

推荐（首次）

澳门博彩行业： 市场快速复苏，新格局下博彩板块估值有望重塑

银河证券研究院 社服团队

分析师：顾熹闽

分析师登记编码：S0130522070001

2023.02.21

• 1月赌收超预期释放乐观预期，中场博彩消费有望较快恢复至疫情前

1月澳门博彩毛收入恢复超预期，中场收入恢复好于旅客入境表现，彰显内地中高端旅客的消费能力依旧强劲。从海外博彩消费恢复情况看，新加坡、美国博彩消费恢复/超过疫情前水平平均用时不到1年，考虑当前澳门博彩业的多个前瞻宏观变量均处于底部回升阶段，我们预计以普通旅客消费为代表的中场博彩消费有望于2023年恢复至疫情前。

• 格局重塑：新博彩法落地，个股有 α 机会

新博彩法案及竞标结果落地，带来三大变化：（1）传统中介人模式终结，VIP预计进入快速下行通道；（2）供给端进一步收紧，叠加资源重新分配，美高梅中国、金沙中国有望成为行业最大赢家；（3） α 机会：行业重心继续向路氹转移。我们在VIP需求完全消退的极端假设下进行测算，结果显示美高梅中国、金沙中国的估值仍处于历史较低水位，当前具备较强吸引力。

• 估值重构：自主可控+中场&非博彩，盈利、估值中枢趋于上行

博彩行业负外部性特征显著，伴随东南亚、日本等国放宽博彩限制，澳门博彩业具备显著的自主可控+回流消费的重要意义。此外，中长期澳门博彩业发展由中场+非博彩业务主导，行业属性将由金融、周期属性全面转向消费属性，博彩公司盈利能力+估值中枢有望持续上行。

• 投资建议

伴随政策及外部环境改善，2023年澳门博彩业复苏已经确立，全年博彩毛收入超预期概率大。短期股价虽伴随港股出现较大反弹，但优质公司估值仍处于中枢偏下区间，叠加中长期行业发展逻辑全面转向消费属性更强的中场&非博彩业务，我们认为未来板块估值仍有进一步上行空间。建议关注美高梅中国、金沙中国、银河娱乐。

• 风险提示

（1）疫情反复，导致内地经济复苏低于预期；（2）海外博彩竞争激烈，或对疫后澳门博彩市场形成分流；（3）非博彩项目转型进展低于预期；（4）外汇、签证等政策进一步收紧。

一 研究框架：历史会重演，但不会简单重复

二 格局：时移势易，新格局下谁最受益？

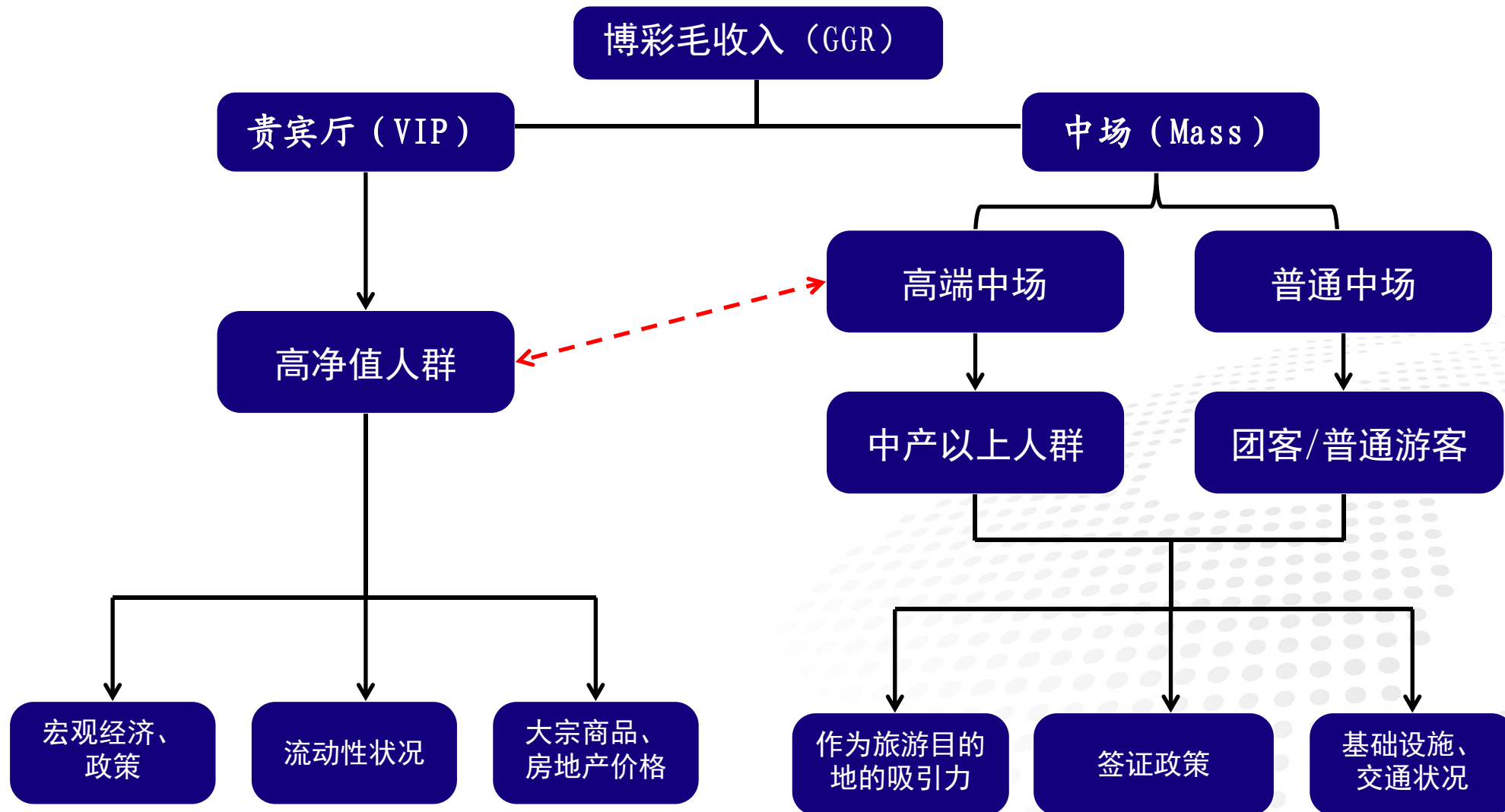
三 估值重塑：政策风险解除+消费属性提升，驱动估值中枢上行

四 建议关注标的

五 风险提示

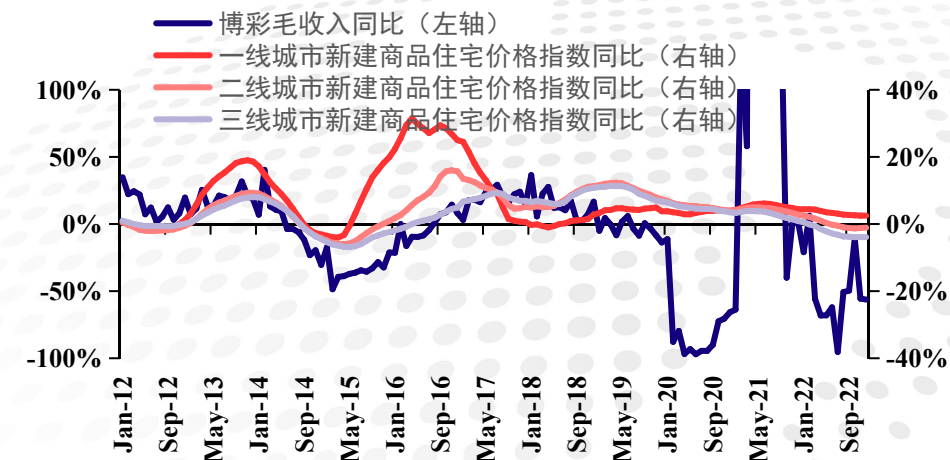
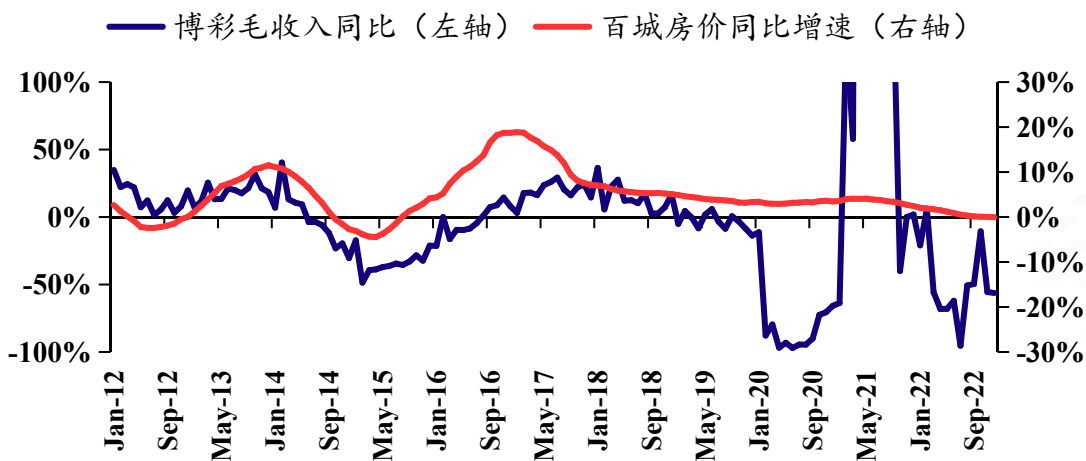
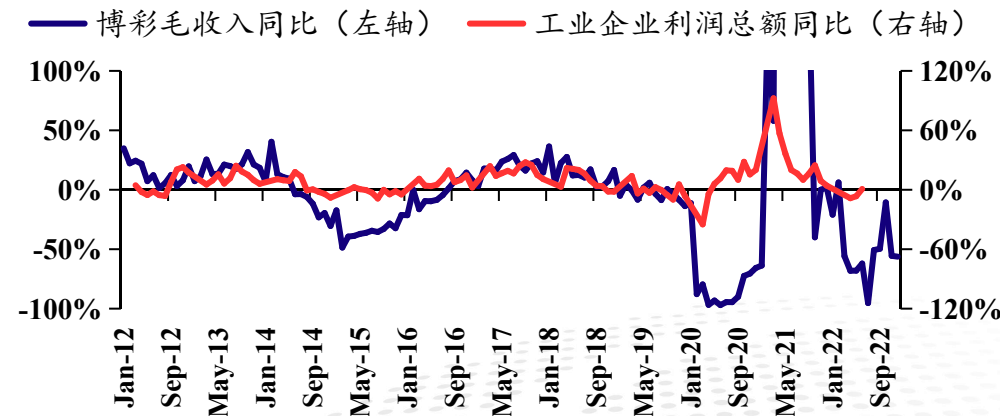
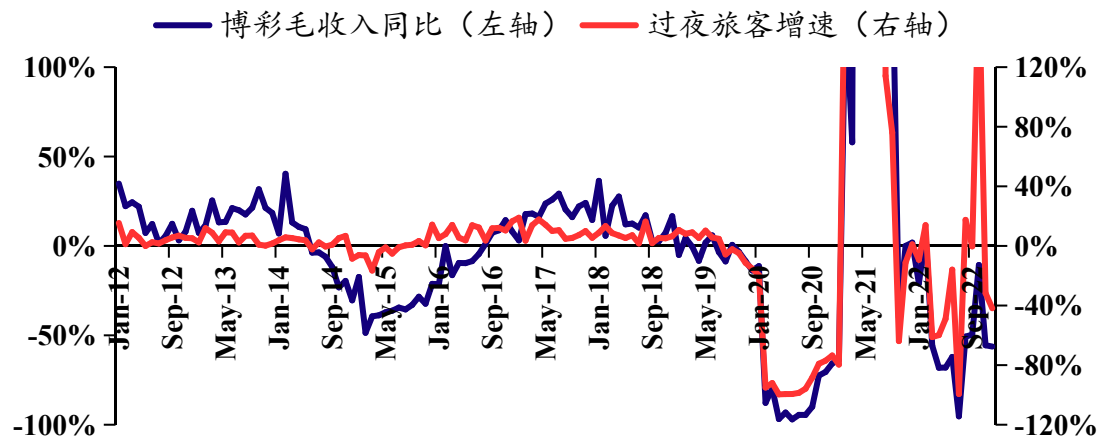
一、研究框架：历史会重演，但不会简单重复





