

新濠国际发展 (00200)

三大利好春暖花开, TP 上调至 32 港元, 重申“买入”

证券研究报告

2018 年 04 月 16 日

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 26.60 港元

目标价格 32 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 1,536.38
港股总市值(百万港元) 40,867.74
每股净资产(港元) 30.01
资产负债率(%) 53.34
一年内最高/最低(港元) 26.65/14.94

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 《新濠国际发展-公司点评-短期催化等 5 月, TP 下调至 28 港元, 维持“买入”》 2018-02-09
- 2 《新濠国际发展-公司点评-短中长期多项利好, 上调 TP 到 34 港元, 重申买入》 2017-12-31
- 3 《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

三大利好催化, 6 月开幕 Morpheus 蓄力新濠天地, 塞浦路斯锦上添花

我们认为新濠短期内有三大利好: 1) 新濠斥资 10 亿美元新建的高端酒店 Morpheus (摩珀斯) 预计在 6 月开幕, 主打高端中场和 VIP 客户。赌桌方面, 公司应该不会获批新赌桌但将调用旗下娱乐场中闲置或使用率不高的赌桌, 我们认为此举将提高整体单桌赌台运营效率。Morpheus 是已故设计师 Zaha Hadid 遗作, 提供约 780 间客房、套房和空中别墅, 我们看好新酒店定位和设计, 有望为新濠天地吸引更多高端客, 较强的经营数据可能在 18H2 反映; 2) 我们认为新濠天地 18Q1 业绩有望随着更换新运营总监 David Sisk 和巩固销售团队而改善。作为公司的营收主力, 新濠天地 17Q4 由于高端中场份额下滑导致业绩疲软, 主要由于原总监 Gabriel Hunterton 在运营理念和新濠天地销售团队产生一定冲突而流失较多销售骨干, 加上永利皇宫和金沙在高端中场的竞争, 导致这块的流失。公司在年报表示今年 1 月更换了新总监 David Sisk, 原新濠影汇运营总监, 在 VIP 和高端中场运营经验较为丰富。我们也发现 18Q1 新濠天地娱乐场中客流显著改善, 公关人员数量和力度有所加强; 3) 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 个卫星娱乐场项目有望在 18 年 6 月开始贡献业绩, 而新建的利马索尔综合娱乐场预计在 2021 年为公司带来收入增长。

日本设立最多 3 处大型娱乐度假村, 新濠有望成为华资日本赌牌稀缺标的

根据日经新闻, 今年 4 月日本就博彩娱乐项目细节形成初步共识, 包括: 1) 全国大型娱乐场最多 3 处; 2) 日本人赌场入场费设定 6000 日元(约合人民币 350 元); 3) 日本国民进场要求和限制等。此次日本议会确认将建设 3 处大型娱乐场, 将大大提高新濠进驻日本的竞标概率。我们一直强调美国金沙集团(LVS.US)和美高梅集团(MGM.US)凭借国际背景和丰富的度假村经营经验有望赢得赌牌, 同样具备国际经验的新濠国际也有机会竞争, 而永利度假(WYNN.US)、银河(27.HK)和云顶我们认为概率较低。永利曾与其早期日本投资人 Kazuo Okada 因股权对簿公堂, 目前虽然和解但留下不好印象, 此外 Steve Wynn 性丑闻也是日本社会大忌, 因此永利能获赌牌机会较低。银河上周在菲律宾长滩岛项目因当地政策变化而搁浅, 虽然入股美国永利, 但国际经验仍不足。云顶集团在新加坡赌场经营落后金沙, 加上菲律宾的事故, 因此概率也不大。当然新濠进军日本需要与本地合伙人进行合作。我们认为日本将会分别在东京湾区和京都-大阪-神户地区建设大型综合度假区, 同时还会在鹿儿岛、北海道等岛屿建设综合度假区。4 月 12 日, 新濠在大阪举办发布会, 表明争夺赌牌野心。我们乐观估计日本开赌至少在 2025 年左右, 新濠在未来有望成为华资日本赌牌的稀缺标的。

估值: 新濠博亚估值偏低, 回购+购股权显示信心, 折让有望收窄, 上调新濠国际(200.HK)TP 至 32 港元, 上调新濠博亚(MLCO.US)TP 至 33 美元

我们再次强调 18-19 年中场+非博彩的投资主线。新濠是澳门高端中场业务开创者, 旗下物业有各具特色设计风格, 可以抓住各年龄层次、的高端中场顾客, 配合港珠澳 2018 年港珠澳大桥有望通车, 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。另外, 新濠博亚 5 亿美元股份回购计划也将在 3 月 21 日开始可以执行, 加上新濠国际 4 月 10 日向众位董事授予购股权, 执行价格 23.15 港元 (未折价), 显示出公司对于未来业绩和股价的信心。我们维持新濠博亚 2018 年 EBITDA 18 亿美元预测, 公司 TTM EV/EBITDA 估值 14.1x, 对比行业目前 20.8x, 随着短中长期利好催化, 我们认为 EV/EBITDA 11.5x 较为合适, 我们上调新濠博亚(MLCO.US)目标价格, 从 33 美元提至 38 美元, 重申“买入”评级。我们认为新濠国际相对新濠博亚的折让有望从目前的 40%收窄至 30%以下, 我们上调港股母公司新濠国际(200.HK)目标价格, 从 28 港元提至 32 港元, 重申“买入”评级。

风险提示: 政策收紧, 国内经济不景气, 公司业务进展缓慢等



图 1：新濠博亚股价与娱乐场开业的历史（美元）



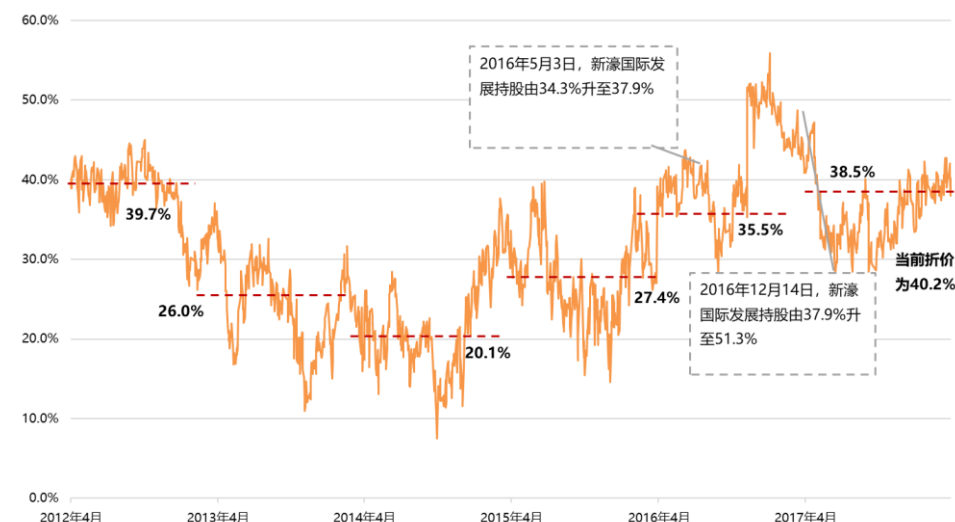
资料来源：截止至 4 月 13 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

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 4 月 13 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



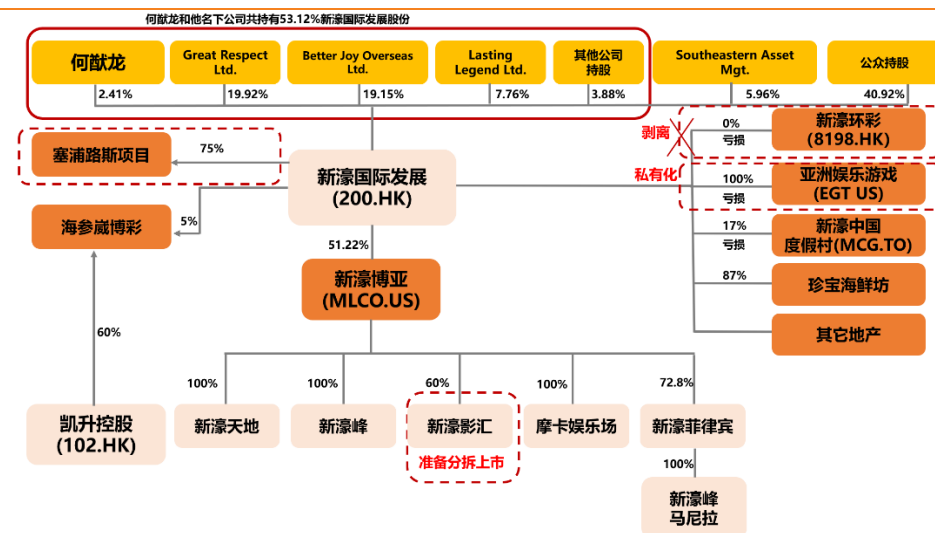
数据截至 2018 年 4 月 13 日收盘, 资料来源: Wind, 天风证券研究所整理

图 4：新濠国际发展目前 SOTP 估值, 目标价 32 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)	38.0	441	16,749.6	51.3%	67,022	45.41
Oriental Regent	0.89	1,488	1,324	5.0%	66	0.04
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)					68,738	46.57
现金 - 债务					-730	(0.48)
净资产价值					68,008	44.27
注: 新濠博亚(MLCO.US)按照我们预测38美元目标价计算的市值					30% 折让后TP	32.0

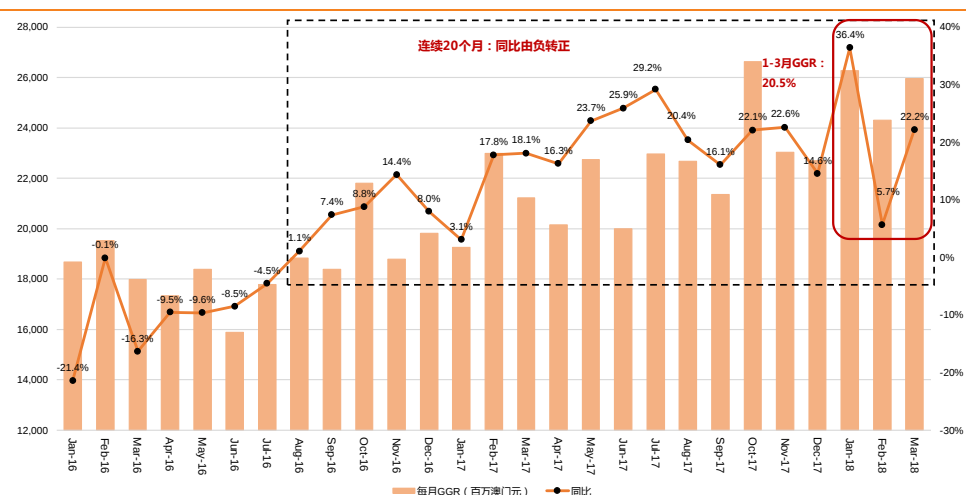
资料来源: 彭博, 公司财报, 天风证券研究所预测

图 5：新濠国际发展目前的公司结构



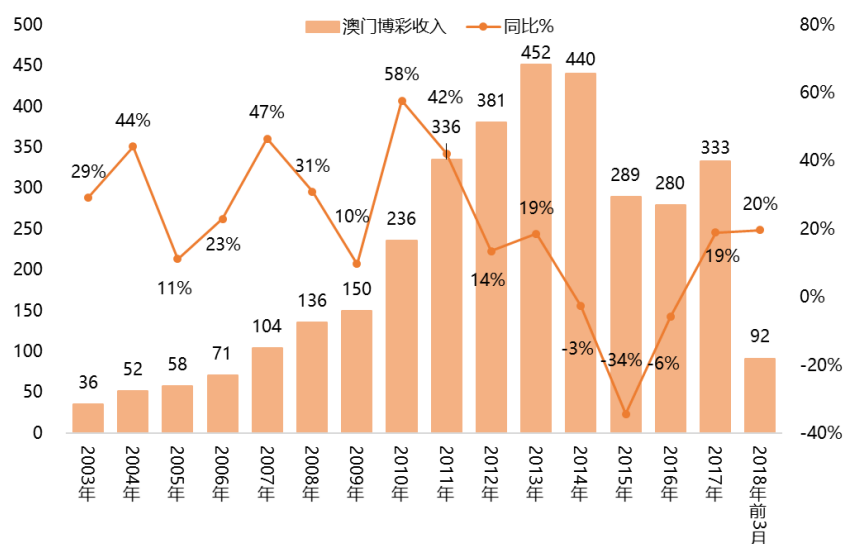
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 6：澳门博彩每月 GGR（单位：百万澳门元）



