

银河娱乐 (00027)

证券研究报告
2019年05月24日

金沙、美高梅挤占VIP份额，从卖出提至持有，TP 45

业绩均低于行业，VIP受金沙、美高梅挤占份额，中场动力不足

港股银河娱乐(27.HK)公布19Q1业绩：净收入130亿港元，同比跌8%，低于预期的134亿港元；经调整EBITDA同比跌8%达40亿港元，低于预期的41.5亿港元。总GGR(博彩毛收入)-11%，VIP-24%、中场+9%，均低于行业的+0.5%、-13.4%、+17.2%。银河本季度VIP流水疲软，同比跌29%(对比同期永利-29%、新濠-23%)，唯本季赢率较高(19Q1 3.66% V.S. 18Q1的3.42%和18Q4的3.46%)，导致VIP赌收跌幅收窄至-24%。我们认为银河本季VIP明显弱于行业主要由于：1) 19Q1多家娱乐场VIP赌厅翻修开业对银河产生竞争分流，如新濠天地中太阳城、德晋新赌厅分别在1月18日和2月12日开幕，金沙百利宫VIP赌厅翻修完成以及美狮美高梅3月开幕的高端别墅雍华府(The Mansion)等，而美高梅、金沙本季VIP流水在环比和同比处于行业领先水平，且本季美高梅、金沙流水的市占率较18Q1分别增长2.1%和4%，对比银河、永利分别损失2.2%和2.1%；2) 银河1/2期和星际酒店VIP赌厅翻修也有一定扰动。中场方面，本季银河流水增长动力也不足，同比仅为7%，而本季赢率较高(19Q1的25.03% V.S. 18Q1的24.57%)，让中场赌收同比增9%。其中普通中场受客流提振，但中场赌客频率和消费均有所降低，验证了我们对于港珠澳大桥开通后旺丁不旺财的判断。此外，本季高端中场表现较弱，4月以来这种趋势或继续维持。

翻修扰动+新物业竞争，银河1/2期和星际酒店乏力；赌桌供给充分+风格可能类似，银河3/4期或难有协同效应

物业方面，本季银河1/2期和星际酒店均表现一般，公司19Q1全面翻修银河1/2期与星际酒店或产生一定影响。银河1/2期本季博彩毛收入同比跌11%达108亿港元，物业EBITDA同比跌7%达30亿港元，主要由于VIP业务出现明显下滑，本季流水同比跌34%，毛收入同比跌27%；中场表现尚可，流水和毛收入分别同比仅增7%和12%，我们认为因为高端客户在路氹地区娱乐场可选择较多，可能对银河产生一定分流。此外，位于半岛的星际酒店表现也一般：博彩毛收入同比跌10%达40亿港元，物业EBITDA同比跌5%达9.5亿港元，星际VIP流水同比跌幅小于1/2期，我们认为主要由于星际的VIP赌客多是以博彩为主、赌额较大的居多。此外，本季星际中场流水同比增8%，主要受大桥客流提振了普通中场，但赢率本季较低(19Q1的18.9% V.S. 18Q1的20%)，导致中场赌收同比收窄至2%。

在建物业方面，公司仍预期银河第三期项目预期于2020年底-2021年投入营运，而第四期则于2021年后。与伦敦人或难吊赌客胃口类似，我们认为银河3/4期虽可能引入一些自然和科技的元素，但如果设计风格较为同质化，银河1/2期目前赌桌供给已较为充分，加上上葡京开幕后路氹竞争或更加激烈，整体银河新项目或较难产生协同效应并吸引新增赌客。目前横琴项目银河未公布最新的进度。日本方面，公司已向大阪、横滨、北海道等提交公司资料，但我们认为银河主要运营经验仍在澳门，相比国际经验丰富的金沙集团(LVS.US)、美高梅(MGM.US)和新濠来讲赌牌竞争力或不足。

赌厅翻修但分流压力犹在，从“卖出”提至“持有”，目标价提至45港元，

我们认为银河1/2期和星际VIP赌厅19Q3翻修后有望带来边际改善，但VIP和高端中场或仍面临高端物业(美狮美高梅、新濠天地、永利皇宫等)，以及即将在2019年底开业的上葡京的激烈竞争，加上银河3/4期或难与银河1/2期产生协同效应，我们认为银河未来估值和业绩弹性或有限。银河目前12.0x的12m Forward EV/EBITDA略低于历史平均水平的12.4x，但仍是行业第二高(对比都是10.7x的永利和美高梅)。受VIP分流影响，我们预计2019年EBITDA同比跌10%达151亿港元，给予2019年11x EV/EBITDA估值，目标价从40港元提至45港元，从“卖出”提至“持有”评级。

风险提示：国内经济不景气，政策收紧，公司新项目推进缓慢等。

投资评级

行业 消费者服务业/酒店、餐饮、赌场及休闲设施

6个月评级 持有(调高评级)

当前价格 46.85 港元

目标价格 45 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	4,331.99
港股总市值(百万港元)	202,953.58
每股净资产(港元)	14.12
资产负债率(%)	27.87
一年内最高/最低(港元)	71.05/40.30

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

马赫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070001
mahe@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《银河娱乐-公司点评:业绩低于预期，国际化受阻，维持增持，TP 71 港元》
2018-05-06
- 2 《银河娱乐-公司点评:业绩符合预期，中场竞争日渐激烈，维持“增持”》
2018-02-28
- 3 《银河娱乐-公司点评:业绩符合预期，期待更深刻转型，重申“增持”》
2017-11-10

图 1：六大博企 18Q1、18Q4 和 19Q1 的 VIP 流水中，银河、永利市占率被金沙、美高梅挤占

(百万港元)	18Q1 VIP流水	市占率%	18Q4 VIP流水	市占率%	19Q1 VIP流水	市占率%	市占率同比变化	市占率环比变化
银河	287,231	25.5%	259,695	24.4%	202,924	23.3%	-2.2%	-1.1%
永利	253,292	22.5%	225,683	21.2%	178,004	20.4%	-2.1%	-0.8%
澳博	178,000	15.8%	153,935	14.5%	123,000	14.1%	-1.7%	-0.3%
新濠	181,740	16.2%	166,920	15.7%	139,620	16.0%	-0.1%	0.4%
金沙	146,975	13.1%	172,255	16.2%	148,598	17.1%	4.0%	0.9%
美高梅	77,514	6.9%	85,979	8.1%	78,544	9.0%	2.1%	0.9%
总计	1,124,752	100.0%	1,064,468	100.0%	870,690	100.0%	-	-

资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 2：六大博企涨跌幅、市值、估值(P/E 和 EV/EBITDA)情况

公司	股票代码	当前股价	年初至今 涨跌幅%	市值 (亿港元)	PE			EV/EBITDA		
					当前	19年	20年	当前	19年	20年
香港上市公司										
永利澳门	1128.HK	16.46 港元	-3.6%	855	14.2	14.5	12.9	10.8	10.8	10.0
澳博控股	880.HK	8.44 港元	15.6%	478	17.0	20.0	17.5	12.0	11.7	8.6
金沙中国	1928.HK	37.75 港元	13.1%	3,052	20.8	18.0	16.1	15.0	13.5	12.5
银河娱乐	27.HK	46.85 港元	-5.1%	2,030	15.3	15.2	14.1	12.9	12.0	11.1
新濠国际	200.HK	15.88 港元	-0.5%	241	46.4	19.5	14.1	8.4	7.7	7.3
美高梅中国	2282.HK	12.96 港元	-1.4%	492	45.0	17.7	13.8	17.5	10.7	9.6
美股上市公司										
新濠博亚	MLCO.US	20.60 美元	18.6%	95	24.3	20.5	16.9	11.2	9.1	8.4
金沙集团	LVS.US	58.59 美元	14.0%	453	18.4	17.5	16.4	11.5	10.7	10.7
永利度假	WYNN.US	119.92 美元	23.0%	129	20.4	18.8	14.7	12.4	10.8	9.2
美高梅国际	MGM.US	25.82 美元	7.0%	139	28.8	24.0	15.4	11.2	9.1	8.4

