

周报

一级市场发行量显著回落，二级市场小幅上涨

中资美元债

2025-12-22 星期一

➤ 一级市场发行量显著回落：

上周中资离岸债一级市场发行量显著回落，新发3只债券，规模共约3.15亿美元。其中，南安发展发行10.5亿人民币债券，为上周最大发行规模；赣州城投集团发行0.66亿美元可持续发展债券，息票率4.35%，为上周定价最高的新发债券。

➤ 二级市场小幅上涨：

◇ 上周中资美元债指数（Bloomberg Barclays）按周上涨0.20%，新兴市场美元债指数上涨0.32%。投资级指数最新价报202.5273，周涨幅0.22%；高收益指数最新价报160.0276，周涨幅0.05%。

◇ 上周中资美元债回报指数（Markit iBoxx）按周上涨0.20%，投资级回报指数最新价报244.1644，周涨幅0.21%；高收益回报指数最新价报241.6378，周涨幅0.06%。

➤ 美债收益率下行：

截至12月19日，2年期美国国债收益率较上周下行3.88bps，报3.4834%；10年期国债收益率下行3.7bps，报4.1471%。

➤ 宏观要闻：

- ◇ 美国11月核心CPI同比上涨2.6%，低于市场预期的3%；
- ◇ 美国11月非农就业人口增加6.4万人，高于市场预期；
- ◇ 贝森特对美国前景表达乐观预期；
- ◇ 美国10月零售销售环比持平，略低于预期；
- ◇ 美国12月标普全球制造业PMI初值下滑至51.8，创5个月新低；
- ◇ 欧元区12月制造业PMI初值为49.2，为8个月以来新低；
- ◇ 欧洲央行连续第四次维持基准利率在2%不变，符合市场预期；
- ◇ 英国央行以5:4的投票结果如期降息25个基点至3.75%；
- ◇ 日本美债持有规模升至1.2万亿美元；
- ◇ 日本11月对美出口额同比增8.8%，为8个月来首次增加；
- ◇ 中国11月经济“成绩单”出炉；
- ◇ 今年前11个月全国财政收入同比增0.8%；
- ◇ 11月房地产行业债券融资总额同比增长28.5%。

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量显著回落，新发3只债券，规模共约3.15亿美元（按定价起始日汇率统一折算为美元）。

- 南安发展发行10.5亿人民币债券，为上周最大发行规模；
- 赣州城投集团发行0.66亿美元可持续发展债券，息票率4.35%，为上周定价最高的新发债券。

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 | | |
| XS3252915163 | 赣州城市投资控股集团有 限责任公司 | 66 | USD | 4.35 | 2025/12/16 | | | | 3 | 城投 |
| XS3259481839 | 兴业银行香港分行 | 100 | USD | 3.85 | 2025/12/16 | | | | 1 | 银行 |
| HK0001232245 | 南安市发展投资集团有限 公司 | 1050 | CNY | 3.15 | 2025/12/19 | | | | 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

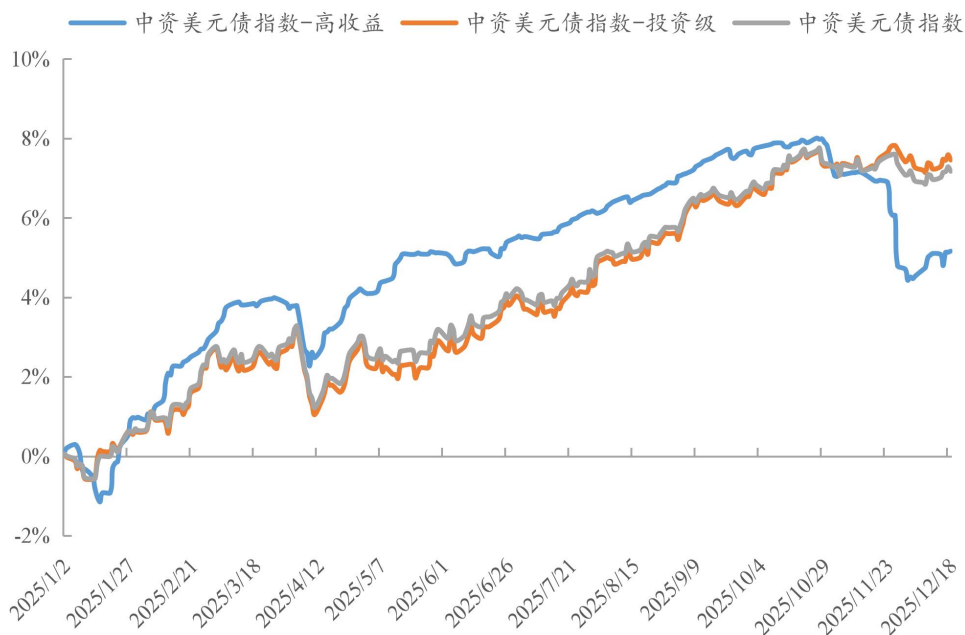
- 上周中资美元债指数（Bloomberg Barclays）按周上涨0.20%，新兴市场美元债指数上涨0.32%。中资美元债投资级指数最新价报202.5273，周涨幅0.22%；中资美元债高收益指数最新价报160.0276，周涨幅0.05%。

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

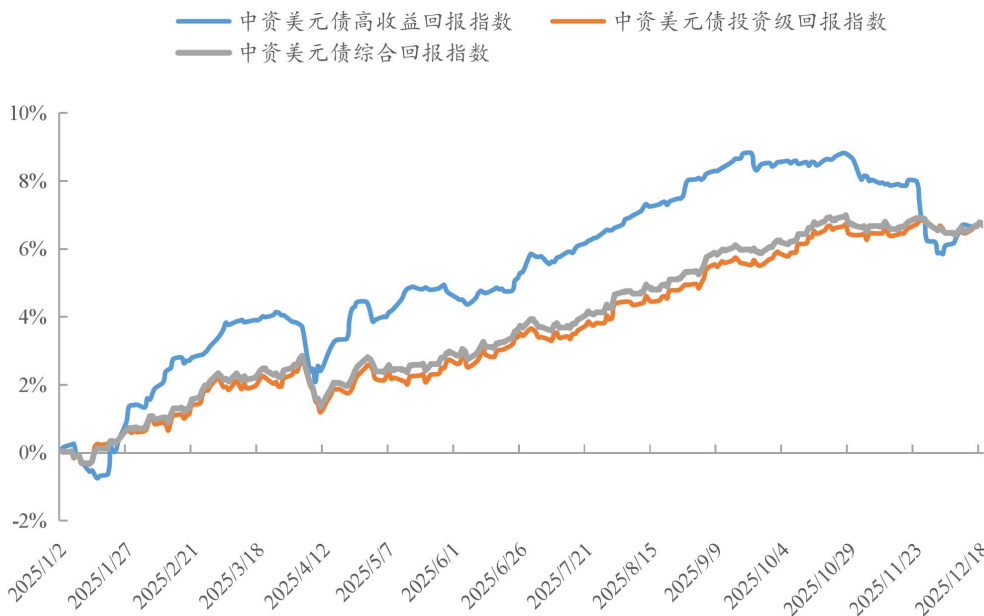
图 2：中资美元债指数表现（Bloomberg Barclays）



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) 按周上涨 0.20%，最新价报 251.1223。中资美元债投资级回报指数最新价报 244.1644，周涨幅 0.21%；中资美元债高收益回报指数最新价报 241.6378，周涨幅 0.06%。

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，工业、通讯板块领涨，地产、必需消费板块领跌。
- 工业板块主要受山东正方控股集团有限公司、环太湖国际投资有限公司等名字上涨的影响，收益率下行 7.4bps；通讯板块主要受哔哩哔哩股份有限公司、携程集团有限公司等名字上涨的影响，收益率下行 3.8bps。
- 地产板块主要受佳兆业集团控股有限公司、时代中国控股有限公司等名字下跌的影响，收益率上行 9.2Mbps；必需消费板块主要受爵堡投资有限公司、温氏食品集团股份有限公司等名字下跌的影响，收益率上行 23.5bps。

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 | 2.29 | 11.7 | 13.4 |
| 必需消费 | 27.69 | 23.5 | 80.8 |
| 工业 | 5.79 | -7.4 | -0.4 |
| 材料 | - | - | -30.7 |
| 金融 | 1305.00 | 2.9M | 3.8M |
| -房地产 | 4286.16 | 9.2M | 11.2M |
| 科技 | 4.15 | 10.3 | 7.7 |
| 非必需消费 | 4.72 | -1.1 | 2.0 |
| 政府 | 3.94 | -2.6 | -11.4 |
| 公用事业 | 5.40 | -0.6 | 9.4 |
| 通讯 | 3.16 | -3.8 | -8.8 |
| 能源 | 6.48 | 0.6 | 17.5 |

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 2.9bps；BBB 等级周收益率下行 3.9bps；高收益名字多下跌，其中 BB 等级收益率下行 0.6bps；DD+ 至 NR 等级收益率上行约 50.9bps；无评级名字收益率上行 2.8Mbps。

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- | 4.28 | -2.9 | -3.2 |
| BBB+至 BBB- | 4.65 | -3.9 | -1.3 |
| BB+至 BB- | 5.62 | -0.6 | 13.5 |
| DD+至 NR | 19.93 | 50.9 | 260.0 |
| 无评级 | 1243.28 | 2.8M | 3.6M |

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

➤ 金科地产集团股份有限公司：公司及控股子公司重整计划执行完毕

金科地产集团股份有限公司公告称，公司及控股子公司重庆金科房地产开发有限公司重整计划均已执行完毕。重整计划执行完毕后，公司资产负债结构将得到极大改善，预计对 2025 年度财务状况产生积极影响。公司将申请撤销退市风险警示，能否获批存在不确定性。

➤ 上海世茂建设：截至 12 月 15 日，累计未能按期支付的公司债券本息共计约 26.3 亿元

上海世茂建设发布关于债务清偿事项的公告。2025 年 12 月 1 日至 12 月 15 日，公司新增未能按期支付 15 世茂 02、19 世茂 01、19 世茂 03、20 世茂 04、19 世茂 04、20 世茂 02 和 20 世茂 03 和 20 世茂 06 本息约 6.3 亿元。截至 2025 年 12 月 15 日，公司累计未能按期支付的公司债券本息共计约 26.3 亿元。

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 |
|------|------------|-----------|--------|------|----|---|
| 三峡国际 | 12/18/2025 | 长期发行人信用评级 | A | | 标普 | 该评级的稳定展望反映了标普的观点，即未来 12-24 个月内，三峡国际的主权风险敞口将保持稳定。这也反映了标普预期中国政府将继续鼓励海外清洁能源投资，且三峡集团(A+/稳定/-)将通过其唯一平台三峡国际在执行该战略中保持关键作用。 |
| | | 评级展望 | STABLE | | | |
| 北京建工 | 12/18/2025 | 长期外币发行人评级 | BBB- | | 惠誉 | 惠誉根据《政府相关企业评级标准》对北京建工进行评级，因为公司由北京市国资委全资拥有。根据惠誉的 GRE 评级标准，北京建工的 GRE 支 |

| | | | | | | |
|---------|------------|-------------|--------|------|-------|---|
| | | 评级展望 | STABLE | | | 持得分为 20 分, 导致其评级比其'b'的独立信用状况(SCP)高出五个子级。稳定展望基于惠誉对北京市内部信用评估, 并反映了惠誉的预期, 即北京建工在 2025-2028 年的独立信用指标将与其'b'的 SCP 相匹配。 |
| 万科企业 | 12/17/2025 | 长期发行人评级 | C | CCC- | 惠誉 | 此次下调评级是因为万科企业已就其于 2025 年 12 月 15 日到期的 20 亿元人民币境内债券本金及利息还款进入五个工作日的宽限期。 |
| 上海电气 | 12/17/2025 | 发行人评级 | Baa1 | Baa2 | 穆迪 | 上海电气集团和上海电气股份的评级上调反映了两家公司信用质量持续改善, 原因是能源设备强劲的新订单将继续推动 EBITDA 和现金流增长, 导致杠杆率下降。评级上调也考虑了两家公司在能源与工业设备领域的多元化发展和市场领先地位, 该因素支撑需求韧性; 公司财务管理审慎, 因此流动性出色; 此外必要时上海市政府和中国政府提供特殊支持的可能性较高。稳定展望反映了穆迪预计上海电气集团和上海电气股份的业务和财务状况仍将符合其各自的 BCA, 并且其对上海市政府乃至最终对中国政府的重要性将保持不变。 |
| | | 评级展望 | STABLE | POS | | |
| 万达商业 | 12/16/2025 | 长期外币发行人主体评级 | CC | | 惠誉 | 上述评级反映万达商管的子公司 Wanda Properties Global Co. Limited 目前正在向债券持有人征求同意, 以拟议修订 2026 年 2 月 13 日到期 4 亿美元债券的条款, 并寻求豁免潜在违约事件。惠誉认为, 对债券条款的拟议修订符合惠誉《企业评级标准》列载的不良债务交换 (DDE) 定义。惠誉根据其《母子公司关联性评级标准》授予万达香港和万达商管评级。这两家公司的发行人主体评级相同, 因为惠誉评定两者在压力情景下的独立信用状况相同。万达香港是万达商管下属唯一的全资境外融资平台及海外投资控股公司。 |
| 绵阳市商业银行 | 12/15/2025 | 长期信用评级 | BBBg+ | | 中诚信亚太 | 绵阳银行的长期信用评级为 BBBg+, 反映了该行 (1) 在绵阳市拥有强大的市场影响力, 存贷款市场份额领先; (2) 资金结构稳健, 对市场资金依赖度持续降低且客户存款基础稳定; (3) 尽管净息差承压, 但盈利能力和经营效率仍保持合理水平; (4) 在业务合作和资本补充方面, 极有可能获得绵阳市政府和中国五矿集团(“五矿集团”)的支持。 |
| | | 评级展望 | STABLE | | | |

资料来源: 惠誉、穆迪、标普、中诚信亚太、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: 2025/12/22)

| 代码 | 到期日 | 现价 (美元) | 到期收益率(%) | 票息 |
|---------------|------------------|---------|----------|------|
| 912810SL3.GBM | T 2 02/15/50 | 58.73 | 4.95 | 2.0% |
| 912810SZ2.GBM | T 2 08/15/51 | 57.44 | 4.95 | 2.0% |
| 912810SX7.GBM | T 2 3/8 05/15/51 | 63.16 | 4.94 | 2.4% |
| 912810SK5.GBM | T 2 3/8 11/15/49 | 64.31 | 4.93 | 2.4% |
| 912810TD0.GBM | T 2 1/4 02/15/52 | 60.82 | 4.93 | 2.3% |
| 912810SJ8.GBM | T 2 1/4 08/15/49 | 62.79 | 4.93 | 2.3% |
| 912810SH2.GBM | T 2 7/8 05/15/49 | 71.81 | 4.92 | 2.9% |
| 912810TG3.GBM | T 2 7/8 05/15/52 | 70.04 | 4.91 | 2.9% |
| 912810SF6.GBM | T 3 02/15/49 | 73.74 | 4.91 | 3.0% |
| 912810TJ7.GBM | T 3 08/15/52 | 71.80 | 4.91 | 3.0% |
| 912810SD1.GBM | T 3 08/15/48 | 74.11 | 4.91 | 3.0% |
| 912810RZ3.GBM | T 2 3/4 11/15/47 | 71.28 | 4.90 | 2.8% |
| 912810SA7.GBM | T 3 02/15/48 | 74.49 | 4.90 | 3.0% |
| 912810RY6.GBM | T 2 3/4 08/15/47 | 71.51 | 4.90 | 2.8% |
| 912810SC3.GBM | T 3 1/8 05/15/48 | 76.04 | 4.90 | 3.1% |
| 912810SE9.GBM | T 3 3/8 11/15/48 | 79.18 | 4.90 | 3.4% |
| 912810RT7.GBM | T 2 1/4 08/15/46 | 65.85 | 4.90 | 2.3% |
| 912810RS9.GBM | T 2 1/2 05/15/46 | 69.41 | 4.89 | 2.5% |
| 912810TN8.GBM | T 3 5/8 02/15/53 | 81.15 | 4.89 | 3.6% |
| 912810TR9.GBM | T 3 5/8 05/15/53 | 81.07 | 4.89 | 3.6% |
| 912810RX8.GBM | T 3 05/15/47 | 75.14 | 4.89 | 3.0% |
| 912810RV2.GBM | T 3 02/15/47 | 75.33 | 4.88 | 3.0% |
| 912810RU4.GBM | T 2 7/8 11/15/46 | 73.89 | 4.88 | 2.9% |
| 912810RQ3.GBM | T 2 1/2 02/15/46 | 69.68 | 4.88 | 2.5% |
| 912810TL2.GBM | T 4 11/15/52 | 86.94 | 4.88 | 4.0% |
| 912810TT5.GBM | T 4 1/8 08/15/53 | 88.73 | 4.87 | 4.1% |
| 912810TX6.GBM | T 4 1/4 02/15/54 | 90.63 | 4.86 | 4.3% |
| 912810RP5.GBM | T 3 11/15/45 | 76.46 | 4.86 | 3.0% |
| 912810UC0.GBM | T 4 1/4 08/15/54 | 90.63 | 4.86 | 4.3% |
| 912810RN0.GBM | T 2 7/8 08/15/45 | 75.07 | 4.86 | 2.9% |

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 12 月 19 日，美国国债到期收益率情况如下：

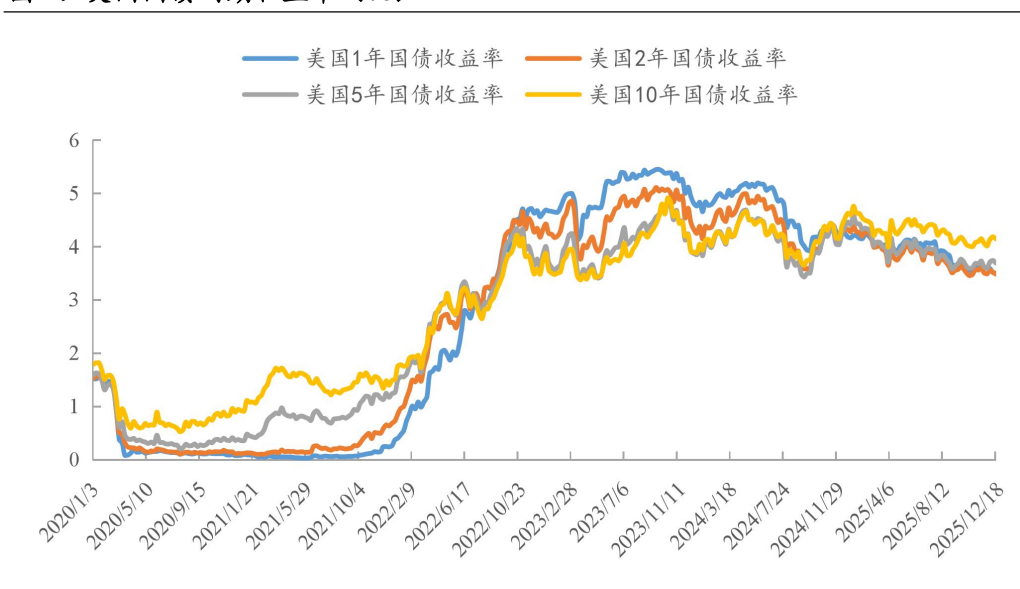
1 年期（T1）：3.5007%，较上周下行 1.51bps；

2 年期（T2）：3.4834%，较上周下行 3.88bps；

5 年期（T5）：3.6933%，较上周下行 4.84bps；

10 年期（T10）：4.1471%，较上周下行 3.7bps。

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 11 月核心 CPI 同比上涨 2.6%，低于市场预期的 3%：

美国 11 月核心 CPI 同比上涨 2.6%，创下 2021 年初以来最慢增速，低于市场预期的 3%。整体 CPI 同比上涨 2.7%，低于预期的 3.1%。不过，由于数据采集受到联邦政府停摆的严重干扰，这份通胀报告的可靠性受到市场质疑。

➤ 美国 11 月非农就业人口增加 6.4 万人，高于市场预期：

美国劳工统计局公布数据显示，美国 11 月非农就业人口增加 6.4 万人，高于市场预期的 5 万人；但失业率却意外升至 4.6%，创下 2021 年 9 月以来的新高。另外，10 月非农就业大幅减少 10.5 万人，远超预期的下降 2.5 万人；8 月和 9 月也

合计下修 3.3 万人。11 月平均时薪同比增长 3.5%，为 2021 年 5 月以来最低增速。

➤ **美国上周初请失业金人数环比下降 1.3 万人至 22.4 万人，略低于市场预期：**

美国上周初请失业金人数环比下降 1.3 万人至 22.4 万人，略低于市场预期。前一周续请失业金人数增加 6.7 万人至 189.7 万，低于预期的 193 万。

➤ **贝森特对美国经济前景表达乐观预期：**

美国财政部长贝森特表示，对美国经济前景表达乐观预期，预计 2025 年全年 GDP 增速将达到 3.5%。贝森特指出，特朗普将于明年 1 月初公布美联储主席人选，本周可能还有一到两次面试。

➤ **美国 10 月零售销售环比持平，略低于预期：**

美国 10 月零售销售环比持平，略低于预期的 0.1% 增长，主要是受汽车销售下降 1.6% 拖累。核心零售销售环比增长 0.5%，略超出预期的增长 0.4%。

➤ **美国 12 月标普全球制造业 PMI 初值下滑至 51.8，创 5 个月新低：**

美国 12 月标普全球制造业 PMI 初值下滑至 51.8，创 5 个月新低。服务业 PMI 初值则从 54.1 下滑至 52.9，综合 PMI 初值下滑至 53，均录得 6 个月新低。

➤ **欧元区 12 月制造业 PMI 初值为 49.2，为 8 个月以来新低：**

欧元区 12 月制造业 PMI 初值为 49.2，为 8 个月以来新低，服务业 PMI、综合 PMI 均创 3 个月新低。德国 12 月制造业 PMI 初值为 47.7，创 10 个月最差表现。法国制造业出现积极信号，PMI 大幅上升至 50.6，创 40 个月新高。

➤ **欧洲央行连续第四次维持基准利率在 2% 不变，符合市场预期：**

欧洲央行连续第四次维持基准利率在 2% 不变，符合市场预期。该行继续未就未来的政策路径提供指引，强调将根据数据逐次会议决策，并重申通胀将在中期内稳定在 2% 的目标水平。

➤ **英国央行以 5:4 的投票结果如期降息 25 个基点至 3.75%：**

英国央行以 5:4 的投票结果如期降息 25 个基点至 3.75%，为近三年来的最低水平。行长贝利转而支持降息成为此次决策的决定性因素。会议纪要暗示，该行可能正接近本轮降息周期的尾声。

➤ **英国 11 月 CPI 同比涨幅放缓至 3.2%，为今年 3 月以来的最低水平：**

英国 11 月 CPI 同比涨幅放缓至 3.2%，为今年 3 月以来的最低水平；环比则下降

0.2%，为 2024 年 7 月以来最低水平。英国 11 月零售物价指数环比下降 0.5%，为 2023 年 7 月以来最大降幅。市场押注英国央行本周四将进行年内第四次降息。

➤ **日本美债持有规模升至 1.2 万亿美元：**

美国财政部数据显示，10 月份日本持有的美国国债规模从 9 月份的 1.189 万亿美元增至 1.2 万亿美元。10 月份中国持有的美国国债规模从 9 月份的 7005 亿美元降至 6887 亿美元。

➤ **日本 11 月对美出口额同比增 8.8%，为 8 个月来首次增加：**

日本财务省公布数据显示，日本 11 月对美国出口额同比增长 8.8%，为 8 个月来首次增加。自美进口额增长 7.1%，连续 4 个月增加。11 月日本对华出口下降 2.4%。

➤ **欧洲议会投票通过了欧盟在 2027 年底前逐步停止进口俄罗斯天然气的计划：**

欧洲议会投票通过了欧盟在 2027 年底前逐步停止进口俄罗斯天然气的计划，相关决定仍有待欧盟成员国部长级会议明年初正式批准。

➤ **中国 11 月经济“成绩单”出炉：**

国家统计局公布数据显示，11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，服务业生产指数同比增长 4.2%，社会消费品零售总额同比增长 1.3%。1-11 月份，全国固定资产投资同比下降 2.6%，其中，制造业投资增长 1.9%，房地产开发投资下降 15.9%。11 月全国城镇调查失业率持平于 5.1%。

➤ **今年前 11 个月全国财政收入同比增 0.8%：**

财政部公布数据显示，今年前 11 个月，全国财政收入 20.05 万亿元，同比增长 0.8%，增幅与前 10 个月持平。其中，全国税收收入 16.48 万亿元，增长 1.8%；证券交易印花税收入 1855 亿元，增长 70.7%。

➤ **11 月 70 城房价环比总体下降、同比降幅扩大：**

国家统计局公布 11 月房价数据，70 城房价环比总体下降、同比降幅扩大。二手房价格方面，70 城二手房价格全部下跌，其中一线城市降幅扩大 0.2 个百分点至 1.1%，二、三线城市均下降 0.6%。新房价格方面，一线城市新房价格环比下降 0.4%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，二、三线城市环比降幅均收窄 0.1 个百分点。

➤ **海南自由贸易港 12 月 18 日正式启动全岛封关运作：**

海南自由贸易港 12 月 18 日正式启动全岛封关运作。即日起，海南自贸港货物进出“一线”“二线”可办理报关业务，货物可通过全岛设置的 8 个对外开放口岸和 10 个“二线口岸”进出海南自贸港。

➤ **11 月 30 个重点城市二手房成交环比上升 14%：**

克而瑞地产研究,11 月 30 个重点城市二手房成交环比上升 14%,累计同比增 3%。四个热点城市中，上海、深圳、杭州新增二手房挂牌量同环比齐跌，杭州同比跌幅达 11%，仅北京一城环比增 9%。

➤ **11 月房地产行业债券融资总额同比增长 28.5%：**

据中指研究院监测，11 月房地产行业债券融资总额为 620.4 亿元，同比增长 28.5%。其中，信用债发行 262.2 亿元，同比下降 1.6%；ABS 发行 294 亿元，同比增长 36%。债券融资平均利率为 2.66%，同比下降 0.07 个百分点，环比上升 0.1 个百分点。

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>