

每日投资策略

行业及公司点评

行业点评

■ 中国保险行业 - 2023 年人身险保费实现近三年来首次双位数增长，财险保费增速放缓主要受非车增长拖累

回顾 2023 年，居民端强劲的储蓄需求，以及储蓄型保险相较于其他投资竞品在投资收益和刚性兑付上的显著优势，共同推动全年人身险原保险保费收入同比增长 10.2%至 3.54 万亿元，是近三年来首次突破双位数正增长；其中寿险原保险保费收入同比+12.8%至 2.76 万亿元，主要受二、三季度增额终身寿产品“炒停售”的驱动。整体行业层面来看，2023 年全年人身险行业的原保险保费收入增速（+10.2%）高于保险全行业的保费收入增速（+9.1%），高于财险行业的原保险保费收入增速（+6.7%）。

具体来看，12 月各险企月度保费数据分化。国寿（2628 HK）和太保寿险（2601 HK）是唯一两家实现 12 月单月原保险保费收入增速扭负为正的险企，同比分别+13.0%/+16.7%（对比 11 月同比-1.2%/-19.0%），远超出寿险行业 12 月单月原保险保费收入增速+1.1%的水平。平安寿险（2318 HK）/新华（1336 HK）/人保寿险（1339 HK）12 月单月保费维持下行趋势，同比-1.6%/-2.9%/-16.4%。我们认为在年末最后一个月，各险企单月保费收入增速的分化体现了各家在 23 年收官策略上的不同安排，国寿得益于稳定的代理人队伍，公司代理人规模自三季度已基本企稳至 66.1 万人，和早于同业对 2024 年开门红在产品 and 人员培训布局上的准备。太保得益于去年同期的较低基数以及长航转型，大幅提升公司内外勤队伍的营运效率。从 1 月开门红的情况来看，个险成为各家险企开门红收入贡献的重要渠道，银保和经代渠道的保费收入在“报行合一”的监管下仍相对承压。

我们预计 1Q24 上市险企的寿险新单保费有望实现低双位数增长，支撑寿险新业务价值实现中高单位数增速。从目前开门红销售的产品看，增额终身寿和分红型年金险仍是主力产品。伴随央行进一步降准及国有大行目前 5 年期定存收益率仅 2%，我们认为寿险储蓄型产品，如增额终身寿，仍有望成为上半年行业新单保费及新业务价值增长的重要贡献来源。

财险方面，12 月单月财险行业原保险保费收入增速降至 3.3%，其中车险及非车板块单月保费收入增速较 11 月均有下滑，分别+3.8%/+2.2%，对比 11 月+5.6%/+6.3%。车险 12 月保费收入增速下滑主要受 12 月乘用车销量增速下滑的影响（12 月乘用车零售销量增速+9.1%，对比 11 月同比+26.0%）。非车板块增速显著下行主要受：1）头部险企主动压降高赔付业务，如责任险、企财险、信保险等导致保费收入明显下滑；2）意外险及健康险的需求恢复依旧缓慢。公司层面看，平安维持其车险承保的优势，12 月单月车险保费增速同比+6.2%，高于整体行业增速+3.8%；在财险老三家中，平安车险对整体非车板块的贡献占比最高，超过 70%，对比中国财险（2328 HK）和太保

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	15,510	-0.15	-9.02
恒生国企	5,217	-0.03	-9.55
恒生科技	3,039	-0.17	-19.27
上证综指	2,702	-1.02	-9.17
深证综指	1,433	-3.93	-22.02
深圳创业板	1,563	0.79	-17.38
美国道琼斯	38,380	-0.71	1.83
美国标普 500	4,943	-0.32	3.63
美国纳斯达克	15,598	-0.20	3.91
德国 DAX	16,904	-0.08	0.91
法国 CAC	7,590	-0.03	0.62
英国富时 100	7,613	-0.04	-1.56
日本日经 225	36,354	0.54	8.64
澳洲 ASX 200	7,626	-0.96	0.46
台湾加权	18,096	0.20	0.92

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	27,983	-0.05	-6.17
恒生工商业	8,260	-0.06	-10.54
恒生地产	15,530	-1.45	-15.26
恒生公用事业	32,650	-0.51	-0.68

资料来源: 彭博

沪港通及深港通上日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	31.54
深港通 (南下)	20.48
沪港通 (北上)	20.98
深港通 (北上)	0.78

