

# 新濠国际发展 (00200)

证券研究报告  
2019年05月24日

## 业务中规中矩，唯回购或有效刺激股价，提至增持

业绩中规中矩，VIP流水疲软唯靠高赢率，赌桌+客流拉动中场

港股新濠国际发展(200.HK)子公司美股新濠博亚(MLCO.US)发布19Q1财报：净收入13.6亿美元，同比增4%，低于预期的13.8亿美元；物业EBITDA达4.07亿美元，同比增1%，低于预期的4.2亿美元。澳门博彩业务（剔除马尼拉）：博彩毛收入-1%、VIP-8%、中场+9%，对比行业的0.5%，-13.4%，+17.2%，而本季非博彩同比增16%，带动EBITDA仍维持正增长。VIP方面，公司本季虽然同比新增10张赌桌，但流水较疲软同比跌23%，而公司本季赢率较高(19Q1 3.5% V.S. 18Q1 的 2.9%)，让毛收入收窄至-8%，每日单桌收入同比跌13%。值得注意的是，公司18Q4-19Q1连续两个季度VIP赢率高达3.3%和3.5%，对比历史平均的2.9%。中场方面，公司本季同比新增30张赌桌也吸引到普通中场客流，赢率持平下流水和毛收入同比分别增8%和9%，但仍然弱于行业，其中高端中场较为疲软。

### 新濠天地新增40赌桌但赌收转码一般；新濠影汇受VIP赌厅即将关闭影响

娱乐场方面，新濠天地本季新增40张赌桌但赌收转码一般，净收入和物业EBITDA同比分别增11%和10%；其中VIP流水同比跌8%，唯本季VIP赢率较高（19Q1的3.4% V.S. 18Q1的3.0%），让毛收入同比增长4%。本季VIP中介新赌厅在1月装修有所影响，但太阳城、德晋新赌厅已分别在1月18日和2月12日翻修后重开。新濠天地中场流水和毛收入同比分别增11%和9%，但高端中场较疲软，整体每日单桌收入同比也仅持平。新濠影汇整体疲软，VIP流水和毛收入分别同比跌59%和50%，鉴于新濠影汇将在2020年关闭VIP赌厅导致客户流失；中场流水同比仅增3%，唯本季中场赢率较高（19Q1的28.4% V.S. 18Q1的27.4%），让中场毛收入同比增7%。

其他物业方面，新濠锋虽然VIP和中场流水同比分别为-11%和0%，但VIP和中场持续性高赢率让毛收入同比增13%和15%。国际方面，马尼拉本季VIP也较疲软，VIP流水同比跌18%靠赢率让毛收入收窄至-9%，中场流水和毛收入同比分别为-2%和-11%。新濠博亚仍在积极布局日本大阪赌牌，但尚未公布进展程度。此外，母公司新濠国际在塞浦路斯在今年将开幕2家卫星娱乐场，已有的2家卫星赌场尚未公布实质性业绩贡献，预计将在19H1半年报中有所体现；塞浦路斯的旗舰赌场地中海新濠天地(City of Dreams Mediterranean)工程已在4月开始，预计于2021年开幕。

### 依靠回购但业绩中规中矩，新濠国际(200.HK)TP从16港元提至18港元，新濠博亚(MLCO.US)从20美元提至23美元，从“持有”提至“增持”

我们认为新濠本季VIP流水较为疲软，唯依靠高赢率让整体赌收表现中规中矩，加上公司近期采取积极回购政策，有望为港股新濠国际(200.HK)和美股新濠博亚(MLCO.US)带来支撑。回顾17年至今新濠国际(200.HK)回购历史，公司常在14-16港元水平连续回购提振情绪（如17年5月、和18年11月），而公司在5月21日-23日已斥资0.96亿港元连续3天进行回购，平均价格为15.9港元。此外，美股新濠博亚在18年11月批准的为期3年5亿美元的回购计划，目前仍有4.5亿美元额度，本季美股派息政策也较积极（本季派息0.72亿美元，高于18Q1的0.67亿美元）。

虽然新濠天地VIP业务或受中介赌厅装修完毕带来边际改善，但新濠影汇受VIP赌厅关闭带来业绩压力将在2019年延续。目前新濠博亚9.1x的12m Forward EV/EBITDA低于历史平均的11.2x。我们预测2019年EBITDA同比跌7%达12.7亿美元，给予2019年10.0x EV/EBITDA，对比彭博9.4x，我们将美股新濠博亚(MLCO.US)目标价从20.0美元提至23美元，从“持有”提至“增持”评级。同时受港股回购影响，我们认为母公司新濠国际(200.HK)相对新濠博亚的折让或从目前45%收窄至35%，对应目标价从16港元提至18港元，从“持有”提至“增持”评级。

风险提示：政策收紧，VIP和中场业务竞争分流，回购力度减弱等

### 投资评级

行业	消费者服务业/酒店、餐饮、赌场及休闲设施
6个月评级	增持（调高评级）
当前价格	15.88 港元
目标价格	18 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	1,519.90
港股总市值(百万港元)	24,136.00
每股净资产(港元)	12.81
资产负债率(%)	52.82
一年内最高/最低(港元)	28.55/12.54

### 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	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070001	mahe@tfzq.com

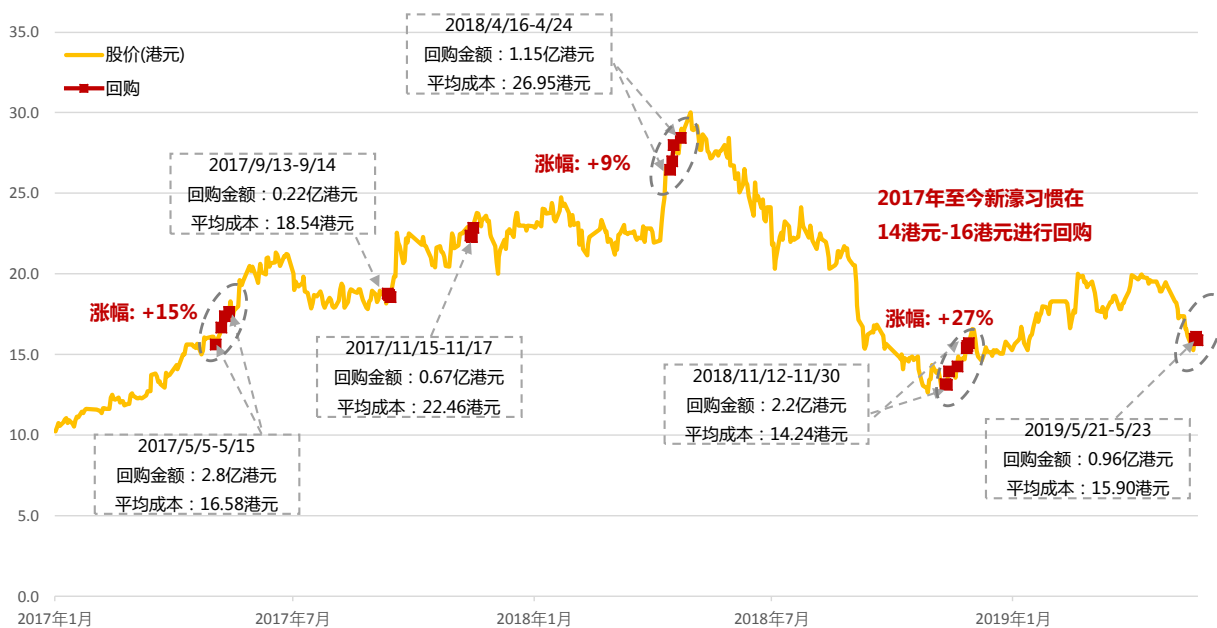
### 股价走势



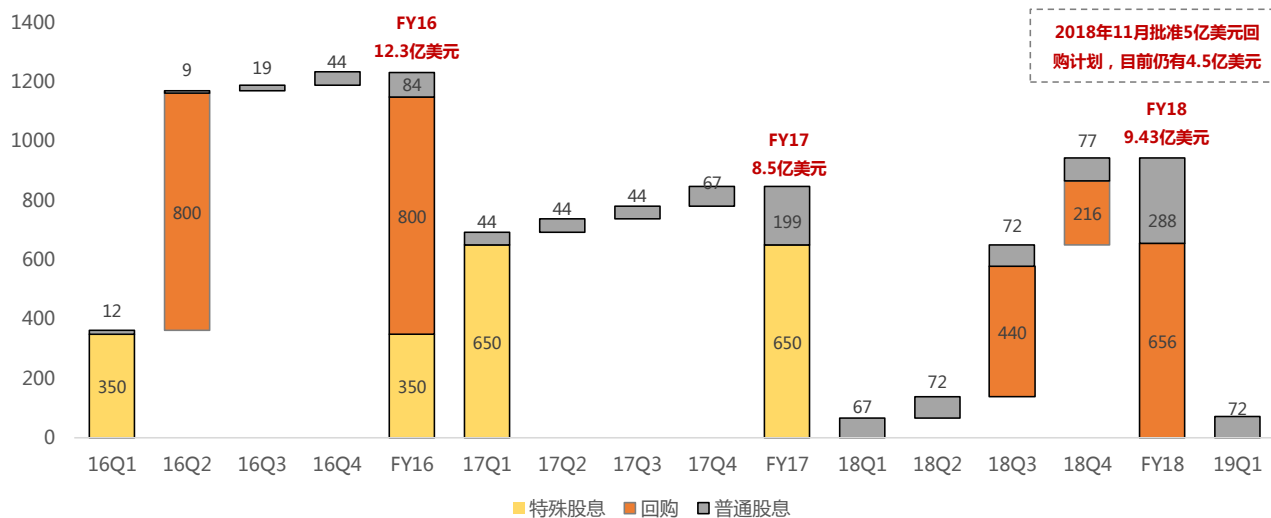
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新濠国际发展-公司点评:业绩低于行业增速，从“买入”下调至“持有”，子母公司TP分别下调至26美元和24.5港元》2018-07-29
- 《新濠国际发展-公司点评:新濠天地再添猛将，直击Morpheus振翅高飞》2018-06-15
- 《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

