

审慎增持 (维持)

0270.HK 粤海投资

港股通 (沪、深)

目标价: 18.55 港元

现价: 14.72 港元

核心业务稳健, 派息持续提升

2020年04月03日

预期升幅: 26.0%

市场数据

日期	2020.04.02
收盘价(港元)	14.72
总股本(百万股)	6,538
流通股本(百万股)	6,538
总市值(百万港元)	96,237
流通市值(百万港元)	96,237
股东净资产(百万港元)	41,156
总资产(百万港元)	76,424
每股净资产(港元)	6.30

数据来源: Wind

相关报告

深度报告_20191127

海外能源、公用事业、工业行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人:

车昀皓

cheyunji@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090213

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	16,691	16,758	18,601	17,334
同比增长	24.90%	0.40%	11.00%	-6.81%
归母净利润(百万港元)	5,044	4,866	5,360	5,440
同比增长	0.58%	-3.53%	10.14%	1.50%
净利润率	35.61%	32.37%	32.10%	34.49%
净资产收益率	12.37%	11.64%	12.38%	12.11%
每股收益(港元)	0.772	0.744	0.820	0.832
每股派息(港元)	0.578	0.605	0.63	0.645

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **2019 年全年业绩符合预期, 派息继续实现增长。**公司 2019 年实现收入 166.9 亿港元, 同比增加 24.9%, 主要是新增水资源项目和物业销售板块增长的贡献。全年股东净利润为 50.4 亿港元, 同比增加 0.6%, 利润增长小于销售增长, 主要是因为增加的收入中较多为利润率不高的业务, 同时所得税开支也随物业销售的增加而增加。公司全年合计每股派息 57.8 港仙 (2018 年:53.5 港仙), 全年派息率为 74.9% (2018 年: 69.7%)。公司整体业绩和派息符合市场预期。
- **公司核心业务——东深供水项目稳健经营。**2019 年, 东深工程总供水量 20.07 亿吨, 向香港供水量占比 34.6%, 供水收入占比 77.6%; 向深圳东莞供水占比 65.3%, 供水收入占比 22.4%。**其他水资源项目持续发展。**截止 2019 年末, 公司其他水资源项目 (附属+联营/合营) 的供水能力和污水处理能力分别为 900 万吨/日和 133 万吨/日。
- **部分业务短期受到公共卫生事件影响。**(1) 当前情况下购物中心租金收入有影响, 预计 2020Q2 开始逐渐恢复, 写字楼租金收入基本无影响, 物业销售近 1-2 年迎来较快增长; (2) 受到全国收费高速公路免收车辆通行费政策的影响, 公司兴六高速公路仍处于无收入状态, 恢复时间待定; (3) 短期全部 5 间酒店盈利下滑将较为明显。
- **我们的观点:**公司稳健的资产回报和不断优化的财务状况将保证未来公司有实现每年派息额不断增长, 盈利与估值双提升仍然是长期趋势。我们将公司 2020-2021 年收入分别调高 7.6% 和 9.9%, 主要提高了物业销售方面的预测, 但将公司 2020-2021 年归母净利润分别下调 5.3% 和 0.1%, 主要是反映了 2020 年公共卫生事件对公司部分高利润率业务的影响, 并引入了 2022 年的盈利预测。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 167.6、186.0 和 173.3 亿港元, 归母净利润分别为 48.7、53.6 和 54.4 亿港元, 我们维持公司的“审慎增持”评级, SOTP 估值法维持公司目标价为 18.55 港元。