澳门博彩行业分析框架

- 影响博彩毛收入的重要前瞻变量：工业企业利润、地产价格



资料来源：DICJ, DSEC, Wind, 银河证券研究院

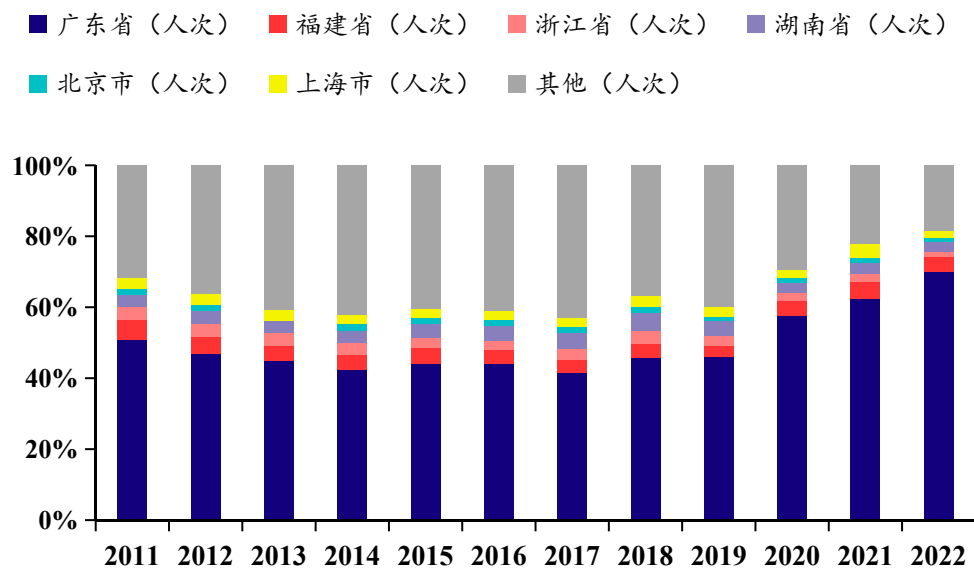
澳门博彩行业分析框架

大陆旅客仍是澳门主要旅游群体，目前处于重返澳门旅游市场过程中

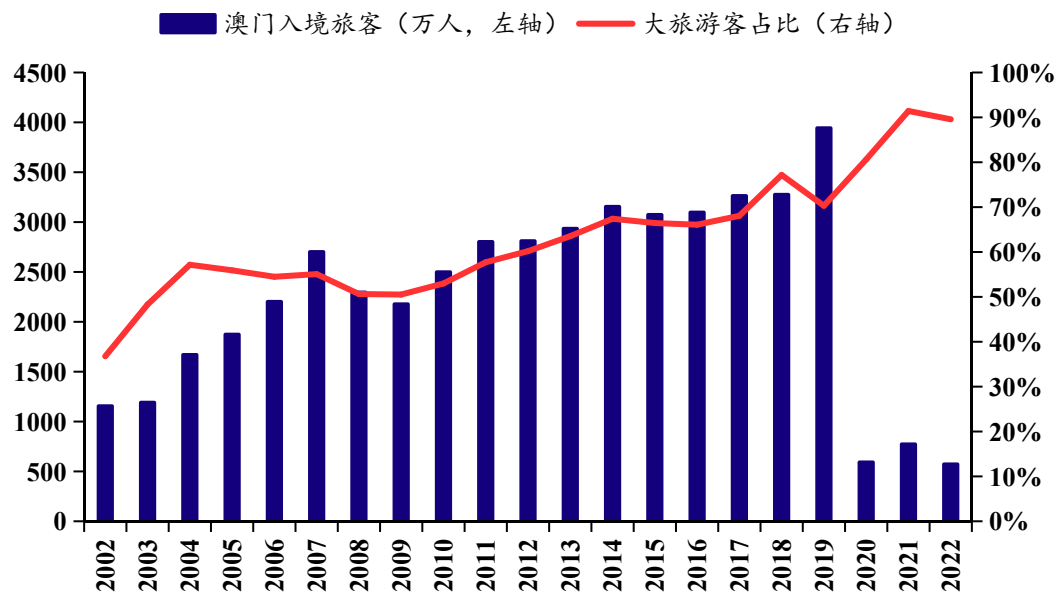
(1) 大陆旅客为澳门旅游市场主力，疫情前占比超过70%。目前，澳门政府已携手博彩企业大力拓宽海外旅游市场，进一步优化澳门旅游市场客群结构；

(2) 2023年春节，内地访澳旅客量恢复至2019年同期30%，环比2022年国庆恢复率提升10pct。预计伴随港澳全面恢复与内地通关，散客+旅行社团客有望全面回归澳门旅游市场。

图：2011-2022年入境澳门大陆旅客结构



图：2002-2022年入境澳门大陆旅客人次

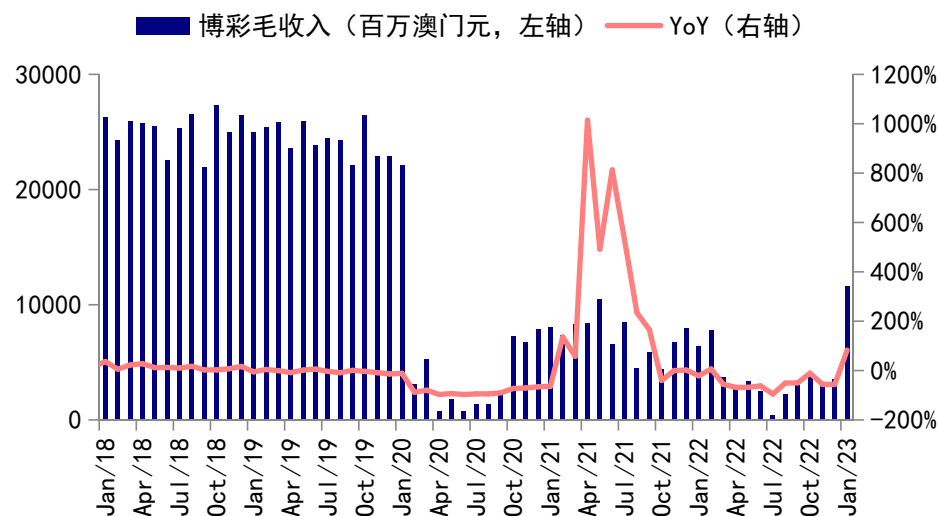


资料来源：DICJ, DSEC, 银河证券研究院

• 2023年澳门博彩业复苏有望超预期，结构与前两轮不同

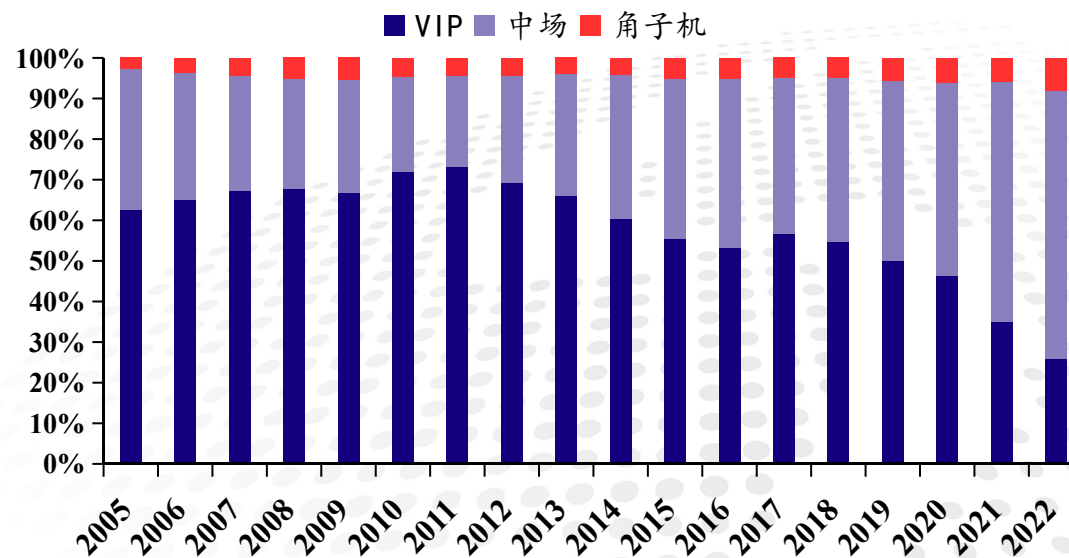
- (1) 澳门特区政府预计2023年博彩毛收入约1300亿，恢复至2019年同期约45%；
- (2) 2023年1月，澳门博彩毛收入已恢复至2018年同期44%（上一轮复苏最高峰）/2019年同期的45%，好于特区政府预期；
- (3) 考虑VIP业务受限，我们测算1月中场收入或已恢复至疫情前60%-70%，远高于入境旅客30%-40%的恢复率；

图： 2002-2022年澳门博彩业毛收入



资料来源：DICJ，银河证券研究院

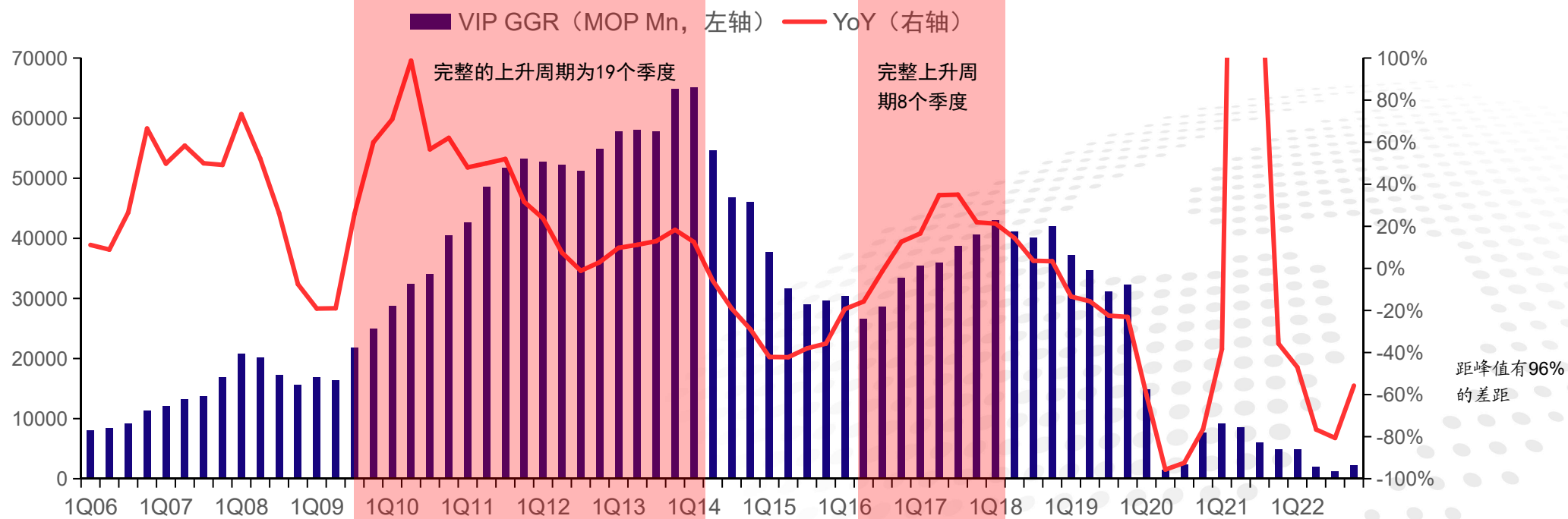
图： 2005-2022年澳门博彩业毛收入结构



• VIP业务：周期性来源，逐步弱化

- (1) 两轮周期持续时长逐步缩短，表明不良需求已大幅挤出；
- (2) 未来判断：受中介人业务收缩影响，我们预计乐观/悲观情景下VIP市场或仅可恢复至疫情前的（50%-70%） / （30%-50%）；

