

## 周报

## 一级市场发行回落，二级市场高收益跌幅较大

## 中资美元债

2025-12-02 星期二

## ➤ 一级市场发行回落：

上周中资离岸债一级市场发行回落，新发 11 只债券，规模共约 36 亿美元。其中，中国华能发行 10 亿美元次级永续绿色证券，为上周最大发行规模；西部水泥发行 4 亿美元高级债券，息票率 9.9%，为上周定价最高的新发债券。

## ➤ 二级市场高收益跌幅较大：

◇ 上周中资美元债指数（Bloomberg Barclays）按周下跌 0.08%，新兴市场美元债指数上涨 0.34%。投资级指数最新价报 203.0224，周涨幅 0.19%；高收益指数最新价报 159.4603，周跌幅 2.02%。

◇ 上周中资美元债回报指数（Markit iBoxx）按周下跌 0.04%，投资级回报指数最新价报 244.4196，周涨幅 0.17%；高收益回报指数最新价报 240.4315，周跌幅 1.65%。

## ➤ 美债收益率持续回落：

截至 11 月 28 日，2 年期美国国债收益率较上周下行 1.82bps，报 3.4893%；10 年期国债收益率下行 5.01bps，报 4.0132%。

## ➤ 宏观要闻：

- ◇ 美国上周初请失业金人数减少 6000 人至 21.6 万人，为 4 月中旬以来新低；
- ◇ 美国 9 月耐用品订单初值环比增 0.5%，较前值修正后的 3% 明显放缓；
- ◇ 特朗普正式启动“创世使命”计划，大力推动 AI 创新；
- ◇ 受近期联邦政府“停摆”影响，10 月份联邦政府预算赤字高达 2840 亿美元；
- ◇ 美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，核心 PPI 环比上涨 0.1%；
- ◇ 美国劳动力市场正显现进一步疲软迹象；
- ◇ 美国 11 月消费者信心指数下降 6.8 点至 88.7，创下七个月来最大跌幅；
- ◇ 日本央行正为最早于下月可能实施的加息做市场准备；
- ◇ 新西兰联储将基准利率下调 25 个基点至 2.25%；
- ◇ 1-10 月国有企业营业总收入同比增长 0.9%；
- ◇ 1-10 月我国全行业对外直接投资同比增长 6.2%；
- ◇ 1-11 月全国房地产 TOP100 企业拿地总额同比增长 14.1%；
- ◇ 截至 10 月底，全国累计发电装机容量同比增长 17.3%。

## 研究部

姓名：段静娴

SFC: BLO863

电话：0755-21519166

Email: duanjx@gyzq.com.hk

## 1. 一级市场

上周中资离岸债一级市场发行回落，新发 11 只债券，规模共约 36 亿美元（按定价起始日汇率统一折算为美元）。

- 中国华能发行 10 亿美元次级永续绿色证券，为上周最大发行规模；
- 西部水泥发行 4 亿美元高级债券，息票率 9.9%，为上周定价最高的新发债券；
- 市场需求旺盛，东方资产(国际)发行 8 亿美元高级债券，息票率 4.3%，最终认购近 5 倍；中国华能发行 10 亿美元次级永续绿色证券，息票率 4.15%，最终认购近 3 倍。

表 1：上周新发中资离岸债

债券代码	发行公司	发行额 (百万)	货币	息票%	定价日期	评级			到期 年限	彭博二级 行业
						穆迪	标普	惠誉		
XS3239909305	广州开发区控股集团	500	USD	4.4	2025/11/24			BBB+	2	城投
XS3213246815	肥城华裕产业集团	152	CNY	4.5	2025/11/24				3	城投
XS3219577148	西部水泥	400	USD	9.9	2025/11/25		B	B	3NC2	其他
XS3227844068	成都经开资产管理有限公司	300	CNY	5.9	2025/11/25				3	城投
XS3240831621	东方资产(国际)	800	USD	4.3	2025/11/26		BBB	BBB+	3	金融
XS3225833972	中国华能	1000	USD	4.15	2025/11/26	A3			PNC3	公用事业
XS3243865212	泰兴市江桥投资建设发展有限公司	400	CNY	6.3	2025/11/26				3	城投
HK0001231643	国开行香港分行	3000	CNY	1.73	2025/11/26	A1			3	银行
HK0001231650	国开行香港分行	1000	CNY	1.8	2025/11/26	A1			5	银行
HK0001206926	成都东进淮州新城投资集团有限公司	700	CNY	6.3	2025/11/27				3	城投
XS3245557148	江阴国控	100	EUR	2.82	2025/11/28			BBB	3	城投

