

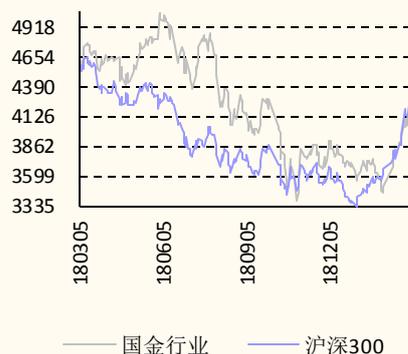
消费升级与娱乐研究中心

社会服务业行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4120.26
沪深300指数	3749.71
上证指数	2994.01
深证成指	9167.65
中小板综指	8999.41



相关报告

- 1.《旅游餐饮行业周报-澳门博彩收入1-2月下滑0.5%，酒店受春...》，2019.3.3
- 2.《2019教育行业周报第8期：希望教育&宝宝树集团3月11日将...》，2019.2.24
- 3.《旅游餐饮行业周报-日泰出境游1月表现转暖，澳门大力度控烟或影...》，2019.2.24
- 4.《关于《中国教育现代化2035》的重点内容的解析-关于《中国教...》，2019.2.24
- 5.《旅游餐饮行业周报-1月博彩收入下滑5%，海外消费持续回流贡献...》，2019.2.17

楼枫桦 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005 (8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号：S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

博彩下行判断需辩证，龙头企业表现仍可观

行业观点

- 2019年1月澳门博彩收入下滑5%，2月有所回暖(+4.4%)，综合春节的错配效应来看19年开门不利，18年高基数下19年前两个月几乎不增长。历年澳门博彩市场复盘，市场波动性较大，受政策和宏观经济影响较大，19年首次出现17年以来的负增长变化，但从VIP收入占比和总量需求来看19年的澳门博彩将维持平稳。港珠澳大桥的开通或能一定程度带动大众游客的澳门客流以及缓解澳门当地酒店的接待压力，VIP业务或将受到内地经济的影响，但预计降幅有限，博彩收入的总量能够稳定。
- 从博彩体量来看金沙中国>银河娱乐>永利澳门>澳博控股>美高梅中国>新濠国际发展，18年各家表现出现分化，银河和金沙表现超行业平均，美高梅因18年2月新开美狮美高梅录得较快增长，澳博及永利由于部分娱乐场在半岛区域出现VIP业务较低表现。季度来看下半年银河VIP及中场业务均出现较为明显增速放缓的趋势，银河Q4VIP业务收益下滑4.7%。金沙中国虽增速有所换挡但VIP及中场仍维持在10%以上的表现，归功于巴黎人2016年8月的开业及中场客源在18年仍相对稳定，澳门接待内地游客人次创新高，进一步论证了我们关于博彩变化结论，外部交通的改善和市场景气度的提升能够带动澳门博彩的中场业务表现亮眼，而VIP业务波动性相对较大。
- 理论上每个娱乐项目的经营净赢率固定，但博彩公司可以通过不同的项目组合以及高端中场的开辟对两大业务的净赢率进行调整。中场业务净赢率先降后升，市场下行下通过降低净赢率让利以及开创高端中场业务来吸纳游客，随着中场业务的主体地位逐步加强，净赢率未来仍存在上升空间。由于高净值客户的数量有限，无法通过降低净赢率来带动，贵宾业务净赢率在低谷期均有所上升，2017年随着贵宾业务的全面复苏开始有所回降。各个娱乐场在净赢率的策略上采取在各自擅长领域制定较低的净赢率保持其优势，而短板以高净赢率来留存收益。
- 因VIP业务与国内经济中企业利润密切相关，周期属性较强，但中场业务和非博业务的表现仍亮眼，澳门当地政府针对澳门经济提出从博彩业引领到非博业务过渡。从六家的非博业务来看表现不俗，体量虽小但增长较快，中场业务靠客流带动逻辑与非博业务一致。随着基建交通改善（码头、轻轨、大桥和口岸全线贯通，内外辐射客群范围大大扩展，提高游客渗透率）、酒店供给变化（布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型）以及澳门消费群体和方式的变化（小赌怡情，大赌伤身，澳门完成了从大到小的蜕变，澳门游客市场亦发生变化）。中场业务和非博业务中长期成长的逻辑仍在，需求和供给的变化带动中场业务增速持续高增长。

相关标的

- 金沙中国 (1928.HK)、银河娱乐 (0027.HK)

风险提示

- 2019年宏观消费数据持续下行，国内消费持续疲软；房地产下行周期时，溢出效应超过财富效应；澳门全面禁烟对客源的负面影响超过预期；其他政策限制内地游客前往澳门进行博彩类消费。

内容目录

一、 澳门博彩 2017 年以来出现首次负增长，回顾过去看博彩是否底部?	4
二、 18 年澳门博彩出现拐头，但龙头公司强者恒强逻辑仍在，EBITDA 利润表现仍表现不俗.....	5
三、 净赢率的讨论：与博彩收入存在相关性，项目调整实现净赢率的波动...8	
四、 未来重点发展非博彩，虽博彩收入增速换挡，但酒店的入住率接近 100%，中场业务靠客流带动逻辑与非博业务一致.....	13
五、 推荐标的及风险提示	17
5.1 相关标的.....	17
5.2 风险提示.....	17

图表目录

图表 1：澳门博彩累计增速与国内企业利润的相关性.....	4
图表 2：澳门博彩月度增速与 PPI 的相关性	4
图表 3：澳门博彩 VIP 增速换挡，中场业务增长超 VIP	5
图表 4：港珠澳大桥的开通带动了一日游游客的增加.....	5
图表 5：六家娱乐场 18 年赌枱情况（单位：台）	6
图表 6：2018 年六家娱乐场的 VIP 及中场业务增速	6
图表 7：18 年所公布的各个娱乐场的贵宾 VIP 业务和中场业务的表现情况.....6	
图表 8：回顾银河娱乐的季度增速变化来看符合行业趋势.....	7
图表 9：金沙中国到 18 年 Q4 表现更为平稳.....	7
图表 10：博彩项目理论净赢率的计算方法.....	8
图表 11：2013-2018 年中场博彩收入结构中百家乐的占比呈现周期变化.....9	
图表 12：金沙中国中场净赢率及投注额变化趋势.....	10
图表 13：银河娱乐中场净赢率及投注额变化趋势.....	10
图表 14：永利澳门中场净赢率及投注额变化趋势.....	10
图表 15：新濠国际中场业务净赢率及投注额变化趋势.....	10
图表 16：金沙中国贵宾业务净赢率及投注额变化趋势.....	11
图表 17：银河娱乐贵宾业务净赢率及投注额变化趋势.....	11
图表 18：永利澳门贵宾业务净赢率及投注额变化趋势.....	11
图表 19：澳博控股贵宾业务净赢率及投注额变化趋势.....	11
图表 20：美高梅中国贵宾业务净赢率及投注额变化趋势.....	12
图表 21：新濠国际贵宾业务净赢率及投注额变化趋势.....	12
图表 22：在博彩 VIP 业务中各大娱乐场的净赢率排列	12
图表 23：在博彩中场业务中各大娱乐场的净赢率排列.....	12
图表 24：目前各个娱乐场的酒店房间数供应情况.....	13
图表 25：各个公司的非博收入表现远超博彩净收益增长.....	13
图表 26：氹仔客运码头 2017 年 6 月 1 日正式启动.....	14

图表 27: 港珠澳大桥 2018 年 10 月通行.....	14
图表 28: 广珠城轨延长线将在横琴站与澳门轻轨连接.....	14
图表 29: 澳门本地轻轨预计 2019 年完工.....	14
图表 30: 青茂口岸的建成能够缓解拱北的接待压力.....	15
图表 31: 多重交通利好对澳门旅游市场的拉动效果以及辐射人群范围.....	15
图表 32: 2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况.....	15
图表 33: 2017 年内地赴澳门游客人次占城镇人口渗透率.....	16
图表 34: 澳门与拉斯维加斯的收入结构对比.....	16
图表 35: 澳门与拉斯维加斯入境游客人次对比 (万人)	16
图表 36: 澳门与拉斯维加斯的酒店供应量及入住率对比.....	16

