

2019.06.11

**评级: 增持**

## 牛股的兴衰 3: 百年博彩变局, 银河后来居上

### ——银河娱乐和澳博控股深度比较

	<b>刘越男 (分析师)</b>	<b>赵政 (研究助理)</b>
	021-38677706	021-38677588
	liuyuenan@gtjas.com	zhaozheng020321@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880118060031

**摘要:** 本文深入复盘了银河娱乐与澳博股份公司发展历史, 分析银河娱乐如何抓住时机, 后发至上。

- **投资建议:** 我们预计澳博控股 (0880.HK) 公司 2019-2021 年归母净利润分别为 30.30/37.43/40.64 亿港元, 对应 P/E 分别为 16.2/13.1/12.1x, 对应 EV/EBITDA 分别为 11.8/8.8/7.8x。银河娱乐 (0027.HK) 公司 2019-2021 年归母净利润分别为 125.37/140.06/172.23 亿港元, 对应 P/E 分别为 16.2/14.5/11.9x, 对应 EV/EBITDA 分别为 12.5/10.9/8.9x。两家公司均有值得期待的新开发项目, 将充分享受澳门整体旅游环境的改善, 均给予“增持”评级。
- **业绩影响股价, 估值保持稳定。** ①2008-2019 年, 澳博股价涨幅为 4.6 倍, 银河 17.9 倍, 恒生指数 1.3 倍。银娱 2007-2014 年营收增长 5.5 倍, 年均营收复合增长率为 128%, EBITDA 增长 10.8 倍, 年均 EBITDA 复合增长率为 141%。澳博 2008-2014 年营收增长 3.1 倍, 年均营收复合增长率为 125%, EBITDA 增长 5.4 倍, 年均 EBITDA 复合增长率为 140%。②短期新开业的娱乐场增厚公司业绩, 影响股价; 长期看股价与宏观经济和政策相关性更大。③澳博增长稳定, 估值稳定且与业绩相关性较大; 而银娱发展迅速, 投资者期望获得更高回报, 估值与股价波动更大。
- **更多牌照不意味着更好盈利, 战略与运营更有价值。** ①澳博控股股权结构与家族关系复杂, 拖累了公司发展; 银河娱乐则构成简单。②银河娱乐踩准澳门博彩发展趋势与政策方向, 提前大手笔布局路氹区域, 是成为后起之秀的关键。③经验叠加资源优势, 银河娱乐在中场与非博彩业务上进行资源倾斜, 符合政府、澳门居民、游客三方的利益诉求, 成功把握消费趋势。④澳博大量卫星赌场和外包赌桌, 拉低了整体创收能力; 2012 年以来银娱的员工人均薪酬明显高于澳博, 良好的激励制度保证了员工工作的积极性。⑤股权、战略和管理的不同, 最终反映在各项财务指标与股价上。
- **新物业开业和基础设施完善利好两家公司。** ①新物业开业在即, 产能释放有望提升公司业绩。澳博位于路氹的上葡京开业在即, 弥补酒店客房不足等劣势, 银河三期四期非博彩业务营造合家欢模式, 带来较高客户粘性。②一系列基础设施建成将增加澳门旅游吸引力。
- **风险提示:** 中美贸易纠纷对行业的影响; 新赌场建设进度低于预期; 禁烟政策影响高于预期; 宏观经济增速下行等。

#### 相关报告

- 《上葡京开业在即, 未来增长可期——澳博控股公司首次覆盖报告》  
2019.06.10
- 《项目储备丰富, 优势继续扩大——银河娱乐公司首次覆盖报告》  
2019.06.10
- 《乘高端消费之风, VIP 和中场助力博彩行业发展——博彩行业专题研究》  
2018.05.14
- 博彩业《博彩风云再起, 龙头王者回归》  
2018.02.04

## 目 录

1. 业绩影响股价，估值保持稳定.....	5
1.1. 故事起源：赌牌一拆六，引入竞争与新的管理理念.....	5
1.2. 股价和业绩受宏观经济和政策影响较大.....	5
1.3. 新开业娱乐场短期拉动公司股价.....	9
1.4. 股价上涨受益于历史博彩市场长期向好的基本面.....	11
2. 继承问题决定了家族企业兴衰成败.....	13
2.1. 澳博股份：豪门多故事.....	13
2.2. 银河娱乐：家庭结构与股权结构简单清晰.....	19
3. 把握政府政策走向，决战 10 年后区域发展.....	21
3.1. 澳博主要产业在半岛，银河娱乐路氹大量圈地.....	21
3.2. 符合澳门利益，路氹后来居上.....	27
4. 把握消费趋势，非博彩和中场业务发展迅速.....	33
4.1. 非博彩业务不仅受到游客欢迎，并且利岛利民.....	33
4.2. 2016 年之后，中场强劲拉动行业恢复增长.....	38
5. 更多的牌照资源不意味着更好的盈利.....	40
5.1. 资源利用方式不同.....	40
5.2. 不同战略下的财务数据.....	43
6. 投资建议：银娱澳博均有颇多看点.....	46
6.1. 新物业开业在即，产能释放有望提升公司业绩.....	46
6.2. 一系列基础设施建成将增加澳门旅游吸引力.....	47
6.3. 盈利预测.....	50
7. 风险提示.....	50

## 图目录

图 1： 澳门目前三主三副六张赌牌，主副赌牌间实际权益无差异 ..	5
图 2： 澳博近年来股价较低 .....	6
图 3： 银娱股价走势强于恒生指数 .....	7
图 4： 澳博近年来营收和 EBITDA 仅占高峰时四成左右 .....	8
图 5： 银娱营收和 EBITDA 回暖恢复快 .....	8
图 6： 近年来银娱营收及其增速高于澳博 .....	9
图 7： 近年来银娱 EBITDA 及其增速高于澳博 .....	9
图 8： 澳博娱乐场开业时间与股价 .....	9
图 9： 澳博控股公司大事记 .....	10
图 10： 银娱娱乐场开业时间与股价 .....	10
图 11： 银河娱乐公司大事记 .....	11
图 12： 澳博十多年来股价涨幅超 8 倍 .....	11
图 13： 银娱十多年来股价涨幅超 10 倍 .....	12
图 14： 银娱 EV/EBITDA 估值高于澳博 .....	12
图 15： 澳博控股市场份额不断下降 .....	13
图 16： 何鸿燊家庭人员众多，二房子女分得最多上市产业 .....	13
图 17： 争产风波前何鸿燊为澳娱控股股东 .....	14
图 18： 争产风波始末股权变动 .....	14

图 19: 争产风波后 2012-2018 年澳娱股权分散 .....	15
图 20: 何超凤于 2018 年 4 月接任澳博控股主席 .....	16
图 21: 2019 年 1 月开始实际股权控制权主要集中在何超凤手中 ...	16
图 22: 何超琼参股博彩公司美高梅中国 22.5% .....	17
图 23: 何猷龙以 55.3% 控股新濠国际 .....	18
图 24: 银河娱乐股权集中在吕氏家族手中 .....	19
图 25: 吕志和家庭关系简单 .....	20
图 26: 1991 年后填海造陆才逐渐形成路氹 .....	23
图 27: 1999-2004 从澳门半岛各关口入境澳门旅客人次占比超 90%	24
图 28: 澳博 IPO 时娱乐场分布在半岛内外港口和葡京区附近 .....	25
图 29: 银娱 2002-2006 年博彩物业主要集中在半岛 .....	26
图 30: 银娱 2011 年至今博彩物业主要集中在路氹 .....	26
图 31: 澳门半岛赌场分布 .....	26
图 32: 氹仔赌场分布 .....	26
图 33: 截止 2018 年底澳博旗下酒店数量仅为银娱的 20% 左右 .....	27
图 34: 澳门特区政府博彩行业导向梳理 .....	28
图 35: 氹仔岛近年来陆地面积增加多于澳门半岛 .....	29
图 36: 澳门回归后氹仔行车道路修建增长率最高 .....	29
图 37: 2018 年澳门人口密度远高于北京和上海 .....	30
图 38: 2007-2018 年氹仔人口增速高于澳门半岛 .....	30
图 39: 澳门与大陆城市交通便利 .....	31
图 40: 澳门旅游总人数连续 19 年高速增长 .....	31
图 41: 大陆游客占比赴澳门游客人次逐年上升 .....	32
图 42: 大陆游客增速高于平均增速 .....	32
图 43: 历年分关口入境澳门人数统计 .....	32
图 44: 经过路氹入境澳门人数增长速度快于半岛 .....	32
图 45: GGR 增速与三线城市房价增速相关性较高 .....	33
图 46: 路氹博彩收入 2016 年起反超半岛 .....	33
图 47: 博彩仅占总面积 10% 左右 .....	35
图 48: 博彩收入占总收入 93% 以上 .....	35
图 49: 银娱非博彩收入占比始终高于澳博 .....	35
图 50: 澳博新葡京与葡京娱乐场 .....	36
图 51: 澳博葡京娱乐场夜景 .....	36
图 52: 银娱星际酒店 .....	37
图 53: 银娱澳门银河 .....	37
图 54: 历年澳博旗下酒店入住率整体低于银娱 .....	37
图 55: 近年来澳门旅客停留时间增加 .....	38
图 56: 近年来澳门过夜旅客占比总旅客人数略有增加 .....	38
图 57: 澳门严格控制赌桌数量 .....	38
图 58: 澳门适当控制角子机数量 .....	38
图 59: 路氹地区贵宾厅博彩收入与半岛平分秋色 .....	39
图 60: 路氹地区中场博彩收入反超半岛 .....	39
图 61: 2018 年除永利外各家中场 GGR 占比有超过贵宾趋势 .....	39
图 62: 澳博和银娱中场收入增速回暖正常化 .....	40
图 63: 截至 2018 年底澳博赌台数量第一 .....	41
图 64: 截止 2018 年底澳博角子机数量多于银娱 .....	41
图 65: 卫星娱乐场占据澳博很多赌桌和角子机 .....	41

图 66: 澳博实际自用赌台和角子机数量均少于银娱 .....	41
图 67: 澳博旗下博彩业务卫星娱乐场毛收入占比高 .....	42
图 68: 澳博旗下博彩业务新葡京 EBITDA 占比高 .....	42
图 69: 银娱旗下博彩业务澳门银河毛收入占比高 .....	42
图 70: 银娱旗下博彩业务澳门银河 EBITDA 占比高 .....	42
图 71: 澳博和银娱各娱乐场 2018 年 EBITDA 率对比 .....	43
图 72: 澳博短期利润高于银娱但长期较低 .....	43
图 73: 近年来银娱与澳博 EBITDA 率逐渐拉大 .....	43
图 74: 银娱和澳博资产负债率较低 .....	44
图 75: 澳博和银娱单张赌桌年收入对比 .....	44
图 76: 单张赌桌 GGR 澳博仅为银娱的 1/2.....	45
图 77: 单张角子机 GGR 澳博仅为银娱的 1/3.....	45
图 78: 整体博彩 GGR 何家高于吕家 .....	45
图 79: 单位博彩 GGR 何家低于吕家 .....	45
图 80: 公司员工薪酬占比总营收 .....	46
图 81: 近年来澳博员工薪酬较低 .....	46
图 82: 上葡京酒店走超高端路线, 内部金碧辉煌 .....	46
图 83: 上葡京酒店外观示意图 .....	46
图 84: 长隆海洋王国奠定横琴旅游人气 .....	47
图 85: 预计 2022 年底银河娱乐共有约 7829 间客房 .....	47
图 86: 交通完善利于拓展大陆市场 .....	48

## 表目录

表 1: 澳博高管任职履历.....	16
表 2: 美高梅中国高管任职履历.....	17
表 3: 新濠高管任职履历.....	18
表 4: 银河高管简历.....	20
表 5: 各家娱乐场地址.....	21
表 6: 各家主要大型娱乐场所在区域及开业时间.....	22
表 7: 赌牌拆分初期澳门半岛比氹仔基建设施方面有绝对优势.....	23
表 8: 2018 年基建方面氹仔岛迎头赶上澳门半岛 .....	28
表 9: 澳博控股旗下主要酒店多为自营酒店.....	36
表 10: 银河娱乐旗下主要酒店多为高端连锁酒店.....	36
表 11: 未来 5 年内澳门市内外交通项目.....	48

## 1. 业绩影响股价，估值保持稳定

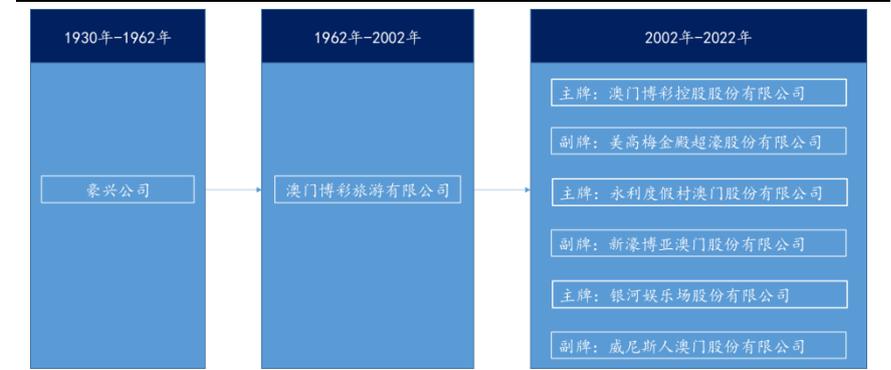
### 1.1. 故事起源：赌牌一拆六，引入竞争与新的管理理念

澳门博彩历史由来已久，可以追溯至十六世纪。1847 年澳葡政府为了产业多元化和增加政府税收开支，首次正式把博彩业合法化。日后博彩收入逐渐成为澳门税收支柱，19 世纪末期澳门在世界上逐渐以博彩文明，被称为“东方蒙地卡罗”。1962 年何鸿燊等人组成的新专营公司澳门旅游娱乐有限公司成立，该公司是澳门唯一合法牌照博彩公司，至此开启了一家独大长达四十年的专营模式。而专营模式使得博彩业自身管理经营模式落后，发展缓慢。另外由于外部澳葡政府管理的临时性思维，社会治安恶化，严重影响到博彩业发展，在 1999 年澳门回归之前，澳门经济出现连续四年负增长，澳门地区发展问题严峻。

1999 年澳门回归后，为了改善这一状况，政府采取投标竞标模式共发放三张赌牌，即博彩行业的经营许可证。最后澳门博彩股份有限公司，银河娱乐场股份有限公司以及永利度假村澳门股份有限公司从 21 家竞标企业中脱颖而出赢得赌牌。

2002 年，由于持牌公司银河娱乐场股份有限公司中香港投资者吕志和与美国威尼斯人集团在经营理念上的严重分歧，双方无法继续合作，澳门政府考虑到整个博彩业发展，决定将赌牌拆分，银娱和威尼斯人分别持主牌副牌，考虑到公平性，也允许其他两家公司将赌牌拆分给另一家公司，至此赌牌变三为六，目前共六家企业持有赌牌。

图 1： 澳门目前三主三副六张赌牌，主副赌牌间实际权益无差异



数据来源：DICJ、 国泰君安证券研究

### 1.2. 股价和业绩受宏观经济和政策影响较大

澳博和银娱是澳门六家博彩持照公司中唯二两家港澳本地全资的博彩公司，业绩和股价均受到宏观经济和政策的影响，在过去的 11 年中走势均强于同期香港恒生指数。但二者同期股价却有较大差异，从 2008-2019 年的 11 年间，澳博股价涨幅为 4.6 倍，银河股价涨幅为 17.9 倍，恒生指数涨幅为 1.3 倍。将两家公司上市以来的股价分为三个阶段，2008.07-2014.03, 2014.03-2016.01 以及 2016.01-至今。其中第一阶段充分受益于澳门回归和宏观经济增长，两家公司股价受到行业高速发展的推动保持较高增长，其中澳博涨幅为 10.5 倍，银娱为 25.6 倍，均远高于同期香港恒生指数的 1.1 倍，在这一阶段，由于银河制定了较优秀的战略，一举超过澳博。第二阶段由于内地反腐以及宏观经济下滑，来澳游客增速放缓且各家公司营收和利润大幅下滑，澳博和银娱的股价均

