|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 研究部  广发证券 (香港) 经纪有限公司  香港德辅道中189号  李宝椿大厦29-30楼  分析师：熊航  SFC NO: BNP419  [xionghang@gfgroup.com.hk](mailto:xionghang@gfgroup.com.hk)  020-66336290   |  |  | | --- | --- | | **公司评级** |  | | 当前价格 | $ 68.76 | | 合理价值 | $137.22 | | 报告日期 | 2020.10.7 |  |  | | --- | | **公司股价相对恒指表现** | |  | | *资料来源: S&P，广发证券 (香港)财富研究* |  |  | | --- | | **相关研究** | | 【2020年新加坡REITS投资策略】--202001 |   本文件仅供在香港分发。 |  | **核心观点**  **集团为美国零售类地产龙头**  于上世纪60年代成立并于1993年上市，西蒙地产集团(Simon Property Group, Inc.，以下简称为集团)逐渐发展为全美最大的商场类REITS，总部位于美国印第安纳波利斯，为西蒙家族所创立。截至2019年底，集团在全美拥有、发展或管理204处物业，包括106个Mall、69个Premium Outlets、14个Mills、4个社区零售中心和其他11个零售物业，总面积为2.41亿平方英尺。此外集团在亚洲、欧洲和加拿大还拥有29个高档奥特莱斯和设计师专卖店。集团还拥有巴黎房地产公司Klepierre 22％的股份，该公司在欧洲15个国家拥有购物中心。 同时集团是S＆P 500指数的成分股。  **集团拥有良好且经过危机考验的过往业绩表现**  自1993年上市以来，集团展现出了良好的业绩表现。营收从1993年的4.4亿美元增至2019年的52.4亿美元，CAGR达24.4%。FFO增长情况同样优秀，1994年FFO仅为1.0亿美元，2019年增长至42.7亿美元，CAGR达15.6%。  值得注意的是，集团成功克服了1993年以来的两次严重经济危机。虽然过往历史不代表未来集团一定会继续化解危机，但至少为投资者提供了集团抗风险能力较强的有力证据。  **集团大概率将度过本次由于疫情导致的经济和行业危机**  新冠疫情在美国的爆发使得线下零售业步入寒冬，同时零售类地产也陷入困境。我们认为行业洗牌在所难免，但相信集团大概率能够度过这次难关。集团的财务状况仍然健康。上市以来EBITDA利息覆盖倍数总体呈上升态势，2019年达到5.7x的历史高峰，今年上半年有所下降，但维持在4.7x的较高水平，偿债能力有保障。流动性方面，集团债务到期期限较为平滑，2020-2021年到期债务分别为22.4亿美元和26.5亿美元，而截至今年6月30日，集团拥有49亿美元信用资源可以动用，足以覆盖今明两年内的债务偿付需求。  **目前股价估值极具吸引力**  集团目前股价经过大幅下跌后估值创出2007年以来新低。P/FFO(LTM)在二季度跌至6.27，低于2008年金融危机时创下的水平；目前股息率7.6%，也高于2008年金融危机时的6.8%。我们认为目前的股价充分反映了未来的不确定性，安全边际较高。  估值方面，我们使用对于REITS较为主流的DDM模型。基于5.4%的cap rate（2017-2019市场隐含cap rate的平均值）和1%的永续增长率，我们得出合理股价为$137.22，给予买入评级。   |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **财务数据**   |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | [Table\_Finance] | | | | | | | **财年截止日期为12月31日** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020E** | **2020E** | | 营业收入（千美元） | 5,527,336 | 5,645,288 | 5,755,189 | 3,948,937 | 5,173,466 | | FFO（千美元） | 2,868,442 | 2,939,204 | 3,091,558 | 1,172,582 | 2,675,024 | | 每股FFO（美元） | 9.22 | 9.51 | 10.07 | 3.83 | 8.74 | | 摊薄股本回报率（%） | 53% | 75% | 84% | 83% | NA | | 市盈率(P/FFO) | 18.63 | 17.66 | 14.79 | 17.94 | 7.86 | | | *资料来源: S&P, 广发证券 (香港)* | |

