



專題報告：澳門賭業分析

2/7/2015

報告要點

- 受到中央打貪政策的打擊，澳門博彩收入從 2014 年初開始持續收縮，截至今年 5 月每月博彩收入按年已出現十二連跌，行業收入增長大不如前。
- 本資料研究組到澳門實地視察，留意到各個賭場的中場人流均明顯減少，以及低注碼賭台(最低注碼為 300 元以下)的數目有所增加。
- 按 2014 年全年博彩收益計算，澳博、銀娛、金沙、新濠博亞、永利及美高梅的市佔率分別為 26.3%、23.0%、21.4%、11.9%、9.2%及 8.3%。相比 2013 年，澳博的市佔率有逐漸下降的跡象，其失去的市佔率部份由銀娛及金沙攤分。
- 銀娛及金沙的貴賓廳淨贏率是行業中最高(高於 3%)，其餘四家的貴賓廳淨贏率均只有約 2.8%；銀娛及永利的中場淨贏率是行業中最高(高於 40%)，新濠博亞、美高梅及金沙的中場淨贏率只介乎 23%至 35%。銀娛兩方面的淨贏率均較同業突出。
- 去年行業的貴賓廳收益總體呈向下趨勢，只有銀娛逆市增長一成，成為行業第一；中場收益全線錄得增長，當中金沙的收益為行業中最高。
- 銀娛及永利較側重貴賓廳業務；相反，金沙的中場佔比相對較大，其貴賓廳及中場收益比例約為一比一，因此金沙受打貪之影響應較細。
- 金沙的經調整除息稅攤銷(EBITDA)率及經調整 EBITDA 均是行業之中最高，盈利能力較強；澳博的經調整 EBITDA 率及經調整 EBITDA 分別是行業中最低及第二低。
- 永利及美高梅的財務風險相對較高；金沙及澳博的財務開支相對較少，財務狀況亦較為穩健。
- 隨著內地旅客來澳的規定有所放寬，特別是再次來澳的日子縮短，將對澳門博彩業有正面影響；此外，預料澳門博彩業需借助旅遊業的發展重新拉動其增長，長遠來說澳門博彩業應可因此因素而受惠。
- 按預測 EV/EBITDA 的估值分析，現價被低估的為：
澳博(3%) 美高梅(3%) 金沙(4%) 銀娛(9%)



目錄

(一) 澳門博彩業簡介	P.3
(二) 主流博彩遊戲簡介	P.4
(三) 澳門博彩業近況	P.5
(四) 各濠賭股營運及財務數據比較	P.8
(五) 行業前景	P.23
(六) 估值	P.25
(七) 總結	P.29

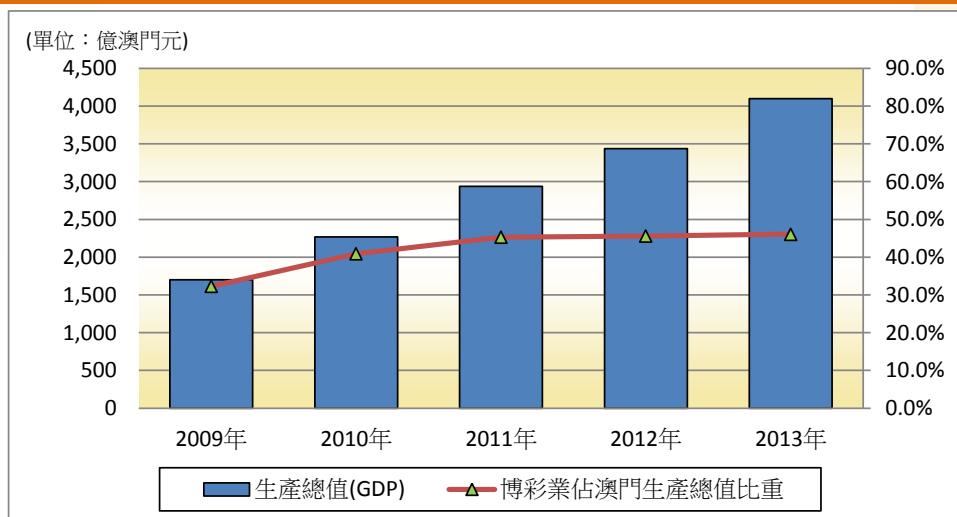
濠賭股份分析

(一)澳門博彩業簡介

澳門博彩業的發展可追溯至 19 世紀中期，澳葡政府於 1847 年正式將澳門博彩業合法化。其後經過多年的發展，博彩業日漸繁盛，賭餉(即博彩稅)成為了澳門政府的主要收入來源，澳門亦成為世界聞名的賭城，更被譽為「東方蒙地卡羅」。其後澳門政府於 2002 年正式開放賭權，此前澳門的賭權有長達 40 年的時間是由何鴻燊及霍英東等人所成立的「澳門旅遊娛樂有限公司」(簡稱「澳娛」)所持有。集團旗下的「葡京酒店」及「葡京娛樂場」於 1970 年開幕，集團獲准經營十多種博彩形式，當中百家樂、骰寶及廿一點等賭博遊戲至今仍是最受歡迎的博彩形式之一。2002 年 2 月 8 日，澳門政府將娛樂場幸運博彩經營權批給由「澳門旅遊娛樂有限公司」新組成的「澳門博彩股份有限公司」— 澳博(880.HK)、「銀河娛樂集團有限公司」— 銀娛(27.HK)及「永利澳門有限公司」— 永利(1128.HK)。其後銀娛、澳博及永利先後分別與威尼斯人(澳門)股份有限公司(金沙(1928.HK)之附屬公司)、美高梅(2282.HK)及新濠博亞(6883.HK)簽訂了轉批經營權。因此，目前澳門共有 6 家博彩承批公司。

自澳門政府開放賭權後，博彩業進入高速增長的週期。跟據澳門博彩監察協調局，澳門的賭場數目由 2002 年的 11 間大幅增加至 2015 第一季的 35 間。此外，根據澳門統計暨普查局，博彩業佔澳門生產總值(GDP)比重由 2009 年的 32.3% 上升至 2013 年的 46.1%(見圖表 1)。

圖表 1: 2009 年至 2013 年澳門博彩業佔澳門生產總值比重

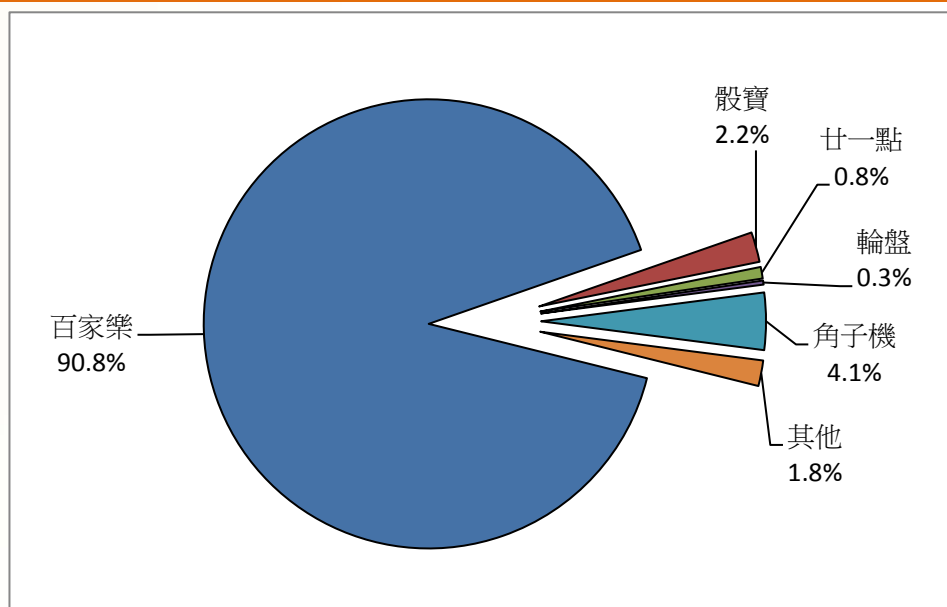


資料來源：澳門博彩監察協調局、澳門統計暨普查局、致富資料研究組

(二)主流博彩遊戲簡介

澳門的博彩收入可分為兩個部份：(i)娛樂場博彩收入(主要包括貴賓廳賭枱、中場賭枱及角子機)及(ii)非娛樂場博彩收入(主要包括賽馬、賽狗及彩票)。根據澳門博彩監察協調局數據，按 2014 年收入計算，娛樂場博彩收入佔澳門總博彩收入 99.7%，非娛樂場博彩收入則只佔 0.3%。娛樂場博彩收入之中，以百家樂的收入佔比最大(見圖表 2)。按 2014 年收入計算，百家樂收入佔娛樂場博彩收入 90.8%。

圖表 2: 2014 年博彩遊戲收入佔比



資料來源：澳門博彩監察協調局、致富資料研究組

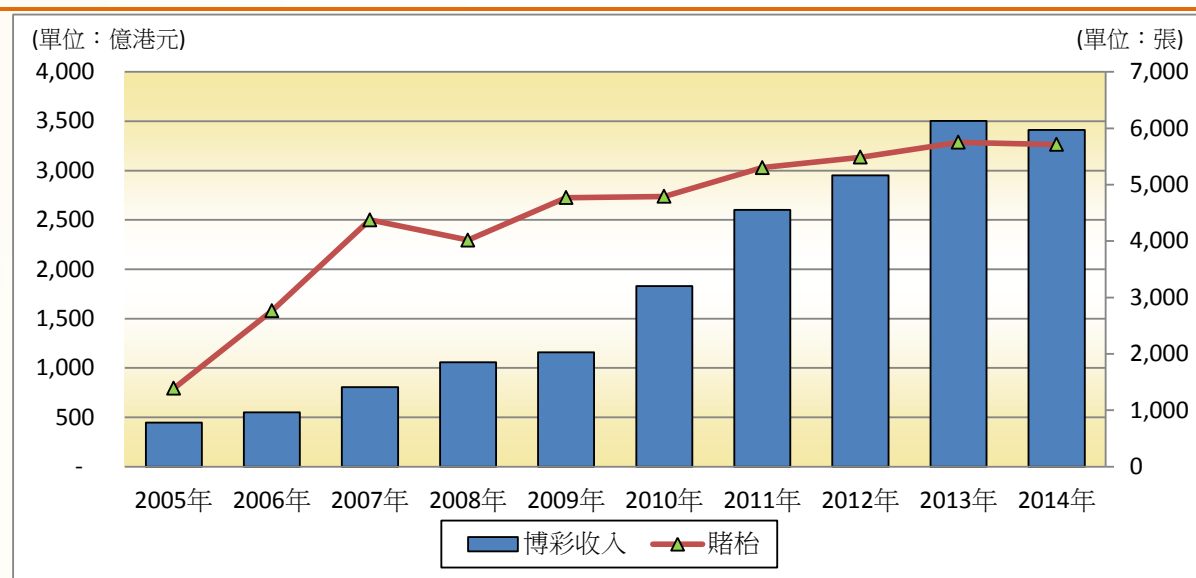
百家樂是澳門賭場中最常見的撲克遊戲(主要由於勝負機率較均等)。每局遊戲中，莊家及閒家均會獲發最少兩張牌，最多為三張，而是否需發第三張需視乎加牌規則(取決於前兩張牌的點數)。在百家樂中，「Ace」計算作 1 點；「2」至「9」依本身的點數計算；「10」、「J」、「Q」及「K」則算作 0 點。百家樂的點數計算方法只計算兩張牌的點數總和的個位數值，例如，若所得的兩張牌別分是「7」及「9」，點數則為 6 點(7 點+9 點 = 16 點)。因此最大的點數為 9 點，最小為 0 點。而上文提及的加牌規則大致如下：當閒家的點數為 0 點至 5 點，需補一張牌；6 點至 9 點則不需要。另一方面，若莊家的點數為 0 點至 2 點便需補一張牌；若是 3 點至 6 點則需再視乎閒家的第三張牌的點數是多少；7 點至 9 點不需補牌；若閒家不需補牌，而莊家的點數為 0 點至 5 點亦需補牌。投注上，閒家可選擇下注於莊家或閒家，亦可押注於和局(即莊閒點數一樣)或對子(即兩張牌是一對，如「J」及「J」)。另外，站立於賭桌旁的賭客亦可自由下注。

(三)澳門博彩業近況

博彩收入首現倒退

過去十年，澳門博彩業締造了高增長的神話。從圖表 3 所見，澳門博彩收入由 2005 年僅約 447 億港元急增至 2013 年的逾 3,500 億港元，8 年內增長近 7 倍，複合年增長率為 29.3%。期內，澳門賭場的賭台數目亦同樣大幅增加，由 2005 年底的約 1,388 張上升至 2013 年底高峰期的 5,750 張，複合年增長率為 19.3%。惟高增長過後，澳門博彩業於去年出現了自 2001 年賭權開放以來首次的按年收入倒退，按年下跌 2.6%。

圖表 3: 2005 年至 2014 年年度博彩收入

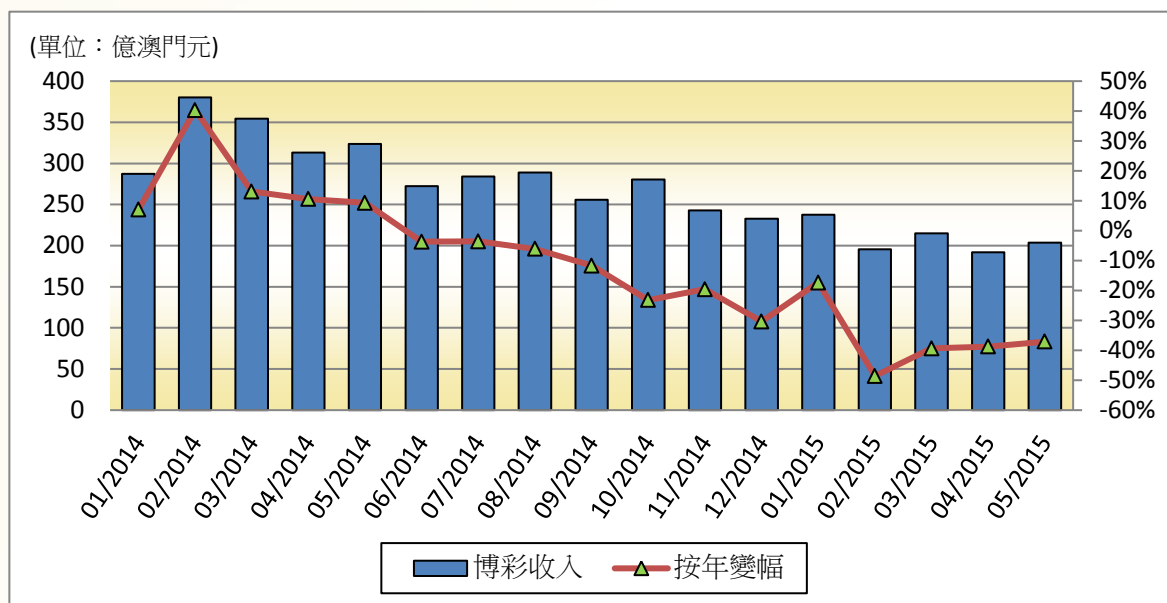


資料來源：澳門博彩監察協調局、致富資料研究組

政策夾擊 濠博彩業步入寒冬

自去年初起，澳門博彩業受到多項內地打貪的措施影響，包括(i)限制於賭場使用銀聯卡，澳門金融管理局要求賭場內的珠寶店及當舖行於去年 7 月 1 日前將銀聯卡終端機移離賭場範圍；(ii)收緊內地旅客過境限制，由去年 7 月 1 日起，內地旅客首次入境澳門逗留天數縮短至 5 天；持第三地簽證卻沒有前往目的地，而 60 天內再度訪澳者，只可逗留 1 天，往後 60 天內不准再次入境；及(iii)去年 10 月起，實施中場禁煙令等。在多個政策的夾擊下，澳門每月博彩收入亦由去年初的高位逾 350 億澳門元反覆下降至近月約 200 億澳門元(見圖表 4)。今年 5 月博彩收入按年跌近四成，並是連續 12 個月錄得按年下跌，按月則回升約 6%。但由於受到去年的高基數效應影響，預料博彩收入負增長的情況或會持續至今年第四季，及後博彩業的表現是否可止住跌勢甚至重現增長，需視乎各個營運商的新賭場或娛樂休閒設施能否吸引更多旅客，以及內地旅客來澳的限制會否放寬(下文將作分析)。

圖表 4: 2014 年 1 月至 2015 年 5 月每月博彩收入

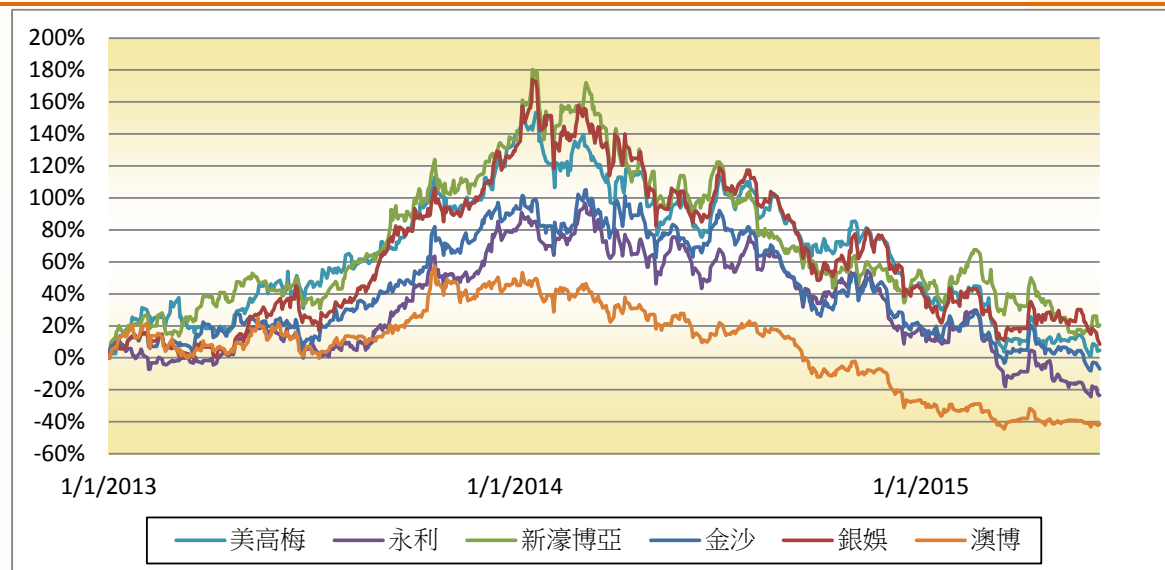


資料來源：澳門博彩監察協調局、致富資料研究組

股價反映行業前景

隨著博彩業前景轉淡，6 家濠賭股的股價表現亦由去年初或 2013 年底見頂後反覆向下。截至今年 4 月中，大部份濠賭股的股價已回落至 2013 年初的水平(見圖表 5)。澳博及永利的股價走勢相對較弱，兩者的股價自 2013 年初至今年 6 月 19 日已分別下跌約 40% 及 20%。在內地打貪的陰霾下，預料濠賭股難以於短期內出現明顯的轉勢。

圖表 5: 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 6 月 19 日六家公司的股價表現



資料來源：雅虎香港



實地視察 賭廳人流減少

於今年四月中，我們曾到上述 6 個營運商旗下的澳門賭場作實地視察，分別觀察了位於澳門半島的澳門金沙、星際、新葡京、葡京、美高梅、永利澳門、海立方，以及位於路氹的澳門銀河、金沙城、澳門威尼斯人及新濠天地的賭場。事實上，各個賭場的中場人流均明顯減少，但相比之下美高梅、永利及新濠博亞旗下的「新濠天地」的賭場人流較少，澳博旗下的「新葡京」及「葡京」、金沙旗下的「威尼斯人」、及銀娛旗下的「星際」賭場較為旺場。部份賭場人流相對較少，或與專車接送服務有關。由於不少旅客會來回澳門半島及路氹兩地觀光，以及到不同的賭場賭博，因此若營運商安排專車接送旅客來回旗下於澳門半島及路氹的酒店，則有助吸引旅客入住其酒店或到其賭場賭博。由於目前美高梅及永利於澳門只有一家酒店(兩家酒店均位於澳門半島)，其專車配套服務因而較金沙及銀娛旗下的酒店遜色。另外，從觀察所見，發現到訪威尼斯人酒店的內地旅行團大幅多於其他酒店，從而令威尼斯人酒店內的賭場中場人流也較其他賭場為多。相信這與威尼斯人酒店是一個較有特色的渡假村有關，因此成為不少旅行團必到的「景點」。

除了中場人流減少外，亦發現部份賭場的低注碼賭台(最低注碼為 300 元或以下)的數目有所增加。於 2013 年時，不少賭場以調高賭台的最低注碼增加收入。以百家樂為例，2013 年時大部份賭場的最低注碼為 500 元，而考察當日所見，部份賭場(如威尼斯人及星際)的最低注碼已下調至 300 元，更有少量賭台的最低注碼為 200 元。

(四)各濠賭股營運及財務數據比較

賭場數目

截至 2015 年第一季，澳門共有 33 間賭場(見圖表 6)。六個賭場營運商之中，**澳博**的賭場數目最多，一共有 18 間(包括 15 間由第三者推廣的衛星賭場)。**銀娛**、**金沙**及**新濠博亞**分別有 6、4 及 3 間賭場；而**永利**及**美高梅**均只有 1 間。地理位置上，澳門的賭場主要分佈於澳門半島及路氹兩個區域。由於過往澳門博彩業的發展集中於澳門半島，因此該區的賭場較路氹為多(澳門半島有 21 間賭場，路氹有 5 間，其餘的則位於氹仔)。雖然路氹的賭場數目較少，但其發展空間不容忽視。目前，已進駐路氹的營運商主要以大型渡假村的形式發展(澳門半島以傳統酒店為主)，當中包括**金沙**旗下的「**威尼斯人**」、**銀娛**旗下的「**澳門銀河**」及**新濠博亞**旗下的「**新濠天地**」。由今年年中至未來數年，6 個營運商均有新項目於路氹陸續落成，可見澳門博彩業的發展未來將集中於路氹區(下文將作分析)。

圖表 6: 澳門賭場營運商之賭場列表(截至 2015 年 3 月底止)

營運商	金沙	銀娛	新濠博亞	永利	美高梅	澳博
賭場	澳門金沙 澳門威尼斯人 百利宮 金沙城	澳門銀河 星際 4 間城市娛樂會	新濠天地 新濠鋒 摩卡娛樂場	永利	澳門美高梅	新葡京 葡京 回力海立方 15 間衛星賭場
賭場數目	4	6	3	1	1	18

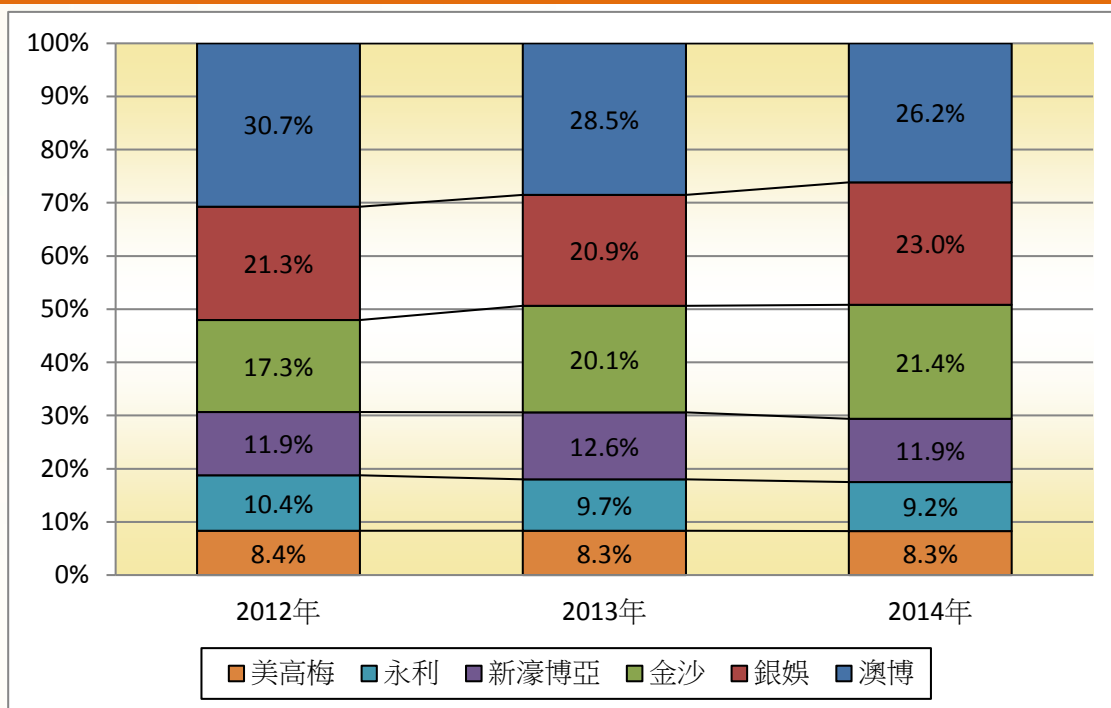
資料來源：澳門博彩監察協調局、致富資料研究組

市佔率

上述濠賭股的收益主要來自兩部份，分別為博彩收益及非博彩收益(一般包括酒店、餐飲及購物中心等業務的收入)。若按 2014 年全年博彩收益計算¹，**澳博**、**銀娛**、**金沙**、**新濠博亞**、**永利**及**美高梅**的市佔率分別為 26.3%、23.0%、21.4%、11.9%、9.2%及 8.3%。從圖表 7 所示，於 2012 年至 2014 年三個年度，**澳博**的市佔率一直為 6 隻濠賭股之中最高，但有逐漸下降的跡象，期內市佔率由 30.7%下降至 26.3%。**澳博**失去的市佔率部份由**銀娛**及**金沙**攤分，期內**銀娛**及**金沙**的市佔率分別由 21.3%及 17.3%上升至 23.0%及 21.4%，並將與**澳博**之間的市佔率差距拉近至不足 3 個及 5 個百分點。上述三隻濠賭股的市佔率為行業中前三大，共佔行業近七成的市場份額。而其餘三隻濠賭股(**新濠博亞**、**永利**及**美高梅**)的市佔率於其內的變動不大，均佔整個澳門博彩業約一成的市場份額。

¹ 市佔率以相關營運商當年度之博彩收益除以上述六家營運商當年度的博彩收益之總和計算

圖表 7: 2012 年至 2014 年六家公司的市佔率



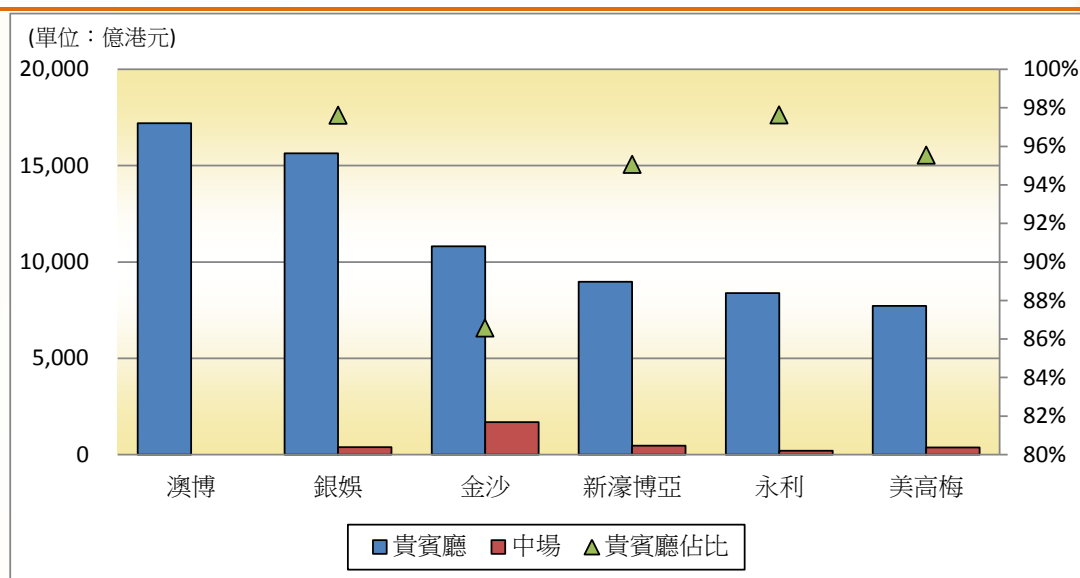
資料來源：公司年報、致富資料研究組

貴賓廳轉碼額及中場投注額

賭場的業務可分為三類：貴賓廳、中場及角子機。當中，賭場以賭客下注的金額劃分了貴賓廳及中場業務。貴賓廳的賭客主要是投注額較大的客戶，中場客戶則大多是旅客及一般居民，一般注碼較細。除此以外，在營運模式上亦有所不同，賭客於貴賓廳中投注需使用「泥碼」²，因此貴賓廳的賭客需先跟博彩中介人(俗稱疊碼仔)以借貸或現金方式兌換泥碼，這個兌換過程稱為「轉碼」。由於博彩中介人協助賭場「拉客」，博彩營運商會向博彩中介人支付轉碼回佣作報酬。至於中場，賭客可使用可兌換現金的「現金碼」投注，而不需使用泥碼。

從圖表 8 所見，於 2014 年各家濠賭股的貴賓廳轉碼額均遠多於中場投注額³，貴賓廳轉碼額均佔貴賓廳及中場的合共投注額約九成或以上。由於貴賓廳的業務相當龐大，不難理解為何貴賓廳賭是各家賭場必爭之業務板塊。當中，市佔率最高的澳博的貴賓廳轉碼額是六家濠賭股中最多，高達 17,000 億港元。中場方面，金沙的中場投注額最多，期內約有 1,700 億港元，並且多於其餘四家中場投注額的總和。

圖表 8: 2014 年六家公司的貴賓廳轉碼額及中場投注額之比較



資料來源：公司年報、致富資料研究組

貴賓廳轉碼額

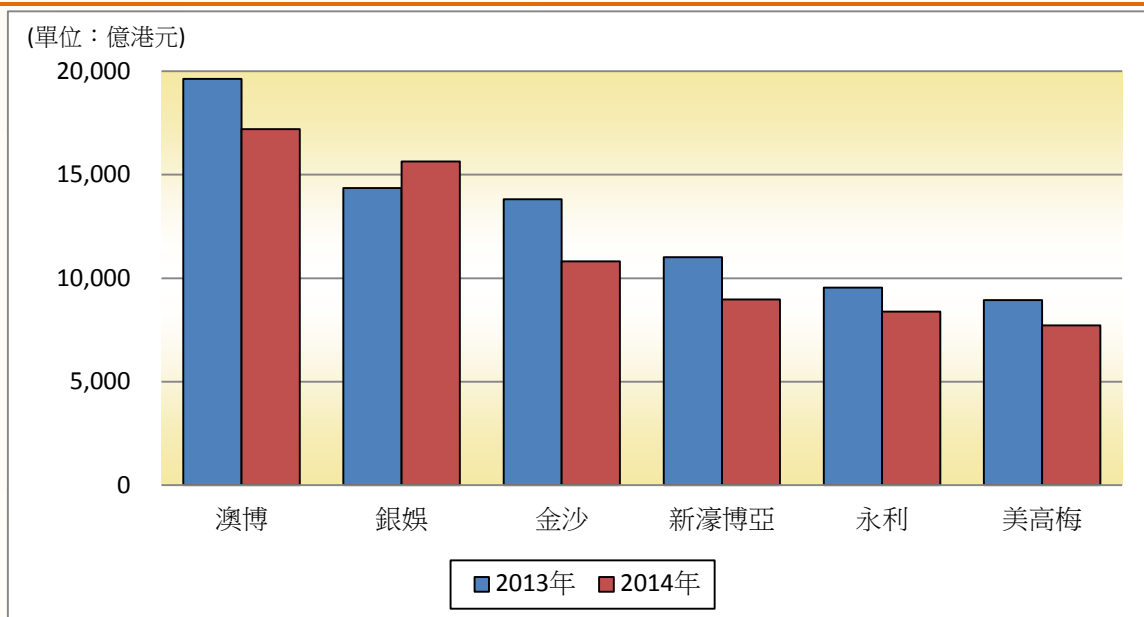
由於貴賓廳的賭客大多是來自內地較富裕的遊客，因此貴賓廳的業務較中場更直接地受內地打貪因素影響。若將 2013 年及 2014 年的數據作比較，從圖表 9 中可留意到貴賓廳的轉碼額出現明顯的下降趨勢。六家濠賭股中有五家錄得逾一成的跌幅，當中金沙

² 一種只可用作投注而不可兌換現金的賭枱籌碼

³ 由於澳博之年報未有提供中場投注額資料，分析只可比較其餘五家博彩營運商

跌勢最急，按年倒退逾兩成。**銀娛**則逆市錄得增長，按年上升約一成，並拉近了與轉碼額最多的**澳博**之間的距離至不足 2,000 億港元。

圖表 9: 2013 年至 2014 年六家公司的貴賓廳轉碼額



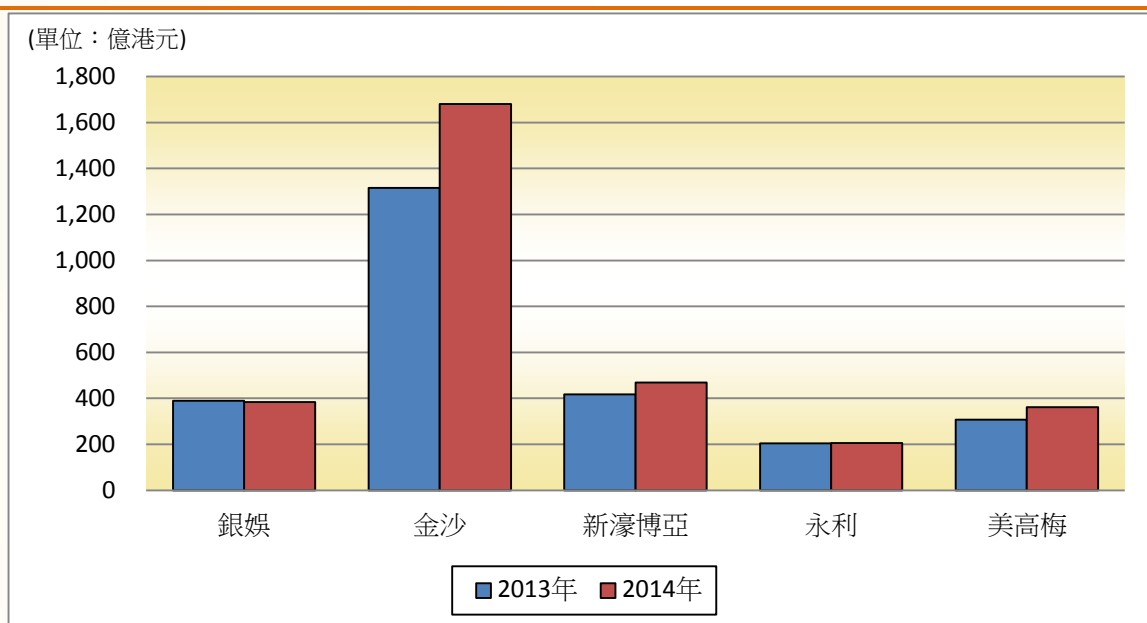
資料來源：公司年報、致富資料研究組

中場投注額

同期，中場投注額的趨勢跟貴賓廳轉碼額截然不同(見圖表 10)，五家濠賭股⁴中只有**銀娛**按年微跌不足 2%，其他四家均錄得升幅。當中專注中場業務的**金沙**增長最顯著，在 2013 年高基數的情況下仍可錄得近三成的增長，主要是集團著力推動中場博彩環節令入場人數增加所致。此外，**美高梅**的中場投注額亦按年上升近兩成，主要由於集團透過向高端中場客戶提供專屬博彩區從而提升其博彩體驗的策略奏效所致。顯然，中場受內地打貪的因素影響相對較細。

⁴ 由於**澳博**之年報未有提供中場投注額資料，分析只可比較其餘五家博彩營運商

圖表 10: 2013 年至 2014 年五家公司的中場投注額⁵



資料來源：公司年報、致富資料研究組

⁵ 由於澳博之年報未有提供中場投注額資料，分析只可比較其餘五家博彩營運商

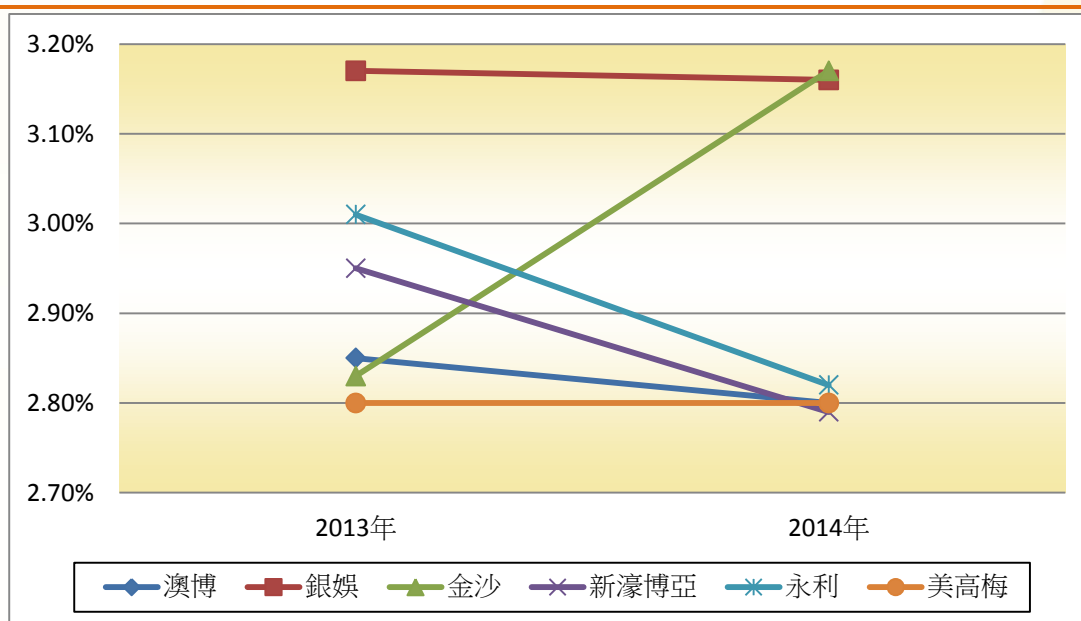
淨贏率

淨贏率是一個可直接反映賭場回報率的數據，因此對博彩營運商而言淨贏率是一個相當重要的營運指標。由於賭場內的貴賓廳及中場有著不同的目標客戶及營運方式，因此這兩個業務的淨贏率計算方法亦稍有不同。貴賓廳的淨贏率是贏額⁶佔轉碼額的百分比；中場的淨贏率則是贏額⁷佔投注額的百分比。但無論是貴賓廳或中場，淨贏率愈高，賭場可獲得的回報便愈高。一般而言，貴賓廳業務的淨贏率大約為 3%，而中場業務的淨贏率則遠高於貴賓廳，介乎兩成至四成。儘管貴賓廳的淨贏率只有中場的大約十分之一，但由於貴賓廳客戶的投注額一般較中場客戶高出逾十倍，因此大多賭場的貴賓廳收益仍較中場收益為多。

淨贏率 - 貴賓廳

圖表 11 顯示了六家濠賭股於 2013 年至 2014 年間貴賓廳的淨贏率。期內，6 隻濠賭股之中僅有金沙的貴賓廳淨贏率錄得升幅，由 2013 年的約 2.8% 增加至 2014 年的約 3.2%。澳博、銀娛及美高梅的貴賓廳淨贏率按年大致持平。新濠博亞及永利的貴賓廳淨贏率則分別按年下降 0.16 個百分點及 0.19 個百分點至 2.8%。若按 2014 年的數據作比較，銀娛及金沙的貴賓廳淨贏率是六家濠賭股之中最高，均高於 3%。而其餘四家濠賭股的貴賓廳淨贏率則相當接近，均約 2.8%。

圖表 11: 2013 年至 2014 年六家公司的貴賓廳淨贏率



資料來源：公司年報、致富資料研究組

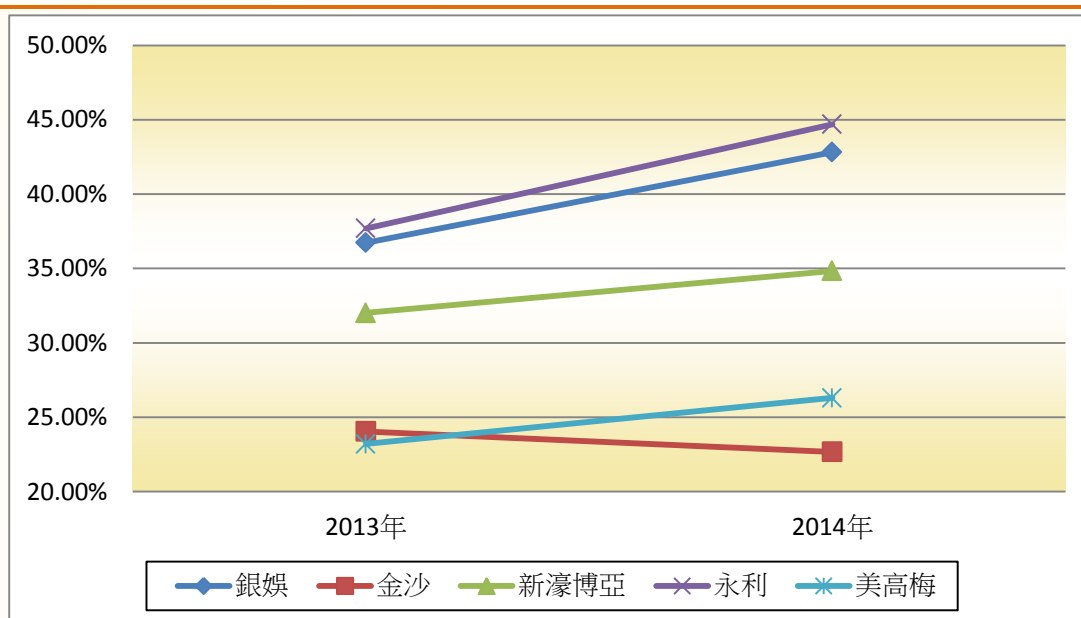
⁶ 贏額 = (轉碼額 - 派彩)，亦即是貴賓廳博彩收益

⁷ 贏額 = (投注額 - 派彩)，亦即是中場博彩收益

淨贏率 - 中場

中場方面⁸，除金沙以外，其餘四家濠賭股的淨贏率均有所改善(見圖表 12)。當中，銀娛及永利的增幅最大，分別按年增加約 6 個百分點及 7 個百分點至約 43%及 45%；金沙則下降逾 1 個百分點至約 23%。若按 2014 年的數據作比較，銀娛及永利的中場淨贏率是五家濠賭股中最高，新濠博亞、美高梅及金沙的中場淨贏率均低於 40%，分別約為 35%、26%及 23%。

圖表 12: 2013 年至 2014 年五家公司的中場淨贏率⁸



資料來源：公司年報、致富資料研究組

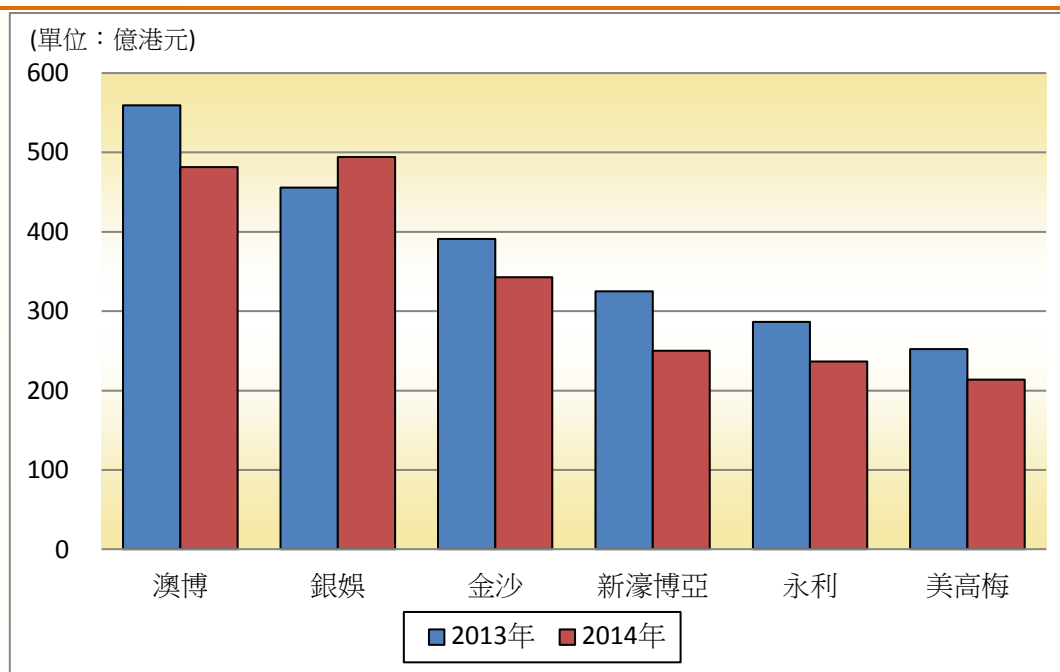
綜合貴賓廳及中場兩個業務，銀娛的淨贏率均較突出。由於賭場的博彩收益等於淨贏率乘以投注額，意味銀娛可從賭客每 1 元的投注額中較其他濠賭股賺取更大的利潤。

⁸ 由於澳博之年報未有提供中場淨贏率資料，分析只可比較其餘五家博彩營運商。

博彩收益 - 貴賓廳

受到轉碼額減少的影響，於 2013 年至 2014 年間，各家濠賭股(銀娛除外)的貴賓廳博彩收益均錄得下跌(見圖表 13)。當中，**新濠博亞**受到轉碼額及淨贏率雙雙大幅下跌的拖累，其貴賓廳博彩收益的跌幅為六家濠賭股中最大，按年倒退逾兩成。相反，**銀娛**的貴賓廳博彩收益則錄得約一成的升幅，更超越了貴賓廳轉碼額最高的**澳博**，成為行業中貴賓廳博彩收益最高的營運商。**銀娛**的貴賓廳博彩收益可超越**澳博**主要是**銀娛**的貴賓廳淨贏率則較**澳博**高出約 0.4 個百分點所致，即使**銀娛**的轉碼額未及**澳博**多(兩者相差約 2,000 億港元)，**銀娛**仍可獲得更高的收益。另外，儘管期內**金沙**的轉碼額急跌兩成，是六隻濠賭股中表現最差，但**金沙**的貴賓廳淨贏率按年上升約 0.4 個百分點，從而限制了其收益跌幅，按年僅跌約一成。

圖表 13: 2013 年至 2014 年六家公司的貴賓廳博彩收益

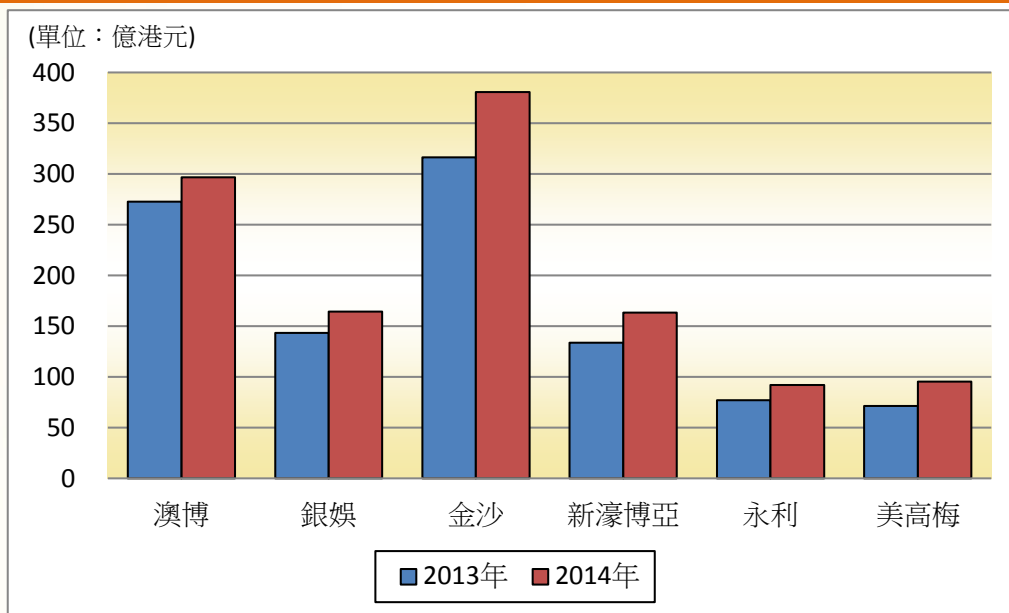


資料來源：公司年報、致富資料研究組

博彩收益 - 中場

中場博彩收益方面，期內六家濠賭股均錄得升幅(見圖表 14)。當中，**美高梅**的增幅最大，按年增長逾三成。另外，中場投注額最高的**金沙**的中場博彩收益增幅約兩成，但受到淨贏額下降的影響，升幅較其中場投注額的增幅小(按年增長約三成)。若按 2014 的數據計算，**金沙**的中場博彩收益亦是行業中最高，高達 381 億港元。**澳博**則排行第二，其中場博彩收益約為 300 億港元。儘管**澳博**未有提供中場投注額及淨贏率的資料，但從中場收益數據亦可得知**澳博**的中場業務規模並不小。

圖表 14: 2013 年至 2014 年六家公司的中場博彩收益



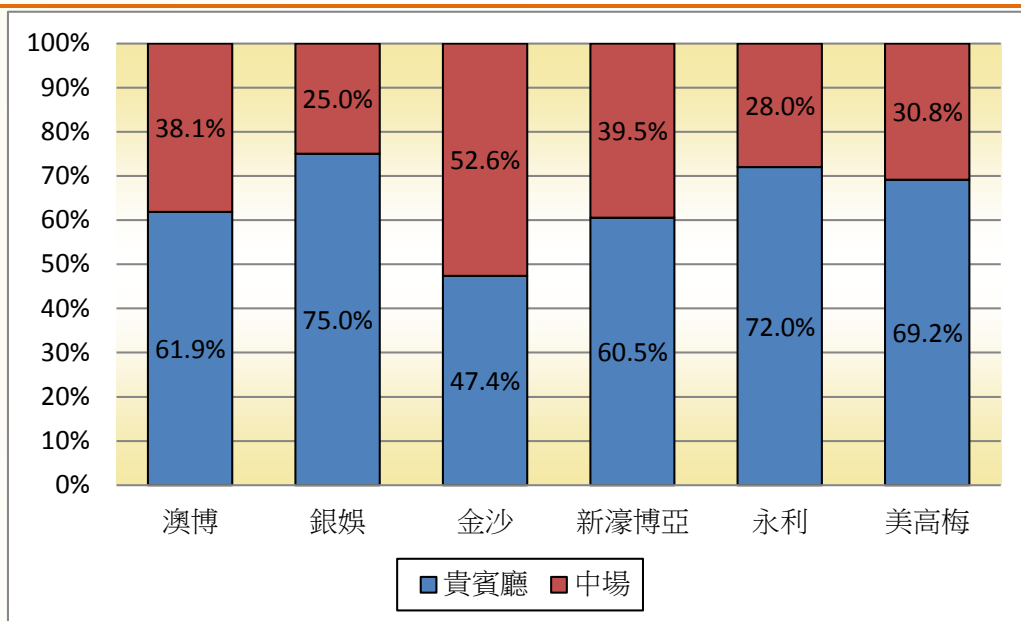
資料來源：公司年報、致富資料研究組

業務佔比(按收益計算)

上文提及過以貴賓廳轉碼額及中場投注額計算的業務佔比，一般而言，貴賓廳轉碼額佔一間賭場的總投注額約九成。但由於中場的淨贏額遠高於貴賓廳的淨贏額，因此若以收益計算，兩業務的佔比差距較以投注額計算的為小。

從圖表 15 所示，銀娛及永利的貴賓廳收益佔貴賓廳及中場的合共收益逾七成，是行業中最高，反映銀娛及永利較側重貴賓廳業務。若未來內地打貪的政策持續，銀娛及永利或會受到較大的影響。澳博、新濠博亞及美高梅的貴賓廳收益佔比則介乎六成至七成。行業中貴賓廳收益佔比最小的是金沙，其貴賓廳及中場收益比例約為一比一。相對其他濠賭股，金沙的中場佔比較大，由此金沙可較大程度受惠於澳門旅客的增長，而打貪措施對其影響則較細。

圖表 15: 2014 年六家公司的業務佔比(按收益計算)



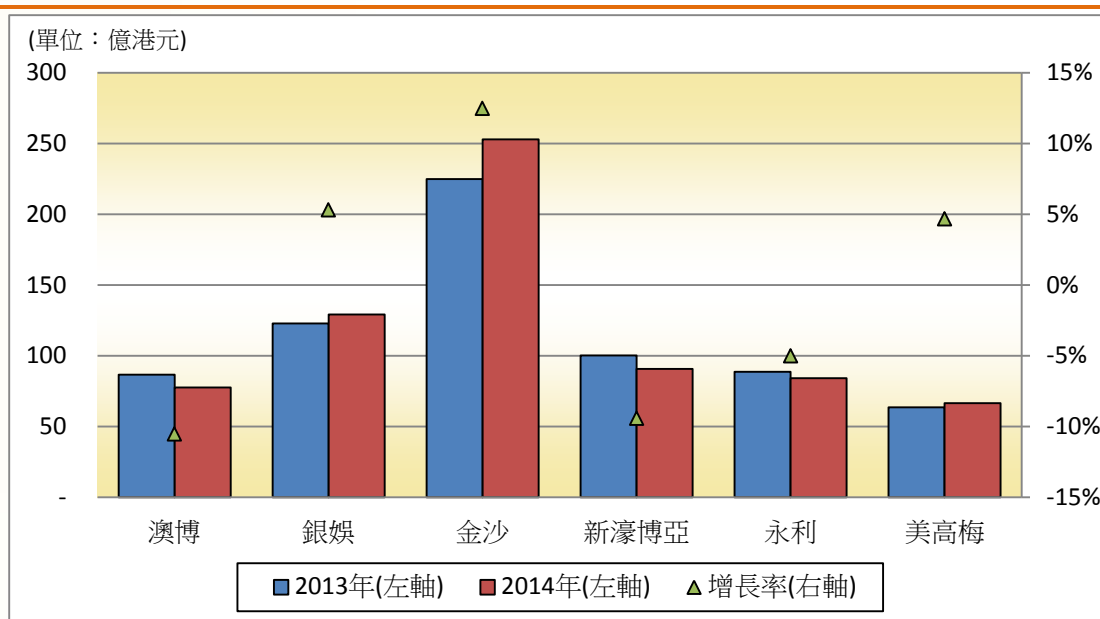
資料來源：公司年報、致富資料研究組

盈利能力分析 - 經調整 EBITDA

經調整 EBITDA 是一個常用於比較濠賭股經營表現的指標。經調整 EBITDA 為未計及融資成本、利息收入、稅項、折舊及攤銷、以及其他非經常收入及支出(包括開發成本、以股份支付的薪酬及物業支出等)前的利潤⁹。

2013 年至 2014 年間，經調整 EBITDA 錄得按年上升的濠賭股有三間(見圖表 16)，分別為銀娛、金沙及美高梅。當中，金沙的經調整 EBITDA 增長最為強勁，按年上升逾一成。同時，於 2014 年金沙的經調整 EBITDA 亦是行業內最高，高達約 254 億港元，較行業中經調整 EBITDA 第二高的銀娛(約 129 億港元)高出近一倍。另一方面，澳博、新濠博亞及永利的經調整 EBITDA 則錄得按年下跌。澳博及新濠博亞的跌幅較大，均跌約一成。行業內經調整 EBITDA 最低的是美高梅，僅約 67 億港元。

圖表 16: 2013 年至 2014 年六家公司的經調整 EBITDA



資料來源：公司年報、致富資料研究組

盈利能力分析 - 經調整 EBITDA 率

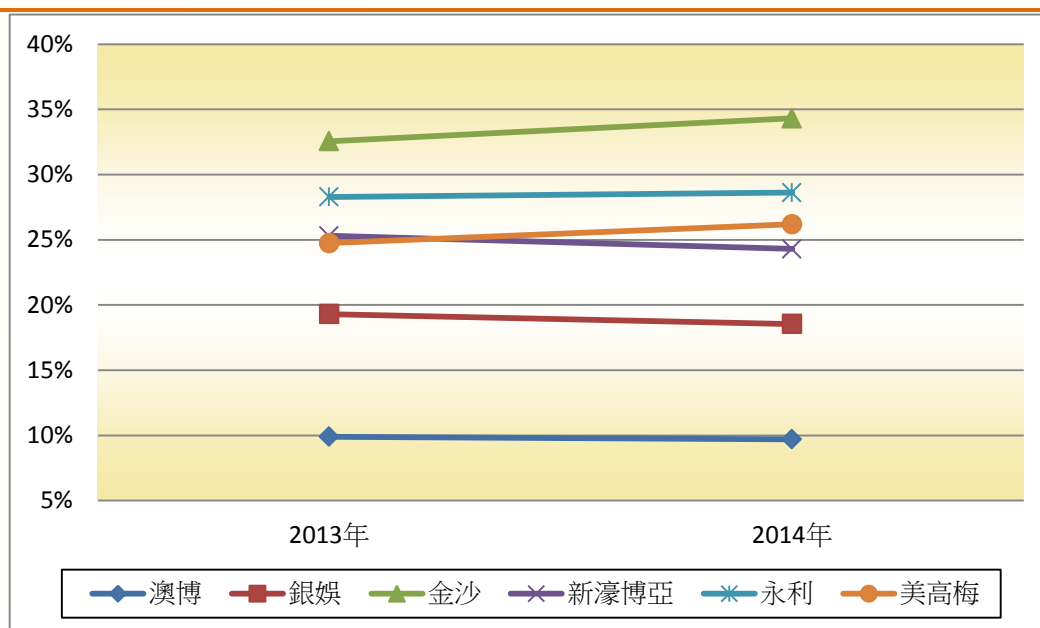
經調整 EBITDA 率¹⁰是一個用於分析公司營運效益的比率。經調整 EBITDA 率愈高反映公司每元收益可帶來的盈利(經調整 EBITDA)愈高，亦即代表該公司的營運效率愈高。從圖表 17 中可見到，2013 年至 2014 年間，六家濠賭股的經調整 EBITDA 率的變化不大，變幅介乎減少 1 個百分點至增長 1.7 個百分點。以 2014 年數據作比較，金沙的經調整 EBITDA 率為行業中最高，約為 34%，相信專注高利潤的中場業務是金沙經

⁹ 每家濠賭股對 EBITDA 作出之調整或稍有不同

¹⁰ 經調整 EBITDA 率 = 經調整 EBITDA 除以集團總收益

調整 EBITDA 率較同業高的原因之一。永利、新濠博亞及美高梅的經調整 EBITDA 率較接近，介乎 24%至 29%。銀娛及澳博的經調整 EBITDA 率相對較低，分別為約 19% 及 10%。這或跟銀娛及澳博分別有較同業多的「博彩業務合作伙伴的佣金及津貼」及「市場推廣及宣傳開支」有關(這兩項開支分別佔銀娛及澳博 2014 年總收益逾三成及四成)。事實上，銀娛的「博彩業務合作伙伴的佣金及津貼」及澳博的「市場推廣及宣傳開支」所涉及的是類近的支出，主要包括了支付予貴賓廳博彩中介人的佣金及津貼(如船票及酒店住宿)等支出，當中給予中介人的佣金佔大部份。由於給予中介人的佣金跟賭場貴賓廳的轉碼額成正比，而銀娛及澳博的轉碼額為行業中最高，因此這兩家濠賭股佣金方面的支出較大，經調整 EBITDA 率亦較低。

圖表 17: 2013 年至 2014 年六家公司的經調整 EBITDA 率

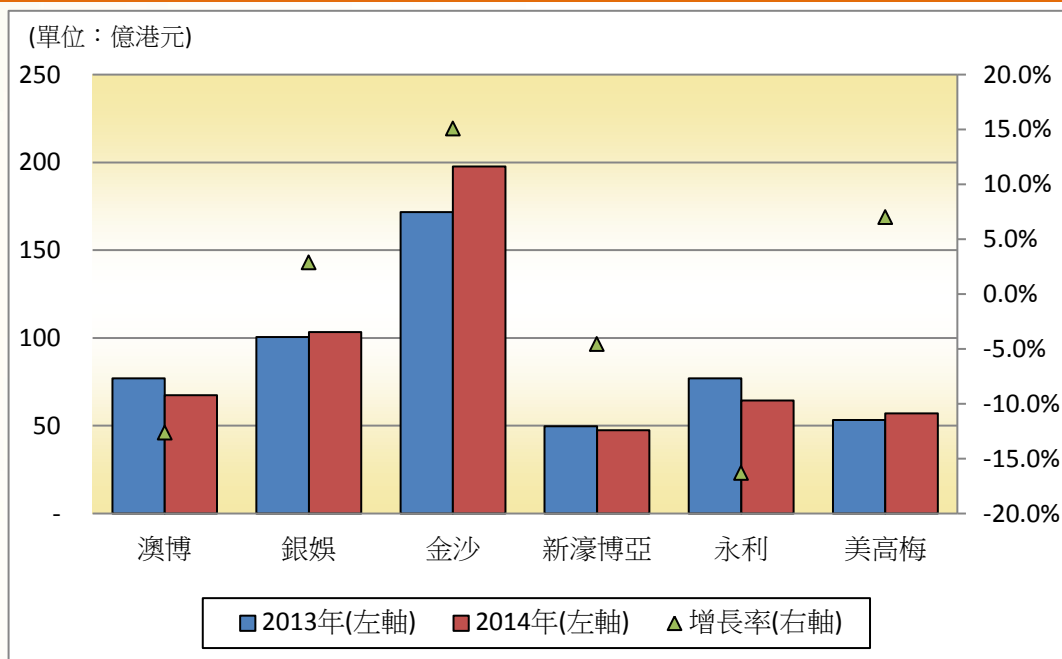


資料來源：公司年報、致富資料研究組

盈利能力分析 - 股東應佔溢利及股東應佔溢利率

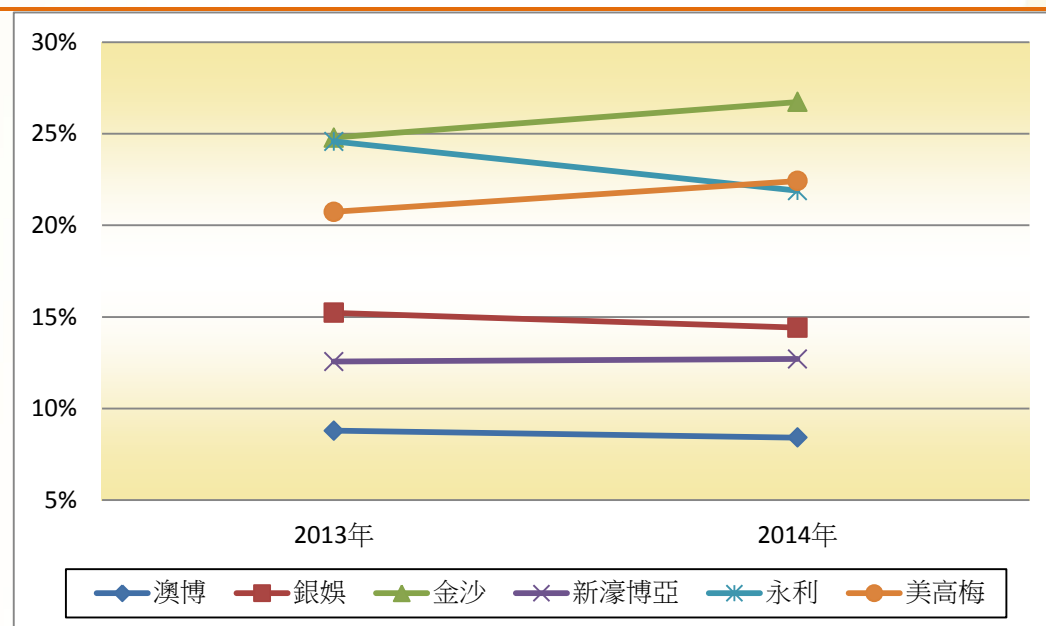
股東應佔溢利的變化跟經調整 EBITDA 大致上一致，期內銀娛、金沙及美高梅按年錄得升幅，澳博、新濠博亞及永利則下跌(見圖表 18)。當中，金沙升幅最大，按年約增長一成半；跌幅最大的是永利，按年倒退逾一成半。另外，於 2014 年，金沙的股東應佔溢利為行業中最高，約為 200 億港元；新濠博亞則只有不足 50 億港元，為行業中最低。股東應佔溢利率方面，以 2014 年數據作比較，金沙的股東應佔溢利率最高，約為 27%；其次為美高梅及永利，均約 22%；銀娛及新濠博亞的股東應佔溢利率分別為 14%及 15%；澳博則僅有約 8%，為行業中最低(見圖表 19)。若跟去年同期比較，金沙受惠股東應佔溢利大幅增長，其股東應佔溢利率的增幅為行業中最大，按年增加約 2 個百分點；相反永利的股東應佔溢利率則按年下跌近 3 個百分點，為行業中跌幅最大。

圖表 18: 2013 年至 2014 年六家公司的股東應佔溢利



資料來源：公司年報、致富資料研究組

圖表 19: 2013 年至 2014 年六家公司的股東應佔溢利率

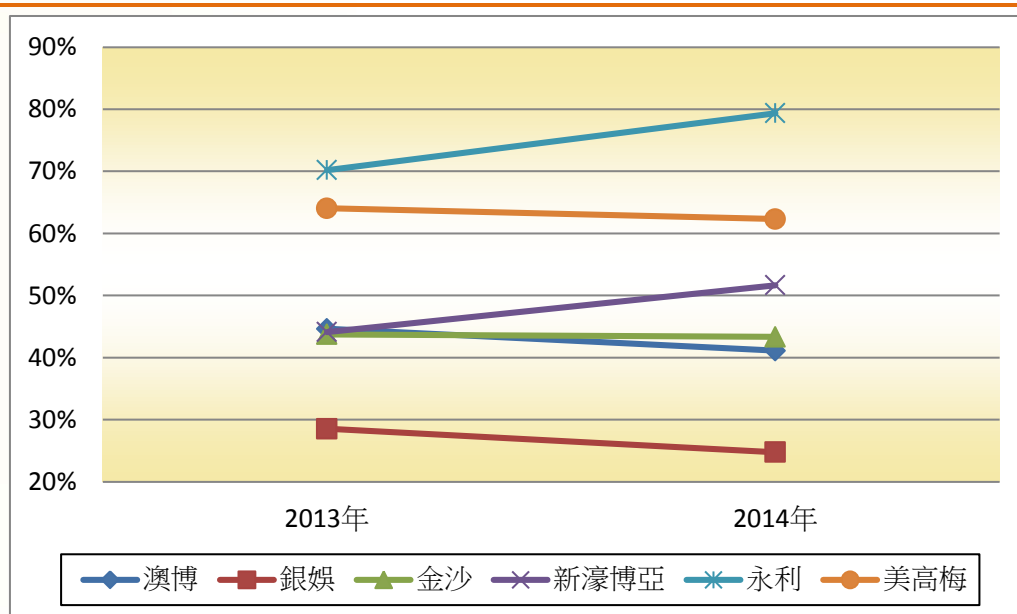


資料來源：公司年報、致富資料研究組

償債能力分析 - 負債比率

負債比率是以集團的總負債除以總資產計算，比率數值愈高代表集團槓桿愈高，財務風險亦愈高。以 2014 年數據作比較，六家濠賭股的負債比率介乎兩成半至八成，差距相當大(見圖表 20)。當中，永利及美高梅的負債比率較高，分別約為 80%及 62%，當中永利的負債比率與 2013 年同期相比更呈現上升趨勢，按年增加約 10 個百分點；其次為新濠博亞、金沙及澳博，其負債比率較接近，介乎 52%至 41%；銀娛的負債比率最低，僅約 25%。由於目前澳門博彩業正受內地打貪影響，導致整體賭場收入有持續向下的跡象，在行業下行的週期負債較多的永利及美高梅所面臨的財務風險將較其他濠賭股更大。

圖表 20: 2013 年至 2014 年六家公司的負債比率

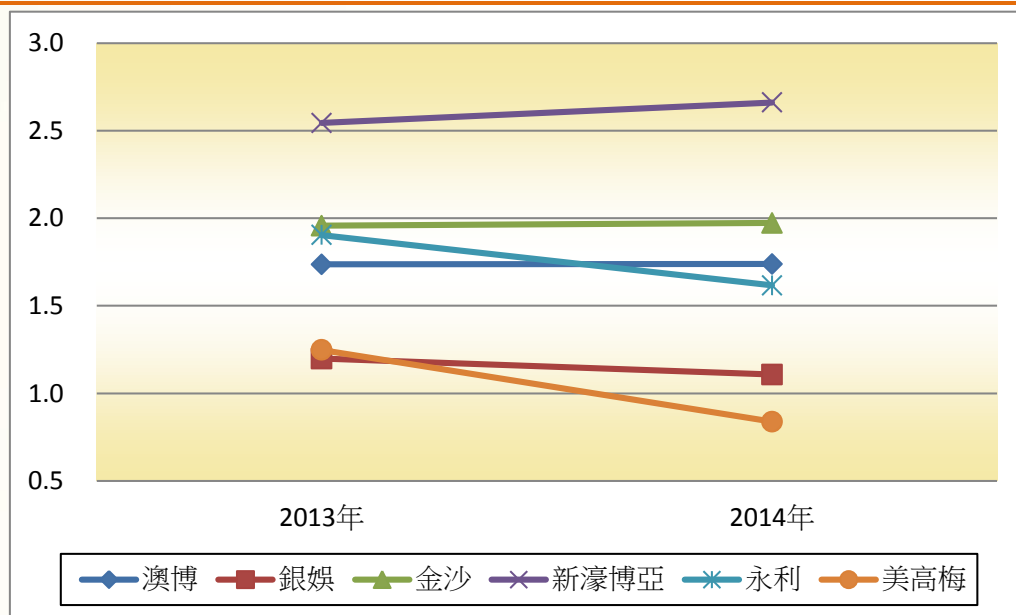


資料來源：公司年報、致富資料研究組

償債能力分析 - 流動比率

流動比率是以集團的流動資產除以流動負債，比率可反映集團是否有足夠流動資產(如現金及應收帳款等)以支付短期債務。比率數值愈高代表集團流動資金相對充裕，若數值少於 1 則代表集團沒有足夠流動資金即時償還所有短期負債，意味集團短期財務風險較大。按 2014 年數據作比較，行業中有 5 家濠賭股的流動比率均高於 1(見圖表 21)，反映行業的財務普遍穩健。當中，美高梅的流動比率由 2013 年的 1.3 按年下跌 0.4 至 0.8，為行業中最低。

圖表 21: 2013 年至 2014 年六家公司的流動比率



資料來源：公司年報、致富資料研究組

綜合上述兩個比率之分析，從整體負債及短期負債的角度看來永利及美高梅的財務風險相對較高。其高負債所帶來的高財務開支令集團在收益減少的時期雪上加霜，進一步拖累集團盈利。相反，金沙及澳博的財務開支相對較少，財務狀況亦較為穩健。

(五)行業前景

上文提及澳門博彩業能否扭轉目前的劣勢需視乎各營運商的新賭場或一些其他娛樂設施是否可吸引更多遊客，並從而帶動賭場人流及收入增長，這部份將進一步對行業前景作分析。從圖表 22 所示，六家營運商於未來 2 至 3 年內均有新項目落成¹¹(見圖表)。

圖表 22: 未來兩年各營運商之新項目列表

營運商	新項目	預計開業日期
澳博	上葡京綜合渡假村	2017 年
銀娛	銀河第二期 澳門百老匯	今年 5 月 27 日(已開幕)
	銀河第三及第四期	今年內開始動工
金沙	澳門巴黎人	2016 年
新濠博亞	新濠影滙	今年下半年
永利	永利皇宮	2016 年上半年
美高梅	美高梅路氹	2016 年

資料來源：公司年報、致富資料研究組

新亮點吸引旅客

銀娛上月開幕的新項目(包括銀河二期及澳門百老匯)進一步擴大了集團的渡假城版圖，新項目不單止加入了新賭場及新酒店(包括麗思卡爾頓酒店、JW 萬豪酒店及百老匯酒店)，同時亦增加了一些消閒設施，如一條長 575 米的空中激流及百老匯大街等，為渡假城增添博彩以外的娛樂性。預料新項目可帶動人流，提高集團的博彩及非博彩收入，對集團股價有短中期提振作用。

儘管其他新項目尚未落成，但從各集團的發展計劃中可發現到上述項目將均以渡假村或休閒為主的模式建造。新項目一般也會加入一些特色的娛樂設施，例如新濠博亞旗下即將開業的新濠影滙是一個以荷里活電影為主題的渡假村，渡假村內將有一個亞洲最高的摩天輪，或會成為澳門的新地標；另外，金沙的巴黎人是一個以巴黎艾菲爾鐵塔為建築藍圖的渡假村，相信落成後可像威尼斯人般吸引不少旅客到訪。

旅遊業拉動濠賭股

預料澳門博彩業的未來發展不會再像過去數年一樣單靠建設新賭場便可吸引賭客/遊客以及提升盈利。相反，澳門博彩業需借助澳門及橫琴的新觀光景點、加上賭場營運商發

¹¹ 銀娛旗下的銀河二期及澳門百老匯已於今年 5 月 27 日正式開幕



展多元化的渡假村吸引更多世界各地的旅客，從而重新拉動澳門博彩業的增長。因此，長遠來說澳門博彩業應可隨著旅遊業的發展而再現增長，同時或會出現營運商著力爭奪以遊客為主的中場市場的「新常態」。但由於新景點或渡假村的建設需時，加上提升整體澳門對遊客的吸引力並不是一朝一夕之事，因此未必可收立竿見影之效，這個因素的對博彩業或賭場收入的短期刺激相對有限。

內地遊客入境澳門的規定重趨寬鬆

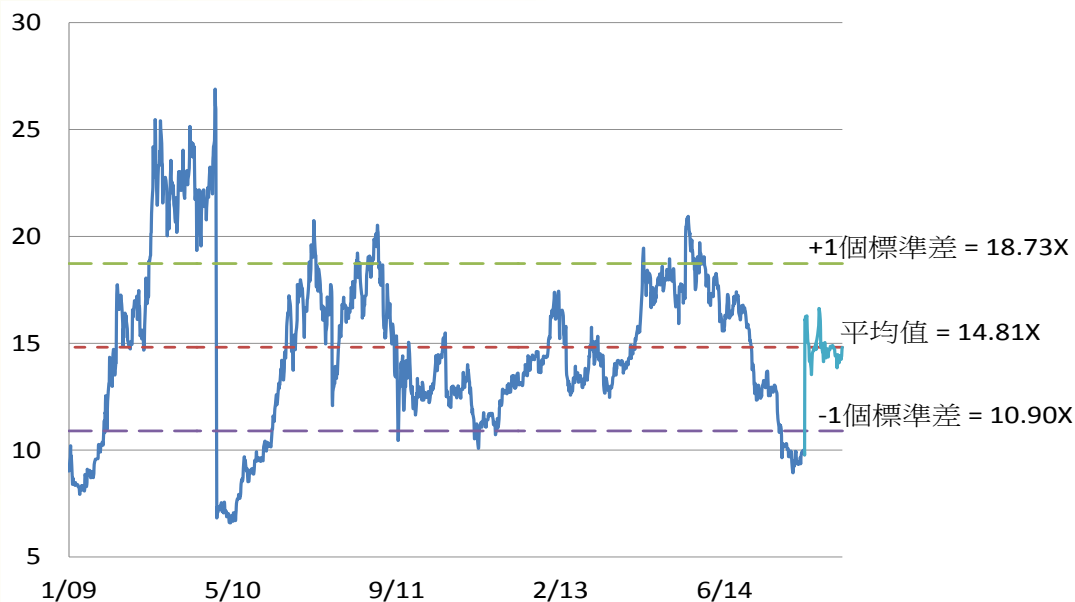
於上月 30 日，澳門治安警察局公布，由本月 1 日起，來澳的內地旅客將會給予七天的逗留期限，較之前的規定多兩天，而在進入澳門後未有往第三地的內地旅客，亦可於 30 天內再次來澳，並獲得兩天的逗留期，比以往 60 天內來澳只得一天逗留期的規定寬鬆。預期在新規定實施後，特別是 30 天內可再次來澳的規定，將會對澳門博彩有正面影響，目前持續下跌的博彩收入亦有望扭轉跌勢。此外，由於澳門博彩業對當地的 GDP 佔比較高，中長期來說，如果澳門博彩業繼續疲弱，預期將來來澳內地旅客的入境規定或陸續放寬。

(六)估值

目前，在澳門博彩股的估值方面，較常使用的模型為企業價值倍數(EV/EBITDA)，而澳門博彩業在過去數年高速發展，盈利增長達雙位數字，導致濠賭股的歷史企業價值倍數(Historical EV/EBITDA)或歷史市盈率(Historical P/E)於過去數年均呈現下降趨勢，因此在估值的角度，難以衡量合理的比率或倍數應是多少。但我們發現濠賭股的預測市盈率(Forward P/E)及預測企業價值倍數(Forward EV/EBITDA)大致上均有均值回歸的特性，當預測市盈率或預測企業價值倍數偏離其平均值一定程度之後，會重新向其平均值靠攏，而且大致於平均值正負 1 個標準差的區間內波動。因此，本部份會以每家濠賭股的預測市盈率及預測企業價值倍數的平均值作為估值的基礎。

下列圖表(圖表 23 至 34)以深藍色線條顯示的預測市盈率及預測企業價值倍數是以歷史數據為基礎而計出，而以淺藍色表示的預測市盈率及預測企業價值倍數則是以我們預測今年的數據而計出(見圖表 35)。從圖表中可以看到，預測市盈率及預測企業價值倍數與平均線的比較，從而得知現價是否合理。

圖表 23: 澳博(880.HK)預測 P/E



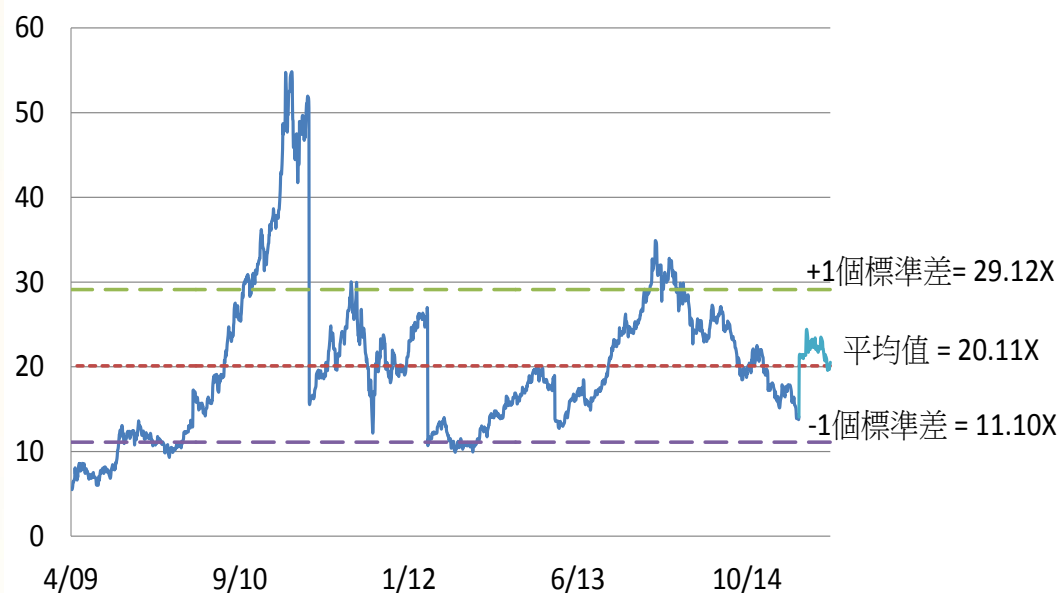
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 24: 澳博(880.HK)預測 EV/EBITDA



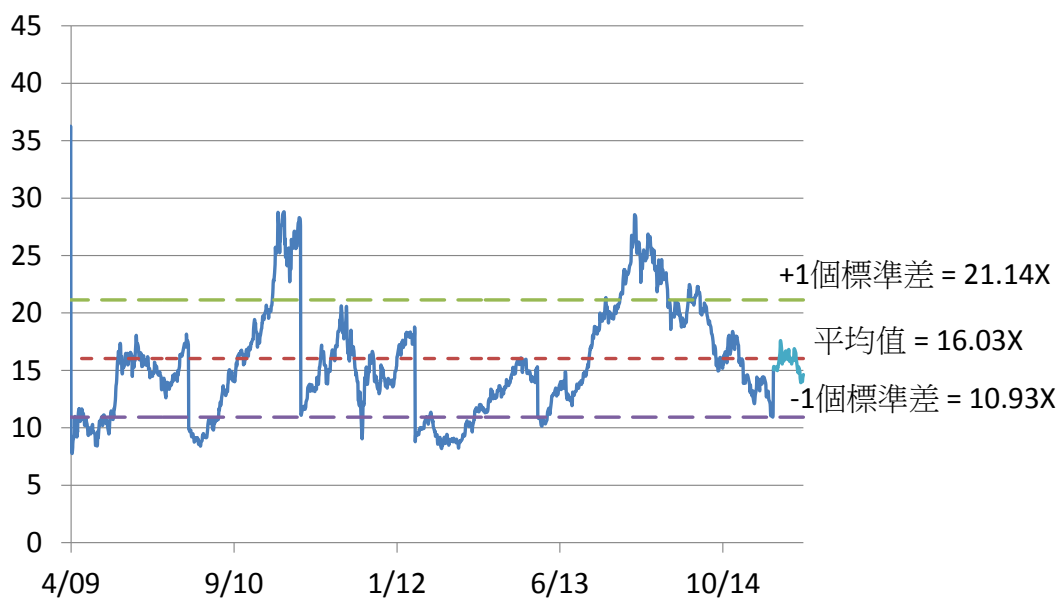
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 25: 銀娛(27.HK)預測 P/E



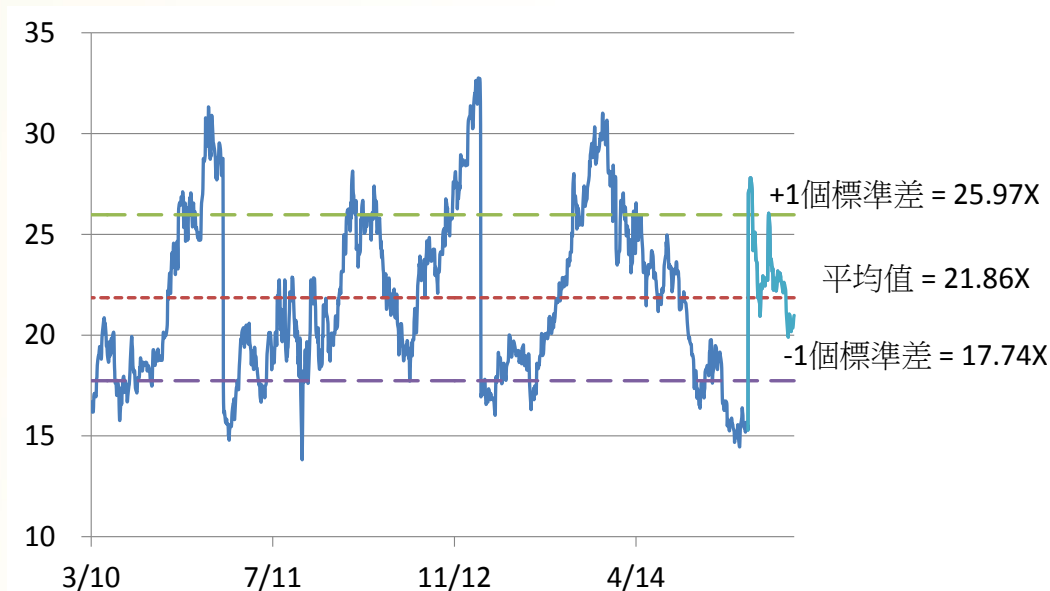
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 26: 銀娛(27.HK)預測 EV/EBITDA



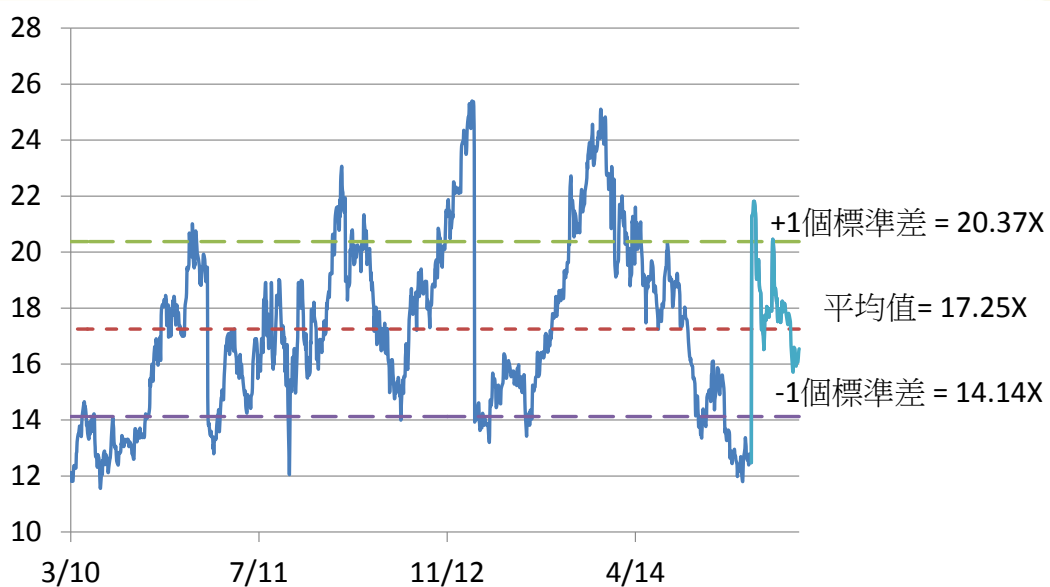
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 27: 金沙(1928.HK)預測 P/E



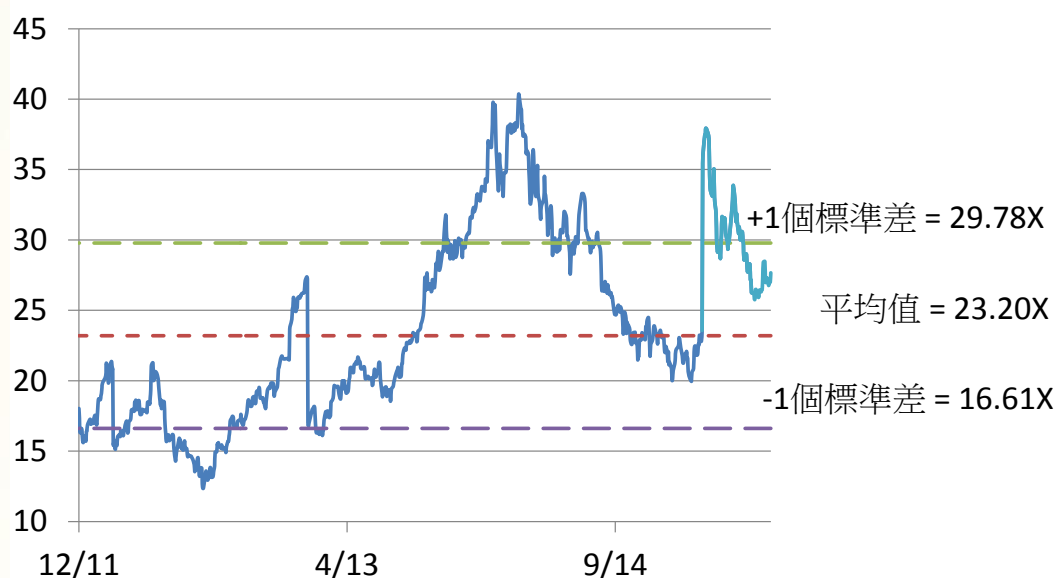
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 28: 金沙(1928.HK)預測 EV/EBITDA



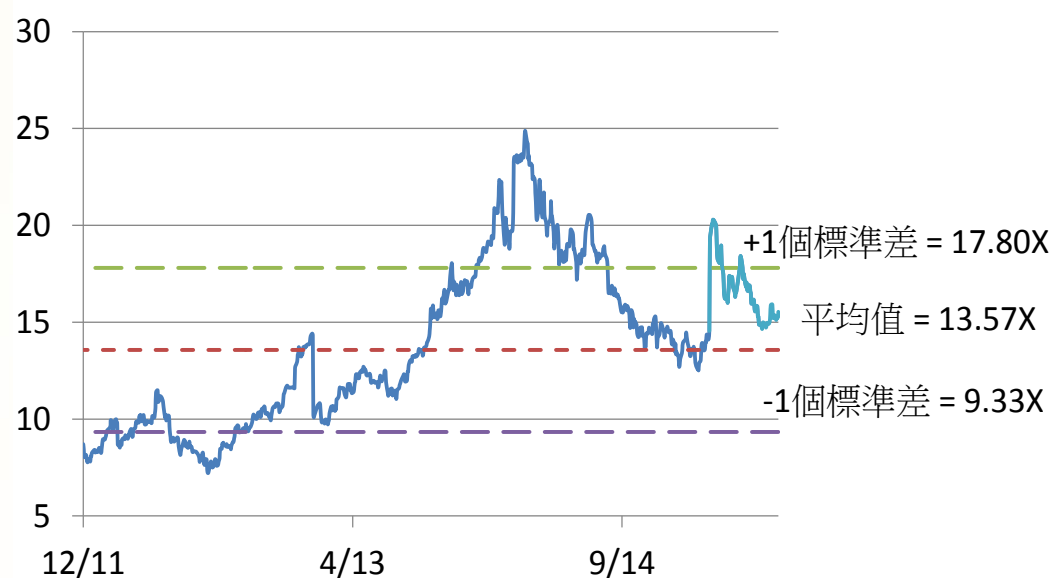
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 29: 新濠博亞(6883.HK)預測 P/E



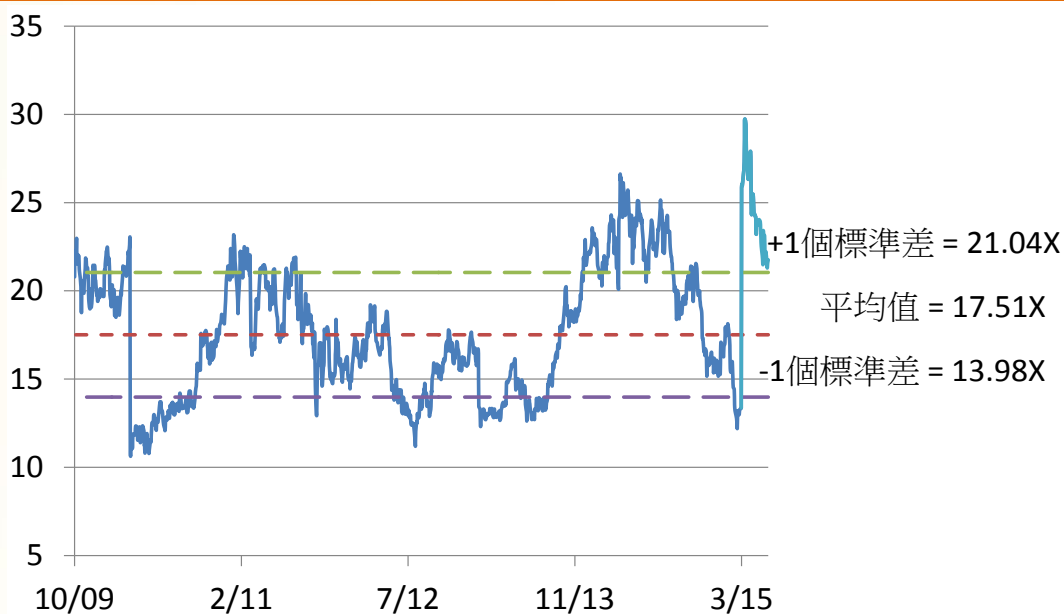
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 30: 新濠博亞(6883.HK)預測 EV/EBITDA



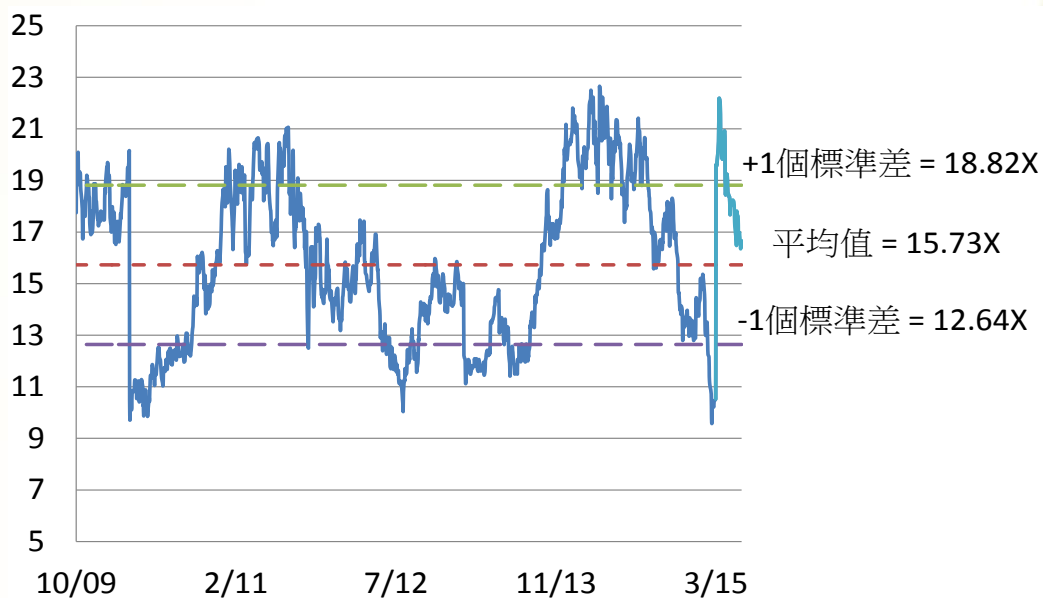
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 31: 永利(1128.HK)預測 P/E



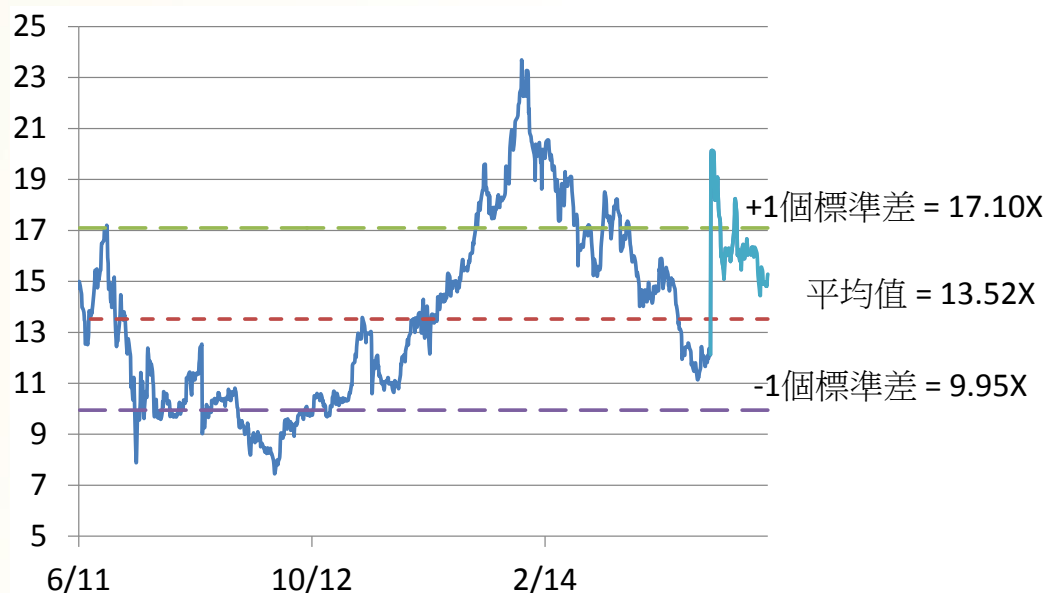
資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 32: 永利(1128.HK)預測 EV/EBITDA



資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 33: 美高梅(2282.HK)預測 P/E



資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

圖表 34: 美高梅(2282.HK)預測 EV/EBITDA



資料來源：公司年報、Bloomberg、致富資料研究組

根據預測 P/E 及預測 EV/EBITDA 的估值(見圖表 35)，**澳博**及**金沙**的現價均較估值為低，而**新濠博亞**及**永利**的現價則較估值偏高。另外，**銀娛**及**美高梅**的現價則大概在預測 P/E 及預測 EV/EBITDA 的估值之間。總括來說，即使現價較估值為低的濠賭股，潛在升幅亦很有限，尤其是現階段為濠賭板塊的下行周期，還未見到復甦跡象，因此建議投資者暫時對濠賭股持觀望態度。

圖表 35: 2015 年六家公司的盈利預測及估值

2015E(百萬港元)	澳博	銀娛	金沙	新濠博亞	永利	美高梅
總收益	57,800	63,020	54,550	34,360	21,866	19,231
EBITDA	4,782	9,396	14,940	6,620	4,871	4,571
股東應佔溢利	3,922	7,130	11,530	3,070	3,373	3,516
每股盈利	0.69	1.68	1.43	1.88	0.65	0.93
企業價值	51,308	150,141	257,000	90,700	76,572	55,266
淨負債	(7,882)	(9,367)	5,152	17,864	7,814	(114)
6 月 19 日收市價	10.22	34.50	30.00	52.10	14.12	14.14
P/E 估值(港元)	10.22	33.78	31.26	43.62	11.38	12.58
潛在升(跌)幅	(0.01%)	(2.07%)	4.20%	(16.28%)	(19.39%)	(11.03%)
EV/EBITDA 估值(港元)	10.52	37.60	31.32	44.12	13.24	14.56
潛在升(跌)幅	2.94%	8.99%	4.40%	(15.32%)	(6.23%)	2.97%

資料來源：致富資料研究組



(七)總結

澳門政府開放賭權後，澳門博彩業締造了近 10 年的高增長神話，博彩業的收入亦因而成為澳門的經濟命脈。惟受到中央打貪政策的打擊，澳門的博彩收入從 2014 年初開始持續收縮，截至今年 5 月每月博彩收入按年已出現十二連跌，行業收入增長大不如前。

本資料研究部於今年四月中到澳門實地視察，留意到(i)各個賭場的中場人流均明顯減少；(ii)新葡京、葡京、威尼斯人及星際賭場較為旺場，美高梅、永利及新濠天地的賭場則人流較少、(iii)低注碼賭台(最低注碼為 300 元以下)的數目有所增加。

淨贏率方面，**銀娛及金沙**的貴賓廳淨贏率是行業中最高(高於 3%)，其餘四家的貴賓廳淨贏率均約 2.8%；**銀娛及永利**的中場淨贏率是行業中最高(高於 40%)，**新濠博亞、美高梅及金沙**中場淨贏率只介乎 23%至 35%。整體，**銀娛**兩方面的淨贏率均較同業突出。

博彩收益方面，去年行業的貴賓廳收益總體呈向下趨勢，只有**銀娛**逆市增長一成，成為行業第一；中場收益則全線錄得增長，當中**金沙**的收益為行業中最高。

業務佔比(按收益計算)上，**銀娛及永利**較側重貴賓廳業務；相反，**金沙**的中場佔比相對較大，其貴賓廳及中場收益比例約為一比一，因此**金沙**受打貪之影響應較細。

盈利能力方面，**金沙**的經調整 EBITDA 率及經調整 EBITDA 均是行業之中最高，盈利能力較強；相反，**澳博**的經調整 EBITDA 率及經調整 EBITDA 是行業中最低及第二低，盈利能力弱。

償債能力方面，從整體負債及短期負債的角度看來**永利及美高梅**的財務風險相對較高；相反，**金沙及澳博**的財務開支相對較少，財務狀況亦較為穩健。

前景方面，隨著內地旅客來澳的規定有所放寬，特別是再次來澳的日子縮短，將對澳門博彩業有正面影響；此外，預料澳門博彩業需借助旅遊業的發展重新拉動其增長，長遠來說澳門博彩業應可因此因素而受惠。

估值方面，按預測 P/E 的估值，**金沙**的現價低估約 4%；**銀娛、美高梅、新濠博亞及永利**的現價則分別高估約 2%、11%、16%及 19%；**澳博**的現價屬合理估值。按預測 EV/EBITDA 的估值，**澳博、美高梅、金沙及銀娛**的現價分別低估約 3%、3%、4%及 9%；**永利及新濠博亞**的現價則分別高估約 6%及 15%。



免責聲明

本報告由致富證券有限公司(“致富證券”)提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富證券及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富證券擁有此報告內容之版權，在未獲致富集團許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中提及的公司或與此等公司相同集團的成員公司之證券存有權益。