

买入

2014年8月19日

14年第二季度收益增长 16%，EBITDA 增长 15%

- **银河 14 年第二季度业绩表现:** 于 2014 年第二季度，银河收益同比增长 16% 到 181.9 亿港元；经调整 EBITDA 同比增长 15% 至 34.6 亿港元，经调整 EBITDA 率达 19.0%。总体来看，自营贵宾及中场博彩业务分别同比增长 17% 及 21%。「澳门银河™」收益同比增长 32% 至 121.4 亿港元左右，经调整 EBITDA 上升 27% 至 26.5 亿港元。星际酒店收益同比下跌 5% 至 54.9 亿港元，经调整 EBITDA 同比减少 7% 到 8.2 亿港元（受贵宾赌枱净赢率下跌的影响）。
- **其他发展项目的进展:** 「澳门银河™」第二期的预算及建筑工程进度符合预期。预计明年年中应可以推出。「澳门银河™」第三、四期的预算为 500-600 亿港元；预计建筑工程应会在今年年底开始。金都综合楼将定位于中场，预计 2015 年年初会重新开业。另外，公司已达成横琴岛项目的框架协议，预算耗资 100 亿元去把一幅 2.7 平方公里之土地发展为一个世界级渡假胜地。
- **提升员工薪酬有助保留人才:** 为反映强大的团队及每个成员所担当的角色对公司持续取得成功的重要性，银河最近向全体 16,000 名澳门员工宣布提升员工薪酬计划。由明年开始，澳门将陆续有新娱乐场的供应，届时娱乐场对员工的需求将大幅提升。我们相信银河的员工薪酬提升计划将有助保留公司的人才及保持其竞争力，以促进公司未来的发展。
- **稳健的财政状况，持有 113 亿港元净现金:** 银河的财政状况维持稳健，净负债比率是零。目前，公司手持现金 144 亿港元；净现金为 141 亿港元，每股净现金大概为 3.3 港元。
- **维持买入评级，目标价 86.3 港元:** 由于银河维持良好的增长、财政状况稳健及我们继续长期看好公司的未来发展，我们维持买入评级。目标价为 86.3 港元，相等于 2014 年预测每股盈利的 20.7 倍再加上「澳门银河™」第二期新项目 19.7 港元的每股价值和「澳门银河™」第三、四期 1.2 百万平米土地的每股 3.3 港元价值。
- **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) 来自其他经营者的竞争及 4) 中场博彩业务增长比预期差。

王柏俊

852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

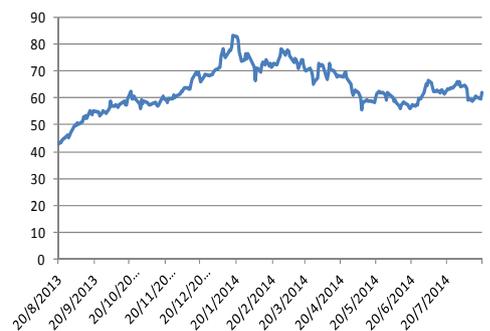
行业	博彩和娱乐
股价	61.9 港元
目标价	86.3 港元 (+39.4%)
股票代码	27
已发行股本	42.4 亿股
市值	2541.4 亿港元
52 周高/低	83.55/41.73 港元
每股净现值	8.44 港元
主要股东	CITY LION PROFITS LTD (30.97%)  Waddell & Reed Financial (7.05%)  Super Focus (3.34%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (百万港元)	56,746.0	66,032.0	77,805.0	96,430.3	125,685.5
变动 (%)	37.8%	16.4%	17.8%	23.9%	30.3%
博彩娱乐收入 (百万港元)	54,696.0	63,620.0	75,107.2	93,366.8	122,163.7
变动 (%)	38.1%	16.3%	18.1%	24.3%	30.8%
EBITDA (百万港元)	9,847.0	12,575.0	14,963.4	18,845.7	25,163.9
变动 (%)	71.3%	27.7%	19.0%	25.9%	33.5%
净利润 (百万港元)	7,377.8	10,051.8	13,000.9	16,479.2	22,372.1
变动 (%)	145.6%	36.2%	29.3%	26.8%	35.8%
每股收益(港元)	1.73	2.35	3.06	3.87	5.26
市盈率(倍)	35.70	26.36	20.26	15.98	11.77
每股股息(港元)	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00
股息现价比(%)	0%	1%	0%	0%	0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

## 14年第二季度收益增长16%，EBITDA增长15%

### 银河14年第二季度业绩表现

于2014年第二季度，银河收益同比增长16%到181.9亿港元；经调整EBITDA同比增长15%至34.6亿港元，经调整EBITDA率达19.0%。总体来看，自营贵宾及中场博彩业务分别同比增长17%及21%。

分物业看，「澳门银河™」收益同比增长32%至121.4亿港元左右，经调整EBITDA上升27%至26.5亿港元，经调整EBITDA率为21.8%。贵宾赌枱转码数为2,643.4亿港元，同比增长48%。贵宾厅博彩的净赢率为3.2%，略低于去年同期的3.3%。贵宾赌枱收益同比增长40%到83.6亿港元。中场博彩投注额为69.4亿港元，同比增长1.0%。净赢率为43.5%。中场博彩收益同比增长19%到30.2亿港元。角子机博彩投注额为88.2亿港元，同比增长13%。净赢率为4.4%。角子机博彩收益同比增长0.3%到3.8亿港元。

星际酒店收益同比下跌5%至54.9亿港元，经调整EBITDA同比减少7%到8.2亿港元（受贵宾赌枱净赢率下跌的影响），经调整EBITDA率为15%，与去年相若。贵宾赌枱转码数为1,684.6亿港元，同比增长4%；净赢率从去年的2.9%下跌到2.5%。贵宾赌枱收益同比减少11%到42.6亿港元。中场博彩投注额为28.7亿港元，同比增长8%。净赢率为37.6%。中场博彩收益同比增长28%到10.9亿港元。角子机博彩投注额为7.3亿港元，同比减少6%。净赢率为6.6%，角子机博彩收益与去年持平，为0.5亿港元。

整个上半年来看，银河收益同比增长25%到384亿港元；经调整EBITDA同比增长26%至73亿港元，经调整EBITDA率达19.0%左右。净利润同比增长29%到60亿港元。公司预计在14年10月31日派发特别股息，为每股0.45港元。

### 其他发展项目的进展

「澳门银河™」第二期的预算及建筑工程进度符合预期。预计明年年中应可以推出。「澳门银河™」第三、四期的预算为500-600亿港元；预计建筑工程应会在今年年底开始。金都综合楼将定位于中场，预计2015年年初会重新开业。另外，公司已达成横琴岛项目的框架协议，预算耗资100亿元去把一幅2.7平方公里之土地发展为一个世界级渡假胜地。

### 提升员工薪酬有助保留人才

为反映强大的团队及每个成员所担当的角色对公司持续取得成功的重要性，银河最近向全体16,000名澳门员工宣布提升员工薪酬计划。由明年开始，澳门将陆续有新娱乐场的供应，届时娱乐场对员工的需求将大幅提升。我们相信银河的员工薪酬提升计划将有助保留公司的人才及保持其竞争力，以促进公司未来的发展。

### 稳健的财政状况，持有141亿港元净现金

银河的财政状况维持稳健，净负债比率是零。目前，公司手持现金144亿港元；净现金为141亿港元，每股净现金大概为3.3港元。

### 维持买入评级，目标价86.3港元

由于银河维持良好的增长、财政状况稳健及我们继续长期看好公司的未来发展，我们维持买入评级。目标价为86.3港元，相等于2014年预测每股盈利的20.7倍再加上「澳门银河™」第二期新项目19.7港元的每股价值和「澳门银河™」

第三、四期 1.2 百万平米土地的每股 3.3 港元价值。

图表 1: 银河的估值

现有业务	EBITDA 2014	倍数	估值	% 权益价值
「澳门银河™」第一期	10,906.0	18.0	196,307.4	73.0%
星际酒店	4,102.7	14.0	57,437.4	21.3%
城市娱乐会	187.9	12.0	2,255.0	0.8%
建筑业务	554.3	12.0	6,652.1	2.5%
企业开支	(787.5)	12.0	(9,450.3)	-3.5%
企业价值			253,201.6	94.1%
净(负债)/现金			15,865.7	5.9%
权益价值(百万港元)			269,067.3	
發行股本 (百万)			4,254.5	
现有业务每股价值(港)		63.2		
「澳门银河™」第二期新项目每股价值		19.7		
「澳门银河™」第三、四期每股土地价值		3.3		
目标价 (港元)		86.3		

资料来源: 第一上海

### 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) 来自其他经营者的竞争及 4) 中场博彩业务增长比预期差。



## 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,而第一上海或其关联人士不会对因使用/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。第一上海或其关联人士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。第一上海或其关联人士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。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。