**公司介绍**

于上世纪60年代成立并于1993年上市，西蒙地产集团(Simon Property Group, Inc.)逐渐发展为全美最大的商场类REITS，总部位于美国印第安纳波利斯，为西蒙家族所创立。截至2019年底，集团在全美拥有、发展或管理204处物业，包括106个Mall、69个Premium Outlets、14个Mills、4个社区零售中心和其他11个零售物业，总面积为2.41亿平方英尺。此外集团在亚洲、欧洲和加拿大还拥有29个高档奥特莱斯和设计师专卖店。集团还拥有巴黎房地产公司Klepierre 22％的股份，该公司在欧洲15个国家拥有购物中心。 同时集团是S＆P 500指数的成分股。

集团目前主要有三条业务线：Mall、Premium Outlets和Mill。Mall面积在几十万平方英尺到几百万平方英尺不等，主打时尚产品市场，一般以一家大型百货作为锚定店引流。Premium Outlets面积平均约为五十万平方英尺，一般为开放式商业街，基本业态为高档箱包、香水等奢侈品店。Mill系列为大型商超，面积大多在一百万平方英尺以上，覆盖服饰、餐饮、影院等综合业态。

|  |
| --- |
| 图 1：集团物业地理分布 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 2：集团Mall系列图例 |
|  |
| 数据来源：谷歌，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 3：集团Premium Outlets系列图例 |
|  |
| 数据来源：谷歌，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 4：集团Mill系列图例 |
|  |
| 数据来源：谷歌，广发证券（香港） |

**投资要点**

**购物中心将消亡的市场观点难以成立**

随着美国电商渗透率的上升，加上疫情的影响，多个大型百货商如Sears、JCPenney等倒闭，美国零售业景气度重挫。有不少市场观点判断，未来购物中心将不复存在。我们并不认同该种观点。相反，由于以下几个原因，我们认为对于购物中心的需求仍在长期存在。

首先，有的商品和服务无法被线上替代。这包含高价值或需要实物体验才能做出购买的商品，如奢侈品。服务方面，餐饮、健康、娱乐等需求只能在线下进行。其次，购物中心的核心是依靠位置和物业质量通过给顾客带来体验和便利，从而为商户带来流量。而优质的购物中心以便利的通达性和良好的设计可以给顾客带来更佳且无法被线上替代的消费体验，从而带来更加稳定的流量。我们难以想象未来消费者将完全在屏幕前完成所有的消费选择，因为线下体验是消费中不可或缺的环节。

最后，线上线下融合方兴未艾。由于为了解决物流最后一英里的难题，以及线上红利的逐渐消失，而购物中心拥有成熟的交通、基础设施以及临近人口密集区的特性，因此成为了电商与传统购物中心合作的聚焦点。 近期电商巨头亚马逊开始与传统线下购物中心运营商合作商谈，前者有意将后者的部分零售空间转换为电商的物流和配送中心。这说明，传统购物中心未来更有可能不是被电商所颠覆，而是被整合从而继续发挥作用。

**美国家庭收入增长较为稳健**

2009年金融危机结束后，美国国民生产总值保持持续增长，且增长率有所上升。随着经济的复苏，美国平均家庭收入也在2011年起连续实现正增长，且增长率呈上升趋势。稳健的家庭收入是支持消费增长的引擎。

|  |
| --- |
| 图 5：1998-2018美国国民生产总值(十亿美元) |
|  |
| 数据来源：census.gov，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 6：1998-2018美国零售业销售总额(百万美元)及增速 |
|  |
| 数据来源：census.gov，广发证券（香港） |

**集团拥有良好且经过危机考验的过往业绩表现**

自1993年上市以来，集团展现出了良好的业绩表现。营收从1993年的4.4亿美元增至2019年的52.4亿美元，CAGR达24.4%。FFO增长情况同样优秀，1994年FFO仅为1.0亿美元，2019年增长至42.7亿美元，CAGR达15.6%。

值得注意的是，集团在经济危机时的表现。1993年以来美国共发生过两次重大的经济危机（不含目前的疫情导致的危机）。第一次是2001年至2004年科技行业泡沫破裂导致的经济衰退，失业率的上升带来对商业地产的重大挑战，然而集团期间业绩没有出现下降，FFO反而从7.9亿美元增长至11.8亿美元。第二次是2008年开始的金融海啸，其中2008年至2011年经济最为困难。然而，集团保持了相当的韧性，FFO仅从2008年的18.6亿美元小幅降至2010年的17.7亿美元，跌幅为5%，在2011年便激增至24.4亿美元，刷新历史新高。虽然过往历史不代表未来集团一定会继续化解危机，但至少为投资者提供了集团抗风险能力较强的有力证据。

|  |
| --- |
| 图 7：集团上市以来营收增长情况（千美元） |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 8：集团上市以来FFO增长情况（千美元） |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

