

百度 (BIDU US)

全无人驾驶持续推进或有望显著推动 UE 提升

6月30日北京经信局发布关于对《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》公开征集意见的公告，推动市场对自动驾驶相关标的的投资情绪提升。我们对百度的萝卜快跑（Apollo Go）业务的单位经济模型（UE）进行情景分析，同时对百度萝卜快跑业务在武汉地区的运营情况进行情景分析，认为全无人驾驶业务的持续渗透或有望推动业务 UE 显著提升，未来单车硬件成本进一步下探、单均打车距离提升及补贴优化、云代驾驾驶员覆盖车辆范围提升及成本优化均有望助推 UE 进一步提升。在2024年4月武汉萝卜快跑业务超过70%的订单已由全无人车辆完成的情况下，管理层既定的2024年年末盈亏平衡的目标有望达成。我们认为，尽管自动驾驶的商业化落地受一城一策影响，推进步调有所差异，但城市维度的监管指引陆续明晰有助推动自动驾驶行业发展进一步提速，而具备技术和有效数据积累的公司有望持续受益。我们维持对于百度基于分部估值法183.0美元的目标价和“买入”评级。

■ **监管法规陆续落地或助推自动驾驶行业发展进一步提速。**6月30日北京经信局发布关于对《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》公开征集意见的公告，提及拟支持自动驾驶汽车用于城市公共电汽车客运、出租汽车客运（网约车）。公告显著提振市场情绪。参考前例，2022年6月武汉市印发《武汉市智能网联汽车道路测试和示范应用管理实施细则（试行）》的通知，明确智能网联汽车开展道路测试、示范应用、商业化试点、远程测试和示范等活动的细则，其后其智能网联车测试迎来快速发展。截至2023年9月，武汉智能网联汽车测试道路里程已突破1845.91公里（单向里程），开放道路里程和开放区域数量均跃居全国第一。

■ **全无人驾驶持续渗透或有望推动萝卜快跑 UE 显著提升。**我们针对百度萝卜快跑业务的 UE 在不同情景下进行估算：在不考虑停车、维护成本及牌照费用的情况下，1) 在每车配备一个安全员、一个云代驾驾驶员覆盖两辆车的假设下，萝卜快跑的单均亏损约为11.0元人民币（图3）；2) 在全无人驾驶情况下（不配备安全员），一个云代驾驾驶员覆盖两辆车的情况下，单均 UE 即有望显著提升至单均盈利5.5元（图4）。我们总结未来 UE 提升的主要驱动因素包括：1) 随着全国监管逐步放开，有更多的车辆可以进入全无人驾驶的运营阶段；2) 单车硬件成本中长期仍有进一步下探空间，百度 Robotaxi 第六代车成本已降至20.46万元人民币，相较 RT5 的48万元明显下降；3) 单均营收提升，支撑因素为单均价格随单均里程提升而提升、及单均补贴逐步下降，且因无人驾驶汽车相较出租车具备更长运营时间，日均单量也有进一步提升空间；4) 云代驾驾驶员单人覆盖车辆范围扩大且可在低线城市招聘有望带来成本节省。

■ **百度：萝卜快跑业务稳步发展，2025年有望迎来盈亏平衡。**百度管理层在1Q24业绩会上提及：1) 1Q24 百度萝卜快跑在武汉区域的订单中已经有55%的订单由全无人车辆完成（4Q23: 45%），且已于2024年4月超过70%，并预期这一比例将在未来的几个季度达到100%；2) 1Q24 萝卜快跑订单数已经达到82.6万单，同比增长25%，且截至24年4月19日，萝卜快跑累计订单数已经超过600万单。此外，百度管理层在2024 ApolloDay提及，其目标是在2024年底，在武汉实现收支平衡，并在2025年全面进入盈利期。根据我们的情景分析，百度武汉区域全无人驾驶订单目前在达

买入(维持)

