

# 【广发海外】金界控股 (03918.HK)

## 客户结构多元化, 受疫情影响较小

### 核心观点:

- **19年4季度业绩基本符合预期。**4季度公司实现博彩毛收入为4.32亿美元, 同比增长19.0%。其中贵宾业务和中场业务均取得快速增长。贵宾业务的增长主要是因为数家澳门博彩中介于19年进驻以及柬埔寨的商务游客的人次快速增长。中场和角子机业务的增长主要因为物业访客人次的增长以及客户平均消费支出的提高。下半年公司实现EBITDA 3.44亿美元, 同比增长23.2%。为了庆祝成立25周年, 公司决定派发末期股息5.09美仙, 下半年公司的派息率达到80%。
- **公司完善对Naga3的设计方案。**Naga3建筑群将由一座75层的大楼与两座61层的大楼, 并且通过上层平台连接。上层平台由4个楼层组成, 两层为贵宾博彩专用层, 两层为大型娱乐区。由于部分酒店客房将被上层平台所取代, 因此公司预计房间数量将从4500间减少至3500间。Naga3设计方案的改动将不会改变其总建筑面积和总投资额。
- **公司客户结构多元化, 受疫情影响有限。**从短期来看, 疫情对公司业务影响较小, 这主要是因为: (1) 公司贵宾业务对EBITDA的贡献小于中场业务, 而中场业务目前仍表现出较强的韧性; (2) 公司的贵宾和中场业务客户结构多元化, 对中国游客依赖度相对较低; (3) 柬埔寨未对中国人入境采取限制措施, 绝大多数中柬航班仍然正常运行。从中长期来看, 疫情后中柬两国将继续维持良好关系, 有望带动柬埔寨的外国直接投资和中国游客继续快速增长。
- **预计公司2020-21年的EBITDA为8.89亿和10.92亿美元。**我们认为公司将继续受益于柬埔寨博彩业宽松的监管环境, 东南亚经济增长和柬埔寨旅游业的快速发展, 公司在亚洲地区博彩业的市场份额有望继续提升。我们维持股票合理价值14.7港元, 维持买入评级。
- **风险提示。**地区间竞争加剧的风险; 柬埔寨制定中的新赌博法具有不确定性。

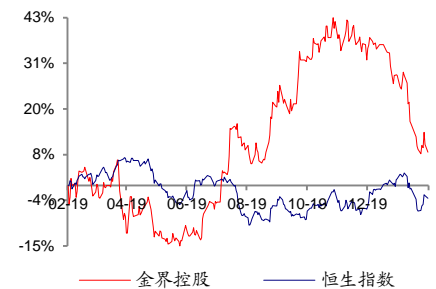
### 盈利预测:

金界控股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	956	1,474	1,755	2,254	2,707
增长率(%)	79.9%	54.2%	19.1%	28.4%	20.1%
EBITDA(百万美元)	320	512	672	889	1,092
增长率(%)	25.0%	60.1%	31.2%	32.3%	22.8%
净利润(百万美元)	255	391	521	677	831
EPS(美分/股)	7.9	9.0	12.0	15.6	19.1
市盈率(P/E)	19.4	17.1	12.8	9.9	8.1
EV/EBITDA	21.2	13.2	10.1	7.6	6.2

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	12.1 港元
合理价值	14.7 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-12

### 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

### 分析师:

陈佳妮



SAC 执证号: S0260519070002



021-60750604



chenjian@gf.com.cn

请注意, 陈佳妮并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

【广发海外】金界控股 2019-11-19  
(03918.HK): 赌场独家经营权延长至2045年

【广发海外】金界控股 2019-10-29  
(03918.HK): 受益于制造业向东南亚的转移

## 一、4 季度业绩基本符合预期

**柬埔寨旅游业：**2019年柬埔寨旅游业继续蓬勃发展。19年前11个月，柬埔寨的国际游客人次为590万，同比增长8%。其中，来自中国的游客人次同比增长20%至220万，占到游客总数的37%。其中金边地区来看，从金边国际机场入境的游客人次同比增长9%。在12月份金边国际机场每周有499次定期入境国际航班，较去年同期增长8.5%。