风险提示: 1、未来香港水价低于预期; 2、新项目建设不及预期; 3、公共卫生事件影响加剧



报告正文

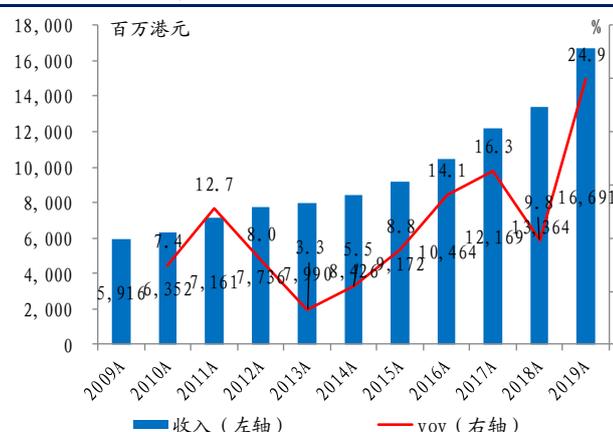
- **2019年全年业绩符合预期,派息继续实现增长。**公司2019年实现收入166.9亿港元,同比增加24.9%,主要是新增水资源项目和物业销售板块增长的贡献。全年股东净利润为50.4亿港元,同比增加0.6%,利润增长小于销售增长,主要是因为增加的收入中较多为利润率不高的业务,同时所得税开支也随物业销售的增加而增加。公司全年合计每股派息57.8港仙(2018年:53.5港仙),全年派息率为74.9%(2018年:69.7%)。公司整体业绩和派息符合市场预期。

表1、公司2019年业绩对比情况

单位(千港元)	2018A	2019A	YoY	点评
收入	13,363,600	16,691,209	24.9%	增长主要来自于水资源和物业销售板块
销售成本	(5,696,300)	(7,932,879)	39.3%	物业销售成本增加
毛利	7,667,300	8,758,330	14.2%	
其他收入及收益	691,738	673,809	-2.6%	
议价收购收益	296,737	0	n.a.	
投资物业公允价值变动	230,102	172,340		
销售及分销费用	(348,696)	(426,774)	22.4%	
管理费用	(1,734,204)	(1,839,353)	6.1%	
汇兑差异净额	120,070	82,532		
其他经营收入/支出	(15,034)	137,324		
财务费用	(149,964)	(289,715)	93.2%	有息负债提升
应占联营利润	136,597	212,930	55.9%	联营水资源项目和电厂盈利增加
税前利润	6,894,646	7,481,423	8.5%	
所得税开支	(1,393,558)	(1,835,040)	31.7%	物业销售增加
净利润	5,501,088	5,646,383	2.6%	
本公司拥有人	5,015,119	5,044,370	0.6%	
少数股东权益	485,969	602,013	23.9%	物业销售增加
基本EPS(港仙)	76.71	77.16		
每股股息(港仙)	53.5	57.8	8.0%	

资料来源:公司业绩报告,兴业证券经济与金融研究院整理

图1、公司近年营业收入及同比变动



资料来源:公司年报,兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司近年归母净利润及同比变动



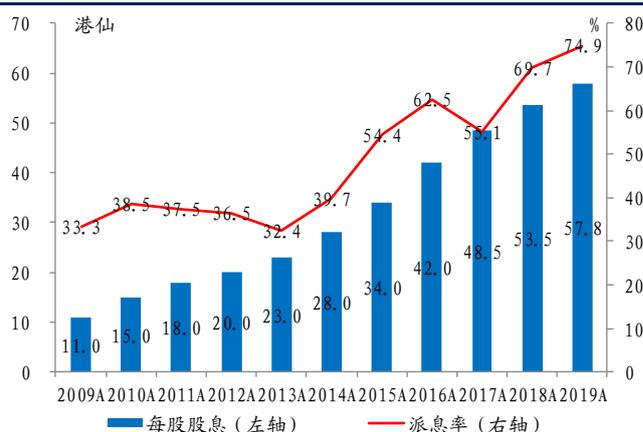
资料来源:公司年报,兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司 EPS、ROE 和 ROA



