

# 每日投资策略

## 宏观及公司点评

### 全球市场观察

- 周四（5 月 1 日）中国和部分欧洲股市休市，美股连续第 8 日反弹，信息技术、通讯服务与可选消费领涨，医疗保健、必选消费与材料下跌。白宫经济顾问释放贸易谈判利好，称周四结束前将有关税谈判消息宣布，提振美股情绪。苹果业绩略好于预期，宣布千亿美元回购，但预计关税将导致成本上升，盘后股价下跌。亚马逊利润指引逊色，预警关税冲击，盘后下跌。
- 关税冲击对美国经济数据的影响显现，一季度 GDP 环比下跌，因关税预期下抢进口导致贸易逆差大幅扩大。就业市场走弱，上周首次申请失业救济人数超预期回升创今年 2 月以来新高。4 月 ISM 制造业 PMI 回落但略好于预期。贝森特称市场认为美联储应该降息。美债收益率先降后升，贸易协议乐观预期支撑美元指数反弹。日元下跌，日本央行继续保持利率不变，因关税冲击而大幅下调经济增长预期。
- 油价先跌后涨，因特朗普威胁制裁伊朗石油买家。黄金连续第三日下跌，盘中创近两周新低，美国失业数据公布后，黄金跌幅有所收窄。

### 宏观经济

- 中国经济-PMI 显示关税冲击影响  
4 月制造业 PMI 显著低于市场预期，出口和进口订单指数双双跌至近三年低点，反映出关税战的早期影响。新订单和生产指数均陷入萎缩，通缩压力加剧，原材料采购价和出厂价格指数进一步下滑。就业指数降至近 14 个月低点，企业采购量则出现 2022 年 4 月以来最大降幅。

关税冲击将削弱市场信心和经济前景。4 月制造业 PMI 全面走弱，房地产市场明显放缓。我们估计，关税冲击可能分别降低未来 12 个月中国 GDP 和 CPI 增速 1 和 0.2-0.4 个百分点。GDP 增速可能从 2025 年一季度的 5.4% 放缓至二季度的 4.5%。

中国将加大政策宽松以对冲关税冲击。央行可能在 2025 年二季度小幅下调存款准备金率和 LPR，全年可能分别下调 50 个和 20 个基点。政府可能加快债券发行与支出进度，以加大对实体经济的财政支持。但强力的增量财政政策和消费刺激措施可能要等到下半年才会推出。在政策支持下，2025 年下半年 GDP 增速可能反弹至 4.7%，全年增速有望达到 4.8%。（[链接](#)）

### 招银国际研究部

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

### 环球主要股市上日表现

|            | 收市价    | 升/跌 (%) |       |
|------------|--------|---------|-------|
|            |        | 单日      | 年内    |
| 恒生指数       | 22,119 | 0.00    | 29.75 |
| 恒生国企       | 8,076  | 0.00    | 40.01 |
| 恒生科技       | 5,087  | 0.00    | 35.15 |
| 上证综指       | 3,279  | 0.00    | 10.22 |
| 深证综指       | 1,916  | 0.00    | 4.23  |
| 深圳创业板      | 1,948  | 0.00    | 3.00  |
| 美国道琼斯      | 40,753 | 0.21    | 8.13  |
| 美国标普 500   | 5,604  | 0.63    | 17.49 |
| 美国纳斯达克     | 17,711 | 1.52    | 17.98 |
| 德国 DAX     | 22,497 | 0.00    | 34.30 |
| 法国 CAC     | 7,594  | 0.00    | 0.67  |
| 英国富时 100   | 8,497  | 0.02    | 9.87  |
| 日本日经 225   | 36,452 | 1.13    | 8.93  |
| 澳洲 ASX 200 | 8,146  | 0.24    | 7.31  |
| 台湾加权       | 20,235 | 0.00    | 12.85 |

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   | 37,647 | 0.00    | 26.24  |
| 恒生工商业  | 12,661 | 0.00    | 37.12  |
| 恒生地产   | 15,732 | 0.00    | -14.16 |
| 恒生公用事业 | 36,352 | 0.00    | 10.58  |

