[链接](#)）

行业速评

- **中国互联网行业 - 2M23 网上零售数据回顾。2M23 网络零售额数据展现逐步复苏趋势，实物商品网上零售额同比增速由2022年12月的4.4%改善至2M23的5.3%。整体网上零售额同比增长6.2%，增速好于实物商品网上零售额，或可归因于疫情防控政策放松推动在线旅游相关服务和产品的复苏所致。线下活动也展现出复苏趋势，餐饮服务GMV从2022年12月的同比下滑14.1%，反弹至2M23的同比增长9.2%，这有望推动广告业务的复苏，尤其是与线下活动相关的广告垂类复苏。随着京东推出“百亿补贴”，电商行业在用户留存上的竞争或将在短期加剧，而驱动消费者参与度提升及助力商户ROI提升的能力仍是长期超越竞争对手的关键。（[链接](#)）**
- **中国体育用品行业 - 预计增长指引审慎，但利润率改善良好**
在阿迪达斯4季度大中华区销售录得50%下滑，我们对其他体育用品品牌在22财年业绩受压不会感到意外，主要因为去年4季度线下同店销售大幅下降和负经营杠杆，订货的调整，库存回购和各种对经销商的支持带来的影响。我们预计安踏、李宁、特步的销售/净利润增长预测分别为+9%/-6%、+13%/+2%、+26%/+2%。

23年年初至今的零售流水增长已经大幅改善，但我们不排除23财年指引仍可能偏向保守。根据我们的渠道调研，我们预计安踏/FILA/李宁/特步在23年1季度的零售流水录得中双位数/中双位数/低双位数/中双位数增长，对比4季度大幅度改善，参考到：1) 宝胜在23年1、2月销售额保持持平，2) 春节期间的强劲增长，因为春节的占比很大，我们认为1季度的良好表现已基本锁定。

虽然23财年会有众多利好催化剂出现，但我们也不会对品牌给出保守指引而惊讶。我们估计：李宁中双位数零售流水增长，安踏高双位数零售流水增长，FILA双位数以上零售流水增长，特步公司层面销售高双位数增长。

零售折扣改善，原材料成本下行等等都有利毛利率的改善。根据渠道调研，我们认为23年1季度的零售折扣已经和去年3季度相若，但仍未回到19年1季度的水平。主要受惠于新品折扣减少和新/旧产品组合改善。在23年1季度，我们估计同比改善最多的会是安踏，而FILA，特步和李宁则较差。此外石油和合成纤维的价格自去年下半年起一直下跌，叠加平均售价上涨，这些都是利好因素。在23财年，我们估计FILA、安踏、滔博将为主要受益者，因为他们DTC销售占比更高。

23年1季度外资品牌的零售流水增速仍比国产品牌慢，当中Nike已恢复正增长、Adidas仍面临压力，特别是YEEZY停售和主动去库存。未来在低基数和新品发布和营销活动常态化的推动下，自2季度起，外国品牌的零售流水增长可能会追赶到国内品牌的水平。

我们最新的股票排序分别为安踏(2020 HK) > 滔博(6110 HK) = 特步(1368 HK) > 李宁(2331 HK)。(链接)

个股速评

- **保诚(2378 HK, 买入, 目标价: 143 港元) - 2M23 年化新单保费同比升15%；资产端对美银行板块投资风险敞口低于1%。**公司于15日公布2022年全年业绩，在固定汇率基础上，新业务价值(除香港地区)同比增加5%；集团2022年整体新业务价值同比下跌11%，主要受利率变动假设调整的影响。若除去经济假设的负向影响，经测算，集团去年新业务价值同比仅下降4%。2022年每股股息同比上升9%至0.1878美元/股，体现公司对股东长期投资回报的重视及与投资者共同分享业务增长所带来的资本利得的强烈意愿。今年前2月，公司年化新单保费(APE)同比增速提升至15%，主要基于：1) 通关后内地访客(MCVs)来港所带来的新单保费增长动能表现强劲；2) 国内与中信集团合资建立的中信保诚人寿在多元化渠道协同上进一步优化；3) 4Q22起印尼市场疫后的强劲复苏强化新单业务增长。资本充足率方面，公司2022年PCR基础下的资本充足率高达302%(对比同业友邦保险: 283%)，体现充足的资本金水平。

针对目前市场上普遍关心的由硅谷银行(SVB)倒闭所引发的资产端风险敞口及流动性问题，公司管理层回应称，对美国银行板块的投资风险整体可控。截至2022年12月31日，公司资产端投资组合中持有对美国银行板块公司债的敞口尚不足整体投资资产的1%，为近11亿美元规模；这其中95%投资于美国的系统性重要银行(G-SIBs)。对于硅谷银行(SVB)的风险敞口仅约100万美元，占比不足公司债券投资总额的0.01%，影响微乎其微，可忽略不计。