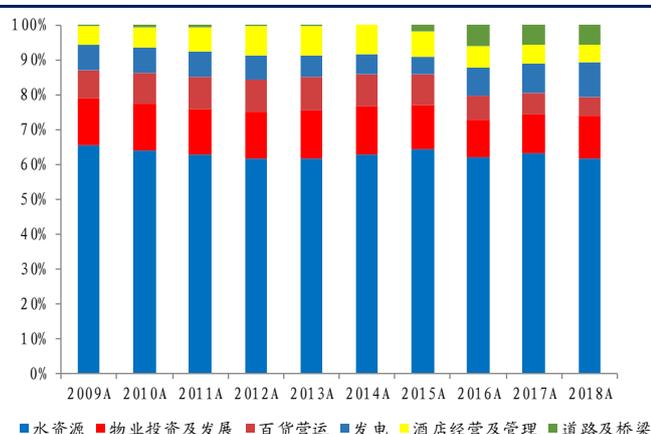
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司近年每股派息及派息率



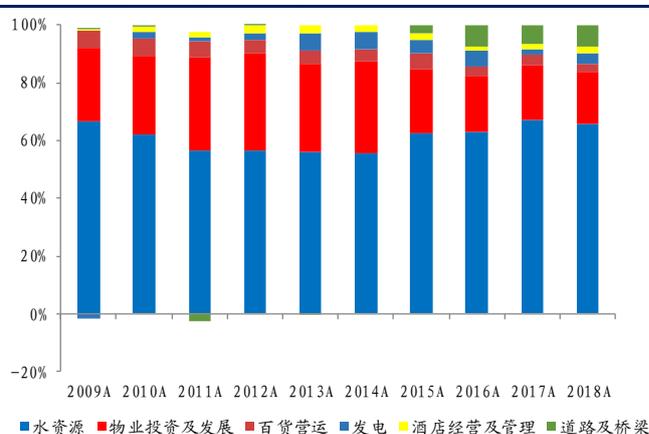
资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

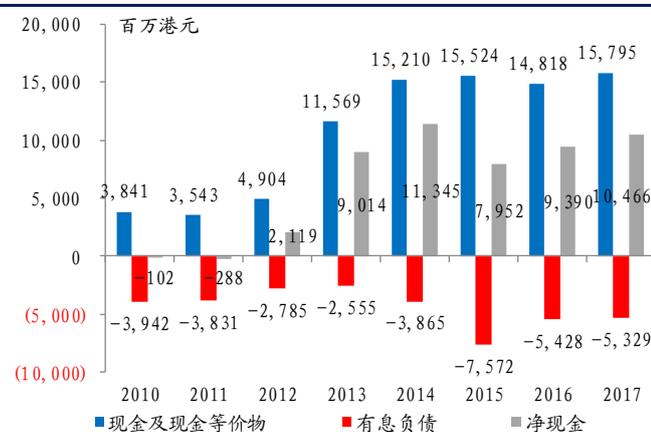
图6、公司各业务经营利润占比



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司财务稳健, 连续 8 年处于净现金。从 2012 年开始, 公司处于净现金状态, 公司每年也有正的净财务收入, 财务状况稳健。

