

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 上周五（3 月 28 日）中国股市回调。港股能源、资讯科技与工业领跌，仅医疗保健、电讯与原材料上涨。A 股化工、零售、能源与半导体跌幅居前。中概股大跌，国债收益率回落，人民币走低。财政部出资 5000 亿人民币参与国有大行定增，以鼓励国有大行在支持实体薄弱环节、化解金融风险与促进科技创新方面发挥更大作用。国资委称将重组整车央企以提高产业集中度。市场监管总局表示将审查长和港口交易。多家银行上调消费贷利率，利率 3% 以下消费贷可能被叫停。
- 欧洲股市下跌。美国 2 月核心 PCE 通胀高于预期和 4 月 2 日关税大日推升全球市场避险情绪。欧股信息技术、工业与能源领跌，公用事业、通讯服务与必选消费等防御性板块上涨。关税将削弱全球包括欧洲的经济前景，欧债收益率下跌。特朗普一对多关税对美国经济的冲击大于对欧洲经济的影响，欧元走强。英国零售与 GDP 数据上修，英镑小涨。
- 美股大跌，通讯服务、可选消费与信息技术领跌，公用事业、医疗保健等防御性板块跑赢。美国 2 月核心 PCE 同比涨 2.8%、环比涨 0.4% 高于预期，消费支出环比增 0.4% 低于预期且前值下修至负值，强化投资者对滞胀风险担忧。密歇根大学调查显示 2 月消费者长期通胀预期创 1993 年以来新高，消费信心创近两年新低。4 月 2 日关税大日和 4 月 5 日非农报告陆续到来，市场避险情绪上升。波士顿联储主席暗示将更长时间暂停降息。里士满联储主席警告关税或带来比以往更持久的通胀冲击。旧金山联储主席则安抚市场称今年仍有可能两次降息。
- 贸易战削弱中期经济前景，美债收益率回落，对美国经济负面影响超过对非美经济影响，美元指数下跌。贸易战对原油需求的抑制作用超过地缘因素对原油供应的影响，油价走低。避险情绪推动黄金持续上涨再创历史新高。全球制造业前景趋弱，铜价下跌。

公司点评

- **信达生物 (1801 HK, 买入, 目标价: 61.71 港元) - 实现可持续盈利，打造全球创新引擎**
实现可持续盈利：信达生物在 2024 年提前实现盈利，全年非国际财务报告准则（非 IFRS）净利润达 3.32 亿元，EBITDA 达 4.12 亿元。盈利超预期主要得益于产品收入的强劲增长和一次性许可费收入。公司总收入达 94.2 亿元，同比增长 52%，其中产品销售收入达 82.3 亿元，同比增长 44%。信迪利单抗的销售增长 34%，达到 5.26 亿美元。2024 年，公司与驯鹿生物交易带来 6.9 亿元收入。展望 2025 年，公司预计将继续保持非 IFRS EBITDA 盈利，即使不包括与罗氏的 DLL3 ADC 对外授权交易的 8000 万美元预付款。2024 年非 IFRS 毛利率从 2023 年的 82.8% 提升至 84.9%，SG&A 比率从 2023 年

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	23,427	-0.65	37.42
恒生国企	8,607	-0.82	49.20
恒生科技	5,506	-1.48	46.28
上证综指	3,351	-0.67	12.65
深证综指	2,026	-0.90	10.25
深圳创业板	2,128	-0.79	12.52
美国道琼斯	41,584	-1.69	10.33
美国标普 500	5,581	-1.97	17.01
美国纳斯达克	17,323	-2.70	15.40
德国 DAX	22,462	-0.96	34.09
法国 CAC	7,916	-0.93	4.94
英国富时 100	8,659	-0.08	11.97
日本日经 225	37,120	-1.80	10.93
澳洲 ASX 200	7,982	0.16	5.15
台湾加权	21,603	-1.59	20.48

