

# 每日投资策略

## 宏观策略/行业、个股点评

### 宏观策略

#### ■ 美国经济 - 通胀超预期回落，美国加息周期几近结束

10月CPI和核心CPI双双超预期回落，其中环比分别增长0%和0.2%，各低于市场预期0.1个百分点。CPI同比增速下降至3.2%，核心CPI延续回落至4%。能源和二手车价格的下降助推整体CPI回落，房租价格的走低也持续推动核心服务的去通胀进程。随着能源价格近期延续下降，后疫情时代商品供应链的持续改善，房租价格的持续回落传导至CPI价格端以及整体经济有所降温的迹象初显，未来整体CPI和核心CPI将保持温和回落趋势。我们预计11月CPI同比继续小幅下降，核心CPI同比维持不变。随着去通胀进入最后一公里，债市波动、银行体系压力和经济不确定性不断上升，美联储的关注重点正从利率调整不足风险转向利率超调风险。我们维持美联储将在12月暂停加息的预期，并预计在明年上半年经济和通胀进一步放缓后，6月开始可能迎来适度降息空间。 ([链接](#))

#### ■ 中国经济 - 在财政刺激下迎接温和复苏

10月经济数据显示增长动力依然疲弱。由于基数效应，零售销售和服务产出指数同比增速有所回升，但两年平均增长率有所放缓。因房地产市场持续低迷，固定资产投资增速放缓。总体来看，中国经济复苏动力依然偏弱。消费品通货紧缩和私营部门信贷需求偏弱显示企业和家庭部门的信心依然疲软。展望未来，中国将维持5%的GDP增速目标，实施更加扩张的财政政策和持续宽松的货币政策。我们预计2024年一般财政赤字率将达到3.7%，而2023年为3.8%。地方政府专项债额度预计将从2023年占GDP的3%攀升至2024年占GDP的3.3%。央行可能会进一步下调存款准备金率、LPR和存款利率，以扩大信贷供应。2024年中国经济可能温和改善。我们维持2023年GDP增长5.2%和2024年4.9%的预测。 ([链接](#))

### 行业点评

#### ■ 中国重卡行业 - 10月天然气重卡销售在低基数下同比增14.8倍，预计增长势头持续；潍柴为我们行业首选

天然气及柴油之间的价差扩大持续推动天然气重卡销量实现大幅增长。根据第一商用车网初步统计，10月份天然气重卡行业销量增长近14.8倍至2.3万辆，占重卡全行业销售超过29%。2023年1-10月份天然气重卡销量同比增长3.1倍，达到13万辆，占重卡全行业销售近17%。

天然气重卡投资回收期为3.1年，而柴油重卡为3.7年。尽管天然气/柴油价差比在一个月之内已从0.63倍上升至0.74倍（截至11月中旬），但据我们的投资回收期分析显示，天然气重卡对于重卡买家而言仍是较优选择（天然气重卡投资回收期：3.1年；柴油重卡投资回收期：3.7年）。我们的主要假设包括：1) 天然气重卡的含税售价为每辆46.8万元人民币；柴油重卡的含税售价为每辆37.4万元人民币；2) 日均运输距离为500公里。对于重卡买家而言，基于当前液化天然气价格（5.5元人民币/公斤）及柴油（7.4元人民币/公升），使用天然气重卡的年净利将会达到15.1万元，优于柴油重卡（10万元）。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	18,079	3.92	-8.61
恒生国企	6,204	4.02	-7.47
恒生科技	4,126	4.41	-0.07
上证综指	3,073	0.55	-0.53
深证综指	1,935	0.68	-2.07
深圳创业板	2,015	0.53	-14.12
美国道琼斯	34,991	0.47	5.56
美国标普500	4,503	0.16	17.28
美国纳斯达克	14,104	0.07	34.75
德国DAX	15,748	0.86	13.10
法国CAC	7,210	0.33	11.37
英国富时100	7,487	0.62	0.47
日本日经225	33,520	2.52	28.46
澳洲ASX 200	7,106	1.42	0.95
台湾加权	17,129	1.26	21.16

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	30,608	3.30	-5.66
恒生工商业	10,086	4.27	-7.60
恒生地产	18,722	4.73	-28.10
恒生公用事业	31,065	2.88	-15.65

资料来源: 彭博

#### 沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	-34.04
深港通 (南下)	-30.90
沪港通 (北上)	34.14
深港通 (北上)	24.96

资料来源: 彭博

### 行业主要受益者：

- 我们的行业首选为潍柴动力（2338 HK / 000338 CH，买入评级）：潍柴在天然气重卡发动机的市占率超过 60%，在天然气发动机市占率不断提升下将有助于推动潍柴在重卡发动机行业的市占率进一步提升。
- 天然气重卡制造商：一汽解放（000800 CH，未评级）为最大天然气重卡制造商，10 月份公司市占率为 32%。
- 天然气车载瓶制造商：中集安瑞科（3899 HK，未评级）、富瑞特装（300228 CH，未评级）、致远装备（300985 CH，未评级）为车载瓶订单强劲增长的受益者。（[链接](#)）

### ■ 中国房地产行业-统计局 10 月数据符合预期，11-12 月销售可能依然较弱

10 月房地产数据符合市场预期，单月房地产投资同比跌幅依然维持在-11.3%，（与 9 月持平），新开工面积跌幅从 9 月的-15%扩大至 10 月的-21%。竣工面积的增幅从 9 月的 25%放缓至 13%。商品房销售继续走弱，成交面积/成交额同比分别下降 -11%/-8%，较 9 月的-10/-14%一涨一跌，反应单月销售均价的提高，体现高低能级城市销售分化加剧。从 30 城数据观察，高能级城市销售占比进一步提高。高频数据方面，二手房表现持续好于新房，截至 11 月 14 日，二手房同比增 18%，新房同比跌 20%。我们认为 11-12 月销售可能会继续表现较弱，由于积极政策所产生的效果逐步边际减弱，购买情绪难以扭转。我们预计行业销售难以在 2024 出现强劲反弹，主要考虑到 1) 即使政策可能继续放松，但市场已对行业长期发展机制有了深刻认知—监管重视稳定大于反弹，因此很难催生出如 23 年春季的强劲购买情绪；2) 开发商债务压力持续，不断出现的债务展期或违约消息将继续拖累新房销售；3) 23 年开发商拿地强度明显低于去年，故 24 年可能面临更少的优质可售资源供应。个股方面，我们看好中介贝壳，代建公司绿城管理，物管公司华润万象生活、中海物业、保利服务、万物云、越秀服务，以及开发商华润置地、越秀地产、滨江集团。（[链接](#)）

### ■ GLP-1 产业链蕴藏巨大潜力 - 解析全球研发趋势，把握产业链投资机遇

**减重、降糖等治疗需求驱动全球 GLP-1 市场高速增长。**我们估计，2023 年前三季度全球 GLP-1 的市场规模约为 257 亿美元（+59% YoY），主要是由司美格鲁肽和替尔泊肽驱动。全球来看，GLP-1 目前最主要的适应症应用仍然是糖尿病。2023 年前三季度，全球 GLP-1 药物销售中，糖尿病销售额占比约为 81%；这其中有一部分被超适应症用于肥胖的治疗。GLP-1 在糖尿病的处方量仍有巨大的提升空间。根据诺和诺德的数据，截至 2023 年 8 月，GLP-1 在全球糖尿病市场的处方量占比仅约 6%；而在大中华区，GLP-1 产品整体在糖尿病领域的份额仅为 3.3%。此外，减肥需求驱动 GLP-1 市场高速增长。根据诺和诺德的数据，截至 2023 年 8 月，全球减重药物市场的 MAT 销售额增速高达 134%，MAT 销售额达到 533 亿丹麦克朗（约 77 亿美元）。辉瑞预计，美国 GLP-1 药物销售额在 2030 年将超过 900 亿美元，其中减肥适应症销售额为 500-550 亿美元，糖尿病适应症销售额为 350-400 亿美元。

**GLP-1 新分子百花齐放，适应症拓展进一步打开市场空间。**除了针对糖尿病和肥胖治疗，GLP-1 药物在心血管风险、糖尿病肾病、阿尔茨海默病、非酒精性脂肪性肝炎、外周动脉疾病等多种疾病领域均展现出潜力，存在巨大的适应症拓展空间。全球 GLP-1 药物研发竞争异常激烈，各类新分子在疗效、剂型、注射频次等方面尝试突破。我们认为，双靶点或多靶点产品在疗效上展现出相对于单靶点 GLP-1 产品的优势，将是研发的主流趋势；其中礼来的三靶点 GLP-1 品种展现出最优疗效。此外，口服剂型具备更好的依从性，也是重要的研发方向。与多肽口服 GLP-1 相比，非肽类 GLP-1 激动剂具有较好的生物利用度，分子设计较为简单，生产成本较低，具有较大的潜力空间；然而安全性仍需关注。目前全球主流的 GLP-1 产品为周制剂，安进开发的每

月用药一次的 GLP-1R 激动剂/GIPR 拮抗剂 AMG133 展现了不错的早期临床数据。

**GLP-1 药物带动产业链需求的爆发。**多肽产业链包括下游的药物研发公司、中游的 CDMO 公司以及上游的试剂、耗材和设备公司。我们推算，多肽药物上游和中游产业链占整个多肽产业链价值的最大占比可以达到约 15%。产业链中游的 CDMO 公司不承担单个药物研发失败的风险，因此受益更具有确定性。由于药企的现有产能不足以应对全球 GLP-1 药物需求的爆发式增长，而产能扩张需要较长时间，药企积极寻求外部产能支持。多个国内外 CDMO 公司先后获得重大多肽生产订单。为了匹配需求的爆发式增长，国内外多肽 CDMO 和原料药公司加速在多肽领域的布局，例如药明康德计划将多肽固相合成反应釜体积从 1H23 的约 1 万升提高到 2023 年底的 3.2 万升。此外，多肽产业链的上游企业面向的客户包括 CRO、CDMO、药企以及科研院所等，提供的产品包括固相合成载体、多肽合成试剂、给药设备（注射笔）等。我们注意到注射笔的需求爆发机遇，我们估计 GLP-1 药物相关的全球注射笔需求量在 2023 年约为 5,900 万支/年，并预计将在 2030 年达到约 36.6 亿支/年，年复合增速高达 80.5%。

**风险提示：**药企研发进度不及预期；中游、上游提供商订单需求不及预期。  
[\(链接\)](#)

## 个股点评

### ■ 腾讯 (700 HK, 买入, 目标价: 465.0 港元) - 运营杠杆及业务创新推动 3Q23 业绩超预期

公司 11 月 15 日发布 3Q23 业绩：总收入同比增长 10% 至 1,546 亿元，符合我们/一致预期。3Q23 非 IFRS 净利润同比增长 39% 至 449 亿元，超出我们/一致预期 11/12%，主要得益于各业务线毛利率提升。3Q23 毛利率同比提升 5.2 个百分点至 49.5%（对比一致预期为 47.5%），主要得益于运营杠杆效应及高毛利率创新业务的增量收入贡献（如小游戏和视频号等）。公司毛利率达到 19 年以来的新高，体现公司消费互联网业务的杠杆效应及其竞争优势。由于毛利率显著改善和运营杠杆效应，我们将 FY23-25 净利润预测上调 2-4%。我们上调基于 SOTP 的目标价至 465.0 港元（前值：460.0 港元）。维持买入评级。[\(链接\)](#)

### ■ 京东 (JD US, 买入, 目标价: 57.5 美元) - 3Q 业绩好于预期

公司公布好于预期的 3Q23 业绩：营收为人民币 2,477 亿元，同比增长 1.7%，较我们的预期/彭博市场一致预期高出 0.7/0.5%。Non-GAAP 净利润为 106 亿元人民币，高于我们预期/市场一致预期的 88/92 亿元人民币，主因京东零售业务的利润率表现好于预期，对应非公认会计准则净利润为 4.3%（3Q22：4.1%）。我们认为这表明京东有能力以有效的方式留存核心消费者群体的钱包份额。管理层强调了双十一购物节期间公司录得两位数的订单和用户增长，并指出业务调整的影响将在 2024 年基本消退，并指引 2024 年目标实现优于中国社会消费品零售总额增速的 GMV 增长表现。考虑到好于预期的三季度业绩和相较于预期更好的 2024 年增长前景，我们将基于 DCF 的目标价上调 2% 至 57.5 美元（此前为 56.5 美元）。维持买入评级。[\(链接\)](#)

### ■ 虎牙 (HUYA US, 买入, 目标价: 6.80 美元) - 憧憬游戏起量及利润提升

公司 3Q23 业绩好于预期，收入较市场预期高 8%，调整后净利润率为 6.3%（市场预期为 -4.1%）。尽管直播收入可能在 4Q23 仍面临不利因素，但已被市场充分考虑。我们建议关注虎牙游戏业务在 FY24 的变现能力，以及更为乐观的利润率展望。我们预计，游戏将在 FY24 贡献收入超 10%，并在 FY25 达到 30%。我们将 FY23/24/25 经调整净利润率上调 2.4/1.1/2.8 个百分点，源于游戏相关业务的起量（具有更高的利润率）以及审慎的运营策略。我们

认为虎牙具备高防御性，基于基本面边际改善（2024 收入增速回正利润释放）、较为吸引的估值（净现金 15 亿美元，而市值 9 亿美元）、积极的股份回购和潜在的股息计划。维持买入评级，并将目标价上调至 6.8 美元。建议逢低买入。（[链接](#)）

■ **汇量科技 (1860 HK, 买入, 目标价: 6.00 港元) - 利润向好趋势不改, 收入增长加速**

公司 3Q23 业绩基本符合预期，收入同比增长 26%（略低于此前预测），调整后净利润为 410 万美元（符合预期）。Mintegral 营收增速加快至 28%（vs. 2Q23 增速为 14%），其中中重度游戏营收占比提升至 32%（2Q23 为 31%）。ROAS 系统方面，算法优化在稳步推进，但 IAP 起量预计仍需时间。我们预计，公司 FY24/25 利润率将继续提升（预计调整后净利润率分别为 2.6%/2.7%），源于热云的减亏以及广告效率的提升。我们维持对 FY24/25 的盈利预测以及买入评级，基于 SOTP 的目标价为 6.0 港元（对应 2023/24 年 1.2/1.1 倍市盈率，或 2024 年 37 倍市盈率，2023-25 年利润 CAGR 为 41%）。（[链接](#)）

■ **小鹏汽车 (XPEV US, 持有, 目标价: 16 美元) - 销量有弹性, 但低毛利或仍持续**

3Q23 毛利率低于预期：小鹏三季度收入低于我们此前的预测 2%，三季度综合毛利率为 -2.7%，即使剔除 G3i 库存减值的超预期影响，仍然低于我们的预期。三季度 non-GAAP 净亏损为 28 亿元，比我们的预测多 4 亿元。

明年销量有望超预期，但毛利率可能维持低迷：得益于明年的两款新车以及与滴滴合作的新品牌，我们预计小鹏明年销量有望超预期，且一旦销量疲软，小鹏可能会继续采取类似 G6 的激进定价策略。因此，我们上调明年的销量预测 2 万台至 26 万台。另一方面，在销量环比增长 72%、电池成本显著下降的情况下，3 季度毛利率仍然低于预期，这可能隐含在两款新车带来规模效应之前，4Q23 和 1H24 毛利率改善的空间有限。我们认为 G6 的销量预期已经在股价中反映，而下一轮销量和盈利的改善可能要等到明年下半年。

盈利预测和估值：虽然我们认为目前小鹏在智能驾驶技术上仍然领先于其他中国车企，但其重要的智能化标签可能会受到华为的强烈挑战。加之已经盈利的竞争对手开始在智能驾驶研发上进行军备竞赛，如果小鹏的辅助驾驶体验开始变得与竞争对手同质化，其产品定位将面临比豪华品牌更加严重的挑战。我们虽然上调了明年的销量预测，但将净亏损的预测从 87 亿调整至 93 亿元，主要是考虑到研发费用的增长。基于目前的毛利率水平，我们还未看到公司扭亏为盈的初步信号。因此，我们认为 2x FY24E P/S 合理，我们维持持有评级，目标价从 14 美元小幅提升至 16 美元。（[链接](#)）

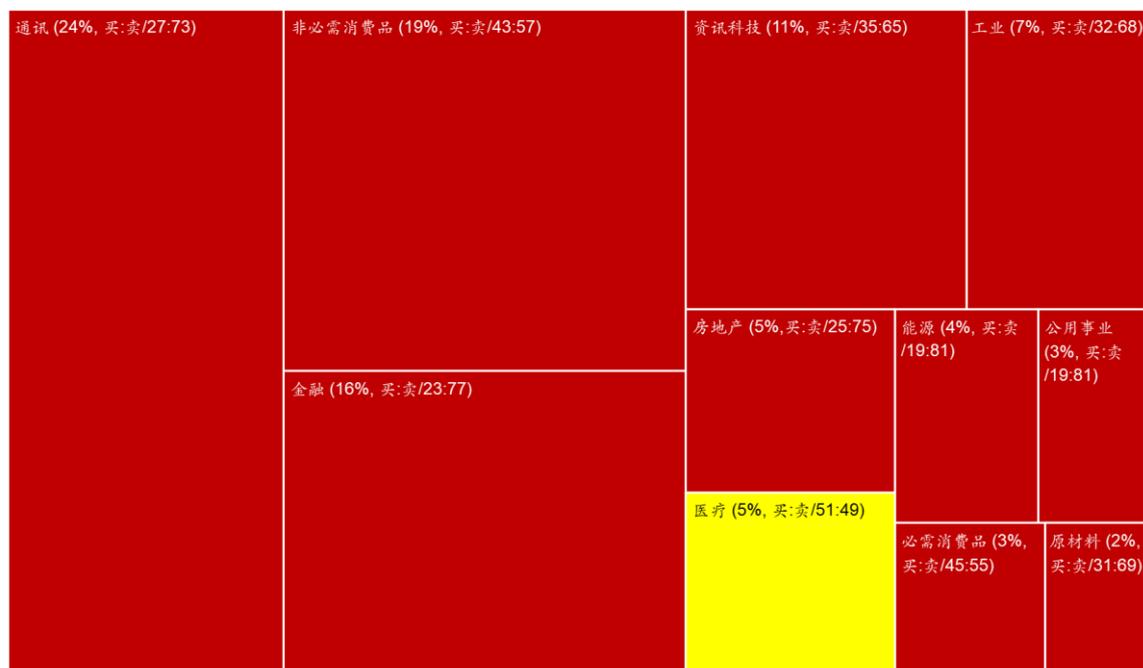
## 招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代碼	行業	評級	股價	目標價	上行/下行	市盈率(倍)		市淨率(倍)	ROE(%)	股息率
				(當地貨幣)	(當地貨幣)	空間	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
<b>長倉</b>											
理想汽車	LI US	汽車	買入	40.53	55.00	36%	34.3	17.3	5.5	18.1	0.0%
吉利汽車	175 HK	汽車	買入	9.69	14.00	44%	24.9	18.1	1.1	4.7	1.9%
潍柴動力	2338 HK	裝備製造	買入	13.64	16.10	18%	10.7	10.0	1.1	11.0	3.0%
浙江鼎力	603338 CH	裝備製造	買入	50.20	67.00	33%	17.9	14.6	3.2	21.7	1.2%
華潤電力	836 HK	能源	買入	15.88	22.53	42%	5.4	4.5	0.7	14.6	7.1%
華潤燃氣	1193 HK	能源	買入	25.20	35.48	41%	8.6	7.3	1.3	11.2	5.5%
安踏體育	2020 HK	可選消費	買入	88.55	109.99	24%	22.5	18.2	5.6	30.7	1.9%
江南布衣	3306 HK	可選消費	買入	10.18	14.26	40%	6.7	5.8	2.1	34.1	11.2%
Vesync	2148 HK	可選消費	買入	4.55	6.71	47%	8.7	7.0	1.8	23.0	0.3%
華潤啤酒	291 HK	必需消費	買入	41.90	73.10	74%	24.4	19.3	4.3	18.9	1.7%
青島啤酒	168 HK	必需消費	買入	57.55	88.90	54%	19.0	16.8	2.9	16.6	3.2%
貴州茅台	600519 CH	必需消費	買入	1772.93	2440.00	38%	30.8	26.9	9.9	33.6	1.7%
信达生物	1801 HK	醫葯	買入	43.90	48.13	10%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中國人壽	2628 HK	保險	買入	11.30	17.81	58%	N/A	N/A	0.6	6.5	4.9%
中國平安	2318 HK	保險	買入	39.55	80.30	103%	0.5	0.4	0.8	14.4	6.7%
友邦保險	1299 HK	保險	買入	73.80	118.00	60%	1.4	1.3	2.3	18.2	0.3%
騰訊	700 HK	互聯網	買入	322.60	460.00	43%	N/A	N/A	N/A	15.1	0.7%
拼多多	PDD US	互聯網	買入	114.42	109.00	-5%	24.4	17.4	4.9	30.0	0.0%
網易	NTES US	互聯網	買入	115.08	125.00	9%	20.1	18.8	N/A	21.5	1.2%
阿里巴巴	BABA US	互聯網	買入	87.07	155.00	78%	10.8	8.6	N/A	11.8	0.0%
快手	1024 HK	傳媒與文娛	買入	58.25	97.00	67%	34.0	20.0	N/A	12.0	0.0%
華潤置地	1109 HK	房地產	買入	30.75	45.10	47%	5.4	4.9	0.7	13.3	5.1%
比亞迪電子	285 HK	科技	買入	38.10	41.98	10%	20.7	16.8	3.6	14.4	0.8%
開泰科技	600745 CH	科技	買入	51.21	68.00	33%	20.8	15.0	N/A	6.8	0.3%
金蝶	268 HK	軟件 & IT 服務	買入	12.34	17.00	38%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

資料來源：彭博、招銀國際環球市場研究(截至2023年11月15日)

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 15/11/2023

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商投资者

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。