

香港股市 | 澳门博彩

银河娱乐集团有限公司 (27 HK)

19年第三季业绩优于预期

19年第三季经调整 EBITDA 优于预期

银河娱乐 19 年第三季净收入为 127 亿港元，同比下跌 2.2%；经调整 EBITDA 为 41.1 亿港元，同比增长 6.0%，优于预期，主要由于 1) 第三季整体贵宾厅及中场分别录得 3.89% 及 24.1% 的偏高净赢率（去年同期为 3.25% 及 22.1%）；2) 稳健的中场增长；3) 非博彩收入的推动（第三季集团非博彩收入达到 14.1 亿港元，创出历史新高）。净赢率正常化后，集团经调整 EBITDA 为 39.3 亿港元，同比下跌 6.7%。第三季集团经调整 EBITDA 利润率为 32.4%（同比增加 2.4 个百分点），主要来自较高利润率的中场及非博彩业务推动。

稳健的中场业务支撑利润增长

集团的庞大中场业务依旧稳健，第三季中场博彩毛收入同比增长 10.8%。旗舰物业“澳门银河”继续支撑集团增长，第三季中场博彩毛收入达到 51.3 亿港元，同比增长 15.7%，创历史第二季度新高。“澳门银河”的经调整 EBITDA 同比增长 7.3%，而经调整 EBITDA 利润率达到 34.1%（同比增加 2.4 个百分点，环比增加 0.1 个百分点），创出历史新高。管理层在 11 月 7 日的业绩电话会指出集团的来自广东省以来地区的中场客户数目持续增加，而中级及核心中场增长足以抵销高端中场放缓的影响，贵宾厅继续受到宏观环境及地区竞争影响。

潜在增长催化剂陆续落实

集团继续进行澳门银河及星际酒店 15 亿港元的提升工程计划，并预计在 2020 年中前完成，而太阳城集团两个新的贵宾厅已翻新完工，并已在 10 月开始营运，我们相信有助提振四季度的贵宾厅表现。另一方面，澳门银河三期的细则陆续公布，集团在今年 8 月已率先介绍了银河国际会议展览中心及银河综艺馆，而在 11 月 5 日亦公布了凯悦酒店集团旗下安达仕酒店 (Andaz) 将进驻银河综合度假城，预计在 2021 年初与银河国际会议展览中心及银河综艺馆一同开业。

调整盈利预测，升目标价至 67.8 港元，上调至“买入”评级

我们分别调整 19-21 年经调整 EBITDA 预测 +0.4%、+0.8% 及 +0.9% 至 165.6 亿港元、177.3 亿港元及 210.9 亿港元。我们预测 19-21 年集团经调整 EBITDA 分别同比 -1.8%、+7.1% 及 +18.9%。我们认为目前估值未有反映银河三/四期的价值，随着细则陆续公布，股价将开始反映未来项目的贡献。我们把目标价从 60.6 港元上调至 67.7 港元，主要是按澳门银河三/四期 2022 年 EBITDA 给予 12.5 倍的估值 +11.03% 的 WACC，计算出每股现值为 9.2 港元。我们把评级从“增持”上调至“买入”，现价对应目标价有 22.5% 的潜在升幅。

风险提示：（一）签证政策收紧；（二）赌场续牌风险；（三）经济放缓打击博彩需求

主要财务数据（百万港元）（估值更新至 2019 年 11 月 8 日）

年结:12月31日	17A	18A	19E	20E	21E
净收入	48,640	55,211	52,321	54,442	63,925
同比增长	17.1%	13.5%	-5.2%	4.1%	17.4%
经调整 EBITDA	14,147	16,857	16,560	17,734	21,093
同比增长	36.7%	19.2%	-1.8%	7.1%	18.9%
股东应占溢利	10,504	13,507	13,548	13,799	16,911
同比增长	67.2%	28.6%	0.3%	1.8%	22.6%
经调整 EBITDA 利润率	29.1%	30.5%	31.7%	32.6%	33.0%
市盈率 (X)	22.5	17.7	17.6	17.3	14.1
EV/EBITDA (X)	14.5	12.0	12.0	11.2	8.9
每股盈利 (港元)	2.45	3.13	3.14	3.20	3.92
每股股息 (港元)	0.74	0.95	0.94	0.96	1.17
股息率 (%)	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

