

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

宏观点评

■ 中国经济 - 弱数据可能是好消息

三季度中国经济继续走弱，报出的 GDP 增速进一步低于目标。经济数据疲软可能是好消息，因为近期最高层致力于通过更强有力的政策宽松来实现 GDP 增长目标。随着近期政策举措明显提振市场信心，住房销售、耐用消费、基础设施投资等一些经济活动开始出现反弹迹象。

我们对中期政策前景持谨慎乐观态度。全国人大常委会可能于 10 月底或 11 月初批准增量财政政策。目前政策主要聚焦于稳地产和解决地产泡沫破裂后地方财政压力，但决策者可能逐渐意识到提振消费和对抗通缩的重要性。如果美国大选带来新的冲击或中国近期政策的提振效应消退，决策层明年可能推出更强大的刺激措施，包括进一步下调存款准备金率、LPR 和存款利率，提高广义财政赤字率，加大房地产宽松力度政策等。

此轮政策刺激可能会支撑未来几个季度中国经济暂时复苏，但难以扭转中长期经济增速不断下移趋势。我们预计 2024 年中国 GDP 增速将达到 4.9%，2025 年将达到 4.6%。 ([链接](#))

■ 美国经济 - 经济韧性支持渐进降息

9 月零售增速超预期，非耐用品和服务消费表现亮眼，显示消费韧性仍强。首次领取失业金人数在 10 月初受飓风影响大增后开始回落，好于预期，显示就业仍然稳健。美国经济从过去两年过热逐步放缓，但仍稳健扩张，我们预计美联储在首次大幅降息后，短期将转为小幅渐进降息模式，推动政策利率逐渐趋近中性。

我们维持 11 月和 12 月各降息 25 个基点、明年进一步降息 100 个基点的预测。近期美国就业、零售和通胀均超预期，增强市场对美国经济信心，利好美股与美元，利空美债与新兴市场货币，相对利好金融、可选消费与科技等板块，相对利空必选消费、公用事业和医疗保健等防御性板块。中期内，我们预计美国经济和通胀将温和放缓，美债收益率和美元指数可能小幅回落。

([链接](#))

行业点评

■ 中国医药行业 - 关注创新品种的医保机遇

MSCI 中国医疗指数年初至今累计下跌 14.1%，跑输 MSCI 中国指数 31.25%。本轮波动再次体现了医药行业的高弹性特征。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地、创新药支持政策也有望在各地落地。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏，《生物安全法案》的影响或将

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单	年内
恒生	20,804	3.61	22.04
恒生	7,472	4.07	29.53
恒生	4,601	5.77	22.22
上证	3,262	2.91	9.63
深证	1,907	4.09	3.75
深圳	2,195	7.95	16.06
美国	43,276	0.09	14.82
美国	5,865	0.40	22.95
美国	18,490	0.63	23.17
德国	19,657	0.38	17.35
法国	7,613	0.39	0.93
英国	8,358	-	8.08
日本	38,982	0.18	16.49
澳洲	8,283	-	9.12
台湾	23,487	1.88	30.99

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单	年内
恒生	34,990	2.50	17.33
恒生	11,858	4.46	28.43
恒生	17,281	2.17	-5.71
恒生	35,733	1.21	8.70

资料来源: 彭博

有限。国内新一轮医保谈判即将落地，尽管医保资金收支存在一定压力，我们认为医保资金支持创新药的政策趋势不会改变。（[链接](#)）

■ 中国装备制造行业 - 谁在买卖板块？从中央结算数据得出的结论（9 月 30 日至 10 月 18 日）

我们在 10 月初发布第一份关于持股分析报告后收到不错的反馈。在本报告中，我们再次分析了过去两周（9 月 30 日至 10 月 18 日，T+2 基础上）我们所覆盖的四家香港上市公司的券商持股变化，这四家公司包括**潍柴动力-H**（2338 HK，买入）、**中联重科**（1157 HK，买入）、**三一国际**（631 HK，买入）和**中国重汽**（3808 HK，持有）。这次，我们的结果显示出一个明显的趋势：投资者通过美国和欧洲券商减持股票（中国重汽除外），而港股通是主要的买入力量。

结果（9 月 30 日至 10 月 18 日）：

中联重科-H：股份增持主要是来自港股通、内资券商和非欧美外资券商。相反，美资和欧资券商则进行减持。期内，港股通及美资券商持仓变动幅度较其他类别较大。

中国重汽：自 10 月初以来，大部分的股份增持来自美资券商（约 770 万股）。与此同时，香港本地券商/港股通减持 470 万股/190 万股。中国重汽是在我们统计的四只股票中唯一获外资券商增持的股票。

