2018-03-05



核心观点:

【广发海外】银河娱乐(0027.HK)

单桌收益将继续提升, 待开发项目丰富

公司评级 买入

68.00 港元

报告日期

18/19 年单桌收益的提升将是业绩增长主要驱动因素

银河娱乐的贵宾及中场业务每桌每日赢款额在 17 年分别同比+29%和 +14%。我们认为港珠澳大桥、澳门轻轨等基建项目的通车将带动入境澳门游 相对市场表现 客人次及博彩支出继续增长。而银河娱乐的单桌收益有望在 18/19 年继续提 升。其中星际酒店贵宾业务每桌每日转码额将继续保持行业领先,而澳门银 河中场业务每桌每日赢款额仍有可观增长空间。在澳门银河3期开业前,公 司的运营成本及折旧将不会有明显增加,单桌收益的提升对于公司净利润增 长的贡献将十分明显。

银娱拥有澳门博彩上市中最多的待开发项目

公司待开发项目包括澳门银河 3&4 期以及横琴度假村等。澳门银河 3&4 期预计将于 20/22 年投入运营, 3&4 期的总建筑面积为 100 万平米, 将使澳 门银河现有面积扩大一倍。此外在14年1月银娱与横琴新区签订框架合作 协议, 计划在横琴岛开发度假村。据 17 年年报披露, 横琴项目仍在规划当 中并将在今年内披露更多细节。此外公司也在规划长滩岛的赌场项目以及探 索未来竞标日本赌牌的机会。

预计 18-20 年 EBITDA 分别为 165 亿/183 亿/215 亿港币

盈利预测基本假设: 我们假设港珠澳大桥及澳门轻轨在 2018/19 年分别 投入运营带动入境澳门游客人次增长,此外我们假设澳门银河3期的酒店及 博彩设施将分别在 19/20 年开业。根据以上假设, 我们预计 18-20 年 EBITDA 分别为 165 亿/183 亿/215 亿港币。当前市值对应 18/19 年 EV/EBITDA 为 17.3x 和 15.6x, 略高于行业平均。我们首次覆盖公司, 给予买入评级。

风险提示

澳门银河 3 期延迟开业的风险; 竞争对手新增赌场开业导致路氹地区竞 轮景气周期开启 争加剧的风险:外汇管制收紧使得内地游客在澳门的博彩支出下滑的风险;



分析师: 胡翔宇, S0260517080001

7 010-59136632

huxiangyu@gf.com.cn

相关研究:

M

澳门博彩数据跟踪: 2月博彩 2018-03-01 毛收入符合预期, 广东省外游

客人次持续增长

澳门博彩数据跟踪: 1月博彩 2018-02-01

毛收入强劲增长, 强势人民币

利好澳门博彩

博彩行业报告: 澳门博彩新一 2018-01-10

盈利预测:

	2016A	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	52,826	62,450	70,936	78,081	89,703
增长率(%)	3.6%	18.2%	13.6%	10.1%	14.9%
EBITDA(百万HKD)	10,348	14,147	16,536	18,348	21,578
增长率(%)	18.5%	36.7%	16.9%	11.0%	17.6%
净利润(百万HKD)	6,283	10,527	13,258	14,471	16,978
增长率 (%)	51.0%	67.5%	25.9%	9.1%	17.3%
EPS (HKD)	1.47	2.46	3.10	3.38	3.97
市盈率(P/E)	46.2	27.6	22.0	20.1	17.1
市净率 (P/B)	6.2	5.2	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	27.7	20.2	17.3	15.6	13.3

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心



目录索引

1. 银河如	娱乐公司简介	5
1.1	历史背景	5
1.2	公司旗下主要资产	5
1.3	待开发项目介绍	8
1.4	股东情况	8
1.5	近年经营情况	9
2. 银娱扫	拥有澳门博彩上市公司中最多的待开发项目1	2
2.1	澳门银河 3 期及 4 期项目1	2
2.2	横琴度假村,未来有望与澳门银河形成协同1	4
2.3	公司计划在菲律宾长滩岛建设生态度假村1	8
2.4	积极探索进军日本博彩业的机会2	20
3. 银河如	娱乐运营能力行业领先2	24
3.1	量化银河娱乐的赌场运营能力2	24
3.2	银河娱乐在行业景气时的表现2	28
3.3	银河娱乐在行业低谷时的表现2	29
3.4	银河娱乐在行业复苏时的表现3	31
4. 银娱	在本轮新景气周期中的成长路径3	32
4.1	2018-2019: 单桌收益持续提升推动利润增长	32
4.2	2020-2022: 新增赌桌及非博彩设施带来新看点	34
5. 盈利?	预测与投资评级3	35
6.风险提	示3	36
6.1	澳门银河 3 期&4 期延迟开业的风险3	36
6.2	外汇管制收紧的风险;	36
6.3	竞争对手新赌场开业导致竞争加剧的风险;	36



图表索引

图	1:	公司赌场开业顺序	6
图	2:	银河娱乐物业分布	7
图	3:	银河娱乐股权结构图	9
图	4:	银河娱乐 2017 年每家赌场博彩毛收入占比	9
图	5:	银河娱乐 2017 年每家赌场 EBITDA 占比	9
图	6:	银河娱乐博彩毛收入市场份额	10
图	7 :	2017年澳门博彩总毛收入市场份额	10
图	8:	2017年澳门贵宾业务毛收入市场份额	10
图	9:	2017年澳门中场业务毛收入市场份额	10
图	10:	澳门博彩公司贵宾业务毛收入占比	11
图	11:	澳门博彩公司赌桌数量(2017 年底)	11
图	12:	澳门博彩公司客房数量	11
图	13:	银河娱乐 2017 年各项业务收入占比	12
图	14:	2017博彩上市公司非博彩业毛收入占比	12
图	15:	澳门银河 I-IV 期位于金光大道的西北角上的连续地段	13
图	16:	澳门银河 3 期及 4 期可能获得新增赌桌配额	14
图	17:	澳门银河 3 期及 4 期将新增 4500 间客房	14
图	18:	银河娱乐横琴度假村位置示意图	15
图	19:	横琴岛位置示意图	15
图	20:	横琴岛对外开放历史	16
图	21:	现阶段从珠海机场到拱北口岸、横琴口岸路线	17
图	22:	广州城轨扩建一期及二期示意图	18
图	23:	入境菲律宾外国游客人次	20
图	24:	入境菲律宾中国游客人次	20
图	25:	日本通过 IR 促进法案的主要目的	21
图	26:	2018年底日本国会将对 IR 实施法进行表决	21
图	27:	日本柏青哥投注额近 2000 亿美元	22
图	29:	日本民众赌博支持率(2016)	23
图	30:	各国赌博依赖率	23
图	31:	2017年访日外国游客突破 2870 万人次	23
图	32:	2017年访日外国游客近半数来自大中华地区	23
图	33:	北京游客可在三个小时内到达日本	24
图	34:	银河娱乐与博彩行业市值指数比较(以10年1月1日为基数100)	24
图	35:	澳门贵宾业务博彩毛收入	26
图	36:	澳门贵宾业务博彩毛收入环比增长	26
图	37:	澳门中场业务博彩毛收入	27
图	38:	澳门中场业务博彩毛收入环比增速	27
图	39:	星际酒店贵宾业务每桌每日转码额比较	28
图	40:	澳门银河贵宾业务每桌每日转码额比较	28



图 41	: 星际酒店中场业务每桌每日赢款额比较	20
图 42		
图 43		
图 44		
图 45		
图 46	: 星际酒店中场业务 每 桌每日赢款额比较	30
图 47	: 澳门银河中场业务每桌每日赢款额比较	30
图 48	:上市公司旗下主要酒店在行业低谷时的入住率情况	31
图 49	:星际酒店贵宾业务转码额相较于 2016Q2 增幅	31
图 50	: 澳门银河贵宾业务转码额相较于 2016Q2 增幅	31
图 51	: 星际酒店中场业务赢款额相较于 2016Q2 增幅	32
图 52	: 澳门银河中场业务赢款额相较于 2016Q2 增幅	32
图 53	: 贵宾业务每桌每日转码额排序(2014Q1)	33
图 54	: 贵宾业务每桌每日转码额(17Q3 及 17Q4)	33
图 55		
图 56		
图 57		
	:银河娱乐在建及筹建项目预计开业时间	
Д 00		
.	At any All At 11 at 2 from 17 from 2 miles	
-	澳门博彩物业分布图(参照上图)	
表 2:	澳门银河 3&4 期的开业将使澳门银河面积扩大一倍	
表 3:	澳门特别行政区政府自13年收紧赌桌分配政策	
表 4:	横琴岛具有丰富的旅游资源	16
表 5:	长滩岛主要旅游景点	19
表 6:	IR 促进方案在日本的推进进程	21
表 7:	银河娱乐运营能力量化分析表	27
表 8:		35
表 8:	银河娱乐盈利预测关键假设(百万港币)错误!未	定义书签。
表 10	: 澳门博彩可比公司列表	36



1. 银河娱乐公司简介

1.1 历史背景

银河娱乐集团有限公司(Galaxy Entertainment Group Limited),是亚洲地区最具规模的综合娱乐度假发展及营运公司之一,为恒生指数成份股。银河娱乐主要在澳门经营赌场并提供酒店及有关服务;此外,公司也在香港、澳门及中国内地生产、销售及分销建筑材料。

银河娱乐子公司香港银河娱乐场股份有限公司,是 2002 年最早获得澳门博彩经营权的三家博彩运营商之一。中标后不久,香港银河娱乐场的两大股东吕志和家族与美国金沙集团因经营理念发生分歧,向澳门特别行政区政府提出"分牌经营"请求。澳门特别行政区政府一方面希望通过金沙集团丰富的经营经验及遍布世界各地的网络促进澳门博彩业的发展与转型,但是同时也担心澳门3张赌牌中的2张均被外资公司所持有。因此澳门特别行政区政府批准"银河"将赌牌一分为二,银河持有主牌,金沙集团持有副牌。主牌和副牌并无实质区别,持牌人各自独立经营赌场。根据协议,副牌的到期日和主牌相同,因此银河娱乐和金沙中国的博彩经营权到期日均为 2022 年 6 月 26 日。在博彩经营权到期后,根据《娱乐场幸运博彩经营法律制度》规定,银河娱乐和金沙中国可通过澳门行政长官批示,将赌牌期限最多延长 5 年,否则重新进行竞投。

2005 年, 吕志和家族旗下的香港上市公司嘉华建材以 184 亿元收购银河娱乐场 97.9%股份并更名为银河娱乐集团, 此项收购实质上是吕志和家族旗下资产的整合。收购完成后, 银河娱乐成为香港首间拥有澳门博彩牌照的上市公司。此后在 2008 年 9 月, 银河娱乐完成了对银河娱乐场剩余股权的收购。

银河娱乐以及其实际控制人吕志和家族在 2002 年获得赌牌之前并没有博彩行业运营经验,其最初只在澳门经营四家小型赌场(即城市娱乐会,分别位于华都酒店、利奥酒店、总统酒店及金都酒店内),并将市场营销外包给第三方,但此时的经营经验也为后来开办大型赌场提供了必要的基础。2006 年 10 月,银河娱乐首间旗舰酒店及娱乐场澳门星际酒店开业,公司经营状况有了质的飞跃,步入迅速发展的道路,如今已成为澳门博彩行业的龙头。

