

# 澳门博彩行业点评

## 广东省等升级入境管控，澳门博彩短期将重陷“实际停摆”，港澳自由行签证重启明朗化之前仍应当回避

我们此前强调，澳门博彩行业作为疫情影响首当其冲的板块之一，在港澳自由行签证重启明朗化之前仍应当回避。近日鉴于海外疫情持续扩散，港澳和北京、上海、广东省也陆续收紧入境管控措施。内地游客若未曾到疫情高发地区，则可正常进澳，但返回北上、广东省均需要集中隔离 14 天。另外，港台人员进澳也须隔离 14 天。我们认为这种措施形同将澳门博彩业重新打回“停摆”状态。鉴于内地游客占访澳旅客 71%，而港台游客占 21%，我们大幅下调 2020 全年澳门博彩收入的预测：Q1 将同比跌 60%，Q2 将同比跌 80% 以上，Q3 同比跌高个位数，Q4 才恢复个位数增长，全年同比跌达 36%。我们认为此次疫情对板块的冲击程度远大于反腐时期，估值或会跌破历史低位，加上疫情或出现反复，我们重申港澳自由行重启是板块复苏的关键，在曙光出现前应暂时回避。我们认为这将部分取决于港澳和内地疫情从海外输入的情况，我们预测自由行签注重启将进一步延后至暑假。

**4-5 月恐陷入“实际停摆”，Q4 或才个位数恢复，全年 GGR 跌幅或达 36%**  
澳门博彩 2 月赌收同比大跌 88%，主要由于疫情后旅客大量减少和娱乐场暂停营业 15 天。目前所有娱乐场虽已恢复营业，赌桌供应量也回到 80%，但赌客座位有间隔要求，且不设站位，加上近日实施的严厉进出境措施，导致 3 月赌收同比下滑 79.7%，至此 Q1 赌收同比下跌 60%。

上周起，香港、澳门地区和北京、上海、广东省均陆续收紧入境措施，其中北京、上海、广东省先后宣布，对所有入境人员一律采取为期 14 天的集中隔离健康观察。此举我们认为会进一步削弱内地游客赴澳门的意愿，导致赌场门可罗雀。而澳门则宣布内地、香港、台湾地区居民若在 14 天内曾到香港、台湾、和海外其他地区，进入澳门后也需要隔离观察 14 天。中国内地游客占 2019 年访澳游客 71%，其中广东省、北京、上海游客合计约占 50%，港台游客占总人数 21%，加上此前澳门宣布禁止所有外国人入境，我们认为以上进出境措施的收紧将使澳门博彩业重新陷入“实际停摆”，等同于关闭赌场。

我们认为目前“实际能赴”澳门而不用隔离 14 天的人，或只剩下存量自由行签注的内地游客，所以 4-5 月澳门赌场将可能陷入“实际停摆”，我们认为若海外疫情到五月底开始出现好转，6 月或有望解除部分措施，而 2 季度整体赌收同比跌幅或达 80%。虽然此前有市场乐观看法认为从促进内需的角度，五一节假日前或将重启港澳自由行，但我们判断当前疫情变化反复，我们认为更大可能延后至暑假。而且内地处在复工关键时点，不论是 VIP 企业主还是中场游客，都应该暂时无暇出门游乐。下半年何时能恢复则取决于港澳自由行签注重启时点，以及内地经济恢复情况带来的实际旅行和博彩需求。若自由行在暑假能重启，我们预计 3 季度同比跌幅为高个位数，而 4 季度才恢复个位数增长；全年同比跌幅为 36%。

### 博彩公司普遍面临现金流紧张问题，银河最稳健，永利已减少派息

澳门博彩公司在此前的娱乐场关停，到近日的进出境管控加严等影响下，业绩、现金流、财务状况均受到严重影响，公司大都表示难以预估受损程度。我们检查博彩公司的资产负债表和现金流情况，港股中银河的资产负债表和现金流状况最为稳健，而金沙作为博彩龙头，近日公告修订融资协议条款，显示公司现金流和盈利状况可能存在恶化风险。而永利债务高企，净资产较少，负债权益比率高达 19.4x，PB 高达 31x，日前已经宣布不派发 19 年期末股息，往后的派息和偿债能力令人担忧。

港股博彩公司年初至今平均跌幅为 35%，少于美股博彩公司平均跌幅 51%（他们业务基本也包括澳门），且目前港股澳门板块估值均回落至 14-15 年反腐时期行业历史底部。但我们认为此次疫情对行业的冲击程度或远大于历史过往，加上疫情变化反复，恢复需时，我们重申在港澳自由行重启的曙光出现之前还需回避。

