

三一国际 (631 HK)

锚定目标，马力全开

上周我们调研了三一国际位于辽宁沈阳的总部和矿山设备智能工厂。我们与高管层和工厂经理进行了深入讨论，再度确认了我们对公司的看好立场。我们继续看好三一国际通过在不同领域的战略扩张以及不断推出新产品来实现业务增长。我们将混动矿卡、采煤机的强劲需求以及锂电设备和石油装备的收购业务贡献纳入模型，并上调 2023-25 年的盈利预测 22-43%。我们预计三一国际 2023-25 年盈利复合年增长率为 33%。我们上调目标价至 16.2 港元，基于 19 倍 2023 年市盈率。三一国际是我们装备制造板块的个股首选，重申买入评级。

■ **新型电动轮矿卡的需求惊人。** 新型电动轮矿卡的载重为 150 吨，并安装了两套发动机（潍柴品牌；每台 500kW）作为主要动力来源，另外有两套电驱动系统（中车时代电气品牌）提供额外的动力储存及输出。新型电动轮矿卡的平均售价约 840 万元人民币，较主要竞对同类机型低约 20%。该矿卡的毛利率在直销模式下可达到 30%。目前，三一国际的新型电动轮矿卡月产量为 10 台。而公司目标在 2023 年交付超过 100 台，因此我们预计到 2024 年新车型（载重 200 吨或以上）推出之时，新型电动轮矿卡的交付量将达到 180 台。我们估计此款新型混合动力矿用卡车已在 4M23 实现收入 3 亿元人民币。我们预计该产品在 2023/24 年的收入贡献将达到约人民币 8.4 亿元/15 亿元，远高于 2022 年的人民币 2 亿元。

■ **宽体车销售增长强劲。** 三一沈阳基地的宽体车产能为 500 辆/月。生产一台宽体车仅需约一个小时。调研期间，我们看到大量宽体车正准备交付（图 3 所示）。今年前 4 个月的宽体车销量达到 1,500 辆（中国：900 辆；海外：600 辆），占我们全年预测销量的 36%。中国/海外的平均售价分别为 90 万元人民币/ >100 万元人民币。展望未来，鉴于第二代车型和电动车型的收入贡献增加，宽体车产品的平均售价将会提高。

■ **液压支架产品推动采煤机板块收入快速增长。** 三一国际的液压支架生产能力为 500 台/月。调研期间，我们观察到相关生产线开足马力忙生产，产能利用率很高。三一国际目前的液压支架、电液控系统订单强劲。我们估计采煤机板块收入在 4M23 同比增长 40%，毛利率将会有所提升。

■ **掘进机增长如期。** 三一沈阳基地的掘进机月产能约 80 台。2023 年前 4 个月掘进机销量约 340 台，我们预计全年销量将达到 945 台（同比增长 5%）。展望未来，我们认为产品智能化转型仍是平均售价提高的主要驱动力。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	10,195	15,537	22,695	29,924	35,935
同比增长 (%)	38.4	52.4	46.1	31.9	20.1
调整后净利润(百万人民币)	1,086.7	1,664.9	2,434.0	3,226.7	3,874.5
调整后每股收益(人民币)	0.35	0.53	0.77	1.03	1.23
市场平均预估每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.71	0.92	1.23
市盈率(倍)	17.7	12.8	11.5	8.7	7.2
市净率(倍)	2.6	2.1	2.4	2.0	1.6
股息 (%)	1.7	2.5	2.7	3.6	4.3
股本回报率 (%)	15.2	17.8	22.1	24.5	24.4
净负债比率 (%)	(18.3)	(11.8)	16.5	12.9	0.3

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	港元 16.20
(此前目标价)	港元 13.00
潜在升幅	65.1%
当前股价	港元 9.81

中国装备制造

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

伍泳雅

(852) 3761 8725

katherineng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	31,125.2
3月平均流通股(百万港元)	48.5
52周内股价高/低(百万港元)	11.28/6.44
总股本(百万)	3172.8

