

【广发海外】金界控股 (03918.HK)

受益于制造业向东南亚的转移

核心观点:

● 澳门博彩业的监管较严将使公司受益

我们通过对美国博彩业的复盘,发现在美国各州博彩合法化的浪潮中,美国两大传统赌城拉斯维加斯和大西洋城的市占率持续下降。类似的,亚洲地区近年来也开始了一轮博彩合法化的过程,在这一过程中澳门特区的市场份额有所下滑。目前澳门的博彩业面临较为严格的监管环境,澳门的贵宾博彩业务面临海外分流的压力。金界控股作为东南亚的博彩业龙头,所面临的监管环境相对宽松,这使得公司在地区间市场份额的竞争受益。

● 柬埔寨受益于制造业向东南亚的转移

东南亚的中下等收入国家在国际贸易中享受到发达国家的关税优惠政策,而同时发达国家正在取消对中国的关税优惠待遇。很多制造业近年来持续向东南亚国家转移,带动了东南亚地区外国直接投资金额的增长。而中美贸易摩擦所带来的不确定性加速了制造业产业链转移的速度。公司作为东南亚的博彩业龙头将直接受益于东南亚经济的快速发展。

● 柬埔寨旅游业具有较大发展潜力

柬埔寨稳定的政治局面,以及外国直接投资金额的增长带动了休闲游客以及商务游客的增长。其中,中国是柬埔寨最大的游客来源国,并且在主要的游客来源国中增速最快。此外柬埔寨不断扩建及新建国际机场提高旅客接待能力。目前柬埔寨与中国每周约有 500 个班次的直飞航班,并且仍然在不断增加。我们认为柬埔寨的旅游业发展空间很大。

● 19-21 年 EBITDA 分别为 6.94 亿、8.94 亿和 10.66 亿美元

我们认为公司将继续受益于宽松的监管环境,东南亚经济和柬埔寨旅游业的快速发展,公司在亚洲地区博彩业的市场份额将继续提升。我们给予公司 2020 年 8.7x EV/EBITDA (18 年中至今的估值中枢),则对应合理价值 14.7 港元。我们首次覆盖公司,给予买入评级。

● 风险提示

地区间竞争加剧的风险;柬埔寨制定中的新赌博法具有不确定性。

盈利预测:

金界控股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	956	1,474	1,946	2,395	2,767
增长率(%)	79.9%	54.2%	32.0%	23.0%	15.6%
EBITDA(百万美元)	320	512	694	894	1,066
增长率(%)	25.0%	60.1%	35.6%	28.8%	19.1%
净利润(百万美元)	255	391	568	759	925
EPS(美分/股)	7.9	9.0	13.1	17.5	21.3
市盈率(P/E)	22.5	19.8	13.6	10.2	8.4
EV/EBITDA	23.2	14.5	10.7	8.3	7.0

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

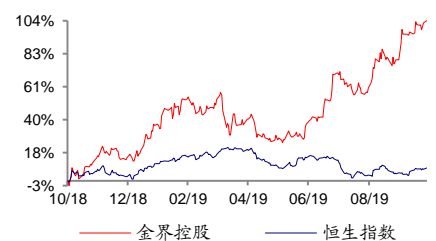
识别风险,发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.0 港元
合理价值	14.7 港元
报告日期	2019-10-29

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4341/4341
总市值/流通市值(百万港元)	60774/60774
一年内最高/最低(港元)	14.00/6.95
30 日日均成交量/成交额(百万)	4.08/54.67
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	19.91/45.58

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

分析师:

陈佳妮



SAC 执证号: S0260519070002



021-60750604



chenjian@gf.com.cn

请注意,陈佳妮并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

1. 公司基本情况介绍.....	5
1.1 金界控股历史背景.....	5
1.2 公司旗下主要资产.....	5
1.3 控股股东情况.....	6
1.4 近年经营情况.....	7
2. 澳门博彩业的监管较严将使公司受益.....	9
2.1 在美国各州博彩业合法化过程中，美国传统赌城市场份额持续下降.....	9
2.2 在亚洲国家博彩业合法化过程中，澳门特区的市占率有所下滑.....	11
2.3 中央政府对澳门的监管将影响澳门贵宾业务的竞争力.....	14
2.4 公司面临的来自柬埔寨西哈努克港的竞争将可能减弱.....	16
3. 柬埔寨受益于制造业向东南亚的转移.....	16
3.1 东南亚的中下等收入国家在国际贸易中享受优惠政策.....	16
3.2 东南亚中下等收入国家经济发展水平在快速提高.....	18
3.3 公司将受益于东南亚国家居民消费能力的提升.....	19
4. 柬埔寨旅游业具有较大发展潜力.....	21
4.1 中国游客是游客人次增长主要因素，金边地区是国际游客主要目的地.....	21
4.2 来自中国的商务及度假游客均有望保持快速增长.....	22
5. 投资建议.....	25
5.1 投资逻辑.....	25
5.2 盈利预测与投资评级.....	26
6. 风险提示.....	27
6.1 地区间竞争加剧的风险.....	27
6.2 柬埔寨制定中的新赌博法具有不确定性.....	27

图表索引

图 1: Nagaworld 示意图	6
图 2: 金界控股股东结构图	7
图 3: 2018 年金界控股毛收入结构	8
图 4: 2018 年金界控股毛利结构	8
图 5: 金界控股博彩毛收入	8
图 6: 金界控股贵宾业务毛收入	8
图 7: 金界控股中场及博彩机业务毛收入	9
图 8: 金界控股 EBITDA	9
图 9: 内华达州博彩毛收入	11
图 10: 内华达州博彩毛收入市占率	11
图 11: 新泽西州博彩毛收入	11
图 12: 新泽西州博彩毛收入市占率	11
图 13: 亚洲各国家及地区博彩公司博彩业务实际税率	13
图 14: 亚洲国家或地区博彩业市占率	14
图 15: 柬埔寨外国直接投资金额	18
图 16: 越南外国直接投资金额	18
图 17: 缅甸外国直接投资金额	18
图 18: 2018 年柬埔寨外国直接投资来源	18
图 19: 柬埔寨进出口总额和 GDP	19
图 20: 越南进出口总额和 GDP	19
图 21: 缅甸进出口总额和 GDP	19
图 22: 柬、缅、越国家人均 GDP	19
图 23: 柬、缅、越国家人均国民收入	19
图 24: 柬、缅、越国家城市化水平	19
图 25: 金边的常住外籍人口数量	20
图 26: 柬埔寨国际游客人次	21
图 27: 2018 年柬埔寨国际游客入境目的	21
图 28: 柬埔寨的国际度假游客人次	21
图 29: 柬埔寨的国际商务游客人次	21
图 30: 2018 年柬埔寨国际游客人次来源	22
图 31: 2018 年主要国际游客来源国人次增速	22
图 32: 2018 年柬埔寨国际游客人次目的地占比	22
图 33: 金边及周边国际游客人次	22
图 34: 2018 年柬埔寨商务游客人次来源	23
图 35: 2018 年主要国家和地区商务游客人次同比增速	23
图 36: 柬埔寨国际游客的入境方式	24
图 37: 从机场入境国际游客人次	24
图 38: 金界控股动态 EV/EBITDA	27
图 39: 金界控股 EBITDA 一致预期同比增速	27

表 1: 美国各州博彩合法化时间表.....	10
表 2: 亚洲国家博彩合法化的时间表.....	12
表 3: 近期中国官方关于打击跨境网络赌博的主要新闻梳理.....	15
表 4: 发达国家对东南亚国家及中国的关税政策对比.....	17
表 5: 柬埔寨扩建及新建机场规划.....	24
表 6: 金界控股盈利预测关键假设.....	26
表 7: 澳门博彩上市公司可比公司估值表 (截至 2019/10/25)	27

1. 公司基本情况介绍

1.1 金界控股历史背景

金界控股有限公司(简称“金界控股”)是柬埔寨最大的酒店、博彩及娱乐运营商,于2006年在港交所上市(股票代码:03918.HK)。1995年公司与柬埔寨政府签订协议,获得为期70年至2065年的赌场牌照,并在金边市方圆200公里范围内(相当于柬埔寨国土2/3),享有为期41年至2035年的赌场独家经营权。和澳门特区的博彩监管规则不同,柬埔寨政府对于金界的赌桌数量、电子博彩机的数量以及博彩中介人的佣金比例均没有限制。公司的旗舰物业Nagaworld是柬埔寨首都金边市唯一一家综合式酒店及赌场娱乐城。

1.2 公司旗下主要资产

公司拥有及运营东南亚湄公河地区规模最大的综合博彩及娱乐酒店中心Nagaworld。该酒店共有三期项目,包括运营中的Naga1、Naga2以及开发中的Naga3。此外,公司还在俄罗斯海参崴开发滨海边疆娱乐度假城项目。

Naga1: 该项目于2003年建造完成,是柬埔寨首家综合酒店赌场,总建筑面积为11.33万平方米,拥有贵宾及中场博彩厅、755间客房、高级水疗中心、购物商场、19间餐饮设施、高档会议场所,以及可容纳超过1000位宾客的酒店会展空间。Naga一期的翻新工程已经在2018年底动工,包括对755间酒店客房中的500间进行翻新,预计将于2019年4季度完工。

Naga2: 该项目总投资额为3.69亿美元,总建筑面积10.88万平方米,由NagaCity步行街及TSCLK综合设施两个部分组成(“TSCLK”是金界控股创始人Tan Sri Dr Chen Lip Keong的缩写)。其中,NagaCity步行街于2016年8月开业,拥有1.32万平方米的零售及公共空间,中国免税品运营商中免集团在NagaCity步行街租赁有约3800平方米面积经营免税商店。而TSCLK综合设施于2017年11月开始运营,设有903间酒店客房,可容纳约2200个座位的多用途娱乐和剧院设施,以及新增博彩区。

Naga3: 该项目总建筑面积为54.48万平方米,资本开支为35亿美元,已经开始进行土壤测试,预期将于2025年9月落成,拟新增至多800张赌桌及2500台电子博彩机。该项目将由两座66层酒店、两座45层酒店、一座48层公寓酒店、一个3层地库及一个11层多功能娱乐平台组成,设有4720个房间。除Nagaworld管理的度假村外,部分酒店将由一个或多个著名国际酒店品牌管理。其中,高达92%的建筑面积将用于非博彩设施,包括大厅高空滑索游乐设施、高科技虚拟现实互动室内主题乐园、更多购物及会议展览设施及家庭娱乐区等。

俄罗斯滨海边疆娱乐度假城: 2013年9月,公司与俄罗斯政府签订投资协议,同意投资至少3.5亿美元于俄罗斯海参崴发展博彩及度假村项目。海参崴是俄罗斯规划的国际娱乐区所在地之一,当地的博彩税较低(甚至低于柬埔寨),拥有针对中国内地有利的签证政策,还享有0%的企业所得税。该项目占地约为5.5万平方米,将包括至少100张赌桌和500台博彩机,一个2000平方米的多功能厅、室外游泳池及

水上乐园等。一期工程预期将于2020年底完工，而二期项目计划将于2022年完工。

柬埔寨物业分布：Nagaworld位于柬埔寨首都金边市中心，距离金边国际机场只有20分钟的车程。游客可以步行至金边的主要旅游景点，如皇宫及国家博物馆。其中，Naga1与Naga2仅距离100米，通过NagaCity步行街相连。Naga3位于金边Southearos路，公司计划将连接Naga1与Naga2的地下通道NagaCity步行街与Naga三期项目连通在一起。

图1：Nagaworld示意图



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

1.3 控股股东情况

公司的实际控制人为曾立强先生：曾立强(Tan Sri Chen Lip Keong)为公司的创始人、实际控制人、行政总裁兼执行董事，享有“柬埔寨赌王”之称。截至2019年中报，曾立强直接持有公司44.17%的股权，并通过其成立的家族信托ChenLa Foundation间接持有公司21.93%的股权，合计持股比例为66.1%。ChenLa Foundation通过所控制的LIPKCO Group Limited及LIPKCO Enterprises Limited分别持有公司18.19%和3.74%的股权。

