

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 8 月 21 日（上周五），A/H 股温和反弹。上证指数涨 0.04%，深证成指涨 0.9%，创业板涨 1.4%，贵金属、能源金属和通信设备领涨。港股恒指涨 1.2%，恒生科技涨 1.4%，原材料、工业和综合企业领涨。南向资金净卖出 76.30 亿港元，华虹宏力、小米和建滔积层板净卖出居前。宏观方面，财政部表示下半年将推出新的财政金融协同支持措施，并增加财政支出向居民和消费倾斜，政策仍以加快财政落地和定向支持内需为主。人民币继续走强，美元兑在岸人民币收于 6.721，创 2023 年 1 月以来新低。
- 日韩股市分化。日经 225 跌 0.3%，日本 7 月核心 CPI 同比升至 1.8%，核心-核心 CPI 升至 1.9%，强化 9 月日央行加息预期；韩国 KOSPI 涨 0.9%，三星电子涨 3.9%，SK 海力士涨 2.3%，大规模股东回报计划继续推动存储龙头估值修复。欧洲 Stoxx 600 涨 0.6%，结束连续七天下跌。欧洲经济数据保持韧性，但油价和长端利率高企意味着估值修复空间仍受到资本成本约束。
- 美股止跌反弹，道指涨 1.0%，标普 500 涨 0.4%，纳指涨 0.4%，但费城半导体指数仍跌 0.5%。博通涨逾 1%，市场同时关注其超过 600 亿美元的 AI 相关融资计划。汽车、原材料和多元金融板块领涨，公用事业、半导体和零售收跌。
- 美债收益率重新上行，曲线轻微熊平。2 年期收益率升约 4.70bps 至 4.23%，10 年期升 3.10bps 至 4.73%，30 年期升 2.60bps 至 5.27%。美国 8 月综合 PMI 升至 56.0、创 2022 年 4 月以来最高，服务业扩张抵消制造业放缓，强化经济韧性并推高短端利率。财政部扩大长债回购暂时降低了市场对流动性失序的担忧，但无法逆转收益率上行趋势，财政赤字、能源通胀和增长韧性仍是债市更重要的定价因素。
- 布伦特原油涨 0.3%至 94.09 美元/桶，全周涨约 6.4%，美国威胁进一步制裁伊朗贸易伙伴，霍尔木兹供应风险继续维持较高地缘溢价。黄金涨 2.2%至 4670 美元/盎司，白银涨 1.4%；比特币涨 6.1%至 7.75 万美元，盘中逼近 8 万美元，全周涨逾 23%。

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	26,009	1.21	1.48
恒生国企	8,634	1.01	-3.13
恒生科技	4,766	1.40	-13.59
上证综指	3,905	0.04	-1.60
深证综指	2,540	0.49	0.34
深圳创业板	3,546	1.43	10.69
美国道琼斯	53,277	0.98	10.85
美国标普 500	7,674	0.43	12.11
美国纳斯达克	26,180	0.43	12.64
德国 DAX	26,137	0.59	6.72
法国 CAC	8,484	0.37	4.11
英国富时 100	10,817	0.64	8.91
日本日经 225	66,016	-0.30	31.14
澳洲 ASX 200	9,059	-0.27	3.95
台湾加权	45,224	0.65	56.14

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	55,297	1.63	13.00
恒生工商业	13,075	0.92	-5.79
恒生地产	21,180	1.83	20.60
恒生公用事业	40,240	1.45	5.82

资料来源: 彭博

公司点评

■ 石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 13.44 港元) - 国内销售企稳, BD 引擎加速放量

随着成药销售连续多个季度环比增长, 我们认为石药集团国内核心主业已迎来拐点。与此同时, 公司凭借持续的对外授权 (BD) 交易, 已成功转型为全球创新药企。依托差异化程度高、后期管线丰富的在研储备, 我们预计可持续的 BD 收入将成为公司长期增长的结构性驱动。

