

# 每日投资策略

## 宏观、行业及公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市下挫，港股材料、工业与必选消费领跌，资讯科技、电讯与医疗保健跑赢。A股钢铁、有色金属、地产、煤炭等大幅回调，计算机与通信微涨。中国债券上涨，商品大跌，汇率走弱。中国通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，提出开放场景和加大政策支持以促进技术落地；同时，为促进消费，将对个人消费贷款和服务业经营主体贷款提供财政贴息。中国网信办就 H20 算力芯片漏洞后门安全风险约谈英伟达，英伟达回应芯片不存在后门。中国 7 月制造业 PMI 降至 49.3 延续收缩，服务业保持扩张。京东计划以 22 亿欧元收购德国消费电子零售巨头 Ceconomy 实现“欧洲一小时达”。
- 日本股市涨跌互现，日元下跌，日本央行保持利率不变，上调今明两年通胀预期，行长植田和男称加息取决于通胀达标可能性，日元汇率并未大幅偏离预期。美国将对柬埔寨、泰国、马来西亚、印尼商品征收 19% 的关税，将对越南商品征收 20% 关税。
- 美股回调，医疗保健、地产与材料跌幅居前，通讯服务与公用事业上涨。由于 8 月 1 日关税大限临近、PCE 通胀反弹和非农数据即将发布，市场避险情绪有所上升。因财报好于预期，微软和 Meta 大幅上涨。苹果盘后上涨，上季营收增速创三年以来最高，关税刺激美国消费者提前消费，“以旧换新”补贴提振在华收入增速两年来首次转正。因盈利指引疲软，亚马逊盘后重挫。特朗普威胁动用一切工具逼药企 60 天内降价，制药股大跌。
- 美债收益率上升。美联储最关注的 PCE 通胀 6 月反弹，核心 PCE 价格同比上涨 2.8% 创 4 个月新高，该数据将加剧美联储观望态度，预计美联储 9 月保持利率不变，10 月和 12 月降息两次。6 月个人消费和收入增长延续疲态，2 季度 GDP 增速超预期主要因为不变价进口骤降 30.3%（1 季度抢进口效应），反映内需的国内私人最终购买增速从一年前的 2.7% 降至 1.2%，显示经济核心驱动力明显走弱。美国财政部将扩大长债回购，更多依赖短债弥补财政赤字，希望通过类似扭曲操作降低长债收益率。
- 黄金上涨，原油下跌。美国 SEC 推出加密项目计划，希望支持基于区块链的加密交易，此举可能进一步推升资产代币化热情。

### 宏观经济

- 美国经济 - 鲍威尔保持鹰派立场**  
美联储决议声明偏鸽派，保持政策利率不变，但将经济的表述从“稳健扩张”变为“放缓”。本次议息会议是自 1993 年以来首次出现两张反对票，显示票委间分歧加大。随后的鲍威尔记者会扭转市场对会议声明的鸽派解读。他有意降低市场对 9 月降息预期，表示美联储因忽略关税对通胀影响而并未加息，

### 招银国际研究部

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

#### 环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	24,773	-1.60	45.32
恒生国企	8,883	-1.72	53.99
恒生科技	5,453	-0.69	44.87
上证综指	3,573	-1.18	20.11
深证综指	2,175	-1.39	18.35
深圳创业板	2,328	-1.66	23.10
美国道琼斯	44,131	-0.74	17.09
美国标普 500	6,339	-0.37	32.91
美国纳斯达克	21,122	-0.03	40.71
德国 DAX	24,065	-0.81	43.66
法国 CAC	7,772	-1.14	3.03
英国富时 100	9,133	-0.05	18.10
日本日经 225	41,070	1.02	22.73
澳洲 ASX 200	8,743	-0.15	15.18
台湾加权	23,543	0.34	31.30

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	44,485	-1.37	49.16
恒生工商业	13,799	-1.70	49.44
恒生地产	18,268	-2.31	-0.33
恒生公用事业	37,238	-1.17	13.28

