

# 行业至暗时刻已过，乘势防守反击



行业策略研究

## 复苏初期，防守反击

澳门博彩业自 2018 年起的下行周期已于 2020 年 6 月完结，目前进入新一轮上升周期的初段，预计复苏次序为高端中场→贵宾厅→中场大厅。然而，由于毗邻澳门的香港仍未恢复正常的跨境交通及出入措施，而中国内地未恢复自助机签注，预计博彩收入及访澳旅客于短期仍倾向偏淡，疫情的反复对博彩业带来短期的波动性。在短期收入未有明显增量的情况下，博彩企业的盈利因此取决于成本控制能力。板块目前对应 16 倍 21 年 EV/EBITDA，短期估值提升空间有限，但中期可受惠盈利复苏带来的驱动因素。2021 年上半年行业以“防守”为主，下半年部署“反击”。运营成本较低且资产负债表较健康的博企，上半年股价表现将会较为强势。在严格的成本节省措施及庞大的净现金储备下，相信银河娱乐 (27 HK) 可再度跑出。下半年，高端中场会带动博彩业开始恢复至正常水平，看好高端业务占比较高的永利澳门 (1128 HK) 及银河娱乐 (27 HK)。澳博控股 (880 HK) 的上葡京于 21 年第一季末分阶段开业后，预计有利于抢占氹仔地区的市占率，相信明年下半年澳博股价走势会反映上葡京的潜在价值。

## 行业至暗时刻已过

2020 年 1-11 月博彩收入累计同比下跌 80.5%，但当月同比跌幅自 1 月下跌以来最低；访澳旅客也连续六个月环比增加，创 1 月以来新高。随着内地重启旅游签注，博彩板块最坏时间已过，行业正进入缓慢的复苏阶段。由于海外疫情较为反复，博彩收入于短期内仍然处于低流量的复苏，任何有关疫情或疫苗的消息也会使股价较为波动，但疫苗即将量产及出入境管制的局部放宽将有利明年下半年的旅客及博彩收入增长，相信博彩收入最快于 2021 年第四季恢复至正常。预测 2021 年及 22 年博彩收入为 2,045 亿及 2,811 亿澳门元，相当于恢复至 19 年的 69% 及 96% 左右，主要来自中场的贡献。

## 疫情下国内贵宾厅及中场旅客回流澳门

在疫情的阴霾下，中央政府不鼓励居民出国旅游及严打跨境博彩，引导国内原先前往柬埔寨或菲律宾等地的贵宾厅客人回流到澳门。目前内地居民前往澳门，只需预约人手办理签注申请，再进行核酸检测及健康码转换，无须隔离即可进出澳门，相信澳门将成为内地居民出境旅游的主要目的地。疫情后，内地高端消费需求加快复苏，增长明显优于整体零售销售，澳门 DFS 的价格优势能够吸引内地旅客前往购物，从而带动博彩收入的增长。

## 板块仍有估值上调的催化剂

虽然目前板块对应 21 年 EV/EBITDA 达 16 倍，高于历史均值，但未来市场仍有上调盈利预测的催化剂，主要来自一) 内地重新开放自助签注机；二) 疫苗于 21 年上半年量产及大规模接种；三) 香港与澳门设立旅游气泡，并恢复正常通关。往前看，预计 22 年行业来自高利润率的中场博彩收入占比将增加至 60.9%，对提升 EBITDA 利润率带来积极贡献，板块对应 22 年 EV/EBITDA 只有 10 倍，明显低于 13 倍的历史均值，对长线投资者来说当前的行业前景及估值具性价比。

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 正文目录 .....                                     | 2  |
| 图表目录 .....                                     | 3  |
| 行业至暗时刻已过 .....                                 | 4  |
| 博彩收入及访澳旅客已于 2020 年 6 月见底 .....                 | 4  |
| 预测 21 及 22 年博彩收入分别恢复至 19 年的 69.9%及 96.3% ..... | 6  |
| 博企现金流充裕，解决资金流忧虑 .....                          | 8  |
| 2021 年策略防守反击 .....                             | 9  |
| 板块仍有估值上调的催化剂，长线估值非常吸引 .....                    | 9  |
| 催化剂(一)全球疫情下旅客回流澳门旅游 .....                      | 10 |
| 为严控疫情，国家不鼓励非必要的出境游，利好旅客回流澳门 .....              | 10 |
| 部分护肤品于澳门较海南岛 DFS 具价格优势 .....                   | 11 |
| 催化剂(二)短期贵宾厅有修复空间 .....                         | 12 |
| 内地加强打击跨境网博，短期内贵宾厅客户有望回流 .....                  | 12 |
| 内地经济持续复苏，有利高端博彩需求复苏 .....                      | 13 |
| 中长期复苏态势视乎海外市场竞争及国内资金管制的力度 .....                | 14 |
| 催化剂(三)香港与澳门设立旅游气泡并恢复正常通关 .....                 | 15 |
| 催化剂(四)中长期新酒店供应将陆续释放，促进高消费力的过夜旅客增长 .....        | 16 |
| 澳门酒店供不应求，六大博企入住率于疫情前长期近 100%， .....            | 16 |
| 预计于 2022 年前将有约 4,300 间酒店房间推出 .....             | 16 |
| 酒店供应增速领先赌收及旅客增速，疫情阴霾过后赌收可重拾较快增长 .....          | 18 |
| 预期六大博企的竞争格局维持现状，续牌机会大 .....                    | 19 |
| 增发赌牌的机会较低: .....                               | 19 |
| 减少赌牌的机会较低: .....                               | 19 |
| 同业经营数据分析 .....                                 | 20 |
| 上一轮景气周期各赌场的表现 .....                            | 20 |
| 市占率分析 .....                                    | 21 |
| 分部收入占比分析 .....                                 | 21 |
| 营运效率分析 .....                                   | 23 |
| 股份推荐 .....                                     | 24 |
| 银河娱乐有限公司 (27 HK; 买入; 目标价: 72.19 港元) .....      | 24 |
| 澳门博彩控股有限公司 (880 HK; 买入; 目标价: 11.00 港元) .....   | 26 |
| 永利澳门有限公司 (1128 HK; 买入; 目标价: 16.97 港元) .....    | 28 |
| 美高梅中国控股有限公司 (2282 HK; 增持; 目标价: 12.87 港元) ..... | 30 |
| 金沙中国有限公司 (1928 HK; 买入; 目标价: 38.78 港元) .....    | 32 |
| 公司及行业评级定义 .....                                | 34 |
| 重要声明 .....                                     | 35 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 博彩收入见底回升.....                               | 4  |
| 图表 2: 访澳旅客也见底回升.....                              | 4  |
| 图表 3: 访澳旅客主要来源地.....                              | 4  |
| 图表 4: 广东与非广东省旅客增速回稳.....                          | 4  |
| 图表 5: 个人游一般占内地旅客 45%以上.....                       | 5  |
| 图表 6: 澳门酒店入住率也回稳.....                             | 5  |
| 图表 7: 近年内地针对澳门出入境政策.....                          | 5  |
| 图表 8: 中场取代贵宾厅成博彩业增长动力.....                        | 5  |
| 图表 9: 近十年 VIP 与 MASS 的关系.....                     | 6  |
| 图表 10: 中场取代贵宾厅成博彩业增长动力.....                       | 6  |
| 图表 11: 澳门博彩收入预测(百万澳门元).....                       | 7  |
| 图表 12: 预测博彩收入将于 21 年第四季才恢复至 19 年正常水平.....         | 7  |
| 图表 13: 博彩股今年股价表现已反映赌收急跌的预期(截至 10 月 1 日).....      | 7  |
| 图表 14: 博彩股首三季经调整 EBITDA 由盈转亏.....                 | 8  |
| 图表 15: 六大博企第三季经调整物业 EBITDA 亏损收窄(百万美元).....        | 8  |
| 图表 16: 博企现金流充裕.....                               | 8  |
| 图表 17: 博彩股估值一览.....                               | 9  |
| 图表 18: 博彩板块盈利下调压力近尾声.....                         | 9  |
| 图表 19: 博彩股估值区间.....                               | 9  |
| 图表 20: 中国各省份赴澳旅客增速.....                           | 10 |
| 图表 21: 内地限额以上化妆品及金银珠宝类零售增速加快.....                 | 11 |
| 图表 22: 部分护肤品于澳门较海南岛 DFS 具价格优势.....                | 11 |
| 图表 23: LA MER 旗下产品.....                           | 12 |
| 图表 24: CLARINS 旗下产品.....                          | 12 |
| 图表 25: 内地针对跨境资金流的政策.....                          | 13 |
| 图表 26: M1M2 剪刀差显示国内经济开始复苏.....                    | 14 |
| 图表 27: M1 领先贵宾厅博彩收入约一至两季.....                     | 14 |
| 图表 28: 博彩收入增速与内地进出口增长同步.....                      | 14 |
| 图表 29: 国内奢侈品销售增速加快.....                           | 14 |
| 图表 30: 预计未来贵宾厅每个周期的顶部也低于上一个周期.....                | 15 |
| 图表 31: 亚洲主要博彩地区赌收(十亿美元).....                      | 15 |
| 图表 32: 澳门赌收占亚洲地区赌收仍达 72%.....                     | 15 |
| 图表 33: 来自香港的访澳旅客人次过往一直保持稳定.....                   | 16 |
| 图表 34: 过夜旅客增速放缓.....                              | 17 |
| 图表 35: 过夜客消费较即日旅客高四倍.....                         | 17 |
| 图表 36: 疫情前澳门整体酒店入住率长期保持在 90%以上.....               | 17 |
| 图表 37: 疫情前六大博企旗下酒店入住率长期接近 100%.....               | 17 |
| 图表 38: 近年及未来将落成的酒店.....                           | 18 |
| 图表 39: 客房供应领先过夜旅客增长约四个季度.....                     | 18 |
| 图表 40: 上一轮景气(1Q16-4Q17)周期各赌场的经调整物业 EBITDA 增速..... | 20 |
| 图表 41: 上一轮景气(1Q16-4Q17)周期博企的经调整 EBITDA 增速.....    | 20 |
| 图表 42: 六大博企季度市占率变化.....                           | 21 |
| 图表 43: 六大博企市占率.....                               | 21 |
| 图表 44: 六大博企分部收入占比.....                            | 22 |
| 图表 45: 预测 21 年博企收入占比.....                         | 22 |
| 图表 46: 预测 22 年博企收入占比.....                         | 22 |
| 图表 47: 博彩公司分部收入预测(百万港元).....                      | 23 |
| 图表 48: 澳博拥有最多赌枱数目.....                            | 23 |
| 图表 49: 永利、银娱及金沙的营运效率保持稳健.....                     | 23 |
| 图表 50: 主要财务数据(百万港元)(估值更新至 2020 年 12 月 2 日).....   | 24 |
| 图表 51: 财务报表(年结: 12 月 31 日; 百万港元).....             | 25 |
| 图表 52: 主要财务数据(百万港元)(估值更新至 2020 年 12 月 2 日).....   | 26 |
| 图表 53: 财务报表(年结: 12 月 31 日; 百万港元).....             | 27 |
| 图表 54: 主要财务数据(百万港元)(估值更新至 2020 年 12 月 2 日).....   | 28 |
| 图表 55: 财务报表(年结: 12 月 31 日; 百万港元).....             | 29 |
| 图表 56: 主要财务数据(百万港元)(估值更新至 2020 年 12 月 2 日).....   | 30 |
| 图表 57: 财务报表(年结: 12 月 31 日; 百万港元).....             | 31 |
| 图表 58: 主要财务数据(百万美元)(估值更新至 2020 年 12 月 2 日).....   | 32 |
| 图表 59: 财务报表(年结: 12 月 31 日; 百万美元).....             | 33 |

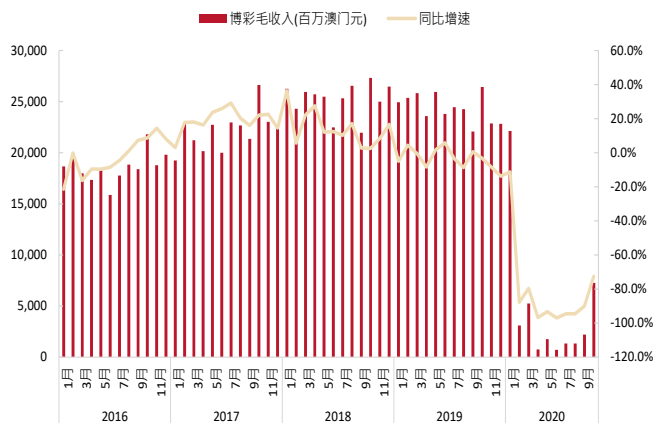
## 行业至暗时刻已过

### 博彩收入及访澳旅客已于 2020 年 6 月见底

2020 年 11 月博彩收入为 67.5 亿澳门元，同比下跌 70.5%，同比跌幅是 1 月以来最少，相信 6 月已是最差时间。2019 年内地旅客占访澳旅客达到 70.9%，由于内地已分阶段复办个人游及旅行团签注，包括 8 月 12 日复办珠海居民来澳旅游签注；8 月 26 日复办广东省旅行签注；9 月 23 日复办全国旅行签注，年内影响博彩业最大的负面因素已经消除，有利博彩业的复苏。10 月访澳旅客为 58.1 万人次，同比下跌 81.9%，跌幅是 1 月以来最少，10 月访客环比增长 29.6%，连续六个月环比录得增长。酒店入住率亦回升至 30-40%左右，较 6-7 月的单至低双位数大幅回升。自 9 月 23 日全国放宽旅游签注后，10 月份非广东旅客的增长较快，环比增长 65.4%至 23.5 万人次，带出一个健康信息，证明国内旅客出游澳门的信心开始恢复。

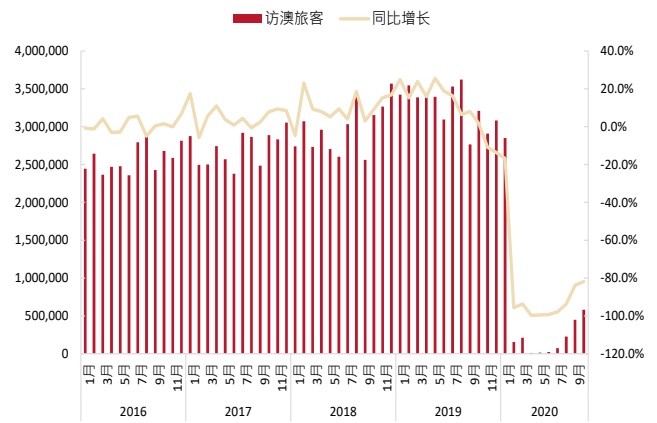
目前人手办理签注及核酸检测是使博彩业复苏缓慢的主要原因，旅客需提前 1-3 个工作日网上预约，然后前往窗口人手办理，审批需时 7-10 个工作日，最后到检测中心进行核酸检测，有效期为 7 天。我们相信此乃短期临时措施，随着未来香港疫情明显缓和，预计内地将复办自助签注及延长核酸检测有效期，成为博彩业加速复苏的催化剂。

图表 1: 博彩收入见底回升



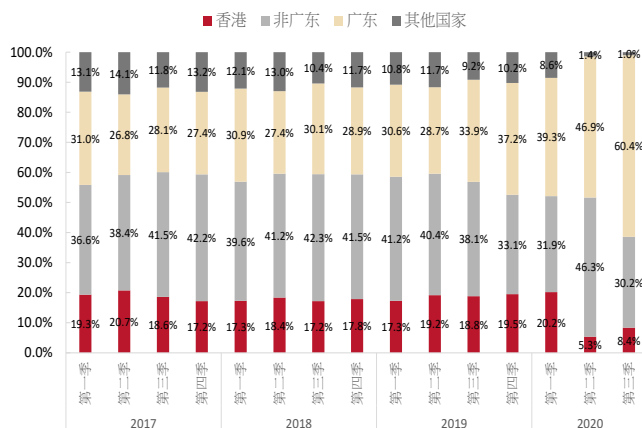
来源: DSEC、中泰国际研究部

图表 2: 访澳旅客也见底回升



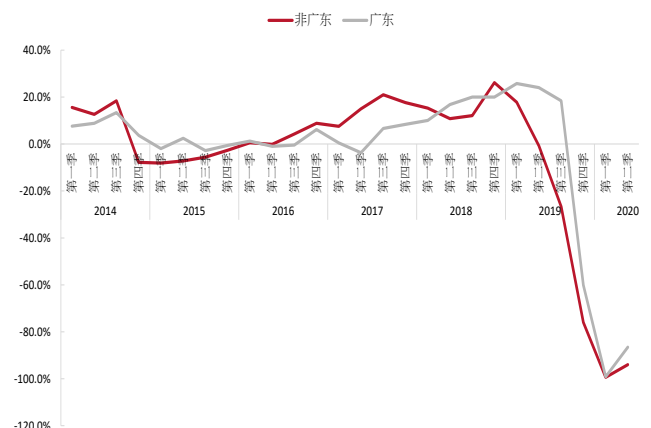
来源: DSEC、中泰国际研究部

图表 3: 访澳旅客主要来源地



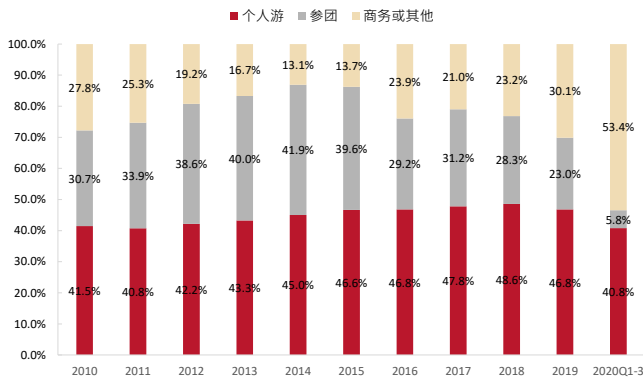
来源: DSEC、中泰国际研究部

图表 4: 广东与非广东省旅客增速回稳



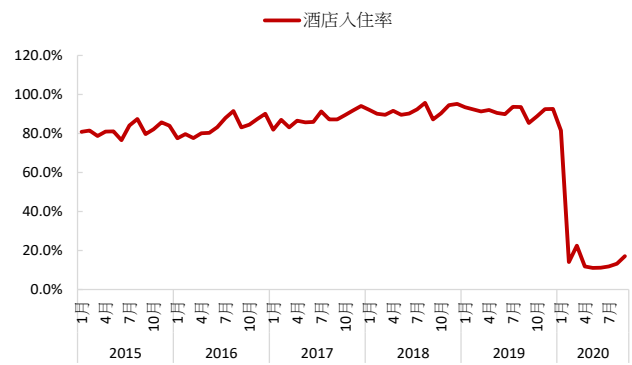
来源: DSEC、中泰国际研究部

图表 5：个人游一般占内地旅客 45%以上



来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 6：澳门酒店入住率也回稳



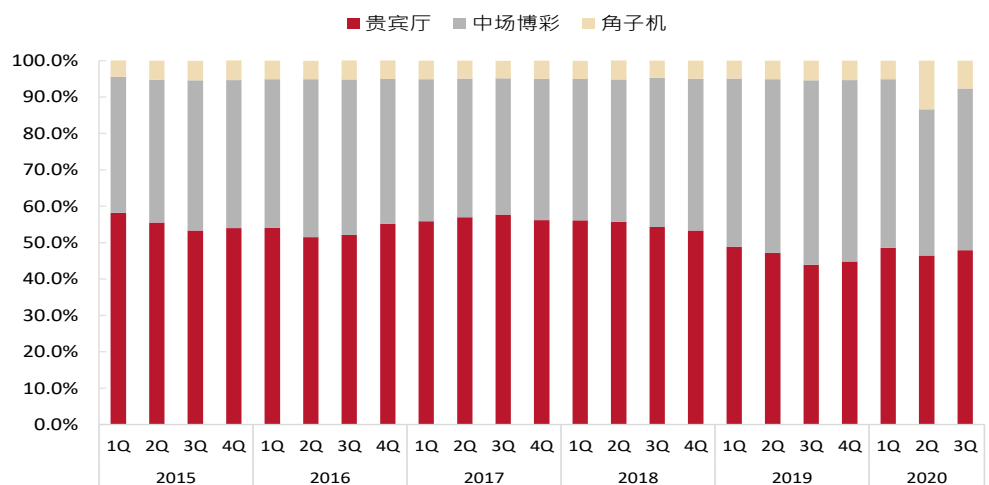
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 7：近年内地针对澳门出入境政策

| 时间              | 政策  |
|-----------------|---|
| 2019 年 4 月      | 中华人民共和国普通护照、往来港澳通行证等出入境证件实行“全国通办”，即内地居民可在全国任一出入境管理窗口申请办理出入境证件         |
| 2019 年 10 月     | 全国人大常委会通过授权澳门管辖横琴口岸澳方口岸区及延伸区  |
| 2019 年 11 月     | 内地当局已收紧签发在 11 月 22 日至 12 月 20 日期间到访澳门的签证，在此期间，通过自由行或参加旅行团方式，只能到访澳门一次。 |
| 2020 年 1 月      | 暂停发出内地往来澳门的个人自由行签注  |
| 2020 年 7 月 15 日 | 对从粤澳口岸进入广东省人员不再实行集中隔离 14 天医学观察，但活动范围限大湾区九市                            |
| 2020 年 7 月 15 日 | 恢复办理广东省居民除旅游签注以外的其它各类赴澳门签注  |
| 2020 年 7 月 29 日 | 从粤澳口岸入境广东暂不实施集中隔离 14 天医学观察的人员，入境后活动范围扩大至广东省范围。                        |
| 2020 年 8 月 12 日 | 恢复办理内地其它省份居民除旅游签注以外的其它种类赴澳门签注   |
| 2020 年 8 月 12 日 | 恢复珠海居民来澳旅游签注  |
| 2020 年 8 月 26 日 | 恢复办理广东省居民赴澳门旅游签注  |
| 2020 年 9 月 23 日 | 恢复办理全国内地居民赴澳门旅游签注。  |

