



买入

18% ↑

目标价格: 港币 42.06

原目标价格: 港币 70.51

0027.HK

价格: 港币 35.50

目标价格基础: 现金流折现

板块评级: 中立

银河娱乐

行业领军地位不变

银河娱乐 2014 年净利润低于市场预期和中银国际预测, 主要是因为劳动力成本和其他费用支出高涨, 预计 2015 年利润率继续下滑。但是, 我们仍然认为银河娱乐是澳门博彩行业最有力的竞争者, 随着新酒店开业, 今年下半年起市场份额还将扩大。因此我们下调了盈利预测, 但认为市场预期已经发生改变, 2016 年的估值具有吸引力。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 利润不及预期, 但已体现在股价中。银河娱乐收入为 718 亿港元, 同比增长 9%, 符合市场预期和中银国际预测。在公司业绩发布前, 市场已经多次下调收入预测。调整后息税折旧前利润为 132 亿港元, 同比增长 5%, 符合市场预期但比中银国际预测值低 8%。净利润同比增长 3% 至 103 亿港元, 比市场预期和中银国际预测值分别低 8% 和 15%, 主要是因为超预期的劳动力成本和其他费用支出。另外公司再次宣布每股派发 0.28 港币的特别股息, 由此 2014 年整体股息支付率达到约 59%。
- 利润率下滑。2014 年调整后息税折旧前利润和净利润率分别从 19.0% 和 15.2% 下降至 18.4% 和 14.4%。预计下滑趋势还将延续。我们预测调整后息税折旧前利润和净利润率分别为 17.0% 和 13.5%, 一方面基于新招聘的 8000 名员工会推高劳动力成本, 另一方面为宣传新开业的澳门银河二期和澳门百老汇, 也将产生更多费用支出。
- 2015 年经营状况更佳。尽管博彩中介人不再出没于星际酒店, 但我们相信澳门银河还将继续接待顶级中介人, 即使是即将开业的二期项目也能吸引到这类人士。另外澳门银河中场赌桌数目上限增加, 不能贷款但可以现金支付的高端客户数目将会增长。
- 盈利调整。鉴于星际酒店各项博彩业务收入增长率大幅下滑, 我们下调了 2015 年盈利预测。澳门银河二期开业后, 今年下半年起市场份额将会增加, 从而缩小收入下滑幅度。预计 2015 年收入、调整后息税折旧前利润和净利润分别下降 8%、15.6% 和 14.2%。

估值

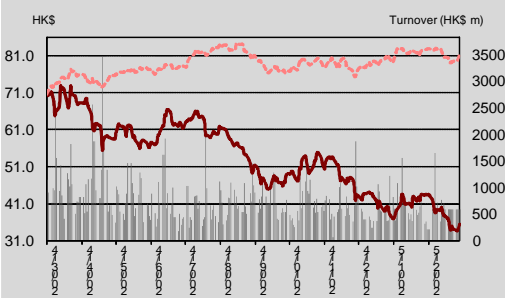
- 维持买入评级。我们看好新酒店开业后的市场前景, 并且相信市场预期已经发生变化, 因此认为银河娱乐的估值具有吸引力。目前股价对应 9.8 倍 2016 年预期企业价值/息税折旧前利润和 13.6 倍 2016 年预期市盈率。维持买入评级, 并将目标价下调至 42.06 港币。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(港币百万)	66,033	71,752	65,656	75,955	82,151
变动(%)	16	9	(8)	16	8
调整后息税折旧前利润	12,575	13,223	11,159	13,637	15,938
净利润(港币百万)	10,052	10,340	8,869	11,226	13,399
每股收益(港币)	2.387	2.411	2.068	2.617	3.124
变动(%)	35.5	2.9	(14.2)	26.6	19.4
市场预期每股收益(港币)	-	2.690	2.870	3.458	2.930
先前预测每股收益(港币)	-	-	3.482	4.557	N/A
调整幅度(%)	-	-	(40.6)	(42.3)	N/A
市盈率(倍)	14.9	14.7	17.2	13.6	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	10.1	12.0	9.8	8.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.7)	(18.3)	(18.1)	(50.7)
相对恒生中国企业指数	(22.3)	(16.8)	(24.0)	(64.1)

发行股数(百万)	4,289
流通股(%)	31
流通股市值(港币百万)	152,274
3个月日均交易额(港币百万)	601
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
吕志和博士及其家族	69

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 3 月 19 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 博彩

