

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 周二（3 月 25 日）中国股市回调。小米集团大额配售和阿里巴巴主席警告 AI 数据中心建设泡沫化风险打击市场情绪，港股科技股大跌，可选消费、资讯科技与工业板块跌幅居前，原材料与能源板块跑赢大盘。A 股软件服务、半导体与硬件设备领跌，煤炭、公用事业与化工上涨。中概股连跌，富时 A50 期指连续夜盘小幅上涨。国债期货上涨，美元/人民币走高。卫健委称研究进一步完善生育支持政策，重庆市表示将推进促进生育政策。4 月特朗普对等关税与行业关税将影响全球需求和贸易，给中国出口带来下行压力，可能促使中国进一步提振消费。
- 欧洲股市上涨，能源、金融与工业领涨，仅必选消费与地产下跌。德国商业预期指数创去年 6 月以来新高，德国股市领涨。英国壳牌石油计划将股东分红率提升至运营现金流的 40%-50%，支撑股价上涨。欧洲国债收益率小幅上升，欧元基本持平。欧洲地缘风险下降，美俄乌三方达成部分共识，包括确保黑海航行安全不使用武力、俄罗斯重启农产品和化肥出口、保障能源设施不受攻击等。
- 美股小幅收涨，通讯服务、可选消费与金融领涨，公用事业与医疗保健等防御性板块下跌。美债收益率小幅回落，美元指数冲高转跌。特朗普对贸易伙伴关税可能采取“两步走”策略，先利用现有紧急权力立即加征暂时性关税，再在对贸易伙伴调查后实施长期性关税。2 月新屋销售回升，但谘商会消费者信心指数连续 4 个月下滑，短期通胀预期升至 6.2%，衰退预期显著上升。费城联储服务业调查指数也跌至疫情以来最低。美股可能出现技术性反弹，但尚未真正企稳，仍需观察特朗普关税、削减政府支出和减少移民等紧缩性政策的效应。
- 油价高开低走，特朗普威胁对购买委内瑞拉石油的国家实施次级关税一度提振油价，但美国消费信心指数下滑和俄乌停火协议打击油价。金价重上 3000 美元。铜价上涨，纽约铜与伦敦铜的价差创新高，因市场预期特朗普对铜加征 25% 关税。

公司点评

- **快手（1024 HK，买入，目标价：80.0 港元）- 加速 AI 发展以驱动长期增长**
快手公布 4Q24 业绩：总收入同比增长 9% 至 354 亿元，经调整净利润同比增长 8% 至 47 亿元，均符合招银国际/市场一致预期。FY24 总营收/经调整净利润分别同比增长 12%/72%。展望 FY25E，我们预测总营收将同比增长 12%，经调整净利润率基本保持稳定，主因高毛利率业务收入占比提升及运营效率提升基本会被 AI 相关投资增加所抵消。我们预期 FY25 AI 将逐渐开始产生可观收入并赋能现有业务。考虑 AI 投资的增加，我们将 FY25-26 的盈利预测下调至 201 亿元/237 亿元（前值：224 亿元/279 亿元）。我们将基于 SOTP 的目标价下调至 80.0 港元（前值：85.6 港元）。维持“买入”评级。（[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	23,344	-2.35	36.94
恒生国企	8,616	-2.65	49.36
恒生科技	5,518	-3.82	46.58
上证综指	3,370	0.00	13.28
深证综指	2,038	-0.57	10.90
深圳创业板	2,145	-0.33	13.44
美国道琼斯	42,588	0.01	13.00
美国标普 500	5,777	0.16	21.11
美国纳斯达克	18,272	0.46	21.72
德国 DAX	23,110	1.13	37.96
法国 CAC	8,109	1.08	7.50
英国富时 100	8,664	0.30	12.03
日本日经 225	37,781	0.46	12.90
澳洲 ASX 200	7,942	0.07	4.63
台湾加权	22,273	0.75	24.22

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	38,974	-1.66	30.69
恒生工商业	13,613	-2.89	47.43
恒生地产	15,750	-0.34	-14.06
恒生公用事业	34,508	-0.72	4.97

资料来源：彭博

■ **舜宇光学科技 (2382 HK, 买入, 目标价: 101.47 港元) - 2H24 利润修复符合预期; 车载/XR/机器人为 2025 年多重成长动力**

