

跨越中度发展陷阱的集结号 —— “人工智能+”与“互联网+”的差异

事件：

国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，发挥我国数据、产业、场景优势，聚焦“科技、产业、消费、民生、治理、全球合作”6大重点行动；并提出8项基础支撑：

1. 提升模型基础能力，2. 加强数据供给创新，3. 强化智能算力统筹，4. 优化应用发展环境，5. 促进开源生态繁荣，6. 加强人才队伍建设，7. 强化政策法规保障，8. 提升安全能力水平。

目标 2027 年 6 大领域深度融合、应用普及率超 70%，2030 年普及率超 90%、智能经济成重要增长极，2035 年步入智能经济社会新阶段。

点评：

1) 中国正处于要通过科技发展，改变原来劳动密集和资源密集型的发展模式，跨越中度发展陷阱的关键时刻。

美国的科技股第一轮大发展阶段大致是从 20 世纪 80 年代开始，到 2000 年互联网泡沫结束。这一时期，美国以科技创新为导向发展新经济，计算机与信息技术成熟，克林顿政府大力倡导新经济，以微软、雅虎、思科为代表的科技公司快速发展，科技创新对 GDP 拉动明显，美国的经济发展模式从投资驱动转向科技驱动。

日本的科技大发展也大致在同一时期，20 世纪 70 年代起，日本开始从技术引进、模仿向自主创新转型，80 年代其半导体产业达到巅峰，半导体材料与设备占全球市场份额的 50% 以上。日本在 90 年代转型成为发达经济体，通过培育技术密集型产业，促进中高端制造业升级，如实施产官学合作推动前沿技术突破和科技成果市场转化，成功跨越了“中等发达陷阱”。

2) 一个国家经济发展有其自然规律，从其每 10 年的市值最大的 50/100 个公司的行业分布变化，就可以清楚的看到这样的规律。美国也是 20 年前，科技行业才开始进入最大行业的序列（图表 1）；中国现在的科技行业的总利润还比较低，行业还没有出现类似美国的 Magnificent 7 是正常的发展阶段还没有到。

现在中国最好的 GPU 芯片公司是英伟达市值的 1/50，是美国没落且 P/B 一度跌破 1x 的英特尔的 80%。

中国的电子行业的总市值和中国银行业的总市值接近（图表 3）；银行的 P/E 的 5 倍，电子行业的 P/E 接近 100 倍。但这并不会改变电子行业最终的市值一定会远大于银行也这一规律——美国曾经也是银行业的市值也远大于电子行业，而现在是电子行业远大于银行业。