**图 1：港股新濠国际(200.HK)2016 年至今回购情况与股价(港元)关系**


资料来源：数据截至 5 月 23 日，公司公告，Wind，天风证券研究所整理

**图 2：美股新濠博亚(MLCO.US)2016 年至今派息、回购的季度情况**


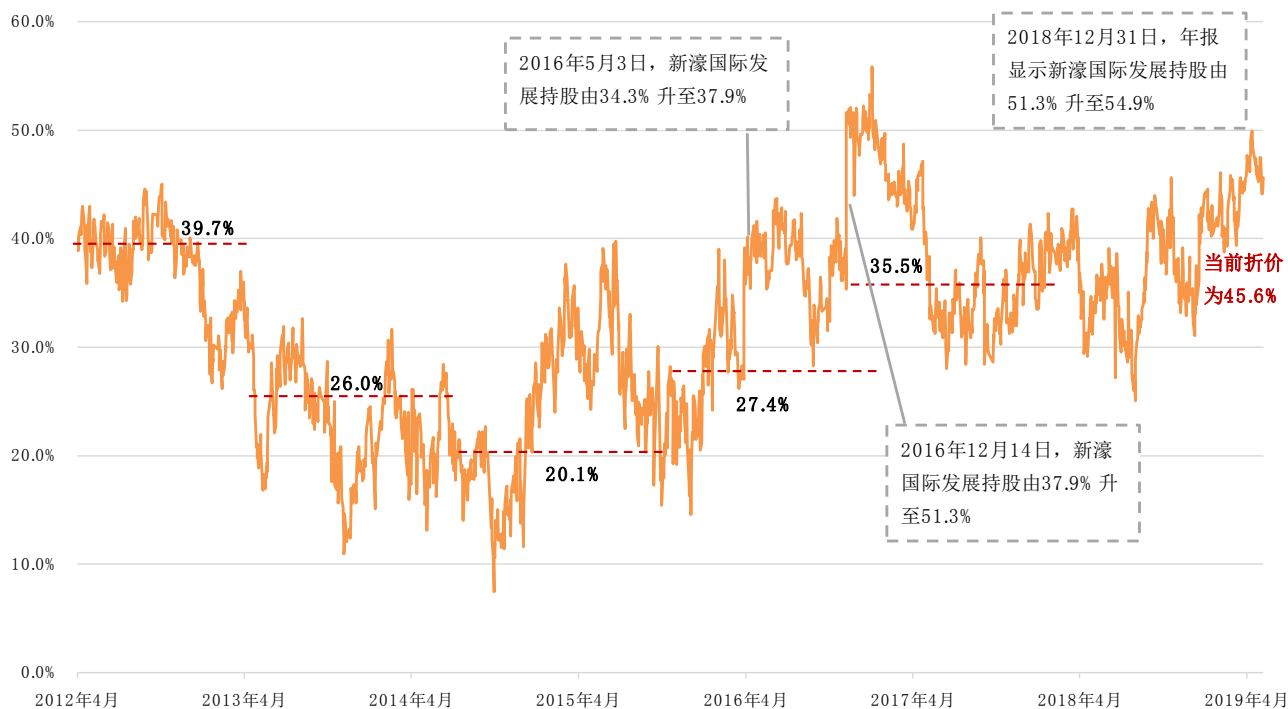
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 3：新濠国际发展(200.HK)SOTP 估值**

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(港元)
新濠博亚(MLCO.US)	23.0	462	10,626	54.88%	45,486	30.82
投资物业					310	0.20
投资塞浦路斯娱乐场			1,947	75.0%	1,460	0.96
企业价值(EV)					47,256	32.02
现金 - 债务					-3,560	(2.34)
<b>净资产价值(港元)</b>					<b>43,696</b>	<b>28.75</b>
<b>注：新濠博亚(MLCO.US)按照我们预测19年23美元目标价计算的市值</b>					<b>35% 折让后TP</b>	<b>18.0</b>

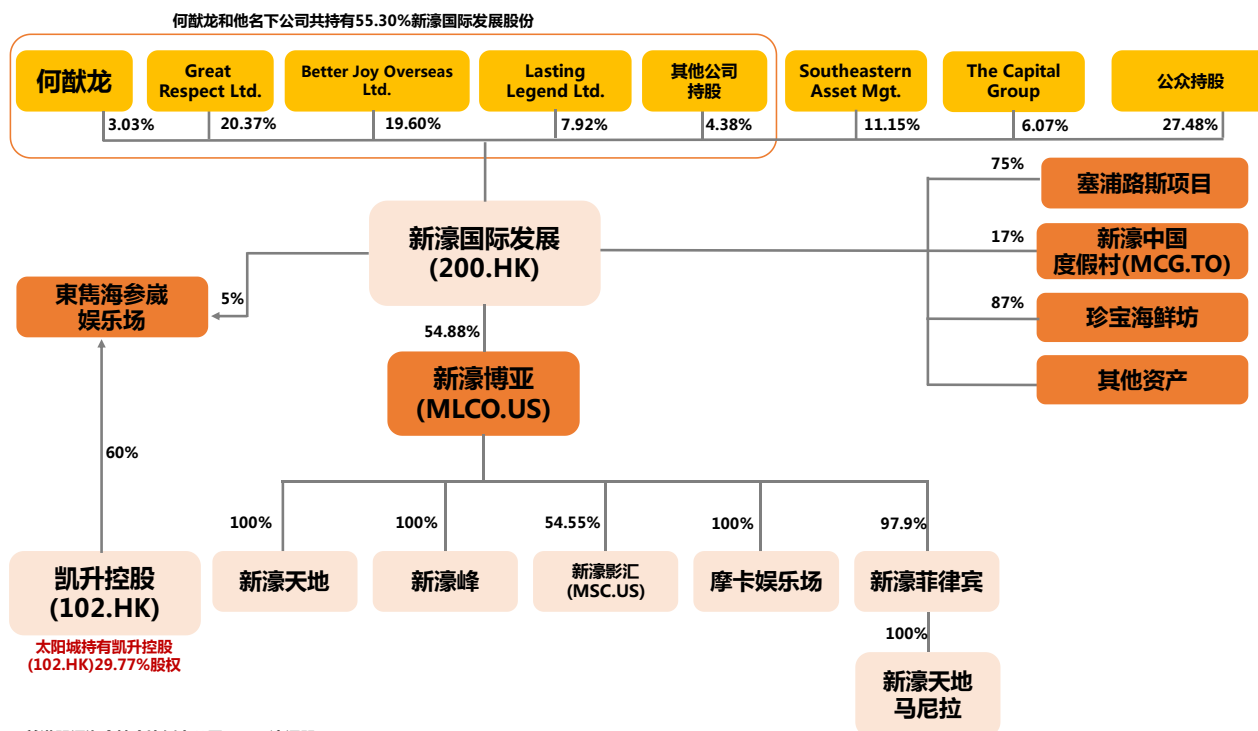
资料来源：数据截至 5 月 23 日，公司财报，天风证券研究所整理预测

图 4：新濠国际发展(200.HK)相对新濠博亚(MLCO.US)的股价折让



资料来源：数据截至 5 月 23 日，公司财报，天风证券研究所整理预测

图 5：新濠国际发展(200.HK)股权架构和持股公司



注：目前港股通资金持仓比例占公司0.21%流通股

资料来源：数据截至 5 月 23 日，公司财报，天风证券研究所整理预测

图 6：六大博企和美股涨跌幅、市值、估值(P/E 和 EV/EBITDA)情况

公司	股票代码	当前股价	年初至今 涨跌幅%	市值 (亿港元)	PE			EV/EBITDA		
					当前	19年	20年	当前	19年	20年
<b>香港上市公司</b>										
永利澳门	1128.HK	16.46 港元	-3.6%	855	14.2	14.5	12.9	10.8	10.8	10.0
澳博控股	880.HK	8.44 港元	15.6%	478	17.0	20.0	17.5	12.0	11.7	8.6
金沙中国	1928.HK	37.75 港元	13.1%	3,052	20.8	18.0	16.1	15.0	13.5	12.5
银河娱乐	27.HK	46.85 港元	-5.1%	2,030	15.3	15.2	14.1	12.9	12.0	11.1
新濠国际	200.HK	15.88 港元	-0.5%	241	46.4	19.5	14.1	8.4	7.7	7.3
美高梅中国	2282.HK	12.96 港元	-1.4%	492	45.0	17.7	13.8	17.5	10.7	9.6
公司	股票代码	当前股价	年初至今 涨跌幅%	市值 (亿美元)	当前	19年	20年	当前	19年	20年
<b>美股上市公司</b>										
新濠博亚	MLCO.US	20.60 美元	18.6%	95	24.3	20.5	16.9	11.2	9.1	8.4
金沙集团	LVS.US	58.59 美元	14.0%	453	18.4	17.5	16.4	11.5	10.7	10.7
永利度假	WYNN.US	119.92 美元	23.0%	129	20.4	18.8	14.7	12.4	10.8	9.2
美高梅国际	MGM.US	25.82 美元	7.0%	139	28.8	24.0	15.4	11.2	9.1	8.4

资料来源：截止至 5 月 23 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期，天风证券研究所整理

图 7：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图（橙色为高于行业同比增速，绿色为低于行业同比增速）

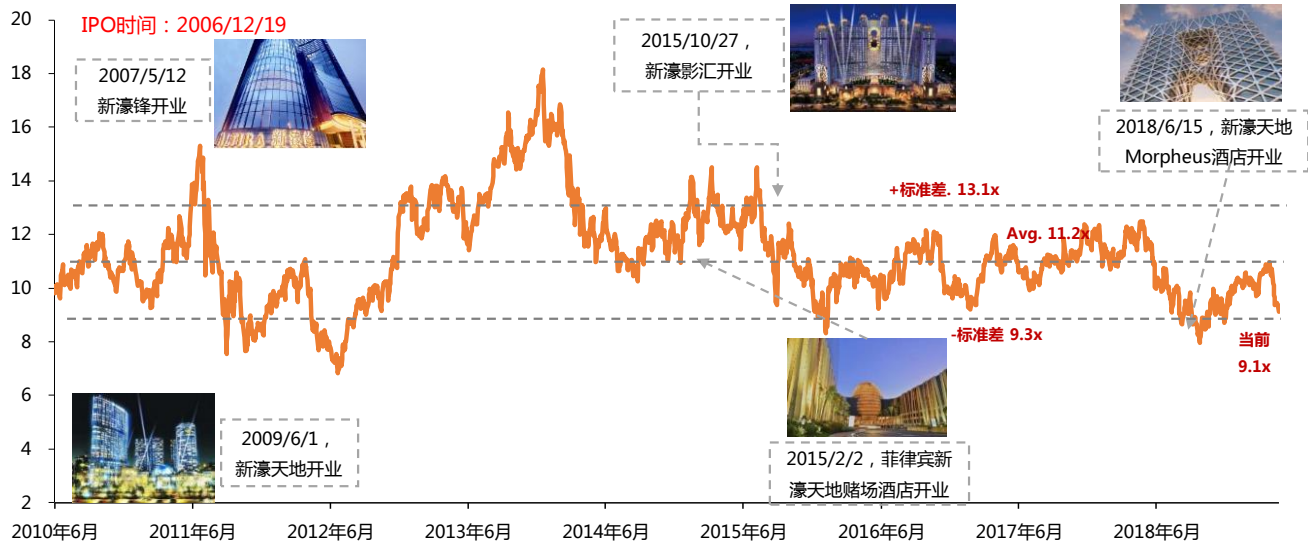
行业数据	17Q1			17Q2			17Q3			17Q4			18Q1			18Q2			18Q3			18Q4			19Q1		
	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS
新濠博亚	15%	25%	8%	26%	36%	4%	27%	70%	1%	18%	48%	-2%	16%	23%	8%	3%	0%	2%	-5%	-18%	7%	11%	11%	14%	-1%	-8%	9%
金沙中国	12%	1%	18%	25%	35%	22%	15%	19%	13%	14%	-9%	27%	20%	21%	22%	21%	30%	20%	16%	15%	18%	13%	35%	7%	8%	0%	13%
永利澳门	81%	104%	53%	74%	74%	67%	72%	77%	59%	50%	55%	40%	23%	9%	49%	9%	-5%	36%	18%	10%	36%	2%	-5%	14%	-3%	-7%	2%
美高梅中国	3%	-8%	15%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-13%	11%	2%	22%	24%	26%	20%	24%	-6%	44%	28%	11%	43%	27%	18%	32%	20%	3%	35%
银河娱乐	4%	-4%	16%	17%	18%	18%	24%	35%	13%	26%	32%	20%	26%	36%	14%	30%	40%	19%	8%	6%	10%	2%	-4%	10%	-11%	-24%	9%
澳博控股	-6%	-12%	1%	1%	7%	-4%	0.4%	7%	-5%	5%	-1%	11%	5%	-1%	10%	11%	4%	19%	9%	3%	14%	-2%	-12%	8%	-5%	-19%	8%

