

新濠国际发展 (00200)

证券研究报告
2017年12月31日

短中长期多项利好，上调 TP 到 34 港元，重申买入

短期三大利好催化，提振 SOTP 估值和 18H1 业绩

我们认为新濠在短期内有三大利好：1) 新濠投资 14.6 亿港元于欧洲塞浦路斯综合娱乐场度假村项目，其中旗下 4 个已营业的卫星娱乐场项目有望在 18H1 开始贡献业绩，而新建的利马索尔综合娱乐场预计在 2020 年后为公司带来收入增长；2) 18H1 日本有望列出开设博彩娱乐项目细节。我们认为政府应该在东京湾区及京阪神地区构建 2-4 个带博彩娱乐的大型综合性度假村（新濠国际/新濠博亚、美股上市的金沙集团和美高梅集团有望竞标），以及若干小型卫星娱乐场（九州、四国、北海道等地）。新濠表示倾向在大阪开设项目。我们认为公司未来有望成为华资日本赌牌的稀缺标的；3) 新濠高端酒店 Morpheus 将于 2018 年 5 月开幕，该酒店是已故设计师 Zaha Hadid 遗作。新濠斥资约 10 亿美元兴建，提供约 780 间客房、套房和空中别墅，另配备顶楼特色餐厅、酒吧、空中泳池、贵宾厅娱乐场等。公司准备将酒店留给自营高端客户。我们认为三大项目体现公司坚守中高端定位、打造国际综合娱乐度假集团的战略决心，有望提振业绩、公司 SOTP 估值，以及与美股新濠博亚的股价折让进一步收窄。

高端中场开创者，受益 18-19 年高端中场加速行情，跟国内富有阶层和可支配收入高速增长和 VIP 理性化转变匹配

我们认为随着国内富裕阶层可支配收入高速增长，继续财富积累和消费升级，澳门高端中场动力将不减，我们预测 18/19 年澳门博彩 GGR 分别为 14% 和 12%。随着 VIP 客户结构从较激进转趋理性，部分 VIP 客户有望下沉，为高端中场贡献增长。现今我国富有人群体量增长，高层富有人士预计将从 2016 年的 7400 万人增加到 2021 年的 1.12 亿人，而可支配收入的同期 CAGR 将达 18% 到 2.1 万亿美元。随之而来的休闲娱乐等非必需消费品支出将大幅增加。与此同时，国内游客去过澳门的渗透率仅为 2% 左右，对比美国人去过拉斯维加斯渗透率为 15%，空间仍算巨大。未来基建+互联互通政策有望带来每年额外 3500 万游客的增量。

新濠是澳门高端中场业务的开创者，旗下新濠天地、新濠影汇和新濠锋有各具特色的现代化设计风格，可以抓住各年龄层次的高端中场顾客。新濠高端中场服务独树一帜，对于客户公关提供良好激励机制，让客户公关积极亲切地接触更多客户。公司采用大数据积分分析方式，通过积分分类顾客级别提供个性化的服务。我们认为多种举措能增加高端顾客对于新濠的粘性。此外，公司在新濠天地娱乐场的赌桌分配较为自由，将 VIP 和高端中场灵活统筹协调，整体来讲有望受益于 18-19 年澳门高端中场的加速。

估值：利好不断+受益 18-19 年高端中场行情，美股折让有望收窄，上调新濠国际(200.HK)TP 至 34 港元，同时上调新濠博亚(MLCO.US)TP 至 33 美元

我们认为 12 月 30 日国家外管局对境外取现的限制可能短期影响新濠高端中场流量向 VIP 转移，但我们长期仍看好公司在高端中场的定位、布局和发展。随着美高梅路项目于 2018 年 1 月 29 日开幕，我们认为届时路氹东侧美狮美高梅将会和永利皇宫、新濠天地形成新的高端娱乐场的集团效应。此外，配合港珠澳 2018 年上半年港珠澳大桥有望顺利通车，2018 年下半年城轨延长线预计建成，通车后口岸与新濠影汇毗邻，我们认为会带动新濠影汇的客流量，公司中场业务未来将持续发展。随着短中长期利好的兑现，我们认为新濠博亚(MLCO.US)有望成为国际级休闲娱乐集团，业绩和关注度得到进一步提升，目前相对新濠博亚的折让会从目前的 37% 收窄至 20% 以下。因此，我们上调新濠国际目标价格，从 30 港元提至 34 港元，重申“买入”评级。我们同时上调美股子公司新濠博亚目标价格，从 30 美元到 33 美元，重申“买入”评级。

风险提示：政策收紧，国内经济不景气等

投资评级

行业	消费者服务业/酒店、赌场及休闲设施
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.00 港元
目标价格	34 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,536.16
港股总市值(百万港元)	35,331.64
每股净资产(港元)	29.38
资产负债率(%)	53.62
一年内最高/最低(港元)	24.45/10.12

作者

何翩翩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002	
hepianpian@tfzq.com	
雷俊成	联系人
leijuncheng@tfzq.com	
马赫	联系人
mahe@tfzq.com	
董可心	联系人
dongkexin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新濠国际发展-公司点评:短中长期利好不断, TP 上调到 30 港元, 重申“买入”》 2017-11-10
- 《新濠国际发展-公司点评:小赌王增持, 新濠拟剥离子公司, 架构更精简折让越窄》 2017-05-23
- 《新濠国际发展-公司点评:新濠回购 Crown 剩余股份, 架构更精简折让越窄》 2017-05-09

图 1：新濠博亚股价与娱乐场开业的历史（美元）



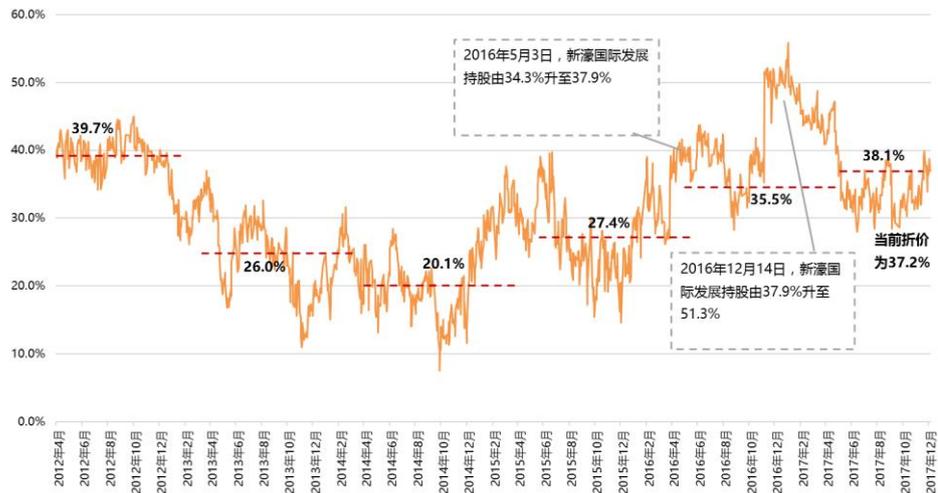
资料来源：截止至 12 月 29 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 2：新濠博亚 EV/EBITDA 估值与娱乐场开业的历史