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	38,911	-0.54	30.47
恒生工商业	13,699	-0.73	48.36
恒生地产	15,736	-0.36	-14.14
恒生公用事业	34,761	-0.23	5.74

资料来源：彭博

的 58.0% 降至 2024 年的 50.9%，显示出运营效率的提升。截至 2024 年底，信达生物持有 102 亿元人民币的强劲现金余额，支持其长期发展。

打造新一代免疫疗法与 ADC，迈向全球创新：信达生物的新一代免疫疗法（如 IBI363）与不断扩展的 ADC 组合（包括 Claudin18.2 ADC、DLL3 ADC、双特异性 ADC、双载荷 ADC 和 APC 等）之间存在显著协同效应。公司已有超过 10 个 ADC 临床项目，未来将重点开展与 IBI363 的联合试验。IBI363（PD-1/IL-2）有望成为针对免疫治疗耐药和冷肿瘤的下一代免疫疗法重磅产品。预计将在 6 月的 ASCO 会议上更新数据，包括在免疫耐药的 sq NSCLC 中 3mg/kg 剂量组的 PFS 结果，公司计划今年启动该治疗领域的 3 期临床试验。同时，公司正在进行一项 2 期关键试验，比较 IBI363 与 Keytruda 在一线免疫治疗初治黑色素瘤中的疗效。此外，信达生物还计划在 2025 年启动 IBI363 联合贝伐珠单抗治疗三线微卫星稳定型结直肠癌的 3 期临床试验。

心血管代谢疾病及其他领域丰富的早研管线：心血管代谢疾病领域的关键管线包括 IBI3016（AGT siRNA）、IBI3032（GLP-1 小分子）、IBI3012（GIP/GLP-1/GCG）和 IBI3030（PCSK9-GLP-1/GCG/GIP）。IBI3012 在临床前模型中显示出优于安进 AM133 的疗效，具有更好的减重效果、血糖控制、胰岛素敏感性改善、减少体重反弹和更长的半衰期，这得益于优化的抗体工程。在肿瘤学领域，IBI3001（EGFR/B7H3 ADC）具有全球首创潜力，而 IBI3020（CEACAM5 双载荷 ADC）预计将在 2025 年上半年提交临床试验申请。在自身免疫疾病领域，预计 2025 年将获得 IBI356（OX40L）和 IBI3002（IL-4Rα/TSRP）的 1 期临床数据。信达生物计划到 2030 年推动五个资产进入 3 期 MRCT，为全球化奠定基础。

维持买入评级：鉴于玛仕度肽即将获批、持续盈利以及创新管线的强劲势头，我们将基于 SOTP 的目标价上调至 61.71 港元（前值：57.67 港元；WACC：9.3%，永续增长率 3.0%）。（[链接](#)）

■ 诺诚健华（9969 HK，买入，目标价：11.95 港元）- 奥布替尼引领增长，肿瘤与自免疫疾病管线战略推进

奥布替尼强劲增长：诺诚健华 2024 年产品销售表现强劲，奥布替尼收入同比增长 49% 至 10 亿元，超出 45% 的增长目标。其在边缘区淋巴瘤（MZL）患者中应用广泛，是中国唯一获批且纳入医保的 BTK 抑制剂。随着在低线市场的医院覆盖加深以及一线慢性淋巴细胞白血病（CLL）适应症拓展，我们预计 2025 年奥布替尼销售额将同比增长 36%，达到 13.6 亿元。

财务状况改善：得益于强劲的收入增长和运营效率提升，2024 年公司净亏损同比收窄 30%，至 4.53 亿元，毛利率从 2023 年的 82.6% 提升至 86.3%，SG&A 费用率从 2023 年的 76% 降至 60%。截至 2024 年底，公司持有 77.6 亿元的现金，为研发投资提供了充足资金。