**风险提示：疫情控制出现反复，经济恢复不及预期等。**

### 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

### 相关报告

### 香港疫情面临第三波冲击，港股后市表现或将继续受制于疫情的发展

香港当前正面临疫情的第三波冲击(第一波为中国内地输入疫情，第二波为香港本地扩散疫情，第三波为目前海外民众回港造成的输入性疫情)。近期海外疫情迅速扩散，致众多留学生及外国民众纷纷“逃难”回港。虽然香港也收紧了入境管控，但叠加去年社会事件的影响，我们认为香港经济的复苏时间或遥遥无期，而港股后市表现或将继续受制于疫情发展。

特别是我们也认为当市场情绪面较稳定时，港股表现更像 A 股；反过来，当情绪面出现恶化时，港股表现更像美股。恒指走势跟恐慌指数 VIX 一般呈反向，此前 VIX 指数已创 08 年金融危机来新高，而港股也比 A 股出现较深的跌幅。

图 1：澳门六大博企、美国主要博彩企业涨跌幅、市值、估值(P/E 和 EV/EBITDA)情况

公司	股票代码	当前股价	2019年	年初至今	市值	股息率	PE		EV/EBITDA	
			涨跌幅%	涨跌幅%			(亿港元)	20年	21年	20年
<b>香港上市公司</b>										
金沙中国	1928.HK	28.40 港元	28.3%	-30.0%	2,297	7.0%	17.4	12.2	11.3	9.5
银河娱乐	27.HK	41.35 港元	17.3%	-27.2%	1,793	2.2%	20.6	12.8	8.9	8.2
永利澳门	1128.HK	11.78 港元	18.9%	-38.6%	612	7.6%	19.9	10.8	11.6	8.8
澳博控股	880.HK	6.55 港元	25.8%	-26.2%	371	4.4%	38.4	13.4	12.4	6.8
美高梅中国	2282.HK	7.93 港元	-2.1%	-37.7%	301	1.6%	27.4	10.5	9.9	7.3
新濠国际	200.HK	11.24 港元	37.9%	-48.7%	170	0.8%	487.8	9.5	10.6	6.3
<b>美国上市公司</b>										
金沙集团	LVS.US	42.47 美元	39.5%	-37.3%	324	7.3%	34.0	12.4	14.7	8.3
永利度假	WYNN.US	60.19 美元	45.0%	-56.3%	65	6.6%	71.0	11.4	12.0	7.6
美高梅国际	MGM.US	11.80 美元	39.7%	-64.3%	58	4.8%	41.9	11.1	7.9	6.3
新濠博亚	MLCO.US	12.40 美元	41.2%	-48.2%	57	5.2%	-	11.9	10.0	6.2
凯撒娱乐	CZR.US	6.76 美元	100.3%	-50.3%	46	-	-	-	8.8	8.5

资料来源：PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期，天风证券研究所

图 2：六大博彩公司 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）

	18Q1			18Q2			18Q3			18Q4			19Q1			19Q2			19Q3			19Q4		
	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS	GGR	VIP	MASS
行业数据	20%	21%	20%	17%	14%	21%	10%	4%	22%	9%	3%	17%	-1%	-13%	17%	-1%	-16%	20%	-4%	-22%	19%	-8%	-23%	9%
新濠博亚	16%	23%	8%	3%	0%	2%	-5%	-18%	7%	11%	11%	14%	-1%	-8%	9%	15%	7%	29%	17%	16%	22%	17%	-6%	12%
金沙中国	20%	21%	22%	21%	30%	20%	16%	15%	18%	13%	35%	7%	8%	0%	13%	0%	-13%	5%	-5%	-36%	9%	-4%	-20%	3%
永利澳门	23%	9%	49%	9%	-5%	36%	18%	10%	36%	2%	-5%	14%	-3%	-7%	2%	-2%	-9%	8%	-21%	-41%	7%	-21%	-39%	5%
美高梅中国	24%	26%	20%	24%	-6%	44%	28%	11%	43%	27%	18%	32%	20%	3%	35%	26%	22%	36%	25%	4%	48%	5%	-20%	31%
银河娱乐	26%	36%	14%	30%	40%	19%	8%	6%	10%	2%	-4%	10%	-11%	-24%	9%	-12%	-25%	7%	-11%	-27%	11%	-16%	-29%	0%
澳博控股	5%	-1%	10%	11%	4%	19%	9%	3%	14%	-2%	-12%	8%	-5%	-19%	8%	-10%	-31%	8%	-13%	-43%	12%	-8%	-28%	7%

