

最具增长潜力的博彩龙头



香港股市 | 消费娱乐 | 博彩

2019年2月1日

港珠澳大桥为首的基建陆续落成，行业龙头受惠更深

自港珠澳大桥开通后，2018年12月陆路入境澳门旅客按年上升49.8%，大桥开通为澳门提供增量旅客。港珠澳大桥、氹仔码头扩建及氹仔轻轨项目的落成，将带动中场旅客的增长。我们看好「澳门银河」的非博彩设施对中场旅客享有无比吸引力，推动博彩与非博彩收入增长。

「澳门银河」三期及四期发展如火如荼，最具增长想象力

长期看来，银河娱乐拥有澳门博彩营运商最多的土地储备，「澳门银河」三期至四期投资额450亿至600亿港元，项目分别在2020年中旬至2022年前开幕，使整个「澳门银河™」版图扩大超过一倍至逾200万平方米，项目提供4,500个酒店房间，长期推动集团博彩及非博彩业务增长。

四年经调整EBITDA复合年增长率达到17.5%

在预期新项目贡献下，我们预计经调整EBITDA将由2017年的141亿港元增加至2021年的269亿港元，四年复合年增长率达到17.4%

首次覆盖，给予「增持」评级，目标价60.3港元

我们认为市场过分忧虑贵宾厅业务放缓为银河娱乐带来的负面因素，中场业务增长可望弥补贵宾厅放缓的影响，目前12.1倍EV/EBITDA估值已反映了上述负面因素。我们给予银河娱乐(27HK)首次覆盖「增持」评级，目标价60.3港元，基于13.5倍EV/EBITDA估值法，加上每股7.4港元净现金及每股1.1港元永利度假村股权价值。

风险提示

(一) 签证政策收紧；(二) 赌场续牌风险；(三) 「澳门银河」新项目延期。

图表1：主要财务数据

截至至12月31日财政年度(百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入(百万港元)	52,826	62,450	72,849	74,122	85,046
同比增长	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%
博彩及娱乐经营业务收入	50,685	59,383	68,857	70,048	80,781
同比增长	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%
博彩收益总额	47,331	55,826	64,962	65,870	75,116
同比增长	2.4%	17.9%	16.4%	1.4%	14.0%
归属普通股股东净利润(百万港元)	6,283	10,504	13,570	14,225	15,298
同比增长	51.0%	67.2%	29.2%	4.8%	7.5%
经调整EBITDA(百万港元)	10,348	14,147	16,526	16,690	19,014
同比增长	18.5%	36.7%	16.8%	1.0%	13.9%
经调整EBITDA利润率	19.6%	22.7%	22.7%	22.5%	22.4%
每股盈利(港仙)	147.3	245.1	313.8	329.0	353.8
摊薄后每股盈利(港仙)	146.2	243.7	312.4	327.5	352.2
每股派息(港仙)	44	74	94	98	106
派息比率	30.1%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

股票资料 (更新至2019年1月31日)

现价：	54 (港元)
总市值：	233,758.16 (百万港元)
流通股比例：	46.09 (%)
已发行总股本：	4,328.86 (百万股)
52周价格区间：	40.3-73.15 (港元)
3个月内日均成交额：	695.28 (百万港元)
主要股东：	吕志和、吕耀东 (占41.75%)

来源：彭博、中泰国际研究部

银河娱乐(27 HK)股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

业务简介

银河娱乐集团是全球首屈一指的度假城、酒店及博彩企业，于澳门经营三个旗舰项目：包括位于路氹、全球其中一个规模最大的综合度假城「澳门银河」；毗邻「澳门银河」的「澳门百老汇」；以及位于澳门半岛的澳门星际酒店。

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA
alvin.ngan@ztsc.com.hk

目录

(一) 企业概况：博彩业成功的后来居上者	5
从城市娱乐会到「澳门银河」.....	6
博收娱乐收入贡献为主，EBITDA 快速成长.....	8
星际酒店中场博彩增速显著，弥补贵宾厅业务低谷的损失.....	8
「澳门银河」中场博彩增速远超市场，体现了项目对旅客的吸引力.....	10
银河娱乐三大项目季度经营状况.....	11
(二) 行业分析：中场博彩成增长动力	13
中场业务占比提升，行业趋向健康化及稳定化.....	13
过夜旅客数目急增，消费金额提升，利好非博彩收入.....	14
酒店入住率高企，增加扩容的迫切性.....	15
银河娱乐未来酒店房间增量最多，提升非博彩收入最为显著.....	15
港珠澳大桥为首的基建日渐成熟，增加旅客流量，提升潜在博彩及非博彩收入.....	16
(三) 投资逻辑：业务结构改善，最具增长潜力的行业龙头	17
「澳门银河」三期及四期发展如火如荼，最具增长想象力.....	17
市场过分忧虑贵宾厅业务的拖累，银娱中场 EBITDA 占比超过 70%.....	18
管理层执行力强，市占率保持行业前列.....	19
净现金 347 亿港元，资产负债表健康，并购能力强.....	20
(四) 盈利预测与评级：首次给予「买入」	21
四年博彩及娱乐经营收入复合年增长率 17.4%.....	21
四年酒店及商场收入复合年增长率 24.7%.....	21
四年经调整 EBITDA 复合年增长率达到 17.5%.....	21
「澳门银河」三期及四期在 2021 年贡献开始提速.....	22
首次覆盖，给予「增持」评级，目标价 60.3 港元.....	24
(五) 风险因素	25
行业与营运风险.....	25
历史建议和目标价	26
公司及行业评级定义	27
重要声明	28

图表目录

图表 1：主要财务数据	1
图表 2：星际酒店	6
图表 3：「澳门银河」	6
图表 4：「澳门百老汇」	6
图表 5：城市娱乐会	6
图表 6：星际酒店位置	7
图表 7：「澳门银河」及「澳门百老汇」位置	7
图表 8：博彩及娱乐收入占比超过 90%	8
图表 9：银河娱乐总收入增长	8
图表 10：银河娱乐经调整 EBITDA 增长	8
图表 11：贵宾厅、中场及角子机三大业务收入占比	8
图表 12：星际酒店总收入回稳(百万港元)	9
图表 13：星际酒店贵宾厅收入修复能力强(百万港元)	9
图表 14：星际酒店中场博彩收入创新高(百万港元)	9
图表 15：星际酒店角子机收入增速加快(百万港元)	9
图表 16：星际酒店经调整 EBITDA(百万港元)	9
图表 17：星际酒店收入结构转向中场为主	9
图表 18：「澳门银河」总收入回复至高峰水平	10
图表 19：「澳门银河」贵宾厅持续复苏(百万港元)	10
图表 20：「澳门银河」中场收入创新高(百万港元)	10
图表 21：「澳门银河」角子机收入创新高(百万港元)	10
图表 22：「澳门银河」经调整 EBITDA 创新高	11
图表 23：「澳门银河」中场 EBITDA 贡献为主	11
图表 24：「澳门银河」一期及二期经营状况	11
图表 25：星际酒店经营状况	11
图表 26：澳門百老匯酒店经营状况	12
图表 27：贵宾厅及中场博彩毛收入(百万澳门元)	13
图表 28：贵宾厅及中场博彩毛收入增速	13
图表 29：贵宾厅毛收入占比下降，中场博彩抬头	13
图表 30：过夜旅客人次	14
图表 31：过夜旅客数目超越非过夜客	14
图表 32：过夜旅客消费金额是非过夜旅客的四倍	14
图表 33：博彩营运商酒店入住率	15
图表 34：六大博彩营运商房间数目	15
图表 35：未来两年只余「上葡京」及「澳门银河™」两个较大的项目开幕	17
图表 36：银河娱乐非博彩收入急起直追(百万美元)	17
图表 37：非博彩收入拥有较快增长(百万港元)	18
图表 38：金沙非博彩收入占比最多	18
图表 39：两大项目贵宾厅 EBITDA 贡献占比明显下降	18
图表 40：银河娱乐经调整 EBITDA 利润率稳步上升	19
图表 41：银河娱乐经调整 EBITDA 增速跑赢行业平均	19
图表 42：银河娱乐贵宾厅市占率最多	19
图表 43：银河娱乐中场博彩市占率一直保持稳定	20

图表 44 : 博彩收益预测(百万港元)	21
图表 45 : 酒店及商场收入增长预测(百万港元).....	21
图表 46 : 股东净利润及经调整 EBITDA 预测.....	22
图表 47 : 「澳门银河」三期及四期季度盈利预测.....	22
图表 48 : 财务报表 (年结: 12 月 31 日;百万港元).....	23
图表 49 : EBITDA 倍数估值法	24
图表 50 : 银河娱乐预测 EV/EBITDA 走势.....	24

(一)企业概况：博彩业成功的后来居上者

银河娱乐集团(银娱)是全球领先、首屈一指的渡假城、酒店及博彩企业，于香港联合交易所上市，并于 2013 年 6 月 17 日成为恒生指数成份股。集团在澳门经营三个主要项目：包括位于路氹的综合渡假城「澳门银河」；以娱乐及美食为主的「澳门百老汇」；以及位于澳门半岛，主力高端服务体验的澳门星际酒店。

2002 年以来，澳门特区政府开放赌权，将娱乐场幸运博彩经营权批给原「澳门旅游娱乐有限公司」新组成的「澳门博彩股份有限公司」、「银河娱乐场股份有限公司」及「永利度假村(澳门)股份有限公司」，其后银河娱乐把副牌分给金沙中国持有的「威尼斯人集团」，自此把赌牌一分为二。银河娱乐的博彩经营权在 2022 年 6 月到期，大股东为吕志和家族。

银河娱乐拥有土储为澳门博彩营运商之中最多，集团投资 450 亿至 600 亿港元建立银河三期及四期，随着新项目的落成后，银娱在路氹的建筑面积将会大幅增加至逾 200 万平方米。银娱亦就一块面积达 2.7 平方公里、位于澳门毗邻之横琴的土地计划发展一个世界级的休闲渡假胜地。