1.2 公司旗下主要资产

目前银河娱乐旗下博彩资产主要包括澳门星际酒店、澳门银河、澳门百老汇以及城市娱乐会旗下的三家小型赌场。

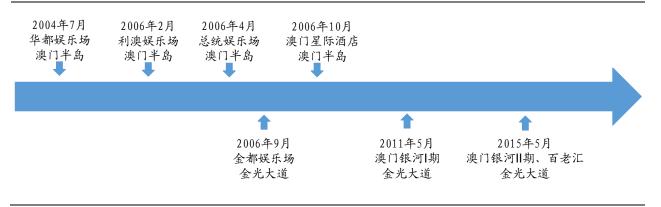
- 1) 澳门星际酒店:星际酒店于2006年10月开业,位于澳门半岛核心商业及娱乐区友谊大马路,邻近新葡京酒店、永利澳门酒店及澳门美高梅酒店,是银娱集团在澳门开发的首家五星级酒店,拥有500间酒店客房,楼高39层,总楼面面积为12万平米。
- 2) 澳门银河一期及二期: 澳门银河位于路氹城,共分为四期开发,是澳门最大的连体娱乐项目。澳门银河第一期在2011年5月开业,第二期于2015年5月开业。两期总面积为100万平米。澳门银河I期及II期内的酒店包括澳门丽思卡尔顿酒店、澳门悦榕庄(东南亚主题)、澳门JW万豪酒店、澳门大仓酒店(日式主



题)以及银河酒店这五家五星级酒店。银河澳门同时提供多元化的零售、餐饮、娱乐和休闲选择,以及可容纳超过3000人的会展区域。目前银河澳门内的主要非博彩娱乐项目包括总面积达7.5万平米的天浪淘园。天浪淘园除了拥有全球最具规模、面积逾5千平方米的空中冲浪池外,更设有全球最长、575米的空中激流,以及由350吨白沙铺成的人工沙滩;此外天浪淘园内还设有亚洲主题式热带园林、人工沙滩、刺激的滑水梯和瀑布,以及儿童水上游戏专区等多元化休闲设施。

- 3)澳门百老汇:在2013年,银河娱乐收购了此前城市娱乐会的合作方金都酒店,并将其翻新为澳门百老汇。澳门百老汇在2015年5月和银河澳门2期同时开业。百老汇舞台设有3,000个座位,提供具有澳门特色及亚洲魅力的零距离表演,并举办各类盛事及澳门活动。澳门百老汇主要针对家庭客户和中小企业,汇聚约40间餐厅及10间零售店铺,提供约320间客房,与澳门银河的豪华酒店相辅相成
- 4)城市娱乐会:自2002取得赌牌后,银河娱乐先后与华都酒店、总统酒店、利澳酒店以及金都酒店结成合作伙伴,经营四间城市娱乐会。2004年7月,首间城市娱乐会华都娱乐场开业,位置邻近港澳码头。2006年2月,第二间城市娱乐会利澳娱乐场开业,坐落于外港新填海区的商业区中。2006年4月,第三间城市娱乐会总统娱乐场开业,位于澳门半岛最繁华的中区,毗邻多间名娱乐场、购物及商业中心。2006年9月,第四间城市娱乐会金都娱乐场开业,是银河娱乐首间位于路氹的娱乐场。其后2013年银河娱乐收购金都酒店并翻新成为澳门百老汇。银河娱乐的城市娱乐会与合作方订立协议,合同于2022年6月届满。根据协议,服务供应商承诺为城市娱乐会招揽或介绍客户,提供稳定客源,同时向银河娱乐支付若干营运及行政费用。银河娱乐所得收益乃依据博彩收益净额按不同比率确定。此外,城市娱乐会向澳门特别行政区政府支付的博彩特别税及其他相关税项及所有关营运及行政开支,不在综合财务报表内确认为银河娱乐集团开支。

图1: 公司赌场开业顺序

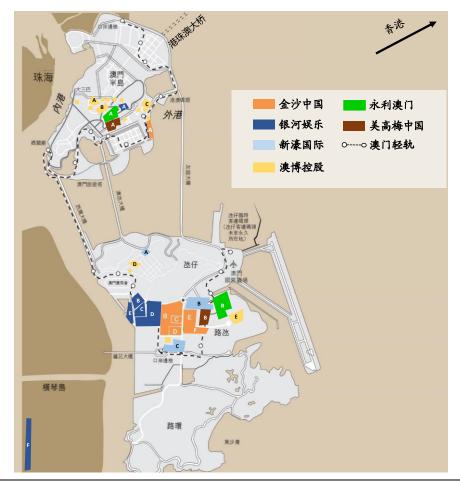


数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

物业分布:除澳门星际酒店位于澳门半岛中部以外,银河娱乐其余物业均位于金沙旗下的澳门威尼斯人赌场西侧,与之仅一街之隔(未包含城市娱乐会)。



图2: 银河娱乐物业分布



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

表1: 澳门博彩物业分布图(参照上图)

公司	A区	B区	C区	D区	E区	F区
金沙中国	澳门金沙	威尼斯人	百利宫	巴黎人	金沙城中心	热带花园
银河娱乐	澳门星际	澳门银河 期	澳门银河 II 期	澳门银河III&IV 期(在建)	澳门百老 汇	珠海横琴 (规划)
新濠国际	澳门新濠锋	新濠天地	新濠影汇			
澳博控股	新葡京	葡京	回力海	海岛	上葡京 (在建)	
永利澳门	永利澳门	永利皇宫				

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

此外,银河娱乐的建材业务主要通过全资附属公司嘉华建材有限公司开展。嘉华建材是一家综合环保建材产品供应商,在香港、澳门以及中国内地从事建材业务。 2016年,公司建材业务收入为21.4亿港币,EBITDA为4.34亿港元。整体来看近年来公司建材业务较为稳定。



1.3 待开发项目介绍

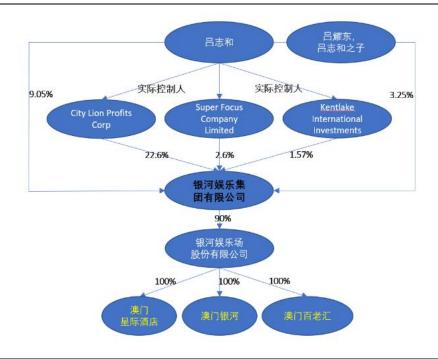
- 1) 澳门银河三期&四期:公司将在银河一期及二期的物业旁,继续开发银河澳门三期及四期项目。三期及四期项目的总楼面面积为100万平方米,与一期二期项目的总楼面面积相同。公司预计将投入500-600亿港币,其中绝大部分将用于非博彩设施的开发。三期和四期的项目内大部分楼面面积将用于发展非博彩设施,主要建设会议、展览和活动、娱乐和适合家庭旅游的设施。目前,公司已经于2017年中开始澳门银河三期的建设。我们预计公司三期中的酒店部分将在2019年投入运营,而三期的赌厅及非博彩设施将会在2020年投入运营。
- 2) 珠海横琴项目: 2014年1月,银河娱乐与横琴新区签订框架合作协议,初步计划投资100亿元将横琴西南部一块2.7平方公里的待开发土地,开发成马尔代夫式的低密度休闲度假村,与集团在澳门的高密度项目优势互补。公司在珠海横琴的土地距离银河澳门的距离大概为15分钟车程。横琴具备政策、区位等多重优势,未来横琴的发展有望帮助公司进一步提升业绩。目前银河娱乐是澳门唯一一家在横琴拥有土地的博彩上市公司。
- 3)海外博彩发展机会: 2015年7月,公司斥资 3.64 亿港币收购蒙特卡洛滨海度假酒店集团(Monte-Carlo SBM)5%的股份,成为其战略投资者。蒙特卡洛滨海度假酒店集团是欧洲著名的酒店品牌,被摩纳哥皇室控股。截至 2016 年末,其在摩纳哥拥有 4 家赌场。其中蒙特卡洛大赌场于 1878 年开业,已经成为当地的地标性建筑。2017年3月,银娱与 SBM 正式向外公布战略协作关系,主要在亚太地区展开业务合作,并表达了进军日本博彩行业的意向。此外公司也于2017年底表示将探索在菲律宾长滩岛投资开发度假村的意愿。据公司披露,长滩岛项目的投资可能高达 5 亿美元,并将包含一个优质环保生态沙滩度假村,一间娱乐场以及附属娱乐设施。公司表示选择长滩岛的理由包括看好长滩岛作为全球旅游目的地的吸引力、中菲关系的加强,以及长滩岛本身基础设施建设的完善。

1.4 股东情况

银河娱乐的实际控制人为吕志和家族, 其直接持有银河娱乐12.3%的股份, 并作为实际控制人通过City Lion Profits Corp, Super Focus Company Limited和 Kentlake International Investments间接持有银河娱乐22.6%、2.6%和1.57%的股份。



图3: 银河娱乐股权结构图



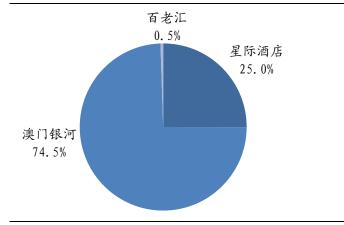
数据来源:公司公告, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

1.5 近年经营情况

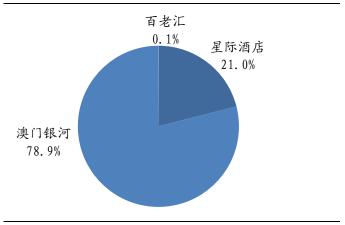
银河娱乐旗下物业中澳门银河对公司业绩贡献最大: 2017年银河娱乐的博彩毛收入558亿港元, EBITDA 141亿港元(均未包含城市娱乐会,城市娱乐会在2017年实现EBITDA 1.07亿港币);其中澳门银河贡献416亿博彩毛收入和113亿EBITDA,占比分别为74.5%和78.9%,是公司最主要的收入来源。而澳门百老汇的博彩设施较少,赌桌数量仅为20张左右,客房数量也比澳门银河和星际酒店要少,因而GGR和EBITDA占比很小。

图 4: 银河娱乐 2017 年每家赌场博彩毛收入占比

图 5: 银河娱乐 2017 年每家赌场 EBITDA 占比



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

银河娱乐博彩业务市场份额:澳门银河一期及二期分别于2011年5月和2015年5



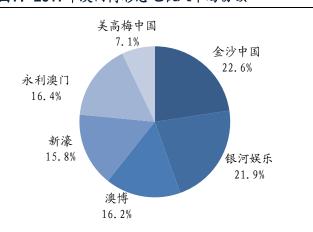
月开业,其给公司带来的市场份额的增长十分明显。2010-2017年,银河娱乐博彩总毛收入市场份额整体呈上升趋势。2017年银河娱乐博彩总毛收入市场份额接近22%,比市占率第一的金沙中国低不到1%。而其贵宾业务市场份额超过25%,较排名第二的永利澳门领先优势较为明显,是澳门博彩业的贵宾业务龙头。中场业务毛收入的在2017年的市场份额约为19%,排名行业第2,与中场业务的龙头金沙中国有一定的距离。

图6: 银河娱乐博彩毛收入市场份额



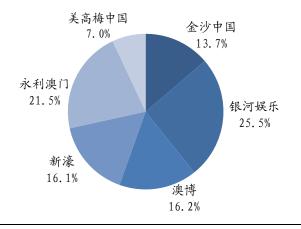
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心;注:不包含银河娱乐城市娱乐会收入

图7: 2017年澳门博彩总毛收入市场份额



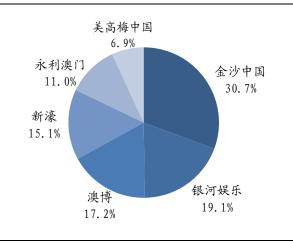
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心;注:不包含银河娱乐城市娱乐会收入