资料来源：澳门博彩局，公司财报，天风证券研究所

澳门博彩公司在此前的娱乐场关停，到近日的进出境管控加严等影响下，业绩、现金流、财务状况均受到严重影响，公司大都表示难以预估受损程度。我们检查博彩公司的资产负债表和现金流情况，港股中银河的资产负债表和现金流状况最为稳健，而金沙作为博彩龙头，近日公告修订融资协议条款，显示公司现金流和盈利状况可能存在恶化风险，目前尚未公布 19 年期末股息和年报。永利已暂时停发 19 年期末股息，其他包括澳博、美高梅、新濠，虽正常派发 19 年股息，但在疫情当下均会受到一定的经营压力。我们做具体分析：

1) 金沙：在 3 月 27 日发布公告，对其 18 年签订的 20 亿美元循环融资协议作出部分条款的豁免和修改申请，主要是从 2020 年 1 月 1 日起至 2021 年 7 月 1 日，1) 豁免原协议要求的负债总额：EBITDA 的比例不高于 4:1，2) 豁免原协议要求的 EBITDA：利息费用的比例不低于 2.5:1，3) 延长公司 2019 财年财报审核期限至 2020 年 4 月 30 日，4) 延长公司

2020 财年财报审核期限至 2021 年 4 月 30 日。5) 根据豁免函, 金沙将向放款人支付常规费用。

金沙此前计划 19 财年总共派发每股 1.99 港元股息, 合计 20.5 亿美元, 其中中期股息每股 0.99 港元已于 2 月 21 日派发。按照惯例金沙一般会在 3 月中旬宣布期末股息, 并在 6 月派付, 但至今未公布。结合上述豁免函公告, 我们认为金沙需要动用 20 亿美元的循环融资, 并在放宽协议的情况下维持股息派发和后续的经营活动。

**2) 永利:** 根据 19 年财报, 永利虽然在手现金达 141 亿港元, 但建立在债务高企之上, 总负债达 483 亿港元, 净资产仅 20 亿港元, 负债权益比率高达 19.4x, PB 高达 31x。其偿债能力各项指标也处在行业中下水平。

永利在 3 月 30 日发布的年度业绩中表示 19 年末暂不派息, 因此 19 财年仅派中期股息 0.45 港元 (对比 18 财年派息 1.2 港元, 17 财年 0.96 港元, 16 财年 0.42 港元, 15 财年 0.6 港元)。派息水平回落至 15-16 年行业复苏前的水平。

截至 19 年 12 月 31 日, 永利的长短期债务达到 386 亿港元, 现金及等价物 140.9 亿港元, 并尚有 31.1 亿港元的循环信贷融通可动用。但在 2 月的 Q4 业绩会上, 永利管理层表示 2 月份娱乐场关停期间, 永利一天的运营成本为 2.4-2.6 百万美元, 当中 1.8-1.9 百万美元为员工工资。我们此前也测算关停 15 天可能对公司 20 年营收造成 4% 左右影响。我们认为永利本身已经面临 VIP 客户遭分流的境地, 在疫情发展过程中, 派息和偿债能力令人担忧。

**3) 澳博:** 19 财年维持派息水平每股 0.3 港元, 对比 18 财年 0.29 港元, 17 财年 0.2 港元, 16 财年 0.24 港元, 15 财年 0.25 港元。虽然派息水平相对稳定, 但 19 财年总计 17 亿港元的派息总额仍是不小负担。公司目前的重心放在上葡京项目的开业上, 受当前疫情影响, 我们认为上葡京的开幕有可能延后至 19 年底甚至 20 年初。而澳博在上葡京项目上投入成本高达 390 亿港元, 截至 19 年 12 月 31 日的长短期负债累计 152.8 亿港元, 现金、银行结余及存款等仍有 155.3 亿港元。

**4) 美高梅:** 在 19 年 8 月签订了 97.5 亿港元循环信贷融通协议, 截至 19 年 12 月 31 日还有 45.5 亿港元未动用。与金沙做法类似, 美高梅在 2 月 21 日就该笔循环信贷融通的部分条款进行修改, 同样主要是杠杆比率和利息覆盖比率进行放宽。

截至 19 年 12 月 31 日, 美高梅的银行结余及现金为 32.7 亿港元, 长期负债有 166 亿港元, 短期负债压力相对较小。美高梅 3 月 26 日宣布 19 财年期末股息每股 0.083 港元, 合计派发 3.15 亿港元。加上此前的中期股息, 19 财年累计股息为每股 0.177 港元, 对比 18 财年的 0.098 港元, 17 财年的 0.213 港元, 16 财年 0.279 港元和 15 财年的 0.249 港元。

