

澳门博彩控股有限公司 (880 HK)

评级：增持；目标价：HK\$8.7

19年第二季业绩符合预期；上葡京延迟开幕

19年第二季业绩符合预期，受惠即日旅客增长带动

澳博控股第二季净收入 84.1 亿港元(同比减少 2.1%)；经调整 EBITDA 为 10.03 亿港元(同比增长 3.2%)，与我们预期一致(9.97 亿港元)。期内，贵宾厅转码数为 1,180 亿港元(同比减少 31.7%)；中场赌枱毛收入为 62 亿港元(同比增长 8.1%)，我们认为主要受益于港珠澳大桥带来的客流量，而澳博的赌场集中在半岛区域，明显受惠即日旅客增长的带动。今年上半年新葡京日均访客为 35,000 名，较 18 年同期的 31,000 名增长 12.9%。第二季，集团在葡京、回力及海立方等自营娱乐场共新增 25 张中场赌枱，证明公司能够因应市场变化调拨资源，成功提升中场收入。

收入结构优化，成本管理奏效，EBITDA 利润率持续改善

第二季集团经调整 EBITDA 利润率为 11.9%(同比提升 0.6 个百分点)，是过去四年继 19 年第一季度以来第二高的水平，主要由于高利润率的中场博彩收入占比提升至 61.0%。另一方面，公司成本控制能力持续改善，对利润率带来正面贡献。期内，新葡京及自营娱乐场 EBITDA 利润率分别同比提升 4.3 个百分点及 5.8 个百分点。我们相信控股公司的股东霍氏基金及何超琼相关的关连人士在今年 1 月签署的合作协议，将有助进一步提升澳博的经营效率。

上葡京预计开幕日期推迟至 2020 年第四季前，下调上葡京项目贡献预测

管理层表示上葡京或于今年下半年完工，由于项目开业前需要接近一年的政府审批期，因此我们将上葡京预测开幕日期从 2020 年 4 月推迟至 9 月，我们把 2020 年上葡京的经调整 EBITDA 预测从 17.6 亿港元下调至 7.4 亿港元。另一方面，公司预计上葡京的项目预算资本开支从 360 亿港元增加至 390 亿港元，主要由于工程延期带来财务费用等成本上升所致。

下调明年盈利预测及目标价，维持“增持”评级

我们预计上葡京开幕日期将由 2020 年 4 月推迟至 9 月，因此我们把澳博 2020 年贵宾厅毛收入预测从 +26% 下调至 +6%；中场赌枱毛收入预测从 +16% 下调至 +6%。我们把 2020 年集团经调整 EBITDA 预测下调 16% 至 43.9 亿港元。由于澳博缺乏酒店房间供应，我们预测即日旅客的人均消费只有过夜客的四分之一，因此受惠于中国中产阶层旅客增长的效应会较低。由于公司潜在增长的催化剂延迟至明年下半年才出现，短期对股价的提振力度较弱，但是我们相信公司的经营效率将日益改善，我们给予 2020 年 12.5 倍 EV/EBITDA 估值，把目标价从 10.4 港元下调至 8.7 港元。由于股价自 8 月以来累计调整幅度达到 13.4%，而目标价对应潜在升幅有 16.9%，故此我们维持“增持”评级。

风险提示

(一)签证政策收紧；(二)赌场续牌风险；(三)上葡京开幕日期再推迟的风险

主要财务数据

截至12月31日财政年度(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净收入	31,771	34,410	35,358	38,512	49,121
同比增长	-	8.3%	2.8%	8.9%	27.5%
经调整EBITDA	3,074	3,724	3,968	4,393	6,792
同比增长	-10.0%	21.1%	6.5%	10.7%	54.6%
股东应占溢利	1,963	2,850	2,888	2,099	3,286
同比增长	-15.6%	45.2%	1.3%	-27.3%	56.5%
经调整EBITDA利润率	9.7%	10.8%	11.2%	11.4%	13.8%
股东应占溢利率	6.2%	8.3%	8.2%	5.5%	6.7%
每股盈利(港元)	0.35	0.50	0.51	0.37	0.58
每股股息(港元)	0.20	0.29	0.30	0.21	0.34
市盈率(X)	21.4	14.8	14.6	20.1	12.8
EV/EBITDA(X)	11.1	10.4	11.7	11.0	6.3
股息率(%)	2.7%	3.9%	4.0%	2.9%	4.5%

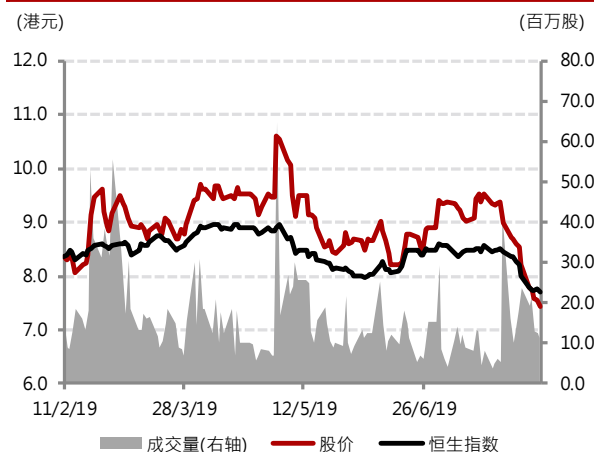
资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

公司基本资料 (更新至 2019 年 8 月 9 日)

现价：	7.44	(港元)
总市值：	42,140.97	(百万港元)
流通股比例：	32.86	(%)
已发行总股本：	5,664.11	(百万股)
52 周价格区间：	6.15-10.74	(港元)
3 个月内日均成交额：	116.86	(百万港元)
主要股东：	澳门旅游娱乐有限公司	(占 54.1%)

资料来源：彭博

价格及成交量走势



资料来源：彭博

相关报告

首发报告：看好新项目「上葡京」成复苏催化剂（评级：增持；目标价：HK\$10.4）-20190703

公司点评：19 年一季度业绩环比增长强劲（评级：未评级）-20190507

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

alvin.ngan@ztsc.com.hk

图表 1：澳博季度业绩表现

百万港元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2Q19			
									1Q19	2Q19	Q/Q (%)	Y/Y (%)
总收入	10,581	10,203	10,216	11,146	11,103	11,277	11,129	11,124	10,600	10,186	-4%	-10%
博彩总收益	10,434	10,039	10,063	10,951	10,916	11,111	10,947	10,926	10,418	10,014	-4%	-10%
非博彩收益	147	164	153	195	187	166	182	198	182	172	-5%	3%
佣金及奖励	-2,553	-2,558	-2,457	-2,824	-2,506	-2,678	-2,619	-2,420	-1,942	-1,770	-9%	-34%
净收入	8,028	7,646	7,759	8,323	8,597	8,600	8,510	8,703	8,658	8,416	-3%	-2%
博彩净收入	7,881	7,481	7,606	8,128	8,410	8,433	8,328	8,506	8,476	8,244	-3%	-2%
非博彩收入	147	164	153	195	187	166	182	198	182	172	-5%	3%
经调整EBITDA	843	665	726	840	987	972	919	846	1,075	1,003	-7%	3%
新葡京	474	373	418	410	559	534	496	492	601	585	-3%	10%
其他自行推广娱乐场	150	153	122	193	198	204	248	240	284	300	6%	47%
卫星娱乐场	170	125	168	212	195	200	158	94	151	180	19%	-10%
非博彩业务	49	14	18	25	35	34	17	20	39	-62	-259%	-282%
经调整EBITDA利润率	10.5%	8.7%	9.4%	10.1%	11.5%	11.3%	10.8%	9.7%	12.4%	11.9%	-0.5%pt	0.6%pt
博彩数据(百万港元)												
贵宾厅毛收入	4,936	4,882	4,728	5,331	4,881	5,077	5,039	4,667	3,935	3,520	-11%	-31%
贵宾厅转码数(十亿港元)	158	159	148	172	178	173	166	154	123	118	-4%	-32%
净赢率	3.13%	3.07%	3.19%	3.10%	2.74%	2.94%	3.04%	3.03%	3.20%	2.98%	-0.2%pt	0.0%pt
新葡京	2,420	2,532	2,546	2,608	2,520	2,594	2,867	2,174	2,080	1,868	-10%	-28%
其他娱乐场	2,516	2,350	2,182	2,723	2,361	2,483	2,172	2,493	1,855	1,652	-11%	-33%
中场毛收入	5,241	4,894	5,084	5,364	5,741	5,746	5,623	5,970	6,193	6,209	0%	8%
新葡京	1,181	1,024	1,097	1,167	1,289	1,317	1,199	1,258	1,337	1,352	1%	3%
其他娱乐场	4,060	3,870	3,987	4,197	4,452	4,429	4,424	4,712	4,856	4,857	0%	10%
角子机毛收入	257	263	251	256	294	288	285	290	290	285	-2%	-1%
新葡京	100	99	89	96	116	113	108	108	106	116	9%	3%
其他娱乐场	157	164	162	160	178	175	177	182	184	169	-8%	-3%
博彩收益	10,434	10,039	10,063	10,951	10,916	11,111	10,947	10,926	10,418	10,014	-4%	-10%
新葡京	3,701	3,655	3,732	3,871	3,925	4,024	4,174	3,540	3,523	3,336	-5%	-17%
其他娱乐场	6,733	6,384	6,331	7,080	6,991	7,087	6,773	7,386	6,895	6,678	-3%	-6%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部

图表 2：盈利预测调整

损益表(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
总收入	43,756	54,795	62,620	43,991	47,655	60,727	0.5%	-13.0%	-3.0%
佣金、回赠及津贴	-8,721	-10,928	-12,460	-8,633	-9,142	-11,606	-1.0%	-16.3%	-6.9%
净收入	35,035	43,868	50,160	35,358	38,512	49,121	0.9%	-12.2%	-2.1%
博彩税	-16,574	-20,101	-22,951	-16,665	-17,790	-22,218	0.5%	-11.5%	-3.2%
市场推广开支	-5,182	-5,874	-6,291	-5,152	-5,418	-5,696	-0.6%	-7.8%	-9.5%
营运开支	-9,486	-12,662	-13,898	-9,573	-10,911	-14,415	0.9%	-13.8%	3.7%
经调整EBITDA	3,794	5,230	7,020	3,968	4,393	6,792	4.6%	-16.0%	-3.2%
企业开支/开业前成本	-200	-550	-100	-100	-650	-100	-50.0%	18.2%	0.0%
EBITDA	3,594	4,680	6,920	3,868	3,743	6,692	7.6%	-20.0%	-3.3%
折旧及摊销	-1,457	-2,940	-3,196	-1,156	-1,677	-3,321	-20.6%	-43.0%	3.9%
经营利润	2,137	1,741	3,724	2,711	2,066	3,371	26.9%	18.7%	-9.5%
利息收入	308	317	327	308	317	327	0.0%	0.0%	0.0%
财务开支	-134	-275	-380	-147	-315	-428	9.9%	14.4%	12.6%
其他非营运收入/开支	117	117	117	117	117	117	0.0%	0.0%	0.0%
除税前利润	2,428	1,900	3,787	2,989	2,186	3,386	23.1%	15.0%	-10.6%
所得税	-34	-27	-53	-42	-31	-47	23.1%	15.0%	-10.6%
净利润	2,394	1,873	3,734	2,947	2,155	3,339	23.1%	15.0%	-10.6%
少数股东股权	-59	-56	-53	-59	-56	-53	0.0%	0.0%	0.0%
股东应占溢利	2,335	1,817	3,681	2,888	2,099	3,286	23.7%	15.5%	-10.7%

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表 3：分部收入预测调整

分部收入(百万港元)	旧预测			新预测			变动(%)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
贵宾厅	16,429	20,753	23,719	16,375	17,345	22,191	0%	-16%	-6%
同比增长	-16%	26%	14%	-17%	6%	28%			
中场赌枱	25,099	29,177	33,261	25,388	26,976	32,910	1%	-8%	-1%
同比增长	9%	16%	14%	10%	6%	22%			
角子机	1,216	1,909	2,211	1,216	1,560	2,199	0%	-18%	-1%
同比增长	5%	57%	16%	5%	28%	41%			
非博彩业务及其他	755	2,644	3,074	754	1,498	3,083	0%	-43%	0%
同比增长	9%	250%	16%	8%	99%	106%			

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

图表4：财务报表(年结:12月31日;百万港元)

损益表(百万港元)						现金流量表(百万港元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	42,329	44,859	43,991	47,655	60,727	净利润	1,935	2,912	2,947	2,155	3,339
佣金、回赠及津贴	-10,558	-10,449	-8,633	-9,142	-11,606	折旧及摊销	1,205	1,163	1,156	1,677	3,321
净收入	31,771	34,410	35,358	38,512	49,121	营运资金变动	-489	208	-196	828	2,953
博彩税	-16,086	-17,005	-16,665	-17,790	-22,218	其他	-61	-247	-278	-3	101
市场推广开支	-4,891	-5,831	-5,152	-5,418	-5,696	经营活动现金流	2,589	4,036	3,630	4,657	9,715
营运开支	-7,719	-7,851	-9,573	-10,911	-14,415	资本开支	-6,111	-5,777	-9,100	-5,223	-1,650
经调整EBITDA	3,074	3,724	3,968	4,393	6,792	短期银行存款变动	-5,800	-2,650	5,810	3,060	-2,000
企业开支/开业前成本	-62	-10	-100	-650	-100	其他	48	-964	360	97	-459
EBITDA	3,012	3,714	3,868	3,743	6,692	投资活动现金流	-11,863	-9,390	-2,929	-2,066	-4,109
折旧及摊销	-1,205	-1,163	-1,156	-1,677	-3,321	净借贷	7,588	7,250	-70	-1,484	-2,636
经营利润	1,807	2,551	2,711	2,066	3,371	股息支付	-1,301	-1,302	-2,152	-1,118	-1,447
利息收入	123	299	308	317	327	利息及其他	-353	-442	-147	-315	-428
财务开支	-90	-28	-147	-315	-428	融资活动现金流	5,934	5,506	-2,369	-2,917	-4,511
其他非营运收入/开支	107	117	117	117	117	现金增加净额	-3,339	152	-1,669	-325	1,095
除税前利润	1,947	2,940	2,989	2,186	3,386	现金及现金等值物期初余额	9,510	6,171	6,323	4,654	4,329
所得税	-12	-27	-42	-31	-47	现金及现金等值物期末余额	6,171	6,323	4,654	4,329	5,424
净利润	1,935	2,912	2,947	2,155	3,339						
少数股东权益	29	-62	-59	-56	-53						
股东应占溢利	1,963	2,850	2,888	2,099	3,286						
资产负债表(百万港元)						主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等值物	6,171	6,323	4,654	4,329	5,424	增长率(%)					
短期银行存款	9,719	12,369	6,560	3,500	5,500	总收入	1.3%	6.0%	-1.9%	8.3%	27.4%
应收账款	1,166	1,849	1,813	1,964	2,503	净收入	0.0%	8.3%	2.8%	8.9%	27.5%
存货	83	91	89	97	123	经调整EBITDA	-10.0%	21.1%	6.5%	10.7%	54.6%
其他流动资产	84	0	0	0	0	EBITDA	-7.3%	23.3%	4.1%	-3.2%	78.8%
流动资产合计	17,224	20,633	13,117	9,890	13,550	股东应占溢利	-15.6%	45.2%	1.3%	-27.3%	56.5%
已抵押银行存款	146	146	146	146	146	利润率(%)					
固定资产	24,690	30,379	38,322	41,868	40,197	经调整EBITDA利润率	9.7%	10.8%	11.2%	11.4%	13.8%
土地使用权	2,397	2,264	2,264	2,264	2,264	经营利润	5.7%	7.4%	7.7%	5.4%	6.9%
艺术品	281	281	277	260	260	股东应占溢利	6.2%	8.3%	8.2%	5.5%	6.7%
其他非流动资产	1,549	2,696	2,644	2,864	3,650	平均股本回报率	8.1%	10.8%	10.7%	9.6%	11.2%
总资产	46,287	56,399	56,769	57,291	60,066	平均资产回报率	4.6%	5.7%	5.2%	3.8%	5.7%
应付账款	11,174	11,958	11,726	12,703	16,187	资产周转率	99.5%	87.4%	77.7%	83.6%	103.5%
短期借贷	200	200	1,700	1,000	1,500	估值					
其他流动负债	85	117	115	124	158	市盈率(X)	21.4	14.8	14.6	20.1	12.8
流动负债合计	11,459	12,274	13,541	13,827	17,845	EV/EBITDA(X)	11.1	10.4	11.7	11.0	6.3
长期借贷	7,935	15,245	13,675	12,891	9,755	市账率(X)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4
其他长期负债	1,424	1,193	1,072	1,055	1,055	股息率(%)	2.7%	3.9%	4.0%	2.9%	4.5%
总负债	20,818	28,712	28,287	27,773	28,655	每股指标(港元)					
少数股东权益	72	135	193	250	303	每股盈利	0.35	0.50	0.51	0.37	0.58
股东	11,242	11,254	11,254	11,254	11,254	每股股息	0.20	0.29	0.30	0.21	0.34
储备	14,155	16,298	17,034	18,015	19,854	派息比率	58%	58%	58%	58%	58%
股东权益	25,397	27,552	28,288	29,269	31,108						
股东权益及负债	46,287	56,399	56,769	57,291	60,066						

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2019/07/03	HK\$ 9.4	增持 (首次覆盖)	HK\$ 10.4
2	2019/08/12	HK\$ 7.44	增持 (维持)	HK\$ 8.7

资料来源：彭博；中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的6个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于5%至20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。