资料来源: 彭博

的车险占比分别为 55%/54%。中国财险非车保费同比下行，且降幅自 10 月以来逐月扩大，主要受公司主动调结构的影响。太保在其车险及非车保费收入增速上均展现出韧性，我们认为这可能得益于太保财险相对更均衡的业务结构（车险/非车：54%/46%）。

我们看好中国财险（2328 HK），并将其纳入我们当前的板块首选，主要基于公司：1）新能源车险将领先行业实现承保盈利，增量业绩稳定性高；2）非车业务将首度实现承保盈利，个人意健险成为非车承保利润的主要贡献；同时车险竞争格局完善，利好公司作为头部险企实现“强者恒强”；3）逆周期、负 Beta 属性，使公司在经济下行周期下成为板块内不多得防御性标的。给予目标价 11.7 港元，对应 1.0 倍 FY24E 市净率。（[链接](#)）

■ 中国汽车行业 – 1 月份自主品牌的终端折扣继续环比扩大

1 月，我们测算外资品牌的综合折扣环比小幅收窄，自主品牌的平均折扣仍然环比扩大 0.6 个百分点，其在春节前的促销更加激进。通常情况下，伴随新车型的上市，行业的整体折扣会在春节后有所收窄，但是 2022-23 年并未如此，主要因为价格战的影响盖过了新车效应，我们预计今年或将延续过去两年的节奏，但是折扣放大的速度可能会慢于去年。

长城、吉利、比亚迪：长城 1 月虽然库存有所下降，但折扣环比扩大至历史新高。1 月长城几乎所有车型的折扣都有扩大，而主要的 PHEV 车型（枭龙、猛龙、坦克 400/500）折扣增长最快。1 月坦克 400 和 500 的 PHEV 合计销量 9,600 台，稍超预期，但坦克 300 的折扣已经扩大到超过 3%，主要因为车型老化和公司内部产品相互蚕食。随着越野车市场竞争加剧，我们预计今年坦克品牌的折扣会逐渐放大。吉利 1 月平均折扣环比有所扩大，符合我们的预期。我们测算吉利 1 月库存增加 2.5 万台。1 月银河 L6 和 L7 的折扣增加最多，银河 E8 刚上市便有 3% 的折扣。去年前 11 个月吉利的折扣都维持在 9% 以下，今年公司为了冲击 190 万的销量目标，终端折扣或继续增加。比亚迪 1 月折扣环比扩大至约 6%，达到其 4 年半以来的新高，但仍低于其他主要车企。1 月王朝网的折扣放大快于海洋网，特别是元 Pro 和汉 EV。虽然目前仰望和方程豹没有折扣，但我们预计今年比亚迪的平均折扣还会继续增长，降本将是维持盈利的关键。

广汽、宝马、奔驰：埃安 1 月折扣继续扩大至历史最高，我们预计埃安 1 月零售销量可能环比下滑超 40% 至 2.4 万台，考虑到较高的库存水平和疲软的订单情况，我们预计其 2 月的批发销量仍然面临挑战。广汽丰田和广汽本田的 1 月平均折扣环比小幅收窄，其主力轿车凯美瑞和雅阁的折扣有所减小。华晨宝马的 1 月折扣仍维持在 21% 的历史高位，虽然得益于 5 系的换代 1 月下半月折扣有小幅收窄，但我们预计这种折扣回收是暂时的。宝马今年在中国市场 20% 的新能源渗透率目标比较激进，可能会促使整体折扣继续放大。北京奔驰 1 月折扣继续放大至 18% 的历史新高，过去一年奔驰的折扣增速还是小于宝马的。12 月刚上市的新一代 E 级已经有 10% 的折扣，符合我们在此前报告中的预测。（[链接](#)）

公司点评

- **中国财险 (2328 HK, 买入, 目标价: 11.7 港元) - 23 年车险及非车综合成本率达成指引; 新能源车险及个人商业非车承保盈利, 贡献增量业绩稳定性。**

我们预计公司 2023 年车险及非车险的综合成本率分别为 96.9% 和 99.8%, 达成年初所制定的 97% 和 100% 的业绩指引。伴随 2H23 监管严控车险行业的费用投放及不正当竞争的行为, 以及去年 11 月由 8 家头部产险公司联合签署车险行业自律公约, 整体车险行业的费用率在四季度显著下行, 行业竞争更趋良性。相对应地, 我们预计公司的车险费用率在三季度见顶后, 于四季度下降, 全年费用率预计为 27.5%, 与 2022 年持平。赔付率受三季度大灾多发的影响于 2H23 呈上行趋势, 预计全年赔付率为 69.4% (对比 22 年: 68.1%)。展望 2024 年, 我们预计公司的承保利润有望同比提升 12%, 得益于: 1) 近 7% 的总保费增速和 2) 非车板块业务结构的持续优化。我们预计 2024 年公司的承保综合成本率有望小幅下降 0.1 个百分点至 98.0%。从车险及非车板块的细分来看, 具体有三大业务亮点值得关注:

1) 公司是目前行业中首家能实现新能源车险承保盈利的产险公司。从规模来看, 我们维持对公司中长期车险保费增速为 6% 左右看法; 其中, 新能源车险保费占总车险保费的比例于 1H23 达到 9.4%, 并将维持每年 3-4 个百分点的增长。我们预计 2023 年全年公司新能源车险保费占总车险保费的比例达 11% (对比 2022 年: 7.6%), 对应测算, 预计 2023 年公司新能源车的承保保费规模有望达到 320 亿元, 同比+55%。承保盈利方面, 我们认为公司车险的费用率全年呈“前高后低”的态势, 4Q23 有较大幅度下行; 赔付率自 3Q23 起受大灾的影响显著上行, 整体呈“前低后高”的发展轨迹。基于此, 我们预计公司全年车险的承保综合成本率为 96.9%, 其中赔付率 69.4%, 费用率 27.5% (旧会计准则 IFRS 4 下口径)。

2) 非车结构持续优化, 个人商业非车承保盈利, 带动非车综合成本率首年低于 100%。自 1H23 起公司主动压降高赔付法人业务的占比, 如责任险、企财险等, 持续调整非车业务结构, 扩大已实现承保盈利的个人商业非车, 主要为个人意健险的承保占比。根据我们渠道调研的结果看, 个人意健险的承保综合成本率在 2023 年有望达到低于 95% 的水平。截至 1H23 个人商业非车的保费占总非车险保费近 12%, 有望于年底提升至 20% 以上。此外, 近期监管对惠民保及鼓励医保和商保数据共享等政策的加持有望成为推动板块中长期发展的催化剂。

3) 有望实施浮动性分红政策, 进一步提升派息比以确保与往年相同的每股绝对股息收益。2020-2022 年公司平均派息比达近 40%, ROE 维持 13% 的水平, 股息率达 6%-7%。2023 年受资本市场波动及新会计准则的实施加大公司净利润波动的影响, 公司管理层考虑实施浮动性的分红政策, 即通过进一步提升派息比, 确保与去年相同金额的每股股息收益 (DPS)。该分红政策的最终落地仍需要得到财政部批准。鉴于公司股价相较于去年已有明显提升, 我们认为该项政策, 若最终实施, 对公司股息率的影响整体有限。

估值: 我们看好中国财险在经济下行周期下负 Beta 的属性, 主要基于财险逆周期的业务逻辑, 以及相较于寿险更加刚性的承保需求, 和资产端再投资风

险更小等优势。其作为财险行业的龙头，公司的市占率常年维持在行业 33% 左右的水平；截至 12 月底，超过平安和太保两家保费市占率的总和。公司目前股价交易于 0.8 倍 FY24E 市净率；基于 P/B-ROE 估值，我们给予公司目标价 11.7 港元，对应 1.0 倍 FY24E 市净率水平。（[链接](#)）

■ 雅诗兰黛（EL US，未评级）- 2Q 业绩超预期；指引微修确认拐点于下半年出现

公司公布了 2024 财年二季度的业绩，营收/净利润分别同比-7.4%/-21%，超一季度末公司给出的指引以及市场一致预期。财报公布后，股价盘前涨 17%。展望全年，营收增速指引继一季度末调整后基本维持；每股调整后净利小幅下调至 2.04-2.20 美元。利润率方面，作为“利润恢复计划”策略之一，集团最新宣布，计划于三季度起实施裁员约 3,000 个岗位（整体员工人数的 3-5%），并表示此举可带来营业利润累计改善 11-14 亿美元。更新的计划在执行时间和改善幅度上更有利于保障投资者当前的利益，公司曾预计，“利润恢复计划”将从 2025 财年起带来 8-10 亿美元的经营利润提升。不同于疫情前，中国内地及机场免税店在过去一年中持续拖累整体业绩，撇除这两部分，全球零售额二季度实现了中单位数的增长。管理层预计在下半财年中将看到这些业务恢复至同比正有机增长区间，并表示，亚洲旅游零售和内地高端领域仍有持续发展空间。（[链接](#)）

■ 九毛九（9922 HK，买入，目标价：7.05 港元）- 太二和山外面品牌对外开放加盟和合作门店模式

九毛九公司旗下的太二和山外面品牌正式引进加盟以及合作店的经营模式，我们认为是正面的，但更关键还是公司经营数据的改善。我们对于餐饮板块持中性观点，对于九毛九公司的看法仍然保守，不过我们认为其反弹空间不俗，目前估值较低（13 倍 24 财年预测市盈率），所以尽管股价尚未触底，但我们仍然会密切关注。

事件：太二品牌自 2024 年 2 月起对新疆、西藏、中国台湾、澳洲和新西兰，以及中国内地的交通枢纽开放加盟经营模式，而山外面品牌，则会自 2025 年 2 月起，正式对部份中国购物中心开放合作门店模式。

招银点评：正面，开店空间是存在的，但对销售和利润增速帮助并不显著。

1) 我们认为交通枢纽店的开店空间最为关键。首先中国约有 250 个以上的机场和 5000 个以上的火车站，参考肯德基的规模，我们估计后者有 500 家交通枢纽门店（门店数占比 5%，贡献高单位数占比的总销售额）。由于太二倾向于休闲餐饮（尽管也可推出更多外卖和类快餐的产品），但我们预计开店空间较少，约在 50 到 200 家。

2) 假设太二加盟店的年销售额约为 700 万人民币，并考虑收取加盟费（约 1%）和原材料进货费用（加盟商毛利率为 60%，而九毛九公司净利润率为 10%），我们认为每间门店可以为九毛九公司带来约 35 万的净利润，所以我们保守假设每年开店为 20 家，对于 24 财年的净利润提升为 1-2%。根据太二门店约 250 万的资本投资，以及约 15%至 20%的 EBITDA 利润率，我们预计回本周期约为 21 至 28 个月。九毛九对加盟商要求较高，普遍要求至少有 3

或 5 年管理 5 或 15 家以上门店的经验，总收入至少为 5000 万或 1 亿以上的规模。

3) 我们对山外面的看法和假设较为谨慎，因为目前消费者的评价比较一般。广州首店人气很高，而且平均排队时间可达 3 小时以上，但从大众点评的评分来说，只有 4.3 分，低于太二的 4.6，怂火锅的 4.6 和九毛九的 4.4。且合作店模式在 2025 年才开始，对 24 财年并没有贡献。参考怂火锅的开店速度（4 年才开 60 店）和利润率爬坡的时间，我们认为山外面会更慢。

对于 23 财年，我们预测销售和净利润约为 61 亿和 3.8 亿人民币，意味着下半年的净利润率只有 5.1%，比上半年的 7.7% 更差，主要是四季度的同店复苏率较为疲弱，受到年轻消费者支出下降，零售折扣增加，低于预期的经营杠杆，以及新开店开办费用所影响。

24 财年的开店目前较为保守，预期太二会开 95 家到 120 家新店（当中 15 到 20 家为海外门店），比 23 财年的 133 家有所放慢，亦预期怂火锅会开 35 到 40 家新店，去年为 35 家。虽然目前扩张计划相当谨慎，但值得注意的是加盟门店并没有计算在内。

维持“买入”评级，但下调目标价至 7.05 港元，新目标价是基于 20 倍 24 财年预测市盈率（从 25 倍下调），同时也将 23 财年至 25 财年预测利润下调 29% 至 43%。目前估值约在 15/13 倍 24/25 财年预测市盈率。我们认为假如基本面在今年有所改善，反弹空间还是不俗的。（[链接](#)）