资料来源：彭博

## 公司点评

- **微软 (MSFT US; 买入; 目标价: 510.3 美元) : 云业务收入增长重新加速**  
 微软公布 3QFY25 业绩 (财年结于 6 月) : 营收为 701 亿美元, 同比增长 13.3% (2QFY25: +12.3%) , 较招银国际预期和市场一致预期均高出 2% , 这主要得益于智能云/更多个人计算业务板块分别超出预期 3%/6%。季度净利润同比增长 17.7% , 达到 258 亿美元, 较招银国际预期和市场一致预期均高 7% , 主因各业务板块的运营效率提升均好于预期。大客户执行情况的改善和收入增长的加速, 叠加人工智能相关云服务的需求持续强劲, 推动了 3QFY25 整体云业务收入增长的重新加速, 且增速在 4QFY25 有望延续。管理层强调, 人工智能云服务的需求增长速度仍快于数据中心容量的扩张速度。考虑到云业务收入增长好于预期, 我们将 2025 - 2027 财年的营收/净利润预测分别上调 0-1%/1-2% , 上调基于现金流折现模型的目标价 1% 至 510.3 美元 (前值: 503.1 美元) , 对应 32x 2026 财年市盈率。维持“买入”评级。  
[\(链接\)](#)

- **Meta (META US; 买入; 目标价: 760 美元) : 1Q25 业绩好于预期; 提高资本开支指引以支撑核心业务及 AI 发展**  
 Meta 公布了 1Q25 业绩: 总营收同比增长 16%至 423 亿美元, 基本符合一致预期; 营业利润同比增长 27%至 176 亿美元, 较一致预期高 13% , 主因对部分运营支出的有效控制。管理层因此将 FY25 总费用指引下调 10 亿美元至 1,130 亿至 1,180 亿美元 (同比增长 19%-24%) ; 但同时将 FY25 资本支出指引上调至 640 亿至 720 亿美元 (同比增长 63%-84% , 前值为 600 亿至 650 亿美元) , 主要反映出数据中心投资的增加以及硬件成本的上升。展望 2Q25 , 管理层指引总营收同比增长 9%-16%至 425 亿至 455 亿美元, 增速有所放缓, 主要考虑到宏观经济的不确定性以及亚洲电商平台广告支出的减少。我们将 FY25-27 总营收预测下调 0-1% , 目标价下调至 760 美元, 对应 30x FY25 PE (前值: 835 美元, 基于 32x FY25 PE) 。维持“买入”评级。  
[\(链接\)](#)

- **韦尔股份 (603501 CH, 买入, 目标价: 176 元人民币) - 汽车业务强劲增长推动 2025 财年一季度业绩表现亮眼; 维持买入评级**  
 韦尔股份公布 2025 财年一季度的业绩。公司收入为 65 亿元人民币, 同比增长 15% , 环比下降 5% , 主要受季节性因素影响。收入增长得益于“智能驾驶普及化”趋势的加速, 推动汽车 CIS 需求强劲。在产品结构优化 (汽车 CIS 销售额增加) 以及供应链管理的改善下, 公司一季度毛利率提升至 31.0% (上季度 / 去年同期为 29.0%/27.9%) 。净利润同比增长 55%至 8.66 亿元人民币, 主要由于去年同期基数较低及利润率回升。我们预计韦尔股份的收入将在后续几个季度环比增长。维持对该公司 2025 财年收入 / 净利润分别为 321 / 51 亿元人民币的预测, 这意味着同比增长 25%/53%。公司仍是我们首选标的之一, 重申“买入”评级, 目标价维持 176 元人民币不变。  
[\(链接\)](#)

- **百胜中国(9987 HK, 买入, 目标价: 418.25 港元) - 1 季度销售低于预期, 我们对 25 年看法较为审慎**  
 25 年 1 季度销售低于预期, 净利润则符合预期。25 年 1 季度销售同比增长 1% 至 30 亿美元, 低于市场/招银国际预期 4%/5% , 主要因日历天数减少、临时和永久关店增多及加盟店开设超预期 (尤其是必胜客) 。同店销售增长持平, 净利润同比增长 2%至 2.92 亿美元, 基本符合预期。营业利润率 13.4% , 高

于去年同期的 12.6%，餐厅层面利润率 18.6%（KFC 21.1%，必胜客 16.0%），均有改善。这得益于优于预期的毛利率（70.7%），但人工成本和管理费用也高于预期，主要因配送费用提升及关店相关减值。

25 年 2 季度展望有望好于 1 季度，但我们转趋审慎。管理层表示 2025 年 4 月的表现符合预期，但也提醒 2024 年 6 月的高基数风险。一方面，25 年 1 季度的一些负面因素（如日历天数减少和临时关店）将不再持续，但其他因素（如超预期的关店和加盟店比例上升）仍会影响 25 年 2 季度。因此，预计 25 年 2 季度系统销售增速将加快，但幅度有限（约在 5%，1 季度为 1%）。

