

买入

2014年8月14日

14年第二季度业绩好于预期

➤ **14年第二季度业绩环比增长 7.8%:** 澳博博彩收入环比下跌 6.4%到 213.2 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-9.0%、-2.2%及 2.4%的环比增长。EBITDA 环比增长 2.9%到 22.5 亿元; EBITDA 率提升 1 个百分点到 10.5%, 受益于新葡京娱乐场及其他自行推广娱乐场 EBITDA 率的提高 (环比分别增加 1.8 个百分点及 3.1 个百分点)。净利润环比增长 7.8%到 20.2 亿元。

整个年上半年来看, 澳博博彩收入同比增长 4.7%到 444.5 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-5.1%、29.1%及-8.0%的增长。EBITDA 同比增长 4.1%到 44.4 亿元; EBITDA 率基本持平, 为 10.0%。净利润同比增长 1.9%到 39.0 亿元。中期派发每股股息 0.22 港元。公司的财务状况维持稳健, 净现金达 254 亿元(相等于每股 4.6 元)。扣除净现金, 目前的估值相等于 14 年每股盈利的 10.1 倍; 估值吸引。

➤ **新葡京娱乐场 EBITDA 率增加 3.1 个百分点:** 第二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-8.5%、10.4%及 3.3%。EBITDA 率增加 3.1 个百分点到 15.9%, 受益于中长业务的增长及贡献。公司计划于今年下半年新增 14 张高端中场赌枱及从其他区域转调 7 张赌枱至有高收益的一楼, 以及于二楼增设电子赌枱游戏。我们相信这些优化可以提升新葡京娱乐场的竞争力。

➤ **回力球场的进展:** 回力球场装修工程的进展有点延误, 还在等待一些政府部门的允许, 预计 15 年年初能完成工程。

➤ **下调目标价至 25.7 港元, 维持买入评级:** 由于澳门博彩行业的增长有点放缓及未来的发展也有不确定性, 我们把 14 年的收入及 EBITDA 分别下调 2%及 1%和把路凶新项目的每股价值下调至 2.8 港元。因此, 我们也把目标价下调至 25.7 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 12 倍、10 倍及 10 倍的 EBITDA 估值, 和其他业务 10 倍的 EBITDA 估值再加上路凶新项目 2.8 港元的每股价值。但由于澳博总体博彩表现还是理想及股息收益率吸引 (14/15 年分别为 5.7% 及 6.1%), 我们维持买入评级。

王柏俊

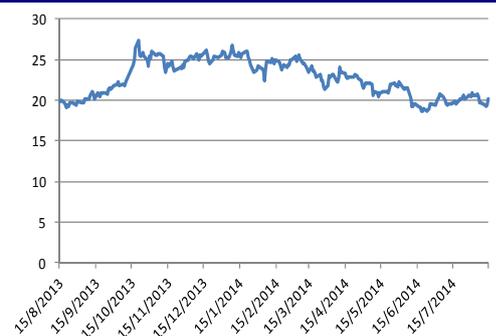
852 2532 1915
Patrick.wong@firstshanghai.com.hk
主要数据

| | |
|---------|--|
| 行业 | 博彩和娱乐 |
| 股价 | 19.4 港元 |
| 目标价 | 25.7 港元 (+32%) |
| 股票代码 | 880 |
| 已发行股本 | 56.5 亿股 |
| 市值 | 1096.1 亿港元 |
| 52 周高/低 | 27.6 / 18.6 港元 |
| 每股净现值 | 4.2 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> | 2012实际 | 2013实际 | 2014预测 | 2015预测 | 2016预测 |
|----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 净收入 (港币百万) | 79,518.9 | 87,650.9 | 93,391.3 | 101,763.0 | 110,922.5 |
| 增长率 (%) | 4.5% | 10.2% | 6.5% | 9.0% | 9.0% |
| 博彩收入 (港币百万) | 78,884.1 | 86,956.3 | 92,658.7 | 100,980.0 | 110,085.4 |
| 增长率 (%) | 4.5% | 10.2% | 6.6% | 9.0% | 9.0% |
| EBITDA (港币百万) | 7,631.0 | 8,676.0 | 9,241.6 | 9,932.9 | 10,970.2 |
| 增长率 (%) | 10.2% | 13.7% | 6.5% | 7.5% | 10.4% |
| 净利润 (港币百万) | 6,745.4 | 7,706.0 | 8,132.9 | 8,766.9 | 9,776.9 |
| 增长率 (%) | 27.1% | 14.2% | 5.5% | 7.8% | 11.5% |
| 每股盈利 (港元) | 1.22 | 1.39 | 1.47 | 1.58 | 1.76 |
| 市盈率 (倍) | 16.0 | 14.0 | 13.3 | 12.3 | 11.0 |
| 每股股息 (港元) | 0.91 | 1.00 | 1.10 | 1.19 | 1.32 |
| 股利收益率 (%) | 4.5% | 5.1% | 5.7% | 6.1% | 6.8% |