图：2006-2022年VIP毛收入回顾



资料来源：DICJ，银河证券研究院

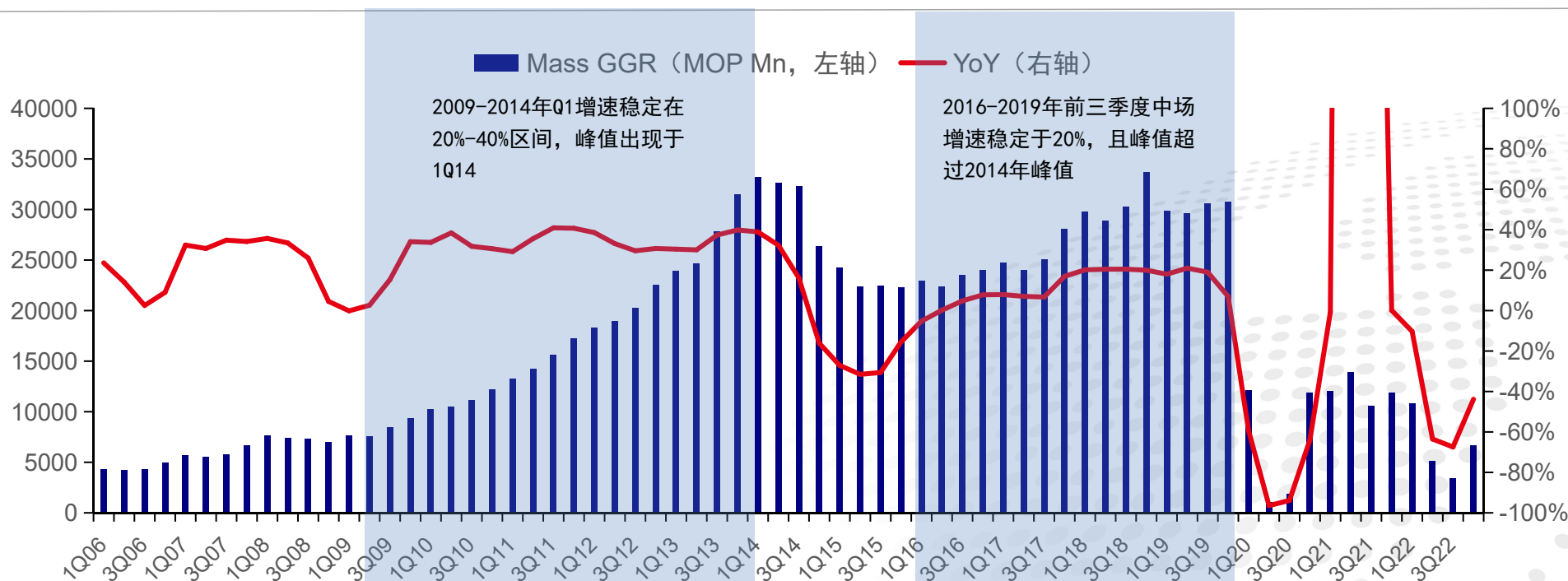
澳门博彩行业分析框架

• 中场业务：TO C消费属性显著，历史增速较为稳定

(1) 历史上中场收入增速稳定，2014年下半年下滑与2019年四季度下滑主要受赌场禁烟令、澳门旅游签证收紧及香港旅游市场变化影响；

(2) 未来增长驱动力：同时受益于VIP向下转化至高端中场+澳门旅游市场客流增长；

图：2006-2022年澳门中场博彩毛收入



资料来源：DICJ，银河证券研究院

澳门博彩行业分析框架

- 澳门博彩中场业务复苏节奏可参考海外市场经验，预计有望较快恢复至疫情前
 - (1) 新加坡：开放后第2个季度博彩消费恢复至疫情前，第三个季度超出疫情前10%；
 - (2) 美国：2021年4月美国解除国内旅游禁令，21Q2拉斯维加斯博彩消费超过疫情前16%；

图：新加坡滨海湾金沙酒店博彩收入

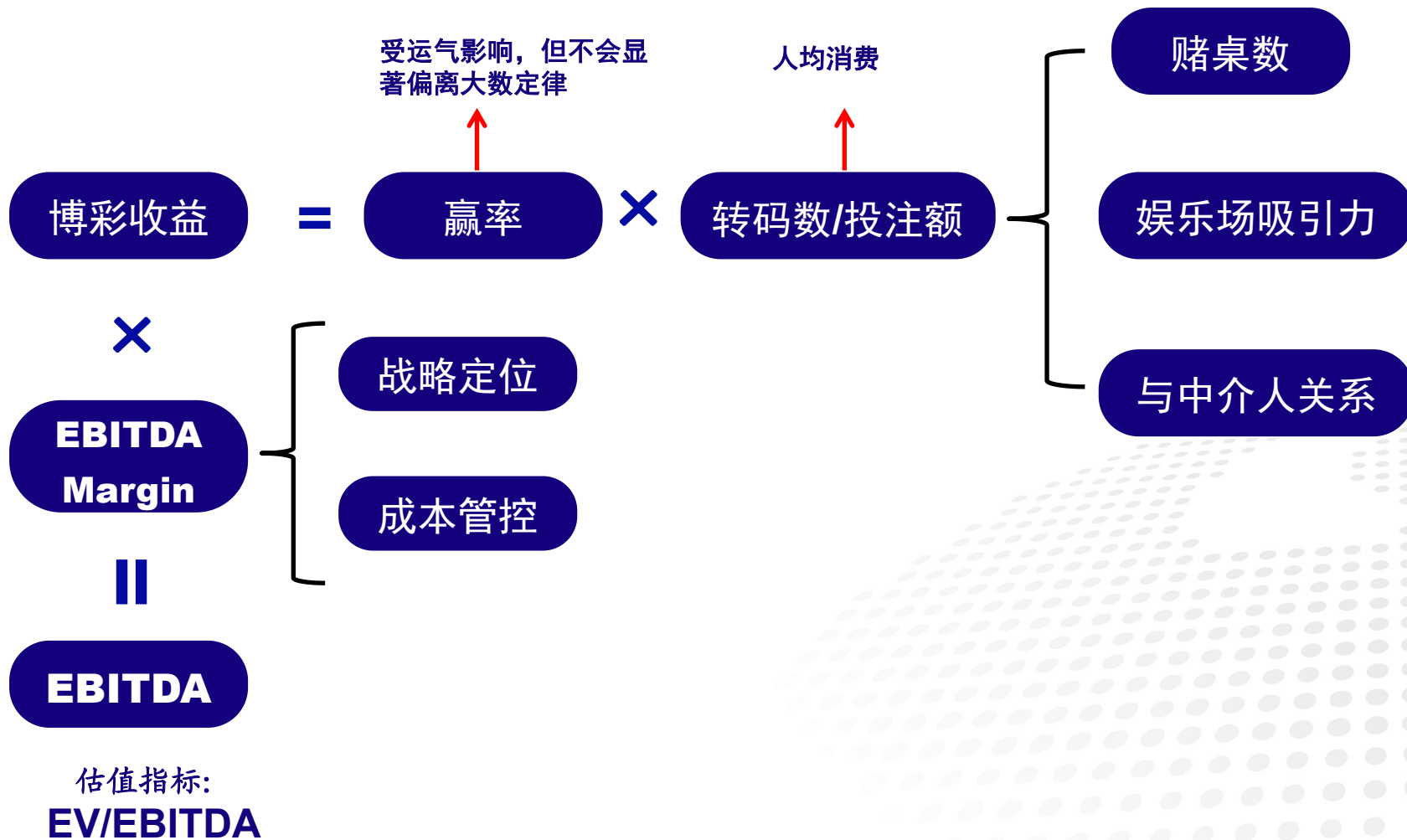


图：拉斯维加斯博彩业总收入恢复情况

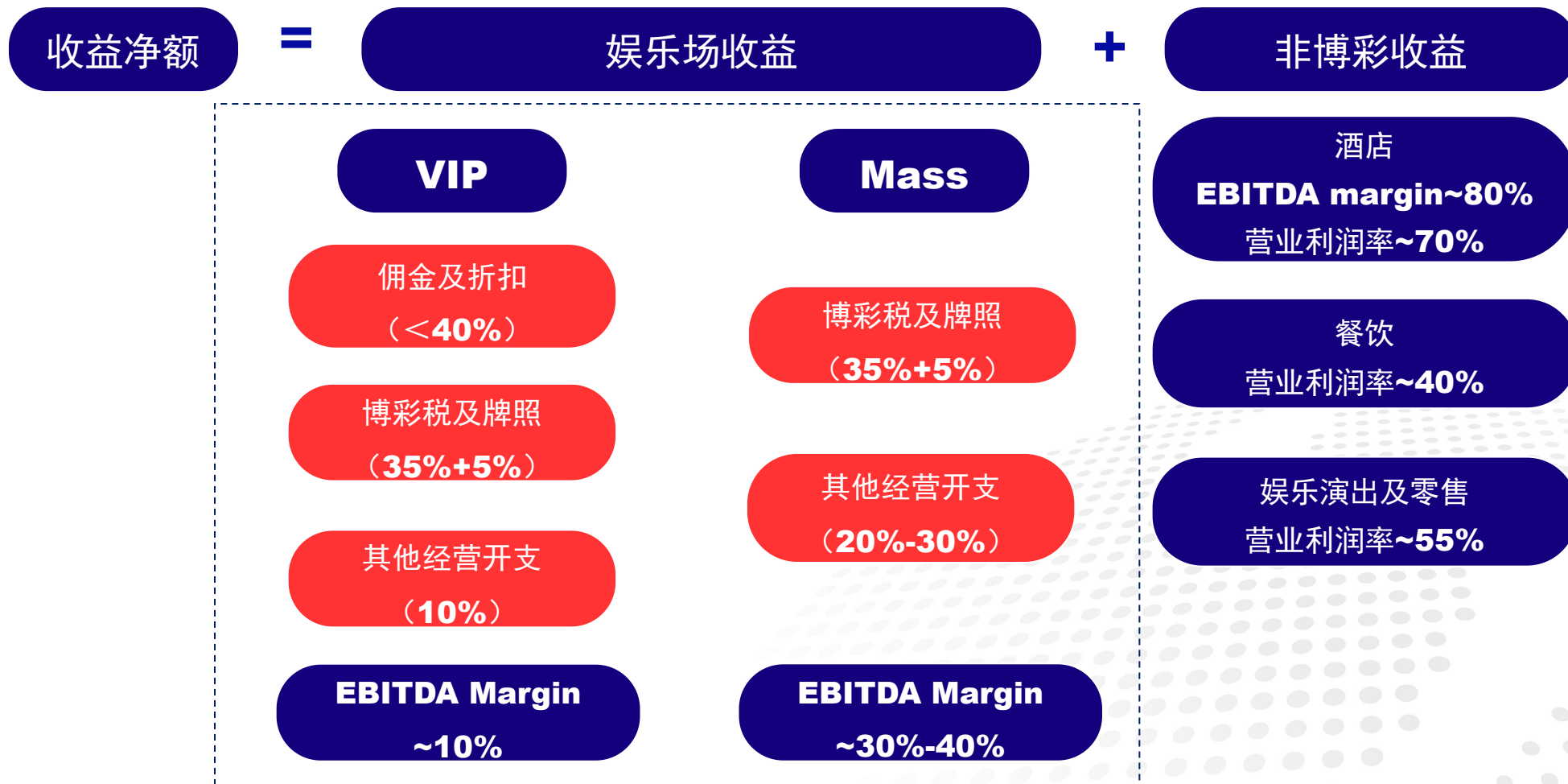


资料来源：LACVA，公司公告，银河证券研究院

博彩公司研究与分析框架



博彩公司研究与分析框架



注：非博彩营业利润率估算参考永利澳门数据

资料来源：公司公告，DICJ，银河证券研究院

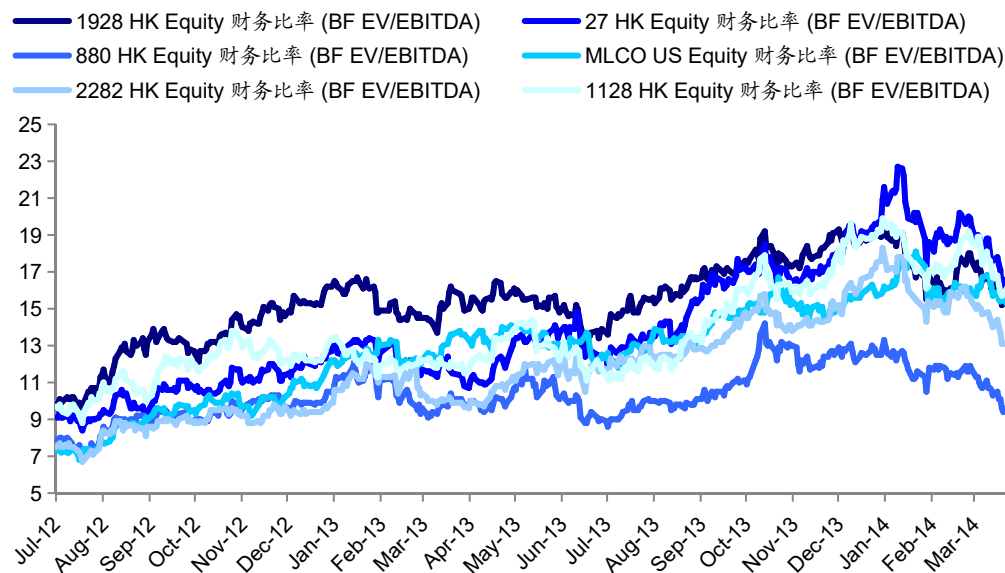
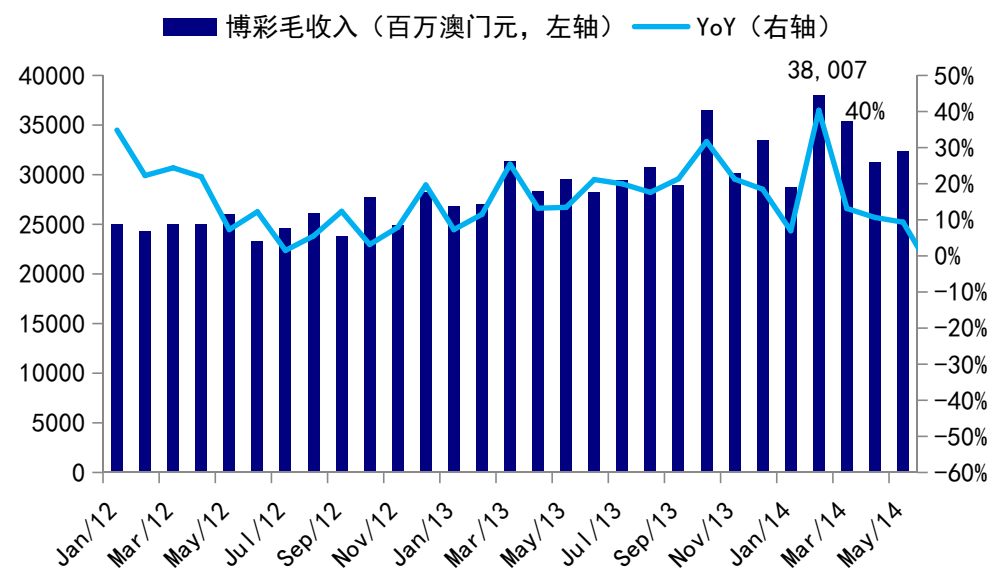
博彩公司研究与分析框架