大幅缩水，跌幅高达 79%和 75%。第三阶段由于国内宏观经济复苏，中场业务带动行业增长，两家公司股价再次上涨，银河涨幅依旧略高于澳博。

图 2：澳博近年来股价较低



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

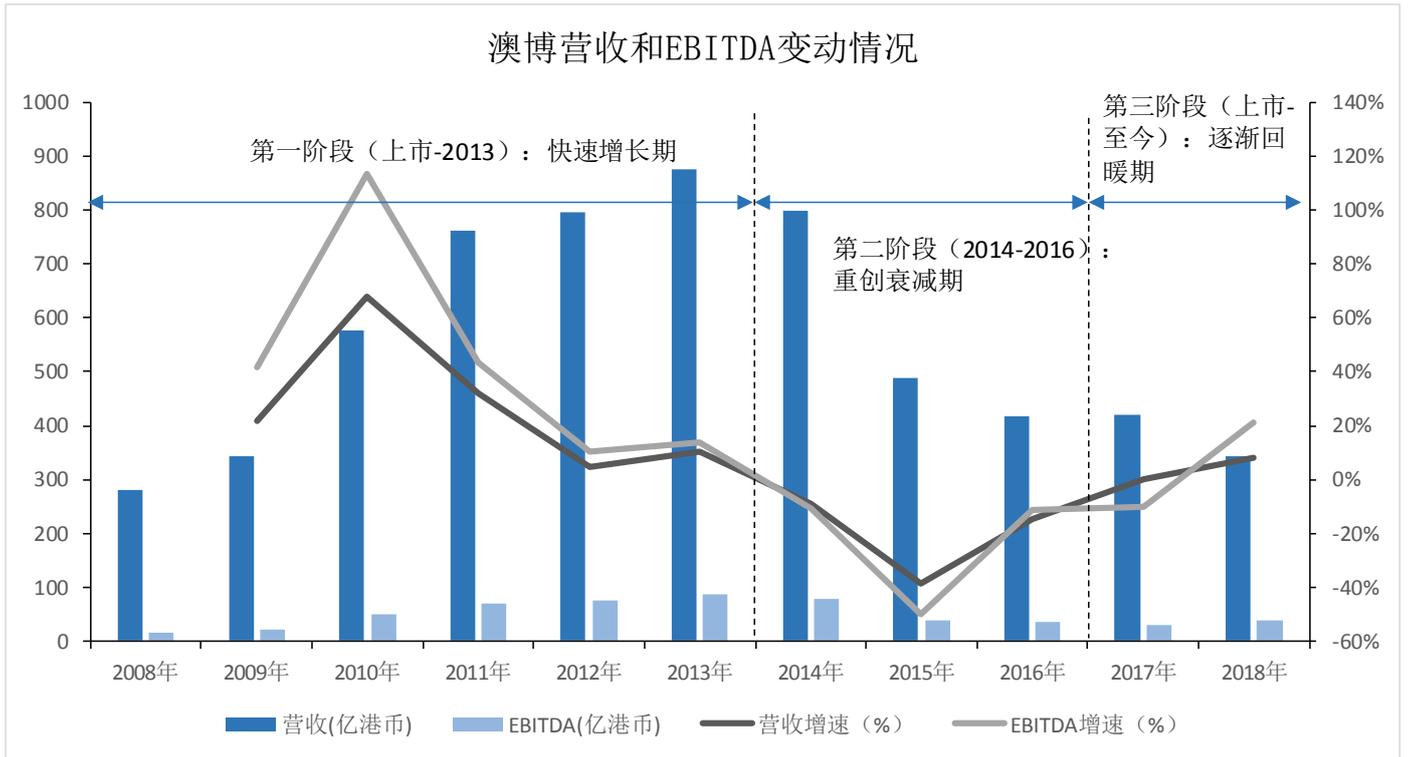
图 3: 银娱股价走势强于恒生指数



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

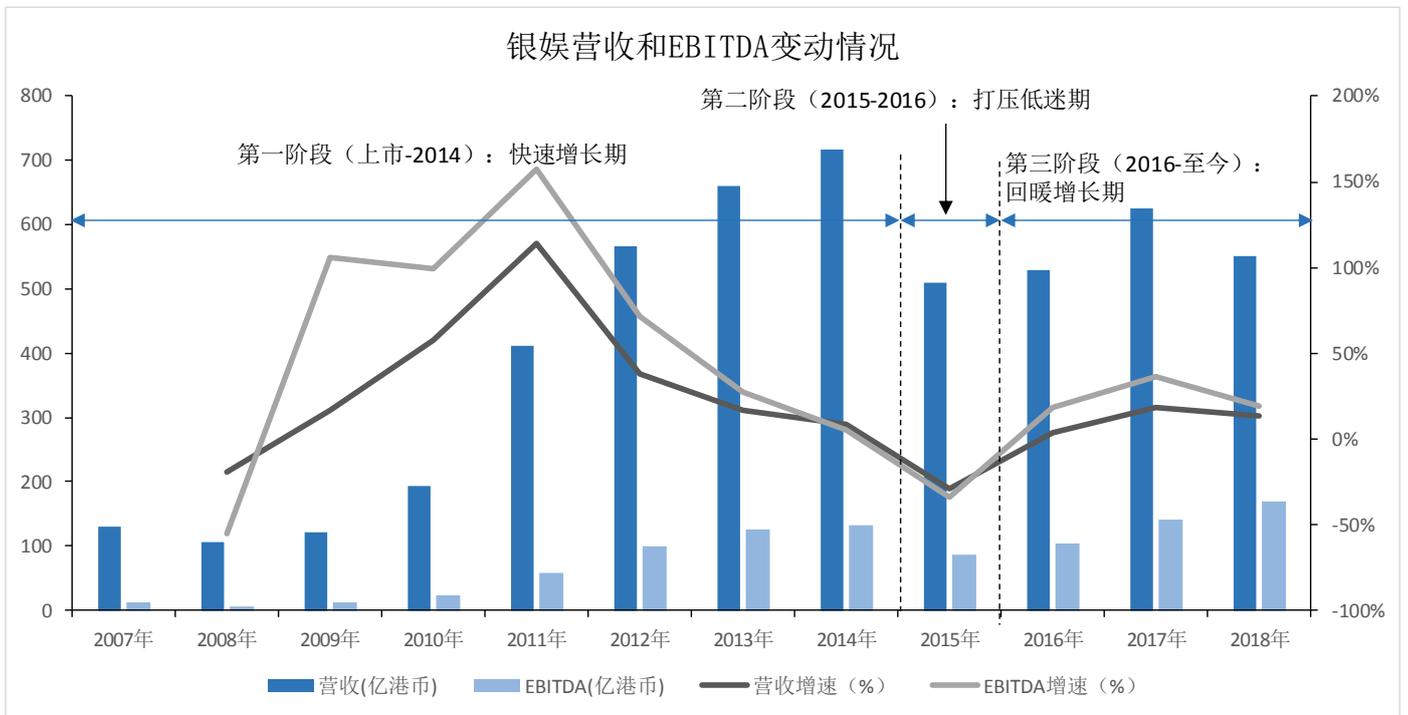
受益于澳门回归游客数量连年增加以及宏观经济增长, 2014年之前两家公司处于快速发展阶段。银娱 2007-2014 年营收增长 5.5 倍, 年均营收复合增长率为 128%, EBITDA 增长 10.8 倍, 年均 EBITDA 复合增长率为 141%。澳博 2008-2014 年营收增长 3.1 倍, 年均营收复合增长率为 125%, EBITDA 增长 5.4 倍, 年均 EBITDA 复合增长率为 140%。澳门博彩业之前的辉煌主要来自于贵宾赌场的高收入, 属于超高端消费。但 2014 年初, 中国内地加大反腐力度, 签证政策随之收紧, 两家公司营收和 EBITDA 均受到重创。银娱营收最低点为 2014 年巅峰时期的 71%, EBITDA 仅为 2014 年的 66.1%。澳博最低点营收为 2013 年巅峰时期的 47.7%, EBITDA 仅为 2013 年的 35.4%。之后, 随着签证政策的放宽和国内整体人均收入支出的提高, 受益于中场娱乐厅收入的增加, 银娱逐渐恢复, 2018 年 EBITDA 为 16.9 亿港元创下新高, 而澳博则由于自身布局失误等原因恢复缓慢, 2018 年 EBITDA 仅为 37.24 亿港元, 为历史最高 EBITDA 的 42.9%。

图 4：澳博近年来营收和 EBITDA 仅占高峰时四成左右



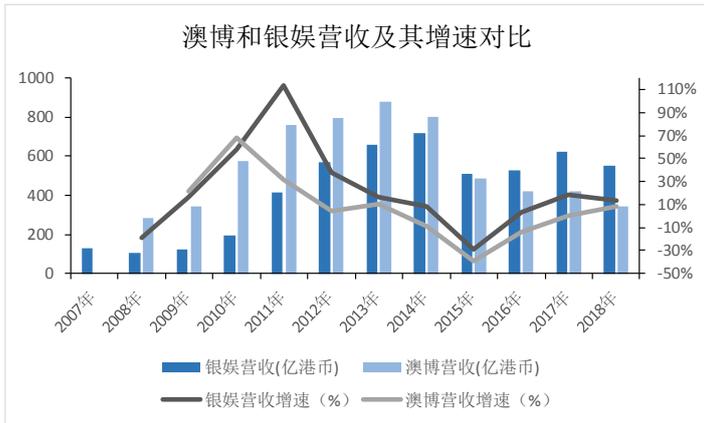
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究，注：2017 年澳博会会计报表营收项调整，调整后营收为 317.71 港元。

图 5：银娱营收和 EBITDA 回暖恢复快



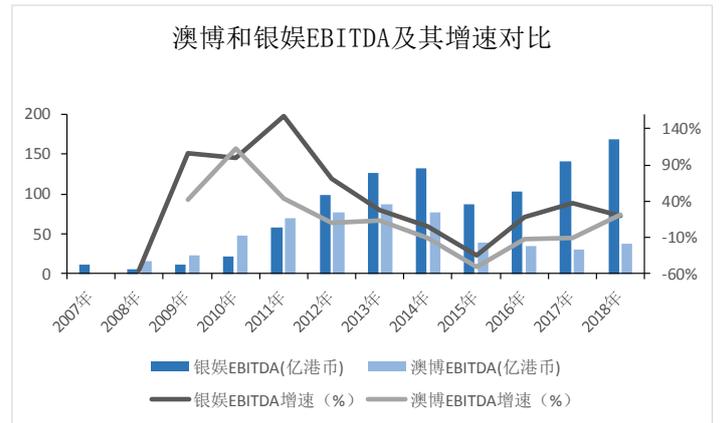
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究，注：2017 年银娱会计报表营收项调整，调整后营收为 486.4 亿港元。

图 6: 近年来银娱营收及其增速高于澳博



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 近年来银娱 EBITDA 及其增速高于澳博



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

### 1.3. 新开业娱乐场短期拉动公司股价

新开业的娱乐场短期增厚公司业绩，对短期股价有一定积极影响。

图 8: 澳博娱乐场开业时间与股价



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 9: 澳博控股公司大事记



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 10: 银娱娱乐场开业时间与股价



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 11: 银河娱乐公司大事记

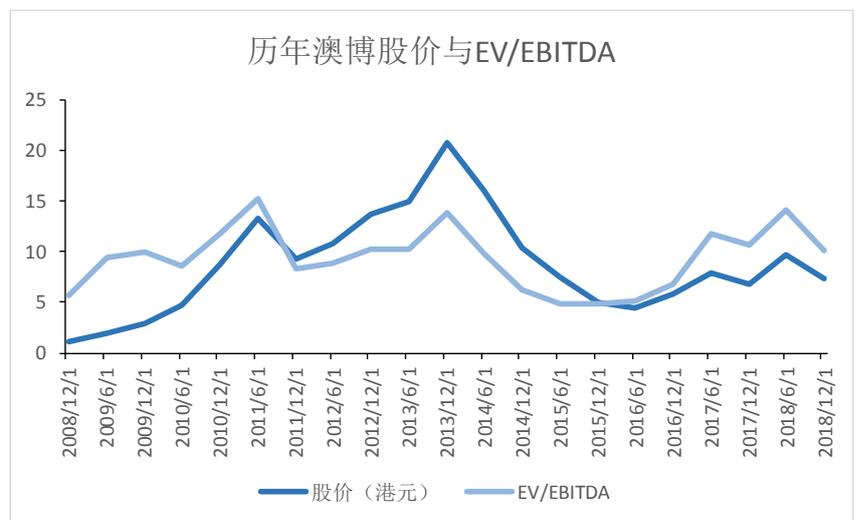


数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

#### 1.4. 股价上涨受益于历史博彩市场长期向好的基本面

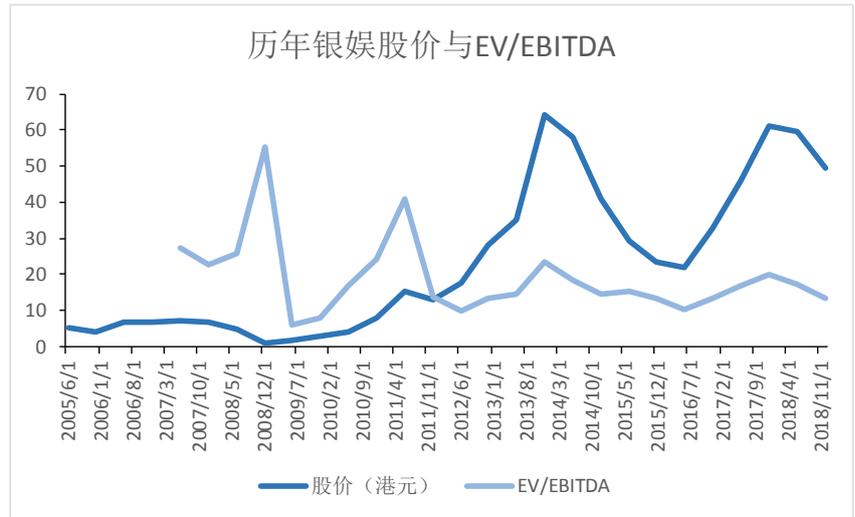
从历史股价与 EV/EBITDA 关系来看，澳博较为稳定且相关性较大，而银娱则不然。主要是因为澳博经营业绩平淡，市场给出的股价相对保守理性。而银娱业绩良好，投资者有望获得更高回报，于是股价有时与 EV/EBITDA 偏离较大。

图 12: 澳博十多年来股价涨幅超 8 倍



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

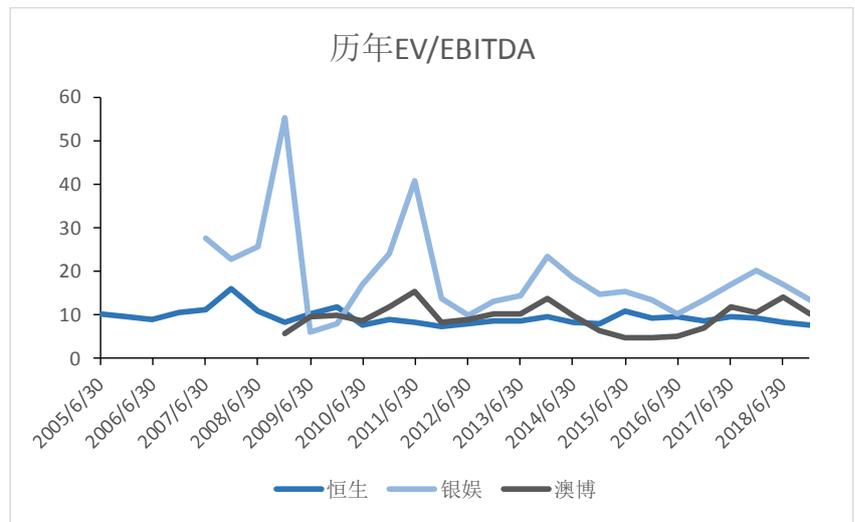
图 13: 银娱十多年来股价涨幅超 10 倍



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

总体来看澳门博彩业市场一直高速增加, 投资者信心较充足, 经营业绩较好的银娱 EV/EBITDA 率始终高于恒生指数, 而澳博 EV/EBITDA 估值相对恒生指数波动较小, 总体取决于博彩业绩总体情况。

图 14: 银娱 EV/EBITDA 估值高于澳博



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

图 15: 澳博控股市场份额不断下降



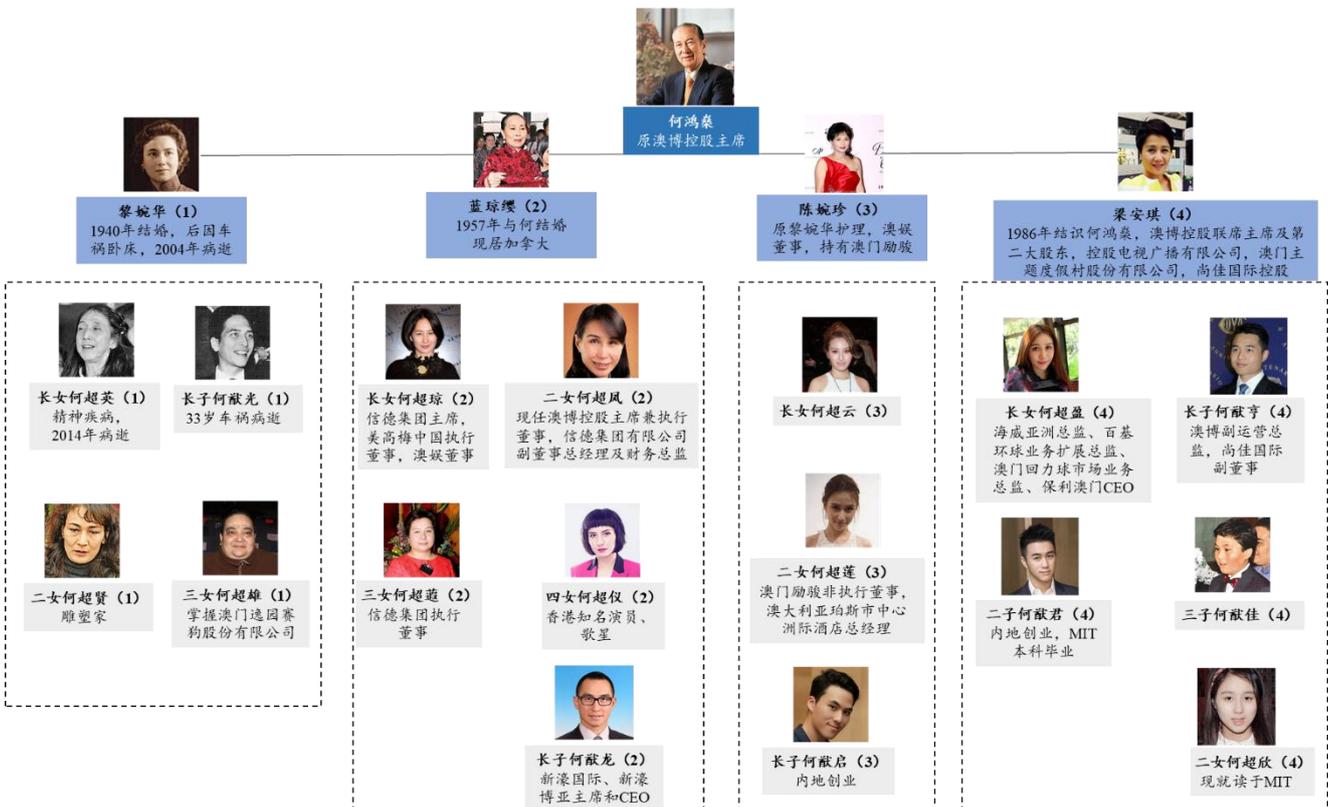
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 2. 继承问题决定了家族企业兴衰成败

### 2.1. 澳博股份: 豪门多故事

澳博控股于 2008 年在港股上市, 股票代码: 0880.HK。前身为澳门博彩股份有限公司的控股公司, 是 2002 年赌牌开放前, 唯一合法赌牌公司, 植根澳门博彩业 40 年。澳博控股为家族企业, 前任主席兼创始人何鸿燊先生, 何家家庭成员众多, 关系复杂。

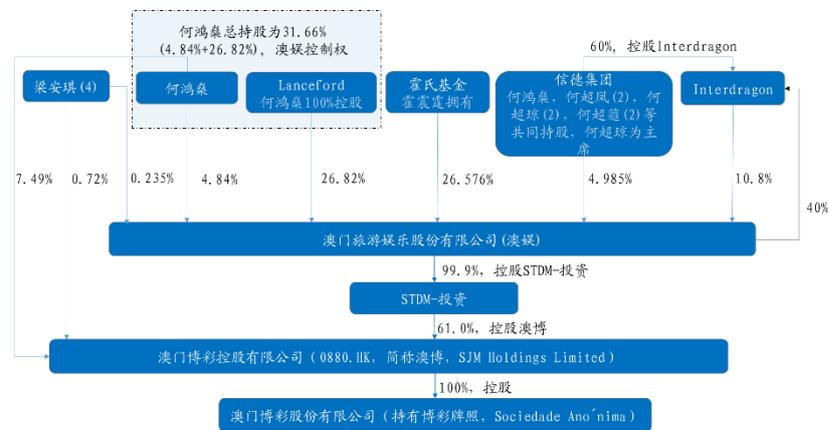
图 16: 何鸿燊家庭成员众多, 二房子女分得最多上市产业



数据来源: 公司公告、百度百科、国泰君安证券研究

在 2000 年，何鸿燊手下主营船运业务的信德集团经营困难，他本人却倍感压力，但二房女儿何超琼接手后采取多项措施挽救公司。此外，何猷龙掌管新濠博亚，扭转公司连续四年亏损，在经营能力上得到何鸿燊青睐。2002 年澳门赌牌从三拆为六，主副牌照之间除名称外没有任何实际性差异。三家新加入的博彩公司中两家由何家二房子女参与管理：何超琼以 22.49% 参股「美高梅中国 2282.HK」，何猷龙(2) 以 52.74% 控股「新濠国际发展 200.HK」，逐渐何鸿燊手下产业管控权和股权被二房子女掌控。其他三房分到的股权较少。2010 年，91 岁的赌王由于自身身体原因开始分配澳娱和澳博等产业中部分家产，但由于家产分配时各方势力异议，争产风波开始。

图 17: 争产风波前何鸿燊为澳娱控股股东



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

该风波前，何鸿燊通过控制澳门旅游娱乐股份有限公司，间接控制上市公司澳博控股。澳博控股是何鸿燊各类资产中最值钱的产业，2010-2011 年争产风波也主要围绕澳博控股股东澳门旅游娱乐公司（澳娱）及其相关公司展开。该场风波暗潮涌动近两年时间，爆发时间约持续 4 个月。

图 18: 争产风波始末股权变动



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注 [1] 百分比变动差值因 2010 年可转债兑换造成

注 [2] 简称澳博, 持有博彩批准牌照, B 类股份持有者在澳博任何股东大会拥有上 10% 投票权

注 [3] 「信德集团 242.HK」当时市值约为 78 亿港元, 主要由二房子女控制, 占股澳

娱 4.985%

注[4]通过 Ranillo Investments Limited 持股

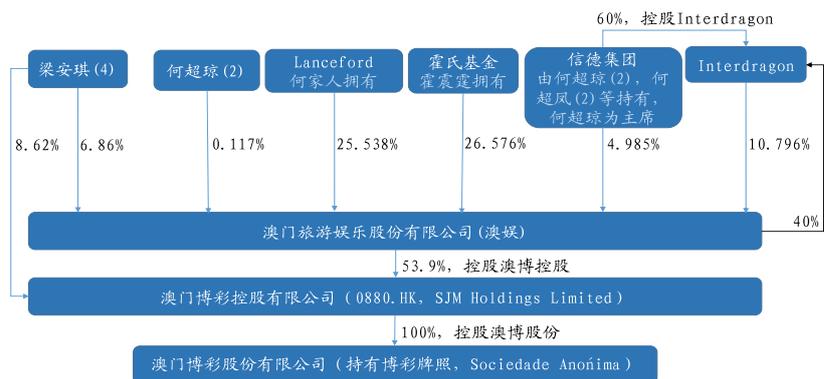
注[5]三房陈婉珍通过 Action Winner Holdings Limited 持股

注[6]通过家庭协商平息争产风波，股权争夺基本结束，据 2018 年半年报披露，陈婉珍及子女分得 15.806%澳娱股权

这次争产风波后，何鸿燊仍然担任澳博主席，但是实际公司管理权基本交给梁安琪和苏树辉。公司 2008 年 IPO，本应拥有大量资金用于兴建物业，夺取博彩市场市占率，但是由于 2009-2011 年间，公司管理层不稳定，澳博在 2009 年回力海立方娱乐场开幕之后，直到 2013 年才获取路氹综合度假村土地的批给。这大大拖慢了澳博布局节奏，错过了和同业竞争的最佳时机。

加之 2012-2018 年间管理老套和股权分散等原因，董事会执行力不够，历经千辛万苦才获得批复的路氹上葡京项目在建设中还遇到几次施工事故，进度较为缓慢，预计 2019 年年中才建成。如果澳门博监局审核顺利，预计 2019 年下半年或 2020 年上半年开业。而同期 2009-2018 年间其他竞争者纷纷兴建大大小小共 8 家娱乐场，导致澳博近年来的市场份额不断下降，博彩市占率从 2010 年的 31.3% 下降至 2018 年的 15.3%。

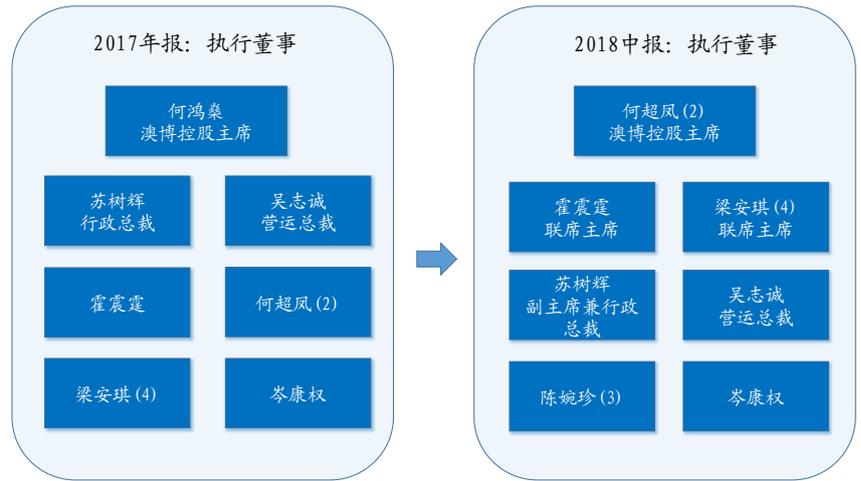
图 19：争产风波后 2012-2018 年澳娱股权分散



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

考虑到公司的管理和日后发展等因素，何鸿燊在 2018 年 4 月 12 日正式卸任澳博控股主席时，公司主席职位交给有公司管理经验且能力得到一定认可的何超凤 (2)。何超凤曾经在何鸿燊手下另一上市公司信德集团担任多年高管，于 2017 年 6 月加入澳博任执行董事。

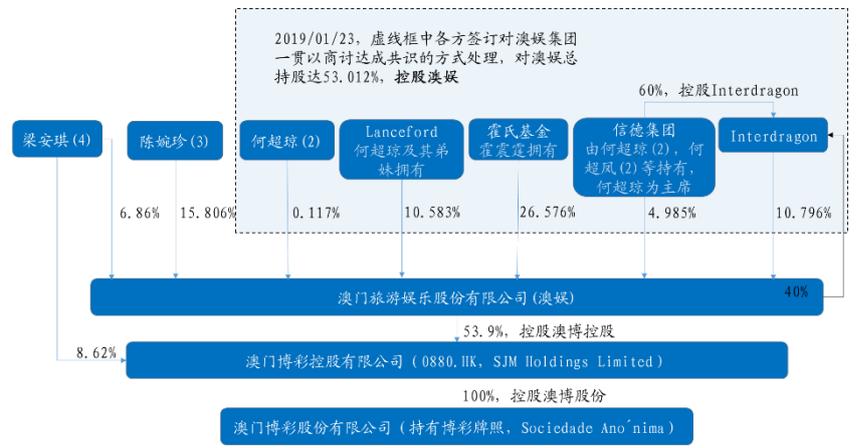
图 20: 何超凤于 2018 年 4 月接任澳博控股主席



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

何超凤在接过公司主席一职之后, 开始集中股权的行动。在 2019 年初和霍氏基金等相关方签订对澳娱集团一贯以进行商讨达成共识的方式处理, 所涉及的股权达到澳娱的 53.012%, 掌握澳娱管理控制权进而控股澳博。

图 21: 2019 年 1 月开始实际股权控制权主要集中在何超凤手中



数据来源: 公司公告、信德集团 2019 年 1 月公告、国泰君安证券研究

表 1: 澳博高管任职履历

高管	任职履历简介
何超凤	54 岁, 2018 年 4 月起担任澳博控股主席兼任执行董事。何超凤于 1994 年获委任为联交所主板上市公司信德集团有限公司(本公司控股股东澳娱另一企业董事, 何家家族企业)之执行董事, 并于 1999 年起担任信德集团有限公司副董事总经理及财务总监。亦为信德集团有限公司执行委员会、薪酬委员会及提名委员会之成员以及其若干附属公司之董事。出任信德集团有限公司委任代表直至 2010 年 3 月 31 日止, 其后由 2010 年 4 月 1 日起出任澳娱另一企业董事(即 Lanceford Company Limited)之委任代表。2017 年 6 月委任为澳博控股执行董事, 参与澳博控股相关决策, 何女士为澳博前任主席何鸿燊博士千金。
霍震霆	太平绅士, 73 岁, 目前担任澳博控股联席主席。亦担任霍英东集团主席、霍英东基金会主席及澳门霍英东基金会信托委员会委员, 为澳娱前任股东霍英东长子。
梁安琪	57 岁, 目前担任澳博控股联席主席, 澳博控股第二大股东。自 2007 年起为澳博控股执行董事。梁

议员分别于 2005 年、2009 年、2013 年及 2017 年当选为澳门特区第三届、第四届、第五届及第六届立法会议员。现为澳门博彩业管理暨中介人总会会长。

**吴志诚** 67 岁，于 2006 年获委任为澳博董事，现任澳博控股营运总裁。彼自 2009 年起为董事会执行委员会委员。吴先生自 2002 年起担任澳博董事兼营运总裁，负责监督澳博营运。吴先生于 1978 年加入澳娱，拥有逾 39 年的娱乐场业务经验。

**岑康权** 63 岁，自 2007 年起为澳博控股执行董事。分别自 2008 年及 2009 年起为董事会提名委员会委员及董事会执行委员会委员。彼亦担任本公司一间附属公司的董事。岑先生自 2007 年为澳博董事及自 1998 年起为海岛旅游发展有限公司董事。

**苏树辉** 68 岁，于 2006 年获委任为澳博控股董事，现任澳博控股副主席兼行政总裁兼执行董事。彼负责执行澳博控股的策略及澳博控股业务的整体管理。苏博士自 2009 年起为董事会执行委员会之主席。苏博士自 2002 年起担任澳博董事及澳博高级管理层成员，并于 2013 年获选为澳博董事局主席。苏博士于 1976 年加入澳娱，拥有逾 40 年的娱乐场业务经验。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究。

何家的博彩产业除了澳博控股以外，还包括由何超琼（2）参股并担任联席主席的美高梅中国。美高梅国际 2007 年成立，2011 年 6 月在港股上市，股票代码 2282.HK。股权结构简单，变动较小，下图为 2018 年报公布的股权结构。

图 22：何超琼参股博彩公司美高梅中国 22.5%



数据来源：美高梅中国公司公告、国泰君安证券研究

表 2：美高梅中国高管任职履历

高管	任职履历简介
<b>James Joseph Murren</b>	57 岁，美高梅中国董事长及执行董事。Murren 先生为美高梅国际酒店集团主席兼首席执行官。于 2010 年 1 月 19 日起担任美高梅金殿超濠董事一职。自 2016 年 4 月 22 日起，Murren 先生亦担任 MGM Growth Properties LLC 的董事会主席。MGM Growth Properties LLC 为于纽约证券交易所上市的房地产投资基金，从事大型娱乐及休闲度假场所的收购、拥有及租赁，其多元化康乐设施包括娱乐场博彩、酒店、会议、餐饮、娱乐及零售。Murren 先生于 1998 年加入 MGM Grand Inc.（美高梅国际酒店集团的前身）担任首席财务官兼董事会成员，并于随后七年完成了重大的收购计划。Murren 先生于 1999 年获董事会升任总裁，并于 2007 年担任营运总裁。
<b>何超琼</b>	太平绅士，56 岁，美高梅中国联席董事长、执行董事兼薪酬委员会成员。何女士为信德集团有限公司的董事总经理，自 1999 年起担任该职位。她于 2017 年 6 月获委任为信德集团有限公司的集团执行主席，并于 2005 年 6 月 1 日起担任美高梅金殿超濠董事一职。何女士亦为若干私人持股公司的董事，其中包括 Grand Paradise Macau Limited、超濠集团股份有限公司、New Corporate Enterprises Limited、Bright Elite Holdings Limited 及超濠集团（香港）有限公司。何超琼为何鸿燊先生千金

黄春猷

65岁，美高梅中国执行董事兼提名及企业管治委员会成员。黄先生为美高梅金殿超濠董事，自2007年9月起担任该职位。黄先生自2004年12月及2005年1月起分别担任超濠集团（香港）有限公司及超濠集团股份有限公司的董事，并分别于2016年6月退任。于此之前，黄先生曾于2000年至2007年间获委任为信德集团有限公司的财务顾问及营运总监。

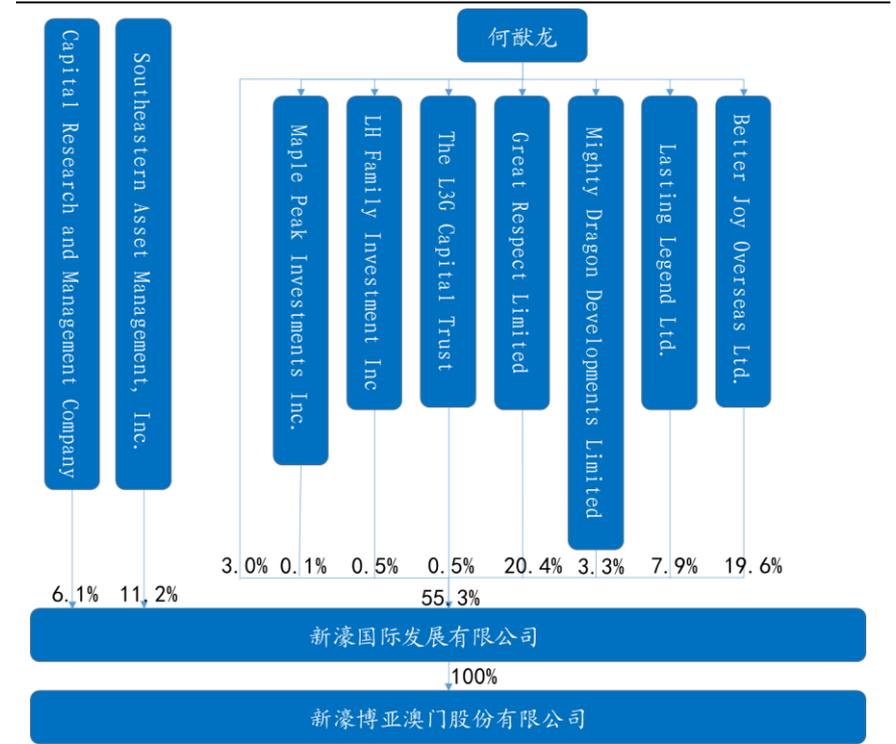
William Joseph Hornbuckle

61岁，美高梅中国执行董事兼薪酬委员会成员。他自2009年11月16日起担任于澳门拥有业务及度假村的美高梅金殿超濠董事一职。Hornbuckle先生拥有40年资深博彩业经验，目前担任美高梅国际酒店集团总裁。除目前担任总裁之职务外，Hornbuckle先生获委任为美高梅国际酒店集团的营运总裁，自2019年3月1日起生效。Hornbuckle先生亦担任MGM Growth Properties LLC的董事。担任该职务期间，其主要职责之一为担任本公司建筑设计及发展总监。他亦负责透过本公司的博彩发展及MGM Hospitality分部团队努力将本公司向全球扩张。此外，Hornbuckle先生监察本公司的娱乐团队，为本公司的娱乐项目创建协同方法。他亦担任首席执行官及营运总裁有关所有重大营运事务的主要营运联络人。Hornbuckle先生于2009年至2012年曾担任美高梅国际酒店集团前营销总裁。

数据来源：美高梅中国公司公告、国泰君安证券研究。

何家的博彩产业还包括由何猷龙（2）控股并担任主席的新濠国际发展。新濠国际发展在港股上市，股票代码 0200.HK，为何家家企业，之前由何鸿燊掌舵，在2004年上半年股权交棒于何猷龙。

图 23: 何猷龙以 55.3% 控股新濠国际



数据来源：新濠国际公司公告、国泰君安证券研究

表 3: 新濠高管任职履历

高管	任职履历简介
何猷龙	49岁，何先生自二零零六年三月获委任为新濠国际发展主席兼行政总裁。在此之前，彼于二零零一年完成本公司股份全面收购后，获委任为本公司的集团董事总经理。何先生亦为本公司执行委员会、财务委员会及监察事务委员会之主席，以及本公司多间附属公司之董事。何先生现为新濠博亚娱乐有限公司（于美国纳斯达克全球精选市场上市）之主席兼行政总裁，该公司为澳门的六个博彩专营权及副专营权的持有人之一，并于亚洲发展、拥有和经营娱乐场博彩及娱乐度假村

业务。何先生亦现为 Studio City International Holdings Limited（于纽约证券交易所上市）之董事。同时亦为 Maple Peak Investments Inc.（于加拿大 TSX Venture Exchange 上市）之主席兼董事。何先生为 Lasting Legend Ltd.及 Better Joy Overseas Ltd.（均为本公司主要股东）之董事。

**Evan Andrew Winkler**

44 岁，Winkler 先生自二零一六年八月起出任新濠国际发展董事总经理，并于二零一八年五月出任新濠国际发展总裁兼董事总经理。Winkler 先生亦是本公司之执行委员会、监察事务委员会及财务委员会之成员，以及本公司多间附属公司之董事。彼现为新濠博亚娱乐有限公司（于美国纳斯达克全球精市场上市）之非执行董事及 Studio City International Holdings Limited（于纽约证券交易所上市）之董事。加入本公司之前，Winkler 先生曾出任环球投资银行 Moelis & Company 之董事总经理。在此之前，彼曾任 UBS Investment Bank 之董事总经理以及科技、媒体及电讯并购部门之联席主管。

**钟玉文**

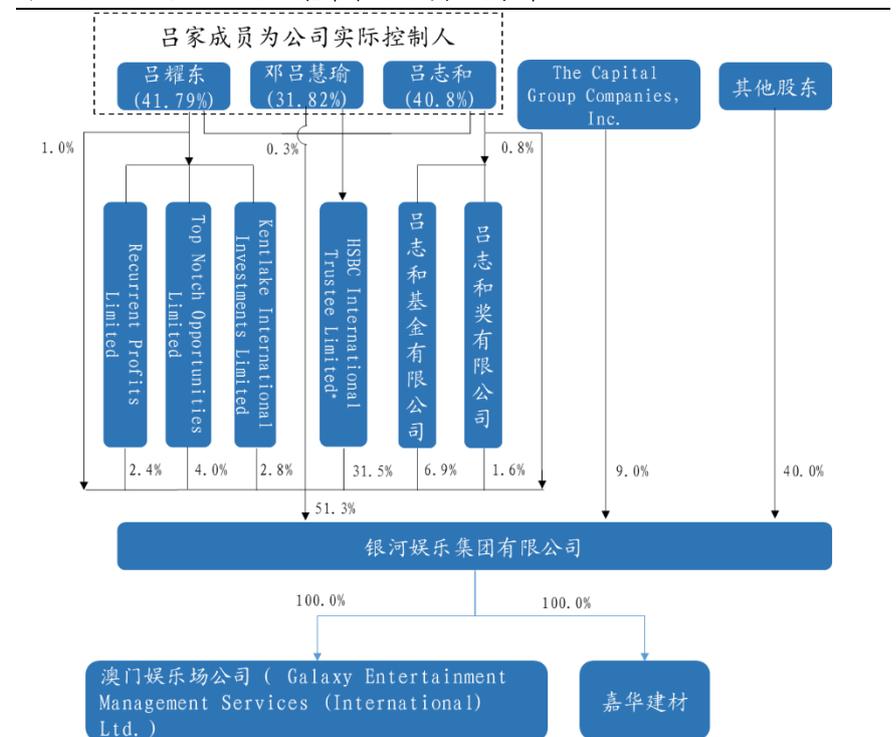
56 岁，钟先生自二零零六年五月起出任新濠国际发展执行董事，亦为本公司执行委员会及财务委员会之成员，以及本公司多间附属公司之董事。彼现为新濠博亚娱乐有限公司（于美国纳斯达克全球精选市场上市）之非执行董事、Melco Resorts and Entertainment (Philippines) Corporation（于菲律宾证券交易所上市）之主席兼总裁及 Studio City International Holdings Limited（于纽约证券交易所上市）之董事。钟先生拥有逾二十五年金融业经验，曾出任财务总监、投资银行家及并购专家。

数据来源：美高梅中国公司公告、国泰君安证券研究。

## 2.2. 银河娱乐：家庭结构与股权结构简单清晰

银河娱乐于 2005 年在港股借壳嘉华建材上市，嘉华建材为吕家旗下主营业务为建材的上市公司，股票代码：0027.HK。公司创始人及主席为吕志和先生，家族持股为 51.3%，控股银娱。在 2002 年赌牌中标之前仅有很少的赌场经营经验，原本自身主要产业为建材和酒店。

图 24：银河娱乐股权集中在吕氏家族手中

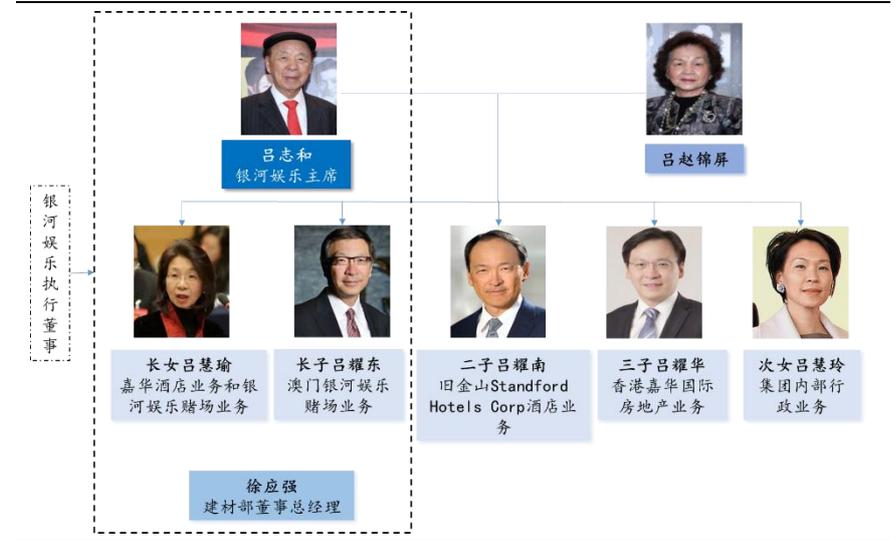


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

银河娱乐家庭产业交棒分工明确。吕志和与原配妻子共有 5 名子女。现年 89 岁的吕志和先生目前身体十分健康，且早在 2002 年便完成各儿女

们的产业和股权分配，他本人与儿女们分别控制管理家族不同区域内不同部分产业，互不影响，整体来讲家庭每部分产业的管理权集中。

图 25: 吕志和家庭关系简单



数据来源：公司公告、百度百科、国泰君安证券研究

银河娱乐从 2005 年上市至今股权变动基本保持稳定。目前吕志和仍旧担任银娱主席一职，他将公司股权中 31.5%放在信托基金中，共同受益人为吕志和，吕耀东和邓吕慧瑜。公司执行董事一直包括吕志和，吕耀东和邓吕慧瑜。吕耀东于 1979 年加入银娱，邓吕慧瑜于 1982 年加入银娱，二人均在公司工作数年，熟悉公司管理架构及投资战略。银娱从未传出过股权争夺新闻，我们推断银娱管理层关系大体和睦，合作默契。一系列举措和简单的家庭关系能够很大程度上保证日后公司股权平稳过度。

表 4: 银河高管简历

高管	履历
吕志和	89 岁，太平绅士为银河娱乐之创办人。自一九九一年八月起出任为公司之董事，现为本公司之主席及执行董事会会员，吕博士亦为嘉华国际集团有限公司之主席兼董事总经理。彼于矿业、建筑材料及地产发展方面具逾五十年之经验。吕博士为吕耀东先生及邓吕慧瑜女士之父亲。
吕耀东	63 岁，一九七九年加入公司，彼自一九八七年六月起出任为本公司之执行董事，现为本公司之副主席，并分别为执行董事会、提名委员会及薪酬委员会之成员，以及企业管治委员会主席。吕先生为吕志和博士之子及邓吕慧瑜女士胞弟。
徐应强	61 岁，一九八二年加入公司，彼自二零零四年四月起出任本公司之执行董事，现为银河娱乐建材部董事总经理以及执行董事会成员。
吕慧瑜	64 岁，BBS，太平绅士，于一九八零年加入公司，并自一九九一年八月起出任为公司之执行董事以及执行董事会成员。吕女士为吕志和博士之女儿及吕耀东先生之胞姐。

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

我们认为银河娱乐在未来几年将继续保持稳定的股权结构和管理结构，公司相关管理人员在博彩行业具有丰富经验，能够继续延续公司发展的良好势头。

### 3. 把握政府政策走向，决战 10 年后区域发展

#### 3.1. 澳博主要产业在半岛，银河娱乐路氹大量圈地

牌照拆分后，六家博彩企业纷纷在氹仔和澳门半岛两地兴建物业，发展博彩和非博彩业务。从 2004 年五月第一家博彩娱乐场金沙娱乐场开幕，截止 2018 年底，澳门共有 41 间博彩娱乐场，其中 25 家位于澳门半岛，16 家位于路氹。澳博占 22 间，银河占 6 间，威尼斯人占 5 间，新濠博亚占 4 间，永利占 2 间以及美高梅占 2 间。