肿瘤管线进展仍是核心增长动力：公司肿瘤管线不断拓展，其中 ICP-248（Bcl-2 抑制剂）是全球最有潜力的 Bcl-2 抑制剂之一。ICP-248 展现出良好的安全性，未出现与肿瘤溶解综合征（TLS）相关的毒性，目前处于晚期开发阶段。其联合奥布替尼用于一线 CLL 的 3 期临床试验正在中国进行，早期数据显示联合用药在 12 周时完全缓解率（CRR）达 53.4%，微小残留病（uMRD）达 46.2%，支持其继续推进 3 期开发。诺诚健华拥有奥布替尼和 ICP-248 的全球权益，相比部分同行更具研发灵活性。在海外市场，公司通

拓拓展竞争较小的适应症（如 BTK 经治的 MCL 和一线 AML）来实现 ICP-248 的差异化发展。公司还计划在 2025 年上半年提交首个 ADC 候选药物（B7-H3 ADC）的临床试验申请。

自免疫疾病管线带来新增长：我们认为诺诚健华的自免疫疾病产品组合将成为未来增长的关键推动力。奥布替尼在多发性硬化症（MS）领域展现出巨大潜力，得益于其卓越的血浆暴露量和中枢神经系统穿透能力，目前，两项 3 期临床试验正在美国进行，分别针对原发性进展型 MS（PPMS - 预计 2025 年中完成首例患者入组）和继发性进展型 MS（SPMS - 预计 2025 年完成首例患者入组）。对于系统性红斑狼疮（SLE），公司已报告了强劲的 2a 期数据，预计 4Q25 将发布 2b 期数据，并正在筹备 3 期试验。此外，ICP-322（TYK2 JH1 抑制剂）在特应性皮炎（AD）中展现出优于现有治疗方案的潜力。ICP-332 治疗白癜风的 2/3 期试验正在进行中，预计 2025 年中期发布数据，同时公司还计划开展针对结节性痒疹（PN）的全球 2 期试验。

维持买入评级：我们看好诺诚健华在多个资产上的对外潜力，包括其 BTK 抑制剂、TYK2 抑制剂等。鉴于公司强劲的产品销售表现以及在肿瘤和自免疫疾病领域不断拓展且差异化的管线，我们将目标价上调至 11.95 港元（前值：7.91 港元；WACC: 10.73%，永续增长率：2.0%）。（[链接](#)）

■ 长城汽车（2333 HK/601633 CH，买入，目标价：17 港元/32 元人民币）- 魏牌或成 2025 年盈利增长关键

4Q24 收入低于预期，毛利率与销管费用好于预期：长城 4Q24 净利润同比增长 12% 至 22.6 亿元，符合此前的盈利预告；但收入较我们此前预测低 9%，主因单车均价环比下滑。剔除质保金影响后的 4Q24 毛利率为 19.1%，较我们预期高 0.4 个百分点；销管费用较我们预测低约 9 亿元。24 年卢布贬值导致的汇兑损失仅 3.4 亿元，好于大部分同行。

2025 年展望：我们预计长城 2025 年销量同比增长 9% 至 135 万辆，主要由哈弗与魏牌驱动。2025 年多款新车型（哈弗与魏牌或各 3 款）及海外扩张（预计销量同比增 28% 至 58 万辆）是销量增长的关键支撑。受益于魏牌销量占比提升，预计 2025 年单车均价同比续升 1% 至 14.3 万元。考虑到坦克品牌销量增速放缓，我们预计 2025 年毛利同比增 30 亿元至 425 亿元，其中 36% 增长来自魏牌。净现金状况进一步改善以及潜在的汇兑收益有望推升 25 年的财务收益。因小幅下调海外 ASP 与毛利率假设，我们将 2025 年净利润预测下调 5% 至 131 亿元。