资料来源: 彭博

目前劳动力市场依然稳健，关税成本将逐渐传导至消费者。他的鹰派论调超出市场预期，市场对全年降息幅度预期从 46 个基点降至 36 个基点。

我们预计 3 季度关税对通胀的影响将更加明显，CPI 增速可能小幅反弹，美联储将保持利率不变。但随着需求延续放缓，4 季度就业市场将逐步走弱，通胀可能再度下行，美联储可能在 10 月和 12 月各降息一次，年末政策利率或降至 3.83% 左右（目标区间 3.75%-4%）。美国长期国债收益率可能先高后低，美元指数可能先升后降。（[链接](#)）

## ■ 中国经济 - PMI 显示增长势头减弱

中国制造业 PMI 在关税休战的短暂反弹后，7 月再次走弱。一方面，需求放缓，新订单和出口订单指数进一步收缩，表明关税抢出口效应可能结束。另一方面，制造业通缩压力小幅缓解，受益于近期反内卷政策预期，原材料采购价格指数显著扩张，出厂价格反弹。非制造业 PMI 下降，服务业和建筑业活动均有所放缓。

7 月 PMI 预示第三季度经济增长势头正在减弱。内外需恶化将拖累经济，因为抢出口效应消退和 2024 年第四季度以来政策刺激效应递减。我们预计政策再次发力的窗口可能在 2025 年第四季度，届时耐用品零售额增速可能大幅放缓，在与美国达成初步贸易协议后，中国将更有动力推进经济再平衡。（[链接](#)）

## 行业点评

### ■ 科技行业 - 三星/联发科/高通 2Q25 业绩重点

2Q25 业绩基本符合预期，但 3Q25 指引分化，其中高端机型强劲但在 1H25 订单前置和补贴后行业需求表现疲软。高通预计其 FY25E 非苹果业务（QCT）营收将同比增长 15%，而联发科预计其旗舰芯片营收将同比增长 40%。新形态（XR、三折叠、AI 眼镜）正成为新兴的增长驱动力。总体而言，我们认为专注于高端/旗舰机型及零部件规格升级的厂商将受益于 2H25 预期强劲的旗舰机需求，包括小米（高端份额提升）、瑞声科技（声学/震动马达升级）、丘钛科技（相机 OIS/潜望式镜头升级）、比亚迪电子（手机高端中框）和通达集团（手机外壳升级）。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 中国生物制药（1177 HK；首次覆盖-买入；目标价：9.40 港元）- 创新管线价值重估，制药龙头华丽转身

作为领先的中国制药企业，中国生物制药的创新转型已取得显著成果。公司的创新药物研发围绕肿瘤、肝病/代谢、呼吸、外科/镇痛四个重点领域，已形成丰富的创新药管线，其中多个管线具备海外授权潜力。公司生物类似药业务的放量以及化学仿制药业务重回正增长将持续为公司的创新研发提供充沛的资金支持。首次覆盖给予“买入”评级，基于 DCF 的目标价为 9.40 港元。

全面转型创新，出海授权合作有望迎来突破。公司持续加码研发投入，2024 年研发投入占收入的 17.6%（2019 年为 9.9%）。截至 2024 年末，公司累计获批创新药物（包括生物类似药）已达 17 款，创新产品收入占比在 2024 年已达到 42%（2015 年为 11%）。除了自主研发，公司近年来加强了在 License in 方面的投入，2019 至 2024 年平均每年完成超过 3 项 License in 交易，增强了创新药管线的丰富度。此外，通过并购礼新医药（未上市），公

公司的早期研发实力将显著增强，为创新出海进一步夯实基础。我们预期，公司有多个产品具备达成海外授权合作的潜力，例如 TQC3721 (PDE3/4)、罗伐昔替尼 (JAK/ROCK)、TQB2102 (HER2 双抗 ADC)、TQB3616 (CDK2/4/6)、TQA2225 (FGF21)、LM-108 (CCR8)、LM-168 (CTLA-4TME)、LM-364 (Nectin-4TME ADC) 等。