资料来源：截止至 12 月 29 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 3：2012 年以来新濠国际相对新濠博亚的折让



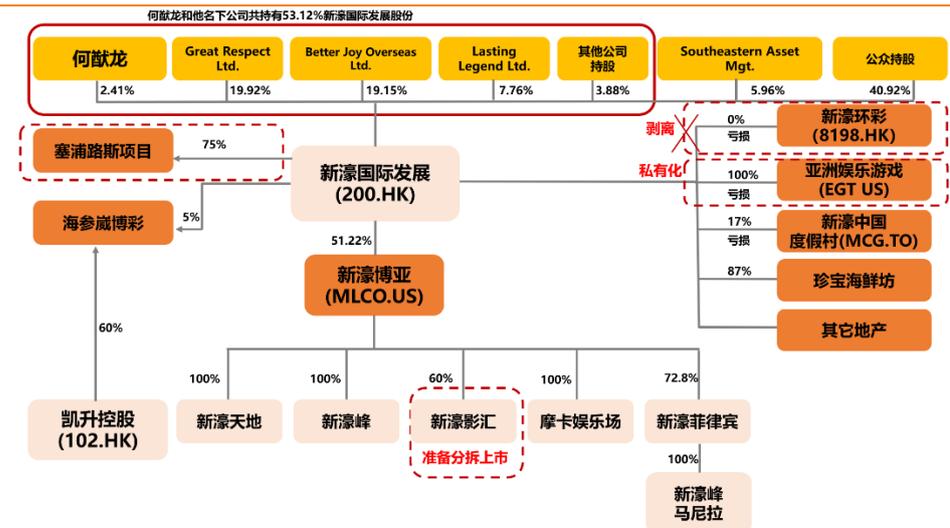
数据截至 2017 年 12 月 29 日收盘，资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 4：新濠国际发展目前 SOTP 估值，目标价 34 港元

构成	股价(本地货币)	流通股(百万)	市值(本地货币, 百万)	股权%	乘股权后市值(百万港元)	资产净值
新濠博亚(MLCO.US)	33.0	492	16,235.3	51.3%	64,964	44.02
Oriental Regent	1.04	1,487	1,546	5.0%	77	0.05
投资物业					190	0.12
投资塞浦路斯娱乐场			1,947	75.0%	1,460	0.95
企业价值(EV)					66,691	45.19
现金 - 债务					-730	(0.47)
净资产价值					65,961	42.89
注：新濠博亚(MLCO.US)按照我们预测33美元目标价计算的市值					20% 折让后TP	34

资料来源：彭博，公司财报，天风证券研究所预测

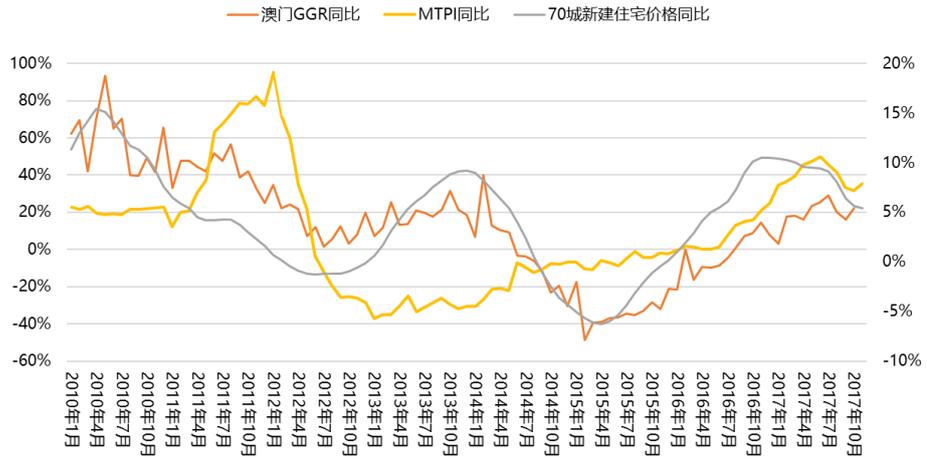
图 5：新濠国际发展目前的公司结构



注：目前港股通资金持仓比例占公司0.83%流通股

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 6：澳门 GGR 和茅台价格指数和新建住宅价格同比



资料来源：Wind, DICJ, 天风证券研究所整理

图 7：澳门酒店圣诞节和元旦酒店预定情况

公司	澳门酒店大/双床价格	房型	12月24日	12月25日	12月26日	12月27日	12月28日	12月29日	12月30日	12月31日	1月1日	1月2日
永利	澳门永利皇宫酒店 (5星)	双床套房	6,112	6,112	2,865	2,865	3,142	7,299	8,889	6,112	5,060	2,444
	永利澳门酒店 (5星)	豪华城景房	6,668	6,646	1,932	1,888	2,074	6,168	6,090	5,502	5,526	1,791
银河	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	2,885	1,575	1,462	1,419	1,523	2,325	3,407	3,715	1,531	956
	澳门JW 万豪酒店 (5星)	豪华客房	4,288	3,306	1,584	1,560	1,565	2,896	5,164	6,668	3,341	1,103
	澳门悦榕庄 (5星)	路氹景悦套房	5,558	4,866	3,969	3,969	4,400	6,239	6,579	9,599	5,369	2,336
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	至尊套房	9,189	9,179	7,101	4,214	4,000	7,138	8,299	9,426	7,936	8,089
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	2,838	2,250	1,548	1,548	1,565	3,031	3,977	4,389	2,753	1,159
	澳门佰老汇酒店 (5星)	百老汇客房	1,686	1,291	830	970	1,071	1,242	2,069	2,566	1,396	684
	澳门星际酒店 (5星)	豪华房	1139 (满房)	(满房)	1139 (满房)	1139 (满房)	1,414	1842 (满房)	1842 (满房)	1139 (满房)	(满房)	(满房)
新濠国际	澳门新濠锋酒店 (5星)	海景客房	3,272	1,846	1,318	1,248	1,278	1,989	3,236	3,797	2,041	1,339
	澳门新濠天地-皇冠度假酒店 (5星)	豪华客房	5,972	5,971	2,070	2,070	1,988 (满房)	4144 (满房)	5802 (满房)	5802 (满房)	3,087	1,573
	澳门Hard Rock酒店 (4星)	高级房 (标房)	2,490	1,634	(满房)	1,244	1,847	1,847	3,502	4,864	1,847	(满房)
	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	2,180	1,625	1,139	1,242	1,232	1,929	2,891	3,578	1,523	792
澳博	澳门新葡京酒店 (5星)	高级客房	3,044	2,501	2,066	1,900	1,678	2,421	4,215	4,639	1,929	1,218
	澳门美高梅酒店 (5星)	标准房	1082 (满房)	697	665	724 (满房)	724 (满房)	889 (满房)	1266 (满房)	1266 (满房)	1,192	726
美高梅	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	3,261	2,913	1,433	1,442	1,741	2,450	3,889	4,241	2,049	1,195
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	2,242	1,436	2,071	2,071	1,739	3,135	3,066	3,889	1,585	876
金沙中国	澳门金沙城中心康莱德酒店 (5星)	豪华客房 (标房)	3,153	1,993	2,093	1,993	3,022	4,650	4,650	1,946	1,120	
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	4,329	4,418	1,836	2,028	2,581	2,891	5,006	12,700	45,000	1,459
	澳门喜来登金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,100	1,331	1,150	1,150	1,493	2,096	3,019	4,354	1,366	834
	澳门瑞吉金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	3,044	2,491	1,446	1,446	1,653	2,776	4,248	5,330	1,894	1,318
	澳门金沙城中心假日酒店 (4星)	高级房 (标房)	1,653	1,569	1,450	1,085	1,875	(满房)	3,112	2,878	1,272	796
澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	3,607	2,912	1,843	1,649	1,652	2,632	3,309	3,602	2,919	1,072	
澳门威尼斯人度假村酒店 (5星)	皇室套房	3,057	1,962	2,260	2,260	2,500	2,936	4,446	4,696	2,176	1,120	

