海外研究

跟踪报告

证券研究报告

博彩

审慎增持 （维持）

目标价：40.0

现价：36.5

预期升幅：9.6%

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

1928.HK 金沙中国有限公司 港股通（沪、深）

4Q18 业绩逊预期，金沙长线放远鹞

2019 年 01 月 26 日

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	7,715	8,821	9,611	10,669
同比增长(%)	16.0%	14.3%	8.9%	11.0%
净利润(百万元)	1,603	1,903	2,179	2,406
同比增长(%)	31.0%	18.7%	14.5%	10.4%
EBITDA 利润率(%)	33.8%	35.0%	35.2%	34.4%
净利润率(%)	20.8%	21.6%	22.7%	22.6%
净资产收益率（%）	35.3%	43.4%	48.4%	49.6%
每股收益(美仙)	19.9	23.4	26.9	29.7
每股经营现金流(美仙)	32.5	36.6	41.2	46.0

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2019.01.25
收盘价（元）	36.5
总股本（亿股）	80.81
流通股本（亿股）	80.81
总市值（亿港元）	2949
流通市值(亿港元)	2949
净资产(百万美元)	3501
总资产(百万美元)	10345
每股净资产(美元)	0.43

数据来源：Wind

相关报告

金沙中国有限公司（1928.HK）-演绎博彩巨头之路-20180828

濠赌业收入胜预期，短期压力有所缓解-20181204

濠赌业 2018 年亮眼收官，市场情绪待修复-20190103

海外消费研究

分析师：张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：李明

limingyjy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

投资要点

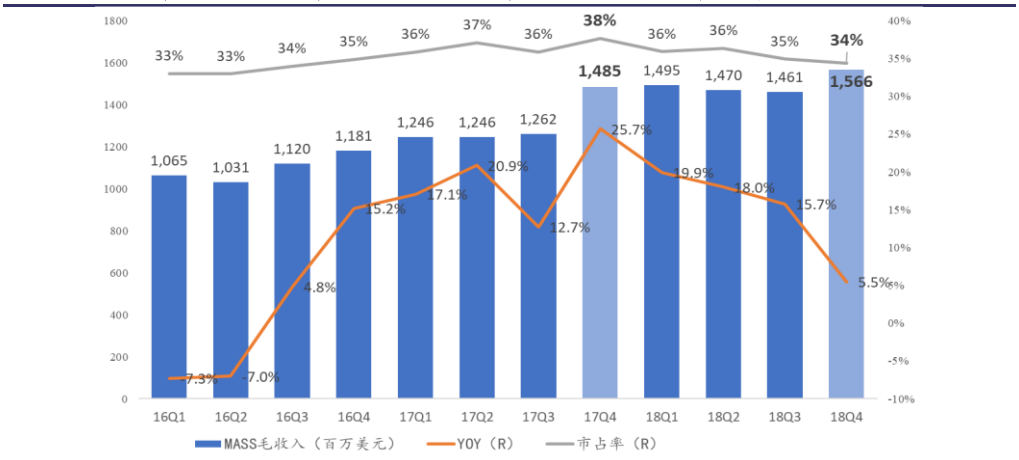
- **Mass 博彩市占下降，公司 4Q2018 表现逊于市场预期：**2018 年第四季度，金沙中国总收益净额/EBITDA/净利润分别按年+9%/+7.7%/-11%至 22.5 亿美元/7.85 亿美元/4.65 亿美元，逊于市场预期。该表现主要由于公司大众博彩业务增速放缓，市占率按年下降 4pct 至 34%。
- **VIP 业务竿头直上，抵消中场业务负面影响，但 EBITDA Margin 下滑：**公司于期内加大了对 VIP 业务的投入，4Q2018 录得 VIP 毛收入 6.92 亿美元，同比增长 34.5%，跑赢市场 3.4%的增速，市占率按年上升 3pct 至 13%，业务“短板”改善。但受 VIP 低利润率及赢率较低影响，公司 EBITDA Margin 微降 0.64pct 至 35.4%。但长远来看，公司盈利能力波动有限，大众博彩与 VIP 博彩齐头并进将为公司摄取更多的市场份额。
- **公司 2018 年表现差强人意，唯 GGR 跑赢行业增速 2pct：**2018 年公司总收益净额/EBITDA/净利润分别按年+14%/+18.1%/+19%至 86.7 亿美元/30.79 亿美元/19 亿美元，表现无较大惊喜。但其 GGR15.9%的增速跑赢行业近 2pct，且面对供给面竞争加剧，公司博彩市占率升 0.4pct，表现稳健。
- **“伦敦人”项目短期韬光养晦，长期大有裨益：**金沙城中心假日酒店的 1200 间房间（占金沙城中心总客房数 19.2%，占公司总客房数 9.8%）及楼下娱乐场将于 2019 年农历新年后关闭。然而，公司将整合赌桌，将客流引至其他旗下娱乐场，预计项目可管控进行，负面影响有限，无需过度担忧。
- **维持审慎增持评级，下调目标价至 40.0 港元：**短期看，濠赌业将承压于国内经济增速放缓，市场亦需要时间验证禁烟令及公司翻修物业的实质影响。长期看，我们仍看好金沙中国在大众博彩及非博彩业务的绝对优势，该布局使其业务受众广，收入相对稳定，在曾经的行业低谷期亦能跑赢市场。此外，公司对短板业务的修复及新项目的建成可进一步巩固其综合实力，拓展市场份额。且公司派息政策可观，类固定收益属性明显，具备一定吸引力。考虑到行业增长动力减弱，下调公司 2018-2020 年 EPS 预测分别至 23.4/26.9/29.7 美仙，目标价相应下调至 40 港元，维持审慎增持评级。

