



中信证券研究部

核心观点



何翩翩
首席全球产业策略
分析师
S1010520050004



雷俊成
全球产业策略分析
师
S1010520050003

随着香港疫苗的有序接种，我们建议积极关注本地蓝筹，如公用事业、银行和房地产板块，以及疫情受损板块，如零售、航空、酒店和博彩板块等。受益于社会环境趋于稳定和疫情逐渐受控，我们认为中国香港与内地及国际间有望尽快恢复通关，预计香港内部经济逐步复苏，并享受低基数效应。内地游客重临将利好疫情受损较大的本地零售和旅游相关板块。而近期的再通胀预期引发上游原材料价格大幅上涨，加上美债收益率上行，引发海外市场风格切换和剧烈波动。叠加国内市场也出现“抱团松动”和“高低切换”格局，而港股新经济抱团也开始出现瓦解，均导致市场从新经济切换到旧经济板块，对低估值和高性价比的防御板块关注度增加。我们认为，高股息的香港本地公用事业和银行股，在历史上具备较高的防御功能，而顺周期地产板块也将受惠。

策略 1：复苏预期驱动新旧经济切换，“旧经济”价值重估，建议关注香港本地蓝筹，包括公用事业、金融及地产，以高股息标的优先。相关受益标的包括中电控股（00002.HK）、汇丰控股（00005.HK）、恒生银行（00011.HK）、中银香港（02388.HK）、新鸿基地产（00016.HK）、恒基地产（00012.HK）、长实集团（01113.HK）、港铁公司（00066.HK）、电能实业（00006.HK）和长江基建（01038.HK）等。

- 1) 受 2019 年香港事件及 2020 年疫情影响，导致金融、地产和本地公用事业为代表的“旧经济”公司业务受损。香港 GDP 自 2019Q3 起连续下滑，2020 年香港 GDP 下滑 6.1%。而随着国内外疫苗接种有序展开，香港经济有望进入复苏态势，香港政府预测 2021 年经济增长将在 3.5%-5.5%。我们认为，香港 GDP 的低基数效应有望伴随经济复苏驱动“旧经济”进行价值重估。
- 2) 2020 年下半年以来，以腾讯、美团为代表的“新经济”科技，以及憧憬中概股回归香港市场作第二上市而受惠的港交所，股价均录得较大涨幅，目前估值处于历史高位。但 2021 年春节后恒生科技指数出现明显回调，而恒指和恒生高股息指数相对跑赢。近期的再通胀预期引发上游原材料价格大幅上涨，加上美债收益率上行，引发海外市场风格切换和剧烈波动。叠加国内市场也出现“抱团松动”和“高低切换”格局，而港股新经济抱团也开始出现瓦解，均导致市场从新经济切换到性价比较高的旧经济板块。目前，港股公用事业和金融板块的 PB 估值都处于历史较低水平。

策略 2：国内外疫苗有序接种、通关恢复有望，建议重点关注疫情受损板块，包括零售消费、旅游和博彩板块等。新冠疫苗在香港已于 2 月 26 日正式开始接种，目前香港提供中国科兴生物以及复星/BioNtech 的疫苗，累积有 10 万多人接种了第一剂，而澳门则提供国药以及复星的疫苗，共有 2 万多人接种了第一剂。鉴于香港的零售和旅游业重度依赖国内游客，在社会事件和疫情的影响下即沦为重灾区，因此与内地通关存在迫切性。市场也预计内地和香港有望尽快恢复通关，并将有效刺激香港本地零售旅游板块，主要包括：

- 1) **零售及商业地产板块:** 过去一年半, 受香港社会事件及疫情影响, 访港旅客锐减, 让香港零售和旅游业大受打击。2019 和 2020 年, 香港零售总值同比分别下滑 11.1% 和 24.3%, 连续两年负增长。我们认为, 2019 年香港社会事件对本地零售行业的影响已基本平息, 当下真正影响其复苏的仍是疫情的反复。我们认为香港本地零售股的最坏时期已经过去, 且负面因素已基本反映在此前的股价中, 但市场短期内仍会面临一定的挑战, 复苏速度或将较慢。后续应持续关注疫情的趋势、疫苗的接种及通关的恢复。相关标的包括莎莎国际(00178.HK)、卓悦控股(00653.HK)、六福集团(00590.HK)和利福国际(01212.HK)等。
 - 2) **旅游(航空及酒店)板块:** 去年 11 月底, 中国香港与新加坡确认建立“旅游气泡”, 后因 12 月香港第四轮疫情爆发而押后, 日前香港疫情逐渐受控, 双方重新开始就相关事宜进行洽谈。我们认为, 考虑到新加坡政府的积极态度, 若中国香港疫情可持续保持低确诊, 与新加坡能开启“旅游气泡”的可能性较大。若跟内地通关以及正式开启气泡, 我们也认为中国香港游客的其他热门出行目的地, 如泰国、日本、韩国等, 或也将效仿新加坡重启与香港的通行, 将有利于航空及酒店板块。主要受益标的为国泰航空(00293.HK), 而跟内地通关后, 国内三大航空公司预计也将受益。酒店方面, 受益标的包括香格里拉(00069.HK)、大酒店(00045.HK)和朗廷(01270.HK)。
 - 3) **博彩板块:** 我们认为, 政策主导了澳门博彩板块短期和长期的发展。澳门疫情整体情况远好于香港。从政策上看, 虽然内地游客自由行已于去年 9 月底完全放开, 但鉴于机器办理签证还未重启, 在一定程度上限制了访澳的人流。我们认为若机器办证重启将是对板块的重大利好。但同时, 我们也认为板块已出现结构性的变化, VIP 业务在资金流动继续受限的情况下可能会进一步收缩, 所以中场人流的大幅恢复以抵消 VIP 的下滑将甚为关键。但我们也须注意牌照格局的发展和变化。六张博彩牌照将于 2022 年 6 月到期。我们认为鉴于疫情的影响, 下届牌照发放的流程或将有所延误。目前牌照事宜众说纷纭, 但我们认为其中一个重要因素是博企的定位是否顺应澳门长期的发展方向。我们重申澳门复苏主要看人流, 而人流利好中场业务。我们推荐今年有新物业和新酒店开幕的标的, 包括确定性较高的澳博控股(00880.HK)和性价比较高的金沙中国(01928.HK)。银河娱乐(00027.HK)作为行业龙头, 较受投资者欢迎, 但目前估值较高。
- **风险因素:** 宏观经济复苏放缓; 香港爆发新一轮疫情; 疫苗接种进度及效果不如预期等。

目录

策略 1：经济复苏驱动香港“旧经济”价值重估	1
策略 2：疫情受控前提下，通关恢复有望，疫情受损板块具备较大修复机会	6
风险因素	19

插图目录

图 1：香港 GDP、货物出口及私人消费同比变化（2019Q1-2020Q4）	1
图 2：香港新冠疫情每日新增变化	1
图 3：港股各行业指数过去 10 年 P/B 主要统计值	2
图 4：香港蓝筹相关标的可比估值表	2
图 5：香港公用事业板块在过往熊市中相对大盘表现出较好的防御性	3
图 6：港股科技板块股价变动（以 2020 年 7 月底为基准）	3
图 7：恒指、科技指数及高股息指数变化（以 2021 年 2 月初为基准）	3
图 8：公用事业板块标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	3
图 9：地产板块标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	4
图 10：公用事业板块标的历史 PB	4
图 11：地产板块标的历史 PB	4
图 12：美国十年期国债收益率历史变化，近几个月持续攀升	5
图 13：银行板块标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	5
图 14：银行板块标的历史 PB	6
图 15：2001 至今内地访港旅客人次变化	8
图 16：2019 年至今香港零售月度数据变化	8
图 17：2019 年至今香港珠宝首饰等名贵礼物零售月度数据变化	8
图 18：2019 年至今香港药妆零售月度数据变化	8
图 19：2019 年至今香港百货公司零售月度数据变化	8
图 20：香港零售及相关板块标的可比估值表	9
图 21：本地日用零售标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	9
图 22：黄金珠宝零售标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	9
图 23：商业地产标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	10
图 24：港股航空及酒店板块标的可比估值表	11
图 25：国泰航空及中国三大航空公司股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	11
图 26：酒店板块标的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）	11
图 27：澳门博彩行业及公司表现情况	13
图 28：博彩公司可比估值表	14
图 29：澳门 GGR 收入及行业预测（百万澳门元）	14
图 30：澳门博彩 GGR 2020、2021 逐月对比 2019 同期水平（百万澳门元）	15
图 31：澳门游客人均博彩 GGR 贡献	15
图 32：澳门博彩历年 VIP 收入情况（百万澳门元）	16

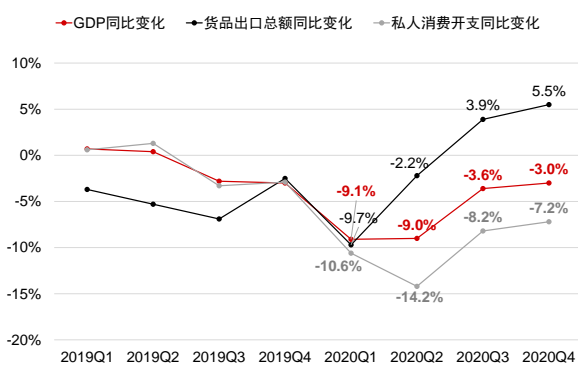
图 33: 澳门博彩历年中场收入情况 (百万澳门元)	16
图 34: 2018 年至今六大博企季度 GGR 市占率	16
图 35: 2018 年至今六大博企季度中场市占率	16
图 36: 2018 年至今六大博企季度 VIP 市占率.....	16
图 37: 2018 年至今六大博企季度 EBITDA 市占率	16
图 38: 澳博上葡京及边上葡京人设施等, 公司预计 21Q2 开业	17
图 39: 金沙伦敦人及内部商业购物区, 已于 2 月 8 日开业.....	17
图 40: 预计澳门到 2024 年能增加 1 万个酒店房间.....	18
图 41: 行业历史平均动态 EV/EBITDA, 由于 2020 年博彩公司普遍亏损导致数据失真	18
图 42: 所有标的可比估值表	19