资料来源：携程网, 天风证券研究所整理

图 8：澳门酒店国庆假期、春节假期、五一假期酒店价格对比

公司	澳门酒店大/双床价格	房型	国庆假期							YS	除夕	春节假期房价						YS	五一假期房价		
			10月1日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	10月7日			1月27日	1月28日	1月29日	1月30日	1月31日	2月1日		2月2日	4月29日	4月30日
永利	澳门永利皇宫酒店 (5星)	双床套房	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	1,599	1,654	3,333	4,024	4,024	4,250	3,293	5,536	4,833	2,533		
	永利澳门酒店 (5星)	豪华城景房	8,855	8,835	8,835	8,835	8,835	9,033	7,266	1,577	2,515	6,230	19,441	16,200	12,960	12,960	7,344	7,344	5,152		
	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	4,256	7,199	7,029	6,726	5,346	4,112	3,239	1,412	2,139	3,183	2,872	16,200	16,200	7,020	4,179	3,445	1,468		
	澳门JW 万豪酒店 (5星)	豪华客房	4,029	6,013	7,113	5,039	4,900	3,776	3,496	1,183	2,029	3,317	5,942	6,137	2,819	5,556	3,617	3,646	1,453		
银河	澳门悦榕庄 (5星)	路氹景悦套房	13,538	13,538	13,538	13,538	13,538	6,028	5,776	2,353	3,280	6,667	4,116	4,116	2,681	6,025	5,698	4,941			
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	至尊套房	-	-	-	-	-	10,207	-	-	3,878	6,723	11,720	28,080	28,080	3,014	6,649	6,552	8,100		
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	4,189	6,067	5,926	5,830	4,327	3,356	3,296	1,195	2,441	2,741	-	-	-	4,589	4,770	1,416			
	澳门佰老汇酒店 (5星)	百老汇客房	1,876	1,766	2,056	2,000	1,716	1,878	1,186	749	1,955	2,465	-	-	4,480	1,917	2,425	1,599	900		
	澳门星际酒店 (5星)	豪华房	1,138	1,138	1,138	1,138	1,138	1,839	1,839	1,578	2,383	-	-	-	1,341	1,341	10,260	10,260	10,260		
	澳门新濠锋酒店 (5星)	海景客房	6,889	6,889	6,889	8,056	8,056	6,308	2,126	1,637	2,329	3,856	6,061	7,130	6,062	3,112	3,367	2,353	1,635		
	澳门新濠天地-皇冠度假酒店 (5星)	豪华客房	6,808	5,787	5,787	5,787	5,787	5,787	5,787	-	3,435	5,365	15,556	15,120	15,120	15,120	7,117	7,117	7,117		
新濠国际	澳门Hard Rock酒店 (4星)	高级房 (标房)	3,984	3,984	3,984	3,984	2,894	2,892	2,892	1,134	1,868	2,603	4,726	10,800	8,586	4,536	2,924	2,925	2,846		
	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	4,128	4,506	4,559	3,878	4,446	2,736	2,404	1,556	1,545	2,755	4,860	4,104	4,536	3,069	3,078	2,260	1,268		
澳博	澳门新葡京酒店 (5星)	高级客房	2,449	2,818	2,818	2,818	2,818	2,267	2,267	1,659	2,310	2,948	2,948	2,948	2,947	2,555	2,561	2,561	1,327		
	澳门美高梅酒店 (5星)	标准房	1,091	1,718	1,718	1,718	1,178	1,279	915	747	1,844	1,808	1,799	1,799	1,799	1,307	3,672	2,701	1,740		
美高梅	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	7,876	6,903	6,967	6,967	6,967	2,894	2,600	-	2,563	3,736	9,583	8,145	4,788	6,804	4,395	5,060	2,573		
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	5,236	3,406	3,503	3,786	3,422	2,499	2,689	1,029	2,077	2,914	5,423	4,699	-	2,599	3,001	2,705	1,113		
金沙中国	澳门金沙城中心康莱德酒店 (5星)	豪华客房	5,958	5,958	5,958	5,679	4,796	3,113	2,482	-	2,507	2,808	-	-	-	4,873	-	-	1,324		
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	4,136	5,549	5,005	4,702	4,608	3,135	3,389	-	3,264	6,119	7,515	6,229	5,132	5,271	1,882	5,184	3,043		
	澳门喜来登金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,426	2,087	2,350	2,400	2,179	1,976	1,643	1,011	1,383	2,315	2,745	3,368	3,804	1,875	1,788	1,798	966		
	澳门瑞吉金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,969	2,969	3,498	3,176	3,498	2,766	2,298	1,281	1,722	3,441	3,735	6,574	3,999	3,045	4,054	3,759	1,458		
	澳门金沙城中心假日酒店 (4星)	高级房 (标房)	3,364	3,141	3,158	3,157	2,875	2,395	2,187	-	3,067	5,225	3,958	3,642	2,996	2,822	2,631	1,100			
澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	3,795	4,767	4,767	4,770	4,770	3,503	2,334	1,733	3,445	5,612	5,612	5,612	5,612	3,773	3,051	3,767	2,239			
澳门威尼斯人度假村酒店 (5星)	皇室套房	4,332	4,328	4,123	4,796	4,123	4,236	2,970	3,899	2,614	4,273	6,264	4,784	5,820	4,312	3,996	3,564	1,766			

资料来源：携程网, 天风证券研究所整理

图 9：澳门六大博彩公司目标价格和估值水平

公司	股票代码	当前股价	目标价格	上涨空间	评级	市值 (百万美元)	P/E		EV/EBITDA		股息率
							17年	18年	17年	18年	
香港上市公司											
美高梅中国	2282.HK	23.65 港元	30 港元	26%	买入	10,759	35.0	30.4	23.5	16.8	1.3%
新濠国际	200.HK	23.0 港元	34 港元	45%	买入	4,253	22.6	17.1	8.8	8.0	0.1%
金沙中国	1928.HK	40.35 港元	47 港元	16%	买入	40,014	25.8	22.0	17.8	16.2	5.2%
银河娱乐	27.HK	62.7 港元	65 港元	4%	增持	31,912	26.5	23.6	17.9	16.3	-
永利澳门	1128.HK	24.75 港元	25 港元	2%	持有	15,405	31.6	23.2	18.0	15.6	2.7%
澳博控股	880.HK	7.00 港元	7.2 港元	3%	持有	4,544	19.8	20.6	8.5	7.6	3.7%
美股上市公司											
金沙集团	LVS.US	70.4 美元	—	—	—	55,017	24.3	22.9	14.1	13.9	4.2%
永利度假	WYNN.US	167.4 美元	—	—	—	16,334	30.8	24.0	14.2	13.0	1.3%
新濠博亚	MPEL.US	29.04 美元	33 美元	15%	买入	12,722	28.9	24.7	11.9	11.0	1.4%
美高梅国际	MGM.US	33.25 美元	—	—	—	18,875	29.3	22.7	12.4	11.1	1.3%

