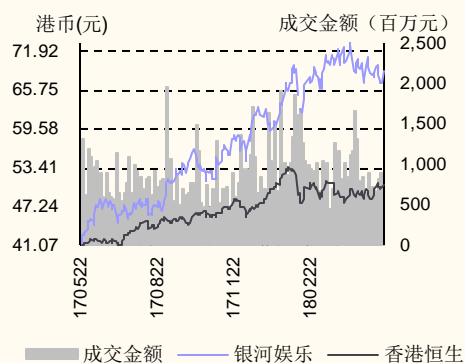


市价(港币): 69.000元
目标(港币): 80.00-81.00元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 4,318.00
总市值(百万元) 297,942.28
年内股价最高最低(元) 73.200/41.150
香港恒生指数 31234.35



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 3.29 17.85 67.68
相对香港恒生 2.43 13.75 44.67

博彩龙头彰显经营能力, 多项目推进前景广阔

公司基本情况

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	62450	73294	83678	93654
同比增长	18.2%	17.4%	14.2%	11.9%
母公司股东溢利(百万)	10504	12631	15507	17887
同比增长	67.2%	20.2%	22.8%	15.4%
毛利率	62.8%	62.2%	62.2%	62.2%
净利润率	16.8%	17.2%	18.5%	19.1%
每股收益	2.44	2.93	3.59	4.14
每股经营现金流	4.30	4.16	4.71	5.18
市盈率(倍)	25.7	23.6	19.2	16.7
市净率(倍)	4.8	4.3	3.5	2.9

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是港元

投资逻辑

- **实际控制人为吕氏家族, 旗下博彩项目对于内地游客的吸引能力较强:** 从银河娱乐的管理层及娱乐场定位来看其对于市场的把控和经营能力较强, 定位精准, 是首家引进微信支付的娱乐场。同时从整体设计和酒店餐厅的细节来看对于内地游客的便利程度和吸引力较强。
- **过去的银河从门外汉到贵宾龙头, 经营能力足以证明:** 相比于其他博彩经营商来看公司属于后来者以及门外汉, 但澳门银河、星际酒店以及百老汇的运营数据足以证明公司在博彩领域的运营能力。16年开始澳门银河及星际酒店的中场业务增速转正, 贵宾业务增速强势反转, 17年贵宾及中场业务收益同比增长。市场结构来看银河娱乐中场位居第二(市占率达到21.6%), 贵宾业务市占率属于绝对领先地位(21.4%), 兼顾VIP和中场同时实现规模最大。公司赌桌和酒店数来看银河娱乐的体量中等, 实现贵宾规模第一和中场规模第二体现公司在博彩领域运营能力较强。
- **澳门外部交通环境和酒店供给逐步完善, 行业景气度有望持续:** 对于大众游客来讲澳门目的地的赌博属性较为明显, 在过夜需求能够满足的情况下, 对于各个娱乐场来说均能有1+1>2的效应, 在澳门当地的轻轨和连接大陆的交通改善后内地游客能增加逗留时间和出行频次, 目前过夜游客的平均逗留时间为2.1日, 娱乐场的入住率达到99%。在交通改善和酒店客房供应跟上的情况下澳门市场景气度能够维持。2019年是澳门回归20周年, 政策性调整风险预计较小。
- **公司土地储备优势明显, 路氹区域规划三四期项目, 体量再造一个银河:** 规划银河的三、四期项目, 紧邻澳门银河的一期和二期, 预计19/20年开业, 建成后银河体量翻番, 强化博彩行业的龙头地位, 新项目将发展MICE符合澳门当地经济转型的方向。投资珠海横琴项目, 深入布局日本市场。内地、澳门及海外三地同时推进, 实现业务和区域多元化。

投资建议

- 18E-20E 归母为 126/155/179 亿港元, EBITDA 为 161/188/212 亿港元; EPS 为 2.9/3.6/4.1 港元, 对应 EV/EBITDA 为 18.9/15.7/13.5X, PE 为 24/19/17X。行业复苏态势维持, 内外部交通改善效应释放, 公司作为龙头企业获益明显, 目标价 80-81 港元, 首次覆盖, 给予买入评级。

风险提示

- 政策面对澳门当地博彩市场有所限制, 内地经济放缓导致需求下降, 外部竞争环境加剧对澳门客流的分流影响, 规划项目建设进度不及预期。

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn
卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

内容目录

1. 行业复苏龙头公司获益明显，新时代新格局下公司布局新项目.....	5
1.1 实际控制人为吕氏家族，娱乐场的经营能力较高.....	5
1.2 过去的银河从门外汉到贵宾龙头，经营能力足以证明.....	5
1.3 澳门外部交通环境和酒店供给逐步完善，行业景气度有望持续.....	6
1.4 新的市场环境下公司积极规划新的项目，拓展海外市场.....	7
1.5 投资建议.....	7
1.6 风险提示.....	7
2. 吕氏家族为公司大股东，博彩行业的后来居上者.....	8
2.1 吕志和家族为大股东，澳门博彩业的后来者.....	8
2.2 从城市娱乐场到 6 家综合娱乐场的升级中博彩地位不断巩固.....	9
2.3 受益于 16 年的澳门博彩市场复苏，公司的龙头获益明显，中场及 VIP 发展较为协调.....	10
3. 非博彩业务占比逐步提升，支撑度假博彩业务整体升级.....	15
4. 现有项目业务复苏势头强劲，旗下娱乐场经营业绩表现亮眼.....	18
4.1 博彩业复苏阶段银河娱乐增长能力高于行业平均水平.....	18
4.2 三大博彩项目各项业务均有序复苏，经营利润率整体显著提高.....	18
5. 对标新开娱乐场银河优势明显，银河储备项目开业有望增厚业绩.....	23
5.1 银河项目用地储备雄厚，新项目规划更具多元性.....	23
5.2 对比永利皇宫、巴黎人和美狮美高梅开业情况，银河三四期项目前景可期.....	23
5.3 公司将在亚太地区地区进一步开拓市场.....	26
6. 外部环境持续改善支撑博彩市场高景气度，公司吸客能力强同时符合澳门当地经济转型方向.....	27
6.1 政策指引——澳门政府大力发展非博彩业务，合家欢+MICE 推动多元均衡发展，力求目的地转型。.....	27
6.2 基建交通改善——码头、轻轨、大桥和口岸全线贯通，内外辐射客群范围大大扩展，提高游客渗透率。.....	27
6.3 供给变化——布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型.....	29
6.4 2018 年博彩各方面数据良好，公司良好的客流量有望获利.....	30
7. 风险提示.....	32
附录：三张报表预测摘要.....	33

图表目录

图表 1：公司实际控制人吕志和先生在内地、港澳及北美的慈善项目一览表	5
图表 2：六家博彩运营商的赌桌情况（张）.....	6
图表 3：六家博彩运营商的房间数情况（间）.....	6

图表 4: 2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况.....	7
图表 5: 银河娱乐的股权结构图.....	8
图表 6: 银河娱乐旗下业务的开业时间和业务经营一览表.....	9
图表 7: 17 年公司实现博彩收入 558.27 亿港元/+18%.....	10
图表 8: VIP 业务澳门第一, 中场业务澳门第二.....	10
图表 9: 17 年 VIP 业务贡献率变化至 56%.....	10
图表 10: 银河娱乐博彩规模占到澳门博彩的第二大规模.....	10
图表 11: 随着澳门博彩市场复苏公司收入增长明显.....	11
图表 12: 16 年中场业务增速转正, 17 年贵宾增速.....	11
图表 13: 12-17 年公司贵宾收益及其增速 (百万港元).....	12
图表 14: 12-17 年公司贵宾投注额及增速 (亿港元).....	12
图表 15: 博彩项目理论净赢率的计算方法.....	12
图表 16: 10-17 年银河 VIP 净赢率水平处在六家之首.....	13
图表 17: 银河娱乐的 VIP 收入为行业规模第一.....	13
图表 18: 15-18 年澳门入境月度人数及增速 (万人次).....	14
图表 19: 10-17 年 6 家博彩公司中场业务的市占率情况.....	14
图表 20: 10-17 银河娱乐中场收益及增速 (百万港元).....	14
图表 21: 银河中场投注额及净赢率 (百万港元).....	14
图表 22: 10-17 年酒店及购物中心业务收入及其增速.....	15
图表 23: 相比于金沙公司的非博业务占比存在提升空间.....	15
图表 24: 13Q3-17Q4 澳门过夜、不过夜游客及增速%.....	16
图表 25: 12-17 年澳门过夜及不过夜人均消费额.....	16
图表 26: 08Q1-17Q4 澳门酒店平均入住率%.....	16
图表 27: 16-17 年各家博彩酒店的入住率情况.....	16
图表 28: 2012-2017 年公司建材业务的营收及其增速情况 (百万港元).....	17
图表 29: 2013-2017 年公司建材材料的 EBITDA 及增速 (百万港元).....	17
图表 30: 2016-2017 年六家博彩运营公司各类业务收益、增量及增速 (亿港元).....	18
图表 31: 2010-2017 年按照三大酒店拆分博彩收益情况.....	19
图表 32: 2010-2017 年按照三大酒店拆分 VIP 收益情况.....	19
图表 33: 2010-2017 年按照三大酒店拆分的 EBITDA.....	19
图表 34: 2010-2017 年按照三大酒店拆分的非博彩收入.....	19
图表 35: 13-17 年澳门银河博彩收益、非博收益及增速.....	20
图表 36: 13-17 年澳门银河贵宾、中场收益及增速.....	20
图表 37: 13-17 年澳门银河贵宾、中场业务净赢率变化.....	20
图表 38: 11-17 年澳门银河 EBITDA 及 EBITDA 利润率.....	20
图表 39: 13-17 年星际酒店博彩、非博收益及增速.....	21
图表 40: 13-17 年星际酒店贵宾、中场收益及增速.....	21
图表 41: 13-17 年澳门星际酒店贵宾、中场业务净赢率.....	21

图表 42: 13-17 年星际酒店 EBITDA 及 EBITDA 利润率	21
图表 43: 2015-2017 年百老汇酒店的经营数据一览表.....	21
图表 44: 银河在澳门路氹区域的项目占地情况.....	23
图表 45: 永利澳门旗下的永利皇宫与金沙中国的巴黎人的基本情况介绍.....	24
图表 46: 从博彩收益和 EBITDA 角度来看两家酒店的经营情况	24
图表 47: 从日均收益及 EBITDA 角度来看巴黎人及永利皇宫的经营情况	25
图表 48: 永利皇宫及金沙巴黎人的博彩业务结构.....	25
图表 49: 永利皇宫及金沙巴黎人的非博彩业务结构.....	25
图表 50: 对比三家新开业娱乐场的经营数据来看区位和赌桌的经营策略至关重要.....	25
图表 51: 澳门氹仔区域的各个博彩娱乐场的布局情况.....	26
图表 52: 2012-2017 澳门季度会展活动数.....	27
图表 53: 2013-2017 年澳门酒店供应客房数 (间)	27
图表 54: 氹仔客运码头 2017 年 6 月 1 日正式启动.....	28
图表 55: 港珠澳大桥预计 2018 年通行.....	28
图表 56: 广珠城轨延长线将在横琴站与澳门轻轨连接.....	28
图表 57: 澳门本地轻轨预计 2019 年完工.....	28
图表 58: 青茂口岸的建成能够缓解拱北的接待压力.....	29
图表 59: 多重交通利好对澳门旅游市场的拉动效果以及辐射人群范围.....	29
图表 60: 2017 年六大博彩经营商博彩综合体的酒店布局、赌桌以及配套娱乐设施项目情况	29
图表 61: 2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况.....	30
图表 62: 2010-2018 年 Q1 澳门入境及过夜游客情况	31
图表 63: 2010-2018Q1 内地赴澳门入境游客及增速%.....	31
图表 64: 2018Q1 各个博彩经营商的运营数据情况 (单位: 百万港元)	31

1. 行业复苏龙头公司获益明显，新时代新格局下公司布局新项目

1.1 实际控制人为吕氏家族，娱乐场的经营能力较高

- 从银河娱乐的管理层及娱乐场定位来看其市场定位较为准确，首先公司的实际控制人吕志和先生为第九届全国政协委员、江门市第九届政协委员、上海复旦大学校董。2017 年获北京大学杰出教育贡献奖，18 年获委任北京大学名誉校董。其次银河娱乐在吸引内地游客的能力较强，17 年 11 月在旗下酒店、餐饮及其他服务引进微信支付，同时从酒店的细节和餐厅来看对于内地游客的便利程度和吸引力较强。

图表 1：公司实际控制人吕志和先生在内地、港澳及北美的慈善项目一览表

	慈善项目
中国内地	<ul style="list-style-type: none"> · 中国教育部 - 于八个省份兴建修缮122所中小学 · 北京中欧国际工商学院 - 吕志和演讲厅 · 上海复旦大学 - 吕博士任校董逾20年，屡次捐资添置教学设施、兴建光华楼志和堂、吕志和楼、赞助于香港的中文MBA课程等 · 上海交通大学 - 设立「嘉华城市治理研究基金」以支持建设「嘉华大数据中心」 · 江门五邑大学 - 吕博士为创校赞助人之一，行政大楼、十友楼、吕志和科技楼、吕志和礼堂、教育基金会大楼、体育设施、教育基金、吕志和优秀新生奖学金 · 广州华南理工大学 - 吕志和教学基金 · 南京大学 - 体育设施 · 广州嘉汇城学校及「嘉华鼓舞教育基金」 · 精进基金 - 资助内地农村大学生完成4至5年学位课程 · 广州市教育基金及广西贫困教育基金会 · 北京大学 - 成立「吕志和生命科学学院基金」以支持生命科学学院的发展及建设生命科学科研大楼，冠名为「吕志和楼」
香港	<ul style="list-style-type: none"> · 香港中文大学 - 吕志和创新医学研究所、「吕志和临床医学大楼」、吕志和博士创新医学杰出讲座教授计划、吕志和卓越青年学者奖励计划、吕志和卓越青年学者研究奖学金、酒店及旅游管理学院、冠名赞助K. Wah Hotel Forum · 香港理工大学 - 酒店及旅游业管理学院「吕志和酒店及旅游资源中心」、吕志和楼、吕志和伉俪膝关节康复中心、中西荟萃之康复科学中心、嘉华奖学金 · 香港大学 - 吕志和法律图书馆
澳门	<ul style="list-style-type: none"> · 澳门大学-珠海横琴校舍吕志和书院、大学发展基金会
北美	<ul style="list-style-type: none"> · 美国史丹福大学 - 医学院「吕志和研究实验室」 · 美国加利福尼亚大学 - 旧金山分校医学院 · 美国宾夕法尼亚大学 - 大学基金 · 美国加利福尼亚理工大学州立大学 - 大学基金 · 加拿大康克迪亚大学 - 吕志和博士奖学金 · 加拿大维多利亚大学