2024 年收入/净利润同比增长 21%/146%，与此前盈喜基本一致，受益于所有细分业务强劲增长以及更好的产品结构带来毛利率改善。但昨日股价跟随大盘回调了 10%，我们认为这是由于公司的手机模组 HCM/手机镜头 HLS/车载镜头 VLS 的出货量指引低于市场预期（同比+5-10%/+5%/+15-20%），但我们认为出货量增长较慢原因是公司从去年起增长策略调整为更关注整体盈利能力而非市场份额的提升，同时，公司正在加速向汽车/XR/机器人领域扩张，从而继续推动 2025/2026 年利润增长。长远来看，我们相信公司将受益于 AI 手机升级、ADAS 普及、AI 眼镜产品周期和嵌入式智能机器人方面的业务增长机会。我们略微调整了 FY25-26 每股收益预测，以反映 FY24 的业绩、出货量指引和更好的利润水平。我们基于分部估值法的新目标价为 101.47 港元（前值：102.89 港元），对应 2025 年市盈率为 30.3 倍。短期股价催化剂包括规格升级、AI 眼镜推出和 ADAS 采用率提升。（[链接](#)）

■ **科伦博泰 (6990 HK, 买入, 目标价: 299.93 港元) - 拓展肿瘤学及其他领域的新一代 ADC 创新品种**

科伦博泰 2024 年财务业绩强劲，主要得益于全球合作的里程碑付款以及创新管线的推进。公司实现收入 19.3 亿元人民币，同比增长 25.5%。许可和合作协议贡献了 18.6 亿元收入，尤其是来自默沙东的里程碑付款。产品销售收入达到 5170 万元，公司开始从新获批的药物中获得收入。研发费用增加至 12.1 亿元（同比增长 17.0%），反映了对临床试验的投资。公司净亏损大幅收窄至 2.668 亿元，较 2023 年的 5.741 亿元有所改善，收入增长超过了成本扩张。截至 2024 年底，现金及金融资产总计 30.8 亿元，为商业化和管线开发提供了充足的资金。

商业化取得重大进展。截至目前，公司已有三个商业化资产，包括 Sac-TMT (TROP2 ADC)、A140 (西妥昔单抗) 和 A167 (PD-L1)。Sac-TMT 已获得 NMPA 对 TNBC (2024 年 11 月) 和 3L EGFRm NSCLC (2025 年 3 月) 的批准，其 2L EGFRm NSCLC 的 NDA 预计将在 2025 年下半年获批。A166 (HER2 ADC) 的 NDA 已被接受用于 2L 和 3L HER2+ BC，预计将在 2025 年下半年获批。截至 2024 年底，公司商业团队已扩大至 360 名员工，并计划在 2Q25 扩大到 500 人以上。我们相信今年将是验证公司商业化能力的关键一年。我们预计公司将实现今年 Sac-TMT 的 8 至 10 亿元销售目标。

Sac-TMT 是唯一在 TKI 耐药 EGFRm NSCLC 中证明 OS 获益的 TROP2 ADC。预计 Sac-TMT 在 3L EGFRm NSCLC 的中国关键研究结果将在今年的 ASCO 会议上公布。我们相信显著的 PFS 和 OS 获益将进一步确认 Sac-TMT 在这一治疗领域的同类最佳地位。截至目前，默沙东已启动了 12 项全球 3 期临床，集中在乳腺癌、肺癌、胃肠道肿瘤和妇科肿瘤，显示出对这种药物的强烈信心。

第二波创新。科伦博泰正在推进涵盖肿瘤学和非肿瘤学的多管齐下的 ADC 策略，利用新型载荷、双特异性 ADC 和下一代偶联技术。在肿瘤学领域，公司开发了针对已验证（例如 SKB315、SKB410）和同类首创（例如 SKB571、SKB518、SKB535、SKB445）抗原的差异化 ADC。SKB571 是其首个双特异性 ADC，主要针对肺癌、结直肠癌和其他实体瘤。除了细胞毒性 ADC 外，

SKB107 是一种放射性药物偶联物 (RDC)，通过靶向放射治疗骨转移，旨在治疗肿瘤引起的骨转移并预防骨骼相关事件。

维持“买入”评级。我们对 Sac-TMT 在中国的全球开发和商业化保持信心。我们将基于 DCF 的目标价提高到 299.93 港元（前值：227.88 港元）。([链接](#))

■ **敏实集团 (425 HK, 买入, 目标价：26 港元) - 稳健的收入和利润增长有望延续**

2H24 业绩：收入低于我们此前预测 9%，主要受中国的日系品牌业务拖累，但毛利率高于我们预测 1.7 个百分点，主要受益于电池盒和金属及饰条业务毛利率的提升。经营利润和净利润均符合我们此前的预期，自由现金流从 FY23 的 1.3 亿元增长到 FY24 的 13.6 亿元。

中期仍有较大业务增长空间，叠加运营效率的提升有助利润的持续增长：公司披露了 FY24 电池盒业务净利率达到 13.8%，自由现金流 1.4 亿，并贡献了 32% 的集团净利润，这已充分说明即使在去年欧洲电动车销量出现下滑的情况下，其电池盒业务已经进入收获期。我们预计电池盒的利润率今年有望在资本支出下降的情况下继续提升。同时，包括密封件、副车架和智能集成外饰在内的新产品有望助力敏实在 FY26-27 的收入增长，而人形机器人以及 eVTOL 的零部件或从 FY28 开始贡献可观的收入。

盈利预测/估值：我们预测敏实 FY25 收入同比增长 13% 至 262 亿元，毛利率略微下滑至 28.6%，销管研费用率同比收窄 0.7 个百分点，净利润同比增长 17% 至 27 亿元。维持“买入”评级，上调目标价至 26 港元（前值：21 港元），基于 10x FY25 P/E。([链接](#))

■ **金茂服务 (816 HK, 买入, 目标价：4.87 港元) - 业绩受行业周期影响，母公司重现活力带来重估机会；维持买入**

公司 FY24 收入和净利润分别同比均增长 10% 到 30 亿和 3.72 亿元，较我们的预期低 4.2% 和 7%，主要受非业主增值服务 (non-owner VAS) 拖累，该板块收入同比下降 36%，受制于开发商需求收缩，而业主增值服务 (owner VAS) 收入同比降 7% 受制于消费情绪低迷。Non-owner VAS 毛利率下降 12 个百分点拖累综合毛利率下降 4 个百分点到 23.8%。公司净利润同比增 10%，归功于公司积极的降本增效带来销管费用 4 个百分点的好转。公司维持 40% 的派息比例不变，但似乎没有满足投资人日益提高的期待，导致业绩公告当日股价下跌近 10%。公司表示后续会考虑向行业标杆看齐。公司面积增速显著好于同业，在管面积同比增长 20% 至 1 亿方，隐含 1670 万方的净增加面积，其中 38% (630 万方) 来自母公司。公司预计 25 年母公司将交付约 4 百万方。我们注意到母公司中国金茂即将扭亏为盈，财务状况逐步好转且拿地强度显著提升，其 FY24+2M25 拿地销售比高达 42%，位列行业第二，这将在三方竞争激烈背景下为金茂服务提供有力的面积支撑。我们维持“买入”评级，目标价调整为 4.87 港元（前值：4.91 港元），对应 10x 2025E PE，股价在连续两日下跌后交易在 5.8x 2025E PE，我们认为合适的买入时机，因为公司估值可能进一步向同等业务规模的央企梯队靠近。([链接](#))

■ **中国太平 (966 HK, 买入, 目标价: 15 港元) - NBV 增长超预期, 派息率略有下降; 重新覆盖, 目标价 15 港元**

中国太平公布 2024 年业绩, 归母净利润同比增长 36.2%至 84.3 亿港元, 较我们/彭博一致预期低 10%/11%, 主要出于对新会计准则切换的审慎原则, 公司加大所得税计提 (同比提升 5.8 倍至 93.3 亿港元) 拖累净利润增长。税前利润同比大幅增长 90%至 221 亿港元, 得益于保险服务业绩同比增长 18.8%至 220 亿港元, 以及净投资服务业绩同比转正至 31.7 亿港元的共同影响 (FY23: 亏损 16.8 亿港元)。股息金额稳步提升、增速改善; 每股股息同比增长 16.7%至 0.35 港元, 派息率下滑 3.1 个百分点至 16.9% (FY23: 20.1%)。

寿险: 新业务价值高增速超预期, 内含价值假设调整。公司下调内含价值假设: 1) 长期投资收益率下调 50bps 至 4.0% (原 4.5%), 与同业保持一致; 2) 风险贴现率下调 50bps 至 8.5% (原 9.0%)。假设调整对公司 NBV/寿险 EV/集团 EV 的影响分别为 -36%/-26%/-24%。新业务价值可比口径下大幅提升 90%至 142.7 亿港元; 假设调整后新业务价值同比增长 21.2%至 91 亿港元, 优于部分同业 (平安: -8%/友邦: +20%)。NBV 增长主要得益于新业务价值率大幅提升, 2024 年 NBV 价值率为 32.5%, 同比增加 16.6 个百分点; 其中个险/银保 NBV 价值率可比口径下增长 10.4 个百分点/超过 5 倍至 32.6%/32.6% (FY23: 22.2%/5.9%), 带动个险/银保新业务价值可比口径下 +42%/+400%。银保 NBV 贡献占比达 35%, 同比提升 21.6 个百分点。新单保费小幅下降 2.8%至 477 亿港元。银保 NBV 大幅改善得益于: 1) 报行合一推动渠道费率持续压降; 2) 产品结构向分红险转型, 压降刚性负债成本。今年 1-2 月公司个险/银保渠道在开门红期间的长期分红险销售占比达 98.9%/88.6%, 产品结构向分红险调整优化。我们预期 2025 年公司新业务价值有望同比提升 11%。

