银河娱乐（0027） 推荐

行业：博彩

优质储备保证长期增长能力，外围环境改善或拉升估值

公司是澳门三大博彩公司之一，主营业务稳健。项目储备丰富优质，成长逻辑顺畅。外部负面因素的消除或将公司估值重新拉升至高位。

投资要点：

✧ **推荐理由之一：控制人经营得当成为澳门三大博彩公司之一。**银河娱乐集团有限公司乐实际控制人是吕志和及其子吕耀东。吕志和与内地政府关系良好，经营得当，公司市场地位不断提升。博彩是绝对核心业务，贵宾业务（下注占比 95.2%、收益占比 74%）占比最大，但从趋势来看，中场业务也是公司重点发展方向，从行业竞争格局及公司发展数据来看，我们认为策略十分得当。

✧ **推荐理由之二：项目储备质优量大，奠定长期成长基础。**银河一期的开放曾为公司带来翻倍增长，银河二期虽未必会有这样的轰动效应，但考虑到澳门已有两年没新赌场开放，银河二期之后新的赌场项目要延迟几个月才开放，预计成功概率仍然很高。银河 3、4 期也将成为澳门未来重大新项目。同时，横琴项目兼具土地升值、业绩增后、概念炒作等多重机会。

✧ **推荐理由之三：外部环境有望改善。**今年澳门博彩业受到世界杯分散消费者注意力、香港澳门游行等不利因素的影响，公司业绩仍保持正增长。预计这些因素将在明年逐渐消除，而澳门作为不同社会制度的发达城市，拥有签证手续少、耗费精力少、金钱花费小等优势，赌场娱乐更是内地短期内无法开放的，游客长期仍有望保持乐观增长。

✧ **推荐评级。**预计 2014/15/16 年 EPS 分别为 2.74、3.07、3.49 港币。10 月澳门博彩收入同比下降 23%，股价持续疲弱，我们认为现下已经充分反应。公司三季报收入+6%，VIP 业务+12%，业内表现最佳；中场收入环比增速+2%，也好于市场（-1%）。以往市场所担心的赌场恶性竞争及人力成本高企拉低利润率的情况暂未发生。且未来经营面改善点颇多，有望进一步强化优势，叠加沪港通催化，给予推荐评级，目标价 65 元。

✧ **风险提示：**香港“占中”政治影响持续、贵宾业务恶性竞争、人力成本压力超预期等。

主要财务指标

单位：百万港元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	65665.76	74536.31	86168.54	96621.37
收入同比(%)	15.77	13.51	15.61	12.13
净利润	10051.76	11558.17	12943.71	14730.56
净利润同比(%)	35.46	14.77	11.99	13.8
毛利率(%)	2.97%	2.61%	3.11%	3.29%
ROE(%)	30.42	27.75	26.02	24.42
每股收益(港元)	2.39	2.74	3.07	3.49
P/E	22.95	20.02	17.87	15.72
P/B	6.39	5.07	4.24	3.50
EV/EBITDA	17.25	15.38	13.23	11.92

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：刘越男

S0960514070001

0755-82026744

liuyuenan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 65

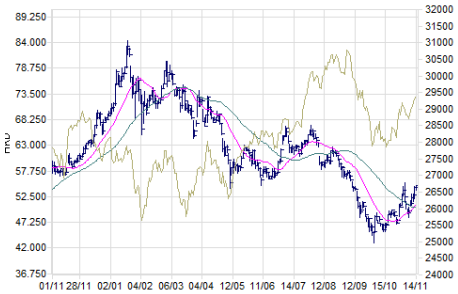
当前股价： 54.85

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	4244
流通股本(百万股)	4244
总市值(亿港元)	2328
流通市值(亿港元)	2328
成交量(百万股)	995
成交额(百万港元)	543

股价表现



相关报告

目 录

一、 澳门第三大博彩公司，业务稳健 3
1. 吕志和父子控股，与内地关系良好 3
2. 历史业绩斐然，现有策略正确，市场地位不断提升 3
二、 项目储备质优、量大，奠定长期成长基础 4
1. 银河 2 期明年运营、成功概率高，3、4 期打造远景空间 4
2. 横琴板块新项目：关注土地升值、业绩提升、概念拉动 6
三、 外围环境有望改善 7
1. 娱乐城市魅力无限，内地游客增长偏乐观 7
2. 世界杯、游行等负面影响逐渐消散 7
四、 推荐评级 7