2015 年 7 月，银河娱乐宣布对摩纳哥公国之世界著名豪华酒店及渡假村营运商「蒙地卡罗滨海渡假酒店集团」作出策略性股权投资。银娱会继续积极物色一系列的海外发展机会。

银河娱乐 2017 年总收入及经调整 EBITDA 分别达到 624 亿港元及 141 亿港元，2009 年至 2017 年复合年增长率分别达到 22.6%及 36.7%，过去八年处于高速发展的道路。

从城市娱乐会到「澳门银河」

城市娱乐会是银河娱乐自 2004 年以来的合作伙伴，旗下成员包括华都娱乐场、总统娱乐场及利澳娱乐场。

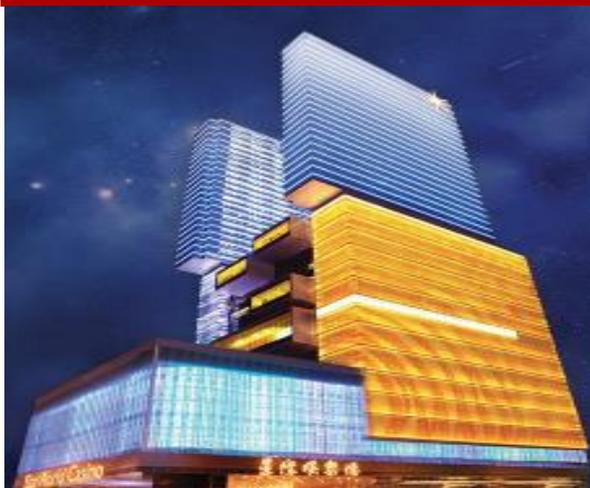
星际酒店于 2006 年 10 月 19 日开幕，位于澳门半岛核心商业区友谊大马路，总面积 119,841 平方米，设有逾 500 间客房，主要提供高端服务，贵宾厅博彩收入占比为主。

「澳门银河」一期于 2011 年 5 月 15 日开幕，整个项目投资额达到 165 亿元。度假城拥有三大五星级酒店，包括悦榕庄、大仓饭店及「银河酒店」，共提供超过 2,200 间客房及套房。「澳门银河」一期商场面积占地 52,000 平方米，并设有面积逾 5,000 平方米的空中冲浪池。

「澳门银河」二期及「澳门百老汇™」于 2015 年 5 月 27 日开幕，使整个版图扩大至 110 万平方米，总投资额超过 430 亿元。澳门丽思卡尔顿酒店、澳门 JW 万豪酒店及「百老汇酒店」分别提供 250 间、1000 间及 320 间客房或套房。整个「澳门银河」零售面积超过 10 万平方米，设有面积 7.5 万平方米的「天浪淘园」、全球最长、575 米的「空中激流」及全球最大规模的「空中冲浪池」。项目促进银河娱乐在路氹的博彩收入及非博彩收入，是带动集团业绩快速增长的主要原因。

「澳门百老汇」与「澳门银河」相连，设有娱乐区，提供 320 个酒店客房，并设有 3,000 个座位的「百老汇舞台」。

图表 2：星际酒店



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：「澳门银河」



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：「澳门百老汇」



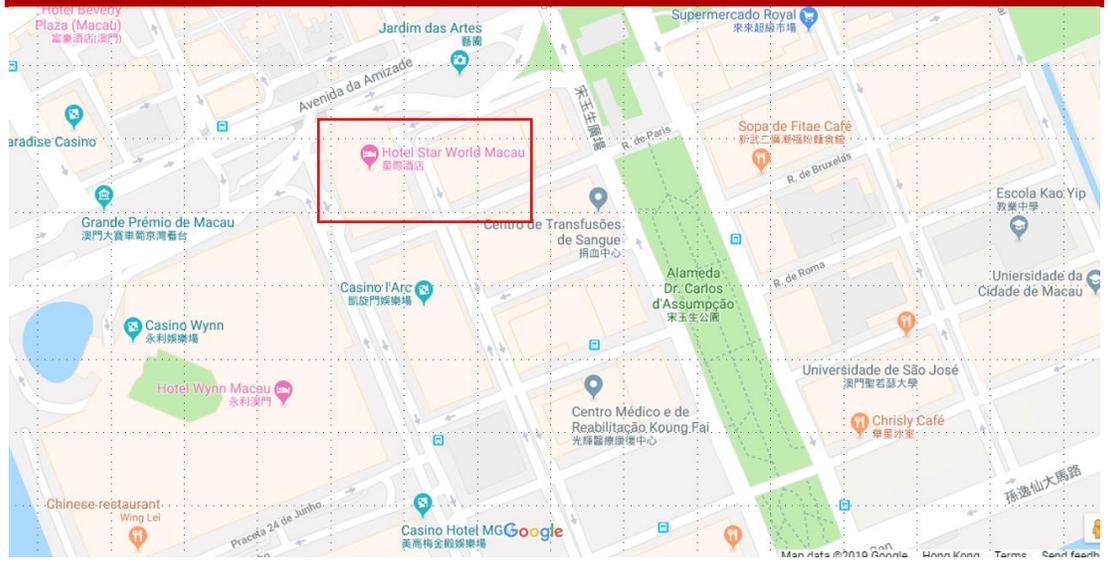
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5：城市娱乐会



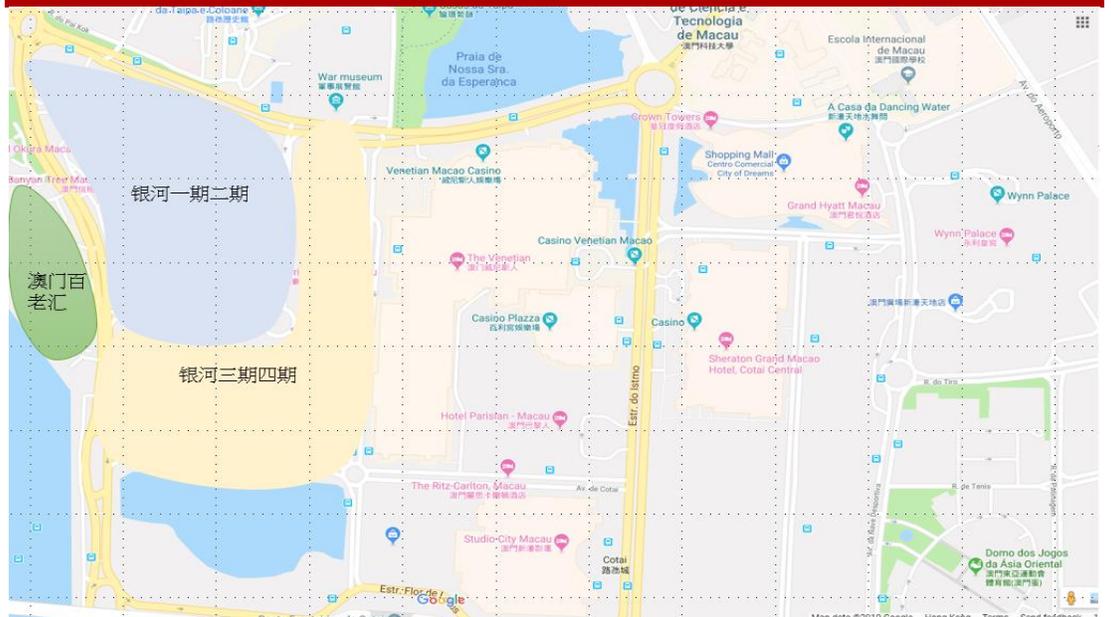
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 6：星际酒店位置



资料来源：Google map · 中泰国际研究部

图表 7：「澳门银河」及「澳门百老汇」位置



资料来源：Google map · 中泰国际研究部

博收娱乐收入贡献为主，EBITDA快速成长

银河娱乐以博彩娱乐收入为主，其中包括贵宾厅、中场博彩、角子机、酒店及商场等非博彩收入，2017 年占比达到 95%，建筑材料业务占比只有 5%。公司过去八年处于高速增长期，其中 2017 年 EBITDA 达到 141 亿港元，创出集团历史新高。

图表 8：博彩及娱乐收入占比超过90%

	2014A		2015A		2016A		2017A	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
博彩及娱乐经营业务收入	69,715	97%	49,073	96%	50,685	96%	59,383	95%
建筑材料收入	2,037	3%	1,918	4%	2,141	4%	3,067	5%
总收入(百万港元)	71,752	100%	50,991	100%	52,826	100%	62,450	100%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 9：银河娱乐总收入增长



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 10：银河娱乐经调整 EBITDA 增长



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

银河娱乐以贵宾厅收入为主，但是整体占比陆续减少。2017 年，集团贵宾厅毛收入 316 亿港元，占博彩收益只有 54.5%，较 2014 年减少 16.5 个百分点。中场博彩占比从 2014 年的 26.5% 增加至 2017 年的 41.8%，收入结构出现明显改变。

图表 11：贵宾厅、中场及角子机三大业务收入占比

	2014A		2015A		2016A		2017A	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
贵宾厅毛收入	50,400	71.0%	28,900	59.7%	26,553	53.6%	31,600	54.5%
中场毛收入	18,800	26.5%	17,700	36.6%	20,977	42.4%	24,208	41.8%
角子机毛收入	1,800	2.5%	1,800	3.7%	1,966	4.0%	2,161	3.7%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

星际酒店中场博彩增速显著，弥补贵宾厅业务低谷的损失

2017 年星际酒店总收入 141 亿港元，同比增长 19.9%，跑赢行业 19.1% 的增速，主要由于贵宾厅毛收入同比增长 23.7% 所致。然而，星际酒店中场博彩收入 2011 年至 2017 年保持平稳增长，虽然 2015 年在行业低谷时录得 4.2% 的倒退，但是在 2016 及 2017 年分别录得 17.7% 及 15.2% 的增长，使中场博彩收入创出历史新高。