会计准则方面，新会计准则IFRS 9 & 17的采用将使公司21年底净资产的账面价值提升18-27亿美元；但营运利润将下降6.5-8.5亿美元；公司的合约服务边际(CSM)于2021年年末达约250亿美元，使得IFRS 17新规下，公司2022年经调整后的综合股权价值有望达430亿美元，相较于内含价值(基于欧洲隐含价值, EEV, 计算)低10%。

截至3月15日收市，公司股价交易于108.8港元，对应0.8倍FY24E P/EV和1.9倍FY24E P/B水平，均低于公司2年及5年估值的历史平均位。展望2023年，我们看好公司于香港市场 MCV 新单业务增长贡献及内地市场与中信集团在渠道拓展上进一步深化的潜力，加上印尼市场疫后强劲复苏体现公司在当地展业的优势，我们预计2023年公司有整体望实现新业务同比增长超20%。 ([链接](#))

■ **鸿腾精密科技 (6088 HK, 买入, 目标价: 2.46 港元) – 近期股价过度调整加大投入促进“3+3 战略”转型：**

昨天我们与鸿腾精密管理层举办了 FY22 业绩后 NDR，我们认为公司在 FY22 业绩会上最新披露的 FY23 8 亿美金的资本支出计划将加速推动公司“3+3 战略”转型以及全球化产能布局。即使管理层给出 FY23 比较疲弱的业绩指引，我们认为全球化产能扩张将为公司在 FY24/25 带来新的成长动力，尤其体现在 EV/TWS 声学产品业务方面。我们调低 FY23/24E 盈利预测以反映公司最新披露的资本支出计划及相关费用，调低目标价至 2.46 港元，对应 11 倍 FY24 市盈率，维持买入评级。近期的股价驱动因素包括 Prettl 并购案的最新进展，以及声学产品新订单情况。 ([链接](#))

■ **万国数据 (GDS US / 9698 HK, 买入, 目标价: 21.21 美元 / 20.54 港元) – 专注于高质量增长，资本开支计划谨慎：**

GDS 昨晚发布了 22 年四季度业绩，符合我们的预期。收入同比增长 9.9% 至 24.04 亿元人民币，经调整后 EBITDA 同比增长 4.3% 至 10.71 亿元人民币。经调整后 EBITDA 利润率同比下降了 2.4 个百分点，为 44.6%，净亏损由 21 年四季度的 3.51 亿元收窄到了 1.94 亿元人民币，原因是与之前的收购有关的购买价格调整收益 2.05 亿元人民币。如果不考虑这个一次性项目，当季净亏损则比去年四季度扩大了 4,900 万元人民币。

公司给出了相对平缓的 23 年全年指引：预计收入和调整后 EBITDA 同比分别增长 8.6% 和 6.2%，主要因为公司更专注于提升现有数据中心的上架率，同时采取了更谨慎的扩张计划（23 年的资本开支指引同比下降了 33.5% 至 75 亿元人民币）。新增签约面积预计会和 22 年类似（22 年增加了 7.3 万平方米）。同时，管理层预计 23 财年的经调整后 EBITDA 利润率将是一个低谷，在 24 财年将逐步改善。主要因为公司海外的数据中心需要经历上架的周期，利润率会有一个爬升的过程，短期内会拖累公司的整体利润率。

尽管短期内公司的增速放缓，万国数据的收入结构在客户以及地区两个层面上均有积极的转变，表现为：1) 在新签约面积的客户构成上，大型互联网公司占据主导，占到了新签约面积总额的 63.1%，而云服务供应商的占比只有 17.4%，这表明公司对阿里和腾讯等云服务供应商的依赖正在下降；2) 从目前数据中心的交付时间表来看，23 年新投入运营的数据中心面积有超过 50% 在海外。

我们将公司 23-24 财年的经调整 EBITDA 预测下调了 -8 至 -11%，以反映疫情后中国云计算市场的缓慢复苏进程。随着数字经济的推进和人工智能的发展，我们依然看好中国数据中心的长期需求。维持买入评级，目标价分别下调至 21.21 美元 / 20.54 港元。 ([链接](#))