中银国际研究有限公司

孟昕

(852) 3988 6433

michael.meng@bocigroup.com

林仲衡

(852) 3988 6420

alexzh.lin@bocigroup.com

中国现在的银行业的总市值和美国银行业总市值相当；通讯服务 Telecom 行业的总市值也与美国相当；先进科技行业的市值远低于美国 —— 这些都是自然发展规律。

图表 1: 美国每过 10 年最大市值公司的行业变化；掌握行业发展变迁的规律

美国股票市值排名(USDbn)					
2004/7/23	(USDbn)	2014/7/23		2024/7/23	
证券简称	总市值	证券简称	总市值	证券简称	总市值
通用电气航空航	343	苹果(APPLE)	582	苹果(APPLE)	3,450
微软(MICROSOFT)	304	埃克森美孚(EXXON)	445	微软(MICROSOFT)	3,306
埃克森美孚(EXXON)	295	谷歌(ALPHABET)	406	英伟达(NVIDIA)	3,016
辉瑞制药(PFIZER)	246	微软(MICROSOFT)	370	谷歌(ALPHABET)	2,257
沃尔玛(WALMART)	227	NATWEST 银行	316	亚马逊(AMAZON)	1,940
美国银行(BANK OF AMERICA)	172	伯克希尔(BERKSHIRE HATHAWAY)	316	脸书(META PLATFORMS)	1,240
强生公司(JOHNSON & JOHNSON)	165	强生公司(JOHNSON & JOHNSON)	288	伯克希尔(BERKSHIRE HATHAWAY)	936
汇丰控股	164	富国银行(WELLS FARGO)	269	台积电	881
英特尔(INTEL)	145	通用电气航空航	260	礼来(ELI LILLY)	835
IBM	142	雪佛龙(CHEVRON)	254	特斯拉(TESLA)	786
宝洁公司(PROCTER & GAMBLE)	134	沃尔玛(WALMART)	248	博通(BROADCOM)	762
可口可乐(COCA-COLA)	110	摩根大通(JPMORGAN CHASE)	222	摩根大通(JPMORGAN CHASE)	604
奥驰亚(ALTRIA)	97	诺华制药	217	诺和诺德	601
富国银行(WELLS FARGO)	96	宝洁公司(PROCTER & GAMBLE)	217	沃尔玛(WALMART)	568
百事(PEPSICO)	86	威瑞森电信(VERIZON)	211	联合健康集团(UNITEDHEALTH GROUP)	511
联合包裹服务(UNITED STATES EXPRESS)	80	丰田汽车	206	诺华制药	485
摩根大通(JPMORGAN CHASE)	76	汇丰控股	197	VISA	484
礼来(ELI LILLY)	71	辉瑞制药(PFIZER)	194	埃克森美孚(EXXON)	447
默克(MERCK)	66	IBM	193	万事达卡(MASTERCARD)	411
3M 公司(3M)	65	美国电话电报(AMERICAN TELEPHONE & TELEGRAPH)	186	甲骨文(ORACLE)	394
康卡斯特(COMCAST)	63	脸书(META PLATFORMS)	185	宝洁公司(PROCTER & GAMBLE)	393
美国运通(AMERICAN EXPRESS)	62	百威英博	181	开市客(COSTCO)	378
雅培(ABBOTT)	60	甲骨文(ORACLE)	180	阿斯麦	368
惠普(HP)	60	可口可乐(COCA-COLA)	179	强生公司(JOHNSON & JOHNSON)	367
巴克莱银行	54	英国石油(BP)	175	帝亚吉欧	357
康菲石油(CONOCOPhillips)	53	英特尔(INTEL)	171	家得宝(HOME DEPOT)	357
雪佛龙(CHEVRON)	50	VISA	169	美国银行(BANK OF AMERICA)	332
雷神技术(RTX)	47	默克(MERCK)	169	道达尔	319
迪士尼(WALT DISNEY)	46	亚马逊(AMAZON)	165	默克(MERCK)	315
百时美施贵宝(BEIGING)	46	美国银行(BANK OF AMERICA)	163	丰田汽车	315
本田汽车	45	道达尔	157	艾伯维生物技术	306
塔吉特(TARGET)	40	花旗集团(CITIGROUP)	152	雪佛龙(CHEVRON)	285
波音(BOEING)	40	迪士尼(WALT DISNEY)	146	可口可乐(COCA-COLA)	280
联合健康集团(UNITEDHEALTH GROUP)	39	斯伦贝谢(SCHLUMBERGER)	145	奈飞(NETFLIX)	276
沃尔格林联合博	37	康卡斯特(COMCAST)	142	思爱普	264
斯伦贝谢(SCHLUMBERGER)	37	吉利德科学(GILEAD)	138	HDFC 银行	260
摩托罗拉解决方	36	百事(PEPSICO)	137	超威半导体(AMDECC)	249
德州仪器(TEXAS INSTRUMENTS)	36	高通(QUALCOMM)	137	赛富时(SALESFORCE)	248
金佰利(KIMBERLY-CLARK)	32	葛兰素史克	135	阿斯利康(ASTRAZENECA)	246
高露洁(COLGATE)	28	菲利普莫里斯国际	133	奥多比(ADOBE)	242
应用材料(APPLIED MATERIALS)	28	思科(CISCO)	132	百事(PEPSICO)	228
伊利诺伊工具	27	诺和诺德	127	壳牌	226
福特汽车(FORD)	27	安贝夫	116	埃森哲(ACCENTURE)	222
卡特彼勒(CATERPILLAR)	25	英美烟草	114	高通(QUALCOMM)	216
艾默生电气(EMERSON)	25	家得宝(HOME DEPOT)	111	LINDE	215
联邦快递(FEDEX)	24	台积电	107	赛默飞世尔科技	211
自动数据处理	23	康菲石油(CONOCOPhillips)	107	富国银行(WELLS FARGO)	208
威达信(MARSHALL & WILSON)	23	加拿大皇家银行	106	T-MOBILE US	207
TEGNA	23	雷神技术(RTX)	100	丹纳赫(DANAHER)	191
西斯科(SYSCO)	22	EQUINOR ASA	98	思科(CISCO)	187

资料来源: 彭博、中银国际研究

图表 2: 中国结构和美国比感觉差 20 年左右 (红色公司表示的十年内新上市的)