策略 1：经济复苏驱动香港“旧经济”价值重估

我们建议关注香港本地蓝筹，包括公用事业、金融及地产板块，原因如下：

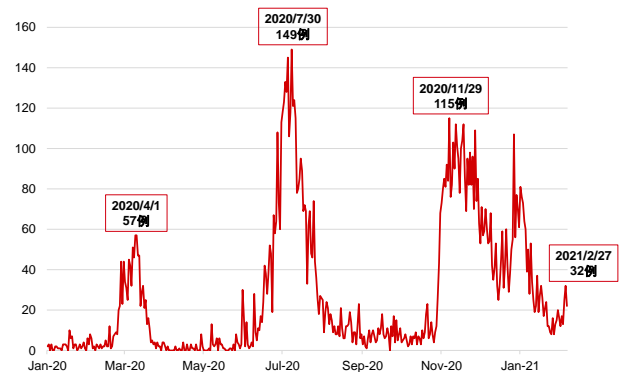
- 1) **核心逻辑：香港社会环境趋于稳定，本地经济开始复苏，驱动香港“旧经济”价值重估。**受 2019 年香港事件及 2020 年疫情影响，香港 GDP 自 2019 年第三季度起连续 6 个季度同比下跌，导致以公用事业、金融及地产为代表的“旧经济”受到压制。随着《国安法》于去年 6 月 30 日在香港开始实施，香港社会逐步恢复稳定。经济方面，国内外逐步展开疫苗接种，疫情逐渐受控，目前香港经济跌幅放缓，整体正在缓慢复苏当中。据香港政府统计局数据，2020 年 GDP 同比下跌 6.1%；第四季度 GDP 同比下跌 3%，跌幅较第三季度收窄 0.6%。外部需求方面，货物出口额 2020 年第四季度同比上升 5.4%，主要由于内地进口需求恢复为香港出口提供支持。内部需求方面，私人消费 2020 年第四季度同比下跌 7.6%，较第三季度 8.2% 的跌幅有所收窄，但在内地游客回归之前，我们认为消费景气或将继续低迷。香港政府预计当地经济会在 2021 年恢复正增长，实质增长将在 3.5% 至 5.5% 之间。从具体行业来看，我们认为，香港乃至全球的经济复苏将驱动“旧经济”进行价值重估，尤其是以金融和地产为代表的顺周期板块值得关注；但香港经济整体复苏的程度和速度将与疫情和地缘政治局势等不确定因素相关。

图 1：香港 GDP、货物出口及私人消费同比变化（2019Q1-2020Q4）



资料来源：香港政府统计处，中信证券研究部

图 2：香港新冠疫情每日新增变化



资料来源：香港政府官网 (data.gov.hk)，中信证券研究部

- 2) **市场风格切换；通胀预期下，市场开始关注低估值板块。**2020 年下半年以来，南下资金大举流入港股，以腾讯、美团为代表的新经济科技股录得较大涨幅，恒生科技板块估值处于历史相对高位。然而，2021 年春节后，恒生科技指数开始出现明显回调，恒生指数和高股息率指数相对跑赢。我们认为，这主要是由于上述科技股在连续上涨之后，较大涨幅带来的回吐压力。目前，“新经济”估值泡沫开始发生改变，市场风格或将趋向均衡；另外近期美债收益率的升高对全球市场的估值中枢造成压制，尤其是前期涨幅较大的高估值板块。因此，投资者开始挖掘之前受打压较多、现在性价比比较高的标的。从图 3 中我们可以看到，目前港股公用事业和金融都处于历史估值的分位低值。

另外，过去港股熊市中，香港本地公用事业板块一般具备较好的防御性功能；但2019年7月以来香港自身情况导致防御性暂时失效，到2020年疫情爆发雪上加霜，公用事业标的股价跌幅明显。但我们认为，未来随着香港社会环境趋于稳定和疫情受控后经济情况逐渐好转，这些公司防御性或将恢复，股价将开始回调。且由于这些公司具有稳定投资群体和高派息率，公司通过积极派息吸引 Long-Only 的养老金、保险和退休人士等参与配置，从而提供一定的资金基础。目前，中电控股（00002.HK）、香港中华煤气（00003.HK）和电能实业（00006.HK）的 P/B 估值也处于历史较低水平。但投资者也需关注这些公司自身基本面变化。

图 3：港股各行业指数过去 10 年 P/B 主要统计值

港股各行业指数过去10年P/B主要统计值										
	HSCICD.HI	HSCICS.HI	HSCI.HI	HSESI.HI	HSTSI.HI	HSUSI.HI	HSFSI.HI	HSPCSI.HI	HSITSI.HI	HSCSI.HI
	非必需消费	必需性消费	医疗保健	能源	电讯	公用事业	金融	地产建筑	资讯科技	恒生综合
当前值	3.51	4.63	5.71	0.58	0.84	1.20	0.75	0.77	6.82	0.35
最大值	3.91	5.69	7.01	2.19	2.14	2.20	2.15	19.21	8.55	1.17
平均值	2.23	3.80	4.12	1.04	1.43	1.63	1.09	0.89	4.94	0.71
中位数	1.91	3.46	3.91	0.90	1.46	1.58	1.03	0.83	4.76	0.74
最小值	1.44	2.67	2.84	0.45	0.65	1.08	0.61	0.60	2.86	0.28
分位点	94.8%	80.5%	87.0%	9.8%	7.7%	6.7%	9.6%	28.0%	91.9%	8.8%

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：香港蓝筹相关标的可比估值表

序号	代码	名称	当前股价 (港元)	2019年 涨跌幅 (%)	2020年 涨跌幅 (%)	年初至今 涨跌幅 (%)	市值 (亿港元)	2021E 股息率	PE		PB	
									2021	2022	2021	2022
公用事业板块												
1	00001.HK	长和	59.25	3.1%	-23.1%	3.7%	2284.8	4.87%	5.86	6.02	0.43	0.41
2	00002.HK	中电控股	73.15	-4.1%	-9.0%	4.2%	1848.1	4.26%	15.66	15.07	1.61	1.56
3	00003.HK	中华煤气	11.54	5.4%	-17.9%	-0.2%	2050.8	3.23%	27.43	26.06	3.03	2.98
4	00006.HK	电能实业	43.15	10.1%	-21.9%	3.2%	920.9	6.51%	14.20	14.04	1.07	1.06
5	02638.HK	港灯	7.63	1.8%	3.6%	0.0%	674.2	4.31%	26.04	24.46	1.40	1.41
6	01038.HK	长江基建	44.50	-2.7%	-20.7%	6.8%	1179.6	5.65%	12.27	12.03	0.92	0.89
银行板块												
7	00005.HK	汇丰控股	46.10	0.1%	-31.0%	14.2%	9548.7	3.88%	13.48	10.30	0.68	0.67
8	00011.HK	恒生银行	152.0	-4.5%	-13.0%	13.7%	2906.0	4.02%	16.76	14.93	1.58	1.50
9	02388.HK	中银香港	26.9	-2.5%	-7.6%	14.9%	2844.1	5.05%	9.93	8.91	0.88	0.84
地产板块												
10	00016.HK	新鸿基地产	119.2	11.4%	-12.1%	19.1%	3454.2	4.19%	11.05	10.67	0.59	0.57
11	00012.HK	恒基地产	33.45	12.4%	-16.2%	11.9%	1619.4	5.33%	11.40	10.65	0.50	0.49
12	01113.HK	长实集团	46.00	1.5%	-26.2%	16.0%	1699.0	3.73%	8.12	7.38	0.45	0.43
13	00066.HK	港铁公司	47.05	14.6%	-3.0%	7.5%	2908.3	2.74%	29.69	17.05	1.55	1.47
14	00017.HK	新世界发展	39.05	7.9%	-10.9%	6.5%	991.4	5.35%	12.32	10.87	0.45	0.44

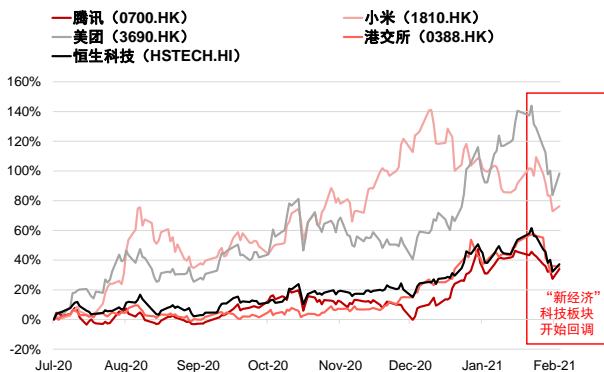
资料来源：Wind，Bloomberg 一致预期，中信证券研究部（截至 2021/3/5 收盘）

图 5：香港公用事业板块在过往熊市中相对大盘表现出较好的防御性

	熊市		熊市				熊市				熊市			
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年至今
恒生综指	-50%	54%	6%	-22%	22%	5%	0%	-8%	-1%	38%	-17%	11%	12%	7%
中电控股	3%	5%	26%	9%	2%	-2%	14%	2%	12%	16%	15%	-4%	-9%	6%
中华煤气	-45%	70%	5%	10%	33%	-6%	12%	-4%	2%	25%	19%	5%	-18%	1%
电能实业	1%	2%	21%	22%	20%	-4%	27%	-2%	-1%	19%	-5%	10%	22%	3%
港铁公司	-36%	53%	8%	-9%	25%	-1%	12%	24%	7%	30%	-8%	15%	3%	7%
汇丰控股	-40%	37%	-8%	-23%	44%	8%	-8%	-11%	9%	36%	-15%	0%	-31%	13%
恒生银行	-34%	21%	17%	-25%	35%	10%	7%	19%	4%	40%	-6%	-4%	-13%	13%
中银香港	-60%	100%	50%	-30%	31%	3%	4%	-9%	17%	43%	-27%	-7%	-13%	14%