资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 二级市场

### 2.1 中资美元债指数表现

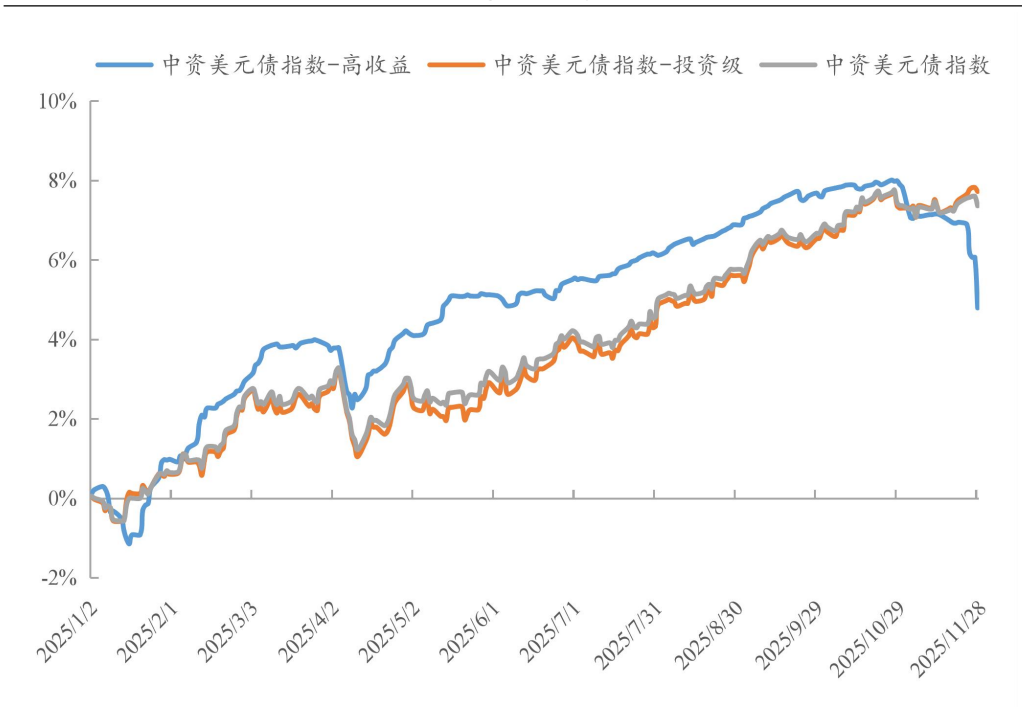
- 上周中资美元债指数（Bloomberg Barclays）按周下跌 0.08%，新兴市场美元债指数上涨 0.34%。中资美元债投资级指数最新价报 203.0224，周涨幅 0.19%；中资美元债高收益指数最新价报 159.4603，周跌幅 2.02%。