资料来源：澳门博彩局，公司财报，天风证券研究所整理

图 8：新濠博亚股价与娱乐场开业的历史（美元）



资料来源：公司官网，截止至 5 月 23 日收盘，彭博，天风证券研究所整理

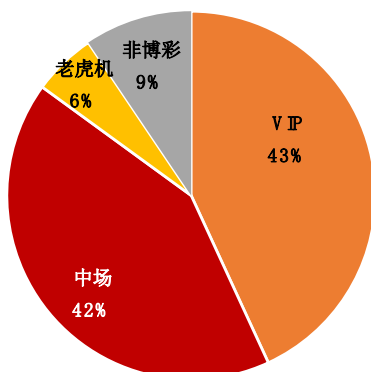
**图 9：新濠博亚 EV/EBITDA 估值与娱乐场开业的历史**


资料来源：公司官网，截止至 5 月 22 日收盘，彭博，天风证券研究所整理

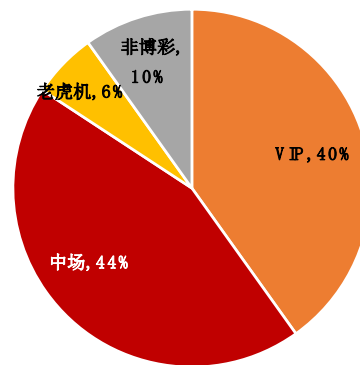
**图 10：新濠博亚 2015 年以来娱乐场季度数据（剔除马尼拉，澳门整体业务）**

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	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
VIP平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	251	257	255	250	253	256	258	252	263	268	-	-
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	21,400	22,900	21,400	17,900	-16%	-23%
公司VIP赢率	3.0%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	2.9%	2.8%	2.5%	2.7%	3.1%	3.4%	2.9%	2.9%	3.0%	2.6%	3.3%	3.5%	-	-
公司VIP毛收入	617	475	426	444	442	410	420	426	554	641	713	629	679	642	585	699	626	-10%	-8%
VIP每桌每日收入(万美元)	-	-	-	-	-	-	-	1.88	2.39	2.73	3.10	2.76	2.95	2.76	2.52	2.89	2.59	-10%	-12%
中场平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	617	619	621	618	620	620	621	611	610	649	-	-
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	2,129	2,276	2,260	2,309	2%	8%
公司中场赢率	33.7%	30.6%	33.3%	32.3%	30.9%	30.1%	30.4%	32.0%	32.2%	29.5%	28.6%	27.1%	29.5%	26.4%	27.0%	30.1%	29.8%	-	-
公司中场毛收入	455	458	448	525	542	525	571	609	585	548	574	595	633	561	615	680	688	1%	9%
中场每桌每日收入(万美元)	-	-	-	-	-	-	-	1.10	1.05	0.96	1.01	1.07	1.13	1.00	1.09	1.21	1.18	-3%	4%
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	2,380	2,414	2,317	2,266	-2%	0%
公司老虎机赢率	4.4%	4.3%	4.0%	4.0%	3.8%	3.7%	3.9%	4.1%	3.9%	4.2%	3.7%	4.4%	4.6%	4.5%	4.0%	3.9%	4.1%	-	-
公司老虎机毛收入	88	79	79	81	78	80	90	90	82	86	81	100	103	108	98	90	92	2%	-11%
公司非博彩收入	75	72	75	113	128	121	141	140	135	131	140	131	128	128	156	153	154	1%	20%
新濠天地净收入	806	654	666	669	679	630	621	661	693	645	716	613	641	558	601	725	713	-2%	11%
新濠影汇净收入	-	-	-	123	179	184	230	246	278	332	385	369	368	314	345	341	330	-3%	-10%
新濠锋净收入	149	144	140	142	108	99	129	103	109	107	89	140	120	123	90	138	133	-3%	10%
摩卡娱乐场净收入	35	33	36	32	28	32	32	29	31	29	30	31	30	28	29	27	31	17%	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	1,023	1,065	1,229	1,208	-2%	4%
新濠天地EBITDA	236	179	192	192	206	178	170	189	214	175	246	170	208	172	147	230	229	0%	10%
新濠影汇EBITDA	-	-	-	13	25	22	53	57	68	81	96	92	110	73	89	103	96	-6%	-12%
新濠锋EBITDA	7	7	13	10	2	14	14	3	4	5	6	18	18	18	1	20	15	-24%	-15%
摩卡娱乐场EBITDA	8	7	9	6	5	7	7	5	7	6	7	7	7	5	5	5	6	28%	-13%
公司Property EBITDA	251	193	213	221	237	220	244	254	292	267	354	286	343	268	242	357	346	-3%	1%
同比%	-	-	-	-	-6%	14%	14%	15%	23%	21%	45%	13%	17%	1%	-32%	25%	1%	-	-
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%	26.2%	22.7%	29.1%	28.7%	-	-

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 11：新濠 18Q4 业务收入占比**


资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 12：新濠 19Q1 业务收入占比**


资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 13：新濠博亚 2015 年以来娱乐场季度数据（含马尼拉）**

新濠博亚(百万美元)(含马尼拉)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
VIP平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	346	362	364	366	368	401	406	391	414	423	-	-
公司VIP流水(turnover)	21,086	18,096	15,700	16,300	15,900	15,800	16,700	18,900	22,700	24,100	23,800	24,900	26,100	24,400	25,900	23,800	20,200	-15%	-23%
公司VIP胜率	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%	2.6%	2.8%	3.1%	3.3%	2.9%	2.9%	3.1%	2.6%	3.3%	3.5%	-	-
公司VIP毛收入	616	487	461	471	484	468	484	499	635	753	788	719	760	753	666	788	700	-11%	-8%
VIP每桌每日收入(万美元)	-	-	-	-	-	-	-	1.60	1.95	2.25	2.34	2.17	2.11	2.06	1.85	2.07	1.84	-11%	-13%
中场平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	794	784	790	792	796	797	800	793	783	822	-	-
公司中场流水	1,451	1,614	1,464	1,730	1,876	1,878	2,025	2,055	1,970	2,028	2,179	2,389	2,335	2,298	2,481	2,458	2,493	1%	7%
公司中场胜率	33.1%	30.2%	32.8%	32.0%	30.6%	30.1%	30.3%	31.7%	31.9%	29.4%	28.7%	27.4%	29.8%	26.6%	27.5%	30.2%	29.9%	-	-
公司中场毛收入	480	487	480	554	575	565	615	650	629	596	626	654	696	611	682	741	745	0%	7%
中场每桌每日收入(万美元)	-	-	-	-	-	-	-	0.91	0.89	0.82	0.86	0.91	0.97	0.85	0.93	1.03	1.01	-2%	4%
公司老虎机流水	2,392	2,310	2,455	2,434	2,511	2,682	2,870	2,864	2,864	2,799	2,960	3,098	3,084	3,236	3,349	3,251	3,074	-5%	0%
公司老虎机胜率	4.6%	4.0%	4.4%	4.4%	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.5%	4.7%	4.2%	4.6%	4.8%	4.9%	4.4%	4.3%	4.5%	-	-
公司老虎机毛收入	111	94	108	107	106	110	124	130	128	131	123	144	149	158	147	140	139	0%	-7%
公司非博彩收入	95	101	101	138	152	147	168	168	163	161	169	163	157	157	185	182	182	0%	16%
新濠天地净收入	806	654	666	669	679	630	621	661	693	645	716	613	641	558	601	725	713	-2%	11%
新濠影汇净收入	-	-	-	123	179	184	230	246	278	332	385	369	368	314	345	341	330	-3%	-10%
新濠锋净收入	149	144	140	142	108	99	129	103	109	107	89	140	120	123	90	138	133	-3%	10%
COD马尼拉净收入	53	75	92	81	103	128	142	154	171	176	148	168	142	174	142	155	142	-8%	0%
摩卡娱乐场净收入	35	33	36	32	28	32	32	29	31	29	30	31	30	28	29	27	31	17%	2%
公司总净收入	1,042	906	934	1,047	1,097	1,073	1,154	1,193	1,282	1,289	1,368	1,320	1,302	1,197	1,207	1,385	1,350	-2%	4%
新濠天地EBITDA	236	179	192	192	206	178	170	189	214	175	246	170	208	172	147	230	229	0%	10%
新濠影汇EBITDA	-	-	-	13	25	22	53	57	68	81	96	92	110	73	89	103	96	-6%	-12%
新濠锋EBITDA	7	7	13	10	2	14	14	3	4	5	6	18	18	18	1	20	15	-24%	-15%
COD马尼拉EBITDA	3	13	24	16	37	29	45	50	61	63	57	54	59	87	55	68	61	-11%	3%
摩卡娱乐场EBITDA	8	7	9	6	5	7	7	5	7	6	7	7	7	5	5	5	6	28%	-13%
公司Property EBITDA	254	205	238	236	273	249	289	304	353	330	411	340	402	356	297	425	407	-4%	1%
公司Property EBITDA Margin	24.3%	22.6%	25.5%	22.6%	24.9%	23.2%	25.1%	25.5%	27.5%	25.6%	30.1%	25.8%	30.9%	29.7%	24.6%	30.7%	30.1%	-	-
净利润	24	-6	-1	-78	20	5	44	17	102	28	116	81	157	57	10	128	117	-8%	-25%
净利润率	2.3%	-0.6%	-0.1%	-7.4%	1.8%	0.4%	3.8%	1.4%	8.0%	2.2%	8.5%	6.2%	12.0%	4.8%	0.8%	9.2%	8.7%	-6%	-28%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 14：新濠天地 2015 年以来娱乐场季度数据**