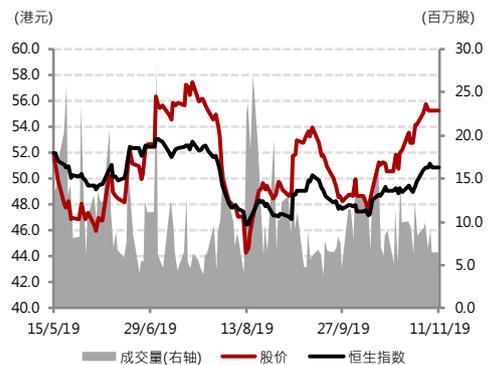
目标价：67.7 港元

股票资料（更新至 2019 年 11 月 8 日）

现价	55.25 港元
总市值	239,395.37 百万港元
流通股比例	46.12%
已发行总股本	4,332.95 百万
52 周价格区间	40.87-61.5 港元
3 个月日均成交	497.56 百万港元
主要股东	吕志和、吕耀东（占 41.75%）

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

20190815 - 更新报告：19 年第二季业绩优于预期

20190718 - 更新报告：吸引的建仓水平，升评级至“买入”

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：银河娱乐(27 HK)季度业绩表现(百万港元)

									3Q19				
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q/Q %	Y/Y %
百万港元													
总收益	14,472	14,812	16,294	18,385	18,931	18,675	17,259	18,546	16,849	16,709	15,813	-5%	-8%
净收益	11,130	11,408	12,239	13,870	14,135	13,928	12,998	14,158	13,045	13,174	12,710	-4%	-2%
净博彩收入	9,329	9,373	10,291	11,627	11,921	11,898	11,068	12,138	11,091	11,173	10,603	-5%	-4%
非博彩收入	1,187	1,184	1,268	1,322	1,303	1,274	1,361	1,369	1,338	1,285	1,407	9%	3%
建筑材料	614	852	680	921	911	757	569	651	616	716	700	-2%	23%
经调整 EBITDA	3,180	3,286	3,522	4,159	4,319	4,326	3,879	4,333	3,983	4,332	4,112	-5%	6%
澳门银河	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	3,235	3,172	-2%	7%
星际酒店	649	768	799	751	1,003	987	927	893	949	943	828	-12%	-11%
澳门百老汇	6	1	-4	7	13	2	9	8	15	6	2	-67%	-78%
城市娱乐会	24	25	29	29	26	28	28	29	27	29	33	14%	18%
建筑材料	115	206	188	235	223	315	197	205	200	364	321	-12%	63%
企业开支	-197	-194	-200	-220	-208	-226	-239	-235	-231	-245	-244	0%	2%
经调整 EBITDA 利润率	28.6%	28.8%	28.8%	30.0%	30.6%	31.1%	30.0%	30.6%	30.5%	32.9%	32.4%	-0.5pt	2.4pt
博彩数据													
博彩收益	13,121	13,268	14,893	16,687	17,184	17,153	15,834	17,043	15,380	15,198	14,329	-6%	-10%
贵宾厅毛收入	6,841	7,056	8,222	9,481	9,868	9,744	8,604	9,034	7,429	7,325	6,369	-13%	-26%
贵宾厅转码数	197,764	198,636	235,041	280,698	288,792	289,318	264,491	260,505	203,568	179,666	163,779	-9%	-38%
净赢率	3.46%	3.55%	3.50%	3.38%	3.42%	3.37%	3.25%	3.47%	3.65%	4.08%	3.89%	-0.2pt	0.6pt
中场毛收入	5,755	5,694	6,104	6,655	6,715	6,836	6,608	7,328	7,345	7,266	7,319	1%	11%
中场投注额	24,087	24,155	25,542	26,640	28,510	29,653	29,923	31,571	30,463	30,391	30,424	0%	2%
净赢率	23.9%	23.6%	23.9%	25.0%	23.6%	23.1%	22.1%	23.2%	24.1%	23.9%	24.1%	0.1pt	2.0pt
角子机毛收入	525	518	567	551	601	573	622	681	606	607	641	6%	3%
角子机投注额	15,030	15,270	15,638	15,936	17,829	18,240	18,202	18,191	16,178	16,647	17,133	3%	-6%
净赢率	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.4%	3.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.6%	3.7%	0.1pt	0.3pt

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2: 澳门银河季度业绩表现(百万港元)

澳门银河									3Q19				
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q/Q %	Y/Y %
净收入	8,090	7,784	8,696	10,115	9,844	9,949	9,337	10,361	9,264	9,526	9,315	-2%	0%
博彩净收入	7,094	6,788	7,617	9,001	8,732	8,869	8,181	9,201	8,130	8,405	8,108	-4%	-1%
非博彩收入	996	996	1,079	1,114	1,112	1,080	1,156	1,160	1,134	1,121	1,207	8%	4%
经调整 EBITDA	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	3,235	3,172	-2%	7%
经调整 EBITDA 利润率	31.6%	31.6%	31.4%	33.6%	33.1%	32.4%	31.7%	33.1%	32.6%	34.0%	34.1%	0.1%pt	2.4%pt
博彩数据													
博彩毛收入	9,536	9,114	10,505	12,412	12,186	12,387	11,315	12,363	10,823	11,006	10,457	-5%	-8%
贵宾厅毛收入	5,113	4,830	5,854	7,263	7,153	7,304	6,354	6,612	5,253	5,501	4,805	-13%	-24%
贵宾厅转码数	131,755	132,899	164,876	191,995	204,938	208,506	189,607	172,378	135,344	125,051	110,279	-12%	-42%
净赢率	3.88%	3.63%	3.55%	3.78%	3.49%	3.50%	3.35%	3.84%	3.88%	4.40%	4.36%	0.0%pt	1.0%pt
中场赌枱毛收入	3,968	3,845	4,169	4,682	4,524	4,610	4,434	5,178	5,068	4,993	5,129	3%	16%
中场投注额	13,920	14,063	15,148	15,939	16,754	17,289	17,650	18,593	17,906	18,118	18,403	2%	4%
净赢率	28.5%	27.3%	27.5%	29.4%	27.0%	26.7%	25.1%	27.8%	28.3%	27.6%	27.9%	0.3%pt	2.7%pt
角子机毛收入	454	439	482	467	509	473	527	573	502	512	523	2%	-1%
角子机投注额	11,385	11,187	11,708	11,782	13,590	13,311	13,026	12,851	11,106	11,235	11,359	1%	-13%
净赢率	4.0%	3.9%	4.1%	4.0%	3.7%	3.6%	4.0%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	0.0%pt	0.6%pt
酒店入住率	97%	97%	98%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%pt	0.0%pt

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 星际酒店季度业绩表现(百万港元)

澳门银河									3Q19				
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	Q/Q %	Y/Y %
净收入	2,264	2,620	2,724	2,659	3,210	3,060	2,916	2,973	2,987	2,756	2,521	-9%	-14%
博彩净收入	2,139	2,496	2,598	2,523	3,088	2,938	2,794	2,839	2,858	2,663	2,397	-10%	-14%
非博彩收入	125	124	126	136	122	122	122	134	129	93	124	33%	2%
经调整 EBITDA	649	768	799	751	1,003	987	927	893	949	943	828	-12%	-11%
经调整 EBITDA 利润率	28.7%	29.3%	29.3%	28.2%	31.2%	32.3%	31.8%	30.0%	31.8%	34.2%	32.8%	-1.4%pt	1.1%pt
博彩数据													
博彩毛收入	3,028	3,565	3,758	3,618	4,422	4,157	3,912	4,058	3,960	3,559	3,143	-12%	-20%
贵宾厅毛收入	1,703	2,102	2,292	2,116	2,670	2,407	2,191	2,386	2,165	1,789	1,394	-22%	-36%
贵宾厅转码数	63,066	62,698	66,891	85,920	82,293	79,703	73,750	87,317	67,580	53,905	49,990	-7%	-32%
净赢率	2.70%	3.35%	3.43%	2.46%	3.24%	3.02%	2.97%	2.73%	3.20%	3.32%	2.79%	-0.5%pt	-0.2%pt
中场赌枱毛收入	1,291	1,426	1,425	1,467	1,709	1,704	1,680	1,630	1,749	1,730	1,694	-2%	1%
中场投注额	7,171	7,294	7,435	7,696	8,547	9,146	9,062	9,620	9,265	8,877	8,915	0%	-2%
净赢率	18.0%	19.6%	19.2%	19.1%	20.0%	18.6%	18.5%	16.9%	18.9%	19.5%	19.0%	-0.5%pt	0.5%pt
角子机毛收入	34	36	41	35	43	46	41	42	46	40	55	38%	34%
角子机投注额	1,594	1,668	1,570	1,640	1,710	1,920	1,945	2,010	2,018	1,967	2,226	13%	14%
净赢率	2.1%	2.2%	2.6%	2.1%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	2.0%	2.5%	0.4%pt	0.4%pt
酒店入住率	98%	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	0.0%pt	0.0%pt

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 银河娱乐盈利预测调整(百万港元)

损益表(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净收入	52,914	56,000	65,618	52,321	54,442	63,925	-1.1%	-2.8%	-2.6%
博彩税	(23,127)	(24,258)	(27,969)	(22,841)	(23,352)	(26,719)	-1.2%	-3.7%	-4.5%
物料成本	(1,326)	(1,440)	(1,760)	(1,296)	(1,355)	(1,697)	-2.2%	-6.0%	-3.6%
雇员开支	(8,285)	(9,346)	(10,463)	(8,054)	(9,263)	(10,572)	-2.8%	-0.9%	1.0%
企业企业开支	(952)	(1,000)	(1,030)	(952)	(1,000)	(1,030)	0.0%	0.0%	0.0%
经调整 EBITDA	16,491	17,591	20,904	16,560	17,734	21,093	0.4%	0.8%	0.9%
折旧及摊销	(2,640)	(3,422)	(4,017)	(3,077)	(3,387)	(3,985)	16.5%	-1.0%	-0.8%
经营利润	13,521	13,239	16,357	13,154	13,417	16,578	-2.7%	1.3%	1.3%
利息收入	930	845	859	930	843	827	0.0%	-0.2%	-3.7%
财务开支	(150)	(125)	(125)	(150)	(118)	(105)	0.0%	-5.4%	-15.6%
其他非经营开支	(150)	(110)	(120)	(150)	(110)	(120)	-	-	-
除税前利润	14,150	13,849	16,971	13,783	14,032	17,180	-2.6%	1.3%	1.2%
税项	(170)	(166)	(204)	(165)	(168)	(206)	-2.6%	1.3%	1.2%
净利润	13,981	13,683	16,768	13,618	13,864	16,973	-2.6%	1.3%	1.2%
非控股权益	(70)	(65)	(62)	(70)	(65)	(62)	0.0%	0.0%	0.0%
股东应占溢利	13,911	13,618	16,706	13,548	13,799	16,911	-2.6%	1.3%	1.2%

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)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	48,640	55,211	52,321	54,442	63,925	净利润	10,516	13,570	13,618	13,864	16,973
博彩税	(21,999)	(25,620)	(22,841)	(23,352)	(26,719)	折旧及摊销	3,349	3,316	3,183	3,493	4,091
物料成本	(1,262)	(1,199)	(1,296)	(1,355)	(1,697)	营运资本变动	5,066	(2,319)	(224)	(1,186)	281
雇员开支	(6,987)	(7,576)	(8,054)	(9,263)	(10,572)	其他	(411)	(783)	(780)	(725)	(722)
其他经营开支	(3,435)	(3,053)	(2,616)	(1,739)	(2,814)	经营活动现金流	18,520	13,784	15,797	15,446	20,624
企业企业开支	(810)	(907)	(952)	(1,000)	(1,030)	资本开支	(2,008)	(3,009)	(10,000)	(10,900)	(7,150)
经调整 EBITDA	14,147	16,857	16,560	17,734	21,093	其他	(9,108)	(8,230)	(1,026)	0	0
EBITDA	13,489	16,124	16,230	16,804	20,563	投资活动现金流	(11,117)	(11,238)	(11,026)	(10,900)	(7,150)
折旧及摊销	(3,349)	(3,316)	(3,077)	(3,387)	(3,985)	净借贷	3,715	(864)	(2,304)	(2,000)	0
经营利润	10,141	12,808	13,154	13,417	16,578	股息	(2,526)	(3,930)	(3,929)	(4,148)	(4,606)
利息收入	627	1,061	930	843	827	其他	291	332	780	725	722
财务开支	(64)	(139)	(150)	(118)	(105)	融资活动现金流	1,480	(4,462)	(5,453)	(5,423)	(3,884)
其他非经营开支	(75)	(118)	(150)	(110)	(120)	现金增加净额	8,884	(1,916)	(682)	(877)	9,590
除税前利润	10,628	13,613	13,783	14,032	17,180	汇率变动影响	15	(8)	0	0	0
税项	(113)	(43)	(165)	(168)	(206)	现金及现金等值物期初余额	19,897	17,565	14,486	13,804	12,927
净利润	10,516	13,570	13,618	13,864	16,973	现金及现金等值物期末余额	17,565	14,486	13,804	12,927	22,516
非控股权益	(11)	(63)	(70)	(65)	(62)						
股东应占溢利	10,504	13,507	13,548	13,799	16,911						

资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等值物	17,565	14,486	13,804	12,927	22,516	增长率(%)					
受限制现金	175	1,562	1,562	1,562	1,562	总收入	21.1%	14.8%	-9.7%	2.5%	15.8%
应收账款	1,962	1,860	1,681	1,723	1,996	净收入	17.1%	13.5%	-5.2%	4.1%	17.4%
存货	171	190	171	176	203	经调整 EBITDA	36.7%	19.2%	-1.8%	7.1%	18.9%
其他流动资产	228	214	193	198	229	EBITDA	37.0%	19.5%	0.7%	3.5%	22.4%
流动资产合计	20,101	18,312	17,411	16,586	26,507	净利润	67.2%	28.6%	0.3%	1.8%	22.6%
固定资产-物业、厂房	29,534	27,091	26,327	35,353	42,231	利润率(%)					
在建工程	2,268	4,268	12,268	11,068	7,668	经调整 EBITDA 利润率	29.1%	30.5%	31.7%	32.6%	33.0%
使用权资产	5,013	4,921	4,831	4,741	4,651	经营利润率	20.8%	23.2%	25.1%	24.6%	25.9%
无形资产	921	722	616	510	403	净利润率	21.6%	24.5%	25.9%	25.3%	26.5%
合营企业	1,518	1,631	1,631	1,631	1,631	平均股本回报率	20.6%	22.9%	20.2%	17.9%	19.2%
金融资产	23,688	25,779	26,805	26,805	26,805	平均资产回报率	14.0%	15.9%	15.0%	14.2%	15.7%
其他非流动资产	771	4,658	4,658	4,658	4,658	资产周转率	85.2%	85.8%	72.9%	69.4%	73.0%
非流动资产合计	63,713	69,070	77,136	84,766	88,047	估值					
总资产	83,815	87,382	94,548	101,352	114,554	市盈率(X)	22.5	17.7	17.6	17.3	14.1
应付账款	17,237	14,828	14,395	13,258	13,856	EV/EBITDA(X)	14.5	12.0	12.0	11.2	8.9
短期借贷	9,685	8,804	6,500	4,500	4,500	市账率(X)	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5
其他流动负债	113	107	97	99	115	股息率(%)	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%
流动负债合计	27,035	23,738	20,992	17,858	18,471	每股指标(港元)					
长期借贷	259	251	251	251	251	每股盈利(港元)	2.45	3.13	3.14	3.20	3.92
其他长期负债	504	563	563	563	563	每股股息(港元)	0.74	0.95	0.94	0.96	1.17
长期负债合计	764	814	814	814	814	派息比率(%)	30%	30%	30%	30%	30%
总负债	27,799	24,552	21,806	18,671	19,284	每股净值	9.66	10.86	12.95	14.42	16.70
非控股权益	534	550	620	685	747						
股本	21,469	22,017	22,017	22,017	22,017						
储备	34,013	40,263	50,105	59,978	72,506						
股东权益	55,482	62,280	72,122	81,995	94,523						
股东权益及负债	83,815	87,382	94,548	101,352	114,554						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

银河娱乐 (27 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	2019/02/01	HK\$54.00	「增持」(首次覆盖)	HK\$60.30
2	2019/02/21	HK\$54.70	「增持」(维持)	HK\$60.30
3	2019/03/04	HK\$54.40	「增持」(维持)	HK\$63.10
4	2019/05/17	HK\$51.10	「增持」(维持)	HK\$60.90
5	2019/05/31	HK\$46.90	「买入」(上调)	HK\$60.90
6	2019/08/15	HK\$44.65	「买入」(维持)	HK\$60.90
7	2019/09/20	HK\$50.89	「增持」(下调)	HK\$60.60
8	2019/11/11	HK\$55.25	「买入」(上调)	HK\$67.70

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

香港上环德辅道中 238 号 2 楼

电话： (852) 2359 1800

传真： (852) 2511 1799