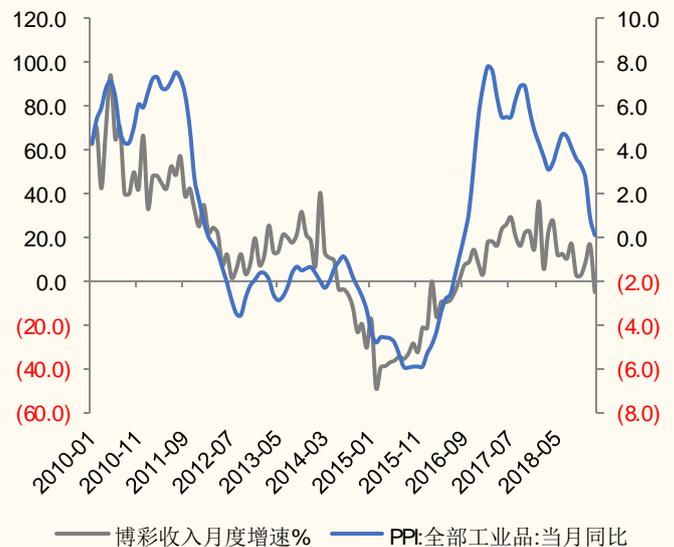
一、 澳门博彩 2017 年以来出现首次负增长，回顾过去看博彩是否底部？

- 2019 年 1 月澳门博彩收入下滑 5%，2 月有所回暖 (+4.4%)，综合春节的错配效应来看 19 年开门不利，18 年高基数下 19 年前两个月几乎不增长。16 年 8 月澳门博彩开始出现正向增长（增长 1.1%），之后博彩一路走高，17 年是快速复苏一年（增长接近 20%），18 年虽然增长速度有所放缓但两位数仍亮眼。博彩的亮眼表现与内地经济变化密切相关，博彩的数据指标与 PPI 和规模以上工业企业利润表现拟合度较高。从 18 年 5 月份开始澳门博彩增速从 27.6% 增长放缓到 12%，8 月份再次下降至 2.76%，10 月 23 日开通港珠澳大桥，带动了 11-12 月的澳门博彩增长（8.5%/16.6%），但 19 年的博彩收入下滑难以通过交通改善得以弥补。博彩的收入下滑同样能够从国内经济的表现中找到原因，但博彩的下滑是否已经达到底部还是仍处在下行趋势我们可以从过去澳门的博彩收入中找到一定的启示。

图表 1：澳门博彩累计增速与国内企业利润的相关性



图表 2：澳门博彩月度增速与 PPI 的相关性

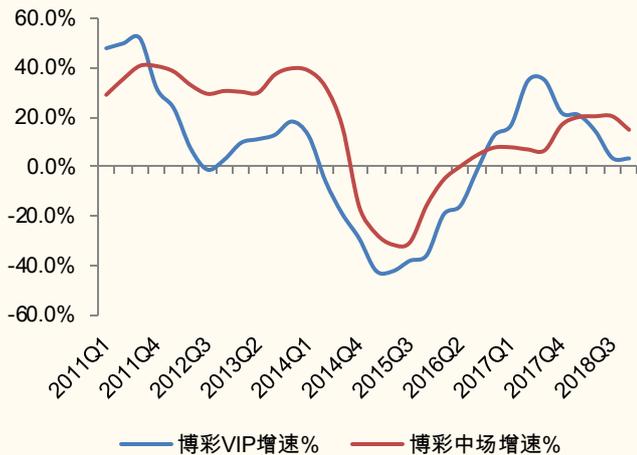


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 历年澳门博彩市场复盘，市场波动性较大，受政策和宏观经济影响较大，19 年首次出现 17 年以来的负增长变化，但从 VIP 收入占比和总量需求来看 19 年的澳门博彩将维持平稳。纵观 09-18 年博彩市场的变化来看整体出现过高达 70% 左右和低至 -50% 的收入涨跌，10 年开始的博彩收入高速增长源于 09 年积极财政政策及宽松的货币政策干预带动了投资的增加，10-11 年的澳门博彩收入增长与国内经济的高增长基本符合，12 年增长趋势趋于平稳。同时 13 年-15 年经济转型和人口红利逐渐消失配合国内反腐政策的影响，澳门博彩收入急速下降，15 年博彩收入下降 34%。再看 19 年初博彩市场的掉头单从数据上来看下滑 5% 或难以从历史数据中看到博彩板块的底部企稳，但从总量来看 16 年澳门博彩收入在市场低迷的情况下能够实现博彩收入 2232 亿澳门元，17-18 年两年增长了 14%/19%，总量达到 3000 亿澳门元。同时从 VIP 收入和中场收入的收入占比来看，16 年 VIP 业务的收入占比达到低点（53.3%），18 年占比逐步提升（54.8%），中场收入增长（代表大众游客需求）超过 VIP 收入增长（代表国内企业利润），港珠澳大桥的开通或能一定程度带动大众游客的澳门客流以及缓解澳门当地酒店的接待压力，VIP 业务或将受到内地经济的影响，但预计降幅有限，博彩收入的总量能够稳定。