图8: 2017年澳门贵宾业务毛收入市场份额



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心 注:该图不包含银河娱乐城市娱乐会收入

图9: 2017年澳门中场业务毛收入市场份额



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心 注:该图不包含银河娱乐城市娱乐会收入

银河娱乐贵宾业务占总收入比例有所下降。受中央政府反腐政策的影响, 2014-2017年澳门六家博彩公司贵宾业务占公司毛收入的比例均有所下降。在2017 年银河娱乐贵宾业务毛收入占比为56%,较2014年下降 17%。但是目前银河娱乐的 贵宾业务占比与行业平均相比仍然较高,仅次于永利澳门。永利澳门在2016/2017 年贵宾业务毛收入占比的提升主要来自于2016年8月新开业的永利皇宫。



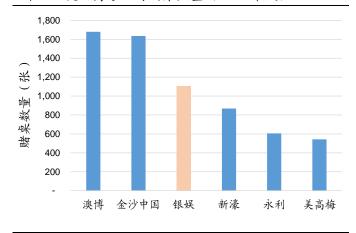
80% 70% 60% 50% 40% 30% 20% 10% 0% 银河娱乐 永利澳门 美高梅中国 澳博 新濠 金沙中国 **2014** ■2015 ■2016 2017

图10: 澳门博彩公司贵宾业务毛收入占比

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

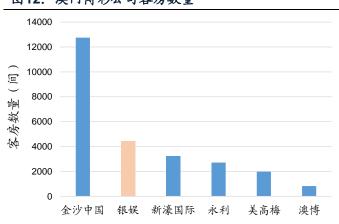
银河娱乐赌桌数量排行业第3,酒店客房数量排名行业第2:在澳门六家博彩公司中,澳博控股和金沙中国的赌桌数量最多,均超过1600张。银河娱乐赌桌数量约为1100张,行业排名第3。而银河娱乐博彩毛收入市场份额超过澳博控股,与排名第1的金沙中国也相差甚微,这主要是因为银河娱乐单张赌桌的收益较高。酒店客房数量方面,银河娱乐客房数量约4500间,低于行业第1的金沙中国(近13000间客房),排名行业第二。未来澳门银河三期和四期的建设将进一步增加银河娱乐的酒店客房数量以及非博彩设施数量。据公司披露,澳门银河3期及4期将分别包含1500个和3000个酒店客房。

图11: 澳门博彩公司赌桌数量(2017年底)



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图12: 澳门博彩公司客房数量



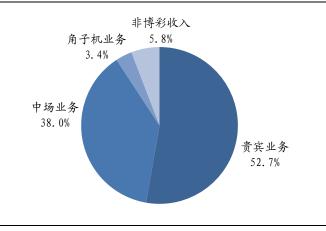
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

银河娱乐的非博彩收入占比有望进一步提升:银河娱乐在2007-2017年间的非博彩收入呈逐年增长趋势,由2007年的2.7亿港元上升至2017年的34.6亿港元,占公司总收入的比例(未包含城市娱乐会及建材业务)由3.3%上升至5.8%。在2017年,银河娱乐非博彩收入占比排名行业第4。其中永利澳门的非博彩收入占比在2017



年有较大提升,这主要是因为在2016年8月开业的永利皇宫中非博彩设施较多所致。银河娱乐目前的非博彩设施主要包括7家五星级酒店、近200间餐厅和酒吧,澳门百老汇剧院,超过10万平方米的零售物业,以及多个会议、活动及宴会场地。此外澳门银河还拥有75,000平米的天浪淘园(包括5000米冲浪池、350吨白沙的人造沙滩和全球最长的空中激流项目)。据公司披露,银河三期和四期项目中的绝大部分楼面面积将用于非博彩设施的建设,从而为公司带来多元化的游客。我们认为在银河澳门三期和四期投入运营后,公司的非博彩业务收入占比仍将有所提升。

图13: 银河娱乐2017年各项业务收入占比



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心;不包含城市娱 乐会及建材业务

图14: 2017博彩上市公司非博彩业毛收入占比



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心;不包含城市娱 乐会及建材业务

2. 银娱拥有澳门博彩上市公司中最多的待开发项目

2.1 澳门银河 3 期及 4 期项目

澳门银河3期和4期的建成将使澳门银河建筑面积增加一倍:公司于2009年获得位于路氹最大的未开发连续地段,该地盘面积约为44万平方米,可建建筑面积合计约200万平方米。银娱于2011年和2015年分别在该地段建成澳门银河1期及2期项目,总建筑面积达105万平方米,总投资额为325亿港元。目前在建的澳门银河3期及4期项目将于2019-2020年陆续开业,规划总建筑面积为100万平方米,预计总投资为450亿港币。

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明



图15: 澳门银河I-IV期位于金光大道的西北角上的连续地段



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

澳门银河3期和4期将大量引入非博彩设施,吸引更多客流: 据公司规划,澳门银河3期及4期95%的楼面面积将用于建设非博彩设施,主要包括会展设施、适合家庭旅游的娱乐项目等。澳门银河目前拥有150家餐厅,超过10万平方米的零售物业,以及5家五星级酒店的3600间客房。随着未来澳门银河第三期及四期的开业,预计将可以为银河新增4500间客房。同时非博彩设施的引入能吸引更多人流量,及提升客户体验,亦响应政府将澳门打造为综合旅游休闲城市的目标。

表 2: 澳门银河 3&4 期的开业将使澳门银河面积扩大一倍

赌场物业	位置	开业日期	客房	赌桌	老虎机	建筑面积	主要非博彩设施
始初初亚	1立直	开业日期	(间)	(张)	(台)	(平方米)	土安非恃形攻他
澳门星际酒店	澳门半岛	06年10月	500	245	230	119,841	500 座多功能宴会厅,12 间餐厅
澳门银河一期	金光大道	11年5月	2,250	450	1.448	EE0 000	5.2 万平米天浪淘园,包含5千平米冲浪池;
灰口软 内一树	並 九人坦	11 4 3 7	2,230	450	1,440	550,000	50 间餐厅, 1 千座影院;
澳门银河二期	金光大道	15年5月	1.250	200	1 000	F00 000	天浪淘园扩展至7.5万平米;575米空中激流;
澳口银丹————————————————————————————————————	金九入理	15年5月	1,350	390	1,000	500,000	200 间店铺,100 间餐厅,3 千人会展场地
澳门百老汇	金光大道	15年5月	320	20	100		3 千座的百老汇舞台, 10 间商店及 40 间餐厅
油门伊兰 2 抽 0 4 抽	人业上学	3期在建,	4500			4 000 000	OFO/ 4 たわゆ田 モ北ばのエン
澳门银河 3 期&4 期	金光大道 4期末	4 期规划中	4500			1,000,000	95%的面积将用于非博彩设施
横琴度假村	珠海横琴	规划中					马尔代夫式度假村

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

参照近年案例,预计澳门银河3期及4期将获得部分新增赌桌配额:澳门特别行



政区政府自2013年开始收紧了对新开业赌场的赌桌分配政策。规定提出在2013-2022年之间,澳门地区每年赌桌数量的增长率应该控制在3%以内。如果我们参考2013年以后新开业的赌场的案例,澳门银河2期、巴黎人及永利皇宫在开业时均只得到了150张新赌桌的配额。而在2018年2月13日开业的美狮美高梅更是只得到125张新赌桌的配额。唯一有所例外的是在2015年开业的新濠影汇得到了250张的新赌桌配额,这是因为新濠影汇的非博彩设施如8字形摩天轮影汇之星、新濠影汇魔幻间、蝙蝠侠夜神飞驰、华纳满Fun童乐园等项目都是此前澳门从未有过的娱乐项目,受到了澳门特别行政区政府的高度肯定。因此为了表示对新濠影汇新奇的非博彩设施的支持,特区政府给予了新濠影汇250张新增赌桌的配额。我们认为参考近年的案例,澳门银河3期及4期将获得部分新增赌桌配额。但是由于近年来澳门特别行政区政府对于新增赌桌配额的态度愈加谨慎,因此澳门银河3&4期所能获批的新增赌桌配额将有可能少于125张。

表3: 澳门特别行政区政府自13年收紧赌桌分配政策

赌场	位置	开业时间	投資额 (亿港币)	新批准赌桌数
澳门银河二期	金光大道	15年5月	160	150
新濠影汇	金光大道	15年10月	248	250
永利皇宫	金光大道	16年8月	344	150
澳门巴黎人	金光大道	16年9月	209	150
美狮美高梅	金光大道	18年2月	260	125

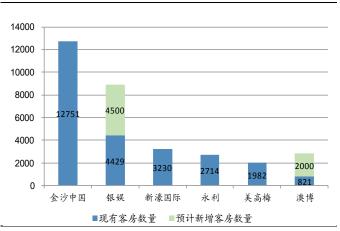
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图16: 澳门银河3期及4期可能获得新增赌桌配额



数据来源:公司公告 ,广发证券发展研究中心; 美高梅数据 包括美狮美高梅;

图17: 澳门银河3期及4期将新增4500间客房



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心;美高梅数据包括美狮美高梅

2.2 横琴度假村,未来有望与澳门银河形成协同

在澳门银河三期及四期开业后,公司未来将在横琴岛建设度假村项目,有望带来更多客流: 2014年初,银河娱乐与珠海横琴政府签订协议,获得横琴岛西南面海



岸线长度2.5公里、面积2.7平方公里的待开发土地。横琴岛紧邻澳门,位于珠海市最繁华的香洲区南部,与香洲区之间被马骝洲水道隔断。横琴岛最初分为大小横琴,但近年来通过填海造地已将两岛连接起来。横琴岛是珠海市146个海岛中最大的岛屿,全部开发后面积将达106.46平方公里,是澳门现有面积的3倍。公司预计投资100亿元,在横琴建造以陆地和海上休闲旅游为主的项目,包括马尔代夫式的低密度休闲度假村。横琴项目距离横琴口岸仅有15分钟车程,而通过横琴口岸便是澳门银河。由于澳门银河的客房入住率长期保持在99%以上,横琴项目的建成将为银河娱乐提供大量的新增客房,以及提供更加多样的旅游项目,和澳门银河形成协同。目前银河娱乐的主要精力还是在澳门银河三期和四期的开发,尚未开始横琴度假村的建设。根据公司当前规划,横琴度假村的开业时间将会在澳门银河四期开业以后。

图18: 银河娱乐横琴度假村位置示意图



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图19: 横琴岛位置示意图



数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

横琴岛旅游资源丰富,岛上拥有脑背山、三叠泉等众多自然景观,也留存有南宋古战场,以及见证横琴人民反抗葡萄牙侵略者的相思瀑布等历史遗迹。岛上配备的高尔夫球场等设施也能满足商务人士的需求。此外,珠海长隆国际海洋度假区也位于横琴岛,珠海长隆国际海洋度假区主要由主体乐园和度假酒店两个部分组成。第一阶段项目已于2014年3月开业,包括世界最大的海洋主题乐园一珠海长隆海洋王国,和长隆横琴国际马戏城。珠海长隆海洋王国拥有多项世界或行业之最,如全球首创大型游乐设施与珍贵动物展区相结合的独特设计以及亚洲第一台飞行过山车等。长隆横琴国际马戏城与横琴酒店相连,是专为承办中国国际马戏节打造的世界顶级马戏赛场。长隆国际海洋度假区第二阶段占地300公顷,包括长隆动物王国、国际马戏新馆、横琴海洋王国室内乐园等多项全新工程,已于2015年1月开始动工建造。位于横琴岛的横琴新区也是广东省自贸区三大片区之一,横琴岛对外开放的历史久远,早在1992年,横琴岛被广东定为扩大对外开放四个重点开发区之一。在2015年,为进一步深化上海自由贸易试验区改革开放方案,珠海横琴自贸区成为广东省自贸区三大片区之一。