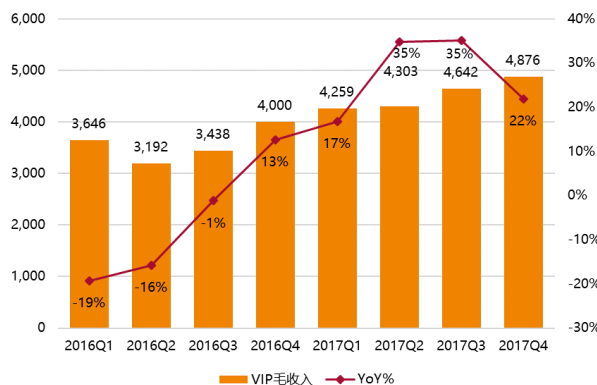
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 7：澳门博彩 2003 年-2018 年前 3 月 GGR（单位：亿美元）



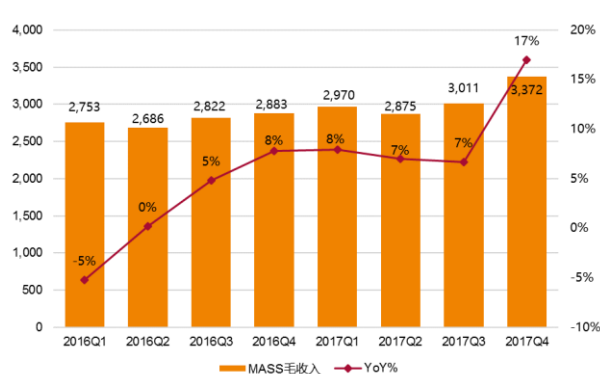
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 8：澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 9：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



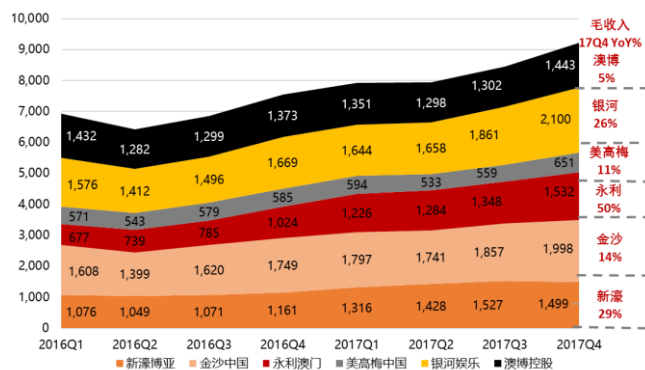
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 10：2018-2019 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%

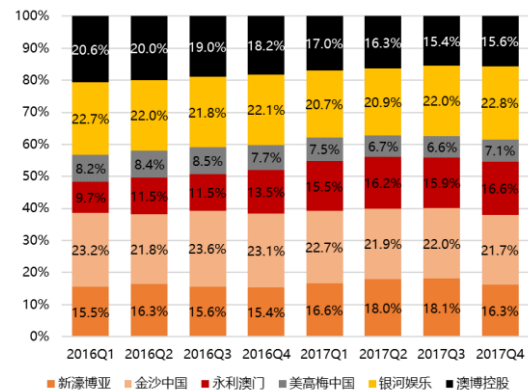
资料来源：DICJ，天风证券研究所整理预测

图 11：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩毛收入（百万美元）



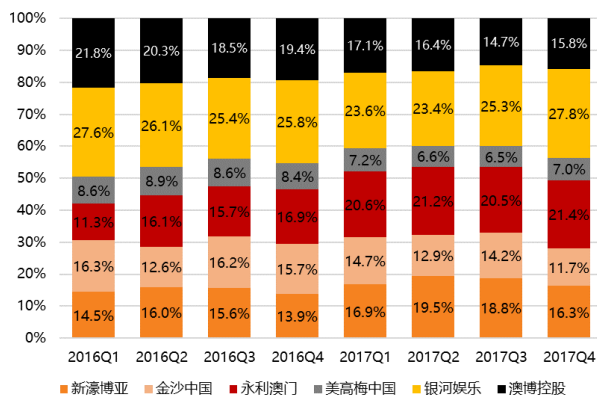
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 12：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩毛收入市场份额占比



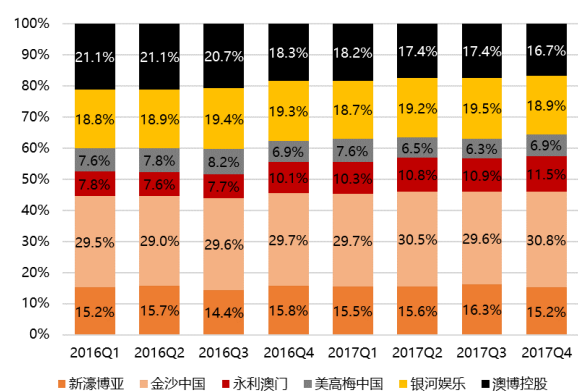
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 13：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 14：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 MASS 市场份额占比



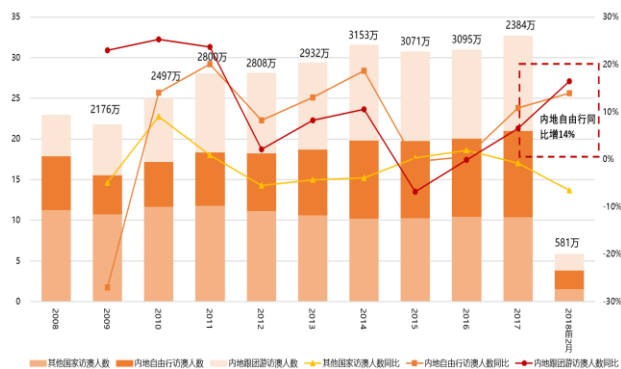
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 15：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图

	17Q 1			17Q 2			17Q 3			17Q 4		
	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS
行业数据	13%	17%	8%	22%	35%	7%	22%	35%	7%	20%	22%	17%
新濠博亚	22%	31%	20%	36%	61%	16%	26%	63%	2%	29%	44%	16%
金沙中国	12%	1%	18%	25%	35%	22%	15%	19%	13%	14%	-9%	27%
永利澳门	81%	104%	53%	74%	74%	67%	72%	77%	59%	50%	55%	40%
美高梅中国	4%	-7%	17%	-2%	-2%	-2%	-3%	3%	-13%	11%	2%	22%
银河娱乐	4%	-4%	16%	17%	18%	18%	24%	35%	13%	26%	32%	20%
澳博控股	-6%	-12%	1%	1%	7%	-4%	0.4%	7%	-5%	5%	-1%	11%

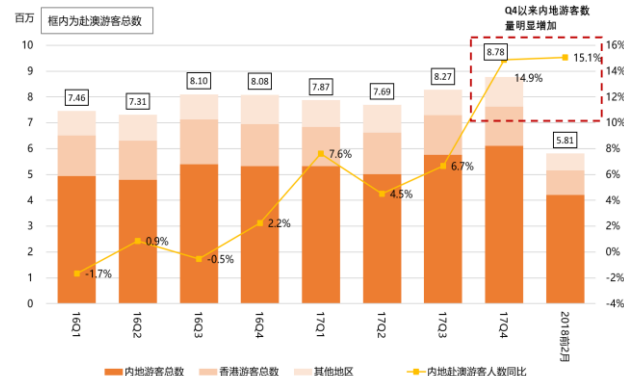
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 16：2008 年至今赴澳旅游人数



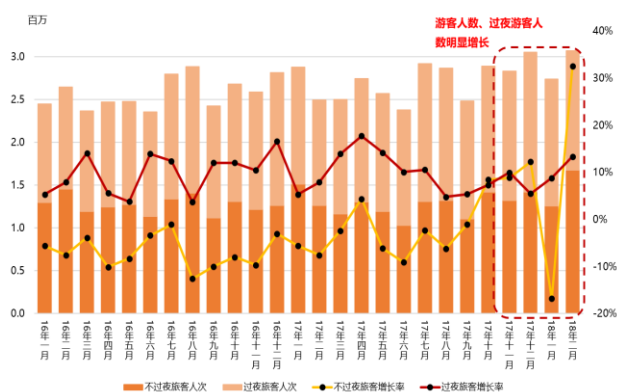
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 17：2016 年至今季度赴澳旅客人数



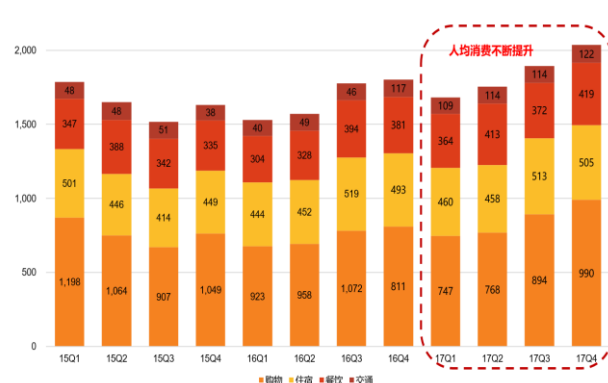
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 18：2016 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 19：2016 年至今季度旅客人均消费水平（澳门元）



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 20：中国 2016-2021 年消费增长预测

		人口		个人消费		CAGR
每年可支配资产		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 21：澳门 2017-2018 年赴澳内地游客结构和渗透率预测（人次）

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	渗透率	人均GDP
					21-64岁	澳次数		
			%	(百万)	(百万)	(次)	%	(美元)
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

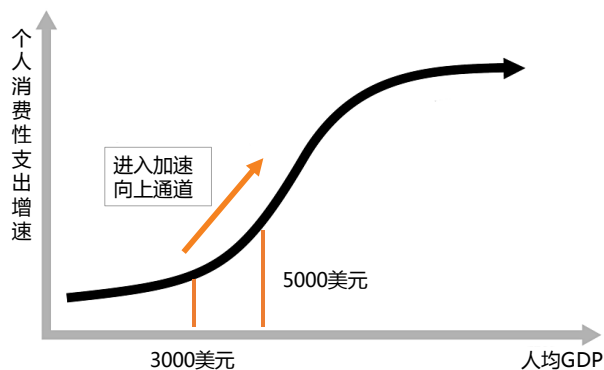
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 22：不同博彩地区市场渗透率情况

		较成熟市场		
游客来源地:	中国内地居民	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

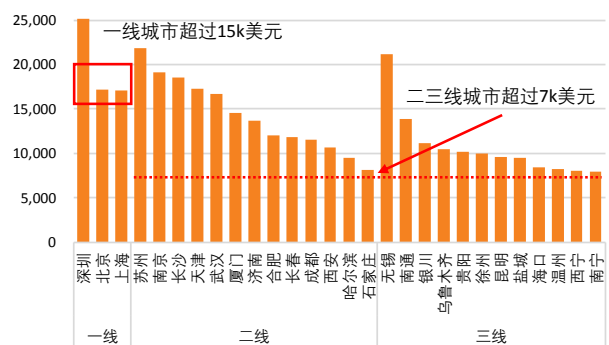
资料来源：DSEC，AGA，澳大利亚统计局，团队整理和预测

图 23: S 消费曲线拐点示意图



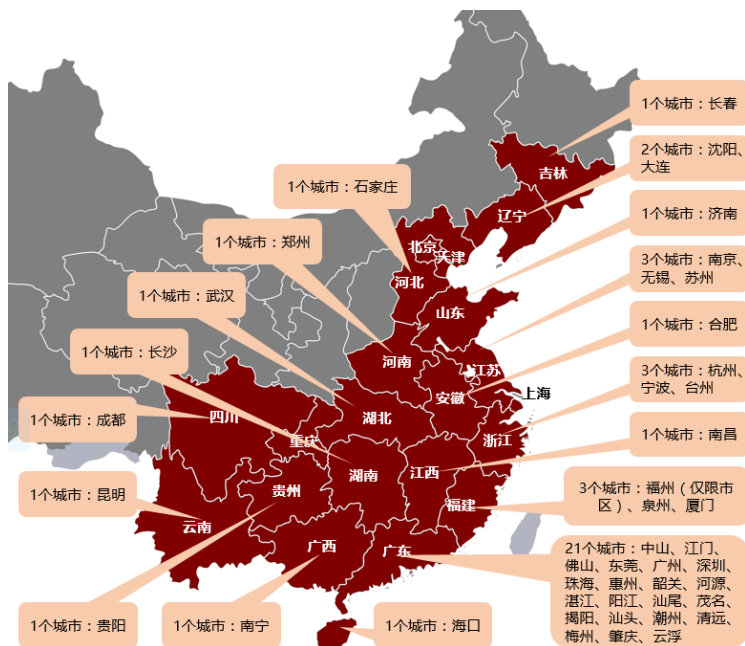
资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 24：2016 年我国各线城市人均 GDP（单位：美元）



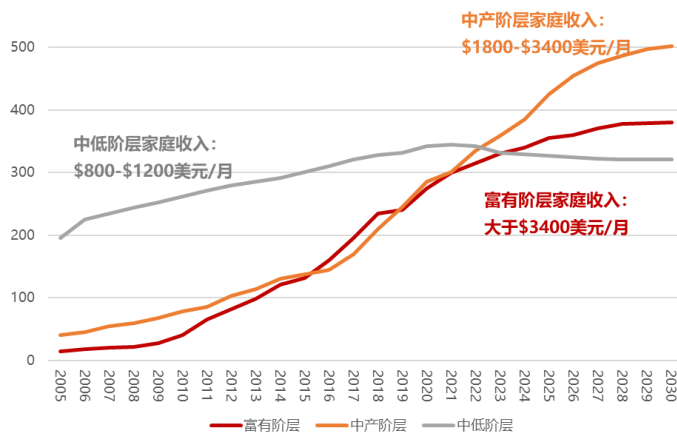
资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 25：全国自由行城市分布



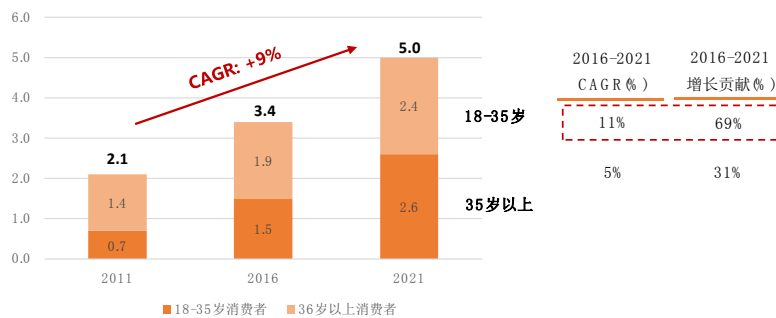
资料来源：国家旅游局，天风证券研究所整理

图 26：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 27：城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动力（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 28：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	4Q17	QoQ	YoY
公司VIP流水(turnover)	15,900	15,800	16,700	18,900	22,700	24,100	23,800	24,900	5%	32%
公司VIP赢率	3.05%	2.96%	2.90%	2.64%	2.80%	3.12%	3.31%	2.89%		
公司VIP毛收入	484	468	484	499	635	753	788	719	-9%	44%
公司中场流水	1,876	1,878	2,025	2,055	1,970	2,028	2,179	2,389	10%	16%
公司中场赢率	30.6%	30.1%	30.3%	31.7%	31.9%	29.4%	28.7%	27.4%		
公司中场毛收入	575	565	615	650	629	596	626	654	4%	0%
公司老虎机流水	2,511	2,682	2,870	2,864	2,864	2,799	2,960	3,098	5%	8%
公司老虎机赢率	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.5%	4.7%	4.2%	4.6%		
公司老虎机毛收入	106	110	124	130	128	131	123	144	17%	11%
公司非博彩收入	152	147	168	168	163	161	169	163	-4%	-3%
新濠天地净收入	679	630	621	661	693	645	716	613	-14%	-7%
新濠影汇净收入	179	184	230	246	278	332	385	369	-4%	50%
新濠锋净收入	108	99	129	103	109	107	89	140	57%	36%
COD马尼拉净收入	103	128	142	154	171	176	148	168	13%	9%
摩卡娱乐场净收入	28	32	32	29	31	29	30	31	2%	6%
公司总净收入	1,097	1,073	1,154	1,193	1,282	1,289	1,368	1,320	-4%	11%
新濠天地EBITDA	206	178	170	189	214	175	246	170	-31%	-10%
新濠影汇EBITDA	25	22	53	57	68	81	96	92	-4%	61%
新濠锋净EBITDA	2	14	14	3	4	5	6	18	213%	430%
COD马尼拉EBITDA	37	29	45	50	61	63	57	54	-6%	7%
摩卡娱乐场EBITDA	5	7	7	5	7	6	7	7	14%	37%
公司Property EBITDA	273	249	289	304	353	330	411	340	-17%	12%
公司Property EBITDA Margin	24.9%	23.2%	25.1%	25.5%	27.5%	25.6%	30.1%	25.8%		

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 29：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	4Q17	QoQ	YoY
VIP流水	9,800	9,900	10,600	11,100	12,600	12,200	11,200	11,400	2%	3%
VIP赢率	3.20%	3.00%	2.60%	2.60%	2.70%	2.90%	3.50%	2.70%		
VIP毛收入	314	297	276	289	340	354	392	308	-21%	7%
中场流水	1,074	1,028	1,097	1,110	1,060	1,073	1,145	1,226	7%	10%
中场赢率	36.70%	35.70%	34.50%	36.30%	36.9%	32.4%	32.3%	28.6%		
中场毛收入	394	367	378	403	391	348	370	351	-5%	-13%
老虎机流水	1,045	1,004	1,003	1,052	1,026	938	982	1,122	14%	7%
老虎机赢率	3.40%	3.20%	3.50%	3.90%	3.4%	4.0%	3.2%	4.2%		
老虎机毛收入	36	32	35	41	35	38	31	47	50%	15%
博彩毛收入	743	696	689	733	766	739	793	706	-11%	-4%
非博彩收入	62	63	75	79	78	75	81	72	-12%	-9%
物业净收入	679	630	621	661	693	645	716	613	-14%	-7%
调整后EBITDA	206	178	170	189	214	175	246	170	-31%	-10%
EBITDA Margin	30.3%	28.2%	27.4%	28.5%	30.8%	27.2%	34.4%	27.7%	-20%	-3%
平均赌桌数	498	500	489	488	480	480	476	479		
平均每桌每日收入(美元)	14,667	15,648	14,471	15,319	17,003	16,172	17,459	15,013	-14%	-2%
入住率	94.0%	94.0%	95.1%	96.3%	97.0%	96.0%	97.0%	97.0%	0%	1%
每日平均房价(ADR)	200	197	270	262	200	199	201	209	4%	-20%
每日房间收入(RevPAR)	189	185	257	252	194	192	195	202	4%	-20%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 30：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	4Q17	QoQ	YoY
VIP流水	-	-	-	1,300	3,600	4,700	5,100	5,700	12%	338%
VIP赢率	-	-	-	1.40%	2.40%	3.30%	4.00%	2.80%		
VIP毛收入	-	-	-	18	86	155	204	160	-22%	777%
中场流水	547	592	658	683	656	661	747	848	14%	24%
中场赢率	22.8%	22.8%	25.5%	26.9%	26.4%	26.8%	25.0%	26.1%		
中场毛收入	125	135	168	184	173	177	187	221	19%	20%
老虎机流水	410	485	588	519	497	503	581	539	-7%	4%
老虎机赢率	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	3.4%	4.0%	3.3%	4.1%		
老虎机毛收入	15	17	23	20	17	20	19	22	15%	9%
博彩毛收入	140	152	191	222	276	352	410	403	-2%	81%
非博彩收入	59	51	59	54	50	49	52	52	1%	-3%
物业净收入	179	184	230	246	278	332	385	369	-4%	50%
调整后EBITDA	25	22	53	57	68	81	96	92	-4%	61%
EBITDA Margin	13.7%	12.0%	22.9%	23.0%	24.4%	24.3%	24.9%	24.8%	0%	8%
平均赌桌数	245	245	245	266	282	287	291	293		
平均每桌每日收入(美元)	6,059	6,059	7,446	8,282	10,179	12,729	14,535	14,123	-3%	71%
入住率	96.0%	96.0%	99.0%	99.0%	99.0%	98.0%	98.0%	99.0%	1%	0%
每日平均房价(ADR)	133	137	137	138	139	135	142	145	2%	5%
每日房间收入(RevPAR)	127	131	136	137	138	133	139	144	4%	5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 31：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	4Q17	QoQ	YoY
VIP流水	4,600	4,200	4,500	4,400	4,100	4,000	4,500	4,900	9%	11%
VIP赢率	2.80%	2.70%	3.20%	2.70%	3.10%	3.30%	2.60%	3.30%		
VIP毛收入	129	113	144	119	127	132	117	162	38%	36%
中场流水	135	124	123	113	100	124	112	125	11%	11%
中场赢率	17.00%	18.50%	19.80%	19.80%	20.6%	18.5%	15.7%	18.4%		
中场毛收入	23	23	24	22	21	23	18	23	31%	3%
老虎机流水	9.0	7.0	9.0	8.0	8.0	6.8	11.3	20.6	82%	158%
老虎机赢率	5.90%	6.50%	6.90%	6.80%	5.8%	6.0%	6.1%	6.0%		
老虎机毛收入	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.7	1.2	79%	127%
博彩毛收入	152	137	169	142	148	155	135	186	37%	31%
非博彩收入	7	7	7	7	7	7	7	7	3%	0%
物业净收入	108	99	129	103	109	107	89	140	57%	36%
调整后EBITDA	1.7	14.0	14.0	3.3	3.7	5.1	5.6	17.5	213%	430%
EBITDA Margin	1.6%	14.1%	10.9%	3.2%	3.4%	4.8%	6.3%	12.5%	99%	290%
平均赌桌数	126	127	117	114	114	108	101	103		
平均每桌每日收入(美元)	11,918	12,823	15,745	13,447	14,304	14,633	13,707	19,358	41%	44%
入住率	95.0%	95.0%	96.0%	94.0%	92.0%	95.0%	98.0%	99.0%	1%	5%
每日平均房价(ADR)	200	208	200	210	207	200	201	209	4%	0%
每日房间收入(RevPAR)	190	197	192	197	190	190	197	207	5%	5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 32: 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	4Q17	QoQ	YoY
VIP流水	1,500	1,700	1,600	2,100	2,400	3,200	3,000	2,900	-3%	38%
VIP赢率	2.80%	3.40%	4.00%	3.50%	3.40%	3.50%	2.50%	3.10%		
VIP毛收入	42	58	64	74	82	112	75	90	20%	22%
中场流水	120	134	147	149	154	170	174	189	9%	27%
中场赢率	27.50%	29.90%	29.90%	27.80%	28.7%	28.5%	29.9%	30.9%		
中场毛收入	33	40	44	41	44	48	52	58	12%	41%
老虎机流水	451.0	515.0	597.0	671.0	730.0	759.0	757.3	793.3	5%	18%
老虎机赢率	6.10%	5.80%	5.80%	5.90%	6.2%	5.9%	5.6%	5.5%		
老虎机毛收入	27.5	29.9	34.6	39.6	45.3	44.8	42.4	43.6	3%	10%
博彩毛收入	103	128	143	155	171	205	169	192	13%	24%
非博彩收入	24	26	27	28	28	30	29	31	8%	12%
物业净收入	103	128	142	154	171	176	148	168	13%	9%
调整后EBITDA	36.5	28.6	45.0	50.2	61.1	62.8	57.3	53.8	-6%	7%
EBITDA Margin	35.4%	22.3%	31.7%	32.6%	35.7%	35.7%	38.7%	32.1%	-17%	-1%
平均赌桌数	268	277	117	272	270	278	290	291		
平均每桌每日收入(美元)	4,006	2,959	4,237	4,576	5,193	6,383	4,705	5,473	16%	20%
入住率	92.0%	86.0%	92.0%	96.0%	98.0%	95.0%	96.0%	97.0%	1%	1%
每日平均房价(ADR)	187	157	158	156	154	156	158	163	3%	4%
每日房间收入(RevPAR)	190	135	146	149	150	149	151	158	5%	6%

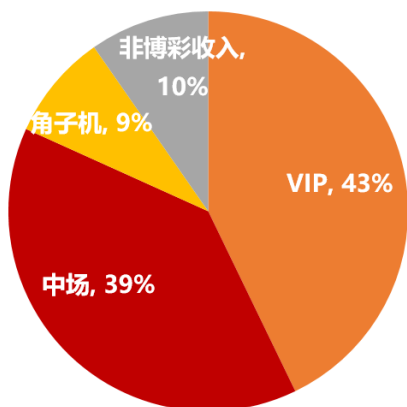
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 33: 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	4Q17	QoQ	YoY
老虎机流水	596	671	673	614	603	592	628	623	-1%	1%
老虎机赢率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.0%	4.8%	4.7%	4.8%		
老虎机毛收入	27	31	31	28	30	28	30	30	1%	6%
物业净收入	28	32	32	29	31	29	30	31	2%	6%
调整后EBITDA	5	7	7	5	7	6	7	7	14%	37%
EBITDA Margin	17.1%	20.4%	22.0%	18.7%	22.8%	19.1%	21.5%	24.1%	12%	29%

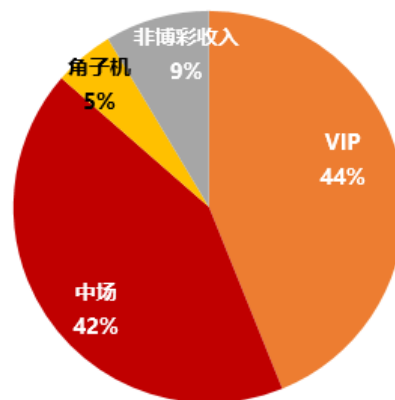
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 34: 新濠博亚 17Q4 澳门业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 35: 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 36：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	47,400	55,932	65,440
同比%	-	-6%	14%	18%	17%
VIP赢率	2.9%	2.8%	2.9%	2.8%	2.8%
VIP毛收入	1,287	1,175	1,394	1,566	1,832
同比%	-	-9%	19%	12%	17%
中场流水(turnover)	4,836	4,309	4,504	5,540	6,759
同比%	-	-11%	5%	23%	22%
中场赢率	35.0%	35.8%	32.4%	35.1%	35.1%
中场毛收入	1,694	1,543	1,459	1,945	2,372
同比%	-	-9%	-5%	33%	22%
老虎机流水(turnover)	4,641	4,104	4,068	4,963	5,905
同比%	-	-12%	-1%	22%	19%
老虎机赢率	3.62%	3.50%	3.71%	3.50%	3.50%
老虎机毛收入	168.1	143.8	150.9	173.7	206.7
新濠天地博彩毛收入	3,149	2,861	3,004	3,684	4,411
同比%	-	-9%	5%	23%	20%
非博彩收入	265	279	306	350	380
新濠天地博彩净收入	2,795	2,591	2,666	3,353	4,014
同比%	-	-7%	3%	26%	20%
-运营成本	-2,326	-2,180	-2,210	-2,757	-3,251
息税前利润(EBIT)	469	411	456	596	763
+折旧摊销(D&A)	329	331	348	413	481
新濠天地EBITDA	799	742	805	1,009	1,244
YoY%	-	-7%	8%	25%	23%
EBITDA Margin%	28.6%	28.7%	30.2%	30.1%	31.0%
新濠影汇					
VIP流水(turnover)	-	1,300	19,100	22,538	26,144
同比%	-	-	1369%	18%	16%
VIP赢率	-	1.4%	3.2%	2.8%	2.8%
VIP毛收入	-	18	605	640	742
中场流水(turnover)	365	2,480	2,912	3,582	4,299
同比%	-	579%	17%	23%	20%
中场赢率	22.4%	24.6%	26.0%	26.0%	26.0%
中场毛收入	82	611	758	931	1,118
老虎机流水(turnover)	265	2,002	2,120	2,544	2,926
同比%	-	-	6%	20%	15%
老虎机赢率	4.90%	3.76%	3.69%	3.80%	3.80%
老虎机毛收入	13	75	78	97	111
新濠影汇博彩毛收入	95	705	1,442	1,668	1,971
同比%	-	643%	105%	16%	18%
非博彩收入	38	223	203	250	283
新濠影汇净收入	123	839	1,364	1,501	1,774
同比%	-	581%	63%	10%	18%
-运营成本	-115	-760	-1,174	-1,240	-1,434
息税前利润(EBIT)	8	79	190	261	340
+折旧摊销(D&A)	5	77	146	173	201
新濠影汇EBITDA	13	156	336	434	541
YoY%	-	1139%	115%	29%	25%
EBITDA Margin%	10.2%	18.6%	24.6%	28.9%	30.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 37：新濠博亚各娱乐场和利润表模型预测(续)

新濠锋					
VIP流水(turnover)	23,900.00	17,700	17,500	19,250	20,790
同比%	-	-26%	-1%	10%	8%
VIP赢率	0.03	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%
VIP毛收入	675	505	538	558	603
中场流水(turnover)	616	495	462	517	589
同比%	-	-20%	-7%	12%	14%
中场赢率	17.9%	18.7%	18.2%	19.1%	19.1%
中场毛收入	110	93	84	99	113
老虎机流水(turnover)	34	33	49	55	63
同比%	-	-2%	49%	12%	14%
老虎机赢率	5.37%	6.52%	9.90%	5.80%	5.80%
老虎机毛收入	2	2	5	3	4
新濠锋博彩毛收入	787	600	627	660	719
同比%	-	-24%	5%	5%	9%
非博彩收入	32	28	28	30	32
新濠锋净收入	575	439	446	482	525
同比%	-	-24%	1%	8%	9%
-运营成本	-550	-420	-429	-455	-496
息税前利润(EBIT)	25	19	16	27	29
+折旧摊销(D&A)	12	14	16	19	22
新濠锋EBITDA	36	33	32	46	50
YoY%	-	-9%	-3%	44%	10%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	7.2%	9.5%	9.6%
新濠天地马尼拉					
VIP流水(turnover)	3,181.30	6,900	11,500	12,650	14,421
同比%	-	117%	67%	10%	14%
VIP赢率	0.02	3.4%	3.1%	3.3%	3.3%
VIP毛收入	73	237	359	417	476
中场流水(turnover)	441	550	687	770	878
同比%	-	25%	25%	12%	14%
中场赢率	26.3%	28.8%	29.6%	27.0%	27.0%
中场毛收入	116	158	203	208	237
老虎机流水(turnover)	1,780	2,234	3,040	3,344	3,779
同比%	-	25%	36%	10%	13%
老虎机赢率	5.21%	5.89%	5.80%	5.90%	5.90%
老虎机毛收入	93	132	176	197	223
新濠天地马尼拉博彩毛收入	281	527	738	823	936
同比%	-	88%	40%	11%	14%
非博彩收入	100	105	119	130	142
新濠天地马尼拉净收入	300	527	663	781	889
同比%	-	75%	26%	18%	14%
-运营成本	-268	-444	-516	-601	-687
息税前利润(EBIT)	32	83	146	180	202
+折旧摊销(D&A)	24	77	89	105	123
新濠天地马尼拉EBITDA	55	160	235	285	324
YoY%	-	189%	47%	21%	14%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	35.5%	36.5%	36.5%
摩卡娱乐场					
老虎机流水(turnover)	2,872	2,554	2,446	2,593	2,801
同比%	-	-11%	-4%	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	118	127	137
摩卡娱乐场博彩毛收入	144	117	118	127	137
同比%	-	-18%	3%	3%	5%
摩卡娱乐场净收入	136	121	121	122	125
同比%	-	-12%	1%	1%	2%
-运营成本	-115	-108	-107	-97	-102
息税前利润(EBIT)	21	13	14	25	23
+折旧摊销(D&A)	9	11	13	15	18
摩卡娱乐场EBITDA	30	24	27	40	41
YoY%	-	-22%	12%	50%	2%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	21.9%	32.6%	32.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 38：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	95,500	110,370	126,796
同比%	-	-5%	42%	16%	15%
VIP赢率	2.9%	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%
VIP毛收入	2,034	1,935	2,895	3,182	3,654
中场流水(turnover)	6,259	7,834	8,565	10,409	12,524
同比%	-	25%	9%	22%	20%
中场赢率	32.0%	30.7%	29.2%	30.6%	30.7%
中场毛收入	2,002	2,405	2,505	3,182	3,839
老虎机流水(turnover)	6,864	8,490	9,395	11,033	12,810
同比%	-	24%	11%	17%	16%
老虎机赢率	6.11%	5.54%	5.62%	5.42%	5.32%
老虎机毛收入	420	470	528	598	682
公司娱乐场毛收入	4,456	4,810	5,929	6,962	8,175
同比%	-	8%	23%	17%	17%
公司非博彩收入	435	635	656	760	837
佣金和折扣费用	-917	-926	-1,304	-1,462	-1,717
费用比率%	-21%	-19%	-22%	-21%	-21%
公司净收入	3,974	4,519	5,280	6,260	7,295
同比%	-	14%	17%	19%	17%
运营成本	-3,877	-4,156	-4,539	-5,296	-6,071
- 赌场费用	-2,655	-2,905	-3,274	-3,881	-4,523
- 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	-634	-751	-875
- 物业和其他开支	-38	-5	-2	0	0
营业利润(亏损)	97	363	741	965	1,224
YOY%	-86%	276%	104%	30%	27%
+ 融资收益	14	6	15	18	18
- 融资成本	-172	-305	-400	-420	-425
+ 其他营业外(收入)亏损	0	11	0	0	0
除税前利润(EBT)	-61	75	356	563	817
净利润	106	176	338	535	776
同比%	-	66%	92%	58%	45%
股份	541	506	506	506	506
EPS	0.20	0.35	0.67	1.06	1.53
净利润	106	176	338	535	776
- 非利息净亏损/收益	-167	-109	-90	-90	-90
+ 所得税支出	1	8	18	28	41
+ 利息和其他非营运支出	172	294	400	420	425
+ 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	634	751	875
+ 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	1,321	1,644	2,027
+ 企业和其他支出	116	115	167	170	174
经调整物业EBITDA	945.94	1,093.50	1,434.00	1,813.86	2,201.11
同比%	-30%	16%	31%	26%	21%
物业EBITDA Margin%	23.8%	24.2%	27.2%	29.0%	30.2%
新濠天地EBITDA	798.50	742.40	804.90	1,009.17	1,244.44
YoY%	-	-7.0%	8.4%	25.4%	23.3%
EBITDA Margin%	28.6%	28.7%	28.8%	30.1%	31.0%
新濠影汇EBITDA	12.60	156.10	335.60	433.88	541.12
YoY%	-	1139%	115%	29%	25%
EBITDA Margin%	10.2%	18.6%	24.6%	28.9%	30.5%
新濠锋净EBITDA	36.30	33.00	31.90	45.78	50.40
YoY%	-	-9%	-3%	44%	10%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	7.2%	9.5%	9.6%
COD 马尼拉EBITDA	55.40	160.30	235.00	285.23	324.48
YoY%	-	189%	47%	21%	14%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	35.5%	36.5%	36.5%
摩卡娱乐场EBITDA	30.30	23.70	26.60	39.81	40.69
YoY%	-	-22%	12%	50%	2%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	21.9%	32.6%	32.5%

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 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com