风险提示：大陆经济减速超预期，行业竞争加剧，新项目延期，禁烟令

报告正文

- **受 MASS 博彩业务增速放缓影响，公司 4Q2018 表现逊预期。**金沙中国母公司 LVS 公布公司 4Q2018 业绩，根据美国公认会计准则，2018 年第四季度，金沙中国的总收益净额同比增 9%至 22.5 亿美元（QoQ+4.7%），EBITDA 同比增 7.7%至 7.85 亿美元 A（QoQ+4.2%），收入净额同比减少 11%至 4.65 亿美元（QoQ+2.4%），表现逊于市场及我们的预期。该表现主要由于期内公司大众博彩（Mass）业务增速放缓，市占率较 2017 年同期下降 4pct 至 34%，但该市占率亦属公司历史正常水平，管理层亦表示将继续坚定执行以大众博彩为核心的发展策略。由于公司品牌效应明显，为行业博彩大众化的领头羊，并拥有成熟的大众博彩运营经验，无与伦比的客房贮备与领先行业的硬件储备，我们依然看好公司大众博彩龙头地位难以撼动。

图 1、金沙中国 Mass（中场+角子机）博彩毛收入市占率下降



资料来源：公司资料，DICJ，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、金沙中国 4Q2018 各物业收入及 EBITDA 情况

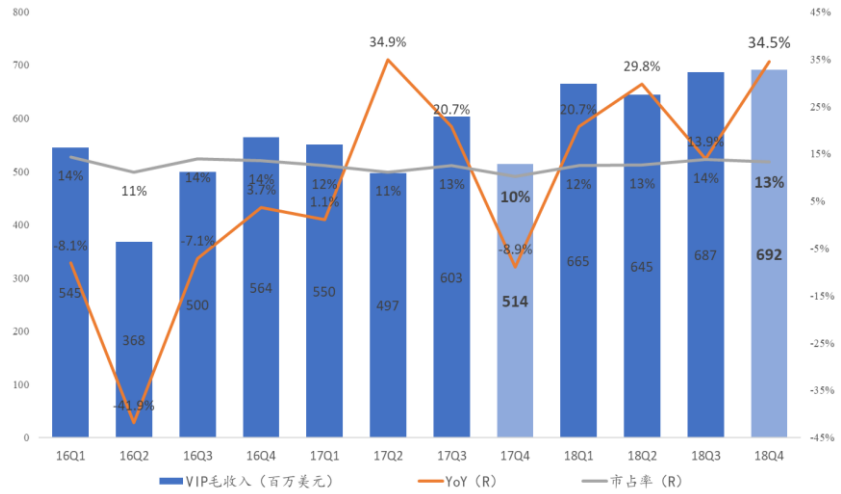
物业	总收入				经物业调整 EBITDA				EBITDA Margin(%)		
单位：百万美元	4Q18	4Q17	变动($)	YoY	4Q18	4Q17	变动($)	YoY	4Q18	4Q17	变动(pct)
澳门威尼斯人	919	822	97	11.8%	355	324	31	10%	38.6%	39.4%	-0.79
金沙城中心	558	551	7	1.3%	194	202	-8	-4%	34.8%	36.7%	-1.89
澳门巴黎人	414	321	93	29.0%	132	89	43	48%	31.9%	27.7%	4.16
百利宫	175	174	1	0.6%	64	71	-7	-10%	36.6%	40.8%	-4.23
澳门金沙	156	150	6	4.0%	38	40	-2	-5%	24.4%	26.7%	-2.31
渡轮及其他	37	42	-5	-11.9%	3	4	-1	-25%	8.1%	9.5%	-1.42
合计	**2,259**	**2,060**	**199**	**9.7%**	**786**	**730**	**56**	**7.7%**	**34.8%**	**35.4%**	**-0.64**

