

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股连续回调，医疗、工业与材料领跌，必选消费、可选消费与地产上涨，南下资金净买入 185.73 亿港元，但港元流动性持续收紧，3 个月 Hibor 升至 2.57% 创 5 月 13 日以来最高。A 股回调但跑赢港股，非银金融、国防军工与石油石化跌幅居前，综合、通信与食品饮料上涨。小米 2Q 净利润同比增长 75.4%，大家电收入增长 66.2%，手机收入下降 2.1%，公司表示坚决不打价格战，汽车业务下半年有望实现单季盈利，2027 年将进军欧洲电车市场。泡泡玛特上半年净利大增近 400%，美洲市场营收增长 11 倍。
- 中国工信部表示将进一步规范光伏产业竞争秩序，推动落后产能有序退出，遏制低价无序竞争。最近两天工信部将与相关企业分别探讨电池、组件环节、硅片环节以及多晶硅环节的反内卷细则。2024 年中国电车供应链企业海外投资 160 亿美元，超过国内投资 150 亿美元，打破此前多年 80% 投资集中在国内的格局。
- 印度股市连续反弹，卢比升至本月新高，市场已消化美印贸易冲突等负面因素，印度下调消费税和标普上调印度评级提振市场对印度前景的预期。市场对俄乌和平协议前景更加乐观，欧洲军工股大跌，Leonardo 跌 10%，但英国股市升至历史新高。
- 美股下跌，信息技术、通讯服务与可选消费领跌，必选消费、公用事业等防御性板块上涨。科技七巨头指数下跌 1.7%，唯英特尔上涨，因获得软银投资承诺 20 亿美元，英特尔以未来 12 个月预期利润计算的动态 PE 升至 53 倍创 2002 年以来最高。
- 投资者担心鲍威尔在全球央行年会释放鹰派信号，美股估值处于高位，市值/GDP 比、CAPE 比率、市销率等估值指标超出长期均值 2-3 个标准差，接近 1929 年、2000 年和 2021 年等峰值水平。自 4 月初“对等关税”底部以来，纳斯达克 100 指数上涨近 40%，科技七巨头指数飙升近 50%，交易员开始买入看跌期权以防范科技股回调风险。
- 美债收益率回落，美元指数下跌。俄乌和平协议预期更加乐观，黄金与原油回落。投机情绪下降，比特币连续下跌。美国商务部将 407 个产品类别纳入 50% 钢铝关税清单，产品范围广泛包括风力涡轮机、移动起重机、铁路车辆、家具、压缩机与泵类设备等。

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 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,123	-0.58	25.24
恒生国企	9,006	-0.36	23.54
恒生科技	5,542	-0.02	24.04
上证综指	3,727	0.83	11.20
深证综指	2,344	1.87	19.74
深圳创业板	2,602	2.66	21.49
美国道琼斯	44,922	-0.05	5.59
美国标普 500	6,411	-0.60	9.01
美国纳斯达克	21,315	-1.42	10.38
德国 DAX	24,423	0.26	22.67
法国 CAC	7,979	0.70	8.11
英国富时 100	9,189	0.55	12.43
日本日经 225	43,546	0.39	9.15
澳洲 ASX	8,896	-0.47	9.03
台湾加权	24,354	0.08	5.72

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,642	-1.08	27.05
恒生工商业	14,102	-0.21	25.35
恒生地产	18,335	-1.99	22.94
恒生公用事业	36,603	-0.79	2.63

资料来源: 彭博

公司点评

■ 中国生物制药 (1177 HK, 买入, 目标价: 9.40 港元) - 丰富且差异化的创新管线将持续驱动出海授权交易

中国生物制药在 1H25 收入同比增长 10.7% 至 175.7 亿元, 经调整净利润同比增长 101.1% 至 30.9 亿元。1H25 收入和经调整净利润分别占我们全年预测的 54.6% 和 79.6%, 收入占比与历史区间 (50%-55%) 基本一致, 而经调整利润占比显著超过历史区间 (50%-60%), 主要由于公司在 1H25 确认了 13.5 亿元的科兴中维分红。若剔除该项分红影响, 1H25 经调整净利润将同比增长约 13%。公司的创新产品收入在 1H25 同比强劲增长 27.2% 至 78.0 亿元, 占总收入的 44.4% (vs 1H24/2H24 的 38.6%/45.6%), 表明创新产品持续快速放量。基于创新产品的快速增长及仿制药业务的稳健预期, 管理层维持全年内生双位数增长的业绩指引。