图 1：中资美元债收益与其他市场比较



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理 注：以 2024 年 12 月 31 日为基点

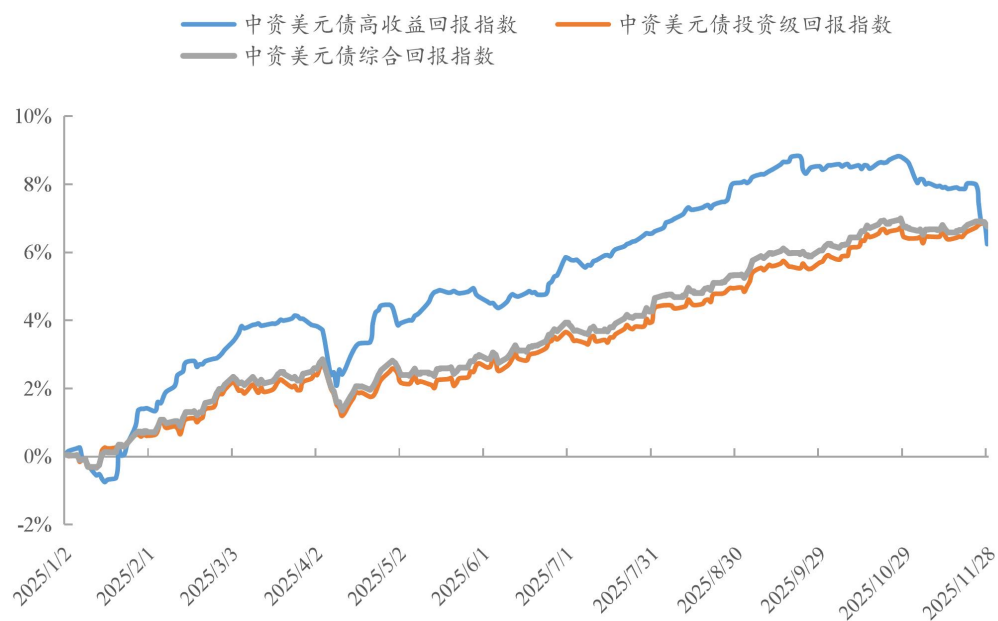
图 2：中资美元债指数表现（Bloomberg Barclays）



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理 注：以 2024 年 12 月 31 日为基点

➤ 上周中资美元债回报指数（Markit iBoxx）按周下跌 0.04%，最新价报 251.2286。中资美元债投资级回报指数最新价报 244.4196，周涨幅 0.17%；中资美元债高收益回报指数最新价报 240.4315，周跌幅 1.65%。

图 3：中资美元债指数表现（Markit iBoxx）



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理 注：以2024年12月31日为基点

## 2.2 中资美元债各行业表现

- 行业方面，材料、医疗保健板块领涨，地产、非必需消费板块领跌。
- 材料板块主要受中国宏桥集团有限公司、希尔威金属矿业有限公司等名字上涨的影响，收益率下行96.4bps；医疗保健板块主要受绿叶制药集团有限公司、翰森制药集团有限公司等名字上涨的影响，收益率下行21.8bps。
- 地产板块主要受远洋集团控股有限公司、佳兆业集团控股有限公司等名字下跌的影响，收益率上行4.4Mbps；非必需消费板块主要受拼多多控股公司、昆明轨道交通集团有限公司等名字下跌的影响，收益率上行9.8bps。

表 2：中资美元债各行业收益率及变动情况

行业	收益率（%）	1 周变动（bps）	1 月变动（bps）
医疗保健	1.70	-21.8	52.5
必需消费	27.07	6.8	-2.8
工业	5.75	0.3	4.9
材料	-	-96.4	5.5
金融	554.35	1.3M	5.4M
-房地产	1862.63	4.4M	18.2M
科技	3.99	-5.4	23.5
非必需消费	4.86	9.8	47.3

政府	4.03	2.1	-6.7
公用事业	5.23	0.1	-0.2
通讯	1163.33	-4.2	16.6
能源	6.25	-1.7	5.2

资料来源: Bloomberg、国元证券经纪(香港)整理

## 2.3 中资美元债不同评级表现

根据彭博综合评级, 投资级名字均上涨, A 等级周收益率下行 1.9bps; BBB 等级周收益率下行 1.9bps; 高收益名字均下跌, 其中 BB 等级收益率上行 1.3bps; DD+ 至 NR 等级收益率上行约 70.0bps; 无评级名字收益率上行 1.1Mbps。

表 3: 中资美元债各评级收益率及变动情况

彭博综合评级	收益率(%)	1 周变动(bps)	1 个月变动(bps)
A+至 A-	4.24	-1.9	-6.8
BBB+至 BBB-	4.62	-1.9	-3.3
BB+至 BB-	5.50	1.3	12.9
DD+至 NR	284.65	70.0	570.9
无评级	520.41	1.1M	4.9M