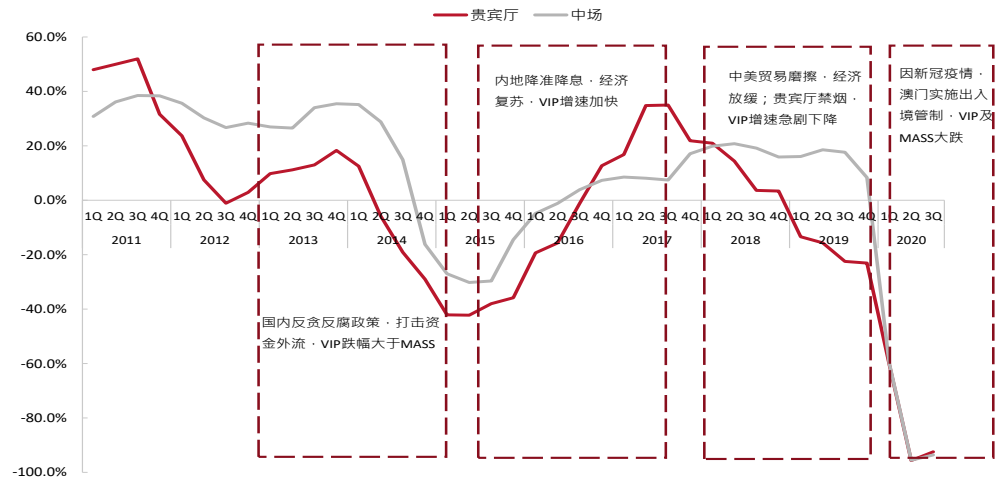
来源：新华网、国家文旅部、澳门治安警察局、中泰国际研究部

图表 8：中场取代贵宾厅成博彩业增长动力



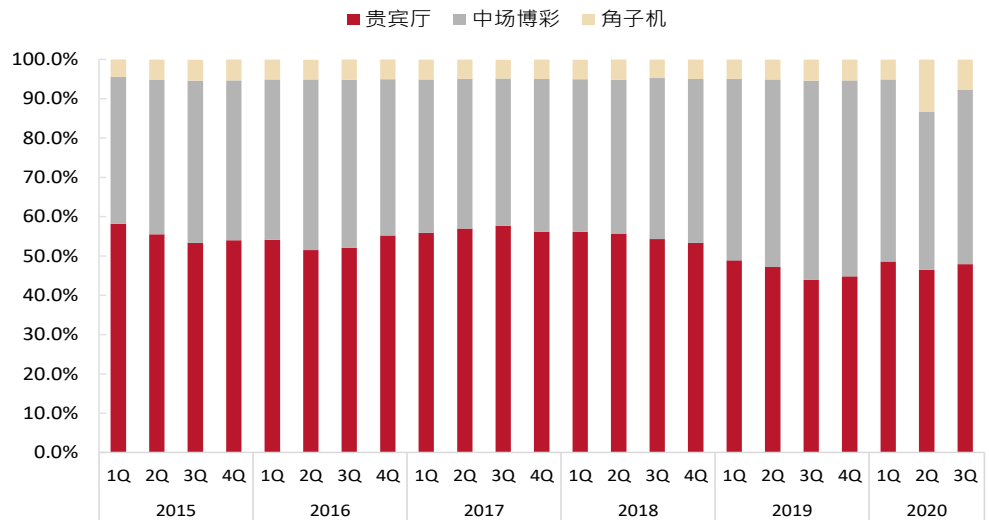
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 9：近十年 VIP 与 MASS 的关系



来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 10：中场取代贵宾厅成博彩业增长动力



来源：DSEC、中泰国际研究部

### 预测 21 及 22 年博彩收入分别恢复至 19 年的 69.9%及 96.3%

根据历史表现，博彩股股价领先博彩收入增长大约六个月至一年。上一个周期在 2014 至 2017 年，增速在 2013 年第四季见顶，并在 2015 年第二季见底，在 2016 年开始回稳复苏，我们所覆盖的五只博彩股在 2016 年股价表现分别涨 10.0%至 65.8%，而博彩收入增速在 2017 年第二季见顶。今次下行周期始于 2018 年，主要由于 1) 经济放缓及 2) 中美贸易摩擦的拖累，全球新冠肺炎则是直接导致博彩收入直达低谷的主要催化剂。随着内地放宽旅游签证，我们认为博彩收入跌幅已经于 2020 年第二季见底，跌势于第三季开始见底回稳，预测博彩收入于 2021 年春节假期将有较明显的修复，21 年第一季博彩收入同比可增长 7.9%，主要来自中高端中场及中场大厅的贡献。总体博彩收入的复苏是先慢后快，预计 21 年第二季 1) 疫苗落地，供全球人民接种；2) 内地居民开始适应核酸检测的常态，回流澳门消费及博彩；3) 内地经济持续复苏；4) 香港与澳门有望重新正常放宽出入境管制，21 年第四季博彩收入能恢复至 2019 年正常水平。预测 21 及 22 年博彩收入分别为 2,045 亿澳门元及 2,811 亿澳门元，相当于 19 年的 69.9%及 96.3%。

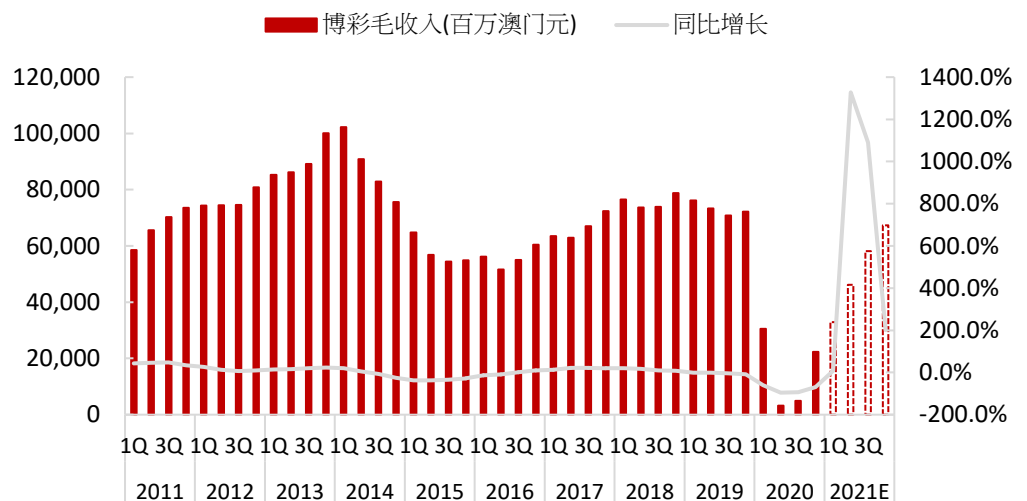


图表 11: 澳门博彩收入预测(百万澳门元)

|             | 2018           | 2019           | 1Q20          | 2Q20         | 3Q20         | 4Q20E         | 2020E         | 1Q21E         | 2Q21E         | 3Q21E         | 4Q21E         | 2021E          | 2022E          |
|-------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>GGR</b>  | <b>302,846</b> | <b>292,456</b> | <b>30,487</b> | <b>3,234</b> | <b>4,885</b> | <b>22,356</b> | <b>60,217</b> | <b>32,894</b> | <b>46,173</b> | <b>58,143</b> | <b>67,310</b> | <b>204,520</b> | <b>281,170</b> |
| YoY         | 14.0%          | -3.4%          | -60.0%        | -95.6%       | -93.1%       | -69.0%        | -79.4%        | 7.9%          | 1327.7%       | 1090.2%       | 201.1%        | 239.6%         | 37.5%          |
| QoQ         |                |                | -57.7%        | -89.4%       | 51.1%        | 357.6%        |               | 47.1%         | 40.4%         | 25.9%         | 15.8%         |                |                |
| <b>VIP</b>  | <b>166,097</b> | <b>135,228</b> | <b>14,809</b> | <b>1,503</b> | <b>2,341</b> | <b>8,080</b>  | <b>26,733</b> | <b>10,418</b> | <b>17,308</b> | <b>23,314</b> | <b>27,471</b> | <b>78,511</b>  | <b>109,916</b> |
| YoY         | 10.2%          | -18.6%         | -60.2%        | -95.7%       | -92.5%       | -75.0%        | -80.2%        | -29.6%        | 1051.6%       | 895.9%        | 240.0%        | 193.7%         | 40.0%          |
| QoQ         |                |                | -54.2%        | -89.9%       | 55.8%        | 245.1%        |               | 28.9%         | 66.1%         | 34.7%         | 17.8%         |                |                |
| <b>Mass</b> | <b>121,701</b> | <b>142,089</b> | <b>14,128</b> | <b>1,299</b> | <b>2,169</b> | <b>12,409</b> | <b>30,005</b> | <b>20,425</b> | <b>26,260</b> | <b>31,586</b> | <b>35,968</b> | <b>114,238</b> | <b>155,364</b> |
| YoY         | 19.4%          | 16.8%          | -59.9%        | -96.3%       | -94.0%       | -65.5%        | -78.9%        | 44.6%         | 1921.5%       | 1356.2%       | 189.9%        | 280.7%         | 36.0%          |
| QoQ         |                |                | -60.7%        | -90.8%       | 67.0%        | 472.1%        |               | 64.6%         | 28.6%         | 20.3%         | 13.9%         |                |                |
| <b>Slot</b> | <b>15,048</b>  | <b>15,139</b>  | <b>1,550</b>  | <b>432</b>   | <b>375</b>   | <b>1,123</b>  | <b>3,480</b>  | <b>2,051</b>  | <b>2,605</b>  | <b>3,244</b>  | <b>3,871</b>  | <b>11,771</b>  | <b>15,891</b>  |
| YoY         | 14.3%          | 0.6%           | -58.4%        | -88.4%       | -90.2%       | -71.0%        | -77.0%        | 32.3%         | 503.1%        | 765.0%        | 244.8%        | 238.3%         | 35.0%          |
| QoQ         |                |                | -60.0%        | -72.1%       | -13.2%       | 199.4%        |               | 82.7%         | 27.0%         | 24.5%         | 19.3%         |                |                |

来源: DSEC、中泰国际研究部预测

图表 12: 预测博彩收入将于 21 年第四季才恢复至 19 年正常水平



来源: DSEC、中泰国际研究部预测

按季度计算, 博彩股年初至今表现异常强势, 截至 9 月 30 日, 澳博控股年初至今的涨幅为 2.9%, 而银河娱乐只录得 9.5% 的跌幅。2015 年及 2018 年的下行周期, 中华博彩股指数分别下跌 45.6% 及 26.3%, 大幅跑输恒生指数。今年首三季度中华博彩股指数只累计下跌 21.6%, 相比同期博彩收入累计下跌 82.5%, 更加凸显博彩股的强势。我们认为主要是使博彩业陷入低潮的原因与 2015 年及 2018 年不同, 今次主要受疫情导致澳门实施出入境管制的一次性事件影响, 对中场及高端中场旅客的消费力无太大影响。市场倾向相信当一切的出入境管制消除后, 受到抑制的博彩需求会随即反弹。整体博企的资产负债表亦较为健康, 有力捱过短期冬天, 也是造成投资者惜售的原因。

图表 13: 博彩股今年股价表现已反映赌收急跌的预期(截至 10 月 1 日)

| 股价变幅           | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年首三季度 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 永利澳门(1128 HK)  | 12.1%  | 7.4%   | 67.8%  | -37.8% | -58.5% | 36.2%  | 100.6% | -31.0% | 18.8%  | -35.6%     |
| 美高梅中国(2282 HK) | -      | 38.0%  | 136.1% | -40.4% | -50.8% | 65.8%  | 47.1%  | -44.4% | -2.1%  | -24.4%     |

|               |        |        |        |        |        |       |       |        |       |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 银河娱乐(27 HK)   | 61.8%  | 113.1% | 129.2% | -37.2% | -44.0% | 38.2% | 85.5% | -20.6% | 17.3% | -9.5%  |
| 金沙中国(1928 HK) | 28.5%  | 54.7%  | 86.6%  | -39.8% | -30.4% | 26.9% | 19.7% | -15.0% | 28.3% | -28.3% |
| 澳博控股(880 HK)  | 2.8%   | 42.0%  | 44.4%  | -52.5% | -55.3% | 10.0% | 15.1% | 4.3%   | 25.8% | 2.9%   |
| 恒生指数          | -20.0% | 22.9%  | 2.9%   | 1.3%   | -7.2%  | 0.4%  | 36.0% | -13.6% | 9.1%  | -17.2% |
| 中华博彩股指数       | 29.1%  | 37.3%  | 100.2% | -39.6% | -45.6% | 30.4% | 54.3% | -26.3% | 17.8% | -21.6% |
| 博彩毛收入         | 42.2%  | 13.5%  | 18.6%  | -2.6%  | -34.3% | -3.3% | 19.1% | 14.0%  | -3.4% | -82.5% |

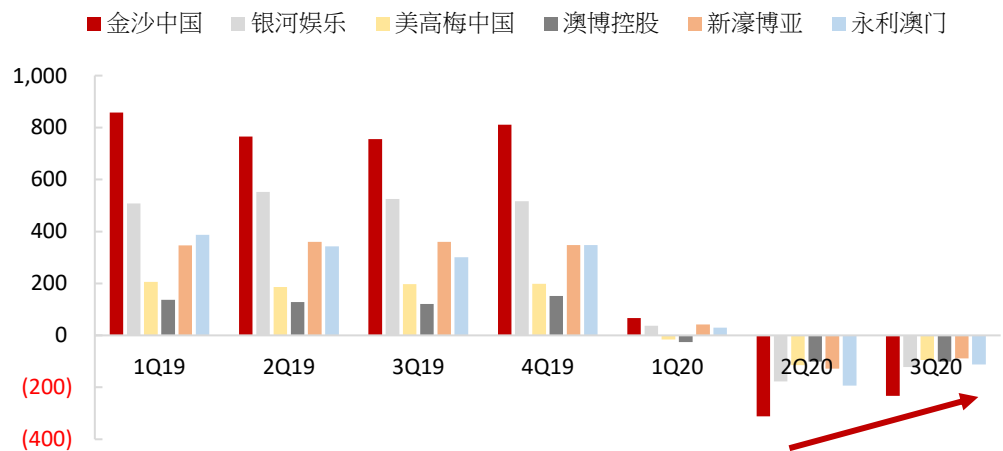
来源: Bloomberg、中泰国际研究部预测(\*红色为领先行业、绿色为落后行业)

图表 14: 博彩股首季经调整 EBITDA 由盈转亏

| 经调整 EBITDA 同比增长 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年首三季 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 永利澳门(1128 HK)   | 35.3%  | -2.7%  | 14.6%  | -5.0%  | -44.4% | 9.1%   | 66.4%  | 26.8%  | -11.2% | -126.8%   |
| 美高梅中国(2282 HK)  | 74.3%  | 7.7%   | 19.9%  | 4.7%   | -36.1% | -3.5%  | 1.6%   | 4.3%   | 32.7%  | -138.0%   |
| 银河娱乐(27 HK)     | 157.7% | 71.3%  | 27.7%  | 5.1%   | -33.9% | 18.5%  | 36.7%  | 19.2%  | -2.2%  | -116.5%   |
| 金沙中国(1928 HK)   | 29.6%  | 25.5%  | 46.7%  | 12.4%  | -31.8% | 0.9%   | 16.4%  | 17.9%  | 3.7%   | -120.1%   |
| 澳博控股(880 HK)    | 42.6%  | 10.1%  | 13.7%  | -10.5% | -50.3% | -11.5% | -10.0% | 21.1%  | 13.1%  | -159.0%   |

来源: 公司资料、中泰国际研究部(\*红色为领先行业、绿色为落后行业)

图表 15: 六大博企第三季经调整物业 EBITDA 亏损收窄(百万美元)



来源: 公司资料、中泰国际研究部

### 博企现金流充裕, 解决资金流忧虑

目前无需忧虑博企的流动性, 行业低潮下公司仍能成功发债补充现金水平, 例如金沙中国拥有现金及未动用信贷融通达 30.6 亿美元, 使集团能够在零收入的极端情况下支撑 19.1 个月的营运。银河娱乐的流动性更能使公司于极端情况下支撑 71.8 个月的营运。

图表 16: 博企现金流充裕

| 百万美元          | 金沙中国    | 银河娱乐    | 美高梅中国   | 永利澳门    | 澳博控股    | 新濠博亚    |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金+信贷融通       | \$3,059 | \$5,123 | \$1,390 | \$3,550 | \$1,863 | \$3,296 |
| 日均营运开支        | \$3.5   | \$2.3   | \$1.5   | \$2.0   | \$1.6   | \$2.1   |
| 每月营运开支        | \$160.0 | \$71.3  | \$46.5  | \$62.0  | \$50.0  | \$86.0  |
| *极端情况的生存时间(月) | 19.1    | 71.8    | 29.9    | 57.3    | 37.6    | 38.3    |

来源: 公司资料、中泰国际研究部(\*假设零收入下博企的现金能支撑多少个月的营运)



## 2021 年策略防守反击

由于毗邻澳门的香港仍未恢复正常的跨境交通及出入措施，而内地未恢复自助机签注，预计博彩收入及访澳旅客短期偏淡，疫情的反复对博彩业带来短期的波动性。在收入未有明显增量的情况下，博企的盈利便取决于成本控制能力。明年上半年行业仍以“守”为主，运营成本较低且资产负债表较健康的博企，股价表现将会较为强势。在严格的成本节省措施下，银河娱乐 (27 HK) 及新濠博亚 (MLCO US) 可于博彩收入恢复至正常水平的 25%-30% 便可录得 EBITDA 盈亏平衡，较同业的 30%-35% 为低。相信银河娱乐旗下物业于新一轮复苏周期的经调整物业 EBITDA 能够再次领先同业的确定性最大。

中期而言，高端中场会带动博彩业于下半年开始恢复至正常水平，银河娱乐及永利澳门的高端业务例如高端中场及 VIP 具有良好口碑及庞大客户基础，预计业绩回升弹性较大。永利澳门的经营杠杆较高，公司业绩及股价具有强顺周期的属性，我们看好中期股价具估值修复空间。澳博控股 (880 HK) 的上葡京于 21 年第一季末分阶段开业，预计在营运初期将成为市场及旅客焦点，有利于抢占澳门地区的市占率，相信在明年下半年起澳博股价走势会逐步反映上葡京的潜在价值。

## 板块仍有估值上调的催化剂，长线估值非常吸引

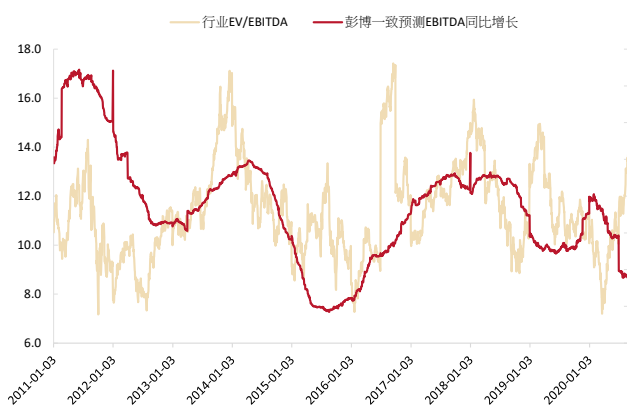
我们坚信博彩业及博彩股最坏的时间已经过去，行业继续踏上复苏征途，较为坚稳的股价表现及估值开始反映行业复苏的预期。虽然目前板块对应 21 年 EV/EBITDA 达 16 倍，高于历史均值，但未来市场仍有上调盈利预测的催化剂，主要来自 1) 内地重新开放自助签注机；2) 疫苗于 21 年上半年量产及大规模接种；3) 香港与澳门设立旅游气泡，并恢复正常通关。往前看，预计 22 年行业来自高利润率的中场博彩收入占比将增加至 60.9%，对提升 EBITDA 利润率带来积极贡献，板块对应 22 年 EV/EBITDA 只有 10 倍，明显低于 13 倍的历史均值，对长线投资者来说当前的行业前景及估值具性价比。

