

香港股市 | 澳门博彩

美高梅中国控股有限公司 (2282 HK)

Q3 业绩虽符预期，但业绩复苏路途并不平坦

20年Q3 经调整 EBITDA 符合预期

美高梅中国(2282 HK)公布了 2020 年 Q3 业绩，净收入为 3.6 亿港元(下同)，同比减少 93.7%；博彩毛收入为 3.9 亿(同比下跌 94.5%，环比增长 71.3%)，优于同业；经调整 EBITDA 亏损 7.3 亿(亏损环比收窄 17.5%)，符合我们预期。三季度亏损收窄，主要来自于 1) 高端中场强劲的复苏需求，期内集团中场毛收入环比增长 121.0%；2) 经营开支环比再减少 10.7%，反映较高的成本管理能力和三季度贵宾厅及中场录得较低的净赢率，抵销部分利好因素。然而，美狮美高梅的表现继续令人失望，期内净收入环比减少 15.5%；经调整 EBITDA 亏损环比只收窄 7.7%，拖累整个集团业绩。

10 月至今赌收持续改善

管理层于业绩电话会上指出 1) 签注重启以来，10 月黄金周至今旅客数字正持续上升，本月第二周起各类客户的赌收进一步改善；2) 在高端中场强劲的复苏需求带动下，10 月至今集团的 EBITDA 已超越了盈亏平衡点；3) 预计后续的复苏继续由高端中场带动；4) 暂时看不到中介人流动性对集团业务带来影响，但会密切关注事态发展。

公司业绩复苏路途并不平坦，集团在明年的竞争更激烈

Q3 业绩证明公司进入复苏阶段，不过由于内地近月加强对跨境资金流的监察，减慢了贵宾厅业务的复苏速度，但在高端中场的推动下，预计公司于第四季可录得 EBITDA 盈利。虽然美狮美高梅南翼的酒店扩建工程仍在进行，并将在 21 年中开业，但我们仍然认为集团于明年起会遇到更激烈的竞争，包括来自“伦敦人”、“上葡京”及“澳门银河三期”等部局开业所带来的旅客分流压力，公司业绩复苏路途并不平坦。

下调目标价至 10.87 港元，给予“增持”评级

我们微调 2020-2022 年经调整 EBITDA -3.9%/-7.0%/+0.6%，预测 20-22 年经调整 EBITDA 为 15.1 亿/44.2 亿/57.2 亿港元。目标价从 11.88 港元下调至 10.87 港元，对应 21 年及 22 年 EV/EBITDA 分别为 13.9 倍及 10.0 倍，评级从“买入”下调至“增持”。

风险提示：(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)疫情扩散风险

主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2020 年 11 月 2 日)

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
净收入	19,200	22,764	5,006	18,414	21,703
同比增长	32.6%	18.6%	-78.0%	267.8%	17.9%
经调整 EBITDA	4,729	6,183	-1,508	4,421	5,721
同比增长	3.1%	30.8%	-124.4%	N/A	29.4%
股东应占溢利	960	1,931	-4,924	791	1,985
同比增长	-58.6%	101.0%	-355.0%	N/A	150.9%
经调整 EBITDA 利润率(%)	24.6%	27.2%	-30.1%	24.0%	26.4%
每股盈利(港元)	0.25	0.51	-1.30	0.21	0.52
每股股息(港元)	0.10	0.18	0.00	0.00	0.26
市盈率(X)	38.3	19.0	N/A	46.5	18.5
EV/EBITDA(X)	12.2	8.9	N/A	12.8	9.1
股息率(%)	1.0%	1.8%	0.0%	0.0%	2.7%

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

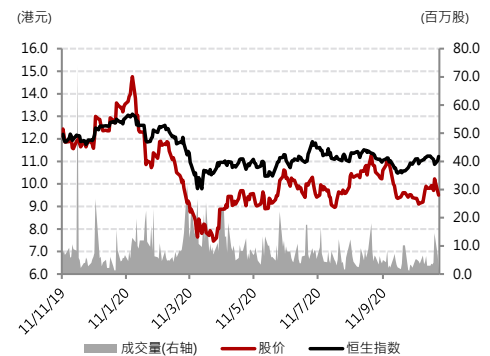
更新报告

评级：增持
目标价：10.87 港元
股票资料 (更新至 2020 年 11 月 2 日)