**博彩毛收入：**19年下半年，公司实现博彩毛收入8.47亿美元，同比增长16.5%。其中，4季度的博彩毛收入为4.32亿美元，同比增长19.0%。这主要是因为贵宾业务和中场业务均取得快速增长。

**贵宾毛收入：**下半年，公司贵宾业务毛收入为5.93亿美元，同比增长14.8%。这主要是因为下半年贵宾业务转码额同比增长24.5%，其中4季度贵宾业务转码额同比增长20.0%。贵宾业务的较快增长主要是因为数家澳门博彩中介于19年在Nagaworld建立固定基地，以及来自中国的商旅游客人次快速增长。19年前11个月，柬埔寨国际商旅游客人次同比增长111%至130.0万，其中77%来自于中国。

**中场和角子机毛收入：**下半年，公司中场和角子机业务毛收入分别为1.72亿美元和1.26亿美元，同比增长27.9%和14.3%。这主要是因为中场和角子机投注额分别增长33.7%和21.0%。其中，4季度中场和角子机业务投注额分别增长19.9%和16.1%。中场和角子机业务的快速增长主要是因为柬埔寨国际游客人次增长带动Nagaword访客人次的提高，以及访客平均消费支出的提高。

**EBITDA：**下半年公司实现EBITDA 3.44亿美元，同比增长23.2%。EBITDA增速快于收入增速，主要是因为利润率更高的中场和角子机业务占比提升，以及公司持续提高运营效率和优化成本。

**派发特别股息：**为了庆祝成立25周年，公司决定派发末期股息5.09美仙，占到19年下半年净利润的80%。管理层表示，未来的派息比例将仍然维持在净利润的60-65%。

表 1：公司经营数据

	单位	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	QoQ	YoY
公司总毛收入	US\$ mn	402	555	733	741	892	864	-3.1%	16.5%
博彩毛收入	US\$ mn	387	539	714	721	872	847	-2.9%	17.6%
<b>贵宾业务</b>	US\$ mn								
贵宾赌桌转码数	US\$ mn	7,766	13,359	16,840	18,819	23,180	23,431	1.1%	24.5%
贵宾赌桌赢率		2.71%	3.11%	3.28%	2.75%	2.80%	2.53%		
贵宾业务毛收入	US\$ mn	211	415	553	517	650	593	-8.7%	14.8%
<b>中场业务</b>									
中场赌桌投注额	US\$ mn	375	413	574	664	756	888	17.5%	33.7%

中场赌桌赢率		19.85%	18.23%	17.63%	20.25%	19.33%	19.38%		
中场业务毛收入	US\$ mn	74	75	101	135	146	172	17.7%	27.9%
<b>角子机业务</b>									
角子机投注额	US\$ mn	853	959	1,043	1,172	1,341	1,419	5.8%	21.0%
角子机赌桌赢率		7.70%	8.08%	8.10%	9.42%	8.70%	8.89%		
角子机业务毛收入	US\$ mn	66	77	84	110	117	126	8.1%	14.3%
非博彩毛收入	US\$ mn	15	16	19	21	19	17	-12.6%	-19.2%
EBITDA	US\$ mn	181	139	233	279	328	344	4.9%	23.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图1：柬埔寨国际游客人次

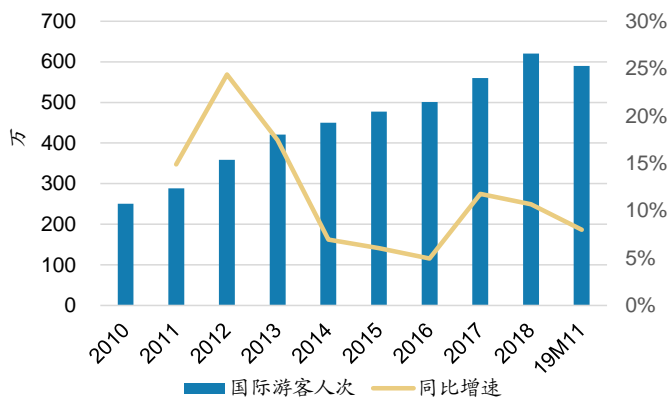
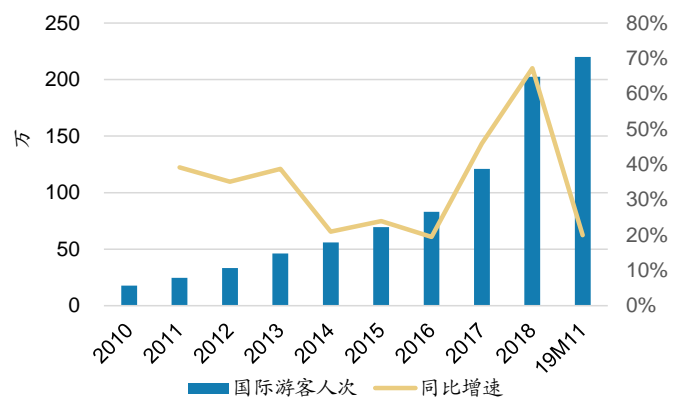