资料来源: Bloomberg、国元证券经纪(香港)整理

## 2.4 上周债券市场热点事件

- **泰禾集团股份有限公司: 逾期债务 698.56 亿元, 涉及多项被列失信及新增诉讼**

泰禾集团股份有限公司公告称, 截至 10 月 31 日, 公司及其并表公司逾期的有息总负债本金余额为 698.56 亿元。公司及实际控制人存在被纳入失信被执行人情况, 2025 年 10 月新增 78 起非重大诉讼案件, 涉案金额 60231.02 万元。

- **广州市时代控股集团有限公司: 新增未能清偿到期债务**

广州市时代控股集团有限公司公告称, 公司新增未能清偿到期债务, 涉及两笔项目借款逾期利息合计 91.56 万元, 逾期原因为未按期偿付。债务逾期系行业周期性下行等因素致流动性紧张, 公司正与金融机构协商解决方案。

## 2.5 上周主体评级调整

表 4：上周主体评级调整

公司名称	调整发生日期	评级类型	目前评级	上次评级	机构	评级调整的原因
安徽海螺水泥	11/28/2025	发行人评级	A2		穆迪	此次确认反映了穆迪的预期，即凭借其强大的市场地位、成本竞争力以及审慎的财务管理，安徽海螺水泥在中国竞争激烈的水泥行业中将继续保持稳健的财务状况。穆迪预计，在中国水泥市场低迷的情况下，公司继续向海外市场和非水泥业务拓展，同时坚持审慎的财务政策，保持强劲的资产负债表，并维持出色的流动性状况。
		评级展望	STABLE			
万科企业	11/28/2025	长期发行人信用评级	CCC-	CCC	标普	标普认为，万科企业未来六个月内发生困境重组(distressed restructuring)的风险已有所上升。2025 年 11 月 26 日，浦发银行公告称，万科企业拟对其将于 12 月 15 日到期的 20 亿元人民币境内债券进行到期展期。
金川集团	11/27/2025	长期外币发行人评级	BBB+		惠誉	金川集团由甘肃省国有资产监督管理委员会(甘肃省国资委)拥有。惠誉根据其《政府相关企业评级标准》，在对甘肃省信用状况的内部评估结果基础上调整子级得出其评级，这是因为，作为甘肃省最大的国有企业之一，金川集团在需要时“非常可能”获得政府的支持。
		评级展望	STABLE			
H&H 国际控股	11/27/2025	长期发行人信用评级	BB		标普	H&H 国际控股婴幼儿配方奶粉(IMF)业务在 2026 年的强劲复苏态势有望持续。2025 年前九个月，公司向经销商的 IMF 销售额增长了 33%。因此，其过去 12 个月调整后的债务与 EBITDA 比率已降至 3.8 倍，低于标普的评级下调阈值(4 倍)。在经历了 2024 年的疲软之后，2025 年第三季度的销售加速增长，这得益于 H&H 国际控股在 7 月解决了供应瓶颈问题，以及经销商因消费者购买强劲而愿意增加库存。稳定展望反映了标普对 H&H 国际控股婴儿产品业务板块在未来 12 至 18 个月内将实现稳健复苏的预期。标普预计在此期间不会出现与澳大利亚税务局(ATO)纠纷相关的重大费用支出。
		评级展望	STABLE	NEG		
荆州城发	11/26/2025	长期本外币发行人评级	BBB-		惠誉	此次评级确认是基于，惠誉对荆州市政府对荆州城发的决策和监管、支持先例及支持动机的评估结果保持不变。惠誉认为，必要时市政府“极有可能”介入，为荆州城发提供支持。此外，该评级还考虑到，惠誉依据其《公共政策营收支持企业评级标准》评定该公司的独立信用状况为‘b’。
		评级展望	STABLE			



浙商 银行	11/26/2025	长期 发行 人信 用评 级	BBB-	标 普	标普认为，房地产市场仍在探底，到 2025-2026 年，一手房地产销售可能会继续下滑。此外，浙商银行的地理位置集中在浙江省，美国出口业务对该省 GDP 的贡献高于中国大多数其他地区，这增加了其微型和小型企业(MSE)客户在持续的关税不确定性中的波动性。给予浙商银行的稳定展望反映了标普的预期，即该行降低风险偏好将有助于其在未来两年保持资产质量和资本化。此外，标普预计，如有需要，浙商银行仍将有相当高的可能性获得中国政府或浙江省政府的特别政府支持。
		评级 展望	STABLE		
中国 华能	11/25/2025	发行 人评 级	A2	穆 迪	正面展望突显了中国华能在核电领域的最新进展，包括率先研发的小型模块化反应堆以及 7.2 GW 的反应堆项目储备，这进一步巩固了其战略地位，并预示着其有可能获得政府更高层次的特别支持。
		评级 展望	POS STABLE		
中国 宏桥	11/25/2025	国际 长期 发行 人评 级	BBB	联 合 国 际	发行人评级上调评级反映了中国宏桥盈利能力及经营表现的持续改善，并在当前高铝价的支撑及有所改善的融资结构下，财务表现及指标不断改善，及其领先的市场地位，由规模效益及垂直整合的产业链平台带来的成本优势。此外，产能迁移将进一步增强公司的竞争优势。然而，中国宏桥的评级受限于铝行业的周期性以及政策和集中度风险。展望稳定反映了联合国际预期中国宏桥将继续保持其经营业绩和经营效率，这使得公司能够减轻行业的周期性影响。
		评级 展望	STABLE		
唯品会	11/24/2025	发行 人评 级	Baa1	穆 迪	此次确认反映了唯品会在中国在线折扣服装业务中的领先地位，以及在消费者信心减弱的情况下其运营和商业模式的韧性。穆迪预计唯品会将保持稳健的财务状况，杠杆率低且净现金头寸稳健，并且尽管未来 12 至 18 个月股东分红增加，仍将继续产生自由现金流。
		评级 展望	STABLE		

资料来源：惠誉、穆迪、标普、联合国际、国元证券经纪（香港）整理

### 3. 美国国债报价

表 5：美国国债报价（更新时间：2025/12/1）

代码	到期日	现价（美元）	到期收益率（%）	票息
912810SZ2.GBM	T 2 08/15/51	58.58	4.83	2.0%
912810SL3.GBM	T 2 02/15/50	59.86	4.83	2.0%
912810SJ8.GBM	T 2 1/4 08/15/49	63.88	4.82	2.3%
912810SK5.GBM	T 2 3/8 11/15/49	65.48	4.82	2.4%
912810SX7.GBM	T 2 3/8 05/15/51	64.37	4.82	2.4%
912810TD0.GBM	T 2 1/4 02/15/52	62.02	4.82	2.3%
912810SH2.GBM	T 2 7/8 05/15/49	73.02	4.81	2.9%
912810SF6.GBM	T 3 02/15/49	74.92	4.80	3.0%
912810SD1.GBM	T 3 08/15/48	75.27	4.80	3.0%
912810TG3.GBM	T 2 7/8 05/15/52	71.35	4.80	2.9%
912810RZ3.GBM	T 2 3/4 11/15/47	72.40	4.80	2.8%
912810TJ7.GBM	T 3 08/15/52	73.13	4.79	3.0%
912810RY6.GBM	T 2 3/4 08/15/47	72.61	4.79	2.8%
912810SA7.GBM	T 3 02/15/48	75.66	4.79	3.0%
912810SE9.GBM	T 3 3/8 11/15/48	80.40	4.79	3.4%
912810SC3.GBM	T 3 1/8 05/15/48	77.22	4.79	3.1%
912810RT7.GBM	T 2 1/4 08/15/46	66.85	4.79	2.3%
912810RS9.GBM	T 2 1/2 05/15/46	70.45	4.78	2.5%
912810RX8.GBM	T 3 05/15/47	76.29	4.78	3.0%
912810RQ3.GBM	T 2 1/2 02/15/46	70.68	4.78	2.5%
912810RV2.GBM	T 3 02/15/47	76.48	4.78	3.0%
912810TR9.GBM	T 3 5/8 05/15/53	82.54	4.77	3.6%
912810RU4.GBM	T 2 7/8 11/15/46	75.05	4.77	2.9%
912810TN8.GBM	T 3 5/8 02/15/53	82.65	4.77	3.6%
912810TL2.GBM	T 4 11/15/52	88.42	4.77	4.0%
912810TT5.GBM	T 4 1/8 08/15/53	90.31	4.76	4.1%
912810RK6.GBM	T 2 1/2 02/15/45	71.79	4.76	2.5%
912810RP5.GBM	T 3 11/15/45	77.53	4.76	3.0%
912810RN0.GBM	T 2 7/8 08/15/45	76.13	4.75	2.9%
912810TX6.GBM	T 4 1/4 02/15/54	92.23	4.75	4.3%

资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

注：表内美国国债到期年限均在 6 个月以上、按到期收益率由高到低取前 30 只



## 4. 宏观数据追踪

截至 11 月 28 日，美国国债到期收益率情况如下：

1 年期（T1）：3.5914%，较上周下行 2.36bps；

2 年期（T2）：3.4893%，较上周下行 1.82bps；

5 年期（T5）：3.5964%，较上周下行 2.47bps；

10 年期（T10）：4.0132%，较上周下行 5.01bps。

图 4：美国国债到期收益率（%）



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

## 5. 宏观要闻

➤ 美国上周初请失业金人数减少 6000 人至 21.6 万人，为 4 月中旬以来新低：

美国上周初请失业金人数减少 6000 人至 21.6 万人，为 4 月中旬以来新低，低于预期值 22.5 万人。此前一周的续申请失业金人数小幅上升至 196 万人。

➤ 美国 9 月耐用品订单初值环比增 0.5%，较前值修正后的 3% 明显放缓：

美国 9 月耐用品订单初值环比增 0.5%，较前值修正后的 3% 明显放缓。扣除飞机的非国防资本耐用品订单（核心资本品订单）初值环比增长 0.9%，远超市场预期的 0.3%，前值由 0.4% 上修至 0.9%。

➤ **特朗普正式启动“创世使命”计划，大力推动 AI 创新：**

美国总统特朗普签署一项行政命令，正式启动“创世使命”计划，大力推动 AI 创新。该行政命令授权美国能源部全面动员和统筹全美研发资源，并更有效地整合 AI 工具，集中攻克关键的科学挑战。

➤ **受近期联邦政府“停摆”影响，10 月份联邦政府预算赤字高达 2840 亿美元：**

美国财政部表示，受近期联邦政府“停摆”影响，10 月份联邦政府预算赤字高达 2840 亿美元。一位财政部官员表示，由于许多联邦机构“停摆”43 天，导致部分款项（例如政府雇员的工资）的支付延迟，2026 财年第一个月的预算结果被推迟发布。

➤ **美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，核心 PPI 环比上涨 0.1%：**

美国 9 月 PPI 环比上涨 0.3%，核心 PPI 环比上涨 0.1%，均较前值明显加速，显示美国通胀在 9 月重新升温。同时，美国 9 月零售销售环比增长 0.2%，连续四个月正增长但显著放缓，且低于市场预期，汽车销售四个月来首次下滑。

➤ **美国劳动力市场正显现进一步疲软迹象：**

自动数据处理公司（ADP）报告显示，美国劳动力市场正显现进一步疲软迹象。数据显示，过去四周私营企业每周平均减少 13500 个工作岗位，较一周前公布的每周减少 2500 个岗位呈现加速恶化趋势。

➤ **美国 11 月消费者信心指数下降 6.8 点至 88.7，创下七个月来最大跌幅：**

世界大型企业联合会数据显示，美国 11 月消费者信心指数下降 6.8 点至 88.7，创下七个月来最大跌幅，消费者对劳动力市场和整体经济前景的担忧加剧。

➤ **美国 10 月二手房签约量指数上涨 1.9% 至 76.3，创接近一年来最高水平：**

全美房地产经纪人协会（NAR）数据显示，10 月份二手房签约量指数上涨 1.9% 至 76.3，创接近一年来最高水平。另外，美国 9 月 FHFA 房价指数环比持平，9 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数同比上涨 1.4%，均较前值放缓。

