

澳博控股 (00880)

证券研究报告

2018年05月08日

管理层起革命，期待上葡京起飞，上调至 10 港元

Q1 超预期，业绩渐渐探底，中场复苏，EBITDA Margin 创新高

澳博控股(880 HK)18Q1 业绩超预期，公司毛收入为 111 亿港元，同比增 5%，高于市场预期的 109 亿港元，物业 EBITDA 为 9.5 亿港元，同比大增 20%，高于预期的 8.6 亿港元。由于高利润率的普通中场的增长拉动整体 EBITDA Margin 的提高，澳博 EBITDA Margin 从 17Q1 的 7.5% 增至 8.6%。

受益半岛客流提振，公司博彩业务继续回暖。VIP 方面，公司虽然关闭了一些小型中介，但大客户仍带来流水同比增 13% 达 1780 亿港元，但因本季赢率较低 2.74% (对比 17Q1 的 3.13% 和 17Q4 的 3.15%)，VIP 毛收入为 48.8 亿港元 (同比跌 1%)；中场方面，普通中场带动毛收入同比增 10% 达 57.4 亿港元；娱乐场方面，新葡京更换原来的运营团队，公关和营销活动力度加强吸引客流，物业毛收入同比增 7% 达 39 亿港元，物业 EBITDA 为 5.6 亿港元，同比增 18%。卫星娱乐场净收入为 54.7 亿港元，同比增 6%，物业 EBITDA 为 1.98 亿港元，同比大增 32%，我们相信新管理层会对经营效率较低的卫星赌场施加压力。其他自行推广娱乐场净收入为 1.5 亿港元，同比跌 1%，但 EBITDA 同比增 32% 达 1.98 亿港元。整体来讲，澳博中场业务随半岛客流增长显著改善，验证了我们对于澳博业绩逐渐探底的判断。此外，普通中场比重增加配合管理层运营改善，澳博 EBITDA Margin 显著优化，新葡京和其他自行推广娱乐场的 EBITDA Margin 均创出 2 年内的历史新高。

董事会调整赌王退隐江湖，蓝琼纓(2)成赢家，何超凤新官上任锐意改革

何鸿燊在 4 月 12 日辞去澳博主席及执行董事职务，新主席由蓝琼纓(2)次女何超凤担任，此次董事调整将首现蓝琼纓(2)、陈婉珍(3)及梁安琪(4)共处同一董事会，与两大臣(霍震霆和苏树辉)“辅政”的格局。我们通过深度研究何鸿燊和澳博股权变化历史发现，争产之后的梁安琪(4)和苏树辉管理下的澳博经营理念落后、路凶项目进展缓慢，是澳博逐渐损失市场份额的原因，而同时蓝琼纓(2)子女管理下的新濠、美高梅则发展迅速，展示良好的博彩经营能力。此次董事会调整，我们认为一方面是何家在澳博内部的利益再平衡，另一方面也展示了何鸿燊让更有博彩运营经验的蓝琼纓(2)子女当家，进而锐意改革澳博的决心。本季度新葡京更换了原来的运营团队带来业绩明显提振，我们认为这是新管理层带来的积极影响。梁安琪目前个人财富约有 295 亿港元，其中澳博股份只占五分之一，其他大部分财富来自于投资香港物业，反应出对于澳博的重心不同。长期看管理加强与上葡京开幕有望改善澳博旧有娱乐场经营旧习，经营效率有望得到改善，进而带领澳博把握中场的大饼。

估值：改善管理+中场回暖，有望拉动收入和 Margin 双提振，期待上葡京重估，TP 提至 10 港元，重申“买入”

我们认为澳博娱乐场所在澳门半岛分流已经反映到股价，未来公司业绩随着行业中场回暖有望持续回升，何超凤主政带来的管理加强有望同时改善公司 EBITDA Margin。我们上调 2018 年公司 EBITDA 从 31 亿港元至 35.5 亿港元，同比增长 16%。此外，我们预计公司 EBITDA Margin 有望从 2017 年的 7.3% 增长至 2018 年的 7.9%。随着上葡京预计 2019 年中旬开幕，有望成为 2019 年唯一开幕的大型娱乐场。上葡京通过积极引入大型 VIP 博彩中介并改变旧有的经营模式，并以时尚主题有望吸引年轻客流吸引高端中场客户，有望提振公司 2019 年业绩和估值，我们预计澳博 2019 年收入同比增长 22% 达 341 亿港元，对应 EBITDA 同比增长 37% 达 49 亿港元。

作为行业内估值较低的标的，澳博目前 TTM EV/EBITDA 仅为 12x，对比行业平均 TTM 19x 已较为便宜，同时澳博拥有 2.4% 以上的股息率，亦是投资亮点。随着 2019 年上葡京的开幕有望提前反应在 2018 年的估值当中，我们认为公司 2018 年 EV/EBITDA 为 14x 比较合理，目标价从 9.2 港元提至 10 港元，重申“买入”评级。

风险提示：国内经济不景气，政策收紧，上葡京延迟开幕等

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 9.00 港元

目标价格 10 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	5,658.38
港股总市值(百万港元)	50,925.41
每股净资产(港元)	4.50
资产负债率(%)	44.98
一年内最高/最低(港元)	9.13/5.96

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

- 《澳博控股-公司点评:业绩符合预期，期待上葡京重估，评级提至“买入”》2018-03-01
- 《澳博控股-公司点评:蚕食继续，上葡京继续延迟，维持“持有”评级》2017-11-01
- 《澳博控股-公司点评:分流呈常态，上葡京遇阻，下调至“持有” TP 7.2 港元》2017-08-03
- 《受卫星娱乐场拖累，分流呈常态，上葡京进展顺利》2017-05-05
- 《澳博 3Q 季报点评: 3Q EBITDA 虽高于预期，中场占比也超 VIP，但分流越趋严重》2016-11-03



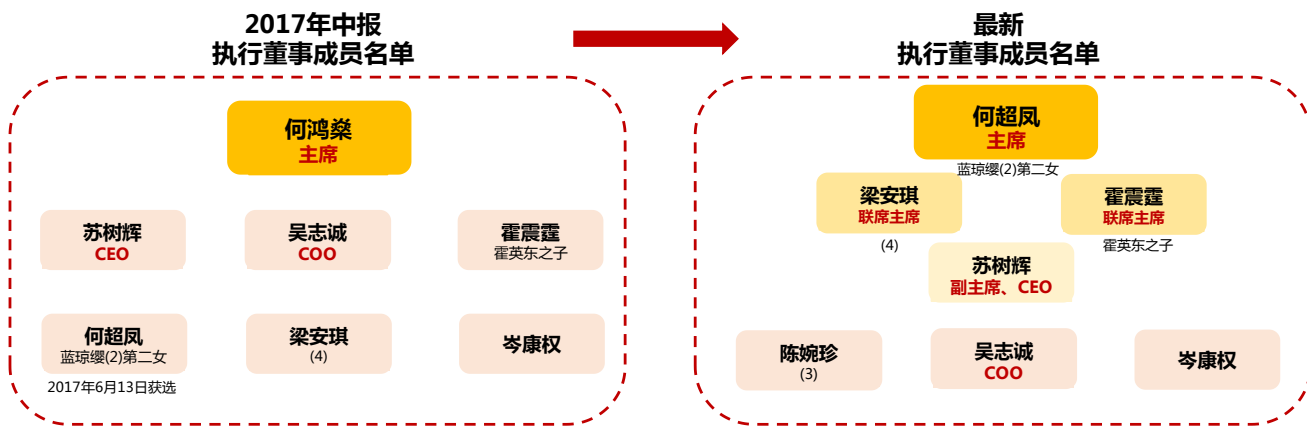
1. “赌王”正式退隐江湖，澳博管理层何去何从？

年近期颐的“澳门赌王”何鸿燊在 2018 年 4 月 12 日辞去澳博主席及执行董事职务，荣升荣誉主席。澳博控股董事会的新主席由蓝琼纓(2)次女何超凤担任，而梁安琪(4)及霍英东长子霍震霆则同时担任联席主席。副主席由现任 CEO 苏树辉担任。此外，陈婉珍(3)亦获建议担任执行董事。

早在去年 6 月，何鸿燊已退任香港信德集团（0242.HK，目前约 100 亿港币市值，主营地产、轮渡等业务）的主席一职，交由蓝琼纓(2)长女何超琼接棒。澳博乃另一何鸿燊关键资产，一直被视为庞大家族分产和股权争斗的“重灾区”。2016 年底澳门博彩板块复苏，但澳博路凶上葡京迟迟未开，且半岛业务分流严重，导致澳博股价涨幅相对行业落后。我们认为这与澳博股权结构复杂导致管理决策滞后不无关系。

此次董事调整将首现蓝琼纓(2)、陈婉珍(3)及梁安琪(4)共处同一董事会，与两大臣（霍震霆和苏树辉）“辅政”的格局。未来澳博管理策略将何去何从？我们通过梳理何鸿燊家族和澳博控股的前世今生，进而侧面了解公司和澳门博彩历史及未来发展变化。

图 1：澳博执行董事成员变动



资料来源：公司年报、公司公告、天风证券研究所整理

2. 1847-1961 年：分久必合的澳门赌牌

1961 年，澳门总督马济时锐意整顿澳门博彩行业秩序。以何鸿燊为首，包括霍英东、叶汉及叶德利在内的澳娱公司角逐赌牌，最后击败了泰兴公司，夺得为期 25 年，后续 15 年的新专营合约，开展了澳门博彩行业长达 40 年的垄断局面。从 1847 年澳葡当局宣布赌博合法化到 1961 年，澳门博彩赌牌共经历三次分分合合：

1) 1840 年-1930 年：澳门博彩行业局面混乱缺乏效率，加上监督及管理不当，导致赌规多变，利益争夺激烈。直到 20 世纪初期，以卢华绍为首的中式赌馆吸引众多粤港澳的富商。卢也取得广州赌牌，但没多久就碰上广州禁赌，生意失败。及后，澳门政府着力于扭转赌场分散，增加经营效率和税收，在 1930 年公开招标，以暗标竞投和价高者得的方式批出赌场专利权，最后由豪兴公司夺得，这是澳门历史上赌权的第一次转变。

2) 1930 年-1937 年：豪兴公司运营 7 年后，澳门开始了第二次的博彩专营权竞投。结果港澳富商高可宁、傅老榕的泰兴娱乐公司夺得赌场专营权，取替了原来的豪兴公司，并规定只开设三家专营赌场，也达到博彩税收增加的目的。

3) 1937 年-1961 年：泰兴娱乐公司自 1937 年获得赌牌并垄断经营了 24 年，到 1959 年澳督马济时以法律形式将澳门博彩旅游业设立为第一大产业，并决意重新投标赌牌，最终由澳门娱乐有限公司获得。这是澳门历史上赌权的第三次转变，澳门博彩专营制度自此进入成熟时期。

注：本文章有关于澳博和何家历史资料均来自《何鸿燊传》

前身是澳门旅游娱乐有限公司(简称澳娱)的澳门博彩控股有限公司(简称澳博, 880.HK), 在 2001 年 11 月 28 日成立, 后于 2008 年 7 月 16 日在香港联交所主板上市。

图 2: 何鸿燊(左)、叶汉(中)、霍英东(右)合影



资料来源: 何鸿燊传, 天风证券研究所整理

3. 1962-2001 年: 何鸿燊与澳娱的创业史

1962 年 3 月, 澳娱公司与澳葡政府第一次签订合约, 规定专营期限为 8 年, 每 5 年修订一次。同月, 澳娱开设了第一间娱乐场, 并确立股东结构, 以大股东霍英东出任董事长, 叶德利和叶汉为常务董事, 而持牌人兼大股东之一的何鸿燊出任总经理。此后澳娱积极配合澳葡政府缴纳税款和兴建基础设施, 在 1964 年 11 月澳葡政府第一次修订合约将专营期限延长为 25 年, 即从 1962 年到 1986 年底。

获得经营大权的何鸿燊开始扩展赌场业务, 葡京酒店于 1970 年 6 月 11 日落成启用, 随后成立澳门皇宫、金碧、回力、东方, 共同构成澳娱旗舰娱乐场, 并积极引入中西博彩游戏, 保证游戏规则稳定、统一赔率等。现在的 VIP 中介业务模式的前身, 也是从何创造的“分租赌厅”和“赌团”的模式演变出来的。澳娱上缴的税费, 从最初的 1000 万澳门元, 增长到 1982 年的 7 亿澳门元, 可见澳门博彩业务的迅速发展。

何鸿燊在 1972 年成立“信德有限公司”, 组织船队增加来往港澳两地的船班密度和载客量, 致力开拓港澳航运事业。信德集团(242.HK)在 1973 年于香港联交所上市, 目前市值约 100 亿港元, 持股澳娱约 18%。

图 3: 旧葡京和新葡京娱乐场



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 4: 澳门皇宫娱乐场



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

及后，持股 10%的叶汉在经营模式上与何鸿燊的分歧逐渐增加。到 1975 年，叶汉退出澳娱后，澳娱股权基本被何鸿燊和霍英东掌握。80 年代，有传霍英东与何鸿燊不和，霍后辞任澳娱董事长，但仍持有澳娱约 27%的股份。到 2002 年，霍英东将所持 27%股份捐给了霍英东基金，目前由其子霍震霆管理。本次澳博董事会的调整，让本来已是董事之一的霍震霆兼任联席主席。而叶汉当初 10%左右的股权最终落在香港富商郑裕彤手中。郑去世后由其子郑家纯继承，目前以 Many Town 名义持有澳娱 9.6%。

图 5：何鸿燊（左）、霍英东（中）、郑裕彤（右）合影



资料来源：何鸿燊传，天风证券研究所整理

到了 1986 年 9 月 29 日，何鸿燊与澳葡当局第五次修订合约，获批将专营期限从原来的 25 年再延长 15 年至 2001 年 12 月 31 日。1999 年澳门回归后，澳门博彩牌照最终在 2001 重新全面开放。最终，一代“赌王”垄断澳门博彩行业 40 年的独家经营权从此落幕。

4. 2002-2008 年：“由 3 到 6”的澳门赌牌与何家新势力

2001 年 10 月 31 日，澳门政府开放竞投三张博彩牌照，吸引了全球 20 多家包括英美、港澳和马来西亚等财团参与竞标，最终由何鸿燊领导的澳门本地博彩巨头澳博控股、香港房地产富商吕志和和拉斯维加斯赌城大亨 Sheldon Adelson 合作的公司（银河与威尼斯人），以及另一拉斯维加斯大亨 Steve Wynn 领导的永利度假，三家公司投得。澳博的牌照在 2020 年到期，而银河与威尼斯人的和永利的牌照将在 2022 年到期。

及后，鉴于银河与威尼斯人之间出现了矛盾，导致双方难以继续合作。银河虽为华资背景，但博彩经营较浅，而威尼斯人作为拉斯维加斯旅游、娱乐和会展业务龙头，对于中央政府希望日后澳门从博彩向非博彩化转型将会起到重要作用。权衡轻重，澳门政府最终决定将牌照一拆为二，由银河持有主牌，再向威尼斯人发放一张副牌。主牌和副牌在权益和责任上均一致，持牌人可各自独立经营娱乐场。

澳门赌牌“由 3 到 6”的由来：澳门政府为保证公平，后来也允许澳博、永利“转批给赌牌”澳博于 2005 年分拆一个副牌给何超琼（何鸿燊女儿）与美国美高梅（MGM.US）的合资公司。永利澳门则于 2006 年初将一张副牌以 9 亿美元的价格分给何猷龙（何鸿燊儿子）的新濠国际与澳大利亚博彩业大亨 James Packer 的合资公司。自此澳门 6 张牌照，“3 主 3 副”的格局正式确立。

2002 年 4 月 1 日，澳博开始在新牌照下正式经营，当时旗下拥有旧葡京等 11 间娱乐场。2007 年 2 月，澳博旗下的新葡京正式开幕，成为澳门的新地标。2008 年 7 月 16 日，澳博控股在香港联交所上市。

图 6：澳门 6 大博彩公司主副牌和到期情况

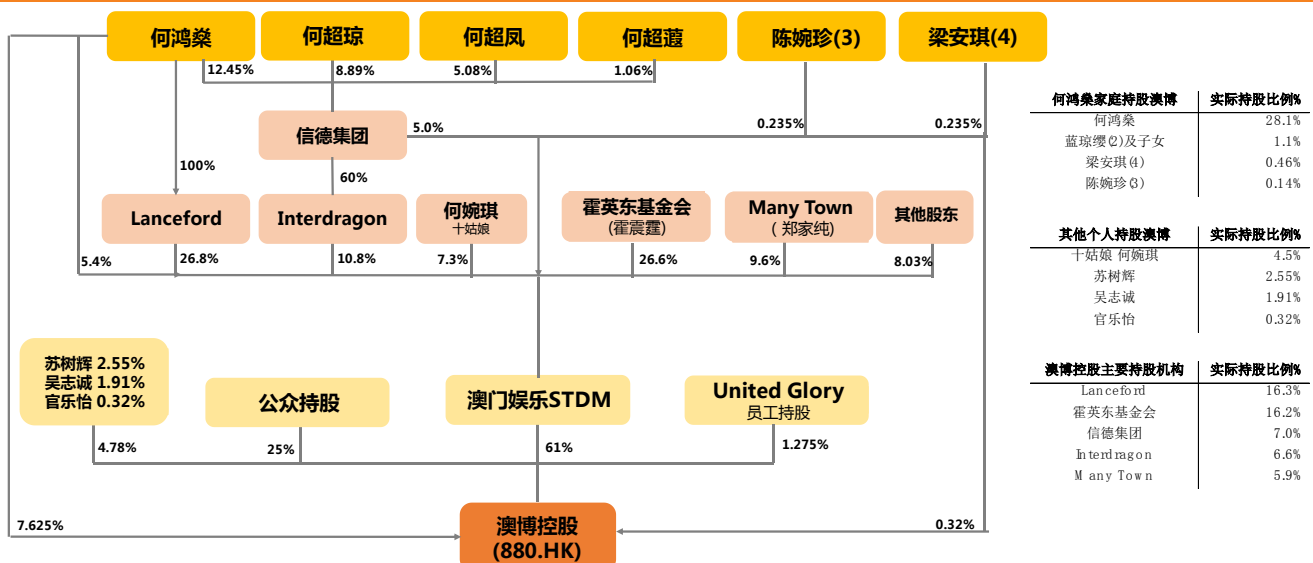


资料来源：六大博企公司官网，天风证券研究所整理

澳博本来是何鸿燊蓝琼纓(2)太太和子女利益分配的中心地带。澳博 IPO 时何鸿燊已 87 岁，但持股仍占绝对多数，包括通过 Lanceford(持股公司)、信德集团、信德持股的 Interdragon 公司（原叶汉的公司）和个人实际持有共计约 28.1%股份。蓝琼纓(2)子女通过信德集团共持有澳博 1.1%股份，而陈婉珍(3)、梁安琪(4)并未得到较多分配。何鸿燊家庭一共持有澳博 29.8%股份。

2000 年前后，蓝琼纓(2)子女（何超琼、何超凤和何猷龙等）在接手经营困难的信德集团和新濠国际后表现出优秀的执行能力，得到何鸿燊的重视和栽培，随着何鸿燊年事已高，澳博和澳娱股权分配和管理权之争的矛盾日益凸显。

图 7：2008 年澳博 IPO 股权结构、何鸿燊家庭以及其他持股个人/机构明细



资料来源：公司招股说明书，信德集团年报，天风证券研究所整理

5. 2008-2012 年：十六子女的争产恩怨

何鸿燊有十六位子女，子嗣众多带来的利益划分矛盾在 2008 年-2012 年集中爆发。2011 年 1-3 月更是发生了被香港传媒称为“分家”的争产风波，一度让澳博股价在 2 个月内回撤 20% 之多，可见市场对于澳博股权斗争带来的管理权不明存在担心。

何鸿燊与黎婉华(1)在 1940 年结婚，黎婉华本是澳门名门律师之女，帮助何鸿燊在澳门事业的起步和发展，但后来不幸因车祸卧床，长子何猷光也在 33 岁之时因车祸逝世。其他黎婉华(1)子女较为低调。

1957 年何鸿燊与蓝琼纓(2)结婚。蓝见证了何鸿燊在澳门的成功，子女也受到充分重视。1995 年，何超琼(长女)被召回担任信德集团董事，通过与香港中旅合资成立“喷射飞航”而拯救了信德船务。2005 年何超琼与美国博彩巨头美高梅合资在澳门成立美高梅中国(2282.HK)，并担任执行董事至今。何超凤(二女)配合何超琼在信德、美高梅中国的管理，目前是信德集团执行董事和副董事总经理，现任澳博控股主席兼执行董事。何猷龙是蓝琼纓(2)独子，2001 年 11 月被委任新濠国际董事总经理。何猷龙一步步将当时连续亏损超过 4 年的新濠国际，发展成为在澳门、菲律宾拥有娱乐场的国际博彩集团，并成功在美股上市，目前两地股票市值合计约 1600 亿港元，而澳博目前市值不到 500 亿港元。蓝琼纓(2)子女目前是继承并发展何鸿燊旅游博彩事业的决策、管理和运营的核心力量。

陈婉珍(3)目前与二女何超莲共同持股澳门励骏(1680.HK)，澳门励骏是何鸿燊与原部下周锦辉合资公司，其中主要资产包括澳门渔人码头项目。2011 年，何所持有的 51% 澳门渔人码头投资有限公司股权转让给陈婉珍(3)，作为家产分配的一部分，至于周锦辉及其母亲林凤娥仍保持不变。

梁安琪(4)在 1986 年结识何鸿燊，并照顾至今。梁安琪承包澳门葡京娱乐场与回力娱乐场多个贵宾厅，目前是澳博联席主席，也曾参与“分产”风波的主角。子女何超盈和何猷亨也在澳博工作。

图 8：何家成员和持有公司

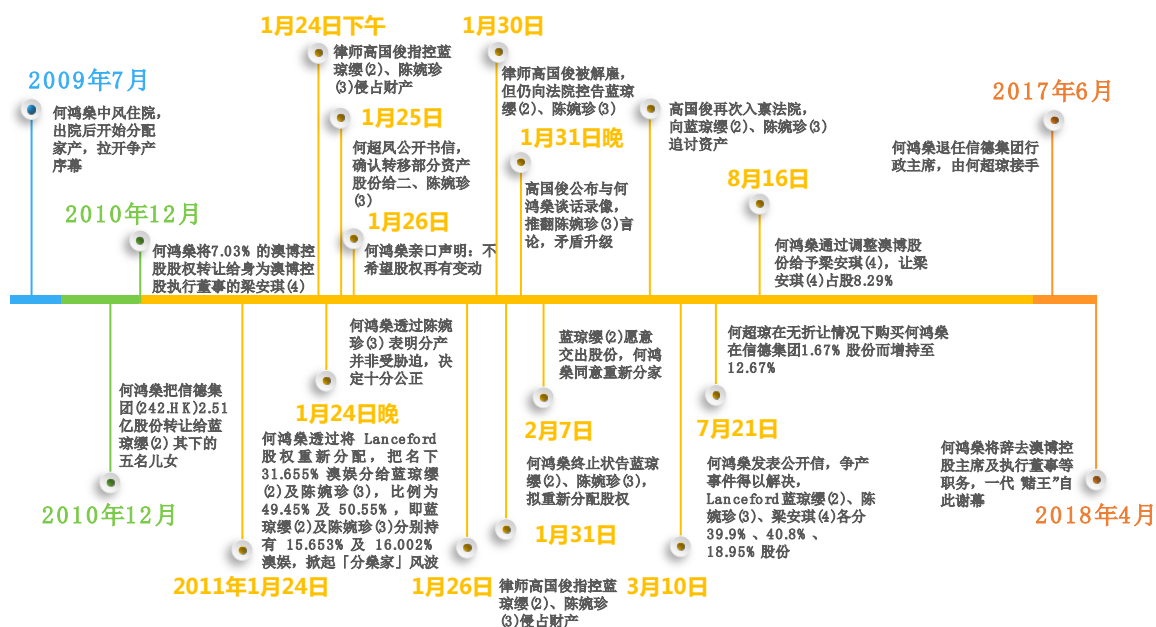


资料来源：何鸿燊传，香港传媒东方日报、头条日报、天风证券研究所整理

“分家”争产事件是在 2010 年 12 月 27 日起,蓝琼纓(2)、陈婉珍(3)就澳博背后 Lancelord 股权变动起争议,最后何鸿燊就其家产向梁安琪(4)作出重新分配方告一段落。事件起因是 2009 年 7 月,何鸿燊因中风摔倒住院,出院后在 2010 年 2 月开始分配一部分资产:2010 年 12 月,何鸿燊把信德集团约 2.8%股份转让给蓝琼纓(2)其下的五名儿女;紧接着何鸿燊将 7.03%的澳博控股股权转让给身为澳博控股执行董事的梁安琪(4),令其在 2010 年底在澳博控股的持股由 0.66%升至 7.69%,晋身成为澳博第二大股东并成为澳博常务董事。

2011 年 1 月 24 日,有说何鸿燊透过 Lancelord 股权重新分配,把名下 31.655%澳娱分给蓝琼纓(2)及陈婉珍(3),比例为 49.45%及 50.55%,即蓝琼纓(2)及陈婉珍(3)分别持有 15.653%及 16.002%澳娱股份。及后传出由于分配并未得到何鸿燊以及全部家人的同意,“分家”风波开始发酵。两个月时间内分产经历了两次上诉、和而未解、家庭会议等事件,最终在 3 月 24 日达成协议:Lancelord 的 31.655%澳门旅游娱乐股份分别由何鸿燊、蓝琼纓(2)、陈婉珍(3)以及梁安琪(4)持有;分别占有 0.117%、25.538%以及 6%。2011 年 7 月,何鸿燊出售信德集团 1.67%股份给何超琼。2011 年 8 月,何鸿燊通过行使认股权增持 500 万股澳博控股股份后,又在场外减持 500 万股。同日梁安琪名下增加相同数目股份,加上在场外另增持的 75 万股,其持股量增至 8.21%。2011 年 9 月,何鸿燊再次出让 500 万股,同日梁安琪增持相同数目股份,持股量增至 8.29%。