潍柴动力-H：股份增持来自港股通、香港本地和内地券商。期内，这三个类别总计增持 2,300 万股。相反，欧美券商明显进行减持。

三一国际：期内港股通共增持 930 万股，美资券商减持 870 万股。港股通股份增持主要发生在国庆假期前。其他类别无明显变化。

统计方式：

我们的分析基于中央结算系统数据，该数据代表券商代客持有的资产。我们将约 380 家券商分为六大类：(1) 香港本地、(2) 中国内地、(3) 港股通、(4) 美国、(5) 欧洲和 (6) 非欧美外资券商。虽然我们无从得知谁是背后的最终投资人，但我们可以通过了解不同类别券商的持股趋势来了解潜在的资金来源。（[链接](#)）

■ 中国科技行业 - 大立光 3Q24 业绩解读

大立光公布了第三季度业绩。受益于智能手机更新周期、客户新机型发布、出货量增加、更优产品组合/ASP/UTR，收入/毛利率分别环比增长 73%和提升 1.8 个百分点。展望 4Q24/2025，管理层预计 10 月出货量基本持平，但由于客户订单减少，11 月出货量将环比下降。从较乐观方面来看，管理层表示由于签订了客户协议，所以对 ASP 维持稳定持乐观看法，且 1Q25 预订单进展顺利。在手机升级趋势方面，管理层认为 2025 年将聚焦：1) 潜望镜摄像头，2) 更大图像传感器和 3) 可折叠手机。我们认为手机摄像头供应链在短期内将承压，但我们仍然对 2025 年智能手机规格升级和 iPhone 周期持正面看法；而对于个股而言，比亚迪电子、舜宇光学科技、丘钛科技和瑞声科技等公司将受益。（[链接](#)）

■ 中国保险行业 - 9 月寿险保费增速常态化，三季度财险承保盈利有望优于预期

9 月寿险保费增速回归常态化，6 家上市险企 1-9 月累计保费同比增长 6.3% 至 1.55 万亿元；9 月单月保费增速分化，平安寿险及健康险（20.1%）>太保

寿险 (12.6%) > 人保寿险 (8.8%) > 新华保险 (2.1%) > 中国人寿 (-4.0%) > 阳光人寿 (-13.8%)。其中，中国平安 9 月保费增速表现亮眼，得益于平安寿险 (+22.5%) 及健康险 (+21.4%) 保费高增长的带动，反映集团医养生态改革成效逐步显现。人保寿险负债端结构持续优化，9 月长险期交保费同比增长 124%，继 8 月期交保费大幅上行后延续较高增幅，带动 1-9 月期交保费同比增长 3.2% (8 月：同比+1.4%)，预计得益于公司集中销售分红险产品，推动新单业务品质改善。中国人寿 9 月单月保费负增长，预计因去年同期较高基数及前期业绩完成度良好，公司战略重心转向 2025 年开门红销售所致。阳光人寿单月保费同比下行，预计受趸交业务大幅下滑，拖累新单保费规模增长的影响。

财产险方面，车险保费增速回暖，主要受 9 月乘用车零售销量企稳回升，同比+4.5% (8 月：-0.9%) 以及新能源车渗透率持续上行的共同影响。9 月新能源车渗透率为 45.8%，较上月提升 1.0 个百分点。具体来看，9 月单月财险保费增速为众安在线 (44.0%) > 平安财险 (10.9%) > 太保财险 (7.2%) > 人保财险 (6.7%) > 阳光财险 (3.5%)。众安 9 月单月保费增速亮眼，预计受健康险需求回暖叠加去年同期较低基数的共同影响，太保财险和阳光财险增速稳健，主要受非车创新类业务较快发展的带动。车险方面，中国财险 9 月车险保费同比+5.3%，为年内首次单月保费增速升逾 5%，平安 1-9 月/3Q 车险保费同比+3.8%/+4.5%，亦为年内最高增速。我们维持对头部险企全年车险保费同比增长 4% 的预测；并对 4Q 受政策补贴推动新车销量回暖的前景保持乐观。非车保费增速持续优化，中国财险/平安财险三季度非车保费同比+12%/26%，主要得益于意健险的快速增长，同比+22%/+35%，预计非车仍将是全年财险保费收入分化的主要驱动。

展望四季度，我们认为寿险新业务价值增长将持续以价值率提升为主要驱动；同时，去年同期低基数和代理人规模逐步企稳，有望推动上市险企新单保费进一步增长。财产险方面，我们认为车险件均保费有望于三季度企稳，头部险企 3Q 综合成本率 (CoR) 有望在严控费率和较优赔付额的影响下，略低于去年同期水平；**基于此，我们下调中国财险 (2328 HK) FY24 全年综合成本率至 97.5% (前值：97.7%)。**

估值：目前板块估值交易于 FY24E 0.2-0.6 倍 P/EV 和 0.5-1.0 倍 P/B，较其历史 3 年平均分别高 2.5/2.0 个标准差，主要受 9 月末股市大幅回暖带动险企投资端收益超预期，直接增厚前三季度净利润的正面催化。看好板块负债端受新业务价值率持续改善，带动新业务价值 (NBV) 增长的趋势，**维持行业“优于大市”评级，推荐买入头部险企，包括基本面综合最优的中国太保 (2601 HK)，高弹性+低估值的纯寿险标的中国人寿 (2628 HK)，权益敏感度较高的中国太平 (966 HK) 和长期经营稳健的中国财险 (2328 HK)。**

风险提示：资本市场持续波动；寿险新单保费增速不及预期；代理人规模下行；财险巨灾赔付上行拖累综合成本率大幅上升等。 ([链接](#))

公司点评

■ 药明康德 (603259 CH, 买入, 目标价: 67.72 元人民币) - 地缘政治扰动有限, 业绩企稳复苏

美国众议院在当地时间 2024 年 9 月 9 日投票通过了《生物安全法案》(法案编号 H.R.8333)。我们在 9 月 12 日发布报告, 认为即使法案通过, 可能仅影响极少部分政府资助的项目, 公司的美国业务有望维持基本稳健。此外, 我们认为药明康德相比印度和欧美的化学药 CDMO 公司积累了显著的产能优势, 预计海外同行中期内不太可能承接中国化学药 CDMO 行业的产能。基于公司快速增长的在手订单, 特别是多肽业务的强劲增长趋势, 以及美联储降息趋势下医药融资的恢复, 我们认为公司盈利有望复苏。

《生物安全法案》预计影响有限。我们认为, 众议院版本的议案限制美国政府机构以及接受美国政府补贴或者贷款的实体从相关中国公司采购商品或者服务, 这大概率对药明康德的业务影响范围有限, 并且议案内具有允许现有合同执行至 2032 年的“祖父条款”。虽然法案在众议院获得通过, 但其中 49% 的民主党议员未投赞成票, 包括 36% 的反对票, 因此我们预计生物安全法案在民主党主导的参议院将面临更大的阻力。同时, 参议院和众议院在年内剩余的投票窗口期很短, 单独立法有一定概率无法完成。

预计海外同行中期内无法承接中国化学药 CDMO 行业的产能。我们整理了 30 家位于欧洲、美国和印度的从事 API 和化学药 CDMO 业务的公司情况, 发现这些公司在收入体量和产能投入上显著落后于药明康德。印度专门从事 API 和化学药 CDMO 的公司大多提供大宗和特色原料药, 对于创新药领域的涉足相对有限。与药明康德相比, 印度相关企业的研发团队规模很小。欧洲的制药工业基础较好, 区域内有众多历史悠久的化学药 CDMO 公司。但欧洲的化学药 CDMO 企业偏重制剂业务。同时, 他们的主要分布在中欧和西欧地区, 导致人工成本高于药明康德。

公司业务有望企稳复苏。药明康德管理层富有前瞻性地布局了多肽研发和生产业务。随着近几年司美格鲁肽和替尔泊肽等多肽类药物在代谢类疾病领域展现出重磅销售潜力, 药明康德的多肽业务也随之快速增长, 成为公司最重要的增长引擎。我们预计美联储进入利率下降通道后, 医疗健康融资额将恢复增长, 驱动全球早期医药研发需求的改善, 药明康德早期业务也有望复苏。公司 1H24 的在手订单相比 2023 年底增长 22.4%, 复苏趋势已现。

维持“买入”评级, 上调目标价至 67.72 元, 以反映法案的不确定性降低以及在在手订单增长带来的业绩复苏。我们预计公司在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比增长-4.4%/ +10.9%/ +13.2%, 经调整 Non-IFRS 净利润同比变化-8.4%/ +11.5%/ +14.4%, 对应现阶段股价的经调整 PE 分别为 14.7x/13.2x/11.5x。

([链接](#))

■ 兖煤澳大利亚 (3668 HK, 买入, 目标价: 42 港元) - 3Q24 销量同比增长加速至 21%; 有望实现全年目标

兖煤澳大利亚 (兖澳) 3Q24 经营数据略好于我们预期, 权益产量/销量同比增长 10%/21% (较 2Q24 的-4%/+1%有所提升)。3Q24 平均售价同比下降 14%, 基本符合市场趋势。我们推算兖澳 3Q24 的收入约为 17.8 亿澳元 (同比增长 5%, 环比增长 15%)。兖澳维持全年销量、单位成本和资本支出的指引范围。我们维持盈利预测和 42 港元的目标价 (基于净现值)。尽管我们

