

【广发海外】银河娱乐 (00027.HK)

贵宾业务下滑拖累业绩

核心观点:

● 贵宾业务表现疲软, 预期短期内仍将面临压力

19年1季度公司GGR同比下滑10.9%。其中贵宾GGR下滑24.5%，是EBITDA下滑的主要因素。贵宾业务下滑主要是因为1) 海外新开贵宾厅对澳门业务造成分流；2) 澳门地区新贵宾厅的开业加剧业内竞争；以及3) 公司对现有贵宾厅翻新对业务的干扰。我们认为公司的贵宾业务在短期内仍然将继续面临压力，但是继续下滑的空间较为有限。在19年1季度澳门地区贵宾业务GGR仅比14年反腐后的低点高出约30%。

● 普通中场业务增速符合预期

1季度中场GGR同比增长9.2%，这主要由游客人次增长所驱动。虽然在19年1季度，人民币兑港币较去年同期贬值约5%，但是入境澳门的游客人次同比增速达到21.2%，这主要是由于港珠澳大桥通车所带动。管理层表示公司的普通中场业务依然强劲，而高端中场业务的增速相对较低。但是受益于物业访问人次的增长，公司中场客户的数据库继续扩大，这将使得公司未来能够继续优化中场客户结构，以便在行业复苏时受益。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司19/20年EBITDA为173.1/196.0亿港元。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，因此维持合理价值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	64,601	69,308	77,122
增长率 (%)	17.9%	16.6%	-0.8%	7.3%	11.3%
EBITDA	14,147	16,857	17,314	19,600	23,315
增长率 (%)	36.7%	19.2%	2.7%	13.2%	19.0%
净利润	10,504	13,507	14,772	16,421	19,656
增长率 (%)	67.2%	28.6%	9.4%	11.2%	19.7%
EPS (港元/股)	2.45	3.13	3.42	3.80	4.54
市盈率 (P/E)	20.8	16.3	14.9	13.4	11.2
EV/EBITDA	12.6	10.6	10.3	9.1	7.7

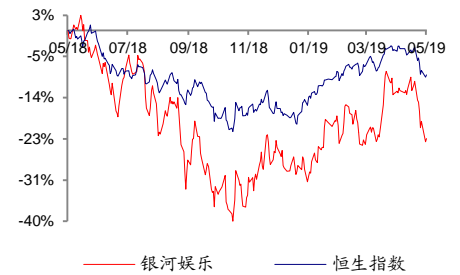
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	51.05 港元
合理价值	59.5 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-16

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 (00027.HK): 贵宾业务竞争加剧, 中场带动 EBITDA 增长	2019-03-05
【广发海外】银河娱乐 (00027.HK): 低赢率拖累业绩, 但是中场业务依然出色	2018-10-27
【广发海外】银河娱乐 (00027.HK): 中场业务毛收入创历史新高, 银河 3 期将略有延期	2018-08-09

联系人:

陈佳妮 021-60750604

chenjian@gf.com.cn

目录索引

1. 贵宾业务表现疲软，中场业务继续较快增长	4
2. 澳门银河 3 期建设进展顺利	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;	7

图表索引

图 1: 澳门贵宾业务毛收入.....	5
图 2: 银河娱乐贵宾毛收入市占率.....	5
图 3: 入境澳门游客人次.....	6
图 4: 人民币兑港币汇率.....	6
图 5: 19 年 1 季度经调整 EBITDA 同比下降 7.8%.....	6
图 6: 19 年 1 季度经赢率调整 EBITDA 同比下降 12.2%.....	6
图 7: 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
表 2: 澳门主要博彩中介位于越南和柬埔寨的贵宾厅.....	5

1. 贵宾业务表现疲软，中场业务继续较快增长

1季度贵宾毛收入下滑幅度较大：19年1季度公司实现博彩毛收入148.68亿港元，同比下滑10.9%。其中，贵宾业务毛收入为74.18亿元，同比下滑24.5%，是拖累业绩的主要因素。贵宾业务下滑的主要原因如下：