图表 17：博彩股估值一览

| 公司    | 股份编号    | 评级 | 年结        | 货币 | 股价      | 目标价     | EV/EBITDA(X) |      | 潜在升幅  |
|-------|---------|----|-----------|----|---------|---------|--------------|------|-------|
|       |         |    |           |    |         |         | 21 年         | 22 年 |       |
| 银河娱乐  | 27.HK   | 买入 | 12 月 31 日 | 港元 | \$60.35 | \$72.19 | 18.3         | 11.5 | 19.6% |
| 金沙中国  | 1928.HK | 买入 | 12 月 31 日 | 港元 | \$33.45 | \$38.78 | 17.9         | 11.3 | 15.9% |
| 永利澳门  | 1128.HK | 买入 | 12 月 31 日 | 港元 | \$13.56 | \$16.97 | 17.5         | 10.2 | 25.1% |
| 美高梅中国 | 2282.HK | 增持 | 12 月 31 日 | 港元 | \$11.46 | \$12.87 | 15.0         | 9.4  | 12.3% |
| 澳博控股  | 880.HK  | 买入 | 12 月 31 日 | 港元 | \$9.14  | \$11.00 | 25.1         | 9.8  | 20.3% |

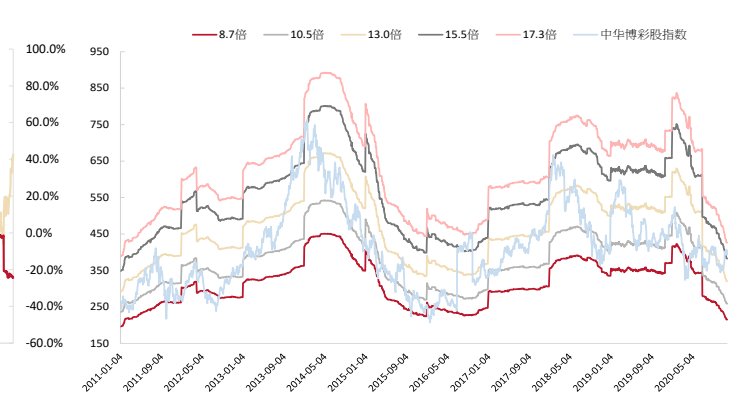
来源：公司资料、中泰国际研究部预测\*(数据截至 12 月 2 日)

图表 18：博彩板块盈利下调压力近尾声



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19：博彩股估值区间



来源：Bloomberg、中泰国际研究

## 催化剂(一)全球疫情下旅客回流澳门旅游

### 为严控疫情，国家不鼓励非必要的出境游，利好旅客回流澳门

2020 年 11 月 12 日，国新办召开国务院联防联控机制新闻发布会，会上移民局副局长指出要严格控制不必要人员跨境活动，从严审批中国公民旅游等非必要事由的出入境证件申请，劝阻和限制内地居民旅游、探亲、访友等非必要、非急需出入境活动。根据我们理解，移民局的政策主要针对出国行为，以防止海外疫情输入内地，而不是指前往澳门特区，因此在今年末圣诞节至明年都较为利好澳门。

虽然全球疫苗研发及量产进入冲刺阶段，但我们相信直到明年第四季前国际间仍未能完全通关。在疫情的阴霾下，目前内地居民前往澳门，只需预约办理签注申请，再进行核酸检测及健康码转换，即可无限制地进出澳门，相信澳门将成为内地居民出游的主要目的地。受到 2020 年全球新冠疫情的影响，首三季赴澳的中国旅客只有 302 万人次，而 2019 年全年达到 2,792 万人次。若我们剔除今年的特殊因素，国内居民前往澳门的渗透率仍然非常低，全国大约只有 2.0%，彼邻的广东省也只有 11.3%。根据中国旅游研究院发布的《2019 年旅游市场基本情况》，2019 年中国国内旅游人数达 60.06 亿人次，同比增长 8.4%；出境旅游人数达 1.55 亿人次，同比增长 3.3%。考虑到 2019 年访澳的内地旅客只有 2,792 万人次，只有 19 年出境游人次的 18% 左右，若明年有 5% 的出境游旅客转移前往澳门，对访澳旅客的增量将达到 775 万人次。

图表 20：中国各省份赴澳旅客增速

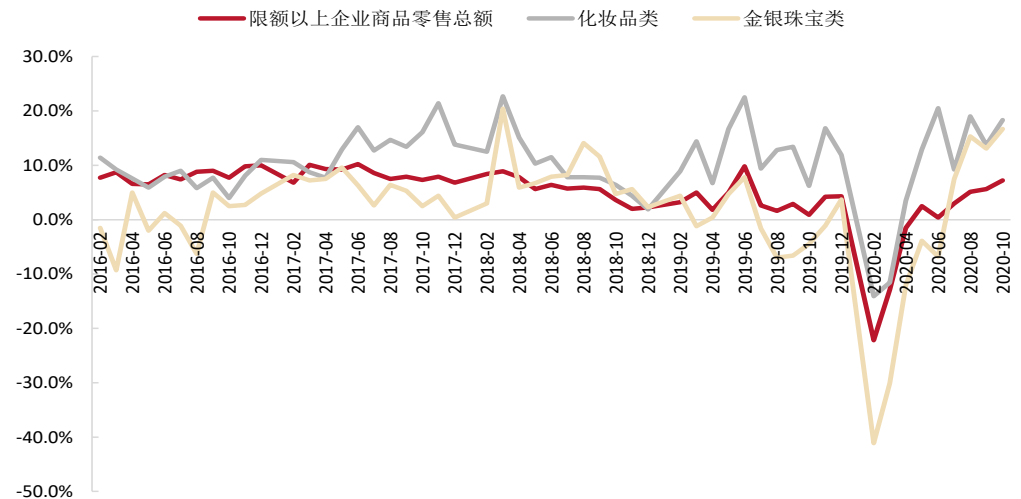
| 省份          | 截至 12 月 31 日的 12 个月 |                   |            | 2020 年首三季        | 人口总数(百万人)    | 人均 GDP<br>(美元) | 渗透率         |
|-------------|---------------------|-------------------|------------|------------------|--------------|----------------|-------------|
|             | 2018 年              | 2019 年            | 同比增长       |                  |              |                |             |
| 广东          | 10,516,328          | 12,816,693        | 22%        | 1,742,628        | 113          | \$12,951       | 11.3%       |
| 湖南          | 1,192,747           | 1,124,039         | -6%        | 76,529           | 69           | \$7,976        | 1.6%        |
| 湖北          | 869,324             | 923,470           | 6%         | 48,281           | 59           | \$10,050       | 1.6%        |
| 福建          | 924,812             | 930,098           | 1%         | 95,679           | 39           | \$13,724       | 2.4%        |
| 广西          | 828,549             | 857,665           | 4%         | 51,416           | 49           | \$6,241        | 1.8%        |
| 浙江          | 787,803             | 788,762           | 0%         | 60,528           | 57           | \$14,797       | 1.4%        |
| 江苏          | 704,008             | 782,876           | 11%        | 56,834           | 80           | \$17,373       | 1.0%        |
| 上海          | 687,316             | 721,783           | 5%         | 64,858           | 24           | \$20,365       | 3.0%        |
| 四川          | 503,587             | 551,978           | 10%        | 40,883           | 83           | \$7,367        | 0.7%        |
| 河南          | 558,461             | 510,004           | -9%        | 39,317           | 96           | \$7,558        | 0.5%        |
| 江西          | 538,586             | 475,038           | -12%       | 27,836           | 46           | \$7,145        | 1.0%        |
| 北京          | 382,387             | 390,491           | 2%         | 39,149           | 22           | \$21,263       | 1.8%        |
| 安徽          | 308,515             | 297,621           | -4%        | 21,506           | 63           | \$7,168        | 0.5%        |
| 辽宁          | 345,971             | 285,475           | -17%       | 21,040           | 44           | \$8,773        | 0.6%        |
| 山东          | 333,013             | 277,442           | -17%       | 24,886           | 100          | \$11,497       | 0.3%        |
| 黑龙江         | 331,528             | 277,815           | -16%       | 17,931           | 38           | \$6,551        | 0.7%        |
| 重庆          | 290,678             | 286,400           | -1%        | 20,238           | 31           | \$9,916        | 0.9%        |
| 河北          | 274,771             | 238,581           | -13%       | 16,715           | 75           | \$7,199        | 0.3%        |
| 吉林          | 252,994             | 204,507           | -19%       | 13,115           | 27           | \$8,421        | 0.8%        |
| 山西          | 224,295             | 213,667           | -5%        | 13,266           | 37           | \$9,554        | 0.6%        |
| 天津          | 135,569             | 124,620           | -8%        | 10,733           | 16           | \$18,214       | 1%          |
| 其他省份        | 4,269,314           | 4,846,326         | 14%        | 515,994          | 236          | N/A            | 2.1%        |
| 广东省除外       | 14,744,228          | 15,106,526        | 2%         | 1,276,734        | 1,283        | \$9,624        | 1.2%        |
| <b>中国内地</b> | <b>25,260,556</b>   | <b>27,923,219</b> | <b>11%</b> | <b>3,019,362</b> | <b>1,388</b> | <b>\$9,035</b> | <b>2.0%</b> |

来源：DSEC、国家统计局、中泰国际研究部

### 部分护肤品于澳门较海南岛 DFS 具价格优势

疫情后，内地高端消费需求加快复苏，凸显较强韧性，增长明显优于整体零售销售，相信澳门 DFS 的价格优势能够吸引内地旅客前往购物，从而带动博彩收入的增长。内地限额以上化妆品零售同比增速自今年 4 月起率先转正，5 月至 10 月分别录得 12.9%、20.5%、9.2%、19.0%、13.7% 及 18.3% 的超高速增长；金银珠宝的零售额亦于 7 月转正，10 月的同比增速更达到 16.7%。早前海关总署公布，海南离岛免税新政实施 4 个月以来，免税销售金额达到 120.1 亿元人民币，同比增长 214.1%；购物人次达 178.3 万，同比增长 58.8%。其中，化妆品销售额为众多产品之冠，达 58.2 亿元人民币，同比大增 2.6 倍，

图表 21：内地限额以上化妆品及金银珠宝类零售增速加快



来源：WIND、中泰国际研究部

博彩公司管理层于今年第三季业绩会议普遍透露高端需求正在改善，并成为推动赌收复苏的主要动力，例如永利澳门旗下物业前五大零售品牌于 10 月的销售额同比增长 25.0%；金沙中国四季酒店前六大高端品牌的零售额录得同比正增长，反映了被压抑的强劲高端消费需求。

对比澳门四季 DFS 及中免海棠湾 DFS 的部分产品价格，我们发现澳门赌场内的化妆及护肤品价格普遍较海棠湾有 10% 以上的折价，例如资生堂 (Shiseido) 的红妍肌活精华露于澳门的价格较海棠湾便宜 18.4%。中免集团于“上葡京”设立了占地约 7,500 平方米的免税店，将提供香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等多种商品，将对海南岛免税店构成直接竞争。澳门拥有世界五星级的奢华酒店、高端米芝莲餐厅及一系列顶级奢侈潮流品牌，我们相信其有能力及有条件承接内地居民的高端消费需求。

此外连接澳门和珠海的横琴口岸新旅检区域已于 2020 年 8 月 18 日正式开通，采用“一地两检”通关查验模式，能满足旅客日通关量 22.2 万人次，年通关量 8,000 万人次。另一方面，珠机城际铁路珠海至珠海长隆段亦于同日开通运营，与横琴口岸新旅检区域实现无缝衔接，旅客从广州前往澳门最快只需一小时。基建的改善能够便利广东省以外的旅客出行，增加博企潜在客户数目，促进非博彩业务的增长。

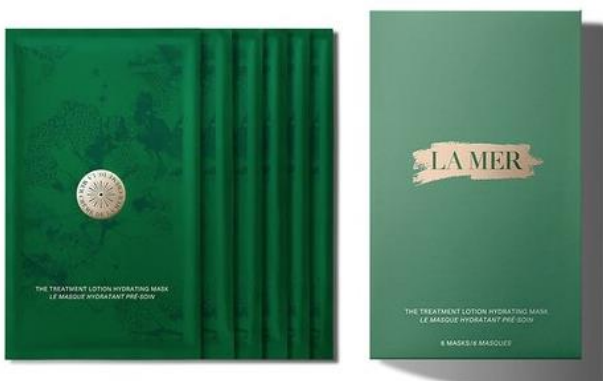
图表 22：部分护肤品于澳门较海南岛 DFS 具价格优势

| 品牌            | 产品                    | 澳门四季 DFS |          | 中免海棠湾   |          |          | 折扣率    |
|---------------|-----------------------|----------|----------|---------|----------|----------|--------|
|               |                       | 原价(MOP)  | 原价(CNY)  | 折后(CNY) | 原价(CNY)  | 折后(CNY)  |        |
| 资生堂(Shiseido) | 红妍肌活精华露 (100ML)       | 1,400.00 | 1,149.43 | 872.60  | 1,070.00 | 1,070.00 | -18.4% |
| Clarins       | 第 8 代赋活双精华两支装(50ML*2) | 1,450.00 | 1,190.28 | -       | 1,180.00 | -        | 0.9%   |

|                    |                                      |          |          |          |          |        |        |
|--------------------|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|
|                    | 焕颜紧致日夜保养套组                           | 1,350.00 | 1,108.37 | 774.91   | 573.00   | -      | -      |
|                    | 多元活肤晚霜 (中性至混合性肌肤)(50ML)              | 630.00   | 517.16   | -        | 499.00   | -      | 3.6%   |
| La Mer             | 妍塑极致精华面膜 (50ML)                      | 2,130.00 | 1,748.77 | 1,310.13 | -        | -      |        |
|                    | 肌底修护面膜 (6 pcs)                       | 1,165.00 | 956.49   | 669.02   | 955.00   | -      | 0.2%   |
|                    | 活肤焕采面膜 (75 ML)                       | 1,535.00 | 1,260.05 | -        | 1,232.00 | -      | 2.3%   |
| Estee Lauder       | Advanced Night Repair 全新升级再生基因速救舒压精华 | 630.00   | 517.16   | -        | 525.00   | -      | -1.5%  |
|                    | Double wear 粉底液 (30ML)               | 390.00   | 339.00   | 203.00   | 278.00   | 236.00 | -14.0% |
|                    | 升级新生活肤全能面霜 (50ML)                    | 775.00   | 674.00   | 404.00   | 615.00   | 523.00 | -22.8% |
| Clé de Peau Beauté | 无龄光采防晒霜 (50G)                        | 825.00   | 677.23   | -        | 707.00   | -      | -4.2%  |
|                    | 丝缎光采粉霜 21ML                          | 1,005.00 | 874.00   | 524.00   | 727.00   | 618.00 | -15.2% |
|                    | 光采赋活精华水 (170ML)                      | 905.00   | 787.00   | 472.00   | 666.00   | 566.00 | -16.6% |

来源：澳门四季 DFS、中免海棠湾、中泰国际研究部

图表 23: La Mer 旗下产品



来源：澳门四季 DFS、中泰国际研究部

图表 24: Clarins 旗下产品



来源：澳门四季 DFS、中泰国际研究部

## 催化剂(二)短期贵宾厅有修复空间

### 内地加强打击跨境网博，短期内贵宾厅客户有望回流

短期内原本前往东南亚地区例如柬埔寨及菲律宾博彩的贵宾厅客户有望回流澳门，从而带动贵宾厅需求的局部复苏，但长线看来，贵宾厅仍处于下行态势而且前景并不明朗。贵宾厅赌收于 2018 年第二季见顶，其后反复下跌，主要由于 1) 中美贸易摩擦，内地经济放缓；2) 中介人去杠杆；3) 中央打击资金外流的措施所影响；4) 东南亚地区赌场的竞争压力。过去几年，东南亚地区的赌收增速较澳门快，例如柬埔寨、越南及菲律宾等，主要由于当地的博彩税率较低，赌场给予中介人的佣金率较澳门高，使贵宾厅中介人有较多的诱因通过佣金及各式各样的回赠吸引更多的国内客户前往博彩，分流了澳门贵宾厅的客源。

当前海外疫情仍然较为反复，南韩、日本等地更出现二度爆发，中国仍未与海外地区恢复正常通关及交通往来，相信有利国内贵宾厅客人回流澳门。内地近年针对跨境博彩的打击力度大，减低了贵宾厅中介人招揽客人出国的意欲。例如，内地媒体《经济参考报》于 19 年 7 月批评太阳城在海外



控制“太阳城网络赌博平台”，对国内社会经济秩序和金融安全造成巨大危害；19 年 8 月中国与柬埔寨加紧打击网络赌博；20 年 8 月国家文化和旅游部会同有关部门建立了跨境赌博旅游目的地“黑名单”制度，对内地公民前往“黑名单”中的境外城市和景区将采取相关旅游限制措施；同年 10 月，内地媒体中新网报导指，刑法修正案(十一)草案将提请十三届全国人大常委会进行二次审议，其中拟修改赌博犯罪规定，加大处罚力度。针对相关情况，刑法修正案(十一)草案二审稿作出修改，拟进一步调整开设赌场罪的刑罚配置，同时增加境外赌场人员组织、招揽国内公民出境赌博犯罪。

此措施并非针对澳门，而是针对近年海外及网上博彩火热的东南亚地区。据我们理解，澳门特区属于中国的一部分，亦非定义为海外地区，相信中央政府原意不鼓励资金外流，希望引导旅客回流澳门，巩固澳门作为亚洲最大博彩地区的地位。措施将令前往东南亚博彩的高端客有所顾忌，短期有利澳门贵宾厅的复苏。

图表 25: 内地针对跨境资金流的政策

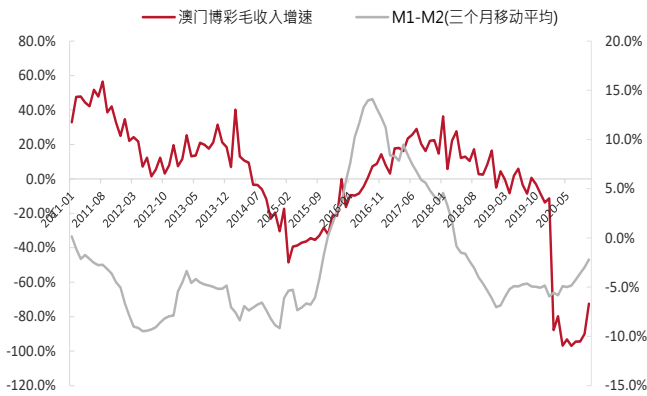
| 时间          | 政策  |
|-------------|---|
| 2012 年 6 月  | 银联将海外单日支付限额由 500 万人民币减少至 100 万人民币   |
| 2014 年 3 月  | 银联收紧对银行卡的监管   |
| 2014 年 5 月  | 澳门政府禁止 POS 机非法使用  |
| 2014 年 7 月  | 全澳赌场禁止使用银联 POS 机  |
| 2014 年 7 月  | 打击非法使用银联 POS 机规模升级，中国与澳门签署反洗钱合作谅解备忘   |
| 2014 年 11 月 | 人行、国家公安部与澳门金管局举行内部联席会议打击银行卡和 POS 机非法跨境犯罪  |
| 2015 年 12 月 | 澳门金管局建立针对银联卡的实时监控系统，所有 POS 机需要注册  |
| 2016 年 1 月  | 银联卡设定每年境外累计提取不超过 10 万元人民币   |
| 2016 年 5 月  | 银联卡在澳门购物要出示身份证  |
| 2016 年 12 月 | 澳门金管局宣布内地银行卡在澳门 ATM 机每次提取限额从 10000 澳门元减少至 5000 澳门元  |
| 2017 年 6 月  | 中国汇率监管机构收集使用国内银行卡在海外提取现金或交易超过 1000 元的情况   |
| 2017 年 11 月 | 进入澳门的旅客，如随身携带超过 12 万澳门元，需要申报  |
| 2017 年 12 月 | 银联卡提取上限为每人每年 10 万元人民币(不论个人有多张银行卡)   |
| 2019 年 7 月  | 《经济参考报》罕有点名报，批评太阳城在海外控制「太阳城网络赌博平台」，对国内社会经济秩序和金融安全造成巨大危害   |
| 2019 年 8 月  | 柬埔寨及菲律宾暂停发出新的网上博彩牌照，菲律宾暂不再批准在国内开设新赌场，包括临时及永久赌牌  |
| 2019 年 8 月  | 中国与柬埔寨加紧打击网络赌博  |
| 2020 年 6 月  | 人民银行召开会议，专题研究部署打击治理跨境赌博资金链工作  |
| 2020 年 8 月  | 国家文化和旅游部于 8 月 26 日发公告指，会同有关部门建立了跨境赌博旅游目的地「黑名单」制度，对内地公民前往“黑名单”中的境外城市和景区将采取相关旅游限制措施。  |
| 2020 年 9 月  | 人民银行和公安部门建立了涉赌线索核查机制，对涉赌支付机构开出了 1.15 亿元的史上最大的罚单。到今年 8 月份，全国公安机关共立各类跨境赌博案件 7000 多起，包括犯罪嫌疑人 5 万多人，打掉涉赌平台 1000 多家，查获涉案资金流水 1 万多亿元。               |
| 2020 年 10 月 | 据内地官媒中新网 10 月 13 日报导指，刑法修正案(十一)草案将提请十三届全国人大常委会进行二次审议，其中拟修改赌博犯罪规定，加大处罚力度。针对相关情况，刑法修正案(十一)草案二审稿作出修改，拟进一步调整开设赌场罪的刑罚配置，同时增加境外赌场人员组织、招揽国内公民出境赌博犯罪。 |

