

# 每日投资策略

## 宏观策略、行业点评及个股速评

### 宏观策略

#### 中国宏观经济 - 中国经济延续疲软，可能迎来新一轮政策宽松

6月中国制造业 PMI 小幅回升，但仍处于收缩区间，低于市场预期。服务业 PMI 有所放缓，但仍处于扩张区间。制造业新订单指数略有改善，出厂价降幅收窄，但出口订单指数和进口指数进一步恶化。面对第二季度经济下滑，中国决策者可能开启新一轮政策宽松，包括近期适度下调 LPR、计划采取具体措施提振家居消费等。随着服务业持续复苏和适度宽松政策出台，下半年 GDP 两年平均增速可能有所回升。我们维持对 2023 年和 2024 年中国 GDP 增长 5.7% 和 4.8% 的预测。

**制造业活动延续收缩。**6月中国制造业 PMI 从5月的 48.8% 小幅回升至 49.0%，但仍处于收缩区间。制造业新订单指数也从5月的 48.3% 小幅上升至6月的 48.6%。分行业看，汽车、铁路和其他运输设备、电力设备等行业指数仍处于扩张区间。6月出口新订单指数和进口指数分别从5月的 47.2% 和 48.6% 降至6月的 46.4% 和 47.0%，显示海外和国内需求走弱。

**服务业 PMI 继续扩张，但出现放缓迹象。**建筑业和服务业 PMI 分别从5月的 58.2% 和 53.8% 下降至6月的 55.7% 和 52.8%。中国消费支出在2023年第一季度强劲反弹后放缓，而房地产市场仍面临压力。建筑业新订单指数从5月的 49.5% 下降至6月的 48.7%，服务业新订单指数从5月的 49.5% 小幅回升至 49.6%。分行业看，航空运输、邮政服务、电信服务、电视广播、金融保险等行业指数保持在 60% 以上。

**出厂价跌幅收窄，通缩压力或逐步缓解。**制造业出厂价格指数由5月的 41.6% 上升至6月的 43.9%，建筑业出厂价格指数由5月的 46.9% 大幅上升至 51.6%，服务价格指数小幅下降。企业处于去库存阶段，产品和材料库存指数从5月的 48.9% 和 47.6% 下降至6月的 46.1% 和 47.4%。展望未来，我们预计 CPI 和 PPI 将在 2H23-2024 年温和反弹。

**民营企业信心较弱，失业压力依然较大。**制造业就业指数从5月的 48.4% 下降至6月的 48.2%，年轻人失业率居高不下，显示吸纳就业 80% 以上的民营企业信心依然较弱。

**下半年中国政策将进一步放松，经济可能温和改善。**二季度经济活动和市场信心的走弱将使决策者重新审视之前对中国经济相对乐观看法，并可能实施新一轮政策宽松。近期央行宣布 LPR 下调 10 个基点，预示未来货币政策将延续宽松。国务院表示将采取具体措施促进家装、家具及家电等家居消费，可能的措施包括个人税限额内抵扣和以旧换新补贴。同时，下半年将有更多城市进一步放松房地产政策。随着服务业持续复苏和政策逐步放松，下半年中国经济或将温和改善，GDP 两年平均增速可能反弹至 4.3%，而 1Q23 为 4.6%，2Q23 可能降至 3.9% 左右。 ([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: 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	18,916	-0.09	-4.37
恒生国企	6,425	-0.03	-4.18
恒生科技	3,911	-0.56	-5.27
上证综指	3,202	0.62	3.65
深证综指	2,049	1.08	3.73
深圳创业板	2,215	1.60	-5.61
美国道琼斯	34,408	0.84	3.80
美国标普 500	4,450	1.23	15.91
美国纳斯达克	13,788	1.45	31.73
德国 DAX	16,148	1.26	15.98
法国 CAC	7,400	1.19	14.31
英国富时 100	7,532	0.80	1.07
日本日经 225	33,189	-0.14	27.19
澳洲 ASX 200	7,203	0.12	2.34
台湾加权	16,916	-0.16	19.65

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	33,019	-0.13	1.77
恒生工商业	10,185	-0.13	-6.69
恒生地产	21,963	0.16	-15.66
恒生公用事业	35,634	0.33	-3.24

资料来源: 彭博

#### 沪港通及深港通上市日资金流向

亿元人民币	净买入 (卖出)
沪港通 (南下)	8.70
深港通 (南下)	21.21
沪港通 (北上)	12.82
深港通 (北上)	48.63

资料来源: 彭博

## 行业点评

### ■ 中国汽车行业 — 理想、比亚迪、埃安、长城、零跑6月新能源车销量创历史新高

周末，九个车企公布了6月销量，合计销量同比增长71%，环比增长7%。其中，理想汽车6月交付超3.2万台，符合预期，理想二季度销量接近蔚来和小鹏总和的两倍。蔚来6月销量环比增长74%至约1万台，为九个车企中的最高增速，我们估计ET5 Touring车型自6月下半月也开始贡献显著的销量。自6月12日降价以来，蔚来订单有较好的增长，但这也让我们思考蔚来在换电的大量投入是否对销量会有显著帮助。小鹏6月销量环比增长15%至约8600台，此前G6的定价低于我们的预期，有望带来超预期的销量表现，但毛利率可能低于我们此前的预期。

此外，比亚迪、埃安、长城、零跑6月新能源车销量创历史新高。比亚迪6月乘用车批发销量环比增长5%至25.2万台，埃安6月批发销量4.5万台，皆与我们的预期一致。我们认为昊铂系列的盈利能力是埃安估值的关键。长城本月开始在月初公布新能源车销量，6月批发2.7万台，估计新能源渗透率达到30%。

我们估计6月新能源乘用车的实际零售销量有望与我们此前的预测接近（64万辆）。虽然九大品牌中的五个品牌都在6月创出月销量的历史新高，但是我们估计特斯拉6月在中国的零售销量可能会低于3月。（[链接](#)）

### ■ 中国科技行业 — 荷兰额外出口管制影响分析

荷兰政府于6月30日宣布了半导体设备的额外出口限制，重点是先进芯片制造技术，包括先进的沉积和浸没光刻机设备（EUV；波长<193nm；波长≥193nm，MRF≤45nm，DCO≤1.5nm），很大程度符合预期和此前早期3月的公告。新规定将于2023年9月1日生效。ASML还宣布新的出口管制仅适用于TWINSCAN NXT:2000i和相关的浸没系统，这意味着：1) 对14nm或以上制程的NXT:1980Di DUV设备的运输没有影响，2) 对中国成熟制程（28nm或以上）的产能扩张没有影响。在我们看来，新规比此前市场担忧的NXT:1980Di销售也会受影响要好；我们认为，鉴于对供应链安全考虑和为推动先进工艺的突破，中国半设备/晶圆代工的国产替代将加速。（[链接](#)）

## 个股速评

### ■ 吉利汽车 (175 HK, 买入, 目标价: 14.5 港元) — 1H23 业绩前瞻: 银河系列是关键

今年上半年, 我们预测吉利总收入将同比增长 32%, 其中吉利品牌 (含几何、银河) 的整车收入同比增长 10%。考虑到折扣的扩大, 我们预计上半年的整体毛利率将同比缩窄 2.3 百分点至 12.3%。考虑到规模效应的提升和费用控制, 我们预计上半年销管费用率有望同比收窄 1.3 百分点至 12.4%。综上, 我们预测吉利上半年净利润将同比下滑 35% 至约 10 亿元人民币, 极氪的净亏损约 11 亿元人民币。

我们下调今年的净利润预测 39% 至约 28 亿元人民币, 现在的市场一致预期仍有较大的下调空间。我们估计今年吉利品牌的整车销售业务可能会亏损, 这或将是至少从 2010 年以来的首次亏损, 而其他业务 (零部件, 研发支持, 知识产权授权等) 的盈利可以支持吉利品牌的电动化转型和极氪品牌的发展。

我们预计吉利的电动车总销量今年有望同比增长 35% 至约 45 万台, 渗透率达到 29%, 明年新能源渗透率有望达到 41%。我们仍然认为银河系列的表现是吉利 (除极氪外的其他业务) 估值的关键。我们预测吉利明年净利润将同比增长 63% 至约 46 亿元人民币。维持买入评级, 目标价 14.5 港元, 基于分部估值, 极氪: 2.0x FY24E P/S, 吉利其他业务: 15x FY24E P/E。 ([链接](#))

### ■ 广汽集团 (2238 HK, 买入, 目标价: 7 港元) — 2Q23 业绩前瞻: 净利润或环比下滑; 昊铂的利润率是下半年的关键

今年二季度, 我们预计广汽集团的总收入有望同比增长 52%, 主要得益于埃安强劲的销量增长。但是考虑到竞争加剧, 二季度毛利率可能仅环比提升 1.7 百分点至 4%。受到价格战影响, 以及广汽本田的销量下滑, 我们预计合联营企业的投资收益将环比下滑 8% 至 27 亿元人民币。综上, 我们预测广汽的二季度净利润将同比下滑 48%、环比下滑 7% 至约 14 亿元人民币。

公司管理层期望 7 月开始交付的昊铂系列可以帮助埃安品牌实现盈利。我们上调埃安今年的销量预测至 48 万台, 但下调毛利率预测至 2%。我们预计明年埃安的亏损将大幅缩小, 而大自主业务 (传祺、埃安和研究院) 有望在 2025 年实现盈利。

我们下调今年、明年的盈利预测 11-15%, 主要因为降低了对合资品牌的盈利预测; 上调 2025 年的盈利预测 20% 至约 80 亿元人民币。维持买入评级, 目标价 7 港元, 基于分部估值, 埃安: 0.7x FY24E P/S, 合资公司: 3x FY24E P/E。我们认为广汽仍然是不错的防御性标的。 ([链接](#))

■ **比亚迪 (1211 HK, 持有, 目标价: 240 港元) — 2Q23 业绩前瞻: 净利润有望环比提升 7%**

二季度, 比亚迪销量接近同比翻倍, 我们预计收入将同比增加 65%。随着更多冠军版的推出, 我们预计比亚迪二季度乘用车的平均售价可能环比下滑 5%, 但是二季度毛利率或仅环比收窄 1.1 个百分点至 16.8%, 因为碳酸锂成本下降有望部分抵消降价的影响。考虑到规模效应的提升, 我们预计二季度销管费用率和研发费用率有望环比收窄。综上, 我们预测二季度净利润将同比增长 58%, 环比增长 7% 至约 44 亿元人民币, 对应单车净利润约 6200 元 (vs. 一季度 7500 元)。

我们上调今年的销量预测至 290 万台。价格战对今年利润率的影响可能超出我们此前的预期, 但公司仍有降本空间。我们上调今年的净利润预测 4% 至约 228 亿元人民币; 上调明年的盈利预测 17% 至约 260 亿元人民币, 主要因为产品结构的改善。

比亚迪今年在新能源市场的市占率有望达到 35%, 但明年可能缺少增长动能, 导致产能过剩。高端品牌和出口贡献利润仍需时间, 未来几年整体销量和利润的上升空间可能有限。维持持有评级, 基于 25x FY24E P/E。 ([链接](#))

■ **中国重汽 (3808 HK, 上调至买入, 目标价: 19.3 港元) — 继 2023 年上半年表现亮丽后, 预计强劲增长将持续; 上调至买入评级**

我们将中国重汽的评级从持有上调至买入评级。我们先前担心随着潍柴动力 (2338 HK/000338 CH, 买入) 的发动机采购量增加会影响公司内部发动机供应, 从而对利润率造成一定压力。但是, 考虑到目前 (1) 公司重卡销量增长强劲、(2) 公司市场份额持续增长、以及 (3) 公司盈利预告 1H23 净利润将同比增长 80-100% (至 2.3-25.6 亿元人民币), 我们认为公司在利润率端的压力已不再是问题。我们将 2023 年/24 年盈利预测分别上调 37%/46%, 主要考虑到公司出口销售的增加和营业利润率的上升。我们上调公司目标价至 19.3 港元, 基于 6 倍 2023 年 EV/EBIDTA (比历史平均水平高 0.5 个标准差, 以反映强劲的盈利复苏)。我们认为中国重汽将对重卡的行业复苏具备重大影响。另外, 鉴于公司出口销售比例较高, 中国重汽也将受益于人民币汇率疲软。

**公司销量增长强劲且市场份额提升。**中国重汽集团 (中国重汽母公司) 2023 年前 5 个月重卡销量同比增长 36.8% (10.88 万辆), 大幅高于行业的 23.7% 增速, 市场份额同比提升 2.6 个百分点至 27.1%。出口销量同比增长 69% 至 5.32 万辆, 占公司 2023 年前 5 个月销量的 49%。截至今年前五个月, 中国重汽仍然是中国最大的重卡出口企业 (占出口市场份额 47%)。我们预计中国重汽将在今年前五个月的销量将呈现类似趋势。

**6 月重卡行业销量同比增长 31%。**根据第一商用车网的初步数据, 受燃气车需求旺盛 (由于液化气天然气价格下降) 以及出口带动, 6 月中国重卡行业销量 (含出口) 同比增长 31% 至 7.2 万辆。2023 年上半年, 中国重卡销量同比增长 25% 至 47.4 万辆, 占我们全年预测 82.9 万辆的 57% (同比增长 23%)。

上调中国重汽的销量和利润率假设。我们将 2023 年/24 年的重卡销量预测分别上调 23%/4%，主要由于提高了出口销量假设。另外，我们对 2023/24 年的内部发动机销量假设分别上调了 18%/21%。我们将 2023/24 年的综合分部利润率分别上调 0.2 个百分点/0.4 个百分点，主要受运营杠杆所推动。

我们将盈利强劲增长纳入估值预测。我们的新目标价上调至 19.3 港元，基于 6 倍 2023 年 EV/EBIDTA，较 4.7 倍历史平均水平高出约 0.5 个标准差（先前：较平均水平低约 1 个标准差），以反映年初至今的强劲盈利复苏（同比 96%）。（[链接](#)）

## ■ 潍柴动力 (000338 CH/2338 HK, 买入, 目标价: 13.8 元人民币/15.8 港元)

### — 二季度盈利预计增长 30-65%，盈利复苏有望持续

潍柴动力于上周末发布业绩预告：2023 年上半年净利润预计同比增长 50-70% 至 35.9-40.7 亿元人民币，占我们全年盈利预测的 50-57%。这意味着公司第二季度净利润为 17.3-22.1 亿元人民币（同比增长 30-65%），预测区间高端略好于我们的预期。我们继续看好潍柴将持续复苏，主要考虑到：（1）液化天然气（LNG）价格的大幅下跌将继续推动潍柴的天然气卡车/发动机的销售提升；（2）供应链压力缓解将有助于凯傲集团实现利润率修复；（3）农机发动机及重卡发动机的销量持续提升，雷沃和中国重汽（3808 HK, 买入）渗透率提升的势头良好。我们对潍柴 A/H 股维持买入评级，基于 SOTP 目标价为 13.8 元人民币/15.8 元港币。

潍柴前 5 个月的发动机销量继续领先行业。据 CICEIA 统计，2023 年前 5 个月，潍柴的多缸发动机（包括重卡及其他发动机）销量同比增长 26% 至 30.3 万台（行业平均：同比增长 8%），市场份额约为 16%。

6 月重卡行业销量同比增长 31%。根据第一商用车网的初步数据，受燃气车需求旺盛（由于液化气天然气价格下降）以及出口带动，6 月中国重卡行业销量（含出口）同比增长 31% 至 7.2 万辆。2023 年上半年，中国重卡销量同比增长 25% 至 47.4 万辆，占我们全年预测 82.9 万辆的 57%（同比增长 23%）。

LNG 价格下跌对潍柴有利。6 月下旬的 LNG 价格已较 2022 年 12 月的峰值下降了 40% 以上。随着卡车的运营成本下降，我们相信这将继续推动 LNG 卡车的销售。我们预计潍柴将成为主要受益者，因考虑到我们预估潍柴在 LNG 重卡发动机市场份额超过 40%。此外，潍柴旗下的陕西重型汽车是 LNG 重卡行业的主要参与者。（[链接](#) / [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	2023E
<b>长仓</b>												
理想汽车	LI US	汽车	买入	35.10	44.00	25%	N/A	N/A	7.1	10.4	10.4	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	8.97	12.00	34%	46.1	15.4	1.0	2.4	2.4	1.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	4.05	6.35	57%	8.7	7.4	0.6	6.7	6.7	4.8%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	10.26	16.20	58%	12.3	9.2	2.6	22.1	22.1	2.1%
华润燃气	1193 HK	燃气	买入	26.80	39.00	46%	9.1	7.3	1.1	12.3	12.3	0.0%
百胜中国	9987 HK	可选消费	买入	441.60	595.15	35%	26.4	152.5	19.1	12.0	12.0	0.1%
美的	000333 CH	可选消费	买入	58.92	66.68	13%	11.4	10.5	N/A	21.8	21.8	4.2%
华润啤酒	291 HK	必需消费	买入	51.60	77.40	50%	31.8	26.5	N/A	18.5	18.5	1.3%
青岛啤酒	168 HK	必需消费	买入	71.20	92.90	30%	20.6	17.8	N/A	16.0	16.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必需消费	买入	52.50	72.10	37%	0.6	4.3	N/A	16.0	16.0	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必需消费	买入	1691.00	2440.00	44%	28.5	24.5	9.1	31.9	31.9	1.8%
信达生物	1801 HK	医药	买入	29.60	50.34	70%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
爱康医疗	1789 HK	医药	买入	6.80	12.31	81%	26.2	19.1	N/A	11.1	11.1	0.0%
友邦保险	1299 HK	保险	买入	79.10	118.00	49%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
腾讯	700 HK	互联网	买入	331.60	455.00	37%	20.9	17.9	N/A	16.9	16.9	0.6%
拼多多	PDD US	互联网	买入	69.14	109.00	58%	N/A	N/A	N/A	23.4	23.4	0.0%
网易	NTES US	互联网	买入	96.69	123.00	27%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	83.35	156.60	88%	9.7	N/A	1.3	10.4	10.4	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	53.55	97.00	81%	62.0	26.1	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	33.20	45.10	36%	7.4	6.3	0.8	13.3	13.3	5.5%
京东方精电	710 HK	科技	买入	11.28	23.70	110%	12.0	8.6	1.8	16.6	16.6	2.8%
闻泰科技	600745 CH	科技	买入	48.90	88.60	81%	13.8	10.3	N/A	10.6	10.6	0.7%
金蝶	268 HK	软件 & IT 服务	买入	10.48	23.28	122%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%

资料来源：彭博、招银国际环球市场研究(截至2023年6月30日)

## 招銀国际环球市场上日股票交易方块 - 30/6/2023

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 $\geq$ 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 $\leq$ 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、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，未在美国金融监管机构(“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。