

美高梅中国 (02282)

证券研究报告
2018年01月26日

新场延迟无碍基本面，仍首推“买入”，TP 30 港元

新场赌桌获批 125 桌并未低于预期，延迟 2 月开幕股价回调，基本面无碍

美高梅昨日出现回调，我们认为原因有二：1) 市场认为赌桌审批数量低于预期；2) 新赌场开幕再次延误。我们认为赌桌审批并未低于预期，新场略延迟开幕也并不影响公司基本面。1月24日晚澳门博彩局向美狮美高梅批准 125 桌中场赌台，其中 100 张在开幕到位，余下 25 张于 2019 年 1 月 1 日到位。和永利皇宫、巴黎人获批的 150 张赌台相比较低。我们认为美狮美高梅赌桌分配与永利皇宫、巴黎人一样，第一年获批 100 张，第二年批准 25 张，因此美狮美高梅开业后承载能力并未落后于永利皇宫和巴黎人。由于美高梅赌牌到 2020 年到期，我们判断澳门博彩局应等待 2020 年赌牌谈判完毕后，视情况给予审批，所以并未低于预期。其次澳门赌牌政策规定 2013 年以来每年新增赌牌年化不能超 3%，我们计算 16-17 年赌牌增长分别为 5.5% 和 2.7%，高增速可能也延缓后面赌桌的审批。美狮美高梅原定于 1 月 29 日开幕，但公司昨日公告将延迟于 2 月开幕，具体时间待定，鉴于美高梅仍需一定时间获得牌照和酒店的行政审批程序。考虑到永利皇宫和巴黎人也是约开业前 10 天获批新赌桌，我们判断公司应不会错过春节档期，因此对于公司 2018 年业绩增长保持信心。

高端中场的品牌效应，跟可支配收入高速增长和 VIP 下沉高端中场匹配

我们认为美高梅的酒店品牌享誉国内，在吸引高端中场游客市场，尤其是商务人士和 80 后-90 后等年轻群体具有相对优势，因此我们看好公司的高端中场业务和非博彩业务在路氹地区的市占率提升。新项目面积超过 400 万平方米，毗邻同样走较高端路线的永利皇宫及新濠天地，配有 1390 间客房、14 家餐厅、2870 平方米的会议中心和容纳 2000 人的动感影院，其中非博彩元素将占项目总面积逾 85%。加上澳门轻轨在 2019 年投入服务并在永利皇宫和美狮美高梅之间设站，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，我们认为美高梅中国将受益 18-19 年 VIP 客户开始下沉至高端中场的行情。17Q4 博彩行业中场增速猛增至 17% (对比 Q1-Q3 的 8%、7% 和 7%)，从已发布的永利、金沙 Q4 业绩来看，高端中场增速明显，佐证了我们的逻辑。随着二三线城市人均 GDP 陆续突破 7000 美元，广东以外、尤其是 2-3 线地区游客数量和消费明显增加。未来随着二三线城市消费升级，配合 18-19 年陆续落地港珠澳大桥、城轨延长线、澳门本地轻轨等基础设施和互联互通政策，未来内地非广东游客赴澳空间仍巨大，美高梅有望抓住赌额较高的长期回头客。