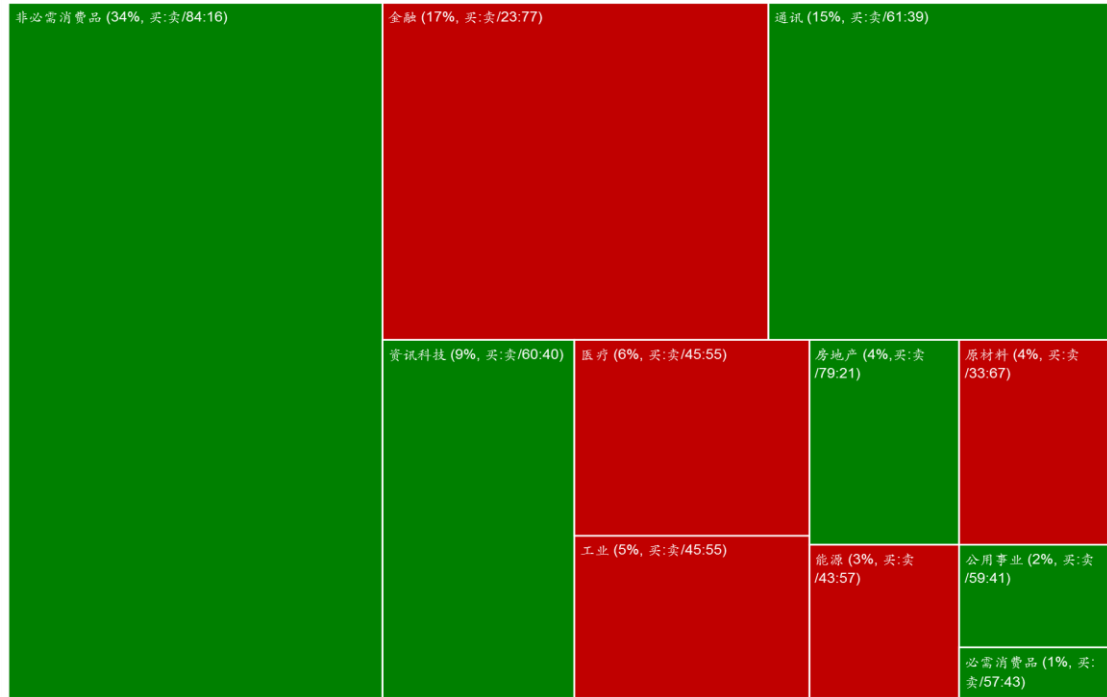
招銀国际环球市场焦点股份

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	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E
持仓											
理想汽车	LI US	汽车	买入	28.00	45.00	61%	29.2	18.3	4.9	17.9	0.0%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	7.62	14.00	84%	16.2	12.3	0.9	6.2	2.6%
潍柴动力	2338 HK	装备制造	买入	13.84	19.40	40%	13.1	11.0	1.4	11.3	3.1%
浙江鼎力	603338 CH	装备制造	买入	53.10	70.00	32%	16.4	14.2	3.1	21.7	1.2%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.36	23.27	51%	5.4	4.5	0.8	14.6	8.0%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.30	34.10	53%	9.0	7.6	1.1	11.0	6.3%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.36	14.30	38%	7.3	6.4	2.2	34.1	11.0%
JS环球生活	1691 HK	可选消费	买入	1.32	1.80	36%	2.5	6.5	2.7	8.4	0.8%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.06	6.70	65%	10.7	8.6	12.7	23.0	0.5%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1,630.01	2,219.00	36%	27.9	22.3	8.9	35.6	1.9%
百济神州	BGNE US	医药	买入	141.81	295.67	108%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.61	11.70	22%	7.5	6.2	0.9	11.8	5.3%
腾讯	700 HK	互联网	买入	279.60	465.00	66%	N/A	N/A	2.9	15.4	0.7%
拼多多	PDD US	互联网	买入	121.14	142.60	18%	15.4	21.2	7.1	41.4	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	74.63	137.00	84%	23.0	11.2	1.2	15.0	0.1%
奈飞	NFLX US	传媒与文娱	买入	562.06	613.30	9%	41.0	31.8	73.6	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒与文娱	买入	40.10	97.00	142%	21.0	13.0	3.4	9.1	0.0%
大健云仓	GCT US	传媒与文娱	买入	27.88	30.00	8%	10.0	8.7	N/A	39.6	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.25	45.10	94%	4.6	4.2	0.6	13.3	6.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	26.35	45.90	74%	16.0	12.8	1.9	14.3	1.3%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	26.98	47.00	74%	18.6	14.7	3.3	10.9	0.6%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	112.00	136.00	21%	44.1	32.5	6.4	15.5	0.3%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	7.41	15.10	104%	N/A	N/A	3.3	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场（截至 2024 年 2 月 5 日）

招銀国际环球市场上日股票交易方块 – 5/2/2024

板块（交易额占比, 交易额买卖比例）



- 注：
- 1. “交易额占比”指该板块交易额占所有股份交易额之比例
 - 2. 绿色代表当日买入股票金额≥总买卖金额的 55%
 - 3. 黄色代表当日买入股票金额占总买卖金额比例>45%且<55%
 - 4. 红色代表当日买入股票金额≤总买卖金额的 45%

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之分析员，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他关联机构曾在过去12个月内与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误差、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策。

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之分析员，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。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。