

# 【广发海外】嘉年华国际 (00996.HK)

## 海上嘉年华受益于家庭出游，地产项目进入资金回笼期

### 核心观点:

#### ● 海上嘉年华模式将受益于家庭假日出游新热点

公司青岛海上嘉年华项目位于青岛西海岸新区，集多元化主题式休闲、消费于一体，三小时车程范围内覆盖 5000 万人口，有望受益于中产家庭假日经济发展机遇。澳乐购和主题乐园是将是青岛海上嘉年华的主要业绩来源。其中澳乐购将受益于青岛及周边城市较强的消费实力以及海上嘉年华较强的引流能力。三个主题公园面向不同年龄层次的客户群体，预计将能很好地满足家庭游客的需求。未来青岛海上嘉年华的成功模式将有望复制到重庆、海口等其它城市。

#### ● 旗下拥有多个可售资源，即将进入资金回笼期

目前公司旗下拥有多个可售资源储备。其中港岛南区寿臣山项目已经于 18 年下半年开盘；北京杨林项目计划在 19 年 2 季度推盘；成都嘉年华的商业项目将于 19 年开盘；青岛石老人项目预计将在 19 年上半年推盘；青岛海上嘉年华的别墅项目计划在 2019 年推盘；加拿大温哥华高豪港项目初步计划在 20 年开盘。随着 19-20 年多个地产项目开盘销售，公司即将进入资金回笼期。

#### ● 盈利预测

公司 2018 年中期的每股净资产为 0.45 港币。考虑到公司的青岛海上嘉年华项目将受益于家庭短途旅游消费的快速增长，同时公司的地产项目即将进入资金回笼期，首次覆盖公司。由于公司地产项目销售进度及销售均价存在较大不确定性，难以给予合理估值，出于审慎性原则，暂未评级。

#### ● 风险提示

国内消费增速进一步放缓的风险；旅游行业竞争加剧的风险；房地产行业的政策风险；债券到期的风险；为了回笼资金，降价幅度可能超预期。

### 盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万HKD)	1,934.0	2,193.3	2,422.0	2,557.5	3,093.9
增长率(%)	-77.3	13.4	10	5.6	21.0
净利润(百万HKD)	123.7	394.7	-220.6	83.3	292.8
增长率(%)	2.7	219.0	N.A.	N.A.	251.6
EPS (港元/股)	0.01	0.02	-0.01	0.00	0.02
市盈率 (P/E)	18.7	6.8	N.A.	32.1	9.1
市净率 (P/B)	0.33	0.32	0.31	0.31	0.29

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

无评级

当前价格

0.144 港元

报告日期

2018-12-17

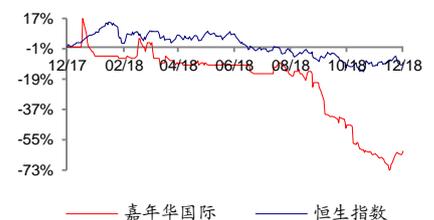
### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股) 23775/23775

总市值/流通市值 (百万港元) 3424/3424

一年内最高/最低 (港元) 0.44/0.10

### 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:

## 目录索引

1. 嘉年华国际基本情况 .....	5
1.1 公司历史背景 .....	5
1.2 股权结构 .....	5
1.3 公司旗下资产梳理 .....	6
1.4 公司近年经营情况 .....	7
1.5 公司近期重要公告 .....	8
2. 嘉年华模式受益于家庭度假休闲发展趋势 .....	9
2.1 家庭假日短途旅游是热点，家庭游客注重产品品质 .....	9
2.2 青岛旅游保持快速增长，西海岸地区潜力较大 .....	11
2.3 奥特莱斯处于快速发展期，澳乐购盈利能力具有潜力 .....	12
2.4 海洋探险主题公园较为稀缺，游客人次爬坡值得期待 .....	14
2.5 青岛项目的模式有望在其他城市复制 .....	16
3. 房地产项目即将进入资金回笼期 .....	16
3.1 公司旗下拥有多个房地产项目储备 .....	16
3.2 多个房地产项目已经成熟，即将进入资金回笼期 .....	17
3.3 自持物业投运后有望带来持续稳定的现金流 .....	18
4. 盈利预测 .....	19
5. 风险提示 .....	20
5.1 国内消费增速进一步放缓的风险 .....	20
5.2 旅游行业竞争加剧的风险 .....	20
5.3 房地产行业政策的风险 .....	20
5.4 债券到期的风险 .....	20
5.5 为了回笼资金，降价幅度可能超预期 .....	20

## 图表索引

图 1: 公司营业收入及其增速	7
图 2: 公司营业收入结构	8
图 3: 公司归母净利润	8
图 4: 全国 GDP 及其同比增速	9
图 5: 我国的城镇居民可支配收入	9
图 6: 人均教育、文化和娱乐消费支出	10
图 7: 人均教育、文化和娱乐消费支出在人均可支配收入中的占比	10
图 8: 中近程家庭旅游是主流 (截至 2017 年)	10
图 9: 中近程家庭旅游产品更受欢迎 (截至 2017 年)	10
图 10: 家庭旅游人均消费意愿 (截至 2017 年)	11
图 11: 青岛市接待游客人次	11
图 12: 青岛市人均旅游消费支出	11
图 13: 青岛海上嘉年华项目地理位置	12
图 14: 奥特莱斯新增店数	13
图 15: 奥特莱斯新增面积	13
图 16: 2017 年我国前十大奥特莱斯的收入增速	14
图 17: 澳乐购开业进展 (店铺数)	14
图 18: 澳乐购开业进展 (店铺面积)	14
图 19: 现有游乐园主题分布 (截至 2017 年)	15
图 20: 新建游乐园主题分布 (截至 2017 年)	15
图 21: 游客感兴趣的家庭旅游产品 (截至 2017 年)	16
图 22: 房地产项目推盘时间表	17
图 23: 公司存货及其同比增速	18
图 24: 公司固定资产及其同比增速	18
图 25: 公司投资性房地产及其同比增速	18

表 1: 公司发展历程.....	5
表 2: 青岛海上嘉年华商业项目一览.....	12
表 3: 青岛海上嘉年华游乐项目一览.....	15
表 4: 公司国内外住宅项目一览.....	17
表 5: 嘉年华国际盈利预测关键假设 (单位: 百万 HKD).....	19
表 6: 内房股估值表 (截至 2018/12/12).....	19

# 1. 嘉年华国际基本情况

## 1.1 公司历史背景

嘉年华国际控股 (0996.HK) 成立于2009年4月, 原名“海上嘉年华 (青岛) 置业有限公司”, 2011年借壳东方银座在香港主板上市, 2012年改名为“嘉年华国际”。公司于2014年8月被纳入摩根斯坦利全球小型股指数, 2015年3月被纳入恒生综合中型股指数成分股及沪港通之港股通成分股。公司是集大型旅游、酒店及零售于一体的综合项目开发商, 包括主题公园、酒店、国际高档品牌专卖店购物、餐饮、会议及展览中心、休闲、娱乐及康乐设施。

嘉年华国际主要部署的两个项目是青岛海上嘉年华和房地产项目的开发。青岛海上嘉年华项目位于青岛西海岸新区, 享省级新区发展的独特优势, 是一个集商业、住宅及旅游于一体的大型综合项目。另一方面, 公司通过在中国内地、中国香港、加拿大温哥华等地部署土地开发高端住宅项目, 实现双轮驱动发展。