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **VIP 业务录得强劲表现，抵消中场业务负面影响。**公司于期内加大了对 VIP 业务的投入，包括加强与中介人的合作，新建高品质贵宾赌台及角子机室等。公司积极拓展 VIP 业务的努力成效可观，4Q2018 录得 VIP 毛收入 6.92 亿美元，同比增长 34.5%，跑赢市场 3.4%的增速，市占率由 2017 年同期的 10%

上升 3pct 至 13%。长期以来，公司着重发展大众博彩业务，其 Mass 博彩市占率亦常年维持 33%以上。然而，濠赌业 VIP 博彩市场规模可观，占博彩总收入近 6 成，但公司该板块市占仅为 1 成，成为公司的“短板”。现公司大众博彩业务龙头地位难撼动，为公司改善 VIP 布局创造了成熟的条件。金沙中国有望在保持核心竞争力同时，进一步丰富收入及客户来源。长期看，大众博彩与 VIP 博彩齐头并进将为公司摄取更多的市场份额。

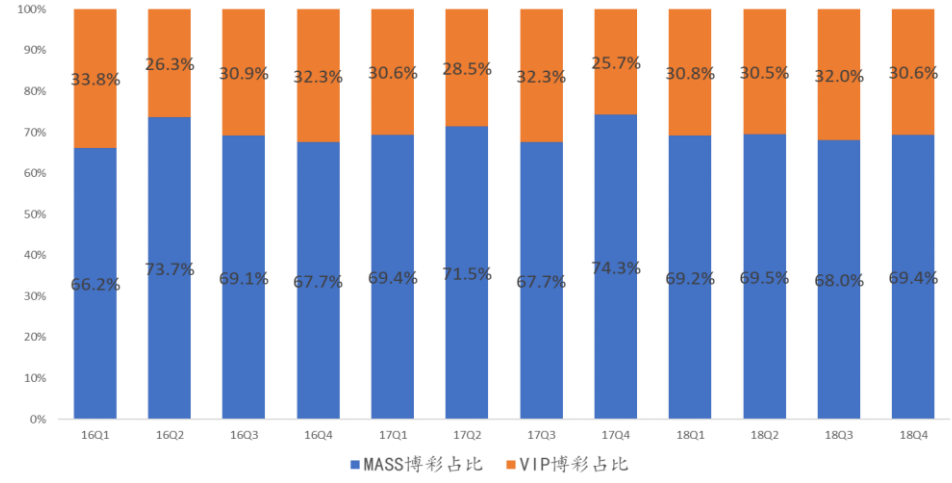
图 2、金沙中国 VIP 博彩毛收入市占率上升



资料来源：公司资料，DICJ，兴业证券经济与金融研究院整理

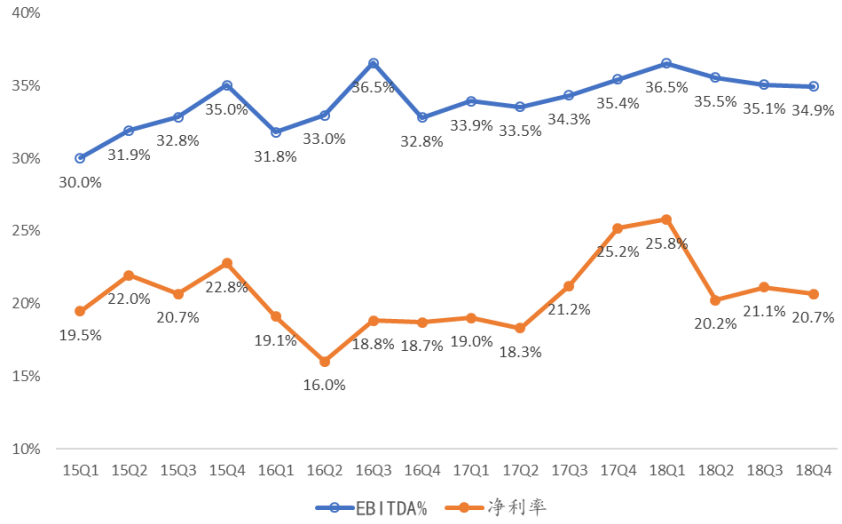
- **VIP 业务利润率较低+低赢率拉低公司期内 EBITDA Margin，唯波动范围有限，无需过度担忧。**期内公司 EBITDA Margin 微降 0.64pct 至 35.4%，该波动主要由于公司 VIP 博彩业务表现强势，其毛收入占比从 4Q2017 的 25.7%升至 4Q2018 的 30.6%，而由于 VIP 博彩利润率仅为 Mass 博彩的 3 成左右，其占比的提升拉低了公司整体利润率水平。此外，管理层亦提到期内部分 VIP 业务赢率较低，进一步影响了该板块的盈利能力，但长期来看，赢率的波动有限。

图 3、金沙中国 VIP 博彩收入占比按年上升 4.9pct



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、金沙中国利润率按年下降明显，但仍处于可接受范围