表 4: 横琴岛具有丰富的旅游资源

景点	开业时间	景点简介
石博园	2003年	位于横琴岛北岸,以海岛生态园为背景,以石文化为内涵的大型主题乐园
东方 (珠海) 高尔夫球场	2004年	27 洞高尔夫球场,保留原生态植被,会馆内有餐饮、零售设施及无网练习场等
横琴湾水世界	2014年	位于横琴湾酒店海滩花园,分室内室外两部分,包括漂流河、白沙滩、海豚池等
长隆海洋王国	2014年	拥有八大主题园区,包括珍稀动物展馆、大型剧场表演、休闲购物街区等
长隆横琴国际马戏城	2014年	以"魔戒"造型设计,与海洋王国、主题酒店共同形成欧洲小镇风格
长隆动物王国	15年动工	建成后将成为全球面积最大、动物物种最多的全天候野生动物王国
长隆国际马戏新馆	15年动工	位于富祥河畔,建成后与现有马戏城隔河相望,形成一个超级马戏广场
长隆海洋王国扩建项目	15年动工	将建设超大型室内乐园,游乐项目包括30米高摩天轮、室内海洋动物表演场等
滨海湿地公园	11年动工	包括芒洲湿地片区和二井湾红树林湿地片区,将打造为世界一流湿地公园
蓝色海岸海洋乐园		有众多国家一级保护动物,毗邻乐园是广东省最大国家级野生红树林保护区
脑背山		珠海第二高峰,海拔 460 米;拥有三叠泉、相思瀑布等著名景观

数据来源:横琴岛政府网站,广发证券发展研究中心

图20: 横琴岛对外开放历史



数据来源:横琴岛政府,广发证券发展研究中心

目前进入横琴岛的主要方式是通过横琴大桥和横琴二桥:珠海市香洲区与横琴岛之间隔了马骝洲水道。从珠海市区出发,现阶段可以通过横琴大桥和横琴二桥穿过马骝洲水道进入横琴岛。横琴大桥在1999年正式启用,而横琴二桥于2015年12月正式通车。此外,澳门居民可以从横琴口岸由澳门进去横琴岛。珠海市政府从2016年开始允许部分澳门车辆通过横琴口岸进入横琴岛。2016年首阶段进行申请的澳门机动车所有人需在横琴注册设立至少一家独立法人公司,且名列纳税额前100名,并承诺5年内不迁出横琴。今年初,第二阶段的申请也已经开始,这一阶段给了800辆车的配额,且要求也有所放宽,把在横琴新区工作、购置房地产以及人才引进的澳门居民纳入了可申请范围。

随着马骝洲交通隧道,广珠城轨扩建一期、二期的完成,横琴岛的交通条件将 有所改善。

1) 马骝洲交通隧道预计将在2018年竣工通车:横跨马骝洲水道的马骝洲交通 隧道是连接珠海市区与横琴岛的第三条通道,通道路线全长2.8公里,隧道长2.2公



里。马骝洲交通隧道已经于2017年11月实现了全线贯通,预计在2018年能实现竣工通车。在马骝洲交通隧道通车后,横琴岛与珠海市区的连通不会再因为台风等恶劣天气而被阻断。

- 2)广珠城轨扩建一期工程预计将于2018年底完工,将连接珠海站至横琴岛: 广珠城轨全称为广州--珠海--澳门高速铁路,由北面的广州市广州南站途经佛山市区、 中山市,南至珠海市拱北口岸的珠海站。广珠城轨的扩建工程将分为两期完成,其 中一期将从现在的珠海站延伸至位于横琴岛的横琴长隆公园站,全长17公里。一期 工程完成后,从珠海市区进入横琴可以不再依靠汽车,更加便捷。现在从珠海站至 横琴口岸的距离为15公里,在不堵车的情况下驾车需要30分钟。而如果乘坐广珠城 轨由珠海站前往横琴,则只需要不到10分钟时间。
- 3) 广珠城轨扩建二期工程计划于2022年完成,将连接横琴岛至珠海机场:在二期工程完成后,从珠海机场进入横琴岛也不再需要绕行并穿过马骝洲水道。现在从珠海机场出发前往横琴岛需要绕行,所以车程大约为50公里,在不堵车的情况下需要1个小时的驾车时间。而在广珠城轨二期扩建完成后,城轨将经由跨海大桥,直接连接珠海机场。从而将珠海机场至横琴岛的通行时间缩短至20分钟以内。



图21: 现阶段从珠海机场到拱北口岸、横琴口岸路线

数据来源: 百度地图, 广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明 17 / 38



图22: 广州城轨扩建一期及二期示意图



数据来源: 澳门旅游局, 广发证券发展研究中心

横琴岛和澳门的旅游业发展将有可能产生协同:目前从横琴岛进入澳门可以经由横琴口岸。横琴口岸在2000年3月正式启用,是澳门连接内地的第二条陆路通道。尽管横琴口岸已经建成了18年,但是其通行流量相较于拱北口岸仍有很大差距。2017年由陆路进入澳门的游客数量为1863万人次,其中86%的游客通过拱北口岸(通关时间早6点至凌晨1点)进入澳门,只有14%的游客通过24小时开放的横琴口岸进入。这是因为目前前往横琴岛的旅游人次较少,同时从珠海机场前往横琴口岸也很不方便。随着未来珠海长隆国际海洋度假区二期项目的完成以及广珠城轨扩建的完成,前往横琴岛的游客人数也有希望继续提升,这有可能对澳门带来一定的潜在游客。同时横琴岛和澳门特区旅游业的协同发展,也被包括在"港珠澳大湾区"的提案中,未来两地旅游业的协同发展有可能得到中央政府的进一步政策支持。

2.3 公司计划在菲律宾长滩岛建设生态度假村

银河娱乐计划进军菲律宾长滩岛:据银河娱乐2017年底披露,公司计划在菲律宾长滩岛建设一家包含赌场的优质环保生态沙滩度假村,项目投资额可能高达5亿美元,并将包含一个优质环保生态沙滩度假村,一间娱乐场以及附属娱乐设施。公司表示选择长滩岛的理由包括看好长滩岛作为全球旅游目的地的吸引力、中菲关系的加强,以及长滩岛本身基础设施建设的完善。长滩岛位于菲律宾首都马尼拉南部,呈哑铃状,岛上拥有多个风格各异的沙滩,以其中一个长达4公里的白色沙滩最为有名,长滩岛白色沙滩也被誉为世界七大最美沙滩之一。游客若想抵达长滩岛,可从马尼拉通过空路或者海路出发,但都要先抵达位于长滩岛南部的卡迪克兰(Caticlan)港口,再从卡迪克兰(Caticlan)港口乘船到达长滩岛。2017年,长滩岛共接待游客210万人次,同比增长16%,游客人次已连续多年增长。而现阶段,长滩岛上只有AG国际娱乐场(AG International Casino Boracay)一家赌场。



表5: 长滩岛主要旅游景点

景点	简介
白沙滩	长滩岛最出名的景点,沙质细腻洁白,海水清澈透明,被誉为"亚洲最美沙滩",
日沙滩	位于岛的西岸中段,长达4公里
普卡海滩	因美丽的白色贝壳而出名
布拉波海滩(长滩岛内的一个海滩,适合冲浪
卢霍山	长滩岛最高点,可以俯瞰全岛风貌,海拔高度100米
圣母礁石	海中礁石上供奉的圣母像
贝壳博物馆	收藏这一地区特有的贝壳、木雕、陶制品、手制品和传统菲律宾民族服装
长滩岛国际赌场	长滩岛的第一个也是现阶段的唯一赌场

数据来源:菲律宾政府网站,广发证券发展研究中心

菲律宾博彩业历史悠久,博彩方式多样:菲律宾博彩业的历史可以追溯到16世纪,在之后的几百年间,尽管西班牙和美国的殖民者都曾尝试禁止赌博,但直到1946年菲律宾独立,博彩活动都始终存在。1976年,在菲律宾独立30年后,为抑制非法赌场、促进博彩行业健康发展,直接受总统府领导的菲律宾政府博彩委员会(Philippine Amusement and Gaming Corporation,简称PAGCOR)成立。PAGCOR负责签发菲律宾境内博彩厅的运营牌照,同时,PAGCOR自身也拥有赌牌,在菲律宾全国经营赌场。菲律宾赌场的运营模式除传统的贵宾厅、中场和角子机外,赌场也允许代理投注(proxy betting),即赌客不需进入赌场,只需下达指令,再由赌场内的代理人下注赌博。此外,网络博彩在菲律宾也是合法的,但法律规定,菲律宾公民和在菲律宾境内的外国人不能进行网上博彩,对于在菲律宾境外的非菲律宾公民,要进行网络博彩,需年满21岁并进行注册。

赌场分布在菲律宾全国,大型综合博彩物业设施集中:在2008年以前,菲律宾博彩业的赌牌不向国际上的博彩公司发放,赌场只由PAGCOR和拥有赌牌的菲律宾本土博彩公司运营,这些赌场分布在菲律宾全国多地,并较为集中得分布在马尼拉大都会地区(Metro Manila,以马尼拉市为核心,涵盖周边15个城市及1个自治市)。在2008年,菲律宾政府决定开放博彩市场,国际博彩公司开始进入菲律宾。与菲律宾本土的博彩公司相比,国际博彩公司更加注重物业的建设与非博彩业务的发展,开发了多处大型综合博彩物业设施。截止2017年底,已有新濠、云顶等博彩公司在马尼拉经营四家综合博彩物业设施,2020年,第五家综合博彩物业设施Resorts World Bayshore也将开业。与分布在菲律宾各地的小型赌场不同,这五家综合博彩物业集中在菲律宾首都马尼拉南部的娱乐城(Entertainment City),此处临近马尼拉国际机场,交通便利。

入境菲律宾游客人次近年来稳步增长: 在2017年菲律宾共接待外国游客662万人次,同比增长11%。从2010年开始,除去因菲律宾政治局势紧张而影响旅游业的2014年,其余年份间,入境菲律宾的外国游客人次增速稳定保持在10%左右。2017年,菲律宾共接待96.8万人次中国游客,同比增长43.3%,从2010年开始,中国入境菲律宾游客人次年平均增速高达26.4%,中国也已成为菲律宾第二大游客来源国,仅次于韩国。菲律宾不断增长的外国游客人次也为菲律宾博彩行业的发展提供了空间。



图23: 入境菲律宾外国游客人次



数据来源: 菲律宾旅游局, 广发证券发展研究中心

图24: 入境菲律宾中国游客人次



数据来源:菲律宾旅游局,广发证券发展研究中心

2.4 积极探索进军日本博彩业的机会

与SBM达成战略合作关系: 2015年7月,公司通过向非关联第三方收购蒙特卡罗滨海度假酒店集团(Monte-Carlo SBM)5%的股份,成为其战略投资者,收购价款折合成港币为3.6亿元。在2017年3月,银娱与SBM正式向外公布战略协作关系,主要在亚太地区展开业务合作,并表示进军日本博彩行业的意向。SBM成立于1863年,是欧洲著名的酒店品牌,被摩纳哥皇室控股,截至2016年末,其拥有4家赌场、4家酒店。其中蒙特卡洛大赌场已经成为是摩纳哥的地标建筑。与SBM达成战略合作关系,将增强银河娱乐在未来日本博彩经营权竞标中的竞争力。而日本博彩市场一旦开放,发展潜力十分巨大。

