

# 澳门博彩行业草根调研报告

## 十一黄金周澳门博彩调研 8 大发现：旅游、消费、博彩面面观，重申“从买手表到买手信”转型势在必行

### 十一黄金周澳门博彩调研的 8 大发现：旅游、消费、博彩面面观，重申“从买手表到买手信”的转型势在必行

我们在十一黄金周期间对澳门做出全面草根调研。我们在不同时间段查访澳门各娱乐场和重要景点情况，并从旅客的旅游、消费和博彩行为中再次确定从买手表到买手信的情况明显，我们重申澳门 VIP 转型往中场和非博彩的方向势在必行。以下我们归纳总结出 8 大发现：

旅游和消费方面，1) 今年十一黄金周澳门总游客同比增 11.5% 达 98.5 万人次，而内地游客同比增 9.4% 达 80 万人次，其中 10 月 4-5 日游客人数最多，同比分别增 15% 和 22%，与我们调研情况一致。然而，2) 我们发现娱乐场内整体人气明显比以往过节时期较弱。反过来，知名景点游客人气火爆，其中以大三巴牌坊一带最为热闹，需要人流管制，而另类景点（如彩虹屋、疯堂斜巷等）则较冷清，只有少数文青在打卡。3) 此外，从买手表到买手信的低端化消费趋势也较明显：在大三巴一带低端消费较热门，包括食品手信、药品、日用品、奶茶饮料和廉价服装等；相反无论是景点和娱乐场内，高端消费店铺则门可罗雀，包括珠宝、手表、箱包和衣物等。

4) 游客当中，虽然还以内地游客为主，但香港游客，特别不少是年纪较大的，也遍布在半岛一带的较低端娱乐场；另外，在香港当家佣的菲律宾和印尼游客，在各个景点和酒店也到处可见，但他们则主要以打卡拍照为主。我们认为这些游客主要受香港事件影响，在周末通过港珠澳大桥前往澳门。目前大巴票价单程为 70 港元左右，比船票低一半以上。5) 我们之前也强调，这些当天来回的非过夜旅客或较难对澳门的博彩和零售产生贡献。

6) 我们也专门去乘坐娱乐场之间的免费穿梭巴士（也称发财巴）以及半岛/路氹路线的普通付费公交车，感觉拥挤和班次较稀疏之余，乘坐时间也较长。比如说，路氹专线虽然停靠各路氹娱乐场，但绕路较浪费时间，比如说要从新濠天地到巴黎人，路线先停美狮美高梅、永利皇宫、威尼斯人（有时候要换车）、银河到新濠影汇/巴黎人，需时接近 45 分钟。未来轻轨开通后效率将会显著提升。而新濠影汇到新濠天地的发财巴，班次则较稀疏。另外，有些娱乐场更需要先消费才能领乘车券。反过来，酒店门外出租车则上座率不高，鉴于澳门出租车价格较高（比如说从路氹主要娱乐场到半岛景点需要 100 澳门元），这也反映旅客多以低端为主。

7) 博彩方面，我们一直强调使用大桥的游客多为较普通和不过夜的观光客和买菜客。他们主要在澳门半岛停留。澳博的主要娱乐场和卫星赌场主要在半岛，而且注码较低，人气较旺。本次调研再次验证我们的观点，半岛娱乐场整体人气高于路氹，而澳博的新葡京赌场人气最高，甚至比威尼斯人要好，银河的大型娱乐场在钻石大堂进去一带人气也较好。8) 当中，以普通中场人气较旺，尤其在最低赌额为 1000 港元以下的赌桌。而高端中场的人均下注额也普遍较低，现在很难看到上万一把的赌客。此外，一些 VIP 贵宾厅里面也可以见到最低赌额为 3000 港元的赌桌，以往最低为一万，再次验证了澳门 VIP 向中场转型的趋势。

### 板块中性，但金沙和澳博或较能受惠转型；同时看好往亚太博彩巨头目标迈进的太阳城集团

我们再次强调，澳门将迎来从买手表到买手信的转型。整体业务将仿效拉斯维加斯的定位，行业将从依赖高端 VIP 业务转型往中场和非博彩业务，打造一个亚洲休闲旅游与会展中心的城市。中场和非博彩发展将受惠于多项基建开通带来的旅客增量，但同时也受制于酒店接待能力。

（接下一页）

风险提示：外部政经环境不稳定，国内经济转弱等

#### 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 《澳门博彩行业：从买手表到买手信 2.0》2019-09-17
- 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



从现在到 2024 年，澳门的酒店房间数量将会从约 38000 间增加到约 50000 间，每年能接待约 5000 万旅客人次。但我们认为目前珠澳游渐渐成为合家欢出行主流，所以长期若把横琴酒店接待能力利用起来，澳门将能接待每年 6000 万人次。

我们认为港珠澳大桥爬坡能有效提振澳门半岛的娱乐场，澳博控股较能受惠。我们也看好澳博将在 2020 下半年开幕的路氹新场，接地气的定位和新 VIP 管理模式应值得估值提升。我们预计年底前高铁从拱北延伸到横琴，以及日后横琴/莲花口岸一体化完成后，将带来更多的过夜游客，对路氹娱乐场将起到涟漪效应。在口岸边上的金沙巴黎人和新濠影汇主打中场和非博彩将直接受惠。巴黎人内能通往其他金沙物业，包括百丽宫、威尼斯人，以及明年底有望改装完成的伦敦人。口岸也设有轻轨，预计年底前能开通。而轻轨沿线的新濠天地、美狮美高梅、永利皇宫和银河 1/2 期也能受惠。我们同时看好进军日本，并稳步向亚太博彩巨头目标迈进的太阳城。

但鉴于贸易谈判的不确定性、宏观经济形势，以及外部竞争等因素，加上基建和酒店接待能力爬坡中青黄不接期间，中场或暂未能抵消 VIP 下滑的颓势，博彩收入(GGR)或将继续承压。我们预计 19-20 年 GGR 整体同比增速分别为-2%和 2%。虽然目前板块 11.3x Forward EV/EBITDA 估值已接近 14-15 年反腐时期的 10x 低位，但青黄不接期间估值或仍将承压。

图 1：永利皇宫内手表等高端商铺门可罗雀



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 2：永利皇宫内手表等高端商铺门可罗雀



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 3：热门景点买手信、奶茶饮料和廉价服装等店铺人头攒动



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 4：热门景点买手信、奶茶饮料和廉价服装等店铺人头攒动



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 5：热门景点买手信、奶茶饮料和廉价服装等店铺人头攒动



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 6：热门景点买手信、奶茶饮料和廉价服装等店铺人头攒动



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 7：热门景点买手信、奶茶饮料和廉价服装等店铺人头攒动



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 8：大三巴牌坊景点人头攒动



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 9：娱乐场之间穿梭巴士(发财巴)较拥挤



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 10：娱乐场之间出租车上座率不高



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 11：澳门欢度国庆烟花表演



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 12：澳门欢度国庆灯展



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 13：澳门欢度国庆装饰



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 14：澳门欢度国庆灯展



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 15：澳门欢度国庆灯展



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 16：澳门欢度国庆灯展



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 17：旧美高梅大堂



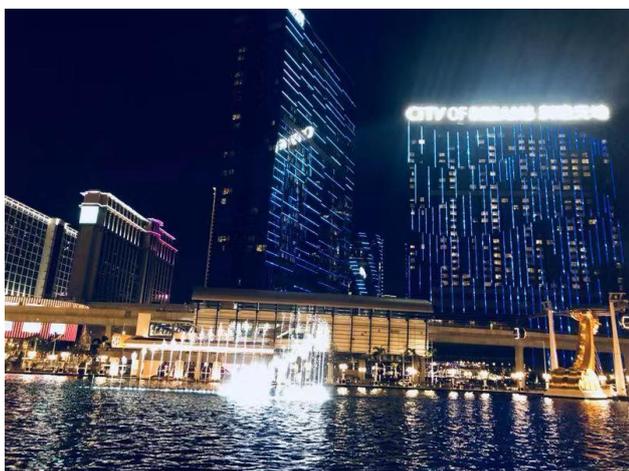
资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 18：美狮美高梅大堂



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 19：路氹轻轨（路氹东站）距离新濠天地靠近



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 20：路氹轻轨（路氹东站）距离永利皇宫和新濠天地靠近



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 21：金沙四季酒店公寓楼



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 22：由太阳城赞助的《永恒的疯马》表演



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 23：路氹轻轨（路氹东站和东亚运站）距离美狮美高梅靠近



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 24：路氹轻轨（路氹西站和排角站）距离银河 1/2 期靠近



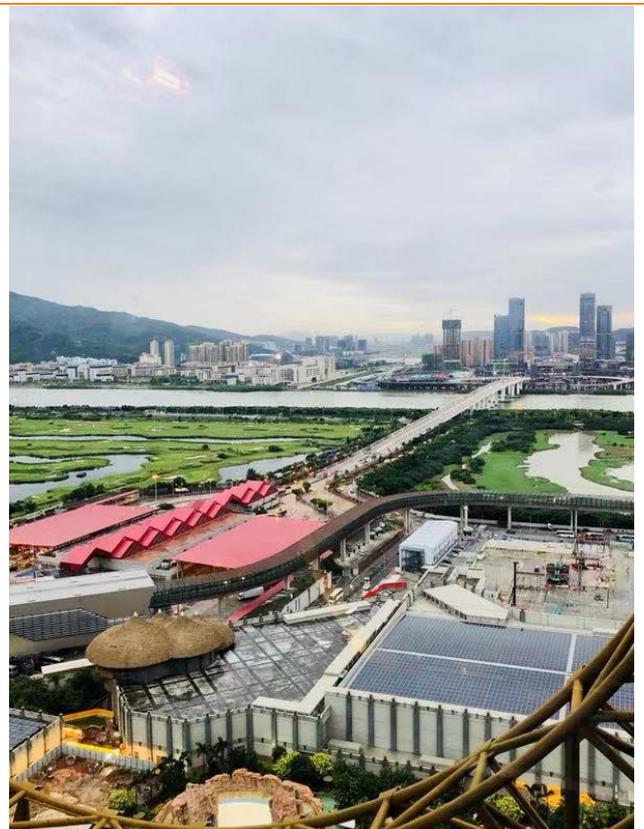
资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 25：路氹轻轨（东亚运站）距离澳博上葡京适中



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 26：路氹轻轨（莲花口岸站）紧挨横琴



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 27：路氹轻轨（东亚站）距离澳博上葡京适中



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 28：永利皇宫（南门）距离澳博上葡京距离靠近



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 29：永利皇宫（南门）距离澳博上葡京距离靠近



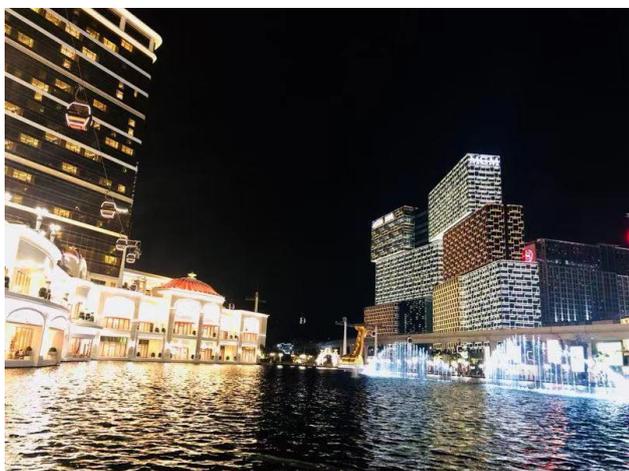
资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 30：路氹轻轨站



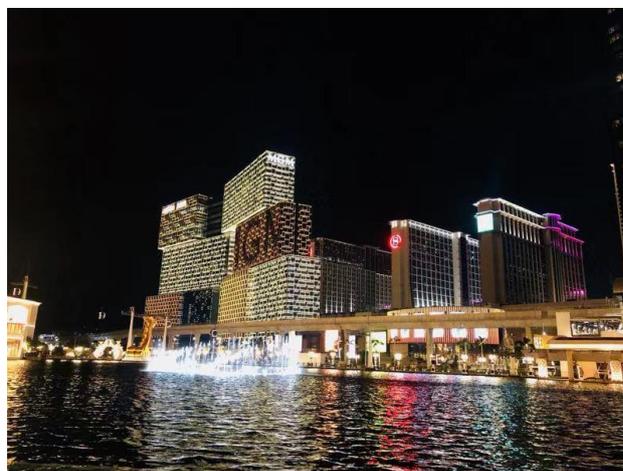
资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 31：路氹轻轨（路氹东站）距离永利皇宫和美狮美高梅靠近



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 32：路氹轻轨（路氹东站）距离美狮美高梅靠近



资料来源：团队拍摄，天风证券研究所

图 33：澳门十一黄金周旅游数据

	外港码头		凼仔码头		关闸		路氹城		跨境工业区		机场		港珠澳大桥		总计	
	总数	内地游客	总数	内地游客	总数	内地游客	总数	内地游客	总数	内地游客	总数	内地游客	总数	内地游客	总数	内地游客
10月1日	6,785	3,318	6,311	3,910	84,867	80,478	19,696	18,587	23	18	8,292	6,571	9,923	3,881	135,897	116,763
10月2日	8,167	3,701	7,225	4,307	104,639	100,114	20,024	19,099	35	26	8,720	6,791	12,340	6,831	161,150	140,869
10月3日	9,245	3,822	7,745	4,467	103,562	98,865	18,496	17,685	43	28	10,702	7,716	14,017	7,699	163,810	140,282
10月4日	10,087	3,978	8,089	4,108	94,705	89,945	16,673	15,833	40	27	11,062	8,077	15,360	8,013	156,011	129,981
10月5日	12,731	3,609	9,956	3,999	94,106	88,692	16,860	16,023	42	35	11,268	8,689	18,407	7,745	163,370	128,792
10月6日	9,962	2,012	9,494	2,752	66,461	60,153	10,076	9,197	30	26	12,019	9,911	17,798	3,899	125,840	87,950
10月7日	6,042	1,173	5,480	1,391	40,697	34,702	5,330	4,637	46	40	12,396	10,347	8,927	1,516	78,918	53,806
总计	63,019	21,613	54,300	24,934	589,037	472,551	107,155	101,061	259	200	74,459	58,102	78,383	39,584	984,996	798,443
同比	-46%	-59%	-27%	-36%	12%	-4%	7%	6%	-16%	-1%	16%	20%	-	-	11.5%	9.4%

资料来源：澳门旅游局，天风证券研究所整理

图 34：澳门六大博企、美国主要博彩企业涨跌幅、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%	目标价	评级	市值(亿港元)	股息率	PE			EV/EBITDA		
								当前	19年	20年	当前	19年	20年
香港上市公司													
澳博控股	880.HK	7.53 港元	6.8%	11.0 港元	买入	427	3.7%	14.0	15.4	17.0	11.2	11.0	9.8
金沙中国	1928.HK	35.35 港元	9.1%	41.0 港元	增持	3,073	5.2%	18.6	18.5	16.7	14.0	13.7	12.6
永利澳门	1128.HK	15.16 港元	-6.2%	17.0 港元	持有	788	5.3%	13.1	15.5	13.8	10.6	10.9	10.2
美高梅中国	2282.HK	12.28 港元	-5.5%	14.0 港元	增持	467	1.0%	31.0	20.8	16.2	11.5	10.7	9.6
新濠国际	200.HK	18.78 港元	18.2%	19.5 港元	增持	284	0.4%	36.9	22.5	16.6	8.6	7.6	7.1
银河娱乐	27.HK	49.35 港元	0.9%	50.0 港元	持有	2,138	-	17.0	17.5	16.7	13.6	13.7	12.8
美股上市公司													
新濠博亚	MLCO.US	19.49 美元	13.0%	23.0 美元	增持	100	3.1%	22.3	21.2	18.1	9.8	9.3	8.8
金沙集团	LVS.US	54.79 美元	9.5%	-	-	422	5.2%	18.5	18.1	17.6	11.3	11.1	10.6
永利度假	WYNN.US	106.06 美元	9.8%	-	-	123	3.5%	19.5	19.4	15.7	11.3	11.0	9.6
美高梅国际	MGM.US	27.43 美元	14.7%	-	-	150	1.8%	32.9	32.7	18.4	11.0	10.8	9.8
凯撒娱乐	CZR.US	11.75 美元	73.1%	-	-	80	-	-	-	-	11.2	10.9	10.3

资料来源：截止至 10 月 10 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期，天风证券研究所整理

图 35：亚太地区博彩企业、欧洲博彩企业市值、估值(P/E 和 EV/EBITDA)情况

公司	股票代码	主要赌场所在国家	市值(亿美元)	股息率%	PE		EV/EBITDA		收入(百万美元)		EBITDA(百万美元)	
					19年	20年	19年	20年	19年	20年	19年	20年
亚太博彩上市公司												
金界控股	3918.HK	柬埔寨	68.2	4.0%	13.8	12.9	10.5	9.4	1,880	2,147	665	745
凯升控股	102.HK	俄罗斯	3.0	-	61.9	15.5	9.3	5.4	66	97	33	58
云顶新加坡	GENS.SP	新加坡	78.8	3.9%	15.3	15.5	6.3	6.4	1,821	1,826	854	845
天堂公司	034230.KS	韩国	13.6	0.6%	-	38.9	22.0	14.5	791	903	111	168
Bloomerry/度假村	BLOOM.PM	菲律宾	23.3	-	15.0	13.7	8.9	8.2	831	894	334	361
云顶集团	GENT.MK	马来西亚	54.2	2.0%	9.7	9.6	5.9	5.7	5,191	5,503	1,858	1,928
皇冠度假	CWN.AU	澳大利亚	57.5	5.8%	22.3	21.6	10.5	9.7	2,096	2,306	532	575
Tabcorp控股	TAH.AU	澳大利亚	66.6	6.6%	24.3	22.3	12.0	11.4	3,661	3,746	722	759
欧洲博彩上市公司												
Codere	CDRE.MC	西班牙	4.4	-	10.6	7.1	4.3	3.9	1,658	1,807	406	446
The Rank Group	RNKL	英国	8.3	4.7%	11.8	11.1	5.6	-	920	946	148	154

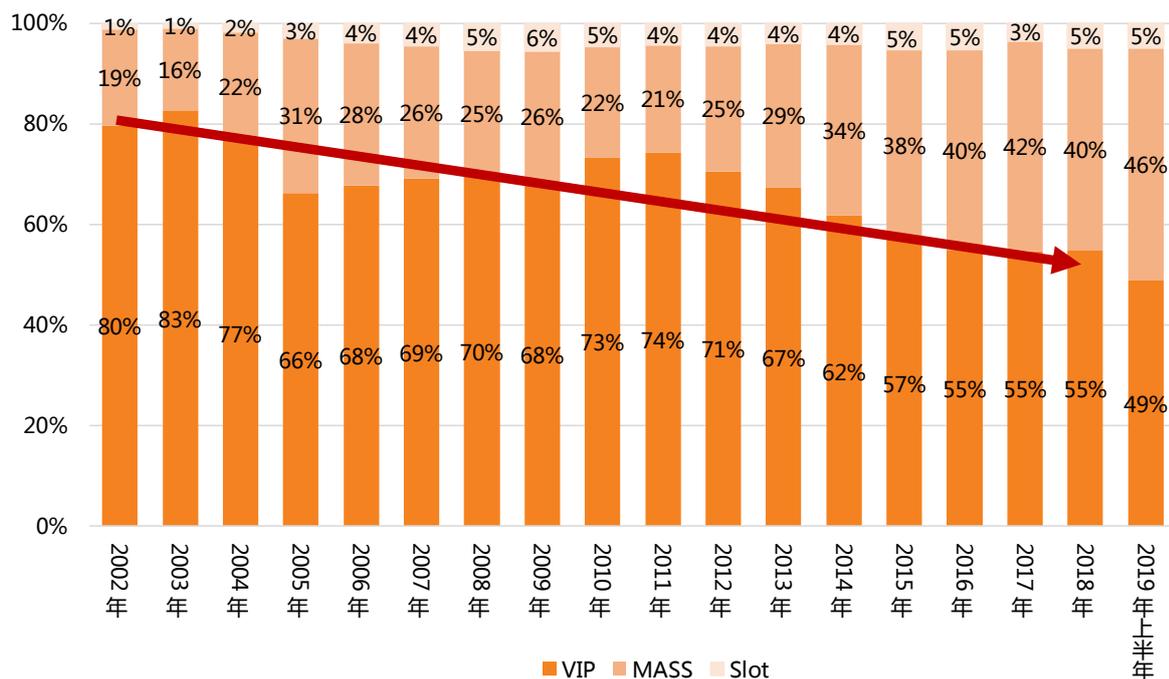
资料来源：截止至 10 月 10 日收盘，PE、EV/EBITDA 根据彭博一致预期，天风证券研究所整理

图 36：六大博彩公司 2017 年至今博彩收入与行业对比热力图（橙色为高于行业同比增速，绿色为低于行业同比增速）

	17Q1			17Q2			17Q3			17Q4			18Q1			18Q2			18Q3			18Q4			19Q1			19Q2		
	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS	GGR	VP	M ASS
行业数据	13%	17%	8%	22%	35%	7%	22%	35%	7%	20%	22%	17%	20%	21%	20%	17%	14%	21%	10%	4%	22%	9%	3%	17%	-0.5%	-13%	17%	-0.5%	-16%	20%
新濠博亚	15%	25%	8%	26%	56%	4%	27%	70%	1%	18%	48%	-2%	16%	23%	8%	3%	0%	2%	-5%	-18%	7%	11%	11%	14%	-1%	-8%	9%	15%	7%	29%
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%	0%	-13%	5%
永利澳门	81%	104%	53%	74%	74%	67%	72%	77%	59%	50%	55%	40%	23%	9%	49%	9%	-5%	36%	18%	10%	36%	2%	-5%	14%	-3%	-7%	2%	-2%	-9%	8%
美高梅中国	3%	-8%	15%	-3%	-3%	-3%	3%	-13%	11%	2%	22%	24%	26%	20%	24%	-6%	44%	28%	11%	43%	27%	18%	32%	20%	3%	35%	26%	22%	36%	
银河娱乐	4%	-4%	16%	17%	18%	18%	24%	35%	13%	26%	32%	20%	26%	36%	14%	30%	40%	19%	8%	6%	10%	2%	-4%	10%	-11%	-24%	9%	-12%	-25%	7%
澳博控股	-6%	-12%	1%	1%	7%	-4%	0.4%	7%	-5%	5%	-1%	11%	5%	-1%	10%	11%	4%	19%	9%	3%	14%	-2%	-12%	8%	-5%	-19%	8%	-10%	-31%	8%

资料来源：澳门博彩局，公司财报，天风证券研究所整理

图 37：19H1 澳门 VIP 收入占比下降至 49%，中场+老虎机收入占比增至 51%



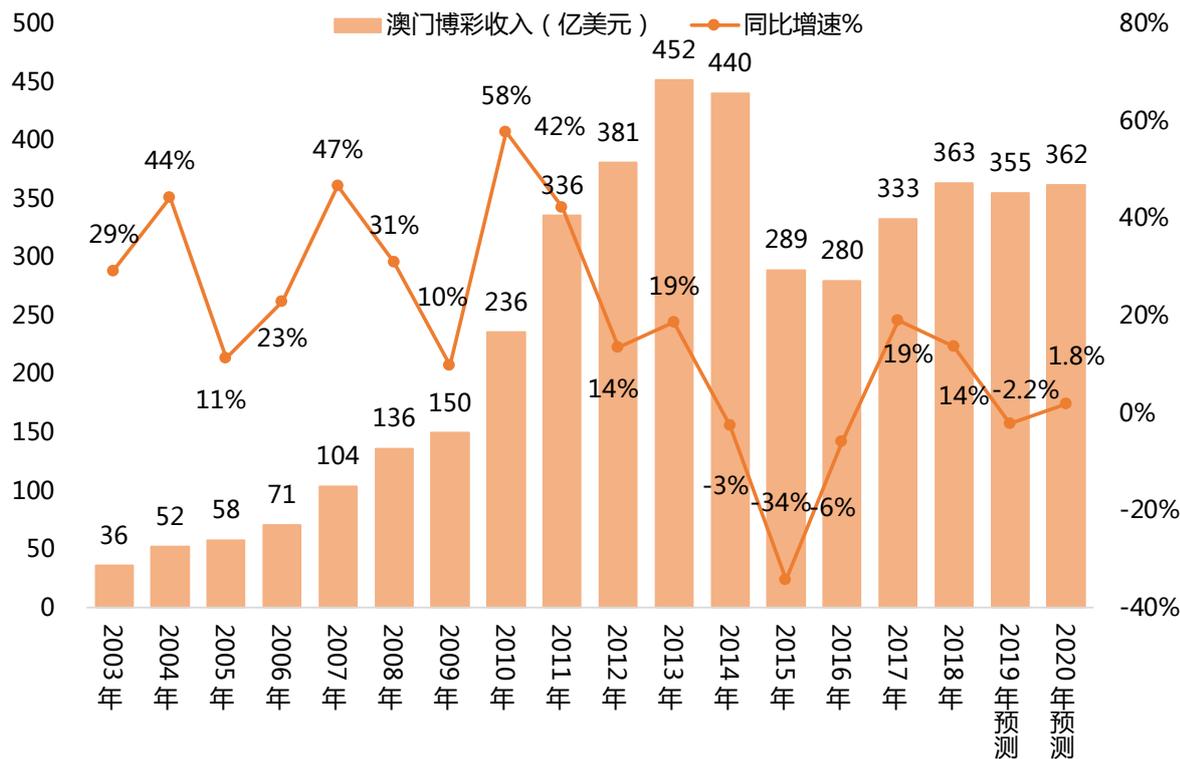
资料来源：数据截至 2019 年 9 月，Wind，DICJ，DSEC，天风证券研究所整理