中国相关股票市值排名(USDbn)						
2004/7/23			2014/7/23			
证券简称	总市值		证券简称	总市值		
中国石化	87		中国石化	228	腾讯控股	437
中国石化	73		中国移动	220	工商银行	275
中国移动	59		工商银行	205	贵州茅台	256
中国电信	27		建设银行	184	中国石化	235
中国海油	19		腾讯控股	150	农业银行	226
华能国际	19		农业银行	127	中国移动	213
中银香港	18		中国银行	120	拼多多	185
中国人寿	15		中国石化	100	阿里巴巴	184
香港中华煤气	10		中国海油	80	建设银行	179
中国联通	10		百度	70	中国银行	178
宝钢股份	10		中国人寿	68	中国海油	129
长江电力	9		中国平安	57	招商银行	116
中国平安	8		交通银行	48	宁德时代	115
九龙仓集团	8		中国神华	47	中国神华	109
招商银行	7		中国电信	43	长江电力	105
兖矿能源	7		招商银行	43	中国石化	103
太古股份公司	6		中国联通	39	中国人寿	101
国泰航空	6		京东	38	比亚迪	98
上海石化	6		民生银行	33	中国平安	97
中国铝业	6		中银香港	32	美团-W	94
中信股份	5		中信银行	31	中国电信	77
宁沪高速	5		贵州茅台	30	五粮液	69
恒隆地产	5		中国太保	30	工业富联	68
马钢股份	4		兴业银行	30	交通银行	68
浦发银行	4		上汽集团	30	邮储银行	66
中远海能	4		浦发银行	28	美的集团	61
大唐发电	4		中国海外发展	24	紫金矿业	60
民生银行	4		九龙仓集团	23	网易	59
中国财险	4		香港中华煤气	23	小米集团-W	54
裕元集团	4		中信证券	22	兴业银行	49
中芯国际	4		中国财险	22	农夫山泉	48
浙江沪杭甬	3		中国信达	20	迈瑞医疗	47
中远海运港口	3		光大银行	19	中信银行	43
上汽集团	3		平安银行	18	京东	42
南方航空	3		中国旺旺	18	京沪高铁	40
招商局港口	3		比亚迪	18	立讯精密	39
上海机场	3		中国人民保险	18	海康威视	39
中国东航	3		万科A	18	恒瑞医药	37
华夏银行	3		长江电力	17	中信证券	37
华润啤酒	3		大秦铁路	17	浦发银行	35
江西铜业	3		海螺水泥	16	万华化学	35
粤电力A	2		上港集团	16	中国太保	35
海螺水泥	2		康师傅控股	16	牧原股份	34
石化油服	2		东风集团股份	15	陕西煤业	32
中兴通讯	2		华能国际	15	中国广核	32
申能股份	2		中国建筑	15	中国建筑	32
五粮液	2		海通证券	15	百度	32
中远海发	2		周大福	15	山西汾酒	32
TCL科技	2		联想集团	14	携程集团	32
中信证券	2		格力电器	14	中银香港	32