资料来源：公司资料、中泰国际研究部



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

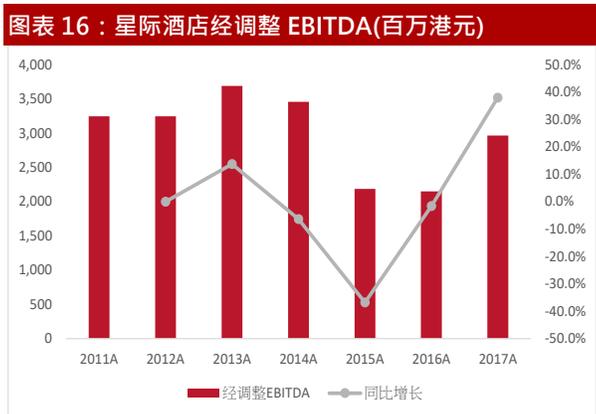


资料来源：公司资料、中泰国际研究部

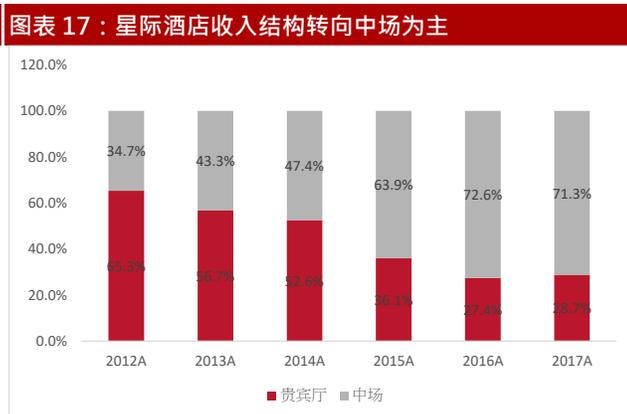


资料来源：公司资料、中泰国际研究部

由于中场 EBITDA 利润率较高，一般达到 35%，而贵宾厅业务利润率只有 10%，因此中场业务对 EBITDA 贡献较为显著，我们推测 2017 年中场 EBITDA 贡献达到 71.3%。2017 年星际酒店经调整 EBITDA 有 29.6 亿港元，同比增长 38%，盈利修复能力高。



资料来源：公司资料、中泰国际研究部



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

「澳门银河」中场博彩增速远超市场，体现了项目对旅客的吸引力

我们认为中国内地放宽入境签证政策，澳门基建的完善，增加中场旅客的流量，由于「澳门银河™」定位为「综合度假城」，提供五家五星级酒店住宿、一系列娱乐休闲活动如「天浪淘园」等，吸引中场旅客。集团的高速增长业绩，体现了在竞争对手存在新开娱乐场的环境下，「澳门银河」项目对旅客的吸引力。

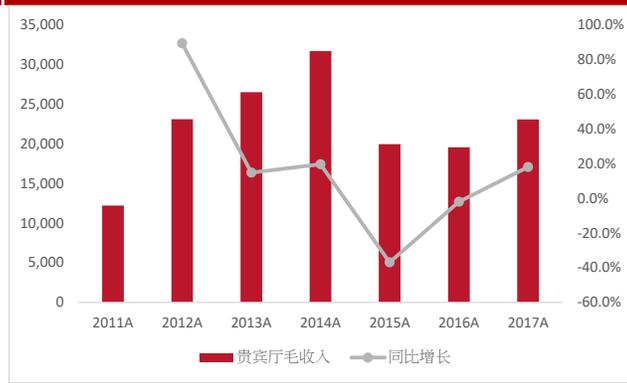
「澳门银河」拥有 600 张赌枱及 1500 部角子机，大幅增加的容量是令银河娱乐总收入明显提升的主要原因。2017 年「澳门银河」中场博彩收入达到 166 亿港元，同比增长 19.3%，创历史新高。2011 年至 2017 年中场博彩收入复合年增长率达到 34.3%，远远跑赢行业 9.1% 的增速。2017 年「澳门银河™」经调整 EBITDA 达到 111 亿港元，创出新高，其中我们推算中场 EBITDA 占比有 74.5%。

图表 18：「澳门银河」总收入回复至高峰水平



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 19：「澳门银河」贵宾厅持续复苏(百万港元)



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 20：「澳门银河」中场收入创新高(百万港元)



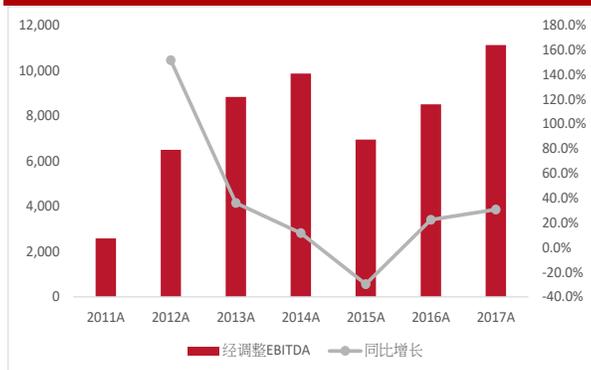
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 21：「澳门银河」角子机收入创新高(百万港元)



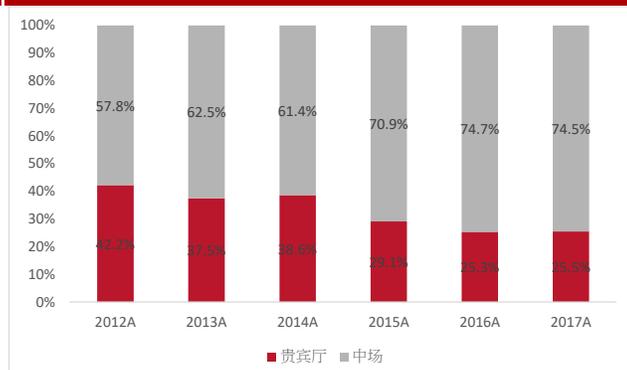
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 22 : 「澳门银河」经调整 EBITDA 创新高



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 23 : 「澳门银河」中场 EBITDA 贡献为主



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测

银河娱乐三大项目季度经营状况

图表 24 : 「澳门银河」一期及二期经营状况

澳门银河I&II	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
总收入	9,790	8,752	9,415	10,118	10,244	9,827	11,281	13,225	12,994	13,165	12,474
博彩收益	9,123	8,108	8,650	9,358	9,535	9,114	10,505	12,412	12,186	12,387	11,315
同比增长	3.5%	7.6%	9.0%	5.6%	4.5%	12.4%	21.4%	32.6%	27.8%	35.9%	7.7%
贵宾厅	5,458	4,408	4,617	5,057	5,113	4,830	5,854	7,263	7,153	7,304	6,354
同比增长	-2.9%	-5.4%	3.0%	-2.3%	-6.3%	9.6%	26.8%	43.6%	39.9%	51.2%	8.5%
中场博彩	3,284	3,253	3,572	3,860	3,968	3,845	4,169	4,682	4,524	4,610	4,434
同比增长	14.1%	30.3%	18.6%	20.0%	20.8%	18.2%	16.7%	21.3%	14.0%	19.9%	6.4%
角子机	381	447	461	441	454	439	482	467	509	473	527
同比增长	20.6%	18.3%	4.3%	-5.8%	19.2%	-1.8%	4.6%	5.9%	12.1%	7.7%	9.3%
非博彩收益	666	639	761	757	707	713	773	811	806	774	839
酒店/其他	470	478	561	532	485	501	551	561	513	514	571
同比增长	41.1%	31.3%	10.9%	12.5%	3.2%	4.8%	-1.8%	5.5%	5.8%	2.6%	3.6%
租务	196	161	200	225	222	212	222	250	293	260	268
同比增长	250.0%	61.0%	-15.3%	-16.4%	13.3%	31.7%	11.0%	11.1%	32.0%	22.6%	20.7%
经调整EBITDA	2,037	1,896	2,206	2,369	2,583	2,480	2,710	3,357	3,262	3,219	2,957
同比增长	12.2%	34.2%	31.1%	16.5%	26.8%	30.8%	22.8%	41.7%	26.3%	29.8%	9.1%
经调整EBITDA利润率	20.8%	21.7%	23.4%	23.4%	25.2%	25.2%	24.0%	25.4%	25.1%	24.5%	23.7%

资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 25 : 星际酒店经营状况

星际酒店	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
总收入	2,918	2,681	2,795	3,433	3,080	3,614	3,810	3,679	4,475	4,207	4,035
博彩收益	2,861	2,631	2,745	3,376	3,028	3,564	3,758	3,618	4,422	4,157	3,912
同比增长	-26.2%	-15.0%	-4.9%	16.3%	5.8%	35.5%	36.9%	7.2%	46.0%	16.6%	4.1%
贵宾厅	1,659	1,472	1,419	2,087	1,703	2,102	2,292	2,116	2,670	2,407	2,191
同比增长	-42.9%	-30.3%	-20.9%	23.3%	2.7%	42.8%	61.5%	1.4%	56.8%	14.5%	-4.4%
中场博彩	1,178	1,141	1,301	1,251	1,291	1,426	1,425	1,467	1,709	1,704	1,680
同比增长	25.5%	20.0%	22.4%	5.4%	9.6%	25.0%	9.5%	17.3%	32.4%	19.5%	17.9%
角子机	24	18	25	38	34	36	41	35	43	46	41
同比增长	-27.3%	-45.5%	-7.4%	58.3%	41.7%	100.0%	64.0%	-7.9%	26.5%	27.8%	0.0%
非博彩收益	56	48	49	55	51	50	51	60	53	49	50
酒店/其他	47	39	40	45	39	39	39	47	40	36	38
同比增长	-41.3%	-32.8%	-23.1%	-13.5%	-17.0%	0.0%	-2.5%	4.4%	2.6%	-7.7%	-3.0%
租务	9	9	9	10	12	11	12	13	13	13	12
同比增长											
经调整EBITDA	512	465	536	637	649	767	799	751	1,003	987	927
同比增长	-15.4%	-8.6%	4.3%	14.4%	26.8%	64.9%	49.1%	17.9%	54.5%	28.7%	16.0%
经调整EBITDA利润率	17.5%	17.3%	19.2%	18.6%	21.1%	21.2%	21.0%	20.4%	22.4%	23.5%	23.0%

