

新濠国际发展 (00200)

证券研究报告
2018年06月15日

新濠天地再添猛将，直击 Morpheus 振翅高飞

新濠天地再添猛将，Morpheus 振翅高飞，注入高端中场新活力

6月15日，新濠旗下主打高端中场和VIP的摩珀斯(Morpheus)酒店按预期开幕，崔世安、何厚铨、梁维特(财政司长)等嘉宾出席开幕典礼。该酒店是已故知名设计师Zaha Hadid遗作，新濠斥资约11亿美元兴建，提供约772间客房、套房和空中别墅，包括3间泳池别墅和6间复式别墅，另配备6家特色餐厅，以及酒吧、空中泳池等。赌桌方面，新濠获博彩局批准将旗下其他赌场转移40张赌台到新酒店，并将在2019年研究是否批准新赌桌给Morpheus。我们认为公司调用旗下娱乐场中闲置或使用率不高的赌桌的举措将提高整体单桌赌台运营效率。新濠预备将赌桌分配在6间复式别墅当中，并将房间优先留给自营VIP和高端中场客户使用。整体来讲，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。此外，Morpheus酒店工程结束在一定程度上也会改善整个新濠天地的中场客流，协同效应也将逐渐体现。

短中长期利好：新濠天地管理改善，塞浦路斯锦上添花，日本积极布局

除了Morpheus开幕带来单桌赌台运营效率提高、高端中场业绩及客流逐渐改善之外，我们认为新濠在短中长期仍有三大利好：1)新濠天地业绩有望随更换新运营总监David Sisk和巩固销售团队而改善。原总监Gabriel Hunterton在运营理念和新濠天地销售团队产生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。我们发现David Sisk已在18Q1重置运营和销售团队并确立激励机制。虽然团队仍在磨合尚处早期，我们预计新濠天地管理能力将逐步改善；2)新濠投资14.6亿港元于欧洲塞浦路斯项目，其中一家卫星娱乐场项目将在18年6月28日开幕，预计将在18H2为公司贡献业绩，其他3家卫星娱乐场也将在18H2-19H1陆续落成，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。3)长期来看新濠在日本积极布局并开设办事处并举办宣讲会表明争夺赌牌野心。我们认为日本将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，同时会在鹿儿岛、北海道等地建设综合度假区。根据日经中文网，日本内阁已在今年4月通过博彩法案细节，我们保守估计日本开赌在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：高端中场开创者，Morpheus加深壁垒，短中长期利好折让有望收窄，重申新濠国际(200.HK)和新濠博亚(MLCO.US)“买入”评级

由于六月淡季以及POS机收回等因素，我们认为澳门板块在6月消化不利因素后，有望迎来配置机会。长期来看，澳门基本面向好趋势不变，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、国内中产阶级财富积累消费升级向高端上移。我们预测18-19年澳门总博彩收入同比增长分别为14%和12%，到2019年将达440亿美元，有望重回2013年高峰时期的452亿美元。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。此外，Morpheus开幕也将继续加深公司在高端中场的壁垒，公司整体中场业务未来将持续发展。

我们维持新濠博亚2018年EBITDA 18亿美元预测，随着短中长期利好催化，我们认为EV/EBITDA 11.5x较合适，我们维持新濠博亚(MLCO.US)38美元目标价格。我们认为新濠国际相对新濠博亚的折让有望进一步收窄至25%以下，我们维持新濠国际(200.HK)目标价35港元，重申“买入”。我们同时看好为Morpheus提供外框钢结构骨架承包商澳能建设(1183.HK)，澳门博彩转型利好澳能土建业务，重申“买入”，TP 2.0港元

风险提示：政策收紧，消费升级低于预期导致公司中场业务进展缓慢等

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	25.05 港元
目标价格	35 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,536.97
港股总市值(百万港元)	38,501.07
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)	30.50/17.50

作者

何翩翩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002 hepianpian@tfzq.com	
雷俊成	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060004 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:业绩超预期,回购+三大利好,TP上调至35港元》2018-05-06
- 2 《新濠国际发展-公司点评:三大利好春暖花开,TP上调至32港元,重申“买入”》2018-04-16
- 3 《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
- 4 《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
- 5 《新濠国际发展:短中长期利好不断,TP上调到30港元,重申买入》2017-11-10



图 1: Morpheus 酒店房间照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 2: Morpheus 酒店房间客厅照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 3: Morpheus 酒店房间照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 4: Morpheus 酒店开幕晚宴



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 5: Morpheus 酒店大厅及零售区域照片



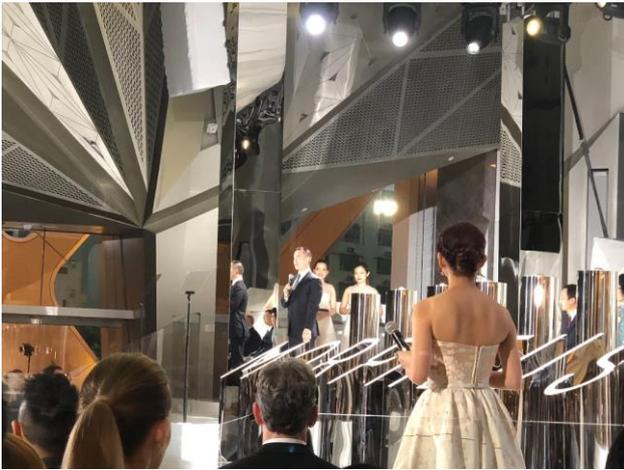
资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 6: Morpheus 酒店零售区域照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 7: Morpheus 酒店何猷龙出席开幕仪式照片



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 8: Morpheus 酒店嘉宾出席开幕仪式照片



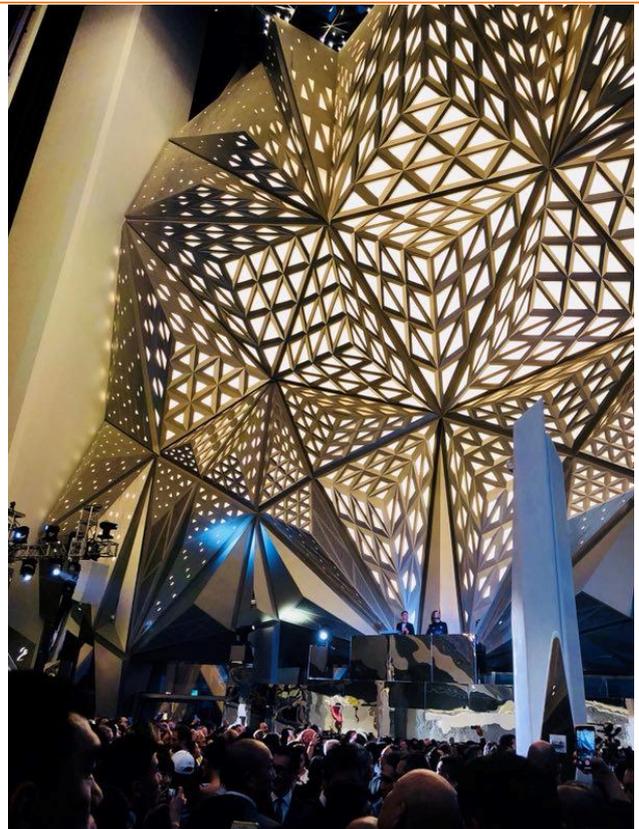
资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 9: Morpheus 酒店开幕盛况



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 10: Morpheus 酒店开幕盛况



资料来源: 天风证券研究所拍摄整理

图 11：新濠博亚股价与娱乐场开业的历史（美元）

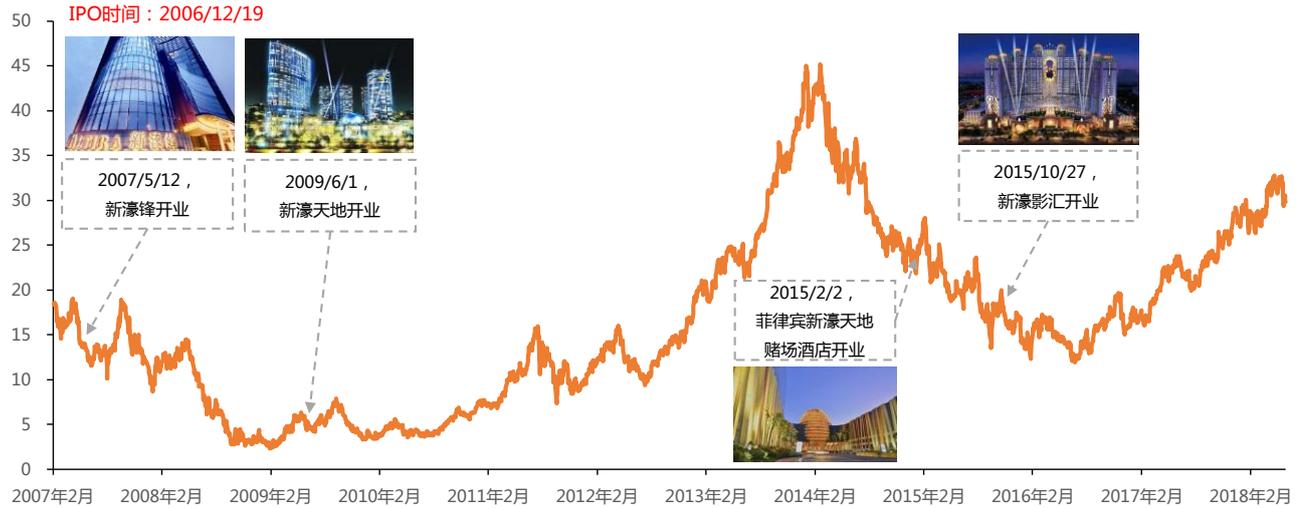
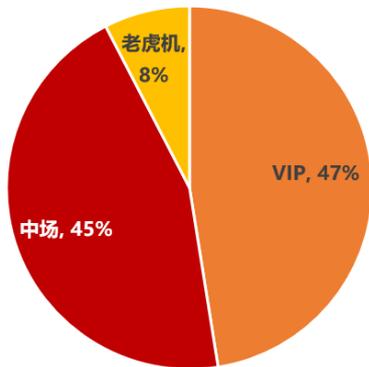


图 12：新濠博亚 EV/EBITDA 估值与娱乐场开业的历史

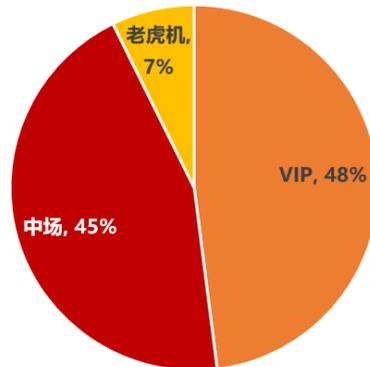


图 13：新濠博亚 17Q4 澳门业务占比



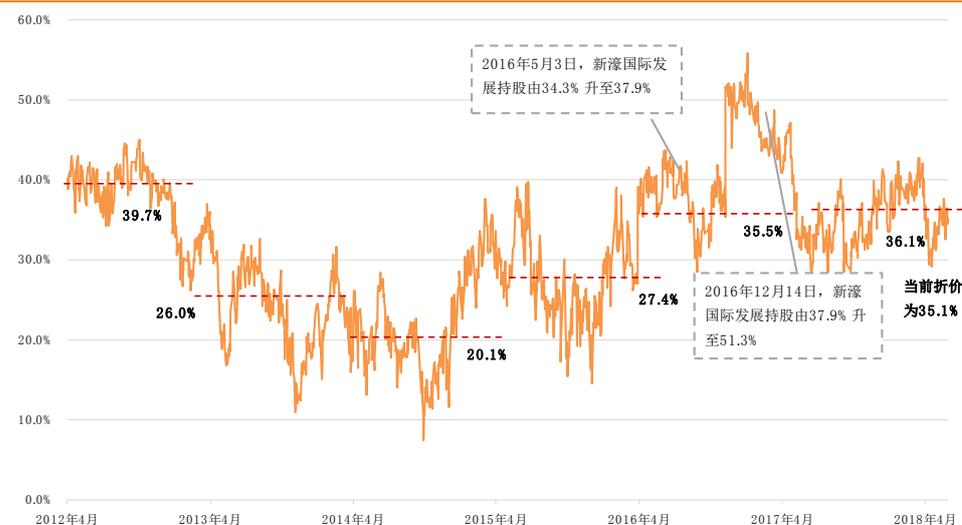
注：由于美国最新 ASC 606 会计准则对非博彩收入确认变化，我们删除该业务进行成分占比分析；资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 14：新濠博亚 18Q1 澳门业务占比



注：由于美国最新 ASC 606 会计准则对非博彩收入确认变化，我们删除该业务进行成分占比分析；资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 15：2012 年以来新濠国际相对新濠博亚的折让



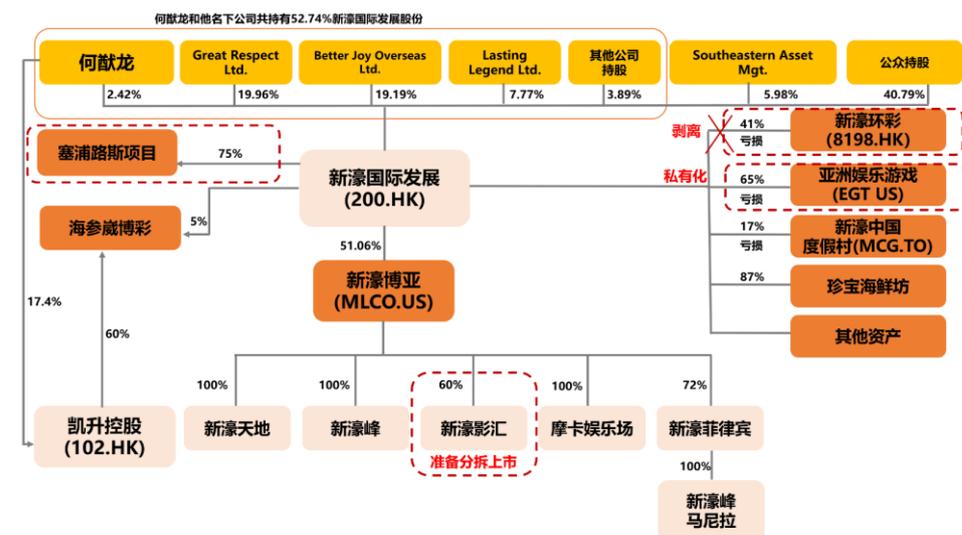
数据截至 2018 年 6 月 15 日收盘，资料来源：Wind，天风证券研究所整理

图 16：新濠国际发展目前 SOTP 估值，目标价 35 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	494	18,772	51.1%	73,804	50.00
Oriental Regent	0.97	1,488	2,406	5.0%	120	0.08
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)					75,575	51.20
现金 - 债务					-730	(0.48)
净资产价值					74,845	48.70
注：新濠博亚(MLCO.US)按照我们预测38美元目标价计算的市值					25% 折让后TP	35.0

资料来源：彭博，公司财报，天风证券研究所预测

图 17：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1.35%流通股

资料来源：公司财报，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（不含马尼拉）

新濠博亚(百万美元)(不含马尼拉)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
公司VIP流水(turnover)	20,900	17,600	14,500	15,000	14,400	14,100	15,100	16,800	20,300	20,900	20,800	22,000	23,300	6%	15%
公司VIP赢率	2.95%	2.70%	2.94%	2.96%	3.07%	2.91%	2.78%	2.53%	2.73%	3.07%	3.43%	2.86%	2.92%		
公司VIP毛收入	617	475	426	444	442	410	420	426	554	641	713	629	679	8%	23%
公司中场流水	1,349	1,498	1,347	1,624	1,756	1,744	1,878	1,906	1,816	1,858	2,005	2,199	2,147	-2%	18%
公司中场赢率	33.69%	30.56%	33.27%	32.34%	30.86%	30.10%	30.38%	31.95%	32.21%	29.48%	28.65%	27.06%	29.47%		
公司中场毛收入	455	458	448	525	542	525	571	609	585	548	574	595	633	6%	8%
公司老虎机流水	2,007	1,845	1,947	2,013	2,060	2,167	2,273	2,193	2,134	2,040	2,202	2,304	2,263	-2%	6%
公司老虎机赢率	4.41%	4.26%	4.03%	4.04%	3.81%	3.71%	3.95%	4.11%	3.86%	4.24%	3.67%	4.35%	4.55%		
公司老虎机毛收入	88.4	78.7	78.5	81.3	78.5	80.4	89.7	90.1	82.4	86.5	80.8	100.3	103.1	3%	25%
公司非博彩收入	75	72	75	113	128	121	141	140	135	131	140	131	128	-3%	-5%
新濠天地净收入	806	654	666	669	679	630	621	661	693	645	716	613	641	5%	-8%
新濠影汇净收入	-	-	-	123	179	184	230	246	278	332	385	369	368	0%	33%
新濠锋净收入	149	144	140	142	108	99	129	103	109	107	89	140	120	-14%	10%
摩卡娱乐场净收入	35	33	36	32	28	32	32	29	31	29	30	31	30	-1%	-2%
公司总净收入	990	831	842	966	994	945	1,012	1,039	1,111	1,113	1,220	1,153	1,160	1%	4%
新濠天地EBITDA	236	179	192	192	206	178	170	189	214	175	246	170	208	23%	-3%
新濠影汇EBITDA	-	-	-	13	25	22	53	57	68	81	96	92	110	20%	62%
新濠锋EBITDA	7	7	13	10	2	14	14	3	4	5	6	18	18	3%	386%
摩卡娱乐场EBITDA	8	7	9	6	5	7	7	5	7	6	7	7	7	-7%	-3%
公司Property EBITDA	251	193	213	221	237	220	244	254	292	267	354	286	343	20%	17%
公司Property EBITDA Margin	25.4%	23.2%	25.3%	22.9%	23.8%	23.3%	24.1%	24.5%	26.3%	24.0%	29.0%	24.8%	29.6%		

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)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
VIP流水	13,500	11,100	9,300	10,200	9,800	9,900	10,600	11,100	12,600	12,200	11,200	11,400	11,100	-3%	-12%
VIP赢率	3.2%	2.7%	2.9%	2.8%	3.2%	3.0%	2.6%	2.6%	2.7%	2.9%	3.5%	2.7%	3.0%		
VIP毛收入	432	300	270	286	314	297	276	289	340	354	392	308	333	8%	-2%
中场流水	1,190	1,331	1,190	1,125	1,074	1,028	1,097	1,110	1,060	1,073	1,145	1,226	1,182	-4%	12%
中场赢率	35.9%	32.4%	35.1%	37.1%	36.7%	35.7%	34.5%	36.3%	36.9%	32.4%	32.3%	28.6%	32.1%		
中场毛收入	427	431	418	417	394	367	378	403	391	348	370	351	379	8%	-3%
老虎机流水	1,242	1,117	1,211	1,071	1,045	1,004	1,003	1,052	1,026	938	982	1,122	1,001	-11%	-2%
老虎机赢率	3.50%	4.10%	3.50%	3.40%	3.40%	3.20%	3.50%	3.90%	3.40%	4.00%	3.20%	4.20%	5.00%		
老虎机毛收入	43	46	42	36	36	32	35	41	35	38	31	47	50	6%	43%
博彩毛收入	903	777	730	739	743	696	689	733	766	739	793	706	763	8%	0%
非博彩收入	67	64	67	68	62	63	75	79	78	75	81	72	73	1%	-7%
物业净收入	806	654	666	669	679	630	621	661	693	645	716	613	641	5%	-8%
调整后EBITDA	236	179	192	192	206	178	170	189	214	175	246	170	208	23%	-3%
EBITDA Margin	29.3%	27.4%	28.8%	28.7%	30.3%	28.2%	27.4%	28.5%	30.8%	27.2%	34.4%	27.7%	32.5%	17%	5%
平均赌桌数	506	496	493	494	498	500	489	488	480	480	476	479	478		
平均每桌每日收入(美元)	19,021	15,192	15,041	15,435	14,667	15,648	14,471	15,319	17,003	16,172	17,459	15,013	16,616	11%	-2%
入住率	99.0%	99.0%	99.0%	97.0%	94.0%	94.0%	95.1%	96.3%	97.0%	96.0%	97.0%	97.0%	98.0%	1%	1%
每日平均房价(ADR)	228	198	196	205	200	197	270	262	200	199	201	209	204	-2%	2%
每日房间收入(RevPAR)	225	196	195	200	189	185	257	252	194	192	195	202	201	0%	4%

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)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
VIP流水	-	-	-	-	-	-	-	1,300	3,600	4,700	5,100	5,700	6,600	16%	83%
VIP赢率	-	-	-	-	-	-	-	1.40%	2.40%	3.30%	4.00%	2.80%	2.70%		
VIP毛收入	-	-	-	-	-	-	-	18	86	155	204	160	178	12%	106%
中场流水	-	-	-	365	547	592	658	683	656	661	747	848	825	-3%	26%
中场赢率	-	-	-	22.40%	22.80%	22.80%	25.50%	26.90%	26.40%	26.80%	25.00%	26.10%	27.40%		
中场毛收入	-	-	-	82	125	135	168	184	173	177	187	221	226	2%	31%
老虎机流水	-	-	-	265	410	485	588	519	497	503	581	539	582	8%	17%
老虎机赢率	-	-	-	4.90%	3.66%	3.51%	3.91%	3.90%	3.40%	4.00%	3.30%	4.10%	3.70%		
老虎机毛收入	-	-	-	13	15	17	23	20	17	20	19	22	22	-3%	27%
博彩毛收入	-	-	-	95	140	152	191	222	276	352	410	403	426	6%	54%
非博彩收入	-	-	-	38	59	51	59	54	50	49	52	52	48	-8%	-4%
物业净收入	-	-	-	123	179	184	230	246	278	332	385	369	368	0%	33%
调整后EBITDA	-	-	-	13	25	22	53	57	68	81	96	92	110	20%	62%
EBITDA Margin	-	-	-	10.2%	13.7%	12.0%	22.9%	23.0%	24.4%	24.3%	24.9%	24.8%	29.9%	21%	23%
平均赌桌数	-	-	-	196	245	245	245	266	282	287	291	293	294		
平均每桌每日收入(美元)	-	-	-	6,326	6,059	6,059	7,446	8,282	10,179	12,729	14,535	14,123	15,296	8%	50%
入住率	-	-	-	98.0%	96.0%	96.0%	99.0%	99.0%	99.0%	98.0%	98.0%	99.0%	100.0%	1%	1%
每日平均房价(ADR)	-	-	-	136	133	137	137	138	139	135	142	145	139	-4%	0%
每日房间收入(RevPAR)	-	-	-	133	127	131	136	137	138	133	139	144	139	-3%	1%

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)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
VIP流水	7,400	6,500	5,200	4,800	4,600	4,200	4,500	4,400	4,100	4,000	4,500	4,900	5,600	14%	37%
VIP赢率	2.5%	2.7%	3.0%	3.3%	2.8%	2.7%	3.2%	2.7%	3.1%	3.3%	2.6%	3.3%	3.0%		
VIP毛收入	185	176	156	158	129	113	144	119	127	132	117	162	168	4%	32%
中场流水	159	167	157	133	135	124	123	113	100	124	112	125	139	11%	39%
中场赢率	17.2%	15.9%	19.4%	19.4%	17.0%	18.5%	19.8%	19.8%	20.6%	18.5%	15.7%	18.4%	19.4%		
中场毛收入	27	27	30	26	23	23	24	22	21	23	18	23	27	17%	31%
老虎机流水	7	8	11	8	9	7	9	8	8	7	11	21	26	26%	225%
老虎机赢率	3.5%	5.9%	5.9%	5.8%	5.9%	6.5%	6.9%	6.8%	5.8%	6.0%	6.1%	6.0%	5.4%		
老虎机毛收入	0.3	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.7	1.2	1.4	14%	203%
博彩毛收入	213	202	187	185	152	137	169	142	148	155	135	186	196	6%	33%
非博彩收入	9	8	8	8	7	7	7	7	7	7	7	7	7	-4%	-4%
物业净收入	149	144	140	142	108	99	129	103	109	107	89	140	120	-14%	10%
调整后EBITDA	7	7	13	10	2	14	14	3	4	5	6	18	18	3%	386%
EBITDA Margin	4.6%	4.5%	9.5%	6.8%	1.6%	14.1%	10.9%	3.2%	3.4%	4.8%	6.3%	12.5%	15.0%	20%	340%
平均赌桌数	121	123	127	131	126	127	117	114	114	108	101	103	104		
平均每桌每日收入(美元)	19,470	17,915	15,796	15,374	11,918	12,823	15,745	13,447	14,304	14,633	13,707	19,358	21,120	9%	48%
入住率	99.0%	99.0%	99.0%	97.0%	95.0%	95.0%	96.0%	94.0%	92.0%	95.0%	98.0%	99.0%	99.0%	0%	8%
每日平均房价(ADR)	228	208	200	213	200	208	200	210	207	200	201	209	195	-7%	-6%
每日房间收入(RevPAR)	225	206	197	206	190	197	192	197	190	190	197	207	194	-6%	2%

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)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
VIP流水	186	496	1,200	1,300	1,500	1,700	1,600	2,100	2,400	3,200	3,000	2,900	2,800	-3%	17%
VIP赢率	-0.80%	2.40%	2.90%	2.10%	2.80%	3.40%	4.00%	3.50%	3.40%	3.50%	2.50%	3.10%	2.90%		
VIP毛收入	-1	12	35	27	42	58	64	74	82	112	75	90	81	-10%	0%
中场流水	102	117	117	106	120	134	147	149	154	170	174	189	188	-1%	22%
中场赢率	25.20%	25.40%	27.00%	27.50%	27.50%	29.90%	29.90%	27.80%	28.70%	28.50%	29.90%	30.90%	33.80%		
中场毛收入	26	30	32	29	33	40	44	41	44	48	52	58	64	9%	44%
老虎机流水	386	465	508	421	451	515	597	671	730	759	757	793	821	3%	12%
老虎机赢率	5.90%	3.20%	5.70%	6.20%	6.10%	5.80%	5.80%	5.90%	6.20%	5.90%	5.60%	5.50%	5.60%		
老虎机毛收入	22.8	14.9	29.0	26.1	27.5	29.9	34.6	39.6	45.3	44.8	42.4	43.6	46.0	5%	2%
博彩毛收入	47	56	95	83	103	128	143	155	171	205	169	192	191	-1%	12%
非博彩收入	20	29	26	25	24	26	27	28	28	30	29	31	30	-6%	6%
物业净收入	53	75	92	81	103	128	142	154	171	176	148	168	142	-15%	-17%
调整后EBITDA	3	13	24	16	37	29	45	50	61	63	57	54	59	9%	-4%
EBITDA Margin	5.5%	16.8%	26.6%	19.2%	35.4%	22.3%	31.7%	32.6%	35.7%	35.7%	38.7%	32.1%	41.4%	29%	16%
平均赌桌数	231	258	276	276	268	277	117	272	270	278	290	291	294		
平均每桌每日收入(美元)	1,745	1,773	2,646	2,268	4,006	2,959	4,237	4,576	5,193	6,383	4,705	5,473	5,419	-1%	4%
入住率	76.0%	89.0%	88.0%	88.0%	92.0%	86.0%	92.0%	96.0%	98.0%	95.0%	96.0%	97.0%	98.0%	1%	0%
每日平均房价(ADR)	227	215	168	168	187	157	158	156	154	156	158	163	158	-3%	3%
每日房间收入(RevPAR)	173	191	148	148	190	135	146	149	150	149	151	158	156	-1%	4%

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)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ	YoY
老虎机流水	757	721	724	670	596	671	673	614	603	592	628	623	655	5%	9%
老虎机赢率	5.9%	4.5%	4.9%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.0%	4.8%	4.7%	4.8%	4.6%		
老虎机毛收入	44.7	32.4	35.5	31.5	27.4	30.9	31.0	28.3	30.2	28.4	29.5	29.9	30.1	1%	0%
物业净收入	34.9	33.2	36.1	32.0	28.0	31.8	31.8	28.9	31.1	29.3	30.2	30.7	30.4	-1%	-2%
调整后EBITDA	8.3	7.1	8.5	6.4	4.8	6.5	7.0	5.4	7.1	5.6	6.5	7.4	6.9	-7%	-3%
EBITDA Margin	23.8%	21.4%	23.5%	20.0%	17.1%	20.4%	22.0%	18.7%	22.8%	19.1%	21.5%	24.1%	22.7%	-6%	-1%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 24：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	2017	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	144	151	174	207
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	-2,159	-2,760	-3,255
息税前利润(EBIT)	469	411	508	593	760
+折旧摊销(D&A)	329	331	297	416	485
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	-1,152	-1,241	-1,436
息税前利润(EBIT)	8	79	211	260	338
+折旧摊销(D&A)	5	77	124	174	203
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 25：新濠博亚各娱乐场和利润表模型预测(续)

新濠锋					
VIP流水(turnover)	23,900.0	17,700.0	17,500.0	19,250.0	20,790.0
同比%	-	-26%	-1%	10%	8%
VIP赢率	0.0	2.9%	3.1%	2.9%	2.9%
VIP毛收入	674.9	505.0	537.8	558.3	602.9
中场流水(turnover)	616.1	495.0	461.6	517.0	589.4
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	110.2	92.6	84.2	98.7	112.6
老虎机流水(turnover)	33.8	33.0	75.2	84.2	96.0
同比%	-	-2%	128%	12%	14%
老虎机赢率	5.37%	6.52%	8.46%	5.80%	5.80%
老虎机毛收入	1.8	2.2	6.4	4.9	5.6
新濠锋博彩毛收入	786.9	599.8	628.4	661.9	721.0
同比%	-	-24%	5%	5%	9%
非博彩收入	32.4	28.0	34.4	30.0	32.0
新濠锋净收入	574.9	439.0	445.5	483.2	526.4
同比%	-	-24%	1%	8%	9%
-运营成本	-550.4	-419.8	-438.3	-456.2	-497.9
息税前利润(EBIT)	24.5	19.2	7.2	27.0	28.5
+折旧摊销(D&A)	11.8	13.8	13.5	18.9	22.0
新濠锋EBITDA	36.3	33.0	20.7	45.9	50.5
YoY%	-	-9%	-37%	122%	10%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	4.6%	9.5%	9.6%
新濠天地马尼拉					
VIP流水(turnover)	3,181.3	6,900.0	11,500.0	12,650.0	14,421.0
同比%	-	117%	67%	10%	14%
VIP赢率	2.3%	3.4%	3.1%	3.3%	3.3%
VIP毛收入	72.5	237.3	358.5	417.5	475.9
中场流水(turnover)	441.4	550.0	687.3	769.8	877.5
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	116.0	158.4	203.2	207.8	236.9
老虎机流水(turnover)	1,780.1	2,234.0	3,860.7	4,246.7	4,798.8
同比%	-	25%	73%	10%	13%
老虎机赢率	5.21%	5.89%	5.75%	5.90%	5.90%
老虎机毛收入	92.7	131.6	222.1	250.6	283.1
新濠天地马尼拉博彩毛收入	281.2	527.3	783.8	875.8	996.0
同比%	-	88%	49%	12%	14%
非博彩收入	100.2	105.0	118.6	130.0	142.0
新濠天地马尼拉净收入	300.3	527.0	662.7	832.1	946.2
同比%	-	75%	26%	26%	14%
-运营成本	-268.4	-444.0	-503.4	-634.3	-724.2
息税前利润(EBIT)	31.9	83.0	159.3	197.8	222.0
+折旧摊销(D&A)	23.5	77.3	75.7	105.9	123.4
新濠天地马尼拉EBITDA	55.4	160.3	235.0	303.7	345.3
YoY%	-	189%	47%	29%	14%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	35.5%	36.5%	36.5%
摩卡娱乐场					
老虎机流水(turnover)	2,871.8	2,554.3	2,446.3	2,593.1	2,800.5
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	144.1	117.5	118.0	127.1	137.2
摩卡娱乐场博彩毛收入	144.1	117.5	118.0	127.1	137.2
同比%	-	-18%	3%	3%	5%
摩卡娱乐场净收入	136.2	120.5	121.3	122.0	125.0
同比%	-	-12%	1%	1%	2%
-运营成本	-115.3	-107.8	-105.5	-99.4	-104.3
息税前利润(EBIT)	20.9	12.7	15.8	22.6	20.7
+折旧摊销(D&A)	9.4	11.0	10.8	15.1	17.6
摩卡娱乐场EBITDA	30.3	23.7	26.6	37.7	38.3
YoY%	-	-22%	12%	42%	2%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	22.0%	30.9%	30.7%

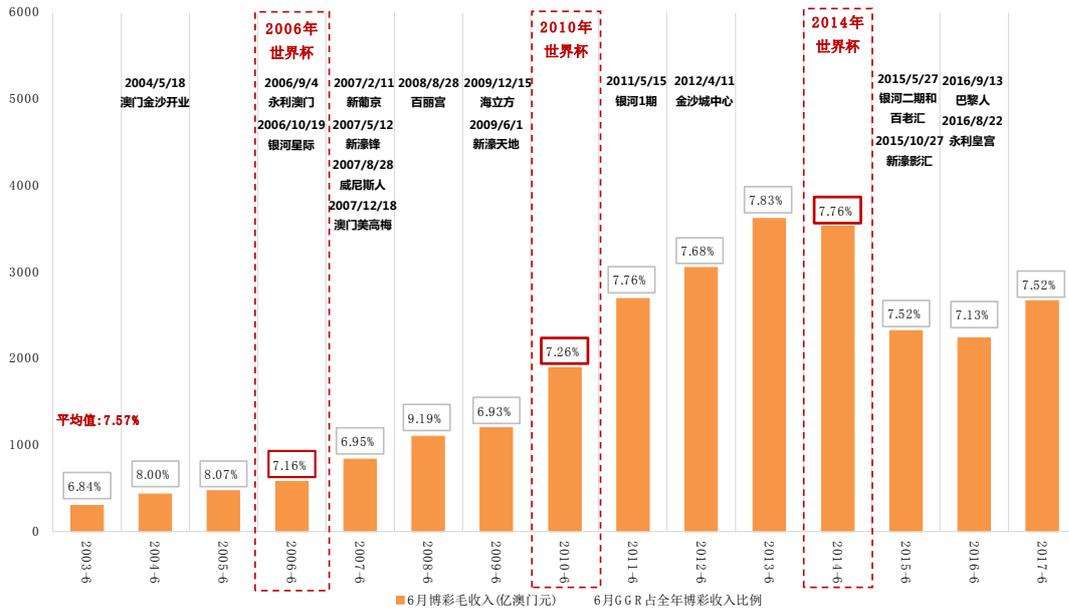
资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 26：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	2017	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	10,242	11,965	13,863
同比%	-	24%	21%	17%	16%
老虎机赢率	6.11%	5.54%	5.62%	5.46%	5.37%
老虎机毛收入	420	470	576	653	744
公司娱乐场毛收入	4,456	4,810	5,598	7,017	8,237
同比%	-	8%	16%	25%	17%
公司非博彩收入	435	635	660	760	837
佣金和折扣费用	-917	-926	-973	-1,474	-1,730
费用比率%	-21%	-19%	-17.4%	-21%	-21%
公司净收入	3,974	4,519	5,285	6,304	7,344
同比%	-	14%	17%	19%	17%
运营成本	-3,877	-4,156	-4,678	-5,328	-6,108
- 赌场费用	-2,655	-2,905	-3,374	-3,908	-4,553
- 酒店费用	-23	-33	-33	-20	-20
- 餐饮费用	-44	-66	-58	-80	-85
- 零售费用	-78	-110	-88	-100	-100
- 行政开支	-384	-447	-467	-463	-468
- 菲律宾利益支出	-17	-34	-52	0	0
- 开业前开支	-168	-4	-2	0	0
- 折旧摊销	-471	-552	-573	-756	-881
- 物业和其他开支	-38	-5	-32	0	0
营业利润 (亏损)	97	363	607	976	1,236
YOY%	-86%	276%	67%	61%	27%
+ 融资收益	14	6	4	18	18
- 融资成本	-172	-305	-230	-420	-425
+ 其他营业外(收入)亏损	0	11	-66	0	0
除税前利润(EBT)	-61	75	314	574	829
净利润	106	176	315	545	788
同比%	-	66%	79%	73%	45%
股份	541	506	444	444	444
EPS	0.20	0.35	0.71	1.23	1.77
净利润	106	176	315	545	788
- 非利息净亏损/收益	-167	-109	-90	-90	-90
+ 所得税支出	1	8	0	29	41
+ 利息和其他非营运支出	172	294	292	420	425
+ 物业和其他开支	38	5	32	0	0
+ 股权激励	21	18	17	0	0
+ 折旧和摊销(D & A)	471	552	541	756	881
+ 开业前开支	168	4	-2	0	0
+ 临时处置物业	3	-5	0	0	0
+ 菲律宾利益支出	17	34	52	0	0
经调整EBITDA	830	979	1,285	1,660	2,046
+ 企业和其他支出	116	115	137	170	174
经调整物业EBITDA	946	1,093	1,423	1,830	2,220
同比%	-30%	16%	30%	29%	21%
物业EBITDA Margin%	23.8%	24.2%	26.9%	29.0%	30.2%
新濠天地EBITDA	798.50	742.40	804.87	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	335.57	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	20.67	45.90	50.53
YoY%	-	-9%	-37%	122%	10%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	4.6%	9.5%	9.6%
COD 马尼拉EBITDA	55.40	160.30	235.02	303.70	345.35
YoY%	-	189%	47%	29%	14%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	35.5%	36.5%	36.5%
摩卡娱乐场EBITDA	30.30	23.70	26.64	37.72	38.33
YoY%	-	-22%	12%	42%	2%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	22.0%	30.9%	30.7%

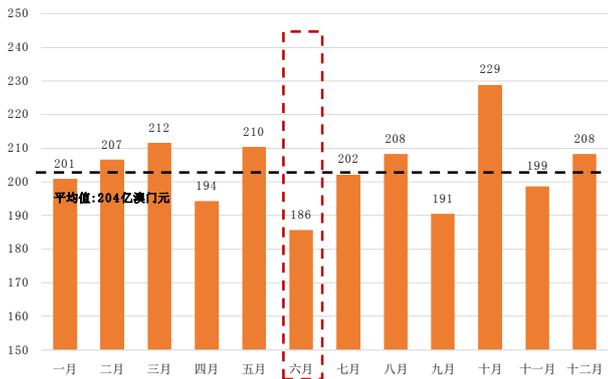
资料来源：公司财报，天风证券研究所预测

图 27：2003 年-2017 年澳门 6 月 GGR、全年占比及世界杯影响（亿澳门元）



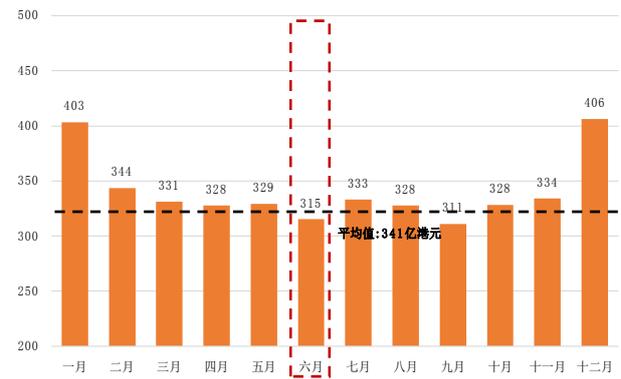
资料来源：澳门博彩局，澳门统计局，公司官网，天风证券研究所整理

图 28：6 月效应：2008~2018 澳门月度 GGR 平均值（亿澳门元）



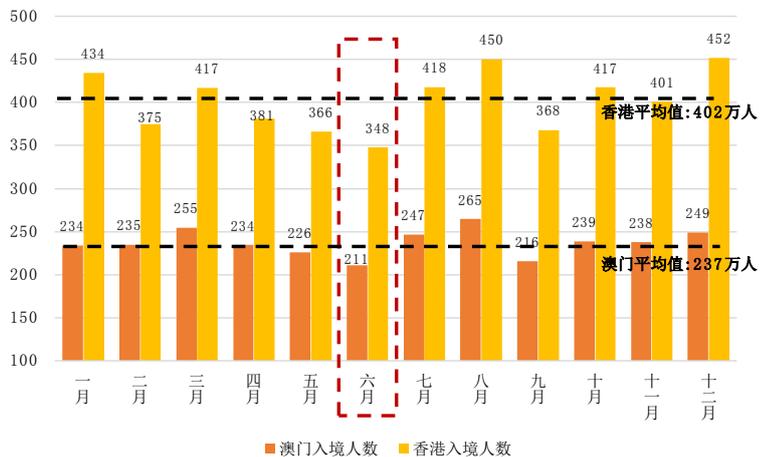
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 29：6 月效应：2008~2018 香港月度零售额平均值（亿澳门元）



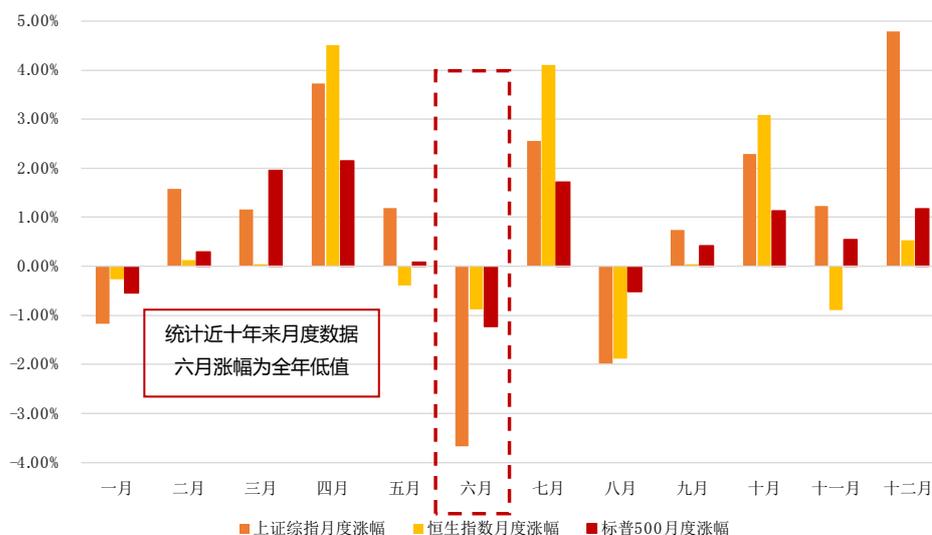
资料来源：香港统计局，天风证券研究所整理

图 30：6 月效应：2008-2018 年港澳月度游客人数平均值（万人）



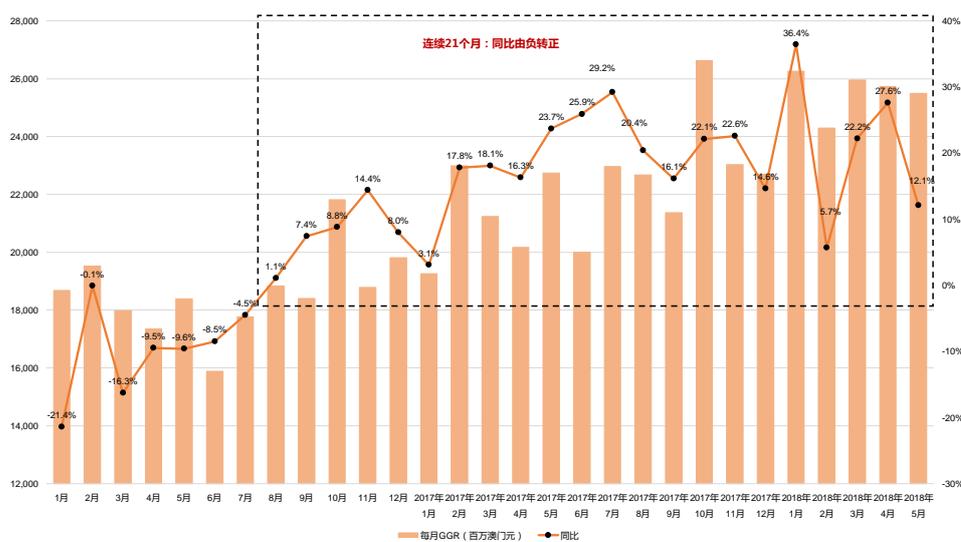
资料来源：澳门统计局，香港统计局，天风证券研究所整理

图 31：6 月效应：2008-2018 年上证/恒指/标普月度平均涨跌幅



资料来源：Wind，彭博，天风证券研究所整理

图 32：澳门博彩每月 GGR (单位：百万澳门元)



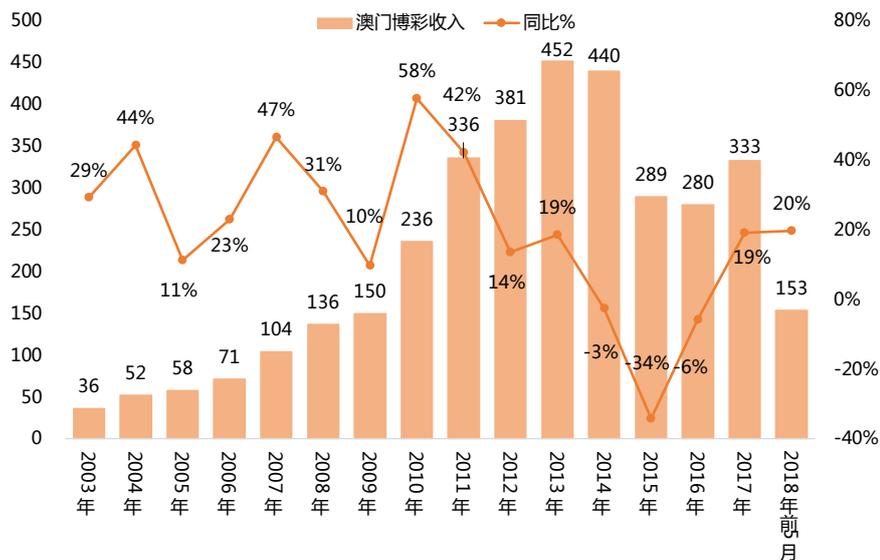
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 33：2018-2019 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 34：澳门博彩 2003 年-2018 年 4 月 GGR (单位：亿美元)



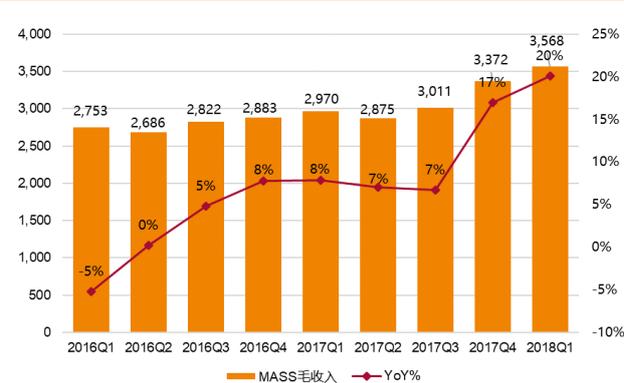
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 35：澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现 (百万澳门元)



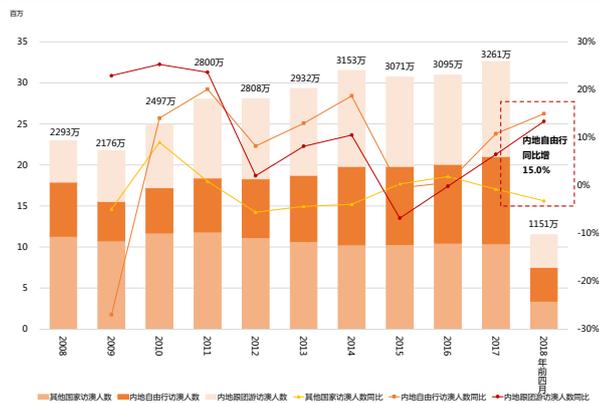
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 36：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现 (百万澳门元)



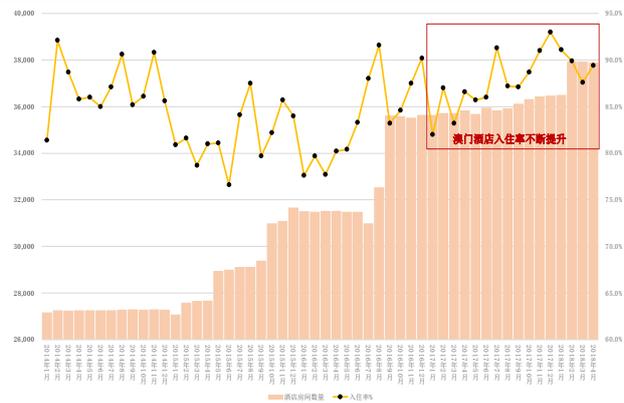
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 37：2008 年至今赴澳旅游人数 (万人)



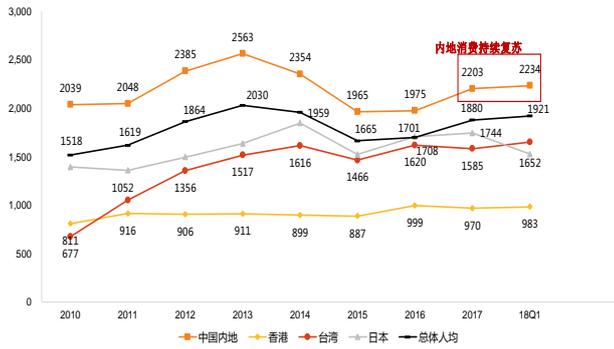
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 38：2016 年至今澳门酒店数量和入住率 (间)



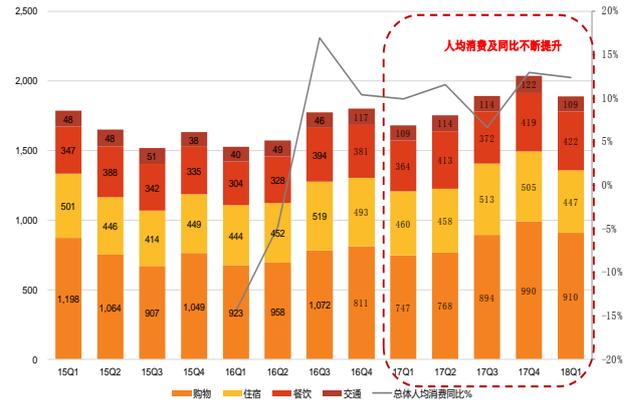
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 39：2010 年至今中国及其他国家赴澳游客人均消费（澳门元）



资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 40：澳门 2016 年至今季度旅客人均消费水平（澳门元）



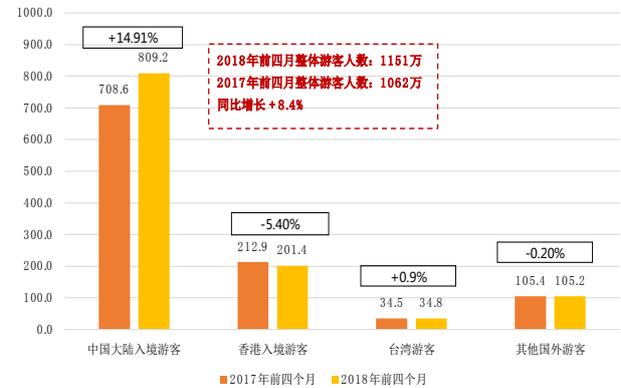
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 41：17-18 年前四月澳门各口岸入境旅客人次（万）及同比



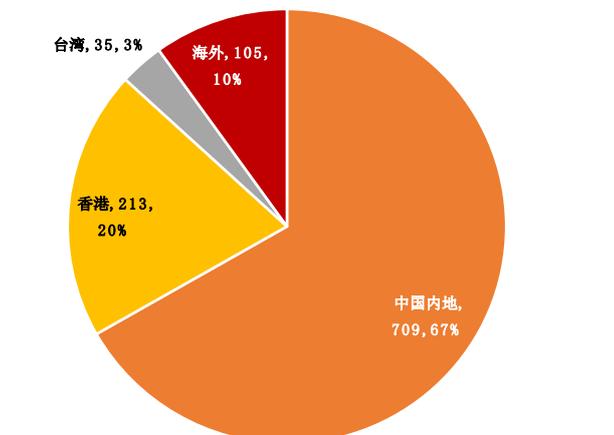
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 42：17-18 年前四月澳门各地区入境旅客人次（万）及同比



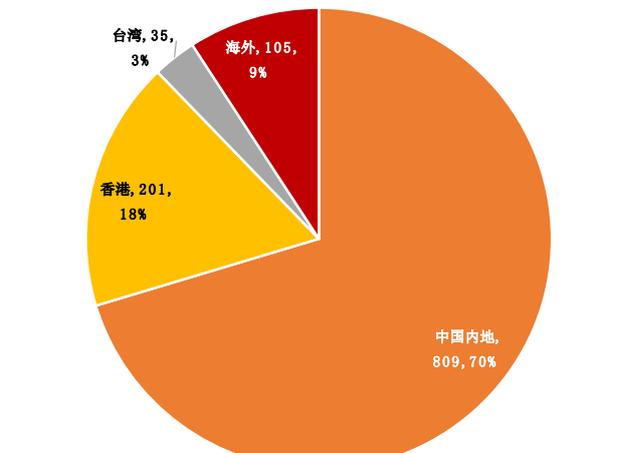
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 43：17 年前四月不同地区入境澳门旅客人次（万）及占比



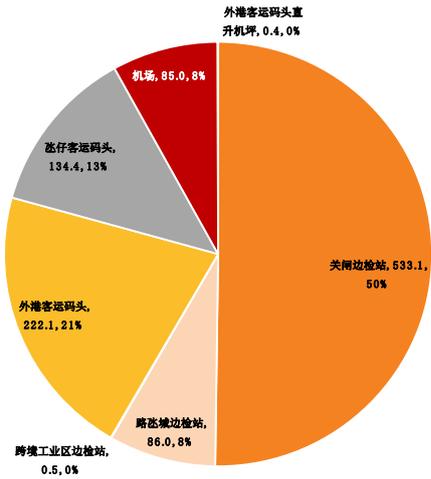
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 44：18 年前四月不同地区入境澳门旅客人次（万）及占比



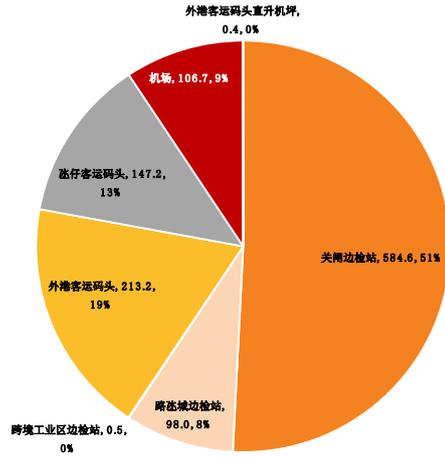
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 45：17 年前四月不同方式入境澳门旅客人次（万）及占比



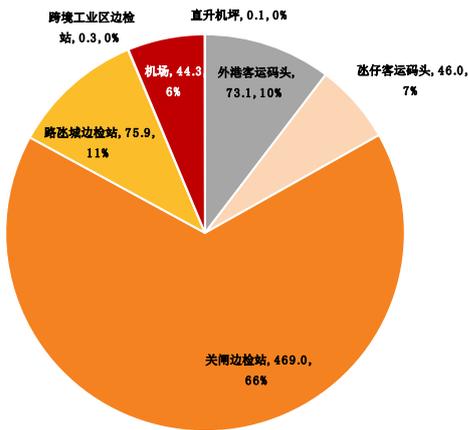
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 46：18 年前四月不同方式入境澳门旅客人次（万）及占比



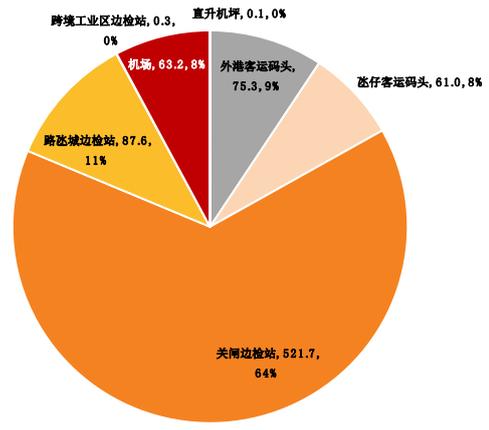
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 47：17 年前四月中国不同方式入境澳门旅客人次（万）及占比



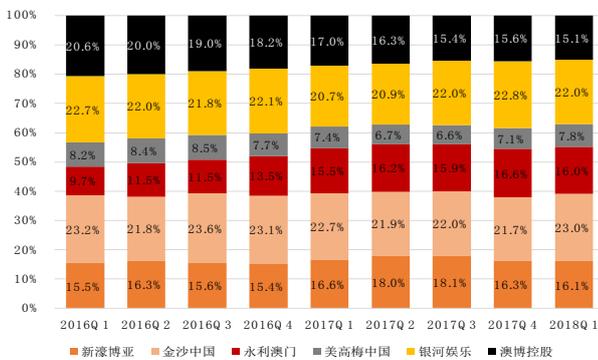
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 48：18 年前四月中国不同方式入境澳门旅客人次（万）及占比



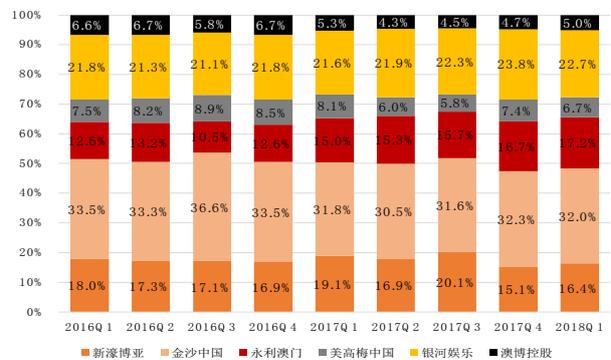
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 49：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩毛收入市场份额占比

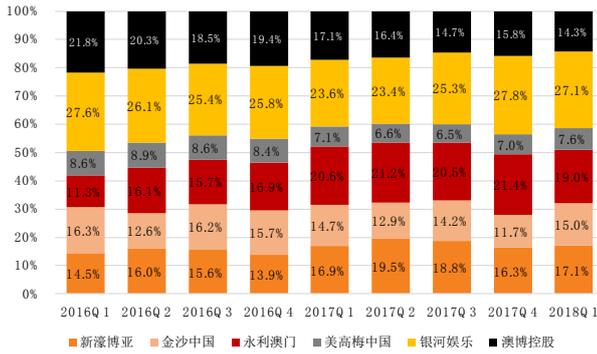


资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

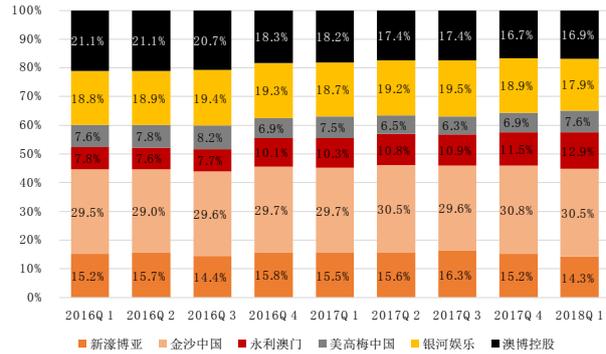
图 50：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 EBITDA 市场份额占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 51: 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 52: 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 53: 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
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%	24%	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: DICJ, 天风证券研究所整理预测

图 54: 2011 年至今澳门博彩行业 EV/EBITDA 历史估值


资料来源: 数据截至 2018 年 6 月 14 日, 彭博, 天风证券研究所整理预测

图 55：中国 2016-2021 年消费增长预测

每年可支配资产	人口		个人消费		
	2016 (百万)	2021E (百万)	2016 (十亿美元)	2021E (十亿美元)	CAGR
>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 56：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 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	9,232,591	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

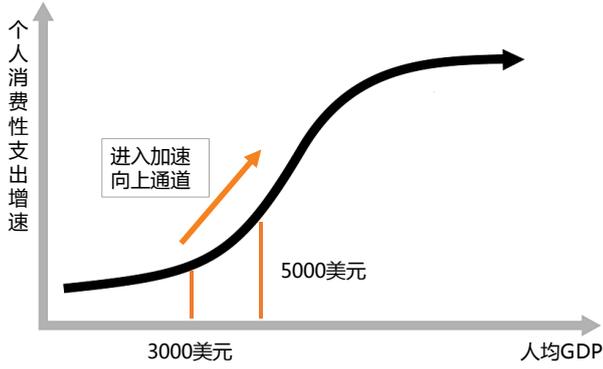
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理和预测

图 57：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，团队整理和预测

图 58: S 消费曲线拐点示意图



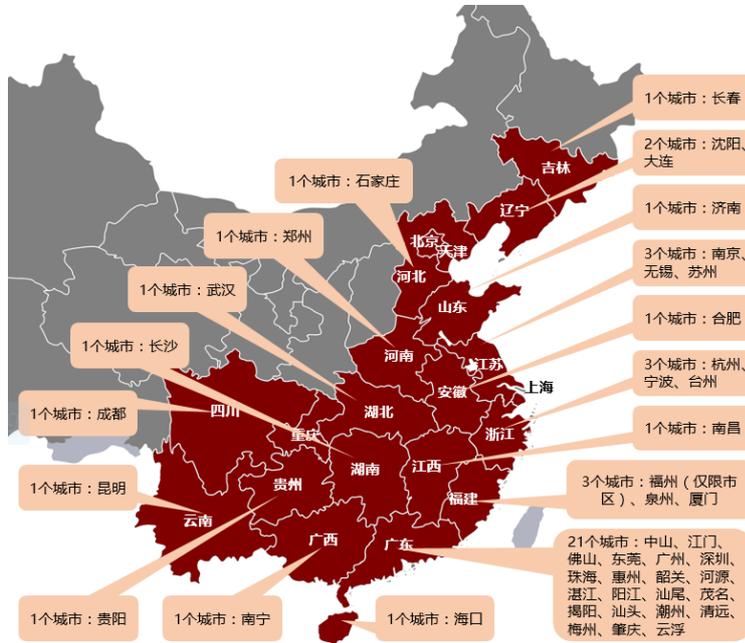
资料来源: Wind, 天风证券研究所整理

图 59: 2016 年我国各线城市人均 GDP (单位: 美元)



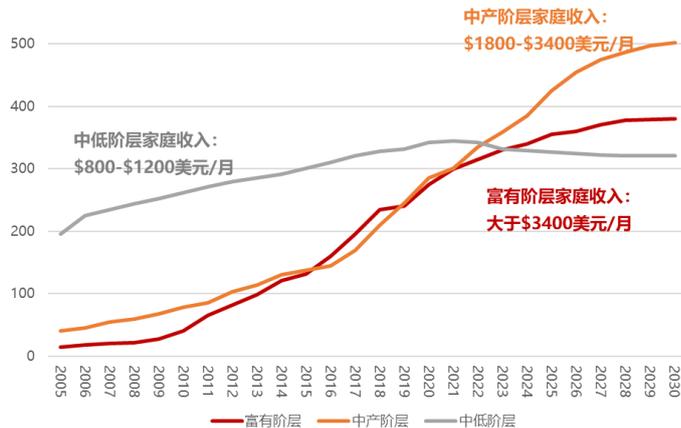
资料来源: Wind, 天风证券研究所整理

图 60: 全国自由行城市分布



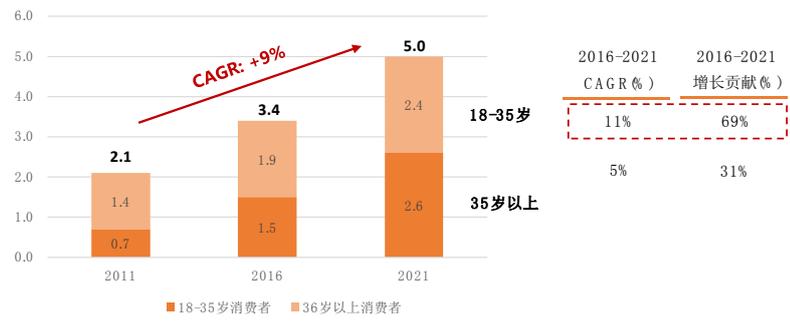
资料来源: 国家旅游局, 天风证券研究所整理

图 61: 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 62：城镇 80 后-90 后将成为消费升级的主动动力（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

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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