

# 每日投资策略

## 宏观、行业及公司首发/点评

### 全球市场观察

- 周五（4月25日）中国股市小幅上涨。港股综合企业、可选消费与资讯科技上涨，医疗保健、必选消费与电讯业下跌。A股公用事业、通信与美容护理领涨，地产、生物医药与煤炭下跌。中概股收跌。国债期货小幅上涨，人民币汇率走平。一季度工业企业盈利扭转下降趋势，同比增长0.8%，而去年同比下降3.3%。政治局会议提出统筹国内经济工作与国际经贸斗争，显示在贸易战中不轻易妥协和为中美经贸冲突长期化做准备的态度。会议提出适时降准降息、加快政府债券发行、提高中低收入群体收入、扩大服务消费、扩围提质实施“两新”政策、加快实施AI+、巩固房地产稳定态势、持续活跃资本市场等政策。中国下调离境退税起退点至200元，上调现金退税限额至2万元，以扩大入境游市场。
- 欧股上涨，基础资源、科技、银行等板块领涨，公用事业、电信与必选消费下跌。英国股市连续第十个交易日上涨。欧债收益率小幅上升，欧元与英镑下跌。欧央行管委成员Kazaks称如果经济增长预期恶化，那么将考虑降息至中性利率水平之下。预计欧央行年内降息幅度可能达到0.75个百分点。
- 美股反弹，可选消费、信息技术与通讯服务领涨，材料、金融与公用事业跑输。美债收益率小幅回落，美元小幅上涨。美股盘前情绪最好，有媒体报中国正考虑对部分美国进口商品豁免关税。但早盘时公布的密歇根大学消费者信心指数显示近期滞涨风险，长期通胀预期创1991年以来最高，抑制美股涨幅。午盘时特朗普表示不会取消对华关税，除非提供实质性回报，美股回吐多数涨幅。《时代周刊》发布4月22日对特朗普专访文章，特朗普仍坚信关税是必要的，他表示如果一年后美国仍对外国进口商品征收50%关税，那么将是一次“彻底胜利”。

### 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/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	21,981	0.00	28.94
恒生国企	8,081	0.00	40.08
恒生科技	4,983	0.00	32.37
上证综指	3,295	0.00	10.76
深证综指	1,916	0.00	4.23
深圳创业板	1,947	0.00	2.95
美国道琼斯	40,114	0.00	6.43
美国标普500	5,525	0.00	15.84
美国纳斯达克	17,383	0.00	15.80
德国DAX	22,242	0.00	32.78
法国CAC	7,536	0.00	-0.09
英国富时100	8,415	0.00	8.82
日本日经225	35,706	0.00	6.70
澳洲ASX 200	7,968	0.00	4.97
台湾加权	19,873	0.00	10.83

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	37,608	0.00	26.11
恒生工商业	12,541	0.00	35.82
恒生地产	15,715	0.00	-14.25
恒生公用事业	36,176	0.00	10.04

资料来源: 彭博

## 宏观经济

### ■ 中国经济 - 关税冲击后的中国政策前景

上周五中央政治局召开经济形势会，讨论应对关税冲击带来的不确定性。会议显示中国不会屈服于美国关税压力，将为中美经贸冲突的长期性做准备。

第二季度政策可能包括：小幅下调存款准备金率和 LPR、加快政府债券发行与财政支出、重点稳定受影响行业就业、以旧换新补贴扩围、发展服务消费、加快“人工智能+”计划、扩大服务业开放、加强与非美地区经贸联系、支持企业“走出去”、稳定房地产市场和活跃资本市场等。

第二季度政策力度似乎低于市场预期，因为决策层需要更多时间来观察和评估特朗普冲击演进及对中国经济的影响。随着下半年出口可能持续放缓和耐用品消费复苏势头可能转弱，中国可能实施更有力的财政刺激以提振消费。中国可能将人民币和股市的相对稳定视为中美博弈的重要内容。 ([链接](#))

## 行业点评

### ■ 中国医药行业 - 关注 ASCO 数据发布，创新药行情或将分化

MSCI 中国医疗指数 2025 年初至今累计上涨 20.0%，跑赢 MSCI 中国指数 11.5%。创新药短期上涨显著，普涨行情或将难以持续，未来个股表现或将分化。看好催化剂丰富、估值安全边际强的创新药个股，如信达生物（1801 HK）、百济神州（ONC US）、三生制药（1530 HK）、诺诚健华（9969 HK）。维持“优于大市”评级。 ([链接](#))

## 公司首发/点评

### ■ 地平线机器人（9660 HK，首次覆盖-买入，目标价：8.9 港元）- 一体化自动驾驶解决方案领导者

地平线是中国领先的乘用车 ADAS/AD 解决方案提供商，具备硬件、软件与算法的全栈自研能力。公司核心产品包括 Horizon Mono（J2/J3 系列）、Horizon Pilot（J3/J5 系列）以及 Horizon SuperDrive（J6P 系列）。受益于汽车电动化趋势持续推进、市场对自动驾驶解决方案需求认知提升以及政府政策支持，我们预计全球 ADAS/AD 市场规模将从 2024 年的人民币 330 亿元增长至 2028 年的人民币 1,010 亿元。

作为快速增长市场中的领导者（根据我们测算，地平线 2024 年在国内 ADAS/AD 市场市占率约为 7.2%），公司收入从 2021 年的人民币 4.7 亿元增长至 2024 年的人民币 23.8 亿元。展望未来，我们预计 2027 年公司收入将达到人民币 84 亿元，2024-2027 年年复合增长率为 52.2%，主要驱动因素包括：1) ADAS/AD 渗透率提升带动整体市场规模扩大，2) 更先进自动驾驶技术的加速采用及平均售价（ASP）提升，以及 3) 出货量增长推动市占率提升。我们预计公司将在 2027 年实现盈亏平衡。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 8.9 港元，基于 2030 年 21.5x 市盈率估值。 ([链接](#))

■ **黑芝麻智能 (2533 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 28.2 港元) - 领先车规级高性能芯片设计公司**

黑芝麻智能是中国领先的车规级计算 SoC 芯片及基于 SoC 的智能汽车解决方案提供商。公司目前拥有两条车规级 SoC 产品线: 华山系列 (聚焦自动驾驶应用) 和武当系列 (面向跨域计算应用)。

受益于自动驾驶市场的快速扩张 (我们预计 2024-2028 年行业整体 CAGR 为 41%)，我们预测公司收入将从 2024 年的 4.7 亿元增长至 2027 年的 21.0 亿元，年复合增长率达到 64.2%。增长驱动因素包括: 1) ADAS/AD 渗透率持续提升, 2) SoC 方案出货量增长, 新客户持续导入, 以及 3) 高端产品 (如 A2000 和武当系列) 出货占比提升, 带动整体 ASP 上升。随着经营杠杆效应逐步释放, 我们预计黑芝麻将在 2027 年迎来盈利拐点。首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 28.2 港元, 基于 2030 年 18 倍市盈率估值。 ([链接](#))

■ **谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 218 美元) - 效率提升支撑盈利超预期; 维持 AI 投入计划支持长期增长**

Alphabet 公布了 1Q25 业绩: 总营收同比增长 12% 至 902 亿美元, 符合市场预期; 营业利润同比增长 20% 至 306 亿美元, 比市场预期高出 6%, 主要得益于销售费用的有效控制 (同比下降 4%)。尽管 1Q25 盈利超预期, 但管理层预计资本支出的增加将继续拖累 FY25 的盈利增长, 主要由于未来几个季度折旧增长将加速 (1Q25: 同比增长 31%)。公司维持 25 年 750 亿美元的资本支出指引, 并预计关键投资领域的员工人数将有所增长, 以推动长期可持续增长。我们基本维持 FY25-27 年总收入预测不变, 但鉴于行业估值下降, 我们将目标价下调至 218 美元, 基于 22 倍 FY25 PE (前值: 234 美元, 基于 FY25 PE)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 146.7 美元) - Create 2025 AI 开发者大会: 推动模型调用成本进一步下探和应用生态繁荣**

我们参加了百度于 4 月 25 日在武汉举办的 Create 2025 AI 开发者大会。会上百度发布了文心大模型 4.5 Turbo、文心大模型 X1 Turbo、高说服力数字人、通用多智能体协作 APP“心响”、内容操作系统沧舟 OS 等 AI 应用, 并发布了国内首个电商交易 MCP (模型上下文协议)、搜索 MCP 等 MCP Server, 宣布将帮助开发者全面拥抱 MCP。百度认为多模态结合是 AI 搜索的关键, 将持续探索将视频、图片等多媒体内容前置降低用户理解成本。公司认为高说服力数字人、Coding Agent 是非常有前景的 AI 应用方向, 将持续探索商业化价值。此外, 公司也将持续以轻资产的模式推进 Robotaxi 的全球化扩张。尽管百度仍处于业务转型之中, 短期内广告收入增长因竞争和业务转型仍会面临一些阻力, 但我们预计潜在的生成式 AI 搜索结果货币化进程有望从二季度末开始, 这应有助于推动广告收入增速和运营利润率环比逐步复苏。我们的 2025-2027E 财务预测和基于 SOTP 的目标价 146.7 美元均维持不变, 目标价对应 13.9x 2025E PE。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **广汽集团 (2238 HK/601238 CH, 买入, 目标价: 3.6 港元/10 人民币) - 预计 2025 年下半年盈利改善**

1Q25 业绩低于预期: 广汽 1Q25 营收超我们此前预测, 但毛利率-1.1%较我们预期低约 4 个百分点。尽管合联营企业投资收益约 11 亿元符合预期, 但销售费用高于预期且政府补助低于预期。我们估算自主品牌 1Q25 净亏损较我们预测多了约 10 亿元。尽管市场对广汽 1Q25 业绩的预期不高, 我们认为其 7.32 亿元的净亏损仍低于预期。

盈利或从 2H25 开始改善: 我们预计广汽 2025 年销量走势将延续 2024 年前低后高的模式, 毛利率有望同步改善。去年末启动的降本措施效果或于 2025 年下半年显现。基于减值损失大幅缩减及销管费用削减假设, 我们仍预测广汽 2025 年全年将实现正的净利润。但考虑到埃安面临的挑战, 我们将 2025 年净利润预测下调 50% 至 3.4 亿元, 同时将埃安 2025 年销量预测下调 4% 至 38 万台。

估值: 维持“买入”评级, 港股目标价 3.6 港元, 基于分部估值法: 大自主业务 2.95 港元, 基于 0.3x FY25E P/S; 合联营企业 0.65 港元, 基于 3x FY25E P/E。A 股目标价人民币 10 元, 基于当前 A/H 股溢价约 200%。[\(链接\)](#)

■ **比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入, 目标价: 470 港元/440 人民币) - 1Q25 盈利质量高, 符合我们全年的预测节奏**

1Q25 单车净利润 9,148 元: 比亚迪 1Q25 净利润 92 亿元, 符合其此前 85-100 亿元的业绩预告区间; 20.1% 的毛利率与我们此前预测一致。1Q25 研发费用 142 亿元较我们预测高约 15 亿元, 但被低于预期的销售费用及超预期的汇兑收益所抵消。

1Q25 销量及毛利率均符合我们对全年的预期: 我们认为比亚迪 1Q25 销量 100 万台与我们全年 525 万台的预测是相符的。尽管为清旧款库存加大了折扣力度, 比亚迪 1Q25 毛利率仍达 20.1%, 考虑到标配智驾功能新增成本后, 我们认为公司今年仍有望实现 19.7% 的毛利率。考虑到当前较高的库存水平, 我们认为比亚迪可能在 2025 年下半年发起新一轮的价格战。虽然我们预计 2025 款标配智驾的车型不会带来显著新增需求, 但比亚迪凭借完整的车型矩阵、领先的降本能力及电池相关新技术, 有望在 2025 年保持较高的市占率。1Q25 海外销量 20 万台 (占总销量 20%) 亦超我们预期。

盈利预测/估值: 我们预计汉 L、唐 L 及钦三等新车型有望自 2Q25 起提振销量。我们认为其高盈利质量可支撑今年单车净利润维持在 1 万元以上。我们维持对今年的盈利预测 575 亿元不变, 维持“买入”评级, 港股目标价 470 港元, A 股 440 元, 均基于 23x FY25E P/E。[\(链接\)](#)

■ **长城汽车 (2333 HK/601633 CH, 买入, 目标价: 14 港元/27 人民币) - 1Q25 业绩低于预期, 但无需过度解读**

1Q25 净利润未达预期主因销售费用高企及俄罗斯税费返还延迟: 长城 1Q25 营收较我们此前预测高 4% (销量同比降 7% 但单车均价同比持平)。毛利率同比下滑 1.5 个百分点至 17.8%, 较我们预期低 0.7 个百分点, 毛利润整体符合预期。1Q25 净利润同比降 46% 至 18 亿元, 低于我们的预期, 主要因

为：1) 销售费用较我们预测高出约 9.5 亿元，管理层归因于新增 80 家直营店额外支出 6 亿元及新车上市导致广宣费用增加；2) 其他收益较预期低约 6 亿元，主因俄罗斯车辆报废税费返还延迟。管理层预计约 100 亿卢布的报废税返还（按 1Q25 末汇率合 8.6 亿元）将延至 2Q25 到账。

2Q25 及 2025 全年展望：1Q25 的净利润缺口有望在 2Q25 通过俄罗斯税费返还得到弥补。同时，我们预计长城 2Q25 销量将环比/同比双增，主要得益于新车型的销量爬坡，包括坦克 300，二代枭龙 MAX 及高山系列。展望全年，我们将 2025 年销量预测下调 5 万辆至 130 万台，主要因管理层将出口的目标从 58 万台下调至 52 万台。鉴于国内外市场竞争加剧，将 2025 年毛利率预测下调 0.3 个百分点至 18.9%；因直营店支出增加，销售费用率从 3.9% 上调至 4.4%。综上，我们将 2025 年净利润预测下调 18% 至 108 亿元。

估值：维持 A/H 股“买入”评级：H 股目标价下调至 14 港元，基于 10x FY25E P/E；A 股目标价 27 元，基于长城年内 A/H 股平均溢价率约 110%。维持“买入”评级。（[链接](#)）

#### ■ 中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 65.1 港元) - NBV 增长维持强劲驱动寿险营运利润上行

中国平安公布 1Q25 业绩，寿险 NBV 可比口径下同比增长 34.9% 至 128.9 亿元，得益于预定利率下调带动新业务价值率（新单保费口径）持续提升至 28.3%，可比口径下增长 11.4 个百分点；标准保费（APE）口径下新业务价值率达 32%，同比提升 10.4 个百分点。寿险营运利润可比口径下增长 5% 至 268.6 亿元（4Q24: -22.8%），预计主要受 1Q25 利率回升（1Q25 中国 10 年期国债利率较年初回升 14.4 个基点至 1.8% 以上）带动寿险新业务合同服务边际（CSM）上行和营运经验偏差持续改善的共同影响。集团 OPAT 同比增长 2.4% 至 379.1 亿元，得益于寿险及健康险（+5%）和资管板块（+19%）营运利润增长的带动。集团净利润同比下降 26.4% 至 270 亿元，受投资收益（-65%）下滑的拖累。我们预计 1Q25 投资收益下滑主要受公司 FVTPL 债券公允价值下行，冲抵权益投资收益上行的影响；1Q25 公司加大对港股银行股的持仓占比，预计为公司带来可观的股息及价差收益。

财险方面，承保综合成本率（CoR）同比下降 3 个百分点至 96.6%，带动承保利润显著提升 7.6 倍至 28 亿元，得益于 1) 巨灾赔付较去年同期显著下行；2) 公司主动压降高赔损类业务，如信用保证险的承保规模；3) 持续审慎的费用管控等。财险营运利润同比下滑 16.4%，主要受投资波动的影响。

银行板块 1Q25 净利润同比下降 5.6%，受净息差降至 1.83%、同比-18bps，净手续费及佣金收入下降 8.2%，和 31 亿元公允价值损失的影响。1Q25 不良贷款率（NPL）为 1.06%，同比持平；但对公房地产贷款不良率较年初上行 46bps 至 2.25%，受部分房企去化周期拉长、资金面持续紧张的影响。贷款总规模较年初提升 1.1%，其中对公/零售贷款规模较年初提升 4.3%/下降 2.2%。预计银行盈利受净息差下行和零售信贷增长放缓影响仍有一定压力。

估值：公司股价交易于 0.53 倍 FY25 P/EV 和 0.73 倍 FY25E P/B，未来三年平均 ROE 为 13%，股息率 > 6%。展望未来，我们认为公司三大主营业务营运利润将逐步企稳回升，NBV 增长有望延续以价值率提升为主要驱动。维持“买入”评级，目标价维持在 65.1 港元，对应 0.8 倍 FY25E P/EV 和 1.0 倍

FY25E P/B。风险提示：长端利率持续下行，权益市场大幅波动；新单销售增长不及预期；大灾赔付加剧导致 CoR 超预期上行等。 ([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	现价	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>											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	15.80	23.00	46%	12.7	21.2	2.5	N/A	N/A
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	20.08	28.00	39%	9.6	8.1	0.8	6.8	2.5%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.71	7.40	30%	9.2	7.5	0.6	6.4	8.1%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	90.60	119.08	31%	24.3	22.0	N/A	11.6	6.3%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	32.99	38.51	17%	N/A	11.9	N/A	N/A	N/A
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	351.80	484.83	38%	10.5	8.8	1.2	12.0	4.7%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	91.47	133.86	46%	28.6	23.1	9.8	35.6	1.5%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	14.24	18.61	31%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
百济神州	ONC US	医疗	买入	244.90	359.47	47%	N/A	26.3	N/A	N/A	N/A
信达生物	1801 HK	医疗	买入	57.46	94.05	64%	N/A	N/A	0.7	12.2	5.8%
中国财险	2328 HK	保险	买入	20.70	34.00	64%	N/A	N/A	0.9	10.8	5.2%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	13.72	15.80	15%	21.1	15.5	N/A	N/A	N/A
腾讯	700 HK	互联网	买入	478.40	625.00	31%	20.5	18.0	N/A	N/A	N/A
快手	1024 HK	互联网	买入	50.90	80.00	57%	23.7	12.7	N/A	N/A	N/A
携程	TCOM US	互联网	买入	120.28	157.00	31%	4.8	4.3	0.6	11.8	6.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	57.52	70.00	22%	4.8	4.3	0.6	11.8	6.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	4.38	6.13	40%	14.8	10.4	0.7	5.3	0.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	47.75	59.50	25%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	32.25	47.10	46%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	83.75	151.00	80%	45.5	32.2	N/A	N/A	N/A
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	458.49	512.00	12%	12.7	21.2	2.5	N/A	N/A
Salesforce	CRM US	软件&IT服务	买入	122.01	176.00	44%	13.6	10.9	2.3	13.8	2.2%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年4月27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风险。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策。

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的研究报告。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。