资料来源：截止至 5 月 23 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期，天风证券研究所整理

图 3：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图（橙色为高于行业同比增速，绿色为低于行业同比增速）

	17Q1			17Q2			17Q3			17Q4			18Q1			18Q2			18Q3			18Q4			19Q1		
	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS
行业数据	13%	17%	8%	22%	35%	7%	22%	35%	7%	20%	22%	17%	20%	21%	20%	17%	14%	21%	10%	4%	22%	9%	3%	17%	-0.5%	-13%	17%
新濠博亚	15%	25%	8%	26%	56%	4%	27%	70%	1%	18%	48%	-2%	16%	23%	8%	3%	0%	2%	-5%	-18%	7%	11%	11%	14%	-1%	-8%	9%
金沙中国	12%	1%	18%	25%	35%	22%	15%	19%	13%	14%	-9%	27%	20%	21%	22%	21%	30%	20%	16%	15%	18%	13%	35%	7%	8%	0%	13%
永利澳门	81%	104%	53%	74%	74%	67%	72%	77%	59%	50%	55%	40%	23%	9%	49%	9%	-5%	36%	18%	10%	36%	2%	-5%	14%	-3%	-7%	2%
美高梅中国	3%	-8%	15%	-3%	-3%	-3%	3%	-13%	11%	2%	22%	24%	26%	20%	24%	-6%	44%	28%	11%	43%	27%	18%	32%	20%	3%	35%	
银河娱乐	4%	-4%	16%	17%	18%	18%	24%	35%	13%	26%	32%	20%	26%	36%	14%	30%	40%	19%	8%	6%	10%	2%	-4%	10%	-11%	-24%	9%
澳博控股	-6%	-12%	1%	1%	7%	-4%	0.4%	7%	-5%	5%	-1%	11%	5%	-1%	10%	11%	4%	19%	9%	3%	14%	-2%	-12%	8%	-5%	-19%	8%

资料来源：澳门博彩局，公司财报，天风证券研究所整理

图 4：银河娱乐股价与娱乐场开业的历史（港元）



资料来源：公司官网，截止至 5 月 24 日收盘，彭博，天风证券研究所整理

图 5：银河娱乐 EV/EBITDA 估值水平与娱乐场开业的历史



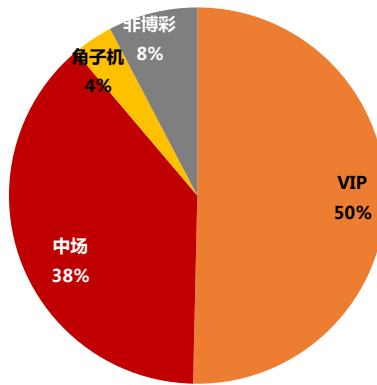
资料来源：公司官网，截止至 5 月 23 日收盘，彭博，天风证券研究所整理

图 6：银河娱乐 2016 年以来娱乐场季度数据

银河娱乐公司整体	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
公司VIP流水(turnover)	189,736	161,386	166,649	187,963	194,821	195,597	231,767	277,915	287,231	288,209	263,357	259,695	202,924	-22%	-29%
公司VIP高率	3.75%	3.64%	3.62%	3.80%	3.50%	3.54%	3.51%	3.37%	3.42%	3.37%	3.24%	3.46%	3.66%		
公司VIP毛收入	7,117	5,880	6,036	7,144	6,816	6,932	8,146	9,379	9,823	9,711	8,545	8,998	7,418	-18%	-24%
公司中场流水	11,353	11,399	11,731	12,071	12,606	12,722	13,372	24,713	25,669	26,757	27,080	28,559	27,513	-4%	7%
公司中场高率	40.46%	39.56%	42.42%	43.17%	42.31%	41.94%	42.19%	25.19%	24.57%	23.82%	22.81%	24.07%	25.03%		
公司中场毛收入	4,593	4,509	4,976	5,211	5,334	5,335	5,642	6,224	6,306	6,372	6,176	6,873	6,887	0%	9%
公司老虎机流水	12,094	12,184	12,504	13,176	13,180	13,163	13,461	13,749	15,709	15,747	15,480	15,435	13,678	-11%	-13%
公司老虎机高率	3.41%	3.89%	3.95%	3.68%	3.76%	3.67%	3.93%	3.72%	3.58%	3.37%	3.74%	4.07%	4.12%		
公司老虎机毛收入	412	474	494	485	496	483	529	511	562	531	579	628	563	-10%	0%
公司非博彩收入	765	702	842	865	810	818	1,262	1,320	1,301	1,270	1,358	1,369	1,338	-2%	3%
银河1-2期物业净收入	9,790	8,752	9,415	10,118	10,244	10,111	8,696	10,115	9,844	9,949	9,337	10,361	9,264	-11%	-6%
星际酒店物业净收入	2,917	2,679	2,794	3,431	3,080	3,689	2,724	2,659	3,210	3,060	2,916	2,973	2,987	0%	-7%
百老汇酒店物业净收入	181	169	167	159	135	127	105	146	142	131	145	144	151	5%	6%
公司总物业净收入	12,888	11,600	12,376	13,708	13,459	13,927	11,525	12,920	13,196	13,140	12,398	13,478	12,402	-8%	-6%
银河1-2期EBITDA	2,037	1,896	2,206	2,369	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	-12%	-7%
星际酒店EBITDA	512	465	536	637	649	761	799	751	1,003	987	927	893	949	6%	-5%
百老汇酒店EBITDA	3.0	6.0	7.0	14.0	6.0	1.0	-4.0	7.0	13.0	2.0	9.0	8.0	15.0	88%	15%
公司Property EBITDA	2,552	2,367	2,749	3,020	3,238	3,242	3,505	4,115	4,278	4,208	3,893	4,334	3,987	-8%	-7%
公司Property EBITDA Margin	19.8%	20.4%	22.2%	22.0%	24.1%	23.3%	30.4%	31.8%	32.4%	32.0%	31.4%	32.2%	32.1%	0%	-1%

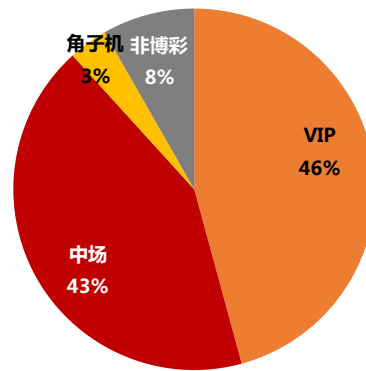
注：标红为因为会计准则调整口径不一致的数据；资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 7：银河 18Q4 业务收入占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 8：银河 19Q1 业务收入占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 9：银河 1/2 期 2016 年以来娱乐场季度数据