新濠天地(百万美元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
VIP平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	156	147	147	143	143	145	148	139	151	155	-	-
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	10,500	12,300	11,400	10,200	-11%	-8%
VIP胜率	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%	2.9%	2.4%	3.2%	3.4%	-	-
VIP毛收入	432	300	270	286	314	297	276	289	340	354	392	308	333	305	295	365	347	-5%	4%
VIP每桌每日收入(万美元)	-	-	-	-	-	-	-	2.06	2.57	2.62	2.98	2.39	2.55	2.29	2.31	2.63	2.49	-5%	-3%
中场平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	332	333	334	333	334	333	335	328	326	363	-	-
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	1,182	1,338	1,308	1,318	1%	11%
中场胜率	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%	28.4%	27.8%	33.0%	31.5%	-	-
中场毛收入	427	431	418	417	394	367	378	403	391	348	370	351	379	336	372	432	415	-4%	9%
中场每桌每日收入(万美元)	-	-	-	-	-	-	-	1.35	1.31	1.13	1.21	1.17	1.27	1.11	1.23	1.44	1.27	-12%	0%
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	1,117	1,122	1,052	980	-7%	-2%
老虎机胜率	3.5%	4.1%	3.5%	3.4%	3.4%	3.2%	3.5%	3.9%	3.4%	4.0%	3.2%	4.2%	5.0%	5.1%	4.3%	3.7%	4.0%	-	-
老虎机毛收入	43	46	42	36	36	32	35	41	35	38	31	47	50	57	48	39	39	1%	-22%
博彩毛收入	903	777	730	739	743	696	689	733	766	739	793	706	763	697	715	835	801	-4%	5%
非博彩收入	67	64	67	68	62	63	75	79	78	75	81	72	73	77	99	99	96	-3%	32%
物业净收入	806	654	666	669	679	630	621	661	693	645	716	613	641	558	601	725	713	-2%	11%
调整后EBITDA	236	179	192	192	206	178	170	189	214	175	246	170	208	172	147	230	229	0%	10%
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%	30.7%	24.5%	31.7%	32.0%	1%	-1%
平均赌桌数	506	496	493	494	498	500	489	488	480	480	476	479	478	483	467	477	518	-	-
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	14,542	15,678	18,187	16,424	-10%	-1%
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%	97.0%	96.0%	97.0%	97.0%	0%	-1%
每日平均房价(ADR)	228	198	196	205	200	197	270	262	200	199	201	209	204	201	215	222	206	-7%	1%
每日房间收入(RevPAR)	225	196	195	200	189	185	257	252	194	192	195	202	201	196	208	216	200	-7%	0%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 15：摩卡娱乐场 2015 年以来娱乐场季度数据**

摩卡娱乐场(百万美元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
老虎机流水	757	721	724	670	596	671	673	614	603	592	628	623	655	619	617	594	664	12%	1%
老虎机胜率	5.9%	4.5%	4.3%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.0%	4.8%	4.7%	4.8%	4.6%	4.5%	4.7%	4.5%	4.7%	-	-
老虎机毛收入	45	32	35	31	27	31	31	28	30	28	30	30	30	28	29	27	31	17%	4%
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	28.0	28.5	26.5	31.1	17%	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	5.2	4.6	4.7	6.0	28%	-13%
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%	18.6%	16.1%	17.7%	19.3%	9%	-15%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 16：新濠影汇 2015 年以来娱乐场季度数据**

新濠影汇(百万美元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY	
VIP 平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	20	35	39	45	46	46	46	46	46	46	-	-	-
VIP 流水	-	-	-	-	-	-	-	1,300	3,600	4,700	5,100	5,700	6,600	6,100	5,100	3,500	2,700	-23%	-59%	
VIP 胜率	-	-	-	-	-	-	-	1.4%	2.4%	3.3%	4.0%	2.8%	2.7%	3.1%	3.8%	3.3%	-	-	-	
VIP 毛收入	-	-	-	-	-	-	-	18	86	155	204	160	178	165	158	133	89	-33%	-50%	
VIP 每桌每日收入 (万美元)	-	-	-	-	-	-	-	1.01	2.74	4.32	4.93	3.86	4.30	3.98	3.74	3.14	2.15	-32%	-50%	
中场平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	246	247	248	246	247	248	247	244	247	248	-	-	
中场流水	-	-	-	365	547	592	658	683	656	661	747	848	825	814	808	825	851	3%	3%	
中场胜率	-	-	-	22.4%	22.8%	22.8%	25.5%	26.9%	26.4%	26.8%	25.0%	26.1%	27.4%	24.5%	27.2%	27.0%	28.4%	-	-	
中场毛收入	-	-	-	82	125	135	168	184	173	177	187	221	226	200	220	223	242	8%	7%	
中场每桌每日收入 (万美元)	-	-	-	-	-	-	-	0.83	0.78	0.78	0.83	1.00	1.01	0.90	0.98	0.98	1.08	10%	7%	
老虎机流水	-	-	-	265	410	485	588	519	497	503	581	539	582	615	642	642	561	-13%	-4%	
老虎机胜率	-	-	-	4.9%	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	3.4%	4.0%	3.3%	4.1%	3.7%	3.4%	2.9%	3.6%	3.3%	-	-	
老虎机毛收入	-	-	-	13	15	17	23	20	17	20	19	22	22	21	19	23	18	-20%	-14%	
博彩毛收入	-	-	-	95	140	152	191	222	276	352	410	403	426	385	396	379	349	-8%	-18%	
非博彩收入	-	-	-	38	59	51	59	54	50	49	52	48	48	44	50	46	51	10%	6%	
物业净收入	-	-	-	123	179	184	230	246	278	332	385	369	368	314	345	341	330	-3%	-10%	
调整后 EBITDA	-	-	-	13	25	22	53	57	68	81	96	92	110	73	89	103	96	-6%	-12%	
EBITDA Margin	-	-	-	10.2%	13.7%	12.0%	22.9%	23.0%	24.4%	24.3%	24.9%	24.8%	29.9%	23.3%	25.9%	30.1%	29.2%	-3%	-2%	
平均赌桌数	-	-	-	196	245	245	245	266	282	287	291	293	294	293	288	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	13,509	14,287	13,233	12,507	-5%	-18%	
入住率	-	-	-	98.0%	96.0%	96.0%	99.0%	99.0%	99.0%	98.0%	98.0%	99.0%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	0%	0%	
每日平均房价 (ADR)	-	-	-	136	133	137	137	138	139	135	142	145	139	135	141	138	134	-3%	-4%	
每日房间收入 (RevPAR)	-	-	-	133	127	131	136	137	138	133	139	144	139	135	141	138	133	-4%	-4%	

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 17：新濠锋 2015 年以来娱乐场季度数据**

新濠锋(百万美元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY	
VIP 平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	75	75	69	62	64	65	64	67	66	67	-	-	-
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	4,800	5,500	6,500	5,000	-23%	-11%	
VIP 胜率	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%	3.6%	2.4%	3.1%	3.8%	-	-	
VIP 毛收入	185	176	156	158	129	113	144	119	127	132	117	162	168	173	132	202	190	-6%	13%	
VIP 每桌每日收入 (万美元)	-	-	-	-	-	-	-	1.76	1.88	2.08	2.05	2.81	2.87	3.00	2.14	3.32	3.15	-5%	10%	
中场平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	39	39	39	39	39	39	39	39	37	38	-	-	
中场流水	159	167	157	133	135	124	123	113	100	124	112	125	139	132	131	127	139	10%	0%	
中场胜率	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%	19.7%	18.2%	19.7%	22.4%	-	-	
中场毛收入	27	27	30	26	23	23	24	22	21	23	18	23	27	26	24	25	31	25%	15%	
中场每桌每日收入 (万美元)	-	-	-	-	-	-	-	0.64	0.59	0.64	0.49	0.66	0.77	0.74	0.66	0.73	0.91	24%	19%	
老虎机流水	7.2	7.7	11.2	7.7	9.0	7.0	9.0	8.0	8.0	6.8	11.3	20.6	26.0	30.0	33.7	29.9	60.7	103%	133%	
老虎机胜率	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%	6.3%	5.6%	4.3%	5.1%	-	-	
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	1.9	1.9	1.3	3.1	141%	120%	
博彩毛收入	213	202	187	185	152	137	169	142	148	155	135	186	196	201	158	228	224	-2%	14%	
非博彩收入	8.5	8.2	8.1	7.6	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.8	7.0	6.7	6.7	6.9	7.1	6.7	-6%	0%	
物业净收入	149	144	140	142	108	99	129	103	109	107	89	140	120	123	90	138	133	-3%	10%	
调整后 EBITDA	7	7	13	10	2	14	14	3	4	5	6	18	18	18	1	20	15	-24%	-15%	
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%	14.9%	1.1%	14.7%	11.5%	-22%	-23%	
平均赌桌数	121	123	127	131	126	127	117	114	114	108	101	103	104	103	106	103	105	-	-	
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	21,491	15,873	23,894	23,308	-2%	10%	
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%	99.0%	99.0%	99.9%	99.0%	-1%	0%	
每日平均房价 (ADR)	228	208	200	213	200	208	200	210	207	200	201	209	195	187	187	188	179	-5%	-8%	
每日房间收入 (RevPAR)	225	206	197	206	190	197	192	197	190	190	197	207	194	185	186	188	178	-5%	-8%	

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 18：CoD 马尼拉 2015 年以来娱乐场季度数据**

COD 马尼拉(百万美元)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
VIP 平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	95	105	109	116	115	145	148	139	151	155	-	-
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	3,000	3,000	2,400	2,300	-4%	-18%
VIP 胜率	-0.8%	2.4%	2.9%	2.1%	2.8%	3.4%	4.0%	3.5%	3.4%	3.5%	2.5%	3.1%	2.9%	3.7%	2.7%	3.7%	3.2%	-	-
VIP 毛收入	-1	12	35	27	42	58	64	74	82	112	75	90	81	111	81	89	74	-17%	-9%
VIP 每桌每日收入 (万美元)	-	-	-	-	-	-	-	0.86	0.86	1.12	0.70	0.87	0.62	0.83	0.63	0.64	0.53	-17%	-15%
中场平均赌桌数	-	-	-	-	-	-	-	177	165	169	174	176	177	179	182	173	173	-	-
中场流水	102	117	117	106	120	134	147	149	154	170	174	189	188	170	205	197	184	-7%	-2%
中场胜率	25.2%	25.4%	27.0%	27.5%	27.5%	29.9%	29.9%	27.8%	28.7%	28.5%	29.9%	30.9%	33.8%	29.4%	32.4%	31.4%	30.6%	-	-
中场毛收入	26	30	32	29	33	40	44	41	44	48	52	58	64	50	66	62	56	-9%	-11%
中场每桌每日收入 (万美元)	-	-	-	-	-	-	-	0.26	0.30	0.31	0.33	0.37	0.40	0.31	0.40	0.39	0.36	-7%	-9%
老虎机流水	386	465	508	421	451	515	597	671	730	759	757	793	821	856	935	934	808	-14%	-2%
老虎机胜率	5.9%	3.2%	5.7%	6.2%	6.1%	5.8%	5.8%	5.9%	6.2%	5.9%	5.6%	5.5%	5.6%	5.9%	5.3%	5.3%	5.8%	-	-
老虎机毛收入	23	15	29	26	28	30	35	40	45	45	42	44	46	50	50	49	47	-5%	2%
博彩毛收入	47	56	95	83	103	128	143	155	171	205	169	192	191	211	197	200	177	-12%	-7%
非博彩收入	20	29	26	25	24	26	27	28	28	30	29	31	30	29	29	29	29	-3%	-3%
物业净收入	53	75	92	81	103	128	142	154	171	176	148	168	142	174	142	155	142	-8%	0%
调整后 EBITDA	3	13	24	16	37	29	45	50	61	63	57	54	59	87</					

图 19：新濠博亚利润表及预测

新濠博亚(百万美元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>新濠天地</b>						
VIP流水(turnover)	44,100	41,400	47,400	45,300	40,770	41,585
同比%	-	-6%	14%	-4%	-10%	2%
VIP赢率	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
VIP毛收入	1,287	1,175	1,394	1,298	1,239	1,264
同比%	-	-9%	19%	-7%	-4%	2%
中场流水(turnover)	4,836	4,309	4,504	5,010	5,311	5,576
同比%	-	-11%	5%	11%	6%	5%
中场赢率	35.0%	35.8%	32.4%	30.3%	32.0%	32.0%
中场毛收入	1,694	1,543	1,459	1,519	1,699	1,784
同比%	-	-9%	-5%	4%	12%	5%
老虎机流水(turnover)	4,641	4,104	4,068	4,292	4,549	4,777
同比%	-	-12%	-1%	6%	6%	5%
老虎机赢率	3.62%	3.50%	3.71%	4.52%	3.85%	3.85%
老虎机毛收入	168	144	151	194	175	184
同比%	-	-	5%	29%	-10%	5%
<b>新濠天地博彩毛收入</b>	<b>3,149</b>	<b>2,861</b>	<b>3,004</b>	<b>3,010</b>	<b>3,114</b>	<b>3,233</b>
同比%	-	-9%	5%	0%	3%	4%
非博彩收入	265	279	306	348	370	400
<b>新濠天地博彩净收入</b>	<b>2,795</b>	<b>2,591</b>	<b>2,666</b>	<b>2,649</b>	<b>2,740</b>	<b>2,845</b>
同比%	-	-7%	3%	-1%	3%	4%
-运营成本	-2,326	-2,180	-2,159	-2,203	-2,287	-2,352
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>469</b>	<b>411</b>	<b>508</b>	<b>446</b>	<b>454</b>	<b>492</b>
+折旧摊销(D&A)	329	331	297	310	330	333
<b>新濠天地EBITDA</b>	<b>799</b>	<b>742</b>	<b>805</b>	<b>756</b>	<b>784</b>	<b>825</b>
YoY%	-	-7%	8%	-6%	4%	5%
EBITDA Margin%	28.6%	28.7%	30.2%	28.6%	28.6%	29.0%
<b>新濠影汇</b>						
VIP流水(turnover)	-	1,300	19,100	21,300	8,520	0
同比%	-	-	1369%	12%	-60%	-
VIP赢率	-	1.4%	3.2%	3.0%	3.3%	-
VIP毛收入	-	18	605	634	281	0
同比%	-	-	3225%	5%	-56%	-
中场流水(turnover)	365	2,480	2,912	3,273	3,273	3,535
同比%	-	579%	17%	12%	0%	8%
中场赢率	22.4%	24.6%	26.0%	26.5%	26.3%	26.3%
中场毛收入	82	611	758	868	861	930
同比%	-	647%	24%	14%	-1%	8%
老虎机流水(turnover)	265	2,002	2,120	2,480	2,579	2,785
同比%	-	-	6%	17%	4%	8%
老虎机赢率	4.90%	3.76%	3.69%	3.39%	3.60%	3.60%
老虎机毛收入	13	75	78	84	93	100
同比%	-	480%	4%	7%	10%	8%
<b>新濠影汇博彩毛收入</b>	<b>95</b>	<b>705</b>	<b>1,442</b>	<b>1,586</b>	<b>1,235</b>	<b>1,030</b>
同比%	-	643%	105%	10%	-22%	-17%
非博彩收入	38	223	203	189	200	212
<b>新濠影汇净收入</b>	<b>123</b>	<b>839</b>	<b>1,364</b>	<b>1,396</b>	<b>1,087</b>	<b>906</b>
同比%	-	581%	63%	2%	-22%	-17%
-运营成本	-115	-760	-1,152	-1,150	-942	-805
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>8</b>	<b>79</b>	<b>211</b>	<b>246</b>	<b>145</b>	<b>101</b>
+折旧摊销(D&A)	5	77	124	130	138	139
<b>新濠影汇EBITDA</b>	<b>13</b>	<b>156</b>	<b>336</b>	<b>375</b>	<b>283</b>	<b>240</b>
YoY%	-	1139%	115%	12%	-25%	-15%
EBITDA Margin%	10.2%	18.6%	24.6%	26.9%	26.0%	26.5%
<b>新濠锋</b>						
VIP流水(turnover)	23,900	17,700	17,500	22,400	20,160	21,168
同比%	-	-26%	-1%	28%	-10%	5%
VIP赢率	2.8%	2.9%	3.1%	3.0%	3.2%	3.2%
VIP毛收入	675	505	538	674	645	677
同比%	-	-25%	6%	25%	-4%	5%
中场流水(turnover)	616	495	462	529	518	560
同比%	-	-20%	-7%	15%	-2%	8%
中场赢率	17.9%	18.7%	18.2%	19.3%	19.7%	19.7%
中场毛收入	110	93	84	102	102	110
同比%	-	-16%	-9%	21%	0%	8%
老虎机流水(turnover)	34	33	47	120	123	131
同比%	-	-2%	42%	156%	3%	6%
老虎机赢率	5.37%	6.52%	5.99%	5.41%	5.59%	5.59%
老虎机毛收入	2	2	3	6	7	7
同比%	-	19%	30%	131%	6%	6%
<b>新濠锋博彩毛收入</b>	<b>787</b>	<b>600</b>	<b>625</b>	<b>783</b>	<b>754</b>	<b>795</b>
同比%	-	-24%	4%	25%	-4%	5%
非博彩收入	32	28	348	27	32	35
<b>新濠锋净收入</b>	<b>575</b>	<b>439</b>	<b>446</b>	<b>571</b>	<b>551</b>	<b>580</b>
同比%	-	-24%	1%	28%	-4%	5%
-运营成本	-550	-420	-438	-530	-516	-540
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>25</b>	<b>19</b>	<b>7</b>	<b>41</b>	<b>35</b>	<b>40</b>
+折旧摊销(D&A)	12	14	14	14	15	15
<b>新濠锋EBITDA</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>21</b>	<b>56</b>	<b>50</b>	<b>55</b>
YoY%	-	-9%	-37%	169%	-11%	11%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	4.6%	9.7%	9.0%	9.5%

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理预测



图 20：新濠博亚利润表及预测（续）

新濠天地马尼拉						
VIP流水(turnover)	3,181	6,900	11,500	11,200	10,080	10,483
同比%	-	117%	67%	-3%	-10%	4%
VIP赢率	2.3%	3.4%	3.1%	3.2%	3.0%	3.0%
VIP毛收入	73	237	359	362	298	310
同比%	-	227%	51%	1%	-18%	4%
中场流水(turnover)	441	550	687	760	775	814
同比%	-	25%	25%	11%	2%	5%
中场赢率	26.3%	28.8%	29.6%	31.8%	29.5%	29.5%
中场毛收入	116	158	203	242	229	240
同比%	-	37%	28%	19%	-5%	5%
老虎机流水(turnover)	1,780	2,234	3,040	3,545	3,616	3,797
同比%	-	25%	36%	17%	2%	5%
老虎机赢率	5.21%	5.89%	5.79%	5.51%	5.67%	5.67%
老虎机毛收入	93	132	176	196	205	215
同比%	-	42%	34%	11%	5%	5%
<b>新濠天地马尼拉博彩毛收入</b>	<b>281</b>	<b>527</b>	<b>738</b>	<b>799</b>	<b>732</b>	<b>766</b>
同比%	-	88%	40%	8%	-8%	5%
非博彩收入	100	105	119	117	122	125
<b>新濠天地马尼拉净收入</b>	<b>300</b>	<b>527</b>	<b>663</b>	<b>719</b>	<b>659</b>	<b>689</b>
同比%	-	75%	26%	9%	-8%	5%
-运营成本	-268	-444	-503	-529	-506	-519
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>32</b>	<b>83</b>	<b>159</b>	<b>190</b>	<b>153</b>	<b>170</b>
+折旧摊销(D&A)	24	77	76	79	84	85
<b>新濠天地马尼拉EBITDA</b>	<b>55</b>	<b>160</b>	<b>235</b>	<b>269</b>	<b>237</b>	<b>255</b>
YoY%	-	189%	47%	15%	-12%	7%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	35.5%	37.4%	36.0%	37.0%
摩卡娱乐场						
老虎机流水(turnover)	2,872	2,554	2,446	2,484	2,534	2,660
同比%	-	-11%	-4%	2%	2%	5%
老虎机赢率	5.02%	4.60%	4.90%	4.90%	4.80%	4.80%
老虎机毛收入	144	117	118	114	122	128
同比%	-	-18%	0%	-4%	7%	5%
<b>摩卡娱乐场博彩毛收入</b>	<b>144</b>	<b>117</b>	<b>118</b>	<b>114</b>	<b>122</b>	<b>128</b>
同比%	-	-18%	3%	-4%	7%	5%
<b>摩卡娱乐场净收入</b>	<b>136</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>140</b>	<b>140</b>
同比%	-	-12%	1%	7%	8%	0%
-运营成本	-115	-108	-105	-120	-131	-125
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>15</b>
+折旧摊销(D&A)	9	11	11	11	12	12
<b>摩卡娱乐场EBITDA</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>27</b>
YoY%	-	-22%	12%	-20%	-3%	29%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	22.0%	16.5%	14.8%	19.1%
新濠博亚(百万美元)						
2015						
2016						
2017						
2018						
2019E						
2020E						
新濠博亚整个公司						
VIP流水(turnover)	71,181	67,300	95,500	100,200	79,530	73,237
同比%	-	-5%	42%	5%	-21%	-8%
VIP赢率	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
VIP毛收入	2,034	1,935	2,895	2,968	2,464	2,252
同比%	-	-5%	50%	3%	-17%	-9%
中场流水(turnover)	6,259	7,834	8,565	9,572	9,877	10,485
同比%	-	25%	9%	12%	3%	6%
中场赢率	32.0%	30.7%	29.2%	28.5%	29.3%	29.2%
中场毛收入	2,002	2,405	2,505	2,731	2,891	3,065
同比%	-	20%	4%	9%	6%	6%
老虎机流水(turnover)	6,864	8,490	9,392	10,550	10,989	11,617
同比%	-	24%	11%	12%	4%	6%
老虎机赢率	6.11%	5.54%	5.60%	5.63%	5.47%	5.46%
老虎机毛收入	420	470	526	594	602	634
同比%	-	12%	12%	13%	1%	5%
<b>公司娱乐场毛收入</b>	<b>4,456</b>	<b>4,810</b>	<b>5,926</b>	<b>6,292</b>	<b>5,957</b>	<b>5,951</b>
同比%	-	8%	23%	6%	-5%	0%
公司非博彩收入	435	635	660	682	724	772
佣金和折扣费用	-917	-926	-1,302	-1,414	-1,194	-1,076
费用比率%	-45%	-48%	-45%	-48%	-48%	-48%
<b>公司净收入</b>	<b>3,974</b>	<b>4,519</b>	<b>5,285</b>	<b>5,560</b>	<b>5,487</b>	<b>5,647</b>
同比%	-	14%	17%	5%	-1%	3%
运营成本	-3,877	-4,156	-4,678	-4,531	-4,570	-4,525
同比%	-	7%	13%	-3%	1%	-1%
- 赌场费用	-2,655	-2,905	-3,374	-2,985	-2,990	-2,960
- 酒店费用	-23	-33	-33	-78	-120	-110
- 餐饮费用	-44	-66	-58	-161	-150	-140
- 零售费用	-78	-110	-88	-92	-120	-115
- 行政开支	-384	-447	-467	-501	-460	-460
- 菲律宾利益支出	-17	-34	-52	-61	-60	-55
- 开业前开支	-168	-4	-2	-37	-40	-40
- 折旧摊销	-471	-552	-573	-564	-600	-605
- 物业和其他开支	-38	-5	-32	-29	-30	-40