国内销售企稳。1H26 公司实现总收入人民币 186 亿元 (+40.1% YoY), 其中授权费收入 59 亿元。5 月收到的阿斯利康 (AZ) 12 亿美元首付款中, 8.4 亿美元 (人民币 57.4 亿元) 已于 2Q26 确认为收入, 其余计入流动负债。剔除 BD 后, 产品销售同比+4.1%至人民币 127 亿元, 超出我们预期 (达我们此前全年预测的 52%)。剔除 BD 的成药销售连续第四个季度环比恢复, 2Q26 达人民币 50.9 亿元 (环比持平), 在学术推广监管趋严的背景下尤为难得, 印证国内销售压力已基本出清。增长主要由神经系统板块驱动, 恩必普 (NBP) 与明复乐表现亮眼。NBP 新近纳入 2026 版国家基本药物目录, 有望助力基层市场渗透, 后续关注其年底医保目录续约。

利润率环比改善。2Q26 产品毛利率 64.9% (1Q26 为 65.2%, 4Q25 为 64.1%), 销售费用率收窄至 25.6% (此前分别为 26.3%/28.4%); 研发费用同比+18%至人民币 16 亿元, 创新投入维持高强度。受 AZ 首付款带动, 2Q26 净利润达人民币 52 亿元 (1Q26 为 8.6 亿元)。

对外授权收入具备可持续性。2024 年底以来, 公司已达成七项对外授权协议, 资产类型多元, 累计首付款与潜在里程碑总额分别超过 17 亿与 330 亿美元。公司在手差异化资产储备深厚、后续 BD 潜力可观, 包括 PD-1/IL-15 双抗、B7-H3ADC、EGFRADC 及多个 siRNA、CAR-T 候选管线。我们预计公司将有望获得持续性高利润率的 BD 收入。

管线催化剂丰富。EGFR ADC 已在中国启动七项 III 期临床, 覆盖 EGFR 突变 NSCLC (1L/2L)、EGFR 野生型 NSCLC (辅助、1L PD-L1 阳性及 2L)、2L 食管鳞癌及 HER2-/EGFR+乳腺癌。其联合 PD-1 单抗治疗一线 NSCLC 的更新数据将于 WCLC 2026 作口头报告。B7-H3 ADC SYS6043 已推进至卵巢癌 III 期, 口头数据更新预计亮相 ESMO 2026, 同期还将读出 PD-1/IL-15 (结直肠癌、肝癌、黑色素瘤) 等数据。八大研发平台中, mRNA 治疗性疫苗布局持续推进: HPV 疫苗 SYS6026 已进入 II 期, 新冠 mRNA 疫苗 SYS6006 联合 PD-1 单抗治疗实体瘤处于 I/II 期, 后续更多候选管线有望陆续进入临床。

维持“买入”评级。考虑 1H26 产品销售增长, 我们将基于 DCF 的目标价从 13.05 港元上调至 13.44 港元 (WACC: 9.34%, 永续增长率: 3.0%, 均维持不变)。([链接](#))

■ 三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价: 34.78 港元) - 707 的全球临床推进仍是主要上行催化

三生制药 1H26 实现营收 45.3 亿元 (+3.9% YoY), 主要得益于 707 里程碑收入贡献; 剔除授权收入后的常规业务收入 36.7 亿元 (-15.6% YoY), 反映增值税调整、医保控费及 VBP 带来的压力。归母净利润 11.5 亿元 (-15.6%

YoY)，主要受汇兑损失拖累；剔除非经常性项目后，调整后净利润同比增长 26.5%。调整后经常性经营利润（剔除授权收入及汇兑影响）同比下降 32%，但仍占我们此前全年预测的约 60%，高于约 54% 的历史均值。

