

# 永利澳门有限公司 (1128 HK)

## 20年Q2业绩虽逊预期，但短线复苏将优于同业

### 20年Q2经调整EBITDA逊预期

永利澳门于2020年Q2录得净收入为2,100万美元(同比下跌98.2%);经调整EBITDA为亏损1.9亿美元(同比由盈转亏),逊于我们预期,主要由于1)粤、澳两地政府采取严格的出入境管制措施令访澳旅客数目陷入冰封;2)集团期内录得贵宾厅毛亏损达4,200万美元。然而,集团贵宾厅转码数为23.2亿美元(同比减少89.7%),跑赢行业平均表现。我们相信粤、澳两地局部通关初期对贵宾厅收入的刺激作用较大,赌场内的防疫措施(如社交距离或每张赌枱的人数限制)对贵宾厅业务影响较细,预计集团短期的复苏步伐会优于行业。

### 若赌收回复至19年Q4的40%水平可实现EBITDA盈亏平衡

集团目前每日营运开支减少至约150万-200万美元(不包括利息及资本开支),管理层预计若日均赌收回复至去年第四季的40%(上一次业绩会的指引为约45%),将可录得EBITDA的盈亏平衡。截至7月31日,集团持有现金及可动用的信贷融通共达25亿美元,我们预测公司在零收入下能够支撑33个月的营运。

### 短期受惠局部通关措施,但中期面对“上葡京”竞争压力

由于粤、澳两地已放宽了检疫及隔离限制,而内地将于8月12日起恢复办理内地其它省份居民除旅游签注以外的其它种类赴澳门签注,相信短期会刺激持商务签证为主的贵宾厅客人赴澳门意欲。我们预计广东省个人游签证可能在8月下旬至9月重批,将令赌收温和复苏,而管理层亦对年内重启个人游签证表示乐观。不过,由于澳博控股(880 HK)主打高端服务的旗舰项目“上葡京”预计在明年第一季可局部开业,我们认为对同样主打高端服务的永利皇宫带来客人的分流及竞争压力。

### 下调目标价至14.7港元,维持“增持”评级

由于澳门能够全面正常通关的时间较我们原先预期的日子延迟,以及集团逊于预期的业绩,我们把20-22年经调整EBITDA预测分别下调-149.2%/-8.8%/-13.4%至-12.2亿/73.3亿/86.2亿港元,目标价从16.0港元下调至14.7港元,相当于2021年13.5倍EV/EBITDA,维持“增持”评级。

**风险提示:** (一)签证政策收紧; (二)疫情扩散风险; (三)赌场续牌风险

### 主要财务数据(百万港元)(估值更新至2020年8月6日)

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
净收入	39,591	36,160	8,493	30,448	33,975
同比增长	16.3%	-8.7%	-76.5%	258.5%	11.6%
经调整EBITDA	10,777	9,568	-1,223	7,329	8,616
同比增长	26.8%	-11.2%	-112.8%	N/A	17.6%
股东应占溢利	6,244	5,057	-5,387	3,013	4,249
同比增长	68.7%	-19.0%	N/A	N/A	41.0%
经调整EBITDA利润率(%)	31.0%	30.4%	N/A	28.0%	29.3%
每股盈利(港元)	1.20	0.97	-1.04	0.58	0.82
每股股息(港元)	1.20	0.45	0.00	0.21	0.71
市盈率(X)	11.0	13.5	N/A	22.7	16.1
EV/EBITDA(X)	8.5	9.7	N/A	12.4	10.3
股息率(%)	9.1%	3.4%	0.0%	1.6%	5.4%