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理预测

图 21：新濠博亚利润表及预测（续）

营业利润（亏损）	97	363	607	627	717	722
YOY%	-86%	276%	67%	3%	14%	1%
+ 融资收益	14	6	4	5	6	6
- 融资成本	-172	-305	-230	-265	-300	-300
+ 其他营业外(收入)亏损	0	11	-66	-14	-15	-15
除税前利润(EBT)	-61	75	314	354	408	413
净利润	106	176	315	352	388	392
同比%	-	66%	79%	11%	10%	1%
股份	541	506	493	495	460	460
EPS	0.20	0.35	0.64	0.71	0.84	0.85
<b>新濠博亚(百万美元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	106	176	315	352	388	392
- 非利息净亏损/收益	-167	-109	-90	-83	-84	-85
+ 所得税支出	1	8	0	-4	-5	-5
+ 利息和其他非营运支出	172	294	292	279	300	300
+ 物业和其他开支	38	5	32	-29	-30	-35
+ 股权激励	21	18	17	25	25	25
+ 折旧和摊销(D & A)	471	552	541	564	600	605
+ 开业前开支	168	4	-2	-37	-40	-40
+ 临时处置物业	3	-5	0	61	60	55
+ 菲律宾利益支出	17	34	52	61	60	60
经调整EBITDA	830	979	1,285	1,369	1,274	1,272
同比%	-	18%	31%	7%	-7%	0%
+ 企业和其他支出	116	115	137	109	100	130
经调整物业EBITDA	946	1,094	1,423	1,478	1,374	1,402
同比%	-30%	16%	30%	4%	-7%	2%
物业EBITDA Margin%	23.8%	24.2%	26.9%	26.6%	25.0%	24.8%
新濠天地EBITDA	799	742	805	756	784	825
YoY%	-	-7%	8%	-6%	4%	5%
EBITDA Margin%	28.6%	28.7%	30.2%	28.6%	28.6%	29.0%
新濠影汇EBITDA	13	156	336	375	283	240
YoY%	-	1139%	115%	12%	-25%	-15%
EBITDA Margin%	10.2%	18.6%	24.6%	26.9%	26.0%	26.5%
新濠锋净EBITDA	36	33	21	56	50	55
YoY%	-	-9%	-37%	169%	-11%	11%
EBITDA Margin%	6.3%	7.5%	4.6%	9.7%	9.0%	9.5%
COD 马尼拉EBITDA	55	160	235	269	237	255
YoY%	-	189%	47%	15%	-12%	7%
EBITDA Margin%	18.4%	30.4%	35.5%	37.4%	36.0%	37.0%
摩卡娱乐场EBITDA	30	24	27	21	21	27
YoY%	-	-22%	12%	-20%	-3%	29%
EBITDA Margin%	22.2%	19.7%	22.0%	16.5%	14.8%	19.1%

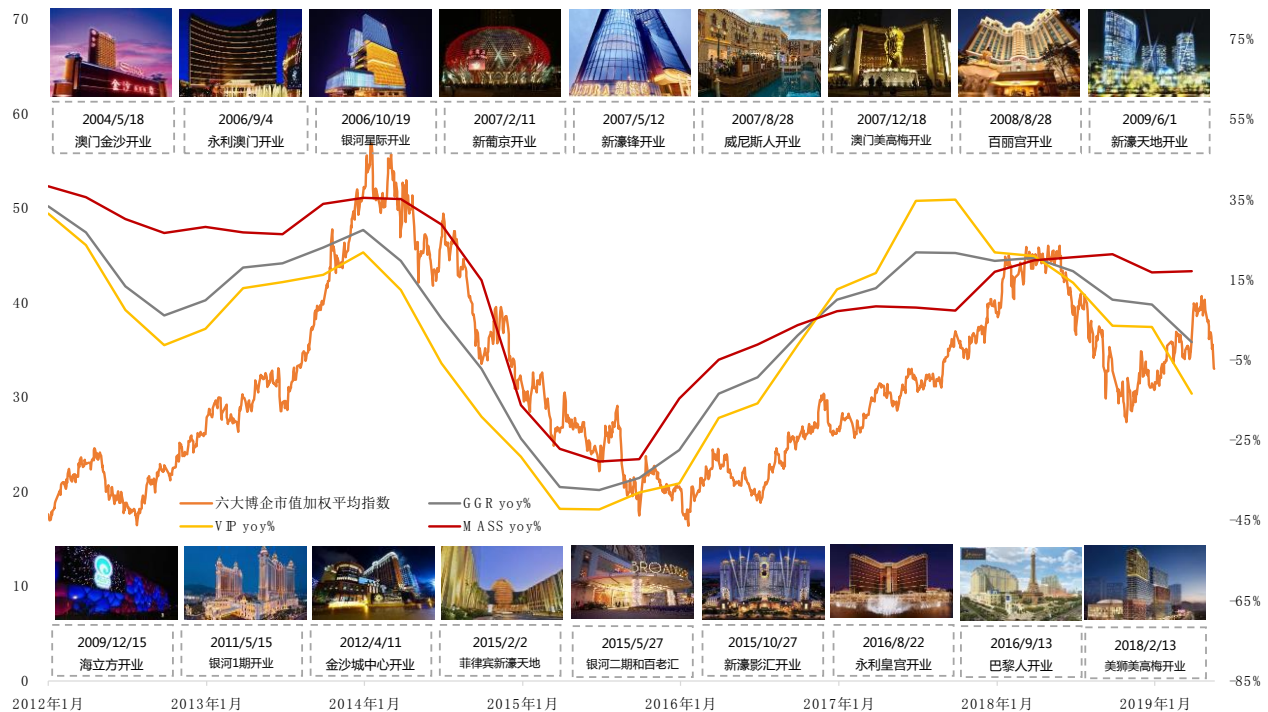
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理预测

图 22：澳门博彩行业加权平均 12M Forward EV/EBITDA 估值与月度赌收同比相关性



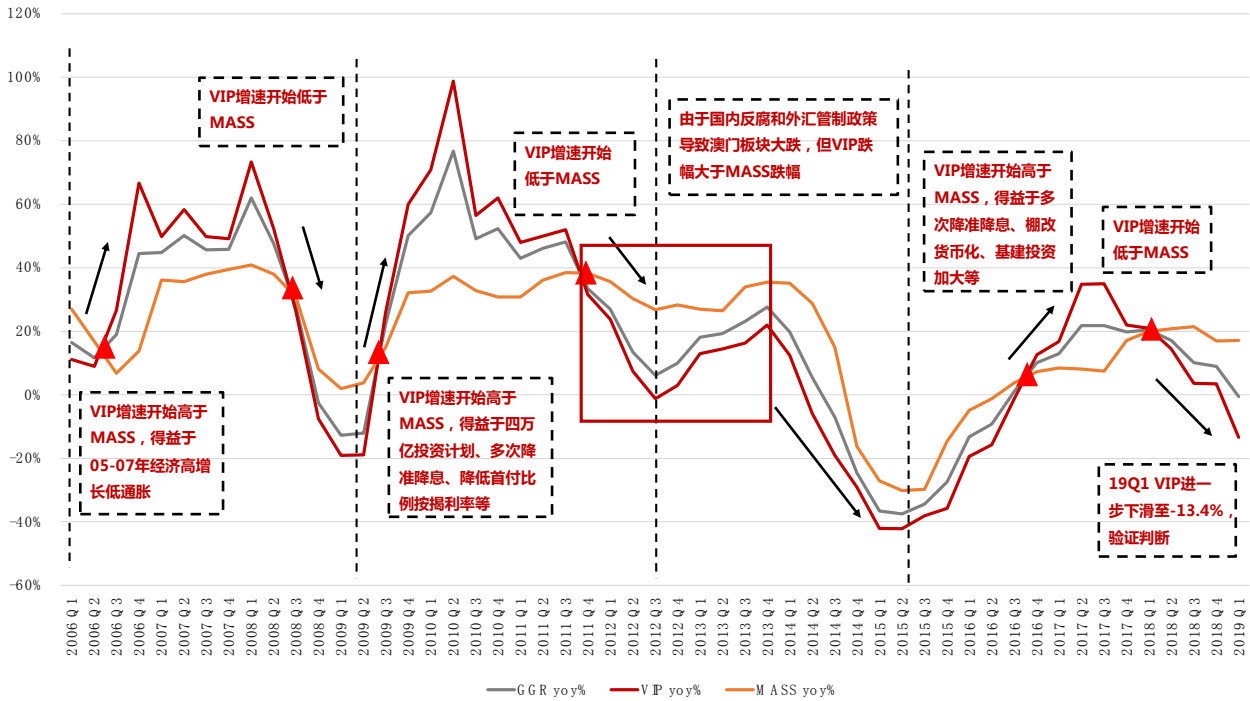
资料来源：彭博，各公司官网，澳门博彩局，截止至 5 月 23 日收盘，天风证券研究所整理

图 23：澳门六大博企业市值加权平均指数与季度赌收、VIP 和 MASS 同比相关性



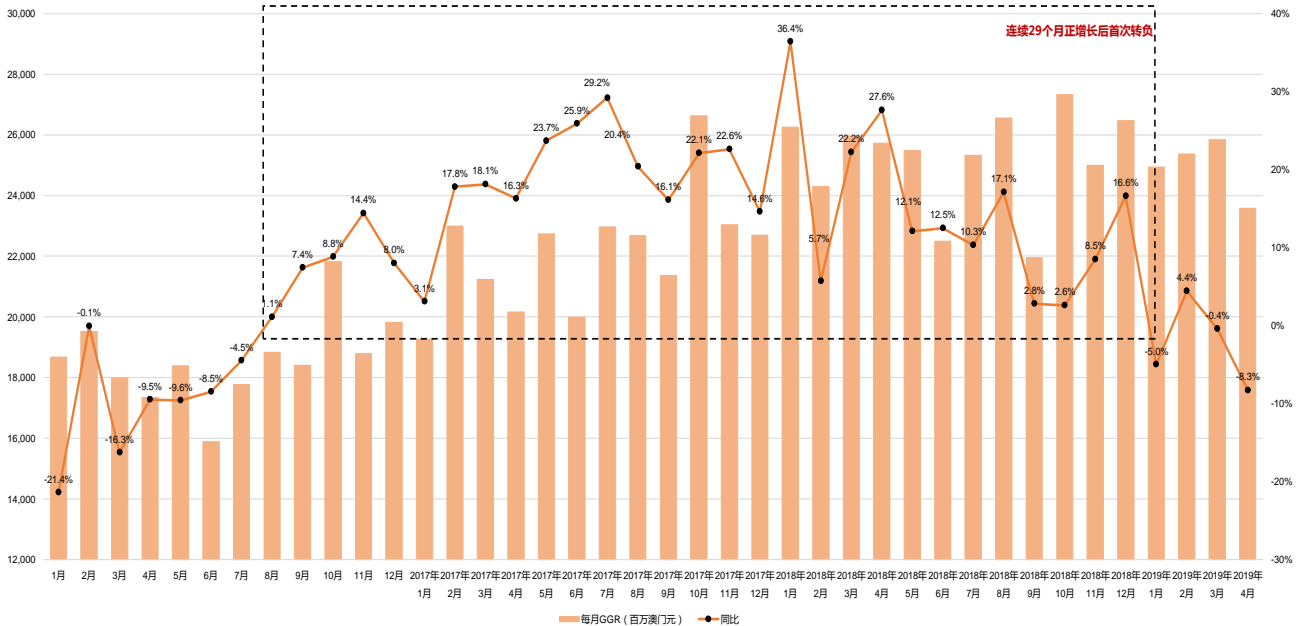
资料来源：Wind，各公司官网，澳门博彩局，截止至 5 月 23 日收盘，天风证券研究所整理

图 24：2006 年以来澳门博彩 VIP、MASS 和赌收之间的关系



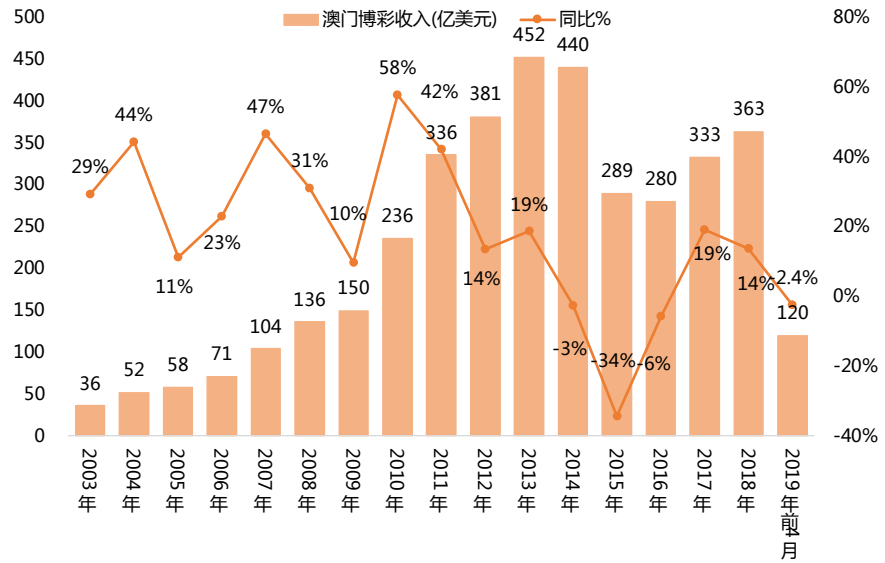
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 25：澳门博彩每月赌收（单位：百万澳门元）



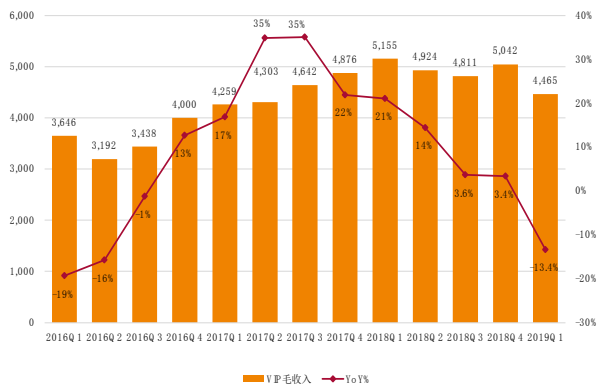
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 26：澳门博彩 2003 年-2019 年前四月赌收（单位：亿美元）



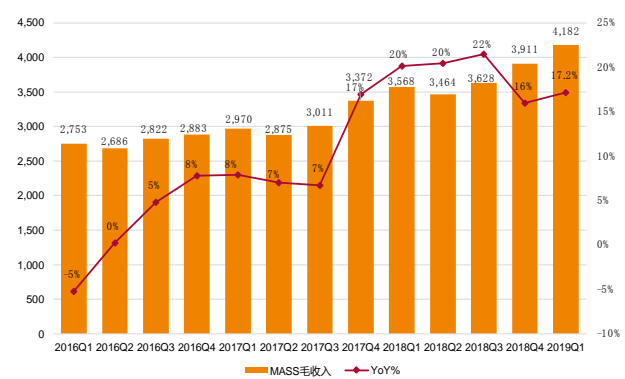
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 27：澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



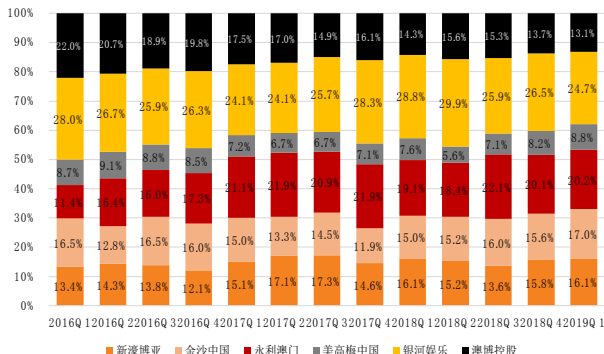
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 28：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



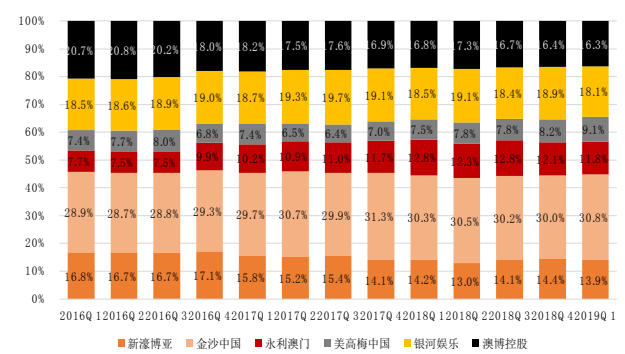
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 29：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比

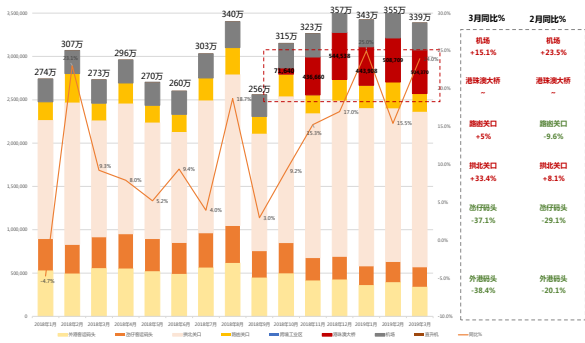


资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

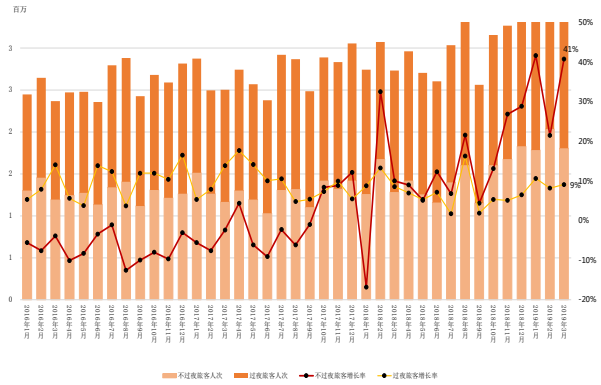
图 30：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 MASS 市场份额占比



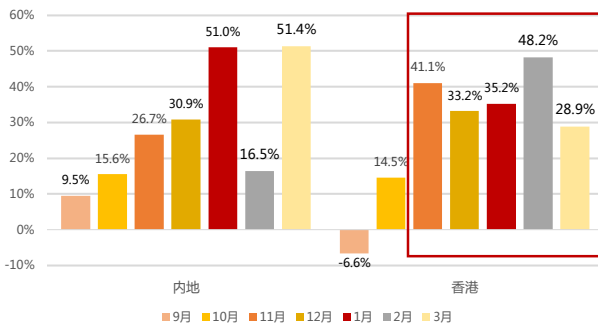
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

**图 31：2019 年 Q1 赴澳游客同比增长 21.2%**


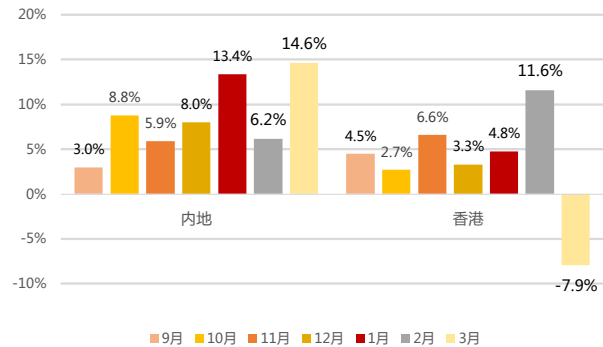
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