图2：柬埔寨来自中国的国际游客人次



数据来源：柬埔寨旅游局，公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：柬埔寨旅游局，公司公告，广发证券发展研究中心

## 二、公司完善对 Naga3 的设计方案

**公司修改了Naga3的设计方案：**Naga3建筑群原计划由五座大楼组成，现在改为一座75层的大楼与两座61层的大楼，并且通过上层平台连接。上层平台将位于57层，该层将由4个楼层组成，两层为贵宾博彩专用层，两层为大型娱乐区。由于部分酒店客房将被上层平台所取代，因此公司预计房间数量将从4500间减少至3500间。据年报业绩会，管理层表示，naga3设计方案的改动将不会改变其总建筑面积，因此总投资额将近。目前Naga3已经开始试桩工程，预计将于20年下半年开始将8000根桩沉至60米，计划于2025年开业。

**Naga1的翻新工程有所延迟：**公司自18年底开始对Naga1的755间酒店客房中的500间进行翻新。首阶段的250间客房已经于19年底重新投入运营。公司预计剩下的250间客房将于20年上半年完成优化，费用将低于前期预算成本。

图3: Naga3经修改的外观示意图



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### 三、客户结构多元化，受疫情影响有限

从短期来看，新型冠状病毒疫情对公司业务影响较小：第一，贵宾业务对业绩的贡献小于中场业务，而中场业务目前仍表现出较强的韧性。据年报电话会议，虽然贵宾业务占到博彩毛收入的70%左右，但是在EBITDA和净利润中的占比低于中场业务。此外，目前中场业务仍然表现出较强的韧性。管理层表示目前Nagaworld到访的日均游客仍然在8000-9000人，与去年同比相近，并且其中60-70%是华人面孔。

第二，公司的客户结构多元化，对中国市场依赖度相对较低。贵宾客户方面，管理层表示虽然中国客户占比较高，但是仍然小于50%，大多数为来事来自于东南亚国家的客户。此外，我们认为公司的中场业务客户更加多元化。19年前11个月，中国、越南和泰国是柬埔寨三大游客来源国，分别占到游客总数的37%，14%和7%。来自东南亚国家的游客人次同比增长9%。

第三，柬埔寨未对中国人入境采取限制措施。受到新型冠状病毒疫情的影响，澳门赌场暂停营业15天，新加坡、菲律宾等亚洲国家都对中国人入境采取了限制措施。但是目前柬埔寨政府没有限制中国人入境，只是取消直飞武汉的航班，绝大多数航班仍然正常运行。考虑到Nagaworld是目前亚洲地区少数仍然对中国人开放的赌场，因此我们预计受到疫情的影响会较为有限。

从中长期来看，此次疫情后中柬两国将继续维持良好关系：2月5日，习近平主席会见了来华访问的柬埔寨首相洪森，洪森是新型冠状病毒疫情爆发以来首位访问中国的国家领导人。在此次疫情中，中柬两国体现出的深厚友谊将会有利于中长期的经贸往来和文化交流，带动柬埔寨的外国直接投资和中国游客继续快速增长。而Nagaworld的访客人次有望继续受益于中国商旅和休闲游客的增长。



## 四、盈利预测与投资评级

我们预计公司2020-21年的EBITDA为8.89亿和10.92亿美元，当前市值对应20年EV/EBITDA为7.6x。我们认为公司将继续受益于柬埔寨博彩业宽松的监管环境，东南亚经济增长和柬埔寨旅游业的快速发展，公司在亚洲地区博彩业的市场份额有望继续提升。我们维持股票合理价值14.7港元，维持买入评级。