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: 彭博

14年第二季度业绩好于预期

14年第二季度业绩环比增长7.8%

澳博博彩收入环比下跌6.4%到213.2亿元；贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别录得-9.0%、-2.2%及2.4%的环比增长。EBITDA 环比增长2.9%到22.5亿元；EBITDA 率提升1个百分点到10.5%，受益于新葡京娱乐场及其他自行推广娱乐场 EBITDA 率的提高（环比分别增加1.8个百分点及3.1个百分点）。净利润环比增长7.8%到20.2亿元。

整个年上半年来看，澳博博彩收入同比增长4.7%到444.5亿元；贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别录得-5.1%、29.1%及-8.0%的增长。EBITDA 同比增长4.1%到44.4亿元；EBITDA 率基本持平，为10.0%。净利润同比增长1.9%到39.0亿元。中期派发每股股息0.22港元。公司的财务状况维持稳健，净现金达254亿元（相等于每股4.6元）。扣除净现金，目前的估值相等于14年每股盈利的10.1倍；估值吸引。

新葡京娱乐场 EBITDA 率增加3.1个百分点

第二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-8.5%、10.4%及3.3%。EBITDA 率增加3.1个百分点到15.9%，受益于中长业务的增长及贡献。公司计划于今年下半年新增14张高端中场赌枱及从其他区域转调7张赌枱至高收益的一楼，以及于二楼增设电子赌枱游戏。我们相信这些优化可以提升新葡京娱乐场的竞争力。

回力球场的进展

回力球场装修工程的进展有点延误，还在等待一些政府部门的允许，预计15年年初能完成工程。

下调目标价至25.7港元，维持买入评级

由于澳门博彩行业的增长有点放缓及未来的发展也有不确定性，我们把14年的收入及EBITDA 分别下调2%及1%和把路函新项目的每股价值下调至2.8港元。因此，我们也把目标价下调至25.7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12倍、10倍及10倍的EBITDA 估值，和其他业务10倍的EBITDA 估值再加上路函新项目2.8港元的每股价值。但由于澳博总体博彩表现还是理想及股息收益率吸引（14/15年分别为5.7%及6.1%），我们维持买入评级。

图表 1: 澳博的估值

| 现有业务 | EBITDA 2014 | 倍数 | 估值 | % 权益价值 |
|------------|-------------|-----|---------------|--------|
| 新葡京娛樂場 | 4,960.8 | 12x | 59,033.7 | 46.5% |
| 其他自行推广娱乐场 | 1,841.8 | 10x | 18,417.9 | 14.5% |
| 卫星娱乐场 | 1,981.8 | 10x | 19,818.0 | 15.6% |
| 其他业务(包括酒店) | 457.1 | 10x | 4,571.5 | 3.6% |
| 企业价值 | | | 101,841.1 | 0.0% |
| 净(负债)/现金 | | | 25,223.5 | 19.9% |
| 权益价值(百万港元) | | | 127,064.6 | |
| 發行股本 (百万) | | | 5,548 | |
| | | | 现有业务每股价值(港元) | 22.9 |
| | | | 路氹新项目每股价值(港元) | 2.8 |
| | | | 目标价(港元) | 25.7 |

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) 中长业务增长比预期低及 4) 来自于路氹娱乐场的竞争。

附录 1: 主要财务报表

| 损益表 | 2012实际 | 2013实际 | 2014预测 | 2015预测 | 2016预测 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 博彩和酒店收入 | 79,518.9 | 87,650.9 | 93,391.3 | 101,763.0 | 110,922.5 |
| 博彩收入 | 78,884.1 | 86,956.3 | 92,658.7 | 100,980.0 | 110,085.4 |
| 博彩税 | (30,353.7) | (33,425.2) | (35,673.6) | (38,877.3) | (42,382.9) |
| 净博彩收入 | 48,530.4 | 53,531.1 | 56,985.1 | 62,102.7 | 67,702.5 |
| 其他收入 | 781.2 | 958.5 | 876.6 | 928.1 | 982.9 |
| 经营开支 | (42,360.9) | (46,637.2) | (48,200.7) | (52,658.4) | (57,254.6) |
| EBITDA | 7,631.0 | 8,676.0 | 9,241.6 | 9,932.9 | 10,970.2 |
| 营运收入 | 6,950.7 | 7,852.4 | 8,004.9 | 8,638.3 | 9,642.6 |
| 净财务开支 | (115.6) | (89.5) | (77.7) | (90.0) | (102.5) |
| 摊占联营公司溢利 | (16.0) | 6.2 | 6.2 | 6.2 | 6.2 |
| 摊占共同控制公司溢利 | 7.5 | 5.8 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| 税前盈利 | 6,826.6 | 7,774.9 | 8,199.7 | 8,836.0 | 9,848.4 |
| 所得税 | (74.9) | (52.5) | (50.4) | (52.7) | (55.1) |
| 税后盈利 | 6,751.7 | 7,722.4 | 8,149.3 | 8,783.3 | 9,793.3 |
| 少数股东应占利润 | (6.3) | (16.4) | (16.4) | (16.4) | (16.4) |
| 股权持有人应占利润 | 6,745.4 | 7,706.0 | 8,132.9 | 8,766.9 | 9,776.9 |