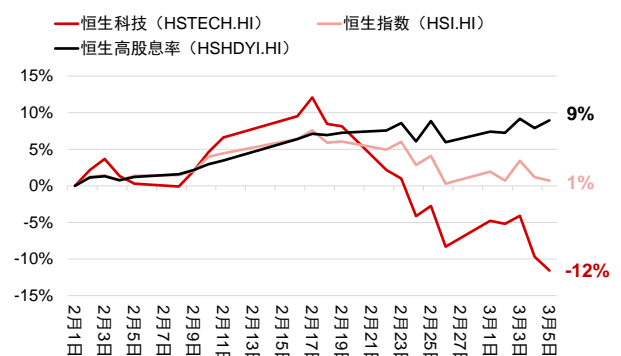
资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至 2021 年 3 月 5 日

图 6：港股科技板块股价变动（以 2020 年 7 月底为基准）



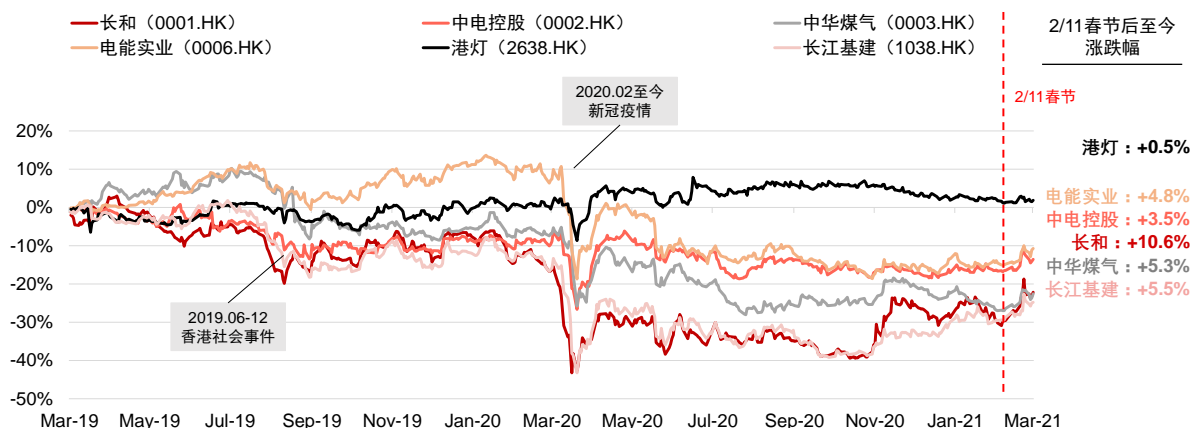
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：恒指、科技指数及高股息指数变化（以 2021 年 2 月初为基准）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：公用事业板块标的的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）



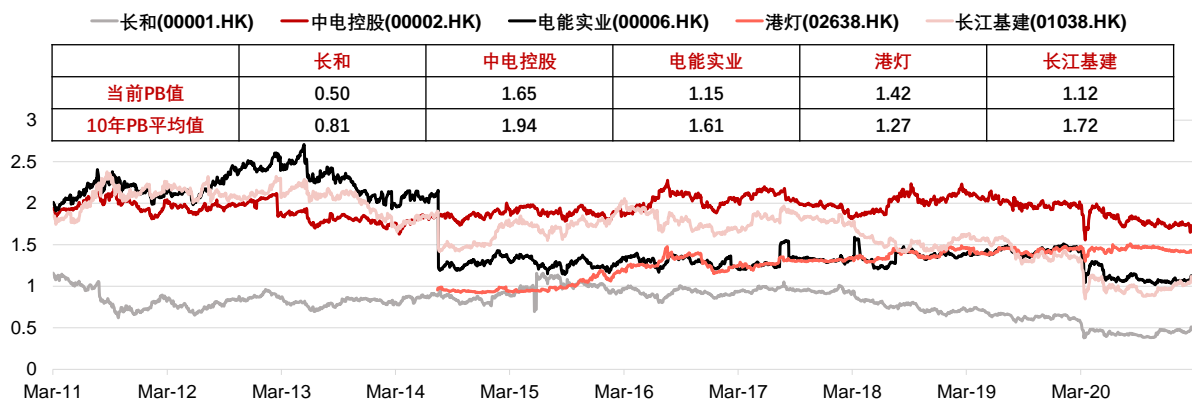
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：地产板块标的的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：公用事业板块标的的历史 PB



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：地产板块标的的历史 PB



资料来源：Wind，中信证券研究部

3) 美债收益率走高，利好银行板块。10 年期美债收益率近几个月来持续攀升，从年前的不到 1% 一度跃升至 1.6% 以上。根据中信证券研究部海外宏观组观点，预计本轮美债 10 年期收益率还有 20-30bp 的上行空间，高点在 1.7%~1.8%。

但利率上升将使银行板块受益，香港本地受益标的包括汇丰控股（00005.HK）、恒生银行（00011.HK）和中银香港（02388.HK）（请补全 5 位数字的代码）。恒生银行和中银香港的 P/B 估值处于历史较低水平；彭博一致预期中银香港和恒生银行 2021 年度股息率会在 5% 和 4%。

汇丰控股去年 4 月宣布受英国监管机构要求，取消派发 2019 年第四次股息，并将在 2020 年底前暂停派发所有普通股的季度和中期股息；汇控 2020 年全年股价跌幅近 31%。2021 年 2 月，汇丰宣布重启派息，就 2020 年度派发每股 0.15 美元的股息，基本符合市场预期；同时汇丰表示 2021 年内不会按季度派息，但将于 8 月公布 2021 年半年度业绩时，考虑是否宣派一次股息；并于 2022 年 2 月或之前决定是否恢复季度派息。目前市场预测，汇丰会在 2021 至 2022 年增加每股派息至 0.3 及 0.4 美元；若汇丰 2021 年派息可达市场预期，对应当前股价股息率 4.9%，我们认为仍具有一定吸引力。我们认为汇丰最坏的时期已经过去，并对其 2021 年接下来的表现持审慎乐观态度。

图 12：美国十年期国债收益率历史变化，近几个月持续攀升



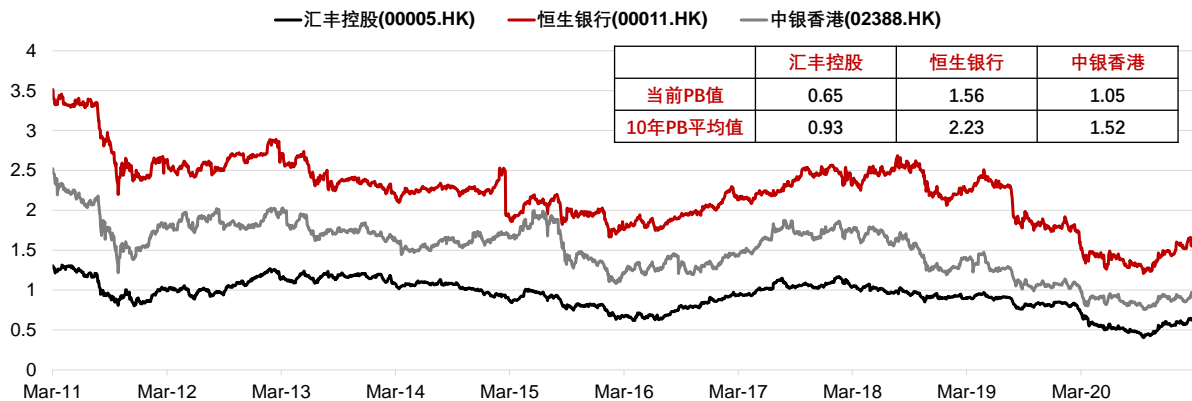
资料来源：Yahoo Finance，中信证券研究部

图 13：银行板块标的的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14: 银行板块标的历史 PB



资料来源: Wind, 中信证券研究部

策略 2: 疫情受控前提下, 通关恢复有望, 疫情受损板块具备较大修复机会

核心逻辑: 新冠疫苗在香港正式开始接种, 本地疫情正逐步得到缓解, 有望尽快与内地恢复通关, 将利好疫情受损板块。

2月26日, 香港正式展开新冠疫苗接种计划, 首批提供接种的疫苗为中国科兴提供; 另外, 香港政府还向复星/BioNTech 与阿斯利康采购了疫苗。香港政府表示其目标是在今年内为大部分香港居民完成接种。截至3月9日, 累计约101,700名香港居民接种了第一剂科兴疫苗; 另有2,100名市民接种了第一剂由复星/BioNTech 供应的复必泰疫苗。而疫情的发展情况也将直接影响香港能否及何时重启与内地的通关。香港政府表示, 只要香港疫情受控, 新增个案接近低双位数时, 便有望恢复通关。2月以来, 香港疫情平均每日新增案例维持在10-20人; 但2月最后几日确诊人数有所上升, 我们认为香港疫情目前仍较为反复。另外, 据路透社和香港电台消息, 日前香港有2名市民在接种疫苗后死亡, 虽目前无法确定其死因是否与疫苗相关, 但此类事件可能会影响香港居民的接种意愿, 因此我们认为不应对疫情发展及疫苗接种情况盲目乐观, 需持续关注香港疫苗接种进度和相关通关政策。

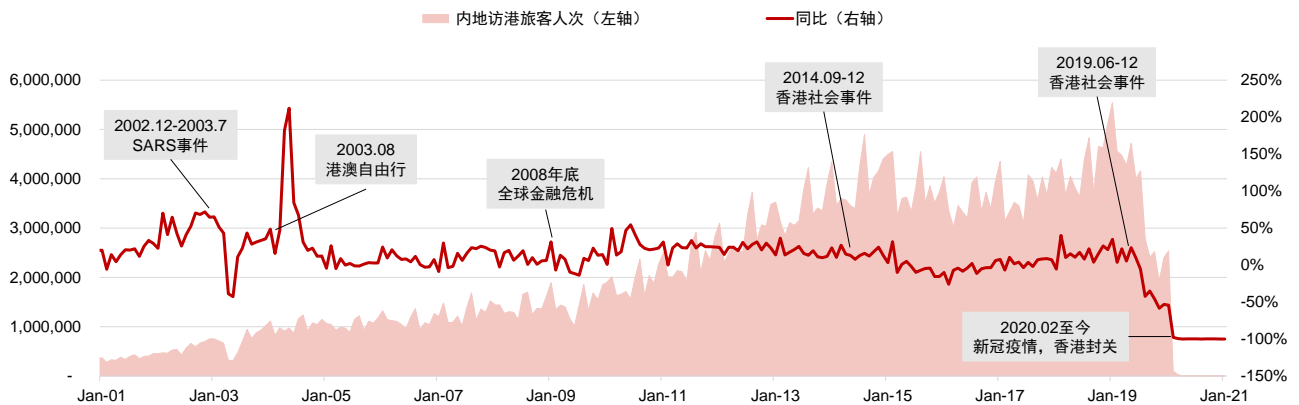
但中期看疫情受控、恢复通关后, 我们认为拥有优质资产的疫情受损板块盈利弹性或将明显恢复, 主要受益板块如下:

- 1) **零售消费板块:** 过去一年半, 受香港事件及疫情影响, 访港旅客大减, 非常依赖内地游客贡献的香港零售业大受打击。2020年全年, 访港旅客人次同比下跌94%, 零售业总销售额下跌24%。我们认为2019年香港事件对香港本地零售及相关行业的影响已基本平息。因此当下真正影响香港零售业复苏的仍是疫情的发展情况。我们认为香港本地零售股的最坏时期已经过去, 且负面因素已基本反映在此前的股价中, 但市场短期内仍会面临一定的挑战, 复苏速度或将较慢。然而, 若能早日与内地恢复通关, 并吸引内地游客赴港消费, 香港零

零售业则有望复苏。目前，不少香港零售商已采取措施，重点加强网络销售渠道并重新整合实体店网络以应对疫情挑战。香港零售行业主要分为四类公司：

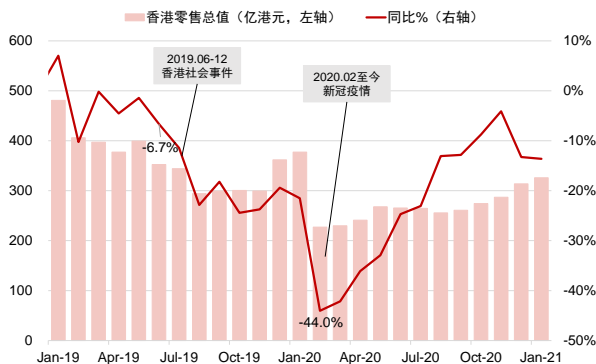
- a) 以莎莎国际（00178.HK）及卓悦控股（00653.HK）为代表的本地日用零售店，其香港业务主要客户为内地游客，受疫情和香港事件影响较为严重。2020年香港药妆零售额下跌五成，在所有品类中跌幅仅次于珠宝首饰类。若通关恢复，内地游客赴港将明显利好上述公司。
- b) 以周大福（01919.HK）及六福集团（00590.HK）为代表的黄金珠宝零售商，业务有一半左右来自内地，因此受香港疫情和“封关”的影响相对较小。尤其是周大福内地业务占比近70%（六福约40%）。但就香港本地业务而言，目前由于边境口岸关闭，金铺零售需求仍然承压。
- c) 以利福国际（01212.HK）为代表的本地百货公司运营商。崇光百货为利福在港的主要业务，品类较莎莎及卓悦丰富，也深受内地游客欢迎。2019年香港事件后，访港旅客骤降，本地气氛转差，另外事件一般在铜锣湾、尖沙咀等旅客区域发生，因此大型百货公司受到一定影响；2020年疫情发生后，香港本地百货公司所面临的形势愈发严峻。待与内地恢复通关后，此类公司将明显受益。
- d) 以九龙仓置业（01997.HK）和太古地产（01972.HK）为代表的商业地产商。由于这些高端零售商场非常依赖旅游零售，因此未来恢复通关后，将明显利好高端商城相关商业地产商。但值得注意的是，因香港社会零售环境的变化，许多国际大牌都选择减少在香港的店铺数或要求降低店铺租金。2019年受社会事件影响，香港零售地区租金持续下跌，据观点地产网引述世邦魏理仕统计，2019年核心区街铺租金下半年环比下降19%，使全年下降19.2%。2020上半年受疫情影响，街铺整体租金继续下降15.2%。据观点地产网引述房地产咨询公司Savills报告，2021年香港主要零售街和购物中心的租金预计将继续下降2%-5%。路易威登（Louis Vuitton）和芬迪（Fendi）母公司LVMH就因租金问题与九龙仓产生分歧，已关闭铜锣湾时代广场的路易威登和芬迪店铺。路易威登和芬迪店铺在时代广场占据黄金铺位，失去它们也意味着时代广场失去了一大笔租金收入，同时在香港零售业持续低迷的环境下，恐怕暂时难以找到同类品牌入驻。因此，需关注具体商场的租金和入驻店铺调整情况。

图 15: 2001 至今内地访港旅客人次变化



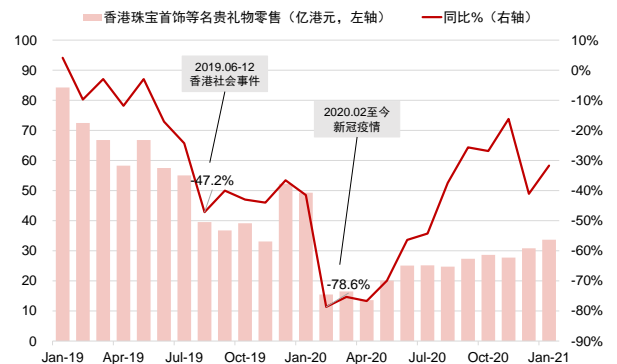
资料来源：香港政府统计处，中信证券研究部

图 16: 2019 年至今香港零售月度数据变化



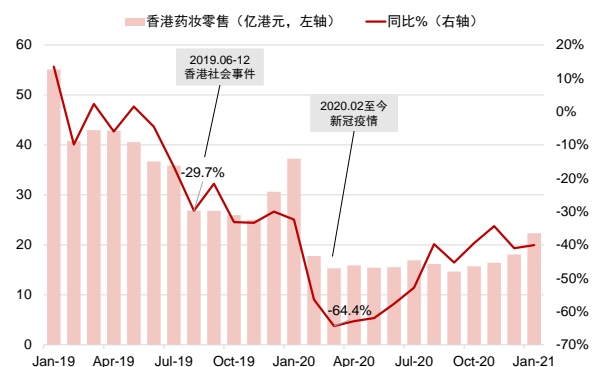
资料来源：香港政府统计处，中信证券研究部

图 17: 2019 年至今香港珠宝首饰等名贵礼物零售月度数据变化



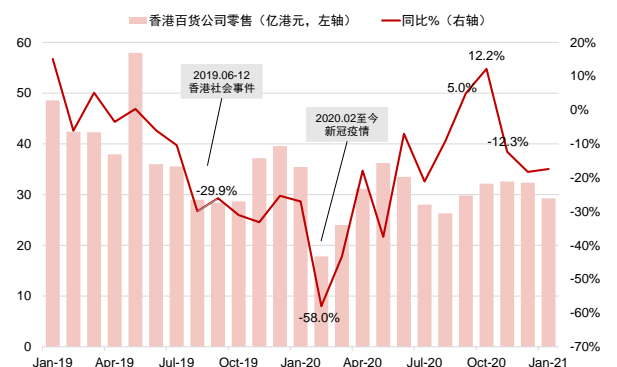
资料来源：香港政府统计处，中信证券研究部

图 18: 2019 年至今香港药妆零售月度数据变化



资料来源：香港政府统计处，中信证券研究部

图 19: 2019 年至今香港百货公司零售月度数据变化



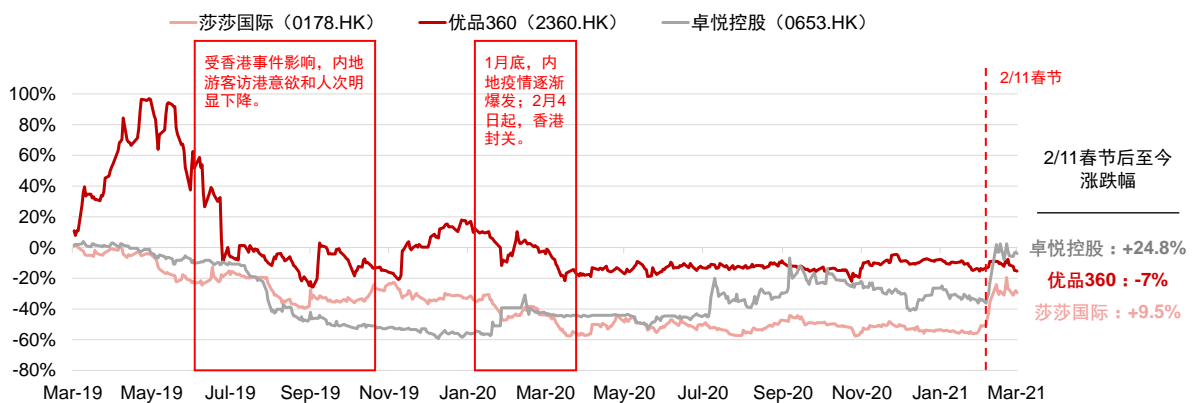
资料来源：香港政府统计处，中信证券研究部

图 20: 香港零售及相关板块标的可比估值表

序号	代码	名称	当前股价 (港元)	2019年 涨跌幅 (%)	2020年 涨跌幅 (%)	年初至今 涨跌幅 (%)	市值 (亿港元)	2021E 股息率	PE		PB	
									2021	2022	2021	2022
本地日用零售店												
1	00178.HK	莎莎国际	1.89	-37.2%	-31.2%	52.9%	58.7	0%	-	63.00	3.91	3.68
2	02360.HK	优品360	1.86	130.9%	-21.8%	-7.2%	18.6	-	-	-	-	-
3	00653.HK	卓悦控股	0.194	-58.7%	76.5%	30.7%	6.6	-	-	-	-	-
黄金珠宝零售商												
4	01929.HK	周大福	11.18	24.5%	35.0%	15.7%	1118.0	3.20%	24.17	20.64	3.95	3.72
5	00590.HK	六福集团	19.74	6.1%	-12.0%	4.3%	115.9	4.94%	13.64	10.16	1.07	1.01
6	00116.HK	周生生	10.44	-11.9%	-5.9%	18.6%	70.7	5.28%	7.76	6.88	0.64	0.60
百货商场												
7	01212.HK	利福国际	6.91	-19.7%	-31.2%	13.0%	103.8	2.01%	10.71	8.58	2.18	1.86
商业地产板块												
8	01997.HK	九龙仓置业	18.84	5.8%	-10.3%	-10.5%	575.1	3.75%	17.06	15.90	0.62	0.61
9	01972.HK	太古地产	24.55	-3.3%	-9.03%	8.2%	1436.2	3.75%	18.05	17.31	0.49	0.48
10	00101.HK	恒隆地产	6.91	19.5%	25.2%	-6.7%	858.2	4.06%	17.79	15.95	0.62	0.60
11	00014.HK	希慎兴业	32.45	-15.0%	-1.8%	14.0%	337.4	4.50%	14.52	13.44	0.44	0.44

资料来源: Wind, Bloomberg 一致预期, 中信证券研究所 (截至 2021/3/5 收盘)

图 21: 本地日用零售标的股价变化 (以 2019 年 3 月初为基准)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 22: 黄金珠宝零售标的股价变化 (以 2019 年 3 月初为基准)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 商业地产标的的股价变化 (以 2019 年 3 月初为基准)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

2) **旅游（航空和酒店）板块：**除了有望与内地恢复通关外，中国香港有望通过“旅行气泡”的方式和其他国家地区达成合作。去年 11 月底，中国香港与新加坡确认建立“航空旅游气泡”，只要通过核酸检测并获得阴性报告，两地旅客便无需隔离检疫即可互通到当地旅游、工作或探亲。其熔断机制为连续 7 天的新增确诊病例中，平均不多于 5 宗无源头个案。去年 12 月，由于香港第四波疫情来袭、确诊人数激增，原定于 11 月 22 日展开的“旅游气泡”押后。2 月以来，香港疫情逐渐受控。中国香港政府已与新加坡重启旅游气泡相关事宜的讨论，另外目前也正与其他大约 10 个地区进行“旅游气泡”合作计划的洽谈，其中有一到两个地方成功概率较大，但需要观望中国香港与新加坡的合作情况再做定论。我们认为，考虑到新加坡政府的积极态度，若中国香港疫情可持续低确诊，与新加坡迅速开启“旅游气泡”的可能性较大；而一旦与新加坡的气泡正式通航，与中国香港居民其他热门目的地的合作也有望快速展开。但目前香港疫情仍较为反复，不可过于乐观。2 月 26 日，香港政府也表示，尚未有信心重启气泡，当前香港疫情可能会触及熔断机制。我们认为香港航空出行拐点预计要到今年第三至四季度才会出现。若正式开启气泡，将利好香港本地航空板块，主要受益标的为国泰航空（00293.HK）。另外，通过“旅游气泡”和恢复通关吸引来自内地和其他国家的外来游客，亦将利好酒店板块，受益标的包括香格里拉（00069.HK）、大酒店（00045.HK）和朗廷（01270.HK）。

图 24：港股航空及酒店板块标的可比估值表

序号	代码	名称	当前股价 (港元)	2019年 涨跌幅 (%)	2020年 涨跌幅 (%)	年初至今 涨跌幅 (%)	市值 (亿港元)	2021E 股息率	PE		PB	
									2021	2022	2021	2022
航空板块												
1	00293.HK	国泰航空	7.41	6.8%	-28.6%	3.4%	477.0	0.49%	189.32	11.14	0.99	0.92
2	00753.HK	中国国航	6.44	17.9%	-22.1%	5.6%	1250.9	-	-	25.45	0.94	0.81
3	00670.HK	中国东方航空	3.57	-0.9%	-21%	6.6%	841.3	0.60%	-	10.88	0.85	0.79
4	01055.HK	中国南方航空	5.39	9.2%	-11.8%	14.7%	1041.7	0.55%	286.78	12.82	1.00	0.94
酒店板块												
5	00069.HK	香格里拉	8.13	-28.1%	-15.1%	17.7%	291.5	1.15%	-	26.18	0.64	0.63
6	00045.HK	大酒店	8.09	-23.3%	-16.3%	17.3%	133.4	0.99%	77.79	29.96	-	-
7	01270.HK	朗廷	1.24	-12.6%	-55.3%	21.6%	40.1	2.66%	77.50	30.24	0.49	0.49

资料来源：Wind, Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

图 25：国泰航空及中国三大航空公司股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）



资料来源：Wind, 中信证券研究部

图 26：酒店板块标的的股价变化（以 2019 年 3 月初为基准）



资料来源：Wind, 中信证券研究部

3) **博彩板块**：我们认为，政策主导了澳门博彩板块短期和长期的发展。澳门疫情整体情况远好于香港。从政策上看，虽然内地游客自由行已于去年 9 月底完全放开，但鉴于机器办理签证还未重启，在一定程度上限制了访澳的人流。我们认为若机器办证重启将是对板块的重大利好。但同时，我们也认为板块已出现结构性的变化，VIP 业务在资金流动继续受限的情况下可能会进一步

收缩,所以中场人流的大幅恢复以抵消VIP的下滑将致为关键。从环比角度,若2021年能恢复到2019年的50%水平,则对比2020年有望增长至140-150%。但从绝对值数据看,整体恢复进度仍有待时日,加上去年澳门板块整体跌幅相对较小,后续恢复空间或较为有限。

总体来说,我们认为短期内澳门复苏主要看人流,而人流利好中场业务。而长期澳门转型也需要更多的酒店房间来增强旅客接待能力。我们推荐今年有新物业和新酒店开幕的标的,包括业绩确定性较高的澳博控股(00880.HK)和性价比较高的金沙中国(01928.HK)。银河娱乐(00027.HK)作为行业龙头,较受投资者欢迎,但目前估值较高。我们重申酒店才是澳门旅游和博彩业的瓶颈,在2021年三家均有新酒店房间增加。

长期来看,我们认为澳门的发展方向主要取决于政策的指引和多元化发展进程。政策方面,今年两会上提出的“十四五”规划和2035远景目标纲要中指出,国家支持澳门以粤澳共建横琴等方式融入大湾区,鼓励澳门向中医药制造、特色金融和高新技术产业等多元化领域发展,但并未提及博彩、旅游及会展等方面。我们认为这表明国家希望澳门加快多元化进程,但由于澳门土地资源稀缺、缺少相关行业人才等问题,多元化转型在短期内或较难完成。我们预计未来澳门将加强与横琴合作,并通过人才引进等政策在多领域发展。同时也不会放弃已有的酒店业优势,积极丰富会展和合家欢等非博彩旅游模式,最终实现由单一产业向多元化的过渡。但我们也须注意六张博彩牌照将于2022年6月到期。我们认为鉴于疫情的影响,下届牌照的发放流程或将有所延误。目前牌照事宜众说纷纭,六家公司在过去十多年对推动澳门的经济及就业等均贡献良多,但我们也认为牌照格局能否维持现状则需关注博企未来的定位能否融入澳门的长期发展方向。

澳博控股:我们认为澳博的估值有望随着老物业利润改善和新物业上线而获进一步重估。我们预计上葡京二季度开放2000多个房间,旁边的葡京人(该物业为梁安琪所有,不在澳博体内)会将新增800余个房间,这一区域总计会增加约3000个房间。除新增房间数目较多外,我们看好上葡京的原因还包括:1)接地气的设计风格,包括两栋以意大利殿堂级时装设计师范思哲(Versace)和老佛爷(Karl Lagerfeld)为主题的酒店,以及联合中国中免开设的免税旗舰店;2)引入市场头部博彩中介以提升高端业务的效益和利润率;3)进行标准化运营所带来的业绩弹性和利润率的改善。另外,在上葡京边上的葡京人度假村主打中端合家欢和室内主题公园路线,我们认为这也能与针对高端游客的上葡京形成有效协同效应。

金沙中国:我们认为金沙由于中场、老虎机和非博彩占比是六家博企里最高,有望长期受惠于澳门旅游业向中场和非博彩的转型。新增的四季酒店公寓楼、巴黎人酒店房间改装以及由金沙城中心假日酒店改装成的伦敦人,将推出房型更大的酒店房间,其中伦敦人也已在2021年2月开幕。另外,虽然我们之前评论金沙的仿欧风格或已不能满足出国经验日渐丰富的访客,但疫情下

金沙的威尼斯人、巴黎人和伦敦人的欧式风格或能一解游客对欧洲旅游的“相思之苦”。牌照方面，市场有声音认为美资企业（包括金沙和永利）或会受到影响，但我们认为，金沙在澳门路氹区域的经营规模和对澳门整体的非博彩和会展业务贡献重大，因此牌照续约的障碍或不大。

银河娱乐：我们认为银河整体发展契合澳门转型对于增长接待能力的需求，但其目前较高的估值也不能忽视。公司预计在 2021 年下半年开幕的银河 3 期，主打会展中心并新增 1500 个酒店房间，并在未来三年将会有超过 3000 个酒店房间上线，我们预计这会在 2022 年前后贡献显著 EBITDA 增量。银河的中场和 VIP 业务较均衡，进可攻退可守，加上一站式的购物、多元化的餐饮以及合家欢玩乐的水上乐园体验等非博彩元素，也是休闲游客的首选之一。此外，银河是六家博企中唯一在横琴有待开发土地的公司，有望通过开设度假村实现澳门+横琴的协同效应。但是仍需要注意银河股价于今年 2 月末突破 2014 年内地反腐前高位和估值相对较高所带来的风险。

图 27：澳门博彩行业及公司表现情况

GGR	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
行业数据	21%	17%	10%	9%	0%	0%	-4%	-8%	-60%	-95.6%	-93.1%	-69.7%
新濠博亚	16%	3%	-5%	11%	-1%	15%	17%	4%	-42%	-87%	-90%	-68%
金沙中国	20%	21%	16%	13%	8%	0%	-5%	-4%	-66%	-100%	-95%	-73%
永利澳门	23%	9%	18%	2%	-3%	-2%	-21%	-21%	-63%	-102%	-94%	-68%
美高梅中国	22%	24%	28%	27%	20%	26%	25%	5%	-62%	-96%	-94%	-60%
银河娱乐	32%	30%	7%	2%	-11%	-12%	-11%	-16%	-65%	-97%	-94%	-68%
澳博控股	5%	11%	9%	-2%	-5%	-10%	-13%	-8%	-62%	-90%	-90%	-76%

VIP	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
行业数据	21%	14%	4%	3%	-13%	-16%	-22%	-23%	-60%	-95.7%	-92.5%	-76.4%
新濠博亚	23%	0%	-17%	11%	-8%	7%	16%	-6%	-26%	-78%	-89%	-77%
金沙中国	21%	30%	15%	35%	0%	-13%	-36%	-20%	-71%	-101%	-90%	-90%
永利澳门	9%	-5%	10%	-5%	-7%	-9%	-41%	-39%	-67%	-106%	-96%	-80%
美高梅中国	26%	-6%	11%	18%	3%	22%	4%	-20%	-69%	-96%	-95%	-74%
银河娱乐	44%	40%	5%	-4%	-24%	-25%	-27%	-29%	-67%	-96%	-93%	-74%
澳博控股	-1%	4%	7%	-12%	-19%	-31%	-43%	-28%	-70%	-95%	-93%	-86%

Mass	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
行业数据	20%	20%	20%	17%	18%	21%	19%	9%	-60%	-96.3%	-94.0%	-63.6%
新濠博亚	8%	2%	7%	14%	9%	29%	22%	12%	-56%	-97%	-93%	-59%
金沙中国	22%	20%	18%	7%	13%	5%	9%	3%	-64%	-99%	-96%	-67%
永利澳门	49%	36%	36%	15%	2%	8%	7%	5%	-57%	-98%	-93%	-57%
美高梅中国	20%	44%	43%	32%	35%	36%	48%	31%	-58%	-98%	-95%	-52%
银河娱乐	18%	19%	9%	10%	9%	7%	11%	0%	-62%	-98%	-95%	-61%
澳博控股	10%	19%	12%	8%	8%	8%	12%	8%	-58%	-89%	-89%	-71%

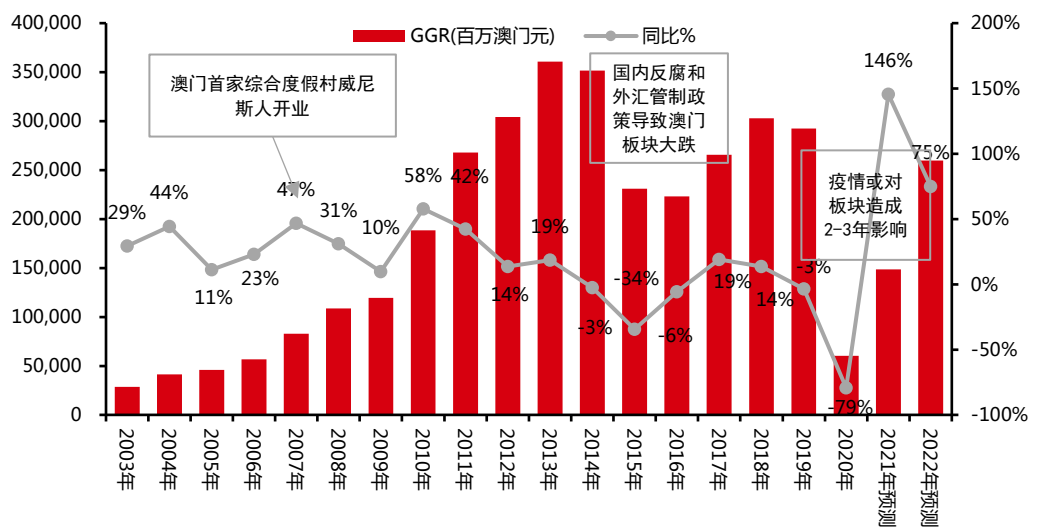
资料来源：各公司财报，DICJ，中信证券研究部

图 28: 博彩公司可比估值表

序号	代码	名称	当前股价 (港元)	2019年 涨跌幅 (%)	2020年 涨跌幅 (%)	年初至今 涨跌幅 (%)	市值 (亿港元)	2021E 股息率	PE		EV/EBITDA	
									2021	2022	2021	2022
香港上市公司												
1	00027.HK	银河娱乐	73.55	17.3%	6.1%	22.1%	3199.5	0.6%	44.0	24.0	27.9	17.8
2	01928.HK	金沙中国	37.10	28.3%	-16.1%	9.0%	3001.8	2.6%	54.0	21.0	22.1	14.2
3	01128.HK	永利澳门	15.70	12.4%	-32.2%	20.6%	817.4	0.0%	224.0	22.0	19.3	12.6
4	00880.HK	澳博控股	10.38	25.85	0.0%	19.7%	589.7	0.5%	-	21.0	26.2	12.6
5	02282.HK	美高梅中国	13.46	-2.1%	5.6%	13.46	512.4	0.4%	-	30.0	18.8	13.5
6	00200.HK	新濠国际	16.86	37.9%	-31.5%	16.86	255.6	0.1%	-	-	14.3	7.8
美国上市公司												
序号	代码	名称	当前股价 (美元)	2019年 涨跌幅 (%)	2020年 涨跌幅 (%)	年初至今 涨跌幅 (%)	市值 (亿美元)	2021 股息率	PE		EV/EBITDA	
									2021	2022	2021	2022
7	LVS.US	金沙集团	62.35	39.5%	-12.0%	4.6%	476.3	3.0%	92.0	23.0	25.5	13.7
8	MGM.US	美高梅国际	37.29	39.7%	-4.6%	18.3%	184.5	0.3%	-	-	20.9	11.6
9	WYNN.US	永利度假	132.89	45.0%	-18.1%	0.9%	153.6	1.6%	-	76.0	27.2	14.9
10	MLCO.SU	新濠博亚	22.28	41.2%	-22.5%	20.1%	106.3	1.1%	-	33.0	15.7	10.3

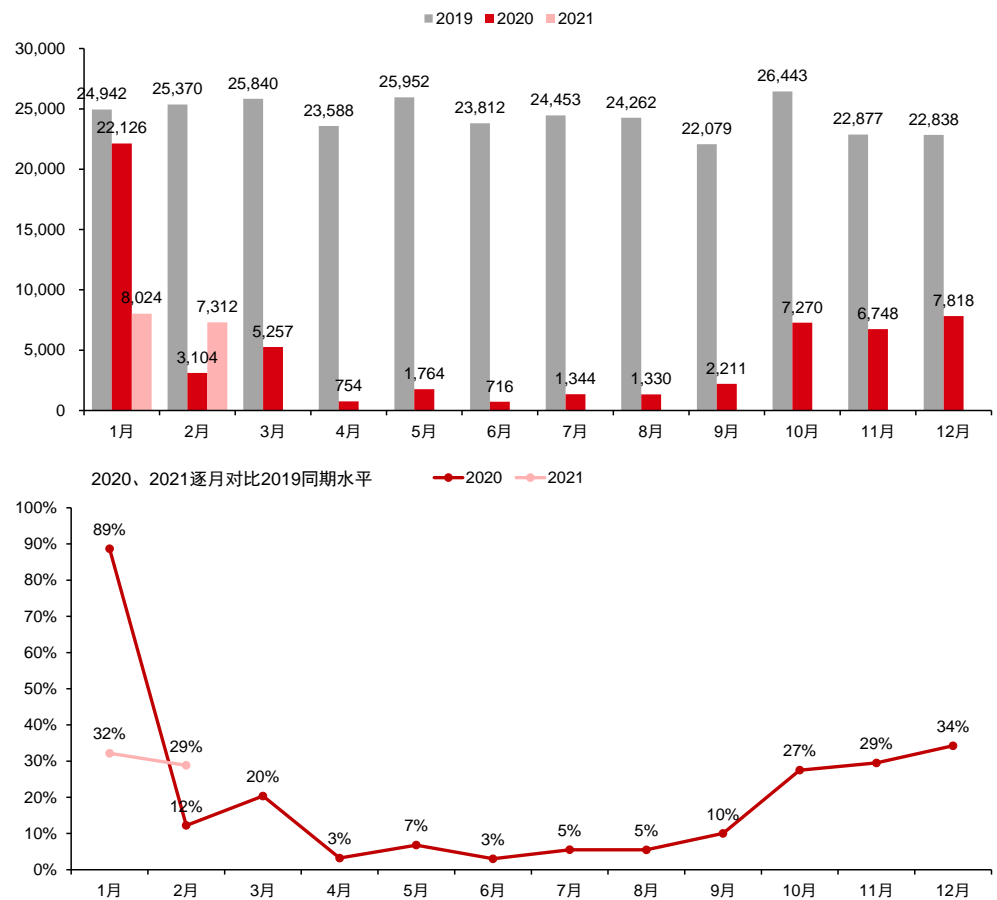
资料来源: Wind, Bloomberg 一致预期, 中信证券研究所 (截至 2021/3/5 收盘), 注: 澳门博彩公司在 2020 年均暂停派息

图 29: 澳门 GGR 收入及行业预测 (百万澳门元)



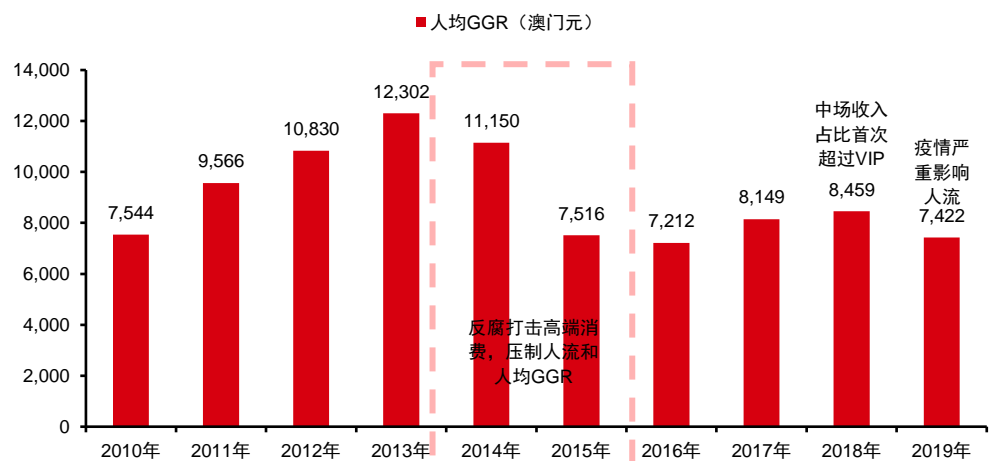
资料来源: DICJ, 中信证券研究部预测

图 30：澳门博彩 GGR 2020、2021 逐月对比 2019 同期水平（百万澳门元）



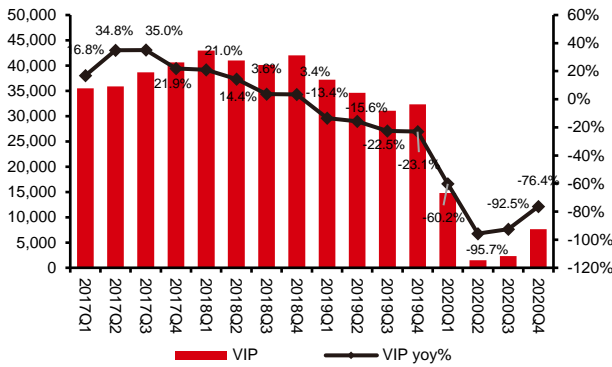
资料来源：DICJ，中信证券研究部

图 31：澳门游客人均博彩 GGR 贡献



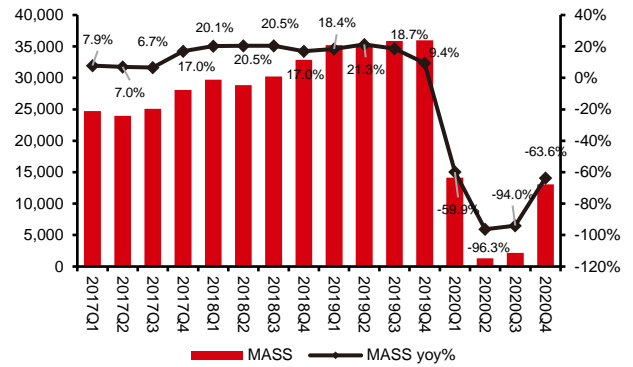
资料来源：DSEC，中信证券研究部，注：计算方式为 GGR/游客人流，客单价只供参考，因为不是每个游客都参与博彩

图 32: 澳门博彩历年 VIP 收入情况 (百万澳门元)



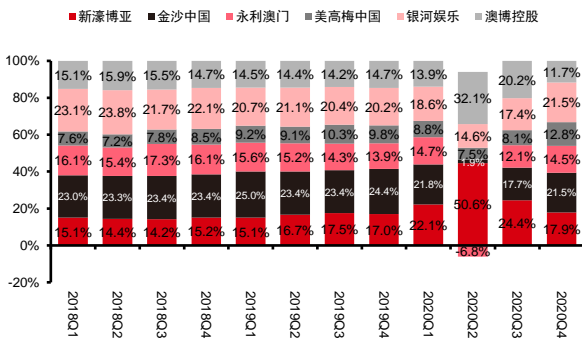
资料来源: DICJ, 中信证券研究部

图 33: 澳门博彩历年中场收入情况 (百万澳门元)



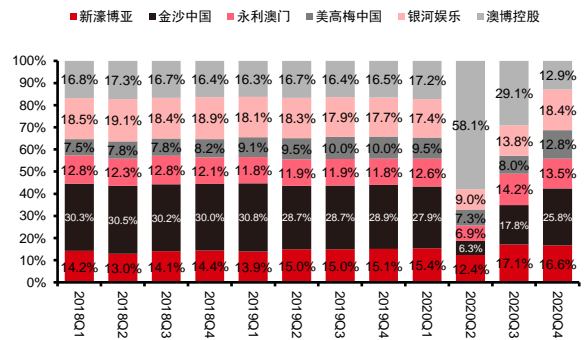
资料来源: DICJ, 中信证券研究部

图 34: 2018 年至今六大博企季度 GGR 市占率



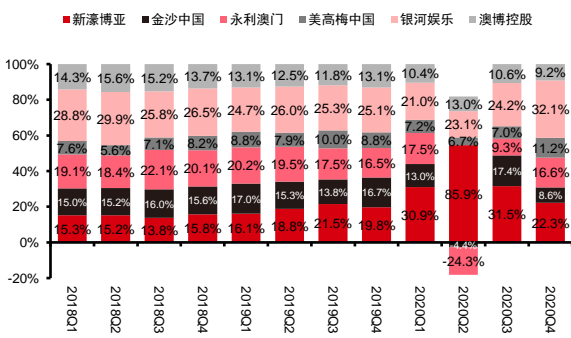
资料来源: 各公司财报, DICJ, 中信证券研究部

图 35: 2018 年至今六大博企季度中场市占率



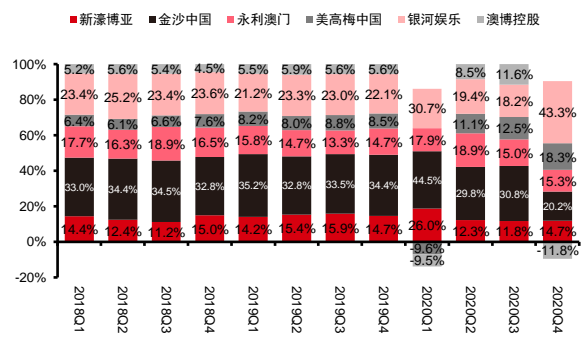
资料来源: 各公司财报, DICJ, 中信证券研究部

图 36: 2018 年至今六大博企季度 VIP 市占率



资料来源: 各公司财报, DICJ, 中信证券研究部

图 37: 2018 年至今六大博企季度 EBITDA 市占率



资料来源: 各公司财报, DICJ, 中信证券研究部, 20Q2 开始多家博企均出现负 EBITDA 情况

图 38：澳博上葡京及边上葡京人设施等，公司预计 21Q2 开业



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 39：金沙伦敦人及内部商业购物区，已于 2 月 8 日开业

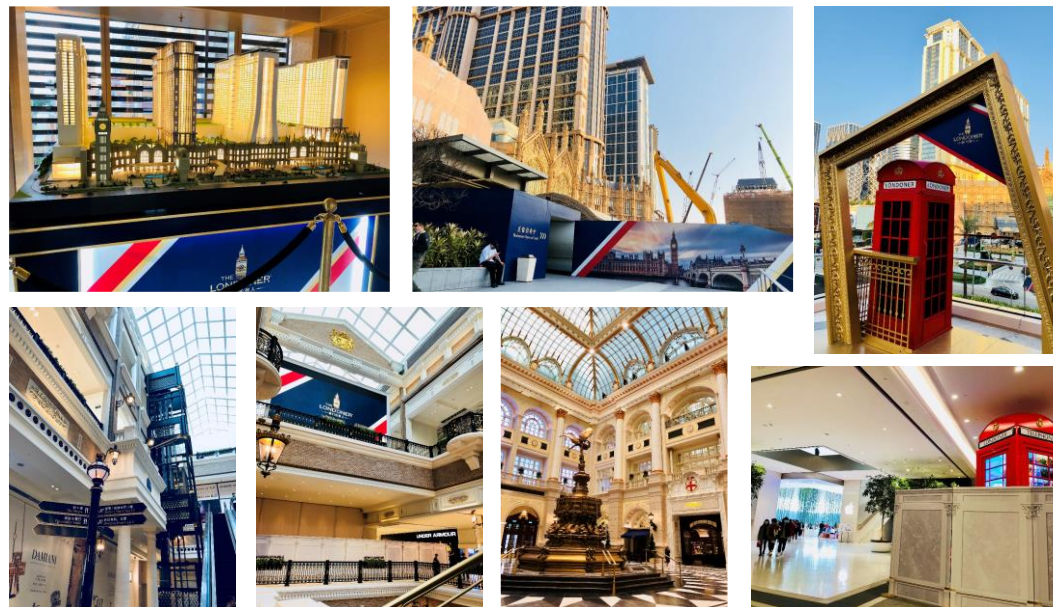
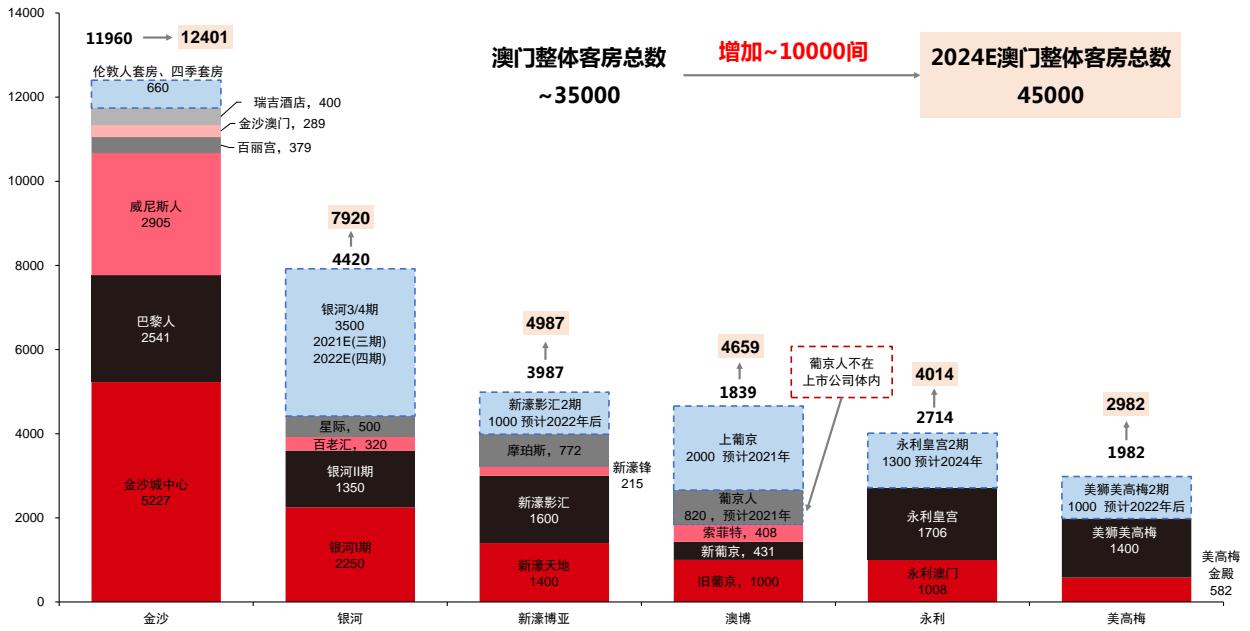


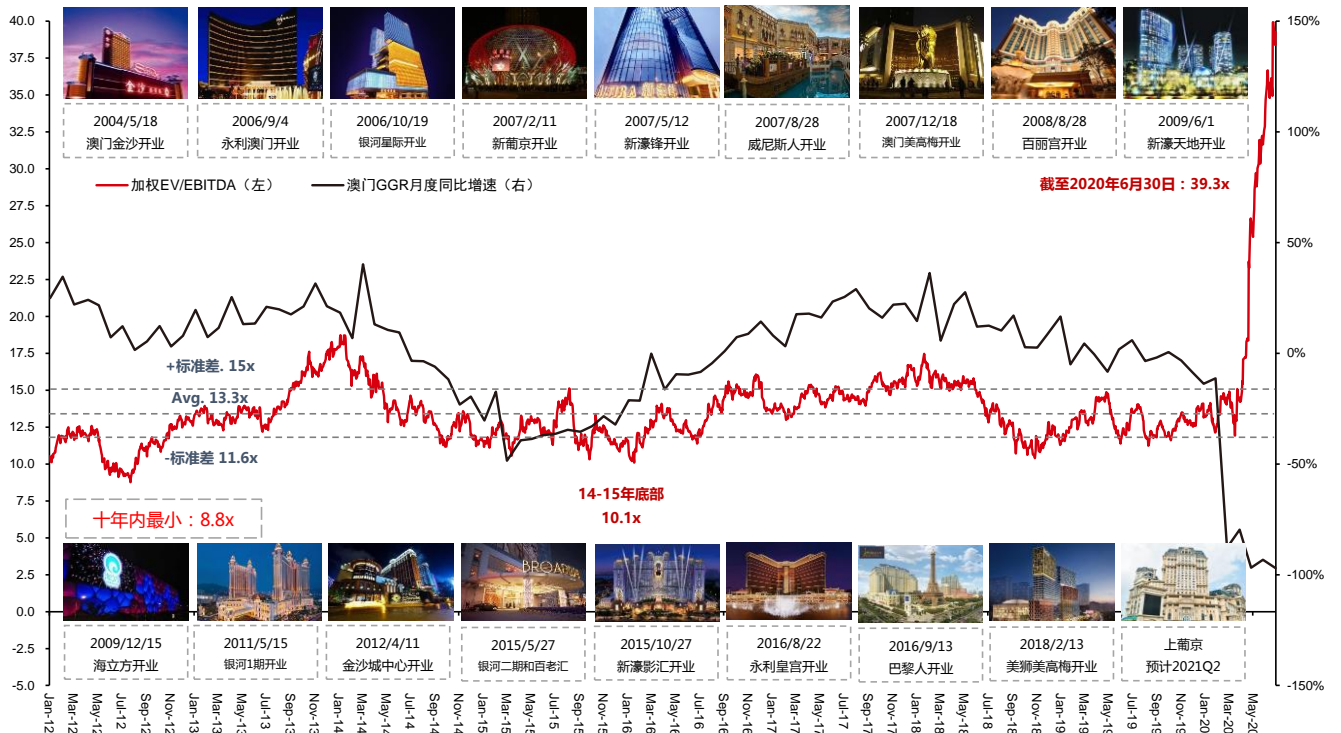
图 40: 预计澳门到 2024 年能增加 1 万个酒店房间



资料来源: 澳门统计局, GGRAsia, 各博彩公司扩建规划公告, 中信证券研究部预测

目前整体板块估值已切换到 2022 年, 市值加权平均 Forward EV/EBITDA 达 15x, 对比行业历史平均 (2012-2019) 的动态 EV/EBITDA 13.3x。

图 41: 行业历史平均动态 EV/EBITDA, 由于 2020 年博彩公司普遍亏损导致数据失真



资料来源: 各家博彩公司官网, DICJ, DSEC, Bloomberg, 中信证券研究部 (上葡京开业时间为公司预计)

图 42: 所有标的可比估值表

序号	代码	名称	当前股价 (港元)	2020年 涨跌幅 (%)	年初至今 涨跌幅 (%)	市值 (亿港元)	2021 股息率	PE		PB		是否进 港股通
								2021	2022	2021	2022	
公用事业板块												
1	00001.HK	长和	59.25	-23.1%	3.7%	2284.8	4.87%	5.9	6.0	0.4	0.4	是
2	00002.HK	中电控股	73.15	-9.0%	4.2%	1848.1	4.26%	15.7	15.1	1.6	1.6	是
3	00003.HK	中华煤气	11.54	-17.9%	-0.2%	2050.8	3.23%	27.4	26.1	3.0	3.0	是
4	00006.HK	电能实业	43.15	-21.9%	3.2%	920.9	6.51%	14.2	14.0	1.1	1.1	是
5	02638.HK	港灯	7.63	3.6%	0.0%	674.2	4.31%	26.0	24.5	1.4	1.4	否
6	01038.HK	长江基建	44.50	-20.7%	6.8%	1179.6	5.65%	12.3	12.0	0.9	0.9	是
银行板块												
7	00005.HK	汇丰控股	46.10	-31.0%	14.2%	9548.7	3.88%	13.5	10.3	0.68	0.7	是
8	00011.HK	恒生银行	152.0	-13.0%	13.7%	2906.0	4.02%	16.8	14.9	1.58	1.5	是
9	02388.HK	中银香港	26.9	-7.6%	14.9%	2844.1	5.05%	9.9	8.9	0.88	0.8	是
地产板块												
10	00016.HK	新鸿基地产	119.2	-12.1%	19.1%	3454.2	4.19%	11.1	10.7	0.6	0.6	是
11	00012.HK	恒基地产	33.45	-16.2%	11.9%	1619.4	5.33%	11.4	10.7	0.5	0.5	是
12	01113.HK	长实集团	46.00	-26.2%	16.0%	1699.0	3.73%	8.1	7.4	0.5	0.4	是
13	00066.HK	港铁公司	47.05	-3.0%	7.5%	2908.3	2.74%	29.7	17.1	1.6	1.5	是
14	00017.HK	新世界发展	39.05	-10.9%	6.5%	991.4	5.35%	12.3	10.9	0.5	0.4	是
本地日用零售店												
15	00178.HK	莎莎国际	1.89	-31.2%	52.9%	58.7	0%	-	63.0	3.9	3.7	否
16	02360.HK	优品360	1.86	-21.8%	-7.2%	18.6	-	-	-	-	-	否
17	00653.HK	卓悦控股	0.194	76.5%	30.7%	6.6	-	-	-	-	-	否
黄金珠宝零售商												
18	01929.HK	周大福	11.18	35.0%	15.7%	1118.0	3.20%	24.2	20.6	4.0	3.7	是
19	00590.HK	六福集团	19.74	-12.0%	4.3%	115.9	4.94%	13.6	10.2	1.1	1.0	是
20	00116.HK	周生生	10.44	-5.9%	18.6%	70.7	5.28%	7.8	6.9	0.6	0.6	否
百货商场												
21	01212.HK	利福国际	6.91	-31.2%	13.0%	103.8	2.01%	10.7	8.6	2.2	1.9	是
商业地产板块												
22	01997.HK	九龙仓置业	18.84	-10.3%	-10.5%	575.1	3.75%	17.1	15.9	0.6	0.61	是
23	01972.HK	太古地产	24.55	-9.03%	8.2%	1436.2	3.75%	18.1	17.3	0.5	0.48	是
24	00101.HK	恒隆地产	6.91	25.2%	-6.7%	858.2	4.06%	17.8	16.0	0.6	0.60	是
25	00014.HK	希慎兴业	32.45	-1.8%	14.0%	337.4	4.50%	14.2	13.4	0.4	0.4	是
航空板块												
26	00293.HK	国泰航空	7.41	-28.6%	3.4%	477.0	0.49%	189.3	11.1	1.0	0.9	是
27	00753.HK	中国国航	6.44	-22.1%	5.6%	1250.9	-	-	25.5	0.9	0.8	是
28	00670.HK	中国东方航空	3.57	-21%	6.6%	841.3	0.60%	-	10.9	0.9	0.8	是
29	01055.HK	中国南方航空	5.39	-11.8%	14.7%	1041.7	0.55%	286.8	12.8	1.0	0.9	是
酒店板块												
30	00069.HK	香格里拉	8.13	-15.1%	17.7%	291.5	1.15%	-	26.2	0.6	0.6	是
31	00045.HK	大酒店	8.09	-16.3%	17.3%	133.4	0.99%	77.8	30.0	-	-	否
32	01270.HK	朗廷	1.24	-55.3%	21.6%	40.1	2.66%	77.5	30.2	0.5	0.5	否
博彩板块												
33	00027.HK	银河娱乐	73.55	6.1%	22.1%	3199.5	0.6%	44.0	24.0	4.5	3.9	是
34	01928.HK	金沙中国	37.10	-16.1%	9.0%	3001.8	2.6%	54.0	21.0	14.7	9.7	是
35	01128.HK	永利澳门	15.70	-32.2%	20.6%	817.4	0.0%	224.0	22.0	-	-	是
36	00880.HK	澳博控股	10.38	0.0%	19.7%	589.7	0.5%	-	21.0	2.6	2.4	是
37	02282.HK	美高梅中国	13.46	5.6%	13.46	512.4	0.4%	-	30.0	11.6	9.3	是
38	00200.HK	新濠国际	16.86	-31.5%	16.86	255.6	0.1%	-	-	3.7	3.5	是

资料来源: Wind, Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部 (截至 2021/3/5 收盘)

■ 风险因素

宏观经济复苏放缓; 香港爆发新一轮疫情; 疫苗接种进度及效果不如预期等。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。