资料来源: 彭博、中国国际研究

图表 3: 中国目前各行业市值及估值比较

2025/3/21					2025/8/20				
A股科技类行业估值					A股科技类行业估值				
行业	A股总市值 (亿元)	TTM净利润 (亿元)	公司数	PE	行业	A股总市值 (亿元)	TTM净利润 (亿元)	公司数	PE
电子	86,080	1,310	466	66	电子	104,447	1,453	476	72
医药	58,200	1,565	467	37	医药	70,553	1,523	464	46
机械	52,408	1,350	621	39	机械	59,433	1,348	624	44
计算机	46,464	396	325	117	计算机	56,603	360	327	157
汽车	37,891	1,302	222	29	汽车	41,235	1,480	230	28
电气电源 (包含光伏)	34,184	523	244	65	电气电源 (包含光伏)	37,343	252	248	148
国防军工	21,229	214	116	99	国防军工	25,915	148	113	175
传媒	15,486	265	135	58	传媒	17,059	222	130	77
通信	14,311	310	110	46	通信	20,595	321	107	64
新能源 (包含锂电)	6,044	127	46	48	新能源 (包含锂电)	6,934	139	46	50
总计	372,298	7,362	2,752	51	总计	440,117	7,247	2,765	61
A股非科技类行业估值					A股非科技类行业估值				
行业	A股总市值 (亿元)	TTM净利润 (亿元)	公司数	PE	行业	A股总市值 (亿元)	TTM净利润 (亿元)	公司数	PE
银行	93,844	21,182	42	4	银行	112,576	21,420	42	5
非银行金融	55,499	4,768	71	12	非银行金融	64,668	5,529	68	12
基础化工	42,864	1,293	479	33	基础化工	50,187	1,203	482	42
电力及公用事业	37,121	2,121	220	18	电力及公用事业	41,428	2,201	219	19
交通运输	29,827	1,846	120	16	交通运输	30,972	2,001	120	15
食品饮料	28,298	1,411	121	20	食品饮料	28,093	1,282	118	22
有色金属	27,013	1,345	124	20	有色金属	33,508	1,563	125	21
家电	17,766	1,164	79	15	家电	17,897	1,259	78	14
建筑	16,642	1,890	143	9	建筑	17,831	1,729	141	10
煤炭	14,578	1,443	36	10	煤炭	15,177	1,303	36	12
农林牧渔	12,153	432	94	28	农林牧渔	14,024	668	93	21
房地产	10,941	-504	102	-22	房地产	11,606	-1,342	99	-9
钢铁	9,514	67	52	141	钢铁	10,324	-3	52	-3215
轻工制造	8,534	277	156	31	轻工制造	9,880	263	157	38
商贸零售	8,043	164	98	49	商贸零售	9,230	170	100	54
石油石化	7,469	207	46	36	石油石化	7,737	214	46	36
建材	7,235	224	82	32	建材	7,844	238	79	33
纺织服装	5,473	208	92	26	纺织服装	5,650	145	92	39
消费者服务	4,805	123	53	39	消费者服务	4,863	113	48	43
总计	437,619	39,664	2,210	11	总计	493,494	39,956	2,195	12

资料来源：彭博、中银国际研究

3) “互联网+”强调的是信息的传递，目前已不能算什么先进高科技了。而“人工智能+”则是硬件和软件结合的提高科技效率；中国要跨越中度发达国家陷阱，必须在这个领域取得突破。

从目前中国这个行业的发展情况来看，能力是完全具备的。可能唯一需要的是，在市场化利润如果一时未能跟上的时候，需要政策的补贴扶持；美国、日本当时的发展也都得到政府的极大扶持和引导（不能因为过度的公平安全考虑束缚手脚）——一定要允许让企业赚到钱；变成利润还有 P/E 倍数的巨大杠杆，是效率最高的“补贴”。

声明及重要信息披露

本报告中所表述的所有观点均为该分析员对报告内所评论的证券或发行人的个人观点。此外，每一位分析员的薪酬在过去、现在及将来均不会与本报告中所表述的具体建议或观点存在直接或间接的关联。

除本文另有披露外：(i) 每一位分析员声明不论他/她或其有联系人皆不拥有与该分析员在本报告内所评论的发行人的任何财务权益；及(ii) 每一位分析员声明不论他/她或其有联系人没有担任该分析员在本报告内所评论的发行人的高级人员。在本声明中，术语“联系人”包含了美国金融业监管局(The Financial Industry Regulatory Authority, 简称FINRA)所界定的分析员的家庭成员。

因此，本报告涉及的发行人或其他第三方都没有提供或同意向分析员、中银国际研究有限公司和中银国际控股集团及其各自的子公司及附属公司（以下统称“中银国际集团”）提供与本报告有关的任何报酬或其他利益。分析员的报酬取决于中银国际集团的整体收入和利润，包括来自投资银行业务的收入。

中银国际集团的成员公司确认，不论是个人或共同，他们皆：

- (i) 未持有相等于或高于本报告内所评论的发行人的证券市场资本值合计总额的 1% 的财务权益；
- (ii) 不涉及为本报告所评论的有关发行人的证券进行庄家活动；
- (iii) 未有任何中银国际集团的雇员或与其有联系的个人担任本报告所评论的发行人的高级人员；
- (iv) 在过去十二个月内，未有经办或联席经办本报告所评论的发行人的公开发售活动；
- (v) 在过去十二个月内，未有向本报告所评论的发行人就提供投资银行服务收取或打算收取任何报酬或接受委托
- (vi) 在未来三个月内，未有就提供投资银行服务预期接受或打算向本报告所评论的发行人收取任何报酬。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段发出，已按照 2025 年 8 月 25 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行股份有限公司及其子公司（“中国银行集团”）在本报告可能潜在的利益。

中银国际评级定义：

买入：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）> 10% 的股票
持有：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）在-10%至+10%之间的股票
卖出：未来十二个月预期总绝对回报率（包括股息）< -10% 的股票

增持：预计该行业在未来十二个月内的表现将优于市场基准
中性：预计该行业在未来十二个月内的表现与市场基准一致
减持：预计该行业在未来十二个月内的表现将低于市场基准

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

致电香港免费电话:

中国网通 10 省市客户请拨打:
10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打:
10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6000
传真:(852) 2147 9513

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420) 3651 8888
传真:(4420) 3651 8877

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦三十楼(049908)
电话:(65) 6671 8686/(65) 6671 8687

中银国际证券有限责任公司

中国上海市浦东
新区银城中路 200 号
中银大厦 2308 室
邮编 200120
电话:(8621) 6881 1163
传真:(8621) 6881 1295

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610) 8326 2000
传真:(8610) 8326 2290

本研究报告由中银国际研究有限公司(BOCI Research Limited)(“中银国际研究”)(一家在香港注册成立,并受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司)编制。本报告仅意在按保密基准向专业投资者、合格机构投资者及机构投资者客户发送,供一般流通之用,仅供参考。未经中银国际控股有限公司及其各自子公司和附属公司(统称为“中银国际集团”)的事先书面同意,不得出于任何目的而发表本报告或其内容或其任何副本,无论是整体还是部分,或不得直接或间接地对本报告或其内容或其任何副本进行修改、复制或向任何其他人士(包括报刊或媒体)进行再次分发或散播。本报告中使用或引用的所有商标、服务标记及徽标均为中银国际集团的一个或多个成员实益所有。

在某些司法管辖区分发本报告可能会受到当地法律法规的限制。本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况下,或导致中银国际集团须受受制于任何地区、州、国家或其它司法管辖区的注册登记或牌照规定的情况下,向任何在该等地区、州、国家或其它司法管辖区的公民或居民或实体分发、发布、提供或供其使用。拥有本报告的人士必须知悉并遵守该等限制。

本报告中所列信息未考虑任何特定投资者的特定投资目标、财务状况或特别需求,不构成投资、法律、会计或税务建议,也不得被视为任何投资或战略是适当或适宜的声明。本报告中所包含的信息不构成出售要约或邀请的一部分,也不构成认购或购买任何证券或其他金融工具的劝诱或要约,且不得用于构成任何合同或承诺的基础,也不得单独加以依赖。中银国际集团未采取任何措施确保本报告中所述的证券适合于任何特定投资者,且中银国际集团不会因收件人收到本报告而将其视为客户。在做出任何投资决策之前及在确定任何证券或其他金融工具的适当性或评估相应的投资风险时,投资者应做出自身的独立判断,或应自行咨询独立的财务或投资顾问。

尽管本报告中所载的信息、意见及估计均来自或源于中银国际研究可靠的来源,除非法律或规则规定要求之外,中银国际集团及其各自的董事、高级人员、雇员或代理未有独立验证本报告中所包含的信息。中银国际研究不对所表达的信息、意见及估计的准确性及完整性作出保证,且该等信息、意见及估计可能反映了在中银国际研究发布本报告当日作出的判断,并可能基于一些无法证明其有效性的假设,且可能随时更改。相应地,除法律或规则规定必须承担的责任外,对于因使用本报告或本报告之内容或其他原因而导致的损失,中银国际集团无需承担任何责任(因疏忽或其他原因引起的)。因此,本报告所表达的信息、意见及估计是按“基于现状”的原则提供,对于该等信息、意见及估计的公允性、准确性或完整性不作任何明示或暗示的声明或保证。此外,中银国际集团可能曾发布其他与本报告中所述结论或意见不一致或得出不同结论或意见的报告。为免生疑问,本报告中所表达的观点并不一定代表中银国际集团的立场。所发表的每份报告反映了撰写该报告的分析员采用的不同假设、分析方法及观点。

过去的表现不应视作未来表现的指示或保证,且不能代表或对于未来表现作出任何明示或暗示的声明或保证。任何证券或金融工具的价格、价值及收益均可能出现上升或下跌,且可能无法立即变现。此外,获得有关该等投资的价值及所面临的风险的可靠信息也存在困难。

本报告可能附载其它网站的地址或超链接。对于本报告可能涉及到超出中银国际集团网站的范围的地址或超链接,中银国际集团未审查该等网页,且不会为其内容承担任何责任。提供该等地址或超链接(包括中银国际集团网站的地址或超链接)仅为阁下便利和参考,且所链接网站的内容不会以任何方式构成本报告的任何部分。在访问该等网站时,阁下须承担浏览这些网站的风险。

对于评级机构(包括穆迪、标普或惠誉)在评估发行人信誉度时所采用的评级定义、方法及如何确定评级,投资者应咨询相应的评级机构。评级机构可经临时通知而变更其评级。评级的改变可能影响发行在外的证券的价格。投资于以非本地货币计价的固定收益金融工具(比如债券)的投资者应知悉汇率变动风险,汇率变动风险可能导致本金损失,且该等固定收益金融工具的二级市场可能不存在。

在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能参与或投资于本报告中所述的证券相关的融资交易,为该发行人提供服务或从该发行人处延揽业务,及/或对该发行人相应证券或其他金融工具持仓或开展相关交易。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员可能在报告发表之前根据本报告中列出的信息或意见或本报告所基于的研究或分析行动,或加以使用该等信息或意见。在法律法规所允许的范围内,中银国际集团的一个或多个成员及撰写本报告的分析员(分别简称为“分析员”,并统称为“各分析员”)可能在本报中列出的任何或所有公司(分别简称为“列名发行人”,并统称为“各列名发行人”)享有财务权益或与之存在业务关系。更多信息请参见上文分析员声明及重要信息披露。

本报告在香港由中银国际研究及中银国际证券有限公司(BOCI Securities Limited)发送;在新加坡由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte Ltd.,“中银国际新加坡”)发送;在美国由 BOC International (USA) Inc. (“中银国际美国”)发送;在英国由 Bank of China International (UK) Limited (“中银国际英国”)发送。

在没有影响上述免责声明的情况下,如果阁下是根据新加坡《金融顾问法》(第 110 章)(Financial Advisers Act (Cap 110) of Singapore)(简称“FAA”)之《金融顾问条例》(Financial Advisers Regulations)(简称“FAR”)之条例 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资人”,中银国际新加坡仍将:(1)因为 FAR 之条例 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础;(2)因为 FAR 之条例 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益,或其联系人或关联人士之利益。本报告的收件人如有任何疑问请联系中银国际新加坡。

中银国际研究并非美国的注册经纪商-交易商。在中银国际研究在美国分发本报告时,本报告仅提供给依据 1934 年《美国证券交易法》(经修订)(U. S. Securities Exchange Act of 1934, as amended)(“证券交易法”)规则 15a-6 号规则界定的获得豁免的“美国大型机构投资者”。本报告涉及任何证券并未获得美国联邦或州、非美国证券委员会或监管机构的注册、推荐或批准,证券委员会或监管机构也并未对本报告的准确性或恰当性做出判断。本报告涉及任何证券目前尚未且预期不会按 1933 年《证券法》(经修订)(U. S. Securities Act of 1933, as amended)、任何其他证券法或其他美国以外地区法律注册。中银国际集团不会就本报告涉及任何证券的销售、转售、质押或转让进行有关第 144A 条细则或其他豁免的有效性进行说明。任何收到本报告且基于本报告中所提供的信息,有意开展交易购买或出售相应证券或相关金融工具的美国人士(见美国证券法或《1986 年美国国内税收法典》(U. S. Internal Revenue Code of 1986)之定义)仅应直接向中银国际美国提出,且该等交易仅可独家通过中银国际美国开展。无论在任何情况下,收到本报告且构成美国人士的人士均不得通过,除中银国际美国之外,中银国际研究、中银国际证券或中银国际集团的任何子公司或附属公司开展购买或出售相应证券或相关金融工具的交易。

在英国,依据《2000 年金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Act 2000)(“金融服务与市场法”)第 21 条,本报告不构成招募说明书,且未获得批准。本报告仅可向依据《2000 年金融服务与市场法》(金融推广)2005 年指令(Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005)之规定向位于英国境内的人士发送,具体是合格交易对手及专业客户(包含选择性专业客户)。向任何其他人士发送本报告的行为不得违反金融服务与市场法及英国其他适用的法律法规。本报告中所述的位于英国、来自英国或涉及英国的证券均须遵守金融服务与市场法的适用条款。

2025© 版权所有 中银国际研究有限公司、中银国际控股有限公司及其子公司和附属公司。