资料来源：截止至 12 月 29 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 10：澳门六大博彩公司盈利预测和彭博一致预期

公司	股票代码	货币	2017E		2018E		2019E	
			预计	一致预期	预计	一致预期	预计	一致预期
收入 (百万)								
美高梅中国	2282.HK	HKD	15,769	15,070	23,177	21,560	27,452	22,310
新濠博亚	MLCO.US	USD	5,196	5,060	6,061	5,580	7,028	5,830
金沙中国	1928.HK	HKD	59,250	57,770	67,230	64,500	77,357	68,760
银河娱乐	27.HK	HKD	60,019	59,790	65,982	63,970	73,324	65,190
永利澳门	1128.HK	HKD	33,212	32,040	37,679	38,320	42,819	40,750
澳博控股	880.HK	HKD	41,089	41,330	38,289	41,020	42,249	45,330
物业EBITDA-息税折摊前利润 (百万)								
美高梅中国	2282.HK	HKD	4,858	4,140	7,224	6,450	8,618	7,980
新濠博亚	MLCO.US	USD	1,289	1,200	1,629	1,400	1,996	1,610
金沙中国	1928.HK	HKD	20,792	19,250	24,421	20,930	29,346	21,450
银河娱乐	27.HK	HKD	13,841	13,060	15,411	14,060	17,398	14,880
永利澳门	1128.HK	HKD	9,700	8,080	11,560	10,100	14,132	11,500
澳博控股	880.HK	HKD	3,123	3,060	2,795	3,350	3,253	4,030

资料来源：彭博一致预期、天风证券研究所整理和预测

图 11：2017-2019 年澳门博彩 GGR 预测

百万澳门元	2014	2015	16Q 1	16Q 2	16Q 3	16Q 4	2016	17Q 1	17Q 2	17Q 3	17Q 4E	2017E	2018E	2019E
总收入(GGR)	351,520	230,840	56,176	51,611	55,006	60,418	223,211	63,478	62,898	67,002	71,454	264,831	301,162	338,569
同比%	-3%	-34%	-13%	-9%	1%	10%	-3%	13%	22%	22%	18%	19%	14%	12%
VIP 收入	212,535	127,818	30,382	26,598	28,647	33,333	118,960	35,491	35,858	38,687	41,666	151,702	174,458	195,392
同比%	-11%	-40%	-19%	-16%	-1%	13%	-7%	17%	35%	35%	25%	28%	15%	12%
中场+老虎机收入	138,987	103,023	25,794	25,012	26,357	27,080	104,244	27,987	27,040	28,314	29,788	113,129	126,705	143,176
同比%	14%	-26%	-5%	-1%	4%	7%	1%	9%	8%	7%	10%	9%	12%	13%

资料来源：DICJ, 天风证券研究所整理预测

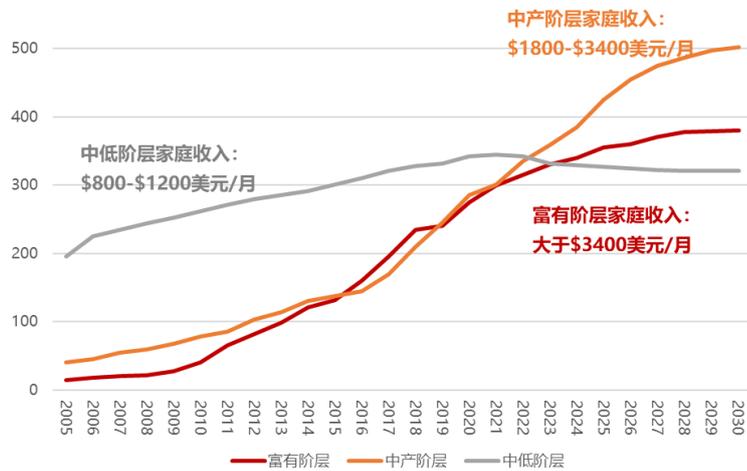
图 12：中国 2016-2021 年消费增长预测

每年可支配资产		人口		个人消费		CAGR
		2016 (百万)	2021E (百万)	2016 (十亿美元)	2021E (十亿美元)	
>100万美元	高净值客户	3.2	7.4	192	273.8	9%
40000-100万美元	上层富有	74	112	1,110	2,128	18%
20000-40000美元	低层富有	97	183	1,067	1,647	11%
12000-20000美元	中产阶层	145	301	725	1,144	12%
8000-12000美元	中低阶层	305	321	610	738	5%
<8000美元	较贫困阶层	500	290	500	174	-23%
农村地区	贫困阶层	256	91	205	30	-38%
合计		1,380	1,305	4,409	6,135	9%

博彩收入
贡献主要
阶层

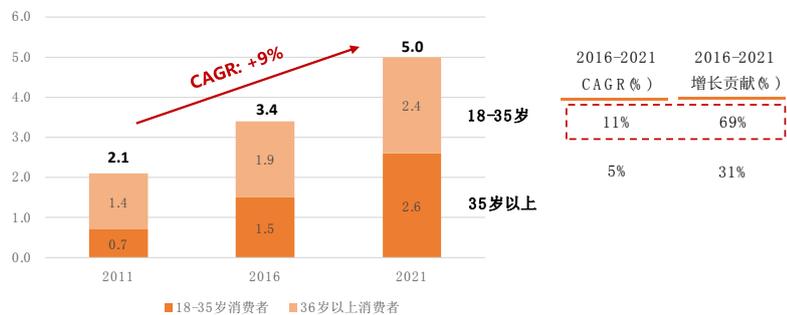
资料来源：波士顿咨询，世界货币基金组织，天风证券研究所整理

图 13：中国 2005 年-2030 年不同收入结构人群的变化 (百万人)



资料来源：国际货币基金组织，波士顿咨询，天风证券研究所整理

图 14：城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动力量 (万亿美元)



