

# 【广发海外】新濠博亚娱乐 (MLCO.O)

## 高端中场短期有压力，长期将受益于路氹东部集群效应

### 核心观点:

- 高端中场业务短期有压力，但摩珀斯酒店开业将增加新濠天地在高端中场业务的竞争力

受到国内经济增速放缓的影响，高端中场客人的博彩预算有下滑的迹象。同时 2019 年开始的赌厅全面禁烟预计也将对贵宾和高端中场业务带来一定负面影响。因此我们认为新濠天地的业绩在短期内仍将面临压力。但是摩珀斯酒店在今年 2 季度末开业后，为新濠天地新增 770 间豪华客房。摩珀斯酒店主要定位于高端中场客户，它的开业使得新濠天地能够提供给高端中场客人的客房数量翻倍。

- 新濠天地长期有望受益于路氹东部物业的集群效应

在 2016 年 8 月永利皇宫开业前，新濠天地是唯一位于路氹地区东部的赌场物业。但是目前新濠天地，永利皇宫，以及美狮美高梅已经开始逐步在路氹地区东部形成集群效应。目前永利皇宫已经完成经营爬坡，接待能力较为饱和，对新濠天地的影响逐步降低。我们认为美狮美高梅的经营爬坡仍有可能在短期内对新濠天地形成一定分流，但是长期来看，路氹东部物业的集群效应将逐步显现，从而吸引更多人流，而新濠天地将有望受益。

- 预计 18-20 年 EBITDA 分别为 13.5 亿/14.2 亿/14.9 亿美元

当前市值对应 18/19 年 EV/EBITDA 为 8.3x 和 8.0x，低于 11.1x 的历史均值。我们首次覆盖公司，给予谨慎增持评级。

- 风险提示

外汇管制收紧的风险；赌场内全面禁烟的风险；市场份额丢失的风险。

### 盈利预测:

新濠博亚 (百万美元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
博彩毛收入	4,808	5,913	6,162	6,374	6,648
增长率 (%)	8.7%	23.0%	4.2%	3.4%	4.3%
贵宾业务	1,935	2,887	2,883	2,827	2,834
中场及角子机业务	2,873	3,026	3,278	3,547	3,814
EBITDA	973	1,285	1,353	1,416	1,486
增长率 (%)	19.2%	32.1%	5.3%	4.7%	4.9%
净利润	176	347	451	544	629
增长率 (%)	66.3%	97.3%	29.9%	20.6%	15.7%
EPS (美元)	0.35	0.71	0.92	1.11	1.29
市盈率 (P/E)	48.8	23.9	18.4	15.3	13.2
EV/EBITDA	11.6	8.8	8.3	8.0	7.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

**公司评级**
**谨慎增持**

当前价格

16.97 美元

报告日期

2018-11-26

### 相对市场表现


**分析师:**

胡翔宇, S0260517080001



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

### 相关研究:

- 【广发海外】澳门博彩数据 2018-11-01  
跟踪:10月澳门博彩毛收入  
增速继续放缓
- 【广发海外】澳门博彩盈利 2018-10-26  
预测下调空间有限，年底有望迎来估值修复
- 【广发海外】港珠澳大桥专题报告:港珠澳大桥将带动  
澳门内地游客人次继续快速增长

## 目录索引

1. 新濠博亚娱乐公司简介.....	5
1.1 历史背景.....	5
1.2 公司旗下主要博彩资产.....	5
1.3 股权结构.....	7
1.4 公司近年经营情况.....	8
2. 公司注重发展非博彩娱乐元素，将受益于内地游客人次增长.....	12
3. 新濠天地长期有望受益于路氹东部物业的集群效应.....	15
3.1 永利皇宫已经完成经营爬坡，对新濠天地的影响将逐步降低.....	15
3.2 摩珀斯酒店开业将有助于新濠天地提升高端中场市占率.....	17
3.3 长期来看，新濠天地将受益于路氹东部赌场的集群效应.....	19
4. 积极拓展海外项目，投资回报率可观.....	21
4.1 新濠海外赌场投资回报率较高.....	21
4.2 积极探索日本市场.....	22
5. 新濠国际股价当前折价较窄.....	23
6. 盈利预测与投资评级.....	24
7. 风险提示.....	26
7.1 外汇管制收紧的风险；.....	26
7.2 赌场内全面禁烟的风险；.....	26
7.3 市场份额丢失的风险.....	27

## 图表索引

图 1: 新濠博亚及新濠国际旗下博彩物业开业时间表	6
图 2: 公司澳门物业分布	7
图 3: 新濠博亚娱乐股权结构	8
图 4: 新濠博亚 2017 年各博彩物业博彩毛收入占比	9
图 5: 新濠博亚 2017 年各博彩物业 EBITDA 占比	9
图 6: 新濠博亚博彩毛收入澳门市场份额	9
图 7: 18 年前 3 季度澳门博彩总毛收入市场份额	9
图 8: 18 年前 3 季度澳门贵宾业务毛收入市场份额	10
图 9: 18 年前 3 季度澳门中场业务毛收入市场份额	10
图 10: 澳门博彩公司贵宾业务毛收入收入占比	10
图 11: 18Q3 澳门博彩公司赌桌数量	11
图 12: 18Q3 澳门博彩公司酒店客房数量	11
图 13: 新濠博亚博彩毛收入 (季度)	11
图 14: 新濠博亚经调整 EBITDA (季度)	11
图 15: 新濠博亚贵宾业务博彩毛收入 (季度)	12
图 16: 新濠博亚中场业务博彩毛收入 (季度)	12
图 17: 2017 年新濠博亚娱乐各项业务收入占比	13
图 18: 2017 年澳门博彩公司非博彩收入占比	13
图 19: 入境澳门游客人次	13
图 20: 入境澳门内地游客人次	13
图 21: 入境澳门广东省游客人次	14
图 22: 入境澳门广东省外游客人次	14
图 23: 2017 年内地各省份游客渗透率	15
图 24: 新濠天地博彩毛收入市场份额	16
图 25: 永利皇宫博彩毛收入市场份额	16
图 26: 永利皇宫贵宾业务每桌每日转码额	16
图 27: 永利皇宫中场业务每桌每日赢款额	16
图 28: 贵宾业务每桌每日转码额排序 (2018Q3)	16
图 29: 中场业务每桌每日赢款额排序 (2018Q3)	16
图 30: 永利皇宫酒店入住率	17
图 31: 新濠天地酒店入住率	17
图 32: 18Q3 新濠天地酒店客房结构	18
图 33: 2013 年中场业务每桌每日赢款额排序	18
图 34: 2014 年中场业务每桌每日赢款额排序	18
图 35: 2015 年中场业务每桌每日赢款额排序	18
图 36: 2016 年中场业务每桌每日赢款额排序	18
图 37: 2017 年中场业务每桌每日赢款额排序	18
图 38: 路氹西部集群酒店客房及中场 GGR 占比	20
图 39: 路氹中部集群酒店客房及中场 GGR 占比	20

图 40: 路氹东部集群酒店客房及中场 GGR 占比.....	20
图 41: 18Q3 澳门酒店客房构成 (间) .....	20
图 42: 亚洲各国博彩公司博彩业务实际税率.....	22
图 43: 新濠国际市值相对于其净资产的折价幅度.....	24
图 44: 新濠博亚动态 EV/EBITDA.....	26
表 1: 澳门博彩物业分布图 (参照上图) .....	7
表 2: 新濠澳门赌场主要非博彩设施.....	12
表 3: 18Q3 路氹地区西部、中部、东部集群基本情况.....	19
表 4: 新濠天地 (马尼拉) 基本情况介绍.....	21
表 5: 近年来新濠国际管理层减少估值折价的措施.....	23
表 6: 采用分类加总估值法 (SOTP) 计算新濠国际折让幅度.....	24
表 7: 澳门博彩上市公司可比公司估值表 (截至 2018/11/23).....	26

# 1. 新濠博亚娱乐公司简介

## 1.1 历史背景

新濠博亚娱乐有限公司 (Melco Resorts & Entertainment) 成立于2004年, 并于2006年在美国纳斯达克上市。新濠博亚娱乐拥有澳门特区六个博彩专营权之一, 是一家于亚洲地区发展、拥有以及经营娱乐度假村业务的公司。2002年, 澳门政府分别与澳门博彩股份有限公司、永利度假村 (澳门) 股份有限公司和香港银河娱乐场股份有限公司签订博彩特许经营合同。而在2006年, 何猷龙与澳大利亚PBL所设立的合资公司新濠博亚娱乐, 以9亿美元的价格从永利度假村 (澳门) 股份有限公司手中获得其博彩特许经营权的副牌 (sub-concession), 其赌牌到期日为2022年6月26日。目前新濠博亚在澳门所拥有的博彩物业包括澳门新濠锋、新濠天地、新濠影汇和摩卡娱乐场, 在海外所拥有的博彩物业是新濠天地马尼拉。

新濠国际发展有限公司 (Melco International Development Ltd.) 是新濠博亚的控股公司。2016年5月4日, 新濠博亚与其主要股东Crown Resorts Limited的子公司订立股份购回协议, 新濠博亚以现金购回Crown子公司1.55亿股普通股, 并于2016年5月9日注销。新濠国际持有的新濠博亚的股权因此从34.29%增加至37.89%, 成为新濠博亚的单一最大股东。2017年2月16日, 新濠国际完成以现金收购新濠博亚额外的13.42%的股权, 对新濠博亚的持股比例提升至51.31%。截至2018年6月30日, 新濠国际拥有新濠博亚51.06%的股权。除了通过新濠博亚在亚洲地区运营博彩业务, 新濠国际还拥有塞浦路斯项目、水晶虎娱乐城 (俄罗斯海参崴)、Entertainment Gaming Asia Inc (经营博彩租赁业务) 和珍宝王国股份 (经营餐饮业务)。

## 1.2 公司旗下主要博彩资产

**新濠天地:** 新濠天地位于澳门路氹城, 建筑面积约为50万平方米, 耗资136亿港元。项目第一期于2009年6月1号开业, 主打高端中场。新濠天地提供颐居、迎尚以及澳门君悦3家酒店, 共提供约1400间客房及套房。新濠天地三期的摩珀斯酒店于2018年6月15日开业, 提供约770间客房、套房及别墅。此外, 新濠天地还有全球最大规模的水上汇演《水舞间》, 能容量2000名观众。

**新濠影汇:** 新濠影汇位于澳门路氹城, 建筑面积为43万平方米, 耗资248亿港元, 于2015年10月份开业, 是以电影为主题的大型娱乐、零售以及博彩综合度假村。新濠影汇拥有全球最高的8字形摩天轮“影汇之星”。“影汇之星”连接了明星汇和巨星汇两栋酒店大楼。两栋酒店大约能提供1600间客房。

**澳门新濠锋:** 新濠锋酒店前身为皇冠酒店, 位于澳门氹仔地区, 于2007年5月12日开业。酒店楼高38层, 拥有230间豪华客房, 并设有新濠锋娱乐场、摩卡角子机娱乐场等休闲娱乐设施。

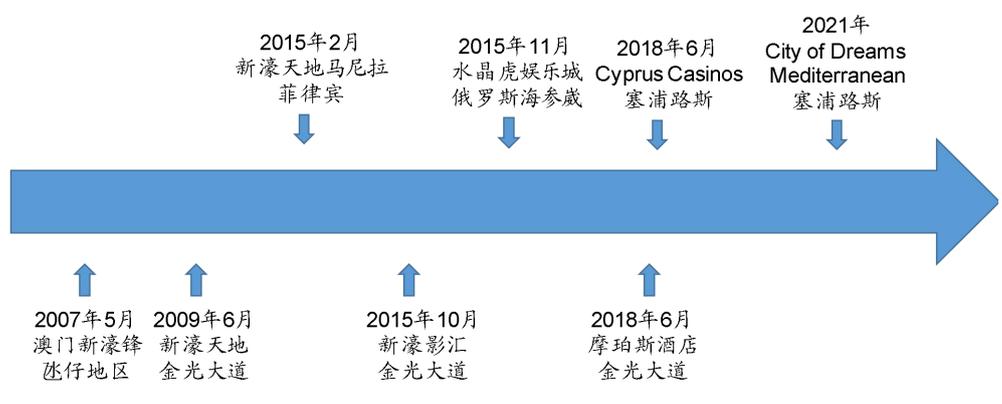
**摩卡娱乐场:** 摩卡娱乐场拥有澳门最大的非娱乐场电子博彩机业务, 是新濠开创的崭新消费娱乐场所, 结合了咖啡室的时尚气派和角子老虎机的刺激娱乐。目前摩卡娱乐场共有8间娱乐场, 每家摩卡娱乐场均设有独特主题。

**新濠天地马尼拉：**新濠天地马尼拉位于马尼拉娱乐城入口处，包括娱乐场、酒店、购物以及餐饮，提供包括贵宾厅以及中场博彩设施在内的多元化博彩体验。截至18年上半年，新濠天地马尼拉设有297张赌桌及1868台电子博彩机。

**塞浦路斯项目：**新濠博亚的母公司新濠国际通过持股75%的合营公司在塞浦路斯发展综合度假村项目City of Dreams Mediterranean。其博彩区域将设有超过100张赌桌及1000台角子机，并计划于2021年开幕。在City of Dreams Mediterranean开幕之前，新濠国际已于2018年6月在利马索尔开设临时赌场Cyprus Casinos(C2)，设有33张赌桌及258台角子机。此外，位于尼科西亚、拉纳卡及帕福斯的3间C2卫星赌场也将于18年开幕，而位于阿依纳帕的卫星赌场将于19年春季开幕。

**俄罗斯水晶虎娱乐场：**此外，新濠博亚的母公司新濠国际也通过其全资子公司间接持有俄罗斯水晶虎娱乐场5%的股权。俄罗斯水晶虎娱乐场位于离符拉迪沃斯托克市中心50公里处的“滨海综合娱乐度假区”，是俄罗斯最大的赌场。

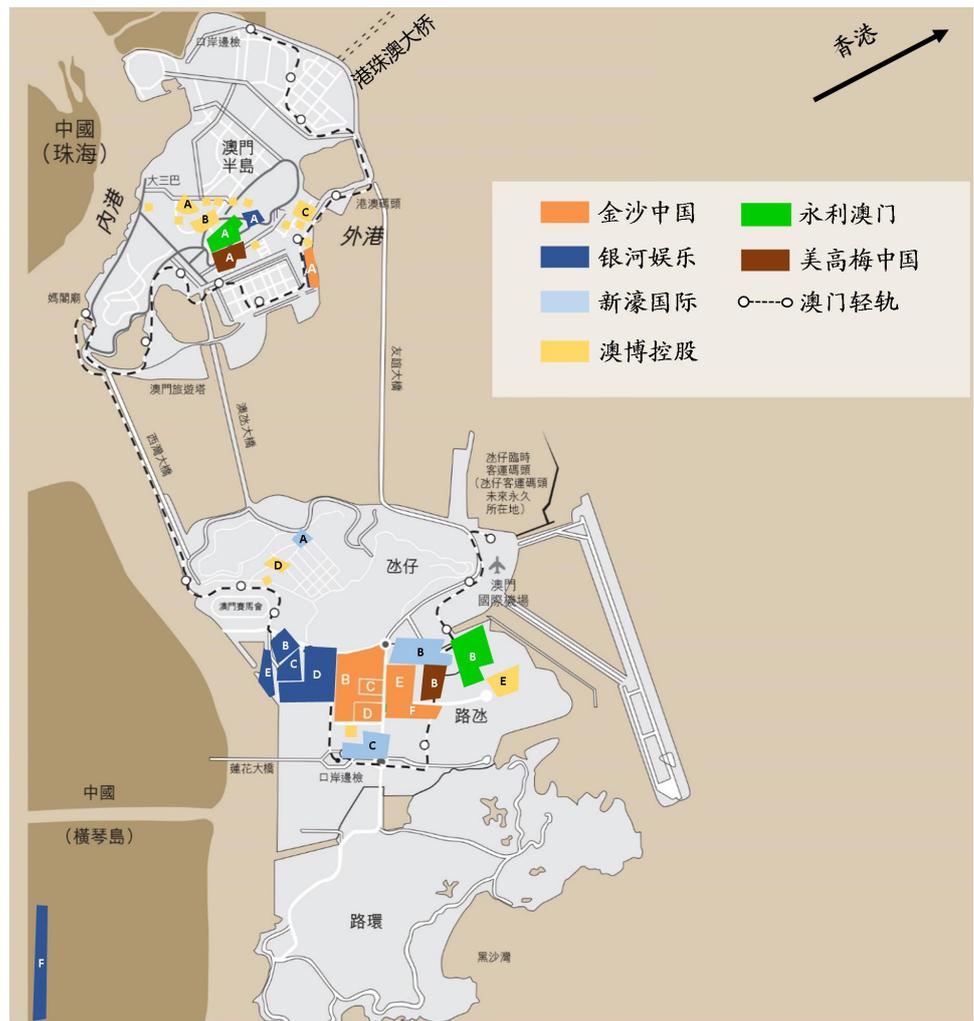
图1：新濠博亚及新濠国际旗下博彩物业开业时间表



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**澳门物业分布：**新濠博亚在澳门半岛只有一些小型摩卡娱乐场。公司的第一个主要博彩物业新濠锋位于氹仔岛，而公司的两个旗舰博彩物业新濠天地和新濠影汇分别位于路氹城东部以及路氹城西部的横琴口岸附近。

图2: 公司澳门物业分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 澳门博彩物业分布图 (参照上图)

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

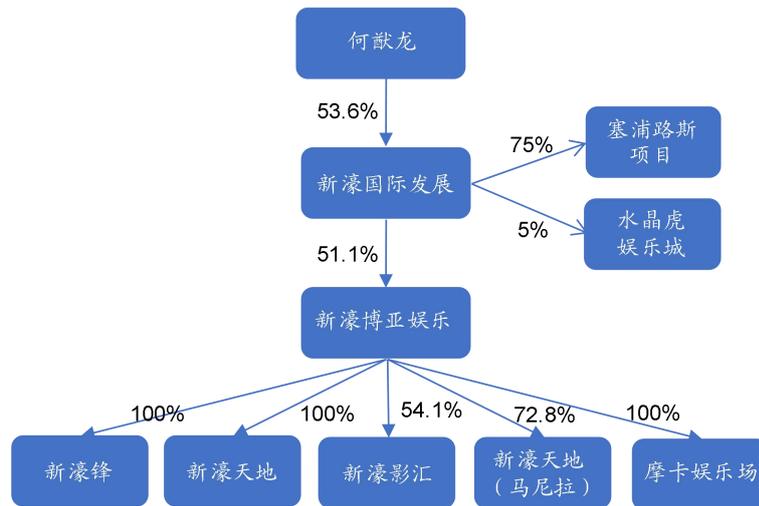
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 1.3 股权结构

新濠博亚娱乐的实际控制人是何猷龙先生。截至2018年6月30日, 何猷龙直接

持有新濠国际2.76%的股份，并通过Better Joy Overseas Ltd.、Lasting Legend Ltd.、Great Respect Limited等公司持有新濠国际50.85%的股份，合计持有新濠国际53.61%的股份。而新濠国际持有新濠博亚51.1%的股份，因此何猷龙先生是新濠博亚的控股股东。博彩资产方面，新濠博亚全资拥有新濠锋、新濠天地及摩卡娱乐场，并分别持有新濠影汇、新濠天地马尼拉54.1%及72.8%的股权。

图3：新濠博亚娱乐股权结构

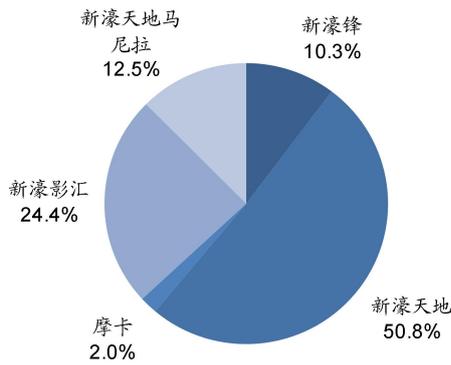


数据来源：公司公告，Bloomberg，广发证券发展研究中心；说明：新濠影汇全球发售后新濠博亚于新濠影汇的权益从60%降至54.1%，其他持股比例数据截至2018年6月30日。

### 1.4 公司近年经营情况

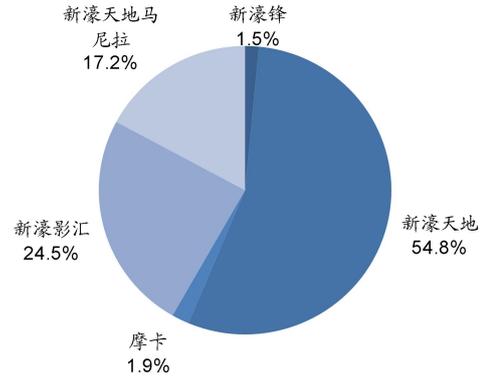
新濠博亚旗下物业中新濠天地业绩贡献占比最高。2017年，新濠博亚娱乐实现博彩毛收入59.1亿美元及物业EBITDA14.2亿美元。其中新濠天地贡献30.0亿美元博彩毛收入及7.5亿美元物业EBITDA，占比分别为50.8%和56.3%，是新濠博亚娱乐最主要的业绩来源。其他物业中，2017年新濠影汇分别实现博彩毛收入及物业EBITDA 14.4亿美元及3.4亿美元，新濠天地(马尼拉)分别实现博彩毛收入及物业EBITDA7.4亿美元和2.4亿美元，而澳门新濠锋和摩卡娱乐场对EBITDA的贡献较小。

图 4: 新濠博亚 2017 年各博彩物业博彩毛收入占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

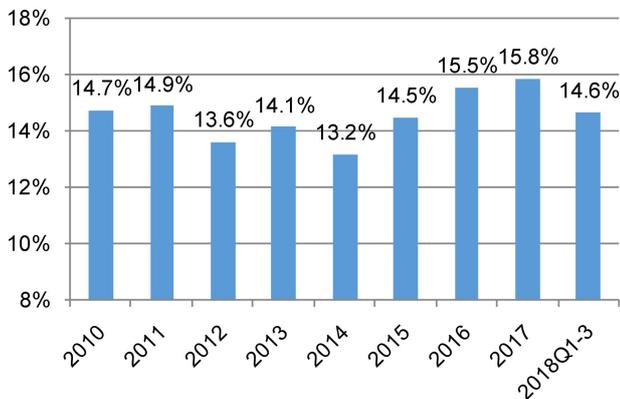
图 5: 新濠博亚 2017 年各博彩物业 EBITDA 占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

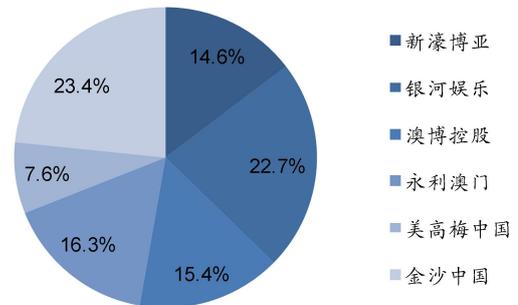
**新濠博亚的市场份额变化:** 在2011-14年, 新濠博亚娱乐在澳门的博彩毛收入市场份额呈下降趋势, 这主要是由于澳门银河一期及金沙城中心分别于2011年5月及2012年4月开业, 而在此期间新濠博亚并无新增博彩物业。自2015年起, 新濠博亚的博彩毛收入市场份额有所提升, 并在2017年达到15.7%。这主要是由于新濠影汇于2015年10月开业, 并在开业一年后的2016年4季度开始经营贵宾业务。2018年前3季度, 新濠博亚娱乐的博彩毛收入市场份额为14.6%, 在澳门6家博彩公司中排名第5。分业务来看, 新濠博亚娱乐贵宾业务毛收入市场份额为14.8%, 排名行业第5, 而其中场及角子机业务毛收入市场份额为13.8%, 在行业中排名第4。

图 6: 新濠博亚博彩毛收入澳门市场份额



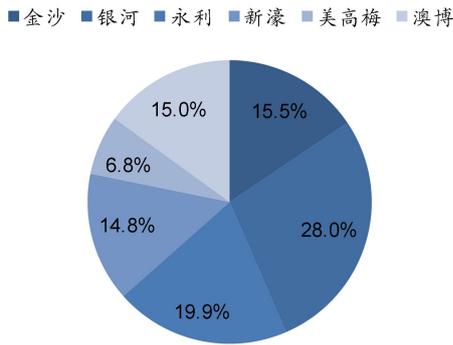
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 7: 18 年前 3 季度澳门博彩总毛收入市场份额



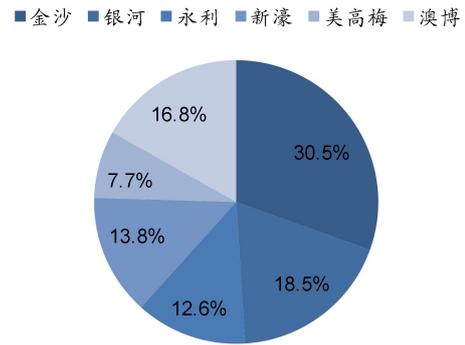
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 8: 18 年前 3 季度澳门贵宾业务毛收入市场份额



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

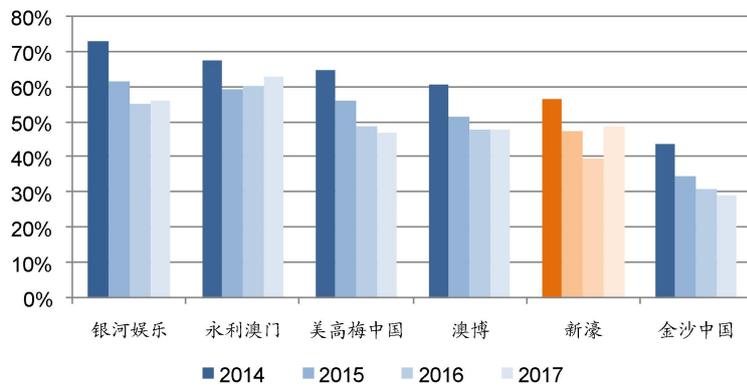
图 9: 18 年前 3 季度澳门中场业务毛收入市场份额



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**贵宾业务收入占比:** 受中央政府反腐政策的影响, 2014年以后澳门6家博彩公司贵宾业务占公司毛收入的比例均有所下降。在2016年新濠博亚娱乐贵宾业务毛收入占比为39.6%, 较2014年下降17.0%。而在2017年新濠博亚娱乐贵宾业务毛收入占比为48.9%, 同比提升9.3%。这主要是因为新濠影汇在2016年4季度开始经营贵宾业务, 以及新濠天地在中场业务市占率略有下滑所致。目前新濠影汇贵宾业务在其博彩毛收入中的占比接近一半, 占比处于行业中等水平。

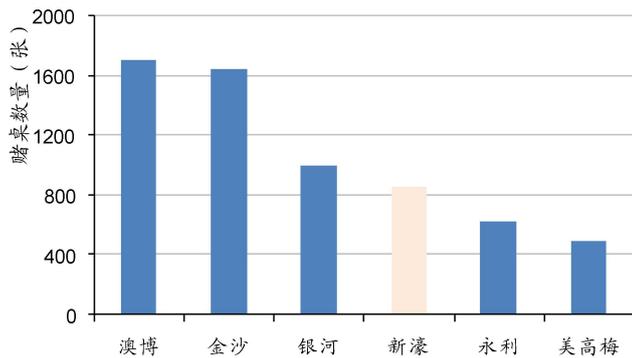
图 10: 澳门博彩公司贵宾业务毛收入收入占比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

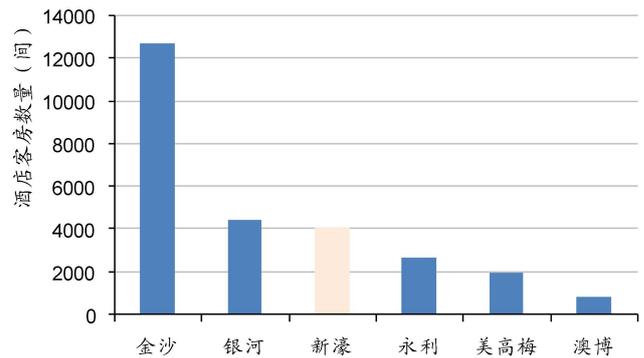
**新濠博亚赌桌数量排行业第4, 酒店客房数量排名行业第3。**在澳门六家博彩公司中, 澳博控股和金沙中国的赌桌数量最多, 均超过1600张。18年3季度新濠博亚赌桌数量约为861张, 排名行业第4。酒店客房方面, 新濠锋、新濠影汇及新濠天地分别约提供230间、1600间和2170间客房, 总数排名行业第3。其中18年6月新开业的摩珀斯酒店提供约770间客房。

图 11: 18Q3 澳门博彩公司赌桌数量



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 12: 18Q3 澳门博彩公司酒店客房数量

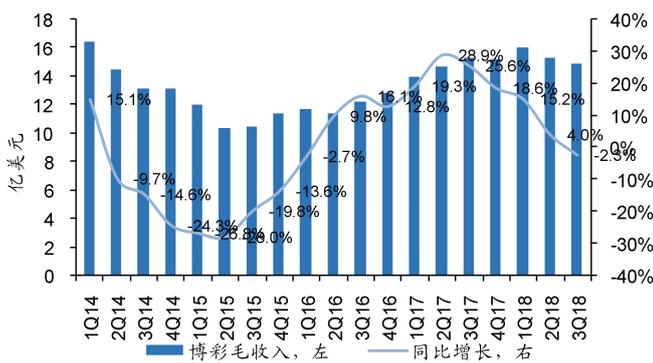


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**18年3季度博彩毛收入:** 18年前3季度, 新濠博亚实现博彩毛收入46.3亿美元, 同比增长5.4%。18年3季度的博彩毛收入为15.0亿美元, 同比下滑2.3%。其中中场及角子机业务分别同比增长8.9%及18.9%, 而贵宾业务同比下滑14.6%。贵宾业务下滑的部分原因是被偏低的赢率拖累。3季度新濠天地贵宾业务转码额为123亿美元, 同比增长9.8%, 但是赢率仅为2.4%, 低于17年3季度的赢率3.5%; 新濠影汇贵宾业务转码额为5100万美元, 同比持平, 但是赢率为3.1%, 低于17年3季度的赢率4.0%。

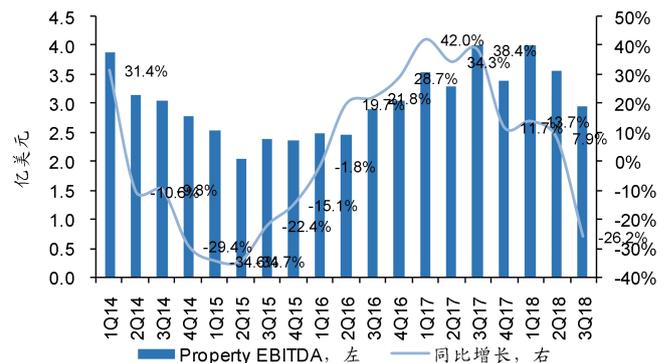
**18年3季度物业EBITDA:** 18年前3季度, 新濠博亚实现经调整物业EBITDA为10.5亿美元, 同比下滑2.8%。其中18年3季度经调整物业EBITDA为2.95亿美元, 同比下滑26.2%。由于3季度偏低的贵宾赢率对新濠天地、新濠天地马尼拉及新濠锋的EBITDA的影响分别为2200万、1100万及600万美元, 因此3季度经赢率调整后的物业EBITDA为3.33亿美元, 同比下滑11%。

图 13: 新濠博亚博彩毛收入 (季度)



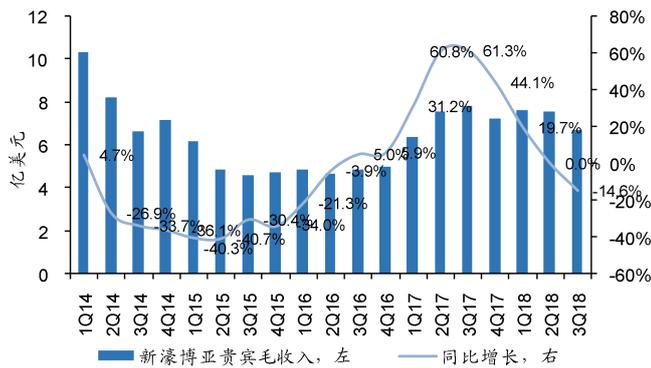
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 14: 新濠博亚经调整 EBITDA (季度)