现价	9.67 港元
总市值	36,100.00 百万港元
流通股比例	21.57%
已发行总股本	3,800 百万
52 周价格区间	7.18-14.8 港元
3 个月日均成交	52.45 百万港元

主要股东 美高梅国际酒店集团 (占 56%)

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

20201005 - 更新报告：黄金周弱开局不改行业复苏的中长期趋势

20200803 - 更新报告：20 年 Q2 业绩逊预期；未来竞争更激烈

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1: 美高梅中国(2282 HK)季度业绩表现(百万港元)

美高梅中国(百万港元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	3Q20	
												Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收入	6,044	5,599	6,157	7,045	7,271	6,977	7,573	7,401	2,774	303	476	57.3%	-93.7%
博彩收入	5,681	5,086	5,607	6,446	6,712	6,399	6,979	6,791	2,526	225	385	71.3%	-94.5%
非博彩收入	363	513	551	599	559	579	594	610	248	78	90	16.6%	-84.8%
减: 佣金及回赠	-1,380	-1,193	-1,403	-1,669	-1,510	-1,441	-1,796	-1,709	-661	-45	-113	149.3%	-93.7%
净收入	4,664	4,406	4,754	5,376	5,761	5,536	5,777	5,692	2,113	257	363	41.1%	-93.7%
博彩税	-2,263	-2,026	-2,233	-2,568	-2,673	-2,549	-2,780	-2,705	-998	-89	-152	71.3%	-94.5%
营运开支	-1,125	-1,348	-1,404	-1,396	-1,468	-1,529	-1,448	-1,429	-1,238	-1,054	-941	-10.7%	-36.0%
经调整 EBITDA	1,276	1,031	1,117	1,412	1,619	1,458	1,548	1,558	-123	-886	-731	-17.5%	-147.2%
EBITDA 利润率	27.4%	23.4%	23.5%	26.3%	28.1%	26.3%	26.8%	27.4%	-5.8%	-344.2%	-201.2%	143.0%	-228.0%
博彩数据													
贵宾厅毛收入	2,616	1,851	2,384	2,830	2,687	2,251	2,488	2,268	843	90	134	49.0%	-94.6%
贵宾厅转码数	77,514	80,802	73,899	85,979	78,544	85,948	67,678	66,119	26,617	3,457	7,188	107.9%	-89.4%
净赢率	3.38%	2.29%	3.23%	3.29%	3.42%	2.62%	3.68%	3.43%	3.17%	2.61%	1.87%	-0.7%	-1.8%
每日每张赌枱赢额(千美元)	25.1	22.3	28.1	28.7	28.3	23.1	25.8	23.3	13.2	8.2	1.5	46.0%	-94.0%
中场赌枱毛收入	2,586	2,633	2,667	3,020	3,488	3,587	3,918	3,944	1,458	87	192	119.5%	-95.1%
投注额	13,452	15,152	14,768	15,929	15,636	15,975	16,574	16,468	6,042	501	1,106	121.0%	-93.3%
净赢率	19.2%	17.4%	18.1%	19.0%	22.3%	22.5%	23.6%	24.0%	24.1%	17.5%	17.3%	-0.1%	-6.3%
每日每张赌枱赢额(千美元)	11.2	9.1	9.4	11.0	11.9	12.2	13.2	13.2	5.5	0.4	0.6	118.8%	-95.2%
角子机毛收入	479	602	556	597	537	560	572	579	225	47	59	24.9%	-89.7%
投注额	11,923	13,926	15,204	17,277	18,335	17,301	16,355	16,618	6,722	1,628	1,747	7.3%	-89.3%
净赢率	4.0%	4.3%	3.7%	3.5%	2.9%	3.2%	3.5%	3.5%	3.3%	2.9%	3.4%	0.5%	-0.1%
每日每部角子机赢额(美元)	411	384	357	386	344	343	350	358	305	57	64	11.8%	-81.8%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 澳门美高梅季度业绩表现(百万港元)

澳门美高梅(百万港元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2Q20				
									1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收入	5,302	3,928	4,566	4,116	4,351	3,834	3,816	3,863	1,461	176	318	80.4%	-91.7%
博彩收入	5,057	3,689	4,312	3,866	4,109	3,597	3,573	3,623	1,360	143	271	90.3%	-92.4%
非博彩收入	244	239	253	250	242	237	244	240	101	34	46	38.2%	-81.0%
减: 佣金及回赠	-1,303	-973	-1,159	-988	-950	-775	-887	-880	-332	-36	-54	48.3%	-93.9%
净收入	3,999	2,956	3,407	3,127	3,400	3,059	2,929	2,983	1,129	140	264	88.7%	-91.0%
博彩税	-2,014	-1,469	-1,718	-1,540	-1,637	-1,433	-1,423	-1,443	-537	-56	-107	90.3%	-92.4%
营运开支	-773	-651	-702	-638	-689	-656	-650	-622	-558	-474	-431	-9.2%	-34.9%
经调整 EBITDA	1,212	835	987	950	1,075	970	856	918	34	-391	-274	-29.9%	-132.1%
EBITDA 利润率	30.3%	28.3%	29.0%	30.4%	31.6%	31.7%	29.2%	30.8%	3.0%	-279.7%	-103.9%	175.7%	-133.2%

博彩数据													
贵宾厅毛收入	2,578	1,750	2,319	1,769	1,778	1,319	1,300	1,249	503	47	107	124.7%	-91.8%
贵宾厅转码数	75,505	77,375	65,801	61,678	53,986	50,900	39,328	41,056	15,793	1,753	4,949	182.4%	-87.4%
净赢率	3.41%	2.26%	3.52%	2.87%	3.29%	2.59%	3.30%	3.04%	3.18%	2.71%	2.16%	-0.6%	-1.1%
每日每张赌枱赢额(千美元)	25.8	23.3	31.6	27.2	31.2	22.9	23.1	21.7	14.3	1.0	2.2	117.9%	-90.5%
中场赌枱毛收入	2,094	1,566	1,614	1,731	2,024	1,982	1,977	2,058	744	61	119	96.2%	-94.0%
投注额	10,730	9,692	9,202	9,680	9,632	9,194	9,204	9,229	3,414	380	690	81.7%	-92.5%
净赢率	19.5%	16.2%	17.5%	17.9%	21.0%	21.6%	21.5%	22.3%	21.8%	15.9%	17.2%	1.3%	-4.3%
每日每张赌枱赢额(千美元)	12.3	9.3	9.9	11.3	13.5	13.3	13.2	13.7	7.1	0.4	0.8	91.2%	-93.6%
角子机毛收入	386	374	380	366	307	297	297	317	113	35	46	32.7%	-84.5%
投注额	9,315	8,185	8,793	8,263	7,635	8,242	7,883	7,762	3,325	1,057	1,174	11.1%	-85.1%
净赢率	4.1%	4.6%	4.3%	4.4%	4.0%	3.6%	3.8%	4.1%	3.4%	3.3%	3.9%	0.6%	0.1%
每日每部角子机赢额(美元)	524	497	510	535	434	408	395	408	231	90	103	14.3%	-73.9%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 美狮美高梅季度业绩表现(百万港元) *注: 美狮美高梅在 2018 年 2 月开幕

美狮美高梅(百万港元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	3Q20				
									1Q20	2Q20	3Q20	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收入	743	1,671	1,592	2,929	2,920	3,143	3,756	3,538	1,313	126	158	25.1%	-95.8%
博彩收入	623	1,397	1,294	2,581	2,603	2,802	3,406	3,167	1,166	82	114	38.5%	-96.7%
非博彩收入	119	274	298	349	318	342	350	370	147	44	44	0.2%	-87.4%
减: 佣金及回赠	-77	-221	-244	-680	-560	-666	-909	-829	-328	-9	-59	560.3%	-93.5%
净收入	666	1,450	1,347	2,249	2,360	2,477	2,848	2,709	984	118	99	-15.5%	-96.5%
博彩税	-248	-556	-516	-1,028	-1,037	-1,116	-1,357	-1,262	-461	-33	-45	38.5%	-96.7%
营运开支	-353	-697	-702	-758	-780	-874	-798	-807	-680	-580	-511	-11.9%	-36.9%
经调整 EBITDA	65	196	130	463	544	487	693	640	-157	-495	-456	-7.7%	-165.9%
EBITDA 利润率	9.7%	13.5%	9.6%	20.6%	23.0%	19.7%	24.3%	23.6%	-15.9%	-420.9%	-459.5%	-38.6%	-483.8%

博彩数据													
贵宾厅毛收入	39	101	65	1,061	908	933	1,189	1,019	341	43	28	-35.1%	-97.7%
贵宾厅转码数	2,009	3,428	8,098	24,301	24,558	35,048	28,350	25,063	10,824	1,705	2,239	31.4%	-92.1%
净赢率	1.92%	2.95%	0.81%	4.37%	3.70%	2.66%	4.19%	4.07%	3.15%	2.51%	1.24%	-1.3%	-3.0%
每日每张赌枱赢额(千美元)	8.8	12.9	5.7	31.7	23.9	23.4	29.7	25.7	11.9	1.1	0.7	-35.6%	-97.6%
中场赌枱毛收入	492	1,067	1,053	1,289	1,464	1,605	1,942	1,887	714	27	73	171.7%	-96.2%
投注额	2,722	5,460	5,566	6,248	6,004	6,781	7,370	7,240	2,628	121	416	244.4%	-94.4%
净赢率	18.1%	19.5%	18.9%	20.6%	24.4%	23.7%	26.3%	26.1%	27.1%	22.3%	17.6%	-4.7%	-8.8%
每日每张赌枱赢额(千美元)	8.2	8.9	8.8	10.6	10.3	11.0	13.2	12.8	7.2	0.2	0.5	171.4%	-96.3%
角子机毛收入	93	228	176	231	230	263	276	262	112	13	13	3.9%	-95.2%
投注额	2,607	5,741	6,411	9,014	10,700	9,059	8,472	8,856	3,398	570	573	0.5%	-93.2%
净赢率	3.6%	4.0%	2.7%	2.6%	2.1%	2.9%	3.3%	3.0%	3.3%	2.3%	2.3%	0.0%	-1.0%
每日每部角子机赢额(美元)	217	280	217	268	268	306	332	306	218	39	26	-33.3%	-92.2%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 美高梅中国盈利预测调整(百万港元)

损益表(百万美元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
总收入	6,000	23,416	27,043	6,102	22,435	26,535	1.7%	-4.2%	-1.9%
佣金、回赠及津贴	-1,146	-4,331	-5,186	-1,095	-4,021	-4,831	-4.4%	-7.1%	-6.8%
净收入	4,854	19,085	21,856	5,006	18,414	21,703	3.1%	-3.5%	-0.7%
博彩税	-2,135	-8,385	-9,732	-2,191	-8,050	-9,554	2.6%	-4.0%	-1.8%
员工及其他经营开支	-4,170	-5,944	-6,441	-4,324	-5,944	-6,428	3.7%	0.0%	-0.2%
经调整 EBITDA	-1,451	4,756	5,684	-1,508	4,421	5,721	3.9%	-7.0%	0.6%
企业开支	-233	-489	-545	-235	-477	-543	1.1%	-2.4%	-0.5%
EBITDA	-1,774	4,186	5,058	-1,834	3,863	5,098	3.4%	-7.7%	0.8%
折旧	-2,149	-2,080	-2,000	-2,149	-2,086	-2,037	0.0%	0.3%	1.9%
摊销	-127	-127	-127	-127	-127	-127	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	-4,049	1,979	2,931	-4,109	1,650	2,934	1.5%	-16.6%	0.1%
利息收入	15	15	18	15	15	17	0.0%	-0.4%	-1.2%
财务开支	-855	-899	-975	-823	-865	-942	-3.8%	-3.8%	-3.4%
净汇兑收入/开支	-6	0	0	-6	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	-4,896	1,096	1,974	-4,924	801	2,009	0.6%	-27.0%	1.8%
所得税	0	-13	-24	0	-10	-24	-	-27.0%	1.8%
股东应占溢利	-4,896	1,083	1,950	-4,924	791	1,985	0.6%	-27.0%	1.8%

分部收入(百万美元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵宾厅	1,840	6,899	8,457	1,722	6,352	7,749	-6.4%	-7.9%	-8.4%
同比增长	-81%	275%	23%	-82%	269%	22%			
中场博彩	3,068	12,410	13,934	3,370	12,184	14,242	9.8%	-1.8%	2.2%
同比增长	-79%	304%	12%	-77%	262%	17%			
角子机	484	1,865	2,184	442	1,791	2,135	-8.8%	-3.9%	-2.2%
同比增长	-78%	285%	17%	-80%	305%	19%			
非博彩业务	608	2,242	2,468	568	2,108	2,408	-6.5%	-6.0%	-2.4%
同比增长	-74%	269%	10%	-76%	271%	14%			

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)

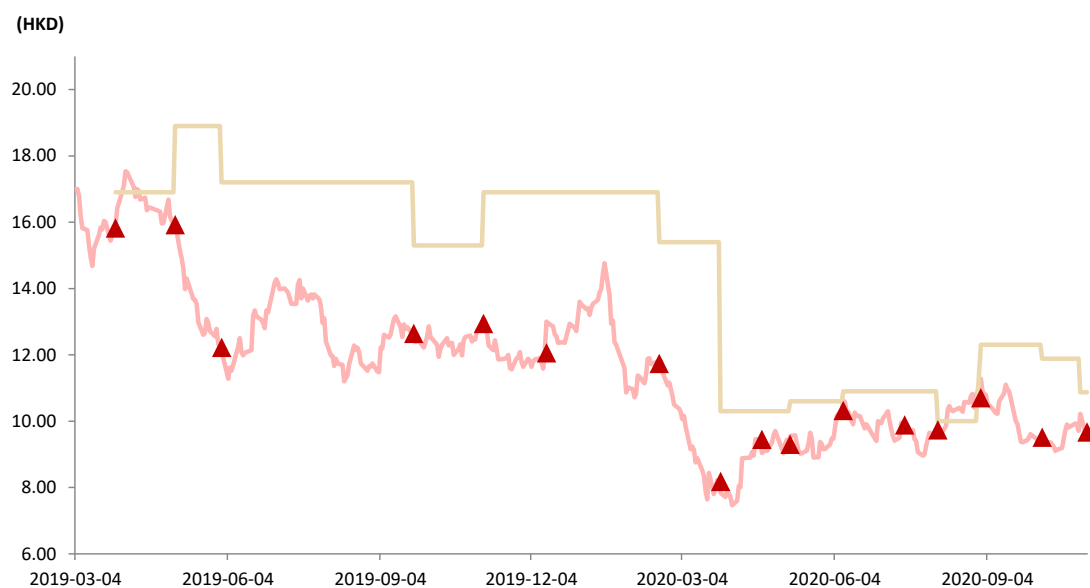
损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	24,845	29,222	6,102	22,435	26,535	净利润	960	1,931	-4,924	791	1,985
佣金、回赠及津贴	-5,645	-6,457	-1,095	-4,021	-4,831	折旧及摊销	2,150	2,565	2,275	2,213	2,164
净收入	19,200	22,764	5,006	18,414	21,703	营运资金变动	-2,512	-2,206	357	980	1,049
博彩税	-9,198	-10,615	-2,191	-8,050	-9,554	其他	1,560	2,044	995	1,030	1,005
员工及其他经营开支	-5,273	-5,966	-4,324	-5,944	-6,428	经营活动现金流	2,159	4,334	-1,297	5,014	6,203
经调整 EBITDA	4,729	6,183	-1,508	4,421	5,721	资本开支	-2,786	-1,122	-548	-1,331	-1,333
企业开支	-484	-550	-235	-477	-543	其他	-130	-208	0	0	0
EBITDA	3,477	5,528	-1,834	3,863	5,098	投资活动现金流	-2,916	-1,330	-548	-1,331	-1,333
折旧	-2,023	-2,438	-2,149	-2,086	-2,037	净借贷	1,034	-2,269	4,096	-2,619	-650
摊销	-127	-127	-127	-127	-127	利息支付	-717	-822	-908	-950	-925
经营利润	1,327	2,963	-4,109	1,650	2,934	股息支付	-612	-486	-315	0	-645
利息收入	12	21	15	15	17	其他	-238	-148	0	0	0
财务开支	-668	-1,128	-823	-865	-942	融资活动现金流	-533	-3,725	2,873	-3,568	-2,220
净汇兑收入/开支	-6	85	-6	0	0	现金增加净额	-1,292	-721	1,028	114	2,650
除税前利润	665	1,941	-4,924	801	2,009	现金及现金等值物期初余额	5,283	3,992	3,270	4,298	4,412
所得税	296	-10	0	-10	-24	现金及现金等值物期末余额	3,992	3,271	4,298	4,412	7,063
股东应占溢利	960	1,931	-4,924	791	1,985						

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	3,992	3,270	4,298	4,412	7,063	增长率(%)					
应收账款	322	532	111	408	483	总收入	30.5%	17.6%	-79.1%	267.7%	18.3%
存货	160	164	34	126	149	净收入	32.6%	18.6%	-78.0%	267.8%	17.9%
其他流动资产	184	135	28	104	123	经调整 EBITDA	3.1%	30.8%	-124.4%	N/A	29.4%
流动资产合计	4,658	4,101	4,471	5,050	7,817	EBITDA	1.6%	59.0%	-133.2%	N/A	31.9%
						净利润	-58.6%	101.0%	-355.0%	N/A	150.9%
固定资产-物业、厂房	27,222	26,604	24,698	23,982	23,418						
在建工程	1,782	104	400	350	200	利润率(%)					
使用权资产	1,280	1,627	1,500	1,373	1,247	经调整 EBITDA	24.6%	27.2%	-30.1%	24.0%	26.4%
其他非流动资产	191	69	63	63	63	EBITDA	18.1%	24.3%	-36.6%	21.0%	23.5%
总资产	35,132	32,506	31,133	30,820	32,745	经营利润	6.9%	13.0%	-82.1%	9.0%	13.5%
						净利润	5.0%	8.5%	-98.3%	4.3%	9.1%
应付账款	6,857	4,825	4,850	6,064	7,172	平均股本回报率	11.0%	19.9%	-62.5%	13.8%	28.9%
短期借贷	780	0	1,500	500	850	平均资产回报率	2.7%	5.7%	-15.5%	2.6%	6.2%
其他流动负债	421	411	86	316	373	资产周转率	69.3%	86.4%	19.2%	72.4%	83.5%
流动负债合计	8,058	5,237	6,436	6,880	8,396						
						估值					
长期借贷	18,093	16,605	19,201	17,582	16,582	市盈率(X)	38.3	19.0	N/A	46.5	18.5
其他长期负债	35	205	205	205	205	EV/EBITDA(X)	12.2	8.9	N/A	12.8	9.1
总负债	26,186	22,046	25,842	24,667	25,183	市帐率(X)	4.1	3.5	6.9	6.0	4.9
股本	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	股息率(%)	1.0%	1.8%	0.0%	0.0%	2.7%
储备	5,146	6,660	1,491	2,353	3,763						
股东权益	8,946	10,460	5,291	6,153	7,563	每股指标(港元)					
股东权益及负债	35,132	32,506	31,133	30,820	32,745	每股盈利	0.25	0.51	-1.30	0.21	0.52
						每股股息	0.10	0.18	0.00	0.00	0.26
						派息比率(%)	25%	35%	0%	0%	50%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

美高梅中国 (2282 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	2019/03/26	HK\$15.64	「增持」(首次覆盖)	HK\$16.90
2	2019/04/30	HK\$16.68	「增持」(维持)	HK\$18.90
3	2019/05/29	HK\$12.78	「增持」(维持)	HK\$17.20
4	2019/09/20	HK\$12.78	「增持」(维持)	HK\$15.30
5	2019/11/01	HK\$12.46	「买入」(上调)	HK\$16.90
6	2019/12/11	HK\$11.76	「买入」(维持)	HK\$16.90
7	2020/02/17	HK\$11.72	「买入」(维持)	HK\$15.40
8	2020/03/25	HK\$8.05	「买入」(维持)	HK\$10.30
9	2020/04/17	HK\$8.96	「增持」(维持)	HK\$10.30
10	2020/05/06	HK\$9.33	「增持」(维持)	HK\$10.60
11	2020/06/05	HK\$9.81	「增持」(维持)	HK\$10.90
12	2020/07/14	HK\$9.50	「增持」(维持)	HK\$10.90
13	2020/08/03	HK\$9.65	「中性」(下调)	HK\$10.00
14	2020/08/27	HK\$10.40	「增持」(上调)	HK\$12.30
15	2020/10/05	HK\$9.61	「买入」(上调)	HK\$11.88
16	2020/11/03	HK\$9.67	「增持」(下调)	HK\$10.87

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