

澳门博彩行业报告

证券研究报告

2019年04月29日

VIP 有望触底反弹带动下半年澳门博彩复苏，从五一酒店紧俏开始；关注永利、澳博和太阳城

作者

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

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

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

相关报告

- 1 《春节过后，澳门或也“旺丁不旺财”？》2019-02-11
- 2 《澳门春节黄金周游客数据分析》2019-02-07
- 3 《澳门博彩 2019 展望：百足之虫，死而不僵》2019-01-09
- 4 《世界杯或对澳门影响不大，淡季+POS 机收回，不利因素消化后浮现配置机会，首推龙头金沙黑马澳博》2018-06-07
- 5 《港澳消费行情加速：首推金沙、莎莎、六福；3 月澳门赌收同比涨 22%，2 月内地访港人次同比大涨 40%》2018-04-02
- 6 《1-2 月赌收同比增速 19.7%，春节错峰导致略低预期 18-19 年中场+非博彩是主线，首推金沙、美高梅》2018-03-01
- 7 《1 月赌收同比增速两年内新高，首推金沙、美高梅》2018-02-01
- 8 《18 年第一只黑天鹅，澳门板块或给错杀；境外提款每人每年 10 万人民币上限，错杀提供入市良机》2018-01-01
- 9 《澳门博彩年度行业报告：万里长征第一岁，花开富贵万物生，首推美高梅、金沙，同时继续看好新濠》2017-12-05
- 10 《澳门博彩行业点评：10 月赌收超预期，VIP 错峰拉动+中场稳健，首推新濠和金沙》2017-11-01
- 11 《澳门博彩行业点评：歌神拯救澳门 8 月赌收，VIP 仍唱主角，但长期持续性有待观察，首推新濠国际和新濠博亚》2017-09-02
- 12 《澳门博彩 Q2 前瞻：反腐力度未见加大，调整缔造收集时机》2017-07-17
- 13 《2 月博彩赌收同比大涨 17.8%》2017-03-01

赌收下行或已进入尾声，看好 VIP 触底反弹有望带动行业复苏

我们认为澳门 VIP 博彩赌收或在二季度见底，并有望在下半年重回上升轨道。自 18Q1 以来澳门 VIP 赌收同比增速已连续 5 个季度低于中场赌收增速，对比上次发生类似情况是在 2011 年底，在 VIP 赌收增速在慢于中场增速 5 个季度后开始反弹。当然历史不一定能重来，我们认为澳门博彩行情还是跟中国宏观经济息息相关。我们从其他宏观数据看，国内 M1 数据已有所复苏，它一般领先赌收 2 个季度。M1 在 3 月同比增 4.6%，连续两月环比提升。另外，与赌收相关性较高的经济数据（如 PPI、钢铁价格、房地产销售和香港奢侈品零售同比增速）也已处于较低水平。加上，从去年底开始，相对宽松的货币政策也开始传导到行业，让 VIP 在下半年或因流动性好转而开始复苏，从而带动整个板块。我们认为今年 5/1 假期的访客增量和酒店预定数据或初见端倪。目前澳门政府预测访客同比增长 20%，而酒店入住率有望超过 90%，今年国内 5/1 多了两天假期刺激消费，叠加日本超长 10 天黄金周。另外，从基数角度看，往后数月基数均较低：去年 6-7 月因世界杯分流效应、去年 9 月澳门受台风影响以及去年 10 月的宏观经济压力，唯去年 8 月因张学友演唱会而存在较高基数风险。整体来说，从宏观和基数角度，我们认为澳门板块存在提前布局机会，建议关注 VIP 占比较高、估值较低和弹性较高的永利澳门。

五一酒店预订紧俏，中国 4 天假期+日本超级黄金周，或提振澳门旅游业

鉴于国内宏观政策带动流动性有望转好，加上假期延长，五一假期整体赴澳人数增加、房间预订紧俏。我们发现澳门今年五一假期（内地法定假期为 5 月 1 日-4 日）酒店房间入住率以及均价整体较 18 年同期（法定假期 4 月 29 日-5 月 1 日）有明显提升，并呈现高中低端共涨的态势。本次银河、永利等旗下高端酒店满房或高房价的情况与 18 年类似，其他娱乐场内酒店如新葡京、美狮美高梅、巴黎人、金沙城康莱德酒店、威尼斯人等，也出现满房或单价明显高于 2018 年同期水平。酒店预订紧俏除了中国游客贡献之外，为期 10 天的日本“超级黄金周”假期也提振国际客流。日本旅行社 JTB 预计黄金周出境人数同比增 6.9%达创纪录的 66.2 万人次，其中东亚地区如韩国、新加坡、台湾、泰国等是热门目的地，澳门也有望受惠。整体来讲，中国 4 天的五一假期（往年为 3 天），加上日本 10 天的超级黄金周假期，有望提振澳门 5 月旅游业。