- 估值复盘：历史估值区间稳定，估值跟随博彩毛收入规模与增速

(1) 博彩股估值主要采用EV/EBITDA，波动区间在5-25倍之间

(2) 2012-2014年上升周期，GGR的规模和增速峰值于2014年1月达成，六家博彩公司估值于14年2月见顶

图：2012-2014年上升周期中，博彩股估值见顶于2014年1月，博彩毛收入增速见顶于2014年2月



数据来源：DICJ, Wind, 银河证券研究院

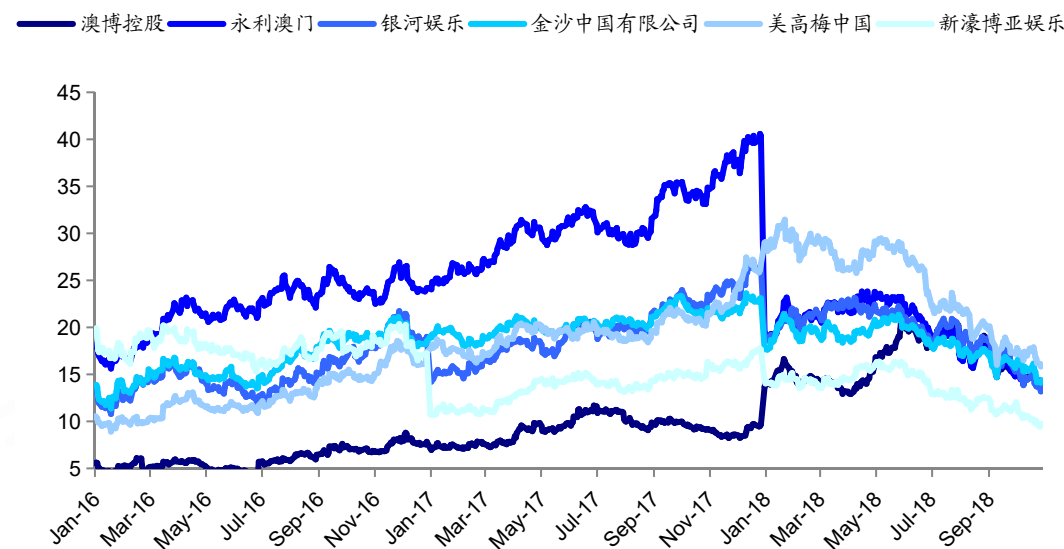
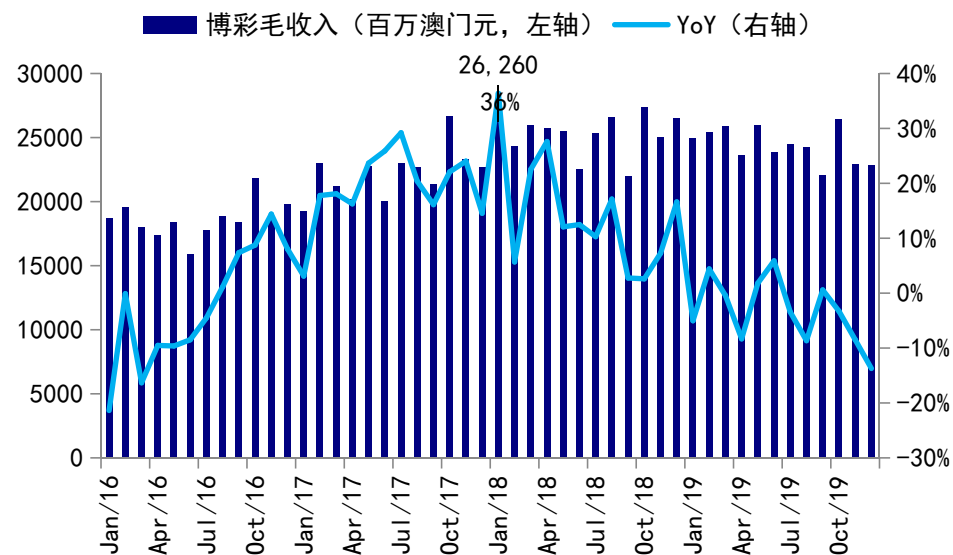
博彩公司研究与分析框架

