光銀國際
CEB INTERNATIONAL

光银国际研究
澳门博彩行业

行业报告 — 澳门博彩行业

陈惠杰
高级分析师
Dominic.chan@cebi.com.hk
(852)2916-9631

2022 年 12 月 30 日

板块主要数据	
2023E 平均市盈率 (x)	66.2
2023E 平均市帐率(x)	2.58
2022E 平均股息率(x)	0.2

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)	
1 个月	25.2
3 个月	50.4
今年以来	29.3

资料来源：彭博

博彩业在澳门经济的重要地位。博彩税收是澳门特区政府的主要税收来源，2018 年占澳门财政收入比例达 80%。澳门博彩税收占本地生产总值比例在 20%-30%之间。此外，博彩业的发展带动了澳门的旅游、房地产、酒店饮食等相关行业发展，也为澳门提供了大量的就业机会，增加居民收入来源以及提高了居民收入，降低失业率。

疫情导致博彩业亏损。澳门赌台、博彩机数量在疫情前逐年递增，然而 2021 年首次下降至 6,198 张和 11,758 部；博彩业毛收入从疫情前 2019 年的 2,933 亿澳门元降到了 2021 年的 869 亿澳门元；2015 年至 2019 年澳门六家上市的博彩旅游业企业利润呈上涨趋势，而受疫情影响，六家博彩企业均出现亏损。

澳门未来仍陆续有新基建项目落成。2019 年澳门博彩毛收入占澳门本地生产总值的比重达到 70%左右；博彩税约占澳门政府税收的 85%-90%，博彩业从业人员约占澳门总人口的六分之一，约占澳门劳动人口的三分之一；澳门博彩业所占行业比例维持在 50%左右。然而，澳门近年已加入休闲、高端购物、商务会展等多元化元素，加上未来亦陆续有新酒店及赌场落成，有助改善单一化的产业结构并且吸引中产及家庭旅客等不同客源。

2021 年内地对澳博彩业投资额显着增加。澳门外来直接投资流量由 2020 年的-574.84 亿澳门元转变为 2021 年的正值 381.95 亿澳门元，博彩业占比达到 44.4%。2021 年澳门外来直接投资的增加主要有两大利好因素。一是疫情相关。澳门疫情缓和并放宽疫情防控政策，澳门博彩行业逐渐复苏，投资人对澳门经济发展更有信心。二是横琴粤澳深合区的建设。促进发展四大新产业，在横琴深度合作区深耕合作，吸引了不同行业的外来直接投资流入。

澳门博彩业未来将持续回暖。目前有四大因素能推动澳门博彩业可持续发展。一是随着澳门逐渐放宽防控措施，游客数量将大幅增加，能推进澳门博彩业将重上发展正轨；二是澳门博彩业结构趋向健康化及规范化。新《博彩法》加大对博彩业的监管力度，打造一个可持续发展的博彩业；三是大湾区规划进一步增加澳门非博彩元素，更好地发挥博彩元素和非博彩元素之间的联动关系。四是我国全力支持澳门加快基础设施建设。

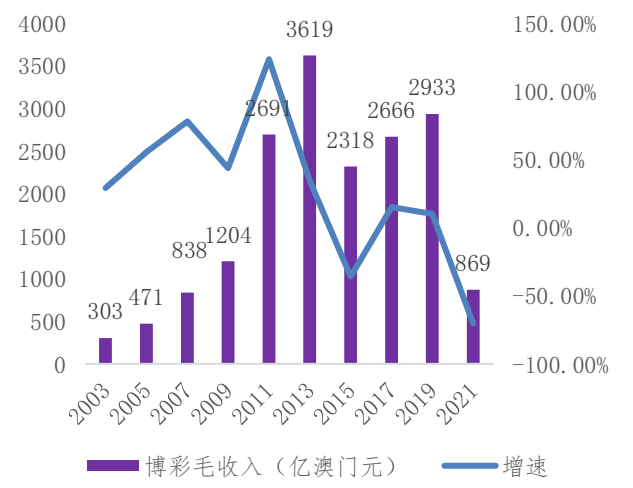
2023 年澳门博彩行业料转亏为盈。今年以来澳门博彩板块上升 29.3%。表现最好为美高梅中国，股价上升 82.1%，表现最差为新濠国际，股价下跌 11.3%。市场预估 2022 年澳门博彩行业收入倒退 76.9%，亏损金额增加 59.4%。展望 2023 年，澳门博彩行业 2023 年收入料增长 139.6%，行业可望转亏为盈。

一）博彩业在澳门经济的重要地位

澳门博彩业在澳门经济结构中占有极其重要的地位：澳葡政府于 1847 年提出澳门博彩业合法化建议，经过长达 170 余年的发展，澳门的博彩业迅速发展并逐渐趋于成熟。澳门博彩业毛收入由贵宾厅、中场及角子机业务毛收入三部分组成。VIP 贵宾厅是娱乐场或博彩区内专供贵宾客户及高端客户进行博彩活动的厅房或指定地区；中场业务是个人投资者下注的赌博大厅，下注量小但覆盖面大；而角子机是指由单一玩家操作的博彩机及电子多玩家博彩机。角子机数目的点算基准与博监局所使用者相同，即角子机数目相等于单一玩家电子博彩机的数目加上多玩家电子博彩机的可参与玩家数目。