图7、公司近年现金、有息负债和净现金情况



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司近年财务支出和财务收入情况

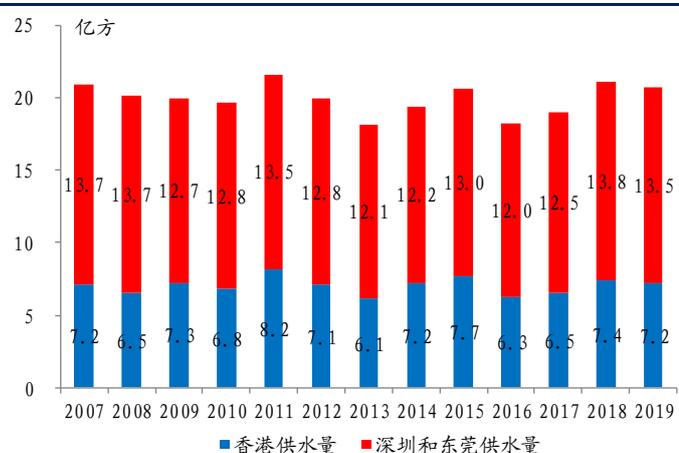


资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

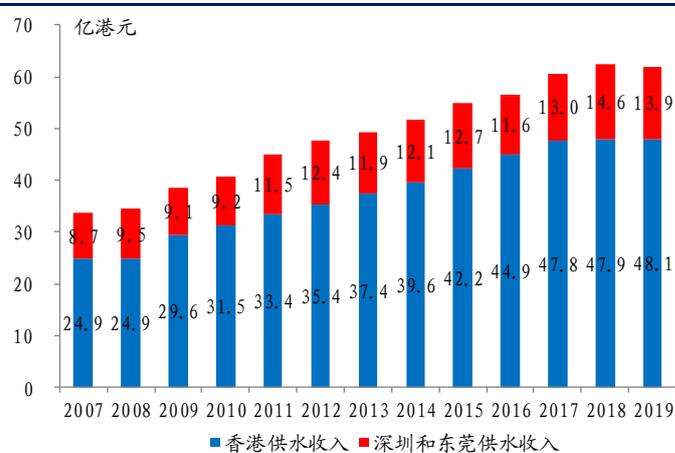
- **公司核心业务——东深供水项目稳健经营。**2019年,东深工程总供水量20.07亿吨,向香港供水量占比34.6%,供水收入占比77.6%;向深圳东莞供水占比65.3%,供水收入占比22.4%。
- **目前较难预期2020年下半年签订的新三年水价情况。**2017年12月,广东水利厅与香港特区政府发展局签署协议,约定2018-2020年对香港供应原水总水价分别为47.9亿、48.07亿和48.2亿港元,年均增幅0.3%。新的三年(2021-2023年)的水价合约将计划于2020年暑期开始协商,最终结果预计于2020年10-11月附近公布。就2018年至今的粤港两地CPI和人民币兑港币汇率情况来看,CPI对水价是正影响,汇率是负影响,但是由于最终水价也会考虑未来一段时间的CPI和汇率的预期情况,因此目前还很难预期新三年的最终水价情况。

图9、东深工程供香港与深莞供水量



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

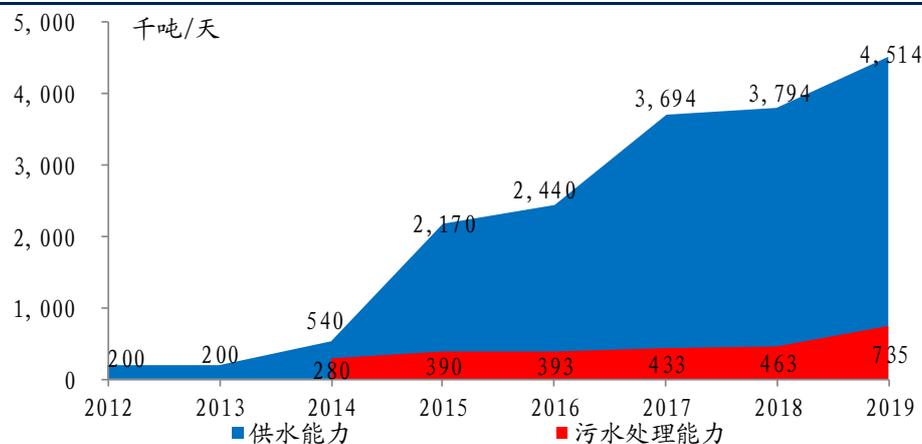
图10、东深工程供水收入按香港和深莞拆分



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **其他水资源项目持续发展。**截止2019年末,公司其他水资源项目(附属+联营/合营)的供水能力和污水处理能力分别为900万吨/日和133万吨/日。其他水资源项目于2019年度的收入合计为32.93亿港元,同比增长63.7%;税前利润为6.48亿港元,同比增加115.1%。

图11、公司供水能力和污水处理能力变化(附属公司)