目标价 **183.00 美元**
潜在升幅 **91.8%**
当前股价 **95.40 美元**

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	34,168.5
3月平均流通量(百万美元)	79.9
52周内股价高/低(百万美元)	155.99/86.21
总股本(百万)	358.2

资料来源: FactSet

股东结构

李彦宏	16.5%
-----	-------

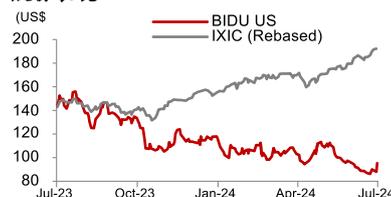
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.1%	-6.7%
3-月	-6.1%	-17.5%
6-月	-17.6%	-33.0%

资料来源: FactSet

股份表现



资料来源: FactSet

成年末盈亏平衡的目标上处于正轨（图 5-6），而全无人订单占比稳步提升或有望带动武汉区域实现盈亏平衡。

- 维持基于分部估值法 183.0 美元的目标价和“买入”评级。我们对百度的分部估值目标价为 183.0 美元（[报告链接](#)），对应 17x 2024E PE。公司目前交易现价对应 8.8x 2024E PE，低于近三年均值减一个标准差的 11.7x，但略高于三年均值减两个标准差的 7.3x（图 7）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	124,493	123,675	134,598	138,474	149,352
同比增长(%)	16.3	(0.7)	8.8	2.9	7.9
调整后净利润(百万人民币)	18,830.0	20,680.0	28,747.0	27,667.3	29,614.4
同比增长(%)	(14.5)	9.8	39.0	(3.8)	7.0
调整后每股收益(人民币)	53.53	58.90	81.06	77.25	81.87
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	80.85	77.13	82.67
市盈率(倍)	23.4	31.9	12.0	11.6	10.6
股本回报率(%)	5.1	3.4	8.4	8.0	7.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 1: 百度萝卜快跑: 单车营收假设测算

(元人民币)		计算方式
单均 AOV	25	$A=B+(D-2)*C$
起步价 (<2km)	16	B
里程费 (RMB/km)	3	C
单均公里数 (km)	5	D
单均营收	20	$E=A*(1-F)$
补贴折扣率	20%	F
日均单量 (单)	20	G
年单量 (单)	7300	$H=G*365$

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场估算

注: 情景假设为度过早期大额补贴培养用户心智后较为常态化运营情况下的数据

图 2: 百度萝卜快跑: 单车成本假设测算

(元人民币)		计算方式
1. 车辆成本 (硬件相关折旧)		
百度 Robotaxi RT6 系列购置成本	204,600	I
报废时残值占比	0%	J
报废年限 (年)	6.5	K
年度计入利润表的单车成本	31,477	$L=I*(1-J)/K$
单均车辆成本	4.3	$M=L/H$
2. 人力成本		
2.1 安全员成本 (RMB/车/月)	10,000	N
安全员成本 (RMB/车/订单)	16.4	$O=N*12/H$
2.2 云代驾人员工资 (RMB/月)	10,000	P
单个云代驾平均覆盖车辆数	2	Q
云代驾成本 (RMB/车/年)	60,000	$R=P/Q*12$
云代驾成本 (RMB/车/订单)	8.2	$S=R/H$
3. 电费、保险维修、牌照费等		
3.1 电费 (RMB/公里)	0.13	U
电费 (RMB/订单)	0.6	$V=U*D$
3.2 保险费用 (RMB/车/年)	10,000	W
保险费用 (RMB/车/订单)	1.4	$X=W/H$
3.3 停车场成本及车辆维修费 (RMB/车/年)	-	
停车场成本及车辆维修费 (RMB/车/订单)	-	Y

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场估算

注: 简化计算考虑, 停车场成本、车辆维修费及牌照费等未纳入计算, 假设为 0

图3：萝卜快跑单车 UE 情景假设计算：带安全员，一个云代驾覆盖2台车

(元人民币)	计算方式
AOV	25 =A
单均营收	20 =E
营业及运营成本合计	(31.0)
车辆成本(单车折旧)	(4.3) =-M
人力成本(安全员)	(16.4) =-O
人力成本(云代驾)	(8.2) =-S
运营成本(电费+保险+维修停车费等)	(2.0) =-(V+X+Y)
单均亏损	(11.0)

