

寒舍 (2739.TW/2739 TT)

後勢可期

增加持股 · 維持

收盤價 November 28 (NT\$)	57.80
12 個月目標價 (NT\$)	68.00
前次目標價 (NT\$)	54.00
調升 (%)	25.9
上漲空間 (%)	17.6

焦點內容

- 房價與住房率持續朝疫情前水準復甦。
- 台灣迄今入境旅客人數僅回升至 2019 年同期的 51%，寒舍可望成為旅客復甦的主要受惠者。
- 核心營利率提升將帶動獲利成長與評價上檔。

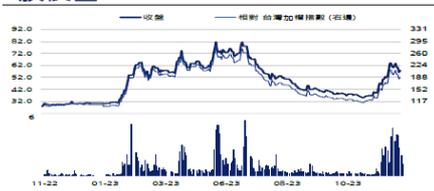
交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	5.29 / 167.9		
流通在外股數 (百萬股)：	91.52		
外資持有股數 (百萬股)：	1.88		
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.69		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	28.80 –81.70		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	37.6	-20.9	106.8
相對表現 (%)	32.6	-26	87.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.05A	(3.28)A	(0.94)A	0.46A
2023	0.90A	0.43A	1.44A	1.50F
2024	1.32F	0.57F	0.34F	1.55F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

我們與寒舍進行線上會議，公司表示 4Q23 房價與住房率進一步攀升。寒舍 83% 的客房位於台北市，因此我們認為公司面對來台旅客人數持續復甦以及未來陸客來台觀光鬆綁將受惠最大。

評論及分析

持續恢復至疫情前水準。管理層表示 10 月喜來登飯店的住房率由 3Q23 的 72% 上升至 77% (1H23 平均為 64%)，房價則自 4,230 元提高至 4,800 元；台北寒舍艾美的住房率則從 3Q23 的 77% 進一步升至 85% (1H23 平均為 45%)，持續貼近疫情前水準。寒沐酒店主要客源為國人，儘管出境旅遊升溫，但 10 月其住房率仍提升至 62%，與 4Q22 相近。基於尾牙與婚宴預訂已超越疫情前水準，我們預估 4Q23 寒舍整體營收將創新高，年增 11%、季增 15% 至 13.2 億元，且在入境旅客人數持續回升加上新飯店供給有限，公司營收動能可望延續至 2024 年。

受惠入境旅客回升。今年 1-10 月台灣入境旅客人數總計 498 萬，顯著年增，但僅為 2019 年同期的 51%。政府期望 2024 年入境旅客數能較今年的 600 萬人翻倍，寒舍 83% 的客房位於台灣最熱門的觀光地點台北市，因此我們認為公司將是來台旅客持續復甦的主要受惠者。此外，寒舍的飯店多座落於中心商業區且交通便捷，我們認為將最能受惠於陸客來台觀光鬆綁。目前陸客僅佔台北喜來登與寒舍艾美客源的 2%，比例明顯低於 2019 年的 17% 與 12%。

核心營利率提升將帶動獲利增長。為反應 3Q23 財報，我們調整獲利預估，預期 2023 年每股盈餘將達 4.26 元。我們估計 2024 年住房營收將進一步攀升 12%，帶動核心營業利益率回升及每股盈餘至 3.78 元。

投資建議

我們預估入境旅客人數持續回升將進一步推升房價與住房率。我們將目標價上修為 68 元，相當於 2024 年預估每股盈餘的 18 倍，評等維持「增加持股」。

投資風險

來台旅客復甦速度緩慢；疫情捲土重來。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	2,334	3,422	4,767	5,115	5,385
營業毛利 (NT\$百萬)	188	850	1,785	1,883	1,987
營業利益 (NT\$百萬)	(802)	(230)	583	524	626
稅後淨利 (NT\$百萬)	(720)	(338)	390	346	450
每股盈餘 (NT\$)	(6.45)	(3.69)	4.26	3.78	4.92
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
每股盈餘成長率 (%)	104.7	(42.8)	0.0	(11.3)	30.1
本益比 (x)	N.A.	N.A.	13.6	15.3	11.8
股價淨值比 (x)	8.0	8.5	5.2	3.9	2.9
EV/EBITDA (x)	6.0	0.0	0.2	(0.2)	(0.7)
淨負債比率 (%)	7.1	17.3	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益報酬率 (%)	(62.4)	(47.6)	47.9	29.3	28.5

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23-1Q24 獲利預估調整暨市場共識比較

百萬元	4Q23F							1Q24F						
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	1,318	1,345	(2.0)	14.9	10.8	1,327	(0.7)	1,334	1,366	(2.4)	1.2	11.6	1,341	(0.5)
毛利	523	545	(4.1)	32.0	18.5	518	0.8	512	534	(4.2)	(2.0)	12.0	515	(0.5)
營業利益	187	202	(7.7)	10.4	83.0	149	25.3	171	186	(8.3)	(8.6)	18.8	139	23.2
稅前淨利	155	135	15.3	17.4	195.5	116	34.0	137	140	(2.1)	(11.7)	36.5	119	15.3
稅後淨利	137	105	30.4	4.0	225.5	94	46.8	121	109	10.9	(11.7)	47.9	94	29.6
每股盈餘 (元)	1.50	1.15	30.4	4.0	225.5	1.02	47.0	1.32	1.19	10.9	(11.7)	47.9	1.02	29.8
毛利率 (%)	39.7	40.5	(0.9) ppts	5.1 ppts	2.6 ppts	39.1	0.6 ppts	38.4	39.1	(0.7) ppts	(1.3) ppts	0.1 ppts	38.4	(0.0) ppts
營業利益率 (%)	14.2	15.0	(0.9) ppts	(0.6) ppts	5.6 ppts	11.2	2.9 ppts	12.8	13.6	(0.8) ppts	(1.4) ppts	0.8 ppts	10.3	2.5 ppts
淨利率 (%)	10.4	7.8	2.6 ppts	(1.1) ppts	6.9 ppts	7.0	3.4 ppts	9.1	8.0	1.1 ppts	(1.3) ppts	2.2 ppts	7.0	2.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：2023-25 年獲利預估調整暨市場共識比較

百萬元	2023F						2024F						2025F					
	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	4,767	4,772	(0.1)	39.3	4,774	(0.2)	5,115	5,212	(1.9)	7.3	5,233	(2.3)	5,385	5,461	(1.4)	5.3	5,461	(1.4)
毛利	1,785	1,823	(2.1)	110.0	1,806	(1.2)	1,883	1,941	(3.0)	5.5	1,957	(3.8)	1,987	2,044	(2.8)	5.5	2,042	(2.7)
營業利益	583	520	12.1	-	455	28.2	524	584	(10.3)	(10.1)	472	11.1	626	677	(7.5)	19.4	677	(7.5)
稅前淨利	434	321	34.9	-	314	38.1	389	399	(2.5)	(10.4)	389	0.1	506	506	(0.1)	30.1	506	(0.1)
稅後淨利	390	258	51.3	-	257	51.8	346	311	11.3	(11.3)	316	9.6	450	395	14.0	30.1	395	13.9
每股盈餘 (元)	4.26	2.82	51.3	-	2.87	48.6	3.78	3.40	11.3	(11.3)	3.16	19.7	4.92	4.31	14.0	30.1	4.32	13.9
毛利率 (%)	37.5	38.2	(0.7) ppts	12.6 ppts	37.8	(0.4) ppts	36.8	37.2	(0.4) ppts	(0.6) ppts	37.4	(0.6) ppts	36.9	37.4	(0.5) ppts	0.1 ppts	37.4	(0.5) ppts
營業率 (%)	12.2	10.9	1.3 ppts	18.9 ppts	9.5	2.7 ppts	10.3	11.2	(1.0) ppts	(2.0) ppts	9.0	1.2 ppts	11.6	12.4	(0.8) ppts	1.4 ppts	12.4	(0.8) ppts
淨利率 (%)	8.2	5.4	2.8 ppts	18.1 ppts	5.4	2.8 ppts	6.8	6.0	0.8 ppts	(1.4) ppts	6.0	0.7 ppts	8.4	7.2	1.1 ppts	1.6 ppts	7.2	1.1 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：台北喜來登住房率持續復甦



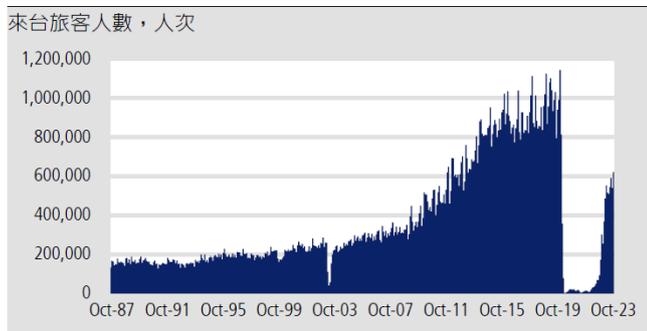
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：寒舍艾美房價已超越疫情前水準



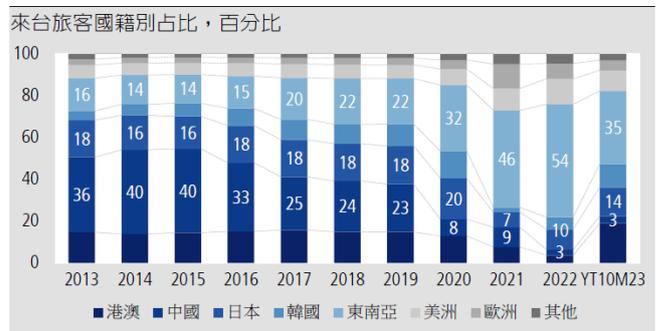
資料來源：公司資料；凱基

圖 5：來台旅客人數僅恢復至 2019 年 51% 水準



資料來源：觀光局；凱基

圖 6：東南亞旅客為來台觀光主力



資料來源：觀光局；凱基

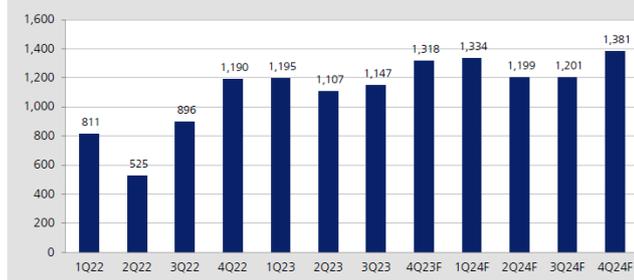
圖 7: 公司概況

寒舍成立於 2000 年，主要經營旅館及餐飲業務，公司旗下擁有台北寒舍喜來登大飯店及台北寒舍艾美酒店兩家五星級國際飯店，並在國內知名觀光景點礁溪經營礁溪寒沐酒店。公司最新的飯店為 2022 年推出的自有品牌寒居酒店。另外，公司轉投資持有寒舍艾麗酒店 29% 股權。

資料來源：凱基

圖 9: 季營業收入

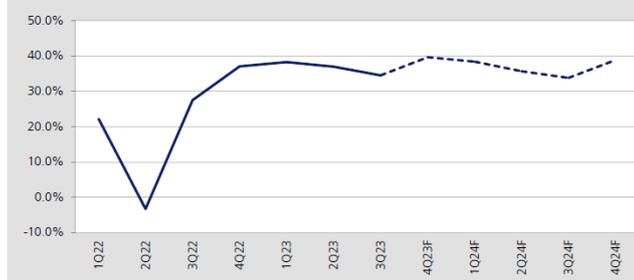
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 11: 毛利率

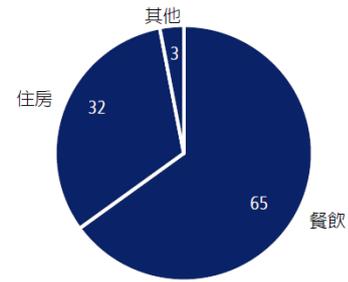
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 餐飲貢獻主要營收

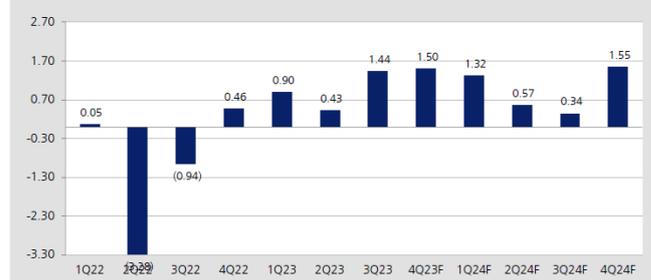
2022 營收佔比，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 每股盈利

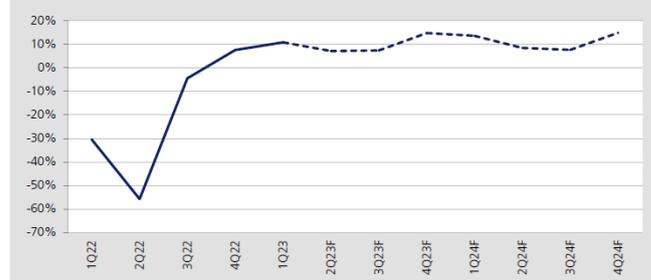
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 12: 營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,195	1,107	1,147	1,318	1,334	1,199	1,201	1,381	4,767	5,115	5,385
營業成本	(738)	(698)	(751)	(795)	(822)	(771)	(795)	(844)	(2,981)	(3,232)	(3,399)
營業毛利	457	410	396	523	512	428	406	537	1,785	1,883	1,987
營業費用	(314)	(326)	(227)	(336)	(341)	(336)	(336)	(345)	(1,202)	(1,359)	(1,361)
營業利益	144	84	169	187	171	92	70	192	583	524	626
折舊	(302)	(303)	(303)	(467)	(347)	(347)	(347)	(347)	(1,375)	(1,386)	(1,398)
攤提	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)
EBITDA	446	387	473	655	518	440	417	539	1,961	1,914	2,027
利息收入	1	1	0	4	3	3	3	3	6	12	18
投資利益淨額	1	4	3	(1)	5	4	4	5	7	16	25
其他營業外收入	7	8	9	8	8	8	8	8	32	33	33
總營業外收入	9	12	13	11	16	15	15	16	45	60	76
利息費用	(51)	(50)	(49)	(44)	(49)	(49)	(49)	(49)	(194)	(196)	(197)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(0)	(1)	1	-	-	-	-	-	-	-
總營業外費用	(52)	(50)	(50)	(42)	(49)	(49)	(49)	(49)	(194)	(196)	(197)
稅前純益	100	45	132	155	137	58	35	158	434	389	506
所得稅費用[利益]	(19)	(6)	(0)	(18)	(16)	(6)	(4)	(17)	(43)	(43)	(56)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	82	39	132	137	121	52	31	142	390	346	450
非常項目	0	0	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	82	39	132	137	121	52	31	142	390	346	450
每股盈餘 (NT\$)	0.90	0.43	1.44	1.50	1.32	0.57	0.34	1.55	4.26	3.78	4.92
獲利率 (%)											
營業毛利率	38.3	37.0	34.5	39.7	38.4	35.7	33.8	38.9	37.5	36.8	36.9
營業利益率	12.0	7.6	14.7	14.2	12.8	7.7	5.8	13.9	12.2	10.3	11.6
EBITDA Margin	37.4	35.0	41.2	49.7	38.8	36.7	34.7	39.0	41.1	37.4	37.6
稅前純益率	8.4	4.1	11.5	11.8	10.3	4.8	3.0	11.4	9.1	7.6	9.4
稅後純益率	6.9	3.5	11.5	10.4	9.1	4.3	2.6	10.2	8.2	6.8	8.4
季成長率 (%)											
營業收入	0.5	(7.4)	3.6	14.9	1.2	(10.1)	0.2	15.0			
營業毛利	3.7	(10.4)	(3.3)	32.0	(2.0)	(16.4)	(5.1)	32.1			
營業收益增長	40.8	(41.7)	101.9	10.4	(8.6)	(45.9)	(24.4)	174.1			
EBITDA	9.8	(13.2)	22.0	38.5	(20.9)	(15.1)	(5.1)	29.2			
稅前純益	91.0	(55.0)	192.7	17.4	(11.7)	(57.8)	(38.8)	346.0			
稅後純益	94.4	(52.4)	238.0	4.0	(11.7)	(57.3)	(39.3)	350.0			
年成長率 (%)											
營業收入	47.3	110.9	27.9	10.8	11.6	8.3	4.8	4.8	39.3	7.3	5.3
營業毛利	153.8		60.7	18.5	12.0	4.5	2.6	2.7	110.0	5.5	5.5
營業收益	375.3			83.0	18.8	10.3	(58.7)	2.6		(10.1)	19.4
EBITDA	39.8		98.8	61.0	16.0	13.5	(11.7)	(17.7)	104.9	(2.4)	5.9
稅前純益				195.5	36.5	28.1	(73.2)	1.7		(10.4)	30.1
稅後純益	1258.9			225.5	47.9	32.6	(76.2)	3.1		(11.3)	30.1

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	13,629	14,354	14,911	15,335	15,889
流動資產	916	900	2,705	4,389	6,202
現金及短期投資	747	695	2,456	4,125	5,925
存貨	78	83	97	104	110
應收帳款及票據	50	79	110	117	124
其他流動資產	41	43	43	43	43
非流動資產	12,714	13,454	12,206	10,945	9,688
長期投資	634	642	649	665	690
固定資產	1,064	987	(268)	(1,544)	(2,827)
什項資產	11,016	11,824	11,824	11,824	11,824
負債總額	12,828	13,635	13,802	13,880	13,984
流動負債	2,342	2,504	2,535	2,609	2,631
應付帳款及票據	200	305	354	383	404
短期借款	42	96	78	124	125
什項負債	2,100	2,103	2,103	2,103	2,103
長期負債	10,485	11,130	11,267	11,271	11,353
長期借款	330	234	371	374	457
其他負債及準備	122	114	114	114	114
股東權益總額	802	719	1,109	1,455	1,905
普通股股本	1,115	915	915	915	915
保留盈餘	(800)	(930)	(540)	(194)	256
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股股東資金	-	100	100	100	100

EFATableCorpBS]

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	(16.8%)	46.6%	39.3%	7.3%	5.3%
營業收益增長	92.2%	(71.3%)		(10.1%)	19.4%
EBITDA	(64.2%)	310.5%	104.9%	(2.4%)	5.9%
稅後純益	104.7%	(53.0%)		(11.3%)	30.1%
每股盈餘成長率	104.7%	(42.8%)		(11.3%)	30.1%
獲利能力分析					
營業毛利率	8.1%	24.8%	37.5%	36.8%	36.9%
營業利益率	(34.4%)	(6.7%)	12.2%	10.3%	11.6%
EBITDA Margin	10.0%	28.0%	41.1%	37.4%	37.6%
稅後純益率	(30.8%)	(9.9%)	8.2%	6.8%	8.4%
平均資產報酬率	(5.1%)	(2.4%)	2.7%	2.3%	2.9%
股東權益報酬率	(62.4%)	(47.6%)	47.9%	29.3%	28.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	46.5%	46.0%	40.5%	34.2%	30.5%
淨負債比率	7.1%	17.3%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	(3.4)	(1.1)	3.2	3.0	3.6
利息及短期債保障倍數 (x)	1.3	1.9	0.5	0.4	0.5
Cash Flow Int. Coverage (x)	1.6	3.4	9.1	8.8	9.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.3	2.3	6.5	5.4	5.7
流動比率 (x)	0.4	0.4	1.1	1.7	2.4
速動比率 (x)	0.4	0.3	1.0	1.6	2.3
淨負債 (NT\$百萬)	57	125	(1,518)	(3,138)	(4,854)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	(6.45)	(3.69)	4.26	3.78	4.92
每股現金盈餘 (NT\$)	2.95	7.89	19.29	18.93	20.04
每股淨值 (NT\$)	7.19	6.76	11.02	14.80	19.72
調整後每股淨值 (NT\$)	7.19	6.76	11.02	14.80	19.72
每股營收 (NT\$)	20.93	37.39	52.08	55.89	58.84
EBITDA/Share (NT\$)	2.09	10.46	21.43	20.91	22.14
每股現金股利 (NT\$)	-	-	-	-	-
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.16	0.24	0.33	0.34	0.34
應收帳款周轉天數	7.8	8.4	8.4	8.4	8.4
存貨周轉天數	13.3	11.8	11.8	11.8	11.8
應付帳款周轉天數	34.1	43.3	43.3	43.3	43.3
現金轉換周轉天數	(12.9)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)

EFATableCorpKR]

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,334	3,422	4,767	5,115	5,385
營業成本	(2,146)	(2,572)	(2,981)	(3,232)	(3,399)
營業毛利	188	850	1,785	1,883	1,987
營業費用	(990)	(1,080)	(1,202)	(1,359)	(1,361)
營業利益	(802)	(230)	583	524	626
總營業外收入	117	43	45	60	76
利息收入	1	3	6	12	18
投資利益淨額	-	-	7	16	25
其他營業外收入	116	41	32	33	33
總營業外費用	(220)	(251)	(194)	(196)	(197)
利息費用	(206)	(213)	(194)	(196)	(197)
投資損失	(57)	(42)	-	-	-
其他營業外費用	43	4	-	-	-
稅前純益	(904)	(438)	434	389	506
所得稅費用[利益]	185	100	(43)	(43)	(56)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	(720)	(338)	390	346	450
EBITDA	233	957	1,961	1,914	2,027
每股盈餘 (NT\$)	(6.45)	(3.69)	4.26	3.78	4.92

EFATableCorpIS]

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	329	722	1,766	1,733	1,834
本期純益	(720)	(338)	390	346	450
折舊及攤提	1,035	1,187	1,378	1,389	1,401
本期運用資金變動	33	(22)	4	13	9
其他營業資產及負債變動	(19)	(105)	(7)	(16)	(25)
投資活動之現金流量	(28)	(94)	(123)	(113)	(118)
投資用短期投資出售[新購]	(20)	35	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(85)	(124)	(120)	(110)	(115)
其他資產變動	77	(5)	(3)	(3)	(3)
自由現金流	342	861	1,784	1,756	1,848
融資活動之現金流量	(410)	(738)	118	49	84
短期借款變動	(2)	(23)	-	-	-
長期借款變動	256	(20)	118	49	84
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	-	-	-	-
其他融資現金流	(664)	(695)	-	-	-
匯率影響數	-	-	-	-	-
本期產生現金流量	(109)	(110)	1,761	1,669	1,800

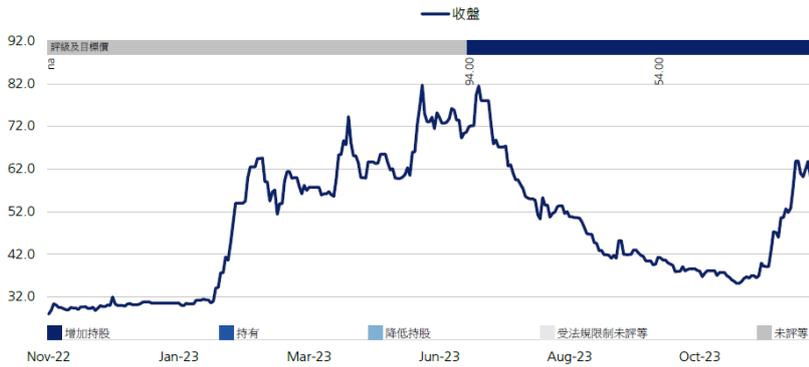
EFATableCorpCF]

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	42.4%	31.6%	25.2%	26.6%	25.3%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	(34.4%)	(6.7%)	12.2%	10.3%	11.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.9)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
+ 淨固定資產/營業收入	0.5	0.3	(0.1)	(0.3)	(0.5)
+ 什項資產/營業收入)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
= 資本周轉率	(3.4)	(4.1)	(2.3)	(1.5)	(1.2)
營業利益率	(34.4%)	(6.7%)	12.2%	10.3%	11.6%
x 資本周轉率	(3.4)	(4.1)	(2.3)	(1.5)	(1.2)
x (1 - 有效現金稅率)	79.6%	77.2%	90.0%	89.0%	89.0%
= 稅後 ROIC	92.9%	21.3%	(25.1%)	(13.8%)	(11.9%)

EFATableCorpROIC]

資料來源：公司資料，凱基

寒舍 - 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-09-13	增加持股	54.00	41.30
2023-06-15	增加持股	94.00	71.90
2023-06-15	增加持股	94.00	71.90

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，凱基並不另行通知。凱基概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。