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

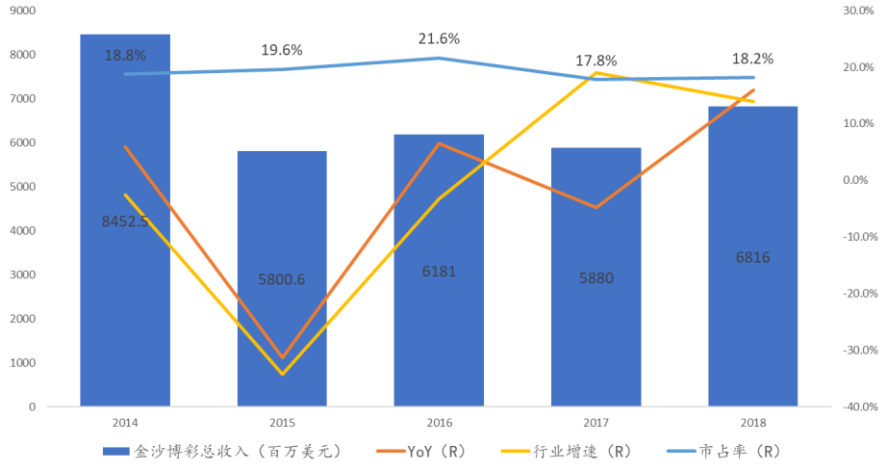
- **公司 2018 年表现差强人意，唯 GGR 跑赢行业增速 2pct，市占稳中有升。**2018 年公司全年总收益净额同比增 14%至 86.7 亿美元，经物业调整 EBITDA 增 18.1%至 30.79 亿美元，收入净额同比增长 19%至 19 亿美元。其中，公司博彩毛收入同比增长 15.9%至 68.16 亿美元，跑赢行业 14%的增速。此外，2018 年美狮美高梅及新濠天地摩珀斯相继开业，供给面竞争加剧，而公司在没有新增物业的情况下 GGR 依然保持了稳中有升的市占率，体现其经营能力出众，物业表现稳健。

表 2、金沙中国 2018 全年各物业收入及 EBITDA 情况

物业	总收入				经物业调整 EBITDA				EBITDA Margin(%)		
单位：百万美元	2018	2017	变动($)	YoY	2018	2017	变动($)	YoY	2018	2017	变动(pct)
澳门威尼斯人	3,474	2,924	550	18.8%	1378	1133	245	21.6%	39.7%	38.7%	0.92
金沙城中心	2,153	1,916	237	12.4%	759	633	126	19.9%	35.3%	33.0%	2.22
澳门巴黎人	1,533	1,395	138	9.9%	484	413	71	17.2%	31.6%	29.6%	1.97
百利宫	719	587	132	22.5%	262	233	29	12.4%	36.4%	39.7%	-3.25
澳门金沙	650	626	24	3.8%	178	174	4	2.3%	27.4%	27.8%	-0.41
渡轮及其他	160	161	-1	-0.6%	18	21	-3	-14.3%	11.3%	13.0%	-1.79
合计	**8,689**	**7,609**	**1,080**	**14.2%**	**3079**	**2607**	**472**	**18.1%**	**35.4%**	**34.3%**	**1.17**

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、金沙中国博彩毛收入市占稳定，跑赢大市

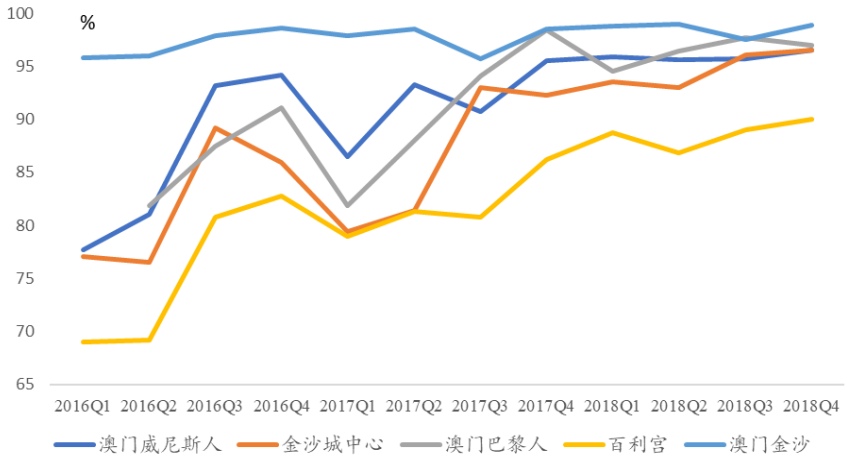


资料来源：公司资料，DICJ，兴业证券经济与金融研究院整理

- **“伦敦人”项目短期韬光养晦，长期大有裨益。**近期，市场对公司翻修扩建金沙城中心计划持观望态度。由于金沙城中心为公司第二大物业，该工程或将影响公司中场博彩市占率。短期来看，金沙城中心假日酒店的 1200 间房间（占金沙城中心总客房数 19.2%，占公司总客房数 9.8%）及楼下娱乐场将于 2019 年农历新年后关闭。然而，该酒店 RevPar 较低，营运效率亦处于公司物业组合较低水平，据我们测算，2017 年该酒店的住宿收入占公司整体收入不足 0.35%；娱乐场方面，管理层表示将通过转移赌桌等措施将客户引流至公司其他娱乐场，减少负面影响，预计“伦敦人”项目可在管控下进行，对公司整体收入影响有限。此外，四季酒店及瑞吉金沙城中心酒店有望于 1Q2020 年新增 660 间高端客房以缓冲伦敦项目的损失。

长期看，现今行业酒店供应趋紧，需求端渗透空间依然巨大；从整体行业历史开业情况看，新建物业均能推动企业的超额收益，“伦敦人”的面世有望协助公司升级优化物业组合，摄取更多市场份额，增强集团未来竞争力。

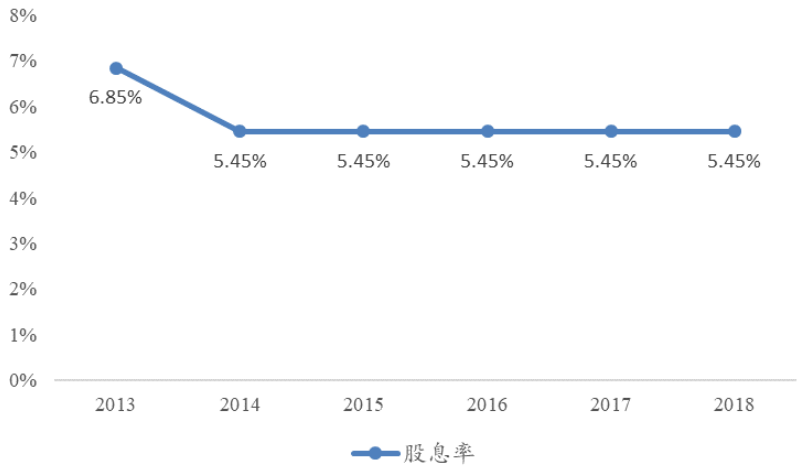
图 6、金沙中国旗下物业入住率维持高位



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **连续 5 年派息 1.99 港元，派息政策稳定。**金沙中国自上市以来坚持执行稳定的派息政策。公司 2018 财年拟派发股息 1.99 港元，这已是公司自 2014 年来连续第五年派息 1.99 港元，在行业低谷时亦维持稳定派息。按 2019 年 1 月 25 日收盘价计算，公司股息率维持 5.45%的高位，具备一定类固定收益属性，是在如今市场中颇具吸引力的标的。