经过18年的努力,日本议院终于在2016年底通过IR推进法案: 日本博彩行业的合法性问题从1999年开始讨论至今。最初东京都知事、日本政界右翼人物石原慎太郎提出"台场赌场计划"。在2003年,IR (Integrated Resort)联盟成立,每年定期开展学术讨论。2011年,IR联盟正式提出IR促进法案("综合度假设施整备推进法案")的提案。此后在2012年,安倍晋三的上台是日本博彩进程的重要一环,其推行经济自由化,并提倡通过新建赌场来振兴经济。但因为日本地震、政局紊乱等原因,政局接连停止对IR法案的讨论,甚至在2014年该提案被废止。同年安倍首相去新加坡专程调研赌场,研究赌场可能带来的经济效应和对社会治安的影响。2014年底安倍晋三连任首相,随后该法案重新被提上日程。

2016年12月26日,日本众议院表决通过该IR促进法案。该法案指出IR设施的设置旨在通过提振国内观光产业的国际影响力,进而增加就业机会、提升民间资本的运营能力和管理经验进而振兴地域经济、增加税收进而改善财政压力,从而达到激活国民经济的目的。该法案主要包括IR的定义、基本理念、国家的责任及义务以及运营的基本方针。法案具体涵盖了赌场安全、宣传广告、青少年保护、入场条件等入项事项,但并未出台具体细则。

2017年3月日本政府成立IR推进本部(即政府部门),由安倍首相担任部长。 同年9月,本部向临时国会提出IR实施法案。2018年日本国会将在1月22日至6月20 日间举行,届时将对IR实施法案进行表决,并可能出台防范国民赌博上瘾的政策。



表6: IR促进方案在日本的推进进程

时间	主要事件
1999	东京都知事石原慎太郎意欲在东京开赌场
2002.12	由民主党国会成员成员开始讨论,并成立「国际观光产业之博彩娱乐业的动员联盟」
2003.02	地方5县(东京,静冈县,大阪府,和歌山县,宫崎县)开展「地方政府博彩业研究会」
2003.02	"gambling gaming 学会"正式成立(每年举行一次学术研讨会)
2004	联盟发表"博彩(赌场)法律基本概念"
2006.01	自民党政策研究委员会和旅游特别委员会组成「赌场娱乐评论委员会」。自民党内部正式开始讨论
2010.08	IR 的基本法案,或称"古贺会长私案"提案发表
2011.08	IR 联盟发布"关于完善特定的综合旅游设施的推进法案" (IR 促进法案)。
2013.11	自由民主党理事会承认 IR 促进法案
2014.05	安倍晋三去新加坡 IR 视察
2014.11	众议院解散,IR 促进法案废止
2015.03	维新党、次世代党议员及国际旅游产业促进联合会(IR Federation)大会对 IR 促进法案表示认可
2015.04	由自民党,维新党和次世代党三党向众议院重新提交 IR 促进法案
2015.09	内阁委员会闭幕审查 IR 促进法案
2016.12	IR 推进法案(部分修改)被众议院全体会议批准通过,并执行

数据来源: casino-ir-japan, 广发证券发展研究中心

图25: 日本通过IR促进法案的主要目的



数据来源: IR促进法案,株式会社日本经济研究所,广发证券发展研究中心

图26: 2018年底日本国会将对IR实施法进行表决



数据来源:株式会社日本经济研究所,广发证券发展研究中心



日本的类博彩行业规模庞大:在日本,已经有一些公营赌博活动取得了合法地位,比如赌马、赛艇、赛自行车和摩托车和彩票,分别由农林水产省、国土交通省、经济产业省、总务省分开独立管理。但是日本最大的类博彩行业是民营的柏青哥。截止到2016年,日本有1.1万台柏青哥游戏厅,分布在街头巷尾。柏青哥分为弹子机(Pachinko)和片子机(Pachislot)。据日本生产部发布的《2016年休闲白皮书》,2015年日本柏青哥投注额近2110亿美元,占娱乐市场总规模的46.9%,占GDP的比重为4.7%,规模十分庞大。但是近年来严格的法律监管和电子游戏的兴起使得柏青哥的市场规模不断收缩。2015年11月及次月,日本"柏青哥游戏机协会"制定了更为严格的监管措施,规定了柏青哥的投注额和赔率的上限,在70万台游戏机从市场撤回的同时,高风险玩家的热情进一步被抑制。在2016年,柏青哥市场规模仅为1984亿美元,占娱乐市场总规模下降到30.5%。

35000 - 34862 33642 30177 28819 28242 25983 25489 25672 25005 24504 23229 21626 20000 - 5000 - 000 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016

图 27: 日本柏青哥投注额近 2000 亿美元

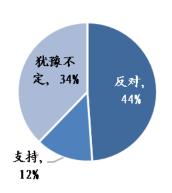
数据来源:日本生产力中心,Okura 招股说明书,广发证券发展研究中心;

如何预防国民赌博上瘾是日本国内讨论的焦点: 因为柏青哥店在日本街头巷尾随处可见,不像其他国家的赌场只设在特定区域。日本居民很容易接触到赌博,因此日本人赌博上瘾的比例远高于其他国家。据2013年日本厚生劳动省的调查显示,日本赌博上瘾人口占4.8%(男性8.8%,女性1.8%),约合536万人。由于担心赌场可能带来比较严重的社会问题,对于国家设立赌场,日本民众的支持率只有12%。2017年12月,日本执政党已经向众议院提交了关于反赌瘾措施的提案,包括诸如允许公民申请禁止家人进入赌场和网上赌博的措施。

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明 22 / 38

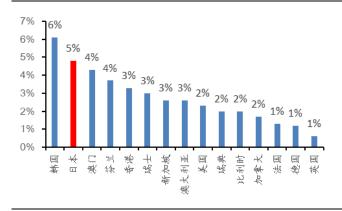


图 28: 日本民众赌博支持率 (2016)



数据来源: NHK, 广发证券发展研究中心

图 29: 各国赌博依赖率



数据来源:大阪商学院娱乐产业研究所,广发证券发展研究中心;

赌场的具体设置位置也是讨论的焦点: 日本2017年初已出台相关IR设施的地域规划,即由北向南建设约10个赌场,首批建设2-3个赌场。目前市场最为关注的三个个城市分别是东京、大阪和横滨,尤其是横滨对接纳博彩表现了很强的兴趣。

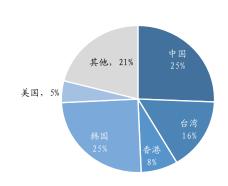
日本博彩行业潜在规模十分庞大: 自2012年底安倍晋三上台后,推出了多项利好日本旅游产业的措施。例如日元加速贬值、放松日本签证条件、扩充消费税免税条件等。过去五年访日游客数复合增速达到28%,在2017年达到2870万人次。其中49.3%来自于大中华区域(中国内地、台湾、香港)。因此如果未来日本赌场能够合法化,那么除去本来日本国内的巨大的博彩需求以外,日本也将有可能成为中国游客的博彩目的地之一。对中国大陆的游客,特别是来自北方地区的游客,去日本赌博将比去澳门更加方便。北京游客去日本三个多小时可达,江浙的游客则只需要两个多小时即可到达。从青岛、威海等地则可以直接坐船去日本,只需要2个小时。

图30: 2017年访日外国游客突破2870万人次



数据来源: 日本政府观光局,广发证券发展研究中心

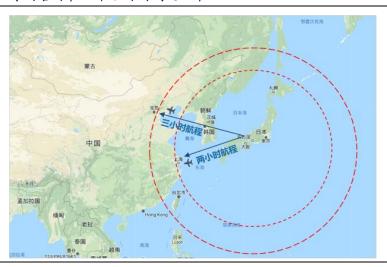
图31: 2017年访日外国游客近半数来自大中华地区



数据来源: 日本政府观光局,广发证券发展研究中心



图32: 北京游客可在三个小时内到达日本



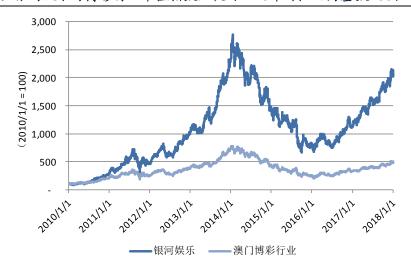
数据来源:谷歌地图,广发证券发展研究中心

3. 银河娱乐运营能力行业领先

3.1 量化银河娱乐的赌场运营能力

银河娱乐以及其实际控制人吕志和家族在2002年竟得澳门博彩经营权之前,并没有博彩行业的运营经验。起初,银河娱乐只是在澳门经营几家小型赌场(城市俱乐部)。直到2006年10月,银河娱乐在澳门新建的首家五星级酒店星际酒店开业后,银河娱乐才开始走上快速发展的轨道,成长为澳门博彩行业的龙头。在澳门博彩行业上一轮景气周期中(2010年-2014年),银河娱乐的股价表现在港股6家博彩上市公司中最好。在2010年初至2014年2季度博彩行业毛收入由于反腐等原因下滑前,银河娱乐的市值增长达到28倍,这远远超过博彩行业总市值8倍的增长(注:未考虑股息收益)。

图33: 银河娱乐与博彩行业市值指数比较(以10年1月1日为基数100)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 博彩行业市值为港股6家博彩上市公司之和



一直以来,资本市场都认为银河娱乐具有非常出色的赌场运营能力。而我们通过将银河娱乐旗下赌场物业在行业不同阶段的运营指标与同行进行比较,从而将银河娱乐"出色"的运营能力量化。

我们选取了博彩行业发展具有代表性的三个阶段来比较银河娱乐的运营指标,即1)行业景气时期;2)行业低谷时期;3)行业复苏时期。我们认为通过将银河娱乐在行业不同阶段的表现与同行进行对比,能够更为全面地反映公司的运营能力。在具体的时间段的选择上,我们有如下考虑,

- 1) 行业景气时期:澳门博彩行业的上一轮景气周期(2010年-2014年)结束于中央政府的反腐升级以及中国经济增速的放缓。其中博彩毛收入自2014年2季度开始出现同比下滑。因此,我们将上一轮景气周期的高点,即2014年1季度以及之前的3个季度认定为行业景气时期。因此,我们将2013年2季度至2014年1季度之间,银河娱乐的各项运营指标与同行进行对比。
- 2) 行业低谷时期:澳门博彩行业毛收入自2014年2季度开始出现了连续多个季度的显著下滑。其中贵宾业务毛收入在2015年3季度和2016年2季度之间的4个季度处于这一轮下滑的最底部。而中场业务毛收入在2015年2季度和2016年2季度之间的5个季度处于这一轮下滑的最底部。因此我们分别将这两段时期认定为贵宾业务和中场业务的行业低谷时期,并将银河娱乐在行业低谷时期的贵宾业务和中场业务的运营指标与同行进行对比。
- 3) 行业复苏时期: 自2016年3季度起,澳门博彩行业开始复苏,其中贵宾业务和中场业务的毛收入均出现环比增长。因此我们将2016年3季度至今每个季度的数据与2016年2季度进行比较,从而判断银河娱乐在行业复苏时期的表现与同行相比的优劣。

关于可比物业的选择:银河娱乐的三个主要物业为位于澳门半岛的星际酒店、位于路氹城的银河澳门以及与银河澳门相邻的百老汇。其中百老汇的赌桌数量很少(仅为20张左右),且开业时间较晚(2015年5月)。因此我们在分析博彩运营指标的时候未将百老汇包括在内,但是在分析酒店入住率时仍考虑了百老汇酒店。对于博彩运营指标来说,我们主要将星际酒店和银河澳门的运营指标与可比物业进行对比。而其中我们在选择星际酒店和银河澳门的可比物业时,参考了地理位置、开业时间等因素。

- 1)星际酒店的可比物业: 我们将星际酒店的可比物业选定为同在澳门半岛的澳门金沙, 永利澳门, 美高梅澳门以及新葡京这四家赌场。我们并未将澳博控股旗下除新葡京之外的其它自营赌场以及卫星赌场包括在内, 因为这些赌场的规模相对较小。而与星际酒店开业时间相近的新濠博亚旗下的新濠锋, 由于位于氹仔而未被包括在可比物业内。
- 2) 澳门银河的可比物业:澳门银河位于路氹城,因此我们将可比物业选定为同样位于路氹城区域的其它赌场。我们选定包括金沙威尼斯人、金沙百利宫、金沙城中心及新濠天地在内的这四家赌场作为银河澳门的可比物业。而同样位于路氹城的新濠影汇、永利皇宫、巴黎人分别于2015年10月,2016年8月,2016年9月开业。

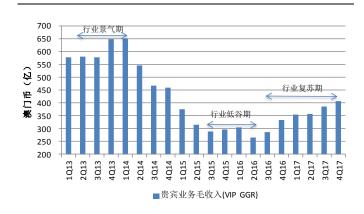


由于开业时间较晚,同时新开赌场会经历一段经营爬坡期,与澳门银河无法直接相比,因此并未被包括在银河澳门的可比物业中。

运营指标的选择: 我们在比较行业景气时期和行业低谷时期银河娱乐的运营能力时,主要选取了贵宾业务每桌每日转码额、中场业务每桌每日赢款额以及酒店客房入住率这三个指标。而在行业复苏时期,我们主要比较银河娱乐贵宾业务转码额和中场业务赢款额相较于行业复苏前,即2016年2季度的累计增幅。

- 1)贵宾业务每桌每日转码额:在贵宾业务中,由于贵宾客户只能购买泥码 (Non-negotiable Chips,无法直接兑换现金)下注,因此贵宾业务的转码额的统计非常准确。而贵宾业务的毛收入受到贵宾业务胜率的影响(围绕2.85%的理论胜率波动),波动性较大。因此在贵宾业务中,我们以每桌每日转码额来反映赌场对于有限的赌桌资源的使用效率。
- 2) 中场业务每桌每日赢款额: 而在中场业务中, 赌场只能够统计中场入箱额 (mass drop, 即中场赌客购买的筹码数量), 无法统计中场赌客的累计下注额。因此, 用中场业务的赢款额作为运营指标意义更大。因此在中场业务中, 我们以每桌每日赢款额为指标来衡量赌场对于有限的赌桌资源的使用效率。
- **3)酒店客房入住率:**虽然澳门的酒店行业的入住率多数时间里都保持在较高的水平上,但是入住率仍然随着博彩行业的波动而有一定的波动。我们选取客房入住率为指标,来反映各家赌场对于酒店客房资源的使用效率。
- 4) 贵宾业务转码额和中场业务赢款额较2016Q2增幅:在2016年Q2至今的行业复苏时期,由于新濠影汇、永利皇宫、巴黎人仍处于新物业经营爬坡期等原因,多家上市公司在旗下不同物业之间进行了一定数量的赌桌转移,对每桌每日的经营数据的可比性造成一定影响。因此我们选取贵宾业务的转码额和中场业务的赢款额为指标,对比2016年3季度至今各季度的指标相较于2016年2季度(即复苏期开始的前一季度)的累计增幅,来比较各家赌场的业绩复苏的速度以及力度。

图34: 澳门贵宾业务博彩毛收入



数据来源: DICJ, 广发证券发展研究中心

图35: 澳门贵宾业务博彩毛收入环比增长



数据来源: DICJ, 广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明



图36: 澳门中场业务博彩毛收入



数据来源: DICJ, 广发证券发展研究中心

图37: 澳门中场业务博彩毛收入环比增速



数据来源: DICJ, 广发证券发展研究中心

通过对运营指标进行量化对比,银河娱乐展现出非常出色的运营能力: 我们对银河娱乐旗下的澳门银河和星际酒店,在行业景气、低谷及复苏时期的运营指标与可比赌场进行对比。其中我们以可比物业数量作为分母,星际酒店或澳门银河在各自可比物业中的相应排名作为分子。从以下的量化分析表中可以看出,星际酒店和澳门银河的各项运营指标在博彩行业的不同时期均有非常出色的表现。我们认为这是银河娱乐赌场运营能力的有力证明。关于各项运营能力的量化对比,请参见本文段落3.2-3.4。

表7:银河娱乐运营能力量化分析表

	1 X C. (1 C.)		
	行业景气时期	行业低谷时期	行业复苏时期
星际酒店			
贵宾业务	2/5	1/5	1/5
中场业务	1/5	3/5	1/5
酒店入住率	1/11	4/12	
银河澳门			
贵宾业务	1/5	1/5	1/5
中场业务	2/5	3/5	1/5
酒店入住率	4/11	3/12	

数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

我们认为银河娱乐出色的运营能力主要体现在以下方面: 首先,澳门银河是澳门最大的连体综合度假村,这使得游客在澳门银河内停留的时间较长。对于路氹地区的部分赌场来说,由于与相邻的赌场距离较近,因此游客很容易在不同的赌场之间流通。而澳门银河与邻近的赌场相隔的距离相对较远,因此澳门银河面临的游客分流的压力较小。其次,银河娱乐的物业管理水平出色。澳门银河内的零售店铺以及餐饮品牌的组合以及分布都非常合理,可满足不同消费者的需求。同时公司经常更换澳门银河项目内的零售品牌以及餐饮设施,这使得游客每次来澳门银河都会有新鲜感,因此澳门银河的回头客很多。最后,公司非常重视会员系统,将资源向优质赌客倾斜。在澳门银河赌博的客人绝大多数都会加入银河娱乐的会员计划,即银



河优悦会。在客人加入优悦会会员后,银河娱乐便可以掌握客人在澳门银河停留期间的所有数据,例如博彩金额,停留时间,餐饮偏好等等。通过对这些数据的分析,公司可以对赌客进行有针对性的营销,从而将公司的推广资源向优质的赌客倾斜。这使得高质量的赌客能够在澳门银河内享受到更加定制化的服务,而良好的客户体验也使得他们更愿意将澳门银河当做澳门博彩的首选赌场。

3.2 银河娱乐在行业景气时的表现

在行业景气时期,星际酒店在5家可比赌场中,贵宾业务表现排名第2,中场业务表现排名第1。在6家上市公司11家赌场的附属酒店中,入住率表现排名并列第1。2013年2季度至2014年1季度,星际酒店贵宾业务平均每桌每日转码额超过1200万港币,只略低于新葡京,比澳门半岛可比物业均值高出近20%。该时期星际酒店中场业务平均每桌每日赢款额接近12万港币,为可比物业第一,略高于同样专注于高端中场业务的永利澳门和美高梅澳门。此外星际酒店平均酒店入住率分别为98.8%,高于上市公司11家赌场的附属可比酒店的平均值94.8%,与新濠锋并列行业第一。

在行业景气时期,澳门银河在5家可比赌场中,贵宾业务表现排名第1,中场业务表现排名第2。在6家上市公司11家赌场的附属酒店中,入住率表现排名第4。2013年2季度至2014年1季度,在路氹城的可比物业中,澳门银河贵宾业务平均每桌每日转码额超过1000万港币,居同行业首位,且在2013年4季度和2014年1季度表现尤为突出,明显高于同行业。该时期澳门银河中场业务表现在可比物业中排名第二,仅次于新濠天地。在2013年2季度至2014年1季度间,澳门银河平均每桌每日赢款额接近11万港币,与澳门百利宫基本持平,但是澳门银河业绩表现更为稳定。澳门银河平均酒店入住率为98.0%,在同行业酒店入住率排名中位列第4。

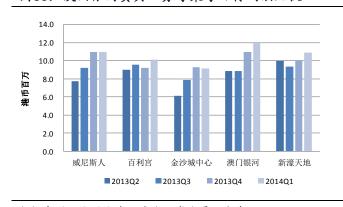
在行业景气时期,银河娱乐在6家澳门博彩公司中,酒店综合入住率排名第2。 2013年2季度至2014年1季度,银河娱乐旗下星际酒店和澳门银河的酒店综合入住率 为98.1%,在六家博彩公司中排名第2。排名第1的美高梅中国该指标为98.6%,比 银河娱乐高0.5%。





数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

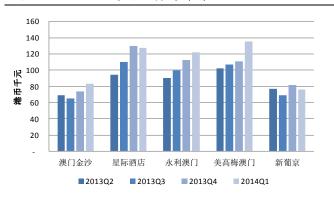
图39: 澳门银河贵宾业务每桌每日转码额比较



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

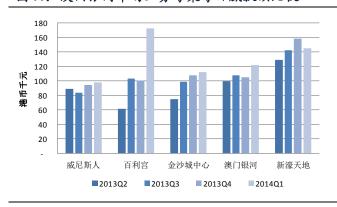


图40: 星际酒店中场业务每桌每日赢款额比较



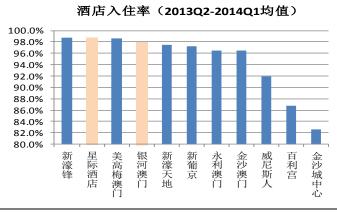
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图41: 澳门银河中场业务每桌每日赢款额比较



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图42: 上市公司旗下主要酒店在第二轮景气周期结束前的入住率情况



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

3.3 银河娱乐在行业低谷时的表现

在行业低谷时期,星际酒店在5家可比赌场中,贵宾业务表现排名第1,中场业务表现排名第3。在6家上市公司12家赌场的附属酒店中,入住率表现排名第4。2015年3季度至2016年2季度,澳门半岛可比赌场贵宾业务平均每桌每日转码额约为560万港币,比行业景气时期下降近48%,星际酒店贵宾业务平均每桌每日转码额高出同行业均值近30%,超过新葡京成为行业第一。2015年2季度至2016年2季度,星际酒店中场业务平均每桌每日赢款额高于澳门半岛同行业均值超过10%,位行业第三,与永利澳门和澳门美高梅差距较小,而远高于澳门金沙和新葡京。2015年1季度至2016年2季度,星际酒店平均酒店入住率为97.3%,同行业11家赌场附属酒店(不含澳门百老汇)均值比行业景气时期下滑3.4%,下滑幅度最大的新葡京和威尼斯人分别下降11.7%和9.6%,星际酒店下滑幅度较小。

在行业低谷时期,澳门银河在5家可比赌场中,贵宾业务表现排名第1,中场业务表现排名第3。在6家上市公司12家赌场的附属酒店中,入住率表现排名第3。2015年3季度至2016年2季度,路氹城可比赌场贵宾业务平均每桌每日转码额约为550万港币,比行业景气时期下降近42%,澳门银河贵宾业务平均每桌每日转码额高出同行业均值超过10%,仍然位于同行业第一。2015年2季度至2016年2季度,澳门银河