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

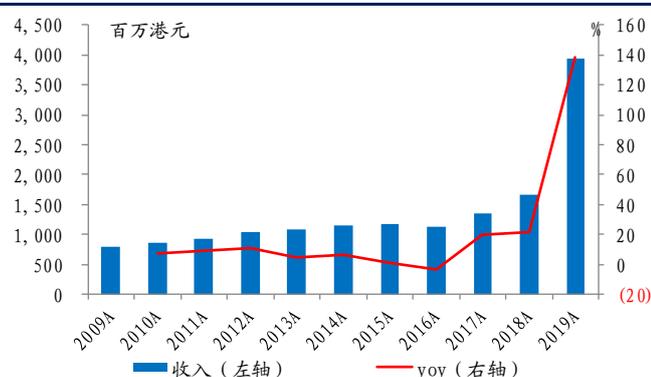
- **物业板块中，当前情况下购物中心租金收入有影响，预计 2020Q2 开始逐渐恢复，写字楼租金收入基本无影响。**2019 年公司的广州天河城购物中心稳定经营，天津天河城购物中心逐步迈向成熟，收入利润均实现了较快增长，但预计这两块业务在当前情况下影响较大，公司也采取了对部分租户的减租，预计随着复产复工，2020Q2 开始收入逐渐恢复。写字楼方面，公司的粤海天河城大厦和香港粤海投资大厦在 2019 年保持稳定经营，2020 年预计受当前公共卫生事件影响很小。
- **物业销售近 1-2 年迎来较快增长。**2019 年下半年开始，公司逐步在物业销售上实现较快收入确认，2019 年全年实现物业销售收入 25.3 亿港元，同比增长 7 倍。预计 2020 年物业销售随着番禺万博和深圳布心项目的收入确认，仍然能保持销售额的增长，当前公共卫生事件对 Q1 的销售有一定影响，但对全年的销售规模影响不大。

表2、公司物业投资与发展板块正在经营的业务

业务类别	涉及项目
购物中心的运营	广州天河城购物中心、天津天河城购物中心、粤海城项目（正在建设）、番禺万博商务区的部分物业、粤海置地拾桂府的部分物业
办公写字楼的出租	粤海天河城大厦、香港粤海投资大厦、粤海城项目（正在建设）
物业/住宅项目的出售	番禺万博商务区部分物业、粤海置地拾桂府、宝华轩、如英居、粤海城和新拍江门土地（正在规划）

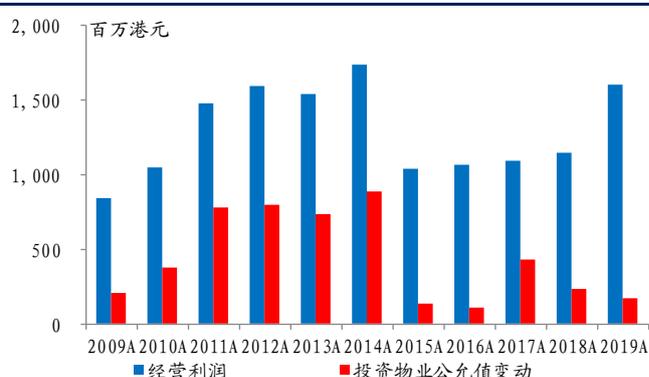
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司物业投资与发展板块收入和 yoy



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、公司物业投资与发展板块经营利润和投资物业公允价值变动



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **高速公路业务当前受影响较大，尚未确定恢复收费时间。**2015 年公司出资 25.88 亿港元收购的兴六高速公路盈利稳定（2019 年占全公司收入和经营利润的比例分别为 4.6%和 7.6%），2019 年该公路实现收入 7.54 亿港元，同比增加 1.2%；税前利润 4.86 亿港元，同比增加 4.8%。在公共卫生事件影响下，今年 2 月 17 日开始，受到全国收费高速公路免收车辆通行费政策的影响，公司兴六高速公路仍处于无收入状态，恢复时间待定。

- **发电业务受益于燃料成本下降盈利好转。**2019年公司中山电厂实现收入14.5亿港元,同比减少6.0%;税前利润实现2.95亿港元,同比增加59.0%。虽然发电业务在公司中收入和利润占比不高(2019年中山电厂收入和经营利润占全部业务比例分别为7.4%和5.1%),但成本端将有望逐步受益于煤炭价格下跌,预计电厂的利润率将逐步回升。