表 5: 各家娱乐场地址

	公司或娱乐场名称	地址
	葡京娱乐场	澳门葡京路氹葡京酒店地下
	回力海立方娱乐场	澳门罗理基博士大马路 1470-1526 号
	金碧汇彩娱乐场	澳门佛山街 51 号新建业中心 1-2 楼
	东方娱乐场	澳门友谊大马路 956-1110 号
	澳门皇宫娱乐场 (暂停)	澳门友谊大马路
	希腊神话娱乐场 (暂停)	澳门氹仔徐日升寅公马路 889 号北京王府大饭店
	钻石娱乐场	澳门新口岸北京街 82-86 号假日酒店
	皇家金堡娱乐场	澳门罗理基博士大马路 1118 号
	海岛娱乐场	澳门氹仔史伯泰将军马路二号丽景湾艺术酒店
	万龙娱乐场	澳门新口岸高美士街 230 号
澳博 控股	置地娱乐场	澳门新口岸友谊大马路澳门置地广场 3-5 楼
	君怡娱乐场	澳门氹仔柯维纳马路 142 号, 君怡酒店
	澳门赛马会娱乐场	澳门氹仔邻近柯维纳马路之土地氹仔地段 2" 澳门罗斯福酒店"
	财神娱乐场	澳门新口岸广州街 63 号
	金龙娱乐场	澳门马六甲街
	英皇宫殿娱乐场	澳门商业大马路 288 号
	巴比伦娱乐场	澳门孙逸仙大马路澳门渔人码头
	新葡京娱乐场	澳门葡京路
	十六浦娱乐场	澳门内港巴素打尔古街十六浦
	凯旋门娱乐场	澳门新口岸皇朝区城市日大马路
	励宫娱乐场	澳门友谊大马路及孙逸仙大马路澳门渔人码头
	御龙娱乐场	澳门果亚街 61-77 号
	华都娱乐场	澳门友谊大马路
	利澳娱乐场	澳门新口岸高美士街 33 号
银河 娱乐	百老汇娱乐场	澳门氹仔莲花海滨大马路
	总统娱乐场	澳门友谊马路 355 号
	星际娱乐场	澳门友谊马路
	澳门银河娱乐场	澳门路氹城望德圣母湾大马路, 澳门银河渡假城
	金沙娱乐场	澳门蒙地卡罗前地 203 号路
金沙 中国	澳门威尼斯人娱乐场	澳门望德圣母湾大马路, 威尼斯人渡假村
	澳门百利宫 (澳门百利宫娱乐场)	澳门望德圣母湾大马路, 四季酒店
	金沙城中心 (金沙城中心娱乐场)	澳门路氹金光大道连贯公路, 金沙城中心
	澳门巴黎人 (澳门巴黎人娱乐场)	澳门路氹金光大道连贯公路

永利	永利娱乐场 (永利澳门娱乐场)	澳门外港填海区仙德丽街
澳门	永利皇宫娱乐场	澳门路氹体育馆大马路
新濠	新濠锋娱乐场	澳门氹仔广东大马路澳门新濠锋
国际	骏龙娱乐场	澳门氹仔沙维新街
发展	新濠天地娱乐场	澳门路氹连贯公路, 新濠天地
	新濠影汇娱乐场	澳门路氹连贯公路, 新濠影汇
美高	澳门美高梅娱乐场	澳门外港填海区孙逸仙大马路
梅中		
国	美狮美高梅娱乐场	澳门路氹体育馆大马路

数据来源: DICJ、国泰君安证券研究

**表 6: 各家主要大型娱乐场所在区域及开业时间**

	开业时间	博彩运营商	娱乐场	地区
2004 年	5 月	金沙	澳门金沙	
	10 月	银娱	澳门星际	
2006 年	9 月	永利	永利澳门	澳门半岛
	2007、2009 改扩建			
	2 月	澳博	新葡京	
2007 年	5 月	新濠	澳门新濠锋	
	8 月	金沙	澳门威尼斯人	路氹
	12 月	美高梅	澳门美高梅	澳门半岛
2008 年	8 月	金沙	澳门百利宫	
2009 年	6 月	新濠	新濠天地	
2011 年	5 月	银娱	澳门银河 I 期	
2012 年	4 月	金沙	金沙城中心	
	5 月	银娱	澳门百老汇	
2015 年	5 月	银娱	澳门银河 II 期	路氹
	10 月	新濠	新濠影汇	
2016 年	8 月	永利	永利皇宫	
	9 月	金沙	澳门巴黎人	
2018 年	2 月	美高梅	美狮美高梅	
2019 年 (预计)	下半年	澳博	上葡京	

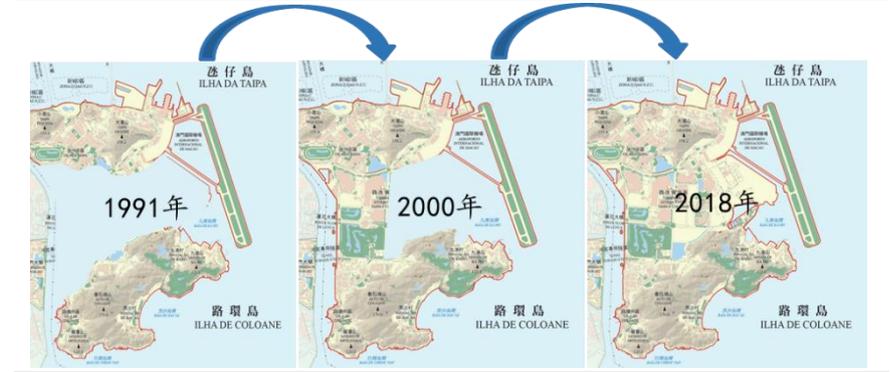
数据来源: 公司官网、国泰君安证券研究

最初在半岛地区兴建博彩物业比在路氹有先发优势。澳门半岛陆地开发成熟, 城市各方面配套齐全。而路氹刚刚填海形成, 只有土地, 无法称之为城市。

2002 年赌牌刚批复下来时, 澳门半岛面积为 8.5 平方千米, 2002-2006 年共填海造陆 0.8 平方千米, 半岛面积增加至 9.3 平方千米, 此面积一直维持至今。而氹仔和路氹人口稀少, 发展落后。尤其路氹城以前为一片汪洋, 1995 年之后才开始大举填海造陆, 基建不健全, 游客鲜少观光。1995-1999 年, 主要填海区域为路氹城西部, 填海面积约 2.2 平方千米。

总面积 2.2 平方千米。2000-2003 年，主要填海区域为路氹城中部，填海面积为 2.5 平方千米，总面积为 4.7 平方千米。2004-2010 年，主要填海区为路氹城东部，填海面积为 1.3 平方千米，截至 2010 年，路氹城总面积为 6.0 平方千米，这一面积维持至今。

图 26: 1991 年后填海造陆才逐渐形成路氹



数据来源：DSEC、国泰君安证券研究

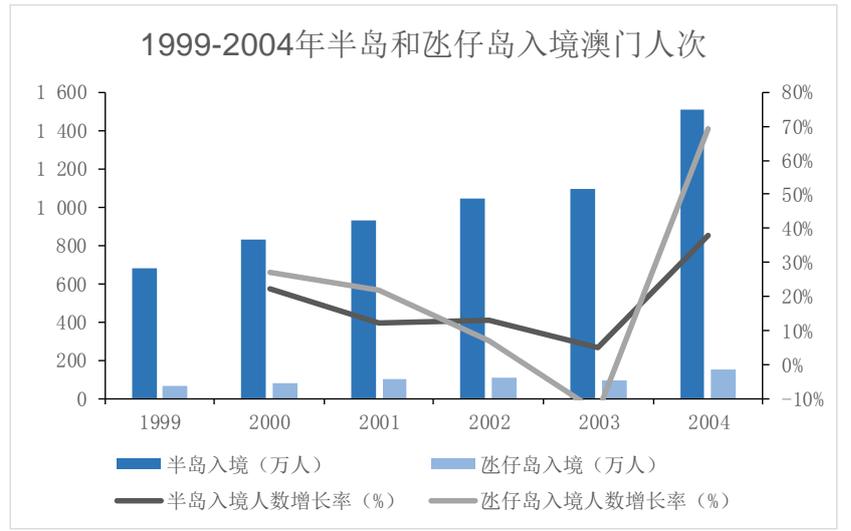
路氹除了基础设施严重落后，地理位置也不占优势。我国东南沿海部分省份以广东为首皆有博彩业兴盛发展的历史，1949 年新中国成立后大陆全面禁赌法令严格，周边最近的合法博彩地区便是澳门，之前喜欢赌博的大陆居民纷纷前往澳门半岛赌博。澳门半岛与广东省珠海市接壤，关口和港口多建在澳门半岛地区。位于半岛的内外港码头和关闸口岸进入澳门的主要方式，2004 年以前，从半岛入境澳门的旅客数量占比始终超过 90%。而当时路氹的飞机场吞吐量很小（游客占比 6%），以 2004 年为例，全年入境总人次 1667 万，而经过机场入境的仅 84 万。路氹关口更是于 2014 年才建成，在此以前，无论从陆路或海路来澳门赌博，都需要经过澳门半岛才能到达路氹城。

表 7: 赌牌拆分初期澳门半岛比氹仔基础设施方面有绝对优势

2003 年	澳门半岛	路氹
学校数量	124 所	15 所
医护场所数量	582 所	14 所
土地总面积	8.7km <sup>2</sup>	11km <sup>2</sup>
行车道路总长度	180.2km	93.7km
道路总长度	170.1 km	63.8 km

数据来源：DSEC、国泰君安证券研究

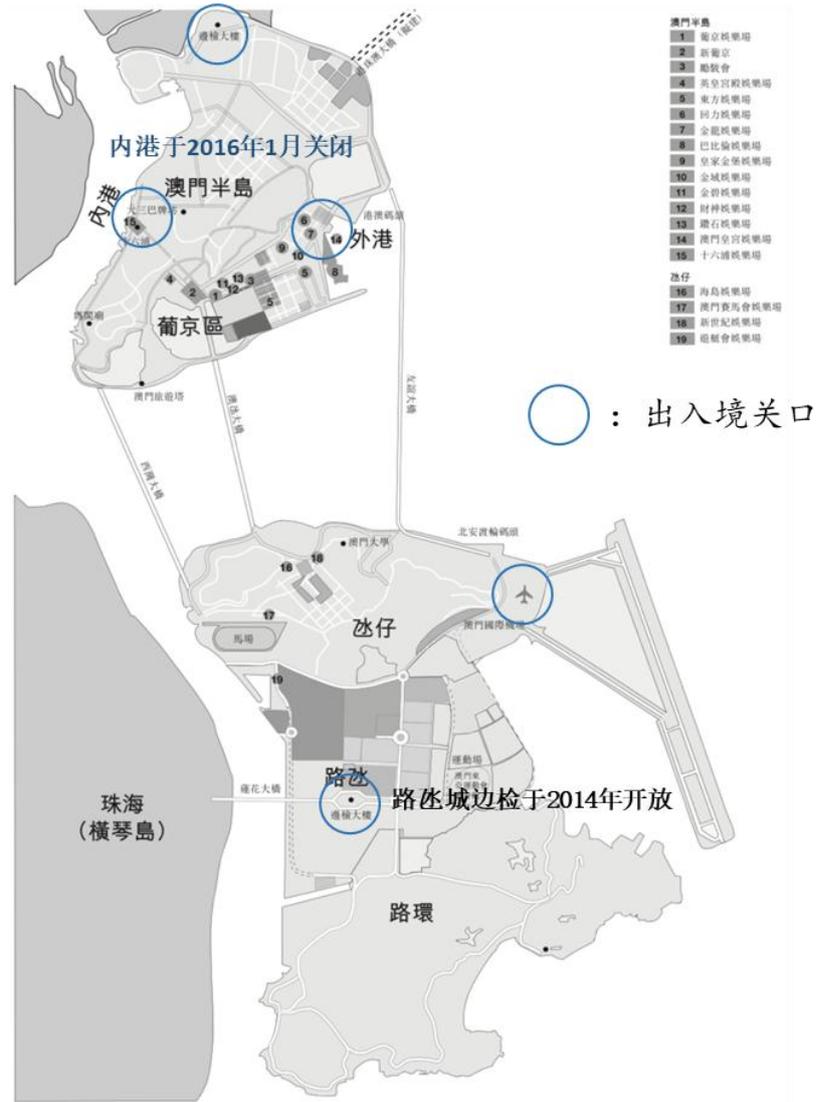
图 27: 1999-2004 从澳门半岛各关口入境澳门旅客人次占比超 90%



数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

何鸿燊深谙人气对于博彩业的重要性,他认为半岛作为当时博彩业中心是澳博巩固博彩势力的最好选择,在路氹投资博彩业会对半岛现有赌场游客产生分流,不利于公司获利。何鸿燊在金沙和银河在氹仔投资买地时不看好路氹投资,2007年5月金沙旗下威尼斯人在路氹开幕时邀请何鸿燊参加,他曾泼冷水:“不信澳门的商业金融中心半个月可搬去路氹。我一向不太看好美国人选址路氹,有一天金沙卖物业,对收购最不感兴趣的人就是我了”。由此可见,何鸿燊认为路氹博彩业难以在短时间内快速发展起来,在路氹购置土地兴建博彩物业最后会惨淡离场。澳博的策略是将娱乐场聚集在半岛葡京区,继续扩大澳门半岛博彩中心葡京区优势,并占领各大港口等人流量大的地区,提高赌场收入和盈利。澳博在2002-2008年间,几乎将所有资金全部投入到澳门半岛的博彩物业建设之中,娱乐场从11家增加到18家。且投资较大的主要产业新葡京,回力娱乐场,十六浦娱乐场皆位于澳门半岛。截止2018年12月31日,澳博开业运营的娱乐场共20家。澳门期望通过这种战略保持住其领头羊的地位。

图 28: 澳博 IPO 时娱乐场分布在半岛内外港口和葡京区附近



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

但由于半岛地区拥挤，可供使用的大片土地已经不多，严重制约博彩业发展，后入场的竞争者相比澳博处于竞争劣势。银娱吕志和父子凭借对澳门整体局势发展的判断，认为澳门地少人多，未来博彩业在路氹也应有一定发展。银河的策略是兼顾半岛和路氹，先在当时澳门半岛博彩业聚集发达的葡京区附近建设一些博彩物业，银娱旗下三家城市娱乐会 2003-2006 短短三年时间全部建成开业，直接进军半岛博彩产业。同时早在 2004 年以前，吕家父子便富有远见的大举买入路氹超过 165 万平方米土地，布局路氹地区进行土地储备，以便日后建设。这片土地面积占当时澳门总面积的 6.15%，路氹城总面积的 30% 以上。截止 2018 年 12 月 31 日，银河娱乐共 6 家娱乐场，包括小型娱乐场以及星际酒店，澳门银河和金都娱乐会扩建改造的百老汇。

图 29: 银娱 2002-2006 年博彩物业主要集中在半岛



数据来源: 百度地图、公司公告、国泰君安证券研究

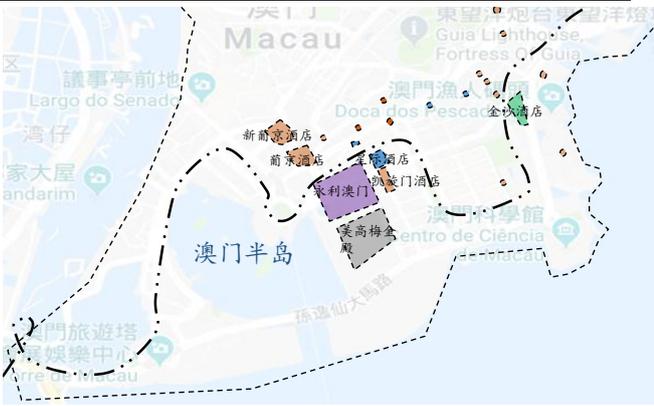
图 30: 银娱 2011 年至今博彩物业主要集中在路氹



数据来源: 百度地图、公司公告、国泰君安证券研究

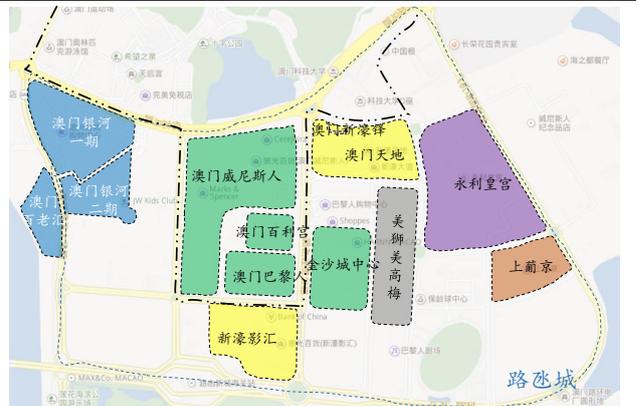
相对来讲, 银娱的选址战略更符合澳门整个的发展逻辑, 银娱超越澳博后来居上充分享受到澳门博彩业发展的红利。在澳博开始申请氹仔项目, 当时澳门政府对博彩物业申请批复已经缩紧, 这块地直到 2013 年才批复下来, 2014 年开始动工兴建, 此时已错过最好的发展机遇。而银娱早期开业娱乐场主要集中在半岛, 但他们提前在路氹布局: 在 2004 年以前就在路氹购买土地, 2005 年左右开始兴建路氹地区博彩物业, 2011 年以后的开业项目主要集中在路氹。截至 2018 年底, 澳博所有已建成物业全部分布在半岛, 半岛营收占比为 100%, 银娱半岛和路氹两地双栖发展, 路氹物业营收占比超过 70%。

图 31: 澳门半岛赌场分布



数据来源: 百度地图、澳门博彩监察协调局、国泰君安证券研究

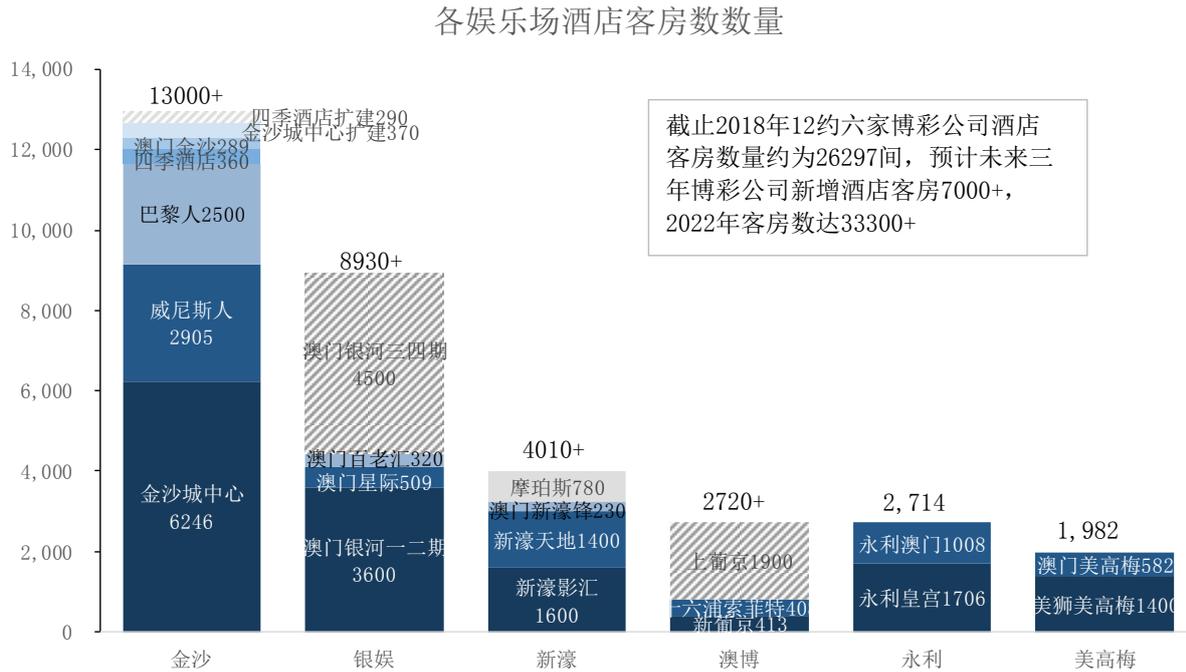
图 32: 氹仔赌场分布



数据来源: 百度地图、澳门博彩监察协调局、国泰君安证券研究

澳门半岛地区, 澳博和银娱旗下娱乐场都处在位置较好的中心区域, 而在路氹城, 则是银娱占据的位置较好, 银娱娱乐场所在片区距离横琴口岸和路氹城边检关口近。游客如果从路氹城边检关口进入澳门, 则最先进入到便是银娱的娱乐场片区。此外银娱还处在轻轨线旁边, 旅客无论从哪个地方入澳门, 一旦乘坐轻轨, 相对会选择距离轻轨较近的酒店入住, 进而更容易在银河的娱乐场进行消费。银娱旗下酒店客房数量远高于澳博, 客房的优势使得银娱发展良好。澳博截至目前仅有 822 间客房, 而银娱有 4400+ 酒店客房, 澳博酒店客房数仅为银娱的 20% 左右。