资料来源：招银国际环球市场估算

注：A-Y的字母所代表的数字含义请参考图1-2，图1-4中所有字母所代表含义一致

图4：萝卜快跑单车 UE 情景假设计算：全无人驾驶，一个云代驾覆盖2台车

(元人民币)	计算方式
AOV	25 =A
单均营收	20 =E
营业及运营成本合计	(14.5)
车辆成本(单车折旧)	(4.3) =-M
人力成本(云代驾)	(8.2) =-S
运营成本(电费+保险+维修停车费等)	(2.0) =-(V+X+Y)
单均盈利	5.5

资料来源：招银国际环球市场估算

注：A-Y的字母所代表的数字含义请参考图1-2，图1-4中所有字母所代表含义一致

图5：百度萝卜快跑：基准情形下武汉区域盈利情况测算

(元人民币)	计算方式
单均盈利(全无人驾驶)	5.5 A
单均盈利(车内携带一个安全员)	(11.0) B
武汉地区目前投入车辆数	500 C
全无人车辆数占比	60% D
全无人车辆数	300 E=C*D
车内携带一个安全员的车辆数	200 F=C-E
日均单量-全无人驾驶车辆	20 G
日均单量-车内携带一个安全员的车辆	20 H
年盈利-全无人驾驶车辆(人民币百万元)	11.9 I=A*E*G*365
年亏损-车内携带一个安全员的车辆(人民币百万元)	(16.0) J=B*F*H*365
武汉区域年亏损(人民币百万元)	(4.1) K=I+J

资料来源：招银国际环球市场估算

注：1) 本表格中的字母A-K与图1-4中的字母所代表含义不一致；2) 目前武汉地区运营补贴相较于假设预测更高，可能导致我们估算亏损相较于公司实际运营亏损更小。

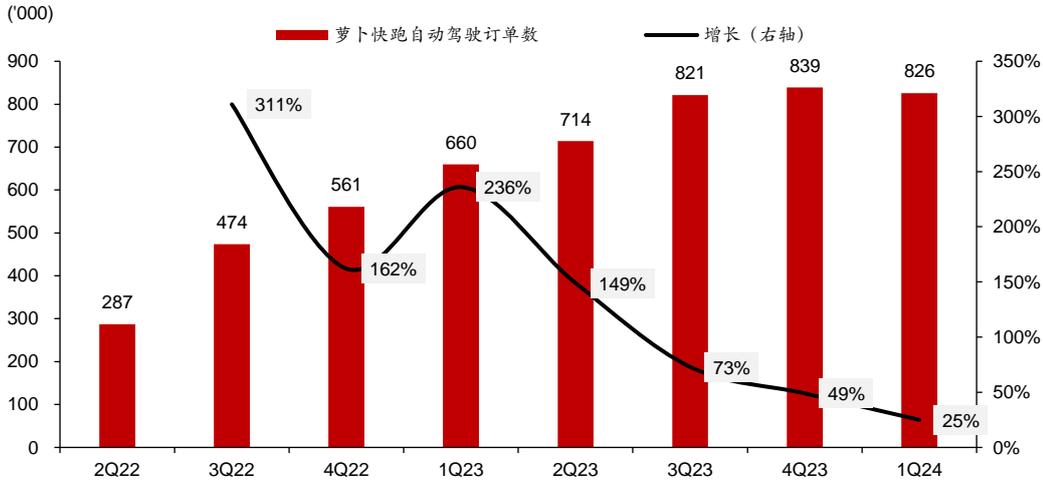
图6：百度萝卜快跑：武汉区域盈利情况情景分析，基于投入车辆数及全无人车辆占比情况