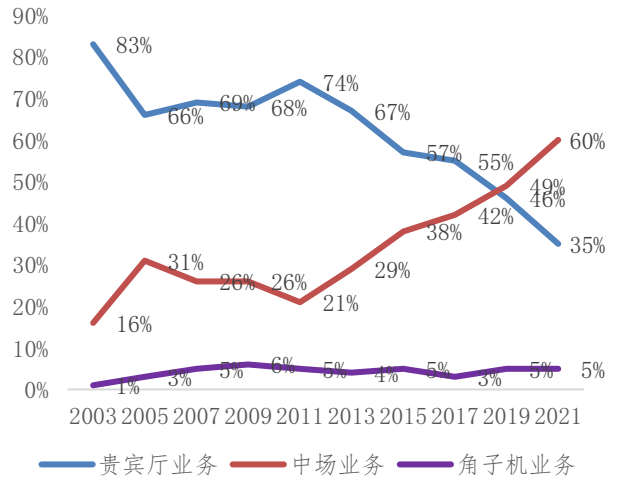
2003 年澳门博彩业主要以 VIP 业务为主，占比高达 83%，但自从 2014 年国家开始反腐，VIP 占比开始下滑至 2019 的 46%，中场业务占比不断增加，由 2002 年的 16%上升至 2019 年的 49%，而角子机近十年占比维持在 5%左右。根据近二十年数据，澳门博彩业毛收入由 2003 年的 303 亿澳门元提升至 2019 年的 2,933 亿澳门元。博彩税收是澳门特区政府的主要税收来源，澳门博彩税收由 2002 年的 77.66 亿澳门元提升至 2018 年的 1135.12 亿澳门元，占澳门财政的收入比例从 51%提升至 80%。同时，澳门博彩税收占本地生产总值比例在 20%-30%之间。此外，博彩业的发展带动了澳门的旅游、房地产、酒店饮食等相关行业发展，也为澳门提供了大量的就业机会，增加居民收入来源以及提高了居民收入，降低失业率，可见澳门博彩业在澳门经济结构中占有极其重要的地位。

图表 1：澳门博彩毛收入及增速



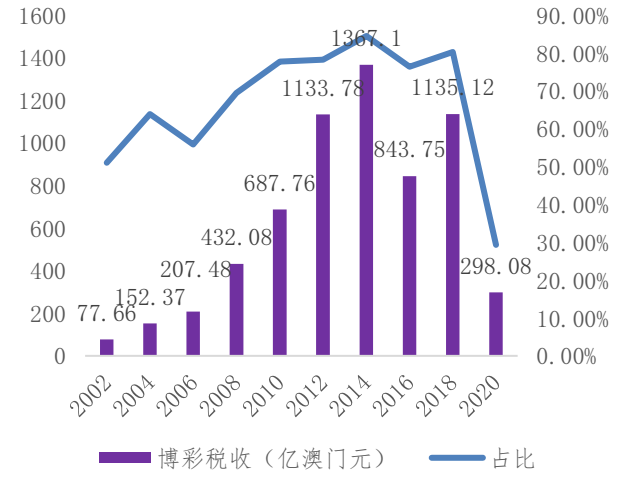
资料来源：DSEC、光银国际

图表 2：澳门博彩收入贵宾厅/中场/角子机业务占比



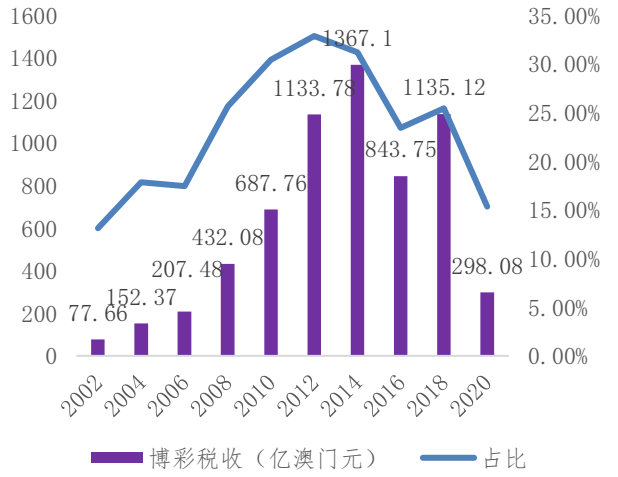
资料来源：DSEC、光银国际

图表 3：澳门博彩税收及占公共收入比例



资料来源：DSEC、光银国际

图表 4：澳门博彩税收及占本地生产总值比例



资料来源：DSEC、光银国际

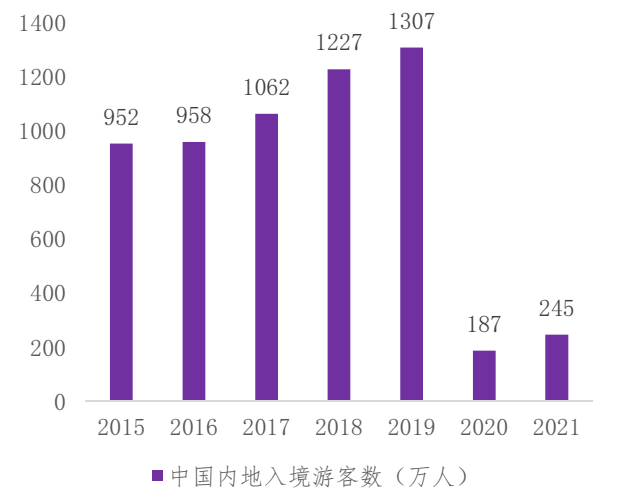
二）疫情导致博彩业亏损

疫情对澳门博彩业发展造成极大冲击：澳门博彩业作为澳门经济的支柱产业，在澳门经济结构中占有极其重要的地位。然而 2019 年底新冠肺炎疫情导致博彩业亏损。澳门统计年鉴显示，中国内地入境游客数从疫情前 2019 年的 1,307 万人次减少到 2021 年的 245 万人次；客房入住率由 2019 年的 91.4%大幅降至 2021 年的 50.4%；赌台数量在 2003 年至 2019 年逐年递增，由 424 张增长至 6,739 张，然而 2021 年出现首次下降，减少至 6,198 张；博彩机从 2003 年的 814 部增长至 2019 年的 17,009 部，而 2021 年减少至 11,758 部；博彩业毛收入也从疫情前 2019 年的 2,933 亿澳门元降到了 2021 年的 869 亿澳门元。

2015 年至 2019 年澳门六家上市的博彩旅游业企业利润呈上涨趋势，但受疫情影响，2020 年起六家企业均出现亏损。尤其是自 2022 年 6 月中旬起，本地新冠感染者突然飙升，以及经济遭遇下行压力，截至 6 月，澳门特区幸运博彩毛收入仅为 262.7 亿澳门元，首 10 个月仍为 357 亿澳门元，远低于澳门当局原来预计的全年幸运博彩业毛收入 1300 亿澳门元。博彩特别税累计金额不达预期，以及下半年防疫开支大幅增加、对工商业加大经济援助和税费减免力度，澳门特区政府提请修改《2022 年财政年度预算案》，澳门特区行政长官办公室表示：“如不及时做出填补，公共财政将会出现缺口，澳门特区政府现金流亦有可能枯竭。”同时，日本、新加坡以及菲律宾等国家入境政策更加宽松，