资料来源：国际货币基金组织，波士顿咨询，天风证券研究所整理

图 15：澳门 16Q4-17Q3 赴澳内地游客结构和渗透率预测

省份	2016Q4-2017Q3	2015Q4-2016Q3	同比变化	内地人口数量	城市适龄人口 21-64岁	假设每年访澳次数	渗透率	人均GDP
			%	(百万)	(百万)	(次)	%	(美元)
广东	9,082,659	9,031,702	1%	110	49	3	5.4%	11,143
福建	815,714	790,322	3%	39	15	2	2.2%	11,247
湖南	961,456	842,025	14%	68	27	2	1.5%	6,983
湖北	701,709	620,537	13%	59	24	2	1.2%	8,380
浙江	618,134	547,660	13%	56	22	2	1.2%	12,784
广西	616,123	559,496	10%	48	19	2	1.3%	5,725
江苏	551,225	466,938	18%	80	32	2	0.7%	14,586
上海	593,059	492,990	20%	24	10	2	2.6%	17,548
江西	488,659	420,716	16%	46	18	2	1.1%	6,082
河南	452,702	413,759	9%	95	38	2	0.5%	6,410
四川	390,553	375,469	4%	83	33	2	0.5%	6,022
北京	344,256	319,261	8%	22	9	2	1.7%	17,795
辽宁	305,209	302,343	1%	44	18	1	1.2%	7,647
河北	265,479	239,382	11%	75	30	1	0.6%	6,483
黑龙江	271,540	239,629	13%	38	15	1	1.3%	6,087
山东	266,063	239,178	11%	99	40	1	0.5%	10,348
安徽	253,724	242,323	5%	62	25	1	0.7%	5,956
重庆	237,963	225,595	5%	30	12	2	0.8%	8,807
山西	207,878	184,888	12%	37	15	2	0.6%	5,349
吉林	214,311	208,076	3%	27	11	1	1.4%	8,110
其他省份	3,766,058	3,575,982	5%	240	96	1	2.8%	—
中国内地	21,404,474	20,338,271	5%	1,383	553	2	1.8%	8,127

标灰色为高铁5小时内省份，标橙色为4小时内直飞澳门省份

资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 16：不同博彩地区市场渗透率情况

游客来源地： 渗透率：	中国内地居民	较成熟市场		
		香港居民	美国内地居民	澳大利亚内地居民
	1.8%	超过30%	超过15%	超过18%
	假设每位旅客每年访澳 1-3次	假设每位旅客每年访澳 3-4次	假设每位旅客每年去赌场 2-3次	假设每位旅客每年去赌场 2-3次

资料来源：DSEC, AGA, 澳大利亚统计局，天风证券研究所整理和预测

图 17：澳门周边基建项目展望

预期(已)建成时间	基建项目	介绍	预计游客增量/年
2017年6月	新渔仔码头充分利用	渔仔码头设有16个高速客船(400个座位)泊位及3个多功能泊位(1200个座位)，目前共有从香港、深圳开来的74班船次，其中66个班次为400个座位的高速客船，8个班次为1200个座位的大型客船，目前班次与之前不变。	未来有望增加深圳、广东等地、香港和东南亚等地班次，理想运营水平在100个班次每天，其中85个高速客船，15个班次大型客船，如果按照70%载客率。 我们预计新增客流量将达：~1300万人次/年
2018年上半年	港珠澳大桥	港珠澳大桥通车后，澳门机场至香港机场缩短至20分钟左右车程。2016年香港机场客流量约为7000万人次，澳门机场客流量约为669万人次。未来预计香港机场客流量增加15%。	澳门有可能成为赴香港客流的外溢出口，预计分流香港机场15%的客流。 我们预计新增客流量将达：~900万人次/年
2018年下半年	拱北横琴延长线	根据规划，澳门轻轨可以每小时载客14200名，轻轨停靠主要关口和市内娱乐场，将显著缓解澳门交通拥堵的情况。2018年下半年拱北-横琴延长线有望贯通。长隆海洋王国二期新增2700个房间，5D电影院以及更多娱乐设施。	2016年共有3000万游客前往横琴长隆游玩，配合拱北横琴延长线、澳门轻轨等便捷交通，横琴将为澳门带来更多合家欢游客资源，预计引流横琴30%的客流。 我们预计新增客流量将达：~1000万人次/年
2019年	澳门轻轨		
待确认	横琴长隆海洋公园二期		
待确认	澳门机场扩建	2018年澳门机场南停机坪可能完成扩建工程，届时旅客接待能力将提升到750万旅客人次。	澳门机场在未来几年仍具增长空间，未来3期规划客流量达1000-1100万人次/年。 我们预计新增客流量将达：~300万人次/年
待确认	高铁班次提升	目前京广高铁、广珠高铁、武广高铁共有约110趟班次往返珠海、深圳和广州，缩短前往港澳的时间和成本	未来计划增加10-15班次连接港澳和内地个城市，每辆高铁载客约1200人次/天，我们预计载客率在80%，并有20%的游客前往澳门。 我们预计新增客流量将达：~100万人次/年
预计为澳门新增客流量=			~3500万人次/年

资料来源：各政府网站，天风证券研究所整理

图 18: 新濠博亚 2016 年以来娱乐场季度数据

新濠博亚(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
公司VIP流水(turnover)	15,900.0	15,800.0	16,700.0	18,900.0	22,700.0	24,100.0	23,800.0	-1%	43%
公司VIP赢率	3.05%	2.96%	2.90%	2.64%	2.80%	3.12%	3.31%		
公司VIP毛收入	484.4	468.2	483.6	499.1	635.3	752.9	788.0	5%	63%
公司中场流水	1,876.0	1,878.0	2,025.0	2,055.0	1,970.0	2,028.0	2,178.6	7%	8%
公司中场赢率	30.6%	30.1%	30.3%	31.7%	31.9%	29.4%	28.7%		
公司中场毛收入	574.8	565.0	614.6	650.5	629.1	596.2	626.3	5%	2%
公司老虎机流水	2,510.8	2,681.7	2,870.4	2,864.4	2,864.1	2,799.2	2,959.6	6%	3%
公司老虎机赢率	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.5%	4.7%	4.2%		
公司老虎机毛收入	106.0	110.3	124.3	129.7	127.7	131.3	123.2	-6%	-1%
公司非博彩收入	152.0	147.0	168.0	168.0	163.0	161.0	169.3	5%	1%
新濠天地净收入	679.0	630.0	621.0	661.0	693.0	644.6	715.9	11%	15%
新濠影汇净收入	179.0	184.0	230.0	246.0	278.0	332.0	384.5	16%	67%
新濠锋净收入	108.0	99.0	129.0	103.0	109.0	107.0	89.3	-17%	-31%
COD马尼拉净收入	103.0	128.0	142.0	154.0	171.0	176.0	148.2	-16%	4%
摩卡娱乐场净收入	28.0	31.8	31.8	28.9	31.1	29.3	30.2	3%	-5%
公司总净收入	1,097.0	1,072.8	1,153.8	1,192.9	1,282.1	1,288.9	1,368.1	6%	19%
新濠天地EBITDA	205.6	177.7	170.4	188.7	213.5	175.3	246.4	41%	45%
新濠影汇EBITDA	24.6	22.1	52.7	56.7	67.8	80.7	95.6	18%	81%
新濠锋净EBITDA	1.7	14.0	14.0	3.3	3.7	5.1	5.6	10%	-60%
COD马尼拉EBITDA	36.5	28.6	45.0	50.2	61.1	62.8	57.3	-9%	27%
摩卡娱乐场EBITDA	4.8	6.5	7.0	5.4	7.1	5.6	6.5	16%	-7%
公司Property EBITDA	273.2	248.9	289.1	304.3	353.2	329.5	411.4	25%	42%
公司Property EBITDA Margin	24.9%	23.2%	25.1%	25.5%	27.5%	25.6%	30.1%		
净利润	19.6	4.7	62.0	16.5	102.0	28.5	115.9	307%	87%
净利润率	1.8%	0.4%	5.4%	1.4%	8.0%	2.2%	8.5%	284%	58%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 19: 新濠天地 2016 年以来博彩运营数据

新濠天地(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
VIP流水	9,800.0	9,900.0	10,600.0	11,100.0	12,600.0	12,200.0	11,200.0	-8%	6%
VIP赢率	3.20%	3.00%	2.60%	2.60%	2.70%	2.90%	3.50%		
VIP毛收入	313.6	297.0	275.6	288.6	340.2	353.8	392.0	11%	42%
中场流水	1,074.0	1,028.0	1,097.0	1,110.0	1,060.0	1,073.0	1,145.0	7%	4%
中场赢率	36.7%	35.7%	34.5%	36.3%	36.9%	32.4%	32.3%		
中场毛收入	394.2	367.0	378.5	402.9	391.1	347.7	369.8	6%	-2%
老虎机流水	1,045.0	1,004.0	1,003.0	1,052.0	1,026.0	938.0	981.7	5%	-2%
老虎机赢率	3.4%	3.2%	3.5%	3.9%	3.4%	4.0%	3.2%		
老虎机毛收入	35.5	32.1	35.1	41.0	34.9	37.5	31.4	-16%	-11%
博彩毛收入	743.3	696.1	689.2	732.6	766.2	739.0	793.2	7%	15%
非博彩收入	62.0	63.0	75.0	79.0	78.0	75.0	81.4	9%	9%
物业净收入	679.0	630.0	621.0	661.0	693.0	644.6	715.9	11%	15%
调整后EBITDA	205.6	177.7	170.4	188.7	213.5	175.3	246.4	41%	45%
EBITDA Margin	30.3%	28.2%	27.4%	28.5%	30.8%	27.2%	34.4%	27%	25%
平均赌桌数	498.0	500.0	489.0	488.0	480.0	480.0	476.0		
平均每桌每日收入(美元)	14,667.0	15,648.0	14,471.0	15,319.0	17,003.0	16,172.0	17,459.0	8%	21%
入住率	94.0%	94.0%	95.1%	96.3%	97.0%	96.0%	97.0%	1%	2%
每日平均房价(ADR)	200.0	197.0	270.0	262.0	200.0	199.0	201.0	-3%	-20%
每日房间收入(RevPAR)	189.0	185.0	257.0	252.0	194.0	192.0	195.0	2%	-24%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 20: 新濠影汇 2016 年以来博彩运营数据

新濠影汇(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
VIP流水	-	-	-	1,300.0	3,600.0	4,700.0	5,100.0	9%	-
VIP赢率	-	-	-	1.40%	2.40%	3.30%	4.00%		
VIP毛收入	-	-	-	18.2	86.4	155.1	204.0	32%	-
中场流水	547.0	592.0	658.0	683.0	656.0	661.0	747.1	13%	14%
中场赢率	22.8%	22.8%	25.5%	26.9%	26.4%	26.8%	25.0%		
中场毛收入	124.7	135.0	167.8	183.7	173.2	177.1	186.8	5%	11%
老虎机流水	410.0	485.0	588.0	519.0	497.0	503.0	581.2	16%	-1%
老虎机赢率	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	3.4%	4.0%	3.3%		
老虎机毛收入	15.0	17.0	23.0	20.2	16.9	20.1	19.2	-5%	-17%
博彩毛收入	139.7	152.0	190.8	222.2	276.5	352.4	410.0	16%	115%
非博彩收入	59.0	51.0	59.0	54.0	50.0	49.0	51.9	6%	-12%
物业净收入	179.0	184.0	230.0	246.0	278.0	332.0	384.5	16%	67%
调整后EBITDA	24.6	22.1	52.7	56.7	67.8	80.7	95.6	18%	81%
EBITDA Margin	13.7%	12.0%	22.9%	23.0%	24.4%	24.3%	24.9%	2%	9%
平均赌桌数	245.0	245.0	245.0	266.0	282.0	287.0	291.0		
平均每桌每日收入(美元)	6,059.0	6,059.0	7,446.0	8,282.0	10,179.0	12,729.0	14,535.0	14%	95%
入住率	96.0%	96.0%	99.0%	99.0%	99.0%	98.0%	98.0%	0%	-1%
每日平均房价(ADR)	133.0	137.0	137.0	138.0	139.0	135.0	142.0	-3%	-20%
每日房间收入(RevPAR)	127.0	131.0	136.0	137.0	138.0	133.0	139.0	5%	2%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 21: 新濠锋 2016 年以来博彩运营数据

新濠锋(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
VIP流水	4,600.0	4,200.0	4,500.0	4,400.0	4,100.0	4,000.0	4,500.0	13%	0%
VIP赢率	2.80%	2.70%	3.20%	2.70%	3.10%	3.30%	2.60%		
VIP毛收入	128.8	113.4	144.0	118.8	127.1	132.0	117.0	-11%	-19%
中场流水	135.0	124.0	123.0	113.0	100.0	124.0	112.4	-9%	-9%
中场赢率	17.0%	18.5%	19.8%	19.8%	20.6%	18.5%	15.7%		
中场毛收入	23.0	22.9	24.4	22.4	20.6	22.9	17.6	-23%	-28%
老虎机流水	9.0	7.0	9.0	8.0	8.0	6.8	11.3	66%	26%
老虎机赢率	5.9%	6.5%	6.9%	6.8%	5.8%	6.0%	6.1%		
老虎机毛收入	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.7	69%	11%
博彩毛收入	152.3	136.8	169.0	141.7	148.2	155.3	135.3	-13%	-20%
非博彩收入	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.8	-3%	-3%
物业净收入	108.0	99.0	129.0	103.0	109.0	107.0	89.3	-17%	-31%
调整后EBITDA	1.7	14.0	14.0	3.3	3.7	5.1	5.6	10%	-60%
EBITDA Margin	1.6%	14.1%	10.9%	3.2%	3.4%	4.8%	6.3%	32%	-42%
平均赌桌数	126.0	127.0	117.0	114.0	114.0	108.0	101.0		
平均每桌每日收入(美元)	11,918.0	12,823.0	15,745.0	13,447.0	14,304.0	14,633.0	13,707.0	-6%	-13%
入住率	95.0%	95.0%	96.0%	94.0%	92.0%	95.0%	98.0%	3%	2%
每日平均房价(ADR)	200.0	208.0	200.0	210.0	207.0	200.0	201.0	-3%	-20%
每日房间收入(RevPAR)	190.0	197.0	192.0	197.0	190.0	190.0	197.0	4%	3%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 22: COD 马尼拉 2016 年以来博彩运营数据

COD马尼拉(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
VIP流水	1,500.0	1,700.0	1,600.0	2,100.0	2,400.0	3,200.0	3,000.0	-6%	88%
VIP赢率	2.80%	3.40%	4.00%	3.50%	3.40%	3.50%	2.50%		
VIP毛收入	42.0	57.8	64.0	73.5	81.6	112.0	75.0	-33%	17%
中场流水	120.0	134.0	147.0	149.0	154.0	170.0	174.1	2%	18%
中场赢率	27.5%	29.9%	29.9%	27.8%	28.7%	28.5%	29.9%		
中场毛收入	33.0	40.1	44.0	41.4	44.2	48.5	52.1	7%	18%
老虎机流水	451.0	515.0	597.0	671.0	730.0	759.0	757.3	0%	27%
老虎机赢率	6.1%	5.8%	5.8%	5.9%	6.2%	5.9%	5.6%		
老虎机毛收入	27.5	29.9	34.6	39.6	45.3	44.8	42.4	-5%	22%
博彩毛收入	102.5	127.7	142.6	154.5	171.1	205.2	169.5	-17%	19%
非博彩收入	24.0	26.0	27.0	28.0	28.0	30.0	29.2	-3%	8%
物业净收入	103.0	128.0	142.0	154.0	171.0	176.0	148.2	-16%	4%
调整后EBITDA	36.5	28.6	45.0	50.2	61.1	62.8	57.3	-9%	27%
EBITDA Margin	35.4%	22.3%	31.7%	32.6%	35.7%	35.7%	38.7%	8%	22%
平均赌桌数	268.0	277.0	117.0	272.0	270.0	278.0	290.0		
平均每桌每日收入(美元)	4,006.0	2,959.0	4,237.0	4,576.0	5,193.0	6,383.0	4,705.0	-26%	11%
入住率	92.0%	86.0%	92.0%	96.0%	98.0%	95.0%	96.0%	1%	4%
每日平均房价(ADR)	187.0	157.0	158.0	156.0	154.0	156.0	158.0	-3%	-20%
每日房间收入(RevPAR)	190.0	135.0	146.0	149.0	150.0	149.0	151.0	1%	3%

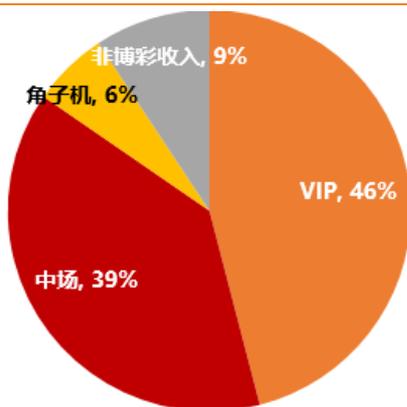
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 23: 摩卡娱乐场 2016 年以来博彩运营数据

摩卡娱乐场(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
老虎机流水	595.8	670.7	673.4	614.4	603.1	592.4	628.1	6%	-7%
老虎机赢率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.0%	4.8%	4.7%		
老虎机毛收入	27.4	30.9	31.0	28.3	30.2	28.4	29.5	4%	-5%
物业净收入	28.0	31.8	31.8	28.9	31.1	29.3	30.2	3%	-5%
调整后EBITDA	4.8	6.5	7.0	5.4	7.1	5.6	6.5	16%	-7%
EBITDA Margin	17.1%	20.4%	22.0%	18.7%	22.8%	19.1%	21.5%	-3%	-20%

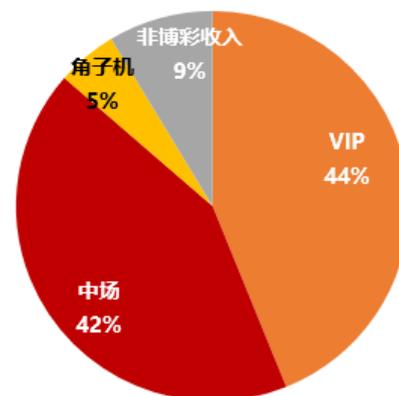
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 24: 新濠博亚 17Q2 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 25: 新濠博亚 17Q3 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 26: 新濠博亚各娱乐场和利润表模型预测

新濠博亚(百万美元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新濠天地					
VIP流水(turnover)	44,100	41,400	49,030	56,875	65,406
同比%	-	-6%	15%	16%	15%
VIP赢率	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
VIP毛收入	1,287	1,175	1,373	1,592	1,831
同比%	-	-9%	17%	16%	15%
中场流水(turnover)	4,836	4,309	4,398	5,278	6,439
同比%	-	-11%	6%	20%	22%
中场赢率	35.0%	35.8%	35.1%	35.1%	35.1%
中场毛收入	1,694	1,543	1,544	1,852	2,260
同比%	-	-9%	0%	20%	22%
老虎机流水(turnover)	4,641	4,104	4,046	4,612	5,304
同比%	-	-12%	5%	14%	15%
老虎机赢率	3.62%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
老虎机毛收入	168	144	142	161	186
新濠天地博彩毛收入	3,149	2,861	3,058	3,606	4,277
同比%	-	-9%	7%	18%	19%
非博彩收入	265	279	324	350	380
新濠天地博彩净收入	2,795	2,591	2,783	3,282	3,892
同比%	-	-7%	7%	18%	19%
-运营成本	-2,326	-2,180	-2,324	-2,658	-3,099
息税前利润(EBIT)	469	411	459	624	793
+折旧摊销(D&A)	329	331	343	400	464
新濠天地EBITDA	799	742	801	1,024	1,257
YoY%	-	-7%	8%	28%	23%
EBITDA Margin%	28.6%	28.7%	28.8%	31.2%	32.3%
新濠影汇					
VIP流水(turnover)	-	1,300	17,600	20,768	24,091
同比%	-	-	1254%	18%	16%
VIP赢率	-	1.4%	2.8%	2.8%	2.8%
VIP毛收入	-	18	493	590	684
中场流水(turnover)	365	2,480	2,754	3,250	3,900
同比%	-	579%	11%	18%	20%
中场赢率	22.4%	24.6%	26.0%	26.0%	26.0%
中场毛收入	82	611	716	845	1,014
老虎机流水(turnover)	265	2,002	2,131	2,387	2,721
同比%	-	-	6%	12%	14%
老虎机赢率	4.90%	3.76%	3.80%	3.80%	3.80%
老虎机毛收入	13	75	81	91	103
新濠影汇博彩毛收入	95	705	1,290	1,525	1,802
同比%	-	643%	83%	18%	18%
非博彩收入	38	223	216	250	283
新濠影汇净收入	123	839	1,161	1,373	1,621
同比%	-	581%	38%	18%	18%
-运营成本	-115	-760	-984	-1,121	-1,305
息税前利润(EBIT)	8	79	177	251	317
+折旧摊销(D&A)	5	77	143	167	194
新濠影汇EBITDA	13	156	320	419	511
YoY%	-	1139%	105%	31%	22%
EBITDA Margin%	10.2%	18.6%	27.6%	30.5%	31.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 27：新濠博亚各娱乐场和利润表模型预测(续)

新濠锋					
VIP流水(turnover)	23,900	17,700	17,000	18,700	20,196
同比%	-	-26%	-4%	10%	8%
VIP赢率	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
VIP毛收入	675	505	493	542	586
中场流水(turnover)	616	495	466	522	595
同比%	-	-20%	-6%	12%	14%
中场赢率	17.9%	18.7%	19.1%	19.1%	19.1%
中场毛收入	110	93	89	100	114
老虎机流水(turnover)	34	33	38	43	49
同比%	-	-2%	15%	12%	14%
老虎机赢率	5.37%	6.52%	5.80%	5.80%	5.80%
老虎机毛收入	2	2	2	2	3
新濠锋博彩毛收入	787	600	584	645	702
同比%	-	-24%	-3%	10%	9%
非博彩收入	32	28	28	30	32
新濠锋净收入	575	439	427	471	513
同比%	-	-24%	-3%	10%	9%
-运营成本	-550	-420	-402	-444	-485
息税前利润(EBIT)	25	19	24	27	28
+ 折旧摊销(D&A)	12	14	16	18	21
新濠锋EBITDA	36	33	40	45	49
YoY%	-	-9%	21%	12%	10%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	9.3%	9.5%	9.6%
新濠天地马尼拉					
VIP流水(turnover)	3,181	6,900	11,200	12,320	14,045
同比%	-	117%	62%	10%	14%
VIP赢率	2.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
VIP毛收入	73	237	370	407	463
中场流水(turnover)	441	550	688	771	879
同比%	-	25%	25%	12%	14%
中场赢率	26.3%	28.8%	27.0%	27.0%	27.0%
中场毛收入	116	158	186	208	237
老虎机流水(turnover)	1,780	2,234	2,986	3,285	3,712
同比%	-	25%	34%	10%	13%
老虎机赢率	5.21%	5.89%	5.90%	5.90%	5.90%
老虎机毛收入	93	132	176	194	219
新濠天地马尼拉博彩毛收入	281	527	732	808	920
同比%	-	88%	39%	11%	14%
非博彩收入	100	105	117	130	142
新濠天地马尼拉净收入	300	527	695	768	874
同比%	-	75%	32%	11%	14%
-运营成本	-268	-444	-562	-623	-705
息税前利润(EBIT)	32	83	133	145	169
+ 折旧摊销(D&A)	24	77	87	102	118
新濠天地马尼拉EBITDA	55	160	220	247	287
YoY%	-	189%	37%	12%	16%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	31.7%	32.1%	32.8%
摩卡娱乐场					
老虎机流水(turnover)	2,872	2,554	2,424	2,569	2,775
同比%	-	-11%	-5%	6%	8%
老虎机赢率	5.02%	4.60%	4.90%	4.90%	4.90%
老虎机毛收入	144	117	119	126	136
摩卡娱乐场博彩毛收入	144	117	119	126	136
同比%	-	-18%	3%	3%	5%
摩卡娱乐场净收入	136	121	120	122	125
同比%	-	-12%	0%	2%	2%
-运营成本	-115	-108	-104	-106	-110
息税前利润(EBIT)	21	13	16	16	15
+ 折旧摊销(D&A)	9	11	12	15	17
摩卡娱乐场EBITDA	30	24	28	30	32
YoY%	-	-22%	19%	7%	7%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	23.4%	24.7%	25.7%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 28：新濠博亚各娱乐场和利润表模型预测(续)

新濠博亚(百万美元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新濠博亚整个公司					
VIP流水(turnover)	71,181	67,300	94,830	108,663	123,738
同比%	-	-5%	41%	15%	14%
VIP赢率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
VIP毛收入	2,034	1,935	2,728	3,131	3,565
中场流水(turnover)	6,259	7,834	8,307	9,820	11,813
同比%	-	25%	6%	18%	20%
中场赢率	32.0%	30.7%	30.5%	30.6%	30.7%
中场毛收入	2,002	2,405	2,535	3,005	3,625
老虎机流水(turnover)	6,864	8,490	9,320	10,453	11,922
同比%	-	24%	10%	12%	14%
老虎机赢率	6.11%	5.54%	5.58%	5.49%	5.43%
老虎机毛收入	420	470	520	574	647
公司娱乐场毛收入	4,456	4,810	5,783	6,711	7,836
同比%	-	8%	20%	16%	17%
公司非博彩收入	435	635	685	760	837
佣金和折扣费用	-917	-926	-1,272	-1,409	-1,646
费用比率%	-21%	-19%	-22%	-21%	-21%
公司净收入	3,974	4,519	5,196	6,061	7,028
同比%	-	14%	15%	17%	16%
运营成本	-3,877	-4,156	-4,477	-5,088	-5,803
- 赌场费用	-2,655	-2,905	-3,221	-3,697	-4,287
- 酒店费用	-23	-33	-20	-20	-20
- 餐饮费用	-44	-66	-50	-80	-85
- 零售费用	-78	-110	-100	-100	-100
- 行政开支	-384	-447	-450	-463	-468
- 菲律宾利益支出	-17	-34	-10	0	0
- 开业前开支	-168	-4	0	0	0
- 折旧摊销	-471	-552	-623	-727	-843
- 物业和其他开支	-38	-5	-2	0	0
营业利润(亏损)	97	363	719	974	1,224
YOY%	-86%	276%	98%	35%	26%
+ 融资收益	14	6	15	18	18
- 融资成本	-172	-305	-400	-500	-530
+ 其他营业外(收入)亏损	0	11	0	0	0
除税前利润(EBT)	-61	75	334	492	712
净利润	106	176	317	467	677
同比%	-	66%	80%	47%	45%
股份	541	506	506	506	506
EPS	0.20	0.35	0.63	0.92	1.34
净利润	106	176	317	467	677
- 非利息净亏损/收益	-167	-109	-90	-90	-90
+ 所得税支出	1	8	17	25	36
+ 利息和其他非营运支出	172	294	400	500	530
+ 物业和其他开支	38	5	2	0	0
+ 股权激励	21	18	10	0	0
+ 折旧和摊销(D & A)	471	552	623	727	843
+ 开业前开支	168	4	0	0	0
+ 临时处置物业	3	-5	0	0	0
+ 菲律宾利益支出	17	34	10	0	0
经调整EBITDA	830	979	1,289	1,629	1,996
+ 企业和其他支出	116	115	120	135	140
经调整物业EBITDA	946	1,093	1,409	1,764	2,136
同比%	-30%	16%	29%	25%	21%
物业EBITDA Margin%	23.8%	24.2%	27.1%	29.1%	30.4%
新濠天地EBITDA	799	742	801	1,024	1,257
YoY%	-	-7.0%	8.0%	27.8%	22.8%
EBITDA Margin%	28.6%	28.7%	28.8%	31.2%	32.3%
新濠影汇EBITDA	13	156	320	419	511
YoY%	-	1139%	105%	31%	22%
EBITDA Margin%	10.2%	18.6%	27.6%	30.5%	31.5%
新濠锋净EBITDA	36	33	40	45	49
YoY%	-	-9%	21%	12%	10%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	9.3%	9.5%	9.6%
COD马尼拉EBITDA	55	160	220	247	287
YoY%	-	189%	37%	12%	16%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	31.7%	32.1%	32.8%
摩卡娱乐场EBITDA	30	24	28	30	32
YoY%	-	-22%	19%	7%	7%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	23.4%	24.7%	25.7%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com