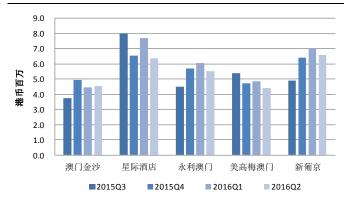


中场业务平均每桌每日赢款额接近行业平均水平,仍处于行业第三。2015年1季度至2016年2季度,澳门银河平均酒店入住率为98.1%,在同行业酒店入住率出现普遍性下滑情况下,澳门银河的入住率表现非常稳定。

在行业低谷时期,百老汇在6家上市公司12家赌场的附属酒店中,入住率表现排名第1。2015年2季度至2016年2季度,澳门百老汇平均酒店入住率为99.4%,作为在行业低谷时期的新开物业,百老汇的酒店表现也非常出色。

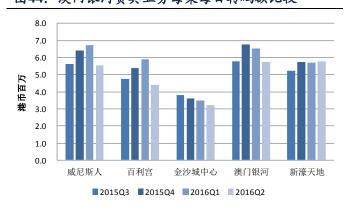
在行业低谷时期,银河娱乐在6家澳门博彩公司中,酒店综合入住率排名第1。 2015年1季度至2016年2季度,银河娱乐旗下星际酒店和澳门银河的酒店综合入住率 为98.0%,在六家博彩公司中排名第1,相比行业景气时期,银河娱乐的酒店综合入 住率仅下滑0.1%,下滑幅度为行业最小。

图43: 星际酒店贵宾业务每桌每日转码额比较



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图44: 澳门银河贵宾业务每桌每日转码额比较



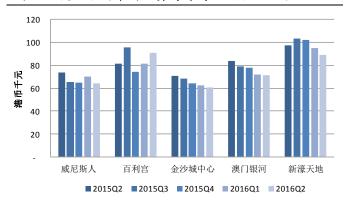
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图45: 星际酒店中场业务每桌每日赢款额比较



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

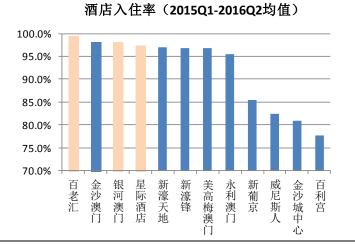
图46: 澳门银河中场业务每桌每日赢款额比较



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心



图47: 上市公司旗下主要酒店在行业低谷时的入住率情况



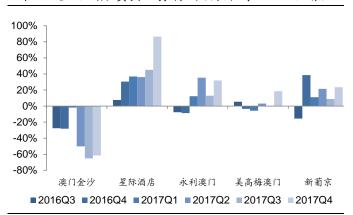
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

3.4 银河娱乐在行业复苏时的表现

在行业复苏时期,星际酒店在5家可比赌场中,贵宾业务表现排名第1,中场业务表现排名第1。自2016年3季度起,澳门贵宾业务开始复苏。相较于2016年2季度,在半岛的五家可比赌场中,星际酒店、永利澳门和新葡京的贵宾业务转码额均出现了一定增长。其中星际酒店在2017年4季度的贵宾业务转码额较2016年2季度增长超过80%,为半岛区域赌场中贵宾业务复苏最为强劲的赌场。而在中场业务中,在半岛区域只有星际酒店的中场业务毛收入展现出稳健复苏的势头。截至2017年4季度,星际酒店的中场业务毛收入较2016年2季度累计增长近30%。

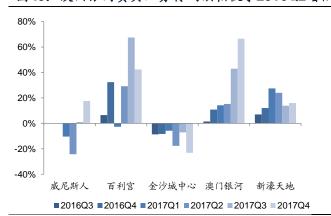
在行业复苏时期,澳门银河在5家可比赌场中,贵宾业务表现排名第1,中场业务表现排名第1。在2016年3季度至2017年4季度间,路氹城区域的5家可比赌场中,百丽宫、澳门银河及新濠天地的贵宾业务转码额有所复苏。截止2017年4季度,澳门银河贵宾业务的转码额相较于2016年2季度的增长幅度最大。而在中场业务方面,澳门银河在路氹城的可比物业中表现最为出色,复苏趋势远优于其余4家可比物业。截止2017年4季度,澳门银河的中场业务毛收入较2016年2季度增长超过40%。

图48: 星际酒店贵宾业务转码额相较于2016Q2增幅



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

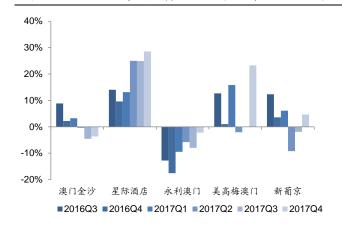
图49: 澳门银河贵宾业务转码额相较于2016Q2增幅



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

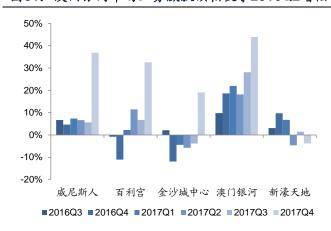


图50: 星际酒店中场业务赢款额相较于2016Q2增幅



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图51: 澳门银河中场业务赢款额相较于2016Q2增幅



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

4. 银娱在本轮新景气周期中的成长路径

4.1 2018-2019: 单桌收益持续提升推动利润增长

我们认为在2018和2019年,银河娱乐的贵宾业务及中场业务的单桌收益,均将继续增长。在澳门银河3期及4期投入运营前,公司的物业运营成本及折旧将不会有明显增加,单桌收益的边际改善对于公司EBITDA及净利润的增长将会十分明显。

我们认为星际酒店的单桌收益,尤其是贵宾业务的单桌收益将会继续领先行业: 星际酒店作为银河娱乐在澳门的首间五星级酒店,开业至今已经12年,但是仍然在半岛地区的赌场中享有非常好的客户口碑。在2014年1季度,即上一轮澳门景气周期结束前,星际酒店贵宾业务每桌每日转码额在11家可比赌场中排名第2,仅次于同样位于澳门半岛的新葡京。在2017年3季度,星际酒店贵宾业务每桌每日转码额在澳门地区的赌场中排名第一。2017年4季度较3季度又大幅增长,明显领先于同行业。

星际酒店的贵宾业务每桌每日转码额能够保持在行业前列,主要有两个原因。 首先是得益于银河娱乐出色的运营能力,使得星际酒店能够给客户带来非常出色的 娱乐体验,因此星际酒店在半岛地区的赌场中享有很好的口碑。其次,银河娱乐将 部分贵宾业务的常客优先安排在星际酒店。这些贵宾赌客来澳门的频次较高,对于 路氹城的非博彩项目并不十分在意,而更喜欢在较为私密、远离游客的环境中赌博。 因此这使得星际酒店的贵宾业务在澳门赌场中名列前茅。我们认为受益于澳门贵宾 业务需求的复苏以及博彩中介人充裕的流通性,澳门的贵宾业务在2018年仍然将保 持较高的增速。而在贵宾业务增长的背景下,星际酒店贵宾业务的每桌每日转码额 仍将继续增长,并且继续保持行业领先的水平。

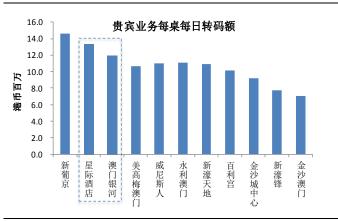
而澳门银河的单桌收益,尤其是中场业务的单桌收益仍有相当可观的增长空间:在2014年1季度,澳门银河中场业务每桌每日赢款额在11家赌场中属于第一梯队,与同样专注于高端中场业务的永利澳门及美高梅澳门相当。从2017年4季度的数据来看,行业平均的中场业务每桌每日赢款额较2014年初仍有约30%的差距。星际酒店、澳门银河、新葡京、美高梅澳门、永利澳门、百丽宫、威尼斯人、金沙城中心、



新濠锋等多个15年之前开业的赌场的中场业务每桌每日赢款额都出现了显著增长。 我们认为在澳门博彩新一轮景气周期中,中场业务将是主要增长点。在未来几年内, 新增赌桌数量十分有限(在2018-22年间赌桌总数增长预计不超过6%),而入境澳 门游客人次的增长及人均博彩消费支出的提升将带动中场赌桌收益的持续提升。澳 门银河的中场业务将继续在行业内处于第一梯队的位置。

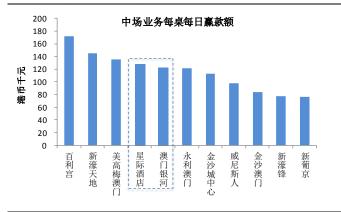
此外在2019年,我们预计银河三期的酒店客房将投入运营,这将增加澳门银河的游客接待能力,从而对单桌收益的提升带来积极影响。通常来说,选择入住在赌场所附属酒店的游客,倾向于在该赌场内停留更长时间。据公司披露,澳门银河3期及4期将分别包含1500间和3000间酒店客房。其中澳门银河3期的酒店将在2019年建成后立刻投入运营,以解决澳门银河目前酒店客房供不应求的问题。

图52: 贵宾业务每桌每日转码额排序(2014Q1)



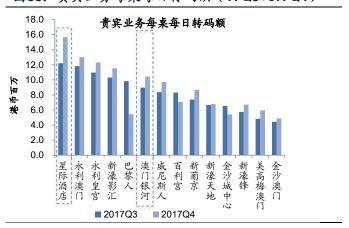
数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图54: 中场业务每桌每日赢款额排序(2014Q1)



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

图53: 贵宾业务每桌每日转码额(17Q3及17Q4)



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

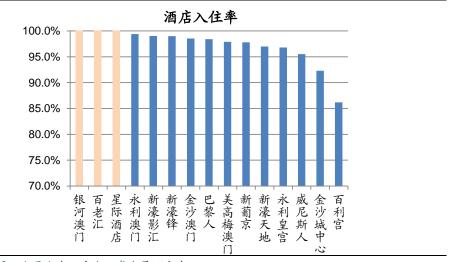
图55: 中场业务每桌每日赢款额(17Q3及17Q4)



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心



图56: 上市公司旗下主要酒店入住率情况 (2017Q4)



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心

4.2 2020-2022: 新增赌桌及非博彩设施带来新看点

根据公司当前规划,澳门银河3期的赌厅及非博彩设施将在2020年投入运营。 我们预计澳门银河4期的投放节奏与澳门银河3期类似。澳门银河4期的酒店部分有望 在2021年投入使用,而4期中的赌厅及非博彩设施将在2022年开放。

我们预计公司将在2020年和2022年分别获得部分新增赌桌配额:参考2013年澳门特别行政区政府开始控制赌桌数量后,新开业赌场所获得的赌桌配额数量(报告章节2.1)。我们预计澳门银河3期和4期将获得部分新增赌桌配额。而在2020年和2022年,这将是澳门市场唯一投放市场的新增赌桌。因此我们认为澳门银河3期及4期的新增赌桌的经营爬坡速度将会非常快。

同时,澳门银河3期和4期也将包含大量的非博彩娱乐项目,进一步增强银河澳门对于游客的吸引力:据公司规划,澳门银河3期及4期95%的楼面面积将用于建设非博彩设施,主要包括会展设施、适合家庭旅游的娱乐项目等。在澳门银河3期及4期建成后,澳门银河将成为澳门最大的连体综合度假村。

图57: 银河娱乐在建及筹建项目预计开业时间



数据来源:公司公告,广发证券发展研究中心



5. 盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利做出如下假设:

博彩业务毛收入: 我们认为银河娱乐在2018-19年的博彩毛收入增长将主要来自于单桌收益的提升。受益于银河娱乐出色的物业运营能力,星际酒店及澳门银河的单桌收益在行业内均处于行业领先的水平。我们认为澳门博彩行业在2018年已经开启新一轮景气周期,受益于入境澳门游客人次的增长及人均博彩消费支出的提升,澳门博彩毛收入有望持续增长。而在澳门地区赌桌数量增长受限的情况下,单张赌桌的收益水平仍将继续提升。我们认为星际酒店及澳门银河的单桌收益水平仍将继续保持行业领先的水平。尤其是在2019年,澳门银河3期的酒店客房预计将建成使用,更多的客房数量也提高了澳门银河的游客接待能力,有助于澳门银河中场业务每桌每日转码额的提升。

而在2020年和2022年,澳门银河3期和4期预计将分别获得部分新增赌桌配额。而澳门银河3期及4期的非博彩项目也将吸引更多人流,为中场业务带来潜在客源。在2020年和2022年,澳门银河的新增赌桌将是澳门地区唯一的新增赌桌配额,因此我们认为澳门银河3期及4期的赌厅的经营爬坡将会非常快。

建材业务:整体来看近年来银河娱乐的建材业务较为稳定,2012-2016年每年为公司带来20亿港元左右的营收,我们预计建材业务的收入及利润率将维持在目前的水平上。

EBITDA: 公司EBITDA的增长将主要来自于博彩毛收入的增长。在2018/19年澳门银河3期及4期投入运营前,公司的物业运营成本(主要是人工成本)将不会有明显增加,因此,单桌收益的边际改善所带动的毛收入增长对于公司EBITDA增长的驱动将会非常明显。因此在2018/19年公司EBITDA的增速预计将高于公司博彩毛收入的增速。

净利润: 在2018/19年,公司净利润的增长将主要受益于EBITDA的增长。但是预计从2020年澳门银河3期突入运营后,公司的折旧费用及财务支出将会出现一定增长。考虑到澳门3期是2020年澳门地区唯一的新增项目,因此我们认为澳门银河3期的经营爬坡将会非常快,预计将会在2-3个季度内达到或接近澳门银河1期&2期的水平。

表8:银河娱乐盈利预测关键假设(百万港币)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	52,826	62,450	70,936	78,081	89,703
% YoY	4%	18%	14%	10%	15%
贵宾业务毛收入	26,177	31,273	36,898	41,132	47,320
% YoY	-8%	19%	18%	11%	15%
中场业务毛收入	19,289	22,535	24,998	27,190	31,597
% YoY	20%	17%	11%	9%	16%
角子机毛收入	1,865	2,019	2,123	2,249	2,513
% YoY	7%	8%	5%	6%	12%

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明



EBITDA	10,348	14,147	16,536	18,348	21,578
% YoY	8%	37%	17%	11%	18%
净利润	6,283	10,527	13,258	14,471	16,978
% YoY	51%	68%	26%	9%	17%

数据来源: 18-20年数据为广发证券盈利预测; 广发证券发展研究中心;

投资评级

公司当前市值对应18/19年EV/EBITDA为17.3x和15.6x,略高于行业平均。我们假设 港珠澳大桥及澳门轻轨在2018/19年分别投入运营带动入境澳门游客人次增长,此外 我们假设澳门银河3期的酒店及博彩设施将分别在19/20年开业,业绩增长可见性较 高。我们首次覆盖公司,给予买入评级。

表 9: 澳门博彩可比公司列表

		P/E			EV/EBITDA				
可比公司	股价(HKD)	2016	2017	2018e	2019e	2016	2017	2018e	2019e
金沙中国	43.0	27.7	28.4	22.5	19.7	22.8	19.3	16.5	15.0
银河娱乐	68.0	46.3	27.6	22.0	20.0	29.3	20.2	17.3	15.6
永利澳门	26.9	95.9	36.8	23.3	19.8	34.2	20.2	16.1	14.6
美高梅中国	23.4	38.3	36.5	31.5	20.4	25.1	29.6	17.6	13.7
澳博控股	7.2	20.9	22.4	21.8	23.8	13.2	14.4	12.7	9.7
新濠博亚	210.4	38.1	31.2	24.4	19.1	17.7	13.7	11.2	9.9
Average		44.5	30.5	24.2	20.5	23.7	19.5	15.2	13.1

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 银河娱乐估值基于广发证券盈利预测, 其余基于彭博一致盈利预测;

6.风险提示

6.1 澳门银河 3 期&4 期延迟开业的风险

澳门银河3期&4期项目是公司2019-2022年业绩增长的重要推动因素。公司已经在2017年中开始了澳门银河3期的建设,并预计在2019年完成酒店部分并开始运营。而澳门银河3期的非博彩设施及赌厅预计将在2020年开始投入运营。如果澳门银河的3期及4期项目延迟开业,那么则会对公司的业绩增长带来负面影响。

6.2 外汇管制收紧的风险:

多数中场业务的赌客以携带现金出关、或者银行卡境外提现等方式取得在澳门消费的资金。如果政府采取进一步收紧外汇管制的措施,例如降低银行卡境外消费额度等措施,则将会对博彩行业形成不利影响。

6.3 竞争对手新赌场开业导致竞争加剧的风险;

从当前至2022年之前,路氹地区新增或者有重大翻新的项目包括澳博控股旗下的上葡京项目以及金沙中国旗下的伦敦人项目(原金沙城中心),这些新项目的 开幕将有可能加剧路氹地区赌场间的竞争。

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明



资产负债表			ز	单位:港市	币百万	现金流量表			Ė	单位:港市	百万
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	22032	20101	32043	42598	56060	经营活动现金流	12732	17859	18629	20082	24381
存款	59	35	35	35	35	税前利润	6348	11255	14025	15251	17785
现金及银行结余	19897	17565	29096	39338	52342	折旧摊销	3573	3349	3681	4199	4900
应收及预付款	1886	2166	2556	2849	3278	营运资金变动	2701	4221	1940	1667	2762
其他流动资产	190	335	357	375	405	其他	110	-966	-1017	-1034	-1066
非流动资产	44229	63713	63790	65546	67605	投资活动现金流	-17337	-22828	-3600	-5700	-6700
固定资产	38600	36815	36874	38606	40637	资本支出	-2075	-1600	-3600	-5700	-6700
关联企业	1256	1521	1770	2024	2283	投资减少	26	-21221	0	0	0
AFS资产	0	0	0	0	0	投资增加	-12677	-7	0	0	0
其他非流动资产	4374	25378	25147	24916	24685	其他	-2611	0	0	0	0
资产总计	66261	83815	95892	108202	123723	筹资活动现金流	3450	2646	-3532	-4140	-4677
流动负债	18321	27035	19702	21681	24901	股息支付	-1408	-2526	-3532	-4140	-4677
短期借款	5609	9685	0	0	0	借款增加	4845	3810	0	0	0
应付账款	12675	17303	19655	21634	24854	借款减少	-45	0	0	0	0
其他流动负债	37	47	47	47	47	股本増加	109	1362	0	0	0
非流动负债	1077	764	10449	10449	10449	其他	-50	0	0	0	0
长期借款	526	259	9944	9944	9944	重述及汇率变动	-20	0	0	0	0
其他非流动负债	551	504	504	504	504	现金变动额	-1176	-2323	11498	10243	13004
负债合计	19398	27799	30150	32130	35350	现金余额	19956	17600	29131	39374	52377
股本	20106	21469	21469	21469	21469						
储备	26239	34013	43739	54070	66371						
少数股东权益	518	534	534	534	534	主要财务比率			È	单位:港市	百万_
负债及股东权益	66261	83815	95892	108202	123723	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E

						EBITDA利润率	19.6%
利润表			È	单位:港市	百万	ROE	14.4%
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	ROA	10.3%
营业收入	52826	62450	70936	78081	89703	流动比率	1.20
营业成本	-42478	-48303	-54400	-59734	-68124	净负债/EBITDA	-1.34
EBITDA	10348	14147	16536	18348	21578	经营活动现金流/EBITDA	1.23
折旧摊销	-3573	-3349	-3681	-4199	-4900	毛收入	
其他费用	-517	-844	-271	-271	-271	星际酒店	11,827
利息收入 (费用)	107	563	565	492	492	城市娱乐会	107
关联公司	72	244	249	254	259	澳门银河	38,075
税前利润	6438	10762	13398	14624	17158	百老汇	676
所得税	-77	-113	-140	-153	-180	建材及其他	2,141
少数股东损益	12	11	0	0	0	物业EBITDA	
经常性净利润	6374	10660	13258	14471	16978	星际酒店	2,150
非经常性项目	-90	-133	0	0	0	城市娱乐会	107
净利润	6283	10527	13258	14471	16978	澳门银河	8,508
经调整每股收益	1.48	2.47	3.10	3.38	3.97	百老汇	30
报告基本每股收益	1.47	2.46	3.10	3.38	3.97	建筑材料	434
毎股股息 (港元)	0.44	0.74	0.93	1.01	1.98	公司开支	-851

				1 1 1 10	1 11 11
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA利润率	19.6%	22.7%	23.3%	23.5%	24.1%
ROE	14.4%	20.7%	22.0%	20.6%	20.8%
ROA	10.3%	14.0%	14.8%	14.2%	14.6%
流动比率	1.20	0.74	1.63	1.96	2.25
净负债/EBITDA	-1.34	-0.54	-1.16	-1.60	-1.97
经营活动现金流/EBITDA	1.23	1.26	1.13	1.09	1.13
毛收入					
星际酒店	11,827	14,184	16,206	17,495	18,414
城市娱乐会	107	107	106	105	104
澳门银河	38,075	44,578	51,028	56,766	67,345
百老汇	676	514	438	461	488
建材及其他	2,141	3,067	3,159	3,254	3,352
物业EBITDA					
星际酒店	2,150	2,966	3,489	3,781	4,021
城市娱乐会	107	107	106	105	104
澳门银河	8,508	11,130	13,075	14,594	17,585
百老汇	30	10	-42	-38	-34
建筑材料	434	744	742	765	788
公司开支	-851	-800	-877	-898	-919

识别风险,发现价值 请务必阅读末页的免责声明



广发海外研究小组

欧亚菲: 首席分析师, 2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名, 2015 年新财富海外研究(团队)第六名。

韩 玲: 首席分析师,工商管理硕士,电力系统自动化学士,12 年证券从业经验,6 年电力行业从业经验,获 2010 年及 2011 年新财富 最佳分析师第五名,2012 年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名,2015 年新财富海外研究团队入围,2011 年进入

广发证券发展研究中心。

惠毓伦: 首席分析师,发展研究中心总经理助理,中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师,32 年计算机、光电、集

成电路工作和研究经历, 13年证券研究所从业经历。

胡翔宇: 博彩、住宿与休闲业首席分析师,南洋理工大学工程学学士。2014 年机构投资者全亚洲最佳研究团队博彩、住宿与休闲业第二

名。2016 及 2017 年新财富纺织服装行业最佳分析师入围。2016 年进入广发证券发展研究中心。

刘 峤: 研究助理,中央财经大学经济学硕士,厦门大学理学学士,2016年进入广发证券发展研究中心。

张晓飞: 研究助理,统计学硕士,2016年进入广发证券发展研究中心。

陈佳妮: 研究助理,上海财经大学国际商务硕士,中央财经大学会计学学士、法学学士,2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券--行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内,股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9	深圳福田区益田路 6001 号	北京市西城区月坛北街2号	上海浦东新区世纪大道8号
	号耀中广场 A 座 1401	太平金融大厦 31 层	月坛大厦 18 层	国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称"广发证券")具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。