		武汉区域全无人驾驶车辆占比							
(百万元人民币)		30.0%	40.0%	50.0%	60%	70.0%	80.0%	90.0%	100.0%
武汉区域投入车辆数(辆)	100	(4.4)	(3.2)	(2.0)	(0.8)	0.4	1.6	2.8	4.0
	200	(8.8)	(6.4)	(4.0)	(1.6)	0.8	3.2	5.6	8.0
	300	(13.3)	(9.7)	(6.1)	(2.5)	1.1	4.7	8.3	11.9
	400	(17.7)	(12.9)	(8.1)	(3.3)	1.5	6.3	11.1	15.9
	500	(22.1)	(16.1)	(10.1)	(4.1)	1.9	7.9	13.9	19.9
	600	(26.5)	(19.3)	(12.1)	(4.9)	2.3	9.5	16.7	23.9
	700	(30.9)	(22.5)	(14.1)	(5.7)	2.7	11.1	19.5	27.9
	800	(35.3)	(25.7)	(16.1)	(6.5)	3.1	12.7	22.3	31.9
	900	(39.8)	(29.0)	(18.2)	(7.4)	3.4	14.2	25.0	35.8
	1000	(44.2)	(32.2)	(20.2)	(8.2)	3.8	15.8	27.8	39.8

资料来源：招银国际环球市场估算

注：方框标注为基础情形假设下武汉区域的盈利情况

图 7: 百度: 萝卜快跑自动驾驶订单数量及同比增速



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 8: 百度: 一年远期市盈率倍数及交易区间



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	107,074	124,493	123,675	134,598	138,474	149,352
销售成本	(55,158)	(64,314)	(63,935)	(65,031)	(66,864)	(71,089)
毛利润	51,916	60,179	59,740	69,567	71,609	78,263
运营费用	(37,576)	(49,661)	(43,829)	(47,711)	(47,549)	(50,705)
销售	(18,063)	(24,723)	(20,514)	(23,519)	(23,264)	(24,942)
研发费用	(19,513)	(24,938)	(23,315)	(24,192)	(24,285)	(25,764)
运营利润	14,340	10,518	15,911	21,856	24,060	27,558
应占联营公司的(亏损)/溢利	(2,248)	(932)	(1,910)	(3,799)	(844)	(879)
调整后 EBITDA	27,504	24,914	29,663	35,824	37,193	41,302
净利息收入(支出)	2,255	2,130	3,332	4,761	4,918	5,465
外汇收益/损失	(660)	100	(1,484)	595	401	321
其他收入/支出	9,403	(1,038)	(5,737)	1,785	(275)	(278)
税前利润	23,090	10,778	10,112	25,198	28,261	32,187
所得税	(4,064)	(3,187)	(2,578)	(3,649)	(5,500)	(6,941)
税后利润	19,026	7,591	7,534	21,549	22,761	25,246
非控股权益	(3,446)	(2,635)	(25)	1,234	1,491	1,792
净利润	22,472	10,226	7,559	20,315	21,270	23,454
调整后净利润	22,020	18,830	20,680	28,747	27,667	29,614
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	183,342	213,315	212,850	230,255	259,577	293,046
现金与现金等价物	35,782	36,850	53,156	25,231	55,584	86,994
Restricted cash	758	10,821	11,330	11,503	11,503	11,503
应收账款	8,668	9,981	11,733	10,848	10,243	11,048
其他流动资产	138,134	155,663	136,631	182,673	182,248	183,501
非流动资产	149,366	166,719	178,123	176,504	174,153	176,869
物业及厂房及设备(净额)	17,508	23,027	23,973	27,960	32,018	36,109
无形资产	8,457	8,947	8,095	7,848	1,439	64
商誉	22,248	22,605	22,477	22,586	22,586	22,586
其他非流动资产	101,153	112,140	123,578	118,110	118,110	118,110
总资产	332,708	380,034	390,973	406,759	433,730	469,915
流动负债	68,385	74,488	79,630	76,451	79,540	80,236
短期债务	3,016	4,168	5,343	10,257	10,257	10,257
应付账款	36,716	41,384	38,014	37,717	40,973	40,509
其他流动负债	28,653	28,936	36,273	28,477	28,310	29,470
非流动负债	72,480	81,594	73,538	67,700	62,731	62,403
长期债务	0	12,629	13,722	14,223	0	0
应付公司债	60,335	55,772	49,461	43,134	52,388	52,060
融资租赁承担	4,693	5,569	4,810	5,040	5,040	5,040
递延收入	97	129	159	200	200	200
其他非流动负债	7,355	7,495	5,386	5,103	5,103	5,103
总负债	140,865	156,082	153,168	144,151	142,271	142,640
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	47,213	73,888	79,855	87,099	87,202	87,305
留存收益	135,483	137,571	143,623	156,527	185,275	220,989
其他储备	3,102	7,148	8,393	9,465	9,465	9,465
股东权益总额	185,798	218,607	231,871	253,091	281,942	317,759
少数股东权益	6,045	5,345	5,934	9,517	9,517	9,517
总负债和股东权益	332,708	380,034	390,973	406,759	433,730	469,915

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	23,090	10,778	10,112	25,198	28,261	32,187
折旧摊销	18,180	16,438	14,725	14,908	5,742	5,654
税款	(4,064)	(3,187)	(2,578)	(3,649)	(5,500)	(6,941)
营运资金变化	(18,207)	(18,691)	(16,758)	(13,067)	4,119	(1,362)
其他	5,201	14,784	20,669	13,225	6,685	7,007
净经营现金流	24,200	20,122	26,170	36,615	39,307	36,545
投资现金流						
资本开支	(5,084)	(10,896)	(8,286)	(11,190)	(8,286)	(8,286)
收购与投资	(2,396)	(247)	(14)	(115)	0	0
处理短期投资所得现金	(486)	0	0	0	0	0
其他	(19,586)	(20,301)	4,356	(39,092)	(104)	(84)
净投资现金流	(27,552)	(31,444)	(3,944)	(50,397)	(8,390)	(8,370)
融资现金流						
净借贷	12,390	8,840	(6,813)	(13,093)	(14,223)	0
股票回购	(13,054)	(7,581)	(1,925)	(4,764)	0	0
其他	6,329	22,137	2,348	3,695	12,818	3,236
净融资现金流	5,665	23,396	(6,390)	(14,162)	(1,405)	3,236
净现金流变动						
年初现金	34,439	36,540	47,671	65,236	37,574	67,087
汇率变动	(212)	(943)	1,729	282	0	0
年末现金	36,540	47,671	65,236	37,574	67,087	98,497
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	(0.3%)	16.3%	(0.7%)	8.8%	2.9%	7.9%
毛利润	16.5%	15.9%	(0.7%)	16.4%	2.9%	9.3%
经营利润	127.4%	(26.7%)	51.3%	37.4%	10.1%	14.5%
净利润	992.5%	(54.5%)	(26.1%)	168.8%	4.7%	10.3%
调整后净利润	21.1%	(14.5%)	9.8%	39.0%	(3.8%)	7.0%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	48.5%	48.3%	48.3%	51.7%	51.7%	52.4%
营业利润率	13.4%	8.4%	12.9%	16.2%	17.4%	18.5%
调整后净利润率	20.6%	15.1%	16.7%	21.4%	20.0%	19.8%
股本回报率	12.8%	5.1%	3.4%	8.4%	8.0%	7.8%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
流动比率 (倍)	2.7	2.9	2.7	3.0	3.3	3.7
应收账款周转天数	27.0	27.0	31.6	29.0	26.3	25.7
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	226.5	218.6	223.5	220.6	222.5	206.3
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率	10.5	23.4	31.9	12.0	11.6	10.6
市盈率 (摊薄)	10.6	23.9	32.2	12.1	11.7	10.7
市帐率	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
市现率	12.5	26.4	13.6	9.7	8.0	8.9
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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、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编制的报告。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。