| 资产负债表 | 2012实际 | 2013实际 | 2014预测 | 2015预测 | 2016预测 |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 现金 | 11,931.8 | 11,145.4 | 12,658.9 | 14,725.7 | 16,806.2 |
| 银行存款 | 11,495.8 | 14,953.9 | 14,953.9 | 14,953.9 | 14,953.9 |
| 应收账款 | 1,706.8 | 1,509.5 | 1,638.7 | 1,779.0 | 1,931.2 |
| 存货 | 63.8 | 62.4 | 62.4 | 62.4 | 62.4 |
| 其他流动资产 | 85.1 | 154.7 | 154.7 | 154.7 | 154.7 |
| 总流动资产 | 25,283.3 | 27,825.9 | 29,468.6 | 31,675.7 | 33,908.4 |
| 固定资产 | 8,130.8 | 8,325.3 | 9,638.4 | 10,892.8 | 12,113.4 |
| 已抵押银行存款 | 645.8 | 633.7 | 633.7 | 633.7 | 633.7 |
| 无形资产 | 26.9 | 20.5 | 14.1 | 7.7 | 1.3 |
| 土地使用权 | 739.7 | 2,771.0 | 2,727.7 | 2,685.1 | 2,643.1 |
| 其他 | 2,467.3 | 2,792.1 | 2,792.1 | 2,792.1 | 2,792.1 |
| 总资产 | 37,293.8 | 42,368.5 | 45,274.6 | 48,687.0 | 52,092.0 |
| 应付账款 | 14,558.6 | 15,318.9 | 16,084.8 | 16,889.1 | 17,733.5 |
| 短期负债 | 237.9 | 318.3 | 0.0 | 400.0 | 500.0 |
| 其他 | 111.5 | 384.8 | 384.8 | 384.8 | 384.8 |
| 总短期负债 | 14,908.0 | 16,022.0 | 16,469.6 | 17,673.9 | 18,618.3 |
| 长期银行贷款 | 1,490.6 | 1,191.2 | 1,600.0 | 1,600.0 | 1,600.0 |
| 其他负债 | 981.2 | 1,700.1 | 1,700.1 | 1,700.1 | 1,700.1 |
| 总负债 | 17,379.8 | 18,913.3 | 19,769.7 | 20,974.0 | 21,918.4 |
| 公司拥有人应占权益 | 19,878.2 | 23,403.1 | 25,436.3 | 27,628.0 | 30,072.3 |
| 少数股东权益 | 35.8 | 52.1 | 68.5 | 84.9 | 101.3 |
| 股东权益 | 19,914.0 | 23,455.2 | 25,504.8 | 27,712.9 | 30,173.6 |

| 现金流量表 | 2012实际 | 2013实际 | 2014预测 | 2015预测 | 2016预测 |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 税前盈利 | 6,826.6 | 7,774.9 | 8,199.7 | 8,836.0 | 9,848.4 |
| 折旧及摊销 | 1,169.3 | 1,187.5 | 1,236.6 | 1,294.7 | 1,327.7 |
| 营运资金变化 | 2,835.7 | 959.0 | 636.7 | 664.0 | 692.2 |
| 其他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运现金流 | 10,765.2 | 9,866.9 | 10,022.7 | 10,741.9 | 11,813.2 |
| 资本开支 | (796.0) | (1,331.6) | (2,500.0) | (2,500.0) | (2,500.0) |
| 其他投资活动 | (475.2) | (30.3) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资活动现金流 | (1,271.2) | (1,361.9) | (2,500.0) | (2,500.0) | (2,500.0) |
| 负债变化 | (1,343.5) | (219.0) | 90.5 | 400.0 | 100.0 |
| 股本变化 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股息 | (5,059.1) | (5,551.9) | (6,099.7) | (6,575.2) | (7,332.7) |
| 其他融资活动 | 0.0 | (3,510.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 融资活动现金流 | (6,402.6) | (9,281.4) | (6,009.2) | (6,175.2) | (7,232.7) |
| 现金变化 | 3,091.5 | (786.4) | 1,513.5 | 2,066.8 | 2,080.5 |
| 期初持有现金 | 14,559.9 | 11,931.8 | 11,145.4 | 12,658.9 | 14,725.7 |
| 期末持有现金 | 11,931.8 | 11,145.4 | 12,658.9 | 14,725.7 | 16,806.2 |

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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。