

方正证券研究所证券研究报告

凯升控股 (00102)

公司研究

休闲服务行业

公司短评报告

2020.12.22

分析师： 陈佳妮
登记编号： S1220520080002

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

基本情况介绍：公司主营综合度假村开发及运营，持有俄罗斯海参崴水晶虎宫殿 77.5% 的股权。一期项目已经于 2015 年 11 月开业，目前正在进行升级改造，二期项目计划于 22 年底前试营业，三四期项目仍在规划中。此外，公司持有 SunTrust 可转换债券，全部转股后将持有 30% 的股权。SunTrust 为菲律宾马尼拉娱乐城 Westside City 独家运营商，项目预计于 22 年底前试运营。20 年 10 月全球最大的博彩中介太阳城集团成为公司的控股股东，持股比例为 69.66%。

滨海边疆区博彩市场有望保持快速增长：俄罗斯现有四个合法博彩专区，政府批授牌照为无限期，博彩业务实际税率在亚洲地区处于很低的水平。其中，贵宾及高端中场目标客户为东北亚游客，普通中场及角子机业务主要面向俄罗斯本地人。过去五年，水晶虎宫殿所在的滨海边疆区入境游客人次 CAGR 超过 50%，主要受益于签证办理便利度提升及直飞航班班次增加。此外，滨海边疆区将陆续有三个新赌场落地，有望逐步形成集群效应，吸引更多访客人次。

水晶虎宫殿短期看新增业务，长期看产能扩张：太阳城成为凯升控股股东后，将为水晶虎带来丰富的高端客户资源（中国、韩国、日本客户），并且运用自身经验帮助水晶虎重新定位。水晶虎计划新增自营贵宾及高端中场业务。赌场现有的中介贵宾业务毛利率约为 26%，而自营贵宾业务毛利率接近 60%；高端中场业务毛利率接近 70%。2019 年水晶虎一期酒店平日/周末入住率为 63%/88%，访客接待能力尚有富余。水晶虎二期预计于 22 年底试营业，计划放置超过 120 张赌桌及 600 台角子机，酒店客房数量为目前的三倍。

凯升持有 SunTrust 可换股债券，Westside City EBITDA 潜力较大：过去五年菲律宾博彩毛收入 CAGR 为 18.0%，菲律宾政府认可博彩业对经济的促进作用。其中，位于首都的马尼拉娱乐城博彩毛收入占比为 67%。目前马尼拉娱乐城运营中的赌场包括丽晨、新濠天地马尼拉、Okada 及马尼拉云顶世界。由于太阳城在菲律宾扎根多年，在上述四家赌场均开设贵宾厅，非常熟悉当地博彩市场，以及积累了坚实的客户基础，我们认为 Westside City 开业后 EBITDA 潜力较大。

风险提示：在建项目进度低于预期的风险；滨海边疆区其他赌场开业分流的风险；受疫情影响国际游客复苏缓慢的风险。

目录

1	公司简介.....	4
1.1	拥有俄罗斯最大综合度假村水晶虎宫殿.....	4
1.2	菲律宾综合度假村 WESTSIDE CITY.....	4
1.3	太阳城集团为凯升控股的控股股东	5
1.4	目前水晶虎宫殿主要面向本地市场	6
2	水晶虎宫殿：短期看新增业务，长期看产能扩张.....	6
2.1	俄罗斯博彩市场基本情况	6
2.2	水晶虎宫殿将新增自营贵宾和高端中场业务.....	10
2.3	一期项目旅客接待能力富余，二期开业后体量将增长两倍.....	11
3	WESTSIDE CITY：EBITDA 潜力较大，凯升持有可换股债	12
3.1	菲律宾博彩市场基本情况	12
3.2	凯升可转换 SUNTRUST 30%股权，WESTSIDE CITY EBITDA 潜力较大	13
4	风险提示.....	15

图表目录

图表 1:	水晶虎宫殿分四阶段开业	4
图表 2:	拥有滨海边疆地区综合娱乐区三块土地	4
图表 3:	WESTSIDE CITY 预计将于 2022 年底试营业	5
图表 4:	WESTSIDE CITY 预计将于 2022 年底试营业	5
图表 5:	2019 年凯升控股分业务毛收入	6
图表 6:	凯升控股博彩业务毛收入	6
图表 7:	凯升控股经调整 EBITDA	6
图表 8:	中场及角子机业务恢复至疫情前	6
图表 9:	俄罗斯四大合法博彩基地	7
图表 10:	俄罗斯每月定额博彩税范围	7
图表 11:	亚洲各博彩公司业务实际税率	7
图表 12:	距离海参崴航班飞行 3 小时内的地区	8
图表 13:	滨海边疆区旅客入境人次	9
图表 14:	滨海边疆区入境旅客人次结构	9
图表 15:	俄罗斯远东地区签注政策一览	9
图表 16:	疫情前海参崴与周边城市航班数量	9
图表 17:	滨海边疆区未来将有集群效应	9
图表 18:	太阳城集团会员结构	10
图表 19:	水晶虎宫殿新增太阳城贵宾会	11
图表 20:	水晶虎新增火锅餐厅	11
图表 21:	水晶虎宫殿自营贵宾业务毛利率	11
图表 22:	水晶虎项目高端中场业务毛利率	11
图表 23:	水晶虎宫殿一期酒店入住率	12
图表 24:	水晶虎一、二期项目设施	12
图表 25:	疫情前菲律宾博彩毛收入快速增长	13
图表 26:	菲律宾娱乐城博彩毛收入占比 67%	13
图表 27:	菲律宾外国游客人次	13
图表 28:	2019 年菲律宾外国游客人次结构	13
图表 29:	马尼拉娱乐城赌场分布	14
图表 30:	马尼拉现有赌场基本情况梳理	14

1 公司简介

1.1 拥有俄罗斯最大综合度假村水晶虎宫殿

凯升控股在俄罗斯滨海经营博彩及酒店业务：凯升控股通过全资子公司 SA Russia 持有东隽有限公司 77.5% 的权益。东隽的全资子公司 G1 Entertainment 持有一项俄罗斯政府批授的无期限博彩牌照，以及俄罗斯远东滨海边疆地区综合娱乐区内三块毗邻土地的开发权。

水晶虎宫殿一期：水晶虎宫殿一期项目于 2015 年 11 月 11 日开幕，总楼面面积为 3.6 万平方米，拥有 30 张贵宾赌桌，35 张中场赌桌，333 台角子机，121 间五星级客房和套房，2 间餐厅和 3 间酒吧，1 间水疗中心及 1 间健身房。一期项目正在进行升级改造，包括新增一座有 34 间客房的小型酒店、全新的太阳城贵宾厅、东北面馆、火锅餐厅及韩国烧烤餐厅。待新冠疫情解除，升级部分即可投入使用。

水晶虎宫殿二期：水晶虎宫殿二期项目的规划和设计正在进行中，计划于 2022 年底前试营业，预计资本开支为 2 亿美元。二期项目总楼面面积将超过 6.5 万平方米，将拥有超过 450 间客房的豪华酒店，超过 120 张赌桌，超过 600 台角子机，免税购物中心，亚洲美食，室内海滩俱乐部、水疗馆及会议设施等。

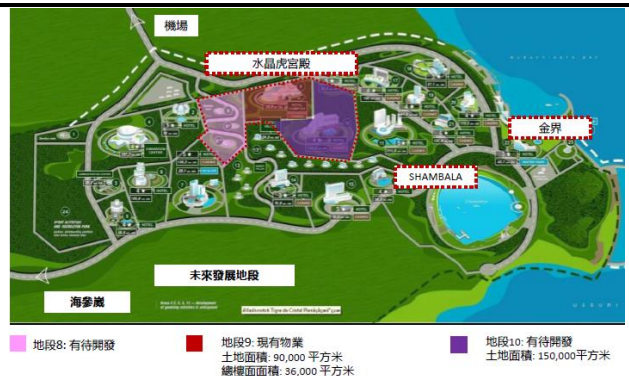
水晶虎宫殿三四期：G1 Entertainment 于滨海综合娱乐区持有地段 8、地段 9 及地段 10 三块土地，占地面积分别为 7.3 万、9 万及 15.4 万平方米。目前地段 8 部分为公用事业区，一期项目建于地段 9 之上，二期项目拟建于地段 10 之上。三块土地仍然有大量的闲置区域可以用来开发第三、四期项目，目前具体的设计尚未披露。

图表1：水晶虎宫殿分四阶段开业



资料来源：太阳城集团官网，方正证券研究所

图表2：拥有滨海边疆地区综合娱乐区三块土地



资料来源：太阳城集团官网，方正证券研究所

1.2 菲律宾综合度假村 Westside City

凯升控股持有 SunTrust 可转换债，可转换 30% 的股权：2019 年 10 月 28 日，Westside 与 SunTrust 订立共同开发协议，Westside 及 Travellers（持有 Westside 95% 权益）将一块位于菲律宾马尼拉娱乐城的土地出租给 SunTrust 开发综合度假村（Westside City 项目），自交付之日起为期 20 年，可自动续期 25 年；同时委任 SunTrust 为主酒店娱乐场的独家运营商。同日，太阳城集团（凯升控股的控股股东）以 1.51 亿人民币收购 SunTrust 51% 的股权，成为 SunTrust 的控股股东。2020

年6月1日，凯升控股与 SunTrust 订立认购协议，凯升控股同意认购 SunTrust 总金额 56 亿菲律宾比索（约 1.1 亿美元）票息率为 6% 的可换股债券。按照换股价格 1.8 菲律宾比索计算，可转股数量为 31.1 亿，如果凯升控股选择全部转股，则将持有 SunTrust 30% 的股权。

Westside City 项目：Westside City 位于菲律宾马尼拉娱乐城的中心地带，总占地面积约 4.5 万平方米，资本开支预计为 10 亿美元，计划于 2022 年底前投入试运营，将包括约 400 张贵宾及中场赌桌，1200 部角子机，以及超过 2400 间客房的五星级酒店。

图表3： Westside City 预计将于 2022 年底试营业



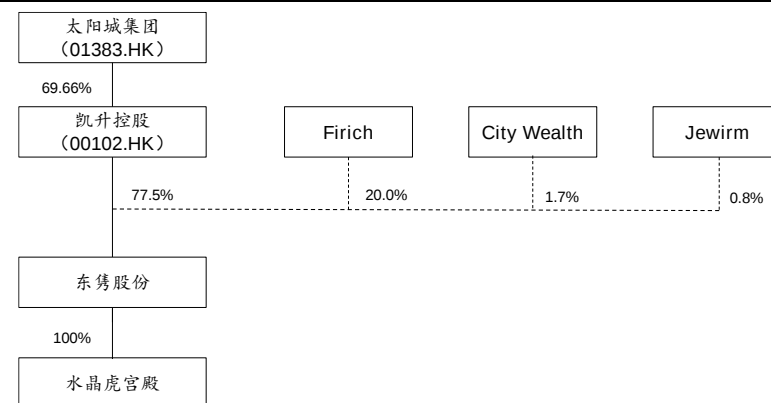
资料来源：太阳城集团官网，方正证券研究所

1.3 太阳城集团为凯升控股的控股股东

太阳城集团持有凯升控股 69.66% 权益：2018 年 12 月，太阳城集团入股凯升控股 3.29% 的股份。2019 年 4 月，太阳城集团通过全资子公司胜天控股以每股 1.94 港元收购凯升控股 3.7 亿股股份，对凯升控股的持股比例从 3.29% 提高至 27.97%。2020 年 10 月，太阳城集团通过作为凯升控股的包销商，对凯升控股的持股比例由供股前约 24.74% 增持至 69.66%。