表1: 金界控股盈利预测关键假设

百万美元	2017	2018	2019	2020E	2021E
博彩毛收入	956.35	1474.29	1755.5	2254.0	2707.1
YoY	79.9%	54.2%	19.1%	28.4%	20.1%
分业务					
贵宾业务	625.33	1069.43	1243.1	1625.1	1944.8
中场业务	149.71	235.71	318.3	402.2	501.3
博彩机业务	150.93	129.28	158.1	186.7	218.9
EBITDA	319.72	511.84	671.7	888.6	1091.6
YoY	25.0%	60.1%	31.2%	32.3%	22.8%
归母净利润	255.19	390.58	521.3	676.6	830.9
YoY	38.6%	53.1%	33.5%	29.8%	22.8%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4: 金界控股动态EV/EBITDA



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

### (一) 地区间竞争加剧的风险

亚洲地区内，中国澳门、新加坡、马来西亚、菲律宾及韩国均建有大型赌场，而日本政府近年来也在谋求博彩合法化。如果澳门博彩行业的监管政策有所放松，则来自于中国的贵宾赌客将有可能回流至澳门，从而加剧地区间的竞争。

## （二）柬埔寨制定中的新赌博法具有不确定性

据柬埔寨经济财政部，柬埔寨自2010年起开始草拟的新赌博法预计将于今年推出，并且将根据赌场是否在综合度假村内征收不同的税率。因此，新赌博法的执行时间及金界控股将要承担的税负存在不确定性。

至12月31日	单位: 百万美元				
	2017	2018	2019	2020E	2021E
物业、机器及设备	1,122	1,276	1,681	2,056	2,412
租赁土地权益	27	27	0	0	0
无形资产	63	59	71	67	64
预付款项	85	84	130	130	130
承兑票据	10	9	10	10	10
<b>非流动资产</b>	<b>1,306</b>	<b>1,455</b>	<b>1,891</b>	<b>2,262</b>	<b>2,615</b>
耗材	2	2	3	3	4
贸易及其他应收款项	101	117	127	163	195
现金及现金等价物	53	393	327	255	296
<b>流动资产</b>	<b>156</b>	<b>512</b>	<b>456</b>	<b>421</b>	<b>495</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,462</b>	<b>1,967</b>	<b>2,347</b>	<b>2,683</b>	<b>3,110</b>
贸易及其他应付款项	78	80	159	204	244
本期税项负债	2	12	16	16	16
<b>流动负债</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>175</b>	<b>220</b>	<b>259</b>
<b>流动资产净值</b>	<b>76</b>	<b>420</b>	<b>281</b>	<b>201</b>	<b>235</b>
<b>总资产减流动负债</b>	<b>1,383</b>	<b>1,875</b>	<b>2,172</b>	<b>2,464</b>	<b>2,850</b>
优先票据及合约负债	0	335	384	384	384
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>335</b>	<b>384</b>	<b>384</b>	<b>384</b>
<b>资产净值</b>	<b>1,383</b>	<b>1,540</b>	<b>1,788</b>	<b>2,080</b>	<b>2,467</b>
股本	54	54	54	54	54
储备	1,328	1,486	1,734	2,026	2,412
<b>权益总额</b>	<b>1,383</b>	<b>1,540</b>	<b>1,788</b>	<b>2,080</b>	<b>2,467</b>