资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 26 : 澳門百老匯酒店经营状况

澳門百老匯	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
总收入	181	169	167	159	135	127	105	147	142	131	153
博彩收益	138	124	111	106	83	72	54	84	83	71	73
同比增长		202.4%	-15.9%	-19.7%	-39.9%	-41.9%	-51.4%	-20.8%	0.0%	-1.4%	35.2%
中场博彩	131	115	103	100	75	64	48	75	73	59	62
同比增长		210.8%	-16.9%	-19.4%	-42.7%	-44.3%	-53.4%	-25.0%	-2.7%	-7.8%	29.2%
角子机	7	9	8	6	8	8	6	9	10	12	11
同比增长		125.0%	0.0%	-25.0%	14.3%	-11.1%	-25.0%	50.0%	25.0%	50.0%	83.3%
净博彩收益											
非博彩收益	43	45	56	53	52	55	51	63	59	60	80
酒店/其他	29	31	40	40	42	45	42	52	48	50	69
同比增长		55.0%	-11.1%	37.9%	44.8%	45.2%	5.0%	30.0%	14.3%	11.1%	64.3%
租务	14	14	16	13	10	10	9	11	11	10	11
同比增长		366.7%	33.3%	18.2%	-28.6%	-28.6%	-43.8%	-15.4%	10.0%	0.0%	22.2%
经调整EBITDA	3	6	7	14	6	1	-4	7	13	2	9
同比增长		-400.0%	-800.0%	-450.0%	100.0%	-83.3%	-157.1%	-50.0%	116.7%	100.0%	-325.0%
经调整EBITDA利润率	1.7%	3.6%	4.2%	8.8%	4.4%	0.8%	-3.8%	4.8%	9.2%	1.5%	5.9%

资料来源：公司资料 · 中泰国际研究部

(二)行业分析：中场博彩成增长动力

中场业务占比提升，行业趋向健康化及稳定化

我们认为未来澳门博彩业的稳定性及健康性将会提升，有利整体行业估值，主要基于娱乐场非博彩项目的增加、澳门本土及周边交通基建改善增加中场旅客的数目。中国信贷增速放缓，增加贵宾厅中介人的融资压力，而中央政府反贪反腐行动持续，减少贵宾厅客人赴澳赌博的意欲，我们认为中场博彩占比会陆续提升，我们预计 2019 年澳门博彩毛收入同比增加 0.4%，其中贵宾厅毛收入同比减少 4%、中场博彩毛收入同比增加 6%、角子机毛收入同比增加 3%。我们预计在 2020 年中场(中场博彩+角子机)占比将会进一步提升至 48.7%，未来行业稳定性增加有利博彩股整体估值的提升。

2018 年四季度，贵宾厅博彩毛收入占比进一步减少至 53.3%，而中场博彩占比上升 0.8 个百分点至 41.7%，若结合角子机的毛收入，整个澳门中场业务占比提升至 46.7%，较 2015 年第一季增加 4.8 个百分点。

2018 年，澳门幸运博彩毛收入 3,028 亿澳门元，按年增长 14%，继 2014 年后重上 3,000 亿元。2008 年至 2018 年的十年间，澳门博彩收入复合年增长率 10.78%。2018 年四季度，澳门贵宾厅博彩毛收入 420 亿澳门元，同比增长 3.4%，增速是 9 季以来最低；中场博彩毛收入 328 亿澳门元，同比增长 17%，继续保持高双位数增长；角子机毛收入 39 亿澳门元，同增长 7.9%，创八季以来最低增速。

图表 27：贵宾厅及中场博彩毛收入(百万澳门元)



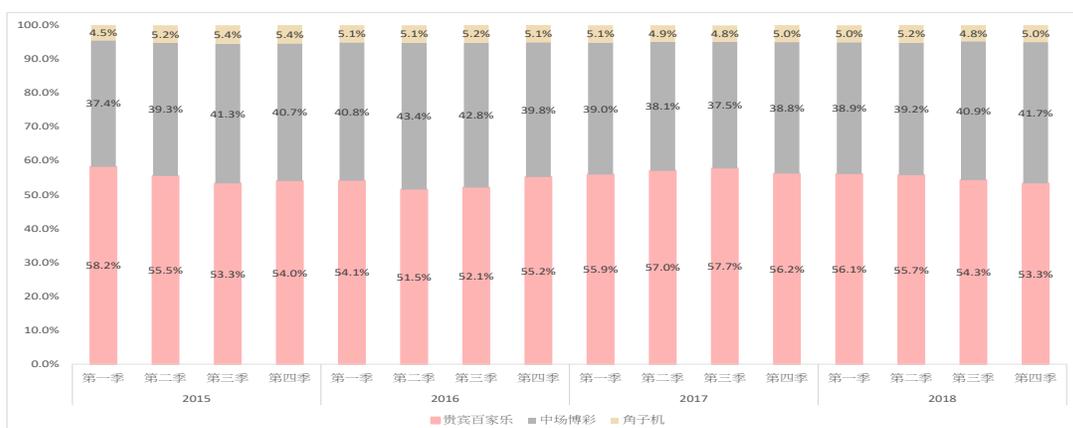
资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 28：贵宾厅及中场博彩毛收入增速



资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 29：贵宾厅毛收入占比下降，中场博彩抬头



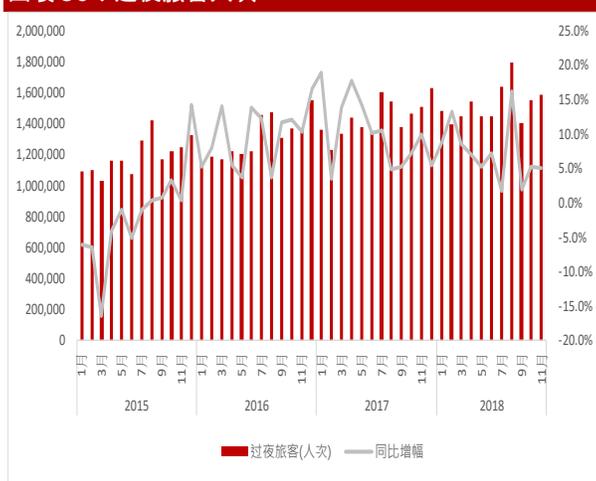
资料来源：DSEC、中泰国际研究部

过夜旅客数目急增，消费金额提升，利好非博彩收入

我们发现过夜旅客数目在过去的几个季度增长显著，截至 2018 年三季度，过夜旅客达到 484 万人次，同比增长 6.8%，而非过夜旅客只有 415 万人次。2016 年第二季起，赴澳门的过夜旅客已连续 11 个季度超越非过夜旅客。我们认为 2015 年后有更多的新酒店及娱乐场开幕，带来汇聚效应，是吸引旅客留宿的主要原因。澳门银河二期、新濠影汇、澳门巴黎人、永利皇宫、美狮美高梅相继开幕，新项目增加了大量非博彩元素，如澳门银河的定位打造为「综合度假城」、新濠影汇提供 8 字形摩天轮及 4D 影院等。随着 2019 年澳博「上葡京」及 2020 年「澳门银河」三期的开幕，项目非博彩元素占比面积分别达到 90% 及 98%，将能吸引更多旅客选择留宿的倾向。

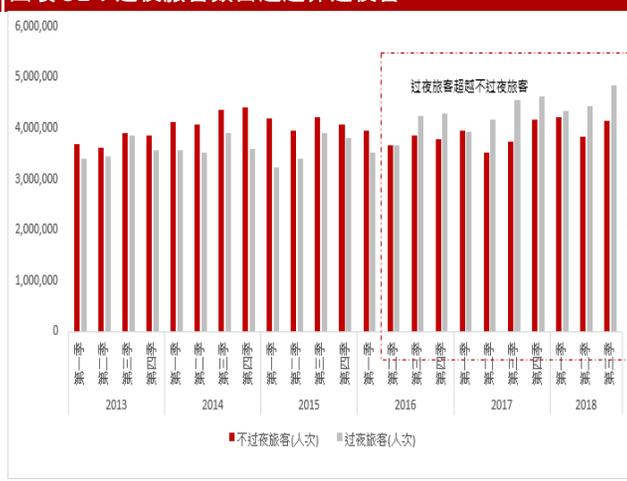
另一方面，过夜旅客的消费金额远较非过夜旅客多，根据 DESE 的数据，2018 年三季度过夜旅客及非过夜旅客人均消费金额分别有 3145 澳门元及 749 澳门元。我们认为过夜旅客除了博彩消费外，还会增加娱乐、购物、住宿及餐饮等消费开支，对路氹项目「澳门银河」带来积极的推动作用。

图表 30：过夜旅客人次



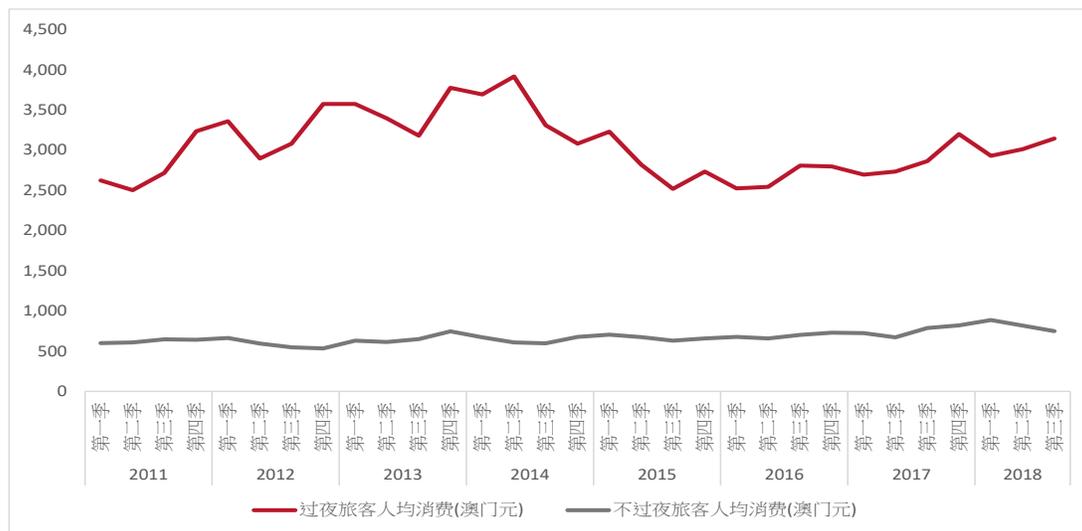
资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 31：过夜旅客数目超越非过夜客



资料来源：DSEC、中泰国际研究部

图表 32：过夜旅客消费金额是非过夜旅客的四倍



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

酒店入住率高企，增加扩容的迫切性

澳门五星级酒店有供不应求的现象，六大博彩营运商旗下酒店入住率保持高水平，银河娱乐旗下的酒店入住率近季接近 100%。永利皇宫经过 2016 年的爬坡期后，近季入住率都能保持在 96% 以上。总体上，澳门主要酒店的客容量接近饱和，未来需要加增酒店房间去应对更多旅客。

图表 33：博彩营运商酒店入住率

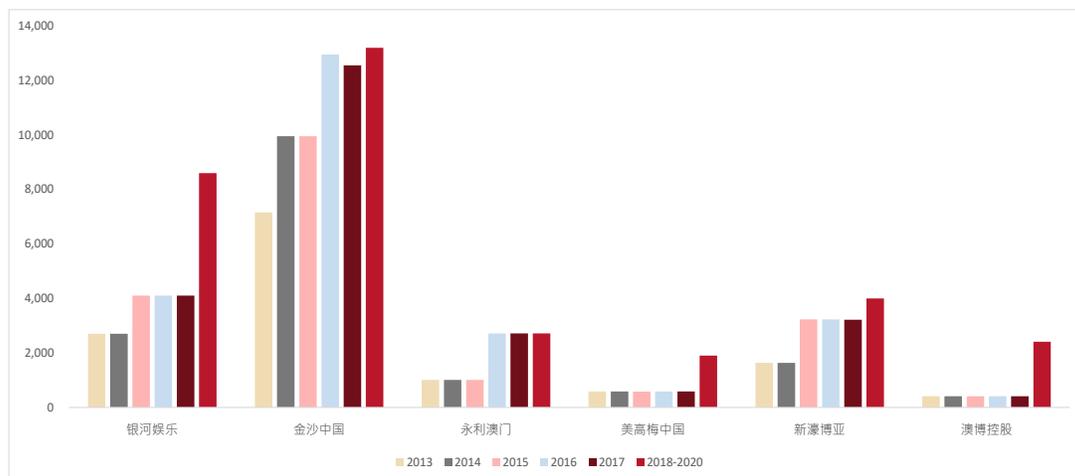
酒店	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3
银河娱乐												
澳门银河	99.0%	99.0%	97.0%	98.0%	97.0%	97.0%	97.0%	98.0%	99.0%	100.0%	100.0%	100.0%
星际酒店	99.0%	97.0%	97.0%	98.0%	99.0%	98.0%	99.0%	99.0%	99.0%	100.0%	100.0%	100.0%
百老汇	100.0%	99.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	93.0%	100.0%	100.0%	100.0%	96.0%
新濠博亚												
新濠影汇	98.0%	96.0%	96.0%	99.0%	99.0%	99.0%	98.0%	98.0%	99.0%	100.0%	100.0%	100.0%
新濠天地	97.0%	94.0%	94.0%	97.0%	98.0%	97.0%	96.0%	97.0%	97.0%	98.0%	97.0%	96.0%
新濠锋	97.0%	95.0%	92.0%	96.0%	94.0%	92.0%	95.0%	98.0%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
美高梅中国												
澳门美高梅	97.5%	94.1%	95.8%	95.7%	96.0%	94.3%	96.5%	95.2%	98.0%	97.2%	96.8%	96.3%
美狮美高梅	-	-	-	-	-	-	-	-	-	89.9%	88.1%	90.1%
金沙中国												
威尼斯人	83.5%	77.7%	81.0%	93.2%	94.2%	86.5%	93.3%	90.7%	95.5%	95.9%	95.6%	95.7%
金沙城中心	85.4%	77.1%	76.5%	89.2%	85.9%	79.4%	81.4%	93.0%	92.3%	93.5%	93.0%	96.1%
百利宫	81.1%	69.0%	69.2%	80.8%	82.8%	79.0%	81.3%	80.8%	86.2%	88.7%	86.8%	89.0%
澳门金沙	99.1%	95.8%	96.0%	97.9%	98.6%	97.9%	98.5%	95.7%	98.5%	98.8%	99.0%	97.5%
澳门巴黎人	-	-	-	87.5%	91.1%	81.9%	88.0%	94.1%	98.4%	94.5%	96.4%	97.7%
永利澳门												
澳门永利	96.3%	94.8%	91.5%	95.1%	96.3%	95.7%	97.5%	97.3%	99.4%	99.0%	99.4%	99.0%
永利皇宫	-	-	-	70.8%	88.4%	95.6%	96.2%	96.1%	96.8%	96.8%	96.2%	96.0%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部

银河娱乐未来酒店房间增量最多，提升非博彩收入最为显著

「澳门银河」三期及四期工程进行中，预计会提供 4,500 间客房，未来增量最为显著，我们认为此举有助增加留宿旅客数目，间接推动集团餐饮、娱乐及博彩收入。现时六大博彩营运商以金沙中国提供最多房间。截止至 2018 年第三季，金沙中国提供 12,549 间酒店房间，第二名的银河娱乐提供 4,100 间房间。2015 年以来，博彩营运商有多家新酒店落成，为澳门带来更多的 5 星级酒店供应。如 2015 年 10 月开业的新濠影汇提供了 1,600 个房间、2016 年 9 月开业的澳门巴黎人提供 2,805 个房间。金沙中国目前正在对金沙城中心及四季酒店进行扩建，扩建后会增加 670 间客房；澳博控股的上葡京预计在 2019 年开幕，将会提供 2,000 间客房。我们预计到 2020 年，六大博彩公司所提供的酒店房间数目将达到 32,833 间。

图表 34：六大博彩营运商房间数目



来源：公司报告、中泰国际研究部

港珠澳大桥为首的基建日渐成熟，增加旅客流量，提升潜在博彩及非博彩收入

港珠澳大桥在 2018 年 10 月 23 日开通，为陆路入境澳门的旅客提供多一个选择，大为纾缓拱北口岸的压力，打破陆路通往澳门的入境瓶颈。旅客可使用穿梭巴士、跨境巴士或跨境出租车经港珠澳大桥往来香港及澳门，全日 24 小时服务。从香港口岸前往澳门口岸只需 45 分钟，大大缩短行车时间。据香港政府的预测，到 2030 年前，每日客运量有 12.6 万人次。自港珠澳大桥开通后，2018 年 10 月、11 月及 12 月，分别有 71,640、436,660 及 544,538 人次经港珠澳大桥口岸入境。2018 年 12 月份，陆路入境澳门旅客达到 258 万人次，按年上升 49.8%，大桥开通为澳门提供增量旅客。

另一方面，至 2016 年底，轻轨氹仔线的主体土建已经基本完成，全长 9.3 公里的高架桥以及 11 个车站已完成连接；各车站的主体结构亦已经完成。氹仔线预计的开通时间为 2019 年。值得一提的是，轻轨氹仔线设有莲花口岸站，将于广珠城轨延长线无缝对接，旅客从广州直达澳门氹仔最快只需一小时，大大增加了广东省北部旅客赴澳的便利程度。

(三) 投资逻辑：业务结构改善，最具增长潜力的行业龙头

「澳门银河」三期及四期发展如火如荼，最具增长想象力

主打中场客户的「澳门银河」二期及澳门百老汇在 2015 年 5 月 27 日开幕，版图扩展至 110 万平方米，直接带动银娱抢占中场博彩市占率。银娱在中场博彩市占自 2015 年一季度的 15% 增加至 2018 年第三季度的 18.14%。贵宾厅市占率从 25.7% 增加至 2018 年二季度最多的 29.6%。新项目的落成，能够有效带动旅客及人流，从而带来进一步的增长动力。2019 年只余下「上葡京」的一个项目开幕，其他博彩企业缺乏新增土储扩张的资源，随着银河三期及四期的相继落成，建筑面积及博彩设备较目前大增一倍，我们相信银河娱乐是未来潜在增长最快速的公司，有助抢占中场博彩及全行业的龙头地位。

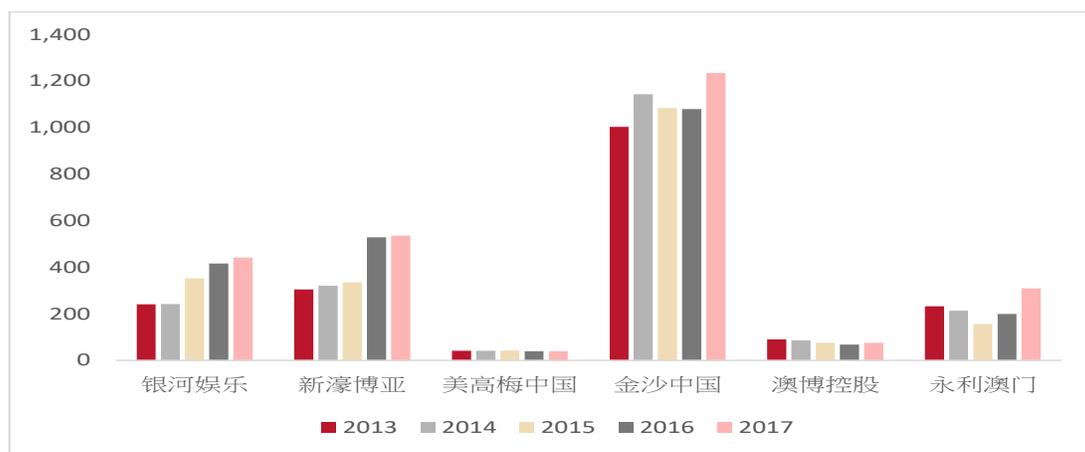
图表 35：未来两年只余「上葡京」及「澳门银河™」两个较大的项目开幕

近年新建项目	营运公司	开业日期	房间供应	赌台数目	角子机数目
新濠影汇	新濠博亚	2015年10月	1,600	293	951
永利皇宫	永利	2016年8月	1,706	323	1,095
澳门巴黎人	金沙中国	2016年9月	2,805	365	1,254
美狮美高梅	美高梅中国	2018年2月	1,315	204	1,170
摩珀斯酒店	新濠博亚	2018年6月	780	-	-
上葡京	澳博控股	2019年	2,000	-	-
「澳門銀河™」3及4期	银河娱乐	2020年及2022年前	4,500	-	-