银河1-2期(百万港元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
VIP流水	130,536	115,296	117,048	127,814	131,755	132,899	164,876	191,995	204,938	208,506	189,607	172,378	135,344	-21%	-34%
VIP高率	4.2%	3.8%	3.9%	4.0%	3.9%	3.6%	3.6%	3.8%	3.5%	3.5%	3.4%	3.8%	3.9%		
VIP毛收入	5,458	4,408	4,617	5,057	5,113	4,830	5,854	7,263	7,153	7,304	6,354	6,612	5,253	-21%	-27%
中场流水	7,734	7,834	8,103	8,375	8,839	8,930	9,619	16,135	16,754	17,289	17,650	18,593	17,906	-4%	7%
中场高率	42.5%	41.5%	44.1%	46.1%	44.9%	43.1%	43.3%	29.0%	27.0%	26.7%	25.1%	27.8%	28.3%		
中场毛收入	3,284	3,253	3,572	3,860	3,968	3,845	4,169	4,682	4,524	4,610	4,434	5,178	5,068	-2%	12%
老虎机流水	11,542	11,661	11,681	11,674	11,385	11,187	11,708	11,782	13,590	13,311	13,026	12,851	11,106	-14%	-18%
老虎机高率	3.3%	3.8%	3.9%	3.8%	4.0%	3.9%	4.1%	4.0%	3.7%	3.6%	4.0%	4.5%	4.5%		
老虎机毛收入	381	447	461	441	454	439	482	467	509	473	527	573	502	-12%	-1%
博彩毛收入	9,123	8,108	8,650	9,358	9,535	9,114	10,505	12,412	12,186	12,387	11,315	12,363	10,823	-12%	-11%
非博彩收入	666	639	761	757	707	713	1,079	1,114	1,112	1,080	1,156	1,160	1,134	-2%	2%
物业净收入	9,790	8,752	9,415	10,118	10,244	10,111	8,696	10,115	9,844	9,949	9,337	10,361	9,264	-11%	-6%
调整后EBITDA	2,037	1,896	2,206	2,369	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957	3,433	3,023	-12%	-7%
EBITDA Margin	20.8%	21.7%	23.4%	23.4%	25.2%	24.5%	31.2%	33.2%	33.1%	32.4%	31.7%	33.1%	32.6%	-2%	-2%
入住率	99%	97%	98%	97%	97%	97%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%		

注：标红为因为会计准则调整口径不一致的数据；资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 10：星际酒店 2016 年以来娱乐场季度数据

星际酒店(百万港元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
VIP流水	59,200	46,090	49,601	60,149	63,066	62,698	66,891	85,920	82,293	79,703	73,750	87,317	67,580	-23%	-18%
VIP赢率	2.8%	3.2%	2.9%	3.5%	2.7%	3.4%	3.4%	2.5%	3.2%	3.0%	3.0%	2.7%	3.2%		
VIP毛收入	1,659	1,472	1,419	2,087	1,703	2,102	2,292	2,116	2,670	2,407	2,191	2,386	2,165	-9%	-19%
中场流水	3,019	3,062	3,154	3,303	3,442	3,501	3,569	8,201	8,547	9,146	9,062	9,620	9,265	-4%	8%
中场赢率	39.0%	37.3%	41.2%	37.9%	37.5%	40.7%	39.9%	17.9%	20.0%	18.6%	18.5%	16.9%	18.9%		
中场毛收入	1,178	1,141	1,301	1,251	1,291	1,426	1,425	1,467	1,709	1,704	1,680	1,630	1,749	7%	2%
老虎机流水	409	386	684	1,399	1,594	1,668	1,570	1,640	1,710	1,920	1,945	2,010	2,018	0%	18%
老虎机赢率	5.9%	4.7%	3.6%	2.7%	2.1%	2.2%	2.6%	2.1%	2.5%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%		
老虎机毛收入	24	18	25	38	34	36	41	35	43	46	41	42	46	10%	7%
博彩毛收入	2,861	2,631	2,745	3,376	3,028	3,564	3,758	3,618	4,422	4,157	3,912	4,058	3,960	-2%	-10%
非博彩收入	56	18	25	55	51	50	125	135	122	122	122	134	129	-4%	6%
物业净收入	2,917	2,679	2,794	3,431	3,080	3,689	2,724	2,659	3,210	3,060	2,916	2,973	2,987	0%	-7%
调整后EBITDA	512	465	536	637	649	761	799	751	1,003	987	927	893	949	6%	-5%
EBITDA Margin	17.6%	17.4%	19.2%	18.6%	21.1%	20.6%	29.3%	28.2%	31.2%	32.3%	31.8%	30.0%	31.8%	6%	2%
入住率	97%	97%	98%	99%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%		

注：标红为因为会计准则调整口径不一致的数据；资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 11：百老汇酒店 2016 年以来娱乐场季度数据

百老汇酒店(百万港元)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ	YoY
中场流水	600	503	474	393	325	291	184	377	368	322	368	346	342	-1%	-7%
中场赢率	21.9%	22.9%	21.7%	25.5%	23.1%	22.0%	26.1%	19.7%	19.7%	18.1%	16.9%	18.9%	20.3%		
中场毛收入	131	115	103	100	75	64	48	75	73	58	62	65	70	8%	-4%
老虎机流水	143	137	139	103	201	308	183	327	409	516	509	574	554	-3%	35%
老虎机赢率	5.1%	6.2%	5.8%	5.9%	4.0%	2.6%	3.1%	2.7%	2.4%	2.4%	2.1%	2.3%	2.7%		
老虎机毛收入	7.3	9.0	8.0	6.0	8.0	8.0	6.0	9.0	10.0	12.0	11.0	13.0	15.0	15%	50%
博彩毛收入	138	124	111	106	83	72	54	84	83	70	73	78	85	9%	2%
非博彩收入	43	45	56	53	52	55	58	71	67	68	80	75	75	0%	12%
物业净收入	181	169	167	159	135	127	105	146	142	131	145	144	151	5%	6%
调整后EBITDA	3.0	6.0	7.0	14.0	6.0	1.0	-4.0	7.0	13.0	2.0	9.0	8.0	15.0	88%	15%
EBITDA Margin	1.7%	3.6%	4.2%	8.8%	4.4%	0.8%	-3.8%	4.8%	9.2%	1.5%	6.2%	5.6%	9.9%	79%	9%
入住率	99%	100%	100%	100%	100%	100%	61%	100%	100%	100%	96%	97%	95%		

注：标红为因为会计准则调整口径不一致的数据；资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 12：银河娱乐利润表及预测