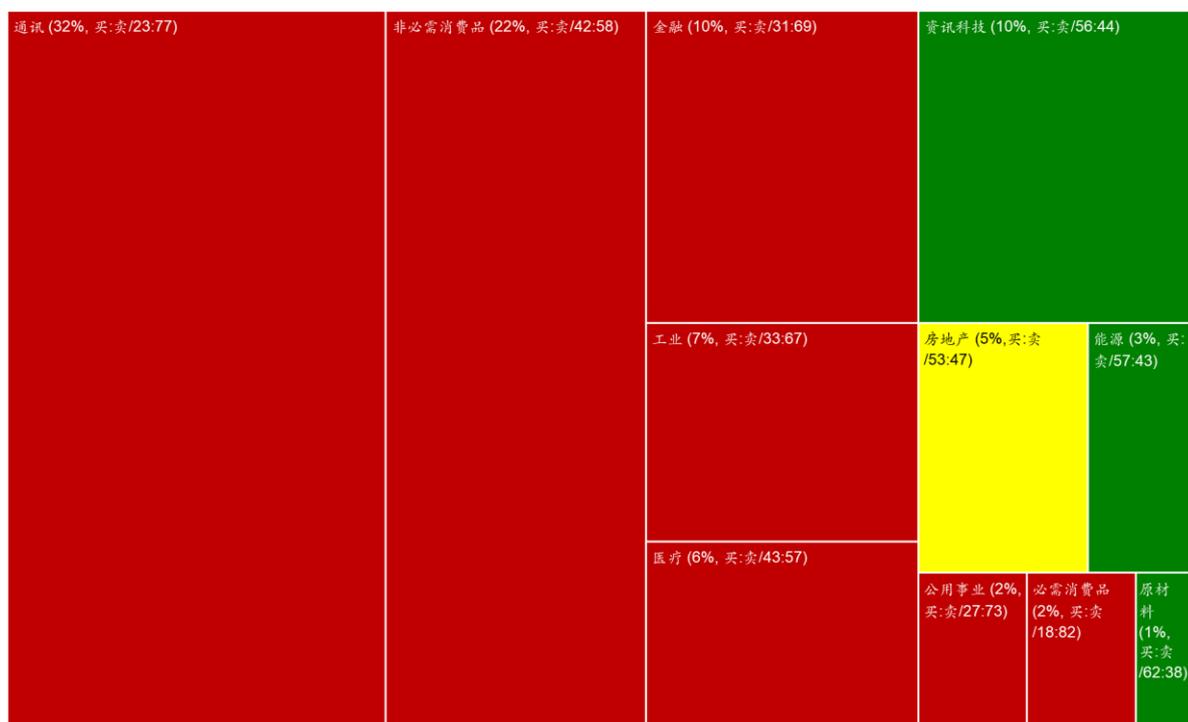
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	目标价	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍) 2022E	ROE(%) 2022E	股息率 2022E
				(当地货币)	(当地货币)		2022E	2023E			
长合											
理想汽车	LI US	汽车	买入	21.35	44.00	106%	210.6	245.7	N/A	3.1	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	9.09	16.50	82%	17.4	14.8	N/A	6.6	2.1%
捷佳伟创	300724 CH	装备制造	买入	118.55	187.00	58%	39.6	33.0	5.7	15.6	0.3%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.30	5.24	22%	11.5	9.2	0.6	5.0	3.7%
兖煤澳大利亚	3668 HK	煤炭	买入	28.50	48.00	68%	2.0	2.3	0.7	40.0	27.1%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	28.50	39.13	37%	9.5	8.7	1.4	11.9	0.0%
呷哺呷哺	520 HK	可选消费	买入	6.38	11.20	76%	N/A	15.2	3.7	8.9	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	475.00	554.61	17%	28.1	22.8	2.7	5.9	0.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	9.78	11.76	20%	8.8	7.4	2.4	28.9	10.8%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	60.90	77.40	27%	41.2	35.7	6.8	17.2	0.9%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1750.92	2440.00	39%	35.2	29.5	9.8	27.9	3.0%
中国中免	601888 CH	必需消费	买入	182.95	255.00	39%	52.3	35.9	10.8	20.0	0.4%
珀莱雅	603605 CH	必需消费	买入	177.72	184.00	4%	49.4	36.3	10.5	21.4	0.6%
信达生物	1801 HK	医药	买入	42.30	52.59	24%	N/A	N/A	6.1	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	9.28	11.44	23%	48.0	34.0	4.3	9.2	0.5%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	76.50	118.00	54%	15.4	13.5	2.0	18.2	0.2%
腾讯	700 HK	互联网	买入	340.40	450.00	32%	24.6	N/A	3.1	12.3	0.4%
拼多多	PDD US	互联网	买入	91.21	116.90	28%	23.0	20.1	44.3	33.7	0.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	49.80	94.00	89%	N/A	N/A	N/A	55.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	34.85	45.10	29%	8.1	7.3	0.9	11.2	5.5%
京东方精电	710 HK	科技	买入	15.88	26.01	64%	21.0	15.4	N/A	14.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	50.60	88.60	75%	21.5	14.3	1.7	7.9	0.5%
金蝶	268 HK	软件&IT服务	买入	15.20	23.56	55%	N/A	1671.8	6.6	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年3月15日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 15/3/2023

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。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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个月的潜在涨幅在-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、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。