港珠澳大桥开通旺丁不旺财或持续，对中场贡献较有限

我们认为大桥效应或未明显提振中场业务，但下半年中场亦有望随行业复苏而有所改善。澳门旅游局预测五一假期澳门游客人数同比增 20%，酒店入住率或超过 90%，而当中增量或以大桥带来的非过夜游客为主。非过夜游客的赌额和人均消费一般比过夜游客要低。19Q1 港珠澳大桥虽拉动访澳游客增长 21%，但其中非过夜游客同比增 33%，而过夜游客同比仅增 9%。从金沙 19Q1 业绩也可以看出，深受中低端赌客欢迎的威尼斯人中场流水同比仅增 1%。整体来讲，我们认为港珠澳大桥开通虽为澳门带来较多内地和香港较低端游客，但对中场赌收贡献或不大。

下半年以 VIP 为投资主线，建议关注永利、澳博和太阳城

1) 永利目前 22 港元，对比 18 年 4 月高位 30 港元，目前 12.9x EV/EBITDA 估值对比历史平均 13.9x 也较低，而同样以 VIP 为主的银河顶部为 70 港元，目前约 60 港元。若 VIP 在 3 季度触底反弹，我们认为永利更有弹性；2) 澳博老业务受惠于大桥开通后低端人流增长，加上新赌场在设计上接地气、管理优化和定位鲜明的优势下，整体弹性较好；3) 太阳城继续南征北伐，管理层执行能力强，背靠规模庞大的客户资源，开拓俄罗斯、韩国、越南和柬埔寨等，澳门以外的特色博彩市场，目标价 3.3 港元，重申“买入”。风险提示：外部政经环境不稳定，国内经济不及预期等

图 1：2019 年和 2018 年五一澳门酒店预订价格（人民币）对比

		2019年五一假期								V.S.	2018年五一假期		
公司	澳门酒店 大/双床 价格	房型	4月29日	4月30日	5月1日	5月2日	5月3日	5月4日	5月5日		4月29日	4月30日	5月1日
永利	澳门永利皇宫酒店（5星）	双床套房	1,833	3,078	9,929	9,929	9,929	5,955	1,425		8,736	8,736	3,533
	永利澳门酒店（5星）	豪华城景房	2,503	8,857	8,857	8,857	8,857	7,874	2,020		7,344	7,344	5,152
银河	澳门银河酒店（5星）	银河客房	1,329	2,662	满房	满房	满房	满房	1,216		4,579	4,445	2,468
	澳门JW万豪酒店（5星）	豪华客房	1,048	3,816	8,399	5,354	6,088	2,699	1,147		6,617	6,646	2,853
	澳门悦榕庄（5星）	路氹泉悦套房	1,806	7,903	满房	满房	满房	满房	2,109		满房	满房	4,941
	澳门丽思卡尔顿酒店（5星）	至尊套房	2,241	3,080	满房	11,753	9,057	9,057	2,241		满房	满房	8,100
	澳门大仓酒店（5星）	豪华客房	1,006	2,006	4,214	满房	满房	2,802	1,120		4,569	4,770	1,416
	澳门百老汇酒店（5星）	百老汇客房	706	1,061	2,745	3,259	2,573	1,500	599		2,425	1,599	900
	澳门星际酒店（5星）	豪华房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房		满房	满房	满房
新濠	澳门新濠锋酒店（5星）	海景客房	1,170	满房	满房	满房	满房	满房	1,020		满房	2,353	1,635
	澳门新濠天地-澳门颐居酒店（5星）	豪华客房	1,268	1,788	满房	满房	4,972	2,452	1,543		满房	满房	满房
	澳门新濠天地-摩珀斯酒店（5星）	豪华客房	2,314	4,065	9,693	9,726	5,125	5,146	2,446			未开	
	澳门新濠天地-迎尚酒店（5星）	高级房（标房）	771	1,166	2,937	3,338	3,920	1,440	618		2,924	2,925	2,846
	澳门新濠影汇酒店（5星）	明星经典客房	807	1,439	3,772	3,817	4,915	1,440	856		3,078	2,760	1,268
澳博	澳门新葡京酒店（5星）	高级客房	1,213	1,786	满房	满房	3,229	2,352	1,112		3,561	3,561	1,927
	澳门葡京酒店（5星）	标准房	670	990	2,592	3,256	1,614	903	555		3,672	2,701	1,740
美高梅	路氹美狮美高梅（5星）	度假双床客房	911	2,051	3,794	4,923	3,371	1,931	833		3,223	2,188	1,130
	半岛美高梅酒店（5星）	豪华客房	1,486	2,877	4,048	7,562	8,317	2,840	1,257		4,395	5,060	2,573
金沙	澳门巴黎人酒店（5星）	豪华客房	1,027	1,547	4,874	4,874	3,900	1,530	800		3,001	2,705	1,113
	澳门金沙城中心康莱德酒店（5星）	豪华客房	1,082	1,555	满房	满房	满房	1,903	1,219		满房	满房	1,324
	澳门四季酒店（5星）	豪华房	1,538	2,329	5,935	9,883	5,935	5,088	1,273		6,882	5,884	3,043
	澳门喜来登金沙城中心酒店（5星）	豪华客房	657	1,206	3,005	3,886	2,519	1,206	564		2,788	2,798	1,906
	澳门瑞吉金沙城中心酒店（5星）	豪华客房	1,199	2,076	5,128	5,433	5,859	2,074	1,007		5,554	3,759	1,858
	澳门金沙城中心假日酒店（4星）	高级房（标房）	1,034	1,199	3,300	3,300	1,813	1,640	623		3,822	3,631	1,700
	澳门金沙酒店（5星）	豪华套房	2,229	3,550	满房	满房	满房	5,074	2,515		5,054	4,767	3,239
	澳门威尼斯人度假村酒店（5星）	皇室套房	1,371	2,229	满房	7,833	5,998	2,057	1,457		6,996	6,564	2,866
注：红色为19年酒店满房或房间价格高于18年酒店房间价格，19年5月2日-5月3日对比18年4月30日			中位价	1,199	2,064	4,131	5,354	4,972	2,213	1,147	4,395	3,695	1,927
			平均价	1,329	2,680	5,201	6,293	5,157	3,135	1,263	4,696	4,260	2,588

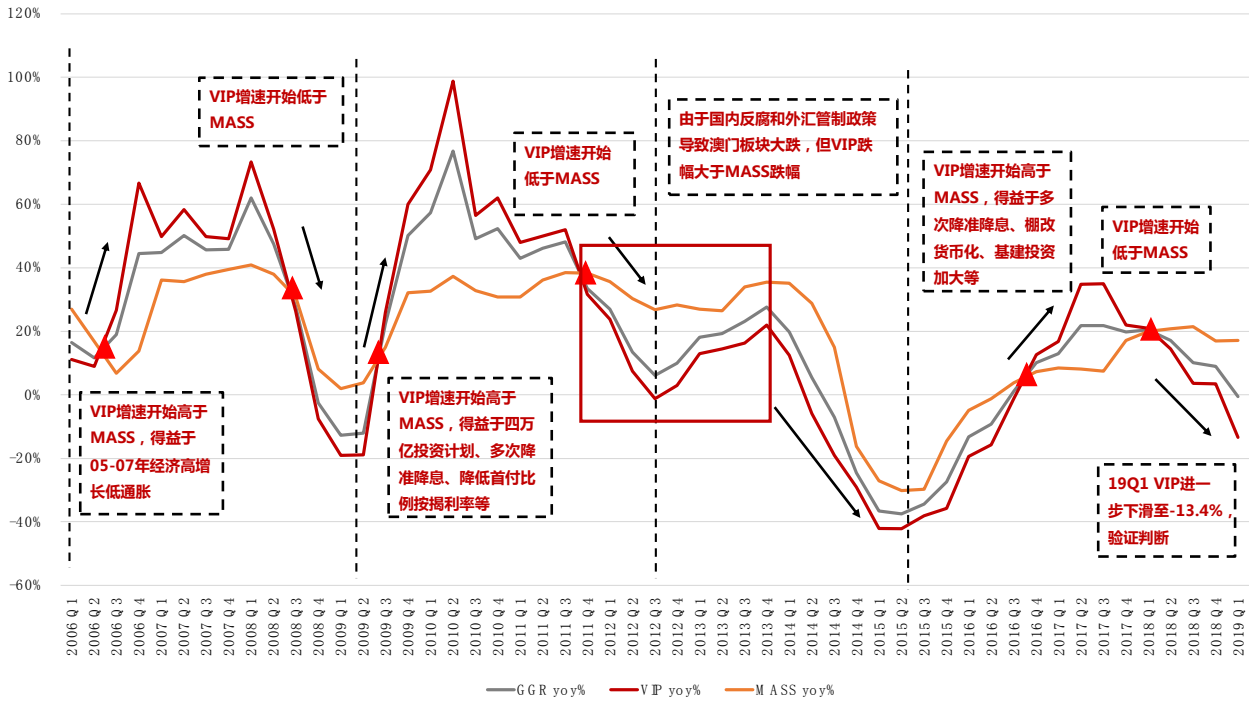
资料来源：携程网，天风证券研究所整理

图 2：六大博企涨跌幅、市值、估值(P/E 和 EV/EBITDA)情况

公司	股票代码	当前股价	年初至今 涨跌幅%	市值 (亿港元)	PE			EV/EBITDA		
					当前	19年	20年	当前	19年	20年
香港上市公司										
永利澳门	1128.HK	22.05 港元	29.1%	1,146	21.6	18.0	16.3	12.9	12.9	12.2
澳博控股	880.HK	9.28 港元	27.1%	526	19.0	22.5	19.7	13.5	13.3	9.7
金沙中国	1928.HK	42.85 港元	28.4%	3,463	23.7	20.6	18.4	16.8	15.1	13.6
银河娱乐	27.HK	58.85 港元	19.2%	2,549	18.8	18.1	15.1	15.9	14.4	13.2
新濠国际	200.HK	18.90 港元	18.4%	287	56.8	21.7	16.1	9.0	8.1	7.9
美高梅中国	2282.HK	15.98 港元	21.6%	607	58.5	23.6	17.7	21.6	13.4	11.9