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

评级: 增持

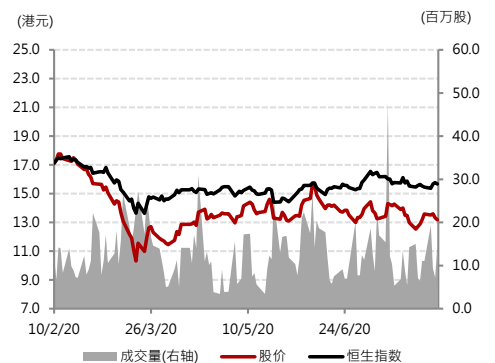
目标价: 14.7 港元

### 股票资料(更新至2020年8月6日)

现价	13.18 港元
总市值	68,498.95 百万港元
流通股比例	27.81%
已发行总股本	5,197.01 百万
52周价格区间	10.02-20.8 港元
3个月日均成交额	177.24 百万港元
主要股东	永利度假村(占72.16%)

来源:彭博、中泰国际研究部

### 股价走势图



来源:彭博、中泰国际研究部

### 相关报告

20200714 - 更新报告: 久旱逢甘霖, 博彩业最坏的时间已过

20200513 - 更新报告: 20年Q1业绩胜预期; 短期将较为受惠入境管制放宽

### 分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：永利澳门(1128 HK)季度业绩表现(百万美元)

百万美元	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2Q20	
											Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收益	1,685	1,560	1,768	1,733	1,634	1,538	1,413	1,409	633	9	-98.6%	-99.4%
博彩毛收益	1,509	1,394	1,587	1,555	1,457	1,372	1,247	1,240	542	-26	-104.9%	-101.9%
非博彩收益	177	166	181	178	177	166	166	169	91	35	-61.1%	-78.6%
佣金及奖励	-401	-397	-446	-439	-379	-363	-341	-294	-144	12	-108.0%	-103.2%
净收益	1,284	1,164	1,310	1,294	1,256	1,175	1,073	1,115	489	21	-95.8%	-98.2%
博彩税	-599	-554	-630	-618	-579	-545	-495	-493	-215	-6	-97.1%	-98.9%
营运开支	-263	-258	-271	-282	-290	-287	-276	-275	-244	-208	-14.9%	-27.6%
经调整物业 EBITDA	422	352	409	394	387	343	301	348	29	-194	-760.4%	-156.4%
经调整物业 EBITDA 利润率	32.8%	30.3%	31.2%	30.5%	30.8%	29.2%	28.1%	31.2%	6.0%	N/A	N/A	N/A
博彩数据												
贵宾厅毛收入	845	777	948	890	788	710	556	546	262	-42	-116.0%	-105.9%
贵宾厅转码数	32,472	27,957	29,493	28,934	22,821	22,664	18,543	17,246	7,756	2,327	-70.0%	-89.7%
净赢率	2.60%	2.78%	3.21%	3.08%	3.45%	3.13%	3.00%	3.17%	3.38%	-1.80%	-5.2%pt	-4.9%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	41.0	37.6	46.6	43.0	39.1	35.2	28.5	29.2	16.9	-2.4	-114.2%	-106.9%
中场赌枱毛收入	566	533	558	563	580	576	597	599	249	11	-95.8%	-98.2%
中场投注额	2,540	2,512	2,373	2,559	2,656	2,615	2,618	2,645	1,053	63	-94.0%	-97.6%
净赢率	22.3%	21.2%	23.5%	22.0%	21.8%	22.0%	22.8%	22.6%	23.6%	16.8%	-6.8%pt	-5.2%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	15.2	14.1	14.9	14.8	15.5	15.1	15.4	15.0	7.5	0.3	-96.6%	-98.3%
角子机毛收入	97	84	81	102	89	86	94	96	32	5	-84.1%	-94.2%
角子机投注额	2,061	1,905	1,818	1,889	1,769	1,864	1,974	1,858	791	101	-87.2%	-94.6%
净赢率	4.7%	4.4%	4.4%	5.4%	5.0%	4.6%	4.8%	5.2%	4.0%	4.9%	0.9%pt	0.3%pt
每日每部角子机赢额(美元)	540.8	465.8	461.4	589.5	517.0	492.4	546.7	601.3	254.0	59.8	-76.4%	-87.8%