估值：维持 A/H 股“买入”评级。H 股目标价 17 港元，基于 10 倍 x FY25E P/E，A 股目标价 32 元，对应当前 A/H 溢价约 100%（过去 12 个月平均溢价约 120%）。25 年新车周期强于 24 年，或将成为股价上行催化剂，其中魏牌新车型可能成为销量与利润增长的核心驱动力。随着拉美市场持续扩张，公司海外增长潜力依然可观。（[链接](#)）

■ 广汽集团（2238.HK/601238.SH，买入，目标价：3.6 港元/10 元人民币）- 新管理层能否盘活自主品牌？

4Q24 营收低于预期，毛利率超预期：广汽 4Q24 营收较我们此前预测低 19%，但剔除质保金调整后的毛利率环比扩大 3.5 个百分点至 7.1%，较预期高 1.2 个百分点；25 亿元的巨额减值损失被出售巨湾技研 19% 股权的收益所抵消，

合联营企业投资收益及政府补贴亦高于预期，4Q24 净利润 7.04 亿元（扣非净亏损 24.8 亿元）接近此前盈利预警的下限。

新管理层改革或成股价关键推力：我们认为自主品牌（传祺、埃安与昊铂）仍需优化产品组合。埃安 2024 年巨额亏损的教训及高管变动或加速改革进程，任何积极进展均可能成为股价催化剂。历史上广汽曾引领多项前沿技术但未能持续转化。我们预测 2025 年自主品牌销量同比降 6%至 74 万辆。尽管与华为合作成效尚待观察，但其潜在突破值得关注。合资品牌方面，尽管我们预计广汽本田 2025-26 年持续亏损，但广汽丰田盈利韧性或超预期，我们预计广丰 2025 年销量有望同比持平，其纯电车型铂智 3X 通过本土化零部件与技术赋能后，获得超预期的市场反馈。我们预计 2025-26 年广汽合联营企业的投资收益将同比降 28%/24%至 21 亿/16 亿元。

估值：基于分部估值法，我们将港股目标价上调至 3.6 港元，其中大自主业务：2.95 港元，基于 0.3x FY25E P/S；合资公司：0.65 港元，基于 3x FY25E P/E。截至 2024 年末广汽集团净现金 235 亿元，相当于 H 股市值的 80%。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 3.2 港元) - 新能源对冲豪华车, 控费驱动盈利

2H24 费用控制超预期：永达 2H24 收入环比增长 4%至 324 亿元，符合我们预期；综合毛利率环比持平于 8.3%，较我们的预测低 0.3 个百分点。尽管 2H24 主机厂返利增加，新车销售及相关服务（含金融/新能源佣金、精品等）毛利率仅环比微升 0.2 个百分点至 1.8%。然而，超预期的费用管控完全覆盖了毛利疲软的影响，虽然公司确认了 8,500 万元的商誉及信用减值，2H24 净利润 8,900 万元仍符合预期。永达全年拟派息 2.4 亿元，派息比率超过 120%，对应股息收益率 5.1%。

激进的新能源网络扩张计划：公司目标今年的新能源车销量达 4.5 万辆（占总销量近三成），管理层目标 25 年底拿到 50 家鸿蒙智行品牌授权以及 10 家小米品牌授权（2024 年底开业的分别为 6 家和 2 家）。我们相对谨慎，预测永达 2025 年新能源车销量将同比增长 90%至 3.5 万辆，可基本对冲今年传统品牌的销量下滑。即使我们假设今年各品牌新车毛利率没有改善，受益于品牌结构优化，公司今年新车业务综合毛利率仍有望提升 0.7 个百分点至 2.4%。叠加稳定的售后业务贡献，我们预测 25 年综合毛利率或提升 1.1 个百分点至 9.4%，对应毛利增加 2.77 亿元。