美股上市公司										
新濠博亚	MLCO.US	26.62 美元	52.1%	122	18.0	16.0	15.4	13.0	10.5	9.5

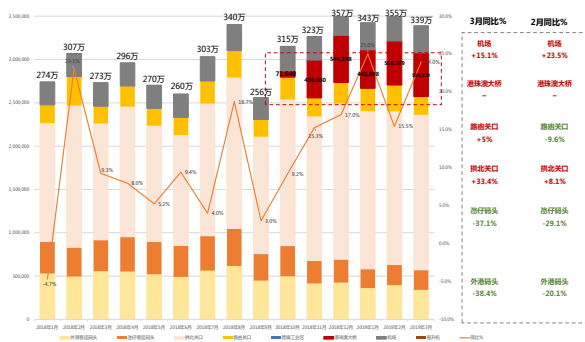
资料来源：截止至 4 月 26 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期，天风证券研究所整理

图 3：2006 年以来澳门博彩 VIP、MASS 和赌收之间的关系



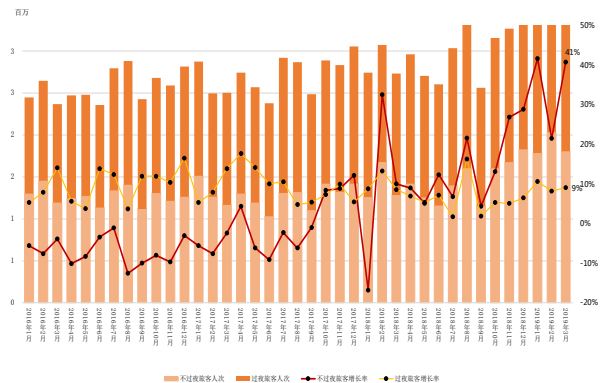
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

图 4：2019 年 Q1 赴澳游客同比增长 21.2%



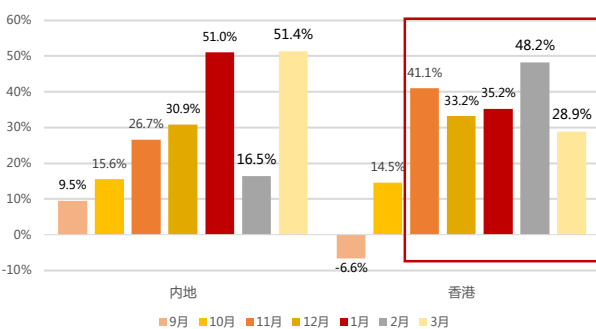
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 5：2019 年 Q1 赴澳游客非过夜游客人数同比增长 33.4%



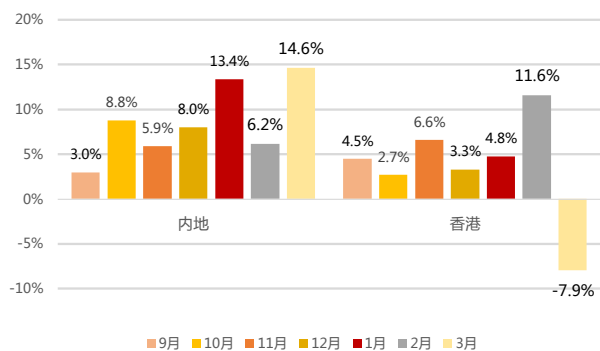
资料来源：DSEC，天风证券研究所整理

图 6：大桥开通前后内地、香港访澳非过夜游客人数同比%



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

图 7：大桥开通前后内地、香港访澳过夜游客人数同比%



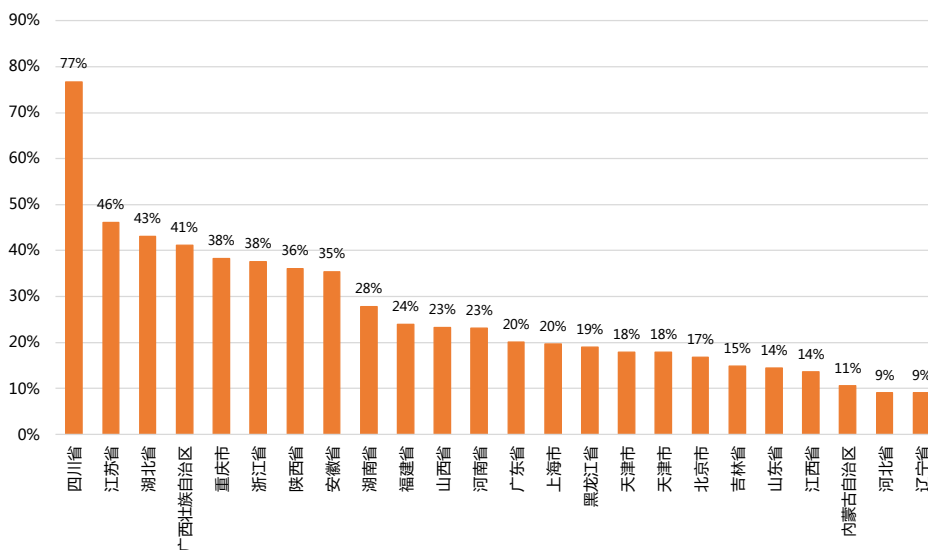
资料来源：数据截至 19 年 3 月，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 8：港珠澳大桥 10 月底开通后，内地和香港通过码头前往澳门的旅客数量明显减少

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

资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 9：2019 年第一季度赴澳内地游客按省份同比增速



资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 10：澳门博彩行业加权平均 12M Forward EV/EBITDA 估值与月度赌收同比相关性



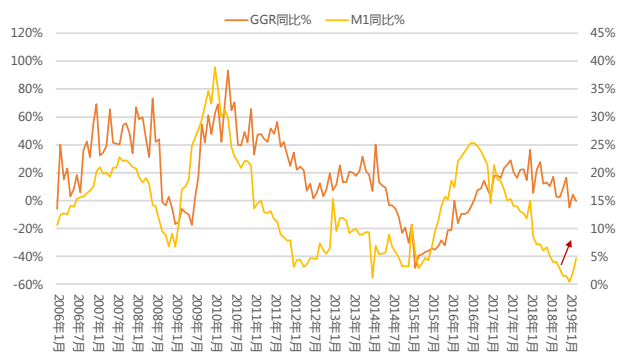
资料来源：彭博，各公司官网，澳门博彩局，截止至 4 月 18 日收盘，天风证券研究所整理

图 11：澳门六大博企业市值加权平均指数与季度赌收、VIP 和 MASS 同比相关性



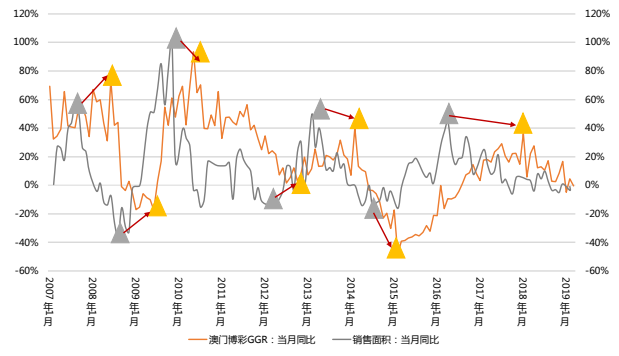
资料来源：Wind，各公司官网，澳门博彩局，截止至 4 月 18 日收盘，天风证券研究所整理

图 12：M1 增速（右）已领先澳门赌收增速（左）开始反弹



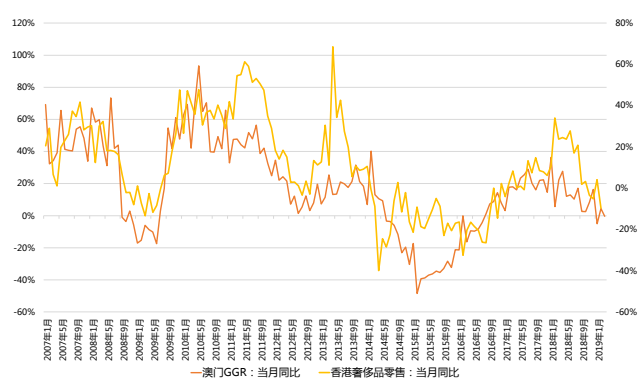
资料来源：Wind，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 13：房地产销售面积同比（右）增速一般领先博彩赌收增速（左）2-3 个季度



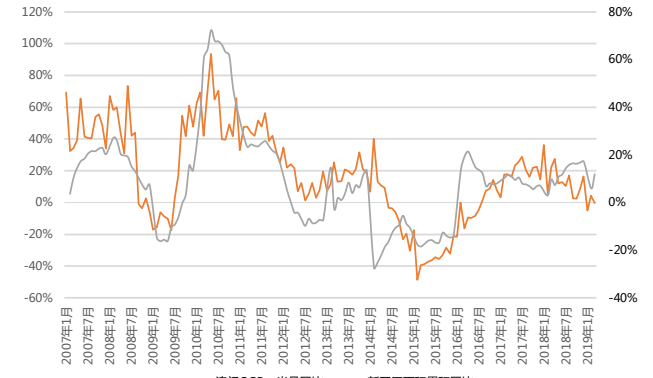
资料来源：Wind，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 14：澳门赌收（左）与香港奢侈品零售（右）相关性较高



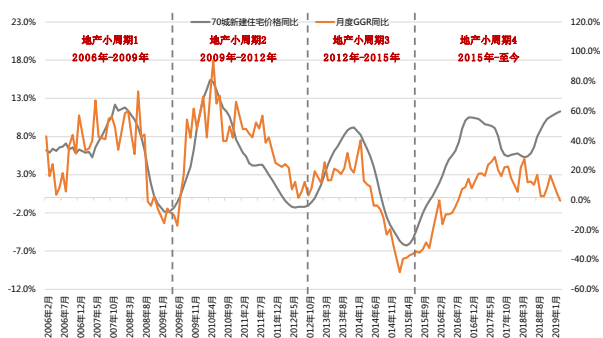
资料来源：Wind，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 15：澳门赌收（左）与房地产新开工面积（右）相关性较高



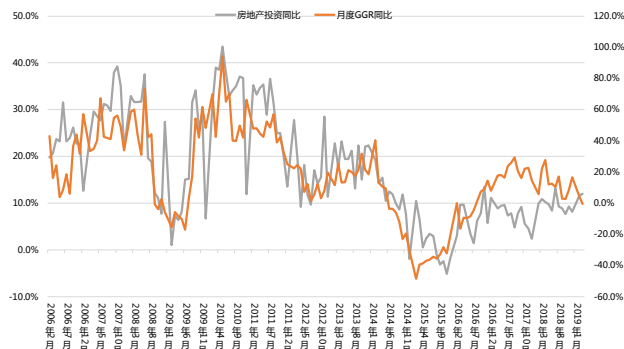
资料来源：Wind，DICJ、DSEC，天风证券研究所整理

图 16: 70 城新建住宅房价增速 (左) 与澳门赌收增速 (右) 相关性较高



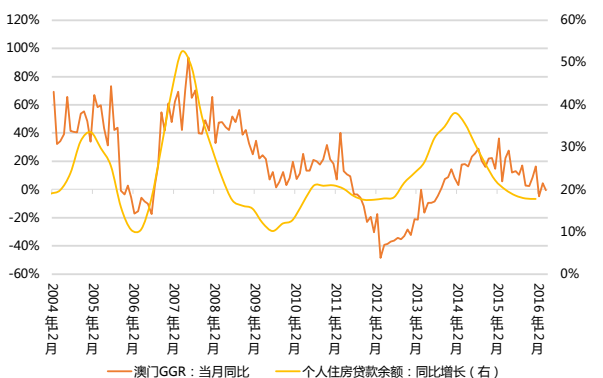
资料来源: Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 17: 房地产投资增速 (左) 与澳门赌收增速 (右) 相关性较高



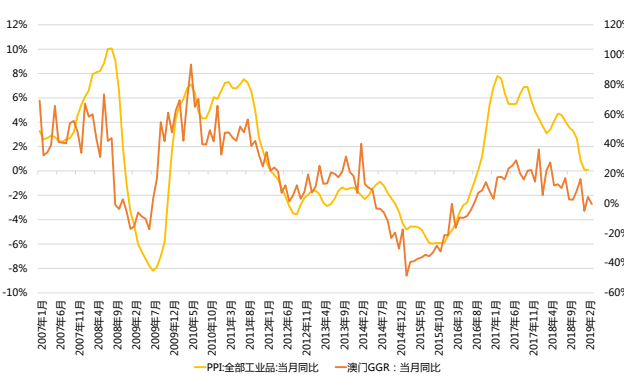
资料来源: Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 18: 博彩赌收同比 (左) 与居民房贷同比 (右) 相关性较高



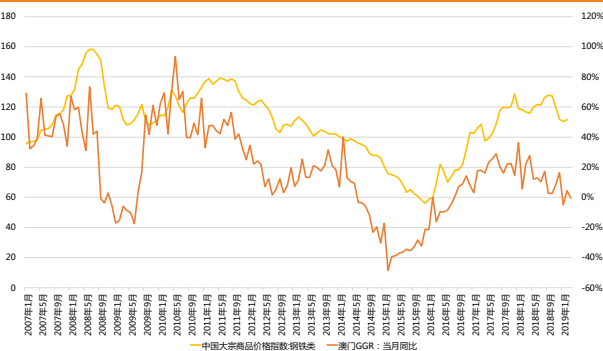
资料来源: Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 19: 澳门赌收 (左) 与国内 PPI (右) 相关性较高



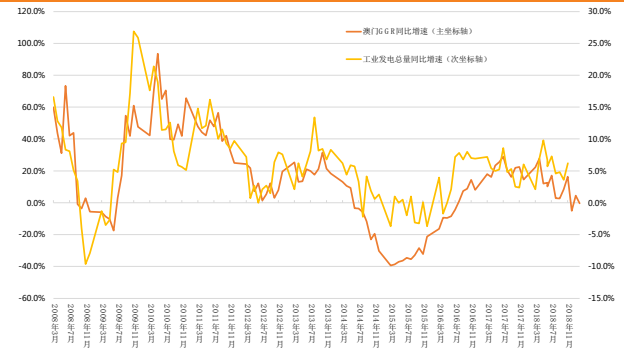
资料来源: Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 20: 博彩赌收同比 (右) 与钢铁大宗价格 (右) 相关性较高



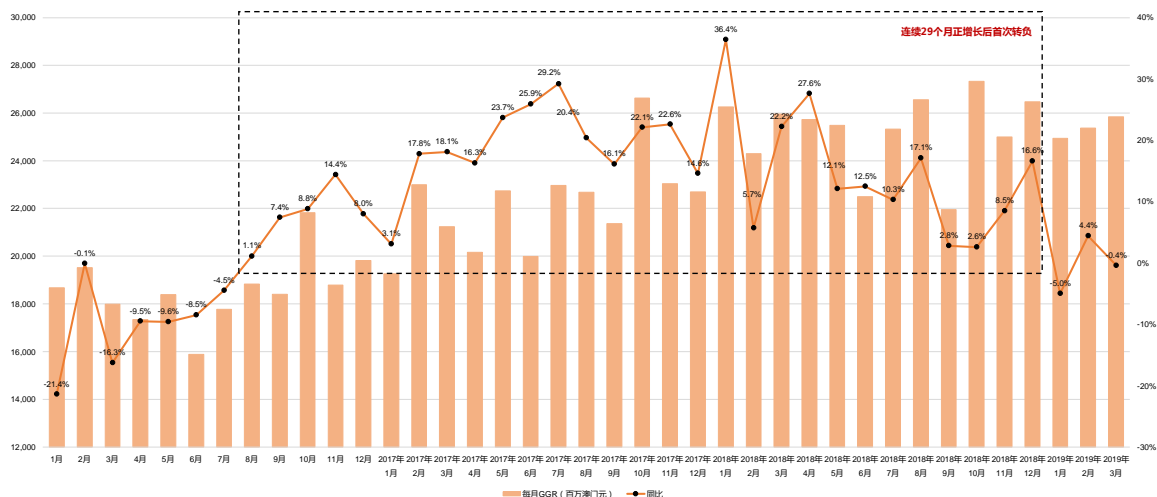
资料来源: Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 21: 澳门赌收 (左) 与国内工业用电 (右) 相关性较高



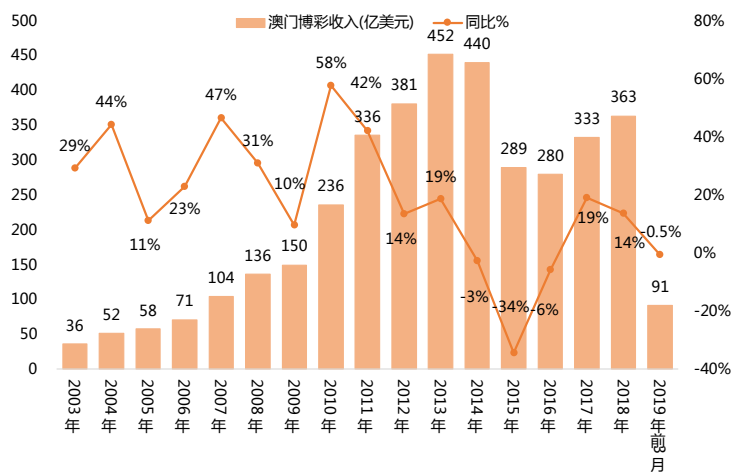
资料来源: Wind, DICJ、DSEC, 天风证券研究所整理

图 22: 澳门博彩每月赌收 (单位: 百万澳门元)



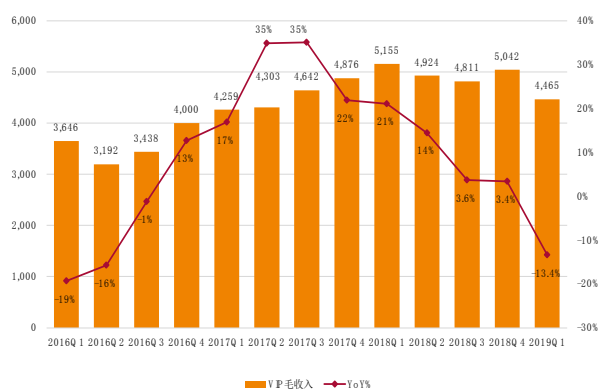
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

图 23: 澳门博彩 2003 年-2019 年一季度赌收 (单位: 亿美元)



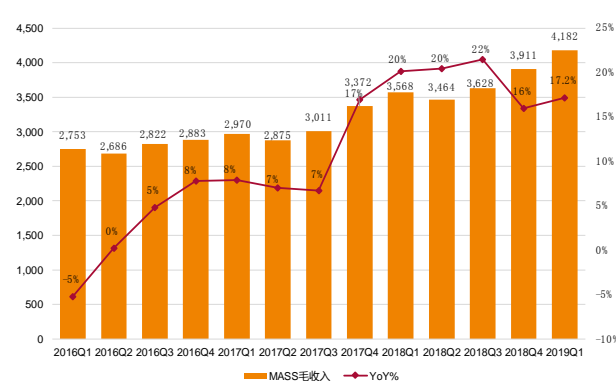
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

图 24: 澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现 (百万美元)



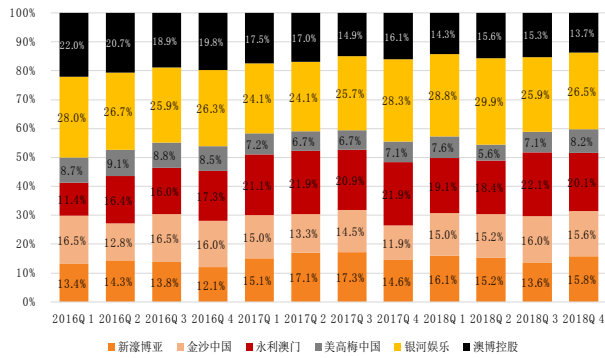
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

图 25: 澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现 (百万美元)



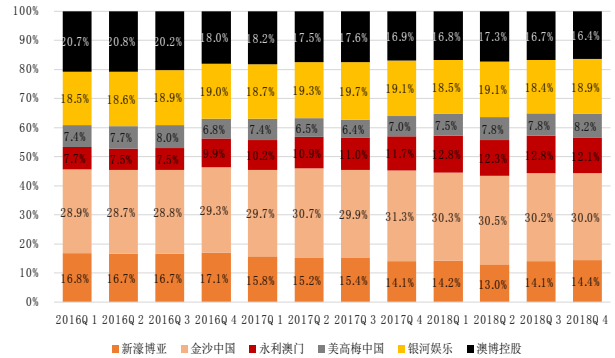
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

图 26：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 27：六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 MASS 市场份额占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 28：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图（橙色为高于行业同比增速，绿色为低于行业同比增速）

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

资料来源：澳门博彩局，公司财报，天风证券研究所整理

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10% - 10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

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