来源：公司资料，中泰国际研究部

**图表 2: 澳门永利季度业绩表现(百万美元)**

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2Q20			
									1Q20	2Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收益	822	720	781	739	671	693	606	655	293	9	-96.8%	-98.7%
博彩毛收益	743	650	705	664	598	628	541	585	254	-6	-102.4%	-101.0%
非博彩收益	79	70	76	74	74	65	66	69	39	15	-60.8%	-76.4%
佣金及奖励	-204	-176	-201	-185	-142	-146	-132	-129	-64	3	-104.0%	-101.8%
净收益	618	543	580	553	529	547	474	525	229	12	-94.8%	-97.8%
博彩税	-295	-258	-280	-264	-237	-249	-215	-233	-101	-2	-97.6%	-99.0%
营运开支	-113	-112	-117	-122	-128	-121	-121	-123	-109	-92	-15.9%	-24.1%
经调整物业 EBITDA	210	173	183	168	164	176	139	170	19	-83	-530.2%	-147.0%
经调整物业 EBITDA 利润率	33.9%	31.8%	31.6%	30.3%	31.0%	32.2%	29.3%	32.4%	8.4%	N/A	N/A	N/A
<b>博彩数据</b>												
贵宾厅毛收入	445	357	420	364	295	306	221	260	123	-12	-109.9%	-104.0%
贵宾厅转码数	17,087	13,928	13,967	12,777	10,194	9,276	8,025	7,932	2,964	607	-79.5%	-93.5%
净赢率	2.60%	2.56%	3.01%	2.85%	2.90%	3.30%	2.76%	3.27%	4.14%	-2.00%	-6.1%pt	-5.3%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	43.5	35.0	42.1	35.8	29.0	30.6	23.0	28.6	19.7	-1.5	-107.5%	-104.8%
中场赌枱毛收入	256	252	250	256	265	279	273	283	118	3	-97.1%	-98.8%
中场投注额	1,323	1,293	1,183	1,259	1,352	1,347	1,319	1,392	578	41	-92.9%	-97.0%
净赢率	19.4%	19.5%	21.1%	20.3%	19.6%	20.7%	20.7%	20.3%	20.4%	8.3%	-12.1%pt	-12.4%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	14.0	13.5	13.6	13.5	14.2	14.9	14.4	14.4	8.4	0.2	-98.1%	-98.9%
角子机毛收入	42	40	35	44	38	43	47	43	13	3	-80.2%	-93.9%
角子机投注额	1,003	964	895	878	794	926	1,000	826	367	62	-83.1%	-93.3%
净赢率	4.16%	4.19%	3.88%	5.06%	4.76%	4.62%	4.69%	5.16%	3.60%	4.23%	0.6%pt	-0.4%pt
每日每部角子机赢额(美元)	494	482	447	600	510	569	786	587	272	66	-75.7%	-88.4%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