图 38：2014-2020 年澳门博彩 GGR 及预测（单位：百万澳门元）

百万澳门元	2014	2015	2016	2017	18Q 1	18Q 2	18Q 3	18Q 4	2018	19Q 1	19Q 2	19Q 3E	19Q 4E	2019E	2020E
总收入(GGR)	351,520	230,840	223,211	265,742	73,707	73,707	73,838	78,791	302,846	76,152	73,352	70,798	75,799	296,101	301,490
同比%	-3%	-34%	-3%	19%	16%	17%	10%	9%	14%	3%	0%	-4%	-4%	-2%	2%
VIP 收入	212,535	127,818	118,960	150,673	42,956	41,035	40,092	42,014	166,097	37,208	34,616	33,677	35,712	141,213	135,141
同比%	-11%	-40%	-7%	27%	21%	14%	4%	3%	10%	-13%	-16%	-16%	-15%	-15%	-4%
中场+老虎机收入	138,987	103,023	104,244	115,069	33,554	32,672	33,746	36,777	136,749	38,944	38,736	37,121	40,087	154,888	166,349
同比%	14%	-26%	1%	10%	20%	21%	19%	16%	19%	16%	19%	10%	9%	13%	7%
EBITDA	-	46,522	49,074	61,322	18,574	16,900	16,892	18,614	70,980	19,013	18,235	17,487	18,647	73,382	76,195
同比%	-	-	5%	25%	26%	21%	9%	9%	16%	2%	8%	4%	0%	3%	4%
EBITDA Margin%	-	20.2%	22.0%	23.1%	25.2%	22.9%	22.9%	23.6%	23.4%	25.0%	24.9%	24.7%	24.6%	24.8%	25.3%

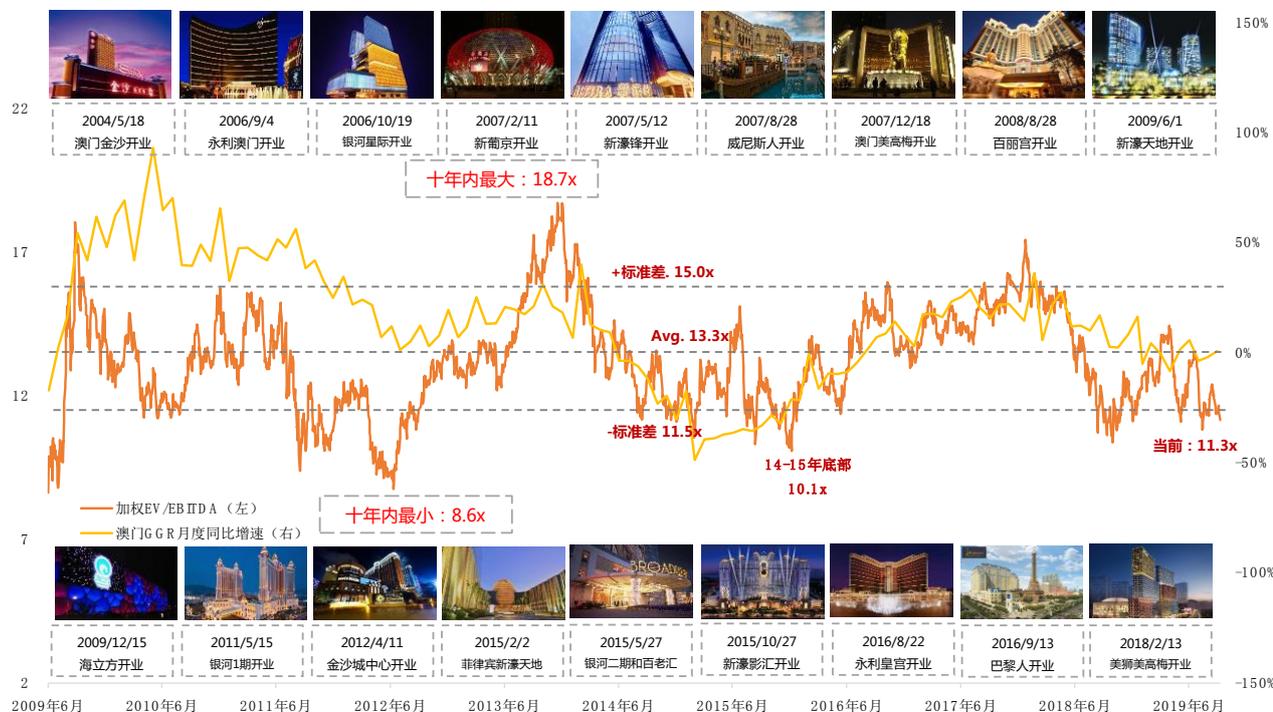
资料来源：公司财报，DICJ，DSCE，天风证券研究所预测

图 39：2003-2020 年澳门博彩 GGR 及预测（单位：亿美元）



资料来源：公司财报，DICJ，DSCE，天风证券研究所预测

图 40：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



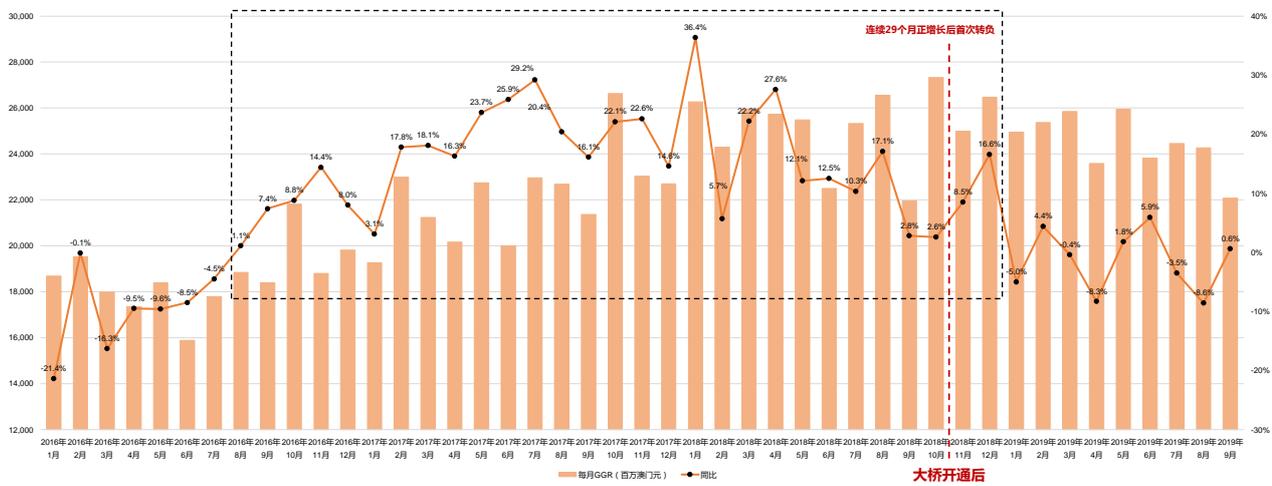
资料来源：彭博，各公司官网，澳门博彩局，截止至 10 月 10 日收盘，天风证券研究所整理

图 41：2006 年以来澳门博彩 VIP、MASS 和赌收之间的关系

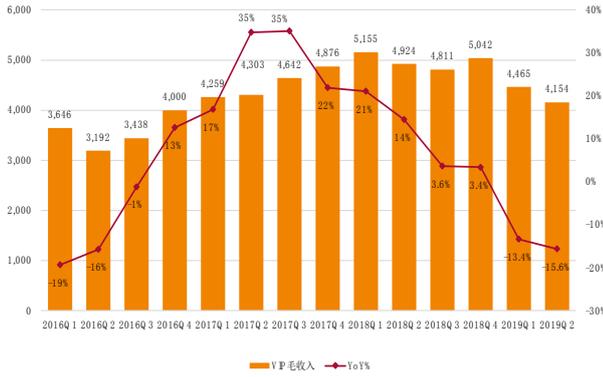


资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

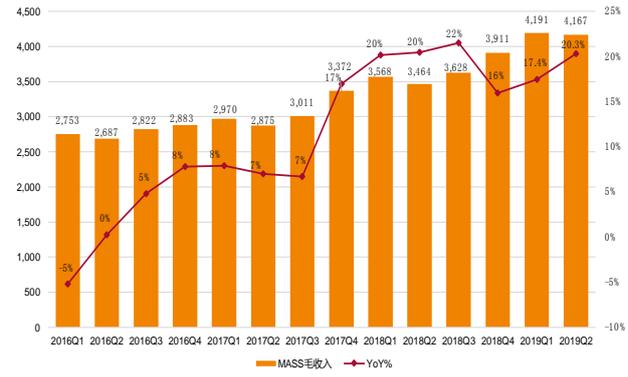
图 42：澳门月度博彩收入（百万澳门元）及同比



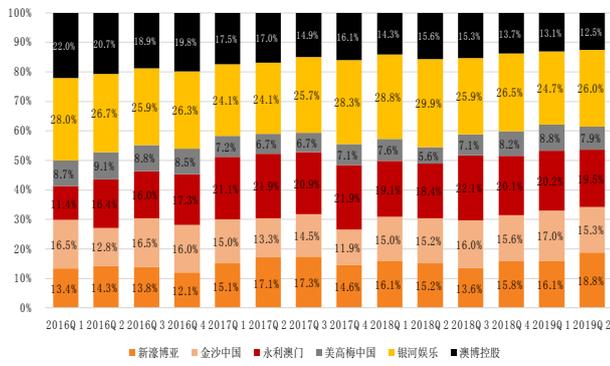
资料来源：澳门博彩局，天风证券研究所整理

**图 43: 澳门博彩 VIP 业务 2016 年以来季度表现 (百万美元)**


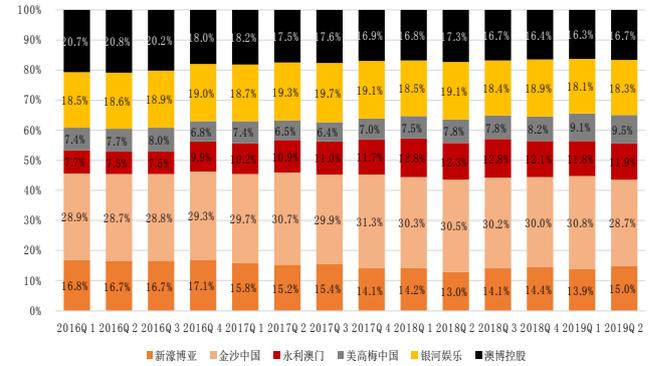
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

**图 44: 澳门博彩 MASS 业务 2016 年以来季度表现 (百万美元)**


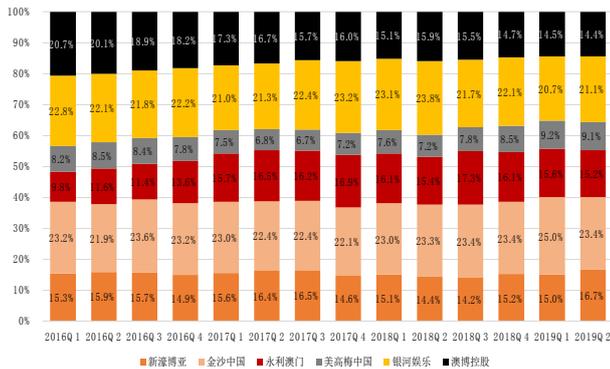
资料来源: 澳门博彩局, 天风证券研究所整理

**图 45: 六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 VIP 市场份额占比**


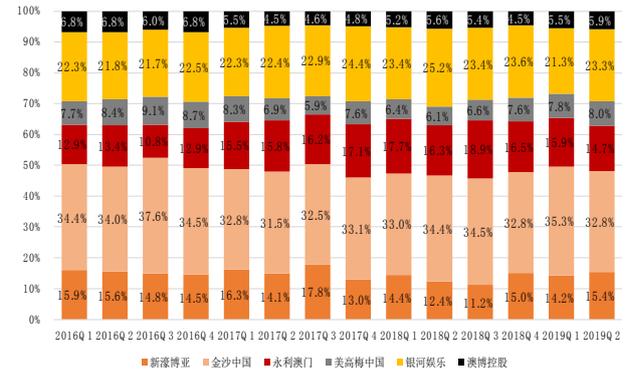
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

**图 46: 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

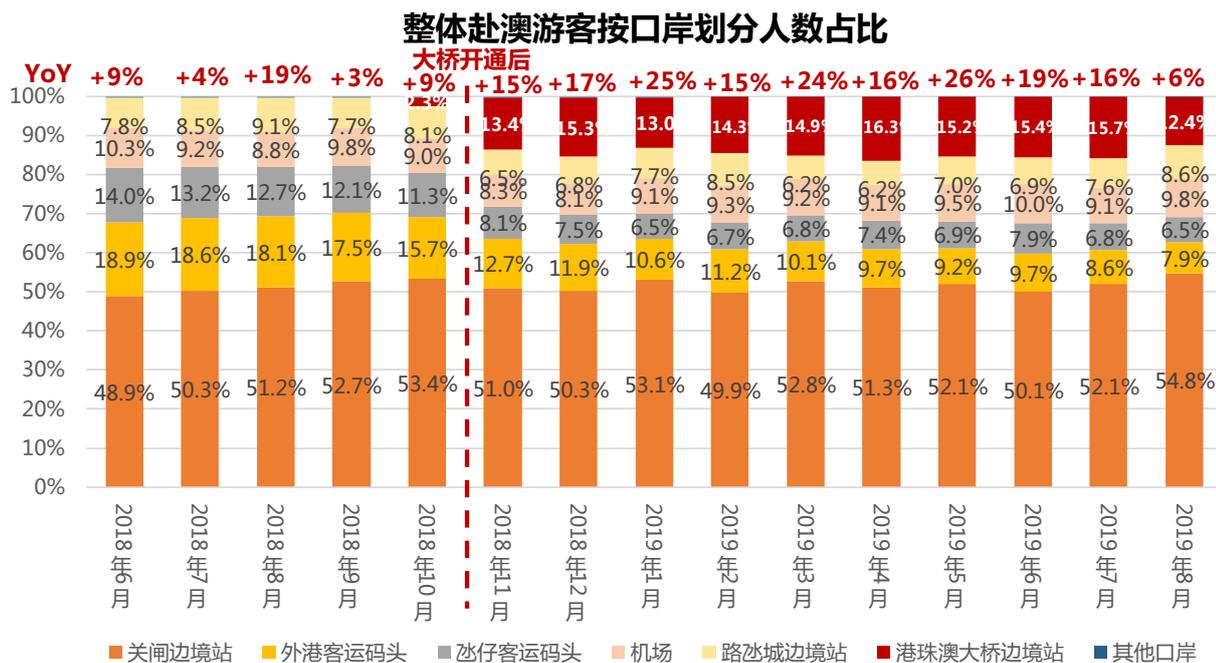
**图 47: 六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 GGR 市场份额占比**


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

**图 48: 六大博彩公司 2016 年至今季度博彩 EBITDA 市场份额占比**


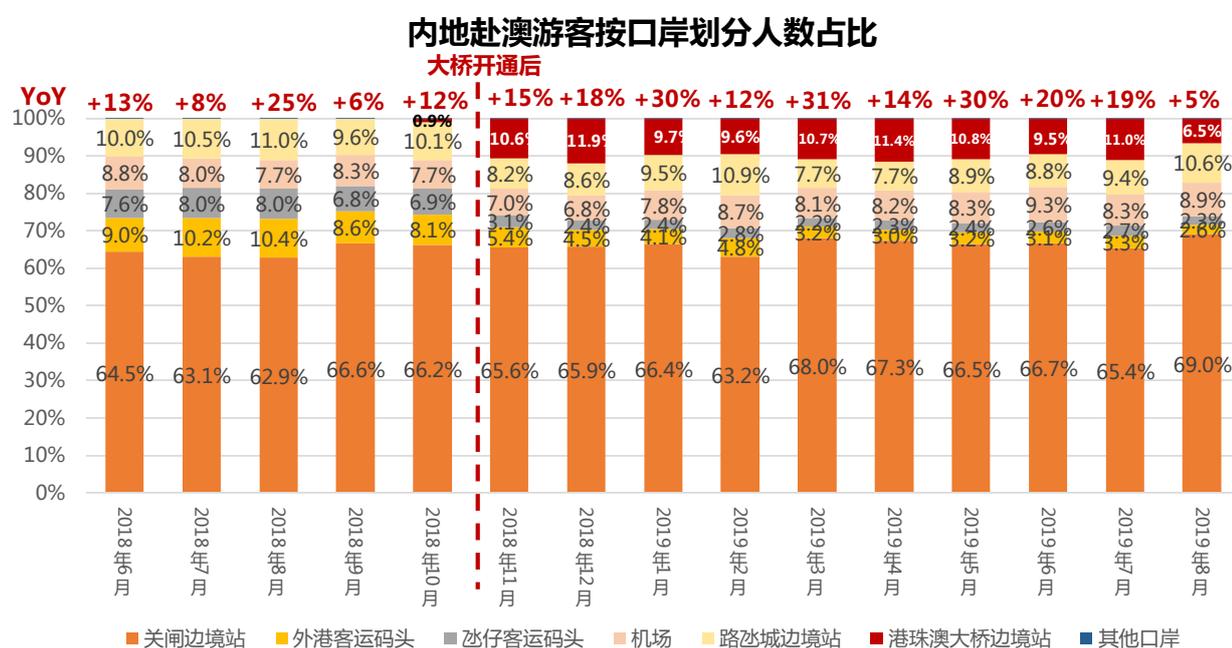
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所整理

图 49：整体赴澳门游客按进入口岸划分人数占总数比例



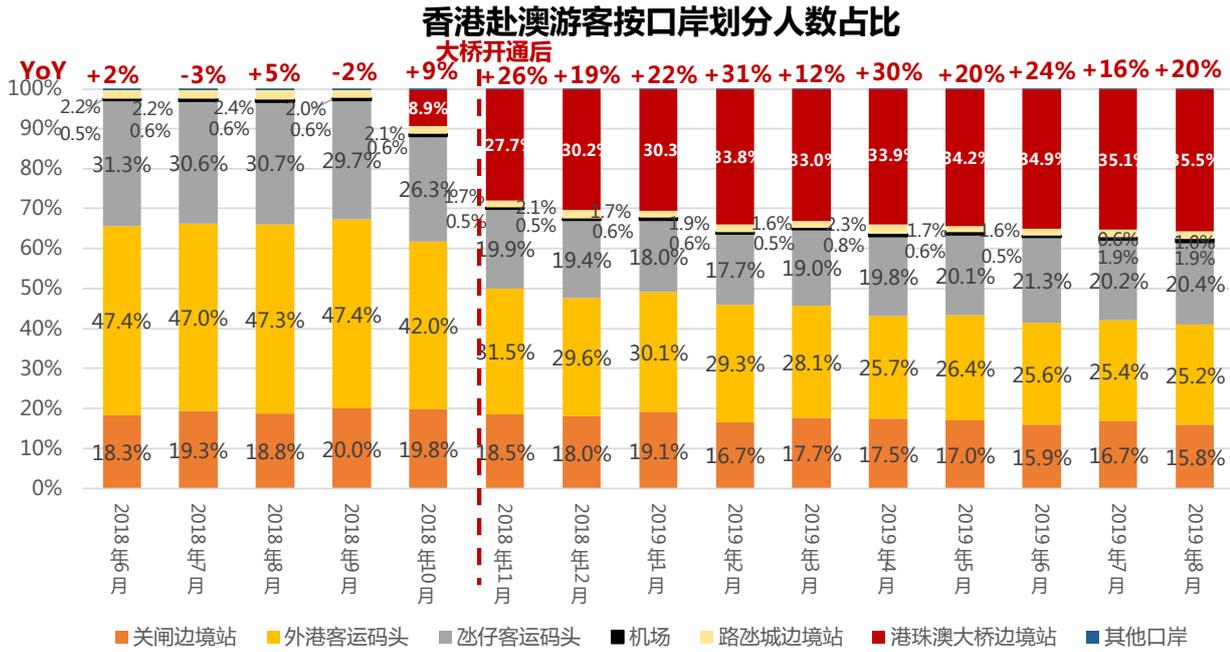
资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

图 50：内地赴澳门游客按进入口岸划分人数占总数比例



资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

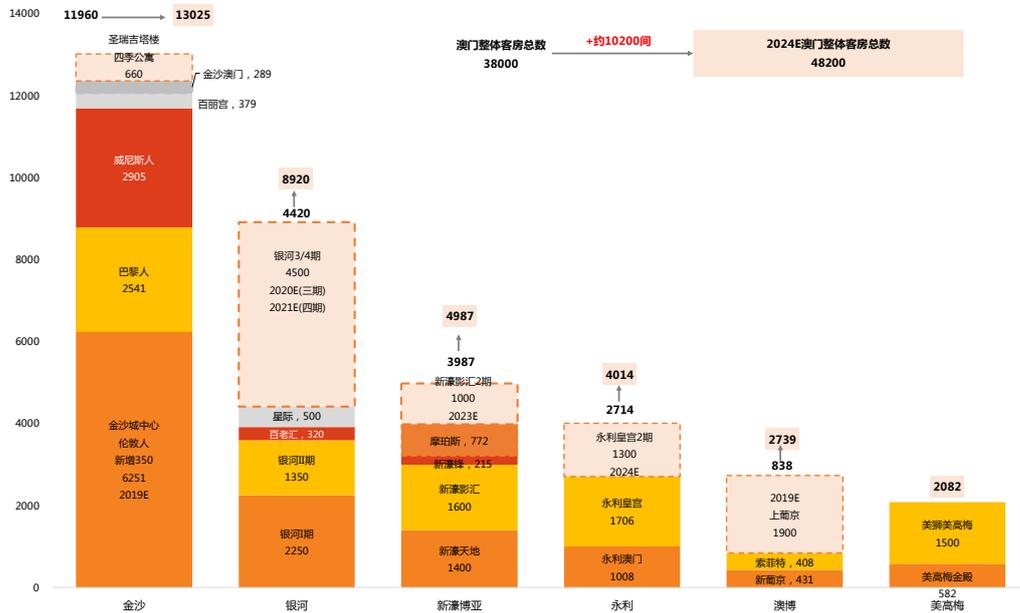
图 51：香港赴澳门游客按进入口岸划分人数占总人数占比



资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

新增酒店房间包括：葡京人 820 间(2020 年)、金沙四季和伦敦人塔楼 660 间(2020 年)、上葡京 1900 间(2020 年下半年)、银河 3 期 1500 间(2020 年下半年)、银河 4 期 3000 间(2021 年)、新濠影汇 2 期 1000 间(2023 年)和永利皇宫 2 期 1300 间(2024 年)。

图 52：澳门 2024 年预计整体酒店客房数量约 4.8 万间



资料来源：澳门统计局，天风证券研究所整理

我们以目前澳门共有 3.8 万个房间，预计今年访澳旅客将达 4100 万人次(首 7 个月为 2380 万人次)，假设每个家庭平均 3 人，当中 47% 的选择过夜，平均停留 2.2 晚(为目前水平)，则全年所需房间总数约为 38716 个房间。在 2024 年房间数量达到 4.8 万个，假设所有参数不变，总接待游客能到 5100 万人次。未来珠海横琴将每年增加三千个房间，我们认为总接待能力能到 6000 万人次，对比拉斯维加斯和香港去年的访客人次分别为 4200 和 6500 万人次。

图 53：氹仔轻轨线主要受惠各大娱乐场



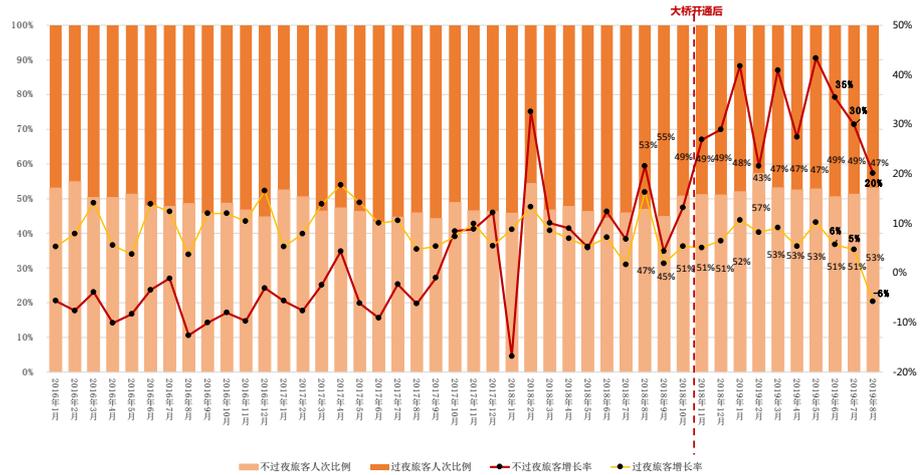
资料来源：澳门旅游局，天风证券研究所整理

图 54：19 年国庆假期前五天酒店价格整体高于 17-18 年同期

公司	澳门酒店 大/双床 价格	房型	2019年国庆假期							V.S.	2018年国庆假期							V.S.	2017年国庆假期						
			10月1日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	10月7日		10月1日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	10月7日		10月1日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	10月7日
永利	永利皇宫酒店 (5星)	皇官客房	8,522	7,410	7,213	8,126	8,126	7,407	1,221	11,759	11,759	11,759	11,759	11,759	11,759	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	
	永利澳门酒店 (5星)	豪华城景房	8,396	8,396	8,396	8,892	8,892	8,199	8,251	9,999	9,999	9,999	9,999	9,999	8,749	4,936	8,855	8,835	8,835	8,835	8,835	9,033	7,266		
	澳门银河酒店 (5星)	银河客房	9,883	9,883	8,893	8,893	8,893	2,136	1,199	7,399	9,888	9,888	9,888	2,848	1,776	1,199	4,256	7,199	7,029	6,726	5,346	4,112	3,239		
	澳门W万豪酒店 (5星)	豪华客房	8,399	9,883	9,883	9,883	5,405	1,909	1,003	7,306	8,979	8,979	8,979	3,547	2,940	1,722	4,029	6,013	7,113	5,039	4,900	3,776	3,496		
银河	澳门悦柏庄酒店 (5星)	路逸泉悦套房	13,228	13,228	13,228	13,068	13,179	3,289	2,552	10,339	10,339	10,228	10,228	4,199	3,319	2,346	13,538	13,538	13,528	13,538	13,538	6,028	5,776		
	澳门丽晶卡尔顿酒店 (5星)	至尊套房	10,954	11,128	10,902	10,885	11,363	7,283	2,886	10,336	满房	满房	11,236	11,236	7,016	3,799	满房	满房	满房	满房	满房	满房	10,207		
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	4,752	4,752	满房	满房	3,932	1,581	885	4,741	11,236	10,622	11,236	3,746	2,709	1,056	4,189	6,067	5,926	5,830	4,327	3,356	3,396		
	澳门百老汇酒店 (5星)	百老汇客房	1,494	1,537	1,833	1,842	1,893	1,207	539	1,449	1,493	1,511	1,599	1,449	1,394	927	1,876	1,766	2,056	2,000	1,716	1,678	1,186		
新濠	澳门新濠锋酒店 (5星)	豪华房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	1,326	1,326	1,326	1,326	2,143	2,143	1,326	1,338	1,338	1,338	1,338	1,338	1,839	1,839			
	澳门新濠天地-颐居酒店 (5星)	海景客房	3,659	4,201	4,201	4,201	4,201	2,755	997	1,614	6,588	6,588	6,588	7,898	5,089	1,614	6,889	6,889	6,889	8,056	8,056	6,308	2,126		
	澳门新濠天地-摩珀斯酒店 (5星)	豪华客房	4,879	5,331	5,331	5,331	5,254	2,644	1,551	7,548	4,858	4,858	4,339	4,339	3,354	2,277	6,808	5,787	5,787	5,787	5,787	5,787			
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	高级房 (标准)	2,167	2,709	2,709	2,709	2,439	1,661	849	3,177	3,338	3,338	3,338	3,338	2,058	926	3,984	3,984	3,984	3,984	3,984	2,892	2,892		
澳博	澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星经典客房	2,456	2,905	2,905	3,126	2,920	1,515	746	3,059	3,188	3,289	3,296	2,988	2,819	735	4,128	4,506	4,559	3,878	4,446	2,736	2,404		
	澳门新葡京酒店 (5星)	豪华客房	9,860	9,900	9,900	9,900	9,900	4,510	1,286	满房	满房	满房	满房	满房	满房	2,511	2,449	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,267		
	澳门葡京酒店 (5星)	标准房	1,596	1,680	1,680	1,680	1,680	1,258	661	1,628	1,791	1,891	1,962	1,628	1,774	606	1,891	1,818	1,818	1,818	1,818	1,818	915		
	澳门美狮美高梅酒店 (5星)	双床客房	2,755	4,099	6,160	6,346	6,346	2,380	909	2,585	3,077	3,851	3,233	2,980	2,188	785	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房		
美高梅	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	7,591	7,929	7,929	7,929	7,909	5,340	1,177	9,749	9,749	10,468	8,623	8,623	6,252	1,113	7,676	6,903	6,867	6,867	6,867	2,894	2,600		
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华客房	2,724	3,935	4,528	3,935	2,909	1,589	824	1,822	2,868	2,868	2,868	2,459	1,578	916	5,236	3,406	3,503	3,786	3,422	2,499	2,089		
	澳门金沙城中心-康莱德酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	3,109	1,659	3,411	3,410	3,410	4,087	2,496	2,261	1,199	5,958	5,958	5,958	5,679	4,796	3,113	2,482		
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	8,038	8,485	8,485	8,485	8,485	1,710	1,267	4,769	4,929	5,088	5,088	5,079	3,675	1,536	4,136	5,549	5,005	4,702	4,608	3,135	3,389		
金沙	澳门金沙城中心-喜来登酒店 (5星)	豪华客房	1,778	1,995	2,108	2,139	2,029	1,099	593	1,739	1,946	1,903	1,879	1,516	1,369	686	2,426	2,087	2,350	2,400	2,719	1,976	1,643		
	澳门金沙城中心-瑞吉酒店 (5星)	豪华客房	3,161	3,703	3,851	3,953	3,361	2,468	1,146	4,956	4,186	3,864	4,138	3,226	2,167	1,000	2,969	2,969	3,498	3,176	3,498	2,766	2,298		
	澳门金沙城中心-假日酒店 (4星)	高级房 (标准)	4,938	4,938	4,938	4,938	4,938	1,483	840	1,360	2,617	2,590	2,631	1,910	1,910	1,180	3,364	3,141	3,158	3,157	2,875	2,395	2,187		
	澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	满房	满房	满房	满房	满房	1,444	550	5,550	5,550	5,550	5,550	5,550	4,717	4,717	3,795	4,767	4,767	4,770	3,503	2,334			
威尼斯人	澳门威尼斯人酒店 (5星)	皇室套房	2,725	3,782	4,108	4,026	3,050	2,155	890	2,416	3,859	3,979	3,638	3,098	2,066	1,589	4,332	4,328	4,123	4,796	4,123	4,236	2,970		
	中位价	4,879	4,938	5,746	6,839	6,254	2,268	1,146	4,741	4,522	4,419	4,339	3,338	2,709	1,263	4,136	4,767	4,767	4,770	4,446	3,113	2,541			
	平均价	5,664	6,084	6,242	6,292	5,974	3,054	1,502	5,165	5,669	5,705	5,827	4,685	3,725	1,771	4,758	4,999	5,054	4,970	4,779	3,653	3,338			

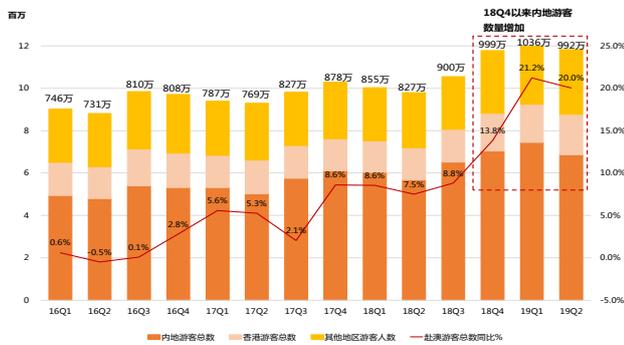
注：红色为满房或 2019 年酒店价格高于 2018 年酒店价格；资料来源：携程网，天风证券研究所整理

图 55：赴澳门过夜游客和非过夜游客及同比增速



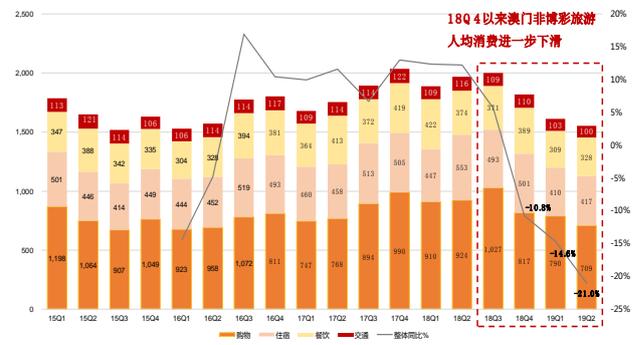
资料来源：Wind, DICJ, DSEC, 天风证券研究所整理

图 56：16Q1 至今赴澳游客总人数、内地、香港和其他国家游客



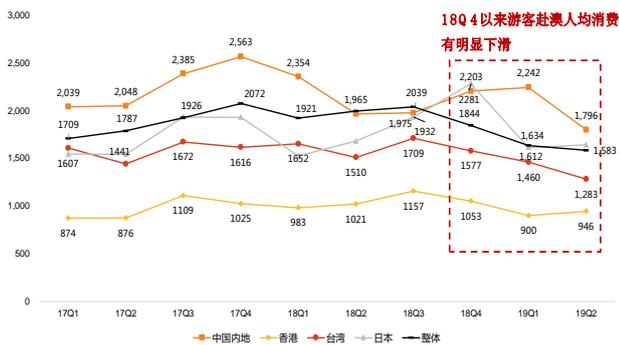
资料来源：Wind, DICJ, DSCE, 天风证券研究所整理

图 57：15Q1 至今澳门整体季度人均非博彩消费 (澳门元) 及同比



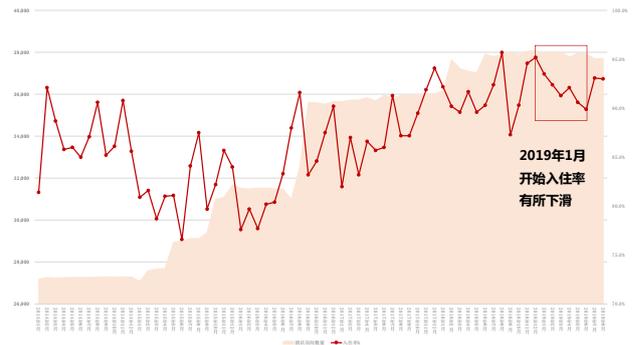
资料来源：Wind, DICJ, DSCE, 天风证券研究所整理

图 58：按不同地区，17Q1 至今赴澳整体季度人均消费 (澳门元)



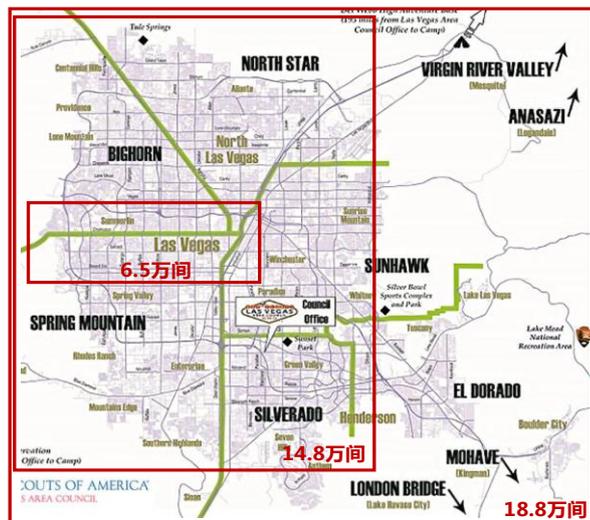
资料来源：Wind, DICJ, DSCE, 天风证券研究所整理

图 59：2014 年至今澳门酒店房间数量 (间, 左) 与入住率%



资料来源：Wind, DICJ, DSCE, 天风证券研究所整理

图 60：拉斯维加斯酒店房间数量



资料来源：澳门统计局，会展信息网，拉斯维加斯旅游局，天风证券研究所

图 61：横琴经济特区用地规划



资料来源：澳门统计局，会展信息网，拉斯维加斯旅游局，天风证券研究所

图 62：拉斯维加斯与澳门 2018 年旅游会展数据统计

2018年	澳门	拉斯维加斯
游客数量	3580万	4212万
酒店房间	3.8万间	18.8万间
博彩收入	363亿美元	65.9亿美元
旅游收入(非博彩)	55亿美元	510亿美元
展会次数	1427次	22660次
参展人数	212万	650万
过夜游客比例	52%	99.6%
停留时间(晚)	2.2	3.4
平均每房间人数	-	2.2

资料来源：澳门统计局，会展信息网，拉斯维加斯旅游局，天风证券研究所

图 63：拉斯维加斯和澳门展会及参会人次对比

时间	拉斯维加斯		澳门	
	展览次数	参会人数(万)	展览次数	参会人数(万)
2009	19,394	449	1,195	57
2010	18,004	447	1,393	81
2011	19,029	487	1,035	128
2012	21,615	494	1,015	161
2013	22,027	510	1,024	203
2014	22,103	517	1,050	261
2015	21,306	589	1,263	252
2016	21,864	631	1,276	172
2017	22,315	645	1,288	247
2018	22,660	650	1,427	212

资料来源：澳门统计局，会展信息网，拉斯维加斯旅游局，天风证券研究所

图 64：赴澳内地各省游客同比增速与本地人均 GDP

省份	19年前8月	2018年	2017年	2016年	同比变化 (前8月: 19/18)	同比变化 (18/17)	同比变化 (17/16)	18年人口 (百万)	人均GDP (美元)	假设每年 访澳次数 (次)	旅游人数 渗透率(18 年)
广东	8,450,481	10,516,328	9,232,591	9,021,402	22%	14%	2%	112	10,466	3.4	6.2%
福建	651,609	924,812	836,762	774,013	13%	11%	8%	39	10,523	2.4	2.5%
湖南	868,246	1,192,747	1,005,526	870,680	15%	19%	15%	69	6,645	2.4	1.8%
湖北	684,942	869,324	737,190	620,564	24%	18%	19%	59	7,832	2.4	1.5%
浙江	590,133	787,803	645,082	560,006	15%	22%	15%	57	12,003	2.4	1.5%
广西	658,371	828,549	634,668	569,050	31%	31%	12%	49	5,448	2.4	1.8%
江苏	593,489	704,008	586,370	467,359	30%	20%	25%	80	13,578	2.4	0.9%
上海	527,476	687,316	610,204	514,960	15%	13%	18%	24	15,863	2.4	3.0%
江西	368,425	538,586	512,661	431,266	1%	5%	19%	46	5,676	2.4	1.2%
河南	390,051	558,461	474,705	425,357	8%	18%	12%	96	6,046	2.4	0.6%
四川	436,523	503,587	418,660	362,015	40%	20%	16%	83	5,700	2.4	0.6%
北京	279,733	382,387	353,894	325,238	12%	8%	9%	22	16,453	2.4	1.8%
辽宁	219,947	345,971	334,439	298,674	-1%	3%	12%	44	10,091	1.4	1.4%
河北	182,080	274,771	319,006	239,635	3%	-14%	33%	75	6,222	1.4	0.7%
黑龙江	224,090	331,528	293,540	238,760	5%	13%	23%	38	6,066	1.4	1.6%
山东	212,990	333,013	302,151	239,287	3%	10%	26%	100	9,920	1.4	0.6%
安徽	229,092	308,515	264,571	240,118	18%	17%	10%	63	5,576	1.4	0.9%
重庆	229,613	290,678	256,447	220,322	22%	13%	16%	30	8,100	2.4	1.0%
山西	156,470	230,402	204,609	244,316	8%	13%	-16%	37	5,409	2.4	0.6%
吉林	167,825	252,994	217,987	231,457	4%	16%	-6%	27	7,993	1.4	1.7%
其他省份	3,409,218	4,398,776	3,955,140	3,355,776	18%	11%	18%	241	-	1.4	3.3%
中国内地	19,530,804	25,260,556	22,196,203	21,104,892	19%	14%	5%	1,390	7,868	2.1	2.1%
赴澳总人数	27,437,982	35,803,663	32,610,506	30,950,336	18%	10%	5%	-	-	-	-

标灰色为高铁3小时内省份，标棕色为3小时内直飞澳门省份

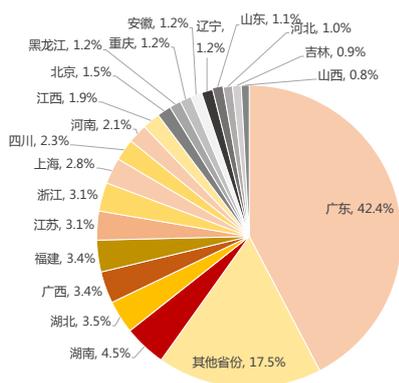
资料来源：Wind，DICJ，DSCE，天风证券研究所整理

图 65：2019 年前 8 月赴澳内地游客按省份同比增速



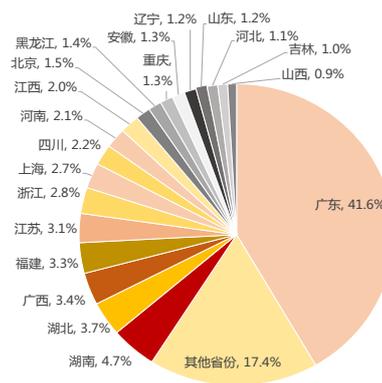
资料来源：Wind，DICJ，DSCE，天风证券研究所整理

图 66：2019 年前 8 月内地游客数量按省份比例



资料来源：Wind，DICJ，DSCE，天风证券研究所整理

图 67：2018 年全年内地游客数量按省份比例



资料来源：Wind，DICJ，DSCE，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