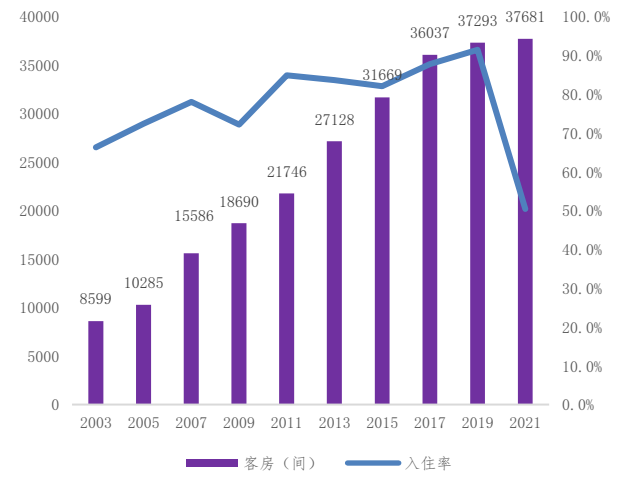
并陆续开放赌场，更多游客前往国外导致澳门赌场的客流流失，博彩业出现亏损的风险不断加大。

图表 5：中国内地入境游客数（万人）



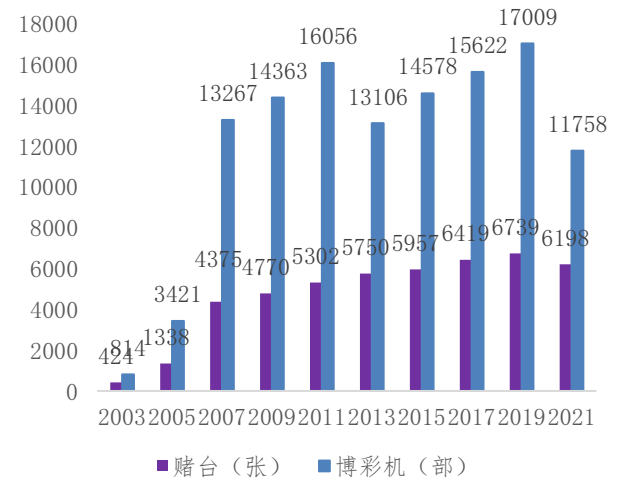
资料来源：DSEC、光银国际

图表 6：澳门客房数与入住率



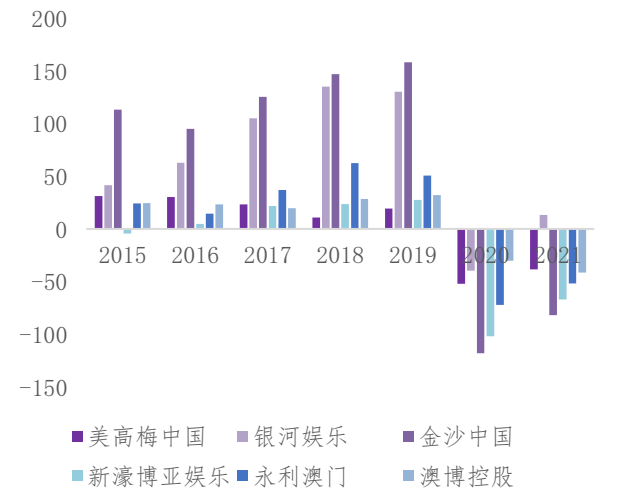
资料来源：DSEC、光银国际

图表 7：澳门赌台和博彩机数量增长情况



资料来源：DSEC、光银国际

图表 8：澳门博彩公司历年损益（亿元）



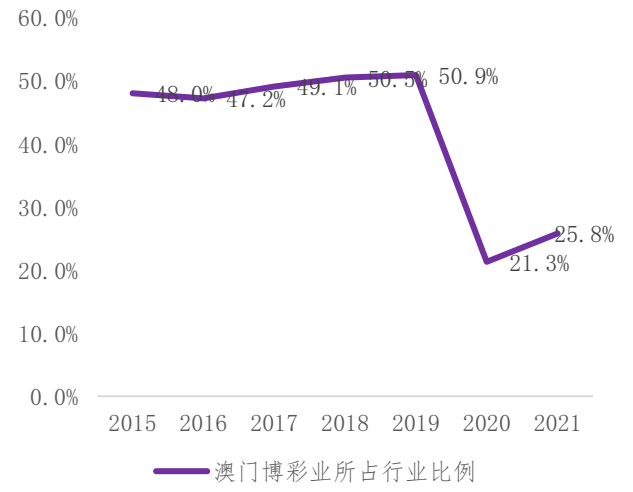
资料来源：DSEC、光银国际

三)新投资项目落成令澳门有更多样化产业结构

澳门博彩业正逐步加大非博彩元素比重，改善单一化的产业结构：根据澳门统计暨普查局，2019 年澳门博彩毛收入占澳门本地生产总值的比重达到 70%左右；博彩税约占澳门政府税收的 85%-90%；博彩业从业人员约占澳门总人口的六分之一，约占澳门劳动人口的三分之一；澳门博彩业所占行业比例维持在 50%左右。2020 年澳门整体行业增加值总额较 2019 年实质下跌 53.7%，主要是由博彩及博彩中介下跌 81.2%所致。澳门过度依赖于博彩业，制约了其它产业的发展，在一定程度上会限制澳门经济的发展。资源过度集中于博彩业，使得澳门的产业结构更加单一化。

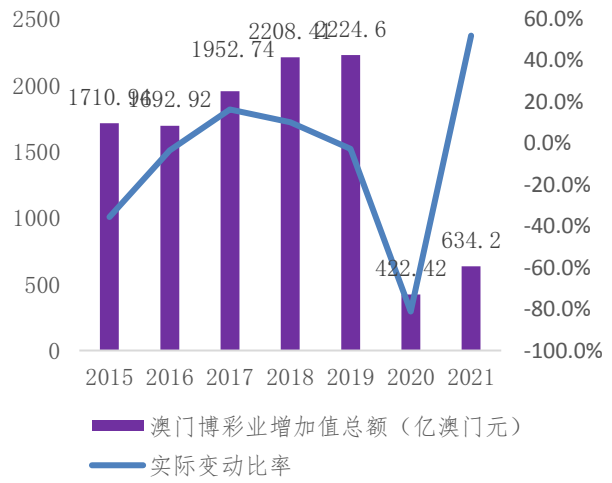
其次，收入的两极分化也是博彩业高速发展带来的负面影响，不利于澳门融入大湾区经济。澳门行政长官贺一诚发表 2021 年施政报告时表示，澳门经济过度依赖旅游博彩业的脆弱性在疫情冲击下更为突出，社会已深切感受到“一业独大”带来的巨大风险；未来澳门要促进经济适度多元发展，包括加快发展现代金融业，完善本地货币市场人民币流动性安排，支持离岸人民币业务的稳健发展。与此同时，澳门博彩业的发展正逐步转型，加入休闲、高端购物、商务会展等多元化元素，更好地发挥博彩元素和非博彩元素之间的联动关系。如今在澳门博彩企业新增的投资项目中，非博彩元素所占比重正逐渐增加，能吸引更多不同群体的旅客，改善单一化的产业结构，充分体现澳门经济适度多元发展的大方向。

图表 9：澳门博彩业所占行业比例



资料来源：DSEC、光银国际

图表 10：澳门博彩业增加值总额及实际变动率

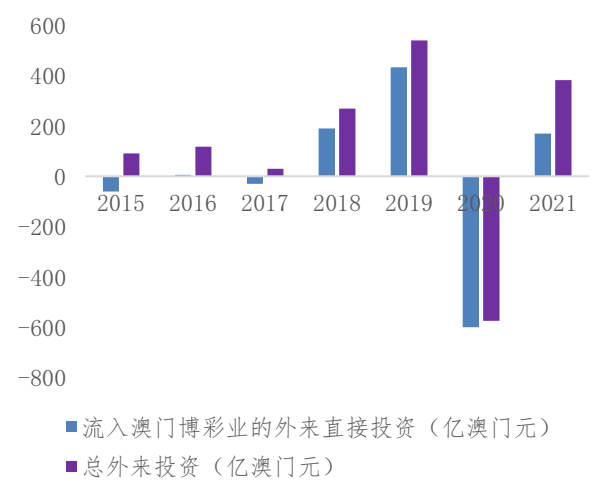


资料来源：DSEC、光银国际

四）2021 年内地对澳博彩业投资额显着增加

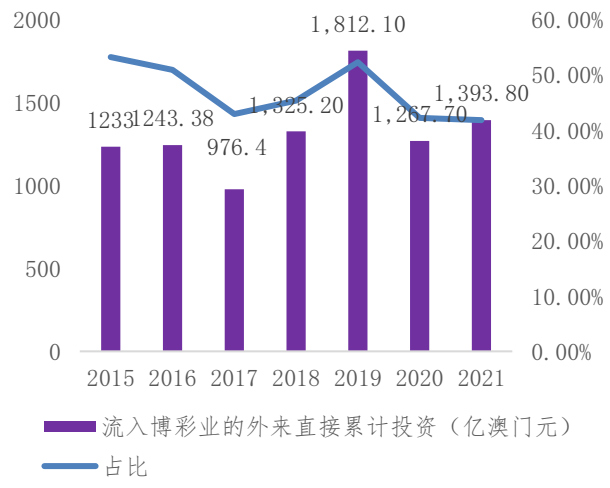
2021 年澳门外来直接投资恢复到疫情前七成水平：受疫情影响，2015 至 2020 年流入澳门博彩业的外来投资年变化较大，分别为-60.23 亿元、6.16 亿元、-30.52 亿元、190.09 亿元、433.07 亿元、-600.93 亿元。2020 年澳门特别行政区外来直接投资流量录得负数，主要是疫情对博彩市场冲击的影响。然而，根据《2021 年直接投资统计》，澳门外来直接投资流量由 2020 年的-574.84 亿元转变为 2021 年的 381.95 亿元；按行业划分，2021 全年流入博彩业、保险业、银行业、批发零售业和建筑业的外来投资分别为 169.61 亿元、95.25 亿元、53.93 亿元、47.43 亿元和 13.93 亿元，流入博彩业占比达到 44.4%。截至 2021 年底，澳门外来直接投资累计总额 3,337.6 亿元，按年增加 12.4%，流入博彩业的外来直接累计投资达到 1393.8 亿元，占比 41.8%。2021 年澳门外来直接投资的增加主要有两大利好因素。一是疫情相关。澳门疫情缓和并放宽疫情防控政策，澳门博彩行业逐渐复苏，投资人对澳门经济发展更有信心，外来直接投资由负转正。二是横琴粤澳深合区的建设。2021 年《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》强调澳门经济要适度多元发展，大力促进发展科技研发、高端制造、现代金融和中医药四大产业，澳门可以充分发挥国际水平的运营管理优势，在横琴深度合作区深耕合作，共同实现更高质量的新发展，因此也吸引了不同行业的外来直接投资流入。