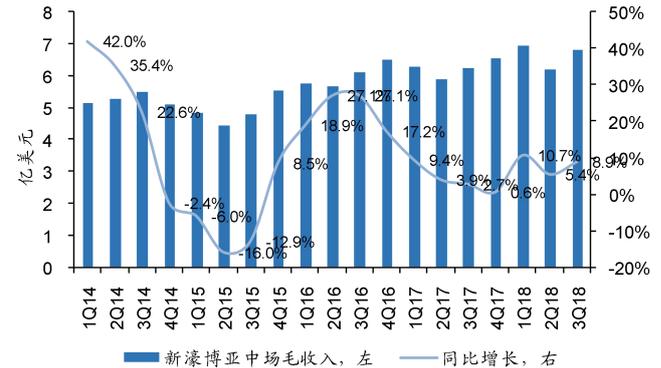
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 15: 新濠博亚贵宾业务博彩毛收入 (季度)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 16: 新濠博亚中场业务博彩毛收入 (季度)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 2. 公司注重发展非博彩娱乐元素, 将受益于内地游客人次增长

新濠博亚一直以来注重发展非博彩娱乐元素, 其物业中包含较多吸引家庭游客的娱乐设施, 有利于为中场业务带来潜在客流。公司的非博彩收入主要由新濠天地及新濠影汇贡献。除了客房、餐厅、零售及会展等传统的非博彩设施以外, 新濠天地及新濠影汇还拥有多元化的, 世界级的非博彩娱乐设施。新濠天地的“水舞间”剧院, 拥有全球最大的融舞蹈、体操、杂技和潜水为一体的“水舞间”水上汇演。水舞间剧院设有2000个座位, 是前往澳门地区游客必去观看的表演之一。而2015年开业的新濠影汇由于拥有8字形摩天轮影汇之星、新濠影汇魔幻间、蝙蝠侠夜神飞驰、华纳满Fun童乐园等澳门此前从未有过的非博彩娱乐项目, 因此获批了250张新增赌桌的配额, 高于2013年以后新开业的其他赌场获得的新增赌桌配额, 可见新濠的非博彩设施获得了澳门政府的高度肯定。

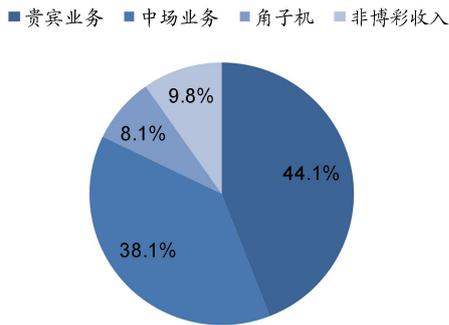
表 2: 新濠澳门赌场主要非博彩设施

赌场	开业日期	零售物业 (平方米)	会展物业 (平方米)	剧院 (座位数)	主要非博彩娱乐项目
新濠天地	2009年6月	16258	8000	2000	2000座水舞间剧院, 2.6万平方英尺夜总会, 30间餐厅, 930平米儿童乐园, 2787平米的士高场, 近3000平米现场表演场地“娇比”, 4间水疗中心, 艺赏天地展品
新濠影汇	2015年10月	32516	22000	5000	5000座综艺馆, 8字形摩天轮影汇之星, 蝙蝠侠夜神飞驰, 30余间餐厅, 3720平米儿童乐园, 特技表演狂电派, 10余间餐厅及酒吧
合计		48774	30000	7000	

数据来源: 公司公告, 新濠天地、新濠影汇官网, 广发证券发展研究中心

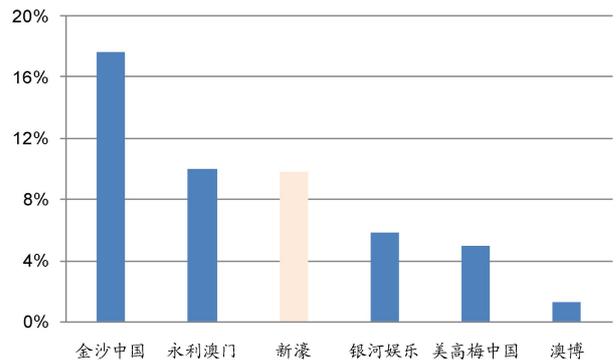
**新濠博亚非博彩收入占比较高：**2017年，公司贵宾、中场、角子机及非博彩业务收入占比分别为44.1%、38.1%、8.1%和9.7%。其中非博彩业务收入占比排名行业第3，低于金沙中国及永利澳门。金沙中国由于专注于中场业务且客房数量较多，因此非博彩收入在行业中遥遥领先。永利澳门的非博彩收入占比在2017年有较大提升，主要是因为永利皇宫在2016年8月开业所致。新濠博亚目前的非博彩收入主要由新濠天地和新濠影汇贡献。

图 17：2017 年新濠博亚娱乐各项业务收入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

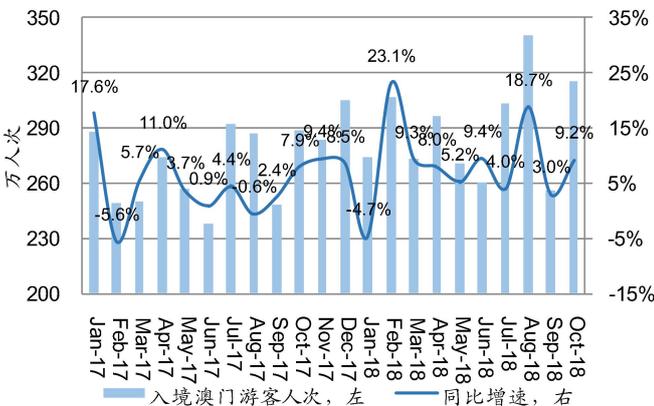
图 18：2017 年澳门博彩公司非博彩收入占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

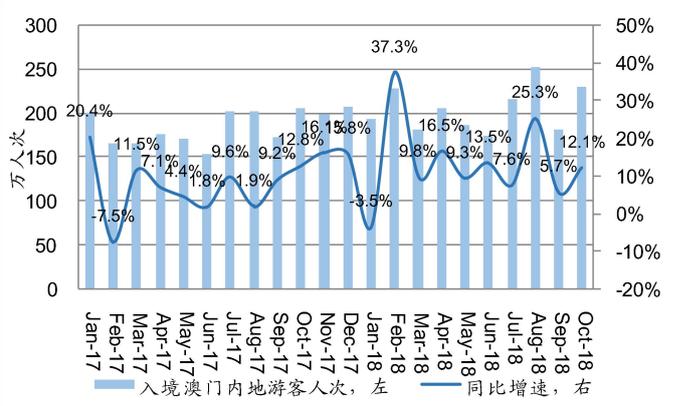
新濠博亚的定位更加符合年轻游客偏好，将受益于内地游客的继续增长。而我们认为广东省外内地游客人次的增长，将是澳门中场业务增长的主要驱动因素。据澳门旅游局披露，2018年1-10月入境澳门游客人次达到2896.8万，同比增长8.4%。其中入境澳门的内地游客人次达到2052.8万，同比增长13.1%。而其中来自广东省外的内地游客人次达到1090.1万人，同比增长13.5%，是澳门游客人次增长的主要驱动因素。

图19：入境澳门游客人次



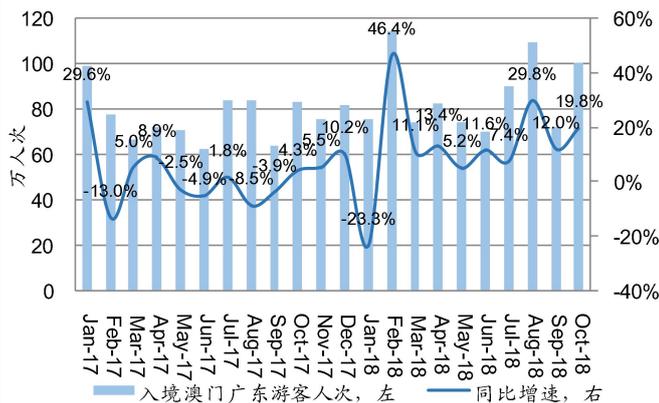
数据来源：DSEC，广发证券发展研究中心

图20：入境澳门内地游客人次



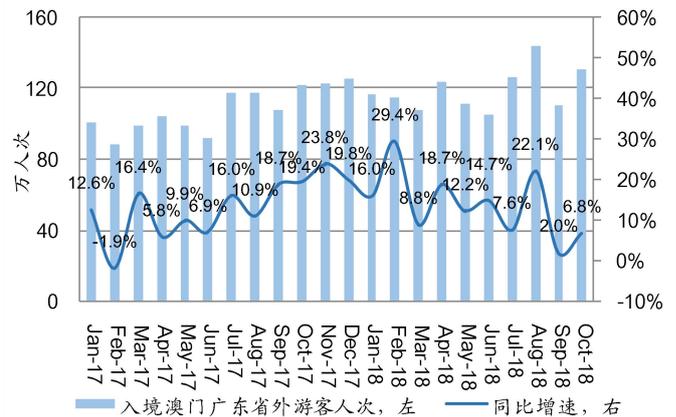
数据来源：DSEC，广发证券发展研究中心

图21: 入境澳门广东省游客人次



数据来源: DSEC, 广发证券发展研究中心

图22: 入境澳门广东省外游客人次

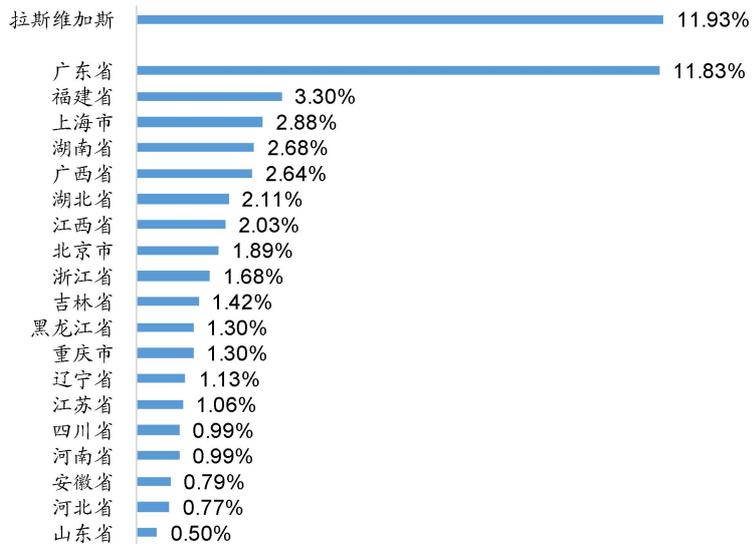


数据来源: DSEC, 广发证券发展研究中心

我们认为港珠澳大桥的通车将提升澳门旅游业在广东以外内地省份的渗透率，内地游客人次在2018/19年将继续快速增长。2017年，澳门旅游行业在广东省的渗透率（入境澳门游客人次/城镇人口数量）已经接近12%，但是在广东省以外的大多数内地省份都不到2%。这主要是由于澳门地区的交通瓶颈限制了北方游客人次的增长。2018年初澳门机场客运大楼新北翼落成并正式启用，使客运大楼旅客年接待量提升至780万人次。然而据澳门机场披露，仅在2018年上半年澳门机场的客流量已经达到400.4万人次，同比增长19.5%，再一次超过其扩建后的设计承载能力。这显示出北方游客前往澳门旅游的需求仍然十分强劲。