**图表 3: 永利皇宫季度业绩表现(百万美元)**

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2Q20			
									1Q20	2Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收益	863	840	987	994	963	845	807	754	340	-0.3	-100.1%	-100.0%
博彩毛收益	766	745	882	891	860	745	707	655	289	-20	-107.0%	-102.7%
非博彩收益	97	96	105	104	103	100	101	99	52	20	-61.4%	-80.1%
佣金及奖励	-197	-221	-244	-254	-237	-216	-209	-164	-81	9	-111.1%	-104.1%
净收益	666	621	731	741	727	629	598	590	260	9	-96.6%	-98.6%
博彩税	-304	-296	-350	-354	-342	-296	-281	-260	-115	-4	-107.0%	-102.7%
营运开支	-150	-146	-154	-160	-162	-166	-155	-152	-135	-116	-5.3%	-23.0%
经调整物业 EBITDA	212	179	226	227	223	167	162	178	10	-111	-1198.0%	-166.3%
经调整物业 EBITDA 利润率	31.8%	28.9%	30.9%	30.6%	30.6%	26.6%	27.1%	30.1%	3.9%	N/A	N/A	N/A
<b>博彩数据</b>												
贵宾厅毛收入	400	420	528	526	493	404	335	286	140	-30	-121.4%	-107.4%
贵宾厅转码数	15,385	14,029	15,526	16,157	12,627	13,389	10,518	9,314	4,792	1,720	-64.1%	-87.2%
净赢率	2.60%	2.99%	3.40%	3.25%	3.91%	3.02%	3.19%	3.07%	2.91%	-1.73%	-4.6%pt	-4.8%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	38.5	40.0	51.4	50.0	49.2	39.9	33.6	29.9	20.3	-3.3	-116.1%	-108.2%
中场赌枱毛收入	310	281	308	307	315	297	324	315	131	7	-94.5%	-97.6%
中场投注额	1,217	1,219	1,190	1,300	1,304	1,267	1,299	1,253	475	22	-95.4%	-98.3%
净赢率	25.47%	23.01%	25.90%	23.63%	24.19%	23.40%	25.00%	25.2%	27.5%	32.5%	5.0%pt	9.1%pt
每日每张赌枱赢额(千美元)	16.3	14.6	16.2	16.0	16.6	15.2	16.3	15.4	9.5	0.4	-96.3%	-97.7%
角子机毛收入	56	44	46	58	51	44	47	53	18	2	-87.0%	-94.5%
角子机投注额	1,058	941	923	1,011	975	938	974	1,032	425	39	-90.7%	-95.8%
净赢率	5.26%	4.68%	4.99%	5.69%	5.27%	4.64%	4.86%	5.15%	4.33%	6.07%	1.7%pt	1.4%pt
每日每部角子机赢额(美元)	378	373	415	609	584	454	474	583	326	55	-83.1%	-87.4%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 永利澳门盈利预测调整(百万港元)

损益表(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
总收入	23,293	42,928	49,660	11,246	40,275	44,729	-51.7%	-6.2%	-9.9%
佣金、回赠及津贴	-5,537	-10,292	-12,001	-2,753	-9,827	-10,754	-50.3%	-4.5%	-10.4%
净收入	17,756	32,635	37,659	8,493	30,448	33,975	-52.2%	-6.7%	-9.8%
博彩税	-8,038	-15,150	-17,623	-3,783	-14,117	-15,597	-52.9%	-6.8%	-11.5%
员工及其他经营开支	-6,532	-8,162	-8,595	-5,547	-7,795	-8,420	-15.1%	-4.5%	-2.0%
经调整 EBITDA	2,487	8,035	9,951	-1,223	7,329	8,616	-149.2%	-8.8%	-13.4%
折旧	-2,401	-2,391	-2,453	-2,376	-2,367	-2,431	-1.1%	-1.0%	-0.9%
摊销	-95	-95	-95	-95	-95	-95	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	-185	5,391	7,245	-3,828	4,732	5,956	1972.8%	-12.2%	-17.8%
利息收入	35	23	26	35	30	44	0.0%	28.5%	70.7%
财务开支	-1,528	-1,525	-1,433	-1,589	-1,717	-1,705	4.0%	12.6%	19.0%
净汇兑收入/开支	-6	5	5	-6	5	5	0.0%	-	-
除税前利润	-1,683	3,894	5,842	-5,387	3,050	4,300	220.1%	-21.7%	-26.4%
所得税	0	-47	-70	0	-37	-52	N/A	-21.7%	-26.4%
股东应占溢利	-1,683	3,847	5,772	-5,387	3,013	4,249	220.1%	-21.7%	-26.4%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 5: 财务摘要 (年结: 12月31日; 港元百万元)