• 估值：历史估值区间稳定，阶段性跟随GGR增速变化

(1) 2016-2018年上升周期，行业规模和增速于2018年1月见顶，六家博彩公司同步于1月见顶；

(2) 在本轮周期中，板块整体估值中枢较上一轮抬升，永利澳门/美高梅中国则受益于新产能投产估值突破30倍区间。

图：2016-2018年上升周期中，博彩股估值见顶于2018年1月，行业增速见顶于2018年1月



数据来源：DICJ, Wind, 银河证券研究院

二、格局：时移势易，新格局下谁最受益？



格局：时移势易，新格局下谁最受益？

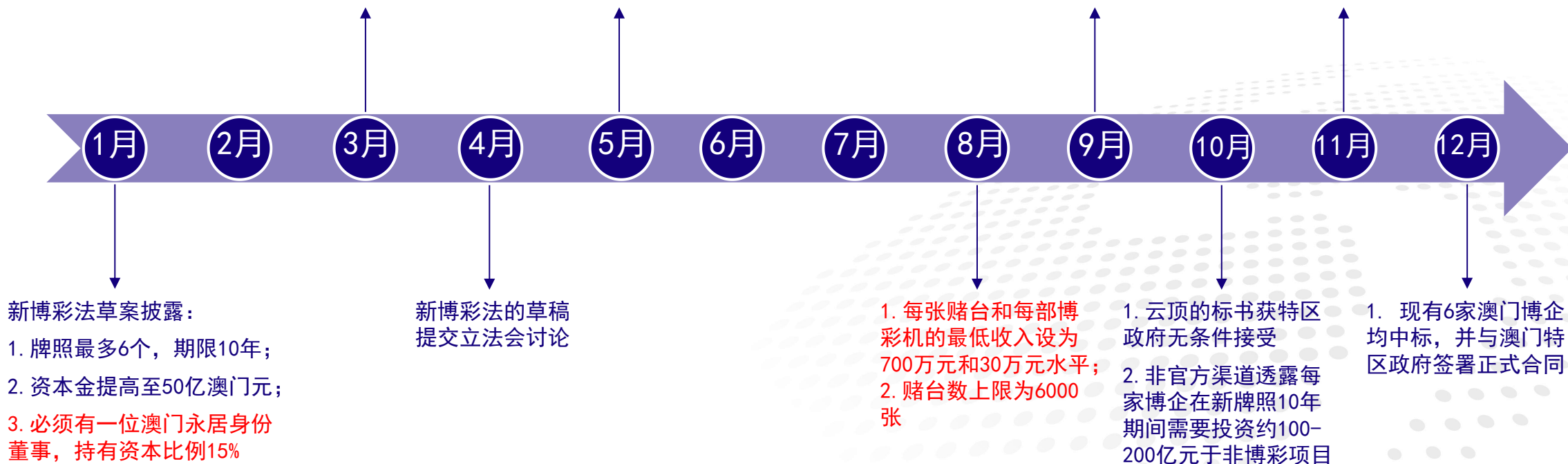
2022年澳门新博彩法案出台历程及核心变化

澳门黄金集团停止所有贵宾业务

根据澳门法院终审案例，未来博企需要和中介人共同承担客户的存款责任

1. 6家澳门现有博企和云顶提交标书竞投新的牌照；其中云顶被有条件接受，其他被无条件接受

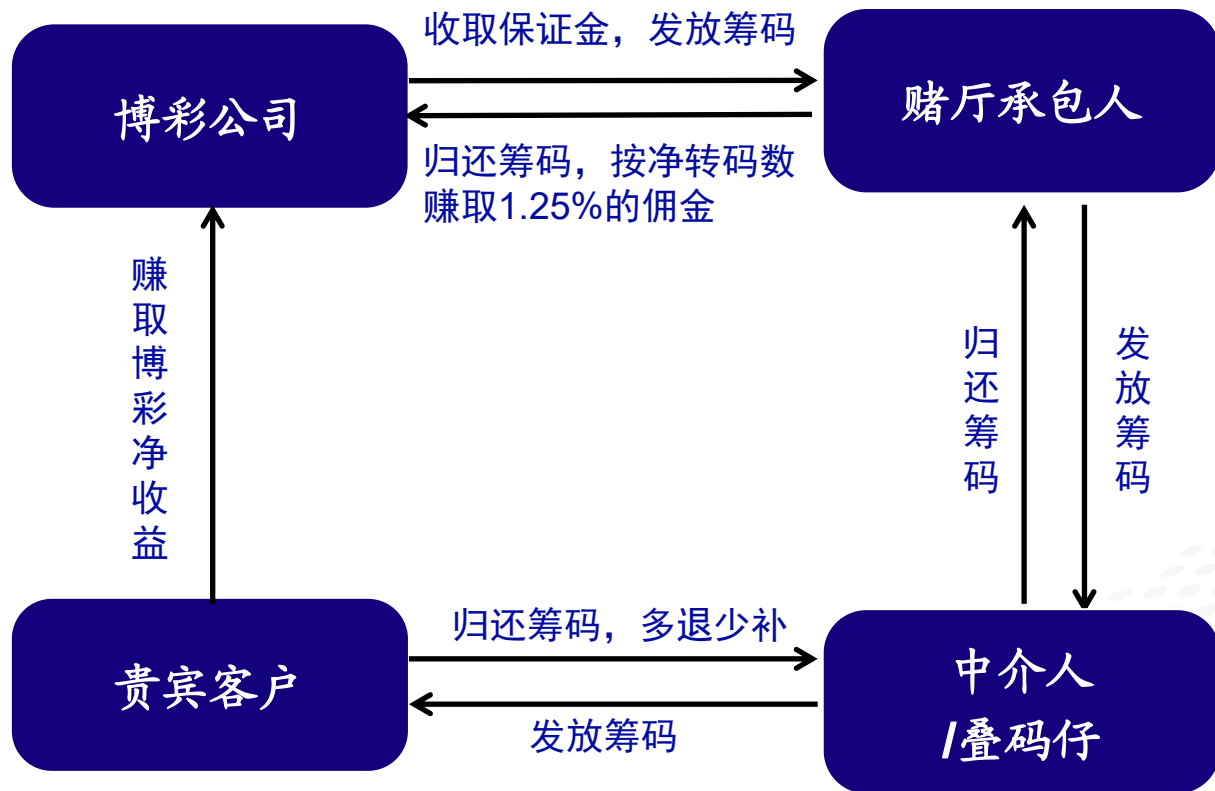
1. 现有6家澳门博企获得临时牌照



数据来源：DICJ，银河证券研究院

新法案核心变化1：传统中介人制度终结，VIP业务受限

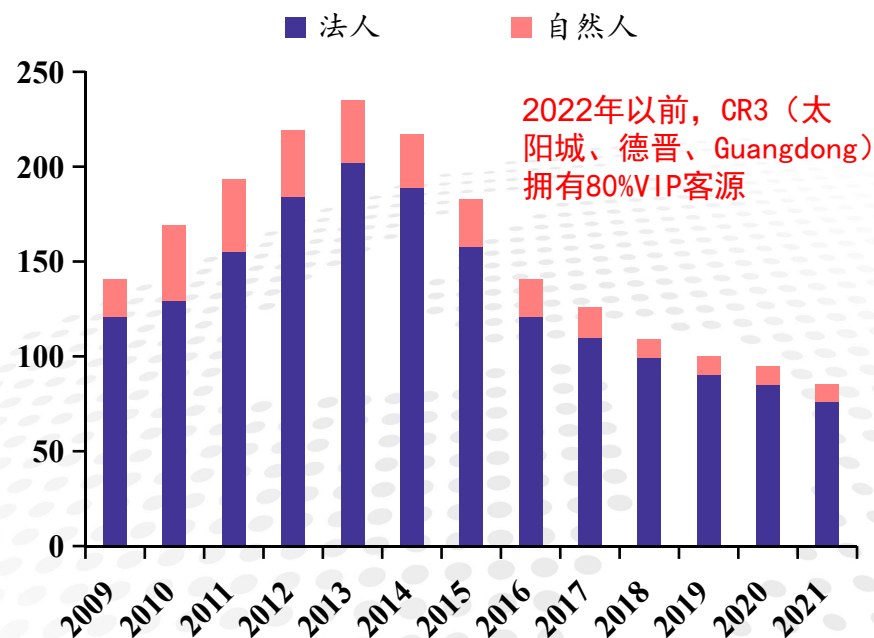
- 为什么中介人制度是澳门在上一个时代获得成功的重要因素？



中介人提供全面服务，重点是帮助内地VIP客户通过内保外贷等方式获取巨额资金

与赌厅承包人/中介人多为雇佣关系

图：澳门博彩中介人数量



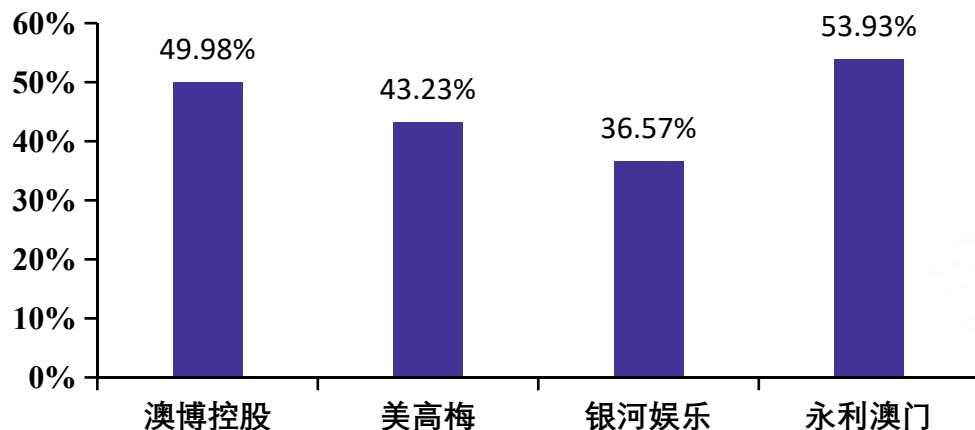
资料来源：DICJ，银河证券研究院

新法案核心变化1：传统中介人制度终结，VIP业务受限

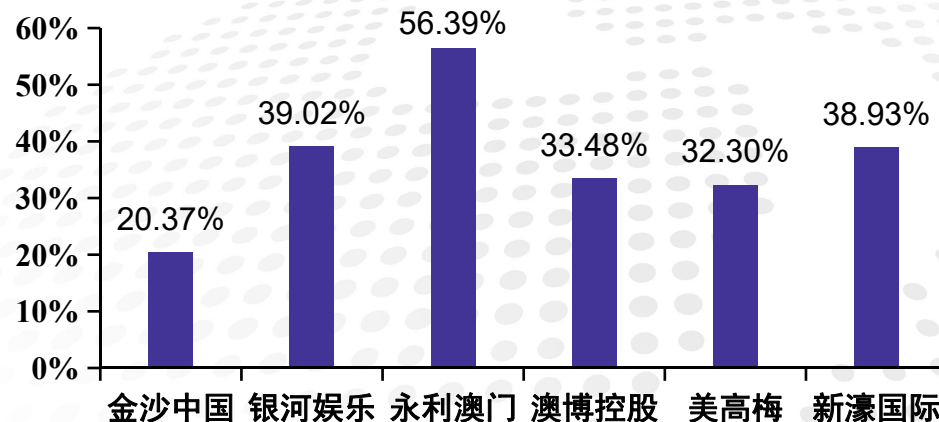
• 中介人新规影响

- (1) 中介人竞争格局洗牌：控股股东要求为澳门居民、注册金门槛提升至1000万元，两大头部退出（80%VIP客源）
- (2) 中介人扩张能力受限，博彩公司盈利改善：中介人未来仅可与一家博彩公司签订服务合约，盈利仅可按提供的服务价值收取不超过净转码数1.25%的佣金，未来不可通过任何方式与博彩公司进行收入分成；
- (3) 澳门VIP业务预计大幅萎缩。

图：2019年各公司贵宾厅佣金折扣费用占贵宾厅收入比例



图：2019年各博彩公司贵宾厅收入占比



资料来源：公司公告，银河证券研究院

新法案核心变化2：供给收紧，资源重新分配

- 赌桌资源重新分配，供给收紧后谁是最大赢家？

- (1) 框定产能上限：对比2019年，赌桌6739台→6000台，同比-11%；角子机17009台→12000台，同比-30%
- (2) 重新分配资源：根据投标结果对各家赌桌和角子机数量进行重新分配，美高梅中国、金沙中国赌桌获增发；
- (3) 连续两年单桌盈利未达标：赌桌收入下限700万澳门元/桌、角子机30万澳门元/台。

图：新投标结果下各博彩公司赌桌分配情况

博彩公司	博彩赌桌	原博彩桌数	同比
银河娱乐	1000	1105	-9.5%
金沙中国	1680	1660	+1.2%
永利澳门	570	615	-7.32%
美高梅中国	750	552	+35.87%
澳博控股	1250	1684	-25.77%
新濠国际发展	750	965	-13.29%

资料来源：DICJ，各公司公告，银河证券研究院

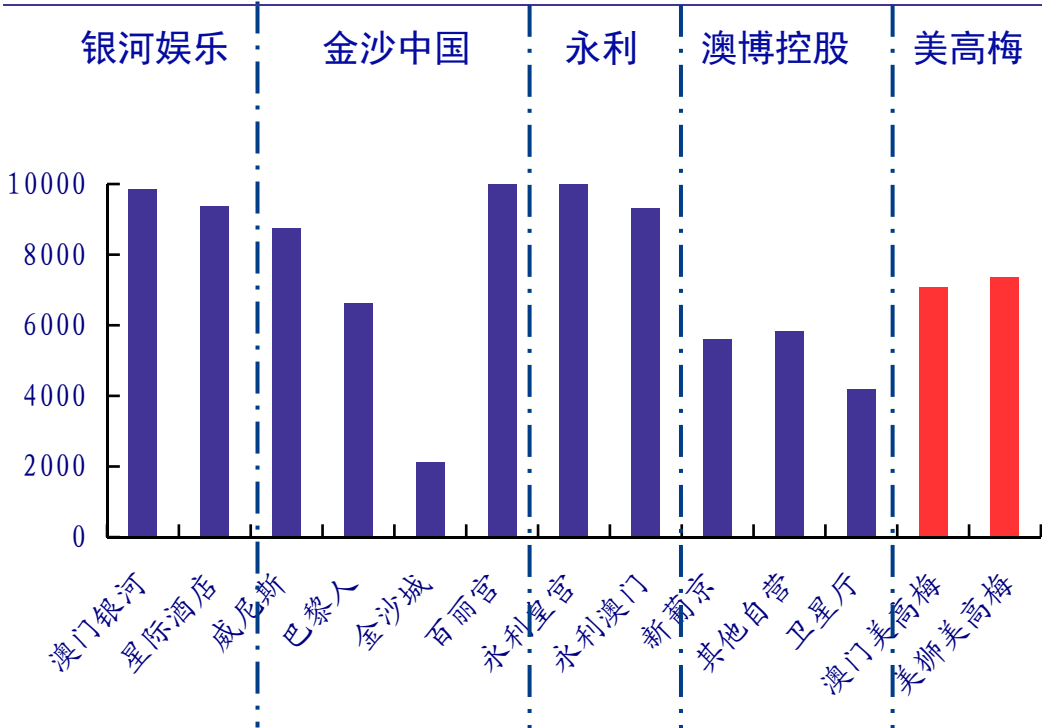
新法案核心变化2：供给端收紧，资源重新分配

各运营商赌桌运营效率对比（2019年）

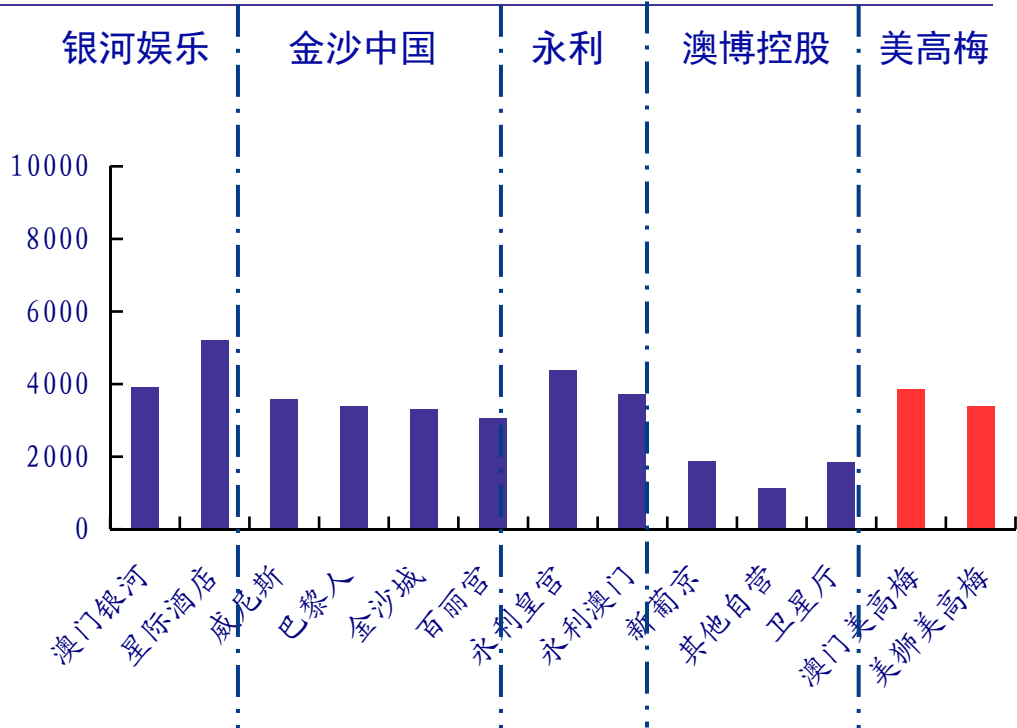
运营效率：美高梅中国在VIP赌桌、中场赌桌运营效率上均处于行业中上水平；

业绩弹性：美高梅中国产能增长明显，叠加高运营效率，业绩弹性最大；金沙中国对VIP依赖度低，业绩恢复速度有望快于行业。

图：2019年VIP单桌收入（单位：万HKD）



图：2019年中场单桌收入（单位：万HKD）



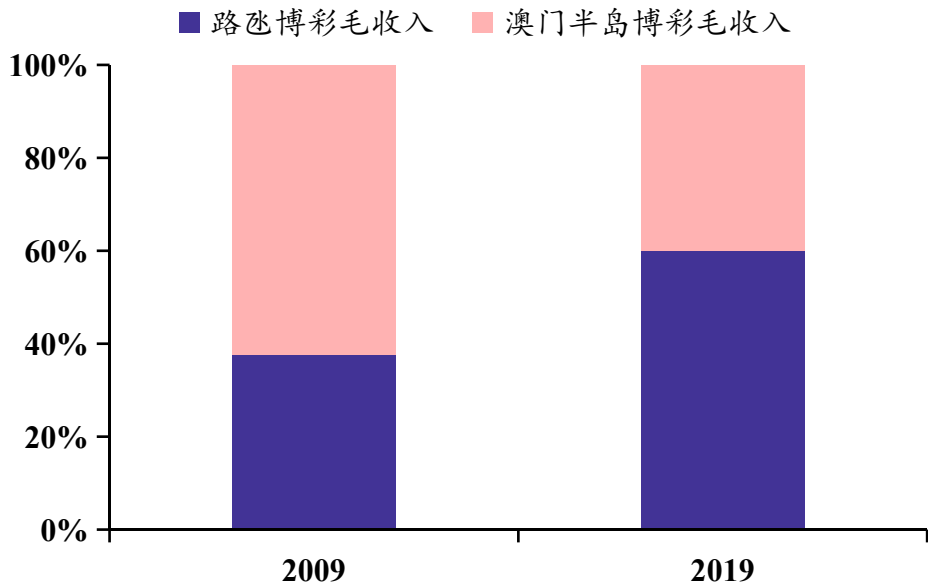
新法案核心变化3：博彩重心继续向路氹转移

- 市场份额进一步向路氹转移，格局调整提供 α 机会

(1) 随着澳门博彩市场消费主体进一步向中场客群转移，运营商拥有的酒店客房多寡，将对市场份额产生进一步影响；

(2) 截止4Q22，目前六大博企酒店客房主要集中于路氹市场，其中金沙中国与银河娱乐拥有最多客房，美高梅中国酒店客房最少，未来若能增加酒店客房，或将进一步有利于其市场份额的提升。

图：2009-2019年澳门博彩市场份额变化



图：六大博彩企业酒店客房市场份额

Gaming Operator	Cotai		Total Market		
	Rooms	% of Gaming Operators	Rooms	% of Gaming Operators	% of Total Market
Sands China	12,103	49%	12,392	44%	32%
Galaxy Entertainment	3,914	16%	4,414	16%	12%
Melco	3,760	15%	3,990	14%	10%
SJM Holdings ²	1,892	8%	2,731	10%	7%
Wynn Macau Ltd.	1,706	6%	2,716	9%	7%
MGM China	1,418	6%	2,003	7%	5%
Subtotal Gaming Operators	24,793	100%	28,246	100%	73%
Other 4/5 Star ¹	-	-	10,031	0%	27%
Total	24,793	100%	38,277	100%	100%

资料来源：金沙中国Q4电话会议，DICJ，银河证券研究院

新格局下，六家博彩公司估值几何？

- 极端假设下，优质公司估值尚处于历史区间偏低水位，未来仍有修复空间

我们以2019年各公司剔除贵宾厅业务后的EBITDA为假设基础，对5家博彩公司当前估值进行测算，结果表明虽然自2022年四季度以来，博彩板块整体跟随港股和中国内地解除防疫政策出现明显反弹，但美高梅中国、金沙中国的估值仍处于历史估值区间的较低水平，未来随着博彩毛收入进一步恢复，其估值仍有进一步修复空间。

图：剔除VIP业务后，主要澳门博彩公司当前市值对应疫情前水平（单位：百万HKD）

博彩公司	2019年VIP收入	2019年VIP EBITDA	2019年 EBITDA	2019年 EBITDA剔除VIP部分	当前市值	负债+少股东权益	3Q22现金资产	EV/EBITDA (完全剔除VIP业务)	历史EV/EBITDA区间
银河娱乐	27583	2758	15567	12809	292631	83401	16870	22.8	8-27
金沙中国	17269	1727	23356	21629	293749	76760	6011	13.6	8-22
永利澳门	20390	2039	9568	7529	71348	37737	8689	9.5	8-40
美高梅中国	8680	868	6183	5315	60885	31434	6949	11.5	8-30
澳博控股	13687	1369	4153	2784	57739	31462	2123	20.7	3-21

资料来源：公司公告，Wind，银河证券研究院

注：该表为静态测算，其中VIP Ebitda Margin假设为10%，各公司市值为2023年2月22日收盘价，资产负债表相关数据参考2022年三季度报，可能与2022年年报有差异

三、估值重塑：政策风险解除+消费属性提升， 驱动估值中枢上行



- 澳门博彩业的政策风险基本见底

(1) 堵不如疏：博彩业显著的负外部性，需要澳门维持一定体量的博彩消费。在日韩、东南亚放宽博彩限制的背景下，我国面临较大的博彩消费外流压力。据公安部2008年数据，中国每年通过境外博彩、线上博彩、地下钱庄等方式流失的资金可能超过6000亿元。而随着当前日韩、东南亚、俄罗斯对外国人博彩境内政策放宽，我国始终面临严峻的博彩消费外流压力。

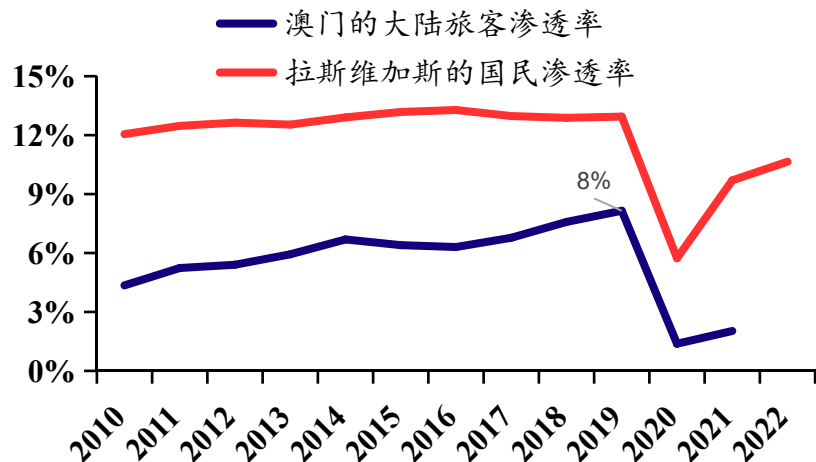
(2) 资金监管、行业法规日趋完善，有助于澳门博彩业可持续发展。自2012年内地反腐运营持续推进，以及入境澳门的签证政策、金融监管政策趋严，自2014年以来贵宾厅博彩收入在澳门博彩行业占比持续下降。此外，伴随2022年新的博彩法正式实施，监管较为薄弱的中介人行业基本宣告结束，未来澳门将全面转向以博彩为特色元素的MICE市场，额外的政策风险可见度已大幅降低。

周期属性渐褪，成长属性开始主导

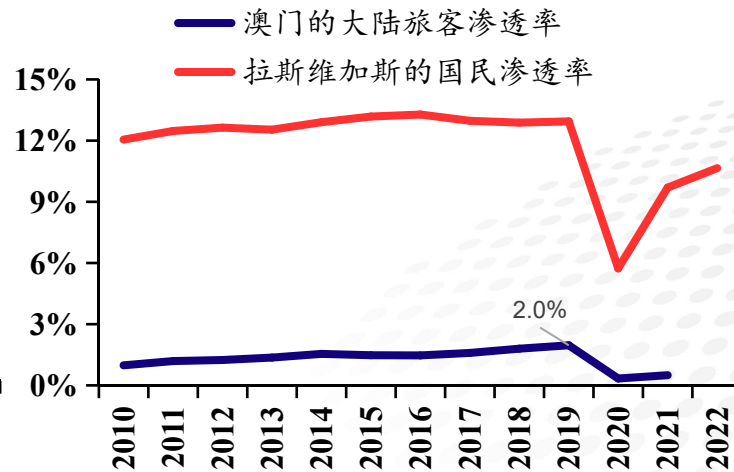
对标美国市场，澳门旅游市场仍有可观增长空间

- (1) 美国居民每年访问拉斯维加斯人次占总人口比例约12%；
- (2) 疫情前，可实现自由行的大陆城市居民赴澳门旅游人次的比例仅为8%；如果进一步放宽至所有城市，则跟团游+自由行旅客仅占总人口比例的2%。

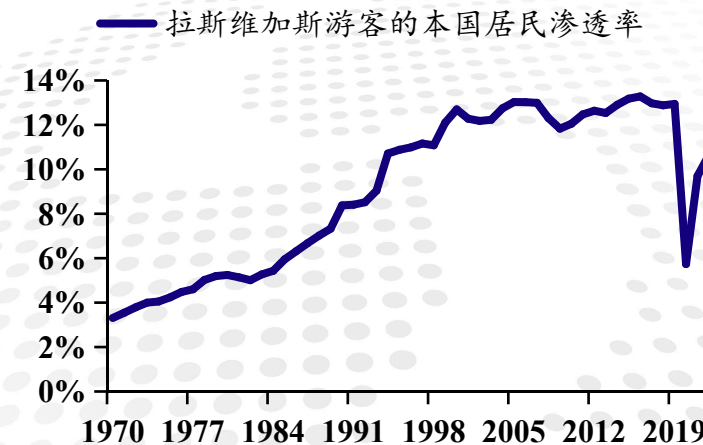
图：渗透率对比：自由行口径



图：渗透率对比：全国口径



图：1970-2022年美国居民访问拉斯维加斯比例



资料来源：LVCVA, DSEC, 银河证券研究院

周期属性渐褪，成长属性开始主导

- 中长期渗透率提升的驱动因素：

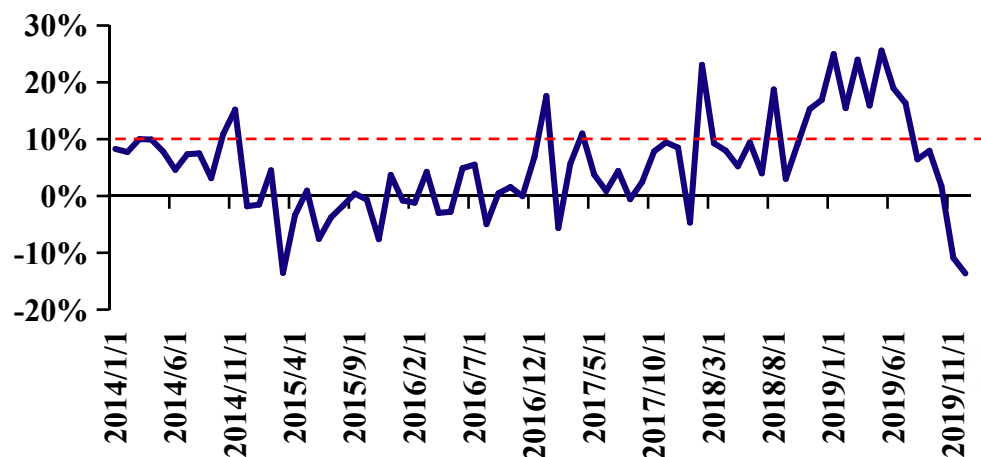
- 1) 内地经济持续增长，居民财富/储蓄增加驱动的消费力释放；
- 2) 澳门本土交通及基础设施持续扩容，出行费用降低；
- 3) 运营商非博彩投资大幅增长，吸引海内外游客；
- 4) 横琴国际旅游岛政策；

周期属性渐褪，成长属性开始主导

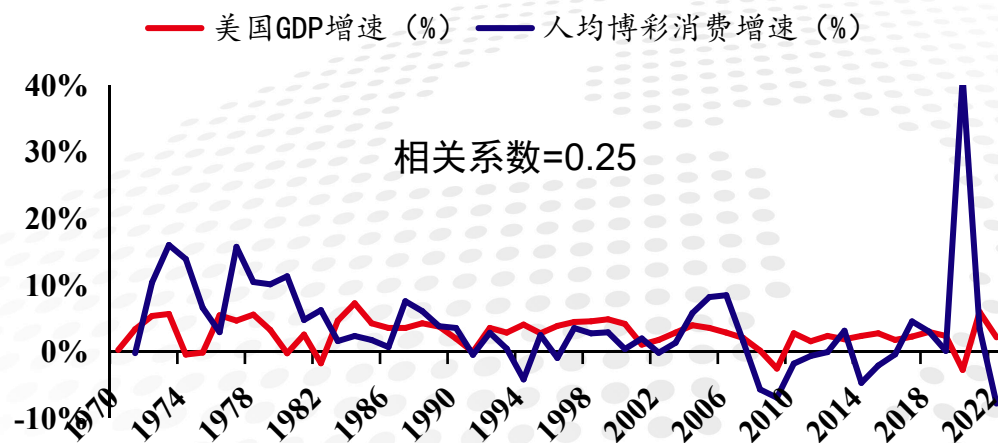
- 我们预计澳门博彩消费增长中枢在15%左右

- (1) 中场主导背景下，未来澳门博彩收入增长将与入境客流强相关；
- (2) 从海外市场经验看，人均博彩消费增长较稳定，如1971-2015年拉斯维加斯人均博彩消费CAGR约4%，长周期增速略高于GDP增长；
- (3) 澳门未来博彩收入增速中枢：**10%的客流增长+5%的人均消费增长=15%收入增速**