资料来源：FactSet

股东结构

三一重装投资有限公司	66.4%
自由流通	33.9%

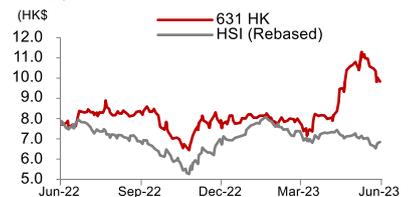
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.0%	-3.0%
3-月	26.3%	31.5%
6-月	30.1%	31.4%

资料来源：FactSet

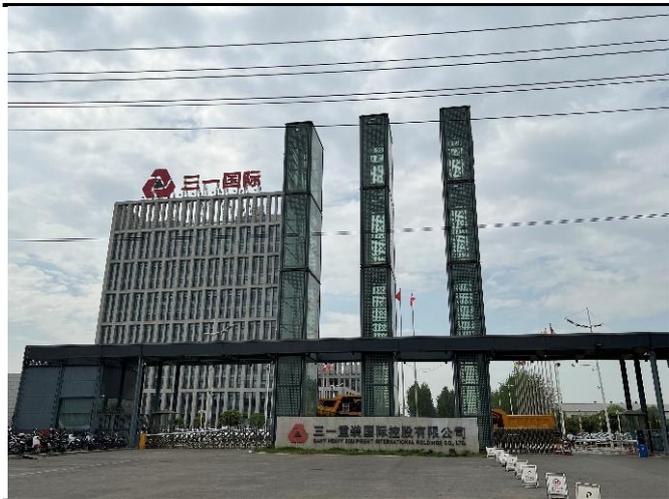
股份表现



资料来源：FactSet

三一国际沈阳基地

图 1: 三一国际沈阳总部



资料来源: 招银国际环球市场

图 2: 三一国际新型电动轮矿卡 (150吨)



资料来源: 招银国际环球市场

图 3: 三一国际宽体车 (60吨) 正等待交付



资料来源: 招银国际环球市场

图 4: 三一国际第二代宽体车配置液压油缸以强化避震功能



资料来源: 招银国际环球市场

三一石油装备纳入估值模型

三一国际于4月12日发布公告，计划向控股股东收购三一石油智能装备公司。这标志着公司将向油气压裂设备领域扩张。鉴于全球石油供应偏紧张和各国对能源安全的考虑，全球油气投资（尤其是非常规项目）预期将有所增加，因此我们认为此次收购属正面。

依托强大的研发能力和智能工厂，三一石油装备计划推出更多电动化、智能化产品。此外，三一石油装备还计划依托三一集团品牌和雄厚实力，拓展油田服务业务。

本次收购价格约29.8亿元人民币（以全现金支付），仅相当于7.7倍2022年市盈率，低于同行杰瑞股份（002353 CH）（9.5倍2023年预测市盈率）和三一国际当前估值（约11倍2023年预测市盈率）。

关于此次收购事宜的临时股东大会将于6月9日举行，我们认为此次收购方案获批的可能性很大。我们预计三一石油装备2023/2024盈利增长将达到25%/20%。我们对2023年下半年和2024年开始的全年收入进行了建模，预计将分别转化为三一国际10%和18%的额外盈利贡献。

图 5: 三一石油智能装备主要财务数据

	2020	2021	2022
(人民币 百万元)			
损益表			
销售收入	895	1,740	2,087
油气装备	-	-	1,854
油田服务	-	-	226
其他收入	-	-	7
销售成本	(638)	(1,121)	(1,346)
毛利	257	619	741
销售及分销开支	(48)	(105)	(121)
行政开支	(155)	(186)	(198)
EBIT	53	329	421
其他	(4)	(6)	1
利息支出	(14)	(14)	(8)
税前利润	71	348	428
所得税	(2)	(44)	(42)
净利润	70	304	386
资产负债表			
总资产	1,311	1,657	2,301
总负债	1,004	1,046	1,735
净资产	307	612	567
增长率			
销售收入	-	94.6%	19.9%
EBIT	-	517.5%	28.2%
净利润	-	338.0%	26.7%
关键指标			
毛利率	28.7%	35.6%	35.5%
销售及分销费用率	5.4%	6.0%	5.8%
行政费用率	17.4%	10.7%	9.5%
实际税率	2.5%	12.6%	9.8%
税后净利润率	7.8%	17.5%	18.5%
资产负债率	76.6%	63.1%	75.4%
ROAA	-	20.5%	19.5%
ROAE	-	66.3%	65.4%

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

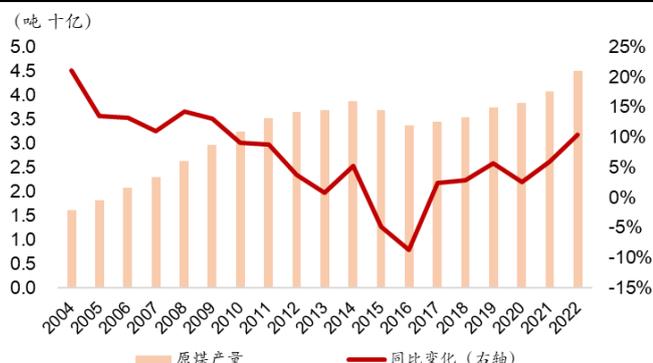
图 6: 估值模型中的主要预测假设变化

	先前预测			最新预测			变化		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
(人民币 百万元)									
收入									
掘进机	2,917	3,124	3,218	3,321	3,455	3,524	13.9%	10.6%	9.5%
采煤机	3,288	3,683	4,051	4,007	5,129	6,411	21.8%	39.3%	58.2%
小港机	3,942	4,533	5,213	3,942	4,651	5,442	0.0%	2.6%	4.4%
大港机	1,667	2,000	2,300	2,066	2,685	3,222	23.9%	34.3%	40.1%
矿用车辆	3,777	5,048	6,531	5,019	7,144	9,086	32.9%	41.5%	39.1%
售后服务	1,087	1,196	1,316	1,250	1,400	1,567	14.9%	17.0%	19.2%
机器人	1,725	2,156	2,588	1,187	1,330	1,489	-31.2%	-38.3%	-42.4%
锂电装备产品	-	-	-	600	1,000	1,500	-	-	-
石油装备产品	-	-	-	1,304	3,131	3,694	-	-	-
Total	18,403	21,739	25,215	22,695	29,924	35,935	23.3%	37.6%	42.5%
毛利率									
掘进机	42.0%	41.0%	41.0%	42.0%	41.0%	41.0%	0.0	0.0	0.0
采煤机	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	17.8%	18.0%	(0.5)	(0.2)	0.0
小港机	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	0.0	0.0	0.0
大港机	10.0%	12.0%	12.0%	11.5%	12.2%	12.7%	1.5	0.2	0.7
矿用车辆	16.0%	16.0%	17.0%	16.5%	17.0%	17.0%	0.5	1.0	0.0
售后服务	37.0%	37.0%	37.0%	38.0%	38.0%	38.0%	1.0	1.0	1.0
机器人	20.0%	21.0%	21.0%	19.0%	20.0%	20.0%	(1.0)	(1.0)	(1.0)
锂电装备产品	-	-	-	20.0%	22.0%	25.0%	-	-	-
石油装备产品	-	-	-	35.0%	34.5%	34.5%	-	-	-
综合毛利率	23.7%	23.3%	23.1%	23.9%	23.8%	23.5%	0.2	0.5	0.5
							变动 (百分点)		
销售及分销费用率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	0.0	0.0	0.0
行政费用率	9.2%	9.1%	8.9%	9.2%	9.1%	8.9%	0.0	0.0	0.0
净利润	1,993	2,325	2,713	2,434	3,227	3,875	22.1%	38.8%	42.8%