来源：公司报告、中泰国际研究部

2017 年银娱来自酒店及商场等非博彩收入有 34.3 亿港元，同比增长 3.3%，占集团总收入 5.5%，虽然较 2013 年提升 2.68 个百分点，但是相对于金沙中国的 15.8% 存在明显的提升空间。我们认为新项目能够带动银娱非博彩收入的增量。银河娱乐拥有土储为澳门博彩营运商之中最多，集团投资 450 亿至 600 亿港元建立银河三期及四期，随着新项目的落成后，银娱在路氹的建筑面积将会大幅增加至逾 200 万平方米。「澳门银河」三期及四期有 98% 的建筑面积属非博彩元素，将提供合共 4500 间酒店房间、包括家庭及高端客房、40 万平方米的会展空间、50 万平方呎并设有 16000 个座位的多用途场馆。三期预计将会在 2020 年开幕，首阶段将提供 1500 间房间，而四期于 2022 年前开幕，将提供 3000 间房间。

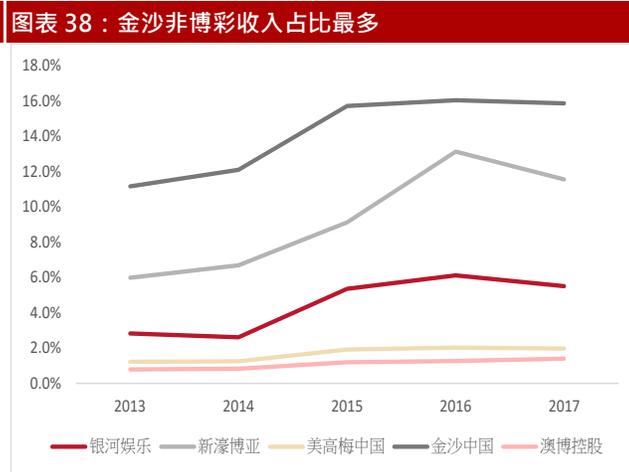
图表 36：银河娱乐非博彩收入急起直追(百万美元)



来源：公司报告、中泰国际研究部



资料来源：公司资料、中泰国际研究部预测



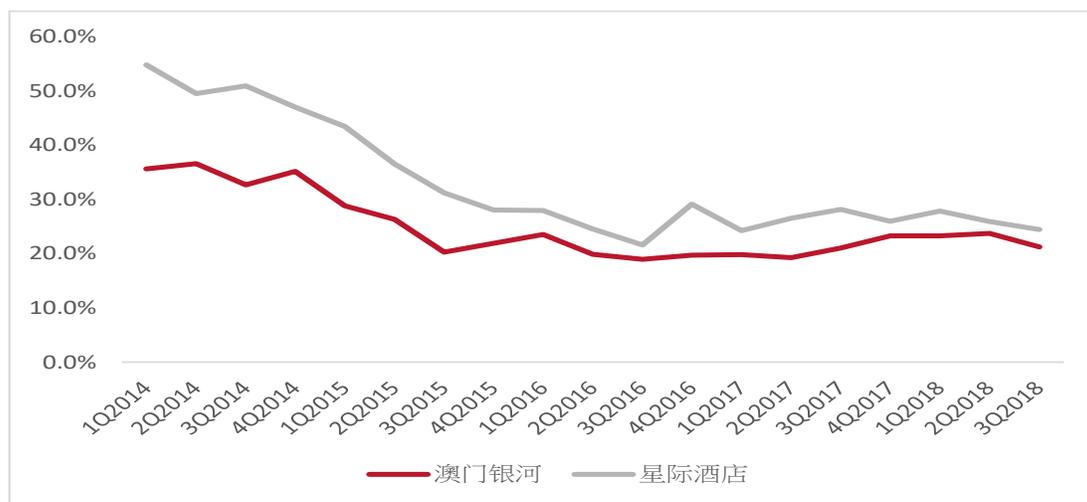
资料来源：公司资料、中泰国际研究部

另一方面，集团在横琴新区西南面填海区 2.7 平方公里的土地，计划投资 100 亿元建设低密度休闲度假旅游村，与公司在氹仔地区的「澳门银河」综合度假城优势互补。

市场过分忧虑贵宾厅业务的拖累，银娱中场EBITDA占比超过70%

我们认为市场过分忧虑贵宾厅业务放缓对银河娱乐带来的负面影响，目前银娱 EBITDA 由中场主导，贵宾厅业务放缓对整体 EBITDA 影响不大。我们预测贵宾厅、中场博彩、角子机及酒店等非博彩业务 EBITDA 利润率分别为 10%、35%、50%及 70%，我们大致计算出截至 2018 年三季度，「澳门银河」贵宾厅 EBITDA 贡献占比只有 21.2%，中场及其他非博彩业务贡献占比 78.8%；星际酒店贵宾厅 EBITDA 贡献占比为 24.4%，中场及其他非博彩业务贡献占比 75.6%。由于「澳门银河」及星际酒店两个项目于 2015 年前开业，因此可以自由从贵宾厅转移赌枱至中场或高端中场，增加了银河娱乐经营的灵活性。

图表 39：两大项目贵宾厅EBITDA贡献占比明显下降



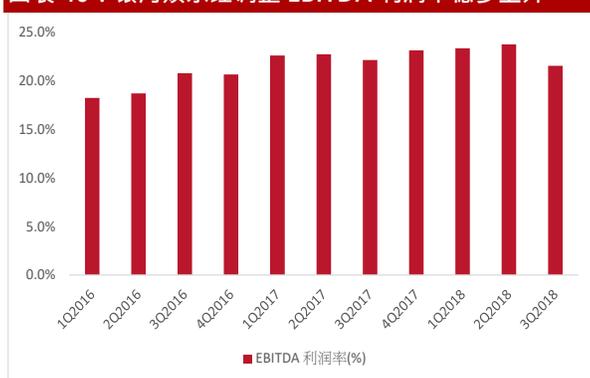
来源：公司报告、中泰国际研究部预测

银娱贵宾厅市占率达到 25.6%，环比下跌 4%，但仍位列龙头。受到永利皇宫及今年开幕的「上葡京」项目影响，我们认为银娱贵宾厅市占率会下降。贵宾厅禁烟令于 2019 年 1 月 1 日正式实施，我们认为会减少赌客的博彩时间，初期对贵宾厅业务有负面影响，但是银河娱乐陆续加建贵宾厅吸烟室，减少客人离开赌枱的距离，在长期看来我们认为禁烟令对贵宾厅影响不大，主要取决于中国内地反贪反腐的情况、中国私营企业的盈利状况及亚太区周边地区的博彩竞争性。

管理层执行力强，市占率保持行业前列

2018 年三季度银河娱乐经调整 EBITDA 利润率有 21.5%，较 16 年一季度增加 3.3 个百分点。澳门博彩业自 2016 年见底复苏，过去两年 EBITDA 增速一直跑赢行业平均，集团在过去 2018 年二季度经调整 EBITDA 录得 43.2 亿港元，创历史季度新高。2016 年至 2018 年有多间竞争对手的新项目开业，直接为银河娱乐带来竞争压力，但是银娱在贵宾厅及中场市占率一直保持前列，未有受到太大考验，印证管理层的较强执行力，我们相信未来在「澳门银河」三期及四期的开幕后，银娱的市占率进一步提升。

图表 40：银河娱乐经调整 EBITDA 利润率稳步上升



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 41：银河娱乐经调整 EBITDA 增速跑赢行业平均



资料来源：公司资料、中泰国际研究部

2016 年起，面对永利皇宫、澳门巴黎人、美狮美高梅等路氹新项目开幕后，银河娱乐仍然保持贵宾厅行业龙头地位。虽然银河娱乐在 2018 年三季度贵宾厅市占率下跌了 3.99 个百分点，一方面是永利皇宫进入快速爬坡期，另一方面是银娱三季度净赢率偏低，拖累贵宾厅收入所致。另一方面，在竞争激烈的环境下，银河娱乐中场赌场市占率保持稳定，反映了管理层的执行力及项目对赌客的吸引力。

由于澳门其他竞争对手未来缺乏大型的新项目出台，我们相信银河娱乐在 2019 年行业增长放缓期间，仍能保持行业龙头市占率，并且在「澳门银河」三期及四期落成后抢占全行业龙头地位。

图表 42：银河娱乐贵宾厅市占率最多

贵宾厅	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
银河娱乐(27 HK)	27.68%	26.17%	25.81%	26.21%	24.00%	23.85%	25.52%	28.16%	28.51%	29.57%	25.58%
金沙中国(1928 HK)	16.47%	12.72%	16.57%	16.06%	15.04%	13.31%	14.58%	12.05%	15.10%	15.41%	16.13%
永利澳门(1128 HK)	11.45%	16.27%	16.11%	17.34%	21.14%	21.93%	21.08%	22.06%	19.20%	18.58%	22.29%
新濠博亚(MLCO US)	13.97%	15.54%	13.92%	12.11%	15.13%	17.17%	17.27%	14.75%	15.43%	15.34%	13.75%
澳博控股(880 HK)	21.79%	20.38%	18.79%	19.66%	17.38%	16.99%	14.84%	15.81%	14.16%	15.47%	15.11%
美高梅中国(1928 HK)	8.64%	8.92%	8.80%	8.61%	7.30%	6.75%	6.71%	7.18%	7.59%	5.64%	7.14%

来源：公司报告、彭博、中泰国际研究部

图表 43：银河娱乐中场博彩市占率一直保持稳定

中场博彩	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
银河娱乐(27 HK)	18.38%	18.55%	18.82%	18.99%	18.54%	19.13%	19.48%	19.05%	18.26%	18.90%	18.14%
金沙中国(1928 HK)	29.07%	28.82%	28.89%	29.54%	29.72%	30.85%	30.12%	31.62%	30.46%	30.78%	30.45%
永利澳门(1128 HK)	7.70%	7.51%	7.53%	10.00%	10.26%	10.90%	11.08%	11.82%	12.84%	12.40%	12.87%
新濠博亚(MLCO US)	16.86%	16.76%	16.73%	17.20%	15.77%	15.04%	15.50%	14.22%	14.34%	13.06%	14.18%
澳博控股(880 HK)	20.60%	20.71%	20.11%	17.41%	18.21%	17.55%	17.39%	16.26%	16.62%	17.04%	16.52%
美高梅中国(1928 HK)	7.39%	7.66%	7.93%	6.86%	7.50%	6.54%	6.43%	7.03%	7.49%	7.81%	7.83%

来源：公司报告、彭博、中泰国际研究部

净现金347亿港元，资产负债表健康，并购能力强

截至 2018 年三季度，银娱持有现金及流动投资为 433 亿港元，净现金为 347 亿港元，资产负债表健康。2017 年银娱净财务开支只有 6400 万港元，占经营溢利只有 0.6%。在目前利率上升的环境下，银娱持有的巨额净现金，可减低融资成本及提升未来扩张能力。

(四) 盈利预测与评级：首次给予「增持」

四年博彩及娱乐经营收入复合年增长率17.4%

在港珠澳大桥、凼仔轻轨等基建陆续落成下及预计「澳门银河」三期及四期将在 2020 年及 2021 年开幕，我们预测银河娱乐的博彩及娱乐经济收入将由 2017 年的 593 亿港元增加至 2021 年的 1,127 亿港元，相当于复合年增长率 17.4%。我们预测贵宾厅毛收入由 2017 年的 316 亿港元增加至 2021 年的 535 亿港元，复合年增长率 14.1%；中场博彩毛收入由 2017 年的 242 亿港元增加至 2021 年的 461 亿港元，复合年增长率 17.5%；角子机毛收入由 2017 年的 21.6 亿港元增加至 2021 年的 47 亿港元，复合年增长率 21.3%。

图表 44：博彩收益预测(百万港元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
总收入(百万港元)	52,826	62,450	72,849	74,122	85,046	117,347
同比增长	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%	38.0%
博彩及娱乐经营业务收入	50,685	59,383	68,857	70,048	80,781	112,906
同比增长	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%	39.8%
博彩收益总额	47,331	55,826	64,962	65,870	75,116	104,481
同比增长	2.4%	17.9%	16.4%	1.4%	14.0%	39.1%
贵宾厅						
贵宾厅转码数	716,279	912,147	1,124,958	1,080,578	1,200,991	1,583,905
贵宾厅毛收入	26,553	31,600	37,370	36,151	40,202	53,586
净赢率	3.7%	3.5%	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%
同比增长	-8.1%	19.0%	18.3%	-3.3%	11.2%	33.3%
中场博彩						
中场流水	52,451	58,786	60,009	64,489	79,074	120,041
中场毛收入	20,977	24,208	25,379	27,329	31,899	46,183
净赢率	40.0%	41.2%	42.3%	42.4%	40.3%	38.5%
同比增长	18.5%	15.4%	4.8%	7.7%	16.7%	44.8%
角子机						
角子机流水	56,342	61,847	61,517	64,853	79,314	118,000
角子机毛收入	1,966	2,161	2,213	2,390	3,015	4,713
净赢率	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	4.0%
同比增长	9.2%	9.9%	2.4%	8.0%	26.2%	56.3%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

四年酒店及商场收入复合年增长率24.7%。

由于「澳门银河」三期及四期分别提供 1,500 及 3,000 个酒店房间，我们预测银河娱乐酒店及商场收入由 2017 年的 34.3 亿港元增加至 2021 年的 83 亿港元，相当于复合年增长率 24.7%。

图表 45：酒店及商场收入增长预测(百万港元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
酒店及商场	3,327	3,436	3,775	4,056	5,543	8,303
同比增长	21.8%	3.3%	9.9%	7.4%	36.7%	49.8%

资料来源：公司资料，中泰国际研究部预测

四年经调整EBITDA复合年增长率达到17.5%

在预期新项目贡献下，我们预计经调整 EBITDA 将由 2017 年的 141 亿港元增加至 2018 年的 165 亿港元、2019 年的 166 亿港元、2020 年的 189 亿港元及 2021 年的 269 亿港元，四年复合年增长率达到 17.5%

图表 46：股东净利润及经调整EBITDA预测

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
归属普通股股东净利润(百万港元)	6,283	10,504	13,570	14,225	15,298	22,952
同比增长	51.0%	67.2%	29.2%	4.8%	7.5%	50.0%
经调整EBITDA(百万港元)	10,348	14,147	16,526	16,690	19,014	26,971
同比增长	18.5%	36.7%	16.8%	1.0%	13.9%	41.8%
经调整EBITDA利润率	19.6%	22.7%	22.7%	22.5%	22.4%	23.0%

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

「澳门银河」三期及四期在2021年贡献开始提速

我们参考「澳门银河」一期开幕时的表现，我们认为「澳门银河」三期及四期的爬坡期比较快，由于项目分为两个时段落成，我们预测2020年四季度「澳门银河」三期的贵宾厅收入是「澳门银河」一期及二期的25%、中场博彩及角子机分别为35%、非博彩收入为60%。我们预计在2021年四季度项目全面开幕运行后，「澳门银河™」三期及四期贵宾厅、中场博彩、角子机及非博彩业务收入将会是「澳门银河™」一期及二期的50%、70%、70%及100%。

图表 47：「澳门银河」三期及四期季度盈利预测

「澳门银河」三期及四期	2Q2020E	3Q2020E	4Q2020E	1Q2021E	2Q2021E	3Q2021E	4Q2021E
总收入	932.3	1,865.2	3,729.5	5,657.7	6,908.3	7,952.5	9,032.5
博彩收益	684.1	1,445.3	3,166.0	4,966.0	6,081.7	6,955.6	7,853.8
同比增长					789.0%	381.2%	148.1%
贵宾厅	417.8	841.2	1,801.4	2,606.4	3,024.6	3,457.8	3,995.1
同比增长					623.9%	311.0%	121.8%
中场博彩	209.9	493.3	1,142.0	2,018.8	2,633.0	3,033.7	3,376.1
同比增长					1154.4%	515.0%	195.6%
角子机	56.3	110.9	222.6	340.8	424.1	464.1	482.6
同比增长					652.8%	318.7%	116.8%
净博彩收益							
非博彩收益	248.2	419.9	563.5	691.8	826.5	996.9	1,178.7
酒店/其他	159.8	267.9	381.2	456.4	553.0	669.8	838.6
同比增长					246.1%	150.0%	120.0%
租务	88.5	152.0	182.3	235.3	273.6	327.1	340.1
同比增长					209.3%	115.3%	86.5%
经调整EBITDA	126.8	234.7	526.5	935.8	1,413.1	1,822.4	2,175.6
同比增长					1014.3%	676.5%	313.2%
经调整EBITDA利润率	13.6%	12.6%	14.1%	16.5%	20.5%	22.9%	24.1%

资料来源：公司资料·中泰国际研究部预测

图表 48 : 财务报表 (年结: 12月31日; 百万港元)

损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入(百万港元)	52,826	62,450	72,849	74,122	85,046	净利润	6,271	10,516	13,581	14,236	15,309
同比增长	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%	加: 折旧与摊销	3,573	3,349	3,436	3,601	4,312
博彩及娱乐经营业务收入	50,685	59,383	68,857	70,048	80,781	营运资本变动	2,701	5,066	160	-8	-18
同比增长	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%	其他非现金调整	175	-399	-1,220	-1,161	-1,192
博彩收益总额	47,331	55,826	64,962	65,870	75,116	经营活动现金流	12,732	18,520	15,957	16,668	18,411
同比增长	2.4%	17.9%	16.4%	1.4%	14.0%	出售固定资产收到的现金	22	10	0	0	0
建筑材料收入	2,141	3,067	3,066	3,206	3,366	减: 资本开支	-2,128	-2,022	-5,000	-12,050	-10,050
其他收入及收益,净额	209	598	926	868	899	其他投资活动	-15,231	-9,104	-9,542	868	899
博彩特别税及其他相关税项	-18,688	-21,999	-25,660	-26,019	-29,671	投资活动现金流	-17,337	-11,117	-14,542	-11,182	-9,151
博彩业务合作伙伴的佣金及津贴	-11,273	-13,811	-16,069	-15,545	-17,287	净借贷	4,805	3,698	-1,354	0	0
原材料及消耗品	-877	-1,262	-1,288	-1,346	-1,414	股本增加	109	348	0	0	0
折旧及摊销	-3,573	-3,349	-3,436	-3,601	-4,312	股息	-1,408	-2,526	-3,935	-3,459	-4,248
其他经营支出	-5,402	-4,811	-5,141	-5,559	-8,079	其他	-55	-23	0	0	0
营业利润	6,319	10,448	13,606	14,268	15,353	融资活动现金流	3,450	1,480	-5,289	-3,459	-4,248
财务收入/(费用)净额	-44	-64	-167	-167	-167	汇率变动影响	-20	15	0	0	0
除税前溢利	6,348	10,628	13,732	14,394	15,479	现金及现金等价物净增加额	-1,176	8,899	-3,874	2,028	5,011
所得税	-77	-113	-151	-158	-170	现金及现金等价物期初余额	7,979	6,803	17,600	13,726	15,754
净利润	6,271	10,516	13,581	14,236	15,309	现金及现金等价物期末余额	6,803	15,702	13,726	15,754	20,764
归属普通股股东净利润(百万港元)	6,283	10,504	13,570	14,225	15,298						
少数股东损益	-12	11	11	11	11						
资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
存货	158	171	198	205	224	增长率(%)					
应收账款及预付账款	1,583	1,962	1,775	1,776	1,776	总收入(百万港元)	3.6%	18.2%	16.7%	1.7%	14.7%
现金及现金等价物	19,956	17,600	13,726	15,754	20,764	博彩及娱乐经营业务收入	3.3%	17.2%	16.0%	1.7%	15.3%
其他流动资产	314	368	366	366	367	贵宾厅	-8.1%	19.0%	18.3%	-3.3%	11.2%
流动资产合计	22,032	20,101	16,065	18,101	23,130	中场博彩	18.5%	15.4%	4.8%	7.7%	16.7%
						角子机	9.2%	9.9%	2.4%	8.0%	26.2%
固定资产-物业,厂房及设备	33,502	31,802	33,687	42,410	48,428	营业利润	51.1%	65.3%	30.2%	4.9%	7.6%
租赁土地及土地使用权	5,056	5,013	4,924	4,835	4,746	EBITDA	18.5%	36.7%	16.8%	1.0%	13.9%
无形资产	1,138	921	690	505	314	净利润	52.0%	67.7%	29.1%	4.8%	7.5%
权益投资	1,255	1,520	1,814	2,107	2,400	归属普通股股东净利润(百万港)	51.0%	67.2%	29.2%	4.8%	7.5%
金融资产	2,340	23,688	30,991	30,991	30,991	盈利能力(%)					
其他非流动资产	937	768	768	768	768	EBITDA 利润率	19.6%	22.7%	22.7%	22.5%	22.4%
非流动资产合计	44,229	63,713	72,874	81,616	87,648	净利润率	11.9%	16.8%	18.6%	19.2%	18.0%
资产总计	66,261	83,815	88,940	99,717	110,778	实际税率	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
						股本回报率	14.4%	20.6%	23.1%	21.1%	19.6%
应付账款	12,660	17,237	17,237	17,237	17,237	资产回报率	10.3%	14.0%	15.7%	15.1%	14.5%
短期借款	5,609	9,685	8,331	8,331	8,331	资产周转率	86.9%	83.2%	84.3%	78.6%	80.8%
其他短期负债	53	113	113	113	113	偿付比率(%)					
流动负债合计	18,321	27,035	25,681	25,681	25,681	资产负债率	9.3%	11.9%	9.7%	8.6%	7.8%
长期借款	526	259	259	259	259	净负债比率	-29.5%	-13.7%	-8.2%	-9.8%	-14.4%
递延税项负债-非流动	257	268	268	268	268	每股指标					
其他非流动负债	294	236	236	236	236	每股盈利(港仙)	146.2	243.7	312.4	327.5	352.2
非流动负债合计	1,077	764	763	763	763	每股股息(港仙)	33.0	59.0	91.0	80.0	98.3
负债合计	19,398	27,799	26,444	26,444	26,444	每股净资产(港元)	10.8	12.9	14.3	16.7	19.3
						估值指标					
股本	20,106	21,469	21,469	21,469	21,469	P/E(x)	37.0	22.1	17.3	16.5	15.3
储备	26,239	34,013	40,482	51,248	62,298	EV/EBITDA(x)	20.9	14.2	12.0	11.8	10.1
股东权益合计(不含少数股东权益)	46,345	55,482	61,951	72,717	83,767	Dividend yield	0.8%	1.4%	1.7%	1.8%	2.0%
少数股东权益	518	534	545	556	567						
股东权益合计(含少数股东权益)	46,863	56,016	62,496	73,273	84,334						
负债及股东权益总计	66,261	83,815	88,940	99,717	110,778						

资料来源: 公司资料 · 中泰国际研究部预测

首次覆盖，给予「增持」评级，目标价60.3港元

我们认为市场过分忧虑贵宾厅业务放缓为银河娱乐带来的影响，考虑到银河娱乐过去强劲的增长历史，受惠于港珠澳大桥带来的中场旅客增量及「澳门银河」三、四期项目的价值，给予银河娱乐(27HK)首次覆盖「买入」评级，目标价 60.3 港元，基于 13.5 倍 EV/EBITDA 估值法，加上每股 7.4 港元净现金及每股 1.1 港元永利度假村股权价值。

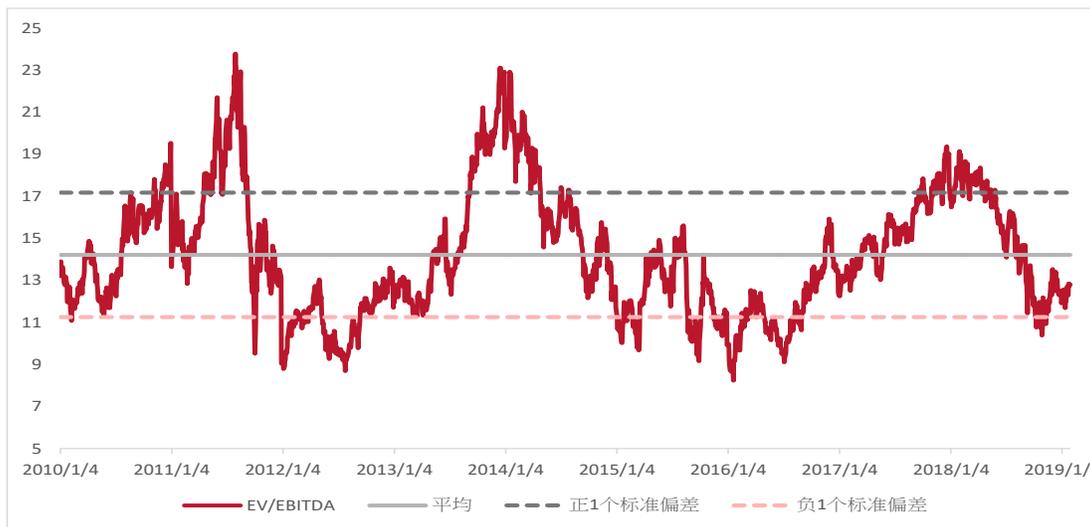
2010 年至今，银河娱乐平均 EV/EBITDA 倍数为 14.22 倍，考虑到目前新项目还未作出贡献，但是公司中场业务占比显著提升，我们给予公司 13.5 倍预测 EV/EBITDA，相当于公司过去平均 EV/EBITDA 倍数的 5%折让。

图表 49：EBITDA倍数估值法

经调整EBITDA(百万港元)	2019E	目标倍数	企业价值	每股股价
银河娱乐集团	16,690	13.5	225,312	51.9
加：净现金	32,012	-	32,012	7.4
加：永利度假村股权价值	4,730	-	4,730	1.1
经调整股权价值			262,053	60.3
发行股数(摊薄后)	4,343,162,888			
目标价(港元)	60.3			

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 50：银河娱乐预测EV/EBITDA走势



资料来源：彭博、中泰国际研究部预测

(五) 风险因素

行业与营运风险

相关政策收紧的风险

1. 资金外流管制加强，如再收紧银联卡每人每年提款上限，将进一步打击高端中场及 VIP 业务。2. 澳门出入境政策收紧风险。3. 全面禁烟的风险，如 2019 年 1 月 1 日起贵宾厅实施全面禁烟，初期对贵宾厅收入有负面影响。

赌场续牌风险

澳门六大赌牌将在 2020 年至 2022 年相继到期，如澳博及美高梅于 2020 年 3 月 31 日届满。根据现有博彩法规，赌牌持有者可将赌牌期限一次或分多次延长，最多可延长五年。考虑到博彩公司已投入的资本开支巨大，同时也联系到澳门本土的就业及政府收入问题，我们预计较大机会是澳门政府跟澳博及美高梅延长赌牌两年至 2022 年，好让六个赌牌一并处理。然而，若澳门政府未有跟现有赌牌续牌，甚至进一步引入竞争对手，为现有博企会带来经营压力。

亚太区周边国家及地区赌场竞争加剧

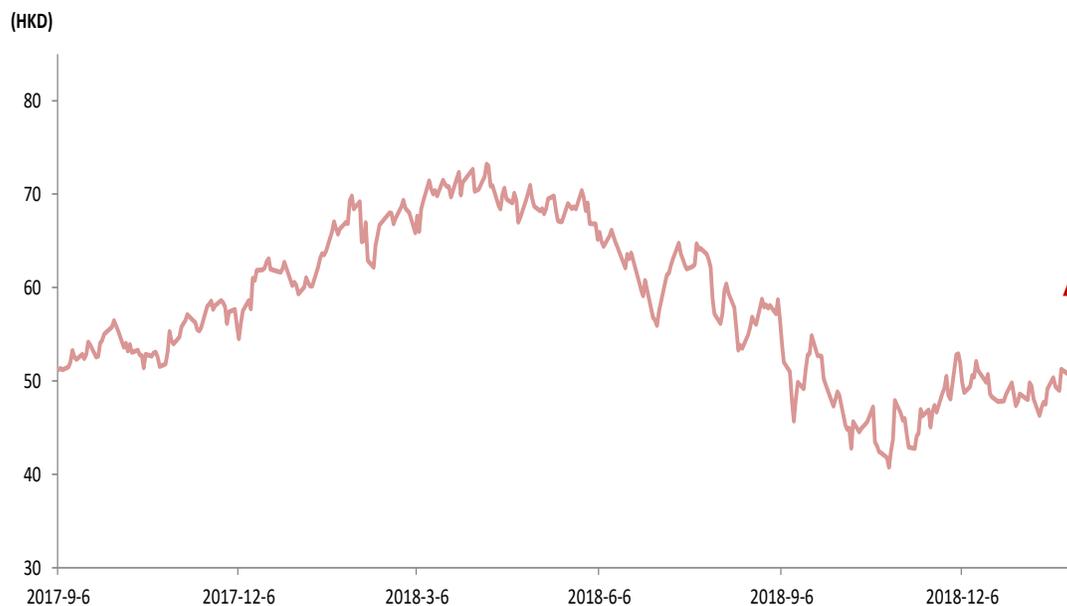
南韩、马来西亚、新加坡、俄罗斯、塞班岛等地区已开放博彩业，地区竞争加剧。

中国宏观经济持续下滑

中国经济增长持续放缓，信贷收缩，影响贵宾厅需求。中国经济不确定性影响居民出游的倾向。

历史建议和目标价

股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部·

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2019/1/31	HK\$ 54	「买入」(首次覆盖)	HK\$ 60.3

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。