估值：效仿永利 ramp up 节奏，有望成为 18 年博企业绩增幅最确定公司

对比 2016 年 8 月同样在路氹开幕的永利皇宫主打 VIP 业务，美高梅新项目将主打毛利率较高的高端中场业务。跟永利类似，公司本来也是在澳门半岛（老澳门）拥有一个规模较小的娱乐场，然后将新场设在路氹区域。永利皇宫凭 VIP 业务快速 ramp up，带动股价从年初至今已翻倍。美高梅新场主打高端中场，培养客户 ramp up 会较慢，但属长期回头客且毛利率较高。我们预计美高梅单纯新场将可贡献 2018 年 2.5 亿美元 EBITDA，并预计带动公司整体 EBITDA 逾 8 亿美元。公司表示新场地范围较集中，ramp up 过程将从毛利较高的高端中场开始，在 2 季度开始设立自营 VIP 业务，最终会引入毛利率较低的中介 VIP 业务。我们认为公司擅长客户关系培养，能够抓住高端中场客户的回头率，加上国内富有阶层和可支配收入高速增长的势头，我们看好美高梅新项目的高端中场定位。目前公司 EV/EBITDA 估值为 24x，我们判断新场开幕有望让公司在 2018 年成为澳门六大博彩企业里业绩增幅最确定的公司，因此我们认为 2018 年 17.5x 估值较为合理，目标价维持 30 港元，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	23.25 港元
目标价格	30 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,800.00
港股总市值(百万港元)	88,350.00
每股净资产(港元)	2.08
资产负债率(%)	73.96
一年内最高/最低(港元)	25.50/13.58

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

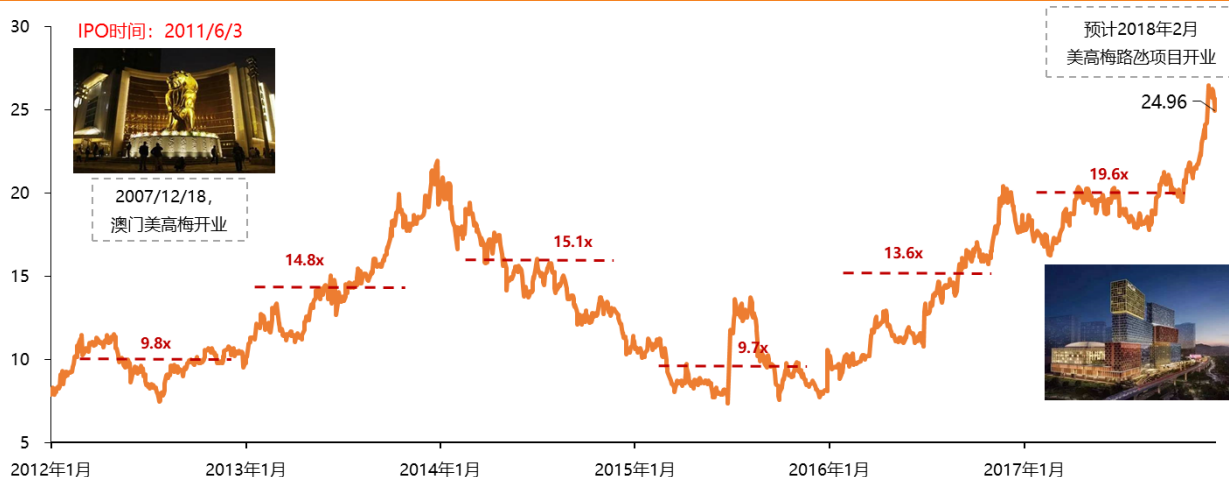
- 1 《美高梅中国-公司点评:行业首选，TP 从 25 上调至 30 港元，重申“买入”》 2017-12-27
- 2 《美高梅中国-公司点评:业绩略超预期，路氹新项目值得期待，重申“增持”》 2017-11-10
- 3 《美高梅中国-公司点评:业绩不达标，短期无催化，下调至“增持”，TP17 港元》 2017-08-01

图 1：美高梅中国股价与娱乐场开业的历史（港元）



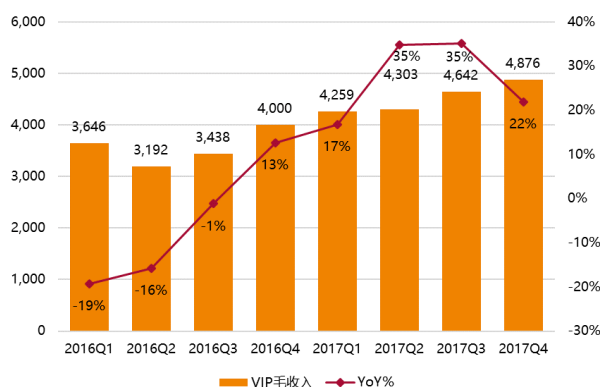
资料来源：截止至 1 月 25 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 2：美高梅中国 EV/EBITDA 估值与娱乐场开业的历史



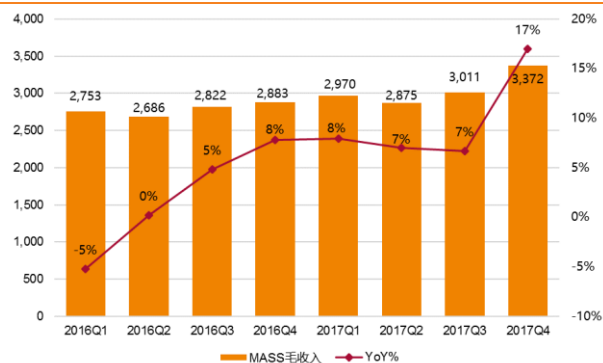
资料来源：截止至 1 月 25 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 3：澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现（百万澳门元）



资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 4：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现（百万澳门元）



资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 5：2018-2019 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 4	2017	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	72,365	265,742	302,151	339,698
同比%	-3%	-34%	-13%	-9%	1%	10%	-3%	13%	22%	22%	20%	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	40,637	150,673	173,274	194,067
同比%	-11%	-40%	-19%	-16%	-1%	13%	-7%	17%	35%	35%	22%	27%	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	31,728	115,069	128,877	145,631
同比%	14%	-26%	-5%	-1%	4%	7%	1%	9%	8%	7%	17%	10%	12%	13%

资料来源：DICJ，天风证券研究所整理预测

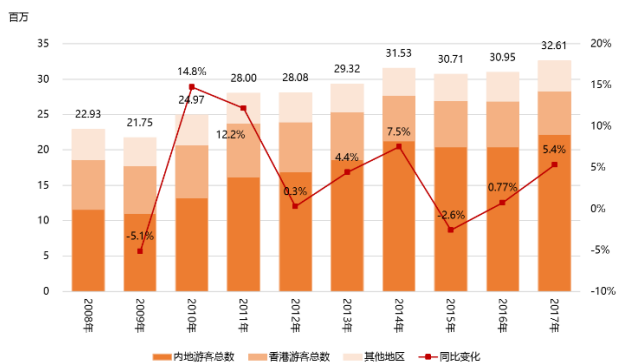
图 6：中国 2016-2021 年消费增长预测

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	下层富有	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

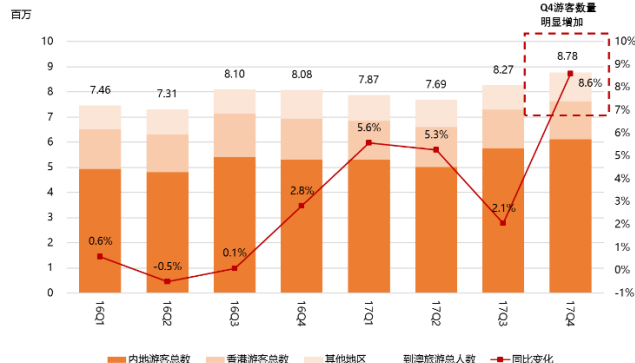
资料来源：波士顿咨询，世界货币基金组织，天风证券研究所整理

图 7：2008 年至今赴澳旅游人数



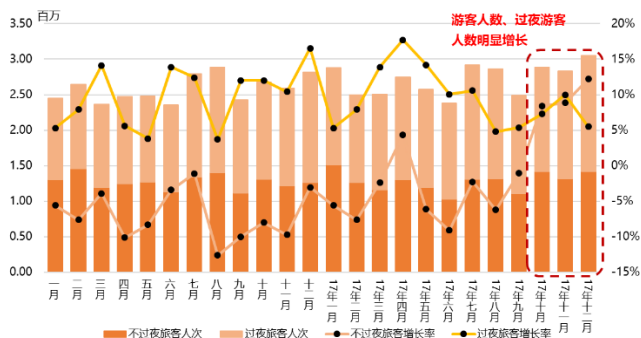
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 8：2016 年至今季度赴澳旅客方人数



