

金沙中国有限公司 (01928.HK)

中场之王，顺势而行

金沙中国为澳门中场业务龙头，经营稳健，派息率高。金沙中国 2018 年博彩总收入 86.7 亿美元，澳门市场市占率达 22%，中场博彩及角子机毛收入达 60 亿美元，均为行业龙头。截至 2018 年底，公司拥有 1685 张赌桌、5 家娱乐场及澳门最大的会展及零售中心。公司经营稳健，2016 年以来毛收入及 EBITDA 呈上升趋势，派息率常年保持在 80% 以上。

澳门博彩业供给有序，赴澳旅游增长与大湾区建设提供长期增长动力。在政策与资源限制下，澳门新娱乐场稀缺，预计未来澳门赌桌年增速保持在 3% 以内。需求方面，短期来看，博彩业务受贸易摩擦、内地经济减速、香港游客数量下降等因素影响，暂时承压。但长期而言，随着各项交通及基建项目的建成，赴澳游客数量有望持续增长。融入大湾区发展及横琴半岛建设为澳门及其博彩业提供广阔机遇。澳门回归 20 周年在即，中央陆续出台政策进一步支持澳门在旅游业基础上向金融业等领域拓展，为行业发展带来更广阔前景。

中场业务为金沙盈利核心支柱，贵宾业务下行时公司防御能力强。2018 年公司贵宾厅扣除佣金后的毛收入占总毛收入比重仅有 9.5%，中场博彩及角子机占比 69.2%，非博彩占比为 21.3%，从利润贡献角度看，公司约有接近 90% 的 EBITDA 来自中场及非博彩业务，在澳门所有博彩公司中占比最高，EBITDA Margin 也为行业首位，在当下贵宾业务下行的大环境中防守优势较强。

客房数基础雄厚，非博彩业务规模领先，为中场业务增长提供有利保障。截止 2018 年底，金沙中国共拥有客房数 12018 间，占六家博彩集团酒店总数的 45%，在客房入住率高达 91% 的澳门旅游市场，金沙中国的旅客承接能力最为强劲，中场消费者的转化基数最大。同时，公司澳门伦敦人及四季酒店改建计划进展顺利，预计 2020 年将新增 670 间客房，进一步提升游客接待能力。在非博彩业务方面，公司旗下各娱乐场建筑风格鲜明，威尼斯人、巴黎人具有很强的引流能力，为中场业务增长提供保障。

投资建议：我们预测公司在 2019-2021 年博彩毛收入分别为 87.0/92.7/101.5 亿美元，对应 EBITDA 分别为 30.5/34.1/37.5 亿美元，公司当前市值对应 20 年 EV/EBITDA 为 13.2 倍，过去 5 年 EV/EBITDA 估值均值为 15.0 倍。基于公司强大的中场优势，我们认为公司估值应回归历史平均水平，测算得合理市值为 3696 亿港元，对应股价 45.7 港元，对应 EV/EBITDA 倍数为 15 倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：中场业务竞争加剧风险、2022 年赌牌续约风险、相关政策收紧风险、中国宏观经济持续下滑风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,715	8,665	8,887	9,456	10,280
增长率 yoy (%)	16.0	12.3	2.6	6.4	8.7
归母净利润(百万元)	1,603	1,875	2,069	2,435	2,748
增长率 yoy (%)	31.0	17.0	10.3	17.7	12.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.34
净资产收益率 (%)	35.3	42.5	46.7	50.3	49.4
P/E (倍)	25.6	21.9	19.9	16.9	14.9
EV/EBITDA (倍)	16.5	14.7	14.7	13.2	12.0

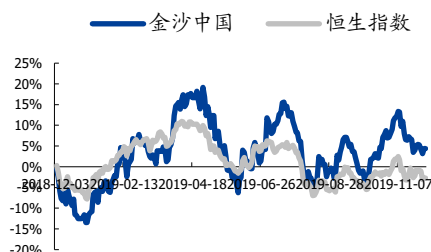
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	海外-博彩
最新收盘价	39.65
总市值(百万元)	320700
总股本(百万股)	8088
其中自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	195.8

股价走势



作者

分析师 郑泽滨

执业证书编号: S0680519050004

邮箱: zhengzebin@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,558	3,180	3,152	3,029	3,210
现金	1,239	2,676	2,810	2,472	2,793
应收账款	237	367	252	407	310
其他应收款	56	110	60	121	76
预付账款	0	0	0	0	0
存货	15	14	15	16	18
其他流动资产	11	13	13	13	13
非流动资产	9,089	8,878	8,502	8,472	8,627
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产投资	7,687	8,134	7,738	7,664	7,791
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,402	744	764	808	836
资产总计	10,647	12,058	11,654	11,500	11,837
流动负债	1,597	1,943	2,330	2,339	2,410
短期借款	54	10	30	31	24
应付账款	40	33	41	38	48
其他流动负债	1,503	1,900	2,259	2,270	2,339
非流动负债	4,512	5,706	4,898	4,322	3,861
长期借款	4,358	5,552	4,744	4,168	3,707
其他非流动负债	154	154	154	154	154
负债合计	6,109	7,649	7,228	6,661	6,271
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	81	81	81	81	81
资本公积	1,579	1,636	1,636	1,636	1,636
留存收益	2,894	2,720	2,560	2,371	2,159
归属母公司股东收益	4,538	4,409	4,426	4,839	5,566
负债和股东权益	10,647	12,058	11,654	11,500	11,837

现金流量表(百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	2,626	3,049	2,997	3,168	3,916
净利润	1,603	1,875	2,069	2,435	2,748
折旧摊销	645	715	623	654	707
财务费用	148	205	330	287	253
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	126	80	-26	-207	207
其他经营现金流	104	174	-0	-0	-0
投资活动净现金流	-461	-513	-247	-624	-862
资本支出	477	532	-376	-30	155
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	16	19	-623	-654	-707
筹资活动净现金流	-2,207	-1,099	-2,615	-2,882	-2,733
短期借款	28	-44	20	1	-8
长期借款	10	1,194	-808	-576	-461
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-95	57	0	0	0
其他筹资现金流	-2,150	-2,306	-1,827	-2,308	-2,265
现金净增加额	-45	1,437	134	-338	321

利润表(百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,715	8,665	8,887	9,456	10,280
营业成本	3,060	3,430	3,466	3,688	4,009
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	774	754	773	823	946
管理费用	1,193	1,238	1,218	1,258	1,367
财务费用	148	205	330	287	253
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,540	3,038	3,100	3,401	3,705
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	915	1,170	1,000	930	915
利润总额	1,625	1,868	2,100	2,471	2,790
所得税	22	-7	31	37	41
净利润	1,603	1,875	2,069	2,435	2,748
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,603	1,875	2,069	2,435	2,748
EBITDA	2,691	3,007	3,054	3,412	3,750
EPS(元/股)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.34

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	12.3	2.6	6.4	8.7
营业利润(%)	20.6	19.6	2.0	9.7	8.9
归属母公司净利润(%)	31.0	17.0	10.3	17.7	12.9
盈利能力					
毛利率(%)	60.3	60.4	61.0	61.0	61.0
净利率(%)	20.8	21.6	23.3	25.7	26.7
ROE(%)	35.3	42.5	46.7	50.3	49.4
ROIC(%)	21.4	22.9	24.2	27.9	29.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.4	63.4	62.0	57.9	53.0
净负债比率(%)	69.9	65.5	56.9	47.2	27.0
流动比率	1.0	1.6	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.6	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.76	0.75	0.82	0.88
应收账款周转率	28.9	28.7	28.7	28.7	28.7
应付账款周转率	81.6	94.0	94.0	94.0	94.0
每股指标(元/股)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.23	0.26	0.30	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.37	0.37	0.39	0.48
每股净资产(最新摊薄)	0.56	0.55	0.55	0.60	0.69
估值指标(倍)					
P/E	25.6	21.9	19.9	16.9	14.9
P/B	9.1	9.3	9.3	8.5	7.4
EV/EBITDA	16.5	14.7	14.7	13.2	12.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 澳门中场业务龙头，经营稳定、派息率高	5
2. 澳门博彩业供给有序，赴澳旅游增长与大湾区建设提供长期增长动力	8
2.1 澳门以赌立城，六大博企瓜分市场	8
2.2 供给端：澳门博彩供给有序，中场关注度有望提升	9
2.2.1 政府控制新增赌桌数增长	9
2.2.2 土地与劳工资源短缺，博彩规模增长有限	11
2.3 需求端：短期冲击不改长期光明前景，赴澳旅游增长与大湾区建设是长期驱动力	12
3. 金沙中场实力雄厚，为顺势先行者	15
3.1 中场业务为公司盈利核心支柱，受贵宾业务波动影响较小	15
3.2 客房资源基础雄厚，为中场业务增长有利保障	16
3.3 非博彩业务带动人气，助力巩固中场地位	18
4. 盈利预测与估值分析	20
4.1. 收入预测	20
4.2. 费用率及 EBITDA Margin 预测	22
4.3. 估值分析	22
5. 风险提示	23

图表目录

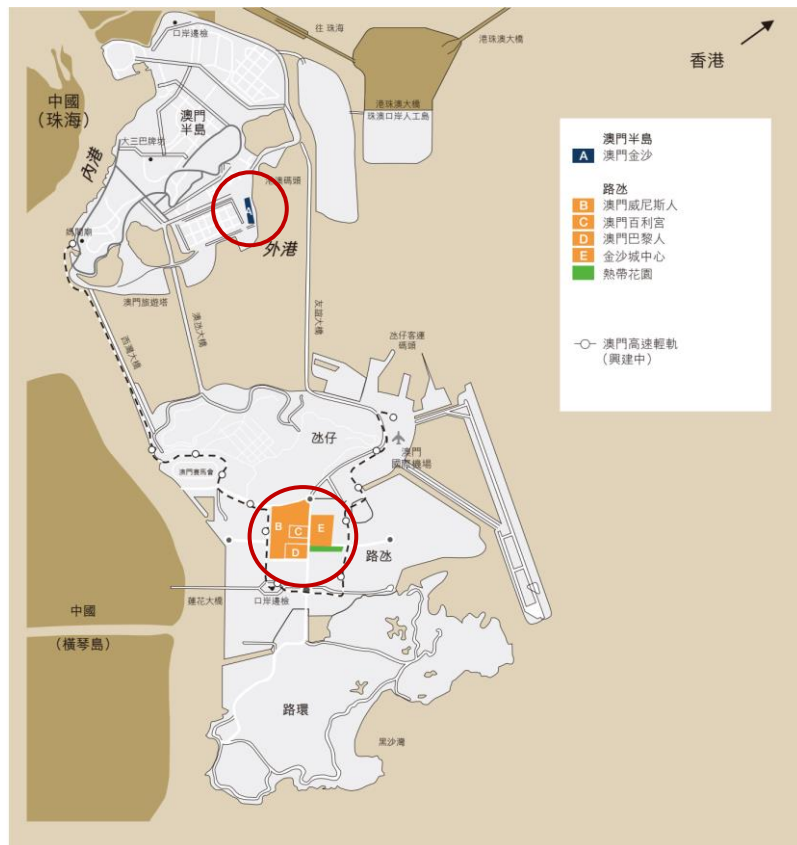
图表 1: 金沙中国博彩资产分布图	5
图表 2: 金沙中国股权结构	6
图表 3: 公司每股派息额及派息率	6
图表 4: 各博彩集团博彩毛收入市占率	7
图表 5: 各博彩集团中场毛收入市占率	7
图表 6: 公司各娱乐场毛收入占比	7
图表 7: 公司各娱乐场 EBITDA 占比	7
图表 8: 公司 2016-2019 年季度毛收入及 EBITDA	8
图表 9: 各博彩公司 2019 前三季度毛收入变动情况	8
图表 10: 澳门与拉斯维加斯赌桌数量对比	8
图表 11: 澳门与拉斯维加斯博彩毛收入对比	8
图表 12: 博彩牌照三分为六	9
图表 13: 2018 年各博彩企业毛收入占比	9
图表 14: 澳门博彩桌总数变动情况	9
图表 15: 截止 2018 年底各公司赌桌数量	10
图表 16: 2013 年-2018 年澳门新建赌场及其设施规模	10
图表 17: 澳门在建博彩项目情况介绍	11
图表 18: 澳门未来人口密度增长情况	11
图表 19: 各公司在建项目及楼面面积	12
图表 20: 赴澳门游客分布（按地域分）	12
图表 21: 赴澳门及拉斯维加斯旅客人数渗透率	12
图表 22: 港珠澳大桥示意图	13
图表 23: 澳门在建基建项目汇总	13
图表 24: 澳门酒店入住率	14

图表 25: 各公司在建酒店项目	14
图表 26: 金沙中国各项业务占比	15
图表 27: 中场客户的 EBITDA margin 较贵宾客户高出 20-30 pct	15
图表 28: 各博彩集团 EBITADA Margin 比率	16
图表 29: 各博彩公司酒店及配套娱乐设施	16
图表 30: 各博彩集团酒店客房数	17
图表 31: 金沙中国各项目酒店客房数分布	17
图表 32: 澳门伦敦人酒店内部设计	18
图表 33: 澳门四季酒店套房设计	18
图表 34: 各博彩集团非博彩业务收入占比	18
图表 35: 金沙中国酒店博彩和零售基础设施情况	19
图表 36: 公司个娱乐场经营特色	19
图表 37: 澳门威尼斯人外景	19
图表 38: 澳门巴黎人外景	19
图表 39: 公司收入预测 (百万美元)	20
图表 40: 公司各娱乐场毛收入预测	21
图表 41: 费用率及 EBITDA Margin 预测	22
图表 42: 公司历史 EV/EBITDA 水平	22
图表 43: 上市博彩公司估值对比	23

1. 澳门中场业务龙头，经营稳定、派息率高

布局路氹，澳门规模最大的综合度假村。金沙中国为澳门规模最大的集娱乐、旅游、休闲、购物等于一体的综合性度假村。公司的物业主要集中于路氹区，包括澳门威尼斯人、金沙城中心、澳门百利宫和澳门巴黎人，澳门半岛则拥有历史较为悠久的澳门金沙。截至2018年底，公司共拥有1685张赌桌，近13000间酒店客房、约600多家知名品牌零售门店以及逾100家各式餐厅。

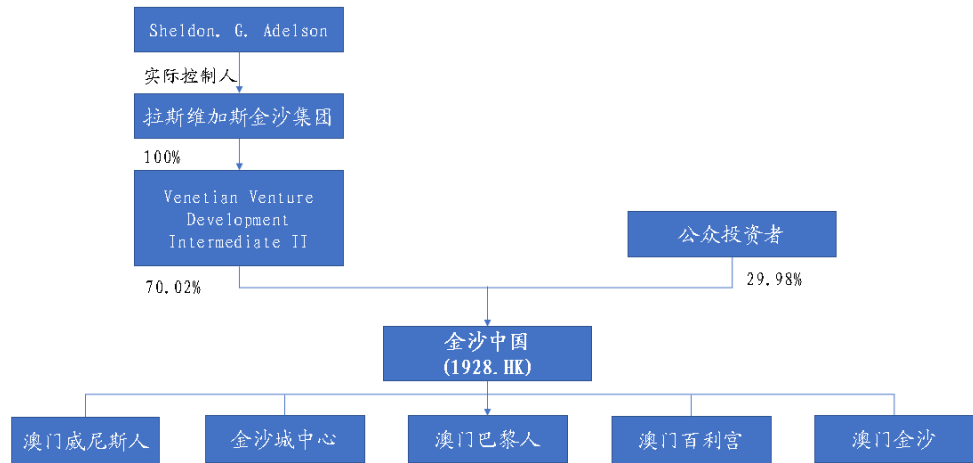
图表1: 金沙中国博彩资产分布图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

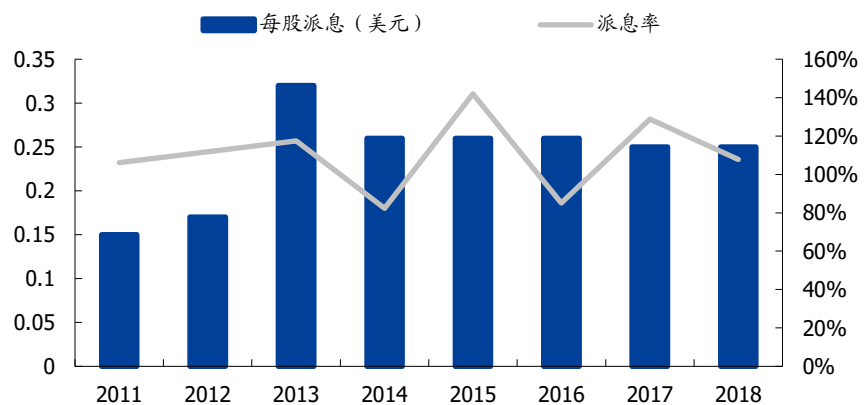
公司为拉斯维加斯金沙集团子公司，派息率常年处于较高水平。公司为拉斯维加斯金沙集团子公司，集团持有公司70.2%的股份。拉斯维加斯金沙集团为全球综合度假村开发商，其实际控制人为Sheldon.G.Adelson，主要资产有美国的拉斯维加斯威尼斯人酒店、金沙会展中心以及位于新加坡的滨海湾金沙等娱乐场。公司分红率较高，自2011年以来派息率保持在80%以上。

图表 2: 金沙中国股权结构



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

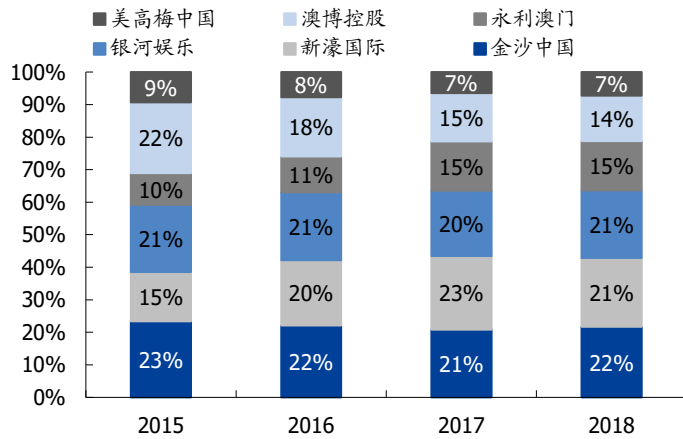
图表 3: 公司每股派息额及派息率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

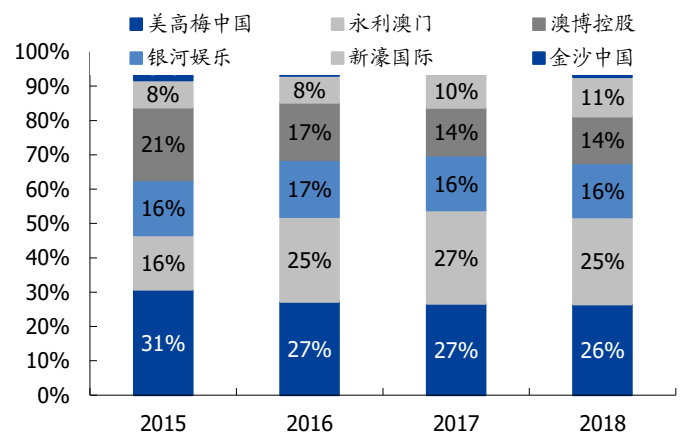
博彩总毛收入及中场毛收入市占率排名第一。从六大博彩集团的数据看，金沙中国在2018年博彩总收入市占率有22%，排名第一。其中中场博彩及角子机毛收入市占率为26%，位列行业龙头。位列第二为新濠国际发展集团，其毛收入中包括位于海外马尼拉及塞浦路斯的娱乐场项目，共有超2000台角子机和550余张赌桌，因此就澳门市场而言，金沙中国中场龙头地位稳固。

图表 4: 各博彩集团博彩毛收入市占率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

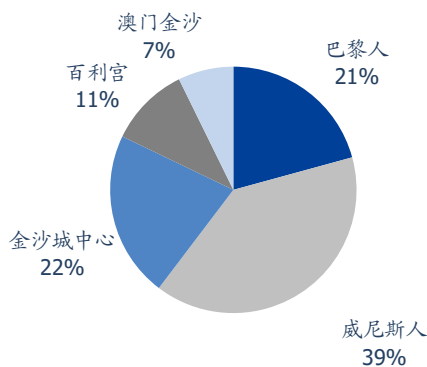
图表 5: 各博彩集团中场毛收入市占率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

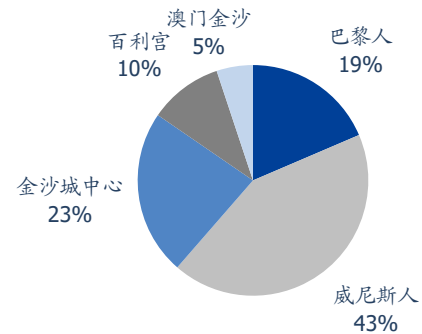
威尼斯人贡献主要收入。在金沙中国的五大娱乐场中，澳门威尼斯人为公司标志性娱乐场，也是公司收入的主要贡献者，2019 上半年毛收入占比达 39%；EBITDA 占比达 43%。

图表 6: 公司各娱乐场毛收入占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

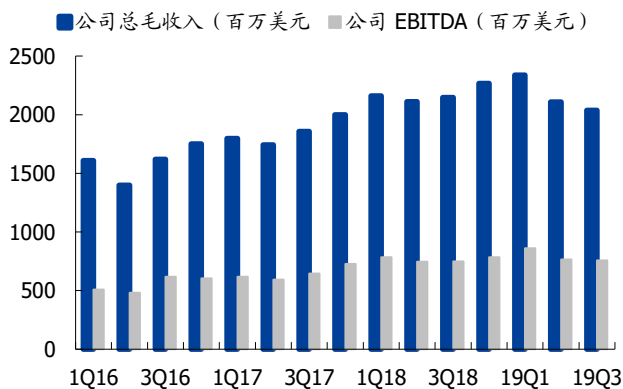
图表 7: 公司各娱乐场 EBITDA 占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

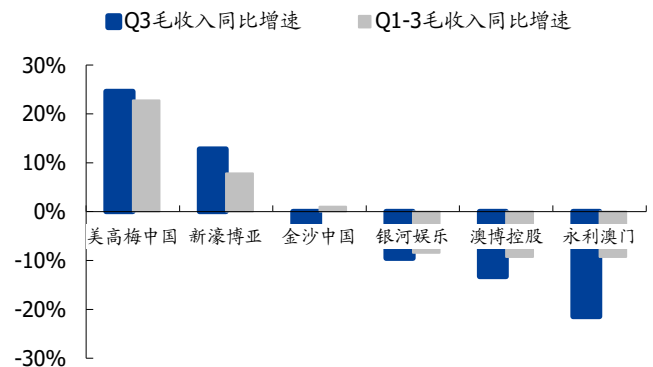
经营稳定，抗风险性强。公司经营稳定，自 2016 年以来毛收入及 EBITDA 总体呈稳定增长趋势。同时由于中场收入占比较高，在 2019 年澳门贵宾业务下滑较大的情况下，公司总体毛收入受影响相对较小，Q3 单季度毛收入同比下降 5.1%，前三季度总毛收入同比增长 1%，除去靠新物业美狮美高梅和摩珀斯酒店拉动增长的美高梅中国和新濠博亚，公司在博彩公司中增速领先。

图表 8: 公司 2016-2019 年季度毛收入及 EBITDA



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 9: 各博彩公司 2019 前三季度毛收入变动情况



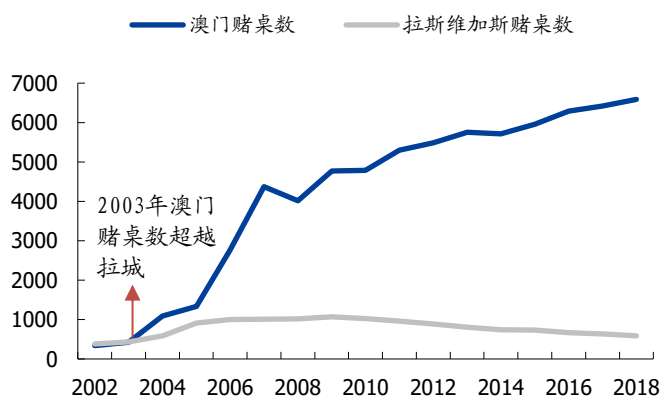
资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

2. 澳门博彩业供给有序，赴澳旅游增长与大湾区建设提供长期增长动力

2.1 澳门以赌立城，六大博企瓜分市场

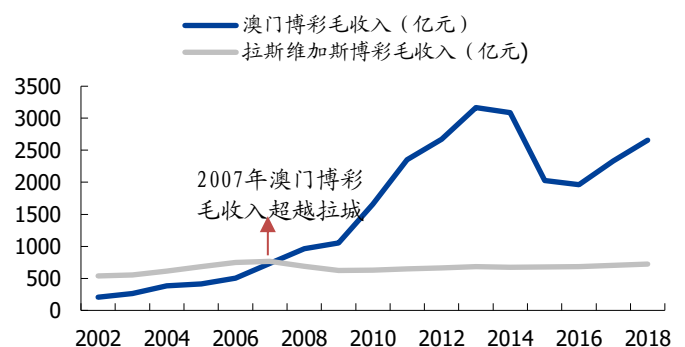
澳门 18 年博彩毛收入规模已远超拉斯维加斯。2018 年，澳门博彩毛收入为 3029 亿港元（折合约 2659 亿元人民币），拉斯维加斯为 103 亿美元（折合约 722 亿元），澳门已为拉斯维加斯近 4 倍，澳门 2018 年赌桌数为 6588 张，为拉斯维加斯的 11 倍，世界赌城名副其实。同时，赴澳门的游客对于博彩活动的参与度更高。2018 年，赴澳门旅客人数为 3580 万人次，人均博彩支出为 7426 元，赴拉城旅客人数为 4212 万人次，人均博彩支出为 1714 元，澳门旅客规模为拉城的 0.85 倍，人均博彩消费支出却为拉城的 4.33 倍。

图表 10: 澳门与拉斯维加斯赌桌数量对比



资料来源: UNLV Center、澳门政府统计暨普查局、国盛证券研究所

图表 11: 澳门与拉斯维加斯博彩毛收入对比

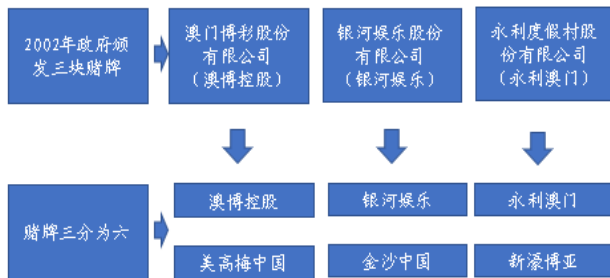


资料来源: 拉斯维加斯旅游局官网、澳门政府统计暨普查局、国盛证券研究所

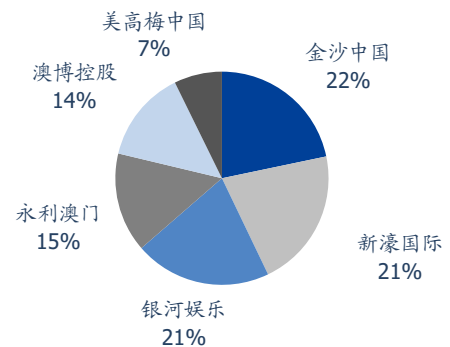
赌牌三拆为六，六家博企瓜分市场。澳门回归后，澳门特区政府颁布《娱乐场幸运博彩经营法律制度》，其中将博彩业的专营牌照数量定为三家，并进行公开招标。2002 年，

澳门博彩股份有限公司（澳博控股）、永利度假村股份有限公司（永利澳门）和银河娱乐股份有限公司（银河娱乐）获得博彩专营权。而后，由于银河娱乐初始股东经营理念有较大分歧，澳门政府特批其股东之一美国内华达著名博彩经营公司“威尼斯人集团”以“转批给”形式获得第四张赌牌，独立经营，即为现在的金沙中国股份有限公司（金沙中国），在开启“转批给”的特例之后，“美高梅”与“新濠博亚”随即也通过此种方式获得赌牌。澳门博彩市场至此形成稳定的六分天下格局。2018年，以博彩毛收入计算，六家博企的市场份额由高到低分别为：金沙中国（22%）、银河娱乐（21%）、新濠国际（21%）、永利澳门（15%）、澳博控股（14%）以及美高梅中国（7%）。

图表 12: 博彩牌照三分为六



图表 13: 2018年各博彩企业毛收入占比



资料来源：公开资料整理、国盛证券研究所

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

2.2 供给端：澳门博彩供给有序，中场关注度有望提升

2.2.1 政府控制新增赌桌数增长

政策计划控制新增赌桌年增长不超过 3%。澳门博彩赌桌数量受到澳门博彩局严格监管。2013 年第三任特首崔世安履新后，提出限制批发新赌桌，计划控制自 2013 年至 2024 年之间新增赌桌审批数量年增长不超过 3%。截止 2018 年底，澳门共有赌桌 6588 张，较 2013 年的 5750 张年均复合增长率为 2.76%。

图表 14: 澳门博彩桌总数变动情况

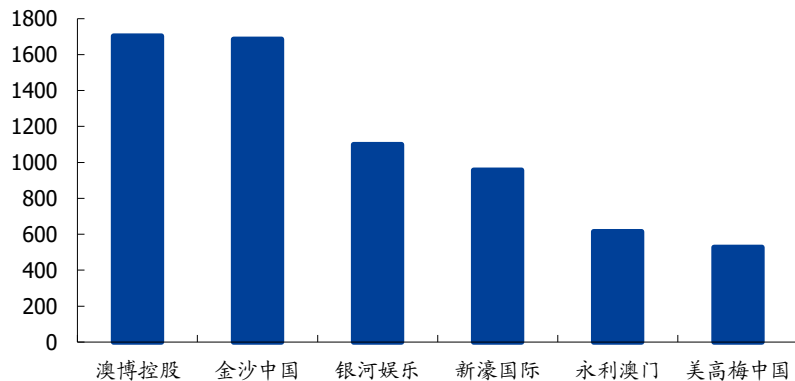


资料来源：澳门政府统计暨普查局、国盛证券研究所

在六家上市公司中，金沙中国和澳博控股目前运营的赌桌数量最多，均超过 1600 张。随

后是银河娱乐，拥有约 1100 张赌桌。永利和美高梅的赌桌数量较少。

图表 15: 截止 2018 年底各公司赌桌数量



资料来源: 各公司公告、澳门政府统计暨普查局、国盛证券研究所

未来新建及改造赌场有限，预计 2024 年之前新增赌桌数量保持在 3% 以内。澳门博彩行业在 2013 年-2018 年共新建或翻修 8 家赌场，截止 2018 年底已经有 5 家建成营业，赌场赌桌数量在 125-327 张不等。新增赌场绝大部分在开业时仅获得 150 张新赌桌配额。而新濠影汇由于非博彩配套设施面积较大，获得政府一定支持，获批赌桌数增加至 250 张。

新建赌桌的来源除政府审批之外，也可能来自公司其余赌场拨给。譬如美狮美高梅于 2018 年开业，开业前仅获批赌桌 125 张，公司从澳门美高梅挪出部分赌桌，将赌桌数量增加到 236 张。

图表 16: 2013 年-2018 年澳门新建赌场及其设施规模

新增赌场	开业日期	零售面积(平米)	会展面积(平米)	18 年底赌桌数量	新批赌桌数
澳门银河二期	2015 年 5 月	65,000	6,636	未披露	150
新濠影汇	2015 年 10 月	32,516	22,000	292	250
永利皇宫	2016 年 8 月	9,848	3,437	323	150
澳门巴黎人	2016 年 9 月	27,871	5,853	327	150
美狮美高梅	2018 年 1 月	4,645	2,870	236	125

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

而剩余的 3 个项目中，澳博控股的上葡京项目基础建设已大体完成，我们预计能够在 2020 年底开业，银河娱乐的银河三期和四期项目在 2017 年开始动工，我们预计 2021-2022 年能够完成，金沙中国的金沙城中心改造项目预计在 2020-2021 年分阶段完成。除此之外，在 2020 年和 2022 年澳门博彩上市公司完成赌牌续约前，均无计划新增赌场项目。且由于近年来澳门特别行政区政府对于新增赌桌配额的态度愈加谨慎，这 3 家新建项目能获批的新增赌桌配额将有可能少于 125 张，因此，我们认为未来新增赌桌数量增长动力不强，将继续保持 3% 以内的增速。

图表 17: 澳门在建博彩项目情况介绍

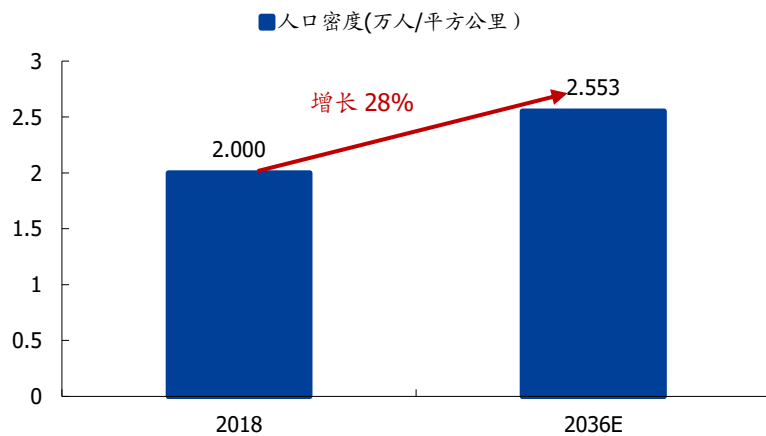
公司名称	在建项目	预计开业时间	项目体量
澳博控股	上葡京	2020年下半年	约 1,900 间酒店客房和套房、会议、购物、餐饮和娱乐设施，以及一个娱乐场。
金沙中国	澳门伦敦人	2020-2021 年分阶段	于公寓式酒店大楼内增加约 370 间豪华套房。
银河娱乐	银河娱乐三、四期	2020-2021 年分阶段	4,500 间酒店客房，包括适合家庭和优质高端旅客的客房、40 万平方呎的会议展览空间、50 万平方尺并设有 16,000 个座位的多用途场馆。

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

2.2.2 土地与劳工资源短缺，博彩规模增长有限

澳门可用土地紧缺，除 3 家在建赌场之外各公司均无额外土地获批。2018 年，澳门土地面积为 32.9 平方公里，人口为 65.8 万人，人口密度高达每平方公里 2 万人，为全球人口密度最高的区域之一。同时澳门人口仍在快速增长。据澳门统计暨普查局预测 2036 年澳门人口总数高值为 83.98 万人。为纾解澳门人口密度过高问题，澳门的土地批给首要解决居民社会活动的基本空间需求，因此用于发展博彩产业的土地批给非常严格，目前政府已明令禁止新城 A 区填海计划所得新土地用于发展博彩业。

图表 18: 澳门未来人口密度增长情况



资料来源: Wind、国盛证券研究所

目前 3 家博彩在建项目均位于路氹区，且仅有银河娱乐第三、四期及上葡京项目为新批土地的新建项目，澳门伦敦人项目则是基于原有金沙城中心进行改造。而除这三个项目之外，各公司均无额外获批土地以及澳门区域范围内的新建计划。我们预计即使未来各公司在澳门有新建赌场规划，大概率也将在已有项目上进行改扩建，获得新批地块可能性很小。由于澳门扩展空间有限，部分公司已计划拓展海外博彩市场。譬如 2017 年 3 月，银娱与 SBM 正式向外公布战略协作关系，计划进军日本博彩市场，并于 2017 年底表示将探索在菲律宾长滩岛投资开发度假村。

图表 19: 各公司在建项目及楼面面积

公司名称	在建项目	楼面面积
银河娱乐	银河娱乐三、四期	100 万平米
澳博控股	上葡京	52 万平米
金沙中国	澳门伦敦人	127 万平米

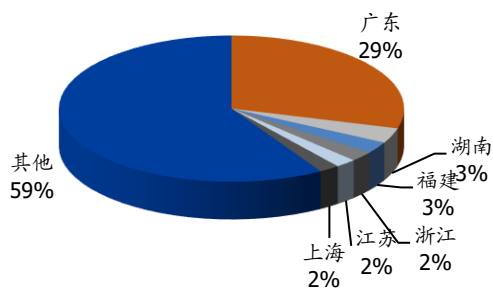
资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

劳工市场限制严格, 澳门博彩人资紧张。澳门政府规定博彩公司娱乐场许多职务(如荷官)仅可聘用澳门居民, 如须从其它国家雇佣管理人员等雇员, 则须在澳门获得签证及工作许可, 因此澳门绝大多数从事博彩及博彩中介从业者均为澳门居民。在 2009-2014 年, 随着路氹区各大新赌场落成, 澳门博彩员工缺口急剧扩大, 庄荷员工标准已扩大至 45 岁以上居民以及家庭主妇, 目前博彩从业人员资源紧张情况仍然存在, 2018 年澳门失业率仅为的 1.8%, 远低于发达城市 6.5% 的均值。

2.3 需求端: 短期冲击不改长期光明前景, 赴澳旅游增长与大湾区建设是长期驱动力

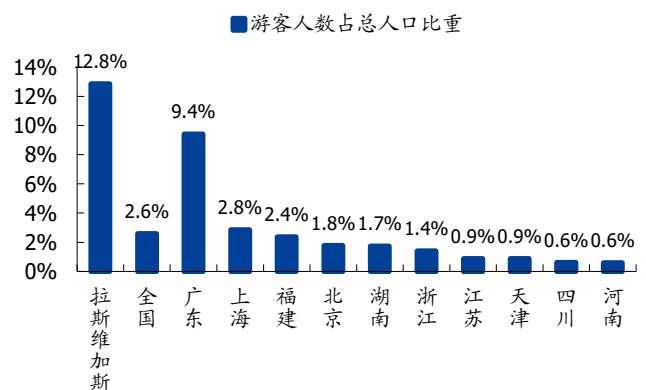
赴澳游客人数还有较大增长空间。目前大陆赴澳旅客中广东省游客占比最高, 2018 年达 29%, 占本省总人口的 9.4%。而除广东省外, 我国各省份目前赴澳门旅游的人数占比普遍较低, 北京和上海的游客也仅占本市总人数的 2.8% 及 1.8%, 全国整体赴澳门比率为 2.6%。而 2018 年赴拉斯维加斯的游客人数占全美总人口的 12.8%, 相较拉斯维加斯, 澳门游客渗透率有较大提升空间。未来随着交通便捷程度提升及澳门旅客承载能力增强, 游客人数预计将保持增长。

图表 20: 赴澳门游客分布(按地域分)



资料来源: 澳门政府统计暨普查局、澳门国盛证券研究所

图表 21: 赴澳门及拉斯维加斯旅客人数渗透率



资料来源: 澳门政府统计暨普查局、Wind、国盛证券研究所

海陆空多项基建项目的建成助推赴澳游客增长。旅客进入澳门的主要方式有海陆空三种, 陆路包括珠海与澳门之间的拱北口岸和横琴口岸。海路则通过香港和深圳码头的轮渡, 空路则是通过位于氹仔的澳门机场。目前, 拱北口岸和澳门机场的通关人次均已超出设计承载上限, 新的交通口岸建成将打破现有交通瓶颈, 推动赴澳门游客增长。

1) 港珠澳大桥通车将为拱北口岸提供分流, 并缩短香港机场至澳门的通行时间, 辐射更多旅客。港珠澳大桥的珠海一端的起点位于珠澳口岸人工岛, 经过港珠澳大桥的车辆

通关都将在人工岛上完成，这将有效的缓解拱北口岸的通行压力。同时，港珠澳大桥在香港段的终点是香港国际机场人工岛，游客从香港机场可直达澳门，大大的减少了中转时间，通过香港机场，澳门将能够辐射到很多以往通过澳门机场无法覆盖的内地城市。

图表 22: 港珠澳大桥示意图



资料来源: 深港在线、国盛证券研究所

2) 海陆空多管齐下，提升多地旅客赴澳便捷程度。除港珠澳大桥之外，澳门城内轻轨设施的完善及广珠城轨的扩建将有效减少旅客由珠海至澳门的陆路通行时间、新增珠海青茂口岸及扩建后的拱北口岸将大幅提升日入境旅客容量，澳门机场及香港机场的扩容也将增加广州之外城市赴澳旅游的便捷程度。

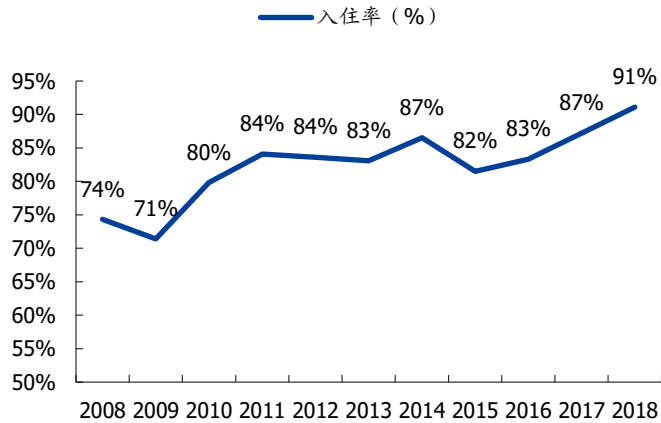
图表 23: 澳门在建基建项目汇总

项目名称	投入使用时间	项目信息	客运量提升
氹仔客运码头	2017年6月	16个高速客船泊位(可泊400人渡轮)、3个多功能泊位(可泊1200人大型渡轮及游艇), 以及5个直升机坪。	由原有450万年承载量提升至3000万
澳门轻轨	2019年12月	氹仔段与半岛段衔接	缓解澳门岛内交通, 并与广珠城轨衔接, 广州至澳门旅行之间缩短至一小时
珠海青茂口岸	2019年	供行人24小时自助通关	日通关流量增加20万人次
横琴口岸扩建项目	2020年	增加74个边检窗口(现有36个), 以及增加17条车辆通道。	日通关流量达到每日22万人次, 7260车次
广珠城轨扩建二期	2022年	高铁段由横琴延伸至珠海机场	珠海机场到拱北口岸的通行时间由1小时缩减至半个小时。
深中通道	2024年	位于虎门大桥南方30公里处的一座链接深圳与中山的新桥	缩短深圳到珠海的驾车时间至一小时以内
澳门机场扩建二期	2025-2033年	增加澳门机场的流量承载能力	将载客能力由700万提升至1100万人每年

资料来源: 政府网站、国盛证券研究所

2年内新增7600间客房将进一步释放游客人数增长红利。随着游客人数增加，澳门酒店入住率不断攀升，2019年第二季度已经达到90.9%。一般而言，参与中场博彩的游客会选择住在赌场所在酒店，因此倘若澳门酒店房间供应紧张，将抑制游客转换为中场赌客人数的比率。然而，随着2020年多家新酒店落成，如上葡京、金沙伦四季酒店套房、伦敦人套房及银河第三四期配套酒店等，博彩场地能够增加近7100间客房供应，将明显提高澳门对旅客的承载力，充分释放游客人数增长红利。

图表 24: 澳门酒店入住率



资料来源: 澳门政府统计暨普查局、国盛证券研究所

图表 25: 各公司在建酒店项目

公司名称	在建项目	预计开业时间	客房数量
澳博控股	上葡京	2020年下半年	1900间
金沙中国	澳门伦敦人(瑞吉酒店)	2020年上半年	370间
	澳门百利宫(四季酒店)	2020年上半年	290间
银河娱乐	银河娱乐三、四期	2020-2021年分阶段	4500间

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

人均博彩花费将随着居民收入水平的提升而增长。中场业务的赌客人均支出与人均GDP的增长水平大体同步。在2010-2014年人均中场消费增速高于GDP增速主要是由于第二轮景气周期博彩业整体增长较快。2014年开始，由于反腐等因素的影响，澳门中场赌客人均博彩支出从最高点的下滑幅度达到近30%。但是从2016年第3季度至今，中场人均博彩支出恢复增长。从长期来看，中场赌客人均博彩支出仍将随着我国的人均GDP水平的增长而持续增长。

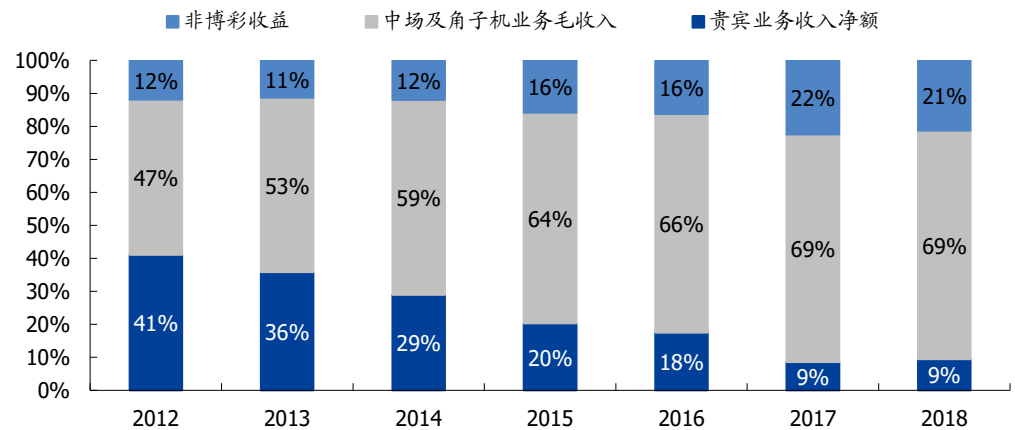
澳门回归20周年在即，系列新政助力澳门经济及旅游业增长。今年2月，中共中央、国务院印发的《粤港澳大湾区发展规划纲要》明确提出，支持珠海和澳门在横琴合作建设集养老、居住、教育、医疗等功能于一体的综合民生项目；10月12日，广东省地方金融监督管理局党组书记、局长何晓军在出席“第八届岭南论坛”时表示，澳门证券交易所方案已经呈报，希望将澳门证券交易所打造成人民币离岸市场的“纳斯达克”。澳门回归20周年在即，预计政府将继续出台一系列新政，助力澳门改善基建，加速经济转型并提升旅游承载力，进一步惠及博彩行业。

3. 金沙中场实力雄厚，为顺势先行者

3.1 中场业务为公司盈利核心支柱，受贵宾业务波动影响较小

中场业务是影响金沙中国的盈利的最重要因素。2018 年金沙贵宾厅扣除佣金后的毛收入占总毛收入比只有 9.5%，中场博彩及角子机占比为 69.2%，其他非博彩占比为 21.3%。由于贵宾业务和中场业务除佣金之外营业成本占比相差不大，从利润贡献角度看，公司应有接近 90% 的 EBITDA 来自中场及非博彩业务。

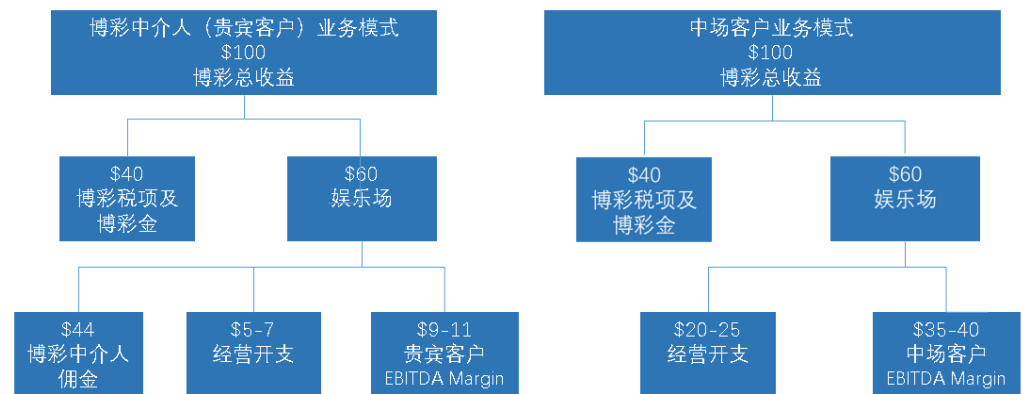
图表 26: 金沙中国各项业务占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所 (贵宾业务收入净额为贵宾业务毛收入扣减佣金所得额)

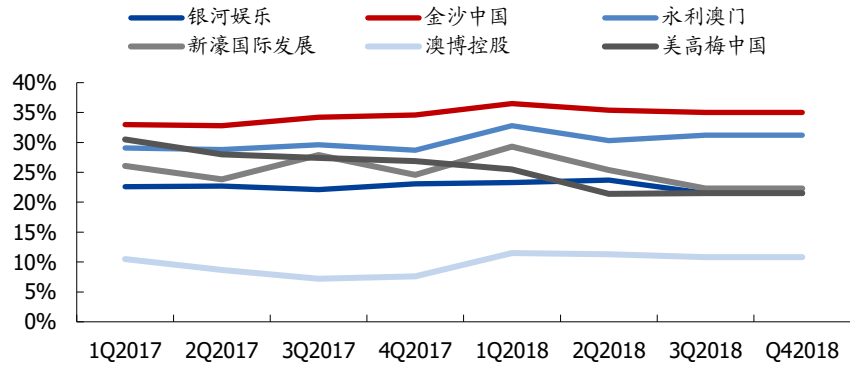
由于没有佣金费用，中场业务 EBITDA Margin 较贵宾业务高出 20-30 个 pct 左右。中场业务强势使得金沙中国综合 EBITDA Margin 领先于其他博彩集团，体现了较强的盈利能力。

图表 27: 中场客户的 EBITDA margin 较贵宾客户高出 20-30 pct



资料来源: 公司路演材料、国盛证券研究所

图表 28: 各博彩集团 EBITADA Margin 比率



资料来源: 彭博、国盛证券研究所

3.2 客房资源基础雄厚，为中场业务增长有利保障

酒店客房占六大博彩集团总和超 1/3。截止 2018 年底，金沙中国共拥有客房数 12018 间，其中金沙城中心的四家酒店拥有客房 5846 间，而六家博彩集团酒店总数为 26941 间，金沙中国占比高达 45%，未来虽有银河三、四期项目及上葡京项目陆续开张营业，公司也将保持超过 1/3 的客房总量。在客房入住率高达 91% 的澳门旅游市场，金沙中国的旅客承接能力最为强劲，中场消费者的转化基数最大。

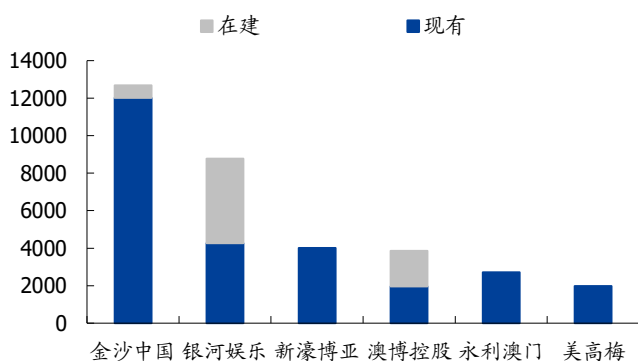
图表 29: 各博彩公司酒店及配套娱乐设施

公司名称	项目	客房数量	配套娱乐设施
金沙中国	澳门威尼斯人	2905	120 万平方尺的会议区、91.8 平方尺购物中心及餐厅，金光综艺馆、1800 座位剧院、340 家门店及 50 家餐厅
	澳门巴黎人	2951	6.3 万平方尺会议中心、30 万平方尺的购物及餐厅，18 家餐厅及 160 家品牌、1200 座剧院、巴黎铁塔观景台
	金沙城中心		91.9 万平方尺会议场地 40.7 万平方尺零售区
	瑞吉酒店	2126	
	三期喜来登酒店	1842	
	二期喜来登酒店	1224	
	康莱德酒店	654	
	百利宫（四季）	360	25.9 万平方尺零售区、19 座御匾豪园、餐厅、会议中心、
	澳门金沙	289	
	澳门伦敦人（在建）	370	
澳门百利宫（在建）	290		
	总计	12018	
银河娱乐	澳门银河		
	银河酒店	1449	
	万豪酒店	1015	160 个顶级品牌，10 万平方尺零售空间；120 间餐厅；7.5 万平方尺浪淘园、575 米的空中激流、空中泳池、亚洲主题式热带园林；
	大仓酒店	488	银河影院，10 间独立影院。
	悦榕庄	256	
	丽思卡尔顿酒店	236	

澳门百老汇	320	3000 个座位的百老汇舞台； 40 间餐厅； 10 间零售店铺
星际酒店	500	
银河娱乐三、四期 (在建)	4500	4,500 间酒店客房，包括适合家庭和优质高端旅客的客房、40 万平方尺的会议展览空间、50 万平方尺设有 16,000 个座的多用途场馆
总计	8764	
新濠博亚		
新濠影汇	1598	8 字摩天轮、演唱会、魔幻间表演、童乐园、蝙蝠侠夜神飞驰
新濠天地		
君悦酒店	800	
摩珀斯	770	米其林餐厅；容纳 2000 名观众的水舞间；新濠大道商店； 26210 平方英尺娇比夜总会；水疗中心；会议厅
CrownTowers	300	
HardRock	322	
新濠锋	220	水疗中心、高端餐厅、名牌零售店
总计	4010	
澳博控股		
葡京	1000	米其林餐厅、名牌零售店、游戏机中心
新葡京	413	米其林餐厅、名牌零售店
十六浦索菲特酒店	408	
回力大楼	132	
上葡京 (在建)	1900	约 1,900 间酒店客房和套房、会议、购物、餐饮和娱乐设施，以及一个娱乐场
总计	3853	
永利澳门		
永利皇宫	1706	10.5 万平方尺名牌零售店、4 万平会议区、观光缆车、水疗健身
永利澳门	1008	5.7 万平方尺名牌零售店、健身中心、水疗中心、3.1 万平方尺会议区
总计	2714	
美高梅		
美狮美高梅	1400	美高梅剧院、美狮美高梅艺术收藏、水疗中心等
澳门美高梅	582	天幕广场、餐厅、零售店、 1600 平方米会议中心
总计	1982	

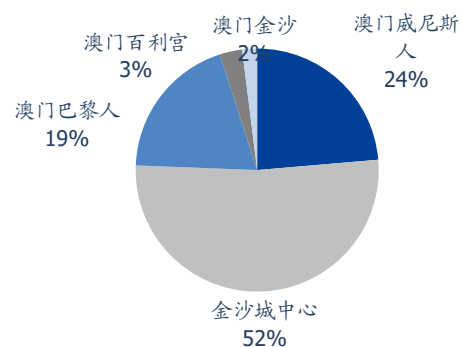
资料来源：各公司公告、国盛证券研究所

图表 30: 各博彩集团酒店客房数



资料来源：各公司公告、国盛证券研究所

图表 31: 金沙中国各项目酒店客房数分布



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

2020年将增加670间客房，进一步提升游客接待能力。外省旅客渗透率提升以及交通方式的多元化已有效促进赴澳游客人数的增长，而配套客房数量将是游客转化为中场博彩消费者的主要制约。金沙城中心于2018年开启翻新计划，翻新主题为“澳门伦敦人”，新项目将增加370间酒店豪华客房及一系列扩建零售场所。工程计划于2020至2021年分阶段完成。澳门百丽宫于2018年开启酒店扩建计划，四季大楼将增设290间优质套房，工程计划2020年初完成。

图表 32: 澳门伦敦人酒店内部设计



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 33: 澳门四季酒店套房设计

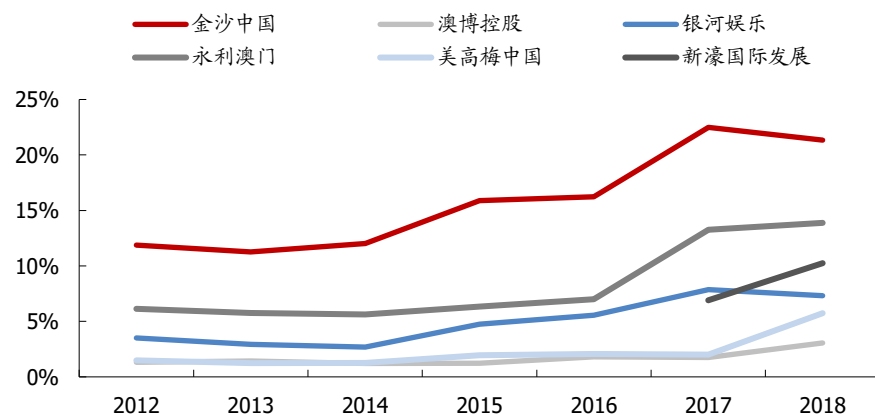


资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

3.3 非博彩业务带动人气，助力巩固中场地位

会展、商场规模最大，非博彩业务带动人气。截至2018年底，公司会展及零售总面积分别达到15.42万平米及19.05万平米，为六大博企之首。同时2018年金沙非博彩业务占总收入的比重达到21%，大幅领先同行业其他公司。大量非博彩设施能够为金沙吸引多元化的旅客，并增加其逗留时间，有效为金沙的中场业务及角子机业务带来人气。

图表 34: 各博彩集团非博彩业务收入占比



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 35: 金沙中国酒店博彩和零售基础设施情况

	澳门威尼斯人	金沙城中心	澳门巴黎人	澳门百利宫	澳门金沙	总计
开幕时间	2007/08	2012/04	2016/09	2008/08	2004/05	
会展中心面积 (万平方米)	11.15	3.43	0.59	0.26	-	15.42
剧院座位	1,800	1,701	1,200	-	650	-
零售面积 (万平方米)	8.76	4.83	2.75	2.25	0.46	19.05
门店数目	356	158	155	141	15	825

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

项目各具特色，威尼斯人为地标性景点，引流性强。公司的澳门威尼斯人为亚洲最受欢迎的综合度假村之一，以意大利威尼斯风格建筑为特点，建筑群中有喷泉、人工河道及贡多拉船穿行其间。自开业以来，已接待游客超过 3.3 亿人次，其官网或相关推送拥有超过 90 亿次的线上点击量。除此之外，公司其他娱乐场例如巴黎人及在建的伦敦人也各有其地标建筑，颇具特色的装修风格是吸引游客的重要因素。

图表 36: 公司个娱乐场经营特色

项目名称	经营特色
澳门威尼斯人	澳门人流量最大的博彩酒店项目，2018 年入场人次达 3640 万人，主打中场业务，拥有金光会展中心及金光综艺馆。
金沙城中心	为公司最大的综合度假村，拥有四座酒店大楼共 6246 间客房。
澳门巴黎人	最新开业的博彩酒店项目，拥有 1/2 比例复制的埃菲尔铁塔。
澳门百利宫	主打贵宾业务，拥有“御匾豪园”别墅住宿区
澳门金沙	澳门第一家拉斯维加斯式娱乐场，是金沙唯一位于澳门半岛的项目，规模相对较小。

资料来源: 国盛证券研究所

图表 37: 澳门威尼斯人外景



资料来源: 环球网、国盛证券研究所

图表 38: 澳门巴黎人外景



资料来源: 新华网、国盛证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

4.1. 收入预测

我们预测公司在 2019-2021 年博彩毛收入分别为 87.0/92.7/101.5 亿美元，同比增长 0.2%/6.7%/9.4%。短期内，公司的贵宾业务将继续受到国内经济下行压力的影响，在宏观经济增速趋缓以及信贷环境偏紧的背景下，我们认为公司的贵宾业务毛收入在 2019 年将有所下滑，抵消中场业务的增长。2020-2021 年，公司毛收入增长的主要驱动来自于中场业务。交通便捷度的提升将带动广东省以外内地游客人次继续快速增长，从而为金沙中国的中场业务带来新增客流。目前澳门总体客房入住率紧张，金沙中国充足的客房数量以及未来澳门伦敦人和四季酒店的新建客房将为中场收入，尤其是高端中场收入增长提供保障。

图表 39: 公司收入预测 (百万美元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公司贵宾业务转码额	69,487	80,432	67,198	66,547	68,363
公司贵宾业务赢额%	3%	3%	3%	3%	3%
公司贵宾业务毛收入	2,159	2,686	2,212	2,130	2,188
YoY	9%	24%	-18%	-4%	3%
公司中场入箱额	21,109	24,045	25,290	29,379	32,934
公司中场赢额%	22%	22%	23%	22%	22%
公司中场毛收入	4,646	5,404	5,849	6,476	7,260
YoY	20%	16%	8%	11%	12%
公司角子机入箱额	14,319	16,075	16,105	19,230	20,168
公司角子机赢额%	4%	4%	4%	4%	4%
公司角子机毛收入	590	593	636	673	706
YoY	11%	1%	7%	6%	5%
公司总毛收入	6,377	7,395	8,683	8,697	9,279
YoY	16%	17%	0%	7%	9%
公司非博彩收入	1,579	1,713	1,682	1,694	1,746
YoY	16%	17%	0%	7%	9%
公司娱乐场总净收益	7,504	8,529	8,748	9,315	10,136
YoY	14%	14%	3%	6%	9%
公司其他净收益(138	136	139	141	144
YoY	1%	-1%	2%	2%	2%
公司总净收益	7,642	8,665	8,887	9,456	10,280
YoY	14%	13%	3%	6%	9%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 40: 公司各娱乐场毛收入预测

金沙中国各娱乐场毛收入 (百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
澳门威尼斯人					
贵宾毛收入	876	1,141	844	776	800
YoY		30.3%	-26.0%	-8.0%	3.0%
中场毛收入	1,867	2,244	2,481	2,803	3,224
YoY		20.2%	10.6%	13.0%	15.0%
角子机毛收入	154	152	182	198	208
YoY		-1.3%	19.7%	9.0%	5.0%
澳门巴黎人					
贵宾毛收入	573	608	555	516	527
YoY	0.0%	6.1%	-8.7%	-7.0%	2.0%
中场毛收入	781	909	1,046	1,150	1,265
YoY	0.0%	16.4%	15.0%	10.0%	10.0%
角子机毛收入	123	139	159	167	175
YoY	0.0%	12.6%	14.4%	5.0%	5.0%
金沙城中心					
贵宾毛收入	328	375	193	174	165
YoY	0.0%	14.3%	-48.6%	-10.0%	-5.0%
中场毛收入	1,240	1,439	1,498	1,618	1,747
YoY	0.0%	16.0%	4.1%	8.0%	8.0%
角子机毛收入	200	189	183	192	202
YoY	0.0%	-5.5%	-3.2%	5.0%	5.0%
澳门百利宫					
贵宾毛收入	261	385	495	544	572
YoY	0.0%	47.5%	28.5%	10.0%	5.0%
中场毛收入	292	341	330	347	382
YoY	0.0%	16.8%	-3.1%	5.0%	10.0%
角子机毛收入	32	35	29	28	28
YoY	0.0%	9.4%	-16.3%	-5.0%	2.0%
澳门金沙					
贵宾毛收入	121	177	125	119	125
YoY	0.0%	46.3%	-29.3%	-5.0%	5.0%
中场毛收入	468	473	494	558	641
YoY	0.0%	1.1%	4.4%	13.0%	15.0%
角子机毛收入	81	80	84	88	93
YoY	0.0%	-1.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: 国盛证券研究所

4.2. 费用率及 EBITDA Margin 预测

我们预测公司费用率将逐步下降，EBITDA Margin 将逐步提升。公司中场业务尤其是高端中场业务占比上升，将带动公司中场单桌收入上升，我们预测公司的职工薪酬占比将逐步下降。EBITDA 的增长同样来自于中场业务占比的增长，由于中场业务 EBITDA 利润率高于贵宾业务，因此我们预测中场业务占比的提升将带动公司整体 EBITDA 利润率的提高。

图表 41: 费用率及 EBITDA Margin 预测

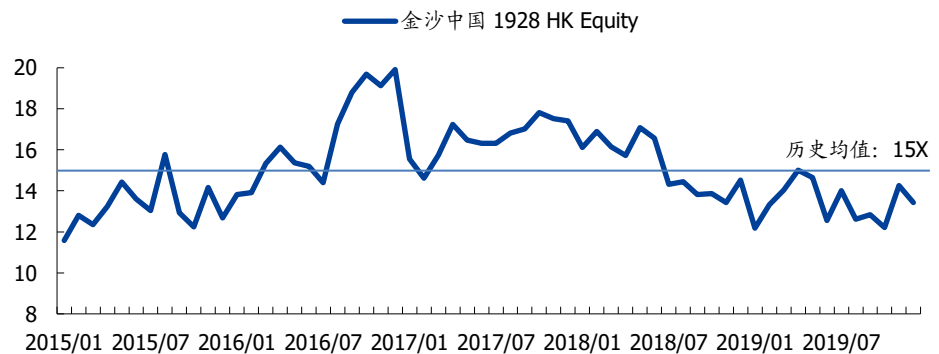
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
存货成本	1.27%	1.14%	1.10%	1.10%	1.10%
职工薪酬	15.46%	14.29%	13.70%	13.00%	13.00%
EBITDA Margin	34.89%	34.71%	34.36%	36.02%	36.29%

资料来源: 国盛证券研究所

4.3. 估值分析

我们认为在 2020-2021 年，得益于游客数量增长及人均消费提升，澳门中场业务及非博彩业务将持续增长，金沙中国的中场业务基础稳固，非博彩业务规模领先，同时有澳门伦敦人及四季酒店的 670 间客房投入使用，将在中场业务增长的趋势下处于有利地位。我们测算得公司当前市值对应 20 年 EV/EBITDA 为 13.2 倍，而公司 2015 年至今的 EV/EBITDA 估值均值为 15.0 倍，目前估值处于低谷。我们认为，公司中场业务贡献了全公司 90% 左右的 EBITDA，为盈利的核心驱动，抵御贵宾业务下滑的能力较强。在未来中场业务保持增长的趋势下，公司合理估值倍数可恢复到历史均值。

图表 42: 公司历史 EV/EBITDA 水平



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

公司 2018 年博彩总收入 86.7 亿美元，澳门市占率达 22%，为博彩行业龙头，且公司经营稳健，中场业务占比较大，盈利能力行业领先，派息率常年保持在 80% 以上。因此对比行业均值，我们认为公司应享有一定估值溢价。综上所述，我们认为公司的合理 EV/EBITDA 倍数为 15 倍，对应市值为 3696 亿港元，对应股价 45.7 港元。首次覆盖，给予买入评级。

图表 43: 澳门主要上市博彩公司估值参考

股票代码	股票名称	最新股价 (港元)	市值 (亿元)	PE			EV/EBITDA		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
0027.HK	银河娱乐	58.0	2,257	15.9	15.3	14.2	14.8	14.2	11.2
1128.HK	永利澳门	18.3	853	14.2	14.6	13.0	12.0	11.3	10.1
0880.HK	澳博控股	8.8	449	14.5	19.5	17.3	12.2	10.9	8.4
2282.HK	美高梅中国	13.0	444	46.8	17.8	14.0	10.8	9.9	9.2
0200.HK	新濠国际	20.3	276	46.9	18.7	13.5	7.3	6.8	6.5
均值							11.4	10.6	9.1

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所, 截至 2019 年 12 月 13 日收盘

5. 风险提示

中场业务竞争加剧风险。2020-2022 年先后将有澳博控股的上葡京娱乐场及银河娱乐的三四期开业, 新娱乐场预计将重点布局高端中场业务, 并新增 6400 间左右客房, 为澳门整个中场市场带来较大扩容, 可能对公司中场业务产生一定分流。

2022 年赌牌续约风险。澳门六张赌牌将在 2022 年到期, 目前政府尚未明确赌牌续约的条件, 如果赌牌续约时持有需要一次性支付大额现金或有其他附加条件, 则会对上市公司的业绩造成一定负面影响。

相关政策收紧风险。如果政府进一步收紧外汇管制, 中场业务参与者的可用现金或者境外提现过程会受到一定影响, 博彩毛收入会有一定下降。同时, 如果政府收紧内地游客入境澳门的签证政策, 也会影响澳门旅客人数。

中国宏观经济持续下滑风险。中国经济增长持续放缓, 叠加信贷收缩和房地产行业管控, 对贵宾厅业务有较大影响。同时, 经济下行也会对游客人数及人均消费额有一定负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com