美高梅中国的美国母公司美高梅 (MGM.US) 近日开始实施成本缩减和裁员计划, 其同时更新资产负债表, 目前经营现金有 39 亿美元, 包括最近动用的 15 亿美元循环信用贷款。美高梅目前有 55 亿美元负债, 但都在 22 年后才到期, 预计 20 年的利息支出为 2 亿美元。

**5) 新濠:** 我们检查美股 Melco 情况, 截至 19 年 12 月 31 日的现金及等价物为 13.9 亿美元, 含租赁负债在内的长短期债务为 48.2 亿美元。2019 财年股息为每股 0.65 美元, 对比 18 年的 0.58 美元, 17 年的 0.36 美元和 16 年 0.15 美元。

不过港股新濠国际的派息规模较小, 其股息率也是博彩六巨头中最低 (见图 1), 19 财年期末股息为每股 0.03 港元, 合计 4560 万港元。新濠国际虽然 PB 较低, 但主要是相对 Melco 折价致新濠市值较小。

**6) 银河:** 有相对最为稳健的财务结构, 截至 19 年 12 月 31 日的现金及现金等价物有 146 亿港元, 包含银行存款及流动投资在内的净现金则高达 517 亿港元, 而总负债仅有 6 亿港元。银河的股息率也不算高, 并都以特别股息的形式派发, 17-19 年每股派息基本在 0.7-0.95 港元之间。

我们认为, 银河应该是最能顽强度过疫情艰苦阶段的博彩公司之一。而从基本面角度, 银河从去年 9 月底开始 VIP 赌厅 (包括太阳城等) 装修陆续完成, 有利于夺回此前流失到永利皇宫的客户。银河此前表示, 3、4 期工程计划在 2021 年初开业的目标仍维持不变, 不

过上周发生建筑工伤意外，有可能部分耽误工期。但我们认为对整体建设规划影响不大，银河3、4期预计提供4500个酒店房间、会展和多功能场馆、餐饮零售等场地，有望进一步完善银河的接待能力。

澳门以外，上述部分博彩公司的美国母公司近来也遭受疫情严重影响，目前全美基本所有赌场都暂停运营，近日惠誉（Fitch Ratings）将美高梅和美高梅中国的发行人违约评级从BB-下调至BB-。穆迪则将金沙集团（LVS.US）、美高梅（MGM.US）和永利度假（WYNN.US）列入债务降级的观察名单。

图3：港股博彩财务状况

				资产负债表情况（百万港元）				利润情况（百万港元）		现金流情况（百万港元）	
中文名	代码	市值 (亿港元)	PB	总资产	总负债	净资产	现金及 现金等价物	EBITDA	利息支出	经营性现金流	资本开支
金沙中国	1928.HK	2,297	6.7	93,896	59,395	34,501	19,175	24,778	2,243	21,821	5,851
银河娱乐	0027.HK	1,793	2.4	95,696	21,541	74,155	14,646	16,479	121	19,442	4,172
永利澳门	1128.HK	612	30.8	50,290	48,303	1,987	14,087	9,568	1,349	6,751	1,640
澳博控股	0880.HK	371	1.3	57,626	28,390	29,236	15,525	4,213	648	4,036	7,100
美高梅中国	2282.HK	301	2.9	32,506	22,046	10,460	3,270	6,183	913	4,334	1,122
				资产负债表情况（百万美元）				利润情况（百万美元）		现金流情况（百万美元）	
中文名	代码	市值 (亿美元)	PB	总资产	总负债	净资产	现金及 现金等价物	EBITDA	利息支出	经营性现金流	资本开支
新濠博亚娱乐	MLCO.O	57.4	1.8	9,488	6,345	3,143	1,395	1,689	310	836	471

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

注：澳博经营现金流为18年数据

图4：港股博彩偿债能力

		偿债能力				负债率
中文名	代码	速动比例	EBITDA /长短期债务	EBITDA /利息费用	经营性现金流 /长短期债务	长短期债务 /总股东权益
金沙中国	1928.HK	160%	57%	1105%	50%	1.26
银河娱乐	0027.HK	94%	2979%	13626%	3515%	0.01
永利澳门	1128.HK	145%	25%	709%	17%	19.43
澳博控股	0880.HK	134%	28%	650%	26%	0.52
美高梅中国	2282.HK	75%	37%	677%	26%	1.59
新濠博亚娱乐	MLCO.O	121%	35%	545%	17%	1.53

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

注：澳博经营现金流为18年数据

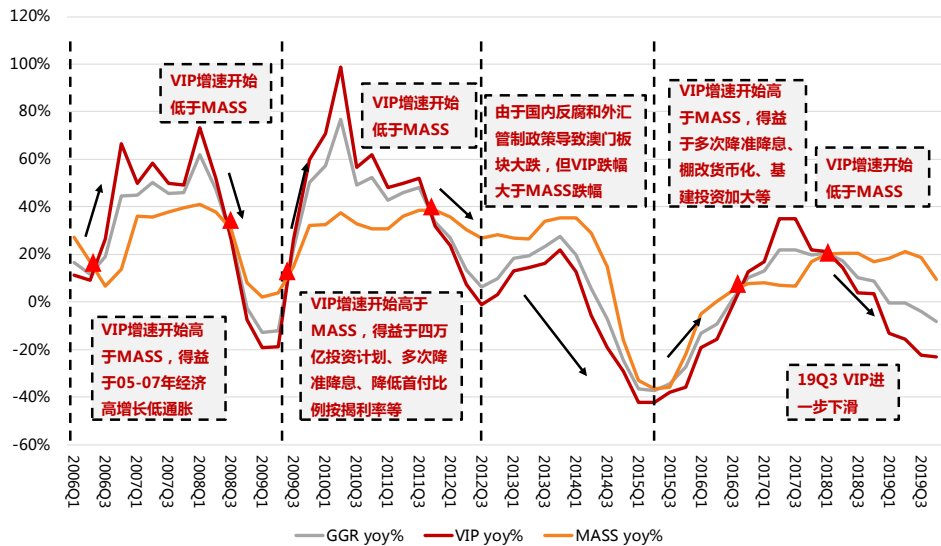


图 5：澳门博彩行业加权平均 12M Forward EV/EBITDA 估值与月度赌收同比相关性



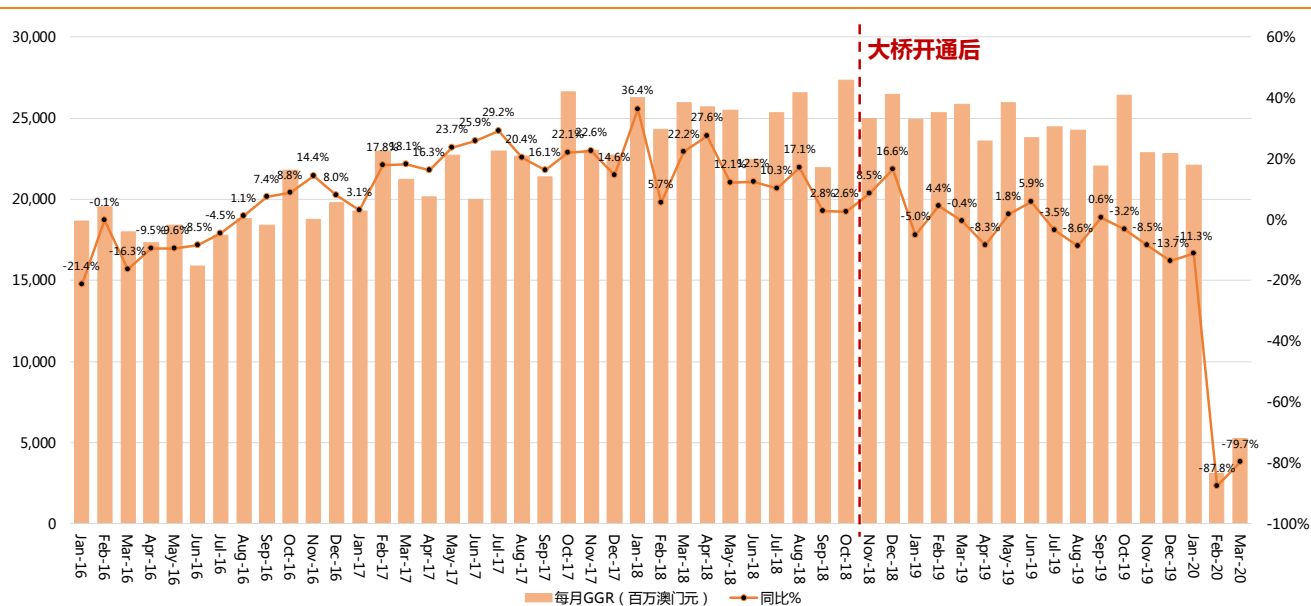
资料来源：彭博，各公司官网，澳门博彩局，天风证券研究所

图 6：2006 年以来澳门博彩 VIP、MASS 和赌收之间的关系



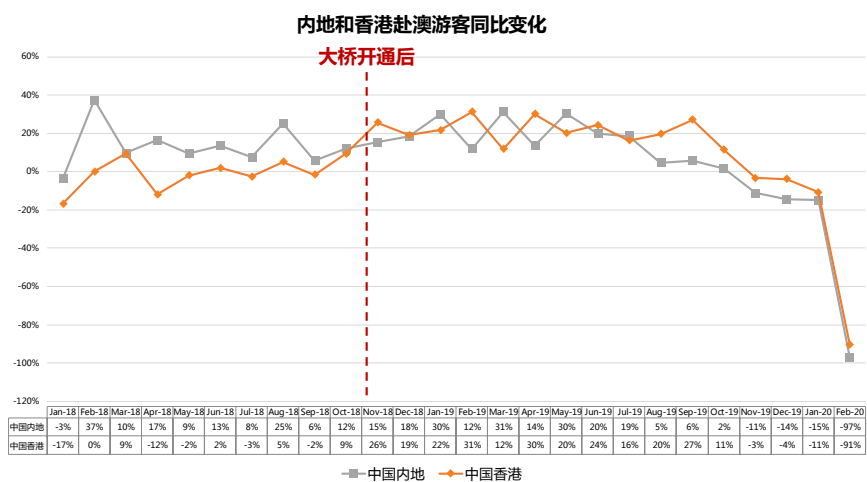
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所