丰厚的创新研发管线。中国生物制药构建了丰富的创新管线, 其中多个管线具备全球 Top3 或者 BIC 潜力, 收购礼新医药则进一步夯实了公司的创新研发实力。TQB2868 (PD-1/TGF- β 双抗) 在一线治疗胰腺癌上展现了惊人的疗效, II 期临床的 ORR 达到 63.9%, 显著高于一线化疗的 41.8%, 并在 mPFS 和安全性上展现出优效趋势, TQB2868 目前已经入 III 期临床, 全球进度前三。用于晚期恶性肿瘤的 TQB6411 (EGFG/c-Met 双抗 ADC) 已经进入 I 期临床, 通过提高对 c-Met 端的亲和力扩大安全治疗窗口, 将精准补充安罗替尼尚未覆盖的 EGFR+ 肺癌市场。通过收购礼新医药获得的 LM-168 (CTLA-4/TME)、LM-2168 (PD-1/CTLA-4/TME 双抗) 以及 LM-108 (CCR8 单抗) 均瞄准市场巨大的恶性实体瘤领域, 将借助中国生物制药的临床能力快速推进。

重磅海外授权落地在即。公司有多个产品具备达成海外授权合作的潜力, 例如 TQC3721 (PDE3/4)、罗伐昔替尼 (JAK/ROCK)、TQB2868 (PD-1/TGF- β 双抗)、TQB2102 (HER2 双抗 ADC)、TQB3616 (CDK2/4/6)、TQA2225 (FGF21)、LM-108 (CCR8)、LM-168 (CTLA-4/TME)。默沙东在今年 7 月宣布以 100 亿美元收购 Verona Pharma, 以获得全球首个获批的 PDE3/4 抑制剂恩司芬群, 充分体现 PDE3/4 抑制剂巨大的市场潜力。作为全球开发进度第二的 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 已进入 III 期临床, 具备重磅海外授权潜力。

2H25 将迎来多个重要数据读出。公司将在 2H25 披露多个重要临床数据, 特别值得关注的包括: 1) 9 月的 2025 ERS 会议披露 TQC3721 (PDE3/4) 治疗 COPD 的 II 期临床数据, 2) 10 月的 2025 ESMO 会议公布 TQC3616 (CDK2/4/6) 一线治疗 HR+/HER2- 乳腺癌的 III 期数据, 3) 2025 ESMO 会议披露 TQB2102 (HER2 双抗 ADC) 治疗 HER2+ 乳腺癌的 Ib 期数据。

维持买入评级。维持基于 DCF 的目标价 9.40 港元 (WACC: 10.01%, 永续增长率: 2.0%)。我们预计中国生物制药 2025E/26E/27E 收入增速为 +19.1%/+4.4%/+10.6%, 经调整净利润增速为 +81.3%/-30.0%/+11.3%。我们上调了 2025E 公司的收入和经调整利润预测, 以反映全资子公司礼新医药预计在

2H25 获得的来自默沙东的 3 亿美元技术转移里程碑付款。出于谨慎考虑，我们暂未考虑潜在 BD 对收入和利润的贡献。 ([链接](#))

■ 翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: 45.26 港元) - 超预期的 BD 收入推动 1H25 业绩

翰森制药在 1H25 确认了强劲的 BD 收入。公司今年上半年实现营收 74.3 亿元人民币 (同比+14.3%)，归母净利润 31.4 亿元 (同比+33.4%)，分别占我们此前全年预测的 56%与 72%。产品销售额同比增长 15.0%至 106.9 亿元，主要受创新药 (尤其是阿美替尼) 强劲势头带动。若剔除合作收入，创新药销售额同比增长 23.7%至 44.9 亿元 (相当于我们此前全年预测的 44%)。我们有信心翰森制药有望在 2025 年实现创新药销售额超 100 亿元的目标，同比增长 25%以上。翰森制药在 2025 年上半年确认 BD 收入 16.6 亿元，主要来自与 MSD 的首付款以及与 GSK 合作的里程碑付款。预计 2025 年下半年还将确认来自 Regeneron 的 8,000 万美元首付款。

海外授权带来可持续利润。继 2023 年将两款 ADC 资产对外授权给 GSK 之后，翰森制药于 2024 年底将 HS-10535 (口服 GLP-1) 许可给 MSD。最近在 2025 年 6 月，又将其 GLP-1/GIP 资产 (HS-20094) 授权给再生元。2025 年上半年共有 8 个资产进入临床阶段，包括 BTK 抑制剂、EGFR/c-Met ADC、SEZ6 ADC、KRAS G12D 抑制剂以及 PCSK9 单抗。凭借强劲的创新管线，我们预计对外授权将成为翰森制药可持续的利润来源。

创新资产研发进展按计划推进。HS-20093 (B7-H3 ADC) 正在中国及海外开展 2L SCLC 的 III 期临床，同时在中国开展骨肉瘤的另一个 III 期试验。HS-20089 (B7-H4 ADC) 作为同类中全球领先的候选者之一，已在中国进入卵巢癌的 III 期临床；海外由 GSK 开展 I/II 期研究，关键性试验预计于 2026 年启动。HS-10535 (口服 GLP-1) 有望在今年由 MSD 主导进入临床。HS-20094 (GLP-1/GIP) 已在中国推进至肥胖症的 III 期试验，Regeneron 计划于 2026 年启动其 III 期研究。

阿美替尼在适应症扩展带动下有望实现进一步增长。我们预计阿美乐替尼将在 1L NSCLC 中的市占率持续提升，以及新适应症获批的推动下，录得强劲的销售增长。预计其将于 2026 年初新增两项国家医保适应症：辅助治疗以及局部晚期 EGFR 突变 NSCLC 的维持治疗。阿美替尼是国内首个获批上述两项适应症的 EGFR-TKI。其与化疗联用用于一线 NSCLC 的上市申请预计将于 2025 年下半年获批。同时，阿美替尼正在多项 III 期研究中评估与 c-Met 抑制剂及 EGFR/c-Met 双抗的联合疗法。总体来看，我们认为阿美替尼有望在 2025 年实现 60 亿元人民币的销售目标，峰值销售将超过 80 亿元人民币。

维持买入评级。我们预计翰森制药收入在 2025E/2026E 分别同比增长 20%/4%。我们认为未来 BD 收入将具备可持续性。预计翰森制药净利润在 2025E/2026E 分别同比增长 14%/下降 2.7%。为反映强于预期的 BD 收入，我们将目标价上调至 45.26 港元。 ([链接](#))

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 62.96 港元) - 2Q25 业绩符合预期; 电动汽车和 IoT 动能抵消智能手机业务前景疲弱。**

小米 2025 年二季度收入/净利润同比增长 31%/75%，基本符合我们及市场预期，毛利率表现良好达 22.5%（同比提升 1.8 个百分点），主要得益于强劲的电动车毛利率抵消了疲软的手机业务。展望下半年，管理层对智能手机市场转向略微保守，同时将 2025 年出货量指引下调，因 BOM 成本上涨导致毛利率承压。尽管存在短期阻力，我们看好小米的长期战略包括：1) 智能手机：提升全球份额及高端化进程；2) 物联网：大家电业务势头及海外渠道扩张；3) 智能电动车：SU7 Ultra 车型需求、欧洲市场布局及盈利潜力。我们将 2025-2027 年调整后每股收益预测下调 2%，以反映出货量指引及电动车盈利能力优化。基于分部估值法的新目标价为 62.96 港元，对应 26.3 倍 2026 年 P/E。近期催化剂包括新品发布及电动车产能爬坡。 ([链接](#))

■ **小鹏汽车 (XPEV US/9868 HK, 买入, 目标价: 28 美元/110 港元) - 成本削减和规模效应铺就盈利之路**

2Q25 毛利率超预期：小鹏 2Q25 收入较我们先前预测低 1.8%，但汽车毛利率环比扩大 3.9 个百分点至 14.3%，比我们预期高 1.9 个百分点。2Q25 研发费用比预测高出约 2 亿元，实现经营亏损 9.4 亿，基本符合预期。2Q25 净亏损 4.78 亿元，较 1Q25 收窄 1.86 亿元，比我们预期收窄 7,500 万元。