创新药迎来收获期。公司的创新研发围绕肿瘤、肝病/代谢、呼吸、外科/镇痛四个重点领域，已形成丰富的创新药管线。在肿瘤领域，安罗替尼已经成长为基石产品，截至 2025 年 7 月，安罗替尼已获批 9 个适应症，并有 4 个适应症已经提交 NDA 申请。通过与肿瘤免疫疗法 (IO) 联用，安罗替尼全面进军大适应症的一线治疗，将进一步释放销售潜力。公司的创新肿瘤管线还包括全球进展最快的 CDK2/4/6 抑制剂库莫西利、全球进度第二的 HER2 双抗 ADC TQB2102 以及全球研发进度最快的 PD-1/TGF- $\beta$  双功能融合蛋白 TQB2868 等潜在重磅品种。此外，全球 BIC 潜力的 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 有望成为重磅 COPD 治疗药物，具有较大潜力达成海外授权合作。在肝病/代谢领域，公司的多款创新管线具备差异化优势，覆盖减肥、糖尿病和 MASH 等大适应症。

生物类似药快速增长，化学仿制药业务保持稳健。根据医药魔方数据，公司目前已获批的 7 款生物类似药的样本医院市场容量合计为 240 亿元 (2024 年)。考虑到中国生物制药在国内的成熟销售网络，我们预计其生物类似药销售有望快速放量，特别是首仿帕妥珠单抗。化学仿制药业务在近年的政策调整期中展现出极强的韧性，2024 年收入重回增长 (同比增长 3.1%)。仿制药集采的影响已基本出清，2024 年第十批集采品种仅占公司 2024 年总收入的 1%。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 9.40 港元。我们预计公司收入在 2025E/26E/27E 同比增长 11.4%/10.5%/9.6%，经调整净利润同比增长 12.2%/11.5%/10.5%。基于谨慎的考虑，我们的预测目前尚未考虑公司多个重磅创新产品的潜在海外授权 BD 贡献。基于 10 年 DCF 模型 (WACC: 9.3%; 永续增长率: 2.0%)，给予目标价 9.40 港元；目标价对应 37 倍 26 年经调整 PE。 ([链接](#))

#### ■ Meta (META US; 买入; 目标价: 860 美元) - 2Q25 业绩好于预期; AI 驱动核心业务增长

Meta 公布好于预期的 2Q25 业绩: 总营收同比增长 22% 至 475 亿美元, 较一致预期高 6%, 主要得益于 AI 推动广告展示量和价格的稳健增长; 净利润同比增长 36% 至 183 亿美元, 较市场一致预期高 21%, 主要得益于公司对非核心业务投入的控制。此外, 管理层预计 3Q25 营收将维持强劲趋势, 达到 475 亿-505 亿美元 (同比增长 17%-24%), 中值较一致预期高 6%。公司将 FY25 资本支出指引范围从 640 亿-720 亿美元收窄至 660 亿-720 亿美元 (同比增长 68%-84%), 且初步预计 FY26 资本支出将维持相近的绝对金额增长 (同比增加约 300 亿美元), 以满足其核心业务及生成式 AI 投入的需求。考虑 AI 赋能广告收入强劲增长, 我们将 FY25-27 总营收预测上调 5%-10%。我们将目标价上调至 860 美元, 基于 30x FY25 PE (前值: 760 美元, 基于 30x FY25 PE)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