图表 3：澳门博彩VIP增速换挡，中场业务增长超VIP



来源：DICJ，国金证券研究所

图表 4：港珠澳大桥的开通带动了一日游游客的增加



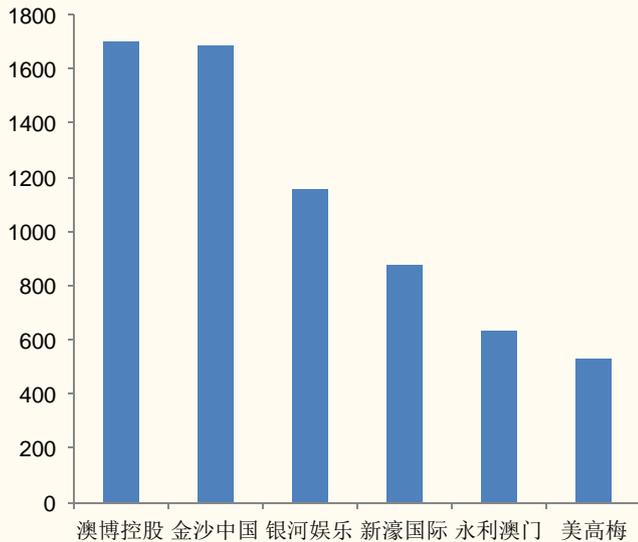
来源：DSEC，国金证券研究所

二、18 年澳门博彩出现拐头，但龙头公司强者恒强逻辑仍在，EBITDA 利润表现仍表现不俗

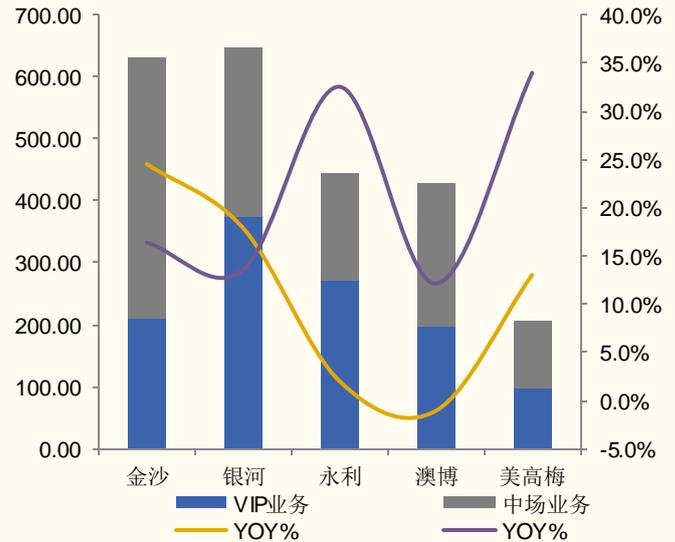
- 一直以来对于几家博彩公司的对比首先先看各自的赌枱供应，决定了各家的接待能力，金沙和澳博是赌枱供给较多充足的两大博彩运营商，但澳博的收入体量与其赌枱供应不匹配。18 年六大博彩运营商的年报均已披露，银河博彩净收益 18 年做到 470.2 亿港元（总收益为 552.1 亿港元），金沙中国体量达到 68.16 亿美元（总收益为 86.65 亿美元），超过银河娱乐博彩的收入情况。澳博的博彩净收益为 336.77 亿港元，新濠博彩净收益为 13.965 亿美元，永利澳门 18 年实现博彩收益为 43.5 亿美元，美高梅中国收益净额为 192 亿港元，从博彩体量来看金沙中国>银河娱乐>永利澳门>澳博控股>美高梅中国>新濠国际发展。博彩规模的排序基本上与赌枱的供应密切相关，同时存在高端业务和中场业务收入占比的差异。
- 赌枱供应情况，澳门当地政府已经达成了控制赌枱供应的方针，赌枱的供应一定程度上能够代表其接待能力，但不排除公司在赌枱分配上的经营效率：澳门永利皇宫：贵宾赌枱 114 台/+10 台，中场赌枱 209 台/+7 台，永利澳门：贵宾赌枱 111 台/+15 台，中场赌枱 203 台/-1 台。澳门威尼斯人：644 台，金沙城中心：392 台，澳门巴黎人：327 台，澳门百利宫：116 台，澳门金沙：206 台，金沙中国合计 1685 台。澳博控股贵宾赌枱为 288 台/-6 台，中场赌枱为 1416 台/+26 台。澳门美高梅：291 台/-136 台，美狮美高梅 236 台。从赌枱的供应来看澳博控股（1704）>金沙中国（1685）>新濠国际（1074 台）>银河娱乐（961 台）>永利（637）>美高梅（527），赌枱的储备是娱乐场接待的基础能力，但从收入排序来看银河娱乐、新濠国际等多个运营商在博彩的领域属于小身板大能量，企业管理效率充分体现。
- 从中端和 VIP 业务的收入占比来看，中场的盈利能力较强，但 VIP 业务的收入总量更大，从容取舍才能实现盈利规模最大：18 年全澳门的博彩收入增长 14%，VIP 业务占比达到 54.8%，全年增长平均为 10.2%，中场业务占比 40.2%，增速（19.4%）超过 VIP 表现。以中场为主的公司有金沙中国、澳博，以 VIP 业务为主的公司有永利澳门和银河娱乐，美高梅及新濠的发展较为均匀。从 EBITDA 利润率角度来看，中场的利润率达到 40-50%，VIP 业务约为 10-15%，由于 VIP 业务中需要叠码仔的参与，存在中介人佣金分成，导致其利润率相对较低。
- 六家公司在同一业务体系内的 EBITDA 利润率有所不同，赌枱的差异已经形成，但如何通过赌枱的业务调整和管理效率的提升来实现盈利规模前列。不同的公司所公布的细分数据口径有所不同，同样的赌枱

一天净挣收益差异较大，多个娱乐场的 EBITDA 利润率的差异主要源于 VIP 及中场业务占比的不同，以美高梅中国为例，澳门美高梅对比与美狮美高梅来看 VIP 业务占比较低，EBITDA 率要比美狮美高梅（12%）要高出 16pct。同时由于各自娱乐场的定位和客源水平的不同，单个赌枱能收获的净收益有所不同，永利澳门两大娱乐场贵宾赌枱能一天净挣 30 多万港元，表现略逊色的美高梅及葡京一张贵宾赌枱能够录得 20+ 万港元。中场赌枱同样存在这样的经营差异，永利凭借高端客户战略收获一张赌枱一天十几万的优异成绩，美高梅和葡京分别能做到一天一张赌枱 8 万/5 万的表现。

图表 5：六家娱乐场 18 年赌枱情况（单位：台）



图表 6：2018 年六家娱乐场的 VIP 及中场业务增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所，单位：亿港元

- 凭借博彩得天独厚的商业模式各家表现均优异，但从发展趋势来看，各家的 18 年表现分化不小，龙头表现远超行业。18 年全年来看博彩收入创 15 年以来的规模新高，VIP 业务和中场业务增速均有两位数，但从 Q4 来看 VIP 业务增速仅为 3.4%，中场业务增速换挡下降到 15%。六家公司增长表现分化较大，银河娱乐和金沙中国定位分明，但两者在中场和 VIP 业务中的表现均较为优异，业务发展均衡下各自增速均能够录得 10% 以上的增长。澳博贵宾收益下滑 1.1%，中场赌枱博彩毛收益增加 12.1%，18 年公司的市占率约为 14.9%，比 17 年 16.1% 进一步下降。永利皇宫贵宾收益增长 26.1%，中场增长 57.1%；永利澳门贵宾收益下滑 16.8%，中场增长 15.2%，四季度表现跟全年大体一致。美高梅因 18 年 2 月份开业，新开业的美狮美高梅表现不俗，整体的转码数和投注额均能够与成熟娱乐场对比。

图表 7：18 年所公布的各个娱乐场的贵宾 VIP 业务和中场业务的表现情况

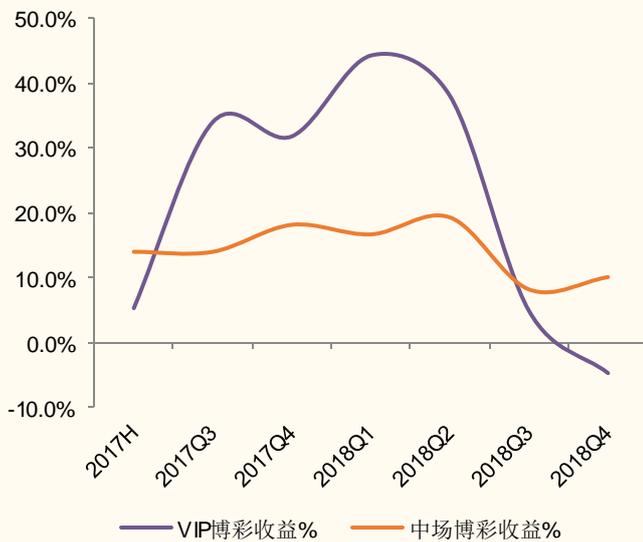
	贵宾 VIP 业务			中场业务			备注
	2018	2017	YOY%	2018	2017	YOY%	
除特别标明外单位为亿港元	2018	2017	YOY%	2018	2017	YOY%	
银河娱乐	澳门银河	274.23	230.06	19.2%	187.46	166.64	12.5%
	星际酒店	96.54	82.13	17.5%	67.23	56.09	19.9%
	百老汇				2.59	2.62	-1.1%
永利澳门 (亿美元)	-永利皇宫	18.74	14.87	26.0%	12.06	7.95	51.7%
	-永利澳门	15.88	19.07	-16.8%	10.14	8.80	15.2%
金沙中国	威尼斯	11.41	8.76	30.2%	22.40	18.65	20.1%

(亿美元)	金沙城	3.75	3.28	14.2%	14.39	12.41	15.9%	
	巴黎人	6.08	5.74	5.9%	9.12	7.79	17.1%	
	百利宫	3.86	2.60	48.6%	3.40	2.91	16.6%	
	澳门金沙	1.78	1.20	48.1%	4.72	4.67	1.1%	
美高梅中国	澳门美高梅	84.16	85.67	-1.8%	70.04	81.39	-13.9%	存在赌枱调到美狮美高梅
	美狮美高梅	12.67			39.01			18年2月开业
澳博控股	新葡京	101.55	101.06	0.5%	50.63	44.69	13.3%	