毛利率超预期反映小鹏改款车型的成本削减成效：我们认为 2Q25 汽车毛利率环比提升的最关键原因，是改款 G6、G9 和 X9 在多数配置降价背景下仍实现利润率显著改善。这增强了我们对新车型（含 P7 和 X9 增程版）利润率的信心。受益于产品结构优化和规模效应改善，我们预计汽车毛利率将在 3Q25 和 4Q25 分别环比提升 0.5 和 0.9 个百分点，达到 14.8% 和 15.7%。

盈利进程稳步推进：我们将 2025 年全年销量预测下调 1 万台至 45 万台，以适配新车型交付节奏。同时将 2025 年全年研发费用预测上调 2 亿元至 86 亿元，因销量增长和利润率提升赋予小鹏更多投资新车型、机器人和 AI 的灵活性。因此，我们预计 3Q25E 净亏损将收窄至 1.48 亿元，4Q25E 有望扭亏为盈至 2.55 亿元。我们仍认为小鹏有望在 3Q25E 实现 non-GAAP 口径的盈亏平衡。基于新 P7 车型定位（目标成为继小米 SU7 和特斯拉 Model3 后 20-30 万元价位纯电轿车销量前三），我们将 2026 年全年销量预测上调 2 万台至 62 万台，并将 2026 年全年净利润预测上调 6% 至 42 亿元（已考量潜在所得税收益约 10 亿）。维持买入评级，ADR/H 股目标价 28.00 美元/110.00 港元，基于 1.8x FY26E P/S。 ([链接](#))

■ **派拓网络 (PANW US, 买入, 目标价: 226.80 美元) - FY26 有望持续稳健的收入增长和盈利能力提升**

派拓网络公布 4QFY25（年结于 7 月）业绩：总收入同比增长 15.8% 达 25 亿美元，较市场一致预期高出 1.4%，non-GAAP 净利润达到 6.73 亿美元，同比增长 28.9%，较市场一致预期高出 8%。FY25 公司总收入同比增长 14.9%，non-GAAP 净利润同比增长 20.3%。4QFY25 与人工智能相关的年度经常性收入 (ARR) 达到约 5.45 亿美元，同比增长 2.5 倍。我们仍看好派拓网络是

生成式人工智能时代的主要受益者之一，因随着人工智能相关部署规模的扩大，安全需求应有望稳步增长。对于 FY26 我们预计收入/non-GAAP 净利润将增长 14%/15%，且我们估计自由现金流利润率将进一步扩大至 38.4% (FY25: 38.0%)，由盈利能力提升驱动。派拓网络一直符合“50 法则”，我们认为这有望会为估值提供支撑。我们的目标价略微下调至 226.8 美元（前值：229.7 美元），基于 16.0 倍 EV/sales（与两年均值加两个标准差一致）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **兖煤澳大利亚(3668 HK, 买入, 目标价: 34 港元) - 1H25 盈利疲弱但大致在预期之中, 预计煤炭价格将呈现改善趋势**

兖澳 1H25 净利润为 1.63 亿澳元 (同比下降 61%)，略低于我们的预期，原因是有效税率较预期高。兖澳建议派发每股 0.062 澳元的中期股息，意味着派息率约为 50%，与兖澳的股息政策一致。同时，兖澳维持全年销量、单位成本和资本支出指引。我们维持全年预测，因为我们预计 (1) 在中国“反内卷”浪潮推动，煤炭价格将从 2Q25 的低基数反弹；(2) 从 3Q25 开始产销率将有所改善 (2Q 销量受到物流问题影响)。坐拥 17 亿澳元的净现金 (约占当前市值的 20%) 和明确而一贯的派息政策，我们认为一旦股价出现潜在回调将会引起投资人的买入兴趣。我们基于净现值的目标价 34 港元保持不变，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **万物云 (2602 HK, 买入, 目标价: 29.88 港元) - 业绩逆势超预期; 股息率仍具吸引力; 维持买入评级**

1H25 核心净利润同比增 10.8%，超越我们预测的行业平均低个位数增速，推动 8 月 19 日股价上涨 7.2%。总收入同比+3.1%，主要系核心业务表现稳健——住宅物管 (+10.4%)、商业物管 (+7.7%)、社区增值服务 (+39.6%) 及 Bpass 板块 (+9.0%) 是主要支撑。这些板块毛利率也并未随行业趋势恶化，分别同比-0.4/+0.5/-6.8/+0.7pct 至 12.9/8.8/22.3/37.7%，主要受益于：1) 公司蝶城战略的持续推进 (改造蝶城 300 个，提升毛利润 2.3 亿元)；2) 弹性定价策略为行业打破物业费限价困境，实施该策略的项目提升收缴率 20%，抵消了收缴率下降对毛利率的冲击。上半年在此策略的助力下新拓展 114 个项目，对应饱和合同收入增 31.5%。

开发商相关业务拖累即将见底，全年指引积极。开发商关联业务依然较为拖累，开发商增值服务和 AIoT 业务收入分别降 76.1/66.2%，但两项合计占收入/毛利的比例已经自去年同期的 8.6/6.2% 降至 2.3/1.9%，对整体财务表现的拖累已经接近尾声。公司表示全年整体收入增速将高于 1H25，即收入增速大于 3.1%，核心净利润增速大于 10.8%。我们认为作为目前规模、市值均较为领先的物管公司，在行业竞争加剧、物业费降费压力及开发商风险持续出清背景下，做到该目标实属不易。

派息依然较有吸引力。整体派息率保持在核心净利润的 83%，年化来看对应的 7.2% 的股息率，依然具备吸引力。

维持买入评级。我们下调目标价 25% 至 29.88 港元，主要原因是不断加剧的行业困境使得业绩预期较去年同期大幅下调。目标价对应 20x 2025E PE，维

持买入评级。风险：1) 收缴率下降幅度超预期，2) 三方拓展不及预期；3) 母公司关联交易等。[\(链接\)](#)

招银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	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	20.44	25.00	22%	11.7	11.2	1.9	20.0	2.6%	
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	73.35	80.00	9%	106.3	31.5	8.1	7.7	0.0%	
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.58	7.40	12%	12.9	11.5	0.9	7.2	5.7%	
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.14	8.70	22%	10.2	8.2	1.6	17.4	4.0%	
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.44	10.54	42%	9.8	8.5	4.0	49.6	3.7%	
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.40	18.68	2%	10.6	9.6	3.4	38.9	0.0%	
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.70	44.95	19%	2.9	2.3	0.8	27.7	0.0%	
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	83.91	133.86	60%	4.3	15.9	4.9	31.0	1.7%	
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.60	18.61	60%	11.8	10.0	2.0	17.2	3.1%	
百济神州	ONC US	医药	买入	312.51	359.47	15%	104.9	38.1	13.5	N/A	0.0%	
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.54	37.67	19%	7.5	23.5	3.1	37.1	1.8%	
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.30	65.10	14%	7.6	7.2	0.9	13.4	5.0%	
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.59	15.80	N/A	11.5	10.6	1.3	13.4	3.6%	
腾讯	700 HK	互联网	买入	592.50	705.00	19%	21.8	19.3	4.3	20.9	0.9%	
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	119.99	141.20	18%	1.6	1.4	0.3	9.9	7.4%	
携程集团	TCOM US	互联网	买入	64.86	70.00	8%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.8%	
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.10	6.13	20%	18.9	15.9	1.8	11.4	4.3%	
小米集团	1810 HK	科技	买入	52.40	66.00	26%	29.8	23.7	5.2	15.7	0.0%	
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	48.88	63.54	30%	21.3	17.8	2.1	11.1	0.7%	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.54	43.22	15%	15.5	12.5	2.1	15.1	2.0%	
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.41	8.90	20%	N/A	N/A	8.8	N/A	0.0%	
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	125.73	176.00	40%	29.6	20.6	5.4	19.2	0.4%	
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	60.30	93.00	54%	17.4	13.4	N/A	18.8	0.0%	
北方华创	002371 CH	半导体	买入	339.96	379.26	12%	24.5	19.1	6.3	21.6	0.3%	
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	246.00	388.00	58%	21.8	18.8	4.0	11.2	0.6%	

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年8月19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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。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。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。