

每日投资策略

宏观策略、行业及个股点评

宏观策略

■ 美国经济 - 需求明显降温，但劳工供应缺口拖累去通胀

美国劳动力市场延续走弱，8月新增非农就业数量保持自2021年2月以来的下降趋势，失业率意外上升0.3个百分点至3.8%，创去年2月以来新高，平均时薪增速降至4.3%。就业数据表明总需求正在降温，随着利率居高、信贷条件收紧和家庭超额储蓄释放殆尽，美国经济料将进一步放缓。劳动力供应缺口缩小，但依然存在，支撑劳工报酬增长仍快于美联储2%通胀目标隐含的合宜增速，延长美联储抗通胀时间。美联储9月暂停加息可能性较大，但随着8、9月CPI通胀可能有所反弹，美联储不会很快转向鸽派，将继续有意管理市场对降息周期的押注。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国汽车行业 - 八月新能源车零售符合预期

蔚来基本符合预期：理想8月交付量接近3.5万台，L7/8/9的单车销量均破万。受到价格战的影响，理想宣布从8月30日起提供单车1万的保险补贴。其通勤NOA功能将于9月在10个城市首发，并将于年底前开放100座城市。蔚来8月交付量环比下滑6%至1.9万台，低于投资者起初对月销环比增长的预期，但略高于管理层对3季度交付量的指引。小鹏8月交付量环比增长24%至1.4万台，达到今年新高。G6的交付量爬坡至7,000台，而其他车型环比下滑。年度款G9、磷酸铁锂版P7i以及全新X9 MPV将分别于9月、10月下旬和年底上市。我们认为小鹏亟需另一款走量车型来支撑其下一阶段的增长。

比亚迪、埃安、极氪和深蓝8月销量再创新高：比亚迪8月批发销量环比增长5%至27.4万台，主要是出口的贡献。在连续加库存4个月后，厂家公布埃安的8月库存有所下降，其中昊铂GT的8月销量仍维持在2,000台，主要因为此前仅有一个版本可以交付，其余版本将于本月开启交付。

新能源车行业销量：我们跟踪的11个新能源品牌8月合计销量同比增长68%，环比增长5%。我们预计8月新能源车行业零售销量将达到或略微高于我们此前预期的67万台。尽管面临新老Model 3的产线切换，我们预计8月特斯拉交付量将从7月的3.3万增长至约6.8万台。9月1日，特斯拉发布了改款Model 3，起售价格上浮2.8万元，超出市场预期。（[链接](#)）

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	18,382	-0.55	-7.07
恒生国企	6,332	-0.38	-5.56
恒生科技	4,179	-0.38	1.23
上证综指	3,120	-0.55	0.99
深证综指	1,947	-0.58	-1.42
深圳创业板	2,103	-0.69	-10.41
美国道琼斯	34,722	-0.48	4.75
美国标普 500	4,508	-0.16	17.40
美国纳斯达克	14,035	0.11	34.09
德国 DAX	15,947	0.35	14.53
法国 CAC	7,317	-0.65	13.02
英国富时 100	7,439	-0.46	-0.17
日本日经 225	32,619	0.88	25.00
澳洲 ASX 200	7,305	0.10	3.79
台湾加权	16,635	-0.51	17.66

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	30,286	0.60	-6.66
恒生工商业	10,453	-0.39	-4.24
恒生地产	20,261	0.75	-22.19
恒生公用事业	31,497	-0.53	-14.48

资料来源：彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	0.00
深港通 (南下)	0.00
沪港通 (北上)	0.00
深港通 (北上)	0.00

资料来源：彭博 | 上周五港股因台风休市一日。

个股速评

■ 海尔(6690 HK, 买入, 目标价: 30.91 港元) - 二季度业绩符合预期, 全年指引大概维持。

23 年二季度, 海尔销售同比增长 8%至 665 亿元人民币, 符合市场预期, 净利润同比增长 13%至 50 亿元人民币, 好于市场预期 4%, 增长速度和一季度相约。毛利率持平, 经营利润率提高 0.7 个百分点至 9.1%, 但被高于预期的财务成本所抵消。因此净利润率为 7.5%, 仅比去年略高。

中国业务有所改善, 海外业务则有所转弱。上半年国内销售增长 7%, 去年下半年下滑 2%有所回升。这是由空调(+22%)和热水器(+9%)的强劲增长以及相对缓慢的冰箱(+6%)、厨房电器(+5%)和洗衣机(+0%)增长所推动的。卡萨帝持续抢到更多市场份额, 23 年上半年增长加速至双位数(22 年下半年 HSD), 但这仍低于 20% 以上的长期增长目标。上半年海外销售同比增长 9%, 较 22 年下半年的 12% 有所放缓。增长由欧洲(+30%)、南亚(+24%)推动, 并受到日本(+6%)、东南亚(+6%)、北美(+5%)以及澳大利亚和新西兰的拖累(-16%)。然而, 其表现已经远远好于惠而浦等同行。国内毛利率有所改善, 因为: 1) 原材料成本下降, 2) 供应链的进一步数字化以及 3) 更多的自制零部件, 但海外毛利率有所下滑, 因为: 1) 促销和去库存力度加大, 2) 消费力和高端产品需求下降。

管理层维持 23 财年指引, 预期销售增长 5%至 10%和净利润增长 10%以上(乐观情况在 15% 以上)。而我们是假设 8% 和 16%的增长。

中国和海外前景都在改善。对于中国, 我们预期销售增长会改善, 因为: 1) 四季度基数较低, 2) 更多利好房地产市场的政策推出, 以及 3) 房地产竣工持续改善, 特别是空调、热水器和厨电。管理层亦提到 7 月下旬和 8 月以来, 空调行业销售有 20% 以上的下降, 但海尔仅下滑低单位数。我们也预期海尔空调能保持 15%以上的销售增长, 受惠于各种改革(例如聘请外部人才、简化 SKU、加强直面消费者的经营理念等等)。此外, 我们也预计利润率会改善, 1) 价格战风险较低, 2) 原材料成本下降, 3) 提高自制零部件的比例, 以及数字化提升等。我们对下半年海外需求仍然谨慎, 但利润率大概会提升。增长可能还会受到高通胀和利率的影响, 但管理层对利润率很有信心, 受惠于: 1) 运输和物流成本的下降, 2) 海尔品牌会推出更多高端产品, 以及 3) Candy 品牌的品牌重塑(平均售价将大幅提升)。

维持买入并上调目标价至 30.91 港元。新目标价基于 15 倍 23 财年市盈率, 等于 5 年平均水平, 现价为 12 倍。[\(链接\)](#)

■ 美东汽车(1268 HK, 上调至买入, 目标价: 7.2 港元) - 最差的时候已经过去

上半年盈利低于预期: 美东上半年的收入和销管费用与我们此前的预期一致, 但新车毛利率仅 0.2%大幅低于我们的预期, 主要因为公司在行业的下行周期更加关注资产负债表的健康而不是利润的增厚。上半年公司的佣金收入也低于预期, 部分因为美东的财务口径有别于其他同行。剔除非运营项目, 上半年调整后的净利润 2.54 亿元人民币, 仍低于我们调整后的预测 1 亿元。

新车毛利率或已触底: 下半年我们预计保时捷的新车毛利率将改善至 3%, 明年有望改善至 3.5%, 因为保时捷厂家已经削减销量目标。我们测算保时捷的新车毛利率每提升 1 个百分点, 美东的净利润将增加约 8,000 万元。我们预测美东下半年净利润 3 亿元, 明年净利润 7.5 亿元。

估值: 自我们于今年 4 月 1 日下调至持有评级, 公司股价已经跌去 65%。尽管复苏尚需时日, 我们认为上半年新车毛利率或已触底。保时捷有望成为最先改善的豪华品牌, 而美东将受益最多。我们上调公司至买入评级, 新的目

标价 7.2 港元，对应 12x FY24E P/E。我们预计今年年底美东有望回到净现金的水平。考虑到上半年已经将 10.5 亿元派息至海外，公司可能会提前赎回部分可转债以降低债务水平，这有望成为股价的催化剂。 ([链接](#))

■ 昭衍新药 (6127 HK) - 二季度新签订单现改善势头

公司 1H23 收入同比增长 30%至 10.1 亿元，归母净利润同比下降 76%至 9,100 万元，主要由于生物资产公允价值变化导致的 2.0 亿净损失，核心业务实验室服务净利润同比仍稳健增长 31%。上半年新签订单同比减少 35%，主要由于国内研发需求疲弱，但 2Q23 环比 1Q23 增长 28%，显示出国内需求的边际向好趋势。

国际市场成为业务发展重点。尽管由于国内研发需求较弱，公司的海外子公司 Biomere 上半年新签订单继续稳健增长 16%，显示出美国市场需求的稳定性。公司继续在美国市场投入营销资源宣传其药物安评离岸外包服务能力，管理层也对海外收并购持开放态度。

生物资产公允价值变动不影响公司业务正常进展。昭衍通过收购的实验动物养殖场带来超过 2 万头大型试验动物存栏量，保证安评实验的执行进度。我们认为由市场价格变动带来的生物资产公允价值损失跟公司主业运营无关。

毛利率将继续承压。上半年公司毛利率同比下滑 4.6 个百分点，主要由于实验用猴类课题交付较多、服务价格折扣以及新设施产能利用率低。管理层对未来毛利率趋势持谨慎态度，但表示公司将专注于扩大市场份额。

我们看好公司海外业务发展空间，维持公司买入评级，目标价 24.51 港元。我们预计昭衍新药 2023E/24E/25E 收入同比增长 22.4%/21.0%/27.6%，归母净利润同比增长 -61.6%/93.0%/35.8%，对应现阶段股价的 PE 分别为 26x/13x/10x。 ([链接](#))

■ 康方生物 (9926 HK, 买入, 目标价: 51.23 港元) - 期待 AK104 和 AK112 三期临床数据的读出。

公司今年上半年录得收入共计 36.8 亿元人民币，包括 8.0 亿元产品收入和 29.2 亿元 AK112 相关的对外合作首付款的部分收入确认。AK104 今年上半年实现收入 6.1 亿元，加上去年下半年的 5.5 亿元，合计 11.6 亿元，超过公司给出的产品上市首 12 个月实现产品销售额 10 亿元的目标。公司今年上半年产品毛利率 90.3%，产品销售费用率（包括分销成本）由去年下半年的 66.9%降低至今年上半年的 60.3%。公司上半年实现盈利 25.3 亿元，剔除合作收入和股权融资相关的亏损，公司上半年亏损 2.6 亿元，相比去年同期 6.9 亿元的亏损大幅缩窄 63%。截至 6 月末，公司在手现金 53.9 亿元。

AK104 大适应症研发进展顺利。今年下半年 AK104 的产品销售可能会受到一些影响，但我们看好 AK104 在大适应症上的潜力。除了已经获批的 2/3 L CC, AK104 的 4 项三期临床在推进中，包括 1L CC、1L GC、肝癌辅助治疗和 1L PD-L1 阴性 NSCLC。1L GC 的三期临床今年 8 月已经完成入组，数据读出将在今年底或明年初。1L CC 的三期临床去年中已经完成入组，我们预计公司将在明年上半年进行数据读出。此外，我们预计公司产能扩增方面的申请将在今年 3Q 获批，将能够帮助公司解决 AK104 和 AK105 的产能瓶颈。

AK112 商业化更近一步。今年 8 月，公司已经递交 AK112 用于治疗 EGFR-TKI 耐药的 nsq-NSCLC 的上市申请，并且获得优先评审。对应的，Summit 亦基于中国的试验，在全球范围内开展了相关的 MRCT，并于今年 5 月在美国完成首例患者入组，我们预期 Summit 将在明年上半年完成患者入组。在国内，AK112 单药对比 K 药一线治疗 PD-L1+ NSCLC 的头对头三期临床今年 8 月完成入组，预期明年早些时候将有数据读出。2 期临床中，针对 PD-L1+ 的病人，AK112 单药 mPFS 达到 10.1 个月（对比 K 药 KEYNOTE-042 中的 5.6 个月）；针对 PD-L1≥50% 的患者，AK112 单药的 mPFS 达到 13.9 个月

(对比K药 KEYNOTE-042 中的 6.5 个月或 KEYNOTE-024 中的 10.3 个月), AK112 较有可能在三期头对头研究中验证其相对 K 药在 PFS 方面的优势。除此之外, AK112 联合化疗对比替雷利珠联合化疗的 1L sq-NSCLC 头对头三期临床今年 8 月已经实现首例患者入组, Summit 亦将在近期开始 AK112 联合化疗对比 K 药联合化疗 1L sq-NSCLC 头对头 MRCT 的患者入组。

我们看好 AK104 和 AK112 在大适应症的潜力。公司非肿瘤产品 PSCK9 和 IL12/23 亦在近期提交了上市申请。我们调整公司的目标价至 51.23 港元, 维持买入评级。 ([链接](#))

■ **中国平安(2318 HK, 买入, 目标价 80.3 港元) – 1H23 寿险新业务价值超预期增长, 中期股息提升彰显价值逻辑。**

代理人、银保渠道贡献 1H23 新业务价值增长超预期。公司 1H23 寿险及健康险板块新业务价值同比+45.0%(可比口径) 至 259.6 亿元, 超出市场预期。公司一季度新业务价值同比增长 8.8%, 经测算, 对应二季度新业务价值同比增长逾 75%。同期新业务价值率小幅下降至 22.8%, 我们认为公司 1H23 寿险新业务价值, 尤其 2Q23 新业务价值强劲增长得益于公司在代理人及银保渠道的改革成效逐步显化。其中, 1) 代理人渠道在历经三年寿险改革后成效显著, 月人均代理人产能(新业务价值口径) 同比+94.7%至 9,380 元, 月人均收入同比增长近 37%至近 11,000 元。代理人渠道新业务价值同比+43.0%, 相较太平+29.6%/国寿+13.3%/太保+13.3%/新华-5.2%, 大幅高于同业。代理人渠道新业务价值率亦稳定在 30%左右; 2) 银保 1H23 量价均升超预期贡献价值增长, 1H23 公司银保渠道新业务价值率达 19.7%, 高出行业平均~5%的水平近 4 倍, 银保渠道得益于集团内部平安寿险与平安银行独家的银保合作, 其中银保优才专员队伍规模达 2,000 人, 通过对平安银行私行客户的触达, 实现银保渠道产品销售的量价齐升, 1H23 银保新业务价值同比+174.7%, 大幅超预期。

集团营运利润同比略低但中期派息提升, 彰显价值逻辑。公司 1H23 提升中期股息 1.1%至 0.93 港元, 有望提升 FY23 全年股息率较去年 28.8% (新准则口径) 更高。平安的股息派发与集团营运利润挂钩, 1H23 集团营运利润受资管业务及科技业务营运利润下滑而同比下降 5%, 寿险及健康险业务板块营运利润同比略降 3%, 但不影响中长期寿险板块实现盈利的前景, 原因包括: 1) 寿险及健康险业务 1H23 主要受新会计准则下, 合同服务边际摊销计入利润的滞后性影响导致保险服务收入下行, 未来随着寿险改革利好的逐步释放, 合同服务服务边际的摊销基础将进一步增厚, 实现营运利润长期稳定释放; 2) 归母营运利润受税收、子公司合并报表等一次性影响而有所下降; 预计未来随着新业务价值进一步增长, 寿险营运利润将企稳转正, 保持稳健。

医疗健康生态赋能效益进一步凸显。平安 1H23 通过集团内各子公司及联营公司的协同效应实现内部客群转化、客户黏性增加等良好效果。1H23 公司寿险新业务价值中 68%来自享有医疗健康生态圈权益客户的贡献, 同时新增客户中有近 30%的新增客户来自医健生态圈系统; 寿险交叉销售率达 39.6%。未来随着集团内部医疗及综合金融相关资源的进一步整合, 有望看到业务端实现更多交叉销售及收展(up-sales)的发展潜力。医健养服务的提供有望为公司寿险产品的销售提供更高的附加价值, 推动产品价值率提升, 在同业均开始布局康养生态的竞争环境中取得优势。

估值: 公司股价当前交易在 0.5 倍 FY23E P/EV 和 0.8x FY23E P/B, 其 P/EV 位于过去 1 年及 5 年历史估值分位的 21.4%/5.7%, 长期价值回升可期。维持买入评级, 目标价 80.3 港元, 对应 0.97 倍 FY23 E P/EV。

风险: 行业监管预定利率下调将带来 2-3 个月产品切换的过渡期, 关注公司 8-10 月新单保费销售情况; 投资端地产敞口的风险波动; 国内长期利率中枢持续下滑, 权益市场大幅波动。 ([链接](#))