## ■ 微软 (MSFT US; 买入; 目标价: 601.5 美元) - 业绩超预期, 需求旺盛驱动云业务加速增长

微软公布 4QFY25 业绩 (年结于 6 月) 业绩: 营收达 764 亿美元, 同比增长 18.1% (3QFY25: 13%), 较招银国际预期和彭博一致预期分别高出 3.6% 和 3.5%, 这得益于三大业务板块全面超出预期。净利润同比增长 23.6% 至 272 亿美元, 较招银国际预期和彭博一致预期分别高出 9% 和 8%, 主因运营效率提升超预期。2025 财年, 总营收和净利润同比分别增长 14.9% 和 15.5%。在核心基础设施业务 (主要来自大型客户) 加速增长的推动下, 季度 Azure 及其他云服务收入同比增长 39%, 超过此前公司 34%-35% 的指引。管理层指出云业务需求强劲, 预计 1QFY26 资本支出 (含融资租赁) 将超 300 亿美元, 同比增长 50%, 同时 Azure 在该季度的收入同比增速预计为 37%。尽管新增的资本支出可能对毛利率造成压力, 但管理层有信心借助稳健的收入增长释放运营杠杆, 并预计 26 财年营业利润率 (OPM) 将保持相对稳定。鉴于云计算及生产力与业务流程 (PBP) 部门的收入增长超预期, 我们将 2026-27 财年的收入/营业利润预测上调 2%-4%/3%。我们将基于现金流折现模型的目标价上调 18% 至 601.5 美元 (前值: 510.3 美元), 以反映好于预期的盈利增长潜力和现金流生成能力, 对应 2026/27 财年期市盈率分别为 38.8 倍和 33.6 倍。维持“买入”评级。 ([链接](#))

## ■ 瑞幸咖啡(LKNCY US, 买入, 目标价: 44.95 美元) - 销售增长非常快速, 惟成本同时上升

2025 年 2 季度基本面有多个亮点, 包括: 毛利率改善、新品推广成功以及用户扩张强劲。

毛利率大幅改善, 尽管 2025 年第一季度前后咖啡豆价格年增约 70%, 对公司约 30% 原材料比重构成约 1 个百分点的毛利率拖累, 但这被产品组合优化 (非奶口味饮品如水果美式、果茶、蔬果茶占比提升) 与供应链效率提升 (集中采购、物流成本下降) 所抵消, 预计这一趋势仍将延续至下半年。

新品表现理想, 如羽衣轻体果蔬茶和长安的荔枝受到市场好评。多款水果美式产品销量持续, 气泡版本推出后有望延续热度。蔬菜类饮品成功切入非咖啡与下午新消费时段, 预计将成为 2025 年下半年核心增长点之一。

客户拓展与活跃度大幅提升。得益于多平台补贴战, 自 2025 年 4 月起配送订单强劲增长。仅一季内活跃交易用户数增长 1,700 万, 老客户回流、消费频次提升, 新客数量亦大增。瑞幸通过标准化流程与产品多样性确保良好体验, 留存率明显优于同业。

当前销售增长仍然保持强劲, 下半年毛利率亦有望改善, 但营运及净利润率或面临压力。我们对收入前景仍具信心, 原因包括: 1) 同店销售增长仍然强劲 (根据我们的渠道调查, 2025 年 7 月每店每日平均销售杯数可能达到 550 杯), 2) 低基数和天气利好, 3) 新品与品类扩张, 4) 各平台的外送补贴战或将持续, 尤其是淘宝与京东仍将用户拓展作为首要目标。不过, 我们对利润率持审慎态度。我们预计即使毛利率按年改善, 但由于配送费用持续上升 (预估占下半年销售收入 13%, 与 2 季度 13.5% 相近), 再加上公司可能开始对加盟商提供约销售收入 2% 的补贴, 2025 年下半年营运利润率与净利率恐将出现年同比下滑。

开店速度快于预期, 预计下半年仍将加速扩张。2025 年 2 季度新开门店 2,109 家, 按年增长 31%, 总门店数已达 26,206 家。我们预计全年开店目标



或从最初的 4,000 家上调至 7,000 家。新门店将覆盖更高线城市的白区及渗透更广泛的低线市场，对 2026 年同店销售带来压力的风险较低。

维持买入评级，上调目标价至 44.95 美元。目标价基于 2025 财年 25 倍市盈率（此前为 23 倍），反映公司加快的销售动能，并与 2024–2027 年期内的 25% 销售与 23% 净利润年均复合增长率相符。我们上调 2025 至 2027 财年净利润预测 2%、8%、8%，以计入销售加速、毛利率提升与配送支出上升、股权费用与税率偏高等因素。目前估值为 21 倍 2025 财年市盈率，仍然吸引。