表目录

表 1 银河娱乐股权结构 3

图目录

图 1 银河娱乐收入构成，百万港元 4
图 2 银河娱乐博彩经营收入构成，百万港元 4
图 3 银河娱乐博彩经营各类业务发展，百万港元 4
图 4 银河娱乐博彩经营各类业务发展，百万港元 4
图 5 澳门赌场分布 4
图 6 澳门各家博彩公司博彩收益对比，亿澳元 4
图 7 银河娱乐历年营业收入及增速 5
图 8 银河娱乐历年营业利润及增速 5
图 9 银河娱乐历年持续性净利润及增速 5
图 10 澳门银河开业以来博彩收益，百万港元 5
图 11 横琴经济开发区规划 6
图 12 横琴区位条件 6

一、控制人经营得当成为澳门三大博彩公司之一

1. 吕志和父子控股，与内地关系良好

银河娱乐集团有限公司乐实际控制人是吕志和及其子吕耀东。吕志和与内地政府关系良好，曾荣获香港 MBE 太平绅士，是侨港新会商会永远名誉会长、第九届全国委员、江门市第九届政协委员、江门五邑海外交流协会和江门世界五邑乡亲联谊会名誉会长江门市教育促进会名誉会长。

表 1 银河娱乐股权结构

	个人权益	家族权益	公司权益	其他权益	权益合计	占比
吕志和	28,777,632	2,181,518	23,121,401	1,697,536,231	1,751,616,782	41.28
吕耀东	39,644,896		396,150,099	1,697,536,231	2,133,331,226	50.28
徐应强	2,268,000				2,268,000	0.05
郑吕慧瑜	13,575,722			1,697,536,231	1,711,111,953	40.33
颜志宏	250,000			50,000	300,000	0
叶树林	250,000				250,000	0
唐家达	1,000,000				1,000,000	0.02
黄龙德	39,644,896		396,150,099	1,697,536,231	2,133,331,226	50.28

资料来源： 公司公告、中国中投证券研究总部

2. 历史业绩斐然，现有策略正确，市场地位不断提升

公司 2002 年成为三家获得澳门政府博彩专营权公司之一，此后每次投资均为公司经营带来质的飞跃：

2004 年通过城市娱乐会进入澳门市场，此时公司仍处于尝试阶段，只运营较小的赌场，并将市场营销外包给第三方，事后证明，此时的经验为后来开办大型赌场提供了必要的基础。

2006 年澳门星际投入运营（博彩场地占地面积 1.65 万方，配套 500 间酒店客房、套房及总统套房。）；

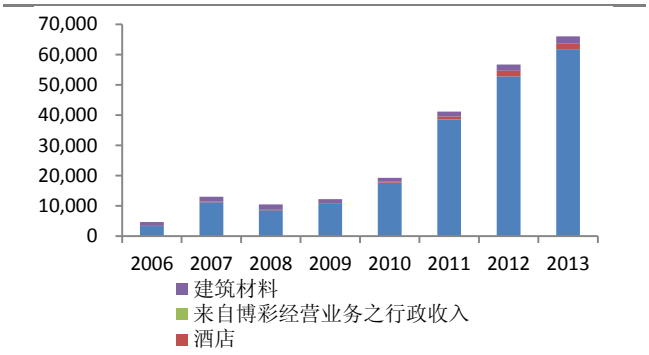
2011 年标杆娱乐场澳门银河投入运营（由悦榕庄、大仓饭店集团、银河酒店合力创建，投资额达 149 亿澳元，是世界级亚洲特色的 5 星级综合度假城。共有 2200 间客房以及套房，50 多家餐厅，占地面积 5.2 万方的绿洲花园和 4000 平方米的空中冲浪地），正式跻身前三大博彩公司。现已成为亚洲首屈一指的博彩及娱乐企业之一。

公司绝大部分收入（90%以上）是博彩经营收入，此外，有一定的博彩城酒店收入和建筑材料收入（在中国内地、香港以及澳门生产、出售及分销建筑材料）。

公司博彩业务中，贵宾业务下注（占比 95.2%）与收益（占比 74%）占比最大，

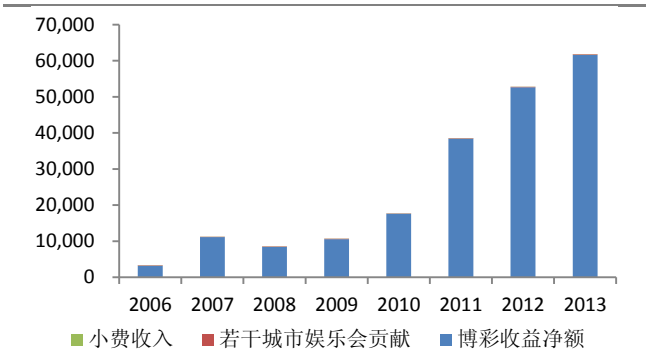
但从趋势来看，中场业务也是公司重点发展方向，市场份额已经从 2010 年的 2.6 上升到 2013 年的 13.5%。鉴于贵宾业务争夺中介竞争日趋激烈，我们认为公司的策略十分得当。

图 1 银河娱乐收入构成，百万港元



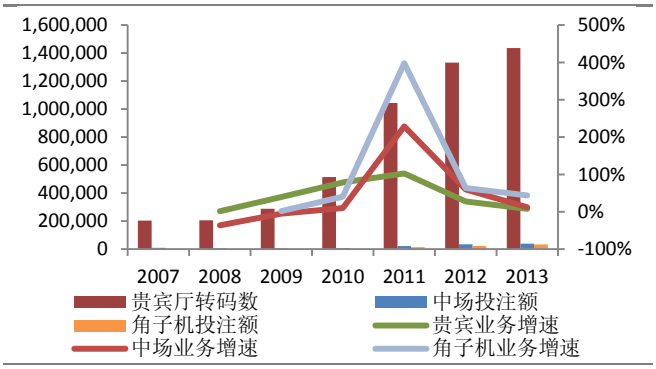
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 银河娱乐博彩经营收入构成，百万港元



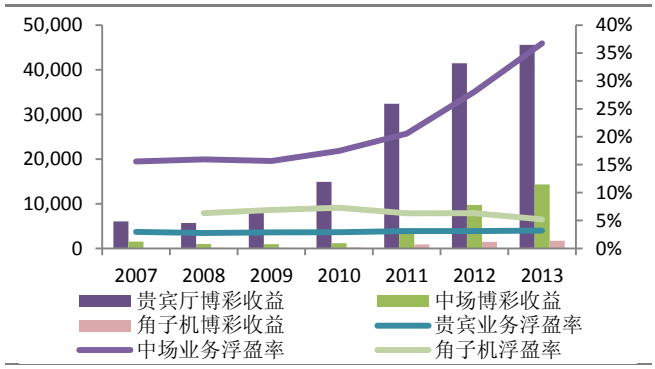
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 银河娱乐博彩经营各类业务发展，百万港元



资料来源：GICB、中国中投证券研究总部

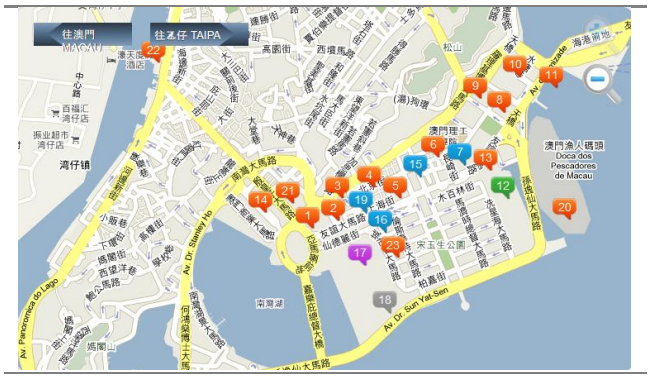
图 4 银河娱乐博彩经营各类业务发展，百万港元



资料来源：GICB、中国中投证券研究总部

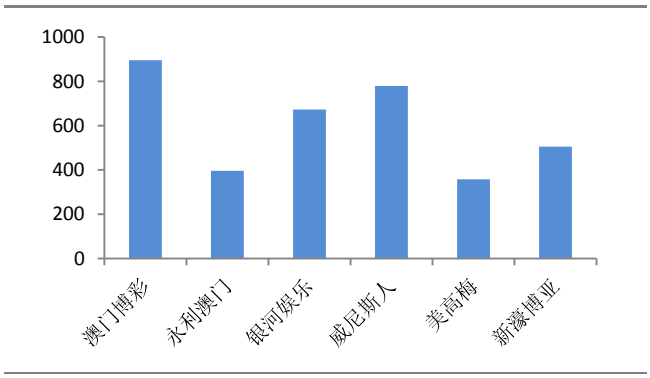
澳门共 6 家博彩公司中，银河娱乐博彩收入排名第三，市场份额约为 19%。澳门共有 35 家赌场，银河娱乐拥有其中的 6 家。

图 5 澳门赌场分布



资料来源：GICB、中国中投证券研究总部

图 6 澳门各家博彩公司博彩收益对比，亿澳元



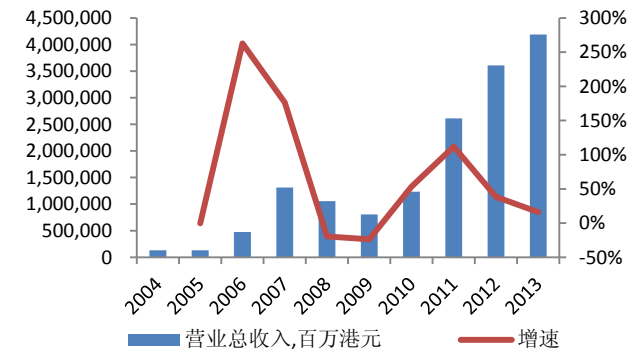
资料来源：GICB、中国中投证券研究总部

二、项目储备质优、量大，奠定长期成长基础

1. 银河 2 期明年运营、成功概率高，3、4 期打造远景空间

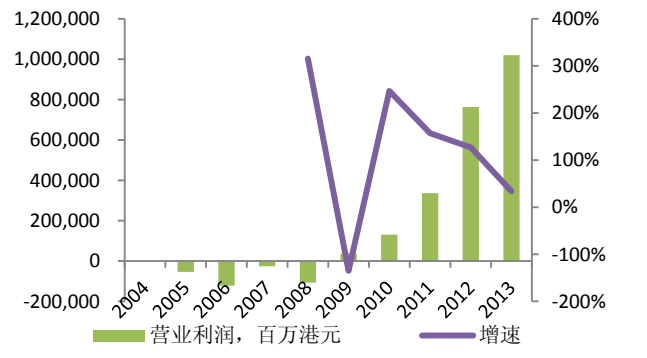
2011 年 5 月，银河娱乐推出综合休闲度假项目“澳门银河”，是澳门首个以亚洲为核心主题的休闲度假项目，也是亚洲最大型的休闲设施之一，提供多元化娱乐、住宿以及餐饮设施。项目推出当年贡献了 156.45 亿港币，第二年贡献 315.84 亿港元。拉动博彩收益分别增长 96%、142.9%。当年营收、营业利润、持续经营净利润分别增长 112%、157%、234%，第二年这三项指标分别增长 38%、127%、146%。银河娱乐贵宾业务的市占率实现了从 13.6%（2010）到 20.3%（2013）的突破，中场业务的市占率从 2010 年的 4.4%提高到 2013 年的 15.5%。

图 7 银河娱乐历年营业收入及增速



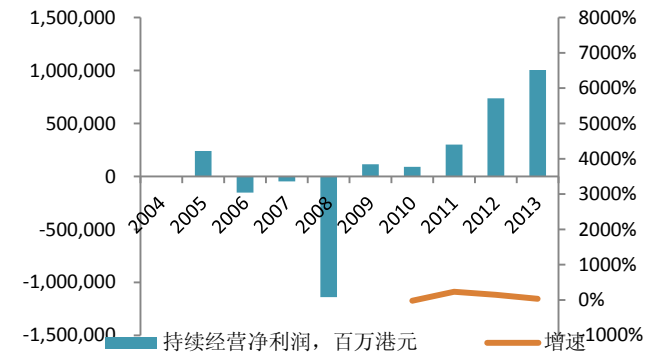
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 8 银河娱乐历年营业利润及增速



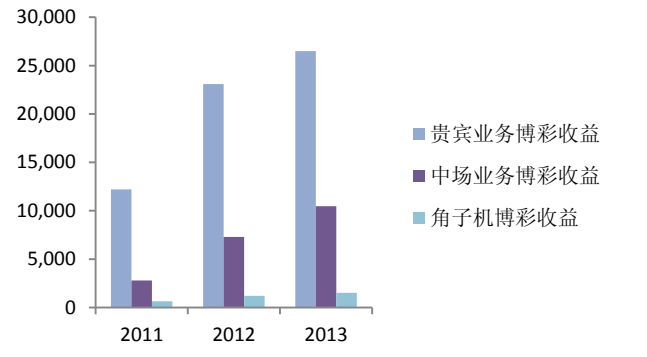
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 9 银河娱乐历年持续性净利润及增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 10 澳门银河开业以来博彩收益，百万港元



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2012 年 4 月，银河娱乐宣布发展“澳门银河”二期工程，预计项目将于 2015 年上半年落成，建成后“澳门银河”的面积将会倍增至 100 万平方米，有 5 间豪华酒店共 3600 间客房；逾 10 万平方米的零售区，内设接近 200 间高级零售店铺；并约有 100 间餐饮餐厅；以及一个经扩建可以容纳共 3000 人的会议、活动及宴会场地。

同时，银娱位于路氹第三、四期项目的 100 万平方米总楼面面积的规划图已准备就绪，将于 2014 年底开展地盘勘察工程。第三、四期项目将使银娱在路氹的楼面面积提高至 200 万平方米，将大大提升银娱所提供的产品及服务的多元化，包罗多种新文化新娱乐元素，绵中高端中场顾客。

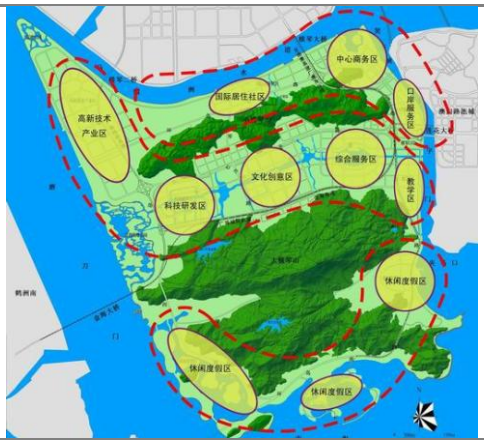
项目总耗资 500-600 亿港元，将额外提供数千间酒店客房及套房；一个已举办世界级娱乐及体育盛事的多用途场馆；以及一个大型会议中心。浙江成为全球旅游行业的新指标，并提升澳门作为世界级旅游胜地的地位。

虽然由于基数不同，银河 2、3、4 期开业对公司业绩的拉动未必会达到一期开业的效果，但考虑到银河二期开业两年前，澳门并没有新赌场开张，开业后几个月才会有新项目跟进，开业后将极大地提升容纳能力和游客体验，预计仍将极大拉动公司业绩的增长。

2. 横琴板块新项目：关注土地升值、业绩提升、概念拉动

此外，银娱已经与横琴当局达成框架协议，以在横琴岛一幅 2.7 平方公里土地发展世界级度假胜地。该项目将可与银娱的澳门项目优势互补，让银娱在同业中突围而出，并在支持澳门成为世界旅游休闲中心方面扮演重要角色。

图 11 横琴经济开发区规划



资料来源：横琴政府网站、中国中投证券研究总部

图 12 横琴区位条件

资料来源：横琴政府网站、中国中投证券研究总部

横琴具备政策、区位等多重优势，未来随着横琴的发展，一是公司在区内的土地资产有望升值，二是人员流动将帮助公司提升项目业绩，三是存在一定的概念型机会

横琴是横琴是内地唯一与香港、澳门陆桥相连的地方，粤港澳合作三大平台之一。2014 年，横琴正式封关运作，成为国内首个实行“分线管理”的特殊监管区域，区域内优惠政策全面实施。目前，包括增值税和消费税优惠政策、企业所得税优惠目录、海关监管办法、出入境检验检疫监管办法等一系列政策细则均已落地。

2014 年 9 月 1 日，横琴新区管委会副主任陈骞表示，横琴新区正着力打造改革创新先行示范区，积极申报中国（广东）自由贸易园区。举办横琴“金融沙龙”是横琴新区推进金融创新的重要措施，旨在搭建投融资长效平台，让需求双方共同探讨金融创新思路，分享发展策略，共寻投资商机，实现合作共赢。一旦获批自贸区，横琴区域升值将更为明显，并带动珠海地区整体价值的提升。

港珠澳大桥 2016 年建成后珠海到香港只需半小时，100 公里内有 5 个机场，4 个深水港，再叠加密集的高速公路和轨道网络，发达的基建基础使得横琴真正成为三地交流的交汇点。

三、外围环境有望改善

1. 娱乐城市魅力无限，内地游客增长偏乐观

虽然内地居民赴澳门人数在自由签证策短期刺激后有所回落，我们对其未来增速仍持乐观态度：澳门作为享受特殊政策的城市，其娱乐中心的属性对内地游客仍有较大的吸引力；在香港因政治问题产生负面影响下，澳门的旅游竞争力有望加强。

我们认为香港与澳门虽然自然景观一般，但仍能吸引大批内地游客造访的原因有个：其一、**作为回归城市的特殊历史背景与文化**；其二、是内地游客可以以**较少的时间、金钱、相对便利的签证手续**参观的与内地**不同的社会制度的发达城市，且同为华人，叫亲切**（相较之下，东南亚设施落后、欧美日韩签证难且花费高、台湾签证非常难）；其三、购买奢侈品比较便宜。

澳门赌场更加独一无二，内地政府对赛马赌博尚未开放，遑论赌场；虽然有公海游轮等边缘赌场，但规模、经营经验毕竟有限，澳门的娱乐中心地位短期内是不可取代的。因而在无政治风险的前提下，我们对澳门旅游业仍持偏乐观的态度。

2. 世界杯、游行等负面影响逐渐消散

2014 年上半年世界杯吸引了部分博彩赌资；8 月 5 日澳门博彩行业前线员工公会游行，要求改善员工待遇及加薪，游行涉及到银娱集团；叠加香港占中的负面影响等，公司股价走低。

而实际上，虽然世界杯导致了部分赌资流向的改变，亦分散了顾客的注意力，从而导致消费情绪和消费行为上的变化，但公司上半年业务仍保持增长。而世界杯影响已经逐渐淡去，预计明年消费情绪同比走高导致业绩增速向上是大概率事件。

员工游行事件发生后，公司迅速作出回应，负面影响渐渐淡去。

而澳门居民生活中的政治影响因素一直很弱，立场偏中性，游行不会影响内地居民对澳门的印象，客流反而有可能会在中长期从香港流向澳门。

四、推荐评级

预计 2014/15/16 年 EPS 分别为 2.74、3.07、3.49 港币。

由于 10 月澳门博彩收入同比下降 23%（预计受到去年高基数以及澳门、香港游行示威的影响），股价持续疲弱，我们认为现下已经充分反应收入增速疲弱。公司三季报收入增长 6%，VIP 业务增长 12%，是行业内唯一实现正增长的公司，中场收入环比增速向上 2%，也好于市场 1%的环比下跌。而从三季报来看，以往市场所担心的赌场恶性竞争及人力成本高企拉低利润率的情况并未发生。

公司未来经营面改善点颇多，有望进一步强化优势，且有沪港通催化，给予推荐评

级，目标价 65 元。

风险因素：香港“占中”政治影响持续、贵宾业务恶性竞争、人力成本压力超预期等。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

刘越男,中投证券研究所餐饮旅游行业分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：（021）62171434