银河娱乐(百万港元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
银河1-2期						
VIP流水(turnover)	555,142	490,694	621,525	775,429	635,852	654,927
同比%	-41%	-12%	27%	25%	-18%	3%
VIP赢率	3.1%	4.0%	3.7%	3.5%	3.7%	3.7%
VIP毛收入	19,940	19,540	23,060	27,423	23,527	24,232
同比%	-37%	-2%	18%	19%	-14%	3%
中场流水(turnover)	26,984	32,046	43,523	70,286	73,097	76,752
同比%	-2%	19%	36%	61%	4%	5%
中场赢率	43.0%	43.6%	38.3%	26.7%	27.3%	27.3%
中场毛收入	11,605	13,969	16,664	18,746	19,919	20,915
同比%	-4%	20%	19%	12%	6%	5%
老虎机流水(turnover)	40,945	46,531	46,062	52,778	54,361	56,536
同比%	15%	14%	-1%	15%	3%	4%
老虎机赢率	3.90%	3.70%	4.00%	3.94%	4.13%	4.13%
老虎机毛收入	1,604	1,730	1,842	2,082	2,245	2,335
同比%	-	8%	6%	13%	8%	4%
银河1-2期博彩毛收入	33,149	35,239	41,566	48,251	45,691	47,482
同比%	-	6%	18%	16%	-5%	4%
+非博彩收入	2,380	2,823	3,613	4,508	4,550	4,790
同比%	-	19%	28%	25%	1%	5%
银河1-2期总收入	35,529	38,062	45,179	52,759	50,241	52,272
同比%	-24%	7%	19%	17%	-5%	4%
-运营成本	-31,052	-32,412	-36,728	-42,541	-40,773	-42,230
息税前利润(EBIT)	4,477	5,650	8,451	10,218	9,468	10,042
+折旧摊销(D&A)	2,469	2,858	2,679	2,653	2,640	2,712
银河1-2期EBITDA	6,946	8,508	11,130	12,871	12,108	12,754
YoY%	-	22%	31%	16%	-6%	5%
EBITDA Margin%	19.6%	22.4%	24.6%	24.4%	24.1%	24.4%
星际酒店						
VIP流水(turnover)	280,463	215,040	278,575	323,063	274,604	288,334
同比%	-55%	-23%	30%	16%	-15%	5%
VIP赢率	3.0%	3.1%	2.9%	3.0%	3.1%	3.1%
VIP毛收入	8,414	6,637	8,213	9,654	8,458	8,881
同比%	-52%	-21%	24%	18%	-12%	5%
中场流水(turnover)	10,324	12,538	18,713	36,375	38,558	40,485
同比%	-5%	21%	49%	94%	6%	5%
中场赢率	40.1%	38.8%	30.0%	18.5%	18.6%	18.6%
中场毛收入	4,140	4,871	5,609	6,723	7,164	7,522
同比%	-4%	18%	15%	20%	7%	5%
老虎机流水(turnover)	2,002	2,878	6,472	7,585	8,040	8,523
同比%	-32%	44%	125%	17%	6%	6%
老虎机赢率	5.90%	3.70%	2.26%	2.27%	2.40%	2.40%
老虎机毛收入	118	105	146	172	193	205
同比%	-	-11%	39%	18%	12%	6%
星际酒店博彩毛收入	12,672	11,613	13,968	16,549	15,815	16,607
同比%	-	-8%	20%	18%	-4%	5%
+非博彩收入	278	208	361	500	510	550
同比%	-	-25%	74%	39%	2%	8%
星际酒店总收入	12,950	11,821	14,329	17,049	16,325	17,157
同比%	-42%	-9%	21%	19%	-4%	5%
-运营成本	-11,351	-10,350	-11,999	-13,869	-13,403	-13,941
息税前利润(EBIT)	1,599	1,471	2,330	3,180	2,922	3,216
+折旧摊销(D&A)	586	679	636	630	627	644
星际酒店EBITDA	2,185	2,150	2,966	3,810	3,549	3,860
YoY%	-	-2%	38%	28%	-7%	9%
EBITDA Margin%	17.0%	18.0%	20.7%	22.3%	21.7%	22.5%
百老汇酒店						
中场流水(turnover)	1,220	1,970	1,177	1,404	1,474	1,563
同比%	-	61%	-40%	19%	5%	6%
中场赢率	23.4%	22.8%	22.3%	18.4%	19.3%	19.3%
中场毛收入	285	449	262	258	284	301
同比%	-	57%	-42%	-1%	10%	6%
老虎机流水(turnover)	311	522	1,019	2,008	2,108	2,214
同比%	-	68%	95%	97%	5%	5%
老虎机赢率	6.40%	5.70%	3.04%	2.29%	3.13%	3.13%
老虎机毛收入	20	30	31	46	66	69
同比%	-	49%	4%	48%	43%	5%
百老汇博彩毛收入	305	479	293	304	350	371
同比%	-	57%	-39%	4%	15%	6%
+非博彩收入	120	197	236	290	280	300
百老汇总收入	425	676	529	594	630	671
同比%	-	59%	-22%	12%	6%	6%
-运营成本	-463	-682	-552	-596	-629	-666
息税前利润(EBIT)	-38	-6	-23	-1	2	5
+折旧摊销(D&A)	31	36	33	33	33	34
百老汇EBITDA	-7	30	10	32	35	39
YoY%	-	-529%	-67%	220%	8%	12%
EBITDA Margin%	-	4%	2%	5%	6%	6%

注：红色三角形表示由于统计口径不一致，中场赢率2018年较过去计算有所变化；资料来源：公司财报，天风证券研究所整理预测

图 13：银河娱乐利润表及预测（续）

银河娱乐(百万港元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
银河娱乐整个公司						
VIP流水(turnover)	835,605	705,734	900,100	1,098,492	910,455	943,261
同比%	-	-16%	28%	22%	-17%	4%
VIP赢率	3.4%	3.7%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%
VIP毛收入	28,354	26,177	31,273	37,077	31,984	33,113
同比%	-	-8%	19%	19%	-14%	4%
中场流水(turnover)	38,528	46,554	63,413	108,065	113,129	118,800
同比%	-	21%	36%	70%	5%	5%
中场赢率	41.6%	41.4%	35.5%	23.8%	24.2%	24.2%
中场毛收入	16,030	19,289	22,535	25,727	27,367	28,738
同比%	-	20%	17%	14%	6%	5%
老虎机流水(turnover)	43,258	49,931	53,553	62,371	64,510	67,272
同比%	-	15%	7%	16%	3%	4%
老虎机赢率	4.03%	3.73%	3.77%	3.69%	3.88%	3.88%
老虎机毛收入	1,742	1,865	2,019	2,300	2,504	2,609
同比%	-	7%	8%	14%	9%	4%
公司娱乐场毛收入	46,126	47,331	55,827	65,104	61,856	64,460
同比%	-	3%	18%	17%	-5%	4%
+非博彩收入	2,778	3,228	4,948	5,298	5,340	5,640
+城市娱乐会	97	97	97	101	100	105
+小费收入	9	10	12	11	11	11
+博彩相关行政费用	20	19	11	11	10	10
公司娱乐场相关总收入	49,031	50,685	60,895	70,525	67,317	70,226
+建筑材料销售	1,918	2,141	3,067	2,888	3,031	3,080
公司总收入	50,949	52,826	63,962	73,413	70,348	73,306
同比%	-29%	4%	21%	15%	-4%	4%
- 博彩中介/代理人佣金	-12,540	-11,273	-15,323	-18,205	-15,544	-16,159
公司净收入	38,409	41,553	48,639	55,208	54,803	57,147
其他亏损/收入/净额	-56	209	598	1,146	900	1,000
运营成本	-34,214	-35,443	-38,789	-42,992	-44,110	-45,697
- 博彩税	-18,233	-18,688	-21,999	-25,620	-26,550	-27,697
博彩税率%	-39.5%	-39.5%	-39.4%	-39.4%	-39.4%	-39.4%
- 员工成本	-7,052	-6,903	-7,369	-7,785	-7,880	-8,100
- 折旧摊销	-3,086	-3,573	-3,349	-3,316	-3,300	-3,390
- 已消耗物料存货	-837	-877	-1,262	-1,199	-1,250	-1,330
- 其他开支	-5,005	-5,402	-4,811	-5,073	-5,130	-5,180
银河娱乐(百万港元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业利润(亏损)	4,139	6,319	10,448	13,362	11,594	12,450
YOY%	-	53%	65%	28%	-13%	7%
+ 联营收益/亏损	61	72	244	388	400	400
- 财务成本	-33	-44	-64	-139	-80	-100
除税前利润(EBT)	4,208	6,348	10,628	13,611	11,914	12,750
- 所得税开支	-82	-77	-113	-43	-60	-64
净利润	4,125	6,271	10,515	13,568	11,854	12,686
同比%	-60%	52%	68%	29%	-13%	7%
股份	4,257	4,289	4,314	4,330	4,330	4,330
EPS	0.97	1.46	2.44	3.13	2.74	2.93
净利润	4,125	6,271	10,515	13,568	11,854	12,686
- 利息净亏损/收益	-118	-151	-627	-1,062	-980	-920
+ 财务成本	33	44	64	139	80	100
+ 所得税开支	82	77	113	43	60	64
+ 折旧和摊销(D & A)	3,086	3,573	3,349	3,316	3,300	3,390
+ 其他调整项目	1,525	535	733	850	800	750
经调整EBITDA	8,735	10,348	14,147	16,855	15,114	16,070
同比%	-34%	18%	37%	19%	-10%	6%
M arg in%	17.1%	19.6%	22.1%	23.0%	21.5%	21.9%
银河1-2期EBITDA	6,946	8,508	11,130	12,871	12,108	12,754
同比%	-	22%	31%	16%	-6%	5%
M arg in%	19.6%	22.4%	24.6%	24.4%	24.1%	24.4%
星际酒店EBITDA	2,185	2,150	2,966	3,810	3,549	3,860
同比%	-	-2%	38%	28%	-7%	9%
M arg in%	17.0%	18.0%	20.7%	22.3%	21.7%	22.5%
百老汇酒店EBITDA	-7	30	10	32	35	39
同比%	-	-529%	-67%	220%	8%	12%
M arg in%	-	4.4%	1.9%	5.4%	5.5%	5.8%