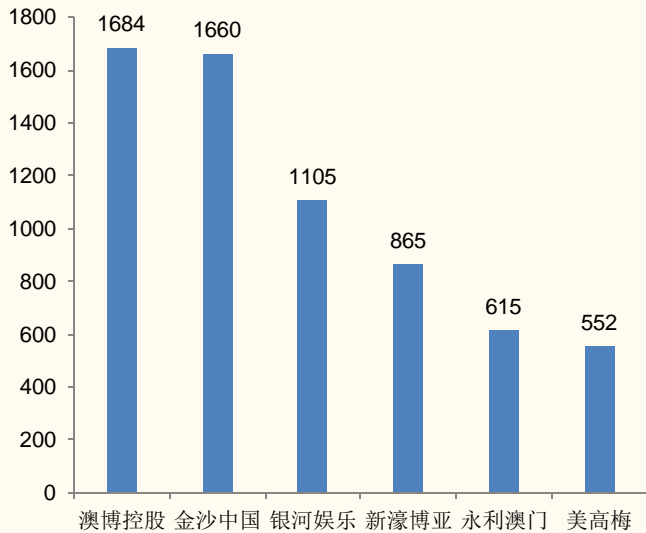
来源：东北新闻网，国金证券研究所

1.2 过去的银河从门外汉到贵宾龙头，经营能力足以证明

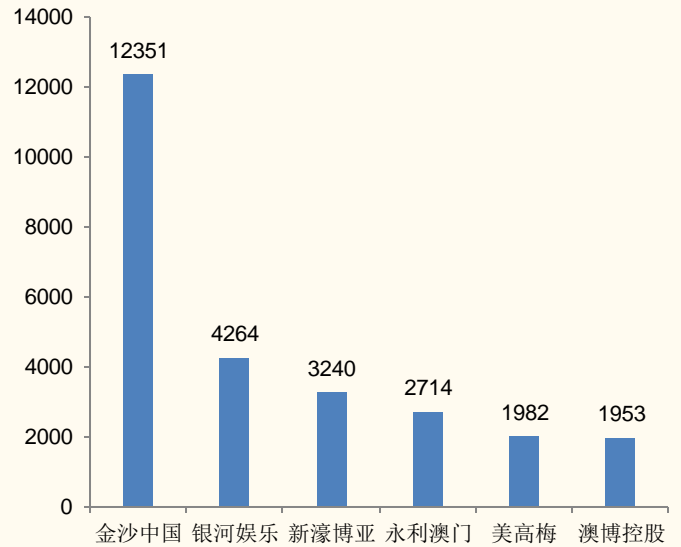
- 相比于其他五家博彩经营商来看公司属于后来者以及门外汉，但澳门银河、星际酒店以及百老汇的运营数据足以证明公司在博彩领域的运营能力：澳门博彩行业受到外界影响较为明显，尤其是政策指导，在内地 13 年反腐打击下整个澳门博彩市场均进入低谷期，叠加 15 年 5 月开业银河二期和百老汇酒店导致公司整体营收和净利润均出现大幅度的下滑。随着 16 年 8 月澳门旅游市场逐渐复苏带动整体博彩市场从中场向贵宾业务的复苏传递，公司凭借 15 年新开业娱乐场和经营策略的改变实现营收利润的回暖。16 年开始公司两大重点项目澳门银河和星际酒店表现不俗，16 年起公司的中场业务获益于行业复苏实现 20%的正向增长，贵宾业务下滑趋势出现反转（15 年增速-37%VS2016 年增速-2%）。星际酒店作为公司首个五星级酒店位于半岛区域，16 年中场业务收入增长 17.7%（2015 年下降 4.2%）。从公司两大重点项目来看公司的发展较为平衡，首先是区域性的平衡，半岛及氹仔区域的增长均衡，其次是中场和贵宾业务的平衡，实现双轮驱动。
- 贵宾业务龙头，中场业务规模第二，公司赌桌数相对较低的情况能够有如

此规模实属不易：从市场结构来看澳门博彩体量最大的是金沙中国，市占率达到 22.4%，银河娱乐位居第二，市占率达到 21.6%。拆分 VIP 和中场业务收入来看，公司在贵宾业务的市占率属于绝对领先地位（21.4%），中场业务收入相较于金沙中国存在一定的差距。纵观其他几家博彩运营商来看能够均衡发展贵宾和中场业务的公司不多，银河娱乐属于兼顾 VIP 和中场同时能够做大规模的一家。同时相对于赌桌和酒店数来看银河娱乐的体量相对较低，2017 年公司的赌桌数约 1105 张（第三位），酒店数为 4264 间（第二位），16 年 8 月市场复苏从中场向贵宾业务的传递中，公司能够相对协调同时捕获中场和 VIP 的流量体现了其吸引客流的软实力。

图表 2：六家博彩运营商的赌桌情况（张）



图表 3：六家博彩运营商的房间数情况（间）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 澳门外部交通环境和酒店供给逐步完善，行业景气度有望持续

- 交通布局对于拉动游客流量立竿见影：**1) 氹仔码头 2017 年 6 月 1 日正式启动，占地面积约 20 万平方米，设有 16 个客船泊位、2 个多功能泊位、127 条出入境通道、每天可处理最高 40 万出入境人次，可乘船直达香港、深圳福永、深圳蛇口等地。在满足澳门路氹地区发展海路发展需求的同时，能缓解外港客运码头的接待压力。2) 港珠澳大桥 2017 年 7 月 7 日主体工程实现贯通，预计 2018 年通行。总长 55 公里，连接香港、珠海和澳门的超大型跨海通道，将珠海和香港两地的通行从过去的陆路三四小时、水路一个多小时压缩到 30 分钟左右的车程，实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，有效的将香港的旅客引流到澳门。3) 广珠城轨横琴延长线 2016 年 9 月 27 日实现主体结构封顶，预计 2018 年完工。横琴站通车后拱北的珠海站到横琴站仅需 15 分钟左右，广州到横琴最快 70 分钟左右。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4) 澳门本地轻轨 2008 年开始动工，预计 2019 年完工。5) 青茂口岸（粤澳新通道）预计在 2019 年完成建设，设计通过能力日均 20 万人次，同时采用“合作查验、一次放行”的新通关模式，以疏导拱北客流。
- 18-20 年多家高级酒店筹建，提供客房来满足过夜需求：**对于大众游客来讲澳门目的地的赌博属性较为明显，在过夜需求能够满足的情况下，对于各个娱乐场来说均能有 1+1>2 的效应，在澳门当地的轻轨和连接大陆的交通改善后内地游客能增加逗留时间和出行频次，目前过夜游客的平均逗留时间为 2.1 日，娱乐场的入住率达到 99%。在交通改善和酒店客房供应跟上的情况下澳门市场景气度能够维持。2019 年是澳门回归 20 周年，政策

性调整风险预计较小。

图表 4：2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况

业主	项目	开业时间	预计投资额	客房数	赌桌数
澳博控股	上葡京	2019 年	360 亿港元	2000 间	700 张赌枱, 1200 部角子机
银河娱乐	澳门银河三、四期	2019 及 2020 年	450 亿港元	预计 4000 间	赌枱 700-750 张, 角子机 2500-2600 张
新濠博亚	新濠天地摩珀斯	2018 年	10 亿美元	800 间	-
励骏创建	励骏酒店	2018 或 2019 年	约 20 亿港币	-	-

来源：网络公开信息，国金证券研究所

1.4 新的市场环境下公司积极规划新的项目，拓展海外市场

- 公司土地储备优势明显，路氹区域规划三、四期项目，体量再造一个银河：**随着 2018 年美狮美高梅、上葡京等项目的陆续开业，各大娱乐场在路氹地区的布局基本成型，而银河娱乐手中的土地储备将在 2019 年后成为业内土地储备最为雄厚的博彩公司。在特区政府对于博彩项目的规划用地审批收紧的情况下，大量的土地储备有助于公司继续开发新项目，满足旺盛的市场需求，使得银河娱乐在未来中长期取得相较同业的显著优势。目前公司规划**银河的三、四期项目**，紧邻澳门银河的一期和二期，投资额约 450 亿港元，预计将于 2019 和 2020 年开业，建成后 will 把现有澳门银河运营面积翻倍，共计 200 万平方米，强化博彩行业的龙头地位，成为澳门地区最大的博彩运营公司。同时在保持贵宾业务份额的基础上，博彩业务以中场业务为核心，同时将大力发展以 MICE 为主的非博彩业务，承接商务旅游与休闲度假的双重需求，迎合澳门当地政府对于经济的规划和博彩事业转型目标。
- 拓展珠海横琴项目，深入布局日本市场：**公司在横琴新区西南填海区域投资 2.7 平方公里的土地和一座桥梁建设，位于澳门和珠海交界处。由于横琴地区不允许发展博彩业务，公司计划在该地投资近 100 亿港元建设低密度的休闲旅游度假村，与公司在澳门的高密度度假城优势互补，未来将发展成为与澳门密切联系的旅游及商务休闲中心。2016 年 12 月，日本废除博彩禁令，通过《综合度假村促进法案》，公司积极布局日本市场，目前加强并扩大日本的发展团队，聘任陈应达担任首席营运总监。

1.5 投资建议

- 18E-20E 归母为 126/155/179 亿港元，EBITDA 为 161/188/212 亿港元；EPS 为 2.9/3.6/4.1 港元，对应 EV/EBITDA 为 18.9/15.7/13.5X，PE 为 24/19/17X。行业复苏态势维持，内外部交通改善效应释放，公司作为龙头企业获益明显，目标价 80-81 港元，首次覆盖，给予买入评级。

1.6 风险提示

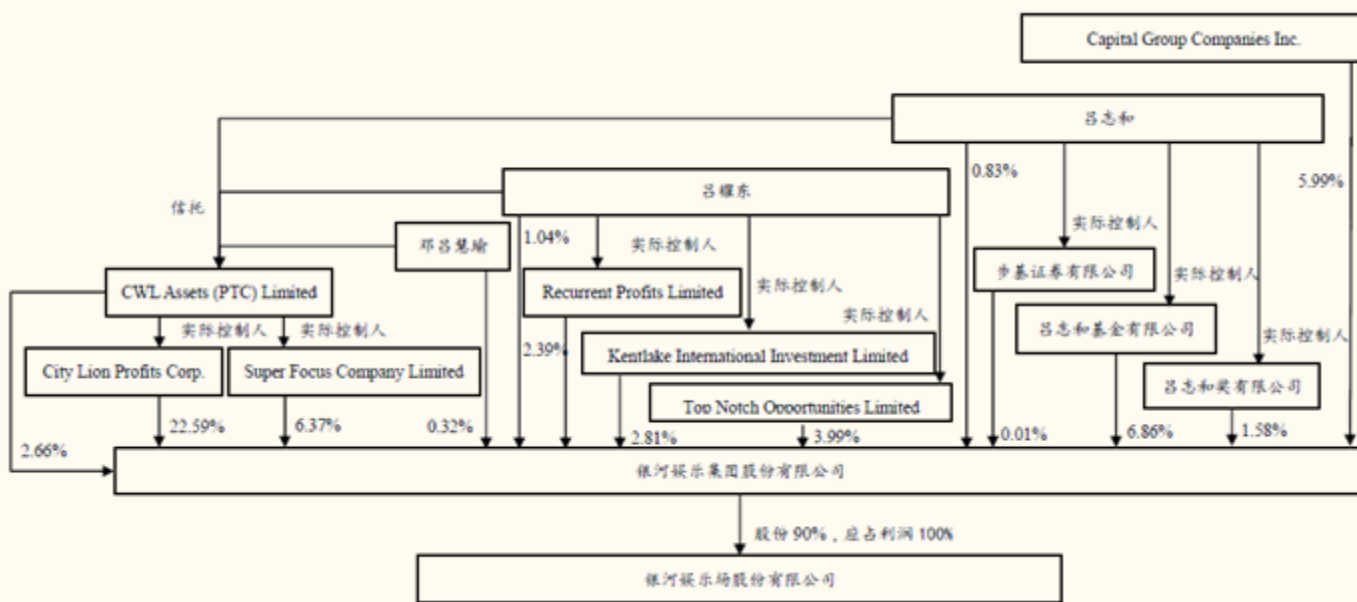
- 政策面对澳门当地博彩市场有所限制；
- 内地经济放缓导致澳门旅游及博彩客流量下降；
- 外部竞争环境加剧对澳门客流的分流影响；
- 规划项目建设进度不及预期。

2. 吕氏家族为公司大股东，博彩行业的后来居上者

2.1 吕志和家族为大股东，澳门博彩业的后来者

- 吕氏真正进入澳门博彩可以追溯到 2002 年，联合金沙集团合力竞得一张牌照：2002 年银河娱乐子公司银河娱乐场竞得澳门博彩的牌照，由于吕志和家族和金沙集团存在经营分歧，在澳门特别行政区政府的同意下将牌照一分为二，银河娱乐和金沙集团各自持有主牌照和副牌照，博彩经营权 2022 年 6 月到期。目前公司的实际控制人为吕氏家族，持有银河娱乐 54.45% 股权，在获得牌照之前银河娱乐没有澳门博彩业的经营经验，产业主要集中在地产、建筑、建材、酒店、食肆、高尔夫球场、运输、采矿等。

图表 5：银河娱乐的股权结构图



来源：公司年报，国金证券研究所

- 从物业开业时间来看银河娱乐找到一条正确的博彩发展之路：1) 城市娱乐会进行试水：02 年取得牌照后先后成立了四家城市娱乐会（2004 华都娱乐场、2006 年 2 月利澳娱乐场、2006 年 4 月总统娱乐场、2006 年 9 月金都娱乐场）。2) 2006 年 10 月开业澳门星际酒店：02 年拿到博彩牌照后 4 年打造第一家五星级酒店，房间数 509 间，地处澳门友谊大马路。3) 2011 年 5 月开业澳门银河一期：与悦榕庄酒店度假村和日本的大仓饭店建设的综合度假城，投资 149 亿港元，提供 2000 间客房，定位高端 VIP 业务。4) 15 年 5 月打造澳门银河的二期项目，改造金都娱乐场为百老汇酒店：15 年在受到内地反腐的影响下澳门博彩收入下滑明显，澳门银河开业二期项目和百老汇项目，从娱乐场上来看二期项目主攻贵宾业务，同时布局高端中场市场，百老汇项目定位中场。从定位上来看二期项目加大布局非博彩，布局面积 7.5 万平米的天浪淘园，包含空中冲浪池、空中激流、人工沙滩和热带园林等娱乐设施。从银河娱乐的娱乐场开业时间来看从初入博彩打造城市娱乐会到以贵宾博彩为吸引点发展综合博彩度假城的转变是银河娱乐成为澳门贵宾博彩业务市占率第一的重要原因。银河的高星级酒店（麗思卡爾頓酒店、悦榕庄、JW 萬豪酒店、大倉酒店等）也是博彩综合度假区加强对 vip 吸引力的重要物业载体。

图表 6：银河娱乐旗下业务的开业时间和业务经营一览表

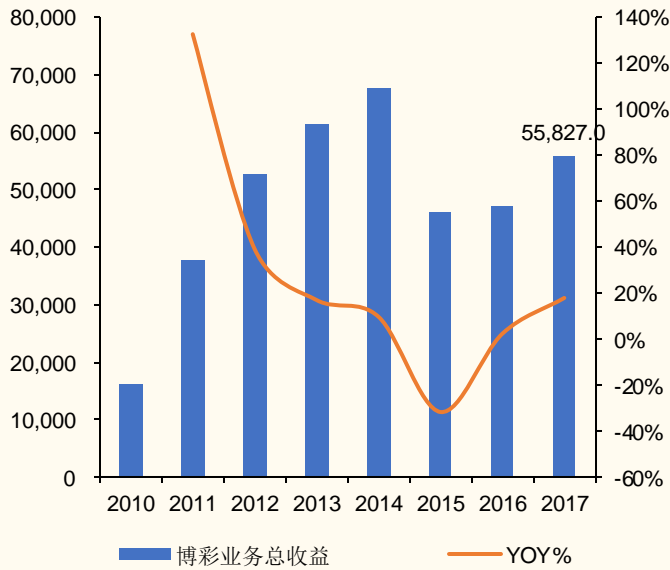
项目	开幕时间	合作方	房间数	位置	备注（配套娱乐设施/合作经营方式）
华都娱乐场	2004 年 7 月	华都酒店	161 间	友谊大马路	城市娱乐场与第三方博彩服务供应商签订协议，供应商承诺为城市娱乐会提供稳定客源。此外服务供应商同意就娱乐场所用物业订立的租约产生的风险向银河提供补偿，并支付给银河部分相关运营行政开支。 银河根据博彩收益净额（扣税后）按不同比率确定所得收益，有关开支确认为集团开支。
利澳娱乐场	2006 年 2 月	利澳酒店	449 间	澳门半岛	
总统娱乐场	2006 年 9 月	总统酒店	312 间	友谊大马路	
澳门星际酒店	2006 年 10 月	自营	500 间	澳门半岛	公司首个五星级酒店； 餐饮：6 家餐厅
澳门银河	一期： 2011 年 5 月 二期： 2015 年 5 月	自营	3600 间	路氹地区	零售： 超过 10 万平方米，160 个品牌； 餐饮： 超过 120 间餐厅； 娱乐： 面积超过 75000 平米的天浪淘园，全球最长空中激流，最大规模的空中冲浪池；拥有 10 块屏幕的最豪华 3D 影院。
澳门百老汇	2015 年 5 月	自营	320 间	路氹地区	零售： 10 间零售店铺； 餐饮： 超过 40 间的露天美食街； 娱乐： 设有 3000 个座位的百老汇舞台

来源：公司公开资料、国金证券研究所

2.2 从城市娱乐场到 6 家综合娱乐场的升级中博彩地位不断巩固

- 地处澳门，顺应市场变化，非博彩收入比例提升：纵观公司的业务脉络，总体变化与澳门当地政府和博彩市场的变化基本一致。博彩业务为主，逐步重视非博彩业务。VIP 业务占比逐步下降，中场及非博彩业务的占比上升。公司的博彩收益统计口径有两种，集团层面上来看公司收益包含了城市娱乐场，而城市娱乐场的收益按照一定比率并表。集团层面公布的数据为集团收益 625 亿港元/+18%，博彩收益为 580 亿港元/+17%，其中中场收益 242 亿港元/+15%，贵宾业务收益为 316 亿港元/+19%。剔除城市娱乐场数据仅考虑澳门银河、百老汇和星际酒店来看 2017 年公司实现博彩总收益为 558.27 亿港元/+18%，市占率约 21.6%，为六大博彩公司的博彩总收益第二名，仅次于金沙中国。其中贵宾博彩业务实现收入 312.7 亿港元/+19.5%，市占率为 21.4%，为澳门贵宾博彩业务规模第一名；中场业务实现收入 225.35 亿港元/+16.8%，市占率为 22.8%，由于中场业务较高的净赢率，同时随着澳门与内地的交通便利后大众游客增量相对较大，公司将加大中场业务的布局。2017 年银河娱乐贵宾业务、中场业务、角子机业务的博彩收入贡献率（占银河娱乐博彩收入的比例）分别达到 56%/40.4%/3.6%。酒店餐饮等非博彩业务营收为 34.36 亿港元/+6%，贡献率达到 5.5%，受澳门政府宏观经济政策向大力发展非博彩 MICE 业务转变的影响，预计随着银河后续项目（三、四期）的开业，非博彩度假服务业务的贡献率将逐步上升。**

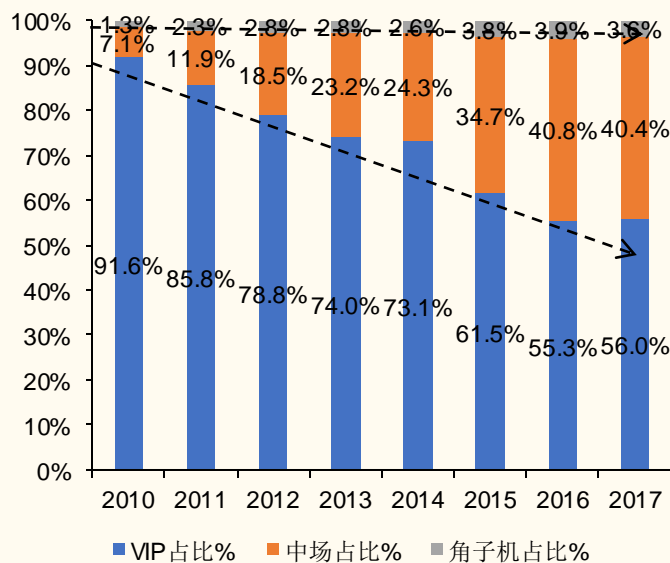
图表 7: 17 年公司实现博彩收入 558.27 亿港元/+18%



来源: 公司年报, 国金证券研究所, 单位: 百万澳门元

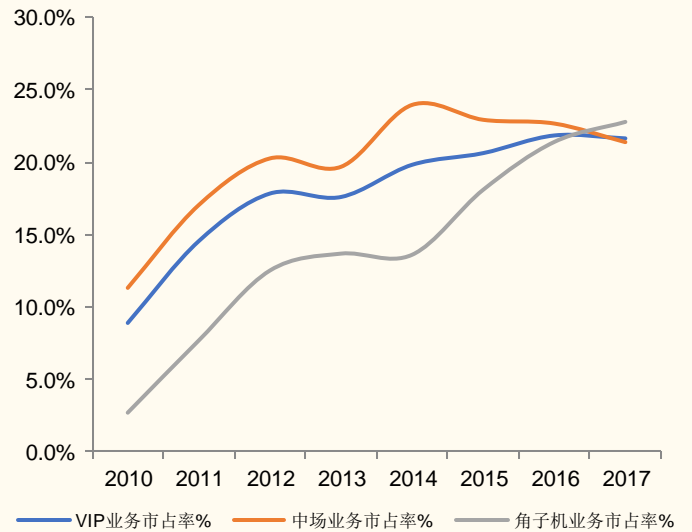
注: 此处博彩收入为仅考虑澳门银河、星际酒店及百老汇, 下同

图表 9: 17 年 VIP 业务贡献率变化至 56%



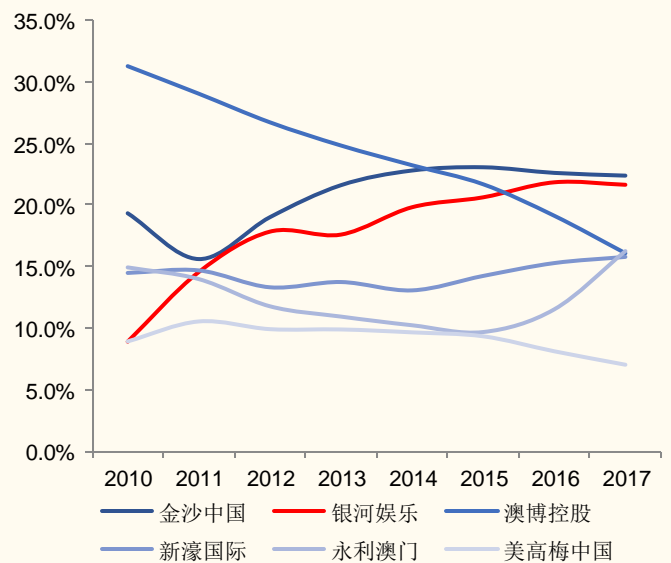
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 8: VIP 业务澳门第一, 中场业务澳门第二



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 10: 银河娱乐博彩规模占到澳门博彩的第二大规模



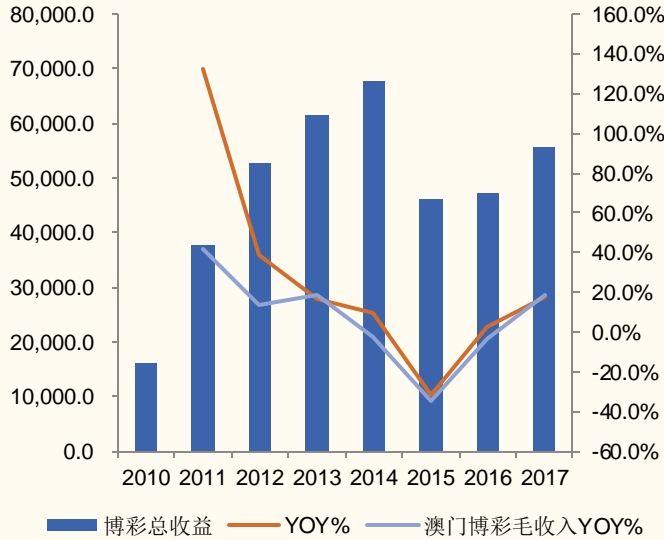
来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.3 受益于 16 年的澳门博彩市场复苏, 公司的龙头获益明显, 中场及 VIP 发展较为协调

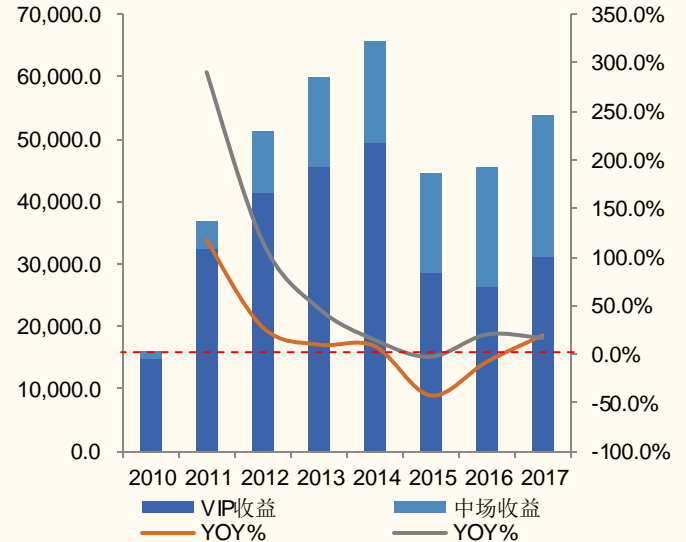
- 2017 年全年受益于澳门 16 年 8 月起旅游及博彩市场复苏, 全年实现收入增长 18%:** 2016 年 8 月, 澳门博彩业收益增长开始扭负为正 ((澳门博彩幸运博彩 2017 年收入增长 19.1%VS2016 年增长-3.3%), 博彩业随着游客的显著增加而逐渐恢复生机。在宏观整体向好的条件下, 银河娱乐总收益增速从 2015 年的-22.4%转变为 2017 年增长 17.1%, 行业复苏公司受益显著。博彩业务收入长源动力来自于中场业务, 后续动力在于贵宾业务。从公司贵宾和中场业务的收益增速变化来看 16 年中场业务收入增速出现转正 (16 年增长 20.3%), 高端业务仍然维持负增长 (-3.7%)。中场业务贡献率从 2014 年的 24.3%上升至 2016 年的 40.8%, 大量的中产阶级消

费群体的涌入带动了银河娱乐经营策略的转变，进而拉动了整体收益的增长。2017年由于内地房地产财富效应影响下贵宾业务表现超预期，VIP业务实现正向增速（19.5%），中场业务增速从16年20.3%增长下滑到16.8%。

图表 11：随着澳门博彩市场复苏公司收入增长明显



图表 12：16 年中场业务增速转正，17 年贵宾增速

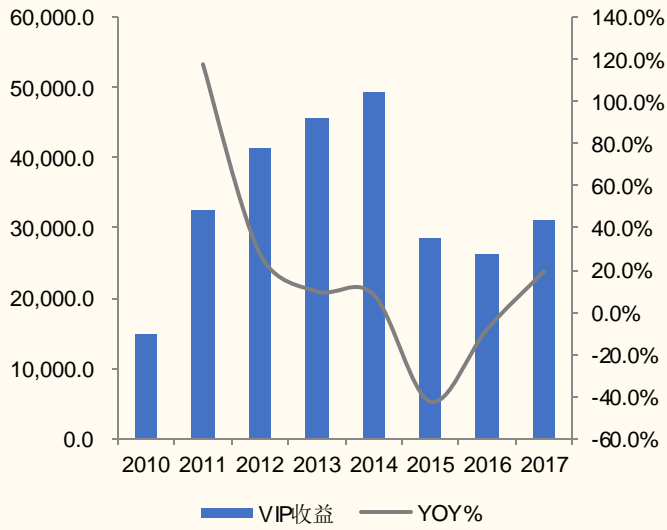


来源：公司年报，澳门博彩监督局，国金证券研究所，单位：百万港元

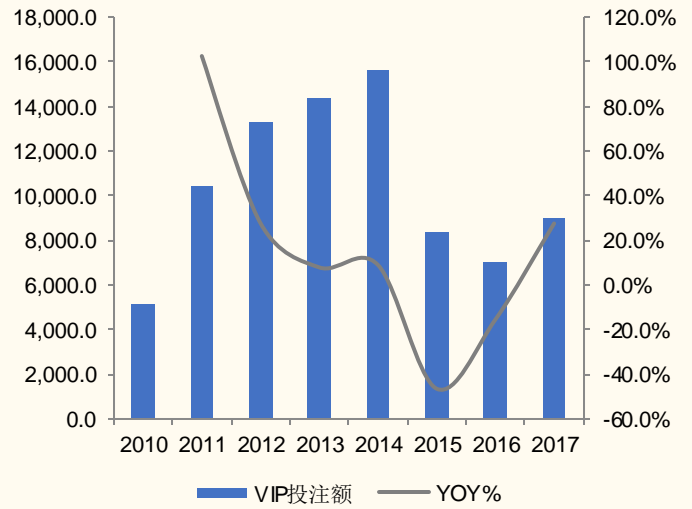
来源：公司年报，国金证券研究所，单位：百万港元

- 贵宾厅业务自 2017 年起收益录得正向增速，收入为行业规模第一，贵宾厅业务在六家公司中盈利能力最强：**2014 年因内地反腐和政府的资本管制影响澳门博彩业进入低迷期，公司贵宾博彩业务收益连续两年出现负向增长。2016 年 Q4 澳门贵宾博彩业务开始录得正向增速(增长 12.7%)。2017 年公司贵宾博彩业务投注额为 9001 亿港元/+27.5%，考虑净赢率后收益增长 19.5%。值得注意的是，公司贵宾业务的净赢率相对于其他博彩运营商而言相对较高，17 年净赢率达到 3.5%，对应于其他五家而言盈率相对较高，且净赢率的历史数据来看一直处于六家博彩公司中最高。理论上讲统一项目的净赢率是相对固定的概率值，以贵宾百家乐为例，不考虑额外投注方式，玩家投注庄家、闲家、和局的胜的概率分别为 45.5%/44.5%/10%，赔率分别为 1:0.95/1:1/1:8，则计算得到的项目理论净赢率为 2.98%。一般来说贵宾业务博彩项目净赢率较低，在 2%-4%左右。净赢率的差别一方面跟客户画像有关，一方面跟公司计算方法有关。公司在计算 VIP 净赢率时，区分中介人 VIP 和直接客源 VIP，在计算时净赢率为整体博彩转码数/中介人投注额，所以随着公司自有的 VIP 客源博彩收益提升后净赢率持续提升。

图表 13: 12-17 年公司贵宾收益及其增速 (百万港元)



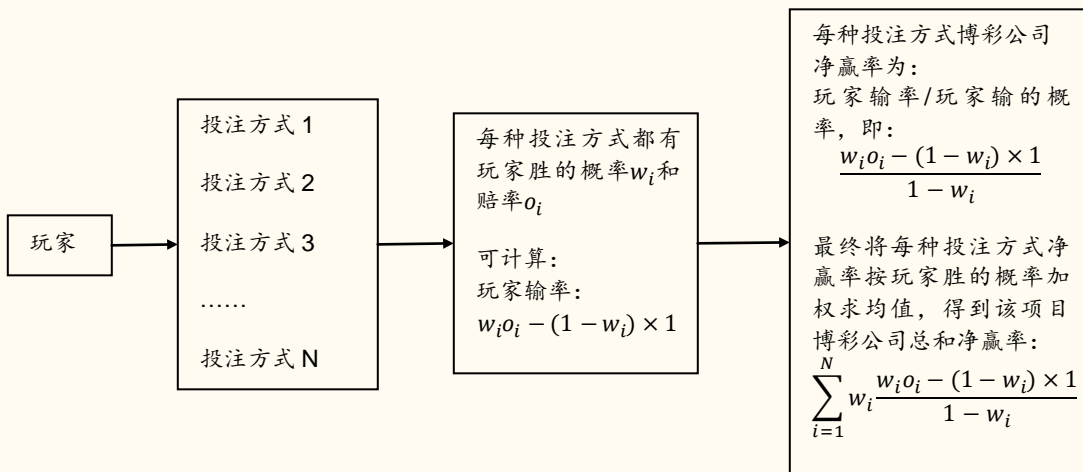
图表 14: 12-17 年公司贵宾投注额及增速 (亿港元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

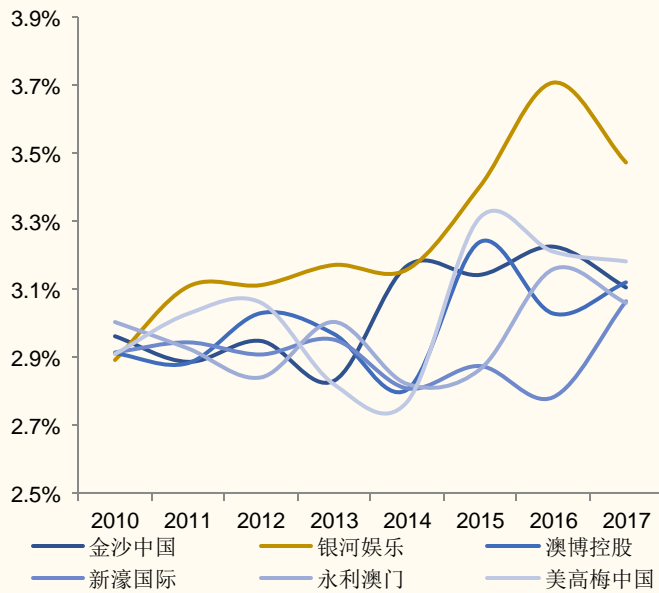
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 15: 博彩项目理论净赢率的计算方法

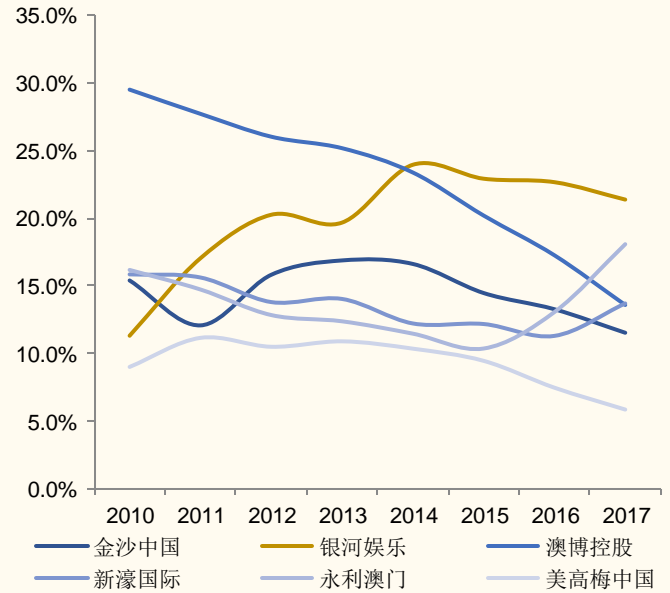


来源: 网络公开信息、国金证券研究所

图表 16: 10-17 年银河 VIP 净赢率水平处在六家之首



图表 17: 银河娱乐的 VIP 收入为行业规模第一

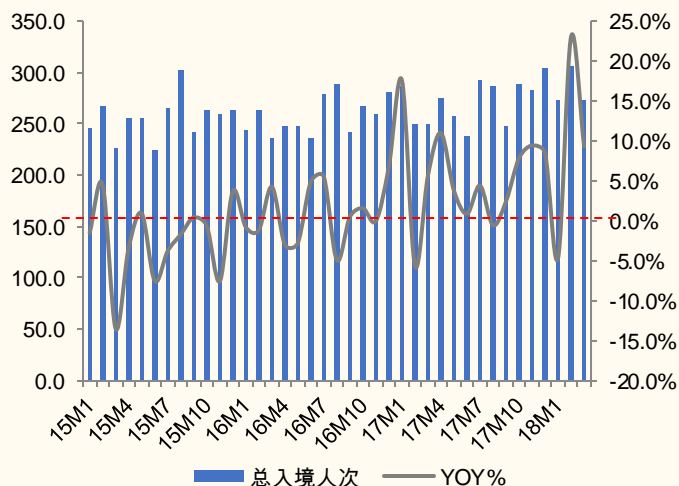


来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 澳门博彩监督局, 国金证券研究所

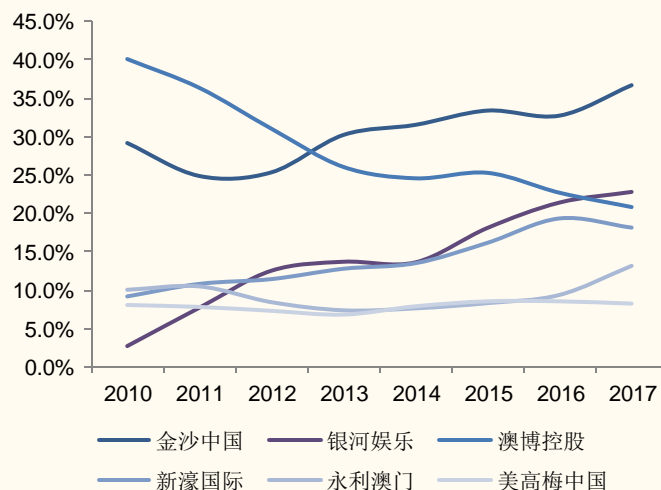
- **中场业务因内地赴澳旅游人次复苏实现增长, 银河娱乐发展重心逐渐向中场业务倾斜, 中场收益位列行业第二: 2017 年公司中场业务收益 225.35 亿港元/+16.8%, 占澳门中场博彩业务收益的 22.8%, 处于行业第二。从变化趋势上看, 仅考虑澳门银河、百老汇和星际酒店下公司中场业务投注额为 9001 亿港元/+3.5%, 净赢率达到 42.7%, 近四年净赢率始终保持在 40% 以上且维持上升趋势, 公司净赢率为中场业务最高水平, 中场收益为 225.35 亿港元/+16.8%。银河中场业务增速显著高于澳门中场业务整体增速水平(+9.7%), 在竞争对手存在新开业娱乐场的市场环境下, 高增速体现了银河娱乐旗下娱乐场吸引游客的能力较强, 相比于同业银河没有过多地与旅游中介合作引入大量低消费群体, 而是持续吸引高贡献的自由行中场客源。银河率先将在所有博彩区域引入微信支付等便捷支付方式, 进一步拉拢来自中国内地的中场博彩客源。中场业务占比逐年提升, 公司的业务结构趋于平衡。贵宾业务占据绝对优势的局面开始改变, 相比 2010 年贵宾业务在博彩总收益中占比超过 90% 的业务结构, 17 年贵宾及中场业务的收入占比为 56%/40.4%, 逐渐呈现出平分秋色的业务结构。同时公司在中场业务的净赢率计算方式为中场总转码数/账房总筹码数, 其中不考虑赌客在赌桌上换取筹码的部分。**

图表 18: 15-18 年澳门入境月度人数及增速 (万人次)



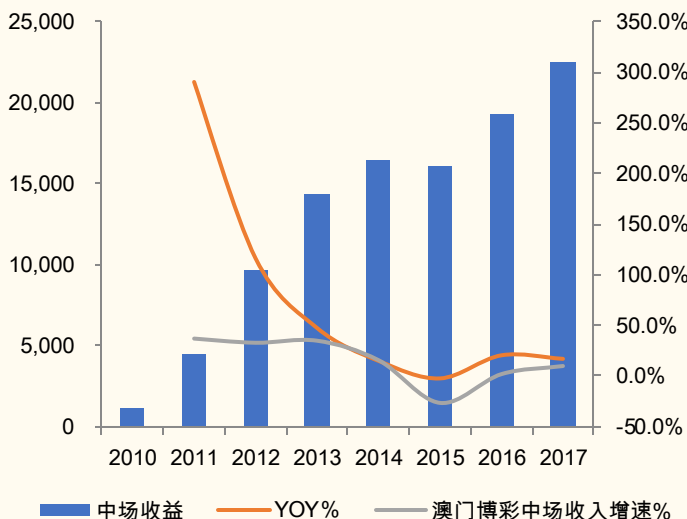
来源: DSEC, 国金证券研究所

图表 19: 10-17 年 6 家博彩公司中场业务的市占率情况



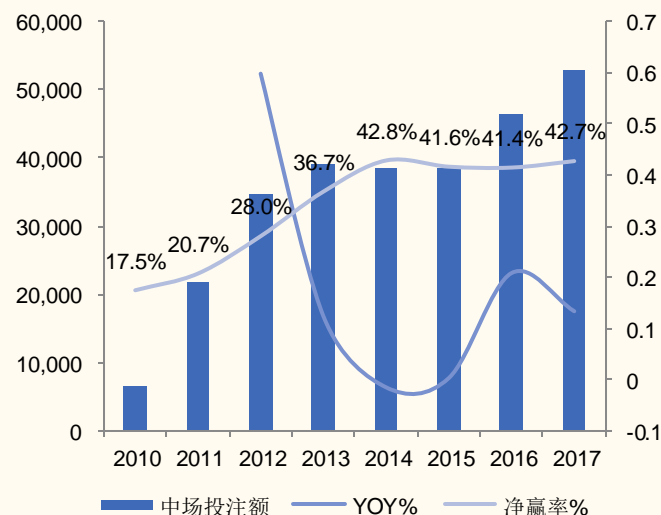
来源: 公司年报, DICJ, 国金证券研究所

图表 20: 10-17 银河娱乐中场收益及增速 (百万港元)



来源: 公司年报, DICJ, 国金证券研究所

图表 21: 银河中场投注额及净赢率 (百万港元)

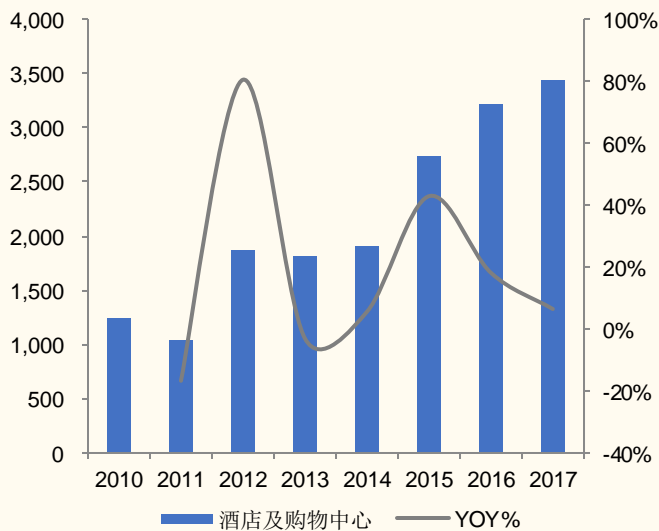


来源: 公司年报, 国金证券研究所

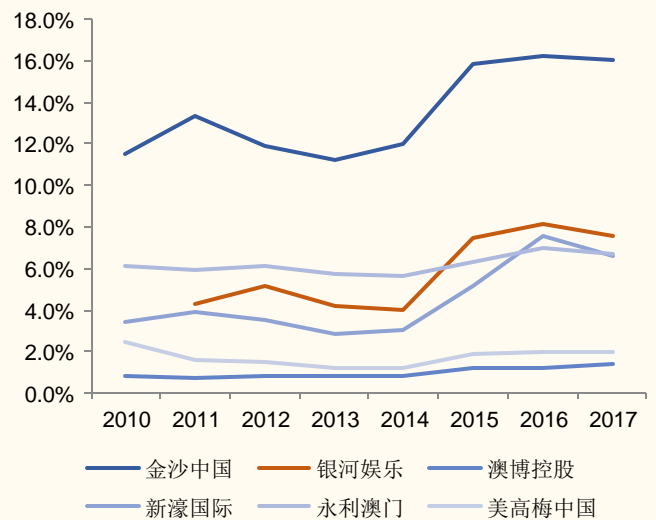
3. 非博彩业务占比逐步提升，支撑度假博彩业务整体升级

- **非博彩业务先于博彩业务复苏，经营份额仅次于金沙中国：**在澳门博彩行业逐渐复苏的同时，澳门市场的转型也开始步入轨道，非博彩业务将成为澳门未来发展的重心。银河娱乐体内包含了销售建筑建材和酒店及购物中心等非博彩业务，其中酒店及购物中心收益在 15 年 5 月公司开业银河二期和百老汇酒店后高速增长，15 年酒店及购物中心业务实现收入 27.31 亿港元/+43%，17 年在市场持续高景气和酒店入住率相对高位的情况下实现收入 34.36 亿港元/+6%。建材业务随着澳门当地新开业酒店和内地房地产兴起带动 17 年营收 30.67 亿港元/+43%。综合来看考虑酒店及购物中心及建材业务下非博彩收益占比从 2014 年的 8% 上升为 2017 年的 13.4%，单独观察酒店及购物中心收入来看公司围绕娱乐场领域的非博业务开发与金沙之间仍存在空间，预计 2019/2020 年开业的银河三、四期将重点打造 MICE 业务，提升非博业务的收入增量，平滑淡旺季的差异。

图表 22：10-17 年酒店及购物中心业务收入及其增速



图表 23：相比于金沙公司的非博业务占比存在提升空间

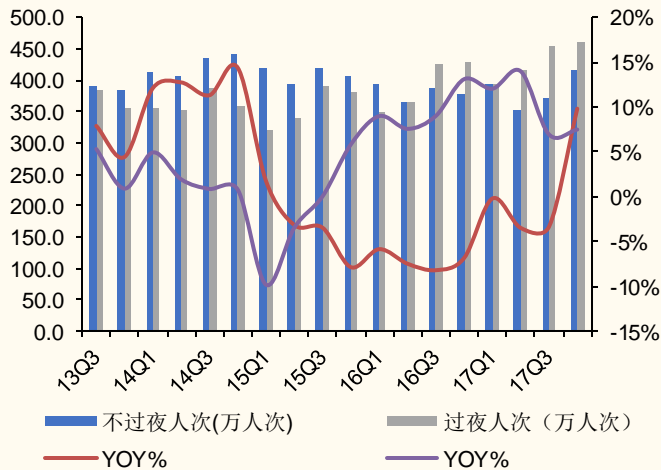


来源：公司年报，国金证券研究所，单位：百万港元

来源：公司年报，国金证券研究所

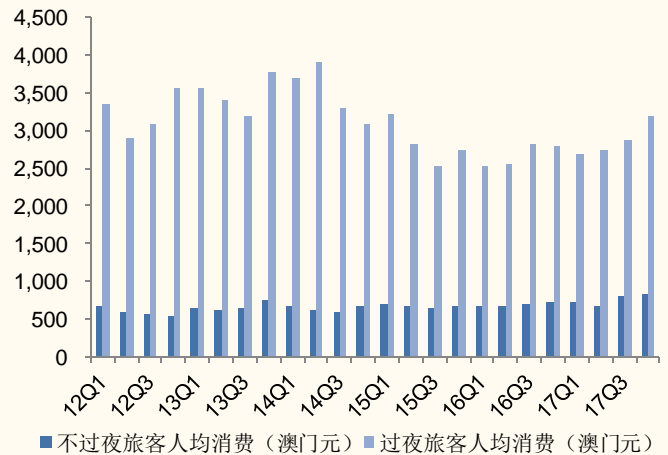
- **访澳过夜游客增速较高，带动酒店、餐饮、零售等非博彩业务的发展：**2016 年 Q2 起澳门过夜旅客人数首次超过不过夜旅客人次，且占比不断升高，2017 年澳门过夜旅客 1725 万人次/+9.9%，占比 52.9%，不过夜旅客人次 1535.57 万人次/+0.7%，游客趋向于多日游（2017 年过夜游客平均逗留时间为 2.1 日），过夜游客需求旺盛。过夜游客人均消费额是不过夜游客的 4-5 倍，尤其在酒店、餐饮、零售等非博彩业务方面。在强劲的过夜需求下，2016 年 6 月开始澳门酒店入住率一直维持在 80% 以上的较高水平。而银河娱乐凭借较为完善且高端的酒店、零售基础设施及不断推陈出新的项目、品牌给游客良好的旅游体验，进而维持对旅客的良好吸引能力，旗下三家酒店的入住率近五年以来基本在 95% 以上，处于行业的绝对优势地位。未来随着赴澳家庭和休闲度假游客的增加，公司的酒店餐饮等非博彩业务将得到进一步发展，持续的客流量同时成为了支撑娱乐场博彩业务收益增长的强大动力。此外，依托于高端酒店和完善的设施这一先天优势，对于发展以 MICE 业务为主的会展业务来说转换成本相对较低，同时能够平滑澳门淡旺季客流。

图表 24: 13Q3-17Q4 澳门过夜、不过夜游客及增速%



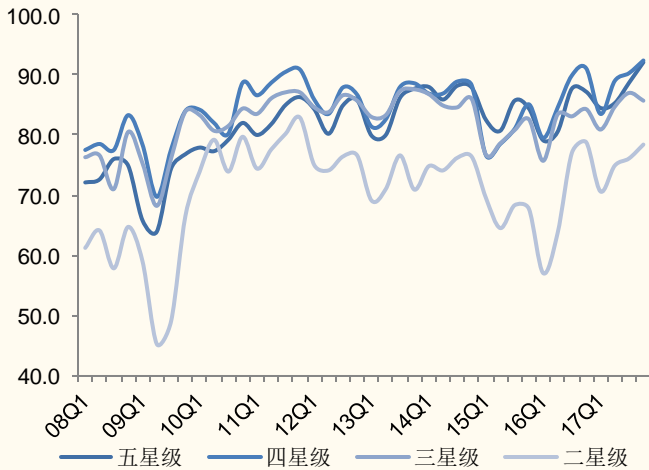
来源: DSEC, 国金证券研究所

图表 25: 12-17 年澳门过夜及不过夜人均消费额



来源: DSEC, 国金证券研究所

图表 26: 08Q1-17Q4 澳门酒店平均入住率%



来源: DSEC, 国金证券研究所

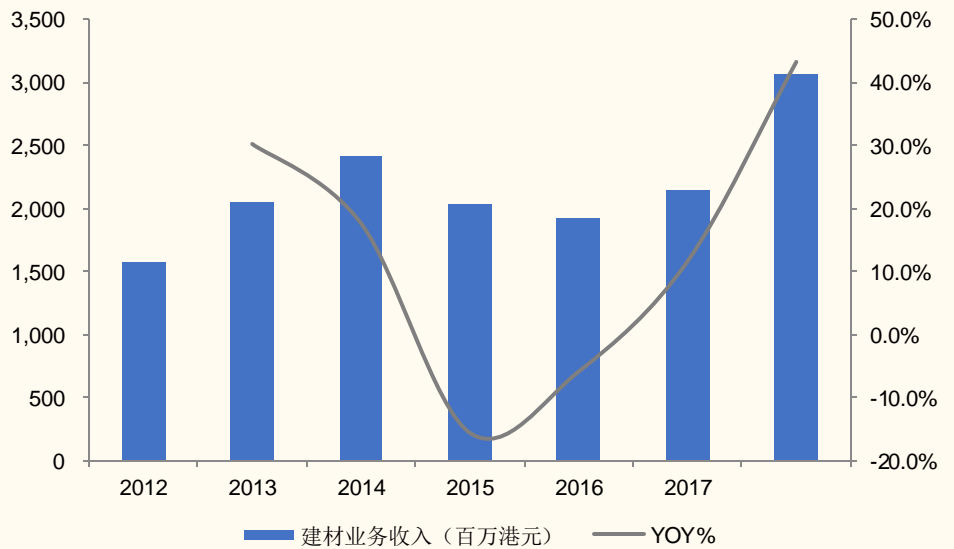
图表 27: 16-17 年各家博彩酒店的入住率情况

		2017	2016	变化
金沙中国	澳门威尼斯人	91.4%	86%	+5.4pct
	金沙城中心	86.6%	82.2%	+4.4pct
	澳门百利宫	82.1%	75.3%	+6.8pct
	澳门金沙	97.7%	97.1%	+0.6pct
	澳门巴黎人	90.4%		
银河娱乐	澳门银河	98.0%	97.0%	-
	澳门星际酒店	99.0%	97.0%	+2.0pct
	百老汇	100.0%	100.0%	-
澳博控股	新葡京酒店	93.8%	91.7%	+2.1pct
永利澳门	永利澳门	97.5%	94.4%	+3.1pct
	永利皇宫	96.2%	83.2%	+3pct
美高梅中国		96%	95.4%	+0.6pct

来源: 公司年报, 国金证券研究所

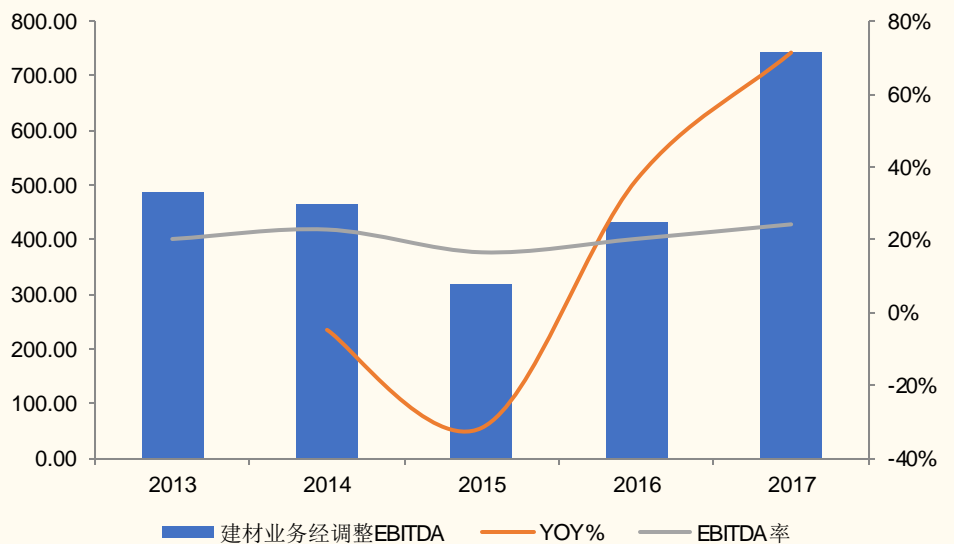
- 受益于市场复苏与高效的成本管理, 2016 年以来建筑材料业绩增速较高: 公司建筑材料业务表现良好, 2017 年收入达到 30.67 亿港元/+43%, 经调整 EBITDA 达到 7.44 亿港元/+71%。建筑材料业务以香港澳门和中国内地为主要市场, 尽管澳门由于部分基建项目延期导致建材需求较为疲弱, 而内地的房地产和棚改的影响下公司建材业务表现不俗, 加之公司采取高效的运营与成本管理, 建筑材料业绩表现良好。

图表 28: 2012-2017 年公司建材业务的营收及其增速情况 (百万港元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 29: 2013-2017 年公司建材材料的 EBITDA 及增速 (百万港元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

4. 现有项目业务复苏势头强劲，旗下娱乐场经营业绩表现亮眼

4.1 博彩业复苏阶段银河娱乐增长能力高于行业平均水平

- 与剔除一年内新开业娱乐场的业绩后的同行对比，银河娱乐各类业务复苏增长能力显著高于行业平均水平：澳门博彩业复苏于 2016 年 8 月，我们选取大致行业复苏后的一年，以 2017 年的经营数据来对比，作为行业复苏阶段，剔除在复苏阶段内新开业的娱乐场与业务专区，比较行业六家博彩公司的各个业务增长情况，用于衡量公司的复苏增长能力。17 年银河娱乐贵宾业务 312.73 亿港元/+19.5%，中场业务 225.35 亿港元/+16.8%，博彩业务总收益 558.27 亿港元/+18%，中场业务增速均高于其他五家博彩运营商在剔除新开业娱乐场后的内生业绩增长情况，贵宾业务增速与行业平均增速一致。银河娱乐现有存量娱乐场复苏阶段业绩的较高增速，其积极调整赌桌分配与业务优化来不断提升营运效率的平衡性经营策略取得了较好的成效，同时对游客的吸引力与旅客的消费水平要明显优于其他博彩公司。

图表 30：2016-2017 年六家博彩运营公司各类业务收益、增量及增速（亿港元）

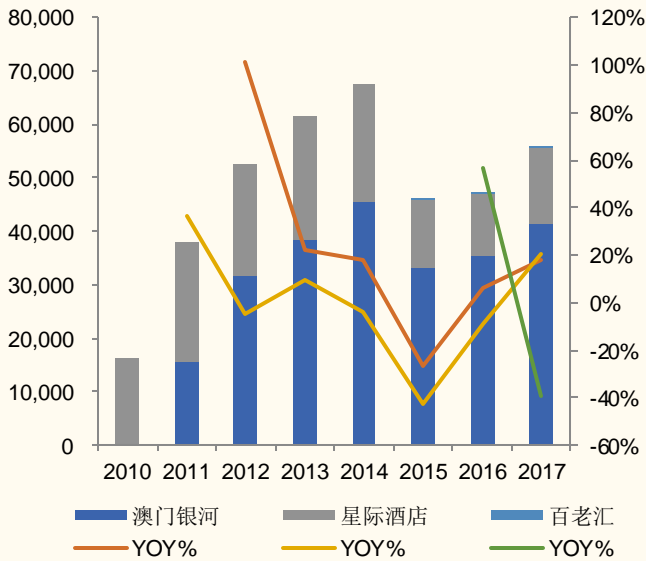
	2016	2017	增量	增速
1. 贵宾业务收益				
银河娱乐	261.77	312.73	51.0	19.5%
澳博控股	199.34	198.77	-0.6	-0.3%
美高梅	86.31	85.67	-0.6	-0.7%
新濠博亚	130.55	200.45	69.9	53.5%
永利澳门	120.1	148.63	28.5	23.8%
金沙中国	139.95	123.87	-16.1	-11.5%
行业水平(亿澳门元)	1,189.6	1,506.73		26.7%
2. 中场业务收益				
银河娱乐	192.89	225.35	32.5	16.8%
澳博控股	204.37	205.84	1.5	0.7%
美高梅	76.89	81.39	4.5	5.9%
新濠博亚	174.24	179.34	5.1	2.9%
永利澳门	84.44	68.34	-16.1	-19.1%
金沙中国	279.42	302.00	22.6	8.1%
行业水平(亿澳门元)	928.7	1,018.96		9.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 三大博彩项目各项业务均有序复苏，经营利润率整体显著提高

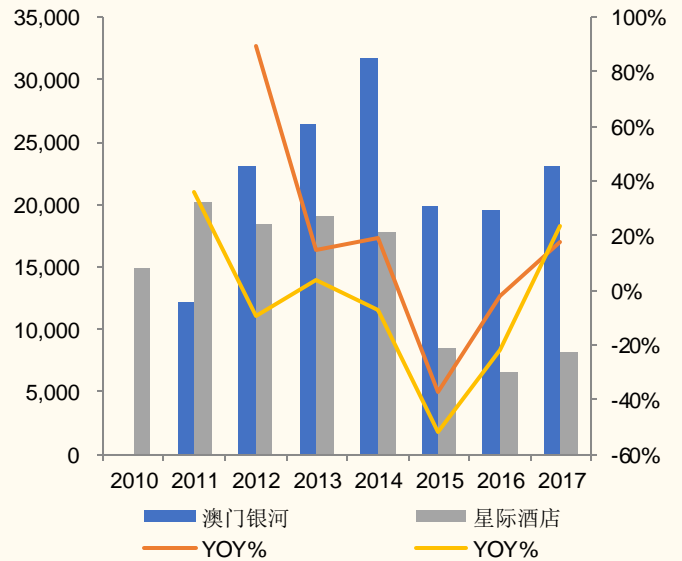
- 银河娱乐的三大娱乐场为澳门银河（一、二期）、百老汇和星际酒店，公司的经营策略和市场敏锐度较高，实现各方面的协调发展：从三大项目整体来看澳门银河作为公司的重点娱乐场，经营数据较为可观，16 年起公司的中场业务获益于行业复苏实现 20% 的正向增长，贵宾业务下滑趋势出现反转，17 年澳门银河实现 VIP 收益 230.6 亿港元/+18%，中场业务收益 166.64 亿港元/+19.3%。星际酒店作为公司首个五星级酒店位于半岛区域，17 年贵宾业务反弹明显，从 16 年 VIP 收益下滑 22% 到 17 年正向增长 23.7%，中场业务收入的变化与澳门银河相一致（2017 年星际酒店实现 VIP 收益 82.13 亿港元/+23.7%，中场收益 56.09 亿港元/+15.2%）。从公司两大重点项目来看公司的发展较为平衡，首先是区域性的平衡，半岛及氹仔区域的增长相一致，其次是中场和贵宾业务的平衡，实现双轮驱动。百老汇重点服务大众旅客，由于 17 年将百老汇中场区域的部分赌台移至其他娱乐场导致中场收益下降 41.6%。

图表 31: 2010-2017 年按照三大酒店拆分博彩收益情况



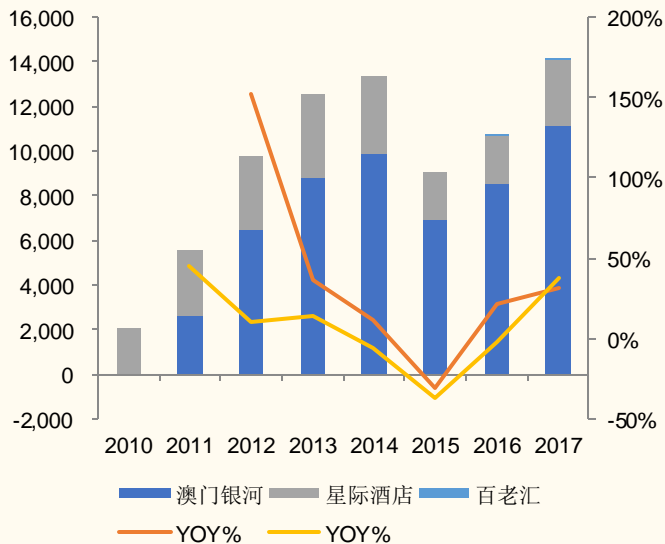
来源: 公司年报, 国金证券研究所, 单位: 百万港元

图表 32: 2010-2017 年按照三大酒店拆分 VIP 收益情况



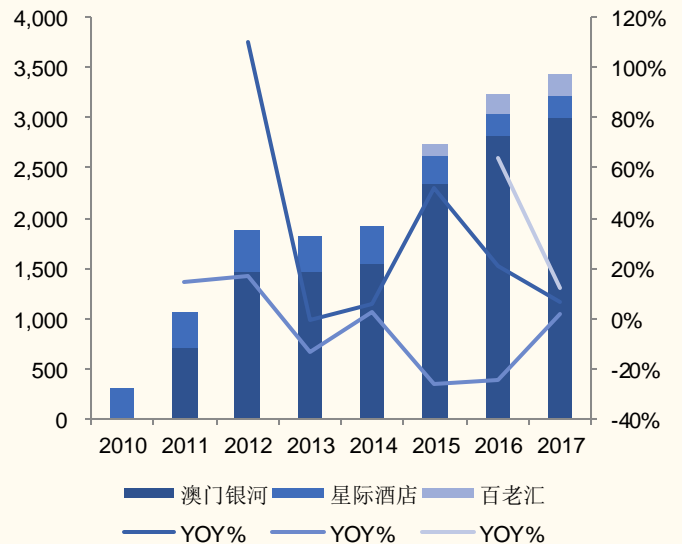
来源: 公司年报, 国金证券研究所, 单位: 百万港元

图表 33: 2010-2017 年按照三大酒店拆分的 EBITDA



来源: 公司年报, 国金证券研究所, 单位: 百万港元

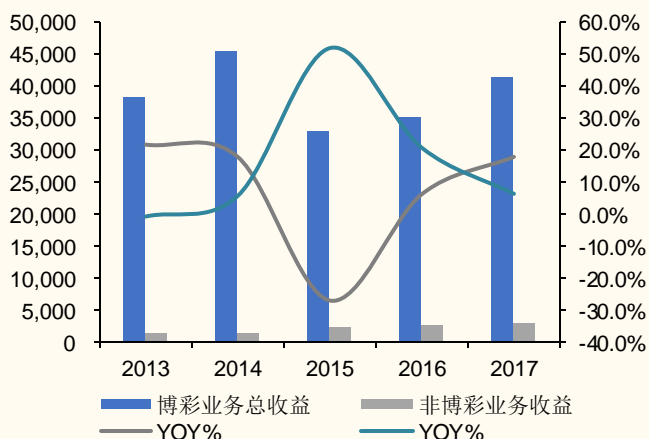
图表 34: 2010-2017 年按照三大酒店拆分的非博彩收入



来源: 公司年报, 国金证券研究所, 单位: 百万港元

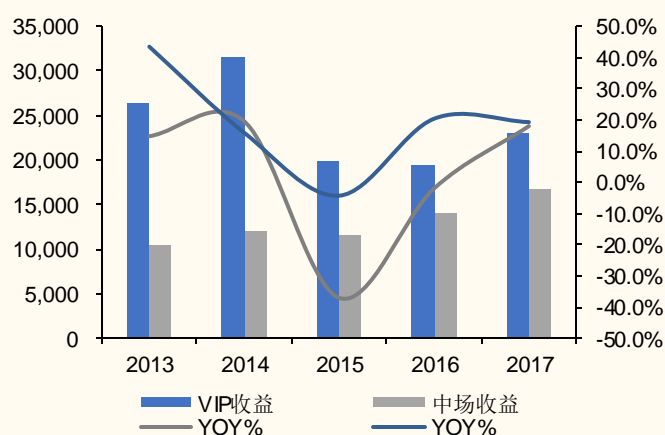
- 澳门银河项目:** 澳门银河是银河娱乐在氹仔地区布局的核心项目, 于 2011 年 5 月开业, 并于 2015 年 5 月第二期开业。2017 年澳门银河博彩业务收益为 415.66 亿港元/+18%, 经调整 EBITDA 为 111.3 亿港元/+30.9%。受益于 2015 年二期项目的开业, 澳门银河博彩业务总收入在 2016 年上半年恢复正向增长, 非博彩业务因酒店、购物中心、娱乐设施的扩张正历经高速增长期。2017 贵宾业务收益 230.6 亿港元/+18%, 净赢率 3.7%趋势与公司整体趋势相吻合。在贵宾区转码投注额处于低迷期时, 贵宾业务净赢率相对较高, 使得整体收益的变化相对可控。中场业务受益于氹仔地区客流量的增加, 2017 年实现 166.64 亿港元/+19.3%, 净赢率始终维持在 44% 左右, 整体呈现上升趋势。作为公司最大的收益及盈利贡献来源, 澳门银河经调整 EBITDA 自 2016 年开始保持正向增长 (2016/2017 分别为 22%/30.9%)。2016 年澳门旅游市场的复苏带动中场市场最先回归正向增长, 叠加公司的经营策略调整, 高利润率的中场业务经营比例的提升带动了澳门银河整体 EBITDA 利润率的上升 (2017 年 EBITDA 率为 25%/+2.7pct)。