来源：公司公告，国金证券研究所

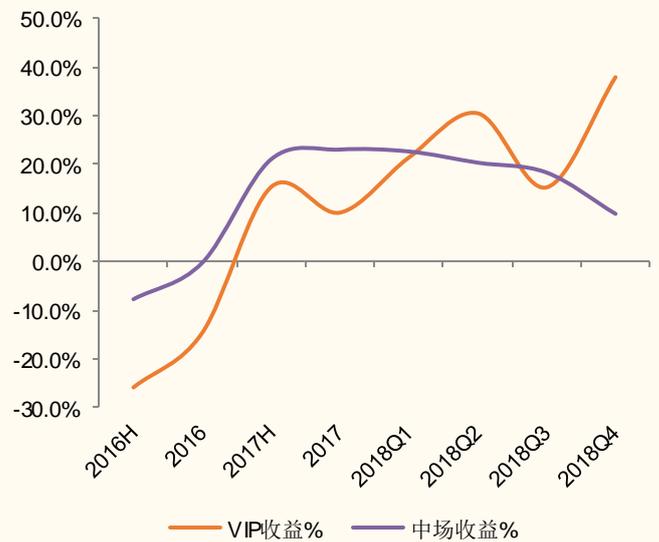
- 单看行业龙头的单季度表现来看，确实也反映出行业的趋势变化，因市场份额的提升下能够录得行业均值以上的表现。每家博彩运营商均有调整各家酒店娱乐场的赌枱的情况，各个娱乐场的表现出现分化或是企业战略调整，因此我们从公司整体的表现来探讨，银河VIP及中场业务均出现较为明显的增速放缓的趋势，下半年中场业务表现优于VIP业务，预期基本上与行业表现一致，甚至由于银河是贵宾业务市占第一的企业，永利及美高梅新开业的娱乐场的贵宾业务占比不低，瓜分了一部分的市场份额，Q4银河娱乐的VIP业务无论从转码数和赢额来看均出现一定的下滑。中场与行业的表现基本一致，全年经营与18年的澳门博彩行业一致，龙头维持与行业的增速一致，在行业出现新娱乐场竞争的环境下能够维持市占率的平衡实属不易。金沙中国稳扎稳打，增速有所换挡，但VIP及中场仍维持在10%以上的表现，一方面归功于巴黎人2016年8月的开业，另外一方面由于中场客源在18年仍相对稳定，澳门接待内地游客人次创新高，进一步论证了我们关于博彩变化的结论，外部交通的改善和市场景气度的提升能够带动澳门博彩的中场业务表现亮眼，而VIP业务的波动性相对较大。

图表 8：回顾银河娱乐的季度增速变化来看符合行业趋势



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：金沙中国到 18 年 Q4 表现更为平稳

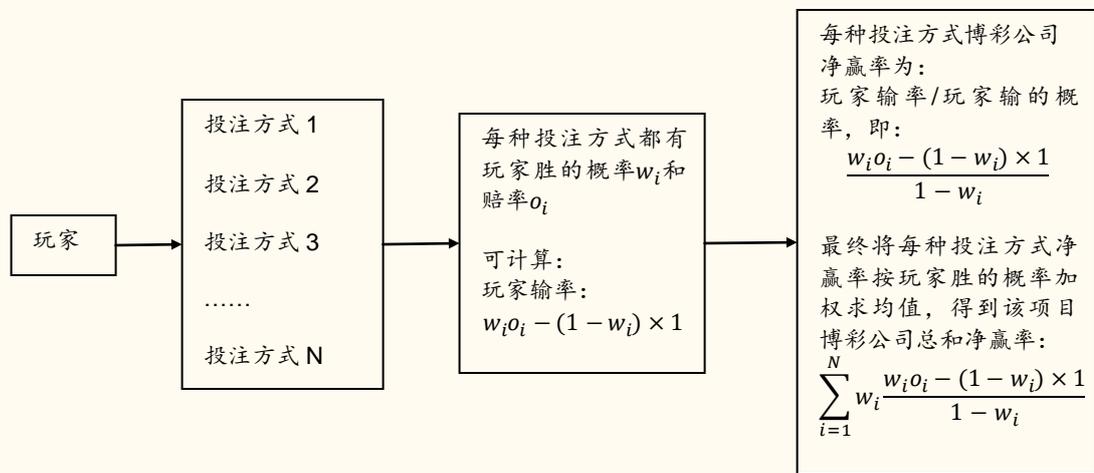


来源：wind，国金证券研究所

三、净赢率的讨论：与博彩收入存在相关性，项目调整实现净赢率的波动

- 净赢率在理论上是固定的概率值，不同幸运博彩项目的净赢率各不相同，每个博彩项目的理论净赢率是基本固定的，是通过对博彩项目玩家获胜的概率和赔率进行计算的得到的。其中，玩家胜的概率和赔率是由澳门政府通过法律规章进行规范，可通过概率计算得出，无法自行更改。以贵宾百家乐为例，不考虑额外投注方式，玩家投注庄家、闲家、和局的胜的概率分别为 45.5%、44.5%、10%，赔率分别为 1:0.95、1:1、1:8，则计算得到的项目理论净赢率为 2.98%。一般来说中场博彩项目的净赢率较高，在 25%-35%左右；贵宾业务博彩项目净赢率较低，在 2%-4%左右。每个博彩项目的实际净赢率则受游客赌性和水平围绕理论净赢率上下波动，非博彩公司主观可控。

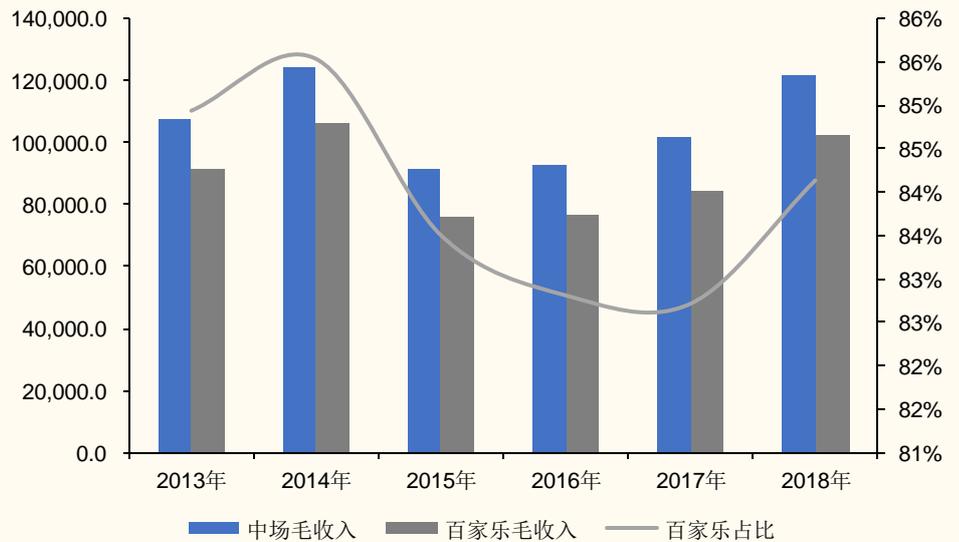
图表 10：博彩项目理论净赢率的计算方法



来源：网络公开信息、国金证券研究所

- 博彩公司可以通过不同的项目组合以及高端中场的开辟对两大业务的净赢率进行调整：由于不同项目的理论净赢率存在较大幅度的差异，博彩公司可以组合不同种类和数量的幸运博彩项目，进而实现对净赢率的主观调整，这种供给的变化可以从需求端寻求佐证，以 2013 年到 2018 年澳门幸运博彩中场业务为例，中场项目份额最大额百家乐项目的收入占比呈波动变化，非百家乐项目的市场份额有所上升，一定程度上说明博彩公司存在于不同时期调整博彩项目组合的相关策略。此外，从 2014 年开始，博彩公司开始开设高端中场业务，且核算至中场项目中，以此扩大自身中场业务的贡献度。于是从 2014 年至 2018 年，博彩业经过一轮行业低谷、复苏的周期，每家博彩公司贵宾业务和中场业务的净赢率变动几乎都呈现了完全相反的趋势。