表 1: 公司发展历程

时间	重要事件
2011	收购海上嘉年华 (青岛) 项目 60% 股权
2012	在香港上市, 更名为“嘉年华国际控股有限公司”, 收购嘉年华国际社区成都项目 99.01% 的股份
2013	景百孚通过供股及兑换可换股债券增加股权至 74.68% 青岛海上嘉年华于 5 月开始营运
2015	收购 NiceRace Management Limited, 主要从事“金钱豹”餐厅营运 成立环球星际控股有限公司, 在香港举办首个“移动嘉年华”活动 成立好开始控股有限公司, 在深圳海上世界合作建立儿童探索中心 青岛海上嘉年华分阶段开业
2016	完成收购香港南区寿臣山豪宅项目地盘 公司全资附属公司利通及利通全资附属公司 Netspac 与 Sino Esteem 订立备忘录, 由利通将其所持有 Netspac 的全部现有普通股转换为无投票权递延股份磋商以订立股份认购协议
2017	收购 Excel Access Group Limited 的 99.01% 股权 将“金钱豹”品牌餐厅连锁业务出售给 Basic Astute Limited (独立第三方) 完成收购青岛石老人项目 100% 股权, 收购加拿大温哥华豪华住宅土地项目, 完成收购北京杨林项目 99.01% 的股权
2018	收购深圳光明旧改项目 45.9% 的权益 (交易尚未完成) 计划在重庆市江北区进行重庆嘉年华文旅综合开发建设项目

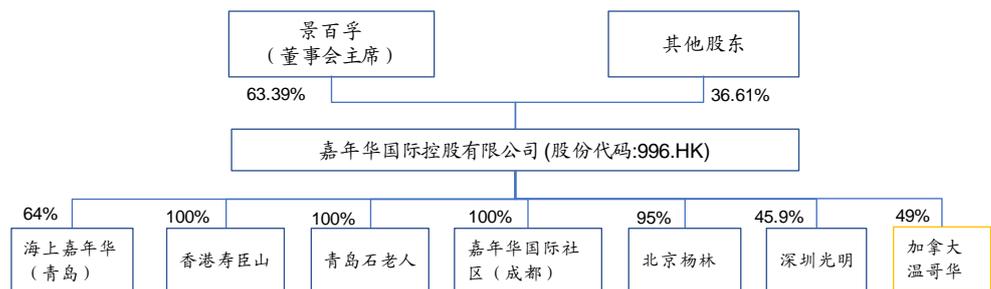
数据来源: 公司官网, 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 1.2 股权结构

截至2018年中报公司董事长景百孚先生持股比例63.39%, 其他股东持有36.61%

的股权。目前公司持有海上嘉年华（青岛）64%权益，并全资持有香港寿臣山、青岛石老人和嘉年华国际社区（成都），分别持有北京杨林项目95%的权益以及加拿大温哥华项目49%的权益。其中加拿大温哥华项目以引进新鸿基地产加拿大公司合组基金的形式，完全行使股权后公司的权益占比将提升至55%。2018年10月22日，公司公告于当日订立股份认购协议，计划以8.6亿港币的总代价收购彩晓有限公司100%的股权，以780港币现金以及发行43亿股代价股份（0.2港币/股）支付。彩晓有限公司持有瑞驰实业发展有限公司51%的股权，而后者拥有深圳光明新区旧改项目的土地开发权。完成股份配发后，景百孚先生的持股比例将摊薄至53.71%。

图2：嘉年华国际股权结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心；说明：股权结构截至2018年中报

### 1.3 公司旗下资产梳理

**青岛海上嘉年华项目：**位于中国山东省青岛市黄岛区凤凰岛旅游度假区，占地面积约为35万平方米，建筑面积约为80万平方米，年接待游客规模约为1000万人次。该项目主要包括澳乐购、主题公园、住宅社区、酒店式公寓、万丽酒店、会展中心以及琴岛之眼摩天轮。其中澳乐购占地面积约为8.9万平方米，建筑面积约为14万平方米，是集购物、休闲、娱乐、餐饮、教育及文化等功能于一体的奥特莱斯。三个主题公园规划建筑面积6万平方米，年可接待游客达到6万人次，其中室内乐园已经于2016年开业，而水上乐园和动感乐园将于2019年开业。住宅社区目前已经基本完成销售，总建筑面积为35万平方米，住宅及别墅的可售面积约为3万平方米。海洋之心酒店式公寓提供499间公寓，可售面积约为4.4万平方米，已经于2018年3季度推盘。万丽酒店提供538间五星级酒店客房和6个会议中心，占地面积为6.3万平方米，建筑面积为20万平方米，已经于2018年开始试营业。琴岛之眼摩天轮全高68米，日承载量可达6000人，目前年接待游客超过20万人次。

**青岛崂山石老人项目：**位于山东省青岛市崂山区，距东海海岸线仅100米。该项目为高端全海景低密度住宅，占地面积约为4.4万平方米，建筑面积约为11.2万平方米，可售面积约为4.7万平方米，公司计划于2019年上半年推盘。

**北京杨林项目：**位于温榆河畔，距离北京首都机场10分钟车程。该项目占地面积约为1.4万平方米，建筑面积约为4.5万平方米，可售面积约为2.6万平方米，公司计划于2019年2季度推盘。

**深圳光明新区旧改项目（交易尚未完成）：**位于深圳市光明新区CBD，占地面

积约4万平方米，建筑面积约26.5万平方米，包含高端住宅、商业、办公楼宇、高级公寓及五星级酒店，公司初步预期于2020年4季度推盘。

**成都嘉年华国际社区：**位于成都市高新区四川省政府核心开发区域，占地面积约7.3万平方米，建筑面积约52.5万平方米，可售商铺面积约为5365平方米，包括高层精品住宅、公园式特色商业、服务式公寓。

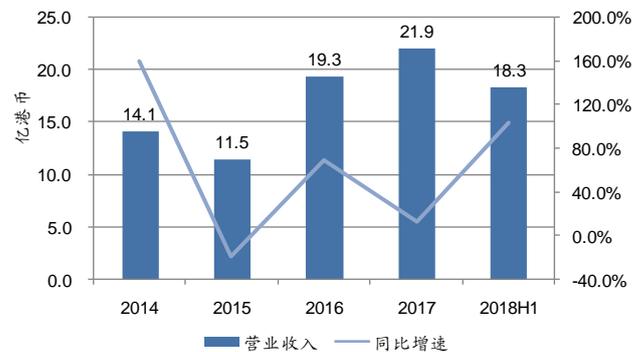
**香港寿臣山项目：**该项目规划开发两座独栋别墅，可饱览寿臣山景，占地面积5.0万平方尺、建筑面积2.2万平方尺，每栋可售面积约1万平方尺。

**加拿大温哥华项目：**为两栋临海豪华公寓，占地面积4.2万平方尺，建筑面积39.8万平方尺，可售面积约为35.4万平方尺。公司目前持有该项目49%的权益，以引进新鸿基地产加拿大公司合组基金的形式，完全行使股权后权益占比将提升至55%。

#### 1.4 公司近年经营情况

**营业收入：**2014年公司实现营业收入21.9亿港元，同比增长159%，主要是由于销售青岛及成都的住宅物业。2015年公司营业收入下降至11.5亿港元，主要是由于公司改变青岛的销售策略，延迟销售住宅直至其他休闲及娱乐设施全面开业。2016年公司的营业收入大幅增加，主要来自于销售青岛和成都的住宅物业以及金钱豹实现全年并表。2017年公司剥离金钱豹餐饮以及嘉年华会业务。2018年上半年，公司实现营业收入18.3亿港元，同比增长103%，收入增长主要来自于销售青岛和成都的住宅和商业物业。