凯升控股持有东隽 77.5% 权益：目前 SA Russia（凯升控股全资子公司）、Firch、City Wealth 及 Jewrim 分别持有东隽 77.5%、20.0%、1.7% 和 0.8% 的股权。东隽通过全资子公司 G1 Entertainment 持有水晶虎宫殿 100% 的权益。

图表4： Westside City 预计将于 2022 年底试营业



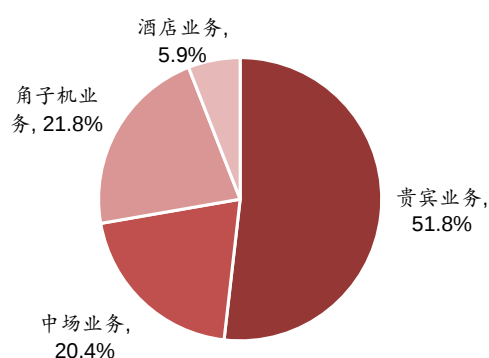
资料来源：凯升控股财报，方正证券研究所

1.4 目前水晶虎宫殿主要面向本地市场

近年来贵宾业务略有收缩，中场及角子机业务稳定增长：2016-2019 年公司博彩毛收入的年均复合增速为 3.7%。其中，主要面向海外游客的贵宾业务近两年有所收缩。而由俄罗斯本地市场支撑的中场业务及角子机业务保持稳定增长，毛收入年均复合增速为 14.2%和 23.5%。2019 年公司实现博彩毛收入 8.01 亿港元，其中贵宾、中场及角子机业务占比分别为 55.1%、21.7%和 23.2%。酒店业务毛收入为 0.51 亿港元。

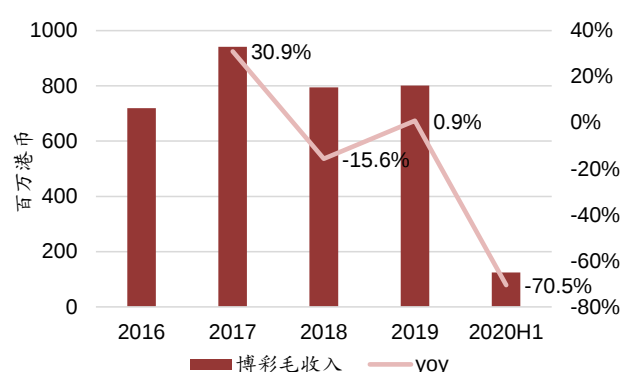
业务结构变化带动 EBITDA 利润率稳步提升：2017-2019 年公司 EBITDA 利润率分别为 36.9%、39.2%和 40.3%。EBITDA 利润率稳步提高，主要是因为利润率更高的中场及角子机业务占比的提升。（中介贵宾业务 EBITDA 毛利率约为 25%，中场及角子机业务毛利率约为 80%）

图表5： 2019 年凯升控股分业务毛收入



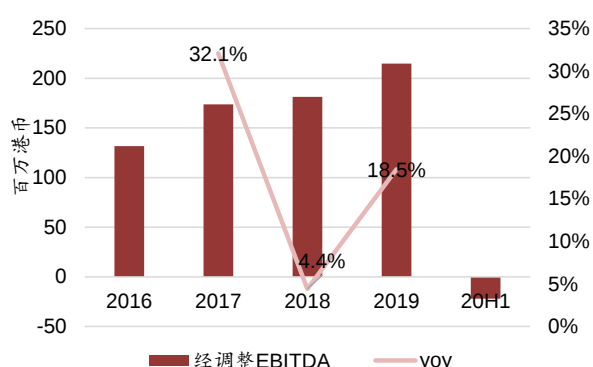
资料来源：凯升控股财报，方正证券研究所

图表6： 凯升控股博彩业务毛收入



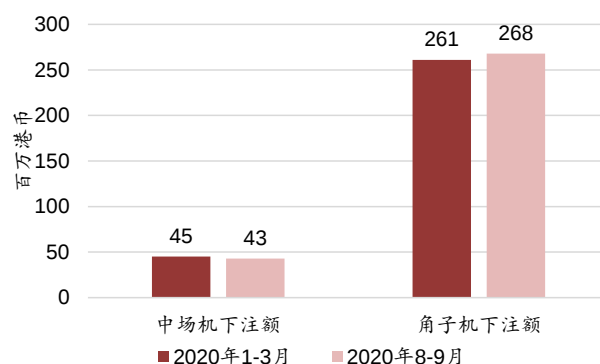
资料来源：凯升控股财报，方正证券研究所

图表7： 凯升控股经调整 EBITDA



资料来源：凯升控股财报，方正证券研究所

图表8： 中场及角子机业务恢复至疫情前



资料来源：凯升控股财报，方正证券研究所

2 水晶虎宫殿：短期看新增业务，长期看产能扩张

2.1 俄罗斯博彩市场基本情况

俄罗斯现有 4 个博彩合法区，博彩牌照无期限限制：2006 年俄罗斯通过了《赌博业组织与实施国家调控法案》，规定在滨海边疆区、阿尔

泰边疆区、加里宁格勒州，以及克拉斯诺亚尔斯克边疆区和罗斯托夫州交界处成立4个赌博专区。自2007年7月1日起，除上述4个赌博专区外，其它地方严禁赌博活动。俄罗斯政府批授的博彩牌照为无限期，并且没有限制赌桌和角子机数量。

图表9： 俄罗斯四大合法博彩基地



资料来源：方正证券研究所整理

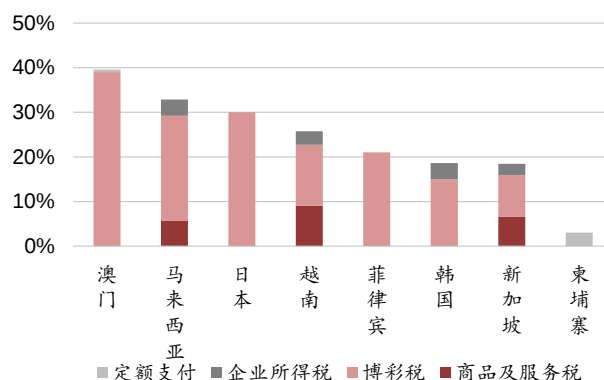
俄罗斯博彩公司博彩业务实际税率很低：俄罗斯的博彩税基于赌场月内运营中的每张赌桌和每台角子机收取定额博彩税。联邦政府规定每张赌桌每月博彩税的范围是5-25万卢布，每台角子机每月博彩税的范围是3000-15000卢布，由地方政府在上述范围内订立各自的博彩税。水晶虎宫殿所在的滨海边疆区每张赌桌及每台角子机每月税费分别为125000卢布和7500卢布，相当于水晶虎宫殿2019年博彩毛收入的1.7%。此外，只要运营中的赌桌及角子机数量不变，博彩公司的博彩税负并不会随着单张赌桌或者单台角子机收益的增加而增长。与其他亚洲地区相比，俄罗斯的博彩公司博彩业务的实际税率处于很低的水平。

图表10： 俄罗斯每月定额博彩税范围

征收对象	最低（卢布）	最高（卢布）
每张赌桌	50000	250000
每台角子机	30000	15000

资料来源：凯升控股财报，方正证券研究所

图表11： 亚洲各博彩公司业务实际税率

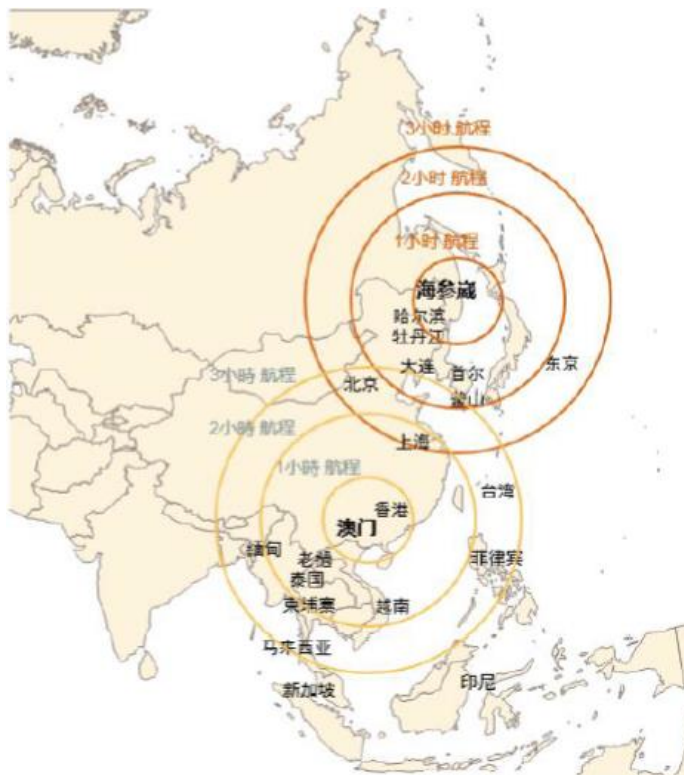


资料来源：公司公告，各国税务局，DICJ, PAGCOR, GGRAsia, 方正证券研究所

滨海边疆区的目标市场为俄罗斯本地、中国东北、韩国和日本：博彩行业的目标客源基本为交通距离两个小时左右的地区。滨海边疆区地理位置优越，2小时飞行圈覆盖俄罗斯本地，中国北京、哈尔滨、延

吉, 韩国首尔、釜山, 日本东京、大阪等地区。目标市场的客源结构较为多元化, 客户消费能力较强。

图表12: 距离海参崴航班飞行3小时内的地区

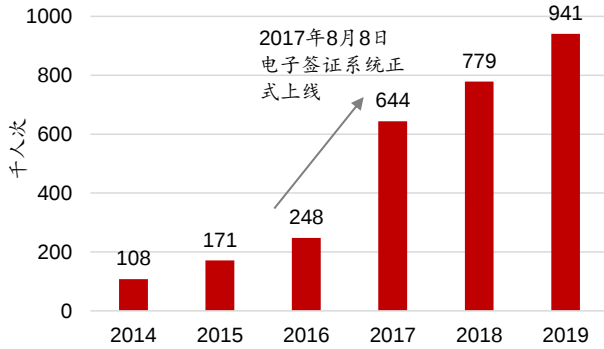


资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

滨海边疆区入境旅客人次保持快速增长: 2014-2019 年, 滨海边疆区入境旅客人次年均复合增速为 54.2%。其中, 中国大陆是第一大游客来源地, 2019 年游客人次为 45.6 万, 过去 5 年的年均复合增速为 9.7%。韩国和日本游客数量增长更快, 2019 年在游客人次中的占比分别为 32.4% 和 3.8%, 过去 5 年的年均复合增速分别为 60.7% 和 27.5%。

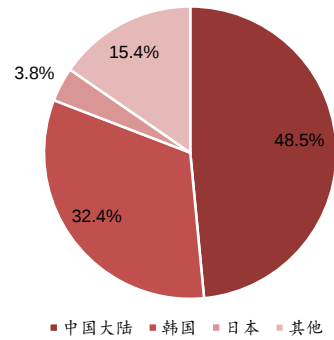
这首先是由于外国游客办理签证越来越便利。 2009 年 7 月、2012 年 9 月和 2014 年 1 月, 中国香港特区、中国澳门特区和韩国先后获得俄罗斯政府免签待遇。2017 年 8 月 8 日, 俄罗斯远东电子签系统正式上线, 包括中国、朝鲜、新加坡、日本等在内的 18 个国家的公民可以申请, 有效期为 30 天, 每人每次入境后可最多在俄境内逗留 8 天。2020 年 7 月, 俄罗斯联邦杜马审议通过实行统一电子签证的法案, 自 2021 年 1 月 1 日起, 将对 53 个国家的公民实施电子签证政策, 有效期为 60 天, 可单次入境俄罗斯并最多停留 16 天。**这其次是由于往来航班班次不断增加。** 疫情之前, 每周直飞海参崴的航班班次为 82 个, 其中首尔、釜山、东京、北京的航班班次分别为 36、10、12 和 7 个。除此以外, 游客还可通过乘坐火车、游轮、跨境旅游巴士等方式到达海参崴。

图表13: 滨海边疆区旅客入境人次



资料来源: 滨海边疆区国际合作与旅游发展部, 联邦统计委员会, 方正证券研究所

图表14: 滨海边疆区入境旅客人次结构



资料来源: 滨海边疆区国际合作与旅游发展部, 方正证券研究所

图表15: 俄罗斯远东地区签注政策一览

有效期	申請費用	申請批核時間
30 日 每次入境可逗留8日 2021: 每次入境可逗留16 日 ⁽²⁾	免費 2021: 每人40 美元 ⁽²⁾ (申請費)	最多4 日

(2) 2021起單次入境電子簽證適用於全滿

電子簽證適用的國家

免簽證入境

资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

图表16: 疫情前海参崴与周边城市航班数量

城市	国家	行程耗时	每周航班数量	人口 (百万)
首尔	南韩	2:20	36	10.74
釜山	南韩	2:00	10	3.62
东京	日本	2:40	12	13.80
大阪	日本	2:10	1	2.59
札幌	日本	1:30	1	1.94
北京	中国	2:50	7	21.54
哈尔滨	中国	1:00	3	10.64
延吉	中国	0:40	5	0.65
香港	中国	5:00	3	7.48
上海	中国	3:00	2	26.32
三亚	中国	5:00	2	0.57

资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

滨海边疆区将有多个项目落地, 未来有望形成集群效应: 目前滨海边疆区域内有2家娱乐场, 分别是2015年11月开幕的水晶虎宫殿, 以及2020年10月开业的Shambhala赌场。此外, 金界控股的在建项目预计于2022年投入运营, 俄罗斯运营商Diamond Fortune Holdings旗下项目也已经动工。我们认为随着新赌场不断开业, 未来滨海边疆区有望形成集群效应, 吸引更多的俄罗斯本地人与外国游客前来。

图表17: 滨海边疆区未来将有集群效应

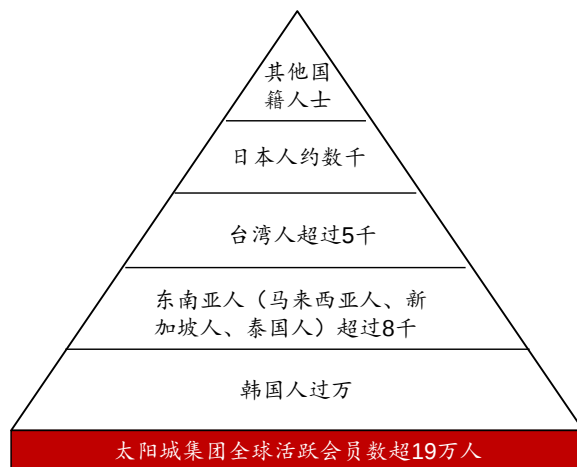


资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

2.2 水晶虎宫殿将新增自营贵宾和高端中场业务

太阳城的客户资源及运营经验将为水晶虎带来高端客户：第一，太阳城拥有非常丰富的高端客户资源。太阳城集团是全球最大的博彩中介，目前在全球活跃会员数量超过 19 万人。其中，绝大部分为中国籍会员，太阳城集团在澳门贵宾业务的市占率在 50%左右。在非中国籍会员中，韩国人过万，东南亚人超过 8 千，中国台湾人超过 5 千，日本人约数千。第二，太阳城利用专业及经营帮助凯升控股推出针对目标客户的设施。例如，太阳城帮助水晶虎宫殿一期升级，增加全新的太阳城博彩贵宾厅，同时针对目标客户的饮食习惯推出东北面馆、火锅餐厅及韩国烧烤餐厅。此外，太阳城在成为凯升控股的控股股东之后，帮助凯升控股完善水晶虎宫殿二期的设计及建设元素。

图表18: 太阳城集团会员结构



资料来源：太阳城集团官网，方正证券研究所

水晶虎宫殿将借助太阳城资源新增自营贵宾业务：疫情前水晶虎宫殿仅有中介贵宾业务，并且太阳城并没有在其中开设贵宾厅。在太阳城博彩贵宾厅投运后，水晶虎宫殿将新增高毛利率的自营贵宾业务。在中介贵宾业务下，以 100 美元的博彩毛收入为例，减去 1.5 美元左右的博彩税，再减去约 72.5 美元的博彩中介佣金，赌场的毛利率约为 26%。而在自营贵宾业务下，100 美元的博彩毛收入减去 1.5 美元左右的博彩税，再减去 40-45 美元的客户回佣，赌场的毛利率能达到 53.5-58.5%。

水晶虎宫殿也将新增高毛利率的高端中场业务：太阳城集团在成为凯升控股的控股股东后，利用自身的专业和经验帮助其升级和重新定位，我们认为经过重塑后水晶虎宫殿将会更加符合高端中场客户的喜好，吸引更多的外国游客前往娱乐。此外，最高端的高端中场客户与贵宾客户是重叠的，太阳城集团也可以利用自己的客户资源为水晶虎宫殿导流。如果假设高端中场客户平均买入筹码为 6500 美元，中场赢率为 25%，那么中场业务毛收入为 1625 美元，减去每位客户约 500 美元的获客成本，及约 24 美元的博彩税，那么每位高端中场客户贡献毛利约 1100 美元，对应约 68%的毛利率。

图表19: 水晶虎宫殿新增太阳城贵宾会



资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

图表20: 水晶虎新增火锅餐厅



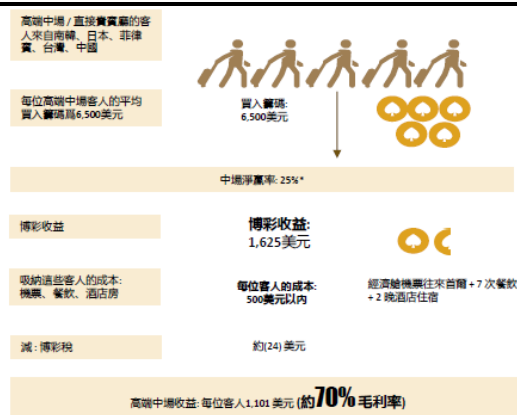
资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

图表21: 水晶虎宫殿自营贵宾业务毛利率

澳門中介賣貴廳毛利率低	俄羅斯直接賣貴廳毛利率高
3,333美元轉碼數	3,333美元轉碼數
↓	↓
博彩收益: 100美元 (3% 贏率)*	博彩收益: 100美元 (3% 贏率)*
↓	↓
減: 40美元博彩稅	減: 1.50 美元博彩稅
減: 42.5美元中介佣金	減: 40-45美元客戶回佣
17.5美元毛利 (17.5% 毛利率)	約53.50-58.50 美元毛利 (約60% 毛利率)

资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

图表22: 水晶虎项目高端中场业务毛利率



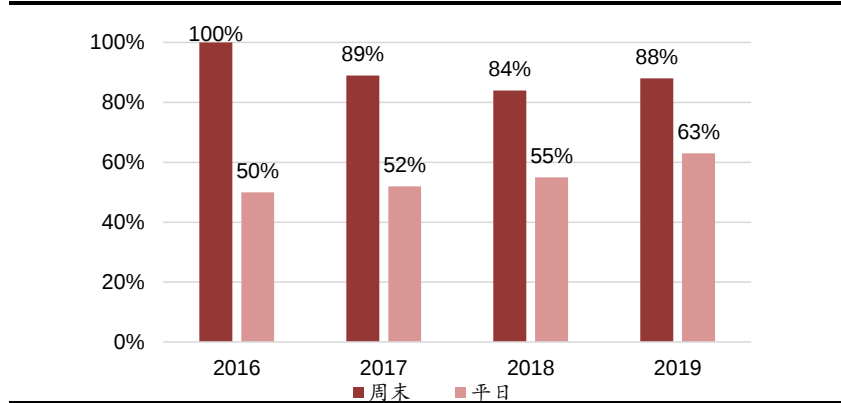
资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

2.3 一期项目旅客接待能力富余, 二期开业后体量将增长两倍

水晶虎宫殿一期旅客接待能力尚有富余: 2019 年水晶虎宫殿一期周末平均酒店入住率为 88%，同比提升 4 个百分点；平日酒店入住率为 63%，同比提升 8 个百分点。可见，一期项目的酒店入住率还有很大的提升空间。此外，水晶虎宫殿一期升级完成后将新增 34 间客房，较目前 121 间客房增长 28%。由于水晶虎宫殿没有赌桌和角子机数量的限制，因此随着物业访客人次的增加也可以增设赌桌和角子机来满足新增需求。

水晶虎宫殿二期开业后体量将增长两倍: 水晶虎宫殿二期项目的规划和设计正在进行中，计划于 2022 年底前试营业，预计资本开支为 2 亿美元。二期项目总楼面面积将超过 6.5 万平方米，比一期建筑规模扩大一倍；将拥有超过 450 间客房的豪华酒店，酒店客房数量是目前的三倍；计划放置超过 120 张赌桌，超过 600 台角子机，同时可基于业务量增加赌桌及角子机数量。二期项目将提供地道的亚洲美食，包括韩国烧烤、多国风味的本地海鲜等，以及独一无二的室内海滩俱乐部。海滩俱乐部可能会成为本地的热门景点，使得原本只可在热带才有的海滩与一片玻璃相隔的冰天雪地同时并存。

图表23: 水晶虎宫殿一期酒店入住率



资料来源: 凯升控股财报, 方正证券研究所

图表24: 水晶虎一、二期项目设施

	第一期	第一期升级	第二期
总面积	35000平方米	-	预计65000平方米
所处地段	地段9 (90000平方米)	-	地段10 (150000平方米)
运营时间	2015年11月	疫情一经解除	预计2022年
赌场设施	330台角子机、30张贵宾赌桌、35张中场赌桌	预计10张贵宾赌桌	建成后, 水晶虎整体角子机数量超600台、总赌桌数超120张
住宿设施	121间客房	34间客房	建成后, 水晶虎整体总客房数超450间
配套设备	4间酒吧及餐厅、1间水疗中心、1间健身房	新设火锅餐厅、东北面馆以及韩国烧烤餐厅	免税购物商店、中日韩西式餐厅、室内海滩俱乐部、会议表演音乐厅和宴会设施

资料来源: 凯升控股财报, 太阳城集团官网, 方正证券研究所

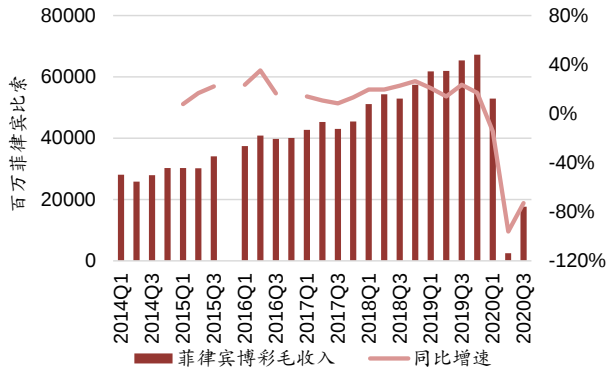
3 Westside city: EBITDA 潜力较大, 凯升持有可换股债

3.1 菲律宾博彩市场基本情况

近年来菲律宾博彩市场快速增长: 2014-2019 年菲律宾博彩毛收入年均复合增速为 18.0%。2019 年菲律宾博彩毛收入为 2564.9 亿菲律宾比索。菲律宾博彩行业的快速增长离不开政府部门的支持。菲律宾总统曾经在电视采访中公开认可发展博彩业有利于促进当地经济发展。从博彩毛收入结构来看, 马尼拉娱乐城 (Entertainment City) 占比为 66.7%, PAGCOR (菲律宾娱乐及博彩公司) 自营赌场占比为 14.5%, 克拉克自由港区 (Clark) 占比为 4.7%。

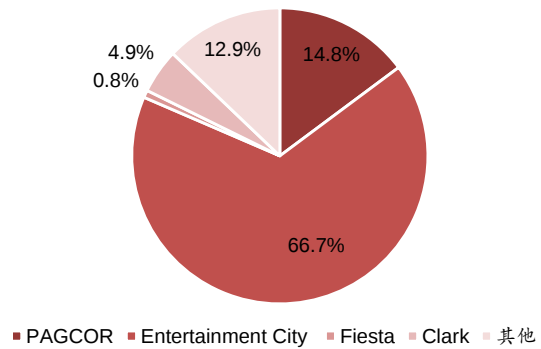
马尼拉娱乐城地理位置优越, 接待大量国际游客: 据菲律宾旅游部, 2019 年菲律宾接待外国游客数量达到 826 万人次, 同比超过 15.2%。其中, 韩国是菲律宾第一大游客来源地, 游客人次为 198 万, 同比增长 22.5%; 中国大陆排名第二, 游客人次为 174 万, 同比增长 38.58%。马尼拉作为菲律宾的首都, 经济、文化、交通中心, 每年接待大量的国际游客。而马尼拉娱乐城紧挨着马尼拉国际机场, 国际游客前往非常的便利。2019 年国家首都区 (National Capital Region, 以马尼拉市为核心, 涵盖周边 15 个城市及 1 个自治市) 接待过夜外国游客人次为 171 万。

图表25: 疫情前菲律宾博彩毛收入快速增长



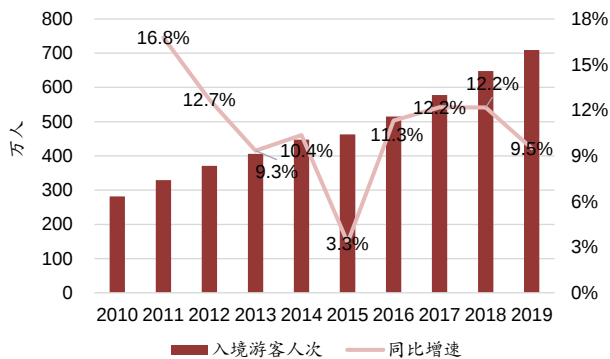
资料来源: PAGCOR, 方正证券研究所

图表26: 菲律宾娱乐城博彩毛收入占比 67%



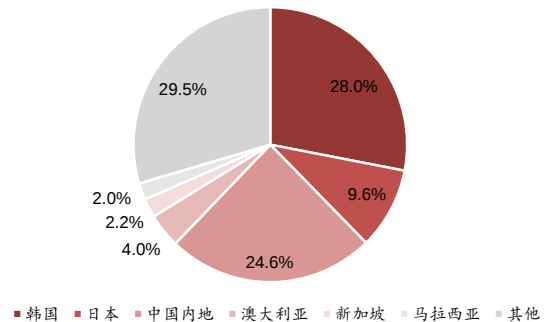
资料来源: PAGCOR, 方正证券研究所

图表27: 菲律宾外国游客人次



资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

图表28: 2019年菲律宾外国游客人次结构



资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

3.2 凯升可转换 Suntrust 30%股权, Westside City EBITDA 潜力较大

马尼拉娱乐城目前有四个运营中的赌场: Bloomberry 度假公司旗下的丽晨赌场 (Solaire) 于 2013 年 3 月开业, 由 Bay Tower 和 Sky Tower 两部分组成, 2019 年共拥有赌桌 369 张、角子机 1883 台以及酒店客房 800 间, 非博彩设施包括餐厅、剧院、宴会厅、会议室、SPA 等。新濠博亚旗下的新濠天地马尼拉位于马尼拉娱乐城的入口, 于 2014 年 12 月开业, 2019 年平均运营 311 张赌桌和 2265 台角子机, 拥有 N ü wa、Nobu 和 Hyatt 三座酒店 950 间客房, 娱乐项目包括以梦工厂为主题的互动娱乐中心 DreamPay、设有现场表演的娱乐吧 CenterPay、VR Zone 体验区等。Universal Entertainment 旗下 Okada 赌场于 2016 年 12 月开业, 2019 年共拥有 180 台贵宾赌桌, 229 台中场赌桌, 非博彩设施包括 993 间酒店客房、酒吧、室内海滩俱乐部、世界最大的音乐喷泉、可购物用餐的水晶走廊等。Travellers International 旗下的马尼拉云顶世界 (Resorts World Manila) 位于马尼拉国际机场附近, 被视为马尼拉娱乐城一部分, 于 2009 年 8 月开始运营。2018 年底, Resorts World Manila 共拥有 229 张赌桌, 1822 台角子机, 五座高端酒店共提供 2527 间客房, 此外还拥有多国风味餐厅、宴会厅、剧院、酒吧、购物中心等 (2019 年 10 月 Travellers 于菲律宾交易所退市, 马尼拉云顶世界不再披露公开数据)。

图表29: 马尼拉娱乐城赌场分布



资料来源: 太阳城集团官网, 方正证券研究所

马尼拉娱乐城运用中的4家赌场经营情况: 2019年, 丽晨、Okada、新濠天地马尼拉分别实现博彩毛收入12.4亿、8.28亿和7.15亿美元, 实现EBITDA 4.22亿、1.43亿和2.47亿美元。2018年, 马尼拉云顶世界实现博彩毛收入4.18亿美元, 实现EBITDA 0.81亿美元。Westside City项目位于马尼拉娱乐城的中心, 资本开支计划8亿美元, 主要赌场酒店总建筑面积超过18.2万平方米, 预计于2020年4季度开业, 将包括约400张赌桌、约1200台角子机、400间五星级酒店客房。项目建成后将与Westside City Resorts World Inc.兴建的酒店客房(2000间)、购物中心、剧院、餐厅、购物街等成为综合度假中心。太阳城集团在马尼拉娱乐城经营中介贵宾业务多年, 在现有的4家赌场中均开设贵宾厅, 非常熟悉当地的博彩市场, 并且积累了坚实的客户基础, 因此我们预计Westside City项目开业后EBITDA潜力较大。

图表30: 马尼拉现有赌场基本情况梳理

单位	丽晨	Okada	新濠天地马尼拉	马尼拉云顶世界	Westside City
开业时间	2013年3月	2016年12月	2014年12月	2009年8月	预计2022年底
赌桌数量	张	369	409	311	299
贵宾赌桌	张		180	135	180
中场赌桌	张		229	176	119
角子机数量	台	1,883	2,591	2,265	1,822
客房数量	间	800	993	950	2,527
博彩毛收入	万美元	124,386	82,772	71,459	41,824
贵宾业务	万美元	54,579	41,296	25,402	16,267
中场业务	万美元	34,834	20,062	24,657	10,322
角子机业务	万美元	34,973	21,414	21,400	15,234
物业EBITDA	万美元	42,212	14,306	24,709	8,064

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

凯升持有 Suntrust 可换股债券, 转股后 Suntrust 将贡献投资收益: 2019年10月28日, Westside 与 SunTrust 订立共同开发协议, Westside 及 Travellers (持有 Westside 95%权益) 将一块位于菲律宾马尼拉娱乐城的土地出租给 SunTrust 开发综合度假村开发(即 Westside City 项

目), 同时委任 SunTrust 为主酒店娱乐场的独家运营商。根据运营及管理协议, Suntrust 应向 Westside 支付贵宾业务毛收入的 1%, 以及中场及角子机业务毛收入的 3%。同日, 太阳城集团(凯升控股的控股股东)以 1.51 亿人民币元收购 SunTrust 51%的股权, 成为 SunTrust 的控股股东。2020 年 6 月 1 日, 凯升控股与 SunTrust 订立认购协议, 凯升控股同意认购 SunTrust 总金额 56 亿菲律宾比索票息率为 6%的可换股债券。按照换股价格 1.8 菲律宾比索计算, 可转股数量为 31.1 亿。如果凯升控股选择全部转股, 则将持有 SunTrust 30%的股权。

4 风险提示

在建项目进度低于预期的风险; 滨海边疆区其他赌场开业分流的风险; 受疫情影响国际游客复苏缓慢的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告所采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail: yjzx@foundersc.com
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	