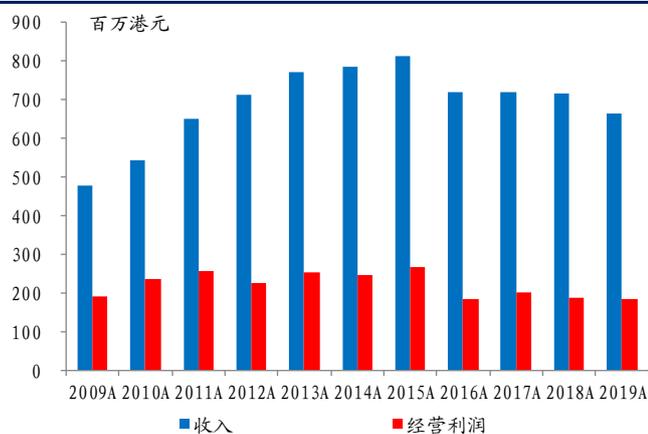
表3、公司火电厂基本情况

电厂	实际持股比例	最新装机容量	其他情况
中山电厂	75%, 子公司	2台机组, 合计600MW	位于广东省中山市北部三角镇高平工业区, 2016年前中山电厂拥有2台合计容量为11万千瓦的机组, 公司于2009年签订新建项目, 2台新的30万千瓦热电联产机组分别于2016年2月和6月投产, 以替代2台旧机组。
粤电靖海电厂	25%, 联营公司	4台机组, 合计3,200MW	位于广东省揭阳市惠来县东端靖海海岸旁, 一期2台60万千瓦于2007年投产, 二期2台100万千瓦于2013年1月投产。

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

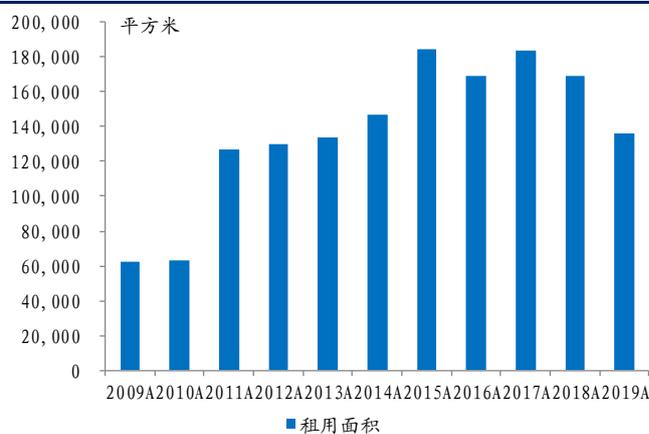
- **百货运营业务短期和长期均存在经营压力。**公司来自百货运营业务的收入较为稳定, 天河城百货店在过去多年基本贡献了超过65%的收入, 但新门店受到激烈的零售竞争, 经营压力较大。2019年公司百货业务收入实现6.6亿港元, 同比下滑7.2%; 税前利润实现2.3亿港元, 同比下滑2.3%。短期受到公共卫生事件的影响, 经营存在一定压力。

图14、公司百货板块收入和经营利润



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图15、公司百货板块租用面积



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **酒店业务短期下滑将较为明显。**公司持有5间星级酒店, 两间位于香港, 各一间位于深圳、广州和珠海。五家酒店中, 广州的粤海喜来登由喜来登海外管理公司管理, 其他四间由公司直接管理。2019年, 粤海喜来登酒店经营基本保持稳定, 而其余四间酒店中两间位于香港的酒店盈利下滑明显。展望2020年, 受到当前公共卫生事件的冲击, 短期全部酒店盈利下滑将较为明显。

- **公司盈利预测调整:** 我们将公司 2020-2021 年收入分别调高 7.6% 和 9.9%，主要提高了物业销售方面的预测，但将公司 2020-2021 年归母净利润分别下调 5.3% 和 0.1%，主要是反映了 2020 年公共卫生事件对公司部分高利润率业务的影响，并引入了 2022 年的盈利预测。