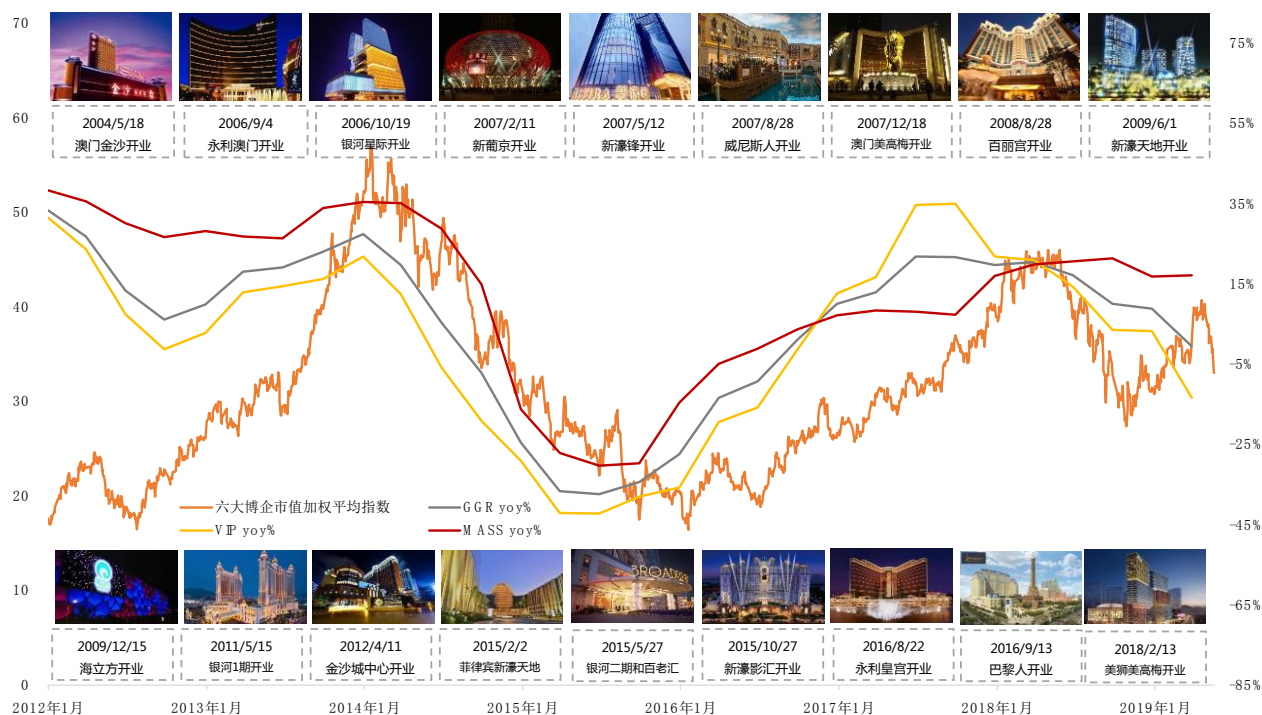
注：红色三角形表示由于统计口径不一致，中场赢率 2018 年较过去计算有所变化；资料来源：公司财报，天风证券研究所整理预测

图 14：澳门博彩行业加权平均 12M Forward EV/EBITDA 估值与月度赌收同比相关性



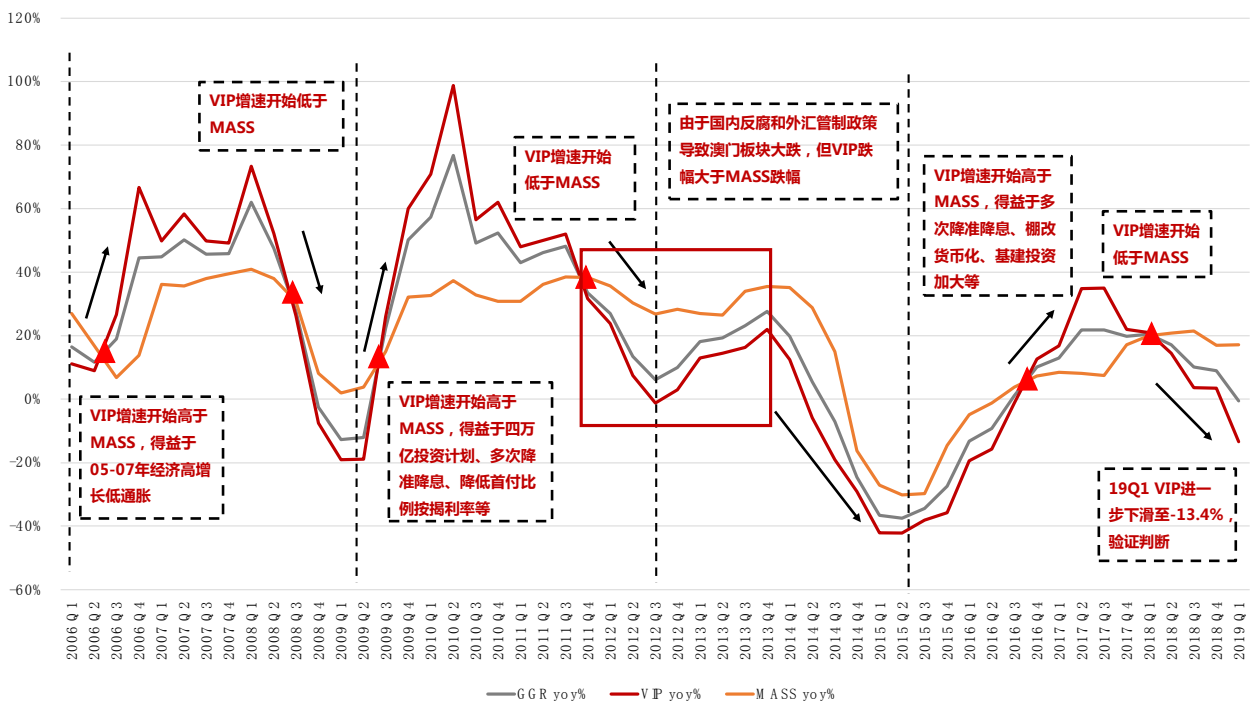
资料来源：彭博，各公司官网，澳门博彩局，截止至 5 月 23 日收盘，天风证券研究所整理

图 15：澳门六大博企业市值加权平均指数与季度赌收、VIP 和 MASS 同比相关性



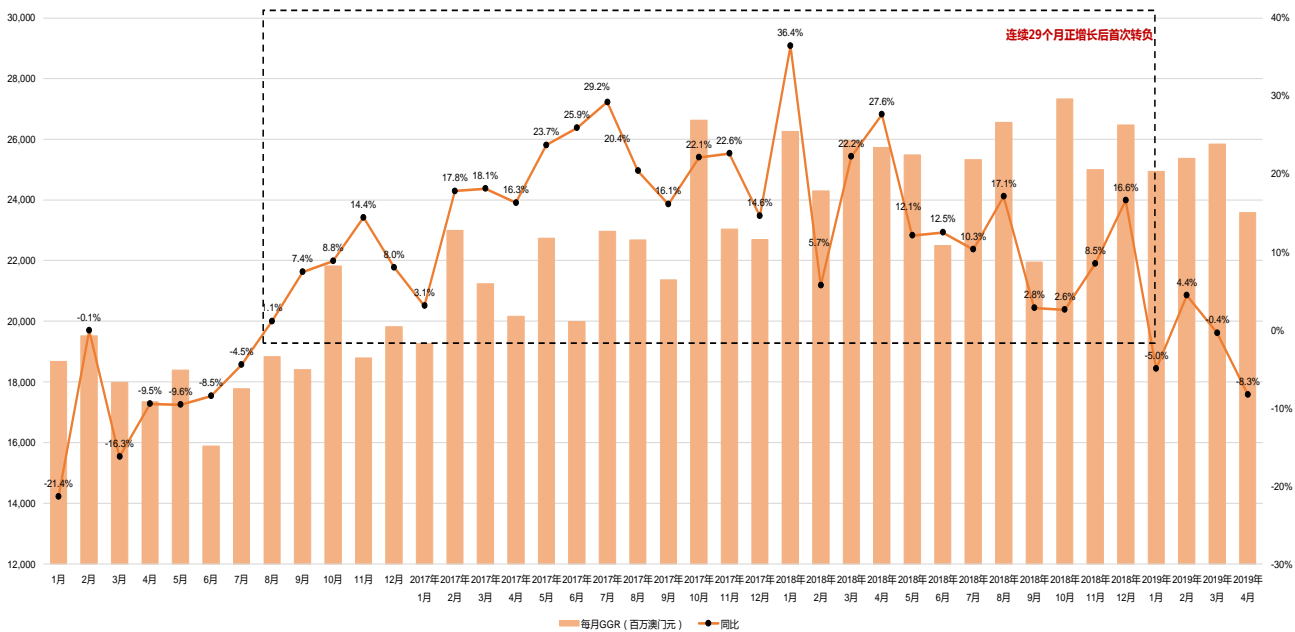
资料来源：Wind，各公司官网，澳门博彩局，截止至 5 月 23 日收盘，天风证券研究所整理

图 16：2006 年以来澳门博彩 VIP、MASS 和赌收之间的关系



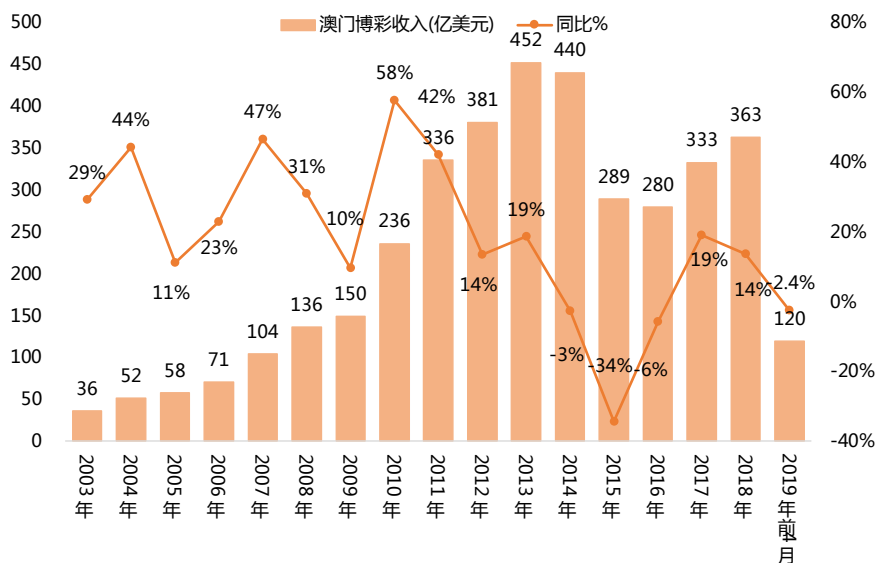
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 17：澳门博彩每月赌收（单位：百万澳门元）



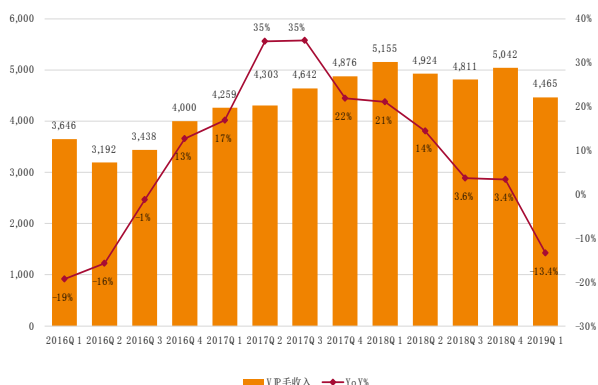
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 18：澳门博彩 2003 年-2019 年前四月赌收（单位：亿美元）



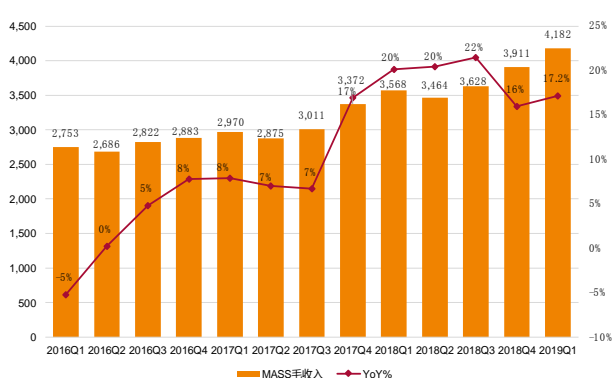
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 19：澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



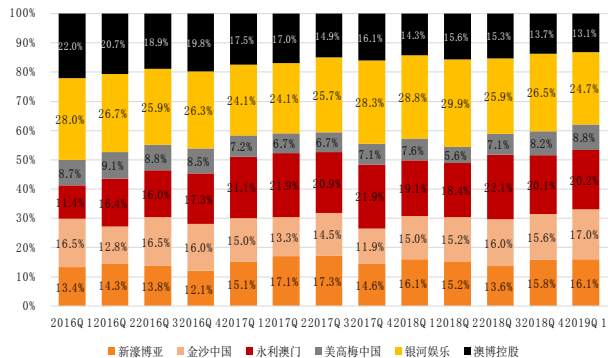
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 20：澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现（百万美元）



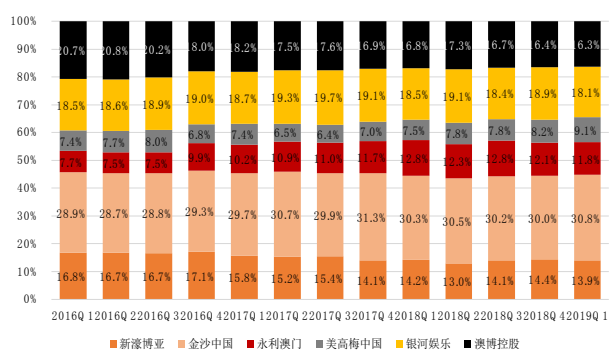
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 21：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比