我们认为市场已对 2026 年产品销售端的短期压力有所预期，而 707 的全球重磅潜力仍是主导上行因素。截至目前，辉瑞已注册 11 项全球试验，其中 9 项已启动入组，涵盖 4 个适应症的 3 项全球 III 期研究正在注册中；联合 PADCEV 的 III 期研究预计于 2H26E 启动。该进展推动 1H26 里程碑收入达 8.5 亿元。此外，公司向辉瑞供应临床用药原料药，CDMO 收入 2.3 亿元（+161% YoY）。近期催化剂方面，关注 ESMO 2026（10 月 23-27 日）公布的 707 联合化疗一线 NSCLC 中国 II 期数据，我们预计 mPFS 将读出。随着未来几年更多全球数据陆续读出，我们继续将 707 的重磅潜力视为主要上行驱动。此外，除 707 外，2H26E-2027E 预计还会有多条管线读出数据，包括 705（HER2/PD-1）、706（PD-1/PD-L1）的 II 期数据，以及 627（TL1A）、SSS68（April/BAFF）的 I 期数据。另外，TPIAO 已于 2026 年 7 月获 FDA 批准开展 CLDT 海外桥接试验。传统业务方面，尽管传统产品短期承压，但我们预计 2027E 起盈利可见度有望结构性改善。一是增值税影响有望在 2026 年内完全消化；二是特比澳在年底将完成最后一轮医保谈判，有望基本消除定价不确定性；三是口服紫杉醇、NuPIAO（长效 rhEPO）、608（IL-17A）、613（IL-1 β ）等新产品将开始放量。此外，包括 611（IL-4R）在内的 5 个产品/适应症预计于 2H26E-2027E 获批，有望对冲传统产品的销售压力。

我们下调近期产品销售预测以反映传统产品持续承压，但鉴于辉瑞全球临床开发的快速推进，上调 2026E 里程碑收入预测。综合来看，我们将 2026E 营收预测小幅下调 0.8%。维持“买入”评级，基于 10 年 DCF 模型将目标价调整至 34.78 港元（WACC 10.11%，永续增长率 2.0%，维持不变；前值：34.87 港元）。风险提示：临床开发风险、核心产品销售不及预期。（[链接](#)）

■ 康龙化成（300759 CH，买入，目标价：人民币 56.00 元）- 强劲 CDMO 增长驱动业绩指引上调

康龙化成 2026 年上半年业绩强劲，收入同比增长 17.9% 至人民币 76 亿元，non-IFRS 净利润增长 20.3% 至 9.09 亿元，二季度盈利增速明显加快。上半年收入占全年预测 46.2%，超历史区间；新签订单同比增长超 30%，其中 CDMO 业务增逾 50%。管理层将全年收入增长指引上调至 15-20%，预计利润增速快于收入。

CDMO 业务获得商业化突破。上半年收入 18.8 亿元（+32.8% YoY），毛利率 25.7%（+2.6ppt），受益于小分子需求及后期项目推进。公司签署礼来口服 GLP-1 产品商业化制剂生产协议，宁波基地通过创新药原料药 PAI 检查，多个产品进入中后期或商业化阶段，绍兴、杭州等地产能加速扩张。CDMO 将成为毛利率提升主引擎。

临床服务接近触底。上半年收入同比增长 13.8%，二季度毛利率环比回升约 5ppt 至 12.1%，价格压力缓解。新订单同比增长超过 30%，显示国内临床需求复苏。

早期研发需求维持韧性。实验室服务收入同比增长 13.7%，生物科学贡献超六成收入。新订单同比增长超 20%，跨国药企与 biotech 早期研发需求稳健。AIDD 收入占比超 7%，订单增速高于实验室整体水平。

维持“买入”评级，上调盈利预测，预计 2026-2028 年收入分别增长 18.3%/19.6%/17.0%，non-IFRS 净利润分别增长 22.5%/23.2%/20.0%，对应的经调整 PE 为 39.6x/ 32.1x/ 26.8x。基于 DCF 估值模型的目标价从 39 元上调至 56 元 (WACC: 9.32%，永续增长率: 2.0%，均维持不变)。(链接)

■ 中国宏桥 (1378 HK, 买入, 目标价: 39 港元) - 1H26 核心净利润同比增长 10%

中国宏桥报告口径净利润同比增长 39%至人民币 172 亿元，与此前发布的盈喜一致。剔除可转债公允价值变动 (1H26 为+8.62 亿元，1H25 为-26 亿元) 后，核心净利润同比增长 10%至 163 亿元。电解铝价格驱动的毛利率扩张被高于预期的费用及合营企业利润下降部分抵消。我们下调 2026-28 年净利润预测 6-7%，主要由于我们下调氧化铝吨毛利假设并上调了费用预测。尽管市场对 2027 年电解铝供应增加的担忧升温，我们认为当前 2026/27 年预测市盈率 5.8 倍/6.4 倍的估值水平，可为潜在的电解铝价格下行提供一定缓冲。我们把目标价由 45 港元下调至 39 港元，基于 2026 年目标市盈率 10 倍 (此前为 11 倍)，该目标倍数为过去十年市盈率区间的上限。

分板块看，**电解铝** (1H26 收入占比 68%)：该板块上半年收入同比增长 15%至 596 亿元 (销量同比下降 3%至~280 万吨；单价同比上升 19%至~21,200 元/吨)。叠加单位成本同比下降 2.4%，单位毛利润同比增长 81%至约~8,200 元/吨。**氧化铝** (收入占比 18%)：该板块上半年收入同比下降 22%至 160 亿元 (销量同比增长 9%至 690 万吨；单价同比下降 28%至~2,330 元/吨)。尽管板块单位成本同比下降 6%，单位毛利润仍同比下滑 84%至~146 元/吨。**铝加工** (收入占比 13%)：该板块上半年收入同比增长 41%至 167 亿元 (其中深加工产品销售收入为 104 亿元)。板块毛利率同比扩大 8.9 个百分点至 32.2%。

风险提示：1) 中国产能上限意外取消；2) 海外产能爬坡快于预期；3) 全球经济放缓；4) 铝土矿、煤炭等投入成本大幅上涨。(链接)

■ 宏桥控股 (002379 CH, 买入, 目标价: 人民币 28 元) - 1H26 净利润同比增长 77%，符合盈利预告

宏桥控股 1H26 净利润录得人民币 156 亿元 (同比增长 77%)，与 7 月发布的盈利预喜一致，意味着 2Q26 净利润同比增长 1.2 倍。1H26 盈利增速远高于中国宏桥 (1378 HK, 买入)，原因在于：(1) 宏桥控股的费用增长低于中国宏桥；(2) 宏桥控股不持有铝土矿资产 (1H26 铝土矿价格疲软)。我们将 2026/27/28 年盈利预测分别上调 7%/4%/4%，主要由于少数股东权益假设下调，抵消了氧化铝利润预测下调的影响。我们将目标价小幅下调至 28 元人民币，基于 2026 年预测市盈率 12 倍，相较我们对中国宏桥的目标市盈率 (10 倍) 维持 20%的溢价不变 (此前目标价为 29 元人民币，因我们下调了中国宏桥的目标市盈率)。(链接)

■ **途虎 (9690 HK, 买入, 目标价: 18 港元) - 1H26 业绩符合预期; 在挑战中扩大份额**

1H26 业绩符合预期。途虎 1H26 收入同比增长 11.4% 至人民币 88 亿元, 符合我们的业绩前瞻。轮胎和机油销量分别同比增长 18% 和 12%, 远高于行业整体 2% 和 7% 的降幅。尽管面临高油价带来的成本压力, 毛利率环比微增 0.2 个百分点至 23.3%。1H26 净利润同比下降 40%, 环比增长 63% 至 1.84 亿元, 符合我们的预测; 调整后净利润为 2.4 亿元, 比我们的预期高出 13%。

创纪录的门店扩张增强了竞争护城河。作为全球最大的汽车服务连锁, 途虎在 1H26 净增 817 家工场店, 扩张速度为行业之最, 总门店数达到 8,825 家。管理层预计万店目标将早于原定的 2027 年底实现。网络扩张叠加卓越的供应链管理和成本控制, 促使途虎在中国替换胎市场的份额上升约 2 个百分点至 14%, 机油份额在 1H26 达到中高个位数。终端门店的盈利能力依然稳健且处于行业领先地位, 超过 90% 开业超过 6 个月的门店实现盈利, 投资回收期低于 36 个月。

新能源车、高端化及海外市场成为新增长驱动力。上半年, 保外新能源车专修收入同比增长 250%。管理层预计, 随着包括特斯拉在内的早期电动车开始脱保, 2027-28 年开始将出现大规模的新能源车保外维修需求。途虎还升级了 20 家门店以服务豪华车车主, 旨在承接从 4S 店外溢的高端车需求。海外扩张也在稳步推进, 马来西亚和香港的门店已分别达到 14 家和 7 家。管理层预计 2H26 毛利率环比持平。我们微调 FY26-28E 调整后净利润至 4.86 亿元/6.26 亿元/7.59 亿元。我们维持“买入”评级, 目标价 18 港元, 基于 20x FY27E P/E。 ([链接](#))

■ **网易云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价: 135.0 港元) - 1H26 盈利下滑, 受收入增速放缓及营销投放增加影响**

网易云音乐公布 1H26 业绩: 总营收同比增长 3% 至 39.6 亿元, 低于 VA 一致预期 (41.6 亿元), 主因非会员音乐收入下滑及竞争加剧; 经调整营业利润同比下降 12% 至 7.97 亿元, 主要受销售费用增长拖累 (同比+81%)。展望未来, 我们预计来自免费音乐平台及其他娱乐形式的竞争压力将持续拖累公司短期收入增长。因此我们将 FY26-28E 总营收预测下调 6%-8%。我们同时将目标价下调至 135.0 港元, 基于 15 倍 FY26E 非 GAAP PE (前值: 245.0 港元基于 23 倍 FY26E PE), 主要考虑竞争影响盈利增长前景及在线音乐同业估值。公司当前估值对应 10 倍 FY26E PE, 具备充足安全边际, 但公司尚需时间以应对竞争逆风。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 22.40 美元) - 效率改善从成本控制延伸至经营生产力提升**

贝壳 2Q26 业绩展现出强劲的效率改善: 收入同比下降 5.7% 至 245 亿元人民币, 分别较彭博一致预期和我们的预测高 1%/2%; Non-GAAP 净利润同比大幅增长 74.9% 至 32 亿元人民币, 分别较一致预期和我们的预测高 32%/30%。Non-GAAP 净利率达到 13.0%, 同比提升 6.0 个百分点, 创三年来新高。我们认为, 本季度清晰地证明了贝壳盈利能力正越来越多地来自单店及单经纪人产出提升, 而非网络规模扩张所驱动: 门店和经纪人数量分别

同比下降 0.4%/3.1%，但存量房交易（EHT）单量同比增长约 25%。与收入规模大致相当的 2Q21 相比，2Q26 Non-GAAP 净利润高出 95%，店均交易单量提升 14%，人均房产交易单量提升 50%。

我们将 FY26-28E 收入预测下调 6%-12%，主要考虑租赁业务向净额法收入确认迁移、家装业务持续调整，以及我们对新房交易（NHT）业务复苏采用更加保守的假设。但与此同时，受更强的效率改善和经营生产力提升推动，我们将 2026 年 Non-GAAP 净利润预测上调 13%。我们认为，一个稳定但持续优化的服务网络、更高的门店及经纪人生产力，以及新业务更加健康的单位经济模型，有望在房地产市场复苏仍不均衡的环境下持续支撑公司的盈利能力。我们基于 SOTP 的目标价由 24.00 美元调整至 22.40 美元，对应 20.4 倍 2026E Non-GAAP P/E。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **滨江服务（3316 HK，买入，目标价：31.37 港元）- 面积拓展稳健，毛利率承压**