认为任何潜在的并购进展仍然是未来 3-6 个月的关键变量，但我们认为这一因素已反映在目前 <6 倍的 2024 年市盈率。维持“买入”。([链接](#))

■ 贝克微 (2149 HK, 买入, 目标价: 49.8 港元) - NDR 总结

我们于 10 月 15 日与贝克微管理层举行了 NDR 会议，会议要点总结如下：

业务战略：1) 为何选择工业市场？ 管理层认为该市场研发成本较低，因其长尾特性（据弗若斯特沙利文报告，市场总销售额的约 80% 来自于大量个别产品，每个产品的销售额占总市场规模不到 0.02%）。通过其自主研发的 EDA 工具和可复用 IP 库，公司能够实现比同行更高的成本效益。**2) 为何选择图案化晶圆？** 管理层认为这种商业模式在保持低运营成本的同时，营销效率更高。

运营风险：一些投资者对公司收入高度依赖分销渠道商（占 1H24 收入的 90%）表示担忧。管理层强调，客户集中仅体现在销售渠道上。渗透到多样化的终端市场需求（间接客户）时，实际是非常分散的。

收入增长驱动因素：管理层指出，未来的销售增长将来自半导体国产化。截至 1H24，公司拥有 500 多种 SKU（而行业领导者拥有多达 10,000 种），并计划每年增加约 100 种 SKU，我们预计公司收入上行潜力显著。

资本支出：管理层表示将投资于研发基础设施，升级研发中心，改进产品线并进行战略性投资。

市场需求：管理层认为当前市场需求正在逐步恢复。长期来看，管理层预计模拟 IC 市场将在未来 5-10 年内加速增长，他们希望为此做好准备。

利润率：预计公司毛利率在 50%-55% 范围内，没有单一产品的收入占比超过 3%，因为公司专注于非主流产品类别和市场。管理层认为这种策略使公司在专业细分市场中获得显著的市场份额，并减少了参与价格战的风险，从而保持较高的毛利率。1H24 公司报告的毛利率为 51.3%（低于 1H23 的 55.2%），管理层将其归因于根据 HKFRS 计提的 1800 万元人民币的存货拨备。剔除此影响，公司的毛利率保持稳定。

重申“买入”评级，目标价维持在 49.8 港元。我们维持对 2024/2025 年收入增速 40%/38% 和毛利率 53%-55% 的预测。公司目前在 2024/25 年市盈率 10 倍/7 倍交易，我们认为具有很高的吸引力。风险提示：1) 经济环境波动；2) 与核心客户或供应商的关系变化；3) 新产品类别推出进展慢于预期。([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	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	
长仓												
理想汽车	LI US	汽车	买入	25.25	25.00	-1%	7.0	4.3		3.6	11.2	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	12.60	14.00	11%	8.6	14.7		1.2	16.7	3.5%
中国宏桥	1378 HK	装备制造	买入	13.38	19.60	46%	7.2	6.7		1.1	18.3	8.3%
波司登	3998 HK	可选消费	买入	4.91	5.98	22%	14.9	12.6		3.2	26.3	5.9%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	16.56	17.61	6%	9.0	8.2		3.3	40.6	8.8%
特步国际	1368 HK	可选消费	买入	5.74	7.32	28%	12.5	11.0		1.4	14.2	4.5%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	97.93	133.86	37%	25.6	20.5		7.1	31.8	1.3%
百济神州	BGNE US	医疗	买入	218.97	288.93	32%	N/A	429.4		63.7	N/A	0.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	29.00	28.30	-2%	7.1	7.1		0.9	14.9	4.2%
中国财险	2328 HK	保险	买入	12.22	12.80	5%	9.2	8.7		1.0	12.2	4.9%
腾讯	700 HK	互联网	买入	430.80	525.00	22%	19.6	18.0		3.8	19.1	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	102.43	133.80	31%	1.6	1.4		1.7	N/A	0.9%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.20	6.13	46%	18.3	15.6		1.6	9.7	4.1%
鸿腾精密	6088 HK	科技	买入	3.04	4.25	40%	116.9	72.4		7.7	7.0	0.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	24.55	24.40	-1%	26.1	22.9		3.0	12.8	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	35.55	40.90	15%	18.4	12.9		2.3	23.8	1.7%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	168.00	150.76	-10%	33.1	22.4		9.6	23.2	0.5%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	401.16	405.00	1%	35.4	27.1		7.2	22.0	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	9.15	10.80	18%	N/A	132.6		3.5	N/A	0.0%
短仓												
中国重汽	3808 HK	装备制造	持有	22.40	21.40	-4%	10.9	10.0		1.2	13.6	5.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 10 月 18 日）

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。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去 12 个月内与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責任。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，请与我们联络。

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撰写的报告。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。