表4、公司盈利预测调整

	FY2020E			FY2021E			FY2022E
	更新前	更新后	变动	更新前	更新后	变动	新引入
营业收入(百万港元)	15,579	16,758	7.6%	16,919	18,601	9.9%	17,334
归母净利润(百万港元)	5,137	4,866	-5.3%	5,367	5,360	-0.1%	5,440
每股股息(港元)	0.59	0.61	2.5%	0.62	0.63	1.6%	0.65

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院（注：更新前数据为 2019 年 11 月 27 日报告预测数据）

- **我们的观点:** 粤海投资（270.HK）为广东省政府旗下的优质企业，现经营六大业务板块，拥有 30 年东深供水项目特许经营权，主要资产回报率高，在盈利提升的过程中不断增加派息，实现了利润和估值的双提升。我们认为，公司稳健的资产回报和不断优化的财务状况将保证未来公司有能够实现每年派息额不断增长，盈利与估值双提升仍然是长期趋势。我们维持公司的“审慎增持”评级，SOTP 估值法维持公司目标价为 18.55 港元。

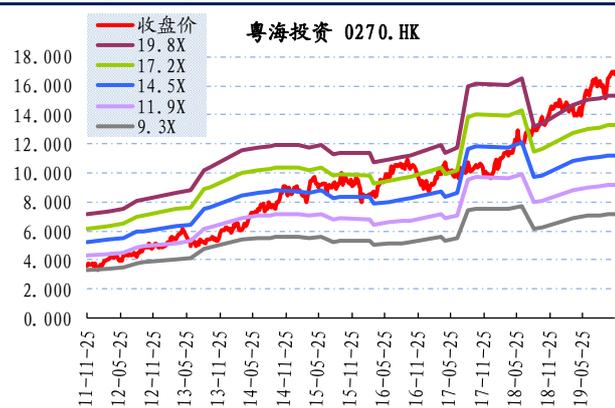
表5、粤海投资 SOTP 估值

项目	估值方法	价值(百万港元)	占比
东深项目	DCF 6.3% WACC	69,961	54.8%
其他水资源项目	1.2x PB	24,321	19.1%
物业投资及发展	NAV (10% 折让)	22,297	17.5%
百货营运	15x PE	2,095	1.6%
发电	DCF 7% WACC	4,692	3.7%
酒店经营及管理	DCF 7.3% WACC	2,701	2.1%
道路及桥梁	DCF 7% WACC	8,551	6.7%
净债务		3,150	2.5%
少数股东权益		-10,123	-7.9%
NAV 合计		127,644	100.0%
SOTP 折让		5.0%	
折让后 NAV		121,262	
股份数(百万股)		6,538	
每股价值(港元)		18.55	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

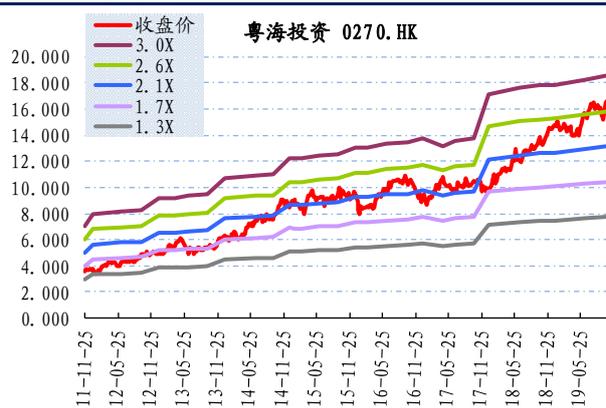
- **风险提示:** 1、未来香港水价低于预期；2、新项目建设不及预期；3、公共卫生事件影响加剧