资料来源: 公司及招银国际环球市场预测

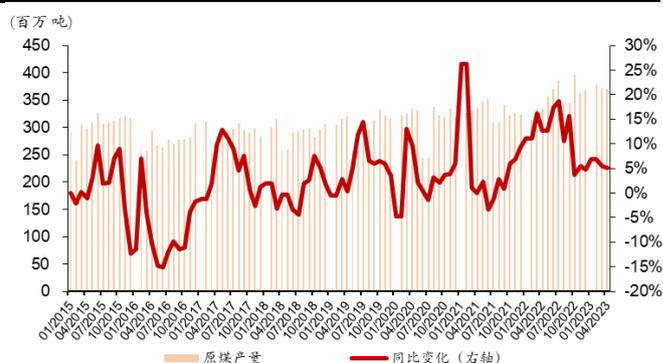
行业趋势

图 7: 国内原煤产量 (年度)



资料来源: Wind、中国煤炭市场网及招银国际环球市场预测

图 8: 国内原煤产量 (月度)



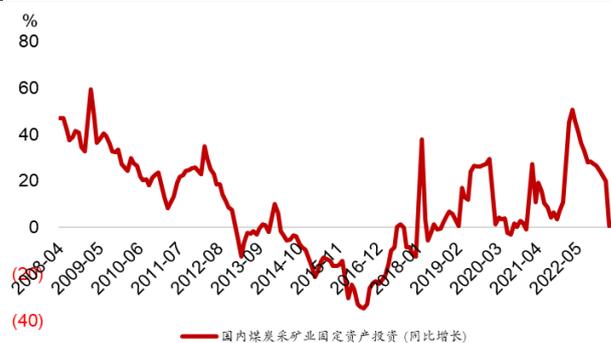
资料来源: Wind、中国煤炭市场网及招银国际环球市场预测

图 9: 国内采矿业固定资产投资



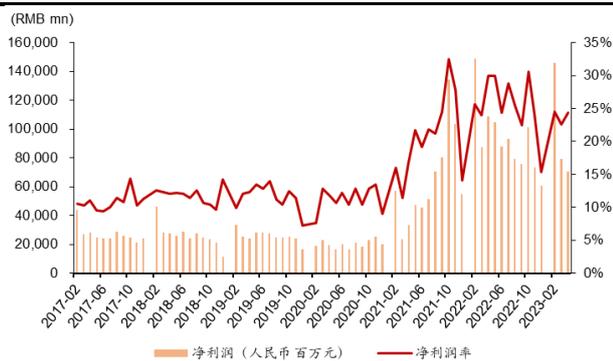
资料来源: Wind、国家统计局及招银国际环球市场预测

图 10: 国内采矿业固定资产投资同比增速



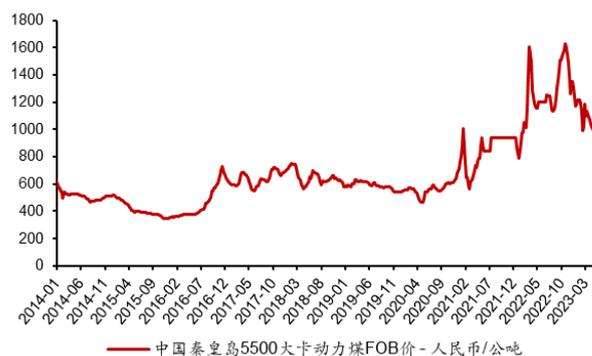
资料来源: Wind、国家统计局及招银国际环球市场预测

图 11: 国内采矿业净利润及净利润率



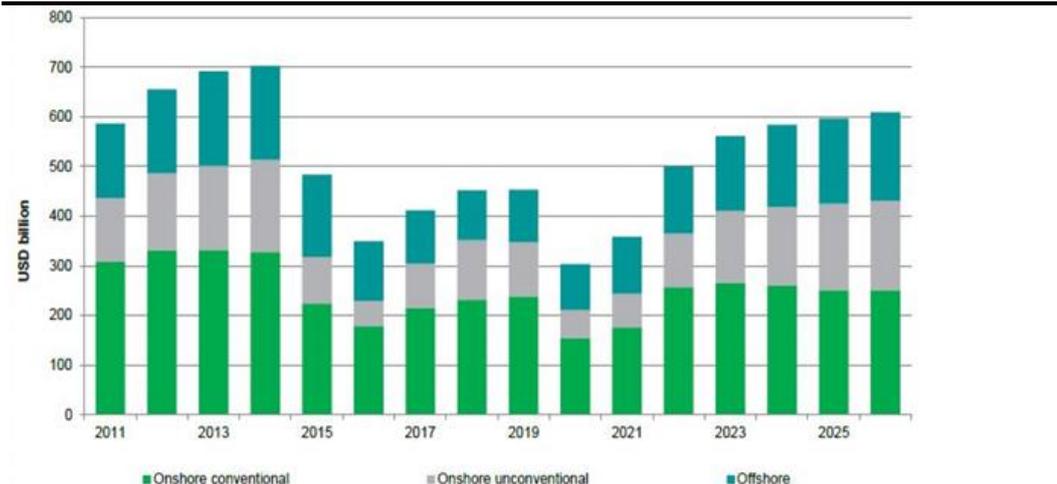
资料来源: Wind、国家统计局及招银国际环球市场预测

图 12: 中国秦皇岛港口 5500 大卡动力煤价格



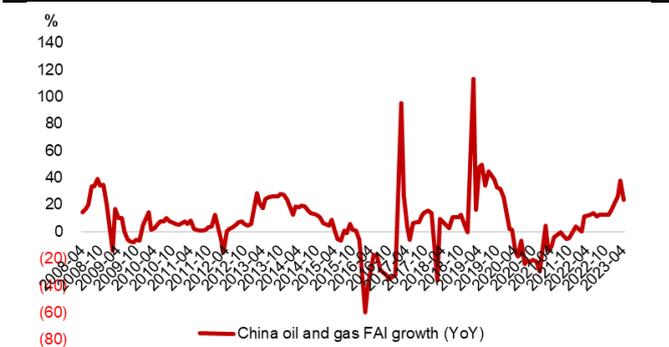
资料来源: Wind、国家统计局及招银国际环球市场预测

图 13: 全球上游勘探开发资本支出



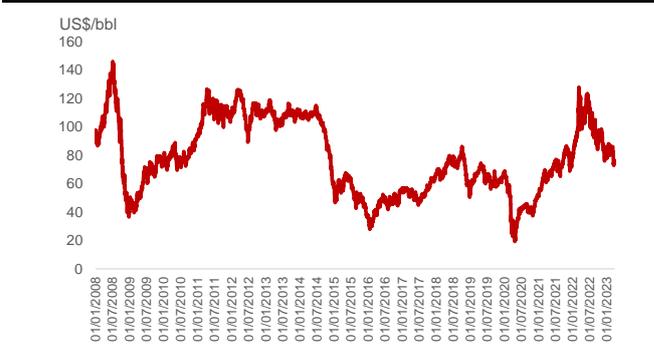
资料来源: 标普全球普氏、中海油服务及招银国际环球市场预测