图：2014-2019年澳门入境客流增速变化



图：美国拉斯维加斯博彩业人均消费与GDP增速对比



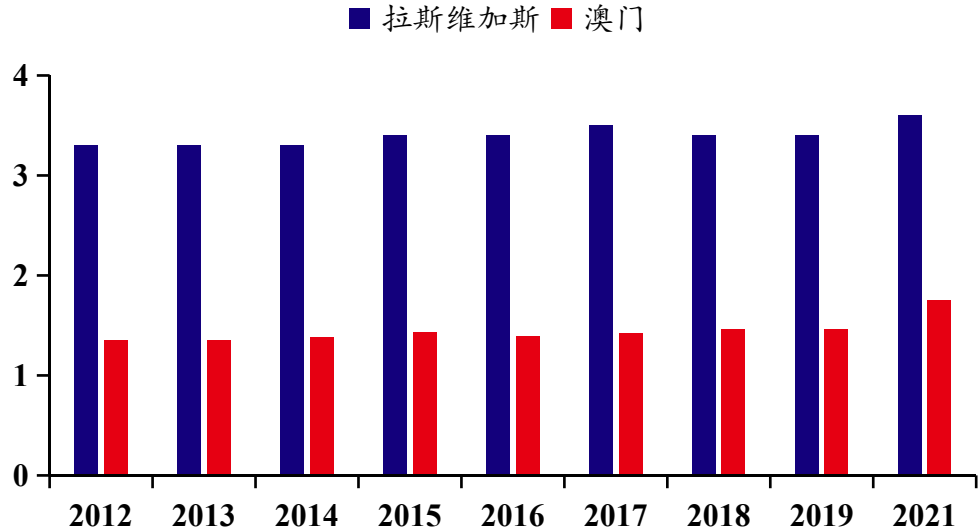
数据来源：DICJ, LACVA, 银河证券研究院

向综合旅游度假胜地转型，盈利能力抬升

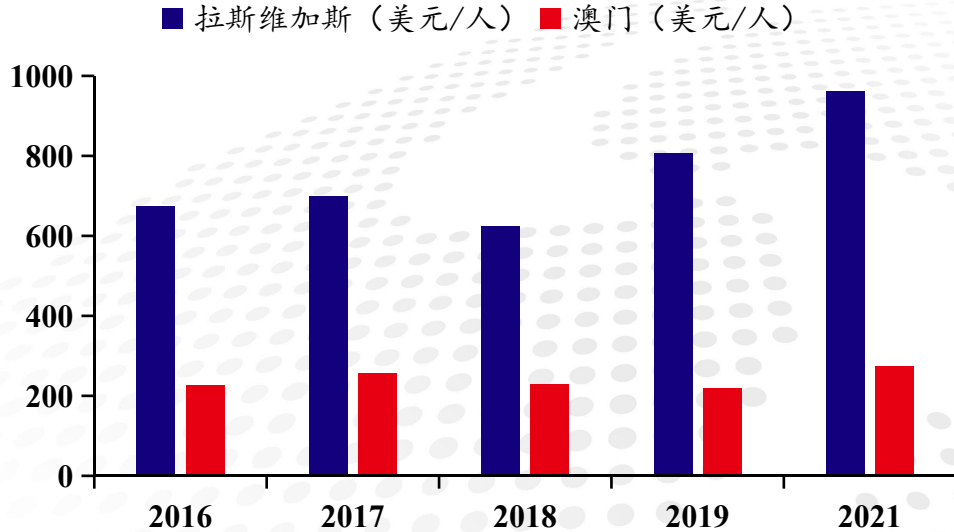
- 过夜天数提升空间显著，非博彩消费对标拉斯维加斯亦有增长空间

- (1) 旅客在澳门与拉斯维加斯的停留时间有较大区别；
- (2) 从非博彩消费对比看，澳门与拉斯维加斯旅客的支出水平亦有显著差距；
- (3) 非博彩消费EBITDA Margin较高。

图：澳门、拉斯维加斯游客过夜天数对比（日）



图：澳门、拉斯维加斯游客非博彩支出对比



数据来源：DICJ, LACVA, 银河证券研究院

向综合旅游度假胜地转型，盈利能力抬升

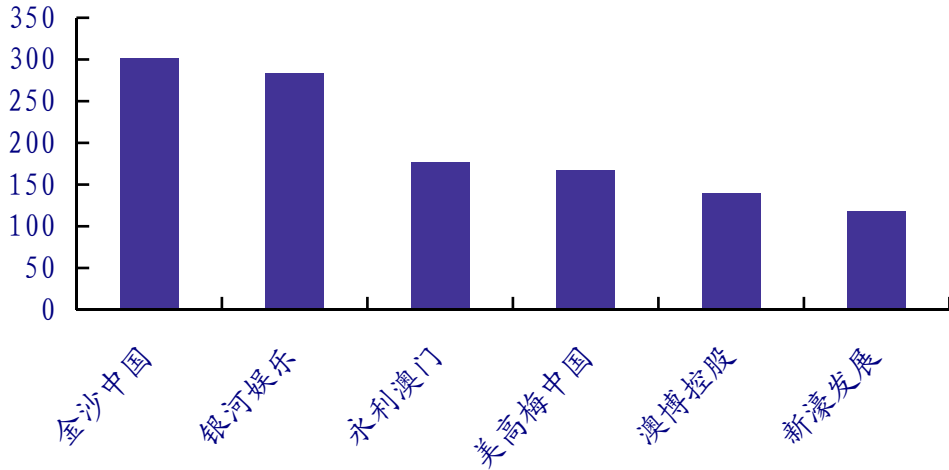
- 6家博彩公司承诺重金投入非博彩建设，推动澳门成为全球旅游度假中心

根据新一轮法案，6家博彩公司在10年批给期限内将投入1189亿澳门元，其中1087亿为非博彩项目投资。

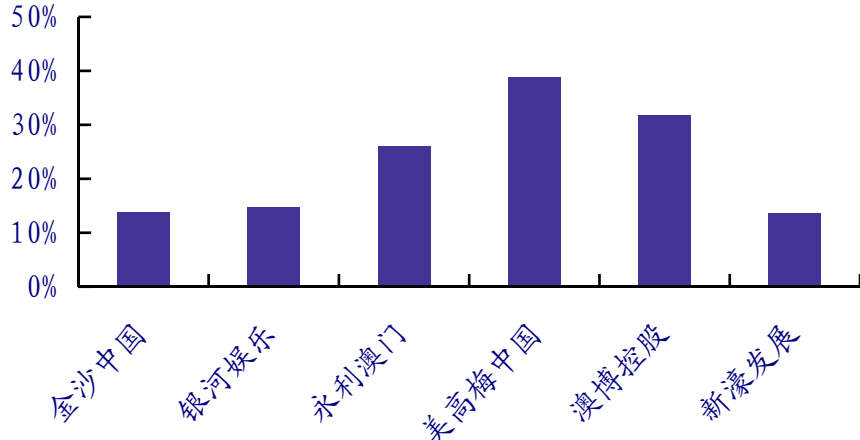
按资本开支排序：金沙中国>银河娱乐>永利澳门>美高梅中国>澳博控股>新濠发展。

非博彩投资影响：限制分红比例；对EBITDA影响有限，因吸引来的增量旅客有望带来更多中场和非博彩收入。

图：六家博彩公司新一轮投资计划（亿HKD）



图：年化后每年资本开支占经营性净现金流比例



资料来源：公司公告，银河证券研究院

四、建议关注标的



银河娱乐 (0027.HK) : 行业龙头, 项目储备充足

- 银河三期23年有望投运, 银河四期+横琴项目提供充足发展空间

澳门TOP2博彩运营商, 大股东为香港吕志和家族。银河在贵宾厅和中场业务上具备丰富运营经验, 2012-2016年公司成功完成由贵宾厅向高端中场业务转型。

	主要物业	客房 (间)	国际品牌 (个)	零售空间 (平方米)	演艺场馆	美食食府 (间)	会展	影院容量 (人)	零售店铺 (间)	酒店入住率 (疫情前)
	澳门星际酒店 (2006年)	500	-	-		7		-	10	100%
银河娱乐	澳门银河 (2011年5月)	3600	200+	100,000		120+		1,000	200+	100%
	澳门百老汇 (2015年5月)	314	-	-		40+		2,500	-	100%
	澳门银河三期 (预计2023年)	1150			16000个座位		4万平米			

图：公司路氹项目概况

图：银河四期建设进度

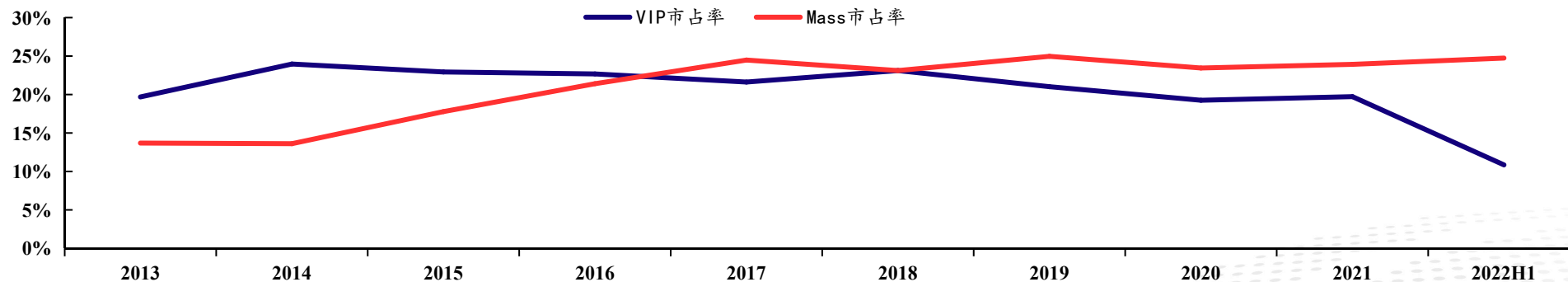


资料来源：百度地图, 公司公告, 银河证券研究院

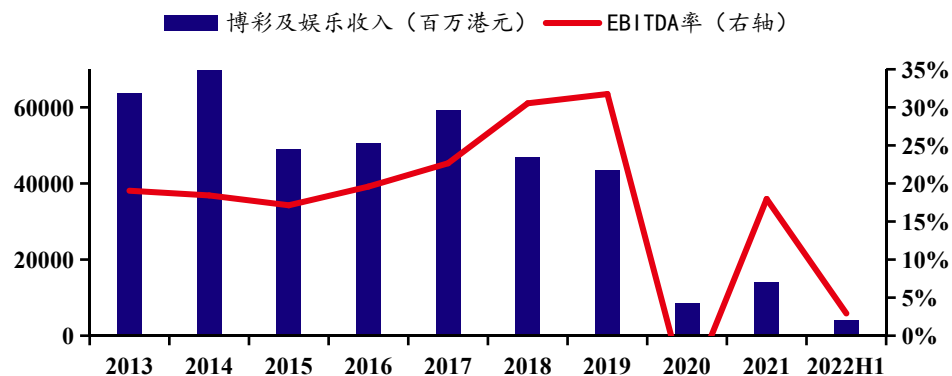
银河娱乐：行业龙头，土地储备空间第一

- 运营能力已经市场验证，从VIP转型成功转型中场驱动盈利能力改善

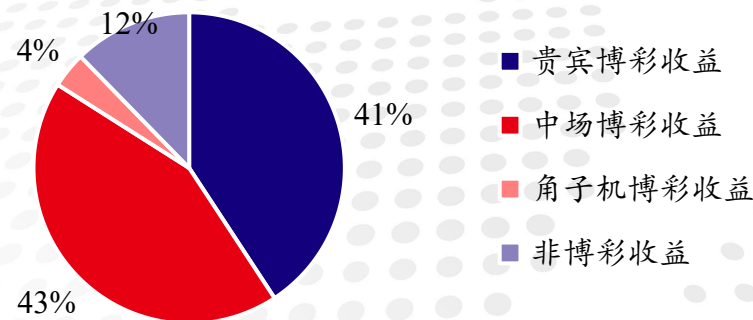
图：公司市场份额历史变化过程



图：公司收入及EBITDA Margin



图：2019年公司收入构成



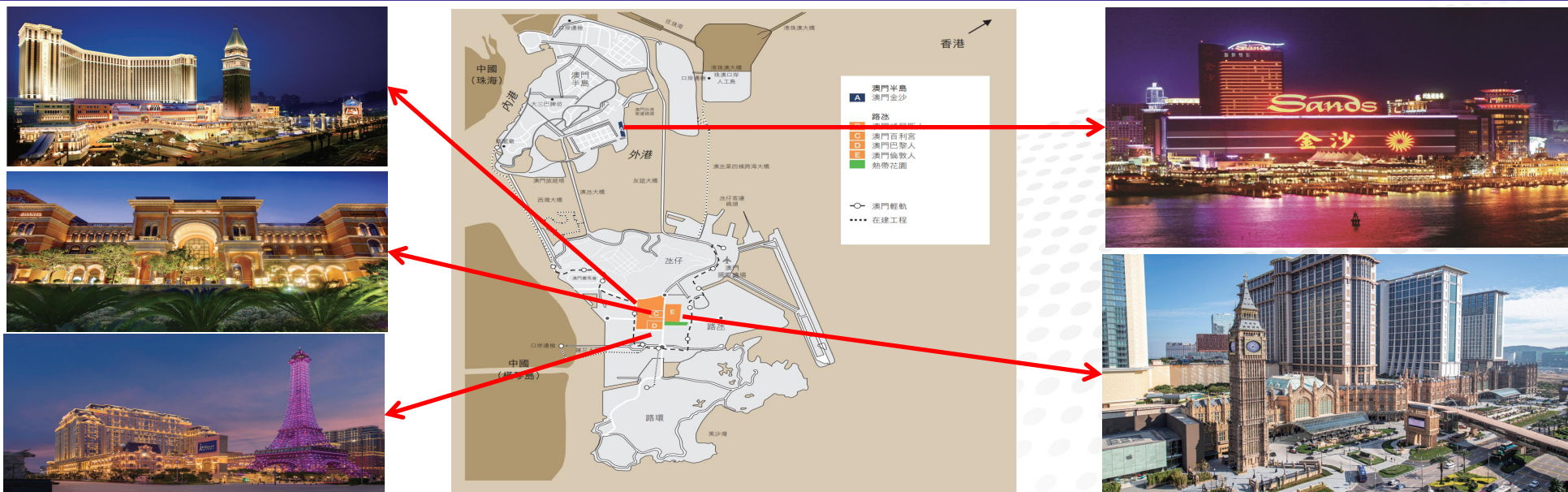
资料来源：公司公告，银河证券研究院

金沙中国：中场博彩龙头，非博彩运营能力强劲

- 秉持中场及非博彩定位，丰富的拉斯维加斯运营经验为其在澳门的中场及非博彩业务运营提供支撑

主要物业	客房(间)	国际品牌(个)	零售空间(平方米)	美食食府(间)	影院容量(人)	零售店铺(间)	酒店入住率(疫情前)
澳门百利宫(2008年8月)	649	142	244,000	9	-	136	91%
澳门伦敦人(2012年起4月)	5989	150+	532,000	52	1,701	115	97%
金沙中国 澳门威尼斯人(2007年8月)	2905	339	945,000	56	1,800	322	96%
澳门巴黎人(2016年9月)	2541	74	296,000	26	1,200	130	97%
澳门金沙(2004年5月)	289	-	50,000	8	650	8	100%