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

*陈耿为本报告重要贡献者

损益表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	66,033	71,752	65,656	75,955	82,151
销售成本	0	0	0	0	0
经营费用	(53,589)	(59,433)	(54,668)	(62,497)	(66,401)
息税折旧前利润	12,575	13,223	11,159	13,637	15,938
折旧及摊销	(1,950)	(1,884)	(1,979)	(2,078)	(2,181)
经营利润 (息税前利润)	10,494	10,435	9,010	11,380	13,568
净利息收入/(费用)	(598)	(33)	(66)	(66)	(66)
其他收益/(损失)	141	163	171	179	188
税前利润	10,037	10,564	9,114	11,493	13,690
所得税	18	(202)	(222)	(244)	(269)
少数股东权益	(3)	(23)	(23)	(23)	(23)
净利润	10,052	10,340	8,869	11,226	13,399
核心净利润	10,052	10,340	8,869	11,226	13,399
每股收益(港币)	2.387	2.411	2.068	2.617	3.124
核心每股收益(港币)	2.387	2.411	2.068	2.617	3.124
每股股息(港币)	0.0	1.430	0.0	0.0	0.0
收入增长(%)	16	9	(8)	16	8
息税前利润增长(%)	34	(1)	(14)	26	19
息税折旧前利润增长(%)	28	5	(16)	22	17
每股收益增长(%)	35	2.9	(14)	27	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	10,037	10,564	9,114	11,493	13,690
折旧与摊销	1,950	1,884	1,979	2,078	2,181
净利息费用	598	33	66	66	66
运营资本变动	1,086	(316)	(11)	(17)	(18)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(675)	(145)	(92)	(93)	(94)
经营活动产生的现金流	12,996	12,021	11,056	13,527	15,826
购买固定资产净值	(6,948)	(3,604)	(4,000)	(5,000)	(4,999)
投资减少/增加	(152)	(152)	(152)	(152)	(152)
其他投资现金流	12	12	12	12	12
投资活动产生的现金流	(7,088)	(3,744)	(4,140)	(5,140)	(5,139)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3,064)	(3,540)	0	0	0
支付股息	0	(6,134)	0	0	0
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(3,064)	(9,674)	0	0	0
现金变动	2,845	(1,397)	6,916	8,387	10,687
期初现金	8,907	11,752	10,355	17,271	25,658
公司自由现金流	5,908	8,277	6,916	8,387	10,687
权益自由现金流	2,845	4,737	6,916	8,387	10,687

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (港币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	11,752	10,355	17,271	25,658	36,344
应收帐款	1,975	1,982	1,992	2,002	2,012
库存	134	143	145	152	159
其他流动资产	369	346	346	346	346
流动资产总计	14,230	12,827	19,754	28,158	38,862
固定资产	28,333	35,627	35,846	36,065	36,284
无形资产	1,715	1,516	1,441	1,368	1,300
其他长期资产	1,978	1,869	2,040	2,219	2,407
长期资产总计	32,027	39,012	39,326	39,653	39,991
总资产	46,257	51,839	59,080	67,810	78,853
应付帐款	11,412	11,112	11,112	11,112	11,112
短期债务	406	412	412	412	412
其他流动负债	57	60	25	25	25
流动负债总计	11,875	11,583	11,549	11,549	11,549
长期借款	237	576	576	576	576
其他长期负债	1,091	690	346	347	348
股本	422	19,775	19,775	19,775	19,775
储备	32,019	18,594	26,237	34,991	46,058
股东权益	32,441	38,369	46,012	54,766	65,832
少数股东权益	613	620	597	572	548
总负债及权益	46,257	51,839	59,080	67,811	78,853
每股帐面价值(港币)	7.70	8.95	10.73	12.77	15.35
每股有形资产(港币)	7.30	8.59	10.39	12.45	15.04
每股净负债/(现金)(港币)	(2.64)	(2.18)	(3.80)	(5.75)	(8.24)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19	18.4	17	18	19.4
息税前利润率(%)	15.9	14.5	13.7	15	16.5
税前利润率(%)	15.2	14.7	13.9	15.1	16.7
净利率(%)	15.2	14.4	13.5	14.8	16.3
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.1	1.7	2.4	3.4
利息覆盖率(倍)	17.5	317.7	136.5	172.4	205.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.1	1.7	2.4	3.4
估值					
市盈率(倍)	14.9	14.7	17.2	13.6	11.4
核心业务市盈率(倍)	17.6	17.5	20.3	16.1	13.5
市净率(倍)	4.6	4	3.3	2.8	2.3
价格/现金流(倍)	11.5	12.7	13.8	11.3	9.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.6	10.1	12	9.8	8.4
周转率					
存货周转天数	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
应收帐款周转天数	10.9	10.1	11.1	9.6	8.9
应付帐款周转天数	63.1	56.5	61.8	53.4	49.4
回报率					
股息支付率(%)	0	59.3	0	0	0
净资产收益率(%)	31	26.9	19.3	20.5	20.4
资产收益率(%)	22.7	19.7	14.9	16.4	16.9
已运用资本收益率(%)	31.1	26.1	18.9	20.2	20.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371