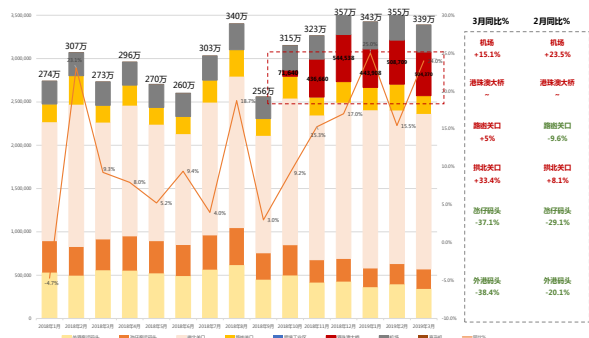
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 22：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 MASS 市场份额占比



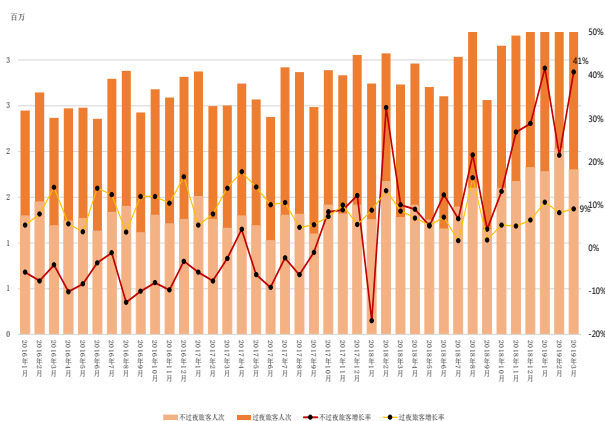
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 23：2019 年 Q1 赴澳游客同比增长 21.2%



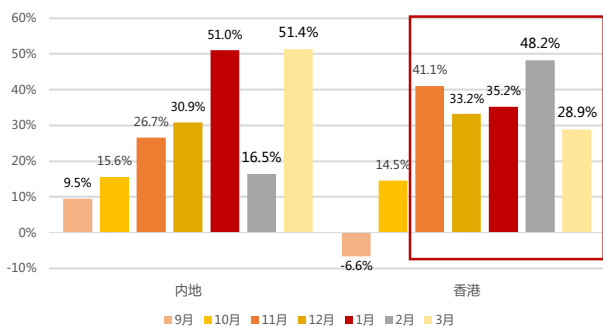
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 24：2019 年 Q1 赴澳游客非过夜游客人数同比增长 33.4%



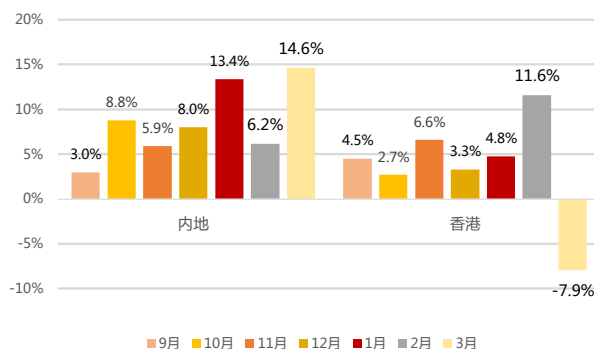
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 25：大桥开通前后内地、香港访澳非过夜游客人数同比%



资料来源：数据截至 19 年 3 月， DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 26：大桥开通前后内地、香港访澳过夜游客人数同比%



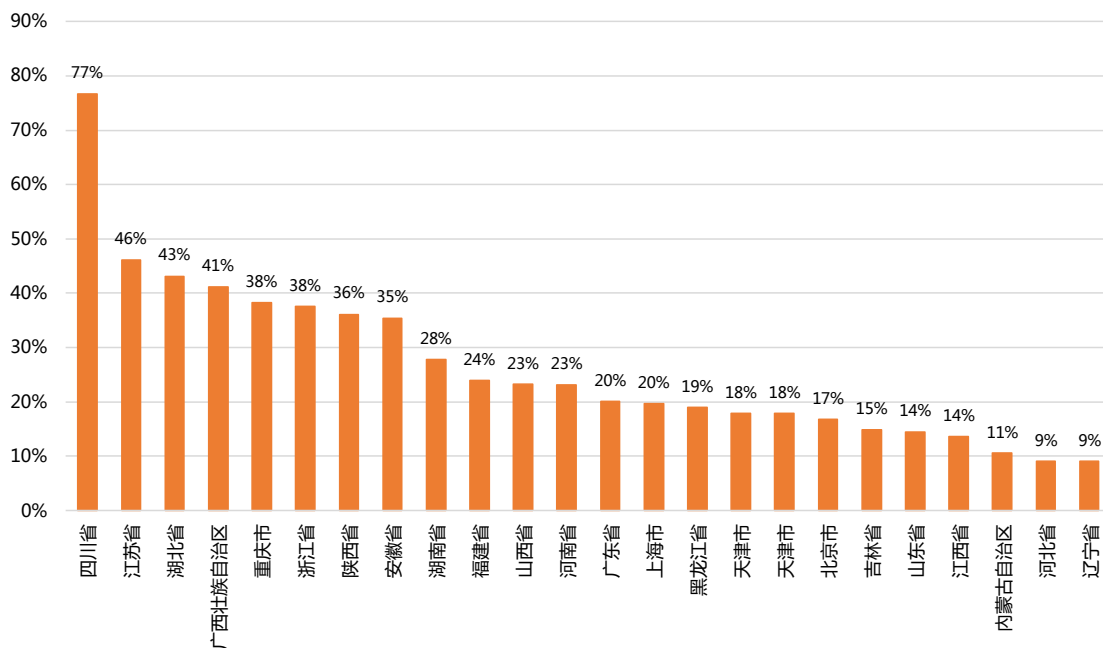
资料来源：数据截至 19 年 3 月， DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 27：港珠澳大桥 10 月底开通后，内地和香港通过码头前往澳门的旅客数量明显减少

证件签发地	中国内地								香港							
	日期/通道	关闸	外港码头	氹仔码头	机场	路氹城	港珠澳大桥	跨境工业区	关闸	外港码头	氹仔码头	机场	路氹城	港珠澳大桥	跨境工业区	
2018-11		23%	-53%	-64%	24%	11%	-	8%	14%	-17%	-15%	18%	10%	-	-17%	
2018-12		23%	-57%	-65%	24%	4%	-	23%	8%	-25%	-22%	23%	-11%	-	-19%	
2019-01		36%	-50%	-63%	32%	27%	-	18%	7%	-23%	-23%	37%	12%	-	-19%	
2019-02		8%	-25%	-50%	24%	-9%	-	-19%	6%	-22%	-16%	13%	7%	-	-18%	
2019-03		37%	-58%	-59%	25%	6%	-	10%	3%	-35%	-29%	21%	-6%	-	-33%	

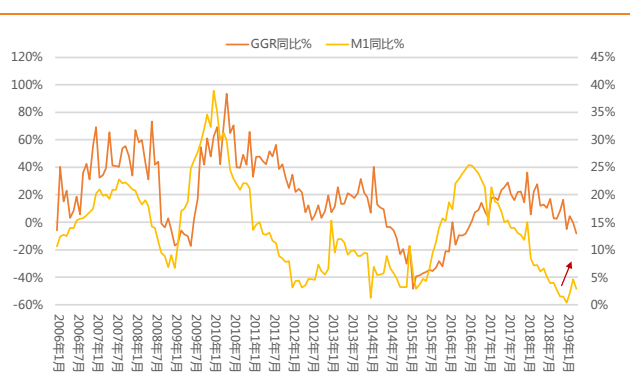
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 28：2019 年第一季度赴澳内地游客按省份同比增速



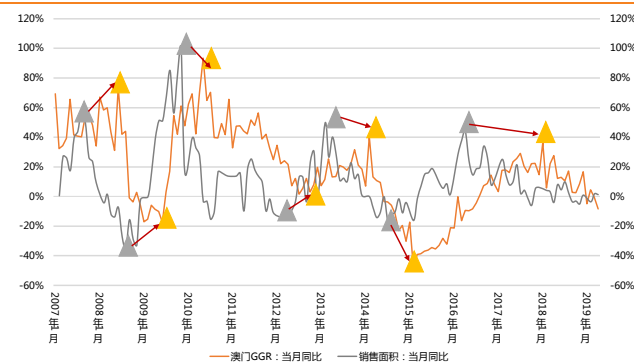
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 29：M1 增速（右）已领先澳门赌收增速（左）开始反弹



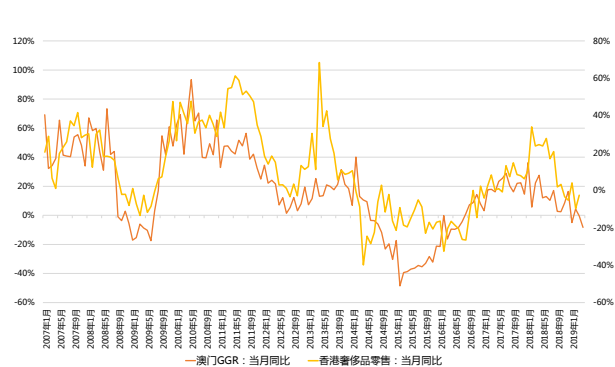
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 30：房地产销售面积同比（右）增速一般领先博彩赌收增速（左）2-3 个季度



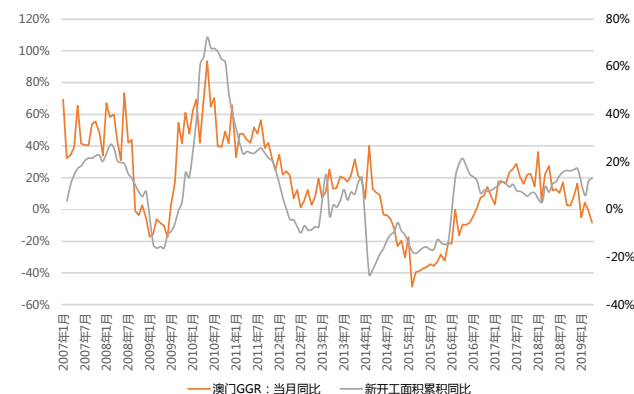
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 31：澳门赌收（左）与香港奢侈品零售（右）相关性较高



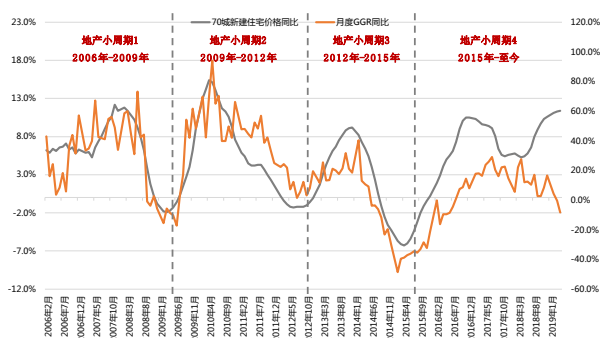
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 32：澳门赌收（左）与房地产新开工面积（右）相关性较高



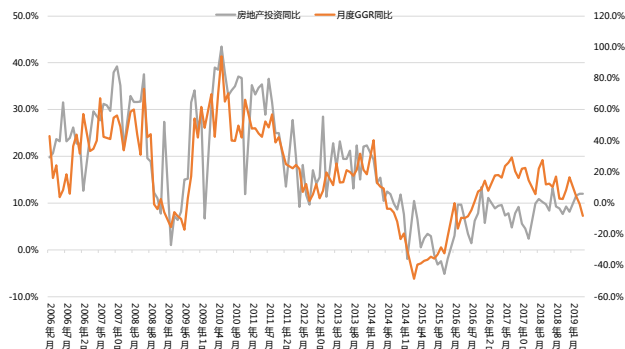
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 33：70 城新建住宅房价增速（左）与澳门赌收增速（右）相关性较高



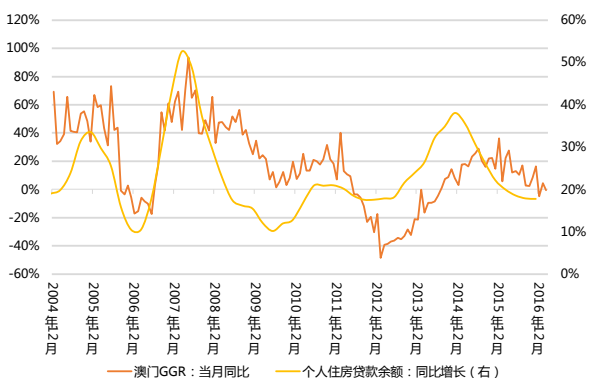
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 34：房地产投资增速（左）与澳门赌收增速（右）相关性较高



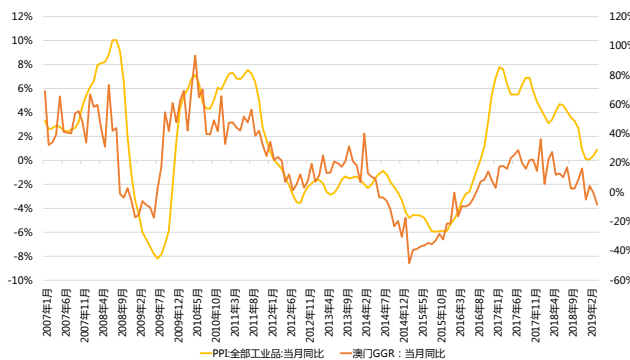
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 35：博彩赌收同比（左）与居民房贷同比（右）相关性较高



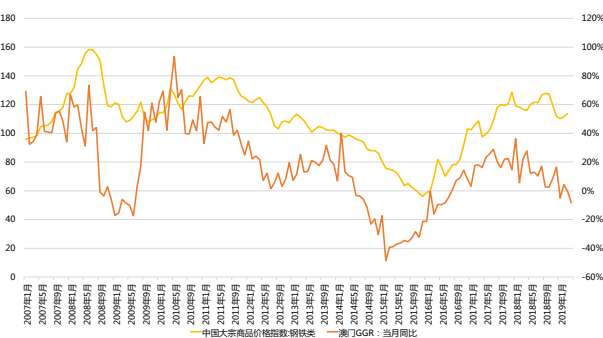
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 36：澳门赌收（左）与国内 PPI（右）相关性较高



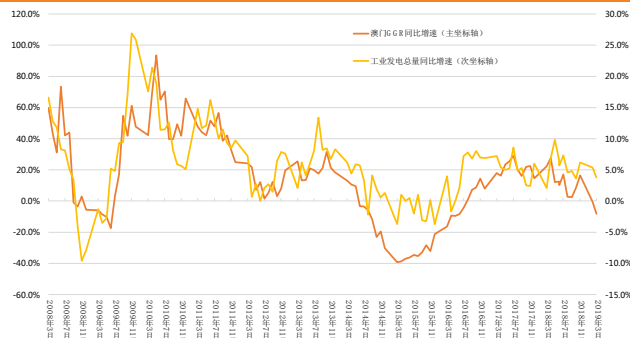
资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 37：博彩赌收同比（右）与钢铁大宗价格（右）相关性较高



资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 38：澳门赌收（左）与国内工业用电（右）相关性较高



资料来源：Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com