来源：新华网、人民银行、国家文旅部、GGRASIA、中泰国际研究部

### 内地经济持续复苏，有利高端博彩需求复苏

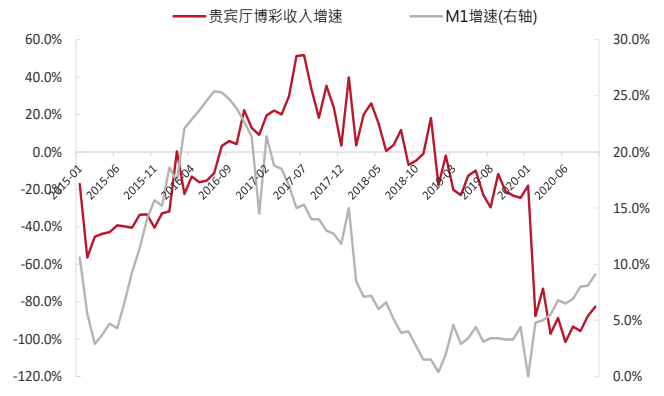
内地经济率先走出疫情阴霾，复苏步伐加快，利好博彩收入回升。10 月份中国 M1 同比增速加快至 9.1%，是 18 年 1 月以来最高，M1M2 剪刀差持续收窄，反映国内企业的经营活力日益改善。从过往的历史看来，信贷市场均领先博彩收入约一至两个季度。由于贵宾厅玩家以国内厂家及商人为主，经济改善能够增加贵宾厅玩家的消费力及流动性，从而加速贵宾厅博彩收入的复苏。另一方面，国内高端消费品零售销售额同比增速加快，反映国内居民的财富并未受疫情太大影响，需求出现报复式反弹，相信未来通关或核酸检测的措施放宽能够进一步激发高端博彩需求。

图表 26: M1M2 剪刀差显示国内经济开始复苏



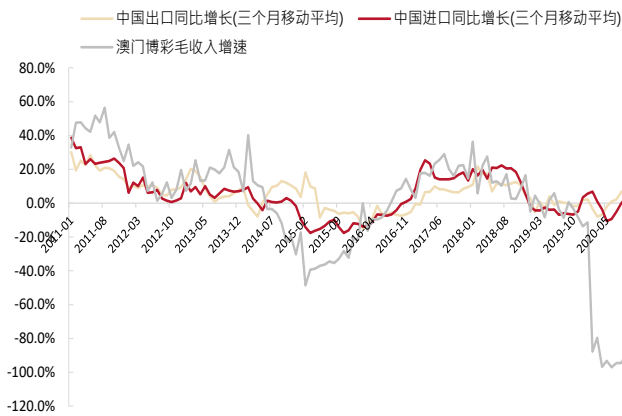
来源: DSEC、国家统计局、中泰国际研究部

图表 27: M1 领先贵宾厅博彩收入约一至两季



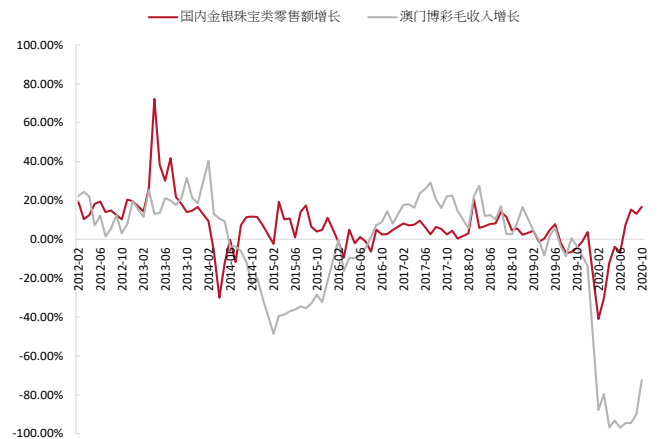
来源: DSEC、国家统计局、中泰国际研究部

图表 28: 博彩收入增速与内地进出口增长同步



来源: DSEC、国家统计局、中泰国际研究部

图表 29: 国内奢侈品销售增速加快



来源: DSEC、国家统计局、中泰国际研究部

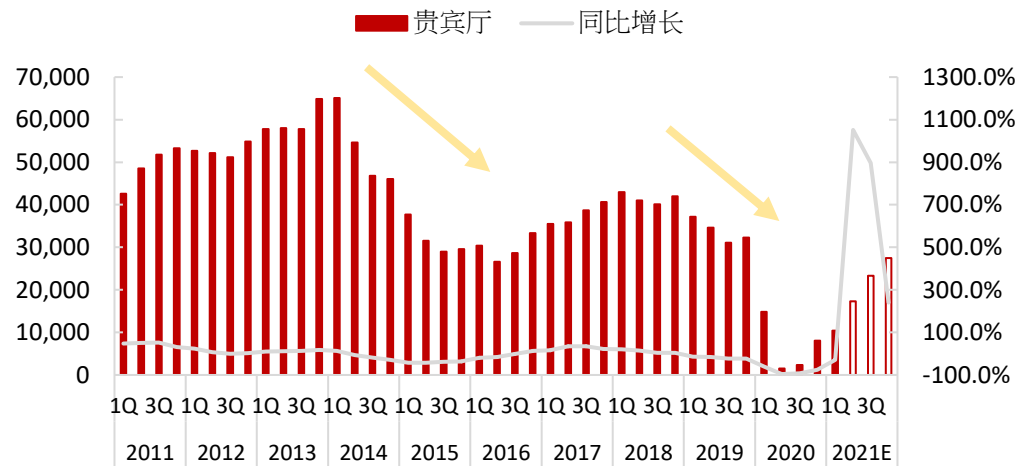
### 中长期复苏态势视乎海外市场竞争及国内资金管制的力度

澳门贵宾厅 2013 年赌收及人气达到顶峰, 目前处于大下行周期内的小上升周期, 预测新一轮贵宾厅复苏周期顶部较 2018 年为低。尽管近年贵宾厅中介人积极发展海外业务, 导致部分本来前往澳门博彩的客人转至海外, 但暂时对澳门整体及贵宾厅赌收的分流影响不算显著。我们取自彭博数据, 以澳门、新加坡、南韩、菲律宾、柬埔寨及马来西亚的博彩收入作分析。2019 年, 六个地区的博彩收入分别为 362 亿、45 亿、26 亿、42 亿、17 亿及 14 亿美元。虽然澳门占亚洲区赌收从 2012 年的 76.0% 下降至 2019 年的 71.5%, 但自 2015 年起占比维持在 71-73% 左右, 继续拥有绝对的领导地位。

不过从中长期看来, 海外地区竞争加剧是无可避免, 对澳门贵宾厅构成分流压力。太阳城集团营运的俄罗斯水晶虎宫太阳城贵宾厅已于今年中营运, 而越南会安南岸综合度假村也开始试业, 预计于 2021 年正式开业, 菲律宾西港度假村亦将于 2023 年开业。未来五年, 太阳城集团于会安、西港及俄罗斯的项目共提供 680 张赌枱、3,800 部角子机及超过 4,000 间酒店房间。由于海外市场较低的博彩税对贵宾厅中介人及营运商有利, 因此他们在中长期有较大诱因介绍客人前往当地。此外, 内地近年加强跨境资金流的监察及管制大额的资金流动, 都限制了贵宾厅复苏力度。

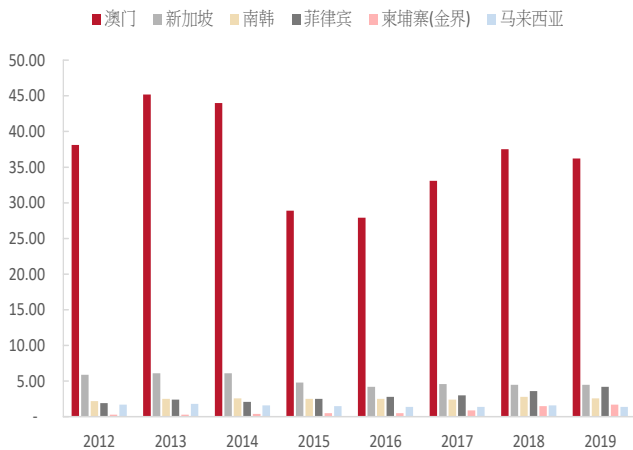


图表 30: 预计未来贵宾厅每个周期的顶部也低于上一个周期



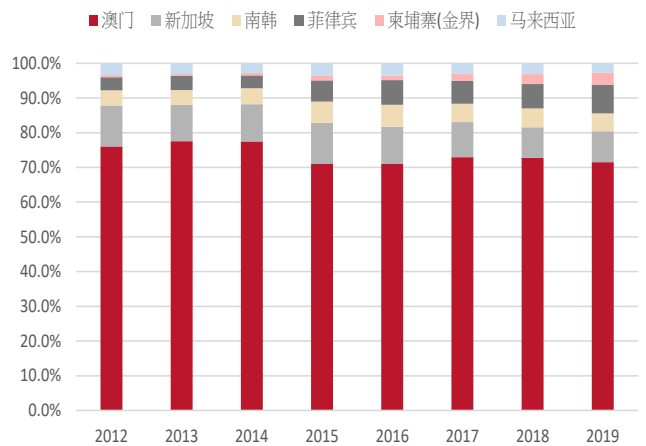
来源: DSEC、中泰国际研究部预测

图表 31: 亚洲主要博彩地区赌收(十亿美元)



来源: DSEC、Bloomberg、中泰国际研究部

图表 32: 澳门赌收占亚洲地区赌收仍达 72%

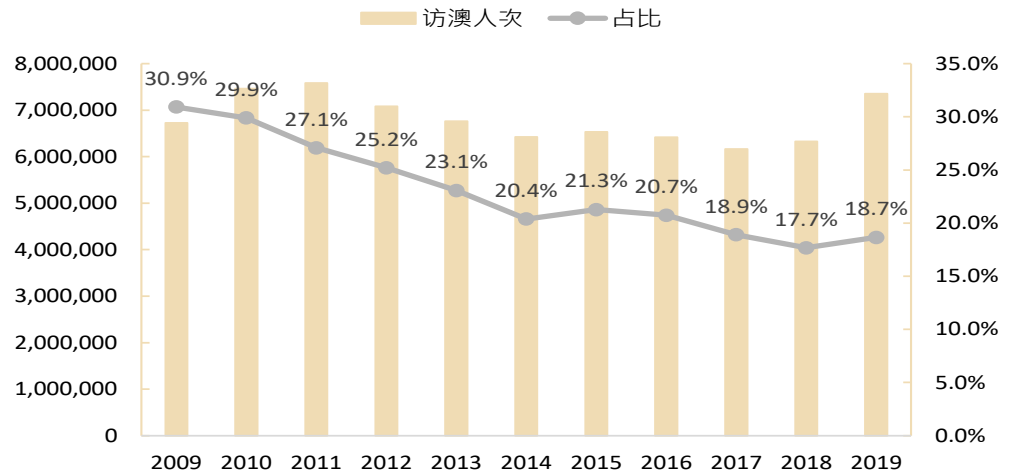


来源: DSEC、Bloomberg、中泰国际研究部

### 催化剂(三)香港与澳门设立旅游气泡并恢复正常通关

由于毗邻澳门，船程只有约 45 分钟至 60 分钟左右，交通非常方便，因此香港一直是访澳旅客的稳定来源地。周一至周日的访澳香港旅客都较稳定的人次，没有像内地旅客般侧重假日。过去几年，香港旅客占比大致保持在 18%-21%左右，2019 年达 735 万人次。由于客源较为稳定，而香港的资金自由进出，没有外汇管制，这也成为资金流入澳门的另一个主要来源。目前澳门与香港之间仍实施相关的出入境限制，完全阻隔了澳门及香港之间的人员及资金流动。未来香港疫情阶段性缓和后，香港与澳门有望实现旅游气泡及健康码互认安排，将重新激活两地旅客的流动性，成为博彩业加速复苏的新一代催化剂。

图表 33: 来自香港的访澳旅客人次过往一直保持稳定



来源: DSEC、中泰国际研究部

## 催化剂(四)中长期新酒店供应将陆续释放, 促进高消费力的过夜旅客增长

### 澳门酒店供不应求, 六大博企入住率于疫情前长期近 100%,

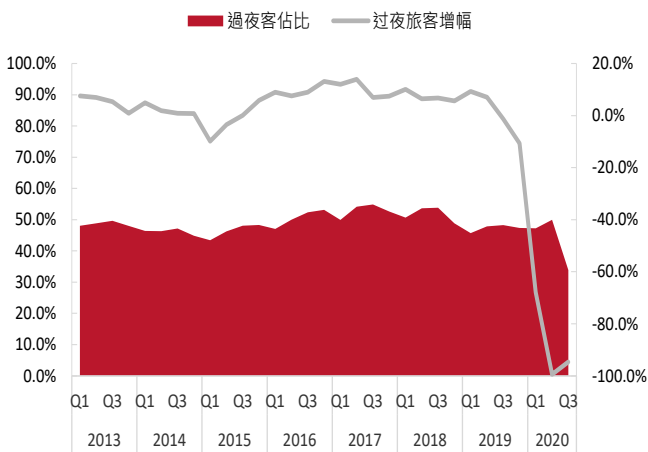
参考美国拉斯维加斯, 澳门博彩行业的增长亦受到客房供应不足所限, 因此增加客房数目对博彩业中长期增长至关重要。受到今年疫情的影响, 澳门酒店入住率急剧下降, 但第三季起入住率开始回稳, 根据澳门旅游局的数据, 今年 10 月酒店平均入住率已回升至 38.1%, 11 月首星期的平均入住率介乎 33%至 45%之间, 整个酒店业最坏时间已过。

疫情前, 澳门酒店入住率长期保持高企。六大博企旗下的部分酒店入住率更达 100%, 例如澳门银河、星际酒店及新濠影汇的入住率长期在 100%。金沙中国旗下酒店的入住率普遍也在 95%以上。2019 年访澳旅客达到 3,940 万人次, 但全澳门只有 3.77 万间酒店客房可供使用, 平均每日每位游客约有 0.38 间客房。然而拉斯维加斯的 14.7 万间客房, 每日可为每位游客提供约 1.3 间客房。拉斯维加斯的游客平均逗留时间约为 4.4 天, 而澳门仅为 1.2 天。事实上, 过去两三年过夜旅客占比一直在 50%左右停滞不前, 相信主要是客房数目不足所致。

### 预计于 2022 年前将有约 4,300 间酒店房间推出

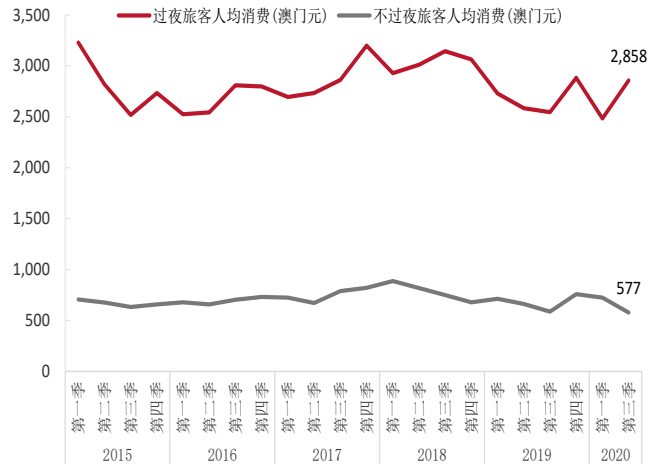
疫情虽然打乱了新酒店项目推出的节奏, 但未有改变博企的经营策略。由于澳门博彩业转向中场主导, 而各大博企为了加深赌牌续牌的话语权, 纷纷增加非博彩业务的投入及增加酒店供给。我们预计 2022 年前将有 4,300 间酒店房间推出市场, 较目前的产能增加 11.3%, 中长线能容纳更多高消费力的过夜客人, 利好博彩及非博彩需求。金沙中国对金沙城中心及四季酒季大楼进行大型的翻新工程, 290 间的四季酒店套房及 370 间瑞吉酒店套房已分别于 2020 年下半年完工。澳博控股已完成上葡京的建设工程, 项目提供 1,900 间房间, 已交给政府相关部门作最后检验, 预计于 2021 年第一季度分阶段开业。葡京人酒店的开业时间亦从在 2020 年下半年延迟至 2021 年开业, 提供 820 个酒店客房, 主打合家欢元素。澳门银河三期共 1,500 间酒店预计可在 2021 年下半年分阶段推出。

图表 34：过夜旅客增速放缓



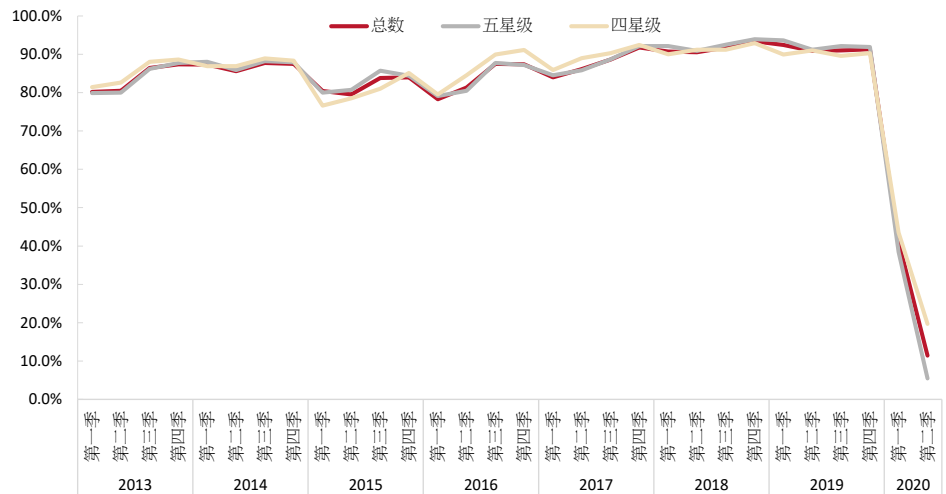
来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 35：过夜客消费较即日旅客高四倍



来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 36：疫情前澳门整体酒店入住率长期保持在 90% 以上



来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 37：疫情前六大博企旗下酒店入住率长期接近 100%

|        | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18   | 1Q19   | 2Q19   | 3Q19   | 4Q19   | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 澳门银河   | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 38.0% | 4.0%  | 20.0% |
| 星际酒店   | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 42.0% | 4.0%  | 10.0% |
| 澳门百老汇  | 100.0% | 100.0% | 96.0%  | 97.0%  | 95.0%  | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 34.0% | 9.0%  | 16.0% |
| 澳门威尼斯人 | 95.9%  | 95.6%  | 95.7%  | 96.5%  | 96.8%  | 93.9%  | 95.7%  | 97.2%  | 39.2% | 2.1%  | 7.6%  |
| 金沙城中心  | 93.5%  | 93.0%  | 96.1%  | 96.5%  | 97.3%  | 94.8%  | 96.9%  | 98.5%  | 38.1% | 1.1%  | 4.0%  |
| 澳门巴黎人  | 94.5%  | 96.4%  | 97.7%  | 97.0%  | 98.6%  | 95.8%  | 96.9%  | 97.6%  | 40.3% | 3.5%  | 12.7% |
| 澳门四季酒店 | 88.7%  | 86.8%  | 89.0%  | 90.0%  | 89.7%  | 89.9%  | 92.6%  | 92.9%  | 48.4% | 6.2%  | 8.7%  |
| 澳门金沙   | 98.8%  | 99.0%  | 97.5%  | 98.9%  | 99.9%  | 99.5%  | 99.8%  | 100.0% | 59.8% | 10.6% | 14.5% |
| 新濠天地   | 98.0%  | 97.0%  | 96.0%  | 97.0%  | 97.0%  | 98.0%  | 98.0%  | 98.0%  | 43.0% | 6.0%  | 15.0% |
| 新濠锋    | 99.0%  | 99.0%  | 99.0%  | 100.0% | 99.0%  | 99.0%  | 99.0%  | 99.0%  | 58.0% | 21.0% | 19.0% |
| 新濠影汇   | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 47.0% | 5.0%  | 13.0% |
| 澳门永利   | 99.0%  | 99.4%  | 99.0%  | 99.3%  | 99.3%  | 98.9%  | 99.4%  | 99.3%  | 49.2% | 7.5%  | 16.6% |
| 永利皇宫   | 96.8%  | 96.2%  | 96.0%  | 97.2%  | 97.2%  | 97.4%  | 97.2%  | 96.9%  | 41.6% | 4.4%  | 11.6% |
| 新葡京    | 97.2%  | 95.4%  | 94.0%  | 95.5%  | 94.7%  | 94.9%  | 91.3%  | 94.0%  | 36.0% | 18.9% | 5.3%  |

|       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 澳门美高梅 | 97.2% | 96.8% | 96.0% | 97.0% | 96.1% | 97.5% | 96.9% | 95.2% | 44.0% | 6.8% | 12.3% |
| 美狮美高梅 | 89.9% | 88.1% | 90.0% | 93.0% | 90.0% | 93.5% | 92.4% | 90.6% | 33.2% | 2.4% | 7.4%  |

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 38：近年及未来将落成的酒店

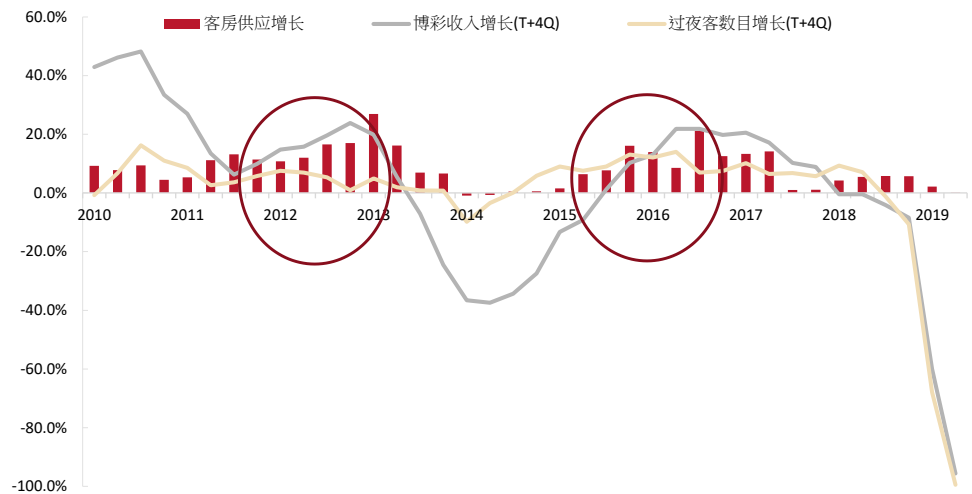
| 近年新建项目         | 营运公司            | 开业日期            | 房间供应  |
|----------------|-----------------|-----------------|-------|
| 美狮美高梅          | 美高梅中国 (2282 HK) | 2018 年 2 月      | 1,315 |
| 摩珀斯酒店          | 新濠博亚 (MLCO US)  | 2018 年 6 月      | 780   |
| 四季酒店套房         | 金沙中国 (1928 HK)  | 2020 年下旬        | 290   |
| 伦敦人套房          | 金沙中国 (1928 HK)  | 2020 年下旬        | 370   |
| 上葡京            | 澳博控股 (880 HK)   | 2021 年 1 月      | 2,000 |
| 葡京人            | 澳门主题公园度假村       | 2021 年          | 820   |
| 「澳门银河™」3 及 4 期 | 银河娱乐 (27 HK)    | 2021 年及 2023 年前 | 3,500 |
| 新濠影汇二期         | 新濠博亚 (MLCO US)  | 约 2022 年        | 940   |
| 水晶莲宫           | 永利澳门 (1128 HK)  | 约 2025 年        | 650   |

来源：公司资料、中泰国际研究部

### 酒店供应增速领先赌收及旅客增速，疫情阴霾过后赌收可重拾较快增长

剔除今年因疫情影响的特殊因素，发现酒店供应增长领先过夜旅客及博彩收入增长大约四个季度，例如 2011 年及 2015 年开始的酒店供给周期，都能带动一年后的赌收增长。我们预期博彩收入最快于 2021 年第四季恢复至正常水平，2022 年全年大致上恢复至 2019 年全年的水平。即使行业于明年上半年仍然处于弱复苏的态势，仍无阻中长线恢复结构性增长的前景。

图表 39：客房供应领先过夜旅客增长约四个季度



来源：DSEC、中泰国际研究部

## 预期六大博企的竞争格局维持现状，续牌机会大

澳门六大博企的正牌或副牌将于 2022 年 6 月 26 日到期，澳门行政长官贺一诚于 11 月 16 日发表了 2021 年度施政报告，提及明年就修改博彩相关法律进行公开咨询，并期望于明年下半年交到立法会审议。贺一诚强调继续让博彩业健康发展，同时希望在结构上添加更多功能造就多元化发展，达至其他产业与博彩业的协调发展。

由于现行《娱乐场幸运博彩经营法律制度》指明赌牌只有三个，因此要改变现在三正三副的情况就必须修改法例，由于六大博企于过去时间投入了巨大资本，同时积极发展非博彩元素，因此我们认为较大机会是维持现状，与六大博企续牌，但需要支付一笔大额的续牌费用，减少牌照年期。另外，在续牌的条款上可能要求博企引入外资持股上限，或要求博企承诺加大于澳门或大湾区地区的投资。澳门政府应不会增加博彩税，因为当前 39%的博彩税率已冠绝亚太地区，加税会减弱澳门博彩业的竞争力，中长线得不偿失。然而，特首强调，若咨询及审议需时，便会以现行机制处理。根据《娱乐场幸运博彩经营法律制度》第十三条，如批给期间已达到第一款规定之上限时，有关期间可例外地透过具体说明理由之行政长官批示一次过或分多次延长，但总数不得超过五年。对于增发或减少赌牌数目，我们有以下看法：

### 增发赌牌的机会较低：

首先，增发赌牌不符合国家对澳门经济转型的原意。中央政府于 2019 年 2 月发布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》将粤港澳大湾区的战略定位为：充满活力的世界级城市群、具有全球影响力的国际科技创新中心、“一带一路”建设的重要支撑、内地与港澳深度合作示范区、宜居宜业宜游的优质生活圈其中，将澳门建设成一个世界旅游休闲中心，中国与葡语国家商贸合作服务平台，促进经济适度多元发展。同年 4 月发布的《横琴国际休闲旅游岛建设方案》目标是配合澳门建设世界旅游休闲中心，充分发挥琴澳两地旅游的综合效益和融合效应，目标在 2020 年第三产业增加值占地区生产总值达 75%，并在 2025 年达 80%。现时澳门博彩税收收入占澳门政府公共财政收入比重接近 90%，六大博企雇员人数达 11 万人，占澳门人口比重六分之一，产业向单一倾斜，澳门政府为降低对博彩业的依赖，以及迎合中央国策，增发赌牌的机会极低。

其次，我们认为澳门可供发展的土地有限，由于建设赌场需要庞大的土储，不认为澳门半岛及凼仔有足够的可供发展土地给予潜在进入者。

第三，目前全球主要的博彩公司已云集在澳门，我们认为即使澳门政府增发牌照，也倾向选择大型的博彩公司，以提升澳门的旅游城市形象。

### 减少赌牌的机会较低：

首先，减少赌牌会引发经济及社会风险。现时六大博企的直接雇员人数达 11 万人，占澳门总人口达六分之一，若其中一家博彩公司未获续牌，将直接导致数万人失业，连带其他周边的金融、建筑、餐饮业等亦受到影响。

其次，虽然近年中美紧张关系升级，但我们认为美资博彩公司不获续牌的机会低。拜登政府上台后，相信中美紧张关系有所缓和，而金沙、永利及美高梅等三间美资公司在澳门累计投资超过千亿港元，三大博企也致力迎合中央及澳门政府政策发展非博彩业务，例如金沙在澳门拥有最大规模的综合度假村、MICE 设施及酒店供应，永利亦展开了皇宫二期“水晶莲宫”的扩建计划，并集中在非博彩业务，美资公司符合续牌的要求。较大可能性是于续牌时引入外资持股上限。

## 同业经营数据分析

由于 2020 年澳门博彩业受到疫情影响，旅客数字及博彩收入急剧下跌，在低流量下比较博企的经营状况的参考作用较低，因此我们剔除 2020 年的数据，专注分析正常时期下的同业竞争状况。

### 上一轮景气周期各赌场的表现

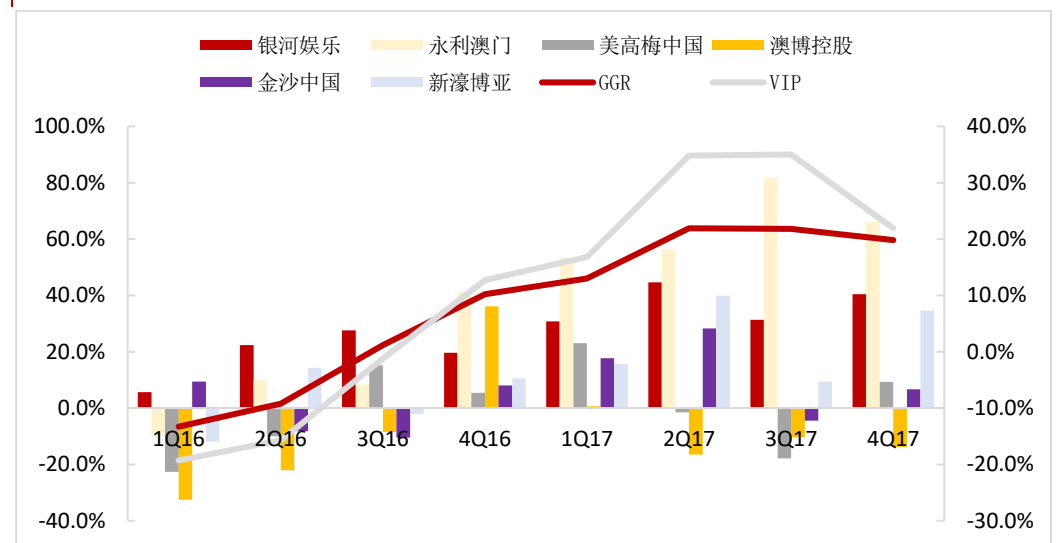
博彩股以经调整 EBITDA 为其盈利及估值指标，我们比较上一轮行业景气复苏时各赌场的盈利表现，以判断其营运能力。澳门整体博彩收入增速于 2016 年初见底回升，贵宾厅复苏动能加快，银河娱乐旗下的澳门银河及星际酒店的经调整物业 EBITDA 复苏能力领先行业，金沙集团的威尼斯人紧随其后。在整个集团层面，银河娱乐及永利澳门的经调整 EBITDA 领先同业复苏，一向较稳健的金沙中国复苏速度较为缓慢。我们认为主要是银河娱乐 1) 有较强的执行力，灵活调动赌枱资源以满足市场需求；2) 较强的成本控制能力使旗下赌场能够领先市场复苏。永利澳门定位高端业务，行业复苏初期受惠贵宾厅复苏较快的利好刺激及永利皇宫开业带来的贡献。参考上一轮复苏周期，我们相信高端中场及贵宾厅领先中场大厅复苏，其中高端中场将成为主要动力来源。在严格的成本节省措施下，当前博企录得较低的营运成本，而银河娱乐及新濠博亚可于博彩收入恢复至正常水平的 25%-30%便可录得 EBITDA 盈亏平衡，较同业的 30%-35%为低。我们认为银河娱乐于新一轮复苏周期的经调整物业 EBITDA 能够再次领先同业的确定性最大。

图表 40：上一轮景气(1Q16-4Q17)周期各赌场的经调整物业 EBITDA 增速

|        | 1Q16   | 2Q16   | 3Q16   | 4Q16   | 1Q17   | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q16-4Q17 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 澳门银河   | 12.2%  | 34.2%  | 31.1%  | 16.5%  | 26.8%  | 30.8%  | 22.8%  | 41.7%  | 64.8%     |
| 星际酒店   | -15.4% | -8.6%  | 4.3%   | 14.4%  | 26.8%  | 65.1%  | 49.1%  | 17.9%  | 46.7%     |
| 澳门永利   | -9.9%  | 9.8%   | -7.2%  | -7.0%  | -5.3%  | 10.5%  | 21.2%  | 25.0%  | -2.7%     |
| 澳门美高梅  | -22.7% | -10.0% | 15.2%  | 5.5%   | 23.1%  | -1.5%  | -17.9% | 9.2%   | 30.1%     |
| 新葡京    | -36.5% | -24.1% | -19.1% | 19.2%  | 11.3%  | -11.0% | 2.0%   | -19.4% | -3.8%     |
| 澳博自营赌场 | -38.2% | -30.1% | 16.7%  | 5.2%   | -3.2%  | 0.0%   | -27.4% | 35.9%  | 24.5%     |
| 威尼斯人   | -0.8%  | -4.2%  | 22.8%  | -11.9% | 7.9%   | 4.7%   | -16.1% | 23.7%  | 21.0%     |
| 金沙城中心  | 4.9%   | -11.7% | 3.6%   | -18.0% | -12.5% | -7.6%  | -12.8% | 53.0%  | 23.5%     |
| 四季酒店   | 8.3%   | -41.2% | 5.4%   | 1.8%   | 5.8%   | 37.3%  | -17.7% | 6.0%   | 47.3%     |
| 澳门金沙   | -46.0% | -27.6% | -10.5% | -8.4%  | 74.2%  | -18.8% | -10.3% | -14.9% | 29.0%     |
| 新濠天地   | -12.8% | -0.7%  | -11.0% | -1.7%  | 3.8%   | -1.5%  | 44.4%  | -10.1% | -17.3%    |

来源：公司资料、中泰国际研究部(\*绿色是领先同业、红色是落后同业)

图表 41：上一轮景气(1Q16-4Q17)周期博企的经调整 EBITDA 增速



来源：公司资料、中泰国际研究部



## 市占率分析

按博彩收入估算，正常时期下，金沙中国(1928 HK)及银河娱乐(27 HK)的市占率最高，于 2019 年第四季市占率分别为 24.4%及 20.6%。考虑到两者在酒店房间供应量及庞大的客户数据库，我们认为金沙中国及银河娱乐的龙头市占率在短期仍较稳固，但金沙于中长期可能受到竞争对手新项目开业而丢失部分市占率，例如银河三/四期、上葡京、新濠影汇二期等陆续开业。若按分部收入估算，银娱的贵宾厅市占率最多，而金沙在中场及角子机的市占率最高。

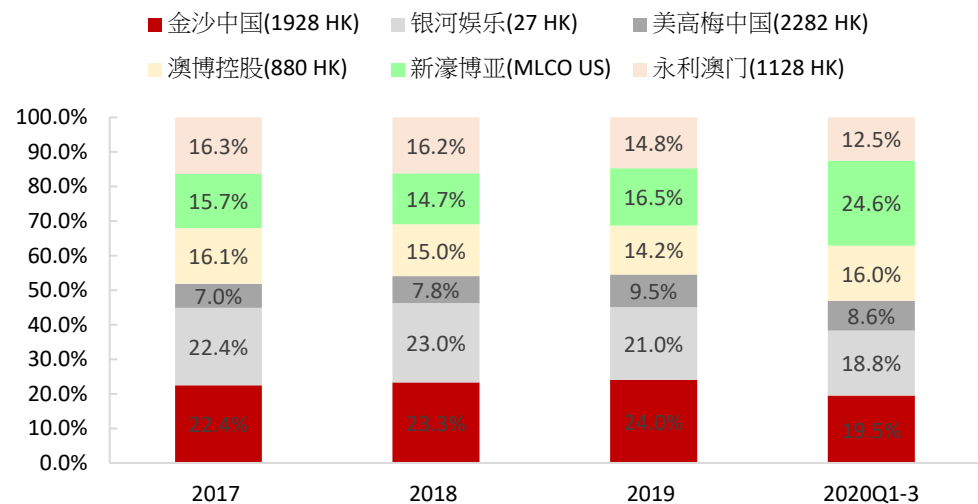
从 2017 年第一季至 2019 年第四季的情况看，美高梅中国(2282 HK)及新濠博亚(MLCO US)的市占率分别从 7.4%提升至 9.7%、15.6%提升至 17.1%，这主要由于美狮美高梅及摩柏斯酒店两间新项目推出所带来的贡献。在这段时间，澳博控股(880 HK)及永利澳门(1128 HK)均丢失了较多的市场份额。总体上，金沙及银娱在缺乏新项目的贡献下，市占率仍保持稳定，体现了旗下物业对旅客的吸引力以及公司的执行力。

图表 42: 六大博企季度市占率变化

| 博彩总收入          | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 金沙中国(1928 HK)  | 22.9% | 22.4% | 22.4% | 22.1% | 23.0% | 23.3% | 23.4% | 23.4% | 25.0% | 23.4% | 23.3% | 24.4% |
| 银河娱乐(27 HK)    | 21.4% | 21.7% | 22.9% | 23.6% | 23.3% | 24.1% | 22.0% | 22.5% | 21.0% | 21.5% | 20.9% | 20.6% |
| 美高梅中国(2282 HK) | 7.4%  | 6.7%  | 6.7%  | 7.2%  | 7.7%  | 7.2%  | 7.8%  | 8.5%  | 9.2%  | 9.1%  | 10.2% | 9.7%  |
| 澳博控股(880 HK)   | 17.0% | 16.4% | 15.4% | 15.5% | 14.8% | 15.6% | 15.2% | 14.4% | 14.2% | 14.2% | 13.9% | 14.4% |
| 新濠博亚(MLCO US)  | 15.6% | 16.3% | 16.4% | 14.7% | 15.1% | 14.4% | 14.2% | 15.2% | 15.1% | 16.7% | 17.4% | 17.1% |
| 永利澳门(1128 HK)  | 15.7% | 16.5% | 16.2% | 17.0% | 16.1% | 15.4% | 17.3% | 16.1% | 15.6% | 15.2% | 14.3% | 13.9% |

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 43: 六大博企市占率



来源：DSEC、中泰国际研究部

## 分部收入占比分析

银娱及永利的贵宾厅整体占比较大，较受宏观环境及资金管制所影响，因此当经济复苏时，银娱及永利的业绩也是率先受惠。澳博的中场赌枱收入占比是同业之冠，这主因澳博的主要物业都位处澳门半岛，较为受惠即日旅客增长的推动。由于金沙的贵宾厅业务占比较少，绝大部分的收入来自中场及非博彩业务，为公司业绩带来充足的防守力及稳定性。近年澳门博彩业由中场主导及带动，疫情过后相信高端中场将率先恢复，我们预测银娱及永利的中场博彩收入占比将从 2017 年的 37.8%及 28.3%提升至 2022 年的 44.8%及 43.2%。预测澳博将受到上葡京的带动下，中场博彩收入占比从 2017

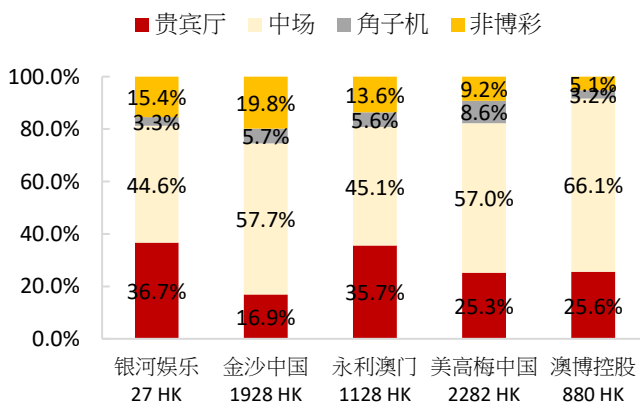
年的 48.7% 上升至 2022 年的 66.7%。

图表 44：六大博企分部收入占比

| 贵宾厅占比          | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 金沙中国(1928 HK)  | 25%  | 23%  | 26%  | 21%  | 25%  | 25%  | 26%  | 25%  | 24%  | 22%  | 18%  | 21%  |
| 银河娱乐(27 HK)    | 48%  | 49%  | 51%  | 53%  | 53%  | 53%  | 50%  | 49%  | 44%  | 44%  | 40%  | 40%  |
| 美高梅中国(2282 HK) | 43%  | 46%  | 47%  | 45%  | 43%  | 33%  | 39%  | 40%  | 37%  | 32%  | 33%  | 31%  |
| 澳博控股(880 HK)   | 47%  | 48%  | 46%  | 48%  | 44%  | 45%  | 45%  | 42%  | 37%  | 35%  | 30%  | 33%  |
| 新濠博亚(MLCO US)  | 41%  | 46%  | 47%  | 43%  | 44%  | 45%  | 40%  | 43%  | 40%  | 42%  | 41%  | 39%  |
| 永利澳门(1128 HK)  | 56%  | 58%  | 58%  | 55%  | 50%  | 50%  | 54%  | 51%  | 48%  | 46%  | 39%  | 39%  |
| <b>中场赌枱占比</b>  |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 金沙中国(1928 HK)  | 50%  | 51%  | 49%  | 53%  | 51%  | 52%  | 50%  | 51%  | 55%  | 54%  | 58%  | 55%  |
| 银河娱乐(27 HK)    | 40%  | 39%  | 38%  | 37%  | 36%  | 37%  | 38%  | 40%  | 44%  | 44%  | 47%  | 44%  |
| 美高梅中国(2282 HK) | 45%  | 42%  | 41%  | 43%  | 43%  | 47%  | 43%  | 43%  | 48%  | 51%  | 52%  | 53%  |
| 澳博控股(880 HK)   | 50%  | 48%  | 50%  | 48%  | 52%  | 51%  | 51%  | 54%  | 58%  | 61%  | 65%  | 63%  |
| 新濠博亚(MLCO US)  | 43%  | 39%  | 38%  | 41%  | 41%  | 39%  | 42%  | 42%  | 44%  | 44%  | 44%  | 45%  |
| 永利澳门(1128 HK)  | 28%  | 27%  | 28%  | 29%  | 34%  | 34%  | 32%  | 32%  | 35%  | 37%  | 42%  | 43%  |
| <b>角子机占比</b>   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 金沙中国(1928 HK)  | 7%   | 6%   | 6%   | 7%   | 6%   | 6%   | 5%   | 6%   | 6%   | 6%   | 6%   | 6%   |
| 银河娱乐(27 HK)    | 4%   | 4%   | 4%   | 3%   | 3%   | 3%   | 4%   | 4%   | 4%   | 4%   | 4%   | 4%   |
| 美高梅中国(2282 HK) | 7%   | 7%   | 8%   | 7%   | 8%   | 11%  | 9%   | 8%   | 7%   | 8%   | 8%   | 8%   |
| 澳博控股(880 HK)   | 2%   | 3%   | 2%   | 2%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   | 3%   |
| 新濠博亚(MLCO US)  | 6%   | 6%   | 5%   | 7%   | 7%   | 8%   | 7%   | 6%   | 6%   | 6%   | 5%   | 6%   |
| 永利澳门(1128 HK)  | 5%   | 5%   | 5%   | 6%   | 6%   | 5%   | 5%   | 6%   | 5%   | 6%   | 7%   | 7%   |
| <b>非博彩业务占比</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 金沙中国(1928 HK)  | 19%  | 19%  | 19%  | 19%  | 17%  | 17%  | 18%  | 18%  | 16%  | 17%  | 18%  | 18%  |
| 银河娱乐(27 HK)    | 8%   | 8%   | 8%   | 7%   | 7%   | 7%   | 8%   | 7%   | 8%   | 8%   | 9%   | 9%   |
| 美高梅中国(2282 HK) | 4%   | 5%   | 5%   | 5%   | 6%   | 9%   | 9%   | 8%   | 8%   | 8%   | 8%   | 8%   |
| 澳博控股(880 HK)   | 1%   | 2%   | 1%   | 2%   | 2%   | 1%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   |
| 新濠博亚(MLCO US)  | 10%  | 9%   | 9%   | 9%   | 8%   | 9%   | 11%  | 9%   | 10%  | 9%   | 10%  | 10%  |
| 永利澳门(1128 HK)  | 11%  | 10%  | 10%  | 10%  | 10%  | 11%  | 10%  | 10%  | 11%  | 11%  | 12%  | 12%  |

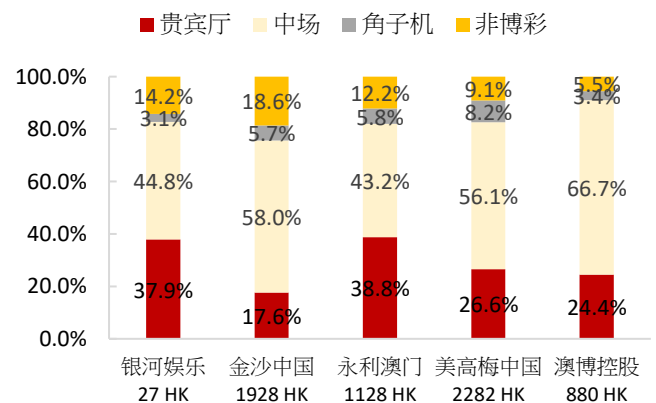
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 45：预测 21 年博企收入占比



来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 46：预测 22 年博企收入占比



来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 47: 博彩公司分部收入预测(百万港元)

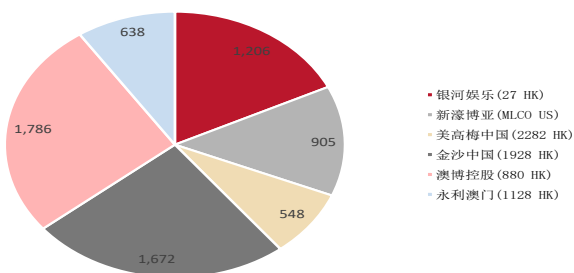
| 净收入             |        |        |        |        |        | 同比增长(%) |        |        |        |       |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|
|                 | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 2018    | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E |
| 银河娱乐 (27 HK)    | 55,211 | 51,901 | 13,521 | 41,851 | 58,514 | 13.5%   | -6.0%  | -73.9% | 209.5% | 39.8% |
| 金沙中国 (1928 HK)  | 67,934 | 69,055 | 15,127 | 51,869 | 67,244 | 14.2%   | 1.7%   | -78.1% | 242.9% | 29.6% |
| 永利澳门 (1128 HK)  | 39,591 | 36,160 | 7,637  | 25,358 | 33,299 | 16.3%   | -8.7%  | -78.9% | 232.0% | 31.3% |
| 美高梅中国 (2282 HK) | 19,200 | 22,764 | 5,064  | 17,500 | 22,041 | 32.6%   | 18.6%  | -77.8% | 245.6% | 25.9% |
| 澳博控股 (880 HK)   | 34,410 | 33,875 | 7,267  | 28,706 | 40,520 | 8.3%    | -1.6%  | -78.5% | 295.0% | 41.2% |
| <b>博彩总收入</b>    |        |        |        |        |        |         |        |        |        |       |
| 银河娱乐 (27 HK)    | 67,213 | 59,356 | 12,146 | 43,652 | 62,339 | 15.9%   | -11.7% | -79.5% | 259.4% | 42.8% |
| 金沙中国 (1928 HK)  | 68,114 | 67,894 | 13,394 | 47,978 | 63,437 | 17.5%   | -0.3%  | -80.3% | 258.2% | 32.2% |
| 永利澳门 (1128 HK)  | 47,560 | 41,847 | 7,810  | 27,424 | 37,131 | 12.9%   | -12.0% | -81.3% | 251.2% | 35.4% |
| 美高梅中国 (2282 HK) | 22,821 | 26,880 | 5,533  | 18,759 | 23,745 | 26.0%   | 17.8%  | -79.4% | 239.0% | 26.6% |
| 澳博控股 (880 HK)   | 43,900 | 40,000 | 8,136  | 30,846 | 43,113 | 6.3%    | -8.9%  | -79.7% | 279.1% | 39.8% |
| <b>贵宾厅毛收入</b>   |        |        |        |        |        |         |        |        |        |       |
| 银河娱乐 (27 HK)    | 37,250 | 27,583 | 5,570  | 18,927 | 27,504 | 18.6%   | -26.0% | -79.8% | 239.8% | 45.3% |
| 金沙中国 (1928 HK)  | 21,074 | 17,357 | 3,057  | 10,086 | 13,756 | 24.6%   | -17.6% | -82.4% | 230.0% | 36.4% |
| 永利澳门 (1128 HK)  | 27,133 | 20,390 | 3,418  | 11,320 | 16,414 | 2.6%    | -24.9% | -83.2% | 231.1% | 45.0% |
| 美高梅中国 (2282 HK) | 9,682  | 9,694  | 1,722  | 5,216  | 6,950  | 13.0%   | 0.1%   | -82.2% | 203.0% | 33.2% |
| 澳博控股 (880 HK)   | 19,664 | 13,688 | 2,299  | 8,313  | 11,156 | -1.1%   | -30.4% | -83.2% | 261.6% | 34.2% |
| <b>中场毛收入</b>    |        |        |        |        |        |         |        |        |        |       |
| 银河娱乐 (27 HK)    | 27,487 | 29,260 | 6,129  | 23,003 | 32,553 | 14.2%   | 6.4%   | -79.1% | 275.3% | 41.5% |
| 金沙中国 (1928 HK)  | 42,397 | 45,559 | 9,395  | 34,491 | 45,232 | 16.4%   | 7.5%   | -79.4% | 267.1% | 31.1% |
| 永利澳门 (1128 HK)  | 17,568 | 18,591 | 3,857  | 14,319 | 18,271 | 33.2%   | 5.8%   | -79.3% | 271.3% | 27.6% |
| 美高梅中国 (2282 HK) | 10,905 | 14,938 | 3,370  | 11,774 | 14,650 | 34.0%   | 37.0%  | -77.4% | 249.4% | 24.4% |
| 澳博控股 (880 HK)   | 23,080 | 25,126 | 5,591  | 21,480 | 30,422 | 13.2%   | 8.9%   | -77.7% | 284.2% | 41.6% |
| <b>角子机毛收入</b>   |        |        |        |        |        |         |        |        |        |       |
| 银河娱乐 (27 HK)    | 2,476  | 2,513  | 447    | 1,722  | 2,281  | 13.9%   | 1.5%   | -82.2% | 285.3% | 32.5% |
| 金沙中国 (1928 HK)  | 4,643  | 4,978  | 942    | 3,401  | 4,449  | 0.3%    | 7.2%   | -81.1% | 261.0% | 30.8% |
| 永利澳门 (1128 HK)  | 2,860  | 2,866  | 534    | 1,785  | 2,447  | 14.7%   | 0.2%   | -81.4% | 234.0% | 37.0% |
| 美高梅中国 (2282 HK) | 2,233  | 2,248  | 442    | 1,769  | 2,144  | 58.7%   | 0.7%   | -80.3% | 300.5% | 21.2% |
| 澳博控股 (880 HK)   | 1,156  | 1,186  | 247    | 1,053  | 1,535  | 12.6%   | 5.2%   | -79.2% | 326.8% | 45.8% |
| <b>非博彩收入</b>    |        |        |        |        |        |         |        |        |        |       |
| 银河娱乐 (27 HK)    | 5,299  | 5,486  | 1,458  | 4,939  | 7,064  | 7.1%    | 3.5%   | -73.4% | 238.7% | 43.0% |
| 金沙中国 (1928 HK)  | 14,496 | 14,034 | 4,028  | 11,848 | 14,506 | 8.3%    | -3.2%  | -71.3% | 194.2% | 22.4% |
| 永利澳门 (1128 HK)  | 5,495  | 5,311  | 1,771  | 4,323  | 5,154  | 21.8%   | -3.4%  | -66.7% | 144.1% | 19.2% |
| 美高梅中国 (2282 HK) | 2,024  | 2,341  | 568    | 1,895  | 2,384  | 119.3%  | 15.7%  | -75.7% | 233.4% | 25.8% |
| 澳博控股 (880 HK)   | 696    | 746    | 266    | 1,671  | 2,527  | 19.0%   | 7.1%   | -64.3% | 527.1% | 51.3% |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

### 营运效率分析

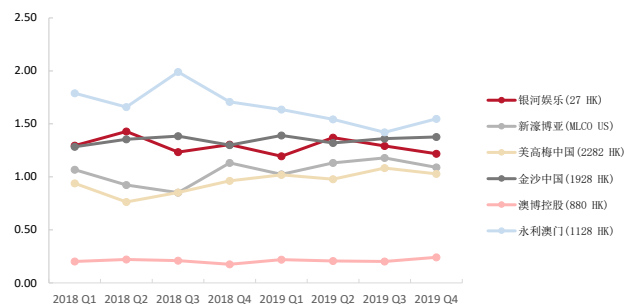
赌枱乃稀有资源，如何运用稀有资源达至最佳的营运效率至关重要，用经调整 EBITDA 市占率除赌枱市占率去计算每家公司的营运效率是观察好窗口。永利、金沙及银娱每张赌枱的营运效率较高，能够为股东争取较高回报。投资者可在行业及公司低潮期增加对高质量公司的关注。永利的整体经营效率最高，能够善用赌枱资源。两大龙头金沙中国及银河娱乐的营运效率较为稳定，银娱在缺乏新项目提振及受到周边强大竞争压力仍能保持较高的营运效率。考虑到银娱将在 2021 年下半年开始推出银河三期项目，我们对公司的业务增长及竞争力充满信心。澳门政府在 2011 年公布自 2013 年起计十年，获授权可于澳门经营的赌枱总数的年增加率将限制于 3.0%，我们推算在 2022 年澳门赌枱数目将为 7,391 张，未来再获批新赌枱数目有限。

图表 48: 澳博拥有最多赌枱数目



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 49: 永利、银娱及金沙的营运效率保持稳健



来源: 公司资料、中泰国际研究部

## 股份推荐

### 银河娱乐有限公司(27 HK; 买入; 目标价: 72.19港元)

#### 投资亮点:

看好公司的成长潜力、执行力及强劲的资产负债表。公司持有净现金达到 397 亿港元，每天获得约 40 万港元的利息收入，能够在行业及经济逆境下展现较强的抗逆能力，同时为未来的发展及潜在并购提供支持。

澳门银河三期将于 2021 年下半年分阶段开放，由于项目与银河一/二期相连，有助汇聚人气，能够产生明显的协同效应。银河三期的银河国际会议展览中心(GICC)空间总面积达 40,000 平方米，将包括一个 10,000 平方米的展览馆，而银河综艺馆可容纳 16,000 名观众。凯悦酒店集团旗下安达仕酒店(Andaz)将进驻银河综合度假城，提供 700 间客房，预计在 2021 年下半年与银河国际会议展览中心及银河综艺馆一同开业。在银河三期开业的带动下，预计集团于 2022 年的经调整 EBITDA 较 2019 年高 9.0%。整个澳门银河的版图及容量于 2023 年较目前扩大超过一倍，预计银河三/四期于 2025 年能够产生 77.4 亿港元经调整 EBITDA。

#### 估值:

我们以 2022 年盈利作估值，给予银河娱乐现有物业及建材业务 12 倍 EV/EBITDA，银河三/四期 2025 年 13 倍估值及 9.74% 的 WACC，加每股 11.6 港元的净现金，给予目标价 72.19 港元，相当于 22 年 14.7 倍 EV/EBITDA，维持“买入”评级。

#### 风险:

(一)贵宾厅下行压力加大；(二)赌场续牌风险；(三)澳门银河三期新项目延期开业

图表 50: 主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2020 年 12 月 2 日)

| 截止至 12 月 31 日  | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净收入            | 55,211 | 51,901 | 13,521 | 41,851 | 58,514 |
| 同比增长           | 13.5%  | -6.0%  | -73.9% | 209.5% | 39.8%  |
| 经调整 EBITDA     | 16,857 | 16,479 | -1,652 | 11,828 | 17,968 |
| 同比增长           | 19.2%  | -2.2%  | N/A    | N/A    | 51.9%  |
| 股东应占溢利         | 13,507 | 13,042 | -3,587 | 8,090  | 14,020 |
| 同比增长           | 28.6%  | -3.4%  | N/A    | N/A    | 73.3%  |
| 经调整 EBITDA 利润率 | 30.5%  | 31.8%  | N/A    | 28.3%  | 30.7%  |
| 市盈率(X)         | 18.9   | 19.6   | N/A    | 31.6   | 18.2   |
| EV/EBITDA(X)   | 12.9   | 12.4   | N/A    | 18.3   | 11.5   |
| 每股盈利(港元)       | 3.13   | 3.01   | -0.83  | 1.87   | 3.23   |
| 每股股息(港元)       | 0.95   | 0.91   | 0.00   | 0.56   | 0.97   |
| 股息率(%)         | 1.6%   | 1.5%   | 0.0%   | 0.9%   | 1.6%   |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 51: 财务报表 (年结: 12月31日; 百万港元)

| 损益表(百万港元)  |         |         |        |         |         | 现金流量表(百万港元)  |         |         |        |        |        |
|------------|---------|---------|--------|---------|---------|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
|            | 2018    | 2019    | 2020E  | 2021E   | 2022E   |              | 2018    | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 净收入        | 55,211  | 51,901  | 13,521 | 41,851  | 58,514  | 净利润          | 13,570  | 13,129  | -3,597 | 8,152  | 14,082 |
| 博彩税        | -25,620 | -22,490 | -4,786 | -17,201 | -24,565 | 折旧及摊销        | 3,316   | 3,563   | 3,014  | 3,422  | 4,089  |
| 物料成本       | -1,199  | -1,087  | -585   | -1,112  | -1,440  | 营运资本变动       | -2,319  | 4,928   | -2,106 | -1,514 | 2,697  |
| 雇员开支       | -7,576  | -7,706  | -6,699 | -7,922  | -8,849  | 其他           | -783    | -2,176  | -1,086 | -478   | -1,069 |
| 其他经营开支     | -3,053  | -3,157  | -2,218 | -2,859  | -4,727  | 经营活动现金流      | 13,784  | 19,442  | -3,775 | 9,582  | 19,799 |
| 企业企业开支     | -907    | -982    | -884   | -928    | -965    | 资本开支         | -3,009  | -4,118  | -7,300 | -9,941 | -7,000 |
| 经调整 EBITDA | 16,857  | 16,479  | -1,652 | 11,828  | 17,968  | 其他           | -8,230  | -10,766 | 2,393  | 0      | 0      |
| EBITDA     | 16,124  | 15,615  | -1,714 | 10,541  | 17,281  | 投资活动现金流      | -11,238 | -14,885 | -4,907 | -9,941 | -7,000 |
| 折旧及摊销      | -3,316  | -3,456  | -2,908 | -3,316  | -3,983  | 净借贷          | -864    | -8,307  | 5,447  | -1,250 | -250   |
| 经营利润       | 12,808  | 12,158  | -4,622 | 7,225   | 13,298  | 股息           | -3,930  | -3,941  | -1,951 | -1,213 | -3,317 |
| 利息收入       | 1,061   | 1,403   | 1,327  | 1,166   | 1,109   | 其他           | 332     | 163     | 1,219  | 1,080  | 1,009  |
| 财务开支       | -139    | -129    | -109   | -87     | -100    | 融资活动现金流      | -4,462  | -12,085 | 4,715  | -1,384 | -2,557 |
| 其他非经营开支    | -118    | -148    | -54    | -54     | -54     | 现金增加净额       | -1,916  | -7,527  | -3,967 | -1,742 | 10,242 |
| 除税前利润      | 13,613  | 13,285  | -3,457 | 8,251   | 14,253  | 汇率变动影响       | -8      | -25     | 0      | 0      | 0      |
| 税项         | -43     | -156    | -140   | -99     | -171    | 现金及现金等值物期初余额 | 17,565  | 14,486  | 14,646 | 10,679 | 8,937  |
| 净利润        | 13,570  | 13,129  | -3,597 | 8,152   | 14,082  | 现金及现金等值物期末余额 | 14,486  | 14,646  | 10,679 | 8,937  | 19,179 |
| 非控股权益      | -63     | -86     | 10     | -62     | -62     |              |         |         |        |        |        |
| 股东应占溢利     | 13,507  | 13,042  | -3,587 | 8,090   | 14,020  |              |         |         |        |        |        |

| 资产负债表(百万港元) |        |        |        |        |         | 主要财务比率         |       |        |        |        |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
|             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E   |                | 2018  | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E |
| 现金及现金等值物    | 14,486 | 14,646 | 10,679 | 8,937  | 19,179  | 增长率(%)         |       |        |        |        |       |
| 受限制现金       | 1,562  | 2,345  | 2,670  | 2,670  | 2,670   | 总收入            | 14.8% | -10.7% | -75.1% | 216.1% | 40.8% |
| 应收账款        | 1,860  | 2,145  | 2,250  | 2,340  | 3,294   | 净收入            | 13.5% | -6.0%  | -73.9% | 209.5% | 39.8% |
| 存货          | 190    | 178    | 44     | 140    | 197     | 经调整 EBITDA     | 19.2% | -2.2%  | N/A    | N/A    | 51.9% |
| 其他流动资产      | 214    | 202    | 50     | 159    | 224     | EBITDA         | 19.5% | -3.2%  | N/A    | N/A    | 63.9% |
| 流动资产合计      | 18,312 | 19,516 | 15,694 | 14,246 | 25,563  | 净利润            | 28.6% | -3.4%  | N/A    | N/A    | 73.3% |
| 固定资产-物业、厂房  | 27,091 | 25,359 | 29,319 | 34,012 | 41,678  | 利润率(%)         |       |        |        |        |       |
| 在建工程        | 4,268  | 7,377  | 8,168  | 10,459 | 6,168   | 经调整 EBITDA 利润率 | 30.5% | 31.8%  | -12.2% | 28.3%  | 30.7% |
| 使用权资产       | 4,921  | 4,950  | 4,813  | 4,675  | 4,538   | 经营利润率          | 23.2% | 23.4%  | -34.2% | 17.3%  | 22.7% |
| 无形资产        | 722    | 555    | 448    | 342    | 236     | 净利润率           | 24.5% | 25.1%  | -26.5% | 19.3%  | 24.0% |
| 合营企业        | 1,631  | 1,836  | 1,836  | 1,836  | 1,836   | 平均股本回报率        | 22.9% | 19.2%  | -5.1%  | 11.3%  | 17.3% |
| 金融资产        | 25,779 | 25,165 | 22,772 | 22,772 | 22,772  | 平均资产回报率        | 15.9% | 14.3%  | -3.8%  | 8.5%   | 13.3% |
| 其他非流动资产     | 4,658  | 10,938 | 10,534 | 9,986  | 10,100  | 资产周转率          | 85.8% | 71.6%  | 17.2%  | 53.8%  | 68.8% |
| 非流动资产合计     | 69,070 | 76,180 | 77,890 | 84,081 | 87,327  | 估值             |       |        |        |        |       |
| 总资产         | 87,382 | 95,696 | 93,584 | 98,328 | 112,891 | 市盈率(X)         | 18.9  | 19.6   | N/A    | 31.6   | 18.2  |
| 应付账款        | 14,828 | 19,973 | 17,800 | 16,500 | 20,224  | EV/EBITDA(X)   | 12.9  | 12.4   | N/A    | 18.3   | 11.5  |
| 短期借贷        | 8,804  | 544    | 5,000  | 4,250  | 4,000   | 市账率(X)         | 4.1   | 3.5    | 3.7    | 3.4    | 3.0   |
| 其他流动负债      | 107    | 150    | 37     | 118    | 166     | 股息率(%)         | 1.6%  | 1.5%   | 0.0%   | 0.9%   | 1.6%  |
| 流动负债合计      | 23,738 | 20,667 | 22,837 | 20,868 | 24,390  | 每股指标(港元)       |       |        |        |        |       |
| 长期借贷        | 251    | 9      | 1,000  | 500    | 500     | 每股盈利(港元)       | 3.13  | 3.01   | -0.83  | 1.87   | 3.23  |
| 其他长期负债      | 563    | 865    | 865    | 865    | 865     | 每股股息(港元)       | 0.95  | 0.91   | 0.00   | 0.56   | 0.97  |
| 长期负债合计      | 814    | 874    | 1,865  | 1,365  | 1,365   | 派息比率(%)        | 30%   | 30%    | 0%     | 30%    | 30%   |
| 总负债         | 24,552 | 21,541 | 24,702 | 22,232 | 25,755  | 每股净值           | 14.4  | 17.0   | 15.8   | 17.4   | 19.9  |
| 非控股权益       | 550    | 567    | 557    | 619    | 681     |                |       |        |        |        |       |
| 股本          | 22,017 | 22,434 | 22,434 | 22,434 | 22,434  |                |       |        |        |        |       |
| 储备          | 40,263 | 51,154 | 45,891 | 53,042 | 64,021  |                |       |        |        |        |       |
| 股东权益        | 62,280 | 73,587 | 68,325 | 75,476 | 86,455  |                |       |        |        |        |       |
| 股东权益及负债     | 87,382 | 95,696 | 93,584 | 98,328 | 112,891 |                |       |        |        |        |       |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 澳门博彩控股有限公司(880 HK; 买入; 目标价: 11.00港元)

### 投资亮点:

新项目“上葡京”是澳博在 2021 年最重要业务及股价增长的催化剂，预计上葡京在 2021 年 4 月分阶段开业。预计上葡京每日营运开支约 1,000-1,100 万港元左右，从现有娱乐场调配 1,500-2,000 名员工到上葡京工作。我们看好上葡京高端定位，风格符合高端客人的喜好，对毗邻的永利皇宫及美狮美高梅带来一定的竞争压力。上葡京设有三座酒店合共提供近 2,000 个客房及套房，这将有效补足澳博在非博彩业务的劣势，并抢占路氹地区的市占率。中免集团在上葡京设立澳门旗舰免税店，我们看好在全球疫情下国内居民将更积极留国消费，相信免税店能够推动上葡京的客流量。

我们预测上葡京在 2021 及 2022 年的经调整 EBITDA 分别为 2.6 亿港元及 25.9 亿港元，2025 年能达到 44.5 亿港元。

### 估值:

我们以 2022 年盈利作估值，给予新葡京 12 倍 EV/EBITDA；其他自行推广娱乐场、卫星娱乐场及其他业务 8 倍估值；给予上葡京 2025 年 12 倍估值及 11.75% 的 WACC，减每股 0.9 港元的净负债，给予目标价 11.00 港元及“买入”评级，相当于 22 年 11.7 倍 EV/EBITDA。

### 风险:

(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)上葡京开幕日期再推迟的风险

图表 52: 主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2020 年 12 月 2 日)

| 截止至 12 月 31 日  | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 净收入            | 34,410 | 33,875 | 7,267  | 28,706 | 40,520  |
| 同比增长           | 8.3%   | -1.6%  | -78.5% | 295.0% | 41.2%   |
| 经调整 EBITDA     | 3,724  | 4,213  | -1,688 | 2,368  | 5,802   |
| 同比增长           | 21.1%  | 13.1%  | N.A    | N.A    | 145.0%  |
| 股东应占溢利         | 2,850  | 3,207  | -3,593 | -1,551 | 1,965   |
| 同比增长           | 45.2%  | 12.5%  | N.A    | N.A    | -226.7% |
| 经调整 EBITDA 利润率 | 10.8%  | 12.4%  | -23.2% | 8.2%   | 14.3%   |
| 每股盈利(港元)       | 0.50   | 0.57   | -0.63  | -0.27  | 0.35    |
| 每股股息(港元)       | 0.29   | 0.30   | 0.00   | 0.00   | 0.20    |
| 市盈率(X)         | 18.0   | 16.0   | N.A    | N.A    | 26.1    |
| EV/EBITDA(X)   | 12.9   | 12.2   | N.A    | 25.1   | 9.8     |
| 股息率(%)         | 3.2%   | 3.3%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.2%    |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测



图表 53: 财务报表 (年结: 12 月 31 日; 百万港元)

| 损益表(百万港元)   |         |         |        |         |         | 现金流量表(百万港元)    |        |        |        |        |         |
|-------------|---------|---------|--------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
|             | 2018    | 2019    | 2020E  | 2021E   | 2022E   |                | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
| 总收入         | 44,859  | 40,986  | 8,451  | 32,702  | 45,900  | 净利润            | 2,912  | 3,318  | -3,488 | -1,452 | 2,060   |
| 佣金、回赠及津贴    | -10,449 | -7,111  | -1,184 | -3,996  | -5,379  | 折旧及摊销          | 1,163  | 1,055  | 1,949  | 3,468  | 3,421   |
| 净收入         | 34,410  | 33,875  | 7,267  | 28,706  | 40,520  | 营运资金变动         | 208    | 794    | -1,029 | 687    | -553    |
| 博彩税         | -17,005 | -15,531 | -3,155 | -11,961 | -16,720 | 其他             | -247   | -743   | -243   | 47     | 286     |
| 市场推广开支      | -5,831  | -6,220  | -811   | -2,715  | -3,835  | 经营活动现金流        | 4,036  | 4,423  | -2,811 | 2,751  | 5,214   |
| 营运开支        | -7,851  | -7,912  | -4,990 | -11,662 | -14,164 | 资本开支           | -5,777 | -5,502 | -4,621 | -3,750 | -1,850  |
| 经调整 EBITDA  | 3,724   | 4,213   | -1,688 | 2,368   | 5,802   | 短期银行存款变动       | -2,650 | 6,613  | 2,266  | 300    | 300     |
| 企业开支/开业前成本  | -11     | -6      | -100   | -350    | -50     | 其他             | -964   | -377   | 2,192  | 16     | -121    |
| EBITDA      | 3,713   | 4,208   | -1,788 | 2,018   | 5,752   | 投资活动现金流        | -9,390 | 734    | -163   | -3,434 | -1,671  |
| 折旧及摊销       | -1,163  | -1,055  | -1,949 | -3,468  | -3,421  | 净借贷            | 7,250  | -206   | 963    | -434   | -784    |
| 经营利润        | 2,550   | 3,152   | -3,737 | -1,451  | 2,330   | 股息支付           | -1,302 | -1,642 | -1,246 | 0      | -380    |
| 利息收入        | 299     | 305     | 305    | 226     | 161     | 利息及其他          | -442   | -894   | -62    | -273   | -448    |
| 财务开支        | -28     | -34     | -62    | -273    | -448    | 融资活动现金流        | 5,506  | -2,742 | -345   | -707   | -1,611  |
| 其他非营运收入/开支  | 118     | -54     | 6      | 46      | 45      | 现金增加净额         | 152    | 2,415  | -3,319 | -1,390 | 1,931   |
| 除税前利润       | 2,940   | 3,369   | -3,488 | -1,452  | 2,089   | 现金及现金等值物期初余额   | 6,171  | 6,323  | 8,738  | 5,419  | 4,029   |
| 所得税         | -27     | -52     | 0      | 0       | -29     | 现金及现金等值物期末余额   | 6,323  | 8,738  | 5,419  | 4,029  | 5,960   |
| 净利润         | 2,912   | 3,318   | -3,488 | -1,452  | 2,060   |                |        |        |        |        |         |
| 少数股东权益      | -62     | -110    | -105   | -99     | -94     |                |        |        |        |        |         |
| 股东应占溢利      | 2,850   | 3,207   | -3,593 | -1,551  | 1,965   |                |        |        |        |        |         |
| 资产负债表(百万港元) |         |         |        |         |         | 主要财务比率         |        |        |        |        |         |
|             | 2018    | 2019    | 2020E  | 2021E   | 2022E   |                | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
| 现金及现金等值物    | 6,323   | 8,738   | 5,419  | 4,029   | 5,960   | 增长率(%)         |        |        |        |        |         |
| 短期银行存款      | 12,369  | 5,766   | 3,500  | 3,200   | 2,900   | 总收入            | 6.0%   | -8.6%  | -79.4% | 286.9% | 40.4%   |
| 应收账款        | 1,849   | 1,314   | 1,649  | 1,494   | 2,096   | 净收入            | 8.3%   | -1.6%  | -78.5% | 295.0% | 41.2%   |
| 存货          | 91      | 103     | 21     | 82      | 116     | 经调整 EBITDA     | 21.1%  | 13.1%  | N/A    | N/A    | 145.0%  |
| 其他流动资产      | 0       | 0       | 308    | 50      | 70      | EBITDA         | 23.3%  | 13.3%  | N/A    | N/A    | 185.1%  |
| 流动资产合计      | 20,633  | 16,942  | 11,919 | 9,876   | 12,163  | 股东应占溢利         | 45.2%  | 12.5%  | N/A    | N/A    | -226.7% |
| 已抵押银行存款     | 146     | 0       | 0      | 0       | 0       | 利润率(%)         |        |        |        |        |         |
| 固定资产        | 30,379  | 35,160  | 38,060 | 38,569  | 37,225  | 经调整 EBITDA 利润率 | 10.8%  | 12.4%  | -23.2% | 8.2%   | 14.3%   |
| 土地使用权       | 2,264   | 2,864   | 2,637  | 2,409   | 2,181   | 经营利润           | 7.4%   | 9.3%   | -51.4% | -5.1%  | 5.8%    |
| 艺术品         | 281     | 281     | 265    | 265     | 265     | 股东应占溢利         | 8.3%   | 9.5%   | -49.4% | -5.4%  | 4.8%    |
| 其他非流动资产     | 2,696   | 2,378   | 490    | 700     | 983     | 平均股本回报率        | 10.8%  | 11.4%  | -13.1% | -5.1%  | 8.6%    |
| 总资产         | 56,399  | 57,626  | 53,370 | 51,818  | 52,817  | 平均资产回报率        | 5.7%   | 5.8%   | -6.3%  | -2.8%  | 3.9%    |
| 应付账款        | 11,958  | 12,044  | 11,508 | 11,663  | 11,669  | 资产周转率          | 87.4%  | 71.9%  | 15.2%  | 62.2%  | 87.7%   |
| 短期借贷        | 200     | 217     | 2,316  | 1,950   | 1,950   | 估值             |        |        |        |        |         |
| 其他流动负债      | 117     | 301     | 62     | 240     | 337     | 市盈率(X)         | 18.0   | 16.0   | N/A    | N/A    | 26.1    |
| 流动负债合计      | 12,274  | 12,563  | 13,886 | 13,854  | 13,957  | EV/EBITDA(X)   | 12.9   | 12.2   | N/A    | 25.1   | 9.8     |
| 长期借贷        | 15,245  | 15,064  | 13,928 | 13,860  | 13,076  | 市账率(X)         | 1.9    | 1.8    | 2.1    | 2.3    | 2.1     |
| 其他长期负债      | 1,193   | 763     | 1,055  | 1,055   | 1,055   | 股息率(%)         | 3.2%   | 3.3%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.2%    |
| 总负债         | 28,712  | 28,390  | 28,869 | 28,769  | 28,088  | 每股指标(港元)       |        |        |        |        |         |
| 少数股东权益      | 135     | 238     | 342    | 442     | 536     | 每股盈利           | 0.50   | 0.57   | -0.63  | -0.27  | 0.35    |
| 股本          | 11,254  | 11,281  | 11,281 | 11,281  | 11,281  | 每股股息           | 0.29   | 0.30   | 0.00   | 0.00   | 0.20    |
| 储备          | 16,298  | 17,717  | 12,878 | 11,327  | 12,912  | 派息比率           | 58%    | 53%    | 0%     | 0%     | 58%     |
| 股东权益        | 27,552  | 28,998  | 24,159 | 22,608  | 24,193  |                |        |        |        |        |         |
| 股东权益及负债     | 56,399  | 57,626  | 53,370 | 51,818  | 52,817  |                |        |        |        |        |         |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 永利澳门有限公司(1128 HK; 买入; 目标价: 16.97港元)

### 投资亮点:

永利澳门保持一贯较高端优质的服务，强劲的高端品牌效应带动高端中场业务复苏。此前公司于第三季度业绩会上已表示 10 月中场投注额已恢复至疫情前的 40%，而贵宾厅转码数为疫情前的 25%-30%左右；旗下物业前五大零售品牌于 10 月的销售额同比增长 25%，反映强劲的高端消费需求。我们认为公司能够受惠本次由高端中场带动的复苏。

公司正积极降低贵宾厅占重，重点倾向高端中场，预测贵宾厅收入占比从 2019 年的 43.3% 下降至 2022 年的 38.8%，EBITDA 占比从 16.4% 下降至 12.6%。

此前市场担心美资公司会成为中美紧张关系的磨心，影响续牌机率，我们认为中美关系于美国大选后有望局部好转，有助降低永利澳门赌牌续牌的不确定性，继续看好公司的估值修复。

### 估值:

我们以 2022 年盈利作估值，给予永利澳门 12.5 倍 EV/EBITDA，减每股 3.46 港元净负债，给予目标价 16.97 港元及“买入”评级。

### 风险:

(一) 签证政策收紧; (二) 赌场续牌风险; (三) VIP 有下行压力

图表 54: 主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2020 年 12 月 2 日)

| 截止至 12 月 31 日     | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净收入               | 39,591 | 36,160 | 7,637  | 25,358 | 33,299 |
| 同比增长              | 16.3%  | -8.7%  | -78.9% | 232.0% | 31.3%  |
| 经调整 EBITDA        | 10,777 | 9,568  | -2,269 | 5,355  | 8,492  |
| 同比增长              | 26.8%  | -11.2% | N/A    | N/A    | 58.6%  |
| 股东应占溢利            | 6,244  | 5,057  | -6,489 | 985    | 4,149  |
| 同比增长              | 68.7%  | -19.0% | N/A    | N/A    | 321.0% |
| 经调整 EBITDA 利润率(%) | 31.0%  | 30.4%  | -25.1% | 24.9%  | 29.3%  |
| 每股盈利(港元)          | 1.20   | 0.97   | -1.25  | 0.19   | 0.80   |
| 每股股息(港元)          | 1.20   | 0.45   | 0.00   | 0.00   | 0.32   |
| 市盈率(X)            | 11.0   | 13.6   | N/A    | 69.7   | 16.6   |
| EV/EBITDA(X)      | 8.6    | 9.7    | N/A    | 17.5   | 10.2   |
| 股息率               | 9.1%   | 3.4%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.4%   |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 55: 财务报表 (年结: 12 月 31 日; 百万港元)

| 损益表(百万港元)          |         |         |        |         |         | 现金流量表(百万港元)   |        |        |        |        |        |
|--------------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                    | 2018    | 2019    | 2020E  | 2021E   | 2022E   |               | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 总收入                | 53,055  | 47,158  | 9,581  | 31,747  | 42,286  | 净利润           | 6,244  | 5,057  | -6,489 | 985    | 4,149  |
| 佣金、回赠及津贴           | -13,464 | -10,997 | -1,943 | -6,389  | -8,987  | 折旧及摊销         | 2,726  | 2,923  | 2,471  | 2,403  | 2,390  |
| 净收入                | 39,591  | 36,160  | 7,637  | 25,358  | 33,299  | 营运资金变动        | -902   | -2,517 | -3     | 2,194  | 2,942  |
| 博彩税                | -18,893 | -16,624 | -3,102 | -10,894 | -14,750 | 其他            | 1,647  | 1,289  | 1,744  | 1,960  | 1,908  |
| 员工及其他经营开支          | -8,425  | -8,554  | -6,450 | -8,156  | -8,788  | 经营活动现金流       | 9,716  | 6,751  | -2,279 | 7,542  | 11,389 |
| 经调整物业 EBITDA       | 12,273  | 10,983  | -1,915 | 6,307   | 9,761   | 资本开支          | -1,189 | -1,640 | -465   | -1,201 | -2,054 |
| 特许权费               | -1,496  | -1,415  | -354   | -952    | -1,269  | 其他            | 99     | 97     | 0      | 0      | 0      |
| 经调整 EBITDA         | 10,777  | 9,568   | -2,269 | 5,355   | 8,492   | 投资活动现金流       | -1,090 | -1,544 | -465   | -1,201 | -2,054 |
| 折旧                 | -2,631  | -2,827  | -2,376 | -2,307  | -2,295  | 净借贷           | 4,955  | 5,651  | 11,230 | -4,655 | -5,727 |
| 摊销                 | -95     | -95     | -95    | -95     | -95     | 利息支付          | -1,342 | -1,343 | -1,609 | -1,826 | -1,774 |
| 经营利润               | 7,698   | 6,365   | -4,874 | 2,818   | 5,968   | 股息支付          | -7,794 | -4,673 | 0      | 0      | -830   |
| 利息收入               | 103     | 76      | 35     | 35      | 51      | 其他            | -153   | -256   | -438   | -70    | 163    |
| 财务开支               | -1,496  | -1,486  | -1,645 | -1,860  | -1,825  | 融资活动现金流       | -4,334 | -621   | 9,183  | -6,551 | -8,168 |
| 净汇兑收入/开支           | -49     | 114     | -6     | 5       | 5       | 现金增加净额        | 4,291  | 4,586  | 6,439  | -211   | 1,168  |
| 除税前利润              | 6,256   | 5,069   | -6,489 | 997     | 4,199   | 汇率变动影响        | -5     | -25    | 0      | 0      | 0      |
| 所得税                | -13     | -12     | 0      | -12     | -50     | 现金及现金等值物期初余额  | 5,240  | 9,526  | 14,087 | 20,527 | 20,316 |
| 股东应占溢利             | 6,244   | 5,057   | -6,489 | 985     | 4,149   | 现金及现金等值物期末余额  | 9,526  | 14,088 | 20,527 | 20,316 | 21,484 |
| <b>资产负债表(百万港元)</b> |         |         |        |         |         | <b>主要财务比率</b> |        |        |        |        |        |
| 现金及现金等值物           | 9,526   | 14,087  | 20,527 | 20,316  | 21,484  | 增长率(%)        |        |        |        |        |        |
| 应收账款               | 1,135   | 1,553   | 1,025  | 1,150   | 1,532   | 总收入           | 13.7%  | -11.1% | -79.7% | 231.4% | 33.2%  |
| 存货                 | 160     | 347     | 271    | 289     | 386     | 净收入           | 16.3%  | -8.7%  | -78.9% | 232.0% | 31.3%  |
| 其他流动资产             | 578     | 347     | 444    | 400     | 533     | 经调整 EBITDA    | 26.8%  | -11.2% | N/A    | N/A    | 58.6%  |
| 流动资产合计             | 11,400  | 16,334  | 22,266 | 22,155  | 23,934  | EBITDA        | 28.0%  | -10.9% | N/A    | N/A    | 60.1%  |
| 固定资产-物业、厂房         | 31,843  | 30,886  | 28,465 | 27,649  | 27,498  | 净利润           | 68.7%  | -19.0% | N/A    | N/A    | 321.0% |
| 在建工程               | 100     | 0       | 500    | 200     | 100     | 利润率(%)        |        |        |        |        |        |
| 使用权资产              | 1,590   | 2,019   | 1,924  | 1,829   | 1,733   | 经调整 EBITDA    | 31.0%  | 30.4%  | -25.1% | 24.9%  | 29.3%  |
| 其他非流动资产            | 1,148   | 1,051   | 1,051  | 1,051   | 1,051   | EBITDA        | 26.3%  | 25.7%  | -31.5% | 20.6%  | 25.1%  |
| 总资产                | 46,081  | 50,290  | 54,207 | 52,884  | 54,317  | 经营利润          | 19.4%  | 17.6%  | -63.8% | 11.1%  | 17.9%  |
| 应付账款               | 10,471  | 8,172   | 8,258  | 10,200  | 13,586  | 净利润           | 15.8%  | 14.0%  | -85.0% | 3.9%   | 12.5%  |
| 短期借贷               | 0       | 2,133   | 500    | 300     | 0       | 平均股本回报率       | 276.4% | 288.6% | 542.8% | -25.8% | -      |
| 其他流动负债             | 594     | 748     | 152    | 504     | 671     | 平均资产回报率       | 14.0%  | 10.5%  | -12.4% | 1.8%   | 7.7%   |
| 流动负债合计             | 11,065  | 11,053  | 8,910  | 11,004  | 14,257  | 资产周转率         | 119.1% | 97.9%  | 18.3%  | 59.3%  | 78.9%  |
| 长期借贷               | 33,078  | 36,462  | 49,325 | 44,869  | 39,443  | 估值            |        |        |        |        |        |
| 其他长期负债             | 420     | 788     | 350    | 280     | 443     | 市盈率(X)        | 11.0   | 13.6   | N/A    | 69.7   | 16.6   |
| 总负债                | 44,563  | 48,303  | 58,585 | 56,153  | 54,142  | EV/EBITDA(X)  | 8.6    | 9.7    | N/A    | 17.5   | 10.2   |
| 股本                 | 5       | 5       | 5      | 5       | 5       | 市帐率(X)        | 45.3   | 34.6   | N/A    | N/A    | 394.2  |
| 储备                 | 1,513   | 1,982   | -4,383 | -3,274  | 169     | 股息率           | 9.1%   | 3.4%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.4%   |
| 股东权益               | 1,518   | 1,987   | -4,378 | -3,269  | 174     | 每股指标(港元)      |        |        |        |        |        |
| 股东权益及负债            | 46,081  | 50,290  | 54,207 | 52,884  | 54,317  | 每股盈利          | 1.20   | 0.97   | -1.25  | 0.19   | 0.80   |
|                    |         |         |        |         |         | 每股股息          | 1.20   | 0.45   | 0.00   | 0.00   | 0.32   |
|                    |         |         |        |         |         | 派息比率          | 100%   | 46%    | 0%     | 0%     | 40%    |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 美高梅中国控股有限公司(2282 HK; 增持; 目标价: 12.87港元)

### 投资亮点:

集团的 EBITDA 已过了盈亏平衡点, 但复苏之路并不平坦。美狮美高梅于 2018 年 2 月开业以来爬坡及营运效率并不理想, 虽然美狮美高梅南翼的酒店扩建工程仍在进行, 并将在 21 年中开业, 但我们仍然认为集团明年起会遇到更激烈的竞争, 包括来自“伦敦人”、“上葡京”及“澳门银河三期”等布局开业带来的旅客分流压力, 削弱了新项目美狮美高梅的先行者优势。在高端中场及中场大厅业务带动下, 预测集团于 2022 年经调整 EBITDA 利润率为 28.0%, 较 2019 年增加 0.8 个百分点。

### 估值:

我们以 2022 年盈利作估值, 给予 11.5 倍 EV/EBITDA, 减每股 2.6 港元净负债, 给予目标价 12.87 港元, 维持“增持”评级。

### 风险:

(一) 签证政策收紧; (二) 赌场续牌风险; (三) 新赌场开业为美狮美高梅带来分流效应

图表 56: 主要财务数据 (百万港元) (估值更新至 2020 年 12 月 2 日)

| 截止至 12 月 31 日     | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净收入               | 19,200 | 22,764 | 5,064  | 17,500 | 22,041 |
| 同比增长              | 32.6%  | 18.6%  | -77.8% | 245.6% | 25.9%  |
| 经调整 EBITDA        | 4,729  | 6,183  | -1,630 | 4,259  | 6,179  |
| 同比增长              | 3.1%   | 30.8%  | N/A    | N/A    | 45.1%  |
| 股东应占溢利            | 960    | 1,931  | -5,046 | 647    | 2,431  |
| 同比增长              | -58.6% | 101.0% | N/A    | N/A    | 275.8% |
| 经调整 EBITDA 利润率(%) | 24.6%  | 27.2%  | -32.2% | 24.3%  | 28.0%  |
| 每股盈利(港元)          | 0.25   | 0.51   | -1.33  | 0.17   | 0.64   |
| 每股股息(港元)          | 0.10   | 0.18   | 0.00   | 0.00   | 0.32   |
| 市盈率(X)            | 44.8   | 22.3   | N/A    | 66.5   | 17.7   |
| EV/EBITDA(X)      | 13.6   | 10.0   | N/A    | 15.0   | 9.4    |
| 股息率               | 0.9%   | 1.6%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.8%   |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图 57: 财务报表 (年结: 12 月 31 日; 百万港元)

| 损益表(百万港元)  |        |         |        |        |        | 现金流量表(百万港元)  |        |        |        |        |        |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2018   | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |              | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 总收入        | 24,845 | 29,222  | 6,102  | 20,654 | 26,129 | 净利润          | 960    | 1,931  | -5,046 | 647    | 2,431  |
| 佣金、回赠及津贴   | -5,645 | -6,457  | -1,037 | -3,154 | -4,088 | 折旧及摊销        | 2,150  | 2,565  | 2,275  | 2,213  | 2,164  |
| 净收入        | 19,200 | 22,764  | 5,064  | 17,500 | 22,041 | 营运资金变动       | -2,512 | -2,206 | 357    | 1,005  | 1,529  |
| 博彩税        | -9,198 | -10,615 | -2,191 | -7,429 | -9,405 | 其他           | 1,560  | 2,044  | 995    | 1,030  | 1,006  |
| 员工及其他经营开支  | -5,273 | -5,966  | -4,503 | -5,812 | -6,457 | 经营活动现金流      | 2,159  | 4,334  | -1,419 | 4,895  | 7,130  |
| 经调整 EBITDA | 4,729  | 6,183   | -1,630 | 4,259  | 6,179  | 资本开支         | -2,786 | -1,122 | -548   | -1,331 | -1,333 |
| 企业开支       | -484   | -550    | -236   | -461   | -548   | 其他           | -130   | -208   | 0      | 0      | 0      |
| EBITDA     | 3,477  | 5,528   | -1,957 | 3,718  | 5,550  | 投资活动现金流      | -2,916 | -1,330 | -548   | -1,331 | -1,333 |
| 折旧         | -2,023 | -2,438  | -2,149 | -2,086 | -2,037 | 净借贷          | 1,034  | -2,269 | 4,096  | -2,619 | -650   |
| 摊销         | -127   | -127    | -127   | -127   | -127   | 利息支付         | -717   | -822   | -908   | -950   | -925   |
| 经营利润       | 1,327  | 2,963   | -4,232 | 1,505  | 3,386  | 股息支付         | -612   | -486   | -315   | 0      | -790   |
| 利息收入       | 12     | 21      | 15     | 15     | 17     | 其他           | -238   | -148   | 0      | 0      | 0      |
| 财务开支       | -668   | -1,128  | -823   | -865   | -942   | 融资活动现金流      | -533   | -3,725 | 2,873  | -3,568 | -2,365 |
| 净汇兑收入/开支   | -6     | 85      | -6     | 0      | 0      | 现金增加净额       | -1,292 | -721   | 905    | -4     | 3,431  |
| 除税前利润      | 665    | 1,941   | -5,046 | 655    | 2,461  | 现金及现金等值物期初余额 | 5,283  | 3,992  | 3,270  | 4,175  | 4,171  |
| 所得税        | 296    | -10     | 0      | -8     | -30    | 现金及现金等值物期末余额 | 3,992  | 3,271  | 4,175  | 4,171  | 7,602  |
| 股东应占溢利     | 960    | 1,931   | -5,046 | 647    | 2,431  |              |        |        |        |        |        |

| 资产负债表(百万港元) |        |        |        |        |        | 主要财务比率       |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |              | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 现金及现金等值物    | 3,992  | 3,270  | 4,175  | 4,171  | 7,602  | 增长率(%)       |        |        |        |        |        |
| 应收账款        | 322    | 532    | 111    | 376    | 476    | 总收入          | 30.5%  | 17.6%  | -79.1% | 238.5% | 26.5%  |
| 存货          | 160    | 164    | 34     | 116    | 146    | 净收入          | 32.6%  | 18.6%  | -77.8% | 245.6% | 25.9%  |
| 其他流动资产      | 184    | 135    | 28     | 96     | 121    | 经调整 EBITDA   | 3.1%   | 30.8%  | N/A    | N/A    | 45.1%  |
| 流动资产合计      | 4,658  | 4,101  | 4,349  | 4,759  | 8,345  | EBITDA       | 1.6%   | 59.0%  | N/A    | N/A    | 49.3%  |
|             |        |        |        |        |        | 净利润          | -58.6% | 101.0% | N/A    | N/A    | 275.8% |
| 固定资产-物业、厂房  | 27,222 | 26,604 | 24,698 | 23,982 | 23,418 |              |        |        |        |        |        |
| 在建工程        | 1,782  | 104    | 400    | 350    | 200    | 利润率(%)       |        |        |        |        |        |
| 使用权资产       | 1,280  | 1,627  | 1,500  | 1,373  | 1,247  | 经调整 EBITDA   | 24.6%  | 27.2%  | -32.2% | 24.3%  | 28.0%  |
| 其他非流动资产     | 191    | 69     | 63     | 63     | 63     | EBITDA       | 18.1%  | 24.3%  | -38.6% | 21.2%  | 25.2%  |
| 总资产         | 35,132 | 32,506 | 31,010 | 30,528 | 33,274 | 经营利润         | 6.9%   | 13.0%  | -83.6% | 8.6%   | 15.4%  |
|             |        |        |        |        |        | 净利润          | 5.0%   | 8.5%   | -99.6% | 3.7%   | 11.0%  |
| 应付账款        | 6,857  | 4,825  | 4,850  | 6,064  | 7,671  | 平均股本回报率      | 11.0%  | 19.9%  | -64.6% | 11.7%  | 36.1%  |
| 短期借贷        | 780    | 0      | 1,500  | 500    | 850    | 平均资产回报率      | 2.7%   | 5.7%   | -15.9% | 2.1%   | 7.6%   |
| 其他流动负债      | 421    | 411    | 86     | 291    | 368    | 资产周转率        | 69.3%  | 86.4%  | 19.2%  | 67.1%  | 81.9%  |
| 流动负债合计      | 8,058  | 5,237  | 6,436  | 6,855  | 8,889  |              |        |        |        |        |        |
|             |        |        |        |        |        | 估值           |        |        |        |        |        |
| 长期借贷        | 18,093 | 16,605 | 19,201 | 17,582 | 16,582 | 市盈率(X)       | 44.8   | 22.3   | N/A    | 66.5   | 17.7   |
| 其他长期负债      | 35     | 205    | 205    | 205    | 205    | EV/EBITDA(X) | 13.6   | 10.0   | N/A    | 15.0   | 9.4    |
| 总负债         | 26,186 | 22,046 | 25,842 | 24,642 | 25,676 | 市帐率(X)       | 4.8    | 4.1    | 8.3    | 7.3    | 5.7    |
| 股本          | 3,800  | 3,800  | 3,800  | 3,800  | 3,800  | 股息率(%)       | 0.9%   | 1.6%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.8%   |
| 储备          | 5,146  | 6,660  | 1,369  | 2,086  | 3,797  |              |        |        |        |        |        |
| 股东权益        | 8,946  | 10,460 | 5,169  | 5,886  | 7,597  | 每股指标(港元)     |        |        |        |        |        |
| 股东权益及负债     | 35,132 | 32,506 | 31,010 | 30,528 | 33,274 | 每股盈利         | 0.25   | 0.51   | -1.33  | 0.17   | 0.64   |
|             |        |        |        |        |        | 每股股息         | 0.10   | 0.18   | 0.00   | 0.00   | 0.32   |
|             |        |        |        |        |        | 派息比率(%)      | 25%    | 35%    | 0%     | 0%     | 50%    |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 金沙中国有限公司(1928 HK；买入；目标价：38.78港元)

### 投资亮点：

公司大众化、多元化定位符合行业发展趋势。看好集团作为澳门博彩业的中场之王，营运非常稳健且具发展潜力。2020 年 Q3 业绩证明公司进入复苏阶段，其中高端中场复苏更为显著，占中场博彩毛收入增加至 58%。2019 年集团有多达 78.8% 的收入来自中场及非博彩元素，EBITDA 占比达到 93.1%。由于主要收入来自对宏观经济敏感度较低的中场，使公司过往的 EBITDA 保持平稳增长，拥有领先于行业的盈利能力。

由于集团拥有庞大的综合度假村物业及赌场面积，因此目前的防疫措施对其营运影响轻微。四季酒店 290 间豪华套房已于 10 月投入营运，并获发牌接待高端中场客人。另外，370 间瑞吉酒店套房及伦敦人项目将在 20 年及 21 年分阶段落成，中长期有利集团增加在高端中场的竞争力。预测集团于 2022 年来自中场及非博彩元素的 EBITDA 占比从 2019 年的 93.1% 增加至 94.7%。

### 估值：

我们以 2022 年盈利作估值，给予 15 倍 EV/EBITDA，以反映较稳健的中场及非博彩业务，再减每股 2.6 港元净负债，给予目标价 38.78 港元，维持“买入”评级。

### 风险：

(一) 签证政策收紧；(二) 赌场续牌风险；(三) 伦敦人延期开业

图表 58：主要财务数据（百万美元）（估值更新至 2020 年 12 月 2 日）

| 截止至 12 月 31 日  | 2018  | 2019  | 2020E  | 2021E  | 2022E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 净收入            | 8,665 | 8,808 | 1,952  | 6,693  | 8,677 |
| 同比增长           | 14.2% | 1.7%  | -77.8% | 242.9% | 29.6% |
| 经调整 EBITDA     | 3,078 | 3,193 | -456   | 2,134  | 3,166 |
| 同比增长           | 17.9% | 3.7%  | N/A    | N/A    | 48.4% |
| 股东应占溢利         | 1,874 | 2,033 | -1,687 | 848    | 1,816 |
| 经调整 EBITDA 利润率 | 35.5% | 36.3% | N/A    | N/A    | 36.5% |
| 市盈率(X)         | 17.5  | 16.3  | N/A    | 38.9   | 18.2  |
| EV/EBITDA(X)   | 11.6  | 11.3  | N/A    | 17.9   | 11.3  |
| 股息率(%)         | 6.3%  | 3.1%  | 0.0%   | 0.0%   | 2.4%  |
| 每股盈利(港元)       | 1.81  | 1.95  | -1.62  | 0.82   | 1.75  |
| 每股股息(港元)       | 1.99  | 0.99  | 0.00   | 0.00   | 0.99  |
| 派息比率           | 110%  | 51%   | 0%     | 0%     | 57%   |

来源：公司资料、中泰国际研究部预测



图表 59: 财务报表 (年结: 12 月 31 日; 百万美元)

| 损益表(百万美元)   |        |        |        |        |        | 现金流量表(百万美元)    |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |                | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 总收入         | 10,537 | 10,450 | 2,248  | 7,719  | 10,057 | 净利润            | 1,874  | 2,033  | -1,687 | 848    | 1,816  |
| 净收入         | 8,665  | 8,808  | 1,952  | 6,693  | 8,677  | 折旧及摊销          | 655    | 706    | 765    | 796    | 798    |
| 博彩税         | -3,430 | -3,426 | -684   | -2,449 | -3,238 | 营运资本变动         | 207    | -124   | -76    | 40     | 413    |
| 雇员开支        | -1,218 | -1,272 | -1,102 | -1,280 | -1,356 | 其他             | 313    | 197    | 369    | 328    | 344    |
| 其他经营开支      | -939   | -917   | -623   | -830   | -917   | 经营活动现金流        | 3,049  | 2,812  | -628   | 2,011  | 3,371  |
| 经调整 EBITDA  | 3,078  | 3,193  | -456   | 2,134  | 3,166  | 资本开支           | -532   | -754   | -1,073 | -748   | -568   |
| 折旧及摊销       | -655   | -706   | -765   | -796   | -798   | 其他             | 19     | 39     | 0      | 0      | 0      |
| 经营利润        | 2,153  | 2,275  | -1,350 | 1,155  | 2,152  | 投资活动现金流        | -513   | -715   | -1,073 | -748   | -568   |
| 利息收入        | 20     | 38     | 26     | 17     | 13     | 净借贷            | 1,150  | 46     | 1,398  | -150   | -200   |
| 财务开支        | -225   | -280   | -324   | -358   | -369   | 股息             | -2,052 | -2,055 | -1,033 | 0      | 0      |
| 除税前利润       | 1,867  | 2,033  | -1,687 | 860    | 1,842  | 其他             | -197   | -303   | -272   | -314   | -330   |
| 税项          | 7      | 0      | 0      | -12    | -26    | 融资活动现金流        | -1,099 | -2,312 | 93     | -464   | -530   |
| 股东应占溢利      | 1,874  | 2,033  | -1,687 | 848    | 1,816  | 现金增加净额         | 1,437  | -215   | -1,608 | 799    | 2,273  |
|             |        |        |        |        |        | 汇率变动影响         | 0      | 10     | 0      | 0      | 0      |
|             |        |        |        |        |        | 现金及现金等值物期初余额   | 1,239  | 2,676  | 2,471  | 863    | 1,662  |
|             |        |        |        |        |        | 现金及现金等值物期末余额   | 2,676  | 2,471  | 863    | 1,662  | 3,935  |
| 资产负债表(百万美元) |        |        |        |        |        | 主要财务比率         |        |        |        |        |        |
|             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |                | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 现金及现金等值物    | 2,676  | 2,471  | 863    | 1,662  | 3,935  | 增长率(%)         |        |        |        |        |        |
| 受限制现金       | 13     | 15     | 15     | 15     | 15     | 总收入            | 14.2%  | 1.7%   | -77.8% | 242.9% | 29.6%  |
| 应收账款        | 477    | 510    | 426    | 412    | 511    | 经调整 EBITDA     | 17.9%  | 3.7%   | N/A    | N/A    | 48.4%  |
| 存货          | 14     | 16     | 3      | 12     | 15     | 经营利润           | 21.4%  | 5.7%   | N/A    | N/A    | 86.4%  |
| 流动资产合计      | 3,180  | 3,047  | 1,314  | 2,126  | 4,510  | 净利润            | 16.9%  | 8.5%   | N/A    | N/A    | 114.3% |
| 固定资产-物业、厂房  | 7,734  | 7,511  | 8,173  | 8,530  | 8,554  | 利润率(%)         |        |        |        |        |        |
| 在建工程        | 400    | 850    | 550    | 200    | 0      | 经调整 EBITDA 利润率 | 35.5%  | 36.3%  | -23.4% | 31.9%  | 36.5%  |
| 投资物业        | 629    | 587    | 582    | 582    | 582    | 经营利润率          | 24.8%  | 25.8%  | -69.2% | 17.3%  | 24.8%  |
| 无形资产        | 46     | 48     | 53     | 53     | 53     | 净利润率           | 21.6%  | 23.1%  | -86.4% | 12.7%  | 20.9%  |
| 其他非流动资产     | 69     | 57     | 57     | 57     | 57     | 平均股本回报率        | 41.9%  | 45.9%  | -54.5% | 39.0%  | 51.6%  |
| 非流动资产合计     | 8,878  | 9,053  | 9,415  | 9,422  | 9,246  | 平均资产回报率        | 16.5%  | 16.8%  | -14.8% | 7.6%   | 14.4%  |
| 总资产         | 12,058 | 12,100 | 10,730 | 11,548 | 13,756 | 资产周转率          | 92.8%  | 86.5%  | 19.7%  | 69.3%  | 79.5%  |
| 应付账款        | 1,928  | 1,874  | 1,678  | 1,728  | 2,251  | 估值             |        |        |        |        |        |
| 短期借贷        | 10     | 19     | 50     | 50     | 50     | 市盈率(X)         | 17.5   | 16.3   | N/A    | 38.9   | 18.2   |
| 其他流动负债      | 5      | 5      | 1      | 4      | 5      | EV/EBITDA(X)   | 11.6   | 11.3   | N/A    | 17.9   | 11.3   |
| 流动负债合计      | 1,943  | 1,898  | 1,729  | 1,782  | 2,306  | 市帐率(X)         | 7.5    | 7.4    | 19.0   | 12.7   | 7.5    |
| 长期借贷        | 5,552  | 5,589  | 6,956  | 6,806  | 6,606  | 股息率(%)         | 6.3%   | 3.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 2.4%   |
| 其他长期负债      | 154    | 167    | 305    | 359    | 413    | 每股指标(港元)       |        |        |        |        |        |
| 长期负债合计      | 5,706  | 5,756  | 7,261  | 7,165  | 7,019  | 每股盈利(港元)       | 1.81   | 1.95   | -1.62  | 0.82   | 1.75   |
| 总负债         | 7,649  | 7,654  | 8,990  | 8,946  | 9,324  | 每股股息(港元)       | 1.99   | 0.99   | 0.00   | 0.00   | 0.99   |
| 股本          | 81     | 81     | 81     | 81     | 81     | 派息比率           | 109.7% | 50.8%  | 0.0%   | 0.0%   | 56.5%  |
| 储备          | 4,328  | 4,365  | 1,659  | 2,520  | 4,351  |                |        |        |        |        |        |
| 股东权益        | 4,409  | 4,446  | 1,740  | 2,601  | 4,432  |                |        |        |        |        |        |
| 股东权益及负债     | 12,058 | 12,100 | 10,730 | 11,548 | 13,756 |                |        |        |        |        |        |

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（中泰国际），分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大多数报告在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有：中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979-2886

传真：(852) 3979-2805