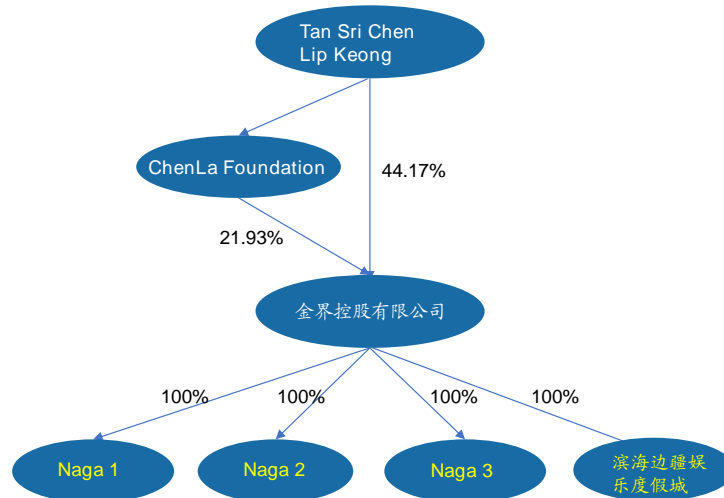
Naga2为控股股东在上市公司体外开发完成：Naga2项目并不是由上市公司投资开发，而是由控股股东出资建造，并且待项目建成后，公司通过向控股股东发行可换股债券收购项目。据公司公告，公司选择以这种形式开发Naga2主要有两方面的原因：第一，上市公司无需承担开发成本逐步上升的风险以及建造风险；第二，公司将保留现金资源用作营运资金以及维持高派息比率。

为了给Naga2项目融资，曾立强于2012年两次配售所持股份，合计获取资金10.5亿港元。2012年4月5日，曾立强出售2.14亿股予独立投资者，配售价为3.04港元/股，配售完成后持股比例由60.31%减至50.05%。随后在2012年11月22日，曾立强再次出售9000万股予独立投资人，配售价为每股4.43港元，配售完成后持股比例由50.03%继续下降至45.71%。

2016年公司向曾立强分批发行可换股债券以收购Naga2项目。在2016年5月17日NagaCity步行街完成,公司向曾立强先生发行可换股债券以收购NagaCity步行街。City Walk股份的代价为9400万美元,换股价为1.6699港元/股,因此公司发行换股股份4.4亿股。2016年12月30日TSCLK综合设施完成,公司发行2.75亿美元可换股债券(换股价1.5301港元)予曾立强,以收购其拥有的TSC Inc.全部股份,而后者持有TSCLK综合设施的物业权益。2017年8月8日,曾立强转换TSCLK综合设施及NagaCity步行街可换股债券,完成后占公司的持股比例从38.98%提高至65.41%。

Naga3项目由控股股东提供50%的无利息借款: 据高力国际物业顾问, Naga3项目扣除土地成本后的估计总开发成本为35.2亿美元。公司决定以内部资金拨付50%的开发成本,余下50%资金由控股股东提供。公司采用这种融资方式的主要理由为: 1)公司在2018财年的自由现金流为5.12亿美元,不足以完全通过内部产生的现金流为Naga3项目提供资金; 2)通过发行债务或基于项目的融资会带来重大额外杠杆,并且使公司承担较高的利息成本; 3)控股股东的现金垫款使得公司无需承担利息成本,少数股东继续享有高股息政策,而发行股份带来的摊薄效应在Naga3完成后才会产生。待Naga3项目完全完工及可全面投入运营时,公司将与控股股东结算款项。结算方式为公司以每股12.00港元的价格发行11.42亿结算股份。假设除股份发行外,公司已发行股本没有变动,那么曾立强的持股比例将从目前的66.1%进一步提升至73.17%。

图2: 金界控股股东结构图



数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心; 说明: 持股比例截至2019年中报

1.4 近年经营情况

毛收入结构: 2018年,公司实现毛收入14.74亿美元。其中,贵宾业务是毛收入的主要来源,占比达到72.5%。中场业务、电子博彩机业务及非博彩业务毛收入占比分别为16.0%、8.8和2.7%。2019年上半年,公司实现毛收入8.92亿美元,同比增长20.3%,增长主要来自于博彩毛收入的增加。

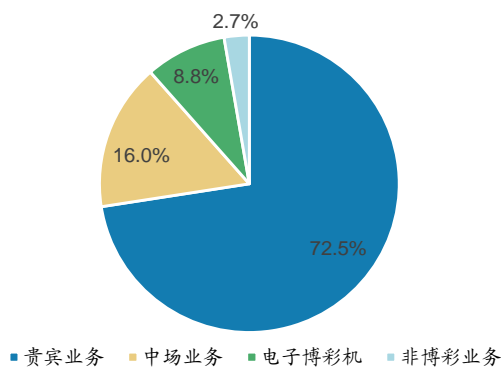
博彩毛收入: 2018年,公司博彩毛收入为14.34亿美元,同比增长54.2%。这主要是由贵宾业务的快速增长所带动。其中,贵宾业务毛收入为10.69亿美元,同比增

长71.0%。这主要是因为Naga2项目的贵宾客户博彩消费支出的提升，以及太阳城集团的固定基地于18年3月开业。中场及博彩机业务毛收入为3.65亿美元，同比增长21.4%。这主要是由于Naga2项目继续经营爬坡，以及柬埔寨国际游客人次增长带动Nagaworld访客人次增加。2019年上半年，公司博彩毛收入同比增长22.2%。其中，贵宾业务、中场及角子机业务毛收入同比增速分别为17.6%和38.2%。19年3季度，公司的博彩毛收入为4.15亿美元，同比增长16.1%，继续保持较快增长。

毛利润：2018年，公司实现毛利6.74亿美元，其中贵宾业务、中场业务、电子博彩机业务及非博彩业务的占比分别为42.5%、34.4%、18.3和4.8%。2015-19H1，公司贵宾业务的毛利率在25-27%，中场及博彩机业务毛利率在96-98%。分业务的毛利率保持稳定，公司整体毛利率的变化主要来自于收入结构的变化。

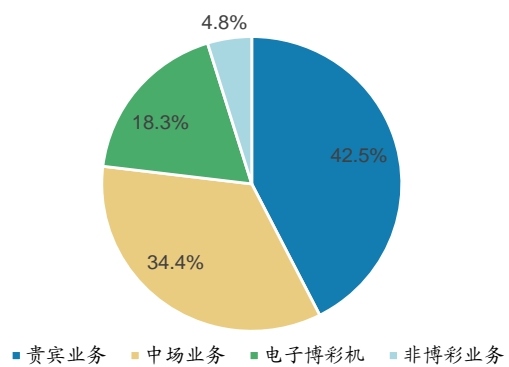
EBITDA：2018年公司EBITDA为5.12亿美元，同比增长60.1%。EBITDA的增长主要来自于博彩毛收入的增长以及经营杠杆的提升。19年上半年，公司实现EBITDA3.28亿美元，同比增长40.9%。

图3：2018年金界控股毛收入结构



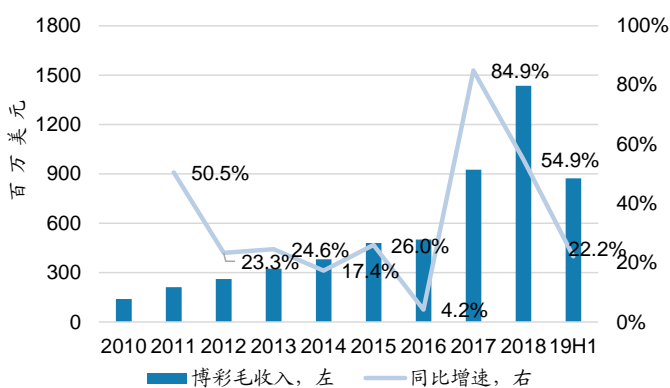
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图4：2018年金界控股毛利结构



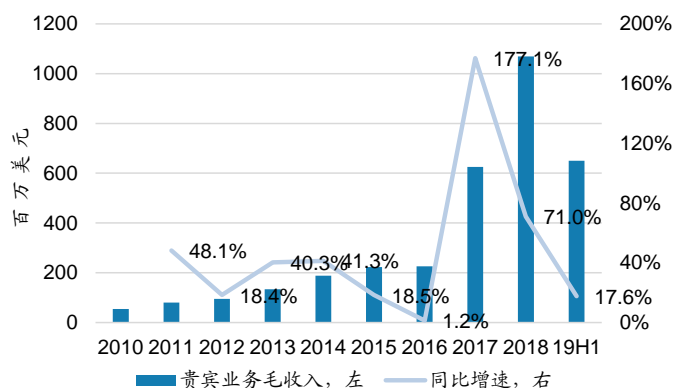
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图5：金界控股博彩毛收入



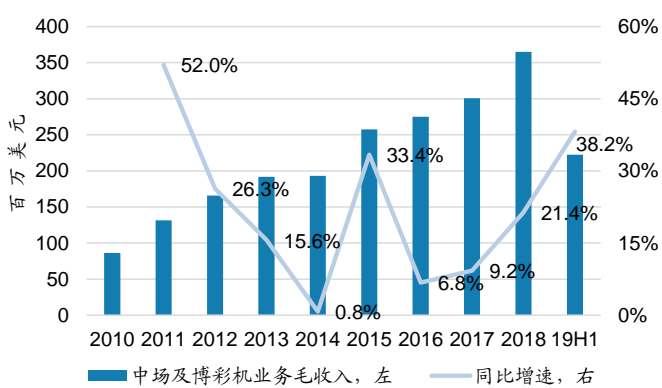
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图6：金界控股贵宾业务毛收入



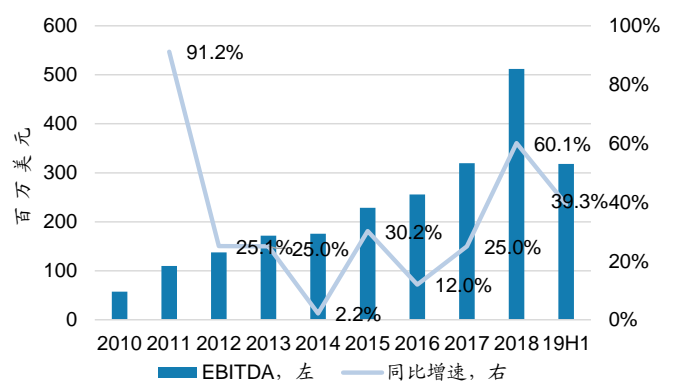
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图7: 金界控股中场及博彩机业务毛收入



数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心

图8: 金界控股EBITDA



数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心

2. 澳门博彩业的监管较严将使公司受益

2.1 在美国各州博彩业合法化过程中, 美国传统赌城市场份额持续下降

博彩业是一个政策垄断的行业。在全世界绝大部分国家和地区, 博彩运营商都需要持有赌牌才能够合法地运营赌场。美国是世界上合法赌场博彩毛收入最高的国家, 我们通过对美国博彩业发展历史的复盘, 来说明赌场生意模式的超额收益主要来自于牌照的垄断。美国的两大赌城大西洋城和拉斯维加斯的崛起, 均是来自于赌牌政策所带来的垄断地位。而在美国各个州陆续将博彩业合法化的过程中, 两大赌城的市占率均出现明显下降。

赌牌的垄断带来美国两大赌城的兴起: 在90年代以前, 美国只有两个州允许合法地开设赌场, 即新泽西州和内华达州。内华达州和新泽西州分别于1931年和1976年通过博彩合法化议案, 是美国最早实现博彩合法化的两个州。因此分别诞生了两大世界著名赌城, 即拉斯维加斯和大西洋城。

但是90年代开始, 美国开始了博彩合法化的浪潮: 从1989年开始, 美国出现了博彩业合法化的浪潮。从1989至今, 美国本土的50个州中, 有22个都通过了博彩合法化法案, 并相继开设赌场。美国的博彩业合法化浪潮的出现主要有2个推动因素。首先, 联邦政府在20世纪80年代减少了对州政府的财政补助, 而博彩税收归于州政府, 因此博彩税收是州政府改善财政状况的一个重要手段。其次, 美国民众对博彩业的接受度有所提高, 为很多州推动博彩合法化提供了民意基础。盖洛普民调显示, 美国民众对于博彩业的接受度从1975年的40%提升至1989年的54%; 此外, 美国国会在1988年通过了《印第安人博彩管理法》, 允许美国原住民在他们的保留地合法开设赌场, 并且博彩税收归保留地所有。这一法案的通过也导致大量的赌场在原住民保留地上出现。截至2018年, 印第安人保留地赌场的博彩毛收入占全美赌场博彩毛收入的比例超过40% (其余来自商业赌场)。