滨江服务收入同比增长 13.5%至人民币 23 亿元，净利润同比增长 5.1%至人民币 3.22 亿元（净利率 14%）。基础物业收入同比增长 20.9%，推动其收入占比提升 4 个百分点至 61%；随着这一毛利率较低且仍在走弱的板块占比上升，整体毛利率同比收窄 1.7 个百分点。我们认为基础物业毛利率下滑是行业大势，但公司积极的成本管控措施已在收窄降幅。派息比例维持在 70%，对应我们估算的 FY26E 股息率 8%。我们维持“买入”评级，目标价 31.37 港元，仍基于 13 倍 FY26E 市盈率。

基础物业：扩张稳健，收缴率逆势提升。在管面积同比增长 23.4%至 9,270 万平方米，净新增面积同比大增 41%。公司率先摆脱行业退盘的不利影响：退出的在管面积从过去两年的 287 万/181 万平方米降至 1H26 的仅 35 万平方米（占在管面积不足 0.4%，为行业最低水平）。逆行业而上，公司收缴率提升 1.46 个百分点，10 个项目提价推动平均物业费升至 4.18 元/平方米/月。然而，基础物业毛利率同比下降 1.2 个百分点至 17.04%，主因人力成本上涨、项目老化及续签让利；我们认为这一下滑是行业普遍的大趋势，公司的缓解措施——机器人、数字化及集中采购——或将逐步收窄降幅。

5S 增值服务增速放缓，驱动切换。非业主增值服务恢复增长（同比+13.7%至人民币 2.4 亿元），得益于母公司滨江集团稳健的签约销售带动前期服务需求。然而，5S 业主增值服务增速自 FY25 的同比+8.3%大幅放缓至 1H26 的+0.4%，主要受大平层装修业务随母公司相关项目交付回归常态而放缓所拖累。为此，管理层正推动该板块围绕高端项目的全生命周期深化定制家装、经纪与装修改造服务的渗透，以切换增长驱动。

维持“买入”评级。新修订的《住房公积金管理条例》允许提取公积金用于支付物业费及住房装修，我们预计将支撑收缴率及家装增值服务需求。公司维持 70%的高派息比例，对应我们估算的 FY26E 股息率 8%。我们维持“买入”评级，目标价 31.37 港元，基于 13 倍 FY26E 市盈率；此次目标价下调 1.3%主要反映我们的盈利预测调整。风险提示：1) 5S 增值服务增长放缓；2) 社保成本压力；3) 第三方外拓不及预期。（[链接](#)）

■ **中际旭创（300308 CH，买入，目标价：人民币 1400 元）- 业绩符合预期；
追光不止，下一代光互连蓄势待发**

中际旭创公布 2026 年半年报：实现营收人民币 417.8 亿元，同比增长 182.5%；归母净利润 136.5 亿元，同比增长 241.7%；扣非净利润 130.9 亿元，同比增长 229.3%。分季度看，二季度营收为 222.8 亿元，环比增长 14.3%，符合彭博一致预期；归母净利润和扣非净利润分别为 79.2 亿元（高于彭博一致预期）和 73.7 亿元，环比分别增长 38.1%和 29.0%。二季度收入、归母净利润、扣非净利润以及毛利率（46.4%，高于彭博一致预期 45.7%）和净利率（35.5%）均创历史新高，主要受益于 800G/1.6T 等高附加值光模块持续放量、产品结构优化及规模效应进一步释放。我们预计公司收入将于 2026/2027 年分别同比增长 179%/65%，同期毛利率分别达到 46.6%/47.7%。维持“买入”评级，目标价上调至人民币 1,400 元，基于 2027 年预测市盈率 26 倍，与同业平均值基本相当。（[链接](#)）

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。

招银国际证券或其关联机构曾在过去 12 个月内与本文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。