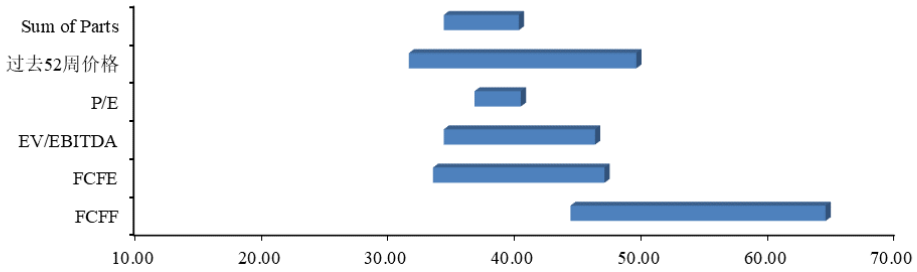
图 7、公司维持较高股息率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

- **维持审慎增持评级，下调目标价至 40.0 港元：**短期看，澳门博彩业将承压于国内经济增速放缓，市场亦需要时间来验证禁烟令对 VIP 博彩的实质影响。对于 2019 年公司相对谨慎，这也符合目前的行业形势。长期看，我们仍看好金沙中国大众博彩及非博彩业务的绝对优势，其 34%的大众博彩市占率及领先市场的非博彩业务布局使其受众广，收入相对稳定，在行业低谷时亦能跑赢市场。此外，公司对短板业务的修复及新项目的建成有望进一步巩固其综合实力，获取更多市场份额。且公司派息政策可观，类固定收益属性明显，具备一定吸引力。考虑到行业增长动力减弱，下调公司 2018-2020 年 EPS 预测分别至 23.4/26.9/29.7 美仙，目标价相应下调至 40 港元，维持审慎增持评级。

图 8、各模型下公司估值情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

表 3、金沙中国盈利预测

单位：百万美元	2,015	2,016	2,017	2018E	2019E	2020E
总收益净额	**6,820**	**6,653**	**7,715**	**8,821**	**9,611**	**10,669**
yoy	*-28%*	*-2%*	*16.0%*	*14.3%*	*8.9%*	*11.0%*
娱乐场收益净额	**5,736**	**5,573**	**6,480**	**7,495**	**8,214**	**9,164**
yoy	*-31%*	*-3%*	*16%*	*16%*	*10%*	*12%*
VIP 业务毛收入	***2317***	***1977***	***2159***	***2541***	***2606***	***2784***
yoy	*-48%*	*-15%*	*9%*	*18%*	*3%*	*7%*
中场业务毛收入	***3815***	***3872***	***4643***	***5404***	***5928***	***6625***
yoy	*-22%*	*1%*	*20%*	*16%*	*10%*	*12%*
角子机业务毛收入	***536***	***536***	***587***	***624***	***712***	***782***
yoy	*-23%*	*0%*	*9%*	*6%*	*14%*	*10%*
非博彩业务收益净额	**1,084**	**1,080**	**1,235**	**1,327**	**1,397**	**1,505**
yoy	*-5%*	*0%*	*14%*	*7%*	*5%*	*8%*
经调整 EBITDA	**2,223**	**2,244**	**2,611**	**3,084**	**3,379**	**3,669**
yoy	*-32%*	*1%*	*16%*	*18%*	*10%*	*9%*
EBITDA Margin	**32.6%**	**33.7%**	**33.8%**	**35.0%**	**35.2%**	**34.4%**
经营利润总额	**1,519**	**1,352**	**1,773**	**2,028**	**2,303**	**2,521**
yoy	*-42%*	*-11%*	*31%*	*14%*	*14%*	*9%*
经营利润率	22%	20%	23%	23%	24%	24%
成本费用占营收%	78%	80%	77%	77%	76%	76%
博彩税	-39%	-38%	-38%	-38%	-39%	-39%
雇员福利开支	-16%	-17%	-15%	-15%	-15%	-15%
折旧及摊销	-8%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
博彩中介人/代理佣金	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
已消耗存货	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
其他开支及亏损	-12%	-13%	-12%	-11%	-11%	-11%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

- **风险提示：大陆经济减速超预期，行业竞争加剧，新项目延期，禁烟令**

资产负债表				单位:百万美元
会计年度	**FY17**	**FY18E**	**FY19E**	**FY20E**
流动资产	**1,558**	**2,390**	**2,704**	**3,191**
存货	15	16	16	16
应收账款	293	401	424	456
受限现金	11	12	13	14
现金及现金等价物	1,239	1,961	2,252	2,706
非流动资产	**9,089**	**8,769**	**8,469**	**8,298**
投资物业净额	1,311	1,265	1,221	1,196
物业及设备净额	7,687	7,415	7,160	7,013
无形资产净额	34	33	32	31
其他资产净额	34	34	34	34
应收账款	23	23	23	23
资产总计	**10,647**	**11,159**	**11,173**	**11,489**
流动负债	**1,597**	**1,912**	**2,572**	**3,691**
应付账款	1,537	1,791	2,004	2,283
即期所得税负债	6	6	6	6
借贷	54	115	562	1,402
非流动负债	**4,512**	**4,858**	**4,097**	**2,947**
应付账款	92	107	120	137
借贷	4,358	4,685	3,906	2,734
递延所得税负债	62	66	71	77
负债总计	**6,109**	**6,770**	**6,669**	**6,638**
股本	81	81	81	81
资本公积	1,593	1,593	1,593	1,593
未分配利润	2,864	2,715	2,831	3,177
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**4,538**	**4,389**	**4,505**	**4,851**
负债及权益合计	**10,647**	**11,159**	**11,173**	**11,489**

现金流量表				
会计年度	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
净利润	1,603	1,903	2,179	2,406
财务费用	148	116	113	103
折旧摊销	676	773	828	939
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资本的变化	184	164	208	270
递延所得税贷项	15	4	5	6
经营活动产生现金净额	**2,626**	**2,956**	**3,327**	**3,717**
投资活动产生现金净额	**-461**	**-446**	**-518**	**-756**
融资活动产生现金净额	**-2,207**	**-1,788**	**-2,519**	**-2,508**
现金净变动	-42	722	291	454
现金期初余额	1,284	1,239	1,961	2,252
现金期末余额	1,239	1,961	2,252	2,706

利润表				单位:百万美元
会计年度	**FY17**	**FY18E**	**FY19E**	**FY20E**
收益净额	**7,715**	**8,821**	**9,611**	**10,669**
博彩税	2,925	3,383	3,708	4,137
雇员福利开支	1,193	1,320	1,414	1,548
折旧及摊销	676	773	828	939
博彩中介人佣金	135	225	197	202
已消耗存货	98	105	115	127
其他开支及亏损	915	987	1,046	1,195
经营利润	**1,773**	**2,028**	**2,303**	**2,521**
EBITDA	**2,611**	**3,084**	**3,379**	**3,669**
利息收入	5	8	11	12
利息开支	-153	-124	-124	-115
除所得税前利润	**1,625**	**1,912**	**2,190**	**2,418**
所得税开支	-22	-10	-11	-12
净利润	**1,603**	**1,903**	**2,179**	**2,406**
少数股东损益	0	0	0	0
汇兑亏损	-22	-15	-10	-8
归属母公司净利润	**1,581**	**1,888**	**2,169**	**2,398**
EPS(美仙)	**19.9**	**23.4**	**26.9**	**29.7**

主要财务比率				
会计年度	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.0%	14.3%	8.9%	11.0%
营业利润增长率	31.1%	14.4%	13.5%	9.5%
净利润增长率	31.0%	18.7%	14.5%	10.4%
盈利能力(%)				
EBITDA%	33.8%	35.0%	35.2%	34.4%
净利率	20.8%	21.6%	22.7%	22.6%
ROE	35.3%	43.4%	48.4%	49.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	57.4%	60.7%	59.7%	57.8%
流动比率	97.6%	125.0%	105.1%	86.5%
速动比率	78.3%	103.2%	88.0%	73.7%
营运能力(次)				
资产周转率	0.72	0.79	0.86	0.93
应收帐款周转率	367	384	418	464
每股资料(美仙)				
每股收益	19.9	23.4	26.9	29.7
每股经营现金	32.5	36.6	41.2	46.0
每股净资产	56.2	54.4	55.8	60.1
估值比率(倍)				
PE	25.8	21.9	19.0	17.2
PB	9.1	9.4	9.2	8.5

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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司 、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团和微盟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。