**图 32：2019 年 Q1 赴澳游客非过夜游客人数同比增长 33.4%**


资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

**图 33：大桥开通前后内地、香港访澳非过夜游客人数同比%**


资料来源：数据截至 19 年 3 月，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

**图 34：大桥开通前后内地、香港访澳过夜游客人数同比%**


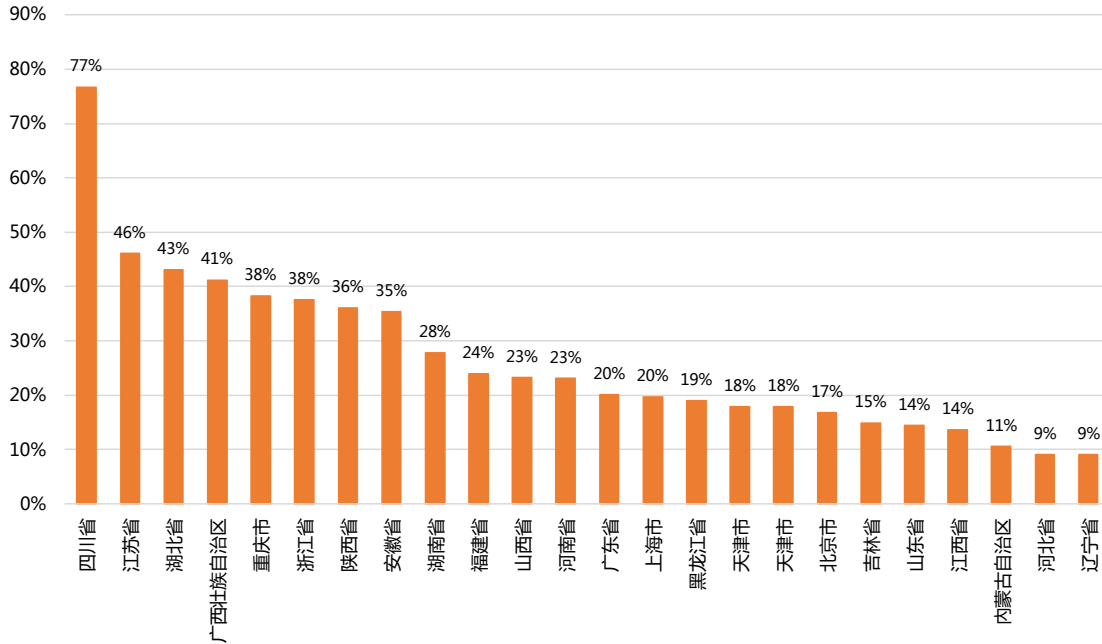
资料来源：数据截至 19 年 3 月，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

**图 35：港珠澳大桥 10 月底开通后，内地和香港通过码头前往澳门的旅客数量明显减少**

证件签发地	中国内地							香港							
	日期/通道	关闸	外港码头	氹仔码头	机场	路氹城	港珠澳大桥	跨境工业区	关闸	外港码头	氹仔码头	机场	路氹城	港珠澳大桥	跨境工业区
2018-11		23%	-53%	-64%	24%	11%	-	8%	14%	-17%	-15%	18%	10%	-	-17%
2018-12		23%	-57%	-65%	24%	4%	-	23%	8%	-25%	-22%	23%	-11%	-	-19%
2019-01		36%	-50%	-63%	32%	27%	-	18%	7%	-23%	-23%	37%	12%	-	-19%
2019-02		8%	-25%	-50%	24%	-9%	-	-19%	6%	-22%	-16%	13%	7%	-	-18%
2019-03		37%	-58%	-59%	25%	6%	-	10%	3%	-35%	-29%	21%	-6%	-	-33%

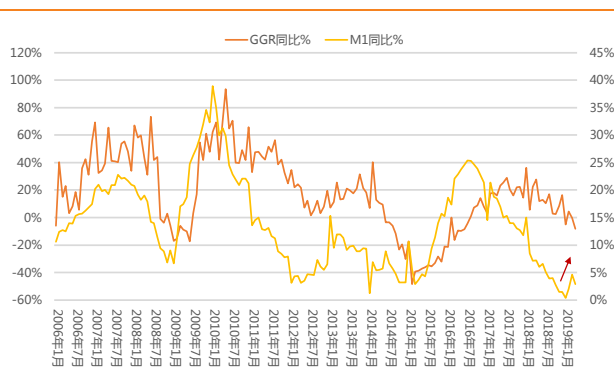
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 36：2019 年第一季度赴澳内地游客按省份同比增速



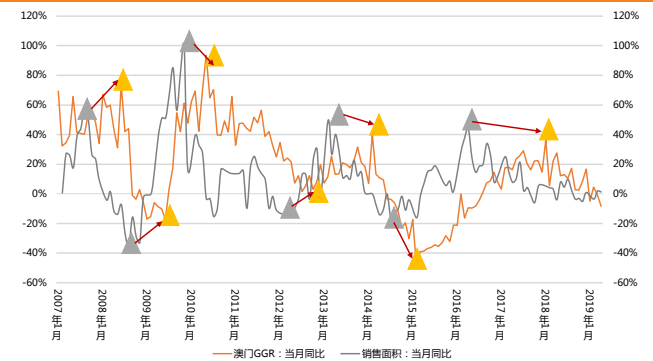
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 37：M1 增速（右）已领先澳门赌收增速（左）开始反弹



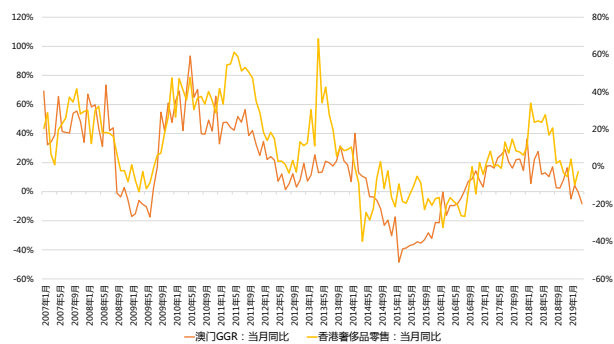
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 38：房地产销售面积同比（右）增速一般领先博彩赌收增速（左）2-3 个季度



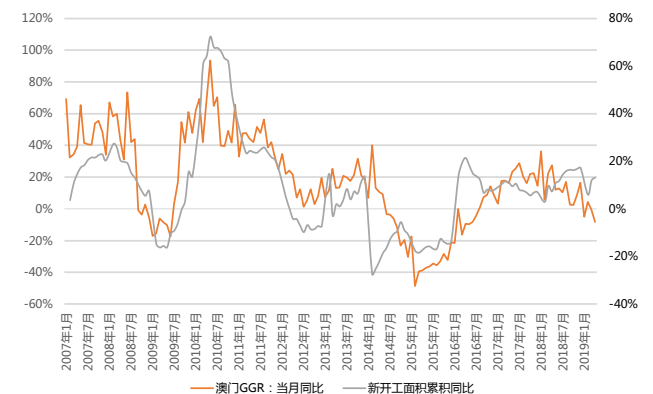
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 39：澳门赌收（左）与香港奢侈品零售（右）相关性较高

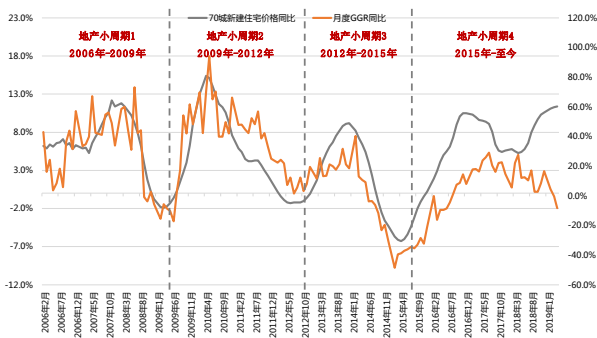


资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

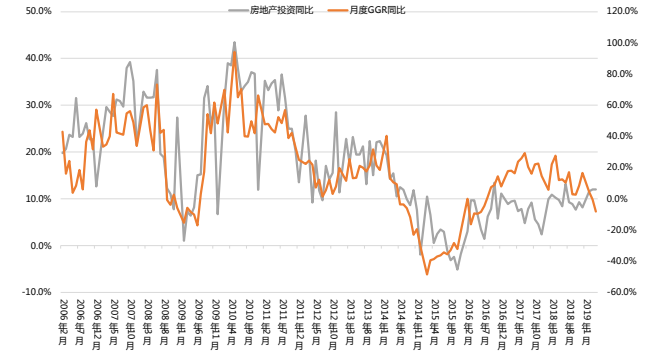
图 40：澳门赌收（左）与房地产新开工面积（右）相关性较高



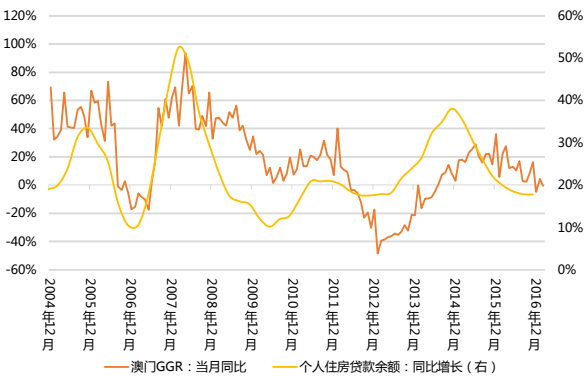
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

**图 41：70 城新建住宅房价增速（左）与澳门赌收增速（右）相关性较高**


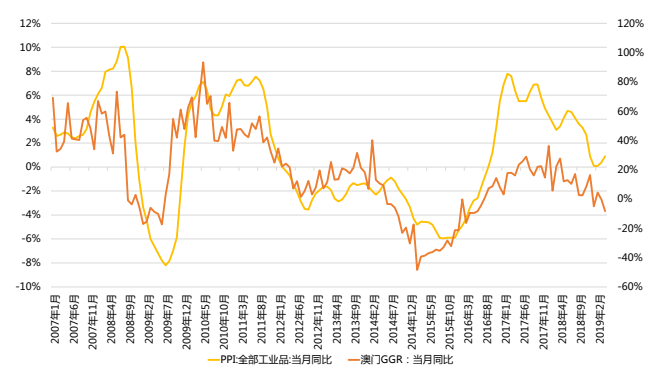
资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 天风证券研究所整理

**图 42：房地产投资增速（左）与澳门赌收增速（右）相关性较高**


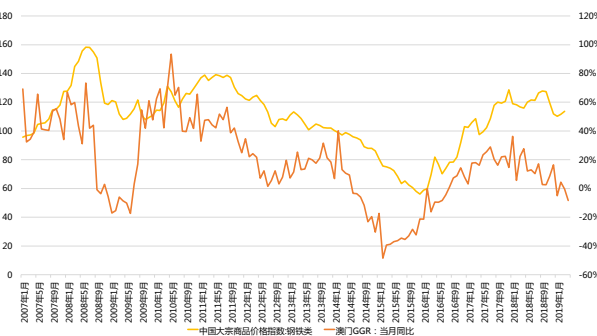
资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 天风证券研究所整理

**图 43：博彩赌收同比（左）与居民房贷同比（右）相关性较高**


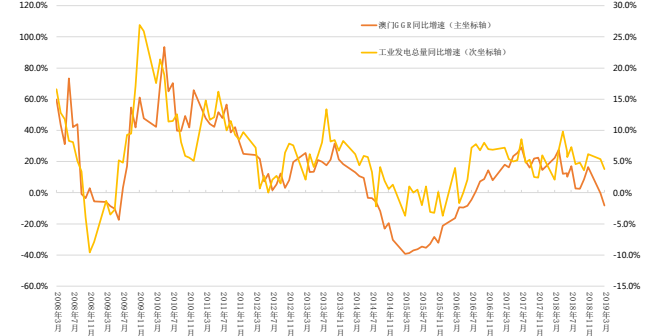
资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 天风证券研究所整理

**图 44：澳门赌收（左）与国内 PPI（右）相关性较高**


资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 天风证券研究所整理

**图 45：博彩赌收同比（右）与钢铁大宗价格（右）相关性较高**


资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 天风证券研究所整理

**图 46：澳门赌收（左）与国内工业用电（右）相关性较高**


资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com