图表 11：2013-2018 年中场博彩收入结构中百家乐的占比呈现周期变化



来源：DICJ，国金证券研究所，单位：百万澳门元

- **中场业务净赢率先降后升，随着中场业务的主体地位逐步加强，净赢率未来仍存在上升空间：**从数据完整的四家博彩公司来看，博彩公司在行业低谷期，特别是 2015 年，中场净赢率普遍呈现大幅降低的趋势。其中，金沙中国和永利澳门的中场净赢率从 2014 年开始就一路下滑至 2016 年，分别下降了 2.15pct、18.22pct。银河娱乐与新濠博亚 2014 年之前经历了一轮净赢率的高增长，导致净赢率在行业开始低迷的 2014 年仍处在高位，从 2015 年开始分别下跌 1.39pct、4.93pct。其原因主要由两点：1) **通过部分让利给游客来增加中场业务的客流量，从而扩大中场业务的经营比例：**从 2013 年到 2016 年，各家博彩公司核算下的中场业务收益经营占比均大幅稳步上升 15-25pct 不等，部分公司经营结构实现从贵宾为主到中场为主的翻转；2) **博彩公司开始开设高端中场业务，贵宾业务的下沉拉低了整体中场净赢率，同时也避免了在行业不景气的大趋势下造成更大的投注额的下滑：**高端中场虽然净赢率较低，但是不设置最低投注额度的限制，对中场的高端客户让利巨大，从而其规模近年来不断扩大（若以政府核算与公司核算贵宾业务份额的差值来衡量高端业务收入规模，2015 年约占政府核算贵宾业务的 10%，2017 年上升至 16%）。大量投注额的注入使得中场业务低谷期跌幅小于贵宾业务的跌幅。2017 年全年博彩业全面复苏，访澳的中场客流量增长较快且资产净值有所提高，除新濠博亚外，其他博彩公司中场净赢率开始不同程度地回调至较高水平。尽管高端中场规模仍将在一段时间内持续扩大，但是随着中场业务的主体地位进一步加强，未来预计中场净赢率将呈稳定增长的态势。

图表 12: 金沙中国中场净赢率及投注额变化趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

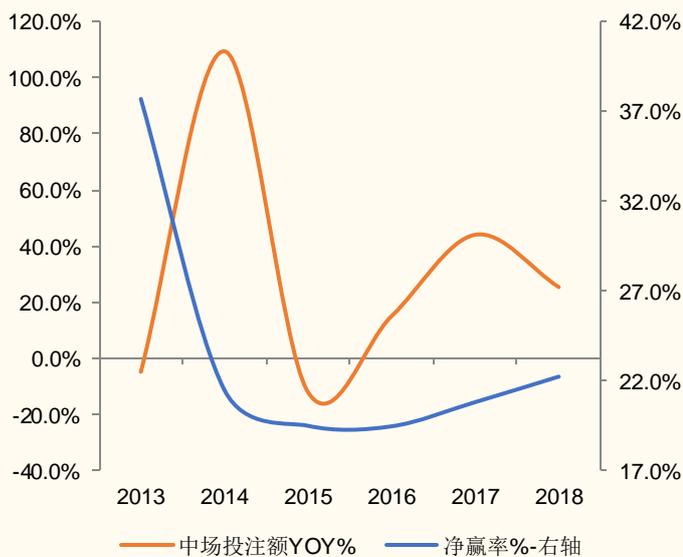
图表 13: 银河娱乐中场净赢率及投注额变化趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 前期由于银河娱乐的净赢率算法存在口径调整, 17-18年净赢率有所调整。

图表 14: 永利澳门中场净赢率及投注额变化趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 新濠国际中场业务净赢率及投注额变化趋势

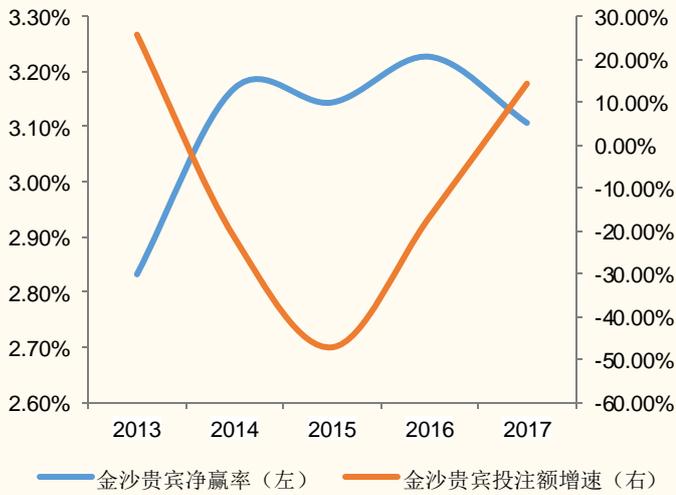


来源: 公司公告, 国金证券研究所

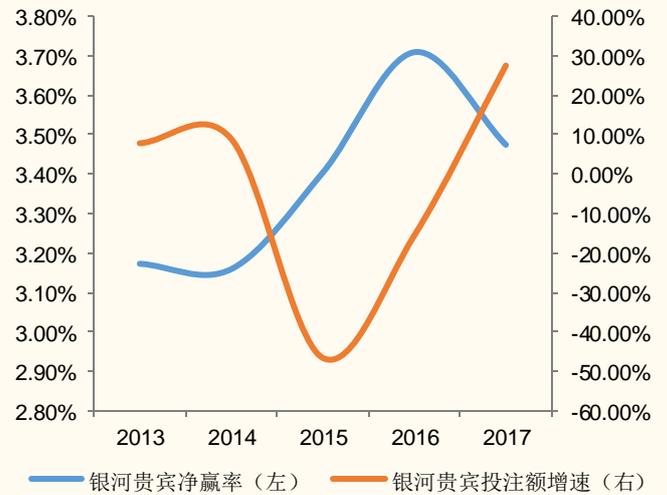
- **贵宾业务净赢率在低谷期均有所上升, 2017年随着贵宾业务的全面复苏开始有所回降:** 与中场业务不同, 贵宾业务的客户在经济实力上有所限制, 因而无法采取降低赢率吸引客流增量的策略, 导致贵宾客源在博彩寒冬期流失巨大, 才使得公司将部分闲置的贵宾业务项目赌台移至高端中场区, 以减少损失。各大博彩公司贵宾业务投注额 2014-2016 年间呈负增长状态, 且跌幅很大, 2015 年跌幅超过了 40%。博彩公司只能采取提高贵宾业务的净赢率的策略, 用以部分抵消投注额剧烈减少的负面效应。除新濠博亚基本保持不变外, 其余博彩公司贵宾业务净赢率普遍提升 0.35-0.55pct, 使得贵宾业务的收入的跌幅略少于投注额跌幅。2017 年澳门贵宾博彩业务受经济整体向好和新开业娱乐场的推动, 呈现全面复苏的态势, 各大博彩运营商的贵宾业务净赢率开始回降。由于贵宾业务净赢率本身较低, 若未

来贵宾博彩业务进入新一轮下降周期，净赢率预计将稳定在现有水平或略有提升。

图表 16: 金沙中国贵宾业务净赢率及投注额变化趋势



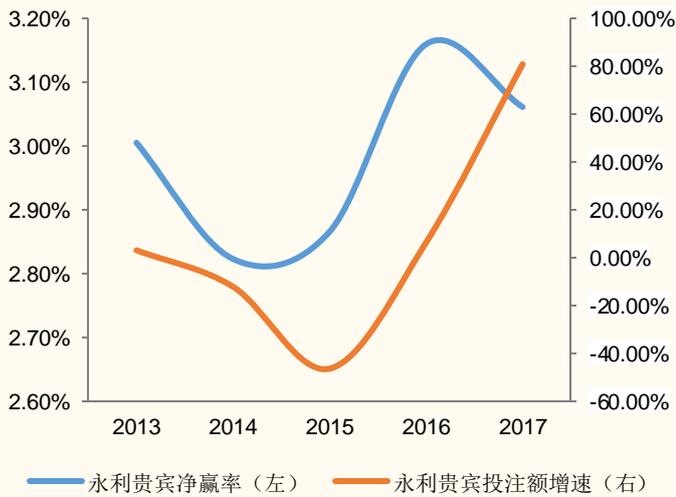
图表 17: 银河娱乐贵宾业务净赢率及投注额变化趋势



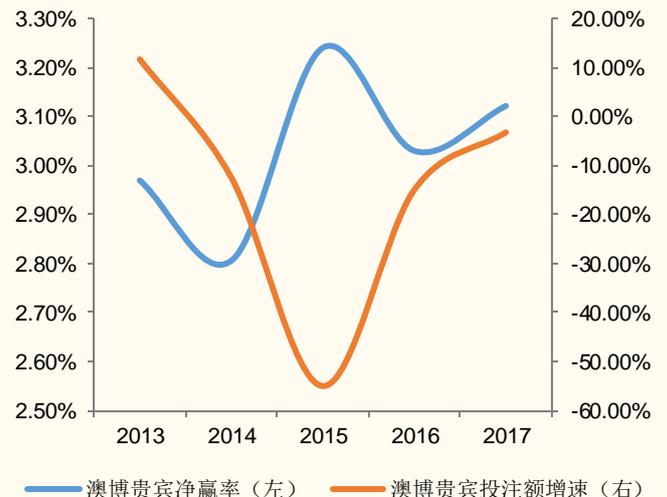
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 永利澳门贵宾业务净赢率及投注额变化趋势