图 33: 截止 2018 年底澳博旗下酒店数量仅为银娱的 20%左右



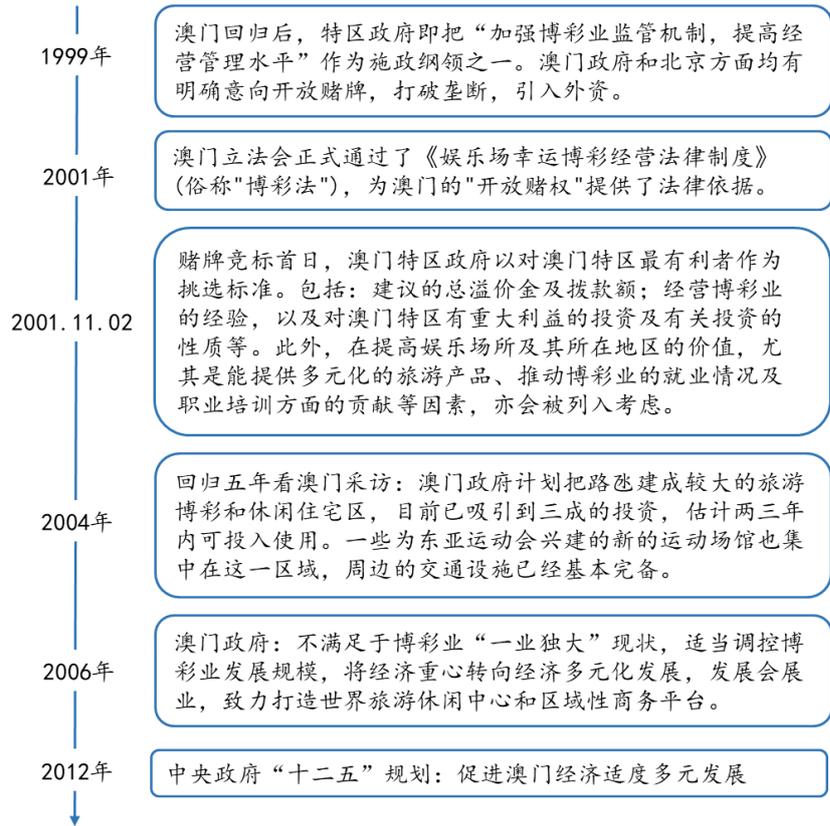
数据来源：DSEC、公司公告、国泰君安证券研究

### 3.2. 符合澳门利益，路氹后来居上

我们认为路氹发展超过半岛主要有以下 3 个原因。

**1、基于打造国际博彩旅游城市的目标，政府引导至关重要。**其实在 2002 年赌牌竞拍时期，政府的导向便意在打破澳门博彩业长期垄断的局面，引入外资长期竞争发展，将澳门打造成以博彩业为龙头的国际化博彩旅游城市。显然，作为澳门政府税收的支柱产业，显然仅在半岛一地发展博彩业是远不够的，何况在赌牌拆分后，寸土寸金的澳门共六家持牌企业，在新开发的路氹城发展博彩业是必然的事情。在 2004 年的访谈中我们也可以看到，当时发展路氹兴建一系列基建项目是政府引导的，政府的规划能很大程度决定城市的发展中心和分区，澳博没有充分意识到其他竞争对手的投资策略和政府的引导使其落于人后。

图 34: 澳门特区政府博彩行业导向梳理



数据来源：DICJ、国泰君安证券研究

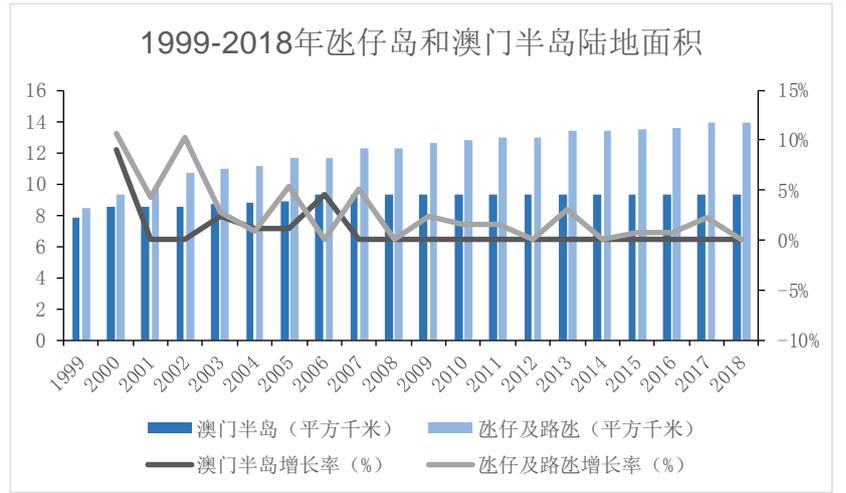
所以 2003 年前后，路氹城刚刚建成一部分时，政府进行招商引资，为了吸引资本，土地批复相对宽松，当时拿地是最好的选择，银娱抓住了这个机会，而澳博在当时则完全没有意识到这一点。此后，政府的导向和投资使得路氹城填海面积迅速扩大，基建项目迅速增加，1999 年至 2018 年基建指标中，氹仔道路的年复合增长率为 2.2%，而澳门半岛的道路长度年复合增长率仅为 0.6%。2018 年 DSCC 统计数据中，澳门半岛道路平均宽度约为 10.2 米，离岛(氹仔岛+路环岛)道路平均宽度为 17.5 米，一般来说单车道宽度约为 3.9 米，半岛道路多为双向单车道，整体十分拥挤。相对来说离岛拥挤程度低于澳门半岛，良好的周边环境更容易受到游客的青睐。另外，从道路修建长度方面来看，2003 年澳门半岛行车道路总长度是氹仔岛的 2 倍，而 2018 年仅为 1.4 倍。

表 8: 2018 年基建方面氹仔岛迎头赶上澳门半岛

2018	澳门半岛	路氹
土地总面积	9.3 km <sup>2</sup>	13.9 km <sup>2</sup>
行车道路总长度	201.5 km	142.2 km
道路总长度	188.7 km	84.6 km
道路平均宽度	10.2m	17.5m

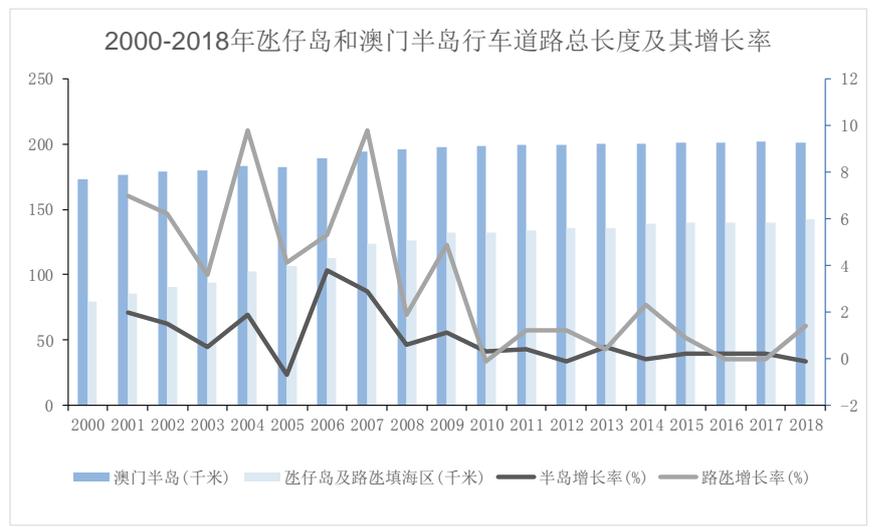
数据来源：DSEC、国泰君安证券研究

图 35: 氹仔岛近年来陆地面积增加多于澳门半岛



数据来源: DSCC、国泰君安证券研究

图 36: 澳门回归后氹仔行车道路修建增长率最高

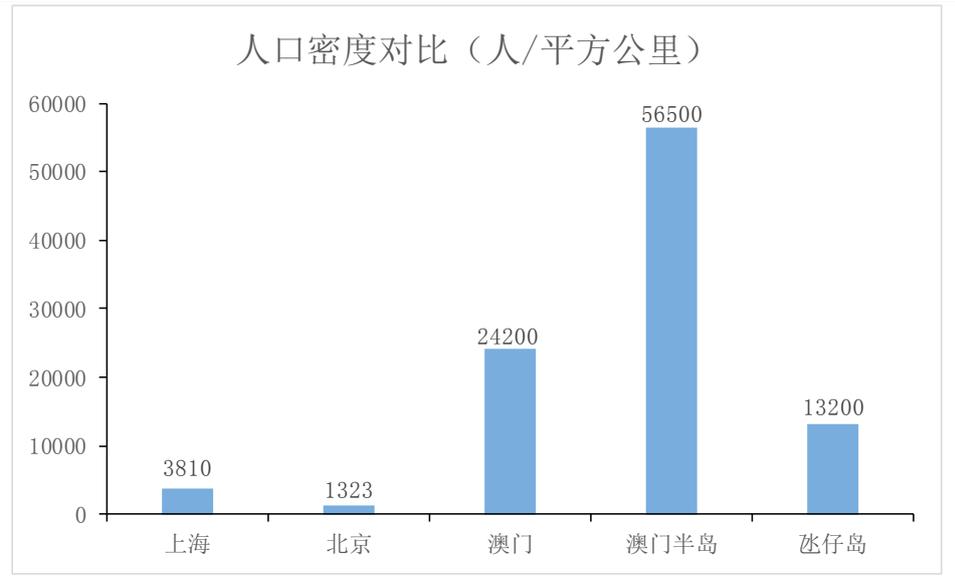


数据来源: DICJ、国泰君安证券研究

## 2、澳门人多地少，大力发展新开发的路氹是澳门发展的必由之路

澳门回归以来本土居民人数继续增加，虽然不断填海造陆，但人口密度还是领先全国。2018年，澳门日均人口密度为2.42万/平方公里，远高于同期上海的3810人/平方公里和北京的1323人/平方公里，澳门是名副其实地少人多的城市。

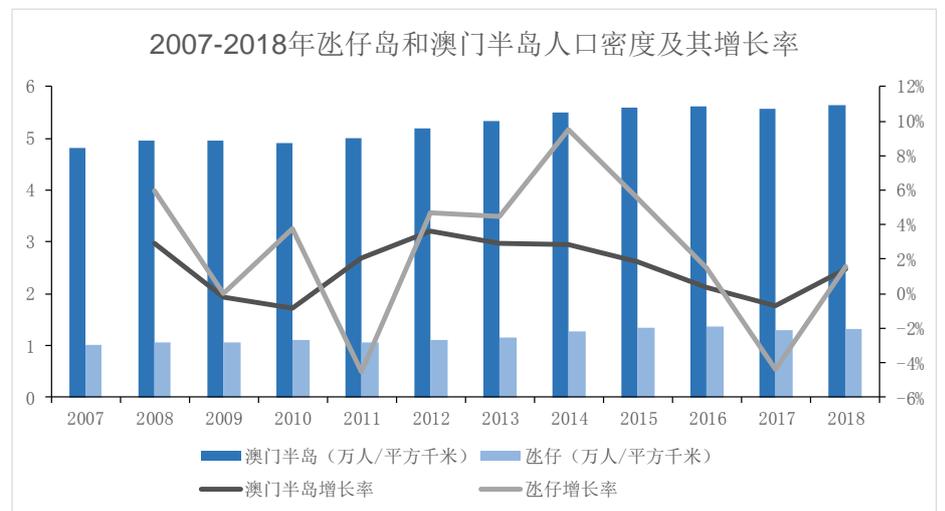
图 37: 2018 年澳门人口密度远高于北京和上海



数据来源: DICJ、 国泰君安证券研究

澳门整体由于土地面积问题发展受限, 不断填海造陆扩大面积。而路氹城作为填海造陆形成的平缓的土地, 正适合大力发展基建, 因此在建成伊始, 政府便希望能快速开发利用这块新的土地来缓解人口压力和促进经济发展。近年来氹仔岛人口增长速度高于半岛

图 38: 2007-2018 年氹仔人口增速高于澳门半岛



数据来源: DICJ、 国泰君安证券研究

3、澳门回归+中国经济的发展, 博彩作为高端消费, 吸引大量内地游客。除了路氹本地人口增加外, 澳门回归后的旅客量增加是澳门旅游业的重大利好, 也是路氹能够短时间内快速发展的主要驱动力。这期间大陆旅客量激增, 总旅客量连续 19 年增长。从 1999 年至 2018 年, 来澳旅游人次年复合增长率为 8.61%。2018 年来澳旅客数达到 3580 万人次, 人均停留时间为 1.3 天, 日均接待旅客数 12.75 万。而澳门本土居民人数为 66.7 万人, 年度旅客人次相当于澳门本土居民人数的 53 倍。飞机 3 小时通航范围基本覆盖了除了北方以外的主要城市。

图 39: 澳门与大陆城市交通便利



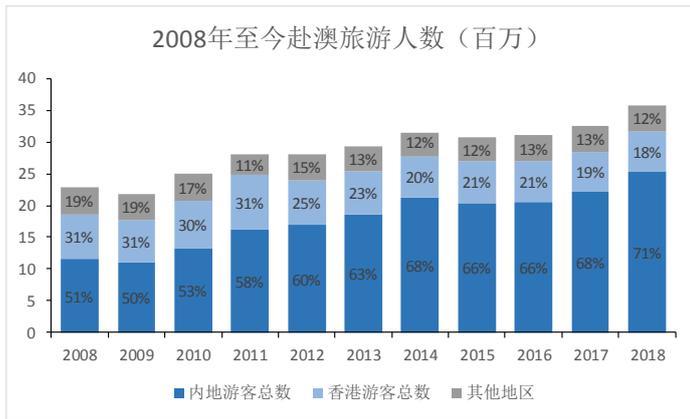
数据来源: 12306 官网、携程、国泰君安证券研究

图 40: 澳门旅游总人数连续 19 年高速增长



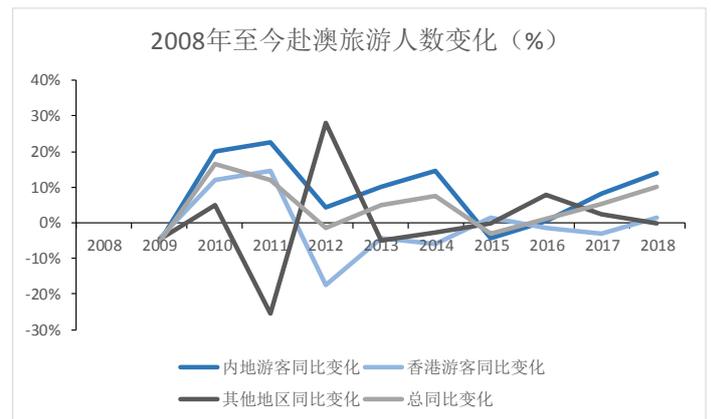
数据来源: DICJ、国泰君安证券研究

图 41: 大陆游客占比赴澳门游客人次逐年上升



数据来源: WIND、DSEC、国泰君安证券研究

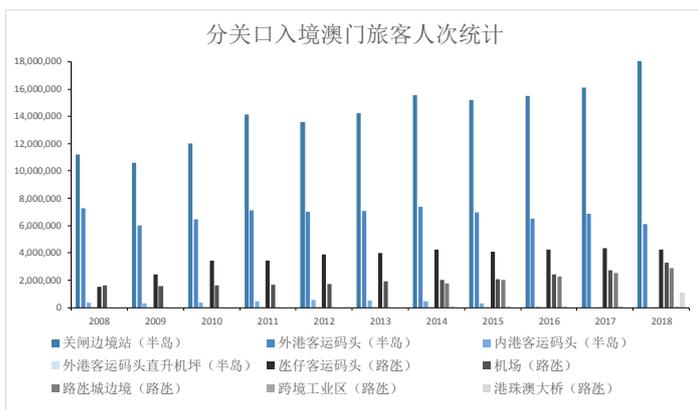
图 42: 大陆游客增速高于平均增速



数据来源: WIND、DSEC、国泰君安证券研究

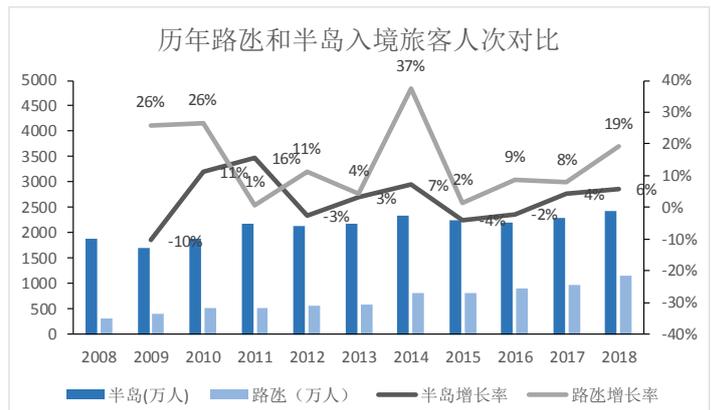
此外, 由于位于路氹的各类入澳门关口不断修建, 从路氹入境的游客人次逐年增加, 通过路氹进入澳门旅客人次从 2008 年时的 14% 增加至 2018 年的 29%, 这逐渐缩小了路氹于半岛博彩旅游业发展的差距。

图 43: 历年分关口入境澳门人数统计



数据来源: WIND、DSEC、国泰君安证券研究

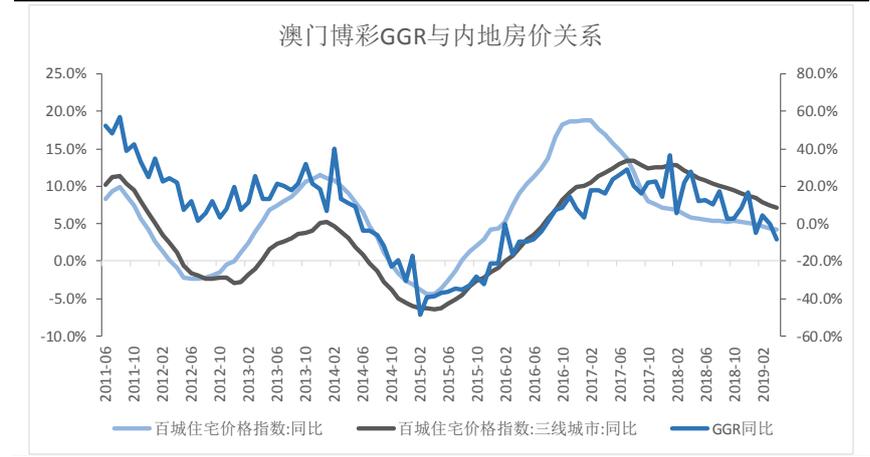
图 44: 经过路氹入境澳门人数增长速度快于半岛



数据来源: WIND、DSEC、国泰君安证券研究

中国加入 WTO 后经济腾飞, 无论是国内的富裕阶层还是普通阶层, 越来越多的国人选择与国内旅游资源差异较大的港澳旅行。澳门博彩业作为高端消费, 博彩收入与国内资产有一定相关性, 比如房价上升, 富裕阶层资产增值, 有更多资金来澳门赌博。由于一二线地产有限购政策, 从数据上来看, GGR 增速与三线城市房价增速的拐点相关性较高。

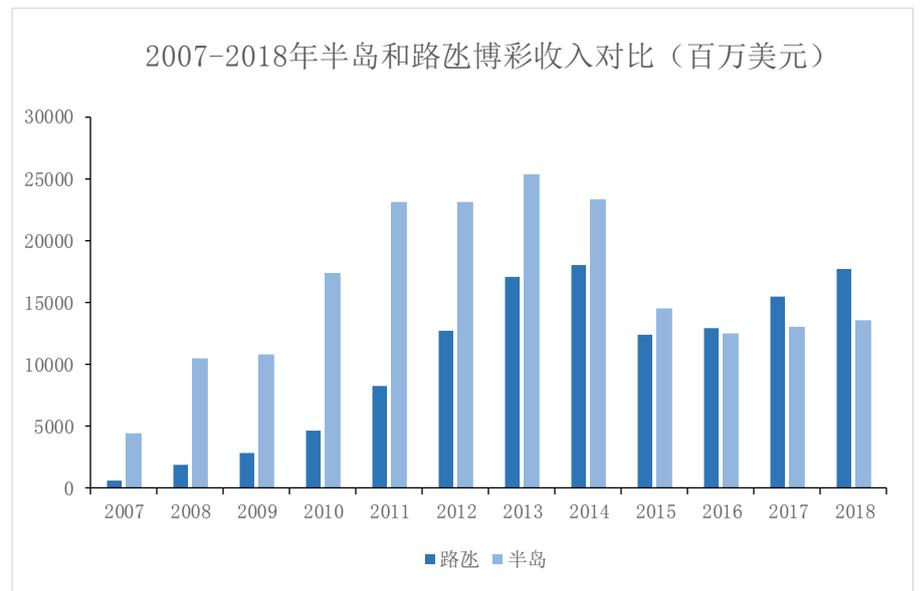
图 45: GGR 增速与三线城市房价增速相关性较高



数据来源: DICJ、 国泰君安证券研究

仅仅 10 年时间, 2014 年来澳门旅客突破 3000 万人大关。实际上澳门能承受的单日旅客人数超过 9 万就已经达到上限, 而节假日旅客人数的暴增更是让澳门旅游资源达到饱和, 如此多旅客人数区区澳门半岛旅游资源根本承载不了, 整个澳门的旅游资源都处于紧平衡状态, 在氹仔投资的确会分流半岛博彩业的市占率, 但是不在氹仔投资则会错失澳门旅游市场整体的增长带来的宏利。路氹城作为当年的新兴发展区域, 越早投资越好。然而澳博没有以足够发展的眼光看待来澳门旅客人数的大幅增加带来的市场机遇。从博彩营收来看, 路氹地区博彩总收入于 2016 年达到 129.65 亿美元反超澳门半岛, 成为澳门博彩业新中心。

图 46: 路氹博彩收入 2016 年起反超半岛



数据来源: DICJ、 国泰君安证券研究

#### 4. 把握消费趋势, 非博彩和中场业务发展迅速

##### 4.1. 非博彩业务不仅受到游客欢迎, 并且利岛利民

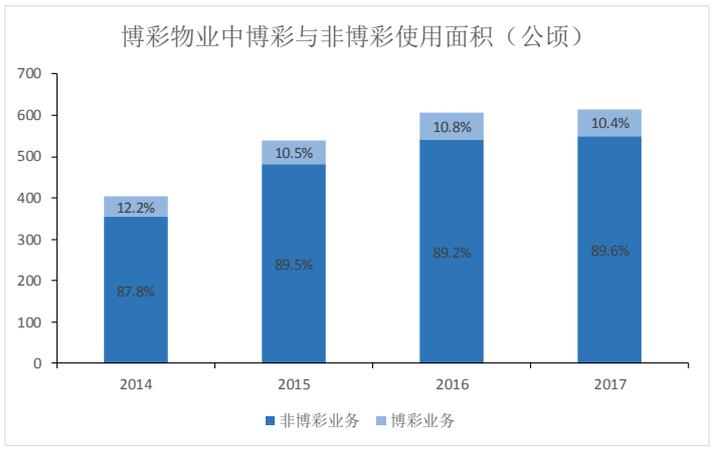
对标拉斯维加斯和大西洋城。这二者均通过迅速实现城市的崛起，但是不同在于，拉斯维加斯从上世纪 60 年代会展业起步，并逐渐加快完善基建、塑造文化，至上世纪 90 年代实现快速转型，形成博彩、餐饮、购物、会展等多元化产业协同发展。而大西洋城则是成也萧何，败也萧何。从 1978 年开放博彩业重振经济之后，始终高度依赖这棵“摇钱树”，忽略了人们消费观念的转变和对非博彩的消费需求日益旺盛，加之博彩业对其他行业的挤出效应，大西洋城经济模式单一。2014 年，大西洋城当地 4 家著名赌场关闭造成大量人口失业和财政危机，2015 年不得不由新泽西州暂时接管。

从经济数据上来看，经历 2008 年金融危机的重挫之后，拉斯维加斯凭借多元化产业的驱动，GDP 增速如今已经企稳回升，其博彩收入总体保持稳定在 7,000 百万美元；但是大西洋城经济增速始终低迷，且作为其收入支柱的博彩行业每况愈下，近年来博彩赢额降至拉斯维加斯的 1/3。由此可见非博彩业对博彩业的发展亦有着重要的支持作用，二者关系密不可分，相辅相成。

赌牌分拆后，金沙和永利等国际化博彩经营商带来了国际化娱乐城思维。他们建设高档大气的豪华赌场和酒店来吸引更多的博彩游客。而随着人们消费水平和审美的提高，游客自然愿意选择整体居住环境更好，服务更好的地方去进行博彩活动。从博彩企业自身收益角度来说，博彩业务和非博彩业务相互促进决定着企业的发展。博彩业的繁荣少不了非博彩产业的带动。2010 年以后，澳门政府呼吁各大博彩公司多兴建非博彩项目的呼声更加强烈，2012 年中央也将这一导向加入十二五规划当中。

**澳博和银河对于非博彩业务的开发重视程度不同。之所以两家企业会有这样不同的选择，我们认为主要是由于经营经验的差别。**在 2002 年何鸿燊年近 80，澳门赌牌开放之前，附近地区只有澳门赌博合法化，而整个澳门赌场又全部由澳博垄断。因此即便配套的如酒店，餐饮，商场等非博彩业没有那么健全，周边的赌客依旧愿意在赌场大额消费，澳博没有必要去浪费那么多财力在那些对且对博彩业务的帮助不大的非博彩建设上。就澳门的经验，博彩业单位面积内的收益是非博彩业的 110 倍以上，发展过多的非博彩业会消耗公司大量的资金，但是表观投入产出比却很低。因此澳博选择继续之前的投资模式，注重博彩产业的投资。在 2002-2008 年澳博热衷于兴建小型娱乐场，共兴建了 7 家，这些娱乐场的配套非博彩占比很小，一定程度上会抑制博彩的营收。

图 47: 博彩仅占总面积 10%左右



数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

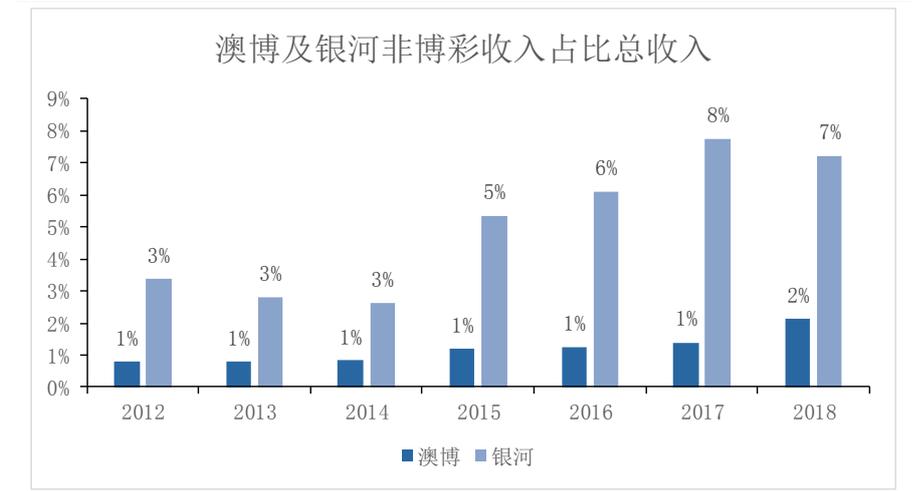
图 48: 博彩收入占总收入 93%以上



数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

银河娱乐相比澳博, 在注重博彩产业投资同时也会注重非博彩业的投资。既兴建了 4 家小型城市娱乐会, 又兴建了旗舰娱乐场星际酒店。银河娱乐的管理人吕志和先生的嘉华集团早在上世纪 80 年代就进军美国拉斯维加斯等地的酒店市场, 而他的二儿子吕耀南先生更是常管理美国酒店业务, 熟悉拉斯维加斯的赌场经营模式, 非博彩业的繁荣让企业获得巨额收益, 带动整个城市欣欣向荣。银娱的非博彩占比逐年上升, 从 2012 年的 3% 上升至 2018 年的 7%, 而澳博的非博彩占比在近年来才有所上升, 至今徘徊在 2% 左右。但整体来说, 两家的非博彩占比均低于行业平均水平。

图 49: 银娱非博彩收入占比始终高于澳博



数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

对于非博彩行业发展方面, 做建材酒店起家的银娱比澳博有一定先发优势。银娱凭借在美国多年酒店经验, 将澳门的酒店业务打理的十分出色。澳博旗下除新葡京和回力等新开张的一些娱乐场外, 大部分产业均在 2002 年实行经营权制度以前建设, 其特色是分为多层楼面, 而属于非博彩休闲设施的场地很少。建成年限较长, 基础设施老旧, 建筑结构等规划不够科学, 就算翻新装修, 整体感觉还是不如银娱旗下建成年限短的产业好。2017-2018 年, 银娱旗下所有酒店全年入住率接近 100%, 在同

行中排名第一。为了配合银娱的贵宾厅和中场博彩娱乐场，银娱旗下酒店都是世界知名高端连锁酒店，凭借优秀的服务和会员积分等政策，这类连锁酒店的收入通常高出普通酒店很多，这是澳博旗下自营酒店所不能比拟的。这也一定程度上影响银娱和澳博的博彩业竞争力。

**表 9: 澳博控股旗下主要酒店多为自营酒店**

澳博控股	2019 年 4 月 26 日双人房价 (单位: RMB)
澳门回力酒店	910
澳门葡京酒店	1028
澳门新葡京酒店	1036
澳门十六浦索菲特酒店	1146

数据来源: 美团 app、国泰君安证券研究

**表 10: 银河娱乐旗下主要酒店多为高端连锁酒店**

银河娱乐	2019 年 4 月 26 日双人房价 (单位: RMB)
澳门丽思卡尔顿酒店	3114
澳门悦榕庄酒店	2081
澳门 JW 万豪酒店	1252
澳门大仓酒店	1147
澳门银河酒店	1154
澳门百老汇酒店	707

数据来源: 美团 app、国泰君安证券研究

**图 50: 澳博新葡京与葡京娱乐场**



数据来源: 公司官网

**图 51: 澳博葡京娱乐场夜景**



数据来源: 公司官网

图 52: 银娱星际酒店



数据来源: 公司官网

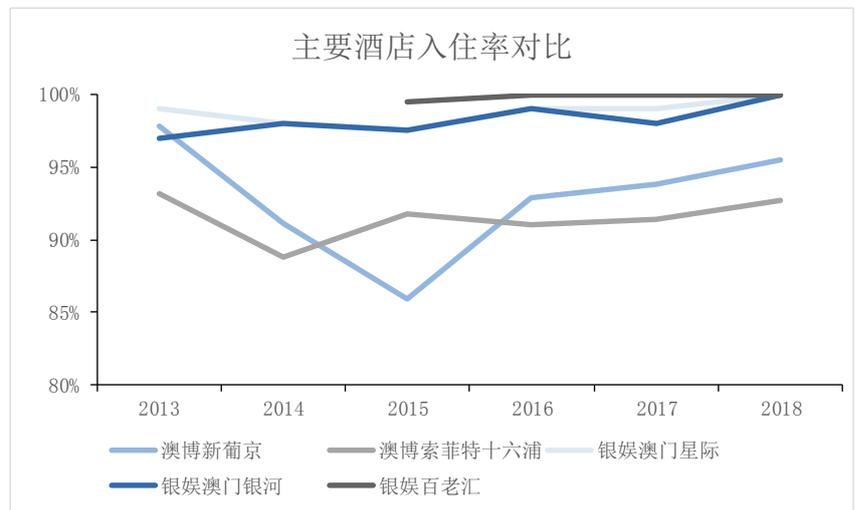
图 53: 银娱澳门银河



数据来源: 公司官网

银娱不但酒店价格高于澳博，入住率也高于澳博。这意味着银河旗下的酒店和非博彩等配套设施更能吸引经济较为富裕的人入住，这对提升博彩业收入是利好促进。

图 54: 历年澳博旗下酒店入住率整体低于银娱

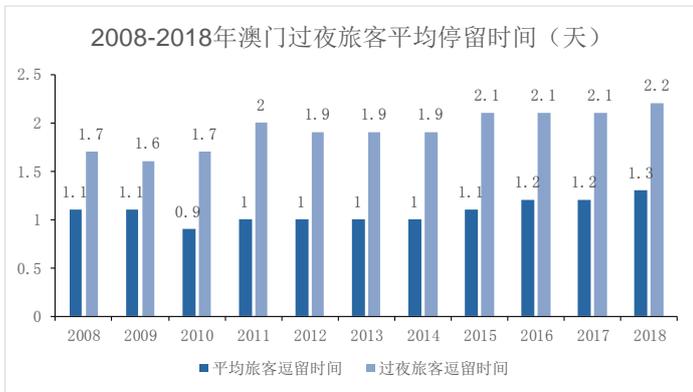


数据来源: DSEC、 国泰君安证券研究

近年来澳门过夜旅客平均停留时间和过夜旅客占比均略有增加，2018 年过夜旅客平均停留时间为 2.2 天，所有来澳旅客平均停留时间为 1.3 天。过夜人次占比总人次比例也有所提高，2018 年达到 51.7%。澳门大学博彩研究所 2014 访客调查发现，参与博彩旅客在澳门过夜的比例为 66.7%，高于没有博彩的旅客。且他们更愿意在酒店留宿（88.9%）且观看表演（18.4%）。同时很多来澳门旅游的游客来之前只是为了观光，到来之后，由于入住酒店提供的优惠套票服务而被手边的博彩吸引，因此，非博彩

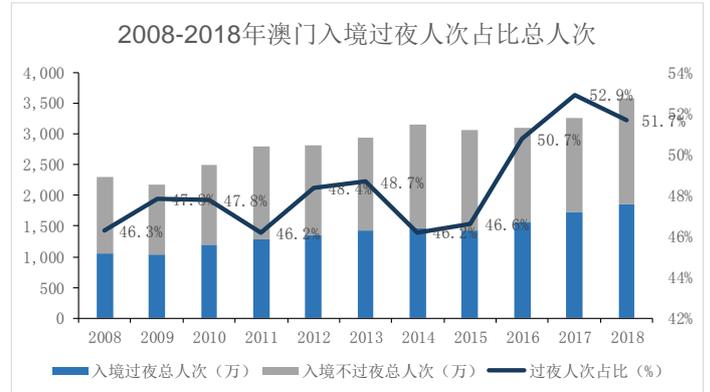
也对博彩业有巨大的带动作用。旅客大多会选择过夜酒店周边的娱乐场进行博彩娱乐，因此非博彩业中酒店设施较好，酒店客房数较多的公司将会在提高博彩收入方面有一定优势。

图 55: 近年来澳门旅客停留时间增加



数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

图 56: 近年来澳门过夜旅客占比总旅客人数略有增加

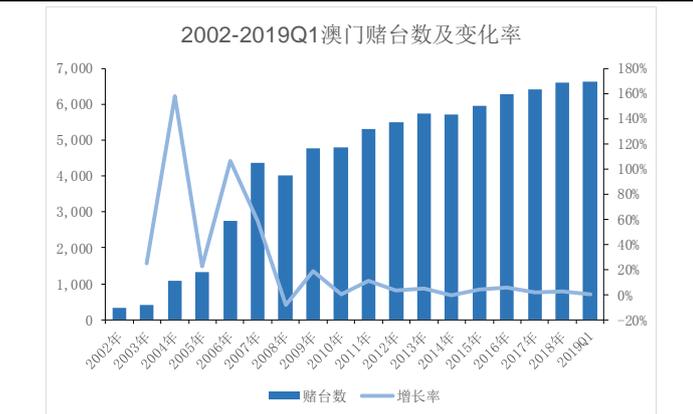


数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

### 4.2. 2016 年之后，中场强劲拉动行业恢复增长

此外为了重蹈大西洋城失败的覆辙，澳门政府积极出台政策控制赌桌数量以避免博彩业的野蛮扩张，根据博彩公司年报披露，澳门政府要求从 2013 年起十年内赌台数量以 5500 张为基数，年均增幅不超过 3%-5%；同时，本届政府至今批出的都是中场赌台，希望借此进一步推动娱乐场的中场客源市场。对于新开赌场，通常在开业当年仅新批 100 张赌桌，其后两年每年可再新增 25 张。

图 57: 澳门严格控制赌桌数量



数据来源: DICJ、国泰君安证券研究

图 58: 澳门适当控制角子机数量

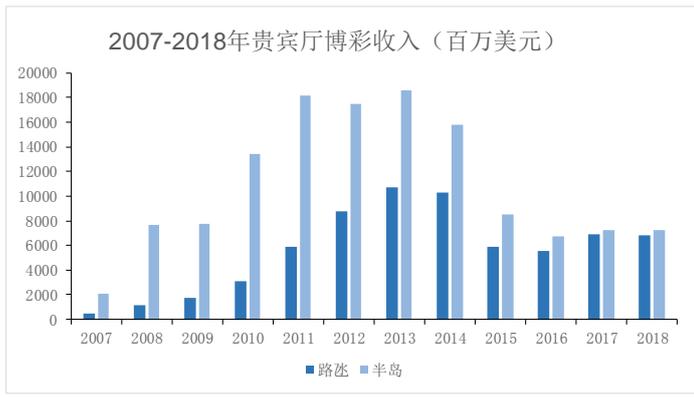


数据来源: DICJ、国泰君安证券研究

由于半岛地区场地限制，不适合发展中场业务，各家企业都重视到应当发展路氹产业，除澳博之外的其他五家或早或晚纷纷在路氹建设娱乐场。其中，银娱在路氹的银河一期二期分别于 2011 年和 2015 年开业，何猷龙管理的新濠旗下位于路氹的新濠天地和新濠影汇分别于 2009 和 2015 年开业，何超琼管理的美高梅旗下位于路氹的美狮美高梅于 2018 年开业。由于博彩业强大的引流作用，路氹地区逐渐繁荣。具 2019 年 2 月澳门酒店协会数据，澳门五星级酒店共 21 家，其中 9 家位于氹仔岛，

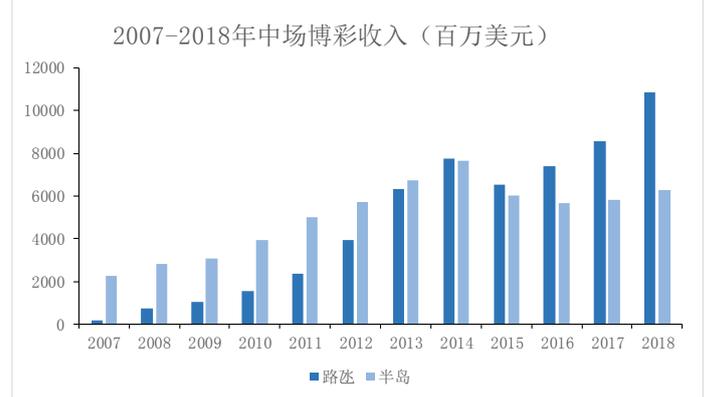
数量已经逐渐赶上半岛，且整体建设装修新，外部环境良好，吸引大量游客。澳门博彩从 2014 年以前主要由贵宾收入带动转变成了主要由中场带动。从 2014 年开始，博彩业贵宾业务受到严重打击，贵宾业务较多的半岛收入缩水 5 成，而路氹城中场业务强劲带动，在打击之后迅速反弹回归正轨，收入反超半岛。2018 年路氹当地区中场博彩收入为 108.49 亿美元，而半岛仅为 62.84 亿美元。

图 59: 路氹地区贵宾厅博彩收入与半岛平分秋色



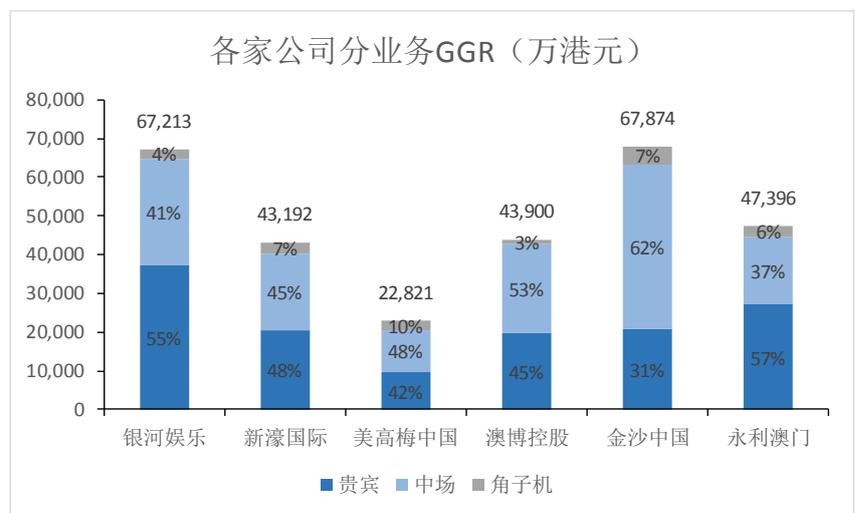
数据来源: Bloomberg、公司公告、国泰君安证券研究

图 60: 路氹地区中场博彩收入反超半岛



数据来源: Bloomberg、公司公告、国泰君安证券研究

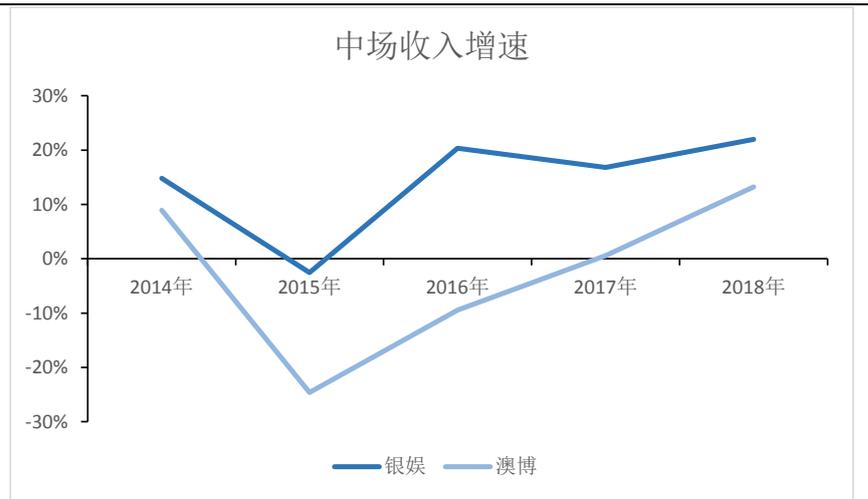
图 61: 2018 年除永利外各家中场 GGR 占比有超过贵宾趋势



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2018 年全年，澳博中场收入 230.80 亿港元，同比 2017 年增长 12.13%。银娱中场收入 274.87 亿港元，同比 2017 年增长 22.97%。

