澳门博彩控股有限公司（880）

更新报告

买入

2015 年 3 月 3 日

14 年第四季度业绩符合预期，维持高派息率

- **14 年第四季度净利润同比倒退 36.6%：**澳博博彩收入同比减少 28.2%，环比下跌 5.7%，到 170.7 亿元；贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别录得-2.2%、-10.3%及-12.3%的环比增长。EBITDA 环比减少 10.5%到 15.7 亿元；EBITDA 率下降 0.5 个百分点到 9.1%。净利润环比倒退 14.9%到 13.0 亿元。公司的财务状况维持稳健，净现金达 234.3 亿元(相等于每股 4.1 元)。 扣除净现金，目前的估值相等于 15 年每股盈利的 7.4 倍；估值吸引。末期派发每股股息 0.62 元，全年派息率为 70%，维持高派息率。
- **新葡京娱乐场 EBITDA 率减少到 13.1%：**第四季度新葡京娱乐场的贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别环比增长-2.7%，-12.8%及-14.5%。EBITDA 率减少 1.4 个百分点到 13.1%的历史低位。2014 年，新葡京酒店的入住率为 93.2%，由于部分的客房从 2014 年的 7 月份开始进行装修。 预计 5%的客房会受影响；装修工程需时达 3 年。
- **回力球场的进展**：于 2014 年 2 月，公司暂停了回力球场的装修工程以待取得政府批文。待取得有关批文后，预计回力球场可于 15 年年底重开。届时，会增加大概 40 张赌枱及提供 130 间酒店客房；相信会跟海立方有一个正面的协同效应。
- **路凼项目**：于 2014 年 2 月 13 日，路凼项目「上葡京」举行了动土典礼。目前，大概有 600 名工人在工作。 预计项目将如期于 2017 年推出，预算建筑成本维持在 300 亿元左右。此项目的总楼面面积达 521,435 平方米，将设有 3 间五星级酒店（包括上葡京、Karl Lagerfeld 及 Palazzo Versace 酒店），共 2000 间酒店客房。
- **下调目标价至 14.50 港元，维持买入评级：**由于澳门博彩行业的增长继续放缓，我们把 15/16 年的收入及 EBITDA 下调 19.2%/25.2%及 23.9%/31.9%到 687.9/652.4 亿元及 63.9/59.0 亿元。同时，我们也把目标价下调至 14.5 港元。这是基于新葡京娱乐场、其他自行推广娱乐场及卫星娱乐场 10 倍、8 倍及 8 倍的 EBITDA 估值，和其他业务 8 倍的 EBITDA 估值。虽然行业短期前景还是不明郎，但我们相信长远增长空间还是存在。 由于澳博目前估值偏低加上股息收益率依然吸引(15/16 年分别为 5.9%/5.2%)， 我们维持买入评级。

王柏俊

852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

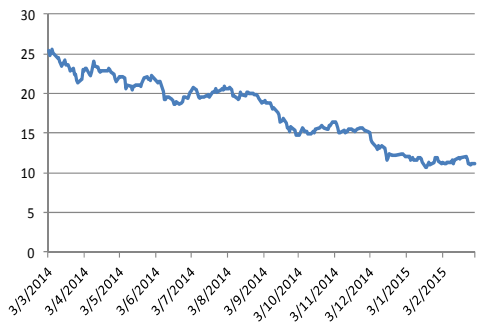
行业	博彩和娱乐
股价	11.20 港元
目标价	14.50 港元 (+29.5%)
股票代码	880
已发行股本	56.5 亿股
市值	636.2 亿港元
52 周高/低	25.33 /10.62 港元
每股净现值	4.37 港元
主要股东	SOC DE TURISMO E DIV DE MACAU (53.93%) ON KEI LEONG (8.10%) CAPITAL Group (7.06%) SHU FAI SO (2.71%)

盈利摘要

财务年度截至<12月31日>	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
净收入（港幣百万）	87,650.9	79,923.9	68,792.2	65,238.9	66,510.4
增长率（%）	10.2%	-8.8%	-13.9%	-5.2%	1.9%
博彩收入（港幣百万）	86,956.3	79,268.5	68,145.1	64,591.9	65,818.0
增长率（%）	10.2%	-8.8%	-14.0%	-5.2%	1.9%
EBITDA（港幣百万）	8,676.0	7,763.0	6,394.4	5,902.3	6,246.1
增长率（%）	13.7%	-10.5%	-17.6%	-7.7%	5.8%
净利润（港幣百万）	7,706.0	6,721.0	5,325.9	4,640.2	4,709.8
增长率（%）	14.2%	-12.8%	-20.8%	-12.9%	1.5%
每股盈利（港元）	1.39	1.20	0.95	0.83	0.84
市盈率（倍）	8.1	9.3	11.8	13.5	13.3
每股股息（港元）	1.00	0.84	0.66	0.58	0.59
股利收益率（%）	8.9%	7.5%	5.9%	5.2%	5.2%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