表 1: 美国各州博彩合法化时间表

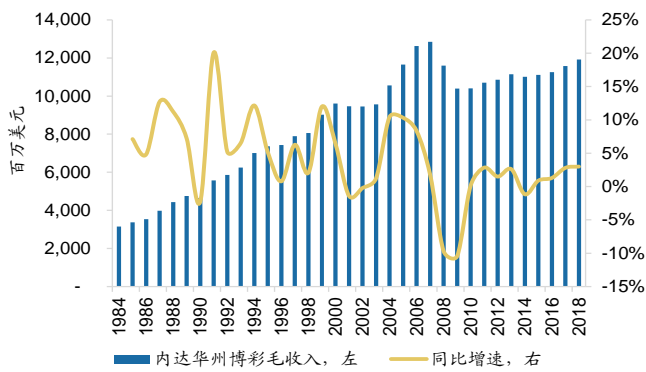
各州州名	合法化时间	商业赌场开业时间	州博彩税率
内华达州	1931	1931	采用渐进税率，最高税率为 GGR 的 6.75%，其他州及地方政府费用约为 1%
新泽西州	1976	1978	GGR 的 8% 及 1.25% 的社区及经济发展投资税或者 2.5% 的州税
南达科他州	1989	1989	税率为 GGR 的 9%，另外每台博彩设施 2000 美金
爱荷华州	1989	1991	采用渐进税率，税率为 GGR 的 5%-22% 之间
科罗拉多州	1990	1991	采用渐进税率，税率为 GGR 的 0.25%-20% 之间
伊利诺伊州	1990	1991	采用渐进税率，税率为 GGR 的 15%-50% 之间，及每人 2-3 美金的入场税
密西西比州	1990	1992	GGR 的 8% 为州税率，3.2% 为地方政府税率
路易斯安那州	1991	1993	6000 万美元的年度税收或者 GGR 的 21.5% 中孰高者
罗得岛州	1992	1992	赌桌税率为博彩净收入的 17%-19%
印第安纳州	1993	1995	采用渐进税率，税率为 GGR 的 15%-40%，及每人 3 美金的入场税
密苏里州	1993	1994	税率为 GGR 的 21%
西弗吉尼亚州	1994	1994	电子博彩机的税率为 53.5%，赌桌的税率为 35%
特拉华州	1994	1995	电子博彩机的税率为 GGR 的 42.5%，赌桌的税率为 GGR 的 15.5%
密歇根州	1996	1999	税率为 GGR 的 19%，其中州税率为 8.1%，地方政府税率为 10.9%
新墨西哥州	1997	1999	税率为 GGR 的 26%，另外 0.25% 为赌博问题专项计划
纽约州	2001	2004	税率为博彩机 GGR 的 37%-45%，赌桌 GGR 的 10%
俄克拉何马州	2004	2005	采用渐进税率，税率为 GGR 的 10%-30% 之间
缅因州	2004	2005	角子机净收入中 46%，赌桌净收入中 16%
宾夕法尼亚州	2004	2007	角子机的税率为 55%，赌桌的税率为 16%
佛罗里达州	2006	2006	税率为 GGR 的 35%
			税率为 GGR 的 27%，其中州税率为 22%，地方政府税率为 3%，另外 2% 为赌博
堪萨斯州	2007	2009	问题专项计划
马里兰州	2008	2010	彩票机税率为 50%-61%，赌桌的税率为 20%
俄亥俄州	2009	2012	税率为 GGR 的 33%
马萨诸塞州	2011	2015	税率为 GGR 的 40%

数据来源: The AGA survey of the commercial casino industry, 广发证券发展研究中心

在美国各州博彩合法化的过程中，内华达州及新泽西州博彩毛收入的市占率持续下降：2001-2018年，美国内达华州的博彩毛收入市占率从35.0%下滑至28.6%。而新泽西州博彩毛收入市占率下滑则更为明显，从2001年的15.9%下滑至2018年的7.0%。这主要是因为随着美国各州博彩合法化，来自于其他州的赌客可能选择前往所在地或者临近地区的赌场，新赌场的开放对拉斯维加斯及大西洋城形成明显的分流。

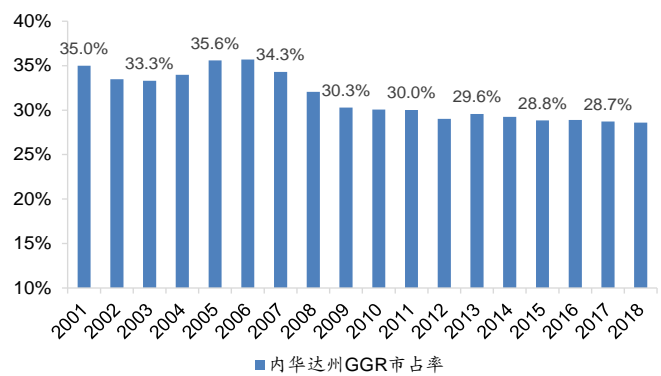
从绝对规模来看，2018年内华达州的博彩毛收入为119.2亿美元，较2001年的94.7亿美元仍然有所增长。这主要是因为拉斯维加斯已经发展成为汇集博彩、旅游、娱乐与会展业的“世界娱乐之都”，每年能吸引超过4000万的游客人次。但是，2018年新泽西州的博彩毛收入为29.03亿美元，规模不到2001年的70%。这主要是因为临近的宾夕法尼亚州博彩合法化后对其造成分流。宾夕法尼亚州于2006年发放赌牌，其博彩毛收入在2012年超过新泽西州，成为美国博彩毛收入第二高的州。

图9：内华达州博彩毛收入



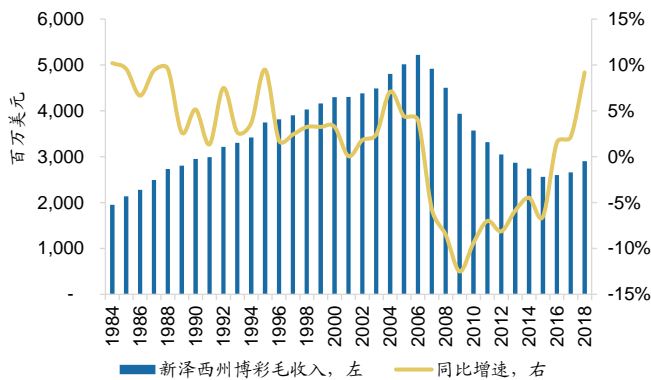
数据来源：The AGA survey of the commercial casino industry, 广发证券发展研究中心

图10：内华达州博彩毛收入市占率



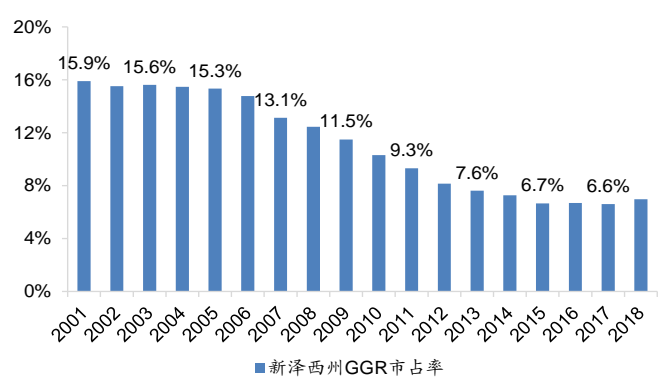
数据来源：The AGA survey of the commercial casino industry, 广发证券发展研究中心

图11：新泽西州博彩毛收入



数据来源：The AGA survey of the commercial casino industry, 广发证券发展研究中心

图12：新泽西州博彩毛收入市占率



数据来源：The AGA survey of the commercial casino industry, 广发证券发展研究中心

2.2 在亚洲国家博彩业合法化过程中，澳门特区的市占率有所下滑

目前亚洲多个国家及地区已经将博彩业合法化：

- **中国澳门**：澳门博彩业的历史可以追溯到殖民地时期，1847年澳葡政府颁布法令宣告澳门博彩业合法化。
- **韩国**：1967年韩国政府宣布外国人参与赌博合法，2000年开业的江源大世界是韩国目前唯一一家对本国公民开放的赌场。
- **马来西亚**：1971年马来西亚唯一的合法赌场云顶名胜世界开业，但是政府禁止本国的穆斯林居民参与赌博。
- **菲律宾**：1975年，菲律宾总统令1067-A号界定了合法赌博，由政府控制的菲律宾娱乐和博彩公司于同年设立。
- **柬埔寨**：1996年柬埔寨颁布《禁止赌博法》，禁止所有柬埔寨公民参与未经授权的赌博，但是允许外国人参与赌博。
- **新加坡**：2006年，新加坡立法机构通过了《赌场管制法》，明确合法博彩业所

需的监管框架。

- **越南:** 2003年, 越南政府允许外国投资者在国内经营赌场, 但是赌场只对外国人开放, 直至2017年才允许满足一定条件的本国公民进入赌场。
- **日本:** 2018年, 日本政府通过了标志着博彩合法化的《综合型休闲场所实施法》, 首张赌牌的竞标预计于2020年启动。

其中, 与澳门博彩业形成主要竞争的国家为菲律宾、新加坡、柬埔寨及越南: 虽然菲律宾自1975年开始就实现了博彩合法化, 但是直到2009年政府规划将马尼拉打造为赌城才真正成为区域性的博彩目的地。目前马尼拉娱乐城拥有马尼拉云顶世界、太阳赌场度假村、新濠天地马尼拉和冈田马尼拉4个综合度假村, 此外云顶香港正在开发的新项目Westside City Resorts World也将于2021年开业。新加坡建造附有赌场的度假村是希望能借此改变其古板的国家形象并带动旅游业的发展。2010年2月和4月, 圣淘沙名胜世界和滨海湾金沙先后开业, 目前已经成为亚洲顶级的综合性度假胜地。此外, 近年来柬埔寨西港和越南的博彩业也取得快速发展。这主要是由于柬埔寨和越南的监管环境较为宽松, 而澳门特区对博彩业的监管较为严格。同时, 柬埔寨和越南的博彩税率较低, 也使得博彩中介可以获得更高的佣金返利。

表 2: 亚洲国家博彩合法化的时间表

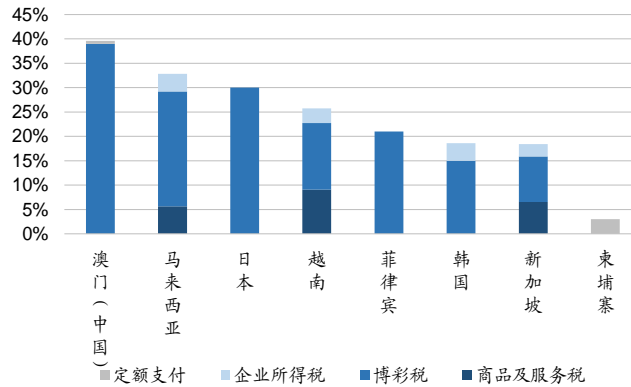
国家	时间	博彩合法化的过程
中国澳门	1847 年	澳葡政府颁布法令, 首次正式将澳门博彩业合法化。
韩国	1967 年	韩国政府宣布外国人参与赌博合法, 同年仁川金门娱乐场于开业。
	2000 年	唯一面向韩国公民开放的赌场江源大世界赌场开业。
马来西亚	1971 年	马来西亚唯一合法化赌场云顶名胜世界开业, 但是禁止本国的穆斯林居民参与赌博。
菲律宾	1975 年	第 1067-a 号总统令界定了合法赌博并由时任总统签署成为法律。2009 年开始政府规划将马尼拉打造成为赌城。
柬埔寨	1996 年	颁布《禁止赌博法》禁止所有柬埔寨公民参与未经授权的赌博, 但外国人赌博合法。
新加坡	2006 年	新加坡立法机构通过了《赌场管制法》, 明确合法博彩业所需的监管框架。
越南	2003 年	越南政府允许外国投资者在国内经营赌场, 但是赌场只对外国人开放。
	2017 年	允许年满 21 周岁且具有一定财务能力的本国公民缴纳入门手续费后进入赌场参与赌博。
日本	2018 年	日本政府通过了设有赌场的《综合型休闲场所实施法》, 首张赌牌竞标预计于 2020 年开始。

数据来源: Worldcasinodirectory, 广发证券发展研究中心

澳门博彩公司的实际税负在亚洲地区为最高水平: 目前澳门博彩公司需缴纳占博彩毛收入35%的博彩税、占博彩毛收入4%的公共与社会发展基金, 以及一些定额费用, 实际博彩税率接近40%。马来西亚和越南的博彩公司需同时缴纳商品及服务税、博彩税和企业所得税三项税款, 且税率都比较高。但是越南博彩公司在计算博彩税税基时, 支付给博彩中介人的佣金可以从博彩毛收入中扣除, 因此实际税率约为15%-20%。菲律宾博彩公司贵宾业务适用博彩税率为15%, 中场业务博彩税率为25%, 此外还需缴纳中场业务毛收入的2%用作保护菲律宾的历史遗迹。韩国博彩公司需按每月博彩毛收入10%缴纳旅游发展基金税以及按博彩毛收入的5%缴纳其它各种税项, 此外博彩公司还需缴纳企业所得税。新加坡的博彩公司的博彩业务需同时缴纳商品及服务税, 博彩税和企业所得税, 且博彩贵宾和中场业务适用于不同税率。现阶段对博彩公司的博彩业务征收税款最少的国家是柬埔寨, 柬埔寨博彩公司

每年只需缴纳一笔固定款项。柬埔寨政府正在制定赌博法，如果赌博法案通过，预计柬埔寨的博彩公司在未来会开始缴纳一定比例的博彩税。在计划放开博彩业的日本，政府对博彩公司博彩业务的征税方式与澳门相似，日本博彩公司需按博彩毛收入的30%缴纳博彩税。

图13：亚洲各国家及地区博彩公司博彩业务实际税率



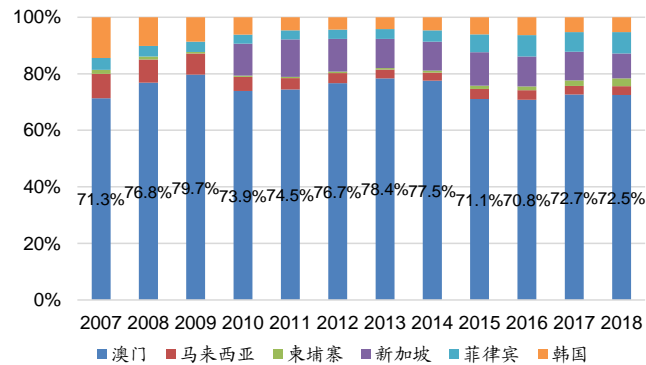
数据来源：公司年报，各国税务局，DICJ，PAGCOR，GGRAsia，广发证券发展研究中心

说明：计算博彩税时假设菲律宾及新加坡贵宾、中场业务收入占比各一半

虽然澳门博彩业在亚洲的统治地位没有改变，但是市占率有所下滑：我们对亚洲国家和地区合法博彩业的市场份额进行了计算。在计算博彩毛收入时包括了澳门、马来西亚、柬埔寨金边、新加坡、菲律宾及韩国的博彩业，但是没有包括越南的博彩毛收入以及柬埔寨金边以外地区的博彩毛收入（未有公开数据）。在2014年以前，澳门特区的博彩毛收入在亚洲地区的市占率在76%左右波动。而在2015年，澳门博彩毛收入的市占率同比下滑6.3个百分点至71.1%，这主要是由于中央政府自2014年开始打击腐败，对澳门博彩毛收入形成了负面影响。

虽然在2015-18年经由我们计算的澳门博彩毛收入市占率维持在73%左右，但是实际上澳门博彩业的市占率是有所下降的。这是因为在澳门特区监管较严的情况下，澳门特区的贵宾业务有向东南亚，尤其是越南和柬埔寨转移的趋势。其中，越南政府2017年改变对本国人禁赌的政策，有条件的允许本国人在国内参与赌博。而柬埔寨的西哈努克港的博彩业近年来也快速发展，并且主要针对中国内地赌客。据《高棉时报》报道，截至19年6月中旬，柬埔寨政府合计发放163张赌牌，其中有91张赌牌发放给西哈努克港的赌场。而据柬埔寨国家警察总署披露，截至19年6月底，西港运营中的赌场数量达到62家，其中由中资投资的为48家。因此，如果考虑到越南以及柬埔寨西哈努克港近年来博彩毛收入的迅速增长，澳门特区在亚洲的博彩毛收入市占率实际上是有所下滑的。

图14: 亚洲国家或地区博彩业市占率



数据来源: 公司年报, Korea Casino Association, 广发证券发展研究中心

2.3 中央政府对澳门的监管将影响澳门贵宾业务的竞争力

近期中国政府频繁发声打击海外博彩: 2018年以来, 澳门贵宾业务面临东南亚国家分流的压力。虽然这些国家的硬件设施及治安环境与澳门仍有明显的差距, 但是由于其对博彩业的监管相对宽松, 因此在中央政府对澳门博彩业管制趋严的背景下, 东南亚国家对于部分内地贵宾赌客的吸引力有所增强。但是, 博彩中介将大量的内地赌客吸引到海外, 逃避了中央政府的监管, 会造成澳门博彩税收的外流。因此, 近期中国政府罕见高调发声, 打击主要面向内地赌客的海外博彩业。

经济参考报发表文章《特大国际网络赌博平台深度渗透国内》: 新华社旗下的经济参考报, 于19年7月8日发表文章《特大国际网络赌博平台深度渗透国内》。其中称, “亚洲新赌王”周焯华控制的菲律宾和柬埔寨太阳城网络赌博平台, 赌场和网络服务器设在境外, 赌客主要集中在内地, 在大陆每年的赌注额在万亿元以上。专家称之为绽放在中国的网络赌博“最大罂粟花”。太阳城于7月14日召开新闻发布会, 对经济参考报的文章做出澄清, 并表示将严格遵守澳门的相关法律。太阳城在海外所进行的运营活动, 即便是符合当地法律, 只要与澳门的相关法律相违背, 公司也将按照澳门的法律为准。

越南警方摧毁中国公民经营的规模最大的地下网络赌博集团: 据越南国家电视台报道, 19年7月27日越南警方在海防市捣毁一个由中国人运营的地下网络赌博集团, 扣留超过380名涉案中国公民。这些嫌犯协助中国大陆赌客通过网络对体育比赛和非法彩票下注, 投注额超过4亿美元。这是越南有史以来由外国公民经营、规模最大的地下赌博集团。由于越中两国签署过引渡条约, 越南政府将把被逮捕的嫌犯交给中国警方。

中国政府敦促菲律宾政府加强打击中国公民涉赌犯罪的执法合作: 中国驻菲律宾大使馆于19年8月8日发表声明, 指出近年来菲律宾实体赌场和网络赌博公司大多将主要目标客户对准中国公民, 大量非法招募雇佣中国公民来菲为其工作。这些涉赌犯罪活动不仅通过地下钱庄跨境洗钱, 对中国金融监管和金融安全造成负面影响, 同时还有大量中国公民被菲网络赌博公司诱惑参与非法赌博, 在中国国内引发大量违法犯罪案件。菲律宾驻中国大使罗马纳在当天接受电视台采访时表示, 在犯罪方面及非法招聘中国劳工方面, 中国及菲律宾已经在开展合作, 对违法犯罪进行制裁。

中国驻柬埔寨大使馆发出西哈努克港旅游提醒：19年8月3日外交部领事司发布消息，近期柬埔寨西哈努克市社会治安不稳，涉及中国公民恶性刑事案件、暴力事件频发并造成中国公民死亡。外交部领事司提醒中国公民密切关注西港当地的社会治安状况，审慎前往西港。提醒在西港中国公民加强安全防范措施，务必远离黄、赌、毒，确保自身人身安全。

表3：近期中国官方关于打击跨境网络赌博的主要新闻梳理

时间	机关	事件
7月8日	新华社经济参考报	太阳城网络赌博在大陆每年的赌注额在万亿元以上，每年盈利更是高达数百亿元，这些资金通过地下钱庄流向境外，堪称绽放在中国的网络赌博“最大罂粟花”。
7月12日	中国公安部	中国公安部部长赵克志在京主持召开专题会议，研究部署防范打击整治跨境网络赌博活动工作。
7月20日	中国公安部	全国公安厅局长座谈会上部长赵克志表示，要持续深化包括跨境网络赌博违法犯罪在内的专项打击行动。
7月24日	中国公安部/缅甸劳工移民与人口部	中国公安部部长会见缅甸劳工移民与人口部部长，就共同打击电信网络诈骗、跨境网络赌博等跨国犯罪活动达成共识。
8月6日	中国/老挝公安部	中国公安部部长与老挝公安部部长举行会谈，双方将深化在打击网络赌博等跨国犯罪方面的合作。
8月8日	中国驻菲律宾大使馆	严正声明中国公民在海外赌场参与任何形式的赌博都属非法。
8月14日	中国公安部/柬埔寨警察署	柬埔寨国家警察总署总监接见中国公安部国际合作局局长，柬中双方同意成立“协调办公室”。
8月29日	中柬两国元首	中国国家主席习近平与柬埔寨总统杜特尔特同意继续合作打击围绕菲离岸博彩业的犯罪分子。
9月5日	中国公安部/柬埔寨警察署	中国公安部副部长会见柬埔寨警察总署总监，并签署《中华人民共和国公安部和柬埔寨王国内政部关于成立执法合作协调办公室的谅解备忘录》。
9月18日	中国外交部	9月16日，300多名中国公民在菲律宾一家网络赌博公司因涉嫌非法就业被菲律宾移民局拘捕。中国外交部发言人耿爽表示，中方一直要求在外的中国公民遵守当地法律法规，办理合法的居留和工作手续，不参与赌博或从事和赌博相关的活动。
9月21日	中国驻菲律宾大使馆	提醒中国公民赴菲律宾前，请务必关注使馆发布的领事公告和提醒，避免受中介诱骗，切勿赴菲从事违反中国法律的网络博彩工作。组织中国公民出境赌博、利用互联网开设赌场触犯中国法律，中国警方会严厉打击。奉劝相关人员认清形势，改邪归正。
9月25日	中国公安部/柬埔寨警察署	中国公安部国际合作局副局长在金边会见柬埔寨国家警察总署总监，关注加快整治西港治安的情况。
9月27日	中国公安部/柬埔寨内政部	中柬执法合作协调办公室在柬埔寨首都金边正式成立，这是中国警方在全球设立的首个双边警务合作中心。
9月30日	中国驻菲律宾大使馆	中国驻菲律宾使馆再次提醒旅菲中国公民注意防范安全风险，不参与和从事赌博或网络博彩等涉及违法 and 可能危及自身安全的活动。
10月24日	湖南省公安厅	通报中越联合侦破破督“924”网络赌博犯罪案的详情，该案抓获涉案人员108名，涉案金额达数十亿元。

数据来源：中国驻菲大使馆，中国公安部，经济参考网，环球博讯，广发证券发展研究中心

中央政府对澳门的监管将影响澳门特区贵宾业务在亚洲的竞争力：我们认为澳门博彩业在亚洲的市占率下滑主要是因为：1) 中央政府收紧外汇政策，导致资金出入澳门更加困难，这对博彩中介人的经营带来一定困难；2) 东南亚国家的博彩税率较低，这使得当地赌场更具有竞争力，也能给予博彩中介人更高的佣金比例；3) 澳门赌场的贵宾厅自2019年初开始全面禁烟，这对贵宾业务带来一定负面影响。目前中国政府已经开始采取行动对针对内地赌客的海外赌场进行打击，但是澳门的贵宾业务能否在亚洲继续保持竞争力仍将取决于澳门博彩业的监管环境。如果中央政府对澳门博彩业继续采取从严监管的态度，那么澳门特区的贵宾业务将继续面临东南

业的竞争。

2.4 公司面临的来自柬埔寨西哈努克港的竞争将可能减弱

在柬埔寨国内，金界控股面临的来自西哈努克港的竞争将可能减弱：金界控股在柬埔寨金边市方圆200公里范围内（相当于柬埔寨国土2/3），享有直到2035年的赌场独家经营权。除此以外，柬埔寨目前发放的新赌牌主要集中在西港地区。据柬埔寨财政部，截至19年4月柬埔寨政府共颁发了163张赌牌，其中有91张位于西港地区。但是我们认为金界控股受到西港博彩业的竞争将有所下降，这主要是因为柬埔寨政府近期加强对西港博彩业的监管力度。

柬埔寨首相签发政令全面禁止网络赌博：2019年8月18日，柬埔寨首相洪森签发政令，主要发出三项指令：全面调查和打击没有执照的各种形式的非法网络赌博活动；已经获得执照的网络赌博公司必须全面遵守相关法律法规，期满后不可续办网赌执照；即日起政府全面禁止颁发各种形式的网络赌博执照，并立即实施。随后在8月30日，首相洪森在主持内阁全体会议时表示，必须在2019年内查封所有非法网络赌博活动。西哈努克港的赌场大多规模很小，营业收入对网络博彩业务的依赖度很高，全面禁止网络赌博使得西港的博彩业受到重创。在柬埔寨禁赌令出台后，大批博彩从业人员撤离西港。据柬埔寨民航处，自8月31日至9月5日，西港国际机场出境的旅客比入境的旅客多出20%。

同时，中柬两国政府也开始联合执法，加强对西港博彩业的监管：据西港警察局，截至19年6月底西港地区的酒店、赌场、餐厅等行业绝大多数由中资企业控制。比如，西港156家酒店和客栈中由中资企业投资的为150家，62家赌场中由中资企业投资的为48家，436家餐厅中95%由中资企业投资。自19年8月初开始，中柬双方加强执法合作打击违法网络博彩活动。据柬埔寨内政部，被逮捕和遣返的中国人，都有中国当局法院的逮捕令，将接受中国的法律制裁，此外还将被列入黑名单，不得再次进入柬埔寨。9月25日，中国公安部国际合作局副局长在金边会见柬埔寨国家警察总监，关注加快整治西港治安的情况。9月27日，中柬执法合作协调办公室在柬埔寨首都金边正式成立，这是中国警方在全球设立的首个双边警务合作中心。

3. 柬埔寨受益于制造业向东南亚的转移

3.1 东南亚的中下等收入国家在国际贸易中享受优惠政策

东南亚中下等收入国家享受到发达国家的关税优惠政策：目前美国、欧盟、日本等发达国家普遍给予柬埔寨、越南、缅甸等发展中国家普惠制关税待遇（General system of preference）或者除武器外全部免税待遇（Everything but arms）。普惠制关税待遇是指发达国家对发展中国家出口的符合原产地标准的制成品和半成品给予普遍的、非歧视的、非互惠的关税优惠。除武器外全部免税待遇是指欧盟成员国在免除关税和配额的基础上进口武器除外的产品。据柬埔寨商务部披露，2017年柬埔寨获得美国82.6%的产品免关税、免配额待遇，获得澳大利亚、纽西兰、瑞士等发达国家100%的产品免关税待遇，而欧盟、加拿大、日本和中国则分别提供柬埔寨

99%、98.6%、97.9%和97%产品的关税优惠待遇。

但是同时发达国家正在取消对中国的关税优惠待遇： 欧盟和日本分别自15年1月1日起和19年4月1日起取消对中国的普惠制关税待遇，而美国未曾给予过我国普惠制关税待遇。此外，2018年以来美国不断提高对中国输美商品加征关税的范围和税率。目前，美国已经对2500亿美元的中国输美商品加征25%的关税。美国将剩余3000亿美元的中国输美商品分为A、B两个清单，分别自19年9月1日及12月15日起加征15%的关税。因此，中美贸易摩擦将可能会加速我国制造业向东南亚中下等收入国家转移。

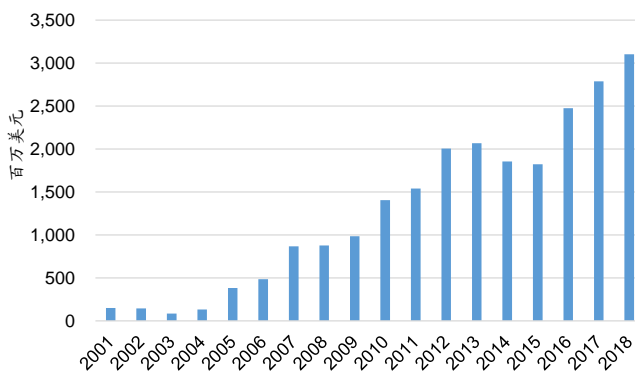
表4: 发达国家对东南亚国家及中国的关税政策对比

	美国	欧盟	日本
柬埔寨	柬埔寨享有美国普惠制关税待遇 (GSP)	柬埔寨享有欧盟除武器外全部免关税、免配额待遇 (EBA)，但是 19 年 2 月欧盟宣布启动撤销柬埔寨 EBA 待遇程序，并将在 12 个月后将做出决定。	柬埔寨享有日本普惠制关税待遇
越南	越南享有美国普惠制关税待遇	19 年 6 月 30 日，双方签署《欧盟与越南自由贸易协定》和《欧盟与越南投资保护协定》，双边贸易几乎所有商品关税都将实现大幅减免，在协定生效 7 年后，欧盟从越南进口商品关税降幅将高达 99%。	越南于 19 年 1 月签署《跨太平洋伙伴全面进步协定》(CPTPP)，协定成员国日本承诺对越南 86% 货品和第 11 年 95.6% 货品取消进口关税。
缅甸	缅甸享有美国普惠制关税待遇	缅甸享有欧盟普惠制关税待遇	缅甸享有日本普惠制关税待遇
中国	美国目前对中国 2500 亿美元的商品加征 25% 的关税。此外，美国自 9 月 1 日、12 月 15 日起分两批对从中国进口的剩余 3000 亿美元的商品加征 15% 的关税。	欧盟自 15 年 1 月 1 日起对中国取消普惠制关税待遇。	日本自 19 年 4 月 1 日起对中国取消普惠制关税待遇。

数据来源：新华社，人民日报，金凤凰报，中国贸促会，商务部，广发证券发展研究中心

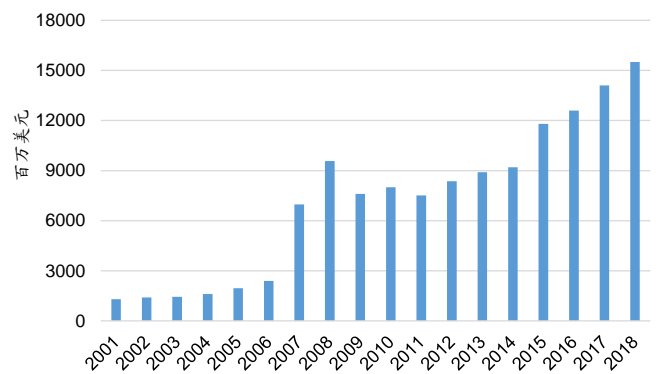
东南亚的中下等收入国家的外国直接投资额快速增长： 据联合国贸易和发展会议，2018年柬埔寨、越南和缅甸的外国直接投资额 (FDI) 分别为31.0亿、155.0亿和35.5亿美元。在2011-18年，柬埔寨、越南和缅甸的外国直接投资额的复合增速分别为10.5%、10.9%和18.0%，均保持双位数的快速增长。其中，柬埔寨的外国直接投资主要来自于中国。据柬埔寨发展银行，截至2018年来自于中国的直接投资额累计近80亿美元，在柬埔寨外国直接投资额中的占比近35%。其中，2018年中国对柬埔寨的直接投资额为12.8亿美元，在外国直接投资额中的占比达到41.3%。

图15: 柬埔寨外国直接投资金额



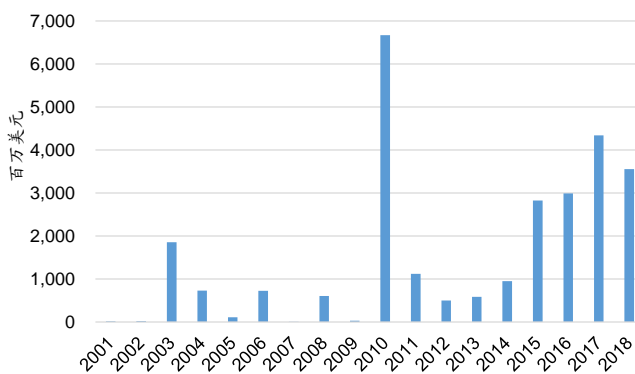
数据来源: 联合国贸易和发展会议, 广发证券发展研究中心

图16: 越南外国直接投资金额



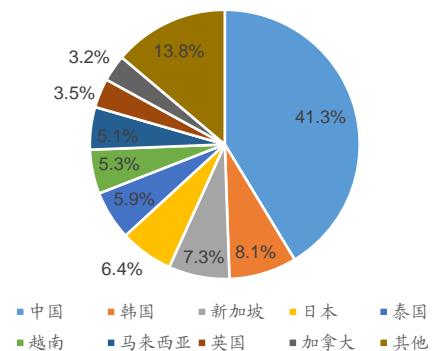
数据来源: 联合国贸易和发展会议, 广发证券发展研究中心

图17: 缅甸外国直接投资金额



数据来源: 联合国贸易和发展会议, 广发证券发展研究中心

图18: 2018年柬埔寨外国直接投资来源



数据来源: 柬埔寨国家银行, 广发证券发展研究中心

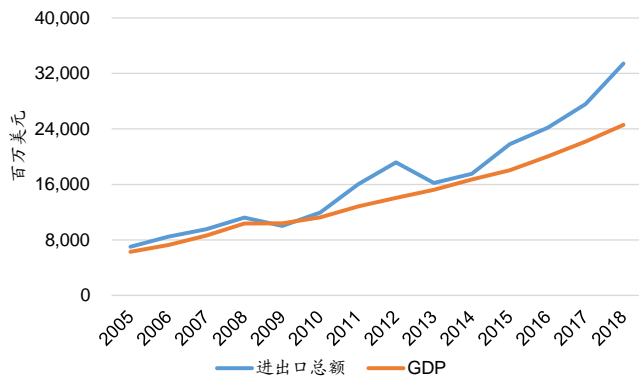
3.2 东南亚中下等收入国家经济发展水平在快速提高

东南亚中下等收入国家经济总量在快速增长: 2018年, 柬埔寨、越南和缅甸的国内生产总值 (GDP) 分别为245.7亿、2449.5亿和712.2亿美元。在2011-18年, 这三个国家的国内生产总值复合增速分别为9.8%、8.8%和2.5%。此外, 柬埔寨、越南和缅甸的经济对对外贸易的依赖程度也在不断增加。2018年, 这三个国家进出口总额对GDP的比值分别为136%、200%和51%, 较2011年分别提高11%、50%和21%。

东南亚中下等收入国家的人均GDP较世界平均水平的差距在缩小: 2011年, 柬埔寨、越南和缅甸的人均GDP分别为882美元、1525美元和1176美元, 分别低于世界平均水平92%、85%和89%。而在2018年, 柬埔寨、越南和缅甸的人均GDP分别为1512美元、2564美元和1326美元, 分别较2011年增长71%、68%和13%。同时, 这三个国家的人均GDP较世界平均水平的差距也有所收窄, 分别比世界人均GDP低87%、77%和88%。

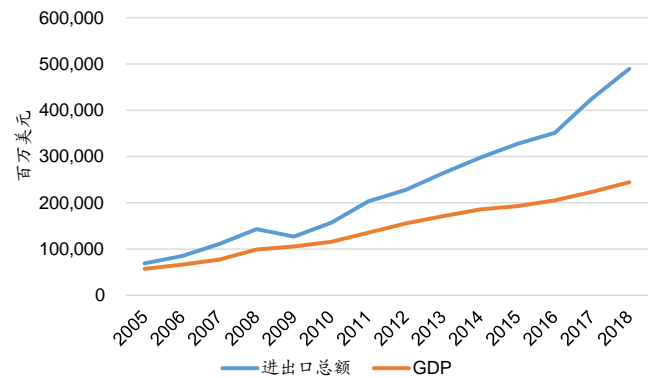
东南亚中下等收入国家城市化水平稳步提升: 2018年, 柬埔寨、越南和缅甸的城镇人口在总人口中的占比分别为23.4%、35.9%和30.6%, 较2011年的20.7%、31.1%和29.1%有所提升, 但是距离世界总体水平55.3%仍然有较大差距。

图19: 柬埔寨进出口总额和GDP



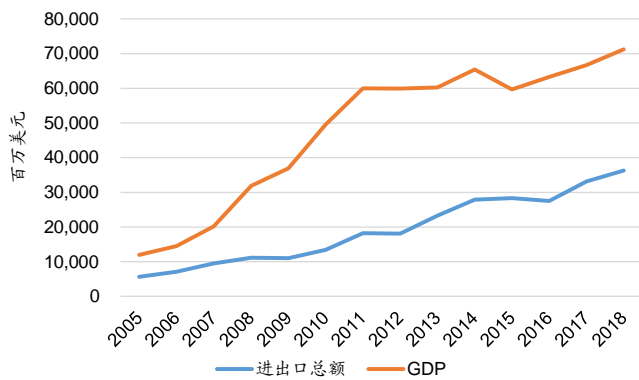
数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图20: 越南进出口总额和GDP



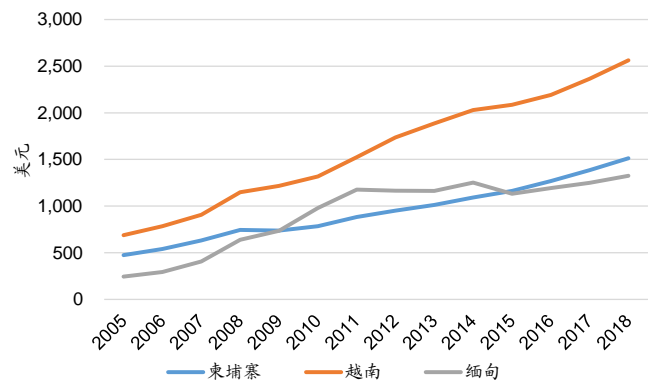
数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图21: 缅甸进出口总额和GDP



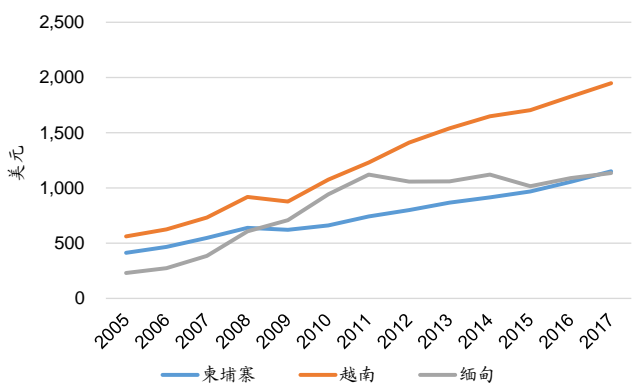
数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图22: 柬、缅、越国家人均GDP



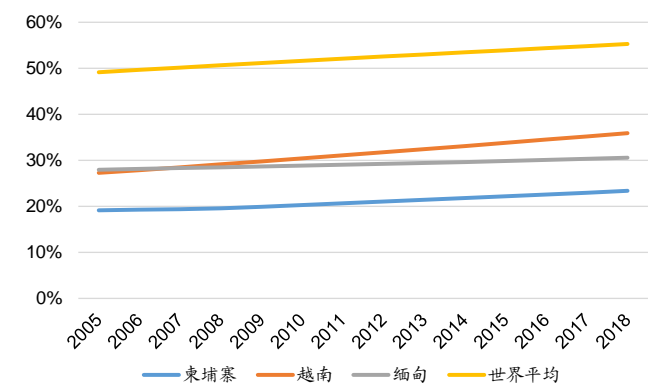
数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图23: 柬、缅、越国家人均国民收入



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

图24: 柬、缅、越国家城市化水平



数据来源: 世界银行, 广发证券发展研究中心

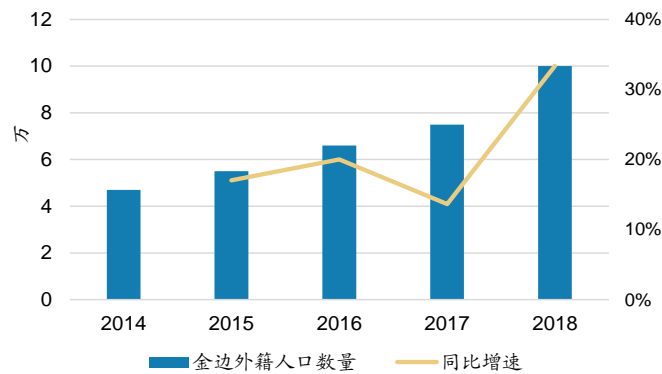
3.3 公司将受益于东南亚国家居民消费能力的提升

我们认为公司将主要从两方面受益于东南亚国家经济的快速发展: 首先, 随着

越南、缅甸等其他东南亚国家居民收入水平的快速提升，会有越来越多的人选择来柬埔寨旅游，因此Nagaworld的访客人次将受益于东南亚游客人次的增长。其次，虽然柬埔寨政府禁止本地人进入赌场，但是持有外国护照的柬埔寨裔仍然可以参与赌博。目前这部分人群主要居住在金边地区，随着柬埔寨的经济不断发展，其收入水平有望持续提升，因而其博彩消费能力也有望随之提高。

金边地区常住许多持有外国护照的柬埔寨裔：柬埔寨的国际化程度很高，许多外国人在柬埔寨生活和投资，而其中很大一部分人常驻在金边。据世邦魏理仕披露，2018年常住在金边的外籍人口约为10万，同比增长超过30%。外籍人口中有一部分为持有外国护照的柬埔寨裔。而在这其中的许多人是红色高棉期间逃亡国外，并在柬埔寨政局稳定后再次回国的。

图25：金边的常住外籍人口数量



数据来源：世邦魏理仕，广发证券发展研究中心

持有外国护照的柬埔寨裔普遍具有更高的经济实力：红色高棉为柬埔寨的左派势力，在1975年4月17日至1979年1月7日为柬埔寨的执政党。期间柬埔寨非正常死亡的人口在百万以上。据世界银行，1974年柬埔寨的人口为753万，而在1980年则下降至669万。许多出身富裕家庭、接受过良好教育的柬埔寨人在红色高棉掌权之前已经逃到越南、泰国等临近国家。此外，在红色高棉执政时期，大批柬埔寨人为了躲避饥荒逃到邻国寻求庇护，并之后被准许前往美国、法国、加拿大、澳大利亚等国定居。

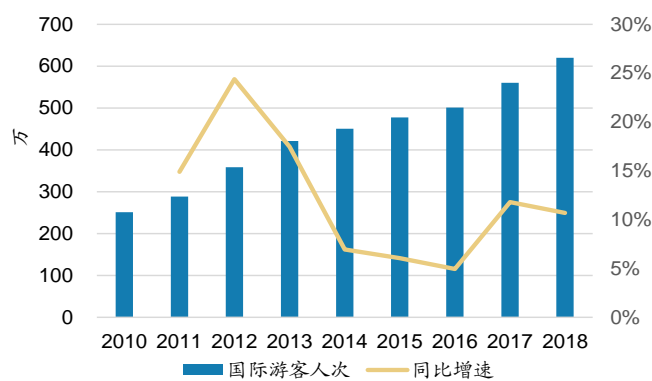
持有外国护照的柬埔寨裔的博彩消费水平有望提升：1979年，柬埔寨现任首相洪森联合越南军队推翻了红色高棉政权，成立了柬埔寨人民共和国。自1985年洪森出任柬埔寨首相以来已经执政34年，柬埔寨国内生产总值的年均复合增速达到7.5%。由于柬埔寨的政治环境稳定、经济保持快速发展，许多旅居海外的柬埔寨裔选择回国发展。这些持有外国护照的柬埔寨裔大多常住在金边，具有较高的收入和消费水平。其经济实力也有望随着柬埔寨经济的快速发展而不断提升，因此也是金界控股的重要客群之一。

4. 柬埔寨旅游业具有较大发展潜力

4.1 中国游客是游客人次增长主要因素，金边地区是国际游客主要目的地

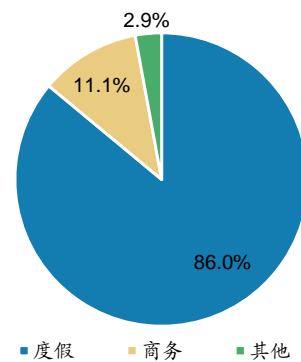
柬埔寨国际游客人次保持快速增长：据柬埔寨旅游局，2011-18年柬埔寨的国际游客人次从288.2万增长至620.1万，年均复合增速为11.6%。在19年上半年，柬埔寨接待国际游客人次333.8万人次，同比增长11.2%。其中，绝大多数游客是以度假为目的的，但是商务游客人次的增长更快。2018年度假游客和商务游客在总游客人次中的占比分别为86.0%和11.1%。2011-18年，度假游客和商务游客的年均复合增速分别为10.2%和25.1%。

图26: 柬埔寨国际游客人次



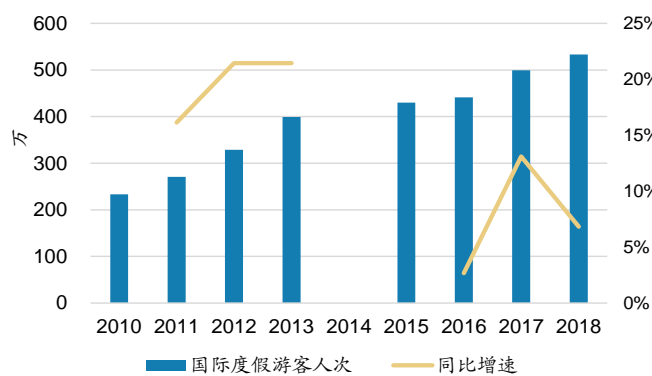
数据来源：柬埔寨旅游局，广发证券发展研究中心

图27: 2018年柬埔寨国际游客入境目的



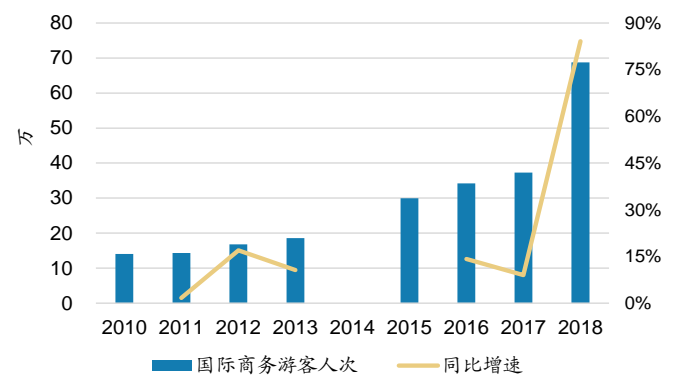
数据来源：柬埔寨旅游局，广发证券发展研究中心

图28: 柬埔寨的国际度假游客人次



数据来源：柬埔寨旅游局，广发证券发展研究中心；说明：2014年的数据缺省

图29: 柬埔寨的国际商务游客人次

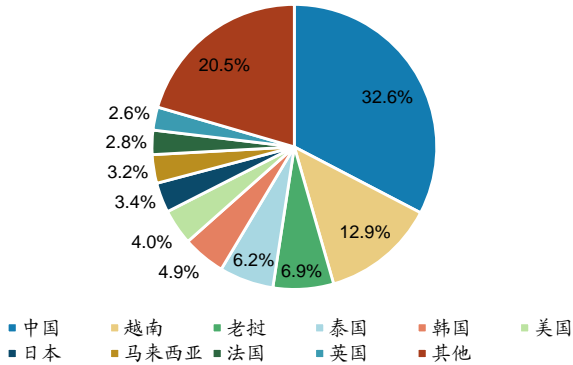


数据来源：柬埔寨旅游局，广发证券发展研究中心；说明：2014年的数据缺省

中国游客是柬埔寨国际游客的主要来源：从国际游客的来源来看，2018年中国、越南、老挝、泰国和韩国的游客人次排名前五，占比分别为32.6%、12.9%、6.9%、6.2%和4.9%。在国际游客的主要来源国中，中国的游客人次增速也是最快的。2011-18年，中国游客人次从24.7万增长至202.4万，年均复合增速高达35%。19年

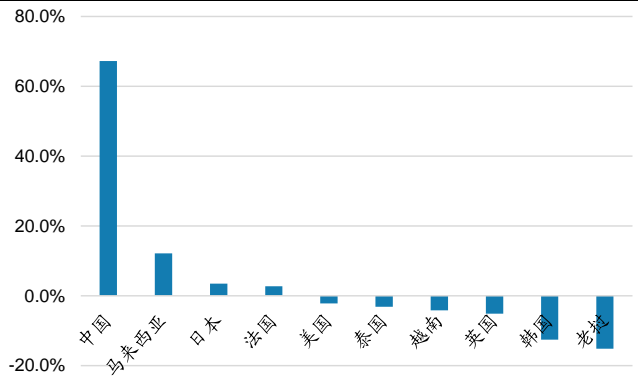
上半年，中国游客人次为129.2万，同比增速为38.7%，中国游客人次在国际游客中的占比继续提升至38.7%。因此，中国游客人次的快速增长是带动柬埔寨游客人次增长的主要原因。

图30: 2018年柬埔寨国际游客人次来源



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

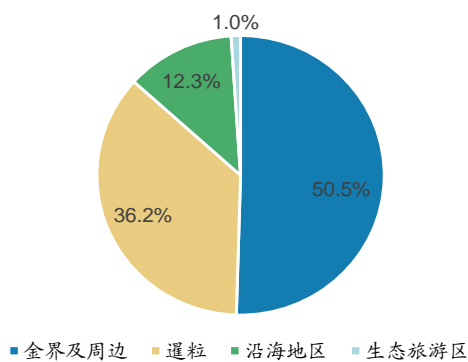
图31: 2018年主要国际游客来源国人次增速



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

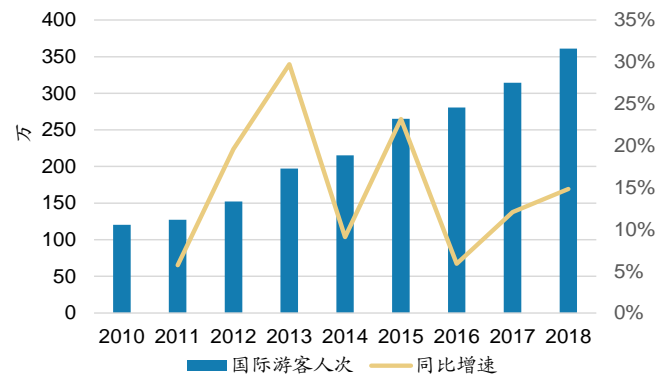
金边是国际游客的主要目的地: 从国际游客的目的地来看, 2018年前往金界及周边、暹粒省、西哈努克省等沿海地区的游客人次占比分别为50.5%、36.2%和12.3%。2011-18年前往金界及周边的国际游客人次从127.2万增长至361.0万, 年均复合增速为16.1%。在19年上半年, 金界及周边接待的国际游客人次同比增长27.3%, 增速快于其他地区。

图32: 2018年柬埔寨国际游客人次目的地占比



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

图33: 金边及周边国际游客人次



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

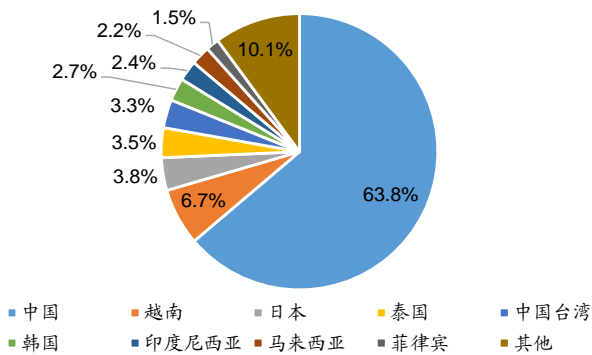
4.2 来自中国的商务及度假游客均有望保持快速增长

我们认为柬埔寨的国际游客人次快速增长主要由于以下几个原因:

第一, 政治稳定及外国直接投资的增长带动商务游客人次的增长: 新柬埔寨国王政府于2018年9月6日正式组建, 首相洪森再获5年任期。洪森已经执政34年, 保证了柬埔寨的政策具有连贯性和一致性。2011-18年, 柬埔寨外国直接投资的复合增

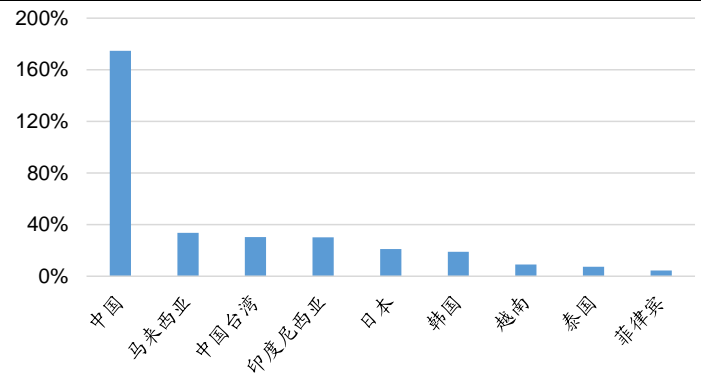
速为10.5%。其中，2018年柬埔寨的外国直接投资为31.0亿美元，占国内生产总值的比例达到12.6%。外国直接投资的增加推动了柬埔寨商务游客人次的增长。2018年，柬埔寨的商务游客人次为68.7万，同比增长84.1%。商务游客人次在总游客人次中的占比为11.1%，同比提升4.4个百分点。而这主要是受到中国商务游客人次增长所驱动。2018年来自中国的商务游客人次43.8万，在柬埔寨商务游客人次中的占比达到63.8%。同时，中国商旅游客人次的同比增速为174.7%，增长显著快于其他主要国家。中国商务游客的快速增长主要受益于中国政府推动“一带一路”政策，以及中国制造业向东南亚国家转移。

图34: 2018年柬埔寨商务游客人次来源



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

图35: 2018年主要国家和地区商务游客人次同比增速

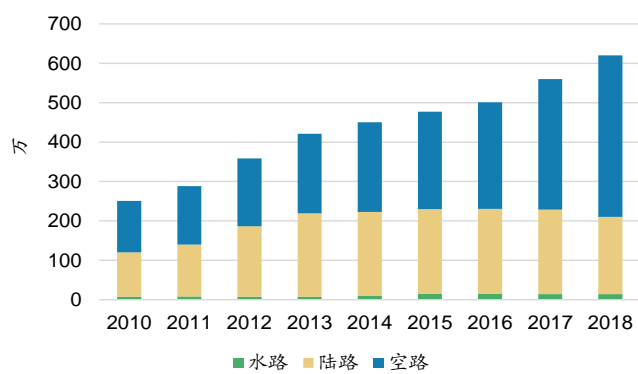


数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

第二, 柬埔寨不断扩建及新建国际机场打破交通瓶颈: 从游客入境方式看, 2013-18年经由陆路和水路前往柬埔寨的游客人次在210-230万之间, 增量游客主要是通过空路入境柬埔寨。2017-18年, 经由机场前往柬埔寨游客人次分别为331.3万和409.7万, 同比增速为22.5%和23.7%, 较2015-16年8.9%和9.2%的增速明显加快。这主要是因为柬埔寨的两大主要机场在2016年完成了扩建。目前柬埔寨共有三个国际机场, 分别是金边国际机场、暹粒国际机场和西哈努克机场。其中, 金边国际机场及暹粒国际机场于2016年完成扩建, 旅客接待能力分别从250万人次/年和150万人次/年提升至约500万人次/年。此外, 金边国际机场于2017年底启用新的候机室和到达大厅。而在18年6月, 西哈努克机场完成扩建, 旅客接待能力扩大3倍至50万人次。

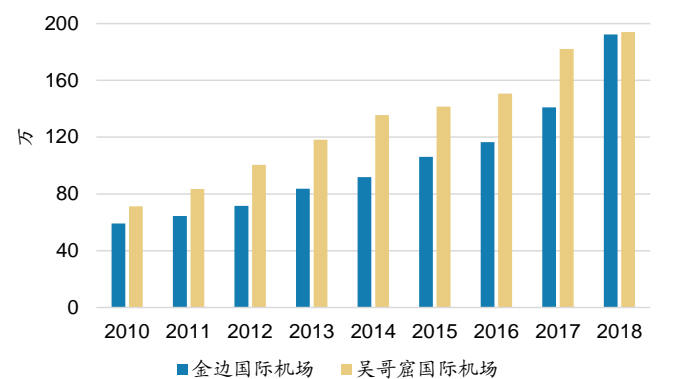
据柬埔寨机场公司, 2018年柬埔寨三大机场接待旅客1050万人次, 同比增长约20%。其中, 金边国际机场接待旅客540万人次, 已经超过了500万人次的设计接待能力。为了实现在2030年拥有3000万人次的旅客接待能力, 柬埔寨计划扩建现有的西哈努克机场, 并新增新金边国际机场、新暹粒国际机场、国公省七星海国际机场、波贝机场、国公省王家军市机场及东北省的机场等6座机场。其中, 新金边国际机场位于干拉省大金欧市和干拉斯登县, 占地面积2600公顷, 总投资额为15亿美元。该机场将于2025-2030年完工并投入使用, 并将取代现有的金边国际机场。而现有的金边国际机场将主要承接国内航线航班。据柬埔寨民航国务秘书处, 新金边国际机场具体的动工时间要待环境、征地问题解决后才能确定, 预计建设需要4-6年的时间。

图36: 柬埔寨国际游客的入境方式



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

图37: 从机场入境国际游客人次



数据来源: 柬埔寨旅游局, 广发证券发展研究中心

表5: 柬埔寨扩建及新建机场规划

机场扩建/新建计划	投资额	动工时间	竣工时间	年旅客接待能力
西哈努克机场	-	一期工程 2020 年 二期工程 2022 年	一期工程 2022 年	一期工程 360 万人次 二期工程 1000 万人次
新金边国际机场	15 亿美元	环境问题解决后才能确定	预计 4-6 年完工	-
新暹粒国际机场	一期 8.8 亿美元	预计 2020 年	预计 3-5 年完工	700-1000 万人次
国公省七星海国际机场	一期 2 亿美元	2016 年 11 月	一期工程 2020 年底	400 万人次
波贝机场	4000-5000 万美元	预计 2020 年	预计 3-5 年完工	-
国公省王家军市机场	4000 万美元	预计 2020 年	预计 3-5 年完工	-
东北省的机场	0.5-1 亿美元	2019 年底完成可行性研究	-	-

数据来源: 柬埔寨民航局国务秘书处, 广发证券发展研究中心

第三, 柬埔寨与周边国家的直飞航班数量快速增加: 近年来, 柬埔寨的国际航班数量快速增长, 使得柬埔寨与周边国家的航班联通性不断得到改善。据公司季报, 在19年1季度末柬埔寨每周的定期国际航班为879次, 数量为13年底的2.3倍。据公司19年中报, 19年6月每周直飞柬埔寨的航班为877次, 较18年6月的738次增长18.8%。而其中超过半数的航班往返于柬埔寨和中国城市。据柬埔寨民航国务秘书处, 截至19年8月底已经有19家航空公司开通了柬埔寨和中国的直飞航班, 其中5家为柬埔寨航空公司, 14家为中国航空公司。柬埔寨金边与中国28座城市, 暹粒与中国28座城市, 以及西哈努克与中国15座城市已经开通直飞航班。柬埔寨与中国每周的直飞航班约有500个班次。

第四, 柬埔寨鼓励商家接受人民币以吸引中国游客: 在16年5月, 柬埔寨官方推出“中国就绪”的新策略, 准许旅游业使用人民币为吸引中国游客的主要战略之一。柬埔寨旅游部鼓励餐馆、旅店、娱乐场所和兑换店接受人民币付账以便利中国游客在柬埔寨消费。此外, 柬埔寨也正在大范围普及微信、支付宝、银联等在中国国内比较流行的支付方式。19年4月, 在北京“一带一路”论坛期间, 中国银行和柬埔寨旅游部在银联、微信和支付宝等数字支付上达成协议, 并签署了一份允许柬埔寨部分银行以人民币结算交易的谅解备忘录。据柬埔寨国家银行, 将有15家银行获准通过银联、微信和支付宝等数字支付, 还有12家银行也对该计划感兴趣。

5. 投资建议

5.1 投资逻辑

公司是柬埔寨最大的博彩运营商，持有为期70年至2065年的赌场牌照，并且于2035年前在金边市方圆200公里内享有独家经营权。我们认为公司目前主要的投资逻辑如下：

公司将受益于澳门博彩业较严的监管环境：我们通过对美国博彩业的复盘，发现在美国各州博彩合法化的浪潮中，美国两大传统赌城拉斯维加斯和大西洋城的市占率持续下降。类似的，亚洲地区近年来也开始了一轮博彩合法化的过程，在这一过程中澳门特区的市场份额有所下滑。目前澳门的博彩业面临较为严格的监管环境，澳门的贵宾博彩业务面临海外分流的压力。而金界控股作为东南亚的博彩业龙头，所面临的监管环境相对宽松。和澳门特区的博彩监管规则不同，柬埔寨政府对于金界控股的佣金比例均没有限制。此外，柬埔寨是现阶段对博彩公司的博彩业务征收税款最少的亚洲国家，金界控股每年只需缴纳一笔固定款项。因此，金界控股得以提供给博彩中介更高的佣金返利，这使得公司在地区间市场份额的竞争中更加具有优势。

公司将受益于制造业向东南亚的转移：东南亚的中下等收入国家在国际贸易中享受到发达国家的关税优惠政策，而同时发达国家正在取消对中国的关税优惠待遇。很多制造业近年来持续向东南亚国家转移，带动了东南亚地区外国直接投资金额的增长。而中美贸易摩擦所带来的不确定性加速了制造业产业链转移的速度。公司作为东南亚的博彩业龙头将直接受益于东南亚经济的快速发展。这主要体现在两个方面：首先，随着越南、缅甸等其他东南亚国家居民收入水平的快速提升，会有越来越多的人选择来柬埔寨旅游，因此Nagaworld的访客人次将受益于东南亚游客人次的增长。其次，虽然柬埔寨政府禁止本地人进入赌场，但是持有外国护照的柬埔寨裔仍然可以参与赌博。目前这部分人群主要居住在金边地区，随着柬埔寨的经济不断发展，其收入水平有望持续提升，因而其博彩消费能力也有望随之提高。

公司将受益于柬埔寨旅游业的快速发展：柬埔寨稳定的政治局面，以及外国直接投资金额的增长带动了休闲游客以及商务游客的增长。其中，中国是柬埔寨最大的游客来源国，并且在主要的游客来源国中增速最快。此外柬埔寨不断扩建及新建国际机场提高旅客接待能力。目前柬埔寨与中国每周约有500个班次的直飞航班，并且仍然在不断增加。我们认为柬埔寨的旅游业发展空间很大，Nagaworld的访客人次将受益于柬埔寨游客人次的快速增长。

公司有能力强承接访客人次的快速增长：首先，目前Naga1项目和Naga2项目的酒店接待能力尚未饱和，而Naga3项目建成后将新增大量酒店客房供给。公司自2018年底开始对Naga1项目的755间酒店客房中的500间进行翻新。在19年4季度完工后，Naga1项目酒店客房的接待能力将恢复，客房的质量和舒适度也将有所提升。据公司季报，19年前3季度Naga2项目酒店客房的平均入住率为85%，仍然具有一定的提升空间。而Naga3项目预计将于2025年9月落成，拟新建两座66层酒店、两座45层酒店和一座48层公寓酒店，将设有4720个房间。届时公司的酒店客房数量将新增接近3倍。其次，柬埔寨政府对于公司的赌桌数量和电子博彩机的数量均没有限制，因

此公司可以灵活地调整赌桌和电子博彩机的数量来不断优化运营。

5.2 盈利预测与投资评级

由于Naga3项目预计于2025年9月落成，因此我们当前的盈利预测中未包括Naga3项目的贡献，我们对公司的盈利做出如下假设：

博彩毛收入：我们预计在2019-21年，公司的博彩毛收入为19.00亿、23.43亿和27.13亿美元，同比增速为32.5%、23.3%和15.8%。其中，贵宾业务毛收入同比增速为30.5%、21.4%和13.7%。贵宾业务的增长主要由于金边地区国际商务游客人次的增长，以及持有外国护照的柬埔寨裔博彩消费水平的提升。中场业务毛收入同比增速为41.9%、32.4%和24.7%，博彩机业务毛收入同比增速为31.1%、21.5%和14.0%。中场业务及博彩机业务保持快速增长，主要受国际度假游客人次的增长所驱动。

EBITDA：我们预计在2019-21年，公司的EBITDA为6.94亿、8.94亿和10.66亿美元，同比增速为35.6%、28.8%和19.1%。我们预计公司的EBITDA增速快于博彩毛收入增速，主要是因为EBITDA利润率更高的中场业务及博彩机业务占比的提升，以及博彩毛收入增长带来经营杠杆的提升。

归母净利润：我们预计在2019-21年，公司的归母净利润为5.68亿、7.59亿和9.25亿美元，同比增速分别为45.3%、33.6%和21.9%。归母净利润的增长主要来自于现有项目的EBITDA的增长。

表6: 金界控股盈利预测关键假设

百万美元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
博彩毛收入	956.35	1474.29	1946.45	2394.88	2767.44
YoY	79.9%	54.2%	32.0%	23.0%	15.6%
分业务					
贵宾业务	625.33	1069.43	1396.03	1694.55	1926.51
中场业务	149.71	235.71	334.38	442.59	551.72
博彩机业务	150.93	129.28	169.50	206.00	234.88
EBITDA	319.72	511.84	694.27	894.34	1065.57
YoY	25.0%	60.1%	35.6%	28.8%	19.1%
归母净利润	255.19	390.58	567.65	758.66	924.71
YoY	38.6%	53.1%	45.3%	33.6%	21.9%

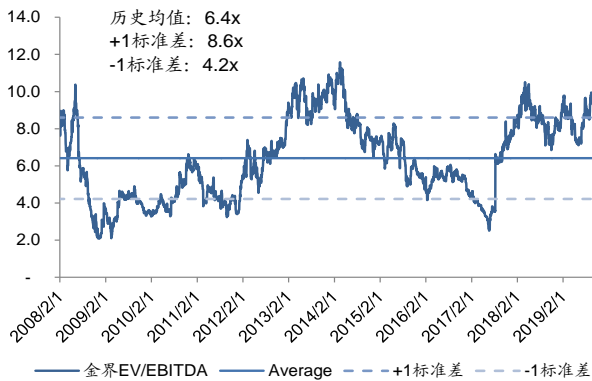
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

投资评级

我们预计公司2019-21年的EBITDA为6.94亿、8.94亿和10.66亿美元，当前市值对应公司2020年EV/EBITDA为8.3x。自18年中开始，由于澳门博彩行业监管趋严导致内地贵宾业务向东南亚国家分流。目前澳门对博彩业的监管没有放松的迹象，而柬埔寨对于博彩行业的监管较为宽松，我们认为金界控股将继续从中受益而维持较高的估值水平。因此，我们给予公司2020年8.7x EV/EBITDA（18年中至今的估值中

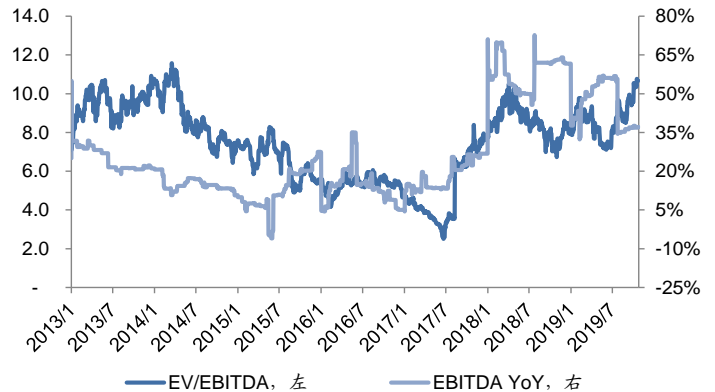
枢)，则对应合理价值14.7港元。我们首次覆盖公司，给予买入评级。

图38: 金界控股动态EV/EBITDA



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图39: 金界控股EBITDA一致预期同比增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表7: 澳门博彩上市公司可比公司估值表 (截至2019/10/25)

可比公司	Price (HKD)	P/E				EV/EBITDA			
		2018	2019e	2020e	2021e	2018	2019e	2020e	2021e
金沙中国(01928 HK)	38.7	21.3	19.1	15.9	13.8	14.9	13.7	12.2	11.0
银河娱乐(00027 HK)	52.3	16.8	15.7	14.9	12.3	11.2	11.2	10.3	8.6
永利澳门(01128 HK)	16.8	14.0	14.8	13.4	12.1	10.8	11.2	10.5	9.8
美高梅中国(02282 HK)	12.5	44.8	19.4	15.1	12.7	14.8	10.3	9.3	8.4
澳博控股(00880 HK)	8.3	16.4	14.3	19.7	11.3	12.5	11.2	10.2	6.5
新濠博亚娱乐(MLCO US)	22.4	3.9	2.7	2.4	2.1	10.6	9.9	9.2	8.7
Average		19.5	14.3	13.5	10.7	12.5	11.3	10.3	8.8

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 说明: 美高梅估值基于彭博一致盈利预期, 其余公司估值基于广发证券盈利预测。

6. 风险提示

6.1 地区间竞争加剧的风险

亚洲地区内, 中国澳门、新加坡、马来西亚、菲律宾及韩国均建有大型赌场, 而日本政府近年来也在谋求博彩合法化。如果澳门博彩行业的监管政策有所放松, 则来自于中国的贵宾赌客将有可能回流至澳门, 从而加剧地区间的竞争。此外据柬埔寨财政部披露, 截至2019年2季度柬埔寨政府共发出了136张博彩牌照, 其中有133间赌场正在营业中。而在今年新发出的牌照中, 46%都在西哈努克港。近年来西哈努克港博彩业的崛起可能会对金边地区造成分流。

6.2 柬埔寨制定中的新赌博法具有不确定性

据柬埔寨经济财政部, 柬埔寨自2010年起开始草拟的新赌博法将于明年初或者明年中推出, 并且将根据赌场是否在综合度假村内征收不同的税率。因此, 新赌博法的执行时间及金界控股将要承担的税负存在不确定性。

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
物业、机器及设备	1,122	1,276	1,400	1,464	1,421
租赁土地权益	27	27	27	27	27
无形资产	63	59	56	52	48
预付款项	85	84	84	84	84
承兑票据	10	9	9	9	9
非流动资产	1,306	1,455	1,576	1,636	1,590
耗材	2	2	2	3	3
贸易及其他应收款项	101	117	155	190	220
现金及现金等价物	53	393	543	832	1,287
流动资产	156	512	700	1,025	1,511
资产总额	1,462	1,967	2,275	2,661	3,100
贸易及其他应付款项	78	80	105	127	144
本期税项负债	2	12	12	12	12
流动负债	80	92	118	139	157
流动资产净值	76	420	582	885	1,354
总资产减流动负债	1,383	1,875	2,158	2,522	2,944
优先票据及合约负债	0	335	335	335	335
非流动负债	0	335	335	335	335
资产净值	1,383	1,540	1,823	2,186	2,608
股本	54	54	54	54	54
储备	1,328	1,486	1,769	2,132	2,554
权益总额	1,383	1,540	1,823	2,186	2,608

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前溢利	263	399	597	786	951
折旧及摊销	53	89	94	105	111
赌场拍照溢价摊销	4	4	4	4	4
利息收入	(1)	(3)	0	0	0
未变现汇兑损益	2	(0)	0	0	0
贸易应收款项减值亏损	1	2	0	0	0
出售物业机器及设备收益	(0)	(0)	0	0	0
物业机器及设备消减	0	1	0	0	0
其他	0	19	0	0	0
营运资金变动前经营溢利	322	512	694	894	1,066
耗材增加	(0)	(0)	0	(1)	(1)
贸易及其他应收款项增加	(30)	(18)	(38)	(36)	(30)
贸易及其他应付款项增加	40	(9)	25	22	17
经营活动所收的现金	331	485	682	880	1,053
已付税项	(9)	(8)	(3)	(3)	(3)
经营活动现金净额	322	477	680	877	1,050
所收取利息	0	3	0	0	0
资本支出	(355)	(243)	(220)	(170)	(70)
出售物业机器设备所得款项	0	0	0	0	0
存款及其他流动资金增加	0	0	0	0	0
投资活动现金净额	(355)	(240)	(220)	(170)	(70)
发行优先票据所得款净额	0	289	0	0	0
股票回购	0	0	0	0	0
已付股息	(126)	(185)	(283)	(393)	(501)
融资活动现金净额	(125)	104	(310)	(418)	(525)
现金及现金等价物增加净额	(158)	340	150	289	456
年初现金及现金等价物	211	53	393	543	832
年终现金及现金等价物	53	393	543	832	1,287

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
博彩收入	926	1,434	1,900	2,343	2,713
非博彩收入	30	40	47	52	54
总收入	956	1,474	1,946	2,395	2,767
销售成本	(483)	(801)	(1,057)	(1,276)	(1,451)
毛利	473	673	890	1,119	1,317
博彩税	0	0	(1)	(1)	(1)
行政开支	(67)	(79)	(96)	(110)	(123)
其他经营开支	(86)	(82)	(99)	(114)	(128)
EBITDA	320	512	694	894	1,066
折旧及摊销	(53)	(89)	(94)	(105)	(111)
赌场拍照溢价摊销	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
折旧及摊销总额	(56)	(93)	(98)	(108)	(115)
EBIT	263	419	597	786	951
其他收入	0	0	0	0	0
利息费用	0	19	28	28	28
除税前溢利	263	399	570	761	927
所得税	(8)	(9)	(3)	(3)	(3)
本公司拥有人应占溢利	255	391	568	759	925
基本每股盈利(美仙/股)	8	9	13	17	21
摊薄每股盈利(美仙/股)	6	9	13	17	21

	单位: 百万美元				
至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
博彩毛收入构成					
贵宾业务	67.5%	74.6%	73.5%	72.3%	71.0%
中场业务	16.2%	16.4%	17.6%	18.9%	20.3%
博彩机业务	16.3%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%
毛利构成					
贵宾业务	34.3%	44.6%	42.5%	41.5%	39.9%
中场业务	32.5%	35.7%	38.1%	39.8%	42.0%
博彩机业务	33.2%	19.7%	19.4%	18.7%	18.0%
获利能力					
毛利率	49.4%	45.7%	45.7%	46.7%	47.6%
EBITDA利润率	33.4%	34.7%	35.7%	37.3%	38.5%
净利率	26.7%	26.5%	29.2%	31.7%	33.4%
ROA	18.5%	22.8%	26.8%	30.7%	32.1%
ROE	18.5%	22.8%	26.8%	30.7%	32.1%
偿债能力					
资产负债率	5.5%	21.7%	19.9%	17.8%	15.9%
流动比率	1.96	5.56	5.95	7.35	9.63
速动比率	1.93	5.54	5.93	7.33	9.61
每股指标(美元/股)					
基本每股收益	0.08	0.09	0.13	0.17	0.21
稀释每股收益	0.06	0.09	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	0.10	0.11	0.16	0.20	0.24
每股净资产	0.43	0.35	0.42	0.50	0.60

广发海外研究小组简介

- 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。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，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。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，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。
- 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）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，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。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，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。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，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。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019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。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。