持续布局美国市场，进入早期探索阶段。目前美国市场尚处于初期探索阶段。公司采取审慎步骤，验证当地消费者对品牌定位、产品口味与价格策略的接受度，积累营运经验，为未来大规模扩张奠定基础。

2025 年 2 季度业绩虽然有诸多亮点，但仍受配送费、股权成本与税率上升的拖累。销售同比增长 47% 至 124 亿元人民币，分别超过彭博与招银国际预期 11% 及 4%，主要来自：1) 同店销售提速，2) 外送订单激增，3) 加盟商相关设备与建材销售增长，4) 新门店拓展较预期迅速。毛利率提升至 62.8%，同比增加 2.9 个百分点，高于招银国际预期的 60.5%，主因饮品结构改善及供应链成本下降。自营门店层面营业利润率降至 21.0%，低于上年同期的 21.5%，主要由于配送占比升高。然而，集团整体营运利润率升至 13.8%，同比提升 1.3 个百分点，营业利润同比上升 62%，远超预期。GAAP 净利增长 44% 至 12.5 亿元人民币，高出预期 4%。Non-GAAP 净利亦增长 44% 至 14.0 亿元人民币，超出预期 5%。惟当季股权激励费用为 1.54 亿元，高于预估的 1.2 亿元，有效税率为 29%（预估为 23%）。若剔除两者的影响，实际净利率的超预期幅度会更大。（[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 空间	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)		1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
<b>长仓</b>											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	17.72	24.00	35%	10.3	9.9	1.6	19.8	2.9%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	58.10	72.00	24%	264.1	57.0	6.4	1.0	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.15	7.40	20%	12.1	10.8	0.8	7.2	6.1%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.30	8.70	19%	10.4	8.4	1.6	17.4	4.0%
中广核矿业	1164 HK	原材料	买入	2.05	2.42	18%	60.3	20.5	3.2	6.5	0.5%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.50	9.73	30%	9.9	8.5	4.1	49.6	3.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.60	18.68	0%	10.8	9.7	N/A	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	36.76	44.95	22%	23.0	19.4	0.7	27.3	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	82.07	133.86	63%	4.2	15.5	4.7	31.0	1.7%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.34	18.61	64%	11.6	9.8	2.0	17.2	3.2%
百济神州	ONC US	医药	买入	301.13	359.47	19%	158.5	38.1	11.4	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.40	37.67	20%	7.5	23.3	3.1	37.1	1.7%
中国平安	2318 HK	保险	买入	53.50	65.10	0.2	7.1	6.7	0.9	13.4	5.3%
中国财险	2328 HK	保险	买入	16.26	15.80	N/A	10.0	9.2	1.2	13.4	4.1%
腾讯	700 HK	互联网	买入	548.00	660.00	20%	20.3	18.5	4.0	20.5	1.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	120.63	141.20	17%	1.6	1.4	0.3	9.9	6.1%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	61.95	70.00	13%	2.5	2.2	0.3	10.3	2.0%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	4.92	6.13	25%	18.2	15.4	1.7	11.4	4.4%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.05	65.91	24%	33.0	25.4	5.2	16.1	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	39.95	63.54	59%	17.4	14.6	1.7	11.1	0.8%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	32.90	43.22	31%	13.6	10.9	1.8	15.1	2.3%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	6.88	8.90	29%	N/A	N/A	8.1	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	120.36	176.00	46%	28.3	19.8	5.2	19.2	0.4%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	55.95	93.00	66%	16.1	12.4	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	328.91	379.26	15%	23.7	18.5	6.1	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	258.33	388.00	50%	22.9	19.7	4.2	11.2	0.6%

资料来源：彭博、招銀国际环球市场预测（截至2025年7月31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撰写的报告。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。