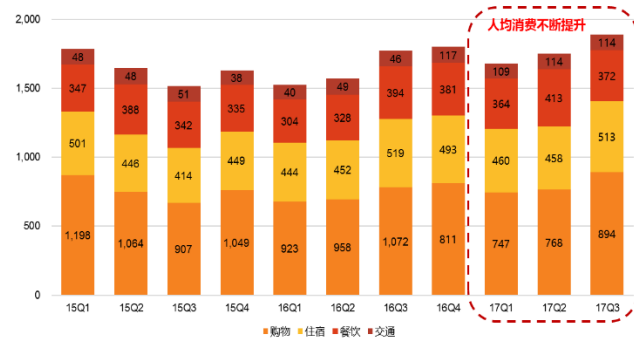
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 9：2016 年至今过夜游客和非过夜游客人数增长和同比



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 10：2016 年至今季度旅客人均消费水平



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 11：澳门 2017-2018 年赴澳内地游客结构和渗透率预测

省份	2017年	2016年	同比变化	内地人口数量	城市适龄人口	假设每年访澳次数	渗透率	人均GDP
广东	9,232,591	9,021,402	2%	109.99	49.50	3.40	5.5%	11,143
福建	836,762	774,013	8%	38.74	15.50	2.40	2.2%	11,247
湖南	1,005,526	870,680	15%	68.22	27.29	2.40	1.5%	6,983
湖北	737,190	620,564	19%	58.85	23.54	2.40	1.3%	8,380
浙江	645,082	560,006	15%	55.90	22.36	2.40	1.2%	12,784
广西	634,668	569,050	12%	48.38	19.35	2.40	1.4%	5,725
江苏	586,370	467,359	25%	79.99	32.00	2.40	0.8%	14,586
上海	610,204	514,960	18%	24.20	9.68	2.40	2.6%	17,548
江西	512,661	431,266	19%	45.92	18.37	2.40	1.2%	6,082
河南	474,705	425,357	12%	95.32	38.13	2.40	0.5%	6,410
四川	418,660	362,015	16%	82.62	33.05	2.40	0.5%	6,022
北京	353,894	325,238	9%	21.73	8.69	2.40	1.7%	17,795
辽宁	334,439	298,674	12%	43.78	17.51	1.40	1.4%	7,647
河北	319,006	239,635	33%	74.70	29.88	1.40	0.8%	6,483
黑龙江	293,540	238,760	23%	37.99	15.20	1.40	1.4%	6,087
山东	302,151	239,287	26%	99.47	39.79	1.40	0.5%	10,348
安徽	264,571	240,118	10%	61.96	24.78	1.40	0.8%	5,956
重庆	256,447	220,322	16%	30.48	12.19	2.40	0.9%	8,807
山西	204,609	244,316	-16%	36.82	14.73	2.40	0.6%	5,349
吉林	217,987	231,457	-6%	27.33	10.93	1.40	1.4%	8,110
其他省份	3,955,140	3,355,776	18%	240	96.13	1.40	2.9%	—
中国内地	22,196,203	21,104,892	5%	1,382.71	553.08	2.11	1.9%	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

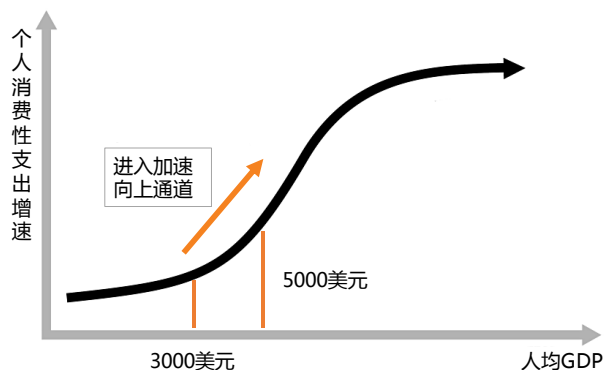
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 12：不同博彩地区市场渗透率情况

游客来源地：	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
渗透率：	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

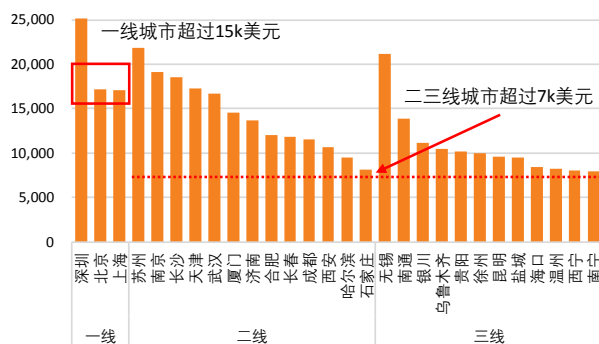
资料来源：DSEC, AGA, 澳大利亚统计局, 团队整理和预测

图 13：S 消费曲线拐点示意图



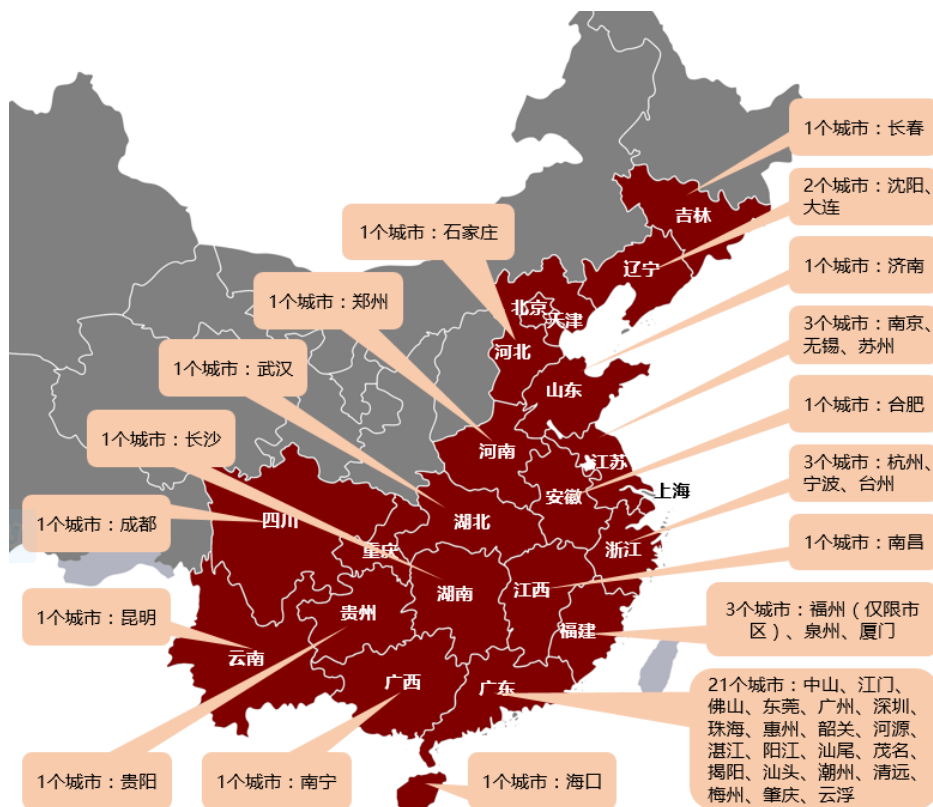
资料来源：Wind, 天风证券研究所整理

图 14：2016 年我国各线城市人均 GDP (单位：美元)



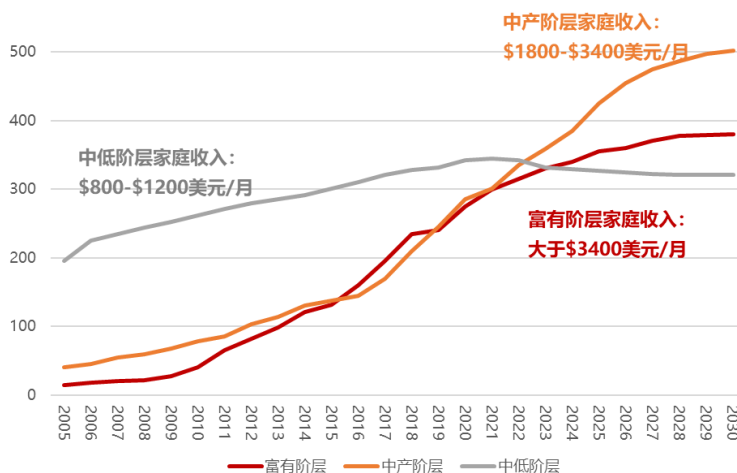
资料来源：Wind, 天风证券研究所整理

图 15：全国自由行城市分布



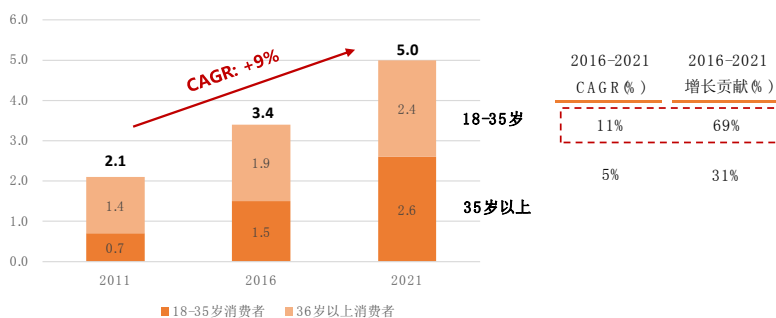
资料来源：国家旅游局，天风证券研究所整理

图 16：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 17: 城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动力量 (万亿美元)



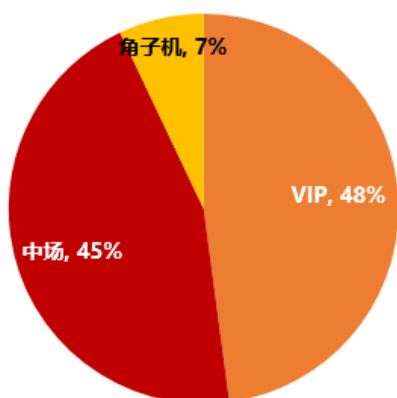
资料来源: 国际货币基金组织, 波士顿咨询, 天风证券研究所整理

图 18: 美高梅中国 2016 年以来娱乐场季度数据

美高梅中国(百万美元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	QoQ	YoY
VIP平均赌桌数	165	162	161	161	149	145	145		
公司VIP流水(turnover)	9,472.5	8,430.1	8,882.9	8,143.5	7,930.9	8,685.4	8,258.3	-5%	-7%
公司VIP赢率	3.00%	3.10%	3.00%	3.70%	3.40%	2.90%	3.30%		
公司VIP毛收入	288.9	260.6	267.5	305.1	269.5	255.1	274.5	8%	3%
VIP每桌每日收入(美元)	19,297.2	17,706.0	18,070.0	20,644.0	20,046.0	19,370.0	20,563.3	6%	14%
中场平均赌桌数	256	254	248	257	271	270	270		
公司中场流水	1,332.0	1,332.0	1,335.0	-	1,266.1	1,227.8	1,293.4	5%	-3%
公司中场赢率	18.0%	18.2%	20.1%	-	22.2%	19.3%	18.4%	-5%	-8%
公司中场毛收入	240.1	242.1	272.7	244.6	280.5	237.1	238.0	0%	-13%
中场每桌每日收入(美元)	10,309.0	10,465.0	11,947.0	10,348.0	11,492.0	9,659.0	9,589.4	-1%	-20%
老虎机平均数	1,183	1,024	1,032	1,002	1,016	1,033	1,040		
公司老虎机流水	858.7	901.5	1,001.9	983.8	966.5	929.0	993.5	7%	-1%
公司老虎机赢率	4.9%	4.4%	3.8%	4.4%	4.6%	4.4%	4.7%		
公司老虎机毛收入	41.7	39.9	38.5	43.4	44.2	40.9	46.7	14%	21%
老虎机每台每日收入(美元)	390.0	429.0	403.0	468.0	481.0	429.0	487.2	14%	21%
佣金及奖励	106.5	95.0	83.8	100.9	95.9	87.5	96.6	10%	15%
客房入住率	94.1%	95.8%	95.7%	96.0%	94.3%	96.5%	95.2%	-1%	-1%
每日房间收入(RevPAR)	277.9	283.4	280.4	282.1	260.0	261.0	257.6	-1%	-8%
总收入	469.0	452.0	500.0	500.0	502.0	449.0	471.0	5%	-6%
调整后EBITDA	114.0	119.0	150.0	138.0	143.0	116.0	118.0	2%	-21%
EBITDA Margin	24.3%	26.4%	30.0%	27.5%	28.5%	25.9%	25.1%	-3%	-16%

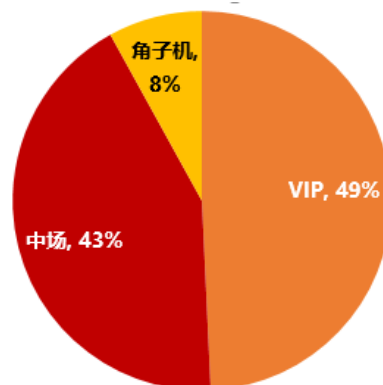
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 19: 美高梅中国 17Q2 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 20: 美高梅中国 17Q3 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 21: 美高梅中国各娱乐场和利润表模型预测

美高梅中国(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
旧美高梅					
VIP流水(turnover)	354,321	268,685	271,464	295,895	316,608
同比%	-	-24%	1%	9%	7%
VIP赢率	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
VIP毛收入	11,737	8,631	8,958	9,469	10,131
同比%	-	-26%	4%	6%	7%
中场毛收入	7,557	7,689	8,212	9,526	10,860
同比%	-	2%	7%	16%	14%
老虎机流水(turnover)	35,259	28,815	30,257	34,493	39,322
同比%	-	-18%	5%	14%	14%
老虎机赢率	4.57%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%
老虎机毛收入	1,612	1,257	1,319	1,504	1,714
旧美高梅娱乐场毛收入	20,906	17,577	18,490	20,499	22,706
同比%	-	-16%	5%	11%	11%
-佣金及折扣	-4,065	-2,971	-3,051	-3,485	-3,860
+非博彩收入	329	301	330	350	360
旧美高梅净收入	17,170	14,907	15,769	17,364	19,206
YoY%	-	-13%	6%	10%	11%
-运营成本	-13,307	-11,187	-11,691	-12,737	-13,995
息税前利润(EBIT)	3,863	3,720	4,078	4,628	5,211
+折旧摊销(D&A)	806	772	780	790	800
旧美高梅EB ITDA	4,669	4,492	4,858	5,418	6,011
YoY%	-	-4%	8%	12%	11%
EB ITDA Margin%	27.2%	30.1%	30.8%	31.2%	31.3%
美高梅路氹					
VIP流水(turnover)	-	-	-	115,227	149,795
同比%	-	-	-	-	30%
VIP赢率	-	-	-	2.8%	2.8%
VIP毛收入	-	-	-	3,226	4,194
中场毛收入	-	-	-	3,010	4,816
同比%	-	-	-	-	14%
老虎机流水(turnover)	-	-	-	10,210	12,252
同比%	-	-	-	-	20%
老虎机赢率	-	-	-	4.25%	4.25%
老虎机毛收入	-	-	-	434	521
美高梅路氹娱乐场毛收入	0	0	0	6,670	9,531
同比%	-	-	-	-	43%
-佣金及折扣	-	-	-	-1,067	-1,525
+非博彩收入	-	-	-	210	240
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,813	8,246
YoY%	-	-	-	-	42%
-运营成本	-	-	-	-4,267	-5,989
息税前利润(EBIT)	-	-	-	1,546	2,257
+折旧摊销(D&A)	-	-	-	260	350
新美高梅EB ITDA	-	-	-	1,806	2,607
YoY%	-	-	-	-	44%
EB ITDA Margin%	-	-	-	31.1%	31.6%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所预测