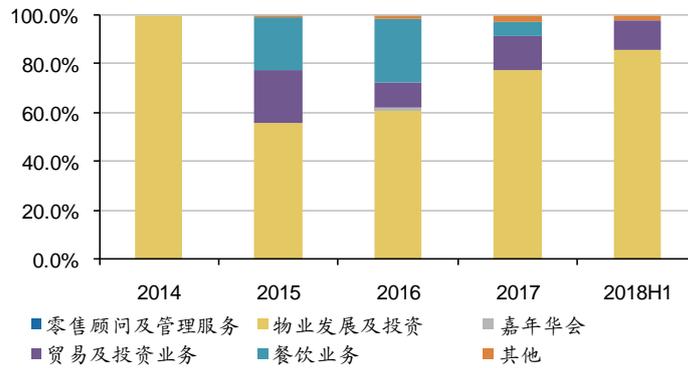
图1：公司营业收入及其增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**收入结构：**嘉年华国际主要经营物业开发及投资业务。从2015年开始，公司增加餐饮业务以及贸易和投资业务，此外还有部分业务来源于嘉年华会。其中，物业开发及投资收入主要来源于公司在青岛和成都已落成的住宅物业的销售收入；贸易及投资业务收入主要来源于投资香港上市证券和金融资产的短期和中期投资收益；餐饮业务收入主要来自于金钱豹餐厅。2015年5月，青岛海上嘉年华项目开始营运。2017年公司出售金钱豹业务，轻装上阵专注发展主营地产业务，并进入北京、深圳及青岛等地市场，增加土地储备资源。

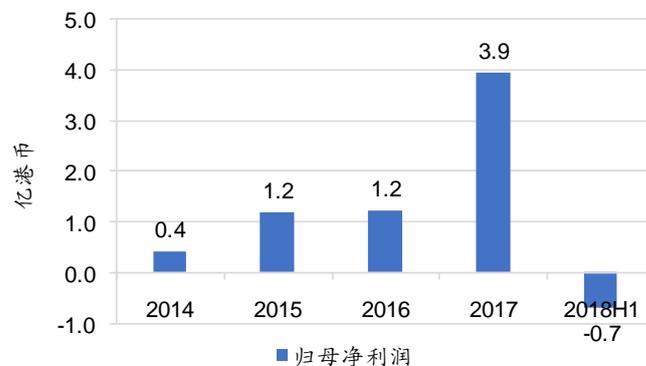
图2: 公司营业收入结构



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**净利润:** 2014年公司扭亏为盈, 主要是由于毛利的增长以及投资物业公允价值变动收益。2016年公司营业收入增速快于净利润增速, 主要是由于收购金钱豹业务导致销售及管理费用增长较多。2017年公司实现净利润3.9亿港元, 净利润增速显著快于收入增速, 主要是由于剥离亏损的金钱豹及嘉年华会业务。2018年上半年公司录得亏损0.7亿港元, 主要由于销售尾盘导致毛利率下滑以及财务成本的增加。

图3: 公司归母净利润



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 1.5 公司近期重要公告

**征求延期优先债券到期日:** 18年11月21日, 公司发布一项征求意见公告, 提出对到期日为2019年3月22日的1.8亿美元优先债券协议作出修订, 将到期日延长至2021年3月22日, 并修改延长债券期间债券的年息率由8%提高至10%。该修订建议需要取得75%以上未偿还本金的债券持有人投票同意。据12月6日公司发布的公告, 同意征求期限将于18年12月27日上午10点届满。

**计划发行3.5亿美元可转债:** 公司于18年11月21日发布公告, 与配售代理订立配售协议, 计划发行一批或多批本金共计最多达3.5亿美元的可换股债券。所得款项

净额将用作偿还公司现有债务以及用作一般营运资金。截至该公告日，公司共有237.7亿股已发行股份，假设可换股债券按最低初步兑换价每股0.2港币全部发售，则将最多可兑换为136.5亿股，占本公司已发行股本约57.4%。配售可换股债券需待股东特别大会批准。

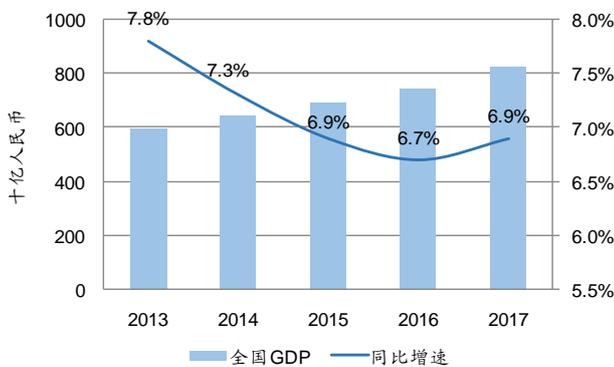
**计划于江北区开发重庆嘉年华：**在2018年12月4日，公司公告称与重庆市江北区人民政府订立项目投资框架协议书，计划在江北区进行“重庆嘉年华文旅综合开发建设项目”。该项目计划将复制青岛海上嘉年华项目的模式，建成集高端游乐、星级酒店、健身休闲和商业等于一体的文旅游乐中心。

## 2. 嘉年华模式受益于家庭度假休闲发展趋势

### 2.1 家庭假日短途旅游是热点，家庭游客注重产品品质

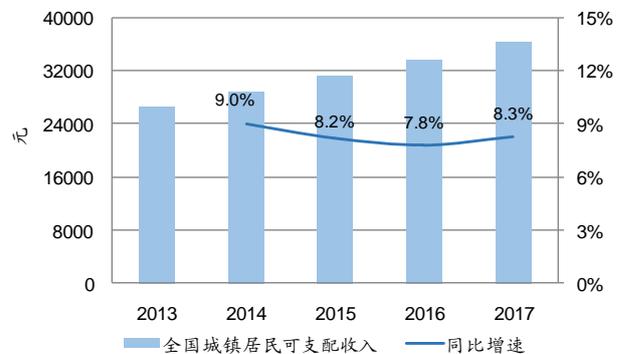
人均可支配收入的提高以及文娱支出占比的提升利好旅游消费。2013年以来，我国的GDP保持平稳较快增长，同比增速在6.7%-7.3%之间。随着经济的稳健发展，我国居民的生活水平也逐步提高，过去5年城镇居民人均可支配收入的年均复合增速达到8.3%。除此以外，人均教育、文化和娱乐支出也在较快增长，过去5年的复合增速为9.1%。该支出在人均可支配收入中的占比从2013年的7.6%逐步增长至2017年的8.0%。

图4：全国GDP及其同比增速



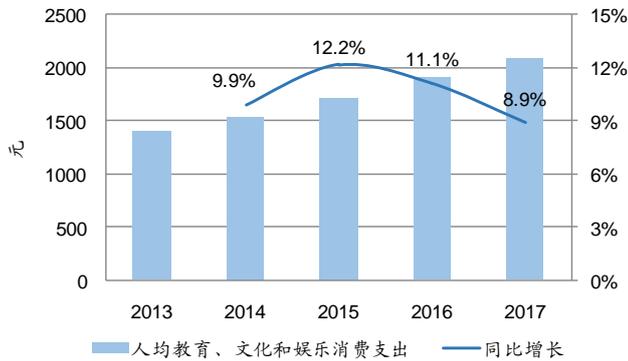
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图5：我国的城镇居民可支配收入



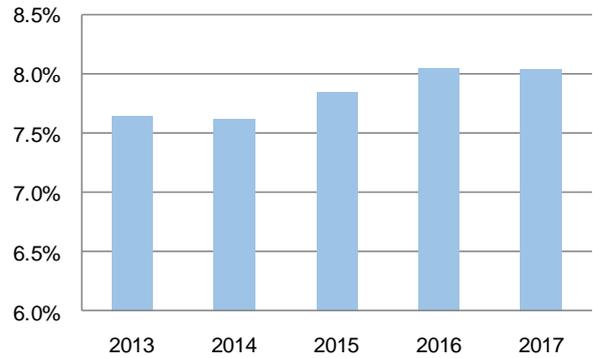
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心；说明：全国城镇居民可支配收入从2013年开始统计

图6: 人均教育、文化和娱乐消费支出



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

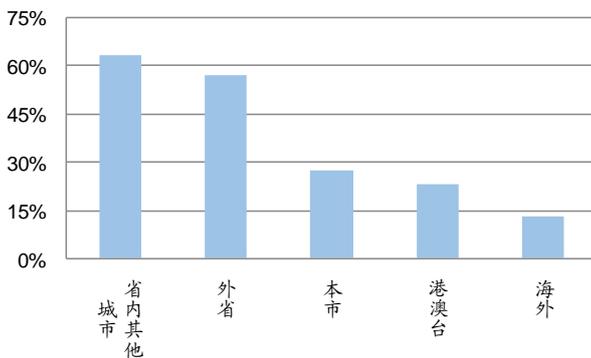
图7: 人均教育、文化和娱乐消费支出在人均可支配收入中的占比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

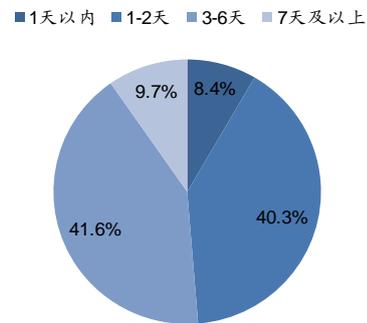
家庭旅游占比较高, 其中中短途旅游更受欢迎。据中国旅游研究院发布的数据显示, 2017年我国的国内和出境旅游中家庭旅游的比例超过了50%, 而这其中以中近程的短途旅游为主。绝大部分的家庭认为较理想的家庭出游时间在6天以内。其中40.3%的家庭更倾向于出行1-2天, 41.6%的家庭理想的出行时间在3-6天。

图8: 中近程家庭旅游是主流 (截至2017年)



数据来源: 中国旅游研究院, 广发证券发展研究中心

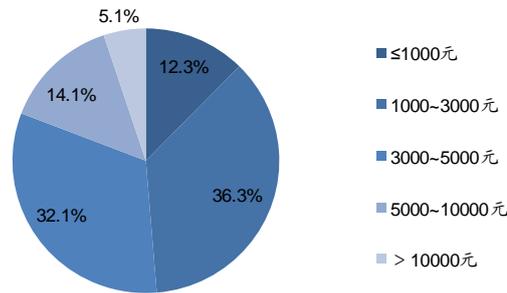
图9: 中近程家庭旅游产品更受欢迎 (截至2017年)



数据来源: 中国旅游研究院, 广发证券发展研究中心

家庭旅游消费较为注重高品质和高性价比。根据中国旅游研究院, 超过50%的家庭游客在家庭旅游产品上的人均消费意愿超过3000元。家庭游客对于旅游产品的消费也逐步向追求品质升级, 旅游方式也从观光向度假转变, 度假住宿类产品的市场需求稳步提升。

图10: 家庭旅游人均消费意愿 (截至2017年)



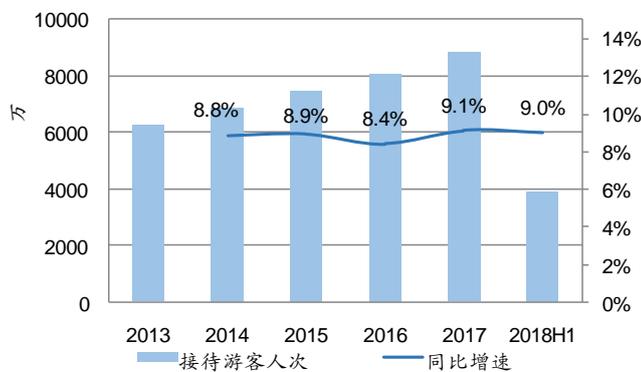
数据来源: 中国旅游研究院, 广发证券发展研究中心

嘉年华国际的青岛旗舰项目集多元化主题式休闲、消费于一体, 将受益于家庭假日短途游的发展趋势。青岛海上嘉年华以多样化的商业和娱乐项目构成一站式休闲目的地。其中乐高教育乐园、家庭乐园等项目以儿童为目标客群, 澳乐购则以成年顾客为目标群体, 水上乐园和影城等项目适合各种客群参与, 整体覆盖全年龄层客群, 适合家庭出游。

## 2.2 青岛旅游保持快速增长, 西海岸地区潜力较大

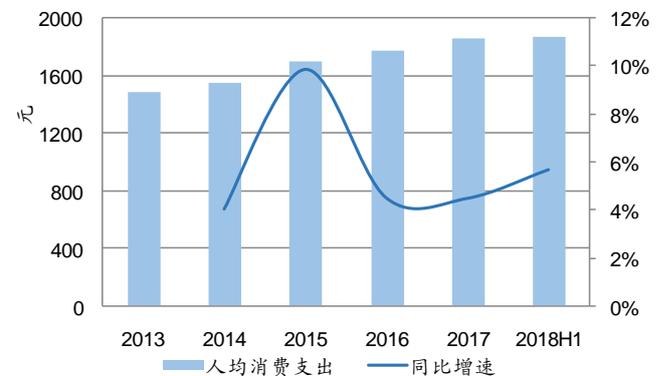
青岛海上嘉年华项目将受益于青岛接待游客人次以及人均旅游消费的增长。随着近年来民众出游和消费意愿的上涨, 青岛的旅游产业也快速增长。2014年青岛的旅游收入突破千亿元, 2017年青岛市实现旅游收入1640亿元, 同比增长14.0%。从接待游客人次看, 2013-17年青岛接待游客人次同比增速一直维持在9%左右。除此以外, 青岛的人均旅游消费水平也逐年增长, 从2013年1490元逐年提升至2017年1860元, 年均复合增速达到5.7%。

图11: 青岛市接待游客人次



数据来源: 青岛旅游政务网, 广发证券发展研究中心

图12: 青岛市人均旅游消费支出



数据来源: 青岛旅游政务网, 广发证券发展研究中心

青岛海上嘉年华项目地理位置优越, 3小时车程范围内覆盖人口广泛。青岛西海

岸新区是2014年成立的我国第九个国家级新区,是青岛市西进发展的最重要的区域,致力于打造商务休闲、生活娱乐、购物旅游于一体的国际化新城。而位于其中的凤凰岛旅游度假区是首批国家级旅游度假区,乘坐动车2小时抵达北京,3小时抵达上海,而坐飞机到香港、台北和东京的飞行时间也在3个小时以内。

青岛海上嘉年华项目附近的配套基础设施也日趋完善。嘉年华地铁站所在的地铁13号线将于12月底开通,8月已进入空载阶段。目前青岛西站升级工程也完成了主体施工,即将交付使用,届时将与青岛站、青岛北站和正在建设中的红岛站构成环胶州湾四大交通综合枢纽客站布局,以满足西海岸新区2025年旅客出行量375万人次的需求。青岛西站将接轨京沪二线,京沪二线将东部沿海地区连接起来,作为对京沪铁路的有效补充,将进一步带动青岛经济的发展。胶东机场计划在2019年下半年启用,将会和现有流亭机场共同发挥双机场协同效应。另外青岛还规划了三条配套新机场地铁线,其中12号线将连接胶东机场和西海岸新区,提升旅客出行的便捷性。