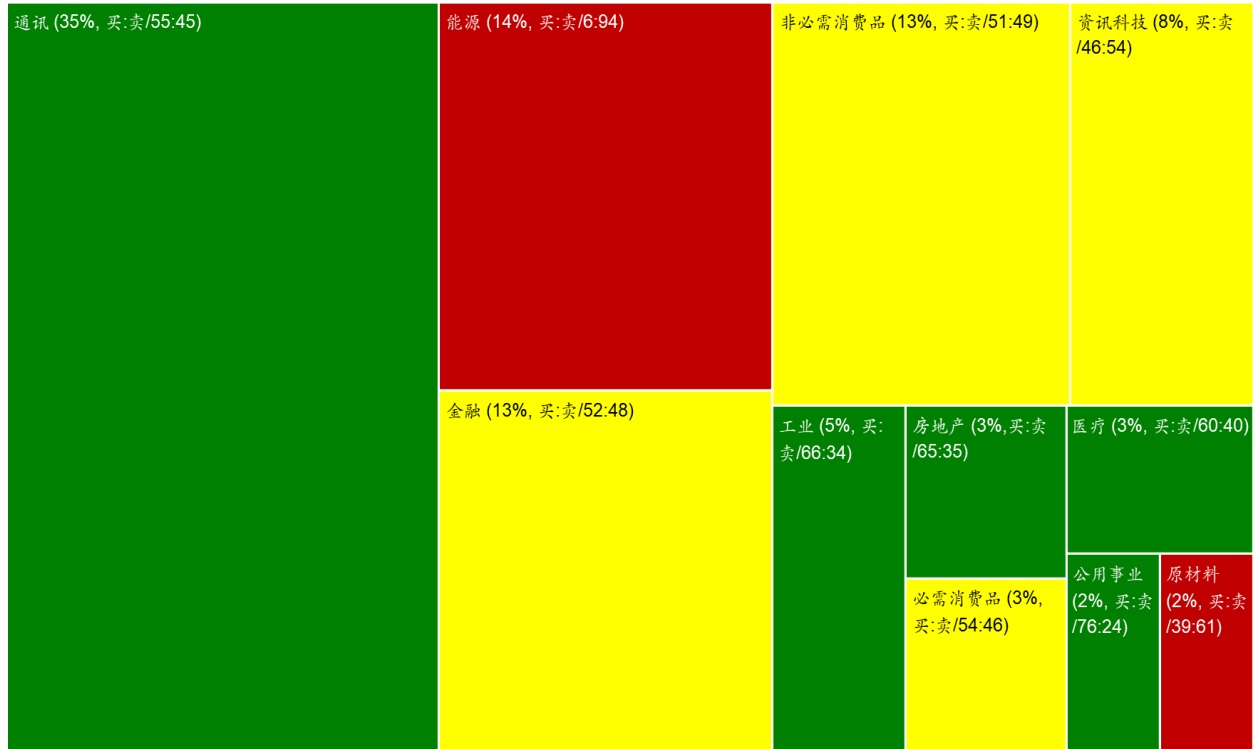
招銀國際環球市場焦點股份

公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
长全											
理想汽车	LI US	汽车	买入	42.33	55.00	30%	68.3	34.6	7.7	17.6	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	10.06	14.50	44%	27.4	19.8	1.2	4.7	1.4%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	12.46	16.20	30%	15.0	11.2	3.2	22.1	1.7%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	53.09	67.00	26%	18.2	14.8	3.3	19.2	1.0%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.16	23.20	53%	5.5	4.4	N/A	15.1	0.0%
亚朵	ATAT US	可选消费	买入	19.62	21.83	11%	30.2	18.6	N/A	42.2	0.5%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	3.27	4.70	44%	6.7	39.3	8.2	23.0	0.3%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	47.55	77.40	63%	26.2	20.9	4.7	18.9	1.4%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	66.70	92.90	39%	19.3	16.7	N/A	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	52.60	72.10	37%	55.9	442.8	N/A	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1871.11	2440.00	30%	31.5	27.1	10.0	31.9	1.7%
信达生物	1801 HK	医药	买入	34.95	50.34	44%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	71.35	118.00	65%	14.2	90.5	14.1	18.2	0.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	334.20	455.00	36%	19.9	16.7	N/A	15.1	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	103.29	109.00	6%	22.1	16.5	8.1	27.5	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	104.45	123.00	18%	18.0	16.8	4.0	21.5	1.1%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	95.01	156.60	65%	9.9	9.1	N/A	11.9	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	65.95	97.00	47%	38.2	22.6	N/A	12.0	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	37.40	45.10	21%	8.3	7.1	0.9	13.3	4.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	37.25	31.67	-15%	22.4	18.2	N/A	12.7	0.0%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	45.96	88.60	93%	23.3	16.8	1.5	6.3	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	12.34	23.28	89%	N/A	N/A	5.7	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招銀國際環球市場研究 (截至 2023 年 8 月 31 日)

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 31/8/2023

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个月的潜在涨幅在-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。