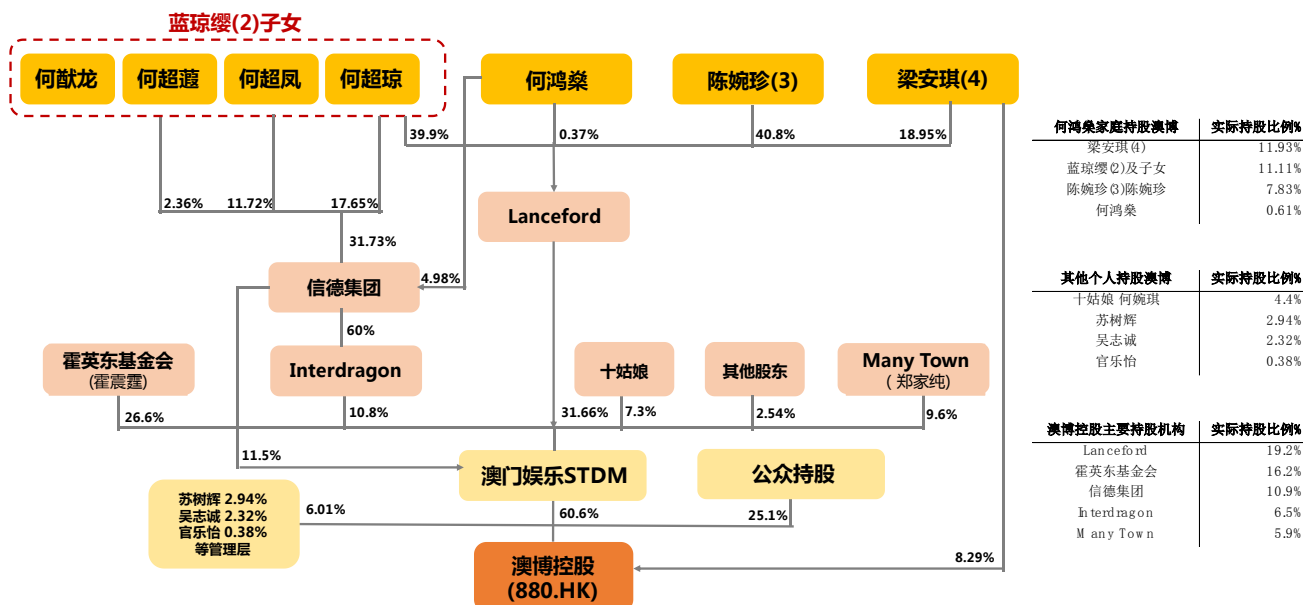
图 9: 2011 年何家争产事件过程



资料来源: 公司招股说明书, 何鸿燊传, 天风证券研究所整理

争产事件后: 何鸿燊原配子女获得浅水湾道一号大宅以及 30 亿港元现金,但并无股份安排; 蓝琼纓(2)子女一方面继续加强对信德集团及新濠国际的控股之外,对于澳博持股也从 IPO 的 1.1%增至 2012 年底的 11.11%; 陈婉珍(3)获得澳门励骏股份之外,对于澳博持股也从 IPO 的 0.14%增至 2012 年底的 7.83%; 梁安琪(4)则连同新分配的澳门旅游娱乐股份,合共持有 11.93%澳博股份。何鸿燊家庭一共持有澳博 31.48%股份。

图 10：2012 年澳博“何家分产”之后股权结构、何鸿燊家庭以及其他持股个人/机构明细

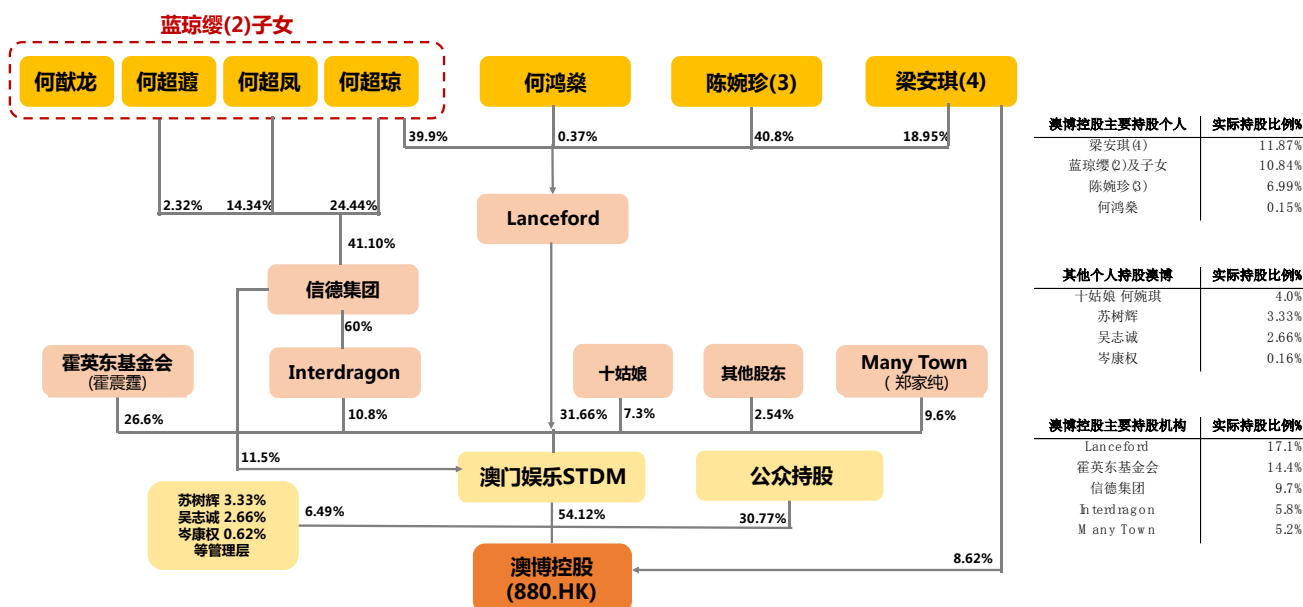


资料来源：澳博年报、信德年报、天风证券研究所整理

6. 2012-2018 年：赌王谢幕，蓝琼纓(2)子女登台

2011 年 1-3 月，澳博股价因争产风波在两个月之内下跌 20%。截至 2017 年年报，梁安琪仍是澳博最大股东，实际持股比例约有 11.87%，蓝琼纓(2)子女通过信德集团间接持有澳博、以及通过 Lanceford 持有澳博共计 10.84%股份，陈婉珍(3)则持有 6.99%澳博股份。何鸿燊家庭一共持有澳博 29.85%股份。

图 11：现在（2017 年报）至今澳博股权结构、何鸿燊家庭以及其他持股个人/机构明细

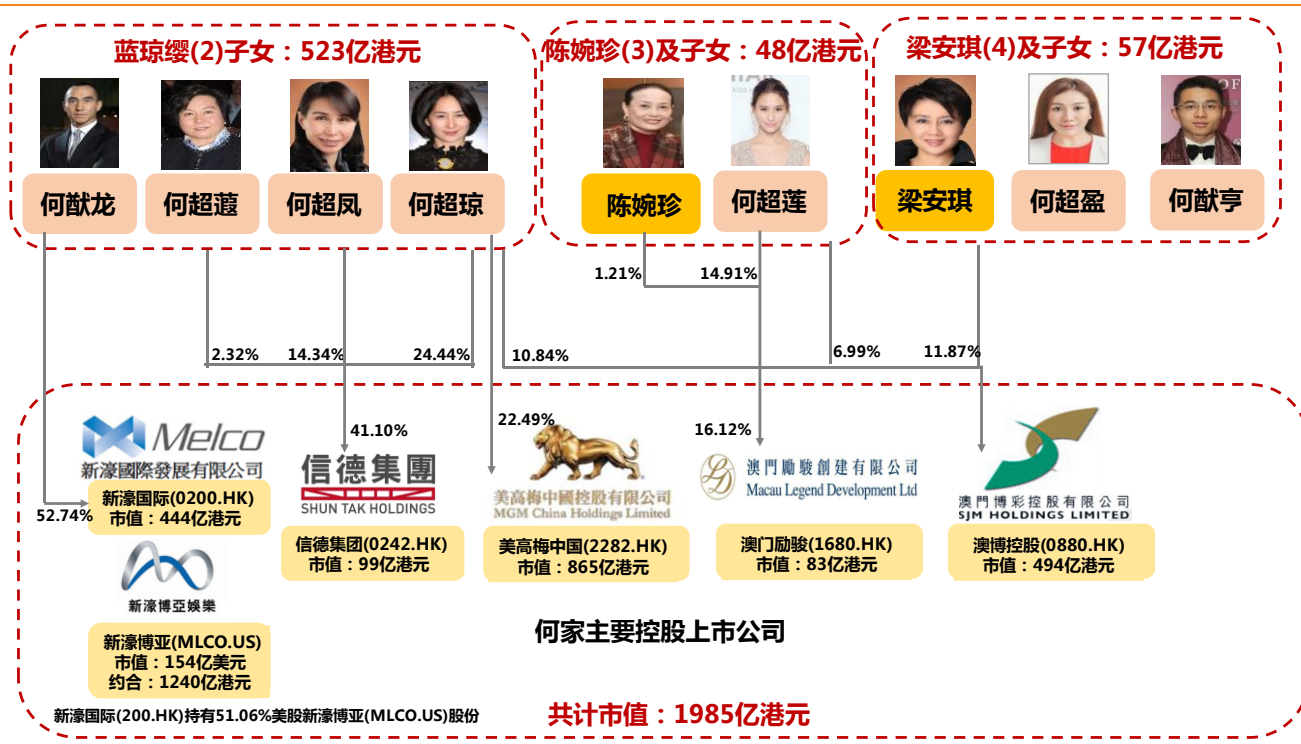


资料来源：澳博年报、信德年报、天风证券研究所整理

我们认为，经营实力是何鸿燊最终资产分配的关键因素，而何鸿燊对于蓝琼纓(2)子女的侧重也随着何超琼、何超凤、何猷龙的“成绩”表现出来。我们比较蓝琼纓(2)、陈婉珍(3)和梁安琪(4)子女透过持股上市公司的资产看，按照 2017 年报的持股比例，蓝琼纓(2)子女共管理并持有新濠国际(200.HK)、新濠博亚(MLCO.US)、信德集团(242.HK)、美高梅中国(2282.HK)和澳博(880.HK)共计 523 亿港元资产，对比陈婉珍(3)及子女的 48 亿港元以及梁安琪(4)子女的 57 亿港元持股资产。福布斯财富显示梁安琪目前个人财富约有 295 亿港元，其中澳博股份只占五分之一，其他大部分财富来自于投资香港物业，对于澳博的重心不同

也反应出投资者对于澳博经营老派的担心，也是澳博 2018 年以来没有抓到高端中场大饼的部分原因。

图 12：现在（2017 年年报）何家家族资产情况



资料来源：按照 2018 年 5 月 4 日盘后价格；澳博年报、信德年报、天风证券研究所整理

争产风波后的澳博基本由梁安琪和苏树辉共同管理运营，而股权复杂、管理落后也一直伴随并影响澳博的发展。自 2009 年 12 月，澳博旗下回力海立方在半岛开幕后，澳博已无新娱乐项目储备，直到 2014 年 2 月姗姗来迟的宣布上葡京项目。2016 年底澳门博彩复苏以来，增长动力主要在路氹地区的新建娱乐场，而半岛的娱乐场则被严重分流。澳博路氹上葡京开幕最快要等到 2019 年，因而股价在六家博企当中较为落后，目前市值仅为 494 亿港元，相比新濠（美港股）的 1680 亿港元和美高梅中国的 856 亿港元市值都有不小差距。我们认为，何鸿燊在“退休”之前安排何超凤为澳博主席，梁安琪、霍震霆和苏树辉“辅政”，一方面是对梁、苏近年来的管理成绩表达不满，一方面是对具备丰富的管理运营经验的蓝琼纓(2)子女来管理六家公司（共计 1985 亿港元）的何家资产的一种支持。

7. 2018 年-未来：赌牌与何家开放之路，上葡京追赶脚步

自 2002 年至今，我们认为澳门在“3 主 3 副”六张赌牌格局影响下开始了多元化的投资与竞争的格局，在旅游+非博彩化的道路上有长足进步，六家博企虽有竞争但在开放的环境下也共同受益澳门发展。一代赌王何鸿燊“落幕”后何家也通过美高梅、新濠、澳博多元化的发展而焕发生机。针对澳博本次的董事调整，我们认为虽然联席主席可能会产生一定权力分散，但何超凤当选主席显示了何鸿燊改革的决心，而上葡京则是澳博改革的关键。

我们认为上葡京开幕有望改善澳博旧有娱乐场的经营旧习，员工效率有望得到改善，进而带领澳博急起直追。此外，上葡京开业后有望改变与 VIP 中介的合作模式，协议有望一视同仁，和路氹其它娱乐场一样，并且加强跟如太阳城、德晋等，更有实力的 VIP 中介合作，让 VIP 利润率和赌桌的盈利能力得到改善。公司表示上葡京预计 2018 年底完成建造，我们判断上葡京开幕应到 2019 年中旬之前。赌桌方面，参照美狮美高梅 125 张赌桌分两年批准的情况看，我们认为同样在 2020 年赌牌到期的澳博，上葡京在 2019 年应该先获批 100 张赌桌，然后待牌照延续之后有望获批更多桌子，但我们认为澳博卫星赌场众多，调配赌桌至新项目中运营应该不成问题。

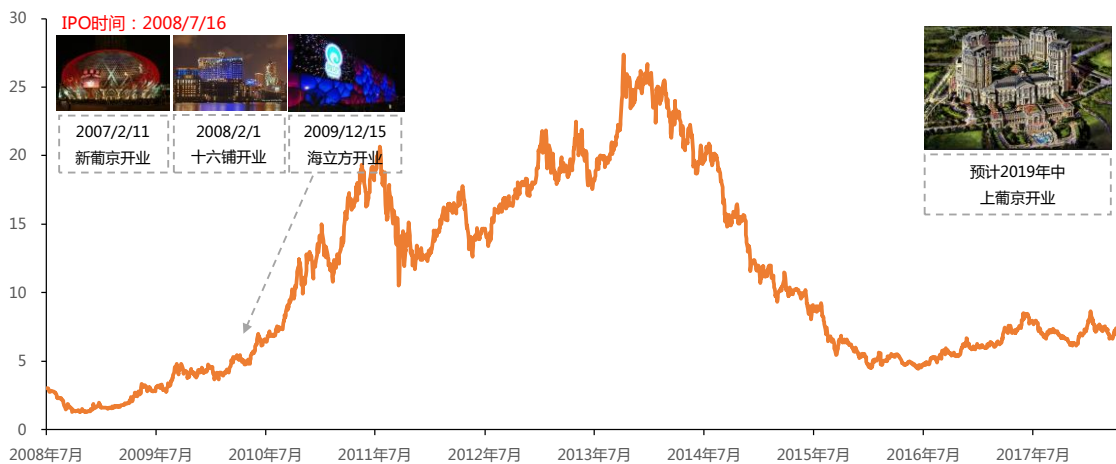
我们认为高端设计和时尚主题有望帮助上葡京把握高端中场行情。上葡京将有三家酒店超

过 2000 个房间,其中两家将会以时装界殿堂级大师范思哲(Versace)和老佛爷(Karl Lagerfeld, Fendi 及 Chanel 的设计师)为主题的酒店,此外上葡京内部配有自营的购物中心,有望吸引中场客户。我们再次强调 18-19 年中场+非博彩的投资主线。高端中场受惠主要基于“上下融合”:1、VIP 客户结构变化部分下沉;2、国内中产阶层财富积累消费升级向高端上移。上葡京针对以时尚艺术为主、定位年轻客流的利基客户,在未来有望提高公司在高端中场的吸引力,把握中场行情。

我们认为澳博娱乐场所在澳门半岛分流已经反映到股价,未来公司业绩随着行业中场回暖有望持续回升,何超凤主政带来的管理加强有望同时改善公司 EBITDA Margin。我们上调 2018 年公司 EBITDA 从 31 亿港元至 35.5 亿港元,同比增长 16%。此外,我们预计公司 EBITDA Margin 有望从 2017 年的 7.3%增长至 2018 年的 7.9%。随着上葡京预计 2019 年中旬开幕,有望成为 2019 年唯一开幕的大型娱乐场。上葡京通过积极引入大型 VIP 博彩中介并改变旧有的经营模式,并以时尚主题有望吸引年轻客流吸引高端中场客户,有望提振公司 2019 年业绩和估值,我们预计澳博 2019 年收入同比增长 22%达 341 亿港元,对应 EBITDA 同比增长 37%达 49 亿港元。

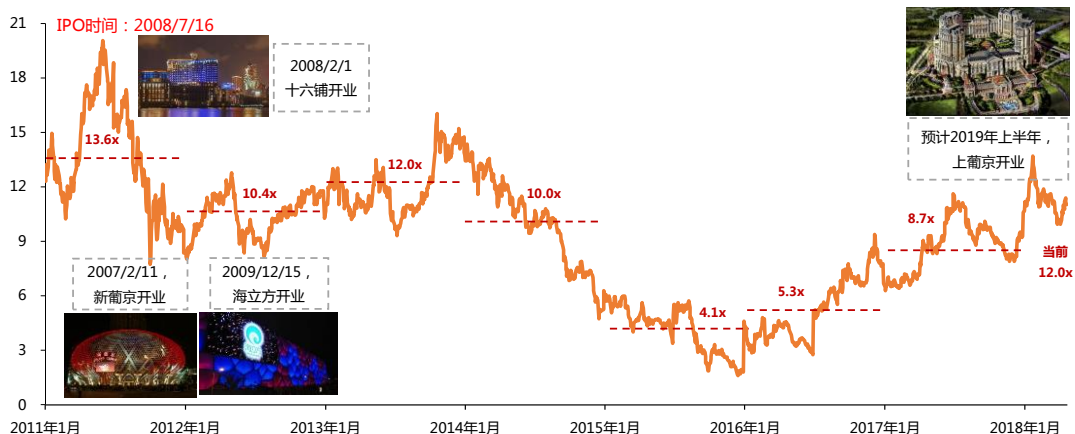
作为行业内估值较低的标的,澳博目前 TTM EV/EBITDA 仅为 12x,对比行业平均 TTM 19x 已较为便宜,同时澳博拥有 2.4%以上的股息率,亦是投资亮点。随着 2019 年上葡京的开幕有望提前反应在 2018 年的估值当中,我们认为公司 2018 年 EV/EBITDA 为 14x 比较合理,目标价从 9.2 港元提至 10 港元,重申“买入”评级。

图 13: 澳博控股股价与娱乐场开业的历史 (港元)



资料来源: 截止至 5 月 4 日收盘, PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 14: 澳博控股 EV/EBITDA 估值水平与娱乐场开业的历史



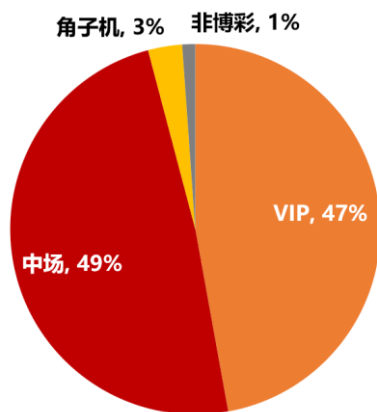
资料来源: 截止至 5 月 4 日收盘, PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期、天风证券研究所整理