图 22: 美高梅中国各娱乐场和利润表模型预测(续)

美高梅中国(百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
公司					
公司净收入	17,170	14,907	15,769	23,177	27,452
同比%	-	-13%	6%	47%	18%
旧美高梅净收入	17,170	14,907	15,769	17,364	19,206
同比%	-	-13%	6%	10%	11%
美高梅路氹净收入	-	-	-	5,813	8,246
同比%	-	-	-	-	42%
运营成本	-13,890	-11,808	-12,241	-17,840	-20,635
- 博彩税	-8,306	-6,999	-7,396	-10,870	-12,875
博彩税率	-48.4%	-46.9%	-46.9%	-46.9%	-46.9%
- 存货消耗	-324	-273	-270	-410	-610
- 员工薪酬支出	-1,966	-1,949	-1,905	-2,310	-2,600
- 折旧摊销	-806	-772	-780	-1,050	-1,150
- 其他开支	-2,489	-1,816	-1,890	-3,200	-3,400
营业利润 (亏损)	3,281	3,099	3,528	5,337	6,817
YOY%	-	-6%	14%	51%	28%
营业利润率%	19%	21%	22%	23%	25%
+ 融资收益	12	6	20	18	18
- 融资成本	-146	-53	-30	-30	-30
+ 外汇(收益)亏损	-18	-1	-2	0	0
除税前利润(EBT)	3,129	3,052	3,516	5,325	6,805
- 所得税开支	-17	-15	-19	-25	-20
所得税率%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
净利润	3,113	3,037	3,497	5,300	6,785
同比%	-	-2%	15%	52%	28%
净利润率%	18%	20%	22%	23%	25%
股份	3,796	3,796	3,802	3,802	3,802
EPS	0.82	0.80	0.92	1.39	1.78
净利润	3,113	3,037	3,497	5,300	6,785
+ 利息和外汇净亏损/收益	151	48	12	12	12
+ 所得税开支	17	15	19	25	20
+ 股权激励	86	73	73	73	73
+ 折旧和摊销(D & A)	806	772	780	1,050	1,150
+ 企业支出	412	384	321	544	578
+ 开业前成本	54	166	155	220	0
+ 处置物业等收入/亏损	32	-2	0	0	0
经调整EBITDA	4,669	4,492	4,858	7,224	8,618
同比%	-	-4%	8%	49%	19%
旧美高梅EBITDA	4,669	4,492	4,858	5,418	6,011
Margin%	27.2%	30.1%	30.8%	31.2%	31.3%
美高梅路氹EBITDA	-	-	-	1,806	2,607
Margin%	-	-	-	31.1%	31.6%

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	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