图表 11：流入博彩业的外来投资与总外来投资（亿澳门元）



资料来源：Wind、光银国际

图表 12：流入博彩业的外来直接累计投资及占外来直接投资累计总额比



资料来源：Wind、光银国际

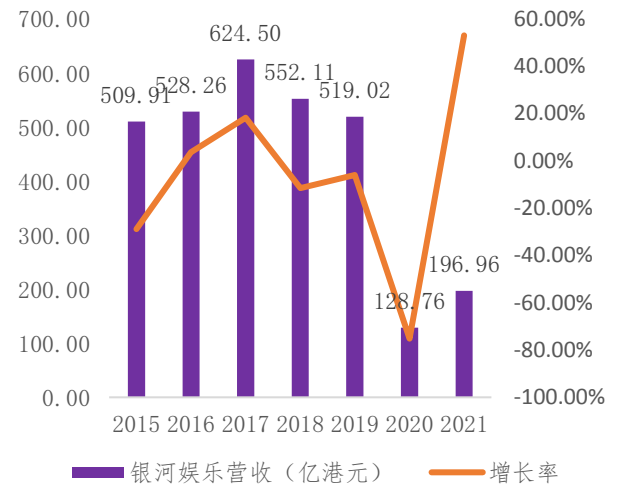
五）澳门六家博彩公司获批新一轮赌牌

2022 年 6 月 23 日，澳门特别行政区新的《娱乐场幸运博彩经营法律制度》正式生效。主要内容包括：1）经营娱乐场幸运博彩批给数量最多为六个，并禁止转批给；2）规定批给期限不得多于十年，在例外情况下可延长最多三年；3）提升承批公司资本金额至 50 亿澳门元，确保承批人具备足够财力；4）提升由澳门特区永久性居民出任的常务董事的持股比例至 15%。新《博彩法》通过后，意味着澳门博彩业未来会更加规范地发展，鼓励博彩企业拓展海外客源，叠加“琴澳一体化”的长期发展目标，从而引领澳门产业走向多元化，降低澳门对内地游客和博彩行业在经济和民生方面的过分依赖。2022 年 11 月 26 日，当前澳门经营赌场的六间博彩企业全部获发新牌，并于明年 1 月 1 日起的未来 10 年继续靠特许经营开赌，包括金沙中国(1928.HK)、银河娱乐(0027.HK)、澳博控股(0880.HK)、新濠博亚娱乐(MLCO.US)、永利澳门(1128.HK)、美高梅中国(2282.HK)。

六）六大持牌博彩企业自 2020 年营收均下降

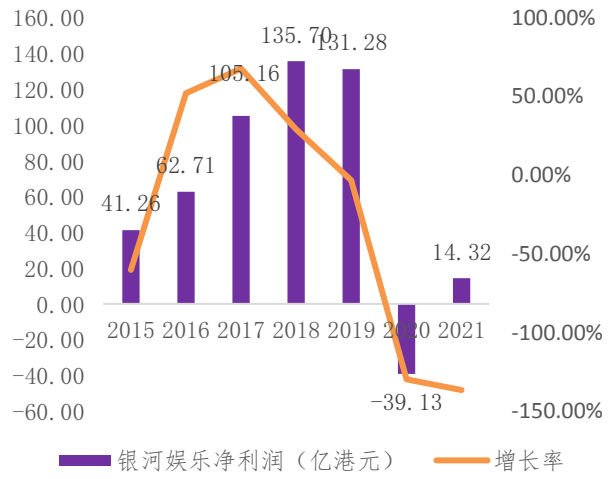
银河娱乐（00027 HK）目前在澳门经营的三个项目包括位于路凼的澳门银河第一&二期、澳门百老汇以及位于澳门半岛的澳门星际酒店。其在建项目有澳门银河第三&四期和珠海横琴项目，且澳门银河第三&四期工程是目前澳门博企最大的新物业项目之一。

图表 15：银河娱乐营收及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

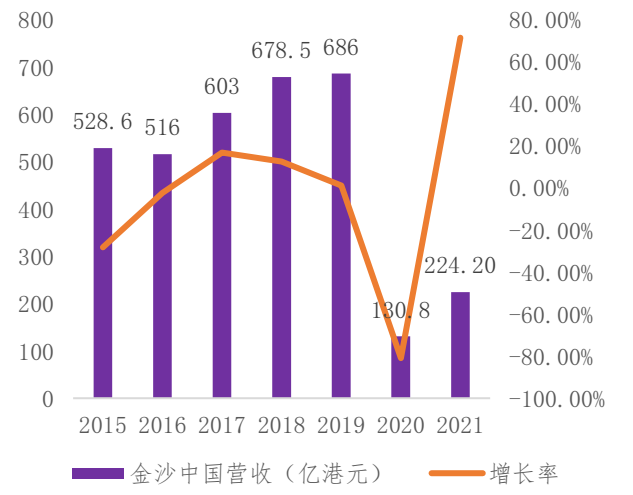
图表 16：银河娱乐净利润及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

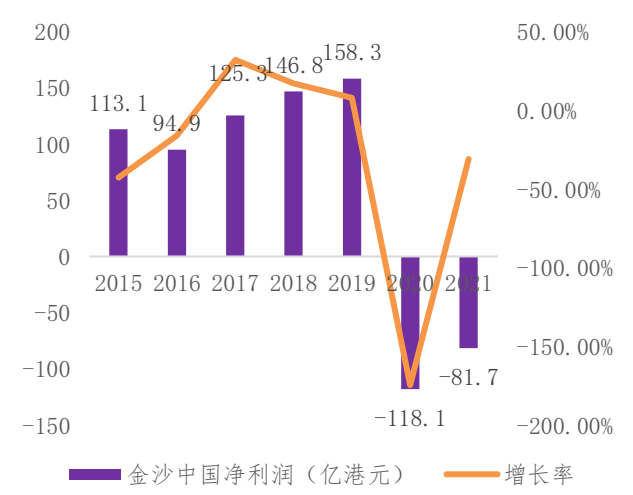
金沙中国（01928）旗下项目包括澳门金沙、澳门威尼斯人、澳门百利宫、澳门巴黎人和澳门伦敦人。公司拥有大型会展中心的金光会展、全澳最大的表演活动场地金光综艺馆、设有三个容量 1000 多座位的大剧场，经营来往香港及澳门高速客轮服务的两间主要船公司之一的「金光飞航」。公司的母公司为拉斯维加斯金沙集团股份有限公司，是一家跨国综合度假村及赌场运营商，持有金沙中国 70%的股权。

图表 17：金沙中国营收及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

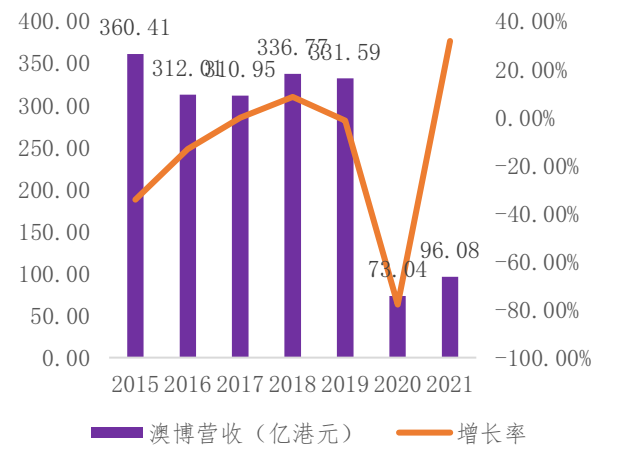
图表 18：金沙中国净利润及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

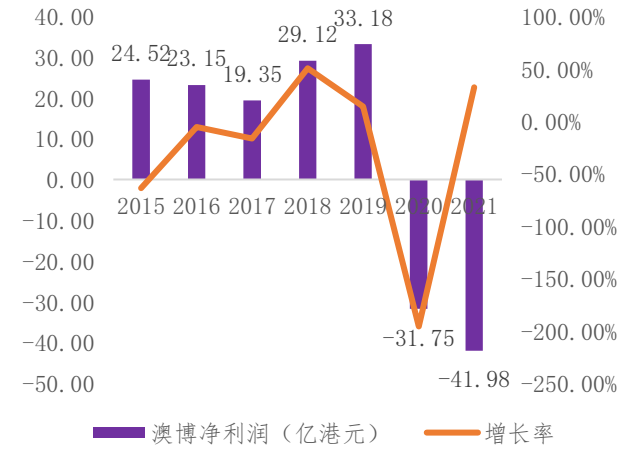
澳门博彩控股（00880）为澳门历史最悠久的博彩企业，目前经营的项目包括葡京、新葡京娱乐场、巴比伦娱乐场、皇家金堡娱乐场、钻石娱乐场及英皇宫殿娱乐场等。同时，位于路凼区的上葡京综合度假村目前已经竣工，耗资 390 亿元，并于 2021 年上半年开始营运。

图表 23：澳博营收及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

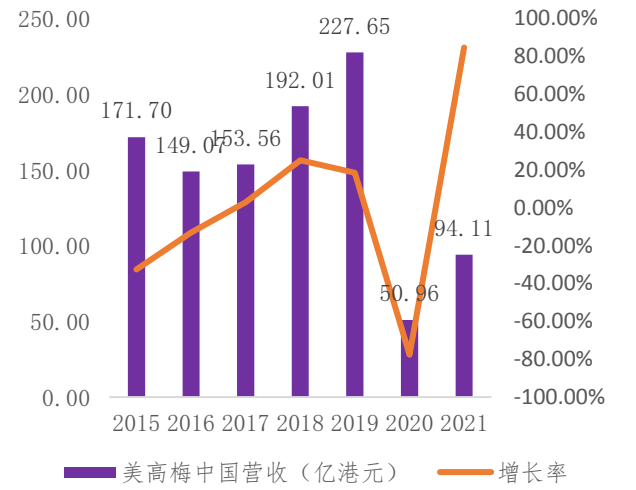
图表 24：澳博净利润及增速



资料来源：公司公告、光银国际

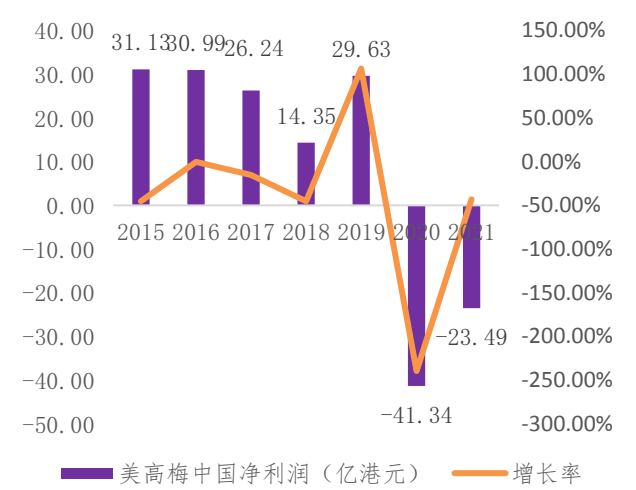
美高梅中国(02282)拥有两家娱乐场物业，一是位于澳门半岛的澳门美高梅。娱乐场楼面面积约为 28,976 平方米，拥有 1006 部角子机、427 张赌台及多个贵宾及私人博彩区。；二是位于路凼的美狮美高梅，是美高梅在中国的最新综合度假酒店。

图表 13：美高梅中国营收及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

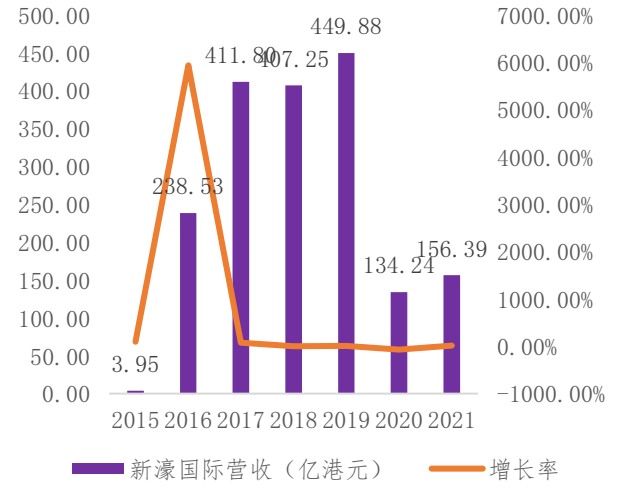
图表 14：美高梅中国净利润及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

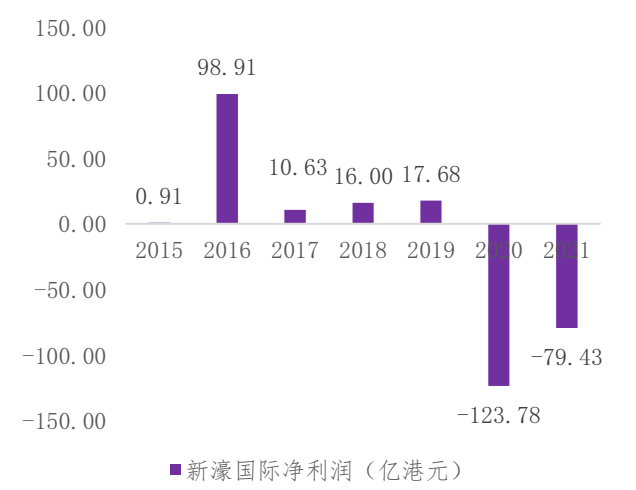
新濠国际（00200）实际控制人为何鸿燊儿子何猷龙，主要透过旗下附属公司新濠博亚娱乐经营博彩业务，新濠博亚娱乐目前经营位于澳门凼仔的综合度假村澳门新濠锋、新濠天地、摩卡娱乐场及新濠影汇等。

图表 19：新濠国际营收及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

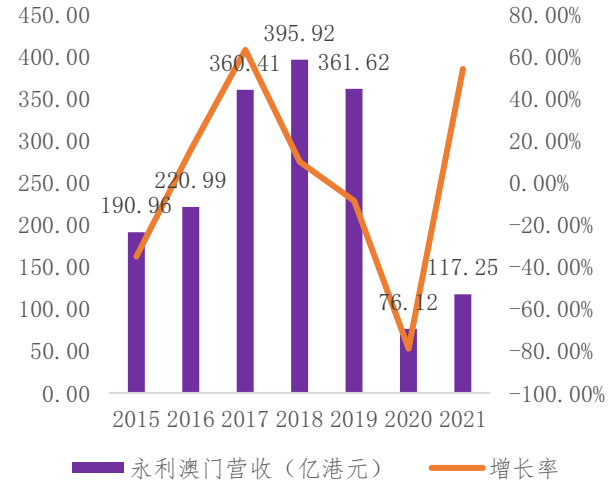
图表 20：新濠国际净利润



资料来源：公司公告、光银国际

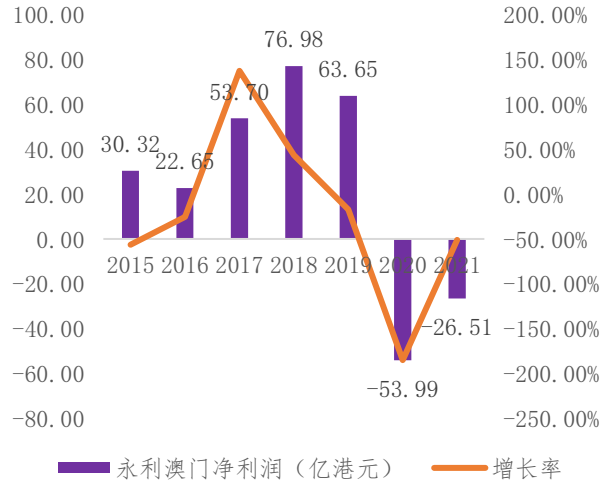
永利澳门（01128）目前营运两个项目，包括在澳门半岛的永利澳门娱乐场，与及在路凼的永利皇宫项目。

图表 21：永利澳门营收及增长率



资料来源：公司公告、光银国际

图表 22：永利澳门净利润及增速



资料来源：公司公告、光银国际

七）澳门博彩业未来将持续回暖

澳门政府预计 2023 年澳门博彩收入 1300 亿元，维持过去两年的目标。虽然 2020 年及 2021 年受疫情影响，澳门博彩收入未达预期，但相信澳门博彩企业于 2023 年有较大机率复苏，主要有四大因素能推动澳门博彩业可持续发展。

一）随着澳门逐渐放宽防控措施，中国大陆游客数量将大幅增加。事實上，澳門旅遊局預計 2023 年澳門日均旅客量可由目前的約 1 萬人，反彈至每日約 4 萬人。2022 年 12 月 26 日国家卫生健康委员会发公告称：一、将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染。二、经国务院批准，自 2023 年 1 月 8 日起，解除对新型冠状病毒感染采取的《中华人民共和国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施；新型冠状病毒感染不再纳入《中华人民共和国国境卫生检疫法》规定的检疫传染病管理。即从 1 月 8 日起，来华人员在行前 48 小时进行核酸检测，结果阴性者可来华，取消入境后全员核酸检测和集中隔离。中国内地入境游客数由 2020 年的 187 万人增加至 2021 年的 245 万人，修复本地休闲度假消费信心，能加速推进澳门旅游市场复苏节奏，澳门博彩业将重上发展正轨；

二) 澳门博彩业结构趋向健康化及规范化。澳门博彩业很长时间内缺乏规管博彩业的法律规范，但 2022 年 6 月 23 日正式生效的新《博彩法》意味着澳门博彩业将进入一个规范发展的新时期，新《博彩法》加大对博彩业的监管力度，力图降低博彩业的“赌性”，发展其“娱乐性”，打造一个可持续发展的博彩业；

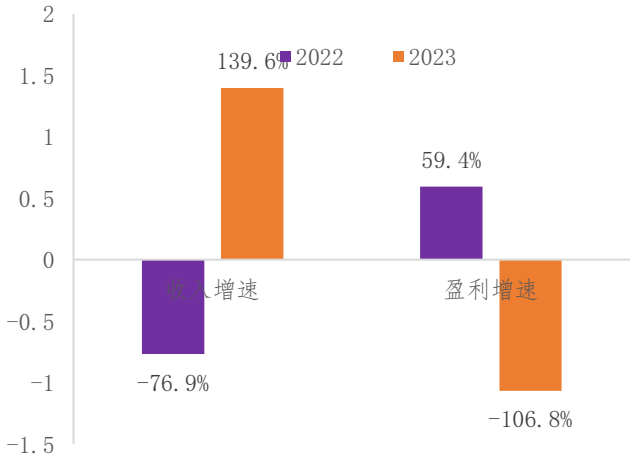
三) 大湾区规划进一步增加澳门非博彩元素，更好地发挥博彩元素和非博彩元素之间的联动关系，促进澳门博彩业的长远发展。2021 年 9 月印发的《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》明确粤澳双方共商共管共建共享横琴粤澳深度合作区，粤澳双方均可发展四大新产业，在休闲旅游、酒店经营、商务会展、体育娱乐等非博彩类产业中充分发挥自身具有国际水平的运营管理优势，提升博彩设备的科技含量、设计感。例如银河娱乐 3 期、珠海横琴项目、澳博上葡京、金沙伦敦人等非博彩项目将为博彩中场业务引流。

四) 我国全力支持澳门加快基础设施建设，开展重大基建工程、公共房屋等各类工程项目,扩大内部需求,推动经济适度多元发展，有利于推动澳门博彩业发展。十四五中对大湾区加强城际铁路建设、统筹港口和机场功能布局、优化航运和航空资源配置、深化通关模式改革的规划将为对内地游客来澳提供大量便利；大湾区内各城市间互补互通的旅游资源、逐渐紧密的旅游经济活动也将给澳门旅、博彩业带来正向促进。

八）2023 年澳门博彩行业料整体转亏为盈

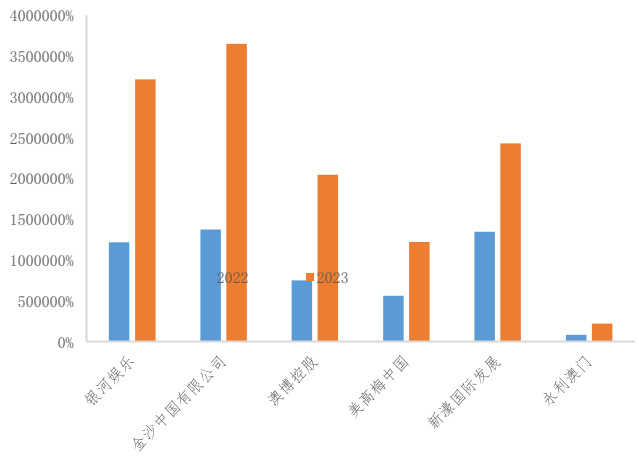
根据彭博综合预测，市场预估 2022 年澳门博彩行业收入倒退 76.9%，亏损金额增加 59.4%。展望 2023 年，澳门博彩行业 2023 年收入料增长 139.6%，行业可望转亏为盈。

图表 23：2022 年及 2023 年预测澳门博彩经营收入（亿元）及增速（%）



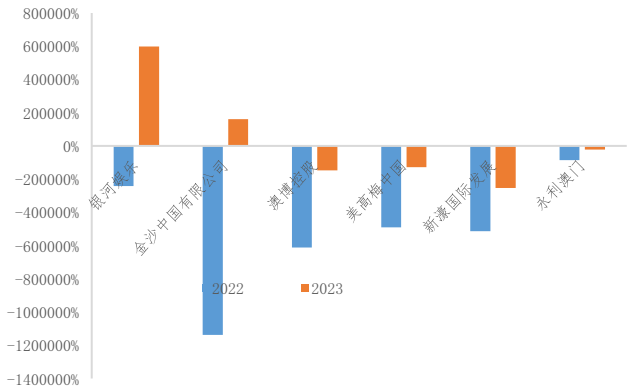
资料来源：公司资料、光银国际

图表 24：澳门博彩企业 2022 及 2023 年收入预测（百万港元）



资料来源：彭博、光银国际

图表 25：澳门博彩 2022 及 2023 年盈利（百万港元）

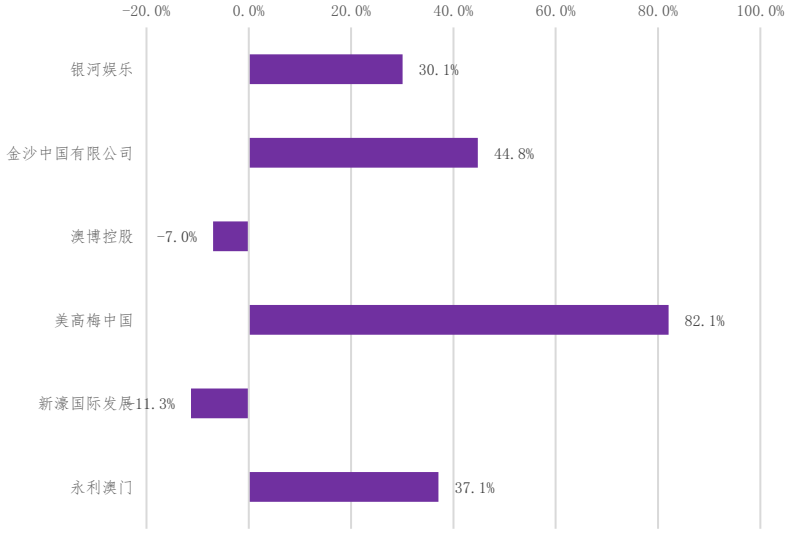


资料来源：彭博、光银国际

澳门博彩板块 2022 年表现强劲

澳门博彩板块今年表现强劲，今年以来板块上升 29.3%。其中，表现最好为美高梅中国，股价上升 82.1%，表现最差为新濠国际，股价下跌 11.3%。澳门板块目前 2023 年预测市盈率 66.2 倍，2023 年市帐率 2.58 倍。

图表 26：澳门博彩企业表现(截至 2022 年 12 月 29 日)



资料来源：彭博、光银国际

图表 27：澳门博彩企业估值表（截至 2022 年 12 月 29 日）

代码	名称	股价(当地货币)	市盈率 2021	市盈率 2022E	市盈率 2023E	市账率 2021	市账率 2022E	市账率 2023E	股息率 2022E	市值（百万港元）
内地银行										
27 HK EQUITY	银河娱乐	51.90	170.16	-	34.28	3.47	3.46	3.25	0.33	226746.53
1928 HK Equity	金沙中国有限公司	25.80	-	-	98.10	206.01	-	-	-	208804.27
880 HK Equity	澳博控股	4.42	-	-	-	1.48	1.72	1.90	-	31389.98
2282 HK EQUITY	美高梅中国	8.54	-	-	-	-	-	-	-	32452.00
200 Hk EQUITY	新濠国际发展	8.38	-	-	-	2.98	20.95	-	0.06	12709.81
1128 HK Equity	永利澳门	8.61	-	-	-	-	-	-	-	45077.07
平均数			170.16	-	66.19	53.48	8.71	2.58	0.19	

资料来源：彭博、光银国际

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发，并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，光银国际资本及其联属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议，也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约，也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。 购买和出售证券可能会产生损失，而不是利润。

研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员，交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法，这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致，并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送，未经光银国际书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户，不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有:股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%;(ii) 中性:行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间;(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%及(iv)未评级 ：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。