盈利预测与估值：基于更优的费用控制假设，我们将 25-26 年净利润预测上调 7-8%至 5.47 亿/7.04 亿元，假设 25-26 年派息比率维持 80%，对应股息收益率 9-12%。考虑到市场情绪改善及派息比率提升，我们将目标价上调至 3.20 港元，基于 10x FY25E P/E，维持“买入”评级。我们认为，通过多年试错及与新能源车企的战略合作，永达已在新能源车经销领域建立先发优势。2024 年销管费用控制优于预期，增强了我们对 25 年盈利增长的信心——现阶段费用控制对经销商盈利的重要性可能超出市场预期。（[链接](#)）

■ 华润万象生活 (1209 HK, 买入, 目标价: 45.27 港元) - 增值服务拖累收入, 购物中心表现强劲

华润万象生活 FY24 收入同比增 15%至 170 亿人民币，较指引低 3%主要受增值服务业务拖累；净利润同比增 24%至 36 亿人民币，较指引高 4%主要由

于 1) 毛利率更高的购物中心业务收入占比提高, 2) 有效的成本控制措施带来 SG&A 比率降低。公司预计 25 年净利润实现双位数增长, 我们预估核心净利润至少需要达到 21% 的增速才能完成十四五计划目标。公司再次以核心净利润的 100% 派息, 并将基础派息比例从 FY23 的 55% 提高到 60%, 未来将维持该等比例。我们看好公司的 1) 基础物管业务在母公司支持下的稳健增长, 2) 快速增长的购物中心运营业务 (毛利润贡献 > 54%), 3) 较强的独立性带来稳定的三方拓展等。维持“买入”评级, 目标价 45.27 港元, 对应 22x 2025E P/E。目标价下调 4% 以反映对业绩的下调以及对行业未来增速预期的下调。 ([链接](#))

招銀国际环球市场焦点股份

				股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
公司名字	股票代码	行业	评级	(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	16.70	23.00	38%	11.6	10.7	1.5	15.7	3.1%
小鹏汽车	XPEV US	汽车	买入	19.70	28.00	42%	N/A	N/A	0.7	N/A	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	5.78	7.40	28%	11.3	10.1	0.8	7.2	6.6%
安踏体育	2020 HK	可选消费	买入	88.30	120.86	37%	18.7	16.1	3.3	23.2	3.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	34.40	38.51	12%	16.5	14.2	1.3	26.5	0.5%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	411.80	484.83	18%	146.0	133.7	24.5	14.4	0.2%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	83.76	133.86	60%	21.9	17.6	6.1	31.8	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	14.46	18.61	29%	14.8	12.5	2.5	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医疗	买入	267.39	359.47	34%	217.4	41.1	8.5	N/A	0.0%
药明康德	603259 CH	医疗	买入	67.79	94.05	39%	16.6	13.9	2.9	19.1	1.9%
中国太保	2601 HK	保险	买入	24.80	35.50	43%	5.8	5.4	0.7	14.7	4.8%
中国财险	2328 HK	保险	买入	14.40	14.00	N/A	9.7	9.2	1.1	12.6	4.4%
腾讯	700 HK	互联网	买入	509.50	625.00	23%	17.9	16.6	3.8	19.4	1.0%
快手	1024 HK	互联网	买入	56.10	80.00	43%	12.0	10.2	2.8	24.7	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	132.43	157.70	19%	2.0	1.8	0.3	11.8	4.2%
携程	TCOM US	互联网	买入	62.68	70.00	12%	2.5	2.3	0.3	10.3	1.3%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.37	6.13	40%	16.2	13.7	1.6	11.4	4.8%
小米集团	1810 HK	科技	买入	51.05	59.52	17%	33.4	27.3	5.5	15.4	0.2%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	41.55	47.10	13%	14.5	11.5	2.3	17.2	2.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	97.41	186.00	91%	20.3	14.0	5.5	31.2	0.7%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	415.90	426.00	2%	38.2	29.3	7.4	21.3	0.3%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	133.40	176.00	32%	48.5	31.1	6.6	14.5	0.3%
Salesforce	CRM US	软件 & IT 服务	买入	269.97	388.0	44%	21.5	19.5	4.2	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 28 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。