损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	53,055	47,158	11,246	40,275	44,729	净利润	6,244	5,057	-5,387	3,013	4,249
佣金、回赠及津贴	-13,464	-10,997	-2,753	-9,827	-10,754	折旧及摊销	2,726	2,923	2,471	2,462	2,526
净收入	39,591	36,160	8,493	30,448	33,975	营运资金变动	-902	-2,517	23	2,303	995
博彩税	-18,893	-16,624	-3,783	-14,117	-15,597	其他	1,647	1,289	1,687	1,822	1,795
员工及其他经营开支	-8,425	-8,554	-5,547	-7,795	-8,420	经营活动现金流	9,716	6,751	-1,206	9,600	9,565
经调整物业 EBITDA	12,273	10,983	-836	8,537	9,958	资本开支	-1,189	-1,640	-465	-1,976	-3,105
特许权费	-1,496	-1,415	-386	-1,208	-1,342	其他	99	97	0	0	0
经调整 EBITDA	10,777	9,568	-1,223	7,329	8,616	投资活动现金流	-1,090	-1,544	-465	-1,976	-3,105
折旧	-2,631	-2,827	-2,376	-2,367	-2,431	净借贷	4,955	5,651	5,143	-1,855	-2,816
摊销	-95	-95	-95	-95	-95	利息支付	-1,342	-1,343	-1,553	-1,688	-1,661
经营利润	7,698	6,365	-3,828	4,732	5,956	股息支付	-7,794	-4,673	0	0	-3,003
利息收入	103	76	35	30	44	其他	-153	-256	-438	-70	163
财务开支	-1,496	-1,486	-1,589	-1,717	-1,705	融资活动现金流	-4,334	-621	3,151	-3,613	-7,317
净汇兑收入/开支	-49	114	-6	5	5	现金增加净额	4,291	4,586	1,481	4,010	-857
除税前利润	6,256	5,069	-5,387	3,050	4,300	汇率变动影响	-5	-25	0	0	0
所得税	-13	-12	0	-37	-52	现金及现金等值物期初余额	5,240	9,526	14,087	15,568	19,579
股东应占溢利	6,244	5,057	-5,387	3,013	4,249	现金及现金等值物期末余额	9,526	14,088	15,568	19,579	18,722

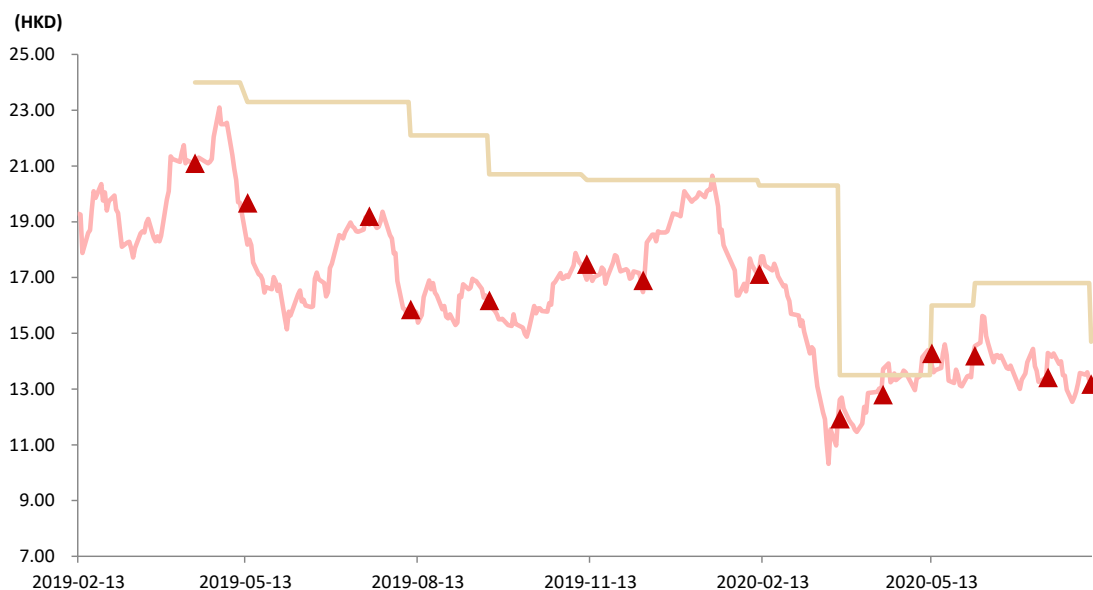
  

资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等值物	9,526	14,087	15,568	19,579	18,722	<b>增长率(%)</b>					
应收账款	1,135	1,553	1,025	1,150	1,277	总收入	13.7%	-11.1%	-76.2%	258.1%	11.1%
存货	160	347	271	289	321	净收入	16.3%	-8.7%	-76.5%	258.5%	11.6%
其他流动资产	578	347	444	400	444	经调整 EBITDA	26.8%	-11.2%	N/A	N/A	17.6%
流动资产合计	11,400	16,334	17,308	21,418	20,765	EBITDA	28.0%	-10.9%	N/A	N/A	17.9%
						净利润	68.7%	-19.0%	N/A	N/A	41.0%
固定资产-物业、厂房	31,843	30,886	28,465	28,365	29,129	<b>利润率(%)</b>					
在建工程	100	0	500	200	100	经调整 EBITDA	31.0%	30.4%	N/A	28.0%	29.3%
使用权资产	1,590	2,019	1,924	1,829	1,733	EBITDA	26.3%	25.7%	N/A	23.6%	25.0%
其他非流动资产	1,148	1,051	1,051	1,051	1,051	经营利润	19.4%	17.6%	N/A	15.5%	17.5%
总资产	46,081	50,290	49,248	52,862	52,778	净利润	15.8%	14.0%	N/A	9.9%	12.5%
应付账款	10,471	8,172	8,258	10,200	11,328	平均股本回报率	276.4%	288.6%	N/A	N/A	778.0%
短期借贷	0	2,133	500	300	0	平均资产回报率	14.0%	10.5%	N/A	5.9%	8.0%
其他流动负债	594	748	178	639	710	资产周转率	119.1%	97.9%	22.6%	78.9%	84.7%
流动负债合计	11,065	11,053	8,937	11,139	12,038	<b>估值</b>					
长期借贷	33,078	36,462	43,237	41,582	39,066	市盈率(X)	11.0	13.5	N/A	22.7	16.1
其他长期负债	420	788	350	280	443	EV/EBITDA(X)	8.5	9.7	N/A	12.4	10.3
总负债	44,563	48,303	52,524	53,001	51,547	市帐率(X)	45.1	34.5	N/A	N/A	55.7
股本	5	5	5	5	5	股息率	9.1%	3.4%	0.0%	1.6%	5.4%
储备	1,513	1,982	-3,281	-144	1,226	<b>每股指标(港元)</b>					
股东权益	1,518	1,987	-3,276	-139	1,231	每股盈利	1.20	0.97	-1.04	0.58	0.82
股东权益及负债	46,081	50,290	49,248	52,862	52,778	每股股息	1.20	0.45	0.00	0.21	0.71

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

永利澳门 (1128 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2019/04/16	HK\$20.85	「增持」(首次覆盖)	HK\$24.00
2	2019/05/14	HK\$19.68	「增持」(维持)	HK\$23.30
3	2019/07/18	HK\$19.20	「买入」(上调)	HK\$23.30
4	2019/08/09	HK\$15.86	「买入」(维持)	HK\$22.10
5	2019/09/20	HK\$16.18	「买入」(维持)	HK\$20.70
6	2019/11/11	HK\$17.48	「增持」(下调)	HK\$20.50
7	2019/12/11	HK\$16.90	「买入」(上调)	HK\$20.50
8	2020/02/11	HK\$17.32	「增持」(下调)	HK\$20.30
9	2020/03/25	HK\$11.90	「增持」(维持)	HK\$13.50
10	2020/04/17	HK\$12.80	「中性」(下调)	HK\$13.50
11	2020/05/13	HK\$13.88	「增持」(上调)	HK\$16.00
12	2020/06/05	HK\$14.20	「增持」(维持)	HK\$16.80
13	2020/07/14	HK\$13.42	「增持」(维持)	HK\$16.80
14	2020/08/07	HK\$13.18	「增持」(维持)	HK\$14.70

来源：公司资料，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805