25 财年全年指引维持不变。公司仍维持目标：1) 中单位数（4%-6%）系统销售增长，2) 原材料价格仍然较有利（食品成本占销售约 31%-32%），3) 工资或低至中单位数上涨（特别是外送员和配送费用），4) 核心营业利润率持平或略有提升（KFC/必胜客则为持平/提升）。

百胜中国市占率持续提升，但部分负面因素被低估。公司在 25 年 1 季度通过销量和外送销售快速增长，市占率进一步提升。KFC 方面，主要动力包括 K-coffee 业务扩张、外送销售增长（配送费下降、价格带拓宽后，小单增多）、产品创新（如新品辣味原味鸡）。必胜客则包括 WOW 门店推进（资本开支较普通店低 50%）、新菜单（高性价比产品，50 元以下披萨销量持续增长）、品类扩展（如汉堡、意粉、米饭等）。但我们的确低估了加盟店比例提升、小型门店增加及关店数量上升的负面影响，因此将 25 财年到 27 财年净利润的预测下调 5%-14%。

25 财年新开店目标不变，但我们的预测变得更审慎。管理层仍计划 25 财年全年净增 1,600-1,800 家新店，但我们将模型预测由 1,800 以上下调至约 1,700 家，因为 1 季度开店步伐放慢且关店数增加。同时，直营/加盟店比例假设也有所调整（25 年 1 季度新店中加盟店占 41%，高于全年指引）。K-coffee 门店目标由 1,300 家上调至 1,500 家，因咖啡产品销售增长超 20%，对同店增长有正面贡献，明星产品如苏打浓缩咖啡非常热销，公司亦推出更多高端及茶饮产品。

维持买入评级，下调目标价至 418.25 港元。新目标价基于 20 倍 25 年预测市盈率（原为 22 倍，五年均值为 25 倍）。我们下调 25/26/27 财年年净利润预测 5%/8%/14%，以反映销售增速放缓和利息收入减少（尽管毛利率提升）。现价估值为 17.5 倍 2025 年预测市盈率，吸引力一般，但考虑到公司大规模的资本回馈（约占市值 9%），仍维持买入。（[链接](#)）

#### ■ 中国人寿 (2628 HK, 买入, 目标价: 20 港元) - 保险服务业绩驱动盈利超预期

中国人寿公布 1Q25 业绩，净利润和净资产增长超出预期。归母净利润同比提升 39.5%至 288 亿元，主要由保险服务业绩快速增长驱动。保险服务业绩同比提升 124%至 259 亿元，贡献税前利润达 80%，主要得益于保险服务费用(ISE)同比下降 33%驱动。保险服务费用下行，主要因健康险赔付率改善及 1Q25 利率上行对分红险 CSM 释放提升的波动影响。我们预计健康险赔付改善有望持续，但利率在 4 月再次下行，可能导致分红险保险服务费用在 1Q25 降幅基础上出现一定回补。

寿险新业务价值(NBV)可比口径下小幅提升 4.8%，略低于同业，新单保费同比下降 4.5%，隐含价值率小幅提升。产品结构改善明显，其中浮动收益型业务首年期交保费占首年期交保费比例达 51.72%，较 24 年同期大幅增长，有望带动负债端资金成本率较快下行。代理人队伍规模边际回落，个险销售人力为 59.6 万，环比降 3.1%。我们预计 25 年 NBV 增速为 14%，新业务价值率持续改善。

投资层面，1Q25 债券市场利率回升，但 A 股权益市场小幅震荡；交易类债券的公允价值波动或干扰公司投资业绩。1Q25 公司年化总投资收益率和净投资收益率为 2.75%/2.60%，同比下降 0.48pct/0.22pct。投资服务业绩下滑 50% 至 80.7 亿元，贡献税前利润 24.8%，对比 1Q24 贡献 60.1% 明显回落。净资产环比增长 4.5%，主要得益于资产负债有效久期差进一步改善，1Q25 公司资产负债有效久期差缩短至 1.5 年(目前行业最优)，同时因负债准备金评估折现率采用即期利率，面对 1Q25 利率上行，公司资负匹配表现良好。

估值：公司当前公司股价交易于 0.24x FY25E P/EV, 0.65 倍 FY25E P/B，看好公司持续收窄的资负久期差和对存量业务的主动管理，利好在利率波动环境下净资产增长和新业务价值率改善。我们维持目标价 20 港元，对应 0.4 倍 FY25E P/EV。 ([链接](#))

#### ■ 友邦(1299 HK, 买入, 目标价: 89 港元) – 新业务价值增长稳健, 16 亿美元回购计划完成时间快于预期

友邦保险公布一季度营运业绩，集团新业务价值(VONB)同比增长 13%(固定汇率口径)至 15 亿美元，在去年同期高增长基数下(+31%)保持稳健，得益于 NBV 价值率改善，同比增长 3 个百分点至 57.5%，和年化新单保费(ANP)同比增长 7% 的共同驱动。新业务价值率较快提升，反映公司负债产品结构显著改善，1-2 月分红型长期储蓄险贡献该类产品的的新业务价值>80%。公司首次公布季度新业务合同服务边际(NB CSM)增速，同比增长 16%，快于新业务价值增速(13%)，体现公司未来新业务的财务收入增长垫保持丰厚，并有望带动合同服务边际(CSM)释放，利好集团营运价值增长。渠道层面，代理人 VONB 同比增长 21% 至 12.2 亿美元(占比 75%)，预计泰国和香港市场贡献较大；银保和经代渠道新业务价值同比增长 2%，主要受中国银保和香港经代渠道在行业监管趋严和竞争加剧的背景下增长放缓的影响。若剔除中国银保渠道的考量，银保 VONB 同比增长 21%。

分地区看，友邦中国 VONB 增速可比口径下增长 8%，实际口径下下降 7%，主要受去年底经济假设调整的影响(长期投资收益率和风险贴现率下降 80bps)和分红险销售增长影响价值率，1Q25 中国新业务率维持>50%，但预计较去年小幅回落；友邦香港 VONB 同比增长 16%，本地和 MCV 增长保持均衡；友邦泰国 VONB 同比快速上行，主要受当地监管对个人医疗健康险保费共同支付政策出台(3.20 起实施)的影响，客户加大对原有个人医疗健康险产品购买所带动新单保费和 VONB 上行。马来西亚银保 VONB 增长强劲，但受个险代理人招募节奏放缓影响，拖累个险 NBV 上行，预计该市场 VONB 增速为中单位数。我们维持对集团全年 VONB 增速在 mid-teens 的预测，并期待内地新展业市场在 2025 年的快速发展。

回购计划完成时间提前，市场期待中期股东回报更新。公司 4 月 11 日更新 16 亿美元回购计划完成时间至 3 个月，超出此前于年内完成回购的预期，有望于 7 月底(中期业绩披露前)完成全额回购。我们统计自 4 月 14 日计划执行

开始，目前已回购 2.81 亿美元，占比 18%，平均每日回购金额 2,800 万美元，占公司 30 天日均成交额(ADT) 8.7%，较此前 120 亿美元的日均回购率略有提升，预计在 5-7 月公司回购进程将明显加快。对于投资人关注的新一轮回购计划，我们保持相对审慎，主要因公司资本管理决策主要基于产生自由盈余净额(net FSG)，已反映 16 亿美元回购和股息增长指引；新资本回报提出将降低集团自由盈余，导致股东资本回报率(SCR)进一步下行 (2024: pro-forma SCR: 223%)。我们预计 FY25 公司股东回报率(TSR)为 6.2%，包括 3.3% 股息率和 2.9% 回购回报率。

维持“买入”评级，目标价 89.0 港元，对应 1.6 倍 FY25E P/EV，当前股价交易于 1.05 倍 FY25E P/EV 和 1.65 倍 P/B，估值位于历史底部区间，上行空间较大。 ([链接](#))

■ **小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: 59.99 港元) : 1Q25 业绩预览: 智能手机领跑, IoT/汽车板块稳健增长, 上调目标价至 59.99 港元**