图13: 青岛海上嘉年华项目地理位置



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

### 2.3 奥特莱斯处于快速发展期, 澳乐购盈利能力具有潜力

青岛海上嘉年华的商业项目主要包括澳乐购、河畔主题餐厅街、嘉年华万丽酒店、滑冰世界、乐高教育体验中心和会展中心。

表 2: 青岛海上嘉年华商业项目一览

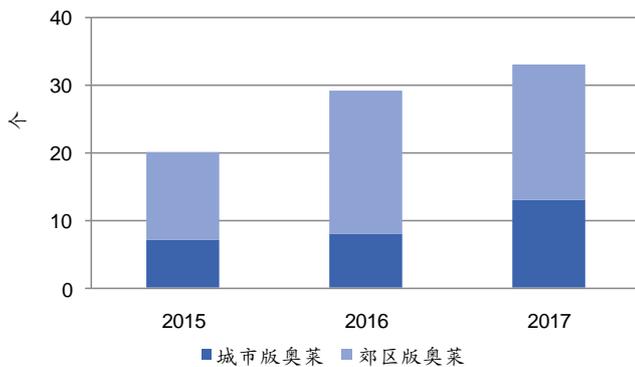
商业项目	开业时间	基本情况介绍
澳乐购	2015	集购物、休闲、娱乐、教育文化和餐饮等为一体的一站式奥特莱斯, 总共建筑面积为 14 万平方米, 其中可出租面积 8.123 万平方米, 停车位 1230 个。目前的业态比例分配为零售 45%、餐饮 31%、娱乐休闲 23%、服务 1%。总商铺数量为 189 个, 涵盖了 310-330 个品牌, 预计澳乐购的人流量将为 800-1000 万人次/年。
河畔主题餐厅	2015	餐厅街紧邻澳乐购和影院, 汇集了各地知名餐厅, 为消费者提供较好的餐饮体验, 其中囊括了 40 多个国际知名餐饮品牌, 包括鼎泰丰、星巴克、汉堡王等等。

滑冰世界	2015	滑冰世界的冰场面积 3000 多平方米，冰面超过 1600 平方米，配有完善的设施和专业设备，并且有花样滑冰和冰上曲棍球的教学团队。滑冰世界曾经被用于举办多种大型国内、国际级赛事，包括 2016/2017 亚洲青少年花样滑冰挑战赛、全国花样滑冰等级测试等等。
乐高教育体验中心	2016	全国最大的乐高体验中心，建筑面积为 6000 平方米，以科技和艺术为主题，为孩子提供展现想象力和创造力的世界级的乐高教育体验。
万丽酒店	2018（试营业）	与万豪合作的五星级豪华酒店，计划于 19 年正式开业，酒店占地面积约为 6.3 万平方米，拥有 1037 个房间，其中 538 间酒店客房和 499 间酒店式公寓，还配有丰富的休闲娱乐设施，另外配有 6 个会议室和 1270 个停车位。
会展中心	2019（预计）	会展中心占地面积约为 9900 平方米，共有四层楼高建筑面积超过 3.6 万平方米。会展中心依托于万丽酒店，包括可容纳超过 100 个展位的展览以及容纳人数 5000 人次的会议演艺厅，另外有策划团队为婚礼提供一站式解决方案。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

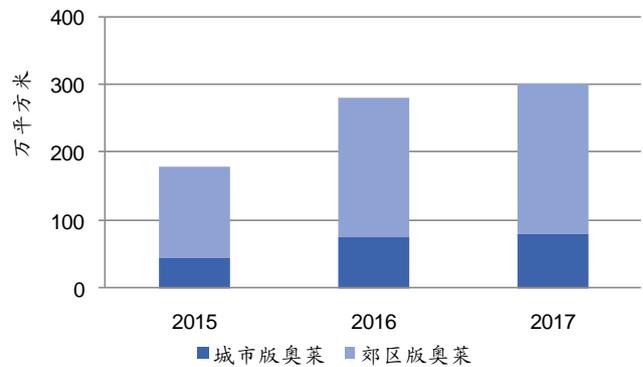
近年来奥特莱斯在我国保持较快发展势头。据《奥莱领秀》杂志，2015-17年我国新开业的奥特莱斯分别为20家、29家及33家，新增的奥特莱斯面积分别为180万、279万及302万平方米。其中，2017年新开业的城市版奥特莱斯数量接近2015、16年之和，但是郊区版奥特莱斯的新增面积增速快于城市版奥特莱斯。从收入增长来看，2017年我国前十大奥特莱斯合计实现收入27.1亿元，同比增长14.9%。因此，无论是新增开店数量或面积，还是存量项目的收入增速来看，近年来我国的奥特莱斯都在经历较快的增长。

图14: 奥特莱斯新增店数



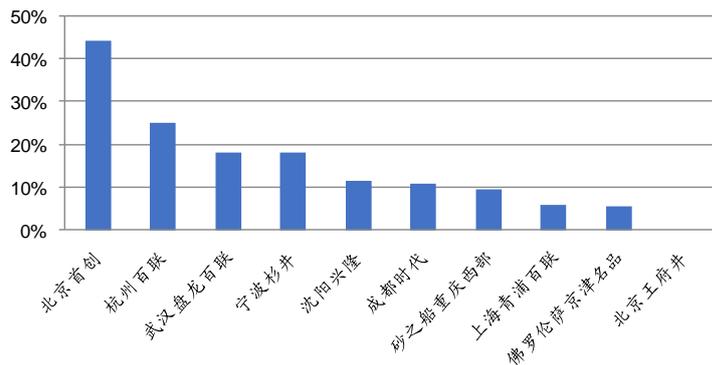
数据来源：《奥莱领秀》，广发证券发展研究中心

图15: 奥特莱斯新增面积



数据来源：《奥莱领秀》，广发证券发展研究中心

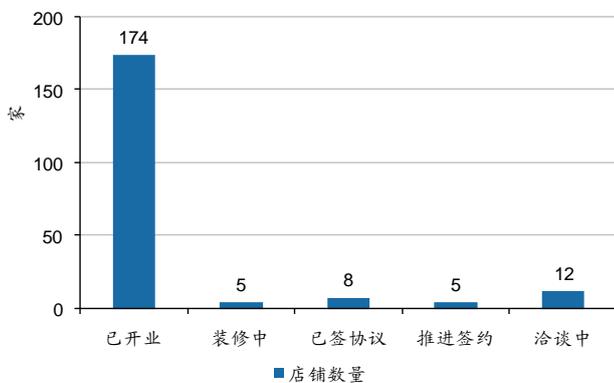
图16: 2017年我国前十大奥特莱斯收入增速



数据来源:《奥莱领秀》, 广发证券发展研究中心

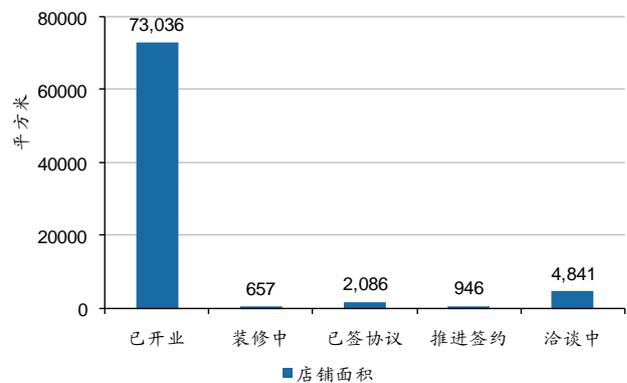
**青岛海上嘉年华澳乐购的盈利能力具有潜力。**嘉年华澳乐购总共建筑面积约为14万平方米,其中可出租面积约为8万平方米。截至2018年10月15日,公司已开业、装修中、已签约店铺数分别为174家、5家以及8家。以同样位于沿海新一线城市的宁波杉井奥特莱斯为例,其建筑面积约为23.3万平方米,2017年营业收入为22.8亿,平均坪效达到5.7万元。澳乐购是青岛地区唯一的大型奥特莱斯,我们认为其将受益于青岛及周边区域较强的消费实力,以及青岛海上嘉年华逐步开业后带来的协同效应。

