

澳门向左 韩国向右 ——东亚视角下的全球博彩业展望

2015 年 9 月 1 日

评级 (推荐)

重点公司

重点公司	14A	15E	评级
新华联	0.26	0.35	增持

分析师:

李跃博

liyb@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理:

赵刚

zhaogangyjs@xyzq.com.cn

序言:从服务业视角看,与人自身习性需求相关的行业存在着永恒的投资机会。这其中尤以人性七宗罪的行为为典型指标,人类后天形成的认知和理性往往也无法应对这些与生俱来的欲望,只能任由其操纵我们的行为并使我们承担相应的后果,而博彩,无疑是其中最为典型的代表。从另一个维度思考,在当前我国正处于历史最好的上周期阶段,在一个相当长的维度看经济都是蒸蒸日上的。经济的持续发展以及国内经济从投资向消费驱动转型、消费升级,博彩作为一种切合人性的奢侈品消费符合中国消费升级的趋势,因此大逻辑上我们长期看好博彩这种属于奢侈品消费的行业。

投资要点

- **澳门博彩业展望,探底之路漫漫。**在 2013 年澳门博彩业达到历史顶峰后,澳门博彩收入自去年 6 月起连续 13 个月下跌。虽然近来跌幅有所收窄,同时澳门放宽过境签证,加上政府对赌场贵宾厅可否设立吸烟室持开放态度,但澳门博彩业未来仍有不明朗因素,难言明确底部。
- **环中国博彩生态圈概览-韩国市场潜力无限。**虽然目前澳门博彩业面临很多负面因素,并且呈现很明显的转型趋势,但国内博彩的潜力还远远没被开发完,目前在中国周边,自北往南各国一直密集扩大赌场规模,并招募更多汉语工作人员,其目的昭然若揭,而这些地方尤以韩国最有发展潜力。
- **全球博彩业趋势展望-人性永不变。**作为人类文明发展到一定阶段的产物,博彩业是一个非常特殊的产业部门,目前讲的博彩都是合法赌博,有组织化的过程也就是所谓的“赌博爆炸”,伴随世界博彩合法化的浪潮,我们认为除了博彩永恒不变的人性外,互联网目前正在重构另一个博彩世界。

重点公司推荐:从中国周边看,在澳门博彩业转型大背景下,对应去年 700 万的国内访韩游客,结合空间距离与政治软环境,我们最看好韩国博彩业发展,对应国内收购黄金海岸后将成为 A 股唯一持有赌场牌照上市公司的新华联,其稀缺性凸显,预计 15/16/17 年 EPS 分别为 0.35/0.58/0.72 元,建议买入。

目 录

序言	- 5 -
澳门博彩业展望-探底之路漫漫	- 7 -
澳门博彩业前世今生概览	- 7 -
澳门博彩业现状	- 8 -
未来展望-拐点未明	- 13 -
环中国博彩生态圈概览-韩国市场潜力无限	- 14 -
全球博彩业趋势展望-人性永不变	- 19 -
VIP VS Mass，孰优孰劣	- 20 -
变的是概率 不变的是人性	- 22 -
互联网-重构另一个博彩世界	- 24 -
相关公司——新华联，A 股博彩稀缺标的扬帆起航	- 28 -
控股黄金海岸进入博彩业，济州岛空间广阔	- 30 -
盈利预测及投资评级	- 31 -
风险提示	- 31 -

图 表

图 1、最好的时代-中美 GDP 占全球比重	- 5 -
图 2、国内彩票市场规模不断扩大	- 6 -
图 3、彩票贡献公益金不断上升	- 6 -
图 4、全球博彩市场规模测算	- 6 -
图 5、世界各国赌场数量排名	- 7 -
图 6、各大城市赌场数量排名	- 7 -
图 7、澳门新普京赌场	- 7 -
图 8、澳门地理位置情况	- 7 -
图 9、澳门博彩业发展概览	- 8 -
图 10、澳门博彩业收入情况	- 9 -
图 11、澳门博彩赌桌角子机等数量增长情况	- 10 -
图 12、贵宾业务主要参与方及参与方式	- 11 -
图 13、中介人佣金的两种计算方式	- 12 -
图 14、澳门三大业务市场份额占比	- 12 -
图 15、澳门 2014 年市场份额占比情况	- 12 -
图 16、澳门博彩市场份额情况	- 12 -
图 17、澳门 2014 年市场份额占比情况	- 12 -
图 18、澳门月度博彩收入变动	- 13 -
图 19、澳门游客季度同比数据徘徊不前（季度数据）	- 14 -
图 20、环中国赌场分布情况	- 15 -
图 21、江原道公司（韩国）博彩收入情况（\$M）	- 15 -
图 22、金界控股（柬埔寨）博彩收入情况（\$M）	- 15 -
图 23、Bloomerry 度假公司（菲律宾）博彩收入情况（\$M）	- 16 -
图 24、Genting Singapore PLC（新加坡）博彩收入情况（\$M）	- 16 -
图 25、澳门贵宾及中场业务增速均创历史新低	- 16 -
图 26、澳门失业率持续维持在低位	- 16 -
图 27、朝鲜羊角岛赌场	- 17 -
图 28、缅甸湘掸赌场	- 17 -
图 29、韩国釜山乐园酒店赌场	- 17 -
图 30、俄罗斯俄里翁赌场	- 17 -
图 31、中国周边博彩目的地相关出境游人次（万人）	- 18 -
图 32、中国赴韩国游客人数及构成情况	- 18 -
图 33、韩国博彩市场规模（亿美元）	- 18 -
图 34、韩国赌桌数量	- 18 -
图 35、韩国博彩市场未来规模简单测算	- 19 -
图 36、1970 年世界赌场业地理布局	- 20 -
图 37、2003 年世界博彩业大势	- 20 -
图 38、澳门博彩层次划分	- 21 -
图 39、全球博彩地区盈利排名	- 21 -
图 40、拉斯维加斯博彩游戏品类市场份额变动	- 22 -
图 41、全球博彩相关邮轮运营情况	- 23 -
图 42、香港博彩市场概览，赛马占比独特优势	- 23 -
图 43、美国肯塔基赛马场盈利分配情况	- 23 -
图 44、不同消费行为带来的效用体验	- 24 -
图 45、全球互联网大发展	- 24 -
图 46、网络游戏市场规模发展情况	- 25 -
图 47、社交博彩	- 25 -

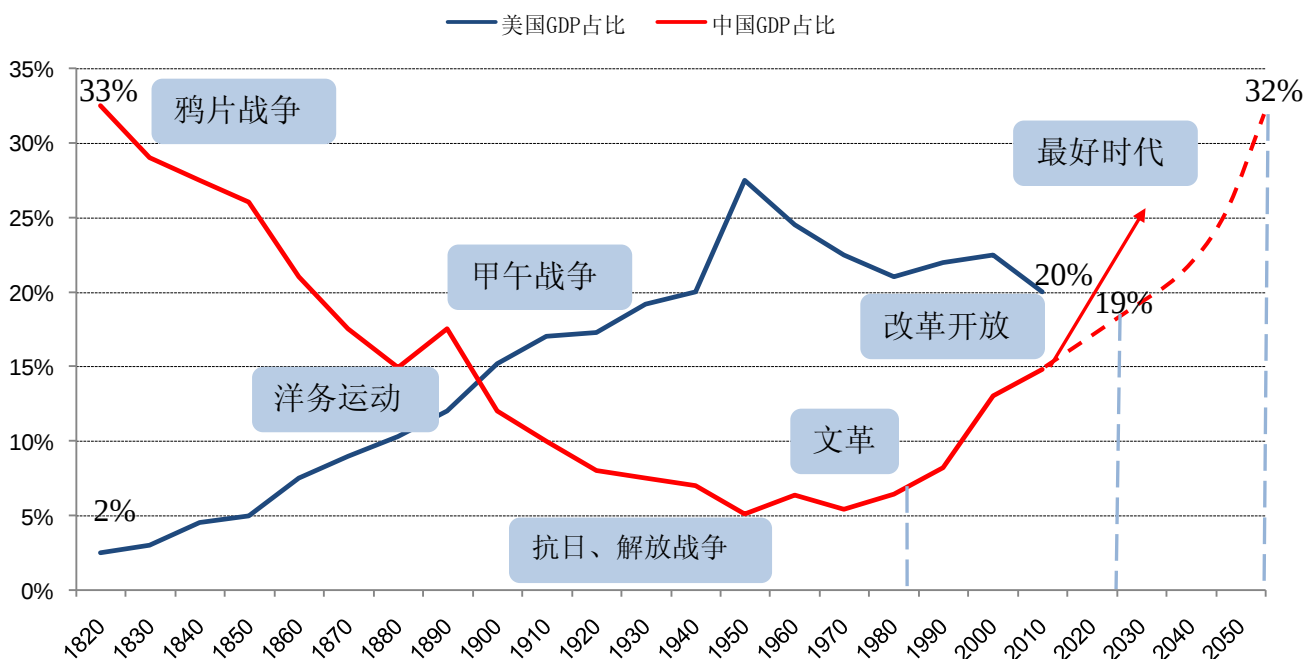
图 48、境外博彩网站布局情况	- 26 -
图 49、社交博彩市场规模（亿美元）	- 26 -
图 50、全球博彩游戏前三大公司市场份额情况	- 26 -
图 51、济州岛旅游资源价值高	- 29 -
图 52、济州岛地理位置优越	- 29 -
图 53、赴韩外国游客中中国占比接近半数（万人次）	- 29 -
图 54、中国赴韩旅游游客约半数前往济州岛（万人次）	- 29 -
图 55、韩国济州岛概览	- 30 -
图 56、公司布局酒店位置	- 30 -

表 1、六大博彩运营商基本资料	- 9 -
表 2、澳门赌权开放（2002 年）以来六家博彩公司赌场数量情况	- 9 -
表 3、各类博彩游戏的赔率情况	- 22 -
表 4、世界主要网上赌场设置地区和国家	- 25 -
表 5、全球博彩相关个股情况	- 27 -

序言

从服务业视角看，与人自身习性需求相关的行业存在着永恒的投资机会。这其中尤以人性七宗罪的行为为典型指标，人类后天形成的认知和理性往往也无法应对这些与生俱来的欲望，只能任由其操纵我们的行为并使我们承担相应的后果，而博彩，无疑是其中最为典型的代表。所谓“小赌怡情，大赌伤身。”凡事赌个输赢似乎是中国人历来的传统，我国赌博的历史与文明古国的历史几乎一样悠久。从另一个维度思考，我们认为当前我国正处于历史最好的上周期阶段，在一个相当长的维度看经济都是蒸蒸日上的。经济的持续发展以及国内经济从投资向消费驱动转型、消费升级，博彩作为一种切合人性的奢侈品消费符合中国消费升级的趋势，因此大逻辑上我们长期看好博彩这种属于奢侈品消费的行业。

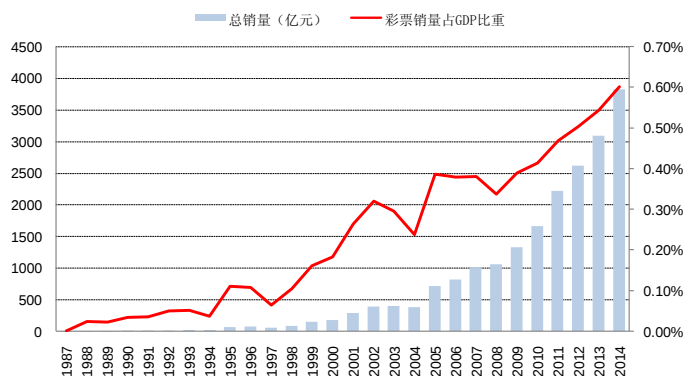
图 1、最好的时代-中美 GDP 占全球比重



资料来源：Bloomberg, Angus Maddison, The world Economy, 兴业证券研究所估算

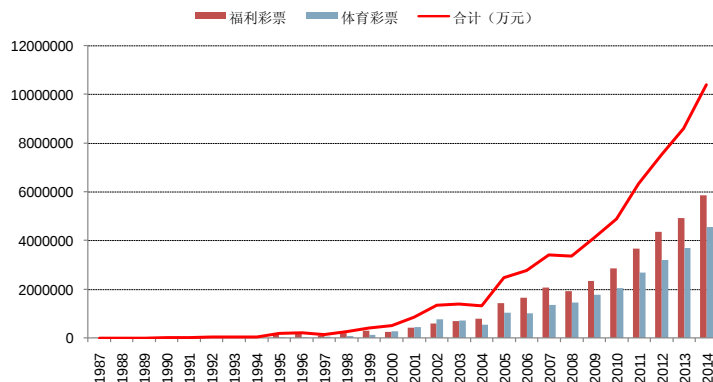
虽然国内一直禁赌，但基于对人性本源的思考，博彩涉及的贪婪、不劳而获、以小博大等顺人性需求的性质决定了这种游戏的长盛不衰，除了经济不断增长的刺激外，国内彩票行业的飞速发展从侧面给了我们很好的对应启示，而根据相关彩票研究机构对于地下赌博的测算，其规模至少为正常彩票规模的 10 倍以上，无法得到释放的博彩需求无疑给了环中国各地区国家很大的市场。

图 2、国内彩票市场规模不断扩大



来源：财政部，wind，兴业证券研究所

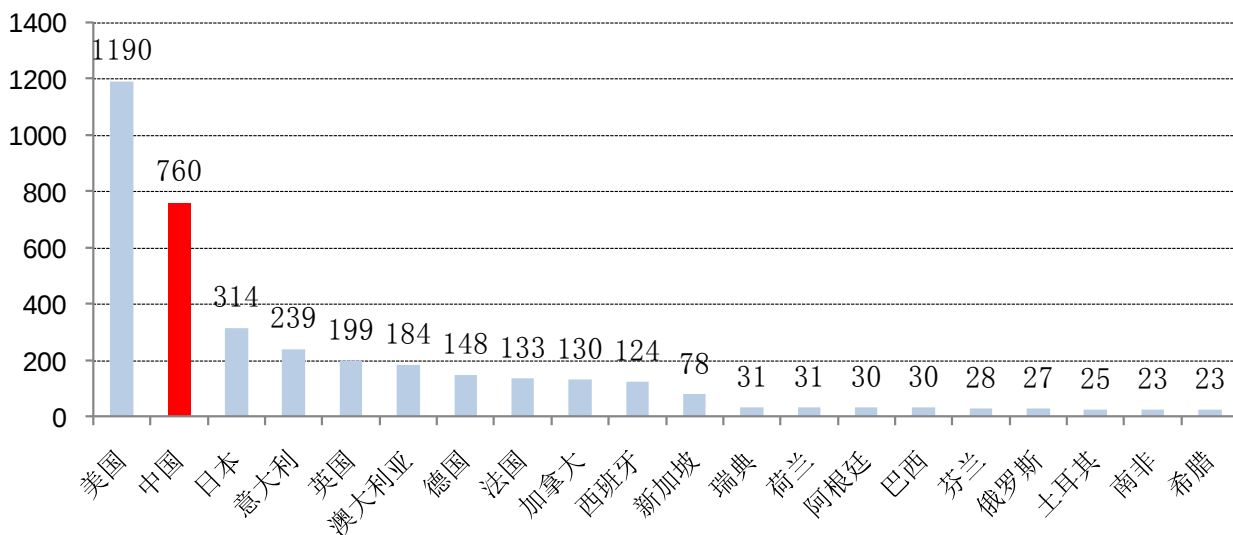
图 3、彩票贡献公益金不断上升



来源：财政部，wind，兴业证券研究所

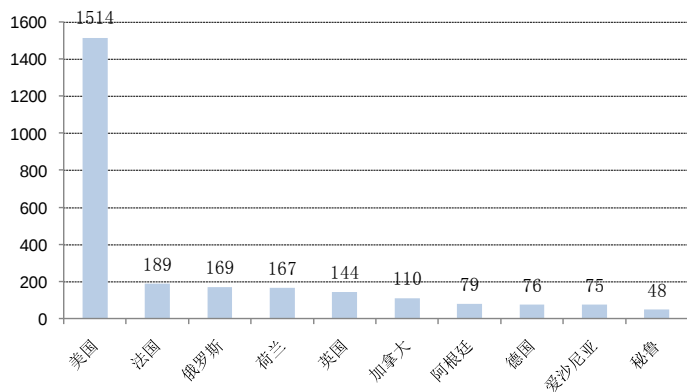
根据笔者此前在《道得尽得人生，道不尽的人性-澳门博彩行业启示录》中的分析，随着全球政府对博彩税收的垂涎导致对博彩的监管不断放松，博彩行业在整个世界范围类不断的膨胀发展。从数量上来看，除了在合法赌场数量上冠绝全球的美国，澳门则在单个赌场数量产出比上冠绝全球。根据英国 H2 博彩资本公司的估计，在 2013 年全球博彩业市场规模高达 4400 亿美元，这其中如果加上各类地下非法的博彩市场，估计规模将达到万亿美元规模以上，而伴随着中国诸多邻居不断的开放博彩行业，中国博彩业无疑在海外获得了另一种形式的大发展。

图 4、全球博彩市场规模测算



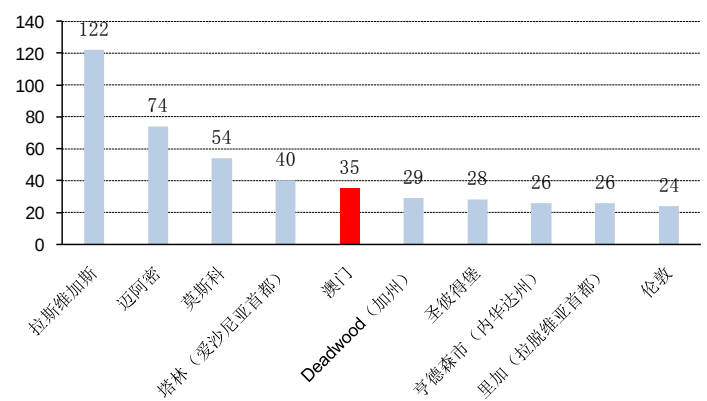
资料来源：H2 Gambling，兴业证券研究所估算

图 5、世界各国赌场数量排名



来源：World Casino Directory，，兴业证券研究所

图 6、各大城市赌场数量排名



来源：World Casino Directory，兴业证券研究所

澳门博彩业展望探底之路漫漫

澳门博彩业前世今生概览

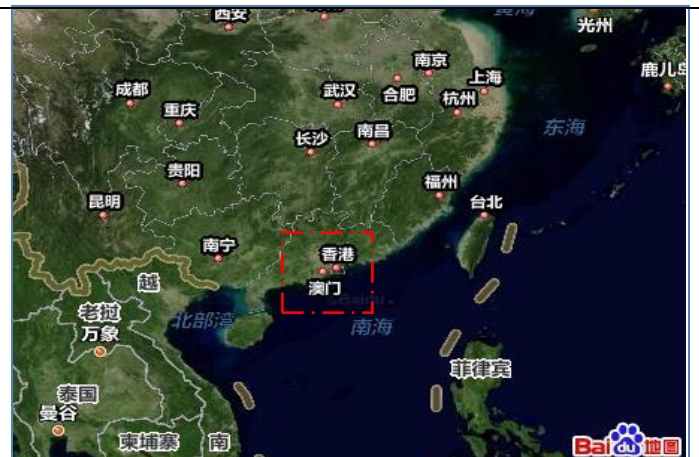
说到博彩，澳门无疑是避不开的话题。作为我国当前唯一的合法博彩地区，其博彩业发展的历史悠久，自开埠以来持续跨越了长达三个多世纪，而将赌博作为一种博彩娱乐行业来经营也已经有 150 多年的历史了。作为全球人口密度最高的地区之一，澳门以其独特的地理位置、政治地位使得博彩业发展成为其支柱产业，博彩业已经渗透到澳门社会政治、经济的方方面面，最高占到 GDP 的 90% 以上，对整个社会影响举足轻重。

图 7、澳门新普京赌场



来源：兴业证券研究所

图 8、澳门地理位置情况

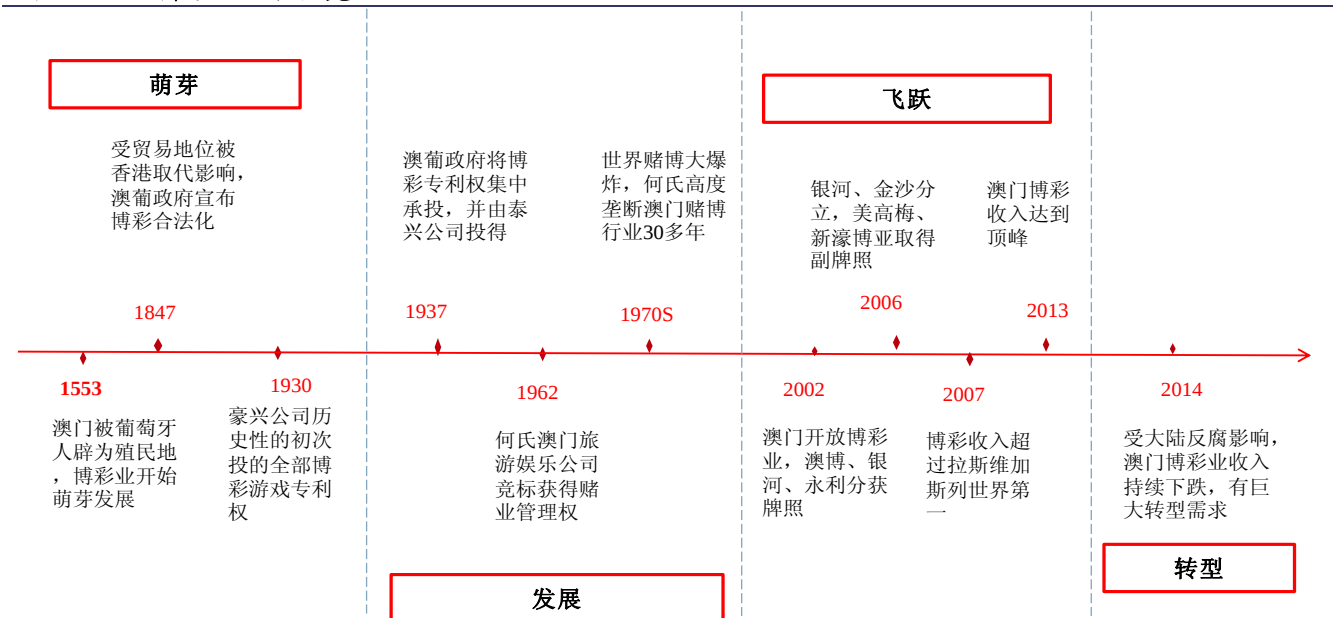


来源：兴业证券研究所

近代以来，基于扩大整个澳门博彩业发展的思考，澳门博彩业走出了开放的步伐。在 2001 年，澳门开放博彩业，澳娱属下的子公司澳门博彩股份有限公司投得其中一个博彩业牌照，其他包括港资银河娱乐与美资金沙合营的银河娱乐，以及美资永利度假村均获得了 20 年的博彩牌照经营权。此后银河与金沙分立，博彩牌

照分为主牌与副牌，但双方相互独立经营不受影响，后面澳博与永利同样以此转让牌照，分为美高梅和新濠博亚公司，自此，澳门博彩业的牌照从一为三，三为六，澳门延续至今的六张牌照格局自此形成。

图 9、澳门博彩业发展概览

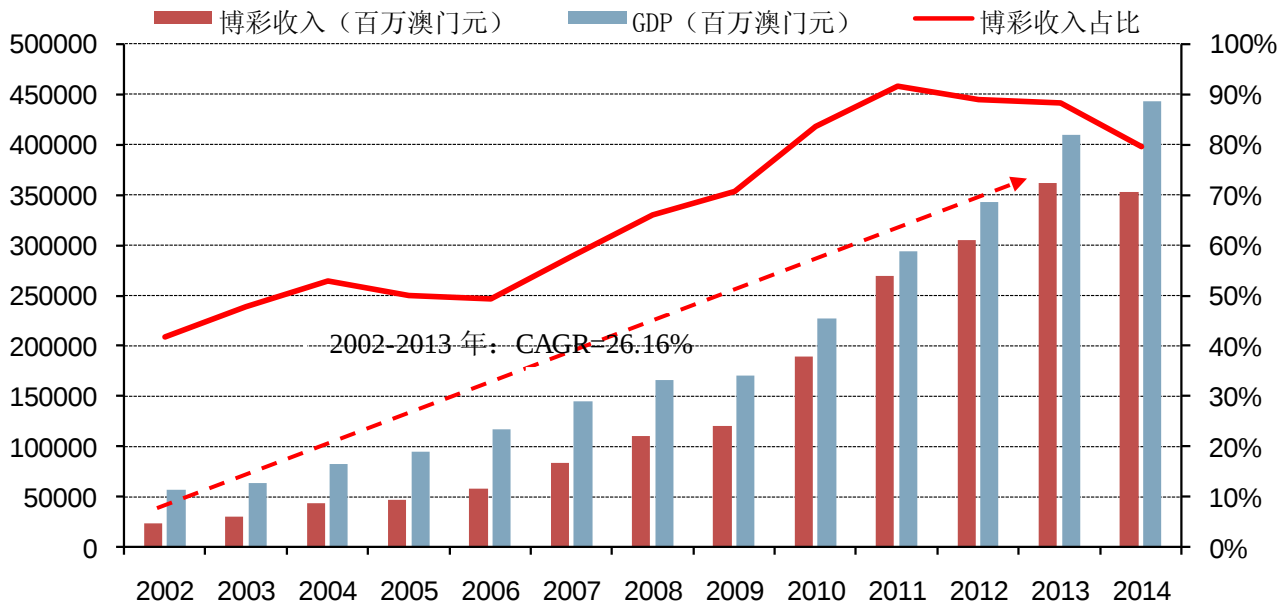


资料来源：兴业证券研究所整理

澳门博彩业现状

从澳门博彩业的当前发展情况看，自澳门 2001 年开始开放了博彩牌照后，其博彩业获得了迅猛的发展，截止 2013 年，我国澳门地区博彩行业实现 3607.5 亿澳门元的总收入，对比 2012 年 3040 亿澳门元的总收入增长了 18.6%。在澳门博彩业开放后的 12 年中，其 CAGR 达到了 26.16%，并于 2007 年其博彩业收入达到 104.03 亿美元，超过拉斯维加斯位居世界第一。截止 2013 年，其博彩收入更是达到了 452.02 亿美元，成为世界赌城中的霸主。然而自 2014 年 6 月开始，由于澳门中介人信用体系被冲击、国内反腐对澳门地区极高的关注度、世界杯、银联卡限制额度等诸多因素影响，澳门博彩业盛极而衰，开始了持续下跌之旅，2014 年全年收入也首次出现了下滑趋势。

图 10、澳门博彩业收入情况



资料来源：DICJ，DESC，兴业证券研究所整理

从澳门博彩业持牌背景商来看，除了本地港澳资本外，主要以美资为主。随着澳博独家垄断的局面被打破，主副牌照发放完毕，澳门的赌场也由 2002 年澳博垄断澳门博彩业时的 11 个增长到目前的 35 个。

表 1、六大博彩经营商基本资料

公司	大股东背景	获取经营权时间	首家娱乐场开业时间
澳博控股	澳资	2002 年 2 月	-
银河娱乐	港资	2002 年 2 月	2004 年 7 月
永利澳门	美资	2002 年 2 月	2006 年 9 月
金沙中国	美资	2002 年 12 月	2004 年 5 月
美高梅中国	美资	2005 年 4 月	2007 年 12 月
新濠博亚	港资、澳大利亚资	2006 年 9 月	2007 年 5 月

来源：公司资料，兴业证券研究所

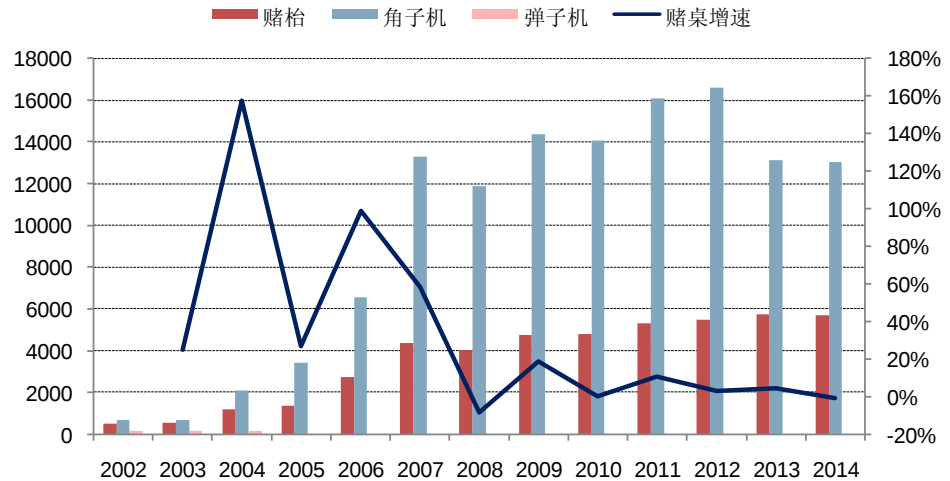
表 2、澳门赌权开放（2002 年）以来六家博彩公司赌场数量情况

赌场	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
澳博控股	11	11	13	15	17	18	19	20	20	20	20	20	20
银河娱乐	/	/	1	1	5	5	5	5	5	6	6	6	6
金沙中国	/	/	1	1	1	2	3	3	3	3	4	4	4
永利度假	/	/	/	/	1	1	1	1	1	1	1	1	1
新濠博亚	/	/	/	/	/	1	2	3	3	3	3	3	3
美高梅	/	/	/	/	/	1	1	1	1	1	1	1	1
合计	11	11	15	17	24	28	31	33	33	34	35	35	35

来源：DICJ，兴业证券研究所

赌台数量是衡量博彩业规模的重要指标，澳门博彩业赌台数量逐渐趋于稳定，政府也承诺未来赌台数量将保持低速增长，根据规定澳门政府不会批准新的赌场项目，并计划限制赌桌数量，将未来 3 年内赌桌数量的增幅限定在 10%。

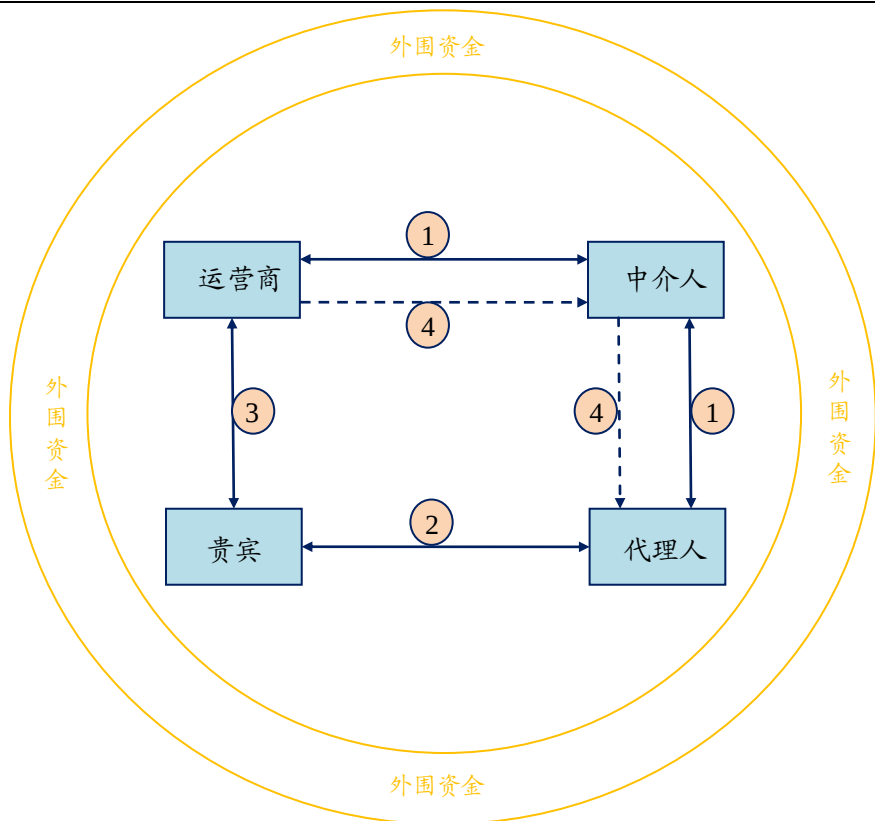
图 11、澳门博彩赌桌角子机等数量增长情况



资料来源：DICJ，兴业证券研究所

从市场分层来看，由于历史以及实际澳门主要客源来源地大陆游客消费限额等原因，澳门形成了独特的代理人制度，鉴于澳门赌场 60-70% 的收入都来源于贵宾厅，而贵宾厅业务则全靠中介推动，这些中介包括承包赌厅、赌台者，以及向赌客预支筹码、放贷的“迭码仔”，“迭码仔”除了能从赌客处获得佣金、利息之外，还能因为提供客源而获得赌厅、赌台的分成。从世界范围来看，为了吸引赌客，赌场都会采取不同的营销手段和方式，包括赠送赌资、免费的住宿餐饮等，此外也会给予中介人以部分佣金作为回扣。

图 12、贵宾业务主要参与方及参与方式



泥码：专门用于在贵宾厅下注的筹码，但只能用于下注不能兑换现金；

现金码：贵宾客户在游戏中输掉的是泥码，赢得的是现金码。现金码可以直接兑换现金或泥码，但不能用于下注。

转码额：用现金或现金码购买的泥码总额扣除最后退回的泥码，为计算佣金的重要指标。

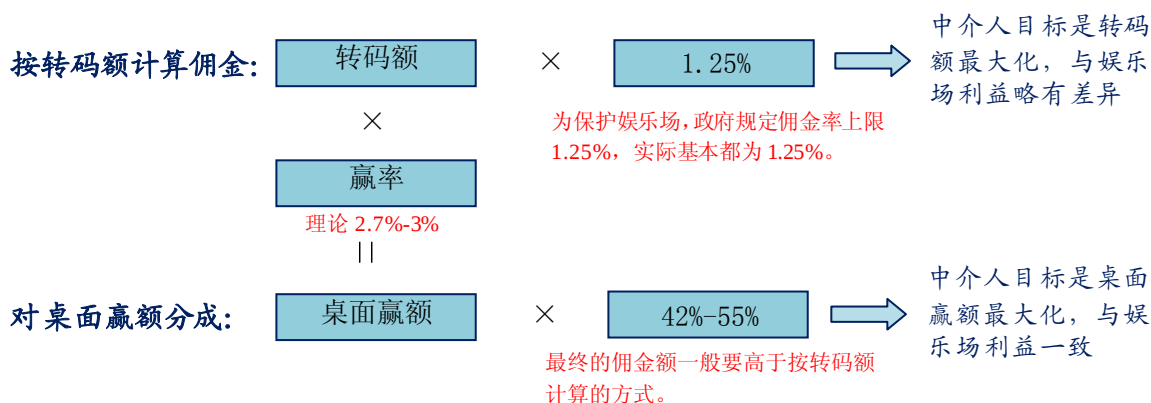
- 1、运营商向中介人，或中介人向代理人，提供“泥码”，以换取现金/现金码或作为信贷。
- 2、代理人向贵宾提供泥码用于下注，并与贵宾完成后续的资金结算。代理人与贵宾客户一般存在私人关系。
- 3、贵宾与运营商进行博彩游戏，用泥码下注，赢得现金码。
- 4、运营商向中介人，或中介人向代理人，支付按照转码额或博彩净赢/输额计算的佣金。

除以上介绍了常规流程外，实际操作中还有大量的外围资金参与到“这块蛋糕的切分”中，具体方式包括给中介人提供信贷，以及参与台下投注等。

来源：兴业证券研究所

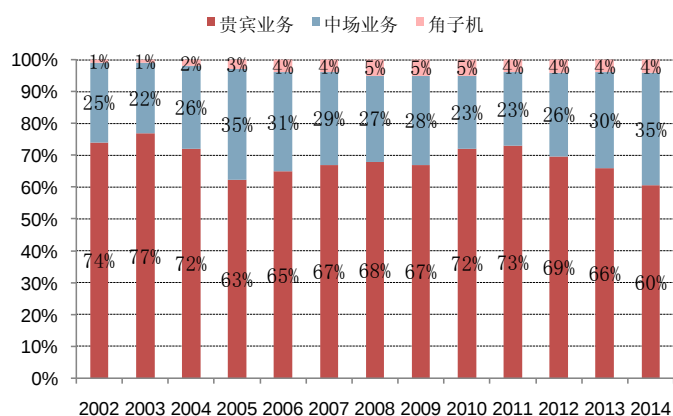
作为对中介人及代理人发挥价值的回报，运营商必须支付中介人不菲的佣金。佣金的计算方式有两种，一种是按转码额的一定百分比计算，另一种则直接对桌面赢/输额进行分成。早期业内均采用以转码额为基数的佣金计算方式，近几年逐步向桌面赢/输额分成的方式切换。

图 13、中介人佣金的两重计算方式



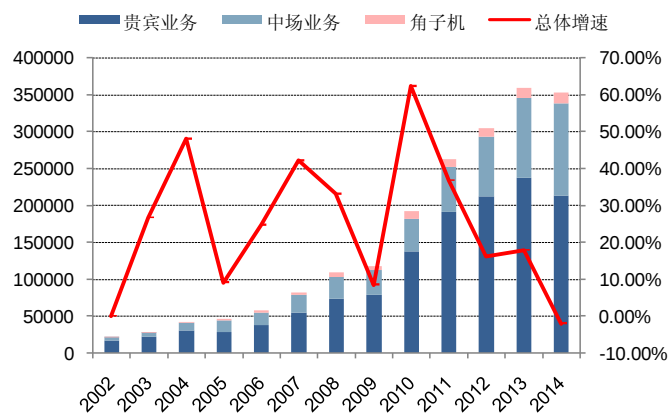
来源: 兴业证券研究所

图 14、澳门三大业务市场份额占比



来源: DICJ, 兴业证券研究所

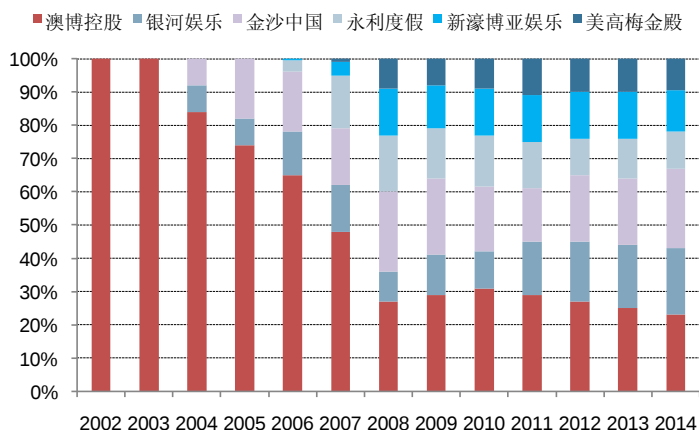
图 15、澳门 2014 年市场份额占比情况



来源: DICJ, 兴业证券研究所

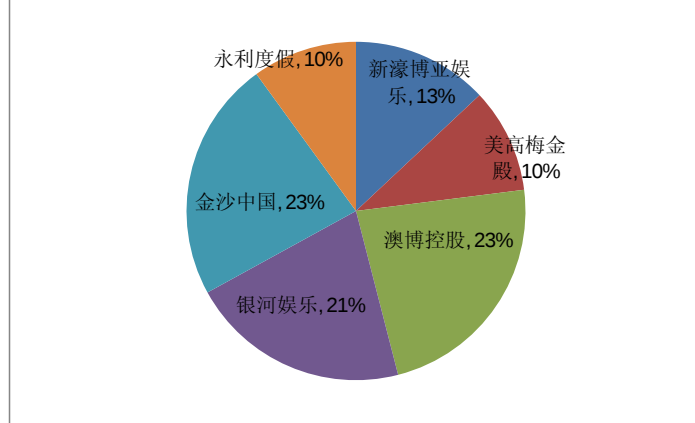
从公司来看, 伴随着博彩业的放开, 外资赌场不断的完工, 行业市场份额也从澳博一家独大发展到六家各有特色的地步。

图 16、澳门博彩市场份额情况



来源: DICJ, 兴业证券研究所

图 17、澳门 2014 年市场份额占比情况

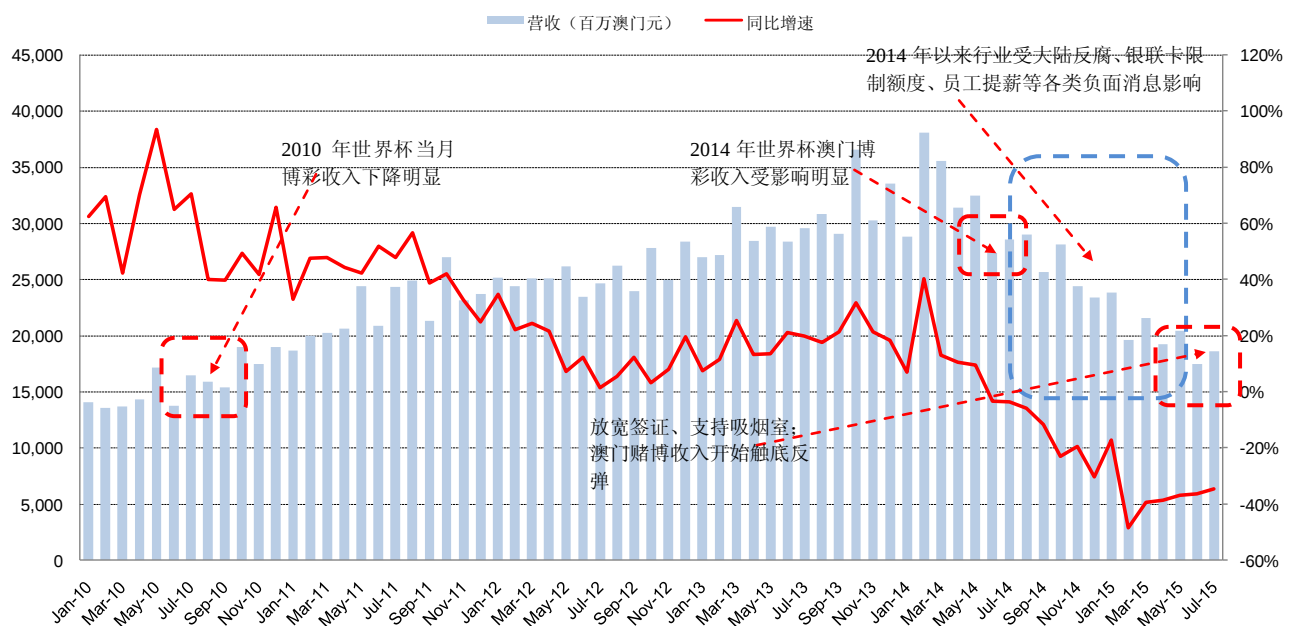


来源: DICJ, 兴业证券研究所

未来展望-拐点未明

澳门博彩业收入自去年6月起连续13个月下跌。但根据澳门博彩监察协调局数据显示，7月份澳门博彩收入有所复苏，累计收入186.15亿澳门元，环比上升7.2%，但按年仍下挫34.5%。今年首7个月，澳门博彩收入只有1402.59亿澳门元，同比下跌36.7%。虽然跌幅有所收窄，同时澳门放宽过境签证，加上政府对赌场贵宾厅可否设立吸烟室持开放态度，但澳门博彩业未来仍有不明朗因素，难言明确底部。

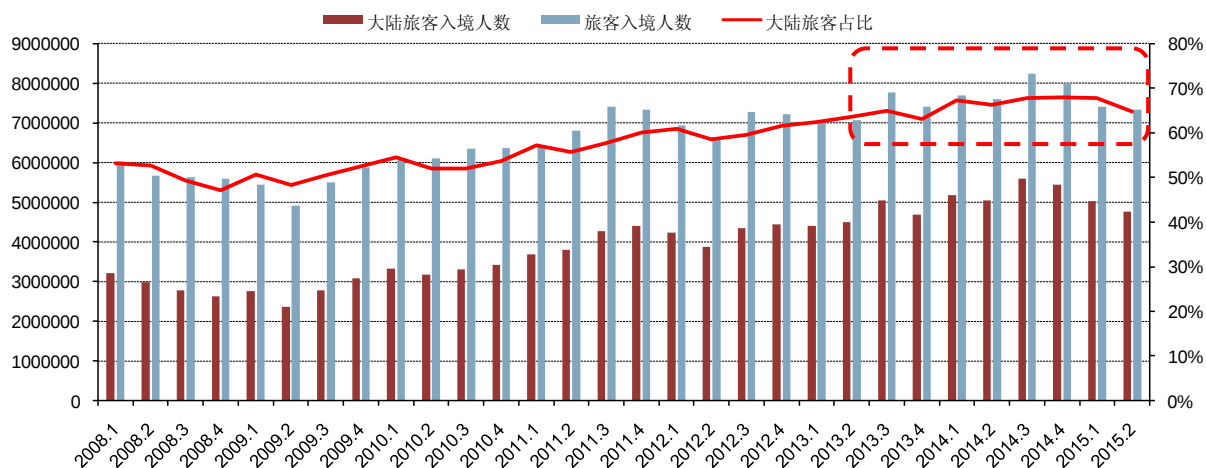
图 18、澳门月度博彩收入变动



资料来源：DICJ，兴业证券研究所整理

从旅游数据来看，澳门地区的游客人数以及来自大陆入境人数在2014年第三季度创新高后，最近两个季度同比数据出现很明显下降趋势，目前虽然澳门政府放松签证、对吸烟房间有所宽松，但政策支持力度有限。同时随着澳门推动经济多元化转型，作为大陆豪客支撑的澳门博彩业短期难言乐观。

图 19、澳门游客季度同比数据徘徊不前（季度数据）



资料来源：DESC，兴业证券研究所整理

环中国博彩生态圈概览-韩国市场潜力无限

虽然目前澳门博彩业面临很多负面因素，并且呈现很明显的转型趋势，但从国内整体市场来看，相信作为一个一直视博彩为非法活动的国度，博彩的潜力还远远没有被开发完，目前在中国周边，自北往南，从俄罗斯远东、到朝鲜中朝边境、韩国济州岛、菲律宾再到越南、柬埔寨甚至新加坡等，都一直在密集扩大赌场规模，并招募更多汉语工作人员，其目的昭然若揭。

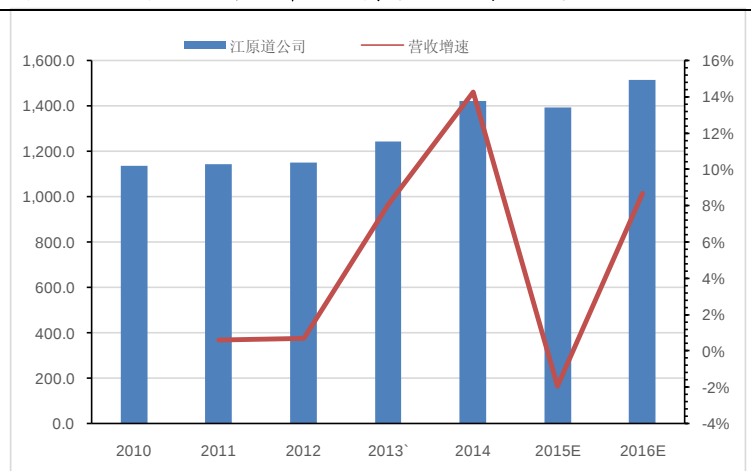
图 20、环中国赌场分布情况



资料来源：DICJ，兴业证券研究所

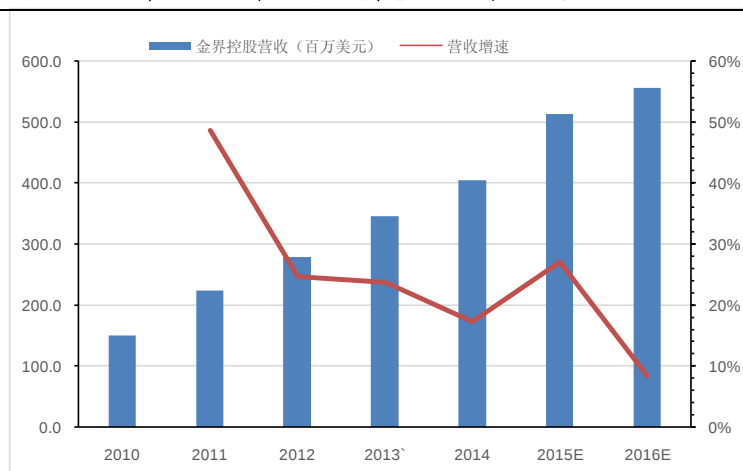
我们自北往南分析，通过对比环中国相关国家博彩类上市公司营收增长情况，也可以对其在中国外溢的博彩市场中受益多少做出一定的推测。

图 21、江原道公司（韩国）博彩收入情况（\$M）



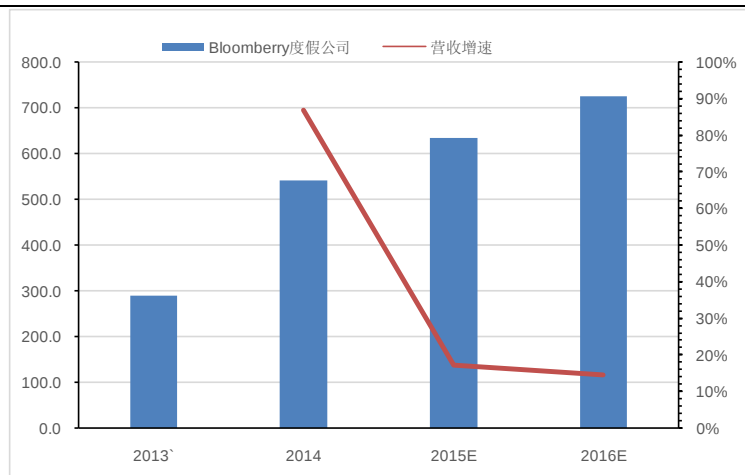
来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 22、金界控股（柬埔寨）博彩收入情况（\$M）



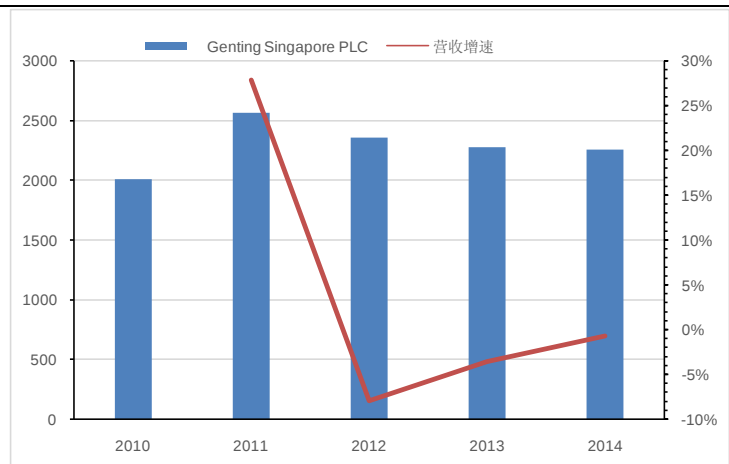
来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 23、Bloomerry 度假公司（菲律宾）博彩收入情况（\$M）



来源：Bloomberg，兴业证券研究所

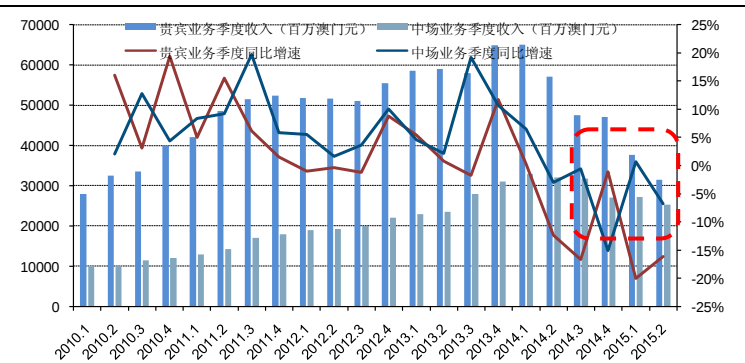
图 24、Genting Singapore PLC（新加坡）博彩收入情况（\$M）



来源：Bloomberg，兴业证券研究所

从中国核心经济圈主要分布在东部京津、长三角和珠三角地区对比看，随着澳门博彩业面临的诸多问题以及反腐导致对澳门地区高度关注，以高端 VIP 业务为主的澳门博彩业逐步下滑，在基本博彩需求仍然拥有增长空间的情况下，我们认为中国周边其他市场受到中国消费的刺激，其迎来了一定的发展机遇。

图 25、澳门贵宾及中场业务增速均创历史新低



来源：互联网，兴业证券研究所

图 26、澳门失业率持续维持在低位

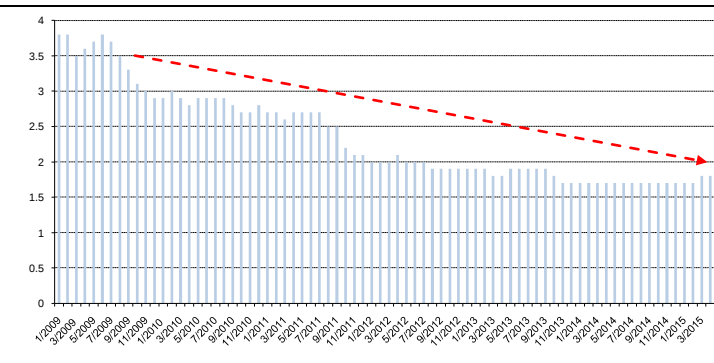


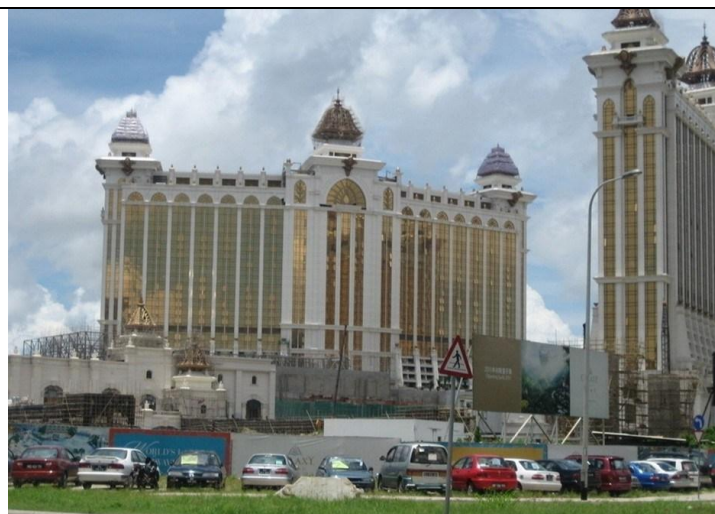
图 27、朝鲜羊角岛赌场



朝鲜羊角岛赌场

来源：互联网，兴业证券研究所

图 28、缅甸湘掸赌场



来源：互联网，兴业证券研究所

图 29、韩国釜山乐园酒店赌场



来源：互联网，兴业证券研究所

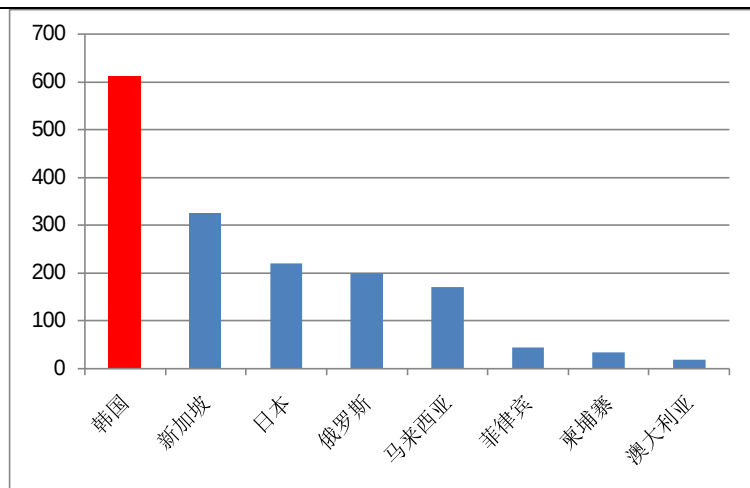
图 30、俄罗斯俄里翁赌场



来源：互联网，兴业证券研究所

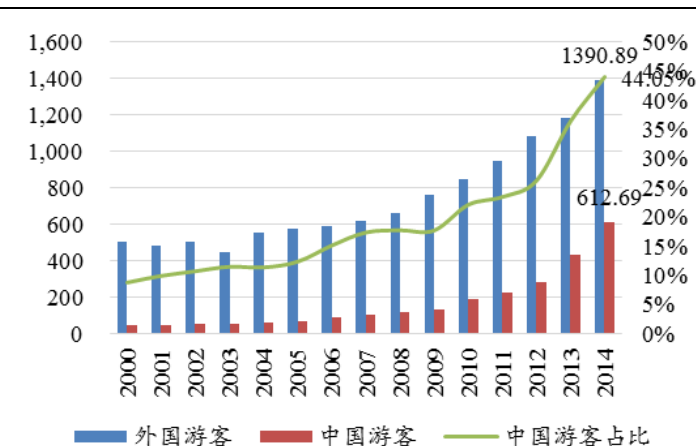
结合目前中国大陆去博彩目的地地区和国家旅游人次看，目前除了澳门外，人次最多的就是韩国。根据韩国文化体育观光部的数据，来自中国的游客自 2012 年超过日本跃居第一位后，保持了持续增长的态势，截止 2014 年全年有 612.69 万人次前往。

图 31、中国周边博彩目的地相关出境游人次（万人）



来源：CEIC，兴业证券研究所

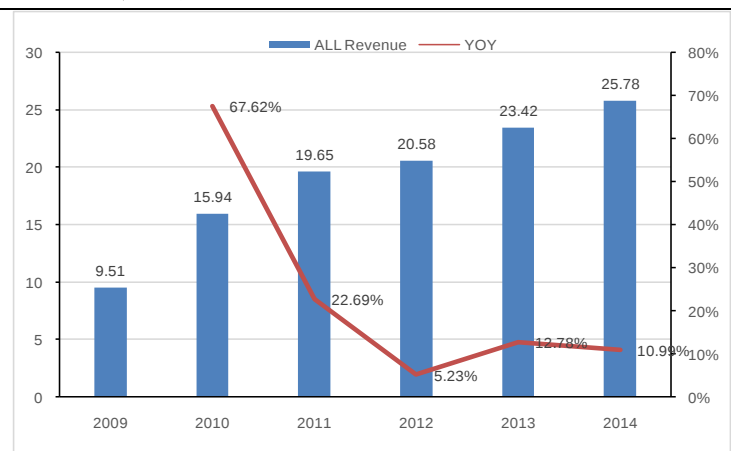
图 32、中国赴韩国游客人数及构成情况



来源：CEIC，兴业证券研究所

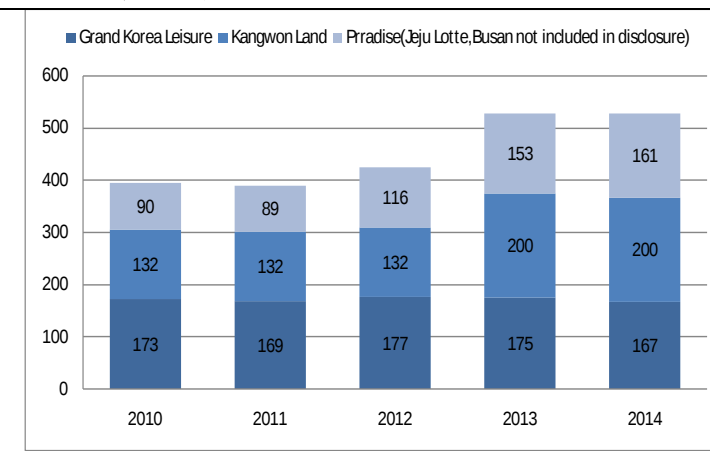
对比来自中国的游客规模，与澳门对比，目前相关国家博彩业规模仍然偏小。这些一方面在基础设施与软服务环境等其他地区与澳门仍然有较大差距，另一方面也与历史现状有关。在以贵宾代理人为主的澳门博彩模式发展受到大陆反腐限制后，但对于大众参与的中场业务仍然有很大的发展空间。

图 33、韩国博彩市场规模（亿美元）



来源：Bloomberg，兴业证券研究所

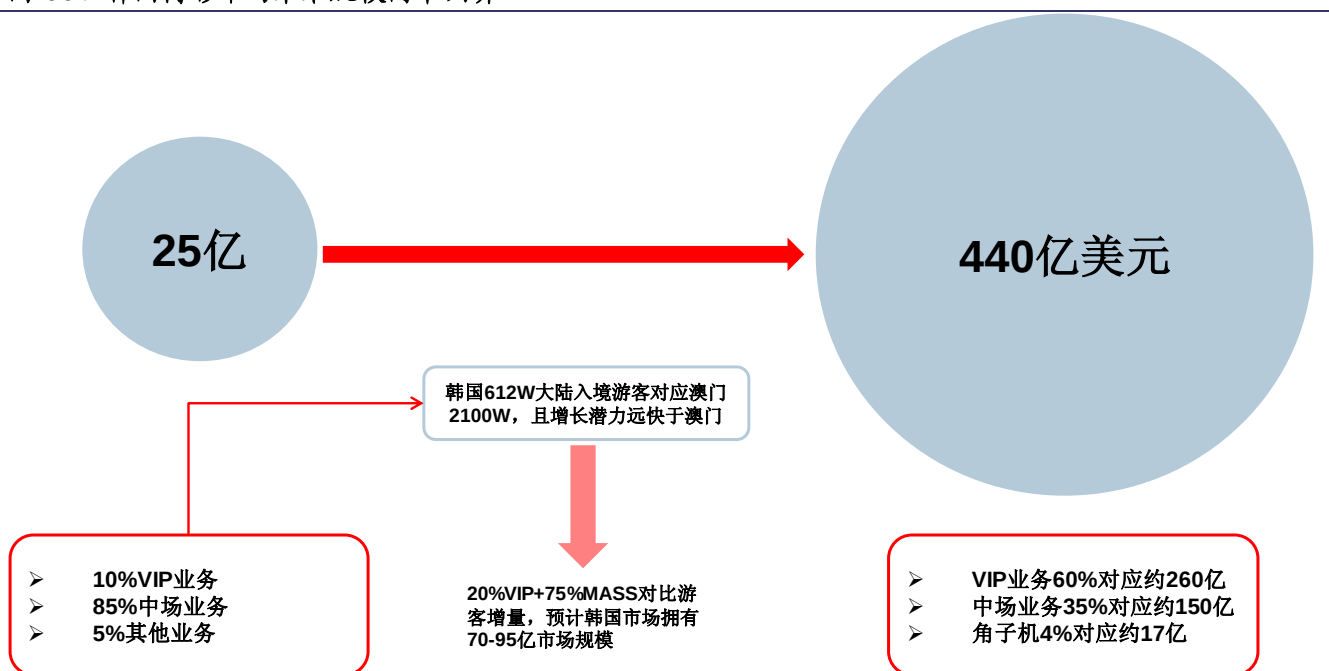
图 34、韩国赌桌数量



来源：Bloomberg，兴业证券研究所

我们结合国内去韩国旅游人数与去澳门地区的游客做一个大致对比，与澳门游客增长停滞不前相比，访韩游客每年以 10.2% 的增幅上升，尤其是中国国内赴韩游客更是呈现出爆发式增长，2014 年中国游客的数量更是增长了 41%，中国已经是韩国海外游客最大来源国。虽然在硬件与软件上韩国博彩环境都与澳门有很大差距，但随着韩国逐步加大对博彩业的投入，目前 25 亿美元的市场环境仍然有较大的成长空间。

图 35、韩国博彩市场未来规模简单测算



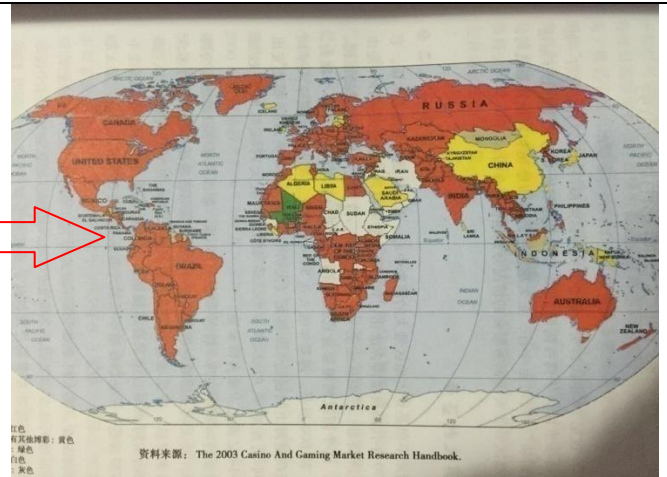
资料来源：DICJ，韩国企划财务部，兴业证券研究所

根据我们结合国内游客访地人次测算，考虑中场与贵宾业务的区别，可以推断出韩国市场拥有 75-90 亿美元的市场规模，对比目前市场规模潜力巨大。从国内周边其他地区看，自北往南，受中国禁赌因素影响，国人已经成了周边一些国家和地区开设赌场的“源动力”，围绕中国边境已形成了一张“赌场网络”，不仅仅当地人，各类博彩相关资本也开始凭借自身优势介入相关地区领域。从金界控股在俄罗斯的项目到新濠博亚娱乐投入菲律宾马尼拉的新濠天地再到国内公司新华联通过子公司与韩国合作切入济州岛博彩业均可以很明显的看出趋势。

全球博彩业趋势展望-人性永不变

作为人类文明发展到一定阶段的产物，博彩业是一个非常特殊的产业部门，目前讲的博彩都是合法赌博，有组织化或者制度化的过程也就是所谓的“赌博爆炸”，伴随的是世界博彩合法化的浪潮。除了本身人性的需求外，全球各地政府对博彩业的态度也受财政收入的影响而变得逐步开放起来，目前多数国家都走上了开赌的道路，坚持禁赌的国家越来越少。中国作为少数未开放博彩的国家，伴随着巨额赌资外流的是巨额负面社会成本被带回国内。

图 37、2003 年世界博彩业大势

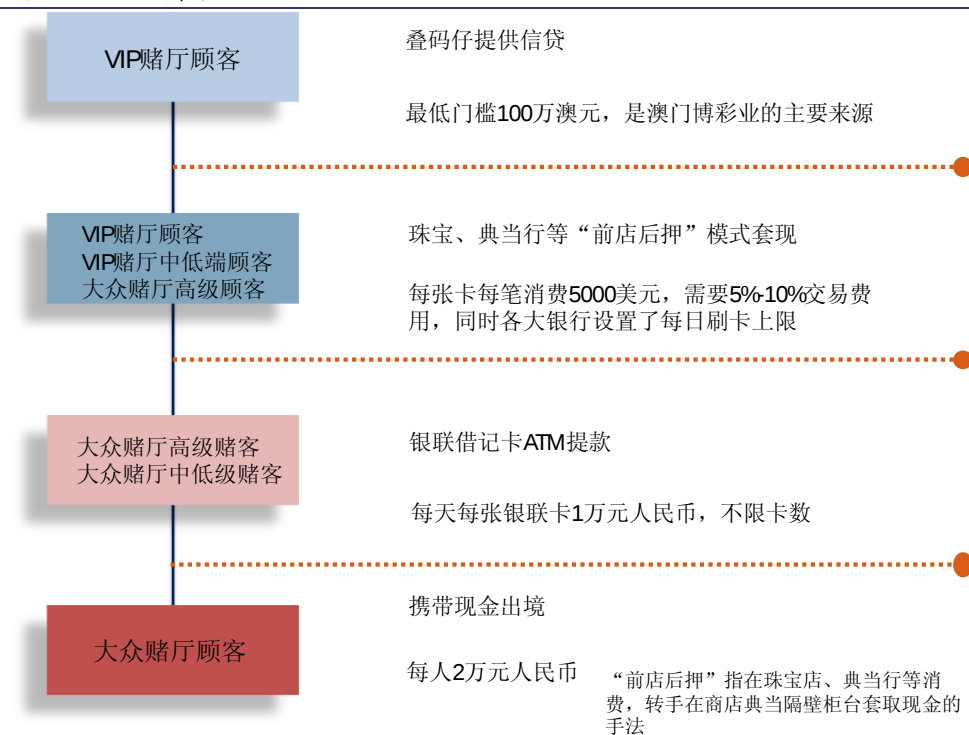


来源: CASINO HANDBOOK, 兴业证券研究所

注：红色代表有赌场，灰色代表无赌场，黄色代表无赌场但有其他博彩，绿色代表只有彩票

任何一地博彩市场的繁荣发展，都离不开博彩中介人员的努力，这其中由于澳门独特的地理历史原因更是诞生了闻名遐迩的“迭码仔”。迭码制度可以说是澳门独创的一种博彩中介的运作模式，从事博彩中介工作人员称之为“迭码仔”，“迭码仔”的工作是寻找赌客客源、鼓励赌客到赌场博彩、令赌场增加博彩收益，而自己从中获取佣金。迭码制度早在澳门旅游娱乐有限公司成立时已存在，但并不普遍。到了上个世纪 80 年代中叶，澳门赌场广设赌厅，为了要寻找更多赌客客源，“迭码仔”角色的重要作用突显出来，于是，迭码仔制度大行其道。

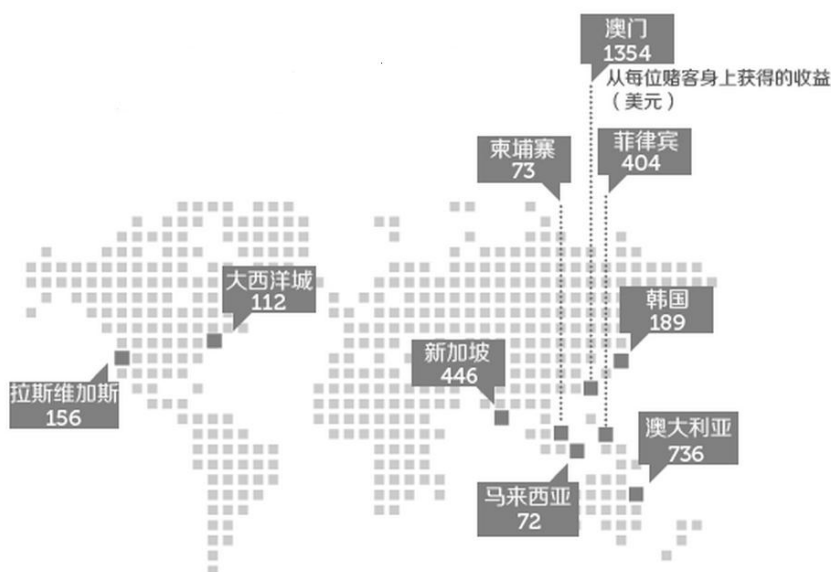
图 38、澳门博彩层次划分



资料来源：DICJ，兴业证券研究所

从全球市场来看，虽然通过中介人的方式招徕客户非常普遍，但澳门模式确实带来了单赌客最高的记录，与美国平均 150 多美元对比，澳门 1354 美元单客收益冠绝全球。虽然如此，但相信随着博彩属地化越来越分散，我们相信赌场的平均单客收入会逐渐平均起来，以贵宾业务见长的澳门无疑面临单客持续下跌的周期循环。

图 39、全球博彩地区盈利排名



资料来源：互联网，兴业证券研究所

变的是概率 不变的是人性

博彩本质上只是概率游戏所演化的不同版本的形式罢了，本质上我们看到的很多活动都是博彩的另一种表现形式，从赔率低的百家乐、轮盘赌到赔率较高的彩票游戏概莫如此。

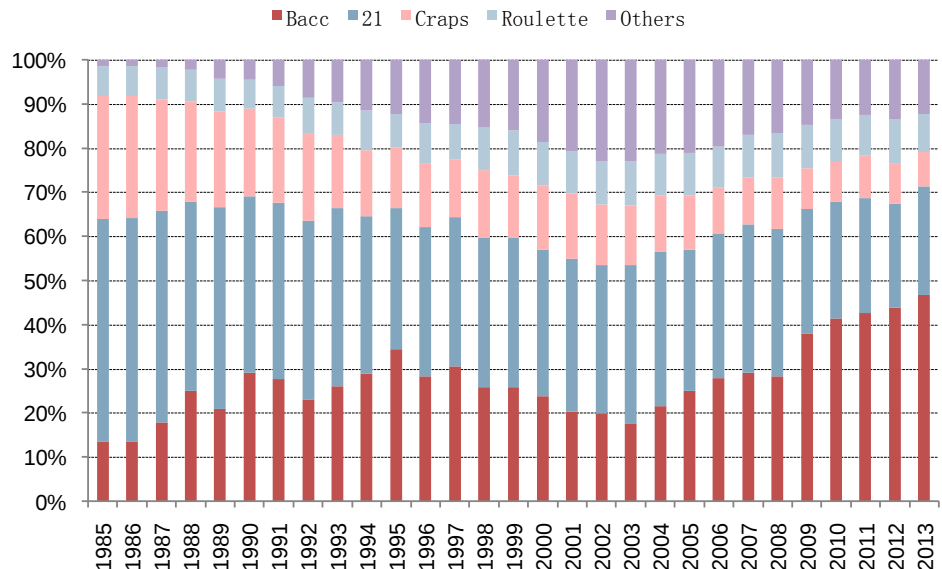
表 3、各类博彩游戏的赔率情况

百家乐 (baccarat)	1.17%-14.1%
21 点 (blackjack)	10%-20%
双色子 (craps)	1.4%-16.7%
KENO	29.50%
彩票 (lottery)	50-80%
轮盘赌 (roulette)	5.26%
角子机 (slot machine)	2%-35%
球类 (sports betting)	4.54%
跑马 (horse racing)	19%

来源：Casino handbook、兴业证券研究所

当然，低赔率高赔率不代表游戏能据此分出彼此好坏，各类游戏中还有一个频率问题，也就是一定时间内博彩“轮数”不一样，彩票以天为计数开奖对比百家乐、老虎机这种以秒为计数开奖存在着极大的差别。

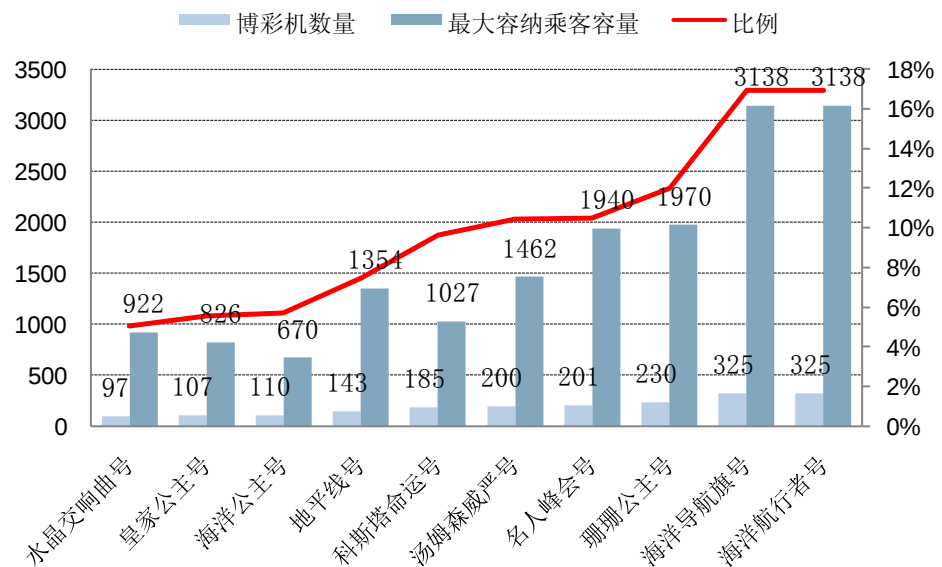
图 40、拉斯维加斯博彩游戏品类市场份额变动



资料来源：UNLV，兴业证券研究所

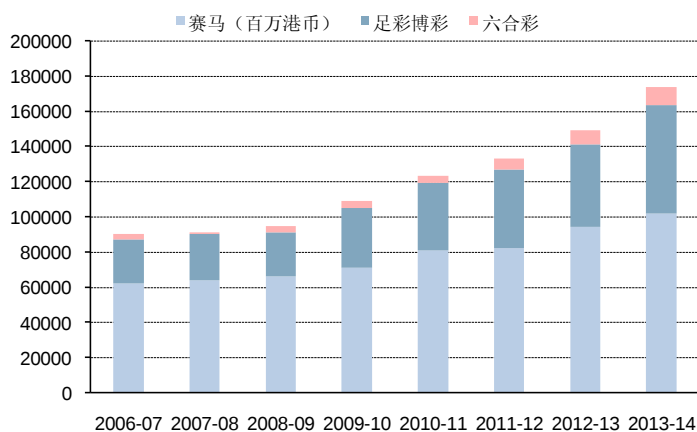
从博彩游戏方式以及地点来看，与以前在特定赌场进行博彩的方式不同，全球化、博彩大爆炸以及交通通信的便利给整个行业带来了很大改观。无论是互联网彩票的发展、网络赌球、互联网博彩还是赛马博彩、邮轮公海赌博等都是新型的博彩，行业地域属性逐步削弱。

图 41、全球博彩相关邮轮运营情况



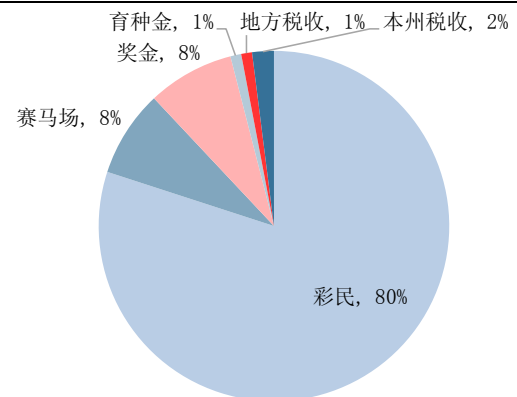
资料来源：Bloomberg, Gambling association, 兴业证券研究所

图 42、香港博彩市场概览，赛马占比独特优势



来源：香港赛马会，兴业证券研究所

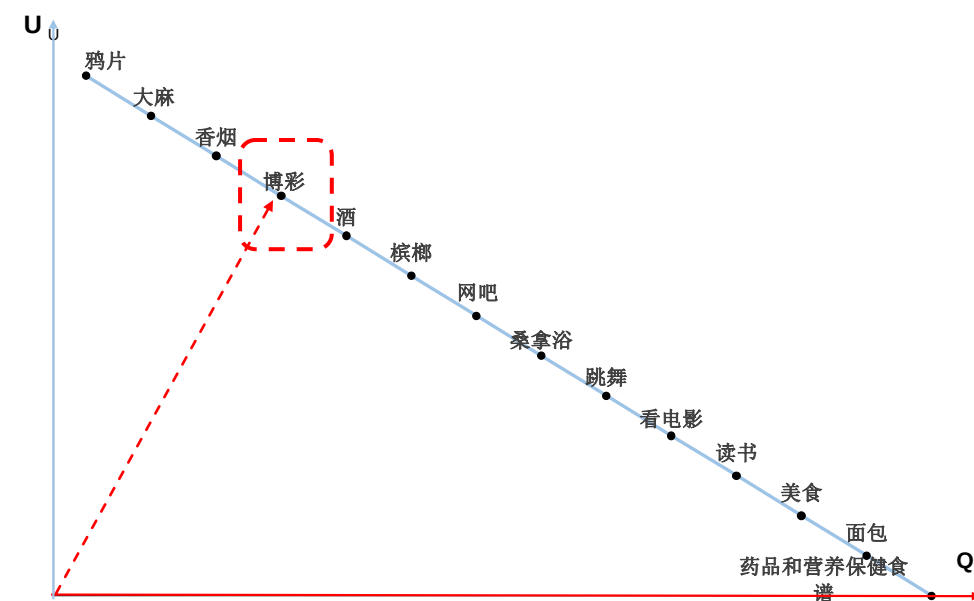
图 43、美国肯塔基赛马场盈利分配情况



来源：Bloomberg, 兴业证券研究所

博彩的种类多样，玩法频率时空皆可不同，但究其本身而言，其所代表的切合人性本质的效用并没有变化。我们从经济学中物品的效用来分析，下图看，从鸦片到面包，或多或少都存在一定的量与效用对比问题，博彩是仅次于鸦片、大麻香烟这些能给大家带来极致享受的物品。

图 44、不同消费行为带来的效用体验

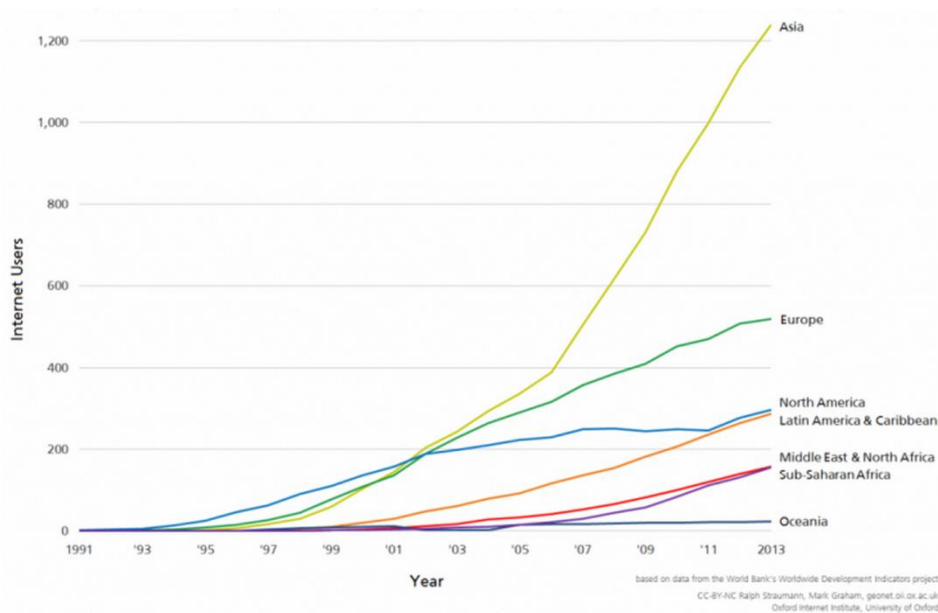


资料来源：互联网，兴业证券研究所

互联网-重构另一个博彩世界

互联网的飞速发展给这个时代带来了方方面面非常深刻的变化，在互联网大爆炸发展时代，很多事物被颠覆、革新。对于博彩行业来说，互联网与生俱来的社交属性与娱乐属性给行业带来了深远影响，虽然博彩作为特殊行业其本身受到政府层层限制，但互联网给整个行业带来了完全不一样的玩法模式，重构了另一个博彩世界。

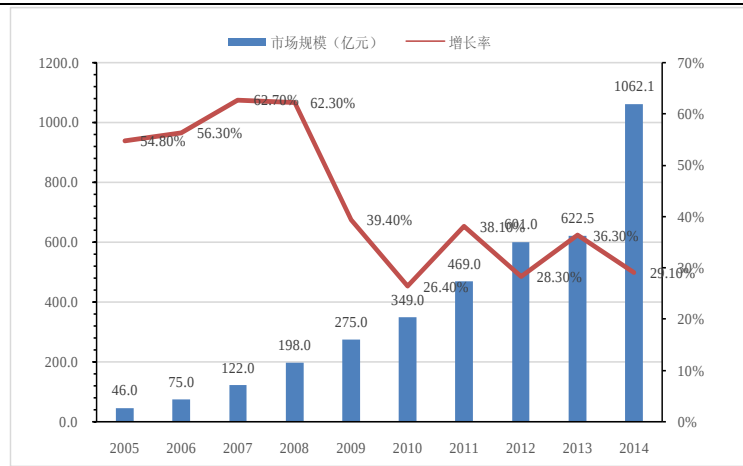
图 45、全球互联网大发展



资料来源：Oxford Internet Research Centre，兴业证券研究所

从政府对网络博彩的态度看，目前开放的都是一些小国，从最基础的作为线下博彩传播的工具到革新开发出符合网络需求的产品，甚至结合网络游戏进行了深刻革新，这也打开了另一个世界。

图 46、网络游戏市场规模发展情况



来源：CEIC，兴业证券研究所

图 47、社交博彩



来源：Social Casino from pluggd.in，兴业证券研究所

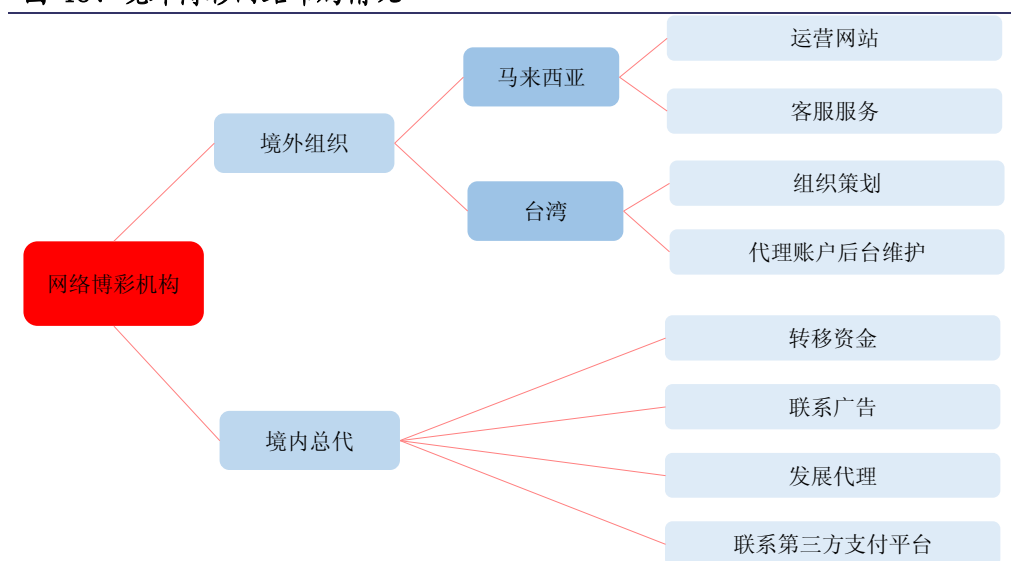
表 4、世界主要网上赌场设置地区和国家

国家或地区		对网络博彩的态度及博彩业发展情况
加勒比海各岛国	厄瓜多尔	允许美国人在此开设博彩网站
	巴拿马	众多美国人在此开设博彩网站
	维尔京群岛（英属）	允许开设博彩网站
	开曼群岛	不认为博彩业和博彩网站为非法行为，成为美国人开设博彩网站的首选地
美国德拉瓦州	1996-2000 年间是美国博彩网站的集中地，2000 年后由于美国的司法调查，网站博彩庄家纷纷撤离	
南太平洋与西印度洋群岛	萨摩亚群岛	对博彩业没任何限制
	摩里西斯	博彩业为合法行业，也有些博彩网站，但不多
欧洲	摩纳哥公国	欧洲博彩合法化最早的国家，采取国有专营
	直布罗陀半岛	南欧网络博彩业发展的热点地区
	西兰德岛	可能成为网络博彩和洗钱的庇护港

来源：Gambling assosition、兴业证券研究所

目前国内来看，虽然一直是非法，但涉及巨大利益，相关网站屡禁不止，相关博彩集团网络建立的赛事体系非常全，有足球、赛马、篮球包括曲棍球还有网球都可以进行下注赌博，对于网站运营、资金划转、发展代理等都有详细的规划。

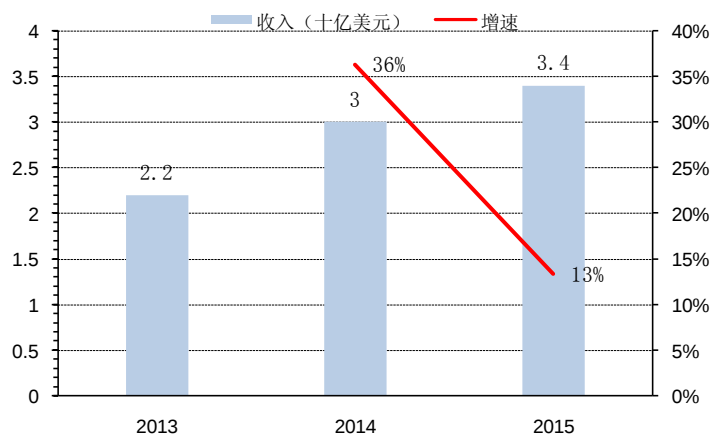
图 48、境外博彩网站布局情况



资料来源：兴业证券研究所

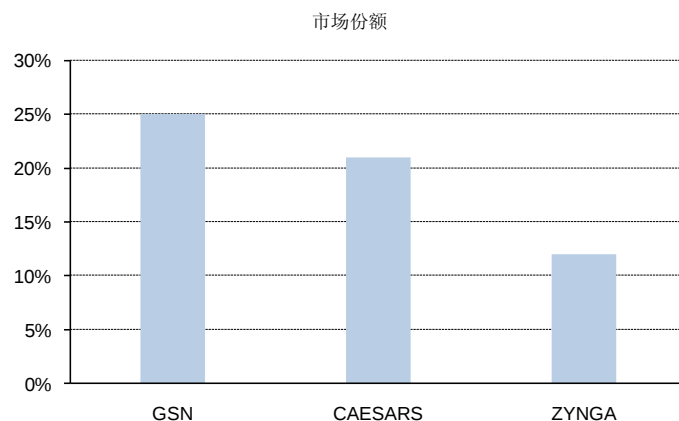
社交赌场和博彩游戏不仅让博彩运营商能够将玩家转移到真钱游戏，还令他们能够覆盖比传统游戏更广泛的用户群体。众所周知，真钱在线赌博游戏以男性为主导（有 90% 以上的用户是男性）。总而言之，社交游戏的用户以女性为主，所以社交博彩游戏能够获得比在线真钱赌博更多的女性用户。将大量社交博彩游戏玩家转变成真钱赌客促使博彩运营商频繁收购社交游戏公司，虚拟社交博彩游戏让赌博运营商能够将他们的内容多元化以及扩宽自己的收益。

图 49、社交博彩市场规模（亿美元）



来源：Bloomberg，兴业证券研究所

图 50、全球博彩游戏前三大公司市场份额情况



来源：Bloomberg，兴业证券研究所

表 5、全球博彩相关个股情况

Name	Market Cap (亿美元)	去年营收(亿美元)	预期增速 (%)	P/E	P/B	EPS FY1 (USD)
美国						
Isle of Capri Casinos 公司	6.75	9.96	1.88	21.73	28.64	1.04
拉斯韦加斯金沙集团股份有限公司	382.70	145.84	-16.93	13.45	5.31	2.59
Penn 国家博彩股份有限公司	14.18	25.91	7.78		2.53	0.61
永利度假村有限公司	83.03	54.34	-21.08	11.15		3.24
波伊德博彩公司	17.78	27.01	-18.92	94.57	4.00	0.52
美高梅国际酒店集团	115.94	100.82	-7.49	66.86	2.47	0.53
巅峰娱乐公司	22.91	22.11	3.93	29.72	8.14	1.70
Caesars 娱乐集团	11.63	85.16	--			-
澳门						
永利澳门	91.43	37.98	-29.29	11.00	10.06	0.08
美高梅中国	67.95	32.84	-28.00	9.24	8.31	0.11
金沙中国有限公司	307.11	95.05	-23.46	12.05	4.78	0.20
澳博控股	56.49	103.11	-31.91	6.45	1.77	0.09
银河娱乐	141.66	92.56	-20.28	11.50	3.10	0.19
新濠博亚娱乐	103.13	48.02	-11.75	17.85	2.38	0.48
韩国						
江原道公司	77.42	11.97	11.35	24.41	3.24	1.84
大韩休闲有限公司	14.39	4.33	0.82	14.76	3.99	1.47
Paradise 有限公司	14.99	5.41	-2.79	16.75	1.77	0.90
马来西亚						
马来西亚云顶有限公司	53.64	19.29	7.63	18.80	1.37	0.06
新加坡						
云顶国际	68.31	20.36	-5.32	18.91	1.31	0.03
菲律宾						
Bloomerry 度假公司	16.98	5.14	23.06	17.02	3.08	0.01
Belle 公司	7.24	0.34	202.03	14.81	1.37	0.01
Travellers International 酒店集团	15.89	6.22	0.05	13.43	1.91	0.01
日本						
Universal 娱乐有限公司	16.85	7.31	--	18.47	0.86	
柬埔寨						
金界控股	15.75	4.04	27.02	11.58	2.51	0.08
澳大利亚						
Echo 娱乐集团有限公司	30.05	15.42	12.77	24.20	1.35	0.21
皇冠度假有限公司	63.06	24.74	4.42	21.83	1.90	0.55

来源: Bloomberg, 兴业证券研究所整理

相关公司——新华联，A股博彩稀缺标的扬帆起航

虽然目前澳门博彩业面临很多负面因素，但从整体消费视野看，面向国内的博彩产业仍然面临着很大的发展机遇。在当前背景下，我们看好切入韩国博彩市场的新华联不动产股份有限公司。公司作为一家房地产企业转型综合文化旅游服务供应商，背靠新华联集团强大资金实力和人脉资源，伴随着公司土地储备能够提供安全边际，公司通过香港子公司收购黄金海岸后，其将成为A股唯一一家持有赌场牌照的上市公司，同时济州岛项目建成后将成为全球最大的单体赌场，稀缺性价值凸显。

● 锦绣山庄打造为休养为主题的综合性休闲度假区

锦绣山庄位于韩国济州岛翰林邑今岳里，项目用地距离济州机场约30分钟车程，距离中文旅游区约15分钟车程，距离海滨狭才海水浴场约7分钟车程，地理位置优越。该项目投资规模约51.8亿元，规划面积130万平方米，建筑面积20万平方米。项目所在地周边设有高尔夫、马术、快艇、温泉等休闲娱乐设施，配套旅游项目丰富。

✓ 项目所在地济州岛坐拥交通政策优势，成为中国赴韩游主要目的地。济州岛位于中日韩三国中间位置，素有“韩国的夏威夷”之称，地理位置优越，以济州岛为圆心，飞行时间3小时以内有51个人口在100万以上的大城市，包括北京、上海、东京等，目前济州国际机场目前已有13条国内直航路线，国际路线为与日本、中国和台湾的16条路线，与中国北京、上海、深圳、重庆、成都、天津、大连、长沙、武汉、杭州等十余城市直航。同时，韩国政府针对济州岛地区推出多项优惠政策，2008年2月起，中国公民前往济州岛可享受长达30天的免签政策，2010年起，韩国政府进一步推出了济州岛投资移民的相关优惠政策。目前，中国游客前往济州岛能够在货币、语言等方面获得诸多便利条件。2014年旅游人次突破1200万，中国游客286万，同比增长57.8%，已成为中国居民出境游主要目的地之一。

图 51、济州岛旅游资源价值高



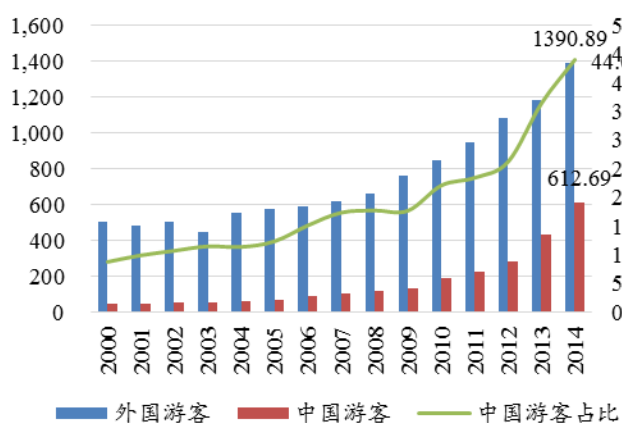
来源：百度图片、兴业证券研究所

图 52、济州岛地理位置优越



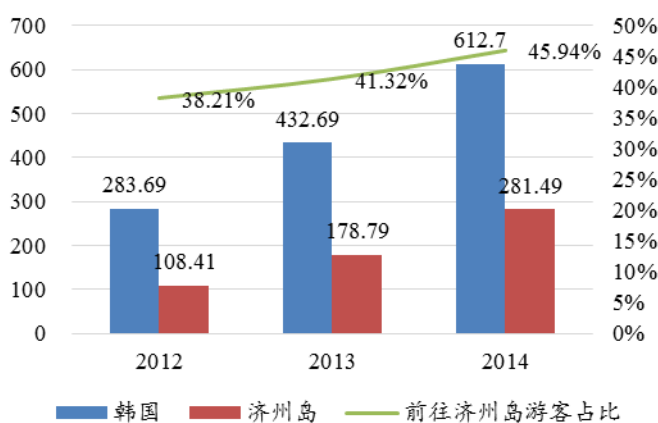
来源：百度图片、兴业证券研究所

图 53、赴韩外国游客中中国占比接近半数（万人次）



来源：CEIC、兴业证券研究所

图 54、中国赴韩旅游游客约半数前往济州岛(万人次)



来源：韩国旅游发展局、CEIC、兴业证券研究所

- ✓ 与当地知名企业黑石合作，打造综合性休闲度假区。锦绣山庄国际度假区包括：总建筑面积约为 204,529 平方米的综合度假村、一间拥有 580 间客房的超五星级酒店、建筑面积约为 79,410 平方米之别墅（独栋、联排）及其他住宿设施及医院、水疗度假村及高尔夫度假村，预期整项发展项目将于 2019 年底完工。锦绣山庄将继续与济州当地政府及黑石紧密合作，黑石持有该项目经营主体 10% 股权，以确保项目顺利进行及完成。
- ✓ 黑石集团具备度假区开发经验且社会资源丰富。黑石成立于 2002 年，在济州乃至南韩都有极高的知名度，2005 年在济州建立 27 洞国际标准高尔夫球场（包括会员俱乐部和酒店），2008 年又在利川建立 18 洞国际标准高尔夫球场并举办多次国际大型赛事如欧洲巡回赛、欧洲冠军赛等，其所经营之高尔夫球场于质量方面位居韩国之首。会长元荣权在韩国商界有极高的名望，其所成立的 EM 建设会社，承担济州和利川的高尔夫度假村的开发和建设工程，拥有着丰富的土地开发、建设酒店、高级公寓等方面的开发经验。
- ✓ 新丝路增资成为锦绣山庄经营主体控股股东，有助于通过港股平台为该项目提供多元化的运作支撑。公司控股公司新丝路拟以 1.46 亿元增资公司控股子公司锦绣山庄获得 55% 股权，锦绣山庄属于海外项目，提供港股公司运营管

理在融资、合作方引进方面将更加便利。

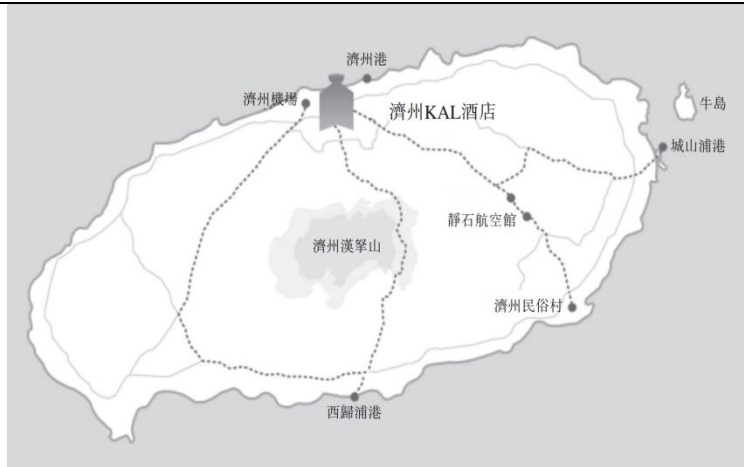
- ✓ 该项目预计运营期间累计收入 170.41 亿元，实现净利润 48.02 亿元（按 25 年测算），投资净利率为 12.08%。

控股黄金海岸进入博彩业，济州岛空间广阔

新丝路收购具有经营娱乐场业务资格的黄金海岸正式进入博彩业，黄金海岸主要在 5 星级商务酒店 KAL 经营博彩业务，公司将拥有济州岛 8 张牌照之一。

- ✓ 与邻国对比，韩国博彩业增长空间巨大。韩国博彩业已有逾 40 年历史，为亚洲最大博彩市场之一，目前共有 17 家娱乐场。2014 年韩国博彩收入仅 24 亿美元，无论是与澳门 444.5 亿美元还是日本超 300 亿美元的市场规模相比，都差距甚远，未来空间巨大。根据英国 H2 博彩资本估计，2013 年全球博彩业市场规模高达 4,400 亿美元，如果加上各类地下非法博彩市场，预计总规模超万亿美元。
- ✓ 韩国赌场有望受益于中国游客激增带来的发展机遇。韩国对本地人进入赌场有较为严格的限制，17 家赌场中只有 1 家“江原乐园”赌场允许韩国人进入，其余 16 家都是外国人专用赌场，其中 8 个在济州岛，3 个在首尔，2 个在釜山，大邱、仁川和江原道束草各 1 个。对比新加坡近年来在博彩业快速发展，韩国赌场未来的发展值得期待，一方面中国大部分地区距离韩国比新加坡近，另一方面中国每年访韩的人数是访问新加坡的 3 倍，且保持快速增长趋势。

图 55、韩国济州岛概览



来源：公司公告，兴业证券研究所

图 56、公司布局酒店位置



来源：公司公告，兴业证券研究所

对比澳门，济州岛现有的博彩产业规模非常小，济州岛的交通便利程度和旅游价值不逊色于澳门。目前韩国近一半的赌场牌照在济州岛，博彩跟旅游度假购物具有很强的协同性，随着济州岛旅游人群的不断增长、休闲度假设施不断完善以及政府对当地发展的大力支持，如果当地对博彩限制不断放开，未来博彩产业的空间将是非常大的。

- ✓ 黄金海岸业绩优异，通过控股黄金海岸获取赌场牌照。黄金海岸 2014 年营收 1.37 亿港元，净利润 1,900 万港元，所在酒店设有 252 间房间，总面积约 1,528 平方米，有 25 张百家乐赌枱、2 张 21 点赌枱、1 张大细枱、1 张轮盘枱及 24 台角子机，规模较小，收购完成后，公司将通过此次收购获得济州岛赌场经营资格，有望与韩国锦绣山庄国际度假区项目相结合。
- ✓ 韩国龙头博彩公司为后进者打开盈利空间。目前韩国博彩龙头公司江原道拥有 200 张赌台，其中贵宾场 20 台，中场 180 台，2014 年营收 14.22 亿美元，净利润 3.41 亿美元，当前市值 74.54 亿元（8.14）。

盈利预测及投资评级

公司彻底向现代服务业转型（文旅+金融），未来 60%以上的投资集中在文旅产业。此次增发公司认购 10 亿+锁定三年，充分体现公司对未来的信心。收购黄金海岸后将成为 A 股唯一持有赌场牌照上市公司，稀缺性凸显。拓展金融业务获取稳健业绩，并与公司业务协同。暂不考虑此次增发和对外投资对公司短期业绩的影响，预计 15/16/17 年 EPS 分别为 0.35/0.58/0.72 元，建议买入。

风险提示

新项目拓展不及预期。

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3501	4735	6503	8162
同比增长(%)	34.59%	35.24%	37.34%	25.51%
净利润(百万元)	421	649	1100	1366
同比增长(%)	-17.12%	53.94%	69.50%	24.14%
毛利率(%)	25.44%	28.88%	29.55%	29.79%
净利率(%)	12.04%	13.70%	12.82%	12.56%
净资产收益率(%)	12.00%	11.63%	11.56%	11.42%
每股收益(元)	0.26	0.35	0.58	0.72
每股经营现金流(元)	-1.06	-1.09	-0.85	-0.55

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。