图表 19: 澳博控股贵宾业务净赢率及投注额变化趋势



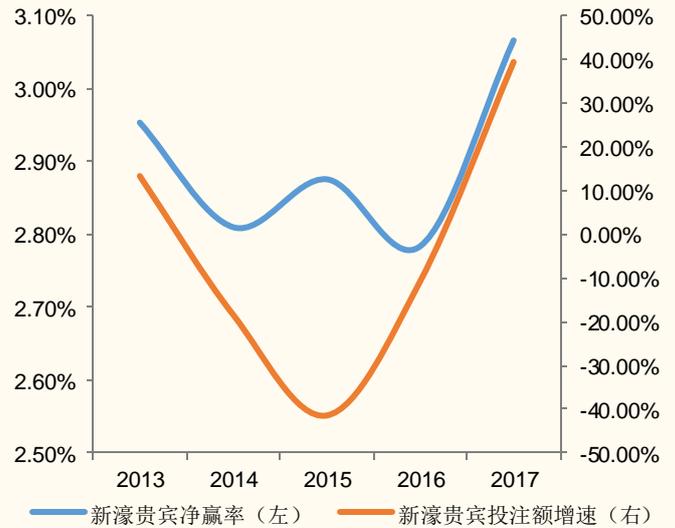
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 美高梅中国贵宾业务净赢率及投注额变化趋势



图表 21: 新濠国际贵宾业务净赢率及投注额变化趋势

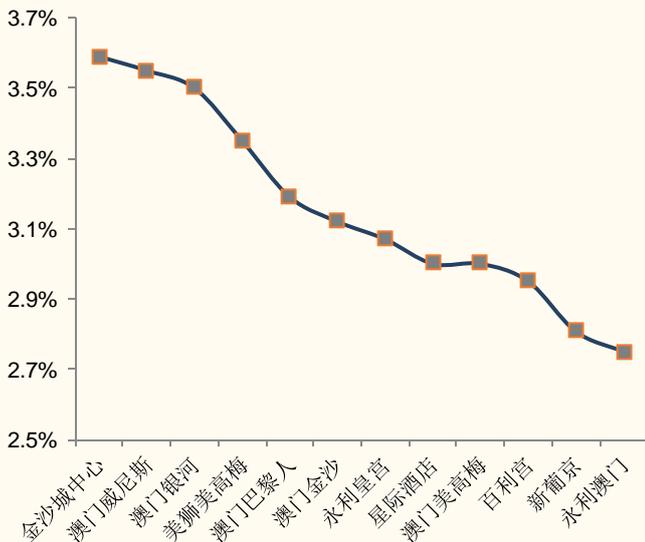


来源: 公司公告, 国金证券研究所

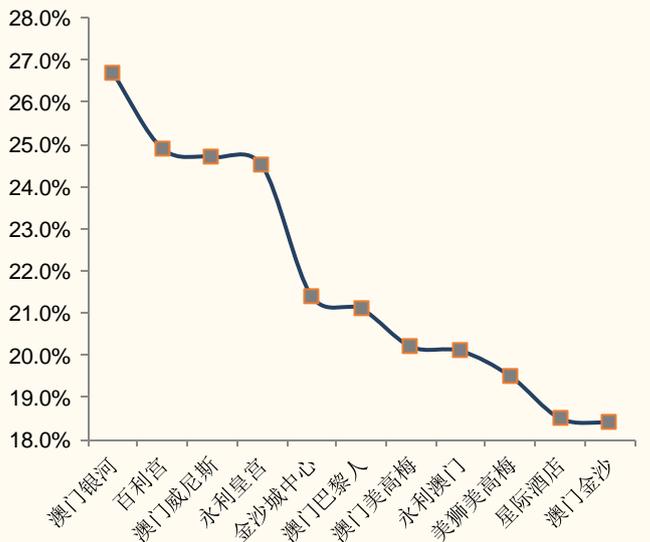
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从 18 年这个时点来看或许可以看到各个娱乐场在净赢率方面的各自表现如何? 主打中场的博彩运营商在 VIP 业务的净赢率制定较高, 而以贵宾业务为主娱乐场的贵宾净赢率相对较低, 很好理解, 由于各自存在所擅长的客源领域, 因此对于短板会采取高净赢率的方式。而中场业务中净赢率跨度较大 (19%-27%), 澳门银河、永利皇宫以及永利澳门以贵宾业务见长的娱乐场采取高净赢率策略来留存收益, 除威尼斯人的 24.7% 净赢率外金沙中国中澳门金沙、巴黎人等净赢率均较为合理, 处在各大娱乐场排名的后半段。因此娱乐场的定位和消费者的选择是通过很长的时间沉淀而发展至今, 在客源领域较为擅长的娱乐场其实是消费者自然选择的过程, 并形成品牌从而吸引更多的目标客群进行消费。

图表 22: 在博彩 VIP 业务中各大娱乐场的净赢率排列



图表 23: 在博彩中场业务中各大娱乐场的净赢率排列



来源: 公司公告, 国金证券研究所

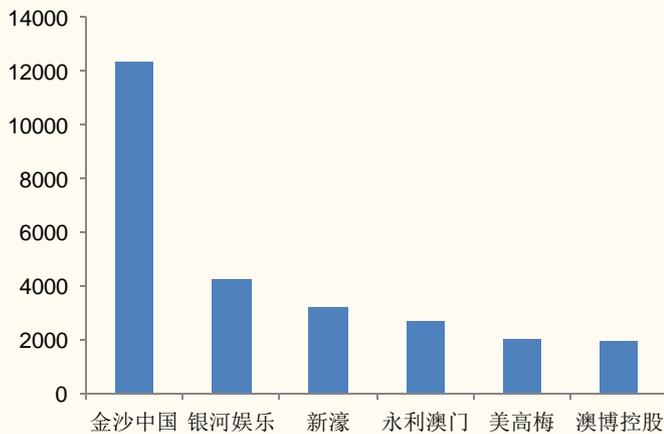
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 银河娱乐的净赢率存在算法口径的差异

四、 未来重点发展非博彩，虽博彩收入增速换挡，但酒店的入住率接近 100%，中场业务靠客流带动逻辑与非博业务一致

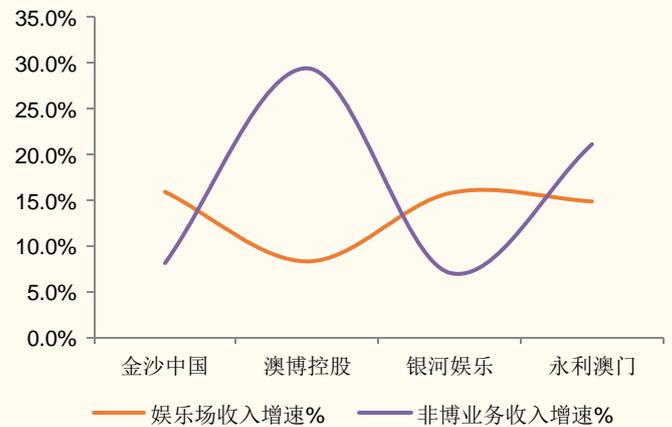
- 因 VIP 业务与国内经济中企业利润密切相关，周期属性较强，但中场业务和非博业务的表现仍亮眼，澳门当地政府针对澳门经济提出从博彩业引领到非博业务过渡。从六家的非博业务来看表现不俗，体量虽小但增长较快。金沙中国作为房间数供应最高的博彩公司，旗下酒店 18 年全年的入住率均有所提升，威尼斯/金沙城中心/巴黎人/百利宫/澳门金沙的入住率分别为 95.9%/+4.5pct、94.8%/+8.2pct、96.3%/+5.9pct、88.7%/+6.6%、98.6%/+0.9pct。客房收入增长 12.7%，购物中心增长 5.8%，餐饮收入增长 4.1%，会议、轮渡、零售及其他的收入增长 7%，非博收入体量 18 亿美元。银河娱乐酒店及购物中心业务的收益为 52.98 亿元/+7%，五家酒店录得强健的入住率，全年接近 100% 的入住率。永利皇宫及永利澳门的入住率分别达到 96.5%/99.2%，入住率相较于 17 年有所提升，两大娱乐场酒店的收入合计 2.84 亿美元，增长超过 20%。澳博控股酒店餐饮及其他收入约为 10.63 亿港元/+29.4%，其他公司均有这个趋势，非博收入的表现远超过博彩表现。