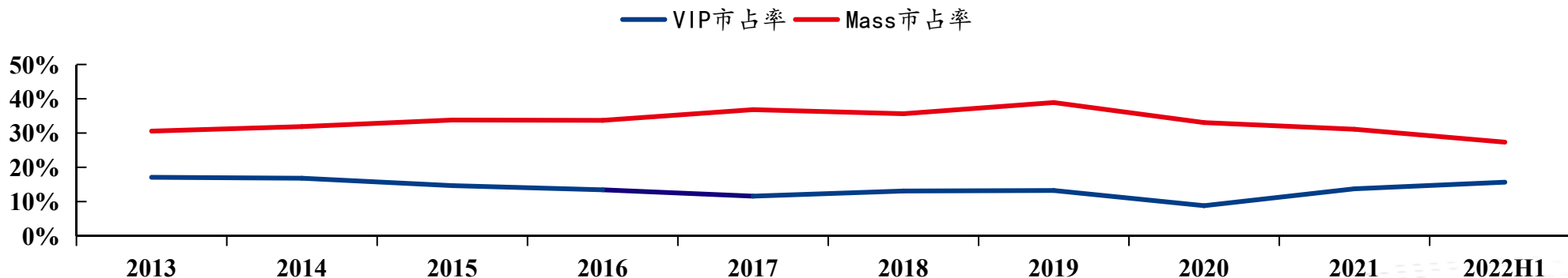
图：公司物业所处位置



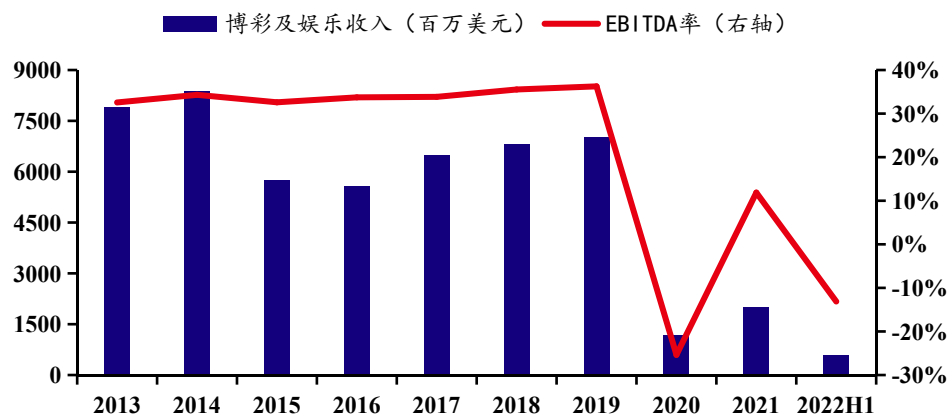
资料来源：公司公告，银河证券研究院

金沙中国：中场博彩龙头，非博彩运营能力强劲

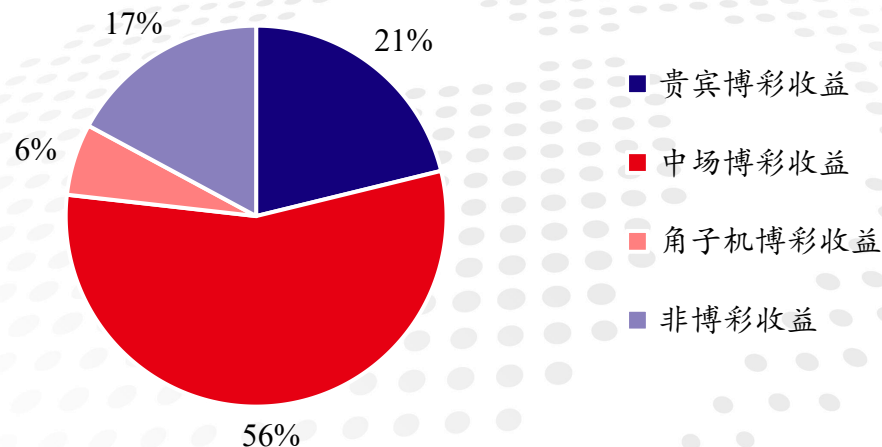
图：金沙中国业务市场份额变化



图：公司收入及EBITDA Margin



图：2019年公司收入构成



资料来源：公司公告，银河证券研究院

美高梅中国：以中场运营见长，新一轮竞标最大受益者

- 公司由美高梅国际酒店集团及何超琼联合成立，双方依托各自在博彩和澳门及大中华区的影响，合力推动澳门博彩业务发展。其中，美高梅国际酒店集团是世界领先的博彩及酒店运营者，拥有强大的品牌效应。而何超琼女士港澳及大中华地区拥有广泛的影响力，并在MICE领域有着成功的运营经验，是公司在澳门地区运营博彩业务的关键。

	主要物业	客房(间)	国际品牌(个)	美食食府(间)	影院容量(人)	零售店铺(间)	酒店入住率(疫情前)
美高梅中国	美狮美高梅(2018年2月)	1418	17	12	2000	20	92%
	澳门美高梅(2007年12月)	585	11	8	-	12	96%

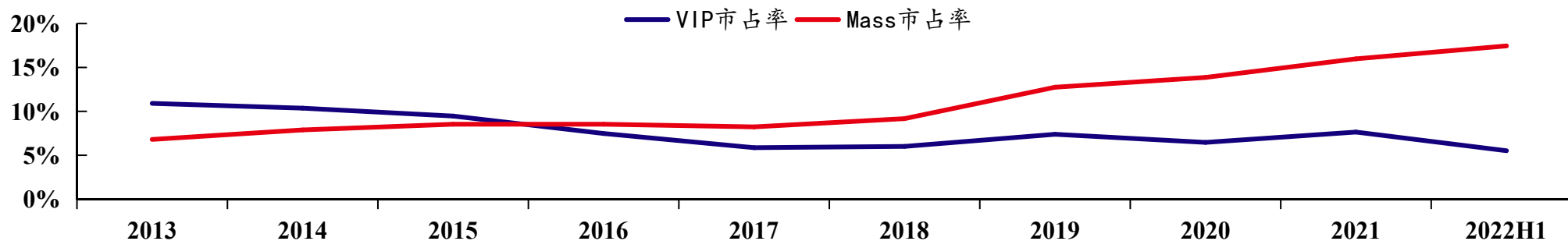
图：公司物业所处位置



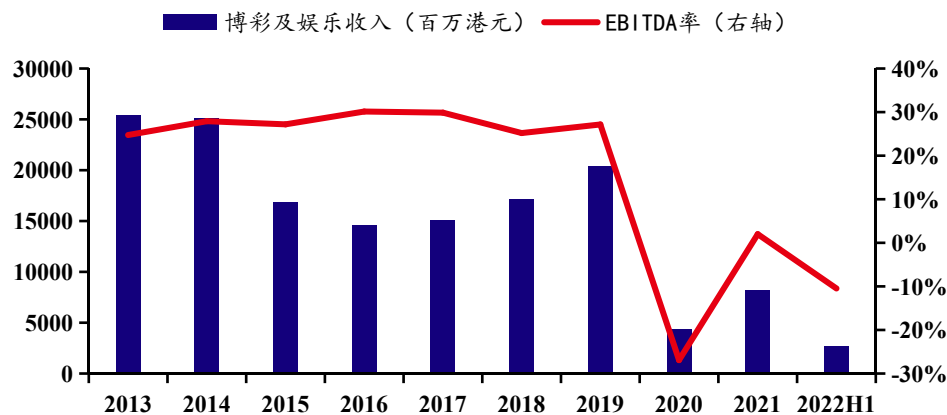
资料来源：高德地图，公司公告，银河证券研究院

美高梅中国：以中场运营见长，新一轮竞标最大受益者

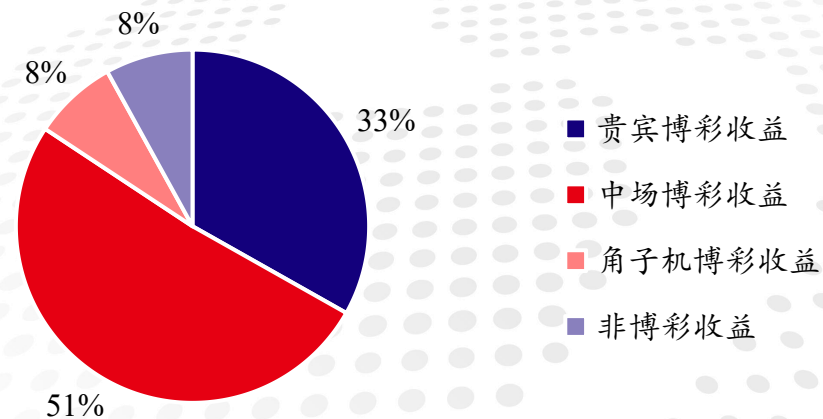
图：美高梅中国业务市场份额变化



图：公司收入及EBITDA Margin



图：2019年公司收入构成



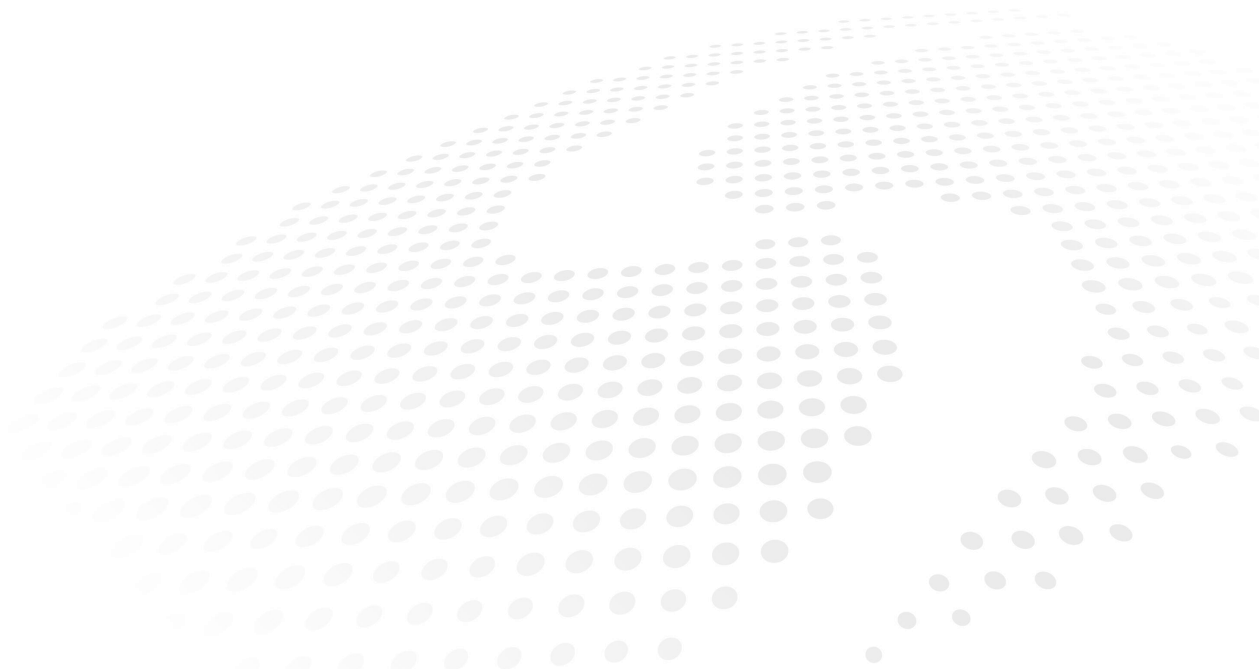
资料来源：公司公告，银河证券研究院

五、风险提示



五、风险提示

- (1) 疫情反复，导致内地经济复苏低于预期；
- (2) 海外博彩竞争激烈，或对疫后澳门博彩市场形成分流；
- (3) 非博彩项目转型进展低于预期；
- (4) 外汇、签证等政策进一步收紧。



分析师简介及承诺

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。