图 14: 中国油气开采业固定资产投资完成额同比增速



资料来源: Wind、国家统计局及招银国际环球市场预测

图 15: 布伦特原油价格

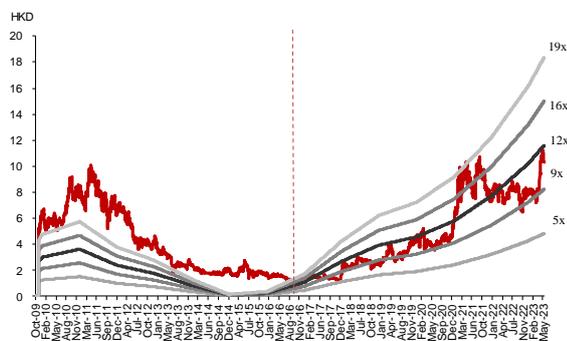


资料来源: 彭博及招银国际环球市场预测

估值

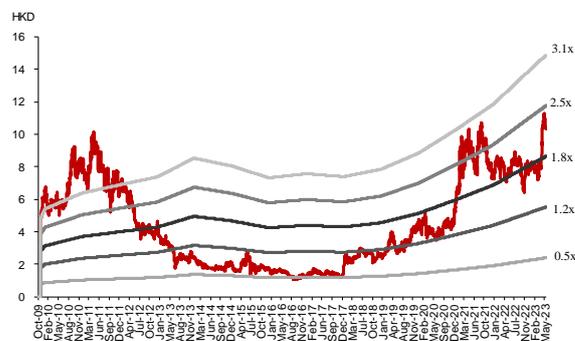
我们将目标价从 13 港元上调至 16.2 港元。我们的新目标价基于 19 倍 2023 年市盈率（之前为 18 倍），相当于自 2017 年开始的上升周期以来交易区间的高端。由于我们预测公司 2023 年至 2025 年的盈利复合年增长率为 33%，我们认为给予的目标倍数是合理的。

图 16: 三一国际 - 动态 P/E



资料来源：彭博、公司资料及招银国际环球市场预测

图 17: 三一国际 - 动态 P/B



资料来源：彭博、公司资料及招银国际环球市场预测

主要风险因素：（1）矿业开采活动疲弱；（2）新产品开发低于预期；（3）原材料成本价格反弹。

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	7,364	10,195	15,537	22,695	29,924	35,935
销售成本	(5,403)	(7,805)	(11,908)	(17,271)	(22,792)	(27,479)
毛利	1,961	2,390	3,628	5,424	7,132	8,456
销售费用	(430)	(567)	(933)	(1,362)	(1,795)	(2,156)
行政费用	(707)	(1,053)	(1,177)	(2,088)	(2,723)	(3,198)
其他收入	237	391	447	658	868	1,042
其他费用	(31)	(1)	(25)	(68)	(90)	(108)
其他盈亏	257	347	54	454	598	719
应占联营公司的(亏损)/溢利	0	0	0	0	0	0
EBITDA	1,535	1,756	2,287	3,396	4,452	5,307
折旧	249	249	293	378	462	553
EBIT	1,286	1,507	1,994	3,018	3,990	4,755
利息收入	36	51	59	43	34	43
利息支出	(132)	(120)	(132)	(162)	(181)	(183)
净利息收入(支出)	(96)	(69)	(73)	(119)	(147)	(140)
税前利润	1,190	1,438	1,921	2,899	3,843	4,615
所得税	(139)	(129)	(252)	(377)	(500)	(600)
税后利润	1,052	1,309	1,669	2,522	3,344	4,015
非控股权益	(6)	(50)	(4)	(88)	(117)	(141)
净利润	1,045	1,259	1,665	2,434	3,227	3,875
调整后净利润	1,045	1,087	1,665	2,434	3,227	3,875
总股息	408	385	524	755	1,000	1,201

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	12,016	14,217	17,191	19,532	23,880	28,017
现金与现金等价物	941	1,349	2,690	1,590	1,843	3,506
应收账款	3,288	4,272	6,416	8,631	11,373	12,256
存货	1,821	2,529	3,283	5,046	6,069	7,331
预付款项	359	585	700	700	700	700
短期银行存款	0	21	50	50	50	50
以公允价值计入损益的资产	4,024	3,680	2,088	1,088	1,088	1,088
其他流动资产	1,583	1,782	1,964	2,427	2,756	3,086
非流动资产	5,448	6,568	7,763	11,265	12,003	12,750
物业及厂房及设备(净额)	2,591	3,314	4,066	4,928	5,698	6,477
递延税项	296	287	298	298	298	298
商誉	1,130	1,130	1,130	3,802	3,802	3,802
其他非流动资产	1,432	1,838	2,269	2,238	2,206	2,174
总资产	17,464	20,785	24,953	30,797	35,883	40,767
流动负债	7,938	9,170	10,836	13,731	15,928	17,798
短期债务	2,645	1,687	954	1,054	904	754
应付账款	2,893	4,422	6,646	9,442	11,789	13,808
应付税款	197	185	155	155	155	155
其他流动负债	2,205	2,875	3,080	3,080	3,080	3,080
非流动负债	1,667	2,832	4,014	4,964	5,264	5,264
长期债务	493	1,767	2,691	3,641	3,941	3,941
其他非流动负债	1,174	1,065	1,323	1,323	1,323	1,323
总负债	9,605	12,002	14,849	18,695	21,192	23,061
股东权益总额	7,839	8,701	10,040	11,950	14,422	17,296
少数股东权益	20	82	64	152	269	410
总负债和股东权益	17,464	20,785	24,953	30,797	35,883	40,767

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,190	1,438	1,921	2,899	3,843	4,615
折旧摊销	249	249	293	378	462	553
税款	(108)	(185)	(145)	(377)	(500)	(600)
营运资金变化	105	51	(808)	(1,646)	(1,748)	(455)
其他	(366)	(630)	(177)	119	147	140
净经营现金流	1,070	923	1,084	1,374	2,205	4,252
投资现金流						
资本开支	(334)	(885)	(889)	(900)	(1,200)	(1,300)
其他	(313)	589	1,529	(1,937)	34	43
净投资现金流	(647)	(296)	639	(2,837)	(1,166)	(1,257)
融资现金流						
已支付股息	(394)	(451)	(466)	(524)	(755)	(1,000)
净借贷	(132)	(120)	0	(162)	(181)	(183)
发行股票所得现金	30	26	8	0	0	0
其他	(105)	317	81	1,050	150	(150)
净融资现金流	(602)	(227)	(377)	364	(786)	(1,333)
净现金流变动						
年初现金	1,103	941	1,349	2,690	1,590	1,843
汇率变动	17	8	(6)	0	0	0
年末现金	941	1,349	2,690	1,590	1,843	3,506
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	30.2%	38.4%	52.4%	46.1%	31.9%	20.1%
毛利润	17.5%	21.9%	51.8%	49.5%	31.5%	18.6%
EBITDA	14.0%	14.4%	30.2%	48.5%	31.1%	19.2%
EBIT	17.3%	17.2%	32.3%	51.4%	32.2%	19.2%
净利润	13.6%	20.5%	32.2%	46.2%	32.6%	20.1%
调整后净利润	20.8%	4.0%	53.2%	46.2%	32.6%	20.1%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	26.6%	23.4%	23.4%	23.9%	23.8%	23.5%
利息折旧及摊销前利润	20.9%	17.2%	14.7%	15.0%	14.9%	14.8%
调整后净利润率	14.2%	10.7%	10.7%	10.7%	10.8%	10.8%
股本回报率	14.0%	15.2%	17.8%	22.1%	24.5%	24.4%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.1	0.0
流动比率 (倍)	1.5	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6
应收账款周转天数	146.8	135.3	125.5	121.0	122.0	120.0
存货周转天数	110.1	101.7	89.1	88.0	89.0	89.0
应付帐款周转天数	159.6	171.0	169.6	170.0	170.0	170.0
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	25.4	17.7	12.8	11.5	8.7	7.2
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	3.5	2.6	2.1	2.4	2.0	1.6
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	1.5	1.7	2.5	2.7	3.6	4.3
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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有关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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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作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责任。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编制的报告。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。