

公司报告

招商证券(香港)有限公司

汇彩控股 (1180 HK)

非融资路演纪要：直播混合游戏机订单增长强劲

■ 我们在台湾为管理层安排了一个非融资路演(NDR)。2015年直播混合游戏机(LMG)销售指引：澳门1,500台 + 美国700台 + 澳大利亚300台（我们的预测为2,099台，同比上升325%）。

■ 随着客流上升和成本降低，2015年娱乐场服务的预测EBITDA利润率有望上升4个百分点至20%。

■ 基于对澳门总博彩收入较保守的假设和LMG的销售额有可能较迟入账，我们把2015年的预测EBITDA / 核心每股盈利下调18%/20%，并下调目标价至4.10港元。但由于2015-16年的销售展望强劲，以及估值吸引，重申买入评级。

预测2015年上半年的LMG销量进一步向好

公司已将264台入账：新葡京 / 华都 / 美国分别占78/162/24台。我们预测2015年上半年将会有另外380台入账，澳门威尼斯人 / 澳门银河第二期 / 几个卫星娱乐场将分别预测130/200/50台。因此，我们预期2015年上半年将有合共644台LMG的销售额入账（2014年上半年为372台）。由于新建赌场（澳门银河第二期和新濠影汇）应未能取得足够的赌桌配额，故此对LMG的需求将更大，弥补赌场赌桌不足的损失，我们预期2015年下半年的前景将更好。

两个赌场进行翻新工程导致2014年业绩疲弱

汇彩控股2014年的收益 / 核心净利润 / 净利润同比变动16%/-4%/-40%。由于在华都和澳门赛马会方面的营销开支比预期高，故此核心净利润为9,300万港元，比我们预测低24%。若不包括美国专利摊销上升的影响和提早赎回承兑票据的亏损，公司2014年的EBITDA则同比稳定上升3%至2.03亿港元。在净现金达2.54亿港元的支持下，2014年每股股息合共0.07港元（同比上升40%），相当于每股核心盈利派息率79%。

估值吸引

股份现价为2015年16.6倍预测市盈率和7.2倍EV/EBITDA。我们的目标价为4.10港元，相当于30倍2015年预测市盈率和14倍EV/EBITDA。我们的目标估值为0.6倍市盈增长比率，相比海外的游戏机供应商(1.8倍)大幅折让。我们相信LMG的销售持续增长，将可修复股份的估值，使估值差距收窄。

盈利预测及估值

百万港元	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
营业额	729	1,030	1,192	1,422	1,697
同比增长(%)	33.6%	41.4%	15.7%	19.2%	19.4%
核心净利润	106	97	58	146	262
同比增长(%)	198.7%	-8.9%	-39.6%	150.5%	79.0%
每股盈利(元)	0.04	0.15	0.06	0.14	0.25
市盈率(x)	61.3x	15.2x	41.5x	16.6x	9.3x
EV/EBITDA (x)	11.6x	11.6x	10.7x	7.2x	3.8x
股息率(%)	0.0%	2.2%	3.1%	1.8%	3.2%
ROE (%)	27.3%	8.4%	5.0%	11.9%	18.2%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

韩琦

+852 3189 6634

angelahanlee@cmschina.com.hk

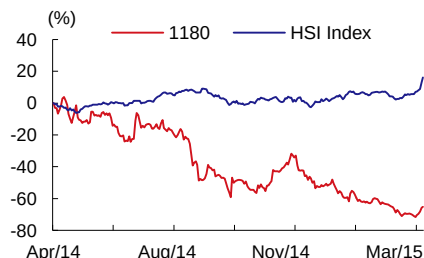
最新变动

估值及目标价下调

买入

前次评级	BUY
股价	HK\$2.29
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$4.10 (+79%)
前次目标价	HK\$4.50

股价表现



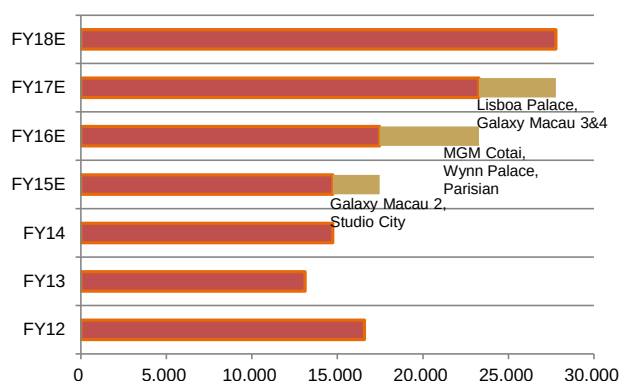
资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
1180 HK	0.4	(32.5)	(64.7)
HSI	14.1	18.1	17.6

行业：博彩

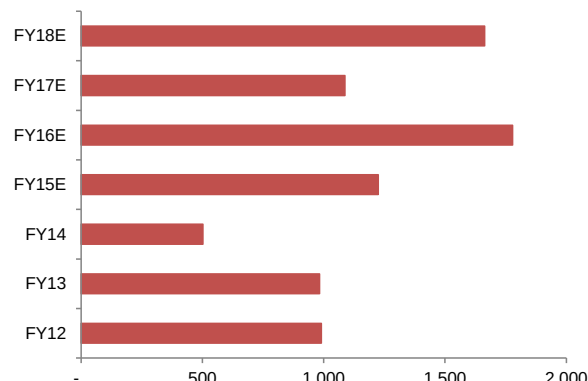
恒生指数	27272
国企指数	13988
重要数据	
52周股价区间(港元)	1.8-6.95
港股市值(百万港元)	2417
日均成交量(百万股)	3.31
每股净资产(港元)	1.1
主要股东	
陈捷	59.19%
单世勇	2.45%
总股数(百万股)	1,056
自由流通量	35%

图1: 即将在澳门安装的老虎机和ETG数量



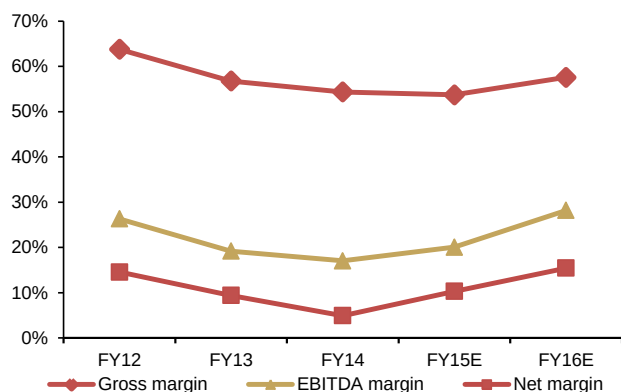
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 澳门新装LMG数量(台)



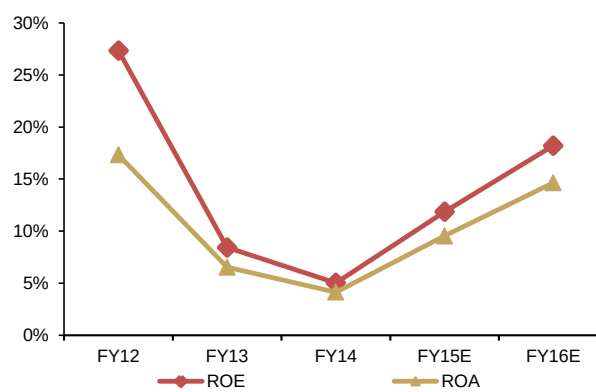
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 规模效应使盈利能力提升



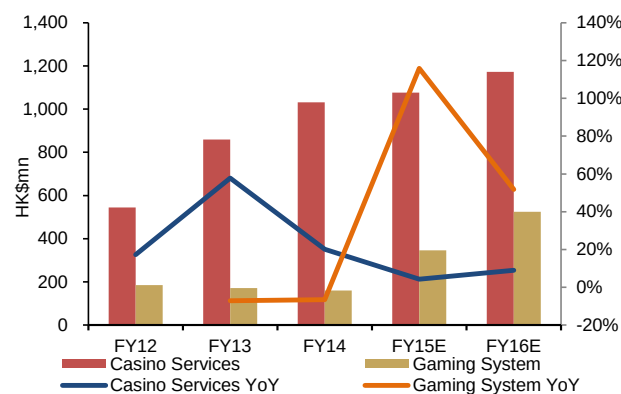
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: ROA和ROE随LMG安装数量增加而改善



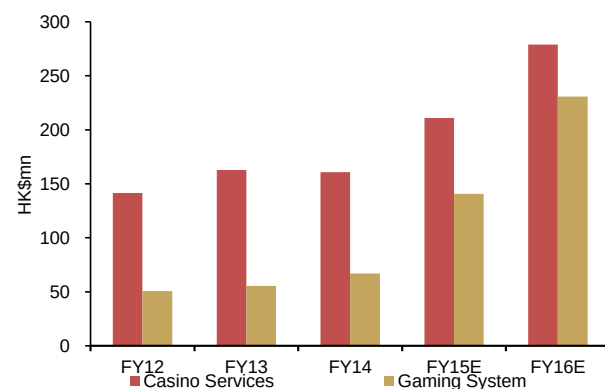
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 游戏系统带来的收入增长将比赌场服务强



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: LMG订单数量增长和利润率提升使游戏系统对EBITDA的贡献提高



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

同业估值比较

公司	代码	评级	目标价 (当地 货币)	现价 (当地 货币)	涨跌 空间	市值 (US\$mn)	52 周价格区间 (当地货币)	平均 成交额 (US\$mn)	FY15E PEG/ FY15E- 17E CAGR (x)	P/E (x)		
										FY14	FY15E	FY16E
汇彩控股	1180 HK	买入	4.10	2.29	79%	312	1.80 / 6.95	0.9	0.3	41.5	16.6	9.3
澳门励骏	1680 HK	未评级	n.a.	3.12	n.a.	2,596	2.43 / 6.65	2.5	0.9	41.6	34.3	21.8
银河娱乐	27 HK	买入	38.30	40.80	-6%	22,384	32.80 / 71.79	84.3	1.1	16.7	26.4	19.8
澳博控股	880 HK	卖出	8.20	11.48	-29%	8,379	9.20 / 23.81	15.7	(0.6)	9.6	14.3	20.4
永利澳门	1128 HK	中性	17.60	19.26	-9%	12,912	14.60 / 33.20	32.9	0.9	15.7	53.1	28.1
金沙中国	1928 HK	卖出	26.10	36.65	-29%	38,155	29.50 / 65.20	83.0	1.4	15.0	25.6	22.5
美高梅中国	2282 HK	买入	16.20	16.68	-3%	8,179	13.86 / 29.73	14.8	0.9	11.1	21.5	19.3
新濠博亚娱乐	MPEL US	中性	23.10	25.08	-8%	13,635	20.40 / 39.10	88.8	1.1	22.6	54.6	32.1
简单算数平均									0.8	18.9	32.8	23.4
平均市值									1.0	16.3	31.8	23.4
Aristocrat Leisure	ALL AU	未评级	n.a.	8.42	n.a.	5,006	4.84 / 8.57	16.5	1.6	(290.3)	24.2	20.1
IGT	IGT US	未评级	n.a.	20.48	n.a.	4,512	18.87 / 20.50	n.a.	2.5	18.9	22.7	18.8
Scientific Games	SGMS US	未评级	n.a.	12.05	n.a.	1,031	6.97 / 15.66	12.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
简单算数平均									2.1	(135.7)	23.5	19.5
平均市值									1.8	(129.7)	21.2	17.6
简单算数平均									1.1	(15.5)	30.7	22.6
平均市值									1.1	3.1	30.9	22.9

公司	代码	EV/EBITDA (x)			股息率(%)			ROE (%)			Net Debt/ Asset (%)
		FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY15E
汇彩控股	1180 HK	10.7	7.2	3.8	1.3	2.3	3.3	5.0	11.9	18.2	净现金
澳门励骏	1680 HK	25.4	20.0	14.6	-	-	-	7.8	11.4	16.2	18.9
银河娱乐	27 HK	12.4	15.7	12.1	1.8	1.1	1.5	26.9	15.2	17.6	净现金
澳博控股	880 HK	7.3	11.4	14.3	7.3	4.9	3.4	27.1	18.1	12.5	净现金
永利澳门	1128 HK	12.7	25.4	20.0	9.1	1.6	2.5	92.8	71.2	83.8	49.2
金沙中国	1928 HK	12.1	19.1	16.1	5.3	3.1	3.6	39.6	23.1	24.2	20.9
美高梅中国	2282 HK	9.5	17.6	15.7	8.0	3.3	3.6	90.0	62.2	55.7	29.7
新濠博亚娱乐	MPEL US	13.7	17.7	13.3	1.3	0.5	0.9	12.1	4.9	7.8	27.9
简单算数平均		13.3	18.1	15.1	4.9	2.4	2.7	37.7	27.2	29.5	
平均市值		12.2	18.3	15.2	4.7	2.3	2.6	42.0	27.3	29.3	
Aristocrat Leisure	ALL AU	22.6	14.1	12.0	1.9	2.4	2.8	(3.0)	28.7	29.1	107.6
IGT	IGT US	9.7	11.5	11.3	3.1	3.5	3.5	20.2	19.2	19.4	39.4
Scientific Games	SGMS US	47.4	12.3	11.1	-	-	-	n.a.	n.a.	n.a.	83.3
简单算数平均		26.6	12.6	11.5	2.5	3.0	3.2	8.6	23.9	24.2	
平均市值		19.5	12.8	11.6	2.2	2.7	2.8	7.2	21.8	22.1	
简单算数平均			16.5	14.0	4.7	2.6	2.7	34.8	28.2	29.6	
平均市值			17.8	14.8	4.5	2.3	2.6	38.9	26.8	28.6	

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

单位：百万港元	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
流动资产	307	530	526	717	1,010
现金及现金等价物	196	267	321	438	656
应收账款	106	249	159	179	203
存货	5	15	46	100	152
其他流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产	306	952	889	818	778
物业、厂房及设备	152	183	186	182	210
无形资产	154	769	703	636	569
其他非流动资产	-	-	-	-	-
总资产	613	1,482	1,415	1,535	1,789
流动负债	104	169	156	188	205
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	84	153	152	183	201
其他流动负债	20	16	4	4	4
非流动负债	100	138	68	68	68
长期借款	-	-	-	-	-
承兑票据	-	126	68	68	68
其他非流动负债	100	12	0	0	0
总负债	204	307	224	256	273
股本	284	1	1	1	1
储备	104	1,147	1,161	1,233	1,438
少数股东权益	20	28	29	45	77
股东权益	409	1,175	1,192	1,279	1,516
负债及权益合计	613	1,482	1,415	1,535	1,789

现金流量表

单位：百万港元	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
经营活动现金流	195	107	265	243	380
税前盈利	170	104	45	162	334
折旧摊销	40	78	116	116	138
财务费用	10	16	9	8	8
营运资金变动	(17)	(89)	40	(42)	(58)
其他经营活动现金流	(8)	(2)	55	(2)	(43)
投资活动现金流	(35)	(127)	(56)	(43)	(96)
资本支出	(32)	(127)	(57)	(45)	(99)
出售投资所得款	-	-	-	-	-
已收利息	0	0	2	2	3
其他投资活动现金流	(2)	-	-	-	-
筹资活动现金流	(91)	90	(155)	(83)	(66)
借款所得款净额	(84)	-	(57)	-	-
发行股份所得款净额	-	95	(19)	-	-
已付股息	-	-	(74)	(75)	(57)
其他筹资活动现金流	(7)	(5)	(5)	(8)	(8)
汇兑调整	0	0	-	-	-
现金增加净额	70	71	55	117	218

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

利润表

单位：百万港元	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
营业收入	729	1,030	1,192	1,422	1,697
收入成本	(264)	(445)	(544)	(658)	(720)
毛利	465	585	648	764	977
其他收入	2	3	9	9	9
营销及销售费用	(134)	(196)	(240)	(254)	(270)
行政及其他运营开支	(181)	(272)	(330)	(350)	(377)
EBITDA	192	198	203	285	478
营业利润	151	120	87	169	340
筹资和其他非营业利润	(2)	(16)	(42)	(6)	(5)
税前利润	149	104	45	162	334
所得税	(26)	(0)	22	(0)	(40)
税后利润	123	104	67	162	294
少数股东权益	(17)	(7)	(8)	(16)	(32)
净利润	106	97	58	146	262
核心净利润	119	97	93	146	262
每股盈利（港元）	0.04	0.15	0.06	0.14	0.25
每股股息（港元）	-	0.05	0.07	0.04	0.07

主要财务比率

	FY12	FY13	FY14	FY15E	FY16E
年成长率					
营业收入	33.6%	41.4%	15.7%	19.2%	19.4%
营业利润	68.7%	-20.8%	-27.6%	94.3%	101.5%
净利润	198.7%	-8.9%	-39.6%	150.5%	79.0%
核心净利润	78.1%	-18.7%	-3.5%	56.8%	79.0%
获利能力					
毛利率	63.8%	56.8%	54.4%	53.7%	57.6%
EBITDA 利润率	26.3%	19.2%	17.0%	20.1%	28.2%
净利润率	14.6%	9.4%	4.9%	10.3%	15.4%
ROE	27.3%	8.4%	5.0%	11.9%	18.2%
ROIC	17.3%	6.5%	4.1%	9.5%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	0.0%	8.5%	4.8%	4.4%	3.8%
净资产负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.9x	3.1x	3.4x	3.8x	4.9x
速动比率	2.9x	3.1x	3.1x	3.3x	4.2x
营运能力					
存货周转率	54.9x	30.5x	11.8x	6.6x	4.7x
应收账款周转率	6.9x	4.1x	7.5x	7.9x	8.4x
应付账款周转率	3.1x	2.9x	3.6x	3.6x	3.6x
估值比率					
P/E	61.3x	15.2x	41.5x	16.6x	9.3x
P/B	16.8x	1.3x	2.1x	2.0x	1.7x
EV/EBITDA	11.6x	11.6x	10.7x	7.2x	3.8x
股息率	0.0%	2.2%	3.1%	1.8%	3.2%

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828