

未评级

濠赌业短期压力仍存，太阳城受影响有限

2020年02月24日

[相关报告](#)

海外研究社服

分析师：宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

事件：

- 本周，澳门娱乐场结束了为期半月的休业，正式恢复运营。尽管如此，签注仍未恢复，开业后的娱乐场里人流仍有限。由于博彩运营商固定成本较高，经营杠杆显著依赖于收入端，近期六大运营商经营效率或仍承压；而如太阳城集团（1383.HK）的轻资产中介人及旅游代理商受影响相对较小。

点评：

- **停业期间六大博彩运营商 Opx 较高，太阳城受影响有限，现金流仍健康。** 澳门娱乐场于2月5日至2月20日停业半个月，市场预计2月澳门 GGR 或按年跌9成。新濠/美高梅业绩会上表示其停业期间每日 Opx 仍达250万/150万美金。预计此次停业将影响博彩运营商全年5-6%的EBITDA。然而，非运营商此次受到的影响却有限。具体看，由于中介人业务并不在太阳城集团上市体内，澳门近期表现对公司影响有限。集团近年来持续优化其业务结构，除加速剥离房地产业务外，亦着重拓展亚洲各地的物业。由于公司在亚洲地区广泛布局，在澳门相对低迷时期亦可调配资源去南韩、东南亚等地区推广宣传，体现出其轻资产发展的灵活性。
- **太阳城 HOIANA 进入最后准备阶段，预计 20Q1-Q2 试营业。** 虽近期内地到越南的航班多已取消且部分大陆工人复工推后，太阳城已通过当地招募等措施以降低对 HOIANA 的进程影响。目前 HOIANA 主要建筑工程均已完成，预计可在20Q1-Q2 试营业并于20年夏季开幕。届时，HOIANA 将成为越南最大的综合旅游博彩度假村，成为全亚洲甚至全球稀缺的拥有海岸线等丰富旅游资源的博彩旅游胜地。太阳城除直接受益于其持有的 HOIANA 34%股权外，还将收取3% GGR（基础）及6% EBITDA（奖励）的管理费用。**俄罗斯升级项目预计 20Q1 完成。** 太阳城将通过增加房间数及餐厅对俄罗斯海参崴老虎宫殿升级，预计于20Q1完成。菲律宾项目已与建筑师展开初步合作。此外，太阳城已拥有一片坐落于冲绳群岛且靠近机场的地皮，继续推进其40栋别墅和100个酒店客房的计划。
- **Other Takeaways:** 太阳城官网近期所公布的投资者交流纪要中提到：**1、澳门1月首三周转码向好。**除春节前夕受季节因素转码相对转弱以外，其一月前三周转码数表现强劲。1月澳门转码按月下降个位数，按年下降双位数。**2、签注政策为关键，濠赌业或需1-2季度恢复。**公司认为澳门娱乐场恢复经营后客流或仍疲软，主要在于内地自由行签注仍未恢复，且企业主情绪尚不明朗。**3、看好上葡京定位。**太阳城认为上葡京娱乐场风格符合高端客户喜好，参照Morpheus的开业对新濠转码市占的强力推动，公司认为上葡京的开业或对市场带来一定的竞争压力。
- **我们的观点：**此次澳门娱乐场停业对六大博彩运营商业绩影响较大，主要在于重资产的营运模式使其固定成本高昂。虽本周娱乐场恢复营业，但由于自由行签注仍暂停、旅客情绪较弱及全国交通出行未全面恢复等影响，预计开业后的娱乐场人流仍疲软，预计濠赌业20H1盈利能力均显著承压。相对来看，尽管澳门博彩业充满挑战，但太阳城在亚洲的多元布局促使其拥有优于同业的灵活性，保持住了稳健的发展步伐。作为亚洲领先的高端博彩品牌，太阳城集团在VIP中介、旅游代理、赛事娱乐等方面拥有业界顶尖的运营经验及管理水平。1、越南HOIANA项目有望于20Q1开业并为公司带来GGR提成+EBITDA提成的管理费收入及34%的利润，公司于俄罗斯水晶虎宫殿的升级项目亦有望于20Q1完成并贡献业绩。2、公司于柬埔寨西港的轻资产管理业务有望于2020-2021年开始贡献管理费。此外，太阳城与Paradise的釜山收购项目亦有望于年内落地，公司的发展计划正有条不紊的推进，有望逐步成长为亚洲领先的综合娱乐度假村的运营商。我们看好公司强大的客户储备、丰富的娱乐旅游管理经验及成长空间，建议投资者关注。

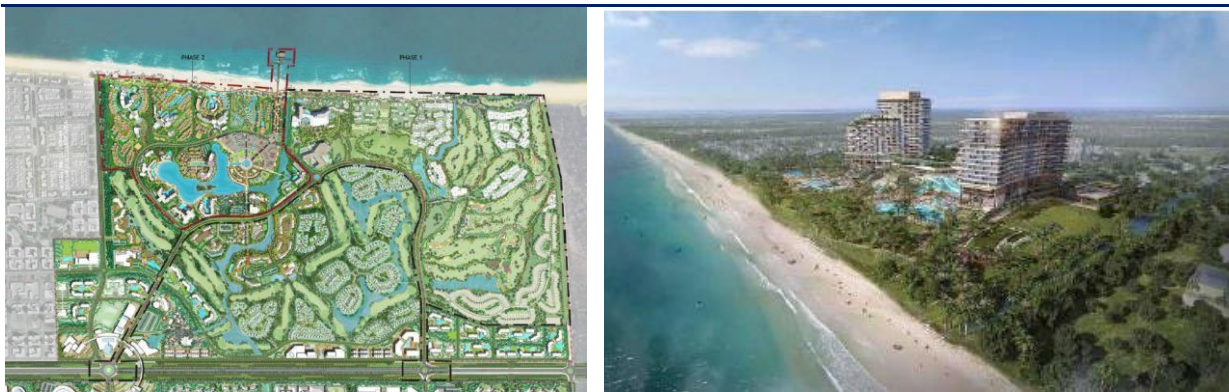
风险提示：经济不景气，竞争加剧，新项目不及预期，监管政策变化

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

- **停业期间六大博彩运营商 Opx 较高，太阳城受影响有限，现金流仍健康。**澳门娱乐场于 2 月 5 日至 2 月 20 日停业半个月，市场预计受娱乐场关闭及自由行签注暂停影响，2 月澳门 GGR 或按年跌 9 成。新濠及美高梅分别于其业绩会上表示其停业期间每日 Opx 仍达 250 万/150 万美金。预计此次停业将影响博彩运营商全年 5-6% 的 EBITDA。然而，非运营商此次受到的影响却有限。具体看，由于中介人业务并不在太阳城集团上市体内，澳门近期表现对太阳城业绩影响有限。集团近年来持续优化其业务结构，除加速剥离房地产业务外，公司现重心主要在发展亚洲各地的物业。由于公司在亚洲地区广泛布局，在澳门相对低迷时期亦可调配资源去南韩、东南亚等地区推广宣传，体现出其轻资产发展的灵活性。
- **HOIANA 进入最后准备阶段，预计于 20Q1-20Q2 试营业。**虽近期内地到越南的航班多已取消且部分大陆工人复工推后，集团已通过当地招募等措施以降低对 HOIANA 的建筑影响。目前 HOIANA 主要建筑工程均已完成，预计项目可在 20Q1 到 20Q2 开始试营业并于 20 年夏季开幕。届时，坐落于岘港的 HOIANA 将成为越南最大的综合型旅游博彩度假村（140 张赌桌+1000 逾间客房），并成为全亚洲甚至全球稀缺的拥有海岸线等丰富旅游资源的博彩旅游胜地。太阳城除直接受益于其持有的 HOIANA 34% 股权外，还将收取 3% GGR（基础）及 6% EBITDA（奖励）的管理费用。

图 1、HOIANA 效果图：越南最大的综合型旅游博彩度假村



资料来源：公司官网 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

- **俄罗斯升级项目预计 20Q1 完成，日本、菲律宾项目稳步推进。**公司于俄罗斯海参崴老虎宫殿的升级正积极推进，太阳城将增加该物业的房间数量及餐厅，预计于 20Q1 完成。菲律宾项目也正与建筑师合作，致力打造马尼拉地标性物业。日本方面，太阳城已拥有一片坐落于冲绳群岛且靠近机场的地皮，继续推进其 40 栋别墅和 100 个酒店客房的计划。

图 2、俄罗斯水晶虎宫殿，菲律宾马尼拉西岸城示意图及太阳城于日本的地皮



资料来源：公司官网 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

- Other Takeaways:** 太阳城官网近期所公布的投资者交流纪要中提到：**1、澳门 1 月首三周转码向好。**除春节前夕由于季节因素转码相对转弱以外，太阳城表示其一月前三周转码数表现强劲。20 年 1 月澳门转码按月下降个位数，按年下降双位数。**2、签注政策为关键，濠赌业或需 1-2 季度恢复。**公司认为澳门娱乐场恢复经营后客流或仍相对疲软，主要在于内地自由行签注仍未恢复，且企业主情绪尚不明朗。**3、看好上葡京定位。**太阳城认为上葡京娱乐场风格符合高端客户喜好，参照 Morpheus 的开业对新濠转码市占的强力推动，公司认为上葡京的开业或对市场带来一定的竞争压力。
- 我们的观点：**此次澳门娱乐场停业对六大博彩运营商业绩影响较大，主要在于重资产的营运模式使其固定成本高昂。虽本周娱乐场恢复营业，但由于自由行签注仍暂停、旅客情绪较弱及全国交通出行未全面恢复等影响，预计开业后的娱乐场人流仍疲软，预计濠赌业 20H1 盈利能力均显著承压。相对来看，尽管澳门博彩业充满挑战，但太阳城在亚洲的多元布局促使其拥有优于同业的灵活性，保持住了稳健的发展步伐。作为亚洲领先的高端博彩品牌，太阳城集团在 VIP 中介、旅游代理、赛事娱乐等方面拥有业界顶尖的运营经验及管理水平。
 - 越南 HOIANA 项目有望于 20Q1 开业并为公司带来 GGR 提成+EBITDA 提成的管理费收入及 34% 的利润，公司于俄罗斯水晶虎宫殿的升级项目亦有望于 20Q1 完成并贡献业绩。
 - 公司于柬埔寨西港的轻资产管理业务有望于 2020-2021 年开始贡献管理费。此外，太阳城与 Paradise 的釜山收购项目亦有望于年内落地，公司的发展计划正有条不紊的推进，有望逐步成长为亚洲领先的综合娱乐度假村的运营商。我们看好公司强大的客户储备、丰富的娱乐旅游管理经验及成长空间，建议投资者关注。

表 1、公司持股的博彩度假项目

	赌台数	角子机数	房间数	其他亮点
HOIANA 会安度假村	140	333	1000+	坐落于越南中部，离会安古镇 7km/15 分钟车程，离岘港机场约 30 分钟车程。一期包括高尔夫俱乐部，二期包括海边别墅、免税店、购物街等
俄罗斯水晶虎宫殿	225	933	~500	坐落海参崴 IEZ，距离海参崴机场越 15 分钟车程，太阳城对一期正在改造，包括增加客房数、餐厅等；VIP/大众博彩税仅 1.2%/2.5%
Westside City Resorts 菲律宾西岸城	400	1200	~2400	坐落于马尼拉核心区，距离机场 8 分钟，拥有前往 Ayala Mall 的步道、夜店、无边泳池等

资料来源：公司官网 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 3、太阳城常年举办/赞助各项赛事、演唱会等活动，为 VIP 客人提供多元服务



资料来源：公司宣传资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 风险提示：经济不景气，竞争加剧，新项目不及预期，监管政策变化

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。