图表 24：目前各个娱乐场的酒店房间数供应情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：各个公司的非博收入表现远超博彩净收益增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 中场业务与澳门大众游客增速相关性高，随着基建交通改善（码头、轻轨、大桥和口岸全线贯通，内外辐射客群范围大大扩展，提高游客渗透率）、酒店供给变化（布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型）以及澳门消费群体和方式的变化（小赌怡情，大赌伤身，澳门完成了从大到小的蜕变，澳门游客市场亦发生变化）。中场业务中长期成长的逻辑仍在，需求和供给的变化带动中场业务增速持续高增长。
- 交通布局对于拉动游客流量立竿见影：目前入境澳门的交通方式主要为陆路和海路（分别占比 58.6%和 31.9%），随着内地与澳门的交通以及澳门本地的交通完善后内地赴澳门游客的增长较为确定。港珠澳大桥预计 2018 年通行。将珠海和香港两地的通行从过去的陆路三四小时、水路一个多小时压缩到 30 分钟左右的车程，实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，有效的将香港的旅客引流到澳门。同时规划粤港澳大桥二期，将深圳纳入其中形成双 Y 走向。广珠城轨横琴延长线预计 2018 年完工。横琴站通车后拱北的珠海站到横琴站仅需 15 分钟左右，广州到横琴最快 70 分钟左右。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。澳门本地轻轨预计 2019 年完工。青茂口岸（粤澳新通道）预计在 2019 年完成建设，设计通过能力日均 20 万人次，同时采用“合作查验、一次放行”的新通关模式，以疏导拱北客流。

图表 26: 氹仔客运码头 2017 年 6 月 1 日正式启动



来源: 澳商圜, 国金证券研究所

图表 27: 港珠澳大桥 2018 年 10 月通行



来源: 网易财经, 国金证券研究所

图表 28: 广珠城轨延长线将在横琴站与澳门轻轨连接



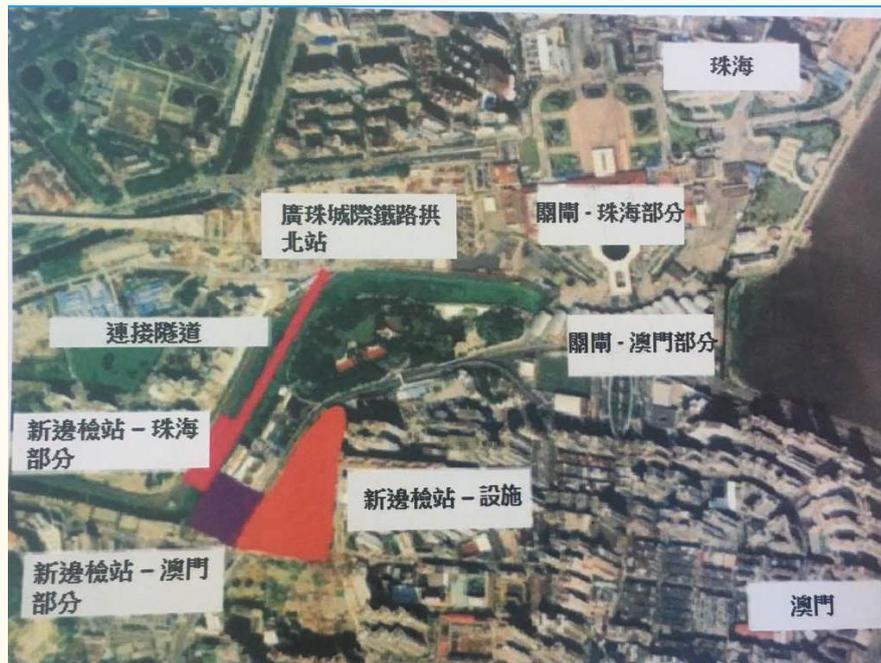
来源: 广州参考, 国金证券研究所

图表 29: 澳门本地轻轨预计 2019 年完工



来源: 广州参考, 国金证券研究所

图表 30：青茂口岸的建成能够缓解拱北的接待压力



来源：团队拍摄，国金证券研究所

图表 31：多重交通利好对澳门旅游市场的拉动效果以及辐射人群范围

线路/口岸	开通时间	投资额	所在位置	辐射人群	人口数量	主要目的
氹仔码头	2017年6月1日	38 亿港元	澳门氹仔新填海区	香港、深圳福永、深圳蛇口等区域的游客群体	一天最多处理 40 万出入境游客	缓解外港码头的接待压力，减少排队时间。对于吸引目的地游客来说作用不大，但能够提高澳门的接待能力。
港珠澳大桥	2018年10月	1100 亿	横跨香港、珠海、澳门三地	香港人口及国际游客、广东省游客	香港人口：741 万人；入境游客：5847.2 万人次	实现香港、澳门、珠海的“一小时都市圈”，借助于香港及广东的国际交通枢纽地位来拉动澳门的客流量。
广珠城轨横琴延长线	预计 2018 年	-	拱北-横琴长隆公园-珠海机场	广州地区及通过广州辐射到全国	广州人口：1449.84 万人 广州游客：20420 万人次	广州到横琴最快 70 分钟左右。横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。
澳门本地轻轨	预计 2019 年	75 亿港元	连接澳门各个口岸	澳门居民及游客	澳门居民：65.31 万人； 澳门游客：3261.1 万人次	便于游客，同时与横琴对接形成珠三角一小时生态圈。
青茂口岸	预计 2019 年	-	珠海拱北口岸西南侧约 800 米珠澳边界处	-	-	缓解拱北口岸的接待压力，加快进出境的时间。

- 供给变化——布局酒店及相关配套，未来多家大型酒店及娱乐场开业，实现从贵宾业务向中场业务转型。六家博彩巨头的娱乐场业务以大型综合度假村为载体，同时布局酒店餐饮、购物、演艺、室内乐园等度假休闲多元化设施，满足不同群体需求。2017-2018 年多家博彩巨头（澳博控股、美高梅中国、新濠博亚）利用自有用地打造新型的博彩综合体项目，以满足持续旺盛和多元化的需求。

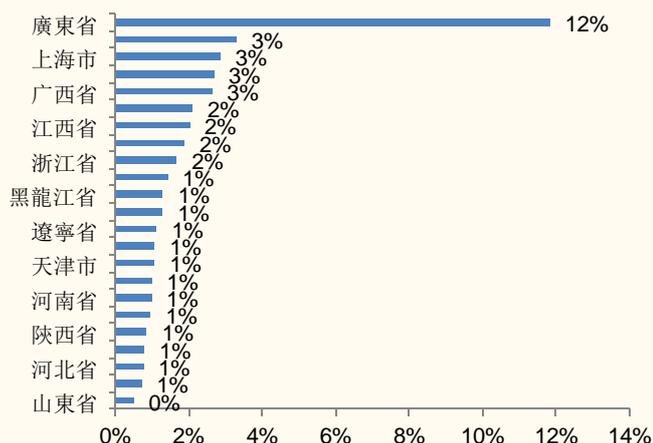
图表 32：2018-2020 年澳门未来新酒店新娱乐场的供应情况

业主	项目	开业时间	预计投资额	客房数	赌枱数
澳博控股	上葡京	2019 年	360 亿港元	2000	700 张赌枱，1200 部角子机
银河娱乐	澳门银河三、四期	2020 及 2021 年	450 亿港元	4500	赌枱 700-750 张，角子机 2500-2600 张
新濠博亚	新濠天地摩珀斯	2018 年 6 月	11 亿美元	1400	-
励骏创建	励骏酒店	2018 或 2019 年	约 20 亿港元	-	-