图表 35: 13-17 年澳门银河博彩收益、非博收益及增速



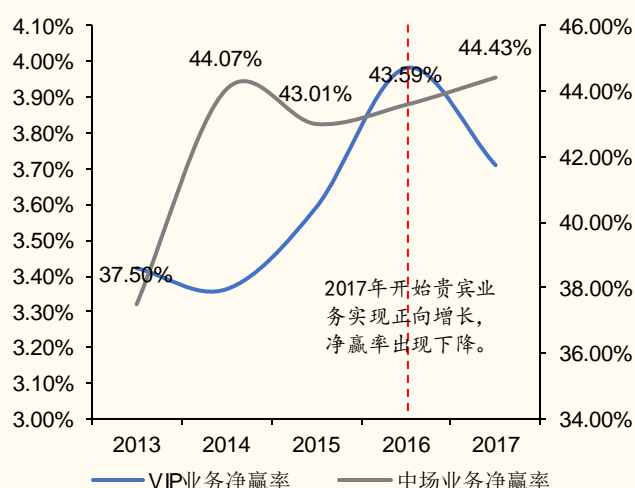
来源: 公司年报、国金证券研究所, 单位: 百万港元

图表 36: 13-17 年澳门银河贵宾、中场收益及增速



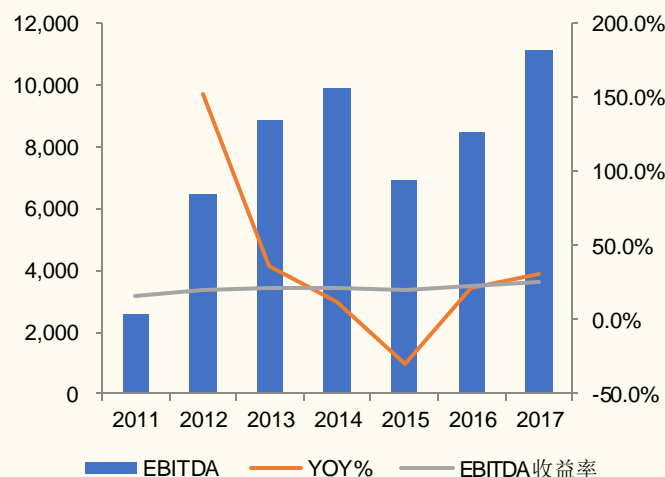
来源: 公司公告、国金证券研究所, 单位: 百万港元

图表 37: 13-17 年澳门银河贵宾、中场业务净赢率变化



来源: 公司公告、国金证券研究所, 单位: 百万港元

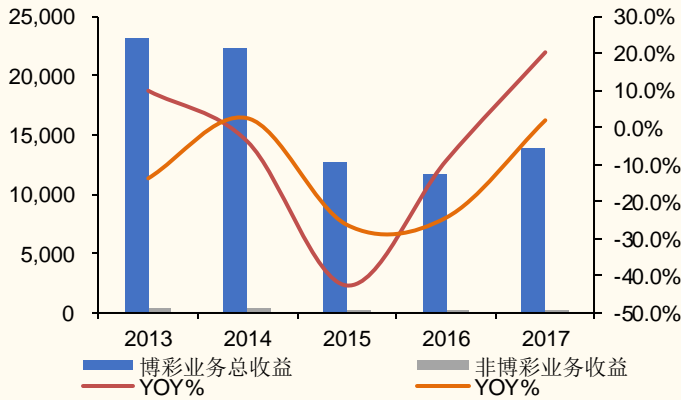
图表 38: 11-17 年澳门银河 EBITDA 及 EBITDA 利润率



来源: 公司公告、国金证券研究所, 单位: 百万港元

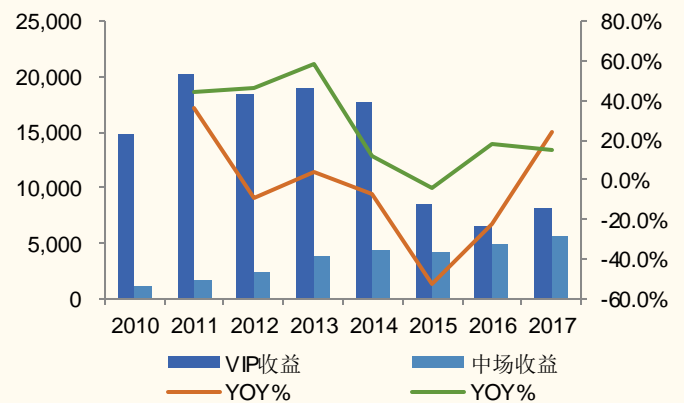
- 澳门星际酒店:** 星际酒店是银河娱乐旗下的首家五星级酒店, 2006 年开幕, 位于澳门半岛的核心地带。2017 年实现博彩总收入为 139.68 亿港元/+20.3%, 经调整 EBITDA 为 29.66 亿港元/+37.6%, 收益率为 20.9%。受行业不景气及游客向路氹地区转移趋势的叠加影响, 以贵宾业务为主的星际酒店博彩业务受影响较为严重, 14-16 年均出现博彩业务收入下滑, 15-16 年贵宾博彩收益分别下滑 52.1%和 22%。星际酒店调整经营策略逐步提升中场收入比例, 16/17 年中场收益增速达到 17.7%/15.2%, 带动博彩业务的整体复苏。在贵宾业务受到严重冲击背景下星际酒店关闭了 6 个贵宾厅以控制经营成本, 提高经营效率, 中场收入占比由 2014 年 19.4%提升到 2016 年 41.9%。2017 上半年经济整体回暖, 贵宾厅客户基数开始恢复, 星际酒店新开 3 个贵宾区域, 使得 2017 贵宾博彩收益增长 23.7%。由于星际酒店属于银河旗下的早期酒店, 其非博彩业务的占比相对较少, 拓展相对有限, 同时其酒店入住率始终保持 98%以上, 吸引旅客的能力在澳门半岛地区较为突出。与澳门银河一样, 中场业务比例的倾斜拉动了娱乐场整体经营利率的提升, 2017 经调整 EBITDA 利润率为 20.9%/+1.1pct。

图表 39: 13-17 年星际酒店博彩、非博收益及增速



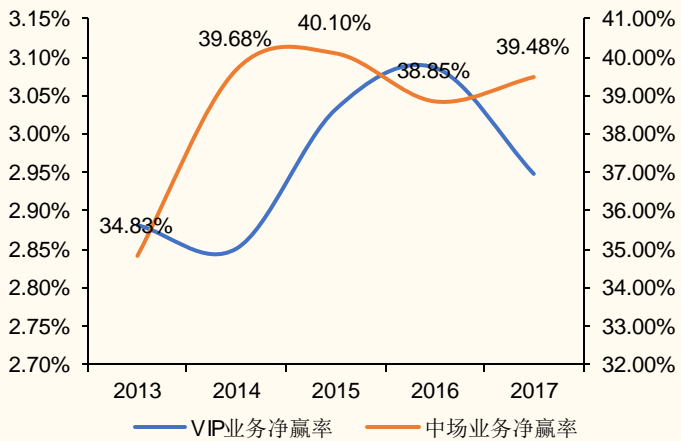
来源: 公司公告、国金证券研究所, 单位: 百万港元

图表 40: 13-17 年星际酒店贵宾、中场收益及增速



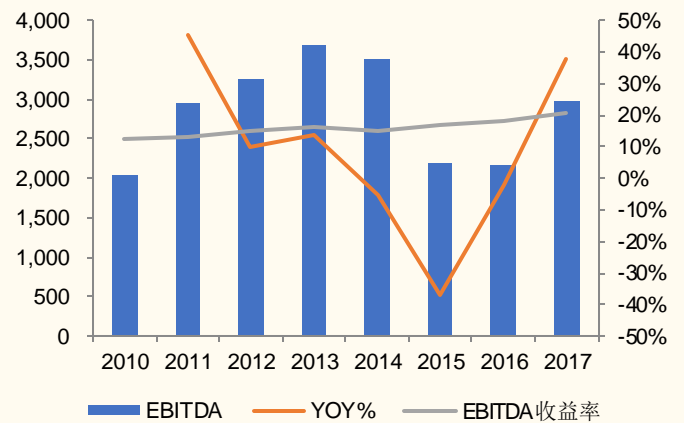
来源: 公司公告、国金证券研究所, 单位: 百万港元

图表 41: 13-17 年澳门星际酒店贵宾、中场业务净赢率



来源: 公司公告、国金证券研究所,

图表 42: 13-17 年星际酒店 EBITDA 及 EBITDA 利润率



来源: 公司公告、国金证券研究所, 单位: 百万港元

- 澳门百老汇酒店:** 百老汇是银河娱乐收购金都娱乐后改造升级的旗舰项目, 位于澳门银河的旁边, 主打中场业务和非博彩业务, 对公司整体贡献率相对较低。百老汇主要提供一系列非博彩项目 (百老汇大街、百老汇舞台、40 间餐厅), 非博彩业务 2016-2017 年增速分别为 64%/12.2%, 业务占比在 30%-40% 之间。2017 年公司从整体考虑, 将百老汇中场区域的部分赌台移至其他娱乐场以提高经营效率, 导致 2017 全年中场收益同比下降 41.6%, 但由于其占比较小 (百老汇占整体收入仅为 1%), 百老汇的收益变化对公司整体影响不大。

图表 43: 2015-2017 年百老汇酒店的经营数据一览表

单位: 百万港元	2015	2016	2017
中场收益	285.0	449.0	262.0
YOY%		57.5%	-41.6%
中场投注额	1,220	1,970	1,062
净赢率%	23.36%	22.79%	24.67%
角子机收益	20.0	30.0	31.0
YOY%		50.0%	3.3%
角子机投注额	311	522	1,019
净赢率%	6.43%	5.75%	3.04%
博彩业务总收益	305.0	479.0	293.0
YOY%		57.0%	-38.8%
非博彩业务收益	120.0	197.0	221.0
YOY%		64.2%	12.2%
经调整 EBITDA	-7.0	30.0	10.0

	YOY%		
		528.6%	-66.7%
EBITDA 收益率	-1.6%	4.4%	1.9%
入住率	99.0%	100.0%	100.0%

来源：公司年报，国金证券研究所

5. 对标新开娱乐场银河优势明显，银河储备项目开业有望增厚业绩

5.1 银河项目用地储备雄厚，新项目规划更具多元性

- 公司土地储备优势明显，实现业务的多元均衡发展：**随着 2018 年美狮美高梅、上葡京等项目的陆续开业，各大娱乐场在路氹地区的布局基本成型，而银河娱乐手中的土地储备将在 2019 年后成为业内土地储备最为雄厚的博彩公司。在特区政府对于博彩项目的规划用地审批收紧的情况下，大量的土地储备有助于公司继续开发新项目，满足旺盛的市场需求，使得银河娱乐在未来中长期取得相较同业的显著优势。目前公司的储备项目主要包括：**(1) 路氹地区澳门银河的三、四期项目：**这两个项目紧邻澳门银河的一期和二期，投资额约 450 亿港元，预计将于 2019 和 2020 年开业，建成后将把现有澳门银河运营面积翻倍，共计 200 万平方米，强化博彩行业的龙头地位，成为澳门地区最大的博彩运营公司。公司对于澳银三、四期的规划目标为：在保持贵宾业务份额的基础上，博彩业务以中场业务为核心，同时将大力发展以 MICE 为主的非博彩业务，承接商务旅游与休闲度假的双重需求，迎合澳门当地政府对于经济的规划和博彩事业转型目标。**(2) 横琴项目：**公司在横琴新区西南填海区域投资 2.7 平方公里的土地和一座桥梁建设，位于澳门和珠海交界处。由于横琴地区不允许发展博彩业务，公司计划在该地投资近 100 亿港元建设低密度的休闲旅游度假村，与公司在澳门的高密度度假城优势互补，未来将发展成为与澳门密切联系旅游及商务休闲中心。

图表 44：银河在澳门路氹区域的项目占地情况



来源：网络公开信息，国金证券研究所

5.2 对比永利皇宫、巴黎人和美狮美高梅开业情况，银河三四期项目前景可期

- 永利皇宫与金沙巴黎人分别在 16 年 8 月和 9 月开业，美狮美高梅 2018 年 2 月开业：**永利澳门旗下的永利皇宫 2016 年 8 月 22 日开幕，金沙中国旗下的巴黎人在 9 月 13 日正式营业，两家酒店的开业时间较为相近，地段均在氹仔区域。**1) 永利皇宫娱乐场**占地 42 万平方尺，拥有贵宾赌枱 112 张/中场赌枱 198 张/角子机 1013 张，酒店提供 1706 间客房；**2) 金沙巴黎人**的娱乐场占地面积 25.3 万平方尺，拥有 365 张赌枱(贵宾+中场)及 1254 张角子机，提供客房 2805 间；**3) 美狮美高梅**作为美高梅中国首个路氹项目投资额达到 34 亿美元，楼面面积 200 万平方英尺，提供 1400 间

客房, 赌桌 185 张、角子机 1172 台。澳门银河三、四期赌桌数预计为赌枱 700-750 张, 角子机 2500-2600 张, 提供酒店客房数达 4000 间客房、套房或别墅。项目将大力发展非博彩休闲和 MICE 业务, 相关娱乐配套设施、休闲场所以及会议场地的建设也将陆续规划。

图表 45: 永利澳门旗下的永利皇宫与金沙中国的巴黎人的基本情况介绍

	永利皇宫	巴黎人	美狮美高梅	澳门银河三、四期
开业时间	2016 年 8 月 22 日	2016 年 9 月 13 日	2018 年 2 月 13 日	2019 年
占地面积	42 万平方米 (娱乐场)	25.3 万平方米 (娱乐场)	楼面面积 200 万平方英尺 (非博彩元素占总面积超过 85%)	900 万平方米
赌枱数	贵宾赌枱 112 张、中场 198 张、角子机 1013 张	365 张赌枱及 1254 张角子机	赌桌 185 张、角子机 1172 台	预计 700-750 张赌枱、2500-2600 张角子机
房间数	1706 间	3000 间	1400 间	预计 4000 间
地理位置	路氹区域	路氹区域	路氹区域	路氹地区
投资额	350 亿港元	240 亿澳门元	34 亿美元 (约 270 亿澳门元)	450 亿港元
娱乐设施	观光缆车, 健身中心, 水疗康体中心, 8 英亩表演湖、花卉艺术展示和艺术展示	2:1 的巴黎铁塔、水世界、巴黎人剧院	美高梅剧院、美狮美高梅艺术收藏、水疗中心等	-

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 永利皇宫以高端业务为主, 高端业务高弹性增长带动永利皇宫的收益规模和日均收益相对较高: 永利皇宫 2017 总收益 204.33 亿港元, 其中博彩收益为 190.44 亿港元, 贡献率达到 93%。永利皇宫的开业使得永利澳门整体博彩收益增长 68%, 其旗下另一家娱乐场的博彩收益仅增长 14.8%。从日均收益来看日均博彩收益为 52.5 百万港元, 为业内较高水平, 主要得益于高端业务为主的业务结构的吸金能力较强。永利皇宫 VIP 收益为 115.88 亿港元, 占博彩收益的 60.85%。EBITDA 为 33.96 亿港元, EBITDA 利润率为 16.63%, 日均 EBITDA 为 9.3 百万港元, 相对于以中场业务为主的金沙巴黎人而言相对较低。非博收益为 13.89 亿港元, 非博收益占比相对较低 (7.05%)。
- 巴黎人受益于中场及非博彩业务规模较大以及金沙中国多个娱乐场的集聚效应, EBITDA 利润率和人均 EBITDA 相对较高: 金沙巴黎人 2017 的博彩收益为 115.1 亿港元, 巴黎人开业带动金沙中国整体博彩收益增长 17.9%, 而旗下其余娱乐场除百利宫、威尼斯人外, 2017 收益均呈现下降态势。EBITDA 为 32.14 亿港元, EBITDA 利润率为 26.73%, 日均 EBITDA 为 11.28 百万港元, 较高的利润率得益于金沙一贯以高利润中场业务为主的经营策略, 以及地理位置的优越性和金沙旗下多个酒店的集聚效应。澳门巴黎人中场业务收益 152.88 亿港元, 占博彩收益的 52.77%, 是公司的发展重点。同时规模较大的非博彩业务也成为了巴黎人中场业务高收益的重要支撑。2017 收益为 15.28 亿港元, 非博收入占比总收益为 11.73%, 非博彩收益占比相对较高。其中酒店客房收入为 10.14 亿元, 入住率为 90.4%, 平均房价为 1006.2 港元。

图表 46: 从博彩收益和 EBITDA 角度来看两家酒店的经营情况

	永利皇宫	澳门巴黎人
总收益 (亿港元)	204.33	137.24
博彩收益 (亿港元)	190.44	115.1
博彩收益占比%	93.2%	88.27%
非博彩收益 (亿港元)	13.89	15.29
非博彩收益占比%	6.8%	11.73%
EBITDA (亿港元)	33.98	32.14
EBITDA 利润率	16.63%	26.72%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 47：从日均收益及 EBITDA 角度来看巴黎人及永利皇宫的经营情况

单位：百万港元	永利皇宫	澳门巴黎人
日均总收益	55.98	35.7
日均博彩收益	52.2	31.5
日均 VIP 博彩收益	31.7	12.3
日均中场博彩收益	16.9	16.6
日均每张赌桌的博彩收益	16.8	8.6
日均非博彩收益	3.78	4.2
日均 EBITDA	9.3	11.28

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：永利皇宫及金沙巴黎人的博彩业务结构

单位：亿港元	永利皇宫	澳门巴黎人
博彩收益	190.44	115.1
VIP 业务收益	115.88	44.75
占比%	60.85%	38.89%
中场业务收益	61.72	60.73
占比%	32.41%	52.77%
角子机业务收益	12.83	9.59
占比%	6.7%	8.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：永利皇宫及金沙巴黎人的非博彩业务结构

	永利皇宫	澳门巴黎人
非博彩收益 (亿港元)	13.89	15.28
占比%	7.05	11.73
酒店客房数	1076	3000
入住率%	96%	90.4
ADR (港元/间)	1845	1113
Revpar (港元/间)	1772	1006.2
客房收入 (亿港元)	3.28	7.1

来源：公司公告，国金证券研究所

- 美狮美高梅日均数据相对于永利皇宫及巴黎人较为逊色：1 季报中美狮美高梅开业约 47 天，实现 VIP 业务收益 38.7 百万港元/净赢率 1.9%、中场收益 4.92 亿港元/18.1%净赢率，总体博彩收益为 6.23 亿港元，实现 EBITDA 0.65 亿港元，酒店入住率达到 90%，过夜需求旺盛。选取 2016 年 Q3 的季报数据对比永利皇宫、巴黎人、美狮美高梅的开业情况来看美高梅的赌桌数为新开业娱乐场中最少的，同时对比三家不同基因的娱乐场来看永利及巴黎人的定位较为明确，永利皇宫在贵宾业务的重点布局使得日均博彩收益及每张赌桌的日均博彩收益相对较高，定位中场的巴黎人日均中场收益和日均 EBITDA 相对较高，而美狮美高梅表现相对疲软。

图表 50：对比三家新开业娱乐场的经营数据来看区位和赌桌的经营策略至关重要

	永利皇宫	巴黎人	美狮美高梅
开业时间	2016 年 8 月 22 日	2016 年 9 月 13 日	2018 年 2 月 13 日
距离最近季报的开业天数	40 天	18 天	47 天
博彩收益	1.467 亿美元	0.57 亿美元	6.23 亿港元
其中 VIP 收益	1.2 亿美元	0.23 亿美元	38.7 百万港元
中场收益	0.52 亿美元	0.38 亿美元	4.92 亿港元
赌桌数及分布	346 张 (72 张贵宾, 274 张中场)	410 张	185 张
EBITDA	0.2 亿美元	0.19 亿美元	0.65 亿港元
日均博彩收益	3.7 百万美元	3.2 百万美元	13.3 百万港元 (约 1.69 百万美元)
日均 VIP 收益	3.0 百万美元	1.3 百万美元	0.8 百万港元 (约 0.1 百万美元)
日均中场收益	1.3 百万美元	2.1 百万美元	10.5 百万港元 (约 0.18 百万美元)
日均 EBITDA	0.5 百万美元	1.1 百万美元	1.4 百万港元 (约 0.18 百万美元)
每桌日均博彩收益	1.2 万美元	0.8 万美元	6.1 万港元 (约 0.78 万美元)
每张贵宾赌桌日均博彩收益	4.2 万美元	-	6.86 万港元
每张中场赌桌日均博彩收益	0.47 万美元	-	6.45 万港元

来源：公司年报，国金证券研究所

- 综合来看，澳门银河平衡性业务结构、非博业务的多元化效应和娱乐场的聚集效应将支撑其三、四期项目开业后的业绩表现：银河娱乐博彩业务的发展战略是高端、中场业务的平衡性发展，在保持贵宾业务的市场份额的基础上，大力发展中场业务。这一策略兼具永利皇宫贵宾业务为主的强大吸金能力，和金沙巴黎人中场业务为主的高利润率水平。未来项目开业后，将进一步抢占贵宾、中场业务的市场份额，成为澳门地区最大的博彩运营商。银河规模巨大且较为多元的非博彩业务结构将成为未来项目发展的重要支撑，MICE 业务的发展将进一步吸引客流量，兼顾休闲旅行、家庭旅行、商务旅行各类客户群体。银河一直以来以接近 100% 的酒店入住率在业界享有良好口碑，由于澳门目前的酒店供给情况与日益增长的游客过夜需求有较大缺口，我们预计未来三、四期项目酒店客房的入住率仍将在 95% 以上，为澳银博彩业务带来稳定的客源。同时，与金沙中国在路氹地区的布局相类似，银河娱乐在路氹地区的布局也极具娱乐场的聚集效应，澳门银河一到四期紧密相连，百老汇娱乐场仅隔街相望，各个娱乐场所之间消费消费价格具有差异性，可以普及高端消费人群和大量中产阶级，也满足了部分游客多场所游览的需求。

图表 51：澳门氹仔区域的各个博彩娱乐场的布局情况



来源：澳门博彩监督局，国金证券研究所

5.3 公司将在亚太地区地区进一步开拓市场

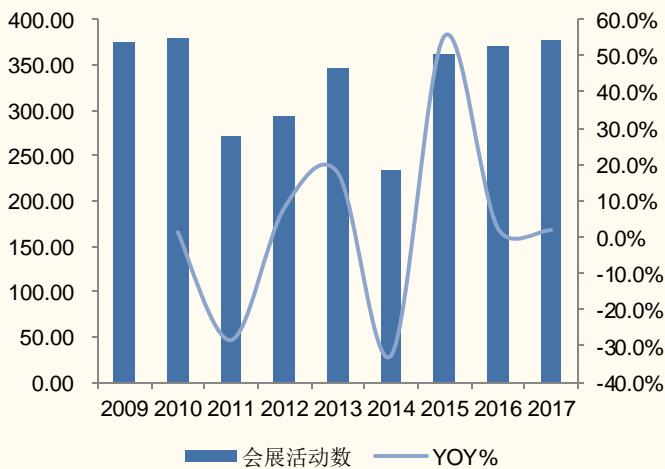
- 公司将在亚太地区发展综合度假城项目，挖掘日本市场的发展机会：未来，公司将继续进行国际扩张，在与蒙地卡罗滨海度假酒店建立合作关系之后，公司将借此提升在亚太地区的品牌和业务，建设综合度假城，进一步开拓海外市场。同时，公司将挖掘日本市场的发展机会。2016 年 12 月，日本废除博彩禁令，通过《综合度假村促进法案》，为公司在日本的扩张创造了良好环境。通过挖掘潜在的海外市场，公司未来业绩有望增厚。目前公司加强并扩大日本的发展团队，聘任陈应达担任首席营运总监。

6. 外部环境持续改善支撑博彩市场高景气度，公司吸客能力强同时符合澳门当地经济转型方向

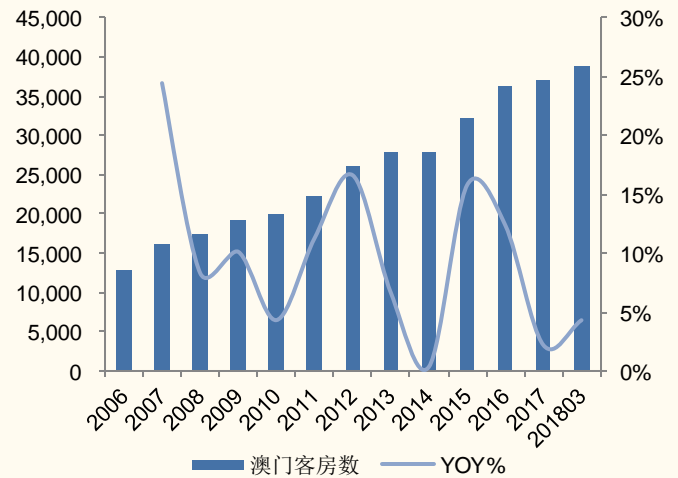
6.1 政策指引——澳门政府大力发展非博彩业务，合家欢+MICE 推动多元均衡发展，力求目的地转型。

- **MICE 业务将成为未来发展重心，发展以旅游购物及会展业务为主的非博彩业务：**澳门除了博彩业务之外，以 MICE 业务为主的非博彩业务是未来澳门发展的中心。同时特区政府坚定不移的推动博彩业务的多元均衡发展，鼓励及推动博彩业界大力发展非博彩元素，未来形成以中场合家欢业务及 MICE 业务为主的世界旅游休闲中心。国际展览业协会在《亚洲展览业年度报告》中指出，澳门在 15 年在全球城市排名中名列九十三位。16 年施政报告公布澳门特区政府将按照“会议为先”的策略来推动会展发展，2018 年 3 月可提供客房 38700 间房，硬件配套较为完善。会议将充分利用酒店及娱乐场的场地优势，平滑淡旺季。

图表 52：2012-2017 澳门季度会展活动数



图表 53：2013-2017 年澳门酒店供应客房数（间）



来源：wind,国金证券研究所

来源：wind,国金证券研究所

- **澳门特区政府在第一个五年计划中提到以建设世界休闲中心为基本目标和核心任务：**对澳门经济进行加减法，部分淡化博彩元素，实现博彩业与非博彩业联动发展，推动以“会议为先”的会展业、中医药产业、文化创意产业、特色金融产业等新兴行业成长。其中会展业和金融业是澳门落实国家“十三五”规划，参与“一带一路”倡议的重要着力点。澳门博彩加上综合度假村模式，增加非博彩元素。

6.2 基建交通改善——码头、轻轨、大桥和口岸全线贯通，内外辐射客群范围大大扩展，提高游客渗透率。

- **交通布局对于拉动游客流量立竿见影：**1) 氹仔码头 2017 年 6 月 1 日正式启动，占地面积约 20 万平方米，设有 16 个客船泊位、2 个多功能泊位、127 条出入境通道、每天可处理最高 40 万出入境人次，可乘船直达香港、深圳福永、深圳蛇口等地。在满足澳门路氹地区发展海路发展需求的同时，能缓解外港客运码头的接待压力。2) 港珠澳大桥 2017 年 7 月 7 日主体工程实现贯通，预计 2018 年通行。总长 55 公里，连接香港、珠海和澳门的超大型跨海通道，将珠海和香港两地的通行从过去的陆路三四小时、水路一个多小时压缩到 30 分钟左右的车程，实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，有效的将香港的旅客引流到澳门。3) 广珠城轨横琴延长线 2016 年 9 月 27 日实现主体结构封顶，预计 2018 年完工。横琴站通车后拱北的珠海站到横琴站仅需 15 分钟左右，广州到横琴最快 70 分钟左右。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4) 澳门本地轻轨 2008 年开始动工，预计 2019 年完工。5) 青茂口岸（粤澳新

通道) 预计在 2019 年完成建设, 设计通过能力日均 20 万人次, 同时采用“合作查验、一次放行”的新通关模式, 以疏导拱北客流。

图表 54: 氹仔客运码头 2017 年 6 月 1 日正式启动



来源: 澳商圜, 国金证券研究所

图表 55: 港珠澳大桥预计 2018 年通行



来源: 网易财经, 国金证券研究所

图表 56: 广珠城轨延长线将在横琴站与澳门轻轨连接



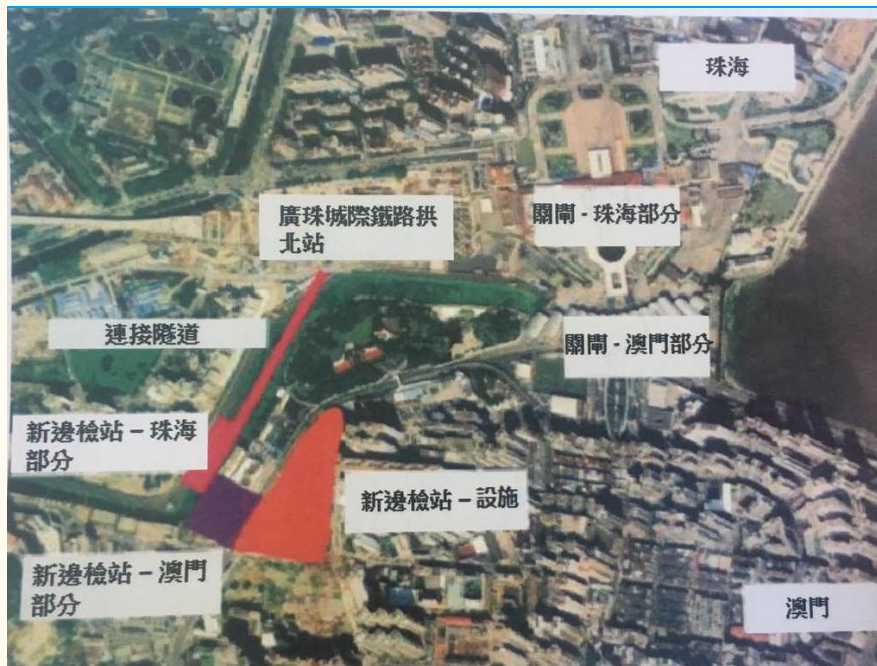
来源: 广州参考, 国金证券研究所

图表 57: 澳门本地轻轨预计 2019 年完工



来源: 广州参考, 国金证券研究所

图表 58：青茂口岸的建成能够缓解拱北的接待压力



来源：团队拍摄，国金证券研究所

图表 59：多重交通利好对澳门旅游市场的拉动效果以及辐射人群范围

线路/口岸	开通时间	投资额	所在位置	辐射人群	人口数量	主要目的
氹仔码头	2017年6月1日	38 亿港元	澳门氹仔新填海区	香港、深圳福永、深圳蛇口等区域的游客群体	一天最多处理 40 万出入境游客	缓解外港码头的接待压力，减少排队时间。对于吸引目的地游客来说作用不大，但能够提高澳门的接待能力。
港珠澳大桥	预计 2018 年	1100 亿	横跨香港、珠海、澳门三地	香港人口及国际游客、广东省游客	香港人口：741 万人；入境游客：5847.2 万人次	实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，借助于香港及广东的国际交通枢纽地位来拉动澳门的客流量。
广珠城轨横琴延长线	预计 2018 年	-	拱北-横琴长隆公园-珠海机场	广州地区及通过广州辐射到全国	广州人口：1449.84 万人 广州游客：20420 万人次	广州到横琴最快 70 分钟左右。横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。
澳门本地轻轨	预计 2019 年	75 亿港元	连接澳门各个口岸	澳门居民及游客	澳门居民：65.31 万人； 澳门游客：3261.1 万人次	便于游客，同时与横琴对接形成珠三角一小时生态圈。
青茂口岸	预计 2019 年	-	珠海拱北口岸西南侧约 800 米珠海澳边界处	-	-	缓解拱北口岸的接待压力，加快进出关的时间。

来源：网络公开信息，国金证券研究所

6.3 供给变化——布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型

- 六家博彩巨头的娱乐场业务以大型综合度假村为载体，同时布局酒店餐饮、购物、演艺、室内乐园等度假休闲多元化设施，满足不同群体需求。2017-2018 年多家博彩巨头（澳博控股、美高梅中国、新濠博亚）利用自有用地打造新型的博彩综合体项目，以满足持续旺盛和多元化的需求。

图表 60：2017 年六大博彩运营商博彩综合体的酒店布局、赌枱以及配套娱乐设施项目情况

公司	酒店	房间数	赌枱数	角子机	配套娱乐设施
澳博控股	新葡京	413	贵宾 123 张、 中场 272 张	817	米其林餐厅、名牌零售店
	葡京	1000	贵宾 28 张、 中场 114 张	154	米其林餐厅、名牌零售店、游戏机中心

	十六浦索菲特酒店	408	-	-	综合娱乐休闲项目
	回力海立方娱乐场		中场 198 张	385	
	回力大楼 (2016 年 12 月启动)	132 间客房	37 张中场	85	
	海岛娱乐场 (2016 年 11 月启动)		5 张中场	101	
银河娱乐	澳门银河	236			160 个顶级品牌, 10 万平零售空间; 120 间餐厅; 7.5 万平天浪淘园、575 米的空中激流、空中泳池、亚洲主题式热带园林; 银河影院, 10 间独立影院。
	1、丽思卡尔顿酒店		840	-	
	2、悦榕庄	256			
	3、万豪酒店	1015			
	4、大仓酒店	488			
	5、银河酒店	1449			
	澳门百老汇	320	20	-	3000 个座位的百老汇舞台; 40 间餐厅; 10 间零售店铺
	星际酒店	500	245	-	-
新濠博亚	新濠天地	300			20 间餐厅; 容纳 2000 名观众的水舞间; 新濠大道商店; 26210 平方英尺娇比夜总会; 水疗中心; 会议厅
	1、Crown Towers		475	670	
	2、Hard Rock	322			
	3、君悦酒店	800			
	新濠锋	220	100	119	水疗中心、高端餐厅、名牌零售店
	新濠影汇	1598	290	970	8 字摩天轮、演唱会、魔幻间表演、童乐园、蝙蝠侠夜神飞驰
永利皇宫	永利澳门	1008	贵宾 110、中场 195	角子机 933, 扑克牌 11	5.7 万平名牌零售店、健身中心、水疗中心、表演项目、3.1 万平会议区
	永利皇宫	1706	贵宾 112、中场 198	角子机 1013	10.5 万平名牌零售店、观光缆车、水疗健身中心、表演湖及花卉展示、4 万平会议区
金沙中国	威尼斯人	2905	583	1529	120 万平的会议区、91.8 万平购物中心及餐厅, 340 家门店及 50 家餐厅、金光综艺馆、1800 座位剧院。
	巴黎人	2951	365	1254	6.3 万平会议、30 万平购物及餐厅, 18 家餐厅及 160 家品牌、1200 座剧院、巴黎铁塔观景台
	澳门金沙	289	200	761	-
	金沙城中心	654			91.9 万平会议场地、40.7 万平零售区、文娱设施
	1、康莱德酒店				
	2、二期喜来登酒店	1224	404	1553	
	3、三期喜来登酒店	1842			
	4、瑞吉酒店	2126			
	百利宫 (四季)	360	108	196	19 座御匾豪园、餐厅、会议中心、25.9 万平零售区
美高梅	美高梅	582	342	1067	天幕广场、餐厅、零售店、1600 平方米会议
	美狮美高梅	1400	185	1172	美高梅剧院、美狮美高梅艺术收藏、水疗中心等

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 61: 2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况

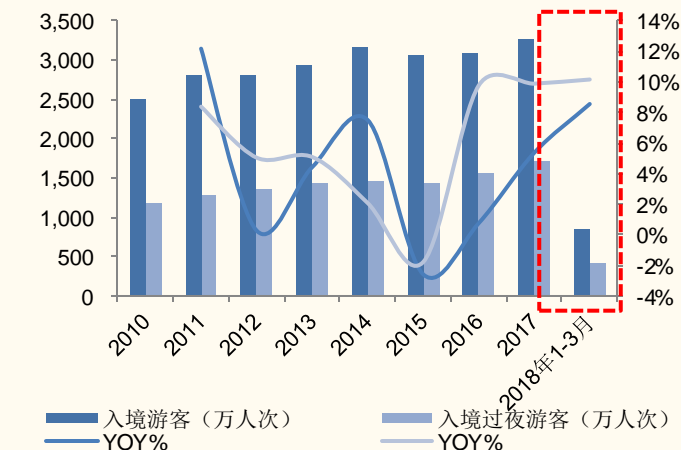
业主	项目	开业时间	预计投资额	客房数	赌桌数
澳博控股	上葡京	2019 年	360 亿港元	2000	700 张赌枱, 1200 部角子机
银河娱乐	澳门银河三、四期	2019 及 2020 年	450 亿港元	预计 4000 间	赌枱 700-750 张, 角子机 2500-2600 张
新濠博亚	新濠天地摩珀斯	2018 年	10 亿美元	800	-
励骏创建	励骏酒店	2018 或 2019 年	约 20 亿港元	-	-

来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

6.4 2018 年博彩各方面数据良好, 公司良好的客流量有望获利

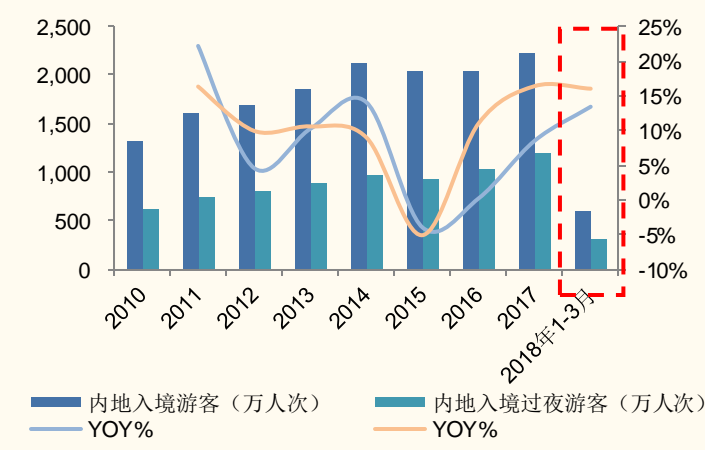
- **18年1-4月博彩数据良好，VIP持续超预期：**2018年4月博彩收入为257.28亿澳门元/+27.6%，1-4月累计博彩收入为1022.39亿澳门元/+22.2%。其中Q1VIP业务收入为429.56亿澳门元/+21%，中场业务收入为297.37亿澳门元/+20.1%。18年从博彩收入、VIP及中场业务收入的增长来看澳门博彩市场维持高景气度。观察18年澳门入境游客数据来看大众游客市场复苏持续，Q1澳门接待入境游客854.57万人次/+8.6%，过夜游客433.04万人次/+10.2%，内地入境游客603.14万人次/+13.4%，过夜游客308.72万人次/+16%，增速持续上升。

图表 62：2010-2018年Q1 澳门入境及过夜游客情况



来源：DSEC，国金证券研究所

图表 63：2010-2018Q1 内地赴澳门入境游客及增速%



来源：DSEC，国金证券研究所

- **六家博彩经营商 Q1 经营数据微观层面显示市场景气度维持，路氹区域的项目增长更为明显：**六家公司分别公布了1季报的数据，从六家经营数据来看博彩景气度维持，VIP增长仍高于中场业务增长。1) 新濠博亚实现博彩总收益110.13亿港元/+15.5%，其中VIP收益增长22%，中场收益增长8.2%。2) 银河娱乐博彩总收益为172亿港元/+31%，其中VIP收益增长44%，中场收益增长17%。3) 金沙中国博彩业务总收益168.4亿港元/+20.2%，其中VIP收益增长20.7%，中场收益增长22%。4) 永利实现博彩总收益15.09亿美元/+28%，其中VIP业务收益增长9.2%，中场收益增长48.9%。5) 澳门美高梅实现博彩总收益50.5亿港元/+10.6%，其中VIP业务收益增长24.5%，中场业务收益增长-2.9%。6) 澳博控股实现博彩净收益109.16亿港元/+4.6%，其中VIP业务收益下降1.1%，中场业务收益增长9.5%。

图表 64：2018Q1 各个博彩经营商的运营数据情况（单位：百万港元）

	博彩收益	YOY%	VIP 业务收益	YOY%	中场业务收益	YOY%
澳博控股	10,916.0	4.6%	4,881	-1.10%	5,741	9.50%
永利澳门	11,772.0	28%	6,591.78	9%	4,419.48	49%
美高梅	5,053.3	10.6%	2,577.6	24.50%	2,093.8	-2.9%
银河娱乐	17,200	31%	9,900.0	44.0%	6,700.0	17.0%
新濠博亚	11,012.7	15.5%	5,274.4	22.1%	4,934.4	8.2%
金沙中国	16,842.1	20.2%	5,183.3	20.7%	10,482.6	22.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **银河的经营能力较强，贵宾及中场业务协调发展：**从银河娱乐的管理层及娱乐场定位来看其市场定位及经营能力较强，首先公司的实际控制人吕志和先生为第九届全国政协委员、江门市第九届政协委员、上海复旦大学校董。2017年获北京大学杰出教育贡献奖，18年获委任北京大学名誉校董。其次银河娱乐吸引内地游客的能力较强，17年11月在旗下酒店、餐饮及其他服务引进微信支付，同时从酒店的细节和餐厅来看对于内地游客的便利程度和吸引力较强。

7. 风险提示

- **政策面对澳门当地博彩市场的发展有所限制：**澳门博彩事业历史上由于内地反腐导致收入下滑明显，尤其当 VIP 业务收入高速增长时需要考虑内地政府的政策面指导影响。
- **内地经济放缓导致澳门博彩客流量的下降：**内地入境游客占到澳门整体入境游客的 68%，内地经济的变化将对澳门博彩市场产生较大的影响。
- **外部竞争环境加剧对澳门客流产生分流影响：**韩国、新加坡以及菲律宾等地的逐步博彩开放以及 2016 年 12 月 15 日日本国会通过了博彩合法化的法案对澳门的博彩市场产生负面冲击。
- **规划项目建设进度不及预期：**公司银河三四期项目预计 19/20 年分别开业，目前澳门当地的酒店供应较为紧俏，入住率接近 90%，公司旗下的酒店入住率接近 100%，新开酒店能够满足过夜游客需求。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	20101	31331	46421	61888	营业额	62450	73294	83678	93654
现金及现金等价物	17600	28502	43194	58345	销售成本	23261	27698	31608	35381
交易用投资	0	0	0	0	毛利	39190	45597	52069	58273
应收款项	1962	2364	2789	3122	销售、一般性和行政开支	25991	30494	34353	38477
其他应收款	205	153	115	86	研究发展费用	-	-	-	-
存货	171	180	189	198	其他营业收入	598	633	761	910
非流动资产	63713	71353	78949	87306	EBITDA	14041	16053	18858	21163
可供出售投资	23688	23688	23688	23688	折旧和摊销	3349	3201	3079	2960
联营和共同控制实体的投资	1521	1551	1582	1613	EBIT	10692	12852	15779	18203
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-64	-65	-83	-98
固定资产	29056	26546	24583	22739	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	2745	12745	22745	32745	除所得税前溢利	10628	12787	15696	18105
土地使用权	5013	4927	4843	4760	所得税开支	113	141	173	199
无形资产	921	740	608	474	除所得税后溢利	10516	12646	15524	17906
总资产	83815	102683	125370	149194	非控制性股东应占溢利	11	15	17	19
流动负债	27035	33366	40235	45992	股息	-	-	-	-
短期借款	9685	13000	17000	20000	母公司股东应占溢利	10504	12631	15507	17887
应付款项	17237	20253	23122	25879	EPS	2.44	2.93	3.59	4.14
预收账款	-	-	-	-	主要财务比率				
其他	113	113	113	113	单位:百万港元				
非流动负债	764	670	670	670	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	259	200	200	200	成长性				
其他	504	470	470	470	营业额增长率	18.2%	17.4%	14.2%	11.9%
负债合计	27799	34036	40905	46662	EBIT 增长率	67.3%	20.2%	22.8%	15.4%
股本	21469	26356	32357	39278	净利润增长率	67.2%	20.2%	22.8%	15.4%
储备	34013	41757	51263	62229	盈利能力				
保留溢利	-	-	-	-	EBIT/营业额	17.1%	17.5%	18.9%	19.4%
非控制性股东权益	534	534	845	1025	EBITDA/营业额	22.5%	21.9%	22.5%	22.6%
总权益	56016	68647	84464	102532	毛利率	62.8%	62.2%	62.2%	62.2%
总负债和总权益	83815	102683	125370	149194	净利率	16.8%	17.2%	18.5%	19.1%
					ROE	16.9%	16.5%	16.6%	34.9%
综合现金流量表					偿债能力				
单位:百万港元					资产负比率				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	0.74	0.94	1.15	1.35
除所得税后溢利	10628	12787	15696	18105	速动比率	0.74	0.93	1.15	1.34
折旧和摊销	3349	3201	3079	2960	营运能力				
利息费用	64	65	83	98	资产周转率	0.75	0.71	0.67	0.63
营运资本的变动	4479	1911	1493	1197	应收帐款周转率	34.30	35.22	35.28	33.95
经营活动产生现金流量	18520	17964	20351	22360	应付账款周转率	1.57	1.60	1.56	1.53
资本性支出	-11276	-4839	-5186	-5037	存货周转率	147.41	167.86	175.45	187.04
投资、贷款于联营和共同控制实体	159	188	196	213	每股资料				
投资活动产生现金流量	-11117	-4651	-4990	-4824	每股收益	2.44	2.93	3.59	4.14
借款变动	3680	3256	4000	3000	每股经营现金流	4.30	4.16	4.71	5.18
发行股份	348	-	-	-	每股净资产	13.00	15.90	19.56	23.75
支付的股利和利息	-2548	-3804	-4669	-5385	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	1480	-549	-669	-2385	PE	25.72	23.59	19.21	16.66
现金净变动	8884	12764	14692	15151	PB	4.82	4.34	3.53	2.91
现金的期初余额	6803	15702	28467	43159	EV/EBITDA	20.0	18.9	15.7	13.5
现金的期末余额	15702	28467	43159	58310					

来源：公司年报、国金证券研究所

注：由于在盈利预测中 19-20 未考虑三四期项目开业后的业绩增厚，所以在财务处理中未将在建工程转固，以免转固后的折旧增加导致利润数据失真。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH