

【广发海外】银河娱乐 (00027.HK)

贵宾业务竞争加剧，中场带动 EBITDA 增长

核心观点:

● 中场业务驱动增长，贵宾业务竞争加剧

18 年 4 季度公司实现博彩毛收入 165.0 亿港元 (+2.4% YoY)，增长主要由中场及角子机业务驱动。中场毛收入为 68.7 亿港元 (+10.4% YoY)，创下历史新高。其中高端中场及普通中场业务均表现出色。而贵宾毛收入为 90.0 亿港元，同比下滑 4.1%，主要是由于路氹地区新贵宾厅开业加剧竞争。分物业看，澳门银河博彩毛收同比下滑 0.4%，主要由于贵宾毛收入下滑 9.0%，而中场毛收入创下历史新高。星际酒店博彩毛收入同比增长 12.2%，其中贵宾及中场业务均表现出色。公司经调整 EBITDA 为 43.3 亿港元 (+4.2% YoY)，赢率调整后 EBITDA 为 42.6 亿港元 (+3.6% YoY)。

● 澳门银河 3 期略有延期，计划参与大阪赌牌竞逐

据公司公告披露，公司计划对澳门银河和星际酒店进行 15 亿港元的翻新。澳门银河 3 期的会展中心部分已经恢复施工，预计于 2020 年下半年分批开业，较此前计划有所推迟。而澳门银河 4 期的土地准备工作已经开始。管理层预计大阪有可能成为今年内首个竞标赌场的城市，而公司将会参与赌牌的竞逐。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 19/20 年 EBITDA 为 179.3/202.8 亿港元。考虑到澳门博彩行业的 EV/EBITDA 目前已经回归历史均值，以及公司物业运营能力出色，并且拥有澳门最多的待开发项目，我们认为公司应享受历史平均估值 EV/EBITDA 12.3x，对应股票合理价值 59.5 港元/股，维持买入评级。

● 风险提示

澳门银河 3 期&4 期延迟开业的风险；竞争对手新赌场开业导致竞争加剧的风险；外汇管制收紧使得内地游客在澳门的博彩支出下滑的风险。

盈利预测:

银河娱乐 (百万港币)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
博彩毛收入	55,827	65,105	65,948	70,713	78,667
增长率 (%)	17.9%	16.6%	1.3%	7.2%	11.2%
EBITDA	14,147	16,857	17,926	20,283	24,070
增长率 (%)	36.7%	19.2%	6.3%	13.2%	18.7%
净利润	10,504	13,507	14,854	16,526	19,796
增长率 (%)	67.2%	28.6%	10.0%	11.3%	19.8%
EPS (港元/股)	2.45	3.13	3.45	3.84	4.60
市盈率 (P/E)	22.2	17.4	15.8	14.2	11.8
EV/EBITDA	14.0	11.8	11.1	9.8	8.2

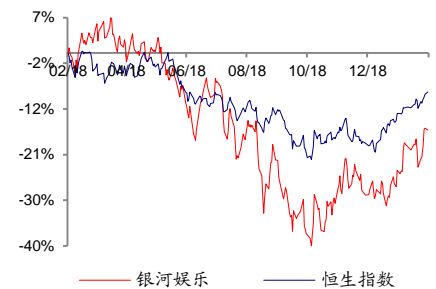
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	54.4 港元
合理价值	59.5 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-03-05

相对市场表现



分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发海外】银河娱乐 (0027.HK): 2018-10-27
低赢率拖累业绩，但是中场业务依然出色
- 【广发海外】银河娱乐 (0027.HK): 2018-08-09
中场业务毛收入创历史新高，银河 3 期将略有延期
- 【广发海外】银河娱乐 (0027.HK): 2018-05-07
贵宾业务强劲增长，期待中场客户质量继续提升

联系人:

陈佳妮 021-60750604

chenjiani@gf.com.cn

目录索引

1. 贵宾业务竞争加剧，中场业务带动 EBITDA 增长.....	4
1.1 贵宾业务竞争加剧，中场业务毛收入创历史新高.....	4
1.2 EBITDA 同比增长 4.2%，EBITDA 利润率继续保持较高水平.....	5
2. 澳门银河 3 期略有延期，计划参与大阪赌牌竞逐.....	6
3. 盈利预测与投资评级.....	7
4. 风险提示.....	7
4.1 澳门银河 3 期&4 期延迟开业的风险；.....	7
4.2 外汇管制收紧的风险；.....	7
4.3 竞争对手新赌场开业导致竞争加剧的风险；.....	8

图表索引

图 1: 18 年 4 季度博彩毛收入同比增长 2.4%.....	5
图 2: 18 年 4 季度贵宾业务毛收入同比下滑 4.1%.....	5
图 3: 18 年 4 季度中场业务毛收入同比增长 10.4%.....	5
图 4: 18 年 4 季度角子机业务收入同比增长 22.9%.....	5
图 5: 18 年 4 季度经调整 EBITDA 同比增长 4.2%.....	6
图 6: 18 年 4 季度经赢率调整 EBITDA 同比增长 3.6%.....	6
图 7: 银河娱乐赌场 EBITDA 利润率.....	6
图 8: 银河娱乐中场毛收入占比.....	6
图 9: 澳门博彩行业动态 EV/EBITDA.....	7
图 10: 银河娱乐动态 EV/EBITDA.....	7
表 1: 银河娱乐经营数据 (单位: 百万港元).....	4

1. 贵宾业务竞争加剧，中场业务带动 EBITDA 增长

1.1 贵宾业务竞争加剧，中场业务毛收入创历史新高

高端中场和普通中场继续快速增长，竞争加剧影响贵宾业务表现。18年4季度，银河娱乐实现博彩毛收入165.0亿港元（+7.8% QoQ，+2.4% YoY）。中场业务及角子机业务是驱动博彩毛收入增长的主要因素。其中中场业务实现毛收入68.7亿港元（+11.3% QoQ，+10.4% YoY），创下公司中场毛收入的新高。据公司管理层在季报电话会议中披露，高端中场和普通中场业务均实现快速增长，年初至今的表现依然出色。而贵宾业务实现毛收入90.0亿港元，同比下滑4.1%。这主要是由于路氹地区新贵宾厅的开业使得澳门的竞争有所加剧。据季报电话会议，管理层认为目前澳门贵宾业务市场整体稳定，年初开始实施的贵宾厅禁烟及资本管制的司法解释目前影响有限。

澳门银河中场毛收入创新高：4季度澳门银河实现博彩毛收入123.6亿港元（+9.3% QoQ，-0.4% YoY）。其中，中场业务毛收入同比增长10.6%，为中场毛收入的历史新高。而贵宾业务毛收入同比下滑9.0%，主要是由于贵宾业务转码额同比下滑10.2%所致。角子机毛收入同比增长22.7%。

星际酒店中场业务及贵宾业务均表现出色：4季度星际酒店实现博彩毛收入40.6亿港元（+3.7% QoQ，+12.2% YoY）。虽然贵宾业务转码额同比小幅增长1.6%，但是由于赢率较高（2.7%，去年同期2.5%），贵宾业务毛收入同比增长12.8%。中场及角子机业务毛收入同比增速分别为11.1%和20.0%。

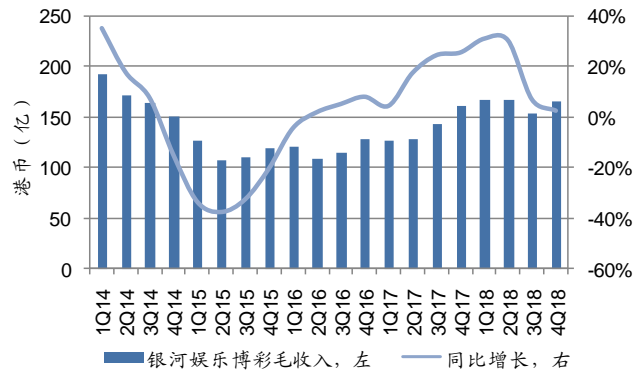
表 1：银河娱乐经营数据（单位：百万港元）

	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	QoQ	YoY
公司毛收入	18,421	18,903	18,642	17,227	18,519	7.5%	0.5%
博彩毛收入	16,114	16,691	16,615	15,300	16,499	7.8%	2.4%
贵宾业务	9,379	9,823	9,711	8,545	8,998	5.3%	-4.1%
中场业务	6,224	6,306	6,373	6,176	6,873	11.3%	10.4%
角子机	511	562	531	579	628	8.5%	22.9%
非博彩毛收入	1,385	1,301	1,270	1,358	1,369	0.8%	-1.2%
经调整 EBITDA	4,159	4,319	4,326	3,879	4,333	11.7%	4.2%
星际酒店	751	1,003	987	927	893	-3.7%	18.9%
澳门银河	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	16.1%	2.3%
澳门百老汇	7	13	2	9	8	-11.1%	14.3%
城市娱乐会	29	26	28	28	29	3.6%	0.0%
建材业务	235	223	315	197	205	4.1%	-12.9%
净集团支出	(220)	(208)	(225)	(239)	(235)	-1.7%	6.8%
胜率调整后 EBITDA	4,107	4,413	4,457	4,211.0	4,256	1.1%	3.6%
星际酒店	857	927	991	932	1,008	8.2%	17.6%
澳门银河	3,203	3,432	3,344	3,280	3,242	-1.2%	1.2%
澳门百老汇	3	13	4	13	7	-46.2%	133.3%

城市娱乐会	29	26	28	28	29	3.6%	0.0%
建材业务	235	223	315	197	205	4.1%	-12.9%
净集团支出	(220)	(208)	(225)	(239)	(235)	-1.7%	6.8%

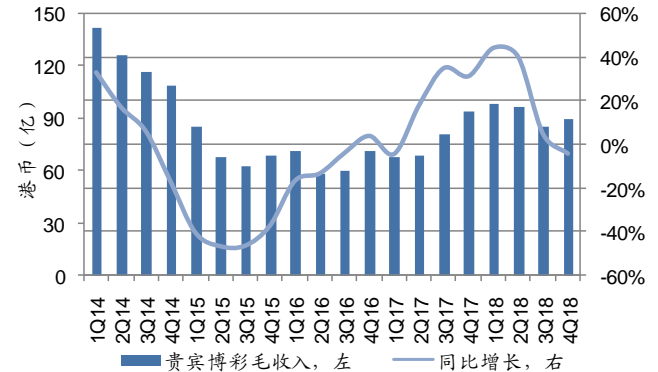
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图1：18年4季度博彩毛收入同比增长2.4%



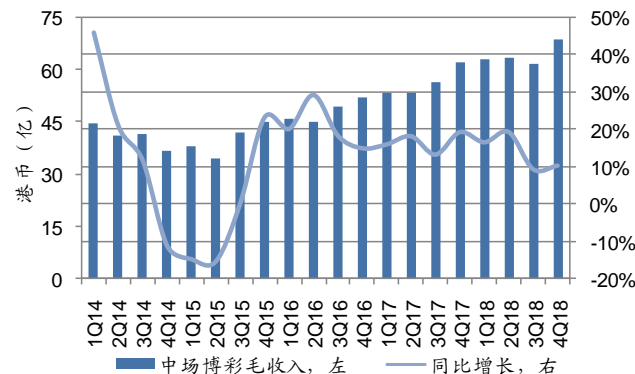
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：18年4季度贵宾业务毛收入同比下滑4.1%



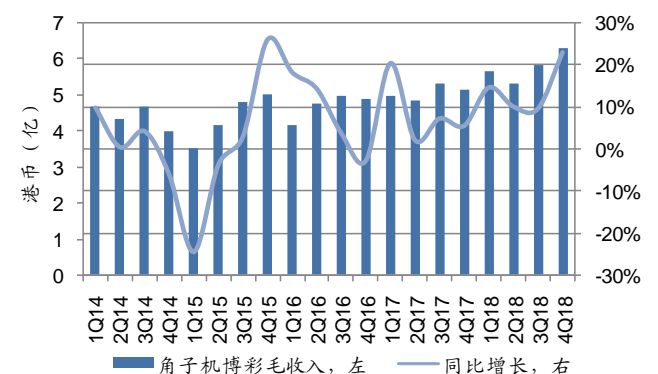
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：18年4季度中场业务毛收入同比增长10.4%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：18年4季度角子机业务收入同比增长22.9%



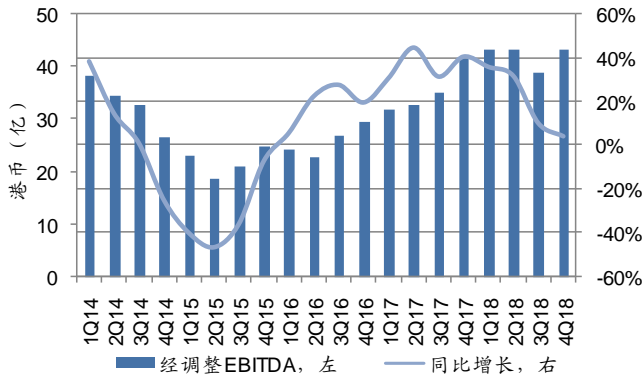
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1.2 EBITDA 同比增长 4.2%，EBITDA 利润率继续保持较高水平

经调整EBITDA同比增长4.2%，赢率调整后的EBITDA同比增长3.6%。18年4季度，公司经调整EBITDA为43.3亿港元（+11.7% QoQ，+4.2% YoY）。由于净赢率偏高导致经调整EBITDA增加约0.77亿港元。净赢率正常化后，4季度经调整EBITDA为42.6亿港元（+1.1% QoQ，+3.6% YoY）。

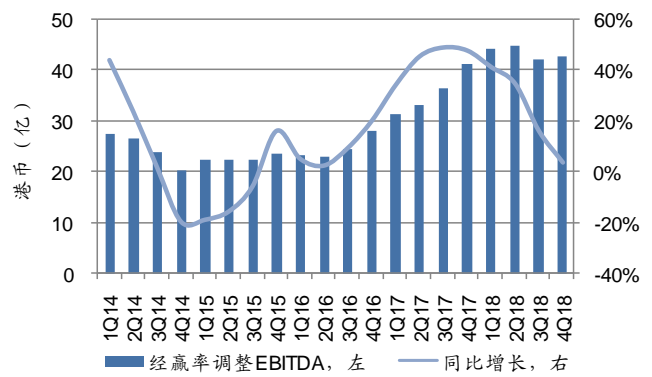
分物业看，4季度澳门银河实现经调整EBITDA 34.3亿港元（+16.1% QoQ，+2.3% YoY）。博彩中介人贵宾业务以及中场业务赢率较高，而自营贵宾业务赢率略低。整体而言较高的赢率对于EBITDA的正面贡献为1.91亿港元。赢率调整后的EBITDA为32.4亿港元（-1.2% QoQ，+1.2% YoY）。4季度星际酒店实现经调整EBITDA 8.9亿港元（-3.7% QoQ，+18.9% YoY）。较低的赢率对EBITDA的负面影响为1.15亿港元，赢率调整后的EBITDA为10.1亿港元（-3.7% QoQ，+18.9% YoY）。

图5: 18年4季度经调整 EBITDA同比增长4.2%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

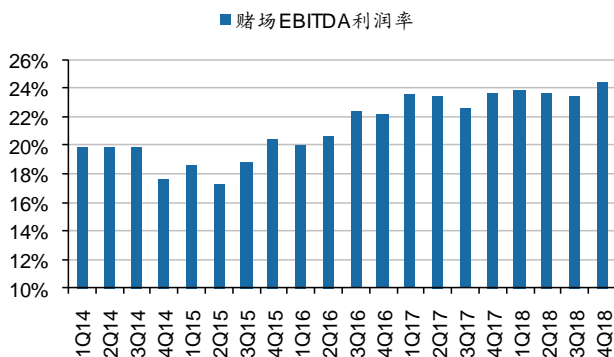
图6: 18年4季度经赢率调整EBITDA同比增长3.6%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

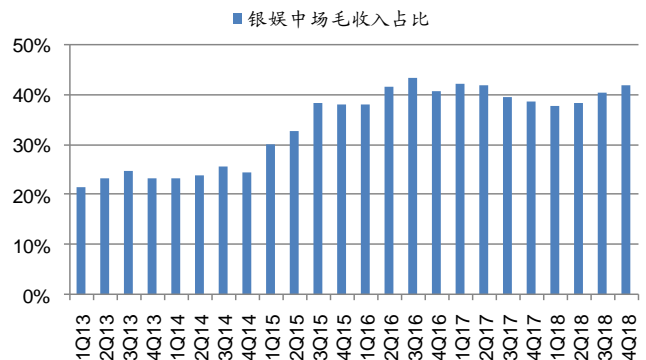
公司赌场EBITDA利润率继续保持在较高水平: 18年4季度公司赌场EBITDA利润率仍达到24.4%，是自14年1季度以来的最高EBITDA利润率。这主要受益于中场收入占比的提升以及公司优秀的成本控制能力。18年4季度，公司中场业务毛收入占比为41.7%，相较于18年3季度环比提升1.3%。

图7: 银河娱乐赌场EBITDA利润率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心; 17年1季度以后的数据基于新的会计准则。

图8: 银河娱乐中场毛收入占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2. 澳门银河3期略有延期, 计划参与大阪赌牌竞逐

澳门银河及星际酒店翻新计划: 公司计划对澳门银河及星际酒店进行15亿港元的翻新。据管理层在季报电话会议中披露, 翻新计划包括很多部分, 管理层认为对运营的影响可控。

澳门银河3&4期开业计划: 据管理层在季报电话会议中披露, 澳门银河3期的会展中心部分已经于2018年11月恢复施工, 而其它部分仍需等待政府的批复。澳门银河3期预计于2020年下半年分批开业, 较此前计划有所推迟。而澳门银河4期的土地

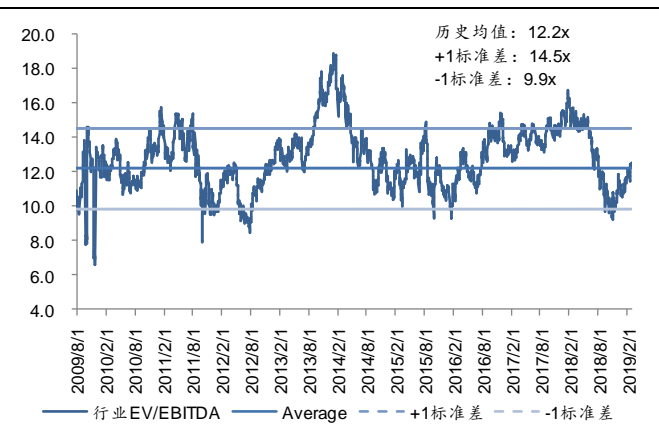
准备工作已经开始。

日本赌牌竞标最新进展：据管理层在季报电话会议中披露，公司与蒙地卡罗滨海度假酒店集团以及日本的合作伙伴针对每一个可能竞标赌牌的城市都准备了因地制宜的方案。管理层认为，大阪很有可能成为今年内首个竞标赌场的城市，而公司将会参与到赌牌的竞逐。

3.盈利预测与投资评级

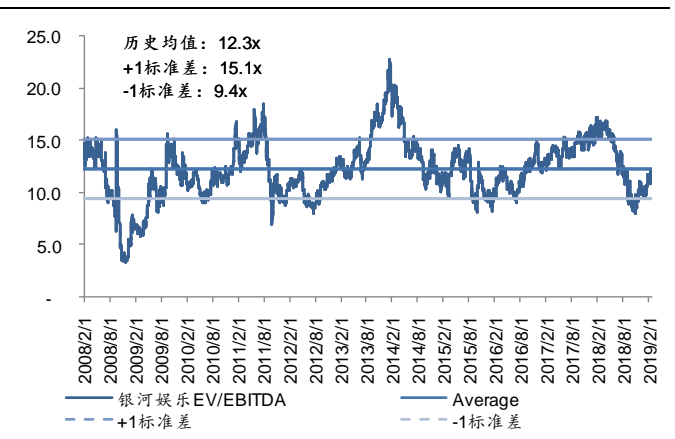
我们预计公司19/20年EBITDA为179.3/202.8亿港元。考虑到澳门博彩行业的EV/EBITDA目前已经回归历史均值，以及公司物业运营能力出色，并且拥有澳门最多的待开发项目，我们认为公司应享受历史平均估值EV/EBITDA 12.3x，对应股票合理价值59.5港元/股，维持买入评级。

图9：澳门博彩行业动态EV/EBITDA



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图10：银河娱乐动态EV/EBITDA



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

4.风险提示

4.1 澳门银河3期&4期延迟开业的风险；

澳门银河3期&4期项目是公司2019-2022年业绩增长的重要推动因素。澳门银河3期的会展中心部分已经于2018年11月恢复施工，而其它部分仍需等待政府的批复。澳门银河3期预计于2020年下半年分批开业。如果澳门银河的3期及4期项目延迟开业，那么则会对公司的业绩增长带来负面影响。

4.2 外汇管制收紧的风险；

多数中场业务的赌客以携带现金出关、或者银行卡境外提现等方式取得在澳门消费的资金。如果政府采取进一步收紧外汇管制的措施，例如降低银行卡境外消费额度等措施，则将会对博彩行业形成不利影响。

4.3 竞争对手新赌场开业导致竞争加剧的风险；

从当前至2022年之前，路氹地区新增或者有重大翻新的项目包括澳博控股旗下的上葡京项目以及金沙中国有限公司旗下的伦敦人项目（原金沙城中心），这些新项目的开幕将有可能加剧路氹地区赌场间的竞争。

资产负债表						现金流量表					
单位: 港币百万						单位: 港币百万					
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产	20101	31783	46652	57962	70382	经营活动现金流	18520	18779	24871	22674	27647
存款	35	35	35	35	35	税前利润	10628	14675	15963	17640	20920
现金及银行结余	17565	28823	43732	54982	67144	折旧摊销	3349	3539	4046	4734	5248
应收及预付款	2166	2568	2447	2491	2723	营运资金变动	5066	2057	6367	1817	3014
其他流动资产	335	356	439	453	480	其他	-523	-1493	-1504	-1517	-1535
非流动资产	63713	64162	66211	68581	70444	投资活动现金流	-11117	-3600	-5700	-6700	-6700
固定资产	36815	37107	38992	41189	42871	资本支出	-2008	-3600	-5700	-6700	-6700
关联企业	1521	1908	2304	2707	3118	投资减少	18	0	0	0	0
AFS资产	0	0	0	0	0	投资增加	11304	0	0	0	0
其他非流动资产	25378	25147	24916	24685	24454	其他	-20429	0	0	0	0
资产总计	83815	95945	112864	126542	140825	筹资活动现金流	1480	-3920	-4263	-4724	-8786
流动负债	27035	19831	26159	28035	31307	股息支付	-2526	-3920	-4263	-4724	-8786
短期借款	9685	0	0	0	0	借款增加	8327	0	0	0	0
应付账款	17303	19784	26112	27988	31260	借款减少	-4631	0	0	0	0
其他流动负债	47	47	47	47	47	股本增加	348	0	0	0	0
非流动负债	764	10449	10449	10449	10449	其他	-39	0	0	0	0
长期借款	259	9944	9944	9944	9944	重述及汇率变动	15	0	0	0	0
其他非流动负债	504	504	504	504	504	现金变动额	8899	11258	14908	11250	12162
负债合计	27799	30279	36607	38483	41756	现金余额	17600	28859	43767	55017	67179
股本	21469	21469	21469	21469	21469						
储备	34013	43600	54191	65994	77004						
少数股东权益	534	597	597	597	597						
负债及股东权益	83815	95945	112864	126542	140825						

利润表						主要财务比率					
单位: 港币百万						单位: 港币百万					
至12月31日	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	49291	56357	74383	79727	89049	EBITDA利润率	28.7%	29.9%	24.1%	25.4%	27.0%
营业成本	-35144	-39500	-56457	-59444	-64979	ROE	20.6%	22.4%	21.1%	20.3%	21.3%
EBITDA	14147	16857	17926	20283	24070	ROA	14.0%	15.1%	14.2%	13.8%	14.8%
折旧摊销	-3349	-3539	-4046	-4734	-5248	流动比率	0.74	1.60	1.78	2.07	2.25
其他费用	-844	-721	-271	-271	-271	净负债/EBITDA	-0.54	-1.12	-1.89	-2.22	-2.38
利息收入(费用)	563	923	896	896	896	经营活动现金流/EBITDA	1.31	1.11	1.39	1.12	1.15
关联公司	244	388	395	403	411	毛收入					
税前利润	10762	13908	14901	16578	19858	星际酒店	14,184	17,049	17,271	18,087	18,889
所得税	-113	-43	-47	-52	-62	城市娱乐会	107	111	111	111	111
少数股东损益	-11	-63	0	0	0	澳门银河	44,578	52,759	53,400	57,801	66,193
经常性净利润	10638	13801	14854	16526	19796	百老汇	514	595	626	663	700
非经常性项目	-133	-294	0	0	0	建材及其他	-10,092	-14,157	2,975	3,064	3,156
净利润	10504	13507	14854	16526	19796	物业EBITDA					
经调整每股收益	2.47	3.18	3.45	3.84	4.60	星际酒店	2,966	3,810	4,389	4,875	5,293
报告基本每股收益	2.45	3.13	3.45	3.84	4.60	城市娱乐会	107	111	111	111	111
每股股息(港元)	0.74	0.94	1.03	1.92	2.30	澳门银河	11,130	12,871	13,433	15,305	18,673
						百老汇	10	32	34	35	37
						建筑材料	744	940	892	919	947
						公司开支	-800	-875	-900	-927	-954

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者“财新大中华最佳分析师”评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。