图 15: 澳博整个公司 2016 年以来博彩运营数据

澳博控股(百万港元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
总收入	11,151	9,982	10,123	10,709	10,528	10,113	10,147	11,217	11,103	-1%	5%
博彩收入	11,019	9,865	9,992	10,563	10,389	9,986	10,015	11,097	10,916	-2%	5%
非博彩收入	132	117	131	146	147	127	132	120	187	56%	27%
按业务划分收入											
VIP	5606	4562	4403	5363	4936	4882	4728	5331	4881	-8%	-1%
中场	5146	5033	5317	4942	5196	4841	5036	5510	5741	4%	10%
老虎机	267	270	272	258	257	263	251	256	294	15%	14%
按娱乐场划分收入											
新葡京	3,504	3,334	3,130	4,088	3,682	3,625	3,709	3,850	3,925	2%	7%
其他自行推广娱乐场	1,655	1,458	1,346	1,365	1,533	1,508	1,374	1,800	1,524	-15%	-1%
卫星娱乐场	5,860	5,072	5,517	4,944	5,174	4,853	4,932	5,250	5,467	4%	6%
物业EBITDA	777	739	756	920	794	651	708	815	952	17%	20%
物业EBITDA Margin	7.0%	7.4%	7.5%	8.6%	7.5%	6.4%	7.0%	7.3%	8.6%	18%	14%
新葡京	426	419	410	509	474	373	418	410	559	36%	18%
EBITDA Margin%	12.2%	12.6%	13.1%	12.5%	12.9%	10.3%	11.3%	10.6%	14.2%	34%	11%
其他自行推广娱乐场	155	153	168	142	150	153	122	193	198	3%	32%
EBITDA Margin%	9.4%	10.5%	12.5%	10.4%	9.8%	10.1%	8.9%	10.7%	13.0%	21%	33%
卫星娱乐场	196	167	178	269	170	125	168	212	195	-8%	15%
EBITDA Margin%	3.3%	3.3%	3.2%	5.4%	3.3%	2.6%	3.4%	4.0%	3.6%	-12%	9%
净利润	561	536	513	716	580	375	428	580	730	26%	26%
VIP赌桌数量	369	353	323	315	315	303	290	294	284		
中场赌桌数量	1,298	1,304	1,311	1,295	1,375	1,386	1,368	1,390	1,417		
老虎机数量	2,898	2,742	2,748	2,484	2,549	2,684	2,632	2,640	2,700		
VIP流水	177,900	161,501	152,000	166,447	157,700	159,273	148,000	171,768	178,000	4%	13%
VIP赢率	3.15%	2.82%	2.90%	3.22%	3.13%	3.07%	3.20%	3.15%	2.74%		
入住率	91.6%	89.4%	91.2%	94.6%	93.5%	91.1%	90.8%	93.8%	97.2%	4%	4%
每日平均房价(ADR)	1,660	1,558	1,505	1,601	1,585	1,575	1,576	1,609	1,582	-2%	0%

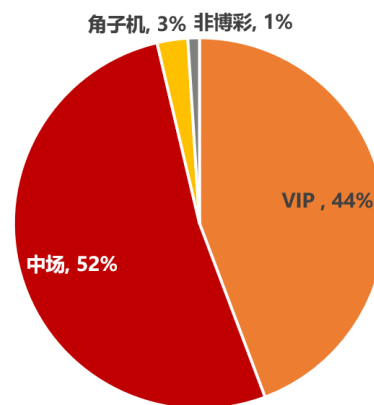
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 16: 澳博 17Q4 各项业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 17: 澳博 18Q1 各项业务占比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 18：澳博各娱乐场和利润表模型预测

澳博控股(百万港元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
新葡京					
VIP毛收入	10,943	9,097	10,106	10,914	11,678
同比%	-48%	-17%	11%	8%	7%
中场毛收入	4,998	4,570	4,376	4,814	5,343
同比%	-32%	-9%	-4%	10%	11%
老虎机毛收入	404	389	384	415	444
同比%	-17%	-4%	-1%	8%	7%
新葡京娱乐场毛收入	16,345	14,056	14,866	16,143	17,465
同比%	-44%	-14%	6%	9%	8%
自行推广娱乐场					
VIP毛收入	2,476	1,981	2,110	2,194	2,260
同比%	-51%	-20%	7%	4%	3%
中场毛收入	3,781	3,643	3,847	4,039	4,241
同比%	-25%	-4%	6%	5%	5%
老虎机毛收入	221	200	257	267	275
同比%	-18%	-10%	29%	4%	3%
自行推广娱乐场毛收入	6,478	5,824	6,214	6,501	6,777
同比%	-34%	-10%	7%	5%	4%
卫星娱乐场					
VIP毛收入	11,645	8,856	7,660	8,120	8,444
同比%	-46%	-24%	-14%	6%	4%
中场毛收入	13,331	12,060	12,163	13,258	14,318
同比%	-24%	-10%	1%	9%	8%
老虎机毛收入	515	477	386	417	450
同比%	-15%	-7%	-19%	8%	8%
卫星娱乐场毛收入	25,491	21,393	20,209	21,794	23,213
同比%	-36%	-16%	-6%	8%	7%
上葡京					
VIP毛收入	-	-	-	-	4,800
同比%	-	-	-	-	-
中场毛收入	-	-	-	-	1,750
同比%	-	-	-	-	-
老虎机毛收入	-	-	-	-	210
同比%	-	-	-	-	-
新葡京娱乐场毛收入	-	-	-	-	6,760
同比%	-	-	-	-	-

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 19：澳博各娱乐场和利润表模型预测（续）

澳博控股(百万港元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
公司					
VIP毛收入	25,064	19,934	19,876	21,228	27,183
同比%	-48%	-20%	0%	7%	28%
中场毛收入	22,110	20,273	20,386	22,111	25,653
同比%	-25%	-8%	1%	8%	16%
老虎机毛收入	1,140	1,066	1,027	1,099	1,379
同比%	-15%	-6%	-4%	7%	-12%
公司娱乐场毛收入	48,314	41,273	41,289	44,438	54,215
同比%	-39%	-15%	0%	8%	22%
+非博彩收入	581	526	526	541	620
公司总收入	48,895	41,799	41,874	44,979	54,835
同比%	-39%	-15%	0%	7%	22%
-博彩税、佣金和折扣费用	-18,819	-16,068	-16,086	-16,912	-20,618
-非博彩成本	-249	-241	-286	-243	-279
+其他收入、收益及亏损	19	239	146	135	155
公司净收入	29,846	25,728	25,648	27,959	34,093
同比%	-39%	-14%	0%	9%	22%
运营成本	-27,343	-23,391	-23,723	-25,662	-31,150
- 市场推广和宣传开支	-18,147	-15,023	-14,992	-16,482	-19,950
- 经营及行政开支	-9,196	-8,368	-8,731	-9,180	-11,200
营业利润（亏损）	2,503	2,337	1,925	2,297	2,943
YOY%	-	-7%	-18%	19%	28%
- 融资成本	-52	-45	-34	-30	-30
+ 联营收益	72	56	55	40	40
除税前利润(BBT)	2,523	2,348	1,947	2,307	2,953
- 所得税开支	-38	-34	-12	-32	-41
所得税率%	-1.5%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
净利润	2,485	2,315	1,935	2,274	2,912
YOY%	-	-7%	-16%	18%	28%
股份	5,712	5,632	5,658	5,658	5,658
EPS	0.44	0.41	0.34	0.40	0.51
经调整EBITDA	3,628	3,192	3,074	3,553	4,880
EBITDA yoy%	-	-12%	-4%	16%	37%
M arg in %	7.4%	7.6%	7.3%	7.9%	8.9%
新葡京EBITDA	2,157	1,764	1,675	2,111	2,361
同比%	-	-18%	-5%	26%	12%
M arg in %	13.2%	12.6%	11.3%	13.1%	13.5%
自行推广娱乐场EBITDA	749	618	618	678	714
同比%	-	-17%	0%	10%	5%
M arg in %	11.6%	10.6%	9.9%	10.4%	10.5%
卫星娱乐场EBITDA	722	810	675	763	822
同比%	-	12%	-17%	13%	8%
M arg in %	2.8%	3.8%	3.3%	3.5%	3.5%
上葡京EBITDA	-	-	-	-	983
M arg in %	-	-	-	-	14.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

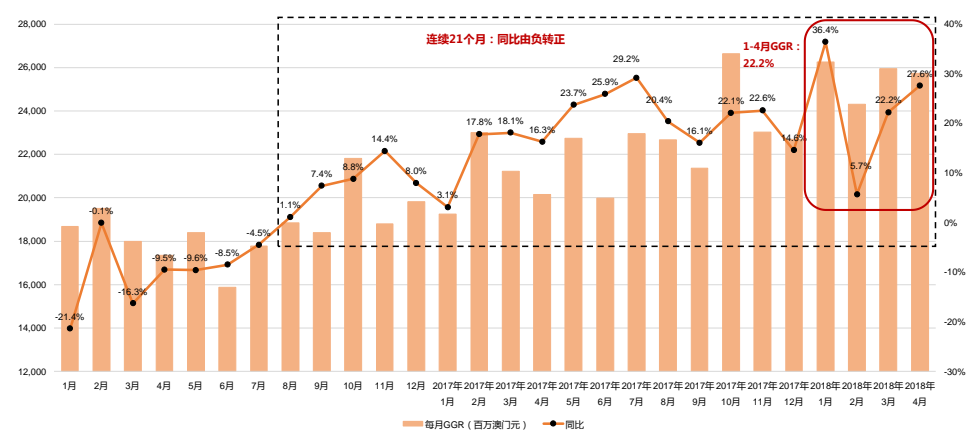
图 20：澳门酒店五一假期房间价格对比

澳门酒店2018五一房间价格								
公司	澳门酒店 大/双床 价格	房型	2018年五一房价			2017年五一房价		
			4月29日	4月30日	5月1日	4月29日	4月30日	5月1日
永利	澳门永利皇宫酒店 (5星)	双床套房	6,330	5,943	2,216	5,736	4,833	2,533
	永利澳门酒店 (5星)	豪华城景房	7,588	10,241	6,558	7,344	7,344	5,152
银河	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	4,535	3,550	1,389	4,179	3,445	1,468
	澳门JW万豪酒店 (5星)	豪华客房	5,110	5,094	1,089	3,617	3,646	1,453
	澳门悦榕庄 (5星)	路氹泉悦套房	8,505	8,437	3,090	6,025	5,698	4,941
	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	尊贵套房	7,450	7,223	7,223	6,649	6,552	8,100
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	3,585	3,380	998	4,569	4,770	1,416
	澳门佰老汇酒店 (5星)	百老汇客房	2,554	2,154	814	2,425	1,599	900
新濠国际	澳门星际酒店 (5星)	豪华房	1,410	1,219	990	1,260	1,160	950
	澳门新濠锋酒店 (5星)	海景客房	2,130	1,298	1,261	3,367	2,353	1,635
	澳门新濠天地-颐居 (5星)	高级双床客房	10,520	12,629	4,916	7,117	7,117	7,117
	澳门迎尚酒店 (4星)	高级房 (标房)	3,100	2,894	1,261	2,924	2,925	2,846
澳博	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	2,850	2,325	914	3,078	2,760	1,268
	澳门葡京酒店 (5星)	高级客房	2,550	2,550	1,536	2,561	2,561	1,327
美高梅	澳门葡京酒店 (5星)	标准房	2,280	1,243	1,874	3,672	2,701	1,740
	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	3,810	3,070	2,807	4,395	5,060	2,573
金沙中国	美狮美高梅酒店 (5星)	豪华客房	2,885	2,550	1,930	-	-	-
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	2,800	2,000	1,032	3,001	2,705	1,113
	澳门金沙城中心康莱德酒店 (5星)	豪华客房	3,515	4,545	1,244	3,500	2,800	1,324
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	2,410	3,800	2,166	1,882	5,184	3,043
	澳门喜来登金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	2,010	1,589	900	1,788	1,798	906
	澳门瑞吉金沙城中心酒店 (5星)	豪华客房	3,580	2,751	1,136	4,054	3,759	1,458
	澳门金沙城中心假日酒店 (4星)	高级房 (标房)	1,988	1,838	1,661	2,822	2,631	1,100
	澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	4,450	5,104	2,318	3,054	3,767	2,239
	澳门威尼斯人度假村酒店 (5星)	皇室套房	3,800	2,875	1,764	3,996	3,564	1,766

注：美狮美高梅在2018年2月13日开幕；
数据来源：携程网，天风海外

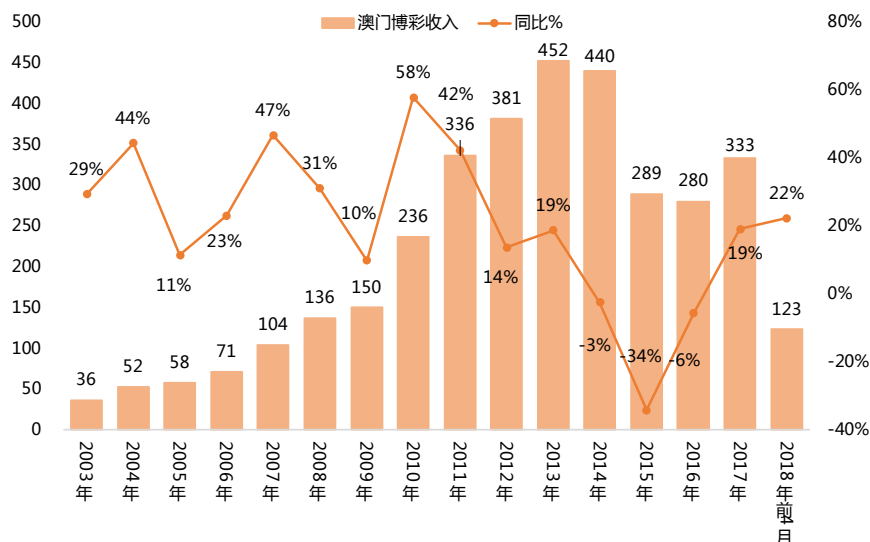
资料来源：携程网，天风证券研究所

图 21：澳门博彩每月 GGR (单位：百万澳门元)



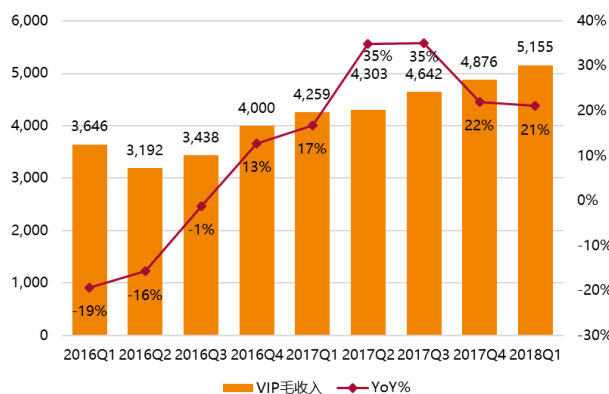
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 22：澳门博彩 2003 年-2018 年 4 月 GGR (单位：亿美元)



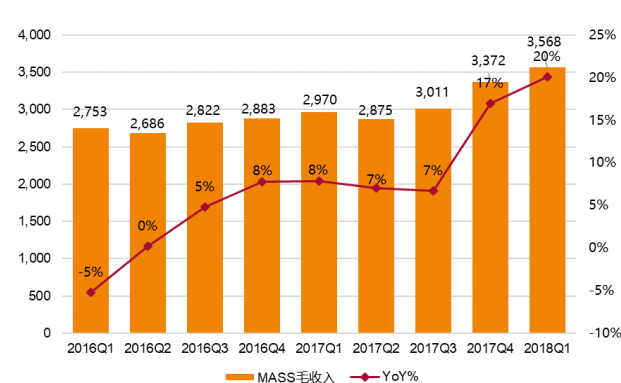
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 23：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 24：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现 (百万澳门元)



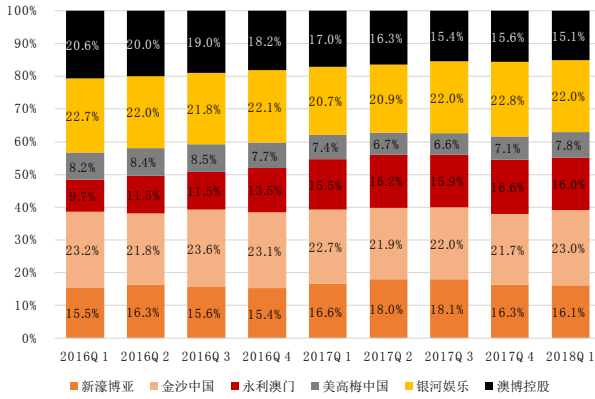
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 25：2018-2019 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%

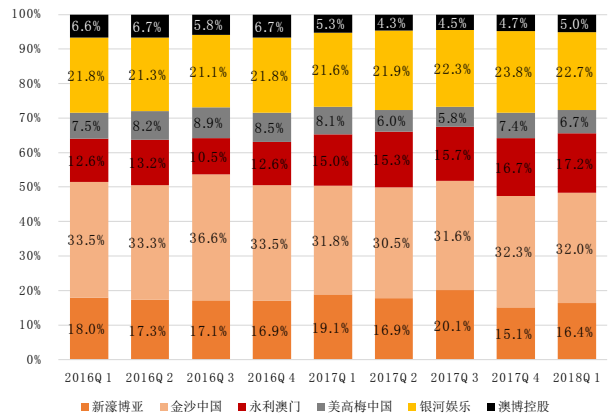
资料来源：DICJ，天风证券研究所整理预测

图 26：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩毛收入市场份额占比



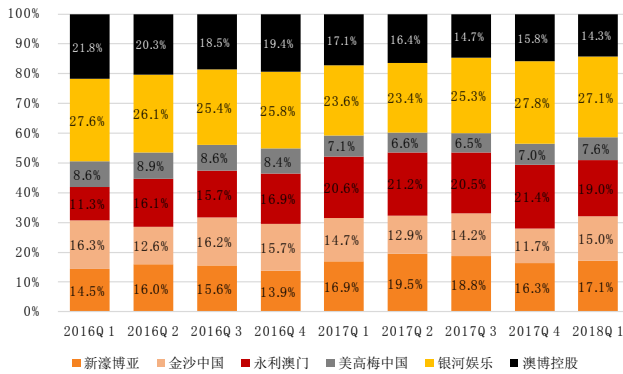
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 27：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 EBITDA 市场份额占比



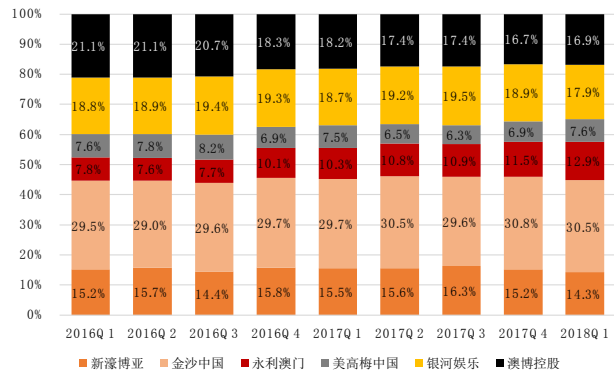
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 28：六大博彩公司 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 29：六大博彩公司 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 30：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图

行业数据	17Q1			17Q2			17Q3			17Q4			18Q1		
	GGR	VIP	MASS	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%	20%	21%	20%
新濠博亚	22%	31%	20%	36%	61%	16%	26%	63%	2%	29%	44%	16%	15%	20%	9%
金沙中国	12%	1%	18%	25%	35%	22%	15%	19%	13%	14%	-9%	27%	20%	21%	22%
永利澳门	81%	104%	53%	74%	74%	67%	72%	77%	59%	50%	55%	40%	23%	9%	49%
美高梅中国	3%	-7%	16%	-2%	-2%	-2%	-3%	3%	-13%	11%	2%	22%	24%	26%	20%
银河娱乐	4%	-4%	16%	17%	18%	18%	24%	35%	13%	26%	32%	20%	26%	36%	14%
澳博控股	-6%	-12%	1%	1%	7%	-4%	0.4%	7%	-5%	5%	-1%	11%	5%	-1%	10%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

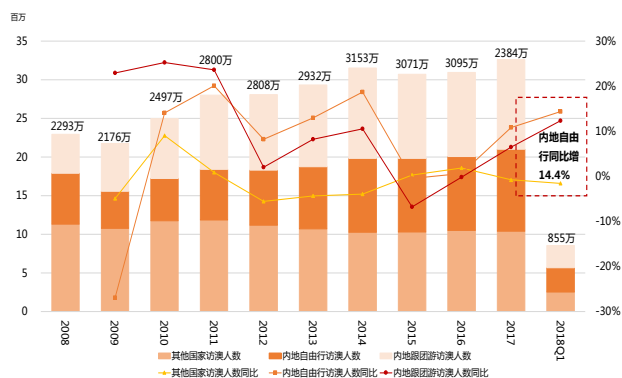
图 31：中国 2016-2021 年消费增长预测

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

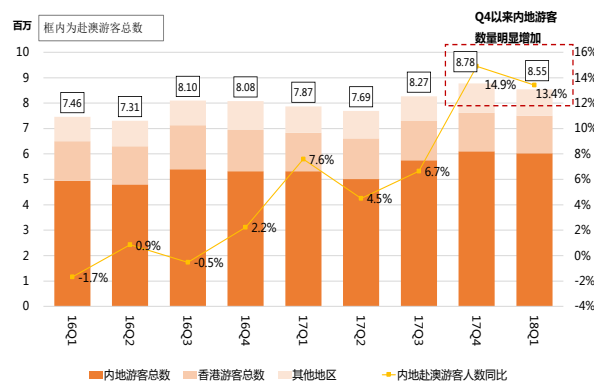
资料来源：波士顿咨询，世界货币基金组织，天风证券研究所整理

图 32：2008 年至今赴澳旅游人数



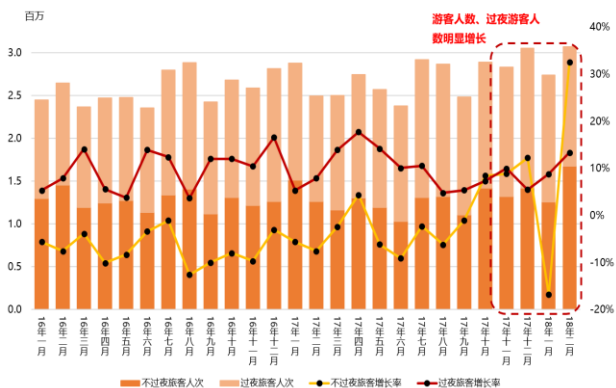
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 33：2016 年至今季度赴澳旅客人数



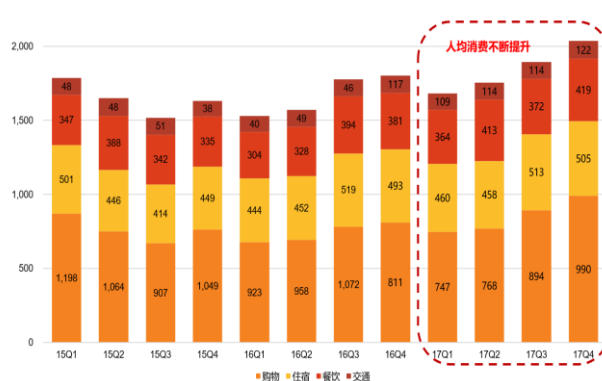
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 34：2016 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 35：2016 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 36：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

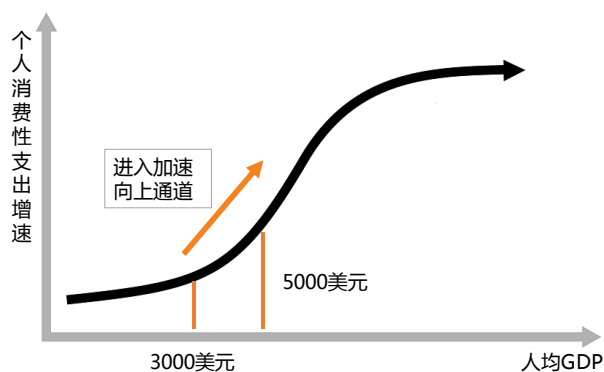
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 37：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

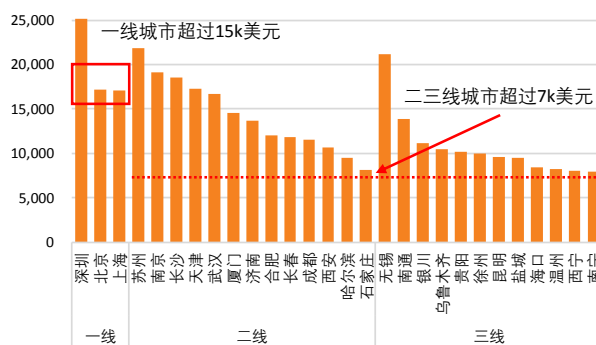
资料来源：DSEC, AGA, 澳大利亚统计局, 团队整理和预测

图 38：S 消费曲线拐点示意图



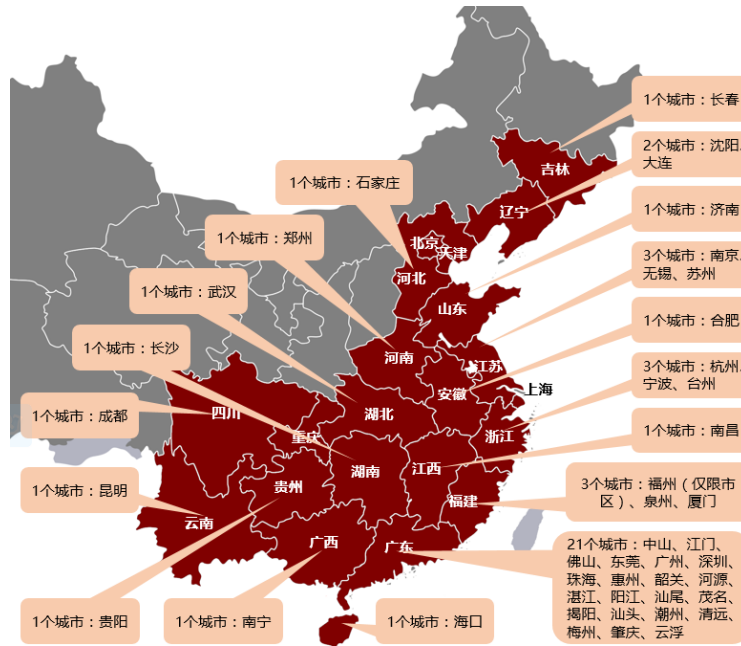
资料来源：Wind, 天风证券研究所整理

图 39：2016 年我国各线城市人均 GDP (单位：美元)



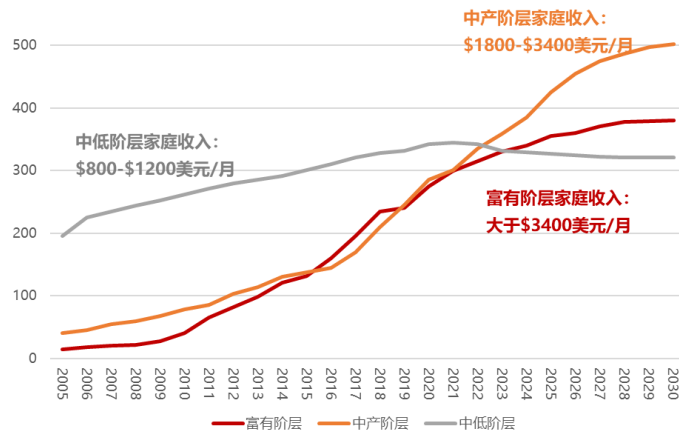
资料来源：Wind, 天风证券研究所整理

图 40：全国自由行城市分布



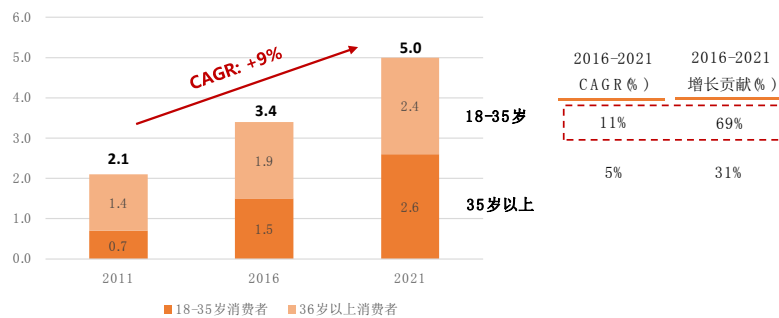
资料来源：国家旅游局，天风证券研究所整理

图 41：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 42：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

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