集团良好的业绩增长来源于对于内生和外延式增长的把握，以及较为谨慎的风控策略。内生增长依靠对于现有物业的不断改进和商户组合的持续优化，使得单位面积租金在大多时期保持健康的增长。2004-2019年，集团同店增长率平均达3.5%。外延增长方面，在维持健康的财务状况的同时（2015年以来EBITDA利息覆盖倍数一直高于4），集团善于利用并购策略完成规模增长，成为最成功的行业整合者。

|  |
| --- |
| 图 9：集团上市以来同店增长情况（%） |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

|  |  |
| --- | --- |
| **表 10：集团上市以来重要收并购（%）** | |
| **时间** | **并购对象** |
| 1996年 | DeBartolo Realty Corp. |
| 1998年 | Retail Property Trust |
| 2004年 | Chelsea Premium Outlets |
| 2007年 | Mills Corporation |
| 2010年 | Prime Retail's Prime Outlets |
| 2020年 | Taubman Centers （中止） |
| 数据来源： Wikipedia，广发证券（香港） | |

集团出色的物业质量和管理能力可以通过同业比较佐证。我们选取美国mall类的可比标的TCO、WPG和PEI作为参照。2011-2019年，集团同店增长在大多数年份领先同行，年平均增长率达3.6%，而TCO、WPG和PEI分别仅为3.0%、-0.9%和0.9%。出租率方面，集团同期平均出租率达95.7%，高于其余三家均值1.8 pct。出色的内功是集团成功进行行业整合的基础。

|  |
| --- |
| 图 11：同店增长情况同业比较 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 12：出租率情况同业比较 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

出色的业绩最终也带来了良好的长期投资回报。集团每股分红从2010年的2.6美元增长至2019年的8.3美元，CAGR达12.3%。投资者若以2010年初的股价70美元买入并一直持有，那么2019年一年的派息便提供了相当于11.9%的股息回报率。此外2010-2019年集团派息率平均为58.3%，没有出现透支型的分红，在派息的充足性和可持续性上保持了平衡。

|  |
| --- |
| 图 13：集团每股分红增长情况（美元） |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 14：集团历年派息率情况 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

**集团大概率将度过本次由于疫情导致的经济和行业危机**

新冠疫情在美国的爆发使得线下零售业步入寒冬，同时零售类地产也陷入困境。我们认为行业洗牌在所难免，但相信集团大概率能够度过这次难关--集团的财务状况仍然健康。上市以来EBITDA利息覆盖倍数总体呈上升态势，2019年达到5.7x的历史高峰，今年上半年有所下降，但维持在4.7x的较高水平，偿债能力有保障。流动性方面，集团债务到期期限较为平滑，2020-2021年到期债务分别为22.4亿美元和26.5亿美元，而截至今年6月30日，集团拥有49亿美元信用资源可以动用，足以覆盖今明两年内的债务偿付需求。

|  |
| --- |
| 图 15：集团上市以来EBITDA利息覆盖倍数情况 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

**目前股价估值极具吸引力**

集团目前股价经过大幅下跌后估值创出2007年以来新低。P/FFO(LTM)在二季度跌至6.27，低于2008年金融危机时创下的水平；目前股息率达7.6%，也高于2008年金融危机时的6.8%。我们认为目前的股价充分反映了未来的不确定性，安全边际较高。

|  |
| --- |
| 图 16：集团过去P/FFO倍数变动情况 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

|  |
| --- |
| 图 17：集团过去股息率变动情况 |
|  |
| 数据来源：S&P，广发证券（香港） |

**盈利预测与估值**

展望未来，我们预计2020年会是集团最为困难的一年，而2021年将迎来回暖。我们预计集团营收将在2020年和2021年分别增长-31.4%和31.0%。具体而言，基于疫情的逐渐缓解（尽管曲折反复），我们认为20q2会是业绩最低点（管理层业绩会透露二季度共损失了10,500个营业日），而20q3和20q4将会逐季改善。而在2021年集团将另外借助并购加速恢复增长。