来源：网络公开信息，国金证券研究所

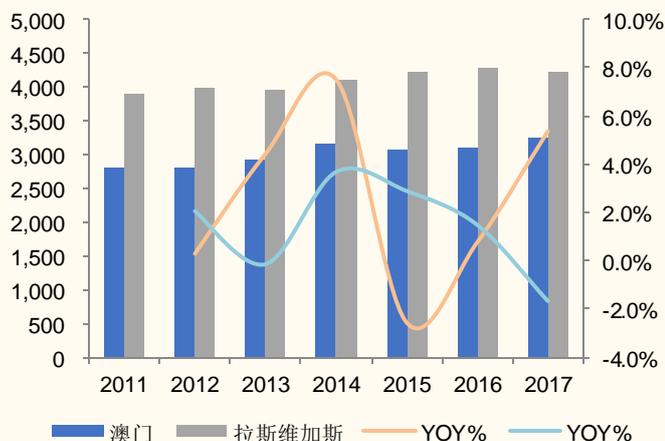
- 需求变化——小赌怡情，大赌伤身，澳门完成了从大到小的蜕变，澳门游客市场亦发生变化。从 2013 年的反腐到博彩业的再次兴起，摒弃豪赌客，迎来了大众游客。对标拉斯维加斯来看澳门未来需要在中场和非博板块有所侧重：澳门博彩经历了最痛的 26 个月之后开始有所复苏，结构上却今非昔比，中场业务的占比基本上达到 39% 左右。过去的澳门市场充满了豪赌客和中介人，如今有更多的家庭游客和自由行旅客来到澳门，以下注额较低的中场业务和角子机业务作为主要游玩项目，配套游乐设施和购物商场来满足家庭和休闲度假游客的需求。访澳游客中 69% 为内地游客，其中内地游客中 49 为广东省游客，除广东渗透率超过 10% 以外其他城市的渗透率均在 5% 以下，经济发达省份渗透率也处在低位。对比拉斯维加斯的赌场情况来看，2016 年接待游客 4221.4 万人次/-1.7%，客房供应量为 146993 间，入住率达到 88.7%，组织会议 664.62 万场。拉斯维加斯的游客接待人次远超过澳门游客人次（2017 年接待 3261 万人次），客房供应量为澳门的四倍左右，入住率仍达到 89%。从澳门向拉斯维加斯的发展来看澳门的博彩比重相对较重，随着赌枱的发放博彩收入提升，而非博收入占比不高，澳门以博彩收入为主而拉斯维加斯以博彩收入带动周边消费的综合度假目的地，或这就是澳门的未来发展方向，增加酒店供应和非博业务实现澳门成为内地及国际的休闲娱乐之都。

图表 33：2017 年内地赴澳门游客人次占城镇人口渗透率



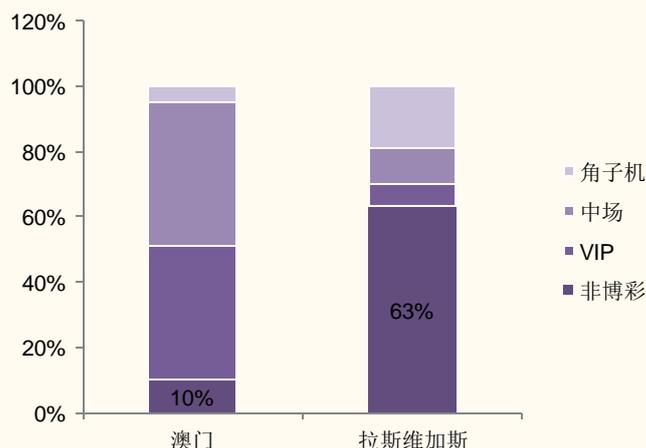
来源：wind, DSEC, 国金证券研究所

图表 35：澳门与拉斯维加斯入境游客人次对比（万人）



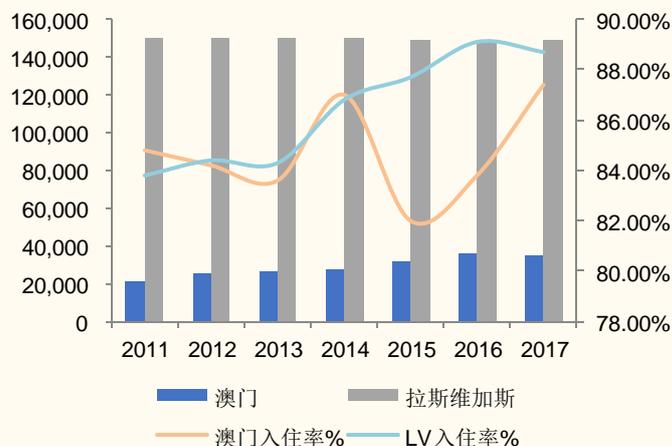
来源：Ivcva, dsec, 国金证券研究所

图表 34：澳门与拉斯维加斯的收入结构对比



来源：Ivcva, DSEC, 国金证券研究所

图表 36：澳门与拉斯维加斯的酒店供应量及入住率对比



来源：Ivcva, dsec, 国金证券研究所

五、 相关标的及风险提示

5.1 相关标的

- **金沙中国：**从酒店供应量、赌场规模及赌枱数来看建议关注金沙中国，澳门博彩中场业务的相对稳定以及金沙中国在其中场业务中的绝对龙头地位为其主要投资逻辑，同时金沙中国拥有澳门规模最大的 MICE 业务，符合澳门打造以合家欢及 MICE 为主的休闲中心的方向：
 - 1) 从酒店的客房数供应来看金沙中国是六家中最大，能够提供 12336 间客房，能够满足强劲的过夜需求。同时金沙中国的巴黎人、威尼斯人、金沙城中心以及百利宫均在氹仔区域，形成一个闭环，整体满足不同游客的需求。
 - 2) 从赌场规模及赌枱数角度来看，金沙中国的赌枱数（1635 台）仅次于澳博控股（1642 台），但由于澳博控股的多个娱乐场相对分散且位于澳门半岛，金沙中国的娱乐场集中于一处，能够承载的接待量大。
 - 3) 从前期分析的金沙中国在 18 年中场和 VIP 业务的平稳性来看，公司的业绩确定性较高，受到内地经济影响的波动性小于其他以贵宾业务为主的几家。
- **银河娱乐：**公司赌枱和酒店数来看银河娱乐的体量中等，实现贵宾规模第一和中场规模第二体现公司在博彩领域运营能力较强。澳门外部交通环境和酒店供给逐步完善，行业景气度有望持续，对于大众游客来讲澳门目的地的博彩属性较为明显，在过夜需求能够满足的情况下，对于各个娱乐场来说均能有 1+1>2 的效应，在澳门当地的轻轨和连接大陆的交通改善后内地游客能增加逗留时间和出行频次，目前过夜游客的平均逗留时间为 2.1 日，娱乐场的入住率达到 99%。在交通改善和酒店客房供应跟上的情况下澳门市场景气度能够维持。规划银河的三、四期项目，紧邻澳门银河的一期和二期，建成后银河体量翻番，强化博彩行业的龙头地位，新项目将发展 MICE 符合澳门当地经济转型的方向。投资珠海横琴项目，深入布局日本市场。内地、澳门及海外三地同时推进，实现业务和区域多元化。

5.2 风险提示

- 2019 年宏观消费数据持续下行，国内消费持续疲软；
- 房地产下行周期时，溢出效应超过财富效应；
- 澳门全面禁烟对客源的负面影响超过预期；
- 其他政策限制内地游客前往澳门进行博彩类消费。

公司投资评级的说明：

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

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

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

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

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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

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

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH