

每日投资策略

行业/公司点评

全球市场观察

- A股4月开门红，上证指数涨1.46%，创业板指涨1.96%，成交额升至2.01万亿元。受美伊和谈提振，AI硬件、创新药、游戏与酒店餐饮领涨，煤炭、油气和部分电力板块偏弱。港股同步反弹，恒指涨2.04%，恒生科技指数涨2.29%，AI应用、存储芯片、医药和航空股表现突出，但油气相关板块回落。南向资金则逢反弹净卖出126.94亿港元，短线情绪仍偏谨慎。宏观方面，3月财新制造业PMI录得50.8，小幅放缓但连续四个月处于扩张区间。投入品价格升至2022年3月以来高位、供应链压力也明显升温。人民币整体偏强，纽约尾盘美元兑离岸人民币升值至6.8774。
- 同样受美伊冲突降温提振，日韩及欧洲市场明显反弹。日本股市大涨逾5%，韩国股市跳升约8%，韩国出口和制造业数据也提供了基本面支撑。欧洲方面，STOXX 600上涨2.5%，创近一年最强涨幅之一，银行和军工领涨，航空股则受油价回落提振，但市场对霍尔木兹海峡供应风险和欧洲输入型通胀的担忧并未完全消散。
- 美股连续第二个交易日上涨，标普500涨0.72%，纳指涨1.16%，道指涨0.48%。科技和芯片板块继续领跑，费城半导体指数涨2.82%。不过午后因美国或增派A-10攻击机赴中东的消息，主要股指涨幅有所收窄。整体看，市场仍在交易“冲突接近尾声”的预期，但对后续局势反复保持戒心。
- 美债收益率走出V形反弹，10年期美债收益率收于4.32%，2年期收于3.8%，反映盘中避险买盘在强于预期的美国数据后被部分逆转。美国3月ADP就业增加6.2万人，高于市场预期；ISM制造业PMI升至52.7，为2022年8月以来最高，但支付价格分项升至78.3、供应商交付分项升至58.9，显示能源与供应链扰动正重新推升通胀压力。就业韧性叠加通胀反弹，意味着联储短期内仍难轻易转向。
- 大宗商品主线转向“油跌金涨”。由于美伊冲突可能降温，布伦特6月原油跌2.70%至101.16美元/桶，但绝对价格仍处高位，说明供应风险尚未真正解除。黄金则连续第四个交易日上涨，现货黄金涨1.91%一度逼近4,800美元；美元指数则连续第二日下跌至99.634。

行业点评

- 中国保险行业（优于大市）- 寿险开门红维持双位数增长，财险车险保费连续两月下滑
 2026年1-2月，保险业原保险保费收入1.64万亿元，同比增长8.4%；2月单月保费收入同比增长0.8%（1月：+11.6%），部分受春节假期因素扰动的影响（2月工作日16天）。1-2月人身险行业保费收入达1.4万亿元，同比增长10.2%；财产险行业保费收入2,405亿元，同比下降1.4%。人身险与财

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,294	2.04	-1.31
恒生国企	8,505	1.56	-4.59
恒生科技	4,756	2.29	-13.77
上证综指	3,949	1.46	-0.51
深证综指	2,577	1.65	1.83
深圳创业板	3,248	1.96	1.38
美国道琼斯	46,566	0.48	-3.12
美国标普500	6,575	0.72	-3.95
美国纳斯达克	21,841	1.16	-6.03
德国DAX	23,299	2.73	-4.87
法国CAC	7,981	2.10	-2.06
英国富时100	10,365	1.85	4.36
日本日经225	53,740	5.24	6.75
澳洲ASX 200	8,672	2.24	-0.49
台湾加权	33,175	4.58	14.54

资料来源: 彭博

港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	51,545	2.04	5.34
恒生工商业	13,033	2.05	-6.09
恒生地产	19,993	2.68	13.84
恒生公用事业	39,890	0.84	4.90

资料来源: 彭博

险保费增速分化，主要因 1) 寿险“开门红”在保险储蓄需求旺盛下增势良好；2) 车险受乘用车销量下滑影响导致承保需求放缓。

行业前两个月呈现三大趋势：

- 1) 存款搬家趋势下，居民保险储蓄需求旺盛，推动 1-2 月寿险保费实现双位数增长 (+10.9%)；
- 2) 车险保费连续两个月下滑 (1/2 月: -0.8%/-1.1%)，主要受国内乘用车和新能源新车销量下滑的影响 (-10.7%/-6.9%)；同时非车险保费增速环比走弱；
- 3) 健康险成为支撑财险非车保费增长的最大驱动力，1-2 月财险健康险保费同比 +20.5%，体现在医保商保合作深化背景下，商业健康险发展具备长期的增长潜力。

展望 2026 年，我们预计分红险转型进一步深化，分红险新单保费占比有望在 2025 年 50% 的基础上进一步提升；银保新业务价值仍将是险企 NBV 增长的重要驱动力。财产险方面，伴随非车险“见费出单”落地执行，非车综合成本率有望大幅改善，但短期或对部分险种保费增长带来扰动。近期板块股价波动或更多受交易情绪而非基本面影响，上市险企盈利改善及业绩兑现为估值修复带来支撑。维持行业“优于大市”评级。当前板块交易于 0.26 倍-0.61 倍 FY26E P/EV 和 0.58 倍-1.06 倍 FY26E P/B，股息率 3.1%-6.5%。推荐买入中国平安(2318 HK, 买入, 目标价: 90 港元)，国寿(2628 HK, 买入, 目标价: 33 港元)和友邦保险(1299 HK, 买入, 目标价: 112 港元)。([链接](#))

公司点评

■ 美东汽车 (1268 HK, 买入, 目标价: 2.2 港元) - 2H25 新车毛利回暖叠加鸿蒙新店, 有望推动 FY26-27 盈利增长

2H25 业绩略超预期，主要因新车毛利率改善：美东汽车 2H25 收入同比下降 14%，较我们此前预测低 6%，主要因新车售价及汽车金融佣金低于预期。2H25 毛利率环比上升 2.1 个百分点至 6.8%，较我们预测高约 2.3 个百分点，主因新车毛利率环比改善 9.8 个百分点至 -1.0%。销管费用及财务成本基本符合我们预期，因此 2H25 实现净利润 6,000 万元，较我们此前预测高约 8,000 万元。

2026 年展望：尽管不确定性仍存，我们预计经销商 2026 年新车毛利率将同比小幅改善，因多数外资豪华品牌对销量和定价的目标更为务实。美东的改善可能更为明显，因其通过运营努力，使新车毛利率（不含汽车金融及保险佣金）环比改善幅度好于同行。我们预计 2026 年新车毛利率同比扩大 2 个百分点至 -3.8%，因此尽管收入预计同比下降 9%，2026 年毛利润将大致持平。得益于摊销及财务成本下降，我们预计 2026 年净利润将达到 1.46 亿元。

2027 年展望：我们预计 2027 年新增鸿蒙智行门店将遏制收入下滑。同时，受益于鸿蒙智行的贡献以及保时捷、宝马及雷克萨斯全国门店数量减少，我们预计 2027 年新车毛利率将同比小幅改善至 -2.1%。我们预计整体毛利率将上升 1.2 个百分点至 7.5%，净利率将扩大 1 个百分点至 1.8%，净利润增至 3.28 亿元。维持买入评级，目标价下调至 2.2 港元，仍基于 8x FY27E P/E。

([链接](#))

■ 三一国际(631 HK, 买入, 目标价: 19.5 港元) - 多重增长动力

三一国际税后利润(含少数股东权益)为 17.8 亿元人民币,符合此前预告的利润区间(16 亿元至 18.5 亿元人民币)。扣除一次性的减值损失后,调整后归属于母公司股东的净利润为 18.5 亿元人民币,与去年同期持平。在业绩电话会议上,管理层提到大型矿用卡车、微电网和锂电是未来几年的主要增长领域。我们将 2026 年盈利预测下调 6%,但主要是由于我们下调掘进机销量假设(国内煤炭开采相关)。我们继续看好三一国际通过持续业务多元化实现增长的策略。维持“买入”评级,目标价为 19.5 港元(此前为 20.6 港元),基于 2026 年预期市盈率维持在 20 倍不变(相当于 2017 年以来的峰值水平,反映了大宗商品价格上涨周期带来的盈利可见性提升)。(链接)

■ 固生堂(2273 HK, 买入, 目标价: 39 港元) - 26 年有望重回加速增长通道

固生堂公布 25 年度业绩,收入同比增长 7.5%至 32.5 亿元,经调整净利润同比增长 0.6%至 4.0 亿元。公司的收入/经调整净利润分别比我们的预期低 3.4%/ 10.2%。25 年固生堂的线下门诊人次同比仍稳健增长 12.8%,主要来自同店人次同比增长 10.0%;客单价受到宏观经济的影响同比下降 3.2%,但 2H25 相比 1H25 已经大体企稳(环比仅下降 1.1%)。管理层目标 26 年收入同比增长 15%。

门店网络与医生资源双扩张,海内外布局齐头并进。截至 25 年底固生堂在境内及新加坡门店总数已达 101 家。25 年公司新增 22 家门店,延续了 24 年新增 21 家的快速扩张势头。管理层表示目前国内市场并购标的 PS 估值低于 1 倍,为公司的收购提供了良好窗口期,公司将利用这一窗口收购合适的区域龙头。新加坡市场 25 年收入同比大增 228%,通过“自建+共建+并购”策略实现规模化布局,截至年底拥有 15 家线下门店。24 年收购的宝中堂门店 25 年业绩大幅提升,单店月营收接近 100 万元,应回诊率达 45.6%,达到国内门店第一梯队水平,宝中堂的运营表现证明了固生堂业务模式在新加坡的初步落地。公司持续丰富其网络内的医生资源,截至 25 年底医生总数达 43,220 人(+7.4% YoY),其中线下医生 7,443 人(+23.0% YoY),新增医生创造收入 2.2 亿元(+44.6% YoY),将是公司 26 年业绩增长的引擎之一。

多维度举措改善客单价。1) 自主定价产品持续发力。截至 25 年底公司累计有 19 款院内制剂获得药监局备案,其中 3 款通过新加坡卫生科学局认证,25 年院内制剂收入同比大增 226.5%,推动自主定价产品收入同比增长 73.1%。2) 发掘消费医疗业务潜力。公司在 25 年推出护士治疗、中医美颜手法、美颜针灸及纯中药美颜面膜等消费医疗业务,其中护士治疗收入同比增长 64.9%。3) 国内市场聚焦北上广核心市场。管理层表示未来将加大在北上广等核心城市的布局,以更好的利用高能级城市消费者较高的医疗消费能力。4) 国际化布局。新加坡市场诊疗客单价约 1,500 元,约为国内市场三倍,且客户粘性高,海外业务占比扩大也将带动整体客单价上行。

将持续大力度回馈股东。25 年固生堂耗资 4.7 亿港元合计回购 1,571 万股(累计注销 1,175 万股),有效增厚股东 EPS。此外,公司全年累计分红 2.13 亿元,分红率高达 60.5%,分红和回购金额合计相当于当前市值的~11.5%。公司创始人同样在年内耗资 2,354 万港元增持公司股份,表明对公司长期发展

的信心。管理层表示未来几年均将维持 50%以上分红比例，并将积极进行股份回购和注销，以持续回馈股东。

维持买入评级。考虑到宏观经济环境的影响，我们下调固生堂的业绩预测，预计公司 2026E/ 27E/ 28E 的收入增速为 14.2%/ 16.0%/ 18.0%，经调整净利润增速为 11.0%/ 14.7%/ 17.4%。因此，我们将基于 DCF 的目标价从 44.95 港元下调至 39.00 港元 (WACC: 10.2%，永续增长率: 3.0%，均不变)。目前股价对应 12.7x 的 26 年经调整 PE。 ([链接](#))

■ 翰森制药 (3692 HK, 买入, 目标价: 46.41 港元) - 2025 年销售强劲, BD 动能持续

翰森制药 2025 年业绩表现强劲，总收入达 150.3 亿元 (同比+22.6%)，归母净利润 55.6 亿元 (同比+27.1%)。剔除合作收入后，创新药销售额大增 29.5%至 102.4 亿元，成功超越管理层设定的百亿目标。公司运营效率显著提升，销售及管理费用率 (SG&A, 相对于产品销售收入) 降至 36.7% (2024 年为 42.2%)。同时，研发投入增长 24.3%至 33.6 亿元。随着 2026 年近 20 项三期临床的推进，公司将持续加大研发投入，亦将为公司带来可持续的 BD 收入。

全球对外授权常态化。2025 年，公司录得 BD 收入 21.2 亿元，主要来自默沙东和葛兰素史克的付款。自 2023 年底以来，公司已成功将多款资产授权出海，包括 B7-H3/B7-H4 ADC (GSK)、口服 GLP-1 (默沙东)、GLP-1/GIP (再生元) 及 CDH17 ADC (罗氏)。2025 年另有 8 款新药 (含 BTK、EGFR/c-Met ADC 等) 进入临床，对外授权已成为公司经常性的利润中心。

创新管线快速推进。核心后期资产正与合作伙伴加速推进。HS-20093 (B7-H3 ADC) 正开展二线小细胞肺癌全球/中国三期及骨肉瘤中国三期临床，预计 2026 年国内申报上市；近期还启动了经治非鳞非小细胞肺癌的中国三期。HS-20089 (B7-H4 ADC) 已进入中国卵巢癌三期，GSK 也注册了两项全球三期研究。代谢领域，默沙东将 HS-10535 (口服 GLP-1) 推进至肥胖症临床试验，HS-20094 (GLP-1/GIP) 正在中国进行肥胖症三期临床，同时再生元在美国进行二期研究。

阿美替尼适应症扩展驱动增长。核心产品阿美替尼凭借一线市场份额的提升及新适应症获批，销售持续强劲。2026 年初，其用于局部晚期 EGFR 突变 NSCLC 辅助及维持治疗新增纳入国家医保，成为首个获批该设定的国产 EGFR-TKI；其联合化疗的一线疗法也于近期获批。此外，2026 年 2 月公司提交了阿美替尼联合 c-Met 抑制剂用于二线治疗的上市申请，联合双抗的一线三期临床也在进行中，将进一步支撑其商业化上升空间。

维持“买入”评级。我们预计翰森 2026/2027 年的收入将分别同比增长 11.1%/5.6%，净利润分别增长 3.6%/1.8%。基于强劲的产品销售预期，我们将目标价从 45.26 港元上调至 46.41 港元，维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ 迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 204.54 元) - 海外保持韧性, 国内有望在 2026 年触底回升

迈瑞医疗公布 2025 年营业收入为 333 亿元人民币 (同比下降 9.4%)，归母净利润为 81 亿元人民币 (同比下降 30.3%)，分别低于我们的预期 2%和 12%。国内业务疲软是主要的拖累因素，这主要归因于国内医院预算收紧以

及 IVD 市场面临的政策压力。2025 年归母净利润率同比下降 7.3 个百分点，反映了国内价格压力、汇兑损失以及海外销售费用的增加。展望未来，我们预计国内业务有望在 2026 年触底回升，而海外业务仍将是核心增长驱动力。凭借具有韧性的海外增长、IVD 市场份额的持续提升以及新兴业务的快速放量，我们认为迈瑞依然具备实现长期复苏的良好条件。然而，鉴于化学发光集采的落地执行、汇率波动以及有效税率的上升，利润率压力可能仍将持续。

海外业务保持韧性，欧洲市场表现亮眼。2025 年海外收入同比增长 7.4% 至 177 亿元人民币，占总收入的 53%。在通胀、地缘政治冲突以及发展中国家采购延迟的背景下，海外业务增速有所放缓。尽管如此，得益于迈瑞不断深化的本地化布局和数智化解决方案，有效缓解了当地劳动力短缺问题，欧洲市场实现了 17% 的强劲同比增长。随着迈瑞进一步深化本地化运营并不断拓展高端客户群，我们预计海外业务增速将在 2026 年重新加速。

预计国内业务将在 2026 年触底回升。受医院采购预算缩减、DRG/DIP 和集采等持续政策的影响，2025 年国内收入同比下降 23.0% 至 156 亿元人民币。尽管面临上述短期逆风，我们依然看好迈瑞的国内 IVD 业务。公司在该领域持续推进聚焦头部医院和大样本量客户的“双大”战略。2025 年，来自这类核心客户的收入同比增长近 20%，占国内 IVD 试剂收入的 45%。在体外诊断市场份额持续提升以及新兴业务收入占比不断扩大的支撑下，我们预计国内业务将在 2026 年恢复正增长。

新兴业务正成为下一增长引擎。新兴业务收入同比增长 38.9% 至 54 亿元人民币，占总收入比重达到 16%，成为迈瑞增速最快的业务板块。该板块包括微创介入（惠泰医疗）、微创外科以及动物医疗。我们认为，人口老龄化、微创手术的普及应用以及宠物医疗市场的增长将驱动该板块的长期发展。随着产品管线的日益丰富，我们相信这些业务有望成为公司长期发展的重要增长引擎。

维持“买入”评级。鉴于 2025 年盈利低于预期，我们将 2026E 的营业收入/盈利预测分别下调 6%/23%，并基于 9 年期 DCF 估值模型（WACC: 9.1%，永续增长率: 3.0%，维持不变），将目标价调整为 204.54 元人民币。（[链接](#)）

■ 华润万象生活 (1209 HK, 买入, 目标价: 53.58 港元) - 商管顺势而为, 物管提质增效

华润万象生活 FY25 收入同比增长 5.1% 至 180 亿元，较彭博一致预期低 2%，但符合招银国际预测。物管板块收入同比持平，主要受增值服务业务拖累；商管板块收入同比增长 10%，增速较 FY24 的 21% 有所放缓，主要因购物中心业务基数较高。净利润同比增长 10.3% 至 40 亿元，主要得益于基础物业管理毛利率稳定、购物中心毛利率提升以及销管费用率下降等，系公司通过数字化、退出低质项目和跨业务协同实现。员工总数减少 10% 也印证了上述增效努力。我们将目标价微调 0.7% 至 53.58 港元，以反映盈利预测调整，新目标价对应 25 倍 2026 年预测市盈率（不变）。考虑到公司对住宅业务的依赖度降低、卓越的购物中心运营能力、100% 的派息比例，以及其因服务型消费主题而同时吸引物业和消费投资者的特性，我们维持“买入”评级，并视其为物业管理行业的首选。风险：1) 宏观经济发展弱于预期；2) 三方拓展慢于预期；3) 增值服务增长慢于预期等。

FY26 指引超预期。公司给出了 FY26 收入和核心净利润均实现双位数增长的指引，超出我们的预期，因为多数同业因经济不确定性较高而未提供 FY26 量化指引。这反映了公司对其相对运营优势（尤其在商管板块）的信心。我们对商管板块增长持乐观态度，预计 FY26-28E 收入增长 10-12%；但对物管板块持谨慎态度，预计在日益激烈的第三方拓展竞争下，FY26-28E 收入增长为 5-6%

新五年规划启示。公司计划在“十五五”期间新增 100 个第三方拓展购物中心（年均 20 个，过去三年年均 12 个）。然而，公司预计购物中心零售额同店增速仅将跑赢社零增速（过去两年 3-5% 区间），远低于 FY25 的 12.2%，并预计 FY26E 实现高单位数增长。我们认为：1) 新增 100 个购物中心的目标并不激进，而是顺应行业趋势，基于公司将存量改造视为行业主题的判断。基于公司对存量改造将成为商场行业主题的认知，我们看到新增商业用地大幅减少，优质化项目供给减少，同质化竞争激烈，故提升存量项目盈利能力的需求，会推动轻资产运营渗透率不断提高。2) 公司对同店增速的保守预期，以及对 FY26E 中高单位数增长的展望，意味着公司预期增长逐步放缓，背后影射了公司认为“十五五”期间消费将回归理性、增速将逐步放缓的判断。

[\(链接\)](#)

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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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的研究报告。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。