估值方面，我们使用对于REITS较为主流的DDM模型。基于5.4%的cap rate（2017-2019市场隐含cap rate的平均值）和1%的永续增长率，我们得出合理股价为$137.22，给予买入评级。

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **表 18：DDM估值假设及结果** | | | | | | |
|  | **2017** | **2018** | **2019** | **2020F** | **2021F** | **2022F** |
| **Dividend per share($)** | 7.15 | 7.9 | 8.3 | 6.54 | 7.52 | 8.17 |
| **Market Derived Capitalization Rate** | 5.10% | 5.33% | 5.81% |  |  |  |
| **terminal growth** | 1% | | | | | |
| **Valuation** |  |  |  | 137.22 |  |  |

数据来源：广发证券发展研究中心

**风险提示**

随着消费者越来越倾向于选择方便快捷的网上购物模式，电商给实体零售业持续带来压力。若除去汽车，汽油，杂货和建材等在传统商场难以买到的零售产品后，电商销售额占零售销售额的比例将达到20％以上。这也直接导致了美国从2010年起，大量实体零售店开始大量关闭门店的“传统零售末日”。

新冠疫情控制如果失控将会对美国实体零售业造成重大影响。

与TCO的诉讼纠纷存在不确定性，可能会给集团带来损失。

**附录-财务报表及盈利预测**

利润表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| $ Thousands | Actual | Actual | Actual | **Forecast** | **Forecast** |
| Revenue | **5,527,336** | **5,645,288** | **5,755,189** | **3,948,937** | **5,173,466** |
| Lease income | 5,109,099 | 5,158,420 | 5,243,771 | 3,670,640 | 4,771,832 |
| Management fee &etc | 121,259 | 116,286 | 112,942 | 79,059 | 102,777 |
| Other income | 296,978 | 370,582 | 398,476 | 199,238 | 298,857 |
|  |  |  |  |  |  |
| COGS | **980,080** | **1,007,964** | **1,021,644** | **797,340** | **918,378** |
| Property operating | 443,177 | 450,636 | 453,145 | 310,927 | 407,342 |
| Real estate tax | 440,003 | 457,740 | 468,004 | 417,459 | 420,699 |
| Repairs and maintenance | 96,900 | 99,588 | 100,495 | 68,955 | 90,337 |
| Gross profit | **4,547,256** | **4,637,324** | **4,733,545** | **3,151,597** | **4,255,088** |
|  |  |  |  |  |  |
| Operating expense | **1,744,916** | **1,711,025** | **1,825,714** | **1,609,670** | **1,641,174** |
| Selling General & Admin Exp. | 337,987 | 334,461 | 375,313 | 315,915 | 337,377 |
| Depreciation & Amort. | 1,275,452 | 1,282,454 | 1,340,503 | 1,195,726 | 1,205,008 |
| Other | 131,477 | 94,110 | 109,898 | 98,029 | 98,790 |
| Operating income | **2,802,340** | **2,926,299** | **2,907,831** | **1,541,927** | **2,613,913** |
|  |  |  |  |  |  |
| Other income/(expense), net | (534,094) | (67,058) | (454,589) | (954,589) | (500,000) |
|  |  |  |  |  |  |
| Pre-tax income | 2,268,246 | 2,859,241 | 2,453,242 | 587,338 | 2,113,913 |
| Tax expense | 23,343 | 36,898 | 30,054 | 7,195 | 25,897 |
|  |  |  |  |  |  |
| Minority interest+Prefered share dividend | (300,278) | (385,622) | (324,941) | 200,000 | 320,000 |
|  |  |  |  |  |  |
| Net income attr. To owner | **1,944,625** | **2,436,721** | **2,098,247** | **780,143** | **2,408,016** |

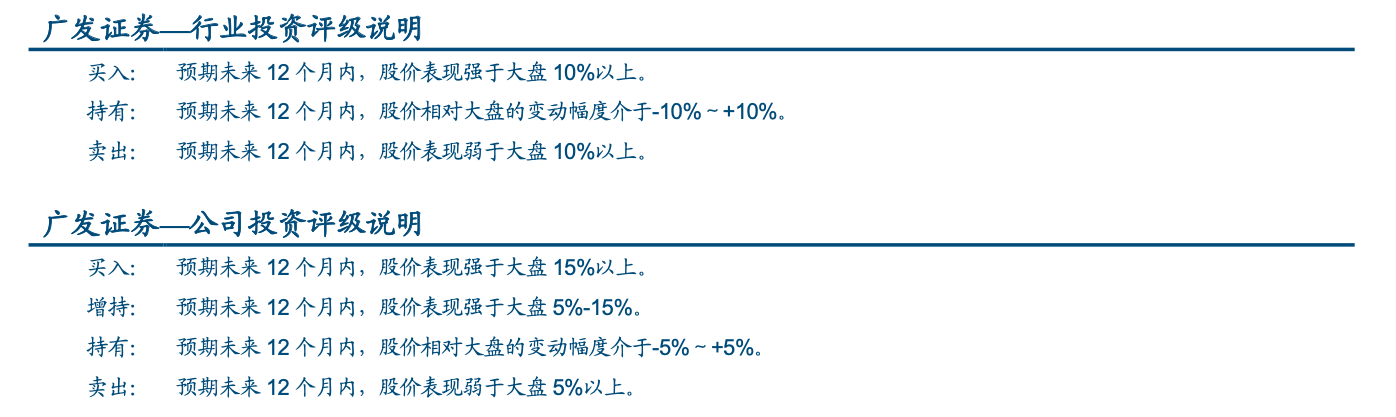
资产负债表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| $ Thousands | Actual | Actual | Actual | **Forecast** | **Forecast** |
| Cash, equivalents, & securities | 1,482,309 | 514,335 | 669,373 | 4,244,294 | 1,464,444 |
| Accounts receivable | 742,672 | 763,815 | 832,151 | 1,570,982 | 1,058,130 |
| Inventory | - | - | - | - | - |
| Other current assets | - | - | - | - | - |
| Total current assets | **2,224,981** | **1,278,150** | **1,501,524** | **5,815,277** | **2,522,574** |
| PP&E, net | 24,457,515 | 24,208,131 | 23,898,719 | 23,300,179 | 22,876,074 |
| Other assets | 1,373,983 | 1,210,040 | 1,728,685 | 1,186,141 | 1,553,953 |
| Investment in equity interests | 4,201,159 | 3,989,902 | 4,102,702 | 4,202,702 | 4,302,702 |
| Total assets | **32,257,638** | **30,686,223** | **31,231,630** | **34,504,299** | **31,255,303** |
| Accounts payable | 1,175,090 | 1,250,161 | 1,345,905 | 1,186,639 | 1,209,864 |
| Debt due within 1 year | - | - | 2,889,498 | 2,547,572 | 2,597,433 |
| Other current liabilities | 1,490,578 | 1,619,411 | 1,661,537 | 1,464,921 | 1,493,592 |
| Total current liabilities | **2,665,668** | **2,869,572** | **5,896,940** | **5,199,132** | **5,300,889** |
| Long-term debt | 24,632,463 | 23,305,535 | 21,790,541 | 28,000,000 | 25,000,000 |
| Other liabilities | 530,263 | 483,997 | 413,838 | (128,706) | 239,106 |
| Total liabilities | **27,828,394** | **26,659,104** | **28,101,319** | **33,070,426** | **30,539,995** |
|  |  |  |  |  |  |
| Common stock & add'tl PIC | 9,614,780 | 9,700,450 | 9,756,105 | 9,749,434 | 9,742,763 |
| Treasury shares | (1,079,063) | (1,427,431) | (1,773,571) | (1,973,571) | (2,348,571) |
| Retained earnings | (4,782,173) | (4,893,069) | (5,379,952) | (6,599,809) | (6,491,793) |
| Prefered shares & minority | 786,153 | 773,186 | 646,333 | 576,423 | 506,513 |
| Accum. other comp. (loss) income | (110,453) | (126,017) | (118,604) | (318,604) | (693,604) |
| Total shareholders’ equity | **4,429,244** | **4,027,119** | **3,130,311** | **1,433,873** | **715,308** |
| Total liabilities and shareholders’ equity | **32,257,638** | **30,686,223** | **31,231,630** | **34,504,299** | **31,255,303** |

现金流表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
| $ Thousands | Actual | Actual | Actual | **Forecast** | **Forecast** |
| Net income | 2,244,903 | 2,822,343 | 2,423,188 | 780,143 | 2,408,016 |
| D&A | 1,357,351 | 1,349,776 | 1,394,172 | 1,190,881 | 1,200,125 |
| Accounts receivable | (26,170) | (17,518) | (157) | (738,831) | 512,853 |
| Inventory | - | - | - | - | - |
| Other current assets | (132,945) | (75,438) | (49,338) | - | - |
| Accounts payable | 99,931 | 84,307 | 13,100 | (159,266) | 23,225 |
| Gain/Loss on Equity Investment | (26,169) | (120,734) | (15,580) | (196,616) | 28,671 |
| Strait-line rent | (26,543) | (18,325) | (67,139) | - | - |
| (Gain) Loss From Sale Of Assets or Inves. | (25,188) | (273,615) | (6,671) | (6,671) | (6,671) |
| Other items or adj. | 128,618 | - | 116,256 | - | - |
| Cash from operating activities | **3,593,788** | **3,750,796** | **3,807,831** | **869,639** | **4,166,219** |
|  |  |  |  |  |  |
| Purchases of PP&E | (732,100) | (781,909) | (876,011) | (592,341) | (776,020) |
| Business acq. & equity inv. | 10,897 | 527,524 | 160,232 | (100,000) | (100,000) |
| Other items | (40,264) | 17,879 | (360,928) | - | - |
| Cash from investing activities | **(761,467)** | **(236,506)** | **(1,076,707)** | **(692,341)** | **(876,020)** |
| Borrowings (repayments) of LTD, net | 1,082,737 | (1,144,966) | 784,627 | 5,867,533 | (2,950,139) |
| Distributions to stockholders and preferred dividends | (2,231,259) | (2,449,071) | (2,558,944) | (2,000,000) | (2,300,000) |
| Net settlement to minorities and prefered |  |  |  | (69,910) | (69,910) |
| Other items(mainly repurchase and LP distri) | (761,549) | (888,227) | (801,769) | (400,000) | (750,000) |
| Cash from financing activities | **(1,910,071)** | **(4,482,264)** | **(2,576,086)** | **3,397,623** | **(6,070,049)** |
| Effect of exch. rate changes on cash | - | - | - | - | - |
| Net (decrease) increase in cash | **922,250** | **(967,974)** | **155,038** | **3,574,921** | **(2,779,850)** |

数据来源：S&P，广发证券（香港）



**免责条款**

本文件有关证券之内容由从事证券及期货条例(香港法例第571章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团–广发证券(香港)经纪有限公司(“广发证券（香港）”)分发。本文件仅供我们的客户使用。本文件所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。在香港以外的国家/地区(特别是美国本土)分发本文件是绝对禁止的。本文件并非独立，不应被依赖作为对本文件主题的公正或客观评价。利益冲突可能会发生。本文件所载之资料和意见乃根据我们认为可靠的目前已公开的信息，惟广发证券(香港)并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证，亦不就其准确性或完整性承担任何责任。本文件反映策略师于发出本文件当日的观点及见解，广发证券（香港）可发出其他与本文件所载信息不一致及/或有不同结论的材料。本文件内表达之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本文件纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，而本文件亦不应被解作为提供明示或默示的买入或沽出投资产品的要约。广发证券(香港)及其关联公司或任何其董事、雇员或代理人不对因使用本文件的内容而导致的损失承担任何责任。本文件中提到的投资产品及建议并非特别为阁下或任何投资者而设，阁下或任何投资者必须仔细考虑自己的财务状况、投资目标及风险取向与承受能力。阁下于作出投资前、必须充分理解投资产品涉及之风险并（如适用）咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其他专业顾问。过去的表现不能代表未来的业绩。本文件中所载任何价格或水平仅属参考，可能因应市况变动而有所变化。广发证券（香港）不对因使用此等市场数据而产生的损失承担任何责任。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。广发证券(香港)及其关联公司、高级职员、董事及雇员可能为本文件中提及的证券发行人提供服务或向其招揽或要约, 亦可能在本文件中提及的证券持有长仓或短仓，以及进行购买或沽售。

**版权所有：广发证券 (香港) 经纪有限公司**

**未经广发证券 (香港) 经纪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。**

香港德辅道中189号李宝椿大厦29-30楼

电话: +852 3719 1111 Fax: +852 2907 6176 网站: [http://www.gfgroup.com.hk](http://www.gfgroup.com.hk/)