图 7：澳门月度博彩收入（百万澳门元）及同比



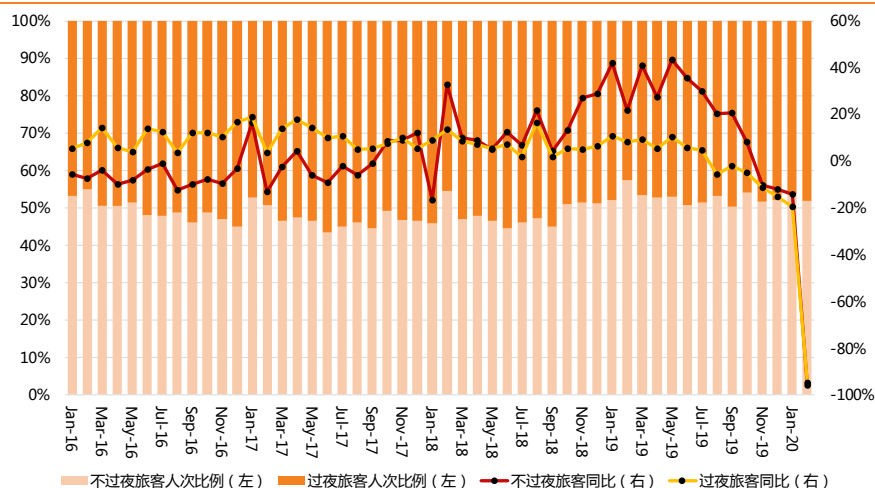
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所

图 8：内地和香港赴澳游客同比变化



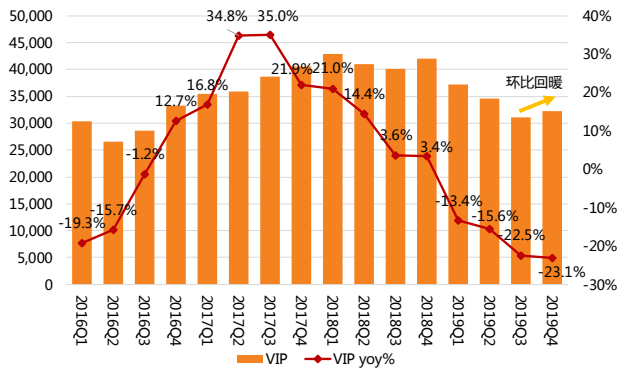
资料来源：DSEC，天风证券研究所

图 9：赴澳门过夜游客和非过夜游客及同比增速



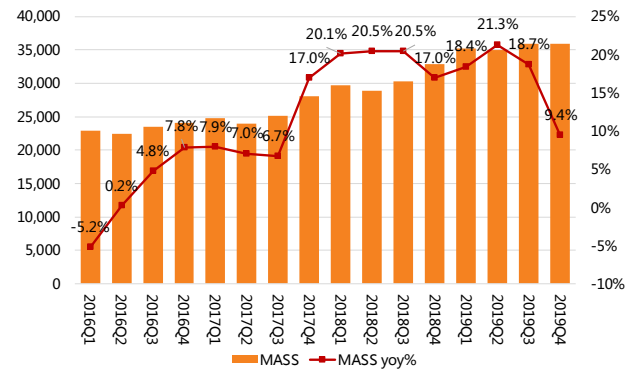
资料来源：DSEC，天风证券研究所

图 10: 澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现 (百万美元)



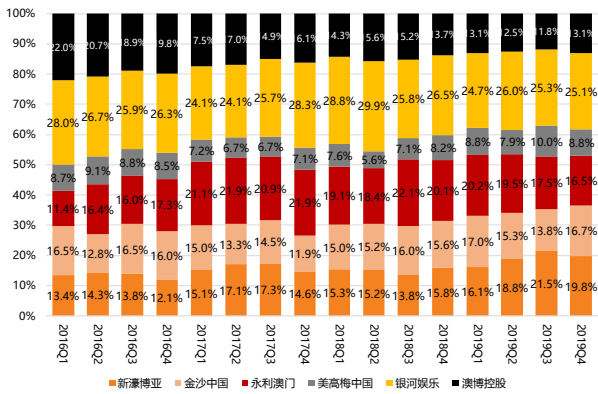
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所

图 11: 澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现 (百万美元)



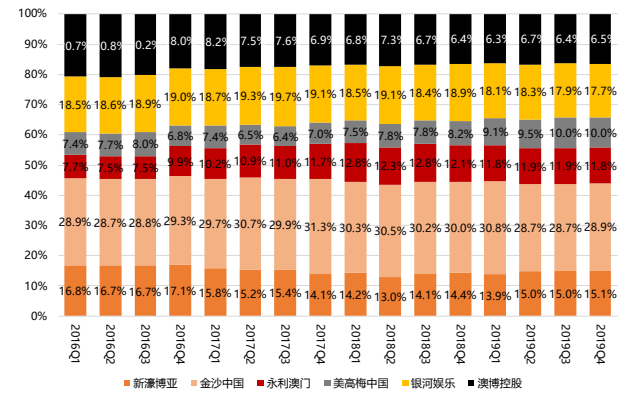
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所

图 12: 六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比



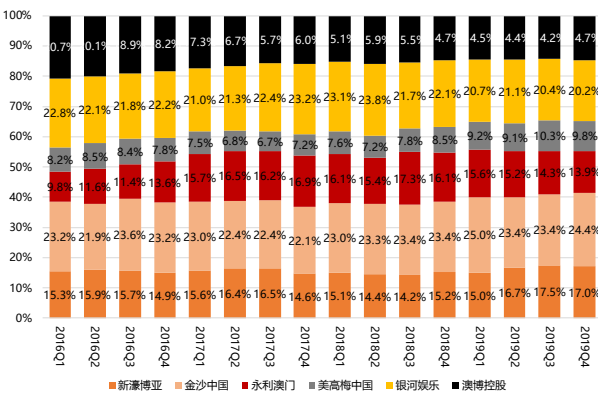
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 13: 六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 MASS 市场份额占比



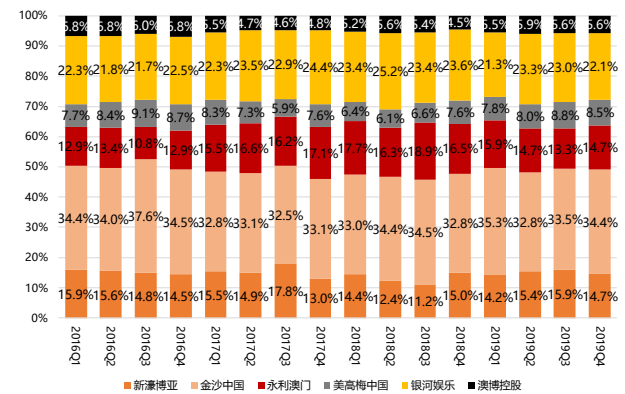
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 14: 六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 GGR 市场份额占比



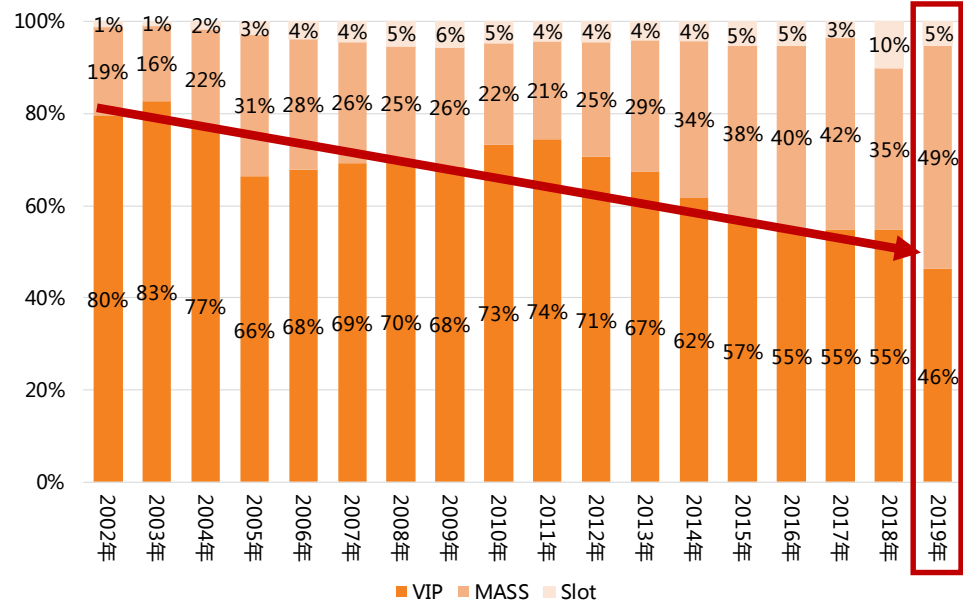
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 15: 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

图 16：19 年澳门 VIP 收入占比下降至 46%，中场+老虎机收入占比增至 54%



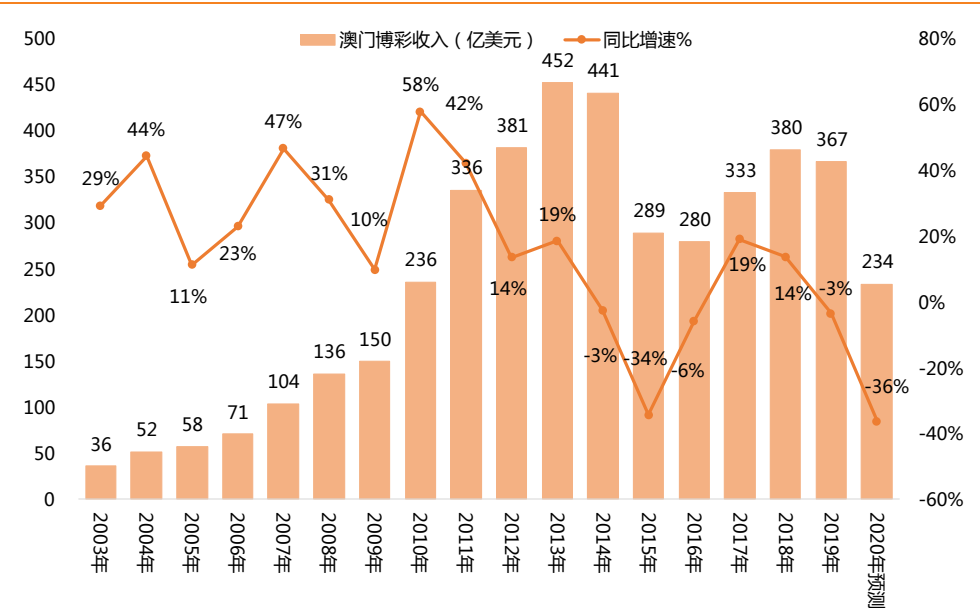
资料来源：DSEC，天风证券研究所

图 17：2014-2020 年澳门博彩 GGR 及预测（单位：百万澳门元）

百万澳门元	2014	2015	2016	2017	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	2018	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	2019	2020E
总收入(GGR)	351,520	230,840	223,211	265,743	73,707	73,707	73,838	78,791	302,846	76,152	73,352	70,794	72,158	292,456	186,480
同比%	-3%	-34%	-3%	19%	16%	17%	10%	9%	14%	3%	0%	-4%	-8%	-3%	-36%
VIP收入	212,535	127,818	118,960	150,673	42,956	41,035	40,092	42,014	166,097	37,208	34,616	31,085	32,319	135,228	81,137
同比%	-11%	-40%	-7%	27%	21%	14%	4%	3%	10%	-13%	-16%	-16%	-15%	-19%	-40%
中场+老虎机收入	138,985	103,022	104,251	115,070	33,554	32,672	33,746	36,777	136,749	38,944	38,736	39,709	39,839	157,228	105,343
同比%	14%	-26%	1%	10%	20%	21%	19%	16%	19%	16%	19%	10%	9%	15%	-33%

资料来源：公司财报，DICJ，DSEC，天风证券研究所预测

图 18：2003-2020 年澳门博彩 GGR 及预测（单位：亿美元）



资料来源：公司财报，DICJ，DSEC，天风证券研究所预测



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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