图17: 澳乐购开业进展 (店铺数)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图18: 澳乐购开业进展 (店铺面积)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

## 2.4 海洋探险主题公园较为稀缺, 游客人次爬坡值得期待

嘉年华主题公园是嘉年华游乐项目中最大的部分, 建筑面积约6万平方米, 每年可接待游客约300万人次。嘉年华主题公园是中国北方唯一的全年恒温的主题公园, 对于来自于青岛市以及其他北方城市的游客冬季旅游具有较强的吸引力。除了主题公园以外, 嘉年华游乐项目还有琴岛之眼摩天轮、UK主题量贩式KTV、成龙耀莱DMAX影院, 为全年龄层人群提供多样化的游乐体验。

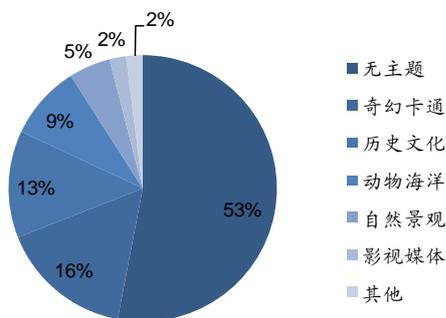
表 3: 青岛海上嘉年华游乐项目一览

游乐项目	开业时间	简要介绍
琴岛之眼摩天轮	2015	摩天轮全高 68 米，有 36 个全封闭、配空调的 360 度全透明海景观览轿厢。年度接待量超过 30 万人次并呈持续增加趋势（单日承载量可达 6000 人），2018 年国庆黄金周接待人次达到 30957 人，同比增加 46.13%。
UK 主题量贩式 KTV	2016	KTV 占地 3500 多平方米，音响选用了顶级德国品牌 A.D，整体以海洋文化和德式建筑风格为主题。KTV 引进制氧设备，可以将氧气输送至房间。
成龙耀莱 DMAX 影院	2015	2015 年开业的成龙耀莱 DMAX 为耀莱集团独家拥有的成龙品牌，有 12 个放映厅，共 1993 个座位。放映厅设置了激光放映设备，巨幕厅采用 NEC4K 高清放映机，双机放映。座位全部采用最新航空座椅，无遮挡设计。
室内家庭乐园	2016	家庭乐园由知名澳洲设计团队 Sanderson 设计，共有 20 多项多媒体游乐设施与景点，主要是以海底探险为主线，亲子互动为主，将海洋主题沉浸式带入。
水上乐园	2019	全球首创的海洋水上乐园，占地面积 1.2 万平方米，含有大型滑道、沙滩、冲浪池等先进的水上游乐设施
动感乐园	2019	主要为海洋探险主题的机动刺激类项目，包括飞行类过山车、全高 65 米的海景跳楼机、高端骑乘设备等大型极限挑战类设施

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

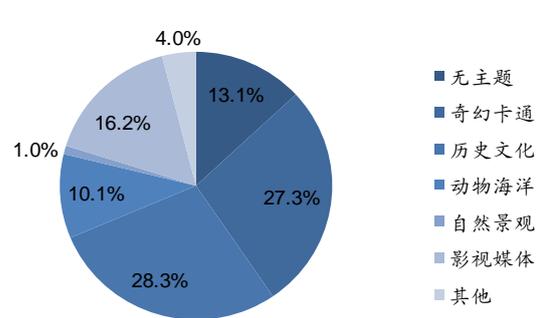
目前大多数游乐园是无主题的，我国主题公园行业处于快速发展期。截至 2017 年我国 53% 的游乐园都是无主题的，并且以器械类乘骑设施为主。而有主题的主题公园占比不到一半，其中又以奇幻卡通、历史文化类型的居多。这主要是因为建设和管理有明确主题的主题乐园难度较高。但是拥有独特主题和提供卓越游客体验的主题公园可以增强其吸引力和适销性。近年来我国主题公园建设的主题化越发明显，在建新项目中有明确主题的占比高达 86.9%。根据 AECOM 发布的主题公园市场报告数据，2017 年我国的主题公园游客总量增幅近 20%，可见主题公园正处于快速发展阶段。

图 19: 现有游乐园主题分布（截至 2017 年）



数据来源：AECOM，广发证券发展研究中心

图 20: 新建游乐园主题分布（截至 2017 年）

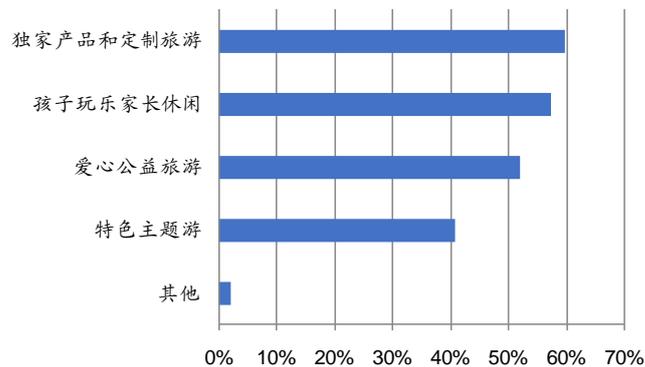


数据来源：AECOM，广发证券发展研究中心

海上嘉年华主题公园更能满足家庭游客的需求。据中国旅游研究院《中国家庭旅游市场需求报告（2018）》，分别有 57.4% 及 40.8% 的家庭游客对孩子玩乐家长

休闲的旅游产品以及特色主题游感兴趣。青岛海上嘉年华2016年开业室内家庭乐园，以海底探险为主线，从设备打造、玩偶设计、故事线创造以及亲子互动游戏，将海洋主题沉浸式带入。其主要的目标群体是12岁以下处于黄金学习时间的儿童。2019年公司计划将开放另外两个主题乐园：水上乐园和动感乐园。其中，水上乐园是全球首创的海洋水上乐园，含大型滑道、嘉年华沙滩、冲浪池、奇幻漂流等先进水上游乐设施，适合全年龄层客源。而动感乐园主要为海洋探险主题的机动刺激类项目，主要目标客户为青少年。三个乐园虽然都以海洋为主题，但是对标不同客户群体，适合各个年龄段的家庭客群，完全开放后将吸引更多家庭。

图21：游客感兴趣的家庭旅游产品（截至2017年）



数据来源：中国旅游研究院，广发证券发展研究中心

## 2.5 青岛项目的模式有望在其他城市复制

除了旗舰项目青岛海上嘉年华以外，公司一直在进行战略性产品组合设计与选址，希望将青岛项目的模式复制到国内其他发达及具有潜力的城市。

2018年12月4日，公司公告称与重庆市江北区人民政府订立项目投资框架协议，计划在江北区进行“重庆嘉年华文旅综合开发建设项目”。该项目计划将复制青岛海上嘉年华项目的模式，利用江北区地理优势，建成集高端游乐、星级酒店、健身休闲和商业等于一体的文旅游乐中心。江北区作为重庆主城核心区之一，位于长江、嘉陵江交汇处北岸，东南西三面分别与巴南、南岸、渝中、沙坪坝四区隔江相望，北与渝北区接壤。重庆作为中西部地区唯一的直辖市、超大型城市，是长江上游地区的经济、金融和商贸物流中心。在江北区政府的支持下发展该项目，有助于集团进一步开拓文旅游乐业务，如该项目得以成功实施，则可与集团现有业务产生协同效应，进一步推进公司发展。

## 3. 房地产项目即将进入资金回笼期

### 3.1 公司旗下拥有多个房地产项目储备

除了商业地产项目外，嘉年华国际还在国内外多地布局高端住宅项目，包括青

岛、北京、成都、深圳、香港寿臣山、加拿大温哥华等地。其中，青岛崂山石老人项目为全海景低密度公寓式住宅，距离海岸线仅100米；北京杨林项目距离北京首都机场10分钟路程，属中央别墅区；深圳光明新区旧改项目（交易尚未完成）位于深圳市光明新区CBD，计划打造园林式综合体；成都嘉年华国际社区位于成都高新区，包括住宅、商业及服务式公寓；港岛南区寿臣山项目为两栋独栋别墅，可以饱览寿臣山景观；加拿大温哥华高豪港项目计划与新鸿基地产加拿大公司合作，打造两栋高端公寓。

表 4: 公司国内外住宅项目一览

项目名称	项目权益	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	可售面积 (万平方米)	项目定位
青岛崂山石老人	100%	4.5	11.2	4.7	高级公寓式住宅
北京杨林	95%	1.4	4.5	2.6	高端住宅
深圳光明新区旧改 (交易尚未完成)	45.9%	4.0	26.5	-	新区园林式综合体
成都嘉年华国际社区	100%	7.3	51.5	0.5 (商铺)	高层精品住宅、公园式 特色商业、服务式公寓
港岛南区寿臣山	100%	0.5	0.2	0.2	尊贵独立屋项目
加拿大温哥华高豪港	49%	0.4	3.7	3.3	豪华公寓项目

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 3.2 多个房地产项目已经成熟，即将进入资金回笼期

公司的多个地产项目已经进入成熟期或者完成期。成都嘉年华国际社区的住宅项目已经在2018年完成销售，剩余约5365平方米的商铺将于2019年销售；港岛南区寿臣山项目已经于18年下半年开始推盘；北京杨林项目计划在19年2季度推盘；青岛石老人项目预计将在19年上半年推盘；青岛海上嘉年华的别墅项目计划在2019年推盘；加拿大温哥华高豪港项目初步计划在2020年推盘。

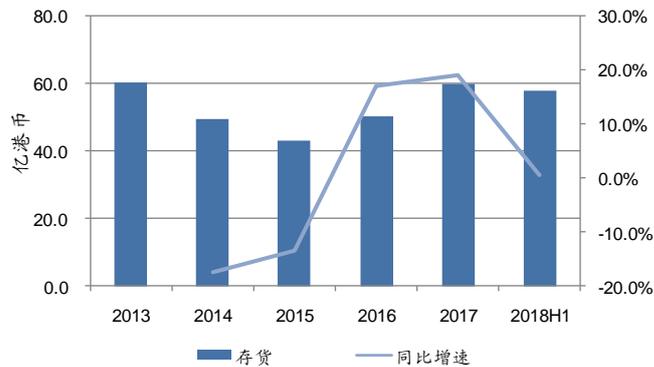
图 22: 房地产项目推盘时间表



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

随着多个房地产项目陆续推盘，公司即将进入资金回笼期。截至2017年公司的存货为59.8亿港币，主要为青岛海上嘉年华的住宅及别墅、青岛石老人住宅、成都嘉年华的住宅及商铺、北京杨林的住宅以及香港寿臣山的别墅。2016及2017年公司的存货增长较快，主要是由于青岛海上嘉年华项目及成都项目相继完工，以及公司于2017年完成收购青岛石老人项目及北京杨林项目。

图23: 公司存货及其同比增速



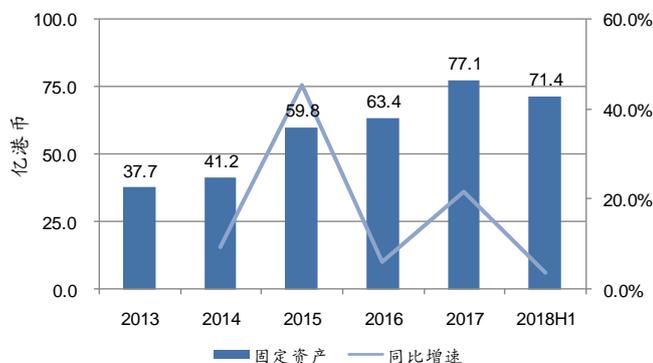
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 3.3 自持物业投运后有望带来持续稳定的现金流

自持物业陆续开业后有望给公司带来持续稳定的现金流。截至18年上半年公司的PPE为71.4亿港币，主要为青岛海上嘉年华的两个主题乐园及万丽酒店。其中两个主题乐园将于2019年开业，万丽酒店已经在2018年投入试运营、计划于2019年正式开业。

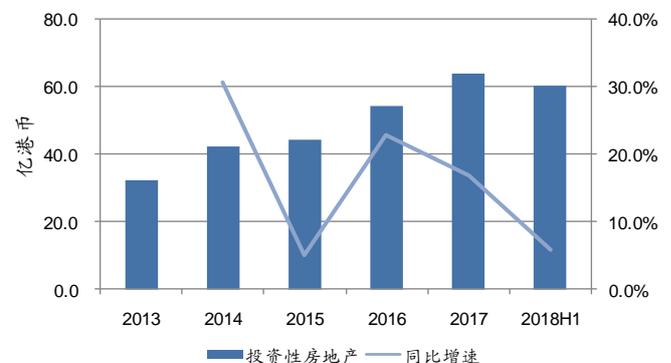
截至18年上半年公司的投资物业为60.0亿港币，主要为青岛海上嘉年华的商业部分以及成都嘉年华项目的商业部分。其中青岛海上嘉年华的商业项目自2015年开始分阶段开业，成都嘉年华的商业部分预计从2019年开始获取租金收入。

图24: 公司固定资产及其同比增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图25: 公司投资性房地产及其同比增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 4. 盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设：

**营业收入：**2018 年公司的营业收入主要来自于青岛海上嘉年华项目的高层住宅及酒店式公寓的销售收入，酒店的客房收入，澳乐购的租金收入，室内家庭乐园及摩天轮的运营收入以及成都嘉年华国际社区的销售收入。2019/20 年，考虑到青岛海上嘉年华多个项目逐步开业以及多个房地产项目开始推盘，我们预计公司的营业收入将取得较快增长。营业收入的主要增长点将来自于青岛海上嘉年华别墅项目开始销售，澳乐购坪效的提升，水上乐园及动感乐园的开业及爬坡，青岛石老人、北京杨林以及香港寿臣山的销售收入。

**净利润：**2018 年上半年公司实现归母净利润为-0.69 亿港元，我们预计公司 18 年全年将录的亏损。这主要是由于青岛海上嘉年华项目销售尾盘拖累毛利率。而我们预计 2019/20 年公司净利润增速将快于收入增速，主要是由毛利率提升带动的。而毛利率提升主要是因为公司即将推盘的房地产项目主要为高端楼盘，而项目的拿地成本相对较低。

表 5：嘉年华国际盈利预测关键假设（单位：百万 HKD）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1934.0	2193.3	2422.0	2557.5	3093.9
YoY	68.6%	13.4%	10.4%	5.6%	21.0%
物业发展及投资	1233.8	1749.7	2174.6	2334.8	2860.1
YoY	90.3%	41.8%	24.3%	7.4%	22.5%
贸易及投资	198.0	309.3	247.4	222.7	233.8
YoY	-20.9%	56.2%	-20.0%	-10.0%	5.0%
餐饮	502.2	134.3			
YoY	102.3%	-73.2%			
净利润	123.7	394.7	-220.6	83.3	292.8
YoY	2.7%	219.0%	N.A.	N.A.	251.6%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司 2018 年中期的每股净资产为 0.45 港币。考虑到公司的青岛海上嘉年华项目将受益于家庭短途旅游消费的快速增长，同时公司的地产项目即将进入资金回笼期，首次覆盖公司。由于公司地产项目销售进度及销售均价存在较大不确定性，难以给予合理估值，出于审慎性原则，暂未评级。

表 6：内房股估值表（截至 2018/12/12）

代码	简称	股价（港元）	市值（亿元）	PB（MRQ）	市盈率 PB		
					18PB	19PB	20PB
3883.HK	中国奥园	5.0	119	1.1	0.92	0.73	0.60
1638.HK	佳兆业集团	2.5	135	0.6	0.36	0.33	0.30
1813.HK	合景泰富集团	7.0	196	0.7	0.61	0.55	0.49
1233.HK	时代中国控股	7.3	119	0.7	0.64	0.53	0.44

0123.HK	越秀地产	1.5	159	0.5	-	-	-
1238.HK	宝龙地产	3.2	112	0.4	0.39	0.35	0.30

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心; 说明: 2018-2020年PB为wind预测, PB(MRQ)为股价除以最近一期净资产

## 5. 风险提示

### 5.1 国内消费增速进一步放缓的风险

目前,我国消费仍处于增速放缓阶段。而旅游、酒店及度假休闲作为可选消费,受居民可支配收入的增速以及对宏观环境的预期影响比较大。如果消费复苏低于预期,公司的多项业务均有可能受到不利影响。

### 5.2 旅游行业竞争加剧的风险

随着国家多项支持旅游发展的政策出台,公司面临的竞争压力也逐渐增大。目前,我国旅游市场中现存竞争者不断壮大,并且仍有许多潜在竞争者希望开展旅游、酒店及度假村业务。市场竞争加剧将对公司的业务产生不利影响。公司的青岛海上嘉年华项目尚处于经营爬坡期,也会增加公司业绩的不确定性。

### 5.3 房地产行业政策的风险

我国的房地产行业随着政策的变化具有明显的周期性。根据公司的推盘计划,2018-20年公司将有多项房地产项目开始陆续销售。如果期间政府对房地产行业的宏观调控加码,可能会对公司房地产项目的销售进度以及销售价格产生不利影响。而房地产项目是公司未来几年主要的业绩来源,因此房地产行业的政策变化对公司业绩的影响较大。

### 5.4 债券到期的风险

截至18年中报,公司有48.4亿港币的债务将在一年内到期。其中,2.85亿美元可换股债券将于19年1月16日到期,换股期已于18年7月9日结束。另外1.8亿美元优先债券将于19年3月22日到期,虽然公司已经发布公告征求延期优先债券到期日至2021年3月22日,但是该修订建议仍需要取得75%以上未偿还本金的债券持有人投票同意。

### 5.5 为了回笼资金,降价幅度可能超预期

截至18年中报,公司有48.4亿的债务将在一年内到期。而截至18年中报,公司现金为4.4亿港币,持有的港股上市公司股票市值为18.1亿港币。按照公司的推盘计划,我们预计18年全年公司将录的亏损。因此,在房地产行业增速放缓的背景下,为了产生足够的经营现金流偿还债务,公司可能会通过降价加速房地产项目的销售。

资产负债表			单位: 百万元港元			现金流量表			单位: 百万元港元		
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>12,262</b>	<b>14,989</b>	<b>14,355</b>	<b>11,899</b>	<b>8,808</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1437)</b>	<b>159</b>	<b>(442)</b>	<b>113</b>	<b>572</b>
货币资金	447	322	443	422	473	税前利润	50	746	(276)	139	586
应收及预付账款	3,798	4,670	4,361	3,276	1,844	折旧与摊销	97	65	79	80	79
存货	5,027	5,981	5,452	4,096	2,306	净利息费用	(14)	12	29	24	18
其他流动资产	2,990	4,017	4,100	4,106	4,186	运营资本变动	(1703)	(553)	(553)	(303)	(53)
<b>非流动资产</b>	<b>12,885</b>	<b>14,529</b>	<b>14,751</b>	<b>14,721</b>	<b>14,692</b>	税金	(1)	(220)	0	(42)	(176)
固定资产	6,339	7,708	7,929	7,900	7,871	其他经营现金流	134	110	279	215	118
无形资产	1,097	17	17	17	17	<b>投资活动现金流</b>	<b>(870)</b>	<b>(1675)</b>	<b>(571)</b>	<b>(771)</b>	<b>(656)</b>
其他长期资产	5,449	6,805	6,805	6,805	6,805	资本支出	(1305)	(202)	(282)	(382)	(402)
<b>资产总计</b>	<b>25,147</b>	<b>29,518</b>	<b>29,106</b>	<b>26,621</b>	<b>23,500</b>	投资变动	(90)	(1308)	(1318)	(1328)	(1338)
<b>流动负债</b>	<b>6,913</b>	<b>12,377</b>	<b>11,316</b>	<b>9,499</b>	<b>7,766</b>	其他	526	(165)	1029	939	1084
短期借款	3,036	8,452	7,150	5,233	3,457	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2052</b>	<b>1406</b>	<b>1133</b>	<b>637</b>	<b>135</b>
应付及预收	1,686	1,461	1,702	1,679	1,592	净增权益	1666	2997	184	271	853
其他流动负债	2,191	2,464	2,464	2,587	2,717	净增债务	461	1374	(597)	(2756)	(3973)
<b>非流动负债</b>	<b>9,482</b>	<b>5,392</b>	<b>5,856</b>	<b>4,917</b>	<b>2,677</b>	支付股息	0	0	0	0	0
长期借款	7,938	3,852	4,316	3,377	1,137	其他	(75)	(2965)	1546	3122	3255
其他非流动负债	1,544	1,540	1,540	1,540	1,540	<b>现金变动</b>	<b>(254)</b>	<b>(109)</b>	<b>120</b>	<b>(21)</b>	<b>51</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,395</b>	<b>17,769</b>	<b>17,172</b>	<b>14,416</b>	<b>10,442</b>						
股本	3,376	4,294	4,771	4,771	4,771						
储备	3,675	5,488	5,221	5,438	6,117						
母公司股东权益	7,051	9,782	9,992	10,209	10,888						
少数股东权益	1,701	1,967	1,942	1,996	2,170						
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,147</b>	<b>29,518</b>	<b>29,106</b>	<b>26,621</b>	<b>23,500</b>						

利润表			单位: 百万元港元		
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>销售收入</b>	<b>1934</b>	<b>2193</b>	<b>2422</b>	<b>2557</b>	<b>3094</b>
销售成本	(1366)	(1170)	(2380)	(1960)	(1965)
经营费用	(978)	(867)	(339)	(435)	(526)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>(304)</b>	<b>241</b>	<b>(218)</b>	<b>242</b>	<b>682</b>
折旧及摊销	(97)	(65)	(79)	(80)	(79)
<b>经营利润</b>	<b>(400)</b>	<b>177</b>	<b>(297)</b>	<b>163</b>	<b>603</b>
净利息收入	14	(12)	(29)	(24)	(18)
其他收益	437	581	50	0	0
<b>税前利润</b>	<b>50</b>	<b>746</b>	<b>(276)</b>	<b>139</b>	<b>586</b>
所得税	(1)	(220)	0	(42)	(176)
<b>净利润</b>	<b>50</b>	<b>525</b>	<b>(276)</b>	<b>97</b>	<b>410</b>
少数股东损益	74	(131)	55	(14)	(117)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>124</b>	<b>395</b>	<b>(221)</b>	<b>83</b>	<b>293</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(304)</b>	<b>241</b>	<b>(218)</b>	<b>242</b>	<b>682</b>
EPS (港元)	0.01	0.02	(0.01)	0.00	0.02
DPS (港元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入增长(%)	68.6	13.4	10.4	5.6	21.0

## 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：博彩休闲行业首席分析师，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。
- 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）。
- 邓崇静：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。

## 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。