图 62: 澳博和银娱中场收入增速回暖正常化



数据来源: 公司公告、 国泰君安证券研究

澳门博彩业贵宾业务 2014 年以前一直维持在 60%以上, 近年依旧维持在 50%左右, 而贵宾赌场的赌客中有超过 80%是博彩中介人带来的, 为了挖博彩中介人, 在 2006 年左右, 各家开启了中介人佣金大战。在澳博专营时期, 中介人佣金为投注额的 0.7%-1%之间, 而 2006 年, 金沙首次将投注额提升至 1.3%, 后来甚至高达 1.35%。而贵宾厅一般赢率大约在 2.5%-3%之间, 如此之高的中介人佣金再加上 39%的博彩税使得赌场贵宾厅利润大幅下降。澳博旗下很多卫星娱乐场收到严重冲击。后来在澳门政府出面调停, 限制佣金在 1.25%以下。

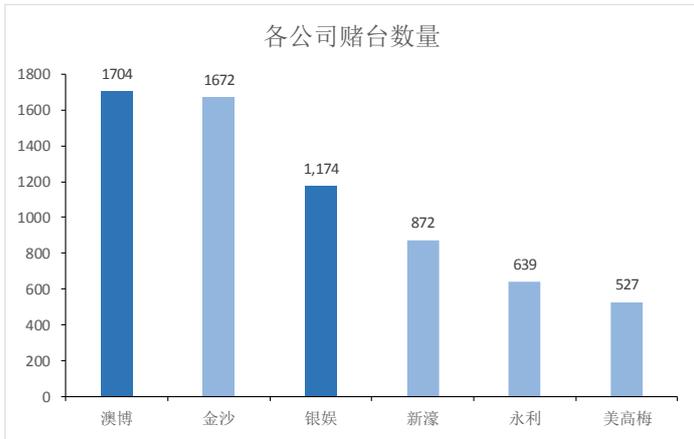
## 5. 更多的牌照资源不意味着更好的盈利

### 5.1. 资源利用方式不同

澳博共有 20 间娱乐场, 包括 1 家旗舰娱乐场: 澳门新葡京娱乐场; 3 家自营娱乐场; 以及 16 家卫星娱乐场, 银河共 6 家娱乐场, 包括 3 家旗舰娱乐场: 星际酒店, 澳门银河和百老汇; 三家卫星城市娱乐会: 华都娱乐场, 总统娱乐场和利澳娱乐场。

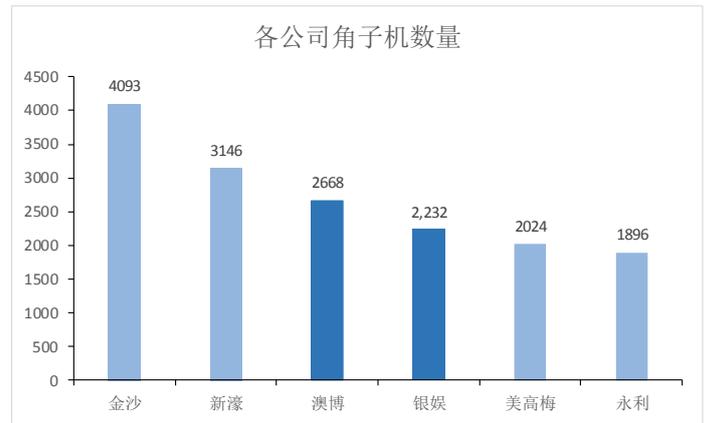
澳博 2018 年净收益为 344.1 亿港元, 银娱除去建材之外的净收益为 522.6 亿港元。从 2018 年的 EBITDA 来说, 澳博为 37 亿, 银娱为 167 亿, 更是仅占银娱的 22%。盈利能力远弱于银娱。究其原因, 其中一个是因为澳博大量的卫星娱乐场使得澳博名义上赌桌数量很多, 但实际上真正自用的赌台数仅为 765 台, 其中包括 142 台贵宾赌桌以及 623 台中场赌桌, 剩下的赌桌全部承包出去。这些承包出去的赌台给企业带来的利润非常有限。而澳博之所以自己承包出去这些赌台, 很大原因是因为自己的旗舰娱乐场放不下那么多赌台, 目前企业物业规模能承载吸引的旅客数量亦达到上限。

图 63: 截至 2018 年底澳博赌台数量第一



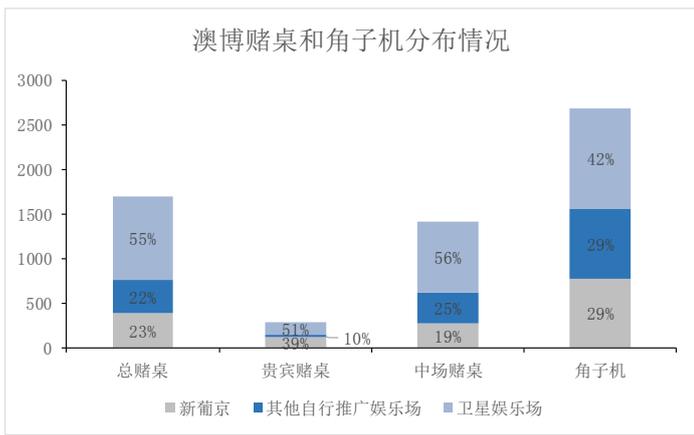
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 64: 截止 2018 年底澳博角子机数量多于银娱



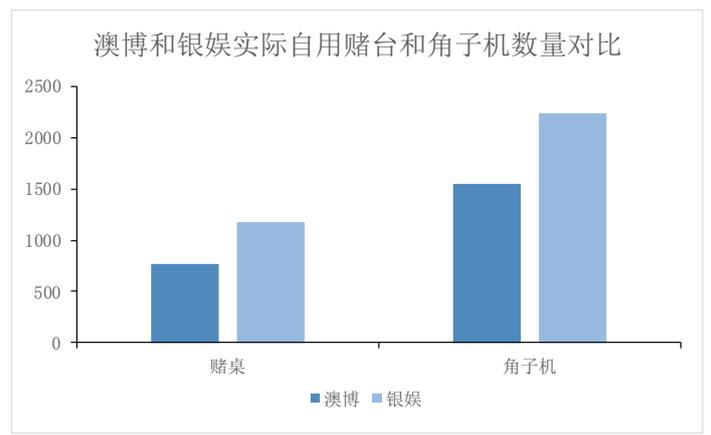
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 65: 卫星娱乐场占据澳博很多赌桌和角子机



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

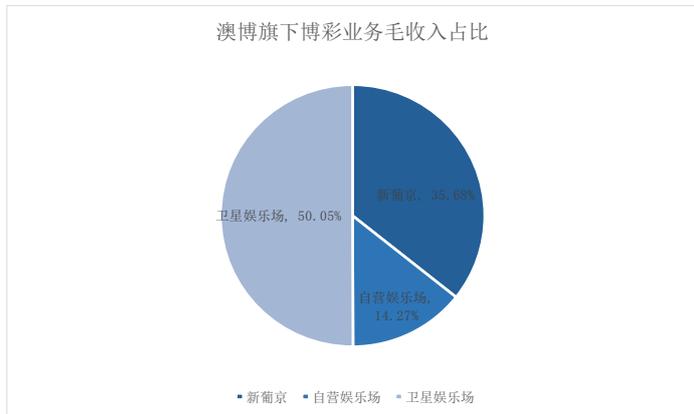
图 66: 澳博实际自用赌台和角子机数量均少于银娱



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

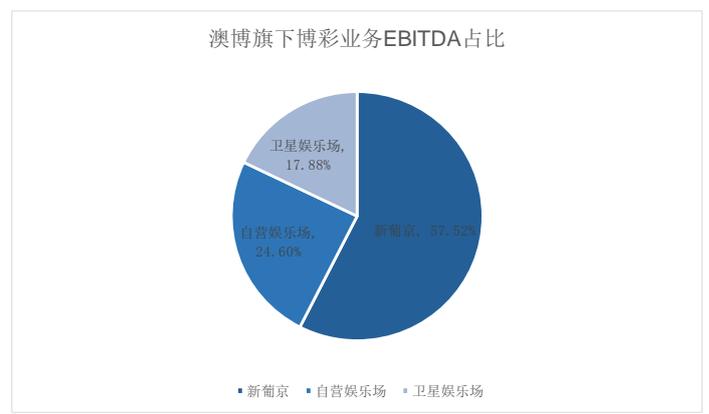
澳博毛收入中超过 50% 的部分来自卫星娱乐场, 但与第三方合作的卫星娱乐场 EBITDA 通常低于自营娱乐场, 因此澳博每年实际收入主要还是依赖旗下 2007 年建成的位于半岛的新葡京娱乐场。2018 年, 澳博的卫星娱乐场 EBITDA 率仅为 2.94%, 而新葡京的 EBITDA 率可以达到 13.29%。

图 67: 澳博旗下博彩业务卫星娱乐场毛收入占比高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

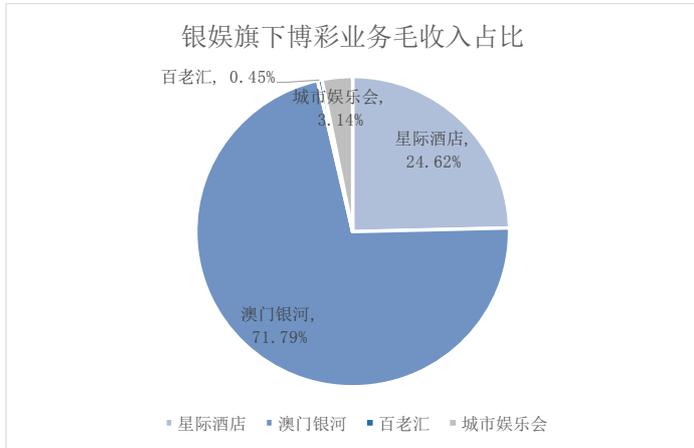
图 68: 澳博旗下博彩业务新葡京 EBITDA 占比高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

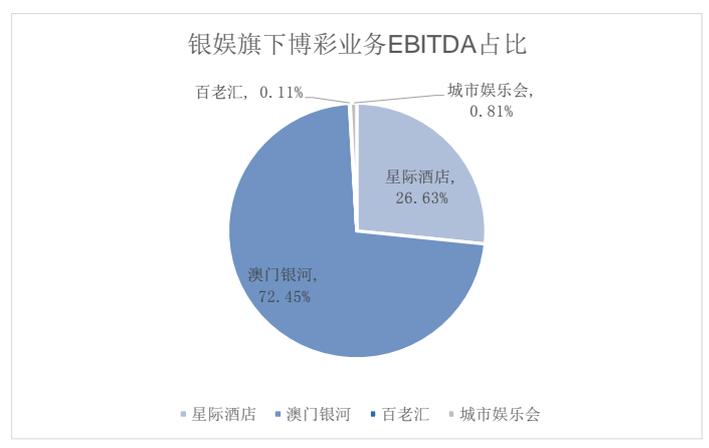
银娱毛收入超过 70%来自位于路氹新城的澳门银河, 与第三方合作的都市娱乐会和自营的由金都娱乐会改建的百老汇占比很低, 总和仅为 3.59%。2018 年, 银娱的都市娱乐会和百老汇 EBITDA 占比总和仅为 0.92%。这两部分业务 EBITDA 率均在 5%左右, 而星际酒店和澳门银河的 EBITDA 均高于 20%。

图 69: 银娱旗下博彩业务澳门银河毛收入占比高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

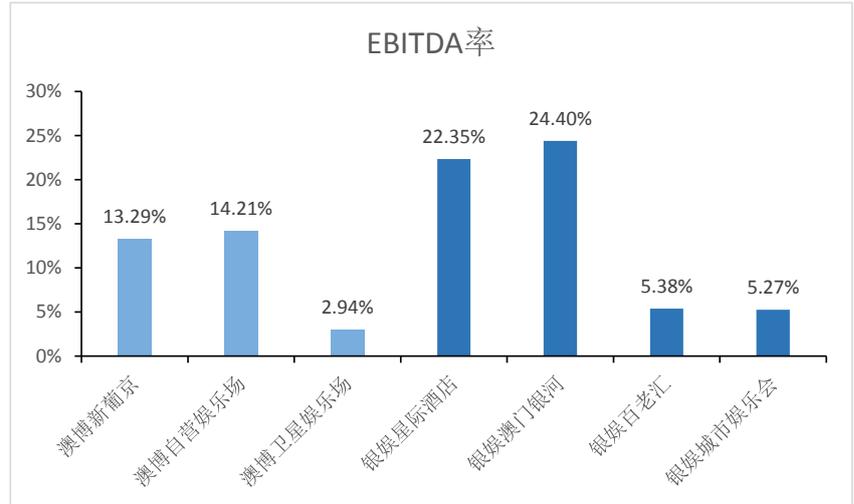
图 70: 银娱旗下博彩业务澳门银河 EBITDA 占比高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

澳博和银娱在自营业务和与第三方合作业务的收入占比差别很大, 两家的自营旗舰业务 EBITDA 率均远高于与第三方合作业务的 EBITDA 率, 且银娱整体 EBITDA 率高于澳博, 这意味着银娱整体盈利能力高于澳博。澳博的赌台数量和角子机数量均多于银娱, 而公司净收益却少于银娱。

图 71: 澳博和银娱各娱乐场 2018 年 EBITDA 率对比

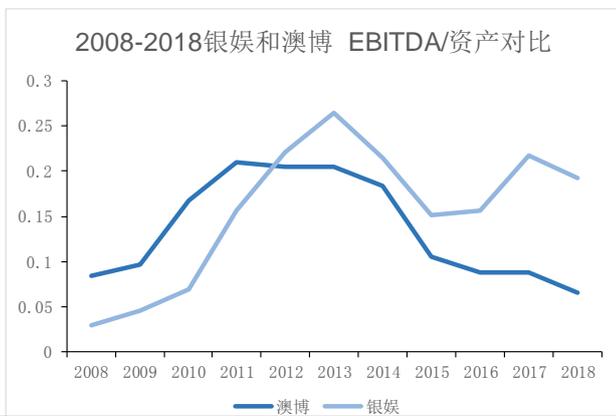


数据来源: 公司公告、 国泰君安证券研究

### 5.2. 不同战略下的财务数据

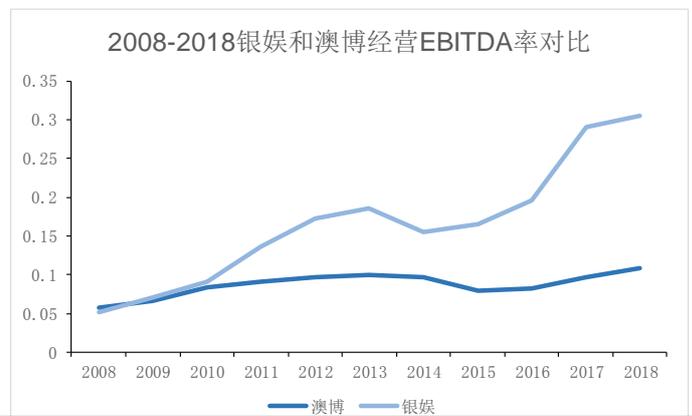
两家决策孰优孰劣通过企业收入数据便可看出, 澳博这种模式的确能够节约企业的投资成本, 且短期内不会与投资非博彩业而综合带动博彩业收益的企业产生巨大差距, 甚至有可能高于别家。但长期来看, 博彩营收的可持续性发展能力不够, 对游客的吸引力弱, 对贵宾游客影响不大, 但是对中场游客盈利能力较低。澳博和银娱一同经历了 2014 年前后澳门博彩业最鼎盛的时期, 当时虽然银娱的 EBITDA 资产比率为 26% 仅略高于澳博的 20%, 但是当繁荣过后, 非博彩的支撑作用便显现出来, 银娱在整个市场下行的情况下 EBITDA 资产比率依旧坚挺保持在 20% 以上, 而澳博则由于市场低迷打击一蹶不振, EBITDA 资产比率一路走低, 2018 年仅为 6%。同样能够反映该现象的还有两家公司的 EBITDA 率, 银娱在受到打击之后营收虽然减少, 但由于中场的发力 EBITDA 率却依旧上升, 澳博的增长则相对缓慢, 后续爆发力较弱。

图 72: 澳博短期利润高于银娱但长期较低



数据来源: 公司公告、 国泰君安证券研究

图 73: 近年来银娱与澳博 EBITDA 率逐渐拉大

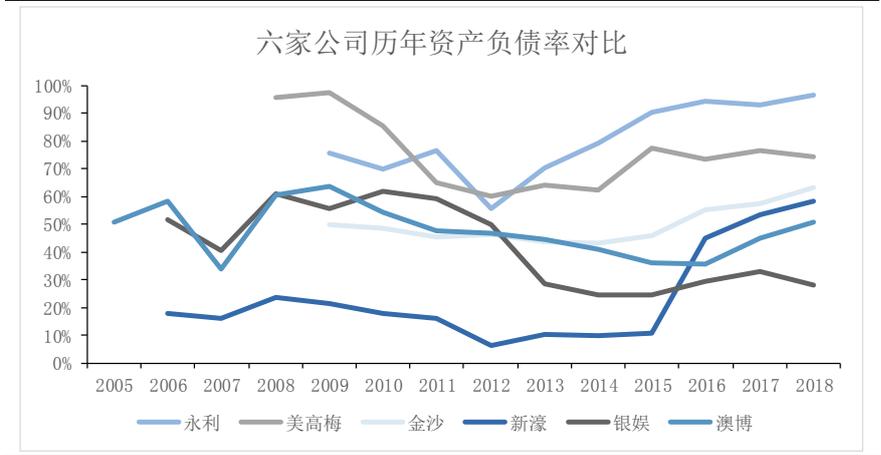


数据来源: 公司公告、 国泰君安证券研究

此外银娱和金沙是当年最早在路氹大量购买土地的企业, 银娱路氹产业的地段较好, 紧邻路氹关口, 位于即将建成路氹轻轨线旁。银娱虽然提前在路氹屯地, 但是没有冒进, 合理规避风险, 在 2007 年左右稍微减慢

路氹地区物业的建设，平稳的度过了 2008 年的亚洲金融风暴。这种策略十分奏效，既为银娱抢占到了路氹较好的地理位置，又不至于冒进影响公司正常运营。这种营运思路相对澳博专注于澳门半岛而不提前在路氹新城囤地做准备有一定优势。

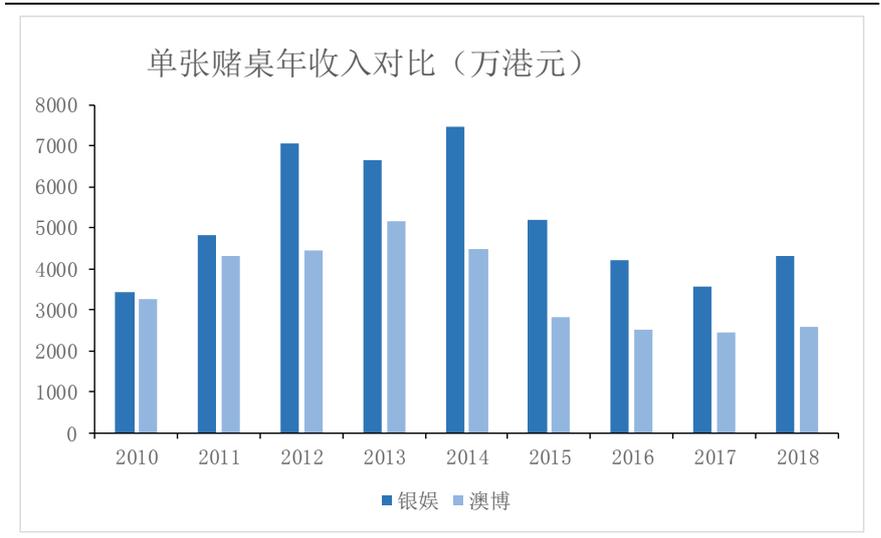
图 74： 银娱和澳博资产负债率较低



数据来源：公司公告、 国泰君安证券研究

路氹城中旗舰博彩娱乐场众多，各家优势互补，装修风格各有不同，具有规模效应，相互协同互相促进，能够自发吸引更多来澳门旅游的游客。路氹的赌场收入明显优于半岛，银娱旗下娱乐城银河一期二期在路氹的经营收入使得银娱的赌桌收入高于澳博，2018 年，银娱单张赌桌收入是澳博的 1.67 倍。