14 年第四季度业绩符合预期，维持高派息率

14 年第四季度净利润同比倒退 36.6%

澳博博彩收入同比减少 28.2%，环比下跌 5.7%，到 170.7 亿元；贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别录得-2.2%、-10.3%及-12.3%的环比增长。EBITDA 环比减少 10.5%到 15.7 亿元；EBITDA 率下降 0.5 个百分点到 9.1%。净利润环比倒退 14.9%到 13.0 亿元。

2014 年全年来看，澳博博彩收入同比下跌 8.8%到 792.7 亿元（贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别录得-13.8%、0.3%及-4.0%的增长）；EBITDA 同比减少 10.5%到 77.6 亿元；EBITDA 率减少 0.2 个百分点到 9.7%。净利润同比倒退 12.7%到 67.3 亿元。 公司的财务状况维持稳健，净现金达 234.3 亿元(相等于每股 4.1 元)。 扣除净现金，目前的估值相等于 15 年每股盈利的 7.4 倍；估值吸引。末期派发每股股息 0.62 元，全年派息率为 70%，维持高派息率。

新葡京娱乐场 EBITDA 率减少到 13.1%

第四季度新葡京娱乐场的贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别环比增长-2.7%，-12.8%及-14.5%。EBITDA 率减少 1.4 个百分点到 13.1%的历史低位。2014 年，新葡京酒店的入住率为 93.2%，由于部分的客房从 2014 年的 7 月份开始进行装修。 预计 5%的客房会受影响；装修工程需时达 3 年。

回力球场的进展

于 2014 年 2 月，公司暂停了回力球场的装修工程以待取得政府批文。待取得有关批文后，预计回力球场可于 15 年年底重开。届时，会增加大概 40 张赌枱及提供 130 间酒店客房；相信会跟海立方有一个正面的协同效应。

路凼项目

于2014年2月13日，路凼项目「上葡京」举行了动土典礼。目前，大概有600名工人在工作。 预计项目将如期于2017年推出，预算建筑成本维持在300亿元左右。此项目的总楼面面积达521,435平方米，将设有3间五星级酒店（包括上葡京、Karl Lagerfeld及Palazzo Versace酒店），共2000间酒店客房。

下调目标价至 14.50 港元，维持买入评级

由于澳门博彩行业的增长继续放缓，我们把 15/16 年的收入及 EBITDA 下调 19.2%/25.2%及 23.9%/31.9%到 687.9/652.4 亿元及 63.9/59.0 亿元。同时，我们也把目标价下调至 14.50 港元。这是基于新葡京娱乐场、其他自行推广娱乐场及卫星娱乐场 10 倍、8 倍及 8 倍的 EBITDA 估值，和其他业务 8 倍的 EBITDA 估值。虽然行业短期前景还是不明郎，但我们相信长远增长空间还是存在。 由于澳博目前估值偏低加上股息收益率依然吸引(15/16 年分别为 5.9%/5.2%)，我们维持买入评级。

重要风险

我们认为以下是一些比较重要的风险: 1) 经济增长比预期差、2) 政策风险、3) 市场分额在新项目出来之前可能会继续减少、4)经营成本上升可能对利润率有压力及 5) 如未来收入比预期少，每股股息可能比预期低。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附录 1：主要财务报表

损益表	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
博彩和酒店收入	**87,650.9**	**79,923.9**	**68,792.2**	**65,238.9**	**66,510.4**
博彩收入	86,956.3	79,268.5	68,145.1	64,591.9	65,818.0
博彩税	(33,425.2)	(30,495.8)	(26,235.9)	(24,867.9)	(25,339.9)
净博彩收入	53,531.1	48,772.7	41,909.3	39,724.0	40,478.1
其他收入	958.5	695.1	683.6	699.7	742.0
经营开支	(46,637.2)	(42,568.6)	(35,856.4)	(34,163.3)	(34,597.5)
EBITDA	**8,676.0**	**7,763.0**	**6,394.4**	**5,902.3**	**6,246.1**
营运收入	7,852.4	6,899.2	5,223.4	4,556.7	4,806.0
净财务开支	(89.5)	(72.6)	(76.2)	(79.8)	(216.2)
摊占联营公司溢利	6.2	26.0	26.0	26.0	26.0
摊占共同控制公司溢利	5.8	7.4	7.4	7.4	7.4
税前盈利	**7,774.9**	**6,860.0**	**5,418.7**	**4,733.0**	**4,804.3**
所得税	(52.5)	(88.3)	(42.1)	(42.1)	(43.8)
税后盈利	**7,722.4**	**6,771.7**	**5,376.6**	**4,690.9**	**4,760.5**
少数股东应占利润	(16.4)	(50.7)	(50.7)	(50.7)	(50.7)
股权持有人应占利润	7,706.0	6,721.0	5,325.9	4,640.2	4,709.8

财务分析	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
增长					
博彩和酒店收入	10.2%	-8.8%	-13.9%	-5.2%	1.9%
博彩收入	10.2%	-8.8%	-14.0%	-5.2%	1.9%
EBITDA	13.7%	-10.5%	-17.6%	-7.7%	5.8%
净利润	14.2%	-12.8%	-20.8%	-12.9%	1.5%
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	9.9%	9.7%	9.3%	9.0%	9.4%
净利率 (%)	8.8%	8.4%	7.7%	7.1%	7.1%
营运表现					
营运开支/收入(%)	53.2%	53.3%	52.1%	52.4%	52.0%
实际税率 (%)	0.7%	1.3%	0.8%	0.9%	0.9%
财务状况					
负债/股本	6.4%	4.0%	4.1%	3.9%	17.3%
财务杠杆度	180.6%	169.8%	168.5%	167.7%	180.6%
ROA	18.2%	16.0%	12.0%	10.0%	9.0%
ROE	32.9%	27.2%	20.3%	16.8%	16.2%
股息收益率 (%)	8.9%	7.5%	5.9%	5.2%	5.3%

资产负债表	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
现金	11,145.4	9,546.8	8,004.4	3,853.4	3,838.8
银行存款	14,953.9	14,345.6	14,345.6	14,345.6	14,345.6
应收账款	1,509.5	2,093.9	2,273.1	2,467.7	2,678.9
存货	62.4	63.0	63.0	63.0	63.0
其他流动资产	154.7	78.7	78.7	78.7	78.7
总流动资产	**27,825.9**	**26,128.0**	**24,764.8**	**20,808.3**	**21,005.0**
固定资产	8,325.3	11,431.4	15,308.2	21,509.8	27,611.2
已抵押银行存款	633.7	525.9	525.9	525.9	525.9
无形资产	20.5	14.2	7.7	1.3	0.0
土地使用权	2,771.0	2,728.9	2,687.4	2,646.6	2,606.4
其他	2,792.1	1,386.7	1,386.7	1,386.7	1,386.7
总资产	**42,368.5**	**42,215.1**	**44,680.8**	**46,878.6**	**53,135.2**
应付帐款	15,318.9	14,383.4	15,102.6	15,857.7	16,650.6
短期负债	318.3	257.9	400.0	500.0	4,500.0
其他	384.8	391.3	391.3	391.3	391.3
总短期负债	**16,022.0**	**15,032.6**	**15,893.9**	**16,749.0**	**21,541.9**
长期银行贷款	1,191.2	733.1	689.0	589.0	589.0
其他负债	1,700.1	1,587.1	1,587.1	1,587.1	1,587.1
总负债	**18,913.3**	**17,352.8**	**18,170.0**	**18,925.1**	**23,718.0**
公司擁有人應佔權益	23,403.1	24,764.0	26,361.8	27,753.8	29,166.7
少数股东权益	52.1	98.3	149.0	199.7	250.4
股东权益	**23,455.2**	**24,862.3**	**26,510.8**	**27,953.5**	**29,417.1**

现金流量表	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
税前盈利	7,774.9	6,860.0	5,418.7	4,733.0	4,804.3
折旧及摊销	1,187.5	1,142.0	1,171.1	1,345.6	1,440.1
营运资金变化	959.0	(1,520.5)	540.0	560.6	581.7
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(64.5)	(121.7)	(42.1)	(42.1)	(43.8)
营运现金流	**9,856.9**	**6,359.8**	**7,087.6**	**6,597.1**	**6,782.3**
资本开支	(1,331.6)	(4,199.6)	(5,000.0)	(7,500.0)	(7,500.0)
其他投资活动	(30.3)	65.7	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	**(1,361.9)**	**(4,133.9)**	**(5,000.0)**	**(7,500.0)**	**(7,500.0)**
负债变化	(219.0)	(518.5)	98.0	0.0	4,000.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(5,551.9)	(4,704.7)	(3,728.1)	(3,248.1)	(3,296.8)
其他融资活动	(3,510.5)	1,394.5	4.3	0.0	0.0
融资活动现金流	**(9,281.4)**	**(3,828.7)**	**(3,625.8)**	**(3,248.1)**	**703.2**
现金变化	**(786.4)**	**(1,602.8)**	**(1,538.2)**	**(4,151.0)**	**(14.6)**
期初持有现金	11,931.8	11,145.4	9,542.6	8,004.4	3,853.4
期末持有现金	11,145.4	9,542.6	8,004.4	3,853.4	3,838.8

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。