➤ **日本内阁批准了 18.3 万亿日元（合 1170 亿美元）的额外预算：**

日本内阁批准了 18.3 万亿日元（合 1170 亿美元）的额外预算，为自放松疫情限制以来规模最大的一轮刺激计划提供资金。日本财务省称，其中 11.7 万亿日元将由新债填补。为了反映这一变化，政府修改了本财年的债券发行计划。日本两年期和五年期国债发行分别增加了 3000 亿日元，国库券发行增加了 6.3 万亿日

元。

➤ **韩国央行维持基准利率 2.5% 不变：**

韩国央行维持基准利率 2.5% 不变，为连续第四次按兵不动，因汇市和楼市正处于不稳定状态。同时，韩国央行将今明两年实际 GDP 增长预期分别上调至 1% 和 1.8%，通胀预期均上调至 2.1%。

➤ **欧洲央行发布 10 月会议纪要，进一步强化了市场对本轮降息周期终结的预期：**

欧洲央行发布 10 月会议纪要，详解其在该次会议上按兵不动的依据，进一步强化了市场对本轮降息周期终结的预期。欧洲央行管委卡扎克斯最新表示，鉴于欧元区通胀仍可能高于预期，目前讨论再次降息为时尚早。

➤ **日本央行正为最早于下月可能实施的加息做市场准备：**

消息人士称，日本央行正为最早于下月可能实施的加息做市场准备，随着对日元大幅贬值的担忧重现，且要求央行维持低利率的政治压力逐渐消退，日本央行重启了此前的鹰派表述。

➤ **新西兰联储将基准利率下调 25 个基点至 2.25%：**

新西兰联储将基准利率下调 25 个基点至 2.25%，并暗示有可能进一步放松货币政策以支持经济复苏。

➤ **1-10 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 1.9%：**

国家统计局公布数据显示，1-10 月份，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 1.9%，累计增速连续三个月保持增长。10 月份，受上年同期基数有所抬高、财务费用增长较快等因素影响，规模以上工业企业利润同比下降 5.5%。

➤ **1-10 月国有企业营业总收入同比增长 0.9%：**

财政部披露数据显示，1-10 月，国有企业营业总收入 683529.3 亿元，同比增长 0.9%；利润总额 34214.4 亿元，同比下降 3.0%。截至 10 月末，国有企业资产负债率 65.2%，同比上升 0.4 个百分点。

➤ **1-10 月我国全行业对外直接投资同比增长 6.2%：**

据商务部，1-10 月，我国全行业对外直接投资 1443.4 亿美元，同比增长 6.2%；对外承包工程业务新签合同额 2107 亿美元，同比增长 18.6%。

➤ **六部门联合发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》：**

六部门联合发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，从拓展增量、深挖存量、场景赋能等 5 方面部署 19 项重点任务，目标是到 2027 年，消费品供给结构明显优化，形成 3 个万亿级消费领域和 10 个千亿级消费热点。

➤ **1-11 月全国房地产 TOP100 企业拿地总额同比增长 14.1%：**

中指研究院发布报告称，1-11 月全国房地产 TOP100 企业拿地总额 8478 亿元，同比增长 14.1%，虽继续延续增长态势，但增幅较 1-10 月大幅收窄。

➤ **截至 10 月底，全国累计发电装机容量同比增长 17.3%：**

据国家能源局，截至 10 月底，全国累计发电装机容量 37.5 亿千瓦，同比增长 17.3%。其中，太阳能发电装机容量 11.4 亿千瓦，同比增长 43.8%；风电装机容量 5.9 亿千瓦，同比增长 21.4%。

## 6. 风险提示

美国经济政策变动

超预期信用风险事件蔓延

稳地产政策效果不及预期

# 免责声明

## 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>