FY24 新业务合同服务边际同比+19.1%至 197.1 亿港元, 合同服务边际释放 (CSM release) 回归增长 (+0.1%, FY23: -6.0%) 至 174.7 亿港元, 太平人寿保险服务收入同比+4.7%至 645 亿港元。合同服务边际余额降幅收窄至 1.6% (FY23: -4.7%), 太平人寿合同服务边际人民币口径下同比+0.5%, 重回正增长轨道。

财险承保稳健, 净利润贡献占比提升。财险 COR 为 98.1%, 同比下降 0.3 个百分点。国内财险保险收入同比+2.3%, 保险服务业绩同比+19.7%至 6.29 亿港元, 净投资服务业绩达 7.4 亿港元, (FY23: 亏损 1.9 亿港元), 带动国内财产险净利润同比增长 8.3 倍至 8.04 亿港元, 贡献集团净利润 6.3% (FY23: 0.8%)。海外财产险 COR 基本持平在 89.7% (FY23: 89.6%)。

权益投资结构优化, FVOCI 股票提升至 36.6%。2024 年总投资收益大幅增长 98.2%至 665 亿港元, 总投资收益率为 4.57%, 同比提升 1.91 个百分点, 其中, 1) 净投资收益同比提升 12%至 503 亿元, 对应净投资收益率 3.46% (-0.1pct); 2) 已实现/未实现净投资收益同比扭亏至 162 亿港元 (FY23: 净亏损 114 亿港元)。FVOCI 股票占比提升至 36.6%, 同比增长 16.8 个百分点。在剔除 FVOCI 债权投资公允价值变动额的 776 亿港元后, 综合投资收益率为 5% (CMBI 测算), 持平上年。展望未来, 高股息将是公司中长期资产配置的核心战略, 2024 年集团在港股投资中的综合收益率达 27.7%, 超过恒生指数回报 (含分红) 4.7 个百分点。

估值：公司目前交易于 0.11 倍 FY25E P/EV 和 0.53 倍 P/B。我们采用分部估值法定价，其中对 1) 寿险业务采用价值评估法，对应寿险公允价值隐含 P/EV 为 0.27 倍，2) 财产险业务采用 P/B 估值，基于 0.32 倍市净率；3) 再保险业务采用 P/B 估值，基于 0.47 倍市净率；4) 集团和其他业务基于 1.0 倍市净率。推荐“买入”，目标价为 15 港元/股，对应 0.14 倍 FY25E P/EV 和 0.7 倍 FY25E P/B，潜在上行空间为 29%。（[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	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/下行 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)	股息率
							1FY	2FY	1FY		1FY	1FY
长仓												
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.68	23.00	38%	11.6	10.7	1.5		15.7	3.0%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	21.01	28.00	0.3	N/A	N/A	0.8		N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.12	6.80	11%	11.3	9.9	0.8		7.7	6.1%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	87.20	120.86	39%	18.5	15.9	3.3		23.2	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	33.92	38.51	14%	16.3	14.0	1.3		26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	392.00	484.83	24%	139.0	127.3	23.2		14.4	0.3%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	84.41	133.86	59%	22.0	17.7	6.1		31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.10	18.61	32%	14.4	12.2	2.5		17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医疗	买入	250.47	359.47	44%	203.6	38.5	8.0		N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	66.59	94.05	41%	16.3	13.7	2.9		19.1	2.0%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.10	35.50	47%	5.3	5.7	0.8		17.1	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.72	14.00	N/A	10.2	9.9	1.2		13.1	4.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	502.00	625.00	25%	17.6	16.3	3.7		19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.80	80.00	41%	12.2	10.3	2.8		24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	132.75	157.70	19%	2.0	1.8	0.3		11.8	4.2%
携程	TCOM US	互联网	买入	63.67	70.00	10%	2.6	2.3	0.3		10.3	1.2%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.09	6.13	50%	15.1	12.8	1.5		11.4	5.1%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.40	59.52	11%	34.9	28.6	5.7		15.4	0.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	42.45	48.66	15%	14.8	11.8	2.4		18.5	1.9%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	102.00	186.00	82%	21.2	14.7	5.8		31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	428.88	426.00	N/A	39.3	30.2	7.6		21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	133.99	176.00	31%	48.7	31.2	6.6		14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	288.61	388.0	34%	22.9	20.9	4.5		11.1	0.4%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 3 月 25 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。