小米预计将在 5 月下旬公布 1Q25 业绩，我们预计公司将再次交出一份强劲的季度成绩，1Q25 收入/经调整净利润将同比增长 43%/50%至 1,071 亿元/99.2 亿元人民币，较市场一致预期高出 0%/32%，主要受益于：智能手机市场份额显著提升（重回中国市场第一）；IoT 与家电业务受益于中国补贴政策推动；各业务板块毛利率保持稳健。展望 2025 财年，我们维持积极看法，1) 智能手机业务：预计将持续从苹果/三星手中夺取全球份额，并在拉美、欧洲、中东非及东南亚市场扩张；2) IoT 业务：中国补贴持续发力，AI 智能眼镜创新产品发布，海外拓展加速；3) 智能电动汽车：SU7 订单积压强劲，SUV 车型 YU7 具备上行潜力，盈利能力持续改善。我们将 FY25–27E 净利润预测上调 3–5%，以反映更优产品结构与更强运营杠杆。维持“买入”评级，上调 SOTP 目标价至 59.99 港元，对应 FY25E 市盈率 36.1 倍。关键催化剂：1Q25 业绩发布，SUV YU7 与 AI 眼镜新品发布，电动车订单与盈利能力更新 ([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     | 目标价    | 上行/下行 | 市盈率(倍) |       | 市净率(倍) | ROE(%) | 股息率  |
|------------|-----------|---------|----|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|------|
|            |           |         |    | (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 | 16.36  | 23.00  | 41%   | 11.3   | 10.4  | 1.5    | 15.7   | 3.0% |
| 小鹏汽车       | XPEV US   | 汽车      | 买入 | 18.67  | 28.00  | 50%   | N/A    | N/A   | 0.7    | N/A    | 0.0% |
| 中联重科       | 1157 HK   | 装备制造    | 买入 | 5.59   | 7.40   | 32%   | 11.0   | 9.8   | 0.8    | 7.2    | 6.8% |
| 安踏体育       | 2020 HK   | 可选消费    | 买入 | 91.95  | 119.08 | 30%   | 19.7   | 17.0  | 3.4    | 20.8   | 2.8% |
| 瑞幸咖啡       | LKNCY US  | 可选消费    | 买入 | 33.50  | 40.61  | 21%   | 19.1   | 16.1  | 1.3    | 29.4   | 0.5% |
| 百胜中国       | 9987 HK   | 可选消费    | 买入 | 362.60 | 484.83 | 34%   | 128.6  | 117.7 | 21.8   | 14.4   | 0.3% |
| 珀莱雅        | 603605 CH | 必选消费    | 买入 | 95.50  | 133.86 | 40%   | 4.9    | 18.1  | 5.5    | 31.0   | 1.6% |
| 华润饮料       | 2460 HK   | 必选消费    | 买入 | 13.88  | 18.61  | 34%   | 0.6    | 0.7   | 2.4    | 17.2   | 3.1% |
| 百济神州       | ONC US    | 医疗      | 买入 | 255.64 | 359.47 | 41%   | 207.8  | 39.3  | 8.1    | N/A    | 0.0% |
| 信达生物       | 1801 HK   | 医疗      | 买入 | 53.75  | 61.71  | 15%   | 199.1  | 116.8 | 6.2    | 3.2    | 0.0% |
| 中国财险       | 2328 HK   | 保险      | 买入 | 14.30  | 15.80  | 10%   | 8.8    | 8.1   | 1.1    | 13.4   | 4.4% |
| 阿里巴巴       | BABA US   | 互联网     | 买入 | 120.53 | 157.00 | 30%   | 1.8    | 1.6   | 0.3    | 11.8   | 4.4% |
| 腾讯         | 700 HK    | 互联网     | 买入 | 477.20 | 625.00 | 31%   | 18.3   | 16.9  | 3.6    | 19.4   | 1.0% |
| 快手         | 1024 HK   | 互联网     | 买入 | 51.60  | 80.00  | 55%   | 11.0   | 9.4   | 2.6    | 24.7   | 0.0% |
| 携程         | TCOM US   | 互联网     | 买入 | 59.38  | 70.00  | 18%   | 2.4    | 2.2   | 0.3    | 10.3   | 1.3% |
| 绿城服务       | 2869 HK   | 房地产     | 买入 | 4.44   | 6.13   | 38%   | 16.4   | 13.9  | 1.6    | 11.4   | 4.7% |
| 小米集团       | 1810 HK   | 科技      | 买入 | 49.95  | 59.99  | 20%   | 32.6   | 26.9  | 5.2    | 15.9   | 0.0% |
| 比亚迪电子      | 285 HK    | 科技      | 买入 | 32.30  | 43.22  | 34%   | 12.2   | 9.9   | 1.8    | 15.9   | 2.3% |
| 北方华创       | 002371 CH | 半导体     | 买入 | 450.96 | 512.00 | 14%   | 31.8   | 24.2  | 6.4    | 28.8   | 0.4% |
| 贝克微        | 2149 HK   | 半导体     | 买入 | 47.75  | 69.50  | 46%   | 10.1   | 7.9   | N/A    | 19.5   | 0.0% |
| 韦尔股份       | 603501 CH | 半导体     | 买入 | 131.58 | 176.00 | 34%   | 30.7   | 24.1  | 5.6    | 19.7   | 0.4% |
| Salesforce | CRM US    | 软件&IT服务 | 买入 | 269.33 | 388.00 | 44%   | 23.8   | 21.4  | 4.2    | 11.1   | 0.6% |

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 4 月 30 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。