1) 海外贵宾厅的分流：据管理层估计，分流到海外的贵宾业务的同比增长达到40%，而就分流外的贵宾业务的规模已经达到澳门贵宾业务的30%。

2) 澳门岛内竞争加剧：在过去1年半以内，澳门地区大约新开业20个贵宾赌厅，同时大约有10个小型贵宾厅关闭。澳门地区贵宾厅数量的增加也加剧了岛内的竞争。

3) 贵宾厅翻新带来的干扰：公司正在对澳门银河及星际酒店进行总预算为15个亿港币的翻新。目前公司正在对主要博彩中介人的贵宾厅进行翻新升级，预计将于3季度结束，这也对业务带来一定干扰。

我们认为公司的贵宾业务在短期内仍然将继续面临压力，但是继续下滑的空间较为有限。1季度澳门贵宾业务毛收入为372.08亿澳门币，较14年反腐后的低点仅高出约30%。在2019季度公司贵宾毛收入市占率为20.6%，较上季度有所下降。

表 1：银河娱乐经营数据（单位：百万港元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	QoQ	YoY
公司毛收入	18,903	18,642	17,227	18,519	16,822	-9.2%	-11.0%
博彩毛收入	16,691	16,615	15,300	16,499	14,868	-9.9%	-10.9%
贵宾业务	9,823	9,711	8,545	8,998	7,418	-17.6%	-24.5%
中场业务	6,306	6,373	6,176	6,873	6,887	0.2%	9.2%
角子机	562	531	579	628	563	-10.4%	0.2%
非博彩毛收入	1,301	1,270	1,358	1,369	1,338	-2.3%	2.8%
经调整 EBITDA	4,319	4,326	3,879	4,333	3,983	-8.1%	-7.8%
星际酒店	1,003	987	927	893	949	6.3%	-5.4%
澳门银河	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	-11.9%	-7.3%
澳门百老汇	13	2	9	8	15	87.5%	15.4%
城市娱乐会	26	28	28	29	27	-6.9%	3.8%
建材业务	223	315	197	205	200	-2.4%	-10.3%
净集团支出	(208)	(225)	(239)	(235)	(231)	-1.7%	11.1%
胜率调整后 EBITDA	4,413	4,457	4,211.0	4,256	3,872	-9.0%	-12.2%
星际酒店	927	991	932	1,008	881	-12.6%	-5.0%
澳门银河	3,432	3,344	3,280	3,242	2,984	-8.0%	-13.1%
澳门百老汇	13	4	13	7	11	57.1%	10.0%
城市娱乐会	26	28	28	29	27	-6.9%	3.8%
建材业务	223	315	197	205	200	-2.4%	-10.3%
净集团支出	(208)	(225)	(239)	(235)	(231)	-1.7%	11.1%

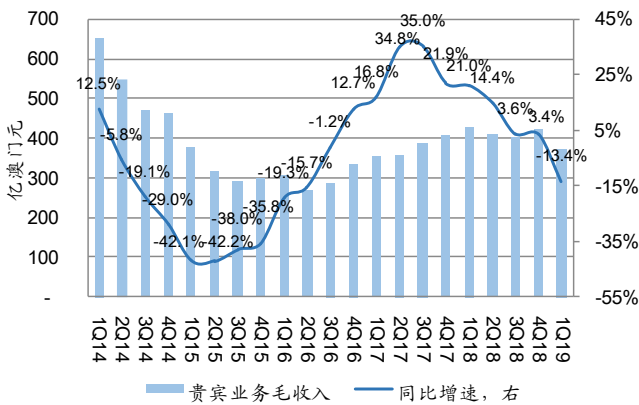
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

表 2: 澳门主要博彩中介近期在东南亚三国新开业的贵宾厅

博彩中介人	贵宾厅	开业时间
太阳城集团	越南岷港皇冠假日太阳城贵宾会	2018年1月
太阳城集团	柬埔寨金界太阳城贵宾会	2018年2月
巨星集团	越南岷港皇冠假日巨星八八贵宾会	2018年4月
大卫集团	柬埔寨金边金界	2018年8月
大卫集团	越南岷港皇冠假日	2019年1月
广东会	柬埔寨金界合作据点(柬埔寨金边金界娱乐城)	2019年1月
广东会	越南岷港皇冠假日酒店合作据点	2019年1月
德晋集团	越南岷港皇冠德晋贵宾会	2019年3月
广东会	柬埔寨西岗西湖度假酒店尊贵服务据点	2019年4月
太阳城集团	柬埔寨西岗国际太阳城贵宾会	2019年5月

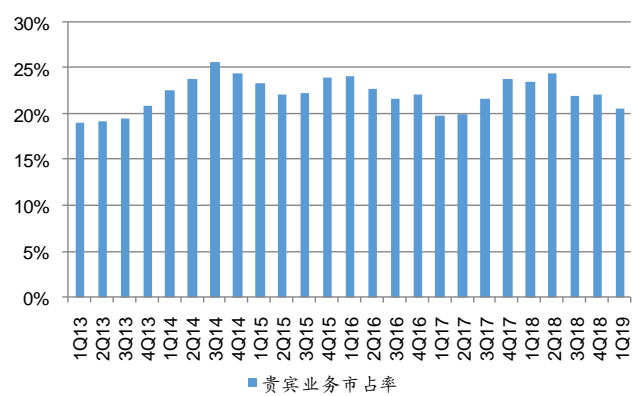
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图1: 澳门贵宾业务毛收入



数据来源: DICJ, 广发证券发展研究中心

图2: 银河娱乐贵宾毛收入市占率

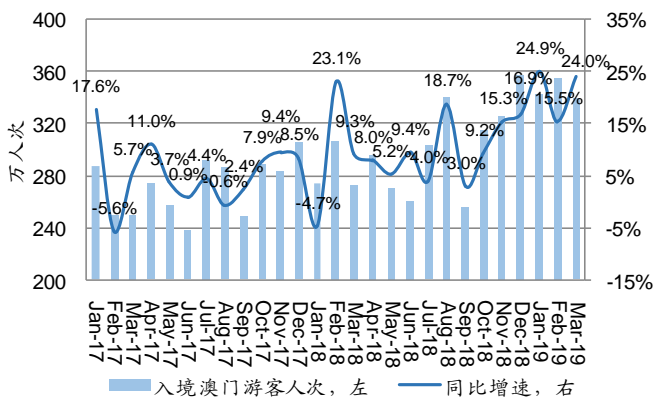


数据来源: DICJ, 公司季报, 广发证券发展研究中心

中场业务毛收入增速符合预期: 1季度中场业务博彩毛收入为68.87亿港币, 同比增长9.2%。其中, 普通中场业务的增速快于高端中场业务。中场毛收入的快速增长主要由游客人次增长所驱动。虽然在19年1季度, 人民币兑港币较去年同期贬值约5%, 但是入境澳门游客人次仍然快速增长。1季度入境澳门的游客人次为1036万, 同比增长21.2%。自港珠澳大桥在18年10月底通车以来, 澳门的入境游客人次已经连续5个月实现中双位数及以上的增长。我们认为港珠澳大桥通车对于澳门游客人次的拉动将会继续。

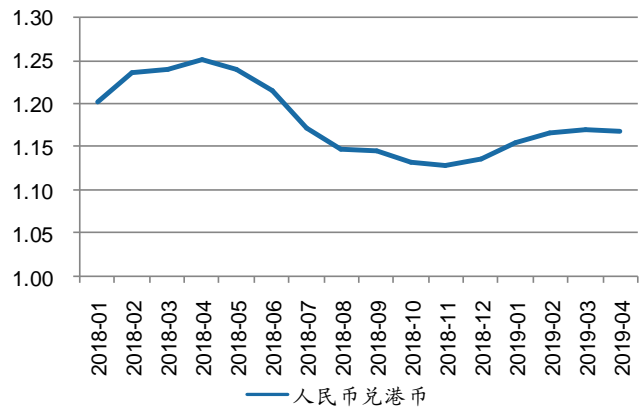
五一黄金周表现: 管理层表示公司的中场业务表现在黄金周表现出色, 尤其是普通中场业务。同时公司核心中场、普通中场和高端中场的客户数据库都有扩大, 而和去年同期相比, 公司保留给赌场客人的客房比例也在提高。

图3: 入境澳门游客人次



数据来源: DSEC, 广发证券发展研究中心

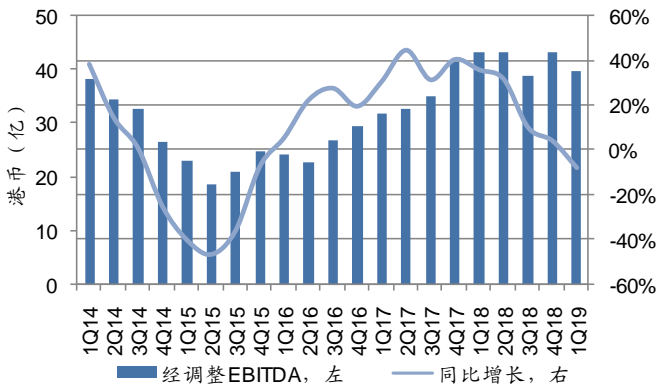
图4: 人民币兑港币汇率



数据来源: 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

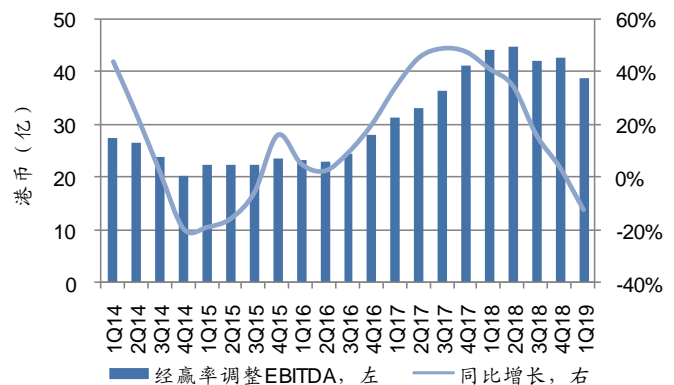
经调整EBITDA同比下滑7.8%: 1季度公司经调整EBITDA为39.83亿港元, 同比下滑7.8%。由于净赢率偏高导致经调整EBITDA增加约1.11亿港元。这主要是中介人贵宾业务及中场业务赢率较高所致, 但是公司自营贵宾业务的赢率仅为2%出头。净赢率正常化后, 经调整EBITDA为38.72亿港元, 同比下降12.2%。分物业来看, 星际酒店经调整EBITDA为9.49亿港元, 同比下滑5.4%; 澳门银河经调整EBITDA为30.23亿港元, 同比下滑7.3%。偏高的净赢率对星际酒店和澳门银河的EBITDA的正面影响分别为0.68亿和0.39亿港元。

图5: 19年1季度经调整 EBITDA 同比下降7.8%



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

图6: 19年1季度经赢率调整 EBITDA 同比下降12.2%



数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

2. 澳门银河 3 期的酒店项目已经复工

澳门银河3期工程进度: 据季报电话会议, 澳门银河3期会展中心的建设自18年11月复工后进度顺利, 将争取在20年末或21年初开业。3期的酒店部分在上周开始复工, 预计将在20年底开业。

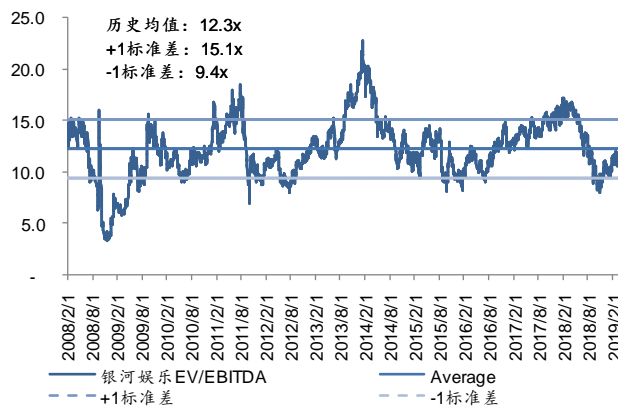
澳门银河及星际酒店翻新计划: 据季报电话会议披露, 公司目前正在翻新主要

博彩中介的贵宾厅，预计在3季度完工。同时公司也在装修物业的其他部分，翻新会在一定程度上对运营造成影响。管理层预计工程的影响将会在今年年底或者明年年初基本结束。

3. 盈利预测与投资评级

我们预计公司19/20年EBITDA为173.1/196.0亿港元。考虑到澳门博彩行业的EV/EBITDA目前已经回归历史均值。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，因此我们维持股票合理价值59.5港元/股，维持买入评级。

图7：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，将争取在20年末或21年初开业，酒店部分预计将在20年底开业。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	18313	31011	41230	52174	经营活动现金流	18520	13784	22791	21565	26167
存款	35	19	19	19	19	税前利润	10628	13614	15880	17535	20779
现金及银行结余	17565	14486	27256	37426	48165	折旧摊销	3349	3316	3537	4175	4654
应收及预付款	2166	2039	1881	1915	2093	营运资金变动	5066	-1769	4878	1372	2268
其他流动资产	335	1769	1855	1870	1897	其他	-523	-1377	-1503	-1516	-1535
非流动资产	63713	69071	71629	74557	77014	投资活动现金流	-11117	-11238	-5700	-6700	-6700
固定资产	36815	36280	38667	41414	43683	资本支出	-2008	-3009	-5700	-6700	-6700
关联企业	1521	1633	2029	2432	2843	投资减少	18	47	0	0	0
AFS资产	0	0	0	0	0	投资增加	11304	1147	0	0	0
其他非流动资产	25378	31157	30934	30711	30488	其他	-20429	-9424	0	0	0
资产总计	83815	87384	102640	115787	129188	筹资活动现金流	1480	-4462	-4321	-4695	-8728
流动负债	27035	23739	19741	21161	23634	股息支付	-2526	-3930	-4321	-4695	-8728
短期借款	9685	8804	0	0	0	借款增加	8327	7764	0	0	0
应付账款	17303	14887	19693	21113	23586	借款减少	-4631	-8651	0	0	0
其他流动负债	47	48	48	48	48	股本增加	348	382	0	0	0
非流动负债	764	814	9618	9618	9618	其他	-39	-26	0	0	0
长期借款	259	251	9055	9055	9055	重述及汇率变动	15	-8	0	0	0
其他非流动负债	504	563	563	563	563	现金变动额	8899	-1924	12770	10170	10739
负债合计	27799	24553	29358	30779	33252	现金余额	17600	14505	27275	37445	48184
股本	21469	22017	22017	22017	22017						
储备	34013	40263	50714	62440	73368						
少数股东权益	534	551	551	551	551						
负债及股东权益	83815	87384	102640	115787	129188						

主要财务比率					
单位: 港币百万					
至12月31日	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
EBITDA利润率	22.7%	30.5%	23.7%	25.0%	26.7%
ROE	20.6%	22.9%	21.9%	20.9%	21.9%
ROA	14.0%	15.9%	15.5%	15.0%	16.0%
流动比率	0.74	0.77	1.57	1.95	2.21
净负债/EBITDA	-0.54	-0.32	-1.05	-1.45	-1.68
经营活动现金流/EBITDA	1.31	0.82	1.32	1.10	1.12
毛收入					
星际酒店	14,184	17,049	16,774	17,550	18,320
城市娱乐会	107	111	109	109	109
澳门银河	44,578	52,759	52,578	56,959	65,250
百老汇	514	595	599	620	639
建材及其他	3,067	-15,303	2,975	3,064	3,156
物业EBITDA					
星际酒店	2,966	3,810	3,899	4,316	4,677
城市娱乐会	107	111	109	109	109
澳门银河	11,130	12,871	13,330	15,199	18,554
百老汇	10	32	18	18	19
建筑材料	744	940	892	919	947
公司开支	-800	-875	-916	-944	-972

利润表					
单位: 港币百万					
至12月31日	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	62450	55211	73034	78302	87474
营业成本	-48303	-38354	-55719	-58703	-64159
EBITDA	14147	16857	17314	19600	23315
折旧摊销	-3349	-3316	-3537	-4175	-4654
其他费用	-844	-936	-271	-271	-271
利息收入(费用)	563	909	916	916	916
关联公司	244	388	395	403	411
税前利润	10762	13902	14818	16473	19717
所得税	-113	-43	-46	-52	-62
少数股东损益	-11	-63	0	0	0
经常性净利润	10638	13795	14772	16421	19656
非经常性项目	-133	-288	0	0	0
净利润	10504	13507	14772	16421	19656
经调整每股收益	2.47	3.18	3.42	3.80	4.54
报告基本每股收益	2.45	3.13	3.42	3.80	4.54
每股股息(港元)	0.74	0.95	1.02	1.90	2.27

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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。