图16、粤海投资 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、粤海投资 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位: 百万港元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
待售物业	10,605	11,002	11,416	11,416	
财务资产	0	0	0	0	
应收账款	1,612	1,619	1,797	1,675	
其他	1,459	1,481	1,489	1,402	
现金及现金等价物	12,347	11,089	10,238	11,253	
流动资产总额	26,023	25,191	24,940	25,746	
物业、厂房及设备	6,848	6,609	6,379	5,921	
投资物业	18,178	17,849	18,199	18,549	
于联营公司的投资	4,137	4,137	4,137	4,137	
经营特许权	13,889	13,982	14,373	14,263	
其他	7,350	7,798	8,389	8,283	
非流动资产总额	50,402	50,376	51,477	51,152	
资产总额	76,424	75,566	76,417	76,898	
应付账款	4,595	4,641	4,687	4,734	
合约负债	3,092	2,783	2,504	2,254	
银行借款	1,417	1,344	1,271	1,169	
其他流动负债	1,539	1,539	1,539	1,539	
流动负债总额	10,642	10,306	10,001	9,695	
银行借款	6,720	6,061	5,408	4,487	
其他非流动负债	8,369	8,369	8,369	8,369	
非流动负债总额	15,089	14,430	13,777	12,857	
负债总额	25,732	24,735	23,778	22,552	
股本	8,966	8,966	8,966	8,966	
储备	32,190	33,508	35,171	36,775	
非控股权益	9,537	9,688	9,878	10,036	
权益总额	50,693	50,831	52,639	54,346	

现金流量表		单位: 百万港元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
除税前利润	7,778	7,002	7,657	7,520	
折旧与摊销	1,529	1,597	1,666	1,724	
营运资金变动	-2,034	-989	-1,032	504	
经营活动所得现金净额	5,191	6,168	6,735	8,332	
资本开支	-2,076	-2,076	-2,076	-1,406	
其他	6,599	-400	-400	-400	
投资活动所用现金净额	4,523	-2,476	-2,476	-1,806	
银行借款所得款项	7,915	6,728	6,661	5,995	
偿还银行借款	-8,290	-7,461	-7,386	-7,017	
已付股息	-3,590	-3,955	-4,119	-4,217	
融资活动所得现金净额	-4,255	-4,949	-5,110	-5,510	
现金增加(减少)净额	5,459	-1,258	-851	1,016	
年初现金及现金等价物	6,887	12,346	11,089	10,238	
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	
年末现金及现金等价物	12,346	11,089	10,238	11,253	

利润表		单位: 百万港元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
收益	16,691	16,758	18,601	17,334	
销售成本	-7,933	-7,893	-8,854	-7,870	
毛利润	8,758	8,865	9,747	9,464	
其他收入	674	333	343	354	
投资物业公允价值变动	172	100	100	100	
销售及分销费用	-427	-429	-475	-481	
行政费用	-1,839	-1,843	-2,046	-1,909	
财务费用	-290	-261	-266	-271	
应占联营公司溢利	213	238	253	263	
税前利润	7,778	7,002	7,657	7,520	
所得税费用	-1,835	-1,578	-1,685	-1,541	
本年度溢利	5,943	5,425	5,972	5,978	
归母净利润	5,044	4,866	5,360	5,440	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	24.90%	0.40%	11.00%	-6.81%
税前利润增长率	12.81%	-9.97%	9.34%	-1.79%
归母净利润增长率	0.58%	-3.53%	10.14%	1.50%

盈利能力

净利率	35.61%	32.37%	32.10%	34.49%
ROE	12.37%	11.64%	12.38%	12.11%
ROA	7.70%	7.33%	8.10%	8.16%

偿债能力

资产负债率	33.67%	32.73%	31.12%	29.33%
流动比率	2.45	2.44	2.49	2.66
利息保障倍数	27.85	27.85	29.81	28.77

营运能力(次)

资产周转率	0.22	0.22	0.24	0.23
应收账款周转率	12.22	10.37	10.89	9.99

每股资料(港元)

每股收益	0.77	0.74	0.82	0.83
每股净资产	6.30	6.50	6.75	7.00
每股派息	0.58	0.61	0.63	0.65

估值比率(倍)

PE	19.08	19.78	17.95	17.69
PB	2.34	2.27	2.18	2.10
股息率	3.93%	4.11%	4.28%	4.38%

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。