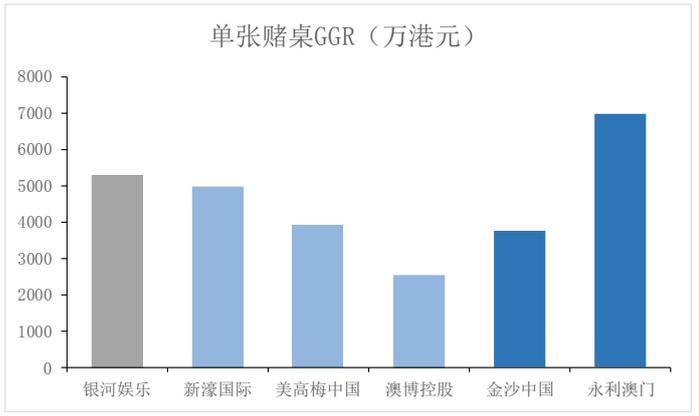
图 75： 澳博和银娱单张赌桌年收入对比



数据来源：DSEC、 国泰君安证券研究

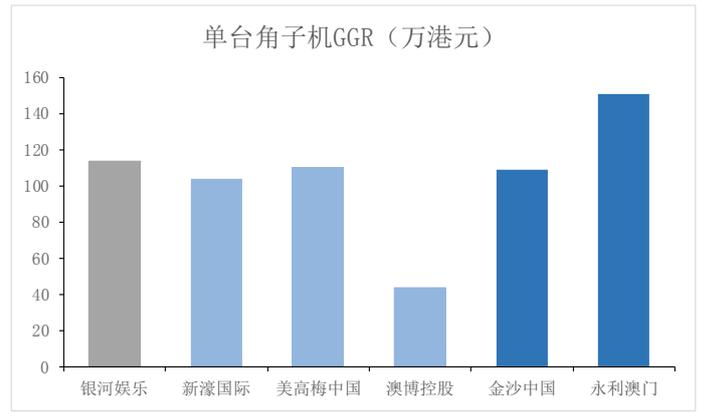
无论从博彩业整体还是单位来看，澳博均低于银娱。但如果将澳博，新濠国际发展和美高梅中国全部算做何家旗下企业，将何家与吕家对比，何家的产业较吕家更大，但单位收入仍旧低于吕家。

图 76: 单张赌桌 GGR 澳博仅为银娱的 1/2



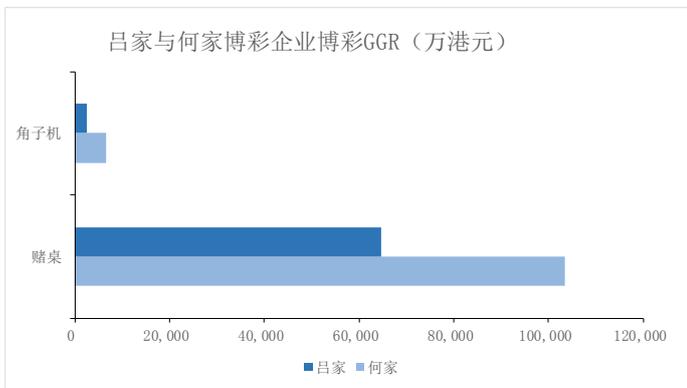
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 77: 单张角子机 GGR 澳博仅为银娱的 1/3



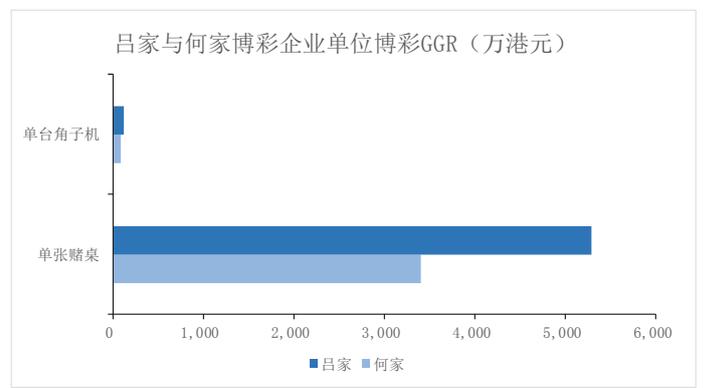
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 78: 整体博彩 GGR 何家高于吕家



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 79: 单位博彩 GGR 何家低于吕家

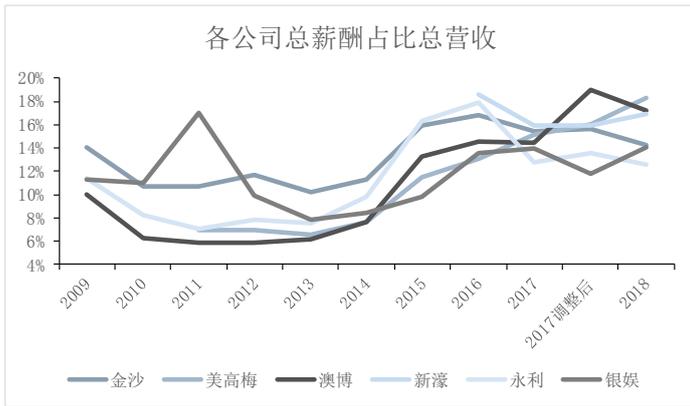


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

一线服务人员直接面对客户，这些人的服务态度很大程度上影响旅客对郑家公司服务的体验。澳博曾经不欢迎赢钱的赌客，这给赌场带来了不好的名誉，此外，以往澳门中场赌厅往往灯光灰暗环境较差。而拉斯维加斯模式是友善的对待每一位客户，对于在赌场赢钱很多的顾客，甚至发优惠券等，这是非常好的宣传方式，中场赌厅光明敞亮，环境优雅。作为第一家开业的旗舰娱乐场，金沙开业仅一年便占据了当年中场份额的 70%。

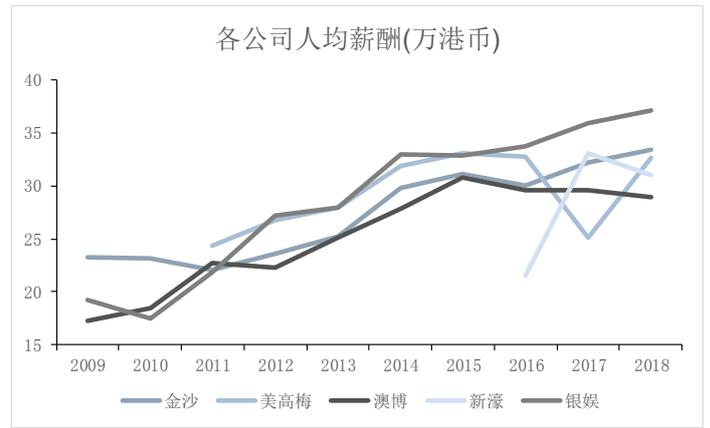
2002 年赌牌拆分之前，澳门博彩业澳博一家独大，管理不够现代化，经常出现荷官在没有经过赌客准许下自行收取小费的现象，这引得很多赌客的不满，但是由于每个赌场都是如此，因此赌客心中虽有不满但也无可奈何。金沙等公司进入后，带来了许多国外专业的荷官，同时对一线类似于荷官等服务人员实行严格的管理，提升服务人员的服务质量，坚决杜绝荷官自行收取小费等损害顾客博彩体验的事情。而澳博后知后觉，在发现份额有所下降之后进一步加强一线工作人员的管理。此外，澳门其他各家纷纷通过高薪聘请澳门当地管理人员，有报道指，永利开业后，澳博 800 多人的管理队伍中，有 200 多人转工。澳博也宣布一定对策，提高员工底薪，增加带薪假等。不过在其他五家一次次的冲击下，澳博市场份额不断下降。我们可以看到 2012 年以来银娱的员工人均薪酬明显高于澳博，良好的激励制度保证了员工工作的积极性。

图 80: 公司员工薪酬占比总营收



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 81: 近年来澳博员工薪酬较低



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 6. 投资建议: 银娱澳博均有颇多看点

### 6.1. 新物业开业在即, 产能释放有望提升公司业绩

近年来各家企业更加意识到非博彩业的重要性, 在银娱和澳博最新项目银河三期四期和澳博上葡京中, 非博彩业占比都占到 95%。上葡京预计 2019 年上半年完工, 2019 年下半年开业。上葡京主要走超高端路线, 酒店娱乐场内装潢部分由著名设计师“老佛爷”设计, 客房数 1900+, 开业后澳博客房数将为现有客房数 3.3 倍, 大大提升澳博的旅客接待能力。上葡京 90% 的面积用于非博彩业务建设, 占地面积超过 52 万平方米, 而作为赌桌数量最多的澳博, 博彩业收入有望强势提升。

图 82: 上葡京酒店走超高端路线, 内部金碧辉煌



数据来源: 公司官网

图 83: 上葡京酒店外观示意图



数据来源: 公司官网

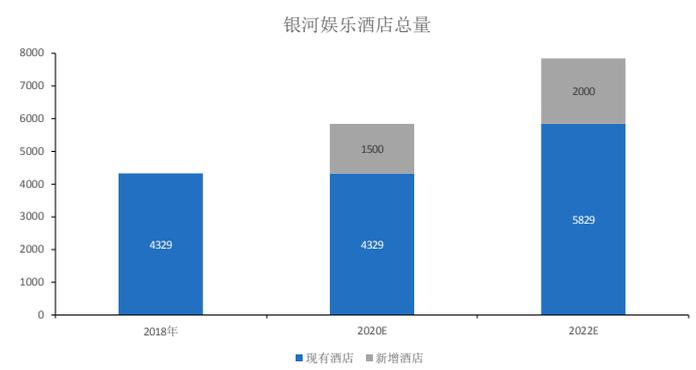
2020 年到 2022 年银河三、四期的设施会逐步建成投产, 将分别新增 1500 间 / 3000 间客房客房, 银河三期的 3A 主要为酒店项目, 预计 2019 年底就能完工, 缓解当前旗下各娱乐场酒店入住率接近 100% 高度饱和的状态。3B 和四期目标建设将增加更多娱乐元素, 包括一些会展场地和一个容纳 16000 座的大型综合场馆等, 预计中场客流将借此得到进一步提升。

图 84: 长隆海洋王国奠定横琴旅游人气



数据来源: TEA、国泰君安证券研究

图 85: 预计 2022 年底银河娱乐共有约 7829 间客房



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司是目前唯一在横琴拥有地块的博彩运营商, 该地块是一片纯天然未开发的沿海地区, 其面积高达 2.7 平方公里, 约相当于 6 个天安门广场的大小。公司计划将其建设成为类似于马尔代夫的低密度度假区, 与对岸路氹的高密度博彩娱乐场相呼应, 并起到一定的引流作用。该项目目前尚在筹划, 还未开工, 预计政府出台粤港澳大湾区发展的具体政策之后, 将会开展横琴项目的详细规划。

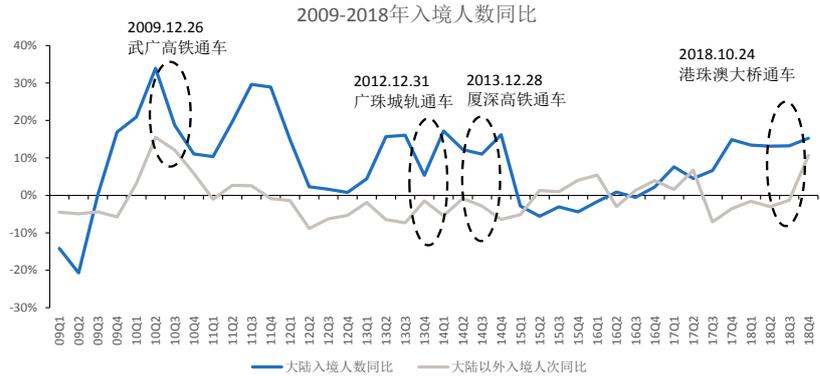
当前, 横琴市内及周边的交通建设正不断完善, 广珠城际延长线(拱北-横琴段)预计明年内可实现通车, 广州至横琴最快仅需 70 分钟; 位于横琴东部, 与路氹一岸之隔的横琴口岸综合交通枢纽总建筑面积达 121.3 万平方米, 总投资 260 亿元, 预计 2020 年底可启用通关, 满足旅客日通关量 22.2 万人次, 并于 2022 年底完成全面建设, 建成后该综合交通枢纽将涵盖广珠城际延伸线横琴站、澳门轻轨延伸线横琴口岸站、长途客运站、城市公交枢纽站、岛内轻轨站、出租车服务设施、社会车辆停车场。

此外, 横琴已有的休闲娱乐区包括海洋乐园、东方高尔夫球场、长隆海洋王国等, 具备一定的旅游热度, 其中位于横琴南部的长隆海洋王国 2017 年游客量达 978.8 万 / +15%, 位列全球主题公园第 11 位。海洋王国的游客中大部分是亲子游, 横琴项目也计划打造成合家欢式的度假区, 预期两者将形成良好的协同效应。

## 6.2. 一系列基础设施建成将增加澳门旅游吸引力

交通网络的日趋完善, 尤其是广珠澳三地间的交通联结将利好中场业务的发展。参照过去的经验, 2009 年末武广高铁通车、2012 年末广珠城轨通车和 2013 年末厦深高铁通车以及 2018 年港珠澳大桥通车均促使该时期大陆入境人数同比快速增长, 且增速显著高于大陆以外地区客流。

图 86: 交通完善利于拓展大陆市场



数据来源: DSEC、国泰君安证券研究

未来 5 年内, 澳门市内外将有一系列交通项目开工并通车, 其中包括澳门市内的澳粤新通道 (24 小时自助通关)、横琴口岸 (连接广珠城际和澳门轻轨); 澳门市外的港珠澳大桥、深茂高铁、广珠城际延长线、深中通道、白云机场扩建等。密集、高速的交通网络将极大便利大陆游客, 尤其便利了广东、香港等主要客源地区地区的游客, 促使其减少路途周转、缩短行程时间。

表 11: 未来 5 年内澳门市内外交通项目

项目	完工时间	项目具体内容
<b>市内</b>		
桥梁	澳第四条跨海大桥	预计 2018 年开工 2020 年之后通车
铁路	轻轨 (氹仔线)	2016Q3 开工, 2018 年基本建成完工, 预计 2019 年 12 月通车
通关口岸	澳粤新通道-青洲口岸	2018 年 6 月动工 预计 2019-2020 年建成
	横琴口岸 及综合交通枢纽	2017 年 6 月开工 2020 年底实现通关功能启用 2022 年底完成全面建设
<b>市外</b>		
桥梁	港珠澳大桥	2009 年 12 月开工 2018/10/24 通车

项目	完工时间	项目具体内容
		100公里/小时
南沙大桥	2013年12月开工， 2019年4月2日通车	全长12.9公里，采用八车道高速公路技术标准，设计速度100公里/小时，总投资额73.3亿元，
深茂高铁 (江门-茂名段)	2014/6月开工 2018年7月1日通车	全长265.539公里；设计行车速度200km/h，总投资290亿元人民币。
广深港高铁	目前广州南-福田已通车 2018年9月23日通车	全长145公里，共设7个站点，列车时速中国大陆段可达350公里，香港段为250公里，全程行车时间约为30分钟
珠机城轨 (拱北-横琴段)	2014年1月开工 预计2019年11月通车	线路全长约16.86公里，共设7个车站，最高时速可达160公里/小时，总投资69.9亿元，广州到横琴最快只需70分钟（不含停站时间）
穗莞深城际线	2008年12月开工 预计2019年9月30日通车	全长116.62公里，总投资196.9亿元，全程运行时间60分钟，设计速度140公里/小时，届时每隔2分半钟就会有一趟车。
广珠城际延长线 (拱北-横琴段)	2014年1月开工 预计2019年完工	线路长约17公里，速度目标值100km/h及160km/h，投资约60亿元。将与澳门轻轨在横琴口岸站实现无缝换乘
广湛高铁	预计2019年10月开工， 2020年8月建成	全长412.705公里，设计速度350公里/小时，届时从广州到湛江将在2小时内直达，广州到茂名将在1.5小时内直达。
深茂高铁 (深圳-江门段)	2017年12月开工 预计2023年通车	深江段线路全长约115.78km，设计行车速度250km/h，深圳到茂名的运行时间由目前的近7小时缩短到3小时以内；广州与茂名之间的铁路运行时间由原来的5小时以上缩短到2.5小时左右。
广州火车站 升级改造项目	预计2018年开工 2022年完工	在原址上对广州站进行改造，规划国铁场8台15线，城际场2台4线，总投资119.5亿
广中澳高铁	/	全程拟建线路152.6km，拟设15个站点，串联广州南沙新区、中山翠享新区、珠海横琴新区三大经济新区
白云机场 第二高速公路	2015年12月31日开工 预计2020年建成通车	全长约28公里，包含南北两段工程，北段双向8车道，南段双向6车道，设计速度100公里/小时，总投资额149.4亿元
深中通道	2016年12月开工 预计2024年通车	全长24公里，全线采用双向八车道高速公路标准建设，设计速度100公里/小时，总投资额424亿元，从深圳到中山的时间由两小时缩减到30分钟
珠海通用机场	2018年年底完工	一期建设一条900米×30米的跑道以及规划机坪，可停放8架B类机和3架直升机。
广州白云机场 扩建工程	2018年4月26日T2启用 第四、五跑道和T3预计2022年启用	新建62.38万m <sup>2</sup> 二号航站楼，设计年旅客吞吐量为4500万人次，值机柜台397个，停车位5127个，总投资额197亿元 新建第四、第五跑道及三号航站楼，设计2025年旅客吞吐量1.05亿人次，总投资额450亿元
珠三角新干线机场	预计2019年全面开工 2022年建成启用	位于佛山高明，预计将设三条跑道，设计吞吐能力为3000万人次/年，估算投资约为350亿元

	项目	完工时间	项目具体内容
码头	广州南沙国际邮轮 码头工程	2016 年开工 预计 2019 年投入运营	建设 1 个 10 万吨和 1 个 22.5 万吨邮轮泊位及配套设施， 投资额 21.93 亿元，年旅客通过预计可达到 75 万人次
	南沙港区国际通用 码头工程	2018Q4 开工 预计 2020Q4 完工	建设 2 个 7 万吨级和 1 个 10 万吨级通用泊位，总投资 28 亿 元

数据来源：广东交通运输厅、国泰君安证券研究

### 6.3. 盈利预测

综上，我们预计澳博控股公司 2019-2021 年营业收入分别为 348.40 亿港元、438.28 亿港元和 478.74 亿港元，归母净利润分别为 30.30 亿港元、37.43 亿港元和 40.64 亿港元，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.53、0.66 和 0.72 港元/股，对应 P/E 分别为 16.2x、13.1x 和 12.1x，EBITDA 分别为 39.37 亿港元、52.59 亿港元和 59.84 亿港元，对应 EV/EBITDA 分别为 11.8x、8.8x 和 7.8x，给予“增持”评级。

综上，我们预计银河娱乐公司 2019-2021 年营业收入分别为 547.10 亿港元、605.29 亿港元和 715.96 亿港元，归母净利润分别为 125.37 亿港元、140.06 亿港元和 172.23 亿港元，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.89、3.23 和 3.95 港元/股，对应 P/E 分别为 16.2x、14.5x 和 11.9x，EBITDA 分别为 158.66 亿港元、181.59 亿港元和 221.95 亿港元，对应 EV/EBITDA 分别为 12.5x、10.9x 和 8.9x，给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

**中美贸易纠纷对行业的影响。**VIP 客户主要以商人为主，中美贸易纠纷等政治环境不稳定可能对 VIP 客户的生意经营状况有较大影响。

**新赌场建设进度低于预期。**根据以往澳门博彩公司新物业的开业时间进度来看，由于各种问题，基本都要推迟，且 DICJ 对新物业的审查时间不好把握。

**禁烟政策影响高于预期。**2019 年 1 月 1 日开始，澳门贵宾厅开始禁烟，此前中场已经禁烟。

**宏观经济景增速下行。**如果宏观经济增速下行，对居民的可支配收入影响较大，从而影响居民对博彩的消费。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌5%以上
<b>2. 投资建议的比较标准</b> 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		