至12月31日	单位: 百万美元				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	263	399	572	792	976
折旧及摊销	53	89	74	93	112
赌场拍照溢价摊销	4	4	4	4	4
利息收入	(1)	(3)	0	0	0
未变现汇兑损益	2	(0)	0	0	0
贸易应收款项减值亏损	1	2	0	0	0
出售物业机器及设备收益	(0)	(0)	0	0	0
物业机器及设备消减	0	1	0	0	0
其他	0	19	(19)	0	0
营运资金变动前经营溢利	322	512	631	889	1,092
耗材增加	(0)	(0)	(1)	0	(1)
贸易及其他应收款项增加	(30)	(18)	(10)	(36)	(33)
贸易及其他应付款项增加	40	(9)	80	44	40
经营活动所收的现金	331	485	700	897	1,098
已付税项	(9)	(8)	(30)	(90)	(121)
<b>经营活动现金净额</b>	<b>322</b>	<b>477</b>	<b>670</b>	<b>807</b>	<b>977</b>
所收取利息	0	3	0	0	0
资本支出	(355)	(243)	(443)	(470)	(470)
出售物业机器设备所得款项	0	0	0	0	0
存款及其他流动资金增加	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>(355)</b>	<b>(240)</b>	<b>(443)</b>	<b>(470)</b>	<b>(470)</b>
发行优先票据所得款净额	0	289	0	0	0
股票回购	0	0	0	0	0
已付股息	(126)	(185)	(273)	(383)	(443)
<b>融资活动现金净额</b>	<b>(125)</b>	<b>104</b>	<b>(294)</b>	<b>(408)</b>	<b>(466)</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(158)</b>	<b>340</b>	<b>(66)</b>	<b>(71)</b>	<b>40</b>
年初现金及现金等价物	211	53	393	327	255
<b>年终现金及现金等价物</b>	<b>53</b>	<b>393</b>	<b>327</b>	<b>255</b>	<b>296</b>

至12月31日	单位: 百万美元				
	2017	2018	2019	2020E	2021E
博彩收入	926	1,434	1,719	2,214	2,665
非博彩收入	30	40	36	40	42
<b>总收入</b>	<b>956</b>	<b>1,474</b>	<b>1,755</b>	<b>2,254</b>	<b>2,707</b>
销售成本	(483)	(801)	(909)	(1,163)	(1,390)
毛利	473	673	846	1,091	1,317
博彩税	0	0	0	0	0
行政开支	(67)	(79)	(61)	(71)	(79)
其他经营开支	(86)	(82)	(113)	(132)	(146)
<b>EBITDA</b>	<b>320</b>	<b>512</b>	<b>672</b>	<b>889</b>	<b>1,092</b>
折旧及摊销	(53)	(89)	(96)	(93)	(112)
赌场拍照溢价摊销	(4)	(4)	(3)	(3)	(3)
折旧及摊销总额	(56)	(93)	(100)	(97)	(116)
<b>EBIT</b>	<b>263</b>	<b>419</b>	<b>572</b>	<b>792</b>	<b>976</b>
其他收入	0	0	0	0	0
利息费用	0	19	20	28	28
<b>除税前溢利</b>	<b>263</b>	<b>399</b>	<b>552</b>	<b>767</b>	<b>952</b>
所得税	(8)	(9)	(30)	(90)	(121)
<b>本公司拥有人应占溢利</b>	<b>255</b>	<b>391</b>	<b>521</b>	<b>677</b>	<b>831</b>
基本每股盈利(美仙/股)	8	9	12	16	19
摊薄每股盈利(美仙/股)	6	9	12	16	19

至12月31日	单位: 百万美元				
	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>博彩毛收入构成</b>					
贵宾业务	67.5%	74.6%	72.3%	73.4%	73.0%
中场业务	16.2%	16.4%	18.5%	18.2%	18.8%
博彩机业务	16.3%	9.0%	9.2%	8.4%	8.2%
<b>毛利构成</b>					
贵宾业务	34.3%	44.6%	42.4%	45.1%	44.5%
中场业务	32.5%	35.7%	38.6%	37.7%	38.8%
博彩机业务	33.2%	19.7%	18.9%	17.2%	16.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.4%	45.7%	48.2%	48.4%	48.6%
EBITDA利润率	33.4%	34.7%	38.3%	39.4%	40.3%
净利率	26.7%	26.5%	29.7%	30.0%	30.7%
ROA	18.5%	22.8%	24.2%	26.9%	28.7%
ROE	18.5%	22.8%	24.2%	26.9%	28.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	5.5%	21.7%	23.8%	22.5%	20.7%
流动比率	1.96	5.56	2.61	1.92	1.91
速动比率	1.93	5.54	2.59	1.90	1.89
<b>每股指标(美元/股)</b>					
基本每股收益	0.08	0.09	0.12	0.16	0.19
稀释每股收益	0.06	0.09	0.12	0.16	0.19
每股经营现金流	0.10	0.11	0.15	0.19	0.22
每股净资产	0.43	0.35	0.41	0.48	0.57

## 广发海外研究小组简介

- 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。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，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。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，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。
- 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）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，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，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，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。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，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。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，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：海外大消费行业研究助理，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。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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。