港珠澳大桥在10月24日通车后，将连通澳门和香港机场，且香港机场的客流承载能力以及飞往内地的航班的班次和目的地远高于澳门机场。根据我们测算，在19/20年经由港珠澳大桥前往澳门的内地旅客人次将分别达到91/135万。而我们预计在18/19/20年，入境澳门的游客人次将达到3545/3841/4121万，同比增速分别为8.7%/8.4%/7.6%。（关于港珠澳大桥对游客人次增长推动的测算，请参考我们9月30日发布的深度报告《港珠澳大桥将带动澳门内地游客人次继续快速增长》）。

图23: 2017年内地各省份游客渗透率



数据来源: DSEC, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

### 3. 新濠天地长期有望受益于路氹东部物业的集群效应

#### 3.1 永利皇宫已经完成经营爬坡, 对新濠天地的影响将逐步降低

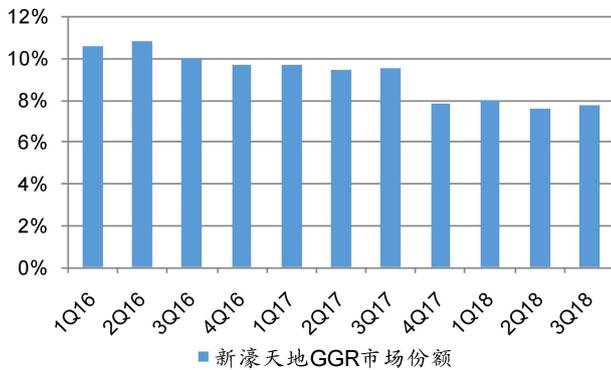
永利皇宫在开业后的经营爬坡阶段, 对于新濠天地产生了一定的分流: 在13年2季度至16年3季度, 新濠天地的博彩毛收入市场份额较为稳定, 保持在10%以上。但是在2016年8月, 在新濠天地隔壁的永利皇宫开业后, 对于新濠天地的顾客产生了分流影响。永利皇宫定位于贵宾及高端中场, 所针对的市场区间与新濠天地较为重合。因此随着永利皇宫开业后经营规模逐步爬坡, 新濠天地的博彩毛收入市场份额有所下滑, 从16年2季度的10.8%下降至18年3季度的7.8%。

**但是永利皇宫的经营爬坡已经完成:** 通常来说, 由于新赌场在开业前已经与博彩中介人签订合作协议, 其贵宾业务可以在很短的时间内完成经营爬坡。因此在永利皇宫开业的第1个完整季度, 其贵宾业务的每桌每日转码额已经超过路氹地区的平均水平。但是对于中场业务来说, 新赌场通常需要3-5个季度的时间来进行营销推广, 逐步积累人气。永利皇宫的中场业务在经过4个季度的经营爬坡后, 也超过了路氹地区赌场中场每桌每日赢款额的行业平均, 并且在2017年的经营效率持续提升。但是我们看到在18年3季度, 永利皇宫的中场业务的运营效率已经较为稳定, 这显示出永利皇宫已经完成开业后的经营爬坡。

**目前永利皇宫的接待能力已经接近饱和, 对新濠天地的影响将逐步降低。** 18年3季度永利皇宫贵宾业务的每桌每日转码额超过1100万港币, 在澳门所有赌场中排名靠前。此外, 永利皇宫18年3季度中场业务的每桌每日赢款额超过12万港币, 在澳门所有赌场中排名领先。酒店入住率方面, 永利皇宫的酒店入住率已经连续7个季度在95%以上。18年3季度永利皇宫的酒店入住率达到96.0%。可见, 目前永利皇宫的赌桌利用率和酒店入住率已经处于较高水平, 因此我们认为永利皇宫对于新濠天

地的分流影响将逐步降低。

图24: 新濠天地博彩毛收入市场份额



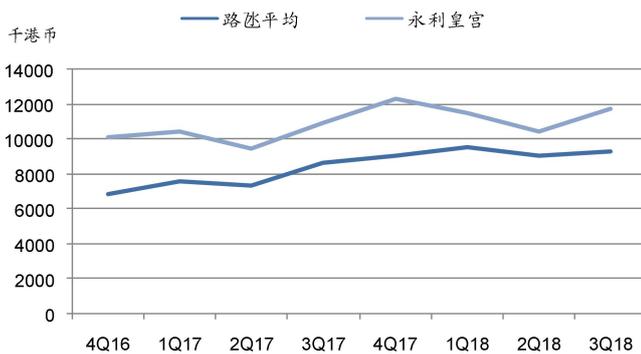
数据来源: 公司公告, DICJ, 广发证券发展研究中心

图25: 永利皇宫博彩毛收入市场份额



数据来源: 公司公告, DICJ, 广发证券发展研究中心

图26: 永利皇宫贵宾业务每桌每日转码额



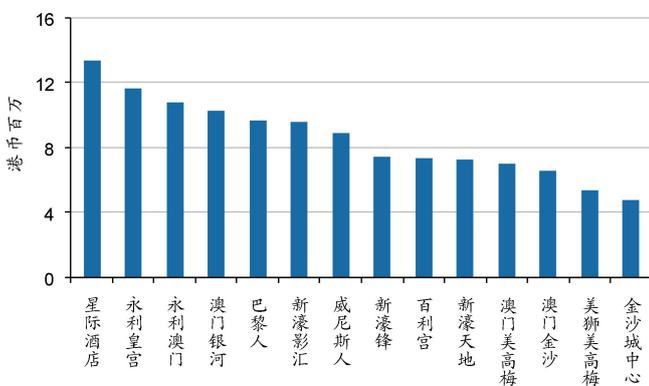
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图27: 永利皇宫中场业务每桌每日赢款额



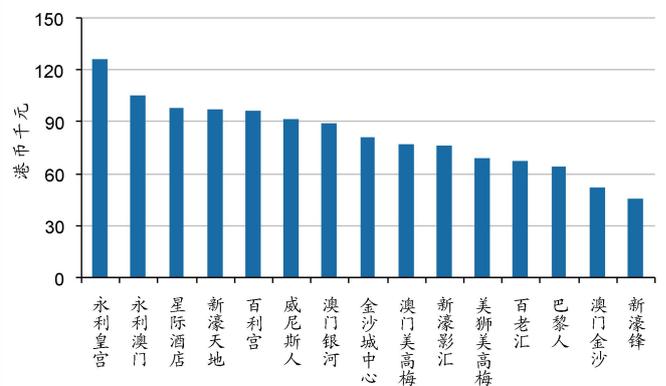
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图28: 贵宾业务每桌每日转码额排序 (2018Q3)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 中场业务每桌每日赢款额排序 (2018Q3)



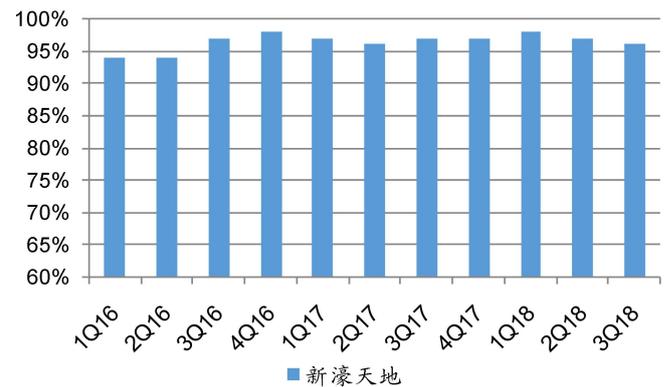
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图30: 永利皇宫酒店入住率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图31: 新濠天地酒店入住率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 3.2 摩珀斯酒店开业将有助于新濠天地提升高端中场市占率

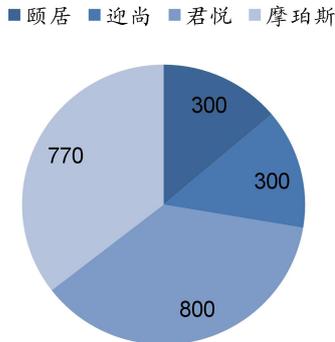
从历史数据上看,新濠天地的中场业务的单桌收益一直在行业内处于领先地位。新濠天地自2011年开业以来,一直专注于高端中场业务。2013-17年,新濠天地中场业务的每桌每日赢款额在行业中一直保持领先。但是2016-17年,新濠天地中场业务的每桌每日赢款额相对于其他赌场的优势显著收窄。这主要是由于同样定位于高端中场的永利皇宫开业,加剧了区域竞争。

摩珀斯酒店开业有助于新濠天地重拾高端中场市场份额。在摩珀斯酒店开业以前,新濠天地拥有颐居(Nüwa)、澳门君悦(Grand Hyatt Macau)及迎尚(The Countdown Hotel)三家酒店,合计提供客房约1400间。其中,颐居酒店拥有约300间客房,主要面向贵宾及高端中场赌客;澳门君悦酒店拥有约800间客房,主要针对高端中场赌客,而迎尚酒店拥有约300间客房,定位于中场赌客。新濠天地三期的摩珀斯酒店则主要面向高端中场赌客,提供约770间客房。摩珀斯酒店开业后,新濠天地的客房总数增加至约2170间,增长约55%。而其中面向高端中场的客房数量将增长接近一倍。因此,摩珀斯酒店的开业显著提高了新濠天地对于高端中场赌客的接待能力。我们认为摩珀斯酒店的开业将帮助新濠天地提升高端中场业务的市场份额。首先,向赌客提供免费或者有折扣的豪华客房,是赌场吸引高端中场赌客的重要手段之一。而豪华客房在澳门地区的酒店客房供给中的数量有限,因此相对稀缺。摩珀斯酒店的客房面积均在60平方米以上,这将使得新濠天地在吸引高端中场赌客的竞争中更有优势。其次,新濠天地一直以来都专注于高端中场业务,积累了丰富的客户数据库。尽管近年来部分客户可能流向其它物业,对新濠天地的业绩带来一定影响,但是我们认为新濠天地通过新增的摩珀斯酒店以及对其它酒店的翻新,将能够重新激活部分流失的赌客资源。

但是短期内,高端中场客户的博彩支出受到国内消费增速放缓的影响较大。受到国内宏观不利因素的影响,澳门的贵宾业务增速在今年的2,3季度明显放缓。而中场业务受益于游客人次的快速增长,仍然保持着快速增长的势头。但是高端中场客户中的部分顾客,与贵宾业务的顾客群体有所重叠。因此这部分高端中场顾客群体受到国内宏观不利因素的影响也较为明显。相较于澳门大多数赌场物业来说,新濠天地的中场业务中,高端中场的贡献占比较高,因此我们认为新濠天地的中场业务

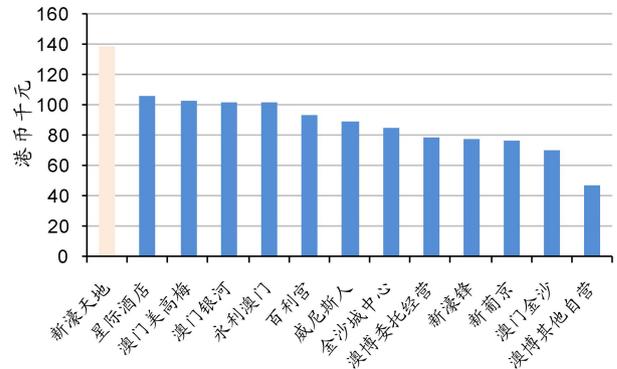
在短期内仍然将面临较大的压力。

图32: 18Q3新濠天地酒店客房结构



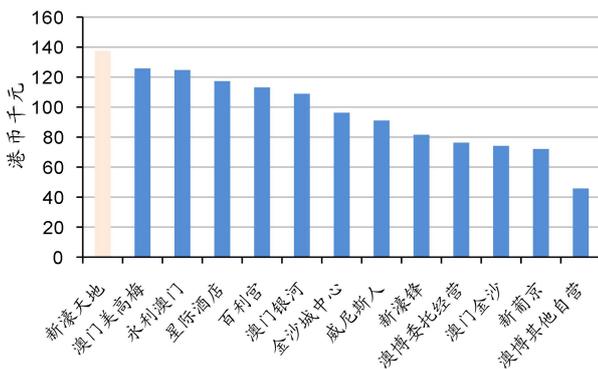
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图33: 2013年中场业务每桌每日赢款额排序



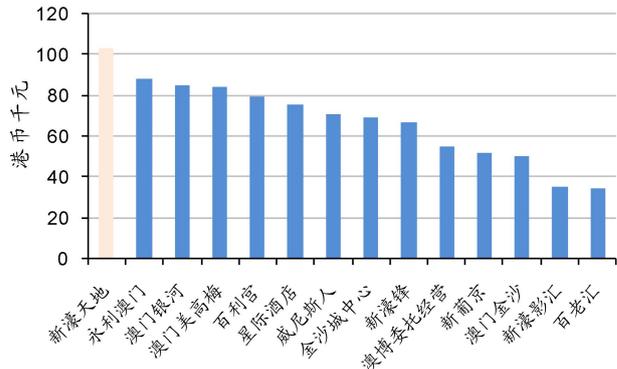
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图34: 2014年中场业务每桌每日赢款额排序



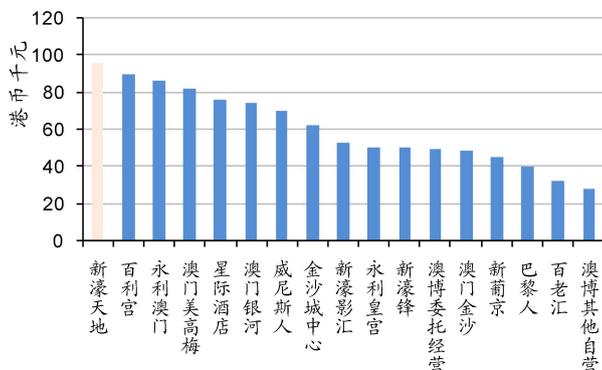
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图35: 2015年中场业务每桌每日赢款额排序



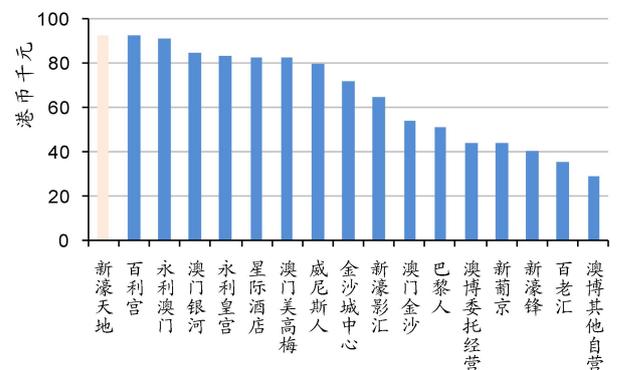
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图36: 2016年中场业务每桌每日赢款额排序



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图37: 2017年中场业务每桌每日赢款额排序



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 3.3 长期来看，新濠天地将受益于路氹东部赌场的集群效应

目前路氹地区的博彩物业正在逐步形成西部、中部及东部三大集群。在澳门博彩行业第一轮景气周期中（2005-2009年）开业的赌场主要位于澳门半岛，仅金沙中国在路氹地区建有博彩物业。在第一轮景气中，金沙中国建成的澳门威尼斯人及百丽宫均坐落于路氹中部。而在第二轮景气周期中（2010-2014年）先后开业的新濠天地、澳门银河一期及金沙城中心均位于路氹地区，分别位于路氹的东部、西部及中部。随后于2015年开业的澳门银河二期及澳门百老汇位于路氹的西部，而新濠影汇位于路氹的中部。至此，路氹地区的西部及中部赌场集群初步形成。而彼时新濠天地仍然是唯一位于路氹地区东部的博彩物业。但是随着永利皇宫与美狮美高梅分别于2016年8月及2018年2月相继开业，新濠天地、永利皇宫与美狮美高梅在路氹东部地区开始形成一个新的集群。

目前路氹西部集群以银河娱乐的赌场为主，包括澳门银河1&2期、澳门百老汇，以及目前正在建的澳门银河3&4期。路氹中部集群主要是金沙中国旗下的赌场，包括澳门威尼斯人、澳门百利宫、澳门巴黎人、金沙城中心以及位于新濠博亚旗下的新濠影汇。路氹东部集群则包括新濠天地、永利皇宫、美狮美高梅以及在建的上葡京。

表 3: 18Q3 路氹地区西部、中部、东部集群基本情况

分区	物业	建筑面积（万平方米）	客房数量（间）	中场毛收入（3季度，百万港币）
路氹西部集群	澳门银河I期、II期	105	3600	4434
	澳门百老汇	-	320	62
	合计		3920	4496
路氹中部集群	澳门威尼斯人	98	2905	4,286
	澳门百利宫	-	379	638
	澳门巴黎人	42	3000	1,774
	金沙城中心	131	6123	2,785
	新濠影汇	48	1600	1,725
	合计		14007	11207
路氹东部集群	新濠天地	69	2233	2920
	永利皇宫	50	1706	2388
	美狮美高梅	36	1300	1053
	合计		7239	6361

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从历史数据来看，路氹各集群的中场业务毛收入占比的变化趋势与酒店客房数量占比的变化趋势基本一致：半岛地区距离拱北口岸较近，同时商业元素更加多元化，出于通行时间的考虑，多数当日往返的游客更多集中在半岛地区。而路氹地区由于距离关闸边检站路程相对较远，同时酒店客房供给更多，因此路氹地区的游客以过夜游客为主。截至18年3季度，澳门共有酒店客房38700间，其中路氹地区赌场旗下酒店有23256间，占比达到60%。由于各家赌场之间的博彩元素并无差异，同时赌客可以通过博彩娱乐换取积分等原因，路氹地区的游客更倾向于在自己入住的酒店的赌厅娱乐。因此各家博彩物业的博彩毛收入市占率的变化与其酒店客房数量

占比的变化高度相关。

随着集群效应逐步形成，路氹东部的赌场将受益于区域客流的增长：由于在2009年6月以前仅有澳门威尼斯人及百利宫在路氹中部运营，因而彼时中部集群的酒店客房及中场业务毛收入市占率保持在100%。但是随着新濠天地及澳门银河一期相继于2009年6月及2011年5月开业，中部集群的市占率开始出现下滑，而路氹东部及西部集群的市占率开始不断提高。直到2012年4月金沙城中心开业，中部集群的市占率才开始有所回升。但是由于金沙城中心主要面向低端赌客，因此单个酒店客房带来的中场业务毛收入较低，开业后对中部集群市占率的提振作用较为有限。而东部集群自2011年1季度以来中场业务毛收入市占率一直高于酒店客房的市占率。这主要是因为新濠天地、永利皇宫及美狮美高梅均定位于高端中场，单个酒店客房带来的中场业务毛收入较高。

短期来看，美狮美高梅的经营爬坡仍然会对新濠天地有一些影响，但是长期来看，永利皇宫和美狮美高梅完成经营爬坡后，东部集群中场业务毛收入市占率将有所提升。而新濠天地也将受益于路氹东部集群效应的形成。

图38：路氹西部集群酒店客房及中场GGR占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图39：路氹中部集群酒店客房及中场GGR占比



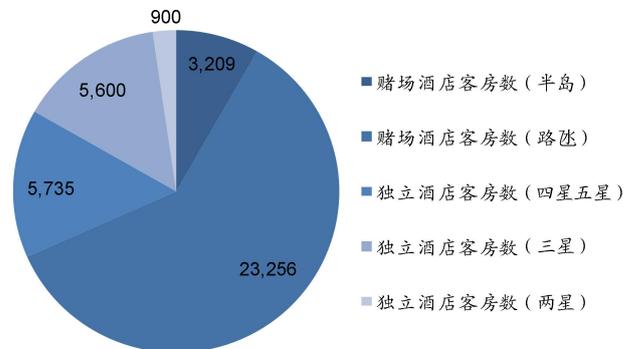
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图40：路氹东部集群酒店客房及中场GGR占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图41：18Q3澳门酒店客房构成（间）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 4. 积极拓展海外项目，投资回报率可观

除了在澳门地区经营赌场以外，新濠博亚还在积极开拓海外发展市场。目前已运营的海外项目有新濠天地（马尼拉）。此外，公司还在积极探索进军日本博彩业的机会。新濠天地（马尼拉）是除新濠天地及新濠影汇以外对公司业绩贡献最大的物业。其位于菲律宾马尼拉市娱乐城入口，拥有颐居、Nobu及凯悦酒店，共计提供约950间客房。新濠博亚通过其在菲律宾的子公司MCE Leisure Philippines间接持有新濠天地（马尼拉）72.8%的股份。

### 4.1 新濠海外赌场投资回报率较高

新濠天地（马尼拉）于2015年2月开业，与其开业时间临近的澳门赌场主要是新濠影汇。虽然新濠天地（马尼拉）的投资额仅为新濠影汇的1/3，但是2017年新濠天地（马尼拉）的EBITDA达到新濠影汇的70%。可见，与澳门地区的赌场相比，新濠天地（马尼拉）虽然规模较小但是投资回报率更高。这是因为在澳门建造赌场的成本更高，而且澳门的博彩税率也是全世界最高的。

表 4：新濠天地（马尼拉）基本情况介绍

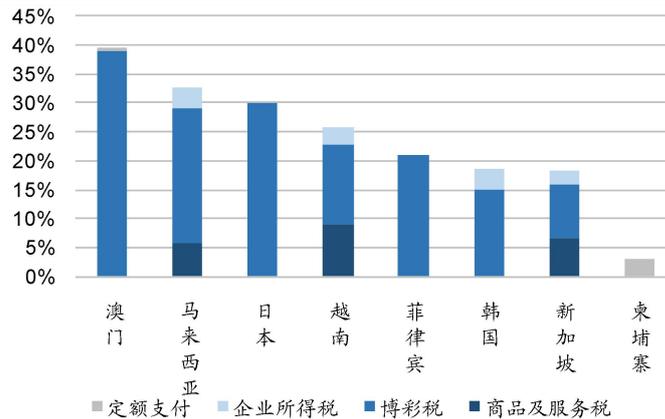
	开业时间	建筑面积 (平方米)	房间数量 (间)	投资额 (亿港元)	17年 EBITDA (百万港币)
新濠天地（马尼拉）	2015年2月	300000	981	80	1821
新濠影汇	2015年10月	436600	1600	240	2601

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

首先，在海外建造和运营赌场的成本要低于澳门。新濠影汇总投资额达到240亿港元，是新濠天地（马尼拉）的3倍；且新濠影汇单位建筑面积的投资额达到5.5万港币，是新濠天地（马尼拉）的2倍。为了推动澳门地区向综合性旅游休闲城市转型，澳门特别行政区政府在《澳门特别行政区五年发展规划（2016-2020）》中明确提出，希望非博彩收入占比由6%增长至9%。这就要求新建的赌场中包含更多的非博彩娱乐项目以及会展设施。而非博彩项目的投资回报率低于博彩设施，会拉低赌场物业的整体投资回报率。而且在澳门建造赌场的土地费用以及运营赌场的人工费用均高于马尼拉。

其次，澳门地区博彩公司实际税负较高。目前澳门博彩公司需缴纳占博彩毛收入35%的博彩税、占博彩毛收入4%的公共与社会发展基金，以及一些定额费用，实际博彩税率接近40%，排名亚洲第1。而菲律宾博彩公司的贵宾、中场业务博彩税分别为15%及27%，远低于澳门博彩公司的税负水平。

图 42: 亚洲各国博彩公司博彩业务实际税率



数据来源: 公司公告, 各国税务局, DICJ, PAGCOR, GGRAsia, 广发证券发展研究中心

说明: 计算博彩税时假设菲律宾及新加坡贵宾、中场业务收入占比各一半

**新濠博亚拟增加新濠天地(马尼拉)的持股比例:** 据公司2018年10月23日公告, 新濠博亚子公司MCO (Philippines) Investments Limited拟进行要约收购, 涉及最多15.43亿股MRP发行在外的普通股。收购要约价将为每股7.25菲律宾比索, 期限将于2018年10月31日开始。MRP于菲律宾证券交易所上市, 为新濠博亚的子公司, 持有新濠天地(马尼拉)赌场。目前新濠博亚间接持有MRP约72.77%的股份。

## 4.2 积极探索日本市场

日本博彩行业的合法性问题从1999年开始讨论至今, 并在2011年提出IR促进法案(“综合度假设施整备推进法案”)的提案。2012年, 安倍晋三的上台是日本博彩进程的重要一环。其推行经济自由化, 并提倡通过新建赌场来振兴经济。但因为日本地震、政局紊乱等原因, 政局接连停止对IR法案的讨论, 甚至在2014年该提案被废止。直到2016年12月15日, 日本众议院表决通过赌场合法化。

2017年3月日本政府成立IR推进本部(即政府部门), 由安倍首相担任部长。同年9月, 本部向临时国会提出IR实施法案。2018年6月19日, IR实施法案获得日本众议院审议通过。在随后7月20日的参议院会议上, IR实施法案凭借自民党、公明两党和日本维新会等多数赞成票获得正式通过。10月5日起, 日本政府开始实施《赌博成瘾对策法案》。根据该法案, 日本最多建设3个包含赌场的综合度假区。日本民众进入赌场每星期最多3次, 每月最多10次, 赌场将向日本人收取6000日元的日常费(约合人民币360元)。赌场将被允许向赌客放贷。

拓展日本市场是新濠未来的核心发展重点。公司认为日本市场有很大的潜力, 有望成为亚洲内仅次于澳门的最大博彩胜地。公司称当日本政府通过综合度假村实施法案后, 将会全力争取综合度假村牌照。新濠国际已经在日本设立附属公司以及东京开办办事处, 并在当地已经建立领导团队, 计划联合日本财团共同打造一个独一无二和可持续发展的综合度假村。目前日本的许多城市都在争夺建立度假村的机会。由于大城市能吸引更多的游客, 公司更倾向于与大城市(例如东京, 大阪等)政府合作。尽管目前IR实施法案已经获得通过, 但竞标阶段还要等到2019年或2020年, 赌场的开业则要到2025年。

## 5. 新濠国际股价当前折价较窄

历史上新濠国际的市值相对于其净资产一直存在折价。2010年至今，新濠国际的市值相对于其净资产的折让幅度主要在25%-45%之间。存在折让主要是因为新濠国际是控股公司结构。新濠国际通过新濠博亚在澳门及菲律宾经营博彩业务，因此资产存在流动性折价。此外，新濠国际还拥有许多非核心资产，业务结构较为复杂。历史上新濠国际旗下的非核心资产包括东南亚博彩机业务公司（Entertainment Gaming Asia Inc.）、新濠环彩公司、俄罗斯海参崴的水晶虎宫殿娱乐场、塞浦路斯项目、珍宝王国餐饮及中国滑雪度假村等。

为了缩小净资产的折价幅度，新濠国际的管理层采取了一系列的措施。首先，新濠国际提高了对新濠博亚的持股比例，经营情况的透明度进一步提高。2016年5月4日，新濠博亚以8亿美元向主要股东澳洲皇冠集团（Crown Resorts Ltd.）回购1.55亿股。完成注销后，新濠国际在新濠博亚的持股比例从34.3%提升至37.9%，成为单一最大股东，并实现对新濠博亚的并表。随后在2017年2月16日，新濠国际以11亿美元从澳洲皇冠集团购入1.98亿股新濠博亚的股份，对新濠博亚的持股比例进一步提升至51.3%。其次，新濠博亚持续简化其业务和股权结构。2017年5月29日，新濠国际公告出售其持有的全部40.65%新濠环彩股份，以便管理层专注于集团核心业务。在2017年6月，新濠国际对EGT新濠国际以外的股东出现现金要约收购，令新濠国际对EGT的持股比例从64.84%增加至100%。2017年6月，新濠国际还公告已订立协议购入Hard Rock持有的塞浦路斯项目公司35.37%的权益，完成后对塞浦路斯项目的持股比例从35.37%提升至70.74%。

**表 5: 近年来新濠国际管理层减少估值折价的措施**

时间	历史事件
2016年5月	新濠博亚以8亿美元向主要股东澳洲皇冠集团回购1.55亿股。完成注销后，新濠国际在新濠博亚的持股比例从34.3%提升至37.9%，成为单一最大股东。
2017年2月	新濠国际以11亿美元从澳洲皇冠集团购入1.98亿股新濠博亚的股份，于新濠博亚的持股比例进一步提升至51.3%。
2017年5月	2017年5月29日，新濠国际公告出售其持有的全部40.65%新濠环彩股份。
2017年6月	新濠国际公告已订立协议购入Hard Rock持有的塞浦路斯项目公司35.37%的权益，完成后对塞浦路斯项目的持股比例从35.37%提升至70.74%。
2017年6月	在2017年6月，新濠国际对EGT新濠国际以外的股东出现现金要约收购，令新濠国际对EGT的持股比例从64.84%增加至100%。EGT于2017年6月22日在纳斯达克除牌及退市。
2018年10月	2018年8月14日，新濠国际发布公告拟分拆新濠影汇作独立上市。最终发售价定为每股美国预托股份12.5美元，发行数目为2875万股美国预托股份，并自10月18日开始在纽交所买卖。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

目前新濠国际的市值对其净资产的折让幅度较窄，我们采用分类加总估值法（SOTP）来计算新濠国际的净资产。从2010年至今，新濠国际的市值对净资产的

平均折让幅度为36%，-1SD及+1SD的折让幅度分别为28%及44%。我们以2016年5月9日（新濠国际成为新濠博亚第一大股东）及2017年2月16日（新濠国际对新濠博亚实现控股）为节点，计算市值不同时间段的折价幅度。2010年至2016年5月8日、2016年5月9日至2017年2月15日以及2017年2月16日至今新濠国际市值对净资产的平均折价幅度分别为38%、38%及30%。其中，2016年5月9日至2017年2月15日以及2017年2月16日至今的折价幅度分别呈收窄趋势。这主要是由于新濠国际对新濠博亚的持股比例不断提升以及新濠国际精简非核心业务所致。

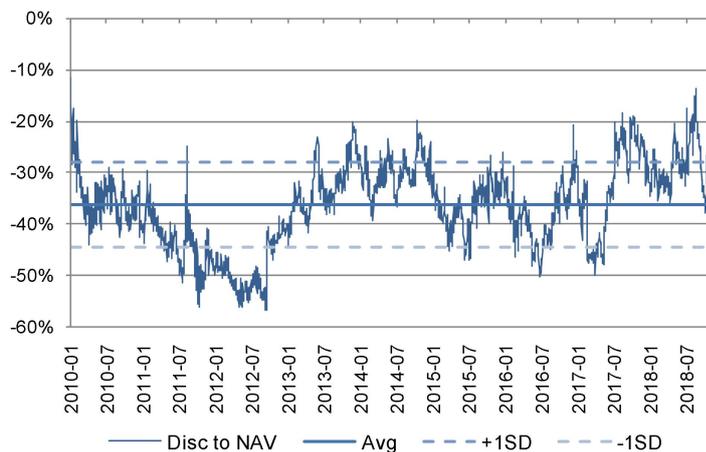
2018年11月23日新濠国际的收盘价为14.52港币，较每股净资产折让约23%，折让幅度小于2010年以来的平均水平以及2017年2月16日至今的平均折让。

表6: 采用分类加总估值法 (SOTP) 计算新濠国际折让幅度

	股权占比	价值 (百万港币)	每股净资产 (港币)	估值方法
新濠博亚	51.1%	33214	21.65	18年11月23日新濠博亚 (MLCO.US)的市值
水晶虎娱乐场	5%	120	0.08	Tigre Resort 的价值通过 18年11月23日凯升控股 (0102.HK)的市值进行估算
EGT	100%	271	0.18	基于 EGT 退市之前的市值
母公司净负债		4632	3.02	截至 18年6月30日
<b>资产净值</b>		<b>28973</b>	<b>18.89</b>	<b>截至 18年11月23日</b>
新濠国际股价			14.52	截至 18年11月23日
<b>折让幅度</b>			<b>23%</b>	

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图43: 新濠国际市值相对于其净资产的折价幅度



数据来源: wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心; 说明: 数据截至2018/11/26

## 6. 盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利做出如下假设:

**博彩毛收入:** 我们认为新濠博亚在2018-20年的博彩毛收入增长将主要来自于中场业务毛收入的增长。普通中场业务方面, 新濠博亚多元化的、世界级的非博彩娱乐设施符合内地游客的偏好。港珠澳大桥的通车将带动广东省以外内地游客人次继续快速增长, 这将为新濠博亚的中场业务带来新增客流。同时新濠天地旗下摩珀斯酒店的开业使得增加了新濠天地的酒店客房数量, 将帮助新濠天地重拾部分先前流失的高端中场赌客资源。但是在短期内, 公司的高端中场业务将继续受到国内经济下行压力的影响。而在宏观经济增速趋缓以及信贷环境偏紧的背景下, 我们认为公司的贵宾业务毛收入在2019年将略有下滑。

**EBITDA:** 在2018-20年, 公司EBITDA的增长将主要来自于中场业务毛收入的增长以及EBITDA利润率的提升。由于中场业务EBITDA利润率高于贵宾业务, 因此中场业务占比的提升将带动公司整体EBITDA利润率的提高。

**净利润:** 在2018-20年, 公司净利润的增长将主要受益于EBITDA的增长。虽然摩珀斯酒店从18年6月投入运营后, 公司的折旧费用将会出现一定增长, 但是公司的净利润仍将有所提升。

表6: 新濠博亚盈利预测关键假设 (百万美元)

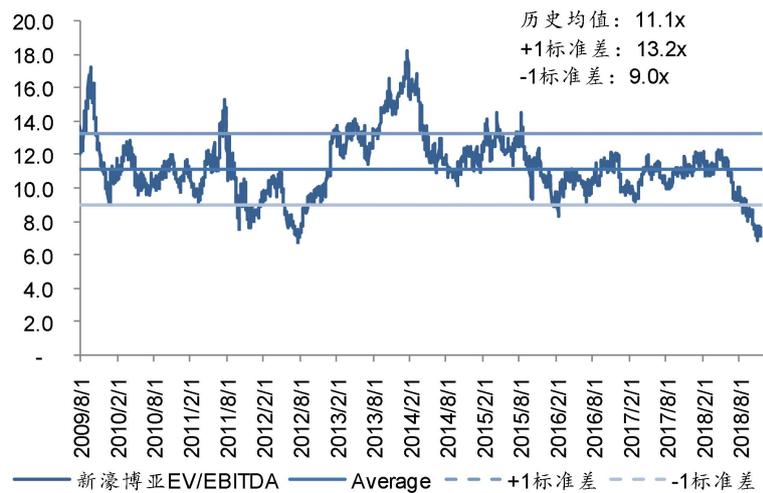
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
博彩毛收入	4808.0	5913.0	6161.7	6373.5	6648.0
% YoY	8.7%	23.0%	4.2%	3.4%	4.3%
贵宾业务	1935.3	2887.4	2883.4	2826.7	2834.4
% YoY	-4.9%	49.2%	-0.1%	-2.0%	0.3%
中场业务	2399.3	2496.2	2677.2	2910.5	3141.2
% YoY	22.3%	4.0%	7.3%	8.7%	7.9%
角子机业务	473.4	529.4	601.1	636.3	672.3
% YoY	10.6%	11.8%	13.5%	5.9%	5.7%
EBITDA	932.0	1087.5	1422.8	1494.8	1562.3
% YoY	19.2%	32.1%	5.3%	4.7%	4.9%
净利润	175.9	347.0	450.9	543.6	629.1
% YoY	66.3%	97.3%	29.9%	20.6%	15.7%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 投资评级

公司当前市值对应18/19年EV/EBITDA分别为8.3x和8.0x, 估值远低于历史平均估值11.1x。我们首次覆盖公司, 给予谨慎增值评级。

图44: 新濠博亚动态EV/EBITDA



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 说明: 数据截至2018/11/23

表 7: 澳门博彩上市公司可比公司估值表 (截至 2018/11/23)

可比公司	Price (HKD)	P/E				EV/EBITDA			
		2017	2018e	2019e	2020e	2017	2018e	2019e	2020e
金沙中国(1928 HK)	32.40	20.8	15.9	14.6	12.9	15.2	13.1	12.0	10.9
银河娱乐(0027 HK)	46.65	19.1	14.1	13.0	11.1	12.8	9.6	8.7	7.4
永利澳门(1128 HK)	16.46	23.2	13.3	12.1	11.0	13.5	10.6	10.2	9.4
美高梅中国((2282 HK)	12.52	20.6	28.6	15.5	10.9	17.6	13.1	10.5	9.1
澳博控股(0880 HK)	6.75	19.5	14.1	13.5	7.8	11.2	8.7	7.0	4.3
新濠博亚(MLCO US)	131.59	23.7	18.2	15.1	13.1	8.8	8.3	8.0	7.6
Average		21.1	17.4	14.0	11.1	13.2	10.6	9.4	8.1

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 澳博控股、银河娱乐及新濠博亚的估值基于广发证券盈利预测, 其余公司基于彭博一致盈利预期;

## 7. 风险提示

### 7.1 外汇管制收紧的风险;

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

### 7.2 赌场内全面禁烟的风险;

澳门特别行政区政府要求2019年起在赌场室内全面禁烟。此前在2014年10月, 政府已经要求澳门赌场在中场赌厅内禁烟, 而这次的禁烟令将扩大至贵宾赌厅。我们认为全面禁烟将有可能使得减少赌客在赌场内的停留时间(赌客仍可以在赌场内设置的吸烟室吸烟), 从而对博彩毛收入造成不利影响。

### 7.3 市场份额丢失的风险

18年2月开业的美狮美高梅定位于贵宾及高端中场，所针对的市场区间与新濠天地较为重合。而新开业赌场中场业务的经营爬坡通常需要3-5个季度。因此，美狮美高梅在短期内可能会对新濠天地产生一定的分流影响。

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2280	1845	2303	2362	3224
货币资金	1702	1408	1858	1909	2761
受限制现金	250	55	55	55	55
应收账款	225	177	184	190	198
存货	33	35	36	38	39
预付款项和其他流动资产	69	170	170	170	170
<b>非流动资产</b>	7061	7050	6888	7135	6626
固定资产	5656	5731	5649	5976	5546
博彩特许经营权净值	313	256	199	142	84
预付款项	195	190	190	190	190
土地使用权	810	787	765	742	719
其他非流动资产	86	86	86	86	86
<b>资产总计</b>	9340	8895	9192	9497	9850
<b>流动负债</b>	1479	1684	1767	1821	1888
应付账款	17	16	17	17	18
应计费用及其他流动负债	1370	1564	1646	1700	1766
长期负债之即期部分	51	51	51	51	51
其他流动负债	3	17	17	17	17
<b>非流动负债</b>	4038	3875	3875	3875	3875
递延所得税负债	56	54	54	54	54
融资租赁负债	262	266	266	266	266
应付土地使用权	0	0	0	0	0
长期负债	3670	3507	3507	3507	3507
股东贷款	49	49	49	49	49
<b>负债合计</b>	5517	5559	5643	5697	5764
普通股	15	15	15	15	15
股本溢价	2783	3672	3672	3672	3672
留存收益	546	-799	-586	-335	-48
少数股东权益	480	448	448	448	448
<b>负债及股东权益</b>	9340	8895	9192	9497	9850

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA利润率	17.9%	19.6%	19.8%	19.9%	20.1%
ROE	6.0%	10.7%	12.2%	14.7%	17.1%
流动比率	1.54	1.10	1.30	1.30	1.71
速动比率	1.52	1.07	1.28	1.28	1.69
净负债/ EBITDA	1.82	1.63	1.22	1.13	0.50
经营活动现金流/EBITDA	1.19	0.90	0.84	0.85	0.87
<b>毛收入</b>	4808	5913	6162	6374	6648
新濠锋	599	608	713	669	677
新濠天地	2861	3004	2930	3105	3250
新濠影汇	705	1442	1605	1681	1765
马尼拉新濠天地	523	738	799	798	829
摩卡娱乐场	121	121	115	121	127

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1158	1163	1137	1202	1298
税前利润	67	315	451	544	629
折旧摊销	601	567	612	612	612
营运资金变动	369	175	74	47	57
其他	121	106	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	281	-410	-450	-859	-103
资本支出	-532	-499	-450	-859	-103
投资减少	29	1	0	0	0
投资增加	0	0	0	0	0
其他	784	87	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1340	-1046	-238	-293	-343
股息支付	-386	-821	-238	-293	-343
借款增加	0	703	0	0	0
借款减少	-152	-931	0	0	0
股本增加	3	4	0	0	0
其他	-806	0	0	0	0
<b>现金变动额</b>	99	-294	450	50	853
<b>现金余额</b>	1702	1408	1858	1909	2761

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>娱乐场</b>	4177	4938	5216	5446	5718
房间	265	272	284	315	318
食品、饮料	178	185	191	197	203
娱乐、零售及其他	197	204	210	216	223
推广费用	-297	-313	-307	-329	-336
<b>营业收入</b>	4519	5285	5594	5845	6126
娱乐场	-2905	-3374	-3516	-3637	-3793
房间	-33	-33	-34	-38	-38
食品、饮料	-66	-58	-60	-62	-64
娱乐场、零售及其他	-110	-88	-91	-94	-96
其他营业成本	-1039	-1091	-1188	-1218	-1252
<b>经营利润</b>	367	641	705	798	882
非经营性开支	-270	-253	-253	-253	-253
<b>税前利润</b>	97	388	452	545	629
所得税	-8	0	0	0	0
少数股东损益	109	32	0	0	0
<b>经常性净利润</b>	198	420	452	545	629
非经常性项目	-22	-73	-2	-1	0
<b>净利润</b>	176	347	451	544	629
报告基本每股收益 (美元)	0.35	0.71	0.92	1.11	1.29
每股股息 (美元)	1.49	0.41	0.36	0.36	0.36

**广发海外研究小组**

- 欧亚菲:** 海外研究主管, 消费品首席分析师, 2011-2014 年新财富批发零售行业第三名, 第二名, 第二名和第三名, 2015 年新财富最佳海外研究 (团队) 第六名, 2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名。
- 廖凌:** 海外策略首席分析师, 2016 年新财富策略研究领域第 4 名, 2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲:** 海外公用事业和新能源首席分析师, 获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇:** 博彩休闲行业首席分析师, 2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩、酒店休闲业最佳研究团队第二、第四名。2018 年机构投资者大中华地区博彩、酒店休闲业最佳研究团队第一名。
- 杨琳琳:** 海外互联网行业首席分析师, 2012~2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名 (团队)、第 4 名 (团队)、第 2 名 (团队)。
- 邓崇静:** 高级分析师, 2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港 (地区) 汽车行业最佳分析师第四名, 2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国 (港股) 可选消费行业最佳研究团队前十名, 从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯:** 分析师, 美国乔治华盛顿大学 (George Washington University) 金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘峤:** 海外必须消费品研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞:** 海外电子行业研究助理, 统计学硕士, 2017 年新财富最佳海外研究 (团队) 第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮:** 海外博彩休闲行业研究助理, 上海财经大学国际商务硕士, 中央财经大学会计学学士、法学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

**广发证券—行业投资评级说明**

- 买入:** 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有:** 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

**广发证券—公司投资评级说明**

- 买入:** 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持:** 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有:** 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

**联系我们**

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

## 免责声明

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

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

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

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